

## 买入

2022年11月4日

### 用户重塑增长，广告将打开新货币化空间

- 核心观点：**Q3 用户净增（实际 240 万 vs 指引 100 万）及 Q4 用户指引（指引 450 万 vs 预期 390 万）均超出市场预期。展望未来，用户增长放缓是客观事实，同时奈飞的海外收入占比较大，因此在当前市场以美元计价将对财报端持续产生负面影响。但是，公司的广告业务即将上线，在用户高粘性的基础上，我们认为广告将带来显著的货币化空间。此外，公司 22 年自由现金流量将超过 10 亿美元，这在每年投入巨额内容开支的流媒体行业非常少见。公司在财报会上表示 22 年经营利润将达到 50-60 亿美元，而同行经营亏损总计将超过 100 亿美元。因此，公司未来的经营杠杆将更值得关注，我们预计公司 22/23/24 年经营利润 CAGR 为 17.9%，快于收入端 12.1%。
- Q3 财报摘要：**流媒体付费用户 2.23 亿，季度付费用户增长 240 万，好于公司预期的+100 万。收入 79.26 亿美元，同比增长 6%，高于公司预期的 78.3 亿美元。经营利润率 19.3%，高于公司预期的 16%。摊薄后每股收益为 3.10 美元，高于公司预期的 2.14 美元。**公司指引：**预计 Q4 付费用户增加 450 万，高于市场预期的 390 万；经营利润率为 4.2%（剔除美元汇率影响为 10%）。剔除汇率和一次性重组成本后，22 年经营利润率目标为 19-20%。公司中期有信心以调整定价和成本结构适应美元走强，长期目标保持两位数的收入增长，维持 22 年全年自由现金流达 10 亿美元。
- 广告版上线在即：**低价广告业务将陆续在 11 月于 12 个国家推出，低于对应地区起始价 20-40%，预计每小时广告时长为 5 分钟。12 个市场总共占了 1,400 亿美元的电视和流媒体品牌广告支出（全球 75%以上）。鉴于尚有 1 亿未付费用户通过账号共享方式使用奈飞，公司计划明年增加“子账户”付费选项。
- 目标价 339 美元，买入评级：**考虑到汇率影响、海外需求疲软及广告业务开始贡献收入，调整 22-24 年收入至 316/350/397 亿美元，同比增长 6%/11%/14%；经营利润率 17%/18%/19%；净利率 14%/14%/15%。采用 DCF 法估值，求得目标价 339.00 美元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 33/30/25 倍，较当前股价有 24.5%的上升空间，维持买入评级。
- 风险因素：**用户增速不及预期、广告货币化不达预期、新业务侵蚀原有订阅业务，变相收费导致用户流失、竞争加剧、汇率波动。

**Chuck Li**

**852-25321539**

**Chuck.li@firstshanghai.com.hk**

### 主要数据

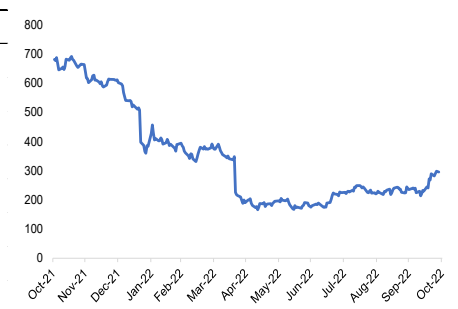
行业	TMT
股价	272.22 美元
目标价	339.00 美元 (+24.5%)
股票代码	NFLX US
总股数	4.45 亿股
市值	1,316 亿美元
52 周高/低	700.99 美元/162.71 美元
每股账面值	46.13 美元
主要股东	Capital Group 9.16% Vanguard Group 7.70% BlackRock 6.25%

### 盈利摘要

截至12月31日止财政年度	20年历史	21年历史	22年预测	23年预测	24年预测
总营业收入 (百万美元)	24,996	29,698	31,613	34,976	39,704
变动	24.0%	18.8%	6.5%	10.6%	13.5%
净利润 (百万美元)	2,761	5,116	4,598	5,002	5,943
每股盈利 (美元)	6.3	11.6	10.3	11.3	13.4
变动	46.9%	84.5%	-10.5%	8.8%	18.8%
基于272.22美元的市盈率 (估)	43.5	23.6	26.3	24.2	20.4
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



来源：彭博

## 2022Q3 财报摘要及核心观点

奈飞 Q3 用户净增（实际 240 万 vs 指引 100 万）及 Q4 用户指引（指引 450 万 vs 预期 390 万）均超出市场预期。展望未来，我们认为奈飞仍将面临不确定性。用户增长放缓是客观事实，同时奈飞的海外收入占比较大，因此在当前市场以美元计价将对财报端持续产生负面影响。另一方面，流媒体行业属于可选消费品，在海外通胀、宏观需求疲软等因素的影响下，可能对奈飞的用户增量造成打击。

尽管如此，从货币化的角度奈飞仍具备巨大潜力。公司的广告业务将于 11 月陆续在 12 个市场上线，在用户高粘性的基础上，我们认为广告将带来显著的货币化空间。参考海外 YouTube 及国内各大视频平台，均是通过广告去变现。对于用户而言，海外市场有 YouTube 的先例，用户的使用习惯已经形成，我们认为从牺牲用户体验的角度来看不必过度担忧。对于广告主而言，宏观经济下行意味着需要将有限的广告预算投入至 ROI 更高的平台，而视频贴片广告的转化效率较高。奈飞加入贴片广告是一个从零到一的过程，将为公司创造更多变现路径。

此外，公司 22 年自由现金流量将超过 10 亿美元，这在每年投入巨额内容开支的流媒体行业非常少见。公司在财报会上表示 22 年经营利润将达到 50-60 亿美元，而同行经营亏损总计将超过 100 亿美元。因此，公司未来的经营杠杆将更值得关注，我们预计公司 22/23/24 年经营利润 CAGR 为 17.9%，快于收入端 12.1%。

Q3 收入同比增长 6%  
经营利润率 19.3%

**2022Q3** 收入 79.26 亿美元，同比增长 6%，高于公司预期的 78.3 亿美元，主要由平均付费用户数（YoY+5%）和平均用户收入 ARM（YoY+1%）驱动。经营利润 15.33 亿美元；经营利润率 19.3%，高于公司预期的 16%，主因本季度收入增加，以及部分支出从二季度递延至三季度。净利润 13.98 亿美元，同比下滑 3.5%；摊薄后每股收益为 3.10 美元，高于公司预期的 2.14 美元。自由现金流 4.7 亿美元，去年同期为-1.06 亿美元。

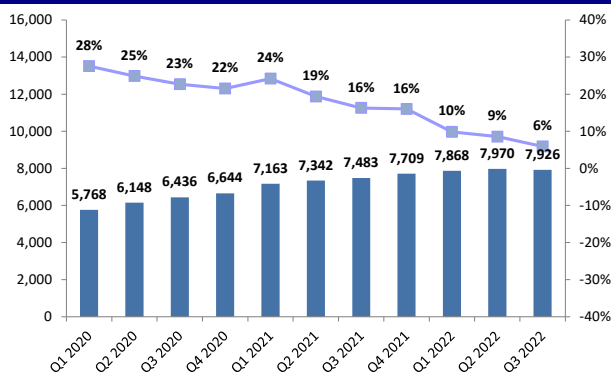
Q4 用户指引+450 万  
预计收入同增长 0.9%

**Q4 指引：**预计付费用户增加 450 万，高于市场预期的 390 万。预计收入 77.8 亿美元，同比增长 0.9%。预计经营利润率为 4.2%（剔除美元汇率影响为 10%），同比下降 4 个百分点，第四季度通常为内容和营销支出最大的季度。摊薄后每股收益为 36 美分，同比下滑约 72.9%。

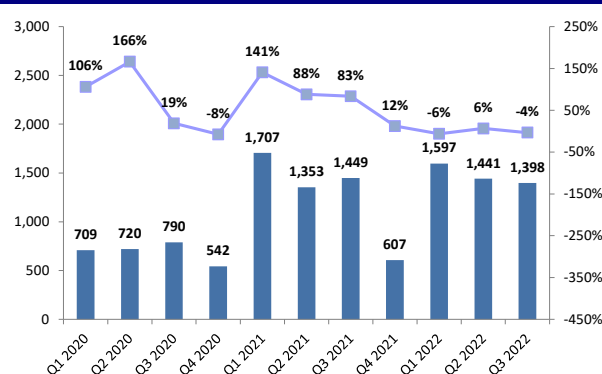
22 年有望实现经营利润率目标 19-20%（基于 22 年 1 月外汇），全年自由现金流达 10 亿+美元，中长期目标保持两位数收入增长

**2022 年指引：**22 年经营利润率目标为 19-20%，基于 22 年 1 月外汇汇率（不包括第二季度 1.5 亿美元的重置成本）。由于美元历史性走强，预计自 22 年 1 月 1 日起汇率将对 22 年全年收入和经营利润分别产生约 10 亿和 8 亿的负面影响。公司中期有信心以调整定价和成本结构适应美元走强，长期目标保持两位数的收入增长。第三季度运营现金净额为 5.6 亿，维持 22 年全年自由现金流达 10 亿美元。

图表 1：总收入及同比增速（百万美元）



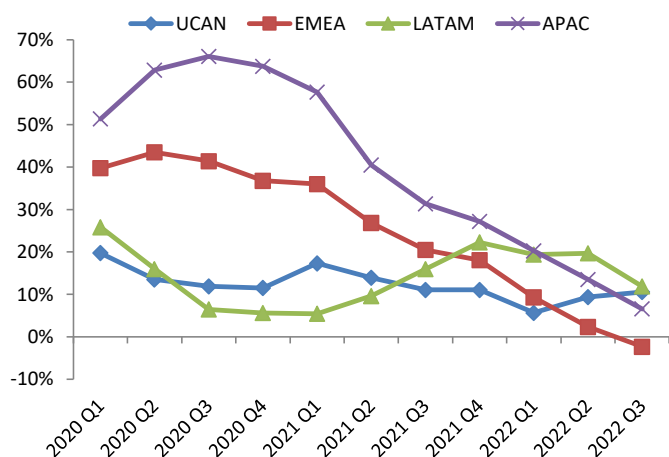
图表 2：净利润及同比增速（百万美元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

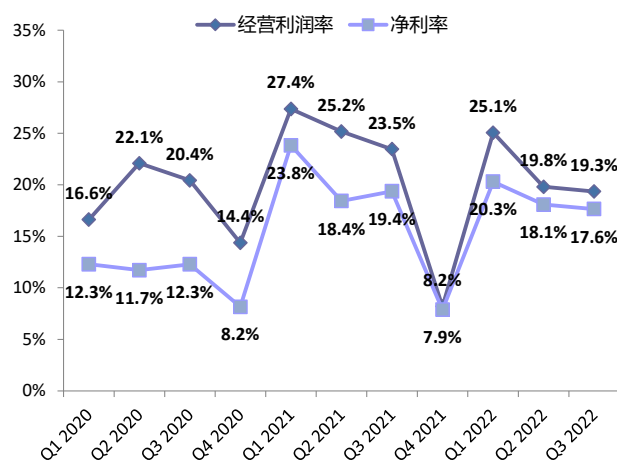
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：分地区收入同比增速



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：经营及净利润率



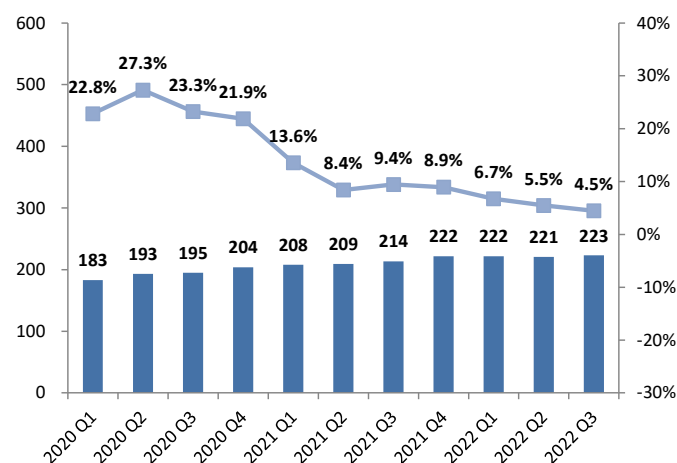
资料来源：公司资料，第一上海整理

## 用户净增大超预期，广告版上线在即

流媒体付费用户 2.23 亿  
用户季度净增长+240 万

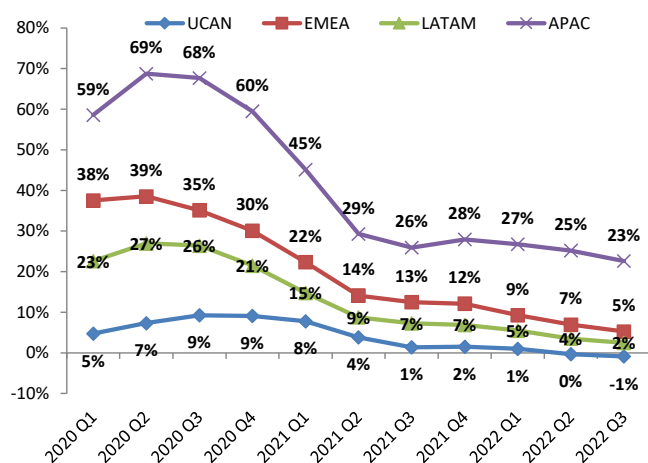
2022Q3 流媒体付费用户 2.23 亿，同比增长 4.5%；季度付费用户增长 240 万，好于公司预期的+100 万。分地区看，亚太地区季度净增 143 万，收入同比增长 7%至 8.9 亿美元。拉美地区季度净增 31 万，收入同比增长 12%至 10 亿美元。北美和欧洲地区分别增长 10 万和 57 万，收入分别为 36 和 24 亿美元。

图表 5：流媒体付费用户数（百万）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6：各地区付费用户同比增速



资料来源：公司资料，第一上海整理

2022Q3 月度 ARM（流媒体收入/平均付费用户数）为 11.79 美元，环比下滑 2%，同比增长 2%。分地区看，北美和拉美地区月度 ARM 分别同比增长 12%和 9%，欧洲和亚太地区分别同比下降 7%和 13%。

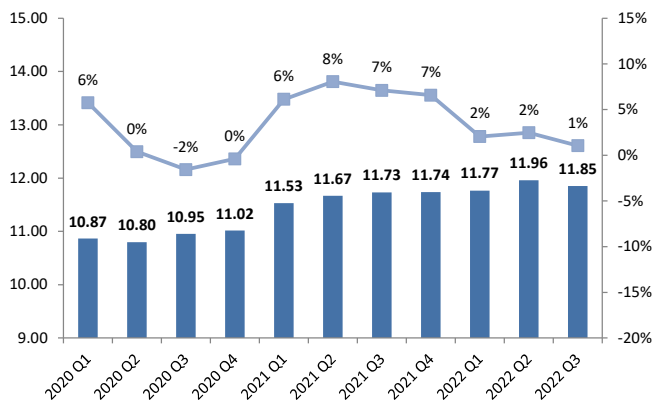
低价广告业务将陆续在 11 月于 12 个国家推出，低于对应地区起始价 20-40%

公司宣布将于 11 月 1 日在加拿大和墨西哥推出广告支持的订阅计划；11 月 3 日在澳洲、巴西、法国、德国、意大利、日本、韩国、英国和美国；11 月 10 日在西班牙。低价广告业务低于对应地区起始价 20%-40%。例如，在美国，Netflix 的起价为每月 6.99 美元（而现在为 9.99 美元）。基本的广告计划将有每小时 5 分钟的广告。这 12 个市场总共占了 1,400 亿美元的电视和流媒体品牌广告支出，占

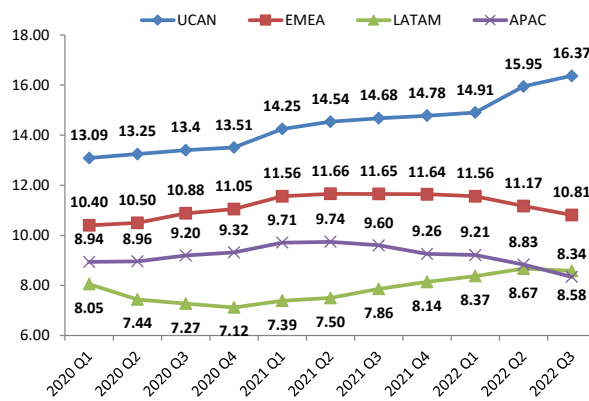
全球市场的75%以上。公司表示该业务是为潜在新会员提供更多的选择，而不是让会员放弃或切换他们目前的订阅计划。

添加“子账户”，转移奈飞资料到个人账户的功能，增加共享账户付费灵活性，最大程度减少账号拆分影响。鉴于预计尚有1亿未付费用户通过账号共享或多设备登录的方式使用奈飞，公司决定为共享（未付费）用户提供转移奈飞账户资料到自己账户的选项，并为分享（付费）用户开设建立子账户（“额外成员”）功能，支持他们想为家人或朋友付费的选择。在低价广告支持计划的地区，公司预计子账户的个人资料转移选项将备受欢迎。

图表 7：月度 ARM 及同比增速（美元）



图表 8：分地区月度 ARM（美元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

## 估值：目标价 339 美元，维持买入评级

预计 2022-2024 年收入同比增长 6%/11%/14% 考虑到 1) 汇率对财报端的负面影响、2) 海外市场需求可能持续放缓、3) 广告版订阅服务开始贡献收入，我们调整 2022-2024 年收入至 316/350/397 亿美元，同比增长 6%/11%/14%；经营利润率 17%/18%/19%；净利率 14%/14%/15%。

### DCF 估值法

采用 DCF 法估值，下调 WACC 至 10.0%，假设长期增长率为 3.0%，求得目标价 339.00 美元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 33/30/25 倍，较当前股价有 24.5% 的上升空间，维持买入评级。

图表 9：2020 年-2024 年 Netflix 盈利预测

百万美元计除每股	2020	2021	2022 E	2023 E	2024 E
总收入	24,996	29,698	31,613	34,976	39,704
经营利润	4,585	6,195	5,413	6,384	7,525
经营利润率	18.3%	20.9%	17.1%	18.3%	19.0%
净利润	2,761	5,116	4,598	5,002	5,943
净利率	11.0%	17.2%	14.5%	14.3%	15.0%
每股盈利	6.26	11.55	10.34	11.25	13.37

资料来源：公司资料，第一上海预测

图表 10: DCF 估值模型

折现年限	高速增长期					稳定成长期					永续期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
自由现金流增长率		110%	54%	40%	40%	30%	20%	20%	10%	5%	3%
自由现金流量	1,221	2,558	3,949	5,529	7,741	10,063	12,076	14,491	15,940	16,737	17,239
折合至2022年的现金流量	1,221	2,326	3,264	4,154	5,287	6,248	6,816	7,436	7,436	7,098	104,443
永续期折现值											253,660
<b>基本参数:</b>											
WACC	10.0%										
长期增长率	3.0%										
债券价值	0										
股份数量 (million)	451										
<b>公司价值计算</b>											
现金流折现	155,730										
减: 净金融负债	3,051										
股本价值	152,679										
股本数量 (预期)	451										
DCF法之每股价值 (美元)	339.00										
升值空间	24.5%										

资料来源: 第一上海预测

## 风险因素

用户增速不及预期	公司的收入主要来自于用户对流媒体内容付费, 若用户增长放缓或者不及预期, 将会负面影响公司的收入。
流媒体行业竞争加剧	公司面临着 Amazon Prime Video、Disney+/Hulu、苹果 TV、HBO Max 等竞争者, 虽然凭借先发优势暂时领先, 但对手依靠资金实力采取低价促销的策略, 短期可能会分流一些潜在客户。激烈的竞争将可能负面影响公司用户增长及盈利表现。
美元汇率波动	公司约 60%的收入来自美国以外地区并且占比持续增加, 美元汇率的波动将会影响以美元计价的财务表现。
广告业务不及预期	公司于 2022 年 11 月推出广告版订阅服务, 若广告带来的用户增量不及预期, 或导致现有会员转向更低价的订阅计划, 将对公司未来几年长目标带来较大打击。

## 主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万美元, 财务年度: 12月31日											
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	
主营业务收入	24,996	29,698	31,613	34,976	39,704	<b>盈利能力</b>					
- 主营业务收入成本	15,276	17,333	19,710	21,702	24,437	毛利率 (%)	38.9%	41.6%	37.7%	38.0%	38.5%
毛利	9,720	12,365	11,903	13,274	15,267	经营利润率 (%)	18.3%	20.9%	17.1%	18.3%	19.0%
营业开支	5,134	6,171	6,491	6,890	7,742	净利率 (%)	11.0%	17.2%	14.5%	14.3%	15.0%
销售总务及管理开支	3,305	3,897	3,803	4,092	4,566	EBITDA 利润率	18.8%	21.6%	17.8%	19.0%	19.7%
研究和开发开支	1,830	2,274	2,688	2,798	3,176	<b>营运表现</b>					
营业利润	4,585	6,195	5,413	6,384	7,525	销售及管理费用/收入 (%)	13.2%	13.6%	12.0%	11.7%	11.5%
- 利息支出	(767)	(766)	(707)	(734)	(794)	研发和开发费用/收入 (%)	7.3%	7.3%	8.5%	8.0%	8.0%
- 营业外亏损净额	(618)	411	665	100	100	实际税率 (%)	13.7%	12.4%	14.4%	13.0%	13.0%
税前利润	3,199	5,840	5,371	5,750	6,831	应付账款天数	15.9	15.7	16.0	16.0	18.0
- 所得税支出	438	724	773	747	888	<b>财务状况</b>					
净利润	2,761	5,116	4,598	5,002	5,943	总负债/总资产	71.8%	64.5%	57.8%	52.8%	48.4%
普通股股东所得净利润	2,761	5,116	4,598	5,002	5,943	收入/净资产	25.0%	32.3%	21.6%	18.7%	17.9%
折旧与摊销	116	208	222	266	299	经营性现金流/收入	18.3%	20.9%	17.1%	18.3%	19.0%
EBITDA	4,701	6,403	5,635	6,650	7,824	税前盈利对利息倍数	4.2	7.6	7.6	7.8	8.6
主营业务增长 (%)	24%	19%	6%	11%	14%						
EBITDA 增长率 (%)	74%	36%	-12%	18%	18%						
资产负债表						现金流量表					
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	
+ 现金与现金等同	8,206	6,028	7,702	10,260	14,209	+ 净利润	2,761	5,116	4,598	5,002	5,943
+ 短期投资	0	0	0	0	0	+ 折旧、摊销	116	208	222	266	299
+ 其他流动资产	1,556	2,042	2,142	2,242	2,242	+ 其他非现金调整	(450)	(4,932)	(3,117)	(2,247)	(1,811)
总计流动资产	9,762	8,070	9,844	12,502	16,451	经营活动现金流量	2,427	393	1,704	3,022	4,431
+ 总固定资产	1,538	2,062	2,545	3,008	3,490	+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
- 累计折旧	(578)	(739)	(961)	(1,227)	(1,527)	+ 资本支出	(498)	(525)	(483)	(463)	(482)
+ 净固定资产	960	1,323	1,584	1,781	1,964	+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	3,175	4,272	4,800	4,700	4,500	+ 投资减少	0	0	0	0	0
总计长期资产	29,519	36,515	40,718	44,285	48,049	+ 其他投资活动	(7)	(815)	0	0	0
总资产	39,280	44,585	50,562	56,787	64,500	投资活动现金	(505)	(1,340)	(483)	(463)	(482)
+ 应付账款	656	837	891	1,012	1,398	+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 短期借款	500	700	700	700	700	+ 短期拆借变动	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	0	0	0	0	0	+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
总计流动负债	7,806	8,489	8,800	9,285	10,163	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 长期借款	15,809	14,693	14,693	14,693	14,693	+ 股本增加	0	0	453	0	0
+ 其他长期负债	1,982	2,459	2,459	2,459	2,459	+ 股本减少	0	0	0	0	0
总长期负债	20,409	20,246	20,432	20,694	21,049	+ 其他融资活动	1,237	(1,150)	0	0	0
总负债	28,215	28,735	29,232	29,980	31,212	融资所得现金	1,237	(1,150)	453	0	0
总股东权益	11,065	15,849	21,330	26,807	33,289	现金净增减	3,195	(2,184)	1,674	2,558	3,949
						现金剩余	8,239	6,055	7,729	10,287	14,237

数据来源: 公司资料, 第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。