



# 娱乐巨头 OR 科技巨头？

## —Netflix 20 年商业模式、护城河变迁与市值成长

作者：王铮

执业证书编号：S0930514070006

2018年06月12日

证券研究报告

## 核心结论：

### ■ Netflix20年：全球流媒体王者之路经历三大阶段

- 1997-2006：提供差异化服务开拓在线DVD租赁市场，商业模式成熟击退巨头价格战
- 2007-2011：流媒体先行者，产业变迁趋势中前瞻转型，贯彻协同消费与差异化策略
- 2012-至今：规模化的“首播+独播”内容战略大获成功，全球扩张规模效应显现

### ■ 从科技到娱乐：差异化战略与商业模型的支点从科技到娱乐

- Netflix成功三大关键：把握产业趋势、差异化战略、可持续发展的商业模式
- 在线DVD租赁时期，商业模式：技术支撑的总成本领先、规模经济；护城河：无形资产与成本优势
- 流媒体业务成熟期，商业模式：全球化的规模经济保障内容与服务的正向循环  
护城河：仍拥有两种护城河，成本优势转换为全球规模效应获得
- 护城河之外的优势：优质内容组合、领先的份额、管理优势

### ■ Netflix出品缘何崛起？流媒体改变好莱坞？

- 好莱坞大公司成为资金与发行中心，以灵活的专业化模式实现高效制片
- Netflix与六大无本质不同，掌握资金与发行，利用灵活的专业化制片模式
- Netflix出品崛起：尊重专业主义，为优质的独立制片方提供平台；但六大“绿灯系统”具绝对优势
- 流媒体改变好莱坞：“暴看”服务争夺时间，窗口期锐减收入分配转移，探索新的“绿灯系统”

### ■ 市值成长之路：驱动因素来自用户数长期上涨

- 1、Netflix20年：全球流媒体王者之路经历三大阶段
- 2、从科技到娱乐：Netflix商业模式与护城河变迁
- 3、Netflix出品缘何崛起？流媒体改变好莱坞？
- 4、市值成长之路：驱动因素来自用户数长期上涨
- 5、风险提示

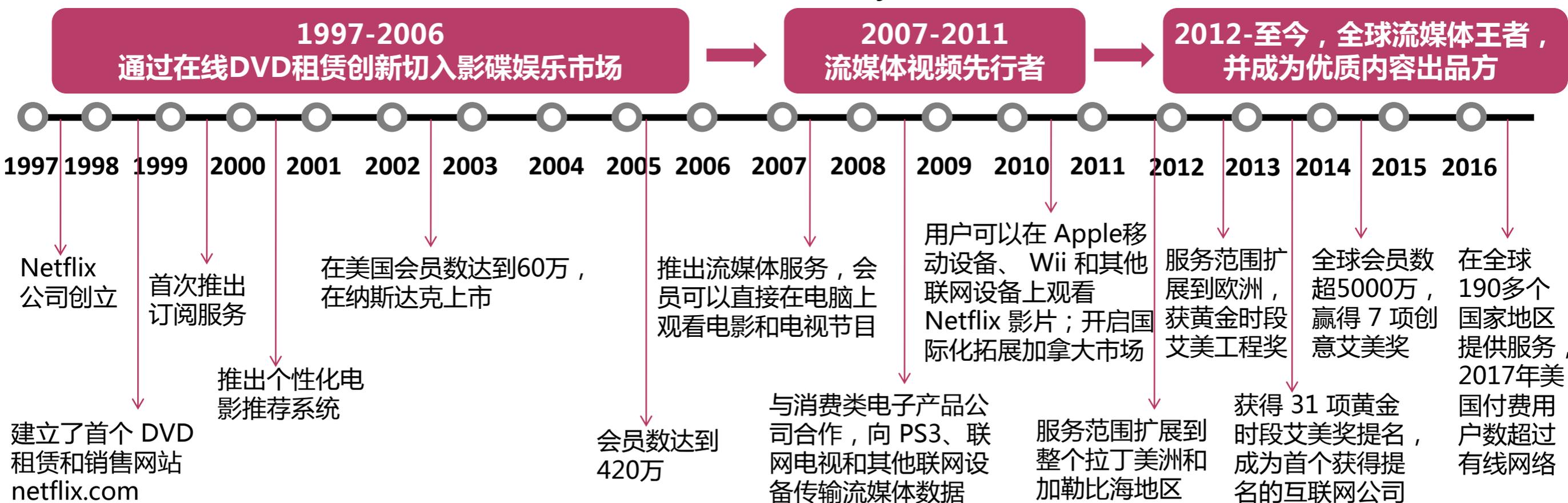
# Netflix 20年：全球流媒体王者之路经历三大阶段

- 1997-2006：通过在线DVD租赁创新切入影碟娱乐市场
- 提供差异化服务快速开拓市场，商业模式成熟击退巨头价格战
- 2007-2011：流媒体先行者，拓展协同消费，缩短窗口期改善点播体验
- Netflix VS Blockbuster：产业趋势变迁中的战略选择决定成败
- 2012-至今：全球流媒体王者，成为优质内容出品方

# Netflix：全球流媒体视频服务王者，市值比肩Disney

## Netflix成立于1997年，20年互联网娱乐巨头之路经历三大发展阶段

- Netflix 是全球领先的流媒体视频服务公司，服务范围遍及 190 多个国家和地区，会员人数达 1.25 亿，会员可以在几乎任何联网的设备上随时随地观看电视剧集、电视节目、电影、纪录片等内容。公司创立于1997年，成长经历三大发展阶段，至今已成为市值与Disney(迪士尼)比肩的互联网娱乐巨头。



# 第一阶段（1997-2006）：在线DVD租赁创新切入影碟娱乐市场

## 在线DVD租赁：打破VHS实体租赁常规，提供足不出户的优质订阅服务

- Netflix于1998年开始DVD租赁和销售业务，1999年推出订阅服务，转为以租赁业务为主。当时美国家庭影像租赁市场还是以零散的VHS租赁为主的实体店。Netflix却定位于新近购买DVD播放器的新技术用户；用户在网上订碟，Netflix用隔夜快递邮寄给客户，客户看完通过Netflix预付邮件寄回。

### 在线服务

以融合亲切的视频租赁店铺布局 and 图文并茂的目录吸引客户，订购程序足够简便，在线挑选DVD步骤不多，足不出户实现比门店里取片和还片更加便利。

### 订阅模式

初始定价15.95元每月订阅不超过4张DVD；后调整为19.95元每月无限量订阅，一次性租赁不超过3张；2004-2006年应对价格战降价为17.99元每月。

资料来源：光大证券研究所整理

# 第一阶段（1997-2006）：在线DVD租赁创新切入影碟娱乐市场

## 差异化的用户体验：内容丰富、高效且个性化的推荐、无期限无罚金

- 当时美国影碟租赁龙头公司为Blockbuster（百视达），2004年巅峰期时拥有全美9000多家门店。Netflix在成立之初即立志提供差异化的服务、全新的用户体验切入影碟租赁市场，从而快速实现了用户扩张。



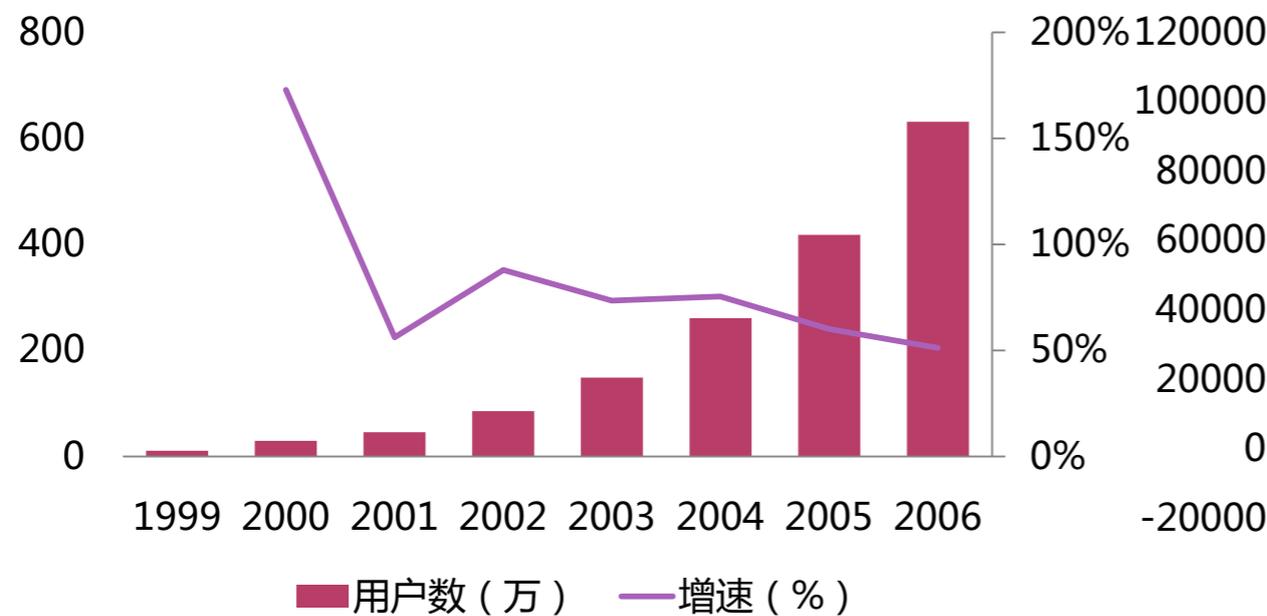
资料来源：光大证券研究所整理

# 第一阶段（1997-2006）：订阅用户高速增长，规模经济效益初显

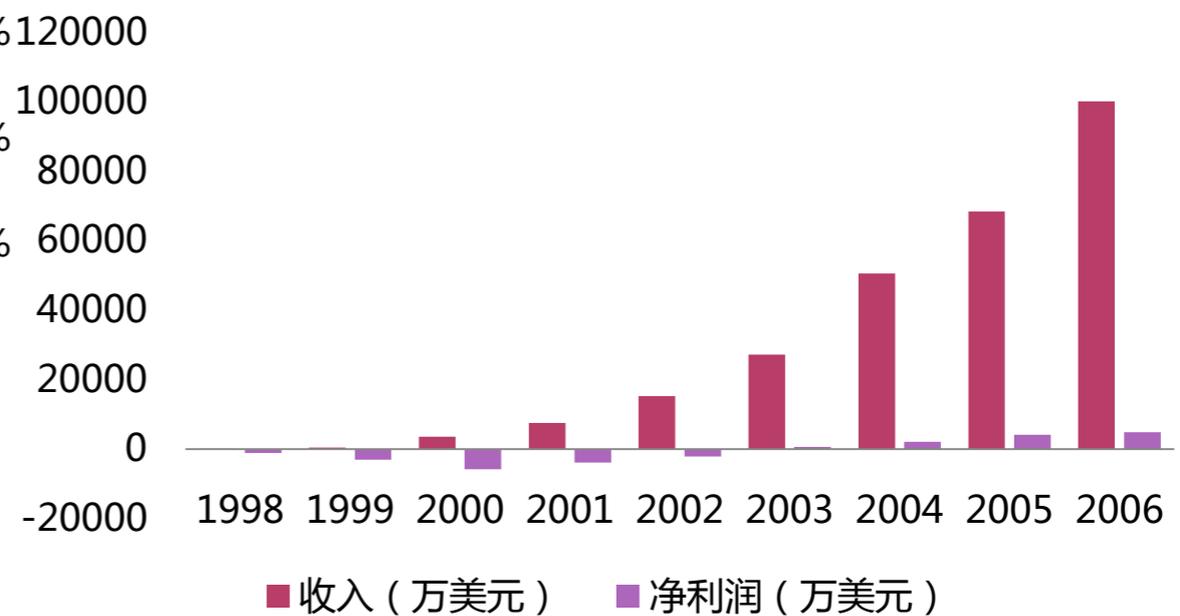
## 1999-2006年订阅用户复合增速达79%，规模经济推动盈利正向循环

- 1999年至2006年，Netflix订阅用户数年复合增速高达79%，用户数迭创新高；收入也实现高速增长，在线业务的规模经济得以体现，2003年扭亏为盈之后，盈利能力进入正向循环。

1999-2006年Netflix用户数趋势



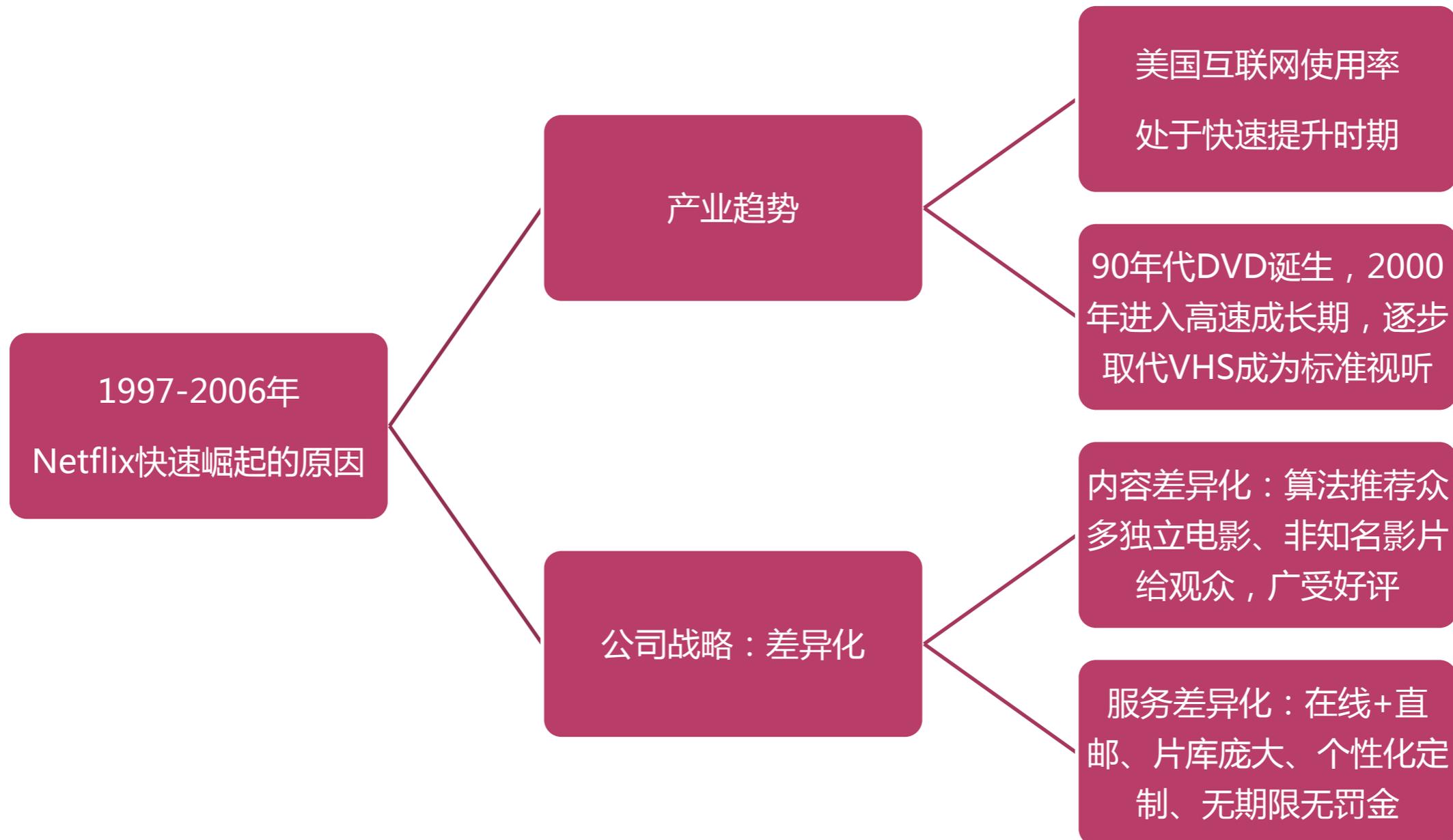
1998-2006年Netflix收入与利润趋势



资料来源：Netflix, Netflix

# 第一阶段（1997-2006）：顺应产业趋势崛起，技术支撑差异化

## Netflix崛起的原因：产业大趋势中的弄潮儿，技术支撑的差异化战略



资料来源：光大证券研究所整理

# 第一阶段（1997-2006）：商业模式成熟，击退巨头低价竞争策略

## Netflix VS Blockbuster：商业模式成熟击退“价格战+广告轰炸”

- Netflix早年的成长并非一帆风顺；2003年Blockbuster组建了在线团队，2004年7月推出在线服务测试版，几乎原封不动地复制了Netflix的界面设计和订阅业务。市场反应剧烈，Netflix股价在一周内下跌60%，回到发行价。
- 2004-2005年Blockbuster推出定价仅为14.99美元/月的DVD在线租赁订阅服务，并重金投入广告推广；凭借“价格战+广告轰炸”，Blockbuster仅用4个月获得75万订阅用户，达到Netflix用4年时间积累的用户总数。
- Netflix被迫将标准订阅费从19.95元/月降为17.99元/月，并采用“不赚不赔”策略，即舍弃利润并投入全部资金尽快扩大用户群，通过规模扩张树立壁垒。由于Netflix的定价模型、推荐算法、内容组合、配送系统均经过大量的技术测试，至2005年底实现无负债的财务状况下订阅用户达到420万；Blockbuster则迫于债务压力营销计划停滞，用户增长乏力无法规模化。

## 第二阶段（2007-2011）：流媒体先行者，协同消费与差异化策略

### 战略前瞻：2007年推出在线观看服务，视频流媒体先行者

- 2006年，宽带在美国家庭逐渐普及，制片厂开始考虑通过互联网发行视频；迪士尼首开先河，在iTunes上销售电影和电视节目。Netflix前瞻性地看到在线流媒体的未来，于2007年推出了PC端“Instant-Watching”即在线观看服务。Netflix创始人兼CEO敏锐地意识到，流媒体视频的未来拥有三种细分市场：Netflix的订阅观看、iTunes提供的视频下载、Youtube免费传输的原创内容。



Netflix、Hulu等



iTunes等



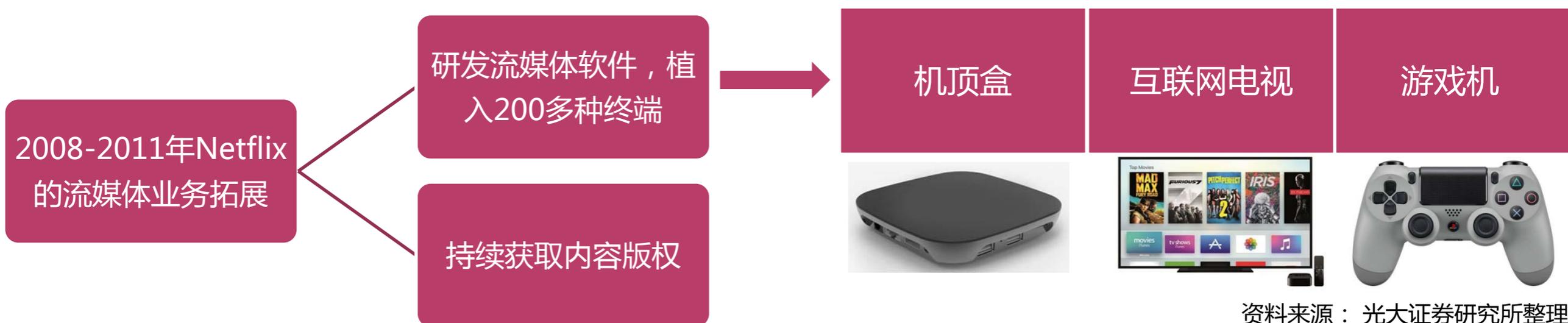
Youtube

资料来源：光大证券研究所整理

## 第二阶段（2007-2011）：流媒体先行者，协同消费与差异化策略

### 协同消费策略：研发自有流媒体软件，植入200多种视频传输设备

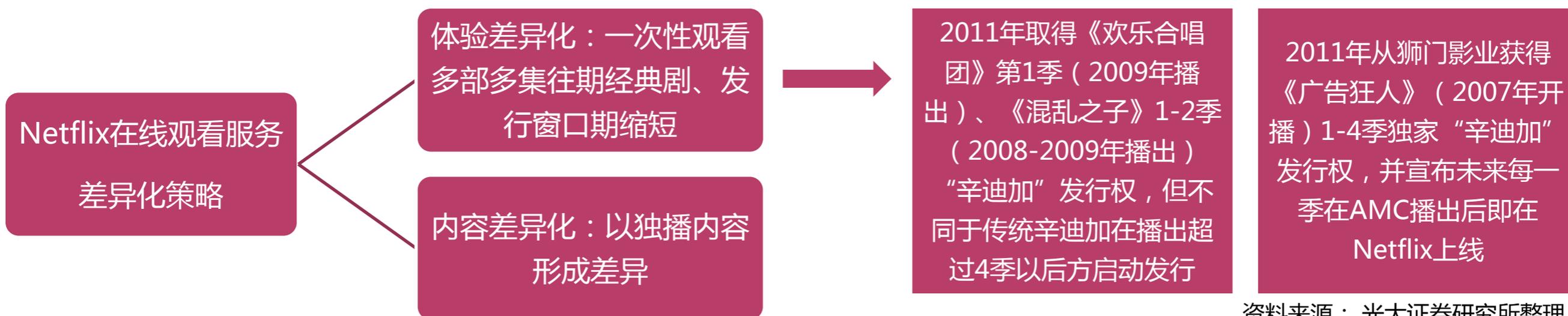
- 2007年，Netflix推出在线观看服务初期，仅有6000多部在线电影版权，至2008年即迅速增加到12000多部电影。随后几年间，Netflix致力于：(1)将所研发的流媒体软件植入各类互联网终端；(2)持续获取影视内容版权。
- 2008年Netflix与LG电子公司合作研发Roku机顶盒，推出后即初获成功，而后Netflix推出自有流媒体软件，与各类蓝光播放机、机顶盒、电视机、笔记本电脑、游戏设备、移动设备广泛合作；包括Xbox、PlayStation、AppleTV等200多种终端都植入Netflix的流媒体软件。



## 第二阶段（2007-2011）：流媒体先行者，协同消费与差异化策略

### 在线观看差异化：缩短经典美剧辛迪加发行窗口期，独播内容差异化

- Netflix推出“Instant-Watching”后，不断增加在线内容投入；初期向各大制片公司购买大量电影版权，2010年以后加大经典美剧版权储备，并以独播剧作为重点；2011年Netflix已与五大电视网及95%有线电视网实现合作。
- 在线剧集观看服务满足了观众一次性观看多部多集往期经典剧的需求；从发行模式角度，类似于Netflix取得完结剧的“辛迪加”发行权，不同的是通过谈判大幅缩短了窗口期。2011年，Netflix取得《广告狂人》前四季独家“辛迪加”发行权，并宣布未来的每一季在电视台播出后即在Netflix上线。



资料来源：光大证券研究所整理

## 第二阶段（2007-2011）：战略前瞻，敏锐跟随趋势击溃传统巨头

### DVD租赁用户争夺战：在线模式、售卖机模式普及，门店租赁溃败

- 尽管Netflix前瞻性地推出“Instant-Watching”并实现在线观看用户数的快速增长，但由于宽带渗透率与传输速度尚不尽人意、海量在线内容的授权尚需时日，2007-2011年视频流媒体的观看服务仍处于起步期。
- Netflix的在线DVD租赁主业仍然面对Blockbuster在线业务的用户争夺战。2006年11月，Blockbuster推出整合在线和门店业务的“并网”方案，提供的高性价比服务再次吸引用户爆发式增长；与此同时Netflix则面临用户增长放慢甚至流失的压力。尽管用户增长再次进入高增长轨道，Blockbuster商业模型的缺陷仍然为2年后的破产埋下隐忧，并且股东与管理层理念出现分歧导致高管动荡，更换的新CEO再次将发展重心转向与产业趋势相悖的门店复苏计划，最终在2009年全球DVD产业进入向下拐点，以及在线租赁模式、售卖机租赁模式（以Redbox为代表）不断普及的夹击中走向破产。

## 第二阶段（2007-2011）：战略前瞻，敏锐跟随趋势击溃传统巨头

### Netflix VS Blockbuster：产业趋势变迁中的战略选择决定成败

- 2007-2009年Netflix与Blockbuster在DVD在线租赁普及、Redbox电影自动租赁机快速渗透、视频流媒体观看服务起步的产业趋势中，做出了截然不同的战略选择；Netflix敏锐地先行布局流媒体，Blockbuster却在左右互搏中走向破产。



产业趋势变迁中的战略选择决定成败

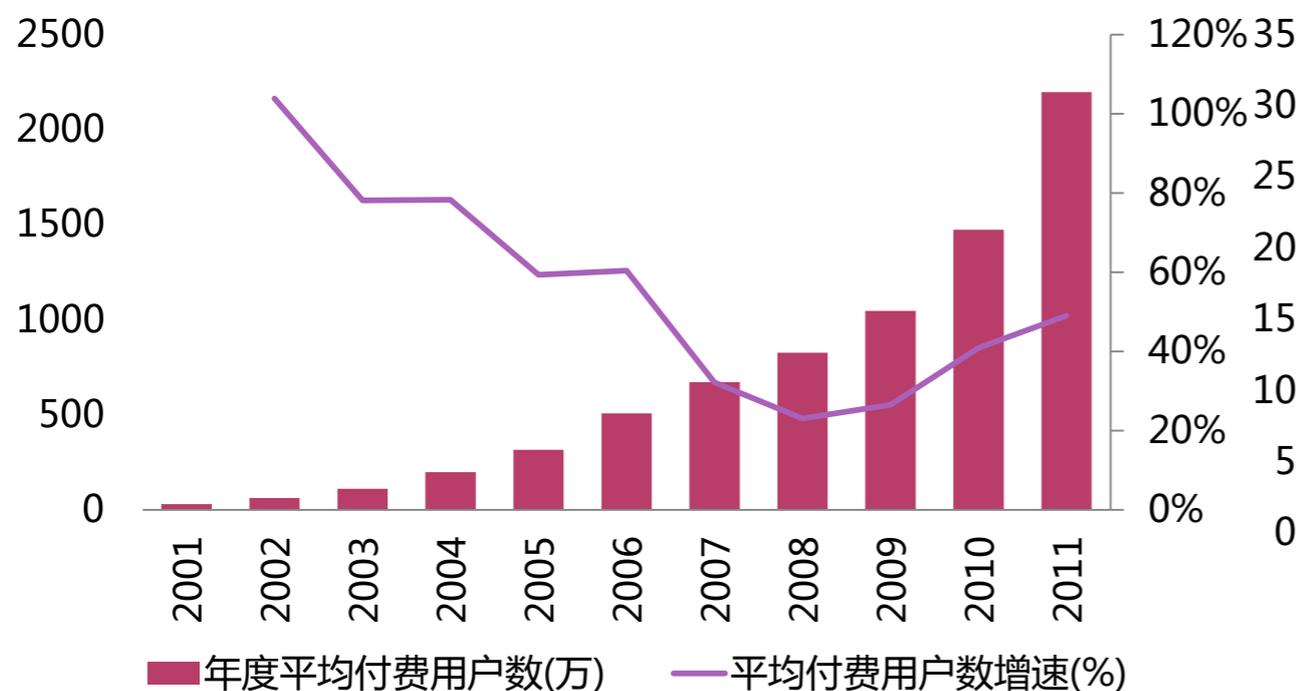
资料来源：光大证券研究所整理

## 第二阶段（2007-2011）：DVD租赁盈利规模化，流媒体初培育

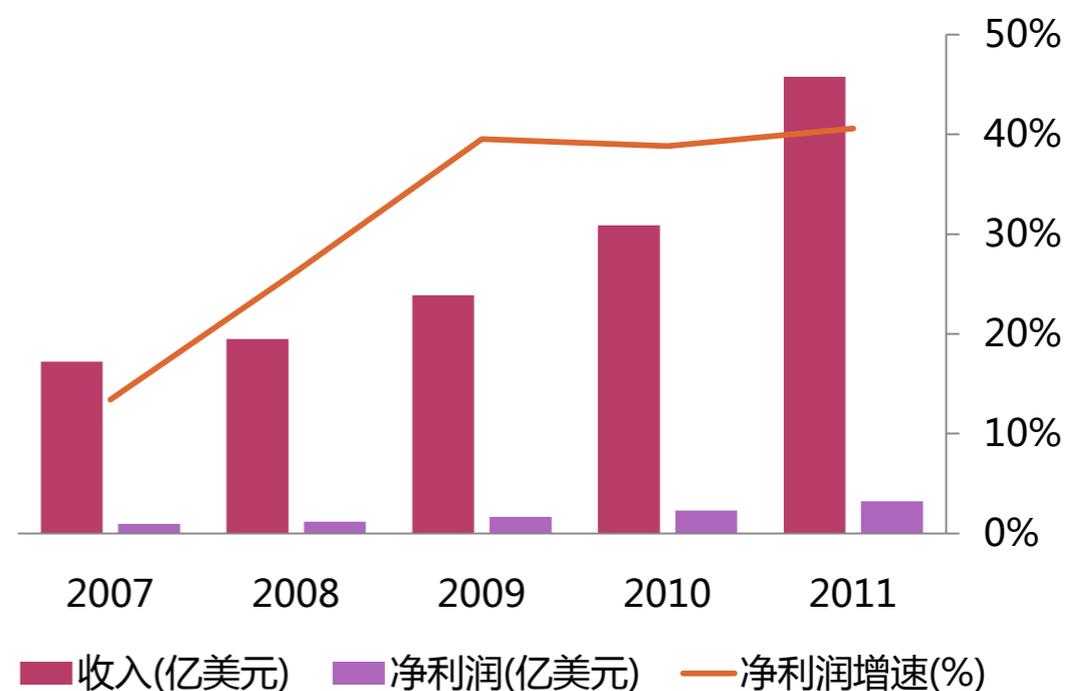
### 2007-2011年付费用户年复合增速达34%，2011年净利润超2亿美元

- 2007-2011年，Netflix付费用户年复合增速达34%，盈利成长性在2009年Blockbuster破产后显著提升；收入与利润的主要来源仍是DVD租赁业务，流媒体在美国市场毛利超过5000万美元，但被海外市场的亏损完全抵消。

Netflix各年度平均付费用户数趋势



2007-2011年Netflix收入与盈利趋势



资料来源：Netflix，Netflix

## 第二阶段（2007-2011）：前瞻性拆分流媒体与DVD业务受阻

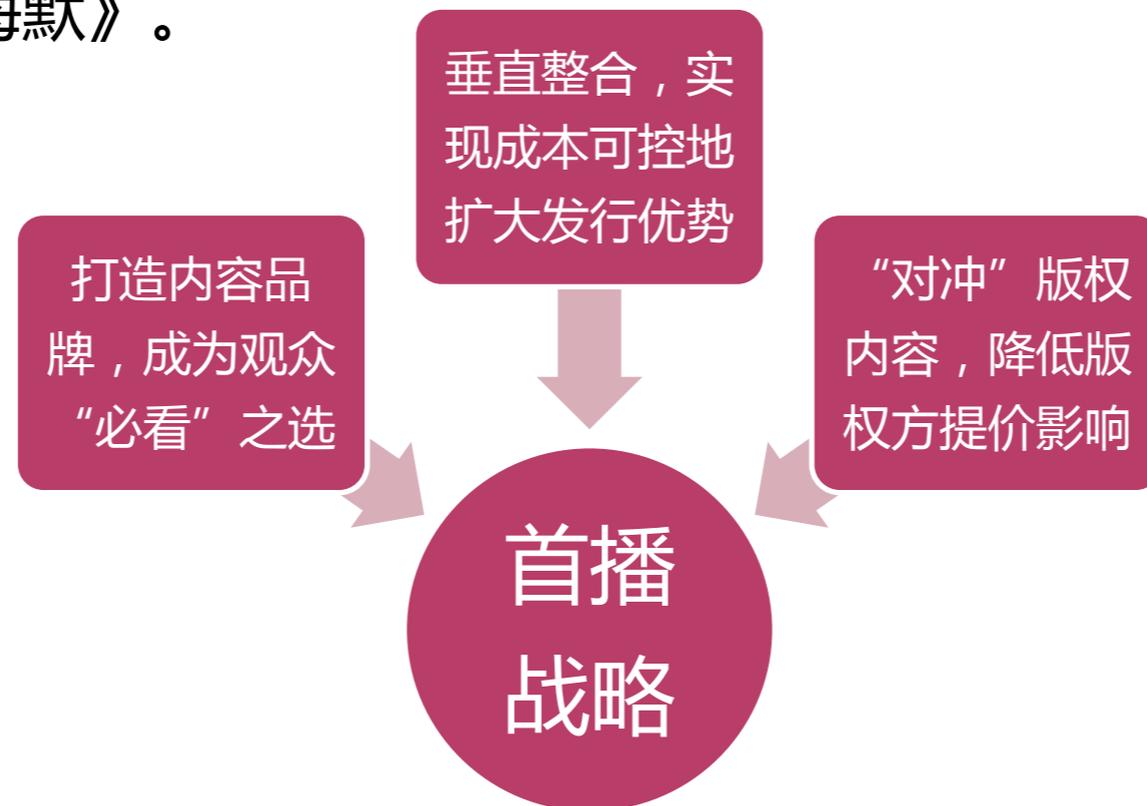
### 转型挑战：前瞻性地拆分在线观看与DVD租赁遭到猛烈抨击

- Netflix创始人兼CEO在推出流媒体服务后即预见到DVD租赁终将走向衰退；为了培育流媒体业务，并引导用户从DVD租赁转向在线观看，2011年Netflix推出全新的服务方案——将在线观看与DVD租赁业务拆分，独立设立Qwikster网站运营DVD租赁，并重新定价：(1)在线观看月标准费7.99美元；(2)DVD租赁月标准费7.99美元；(3)捆绑在线观看与DVD租赁的月标准费则从9.99美元上涨至15.98美元。
- 在新的费率政策下，2000多万老用户中仅有一半面临价格上调，从捆绑服务转向单项服务则享受低价的优质服务；但新的定价方案出台后遭到猛烈抨击，100万订阅用户最终取消了服务。Netflix股价一泻千里，从298美元一路下跌至53美元；为了安抚用户不得不放弃了业务拆分，仍在同一网站上提供DVD租赁和在线流媒体服务。

## 第三阶段（2012-至今）：首播为王，全球流媒体服务巨头之路

### 首播战略：打造内容品牌、垂直整合控制成本、“对冲”版权购买风险

- 2012年，Netflix一方面面临业务拆分计划带来的负面影响，另一方面由于不断加大流媒体版权储备盈利锐减；同时Hulu推出了首部首播剧，且加大了与Wii等平台的合作。在内外交困中，Netflix明确将内容首播作为战略，通过发行独家首播剧集、自制独播剧集强化内容差异化；并在当年推出了第一部首播剧《莉莉海默》。



资料来源：光大证券研究所整理

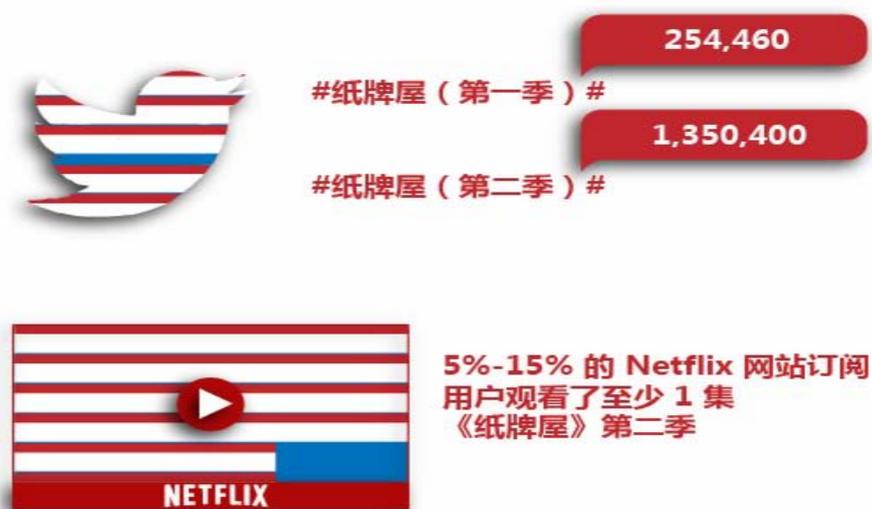
# 第三阶段（2012-至今）：首播为王，全球流媒体服务巨头之路

## 《纸牌屋》：包装为大数据制片，塑造Netflix“科技型HBO”的定位

- 2013年Netflix推出了“4+1”的首播剧组合：《纸牌屋》、《女子监狱》、《铁杉树丛》、《发展受阻》和面向欧洲的《莉莉海默第2季》；其中《纸牌屋》被包装为大数据制片，推出后大获成功拉动1000万新增用户。



《纸牌屋》为Netflix带来了什么？



Google™ 纸牌屋 第二季

第二季在Google上的搜索量比第一季增长了76%

资料来源：凡道资本

# 第三阶段（2012-至今）：首播为王，全球流媒体服务巨头之路

## 首播内容规模化：2017年首播内容超过1000小时，影视作品类型广泛

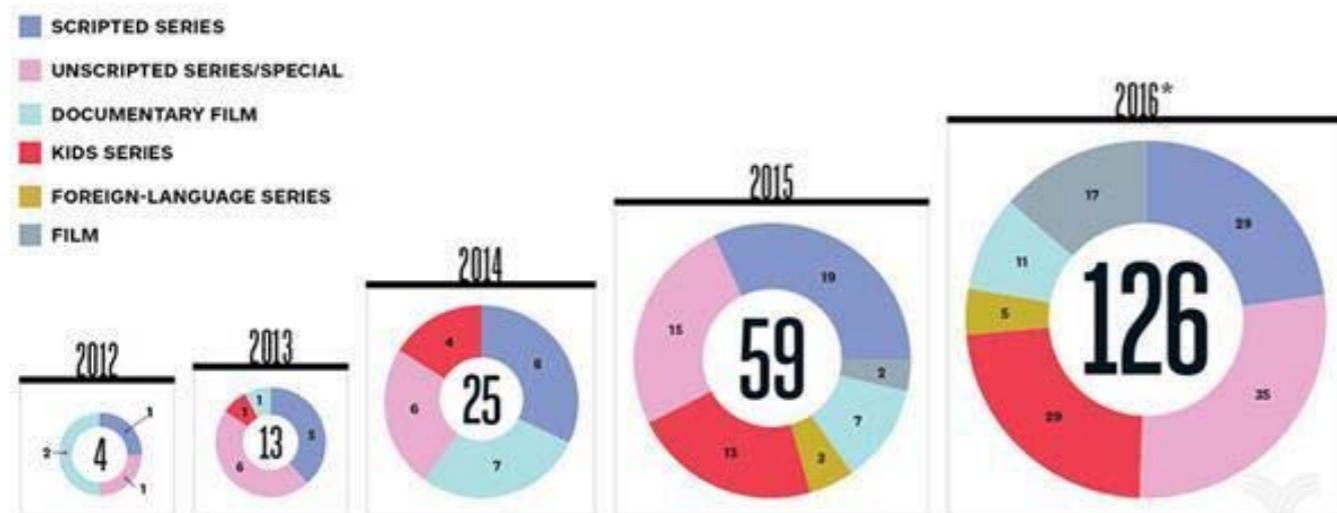
- 2014年以后，Netflix走上了首播内容持续规模化的道路；2016、2017年首播内容已分别达600、1000小时；并广泛覆盖了剧情类、喜剧类、动画片、纪录片等各类电视剧集、节目，且推出《光灵》、《无境之兽》等电影。

ORIGINAL CONTENT UP 3,050% IN 4 YEARS

Yep, there were just a quartet of shows in 2012, and now Netflix has more than any one network or cable channel in existence

NETFLIX

Source: THR research; \*projected numbers



类别	类型	代表作
Netflix 首播 且独播 电视剧	剧情	《女子监狱》、《毒枭》、《纸牌屋》
	Marvel系列	《超胆侠》、《惩罚者》
	喜剧	《爱》、《我的街区》、《非典型孤独》
	迷你剧	《吉尔莫女孩》
	动画	《欢乐再满屋》
	纪录片	《广场》、《制造杀手》
Netflix出品的电影		《光灵》、《无境之兽》

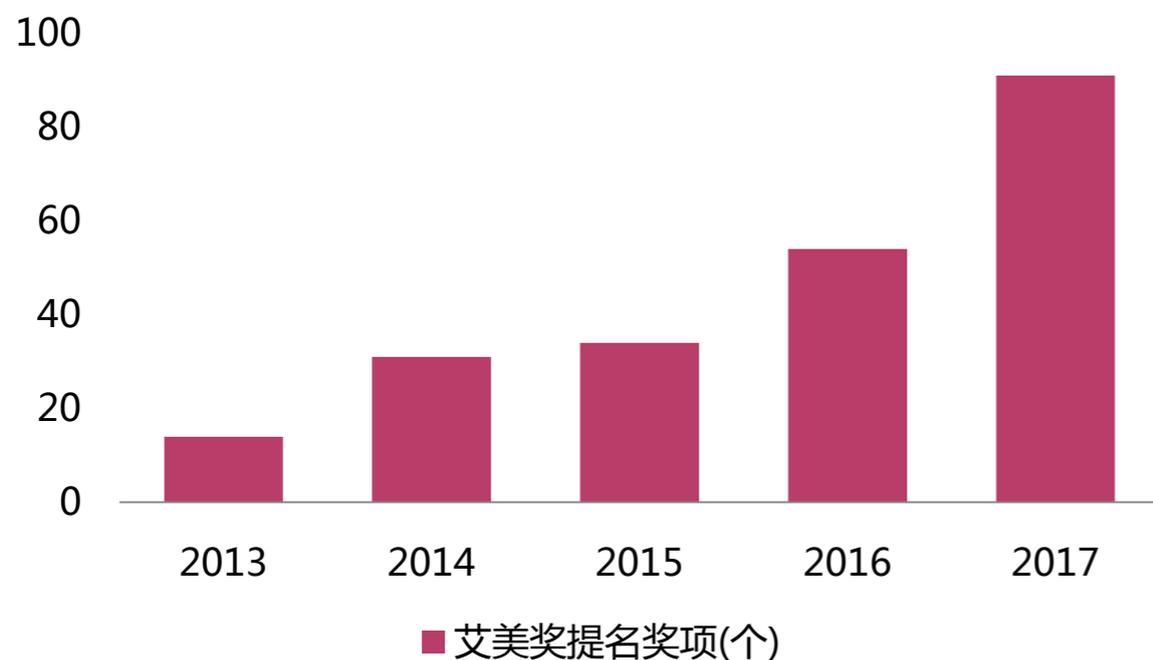
资料来源：THR，亿欧，Netflix

## 第三阶段（2012-至今）：首播为王，全球流媒体服务巨头之路

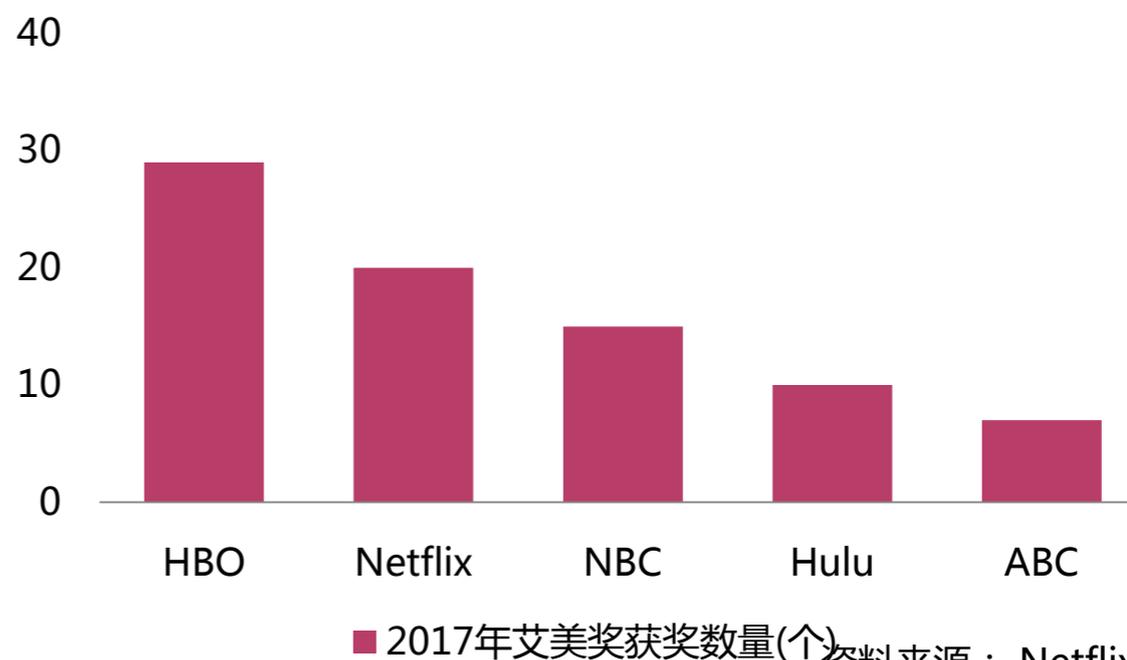
### 制片业新玩家：2017-2018年Netflix内容投入分别达60、80亿美元

- Netflix对于电视剧的制作、发行往往重金投入，与有获奖记录的知名主创团队合作，来保证内容品质。2013年以来Netflix出品的内容艾美奖战绩颇丰，2017年获得91项提名，20个奖项，成为仅次于HBO的第二大赢家。在传统的六大之外，Netflix正在成为新的影视内容主流出品方。

Netflix历年艾美奖提名数量



2017年艾美奖获奖数量对比



资料来源：Netflix，时光网

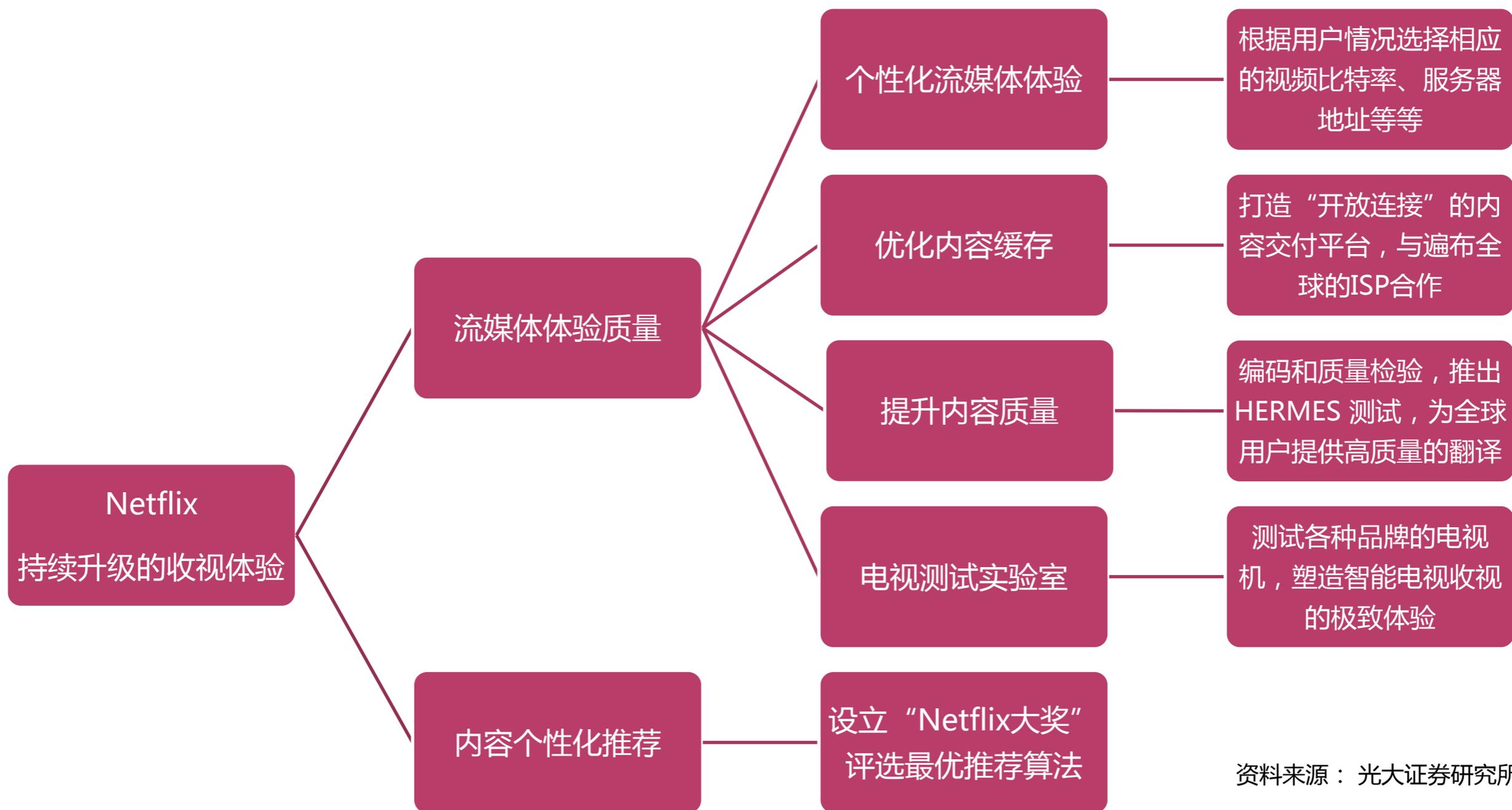
## 第三阶段（2012-至今）：首播为王，全球流媒体服务巨头之路

### 版权购买：大力推动流媒体发行窗口期提前，内容选择质胜于量

- 首播战略之外，Netflix对于经典影视内容版权的储备在窗口期与合作方两方面不断突破，2012年取得多部知名影片Pay1窗口发行权，并最终获得迪士尼2016-2018年所有影院发行影片的独家国内付费电视发行权，包括Pay1与Pay2窗口期。此后Netflix对版权的购买着重于Pay1与Free1窗口期发行权，使得原本处于“影院上映—家庭娱乐产品(如DVD)—各平台付费点播(Pay)—付费电视和有线电视台播放(Free)—流媒体视频点播”窗口期末端的发行时点大为提前。对于合作方的拓展，Netflix从与各大电视网、有线电视合作转向直接与制片厂购买版权，对内容的选择更为灵活，减少打包合约。
- 整体而言，Netflix的版权购买最终走向“质胜于量”，且由于合约到期2014-2016年内容总量萎缩32%。2017年迪士尼宣布收回版权打造流媒体，2019年以后Netflix将不再拥有迪士尼内容的发行权。

# 第三阶段（2012-至今）：首播为王，全球流媒体服务巨头之路

## 领先的流媒体用户体验：发展算法和网络技术持续升级收视体验



## 第三阶段（2012-至今）：首播为王，全球流媒体服务巨头之路

### 全球版图：2010年开启全球扩张，至2016年覆盖190多个国家地区

- Netflix从2010年开始致力于全球市场扩张，至2016年已将流媒体视频服务推广至全球190多个国家地区；但始终未能进入中国市场。



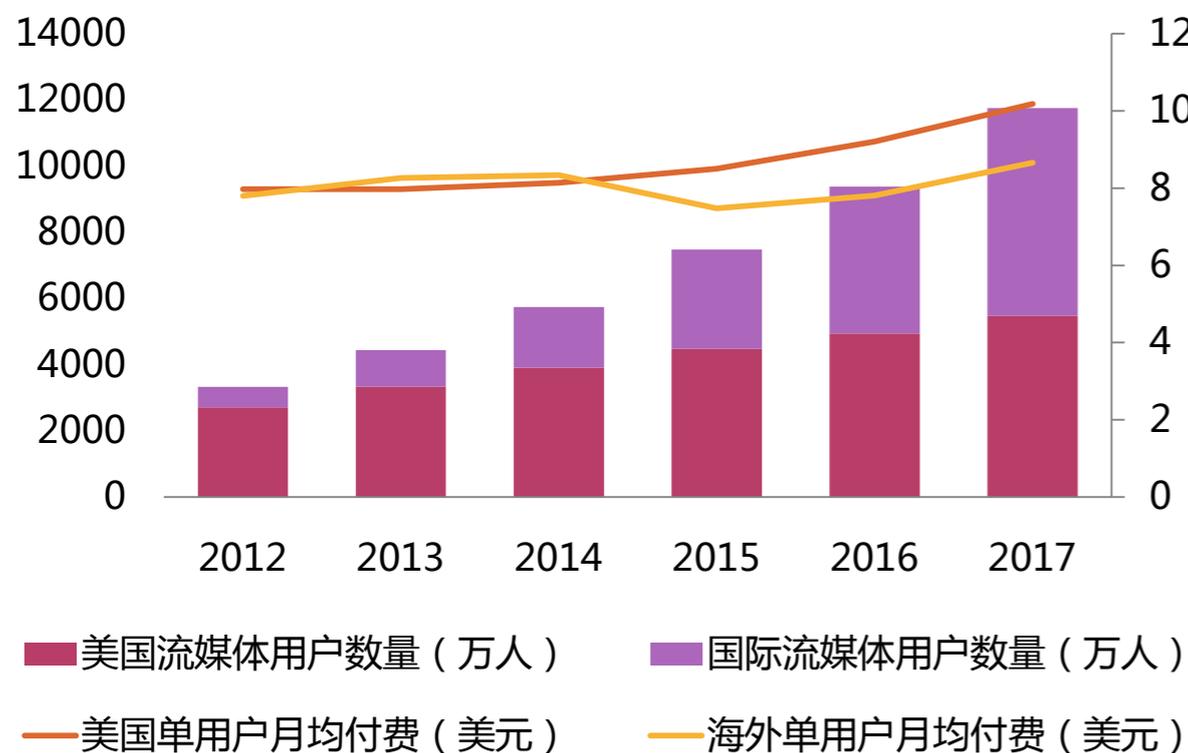
资料来源：Netflix

# 第三阶段（2012-至今）：首播为王，全球流媒体服务巨头之路

## 国际市场：用户数5年复合增速达59%，国际多元内容具规模经济潜力

- 2012-2017年Netflix流媒体用户数年复合增速达29%，其中美国市场复合增速为15%，国际市场则高达59%。2015年以来Netflix已投拍十几部小语种剧服务国际用户，国际化内容的打造在全球范围满足多元文化用户的需求，且在文化相容度较高的市场将实现规模经济。

Netflix流媒体用户数量趋势



日剧	题材类型	国际剧集	题材类型
双层公寓	爱情真人秀	3% (葡萄牙)	科幻
内衣白领风云	剧情	乌鸦俱乐部 (西班牙)	喜剧
火花	情感励志剧	马赛 (法语)	政治
深夜食堂4	治愈系、美食	莉莉海默 (挪威)	犯罪喜剧
百万日元的女人们	悬疑	接线女孩 (西班牙)	剧情
野武士的美食	美食	黑暗 (德语)	悬疑

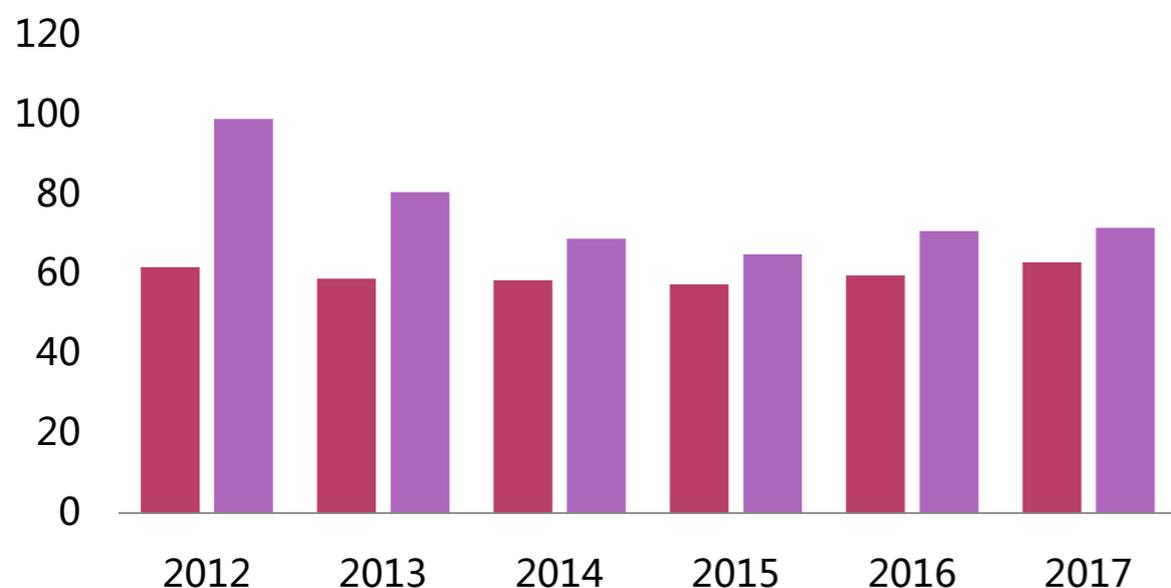
资料来源：Netflix, Netflix

## 第三阶段（2012-至今）：首播为王，全球流媒体服务巨头之路

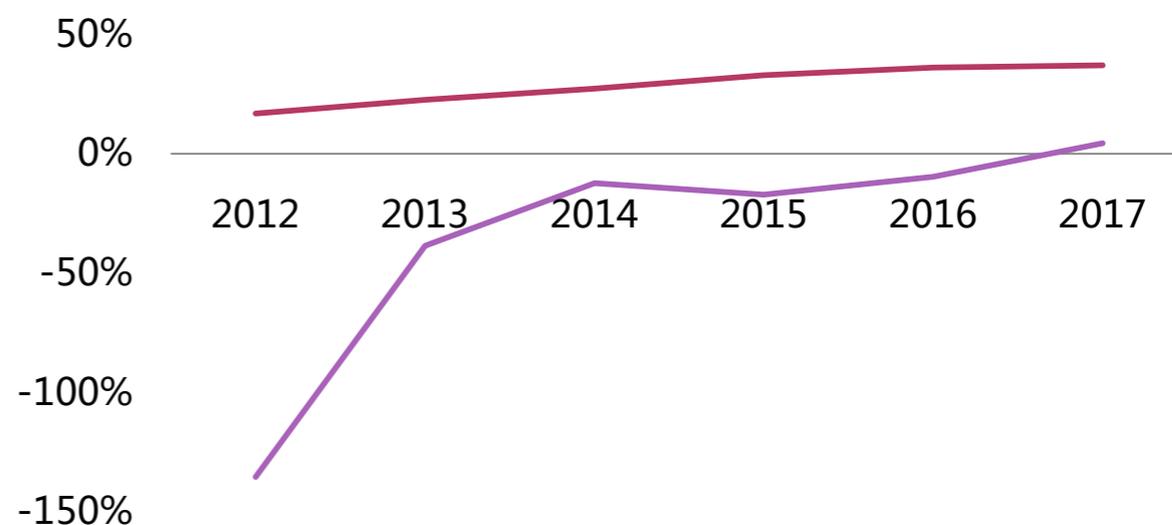
### 规模经济：单用户内容成本稳定，毛利率提升，国际市场盈利能力改善

- 2017年Netflix美国付费用户数首次超过有线网络，本土市场业务成熟毛利超过22亿；国际市场则经历持续亏损，在2017年首次实现毛利转正。
- Netflix尽管持续重金投入内容，随着全球用户规模化，流媒体业务毛利率趋于提升，尤其在国际市场，规模经济效益大幅改善盈利能力。

Netflix付费用户内容成本趋势



Netflix流媒体业务毛利率趋势



■ 美国单付费用户内容成本 (美元) ■ 海外单付费用户内容成本 (美元) — 美国流媒体业务毛利率 (%) — 海外流媒体业务毛利率 (%)

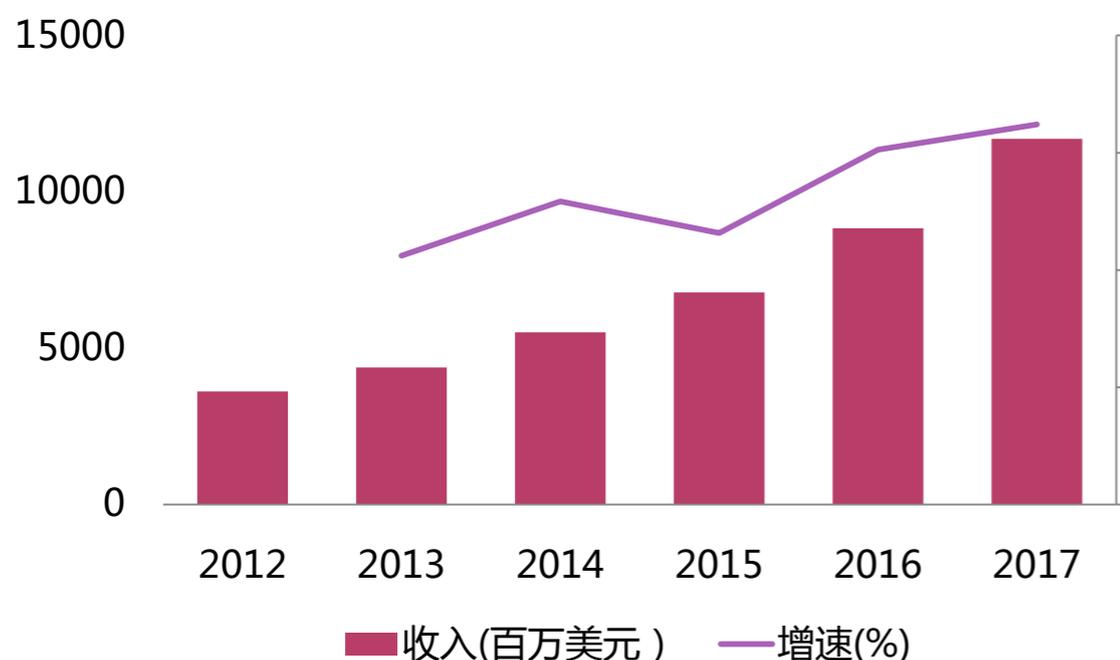
资料来源：Netflix, Netflix

## 第三阶段（2012-至今）：首播为王，全球流媒体服务巨头之路

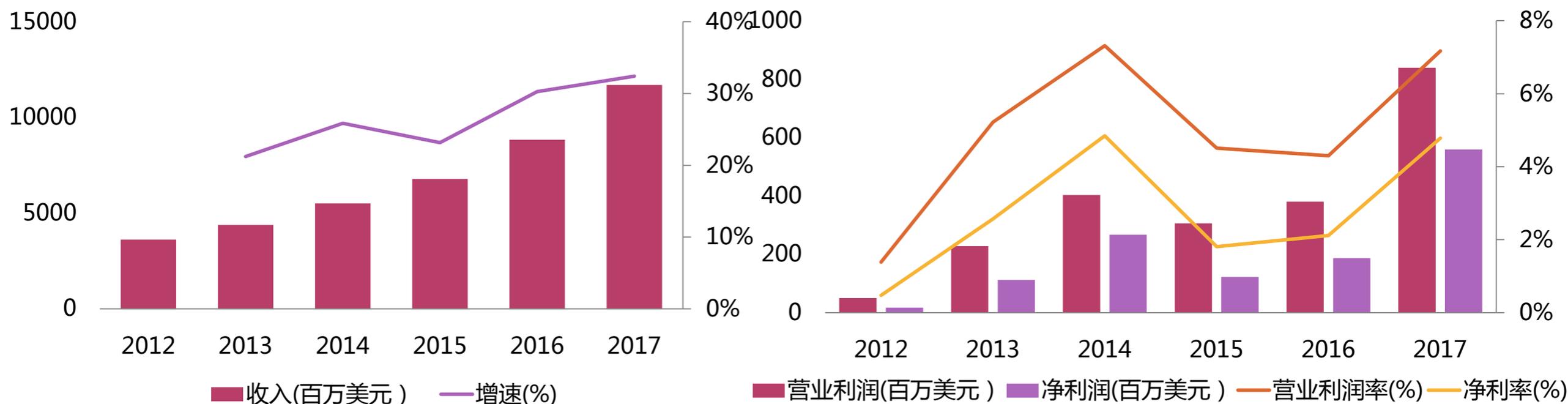
### 2017年Netflix收入超过110亿美元，净利润大幅增长至5.6亿美元

- 2017年Netflix收入超过了110亿美元，受益于国际市场盈利能力的改善，净利润从2016年1.9亿美元增长至5.6亿美元；净利率也提升至5%左右。
- Netflix以在全球范围内低价提供高品质流媒体服务为商业模式，盈利水平的进一步规模化取决于国际用户渗透率的提升和服务提价空间。

Netflix营业收入趋势



Netflix营业利润与净利润趋势



资料来源：Netflix，Netflix

- 1、Netflix20年：全球流媒体王者之路经历三大阶段
- 2、从科技到娱乐：Netflix商业模式与护城河变迁
- 3、Netflix出品缘何崛起？流媒体改变好莱坞？
- 4、市值成长之路：驱动因素来自用户数长期上涨
- 5、风险提示

# 从科技到娱乐：Netflix商业模式与护城河变迁

- **Netflix成功三大关键：把握产业趋势、差异化战略、可持续发展的商业模式**
- **商业模式一：在线DVD租赁时期——技术支撑的总成本领先、规模经济**
- **商业模式二：流媒体成熟期——全球化的规模经济保障内容与服务的正向循环**
- **在线DVD租赁时期：Netflix拥有无形资产与成本优势两种护城河**
- **流媒体业务成熟期：仍拥有两种护城河，成本优势转换为全球规模效应获得**
- **护城河之外的优势：优质内容组合、领先的份额、管理优势**
- **从科技到娱乐：差异化战略与商业模型的支点从科技到娱乐**

# Netflix成功三大关键：战略前瞻、差异化、可持续发展的商业模式

## Netflix成功三大关键：把握产业趋势、差异化战略、可持续发展的商业模式

- 剖析Netflix20年成长历程，公司在影碟租赁时代以创新服务挑战传统巨头的地位并最终发展成为全球流媒体王者，成功的三大关键在于：前瞻性把握产业趋势、贯彻始终的差异化战略、可持续发展的商业模式。

»» 01 前瞻性把握产业趋势

»» 02 差异化战略

»» 03 可持续发展的商业模式

资料来源：光大证券研究所整理

# 战略前瞻：顺应全球家庭娱乐从传统收视转向互联网点播的大趋势

## 四大战略性布局：在线DVD租赁、流媒体先行者、新旧交替、全球扩张

- Netflix获得巨大成功的产业背景是全球家庭娱乐从传统收视转向互联网点播，Netflix在三大发展阶段均前瞻性地把握了产业趋势，体现为四次战略性的布局：1.以在线DVD租赁挑战门店VHS租赁；2.美国家庭宽带普及趋势中先行布局流媒体点播；3.转换重点，让DVD业务自然衰退；4.全球化扩张。

在线  
DVD  
租赁

### DVD取代VHS 互联网兴起

90年代中期DVD诞生，Netflix在启动业务的时候预见到了DVD将取代VHS；在线租赁吻合了互联网兴起的产业背景，前瞻性的推出了“O2O”服务。

推出  
流媒体

### 家庭宽带普及 流媒体点播趋势

2006年Netflix即提出了影视内容在线发行将成为主流；2007年推出流媒体服务之后，判断流媒体视频服务是未来的主要方向。

新旧  
交替

### 着力发展流媒体 让DVD业务自然衰退

2011年Netflix拆分DVD业务与在线观看服务虽然遭到猛烈抨击，仍然体现了其前瞻性；与Blockbuster不同，Netflix着力发展流媒体，未陷入左右互搏困境。

全球化

### 互联网服务 的全球机遇

不同于传统有线电视，互联网技术为视频服务全球化带来机遇；视频服务巨大的成本投入要求放大规模经济。

资料来源：光大证券研究所整理

# 差异化：推荐差异化内容、缩短流媒体窗口期、规模化的首播内容

## 推荐众多独立电影

- 1.服务差异化：在线+直邮、片库庞大、个性化定制、无期限无罚金。
- 2.内容差异化：算法推荐众多独立电影、非知名影片给观众，广受好评。

1997-2006  
在线DVD租赁  
时期

## 缩短窗口期改善点播收视体验

- 1.体验差异化：一次性观看多部多集往期经典剧、发行窗口期缩短。
- 2.内容差异化：以独播内容形成差异。

2007-2011  
流媒体布局  
早期

## 规模化的首播+独播内容

- 1.体验差异化：算法与网络技术领先持续升级收视体验，个性化定制。
- 2.内容差异化：以规模化的首播+独播内容形成差异。

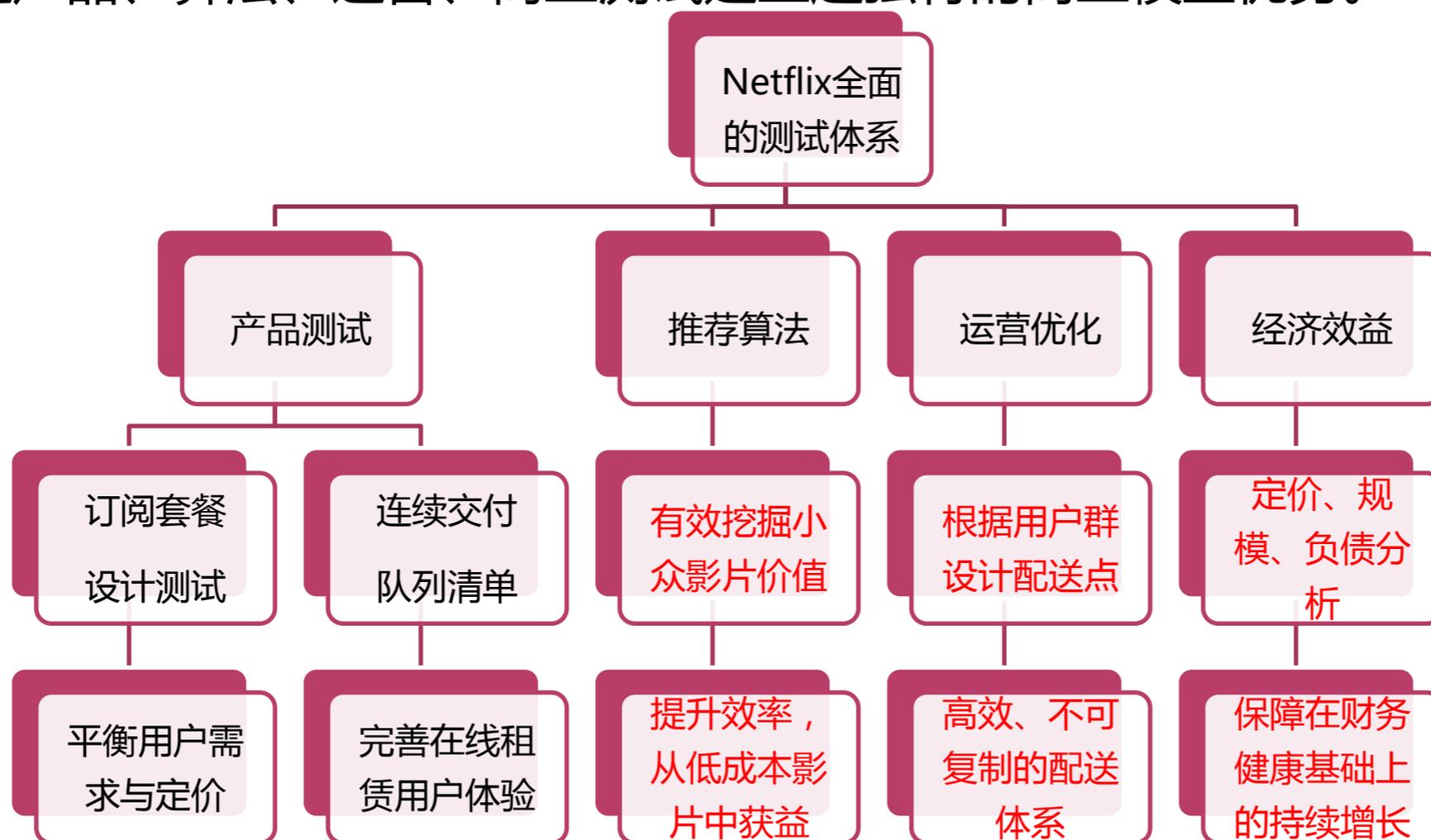
2012-至今  
流媒体业务  
成熟期

资料来源：光大证券研究所整理

# 商业模式一：技术支撑的总成本领先、规模经济

## Netflix开展在线DVD租赁业务经过产品、算法、运营、商业等全面测试

- Netflix创始人Reed Hastings早年为工程师，并曾创办Pure Software，是资深的软件企业家，推崇工程师文化。Netflix开展在线DVD租赁业务时即通过产品、算法、运营、商业测试建立起独特的商业模式优势。

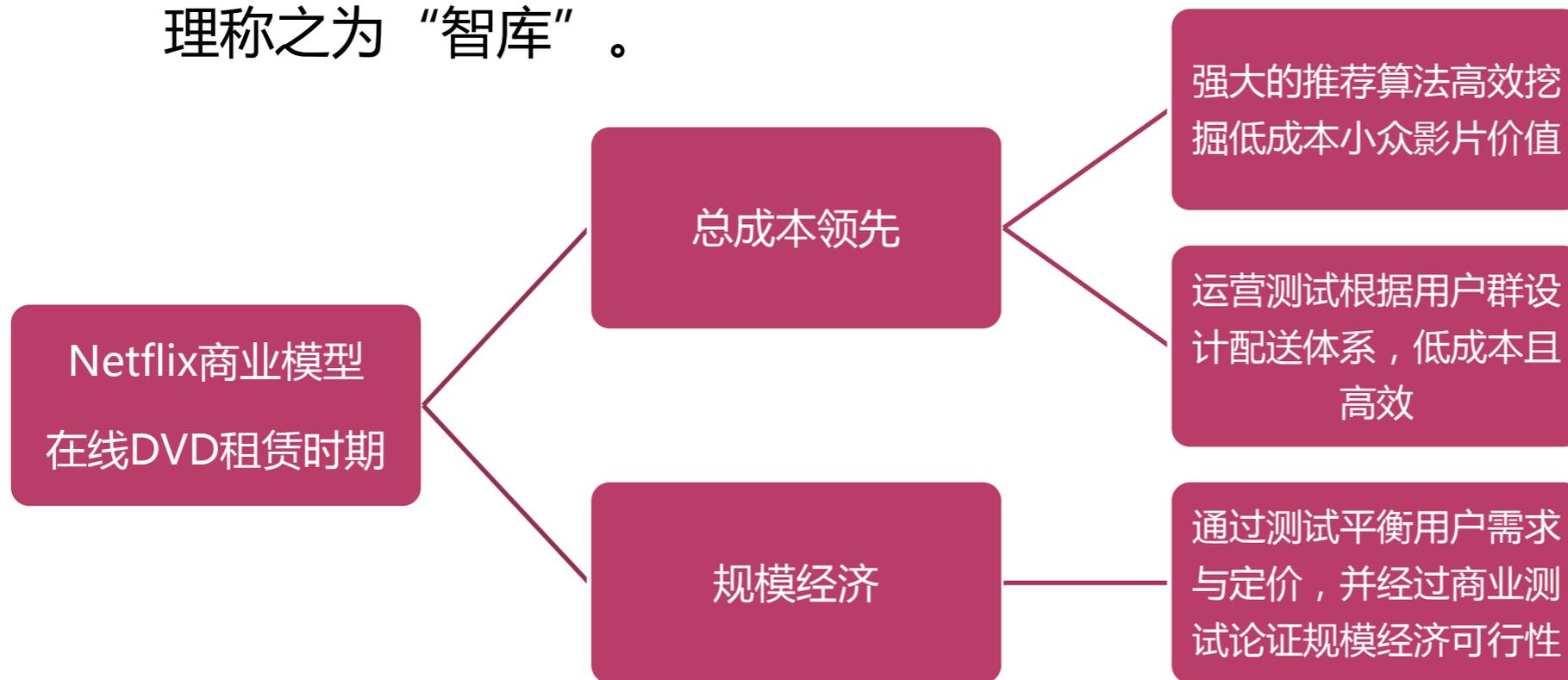


资料来源：光大证券研究所整理

# 商业模式一：技术支撑的总成本领先、规模经济

## 在线DVD租赁时期商业模式：技术支撑的总成本领先，验证可行的规模经济

- 经过全面的测试，Netflix在线DVD租赁时期的商业模式可概括为：提供创新服务，平衡用户需求与定价，通过规模经济实现可持续成长；发挥技术优势放大低成本内容商业价值、优化运营体系，实现总成本领先。
- 在2004年与Blockbuster的价格战中，一位下跌中买入Netflix股票的基金经理称之为“智库”。



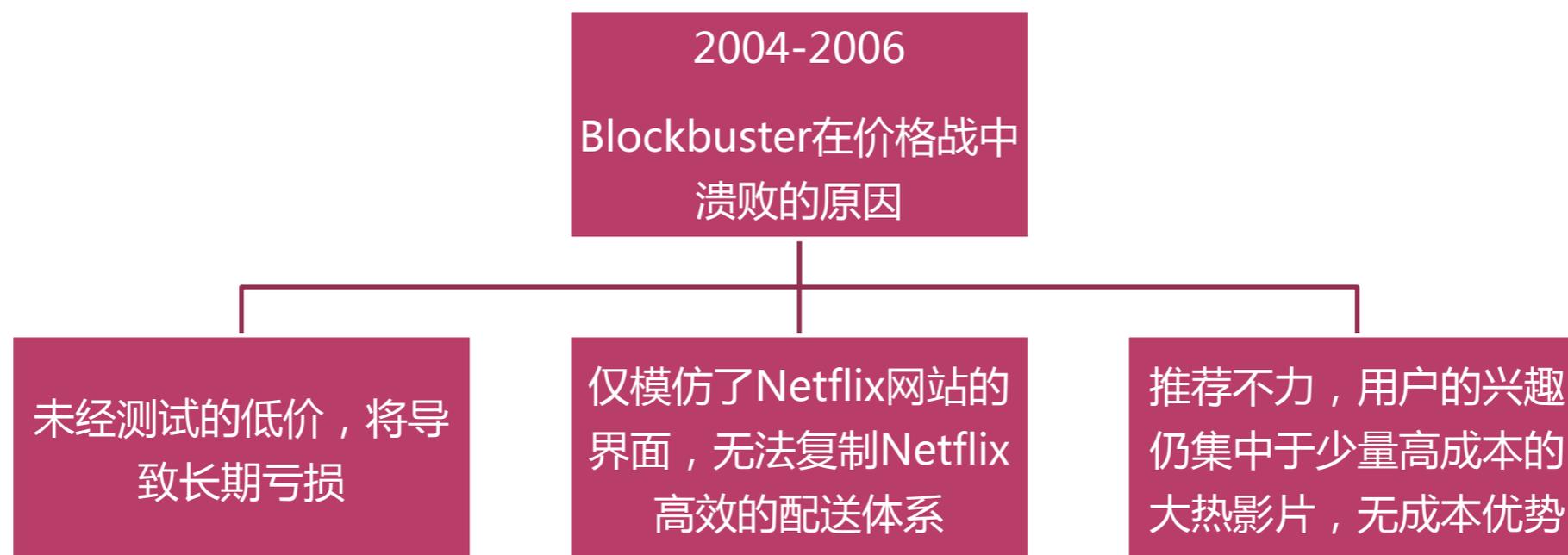
“从表面上看，Netflix是一个庞大的在线商店，出租DVD获得收入；在表象之下，这是一个智库，它创建算法以提升每个客户的长期价值，精心策划一个复杂的配送系统，并设法降低服务成本。”

资料来源：光大证券研究所整理

## 商业模式一：技术支撑的总成本领先、规模经济

### Blockbuster价格战溃败：无成本、运营优势的低价策略，难以实现规模经济

- 2004-2006年Blockbuster以声势浩大的“价格战+广告轰炸”开展在线DVD租赁业务，虽然凭借低价和推广一时获得大量用户，但是不具备成本优势、运营优势的商业模型缺乏可持续增长前景；最终由于过高的成本投入、持续的亏损经营无法应对债务危机陷入困境。



资料来源：光大证券研究所整理

## 商业模式二：全球化的规模经济保障内容与服务的正向循环

### 流媒体业务成熟阶段，技术带来的成本优势不再显著

- 在流媒体业务逐步成熟的阶段，Netflix凭借流媒体服务的天然优势、持续升级的收视体验、规模化的首播与独播内容在各收视平台竞争中胜出；但其技术带来的成本优势不再显著，转为由于全球规模经济效应带来的成本优势。



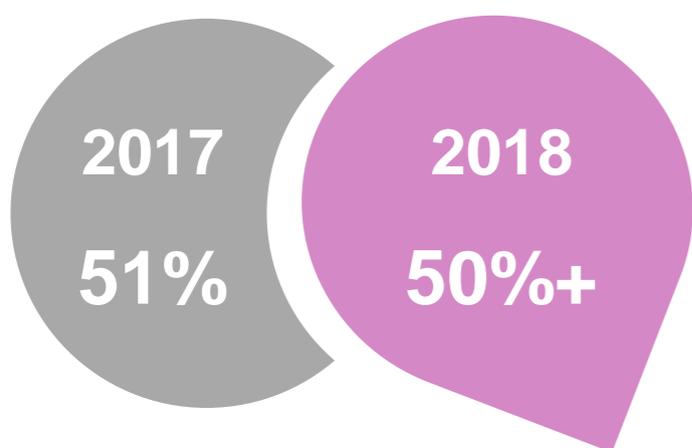
资料来源：光大证券研究所整理

## 商业模式二：全球化的规模经济保障内容与服务的正向循环

### 流媒体业务成熟期商业模式：以全球化的规模经济获得成本优势

- 2012年以后Netflix确立首播战略，内容成本大为增加，近两年仅内容支出在收入中占比高达50%以上。在内容获取策略上，为保证品质往往重金投入，这一时期商业模式转变为：以全球化的规模经济实现成本优势，保障内容与服务的正向循环。

Netflix内容支出/总收入



Netflix部分首播剧成本

剧名	首播时间	类型	单集制作成本 (万美元)
纸牌屋	2013	剧情/悬疑/政治	380
女子监狱	2013	罪案/剧情	400
铁杉树丛	2013	科幻/惊悚/恐怖	400
马可波罗	2014	战争/爱情/冒险	900
超感猎杀	2015	剧情/科幻	900
王冠	2016	剧情/历史	650-1300

资料来源：Netflix，光大证券研究所整理

# 经济护城河：企业常年保持竞争优势的结构性特征

## 经济护城河：无形资产、客户转换成本、网络经济、成本优势

- 经典的护城河定义为：经济护城河是企业能常年保持竞争优势的结构性特征，是其竞争对手难以复制的品质。具体体现为：无形资产、客户转换成本、网络经济、成本优势。

### 无形资产

- 如品牌、专利或法定许可、能让该企业出售竞争对手无法效仿的产品或服务

### 客户转换成本

- 企业出售的产品或服务让客户难以割舍，形成拥有定价权的客户转换成本

### 网络经济

- 一种商品或服务的价值随着使用者的增加而提高

### 成本优势

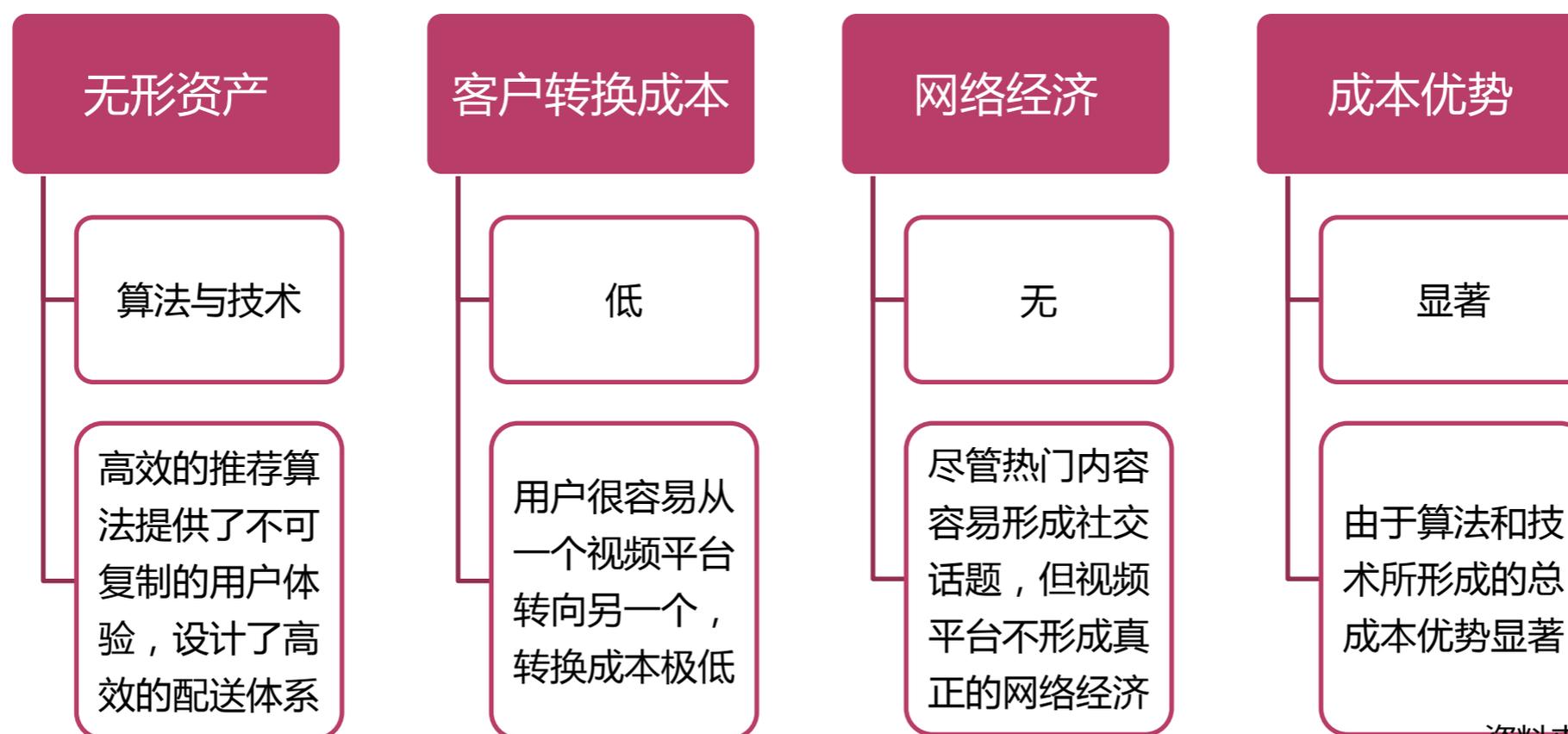
- 企业通过流程、地理位置、经营规模或特有资产形成成本优势

资料来源：光大证券研究所整理

# Netflix护城河变迁：在线DVD租赁时期拥有两种护城河

## 在线DVD租赁时期：Netflix拥有无形资产与成本优势两种护城河

- 在线DVD租赁时期，Netflix拥有无形资产与成本优势两种护城河，无形资产为领先的算法与技术，从而为用户提供了不可复制的推荐与配送系统，并构建成本优势；在客户转换成本与网络经济两个领域，并没有护城河可言，2004年Blockbuster启动正面竞争，Netflix也面临着用户流失的巨大压力。

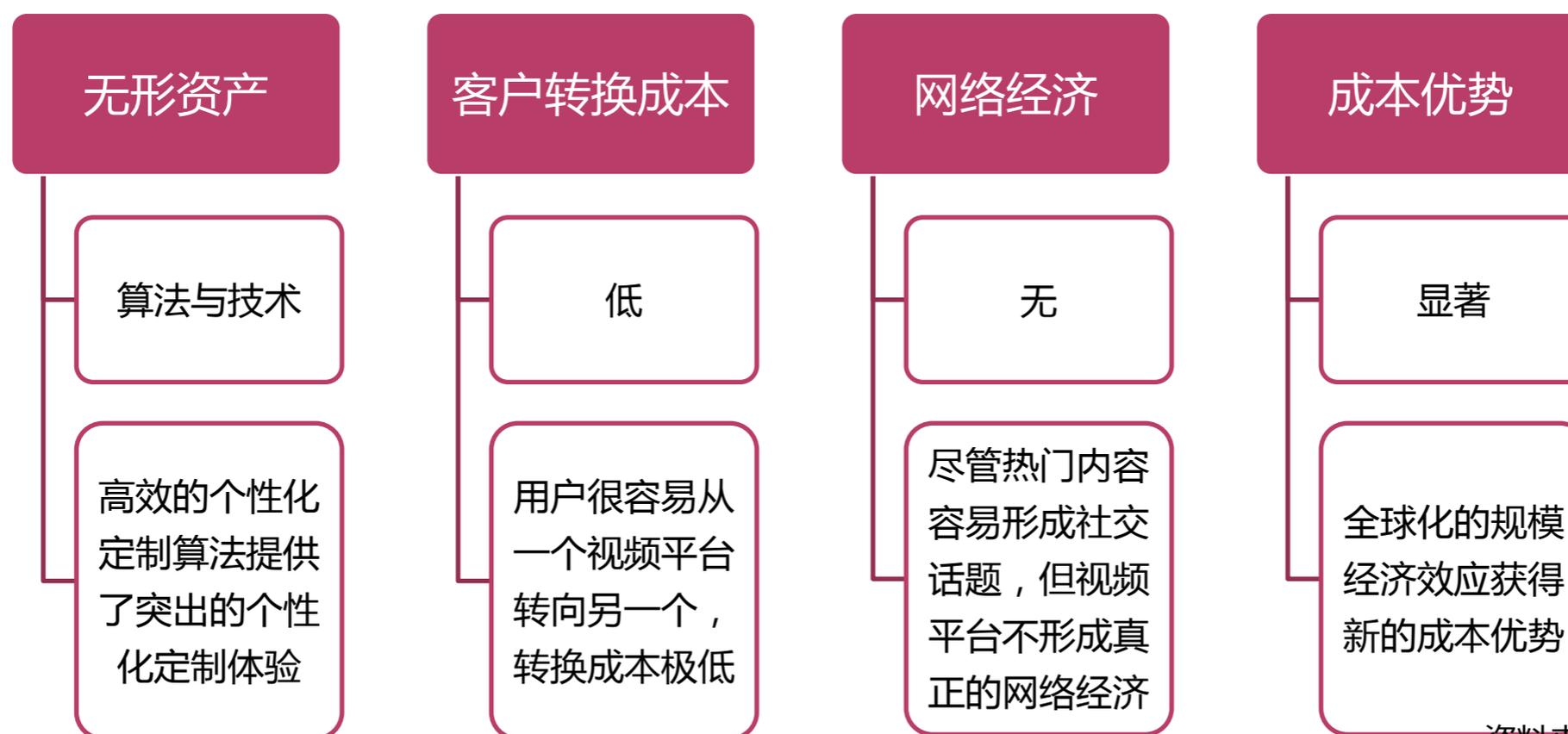


资料来源：光大证券研究所整理

# Netflix护城河变迁：流媒体业务成熟期成本优势由规模效应获得

## 流媒体业务成熟期：仍拥有两种护城河，成本优势转换为全球规模效应获得

- 流媒体业务成熟期，Netflix成本优势转换为由全球化的规模效应而获得，尽管技术仍然使其内容与传输成本具相对优势，但在巨大的内容投入面前，唯有庞大的全球用户数量保障其服务的正向循环；高效的个性化定制算法仍形成无形资产护城河，但随着全球网络技术的进步，也有可能被对手侵蚀。



资料来源：光大证券研究所整理

## 护城河之外的优势：优质内容组合、领先的份额、管理优势

### 不构成护城河的优势：杰出的产品、庞大的份额、伟大的CEO

- 在Netflix的主流分析中，内容组合、市场份额、管理优势也时常被评价为具有强大的竞争优势，但在经典护城河理论中，杰出的产品、庞大的份额、伟大的CEO均不构成企业的经济护城河。



资料来源：光大证券研究所整理

# 从科技到娱乐：差异化战略与商业模型的支点从科技到娱乐

## 科技巨头OR娱乐巨头？——从科技巨头走向娱乐巨头

- 在线DVD租赁时期，Netflix的差异化战略与商业模式取决于其领先、独特的技术，科技优势显著；流媒体业务成熟阶段，差异化战略主要倚赖于首播+独播内容组合，其全球化规模经济所获得成本优势则转化为持续增加内容投入的正向循环。对于制片业持续深入的布局，使得Netflix转变为娱乐巨头。

**DVD  
租赁**

Netflix在线DVD租赁时期，通过技术支撑提升用户长期价值，并构建总成本优势；其所提供在线租赁、推荐算法等差异化服务具有明显的科技特征。

**流媒体  
服务**

流媒体业务成熟阶段，Netflix主要的差异化由首播+独播的内容组合构建，商业模型的成本优势由全球化的规模经济构成，并用于支撑持续增加的内容投入。

资料来源：光大证券研究所整理

- 1、Netflix20年：全球流媒体王者之路经历三大阶段
- 2、从科技到娱乐：Netflix商业模式与护城河变迁
- 3、Netflix出品缘何崛起？流媒体改变好莱坞？
- 4、市值成长之路：驱动因素来自用户数长期上涨
- 5、风险提示

# Netflix出品缘何崛起？流媒体改变好莱坞？

- 美国电影制片模式沿革：从制片厂制度到灵活的专业化模式
- 好莱坞大公司成为资金与发行中心，以灵活的专业化模式实现高效制片
- Netflix与六大无本质不同，掌握资金与发行，利用灵活的专业化制片模式
- Netflix出品崛起：尊重专业主义，为优质的独立制片方提供平台
- NetflixVS六大：绿灯系统的核心竞争力，六大仍具绝对优势
- 流媒体改变好莱坞：“暴看”服务争夺时间，窗口期锐减，探索新的“绿灯系统”

# 美国电影制片模式沿革：从制片厂制度到灵活的专业化模式

## 好莱坞电影制片模式从风靡一时的制片厂制度走向灵活的专业化模式

- 上个世纪50年代以前好莱坞全盛时期流行制片厂制度，电影流水线式生产，制片厂控制一切；派拉蒙法案之后，制片厂走向瓦解，出现高度专业化的服务公司，演艺经纪机构、行业协会、制片公司通过灵活的合作完成制片。

1910-20年代

### 流水线生产

- 流水式的工作流程
- 依靠制作团队里各个环节的通力合作
- 精细专业及高度资本运转的制作系统

1930-50年代

### 完整制片厂体制

- 合约制兴起
- 自给自足的完整制片厂体制
- 固定资产庞大，拥有拍摄所需的物资设备、摄影棚

1948-60年代

### 制片厂瓦解

- 瓦解原因包括派拉蒙法案的败诉、劳工协会的罢工抗争，电视等新娱乐竞争等
- 大制片厂开始出售影棚、道具、服装等辅助性服务部门

1970年代至今

### 灵活的专业化

- 出现高度专业化的服务公司，如经纪公司
- 雇佣高度专业化又具高度流动性的人员
- 电影摄制基本都是一次性合同

资料来源：光大证券研究所整理

# 制片厂制度：流水线生产、制片人中心制、明星制、类型电影为特征

## 制片厂制度强调集体智慧与细致分工，形成了强大的电影工业

- 上个世纪好莱坞全盛时期制片厂制度风靡一时，该制度强调集体的智慧和细密的分工，以流水线生产、制片人中心制、明星制、类型电影为特征，形成了强大的电影工业。制片厂制度被认为是经济、高效的制片方式，但也牺牲了电影的创造性和新颖性。

制片厂内分工精细，影片制作从故事创意到拍摄完成，每一环节都有明确的分工和具体的部门和集体进行操作，个人的创造消融在集体合作之中。出片快，一个导演每周拍两三部影片是常事。

流水线式

以制片人为中心，在影片制作过程中制片人的作用凌驾于导演之上。制片人可任意更换制片导演、演员等人选，甚至改变剧情。制片人连接金融势力和影片制作过程，是实现影片商业价值的关键。

制片人中心制

保障影片市场收益的最有效的方式便是利用电影演员在观众心目中的特殊地位，使演员成为具有票房号召力的明星。由于类型电影相似度较高，明星带来产品差异化。

明星制

制片厂巨头更关心电影的商品价值而内容创作，因此很多影片相似度高，产生类型电影，其基本元素包括公式化的情节，定型化的任务，图解式的视觉形象等。

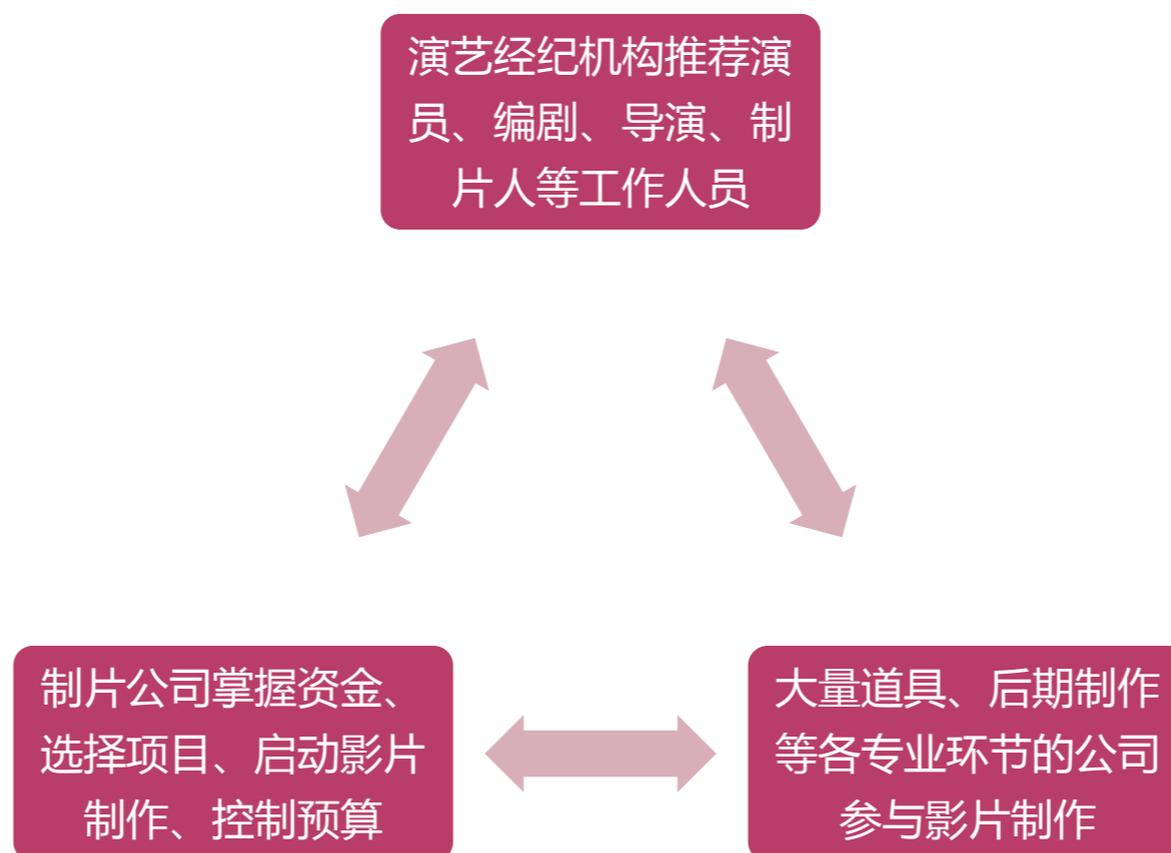
类型电影

资料来源：光大证券研究所整理

# 灵活的专业化模式：制片公司掌控资金与发行，与专业服务公司合作

## 好莱坞大公司成为资金与发行中心，以灵活的专业化模式实现高效制片

- 派拉蒙法案之后，五大电影公司失去垄断优势，制片回报率大幅下滑，纷纷将主要精力从制片转到发行，建立新的壁垒。好莱坞大公司不再以制作为中心，而成为提供资金与发行的中心；同时受益于专业服务公司数量快速增加、加州影视产业的集聚经济效应，灵活的专业化成为高效的制片模式。



资料来源：光大证券研究所整理

# 高度专业化的服务公司为剧组组建、制片过程提供高效服务

## 1966年以后美国电影业各环节专业化服务公司数量迅速增加

- 制片厂制度瓦解后，之前由制片厂内众多部门完成的工作需要由单独的服务公司完成；从1966年开始，美国电影业各个环节专业化的服务公司数量迅速增长。大量代理人及经纪公司诞生，为制片剧组的组建提供了高效的服务。

专业化服务公司数	1966年	1974年	1981年
电影制作公司	563	709	1473
租赁影业公司	13	24	67
道具公司	66	33	184
影片剪辑	4	31	113
灯光	2	16	23
录音 合成	20	33	187
影片加工	43	76	55
市场调研	3	5	24
艺术家代理人	242	359	344

资料来源：创意产业经济学

# 洛杉矶地区电影产业集聚经济效应显著，保障资源整合的效率

## 众多因素加强了洛杉矶地区的产业集群效应



资料来源：光大证券研究所整理

# 制片人中心制：制片人为电影项目的“职业经理人”

## 制片人全面负责前期剧本、班底组建、财务预算、项目监督、后期宣传

- 无论在制片厂制度下，还是当今灵活的专业化模式中，好莱坞电影项目的运作都采用制片人中心制。制片人是电影项目的“职业经理人”，全面负责找编剧、看剧本、找导演、选演员、定预算、谈发行、定宣传策略等各阶段的决策工作，且在艺术创作和商业上把握整体方向。



资料来源：光大证券研究所整理

# 六大通过签约顶级制片人保障出品内容的领先优势

## 六大每年保持与100多位顶级制片人签署“首看协议”

- 好莱坞六大把电影核心职能定位为发行与资金之后，电影制片公司的职位设置以业务管理人员为主，如高管、运作、法律、金融、市场等；此外，六大每年保持与100多位顶级制片人签署“首看协议”，各公司根据制片人的项目表现，决定是否续约。与六大签署“首看协议”的制片人将得到六大匹配的各种所需资源、人力、财力，可以无忧地开发项目。

### WARNER BROS.

**Alcon Ent.**  
Andrew Kosove,  
Broderick Johnson  
(distribution only)

**Appian Way**  
Leonardo DiCaprio

**Berlanti Prods.**  
Greg Berlanti

**Block Entertainment\***  
(Bill Block)

**Cruel and Unusual**  
Zack Snyder,  
Deborah Snyder

**De Line Pictures**  
Donald De Line

**Di Novi Pictures**  
Denise Di Novi

**Executive Options**  
Tom Hardy

**Gerber Pictures**  
Bill Gerber

**Getaway Pictures**  
Rob Lorenz

### DISNEY

**Boxing Cat Films**  
Tim Allen

**Buenos Aires Prods.**  
Mario Iscovich

**Infinitum Nihil**  
Johnny Depp,  
Christi Dembrowski

**Junction Ent.**  
Jon Turteltaub

**Lucamar Prods.**  
John DeLuca,  
Rob Marshall

**Mandeville Films**  
David Hoberman,  
Todd Lieberman

**Mayhem Pictures**  
Gordon Gray

**Secret Machine**  
Justin Springer

**Taylor Made Film Prods.**  
Brigham Taylor

**Whitaker Ent.**  
Jim Whitaker

### FOX

**Bad Hat Harry Prods.**  
Bryan Singer

**Boom! Studios**  
Ross Richie,  
Stephen Christy

**Chernin Ent.**  
Peter Chernin

**Davis Ent.**  
John Davis

**DreamWorks Animation**  
(distribution only)

**Epic Magazine**  
Josh Bearman,  
Josh Davis

**Feigco**  
Paul Feig

**Film Rites**  
Steve Zaillian

**Flitcraft**  
Scott Frank

**Genre Films**  
Simon Kinberg

### PARAMOUNT

**Bad Robot**  
J.J. Abrams

**Broadway Video**  
Lorne Michaels

**Jerry Bruckheimer Films**  
Jerry Bruckheimer

**Ian Bryce Prods.**  
Ian Bryce

**DI Bonaventura Pictures**  
Lorenzo di Bonaventura

**Dichotomy Creative Group\***  
Adam Goodman

**Disruption Ent.**  
Mary Parent

**Robert Evans Co.**  
Robert Evans

**Hasbro\***  
Brian Goldner,  
Stephen Davis

**Hello Junior**  
Johnny Knoxville

### UNIVERSAL

**Aggregate Films**  
Jason Bateman

**Apatow Prods.**  
Judd Apatow

**Bluegrass Films**  
Scott Stuber,  
Dylan Clark

**Blumhouse Prods.**  
Jason Blum

**Brownstone Prods.**  
Elizabeth Banks,  
Max Handelman

**Captivate Entertainment**  
Jeffrey Weiner,  
Ben Smith

**Michael De Luca Prods.\***  
Michael De Luca

**Fake Empire**  
Josh Schwartz,  
Stephanie Savage

**Gold Circle Entertainment**  
Paul Brooks

**Illumination Entertainment**  
Chris Meledandri

### SONY

**Arad Prods.**  
Avi Arad

**Elizabeth Cantillon**

**Escape Artists**  
Todd Black,  
Jason Blumenthal,  
Steve Tisch

**DeVon Franklin**

**Free Association**  
Channing Tatum,  
Reid Carolin

**Ghost Corps\***  
Dan Aykroyd,  
Ivan Reitman

**Happy Madison**  
Adam Sandler  
(includes animation)

**Immersive Pictures**  
Josh Bratman

**T.D. Jakes**

**Kevin James**

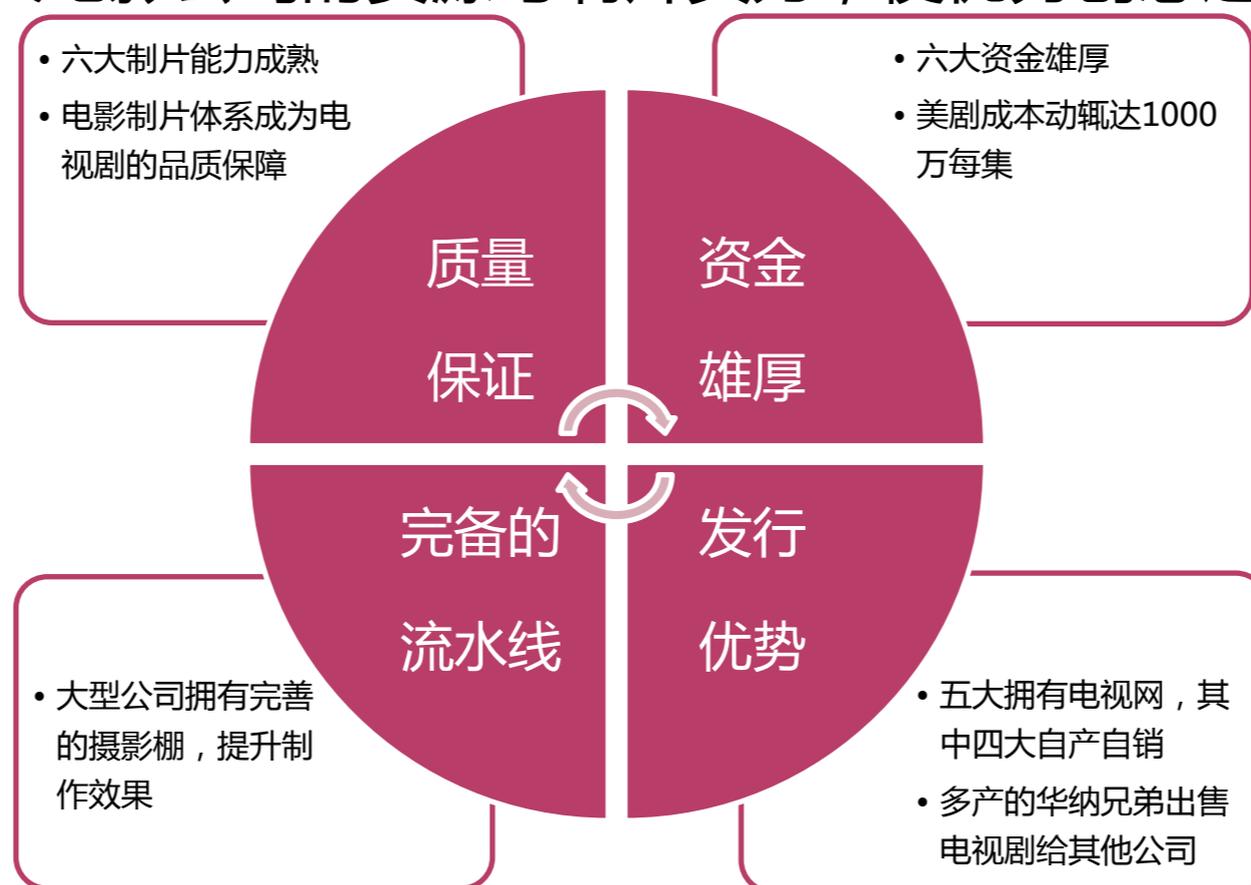
六大的部分签约制片人

资料来源：《综艺》杂志

# 美剧制作：大制片公司一统市场，同属于六大电影娱乐集团

## 六大中五大拥有美国主流电视网，且主导了美剧制作市场

- 美国的电视剧制作市场基本上由大的制片公司把持，而这些公司又无一例外拥有好莱坞大电影制片公司的背景。美剧采用个人工作室与大公司联合制作的制片模式，一方面可以充分挖掘电视创意人、制作人的创造力，另一方面又能充分利用大电影公司的资源与制片实力，使优秀创意迅速转化为作品。



资料来源：光大证券研究所整理

# 美剧制作：剧集创意人工作室与大公司联合制作

## 高收视率美剧以剧集创意人工作室与大公司联合制作为主

- 美剧制作的流程与电影有所不同，多数先由个人提创意，而后由剧集创意人的个人工作室与大公司联合制作。以2011-2012年演季为例，收视率排名前10的电视剧中，几乎所有的电视剧均采用个人工作室与大公司联合制作的制片模式。

2011-2012年播出季收视率排名前10的电视剧制片情况

剧名	播出	制片情况	剧名	播出	制片情况
摩登家庭	ABC	联合创意人Christopher Lloyd和Steven Levitan的工作室是20世纪福克斯电视制片公司的子公司	杰茜驾到	FOX	由创意人Elizabeth Meriwether的个人工作室与Chernin娱乐、20世纪福克斯电视联合制作
生活大爆炸	CBS	由创意人Chuck Lorre的个人工作室与华纳兄弟电视制片公司联合制作	老爸老妈浪漫史	NBC	由创意人Craig Thomas和Carter Bays的联合工作室与20世纪福克斯电视制片公司联合制作
好汉两个半	CBS	由创意人Chuck Lorre的个人工作室与华纳兄弟电视制片公司联合制作	童话镇	ABC	由联合创意人Edward Kitsis、Adam Horowitz与ABC电视制片公司联合制作
破产姐妹	CBS	由创意人Michael Patrick King的个人工作室与华纳兄弟电视制片公司联合制作	NCIS	CBS	由创意人Donald Bellisario的个人工作室与CBS电视制片公司联合制作
实习医生格蕾	ABC	由创意人Shonda Rhimes的个人工作室、执行制片人Mark Gordon的个人工作室与ABC电视制片公司联合制作	恶搞之家	FOX	由创意人Seth MacFarlane的工作室与20世纪福克斯电视制片公司联合制作

资料来源：Wikipedia

# Netflix出品崛起：尊重专业主义，为优质的独立制片方提供平台

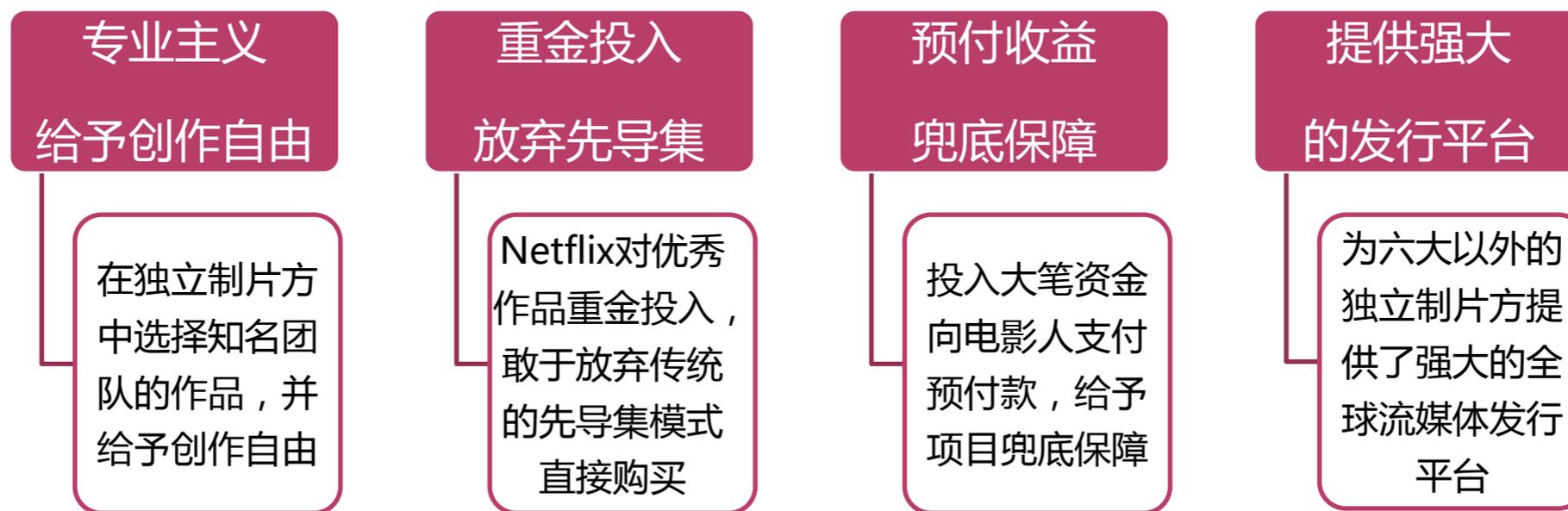
## 《纸牌屋》首创“从剧本直接到DVD”，Netflix只负责掏钱不干预制作

- Netflix于2012年确立首播战略，2013-2014年即出品多部热门剧集且在艾美奖成果颇丰，异军突起的关键在于在好莱坞丰富的制片土壤上为优质的独立电影制作方提供强大的互联网发行平台，尊重专业主义鼓励创作自由。
- 以《纸牌屋》为例，其改编权属于独立制片厂MRC，作品的复杂精妙吸引了奥斯卡导演大卫·芬奇，大卫·芬奇又找到奥斯卡级编剧共同完成剧本，并确定由奥斯卡影帝凯文·史派西主演。这部已经完成待售的剧本开始联系各大电视网络时，最先找上门来的却是Netflix，而且开创性地提出在无先导集的情况下直接投资两季。史派西吃惊地说：“这意味着我们要从剧本直接到DVD？”Netflix违反常规地在只有剧本初稿、人物设定、故事大体走向的时候即重金投入，而且没有任何内容上的干预。事后证明，正是由于Netflix把平台变成了创作者们的狂欢集会，富有创造力的叙事才最终落地。

# Netflix出品崛起：掌握资金与发行，打造流媒体全球发行平台

## Netflix与六大无本质不同，掌握资金与发行，利用灵活的专业化制片模式

- 好莱坞灵活的专业化制片便利+Netflix激进的内容投资，使Netflix出品迅速崛起。与六大相比，Netflix在产业链环节中所承担的角色并无本质不同，同样是通过提供资金与发行，以灵活的专业化模式出品内容。主要的区别在于，发行的平台从传统的影院、DVD、电视转变为全球化的互联网平台。
- 好莱坞仅有顶级制片人有机会与六大签约，Netflix则通过灵活激进的措施与大量独立制片方达成合作，从而快速崛起，已有成为主流出品方的气象。



资料来源：光大证券研究所整理

## 硅谷出品：“大数据制片”精品OR好莱坞接盘侠？

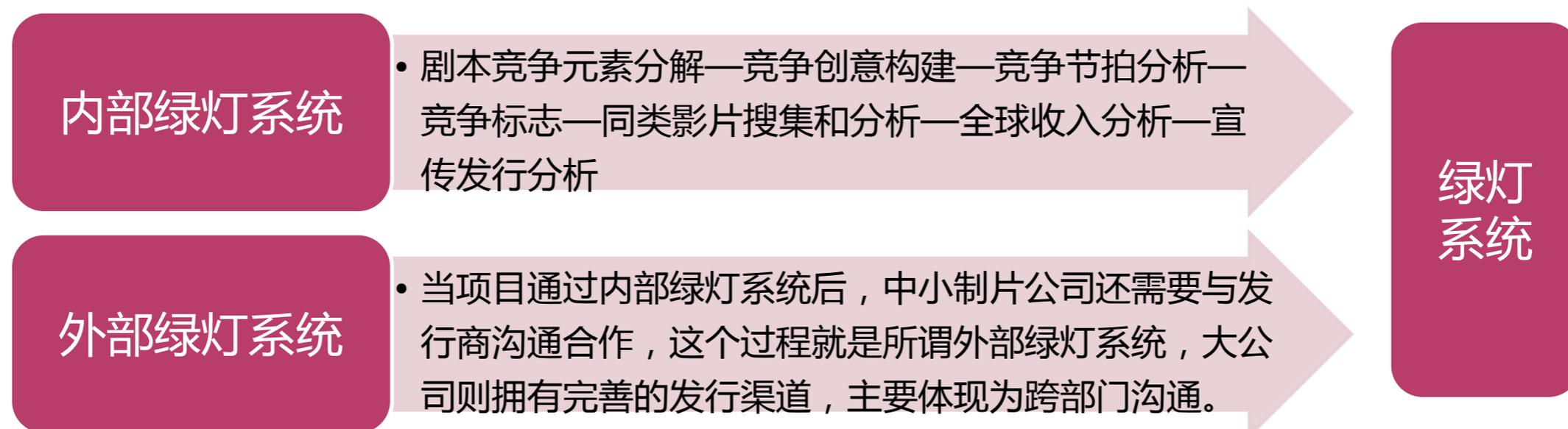
### 科技公司善用数据挖掘立项、搭建框架，已初获成功，但总体仍毁誉参半

- 亚马逊近年来在内容出品方面也颇有成绩，2017年被亚马逊看中的独立电影《海边的曼彻斯特》，斩获了“最佳原创剧本”与“最佳男主角”两项奥斯卡大奖；而被亚马逊买下美国地区发行权的伊朗电影《推销员》，也顺利拿下了奥斯卡最佳外语片奖。亚马逊成为第一家在奥斯卡获奖的科技公司。
- Netflix与亚马逊都基于传统电影公司不具备的两大优势：数据和用户，在立项过程中通过多维数据挖掘确定项目选择的方向，搭建内容的整体框架。目前Netflix与亚马逊出品的内容均在独立、小众领域取得了一定成功，但仍然毁誉参半。比如Netflix今年花费超过5000万美元从派拉蒙手中买下了《科洛弗悖论》的线上独播权，上线后却差评如潮；Netflix购片能力受到质疑，也似乎让外界意识到为什么派拉蒙会把这部影片让给Netflix。有评论认为科技公司与六大以外的独立制片方合作为主，颇有好莱坞接盘侠的味道。

# Netflix VS 六大：绿灯系统的核心竞争力，六大仍具绝对优势

## 绿灯系统决策电影立项，是制片公司的核心机密，决定了核心竞争力

- 绿灯系统(Greenlight)是美国电影公司评估项目风险的一套机制，评估的内容涉及发行收益、制作预算、商务开发等方方面面，是各电影公司项目研发的核心机密，决定了一个制片公司的核心竞争力。绿灯系统包括内部与外部两种，内部绿灯系统流程复杂；即使是六大的签约制片人，要在竞争中杀出重围得到绿灯委员会的立项批准也要使出浑身解数。与六大相比，Netflix除了“大数据制片”的参考之外，尚未建立完善的绿灯系统。

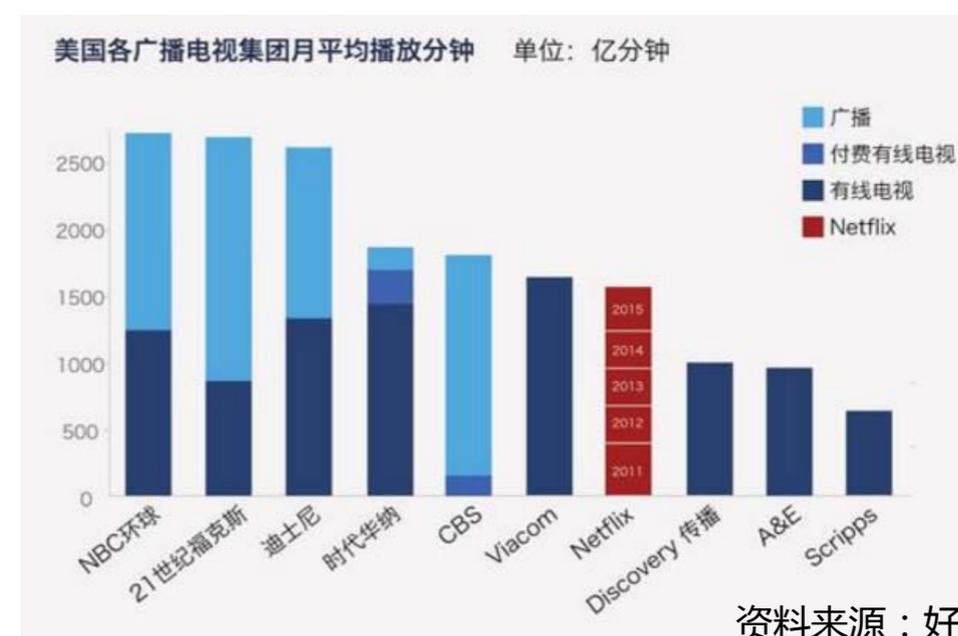


资料来源：光大证券研究所整理

# 流媒体改变好莱坞：规模化的内容供给，高粘性的“暴看”服务

## Netflix强化内容规模化，提供高粘性的“暴看”服务，争夺用户娱乐时间

- 2018年Netflix计划推出80部原创电影，并在年内全部完成发行；这意味着，他们平均4天半就要产出一部影片。通过规模化的内容供给，Netflix试图利用其最大优势——无上限的内容存放空间、展示平台和过亿付费用户，鼓励用户进入“暴看” (binge-watching)模式，榨干用户时间。早在2014年，REDEF统计Netflix美国用户每月看大约1300亿分钟的视频，超过了Discovery、迪士尼有线电视、NBCU有线电视在内的多个传统电视业巨



资料来源：好奇心日报，REDEF

# 流媒体改变好莱坞：传统发行窗口期锐减，娱乐支出分配转移

## 全球娱乐支出的分配正在从传统发行窗口转向在线流媒体平台

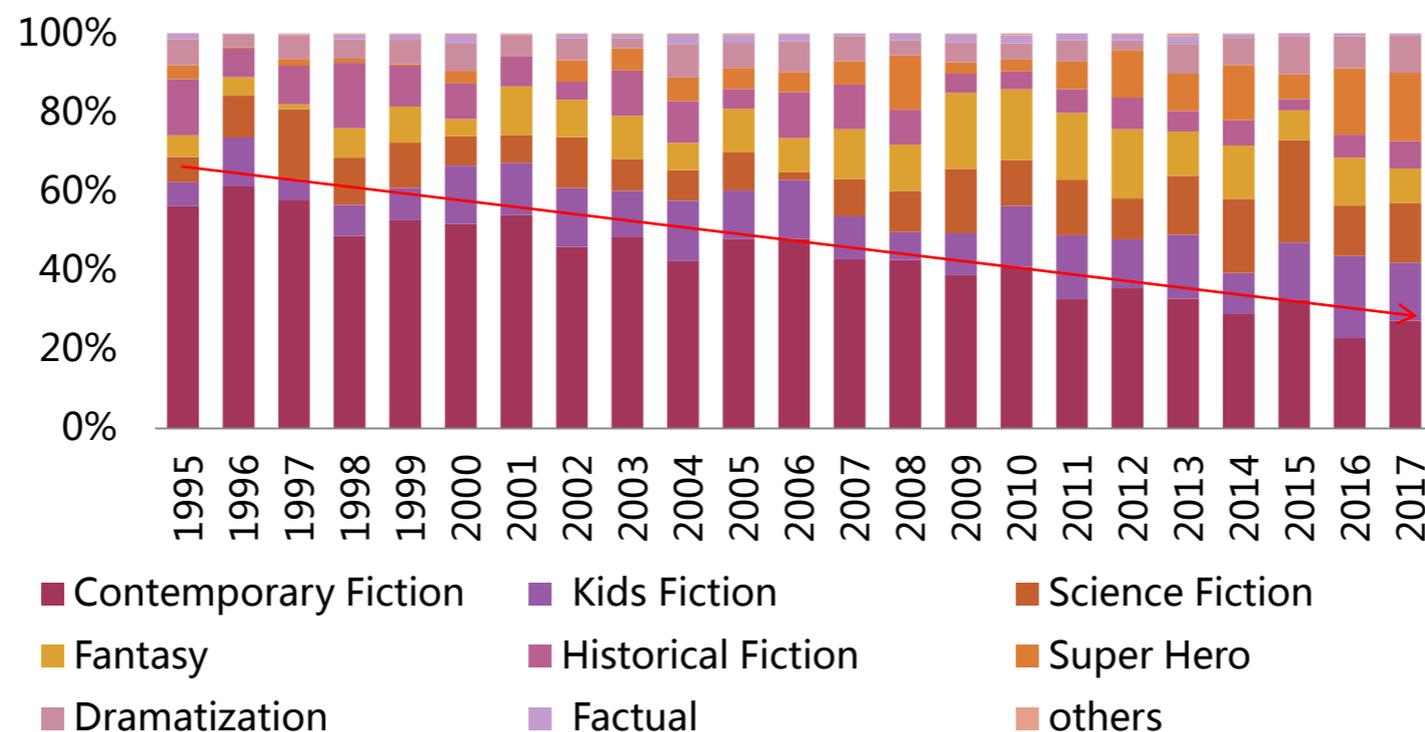
- Netflix在流媒体服务发展早期，即开始挑战好莱坞传统的窗口期秩序，对经典剧集的购买不断缩短在线点播的窗口期；2015年花费1200万美元购买低成本电影《无境之兽》进行独家线上发行则采取了“零窗口期”模式。
- 随着全球用户的家庭娱乐习惯向在线流媒体迁移，传统六大的影片院线放映、家庭录像发行窗口期锐减。尽管院线、制片公司对流媒体发行窗口的不断前置提出抗议，但不得不面对在线平台提供丰富的可替代娱乐这一现实。
- Netflix打造全球流媒体平台，“以巨大的规模效应保障内容与服务的正向循环”这一商业模式与传统六大通过“全球院线放映、国内DVD、电视付费与免费收看、流媒体点播多窗口收益保障内容制作与发行的可持续性”在本质上相近，但流媒体大大缩窄了内容的窗口期总收益，全球娱乐支出的分配正在从传统发行窗口转向在线流媒体平台。

# 流媒体改变好莱坞：硅谷公司挖掘多元文化，探索新的“绿灯系统”

## 好莱坞原创氛围下降，内容品质衰退，硅谷公司“大数据制片”仍具潜力

- 近十年来，好莱坞六大通过提高电影预算、收购制片公司等手段导致市场空前集中，原创氛围下降，美国电影市场基于当代文学的创作主题份额锐减。以Netflix为代表的硅谷公司则不断开拓小众、独立制片、以及全球多元文化内容而初获成功。“大数据制片”虽然并不成熟，也具备开发新的“绿灯系统”的潜力。

1995年以来美国电影创作主题份额趋势



资料来源：Box office mojo

- 1、Netflix20年：全球流媒体王者之路经历三大阶段
- 2、从科技到娱乐：Netflix商业模式与护城河变迁
- 3、Netflix出品缘何崛起？流媒体改变好莱坞？
- 4、市值成长之路：驱动因素来自用户数长期上涨
- 5、风险提示

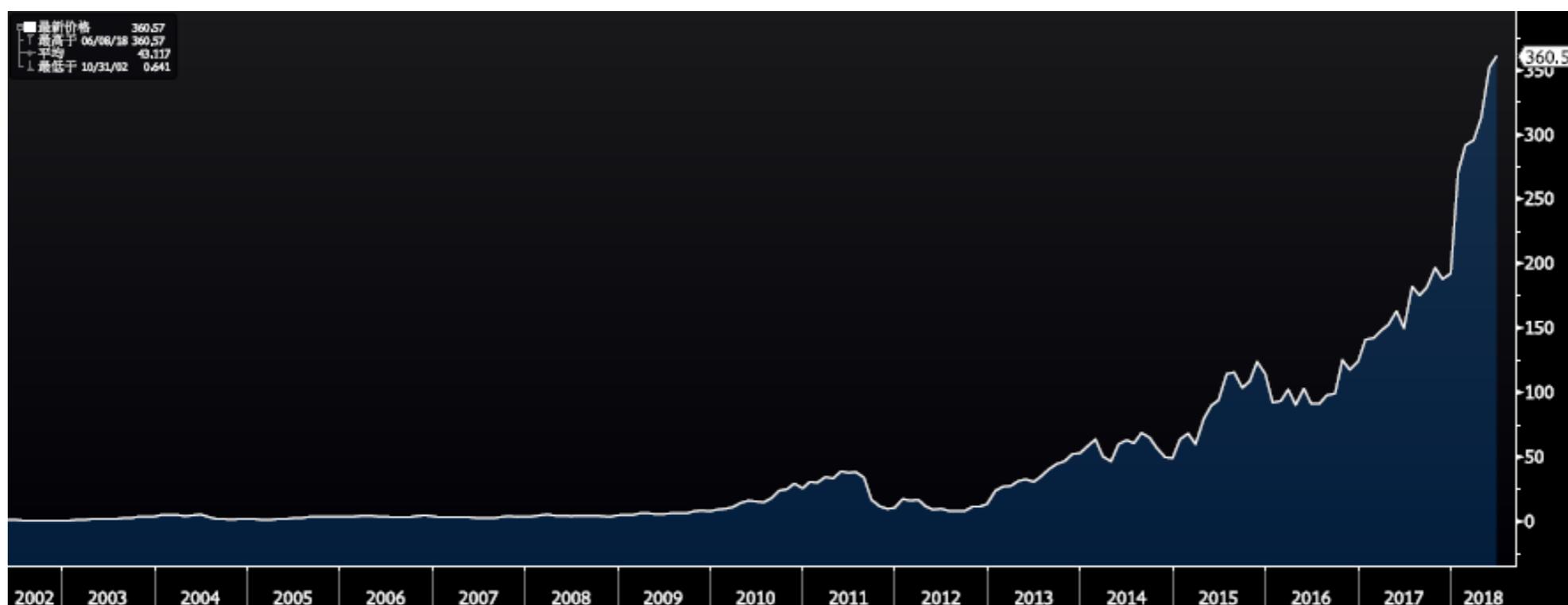
## 市值成长之路：驱动因素来自用户数长期上涨

- **Netflix：全球市值最高的互联网娱乐巨头，16年仅经历2次大幅下跌**
- **2004年Blockbuster发起价格战，Netflix用户流失股价暴跌**
- **把握买入机会：对Netflix的经济护城河有超出大众的认识**
- **2011年Netflix拆分业务引发用户流失股价再次暴跌**
- **2013年以后Netflix流媒体业务成熟，实现全球扩张，股价长期上涨**
- **华尔街对于与规模效应直接相关的用户指标有高度敏感性**

# Netflix:全球市值最高的互联网娱乐巨头，16年仅经历2次大幅下跌

## Netflix上市16年仅出现2次大幅下跌，均为用户大幅流失所致

- Netflix于2002年上市，早年备受华尔街质疑，如今市值已达1570亿美元，超过Disney成为全球市值最高的互联网娱乐巨头。Netflix16年市值成长史中，仅出现2次大幅下跌，一次是2004年Blockbuster启动正面竞争导致Netflix用户流失所致，另一次是2011年业务拆分计划导致用户流失所致。

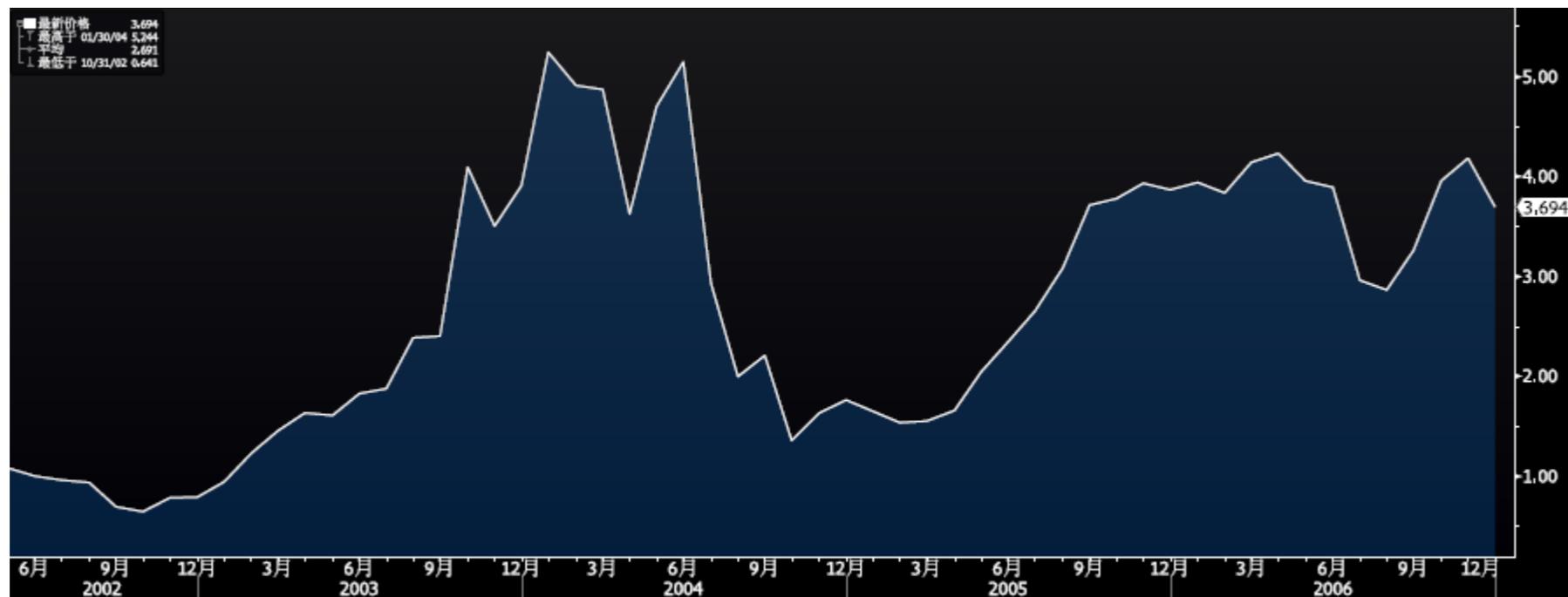


资料来源：bloomberg

# 2004年Blockbuster发起价格战，Netflix用户流失股价暴跌

## 华尔街对于直观的用户数据反应十分强烈

- 2004年Blockbuster推出在线DVD租赁服务，与Netflix正面竞争，并发起“价格战+广告轰炸”攻势，快速获得大量用户；Netflix部分用户流失，股价暴跌回发行价附近，Blockbuster股价则一路上涨。华尔街并未深究Netflix与Blockbuster的长期成长性，对于直观的用户数据反应十分强烈。



资料来源：bloomberg

# 把握买入机会：对Netflix的经济护城河有超出大众的认识

## 用户数量波动的表象之下，判断Netflix依靠技术获得的成本优势为护城河

- 最终Netflix倚赖其饱经测试的商业模型击溃Blockbuster，重回用户增长轨道，股价也重拾升势。
- 在2004年Netflix股价暴跌的过程中，仅有少数华尔街基金经理把握住买入机会；其中一位曾就职于Netflix，对于Netflix的经济护城河有超出大众的认识。他精准地将Netflix的商业本质概括为“智库”，理解Netflix商业模式中依靠技术获得的成本优势，并坚信这一成本优势将帮助Netflix渡过Blockbuster的价格战攻击。

“从表面上看，Netflix是一个庞大的在线商店，出租DVD获得收入；在表象之下，这是一个智库，它创建算法以提升每个客户的长期价值，精心策划一个复杂的配送系统，并设法降低服务成本。”

资料来源：网飞传奇

# 2011年Netflix拆分业务引发用户流失股价再次暴跌

## 拆分业务遭至抨击，用户流失股价暴跌，《纸牌屋》成功扭转乾坤

- 2011年，Netflix试图拆分DVD租赁与在线观看业务，引导用户习惯向流媒体迁移，却遭至猛烈抨击，再次在用户流失中迎来股价暴跌；最终由于《纸牌屋》面世，大获成功拉动1000万新增用户，在用户增长与“大数据制片”概念火爆中股价快速上涨，收复此轮的暴跌失地。

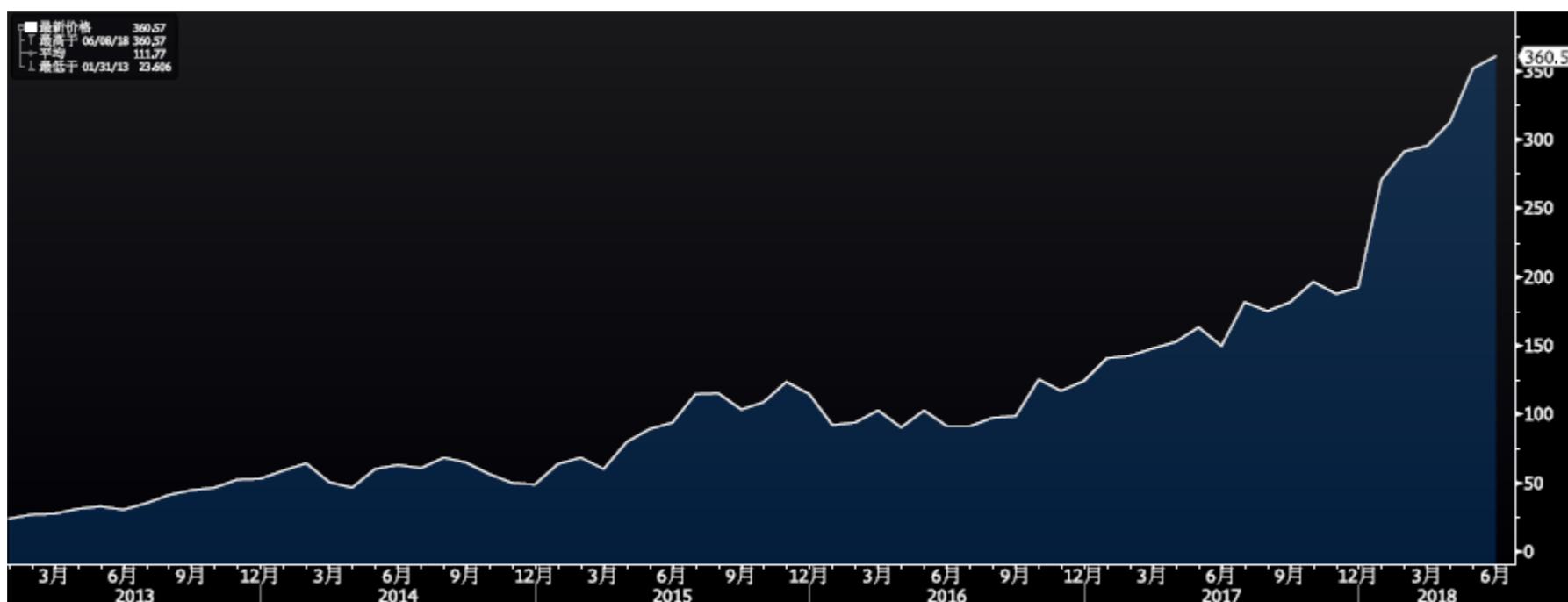


资料来源：bloomberg

# 2013年以后Netflix流媒体业务成熟，实现全球扩张，股价长期上涨

## 2013年以后Netflix股价长期上涨，再无低价买入良机

- 2013年之后，Netflix流媒体业务不断成熟，首播+独播策略获得巨大成功，全球用户不断扩张，股价随之长期上涨；海外业务经历长期毛利亏损后，于2017年首次毛利转正，进入2018年以后股价快速上涨，并受一季度全球用户增长超预期驱动股价迭创新高。



资料来源：bloomberg

# Netflix市值成长路：主要的股价驱动因素来自用户数量长期增长

## 华尔街对于与规模效应直接相关的用户指标有高度敏感性

- 我们认为，与2004年相比，在2011年Netflix的股价大幅波动中坚定买入难度更高。事后回顾2011年Netflix的业务拆分，十分具有战略前瞻性；但在产业趋势变化的节点，与Reed Hastings具有同样的战略眼光，并预判《纸牌屋》大获成功，要求投资者对于产业判断及Netflix的公司跟踪具有专家级水准。相形之下，深度理解商业模式，把握经济护城河抓住投资机会更具可操作性。
- 回顾Netflix16年市值成长路，主要的股价驱动因素来自用户数量长期增长；我们认为缘于华尔街有效判断其商业模型的盈利前景有赖于规模效应，因而对于与规模效应直接相关的用户指标有高度敏感性。随着Netflix在全球市场高歌猛进，用户数驱动带来的上涨空间仍然可观。

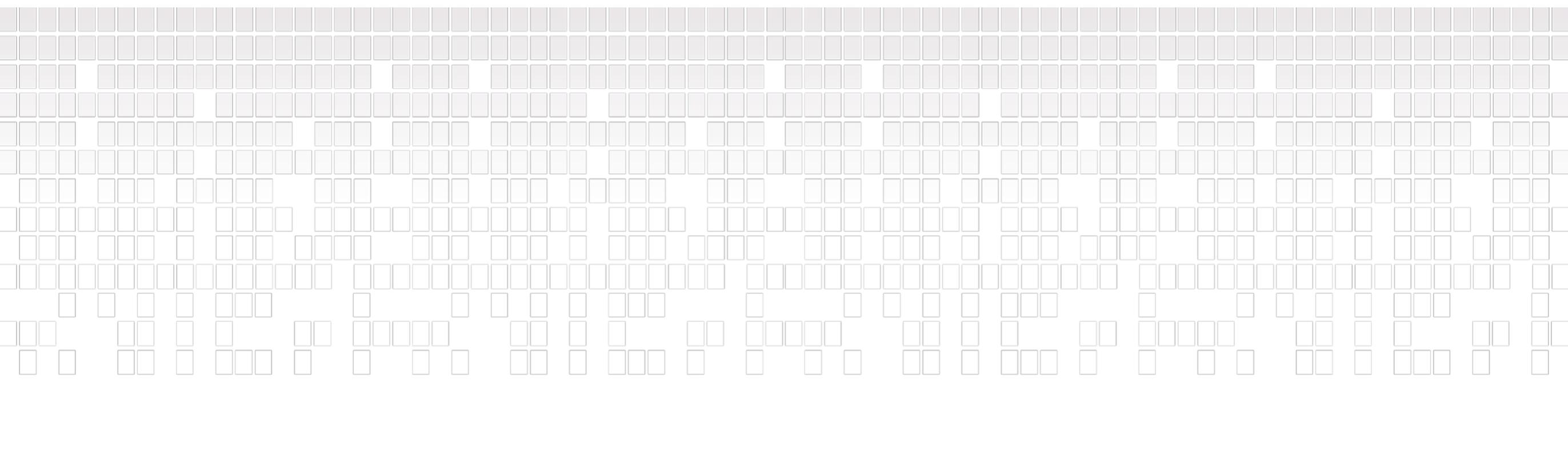
- 1、Netflix20年：全球流媒体王者之路经历三大阶段
- 2、从科技到娱乐：Netflix商业模式与护城河变迁
- 3、Netflix出品缘何崛起？流媒体改变好莱坞？
- 4、市值成长之路：驱动因素来自用户数长期上涨
- 5、风险提示

# 风险提示

- 内容制作不确定风险
- 流媒体竞争加剧风险
- 内容成本投入太高，现金流压力较大
- 全球用户增长的不确定性风险
- 估值过高

## 风险提示

- **内容制作不确定风险**：影视内容制作不确定风险较大，Netflix出品内容也毁誉参半，随着内容投入不断增加，出品风险也随之加大。
- **流媒体竞争加剧风险**：2017年迪士尼宣布终止与Netflix的版权合作，将于2019年打造自有流媒体；亚马逊也不断加大内容投入；Netflix面临强劲的竞争对手。
- **内容成本投入太高，现金流压力较大**：2018年Netflix计划投入80亿美元内容成本，持续增加的内容成本对Netflix现金流构成巨大压力。
- **全球用户增长的不确定性风险**：Netflix全球扩张战略进取；由于各国家和地区文化多元，差异化较大，Netflix全球用户持续增长的不确定性较大。
- **估值过高**：Netflix股价连续上涨，持续反映乐观的增长预期，估值过高。



# 谢谢观看！

THANK YOU!



光大证券研究所传媒与互联网研究团队

**王铮**

**传媒与互联网首席分析师**

执业证书编号：S0930514070006

电子邮件：[zhengwang@ebscn.com](mailto:zhengwang@ebscn.com)

联系电话：021-22169153

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。