

持有

2024年5月16日

业务具备护城河，未来几年盈利持续扩张

- 我们认为奈飞的护城河主要在于庞大的用户群体、持续扩大的双边网络效应、多年的内容和算法积累、在北美以外及小语种市场的深耕。奈飞在部分中小市场的内容产业链已形成垄断。我们认为广告版具备很强的吸引力，在尽可能不牺牲用户体验的前提下解锁更低价的市场。基于平台性质，公司拓展广告业务的边际成本十分有限，因此在2025年之后，广告业务将开始贡献更多的收入和利润。我们预计24-26年收入的复合增速为12.2%，经营利润率为24.7%、26.1%、27.3%，EPS的复合增速为19.7%。
- 2024Q1 业绩摘要：** 收入同比增长15%至94.91亿美元，高于公司13%的指引。季度净增用户933万，全球总用户数同比增长16%至2.69亿。平均订阅费用同比增长1%。广告版用户数持续扩大，付费用户数环比增长近65%，新增用户占广告版所在地区的40%。
- 运营利润同比增长54%至26.33亿美元，运营利润率同比增加7.1个百分点至28.1%，高于公司26.2%的指引。摊薄后EPS为5.28美元，去年同期为2.88美元，高于公司4.49美元的指引。运营现金流为22.13亿美元，自由现金流为21.37亿美元。
- 2024Q2 业绩指引：** 预计2024Q2收入将同比增长16%，季度净增用户数将环比下降，平均订阅费用同比有所增长，指引不及市场预期。
2024年指引： 预计2024年收入将增长13-15%，由付费用户和客单价双轮驱动。公司上调全年运营利润率目标至25%，此前为24%，并预计未来几年将稳步提升。预计24年现金内容支出约为170亿美元，内容摊销成本将保持高个位数增长，自由现金流将小幅下降至60亿美元。2025年往后广告业务将成为更重要的收入来源。
- 目标价690.00美元，持有评级：** 根据公司指引，我们下调未来三年收入预测，并上调盈利预测。采用DCF法估值，假设WACC为9.0%，长期增长率为3.0%，求得目标价690.00美元，对应24-26年PE分别为35/29/25倍，较当前股价有12.5%的上升空间，持有评级。
- 风险因素：** 流媒体及其他线上平台加速抢夺用户时长、汇率波动影响以美元计价的财务表现、文生视频应用可能带来机遇与挑战。

唐伊莲

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

李倩

852-25321539

chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

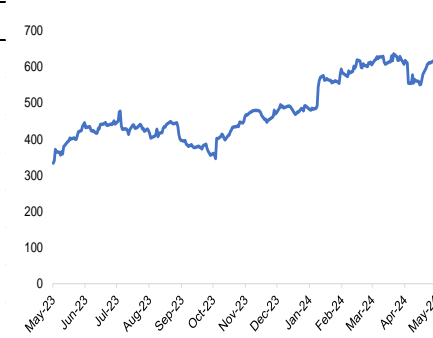
行业	TMT
股价	613.66 美元
目标价	690.00 美元 (+12.5%)
股票代码	NFLX US
总股数	4.31 亿股
市值	2,657 亿美元
52周高/低	639.00 美元/329.62 美元
每股账面值	49.58 美元
主要股东	Vanguard Group 8.49% BlackRock 7.28% Capital Group 6.44%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年历史	23年历史	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (百万美元)	31,616	33,723	38,827	43,860	48,878
变动	6.5%	6.7%	15.1%	13.0%	11.4%
净利润 (百万美元)	4,492	5,408	7,492	8,985	10,511
每股盈利 (美元)	10.1	12.2	17.5	21.1	25.0
变动	-12.5%	21.2%	42.6%	21.1%	18.4%
基于613.66美元的市盈率 (估)	60.8	50.1	35.1	29.0	24.5
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

广告版取得良好进展，公司上调全年利润指引

当下奈飞具备护城河

由于流媒体行业对内容制作的稳定性有较高要求，我们认为奈飞的护城河主要在于庞大的用户群体、持续扩大的双边网络效应、多年的内容和算法积累、在北美以外及小语种市场的深耕。因此相较于一部分竞争对手，奈飞面对的是更广阔的全球市场（除了中国大陆和俄罗斯地区），据媒体报道，公司在部分中小市场的内容产业链已形成垄断。此外，我们认为广告版具备很强的吸引力，在尽可能不牺牲用户体验的前提下解锁更低价的市场。基于平台性质，公司拓展广告业务的边际成本十分有限，因此我们认为在 2025 年之后，广告业务将开始贡献更多的收入，同时也将享有非常高的利润率。我们预计 24-26 年收入的复合增速为 12.2%，经营利润率为 24.7%、26.1%、27.3%，EPS 的复合增速为 19.7%。

广告的边际成本极低

预计 24-26 年收入 CAGR 为 12.4%，EPS CAGR 为 20.2%

2024Q1 业绩摘要：Q1 净增用户 933 万，平均订阅费用微中有涨

2024Q1 业绩摘要：收入同比增长 15%至 94.91 亿美元，高于公司 13%的指引。季度净增用户 933 万，去年同期为 175 万，全球总用户数同比增长 16%至 2.69 亿，超出市场预期。平均订阅费用同比增长 1%，剔除汇兑影响后增长 4%，主要由于提价的正面影响部分被阿根廷比索兑美元汇率贬值 75%所抵消。广告版用户数持续扩大，付费用户数环比增长近 65%，新增用户占广告版所在地区的 40%。

运营利润同比增长 54%至 26.33 亿美元，运营利润率同比增加 7.1 个百分点至 28.1%，高于公司 26.2%的指引。摊薄后 EPS 为 5.28 美元，去年同期为 2.88 美元，高于公司 4.49 美元的指引。运营现金流为 22.13 亿美元，自由现金流为 21.37 亿美元。本季度公司用现金偿还了 4 亿美元的优先票据，同时以 20 亿美元回购了约 360 万股，当前回购计划仍有 64 亿美元的额度。

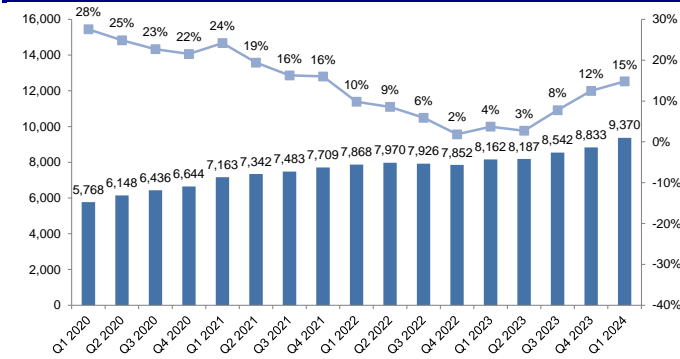
2024 年指引：收入保持双位数增长，再度上调经营利润率目标

2024Q2 业绩指引：预计 2024Q2 收入将同比增长 16%，季度净增用户数将环比下降，平均订阅费用同比有所增长，指引不及市场预期。**2024 年指引：**预计 2024 年收入将增长 13-15%，由付费用户和客单价双轮驱动。公司上调全年运营利润率目标至 25%，此前为 24%，并预计未来几年将稳步提升。预计 24 年现金内容支出约为 170 亿美元，内容摊销成本将保持高个位数增长，自由现金流将小幅下降至 60 亿美元。2025 年往后广告业务将成为更重要的收入来源。

公司账上现金充裕，可能扩大股票回购计划

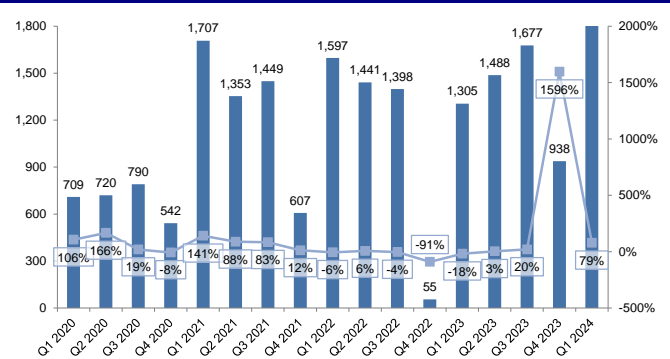
管理层认为，公司的资本配置应保持良好的流动性及健康的资产负债表，对应两个月收入的现金水平（23 年 56 亿美元、24 年 64 亿美元）以及 100-150 亿美元的总负债。公司当前持有 70 亿美元现金及现金等价物，将用于流媒体相关的收购并购机会以及股票回购计划。

图表 1: 总收入及同比增速 (百万美元)



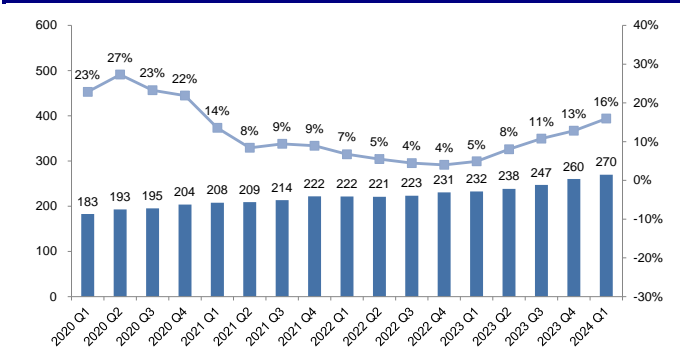
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 2: 净利润及同比增速 (百万美元)



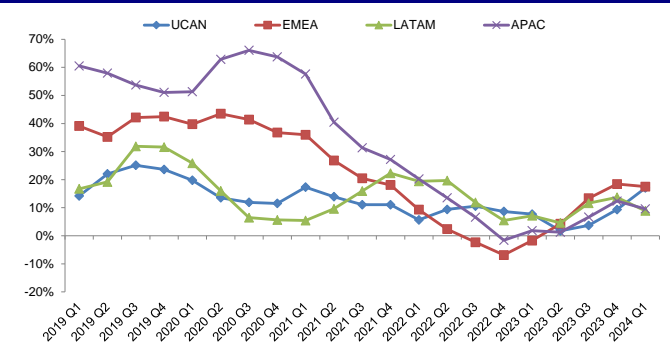
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 3: 流媒体付费用户数 (百万)



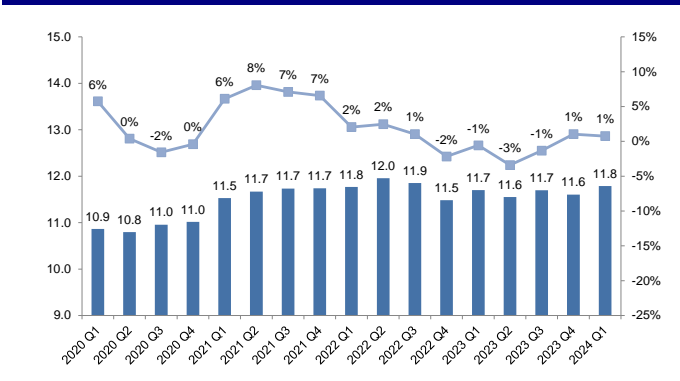
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 4: 分地区收入同比增速



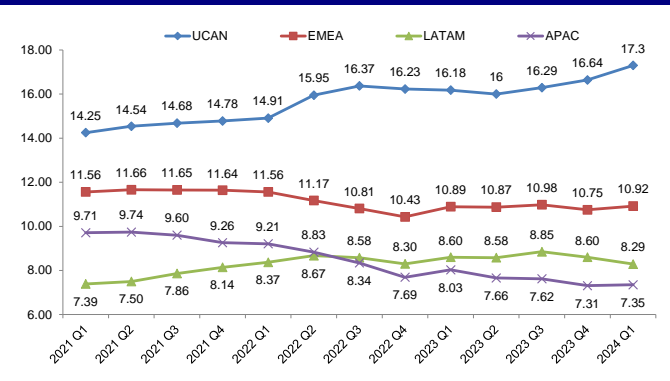
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 5: 月度 ARM 及同比增速 (美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 6: 分地区月度 ARM (美元)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

目标价 690.00 美元，持有评级

根据公司指引，我们下调未来三年收入预测，并上调盈利预测。我们预计 24-26 年收入的复合增速为 12.2%，经营利润率为 24.7%、26.1%、27.3%，EPS 的复合增速为 19.7%。采用 DCF 法估值，假设 WACC 为 9.0%，长期增长率为 3.0%，求得目标价 690.00 美元，对应 2024-2026 年 PE 分别为 35/29/25 倍，较当前股价有 12.5% 的上升空间，持有评级。

图表 7：2020 年-2026 年盈利情况及预测

百万美元计除每股	2020	2021	2022	2023	2024 E	2025 E	2026 E
总收入	24,996	29,698	31,616	33,723	38,827	43,860	48,878
经营利润	4,585	6,195	5,633	6,954	9,590	11,447	13,344
经营利润率	18.3%	20.9%	17.8%	20.6%	24.7%	26.1%	27.3%
净利润	2,761	5,116	4,492	5,408	7,492	8,985	10,511
净利率	11.0%	17.2%	14.2%	16.0%	19.3%	20.5%	21.5%
每股盈利	6.26	11.55	10.10	12.25	17.46	21.14	25.03

资料来源：公司资料，第一上海预测

图表 8：DCF 估值模型

	高速增长期					稳定成长期					永续期
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
自由现金流增长率		24%	23%	20%	20%	18%	15%	12%	10%	5%	3%
自由现金流量	6,515	8,072	9,967	11,960	14,352	16,936	19,476	21,813	23,995	25,194	25,950
折合至2024年的现金流量	6,515	7,406	8,389	9,236	10,168	11,007	11,613	11,933	12,042	11,600	199,136
永续期折现值											445,478
基本参数：											
WACC	9.0%										
长期增长率	3.0%										
债券价值	0										
股份数量 (百万)	435										
公司价值计算											
现金流折现	299,045										
减：净金融负债	(1,023)										
股本价值	300,068										
股本数量 (预期)	435										
DCF法之每股价值 (美元)	690.00										
升值空间	12.5%										

资料来源：第一上海预测

风险因素

线上平台竞争加剧

公司除了面临流媒体竞争对手，还与有线电视、YouTube、TikTok 等短视频和游戏等应用争夺消费者时间。激烈竞争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 56% 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。

GenAI 相关影响

随着文生视频模型 Sora 的推出，AI 应用的普及对公司而言机遇与挑战并存。这类模型将降低视频内容创作的门槛，可能将影响整体内容媒体行业的格局。另一方面，如 AI 在游戏领域的降本增效，可能帮助公司节约内容开支并大幅提升效率。

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											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
主营业务收入	31,616	33,723	38,827	43,860	48,878	盈利能力					
- 主营业务收入成本	19,168	19,715	21,743	24,342	26,883	毛利率 (%)	39.4%	41.5%	44.0%	44.5%	45.0%
毛利	12,447	14,008	17,084	19,518	21,995	经营利润率 (%)	17.8%	20.6%	24.7%	26.1%	27.3%
营业开支	6,814	7,054	7,494	8,070	8,651	净利率 (%)	14.2%	16.0%	19.3%	20.5%	21.5%
销售总务及管理开支	4,103	4,378	4,737	5,175	5,621	EBITDA 利润率	18.9%	21.7%	25.4%	26.8%	27.9%
研究和开发开支	2,711	2,676	2,757	2,895	3,030	营运表现					
营业利润	5,633	6,954	9,590	11,447	13,344	销售及管理费用/收入 (%)	13.6%	13.6%	12.2%	11.8%	11.5%
- 利息支出	(706)	(700)	(777)	(877)	(978)	研发和开发费用/收入 (%)	7.3%	7.3%	7.1%	6.6%	6.2%
- 营业外亏损净额	337	(49)	0	0	0	实际税率 (%)	14.7%	12.9%	15.0%	15.0%	15.0%
税前利润	5,264	6,205	8,814	10,570	12,366	应付账款天数	14.4	13.1	13.1	13.1	13.1
- 所得税支出	772	797	1,322	1,586	1,855	财务状况					
净利润	4,492	5,408	7,492	8,985	10,511	总负债/总资产	57.2%	57.8%	55.8%	53.6%	52.1%
普通股股东所得净利润	4,492	5,408	7,492	8,985	10,511	收入/净资产	21.6%	26.3%	33.9%	36.7%	39.7%
折旧与摊销	337	357	272	289	307	经营性现金流/收入	17.8%	20.6%	24.7%	26.1%	27.3%
EBITDA	5,970	7,311	9,863	11,737	13,651	税前盈利对利息倍数	7.5	8.9	11.4	12.1	12.7
主营业务增长 (%)	6%	7%	15%	13%	11%						
EBITDA 增长 (%)	-7%	22%	35%	19%	16%						
资产负债表						现金流量表					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
+ 现金与现金等同	5,147	7,117	6,701	7,774	8,741	+ 净利润	4,492	5,408	7,492	8,985	10,511
+ 短期投资	911	21	21	21	21	+ 折旧、摊销	337	357	272	289	307
+ 其他流动资产	3,208	2,780	2,780	2,780	2,780	+ 其他非现金调整	(2,802)	1,509	(883)	(817)	(448)
总计流动资产	9,266	9,918	9,502	10,575	11,542	经营活动现金流量	2,026	7,274	6,881	8,457	10,370
+ 总固定资产	2,470	2,819	3,185	3,569	3,972	+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
- 累计折旧	(1,072)	(1,327)	(1,600)	(1,889)	(2,196)	+ 资本支出	(408)	(349)	(366)	(384)	(403)
+ 净固定资产	1,398	1,491	1,585	1,680	1,777	+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	5,193	5,664	5,664	5,664	5,664	+ 投资减少	0	0	0	0	0
总计长期资产	39,328	38,814	41,001	42,839	44,326	+ 其他投资活动	(1,669)	890	0	0	0
总资产	48,595	48,732	50,503	53,413	55,868	投资活动现金	(2,076)	542	(366)	(384)	(403)
+ 应付账款	672	747	817	934	1,000	+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 短期借款	0	400	800	800	800	+ 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	7,931	8,861	9,554	9,906	10,218	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 长期借款	14,353	14,143	13,343	13,343	13,343	+ 股本增加	0	(6,045)	0	0	0
+ 其他长期负债	2,452	2,561	2,561	2,561	2,561	+ 股本减少	0	0	0	0	0
总长期负债	19,886	19,283	18,612	18,747	18,889	+ 其他融资活动	(664)	95	(6,931)	(7,000)	(9,000)
总负债	27,817	28,144	28,166	28,653	29,107	融资所得现金	(664)	(5,951)	(6,931)	(7,000)	(9,000)
总股东权益	20,777	20,588	22,068	24,492	26,492	现金净增减	(885)	1,948	(416)	1,072	967
						现金剩余	5,171	7,119	6,703	7,775	8,742

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。