

买入

2025 年 5 月 23 日

经营杠杆释放盈利势能，广告开启第二曲线

- 奈飞作为海外市场最大的长视频流媒体内容制作和分发平台，当前付费用户规模已超过 3 亿，用户规模和内容质量具备双边网络效应。随着广告版订阅用户的增长，整体用户规模进一步扩大，叠加提价和新增广告收入，收入端将迎来量价齐升的阶段。在成本端，公司的内容支出已进入稳定期，保持缓慢增长，因此经营杠杆将不断放大。当前 Ads 月活用户超过 9,400 万，预计 2025 年广告收入将同比翻倍，我们认为可能达到 25-30 亿美元，成为新的收入来源。广告作为内容生意的衍生，将对利润端形成显著贡献。预计 24-27 年收入的复合增速为 13.2%，对应经营利润率为 29.0%/31.3%/33.6%，EPS 的复合增速为 24.3%。
- **2025Q1 业绩摘要：**收入同比增长 13%至 105.43 亿美元，高于公司 11%的指引。公司自 2025Q1 起不再公布用户数据，收入的增长主要来自用户数增加和新增广告收入。广告版付费用户数环比增长 30%，新增用户占广告版所在地区的 55%以上，全球月活用户数已超过 7,000 万。4 月 1 日公司在美国上线了自主研发的广告技术平台，并计划陆续在其他市场推出。运营利润同比增长 27%至 33.47 亿美元，对应运营利润率为 31.7%，高于公司 28.2%的指引。摊薄后 EPS 为 6.61 美元，去年同期为 5.28 美元，高于公司指引。
- **2025Q2 业绩指引：**预计收入将同比增长 15%至 110.35 亿美元。预计运营利润为 36.75 亿美元，对应运营利润率为 33.3%。预计净利润为 30.55 亿美元，摊薄后 EPS 为 7.03 美元。**2025 年指引：**预计收入约为 435-445 亿美元，同比增长 12-14%，其中用户数和订阅费用维持健康增长，广告收入同比翻倍。预计全年运营利润率为 29%，Q1 为 31.7%。预计 2025 年现金内容支出约为 180 亿美元，同比增长约 11%，自由现金流约为 80 亿美元
- **目标价 1,359.00 美元，买入评级：**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%，长期增长率为 5%，求得目标价 1,359.00 美元，较当前股价有 16.6%的上升空间，上调至买入评级。当前价格对应 25-27 年市盈率分别为 45/47/31 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、AI 应用对流媒体商业模式的颠覆。

唐伊莲

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

李倩

852-25321539

chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

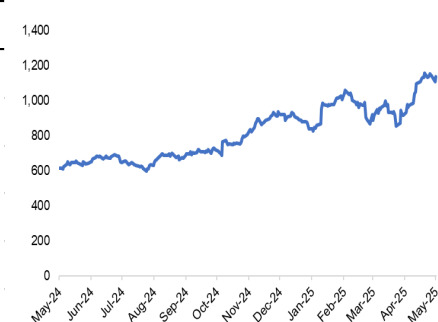
行业	流媒体
股价	1,187.97 美元
目标价	1,359.00 美元 (+16.6%)
股票代码	NFLX US
总股数	4.26 亿股
市值	4,844 亿美元
52 周高/低	1,188 美元/587 美元
每股账面值	56.45 美元
主要股东	Vanguard Group 8.93% BlackRock 7.88% Capital Group 5.13%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年历史	24年预测	25年预测	26年预测	2027年预测
总营业收入 (百万美元)	33,723	39,001	45,196	50,775	56,606
变动	6.7%	15.6%	15.9%	12.3%	11.5%
净利润 (百万美元)	5,408	8,712	10,967	13,313	15,953
每股盈利 (美元)	12.2	20.3	26.1	32.1	38.9
变动	21.2%	65.6%	28.8%	22.9%	21.3%
基于1187.97美元的市盈率 (估)	97.0	58.6	45.5	37.0	30.5

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

经营杠杆释放盈利势能，广告开启第二曲线

奈飞是少有具备双边网络效应的流媒体公司

奈飞作为海外市场最大的长视频流媒体内容制作和分发平台，当前付费用户规模已超过 3 亿，用户规模和内容质量具备双边网络效应。随着广告版订阅用户的增长，整体用户规模进一步扩大，叠加提价和新增广告收入，收入端将迎来量价齐升的阶段。在成本端，公司的内容支出已进入稳定期，保持缓慢增长，因此经营杠杆将不断放大。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。

当前奈飞在全球超过 3 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 7 亿个用户。为满足更多用户的观看需求，公司也开始进军体育内容，包括每周 WWE Raw 摔角比赛和 NFL 圣诞比赛等。2024 年 5 月，奈飞与美国国家橄榄球联盟（NFL）签订了为期三年的圣诞转播协议，据测算公司为 2024 年的两场比赛转播权共支付了 1.5 亿美元。公司将在 2025 年转播两场比赛（第三场将由亚马逊 Prime Video 转播）。公司表示 2024 年约 6,500 万用户观看了两场 NFL 圣诞比赛，成为流媒体历史上最大的体育赛事。

广告方面，公司在 5 月 Upfront 活动表示广告月活用户超过 9,400 万，并且 18-34 岁年龄段的用户数量高于任何其他美国广播或有线电视网络，Ads 会员月度观看时长为 41 小时。预计 2025 年广告收入将同比翻倍，我们认为可能达到 25-30 亿美元，成为新的收入来源。广告作为内容生意的衍生，将对利润端形成显著贡献。

预计未来三年收入 CAGR 为 13%，EPS CAGR 为 24%

预计 24-27 年收入的复合增速为 13.2%，对应经营利润率为 29.0%/31.3%/33.6%，EPS 的复合增速为 24.3%。

2025Q1 业绩摘要及指引

2025Q1 业绩摘要：用户数增长好于预期

2025Q1 业绩摘要：收入同比增长 13%至 105.43 亿美元，剔除汇兑影响后同比增长 27%，高于公司 11%的指引。公司自 2025Q1 起不再公布用户数据，收入的增长主要来自用户数增加和新增广告收入。按市场表现，北美市场收入同比增长 9%，去年四季度为 15%，降速的原因是四季度 NFL 圣诞比赛带来了大量广告收入，预计 Q2 收入将提速；EMEA 市场收入同比增长 15%；亚太市场收入同比增长 23%；拉美市场收入同比增长 8%，剔除汇兑影响后同比增长 27%。新业务方面，广告版用户数持续扩大，付费用户数环比增长 30%，新增用户占广告版所在地区的 55%以上，全球月活用户数已超过 9,400 万。4 月 1 日公司在美国上线了自研广告技术平台 Netflix Ads Suite，并计划陆续在其他市场推出。

Q1 运营利润率达 31.7%

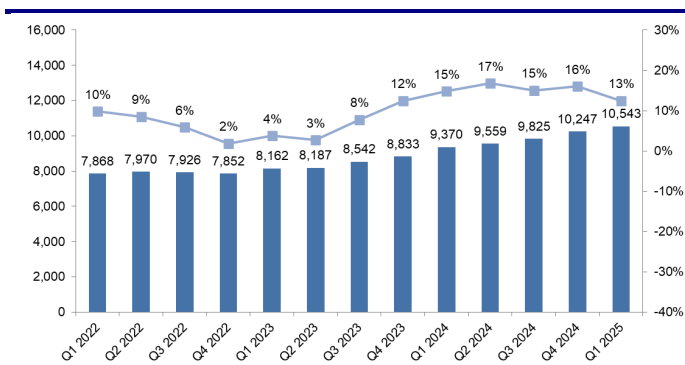
运营利润同比增长 27%至 33.47 亿美元，对应运营利润率为 31.7%，高于公司 28.2%的指引。摊薄后 EPS 为 6.61 美元，去年同期为 5.28 美元，高于公司 5.58 美元的指引。运营现金流为 27.89 亿美元，自由现金流为 26.61 亿美元。本季度公司以 35 亿美元回购了约 370 万股，当前回购计划仍有 136 亿美元的额度。

2025Q2 业绩指引：预计 2025Q2 收入将同比增长 15%至 110.35 亿美元，剔除汇兑影响后将同比增长 17%。预计运营利润为 36.75 亿美元，对应运营利润率为 33.3%，同比提升约 6 个百分点。预计净利润为 30.55 亿美元，摊薄后 EPS 为 7.03 美元。

2025 年指引：收入增长 12-14%，经营利润率 29%

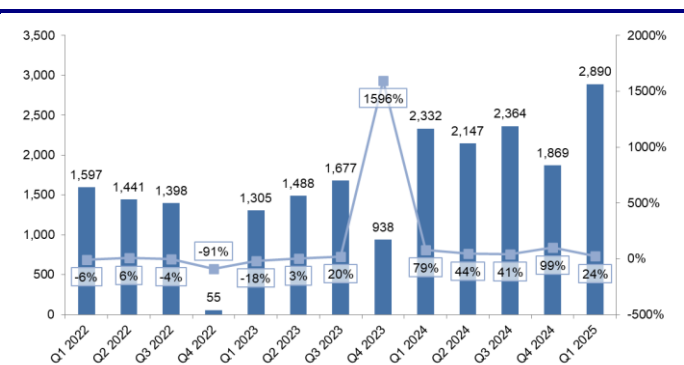
2025 年指引：预计 2025 年收入约为 435-445 亿美元，同比增长 12-14%，其中用户数和订阅费用维持健康增长，广告收入同比翻倍。预计全年运营利润率为 29%，Q1 为 31.7%。预计 2025 年现金内容支出约为 180 亿美元，同比增长约 11%，自由现金流约为 80 亿美元。

图表 1：总收入及同比增速（百万美元）



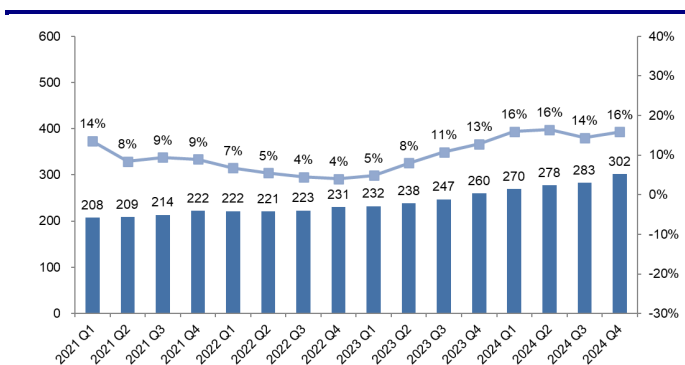
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：净利润及同比增速（百万美元）



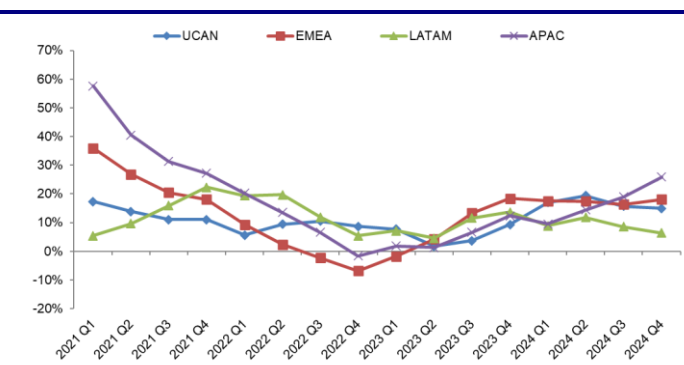
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：流媒体付费用户数（百万）



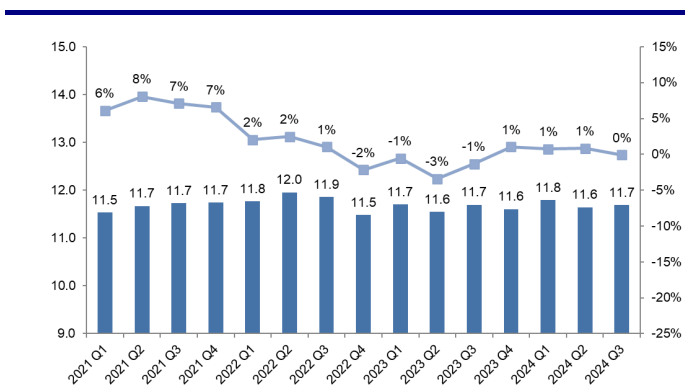
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：分地区收入同比增速



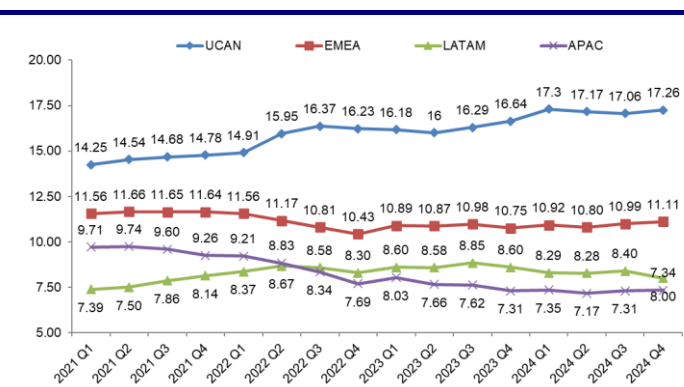
资料来源：公司资料，第一上海整理

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 1,359.00 美元，买入评级

我们上调未来三年收入及盈利预测，预计 24-27 年收入的复合增速为 13.2%，对应经营利润率为 29.0%/31.3%/33.6%，EPS 的复合增速为 24.3%。采用 DCF 法估值，假设 WACC 为 9%，长期增长率为 5%，求得目标价 1,359.00 美元，较当前股价有 16.5% 的上升空间，上调至买入评级。当前价格对应 25-27 年市盈率分别为 45/47/31 倍。

图表 7：2022 年-2027 年盈利情况及预测

百万美元计除每股	2022	2023	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E
总收入	31,616	33,723	39,001	45,196	50,775	56,606
经营利润	5,633	6,954	10,418	13,112	15,898	19,026
经营利润率	17.8%	20.6%	26.7%	29.0%	31.3%	33.6%
净利润	4,492	5,408	8,712	10,967	13,313	15,953
净利率	14.2%	16.0%	22.3%	24.3%	26.2%	28.2%
每股盈利	10.10	12.25	20.28	26.11	32.08	38.91

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	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
自由现金流增长率		28%	26%	20%	20%	18%	18%	15%	10%	8%	5%
自由现金流量	8,471	10,868	13,650	16,381	19,657	23,195	27,370	31,475	34,623	37,393	39,262
折合至2024年的现金流量	8,471	9,970	11,489	12,649	13,925	15,075	16,320	17,218	17,376	17,217	451,938
永续期折现值											1,030,638
基本参数:											
WACC	9.0%										
长期增长率	5.0%										
债券价值	0										
股数 (百万)	430										
公司价值计算											
现金流折现	591,648										
减: 净金融负债	(4,001)										
股本价值	595,649										
股数 (百万)	430										
DCF法之每股价值 (美元)	1,385.00										
升值空间	16.6%										

资料来源：第一上海预测

风险因素

- 线上平台竞争加剧
- 美元汇率波动
- AI 相关影响
- 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。
- 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。
- 随着文生视频模型的推出，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	2027年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	31,616	33,723	39,001	45,196	50,775	56,606	盈利能力						
- 主营业务收入成本	19,168	19,715	21,038	23,476	25,359	27,139	毛利率 (%)	39.4%	41.5%	46.1%	48.1%	50.1%	52.1%
毛利	12,447	14,008	17,963	21,720	25,416	29,467	经营利润率 (%)	17.8%	20.6%	26.7%	29.0%	31.3%	33.6%
营业开支	6,814	7,054	7,545	8,608	9,518	10,441	净利率 (%)	14.2%	16.0%	22.3%	24.3%	26.2%	28.2%
销售总务及管理开支	4,103	4,378	4,620	5,263	5,811	6,365	EBITDA 利润率	18.9%	21.7%	27.6%	29.8%	32.1%	34.4%
研究和开发开支	2,711	2,676	2,925	3,345	3,707	4,076	营运表现						
营业利润	5,633	6,954	10,418	13,112	15,898	19,026	销售及管理费用/收入 (%)	13.0%	13.0%	11.8%	11.6%	11.4%	11.2%
- 利息支出	(706)	(700)	(719)	(833)	(936)	(1,043)	研发和开发费用/收入 (%)	8.6%	7.9%	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%
- 营业外与损净额	337	(49)	267	267	267	267	实际税率 (%)	14.7%	12.9%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
税前利润	5,264	6,205	9,966	12,546	15,229	18,250	应付账款天数	14.4	13.1	14.3	14.3	14.3	14.3
- 所得税支出	772	797	(1,254)	(1,579)	(1,916)	(2,296)	财务状况						
净利润	4,492	5,408	8,712	10,967	13,313	15,953	总负债/总资产	57.2%	57.8%	53.9%	48.6%	43.9%	38.5%
普通股股东所得净利润	4,492	5,408	8,712	10,967	13,313	15,953	收入/净资产	21.6%	26.3%	35.2%	37.8%	37.3%	35.4%
折旧与摊销	337	357	329	360	398	445	经营性现金流/收入	17.8%	20.6%	26.7%	29.0%	31.3%	33.6%
EBITDA	5,970	7,311	10,747	13,472	16,296	19,471	税前盈利对利息倍数	7.5	8.9	13.9	15.1	16.3	17.5
主营业务增长 (%)	6%	7%	16%	16%	12%	11%							
EBITDA 增长 (%)	-7%	22%	47%	25%	21%	19%							
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	2027年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 现金与现金等同	5,147	7,117	7,805	7,475	11,343	17,993	+ 净利润	4,492	5,408	8,712	10,967	13,313	15,953
+ 短期投资	911	21	1,779	1,779	1,779	1,779	+ 折旧、摊销	337	357	329	360	398	445
+ 其他流动资产	3,208	2,780	3,517	3,517	3,517	3,517	+ 其他非现金调整	(2,802)	1,509	(1,679)	(2,329)	(2,237)	(2,081)
总计流动资产	9,266	9,918	13,100	12,771	16,638	23,289	经营活动现金流量	2,026	7,274	7,361	8,998	11,474	14,318
							+ 固定资产清理	0	0	0	0	0	0
+ 总固定资产	2,470	2,819	3,258	3,786	4,392	5,059	+ 资本支出	(408)	(349)	(440)	(527)	(607)	(667)
- 累计折旧	(1,072)	(1,327)	(1,664)	(2,025)	(2,423)	(2,868)	+ 投资增加	0	0	0	0	0	0
+ 净固定资产	1,398	1,491	1,594	1,761	1,969	2,191	+ 投资减少	0	0	0	0	0	0
+ 其他长期资产	5,193	5,664	6,484	6,484	6,484	6,484	+ 其他投资活动	(1,669)	890	(1,742)	0	0	0
总计长期资产	39,328	38,814	40,530	43,705	46,938	50,007	投资活动现金	(2,076)	542	(2,182)	(527)	(607)	(667)
总资产	48,595	48,732	53,630	56,476	63,577	73,296	+ 已付股利	0	0	0	0	0	0
+ 应付账款	672	747	900	938	1,047	1,078	+ 短期拆借变动	0	0	0	0	0	0
+ 短期借款	0	400	1,784	1,800	1,800	1,800	+ 长期借款增加	0	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	0	0	0	0	0	0	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0	0
总计流动负债	7,931	8,861	10,755	11,029	11,369	11,641	+ 股本增加	0	(6,045)	0	0	0	0
+ 长期借款	14,353	14,143	13,798	11,998	11,998	11,998	+ 股本减少	0	0	0	0	0	0
+ 其他长期负债	2,452	2,561	2,552	2,552	2,552	2,552	+ 其他融资活动	(664)	95	(4,074)	(8,800)	(7,000)	(7,000)
总长期负债	19,886	19,283	18,131	16,420	16,514	16,612	融资所得现金	(664)	(5,951)	(4,074)	(8,800)	(7,000)	(7,000)
总负债	27,817	28,144	28,887	27,449	27,883	28,253	现金净增减	(885)	1,948	689	(329)	3,868	6,650
总股东权益	20,777	20,588	24,744	29,026	35,694	45,043	现金剩余	5,171	7,119	7,807	7,478	11,346	17,996

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。本报告所载的资料、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。