

NFLX.O 奈飞

美股

未评级

订阅用户数量首降，内外竞争加剧

2022年04月21日

市场数据

日期	2022-04-20
收盘价(美元)	226.19
总股本(亿股)	4.44
总市值(亿美元)	1004
净资产(亿美元)	175
总资产(亿美元)	453
每股净资产(元)	250.86

数据来源: iFind

海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

SFC: BPL829

SAC: S0190519080002

主要财务指标

会计年度	2018A	2019A	2020A	2021A
营业收入(百万元)	15,794	20,156	24,996	29,698
同比增长	35.08%	27.62%	24.01%	18.81%
净利润(百万元)	1,211	1,867	2,761	5,116
同比增长	116.71%	54.13%	47.91%	85.28%
毛利率	36.89%	38.28%	38.89%	41.64%
净利润率	7.67%	9.26%	11.05%	17.23%
基本 EPS(元)	2.78	4.26	6.26	11.55

数据来源: iFind, 兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **22Q1 业绩: 收入增速放缓, 近十年来首度出现订阅用户下滑。**Netflix 2022Q1 营收 78.68 亿美元 (YoY+9.8%), 分地区看, 北美地区营收 33.50 亿美元 (YoY+5.7%), 占比 43%, 欧洲、中东及非洲地区营收 25.62 亿美元 (YoY+9.3%), 占比 33%, 拉美地区营收 9.99 亿美元 (YoY+19.4%), 占比 13%, 亚太地区营收 9.17 亿美元 (YoY+20.2%), 占比 12%。公司 2022Q1 营业利润为 19.72 亿美元 (YoY+0.6%), 营业利润率为 25.1%, 较 21 年同期下降 2.3ppts, 净利润为 15.97 亿美元 (YoY-6.4%)。截至 2022Q1, Netflix 全球流媒体订阅用户总数为 2.22 亿 (YoY+6.7%), 较上一期减少了 20 万。
- **短期用户增长承压。**在 22 年第一季度, Netflix 流失约 20 万全球付费订阅用户, 公司预测第二季度将会继续流失 200 万付费订阅用户, 分地区看, 亚太地区成为付费用户增长的主要来源, 付费订阅用户数除亚太地区外均出现略微下滑。
- **付费订阅用户数量下降的主要原因是共享账户和业内竞争。**据公司披露, Netflix 在全球范围内约有 1 亿的共享账户, 在美国和加拿大估计有超过 3000 万户家庭使用共享密码进入并观看视频。目前公司正在尝试对账号共享行为进行变现, 如今年三月在智利、哥斯达黎加和秘鲁推行的付费共享功能, 该计划可能于一年后在世界范围内推广。同时, 随着越来越多的流媒体平台进入市场并且扩张, 维持较高的用户留存率和渗透率变得愈加困难。
- **长视频平台用户总时长下滑, Disney+和 HBO Max 海外扩张加速, 行业内外竞争加剧。**海外头部长视频平台 1Q22 总时长同比下滑 3.6%, 相比于 4Q21 的同比下滑 5.2%, 下滑幅度缩窄。除疫情复工影响外, 短视频平台的时长增加也在侵蚀用户观看长视频的时间, TikTok 全球使用时长在 1Q22 同比增 64%, 环比增长 2%, 季度总使用时长达 1,038 万年。迪士尼的 Disney+ 与华纳的 HBO Max 的 MAU 在 1Q22 保持快速增长, 同比增长分别为 9% 与 209%, 达到 92 百万与 36 百万月活人次。而 Netflix 1Q22 MAU 同比保持稳定, 但环比下滑 4%, 达到 3.1 亿月活人次。
- **投资建议:** 海外长视频市场受短视频冲击, 总体时长在短期或将保持下滑趋势, 各家头部平台纷纷拓展国际业务, 而奈飞面临内外部竞争加剧压力, 订阅用户数呈下降趋势且收入增长放缓, 短期或持续承压。

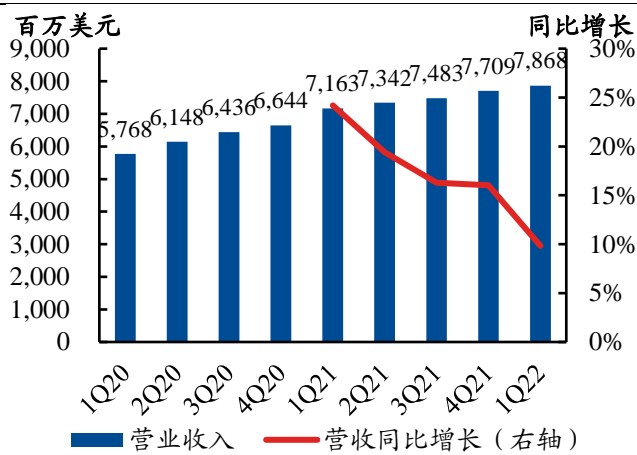
风险提示: 用户数量下滑, 行业竞争加剧, 内容制作成本上升。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

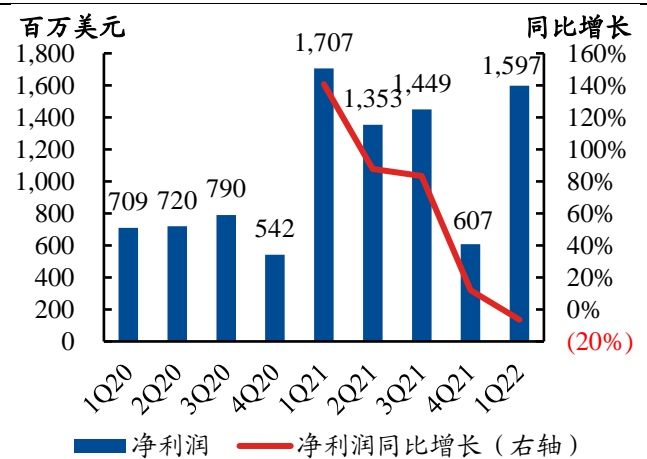
2Q1 业绩：收入增速放缓，近十年来首度出现订阅用户下滑。Netflix 2022Q1 营收 78.68 亿美元 (YoY+9.8%)，分地区看，北美地区营收 33.50 亿美元 (YoY+5.7%)，占比 43%，欧洲、中东及非洲地区营收 25.62 亿美元 (YoY+9.3%)，占比 33%，拉美地区营收 9.99 亿美元 (YoY+19.4%)，占比 13%，亚太地区营收 9.17 亿美元 (YoY+20.2%)，占比 12%。公司 2022Q1 营业利润为 19.72 亿美元 (YoY+0.6%)，营业利润率为 25.1%，较 21 年同期下降 2.3ppts，净利润为 15.97 亿美元 (YoY-6.4%)。截至 2022Q1，Netflix 全球流媒体订阅用户总数为 2.22 亿 (YoY+6.7%)，较上一期减少了 20 万。

图 1、Netflix 营收及增长情况



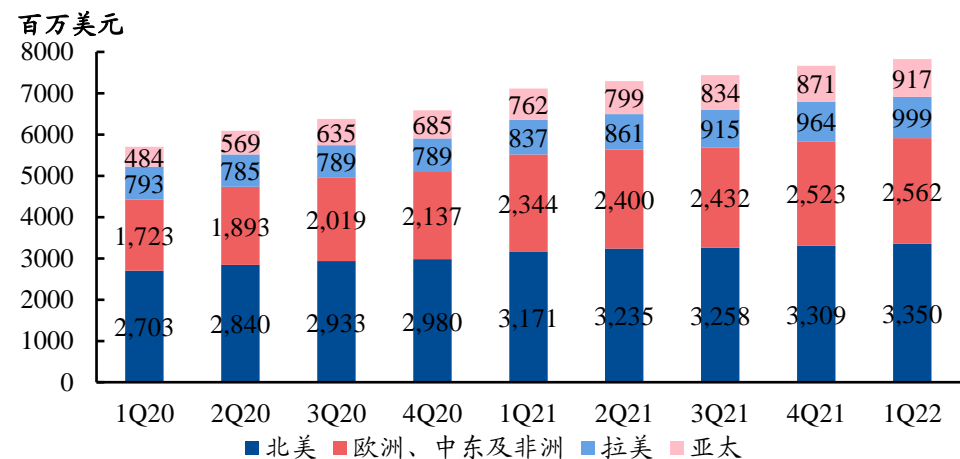
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、Netflix 净利润及增长情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

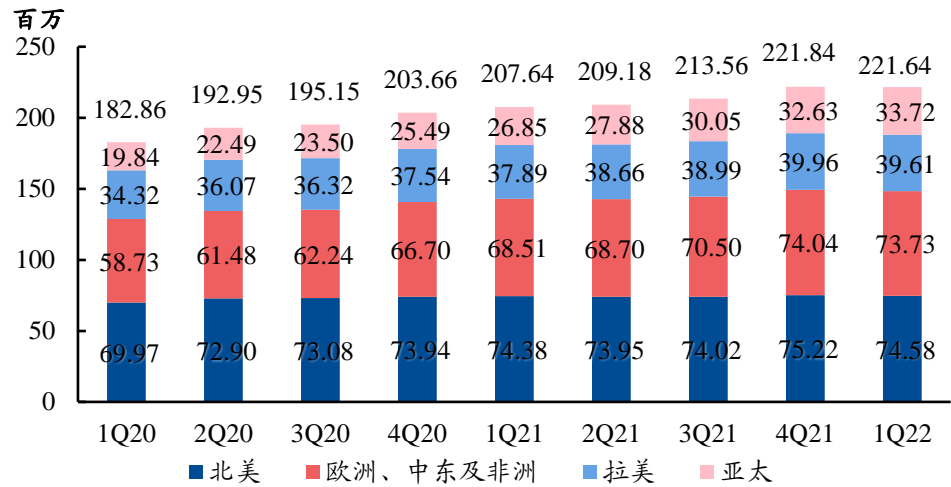
图 3、Netflix 营收（按地区）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

短期用户增长承压。在 22 年第一季度，Netflix 流失约 20 万全球付费订阅用户，公司预测第二季度将会继续流失 200 万付费订阅用户，分地区看，亚太地区成为付费用户增长的主要来源，付费订阅用户数除亚太地区外均出现略微下滑。

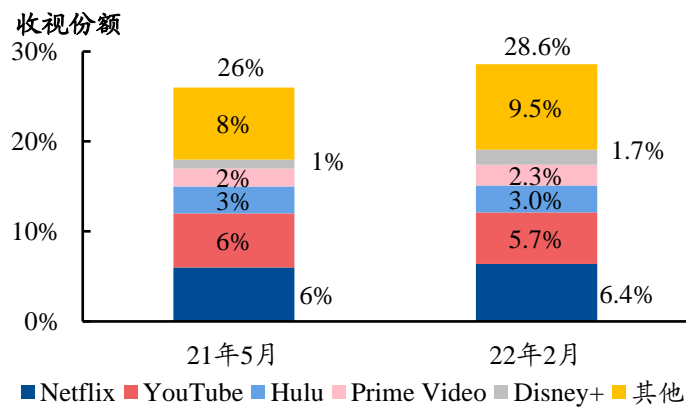
图 4、Netflix 订阅用户数（按地区）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

付费订阅用户数量下降的主要原因是共享账户和业内竞争。除了宏观、联网电视普及率、家庭娱乐需求和数据成本等因素的影响以外，大量共享账户的存在一定程度上抑制了用户增长。Netflix 在全球范围内约有 1 亿的共享账户，在美国和加拿大估计有超过 3000 万户家庭使用共享密码进入并观看视频。目前公司正在尝试对账号共享行为进行变现，如今年三月在智利、哥斯达黎加和秘鲁推行的付费共享功能，该计划可能于一年后在世界范围内推广。同时，随着越来越多的流媒体服务进入市场并且扩张，维持较高的用户留存率和渗透率变得愈加困难。

图 5、美国流媒体节目收视份额

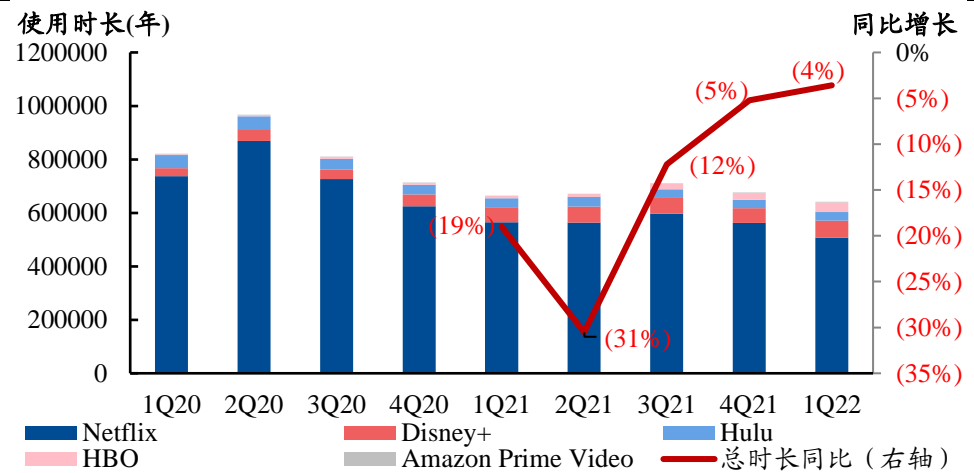


资料来源：公司公告，尼尔森，兴业证券经济与金融研究院整理

长视频平台用户总时长下滑，Disney+和 HBO Max 海外扩张加速，行业内外竞争加剧。根据 SensorTower 数据显示，海外头部长视频平台 1Q22 总时长同比下滑 3.6%，相比于 4Q21 的同比下滑 5.2%，下滑幅度缩窄。除了海外疫情复工后，外出时间增加外，短视频平台的时长增加也在侵蚀用户观看长视频的时间，其中，TikTok 全球使用时长在 1Q22 同比增 64%，环比增长 2%，季度总使用时长达 1,038

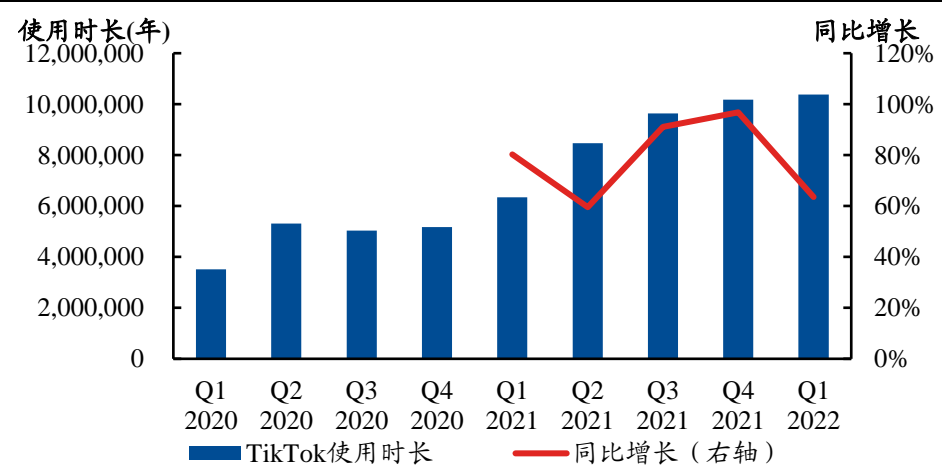
万年。而 Disney+与 HBO Max 的国际扩张也给奈飞的国际业务带来压力。迪士尼的 Disney+与华纳的 HBO Max 的 MAU 在 1Q22 保持快速增长，同比增长分别为 9%与 209%，达到 92 百万与 36 百万月活人次，主要得益于他们的国际扩张。而奈飞的 1Q22 MAU 同比保持稳定，但环比下滑 4%，达到 3.1 亿月活人次。

图 6、海外头部长视频平台 App 使用时长



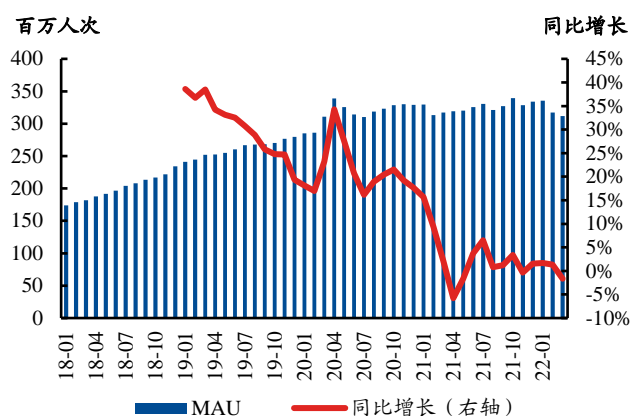
资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、TikTok App 使用时长



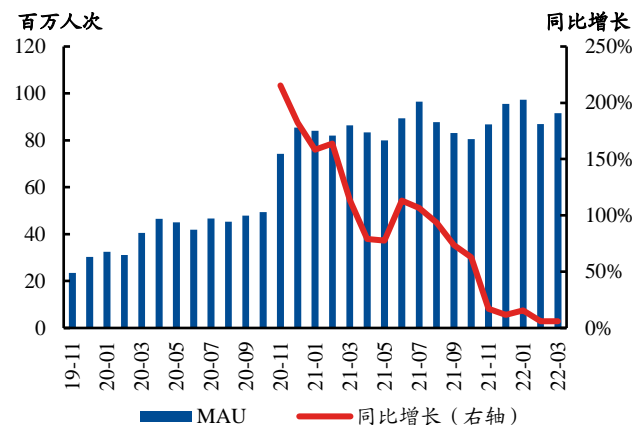
资料来源：Sensor Tower，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、Netflix 月度 MAU



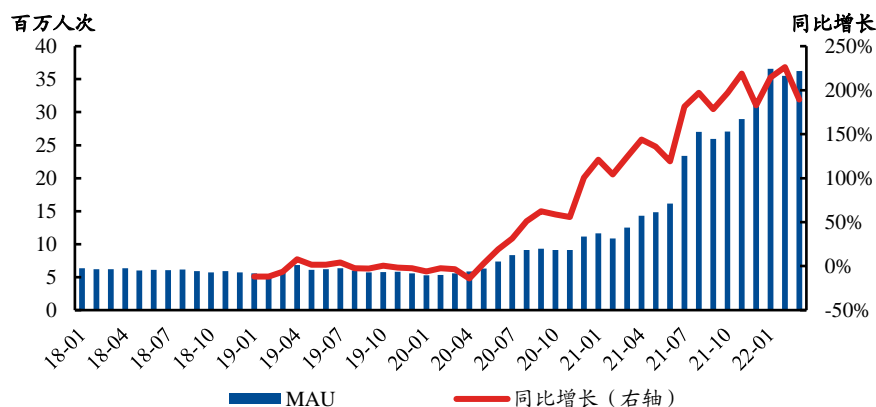
资料来源: Sensor Tower, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、Disney+ 月度 MAU



资料来源: Sensor Tower, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、HBO Max 月度 MAU



资料来源: Sensor Tower, 兴业证券经济与金融研究院整理

内容储备充足, 质量稳定, 积极开拓海外市场, 未来大部分增长将来自美国以外。公司计划通过持续改善内容质量来提升收视和收入。按上线后 28 天内播放时长计算, 第一季度上线剧集《布里奇顿(第二季)》(6.27 亿小时)和电影《Tinder 诈骗王》(1.66 亿小时)分别创下 Netflix 英语剧集和纪录片电影的最高时长记录。Netflix 目前在 50 多个国家制作影视, Q1 上线的 141 部影视中有 61 部为非英语作品。

投资建议: 海外长视频市场受短视频冲击, 总体时长在短期或将保持下滑趋势, 各家头部平台纷纷拓展国际业务, 而奈飞面临内外部竞争加剧压力, 订阅用户数呈下降趋势且收入增长放缓, 短期或持续承压。

风险提示: 用户数量下滑, 行业竞争加剧, 内容制作成本上升。

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与华立大学集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司、朗诗绿色生活服务有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、大丰港和顺科技股份有限公司、山东钢铁集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、广州金融控股集团有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司(前称:中国科大教育集团有限公司)、云南省交通投资建设集团有限公司、水发集团有限公司、东航海外(香港)有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团、长兴城市建设投资集团有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、华夏幸福基业股份有限公司、旭辉控股集团、国厚资产管理股份有限公司、河南投资集团有限公司、环球新材国际控股有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、济南章丘控股集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、烟台市蓬莱区城市建设投资集团有限公司、诺辉健康、淮南建设发展控股(集团)有限公司、深圳星河智善生活股份有限公司、潍坊滨海投资发展有限公司、福建省投资开发集团有限责任公司、德信服务集团有限公司、珠海华发集团有限公司、山东黄金集团有限公司、农银国际控股有限公司、许昌市投资总公司、广发控股(香港)有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、莒博医疗控股有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、无锡惠山高科有限公司、成都高新投资集团有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、如东县鑫鑫交通工程建设投资有限公司、华鲁控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、远东宏信有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、河南铁路投资有限责任公司、信银(香港)投资有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、交银国际控股有限公司、中原豫资投资控股集团有限公司、临沂城市建设投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、环龙控股有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、交运燃气有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、珠海华发实业股份有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、周口市城建投资发展有限公司、丹阳投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、珠海华发集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、中原证券股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴经开建设发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、集友银行有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司和南京未来科技城经济发展有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
传真：(852) 35095929
邮箱：ir@xyzq.com.hk