

持有

2024 年 11 月 13 日

双边网络效应扩大，盈利指标稳步提升

- 我们认为奈飞的商业模式具备双边网络效应，能够在优质内容和庞大用户群之间形成良性循环。尽管其他竞争对手也在投入巨资制作优质内容，其中不乏苹果、亚马逊等科技巨头和迪士尼等经典 IP 玩家，但奈飞的网络效应使其在投入产出比和盈利水平依然保持领先地位。用户粘性相关的指标依然非常健康，每个付费用户的日均使用时长约为 2 小时，前三季度家庭账号的使用时长同比也有一定的提升。在新业务方面，我们认为广告版订阅计划具备很强的吸引力，未来伴随用户的增长，预计 2026 年广告将成为更重要的收入来源。预计 23-26 年公司收入的复合增速为 15%，对应经营利润率为 26.6%/27.9%/28.7%，EPS 的复合增速为 32%。
- 2024Q3 业绩摘要：**收入同比增长 15%至 98.25 亿美元，高于公司 14%的指引。季度净增用户 507 万，全球总用户数同比增长 14%至 2.83 亿。平均订阅费用同比持平，主要受拉美市场汇率贬值所影响。运营利润率同比增加 7.2 个百分点至 29.6%，高于公司 28.1%的指引。摊薄后 EPS 为 5.40 美元，高于公司 5.10 美元的指引。本季度公司以 17 亿美元回购了约 260 万股，财年前三季度已回购约 880 万股，当前回购计划仍有 31 亿美元的额度。新业务方面，广告版用户数持续扩大，付费用户数环比增长 35%，新增用户占广告版所在地区的 50%以上，全球月活用户数已达到 7,000 万。
- 2024Q4 业绩指引：**预计 2024Q3 收入将同比增长 15%至 101.28 亿美元，其中用户增长将高于 2024Q3 的 507 万。预计运营利润率为 21.6%，摊薄后 EPS 为 4.23 美元。**2024 及 2025 年指引：**预计 2024 年收入将同比增长 14-15%。公司再度上调运营利润率至 27%，预计自由现金流约为 60-65 亿美元。预计 2025 年收入将同比增长 11-13%，运营利润率为 28%。
- 目标价 823.00 美元，持有评级：**我们上调未来三年收入及盈利预测，采用 DCF 法估值，假设 WACC 为 9.0%，长期增长率为 3.0%，求得目标价 823.00 美元，较当前股价有 0.4%的上升空间，下调至持有评级。当前价格对应 24-26 年市盈率分别为 41/34/29 倍。
- 风险因素：**流媒体及其他线上平台加速抢夺用户时长、汇率波动影响以美元计价的财务表现、文生视频应用可能带来机遇与挑战。

唐伊莲

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

李倩

852-25321539

chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

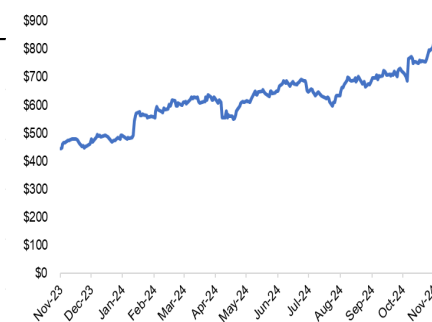
行业	流媒体
股价	819.50 美元
目标价	823.00 美元 (+0.4%)
股票代码	NFLX US
总股数	4.27 亿股
市值	3,503 亿美元
52 周高/低	820.37 美元/445.64 美元
每股账面值	53.15 美元
主要股东	Vanguard Group 8.66% BlackRock 7.39% Capital Group 5.64%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年历史	23年历史	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (百万美元)	31,616	33,723	39,281	44,843	51,132
变动	6.5%	6.7%	16.5%	14.2%	14.0%
净利润 (百万美元)	4,492	5,408	8,421	10,122	11,898
每股盈利 (美元)	10.1	12.2	19.8	24.0	28.3
变动	-12.5%	21.2%	61.4%	21.3%	18.1%
基于819.5美元的市盈率 (估)	81.1	66.9	41.5	34.2	28.9

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

双边网络效应扩大，盈利指标稳步提升

奈飞是少有具备双边网络效应的流媒体公司

我们认为奈飞的商业模式具备双边网络效应，能够在优质内容和庞大用户群之间形成良性循环。尽管其他竞争对手也在投入巨资制作优质内容，其中不乏苹果、亚马逊等科技巨头和迪士尼等经典 IP 玩家，但奈飞的网络效应使其在投入产出比和盈利水平依然保持领先地位。

用户粘性十分健康，日均使用时长约 2 小时

当前奈飞在全球共有 2.83 亿的付费账号，单个订阅账号平均有 2 个以上的家庭成员，意味着已在全球拥有超过 6 亿个用户。公司表示，用户粘性相关的指标依然非常健康，每个付费用户的日均使用时长约为 2 小时，前三季度家庭账号的使用时长同比也有一定的提升。

广告业务进展良好，月活用户达到 7,000 万

在新业务方面，我们认为广告版订阅计划具备很强的吸引力。11 月公司宣布广告版的全球月活用户数达到 7,000 万，同时广告版的用户粘性与无广告版接近。尽管当前广告的单价依然较低，公司在广告货币化方面也取得了进展，公司表示前期广告销售合同同比增长了 150% 以上。同时，公司自研的广告技术平台将在 Q4 于加拿大上线，未来伴随用户的增长，预计 2026 年广告将成为更重要的收入来源。

预计未来三年收入 CAGR 为 15%，EPS CAGR 为 32%

预计 23-26 年收入的复合增速为 15%，对应经营利润率为 26.6%/27.9%/28.7%，EPS 的复合增速为 32%。

2024Q3 业绩摘要及指引

2024Q3 业绩摘要：净增用户 507 万，客单价稳定

2024Q3 业绩摘要：收入同比增长 15% 至 98.25 亿美元，剔除汇兑影响后同比增长 21%，高于公司 14% 的指引。季度净增用户 507 万，去年同期为 373 万，全球总用户数同比增长 14% 至 2.83 亿，超出市场预期。平均订阅费用同比持平，剔除汇兑影响后增长 5%，主要受拉美市场汇率贬值所影响。按市场表现，北美市场收入同比增长 16%，其中会员数增长 10%，客单价提升 5%；EMEA 市场收入同比增长 16%，主要由新增用户驱动；亚太市场收入同比增长 19%；拉美市场收入同比增长 9%，净增用户为负数，但已在 Q4 恢复增长。新业务方面，广告版用户数持续扩大，付费用户数环比增长 35%，新增用户占广告版所在地区的 50% 以上，全球月活用户数已达到 7,000 万。Q4 公司计划在加拿大上线自主研发的广告技术平台。

运营利润同比增长 52% 至 29.09 亿美元，运营利润率同比增加 7.2 个百分点至 29.6%，高于公司 28.1% 的指引。摊薄后 EPS 为 5.40 美元，去年同期为 3.73 美元，高于公司 5.10 美元的指引。运营现金流为 23.21 亿美元，自由现金流为 21.94 亿美元。本季度公司以 17 亿美元回购了约 260 万股，财年前三季度已回购约 880 万股，当前回购计划仍有 31 亿美元的额度。

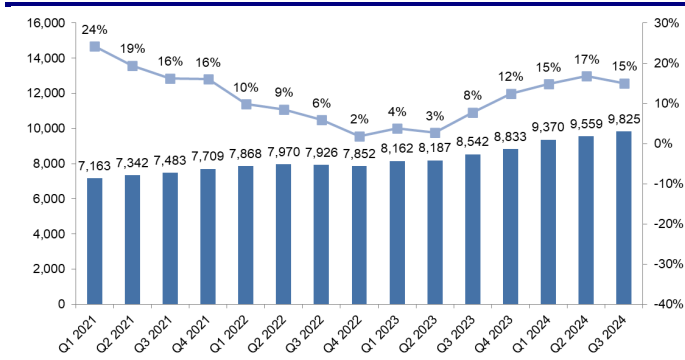
2024Q4 业绩指引：预计 2024Q3 收入将同比增长 15% 至 101.28 亿美元，剔除汇兑影响后将同比增长 17%，其中用户增长将高于 2024Q3 的 507 万。预计运营利润率为 21.6%，摊薄后 EPS 为 4.23 美元。

2024 年指引：收入增长 14-15%，经营利润率 27%

2024 及 2025 年指引：预计 2024 年收入将同比增长 14-15%。公司再度上调全年运营利润率至 27%，Q2 为 26%。预计 2024 年现金内容支出约为 170 亿美元，自由现金流约为 60-65 亿美元。预计 2025 年收入约为 430-440 亿美元，同比增长 11-13%，由用户数和客单价双轮驱动。预计 2025 年运营利润率为 28%，公司将持续对自身业务的投入，同时稳步提升盈利水平。

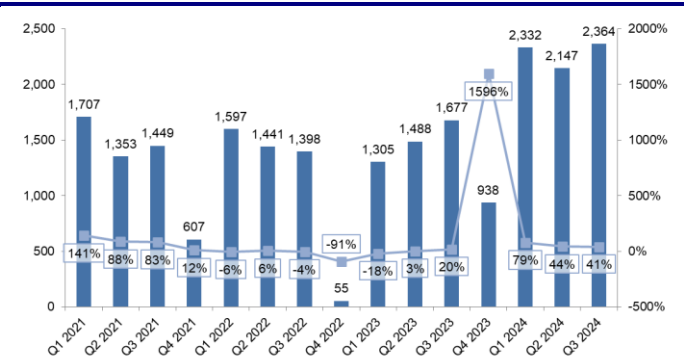
2025 年指引：收入增长 11-13%，经营利润率 28%

图表 1：总收入及同比增速（百万美元）



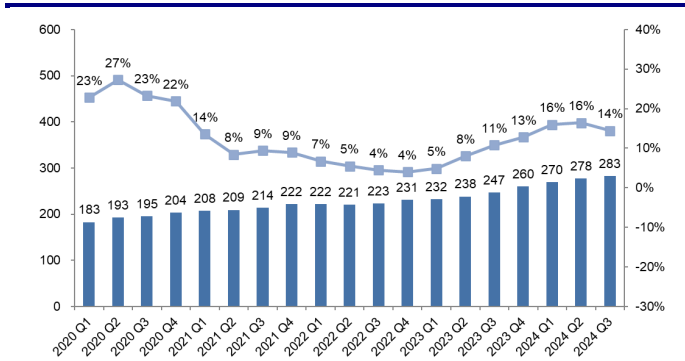
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：净利润及同比增速（百万美元）



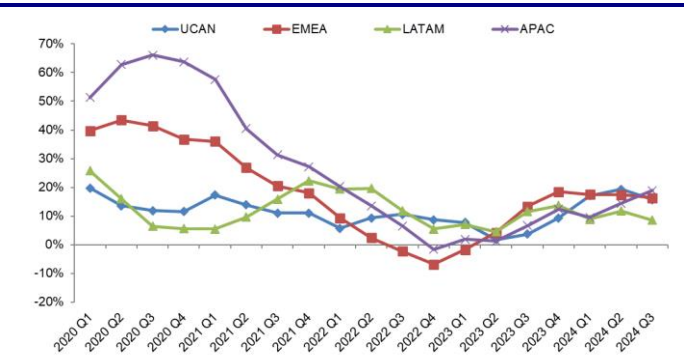
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：流媒体付费用户数（百万）



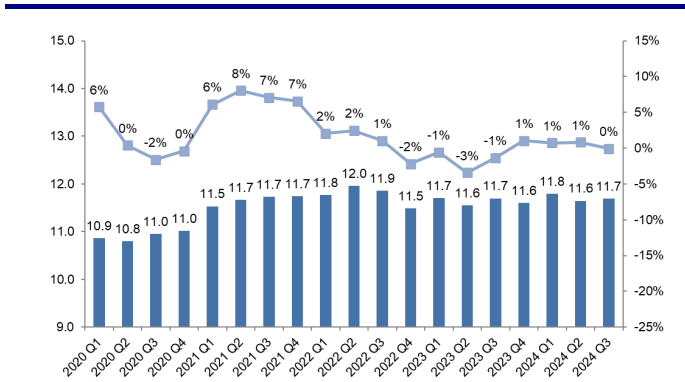
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：分地区收入同比增速



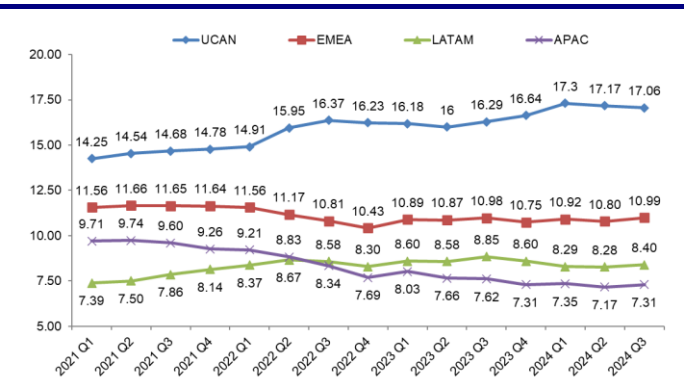
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5：月度 ARM 及同比增速（美元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6：分地区月度 ARM（美元）



资料来源：公司资料，第一上海整理

目标价 823.00 美元，持有评级

我们上调未来三年收入及盈利预测，预计 23-26 年收入的复合增速为 15%，对应经营利润率为 26.6%/27.9%/28.7%，EPS 的复合增速为 32%。。采用 DCF 法估值，假设 WACC 为 9.0%，长期增长率为 3.0%，求得目标价 823.00 美元，较当前股价有 0.4% 的上升空间，下调至持有评级。当前价格对应 24-26 年市盈率分别为 41/34/29 倍。

图表 7：2021 年-2026 年盈利情况及预测

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	39,281	44,843	51,132
经营利润	6,195	5,633	6,954	10,449	12,511	14,675
经营利润率	20.9%	17.8%	20.6%	26.6%	27.9%	28.7%
净利润	5,116	4,492	5,408	8,421	10,122	11,898
净利率	17.2%	14.2%	16.0%	21.4%	22.6%	23.3%
每股盈利	11.55	10.10	12.25	19.77	23.99	28.33

资料来源：公司资料，第一上海预测

图表 8：DCF 估值模型

高速成长期						稳定成长期					永续期
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假设	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
自由现金流增长率		24%	30%	30%	25%	20%	15%	10%	8%	5%	3%
自由现金流量	6,779	8,405	10,903	14,174	17,717	21,261	24,450	26,895	28,912	30,358	31,268
折合至2024年的现金流量	6,779	7,711	9,177	10,945	12,551	13,818	14,579	14,712	14,510	13,977	239,947
永续期折现值											536,772
基本参数:											
WACC	9.0%										
长期增长率	3.0%										
债券价值	0										
股数（百万）	435										
公司价值计算											
现金流折现	358,706										
减：净金融负债	582										
股本价值	358,123										
股数（百万）	435										
DCF法之每股价值（美元）	823.00										
升值空间	0.4%										

资料来源：第一上海预测

风险因素

线上平台竞争加剧

公司除了面临流媒体竞争对手，还与有线电视、YouTube、TikTok 等短视频和游戏等应用争夺消费者时间。激烈竞争可能负面影响公司用户增长及盈利表现。

美元汇率波动

公司约 55%的收入来自美国以外地区，并且占比持续增加，美元汇率的波动将会影响以美元计价的财务表现。如果近期美国降息，则对公司业绩有可观的正面影响。

GenAI 相关影响

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

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 百万美元, 财务年度: 12月31日											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
主营业务收入	31,616	33,723	39,281	44,843	51,132	盈利能力					
- 主营业务收入成本	19,168	19,715	21,604	24,215	27,356	毛利率 (%)	39.4%	41.5%	45.0%	46.0%	46.5%
毛利	12,447	14,008	17,676	20,628	23,777	经营利润率 (%)	17.8%	20.6%	26.6%	27.9%	28.7%
营业开支	6,814	7,054	7,228	8,117	9,102	净利率 (%)	14.2%	16.0%	21.4%	22.6%	23.3%
销售总务及管理开支	4,103	4,378	4,282	4,798	5,369	EBITDA 利润率	18.9%	21.7%	27.3%	28.6%	29.3%
研究和开发开支	2,711	2,676	2,946	3,318	3,733						
营业利润	5,633	6,954	10,449	12,511	14,675	营运表现					
- 利息支出	(706)	(700)	(786)	(897)	(1,023)	销售及管理费用/收入 (%)	13.0%	13.0%	10.9%	10.7%	10.5%
- 营业外亏损净额	337	(49)	0	0	0	研发和开发费用/收入 (%)	8.6%	7.9%	7.5%	7.4%	7.3%
税前利润	5,264	6,205	9,663	11,614	13,652	实际税率 (%)	14.7%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
- 所得税支出	772	797	1,242	1,492	1,754	应付账款天数	14.4	13.1	13.0	13.0	13.0
净利润	4,492	5,408	8,421	10,122	11,898						
普通股股东所得净利润	4,492	5,408	8,421	10,122	11,898	财务状况					
折旧与摊销	337	357	272	293	313	总负债/总资产	57.2%	57.8%	56.5%	53.3%	50.6%
EBITDA	5,970	7,311	10,721	12,804	14,988	收入/净资产	21.6%	26.3%	37.6%	39.0%	40.5%
主营业务增长 (%)	6%	7%	16%	14%	14%	经营性现金流/收入	17.8%	20.6%	26.6%	27.9%	28.7%
EBITDA 增长 (%)	-7%	22%	47%	19%	17%	税前盈利对利息倍数	7.5	8.9	12.3	13.0	13.4

资产负债表						现金流量表					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
+ 现金与现金等同	5,147	7,117	6,095	7,501	9,404	+ 净利润	4,492	5,408	8,421	10,122	11,898
+ 短期投资	911	21	21	21	21	+ 折旧、摊销	337	357	272	293	313
+ 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	(1,532)	(1,607)	(885)
总计流动资产	9,266	9,918	8,897	10,302	12,205	经营活动现金流量	2,026	7,274	7,162	8,808	11,326
						+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 总固定资产	2,470	2,819	3,202	3,605	4,027	+ 资本支出	(408)	(349)	(383)	(403)	(423)
- 累计折旧	(1,072)	(1,327)	(1,600)	(1,892)	(2,205)	+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 净固定资产	1,398	1,491	1,602	1,712	1,822	+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	5,193	5,664	5,664	5,664	5,664	+ 其他投资活动	(1,669)	890	0	0	0
总计长期资产	39,328	38,814	42,646	45,323	47,299	投资活动现金	(2,076)	542	(383)	(403)	(423)
总资产	48,595	48,732	51,543	55,625	59,504	+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 应付账款	672	747	792	933	1,015	+ 短期拆借变动	0	0	0	0	0
+ 短期借款	0	400	1,800	1,800	1,800	+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	0	0	0	0	0	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
总计流动负债	7,931	8,861	10,528	10,905	11,233	+ 股本增加	0	(6,045)	0	0	0
+ 长期借款	14,353	14,143	13,343	13,343	13,343	+ 股本减少	0	0	0	0	0
+ 其他长期负债	2,452	2,561	2,561	2,561	2,561	+ 其他融资活动	(664)	95	(7,800)	(7,000)	(9,000)
总长期负债	19,886	19,283	18,612	18,747	18,889	融资所得现金	(664)	(5,951)	(7,800)	(7,000)	(9,000)
总负债	27,817	28,144	29,140	29,652	30,122	现金净增减	(885)	1,948	(1,021)	1,405	1,903
总股东权益	20,777	20,588	22,402	25,973	29,382	现金剩余	5,171	7,119	6,097	7,502	9,405

数据来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。