

优质内容造就行业龙头，ARM 提升空间大

2023 年 12 月 07 日

► **公司是长视频行业龙头，盈利拐点已至。**公司诞生于移动互联网兴起之际，开创了国内视频平台会员付费观看的先河，并引领中国视频付费市场进入“亿级”会员时代。公司采取“一鱼多吃”的商业模式，提出了视频网站的 9 大货币化方式，IP 全业态开发赋能品牌价值，从而实现利益最大化。从股权结构来看，公司股权结构较集中，百度始终为第一大股东。从财务表现来看，公司营收增速较高，2015-2022 年 CAGR 达 27%；盈利拐点已至，已连续 7 个季度实现 Non-GAAP 盈利；经营性现金流自 22Q2 以来持续 6 个季度实现正流入。

► **长视频行业监管常态化发展，行业内竞争格局稳定。**从政策端来看，行业监管趋于常态化，驱动行业高质量增长。从行业间竞争格局来看，在线视频用户时长占比趋于稳定，短视频目前主要挤压的是其他行业的用户时长。长、短视频之间由竞争关系演变到竞合关系，爱奇艺与抖音达成合作。从行业内竞争格局来看，两超（爱奇艺、腾讯视频）+两强（优酷、芒果 TV）格局稳定，移动端：2023 年 9 月爱奇艺/腾讯视频/芒果 TV/优酷视频 MAU 分别为 4.34/4.16/2.43/2.07 亿；大屏端：2023 年 9 月银河奇异果/云视听极光/酷喵影视/芒果 TV 月活跃设备量分别达到 1.05/1.03/0.88/0.71 亿台。

► **公司率先破局长视频行业，人才+技术+合作生态共为核心优势。**2021 年公司在内容策略上发生变化，将主要矛盾转变为追求效率和 ROI。在此战略规划下，公司于 22Q1 率先实现盈利，破局长视频行业。公司被喻为热门剧集制造机，能够持续输出优质内容，主要得益于 1) 人才：坚持爱奇艺工作室战略，聚集了业内顶级人才，原创工作室覆盖 8 大领域，各具特色；2) 技术：公司坚持以科技创新为驱动，具备科学的管理流程和工业化生产体系，AI 生产力赋能多个场景；3) 合作生态：公司与合作伙伴长期磨合与合作，实现了彼此成就。此外，公司开拓下沉市场，推出爱奇艺极速版，截至 23Q2 已连续 3 个季度实现运营盈利；积极布局海外市场，推出爱奇艺国际版，率先铺开东南亚地区。

► **未来 ARM 提升空间大，IP 衍生品有较大的成长空间。**在会员付费主业方面，爱奇艺历经三轮涨价，目前月卡/季卡/年卡刊例价分别为 30/78/258 元，连续包月/包季/包年刊例价分别为 25/68/238 元，对标线下电影票价仍有较大提升空间，涨价已成行业共识。爱奇艺 23Q3 ARM 达到 15.54 元，首次超过 15 元，但对标 Netflix 亚太地区 ARM 仍有较大差距。在其他业务方面，公司积极探索多业态，IP 衍生品具备较大的成长和想象空间，目前国内 IP 衍生商业化未完全成熟，海外如迪士尼，大部分收入来自 IP 衍生，未来公司将更好地利用 IP，带来增值收益。

► **投资建议：**爱奇艺是长视频行业龙头，看点和核心驱动包括：1) 在人才+技术+合作生态的驱动下有望持续输出优质内容；2) 刊例价和 ARM 仍有较大提升空间；3) 其他业务（包括 IP 衍生品等）有望打开第二成长曲线，成为新的营收和业绩贡献点，我们建议积极关注。

► **风险提示：**内容输出不及预期；行业监管趋严；提价后会员数流失等。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (美元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
IQ.O	爱奇艺	4.42	-0.16	2.07	2.83	/	15	11

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院；

(注：股价为 2023 年 12 月 6 日收盘价；爱奇艺数据采用彭博一致预期)



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 柴梦婷

执业证书：S0100523100005

邮箱：chaimengting@mszq.com

相关研究

1. 新消费研究之咖啡系列报告：复盘咖啡历史发展，溯源产业链上游-2023/11/11
2. 教培行业研究系列（三）：季报集体反弹的底层逻辑：行业发生了什么变化？-2023/11/09
3. 咖啡行业点评：瑞幸咖啡（LKNCY）发布 2023 年 Q3 业绩-优惠活动影响经营指标，下半年加速扩张-2023/11/03
4. 海外教育行业点评：好未来（TALN）发布 2024 财年二季报：营收、利润略超预期，业绩持续修复-2023/10/29
5. 教培行业研究系列（二）：好未来（TALN）深度报告：龙头转型，核心业务恢复增长，科技助推新发展-2023/09/13

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

1 公司简介：长视频行业龙头，盈利拐点已至	3
1.1 行情复盘：内容成本下降、内容驱动的会员数提升为股价主要催化	3
1.2 历史沿革：诞生于移动互联网兴起之际，引领中国视频付费市场进入“亿级”会员时代	4
1.3 商业模式：“一鱼多吃”赋能 IP 品牌价值，实现全业态开发	4
1.4 股权结构：百度始终为第一大股东，管理层经验丰富	5
1.5 财务分析：盈利拐点已至，连续 7 个季度 Non-GAAP 归母净利润为正	6
2 长视频行业：监管常态化，竞争格局稳定	9
2.1 政策端：行业监管常态化发展，驱动行业高质量增长	9
2.2 行业间竞争：与短视频从竞争关系演变到竞合关系，多平台间已达成合作	11
2.3 行业内竞争：2（爱腾）+2（优芒）格局稳定，各平台各具特色	13
3 公司亮点：率先破局长视频行业，人才+技术+合作生态均为核心优势	14
3.1 成果：自制内容占比持续提升，优质内容密集推出	14
3.2 核心优势——人才：坚持爱奇艺工作室战略，增强自制内容造血能力	17
3.3 核心优势——技术：AI 生产力赋能多个场景，工业化生产体系助力提质增效	18
3.4 核心优势——合作生态：与优质合作伙伴彼此成就，推行合作伙伴计划	20
3.5 下沉+全球布局：极速版开拓下沉市场，国际版布局全球娱乐	20
4 未来看点：ARM 提升空间大，IP 衍生长空间大	21
4.1 会员付费主业务：聚焦 ARM 和会员生命周期，ARM 仍有较大提升空间	22
4.2 其他业务：积极探索多业态，IP 衍生品成长空间较大	23
5 投资建议	24
6 风险提示	25
插图目录	26
表格目录	26

1 公司简介：长视频行业龙头，盈利拐点已至

1.1 行情复盘：内容成本下降、内容驱动的会员数提升为股价主要催化

我们复盘爱奇艺股价历史表现，股价最高点出现在刚上市的几个月，主要系18Q1财报好于市场预期，市场对于“中国奈飞”故事保持较为积极的态度，且公司与京东形成独家合作，会员权益互通。在竞争初期，各平台靠砸钱买版权，导致内容成本居高不下，市场对于长视频行业的盈利能力保留疑问。在2021年之前，爱奇艺股价震荡，上涨主要靠内容成本占比下降以及会员数提升驱动。2021年，互联网行业作为重点行业经历了强监管，国外有美国对于中概股监管趋严，叠加公司层面亏损持续扩大、21Q3&Q4会员数环比下降，股价承压。22Q1，公司首次实现盈利；22H2起，爱奇艺相继推出《苍兰诀》、《罚罪》、《卿卿日常》、《风吹半夏》、《狂飙》、《长风渡》、《莲花楼》、《宁安如梦》、《一念关山》等热门剧集，会员数屡创新高，业绩方面扭亏为盈，市场信心逐渐增加，股价逐渐回升。

图1：爱奇艺行情复盘



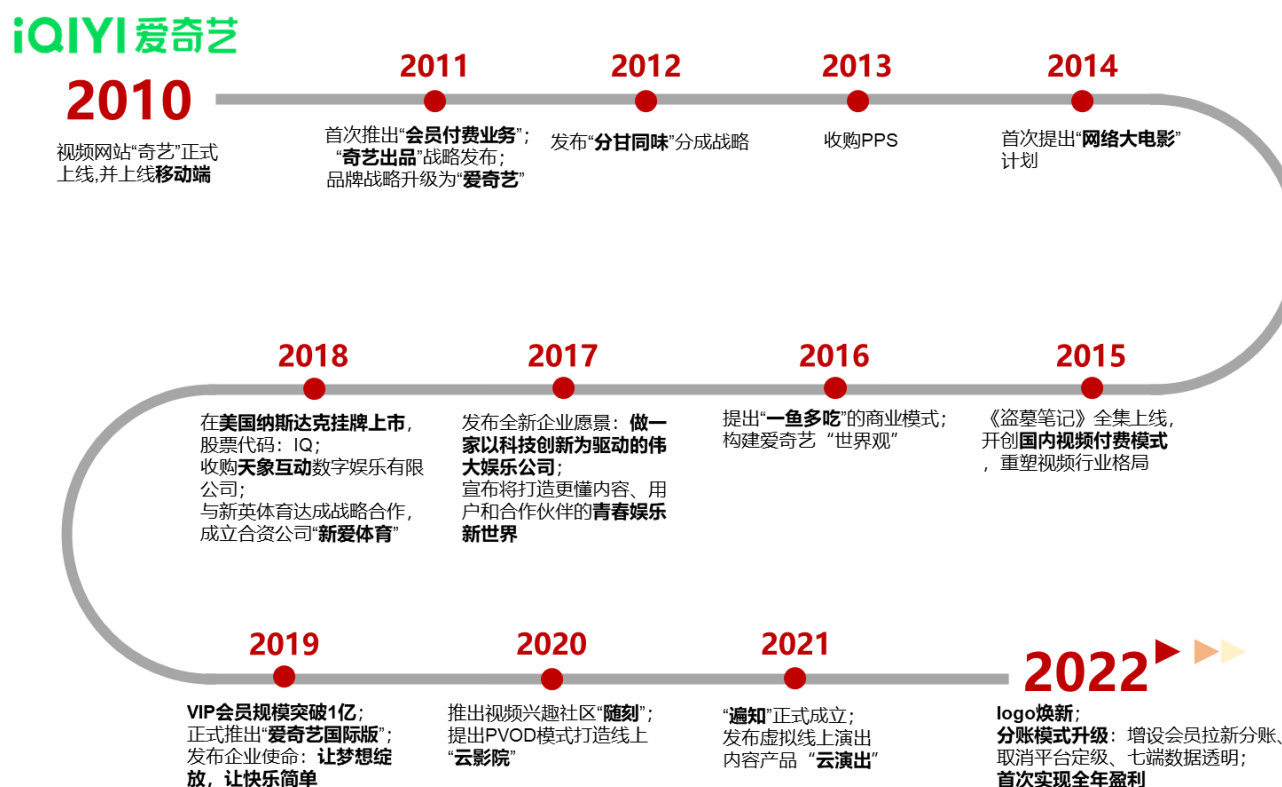
资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 历史沿革：诞生于移动互联网兴起之际，引领中国视频

付费市场进入“亿级”会员时代

公司诞生于移动互联网兴起时代，引领中国视频付费市场进入“亿级”会员时代。公司视频网站“奇艺”于2010年正式上线；于2011年首次推出会员付费业务并将品牌战略升级为“爱奇艺”；于2013年收购PPS；于2015年通过《盗墓笔记》开创了国内视频平台会员付费观看的先河；于2016年提出“一鱼多吃”的商业模式；于2018年在纳斯达克上市。公司VIP会员规模于2019年中突破1亿大关，引领中国视频付费市场正式进入“亿级”会员时代，并于该年将服务范围拓展至全球，推出“爱奇艺国际版”。公司诞生于移动互联网兴起时代，小米和美团等互联网科技巨头均诞生于该年。

图2：爱奇艺历史沿革



资料来源：公司官网，民生证券研究院

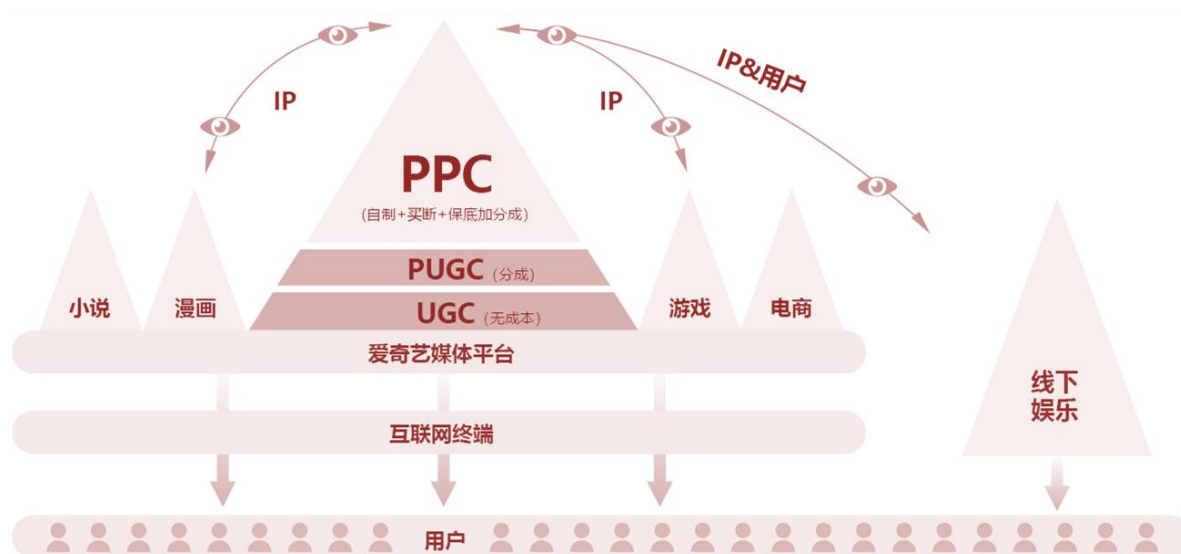
1.3 商业模式：“一鱼多吃”赋能 IP 品牌价值，实现全业态

开发

公司提出“一鱼多吃”商业模式，实现 IP 全业态开发。公司于2016年提出

“一鱼多吃”的商业模式，即一个 IP 实现多重变现，从而实现利益最大化。具体来看，公司提出了视频网站的 9 大货币化方式，包括付费、广告、衍生品、游戏、授权、发行、出版、打赏（23Q1 起不再并表）和经纪，实现了 IP 全业态开发，将 IP 开发延伸至产业链各个环节（上游：小说、漫画、游戏、游乐场、剧本；中游：电影、剧集、动漫、综艺；下游：改编授权、商品化授权）。举例来看，《洛阳》IP 联动计划即是“一鱼多吃”商业模式的全景体现，公司围绕《洛阳》进行电影、剧集、游戏、衍生品、舞台剧、动画、综艺、文学、纪录片、漫画、商业、VR 全感等十二个领域的细分开发，为 IP 品牌价值赋能。

图3：爱奇艺“一鱼多吃”商业模式



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.4 股权结构：百度始终为第一大股东，管理层经验丰富

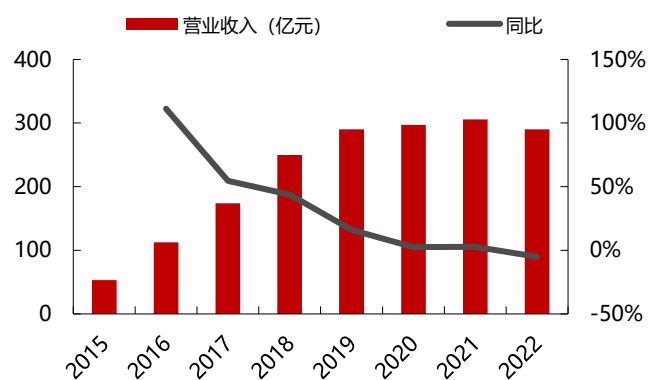
百度为第一大股东，管理层经验丰富。公司股权结构较为集中，百度始终为第一大股东，创立初期，百度作为中国最大的搜索引擎为公司带来了流量支持以及资本支持。截至 2023 年 2 月 28 日，百度集团持股 45.5%，享有 89.3% 的投票权。公司管理团队行业从业经验丰富，创始人兼 CEO 龚宇博士毕业于清华大学，曾创办中国大型房产门户网站——焦点网，曾担任搜狐集团副总裁、高级副总裁和首席运营官。首席财务官汪骏先生毕业于清华大学、芝加哥大学，曾担任私募股权 Waterwood Group Limited 合伙人，曾任职于 JP Morgan、TBP。首席内容官王晓晖先生曾任职于中央人民广播电台。首席技术官刘文峰先生曾在 Intel 带领企业级 Linux 操作系统开发团队和在 VMware 带领 VMware vSphere 开发团队。

1.5 财务分析：盈利拐点已至，连续 7 个季度 Non-GAAP

归母净利润为正

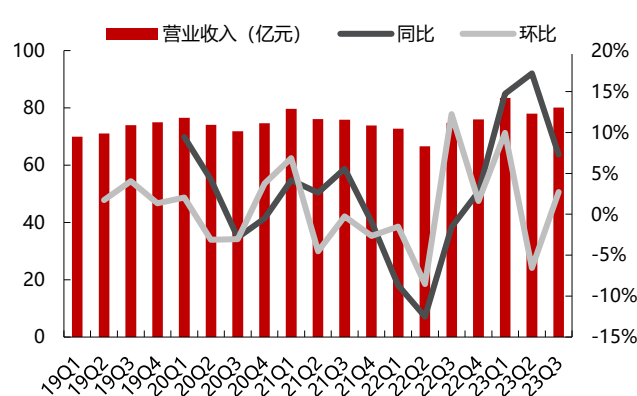
23Q3 营收同环比均实现增长，会员服务仍为最大的营收贡献者。2015-2022 年，公司营收实现较快增长，CAGR 高达 27.42%。单季度来看，23Q1 公司营收创历史新高，达到 83.49 亿元，主要系热门剧集《狂飙》带动会员服务收入规模大幅增长；23Q3 营收达到 80.15 亿元，同比+7.28%，环比+2.73%。从营收构成来看，自 2018 年开始，公司坚持会员服务+广告业务+内容发行等多元化营收模式，会员服务始终是公司第一大收入来源。23Q3，会员服务/网络广告/内容发行/其他业务分别实现营收 50.12/16.74/5.26/8.03 亿元，分别同比 +19.02%/+34.25%/-27.90%/-37.43%，分别环比+1.32%/+11.96%/-4.91%/-0.49%。

图4：2015-2022 年营收及增速



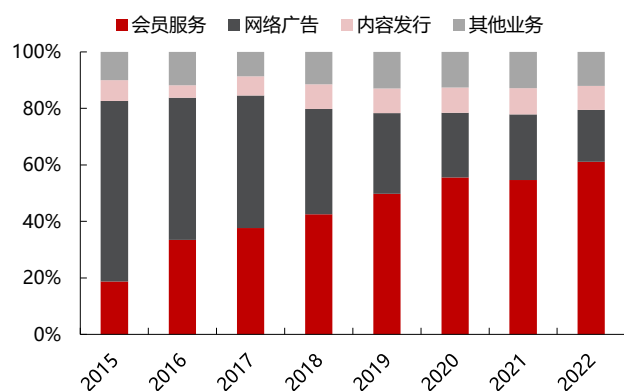
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2019Q1-2023Q3 单季度营收及增速



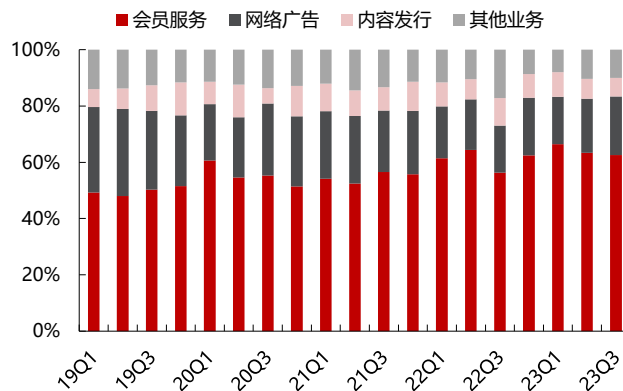
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2015-2022 年营收拆分



资料来源：wind，民生证券研究院

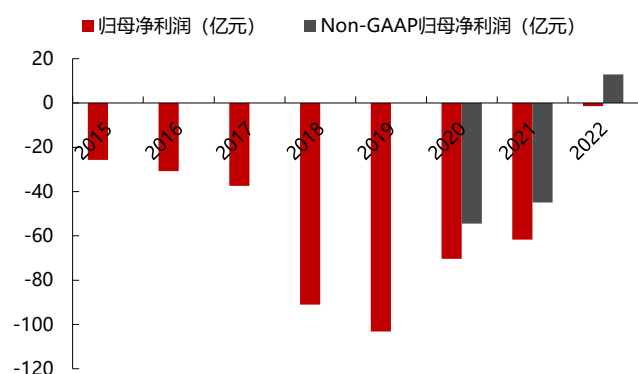
图7：2019Q1-2023Q3 单季度营收拆分



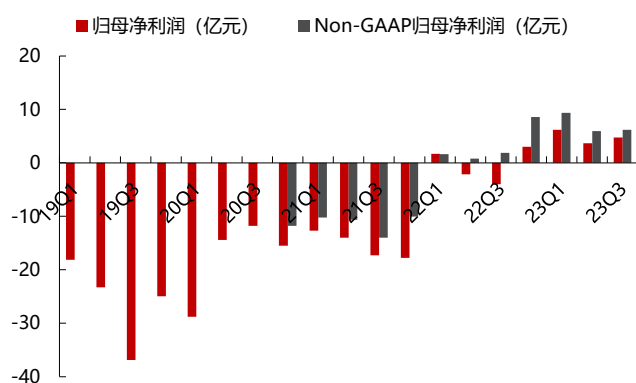
资料来源：wind，民生证券研究院

盈利拐点已现，连续 7 个季度 Non-GAAP 归母净利润为正。年度维度来看，公司已于 2022 年实现 Non-GAAP 归母净利润为正，主要得益于内容成本和效率

优化。GAAP 口径自 2020 年以来呈现亏损持续收窄趋势。单季度来看，公司 22Q1 首次实现 Non-GAAP 盈利。截至目前，已连续 7 个季度实现 Non-GAAP 口径盈利，23Q3 实现 Non-GAAP 净利润 6.22 亿元，同比+232.29%，环比+4.61%。自 22Q4 以来，公司已连续 4 个季度实现 GAAP 归母净利润为正。

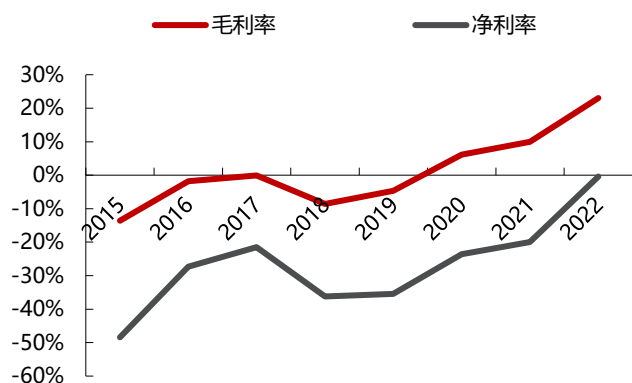
图8：2015-2022 年 GAAP、Non-GAAP 归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

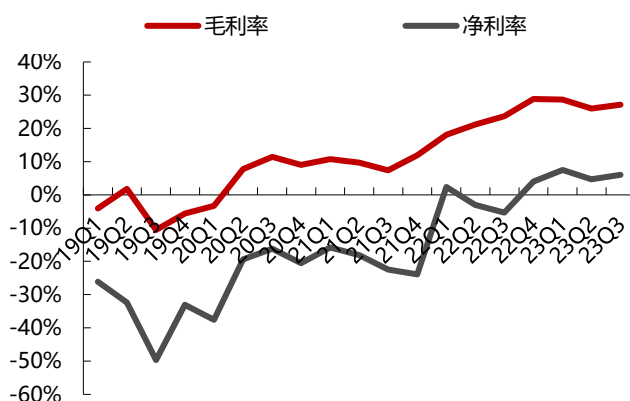
图9：单季度 GAAP、Non-GAAP 归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

内容成本下降趋势显著，盈利能力持续向好。年度维度来看，2019 年之后，公司内容成本进入显著下行通道，占比营收由 2019 年的 76.73% 下降至 2022 年的 57.02%。公司内容成本显著下降直接推动了毛利率由 2019 年的 -4.67% 大幅提升至 2022 年 23.03%。单季度来看，公司毛利率自 20Q2 以来，已连续 10 个季度实现毛利率为正，且盈利能力持续向好，23Q3，公司实现毛利率 27.14%，同比+3.51pct，环比+1.15pct。

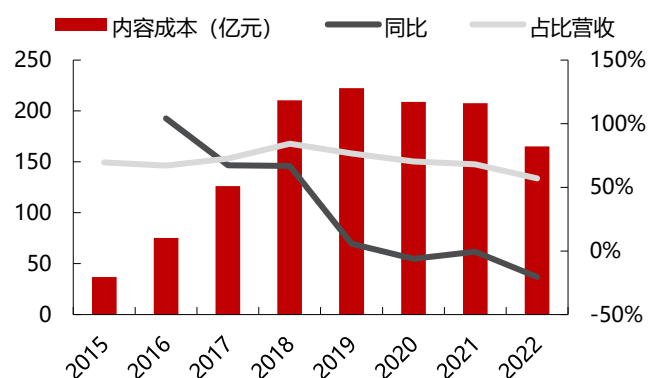
图10：2015-2022 年毛利率与净利率


资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2019Q1-2023Q3 单季度毛利率与净利率


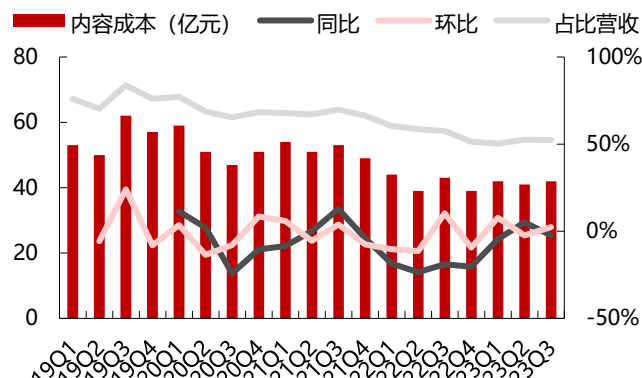
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2015-2022 年内容成本变动趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

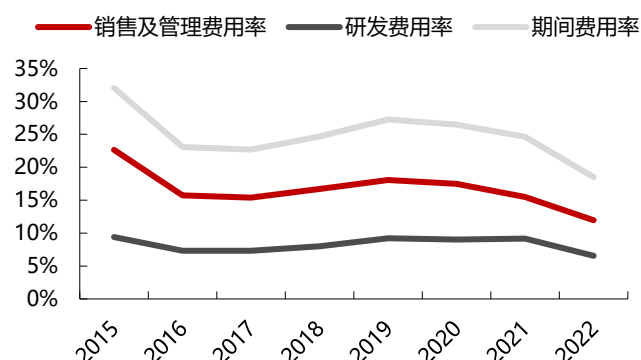
图13：2019Q1-2023Q3 单季度内容成本变动趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

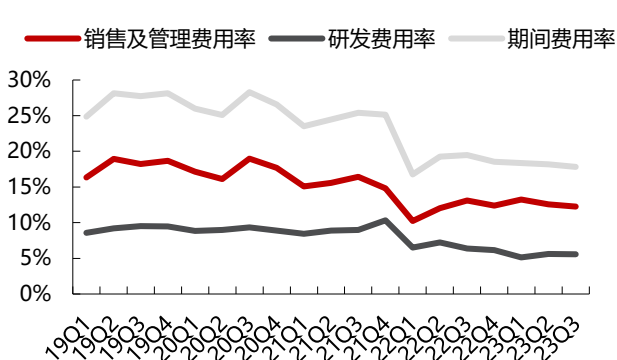
持续推动降本增效，期间费用率下降趋势显著。从期间费用情况来看，公司持续推进降本增效，期间费用率整体呈现下降趋势，由 2015 年的 32.05%下降至 2022 年的 18.50%，主要系销售及管理费用率下降较多所致。单季度来看，23Q3，公司期间费用率 17.83%，同比-1.66pct，环比-0.35pct，其中销售及管理费用率 12.24%，同比-0.88pct，环比-0.30pct。

图14：2015-2022 年费用率变动趋势



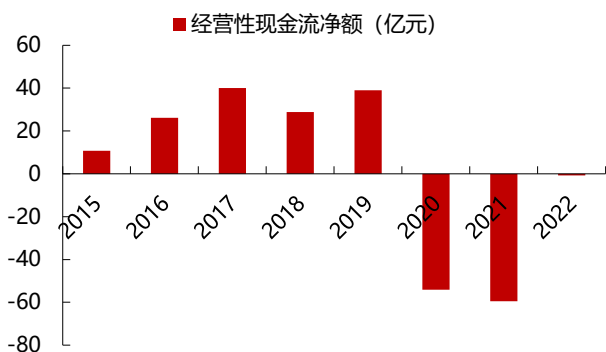
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2019Q1-2023Q3 单季度费用率变动趋势

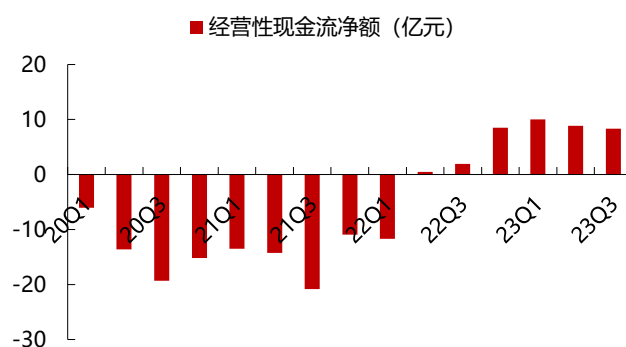


资料来源：wind，民生证券研究院

经营性现金流自 22Q2 以来持续 6 个季度实现正流入，现金流不断改善。从全年维度来看，2022 年公司经营性现金流大幅改善，主要原因系：过去现金流支出主要投资于自制内容，自制内容的供给已快速提升至 60%以上，成为内容和收入的供给主力，公司目前有 130 亿左右稳定的自制内容库存，足够支持内容排播，现金大规模投入建库存阶段已过去，叠加公司整体实现规模盈利，现金流支出大幅改善。单季度来看，公司自 22Q2 以来，已连续 6 个季度实现经营性现金净流入，且现金流不断改善，由 22Q2 的 0.47 亿元提升至 23Q3 的 8.31 亿元。

图16：2015-2022 年经营性现金流净额


资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2020Q1-2023Q3 单季度经营性现金流净额


资料来源：wind，民生证券研究院

2 长视频行业：监管常态化，竞争格局稳定

中国长视频行业诞生近 20 年，行业已经发生了如下变化：1) 从高价竞买版权时代过渡到了 PK 自制和原创内容时代；2) 行业监管政策逐渐建立，驱动行业健康发展，到现在监管已经趋于常态化；3) 在流量竞争方面，与后来兴起的短视频行业由竞争走向竞合关系；4) 行业内 2 (爱腾) + 2 (优芒) 竞争格局稳定；5) 头部平台已将主要矛盾从以量取胜过渡到追求内容质量，由市场份额为先到追求利润和效率。

2.1 政策端：行业监管常态化发展，驱动行业高质量增长

行业监管趋于常态化，驱动长视频行业高质量发展。回顾网络视频行业发展历史及监管政策，2007 年，广电总局联合信息产业部颁布《互联网视听节目服务管理规定》中提出“未持有《许可证》的单位不得为个人提供上载传播视听节目服务”，该规定从 2008 年开始实施，该规定的出版对于当时盗版盛行的时代来说是重要转折点。2014 年，广电总局发布《国家新闻出版广电总局关于进一步落实网上境外影视剧管理有关规定的通知》，规定未取得相关许可证的境外影视剧不得上网播放。2017 年，中国广播电影电视社会组织联合会电视制片委员会等联合发布《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》，俗称“限薪令”，这是长期以来针对演员高片酬问题，有关部门首次明确提出具体的“红线”。国家政策对于网络视频的监管目前已经趋于常态化发展，将驱动行业高质量发展。

表1：行业相关政策

日期	文件名	政府部门	具体内容
2007.12	《互联网视听节目服务管理规定》	工业和信息化部、广电总局	从事互联网视听节目服务，应当依照本规定取得广播电影电视主管部门颁发的《 信息网络传播视听节目许可证 》；未按照本规定取得广播电影电视主管部门颁发的《许可证》或履行备案手续，任何单位和个人不得从事互联网视听节目服务。 提供互联网视听节目服务的企业必须是受政府直接控制的国有企业。 中国国内互联网站提供的视频内容，

			必须坚持为人民服务、为社会主义服务和遵守社会主义道德准则。
2011.1	《关于进一步加强上星综合频道节目管理的意见》	广电总局	电视上星综合频道要提高新闻类节目播出量，同时对部分类型节目播出实施调控， 防止过度娱乐化和低俗倾向 ，满足广大观众多样化多层次高品质的收视需求。
2012.08	对电视剧创作的六项要求	广电总局	一、革命历史题材要敌我分明；二、不能无限放大家庭矛盾；三、古装历史剧不能捏造戏说；四、商战剧需要注意价值导向；五、翻拍克隆境外剧不能播出；六、不提倡网络小说改编，网游不能改拍。
2014.09	《关于进一步落实网上境外影视剧管理有关规定的通知》	广电总局	要求用于互联网等信息网络传播的境外影视剧， 必须依法取得《电影公映许可证》或《电视剧发行许可证》 ，未取得境外影视剧不得上网播放。
2014.09	《关于加强有关广播电视节目、影视剧和网络视听节目制作传播管理的通知》	广电总局	明确要求“ 不得邀请有吸毒、嫖娼等违法犯罪行为者参与制作广播电视节目 ；不得制作、播出以炒作演艺人员、名人明星等的违法犯罪行为为看点、噱头的广播电视节目；暂停播出有吸毒、嫖娼等违法犯罪行为者作为主创人员参与制作的电影、电视剧、各类广播电视节目以及代言的广告节目”，网络也进入此次规范的范围。
2015.01	“一剧两星”政策	广电总局	同一部电视剧每晚黄金时段联播的综合频道不得超过两家，同一部电视剧在卫视综合频道每晚黄金时段播出不得超过两集。
2017.06	《关于进一步加强网络视听节目创作播出管理的通知》	广电总局	要求 网络视听节目要与广播电视节目同一标准，实行统筹管理 ，不得传播“完整版”、“未删减版”、“未删节版”及“被删片断”节目（含镜头片断）。
2017.09	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	中国电视剧制作产业协会等联合发布	规定各会员单位、及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理的制作成本范围内-- 全部演员的总片酬不超过制作总成本的40%，其中，主要演员不超过总片酬的70%，其他演员不低于总片酬的30%。
2019.02	《关于网络视听节目信息备案系统升级的通知》	广电总局	自2019年2月15日起，重点网络影视剧（包括网络剧、网络电影）开始制作前， 需由制作机构登录备案系统提交节目名称、题材类型、内容概要、制作预算等规划信息 。重点网络影视剧拍摄制作完成后，制作机构应该将节目拟播平台、实际投资、演员片酬等相关信息需要在备案系统中登记。
2020.02	《关于进一步加强电视剧网络剧创作生产管理有关工作的通知》	广电总局	提倡 电视剧及网剧不超过40集，鼓励30集以内短剧创作 ；并要求在电视剧网络剧完成片审查阶段，制作机构须将制作成本决算配置比例情况报告、演员片酬合同复印件，提交至有关广播电视主管部门备案。
2020.11	《关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》	广电总局	要求网络秀场直播平台 对网络主播和“打赏”用户实行实名制管理 ，未实名制注册的用户及未成年用户不能打赏。
2021.08	《关于进一步加强“饭圈”乱象治理的通知》	网信办	严禁呈现互撕信息、清理违规群组板块、不得诱导粉丝消费、强化节目设置管理、严控未成年人参与、规范应援集资行为， 重拳出击饭圈追星乱象。
2021.09	《关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》	广电总局	坚决抵制违法失德人员；坚决反对唯流量论 ：广播电视机构和网络视听平台 不得播出偶像养成类节目 ，不得播出明星子女参加的综艺娱乐及真人秀节目。 选秀类节目要严格控制投票环节设置 ，不得设置场外投票、打榜、助力等环节和通道，严禁引导、鼓励粉丝以购物、充会员等物质化手段变相花钱投票， 坚决抵制不良“饭圈”文化；坚决抵制泛娱乐化；坚决抵制高价片酬；切实加强从业人员管理等。
2022.09	《关于使用国产电	广电总局	国产电视剧播出时， 须使用片头统一标识，准确标注国产电视剧发行许可证号，放置于

视剧片头统一标识
的通知》

每集电视剧片头前展示。各播出机构须确保完整、规范使用。

2022.12
《关于国产网络剧
片发行许可服务管
理有关事项的通
知》
广电总局

国家对国产网络剧片发行实行许可制度。广播电视主管部门对国产重点网络剧片实施重点监管。符合以下一项或多项条件的网络剧、网络微短剧、网络电影、网络动画片，应**依法取得广播电视主管部门颁发的《网络剧片发行许可证》**：1.投资额较大的，具体数额由国务院广播电视主管部门根据网络视听行业发展和管理工作实际，适时调整并通报；2.网络视听节目服务机构招商主推的；3.在网站（客户端）首页首屏、专题版块或专区专栏中推荐播出的；4.优先提供会员观看或以付费方式提供观看服务的；5.网络剧片制作发行主体自愿按照重点网络剧片申报的。

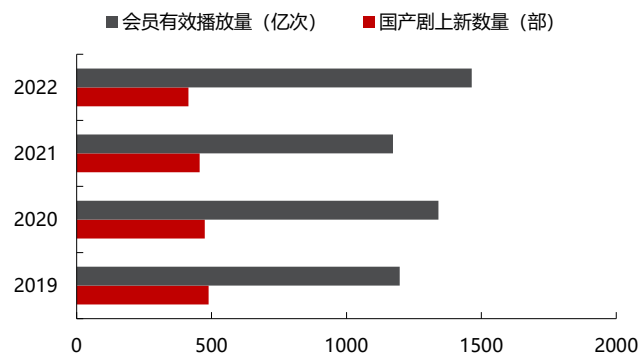
2023
“清朗行动”
网信办

整治“自媒体”乱象；打击“网络水军”操纵信息内容；规范重点流量环节网络传播秩序；优化营商环境，保护企业合法权益；整治生活服务类平台信息内容乱象；整治短视频信息内容导向不良问题；整治暑期未成年人网络环境；整治网络戾气；整治春节网络环境。

资料来源：广电总局，网信办，中国政府网，人民网，中国电影网，央视网等新闻网站，民生证券研究院

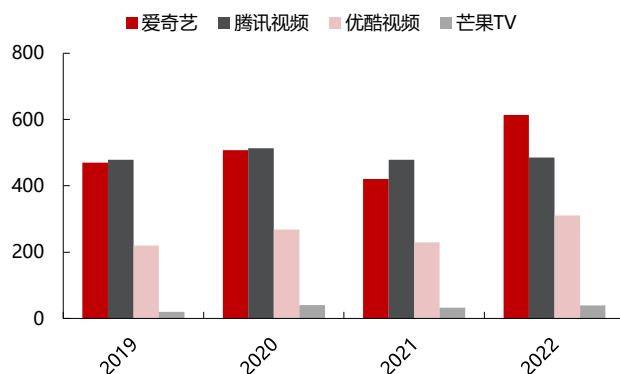
优质内容供给增加，2022 年爱奇艺位居会员有效播放量首位。在监管常态化背景下，虽然供给端有所出清，国产剧上新数量减少，但平台从采购转为自制，内容供给发生了颠覆性的变化，优质内容供给增加。根据云合数据，虽然国产剧上新数量整体呈现下降趋势，但会员有效播放量仍整体处于上行轨道，优质内容供给持续增加。分平台来看，2022 年，爱奇艺会员有效播放量高达 614 亿，位居全平台首位。爱奇艺和腾讯视频会员有效播放量稳居第一梯队。

图18：2019-2022 年会员有效播放量及国产剧上新量



资料来源：云合数据，民生证券研究院

图19：2019-2022 年各平台会员有效播放量 (亿次)



资料来源：云合数据，民生证券研究院

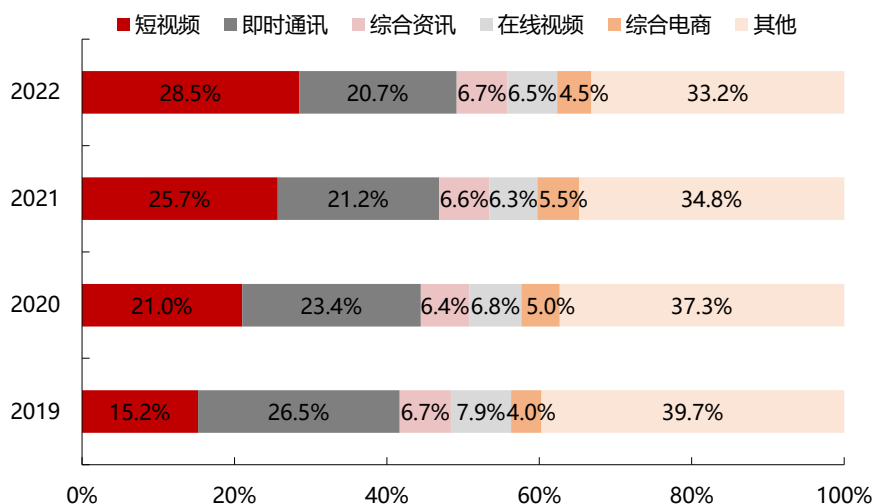
2.2 行业间竞争：与短视频从竞争关系演变到竞合关系，多平台间已达成合作

在线视频用户时长占比趋于稳定，短视频主要挤压的是其他行业的用户时长。

根据 Questmobile，2022 年短视频/在线视频行业用户使用总时长占比分别为 28.5%/6.5%，分别同比+2.8pct/+0.2pct，2023 年 5 月，短视频/在线视频行业

用户使用总时长占比分别为 28.0%/6.4%，短视频行业和在线视频行业用户使用总时长占比趋于稳定，短视频行业主要挤压的是其他行业的使用总时长。

图20：中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比



资料来源：Questmobile，民生证券研究院

长视频与短视频从竞争关系演变到竞合关系，多平台已达成合作。长视频平台与短视频平台由流量和用户时长竞争关系演变到竞合关系，多平台间已经达成合作。具体来看，2022年3月，搜狐视频与抖音达成合作；2022年6月，乐视视频与快手达成合作；2022年7月，爱奇艺与抖音达成合作；2023年4月，腾讯视频与抖音达成合作，合作内容主要是围绕长视频内容在短视频平台二创方面展开探索。对于长视频平台来说，与短视频平台合作有利于触及更大量的用户，进一步扩大视频内容的影响力；对于短视频平台来说，有利于在丰富内容的同时，规避二创内容的侵权风险。长、短视频平台之间强强联手，做到优势互补，有利于将整个行业蛋糕做大，为消费者带来更好的内容创作。

表2：长短视频平台合作案例

时间	合作方	合作内容
2022/3/17	搜狐视频、抖音集团	抖音率先响应两会代表提议，宣布与搜狐达成合作，获近搜狐全部自制影视作品和综艺节目的二创授权，包括《法医秦明》、《匆匆那年》、《他在逆光中告白》等优秀作品。抖音平台和用户可对这些影视作品进行5分钟之内的剪辑、编排或改编。
2022/6/30	快手、乐视视频	快手创作者可以对乐视视频独家自制版权作品进行剪辑及二次创作，并发布在快手平台内。乐视视频通过接入快手小程序平台，不仅可以触达更海量的用户，并且能借助小程序的功能实现会员拉升及内容变现。快手方面表示，借助小程序平台的优势及能力，将持续探索长短视频双赢之路。
2022/7/19	爱奇艺、抖音集团	围绕长视频内容的二次创作与推广等方面展开探索。爱奇艺将向抖音集团授权其内容资产中拥有信息网络传播权及转授权的长视频内容，用于短视频创作。双方对解说、混剪、拆条等短视频二创形态做了具体约定，将共同推动长视频内容知识产权的规范使用。
2023/4/7	腾讯视频、抖音集团	围绕长短视频联动推广、短视频衍生创作开展合作。腾讯视频将向抖音授权其享有信息网络传播权及转授权权利的长视频中，包括了大量多元化优质影视内容，将极大激发短视频创作者的创作热情。此外，腾讯视频与抖音也明确了短视频衍生创作的方式、发布规则，共同促进短视频的创作、传播。

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

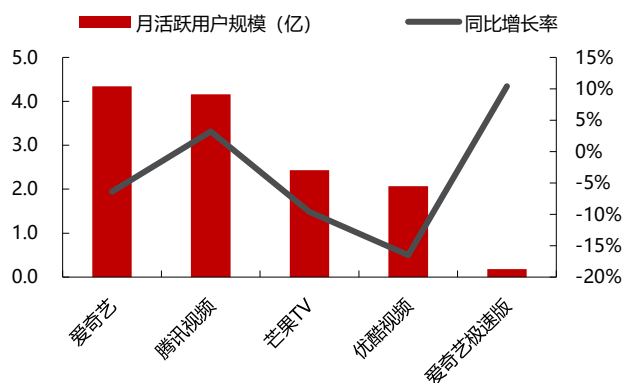
2.3 行业内竞争：2（爱腾）+2（优芒）格局稳定，各平台

各具特色

移动端爱奇艺 MAU 居首位，OTT 大屏端银河奇异果月活跃设备量居首位。

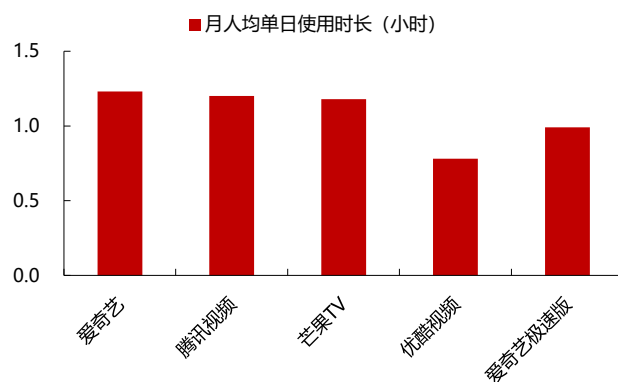
根据 Questmobile，1) 从 MAU 数据来看，2023 年 9 月爱奇艺/腾讯视频/芒果 TV/优酷视频 MAU 分别为 4.34/4.16/2.43/2.07 亿，两超两强格局显著；2) 从月人均单日使用时长来看，2023 年 9 月爱奇艺/腾讯视频/芒果 TV/优酷视频人均单日使用时长分别为 1.23/1.20/1.18/0.78 小时；3) 除了移动端数据，爱奇艺等长视频平台还有 OTT 大屏数据需要考虑，2023 年 9 月，银河奇异果月活跃设备量达到 1.05 亿台，位居首位。

图21：四大平台月活跃用户规模



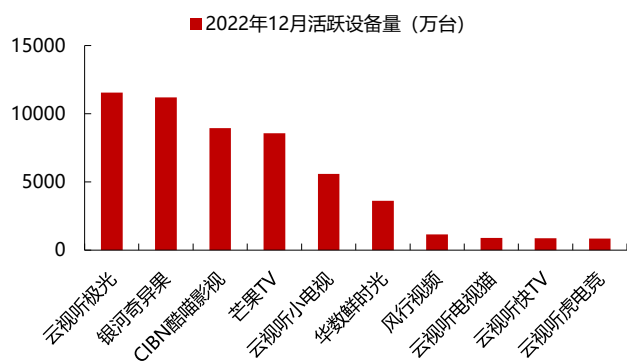
资料来源：Questmobile，民生证券研究院

图22：四大平台月人均单日使用时长



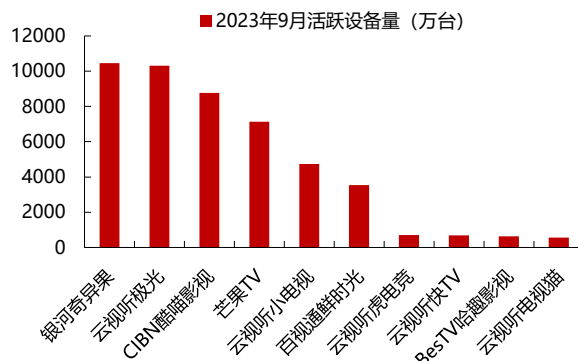
资料来源：Questmobile，民生证券研究院

图23：2022 年 12 月 OTT 月活跃设备量



资料来源：Questmobile，民生证券研究院

图24：2023 年 9 月 OTT 月活跃设备量



资料来源：Questmobile，民生证券研究院

平台竞争进入差异化发展阶段，四大平台各具特色。在长视频行业发展初期，各平台采取靠砸钱抢版权策略，同质化程度相对较高。在行业逐渐进入健康发展，注重自制和原创内容之后，各平台逐渐彰显差异化特性。爱奇艺内容多元化布局，热门剧集涵盖现实生活、悬疑推理等不同题材。腾讯视频背靠阅文集团获取优质

IP，形成“流量+IP”路径，题材上以古偶制造出名。优酷在剧集方面采取“头部+独播+大剧”战略及五大剧场的类型化创新，在擅长的剧集风格方面被赋予“仙侠第一厂牌”的称号。芒果TV背靠湖南广电，资源较广，内容独特，在综艺领域优势显著。

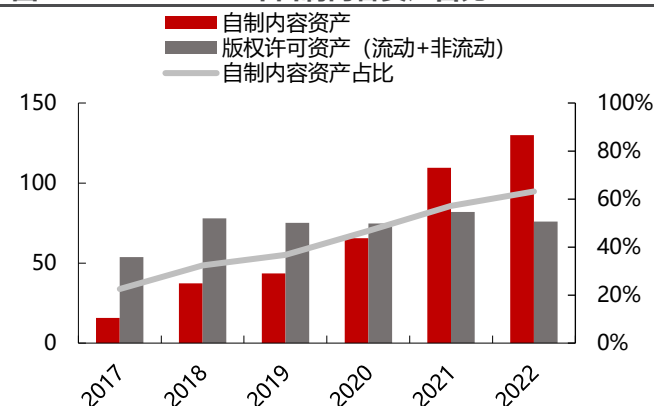
3 公司亮点：率先破局长视频行业，人才+技术+合作生态均为核心优势

公司在内容策略上正在发生变化，从早期通过高价竞买来跑马圈地，实现粗放式增长，到现在打造高品质和多元化内容来实现高质量增长；从早期扩大会员数规模，提升市占率为主要矛盾，到现在追求效率和ROI。在此战略规划下，公司率先实现了长视频行业的破局，于22Q1首次实现盈利。爱奇艺一度被誉为“热门剧集制造机”，这背后离不开人才、技术和合作生态，这些也是驱动公司持续输出优质内容的核心因素。

3.1 成果：自制内容占比持续提升，优质内容密集推出

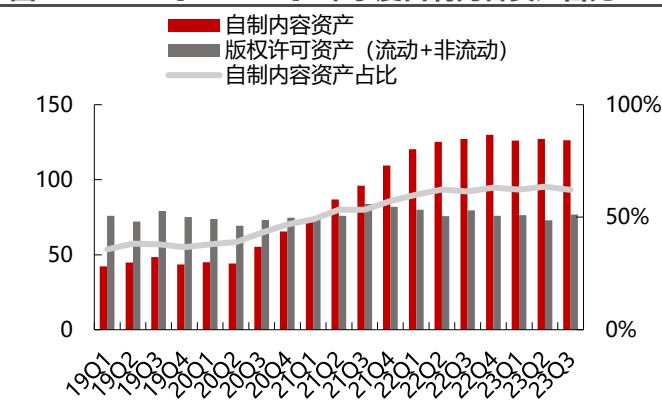
持续加码原创和自制，自制内容资产占比提升。近年来，公司自制内容资产占比（自制内容资产/版权许可资产计算所得）呈现持续提升的态势，由2017年的23%提升至2022年的63%。季度维度来看，自21Q2以来，公司自制内容资产超过版权许可资产（流动+非流动），且两者绝对数额差距逐渐扩大。截至23Q3，公司自制内容资产+版权许可资产合计超200亿元，反映了公司内容储备丰富，其中，自制内容资产总额高达126.26亿元。根据公司公告，23Q3上新重点剧集中原创剧集占比超过60%，公司不断提升自制内容比例。此外，对于储备剧集，公司战略性地减少中腰部项目投入，致力于提升ROI和运营效率。

图25：2017-2022年自制内容资产占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：2019Q1-2023Q3单季度自制内容资产占比



资料来源：wind，民生证券研究院

热剧思维打造多部热度破万剧集，优质内容密集推出。根据云合数据，2022 年全网剧集有效播放霸屏榜 TOP10 中，爱奇艺独播占到 4 部，腾讯和优酷独播分别占到 3 部和 1 部。23Q3 全网剧集有效播放霸屏榜 TOP10 中，爱奇艺独播占到 5 部，显著领先于其他平台。根据历史热度破万来衡量热门剧集，截至目前，公司共有 12 部剧热度破万，其中 2022 年产生 5 部，2023 年目前产生 5 部，近两年公司内容质量有质的飞跃，优质内容密集输出。

图27：2022 年全网剧集有效播放霸屏榜 TOP10

排名	正片有效播放	市占率	上线日期	播放平台
1	人世间 47.6亿	1.6%	2022/1/28	爱奇艺
2	星汉灿烂 34.7亿	1.1%	2022/7/5	腾讯视频
3	卿卿日常 30.5亿	1.0%	2022/11/10	爱奇艺
4	苍兰诀 27.6亿	0.9%	2022/8/7	爱奇艺
5	特战荣耀 25.4亿	0.8%	2022/4/5	爱奇艺、腾讯视频
6	罚罪 24.4亿	0.8%	2022/8/25	爱奇艺
7	知否知否应是绿肥红瘦 24.2亿	0.8%	2018/12/25	爱奇艺、腾讯视频
8	雪中悍刀行 24.0亿	0.8%	2021/12/15	腾讯视频
9	沉香如屑·沉香重华 23.1亿	0.8%	2022/7/20	腾讯视频
10	梦华录 21.9亿	0.7%	2022/6/2	腾讯视频

资料来源：云合数据，民生证券研究院

图28：23Q3 全网剧集有效播放霸屏榜 TOP10

排名	正片有效播放	市占率	上线日期	播放平台
1	长相思第一季 30.0亿	3.9%	2023/7/24	腾讯视频
2	莲花楼 22.2亿	2.9%	2023/7/23	爱奇艺
3	长风渡 17.2亿	2.2%	2023/6/18	爱奇艺
4	玉骨遥 14.6亿	1.9%	2023/7/2	腾讯视频
5	曾少年 11.0亿	1.4%	2023/7/10	爱奇艺、腾讯视频
6	我的人间烟火 10.4亿	1.3%	2023/7/5	爱奇艺
7	不完美受害人 10.0亿	1.3%	2023/7/17	爱奇艺
8	消失的十一层 9.4亿	1.2%	2023/7/9	爱奇艺
9	云之羽 9.1亿	1.2%	2023/9/2	爱奇艺
10	安乐传 8.9亿	1.2%	2023/7/12	腾讯视频

资料来源：云合数据，民生证券研究院

表3：爱奇艺热度破万剧集

剧集名称	开播日期	题材类型	历史最高热度	剧集属性
《延禧攻略》	2018/7/19	剧情 / 爱情 / 古装	10754	东阳欢娱影视文化
《赘婿》	2021/2/14	剧情 / 古装	10745	爱奇艺、新丽电视、腾讯影业、阅文影视联合制作
《人世间》	2022/1/28	剧情	10098	中央电视台、腾讯影业、爱奇艺、新丽电视文化等联合制作
《苍兰诀》	2022/8/7	奇幻 / 古装	10572	爱奇艺、恒星引力联合制作
《罚罪》	2022/8/25	剧情 / 动作 / 犯罪	10082	自制
《卿卿日常》	2022/11/10	喜剧 / 爱情 / 古装	10477	爱奇艺、新丽电视文化投资、狂欢者电影联合制作
《风吹半夏》	2022/11/27	剧情 / 爱情	10263	爱奇艺、上象娱乐联合制作
《狂飙》	2023/1/14	剧情 / 犯罪	11800	爱奇艺、中央电视台、东阳留白影视文化、中国长安出版传媒联合制作
《长风渡》	2023/6/18	剧情 / 古装	10353	自制
《莲花楼》	2023/7/23	剧情 / 悬疑 / 武侠 / 古装	10118	爱奇艺、欢瑞世纪（东阳）影视传媒联合制作
《宁安如梦》	2023/11/7	古装 / 爱情	10310	自制
《一念关山》	2023/11/28	古装 / 爱情	10025	柠萌影业

资料来源：公司官网，民生证券研究院（历史最高热度来源于爱奇艺官方，《一念关山》历史最高热度截至 2023 年 12 月 7 日）

短剧剧场化为公司剧集策略之一，有效聚合同一类的垂直内容。公司剧集策略之一即是短剧剧场化，将同类型的剧集整合起来，便于观众快速地找到自己感兴趣

的类型，能在短期内形成更大的宣传和共振效应。从爱奇艺短剧剧场化布局进程来看，2018 年，首次推出奇悬疑剧场、爱青春剧场；2020 年，将奇悬疑剧场升级为迷雾剧场，先后播出《十日游戏》《隐秘的角落》《非常目击》等作品；2021 年，推出情感类型剧场“恋恋剧场”，其围绕“爱情+”模式，以多元强设定、情感高浓度的精品内容，该剧场中孵化的《苍兰诀》成功破圈，成为 2022 年热度破万的热门剧之一；2022 年，创建了定位为喜剧的小逗剧场，上线了《破事精英》《瓦舍江湖》等剧集。爱奇艺目前已形成迷雾剧场、恋恋剧场和小逗剧场三大特色剧场。

表4：爱奇艺三大剧场剧集

剧场	剧名	上线日期	历史最高热度	豆瓣当前评分
迷雾剧场	《十日游戏》	2020年6月2日	6044	7
	《隐秘的角落》	2020年6月16日	7964	8.8
	《非常目击》	2020年8月18日	5866	5.4
	《在劫难逃》	2020年9月2日	7020	6
	《沉默的真相》	2020年9月16日	7330	9
	《八角亭迷雾》	2021年10月13日	7438	5.7
	《致命愿望》	2021年11月3日	6193	4
	《谁是凶手》	2021年12月5日	8763	6.2
	《淘金》	2022年1月18日	6536	5.9
	《回来的女儿》	2022年12月21日	8993	6.2
	《平原上的摩西》	2023年1月16日	5036	7.6
	《回响》	2023年3月16日	8845	5.9
	《尘封十三载》	2023年4月6日	8879	8.1
恋恋剧场	《月光变奏曲》	2021年5月20日	8021	7.0
	《变成你的那一天》	2021年6月17日	7315	7.6
	《喵，请许愿》	2021年7月8日	5750	6
	《循环初恋》	2021年7月29日	4965	5.4
	《世界微尘里》	2021年8月16日	6625	4.8
	《满月之下请相爱》	2021年8月26日	7186	4.4
	《一生一世》	2021年9月6日	9208	6.2
	《爱情应该有的样子》	2022年6月17日	7207	5.2
	《苍兰诀》	2022年8月7日	10572	8.1
	《超时空罗曼史》	2022年9月5日	6574	5.7
	《我的反派男友》	2022年9月30日	6664	7.4
	《我的秘密室友》	2022年10月13日	5527	7.3
	《长风渡》	2023年6月18日	10353	6.5
	《七时吉祥》	2023年8月10日	8323	6.2
	《宁安如梦》	2023年11月7日	10310	6.7
小逗剧场	《瓦舍江湖》	2022年2月3日	6845	5.7
	《医是医二是二》	2022年3月18日	5803	5
	《破事精英》	2022年6月18日	6859	7.8
	《破事精英2》	2023年4月29日	6602	8.6

资料来源：公司官网，豆瓣，民生证券研究院

3.2 核心优势——人才：坚持爱奇艺工作室战略，增强自制

内容造血能力

坚持爱奇艺工作室战略，聚集业内顶级人才。2014年，公司首席执行官龚宇宣布“爱奇艺工作室战略”全面启动，自制工作室聚集了行业内顶级人才，依托于他们敏锐的眼光和丰富的产业资源，爱奇艺自制内容造血功能不断加强。截至目前，爱奇艺共有50+原创内容工作室，覆盖戏剧、综艺、电影、漫画、动漫、舞台剧、VR、游戏制作八大领域。聚焦戏剧工作室来看，不同工作室专攻不同内容题材，具有不同分工，并有着各自迥异的品牌理念和创作风格，例如：风起工作室擅长犯罪等题材，先有《破冰行动》，后有《狂飙》，不断在该赛道实现提升；奇光和奇正工作室主要负责自制剧，曾挖掘了《卿卿日常》、《人世间》、《赘婿》等历史热度破万的热门剧集。

表5：爱奇艺剧集工作室

工作室名称	负责人	背景	出品作品	储备作品
奇光工作室	王晓燕	工作室主要负责头部版权剧的采买，和欢瑞、正午、长信、新丽、柠萌等主流制片公司均有频繁合作。	《唐朝诡事录》《卿卿日常》	《颜心记》《一念关山》 《艰难的制造》《紫川》等
奇正工作室	杨蓓	杨蓓现任爱奇艺副总裁、版权管理中心总经理。工作室主要负责版权剧的采买和少部分自制剧。	《琅琊榜之风起长林》《延禧攻略》《人世间》《赘婿》 《叛逆者》等	《人生若如初见》等
芝麻荚工作室	钮继新	钮继新现为爱奇艺副总裁，曾任华策克顿辛迪加影视总经理，也是爱奇艺小逗剧场的负责人，工作室和沈严团队、韦正团队等对接较多。	《破事精英》《生活家》《瓦舍江湖》《医是医二是二》 《宁安如梦》等	《开画，少女漫》《我不是诗仙啊》等
奇煌工作室	李莅樱	奇煌工作室生产剧集主要面向男性受众，以武侠、冒险、夺宝、探案、玄幻等类型为主，与稻草熊影业、灵河文化、南派泛娱、林楠团队、郭靖宇团队等对接较多。	《河神》《河神2》《老九门》 《黄金瞳》《迷航昆仑墟》等	《遮天》《仙剑奇侠传四》 《两京十五日》等
爱斯尼工作室	熊晓玲	熊晓玲曾在华策克顿剧酷文化任职，曾任《何以笙箫默》《微微一笑很倾城》制片人、《为了你我愿意热爱整个世界》总制片人。工作室以生产都市情感剧为主，偏温情风。	《心居》《原来我很爱你》 《世界微尘里》《田耕纪》 《归路》	《不如去野》等
桃乐奇工作室	周可慧	工作室基本包揽了恒星引力大部分待播作。	《熟年》《外婆的新世界》 《七时吉祥》《我要逆风去》	《狐妖小红娘》等
奇佳工作室	吴峥	吴峥曾在响巢国际等公司任职，有编剧经验。	《明月曾照江东寒》《她的城》《点心之路》	《守诚者》《长陵》等
爱撒糖工作室	邵文依	邵文依曾历任新文化影视事业部副总经理、中国国际电视总公司上海分公司总经理助理、华策克顿蓝鲸灵工作室总经理。该工作室主要生产爱情甜宠剧，以女性受众为主。	《祝卿好》《满月之下请相爱》《喵，请许愿》	《倾城亦清欢》等
奥羽工作室	戴婧婷	戴婧婷曾任爱奇艺版权管理总心副总。	《云之羽》	《大梦归离》《天才女友》
新奔工作室	何叶	何叶曾担任爱奇艺首批网剧、微电影制片工作，后任柠萌影业副总裁，后创立馥乐飞影视。	《第二次拥抱》《地球脸红了》	《无忧渡》《中国结》等
绿眼睛工作室	梁仁红	梁仁红为爱奇艺副总裁，注重时代主题和国民精神。	/	《大唐赋》《喀什古城》等
爱上乐工作室	谭君平	谭君平曾任华谊传媒集团资深经纪人，负责林心如、林志颖经纪业务，后转型制片人。工作室以生产生活剧为主，	《假日暖洋洋》《假日暖洋洋2》《生活万岁》	《大生意人》等

多部作品发行到电视台上星，台网播出。				
众拾工作室	王旭东	两部储备作品都有叔圈流量张颂文的出演。	/	《孤舟》《看不见影子的少年》
奇霖工作室	闫征	闫征持续深耕内容类型的创新和进阶，以宏大的世界观构造，尽显东方玄幻文学特质。	《虎鹤妖师录》	《念无双》
灿然工作室	齐康	齐康曾任万年影业副总裁。	《无证之罪》	《我的阿勒泰》
风起工作室	徐蜜	负责人向爱奇艺高级副总裁戴莹汇报。与恒星引力、留白影视、中文奇迹等对接较多。改编了马伯庸的多部IP。	《破冰行动》《怪你过分美丽》《风起洛阳》《谁是凶手》《狂飙》等	《阿麦从军》等
自来水工作室	杜翔宇	负责人向爱奇艺高级副总裁戴莹汇报。迷雾剧场的一部分剧来自该工作室，也打造了《亲爱的小孩》这种题材的剧。	《亲爱的小孩》《淘金》《致命愿望》《仿生人间》	《正当防卫》《似锦》《第二十八年春》等
奇爱工作室	张妍	负责人向爱奇艺高级副总裁戴莹汇报，与小糖人合作项目较多。	《警察荣誉》《理想之城》《鬓边不是海棠红》《最好的我们》《你好，旧时光》等	《野蛮生长》等
奇运工作室	卞江	负责人向爱奇艺高级副总裁戴莹汇报。从过往项目来看，该工作室以悬疑、涉案题材为主。	《隐秘的角落》《沉默的真相》《剑王朝》《在劫难逃》等	《火焰戎装》等
奇喜工作室	贾智棋	负责人向爱奇艺高级副总裁戴莹汇报。贾智棋曾就职内蒙古电影制片厂。工作室涉猎多个题材类型。	《民国奇探》《关于唐医生的一切》《八角亭迷雾》《买定离手我爱你》	《幻乐森林》《第二次初见》等
艺匠工作室	冯微微	冯微微现任爱奇艺副总裁，曾任浙江卫视总编室主任。	《两世欢》《大考》	/
海岸工作室	张海帆	海岸工作室负责人为张海帆。张海帆曾任慈文传媒集团总编辑、完美世界影视制片人。	《再见，那一天》	《仙剑奇侠传五前传》
长金工作室	/	今年开始筹备作品的工作室。	/	《热闹镇》等
九天工作室	/	今年开始筹备作品的工作室。	《消失的十一层》	/
奇好工作室	/	今年开始筹备作品的工作室。	/	《如果奔跑是我的宿命》
三始工作室	/	今年开始筹备作品的工作室。	/	/
爱盛合工作室	/	今年开始筹备作品的工作室。	/	/

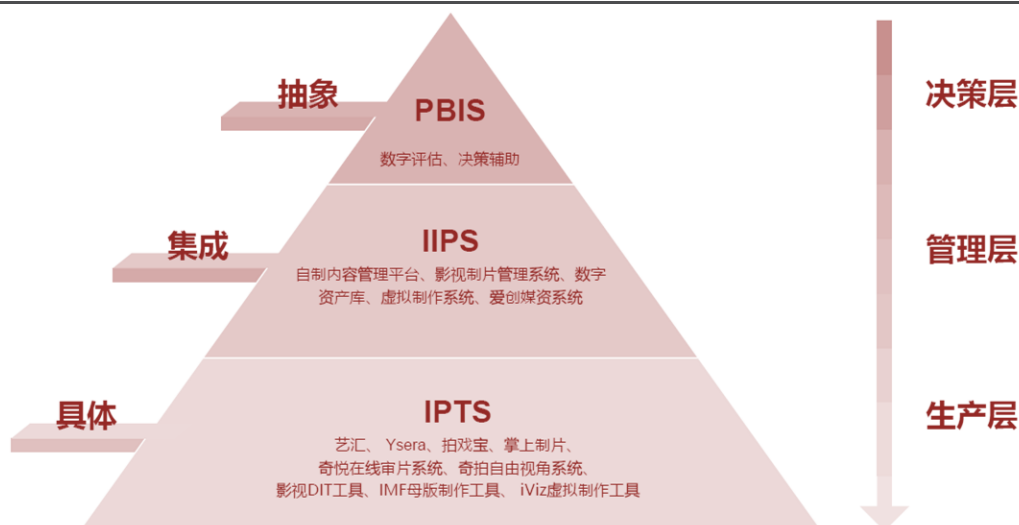
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 核心优势——技术：AI 生产力赋能多个场景，工业化

生产体系助力提质增效

公司坚持以科技创新为驱动，具备科学的管理流程和工业化生产体系。爱奇艺的企业愿景是做一家以科技创新为驱动的伟大娱乐公司，与传统娱乐公司最大的不同点在于用技术创新降低娱乐成本。公司具备科学的管理流程和工业化的制作体系，推出了制作商业智能系统（PBIS）、智能集成制作系统（IIPS）和智能制作工具集（IPTS）三大智能系统，覆盖从制片人、管理团队到一线工作者等各环节的参与者。这些技术工具学习成本低，大众接受度较高，大幅提升了影视生产效率，推动整体制作成本不断下降。

图29：爱奇艺三大智能系统



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司 AI 生产力已覆盖多个场景，AIGC 应用进一步提质增效。爱奇艺乘 AI 之风，积极打开 AI 智能化体验在沉浸式流媒体的优化实现，借助 AI 不断优化娱乐视听体验。2023 年 10 月 31 日，爱奇艺与联想、英特尔在北京签署谅解备忘录，宣布在 AI PC 领域展开深度合作。目前，爱奇艺的 AI 布局涵盖内容宣发、视频搜索、智能制作、智能助手等环节，AI 生产力已经覆盖文本、图片、声音、视频和 3D 模型五大应用场景。举例来看，具体 AI 应用“奇观”：通过人脸识别、文字识别、歌曲识别、实体抽取等 AI 技术及海量训练集来提取并识别爱奇艺海量版权视频中的图像及音频特征，实现对视频画面和音频内容的理解，满足用户更进一步了解视频背后内容，增加视频的内容可消费性。此外，公司利用 AIGC 进一步拓展公司的影视内容创意，未来 AIGC 将全面应用于前期拍摄、内容制作、内容推广和运营、后续效果评估等多环节，助力于提升创作效率和质量，升华用户体验。

图30：爱奇艺 AI 布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.4 核心优势——合作生态：与优质合作伙伴彼此成就，推行合作伙伴计划

公司与优质合作伙伴彼此成就，推行合作伙伴计划。公司始终坚持创新和共赢的合作理念，经过多年的沉淀，已经与优质编剧、演员、导演、头部制作公司等均建立了良好的合作关系，公司与合作伙伴长期磨合与合作，实现了彼此成就。此外，公司推行合作伙伴计划，持续发力生态圈建设，推出的计划包括：1) 2017 年启动的“云腾计划”，强调以文学驱动影视为核心原则，采用前期向爱奇艺网络剧、爱奇艺网络大电影免费开放 IP 版权，后期收入分成的盈利模式；2) 2017 年启动的“苍穹计划”，深耕漫画 IP 影视游戏开发领域；3) 2017 年推出的“天鹅计划”，聚焦新演员培养；4) 2021 年发布的“追光计划”：为优质视频内容创作者和 MCN 机构赋能，通过百亿流量和现金加持帮助优秀创作者成长和优质内容生产；5) 2021 年推出的“青创计划”，进一步盘活上下游产业链，为云腾计划、苍穹计划和意向签约的分账剧片方引入资金支持。

图31：爱奇艺合作伙伴计划



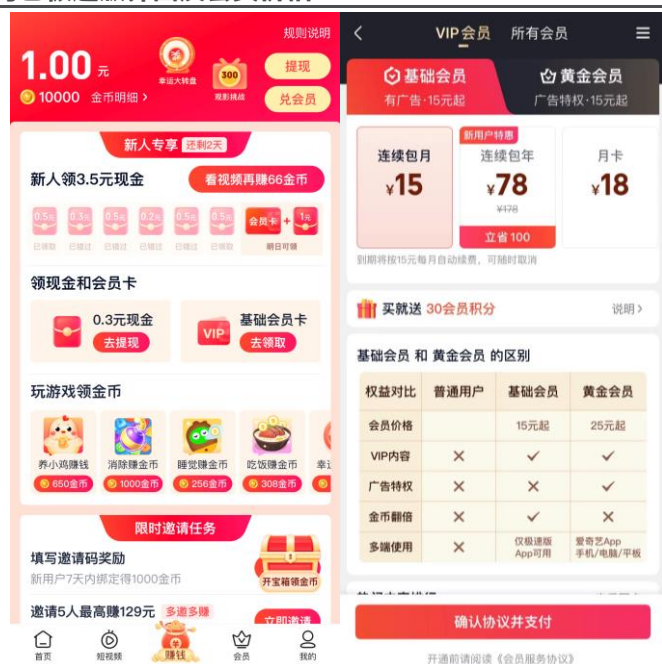
资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.5 下沉+全球布局：极速版开拓下沉市场，国际版布局全球娱乐

爱奇艺极速版打开下沉市场，连续三个季度实现运营盈利。爱奇艺媒体主品牌包括奇异果 TV、爱奇艺极速版和爱奇艺国际版，满足了不同用户群体差异化需求。主品牌之上，还有小说、漫画、叭嗒、奇巴布、随刻、电商、爱奇艺游戏、新爱体育等媒体服务矩阵。其中，极速版为下沉用户提供“长视频+短视频”闭环的内容

消费体验，推出看广告解锁 VIP、金币兑换 VIP、会员亲情卡等体验，具有界面简洁，播放流畅，安装包小，不占内存的特点，属于公司成长型业务。根据公司公告，23Q2 爱奇艺极速版总营收创历史新高，同比+35%，其中，带广告的基础会员带动爱奇艺极速版会员收入同比增长 87%，此外，该业务已连续 3 个季度实现运营盈利。

图32：爱奇艺极速版界面及会员价格



资料来源：爱奇艺极速版 APP，民生证券研究院

爱奇艺国际版布局全球娱乐，率先铺开东南亚地区。从历史沿革来看，2019 年，正式推出爱奇艺国际版；2020 年，爱奇艺国际总部在新加坡正式开幕；2021 年，爱奇艺国际版 APP 成为马来西亚和泰国下载量最多的 APP；2022 年，爱奇艺国际版 APP 累计下载量破亿。爱奇艺国际版属于公司初创型业务，在全球 191 个国家和地区通用，采取会员与免费相结合的视频点播模式，支持多语种用户界面、字幕和配音，最多达 12 种语言。根据公司公告，23Q2 爱奇艺国际版原创剧集收入同比增长 160%。

4 未来看点：ARM 提升空间大，IP 衍生成长空间大

公司未来看点主要包括：1) ARM 提升是核心驱动，会员订阅价格提升现已成为行业共识，对标线下影院电影票价，亦或是对标奈飞亚太地区的定价，公司及友商平台的会员刊例价仍有较大的提升空间；2) 公司坚持“一鱼多吃”商业模式，旨在更好地利用 IP，创造更多的增值收益。国内 IP 衍生尚未成熟，对标海外迪士

尼等，仍有非常大的成长空间，随着用户心智的不断养成，未来 IP 衍生或将成为公司另一大看点，贡献新的营收和业绩增长点。

4.1 会员付费主业务：聚焦 ARM 和会员生命周期，ARM 仍有较大提升空间

提价已成行业共识，三大平台刊例价相同。历史上，爱奇艺总共经历三轮提价，2020 年 11 月，公司开启业内第一轮提价；2021-2022 年，公司经历了第二、三轮提价，这两轮提价是行业共识的体现。目前，爱优腾三大平台刊例价相同，月卡/季卡/年卡刊例价分别为 30/78/258 元，连续包月/包季/包年刊例价分别为 25/68/238 元。

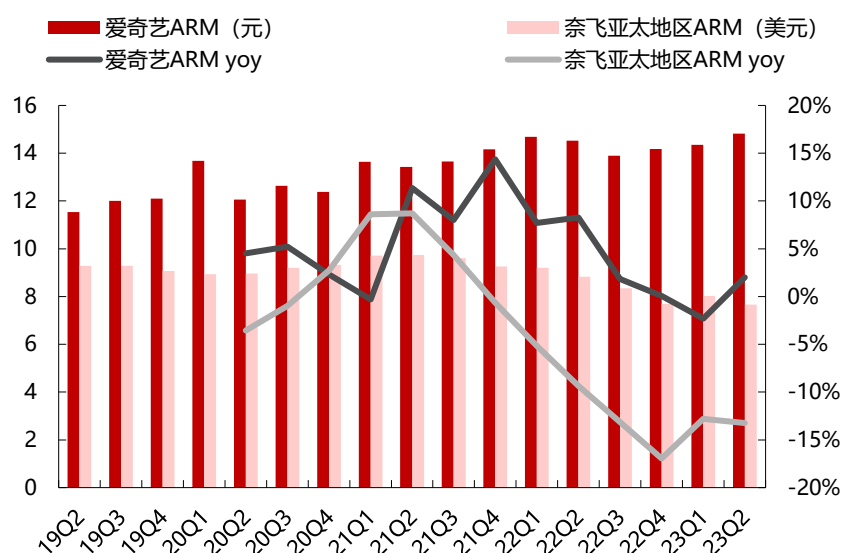
图33：四大平台提价概览图

2020年11月												
第一轮提价	爱奇艺											
会员类型	提价前	提价后	涨幅									
月卡	19.8	25	26.3%									
季卡	58	68	17.2%									
年卡	198	248	25.3%									
连续包月	15	19	26.7%									
连续包季	45	58	28.9%									
连续包年	178	218	22.5%									
2021年12月				2021年4月			2022年1月			2022年6月		
第二轮提价	爱奇艺			腾讯视频			芒果TV			优酷		
会员类型	提价前	提价后	涨幅	提价前	提价后	涨幅	提价前	提价后	涨幅	提价前	提价后	涨幅
月卡	25	30	20.0%	25	30	20.0%	25	25	-	20	30	50.0%
季卡	68	78	14.7%	45	68	51.1%	68	68	-	56	78	28.2%
年卡	248	248	-	168	253	50.6%	228	248	8.8%	198	258	13.2%
连续包月	19	22	15.8%	19	20	5.3%	18	19	5.6%	15	25	66.7%
连续包季	58	63	8.6%	53	58	9.4%	53	58	9.4%	-	68	-
连续包年	218	218	-	208	218	4.8%	208	218	4.8%	-	238	-
2022年12月				2022年4月			2022年8月					
第三轮提价	爱奇艺			腾讯视频			芒果TV					
会员类型	提价前	提价后	涨幅	提价前	提价后	涨幅	提价前	提价后	涨幅			
月卡	30	30	-	30	30	-	25	30	20.0%			
季卡	78	78	-	68	78	14.7%	68	78	14.7%			
年卡	248	258	4.0%	253	258	2.0%	248	248	-			
连续包月	22	25	13.6%	20	25	25.0%	19	22	15.8%			
连续包季	63	68	7.9%	58	68	17.2%	58	63	8.6%			
连续包年	218	238	9.2%	218	238	9.2%	218	218	-			

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

对标线下电影票及奈飞亚太地区定价，公司刊例价和 ARM 仍有较大提升空间。公司 ARM（注：21Q1 之前会员数披露口径有所不同，采用会员业务收入/上季度末与该季度末会员数平均值来测算 ARM）整体呈现上涨趋势，23Q2，公司 ARM 达到 14.82 元，yoy+2.00%，qoq+3.28%。我们将公司刊例价对比线下电影票价：根据猫眼专业版，截至目前，2023 年电影平均票价 42 元左右，公司月卡/连续包月会员分别为 30/25 元，仍有提升空间。我们将公司 ARM 对比海外流媒体龙头 Netflix 亚太地区 ARM 来看，公司 ARM 仍处于较低水平。此外，公司刊例价与 ARM 有较大差距，主要原因包括 1) 部分会员订阅优惠力度较大，例如早期会员首月订阅折扣较大，部分渠道销售具有折扣；2) 部分会员在保价期里适用的仍是涨价前的价格；3) 会员结构的影响，年卡会员的平均月费较普通月卡便宜，年卡用户占比高会拉低整体 ARM，但有助于提升会员全年维度的收入能力以及会员的生命周期价值。

图34：爱奇艺/奈飞亚太地区历史 ARM 及增速



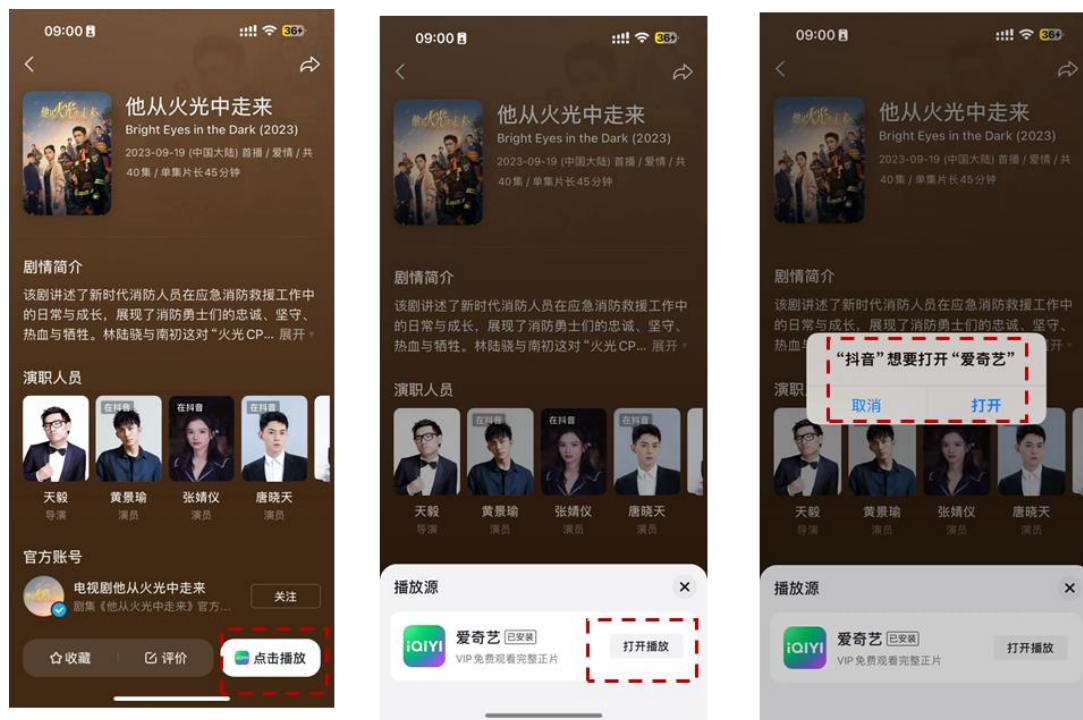
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

4.2 其他业务：积极探索多业态，IP 衍生品成长空间较大

公司与抖音合作获得增量收入，IP 衍生品未来成长空间较大。公司其他业务可以分为与内容相关和与流量相关的业务。1) 内容相关业务：该类业务是基于已有剧集进行多元化变现，包括衍生收入，例如综艺节目中的艺人经纪公司收入和公司自有的艺人经纪收入、自制电影在院线上映的收入等。2022 年 7 月，公司与抖音平台形成合作，公司将内容库里有转授权的内容给到抖音去做二创（二创不能做到正片替代的效果，且要附上爱奇艺锚点的链接），抖音会为转授权给公司带来额外的收入；2) 流量相关业务：该类业务主要是基于平台已有的流量进行二次变现，例如游戏等。这两类业务给公司带来额外收入，但没有增加额外成本。目前国内 IP

衍生商业化未完全成熟，海外如迪士尼，大部分收入来自 IP 衍生，未来公司将更好地利用 IP，带来增值收益。

图35：爱奇艺与抖音合作详解图



资料来源：抖音 APP，民生证券研究院

5 投资建议

公司是长视频行业龙头，看点和核心驱动包括：1) 在人才+技术+合作生态的驱动下有望持续输出优质内容；2) 刊例价和ARM仍有较大提升空间；3) 其他业务（包括IP衍生品等）有望打开第二成长曲线，成为新的营收和业绩贡献点，我们建议积极关注。

表6：长视频行业重点关注个股

证券代码	证券简称	收盘价 (美元)	2022A	EPS (元) 2023E	2024E	2022A	PE 2023E	2024E
IQ.O	爱奇艺	4.42	-0.16	2.07	2.83	/	15	11

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院（注：股价为 2023 年 12 月 6 日收盘价；爱奇艺数据采用彭博一致预期）

6 风险提示

1) 内容输出不及预期。长视频平台竞争中，内容为核心要素，如果公司内容输出质量等不及预期，或将影响公司市占率。

2) 行业监管趋严。行业如果受到强监管，或将影响公司剧集上线，从而影响公司主营业务发展。

3) 提价后会员数流失。目前公司刊例价仍然较低，如若进一步提价，或将造成会员数流失。

插图目录

图 1: 爱奇艺行情复盘.....	3
图 2: 爱奇艺历史沿革.....	4
图 3: 爱奇艺“一鱼多吃”商业模式.....	5
图 4: 2015-2022 年营收及增速.....	6
图 5: 2019Q1-2023Q3 单季度营收及增速.....	6
图 6: 2015-2022 年营收拆分.....	6
图 7: 2019Q1-2023Q3 单季度营收拆分.....	6
图 8: 2015-2022 年 GAAP、Non-GAAP 归母净利润.....	7
图 9: 单季度 GAAP、Non-GAAP 归母净利润.....	7
图 10: 2015-2022 年毛利率与净利率.....	7
图 11: 2019Q1-2023Q3 单季度毛利率与净利率.....	7
图 12: 2015-2022 年内容成本变动趋势.....	8
图 13: 2019Q1-2023Q3 单季度内容成本变动趋势.....	8
图 14: 2015-2022 年费用率变动趋势.....	8
图 15: 2019Q1-2023Q3 单季度费用率变动趋势.....	8
图 16: 2015-2022 年经营性现金流净额.....	9
图 17: 2020Q1-2023Q3 单季度经营性现金流净额.....	9
图 18: 2019-2022 年会员有效播放量及国产剧上新量.....	11
图 19: 2019-2022 年各平台会员有效播放量（亿次）.....	11
图 20: 中国移动互联网细分行业用户使用总时长占比.....	12
图 21: 四大平台月活跃用户规模.....	13
图 22: 四大平台月人均单日使用时长.....	13
图 23: 2022 年 12 月 OTT 月活跃设备量.....	13
图 24: 2023 年 9 月 OTT 月活跃设备量.....	13
图 25: 2017-2022 年自制内容资产占比.....	14
图 26: 2019Q1-2023Q3 单季度自制内容资产占比.....	14
图 27: 2022 年全网剧集有效播放霸屏榜 TOP10.....	15
图 28: 23Q3 全网剧集有效播放霸屏榜 TOP10.....	15
图 29: 爱奇艺三大智能系统.....	19
图 30: 爱奇艺 AI 布局.....	19
图 31: 爱奇艺合作伙伴计划.....	20
图 32: 爱奇艺极速版界面及会员价格.....	21
图 33: 四大平台提价概览图.....	22
图 34: 爱奇艺/奈飞亚太地区历史 ARM 及增速.....	23
图 35: 爱奇艺与抖音合作详解图.....	24

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1: 行业相关政策.....	9
表 2: 长短视频平台合作案例.....	12
表 3: 爱奇艺热度破万剧集.....	15
表 4: 爱奇艺三大剧场剧集.....	16
表 5: 爱奇艺剧集工作室.....	17
表 6: 长视频行业重点关注个股.....	24

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026