

2025 年 04 月 25 日

Netflix (NFLX.US)

SDICS

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

穿越周期属性凸显，上调全年利润预测

奈飞 1Q25 净利润超指引/我们的预期 18%/14%，业绩发布至今的 4 个交易日股价累计涨幅 12%。我们上调 2025 年收入/利润预测 3%/8%，上调目标价。我们看好公司在宏观不确定性提升的市场环境中的仍维持较高确定性增长的潜力。

报告摘要

1 季度业绩利润超预期：1 季度总收入 105 亿美元，同比增 13%（汇率中性同比增 16%），略超指引/市场预期 1.2%/0.4%，受益于订阅会员增长及 ARM 提升。经营利润同比增 27%至 33 亿美元，好于指引/市场预期 14%/12%，经营利润率 31.7%，同比提升 4 个百分点。净利润 29 亿元，同比增 27%，较指引/我们的预期高 18%/14%。公司维持 2025 年指引，预计收入为 435 亿美元-445 亿美元，同比增 12%-14%（汇率中性：14%-17%），维持经营利润率指引为 29%（vs.2024 为 26.7%），主要考虑会员健康增长、ARM 提升、广告收入翻倍等因素。全年利润指引不变，隐含下半年内容投入将高于上半年，且新业务（体育直播、游戏、广告等）仍在早期投入周期。

预计美国&加拿大市场下半年收入提速。1 季度收入区域表现看，EMEA 贡献 38% 的收入增量（4.5 亿美元），亚太维持最快增速（+23%）。美国&加拿大收入同比增 9%，较 4Q24（+15%）增速放缓，收入占比为 44%，预计随着提价（1 月底开始）效果逐步显现，叠加内容排播，下半年北美收入增速有回升趋势。

增长动力的探讨：我们估算公司当前收入增长仍受会员增长及 ARM 提升双驱动支撑。公司自 1Q25 起，不再披露会员及 ARM 增长数据，我们估算 1 季度会员增长约 450 万，下半年内容旺季增长或有加速。ARM 方面，1 月起美国、英国、阿根廷已提价，4 月底法国市场提价。以美国市场为例，广告套餐/标准套餐的价格涨幅为 9%/16%，提价节奏主要与平台内容及服务提升匹配，反映公司在竞争格局边际向好中的议价能力。

自有广告平台建设，维持此前广告预测：自有广告平台已在加拿大及美国上线，预计 2025 年将覆盖所有广告套餐市场（12 个），广告能力建设包括用户精准定位、广告产品形式、程序化能力等。公司维持指引 2025 年广告收入翻倍增长，我们预计 2026 年广告对总收入贡献将提升至 10%左右。

财务预测及估值：我们上调 2025 年收入预测 3%，上调全年净利润 8%至 117 亿美元。基于 2025E-2034E 10 年 DCF 模型，上调目标价至 1,165 美元（前值：1,056 美元），对应 2025E/2026E 42.6x/35.6x 市盈率。考虑业绩发布至今股价涨幅（+12%）已基本消化全年利润潜在上行空间，我们将评级调整至**增持**。后续股价催化剂取决于会员增长里程碑、广告进展公布、重要内容上线等。我们认为，在宏观不确定性提升的市场环境，具备稳定自由现金流、高业务壁垒、长期确定性增长的公司，建议长期投资者逢低布局。

风险：会员增长不及预期；内容延期；广告进展不及预期。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万美元）	33,723	39,001	45,440	52,071	57,441
同比增长（%）	6.7%	15.6%	16.5%	14.6%	10.3%
净利润（百万美元）	5,408	8,712	11,655	13,979	15,559
净利润率（%）	16.0%	22.3%	25.6%	26.8%	27.1%
摊薄每股盈利（美元）	12.0	19.8	25.9	31.1	34.6
市盈率（倍）	86.3	53.6	40.1	33.4	30.0
市销率（倍）	13.8	12.0	10.3	9.0	8.1
净资产收益率（%）	26.3%	35.2%	37.5%	39.1%	38.6%

数据来源：公司财报，国证国际预测

投资评级：

增持

下调评级

6 个月目标价

1,165 美元

股价(2025-04-24)

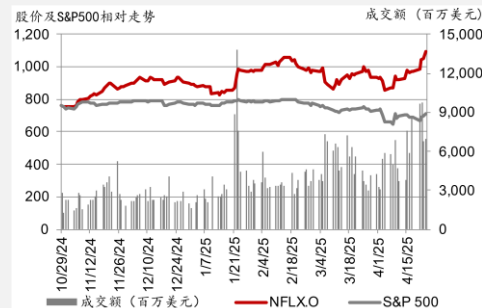
1,096.87 美元

总市值(百万美元)	466,796
流通市值(百万美元)	463,283
总股本(百万股)	426
流通股本(百万股)	422
12 个月低/高(美元)	821.1/1101
平均成交(百万美元)	4,818

股东结构

Vanguard	8.81%
Blackrock	7.50%
FMR LLC	5.23%
Capital Group	5.13%
其他	73.33%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	17.75	21.73	81.68
绝对收益	12.85	11.37	89.85

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

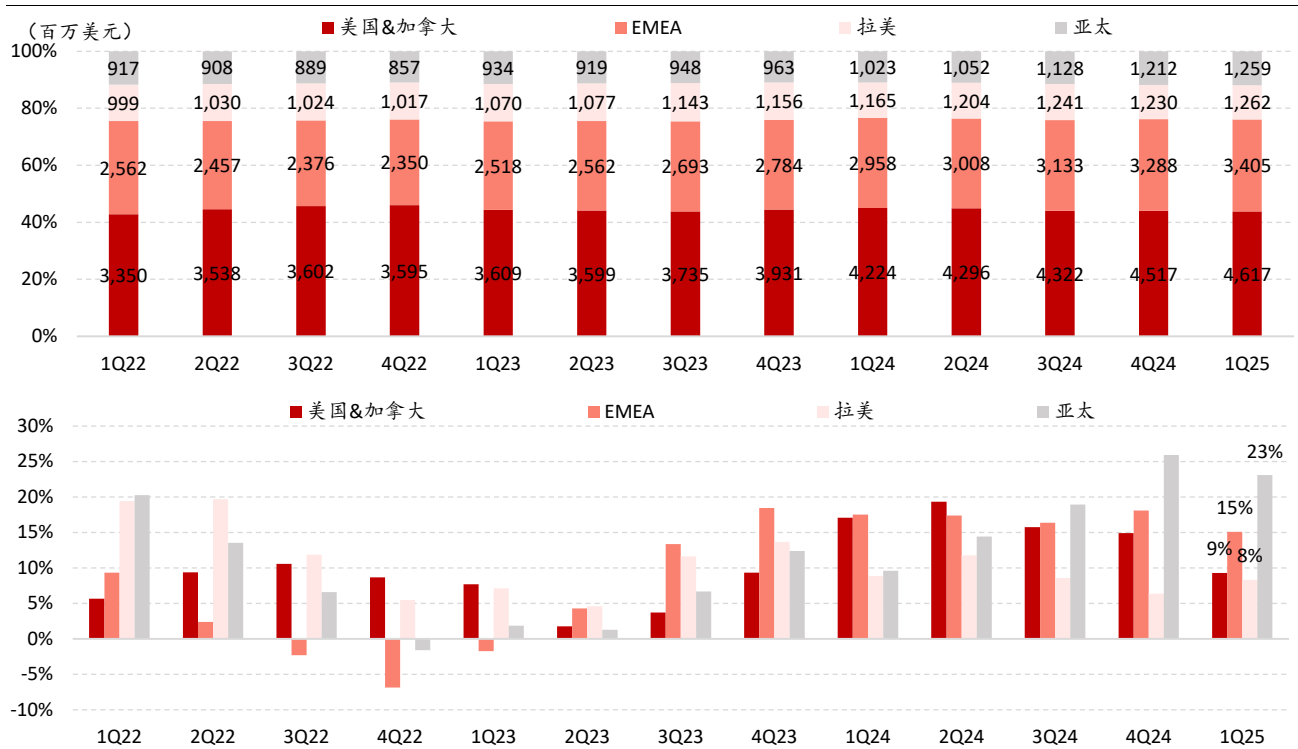
2024 年 1 季度业务概览

图表 1: 1Q24 业绩: 净利润超指引/我们/市场预期 18%/14%/17%

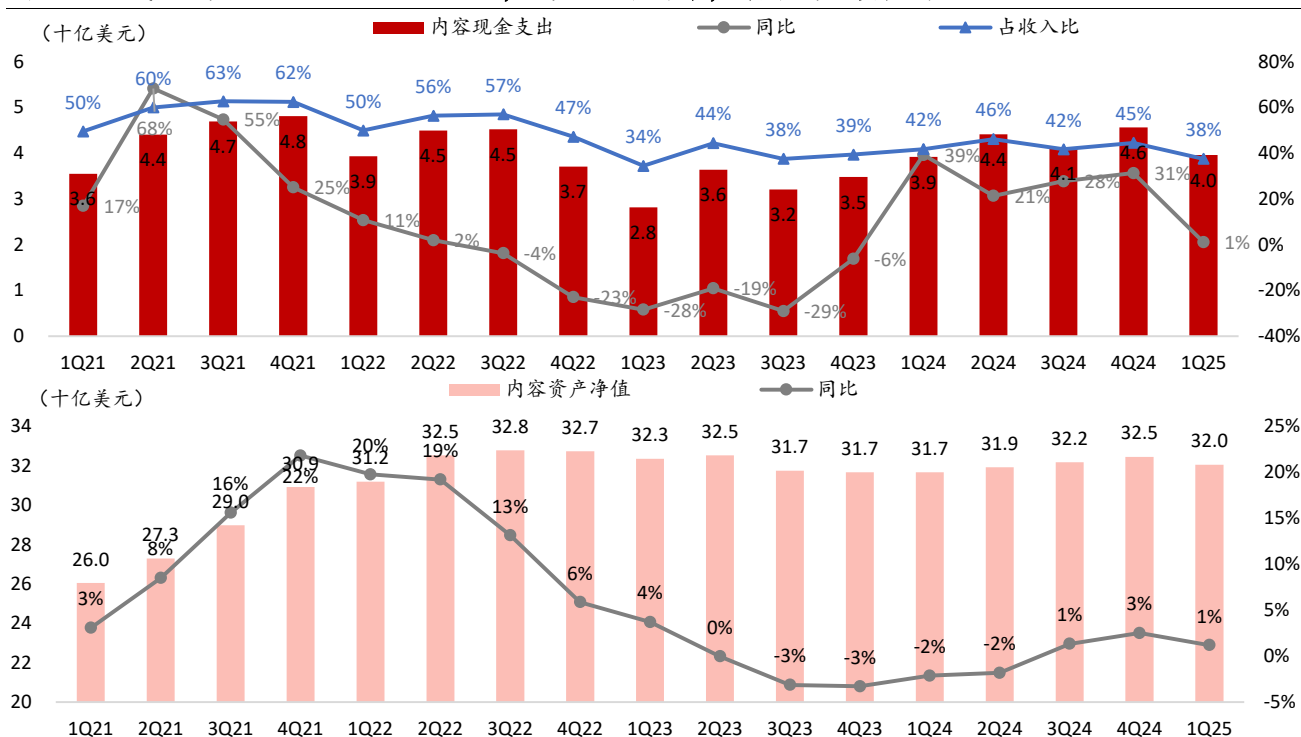
Netflix(NFLX.US) 百万美元	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	国证国际 预测	差异	彭博一致 预期	差异
总收入	9,370	9,559	9,825	10,247	10,543	10,508	0.3%	10,496	0.4%
同比	14.8%	16.8%	15.0%	16.0%	12.5%	12.1%		12.0%	
收入指引	9,240	9,491	9,727	10,128	10,416				
vs. 指引	1.4%	0.7%	1.0%	1.2%	1.2%				
营业成本	4,977	5,174	5,120	5,767	5,263	5,479	-4%	5,495	-4%
毛利	4,393	4,385	4,705	4,479	5,280	5,030	5%	5,001	6%
毛利率	46.9%	45.9%	47.9%	43.7%	50.1%	47.9%		47.6%	
营销费用	654	644	643	976	688	709	-3%	749	-8%
研发费用	702	711	735	777	823	819	0%	795	3%
行政费用	404	427	417	454	421	422	0%	451	-7%
占收入比:									
营销费用	7.0%	6.7%	6.5%	9.5%	6.5%	6.2%		7.1%	
研发费用	7.5%	7.4%	7.5%	7.6%	7.8%	7.0%		7.6%	
行政费用	4.3%	4.5%	4.2%	4.4%	4.0%	5.1%		4.3%	
经营利润	2,633	2,603	2,909	2,273	3,347	3,080	9%	2,996	12%
经营利润率	28.1%	27.2%	29.6%	22.2%	31.7%	29.3%		28.5%	
经营利润指引	2,420	2,520	2,730	2,190	2,940				
vs. 指引	8.8%	3.3%	6.6%	3.8%	13.8%				
净利润	2,332	2,147	2,364	1,869	2,890	2,534	14%	2,478	17%
净利润率	24.9%	22.5%	24.1%	18.2%	27.4%	24.1%		23.6%	
净利润指引	1,976	2,063	2,237	1,847	2,440				
vs. 指引	18.0%	4.1%	5.7%	1.2%	18.5%				

资料来源: 公司财报, 彭博, 国证国际预测

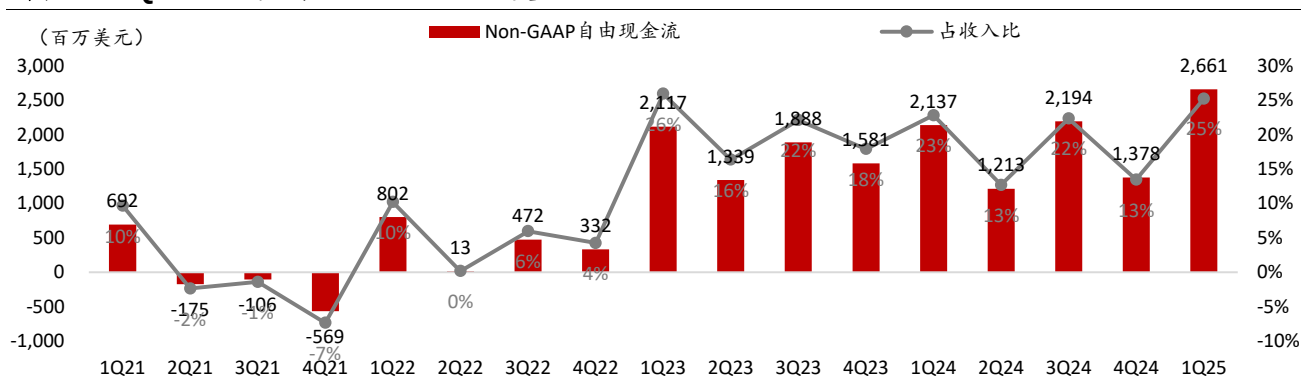
图表 2: 收入分部: 1Q25 美国&加拿大收入同比增 9%



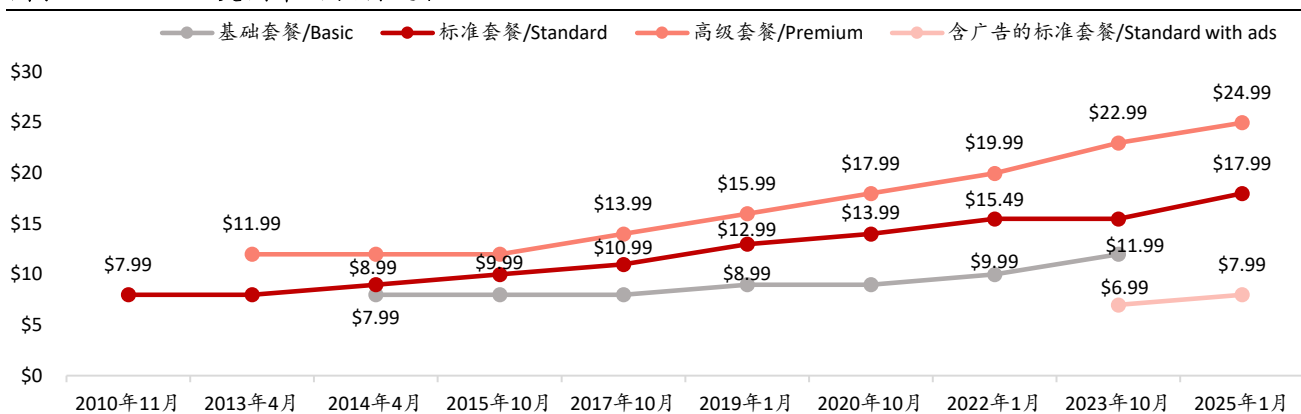
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 3：1Q25 内容现金支出 40 亿美元，同比基本持平，期末内容资产净值 320 亿美元


资料来源：公司财报，国证国际

图表 4：1Q25 经调整自由现金流 27 亿美元


资料来源：公司财报，国证国际

图表 5：Netflix 美国市场提价过程


资料来源：公司资料，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	10,543	33,723	39,001	45,440	52,071	57,441
同比	14.8%	16.8%	15.0%	16.0%	12.5%	6.7%	15.6%	16.5%	14.6%	10.3%
营业成本	-4,977	-5,174	-5,120	-5,767	-5,263	-19,715	-21,038	-23,344	-26,542	-29,164
毛利	4,393	4,385	4,705	4,479	5,280	14,008	17,963	22,096	25,529	28,276
毛利率	47%	46%	48%	44%	50%	42%	46%	49%	49%	49%
营销费用	-654	-644	-643	-976	-688	-2,658	-2,918	-3,218	-3,662	-4,068
占收入比	7.0%	6.7%	6.5%	9.5%	6.5%	7.9%	7.5%	7.1%	7.0%	7.1%
研发费用	-702	-711	-735	-777	-823	-2,676	-2,925	-3,276	-3,701	-4,054
占收入比	7.5%	7.4%	7.5%	7.6%	7.8%	7.9%	7.5%	7.2%	7.1%	7.1%
行政费用	-404	-427	-417	-454	-421	-1,720	-1,702	-1,812	-1,920	-2,090
占收入比	4.3%	4.5%	4.2%	4.4%	4.0%	5.1%	4.4%	4.0%	3.7%	3.6%
经营利润	2,633	2,603	2,909	2,273	3,347	6,954	10,418	13,790	16,245	18,064
经营利润率	28.1%	27.2%	29.6%	22.2%	31.7%	20.6%	26.7%	30.3%	31.2%	31.4%
税前利润	2,615	2,514	2,703	2,134	3,214	6,205	9,966	13,197	15,707	17,482
所得税	-282	-367	-339	-266	-323	-797	-1,254	-1,542	-1,728	-1,923
净利润	2,332	2,147	2,364	1,869	2,890	5,408	8,712	11,655	13,979	15,559
净利润率	24.9%	22.5%	24.1%	18.2%	27.4%	16.0%	22.3%	25.6%	26.8%	27.1%
EBITDA	2,720	2,684	2,990	2,352	3,427	7,311	10,747	14,236	16,867	18,750
经调整EBITDA	2,796	2,753	3,056	2,414	3,427	7,650	11,019	13,235	17,438	19,398
经调整EBITDA利润率	29.8%	28.8%	31.1%	23.6%	32.5%	22.7%	28.3%	29.1%	33.5%	33.8%

资料来源：公司财报，国证国际预测

图表 7：2025E-2034E 10 年 DCF 估值：目标价 1,165 美元

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	10,418	13,790	16,245	18,064	20,713	23,679	26,766	30,141	33,711	37,986	42,820
同比	49.8%	32.4%	17.8%	11.2%	14.7%	14.3%	13.0%	12.6%	11.8%	12.7%	12.7%
所得税	-1,254	-1,542	-1,728	-1,923	-2,215	-2,539	-2,878	-3,247	-3,639	-4,108	-4,638
折旧及摊销成本	329	446	622	686	791	897	1,016	1,108	1,201	1,314	1,439
资本性支出	-440	-273	-312	-345	-383	-420	-459	-501	-543	-594	-651
运营资金变化	-33	-158	-44	-363	-163	-449	-266	-582	-403	-669	-494
自由现金流	9,020	12,263	14,783	17,000	19,550	22,483	25,855	29,733	34,193	39,322	45,221
同比	49.1%	36.0%	20.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
贴现系数		1.0000	0.9006	0.8112	0.7306	0.6580	0.5926	0.5337	0.4807	0.4329	0.3899
贴现自由现金流		12,263	13,314	13,790	14,283	14,793	15,322	15,869	16,436	17,024	17,632
终值贴现		339,423									
基本假设											
WACC	11.0%										
税率	12.6%										
无风险利率	3.8%										
债务成本	5.0%										
Beta	1.1										
风险溢价	7%										
股权融资成本	11.2%										
股权融资	97%										
债务融资	3%										
永续增长率	5.5%										
DCF 估值											
现值	502,411										
净债务	6,646										
股权价值 (百万美元)	495,765										
总股数 (百万)	426										
DCF 目标价 (美元)	1,165										

			WACC							
			9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	
永续增长率	4.0%	1,280	1,165	1,068	985	913	851	796		
	4.5%	1,374	1,240	1,129	1,035	956	886	826		
	5.0%	1,489	1,331	1,202	1,095	1,005	927	861		
	5.5%	1,632	1,441	1,289	1,165	1,062	975	900		
	6.0%	1,817	1,580	1,396	1,249	1,129	1,030	946		
	6.5%	2,064	1,758	1,529	1,352	1,211	1,095	999		
	7.0%	2,410	1,996	1,701	1,481	1,310	1,174	1,062		

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,723	39,001	45,440	52,071	57,441	现金及现金等价物	7,117	7,805	10,438	14,019	17,164
营业成本	19,715	21,038	23,344	26,542	29,164	短期投资	21	1,779	1,957	2,153	2,368
毛利润	14,008	17,963	22,096	25,529	28,276	其他流动资产	2,780	3,517	2,837	2,731	2,725
销售费用	-2,658	-2,918	-3,218	-3,662	-4,068	流动资产总额	9,918	13,100	15,233	18,903	22,257
研发费用	-2,676	-2,925	-3,276	-3,701	-4,054	内容资产净值	31,658	32,452	38,568	40,551	42,435
管理费用	-1,720	-1,702	-1,812	-1,920	-2,090	物业、厂房及设备	1,491	1,594	1,782	2,303	2,540
营业利润	6,954	10,418	13,790	16,245	18,064	其他非流动资产	5,664	6,484	3,337	3,304	3,070
利息费用	-700	-719	-784	-774	-802	总资产	48,732	53,630	58,920	65,059	70,303
利息收入	-49	267	190	235	219	流动内容负债	4,466	4,394	5,337	6,115	6,746
税前利润	6,205	9,966	13,197	15,707	17,482	应付账款	747	900	774	964	938
所得税	-797	-1,254	-1,542	-1,728	-1,923	其他应付款	1,804	2,157	2,248	2,452	2,769
净利润	5,408	8,712	11,655	13,979	15,559	递延收入	1,443	1,521	1,913	2,174	2,408
EBITDA	7,311	10,747	14,236	16,867	18,750	短期借款	400	1,784	0	0	0
经调整EBITDA	7,650	11,019	13,235	17,438	19,398	流动负债总额	8,861	10,755	10,272	11,705	12,860
						非流动内容负债	2,578	1,781	3,110	3,564	3,932
						长期借款	14,143	13,798	11,012	10,112	8,857
						其他非流动负债	2,561	2,552	3,451	3,955	4,363
						总负债	28,144	28,887	27,845	29,336	30,012
						股本	5,145	6,252	6,396	6,543	6,694
						库存股	-6,922	-13,172	-11,854	-10,669	-9,602
						其他储备	-224	362	-6,422	-17,086	-29,294
						留存收益	22,589	31,301	42,956	56,935	72,494
						股东权益总额	20,588	24,744	31,075	35,723	40,291
						负债及权益总额	48,732	53,630	58,920	65,059	70,303
主要财务比率						现金流量简表					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E(x)*	86.3	53.6	40.1	33.4	30.0	税前利润	6,205	9,966	13,197	15,707	17,482
P/B(x)	22.7	18.9	15.0	13.1	11.6	财务费用	-749	-452	-593	-538	-583
毛利率	41.5%	46.1%	48.6%	49.0%	49.2%	折旧及摊销	357	329	446	622	686
净利率	16.0%	22.3%	25.6%	26.8%	27.1%	所得税	-797	-1,254	-1,542	-1,728	-1,923
营销费率	7.9%	7.5%	7.1%	7.0%	7.1%	营运资金变动	-116	-33	-158	-44	-363
研发费用率	7.9%	7.5%	7.2%	7.1%	7.1%	经营活动现金流	7,274	7,361	13,463	14,876	15,906
管理费用率	5.1%	4.4%	4.0%	3.7%	3.6%	投资活动现金流	542	-2,182	-773	-812	-845
经营费用率	20.9%	19.3%	18.3%	17.8%	17.8%	融资活动现金流	-5,951	-4,074	-9,949	-10,334	-11,691
经营利润率	20.6%	26.7%	30.3%	31.2%	31.4%	期初现金	5,171	7,119	7,807	10,438	14,019
ROE	26.3%	35.2%	37.5%	39.1%	38.6%	期末现金	7,119	7,807	10,438	14,019	17,164
ROA	11.1%	16.2%	19.8%	21.5%	22.1%						
资产权益比	237%	217%	190%	182%	174%						

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