

爱奇艺 (IQ US)

2023 悦享会: 精品片单发布, 优质内容+AIGC 共驱增长

爱奇艺于 2023 年 9 月 21 日在云南丽江举办以“青春驱动、快乐同行”为主题的“2023 爱奇艺 iJOY 悦享会”。会上公司管理层围绕爆款制作、AIGC 赋能创作及创新营销布局, 多维度展现爱奇艺丰富内容供给、中台化精品制作能力及内容技术创新。同时, 爱奇艺发布了 282 部 2023-25 最新片单, 精品化与多样化并行。我们认为悦享会亮点如下: 1) 剧集片单丰富, 包括 4Q23E 即将上线的精品剧集《一念关山》、《虎鹤妖师录》, 及 2024-2025 年储备的《狐妖小红娘月红篇》、《狐妖小红娘竹业篇》等, 憧憬优质内容驱动会员稳健增长; 2) AIGC 已覆盖至制作、宣发、消费全链条, 且在文本、图片、声音、视频、3D 模型五大应用场景中形成生产力, 有望赋能生态激活创意; 3) 六大综艺板块及内容营销生态升级有望驱动广告持续复苏。近期因板块清晰、暑期档结束、会员净增不明朗等因素爱奇艺股价短期较为波动, 但我们期待后续 4Q23E 头部内容上新带来梯度接力, 中长期丰富的精品自制内容将驱动会员价值最大化, 行业降本增效下利润释放可期。维持买入评级, 目标价 8.6 美元。

■ **拥抱 AIGC, 赋能内容制作。**在围绕爆款剧集打造的同时, 爱奇艺将积极探索 AIGC 赋能创作, 并已将 AIGC 覆盖至制作、宣发、消费全链条, 且在文本、图片、声音、视频、3D 模型五大应用场景中形成生产力。CEO 龚宇预测, 在未来三至五年, AIGC 浪潮下, 影视行业的制作方式、成本结构和人员结构将产生颠覆性变化。AIGC 将提升内容制作的语言表达能力、美术视频能力和创意发散能力, 在策划、开发、制作和宣传等四个主要环节中为创作者提供支持: 1) 策划环节: 如 ChatGPT 类应用参与内部网剧评审, 快速汇总评审意见; 2) 开发环节: 如利用 AI 将剧本生成大纲, 加快评估人员工作效率、推动策划; 3) 制作环节: 如制片人结合情节设置通过聊天形式提出需求, AI 便生成供决策的参考图; 4) 宣发环节: 如 AI 辅助直接生成宣发海报。

■ **剧集片单丰富, 憧憬优质内容驱动会员稳健增长。**爱奇艺内容创作突出时代共情、人文精神, 用通俗方式讲述大历史命题下的小人物命运。依靠三个标准、四大派别、四大实力和四个降本增效目标, 实现从“第一”到“唯一”。会上发布 282 部新片单, 涵盖剧集、综艺、电影和娱乐多产业等多领域。其中剧集片单围绕国民大戏(如:《南来北往》、《城中之城》和《橙色光芒》)、东方幻想(如:《一念关山》、《虎鹤妖师录》和《狐妖小红娘月红篇》)和正义传奇(如:《孤舟》和《哈尔滨一九四四》)三大篇章展开, 叠加两大垂类剧场“一年一度喜剧大赛”“迷雾剧场”, 以多样化、精品化内容满足不同圈层用户观剧需求。继 2023 年《狂飙》《长风渡》《莲花楼》三部热度破万爆款, 4Q23E 头部剧集上线有望驱动会员业务稳健增长, 包括《一念关山》、《虎鹤妖师录》、《老家伙》等; 2024-2025 憧憬更多精品内容实现梯度接力, 如《狐妖小红娘月红篇》、《狐妖小红娘竹业篇》、《四海重明》、《念无双》等。

■ **六大综艺板块助推广告复苏, 娱乐多产业持续突围。**综艺层面方面, 爱奇艺布局青春、快乐、潮流、热血、品质及爱生活六大综艺内容板块, 注重年轻人审美潮流, 通过 IP 全链路深化运营, 深挖内容价值和商业价值。产品储备包括《青春合唱团》、《种地吧 2》、《哈哈哈哈哈 4》、《一年一度喜剧大赛 3》、《萌探 2024》等。娱乐多产业方面, 电影将继续坚持类型化、风格化、商业化、大片化, 深耕网络电影、院线电影、云影院三种模式。纪录片领域聚焦人文历史故事和百姓烟火生活, 国漫继续创新国漫和儿童动画 IP 系列化开发, 体育领域也将呈现海量足球和网球赛事。

■ **四大能力布局提升内容营销生态。**在转向高质量增长的大背景下, 爱奇艺凭借优质内容和强大内容营销生态能力, 为品牌带来高质量、长效稳健的营销收益。爱奇艺通过整合全周期、全资产、全媒介和全场景四大方向的生态能

买入 (维持)

目标价 US\$8.6
(此前目标价 US\$8.6)
潜在升幅 +79.1%
当前股价 US\$4.8

中国传媒与文娱

黄群

(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849
easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	4,590
3 月平均流通量(百万美元)	51.89
52 周内股价高/低(美元)	7.99/1.65
总股本(百万)	522

资料来源: 彭博

股东结构

Goldman Sachs	8.09%
BlackRock	3.75%
Vanguard Group	3.32%

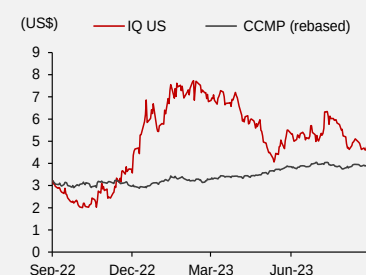
资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1- 月	-8.4%	-11.0%
3- 月	-12.7%	-12.7%
6- 月	-29.3%	-39.9%

资料来源: 彭博

12 个月内股价表现



资料来源: 彭博

审计师: PwC

力，提高营销效率和效能。在内容播出的前、中、后期，爱奇艺将内容核心能力向行业伙伴开放，构建更完整的营销链路（如：《种地吧》通过长短视频协同的方式，与抖音、微博等社交平台深度合作；《莲花楼》通过线下演唱会延续剧集与用户间情感共鸣，开拓更多商业空间）。基于其优质内容、营销升级、多媒介覆盖、庞大用户基数，我们看好爱奇艺 2H23E 及 2024 广告复苏趋势。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	30,554	28,998	32,382	34,581	35,952
同比增长 (%)	2.9	(5.1)	11.7	6.8	4.0
调整后净利润(百万人民币)	(4,549)	1,266	2,523	3,442	3,908
调整后每股收益(人民币)	(5.6)	1.5	2.7	3.6	4.1
同比增长 (%)	NA	NA	99.3	36.4	13.5
一致预期每股收益(人民币)	NA	NA	2.1	3.0	3.7
市盈率(倍)	NA	23.3	13.1	9.7	8.5
市销率(倍)	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
杠杆率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司数据, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 1: 爱奇艺 2023-25 年部分精品剧集储备

类别	电视剧	出品方	题材	主演	预计上线时间
国民大戏	大河之水	爱奇艺, 新力量文化	悬疑	聂远、杨蓉	4Q23
	点心之路	爱奇艺	喜剧	王彦霖, 赵小棠	4Q23
	独一有二的她	爱奇艺	爱情	张云龙、宋伊人、毛林林	4Q23
	老家伙	爱奇艺, 山东影视	生活	张国立、王刚、张铁林	4Q23
	如果奔跑是我的宿命	爱奇艺	生活	王宥钧、李添诺、荣飞	4Q23
	无所畏惧	爱奇艺, 煌程影业	生活	热依扎、王阳、啜妮	4Q23
	小夫妻	爱奇艺, 力天影业	生活	殷桃、郭京飞、齐溪	4Q23
	兵自风中来	爱奇艺	军改	欧豪、蓝盈莹、刘怡君	2023
	开画！少女漫	爱奇艺	爱情	沈月、王敬轩、赵弈钦	2023
	请和这样的我恋爱吧	爱奇艺, 华策影业	爱情	代旭、刘畅、孙嘉灵	2023
	我是刑警	公安部金盾影视	悬疑	于和伟、李春嫒、刘泊潇	待定
	我要逆风去	爱奇艺, 恒星引力	爱情	龚俊、钟楚曦、吴宣仪	2023
	明天的少年	爱奇艺	生活	吴宇恒、周彦辰、杨肸子	1Q24
	长风破浪	爱奇艺	生活	王一博、李沁、王阳	1Q24
	城中之城	爱奇艺, CMO	现代	白宇帆、于和伟、夏梦	2Q24
	南来北往	爱奇艺, 剧行天下	年代	白敬亭、丁勇岱	1Q24
	我的阿勒泰	爱奇艺	生活	马伊琍、周依然、于适	1Q24
	大江大河 3	正午阳光, 爱奇艺	生活	王凯、杨烁、董子健	2Q24
	白色橄榄树	爱奇艺	爱情	陈哲远、梁洁	2Q24
	你的谎言也动听	爱奇艺	生活	陈星旭、张予曦	4Q24
	北上	爱奇艺, 启蒙影业	现代	白鹿、欧豪	2024
	橙色光芒	爱奇艺, 新力量文化	现代	谭卓、高叶、刘奕君	2024
	艰难的制造	爱奇艺, 正午阳光	年代	高露、刘奕君、朱雨辰	2024
	守诚者	爱奇艺	警匪	陈小春、李治廷、韩雪	2Q24
	迎风	爱奇艺, 浩瀚娱乐	生活	孙千、翟子路、刘琳	2024
	消失的大象	爱奇艺, 大方向	现代	李九霄、蒋龙、马吟吟	2024
东方幻想	阿麦从军	爱奇艺, 喜天影业	古装	张天爱、张昊唯	3Q23
	大理寺少卿游	爱奇艺	古装	丁禹兮、周奇	4Q23
	虎鹤妖师录	爱奇艺, 有妖气	古装	蒋龙、张凌赫、王玉雯	4Q23
	幻乐森林	爱奇艺, 开心心乐文化传	古装	许佳琪、魏哲鸣、吴希泽	4Q23
	陌上人如玉	爱奇艺, 中影奇迹影业	爱情	肖燕、翟子路、盛英豪	4Q23
	天启异闻录	自由酷鲸影业	古装	路阳、乔磊、范川	4Q23
	无忧渡	爱奇艺	爱情	任嘉伦、宋祖儿	4Q23
	一念关山	爱奇艺	古装	刘诗诗、刘宇宁	4Q23
	紫川	爱奇艺	古装	杨旭文、刘宇宁、李墨之	2023
	狐妖小红娘月红篇	爱奇艺, 腾讯影业, 恒星引力	古装	杨幂、龚俊、郭晓婷	2023
	狐妖小红娘竹业篇	爱奇艺, 腾讯影业, 恒星引力	古装	刘诗诗、张云龙	2023
	宁安如梦	爱奇艺	古装	白鹿、张凌赫、王星越	待定
	柳叶摘星辰	爱奇艺	古装	唐晓天、庄达菲、林枫松	待定
	漠风吟	爱奇艺	爱情	哈妮克孜、方逸伦	4Q24

	仙剑奇侠传 4	爱奇艺, 新媒诚品, 上海新文化传媒	古装	鞠婧祎、陈哲远、茅子俊	2023
正义传奇	唐人街探案 2	爱奇艺	悬疑	邱泽、尚语贤、张钧甯	3Q23
	闻香探案录	爱奇艺	悬疑、爱情	姚弛、肖凯中、龚婉怡	3Q23
	仿生人间	爱奇艺	科幻	宋威龙、文淇	4Q23
	漫影寻踪	嘉愉互晓文化传媒	爱情	杨颖、王安宇、匡牧野	4Q23
	模仿犯	爱奇艺	悬疑	吴慷仁、柯佳嬿、林心如	4Q23
	球状闪电	爱奇艺	科幻	童谣、王安宇、杨立新	1Q24
	三叉戟 2	爱奇艺	警匪	陈建斌、董勇、郝平	1Q24
	凶案深处	爱奇艺	悬疑	马思超、刘怡潼	1Q24
	四方馆	爱奇艺, 万达	古装	檀健次、周依然、杜淳	3Q24
	哈尔滨一九四四	爱奇艺	时代	张子贤、梁元晖、王鹤润	3Q24
	黄雀	爱奇艺	警匪	郭京飞、秦岚	4Q24
	暗夜与黎明	爱奇艺	警匪	陈哲远、聂远、邢菲	2024
	斗贼	爱奇艺, 稻草熊	警匪	黄景瑜、修睿	待定
一年一度喜乐会	一年一度喜乐会	爱奇艺	喜剧	张哲华、土豆、张小婉	1Q24
迷雾剧场	二十一天	爱奇艺	悬疑	欧豪、张雪迎、姜武	4Q23
	交错的场景	爱奇艺, 万达	悬疑	马伊琍、佟大为、高至霆	4Q23
	不可告人	爱奇艺, 光芒影业	悬疑	欧豪、李一桐	4Q23
	看不见影子的少年	爱奇艺	悬疑	张颂文、荣梓杉、成泰燊	1Q24
	三大队	爱奇艺	悬疑	秦昊、李乃文、陈明昊	4Q24
	乌云之上	爱奇艺	悬疑	孙俪、罗晋、丁冠森	2024

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 2: 爱奇艺 2023-25 年部分综艺储备

综艺	出品方	题材	主演	预计上线时间
势不可挡	爱奇艺	体育竞技	李晨、张伟丽等	2023 年 11 月
不可复制	爱奇艺	音乐真人秀	黄绮珊、莫文蔚、齐豫等	2023 年 12 月
求鲜四季	爱奇艺	美食	宝石 Gem、代露娃、刘畊宏等	2023 年 12 月
家务优等生	爱奇艺	喜剧竞演秀	宝石 Gen、费翔、封神质子团等	2023
青春合唱团	爱奇艺	高校合唱秀	高校学生	1Q24
种地吧 2	爱奇艺	生活真人秀	陈少熙、何浩楠、蒋敦豪等	1Q24
哈哈哈哈哈 4	爱奇艺, 腾讯视频	旅行真人秀	邓超、陈赫、鹿晗等	1Q24
中餐来了	爱奇艺	旅行真人秀	陈立农、傅园慧、华晨宇等	2024 年 1 月
来次派对	爱奇艺	派对	待定	2024 年 1 月
我在横店打篮球	爱奇艺	体育竞技	白敬亭、侯明昊、韩东君等	2024 年 5 月
像音乐一样飞驰	爱奇艺	音乐	梁翘柏、宁静、周深等	1Q24
树洞恋人	爱奇艺	恋爱	陈哲远、韩庚、黄茜等	1Q24
喜欢你我也是 5	爱奇艺	恋爱	唐九洲、蒋诗萌、徐志胜等	1Q24
一起露营吧 3	爱奇艺	生活真人秀	陈伟霆、沈月、杨祐宁等	2Q24
新婚的胜利	爱奇艺	恋爱	宁静、杜海涛、教子逸等	2Q24
速度与奶瓶	爱奇艺	亲子	白举纲、刘昊然、张天爱等	2Q24
萌探 2024	爱奇艺	悬疑	黄子韬、孙红雷等	2Q24
奋斗! 乐团新生	爱奇艺	乐团真人秀	高旗、光良、李建等	2Q24
中国新说唱 2024	爱奇艺	说唱	邓紫棋、GAI、潘玮柏等	2Q24
燃烧的约定	爱奇艺	生活真人秀	待定	3Q24
一年一度喜剧大赛	爱奇艺	喜剧竞演秀	待定	2024

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 3: 爱奇艺 2023-25 年部分电影储备

电影	出品方	题材	主演	预计上线时间
浴血无名·奔袭	爱奇艺	战争	李东学、任天野、宋佳伦等	3Q23
河边有个好地方	爱奇艺	生活	刘盼、张蒙鑫、刘祐榕等	4Q23
扎职 2	爱奇艺	警匪	黄宗泽、张继聪、陈家乐等	4Q23
陌路狂刀	爱奇艺	古装	张晋、夏梦、耿乐等	4Q23
热搜	爱奇艺	现代	周冬雨、宋洋、袁弘等	4Q23
普通男女	爱奇艺	现代	黄璐、郭涛等	2023
本色	爱奇艺	警匪	张家辉、阮经天、王大陆等	2023
瞒天过海	爱奇艺	悬疑	许光汉、张钧甯等	2023
缉恶	爱奇艺	警匪	安志杰、谢苗等	1Q24
前途无量	爱奇艺	喜剧	包贝尔、明道、韩云云等	2Q24
猎杀	爱奇艺	动作	樊少皇、安志杰等	2Q24
彷徨之刃	爱奇艺	现代	王千源、齐溪、张宥浩等	2024
钟馗	爱奇艺	魔幻	国漫	2024
临时劫案	爱奇艺	警匪	郭富城、林家栋、任贤齐等	2024
超意神探	爱奇艺	警匪	谭耀文、周丽淇、梁咏琪等	2024

皮囊	爱奇艺	惊悚	朱茵、成泰燊等	2024
假爸爸	爱奇艺	喜剧	贾冰、尹正、倪虹洁等	2024
一路超平安	爱奇艺	喜剧	常远、吴镇宇、潘斌龙等	2024
冲撞	爱奇艺	喜剧	李九霄、王千源、梁超等	2024
点到为止	爱奇艺	喜剧	尹正、黄才伦、张一鸣等	2024
巨人 (What Remains)	爱奇艺	生活	Gustaf Skarsgard、Andrea Riseborough、Stellan Skarsgard 等	待定

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 4: 爱奇艺 2023-25 年部分娱乐多产业储备

娱乐多产业	出品方	题材	预计上线时间
家有灶君	爱奇艺	国漫	2023 年 3 月
奇妙变身少女	爱奇艺	国漫	2023 年 5 月
十二维度	爱奇艺	人物纪实访谈	2023 年 10 月
警急任务 2	爱奇艺	人物纪实	2023 年 10 月
下饭江湖	爱奇艺	美食、文化	2024 年 1 月
水下中国 2	爱奇艺	自然环保	2024 年 1 月
香港味道	爱奇艺	美食、文化	2024 年 2 月
了不起的大遗址	爱奇艺	历史、文化	2024 年 4 月
了不起的大遗址	爱奇艺	历史、文化	2024 年 4 月
街边下饭魂 2	爱奇艺	美食、文化	2024 年 6 月
会有下一个春天	爱奇艺	生活	2024 年 6 月
故乡里的亚洲	爱奇艺	旅行真人秀	2024 年 6 月
中华通史纪事	爱奇艺	历史	2024 年 6 月
照进现实	爱奇艺	人物纪实	2024 年 6 月
大唐盛宴	爱奇艺	美食、文化	2024 年 6 月
蔬菜总动员	爱奇艺	美食、文化	2024 年 7 月
灿烂的季节 2	爱奇艺	美食、文化	2024 年 8 月
巷里味道	爱奇艺	美食、文化	2023 年 9 月
中国传说	爱奇艺	文化	2024 年 10 月
双城记	爱奇艺	文化	2024 年 10 月
民国奇案	爱奇艺	历史	2024 年 10 月
澳门味道	爱奇艺	美食、文化	2024 年 12 月

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场

图 5: 可比公司估值

公司	代码	市值 (百万美元)	货币	股价	CMBI 评级	目标价	PE			PS			FY23-25 EPS CAGR
							FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	
爱奇艺	IQ US	4,428	USD	5	BUY	8.6	13.1	9.7	8.5	1.0	1.0	0.9	24%
头部平台													
腾讯控股	700 HK	383,212	HKD	314	BUY	458	19.2	16.1	14.0	4.5	4.0	3.6	16%
阿里巴巴	BABA US	213,927	USD	84	BUY	157	9.1	8.5	7.6	1.6	1.5	1.3	12%
华特迪士尼	DIS US	151,378	USD	83	NA	NA	23.2	17.1	14.5	1.7	1.6	1.5	26%
奈飞	NFLX US	170,235	USD	384	NA	NA	31.6	24.5	19.7	5.0	4.5	4.0	26%
平均							17.2	13.9	14.0	3.2	2.9	2.6	20%
音视频及直播													
快手	1024 HK	35,375	HKD	64	BUY	97	35.5	18.7	12.1	2.3	2.0	1.8	67%
芒果超媒	300413 CH	7,016	CNY	27	NA	NA	21.8	18.4	16.2	3.3	2.9	2.6	16%
哔哩哔哩	BILI US	5,369	USD	13	BUY	26	NA	NA	45.9	1.7	1.5	1.3	NA
腾讯音乐	TME US	10,331	USD	6	BUY	9	12.7	12.0	10.7	2.8	2.7	2.5	8%
虎牙	HUYA US	640	USD	3	BUY	6	NA	69.9	14.4	0.7	0.7	0.6	NA
斗鱼	DOYU US	298	USD	1	NA	NA	23.9	17.5	17.5	0.4	0.4	0.4	13%
华文集团	MOMO US	1,312	USD	7	HOLD	14	4.5	4.4	4.1	0.8	0.8	0.8	4%
欢聚集团	YY US	2,440	USD	39	BUY	51	10.8	10.6	9.4	1.1	1.0	0.9	10%
阅文集团	772 HK	3,782	HKD	29	NA	NA	18.6	16.3	14.5	3.6	3.3	3.0	13%
平均							13.7	14.0	12.4	1.8	1.7	1.5	11%
影视制作													
柠萌影视	9857 HK	423	HKD	9	NA	NA	9.5	5.7	NA	2.1	1.5	NA	NA
稻草熊娱乐	2125 HK	52	HKD	1	BUY	4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
平均							9.5	5.7	NA	2.1	1.5	NA	NA
广告													
百度	BIDU US	44,748	USD	128	BUY	201	12.3	12.0	10.5	2.4	2.2	2.0	8%
微博公司	WB US	2,774	USD	12	BUY	25	5.5	5.0	4.6	1.5	1.4	1.4	9%
Meta	META US	760,961	USD	296	NA	NA	21.9	17.3	15.5	5.7	5.1	4.6	21%
Snap	SNAP US	14,005	USD	9	NA	NA	NA	86.7	41.0	3.1	2.7	2.4	NA
平均							13.2	11.4	10.2	2.3	2.1	2.6	13%
总平均							15.9	13.4	12.1	2.3	2.0	1.9	14%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

财务分析

利润表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入	30,554	28,998	32,382	34,581	35,952
会员订阅	16,714	17,711	20,669	22,293	23,373
广告	7,067	5,332	6,257	6,615	6,770
内容发行	2,856	2,470	2,396	2,492	2,566
其他	3,918	3,485	3,061	3,182	3,243
营业成本	(27,513)	(22,319)	(23,882)	(24,650)	(25,148)
毛利润	3,041	6,678	8,500	9,932	10,804
销售费用	(4,725)	(3,467)	(3,887)	(4,181)	(4,361)
研发费用	(2,795)	(1,899)	(2,074)	(2,153)	(2,216)
经营利润	(4,479)	1,312	2,539	3,599	4,227
其他收入/费用	(1,533)	(1,346)	(822)	(849)	(813)
税前利润	(6,012)	(34)	1,717	2,749	3,414
所得税	(97)	(84)	(100)	(275)	(512)
净利润	(6,251)	(155)	1,617	2,474	2,902
调整后净利润	(4,549)	1,266	2,523	3,442	3,908

现金流量表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	(6,170)	(136)	1,617	2,474	2,902
摊销	16,766	16,475	13,211	13,472	13,939
运营资本变动	(17,586)	(18,346)	(9,690)	(13,600)	(14,106)
其他	977	1,937	906	968	1,006
经营活动现金流	(6,013)	(71)	6,043	3,314	3,740
资本开支	(401)	(841)	(907)	(934)	(1,017)
投资购买	(386)	582	-	-	-
其他	2,049	525	-	-	-
投资活动现金流	1,262	266	(907)	(934)	(1,017)
股票发行	268	-	-	-	-
债券变动	259	(240)	1,339	(469)	(422)
可转债发行	632	5,222	-	-	-
其他	(4,119)	(513)	-	-	-
融资活动现金流	(2,959)	4,469	1,339	(469)	(422)
现金增加净额	(7,927)	4,664	6,475	1,912	2,301
年初现金及现金等价物	10,941	3,075	7,112	13,587	15,499
汇兑	(217)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,075	7,112	13,587	15,499	17,800

资产负债表

截至 12.31(百万人民币)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	30,948	32,263	29,385	30,917	32,416
固定资产	1,345	1,105	1,846	2,088	2,291
使用权资产	3,035	2,454	2,454	2,454	2,454
无形资产	7,258	6,841	6,794	7,096	7,408
其他	19,310	21,864	18,292	19,280	20,263
流动资产	11,524	13,786	21,631	23,757	26,114
现金	2,997	7,098	13,573	15,485	17,786
预付账款	78	14	14	14	14
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,348	818	818	818	818
贸易和其他应收款	2,748	2,403	3,045	3,205	3,282
其他	4,353	3,453	4,181	4,236	4,213
流动负债	22,476	28,130	30,122	30,338	30,286
应付账款	8,896	5,993	7,788	8,038	8,132
其他应付款	3,485	4,232	3,855	4,117	4,280
消费者预付金	3,172	2,626	2,914	3,008	3,069
其他	4,118	3,348	4,687	4,218	3,796
其他	2,806	11,931	10,878	10,958	11,009
非流动负债	14,323	11,575	11,575	11,575	11,575
可转换可赎回优先股	12,652	9,568	9,568	9,568	9,568
其他	1,670	2,007	2,007	2,007	11,575
少数股东权益	88	93	93	93	93
净资产总额	5,364	6,436	10,471	13,912	17,820
股东权益	5,276	6,343	10,378	13,820	17,728

主要比率

截至 12.31	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入结构 (%)					
会员订阅	54.7	61.1	63.8	64.5	65.0
广告	23.1	18.4	19.3	19.1	18.8
内容发行	9.3	8.5	7.4	7.2	7.1
其他	12.8	12.0	9.5	9.2	9.0
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增速 (%)					
收入	2.9	(5.1)	11.7	6.8	4.0
毛利	66.8	119.6	27.3	16.8	8.8
利润表比率 (%)					
经营利润率	NA	NA	93.4	41.8	17.5
调整后净利润	NA	NA	99.3	36.4	13.5
经营利润率	(14.7)	4.5	7.8	10.4	11.8
税前利润率	(19.7)	(0.1)	5.3	7.9	9.5
调整后净利润率	(14.9)	4.4	7.8	10.0	10.9
有效税率	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.8)	(1.4)
回报率 (%)					
ROE	(106.0)	(0.5)	18.4	21.5	20.5
ROA	(10.7)	2.7	4.9	6.3	6.7
每股					
每股净利 (RMB)	(5.64)	1.50	2.66	3.62	4.08
每股分红 (RMB)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净值 (RMB)	0.96	1.00	1.58	2.09	2.66

资料来源：公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。