

2024 年 7 月 19 日

奈飞 (NFLX.US)

2 季度会员增长超预期；再次上调全年经营利润率指引

奈飞 2Q24 业绩略超指引及市场预期，会员数净增 805 万，超市场预期 69%。管理层上调 2024 年收入增速指引至 14-15%，再次上调经营利润率指引至 26%。预计广告将在 2026 年起成为增长动力。我们观察到美国流媒体的竞争有加剧态势，国际市场的会员增长更值得关注，未来股价支撑或更多依赖利润释放。

报告摘要

2 季度业绩略超预期：总收入为 95.6 亿美元，同比增 17%（汇率中性为 22%），对比公司指引/市场预期为增 16%。经营利润 26 亿美元，同比增 42%，较市场预期/公司指引高 2.5%/3.3%，经营利润率为 27.2%，同比提升 5 个百分点；净利润 21 亿美元，同比增 44%，较预期&指引高 4%，利润率 22.5%，效率持续优化。

会员增长超预期，ARM 同比略提升：会员环比净增 805 万，较市场预期（477 万）高 69%，主要受益于内容表现优异、付费共享账号的提振、转化率提升、及广告套餐的贡献。区域分布看，亚太地区净增 283 万（约为市场预期的 1.3 倍），超越 EMEA，为最大会员增长区域（贡献 35% 会员增量），其中印度表现亮眼，为会员/收入增速排名第 2/3 的国家，再次验证本地化内容对会员吸引和留存的重要性。EMEA/拉美/美国&加拿大环比净增 224 万/153 万/145 万。**ARM 方面，**2 季度整体 ARM 为 11.6 美元，同比增 0.8%，去年 10 月的提价影响持续显现，除亚太外，其他地区汇率中性 ARM 均有同比增长；整体 ARM 环比降 1.2%，受广告套餐渗透提升影响。

预计广告将在 2026 年起成为主要增长驱动：2 季度广告套餐会员数环比增 34%，公司在 5 月初公布广告会员数超过 4,000 万，对比 1 月初公布数为 2,300 万+。在已推出广告套餐的市场中，广告会员渗透率提升至 45%，对比 1Q24 为 40%，在全球整体会员中的渗透率超 15%。在用户活跃度上，广告会员与非广告会员的日均观看时长均约为 2 小时。奈飞正在建设广告能力，预计将在 2025 年实现具有规模的广告会员目标，并在 2026 年之后广告有望成为收入增长的主要驱动。

维持全年内容投入指引：2 季度内容现金投入 44 亿美元，同比/环比增 21%/13%，延续 1 季度的增长态势。内容摊销成本 38 亿美元，同比增 11%，占营业成本比为 73%。在 2024 年艾美奖提名中，奈飞入围 107 项提名（覆盖 35 部内容），位列提名数量榜第一，反映原创内容的水平优异。公司仍维持全年内容投入 170 亿美元指引（同比增 29%），未来将控制内容支出增速低于收入增速。

业绩指引：1) **3Q24：**预计收入同比增 14%（汇率中性+19%），预计经营利润 27 亿美元（OPM 28%），净利润 22 亿美元（NPM 23%）；会员方面，3Q23 为付费共享账号推出的首个季度，考虑高基数效应，预计 3Q24 会员增长低于去年同期；预计整体 ARM 汇率中性同比持平。2) **2024 年全年：**上调全年收入增速指引至 14%-15%（前值：13%-15%），再次上调全年经营利润指引至 26%（前值：25%）。

投资建议：我们观察到当前美国流媒体市场竞争激烈，主要体现在平台间的绑定会员套餐尝试、各平台加大广告套餐布局等，对用户的获取及留存竞争更加激烈，国际市场或是会员增量的主要动力。奈飞的内容投入力度较竞对大，有望支撑中长期的份额提升，而在体育直播、游戏的布局，有望提升用户粘性。估值角度，现价对应 34.8x/28.8x 2024E/2025E 市盈率，处于相对较高区间，未来股价的催化剂或更依赖于利润释放。2 季度回购 260 万股，金额约 16 亿美元，剩余回购额度 50 亿美元。

风险：流媒体竞争加剧；国际会员增长不及预期；内容表现不及预期。

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

投资评级： 未有

目标价格： 未有

现价 (2024-7-18): 643.04 美元

总市值(百万美元)	277,087
流通市值(百万美元)	274,441
总股本(百万股)	431
流通股本(百万股)	427
12 个月低/高(美元)	462/698
平均成交(百万美元)	2,160

股东结构

Vanguard	8.49%
贝莱德	7.28%
Capital Group	5.71%
其他	78.52%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-6.16	-5.33	13.71
绝对收益	-4.85	5.32	35.43

数据来源：公司资料，彭博，万得

王婷

(0755) 8168 2753

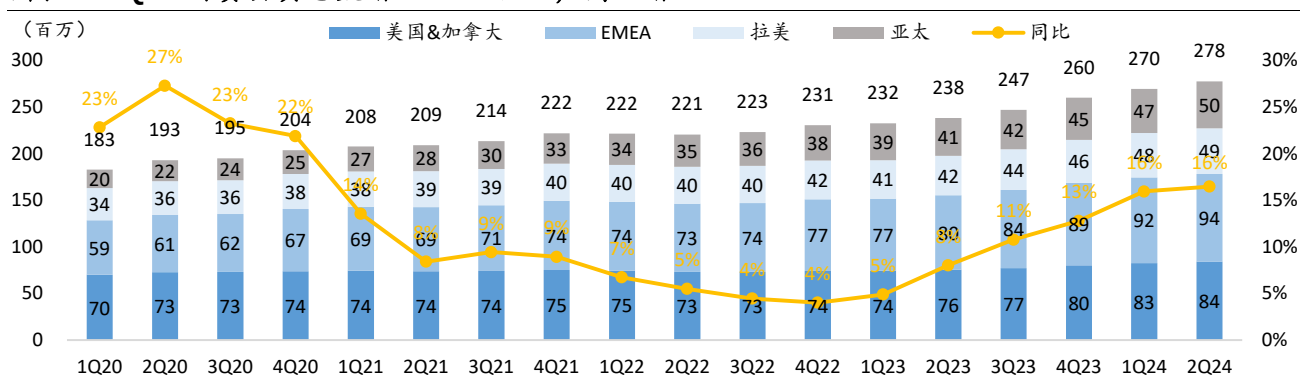
wangting9@essence.com.cn

图表 1: 2 季度收入略超市场预期及公司指引

财年截止12月31日 百万美元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	彭博预期	差异	3Q24指引
总收入	8,162	8,187	8,542	8,833	9,370	9,559	9,524	0.4%	
同比	3.7%	2.7%	7.8%	12.5%	14.8%	16.8%	16.3%		
收入指引	8,172	8,242	8,520	8,692	9,240	9,491			9,491
vs. 指引	-0.1%	-0.7%	0.3%	1.6%	1.4%	0.7%			15.9%
美国&加拿大*	3,609	3,599	3,735	3,931	4,224	4,296	4,275	0%	
EMEA	2,518	2,562	2,693	2,784	2,958	3,008	3,002	0%	
拉美	1,070	1,077	1,143	1,156	1,165	1,204	1,182	2%	
亚太	934	919	948	963	1,023	1,052	1,043	1%	
营业成本	4,804	4,673	4,931	5,307	4,977	5,174	5,171	0%	
毛利	3,358	3,514	3,611	3,525	4,393	4,385	4,353	1%	
毛利率	41.1%	42.9%	42.3%	39.9%	46.9%	45.9%	45.7%		
营销费用	555	627	559	917	654	644	691	-7%	
研发费用	687	658	657	673	702	711	705	1%	
行政费用	401	401	479	439	404	427	429	-1%	
占收入比:									
营销费用	6.8%	7.7%	6.5%	10.4%	7.0%	6.7%	7.3%		
研发费用	8.4%	8.0%	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%	7.4%		
行政费用	4.9%	4.9%	5.6%	5.0%	4.3%	4.5%	4.5%		
经营利润	1,714	1,827	1,916	1,496	2,633	2,603	2,540	2%	
经营利润率	21.0%	22.3%	22.4%	16.9%	28.1%	27.2%	26.7%		
经营利润指引	1,625	1,565	1,890	1,160	2,420	2,520			2,520
vs. 指引	5.5%	16.8%	1.4%	29.0%	8.8%	3.3%			26.6%
净利润	1,305	1,488	1,677	938	2,332	2,147	2,083	3%	
净利润率	16.0%	18.2%	19.6%	10.6%	24.9%	22.5%	21.9%		
净利润指引	1,275	1,283	1,580	956	1,976	2,063			2,063
vs. 指引	2.4%	15.9%	6.2%	-1.9%	18.0%	4.1%			21.7%

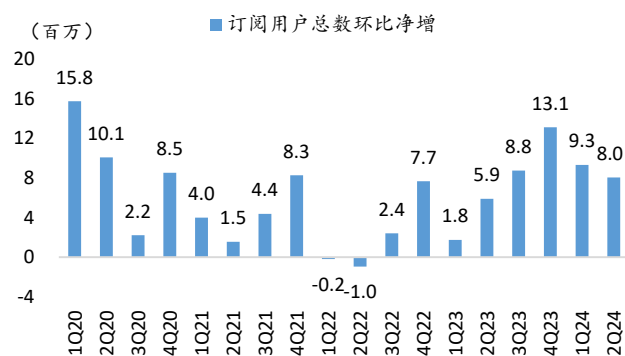
资料来源:公司资料, 彭博一致预期, 安信国际 (注: 美国&加拿大收入不含 DVD 收入)

图表 2: 1Q24 付费会员总数增至 2.78 亿人, 同比增 16%



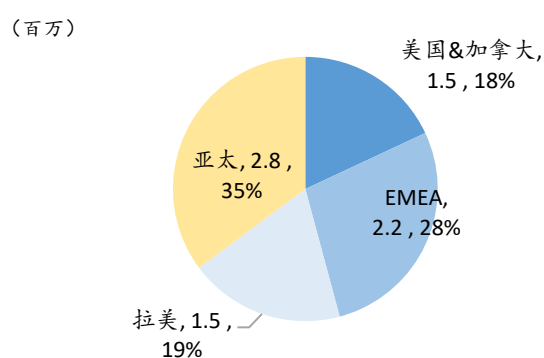
资料来源:公司资料, 安信国际 (注: 期末付费会员)

图表 3: 2Q24 订阅用户数环比增 805 万



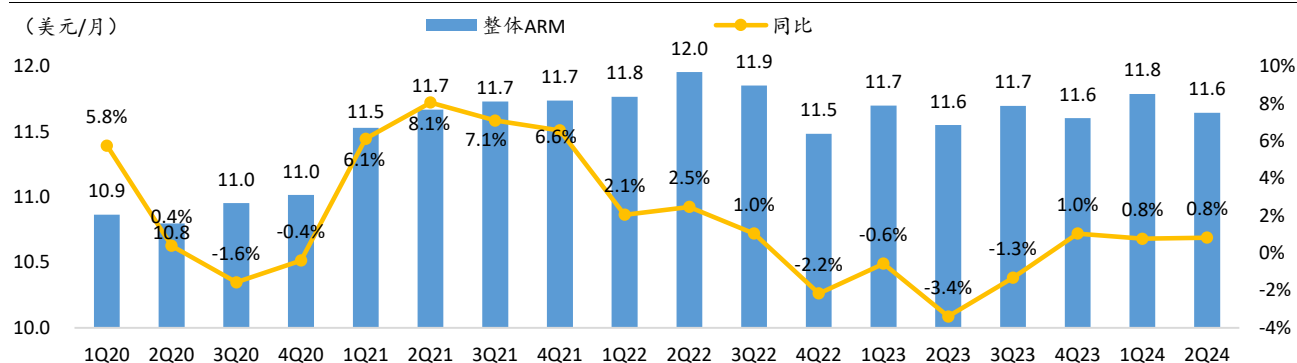
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 4: 2Q24 亚太贡献最大订阅用户增量



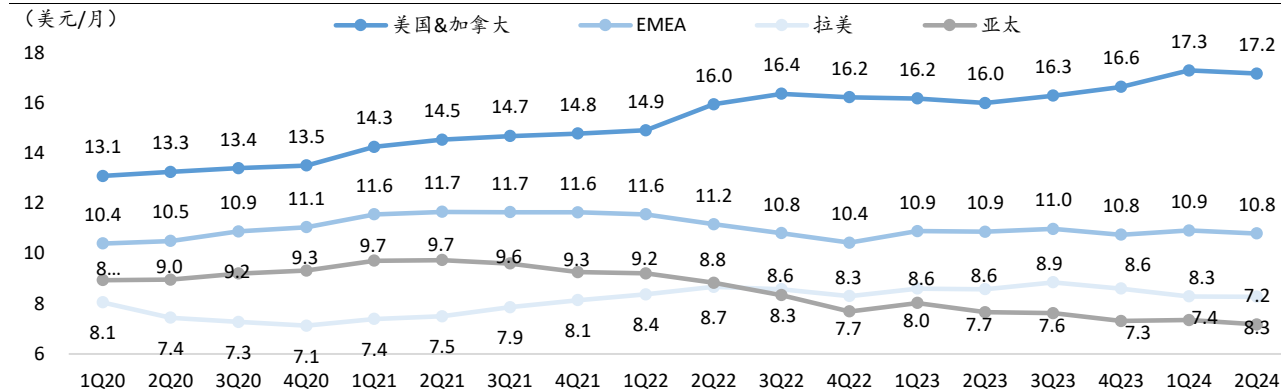
资料来源: 公司资料, 安信国际 (注: 环比增量区域分布)

图表 5: ARM 同比增 0.8% 至 11.6 美元, 提价效果持续释放



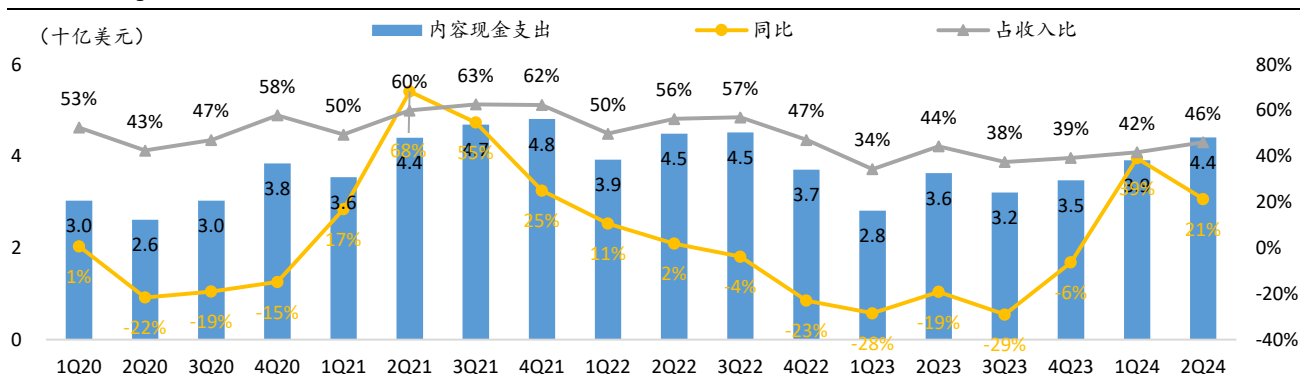
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 6: 不同区域市场 ARM 情况



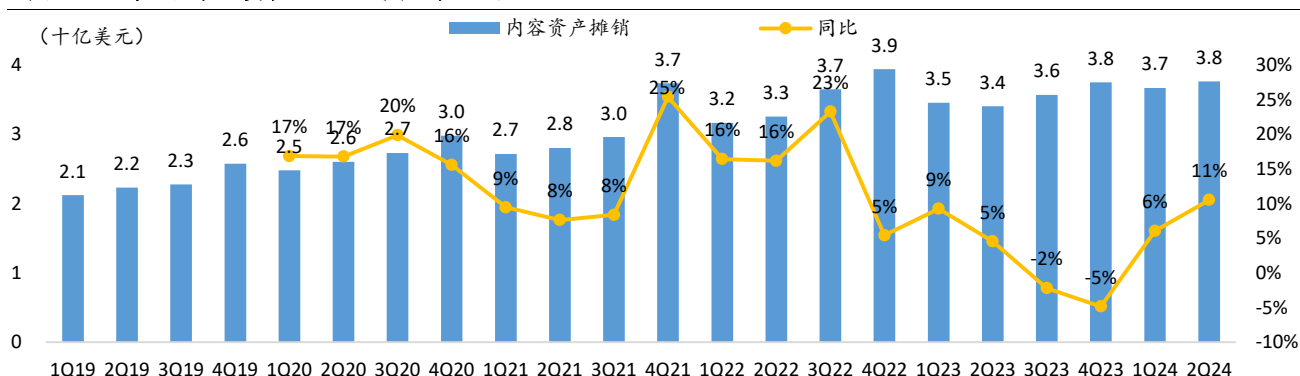
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 7: 2Q24 内容现金支出维持同比增长态势



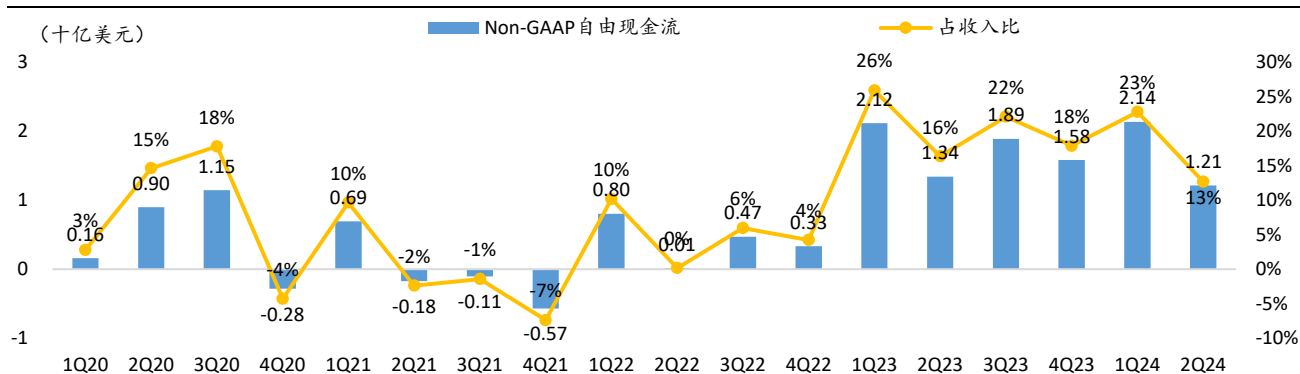
资料来源:公司资料, 安信国际

图表 8: 2 季度内容资产摊销成本同比增 11%



资料来源:公司资料, 安信国际

图表 9: 自由现金流维持稳健, 公司维持 2024 全年 60 亿美元指引



资料来源:公司资料, 安信国际

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010