

## 会员增长超预期，垂直业务线表现强劲



## 核心观点

- **2018Q3 公司共实现营收 69.1 亿元，同比增长 48%，接近此前指引 (43%-49%) 上限。**营业成本 76.6 亿元 (+66%)，毛利率-10.7%；其中内容成本 60 亿元 (+66%)，占营收的比重进一步提升至 87%。公司三季度运营亏损 25.9 亿元 (+142.9%)，净亏损 31.4 亿元 (+198.6%)。由于内容投入持续加大，公司毛利率转负，运营亏损及净亏损有所扩大。截至 2018 年 9 月 30 日，爱奇艺持有的现金、现金等价物和短期投资总额为人民币 97 亿元。公司预计 Q4 总收入为 64.8—67.5 亿元，同比增长 43%至 49%。
- **会员增长超预期，会员收入已超过广告，成为占比最大的收入来源。**截至 2018 年 9 月 30 日，公司共拥有订阅用户 8070 万，较 2017Q3 的 4270 万增加 89%，环比 Q2 新增订阅会员达 1360 万。订阅用户数的强劲增长带动公司会员服务收入同比增长 78%至 28.5 亿元，占营收的 41%，成为公司最重要的收入来源。此外，内容分发收入 8.35 亿元 (+220%)，大幅增长主要来自本季度分发的部分优质内容。其他收入 8.31 亿元 (+157%)，受益于各种垂直业务线的强劲表现，特别是 7 月收购移动游戏公司 Skymoons 的整合。
- 我们在此前的报告中提出：(1) 格局未定的竞争态势下，必须持续进行内容投入，各平台短期必然无法盈利；(2) 内容成本受摊销政策影响极大，相比于 Netflix (90%以上内容在 4 年内摊销)、芒果 TV (532 摊销)，爱奇艺摊销政策更为严格 (多数内容在 2 年甚至 1 年内摊销)。因此，相对于利润，我们更建议关注会员增长/营收增长 (体现成长性)、单用户内容成本 (体现成本端的规模效应及花钱效率) 及现金流状况 (经营持续性)。我们仍然看好流媒体视频这一赛道，用户从电视端向网络端转移的趋势继续。爱奇艺头部版权剧采买判断能力强，内部自制团队优秀，自制能力行业领先。

## 财务预测与投资建议

- 我们预计公司 2018 年营业收入为 245.5 亿元，同比增长 41.3%；在可比公司基础上给予 5.4 倍 PS，美元兑人民币汇率取 1:6.868，对应每 ADS 目标价 28.19 美元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 行业竞争加剧，行业监管风险，版权成本大幅抬升，收入增长不及预期

公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	11,237.4	17,378.4	24,550.0	32,417.0	40,319.3
同比增长	111.3%	54.6%	41.3%	32.0%	24.4%
营业利润 (百万元)	-2,789.5	-3,953.0	-7,810.7	-6,991.0	-5,620.5
归属母公司净利润 (百万元)	-3,074.0	-3,736.9	-8,537.8	-7,389.3	-6,547.2
每股收益 (元)	-23.20	-1.15	-1.73	-1.50	-1.33
每股经营现金流	0.53	0.81	0.38	1.59	2.20
毛利率	-1.8%	0.0%	-6.8%	0.9%	7.6%
净利率	-27.4%	-21.5%	-34.8%	-22.8%	-16.2%
EBITDA Margin	20.9%	28.8%	25.9%	33.5%	37.9%
市销率 (倍)	8.49	5.49	3.89	2.94	2.37
市盈率 (倍)	-0.83	-16.76	-11.13	-12.86	-14.51
EV/EBITDA	34.96	16.39	12.91	7.56	5.37

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2018 年 10 月 31 日)	19.64 美元
目标价格	28.19 美元
52 周最高价/最低价	46.23/15.30 美元
总股本/流通 A 股 (亿股)	49.54/21.14
美股市值 (百万美元)	13,899.15
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2018 年 11 月 01 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-12.9	-27.4	-35.4	
相对表现 (%)	-13.1	-20.5	-31.4	
沪深 300 (%)	0.2	-6.9	-4.1	



证券分析师 邓文慧  
021-63325888-7041  
dengwenhui@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517100002

联系人 马继愈  
021-63325888-6107  
majiyu@orientsec.com.cn

相关报告  
以科技创新为驱动，持续构建综合性传媒 2018-09-14  
娱乐集团  
Netflix 缘何崛起？基于产业发展史与巨头 2018-03-13  
成长史视角的思考  
视频平台的三维度六指标分析框架 2018-03-13

## 目 录

1 三季度业绩概览 .....	4
2 三季度财务数据详解 .....	4
3.1 收入端：会员付费增长超预期，多元化业务收入快速增长 .....	4
3.2 收入端：成本端：继续加大内容投入，原创内容快速增长 .....	5
3 内容矩阵 .....	6
盈利预测与投资建议 .....	7
盈利预测 .....	7
投资建议 .....	8
风险提示 .....	9

## 图表目录

表 1：爱奇艺 2018Q3 财报重点数据 .....	4
表 2：爱奇艺分业务收入及占比 .....	5
图 1：爱奇艺内容成本占营收比重 .....	5
图 2：版权内容与自制内容资产占比 .....	5
图 3：公司毛利率变化 .....	6
表 3：可比公司 PS .....	8

## 1 三季度业绩概览

**2018Q3 公司共实现营收 69.1 亿元，同比增长 48%，接近此前指引（43%-49%）上限。**营业成本 76.6 亿元（+66%），毛利率-10.7%；其中内容成本 60 亿元（+66%），占营收的比重进一步提升至 87%。公司三季度运营亏损 25.9 亿元（+142.9%），净亏损 31.4 亿元（+198.6%）。由于内容投入持续加大，公司毛利率转负，运营亏损及净亏损有所扩大。截至 2018 年 9 月 30 日，爱奇艺持有的现金、现金等价物和短期投资总额为人民币 97 亿元。

**会员增长超预期，会员收入已超过广告，成为占比最大的收入来源。**截至 2018 年 9 月 30 日，公司共拥有订阅用户 8070 万，较 2017Q3 的 4270 万增加 89%，环比 Q2 新增订阅会员达 1360 万。订阅用户数的强劲增长带动公司会员服务收入同比增长 78%至 28.5 亿元，占营收的 41%，成为公司最重要的收入来源。

**2018 年四季度指引：**公司预计 2018 年四季度总收入为 64.8—67.5 亿元，同比增长 43%至 49%，仍保持较快增长。

**表 1：爱奇艺 2018Q3 财报重点数据**

收入端				
营业收入	同比增速	收入构成		
69 亿元	48%	41%会员付费	35%广告收入	12%内容分发
成本与费用端				
营业成本	同比增速	内容成本/营收	销售管理费用	研发费用
77 亿元	66%	87%	12.9 亿元	5.6 亿元

资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

## 2 三季度财务数据详解

### 3.1 收入端：会员付费增长超预期，多元化业务收入快速增长

(1) 2018Q3 公司会员服务收入 28.5 亿元（+78%），占营收比重提升至为 41%。Q3 会员付费收入和订阅用户数的强劲增长，主要受到以《延禧攻略》为代表的优质内容及各类推广活动的拉动，体现出优质内容特别是自制独播内容强大的拉新能力。我们测算 2018Q3 付费用户 ARPU 值为 35.3 元（静态，季度），环比 2018Q2 的 36.9 元有所下降。同时，2018Q3 公司递延收入 23.6 亿元，较 2017 年 16.3 亿元增长 44.8%。我们认为主要来源于：1) 长期（如包年、包季）订阅用户数量的增加；2) 直播、阅读等多元业务充值金额的增长。

(2) 在线广告服务收入 24 亿元（-4%），占营收的比重下降至 35%。广告收入有所下滑，主要原因在于世界杯及监管影响导致广告主的预算收紧和转移。

(3) 内容分发收入 8.35 亿元（+220%），大幅增长主要来自本季度分发的部分优质内容。

(4) 其他收入 8.31 亿元 (+157%)，受益于各种垂直业务线的强劲表现，特别是 2018 年 7 月收购移动游戏公司 Skymoons 的整合。我们认为，内容分发收入和其他收入的大幅增长，反映出公司生态布局持续深化，多元化货币能力继续推进，“Netflix Plus”的发展模式逐步进入收获期。

表 2：爱奇艺分业务收入及占比

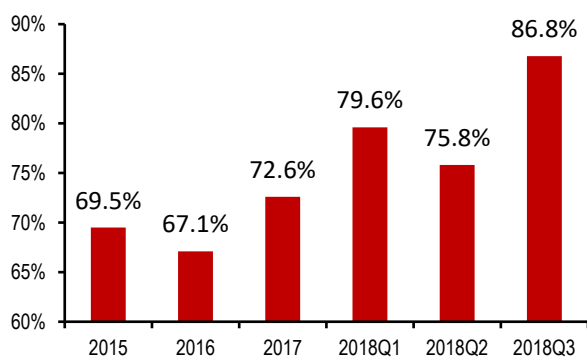
收入分类	2018Q1		2018Q2		2018Q3	
	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比	收入 (亿元)	占比
会员服务	21.0	42.96%	25.0	40.32%	28.5	41.25%
在线广告	21.1	43.28%	26.0	41.94%	24.0	34.66%
内容分销	2.7	5.47%	5.4	8.70%	8.3	12.07%
其他	4.1	8.30%	5.4	8.69%	8.3	12.02%
合计	48.8	100.00%	62.0	100.00%	69.1	100.00%

资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

### 3.2 收入端：成本端：继续加大内容投入，原创内容快速增长

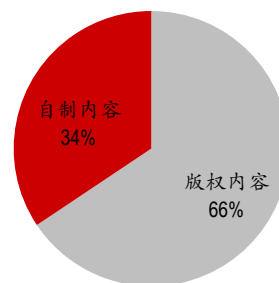
2018Q3 公司营业成本 76.6 亿元 (+66%)，其中内容成本 60 亿元 (+66%)，占营收的比重达 87%。我们认为，公司继续加大优质内容、特别是原创内容的投入，在短期带来一定的成本压力；但长期看，是公司树立竞争优势、打造平台差异化的必然选择。截至 2018 年 9 月 30 日，公司版权内容资产净值 77.7 亿元，较 2017 年增长 44.5%；自制内容资产净值 40.7 亿元，较 2017 年增长 160%。公司自制内容资产快速增长，在内容库中的比重逐渐提升。

图 1：爱奇艺内容成本占营收比重



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

图 2：版权内容与自制内容资产占比

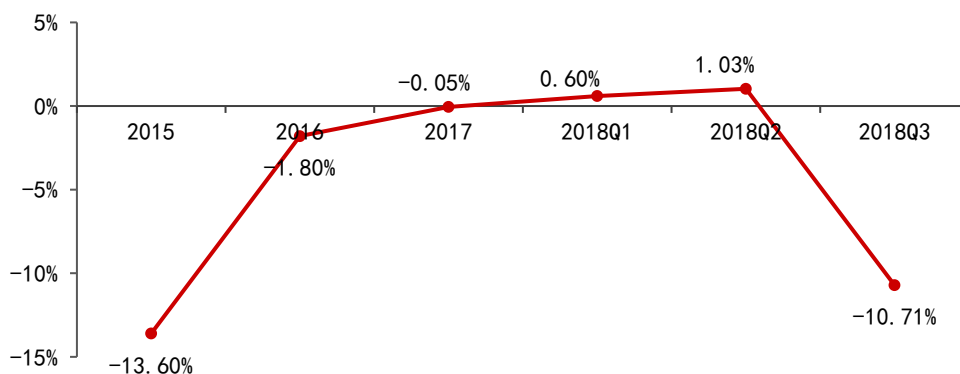


资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

2018Q3 公司销售管理费用 12.9 亿元 (+66%)，主要原因是渠道营销费用的增加以及与内容相关的推广和品牌费用的增加，以及因收购 Skymoons 产生了较高的股权费用。研发费用 5.6 亿元 (+66%)。

加大内容投入战略下，公司三季度毛利率下滑，运营亏损及净亏损扩大。2018Q3 公司综合毛利率为-10.7%，运营亏损 25.9 亿元 (+142.9%)，运营亏损率 37%，较 2017Q3 (-23%) 有所扩大。净亏损 31.4 亿元 (+198.6%)。

**图 3：公司毛利率变化**



资料来源：Bloomberg，公司公告，东方证券研究所

### 3 内容矩阵

根据我们的数据跟踪及“2018 爱奇艺 iJOY 悦享会”片单，公司后续的内容布局包括：

#### 1、综艺：延续爆款头部综艺，进一步孵化不同领域的超级自制综艺，吸引年轻群体，继续创造娱乐流行现象

(1) 已播综艺：自制综艺和老牌综艺齐回归

自制爆款综艺《中国新说唱》和老牌综艺《中国好声音 5》独家回归，位列 2018Q3 综艺播放量（含版权综艺）的第 5、7 名，在播放量上贡献巨大流量。多平台播放的《极限挑战 4》、《奔跑吧 2》《向往的生活 2》已在二季度上线，但仍保持一定热度。

(2) 未来看点：再续头部综艺，推出细分领域全新综艺

2019 年爱奇艺继续打造爆款综艺《中国新说唱》第二季、《偶像练习生》第二季、《奇葩说》第六季，重点发力头部综艺。同时，爱奇艺将推出全新综艺《国风美少年》《演员的品格》《唱作人》等，在文化、素人秀、音乐等细分题材上多方布局。爱奇艺还与米未联合推出乐队类音乐节目《乐队的夏天》，打造中国顶级偶像乐队，节目定档于 2019 年 5 月。

#### 2、剧集：《延禧攻略》引爆口碑热度，后续 100+大剧全面布局内容

(1) 已播剧集：爆款剧《延禧攻略》Q3 播放量达 181.5 亿，远超网播剧第二名《如懿传》的 104.3 亿，在今年低迷的影视剧市场中表现突出。《芸汐传》和《为了你我愿意热爱整个世界》分别以

29.5 亿、13.3 亿的播放量位列 2018Q3 网络剧的第 4、12 名，其“会员一次性看全集”排播模式创新也有效吸引了会员订阅及留存。

(2) 布局头部内容：爱奇艺将推出《延禧攻略》原班人马制作的《皓镧传》，延续于正、聂远、吴谨言的组合，或将打造新爆款。头部剧还包括张艺兴、王紫璇主演的《黄金瞳》，黄景瑜、吴刚主演的《破冰行动》，陈伟霆、古力娜扎主演的《风暴舞》。爱奇艺将继续推出 100+ 大剧，覆盖多个垂直品类，打造爱青春剧场、奇悬疑剧场、忆英雄剧场三大类型剧场；还将探索每季 12 集的“短剧集”、针对移动端的“竖屏微网剧”，以《生活对我下手了》进入竖屏网剧市场。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 245.5、324.2 和 403.2 亿元，同比增长 41.3%、32.0% 和 24.4%。相较首次覆盖报告，我们上调会员服务业务增速，下调广告收入增速。调整的核心假设及依据在于：

(1) 公司三季度会员增长超预期，2018-2020 年付费会员数由 7551/9516/111,76 万上调至 8590/11,600/136,30 万人；

(2) 受世界杯、监管及宏观经济影响，广告收入增速有所放缓，2018-2020 年广告业务增速由 31.5%/26.8%/22.1% 下调至 15.8%/13.2%/10.7% (2017 年数据未扣除 VAT)；

收入成本分类预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>会员业务</b>					
销售收入 (百万元)	3,762.2	6,536.0	10,254.0	14,899.2	19,529.1
增长率	277.5%	73.7%	56.9%	45.3%	31.1%
MAU (百万)	405.4	421.3	433.9	442.6	447.0
付费用户数 (百万)	30.2	50.8	85.91992	115.9659	136.3484
付费渗透率	7.4%	12.1%	19.8%	26.2%	30.5%
ARPU 值 (元/月, 动态)	15.3	13.4	12.5	12.3	12.9
<b>广告业务</b>					
销售收入 (百万元)	5,650.4	8,158.9	9,444.4	10,688.5	11,827.4
增长率	66.2%	44.4%	15.8%	13.2%	10.7%
<b>内容分发</b>					
销售收入 (百万元)	501.0	1,191.8	2,166.8	3,070.5	4,076.3
增长率	29.2%	137.9%	81.8%	41.7%	32.8%
<b>其他业务</b>					
销售收入 (百万元)	1,323.9	1,491.6	2,684.8	3,758.8	4,886.4
增长率	147.8%	12.7%	80.0%	40.0%	30.0%
<b>营业收入合计 (百万元)</b>	<b>11,237.4</b>	<b>17,378.4</b>	<b>24,550.0</b>	<b>32,417.0</b>	<b>40,319.3</b>
<b>增长率</b>	<b>111.3%</b>	<b>54.6%</b>	<b>41.3%</b>	<b>32.0%</b>	<b>24.4%</b>



**营业成本**

总成本	11,436.6	17,386.6	26,223.2	32,114.2	37,271.1
增长率	89.3%	52.0%	50.8%	22.5%	16.1%
内容成本	7,541.0	12,616.9	20,646.2	25,820.8	30,420.4
增长率	104.1%	67.3%	63.6%	25.1%	17.8%
其中：版权内容成本	4,248.3	7,882.2	12,181.3	15,234.3	17,643.8
版权内容成本占比	56.3%	62.5%	59.0%	59.0%	58.0%
内容成本/营业收入	67.1%	72.6%	84.1%	79.7%	75.4%
<b>综合毛利率</b>	<b>-1.77%</b>	<b>-0.05%</b>	<b>-6.82%</b>	<b>0.93%</b>	<b>7.56%</b>

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

**投资建议**

我们选择 Netflix、哔哩哔哩、虎牙直播、Spotify 等 5 家公司作为可比公司，其中 Netflix、哔哩哔哩与虎牙直播同属流媒体视频行业，Spotify 与爱奇艺具有收入模式和商业模式的相似性。根据彭博一致预期数据，5 家公司中 2018 年 PS 最低值为 3.4x（陌陌），最高值为 8.3x（Netflix）。剔除最高及最低值后，可比公司调整后平均 PS 为 5.4x。我们预计公司 2018 年营业收入为 245.5 亿元，同比增长 41.3%；给予 5.4 倍 PS，美元兑人民币汇率取 1:6.868，对应每股 ADS 28.19 美元，维持“买入”评级。

**表 3：可比公司 PS**

2018/9/14 公司	最新市值 (亿美元)	营业收入 (百万美元)			PS		
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
Netflix	1316	11,692.7	15,873.5	19,747.3	13.6	8.3	6.7
虎牙	35.3	323.7	654.3	1,030.2	16.6	5.4	3.4
陌陌	68.65	1,318.3	2,009.8	2,588.0	7.3	3.4	2.7
spotify	269	4,620.6	6,064.9	7,798.3	7.0	4.4	3.4
哔哩哔哩	37.6	365.7	590.0	952.2	10.3	6.4	3.9
<b>调整平均</b>					<b>9.0</b>	<b>5.4</b>	<b>4.6</b>

资料来源：Bloomberg，东方证券研究所



## 风险提示

- **行业竞争加剧**

中美流媒体视频行业均面临着激烈的市场竞争，行业内流媒体视频平台数量众多，且股东多为互联网或传媒行业巨头。目前行业仍处于快速发展期，龙头公司围绕渠道、内容和用户等多领域进行激烈竞争，竞争压力加剧，格局稳定仍需时间

- **行业监管风险**

新媒体行业是文化产业的重要组成部分，具有较强的意识形态属性，因而国家相关法律、法规和政策对视频平台有着严格的监督和管理。若违反相关法律法规及监管政策，将受到相关行政部门的通报批评、限期整顿、没收所得、罚款等处罚，情节严重的将被吊销相关业务资质甚至禁入市场

- **版权成本大幅抬升**

由于优质内容的稀缺性，对头部内容的互联网播映权争夺，将使得版权采购费用趋于抬升，加大流媒体视频平台的版权成本和现金流压力

- **收入增长低于预期**

由于广告收入增速放缓，订阅会员数的增长对公司未来收入增速影响更加凸显。但在目前付费人数快速增长后，未来的付费率提升更加依赖运营，若付费会员净增加不及预期，将带来公司未来收入增长低于预期的风险

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	964.2	733.0	1,227.5	1,620.9	2,016.0	营业收入	11,237.4	17,378.4	24,550.0	32,417.0	40,319.3
应收账款	1,779.7	2,235.4	3,522.9	4,651.8	5,785.8	营业成本	11,436.6	17,386.6	26,223.2	32,114.2	37,271.1
预付账款	738.0	1,123.4	2,455.0	3,241.7	4,031.9	SG&A	1,765.8	2,675.0	4,173.5	5,024.6	6,047.9
净版权资产	496.4	818.9	1,182.4	1,440.2	1,617.9	R&D	824.5	1,269.8	1,964.0	2,269.2	2,620.8
其他	1,176.0	789.9	3,910.4	3,910.4	3,910.4	营业支出	14,026.9	21,331.4	32,360.7	39,408.0	45,939.7
流动资产合计	5,154.3	5,700.5	12,298.2	14,864.9	17,361.9	营业利润	-2,789.5	-3,953.0	-7,810.7	-6,991.0	-5,620.5
净版权资产	2,446.7	4,558.1	6,700.3	8,160.9	9,167.8	其他支出					
净自制内容资产	413.5	1,564.3	3,525.6	6,222.2	9,430.1	利息收入	17.0	83.1	101.6	28.5	36.4
固定资产	539.2	1,249.0	1,394.2	1,449.1	1,461.8	利息支出	110.5	277.6	79.3	410.1	948.3
无形资产	383.0	428.0	1,062.4	1,569.9	1,975.9	汇兑净收益	-238.6	400.7	730.0	0.0	0.0
其他	4,694.9	6,701.0	10,624.8	12,040.9	13,463.3	权益性收入收益/亏损	-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0
非流动资产合计	8,477.3	14,500.4	23,307.4	29,442.9	35,498.9	其他	60.7	2.5	0.0	0.0	0.0
资产总计	13,631.6	20,200.9	35,605.6	44,307.8	52,860.8	非经营性收入/支出合计	-271.4	208.5	-707.7	-381.6	-912.0
短期借款	100.0	299.4	1,190.3	4,431.8	5,548.7	利润总额	-3,060.9	-3,744.5	-8,518.5	-7,372.6	-6,532.4
应付账款	4,184.6	7,041.3	10,065.5	13,453.1	16,934.1	所得税	-13.1	7.6	-36.4	-31.5	-27.9
其他	7,605.3	4,284.9	6,605.6	9,220.2	12,013.4	净利润	-3,074.0	-3,736.9	-8,554.9	-7,404.1	-6,560.3
流动负债合计	11,889.9	11,625.6	17,861.4	27,105.0	34,496.2	少数股东损益	0.0	0.0	-17.1	-14.8	-13.1
长期借款	0.0	284.0	1,243.7	8,208.2	15,917.2	归属于母公司净利润	-3,074.0	-3,736.9	-8,537.8	-7,389.3	-6,547.2
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	-23.20	-1.15	-1.73	-1.50	-1.33
其他	7.3	8.7	2,556.3	2,439.7	2,439.7						
非流动负债合计	7.3	292.7	3,800.0	10,647.9	18,356.9						
负债合计	11,897.1	11,918.3	21,661.4	37,752.9	52,853.1						
少数股东权益	0.0	3.8	3.8	3.8	3.8						
股本	0.02	0.02	0.3	0.3	0.3						
资本公积	325.7	600.8	37,401.5	37,401.5	37,401.5						
留存收益	-15,989.8	-15,016.9	-23,554.6	-30,943.9	-37,491.1						
其他	17,398.5	22,694.8	93.1	93.1	93.1						
股东权益合计	1,734.5	8,282.6	13,944.2	6,554.9	7.7						
负债和股东权益	13,631.6	20,200.9	35,605.6	44,307.8	52,860.8						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	-3,074.0	-3,736.9	-8,537.8	-7,389.3	-6,547.2
版权资产摊销	4,036.1	7,492.0	10,996.6	13,363.6	15,006.8
版权资产减值	212.2	390.2	582.2	686.0	766.3
自制内容摊销及减值	574.5	811.4	1,898.4	3,350.4	5,077.7
自制内容投入	-872.4	-1,962.2	-3,859.8	-6,046.9	-8,285.6
营运资金变动	-67.1	-901.3	-5,445.2	-6,585.3	-11,632.2
经营活动现金流	2,612.1	4,011.8	1,849.3	7,845.9	10,838.9
获取版权内容资产	-5,290.8	-9,087.4	-14,084.6	-15,767.9	-16,957.7
固定资产支出	-399.9	-1,058.7	-550.0	-500.0	-500.0
其他	-972.4	-514.6	-4,471.7	-900.0	-900.0
投资活动现金流	-6,663.1	-10,660.7	-19,106.3	-17,167.9	-18,357.7
长期借款	0.0	294.0	959.7	6,964.5	7,709.0
股权融资	0.0	10,573.7	14,199.6	0.0	0.0
其他	3,411.8	-4,306.6	2,592.2	2,750.9	204.9
筹资活动现金流	3,411.8	6,561.1	17,751.5	9,715.3	7,913.9
汇率变动影响	14.7	-143.4	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	-624.5	-231.2	494.5	393.3	395.1

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	111.3%	54.6%	41.3%	32.0%	24.4%
会员收入	277.5%	73.7%	56.9%	45.3%	31.1%
广告收入	66.2%	44.4%	15.8%	13.2%	10.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	-1.8%	0.0%	-6.8%	0.9%	7.6%
净利率	-27.4%	-21.5%	-34.8%	-22.8%	-16.2%
ROE	-177.2%	-45.1%	-61.2%	-112.7%	-
EBITDA Margin	20.9%	28.8%	25.9%	33.5%	37.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	87.3%	59.0%	60.8%	85.2%	100.0%
权益乘数	7.9	2.4	2.6	6.8	-
流动比率	0.4	0.5	0.7	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.3	8.7	8.5	7.9	7.7
流动资产周转率	2.2	3.2	2.7	2.4	2.5
总资产周转率	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-23.20	-1.15	-1.73	-1.50	-1.33
每股经营现金流	0.53	0.81	0.38	1.59	2.20
每股净资产	0.35	1.68	2.83	1.33	0.00
<b>估值比率</b>					
市销率	8.49	5.49	3.89	2.94	2.37
市盈率	-0.83	-16.76	-11.13	-12.86	-14.51
市净率	54.78	11.47	6.81	14.50	-
EV/EBITDA	34.96	16.39	12.91	7.56	5.37
EV/EBIT	-5.81	-3.81	-2.54	-2.06	-1.75

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)