

2024年10月21日

奈飞 (NFLX.US)

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

### 3 季度利润超预期，预计 4 季度内容旺季提振会员增长

奈飞 3Q24 会员增长及经营利润超预期，公司再次上调 2024 年全年经营利润率至 27%，并指引 2025 年收入同比增 11%-13%，经营利润率提升至 28%。我们仍看好公司的内容壁垒、会员粘性提升、广告增量支撑下的收入及利润前景。鉴于业绩后股价涨幅已较大程度反映 4 季度预期，我们将评级调整至增持。

#### 报告摘要

**3 季度业绩超预期：**总收入为 98.2 亿美元，同比增 15%（汇率中性为 21%），符合公司指引/市场预期。经营利润 29 亿美元，同比增 52%，较指引&市场预期高 7%，经营利润率为 29.6%，同比/环比提升 7/2 个百分点；净利润 24 亿美元，超指引/我们的预期 6%/1%，利润率 24.1%，对比 3Q23/2Q24 为 19.6%/22.5%。

**会员增长超预期，4 季度内容旺季有望带动会员增长加速：**期末全球会员数 2.83 亿，环比净增 510 万，超市场预期（430 万）19%，其中，亚太（+230 万）、EMEA（+220 万）仍贡献主要增量，美国&加拿大环比增 69 万，拉美受提价影响微降，但 4 季度至今已回升。前 3 季度累计会员增长 2,200 万，对比 2023 年在付费共享账户+广告套餐增量双重利好下增长约 3,000 万，今年以来会员增长势头仍维持强劲。4 季度为内容旺季，爆款剧集《鱿鱼游戏 2》回归、NFL 圣诞赛事等推动下，预计会员增长前景可观。

**ARM 趋势稳定：**3 季度整体 ARM 为 11.7 美元，同比持平，环比微增 0.4%。美国&加拿大同比增 5%，EMEA 持平，拉美和亚太同比下降，反映广告套餐占比提升。公司持续在更多市场取消无广告基本套餐，3 季度新增美国和法国，4 季度将会在巴西取消。我们认为，ARM 短中期将维持平稳，广告会员增长拉低 ARM，用户向更高级无广告套餐转移提升 ARM，两者的影响或基本抵消。中长期的提价能力需匹配内容及服务改进，公司维持审慎提价策略。

**广告进展：**3 季度广告会员 MAU 环比增 35%，在已推出的 12 个市场中的渗透率为 50%。我们估算广告会员 MAU 约为 5,500-6,000 万，占整体会员 20%左右。公司将在 4 季度在加拿大上线广告平台。我们认为，2025 年广告业务的重点仍是拓展覆盖区域和渗透率，搭建广告能力，并同第三方探索广告形态和产品，收入增量贡献预计将从 2026 年开始起量。

**财务预测及估值：**我们微调 2024 年/2025 年收入预测，上调 2024 年/2025 年全年经营利润 3%/1%，基于 10 年 DCF，上调目标价至 838 美元（前值：808 美元），对应 2025 年/2026 年 35.3x/29.5x 市盈率，较现价有 10%提升空间，评级调整至“增持”。我们认为业绩后市场涨幅（+11%）已反映 4 季度会员强劲增长及 2025 年利润率提升预期。若 NFL 及 WWE 赛事对会员的提振超预期，则有望打开新的增量空间。

**风险：**用户屏幕时长竞争加剧；会员增长不及预期；新内容表现弱于预期。

#### 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	39,003	43,456	50,297	55,284
同比增长 (%)	6.5%	6.7%	15.7%	11.4%	15.7%	9.9%
净利润 (百万美元)	4,492	5,408	8,764	10,138	12,152	13,475
净利润率 (%)	14.2%	16.0%	22.5%	23.3%	24.2%	24.4%
摊薄每股盈利 (美元)	10.0	12.0	19.7	23.2	27.8	30.8
市盈率 (倍)	72.7	60.4	37.3	32.2	26.9	24.2
市销率 (倍)	10.3	9.7	8.4	7.5	6.5	5.9
净资产收益率 (%)	21.6%	26.3%	38.3%	41.0%	43.0%	43.4%

资料来源：公司资料，安信国际预测

投资评级： 增持

目标价格： 838 美元

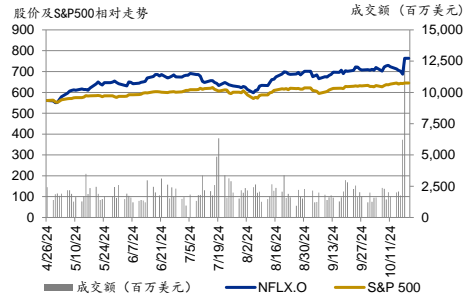
现价 (2024-10-18): 763.89 美元

总市值(百万美元)	326,531
流通市值(百万美元)	324,098
总股本(百万股)	427
流通股本(百万股)	424
12 个月低/高(美元)	461.9/763.9
平均成交(百万美元)	2,190

#### 股东结构

Vanguard	8.66%
贝莱德	7.72%
Capital Group	5.63%
其他	77.99%

#### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.81	14.08	51.68
绝对收益	8.46	20.61	90.52

数据来源：公司资料，彭博，万得

王婷

(0755) 8168 2753

wangting9@essence.com.cn

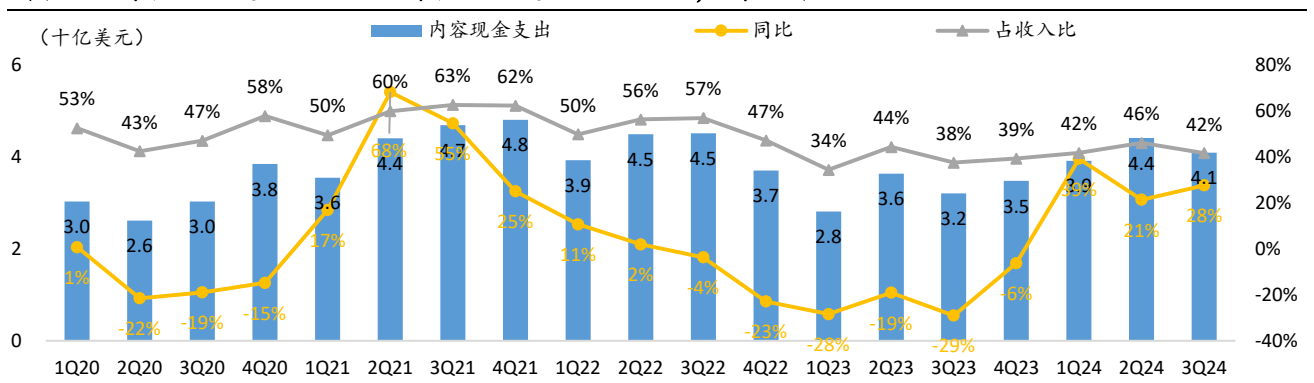
## 3Q24 业绩概览

图表 1: 3Q24 业绩: 经营利润超指引/市场预期 6%

Netflix(NFLX.US) 百万美元	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	安信国际 预测	差异	彭博一致 预期	差异
总收入	8,542	8,833	9,370	9,559	9,825	9,736	1%	9,776	0%
同比	7.8%	12.5%	14.8%	16.8%	15.0%	14.0%		14.5%	
收入指引 vs. 指引	8,520 0.3%	8,692 1.6%	9,240 1.4%	9,491 0.7%	9,727 1.0%				
美国&加拿大*	3,735	3,931	4,224	4,296	4,322	4,294	1%	4,316	0%
EMEA	2,693	2,784	2,958	3,008	3,133	3,076	2%	3,069	2%
拉美	1,143	1,156	1,165	1,204	1,241	1,243	0%	1,238	0%
亚太	948	963	1,023	1,052	1,128	1,110	2%	1,092	3%
营业成本	4,931	5,307	4,977	5,174	5,120	5,231	-2%	5,274	-3%
毛利	3,611	3,525	4,393	4,385	4,705	4,505	4%	4,502	5%
毛利率	42.3%	39.9%	46.9%	45.9%	47.9%	46.3%		46.0%	
营销费用	559	917	654	644	643	601	7%	614	5%
研发费用	657	673	702	711	735	681	8%	701	5%
行政费用	479	439	404	427	417	498	-16%	464	-10%
经营利润	1,916	1,496	2,633	2,603	2,909	2,726	7%	2,716	7.1%
经营利润率	22.4%	16.9%	28.1%	27.2%	29.6%	28.0%		27.8%	
经营利润指引 vs. 指引	1,890 1.4%	1,160 29.0%	2,420 8.8%	2,520 3.3%	2,730 6.6%				
净利润	1,677	938	2,332	2,147	2,364	2,329	1%	2,234	6%
净利润率	19.6%	10.6%	24.9%	22.5%	24.1%	23.9%		22.8%	
净利润指引 vs. 指引	1,580 6.2%	956 -1.9%	1,976 18.0%	2,063 4.1%	2,237 5.7%				

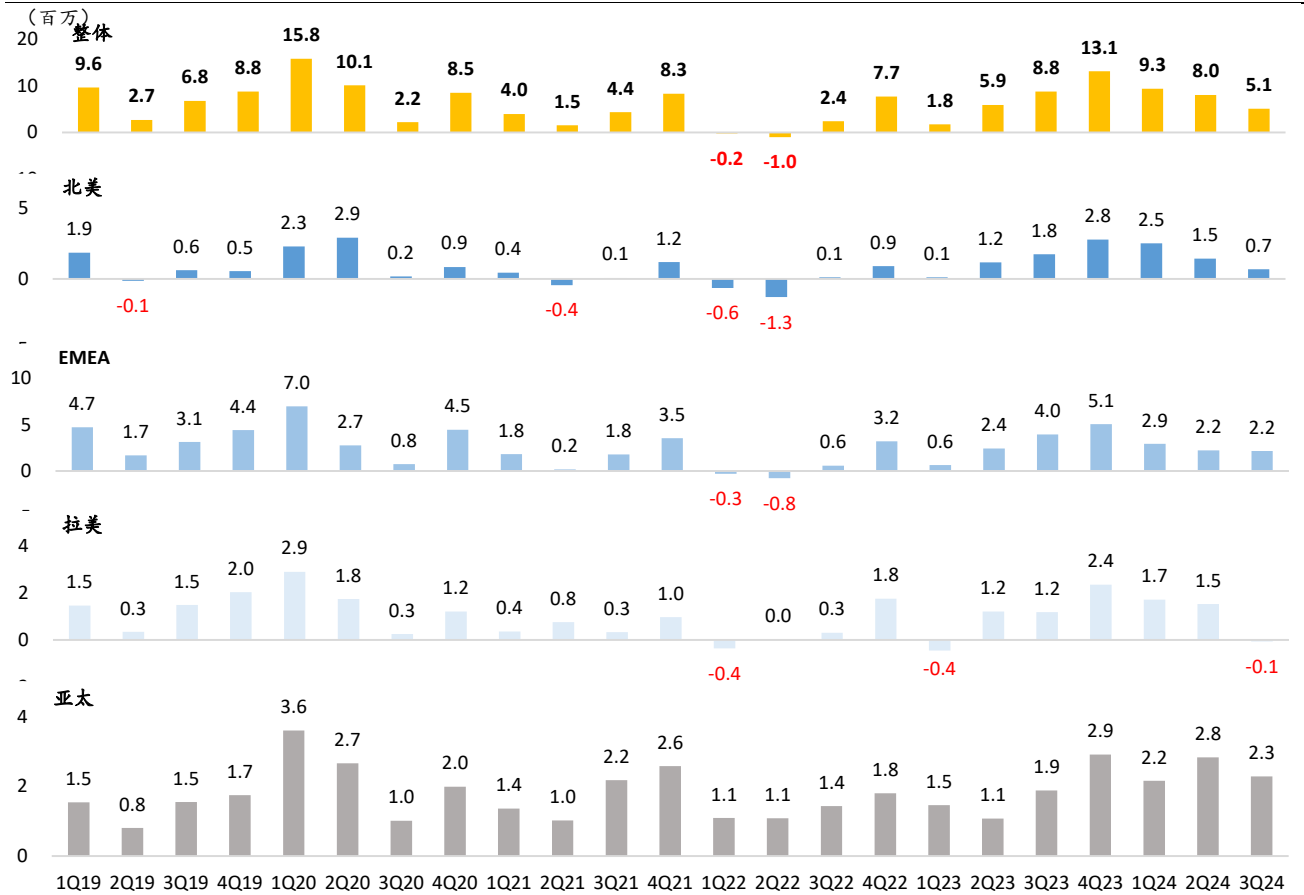
资料来源:公司资料, 彭博一致预期, 安信国际

图表 2: 内容现金支出: 3Q24 内容现金支出环比回落, 同比增 28%



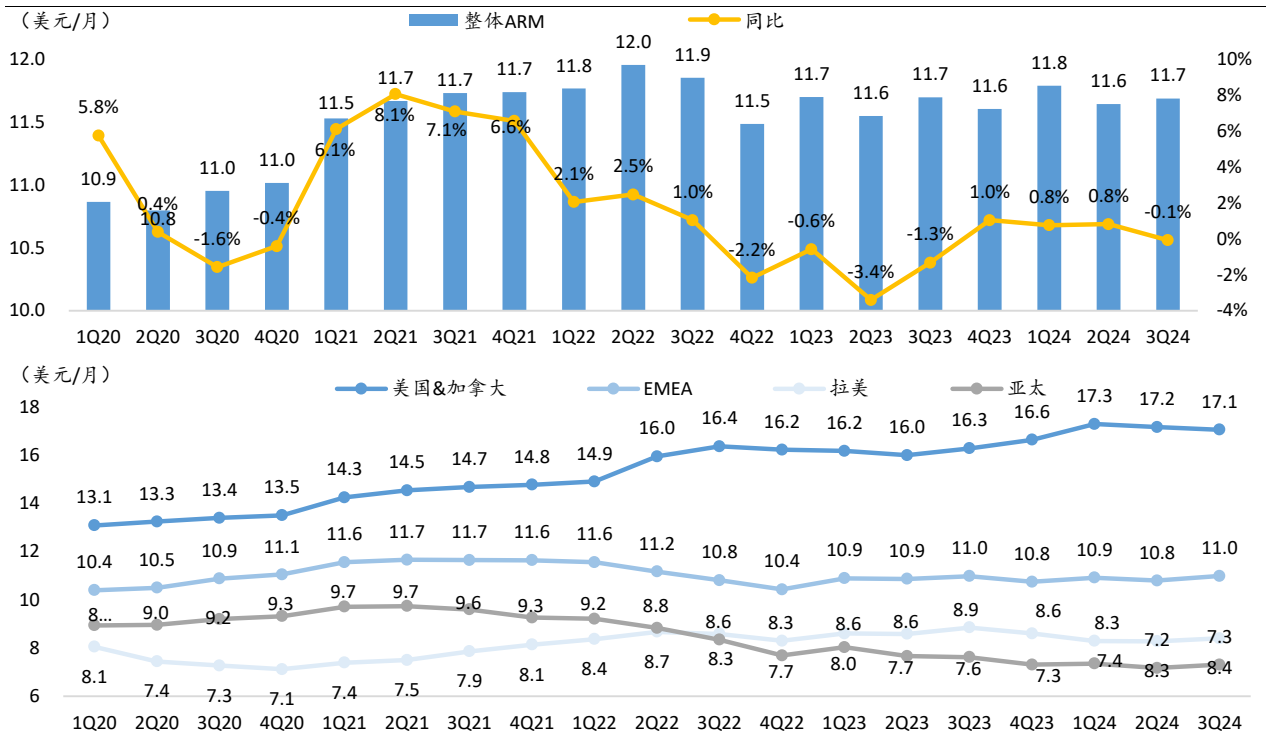
资料来源:公司资料, 安信国际

图表 3: 订阅会员增长情况: 全球整体环比净增 510 万, 亚太/EMEA 净增 230 万/220 万



资料来源:公司资料, 安信国际

图表 4: 整体 ARM 维持稳定



资料来源:公司资料, 安信国际

## 财务预测更新及估值

图表 5: 利润表预测更新

百万美元	4Q23	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总收入	8,833	9,825	10,138	33,723	39,003	43,456	50,297	55,284
同比	12.5%	15.0%	14.8%	6.7%	15.7%	11.4%	15.7%	9.9%
营业成本	-5,307	-5,120	-5,697	-19,715	-20,968	-23,185	-26,633	-29,163
毛利	3,525	4,705	4,442	14,008	18,035	20,272	23,664	26,121
毛利率	40%	48%	44%	42%	46%	47%	47%	47%
营销费用	-917	-643	-1,062	-2,658	-3,004	-3,290	-3,783	-4,185
占收入比	10.4%	6.5%	10.5%	7.9%	7.7%	7.6%	7.5%	7.6%
研发费用	-673	-735	-711	-2,676	-2,860	-3,068	-3,602	-3,931
占收入比	7.6%	7.5%	7.0%	7.9%	7.3%	7.1%	7.2%	7.1%
行政费用	-439	-417	-443	-1,720	-1,692	-1,784	-2,040	-2,214
占收入比	5.0%	4.2%	4.4%	5.1%	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%
经营利润	1,496	2,909	2,225	6,954	10,480	12,129	14,240	15,790
经营利润率	16.9%	29.6%	21.9%	20.6%	26.9%	27.9%	28.3%	28.6%
税前利润	1,148	2,703	2,077	6,205	10,019	11,454	13,654	15,140
所得税	-210	-339	-267	-797	-1,255	-1,315	-1,502	-1,665
净利润	938	2,364	1,810	5,408	8,764	10,138	12,152	13,475
净利润率	10.6%	24.1%	17.9%	16.0%	22.5%	23.3%	24.2%	24.4%
EBITDA	1,583	2,990	2,225	7,311	10,863	12,555	14,840	16,450
经调整EBITDA	1,665	3,056	2,225	7,650	10,830	11,797	15,392	17,073
经调整EBITDA利润率	18.9%	31.1%	21.9%	22.7%	27.8%	27.1%	30.6%	30.9%

资料来源:公司资料, 安信国际

图表 6: DCF 估值: 目标价 838 美元

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	10,480	12,129	14,240	15,790	17,841	20,262	22,767	25,545	28,390	31,811	35,632
同比	50.7%	15.7%	17.4%	10.9%	13.0%	13.6%	12.4%	12.2%	11.1%	12.1%	12.0%
所得税	-1,255	-1,315	-1,502	-1,665	-1,893	-2,156	-2,431	-2,735	-3,046	-3,421	-3,840
折旧及摊销成本	382	426	601	660	748	840	942	1,021	1,097	1,190	1,292
资本性支出	-234	-261	-302	-332	-362	-393	-426	-461	-496	-538	-584
运营资金变化	-54	-85	92	-285	-94	-353	-153	-448	-274	-514	-342
自由现金流	9,319	10,894	13,129	15,098	17,363	19,967	22,962	26,407	30,368	34,923	40,162
同比	54.1%	16.9%	20.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
贴现系数		0.8994	0.8090	0.7276	0.6545	0.5887	0.5295	0.4762	0.4283	0.3853	0.3465
贴现自由现金流		9,799	10,621	10,986	11,364	11,754	12,158	12,575	13,007	13,454	13,917
终值贴现	236,439			15,098	17,363	19,967	22,962	26,407	30,368	34,923	40,162
基本假设											
WACC	11.2%										
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	95%										
债务融资	5%										
永续增长率	5.0%										
DCF 估值											
永续增长率											
现值	365,393										
净债务	7,324										
股权价值 (百万美元)	358,069										
总股数 (百万)	427										
DCF 目标价 (美元)	838										

	WACC						
	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	12.7%
3.5%	932	852	783	723	671	625	585
4.0%	991	899	822	756	699	649	605
4.5%	1,060	955	868	794	730	676	628
5.0%	1,144	1,022	922	838	767	706	653
5.5%	1,249	1,103	986	889	809	741	682
6.0%	1,382	1,203	1,063	951	858	781	716
6.5%	1,557	1,331	1,160	1,025	917	829	754

资料来源:公司资料, 安信国际预测

## 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	39,003	43,456	50,297	55,284	现金及现金等价物	5,147	7,117	7,571	7,441	9,823	11,454
营业成本	19,168	19,715	20,968	23,185	26,633	29,163	短期投资	911	21	34	37	41	45
毛利润	12,447	14,008	18,035	20,272	23,664	26,121	其他流动资产	3,208	2,780	2,826	2,714	2,638	2,623
销售费用	-2,531	-2,658	-3,004	-3,290	-3,783	-4,185	流动资产总额	9,266	9,918	10,431	10,192	12,502	14,123
研发费用	-2,711	-2,676	-2,860	-3,068	-3,602	-3,931	内容资产净值	32,737	31,658	35,054	36,884	39,169	40,841
管理费用	-1,573	-1,720	-1,692	-1,784	-2,040	-2,214	物业、厂房及设备	1,398	1,491	1,530	1,705	2,224	2,445
营业利润	5,633	6,954	10,480	12,129	14,240	15,790	其他非流动资产	5,193	5,664	3,216	3,192	3,191	2,955
利息费用	-706	-700	-703	-718	-731	-746	总资产	48,595	48,732	50,231	51,972	57,087	60,364
利息收入	337	-49	241	42	146	97	流动内容负债	4,480	4,466	4,776	5,104	5,907	6,493
税前利润	5,264	6,205	10,019	11,454	13,654	15,140	应付账款	672	747	756	769	975	926
所得税	-772	-797	-1,255	-1,315	-1,502	-1,665	其他应付款	1,515	1,804	1,829	2,233	2,484	2,736
净利润	4,492	5,408	8,764	10,138	12,152	13,475	递延收入	1,265	1,443	1,615	1,829	2,100	2,317
EBITDA	5,970	7,311	10,863	12,555	14,840	16,450	短期借款	0	400	0	0	0	0
经调整EBITDA	6,545	7,650	10,830	11,797	15,392	17,073	流动负债总额	7,931	8,861	8,975	9,934	11,466	12,473
							非流动内容负债	3,081	2,578	2,787	2,975	3,443	3,784
							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	2,962	3,301	3,820	4,199
							总负债	27,817	28,144	27,358	27,221	28,841	29,313
							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	-3,555	-13,015	-22,768	-34,441
							留存收益	17,181	22,589	31,353	41,491	53,644	67,119
							股东权益总额	20,777	20,588	22,872	24,751	28,246	31,051
							负债及权益总额	48,595	48,732	50,231	51,972	57,087	60,364
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)*	72.7	60.4	37.3	32.2	26.9	24.2	税前利润	5,264	6,205	10,019	11,454	13,654	15,140
P/B(x)	15.7	15.9	14.3	13.2	11.6	10.5	财务费用	-369	-749	-461	-675	-585	-649
毛利率	39.4%	41.5%	46.2%	46.6%	47.0%	47.2%	折旧及摊销	337	357	382	426	601	660
净利润率	14.2%	16.0%	22.5%	23.3%	24.2%	24.4%	所得税	-772	-797	-1,255	-1,315	-1,502	-1,665
营销费率	8.0%	7.9%	7.7%	7.6%	7.5%	7.6%	营运资金变动	-758	-116	-54	-85	92	-285
研发费用率	8.6%	7.9%	7.3%	7.1%	7.2%	7.1%	经营活动现金流	2,026	7,274	8,568	10,276	13,234	13,839
管理费用率	5.0%	5.1%	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%	投资活动现金流	-2,076	542	-595	-761	-802	-832
经营费用率	21.6%	20.9%	19.4%	18.7%	18.7%	18.7%	融资活动现金流	-664	-5,951	-7,392	-9,593	-10,016	-11,304
经营利润率	17.8%	20.6%	26.9%	27.9%	28.3%	28.6%	期初现金	6,055	5,171	7,119	7,571	7,441	9,823
ROE	21.6%	26.3%	38.3%	41.0%	43.0%	43.4%	期末现金	5,171	7,119	7,571	7,441	9,823	11,454
ROA	9.2%	11.1%	17.4%	19.5%	21.3%	22.3%							
资产权益比	234%	237%	220%	210%	202%	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