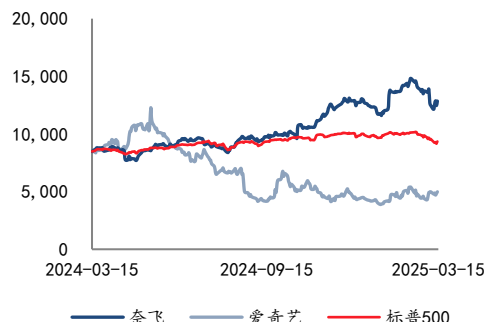


传媒互联网

从中美流媒体行业差异看奈飞：全球化和商业化深耕驱动增长

■ 走势比较



■ 子行业评级

影视

看好

■ 相关研究报告

■ 证券分析师：郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523060001

■ 联系人：李林卉

E-MAIL: lilh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190123120023

报告摘要

► 内容、用户、全球化是中美流媒体行业的差异所在

中美长视频流媒体龙头爱奇艺和奈飞的营收差距为 10 倍, 利润差距为 80 倍, 市值则相差 180 倍。我们认为, 流媒体的“南橘北枳”反映的是中美两国行业层面的差异。具体来看: 1) 内容: 美国影视行业由于创作题材自由度较高, 且长期积累的工业化制作体系成熟, 因此能更好地支持优质内容持续供给。2) 用户: 美国消费者对于内容付费的接受度高, 且更偏好长视频等深度娱乐方式, 使得长视频在美国的生存土壤相较于世界其他区域更加“肥沃”。3) 全球化: 凭借美国文化输出的深厚积淀以及英语语言优势, 美国流媒体公司能够突破国内单一市场规模限制, 打开海外市场。

► 奈飞: 凭借优质内容撬动全球市场的流媒体龙头

奈飞成立于 1997 年, 以 DVD 线上租赁业务起家, 后转型至在线流媒体订阅业务, 并通过自制内容探索、全球化扩张、订阅体系变革不断优化业务发展, 逐步成为全球领先的流媒体播放平台。凭借丰富多元的优质内容库, 以及全球化扩张战略, 奈飞付费用户数逐年增长, 驱动公司股价二十余年长牛。截止 2024 年, 奈飞已在全球超 190 个国家和地区拥有 3.02 亿付费用户。

► 全球化叠加商业化深耕增厚收入, 内容投入趋稳撬动经营杠杆

奈飞的商业模式在于: 通过优质内容获取用户, 再以用户付费订阅收入及资金杠杆支撑下一轮内容投入。当内容投入达到一定阈值后, 所产出的精品化内容已经能够满足用户大部分的观看需求。奈飞只需再投入较少的资源以及进行全球化扩张, 就能持续获得增量用户, 因此获取单用户所需内容成本边际降低, 盈利能力逐渐增强, 经营杠杆由此显现。展望未来, 奈飞有望通过海外市场扩张、低价广告套餐推广、共享账户用户转化继续扩大付费用户规模, 并通过 1-2 年/次的提价、广告收入和线下乐园业务拉动 ARM 提升。同时, 以本土和海外精品化内容的稳定供给满足用户大部分观影需求的前提下, 奈飞内容投入规模趋稳, 从而撬动经营杠杆。

► 核心观点

我们认为, 中美流媒体的“南橘北枳”反映的是中美两国行业在内容、用户和全球化上的差异。具体到公司层面, 奈飞通过全球化扩张, 有望推动付费用户规模持续增长。同时, 稳定的提价节奏, 以及未来广告、线下乐园业务或将贡献收入增量, 拉动 ARM 提升。此外, 奈飞保证优质内容稳定供给的前提下, 控制内容投入有望逐渐提升盈利能力。

► 风险提示

流媒体行业竞争加剧、用户数不及预期、新业务拓展不及预期的风险。

目录

1. 流媒体行业：中美龙头公司对比看行业差异	5
1.1 内容：美国影视创作自由度高，工业化制作体系成熟	6
1.2 用户：美国用户对长视频的付费意愿更强，且接受度更高	9
1.3 全球化：美国文化软实力、英语体系优势助力海外市场开拓	11
2. 奈飞概况：内容取胜的全球流媒体龙头	13
2.1 公司简介：优质内容撬动全球市场，“自由与责任”奠定企业文化	13
2.2 财务分析：营收快速增长，内容持续稳定投入	16
2.3 历史股价复盘：付费用户数是核心驱动因子	20
3. 奈飞未来看点：持续推进全球化扩张，并深耕商业化	27
3.1 付费用户数：海外市场、广告套餐和打击共享账户驱动增长	28
3.2 用户观看时长：稳步增长，且优于竞争对手	32
3.3 月度平均单付费用户收入 ARM：提价及拓宽收入来源驱动增长	33
3.4 内容成本：内容投入趋稳，撬动经营杠杆	36
3.5 盈利预测及估值	38
4. 风险提示	39

图表目录

图表 1: 2022-2024 年奈飞与爱奇艺财务数据对比.....	5
图表 2: 从内容供给、用户需求、全球化扩张看奈飞的规模效应.....	6
图表 3: 2024 年上半年奈飞全球播放量 TOP5.....	7
图表 4: 2024 年上半年爱奇艺集均播放量 TOP5.....	7
图表 5: 2024 年全国获准发行的国产电视剧题材.....	7
图表 6: 好莱坞影视内容制作流程.....	8
图表 7: 美国有线电视与流媒体订阅付费对比.....	9
图表 8: 中国各线上娱乐方式付费率对比.....	10
图表 9: 2023 年美国网民每日娱乐方式时长占比 TOP7.....	10
图表 10: 2023. 12 中国网民应用单日使用时长 (分钟).....	10
图表 11: 奈飞流媒体服务覆盖的国家/地区.....	11
图表 12: 美国文化输出的代表性作品.....	12
图表 13: 世界主要语言使用国家数量分布.....	13
图表 14: 世界主要语言分布图.....	13
图表 15: 奈飞发展历程.....	14
图表 16: 奈飞股权结构.....	14
图表 17: 奈飞主要高管履历.....	15
图表 18: 奈飞联合创始人关于企业文化的著作《不拘一格》.....	16
图表 19: 2020-2024 年营业收入 (亿美元).....	16
图表 20: 2020-2024 年按地区划分的营业收入构成.....	16
图表 21: 流媒体平台内容成本的会计处理方式.....	17
图表 22: 2020-2024 年营业成本 (亿美元).....	18
图表 23: 2020-2024 年内容现金支出 (亿美元).....	18
图表 24: 2020-2024 年毛利润及毛利率.....	18
图表 25: 2020-2024 年费用率.....	19
图表 26: 2020-2024 年净利润 (亿美元).....	19
图表 27: 2020-2024 年自由现金流 (亿美元).....	19
图表 28: 奈飞股价复盘.....	20
图表 29: 奈飞 DVD 线上租赁订阅模式.....	21
图表 30: 奈飞个性化电影推荐系统 CINEMATCH.....	21
图表 31: 1998-2006 年股价、付费用户数及营业收入.....	22
图表 32: 奈飞流媒体订阅服务 WATCH NOW 界面.....	22
图表 33: 2013 年各在线平台用户占比 (%).....	22
图表 34: 2007-2012 年股价、付费用户数及营业收入.....	23
图表 35: 2014-2020 年奈飞原创剧集数量及类型.....	24
图表 36: 2013-2016 年股价、付费用户数及营业收入.....	24
图表 37: 奈飞全球化扩张进展.....	25
图表 38: 2017-2021 年股价、付费用户数及营业收入.....	25
图表 39: 奈飞广告展示.....	26
图表 40: 2022-2024 年股价、付费用户数及营业收入.....	27
图表 41: 2024Q3 各大流媒体平台付费会员数量 (亿).....	28
图表 42: 2007-2024 年付费用户数.....	29
图表 43: 2023 年 3、12 月各国流媒体观看时长份额.....	29

图表 44: 2023 年 3、12 月各国奈飞观看时长份额.....	29
图表 45: 奈飞合作的工作室和制作公司	30
图表 46: 奈飞美国市场的广告/标准/高级套餐对比 (美元/月)	30
图表 47: 广告套餐用户 MAU (万)	31
图表 48: 2023Q4-2024Q4 广告套餐用户数量占比.....	31
图表 49: 打击共享账户的方案及进展	31
图表 50: 2024 年 6 月美国电视观看时长占比及各大流媒体平台观看时长占比.....	32
图表 51: 2012-2024 年月度 ARM (美元/月)	33
图表 52: 2020-2024 分地区月度 ARM (美元/月)	33
图表 53: SPOTIFY 广告收入在总收入中的占比 (%)	34
图表 54: 2026E 奈飞广告收入测算.....	34
图表 55: 2020-2025 年付费套餐价格及价格变化.....	35
图表 56: 2020-2024 分地区月度 ARM (美元/月)	35
图表 57: NETFLIX HOUSE 渲染图.....	36
图表 58: 2012-2024 年内容成本及自制内容成本占比.....	37
图表 59: 2012-2024 年“内容现金支出/摊销”比率 (%)	37
图表 60: 奈飞各语言内容数量	38
图表 61: 奈飞盈利预测.....	39
图表 62: 可比公司估值	39

1. 流媒体行业：中美龙头公司对比看行业差异

南橘北枳：中美长视频流媒体平台发展状况差异显著。影视作为大众喜闻乐见的艺术形式，百年来历经影院、电视、家用录像等多种媒介形式而经久不衰。自互联网普及以来，影视作品在线上化的浪潮下，更是成为人们精神生活的必需品，而聚合优质影视剧资源的流媒体平台也成为互联网流量的主要入口之一。然而，从目前经营情况来看，中美两国的流媒体平台的发展状况不尽相同；而对应到股价层面，市场对中美流媒体平台的估值和预期也存在显著差距。以中美流媒体龙头爱奇艺、奈飞为例，我们发现：1) **收入端**，2024 年奈飞营收为爱奇艺的近 10 倍；2) **利润端**：2024 年奈飞净利润为爱奇艺的近 80 倍；3) **市值端**：二者自上市以来股价走势两极分化，截止 2025 年 3 月 13 日，奈飞与爱奇艺的市值差距达 180 倍。

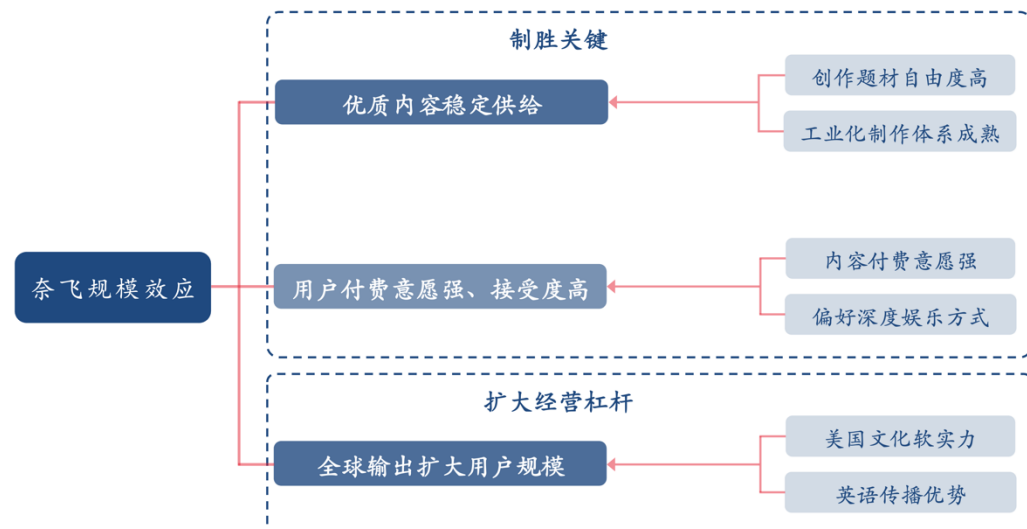
图表 1：2022-2024 年奈飞与爱奇艺财务数据对比

奈飞 (亿美元)	2022	2023	2024	爱奇艺 (亿元)	2022	2023	2024
总收入	316	337	390	总收入	290	319	292
付费订阅收入	315	336	390	付费订阅收入	177	203	178
占比	99.5%	99.8%	100%	占比	61.1%	63.7%	60.8%
付费用户数 (亿)	2.31	2.60	3.02	付费用户数 (亿)	1.02	1.12	-
月度 ARM (美元)	11.4	10.8	10.8	月度 ARM (元)	14.3	15.1	-
DVD 订阅收入	1.46	0.83	-	在线广告收入	53.3	62.2	57.1
占比	0.46%	0.25%	-	占比	18.4%	19.5%	19.5%
				内容发行收入	25.6	24.6	28.5
				占比	8.84%	7.71%	9.75%
				其他收入	33.9	28.8	29.0
				占比	11.7%	9.02%	9.92%
奈飞 (亿美元)	2022	2023	2024	爱奇艺 (亿元)	2022	2023	2024
利润表口径：							
营业成本	192	197	210	营业成本	223	231	220
内容成本	140	142	153	内容成本	165	162	157
占比	73.2%	72.0%	72.7%	占比	74.1%	70.3%	71.6%
毛利润	124	140	180	毛利润	66.8	87.7	72.8
毛利率	39.4%	41.5%	46.1%	毛利率	23.0%	27.5%	24.9%
净利润	44.9	54.1	87.1	净利润	-1.18	19.5	7.91
净利率	14.2%	16.0%	22.3%	净利率	-0.41%	6.13%	2.70%
现金流量表口径：							
自由现金流	16.2	69.3	69.2	自由现金流	-2.44	33.1	20.3

资料来源：奈飞，爱奇艺，太平洋证券研究院

行业层面的差异是两家公司差距的关键。同为流媒体平台，国内龙头爱奇艺与奈飞在财务及市值层面相距甚远。若回到业务层面探讨两者差距的成因，我们认为，**优质内容自制能力和中美用户需求差异**是奈飞和爱奇艺出现较大差异的关键因素。在此基础上，奈飞的**全球输出**使其海外用户规模得到迅速扩张，经营杠杆进一步凸显。

图表 2：从内容供给、用户需求、全球化扩张看奈飞的规模效应



资料来源：太平洋证券研究院整理

1.1 内容：美国影视创作自由度高，工业化制作体系成熟

奈飞较爱奇艺产能更高，内容质量是二者主要差异。从内容体量上看，截止 2024 年，奈飞提供影视剧数量达 7564 部，在美国、加拿大、澳大利亚和英国这四大市场中自制内容占片库总体量已超 50%。相较而言，爱奇艺提供的片库体量、年产能、以及自制内容占比均低于奈飞。从内容质量上看，我们认为内容精品化率的不同是奈飞与爱奇艺内容端的最大差别。奈飞基于优秀的内容自制能力，内容品质整体较高，多部电影和剧集 IMBd 评分达 7 分以上，其 2023/2024 年获奥斯卡、艾美奖提名数分别为 126/119 项，在流媒体平台中排名前例。2024 年上半年奈飞全球播放量 Top5 豆瓣评分平均分为 7.4，略高于爱奇艺集均有效播放 Top5 豆瓣评分平均分 7.1。此外，奈飞出品的《纸牌屋》、《鱿鱼游戏》等现象级爆款作品也多凭借高口碑破圈，在全球范围内“叫好又叫座”，吸引更多付费用户的同时，树立了奈飞优质的品牌形象。

图表 3：2024 年上半年奈飞全球播放量 Top5

排名	剧集	播放量(万)	题材	评分
1	《Fool Me Once》	10750	犯罪	6.5
2	《Bridgerton》	9190	爱情	7.0
3	《Baby Reindeer》	8760	喜剧	8.5
4	《The Gentlemen》	7590	喜剧	8.1
5	《Avatar The Last Airbender》	7110	喜剧	6.9

资料来源：What's on Netflix, 豆瓣, 太平洋证券研究院

图表 4：2024 年上半年爱奇艺集均播放量 Top5

排名	剧集	播放量(万)	题材	评分
1	《南来北往》	4218	家庭	7.4
2	《追风者》	3571	剧情	7.8
3	《城中之城》	3122	剧情	6.6
4	《大江大河之岁月如歌》	2308	剧情	8.0
5	《哈尔滨一九四四》	2265	悬疑	5.9

资料来源：云合数据, 豆瓣, 太平洋证券研究院

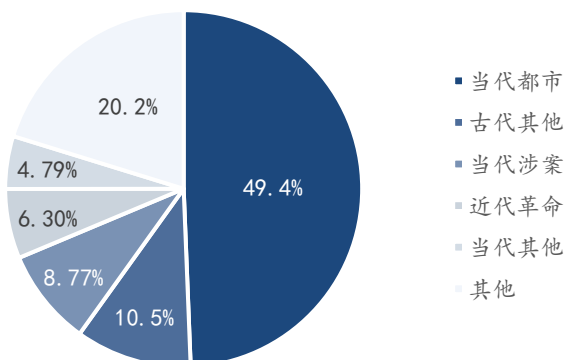
我们从行业创作环境、内容制作体系两个维度，分析奈飞与爱奇艺内容质量差距产生的本质原因。

1) 行业创作环境：美国影视创作题材自由度较高，国内题材范围相对狭窄

美国影视创作题材自由度较高，丰富的内容题材满足细分用户需求。美国作为移民国家，文化包容性强，创作环境相对自由，影视分级制度较为完善。因此，创作者受到的限制较少，各种类型题材百花齐放：包括悬疑、恐怖、犯罪等类型片，以及政治、军事、黑帮等内容题材等。多部爆款作品如科幻讽刺剧《黑镜》、政治惊悚剧《纸牌屋》，或在细分冷门题材上突破创新，挖掘细分用户需求，或加入时事热点为卖点，吸引观众眼球。

国内审查制度严格，题材可选范围相对狭窄，受众较为单一。国内审查制度相对严格，所有视频、影视节目需要通过广电总局的审查后方可播出，清朗行动也进一步限制影视剧题材的可选范围，导致受众范围较窄，因此传播性相对偏弱。从 2024 年全国获准发行的国产电视剧题材统计数据来看，国内获批的影视剧题材主要集中在当代都市、古代其他、当代涉案等，而恐怖悬疑、科幻奇幻等题材较少。

图表 5：2024 年全国获准发行的国产电视剧题材

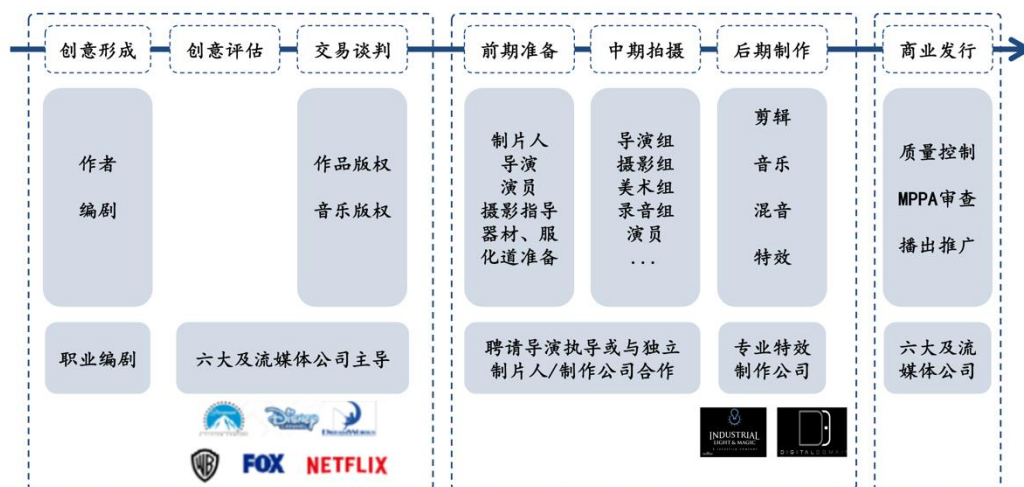


资料来源：国家广播电视总局, 太平洋证券研究院

2) 内容制作体系：美国制作体系工业化程度高，国内仍处于非标准化阶段

基于好莱坞电影的美剧制作体系工业化程度高，提升影视剧精品化率。随着 DVD 等数字影视技术发展及高清电视的普及，“好莱坞六大”旗下工作室均以好莱坞电影为标准展开电视内容制作。受益于以大银幕为标准的好莱坞电影工业化制作体系，美剧制作产业链亦较为成熟，各环节分工明确，编剧、制片人等核心创意团队话语权有所保证。此外，基于高效的标准化制作体系，美剧多采取制播结合的季播模式，能够根据观众反响进行下一季的内容调整，以有效控制内容风险。因此，在沉淀多年的工业化体系下，美国影视剧出品质量有所保障，精品化率相对较高。

图表 6：好莱坞影视内容制作流程



资料来源：太平洋证券研究院整理

国内影视制作仍处于非标准化阶段，制作团队良莠不齐。我国制片机构主要分为国有制片单位、大型综合制片商和中小型制片公司三类，其中国有制片单位专业性较强，但以舆论宣传导向为主，市场化程度不高。而由于我国电视剧工业化程度尚不完善，导致其进入壁垒较低，中国电视剧机构特别是中小型制片公司数量近年来迅速增加，制作机构数量由 2008 年的 2874 家发展到 2018 年的 18728 家，但其中拿到甲种许可证的机构却从 2014 年的 137 家迅速降到 2023 年的 41 家。该类中小型制片公司多采取“班子制”的创作模式，制片团队的草根性较强，且各方权责不明确，因此内容生产环节可控性较差，难以高效高质量地产出剧集作品。此外，“班子制”也使得内容制作经验积累于关键个人，难以对企业及行业的工业化水平产生积极影响。

1.2 用户：美国用户对长视频的付费意愿更强，且接受度更高

从用户层面看，美、中两国消费者对长视频的付费意愿和接受度的差异，也使得长视频在北美地区的生存土壤相较于中国更加“肥沃”。

1) 用户付费意愿：付费历史发展影响心理账户，中美付费意愿存在显著差距

除了人均消费能力的差异，中美用户对长视频“心理账户”的不同亦是造成付费差异的主要原因。由于人们所处地区、文化背景、消费习惯等的不同，人们会对现实中客观等价的商品或服务予以不同的消费预算、并做出不同的决策行为，因此形成“心理账户”的差异。因此，我们复盘中美流媒体发展历程，从心理账户的角度看中美用户对长视频的付费意愿差异。

美国流媒体由付费电视演化而来，用户的内容付费意愿较强。上世纪以来，以有线电视为主的家庭观影模式逐渐在美国普及。由于有线电视行业进入壁垒较高、替代品缺失，其订阅费用逐年增高至 50-150 美元/月。21 世纪以来，DVD 租赁、流媒体平台的出现驱使有线电视用户的迁移，以更庞大的内容库、更为低廉的价格（奈飞定价 8-25 美元/月）成为美国用户主流的观影选择。但整体来看，由于较长的付费电视历史培养了美国用户对内容付费的较高接受度，美国用户对流媒体平台定价的“心理账户”亦高于海外多数地区的同期消费水平。此外，美国影视版权保护力度较大，一方面通过加密技术保护版权，另一方面具备较为完善的知识产权保护法律体系。因此，用户难以通过盗版网站等非法途径观看影视剧，而流媒体平台内容的稀缺性得以凸显，进一步增强了美国用户对影视内容的付费意愿。

图表 7：美国有线电视与流媒体订阅付费对比

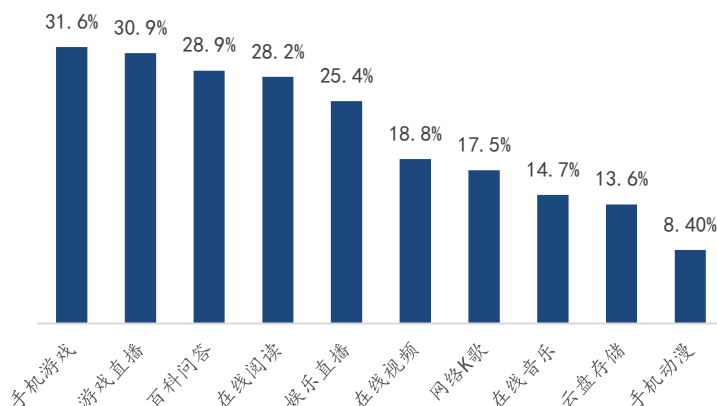
渠道	频道	主要平台	收费模式	订阅价格
电视台	免费电视：广播电视网	ABC、CBS、NBC	广告收入、免费观看	/
	付费电视：有线电视网	TNT、ESPN、CNN	广告收入、订阅付费	50-150 美元/月
互联网	付费流媒体	奈飞、Hulu、Amazon Prime Video	广告收入、订阅付费	8-25 美元/月

资料来源：各公司官网，太平洋证券研究院

中国流媒体由免费模式发展而来，用户付费习惯有待养成。一方面，中国付费电视出现晚于免费电视，用户没有形成观看付费的习惯，且有线电视服务费为 25-30 元/月，流媒体收费与国内有线电视端差距甚小，流媒体无法实现价格优势；另一方面，中国网络视频行业萌芽期以免费的 UGC 内容和未授权视频为主，乐视、优酷、土豆等视频网站早期通过免费视频吸引用户，不需付费便可收看影视剧的模式已深入人心。

因此，随着流媒体市场逐渐成熟，进入正版 PGC 时代后，视频网站仍需要通过优惠、赠礼、会员互通等方式来吸引用户付费，仅靠会员订阅收入不足以支撑公司盈利，从而不得不加入版权分销和贴片广告以维持商业模式的运转。此外，当前国内盗版内容仍然屡禁不止，而当存在免费的替代性观影渠道时，用户对正版内容的付费意愿很难有所提升。我们认为，我国视频网站仍需要投入较长时间和资金来培养用户付费习惯。

图表 8：中国各线上娱乐方式付费率对比

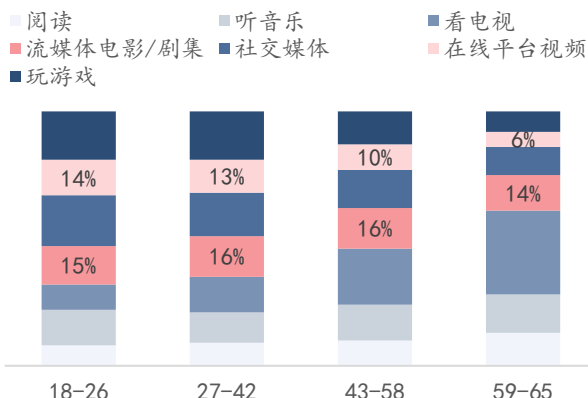


资料来源：QuestMobile，太平洋证券研究院

2) 用户接受度：北美用户偏好大屏端深度娱乐，中国碎片化娱乐方式占据主流。

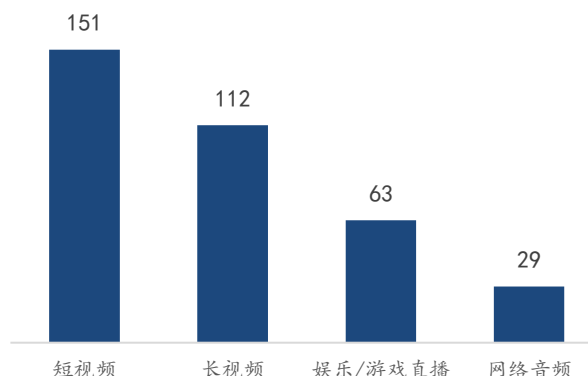
根据 Newzoo 统计的 2023 年美国网民每日线上娱乐方式时长占比数据，所有年龄段的网民在流媒体平台观看电影或剧集的时长高于在在线平台观看视频的时长。相比之下，中国的线上娱乐方式则更为多元化，用户更偏好短视频等碎片化娱乐方式。根据 QuestMobile 数据，中国用户的短视频使用时长已全面超过长视频。

图表 9：2023 年美国网民每日娱乐方式时长占比 Top7



资料来源：NewZoo，太平洋证券研究院

图表 10：2023.12 中国网民应用单日使用时长（分钟）



资料来源：QuestMobile，太平洋证券研究院

1.3 全球化：美国文化软实力、英语体系优势助力海外市场开拓

奈飞加速布局海外市场，至今已覆盖 190+国家和地区，爱奇艺出海天花板则相对有限。奈飞和爱奇艺的内容供给和中美长视频生存土壤均存在较大差异，在此基础上，奈飞自 2017 年全球化布局使得其用户规模迅速增长，规模效益进一步凸显。奈飞自 2010 年起开始向加拿大等海外市场推出流媒体业务，2017 年开始加速海外扩张进程，至今已覆盖 190 多个国家。如今北美及加拿大地区（UCAN）用户增长不再显著，然而得益于文化和语言的普适性，欧洲及亚太地区已成为奈飞用户增长主力军。相较而言，受文化土壤影响，国内影视剧向海外大规模输出有一定阻碍。我们预计，中国流媒体平台在可见的中短期将继续以深耕国内市场为主，用户增长天花板在一定程度上也将被局限于国内市场。

图表 11：奈飞流媒体服务覆盖的国家/地区



资料来源：奈飞官网，太平洋证券研究院

注：该图为截至 2021 年底奈飞流媒体服务覆盖的国家/地区，2022 年 3 月底奈飞已暂停在俄罗斯的流媒体服务

我们认为，美国文化软实力和英语体系优势是奈飞流媒体受众范围更为广泛、更易打开海外市场的根本原因：

1) 美国文化输出的深厚积淀为奈飞海外扩张提供有力背书

美国作为移民国家，建国历史较短，其“历史底蕴”并不深厚，但正因如此，其本土文化呈现自由度高、包容性强的特性，在经济全球化的时代占据传播性优势。自冷战后美国经济腾飞，“一超多强”的世界格局已形成多年，其在全球范围内的话语权也随之日渐巩固。与此同时，随着好莱坞电影工业水平与其他国家拉开差距，从迪士尼动画、《星球大战》系列到漫威超级英雄，美国影视作品及其塑造的“普世价值观”已传播到全球范围的千家万户。因此，作为一家美国流媒体平台，奈飞自然受益于美国深厚的文化输出积淀，从视听语言层面的高视效、强叙事，到价值观层面由进

取心、家庭观念、个人英雄主义等构成的“美国梦”，均构成奈飞海外扩张的优势所在。与之相比，中国传统文化虽然底蕴深厚，但影响范围限于东亚儒家文化圈；而中国当代影视内容则更崇尚家国情怀和集体主义，尚未对西方观众完成心智教育。因此，文化差异成为国内影视内容进军全球市场的主要障碍之一。

图表 12：美国文化输出的代表性作品

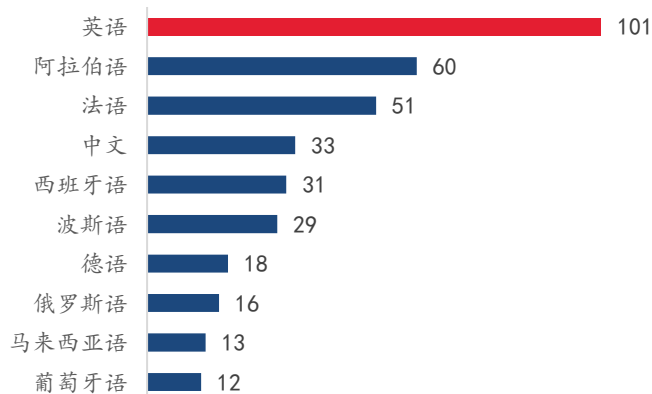


资料来源：太平洋证券研究院整理

2) 英语语言优势使奈飞自制内容的海外传播壁垒较低

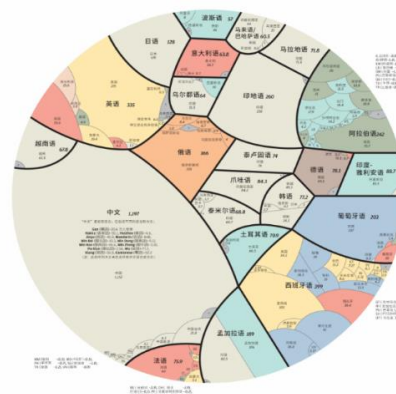
英语作为国际通用语言，具有天然的传播优势，当前以英语为官方语言的国家有 101 个，另有多个国家将英语作为第二语言或列入教学科目，因此，英语内容易于传播的特性有利于奈飞等英语国家流媒体平台的全球扩张。相较而言，非英语内容的全球传播需要克服较大的语言障碍。例如，目前中文的主要适用范围仅限于中国、新加坡等大中华地区，整体受众范围偏窄。此外，从观影习惯来看，由于英语影视内容长期占据主流市场，导致欧美国家大部分观众已经习惯英语原声电影，而难以接受字幕带来的观影障碍；在观看非英语影视内容时，也会更偏向英语配音版，增加了国内流媒体平台的传播成本。

图 13：世界主要语言使用国家数量分布



资料来源：Ethnologue: Languages of the World, 太平洋证券研究院

图 14：世界主要语言分布图



资料来源：Alberto Lucas Lopez, 太平洋证券研究院

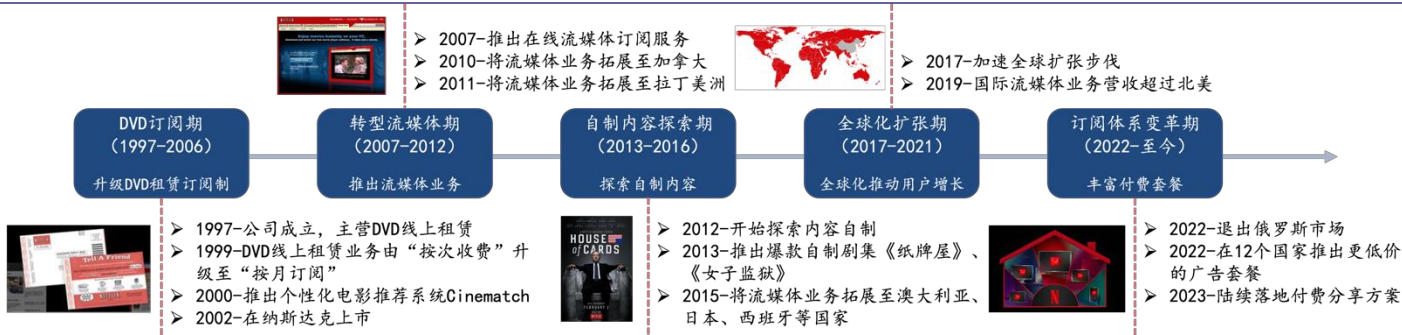
2. 奈飞概况：内容取胜的全球流媒体龙头

2.1 公司简介：优质内容撬动全球市场，“自由与责任”奠定企业文化

全球领先的流媒体播放平台，孵化优质内容撬动全球市场。奈飞成立于 1997 年，以 DVD 线上租赁业务起家，后转型至在线流媒体订阅业务，是全球领先的流媒体播放平台。截止 2024 年，奈飞已在全球超 190 个国家和地区拥有 3.02 亿付费用户。

回顾奈飞的发展历程，可分为以下五个阶段：1) **DVD 订阅期**：奈飞以 DVD 线上租赁业务起家。为优化用户体验，奈飞先后对该业务进行两次优化，开创按月订阅模式并推出个性化电影推荐系统。2) **转型流媒体期**：随着美国 DVD 市场增长天花板逐渐显现，奈飞于 2007 年率先推出在线流媒体订阅服务，并陆续覆盖电视机、机顶盒、游戏机等多种终端设备。3) **自制内容探索期**：受版权方收紧内容供给影响，奈飞开始探索自制内容路线。2013 年爆款剧集《纸牌屋》的成功初步验证自制内容战略初见成效，随后奈飞逐年加码对原创内容的投入。4) **全球化扩张期**：基于在海外市场的前瞻性布局，以及优质的本地化自制内容，奈飞于 2017 年起加速全球扩张，打开用户规模增长的第二曲线。5) **订阅体系变革期**：2022 年上半年奈飞付费用户数首次出现负增长，为扭转该趋势，奈飞陆续落地付费共享账户方案并推出更低价的广告套餐，丰富订阅套餐体系。

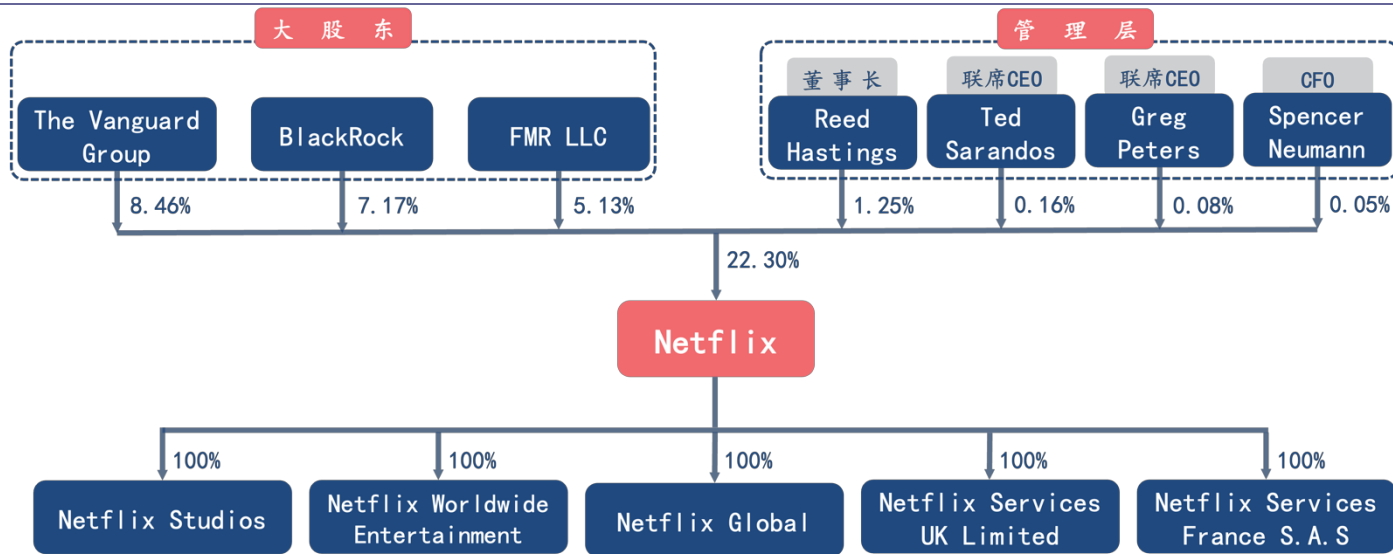
图表 15：奈飞发展历程



资料来源：太平洋证券研究院整理

核心管理层塑造企业文化，全球化高管团队背景多元。目前，奈飞实行双 CEO 模式，两位 CEO 均持有公司少量股份。其中，联合创始人兼董事长 Reed Hastings 负责奈飞的战略及发展方向，其于 1997 年创立奈飞，主导了奈飞的每一次业务转型；联席 CEO Ted Serandos 早在 2000 年加入奈飞，一直负责内容运营的相关工作。在 Ted Serandos 的领导下，奈飞先后推出了《纸牌屋》、《女子监狱》等优质自制剧，实现了向自制内容路线的转型。在双 CEO 领导下，奈飞形成了兼顾自由与责任，效率高且创新性十足的公司文化——即“人才重于流程，创新大于效率，自由多于管控”。在优秀的企业文化熏陶下，奈飞搭建了稳定且专业的内容高管团队，团队成员均从业经验丰富且具有多元文化背景，推动了奈飞流媒体全球业务的快速发展。

图表 16：奈飞股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 17: 奈飞主要高管履历

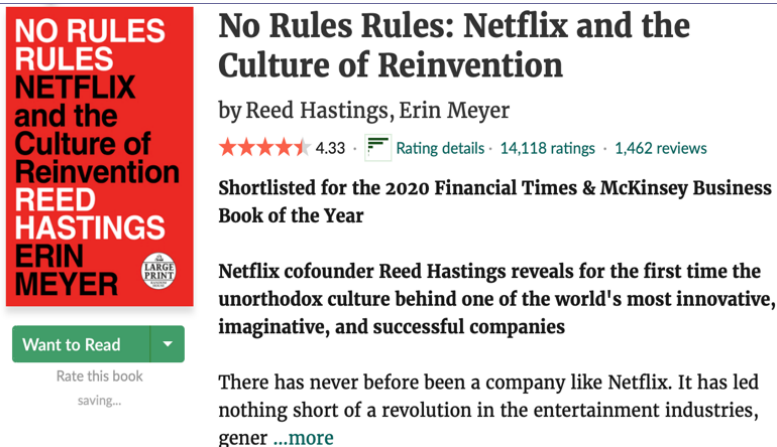
高管	职位	主要履历
Reed Hastings	联合创始人、董事长	1997 年联合创立奈飞，曾担任奈飞联席 CEO 超 25 年； - 创立了以“自由+责任”为核心的企业文化。
Ted Sarandos	联席 CEO	- 在家庭娱乐领域拥有 20 多年的经验，是业内公认的电影收购及分发领域的先行者； - 曾担任奈飞首席内容官职位，带领奈飞从 2013 年开始向原创内容制作过渡，推出了《纸牌屋》等系列原创内容。
Greg Peters	联席 CEO	- 在数字娱乐领域拥有丰富的工作经验； 2008 年加入奈飞，曾担任首席运营官和首席产品官职位，负责产品团队、产品设计、构建和体验优化； - 对奈飞的业务和技术，以及全球运营拥有深刻的理解和丰富的经验。
Bela Bajarria	首席内容官	- 曾任 Universal Television 总裁； 2016 年加入奈飞，2023 年开始担任首席内容官职位。带领奈飞进军现场赛事和体育领域，推出了《Chris Rock: Selective Outrage》等特别节目，并与 NFL 和 WWE 签订多年协议。
Spencer Neumann	首席财务官	- 曾任 ABC 电视网络执行副总裁，迪士尼首席财务官和执行副总裁，动视暴雪首席财务官； 2019 年开始担任奈飞首席财务官。
Eunice Kim	首席产品官	- 曾在 Google Play、YouTube 的产品部门担任领导职务； 2021 年加入奈飞，2023 年开始担任首席产品官职位。
Dan Lin	奈飞电影董事长	- 曾担任华纳兄弟影业的制作高级副总裁； 2024 年开始担任奈飞电影董事长。
Amy Reinhard	广告内容总裁	- 曾担任 Paramount 全球电视许可和发行总裁； 2016 年加入奈飞，主导了奈飞对多家工作室的收购。目前负责管理全球广告的销售、产品和运营团队。
Alain Tascan	游戏内容总裁	- 曾担任 Epic Games 游戏开发执行副总裁，负责《堡垒之夜》等游戏的开发； 2024 年开始担任奈飞游戏内容总裁。
Larry Tanz	副总裁 (欧洲、中东和非洲内容)	- 拥有丰富的数字影视行业工作经验； 2014 年加入奈飞，2019 年开始担任欧洲、中东和非洲内容副总裁。
Minyoung Kim	副总裁 (亚洲除印度外内容)	- 曾就职于 NBC Universal (法国) 和 CJ E&M (韩国)，曾负责 Twitter 在亚太地区的内容合作； 2016 年加入奈飞，2021 年开始担任亚洲内容 (除印度) 副总裁。曾负责开设奈飞韩国办事处，并构建了奈飞的韩国原创剧集片单；目前负责亚洲地区的内容制作和对外合作。
Francisco Ramos	副总裁 (拉美地区内容)	- 曾就职于媒体公司和电视台，曾担任独立制作人； 2017 年加入奈飞，2018 年开始担任拉丁美洲内容副总裁。目前负责奈飞拉丁美洲地区的所有原创剧集、电影和授权内容。

资料来源：奈飞官网，太平洋证券研究院

作为内容导向、创意驱动流媒体平台，奈飞独特的企业文化吸引了稳定、高密度的人才团队。在人才储备上，奈飞招聘员工时秉承精英原则，即支付行业最高薪酬、招聘最优秀的人才，并且每年按照市场薪资水准重新评估，主动给员工涨薪。该制度保证了奈飞对优秀人才的持续吸引力，员工主动离职率低于行业平均水平。在人才管理上，奈飞“轻规则，重效率”：1) 对内管理：通过扁平化管理、推行无限期休假、简化差旅审批等后台流程，给予了员工高度自主权和决策权；2) 对外合作：奈飞与内容制作方达成合作后通常一次性支付全部款项，并且给予其自由充分的创作空间，以此建立稳定的合作伙伴关系。奈飞独特的企业文化，使得员工充分发挥主观能动性的

同时，提升公司的组织效率，契合了互联网内容高速发展、创意驱动的行业特点，是奈飞长期发展的重要引擎。

图表 18：奈飞联合创始人关于企业文化的著作《不拘一格》

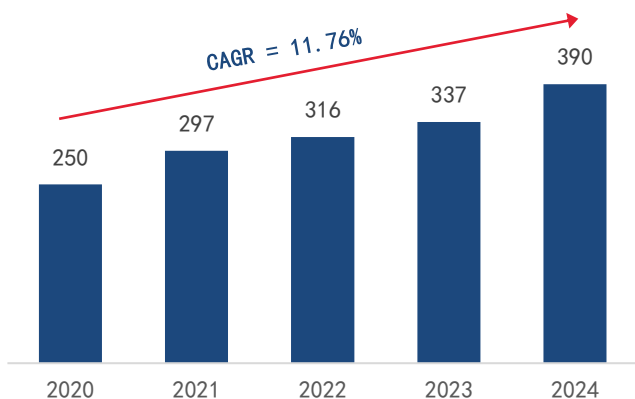


资料来源：亚马逊，太平洋证券研究院

2.2 财务分析：营收快速增长，内容持续稳定投入

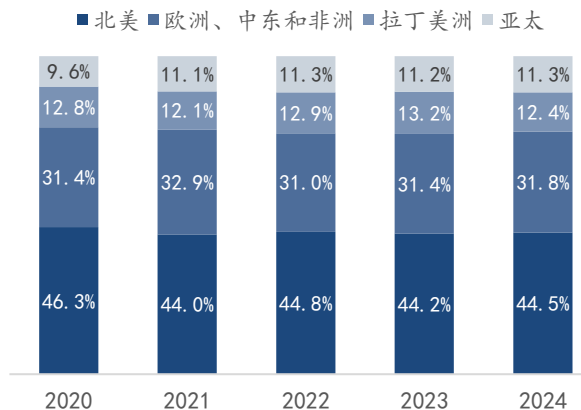
付费用户规模扩张驱动营收增长，北美市场为营收主要来源。自奈飞开展流媒体业务以来，对内容持续投入从而形成了丰富的独家内容库，驱动付费用户规模不断增长。奈飞营收由 2020 年的 250 亿美元增长至 2024 年的 390 亿美元，CAGR 达 11.76%，呈稳步增长态势。从按地区划分的营收结构来看，北美地区为奈飞贡献主要营收来源，在营收中的占比维持在 44% 以上。得益于爆款剧集《鱿鱼游戏》的热播，2021 年奈飞进一步开拓亚太市场，同年该地区营收占比提升至 11.1%，此后均保持在 11% 以上。

图表 19：2020-2024 年营业收入（亿美元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 20：2020-2024 年按地区划分的营业收入构成



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

从成本侧来看，流媒体公司的会计处理方式较为特殊。从业务角度来看，流媒体内容从制作/购买到上线后产生收益之间存在一定时间差，且内容制作的周期、版权的有效期各不相同。因此在会计处理上，流媒体公司对内容制作成本的确认可分为两个时点：1) 内容制作/购买阶段，将当期内容制作/购买成本当作内容资产注入资产负债表，同时在现金流量表中反映一次性现金支出，但并不影响当期净利润；2) 内容上线产生收入阶段，随着用户消费内容并带来收入，流媒体公司将该部分内容资产按 N 年摊销，摊销的金额计入营业成本，从而对净利润产生负向影响。

图表 21：流媒体平台内容成本的会计处理方式

时间	项目进程	资产负债表	利润表	现金流量表
第一年	自制/外购项目 A 投资 10 亿美元	内容资产 +10		经营性现金流 -10
			净利润 0	自由现金流 -10
第二年	项目 A 上线第一年 产生 8 亿美元收入	内容资产 -5	营业收入 +8	经营性现金流 +8
			营业成本 -5	
第三年	项目 A 上线第二年 产生 8 亿美元收入	内容资产 -5	净利润 +3	自由现金流 +8
			营业收入 +8	经营性现金流 +8
			营业成本 -5	
			净利润 +3	自由现金流 +8

资料来源：太平洋证券研究院整理（注：以项目 A 为例：假设第一年内容投入 10 亿美元，第二年内容上线产生收入，内容资产分 2 年直线摊销。内容资产摊销计入营业成本）

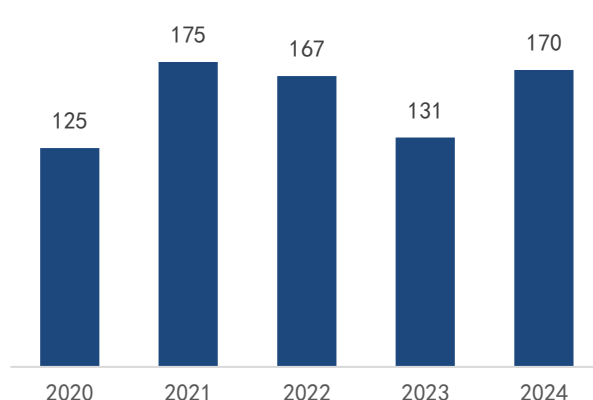
内容成本：期间复合增速为 9.08%，低于营收增速。我们从两个角度分析奈飞内容成本的变化趋势：1) **内容摊销口径**，反映奈飞内容资产在当期的摊销金额，是奈飞营业成本的主要组成部分（占比超过 70%）。随着奈飞在内容侧的持续投入，推动内容资产规模高速扩张，在较为稳定的摊销周期下（90%的内容会在 4 年内摊销结束），年度内容摊销金额也随之稳定增长。奈飞内容成本由 2020 年的 108 亿美元增长至 2024 年的 153 亿美元，CAGR 达 9.08%，低于营收增速；2) **现金支出口径**，反映当期用于内容制作/购买的一次性现金支出，较营业成本口径更为前置。在奈飞内容投入的平稳增长期，现金支出的变化趋势与营业成本基本一致。而 2022 年第一季度新增付费用户首次转负后，管理层将正向现金流放在更重要的位置，控制用于内容制作的开支。2023 年好莱坞罢工潮使得内容供给减少，从而使得奈飞内容现金支出连续两年下滑。随后在 2024 年回升至 170 亿美元。

图表 22：2020-2024 年营业成本（亿美元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

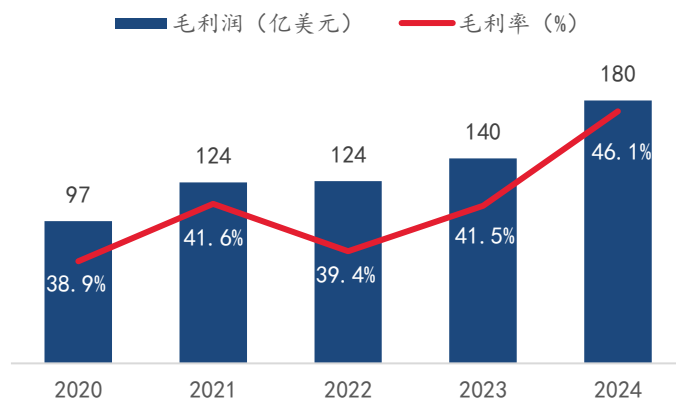
图表 23：2020-2024 年内容现金支出（亿美元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

毛利和毛利率：自制内容占比提升叠加全球化扩张，经营杠杆逐渐显现。奈飞转型流媒体业务初期，由于版权成本整体较低，毛利率维持在 30% 以上。2012 年末，由于市场版权价格上升、以及奈飞加码内容自制推升成本，毛利率下滑至 26%。2013 年起，奈飞成功推出《纸牌屋》等多部现象级自制剧，开启较为稳定的自制内容路线。相较于外购版权内容，自制内容的成本及项目风险均相对可控。因此，随着自制内容投入比例的提升，叠加海外扩张后用户数增长带来的规模效应，奈飞毛利率整体呈现稳步上升趋势，2024 年已达 46.1%。其中，2022 年有所下滑，主要系前期高举高打的内容投入使得后置的内容成本在 2022 年仍维持较高增速，而收入端受退出俄罗斯市场等因素影响出现增速放缓，低于成本增速。

图表 24：2020-2024 年毛利润及毛利率

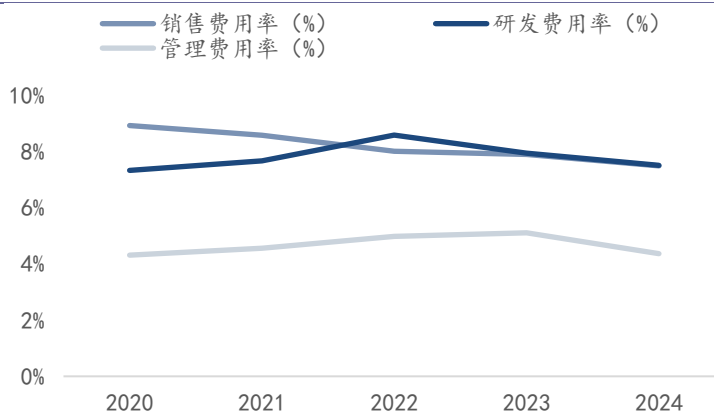


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

费用率：整体费用率控制良好，高研发投入验证科技属性。2020-2024 年奈飞整体费用率维持稳定。其中，销售费用率由 2020 年的 8.91% 降至 2024 年的 7.48%，主要系奈飞在海外市场的流媒体业务进入成熟期导致营销成本下降。同时，研发费用率一

直保持在 7% 以上的行业较高水平，主要系自奈飞创立之初就具有较强科技属性，长期重视研发投入以改善用户体验。早于 2000 年，推出大数据分析系统 Cinematch 为用户提供选片指导。随后奈飞每年亦持续投入数亿美元用于迭代流媒体播放技术、完善个性化推荐算法等，以进一步提升用户的观看体验。

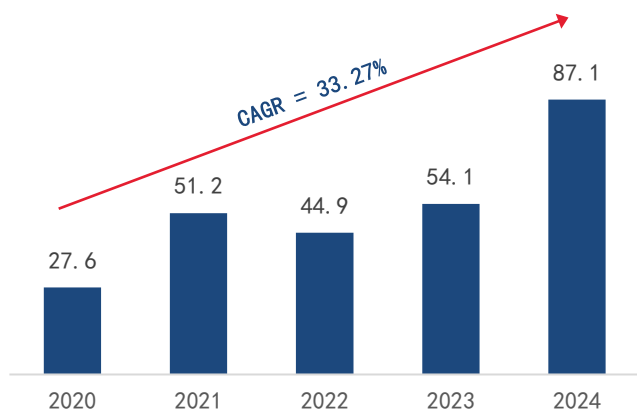
图表 25：2020-2024 年费用率



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

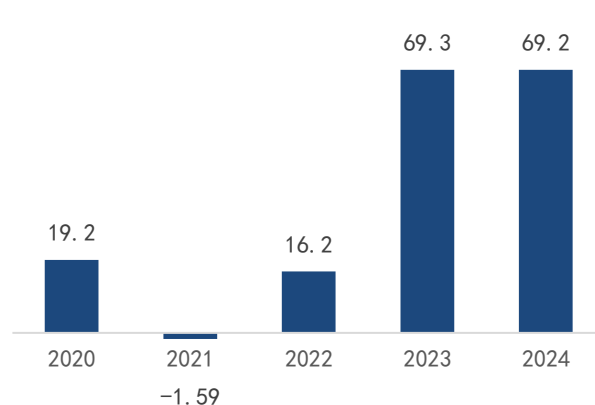
盈利能力：净利润保持较高增速，自由现金流实现较大改善。我们以两种角度衡量奈飞的盈利能力：**1) 净利润口径：**奈飞净利润从 2020 年的 27.6 亿美元增长至 2024 年的 87.1 亿美元，CAGR 达 33.27%，主要系在付费用户规模和营收增长的同时，成本端增速相对较缓，使得经营杠杆得以逐渐显现；**2) 自由现金流口径：**反映的是奈飞当期的利润与用于内容制作或采购的现金支出之间的差额。2020 年受益于疫情带来的“宅经济”影响，用户规模、收入和利润均较快增长，而在支出方面剧集制作进程放缓导致现金支出延迟，因此使得奈飞自由现金流首次转正。2022 年管理层提出奈飞已度过快速扩张时期，未来将正向现金流放在更重要的位置，从此奈飞自由现金流状况实现较大改善。

图表 26：2020-2024 年净利润（亿美元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 27：2020-2024 年自由现金流（亿美元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

2.3 历史股价复盘：付费用户数是核心驱动因子

股价二十余年长牛，付费用户数为影响股价的关键因子。奈飞自 2002 年上市至今，股价整体持续上涨，发展历程的五个阶段对应的股价期间涨幅分别为 3、3、9、5、1 倍，期间最大涨幅分别为 15、19、10、5、6 倍。其中，转型流媒体期（2007-2012）股价最大涨幅最大，主要系用户从 DVD 租赁至线上流媒体订阅的迁移驱动付费用户数增长，同时低价版权控制成本支出，使得业绩持续兑现；订阅体系变革期（2022-至今）股价波动最大，主要系付费用户数出现负增长后回升。纵观奈飞股价表现，我们认为，付费用户数是量化奈飞业务发展情况最直接的指标，是影响奈飞股价变化的关键因子。

图表 28：奈飞股价复盘



资料来源：iFind，太平洋证券研究院

1) DVD 订阅期（1997-2006）：创新 DVD 订阅模式，营销策略+订阅制确立龙头地位。奈飞以 DVD 线上租赁业务起家。1998 年奈飞抓住 DVD 播放机价格下降使得销量大增的行业机遇，在 DVD 播放机零售端投放大量免费租赁券，以拓宽订阅用户的触达范围。此后，为优化用户体验，奈飞先后对该业务进行了两次优化：**1) 按次收费升级为按月订阅**：1999 年奈飞推出包含“家庭租赁库、连续交付和队列”的一揽子订阅服务，用户支付 15.95 美元/月的会员费即可租借 4 部影片，培养了用户定期订阅内容的消费习惯；**2) 推出个性化电影推荐系统**：2000 年推出个性化电影推荐系统 Cinematch，

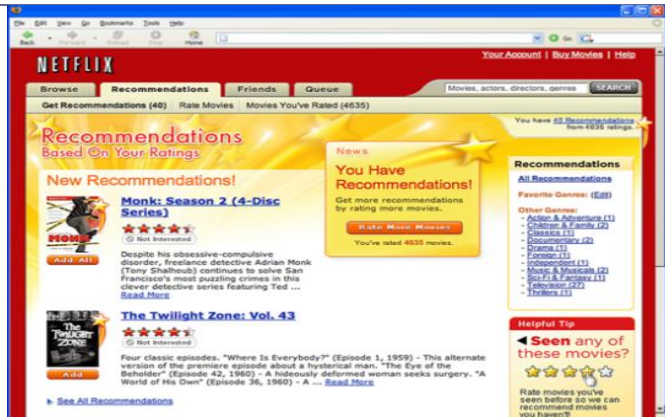
基于用户对影片的评分数据预测其观影偏好并进行推荐,有效提升用户体验及留存率。2006 年,由于百视达债务危机和管理层重大变动,其 DVD 线上业务发展停滞,而奈飞业务高速发展抢占市场份额,行业龙头地位得以确立。

图表 29: 奈飞 DVD 线上租赁订阅模式



资料来源:奈飞官网,太平洋证券研究院

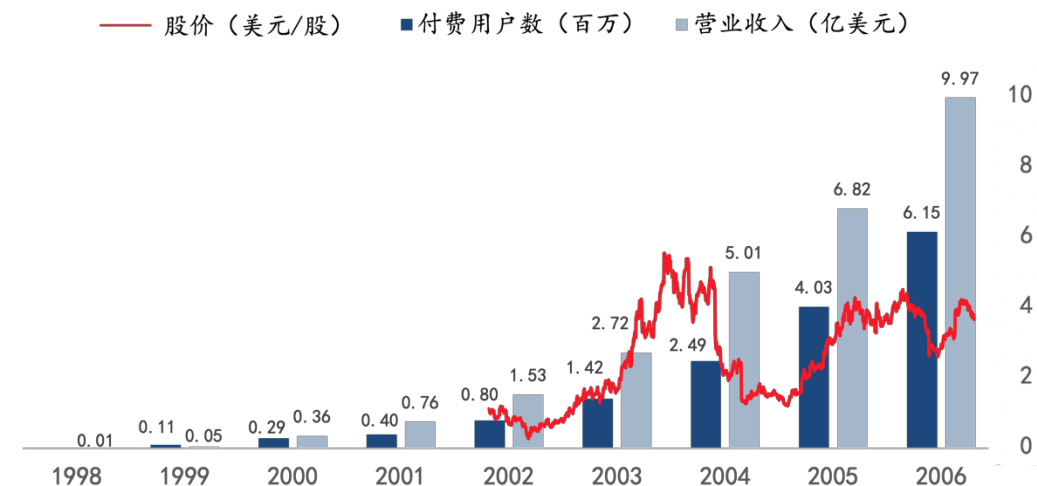
图表 30: 奈飞个性化电影推荐系统 Cinematch



资料来源:奈飞官网,太平洋证券研究院

股价最大涨幅 15 倍,主要系“订阅制”创新带来付费用户增长,并首次实现扭亏为盈。自 2002 年上市以来,奈飞股价持续上涨,到 2004 年初,股价已实现该阶段最大的 15 倍涨幅。这主要得益于: 1) 付费用户数高增推动营收增长: 从零售到订阅的商业模式转变,叠加营销侧的大力投放,奈飞付费用户数持续高增,从 1999 年 10.7 万增长至 2004 年 249 万,推动营收在 2004 年达到 5 亿美元; 2) 成本持续优化: 自 1999 年起,奈飞进行裁员、开发更高效的 DVD 卫星枢纽配送系统等成本优化措施,于 2003 年实现扭亏为盈。2004 年下半年,受降低套餐价格、百事达转型带来市场竞争加剧等负面因素影响,奈飞股价逐步回调至接近上市时水平。2005 年后,奈飞击败百视达带来竞争格局显著改善,推动付费用户数持续高增,股价重回上涨通道。

图表 31：1998-2006 年股价、付费用户数及营业收入



资料来源：iFind，公司公告，太平洋证券研究院

2) 转型流媒体期（2007-2012）：DVD 订阅行业天花板显现，转型流媒体业务。

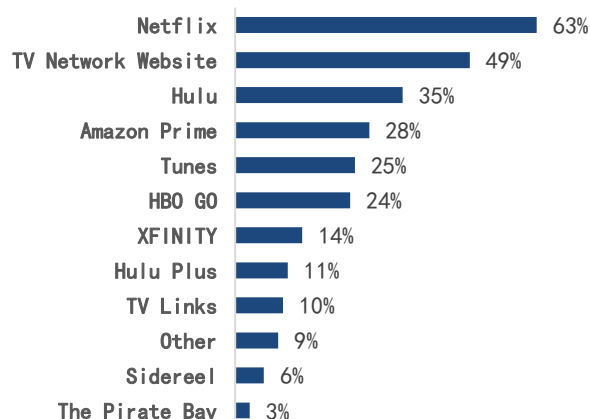
2005 年起，美国 DVD 市场增长天花板逐渐显现，同时随着宽带网络的逐渐普及，流媒体市场迎来初步发展。在此背景下，奈飞于 2007 年 1 月率先推出了在线流媒体订阅服务 Watch Now，并陆续覆盖电视机、机顶盒、游戏机等多种终端设备。奈飞流媒体业务沿用了 DVD 订阅制，用户支付 9.99 美元/月即可在线观看 10 小时影视作品。相较于传统有线电视运营商（50-150 美元/月），奈飞在订阅价格上拥有显著优势；而相较于 iTunes 等 TVOD 流媒体平台，奈飞的订阅制模式降低了观众的观影成本，优化了用户体验。因此在这一阶段末期 2013 年，选择通过奈飞观看电视内容的用户占比位列第一，达到了 63%。

图表 32：奈飞流媒体订阅服务 Watch Now 界面



资料来源：奈飞官网，太平洋证券研究院

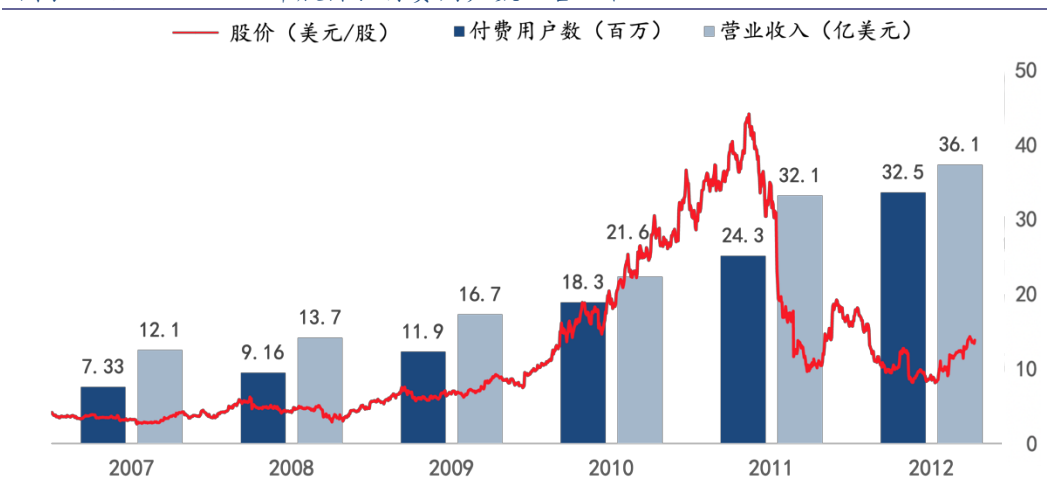
图表 33：2013 年各在线平台用户占比 (%)



资料来源：Statista，太平洋证券研究院

股价最大涨幅 19 倍，主要系 DVD 用户高转化率，以及大量版权的低价获取，驱动付费用户规模持续增长。2007-2011 年，奈飞股价最大涨幅近 19 倍，主要系：1) **DVD 租赁用户转化率较高**：奈飞最初提供的流媒体服务包含在其 DVD 租赁订阅会员服务中，即 DVD 租赁用户可以免费额外获得流媒体服务。因此，用户从 DVD 租赁至线上流媒体订阅的迁移驱动该阶段付费用户数从 733 万增长至 2431 万。2) **较早布局流媒体业务，以较低价格获取大量版权**：在美国宽带和智能设备普及之初，有线电视及制片厂并不重视互联网播放渠道，因此奈飞以较低的价格购入哥伦比亚、迪士尼等多方优质版权，形成了丰富的内容库。随着营收逐年提升，叠加低价版权控制成本支出，奈飞毛利率稳中有升，业绩持续兑现。2011 年末，奈飞与内容合作方 Starz 电视台停止合作，平台内容缺失导致付费用户流失，股价大幅下跌。

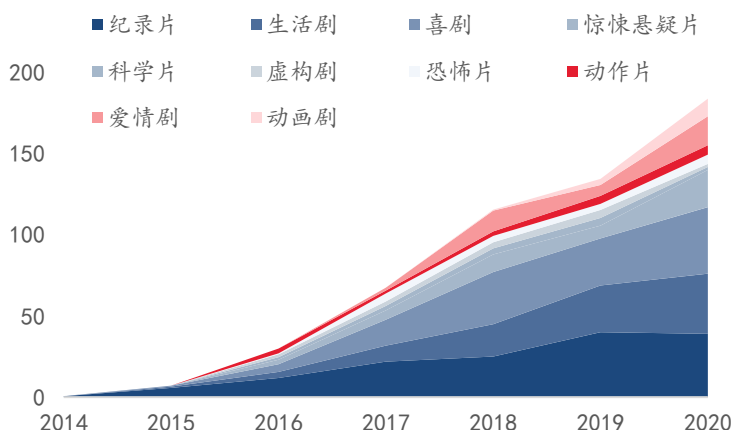
图表 34：2007-2012 年股价、付费用户数及营业收入



资料来源：iFind，公司公告，太平洋证券研究院

3) 自制内容探索期 (2013-2016)：版权内容供给收紧，奈飞加大自制内容投入。随着用户的消费习惯逐渐从收看有线电视迁移至流媒体观影，为限制流媒体平台进一步崛起，拥有超过 80% 的影视节目版权的“好莱坞六大”和有线电视运营商开始收紧对流媒体平台的内容供给，如逐步收回版权、提升版权价格等。在此情况下，奈飞选择放弃以高价续约部分版权，自 2012 年起开始探索内容自制路线，并于 2013 年推出首部自制剧集《纸牌屋》，在世界范围内引起高话题度。《纸牌屋》的成功初步验证了奈飞自制内容的能力，此后逐年加码对原创内容的投入。从产出成果来看，奈飞自制剧数量从 2012 年的 4 部增长至 2016 年的 126 部，并覆盖纪录片、惊悚片、动画等多种小众类型，形成丰富且优质的自制内容矩阵。

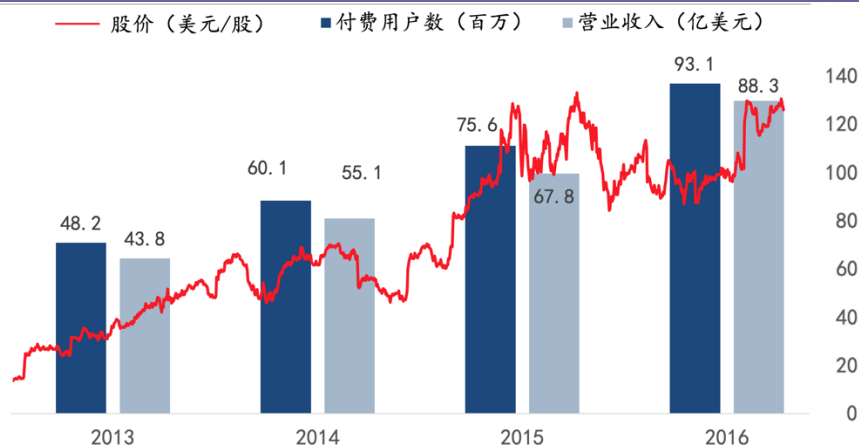
图表 35：2014-2020 年奈飞原创剧集数量及类型



资料来源：Statista，太平洋证券研究院

股价最大涨幅 10 倍，主要系自制内容战略带来商业模式革新。该阶段奈飞股价最大涨幅近 10 倍，主要系开启自制内容路线后，奈飞成功探索出基于自制内容的大量优质供给，实现用户侧量价齐升、成本侧降本增效的商业模式。具体来看，**在收入端：**《纸牌屋》、《女子监狱》等大量高分剧和独家内容相继推出，驱动付费用户数从 2013 年的 4820 万增长至 2016 年的 9312 万。并且，这些优质独家内容有助于提升用户粘性 & 付费意愿，使得 2014 年起奈飞对北美地区会员费提价后，付费用户数不降反增，并驱动平均单付费用户收入（ARM）增长。**在成本端：**自制内容的成本和风险较外购版权内容可控，因此，随着自制内容占比提升，内容成本结构得以优化。同时，由于用户规模增长扩大经营杠杆，自制内容的边际成本也持续下降。在此推动下，奈飞盈利能力边际改善，并于 2015 年实现单位用户收入超过单位用户内容成本，单付费用户盈利拐点出现。

图表 36：2013-2016 年股价、付费用户数及营业收入



资料来源：iFind，公司公告，太平洋证券研究院

4) 全球化扩张期（2017-2021）：北美地区增速放缓，全球化扩张步伐加速。奈飞于 2010 年在加拿大推出流媒体服务，2011-2016 年相继进入拉美、欧洲、澳新和东亚地区。同时，为满足海外付费用户的观影需求，奈飞在各国设立当地办事处，通过本地调研深入挖掘当地观众的审美喜好；并在全球范围内与多个知名制作人及工作室建立多年合作关系，由他们完成本地化内容的生产。2016 年后，随着北美流媒体用户渗透率日渐饱和，增长天花板日益显现。因此，奈飞基于海外市场的前瞻性布局，以及优质的本地化自制内容，于 2017 年起加速全球扩张的步伐。截止 2021 年底，奈飞流媒体服务已覆盖全球 190 多个国家和地区。

图表 37：奈飞全球化扩张进展

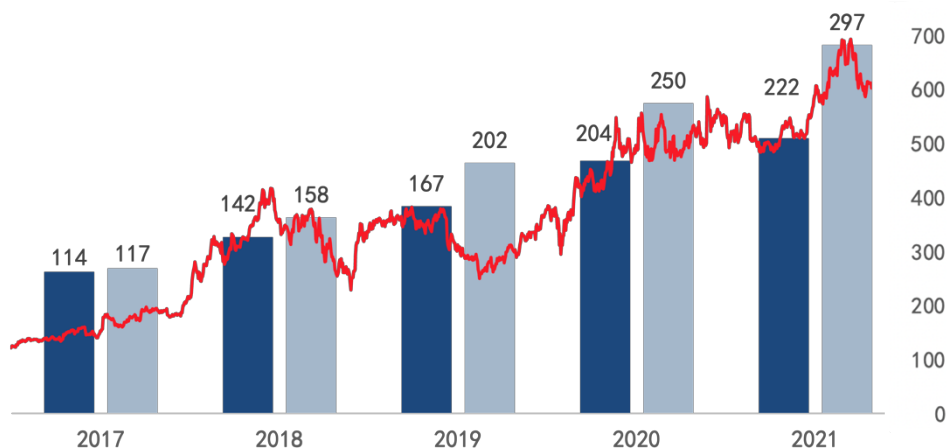


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

股价最大涨幅 5 倍，主要系海外付费用户规模增长驱动营收高增，经营杠杆释放。该阶段奈飞股价最大涨幅超 5 倍，主要系：1) **全球化打开用户规模天花板**：2017 年奈飞加速全球扩张的步伐，打开用户规模增长的第二曲线，付费用户数从 2017 年的 1.14 亿增长至 2021 年的 2.22 亿。2) **海外营收高增**：付费用户规模增长，叠加海外各地区 ARM 稳中有升，驱动海外市场营收高速增长。同时，内容分发的经营杠杆也随之释放。奈飞国际流媒体业务于 2017 年实现扭亏为盈，自由现金流亦持续改善，盈利能力不断增强。

图表 38：2017-2021 年股价、付费用户数及营业收入

— 股价（美元/股） ■ 付费用户数（百万） ■ 营业收入（亿美元）



资料来源：iFind，公司公告，太平洋证券研究院

5) 订阅体系变革期 (2022-至今)：打击共享账户，并推出低价广告套餐。2022Q1 奈飞单季度付费用户数减少 20 万，首次出现负增长。为应对付费用户数下滑，奈飞提出将对目前存在的账户共享问题进行打击，并推出更低价的广告套餐。具体来看，**打击共享账户方面**，2022 年 3-6 月，奈飞先后在个别拉丁美洲市场的国家进行打击共享账户方案测试，付费套餐外的非家庭成员要想获得账户共享资格，需额外支付低于套餐价格的费用。2023Q1 该方案首先在加拿大、新西兰、西班牙和葡萄牙推行，2023Q3 完成该方案在所有国家的落地。**低价广告套餐方面**，2022 年 11 月，奈飞在美国、英国、加拿大、日本、韩国等 12 个国家推出较基础套餐价格便宜 20%-40% 的低价广告套餐，并于 2023Q2 开始陆续在多个国家取消基础套餐，以更低价的广告套餐替代，加大推广力度。

图表 39：奈飞广告展示



资料来源：Ad Age，太平洋证券研究院

股价波动最大，奈飞通过打击共享账户及推广低价广告套餐扭转付费用户跌势。2022 年上半年，奈飞股价从近 600 美元/股下跌至 166 美元/股，下跌幅度达-72%。股价下跌主要系用户数下滑，原因包括：1) **疫情因素扰动**：此前新冠疫情透支未来付费用户数增长，2022Q1 新增付费用户数指引为 250 万，显著低于 2021Q1 的新增 400 万；2) **爆款后用户数回落**：2021 年 9 月热门剧集《鱿鱼游戏》带来 2021Q4 付费用户高基数后，增长预期回落；3) **俄罗斯市场影响**：退出俄罗斯市场损失 70 万付费用户，使得 2022Q1 付费用户数负增长 20 万，远不及预期。此后，奈飞宣布打击共享账户叠加推广低价广告套餐，驱动付费用户数重回增长。截止 2024 年底，付费用户数达 3.02 亿，奈飞股价自底部反弹超 5 倍。

图表 40：2022-2024 年股价、付费用户数及营业收入



资料来源：iFind，公司公告，太平洋证券研究院

3. 奈飞未来看点：持续推进全球化扩张，并深耕商业化

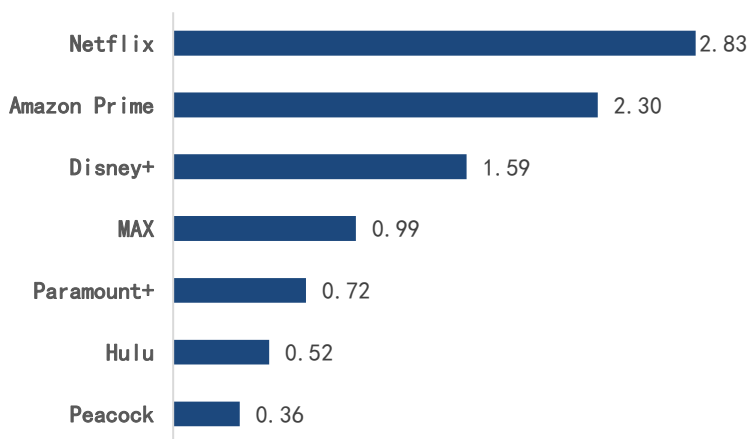
综上，我们认为，奈飞依托于美国市场建立先发优势：美国影视行业由于创作题材自由度较高，且长期积累的工业化制作体系成熟，因此能更好地支持优质内容持续供给。此外，美国消费者对于内容付费的接受度高，且更偏好长视频等深度娱乐方式，使得长视频在美国的生存土壤相较于世界其他区域更加“肥沃”。**全球化扩张释放经营杠杆：**凭借美国文化输出的深厚积淀以及英语语言优势，奈飞能够突破国内单一市场规模限制，打开海外市场。

进一步细分到财务层面来看：奈飞通过优质内容获取用户，再以用户付费订阅收入及资金杠杆支撑下一轮内容投入。当内容投入达到一定阈值后，所产出的精品化内容已经能够满足用户大部分的观看需求。奈飞只需再投入较少的资源以及进行全球化扩张，就能持续获得增量用户，因此获取单用户所需内容成本边际降低，盈利能力逐渐增强，经营杠杆由此显现。以下，将收入端拆分为“**付费用户数、用户观看时长、月度平均单付费用户收入 (ARM)**”，成本端以两大口径“**内容摊销成本、内容现金支出**”作为分析指标进一步展开。

3.1 付费用户数：海外市场、广告套餐和打击共享账户驱动增长

付费用户达 3.02 亿，位列流媒体平台第一。二十余年来，奈飞通过业务创新转型、商业模式革新优化、全球化扩张战略不断发展，凭借丰富优质的内容实现付费用户规模持续增长。截止 2024 年，奈飞已在全球超 190 个国家和地区拥有 3.02 亿付费用户。以 2024Q3 各大流媒体平台付费会员数量为基准，奈飞以 2.83 亿付费用户位列第一。

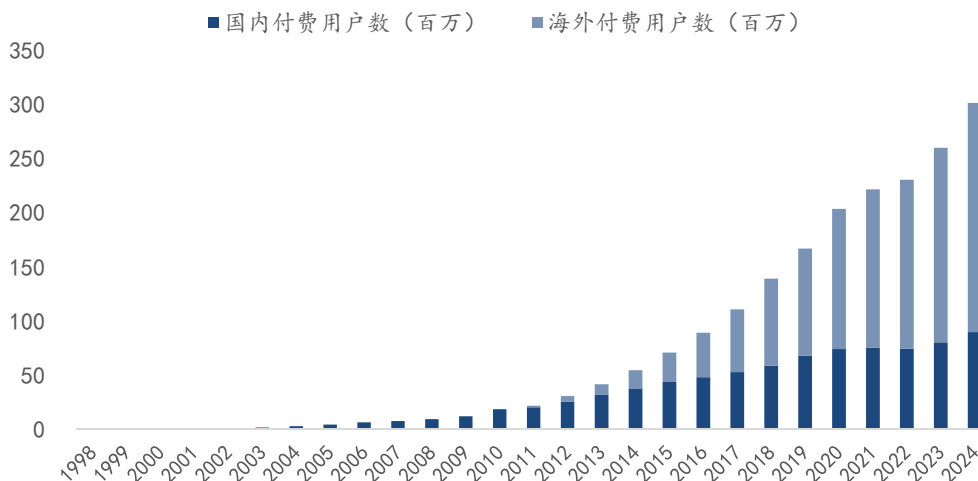
图表 41：2024Q3 各大流媒体平台付费会员数量（亿）



资料来源：各公司公告，太平洋证券研究院

近十年奈飞付费用户增长主要得益于全球化扩张。1999-2010 年，奈飞在国内市场实现用户积累，通过创新 DVD 线上订阅业务，实现付费用户从 11 万增长至 615 万，2007 年转型在线流媒体业务后，进一步增长至 2010 年的 1827 万。随着流媒体服务在国内市场的渗透率不断提高，国内流媒体付费会员的增长整体呈现趋缓态势。为避免付费用户增长陷入瓶颈，自 2010 年开始，奈飞陆续将流媒体服务拓展至加拿大、英国、澳大利亚、日本等国家，通过全球化扩张打开用户规模天花板。凭借海外市场的前瞻性布局，以及遍布全球的多元化制作团队，奈飞海外市场付费用户自 2011 年开始逐年增长，并在 2017 年加速全球化扩张的步伐后，首次超过国内付费用户。海外市场拓展成为驱动奈飞付费用户增长的新动能。

图表 42：2007-2024 年付费用户数



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

注：2017 年开始国内市场统计口径变为美国+加拿大

展望未来，我们认为，海外市场、广告套餐和打击共享账户有望在长、中、短期内继续驱动奈飞付费用户数增长。

1) 长期驱动力：海外市场渗透率仍具备较大提升空间。根据尼尔森统计的流媒体观看时长在电视观看时长中的占比数据，不同国家对比来看，流媒体在波兰、巴西、墨西哥这三个国家中的渗透率仍处于较低水平，相较于美国和英国仍有较大提升空间。不同时间对比来看，2023 年 12 月各个国家的流媒体渗透率较 2023 年 3 月均有所提升；同时，奈飞流媒体服务的时长份额在巴西、墨西哥和美国亦实现小幅提升。因此，我们认为，海外市场渗透率各有不同，在渗透率仍较低的国家，奈飞流媒体服务渗透率仍存在较大提升空间。未来，海外市场渗透率提升仍有望长期驱动奈飞付费用户数增长。

图表 43：2023 年 3、12 月各国流媒体观看时长份额

国家	2023. 03	2023. 12
波兰	7%	7%
巴西	14%	18%
墨西哥	15%	24%
美国	34%	36%
英国	35%	36%

资料来源：Nielsen, 太平洋证券研究院

注：淡蓝色填充单元格表示该国家流媒体观看时长份额增长

图表 44：2023 年 3、12 月各国奈飞观看时长份额

国家	2023. 03	2023. 12
波兰	2%	2%
巴西	4%	5%
墨西哥	4%	5%
美国	7%	8%
英国	9%	9%

资料来源：Nielsen, 太平洋证券研究院

注：淡蓝色填充单元格表示该国家奈飞观看时长份额增长

海外市场得以增长的核心在于奈飞优质内容全球化输出及本地化内容生产的能力。在优质内容全球化输出方面，奈飞根植于创作自由度高、且影视工业化制作体系

成熟的美国。同时，凭借美国文化输出的深厚积淀，以及英语语言体系优势，使得奈飞得以打开海外市场，让优质内容在全球范围内传播。在本地化内容生产方面，自开启全球化布局以来，奈飞不断深化本地化内容的生产能力，在各国设立当地办事处，在影视剧立项前深入挖掘当地观众的审美喜好；后经由收购或合作的全球累计超过 110 个知名制作人及工作室进行本地化内容的生产，持续产出满足不同国家观众观影需求的优质内容。从产出成果来看，目前奈飞内容库中英语内容占比约为 59%，而非英语内容占比高达 41%，包括西班牙语、法语、日语、韩语等多个语种。

图表 45：奈飞合作的工作室和制作公司

名称	类型	国家
Amblin Partners	工作室	美国
Roald Dahl Story Company	工作室	英国
Studio Ghibli	工作室	日本
Studio Mir	工作室	韩国
Vancouver Media	制作公司	西班牙
狮门影业	制作公司	加拿大（总部美国）
21 Laps Entertainment	制作公司	美国

资料来源：What's on Netflix, 太平洋证券研究院

2) 中期驱动力：推出低价广告套餐吸引潜在付费用户。2022 年 11 月，奈飞在美国、英国、加拿大、日本、韩国等 12 个国家推出较基础套餐价格便宜 20%-40% 的低价广告套餐，旨在为潜在付费用户提供更多样化的付费套餐选择。在广告设置上，广告套餐平均每小时会出现 4-5 分钟的广告，每则广告 15-30 秒。在可观看内容上，由于授权限制，内容库中约 5%-10% 的内容无法在广告套餐中观看。在定价上，以美国为例，目前广告套餐的定价为 7.99 美元/月，仅为标准/高级套餐的 44%/31%。此外，奈飞于 2023Q2 开始陆续在加拿大、美国、英国等国家取消定价与广告套餐相近的基础套餐（9.99/美元），以此增加广告套餐的吸引力。

图表 46：奈飞美国市场的广告/标准/高级套餐对比（美元/月）

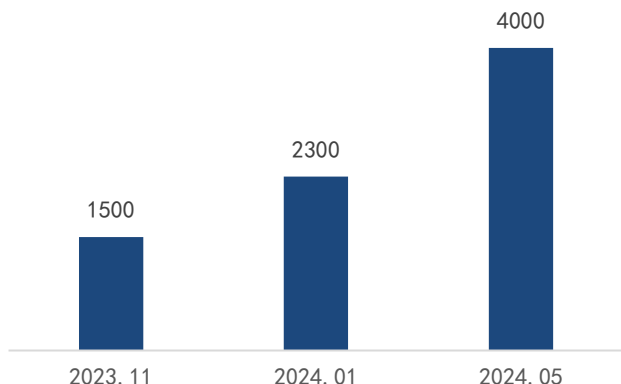
	广告套餐	标准套餐	高级套餐
套餐价格	7.99	17.99	25.99
可观看内容	大部分剧集电影和所有游戏	所有剧集、电影、游戏	所有剧集、电影、游戏
画质	1080P	1080P	4K+HDR
广告	每则广告 15-30 秒，每小时广告时长 4-5 分钟	-	-

资料来源：奈飞官网，太平洋证券研究院

广告套餐用户已突破 4000 万，未来仍将驱动付费用户增长。从用户数来看，低价广告套餐推出后，广告套餐用户数量保持高增长，截止 2024 年 5 月，广告套餐用户突破 4000 万。从占比来看，广告套餐用户在上述 12 个国家付费用户中的占比亦持续增

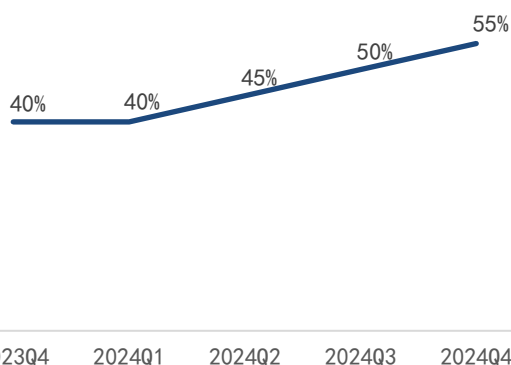
长，截止 2024Q4，占比已达 55%。我们认为，用户对具备性价比优势的低价广告套餐拥有较高的接受度。**展望未来**，目前广告套餐仅在四大市场中的部分重要国家上线，未来有望推广至其他国家，以低价吸引价格敏感度高的潜在付费用户，持续驱动付费用户数增长。

图表 47：广告套餐用户 MAU（万）



资料来源：奈飞官网，太平洋证券研究院

图表 48：2023Q4-2024Q4 广告套餐用户数量占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

注：该数据为公司公告提供的粗略表述数据

3) 短期驱动力：打击共享账户推动共享账户用户向付费用户转化。2022Q1 付费用户数出现负增长后，奈飞提出将要打击用户账号共享使用问题。2022 年 3-6 月，奈飞先后在个别拉丁美洲市场的国家进行打击共享账户方案测试，付费套餐外的非家庭成员要想获得账户共享资格，需额外支付低于套餐价格的费用。2022 年 7 月该方案首先在拉丁美洲国家推行，后陆续扩展至加拿大、新西兰、西班牙、葡萄牙等国家，2023Q3 完成该方案在所有国家的落地。从方案实施的效果来看，打击方案推出后，取消使用的用户数量比公司预期少，原本使用共享账户的用户会逐渐向付费用户转化，驱动付费用户数增长。

图表 49：打击共享账户的方案及进展

时间	国家	新增成员需支付的费用
2022.07	拉丁美洲：阿根廷、智利等国家	2.99 美元/位
2023Q1	加拿大	7.99 加元/位
	新西兰	7.99 新西兰元/位
	西班牙	3.99 欧元/位
	葡萄牙	5.99 欧元/位
2023Q2	美国及全球其他超 100 个国家地区	7.99 美元/位
2023Q3	在所有国家落地打击共享账户方案	-

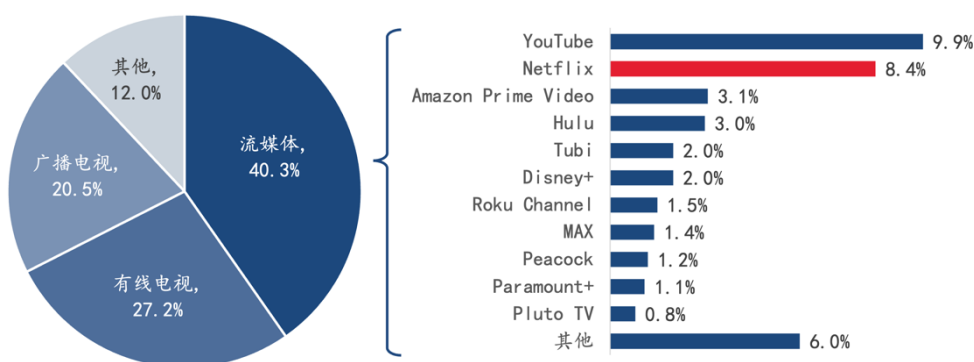
资料来源：奈飞官网，太平洋证券研究院

打击共享账户驱动付费用户增长仍存在一定空间。2022Q1 奈飞提出共享账户问题时，估计全球有超 1 亿家庭共享账户，这些家庭大多数将陆续转化为付费用户。而自 2022 年 7 月奈飞开始打击共享账户以来，付费用户数从 2.21 亿增长至 3.02 亿，净增加约 8100 万。若剔除付费用户自然增长，以及低价广告套餐带来的用户增长，目前打击共享账户带来的付费用户转化仍低于公司估计的总量。因此，预计打击共享账户仍将驱动付费用户数增长。

3.2 用户观看时长：稳步增长，且优于竞争对手

用户观看时长 2.15 小时，时长占比 8.4%位列流媒体第二。根据奈飞公布的 2023 年上半年各内容观看时长数据进行计算，2023 年上半年用户日均观看时长约 2.15 小时。进入 2024 年，用户观看时长在前三季度始终保持着每季度可实现同比增长的态势。此外，根据尼尔森数据，在美国电视观看时长占比中，2024 年 6 月奈飞用户观看时长占比以 8.4%位列所有流媒体的第二位，仅次于内容型平台公司 Youtube。从头部内容的观看时长来看，根据周度流媒体 Top10 榜单数据进行统计，在周播放量排名前十的内容中，奈飞内容收获的用户观看时长高于其他流媒体服务平台的加总，且是排名第二流媒体平台的近 3 倍之多，表明奈飞在头部内容上的用户观看时长亦具有显著的竞争优势。

图表 50：2024 年 6 月美国电视观看时长占比及各大流媒体平台观看时长占比

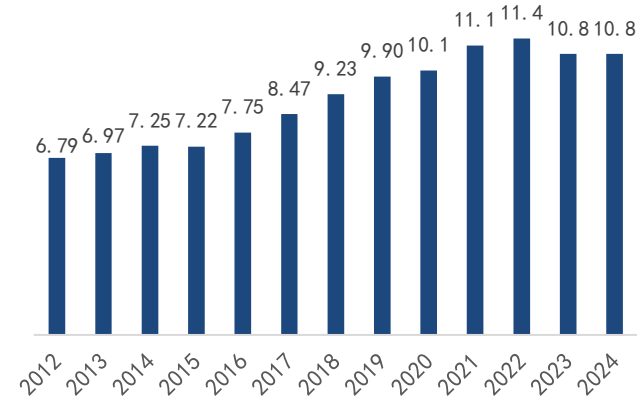


资料来源：Nielsen，太平洋证券研究院

3.3 月度平均单付费用户收入 ARM：提价及拓宽收入来源驱动增长

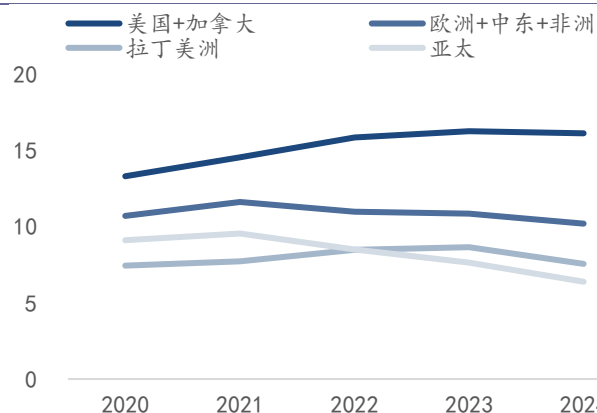
近两年 ARM 有所下滑，北美 ARM 显著高于其他市场。2012-2022 年奈飞 ARM 逐年增长，并在 2022 年达到峰值 11.4 美元。2023-2024 年出现小幅下滑，维持在 10.8 美元左右，主要系低价广告套餐推广，以及 ARM 较低国家的付费用户数增长更多导致。分地区来看，北美市场 ARM 显著高于其他市场，并呈现逐年上升的趋势，近 3 年维持在 16 美元左右；欧洲、中东、非洲以及拉丁美洲市场 ARM 在经历先上涨后下滑的变动后，2024 年 ARM 分别为 10.2 美元和 7.56 美元，与 2020 年基本持平；而亚太地区 ARM 下滑明显，从 2022 年的 9.12 美元逐年下滑至 2024 年的 6.39 美元。

图表 51：2012-2024 年月度 ARM（美元/月）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

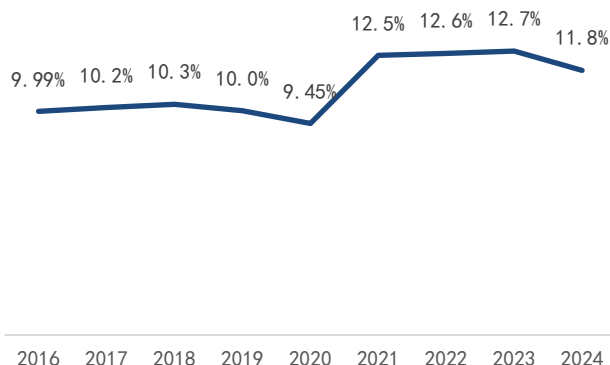
图表 52：2020-2024 分地区月度 ARM（美元/月）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

短期来看，低价广告套餐拉低 ARM，但后续广告收入有望带动 ARM 提升。我们认为，短期内广告收入规模较小，较基础套餐价格便宜 20%-40% 的低价广告套餐会拉低 ARM。因此，在 2022 年底奈飞推出广告套餐后，2023-2024 年 ARM 有所下滑。而长期来看，公司预计广告业务或将于 2026 年开始贡献成规模的广告收入，未来套餐费用叠加广告收入有望拉动 ARM 提升。为了测算未来广告收入为奈飞收入带来的增量体量，我们选取与奈飞商业模式类似的音乐流媒体平台 Spotify 的收入结构作为参考，2016-2024 年 Spotify 广告收入在总收入的占比维持在 9.45%-12.7%。以奈飞给出的 2025 年收入指引和同比增速线性推算出 2026 年奈飞收入后，计算得 2026 年奈飞广告收入体量约为 45.8-64.5 亿美元。

图表 53: Spotify 广告收入在总收入中的占比 (%)



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 54: 2026E 奈飞广告收入测算

	2024	2025E	2026E
收入 (亿美元)	390	435-445 (奈飞指引)	485-508
同比增速 (%)	-	11.5%-14.1%	11.5%-14.1%
广告收入占比 (参考 Spotify)	-	-	9.45%-12.70%
广告收入预测 (亿美元)	-	-	45.8-64.5

资料来源: 各公司公告, 太平洋证券研究院

长期来看, 优质内容持续供给推动 ARM 持续提升。从价格调整的趋势来看, 奈飞在全球各个区域基本遵循 1-2 年/次价格上调的规律, 即北美市场在 2022 和 2023 年, 欧洲、拉丁美洲和亚太地区市场在 2021 和 2023 年均进行了价格上调。稳定的套餐价格上调整奏支撑奈飞 ARM 逐年提升。我们认为, 套餐价格的上调依靠优质内容的持续供给。这主要得益于美国自由度较高的影视创作环境、成熟的影视制作工业化体系, 以及奈飞为创作者赋权的制片制度、多元的本地化内容团队, 使得奈飞能够持续产出优质内容, 支撑套餐价格上调带动 ARM 提升。如 2013 年 2 月推出现象级政治题材剧集《纸牌屋》后, 2014 年 4 月将美国的标准套餐价格上调 1 美元; 2021 年 9 月推出爆款韩国剧集《鱿鱼游戏》后, 2021 年 12 月将韩国的标准和高级套餐价格分别上调 1500 和 2500 韩元等。

图表 55：2020-2025 年付费套餐价格及价格变化

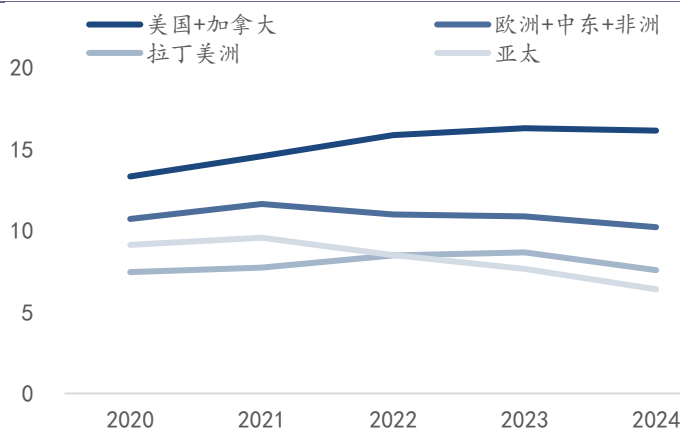
时间		2020		2021		2022		2023-2024		2025	
国家/地区	单位	套餐	基础/标准/高级	基础/标准/高级	广告套餐	基础/标准/高级	广告套餐/标准/高级	广告套餐/标准/高级	广告套餐/标准/高级	广告套餐/标准/高级	广告套餐/标准/高级
北美	美国	月/美元	8.99/13.99/17.99	-	6.99	+1/+1.5/+2	-/-/+3	-/-/+3	+1/+2.5/+2	-	-
	加拿大	月/加元	9.99/14.99/18.99	-	5.99	-/+1.5/+2	-/+1.5/+2	-/+1.5/+2	-	-	-
欧洲	英国	月/英镑	5.99/9.99/13.99	+1/+1/+2	4.99	-	+1/-/+2	+1/-/+2	-	-	-
	法国	月/欧元	7.99/11.99/15.99	+1/+1.5/+2	5.99	-	+2/-/+2	+2/-/+2	-	-	-
	德国	月/欧元	7.99/11.99/15.99	-/+1/+2	4.99	-	-/+1/-	-/+1/-	-	-	-
	西班牙	月/欧元	7.99/11.99/15.99	-/+1/+2	5.49	-	-	-	-	-	-
	意大利	月/欧元	7.99/11.99/15.99	-/+1/+2	5.49	-	-	-	-	-	-
拉丁美洲	巴西	月/雷亚尔	2190/3290/4590	+400/+700/+1000	1890	-/-400/-	+200/+900/-	+200/+900/-	-	-	-
	墨西哥	月/比索	139/196/266	-/+23/+33	99	-	-	-	-	-	-
亚太	日本	月/日元	800/1200/1800	+190/+290/+180	790	-	-	-	-	-	-
	韩国	月/韩元	9500/12000/14500	-/+1500/+2500	5500	-	-	-	-	-	-
	印度	月/卢比	499/649/799	-300/-150/-150	-	-	-	-	-	-	-
	澳大利亚	月/澳元	10.99/15.99/19.99	-/+1/+3	6.99	-	+1/+2/+3	+1/+2/+3	-	-	-

资料来源：公司公告，What's on Netflix，太平洋证券研究院

注：淡蓝色填充单元格表示该地区套餐价格上调，淡红色即套餐价格下调

长期来看，发达国家用户拥有更强的付费意愿亦会支撑 ARM 稳步提升。2021-2024 年，北美、欧洲、拉丁美洲和亚太地区均有不同程度的套餐价格上调，但反映在各地地区的 ARM 上，则出现了明显的差异。我们认为，各地区 ARM 变动差异的背后是不同地区用户对流媒体付费意愿的差异。以美国为例，其流媒体由付费电视演化而来，较长的付费电视历史培养了美国用户对内容付费的较高接受度，美国用户对流媒体平台定价的“心理账户”亦高于海外多数地区的同期消费水平。因此，以北美市场为代表的发达国家地区未来将有望继续支撑奈飞 ARM 的逐年稳步提升。

图表 56：2020-2024 分地区月度 ARM（美元/月）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

更长期来看，线下主题乐园业务有望在更远的将来贡献收入增量。奈飞已在多个国家尝试线下业务，包括：1) 世界范围内：奈飞曾在 25 个城市推出超 50 个根据热门 IP 内容进行线下体验活动设计的线下体验快闪店，如在马来西亚吉隆坡举办《布里奇顿》下午茶之旅等。2) 韩国：2024 年 9 月奈飞首次尝试与大型主题乐园韩国爱宝乐园进行合作，融入热门剧集《僵尸校园》、《怪物物语》等元素打造大规模“Blood City”主题园区。3) 美国：2025 年奈飞将在得克萨斯州和宾夕法尼亚州的两大热门购物中心分别开设线下主题乐园 Netflix House。通过举办热门 IP 相关主题活动、提供餐饮、周边商品售卖等服务，为用户提供沉浸式的游玩体验。未来，奈飞计划根据不同时期热门的剧集或电影 IP 内容定期更新乐园布置，以期提高用户的到访次数。随着线下主题乐园业务逐渐成熟，有望为奈飞贡献新的收入来源，带动 ARM 提升。

图表 57: Netflix House 渲染图

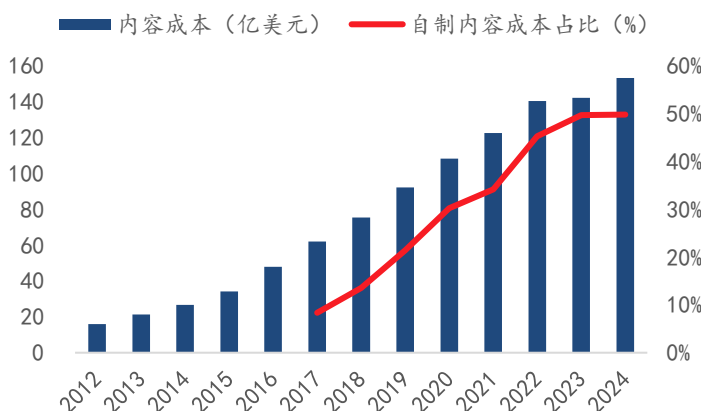


资料来源：Netflix House 官网，太平洋证券研究院

3.4 内容成本：内容投入趋稳，撬动经营杠杆

近两年内容成本增速明显放缓，自制内容成本占比维持在 50% 左右。2012-2022 年，随着奈飞开启自制内容探索，逐年加码对原创自制内容的投入，奈飞内容成本从 16 亿美元逐年增长至 140 亿美元。2022 年，在距离奈飞采取自制内容“高举高打”模式近十年后，管理层提出奈飞已度过快速扩张时期，未来将正向现金流放在更重要的位置。因此，2022 年奈飞开始控制内容制作预算，使得 2022 年后奈飞内容成本增速明显放缓，同时自制内容成本占比基本维持在 50% 左右。

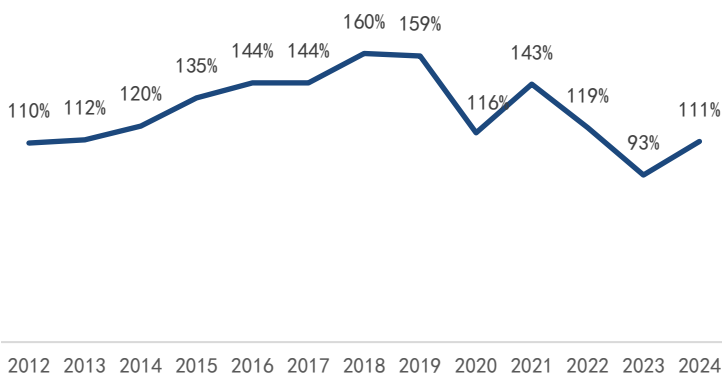
图表 58：2012-2024 年内容成本及自制内容成本占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

未来将通过维持“内容现金支出/摊销”比率为 110%，控制内容成本。2012-2019 年奈飞“内容现金支出/摊销”比率从 110%逐年上升至 159%，主要系自 2013 年开始奈飞采取“高举高打”的自制内容模式。2020、2022 和 2023 年出现不同程度的下滑，主要受新冠疫情停工、奈飞经营目标调整 and 好莱坞罢工潮的影响。进入 2024 年，对内容制作产生负面影响的外部因素消退，奈飞内容投入力度重回较高水平。展望未来，在扩大自制内容投入的效益边际递减的情况下，奈飞表示将维持“内容现金支出/摊销”比率为 110%作为内容投入的目标，以此控制内容成本。

图表 59：2012-2024 年“内容现金支出/摊销”比率 (%)

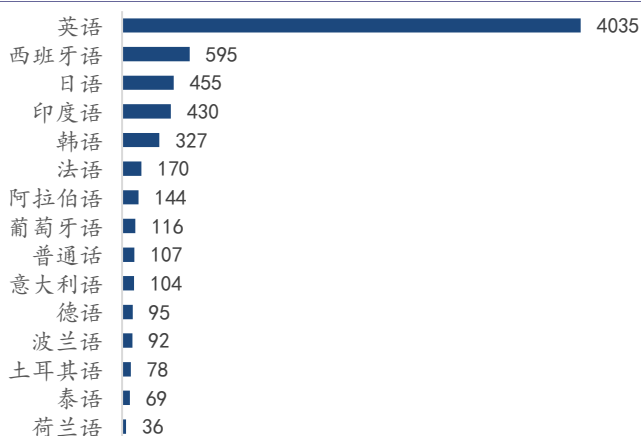


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

奈飞目前的精品化内容数量和质量已能够满足全球用户的大部分观影需求。从内容体量上看，影视剧数量逐年增长：2021-2024 年，奈飞提供影视剧数量从 6021 部增长至 7564 部，在美国、加拿大、澳大利亚和英国这四大市场中自制内容体量在内容库中的占比已超 50%。其中，非英语内容占比达 41%：奈飞选择西班牙语、法语，以及亚太地区的韩语、日语、印度语内容作为非英语内容投入的主要方向，以实现内容产出

能更大程度的满足更多国家用户的需求。截止 2025 年 3 月，奈飞内容库中的英语内容占比约为 59%，而非英语内容占比高达 41%。丰富的自制内容及非英语内容已可满足绝大部分用户的观影需求，为奈飞全球化扩张提供支持。从内容质量上看，受益于自由度较高的影视制作环境、成熟的影视制作工业化体系，以及奈飞打造的为创作者赋权的制片制度、遍布全球的本地化内容团队，使得奈飞得以保证相对稳定的精品内容供给，内容品质整体较高，多部电影和剧集 IMBd 评分达 7 分以上。2023/2024 年获奥斯卡、艾美奖提名数分别为 126/119 项，在流媒体平台中排名前列。

图表 60：奈飞各语言内容数量



资料来源：What's on Netflix, 太平洋证券研究院

3.5 盈利预测及估值

奈飞收入预测：1) 流媒体业务：通过全球化扩张奈飞付费用户规模有望持续增长。同时，稳定的提价节奏，以及未来广告、线下乐园业务或将贡献收入增量，拉动 ARM 提升。因此，预计公司流媒体业务仍将保持增长。**2) 广告业务：**公司拥有丰富的 IP 内容可吸引众多广告主加入，以及海量 IP 内容数据可实现精准投放。随着自研广告平台推出，公司广告业务规模有望逐步扩大，并于 2026 年开始实现成体量的收入。

我们认为，通过全球化扩张奈飞付费用户规模有望持续增长。同时，稳定的提价节奏，以及未来广告、线下乐园业务或将贡献收入增量，拉动 ARM 提升。此外，奈飞保证优质内容稳定供给的前提下，控制内容投入有望逐渐提升盈利能力。因此，预计公司 2025-2027 年营收分别为 446/535/598 亿美元，对应增速 14.2%/20.1%/11.8%；净利润分别为 100/132/153 亿美元，对应增速 14.8%/32%/16.2%。对应 2025-2027 年 PE 分别为 39/30/26。

图表 61：奈飞盈利预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿美元）	390	446	535	598
增长率（%）	15.7%	14.2%	20.1%	11.8%
归母净利润（亿美元）	87	100	132	153
增长率（%）	61.1%	14.8%	32.0%	16.2%
摊薄每股收益（美元/股）	20.4	23.4	30.8	35.8
市盈率（P/E）	45	39	30	26

资料来源：iFinD，太平洋证券研究院，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

可比公司估值：选取苹果、微软、亚马逊、谷歌、Meta 这五家美股科技巨头公司，以及与奈飞商业模式类似的迪士尼和 Spotify 作为可比公司。截止 2025 年 03 月 13 日，上述七家公司 2025E 平均市盈率约为 29 倍。

图表 62：可比公司估值

可比公司名称	市值（亿美元）	归母净利润（亿美元）			PE（倍）		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
苹果	32595	4154	4496	4774	28	26	24
微软	28492	2791	3185	3643	28	24	21
亚马逊	21078	6520	7225	7054	32	26	22
谷歌	20601	3887	4304	4773	19	17	14
Meta	15698	1879	2120	2402	23	20	17
迪士尼	1785	946	1034	1072	21	17	15
Spotify	1097	197	226	254	53	41	34
行业均值	-	-	-	-	29	24	21

资料来源：iFinD，Wind，太平洋证券研究院，数据取 2025 年 03 月 13 日收盘价

4. 风险提示

- 1) 流媒体行业竞争加剧的风险：**不排除流媒体平台之间竞争加剧，导致付费用户流失或观看时长下降的风险；
- 2) 用户数不及预期的风险：**不排除流媒体行业内容质量有所下滑、海外市场拓展放缓等，导致平台付费用户数增长不及预期的风险；
- 3) 新业务拓展不及预期的风险：**不排除流媒体平台拓展收入来源，如：广告收入、线下乐园业务收入等进展不及预期的风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于标普 500 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于标普 500 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于标普 500 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对标普 500 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对标普 500 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对标普 500 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对标普 500 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对标普 500 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。