

## 買入

2024年7月25日

### 廣告版訂閱全面向好，上調至買入評級

- 奈飛受益於平臺的雙邊網路效應，其豐富、優質的內容，與巨大且不斷增長的用戶群體，形成了正回饋閉環。儘管許多競爭對手在優質內容上投入巨額成本，但轉化至流媒體的收視率和收益率較低；而有線電視市場正在萎縮。因此奈飛的競爭優勢巨大而且在持續擴大。公司將繼續通過優質的內容獲取新的使用者，同時維持較高的粘性。在新業務方面，廣告版訂閱計畫具備很強的吸引力。伴隨用戶高速增長，預計 2026 年廣告將成為更重要的收入來源。生成式 AI 將誕生新的創作者工具等應用，並轉化為更優質的內容。此外公司也將在內容推薦、廣告分發以及內容成本 ROI 等方面受益於 AI。我們預計 23-26 年收入的複合增速為 14.4%，對應經營利潤率為 25.8%、26.6%、27.4%，EPS 的複合增速為 29.6%。
- **2024Q2 業績摘要：**收入同比增長 17%至 95.59 億美元，高於指引。季度淨增用戶 805 萬，全球總用戶數同比增長 16%至 2.78 億。平均訂閱費用同比增長 1%。Q2 印度在用戶淨增長和收入增速國別排名中分別為第二和第三。廣告版用戶數環比增長 34%，新增用戶占廣告版所在地區的 45%，全球月活用戶數已達到 4,000 萬。運營利潤同比增長 42%至 26.03 億美元，運營利潤率為 27.2%，高於指引。攤薄後 EPS 為 4.88 美元，高於公司 4.68 美元的指引，比去年同期的 3.29 美元增長 48%。
- **2024Q3 業績指引：**收入將同比增長 14%至 97.27 億美元，其中用戶增長將低於 2023Q3 的 876 萬，客單價基本持平。預計運營利潤率為 28.1%，攤薄後 EPS 為 5.10 美元。**再度上調 2024 年全年指引：**收入增長 14-15%，上調全年運營利潤率至 26%，並預計未來幾年將持續提升。預計 24 年現金內容支出約為 170 億美元，自由現金流約為 60 億美元。
- **目標價 742.00 美元，買入評級：**我們上調未來三年收入及盈利預測，採用 DCF 法估值，假設 WACC 為 9.0%，長期增長率為 3.0%，求得目標價 742.00 美元，較當前股價有 16.7%的上升空間，上調至買入評級。當前價格對應 24-26 年市盈率分別為 33/28/24 倍。
- **風險因素：**流媒體及其他線上平臺加速搶奪使用者時長、匯率波動影響以美元計價的財務表現、文生視頻應用可能帶來機遇與挑

唐伊蓮

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

李倩

852-25321539

chuck.li@firstshanghai.com.hk

### 主要資料

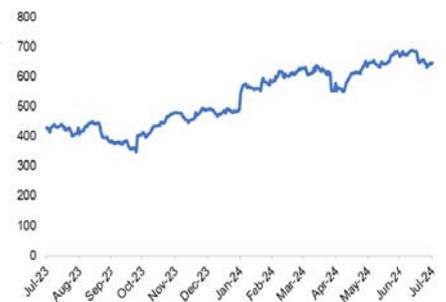
行業	TMT
股價	635.99 美元
目標價	742.00 美元 (+16.7%)
股票代碼	NFLX US
總股數	4.29 億股
市值	2,729 億美元
52 周高/低	697.49 美元/344.73 美元
每股帳面值	51.53 美元
主要股東	Vanguard Group 8.53% BlackRock 7.31% Capital Group 5.74%

### 盈利摘要

截至12月31日止財政年度	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	39,326	45,057	50,530
变动	6.5%	6.7%	16.6%	14.6%	12.1%
净利润 (百万美元)	4,492	5,408	8,157	9,660	11,185
每股盈利 (美元)	10.1	12.2	19.1	22.9	26.6
变动	-12.5%	21.2%	56.3%	19.5%	16.3%
基于635.99美元的市盈率 (估)	63.0	51.9	33.2	27.8	23.9

來源：公司資料，第一上海預測

### 股價表現



來源：彭博

## 廣告版訂閱全面向好，上調至買入評級

### 平臺的雙邊網路效應

奈飛受益於平臺的雙邊網路效應，其豐富、優質的內容，與巨大且不斷增長的用戶群體，形成了正回饋閉環。公司表示，單個訂閱帳號平均有 2 個以上的家庭成員，2.78 億個訂閱帳號意味著全球共有超過 6 億的用戶。在 2024 年上半年，奈飛旗下的電影、劇集和授權內容在尼爾森前 10 榜單的觀看時長超過了其他流媒體平臺的總和。公司表示，儘管許多競爭對手在優質內容上投入巨額成本，轉化至流媒體的收視率和收益率較低，而有線電視市場正在萎縮，因此奈飛具備獨特的競爭優勢。

### 用戶時長具備空間

長期來看，我們認為公司將繼續通過優質的內容獲取新的使用者，同時維持較高的粘性。據尼爾森測算，流媒體佔據美國總電視觀看時長（流媒體、有線電視、廣播及其他）的 40%，其中 YouTube（9.9%）與奈飛（8.4%）兩者佔據了將近一半的流媒體觀看時長。管理層表示，儘管奈飛與 YouTube 均希望提升用戶時長，兩者處於錯位競爭的競合關係，未來主要增量仍將來自於傳統電視及廣播市場。當前奈飛在全球各個國家和地區的電視觀看時長均占約 10%，較天花板仍有一定距離。

### 廣告業務進展良好

在新業務方面，我們認為廣告版訂閱計畫具備很強的吸引力。五月份，公司宣佈廣告版的全球月活用戶數達到 4,000 萬，據尼爾森測算，70% 的廣告版用戶月均使用時長超過 10 小時，領先競爭對手 15%。當前廣告版的客單價（訂閱+廣告收入）低於其他版本，但伴隨用戶高速增長，預計 2026 年廣告將成為更重要的收入來源。

### 公司將受益於生成式 AI

公司表示，儘管人工智慧對於創意的影響難以預測，歷史上技術的進步與娛樂行業向來是並駕齊驅（以動畫為例），因此生成式 AI 也將誕生新的創作者工具等應用，並轉化為更優質的內容。此外，我們認為公司也將在內容推薦、廣告分發以及內容成本 ROI 等方面受益於 AI。我們預計 23-26 年收入的複合增速為 14.4%，對應經營利潤率為 25.8%/26.6%/27.4%，EPS 的複合增速為 29.6%。

預計 23-26 年收入 CAGR 為 14.4%，EPS CAGR 為 29.6%

## 2024Q2 業績摘要及指引

2024Q2 業績摘要：Q1 淨增用戶 805 萬，平均訂閱費用同比增長 1%

**2024Q2 業績摘要：**收入同比增長 17%至 95.59 億美元，剔除匯兌影響後同比增長 22%，高於公司 16% 的指引。季度淨增用戶 805 萬，去年同期為 589 萬，全球總用戶數同比增長 16%至 2.78 億，超出市場預期。平均訂閱費用同比增長 1%，剔除匯兌影響後增長 5%，主要受阿根廷市場嚴重通脹以及比索兌美元的匯率貶值所影響。按市場排序，Q2 印度在用戶淨增長和收入增速中分別為第二和第三。新業務方面，廣告版用戶數持續擴大，付費用戶數環比增長 34%，新增用戶占廣告版所在地區的 45%，全球月活用戶數已達到 4,000 萬。

運營利潤同比增長 42%至 26.03 億美元，運營利潤率同比增加 4.9 個百分點至 27.2%，高於公司 26.6% 的指引。攤薄後 EPS 為 4.88 美元，去年同期為 3.29 美元，高於公司 4.68 美元的指引。運營現金流為 12.91 億美元，自由現金流為 12.13 億美元。本季度公司以 16 億美元回購了約 260 萬股（Q1 以 20 億美元回購了約 360 萬股），當前回購計畫仍有 50 億美元的額度。

**2024Q3 業績指引不及預期：**預計 2024Q3 收入將同比增長 14%至 97.27 億美元，剔除匯兌影響後將同比增長 19%，其中用戶增長將低於 2023Q3 的 876 萬，客單價基本持平。預計運營利潤率為 28.1%，攤薄後 EPS 為 5.10 美元。

2024 年指引：收入增長 14-15%，經營利潤率 26%

**再度上調 2024 年全年指引：**公司將 2024 年收入同比增速由 13-15%上調至 14-15%，由用戶增長和客單價雙輪驅動。公司再度上調全年運營利潤率至 26%，此前分別為 25%/24%，並預計未來幾年將持續提升。預計 24 年現金內容支出約為 170 億美元，自由現金流約為 60 億美元。

圖表 1: 總收入及同比增速 (百萬美元)



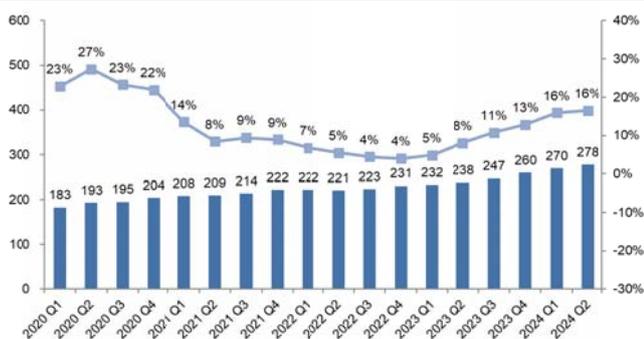
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 2: 淨利潤及同比增速 (百萬美元)



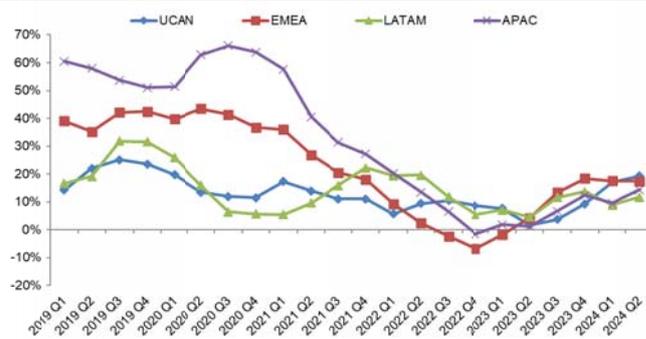
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 3: 流媒體付費用戶數 (百萬)



資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 4: 分地區收入同比增速



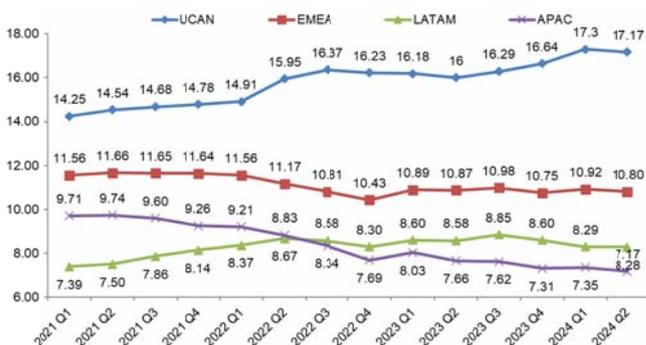
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 5: 月度 ARM 及同比增速 (美元)



資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 6: 分地區月度 ARM (美元)



資料來源: 公司資料, 第一上海整理

## 目標價 742.00 美元，買入評級

我們上調未來三年收入及盈利預測，預計 23-26 年收入的複合增速為 14.4%，對應經營利潤率為 25.8%/26.6%/27.4%，EPS 的複合增速為 29.6%。採用 DCF 法估值，假設 WACC 為 9.0%，長期增長率為 3.0%，求得目標價 742.00 美元，較當前股價有 16.7% 的上升空間，上調至買入評級。當前價格對應 24-26 年市盈率分別為 33/28/24 倍。

圖表 7：2021 年-2026 年盈利情況及預測

百万美元计除每股	2021	2022	2023	2024 E	2025 E	2026 E
总收入	29,698	31,616	33,723	39,326	45,057	50,530
经营利润	6,195	5,633	6,954	10,146	11,985	13,845
经营利润率	20.9%	17.8%	20.6%	25.8%	26.6%	27.4%
净利润	5,116	4,492	5,408	8,157	9,660	11,185
净利率	17.2%	14.2%	16.0%	20.7%	21.4%	22.1%
每股盈利	11.55	10.10	12.25	19.15	22.89	26.63

資料來源：公司資料，第一上海預測

圖表 8：DCF 估值模型

折現年限	高速成長期					穩定成長期					永續期
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
自由現金流增長率		33%	28%	24%	20%	15%	15%	10%	10%	5%	3%
自由現金流量	6,361	8,492	10,846	13,449	16,139	18,560	21,344	23,478	25,826	27,117	27,931
折合至2024年的現金流量	6,361	7,791	9,129	10,385	11,433	12,063	12,727	12,843	12,961	12,486	214,336
永續期折現值											479,479
基本参数：											
WACC	9.0%										
長期增長率	3.0%										
債券價值	0										
股數（百萬）	435										
公司價值計算											
現金流折現	322,514										
減：淨金融負債	(400)										
股本價值	322,914										
股數（百萬）	435										
DCF法之每股價值（美元）	742.00										
升值空間	16.7%										

資料來源：第一上海預測

## 風險因素

線上平臺競爭加劇

公司除了面臨流媒體競爭對手，還與有線電視、YouTube、TikTok 等短視頻和遊戲等應用爭奪消費者時間。激烈競爭可能負面影響公司用戶增長及盈利表現。

美元匯率波動

公司約 55% 的收入來自美國以外地區，並且占比持續增加，美元匯率的波動將會影響以美元計價的財務表現。如果近期美國降息，則對公司業績有可觀的正面影響。

GenAI 相關影響

隨著文生視頻模型 Sora 的推出，AI 應用的普及對公司而言機遇與挑戰並存。這類模型將降低視頻內容創作的門檻，可能將影響整體內容媒體行業的格局。另一方面，如 AI 在遊戲領域的降本增效，可能說明公司節約內容開支並大幅提升效率。

# 主要財務報表

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	39,326	45,057	50,530	盈利能力					
- 主营业务收入成本	19,168	19,715	21,629	24,556	27,286	毛利率 (%)	39.4%	41.5%	45.0%	45.5%	46.0%
毛利	12,447	14,008	17,697	20,501	23,244	经营利润率 (%)	17.8%	20.6%	25.8%	26.6%	27.4%
营业开支	6,814	7,054	7,551	8,516	9,399	净利率 (%)	14.2%	16.0%	20.7%	21.4%	22.1%
销售总务及管理开支	4,103	4,378	4,719	5,317	5,861	EBITDA 利润率	18.9%	21.7%	26.5%	27.2%	28.0%
研究和开发开支	2,711	2,676	2,831	3,199	3,537	营运表现					
营业利润	5,633	6,954	10,146	11,985	13,845	销售及管理费用/收入 (%)	13.0%	13.0%	12.0%	11.8%	11.6%
- 利息支出	(706)	(700)	(787)	(901)	(1,011)	研发和开发费用/收入 (%)	8.6%	7.9%	7.2%	7.1%	7.0%
- 营业外亏损净额	337	(49)	0	0	0	实际税率 (%)	14.7%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
税前利润	5,264	6,205	9,360	11,084	12,835	应付账款天数	14.4	13.1	13.0	13.0	13.0
- 所得税支出	772	797	1,203	1,424	1,649	财务状况					
净利润	4,492	5,408	8,157	9,660	11,185	总负债/总资产	57.2%	57.8%	55.6%	52.8%	50.7%
普通股股东所得净利润	4,492	5,408	8,157	9,660	11,185	收入/净资产	21.6%	26.3%	36.8%	38.3%	40.0%
折旧与摊销	337	357	272	289	307	经营性现金流/收入	17.8%	20.6%	25.8%	26.6%	27.4%
EBITDA	5,970	7,311	10,419	12,275	14,152	税前盈利对利息倍数	7.5	8.9	11.9	12.3	12.7
主营业务增长 (%)	6%	7%	17%	15%	12%						
EBITDA 增长 (%)	-7%	22%	43%	18%	15%						
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	5,678	7,170	9,016	+ 净利润	4,492	5,408	8,157	9,660	11,185
+ 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	(1,702)	(1,073)	(242)
总计流动资产	9,266	9,918	8,479	9,971	11,817	经营活动现金流量	2,026	7,274	6,727	8,876	11,250
+ 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	41,401	43,552	44,817	+ 其他投资活动	(1,669)	890	0	0	0
总资产	48,595	48,732	49,880	53,523	56,634	投资活动现金	(2,076)	542	(366)	(384)	(403)
+ 应付账款	672	747	793	956	988	+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 短期借款	0	400	400	400	400	+ 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	9,130	9,527	9,805	+ 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	(7,800)	(7,000)	(9,000)
总负债	27,817	28,144	27,742	28,274	28,695	融资所得现金	(664)	(5,951)	(7,800)	(7,000)	(9,000)
总股东权益	20,777	20,588	22,138	25,249	27,939	现金净增减	(885)	1,948	(1,439)	1,492	1,846
						现金剩余	5,171	7,119	5,680	7,172	9,018

資料來源：公司資料，第一上海預測

## 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。