

2024年09月02日

Netflix (NFLX.US)

首次覆盖

证券研究报告

软件与互联网

全球视频流媒体领导者，盈利提升前景明朗；首予买入

我们首次覆盖全球视频流媒体龙头奈飞，目标价 808 美元。我们预计 2024-2027 年总收入的年复合增速为 12.9%，其中流媒体增速为 8.7%，预计会员规模到 2027 年增至 3.4 亿，较目前有超 6,000 万增量空间；预计广告业务 2026 年的收入占比为 9%。我们看好公司的内容投入效率和利润率稳步提升前景，首予买入。

报告摘要

全球视频流媒体领导者：奈飞自 2007 年起转型视频流媒体，2013 年上线原创内容《纸牌屋》并取得成功，2015 年流媒体收入占比提升至 90%+，2016 年完成全面全球化，目前覆盖全球超 190 个国家。截至 2Q24，全球订阅会员规模 2.78 亿，领先于主要竞对 Disney+（1.5 亿）及 Amazon Prime Video（1.2 亿）。美国&加拿大之外市场的会员/收入占比 70%/55%，业务全球化程度高。

稳固的竞争壁垒：我们对分析各流媒体平台业务情况（图 74-图 88），奈飞订阅收入体量、内容投入效率、用户粘性等均领先竞对。目前原创内容对内容净资产的贡献为 60%+，单个会员的月度内容摊销成本约为 ARM 的 40%-50%，内容经济模型效率高。同时，推荐算法和用户洞察均是内容制作及分发的核心壁垒。

会员增长前景：我们预计 2025/2026/2027 年会员净增 1,860 万/1,580 万/1,700 万，预计到 2027 年期末会员规模增至 3.4 亿，主要增长动力来自：1) 全球有 5 亿可渗透付费有线电视家庭；2) 限制共享账号及额外登录付费的持续推进，广告套餐覆盖更广泛人群，体育直播加码拓展新用户群体；3) 内容投入加码，支撑稳定内容产出，原创内容及授权内容并行。我们预计欧洲及亚太地区将贡献主要会员增长，看好法国、西班牙、日本、韩国、印度市场潜力。

财务预测：公司管理层预计 2024 年收入增 14%-15%，我们预计 2024-2027 年总收入的年复合增速为 12.9%，其中流媒体收入增速为 8.7%，会员数增长是主要驱动，ARM 有低个位数提升空间；我们预计广告收入在 2026 年/2027 年对总收入的贡献为 9.4%/11.0%，广告套餐中长期的综合变现潜力有望与标准订阅套餐持平。利润侧，公司指引 2024 年经营利润率 26%，我们预计经营利润/净利润 2024-2027 年 CAGR 为 15%/16%，快于收入增速，利润率稳步提升前景明朗。

估值：鉴于订阅业务的高粘性及其稳定现金流特点，我们使用 10 年 DCF 估值，并使用相对估值法交叉验证。我们估算奈飞的股权价值为 3,466 亿美元（扣除净债务 73 亿美元），目标价 808 美元，对应 2024/2025 年市盈率 39.9 倍/32.6 倍，较现价有 15%提升空间，首次覆盖，给予买入评级。我们看好奈飞的内容投入产出效率、全球化与本地化协同、以及利润率提升的确定性。

风险：会员增长不及预期，竞争格局变动、原创内容成功率下降影响会员留存；广告业务进展不及预期；若业绩不及预期，估值回调概率较大，且波动幅度大。

财务预测

财年截止12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
收入(百万美元)	31,616	33,723	38,725	43,983	50,563	55,736
同比增长(%)	6.5%	6.7%	14.8%	13.6%	15.0%	10.2%
净利润(百万美元)	4,492	5,408	8,679	10,632	12,279	13,673
净利润率(%)	14.2%	16.0%	22.4%	24.2%	24.3%	24.5%
摊薄每股收益(美元)	10.0	12.0	19.4	20.2	23.3	25.9
市盈率(倍)	67.0	55.7	34.7	28.3	24.5	22.0
市销率(倍)	9.5	8.9	7.8	6.8	6.0	5.4
净资产收益率(%)	21.6%	26.3%	38.9%	42.0%	42.9%	43.4%

资料来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 买入

目标价格： 808 美元

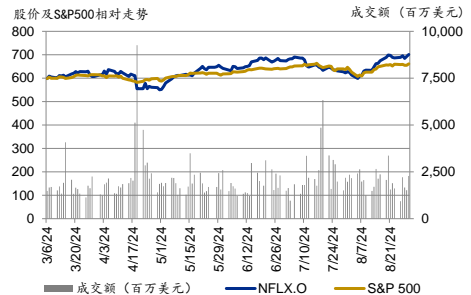
现价 (2024-08-30): 701.35 美元

总市值(百万美元)	300,995
流通市值(百万美元)	298,820
总股本(百万股)	429
流通股本(百万股)	426
12个月低/高(美元)	461.9/711.3
平均成交(百万美元)	2,111

股东结构

Vanguard	8.62%
BlackRock	7.36%
Capital Group	5.61%
其他	78.41%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.75	2.28	36.25
绝对收益	12.65	9.31	61.35

数据来源：公司资料，彭博，万得

王婷

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

投资亮点

全球视频流媒体的开创者及领导者。截止 2Q24，奈飞全球会员规模 2.78 亿，其中 EMEA（欧洲&中东&非洲）为 9,400 万（占比 34%）、美国&加拿大为 8,400 万（占比 30%）、亚太 5,000 万（占比 18.1%）、拉美 4,900 万（占比 17.7%）。订阅会员规模领先于主要竞争对手：Disney+（1.5 亿）、Amazon Prime Video（1.2 亿）、Max（1.0 亿）、Paramount+（6,800 万）。奈飞业务覆盖全球超 190 个国家/地区，国际会员占比 70%，贡献流媒体收入的 55%，国际化程度高于竞对。

流媒体竞争格局：奈飞是观看份额第一的独立专业流媒体平台。流媒体在美国的订阅家庭数在 2019 年超过有线电视，2022 年成为美国电视总观看份额最高的品类，预计 2024 年流媒体将实现收入规模超过有线电视。流媒体市场玩家可分为三类：1) 独立专业型流媒体平台：奈飞，也是流媒体开创者和领导者；2) 科技公司布局流媒体：亚马逊、苹果、谷歌为代表，布局流媒体主要从生态角度考虑，如亚马逊把流媒体纳入平台 Prime 会员权益，苹果更多是为增加用户屏幕时间；3) 大型传媒娱乐公司/有线电视转型流媒体：迪士尼、派拉蒙。美国流媒体竞争激烈，奈飞是份额第一独立专业流媒体平台。同时我们看到各平台的内容布局呈差异化特点，广告模式和订阅模式逐渐融合，平台间探索绑定套餐。

我们对内容护城河的理解：我们从内容现金投入、投入产出效率、内容推荐、用户粘性角度看奈飞内容的护城河。1) 现金投入：预计 2024 年内容现金投入 170 亿美元，占收入的 44%，现金投入稳步提升。2) 原创内容：原创内容资产净值占比已提升至 60%，原创内容质量领先，原创剧集合计共获 184 项艾美奖，29 项金球奖、22 项奥斯卡奖（JustWatch）。我们观察到，单个会员的平均内容摊销成本较为稳定，约为 4.5-5.5 美元/月，约为月度 ARM 的 40%-50%，内容投入效率高于竞对。3) 单个会员的日均观看时长约为 2 小时，高于竞对，超 80% 的观看份额来自推荐算法，深刻的用户洞察对原创内容制作及个性化推荐有飞轮效应。此外，游戏、体育直播布局加码，进一步丰富内容生态，提升用户粘性。

会员增长前景：预计到 2027 年会员 3.4 亿，较目前有超 6,000 万增量空间。我们预计 2024 年全年会员净增 2,760 万，1-2 季度已增 930 万/800 万，下半年有望增超 1,000 万。3 季度热门剧集新赛季上线，4 季度将会受到圣诞节 NFL 体育直播的带动。我们预计 2025/2026/2027 年会员增长 1,860 万/1,580 万/1,700 万，到 2027 年期末会员增至 3.4 亿，**主要增长动力来自：**1) 内容投入支撑稳定内容产出，原创内容及授权内容并行；2) 广告套餐的渗透率提升，基本套餐向会员套餐转换；3) 限制共享账号及额外登录付费的持续推进。**分区域看**，我们预计 EMEA 及亚太地区将会贡献最主要的会员增长。预计 2024/2025 年 EMEA 地区会员增 800 万/640 万，预计亚太地区增 850 万/490 万，主要考虑：a) EMEA 地区限制贡献账号后会员增长潜力。b) 亚太地区基础套餐向广告套餐的转化、韩国、日本、印度市场的潜力。我们仍为会员增长对收入的拉动作用将会强于 ARM 提升。

广告潜力测算：根据 2Q24 公司管理层指引，预计 2025 年公司的广告套餐费 MAU 将会达到一定规模，广告变现能力将会在 2026 年开始贡献可观增量。我们估算，到 2026 年，广告套餐的变现潜力（广告收入+订阅月费）约为标准套餐的 8 成，中长期有望持平；预计 2026 年/2027 年广告收入 47 亿美元/62 亿美元，对总收入的贡献约为 9.4%/11.0%。

财务预测：公司指引 2024 年全年收入同比增 14%-15%，我们基于订阅收入=平均会员×ARM，预计流媒体收入在 2024-2027 年的收入 CAGR 为 8.7%，到 2027 年达 496 亿美元。利润层面，公司指引 2024 年的经营利润率为 26%，鉴于公司战略上更加关注利润的逐步释放，我们预计公司的经营利润和净利润增速将会快于收入增速，利润率呈稳步提升态势。预计 2024-2027 年的经营利润 CAGR 为 15.4%，对应的经营利润率提升至 28%，预计 2024-2027 年净利润 CAGR 为 16.4%，到 2027 年净利润率提升至 24.5%。

目录

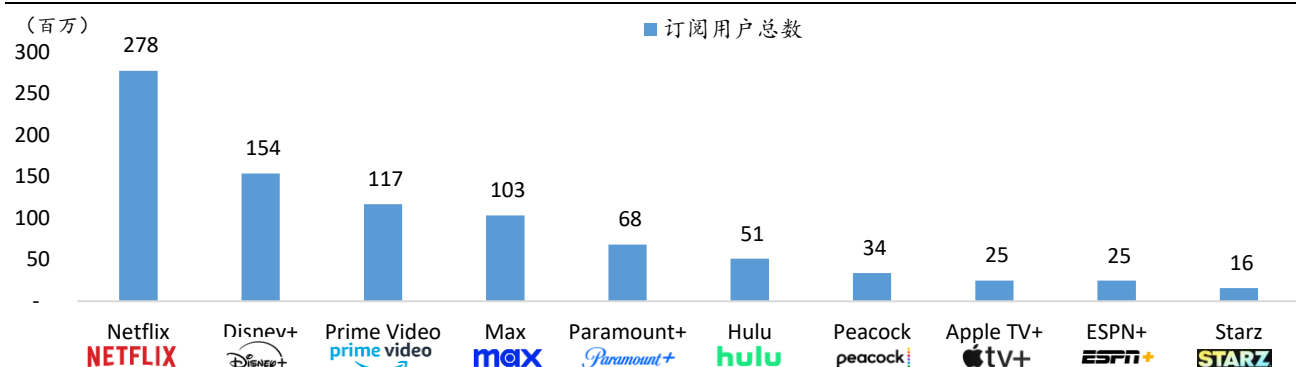
投资亮点	2
一、Netflix 业务概览	4
二、订阅会员增长驱动因素分析	8
三、美国及全球视频流媒体行业概览	21
四、主要流媒体平台对比分析	34
五、探讨奈飞内容护城河有多高	39
六、财务预测	44
七、估值	47
八、风险提示	49

一、Netflix 业务概览

全球视频流媒体开创者及领导者

奈飞是全球视频流媒体的开创者及领导者。奈飞 (Netflix) 成立于 1997 年，业务起家于 DVD 邮递租赁服务，2002 年 5 月在纳斯达克上市。自 2007 年起，奈飞开创视频流媒体服务，2010 年订阅用户通过流媒体观看的内容超过 DVD，流媒体收入占比持续提升，到 2015 年提升至 90%。2016 年，奈飞全面启动全球化战略，在全球 130 个国家/地区上线。目前，奈飞业务覆盖超 190 个国家/地区，提供超 60 种语言内容。截止 2024 年 2 季度，全球订阅会员 2.78 亿，为全球订阅用户规模最大的流媒体平台，对比 Disney+ (1.54 亿)、Amazon Prime Video (1.17 亿)、Max (1.0 亿)。若假设每个账号的观看人次是 2 人，奈飞全球用户超 5 亿人。

图表 1: 奈飞是全球订阅用户数领先的流媒体平台

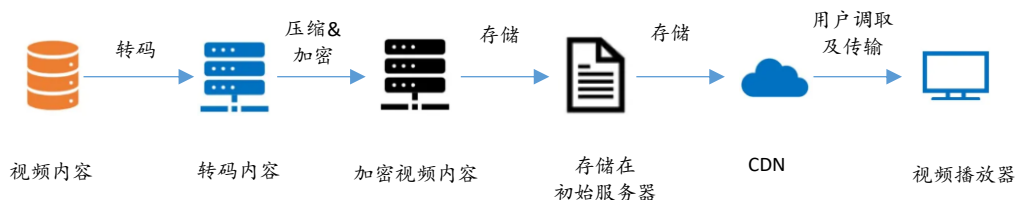


资料来源:公司资料, eMarketer, Digital Trend, Sci-tech, 安信国际 (注: Apple TV+为 Digital Trend 估计数, Prime Video 为 Sci-tech 估算数, 其他为截止 2Q24 最新披露)

首先回答什么是流媒体服务 (Streaming)

流媒体服务即通过互联网技术将连续的视频内容经过转码、压缩、加密处理后，存储至网站服务器，用户调取时，通过互联网传输至用户的电脑、手机、平板电脑、智能 TV 等连网终端设备。根据传输的内容为音频、视频等区分为视频流媒体、音频流媒体。视频流媒体 (Video Streaming)，也即在线视频服务，用户可从平台的剧集及电影库中自由选择内容，随时开启在线播放、暂停、倍速等，而无需提前下载内容到本地终端。流媒体技术是随着互联网技术发展而兴起，是继广播电视、有线电视之后的主流内容传输形式，奈飞是这一模式的开创者。我们将在行业概述部分环节详细分析视频流媒体的商业模式、美国及全球竞争格局、及我们观察到的行业趋势。

图表 2: 视频流媒体技术及传输路径



资料来源:公开资料, 安信国际

会员订阅为主要商业模式。当前公司的商业模式为流媒体服务的会员订阅收费，2023 年占总收入的 99.8%（2023 年 9 月起终止 DVD 业务）。公司在 2021 年起逐渐拓展游戏、电商、广告业务。目前游戏及电商的布局更多为生态布局，广告的战略地位逐渐提升，管理层指引预计将在 2026 年起成为收入增长的动力。我们将在下文重点讨论会员增长动力及前景、行业竞争趋势、及中长期的广告业务前景。

流媒体业务全球布局。2023 年，奈飞全球流媒体收入为 336 亿美元，其中美国&加拿大收入为 149 亿美元（占比 44%）、EMEA 收入为 106 亿美元（占比 31%）、拉美为 44 亿美元（占比 13%）、亚太为 38 亿美元（占比 11%）。从会员分布角度看，美国&加拿大市场会员占比为 31%，69%会员来自其他国际市场。公司的业务全球布局，国际市场的会员增量将会是未来主要增长驱动。

图表 3: 全球流媒体收入及会员分布

百万美元, 百万	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球流媒体							
流媒体收入	11,242	15,429	19,859	24,757	29,515	31,470	33,640
同比		37%	29%	25%	19%	7%	7%
期末会员数	111	139	167	204	222	231	260
同比		26%	20%	22%	9%	4%	13%
会员净增		28.6	27.8	36.6	18.2	8.9	29.5
美国&加拿大							
收入	6,661	8,282	10,051	11,455	12,972	14,085	14,874
同比		24%	21%	14%	13%	9%	6%
占比	59%	54%	51%	46%	44%	45%	44%
付费会员增量	5.5	6.3	2.9	6.3	1.3	-0.9	5.8
期末付费会员	58.4	64.8	67.7	73.9	75.2	74.3	80.1
同比		11%	4%	9%	2%	-1%	8%
占比	53%	47%	40%	36%	34%	32%	31%
ARPPU (美元)	10.0	11.2	12.6	13.3	14.6	15.9	16.3
同比		11%	12%	6%	9%	9%	3%
同比 (一致货币)		11%	12%	6%	9%	9%	3%
欧洲&中东&非洲							
收入	2,363	3,964	5,543	7,772	9,700	9,745	10,556
同比		68%	40%	40%	25%	0%	8%
占比	21%	26%	28%	31%	33%	31%	31%
付费会员增量	8.2	11.8	14.0	14.9	7.3	2.7	12.1
期末付费会员	26	38	52	67	74	77	89
同比		45%	37%	29%	11%	4%	16%
占比	24%	27%	31%	33%	33%	33%	34%
ARPPU (美元)	9.2	10.5	10.3	10.7	11.6	11.0	10.9
同比		7%	14%	-1%	4%	8%	-6%
同比 (一致货币)		8%	9%	4%	3%	4%	6%
拉美							
收入	1,643	2,238	2,795	3,157	3,577	4,070	4,446
同比		36%	25%	13%	13%	14%	9%
占比	15%	15%	14%	13%	12%	13%	13%
付费会员增量	5.5	6.4	5.3	6.1	2.4	1.7	4.3
期末付费会员	20	26	31	38	40	42	46
同比		32%	20%	19%	6%	4%	10%
占比	18%	19%	19%	18%	18%	18%	18%
ARPPU (美元)	8.1	8.2	8.2	7.5	7.7	8.5	8.7
同比		17%	1%	0%	-9%	4%	10%
同比 (一致货币)		15%	13%	13%	8%	8%	10%
亚太							
收入	576	946	1,470	2,372	3,267	3,570	3,764
同比		64%	55%	61%	38%	9%	5%
占比	5%	6%	7%	10%	11%	11%	11%
付费会员增量	2.4	4.1	5.6	9.3	7.1	5.4	7.3
期末付费会员	7	11	16	25	33	38	45
同比		63%	53%	57%	28%	17%	19%
占比	6%	8%	10%	13%	15%	16%	17%
ARPPU (美元)	9.1	9.3	9.2	9.1	9.6	8.5	7.6
同比		6%	2%	-1%	-1%	5%	-10%
同比 (一致货币)		4%	3%	3%	-1%	2%	-6%

资料来源:公司资料, 安信国际

奈飞发展历程：创新刻进基因

回顾奈飞发展历程，我们认为公司的发展重要节点有：1) 前瞻布局流媒体业务：公司在 2007 年率先推出视频流媒体服务；2) 全面的全球化战略：2010 年开启全球化，并在 2016 年全面实现全球化布局，拓展全球娱乐消费用户；3) 原创及本地化内容：充分发挥积累的用户数据洞察、人才及资金优势，创作独家内容，开创剧集播放模式等，构建起业务核心壁垒。我们观察到，支撑奈飞业务发展的重要能力是公司的创新基因及用户服务能力，体现在内容、产品、战略等。

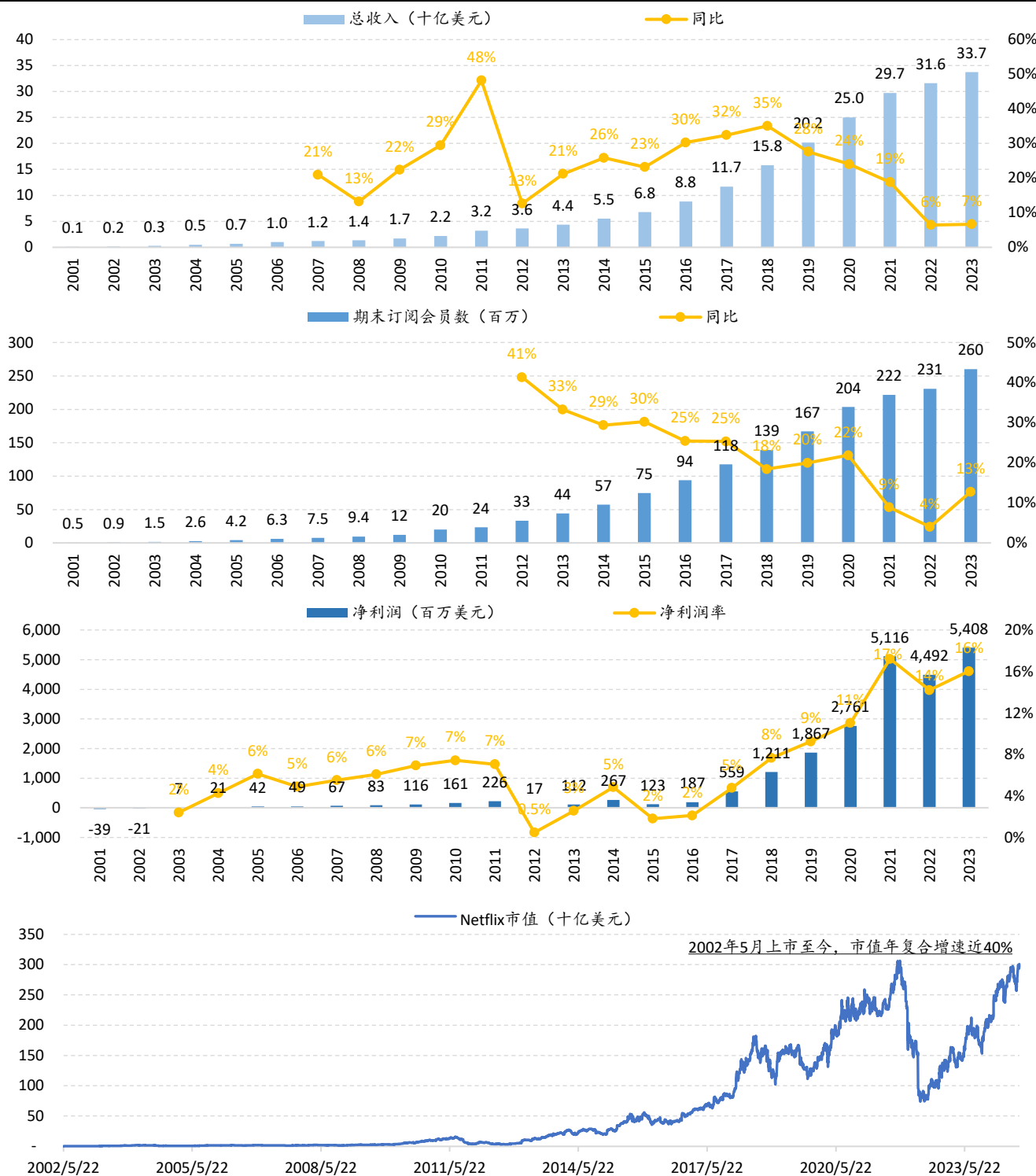
1997-2006 年：线上 DVD 租赁起家，以订阅模式差异化竞争。奈飞成立于 1997 年，创始人 Reed Hastings。最初业务模式为 DVD 邮递租赁，1998 年 4 月上线 Netflix 网站，方便用户高效选择影片内容，并使用算法为用户提供个性化推荐。1999 年 9 月公司推出订阅模式，月度订阅费为 19.95 美元（2000 年 2 月起），用户订阅后可自由选择观看内容，奈飞将 DVD 邮递到家，用户可同时保有 4 张在看 DVD 影碟，观看完毕后邮寄回奈飞，往返邮递费均由奈飞承担。相较于当时的主要竞争对手百视达（Blockbuster）的线下门店运营的 DVD 租赁模式，奈飞订阅模式不按单次租赁收费，用户可观看的 DVD 无数量限制，且无逾期费用，极大提升了用户体验，用户退订率维持在 5% 以下。1999 年至 2003 年期间，奈飞订阅用户净增约 100 万人，支撑同期公司收入的高速增长（年复合增速 171%），并在 2003 年首次实现净利润，扭亏为盈。

2007-2011 年：精准把握趋势，向视频流媒体成功转型。2007 年，奈飞推出视频流媒体服务，作为 DVD 观看的补充方式，当时的订阅会员计划同时覆盖 DVD 及流媒体。2008 年，流媒体内容约为 1.2 万部，对比 DVD 内容为 10 万部，仅为后者的 12%。随着互联网的发展向家庭娱乐场景渗透，更多版权方在流媒体分发内容，流媒体的用户规模发展迅速。2010 年，通过流媒体观看剧集及电影的订阅会员超过 DVD 用户，公司整体订阅用户突破 2,000 万人。2011 年 7 月起，奈飞开始区分仅 DVD 会员、及流媒体会员，2011 年，90% 的订阅用户为流媒体会员，用户全面向流媒体会员转变。

2011-2016 年：国际化布局，打开订阅会员增长天花板。2010 年 9 月，奈飞在加拿大上线流媒体服务，开启国际化业务拓展。2011 年 9 月，奈飞流媒体服务拓展至拉丁美洲和加勒比海地区，并在 2012 年 1 月拓展至英国和爱尔兰。2012-2014 年国际布局主要为拓展欧洲市场，2015 年新增澳洲及日本，2016 年在除中国及俄罗斯之外的全球 130 个国家/地区大规模上线，正式升级为全球范围运营的流媒体平台。2016 年，奈飞的国际订阅用户数为 4,100 万，2017 年 3 季度，国际流媒体会员规模首次超过美国会员，整体流媒体会员突破 1 亿人。

2017-至今：加码原创内容，构建内容壁垒，巩固领先地位。奈飞在 2013 年推出 3 部原创内容（《纸牌屋》、《女子监狱》、《铁杉树丛》），开启进军原创剧集，并凭借稳定的爆款内容输出，吸引新会员及巩固会员留存率。目前美国内容库中原创：授权内容占比约为 60%：40%，在过去 10 年，奈飞的原创内容数量从 2015 年的 59 部增加至超 4,000 部。原创内容对会员增长、收入提振、和利润率释放均有重要作用。

图 4: 奈飞发展概览: 订阅用户数增长驱动收入增长是其商业模式本质; 流媒体转型、全球化战略、自制内容是公司发展历程中的重要战略节点; 2002 年上市至今市值年复合增速近 40%

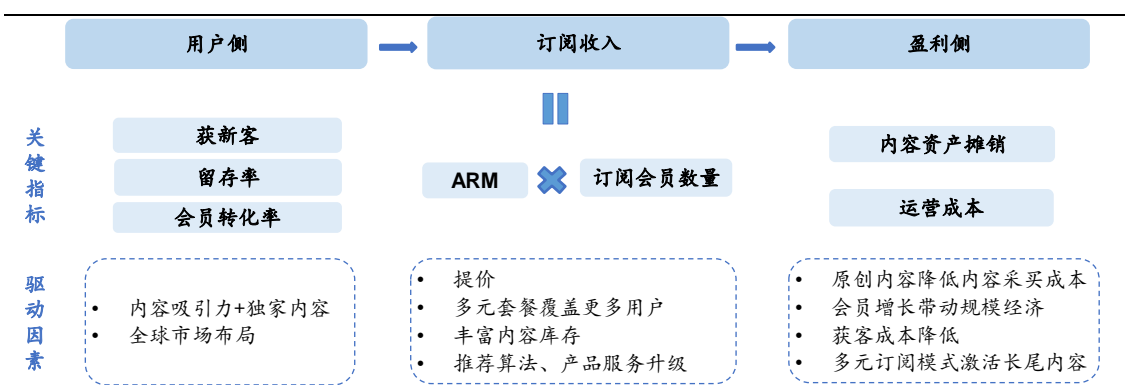


资料来源: 公司资料, 彭博, 安信国际 (注: 1. 期末订阅会员数中, 2001年至2010年为DVD+流媒体订阅用户数, 2011年之后仅包含流媒体订阅用户数。2. 市值截至2024年8月30日收盘价)

二、订阅会员增长驱动因素分析

会员规模及 ARM 是订阅收入的核心驱动。目前奈飞的收入几乎全部来自订阅收入，订阅收入=订阅会员数量×ARM（Average Revenue Per Membership）。在会员规模侧，增长驱动主要来自 1) 内容：独家、原创、有吸引力的内容，以及内容的稳定上节奏，2) 全球布局触达更广泛用户，3) 多元套餐覆盖不同支付意愿用户。ARM 侧的提价依据主要是内容竞争力、产品服务升级、及行业范围提价趋势。在盈利侧，内容摊销成本、内容现金投入是关键因素，同时会员增长带动的边际成本递减也是盈利改善的重要因素。因此，我们主要讨论内容战略、全球化布局、及广告策略。

图表 5: 奈飞订阅模式商业模式



资料来源：公司资料，安信国际

订阅会员增长的驱动因素是什么？

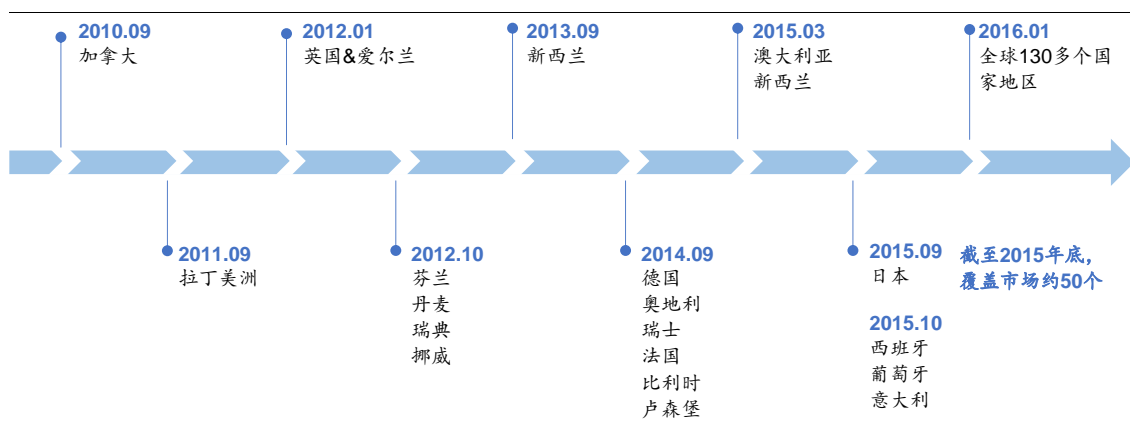
奈飞订阅会员总数从 2014 年的 5,400 万增加至 2Q24 的 2.78 亿，我们认为主要驱动主要来自：

- 1) **全球化布局，打开新增天花板。**奈飞用六年时间（2011-2016 年）循序渐进完成全球布局，在产品、内容、营销等方面实现全面本地化，全球化与本地化结合，在 2016-2019 年期间，国际流媒体会员的年度净增为 1,375 万、1,665 万、2,294 万、2,527 万，为同期美国流媒体会员净增的 3.1 倍、3.4 倍、4.0 倍、9.9 倍。
- 2) **原创内容布局，构建内容护城河。**奈飞 2018 年在全球 17 个国家制作原创内容，目前已在全球超 50 个国家制作原创内容。原创内容注重效率驱动。在原创内容创作环节，发挥平台多年累积的用户行为数据，深入洞察并推测当前时点用户偏好的故事、演员、导演等，融入剧集创作。据 What's on Netflix 数据，截止 2024 年 5 月，奈飞美国市场的内容数量为 7,108 部，其中原创内容 4,100 部，原创内容占比约为 58%。
- 3) **限制共享账户+以广告套餐替代基本套餐。**奈飞自 2022 年 7 月开始在拉美市场陆续限制共享账户登录，套餐外非家庭成员登录需额外付费。2023 年 2 月，限制举措拓展至加拿大、新西兰、葡萄牙、西班牙四国，并在 2023 年 5 月，开始在美国及全球超 100 个市场全面推行限制共享账户。奈飞估计，全球约有超 1 亿家庭共享账户。限制贡献账户之后，这 1 亿家庭中的大多数将陆续转化为订阅会员。

➤ 驱动一：全球化布局：打开业务增长天花板

六年时间循序渐进实现全球化。奈飞的全球化阶段可分为 3 个阶段：**1) 加拿大试水**：2010 年 9 月在加拿大市场上线流媒体服务，加拿大为英文语言市场，在文化上也和美国市场的相似度较高，适合作为国际布局第一站，积累一定的运营经验。**2) 欧洲&亚太**：自 2011 年 1 月开始在拉丁美洲市场上线，2012 年开始拓展欧洲市场，先后进入英国、北欧、德国等地区和国家，2015 年在澳洲、日本等上线，截止 2015 年底，覆盖的国际市场约 50 个。这个阶段，市场拓展至非英语地区，但主要为发达国际和地区，考虑互联网宽带的普及率、文化习惯等。在业务层面也和当地的内容生产方达成合作，投资本地内容，洞察用户喜好，优化推荐算法。**3) 全球化**：2016 年 1 月，奈飞在全球 130 多个国家地区上线（除中国大陆、朝鲜、叙利亚），历经约 7 年时间，循序渐进实现全面全球化。公司持续在播放设备、支付、交互、推荐算法等方面精进用户体验，并与当地的内容、支付、设备厂商合作。

图表 6：奈飞流媒体业务全球上线进展



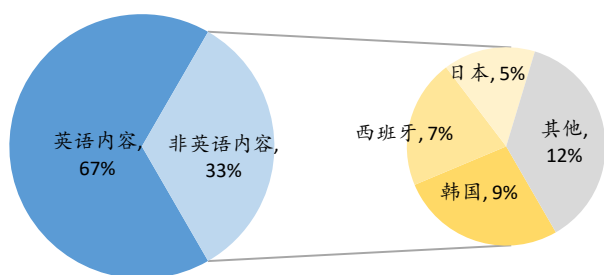
资料来源:公司资料, 安信国际

产品、内容、营销的全面本地化策略。奈飞全球化布局的核心是本地化策略，基于对本地文化、用户喜好的理解，在产品、服务、营销等各个环节的本地化。1) 语言：通过专业翻译团队，提供超 60 种语言字幕或配音；2) 内容：采买和投资本地内容剧集，并优化推荐算法；3) 产品：理解本地文化及用户偏好，在产品的用户交互界面做调整；3) 营销：联合本地运营商推出绑定套餐，有效触达潜在用户。

本地内容的全球化。奈飞在投资本地内容时，除满足当地市场的用户需求之外，内容的投入也注重本地内容的全球化，比如 2021 年上线的制作于韩国的惊悚悬疑片《鱿鱼游戏》，在全球 94 个国家取得峰值收视第一的成绩。据奈飞披露，2023 年下半年，非英语内容（剧集+电影）的观看份额约为平台总份额的 1/3，其中来自韩国、西班牙、日本的内容为 TOP3 观看份额，约占平台总体份额的 9%、7%、5%；区域内上线的内容贡献 51%/48% 的观看人次/时长。

图表 7：非英语内容的观看份额占比约 1/3

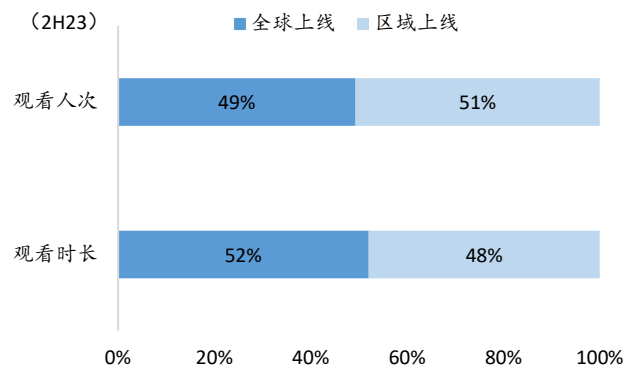
(2H23)



资料来源:Netflix Engagement Report, 安信国际

图表 8：奈飞区域上线内容贡献 48% 观看时长

(2H23)



资料来源:Netflix Engagement Report, 安信国际

本地内容的全球潜力已被验证。据奈飞官网数据，以上线后 91 天的收视表现 TOP10 剧集及电影看，1) 剧集：非英语剧集《鱿鱼游戏：第一季》的日均观看人次为 290 万，较英语剧集排名第一的《星期三：第一季》高 5%，日均观看时长为 2,420 万小时，较《星期三：第一季》高 28%，为奈飞收视表现最好的剧集，验证非英语地区的内容的全球化潜力。TOP10 非英语剧集的平均观看人次约为英文剧集（美剧为主）的 77%。2) 电影：非英语电影收视第一的《山怪巨魔》为挪威制作内容，上线 91 天的累计观影人次超过 1 亿人次，TOP10 非英语电影的平均观影人次为 7,600 万。我们认为，非英语剧集及电影的内容取得全球成功的因素来自奈飞优异的内容生产能力，在编剧、拍摄、后期、上映全流程具备完整高效的方法论。

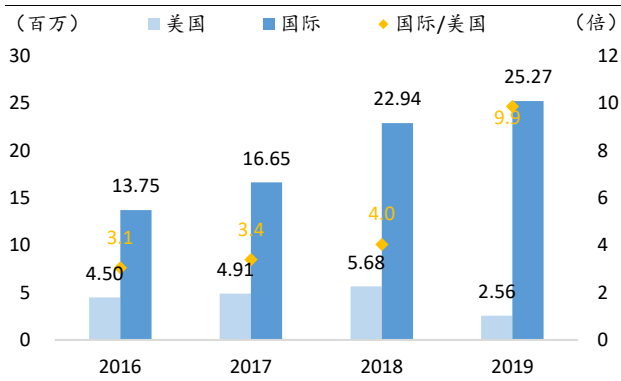
图表 9: 奈飞 TOP10 剧集及电影表现（按上线后 91 天收视表现）：非英语剧集内容主要来自韩国、西班牙、法国，爆款剧集与美剧爆款热度相当，验证本地内容全球化策略

上线时间	制片国家	名称 (中文名)	名称 (英文名)	上线后91天 观看时长 (百万小时)	日均观看时长 (百万小时)	上线后91天 观看人次 (百万)	日均观看人次 (百万小时)	剧集时长 (小时)
剧集 (非英语)								
2021/9/17	韩国	鱿鱼游戏：第一季	Squid Game: Season 1	2,205	24.2	265	2.9	8.3
2020/4/3	西班牙	纸钞屋：第四季	Money Heist: Part 4	710	7.8	106	1.2	6.7
2021/1/8	法国	亚森·罗宾：第一季	Lupin: Part 1	396	4.4	100	1.1	4.0
2021/9/3	西班牙	纸钞屋：第五季	Money Heist: Part 5	901	9.9	99	1.1	9.1
2019/7/19	西班牙	纸钞屋：第三季	Money Heist: Part 3	520	5.7	80	0.9	6.5
2021/6/11	法国	亚森·罗宾：第二季	Lupin: Part 2	259	2.8	68	0.8	3.8
2021/3/24	墨西哥	谁杀了萨拉：第一季	Who Killed Sara?: Season 1	392	4.3	58	0.6	6.7
2023/12/29	西班牙	柏林：第一季	Berlin: Season 1	373	4.1	57	0.6	6.6
2022/1/28	韩国	僵尸校园：第一季	All of Us Are Dead: Season 1	679	7.5	56	0.6	12.2
2023/9/7	德国	亲爱的孩子	Dear Child: Limited Series	245	2.7	51	0.6	4.8
		平均		668	7.3	94	1.0	6.9
剧集 (英语)								
2022/5/27	美国	星期三：第一季	Wednesday: Season 1	1,719	18.9	252	2.8	6.8
2022/9/21	美国	怪奇物语：第四季	Stranger Things 4	1,838	20.2	141	1.5	13.1
2020/12/25	美国	怪物：杰夫瑞·达莫故事	DAHMER: Monster: The Jeffrey Dahmer Stor	1,031	11.3	116	1.3	8.9
2020/10/23	美国	布里奇顿：第一季	Bridgerton: Season 1	929	10.2	113	1.2	8.2
2020/10/23	美国	后翼弃兵	The Queen's Gambit: Limited Series	746	8.2	113	1.2	6.6
2023/3/23	美国	布里奇顿：第三季	Bridgerton: Season 3	822	9.0	103	1.1	8.0
2024/1/1	美国	暗夜情报员：第三季	The Night Agent: Season 1	803	8.8	98	1.1	8.2
2019/7/4	英国	骗我一次	Fool Me Once: Limited Series	630	6.9	98	1.1	6.4
2019/7/4	美国	怪奇物语：第三季	Stranger Things 3	716	7.9	95	1.0	7.6
2022/3/25	美国	布里奇顿：第二季	Bridgerton: Season 2	797	8.8	94	1.0	8.5
		平均		1,003	11.0	122	1.3	8.2
电影 (非英文)								
2022/12/1	挪威	山怪巨魔	Troll	179	2.0	103	1.1	1.7
2023/9/9	西班牙	绝境盟约	Society of the Snow	240	2.6	99	1.1	2.4
2024/6/5	法国	巴黎深渊	Under Paris	168	1.8	97	1.1	1.7
2023/9/29	西班牙	无处逢生	Nowhere	156	1.7	86	0.9	1.8
2019/9/6	西班牙	饥饿站台	The Platform	130	1.4	83	0.9	1.6
2022/2/4	西班牙	隔窗恋爱	Through My Window	116	1.3	61	0.7	1.9
2023/4/28	法国	千面特务	AKA	126	1.4	61	0.7	2.1
2021/7/24	德国	血色天劫	Blood Red Sky	125	1.4	61	0.7	2.1
2022/11/30	意大利	以复仇为名	My Name Is Vendetta	87	1.0	56	0.6	1.5
2022/2/3	瑞典	黑蟹行动	Black Crab	103	1.1	54	0.6	1.9
		平均		143	1.6	76	0.8	1.9
电影 (英文)								
2021/11/12	美国	红色通缉令	Red Notice	454	5.0	231	2.5	2.0
2021/12/10	美国	不要抬头	Don't Look Up	409	4.5	171	1.9	2.4
2022/3/11	美国	亚当计划	The Adam Project	281	3.1	158	1.7	1.8
2018/12/13	美国	蒙上你的眼	Bird Box	325	3.6	157	1.7	2.1
2023/10/25	美国	断网假期	Leave the World Behind	339	3.7	143	1.6	2.4
2022/7/22	美国	灰影人	The Gray Man	300	3.3	139	1.5	2.2
2024/3/8	美国	少女斗恶龙	Damsel	253	2.8	138	1.5	1.8
2020/12/25	美国	全民小英雄	We Can Be Heroes	231	2.5	137	1.5	1.7
2023/5/12	美国	母亲本色	The Mother	266	2.9	136	1.5	2.0
2022/12/23	美国	利刃出鞘	Glass Onion: A Knives Out Mystery	320	3.5	136	1.5	2.4
		平均		318	3.5	155	1.7	2.1

资料来源:Netflix 官网, 安信国际

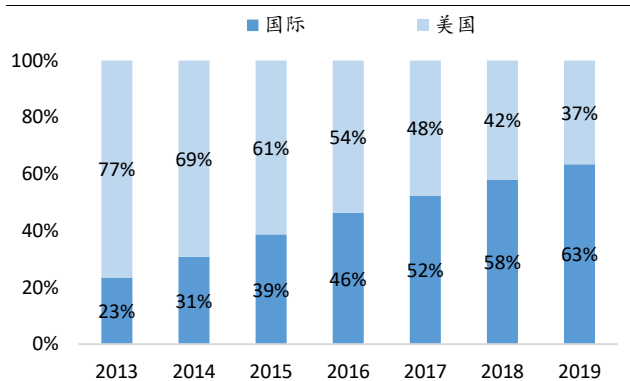
国际化对流媒体会员的提振作用明显。2017年3季度，国际流媒体的期末订阅会员数达5783万，首次超过美国市场流媒体会员数，并在2018年2季度，实现国际流媒体收入超过美国市场。在2016-2019年期间，国际流媒体会员的年度净增为1,375万、1,665万、2,294万、2,527万，为同期美国流媒体会员净增的3.1倍、3.4倍、4.0倍、9.9倍，在2019年末，国际流媒体会员数突破1亿人次，占公司整体会员的63%，国际布局对公司整体会员增长有显著提振作用。

图表 10: 流媒体会员净增: 国际显著大于美国



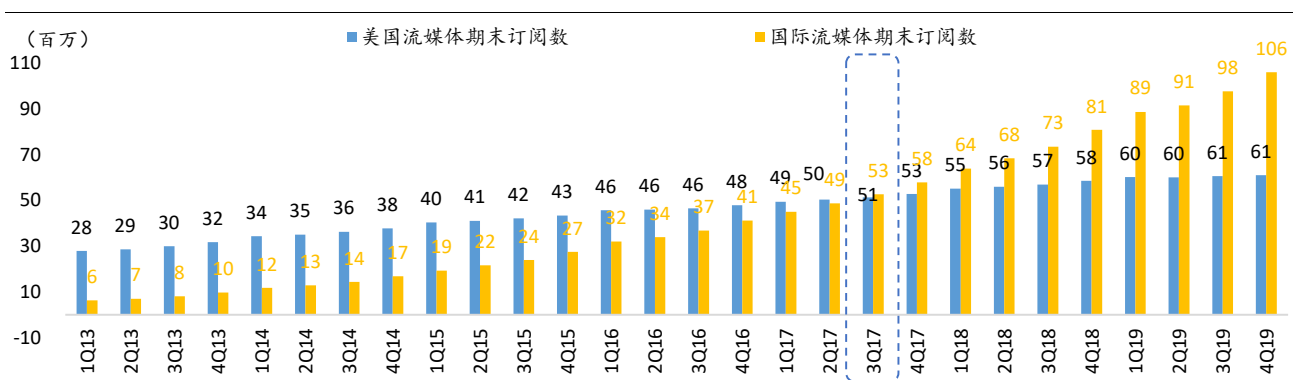
资料来源:公司资料, 安信国际

图表 11: 国际会员占比逐渐提升



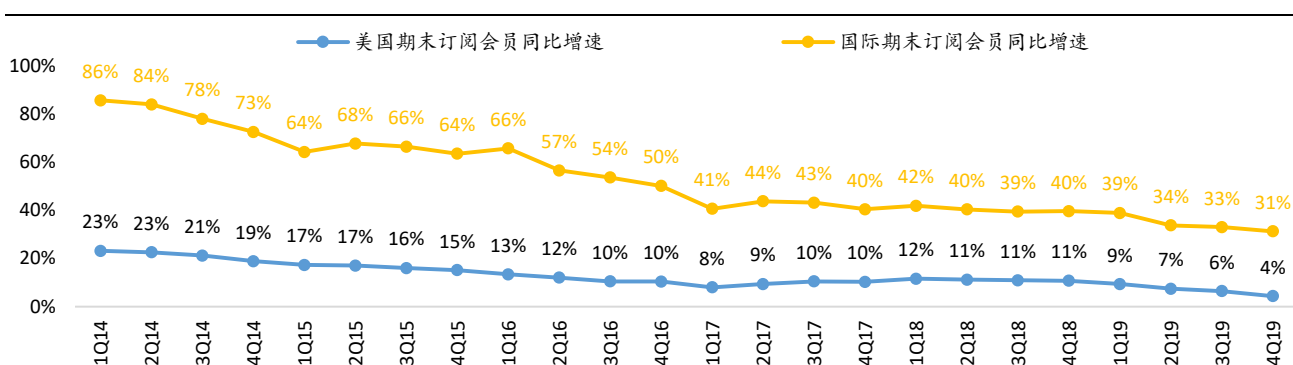
资料来源:公司资料, 安信国际

图表 12: 2017年3季度, 国际流媒体期末会员数量超过美国市场



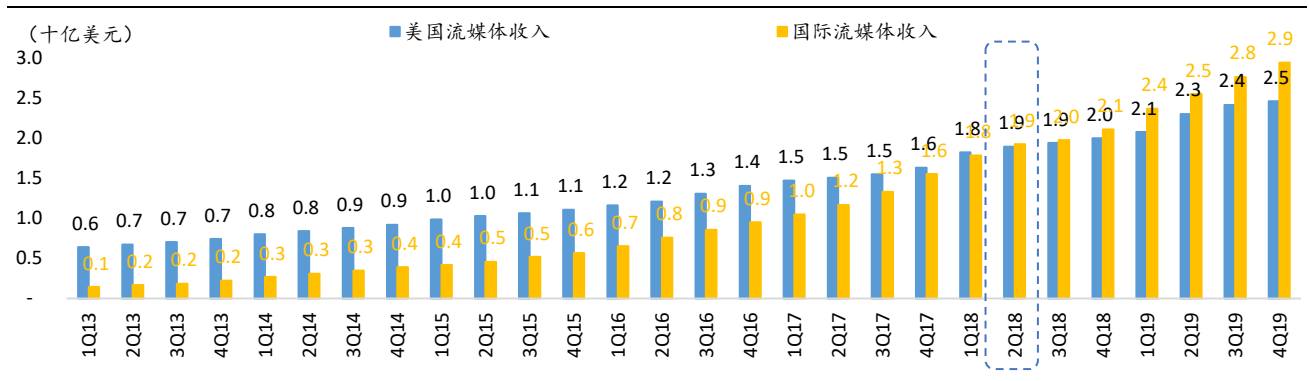
资料来源:公司资料, 安信国际

图表 13: 国际流媒体期末会员同比增速持续快于美国市场



资料来源:公司资料, 安信国际

图表 14: 2018 年 2 季度，国际流媒体收入超过美国市场



资料来源:公司资料, 安信国际

图表 15: 国际 vs. 美国流媒体业务表现: 国际流媒体业务 2018 年实现贡献利润率转正

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
国际流媒体							
收入	712	1,308	1,953	3,211	5,089	7,782	10,616
同比		84%	49%	64%	58%	53%	36%
占流媒体收入比		28%	32%	39%	45%	50%	53%
营业成本	782	1,154	1,780	3,043	4,360	5,776	7,450
营销费用	204	314	506	685	833	1,344	1,589
贡献利润	-274	-160	-333	-516	-103	662	1,577
贡献利润率	-38.5%	-12.2%	-17.1%	-16.1%	-2.0%	8.5%	14.9%
美国流媒体							
收入	2,751	3,431	4,180	5,077	6,153	7,647	9,243
同比		25%	22%	21%	21%	24%	21%
占流媒体收入比		72%	68%	61%	55%	50%	47%
营业成本	1,863	2,202	2,487	2,952	3,471	4,038	4,867
营销费用	265	293	318	413	604	1,025	1,063
贡献利润	623	936	1,376	1,712	2,078	2,583	3,313
同比		50%	47%	24%	21%	24%	28%
贡献利润率	22.6%	27.3%	32.9%	33.7%	33.8%	33.8%	35.8%
流媒体合计							
收入	3,464	4,739	6,134	8,288	11,242	15,429	19,859
同比		37%	29%	35%	36%	37%	29%
营业成本	2,646	3,356	4,268	5,995	7,830	9,814	12,317
营销费用	470	607	824	1,098	1,436	2,369	2,652
贡献利润	348	776	1,042	1,196	1,975	3,245	4,890
同比		123%	34%	15%	65%	64%	51%
贡献利润率	10.1%	16.4%	17.0%	14.4%	17.6%	21.0%	24.6%

资料来源:公司资料, 安信国际 (贡献利润: Contribution Profit, 计算公式=收入-营业收入-营销费用)

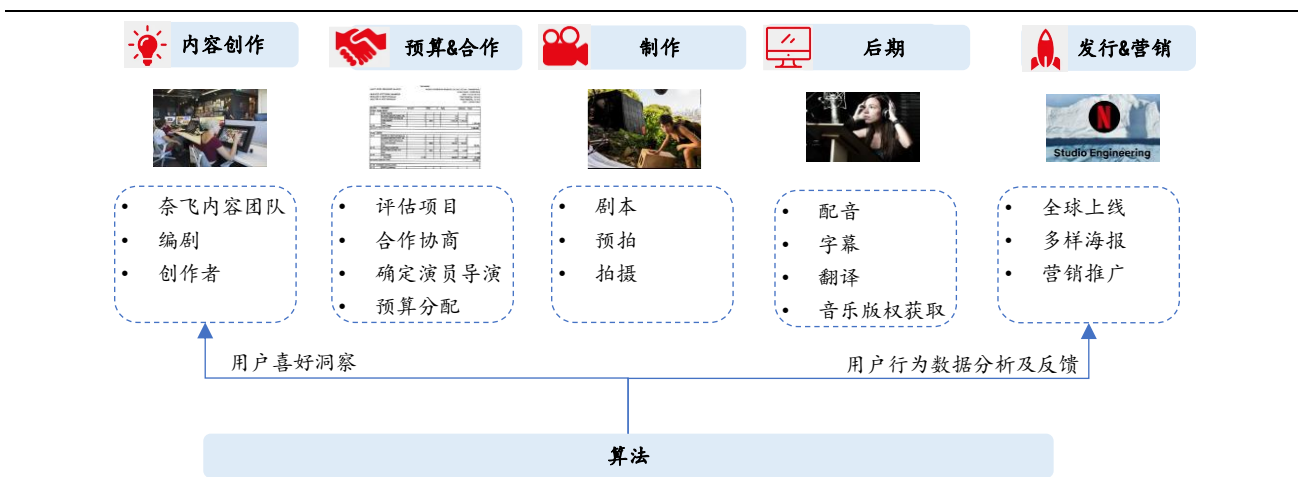
➤ 驱动二：原创剧集，构建内容壁垒

原创内容布局构建内容护城河。奈飞 2013 年上线原创内容《纸牌屋》并取得巨大成功，在故事情节、制作水平、上线方式（一次性上线全季内容）均有创新，开创原创剧集新时代。此后，奈飞对原创内容的投入逐年加大，并稳定输出爆款内容，包括英文内容《奇怪物语》、《马男波杰克》、《布里奇顿》、《后翼弃兵》等，非英语内容有韩国《鱿鱼游戏》、西班牙《纸钞屋》、法国《亚森·罗宾》等取得成功。奈飞 2016 年完成全球上线，2018 年在全球 17 个国家制作原创内容，目前已在全球超 50 个国家制作原创内容。

原创剧集创作流程：1) 内容团队和编剧、制作人、导演等共同创作故事，给与创意团队充分的自由度，发挥才能；2) 脚本，预算；3) 制作：基于故事脚本拍摄，制作、表演团队；4) 后期制作，内容控制和审阅；5) 营销：同一部剧集，设计不同海报版本，推送给不同会员群体。6) 数据分析：评估是否续订新季。

原创内容注重效率驱动。在原创内容创作环节，发挥平台多年累积的用户行为数据，深入洞察并推测当前时点用户偏好的故事、演员、导演等，融入剧集创作。在做预算分配和内容制作时，通过评估每小时制作成本，上线后通过用户反馈数据考虑是否续订下一季内容，全环节均为 ROI 导向驱动。

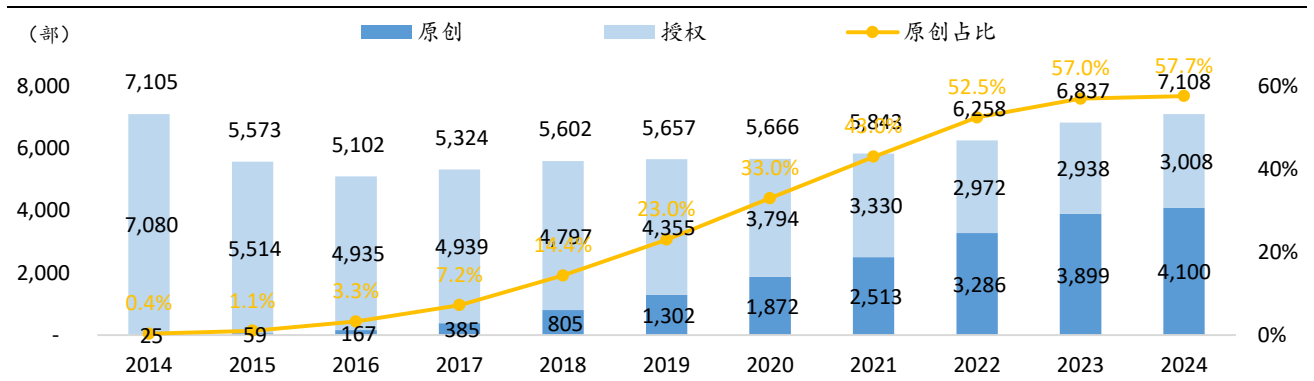
图表 16: 原创内容创作流程



资料来源:公司资料, 安信国际

美国市场内容库中原创：授权比为 60%：40%。据 What's on Netflix 数据，截止 2024 年 5 月，奈飞美国市场的内容数量为 7,108 部，其中原创内容 4,100 部（含约 90 款游戏），原创内容占比约为 58%。在过去 10 年，奈飞的原创内容数量从 2015 年的 59 部增加至超 4,000 部，占比从 1.1%提升至近 60%的水平。本地原创的内容的全球发行，使得全球大部分市场的内容库中原创内容占比提升至较高水平，新内容上线直接带动订阅用户增长。

图表 17: 奈飞美国市场内容库：原创内容占比提升至近 60%



资料来源: What's on Netflix, 安信国际 (注: 2024 年为截止 2024 年 5 月数据; 电视剧多季计算为 1 部)

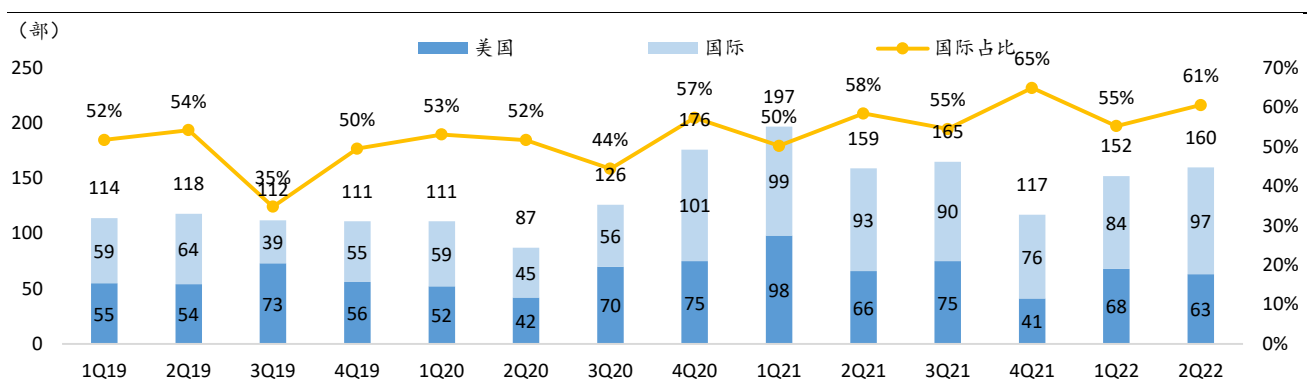
国际市场原创剧集数量超过美国。据 Ampere Analysis 数据, 2019-2022 年期间, 国际市场的单季度原创内容数量多在 50% 以上, 与全球化战略一致。从内容管理团队角度, 公司设置首席内容官, 和各市场区域的内容负责人, 对本地化内容制作有较大自由度, 全球化和本地化的同时推进, 丰富内容库。

图表 18: 奈飞现任内容管理团队概览

姓名	职务	加入时间	担任职务时间	履历	负责代表作
Bela Bajaria	首席内容官	2016年	2023年1月	前环球电视总裁 Twitter 亚太内容合作伙伴	怪奇物语、鱿鱼游戏、星期三、布里奇顿
Minyoung Kim	亚太内容负责人 副总裁	2016年	2021年6月	NBC Universal (法国) CJ E&M (韩国)	鱿鱼游戏、禁忌女孩、全裸导演
Francisco Ramos	拉美内容负责人 副总裁	2017年	2018年10月	媒体集团 Grupo Zeta Antena 3 Television	纸钞屋、名校风暴、王国:风起云涌
Larry Tanz	EMEA 内容负责人 副总裁	2014年	2019年4月	studio Vuguru LivePlanet	亚森·罗宾、纸钞屋

资料来源: 公司官网, 安信国际

图表 19: 原创内容制作数量：国际市场的数量占比已过半数



资料来源: Ampere Analysis, 安信国际

➤ 驱动三：限制共享账户+推行广告套餐

打击共享账户进程：奈飞自 2022 年 7 月开始在拉美市场陆续限制共享账户登录，套餐外非家庭成员登录需额外付费。2023 年 2 月，限制举措拓展至加拿大、新西兰、葡萄牙、西班牙四国，并在 2023 年 5 月，开始在美国及全球超 100 个市场全面推行限制共享账户。

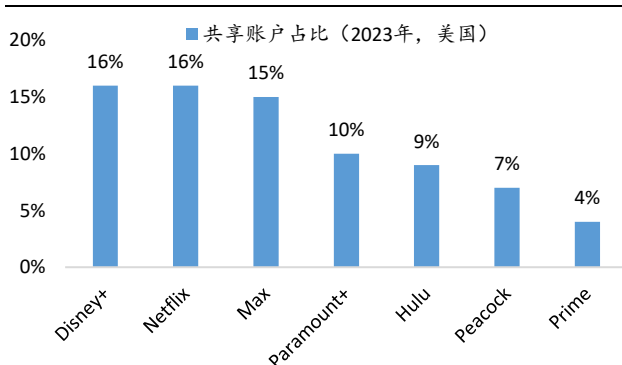
对会员增长的提振：据 The Guardian 数据，2022 年，欧洲主要市场中西班牙和德国的账号共享占比超过 40%，法国达 35%；据 CordCutting 数据（图表 21），2023 年美国市场中，奈飞和亚马逊的共享账号占比均为 16%，高于其他流媒体平台。同时，约有 63% 的用户会在限制共享账号后订阅套餐，37% 用户会不再使用。奈飞估计，全球约有超 1 亿家庭共享账户。限制贡献账户之后，这 1 亿家庭中的大多数将陆续转化为订阅会员。

图表 20: 限制共享账户进度

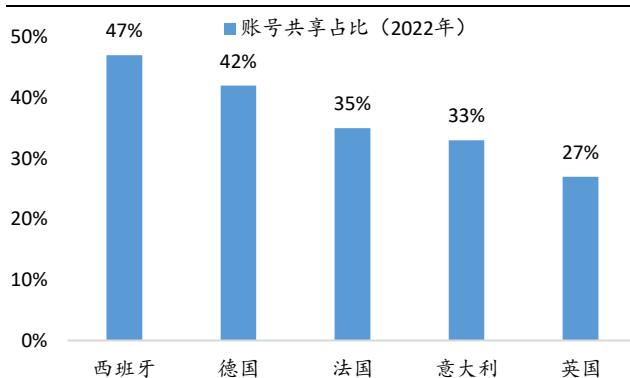
时间	共享账户限制地区	新增1位成员的额外付费
2022年7月起	拉美地区：智利、哥斯达黎加、秘鲁、阿根廷、多米尼加共和国、萨尔瓦多、危地马拉和洪都拉斯	2.99美元
2023年2月	加拿大、新西兰、葡萄牙、西班牙	加拿大：7.99 加元 (5.96 美元) 新西兰：7.99 新西兰元 (5.09 美元) 葡萄牙：3.99 欧元 (4.30 美元) 西班牙：5.99 欧元 (6.45 美元)
2023年5月	全面推行：美国及全球其他超100个国家/地区	美国：7.99美元

资料来源:Netflix 官网, 安信国际

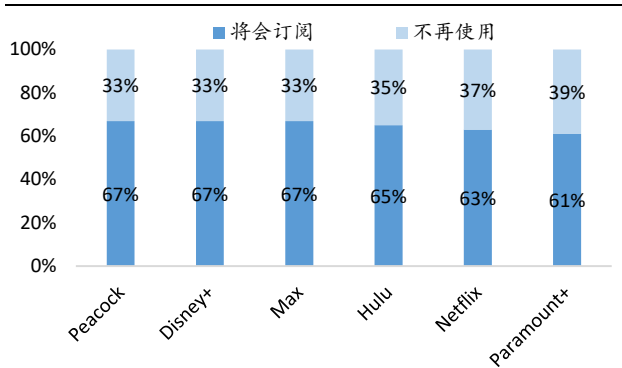
图表 21: 2023 年奈飞的共享账户占比约 16%



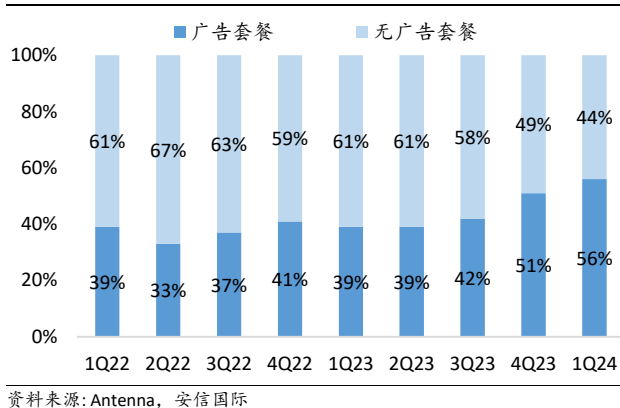
图表 22: 奈飞主要欧洲市场共享账号占比较高



图表 23: 美国用户对限制贡献账号的反馈：订阅的意愿高于取消意愿（2023 年）

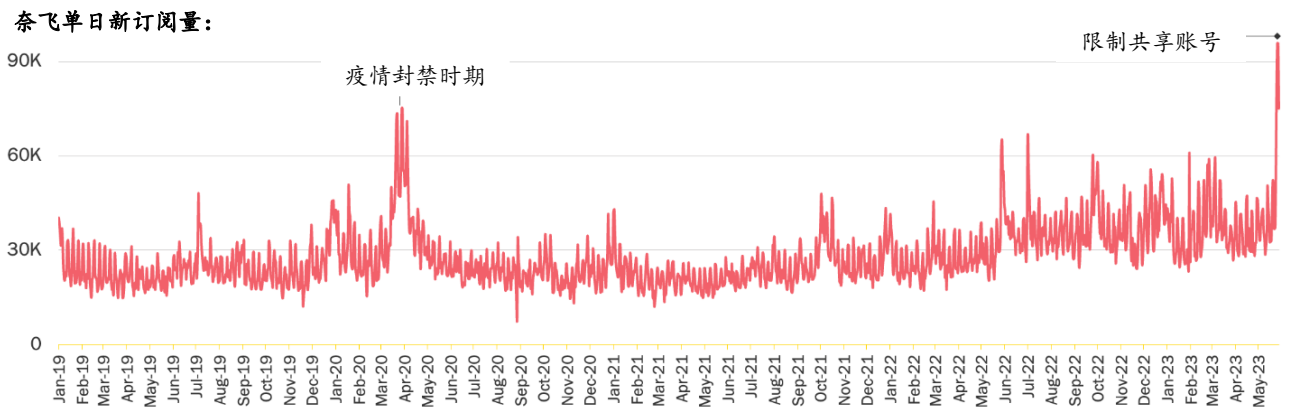


图表 24: 1Q24 美国 SVOD 新增订阅中广告套餐占比提升至 56%



据 Antenna 数据，奈飞美国市场在限制共享账户政策实施之后一周，5月26日-27日，美国的日新增订阅峰值突破10万个，超过2020年4月疫情封禁时候的峰值。限制共享账户对新增会员的提振作用明显。

图表 25: 2023 年 5 月开始，美国市场限制共享账号，对新增订阅的拉动效果显著

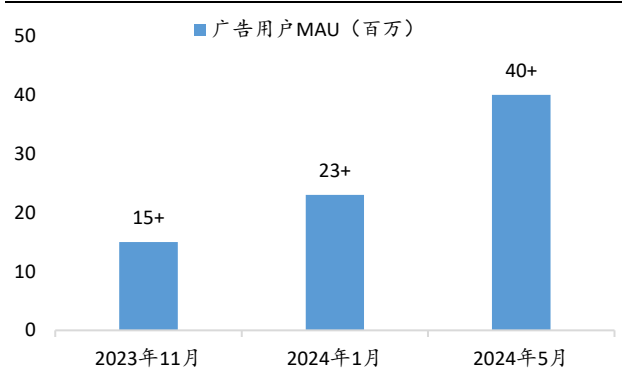


广告套餐的推出：与限制共享套餐一起推进的举措还有推出广告套餐，2022年11月3日，奈飞正式推出广告套餐（Basic with Ads），定价为6.99美元/月，较当时的基础套餐的9.99美元折价30%。在广告产品设置上，在剧集和电影播放中途，设置每小时4-5分钟广告时间，广告时长为15秒、30秒。首批广告套餐覆盖市场包括美国、加拿大、澳大利亚、巴西、法国、意大利、德国、日本、韩国、墨西哥、西班牙、英国。

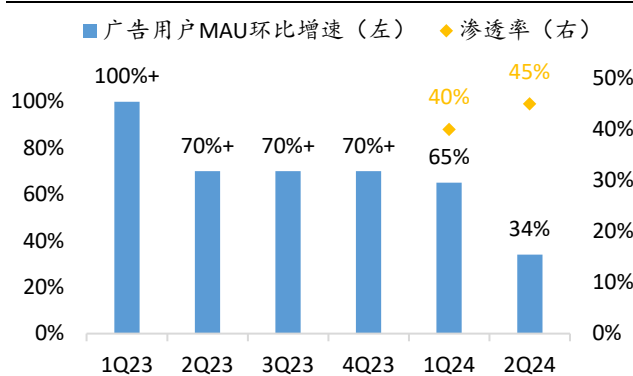
广告会员 MAU 已突破 4,000 万。奈飞在2024年5月初公布广告会员数超过4,000万，对比1月初/2023年11月公布突破2,300万/1,500万。据财报披露，2024年2季度，奈飞在加拿大、英国陆续取消基本会员，拓展广告套餐，2季度广告套餐会员数环比增34%，在已推出广告套餐的市场中广告会员渗透率提升至45% (vs. 1Q24为40%)，在全球整体会员中的渗透率超15%。在用户活跃度上，广告会员与非广告会员的日均观看时长均约为2小时。

预计广告将在 2026 年起贡献收入增长。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。

图表 26: 广告用户 MAU 已突破 4,000 万



图表 27: 广告用户 MAU 环比增速



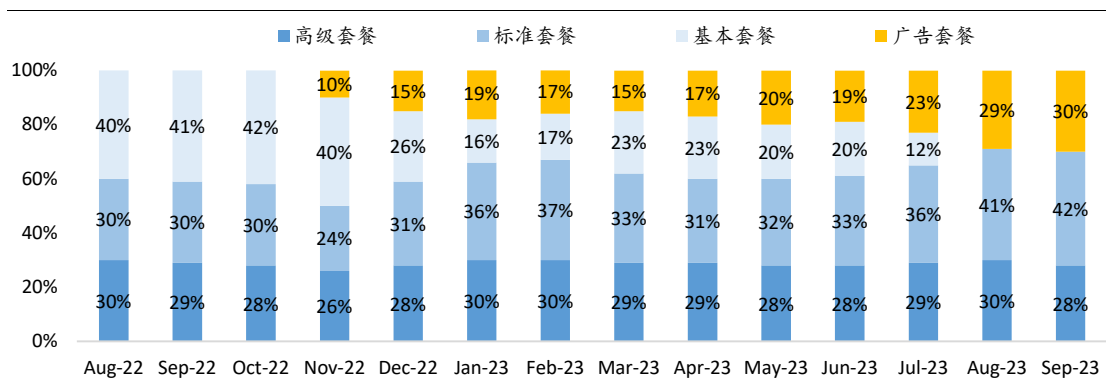
以广告套餐取代无广告的基本套餐。2023年6月，奈飞在加拿大取消基本套餐，7月在英国和美国取消无广告的基本套餐，大力推行广告套餐。从当前的会员套餐区别看，广告套餐的价格（6.99美元）低于标准套餐和高级套餐新增1位额外成员的价格（7.99美元），且观看内容覆盖大部分剧集和电影、以及全部游戏，从性价比角度，具有较大吸引力。

图表 28: 奈飞订阅套餐区别

	含广告的标准套餐 Standard with ads	标准套餐 Standard	高级套餐 Premium
当前订阅费（美元/月）	\$6.99	\$15.49	\$22.99
额外成员费用（美元/月/每位）		\$7.99	\$7.99
同时登录设备限制（个）	2	2	4
内容库	大部分剧集及电影 所有游戏	所有剧集、电影和游戏	所有剧集、电影和游戏
画质	1080p (Full HD)	1080p (Full HD)	4K (Ultra HD) + HDR
支持同时下载数量（个）	2	2	6
允许的额外成员数量（个）	x	1	2
空间音频	x	x	√

资料来源:Netflix 官网, 安信国际

图表 29: 奈飞美国新增订阅套餐中，广告套餐占比提升



资料来源:Antenna, 安信国际

图表 30: 部分市场月度订阅费用对比

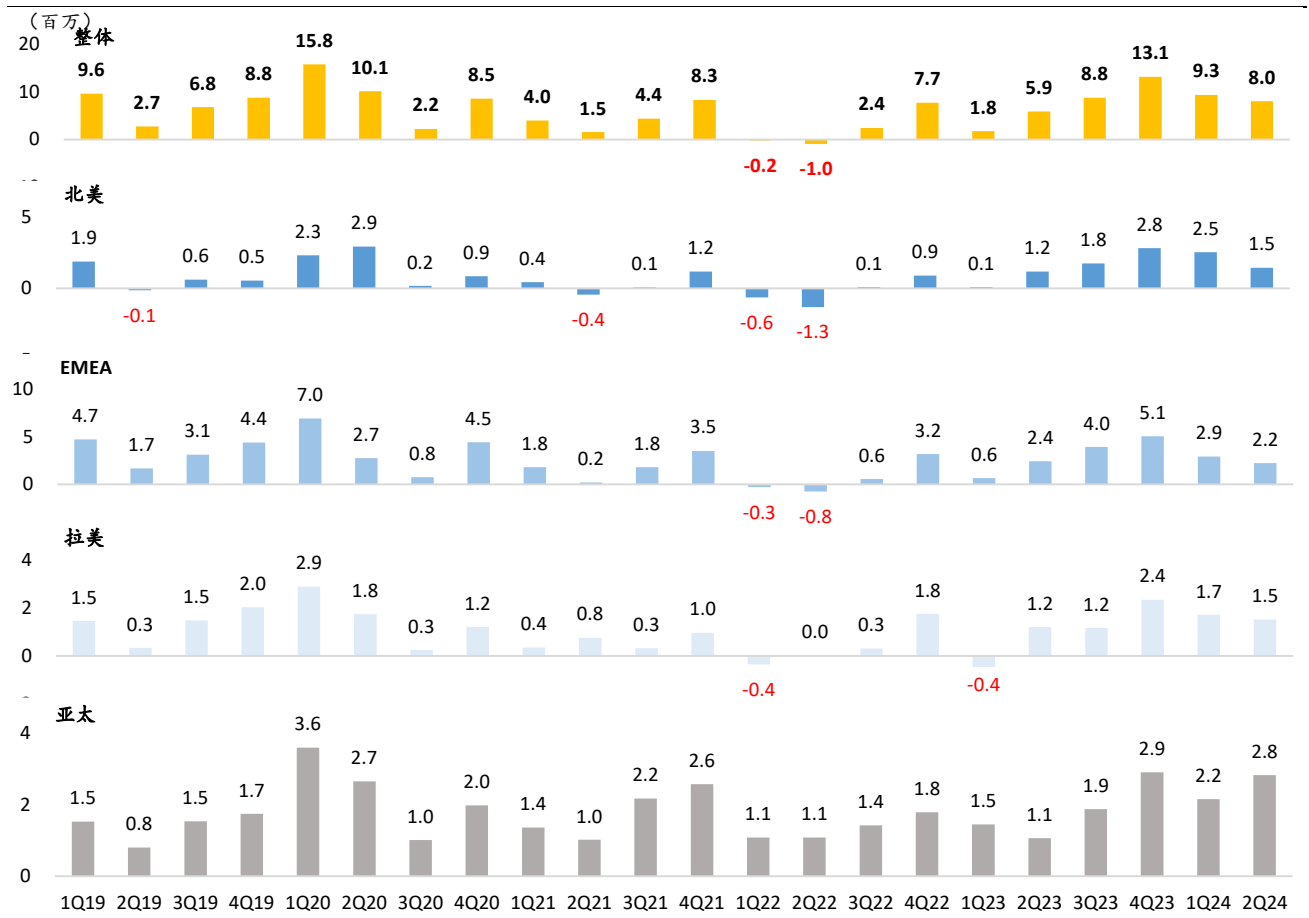
国家	当地货币	当地货币				换算为美元			
		广告套餐 Standard with ads	标准套餐 Standard	高级套餐 Premium	额外成员登录	广告套餐 Standard with ads	标准套餐 Standard	高级套餐 Premium	额外成员登录
美国	USD	6.99	15.49	22.99	7.99	\$6.99	\$15.49	\$22.99	\$7.99
加拿大	CAD	5.99	16.49	20.99	7.99	\$4.39	\$12.09	\$15.39	\$5.86
英国	GBP	4.99	10.99	17.99	4.99	\$6.39	\$14.07	\$23.03	\$6.39
德国	EUR	4.99	13.99	19.99	4.99	\$5.40	\$15.15	\$21.65	\$5.40
法国	EUR	5.99	13.49	19.99	5.99	\$6.49	\$14.61	\$21.65	\$6.49
西班牙	EUR	5.49	12.99	17.99	5.99	\$5.95	\$14.07	\$19.48	\$6.49
墨西哥	MXN	99.00	219.00	299.00	69.00	\$5.50	\$12.17	\$16.61	\$3.83
巴西	BRL	20.90	44.90	59.90	12.90	\$3.82	\$8.21	\$10.95	\$2.36
日本	JPY	790.00	1,490.00	1,980.00		\$4.91	\$9.25	\$12.30	
澳大利亚	AUD	7.99	18.99	25.99	7.99	\$5.38	\$12.79	\$17.51	\$5.38
印度	INR	199.00	499.00	649.00		\$2.38	\$5.98	\$7.77	
韩国	KRW	5,500	13,500	17,000	5,000	\$3.97	\$9.75	\$12.28	\$3.61
阿根廷	ARS	4,299	7,199	9,699	2,499	\$4.69	\$7.85	\$10.58	\$2.73
意大利	EUR	5.49	12.99	17.99	4.99	\$5.95	\$14.07	\$19.48	\$5.40
印尼	IDR	65,000	120,000	186,000		\$3.99	\$7.37	\$11.42	
荷兰	EUR	8.99	13.99	18.99	3.99	\$9.74	\$15.15	\$20.57	\$4.32
土耳其	TRY	149.99	229.99	299.99		\$4.59	\$7.04	\$9.18	
哥伦比亚	COP	16,900	26,900	38,900	8,900	\$4.18	\$6.65	\$9.62	\$2.20

资料来源:Netflix 官网, 安信国际

订阅会员的增长潜力在哪里？

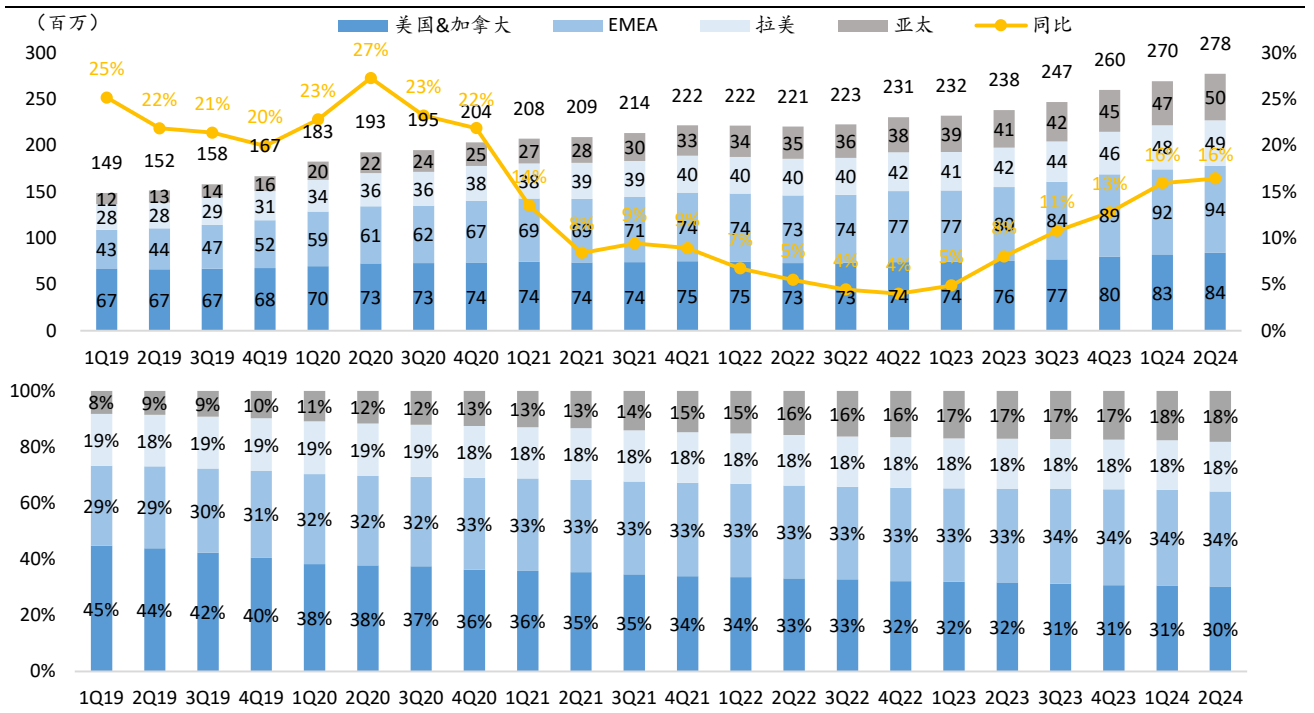
3Q23 以来会员增长呈强劲态势。随着广告会员及限制共享账号逐渐在多个市场落地，奈飞的会员环比净增恢复强劲态势，在 3Q23-2Q24 季度，分别净增 880 万、1,310 万、930 万、800 万，均超市场预期。分区域看，EMEA 地区在 2Q23-1Q24 期间，贡献最大会员增量（增量占比 41%/45%/39%/31%），亚太地区在 2Q24 贡献最大增量（增量占比 35%）。截止 2Q24，从期末会员分布情况看，EMEA、亚太、美国&加拿大、拉美地区的会员数为 9,400 万、8,400 万、5,000 万、4,900 万，占比为 34%、30%、18%、18%。我们认为，北美市场相对稳定，未来的增长更多来自 EMEA、亚太地区。

图表 31: 全球会员环比净增：3Q23 以来会员环比增长强劲



资料来源:公司资料, 安信国际

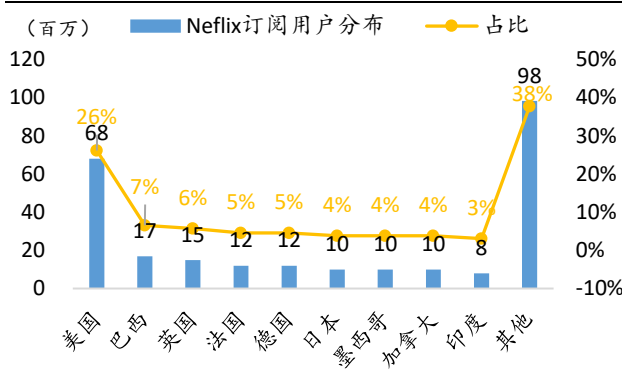
图表 32: 截止 2024 年 2 季度, 奈飞全球订阅数为 2.78 亿



资料来源:公司资料, 安信国际

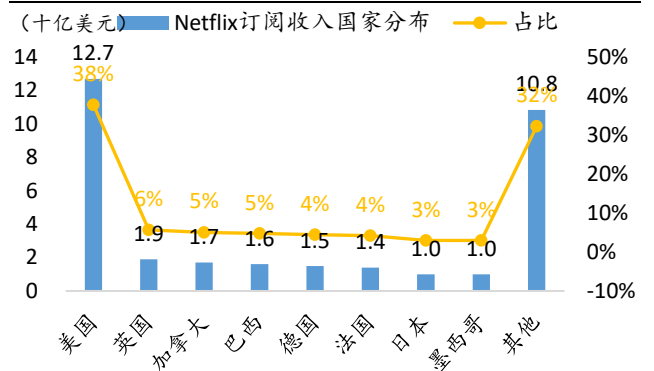
拆分国家分布情况, 由于公司不披露具体国家会员及收入情况, 我们通过第三方数据 Digital TV 的数据看, 2023 年, 除美国之外, 奈飞会员订阅规模领先的国家有巴西 (1,700 万)、英国 (1,500 万)、法国、德国、日本、墨西哥、加拿大均在 1,000 万以上。印度是亚太地区会员规模最大的国家, 约为 800 万。

图表 33: 2023 年 Netflix 订阅用户国家分布



资料来源: Digital TV Research, 公司资料, 安信国际

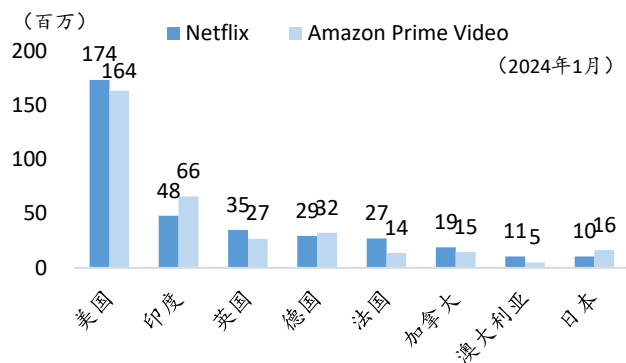
图表 34: 2023 年 Netflix 订阅收入国家分布



资料来源: Digital TV Research, 公司资料, 安信国际

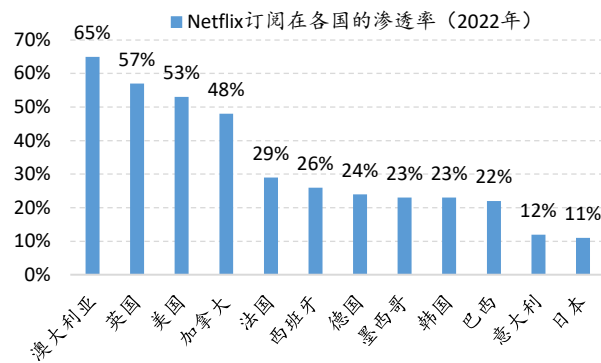
结合奈飞渗透率数据、及与亚马逊的会员对比情况看，我们认为奈飞仍有较大增长潜力的地区包括：1) 欧洲：西班牙、法国、德国；2) 亚洲：印度、日本、韩国。2024年2季度，印度的增长潜力得到验证，其单季度会员/收入增速在奈飞各国家的排名为第2/3。

图表 35: 2024 年奈飞和亚马逊会员对比



资料来源: eMarketer, 安信国际

图表 36: 奈飞订阅在各国的渗透率

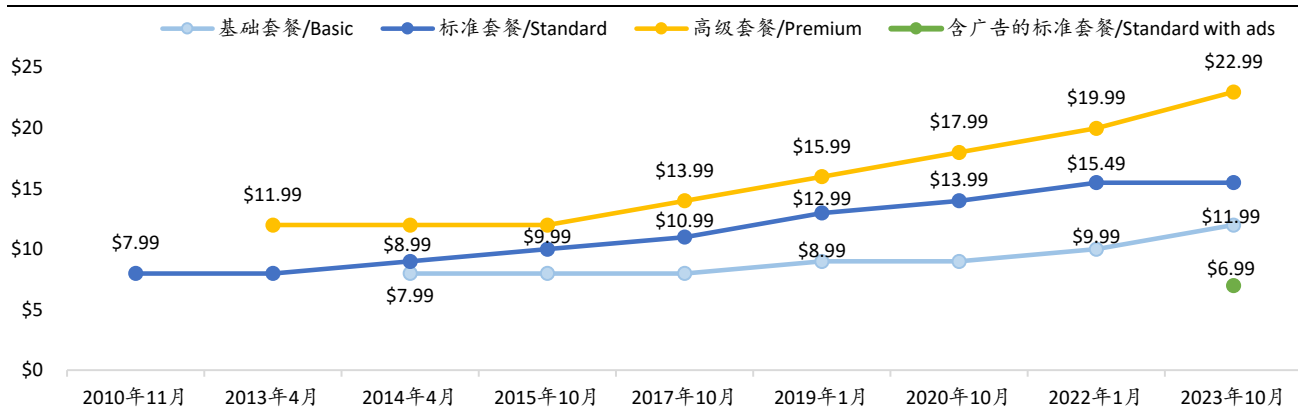


资料来源: Dataxis, 安信国际

ARM 趋势分析

提价过程: 奈飞的几次明显提价在：1) 2017年10月，标准套餐从9.99美元提升至10.99美元(+10%)，高级套餐从11.99美元提升至13.99美元(+17%)；2) 2019年1月，全线套餐提价，基础/标准/高级套餐提价13%/18%/14%至8.99美元/12.99美元/15.99美元；3) 2022年1月，再次全线套餐提价，基础/标准/高级套餐提价10-11%至9.99美元/15.49美元/19.99美元。4) 最近一次提价为2023年10月，推出广告套餐，并将高级套餐提升至22.99美元。我们观察到，奈飞的提价过程的主要影响因素为内容投入加大，内容库的持续丰富，尤其是独家及原创内容占比提升，竞对的提价对奈飞的提价决策影响相对较小。

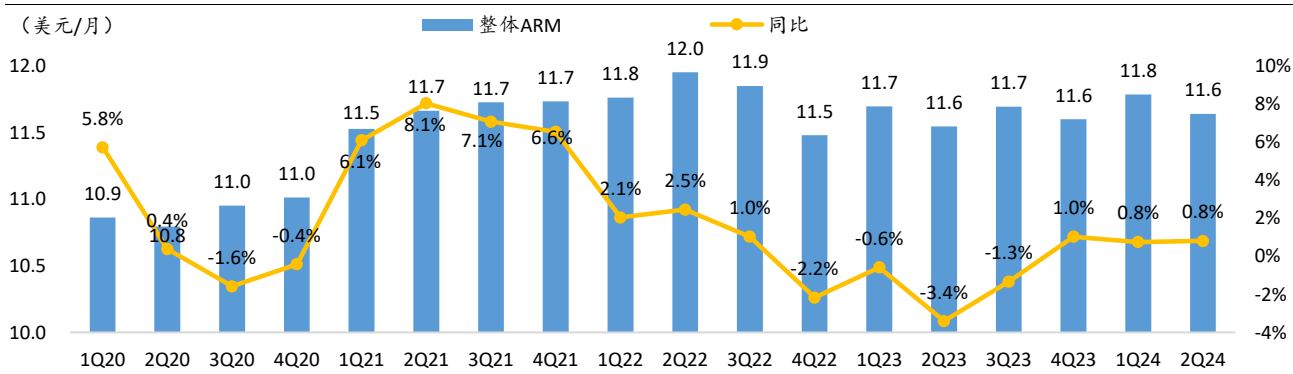
图表 37: 奈飞历次提价过程



资料来源: 公司资料, 安信国际

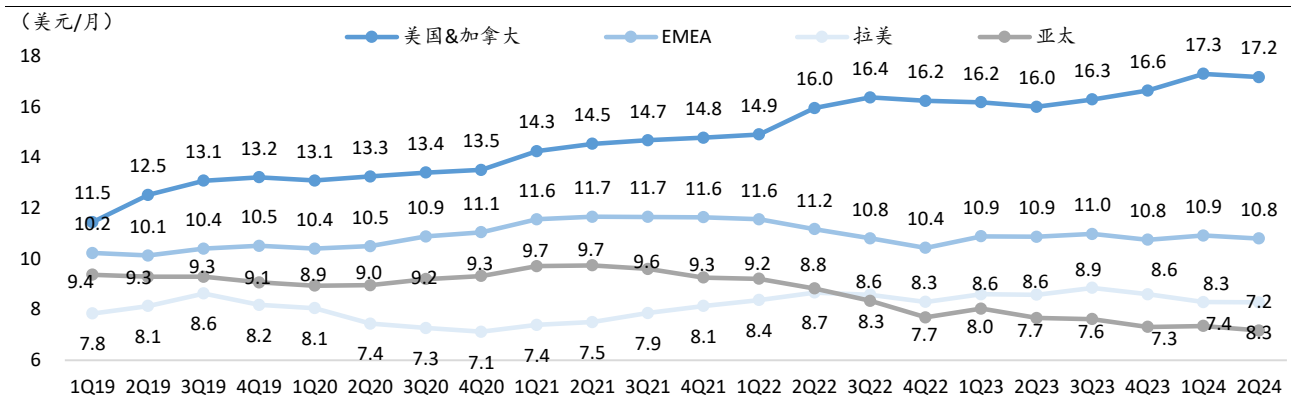
我们观察到的 ARM 变动趋势：1) 整体 ARM 在 4Q23-2Q24 的同比增长主要受到提价影响的逐步释放，以及美元走弱影响；2) 美国&加拿大的 ARM 水平高于其他市场，因而会员留存率表现对收入影响更为重要；3) 随着广告套餐的渗透率提升，短期整体 ARM 水平或有一定程度的下降，但中长期随着内容库的持续扩充，ARM 或仍有低个位数提升空间。

图表 38: 整体 ARM 变化情况



资料来源:公司资料, 安信国际

图表 39: ARM 对比: 美国&加拿大市场的 ARM 水平更高



资料来源:公司资料, 安信国际

三、美国及全球视频流媒体行业概览

视频流媒体行业广义上归属于泛娱乐行业，与游戏、短视频、在线音乐等多项娱乐服务竞争消费者的娱乐时长及娱乐花费。因此，我们首先讨论个人娱乐消费市场、及数字娱乐消费市场的规模及结构。

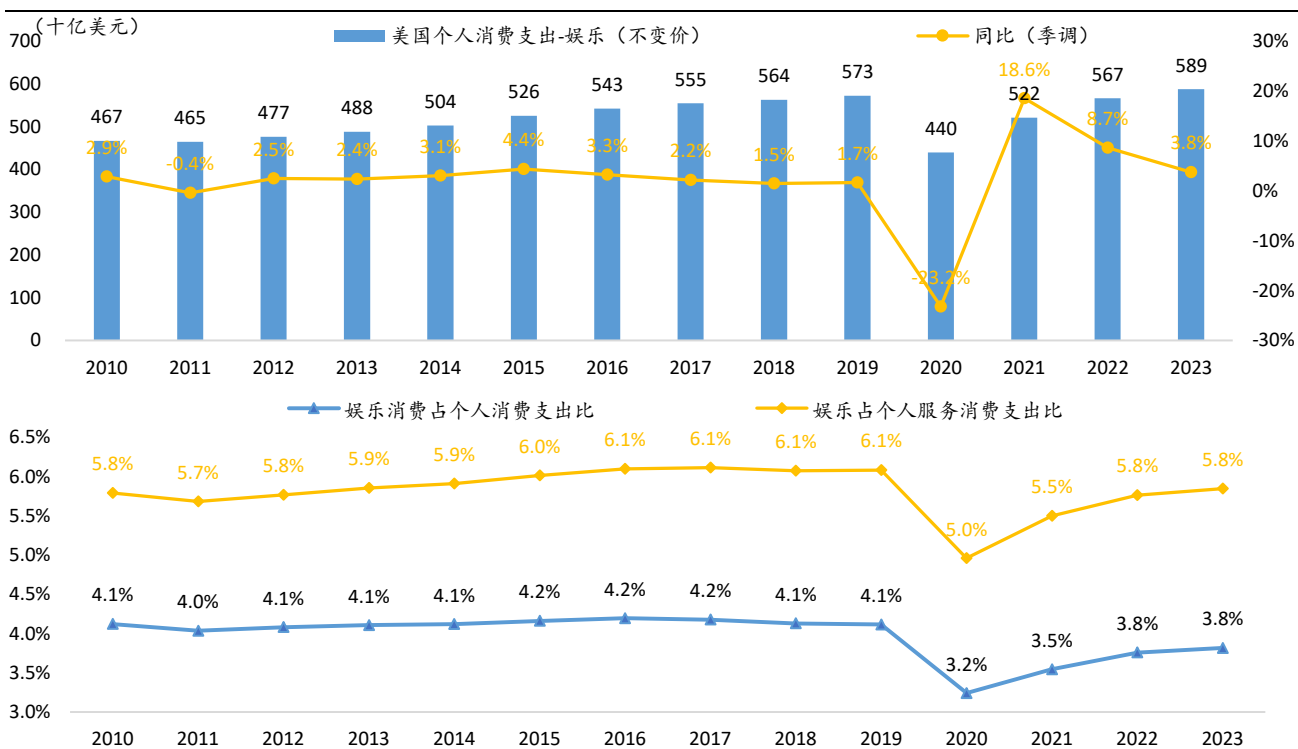
以美国为例，2023 年个人娱乐消费支出总体规模约为 6,000 亿美元，年同比增速维持在低个位数，人均层面，个人娱乐消费年支出为 1,756 美元，月度平均为 146 美元。从数字娱乐市场角度看，预计 2024 年数字娱乐市场规模约为 2,000 亿美元，约占美国娱乐消费支出的 30%，从结构看，视频点播 (Video-On-Demand) 市场规模约 800 亿美元，与游戏的规模基本相当，是收入规模最大的两个数字娱乐细分品类，视频的点播的人均月度 ARPPU 目前低于游戏，但增速快于游戏及其他娱乐消费。详细分析如下。

美国数字娱乐消费市场

美国个人消费支出中，服务支出占比近7成。据美国经济分析局（BEA）数据，2023年美国个人消费支出（不变价）为15.4万亿美元，季调同比增速为2.2%，其中服务支出、商品支出占比为65%、35%，个人消费支出结构在过去十年基本维持稳定。

娱乐消费支出规模近6,000亿美元。自2014年起，美国个人娱乐消费支出规模提升至5,000亿美元规模，并维持低个位数增速。2020年受疫情影响降至4,400亿元，2021年恢复至5,000亿美元以上，2023年同比增3.8%至5,890亿美元，占个人服务消费支出的5.8%，占个人消费支出的3.8%。

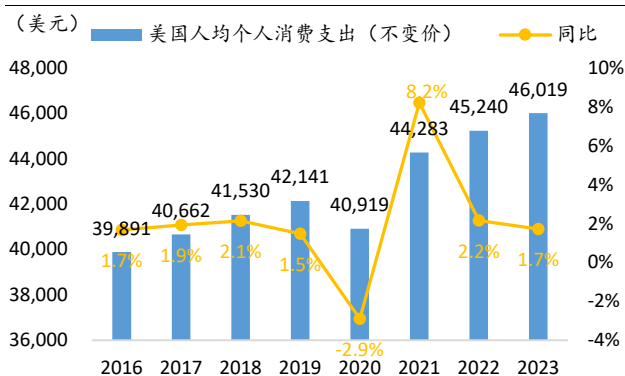
图表 40: 2023 年，美国个人消费支出中娱乐消费支出 5,890 亿美元，占个人服务消费的 5.8%



资料来源:美国经济分析局 (BEA), 安信国际

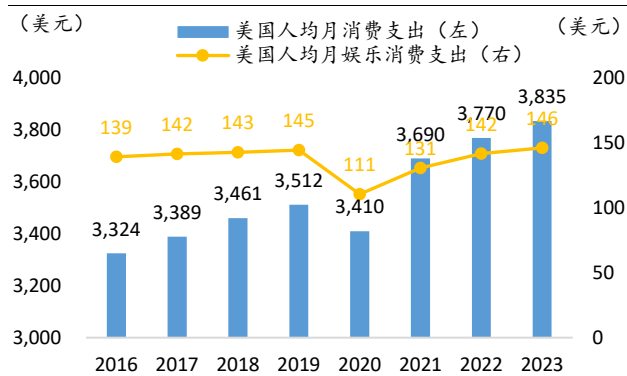
在人均娱乐消费支出层面：2023年，美国人均个人消费支出为4.6万美元，月度平均消费支出为3,835美元；个人消费支出中娱乐消费年支出为1,756美元，月度平均为146美元。我们观察到，美国人均娱乐消费支出在过去10年基本维持稳定，呈小幅增长趋势，反映消费者娱乐付费习惯的连续性及稳定性。

图表 41: 2023 年美国人均个人消费支出同比增 1.7% 至 4.6 万美元



资料来源:美国经济分析局 (BEA), 安信国际

图表 42: 2023 年美国人均月度娱乐消费支出为 146 美元

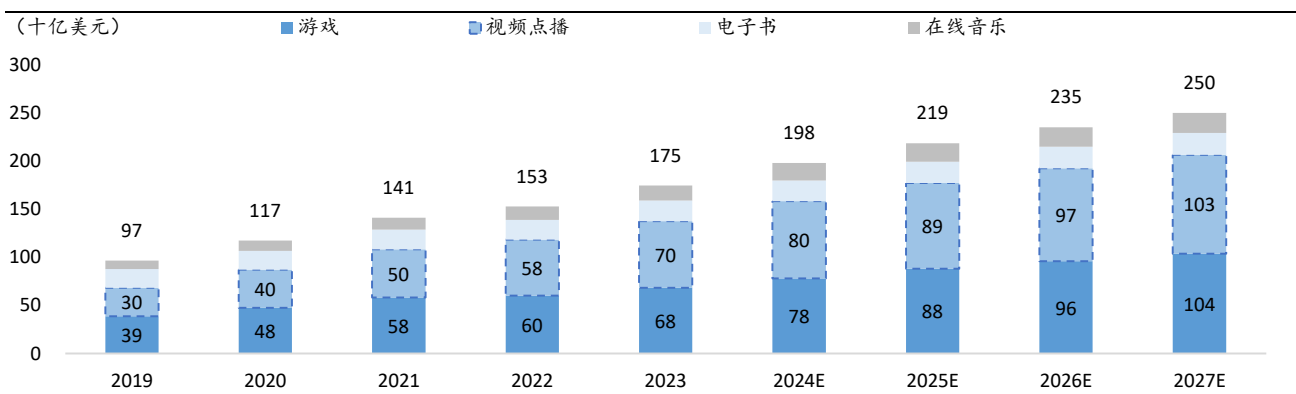


资料来源:美国经济分析局 (BEA), 安信国际

美国数字娱乐市场概览

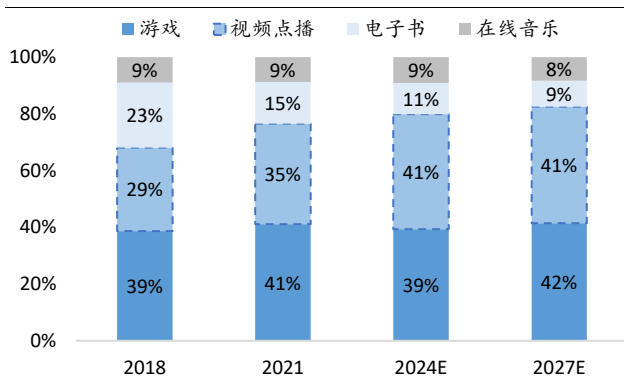
预计 2024 年美国数字娱乐市场规模约 2,000 亿元。据 Statista 数据，预计 2024 年美国数字娱乐市场的收入规模约为 2,000 亿美元，约占美国娱乐消费支出的 30%。其中，预计视频点播（Video-On-Demand）市场规模约 800 亿美元，与游戏的规模基本相当，是收入规模最大的两个数字娱乐细分品类，对比电子书、在线音乐收入规模为 220 亿美元、180 亿美元。从增速角度看，在 2018-2021 年、及 2021-2024 年，视频点播的年复合增速均是所有品类中最高的，带动其份额占比的提升。2021 年，视频点播的份额占比为 35%，较 2018 年提升 6 个百分点，预计 2024 年将进一步提升至超过 40% 的水平。展望未来 3 年，预计美国数字娱乐市场的年复合增速为 8%，视频点播的增速仍会略高于整体增速，行业回归到稳健增长的区间。

图表 43: 预计 2024 年美国数字娱乐市场规模约 2,000 亿元



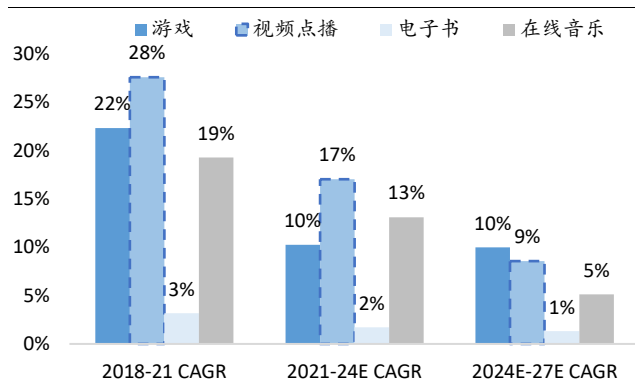
资料来源:公司资料, 安信国际

图表 44: 视频点播在数字娱乐的比重提升至 40% 以上



资料来源:Statista, 安信国际

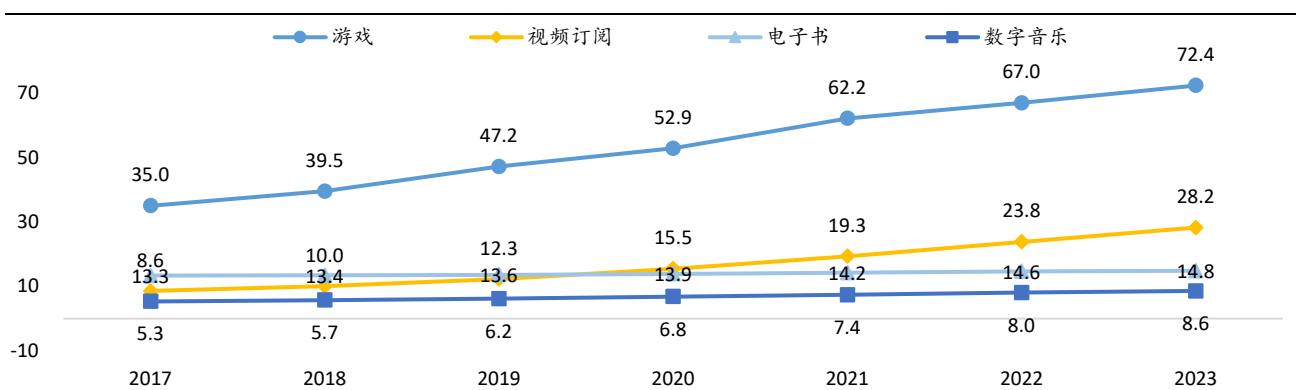
图表 45: 预计未来 3 年视频点播市场规模年复合增速为 9%



资料来源:Statista, 安信国际

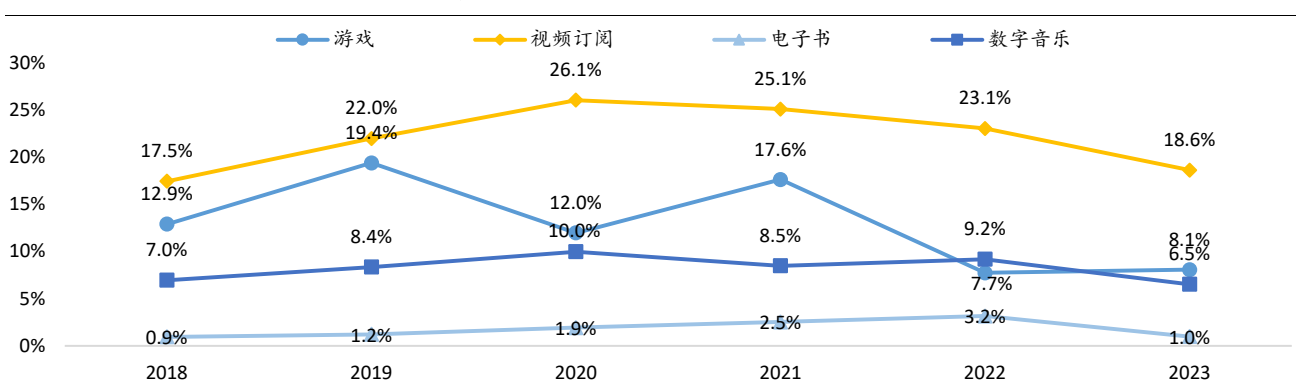
视频订阅人均花费在娱乐消费中排名第二，但增速维持第一。根据 Statista 数据，美国数字娱乐市场中，用户及市场规模最大的是游戏，其次是视频订阅。从人均付费角度对比看，2023 年，游戏的月度 ARPPU 为 72.4 美元，订阅视频为 28.2 美元，较电子书（14.8 美元）、数字音乐（8.6 美元）高 91%、2.3 倍。同时，视频订阅用户的月度花费高于单个流媒体平台的包月订阅价格，反映用户同时订阅 2 个及以上流媒体平台的消费习惯。从增速的角度看，2018-2023 年，视频订阅的人均花费年复合增速为 23%，对比游戏为 13%、数字音乐为 9%、电子书为 2%，在过去 5 年增速均维持第一。

图表 46: 美国数字娱乐人均月度 ARPPU 对比



资料来源: Statista Digital Market Insights, 安信国际

图表 47: 视频订阅的人均花费增速最快



资料来源: Statista Digital Market Insights, 安信国际

流媒体发展历程

美国影视娱乐市场参与者按兴起的先后顺序可分为广播电视 (Broadcasting TV)、有线电视 (Cable TV)、及流媒体 (Video Streaming)，目前流媒体是用户观看份额最大的品类。简要回顾发展历程，

- 1) **广播电视**: 兴起于 1920 年代，受益于无线电技术进步，三极管的发明极大推动广播技术进步。广播电视在 1950 年代进入兴盛阶段，受益于彩色电视机的快速普及。美国三大电视网开始崛起，包括全国广播公司 (NBC)、哥伦比亚广播公司 (CBS)、美国广播公司 (ABC)，内容覆盖剧集、综艺节目、新闻、音乐、体育等。
- 2) **有线电视**: 1970 年代兴起，受益于电子管到晶体管技术演进，同轴电缆传输信号改进，信号传输的损耗较广播电视更小，同时承载能力更强。1972 年 HBO 上线，商业模式为付费电视频道，相较于广播电视以广告为唯一商业模式，有进一步拓展。有线电视玩家布局娱乐、体育、电影内容，并在 1980 年代起探索自制内容，极大丰富影视内容库资源。目前美国主要有有线电视巨头包括 HBO、Discovery、Comcast、AT&T、Charter、Dish Network 等。三大电视网也逐渐通过收购或自建的方式布局有线电视业务。
- 3) **视频流媒体**: Netflix 在 2007 年布局视频流媒体，是流媒体的开创者。互联网的普及、流媒体技术的出现是这一演进的主要驱动力，同时有线电视对用户付费习惯的教育也为订阅制模式打下良好基础。相较有线电视，流媒体的优势包括：1) 边际成本很低，对比有线电视，无电缆铺设成本，具有成本优势，同时可实现全球同步上线。2) 用户可自主选择内容，具备灵活性及便捷性。

图表 48: 美国影视娱乐的三种模式演进

	广播电视	有线电视	视频流媒体
兴盛时间	1920s兴起, 1950s兴盛	1970s兴起, 1980s开始兴盛	2006兴起, 2010年之后兴盛
技术驱动	无线电技术进步+电视普及	卫星及同轴电缆传输信号+高清电视	互联网传输+流媒体技术
代表公司	全国广播公司 (NBC) 哥伦比亚广播公司 (CBS) 美国广播公司 (ABC)	Comcast HBO Paramount FOX Discovery	Netflix, Amazon Prime Video Disney+ Apple TV
商业模式	广告	电视频道订阅+广告	订阅制为主, 广告为辅

资料来源:公开资料, 安信国际

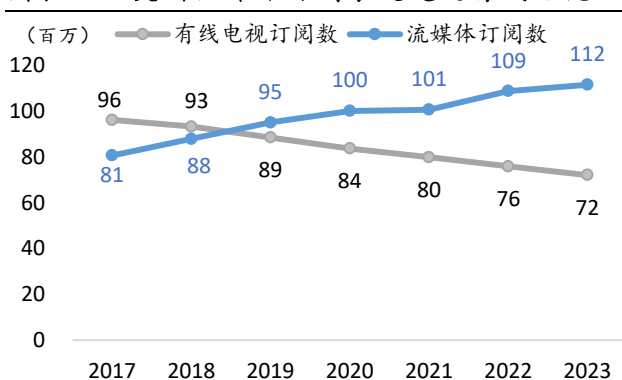
复盘美国影视娱乐演进, 我们观察到:

- 1) 技术进步是影视娱乐模式演进的核心驱动。
- 2) 大型影视集团具备业务体量优势及资金优势, 在每轮技术演进之后, 更跟进技术布局, 美国三大广播电视集团至今仍有影响力, 也通过多种途径布局了有线电视频道及流媒体平台。
- 3) 目前广播电视、有线电视、及流媒体仍是并存, 主要因内容及受众均存在差异化。流媒体已是份额最大的品类, 且份额提升是趋势所在。
- 4) 目前的流媒体玩家众多, 从类型角度包括以 Netflix 为例的专业第三方流媒体平台, 也包括互联网公司跨界布局 (如亚马逊、苹果、谷歌等)、有线电视旗下流媒体平台、及流媒体聚合分发商等。从模式角度看, 包括订阅制、广告制等多种商业变现类型。流媒体数量众多。

流媒体订阅用户数已超过有线电视订阅用户。从美国流媒体及有线电视订阅数在美国家庭的渗透率角度看, 2019 年, 美国家庭户数 1.29 亿户, 其中 74% 的家庭订阅流媒体服务, 对比有限电视订阅为 69%, 流媒体的家庭订阅自 2019 年超越有线电视订阅, 并持续获得份额。2023 年, 美国有 1.31 亿家庭, 有线电视的订阅家庭户数降至 720 万, 渗透率降至 56%, 而流媒体平台的订阅家庭户数增至 1.12 亿, 渗透率提升至 85%。

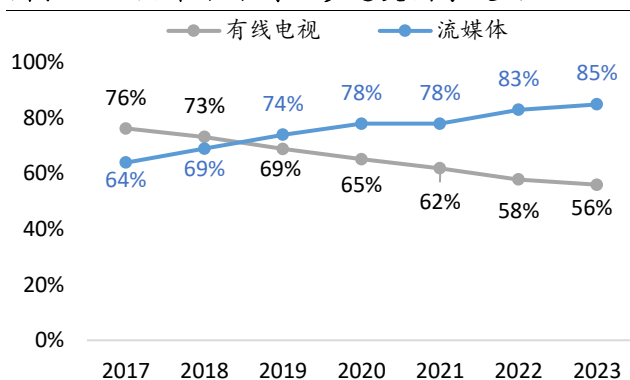
据 CableTV.com 数据, 停止有线电视订阅的用户中, 超 70% 用户取消原因是有线电视的订阅费用昂贵。2024 年初美国市场中, 有线电视的平均月度订阅费为 105 美元, 对比主流 7 家流媒体的基础订阅费合计 99 美元, 广告套餐的订阅费合计 54 美元, 流媒体的价格优势具备吸引力。

图表 49: 美国流媒体订阅家庭超过有线电视



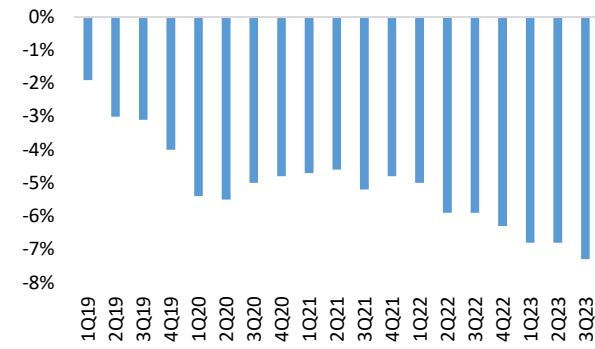
资料来源:NCTA, Statista, 美国劳工部, 安信国际

图表 50: 流媒体订阅已渗透美国家庭的 85%



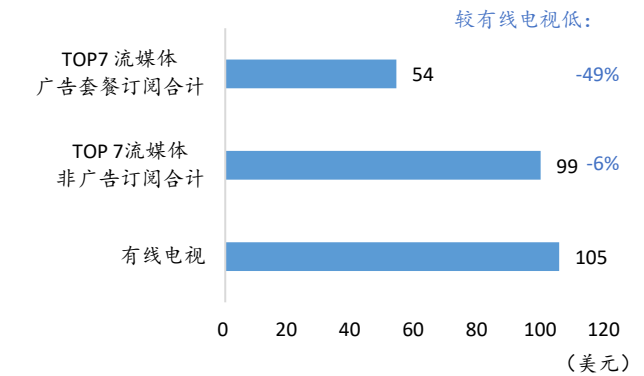
资料来源:NCTA, Statista, 美国劳工部, 安信国际

图表 51: 有线电视订阅的同比下降幅度



资料来源: Light Reading, 安信国际

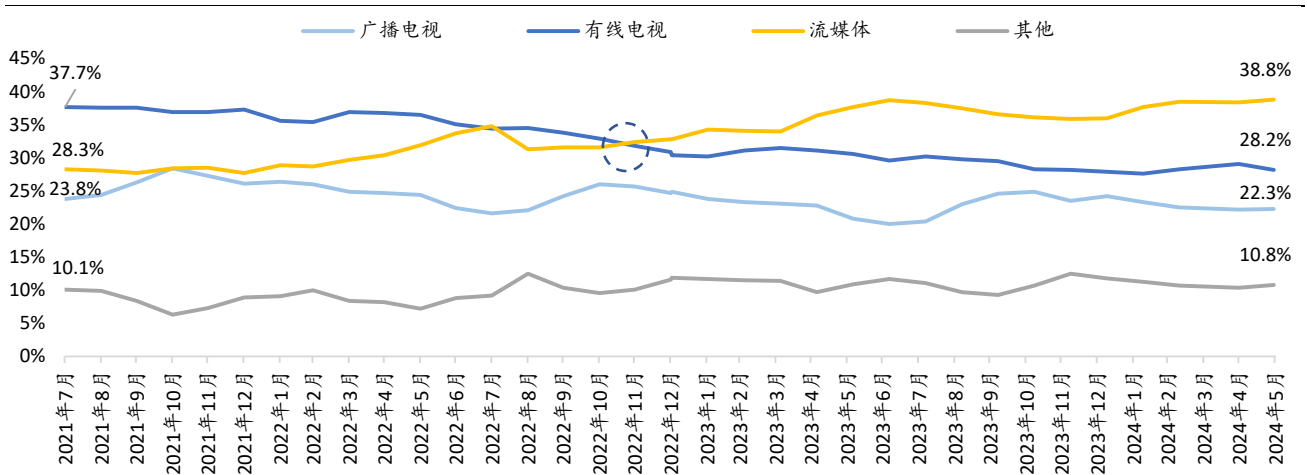
图表 52: 有线电视月度订阅费用较流媒体高



资料来源: nScreenMedia, 安信国际 (注: Top 7 指 Netflix, Disney+, Prime Video, Hulu, Max, Paramount+, and Peacock)

流媒体已是美国电视总观看份额最高的类型。据 Nielsen 数据, 以美国电视观众的总观看份额看, 2022 年 7 月, 流媒体份额首次超过有线电视, 若剔除流媒体定义的口径差异 (2022 年 7 月流媒体仍包含 vMVPD/MVPD), 流媒体在 2022 年 11 月之后超过有线电视份额, 并维持领先。截止 2024 年 5 月, 流媒体观看份额为 38.8%, 对比有线电视 28.2%、广播电视 22.3%。

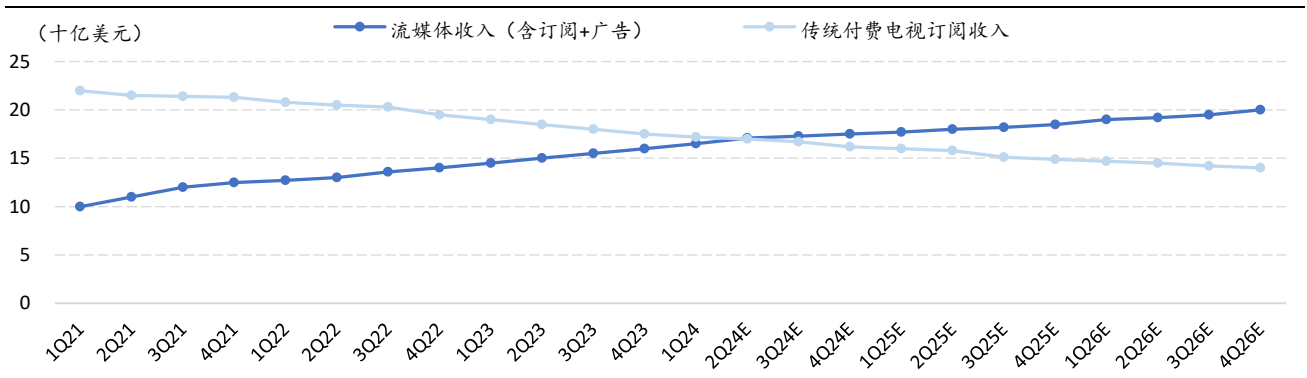
图表 53: 美国流媒体用户观看份额已超广播电视和有线电视



资料来源: Nielsen The Gauge, 安信国际 (注: 自 2022 年 11 月, 流媒体品类不包括多渠道分发商 vMVPD 及 MVPD)

预计 2024 年流媒体收入规模超过有线电视。尽管流媒体在美国的订阅家庭数在 2019 年超过有线电视, 但是流媒体更低的订阅费用使得流媒体行业的收入仍低于有线电视。据 Ampere 数据, 预计美国流媒体行业收入在见今年 3 季度将达 173 亿美元, 超过付费电视的 167 亿美元, 受益于流媒体订阅会员对传统有线电视订阅的替代、及广告收入带来的额外驱动。

图表 54: 美国流媒体收入规模或在 2024 年 3 季度超过付费电视收入规模



资料来源: Ampere Analysis, 安信国际

视频流媒体产业链介绍

概念厘清：流媒体是技术概念，OTT 是分发模式概念，VOD 是消费模式概念。了解视频流媒体产业链，需要首先厘清几个概念。1) Streaming: 流媒体技术，通过互联网传输音频、视频等内容；2) OTT: 通过互联网在手机、电脑、平板等设备传输内容；3) VOD: 点播视频。4) CTV: 通过互联网将内容传输至电视屏幕，需要使用流媒体设备，如 Roku TV、Amazon Fire TV，或者通过游戏主机如 PlayStation、Xbox。5) vMVPD: 虚拟多频道视频节目发行商，可理解为流媒体零售商，对应有线电视的多频道节目视频分发商 (MVPD)，MVPD 是有线电缆的铺设和运营主体，以及有线电视节目的零售主体。流媒体产业链涉及以上概念，从区别来说，VOD 是消费模式概念，流媒体是技术概念，OTT 是分发模式概念。

产业链：视频流媒体上游主要是影视制片公司，如迪士尼电影、华纳兄弟、米高梅、派拉蒙、哥伦比亚影业、环球影片公司、二十世纪影业等。大部分流媒体平台的剧集、电影、综艺内容主要从上游版权方采买，奈飞、亚马逊等随着业务发展，也逐渐往产业链上游布局，对原创内容投入持续加大。

流媒体的商业模式：订阅为主要模式，广告模式正在兴起

按收费/变现模式不同，流媒体的商业模式分为三类：订阅制视频点播 (SVOD, Subscription Video on Demand)、广告支持视频点播 (AVOD, Advertising-based Video on Demand)、交易型付费视频点播 (TVOD – Transactional Video on Demand)。其中，奈飞以订阅制起家，订阅制也是当前流媒体的主要收入模式；广告支持视频点播，随着用户增长到一定阶段，主流的订阅制流媒体平台逐步推出广告订阅套餐

1. 订阅制：主流模式

流媒体平台的用户通过订阅会员，可不限次观看平台内容，订阅可分为包月及包年模式，其中包月为主流模式。据 Antenna 数据，自 1Q22 至 1Q24，美国流媒体包月会员占比稳定在 96-97%，包年会员仅占 3-4%。订阅制的优点，对用户来说，提供了无广告打扰的观看体验，同时不限制次数及观看内容；对平台而言，其收入的可预见性高，可有效支持内容投入，以支撑内容多样性，进而在定价、用户留存等方面形成优势。奈飞、Disney+、Max 等为主要的订阅制流媒体。

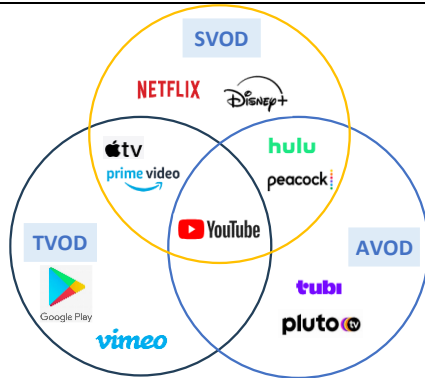
2. 广告支持：正在兴起

平台免费向用户提供内容，内容中穿插广告，广告位置可再片头、片中切片等，并根据是否可选跳过进一步区分。优势是降低了观看门槛，提高内容受众面。广告收入覆盖掉平台内容授权成本是盈利的基本逻辑。广告推荐较有线电视精准，基于用户观看体验，用户画像更为精准。考验平台的广告能力（如推荐算法的精确度）及用户运营能力（如维持较大体量的月活及日活用户规模、用户粘性等），同时需要平衡广告加载率与用户观看体验。Tubi TV, Pluto TV, YouTube 等为广告支持模式。

3. 交易型付费视频点播：盘活长尾内容

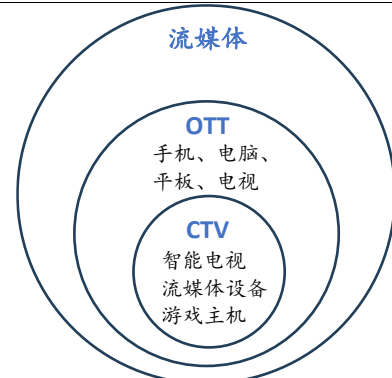
常见交易型视频点播为是按次付费点播，用户为单一剧集/电影付费，是订阅制的一种进阶模式，iTunes、Google Play 和 Vudu 等平台采用该模式。较订阅制更为灵活，用户可选择自己喜爱的内容。对平台来讲，提供额外收入来源，盘活小众长尾内容活力。定价和营销是该模式的关键。

图表 55: 流媒体模式呈融合趋势



资料来源:Nielson, 安信国际

图表 56: 流媒体技术范围

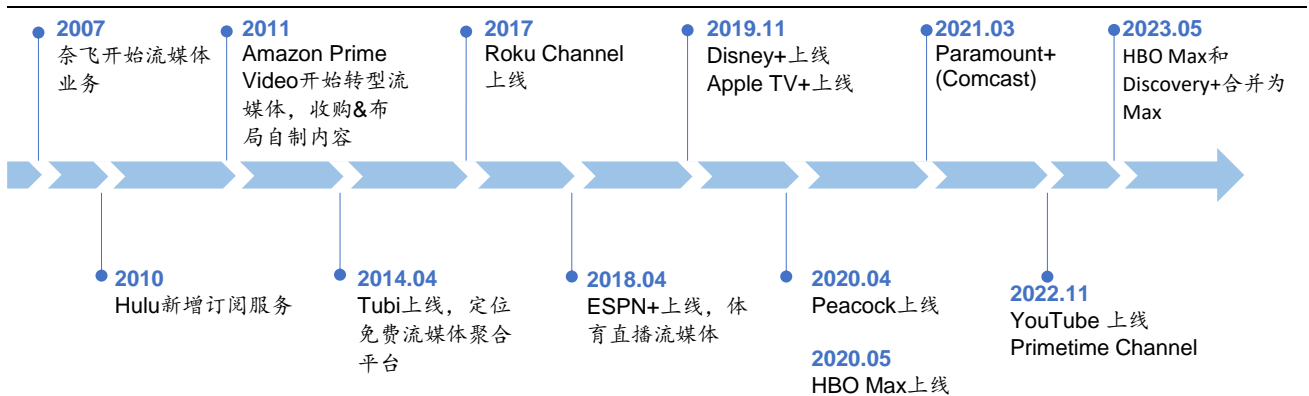


资料来源:Nielson, 安信国际

主要流媒体介绍：内容差异化是核心

美国流媒体市场玩家可分为三类：1) 独立专业型流媒体平台：奈飞，也是流媒体开创者和领导者；2) 科技公司布局流媒体：亚马逊、苹果、谷歌为代表，布局流媒体主要从生态角度考虑，如亚马逊把流媒体纳入平台 Prime 会员权益，苹果更多是为增加用户屏幕时间；3) 大型传媒娱乐公司/有线电视转型流媒体：迪士尼、派拉蒙。从规模角度看，奈飞、Amazon Prime Video、Disney+是第一梯队。

图表 57: 美国主要流媒体上线时间表



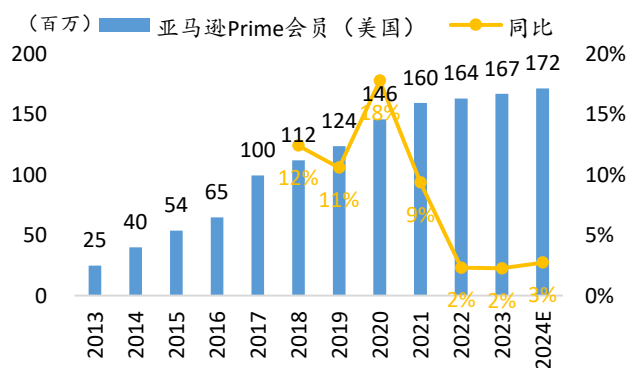
资料来源:公开资料, 安信国际

1. Amazon Prime Video

发展历程：2006 年，Amazon 上线 Amazon Unbox，提供视频分发及下载服务，支持美国用户将电影内容下载至电脑本地端，内容库包含约 1,400 部电影，主要来自好莱坞、CBS、Discovery 等 30 多家工作室，内容画质同 DVD 画质一致。2011 年，Amazon 转型流媒体业务，收购英国流媒体公司 Love Fil，并开始探索自制内容，内容库拓展至 5,000 部电影和综艺，并纳入 Amazon Prime 订阅会员权益。2014 年 9 月，喜剧 *Transparent* 上线，2015 年该剧获 2 次金球奖（第一部获奖剧集）。2015 年关闭 Amazon Unbox，全面转型流媒体，2018 年品牌更名为 Amazon Prime Video。2019 年 1 月，Amazon 上线广告订阅服务 FreeDive，内容主要来自时代华纳、索尼等，同年 7 月，品牌更名为 IMDb TV。2020 年订阅用户数超 1.5 亿。

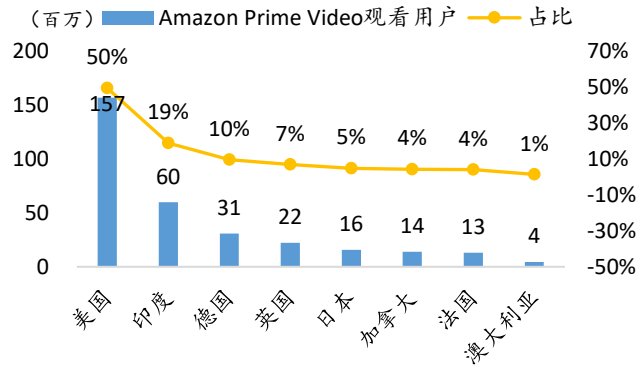
亚马逊 Prime 会员数超 2 亿，2022 年的会员订阅收入是 352 亿美元。据公司披露，亚马逊 Prime 会员数在 2018 年 1 季度突破 1 亿人，在 2019 年 4 季度增至 1.5 亿人，并在 1Q21 突破 2 亿人。据 eMarketer 数据，2023 年，Amazon 在美国 Prime 会员数约为 1.67 亿人。

图表 58: 2023 年美国亚马逊 Prime 用户规模为 1.7 亿



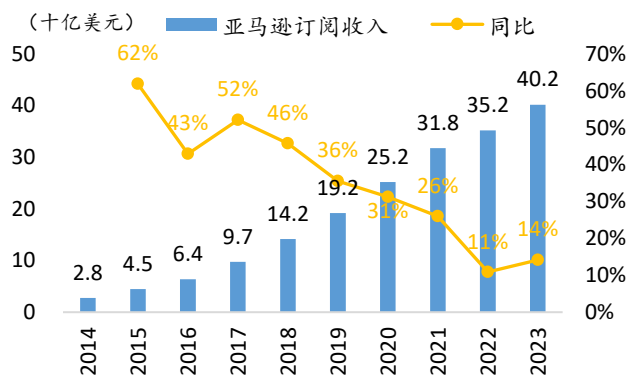
资料来源: eMarketer, 安信国际

图表 59: 2023 年 Amazon Prime Video 观看用户分布: 美国占比约 50%



资料来源: eMarketer, 安信国际

图表 60: 2023 年亚马逊订阅收入 402 亿美元



资料来源: Amazon 财报, 安信国际 (注: 含 Prime 会员订阅收入、及视频、音频、电子书、有声书等订阅收入)

图表 61: Prime 会员在国际市场的上线日期

年份	国家
2007	德国、日本、英国
2008	法国
2011	意大利
2013	加拿大
2016	印度
2017	墨西哥
2020	土耳其
2021	瑞典、波兰
2022	埃及

资料来源: eMarketer, 安信国际

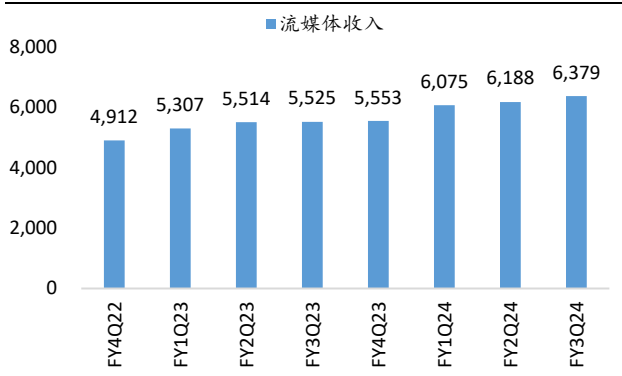
2. 迪士尼: Disney+, Hulu+, ESPN+

Disney+: 2019 年 11 月, Disney+ 在美国, 加拿大和荷兰上线, 定位合家欢流媒体平台, 内容来自迪士尼、皮克斯、漫威、星球大战、国家地理等 500 部电影和 7,500 集电视剧。目前内容已经拓展至 1.3 万部电影、纪录片、真人表演、动画、短片内容等。截止 2024 年 3 月, Disney+ 1.54 亿订阅用户, 覆盖 150 个市场。Disney+ 订阅套餐有独立版本, 也有 Disney Bundle 套餐 (涵盖 Disney+、Hulu 两项观看权益, 或者 Disney+, Hulu, ESPN+ 三项观看权益)。

Hulu+: 2007 年, NBC 环球和美国新闻集团 (News Corporation) 成立 Hulu, 定位广告支持套餐的剧集及电影提供商, 主要收入来源是广告及版权分销。2010 年, Hulu 新增订阅服务, 上线 Hulu+。2011 年 9 月, 上线第一部自制剧集 *A Day in Life*, 同年 9 月 Hulu+ 达成 100 万订阅用户。2015 年, Showtime 成为第一个接入 Hulu+ 的付费频道, 目前还包含 HBO、Cinemax、STARZ 等。2016 年, 订阅会员增至 1,200 万订阅用户。2017 年 5 月, 第一个上线直播频道的流媒体, 同年自制剧 *The Handmaid's Tale* / 《使女的故事》大获成功, 赢得多项艾美奖, 带动订阅会员增长。2019 年, 华特迪士尼收购 Fox 从而成为 Hulu 的大股东, 全面接管运营 Hulu+, 并在 2024 年实现全资收购。截止 2024 年 3 月, Hulu+ 美国订阅会员超 5,000 万人, 内容库涵盖 7 万部剧集及内容, 95 个直播频道。

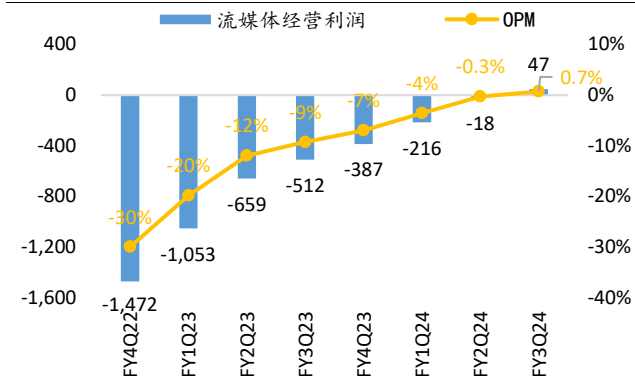
ESPN+: ESPN 于 1979 年成立, 定位体育赛事转播; 1984 年, 被美国广播公司收购, 1995 年迪士尼收购美国广播公司, ESPN 成为迪士尼旗下公司。2018 年 4 月, ESPN+ 上线, 专注体育流媒体, 每年提供近 3 万场体育赛事的独家转播权, 如美国职业棒球联赛 (MLB)、美国国家橄榄球联盟 (NFL)、国家冰球联盟 (NHL) 等。2020 年 12 月, ESPN+ 订阅家庭用户数为 1,150 万, 2021 年 11 月增加至 1,710 万。

图表 62: 迪士尼流媒体收入表现



资料来源: 迪士尼财报, 安信国际 (注: 财年截止为每年9月底)

图表 63: 迪士尼流媒体经营利润/亏损表现

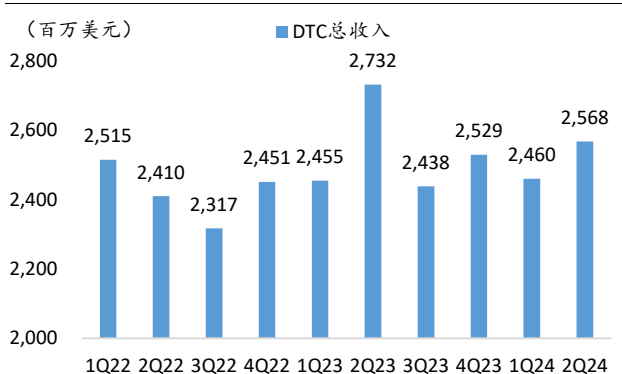


资料来源: 迪士尼财报, 安信国际 (注: 财年截止为每年9月底)

3. Max

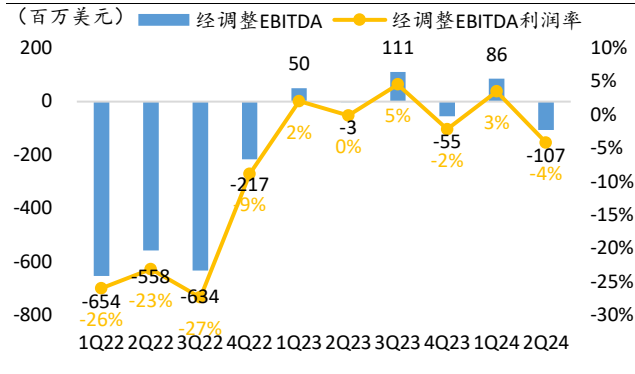
HBO 是有线电视时代的巨头, 旗下有 HBO 频道 (有线电视), 流媒体平台 HBO Max 于 2020 年 5 月上线, 包月价格 15 美元, 整合 HBO、DC 漫画、Discovery 频道等多个内容, 较 HBO GO 和 HBO Now 新增非 HBO 内容, 包括《老友记》、《生活大爆炸》、《指环王》等经典内容。据 Apptopia 数据, 2021 年, HBO Max 是美国下载量最大的流媒体平台。2023 年 5 月, 由 HBO Max 和 Discovery+ 合并为 Max。

图表 64: WBD DTC 收入情况



资料来源: WBD 财报, 安信国际

图表 65: WBD DTC 业务经调整 EBITD 表现



资料来源: WBD 财报, 安信国际

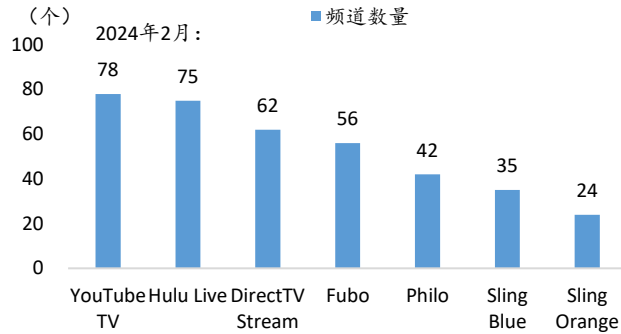
4. Apple TV+

苹果在 2006 年 9 月上线硬件 Apple TV, 2019 年 11 月上线 Apple TV+, 定位自制剧集及电影, 订阅费用为 4.99 美元/月, 苹果硬件产品用户可享受 1 年免费订阅服务。对苹果而言, 上线流媒体平台的战略重点或更多在于增加苹果用户的屏幕使用时间。据 Variety 报道, 截止 2021 年 7 月, 美国及加拿大订阅用户数不到 2,000 万人。2023 年 10 月, Apple TV+ 提价, 包月订阅从 6.99 美元提升至 9.99 美元, 包年从 69 美元提升至 99 美元。

5. YouTube TV, YouTube Primetime Channels

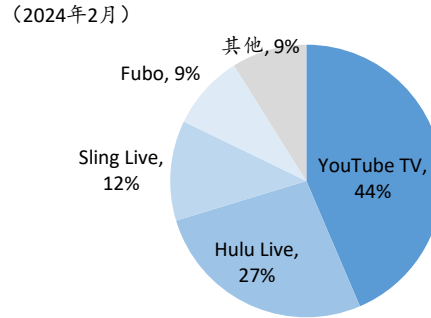
YouTube 2005 年上线，商业模式主要视频切片广告。2015 年推出付费订阅服务 YouTube Red，2017 年推出 YouTube TV，即虚拟的多频道视频节目分销商（vMVPD），广告收入预订收入融合。2022 年 11 月，推出 Primetime Channels，聚合超 30 个流媒体平台，包括派拉蒙的 Paramount+ 和 Showtime、Starz（狮门影业）、Epix（米高梅）、AMC+ 等。

图表 66: YouTube 覆盖频道数量领先



资料来源:CNET, 安信国际

图表 67: YouTube 在 vMVPD 全球的份额第一



资料来源:nScreenMedia, 安信国际

6. Paramount+

派拉蒙的母公司为 ViacomCBS，2014 年 CBS All Access 上线，是基于广播电视网的流媒体平台。2021 年 3 月，派拉蒙上线 Paramount+，定位体育+新闻+娱乐流媒体平台，与 Showtime（CBS 旗下付费有线电视频道）和免费流媒体 Pluto TV（2019 年 1 月收购）构成内容分发矩阵，内容包括剧集、电影、及 CBS 新闻及体育内容。目前 Paramount+ 有超过 3 万集剧集、2500 部电影和 1,000 多场体育赛事现场直播。

7. Peacock

2020 年 4 月，Comcast 旗下公司 NBC 环球推出 Peacock，内容包含 HBO、CNN 等资源，品类包括喜剧、现实题材、纪录片等。目前仅在美国市场上线。

8. Roku

2008 年，Roku 和奈飞合作推出流媒体播放器 Roku。2018 年，Roku Channel 上线，定位免费流媒体平台，内容从华纳兄弟、派拉蒙、狮门影业等影视制作公司授权，内容库超 10 万部。2010 年 10 月，Roku Channel 升至美国、加拿大和墨西哥流媒体小时数排名第一的电视流媒体平台（Hypothesis Group 数据）。

9. Tubi TV

2014 年 4 月成立，与 125 个内容分合作，获授权内容超 2 万部。2019 年开始拓展加拿大市场、澳大利亚市场，目前已拓展至新西兰、墨西哥等数十个国际市场。2020 年 3 月，Fox 集团以 4.4 亿美元收购 Tubi。目前内容库超 20 万部电影和剧集，包括超 200 部原创剧、Tubi Kids、Tubi Español 等。据 VideoAmp 数据，Tubi 在 2023 年月活用户约 7800 万，覆盖约 25% 的家庭。

其他玩家包括：索尼 SNE、Philo TV、BBC BritBox、FuboTV 等。

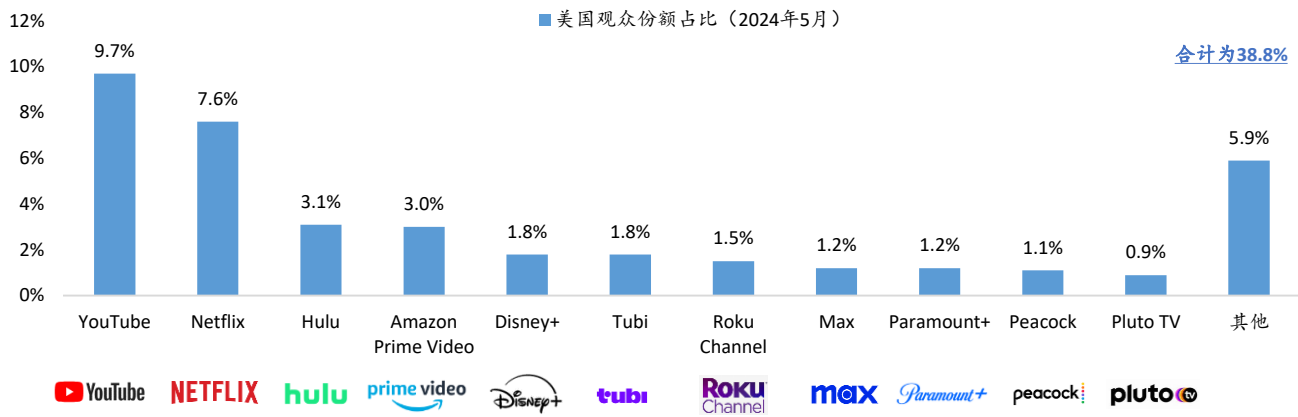
美国流媒体竞争格局特点

我们观察到，美国视频流媒体目前的特点主要为：

- 1) 竞争分散，奈飞是份额第一独立专业流媒体平台。**据 Nielsen 数据，2024 年 5 月，流媒体合计在美国用户的观看份额为 38.8%，进一步拆分看，其中份额最大的是 YouTube，主要因其平台 Video Primetime Channel 聚合模式及 UGC 视频内容观看。奈飞是份额最大的独立流媒体平台。
- 2) 内容差异化竞争。**各家在品类布局上有不同，比如竞技体育、剧集方面也有喜剧、悬疑、等，各平台的内容投入品类与平台的用户画像、前期优势内容有较大关系。据 Ampere Analysis 数据，以 2023 年上半年数据看，奈飞在犯罪&恐怖、剧情、科幻等题材方面的投入倾斜更大，HBO max 也主要布局该品类；Disney+ 在家庭、科幻等品类更大，切合迪士尼生态的合家欢属性。
- 3) 平台间探索推出捆绑套餐。**当前美国流媒体市场竞争激烈，平台间陆续尝试推出绑定会员套餐，对用户的获取及留存竞争更加激烈。
- 4) 广告和订阅模式走向融合。**主要流媒体 2024 年的新增订阅中，广告套餐占比在 50% 以上，奈飞也加码了广告业务，流媒体订阅模式和广告模式逐渐融合。

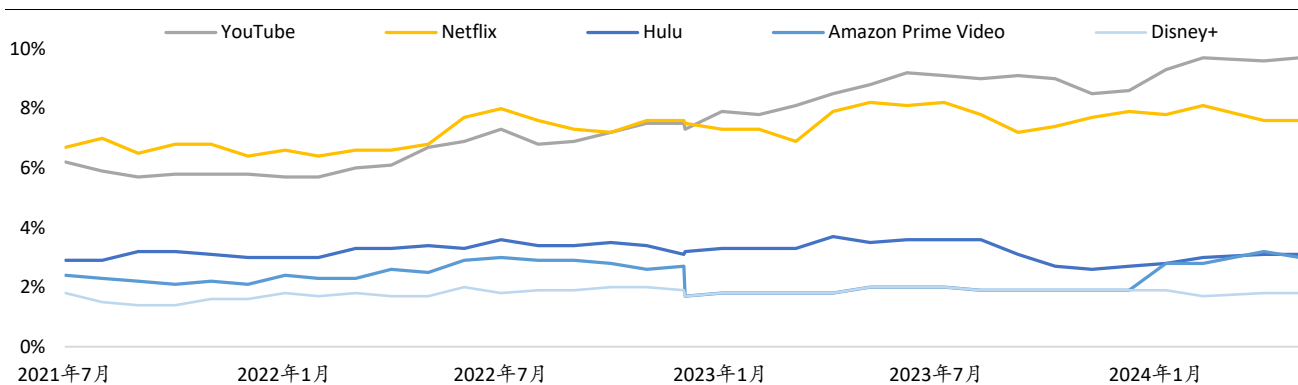
我们将在对比分析中详细分析会员各家业务发展动态、会员、订阅价格对比、商业模式对比。

图表 68: 美国流媒体观看份额分散，Netflix 为份额最大的独立流媒体平台



资料来源: Nielsen The Gauge, 安信国际

图表 69: 主要流媒体平台用户观看份额变化



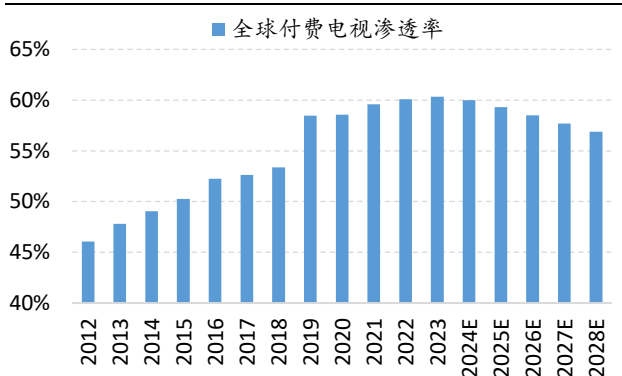
资料来源: Nielsen The Gauge, 安信国际

国际流媒体市场

我们从互联网渗透率、付费电视渗透率、内容投资规模等角度来看全球流媒体市场。

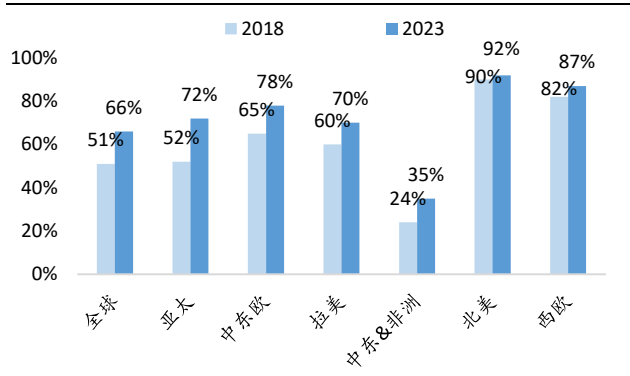
- 1) **互联网渗透率:** 2023 年全球互联网用户 53 亿人, 2018-2023 年 CAGR 为 6%, 全球互联网用户对总人口的渗透率为 66%, 较 2018 年提升 15 个百分点。其中北美渗透率领先 (92%), 亚太提升空间最大 (提升 20 个百分点)。我们认为, 互联网渗透率提升空间大的地方, 是各类互联网业务布局的基础, 也是未来流媒体的新用户的主要增长区域。
- 2) **全球电视渗透率:** 据 Ampere Analysis 数据, 2023 年全球付费电视的渗透率开始进入下行周期, 我们认为付费电视对用户的订阅习惯养成有积极作用, 从付费电视向流媒体的转换是长期确定趋势。
- 3) **电视&电影内容投资:** 全球电影&剧集内容的投资在过去 10 年维持稳步增长态势, 2023 年总支出为 2,500 亿美元, 相较于流媒体平台目前内容投入水平 (2023 财年, 奈飞为 126 亿美元, 亚马逊视频及音乐内容投入为 189 亿美元、迪士尼为 272 亿美元), 我们认为流媒体的全球内容投资的成长空间足够大。
- 4) **国际流媒体格局:** 美国的流媒体巨头也是全球市场的流媒体主要参与者, 除中国市场外, 其他本地市场的流媒体竞争力相对偏弱或者仅在当地单一市场布局业务, 我们认为主要因流媒体行业资金密集+创意人才密集行业, 只有资金及人才的高额投入, 同时公司的长期运营需要订阅收入支撑内容及运营成本。此外, 我们观察到全球多数市场中, 用户订阅流媒体的数量均在 2 个以上, 反映流媒体的竞争仍较为激烈。

图表 70: 付费电视渗透率进入下降趋势



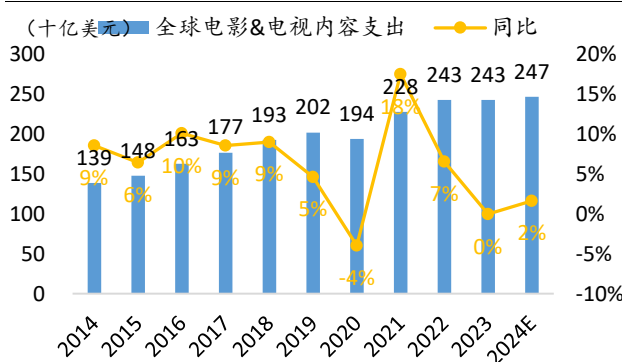
资料来源: Ampere Analysis, 安信国际

图表 71: 全球互联网渗透率提升情况



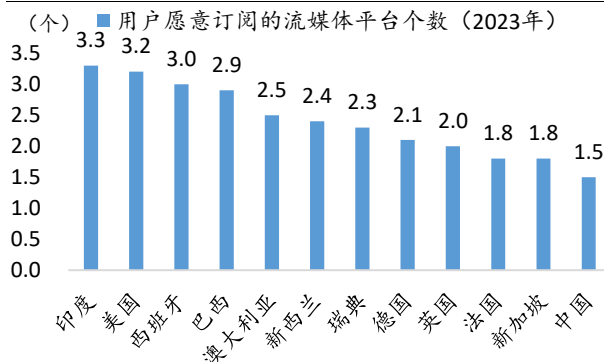
资料来源: Cisco Annual Internet Report, 2018-2023, 安信国际

图表 72: 全球电影及电视内容支出逐年提升



资料来源: Ampere Analysis, 安信国际

图表 73: 订阅多个流媒体平台趋势

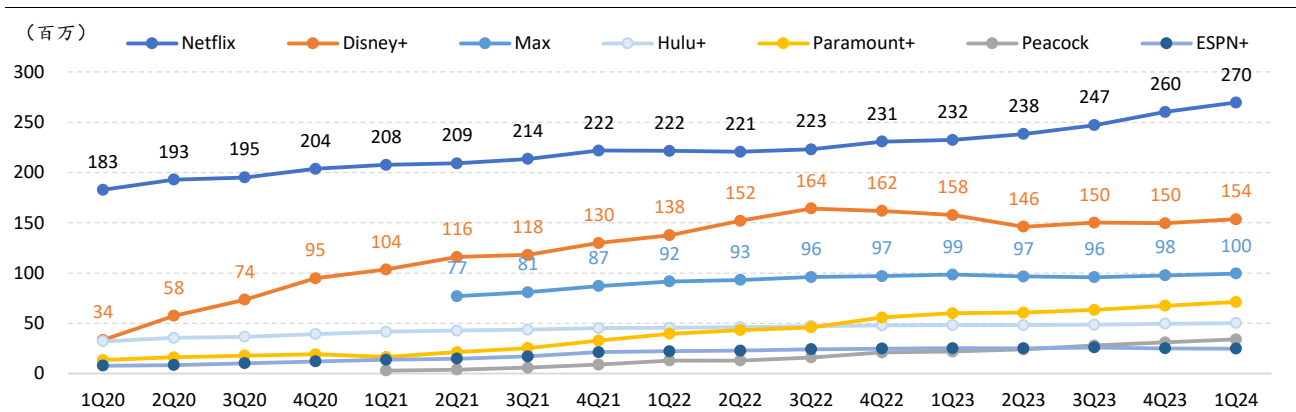


资料来源: Simon-Kucher & Partners, 安信国际

四、主要流媒体平台对比分析

会员规模对比：奈飞>迪士尼>亚马逊。据各家财报披露数据，截至2024年1季度，奈飞的全球订阅会员数为2.7亿，维持领先地位。迪士尼旗下三个流媒体平台中，Disney+订阅会员为1.5亿，Hulu为4,580万，ESPN+为2,500万，合计约为2.3亿。亚马逊、苹果为公布订阅会员数，Amazon Prime Video订阅约为1.17亿（Prime会员约为2亿），Apple TV+会员约为2,500万（DigitalTrend）。WBD旗下Max（含HBO、HBO Max、Discovery+）的订阅数为1亿，Paramount+为7,100万，Peacock为3,400万。

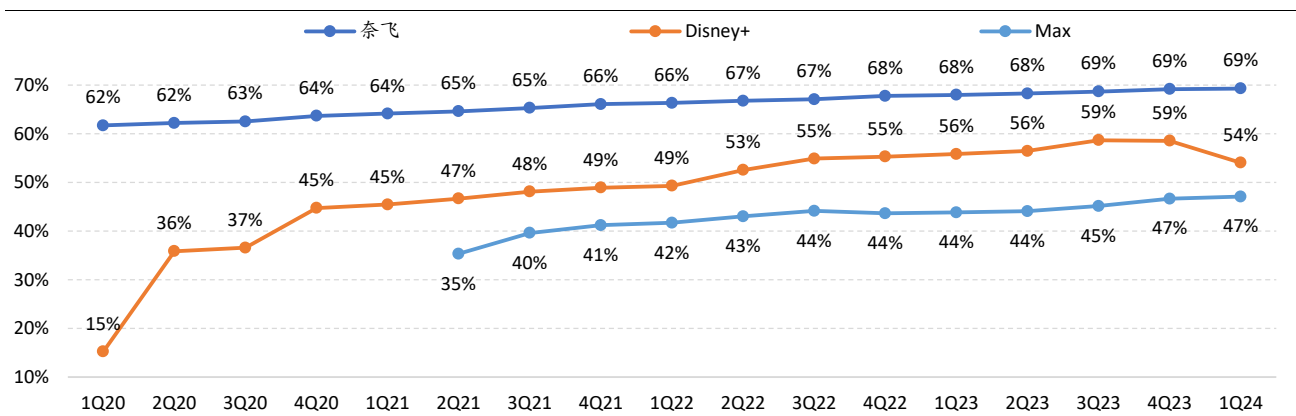
图表 74: 订阅会员：奈飞的订阅会员规模领先



资料来源:各家公司披露, 安信国际 (注: 已转换至日历年做同期比较)

奈飞国际会员占比高于其他流媒体平台。流媒体技术的优点之一是能使得内容在全球以方便快捷的方式统一上线，奈飞、迪士尼、亚马逊、WBD均有做全球布局，其中奈飞覆盖全球的约190个国家，迪士尼150+个国家、亚马逊25个国家，奈飞的国家布局广度较其他平台多，同时海外本土内容的投入力度较其他平台大，使得奈飞的国际会员占比高于其他平台。奈飞约70%的会员为国际会员，对比Disney+为54%，Max为47%。

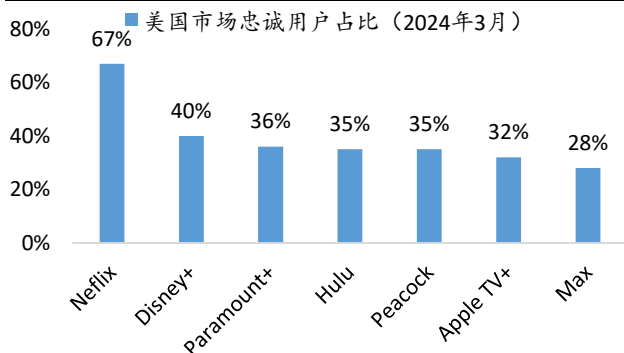
图表 75: 奈飞的国际会员占比高于其他流媒体平台



资料来源:各家公司披露, 安信国际 (注: 已转换至日历年做同期比较)

我们认为 Netflix 在会员侧的竞争优势在于：1) 会员规模领先，且国际占比更高；2) 用户高忠诚度较其他平台更高。据 Antenna 数据，订阅在 6 个月以上的用户占总用户的比例中，奈飞以 67% 的占比绝对领先，对比 Disney+ 为 40%、Paramount+ 为 36%、Hulu 为 35%、；3) 与其他流媒体的重合度低。奈飞用户订阅其他流媒体平台的可能性更低，反映平台内容的独家及吸引力。

图表 76: Netflix 忠诚用户占比领先



资料来源:Antenna, 安信国际 (注: 当前订阅用户中, 订阅周期在 6 个月以上的用户占比)

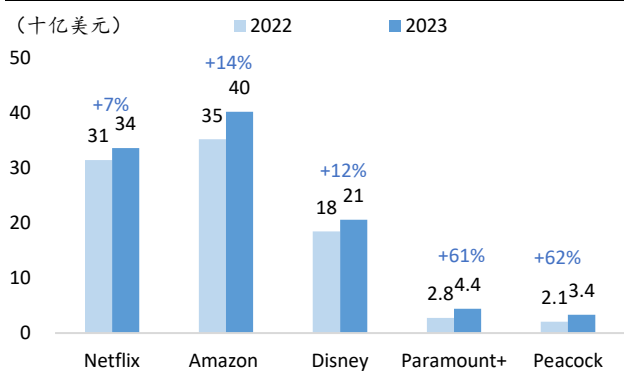
图表 77: Netflix 会员与其他平台的重合度更低

流媒体A	流媒体B						
	Apple TV+	Disney+	Hulu	Max	Netflix	Paramount+	Peacock
Apple TV+		2.12	1.82	2.41	1.60	2.14	2.24
Disney+	2.20		2.65	2.02	1.55	1.82	1.88
Hulu	1.91	2.67		1.86	1.51	1.69	1.79
Max	2.53	2.04	1.86		1.55	2.05	2.07
Netflix	1.64	1.54	1.48	1.52		1.47	1.51
Paramount	2.20	1.80	1.66	2.02	1.48		2.14
Peacock	2.31	1.87	1.76	2.03	1.52	2.14	

资料来源:Antenna, 安信国际 (注: 系数代表流媒体 A 用户更可能同时订阅流媒体 B, 系数越低, 说明重合度越低; 2024 年 5 月)

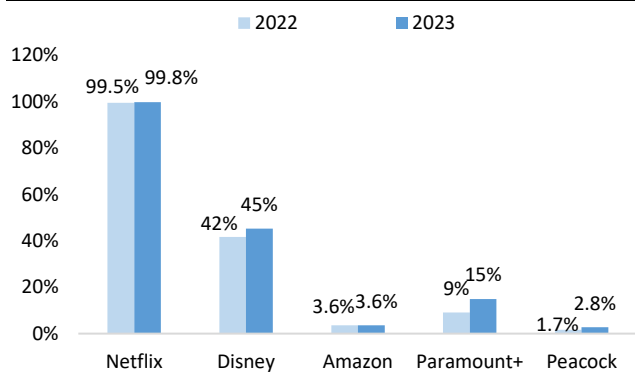
订阅收入对比: 奈飞订阅规模领先。2023 年, 奈飞的订阅收入为 340 亿美元, 同比增 7%, 迪士尼 DTC 收入 (流媒体相关) 为 210 亿美元, 约为奈飞的 61%, 对比会员总数约为奈飞的 86%。Amazon 订阅收入 (含 Prime 会员收入及数字娱乐相关收入) 为 400 亿美元, 而 Paramount+ 及 Peacock 的收入体量相对较小, 2023 年分别为 44 亿美元、34 亿美元, 但均有超 60% 的同比增速。从订阅收入对总收入的贡献占比看, 奈飞的订阅收入几乎为全部收入, 而其他平台而言, 流媒体仅是集团业务的其中一项。迪士尼 DTC 收入的占比相对较高, 2023 年总收入贡献为 45%, Paramount+ 的收入占比为 15%, Peacock 在 Comcast 的占比仅为低个位数。

图表 78: 奈飞订阅收入规模领先



资料来源: 各家公司披露, 安信国际 (注: 已转换至日历年做同期比较)

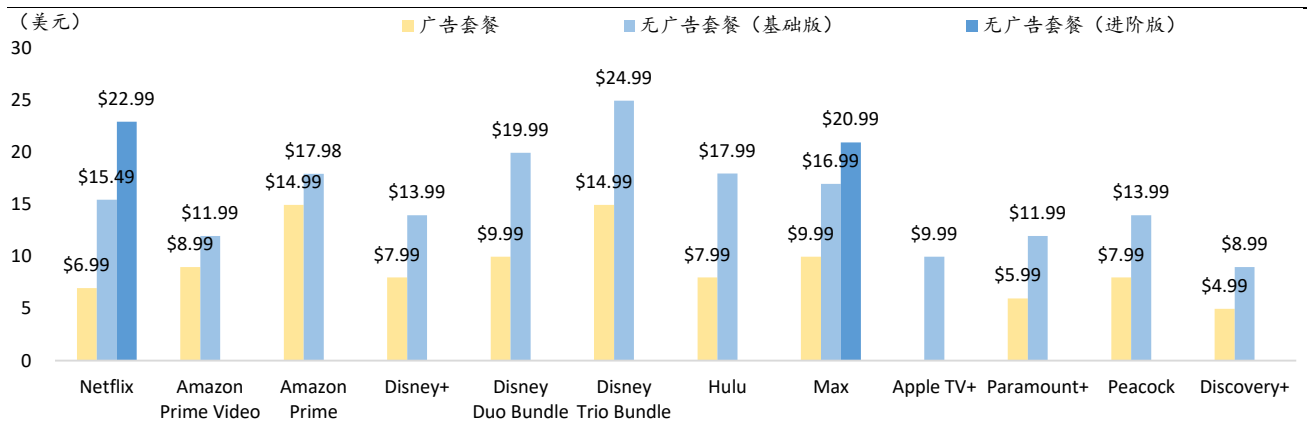
图表 79: 订阅收入占集团总收入比



资料来源: 各家公司披露, 安信国际 (注: 已转换至日历年做同期比较)

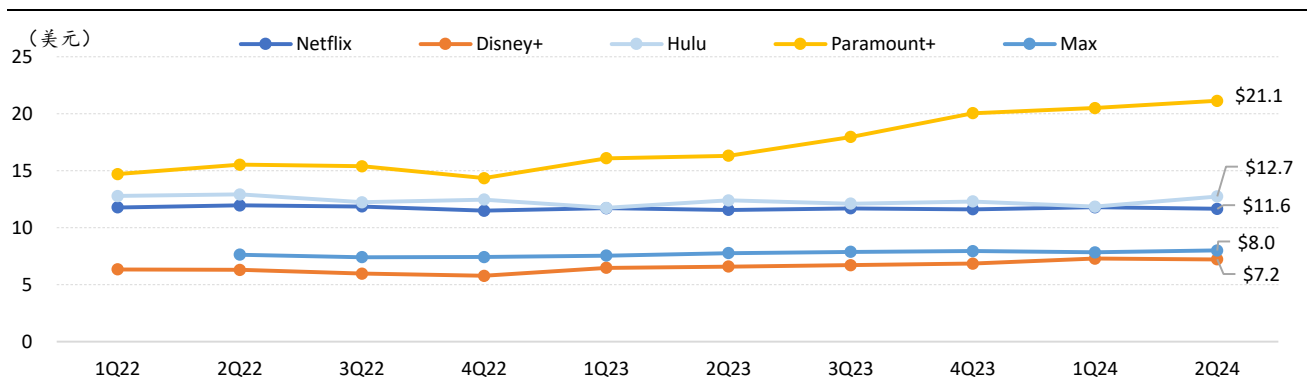
订阅价格对比: 对比各流媒体平台在美国的价格，广告版套餐的月费多在 5-10 美元之间，较无广告套餐的基础版低 25%-55%，价格具备吸引力。其中，奈飞广告订阅套餐费用为 6.99 美元，对比 Disney+ 为 7.99 美元、Prime Video 为 8.99 美元。无广告套餐（基础版）的定价大多在 10-18 美元之间，并在下载到本地选项、画质等方面较广告版有提升。同时，绑定套餐正在成为趋势，迪士尼旗下推出了 Duo 套餐（Disney+ & Hulu）、Trio 套餐（Disney+ & Hulu & ESPN+），适应了消费者同时订阅多个流媒体的趋势，将体育内容、多题材剧集、电影等内容绑定，扩大内容库丰富度。目前的流媒体平台之间或存在进一步的绑定套餐机会。

图表 80: 主要流媒体美国订阅月费价格对比



资料来源: 各流媒体官网, 安信国际

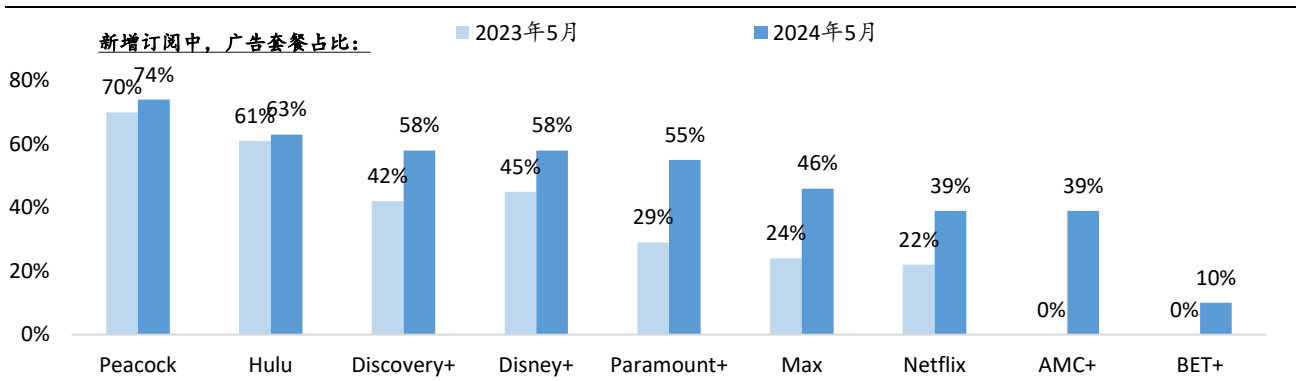
图表 81: 主要流媒体整体 ARM 对比



资料来源: 各流媒体官网, 安信国际 (注: 已转换至日历年做同期比较)

各平台均在发力广告套餐。据 Antenna 数据，2024 年 5 月，各平台的新增订阅用户中，广告套餐的占比均有提升趋势。其中，奈飞的广告套餐占新增用户的 39%，同比提升 17 个百分点。广告新增用户占比高的流媒体包括 Peacock (74%)、Hulu (63%)、Discovery+ (58%)、Disney+ (58%)。我们认为，广告套餐的提升趋势仍将继续，鉴于：1) 高通胀环境下，可选消费的价格带或有所下移趋势；2) 各平台仍在持续产出多元的剧集、电影、综艺内容。

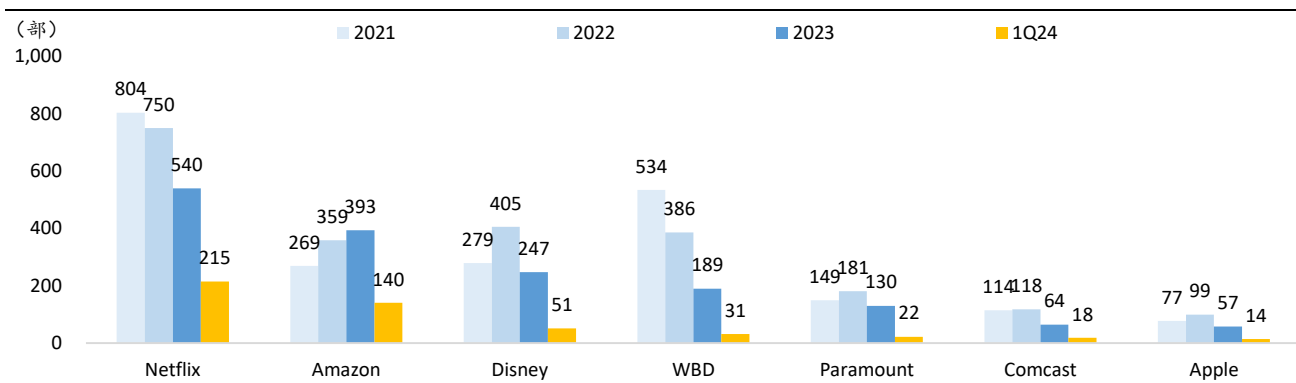
图表 82: 各流媒体平台，2024 年 5 月新增订阅用户中广告套餐占比提升



资料来源:Antenna, 安信国际

原创内容对比：2024 年奈飞及亚马逊内容制作提速，均加大对海外本地内容的投入。1) 奈飞：据 Ampere Analysis 数据，2021 年-2023 年，奈飞的原创内容为 804 部、750 部、540 部，数量持续维持领先，2022 年的下降主受 COVID 影响，2023 年的下降主要因好莱坞的罢工影响。2024 年 1 季度，奈飞的原创自制剧集为 215 部，达去年全年的 40%，主要因国际业务拓展，加大对海外的本地内容投资。2) 亚马逊：过去 3 年的原创内容数量逐步增加，主要因收购米高梅工作室以及国际内容投入的推动。今年 1 季度的原创内容 140 部，达 2023 年全年的 36%，海外内容投入加大，尤其是印度和欧洲。

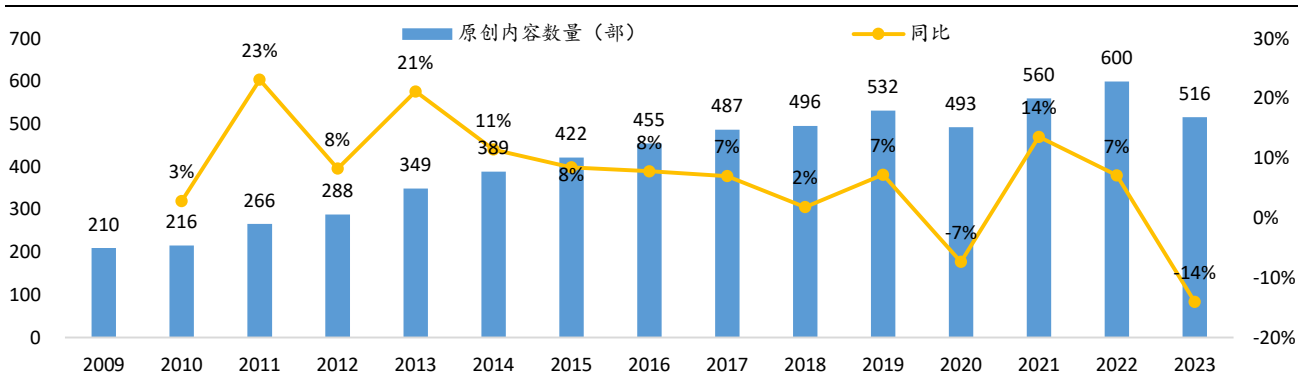
图表 83: 奈飞的剧集原创内容制作数量领先



资料来源: Ampere Analysis, 安信国际 (注: 不含电影、Amazon Freevee、miniTV)

原创剧集更加注重质量。据 FX Networks 数据，2023 年美国原创剧集数量为 516 部，同比下降 14%，是除疫情影响的 2020 年之外的唯一收缩的年份。我们认为，原创剧集更加注重质量是趋势所在，流媒体已是成熟竞争阶段，各平台更加注重内容的投资回报率。

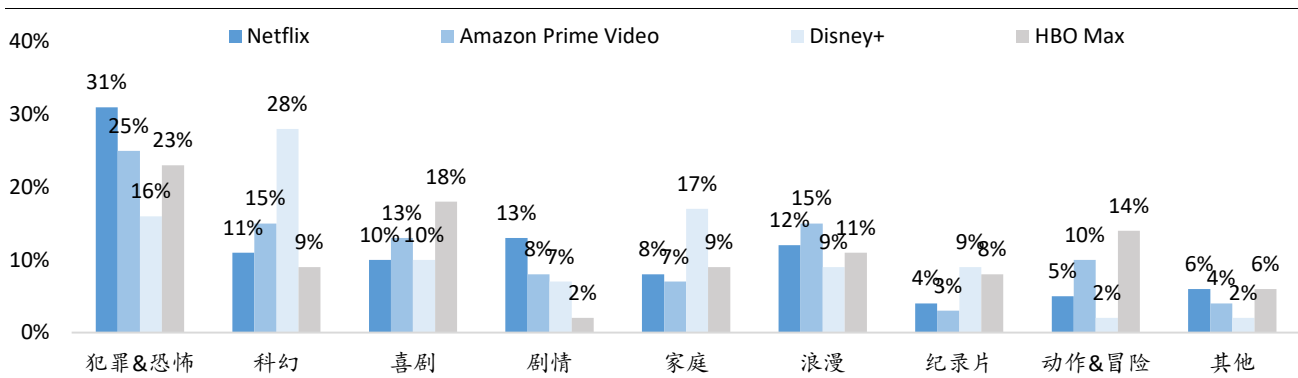
图表 84: 美国原创剧集数量变化：从量到质的趋势改变



资料来源: FX Networks Research, 安信国际

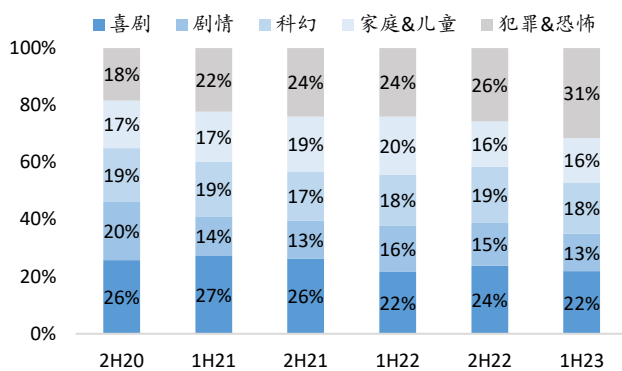
内容品类对比：品类多元，竞争差异化。各平台的内容投入品类与平台的用户画像、前期优势内容有较大关系。据 Ampere Analysis 数据，以 2023 年上半年数据看，奈飞在犯罪&恐怖、剧情、科幻等题材方面的投入倾斜更大，HBO max 也主要布局该品类；Disney+ 在家庭、科幻等品类更大，切合迪士尼生态的合家欢属性。

图表 85: 内容投入的品类分布 (1H23)



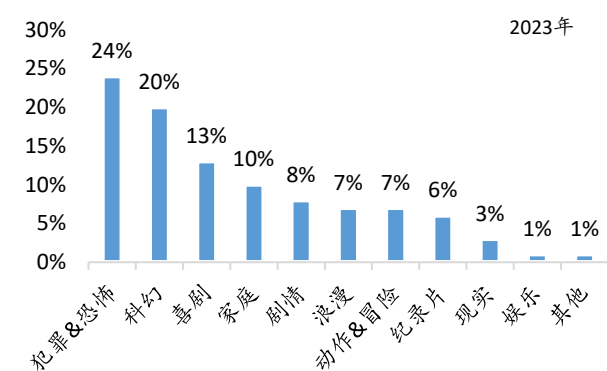
资料来源: Ampere Analysis, 安信国际

图表 86: 北美流媒体剧集内容题材分布



资料来源: Ampere Analysis, 安信国际 (注: 仅统计有剧本的剧集内容, 不含无剧本内容)

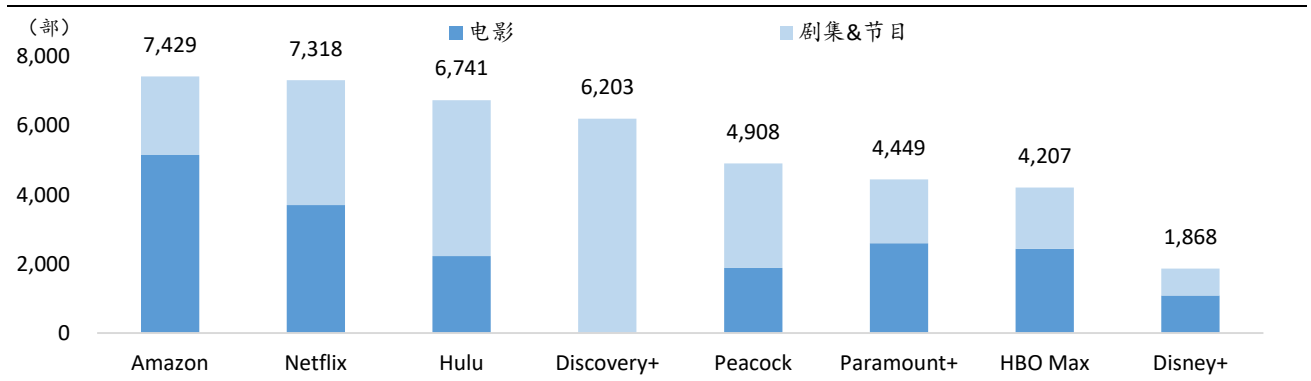
图表 87: 全球流媒体剧集内容题材分布



资料来源: Statista, 安信国际

内容库存对比：亚马逊及奈飞内容数量基本持平。在内容丰富度上，据 Ampere 数据，以 2023 年美国市场为例，奈飞的库存内容数量约为 7300 部，和亚马逊基本持平，略高于 Hulu（约 6,700 部），为内容库规模的第一梯队。

图表 88: 内容库对比：亚马逊电影及内容总数领先（2023 年，美国市场）



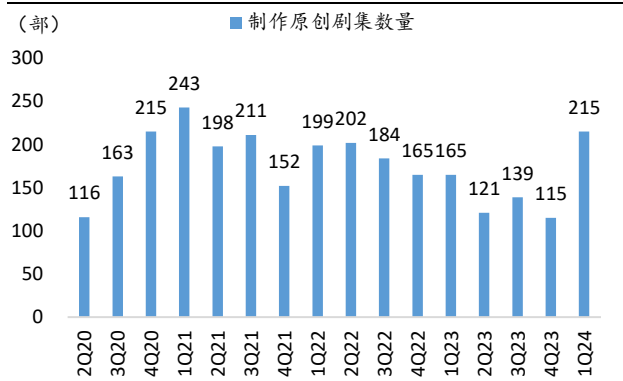
资料来源: Ampere Analysis, 安信国际

五、探讨奈飞内容护城河有多高

我们从内容现金投入、内容库丰富度及质量、内容推荐、用户粘性角度看奈飞内容的护城河。

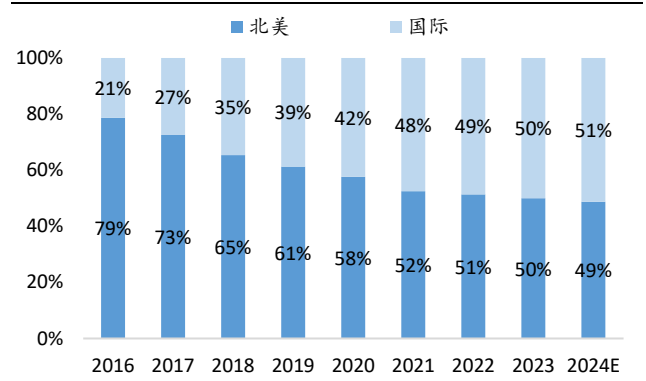
原创内容投入：2024 年 1 季度，奈飞原创剧集内容数量为 215 部，对比 1Q23/4Q23 为 165 部/115 部，同比/环比增 30%/87%，强劲恢复，主要因国际市场的本地内容投入加大，尤其是前期已经被验证过的市场如西班牙、印度、和韩国。1 季度，西欧的原创内容数量首次与北美持平，亚太增长强劲。在西欧地区，原创内容多为制作成本较低的无剧本剧集，印度内容聚焦犯罪恐怖题材。

图表 89: 2024 年原创内容数量增长迅速



资料来源: Ampere Analysis, 安信国际

图表 90: 国际内容现金投入已超过北美

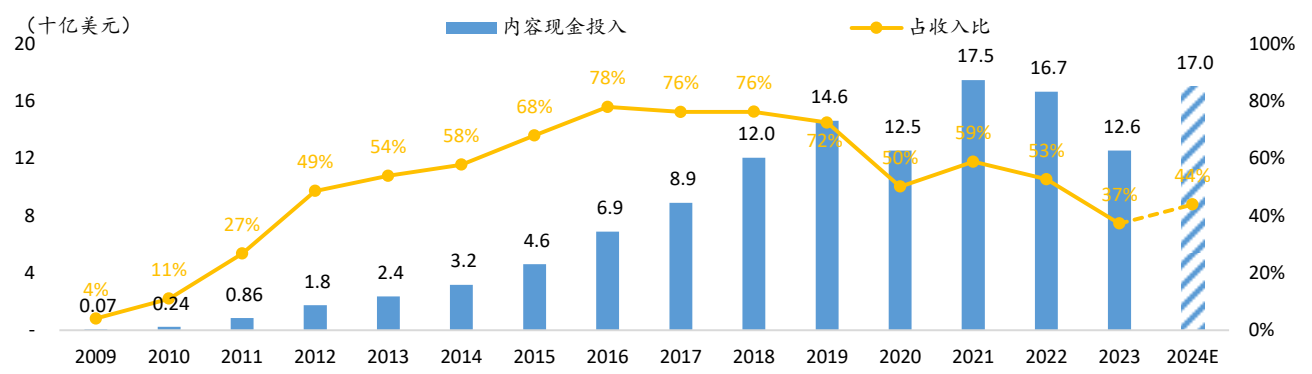


资料来源: Ampere Analysis, 安信国际

原创内容战略下现金投入高速增长。奈飞以资产负债表上中流媒体内容资产增加额加上流媒体内容负债变动衡量内容现金投入，我们观察到自公司开启原创内容战略后，内容现金投入呈高速增长，2018 年突破 120 亿美元，并在 2021 年达到峰值 175 亿美元，2022-2023 年主要收到疫情扰动、好莱坞罢工影响，投入有所收缩。公司预计 2024 年内容投入约为 170 亿美元，在原创内容及授权内容均有投入增长。

国际内容投入超过北美。据 Amperer Analysis 数据，自 2023 年起，国际内容现金投入已超过北美。我们认为，未来国际内容投入仍有提升趋势，主要基于：1) 非英语内容收视率占比 30% 以上，并有持续提升趋势；2) 国际内容投入一定程度分散好莱坞工人罢工影响；3) 全球化及本地化战略的维持不变。从区域看，欧洲内容投入（尤其是法国和西班牙）、韩国、以及印度新增市场仍是重点。

图表 91: 预计 2024 年内容现金投入 170 亿美元，占收入比 44%



资料来源:公司财报, 安信国际预测

原创内容质量: 据 JustWatch 数据, 目前奈飞原创剧集合计共获 184 项艾美奖, 29 项金球奖、22 项奥斯卡奖, 其中获奖排名 Top 10 内容在合计获 37 项艾美奖, 11 项金球奖、7 项奥斯卡奖, 占各分类奖项的 20%、38%、32%, 反映 TOP10 之外的其他内容均有较好表现, 内容质量有着较为稳定的输出节奏。对比其他流媒体平台及传统有线电视的艾美奖提名情况, 我们看到奈飞在艾美奖的提名数量在过去几年均维持前列。

图表 92: 奈飞原创剧集获奖情况

剧名 (中文)	剧名 (英文)	艾美奖 (项)	金球奖 (项)	奥斯卡 (项)
王冠	The Crown	11	5	
后翼弃兵	The Queen's Gambit	2	2	
鱿鱼游戏	Squid Game	6		
爱、死亡和机器人	Love, Death & Robots	7		
西线无战事	All Quiet on the Western Front			4
黑钱胜地	Ozark	3	1	
怪奇物语	Stranger Things	5		
罗马	Roma			3
犬之力	The Power of the Dog		3	
纸牌屋	House of Cards	3		
TOP10 合计		37	11	7
其他剧集		147	18	15
奈飞合计		184	29	22

资料来源:JustWatch, 安信国际

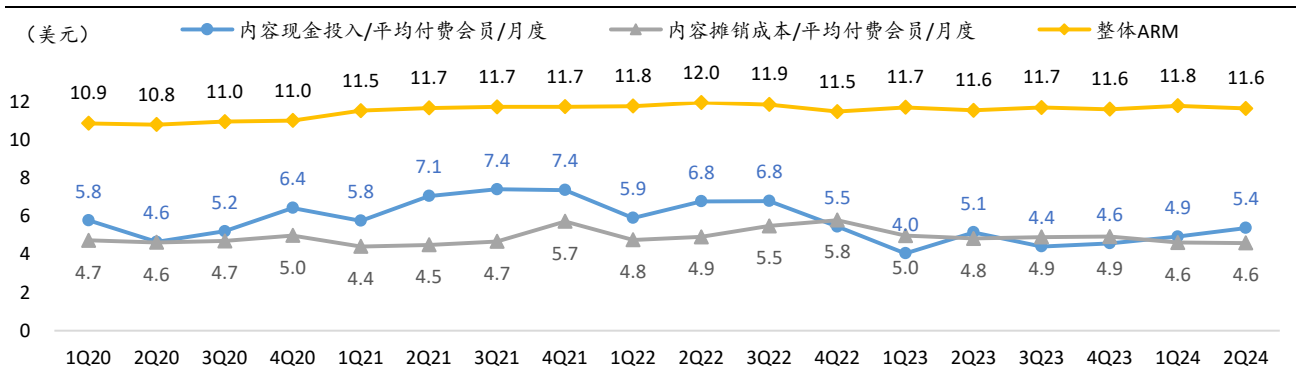
图表 93: 艾美奖提名及获奖情况对比

公司	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
艾美奖提名项数 (项)									
Netflix	56	97	112	118	160	129	105	103	107
FX Networks				27	33	16	23	37	93
HBO Max						36	32	127	91
Apple TV+					18	34		54	72
ABC	35	34	31	26	36	23	23	28	38
CBS	35	29	34	43	23	26	29	20	38
Amazon Prime Video	16	16	22	47	30	19	30	42	37
NBC	41	60	78	58	47	46	28	27	33
Hulu	2	18	27	20	26	25	58	64	26
Disney+					19	71	34	40	19
Netflix 艾美奖获奖情况:									
获奖 (项)	9	20	23	27	21	44	26	22	
获奖/提名	16%	21%	21%	23%	13%	34%	25%	21%	

资料来源:Emmys.com, 安信国际 (注: 2024 年艾美奖暂未公布获奖名单)

内容投入效率模型: 我们通过计算单个付费会员的所对应的平均内容现金投入/成本, 并与整体 ARM 值做对比, 以判断奈飞的内容投入效率。我们观察到, 单个会员的平均内容摊销成本较为稳定, 约为 4.5-5.5 美元/月, 约为月度 ARM 的 40%-50%。单个会员的平均内容现金投入波动幅度更大, 但仍远低于 ARM 值。作为对比, Amazon Prime Video 及 Disney+ 目前内容投入及订阅费收入之间仍未打平, 奈飞的内容投入效率远高于竞对。

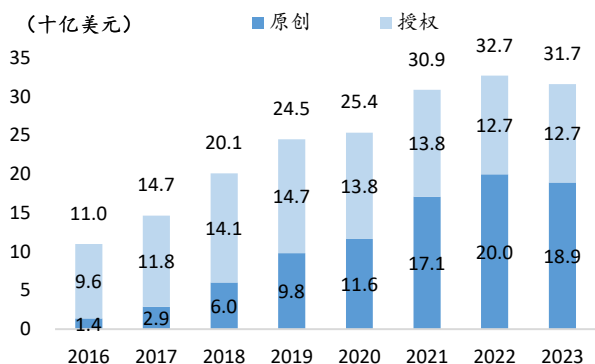
图表 94: 单个会员的平均内容投入及摊销成本均低于订阅费用



资料来源: 公司财报, 安信国际

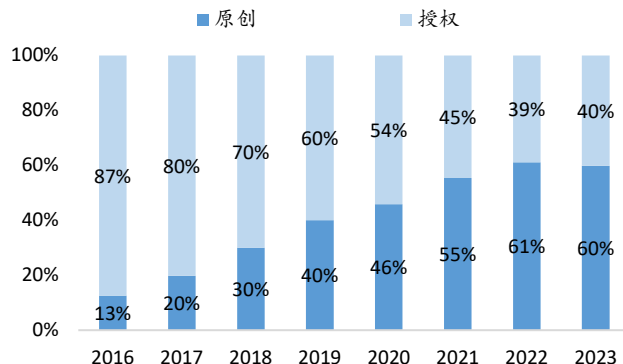
内容资产&内容摊销: 自 2021 年起, 奈飞的内容资产净值突破 300 亿美元, 并且原创内容占比超过授权内容, 2023 年原创内容资产占比已提升至 60%。从内容摊销角度, 据财报披露, 90% 的授权及原创内容在 4 年内摊销完毕, 2023 年的内容摊销成本为 71 亿美元, 约占营业成本的 72%, 较为稳定, 约占收入的 42%, 占收入比呈下降趋势。

图表 95: 内容资产净值已突破 300 亿美元



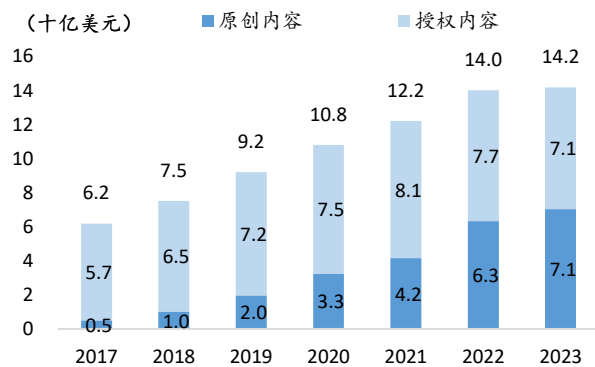
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 96: 原创内容资产净值占比提升至 60%



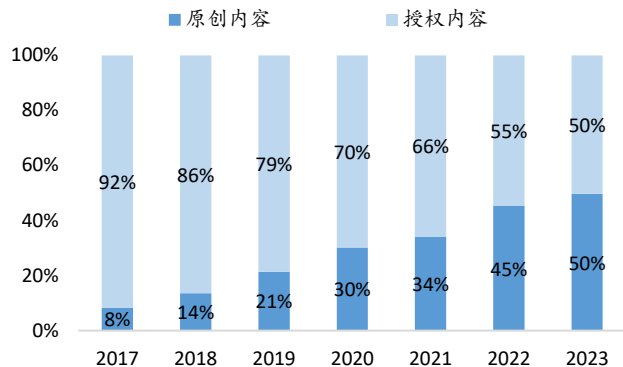
资料来源: 公司资料, 安信国际

图表 97: 2023 原创内容摊销成本 71 亿美元



资料来源: 公司资料, 安信国际

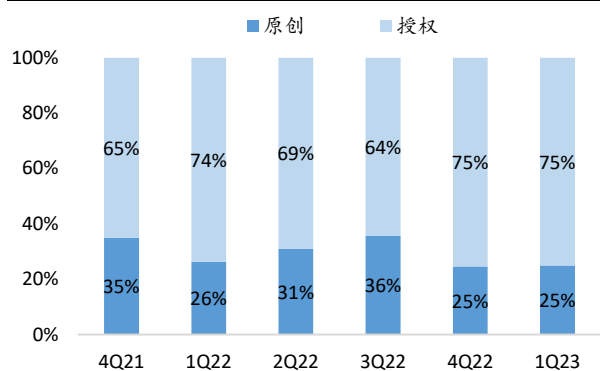
图表 98: 2023 年原创内容摊销成本占比 50%



资料来源: 公司资料, 安信国际

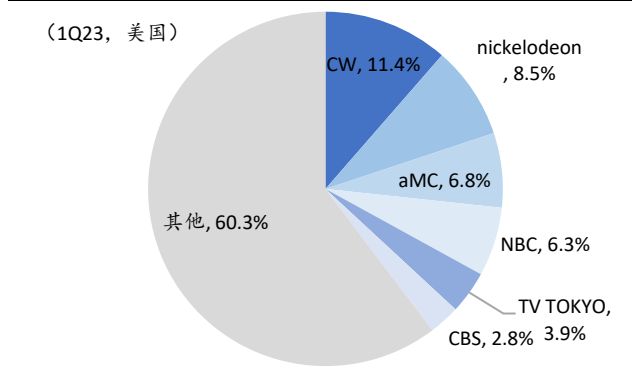
授权内容在头部内容仍有重要地位。据 Parrot Analysis 数据，奈飞的播放时长 TOP25 内容中，授权内容占比在 4Q21-1Q23 期间维持在 65-75% 水平，而原创内容占比约为 25%-35%，授权内容的仍有重要地位。拆分 TOP25 授权内容的版权方，排名靠前的为 CW、nickelodeon、AMC、NBC 等。

图表 99: 播放 TOP25, 授权内容占比更高



资料来源: Parrot Analysis, 安信国际

图表 100: 授权内容播放份额分布



资料来源: Parrot Analysis, 安信国际

推荐算法盘活内容库活力，超 80% 的观看份额来自推荐算法。据奈飞披露，在 2012 年，约 75% 的观看份额来自奈飞的推荐算法，在 2020 年，这一比例提升至 80%。奈飞早在 2000 年初的线上 DVD 邮寄业务中就运用了推荐算法，对用户喜欢的洞察深入。根据官网信息，奈飞的推荐算法收集的信息包括：1) 观看行为：观看内容的时长、暂停、重启、完播、快进等；2) 用户反馈：用户在平台上给观看内容的评分，点赞，用户观看的内容品类和内容记录；3) 观看终端：包括地理位置、观看的设备、屏幕等。值得注意的是，奈飞的算法并不收集用户的性别和年龄信息，公司认为用户行为所传递的信息价值高于年龄和性别。

奈飞在做内容营销及推荐时，通过分析用户观看剧集的品类、语言、演员、导演、发行年份，实现精准推送。例如，《纸牌屋》剪辑超 10 个预告片，展示不同的角色形象，推送给不同的用户。奈飞推荐算法体系对用户的洞察更为深入，有利于盘活平台丰富的内容库储备，实现用户的个性化推荐，实现正向飞轮效应。

奈飞用户播放数据分析：据奈飞官网发布的 1H23 及 2H23 用户活跃度报告，2023 年，奈飞的观看时长合计约 1,834 亿小时，日均 5 亿小时，单个会员的平均观看时长约为 2 小时（高于 Amazon Prime Video 日均 51 分钟）。观看的内容角度看，全球上线的内容的观看时长约为 52%，区域上线的内容时长占比 48%；观看人次角度，全球上线和区域上线内容基本持平。

图表 101: 奈飞用户活跃度报告：日均观看时长约 2 小时

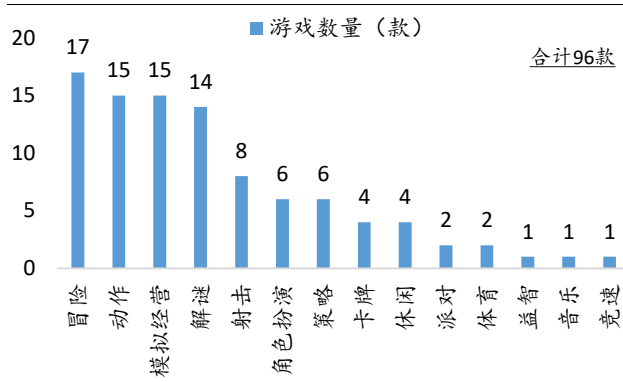
	1H23	2H23
天数 (天)	181	184
期末会员数 (百万)	238	260
内容部数 (部)	18,214	15,994
总观看时长 (百万小时)	93,455	90,023
日均观看时长 (百万小时)	516	489
日均单部观看时长 (小时)	28,348	30,590
日均单会员观看时长 (小时)	2.2	1.9
总观看人次 (百万人次)	NA	23,824
日均观看人次 (百万人次)	NA	129
日均单部观看人次 (百万人次)	NA	8,095
观看时长拆分:		
全球内容观看时长 (百万小时)	48,138	46,830
日均观看时长 (百万小时)	266	255
日均单会员全球内容观看时长 (小时)	1.1	1.0
区域内容观看时长 (百万小时)	45,317	43,193
日均观看时长 (百万小时)	250	235
日均单会员区域内容观看时长 (小时)	1.1	0.9
观看人次拆分:		
全球内容观看人次 (百万人次)	NA	11,749
日均观看人次 (百万人次)	NA	64
区域内容观看人次 (百万人次)	NA	12,075
日均观看人次 (百万人次)	NA	66

资料来源: Netflix Engagement Report, 安信国际

游戏布局丰富内容生态。奈飞自 2021 年开始布局游戏业务，公司游戏布局特点为包含在订阅套餐内，无广告、无额外付费、无 App 内购，用户可在手机、平板、iPad 下载。目前平台游戏共 **96 款**，此外，据公司披露，目前有超 80 款游戏正在开发。从已上线的游戏品类分布看，冒险、动作、模拟经营、解谜的占比相对较高，游戏开发注重同原创内容 IP 相结合，比如《怪奇物语》有 2 款相关的衍生游戏，《怪奇物语：1984》下载量约为 400 万次（Appfigures 数据）。我们认为，奈飞的游戏布局主要目的是补充和丰富内容生态，增强用户粘性，与传统游戏公司业务有所区别，较其他流媒体平台而具备衍生内容能力。

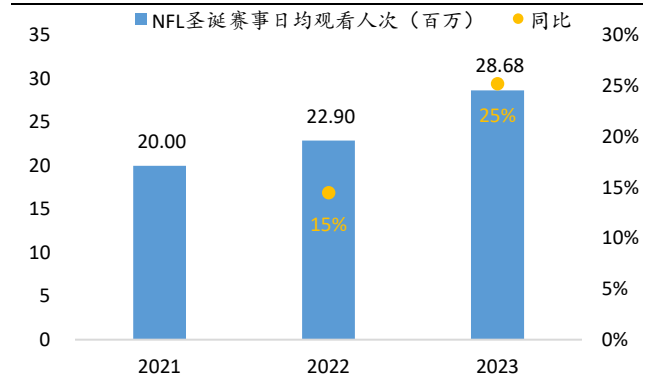
发力体育及游戏直播，拓展多元人群。奈飞在 2024 年 1 月宣布与 WWE（世界摔角娱乐）达成合作，获旗下体育娱乐节目 RAW（年观众人数 1,750 万人）的独家转播权，合作期限 10 年。2025 年 1 月起，RAW 节目直播将上线 Netflix（美国、加拿大、拉美）。我们认为奈飞布局体育直播，有望拓展多元年轻用户，并进一步丰富内容生态。此外，2024 年 5 月，奈飞宣布获 NFL（全美职业橄榄球联赛）2025 年圣诞赛事（2 场）的独家流媒体转播权，并在未来 2 年至至少一场 NFL 在节假日的赛事。NFL 圣诞赛事 2023 年的观众数为 2,868 万，预计该赛事的转播对奈飞 4 季度的北美会员增长有较强提振作用。

图表 102: 奈飞游戏品类分布



资料来源: 奈飞官网, 安信国际

图表 103: NFL 圣诞赛事观看人次



资料来源: Sports Business, 安信国际

六、财务预测

我们拆分流媒体收入预测及广告收入预测。

流媒体订阅收入预测：公司管理层对 2024 年全年预测（收入增 14%-15%），我们基于订阅收入=平均会员×ARM，预计流媒体收入在 2024-2027 年的收入 CAGR 为 9%，到 2027 年达 496 亿美元。其中：

- 1) **会员净增预测：**我们预计 2024 年全年会员净增 2,760 万，1-2 季度已增 930 万/800 万，下半年有望增超 1,000 万。3 季度热门剧集新季上线，如《艾米丽在巴黎 S4》，4 季度将会受到圣诞节 NFL 体育直播的带动。我们预计 2025/2026/2027 年会员增长 1,860 万/1,580 万/1,700 万，主要增长动力来自：1) 内容投入支撑稳定内容产出，原创内容及授权内容并行；2) 广告套餐的渗透率提升，基本套餐向会员套餐转换；3) 限制共享账号及额外登录付费的持续推进。

分区域看，我们预计 EMEA 及亚太地区将会贡献最主要的会员增长。预计 2024/2025 年 EMEA 地区会员增 800 万/640 万，预计亚太地区增 850 万/490 万，主要考虑：1) EMEA 地区限制贡献账号后会员增长潜力。2) 亚太地区基础套餐向广告套餐的转化、韩国、日本、印度市场的潜力。我们仍为会员增长对收入的拉动作用将会强于 ARM 提升。

- 2) **ARM 趋势预测：**我们预计 2024 年整体 ARM 同比增 0.3%，EMEA 部分国家的提价影响对 ARM 是提振，广告套餐渗透率提升部分拖累 ARM 提升，预计 2024-2027E CAGR 为 2.0%。

图表 104: 预计未来流媒体收入 2024-2027E CAGR 为 8.7%

财年截止12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
流媒体收入						
收入	31,470	33,640	38,577	42,129	45,807	49,578
同比	6.6%	6.9%	14.7%	9.2%	8.7%	8.2%
平均会员数 (百万)	222.9	240.9	275.5	296.3	317.4	333.8
期末会员数 (百万)	230.7	260.3	287.9	306.4	322.2	339.2
净增 (百万)	8.9	29.5	27.6	18.6	15.8	17.0
ARM (美元)	\$11.8	\$11.6	\$11.7	\$11.8	\$12.0	\$12.4
同比	0.8%	-1.1%	0.3%	1.5%	1.5%	2.9%
美国&加拿大						
收入	14,085	14,874	17,272	18,481	19,400	20,701
同比	9%	6%	16%	7%	5%	7%
平均会员数 (百万)	74.0	76.1	84.0	87.4	90.7	94.9
期末会员数 (百万)	74.3	80.1	86.1	89.5	92.5	96.0
净增 (百万)	-0.9	5.8	6.0	3.4	3.0	3.5
ARM (美元)	\$15.9	\$16.3	\$17.1	\$17.6	\$17.8	\$18.2
同比	9.0%	3.0%	5.3%	2.7%	1.2%	2.0%
EMEA						
收入	9,745	10,556	12,146	13,263	15,046	16,449
同比	0.5%	8.3%	15.1%	9.2%	13.4%	9.3%
平均会员数 (百万)	73.9	80.9	93.2	99.8	107.8	112.3
期末会员数 (百万)	76.7	88.8	96.9	103.2	107.8	113.2
净增 (百万)	2.7	12.1	8.0	6.4	4.6	5.4
ARM (美元)	\$11.0	\$10.9	\$10.9	\$11.1	\$11.6	\$12.2
同比	-6.0%	-1.0%	-0.1%	2.0%	5.0%	5.0%
拉美						
收入	4,070	4,446	4,869	5,398	5,763	6,192
同比	13.8%	9.3%	9.5%	10.9%	6.8%	7.4%
平均会员数 (百万)	41.7	46.0	51.1	55.1	58.3	61.3
期末会员数 (百万)	41.7	46.0	51.1	55.1	58.3	61.3
净增 (百万)	1.7	4.3	5.1	4.0	3.2	3.0
ARM (美元)	\$8.5	\$8.7	\$8.3	\$8.5	\$8.5	\$8.8
同比	10.0%	2.0%	-3.8%	2.6%	0.0%	2.6%
亚太						
收入	3,570	3,764	4,290	4,987	5,598	6,235
同比	9.3%	5.4%	14.0%	16.3%	12.2%	11.4%
平均会员数 (百万)	35.0	41.0	49.6	56.4	62.7	67.8
期末会员数 (百万)	38.0	45.3	53.8	58.7	63.7	68.8
净增 (百万)	5.4	7.3	8.5	4.9	5.0	5.1
ARM (美元)	\$8.5	\$7.6	\$7.2	\$7.4	\$7.4	\$7.7
同比	-11.0%	-10.0%	-5.7%	2.3%	1.0%	3.0%

资料来源:公司资料, 安信国际预测

广告潜力测算：根据 2024 公司管理层指引，预计 2025 年公司的广告套餐费 MAU 将会达到一定规模，广告变现能力将会在 2026 年开始贡献可观增量。我们估算，到 2026 年，广告套餐的变现潜力（广告收入+订阅月费）约为标准套餐的 8 成，中长期有望持平；预计 2026 年/2027 年广告收入贡献占比约为 9.4%/11.0%。

主要假设及推算过程如下：

1) **广告会员：**根据奈飞披露数据，广告 MAU 在 2024 年 5 月突破 4,000 万，我们保守估计 2024 年底的 MAU 为 4,300 万，预计到 2026 年增加至 7,700 万，对平均会员的渗透率提升至 25% (vs.当前 14%)。

2) **CPM：**我们参考 2023 年全球社交媒体的 CPM 水平（6 美元，[Statista](#)），假设当前奈飞全球 CPM 均价为 6 美元，并在未来 3 年保持 5% 的同比增速。

3) **日均观看广告数量：**我们基于广告用户日均观看时长 2 小时（2Q24），每小时剧集内容可插入的广告时长为 4 分钟，假设单条广告时长 15 秒，2024 年单个广告会员的观看广告数量为 32 条。

4) **广告库存使用率：**根据公司战略，我们假设广告库存的使用率在 2026 年提升至 75%。

基于广告会员贡献的平均月度广告收入=日均潜在观看广告数量×广告库存使用率×CPM/1,000，我们估算 2026 年月度广告收入为 6.6 美元，广告+订阅合计约为 12.09 美元/月，约为当前无广告标准套餐的 80%。年度广告收入=广告 MAU×月均广告收入×12 个月，我们估算 2026 年/2027 年的广告收入为 48 亿美元/62 亿美元，约占总收入的 9.4%/11.0%。

图表 105: 广告收入潜力测算：我们预计 2026 年广告的收入占比提升至近 10%

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
广告 MAU (百万)	43.1	71.6	77.7	82.8	87.6
同比		66%	9%	7%	6%
平均会员数 (百万)	275	296	317	334	349
同比		8%	7%	5%	5%
对平均会员数的渗透率	15.6%	24.2%	24.5%	24.8%	25.1%
日均观看时长 (分钟)	120	122	129	135	142
同比		2.0%	5.0%	5.0%	5.0%
每小时广告时长 (分钟)	4.0	4.0	4.0	4.2	4.5
每小时广告占比	6.7%	6.7%	6.7%	7.1%	7.4%
单条广告时长 (秒)	15	15	15	15	15
每天潜在观看广告数量 (条)	32	33	34	38	42
广告库存使用率	5%	35%	75%	78%	81%
日均观看广告数量 (条)	2	11	26	30	34
CPM(美元)	\$6.0	\$6.3	\$6.6	\$6.9	\$7.3
同比		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
每月广告收入 (美元/MAU)	\$0.3	\$2.2	\$5.1	\$6.2	\$7.5
每年广告收入 (美元/MAU)	\$3.5	\$25.9	\$61.2	\$74.4	\$89.4
年广告收入 (百万美元)	149	1,855	4,756	6,158	7,837
同比		1146%	156%	29%	27%
占总收入比	0.4%	4.2%	9.4%	11.0%	12.8%

资料来源:公司资料, Skai, Statista, 安信国际预测 (注: 蓝色标记为假设数据)

总收入的稳健增长及利润逐步释放前景。我们预计 2024 年的总收入为 387 亿美元，同比增长 14.8%，预计 2024-2026 年总收入的年复合增速为 12.9%。利润层面，公司指引 2024 年的经营利润率为 26%，鉴于公司战略上更加关注利润的逐步释放，我们预计公司的经营利润和净利润增速将会快于收入增速，利润率呈稳步提升态势，其中预计 2024-2027 年的经营利润 CAGR 为 15.4%，对应的经营利润率提升至 28%，预计 2024-2027 年净利润 CAGR 为 16.4%，到 2027 年净利润率提升至 24.5%。

图表 106: 利润表预测

百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总收入	31,616	33,723	38,725	43,983	50,563	55,736
同比	6.5%	6.7%	14.8%	13.6%	15.0%	10.2%
营业成本	-19,168	-19,715	-20,968	-23,431	-26,734	-29,358
毛利	12,447	14,008	17,757	20,552	23,829	26,378
毛利率	39%	42%	46%	47%	47%	47%
营销费用	-2,531	-2,658	-2,941	-3,336	-3,810	-4,227
占收入比	8.0%	7.9%	7.6%	7.6%	7.5%	7.6%
研发费用	-2,711	-2,676	-2,792	-3,092	-3,605	-3,946
占收入比	8.6%	7.9%	7.2%	7.0%	7.1%	7.1%
行政费用	-1,573	-1,720	-1,863	-2,078	-2,364	-2,578
占收入比	5.0%	5.1%	4.8%	4.7%	4.7%	4.6%
经营利润	5,633	6,954	10,161	12,045	14,049	15,626
经营利润率	17.8%	20.6%	26.2%	27.4%	27.8%	28.0%
利息费用	-706	-700	-681	-679	-701	-711
利息收入	337	-49	450	420	448	447
税前利润	5,264	6,205	9,929	11,786	13,796	15,362
所得税	-772	-797	-1,251	-1,154	-1,518	-1,690
净利润	4,492	5,408	8,679	10,632	12,279	13,673
净利润率	14.2%	16.0%	22.4%	24.2%	24.3%	24.5%
EBITDA	5,970	7,311	10,541	12,476	14,653	16,292
经调整EBITDA	6,545	7,650	10,357	10,152	15,208	16,920
经调整EBITDA利润率	20.7%	22.7%	26.7%	23.1%	30.1%	30.4%

资料来源:公司资料, 安信国际预测

七、估值

鉴于订阅业务的高粘性及其稳定现金流特点，我们使用 10 年 DCF 估值，并使用相对估值法交叉验证。我们估算奈飞的股权价值为 3,466 亿美元（扣除净债务 73 亿美元），目标价 808 美元，对应 2024/2025 年市盈率 39.9 倍/32.6 倍，较现价有 15.2% 提升空间，首次覆盖，给予买入评级。我们认为，奈飞的内容壁垒、创新能力、用户服务能力，是全球会员增长的核心驱动，欧洲和亚太的会员增长仍有较大空间，广告业务的中长期潜力仍有待释放。我们看好奈飞的内容投入效率及利润率稳步提升空间。

图表 107: DCF 估值：目标价 808 美元

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	10,161	12,045	14,049	15,626	17,707	20,190	22,765	25,610	28,791	32,360	36,363
同比	46.1%	18.5%	16.6%	11.2%	13.3%	14.0%	12.8%	12.5%	12.4%	12.4%	12.4%
所得税	-1,251	-1,154	-1,518	-1,690	-1,918	-2,191	-2,474	-2,786	-3,135	-3,527	-3,967
折旧及摊销成本	380	431	604	666	756	851	957	1,040	1,130	1,229	1,337
资本性支出	-232	-264	-303	-334	-366	-398	-433	-470	-511	-556	-605
运营资金变化	-62	-42	52	-252	-121	-319	-182	-422	-263	-519	-363
自由现金流	8,996	11,017	12,884	14,816	17,039	19,595	22,534	25,914	29,801	34,271	39,412
同比	48.7%	22.5%	16.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
贴现系数		0.8988	0.8079	0.7262	0.6527	0.5867	0.5273	0.4740	0.4260	0.3829	0.3442
贴现自由现金流		9,902	10,409	10,759	11,121	11,496	11,883	12,283	12,696	13,124	13,565
终值贴现	227,708			14,816	17,039	19,595	22,534	25,914	29,801	34,271	39,412
基本假设											
WACC	11.3%										
税率	12.9%										
无风险利率	3.8%										
债务成本	6.0%										
Beta	1.2										
风险溢价	7%										
股权融资成本	11.5%										
股权融资	96%										
债务融资	4%										
永续增长率	5.0%										
DCF 估值											
现值	353,943										
净债务	7,324										
股权价值 (百万美元)	346,618										
总股数 (百万)	429										
DCF 目标价 (美元)	808										

		WACC						
		9.8%	10.3%	10.8%	11.3%	11.8%	12.3%	12.8%
永续增长率	3.5%	899	822	756	699	649	605	566
	4.0%	954	867	793	730	675	628	585
	4.5%	1,020	920	837	766	705	653	607
	5.0%	1,099	983	888	808	740	682	631
	5.5%	1,197	1,059	948	857	780	715	659
	6.0%	1,322	1,154	1,021	915	827	753	691
	6.5%	1,484	1,273	1,112	985	883	798	728

资料来源:公司资料, 安信国际预测

图表 108:可比公司估值表

公司	股票代码	报表货币	交易货币	收盘价	年初至今	最新市值 (十亿美元)	P/E		P/S		EV/EBITDA		收入 (报表货币, 百万)		净利润 (报表货币, 百万)			
							1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	2FY	1FY	2FY	1FY(YoY)	2FY(YoY)		
美股科技巨头																		
苹果	AAPL US	USD	USD	229	19%	3,482	34.2	30.9	8.9	8.3	25.3	23.4	390,002	420,802	2%	103,169	111,750	6%
微软	MSFT US	USD	USD	417	11%	3,101	31.5	27.2	11.1	9.7	21.0	18.2	280,088	320,119	14%	98,836	114,385	12%
Alphabet	GOOGL US	USD	USD	163	17%	2,022	20.7	18.5	6.3	5.8	13.8	12.2	321,647	350,274	25%	99,152	112,141	34%
亚马逊	AMZN US	USD	USD	179	17%	1,873	31.0	26.7	2.9	2.7	14.4	12.7	635,564	704,669	11%	59,291	72,468	10%
英伟达	NVDA US	USD	USD	119	141%	2,928	42.4	30.0	23.5	16.6	35.3	24.4	124,452	176,666	104%	69,547	98,321	115%
META	META US	USD	USD	521	47%	1,319	24.0	21.0	8.2	7.2	15.3	13.0	161,361	183,635	20%	55,568	64,213	42%
Tesla	TSLA US	USD	USD	214	-14%	684	92.5	67.6	6.9	5.9	45.8	34.6	99,561	116,513	3%	8,037	11,103	-26%
平均							39.5	31.7	9.7	8.0	24.4	19.8						
流媒体/传媒																		
奈飞	NFLX US	USD	USD	701	44%	301	36.4	30.5	7.8	6.9	29.2	24.3	38,730	43,450	15%	8,395	9,978	46%
迪士尼	DIS US	USD	USD	90	0%	164	18.3	17.5	1.8	1.7	11.7	11.1	91,339	95,293	3%	8,570	9,360	112%
Comcast	CMCSA US	USD	USD	40	-10%	153	9.5	9.0	1.2	1.3	6.5	6.4	122,921	122,232	1%	16,062	16,157	-3%
Spotify	SPOT US	EUR	USD	343	82%	69	53.1	38.5	4.0	3.4	42.2	28.6	15,727	18,095	19%	1,189	1,653	324%
WBD	WBD US	USD	USD	8	-31%	19	NA	NM	0.5	0.5	6.3	6.1	40,169	40,673	-3%	-11,130	-313	-256%
福克斯	FOXA US	USD	USD	41	39%	18	11.2	11.1	1.2	1.3	7.4	7.8	15,050	14,579	8%	1,673	1,572	2%
ROKU	ROKU US	USD	USD	68	-26%	10	NA	NA	2.5	2.2	51.7	32.4	3,972	4,481	14%	-204	-145	71%
平均							25.7	21.3	2.7	2.5	22.1	16.7						
美股订阅制公司																		
奥多比	ADBE US	USD	USD	574	-4%	255	31.6	27.9	11.9	10.6	25.5	22.7	21,465	23,915	11%	8,175	9,074	11%
Salesforce	CRM US	USD	USD	253	-4%	242	25.1	22.7	6.4	5.9	16.1	14.8	37,857	41,262	9%	9,856	10,900	22%
Snowflake	SNOW US	USD	USD	114	-43%	38	NM	NM	10.9	8.8	129.9	84.5	3,519	4,336	25%	213	328	-40%
Zoom	ZM US	USD	USD	69	-4%	21	12.9	13.1	4.6	4.4	7.4	7.2	4,640	4,795	2%	1,683	1,686	5%
多邻国	DUOL US	USD	USD	213	-6%	9	NM	70.1	12.6	9.8	46.0	32.3	736	946	39%	89	137	453%
平均							23.2	33.4	9.3	7.9	45.0	32.3						
中国相关标的																		
腾讯控股	700 HK	CNY	HKD	382	30%	458	15.7	14.1	4.9	4.5	13.4	12.1	660,669	720,492	8%	214,044	236,043	36%
快手	1024 HK	CNY	HKD	40	-24%	22	NA	7.2	1.2	1.1	5.3	4.1	127,118	140,927	12%	17,598	22,587	71%
哔哩哔哩	BILI US	CNY	USD	14	18%	6	NA	30.0	1.6	1.4	36.1	15.4	26,485	29,991	18%	-278	1,530	92%
爱奇艺	IQ US	CNY	USD	2	-56%	2	9.3	6.8	0.5	0.5	8.4	6.5	30,564	32,240	-4%	1,563	2,412	-45%
平均							12.5	14.5	2.1	1.9	15.8	9.5						

资料来源:公司资料, 彭博, 安信国际 (截至 2024 年 8 月 30 日)

八、风险提示

股价走势复盘

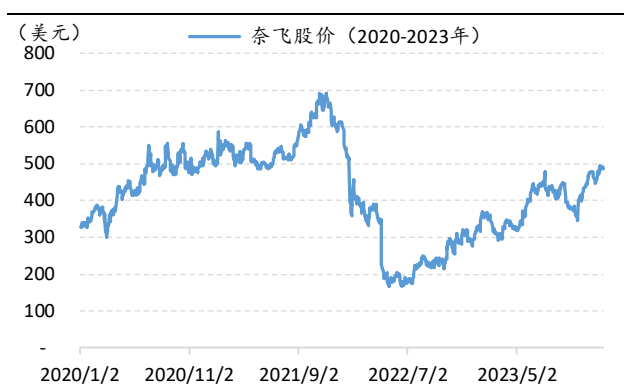
复盘奈飞股价表现，我们观察到，其股价走势主要与会员增长预期、竞争格局变化高度相关。拆解重要阶段股价表现：

1) 2022 年下跌：2022 年股价累计跌幅 51%，2022 年 1 月 21 日单日下跌 22%，4 月 20 日，单日下跌 35%。单日下跌的直接原因为 4Q21、1Q22 财报发布，会员增长不及预期。1Q22 会员首次出现负增长，并在 2Q22 继续下降 100 万，主要受到 Disney+ 的强劲会员增长影响。

2) 2023 年涨幅：2023 年股价累计涨幅 65%，2023 年 10 月 19 日公布 3Q23 财报后单日涨 16%，会员净增 880 万，超预期，会员增长超预期、竞争好转、估值扩张是股价增长的主要原因。

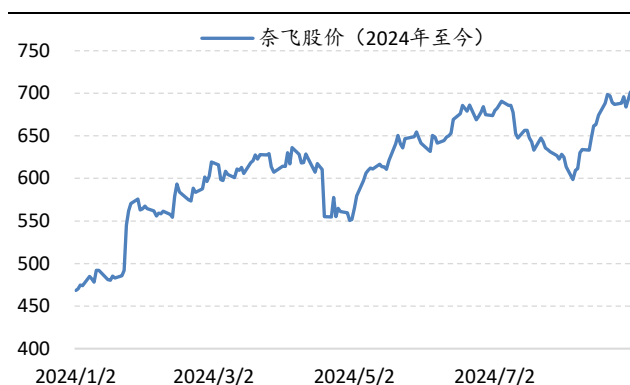
2) 2024 年至今：2024 年 4 月 19 日，1Q24 财报公布之后，股价单日跌 9%，主要因市场担忧会员数披露调整（自 1Q25 起将不再公布季度会员增长情况）或隐含的后续会员增长式微。至今已较低点反弹 24%，年初至今累计涨幅 44%，我们认为主要受益于：a) 会员增长维持强劲；b) 管理层指引更加注重利润释放；c) 竞争格局较为稳定，奈飞的优势仍较为稳固，支撑较高估值。

图 109: 奈飞股价：2020-2023 年



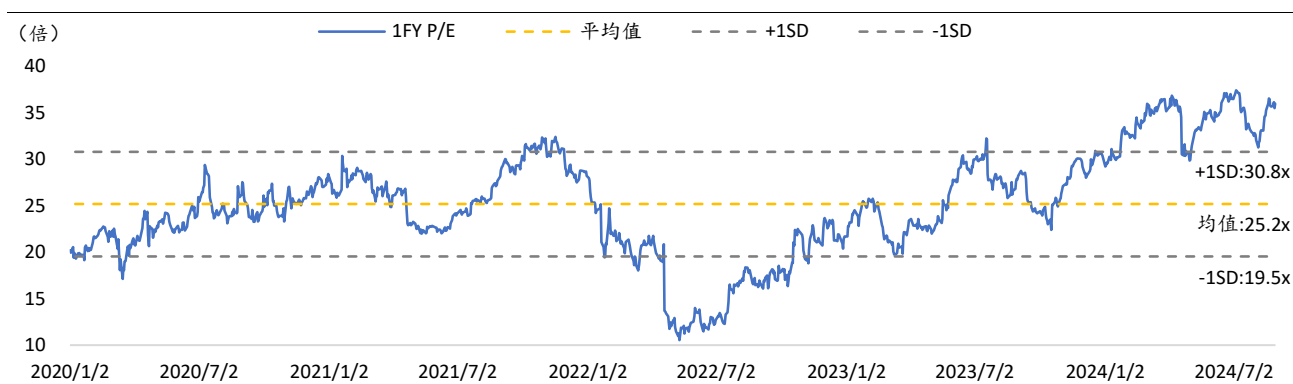
资料来源：彭博，安信国际

图 110: 奈飞股价：2024 年初至今



资料来源：彭博，安信国际（注：截止 2024 年 8 月 30 日）

图表 111: 2020 至今奈飞 1FY P/E 估值水平：当前估值处于高位水平



资料来源：彭博，安信国际（截至 2024 年 8 月 30 日）







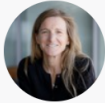











风险提示

结合股价复盘及业务分析，我们认为主要风险有：

- 1) **会员增长不及预期。**若有有线电视用户对流媒体的转化幅度弱于预期，影响可渗透的流媒体会员增量的总体市场规模潜力；季度会员环比净增或随内容上线进度等波动，如会员增长不及预期，或引发市场对其未来收入增长疑虑。
- 2) **竞争格局变动影响会员留存。**流媒体行业竞争激烈，Disney+、Amazon Prime 仍有一定的会员争夺潜力，同时其他平台或有绑定套餐推出，抢占部分会员。
- 3) **广告业务进展不及预期。**当前美国市场仍有众多份额分散的以广告模式为主的流媒体，奈飞美国的广告会员增长或不及预期。
- 4) **原创内容成功率下降。**若国际原创内容的全球化进展不及预期，则可能影响内容的投入产出效率，影响利润率。同时，原创内容如不能维持稳定输出，或影响会员拉新及留存。
- 5) **汇兑损益影响收入及利润表现。**随着美国之外的国际收入占比提升，汇兑风险敞口或加大。
- 6) **估值波动风险。**奈飞在 2020 年至今市盈率水平的波动幅度较大，若业绩不及预期，估值回调概率较大，且波动幅度大。

附录：

图表 112: 奈飞高管团队概览

 in Ted Sarandos 联合CEO	 in Greg Peters 联合CEO	 in Reed Hastings 创始人、主席	 in Spencer Neumann 首席财务官	 in Sergio Ezama 首席财务官	 in David Hyman 首席法务官
 in Rachel Whetstone 首席沟通官	 in Elizabeth Stone 首席技术官	 in Marian Lee 首席营销官	 in Bela Bajaria 首席内容官	 in Eunice Kim 首席产品官	 in Amy Reinhard 广告负责人
 in Dean Garfield 公共政策副总裁	 in Wade Davis 副总裁	 in Minyoung Kim 亚洲内容负责人	 in Francisco Ramos 拉美内容负责人	 in Larry Tanz EMEA内容负责人 Africa	 in Mike Verdu 游戏负责人

资料来源: Craft, Netflix, 安信国际

附表：财务报表预测

利润表							资产负债表						
(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,616	33,723	38,725	43,983	50,563	55,736	现金及现金等价物	5,147	7,117	7,208	7,664	9,992	11,758
营业成本	19,168	19,715	20,968	23,431	26,734	29,358	短期投资	911	21	34	37	41	45
毛利	12,447	14,008	17,757	20,552	23,829	26,378	其他流动资产	3,208	2,780	2,805	2,746	2,652	2,644
销售费用	-2,531	-2,658	-2,941	-3,336	-3,810	-4,227	流动资产总额	9,266	9,918	10,048	10,448	12,685	14,448
研发费用	-2,711	-2,676	-2,792	-3,092	-3,605	-3,946	内容资产净值	32,737	31,658	34,805	37,331	39,376	41,176
管理费用	-1,573	-1,720	-1,863	-2,078	-2,364	-2,578	物业、厂房及设备	1,398	1,491	1,519	1,725	2,236	2,465
营业利润	5,633	6,954	10,161	12,045	14,049	15,626	其他非流动资产	5,193	5,664	3,193	3,230	3,208	2,979
利息费用	-706	-700	-681	-679	-701	-711	总资产	48,595	48,732	49,564	52,735	57,505	61,067
利息收入	337	-49	450	420	448	447	流动内容负债	4,480	4,466	4,742	5,166	5,938	6,546
税前利润	5,264	6,205	9,929	11,786	13,796	15,362	应付账款	672	747	756	785	966	949
所得税	-772	-797	-1,251	-1,154	-1,518	-1,690	其他应付款	1,515	1,804	1,829	2,276	2,459	2,797
净利润	4,492	5,408	8,679	10,632	12,279	13,673	递延收入	1,265	1,443	1,603	1,851	2,111	2,336
EBITDA	5,970	7,311	10,541	12,476	14,653	16,292	短期借款	0	400	0	0	0	0
经调整EBITDA	6,545	7,650	10,357	10,152	15,208	16,920	流动负债总额	7,931	8,861	8,930	10,077	11,474	12,627
							非流动内容负债	3,081	2,578	2,767	3,011	3,461	3,815
							长期借款	14,353	14,143	12,634	11,012	10,112	8,857
							其他非流动负债	2,452	2,561	2,941	3,341	3,840	4,233
							总负债	27,817	28,144	27,272	27,440	28,887	29,533
							股本	4,638	5,145	5,748	5,880	6,016	6,154
							库存股	-824	-6,922	-10,674	-9,606	-8,646	-7,781
							其他储备	-217	-224	-4,050	-12,879	-22,930	-34,690
							留存收益	17,181	22,589	31,268	41,900	54,179	67,851
							股东权益总额	20,777	20,588	22,292	25,295	28,619	31,534
							负债及权益总额	48,595	48,732	49,564	52,735	57,505	61,067
主要财务比率							现金流量简表						
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
P/E(x)*	67.0	55.7	34.7	28.3	24.5	22.0	税前利润	5,264	6,205	9,929	11,786	13,796	15,362
P/B(x)	14.5	14.6	13.5	11.9	10.5	9.5	财务费用	-369	-749	-232	-259	-253	-264
毛利率	39.4%	41.5%	45.9%	46.7%	47.1%	47.3%	折旧及摊销	337	357	380	431	604	666
净利润率	14.2%	16.0%	22.4%	24.2%	24.3%	24.5%	所得税	-772	-797	-1,251	-1,154	-1,518	-1,690
营销费率	8.0%	7.9%	7.6%	7.6%	7.5%	7.6%	营运资金变动	-758	-116	-62	-42	52	-252
研发费用率	8.6%	7.9%	7.2%	7.0%	7.1%	7.1%	经营活动现金流	2,026	7,274	8,154	10,961	13,228	14,057
管理费用率	5.0%	5.1%	4.8%	4.7%	4.7%	4.6%	投资活动现金流	-2,076	542	-593	-764	-803	-834
经营费用率	21.6%	20.9%	19.6%	19.3%	19.3%	19.3%	融资活动现金流	-664	-5,951	-7,342	-9,688	-10,064	-11,385
经营利润率	17.8%	20.6%	26.2%	27.4%	27.8%	28.0%	期初现金	6,055	5,171	7,119	7,208	7,664	9,992
ROE	21.6%	26.3%	38.9%	42.0%	42.9%	43.4%	期末现金	5,171	7,119	7,208	7,664	9,992	11,758
ROA	9.2%	11.1%	17.5%	20.2%	21.4%	22.4%							
资产权益比	234%	237%	222%	208%	201%	194%							

数据来源：公司财报，安信国际预测

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、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位买卖，(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到日本、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