

2025 年 01 月 22 日

Netflix (NFLX.US)

进入内容强周期，会员&ARM 双提振，上调目标价

奈飞 4Q24 会员环比净增 1,890 万，超市场预期 106%，经营利润超指引 4%，公司上调 2025 年收入及经营利润指引。我们看好公司在内容强周期中会员规模及粘性、ARM 增长支撑。上调目标价至 1,056 美元，上调评级至买入。

报告摘要

4 季度业绩超预期，上调 2025 年指引：4 季度总收入 102 亿美元，同比增 16%，略好于指引/市场预期 1.2%/1.4%。经营利润同比增 52%至 22.7 亿美元，好于指引/市场预期 3.8%/3.3%，经营利润率 22.2%，同比提升 5 个百分点。公司上调 2025 年指引，预计收入 435-445 亿美元（上调 5 亿美元），同比增 12-14%（汇率中性：14-17%），上调经营利润率 1 个百分点至 29%，已考虑会员增长、内容储备、广告增量、汇率逆风（-10 亿美元）等因素。

会员增长大超预期，历史单季新高：4 季度会员环比净增 1,890 万，大超市场预期（918 万）106%，较此前单季峰值（1Q20 净增 1,580 万）高 20%。分区域看，EMEA 贡献净增 500 万，亚太 490 万，美国&加拿大 480 万，拉美 410 万，呈全球均衡增长，期末会员超 3 亿。爆款剧集回归及体育直播赛事对会员增长有明显提振，鉴于公司披露单部内容的对会员的拉动影响有限，我们预计新增会员的留存率及活跃度或好于此前预期，同时验证内容沉淀+推荐效率构建的护城河的长期价值。

进入内容强周期，2025 年或有提价举措：2024 年内容现金支出 170 亿美元（同比增 29%），公司指引 2025 年增至 180 亿美元，内容进入强周期，2025 年回归爆款剧集包括《鱿鱼游戏 2》（观看会员已超 1.7 亿）、《星期三》、《怪奇物语》等。4 季度整体 ARM 11.7 美元（同比增 0.7%），随着内容持续丰富（剧集、电影、直播、游戏等），ARM 仍有提升空间，公司披露在考虑美国、加拿大、葡萄牙、阿根廷等时长的提价。我们认为多元会员服务是长期提价的核心基础。

广告业务聚焦会员规模及自有技术平台建设：3 季度广告会员环比增 30%，在广告市场（12 个）渗透率超 55%，我们估算广告会员超 7,000 万，占会员总数的 25%。公司宣布广告套餐新增额外付费会员（Extra Member）功能，预计 2025 年广告会员将增至可观规模。自有广告技术平台已在加拿大上线，预计 2025 年拓展更多市场（4 月美国上线）。公司指引 2025 年广告收入翻倍增长，我们维持此前广告收入到 2026 年对总收入占比超 10%的预测。

财务预测及估值：我们上调 2025 年收入预测 2%，并相应上调经营利润 5%至 127 亿美元。鉴于公司将长期可渗透会员规模从 5 亿提升至 7.5 亿，我们略上调永续增长率 0.5 个百分点，基于 2025E-2034E 10 年 DCF 模型，上调目标价至 1,056 美元（前值：838 美元），对应 2025E/2026E 42.3x/35.8x 市盈率，较现价有 21%提升空间，上调评级至买入。我们看好公司在内容强周期中会员及 ARM 的双增长趋势，业绩稳健交付支撑较高市盈率估值，内容上线、会员增长、广告进展仍是短期交易性机会的催化剂。

风险：会员增长不及预期；广告自由平台建设进展不及预期；内容延期。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万美元）	31,616	33,723	39,001	44,173	50,618	56,883
同比增长（%）	6.5%	6.7%	15.6%	13.3%	14.6%	12.4%
净利润（百万美元）	4,492	5,408	8,712	10,671	12,617	14,314
净利润率（%）	14.2%	16.0%	22.3%	24.2%	24.9%	25.2%
摊薄每股盈利（美元）	10.0	12.0	19.8	24.2	28.6	32.4
市盈率（倍）	82.8	68.7	42.7	34.8	29.5	26.0
市销率（倍）	11.8	11.0	9.5	8.4	7.3	6.5
净资产收益率（%）	21.6%	26.3%	35.2%	36.6%	38.6%	38.9%

数据来源：公司财报，国证国际预测

本报告版权属于国证国际证券（香港）有限公司，各项声明请参见报告尾页

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

投资评级：买入

上调评级

6 个月目标价 1,056 美元

股价(2025-01-21) 869.68 美元

总市值(百万美元)	371,752
流通市值(百万美元)	368,958
总股本(百万股)	427
流通股本(百万股)	424
12 个月低/高(美元)	823.5/916.4
平均成交(百万美元)	2,680

股东结构

Vanguard	8.73%
贝莱德	7.37%
Capital Group	5.47%
其他	78.43%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-6.33	10.41	55.09
绝对收益	-4.33	13.80	80.08

王婷

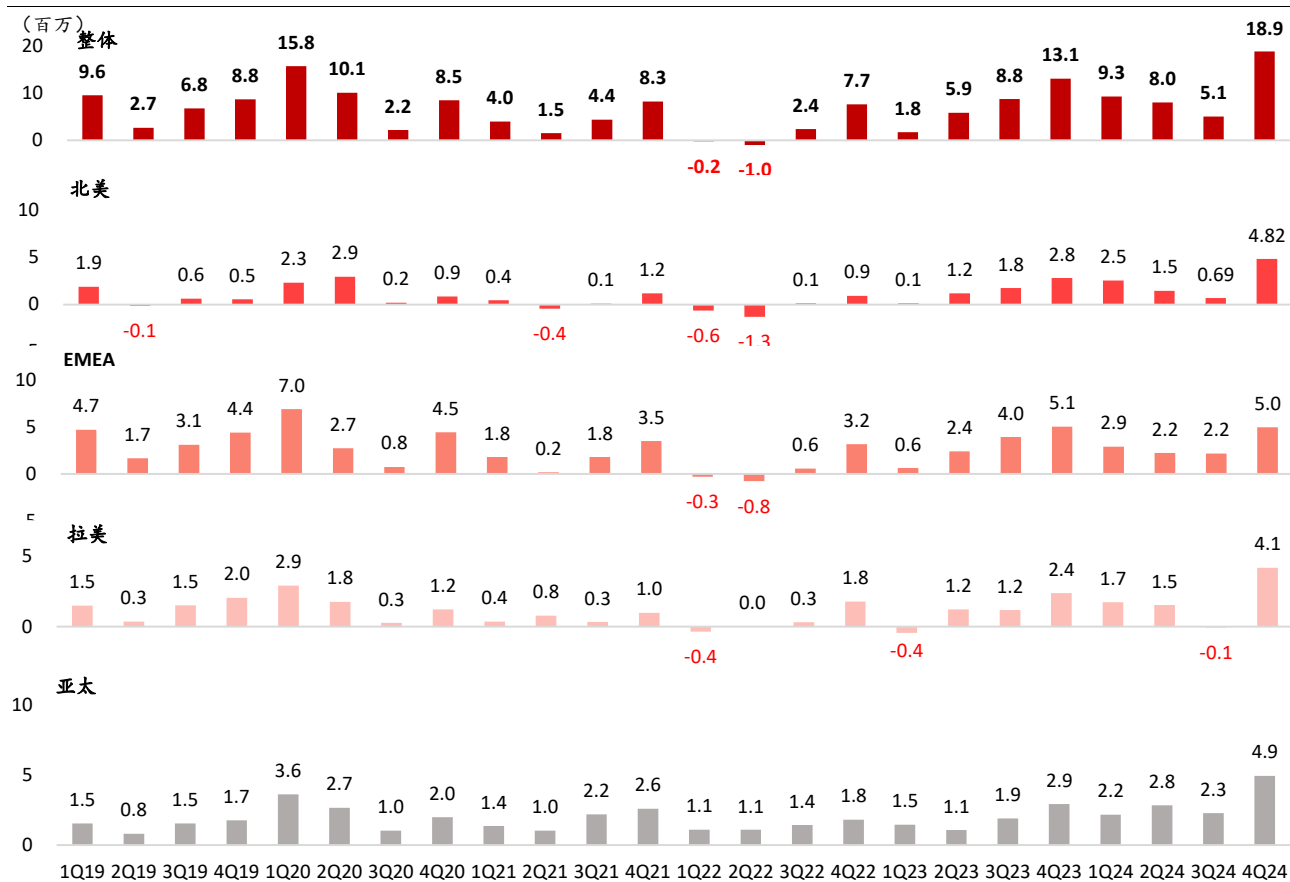
tinawang@sdicsi.com.hk

2024 年 4 季度业务概览

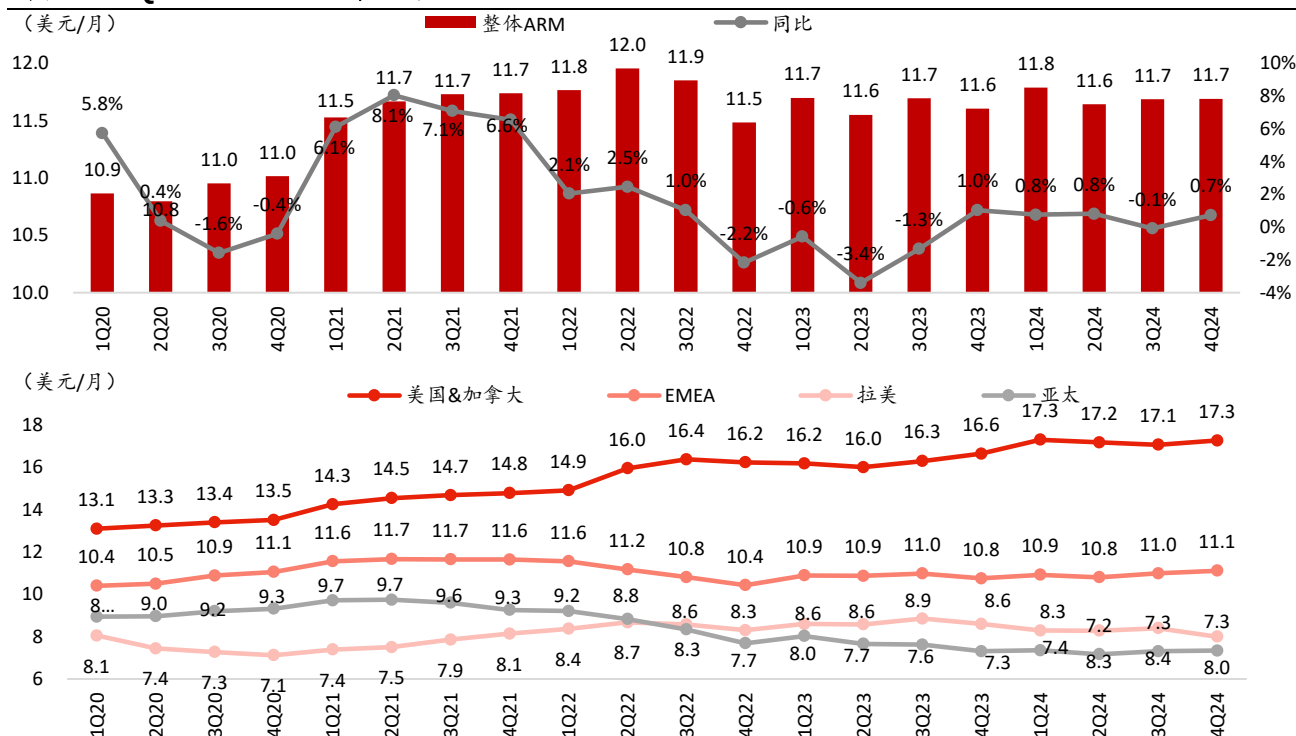
图表 1: 4Q24 业绩: 经营利润超指引/市场预期 3.8%/3.3%

Netflix(NFLX.US) 百万美元	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	国证国际 预测	差异	彭博一致 预期	差异
总收入	8,833	9,370	9,559	9,825	10,247	10,138	1%	10,106	1%
同比	12.5%	14.8%	16.8%	15.0%	16.0%	14.0%		18.3%	
收入指引 vs. 指引	8,692 1.6%	9,240 1.4%	9,491 0.7%	9,727 1.0%	10,128 1.2%				
美国&加拿大*	3,931	4,224	4,296	4,322	4,517	4,518	0%	4,435	2%
EMEA	2,784	2,958	3,008	3,133	3,288	3,190	3%	3,221	2%
拉美	1,156	1,165	1,204	1,241	1,230	1,250	-2%	1,258	-2%
亚太	963	1,023	1,052	1,128	1,212	1,135	7%	1,167	4%
营业成本	5,307	4,977	5,174	5,120	5,767	5,697	1%	5,752	0%
毛利	3,525	4,393	4,385	4,705	4,479	4,442	1%	4,354	3%
毛利率	39.9%	46.9%	45.9%	47.9%	43.7%	43.8%		43.1%	
营销费用	917	654	644	643	976	1,062	-8%	955	2%
研发费用	673	702	711	735	777	711	9%	733	6%
行政费用	439	404	427	417	454	443	2%	448	1%
经营利润	1,496	2,633	2,603	2,909	2,273	2,225	2%	2,200	3%
经营利润率	16.9%	28.1%	27.2%	29.6%	22.2%	28.0%		21.8%	
经营利润指引 vs. 指引	1,160 29.0%	2,420 8.8%	2,520 3.3%	2,730 6.6%	2,190 3.8%				
净利润	938	2,332	2,147	2,364	1,869	1,810	3%	1,828	2%
净利润率	10.6%	24.9%	22.5%	24.1%	18.2%	23.9%		18.1%	
净利润指引 vs. 指引	956 -1.9%	1,976 18.0%	2,063 4.1%	2,237 5.7%	1,847 1.2%				

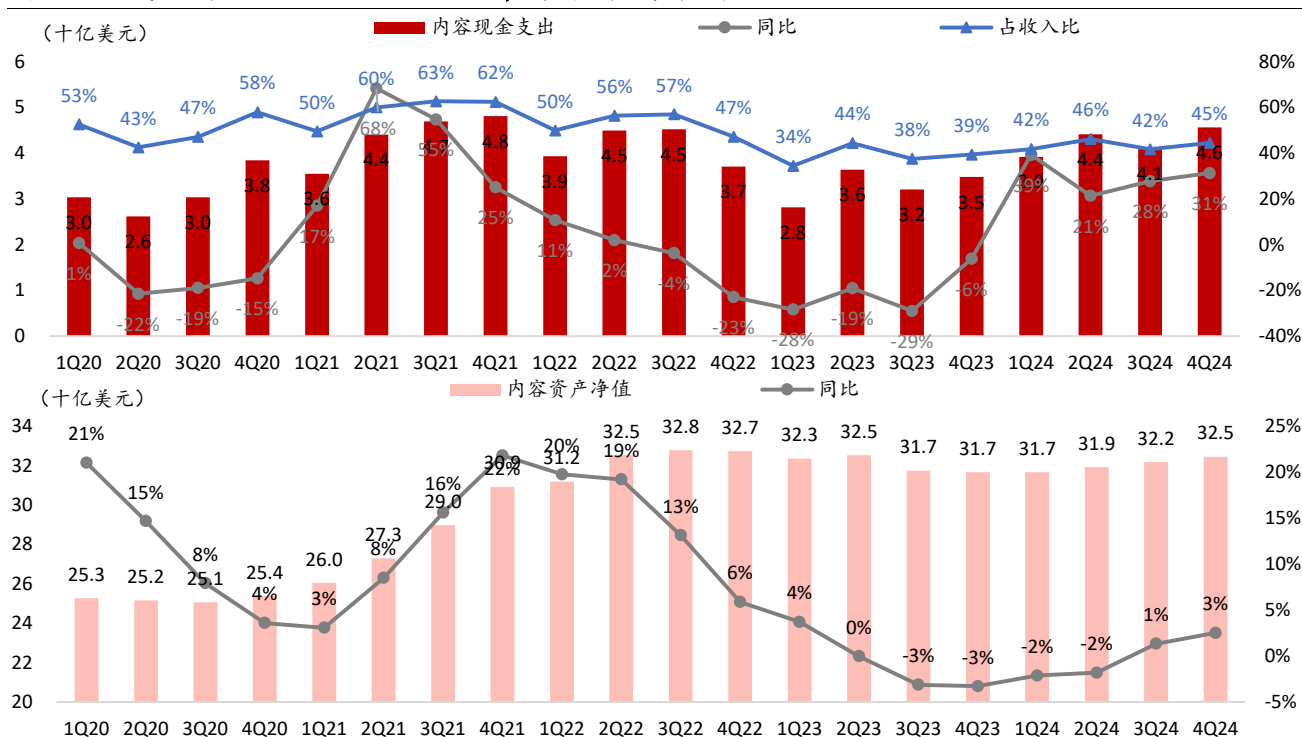
资料来源: 公司财报, 彭博, 国证国际预测

图表 2：订阅会员增长情况：全球整体环比净增 1,900 万，历史单季最高


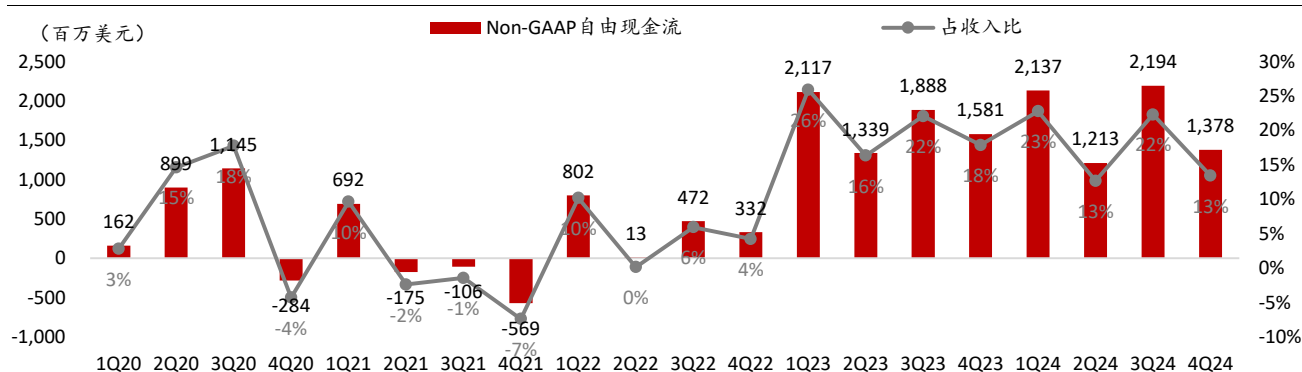
资料来源：公司财报，国证国际

图表 3：4Q24 整体 ARM 同比增 0.7%


资料来源：公司财报，彭博，国证国际

图表 4：4Q24 内容现金支出 46 亿美元，期末内容资产净值 324 亿美元


资料来源：公司财报，国证国际

图表 5：4Q24 经调整自由现金流 13.8 亿美元


资料来源：公司财报，国证国际

财务预测更新

图表 6: 利润表预测更新

百万美元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
总收入	9,370	9,559	9,825	10,247	10,508	33,723	39,001	44,173	50,618	56,883
同比	14.8%	16.8%	15.0%	16.0%	12.1%	6.7%	15.6%	13.3%	14.6%	12.4%
营业成本	-4,977	-5,174	-5,120	-5,767	-5,479	-19,715	-21,038	-23,344	-26,547	-29,719
毛利	4,393	4,385	4,705	4,479	5,030	14,008	17,963	20,829	24,071	27,164
毛利率	47%	46%	48%	44%	48%	42%	46%	47%	48%	48%
营销费用	-654	-644	-643	-976	-709	-2,658	-2,918	-3,172	-3,609	-4,085
占收入比	7.0%	6.7%	6.5%	9.5%	6.7%	7.9%	7.5%	7.2%	7.1%	7.2%
研发费用	-702	-711	-735	-777	-819	-2,676	-2,925	-3,198	-3,715	-4,146
占收入比	7.5%	7.4%	7.5%	7.6%	7.8%	7.9%	7.5%	7.2%	7.3%	7.3%
行政费用	-404	-427	-417	-454	-422	-1,720	-1,702	-1,769	-2,002	-2,221
占收入比	4.3%	4.5%	4.2%	4.4%	4.0%	5.1%	4.4%	4.0%	4.0%	3.9%
经营利润	2,633	2,603	2,909	2,273	3,080	6,954	10,418	12,691	14,745	16,712
经营利润率	28.1%	27.2%	29.6%	22.2%	29.3%	20.6%	26.7%	28.7%	29.1%	29.4%
税前列利润	2,615	2,514	2,703	2,134	2,907	6,205	9,966	12,039	14,176	16,083
所得税	-282	-367	-339	-266	-374	-797	-1,254	-1,368	-1,559	-1,769
净利润	2,332	2,147	2,364	1,869	2,534	5,408	8,712	10,671	12,617	14,314
净利润率	24.9%	22.5%	24.1%	18.2%	24.1%	16.0%	22.3%	24.2%	24.9%	25.2%
EBITDA	2,720	2,684	2,990	2,352	3,080	7,311	10,747	13,124	15,349	17,391
经调整EBITDA	2,796	2,753	3,056	2,414	3,080	7,650	11,019	12,283	15,904	18,032
经调整EBITDA利润率	29.8%	28.8%	31.1%	23.6%	29.3%	22.7%	28.3%	27.8%	31.4%	31.7%

资料来源：公司财报，国证国际预测

图表 7: DCF 估值: 目标价 1,056 美元

[illegible]

资料来源：公司财报，国证国际预测

附表：财务报表预测

利润表							资产负债表						
(百万美元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万美元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,616	33,723	39,001	44,173	50,618	56,883	现金及现金等价物	5,147	7,117	7,805	9,426	11,899	14,153
营业成本	19,168	19,715	21,038	23,344	26,547	29,719	短期投资	911	21	1,779	1,957	2,153	2,368
毛利润	12,447	14,008	17,963	20,829	24,071	27,164	其他流动资产	3,208	2,780	3,517	2,758	2,655	2,699
销售费用	-2,531	-2,658	-2,918	-3,172	-3,609	-4,085	流动资产总额	9,266	9,918	13,100	14,141	16,707	19,220
研发费用	-2,711	-2,676	-2,925	-3,198	-3,715	-4,146	内容资产净值	32,737	31,658	32,452	37,492	39,419	42,023
管理费用	-1,573	-1,720	-1,702	-1,769	-2,002	-2,221	物业、厂房及设备	1,398	1,491	1,594	1,733	2,239	2,516
营业利润	5,633	6,954	10,418	12,691	14,745	16,712	其他非流动资产	5,193	5,664	6,484	3,244	3,211	3,040
利息费用	-706	-700	-719	-759	-761	-783	总资产	48,595	48,732	53,630	56,610	61,576	66,799
利息收入	337	-49	267	107	193	155	流动内容负债	4,480	4,466	4,394	5,188	5,945	6,681
税前利润	5,264	6,205	9,966	12,039	14,176	16,083	应付账款	672	747	900	774	964	974
所得税	-772	-797	-1,254	-1,368	-1,559	-1,769	其他应付款	1,515	1,804	2,157	2,248	2,453	2,867
净利润	4,492	5,408	8,712	10,671	12,617	14,314	递延收入	1,265	1,443	1,521	1,859	2,113	2,384
EBITDA	5,970	7,311	10,747	13,124	15,349	17,391	短期借款	0	400	1,784	0	0	0
经调整EBITDA	6,545	7,650	11,019	12,283	15,904	18,032	流动负债总额	7,931	8,861	10,755	10,069	11,475	12,906
							非流动内容负债	3,081	2,578	1,781	3,024	3,465	3,894
							长期借款	14,353	14,143	13,798	11,012	10,112	8,857
							其他非流动负债	2,452	2,561	2,552	3,355	3,845	4,321
							总负债	27,817	28,144	28,887	27,460	28,896	29,977
							股本	4,638	5,145	6,252	6,396	6,543	6,694
							库存股	-824	-6,922	-13,172	-11,854	-10,669	-9,602
							其他储备	-217	-224	362	-7,362	-17,783	-29,172
							留存收益	17,181	22,589	31,301	41,971	54,588	68,903
							股东权益总额	20,777	20,588	24,744	29,151	32,680	36,822
							负债及权益总额	48,595	48,732	53,630	56,610	61,576	66,799

主要财务比率							现金流量简表						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万美元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E(x)*	82.8	68.7	42.7	34.8	29.5	26.0	税前利润	5,264	6,205	9,966	12,039	14,176	16,083
P/B(x)	17.9	18.1	15.0	12.8	11.4	10.1	财务费用	-369	-749	-452	-652	-568	-628
毛利率	39.4%	41.5%	46.1%	47.2%	47.6%	47.8%	折旧及摊销	337	357	329	433	604	679
净利润率	14.2%	16.0%	22.3%	24.2%	24.9%	25.2%	所得税	-772	-797	-1,254	-1,368	-1,559	-1,769
营销费率	8.0%	7.9%	7.5%	7.2%	7.1%	7.2%	营运资金变动	-758	-116	-33	-194	-32	-283
研发费用率	8.6%	7.9%	7.5%	7.2%	7.3%	7.3%	经营活动现金流	2,026	7,274	7,361	12,216	13,500	14,911
管理费用率	5.0%	5.1%	4.4%	4.0%	4.0%	3.9%	投资活动现金流	-2,076	542	-2,182	-765	-804	-841
经营费用率	21.6%	20.9%	19.3%	18.4%	18.4%	18.4%	融资活动现金流	-664	-5,951	-4,074	-9,722	-10,074	-11,591
经营利润率	17.8%	20.6%	26.7%	28.7%	29.1%	29.4%	期初现金	6,055	5,171	7,119	7,807	9,426	11,899
ROE	21.6%	26.3%	35.2%	36.6%	38.6%	38.9%	期末现金	5,171	7,119	7,807	9,426	11,899	14,153
ROA	9.2%	11.1%	16.2%	18.8%	20.5%	21.4%							
资产权益比	234%	237%	217%	194%	188%	181%							

资料来源：公司财报，国证国际预测

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国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际, 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、意见及推测反映国证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。国证国际, 其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

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

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

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士, 尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国, 或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释), 国证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。

收件人应注意国证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, 投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 而国证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。除非获得国证国际的授权, 任何人不得以任何目的复制, 派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

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。
- 国证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。

国证国际证券(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