

流媒体公司财务报表分析

Netflix，爱奇艺，芒果超媒三家公司对比分析

27组 | 会计学原理 | 2020/12/17

# 公司情况概述

Netflix，或译为网飞、奈飞，是起源于美国、在多国提供网络视频点播的OTT服务公司，并同时在美国国内经营单一费率邮寄DVD出租服务。公司由里德·哈斯廷斯和马克·兰多夫在1997年8月29日成立，总部位于加利福尼亚州的洛斯盖图，1999年开始推出订阅制的服务。到了2009年，Netflix已可提供超过10万部电影DVD，订阅者数超过1000万人。Netflix市值约1600亿美元、和Facebook、亚马逊、苹果公司和谷歌母公司Alphabet一起并称为五大科技巨头“FAANG”。

爱奇艺是由龚宇于2010年4月22日创立的在线视频网站，2011年11月26日启动“爱奇艺”品牌并推出全新标志。爱奇艺成立伊始，坚持“悦享品质”的公司理念，以“用户体验”为使命，通过持续不断的技术投入、产品创新，为用户提供清晰、流畅、界面友好的观影体验。2013年5月7日百度收购PPS视频业务，并与爱奇艺进行合并，现为百度公司旗下平台。2018年3月29日，爱奇艺在美国纳斯达克挂牌上市。2019年6月11日，爱奇艺入选“2019福布斯中国最具创新力企业榜”。2019年12月，爱奇艺入选2019中国品牌强国盛典榜样100品牌。

芒果超媒原名快乐购， 2005年底由湖南广播影视集团与湖南卫视联合注资亿元成立，2006年3月由合资公司湖南快乐购物股份有限公司开业运营。快乐购从“电视百货、连锁经营”起步，定位“媒体零售、电子商务”，致力跨行业、跨媒体、跨地区发展。从2018年起，其业务开始向流媒体方向拓展，依托芒果TV平台，推出了一系列原创影片，是国内流媒体的新来者。

我们希望通过选择两家国内流媒体代表性公司以及全球范围内的一家流媒体的大公司进行对比，希望从中得到三者的差异所在，为国内流媒体公司的发展进程提供建议和借鉴，同时也希望对于流媒体企业的发展现状和前景找到一些新的视角和观点。

# 杜邦分析

## 企业指标分析：

杜邦分析通过对财务指标的分解，为企业运营能力的综合分析提供更明晰的框架。杜邦分析以净资产收益率为核心指标，代表投资者对企业投入资本的获利能力，指标的分解则反映企业在各方面的运营效率。

由上表可以看出：2015到2019年之间，网飞的净资产收益率在三家视频公司之间最高，反映出其较强的运营能力和盈利能力，接下来将会对指标分解进行进一步的分析和对比。

### 销售净利率（ROS）

销售净利率代表企业销售的盈利水平。

爱奇艺的销售净利率为负值代表着爱奇艺正面临亏损状态，而其巨额亏损主要源自于爱奇艺对于自制内容和技术方面的大量投入。2015到2019年之间，芒果的销售净利率与网飞几乎相等，且稳步上涨，说明这两家公司的盈利水平旗鼓相当。

### 资产周转率（Asset Turnover）

资产周转率反映的是企业的资产管理能力和资产盈利能力。

从数据可以看出，虽然芒果的资产周转率在2015到2019年不断下降，这是由于芒果为扩大规模，负债逐年增加，但其资产周转率仍然远高于网飞和爱奇艺。这主要得益于其较高的ROA数据。芒果的运营规模是三家视频公司中最小的一个，其占有的总资产也是最少的，但相比以会员费和广告费作为主要收入的两家公司，芒果的业务范围更加多样化，其媒体零售业务等能够以较低的成本为芒果带来可观收入。同时我们可以看到网飞的资产周转率是逐年下降的，一方面这是由于不断地负债，导致资产不断增加（以流内容的形式体现），另一方面收入却趋于平缓增长，在2017，2018年尚可维持资产周转率稳定，在2019年无法遏制下滑的趋势。

### 权益乘数（EM）

权益乘数是企业负债比率以及杠杆盈利能力的体现。

三家公司中，芒果的权益乘数最低，这与他们相对保守的运营策略相关。芒果的总资产连年增加，尤其是2017到2018 年，这一年芒果权益乘数上涨和总资产上涨均得益于公司当年完成的重大资产重组（通过发行股票的方式获得了五家公司100%的股权），2018到2019，芒果权益乘数下降主要是由于其股东权益的增长。爱奇艺的权益乘数看似较好，但其实这并不是对他们杠杆盈利能力的肯定。爱奇艺在2019年的期末总资产相比起初总资产是有减少的，因此其较好的权益乘数主要源于期末归属母公司股东权益大额地下降。网飞在前三年的EM有上升趋势，主要原因是公司业务不断发展，导致资产的不断增加；后三年的回落趋势源于债务不断增加。由此得出，在杠杆盈利能力这方面考虑，网飞相比其他三家视频公司拥有更高效的管理方式。

## 企业指标纵向比较

1. 三家公司中，网飞的净资产收益率最高，这很大程度上得益于其较高的权益乘数。其杠杆盈利能力和销售盈利能力都位于三家之首，但其资产周转率却较低，说明网飞必须提高管理效率，降低运营成本从而提高盈利能力。
2. 芒果的净资产收益率居中，这来自于其较高资产周转率和较低权益乘数的均衡。芒果资产周转率较高，说明其在企业的资产管理能力和资产盈利能力方面有巨大的优势；芒果的销售净利率与网飞持平，其销售盈利能力也是比较优秀的。但芒果的权益乘数较低，这与他们相对保守的经营策略有关，建议提高资金使用率。
3. 爱奇艺的净资产收益率最小，其巨额亏损主要源自于爱奇艺为了拉拢会员而对于自制内容和技术方面的大量投入，导致其销售净利率为负值。爱奇艺的权益乘数是三者中最高的，但在2019年爱奇艺的期末总资产相比起初总资产是有减少的，其权益乘数的变动主要源于期末归属母公司股东权益近45%的下降。可以说明，爱奇艺公司运营和融资盈利能力相对于其他两家视频公司更弱。

# 重点事项分析

## 概述

我们选取了收入、流动比率（及速动比率）和无形资产这三个项目分析。

选取收入的原因是为了分析出三家公司的收入主要组成方式，从而分析它们所需要改进的问题。同时Netflix作为当今全球范围内的最大流媒体之一，同时也是流媒体的开创者之一，和另外两家国内企业在收入的量级虽然没有可比性，但是通过在盈利模式上的对比和分析，我们仍然可以取其精华、弃其糟粕，为国内以爱奇艺为代表的新起之秀提供一些借鉴和经验，正所谓“他山之石，可以攻玉”。

选取负债相关指标进行分析的原因是：在杜邦分析的过程中，我们发现三家公司的Cash Flow表中的盈利现金流量基本都处于比较大的负值，这也就意味着在经营上三家企业都采取的是“烧钱”的策略，这也就意味着需要不断地融资，从而我们觉得负债相关指标是应当值得关心的，这意味着当前企业能够具有多大的承受能力以及投资回报率，同时也会揭示企业是否能够做到“债多不压身”的良好状况。

选取无形资产（流内容）作为分析的指标也是比较自然的，一方面是由于流内容作为流媒体公司的最重要和最主要的财产，它的规模和增长率反映着企业的规模和发展速度；另一方面，流内容在某种意义上来说属于流媒体公司的存货，它的质量和规模关系到企业的未来盈利能力——这是每个使用过流媒体软件或者网页的人都清楚的：只有足够大和足够优质的流内容库才能够满足大量客户的需求。

## 收入

营业收入是反映一个公司运营情况、盈利能力的重要指标，如果一个公司的主要业务能为公司带来大量的收入，公司运营就较为健康，也会有较多的投资者愿意选择投资。反之，如果营业收入连年递减，就表明该公司运营情况不佳，投资者就会减少。

### 芒果超媒

芒果公司2015-2017年营业收入总体稳定在四亿美元左右，2017-2019年营业收入大幅增加，2017-2018年增幅达220%，2018-2019年增幅达29%。营业收入总体呈上升趋势，发展势头良好。在2015-2017年，其收入认定为电视零售的销售收入，而在2018年之后，芒果公司正式改名为芒果超媒并且通过收购等方式进入新媒体行业，其收入情况如下图所示。可见此时芒果超媒的主要业务已经从媒体零售转移到了新媒体行业，并且取得了不错的成果。

### 爱奇艺

相比芒果公司，爱奇艺的营业收入整体上较高，这与两家公司的规模大小相关。爱奇艺公司的营业收入在2017-2019年呈稳步增长的趋势。

可以看出，爱奇艺的营业收入中占比最大的是会员服务收入，其次是线上广告服务带来的收入。对爱奇艺营业收入增长贡献最大的是会员服务收入，2017-2019年间每年大约增长五亿美元。2019年线上广告服务收入相对2018年有所下降，流内容收入和其他收入则每年少量增长。

### Netflix

Netflix的营业收入比国内的两家企业更高，同时增长率也更加快，可以看到在五年当中收入以约30%的增长率飞快发展，但是在第五年放缓。主要原因是Netflix的会员增加量也在放缓，这和收入增长率的变化是同步的，同时也可以看出来每会员的订阅费也有下降的趋势。

### 纵向比较分析结论

芒果作为转型到新媒体公司的成功范例，在转型之前稳扎稳打，拥有着稳定的收益率，而在进入新邻域的时候也能踏实向前，在大大提高了收入的情况下也能够保持甚至提高了自己的收益率；而反观爱奇艺，仍然处于烧钱的状态。从盈利模式的角度分析，芒果尚处于转型的过渡阶段，收入结构尚未确定，但是新媒体行业收入已经成为重头戏，总体发展向好，这一方面是由于其依托湖南卫视的平台打响了自己的名声，同时其产品确实能够吸引到年轻一代的观众，另一方面是依托自研系统在电视机顶盒市场的份额拿到了很大一部分粘性用户。

而爱奇艺已经基本确定了自己的盈利结构，即广告和会员收入；和Netflix纯订阅制的方式的差异首先在于两者的发展轨迹不同：前者从一开始的盈利模式为广告收益，而会员是作为免除广告等特权的产物，和订阅制的会员制度还有较大差异；而后者从DVD邮寄业务起家，发现了订阅制的模式，从而确定自己的盈利模式为订阅收入——先是DVD的订阅，后是如今的流内容订阅。而从发展的角度看，爱奇艺的广告收入有下滑的趋势，而会员订阅的收入在逐年上升，这表示爱奇艺也在向订阅制的方向靠拢；而Netflix却在会员增长上面遇到了一些瓶颈，尽管此处并没有数据明确表明这一点，但是在年报中相关数据可以看到其在美国本土的会员增长已经停滞不前，这意味着主要的收入增长都来自于海外市场，尽管如此，其对于海外市场的发展持乐观态度，仍在大举借债制作内容，希望达到“大而不能倒”的局面。

## 流动比率及速动比率

企业短期偿还债务的能力由流动比率和速动比率两项指标衡量，一般而言，两项指数越高则表明短期偿债能力较强，反之则较弱。对于一般行业而言，流动比率在2以上，速动比率在1以上认为企业短期偿债能力符合标准。流动比率大于等于2表明，流动资产中即使有50%左右短期内无法变现偿债，也可以基本满足偿债要求。速动比率则表示在存货之外更加具有流动性的资产与流动负债的比率，基本可以衡量短期偿债能力，对比两项数据也可以分析企业流动资产的构成比例。

芒果公司在这两项数据上的表现均较好，无论是流动比率还是速动比率，数值上都高于另两家公司。从时间上看，2015-2017年间，流动比率大于2，速动比率大于1，偿债能力较强，2018年两项数据都有了明显的下降，从资产负债表上分析原因，2018年的短期负债由589（千美元）增加到38,457（千美元），大举借债使得流动比率和速动比率两项数值都大幅下降，与此同时，偿债风险也大幅提升。爱奇艺2018、2019年的流动比率稍大于1，速动比率在1左右，总体来说存在一定的偿债风险，但风险并不高。Netflix的偿债风险则相对较大，速动比率常年处于1以下的水平，现金等极具流动性的资产不足以偿还短期即将到期的负债。从而确实了我们的结论：在三家公司的发展过程中，特别是Netflix在发展过程中的偿债能力都有下降的趋势，这是由于不断地借债进行产品的制作造成的，这使得公司的速动比率和流动比率都下降，意味着无法及时偿还债务的风险会上升，这会影响债主的利益期望，从而影响之后的公司现金来源。

## 无形资产分析

芒果、爱奇艺和Netflix三家公司都属于视频网站公司，有大量的无形资产，包括拍摄的视频以及版权等。在2015-2017年间，芒果公司尚未转型，其无形资产总量较小，主要组成部分是土地使用权和软件、商标等权益，2018年无形资产总量大幅增加，原因为芒果收购其他5家公司，完成新媒体平台的整合，购买了版权资源，开始进军新媒体行业。爱奇艺的无形资产总量在2018年有所增加，2019年又有所回落，仅从近两年看，呈现波动状态。Netflix的无形资产总量则不和前两者在一个数量级。在2015-2019年中，若不考虑摊销，可以看到无形资产是以飞速上升，这是由于近些年Netflix在原创剧集上面的投入一年更比一年多，同时也确实造就了很多家喻户晓的影视作品——无形资产的增长和上文的流动比率，速动比率呈现负相关，这意味着该公司将融资大多都花费在了流内容的制作上。

# 总结

综合以上的分析可以得到以下结论：

芒果盈利能力是三者中最强的，尽管其规模尚不及爱奇艺和网飞，但是它稳健的发展进程是向好的，这一点不管是在杜邦分析的众多指标当中体现，同时也在我们选取的重点事项当中体现。它属于三者当中最值得投资的公司，不过仍然需要注意，其稳健的策略可能会限制其发展以及市场占有量。

而爱奇艺仍然处于烧钱状态，其盈利能力短期不看好，同时其仍在调整自身的盈利模式，最近的重复收费事件正说明着这一点。它仍然需要经历几年市场的检验，等到其较为成熟之后再去评估盈利能力才是最准确的方式，正如那句话说的：“只有潮水退了才知道谁在裸泳”。不过其资产周转率维持在较好的水平，这意味着投入和回报确实维持在正常的比例内。所以最重要的问题在于，最后是收入增长放缓，导致债务先追上呢，还是其先稳定业务占领市场后扭转收入惨状呢，这就拭目以待了。

反观作为龙头老大的Netflix，这些年仍在不断发展，业务增长似乎也不断向好，但是也同样面临着和爱奇艺的相似问题——发展放缓，国内市场饱和，海外市场发展未知（在很多地方都受到了如政府管制等限制）的时候，仍然保持着高昂的负现金流，尽管其规模已成一方气候，但是开源节流的问题同样也是在它发展路上避无可避的灰犀牛。

三个公司各有各的特点和发展方式。对于国内的新媒体企业，由于行业的历史发展原因，广告仍然是收入的很大一部分，维持这一部分收入无可厚非，但是在众多厂家缩减广告支出的大环境下如何开拓发展新思路，是需要其思考的（例如哔哩哔哩就正在尝试订阅制的模式，但是尚为亏损状态）；而对于已经成熟的全球性大公司，如Netflix等公司，就需要在发展的同时兼顾开销，莫拿投资人的钱打水漂——将其和芒果相对比，恰为一小一大：一个稳定发展但是格局略显局促，另一个大步向前却有些不拘小节。

这些问题大多是其不同规模决定的不同策略，具有某种必然性。但是这并不意味着无法从对方的角度吸取经验取长补短，有所收获：稳健的策略未尝不能有深谋远虑后地大跨步，想成为时代的先锋也能稍作休憩，规划未来走向。

同时，通过三个公司的情况分析，流媒体行业的前景尚为迷茫状态，市场似乎还未达到饱和，然而资本还在这个行业熊熊燃烧，无数投资者都盯着这一个依托着科技发展和智能设备普及衍生出的市场，其中爱奇艺和网飞的股价仍然在不断地上下波动，这是投资者对行业期望的最好体现。依照本篇分析来看，未来的行业格局很可能是流内容分类细化，小公司各自为王，这样才能维持规模经济。