

2025 年 07 月 18 日

Netflix (NFLX.US)

业绩稳健交付，预计下半年内容上线提速

奈飞 2Q25 收入/净利润同比增 16%/46%，符合公司指引及市场预期。考虑下半年内容储备丰富，我们上调 2025 年收入/利润预测 1%/4%，上调目标价，维持增持评级。看好长期维度下的会员增长潜力、广告、体育直播和游戏的潜力。

报告摘要

2 季度业绩符合预期：2 季度总收入 111 亿美元，同比增 16%（汇率中性同比增 17%），符合指引及市场预期，受益于订阅会员增长、提价影响显现。分区域看，美国&加拿大、EMEA 收入同比增 15%、18%，较 Q1 提速，贡献收入增量的 42%、35%，对总收入的贡献为 43%、32%。经营利润同比增 45%至 38 亿美元，略高于指引/市场预期 2.7%/2.4%，经营利润率 34.1%，同比提升 7 个百分点。净利润 31 亿美元，同比增 46%。

公司上调 2025 年收入及利润指引：公司预计 3 季度收入同比增 17.3%，全年收入指引上调为 448 亿美元-452 亿美元，同比增 15%-16%（汇率中性：16%-17%），对比此前指引为同比增 12%-14%。上调经营利润率指引至 29.5%（汇率中性：30%），对比此前指引为 29%，2024 年为 26.7%，上调主要反映美元汇率因素，同比提升主要反映会员健康增长、ARM 提升、广告收入翻倍（维持预期不变）等因素。

预计下半年进入强内容周期：2 季度内容资产摊销为 38 亿美元，同比增 2%，环比持平，内容现金支出 40 亿美元，同比降 8%，环比持平。期末内容资产净值 321 亿美元，同比增 1%。下半年内容上线速度将提速，爆款内容《怪奇物语》、《星期三》等新季推出，预计内容摊销成本将提升，但全年经营利润率仍有稳健提升。据官网 1H25 观看报告数据，2025 年上半年，平台总观看时长为 950 亿小时，较去年同期的 940 亿小时有所提升，超 2/3 的订阅用户在美国之外，超 1/3 的内容观看量为非英语内容。当前公司订阅用户增长及用户粘性提升并不依赖单一爆款剧集（单部剧集的对总观看量的占比<1%），而是稳定的优质内容组合输出，反映公司多年累积的用户洞察、制作效率、运营经验等，构成长期业务护城河。

财务预测及估值：我们上调 2025 年收入预测 1%至 459 亿美元，同比增 17.6%，上调全年净利润 4%至 121 亿美元，同比增 39%，净利润率 26.5%，同比提升 4 个百分点。基于 2025E-2034E 10 年 DCF 模型，上调目标价至 1,379 美元（前值：1,165 美元），对应 48.3x/40.3x 2025E/2026E 市盈率，维持**增持**评级。年初至今 Netflix 股价累计涨幅 43%，大幅跑赢 S&P500/纳指（累计增 7%/8%），我们认为主要反映宏观不确定性提升背景下长周期投资人对稳健增长前景业务的估值溢价。下半年内容旺季，有望带动会员增长及粘性提升超预期。长期维度看，会员增长仍有较大空间，同时广告、体育直播、游戏等新业务潜力仍有待释放。此外，公司剩余回购额度 120 亿美元，对股价或有额外支撑。

风险：会员增长不及预期；内容延期；广告增速不及预期。

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	45,877	52,500	57,901
同比增长（%）	6.7%	15.6%	17.6%	14.4%	10.3%
净利润（百万美元）	5,408	8,712	12,137	14,579	16,224
净利润率（%）	16.0%	22.3%	26.5%	27.8%	28.0%
摊薄每股盈利（美元）	12.0	19.8	26.2	31.5	35.0
市盈率（倍）	100.3	62.2	44.7	37.2	33.4
市销率（倍）	16.1	13.9	11.8	10.3	9.4
净资产收益率（%）	26.3%	35.2%	38.0%	39.4%	38.4%

数据来源：公司财报，国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

投资评级：增持

维持 评级

6 个月目标价 1,379 美元

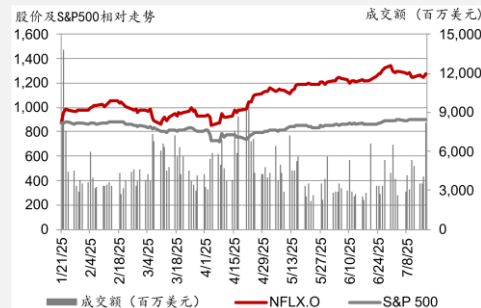
股价(2025-07-17) 1,274.17 美元

总市值(百万美元)	542,250
流通市值(百万美元)	538,493
总股本(百万股)	426
流通股本(百万股)	423
12 个月低/高(美元)	821.1/1341.2
平均成交(百万美元)	4,253

股东结构

Vanguard	8.93%
Blackrock	7.88%
FMR LLC	5.23%
Capital Group	4.62%
其他	73.34%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.40	11.74	83.02
绝对收益	3.98	30.95	94.14

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

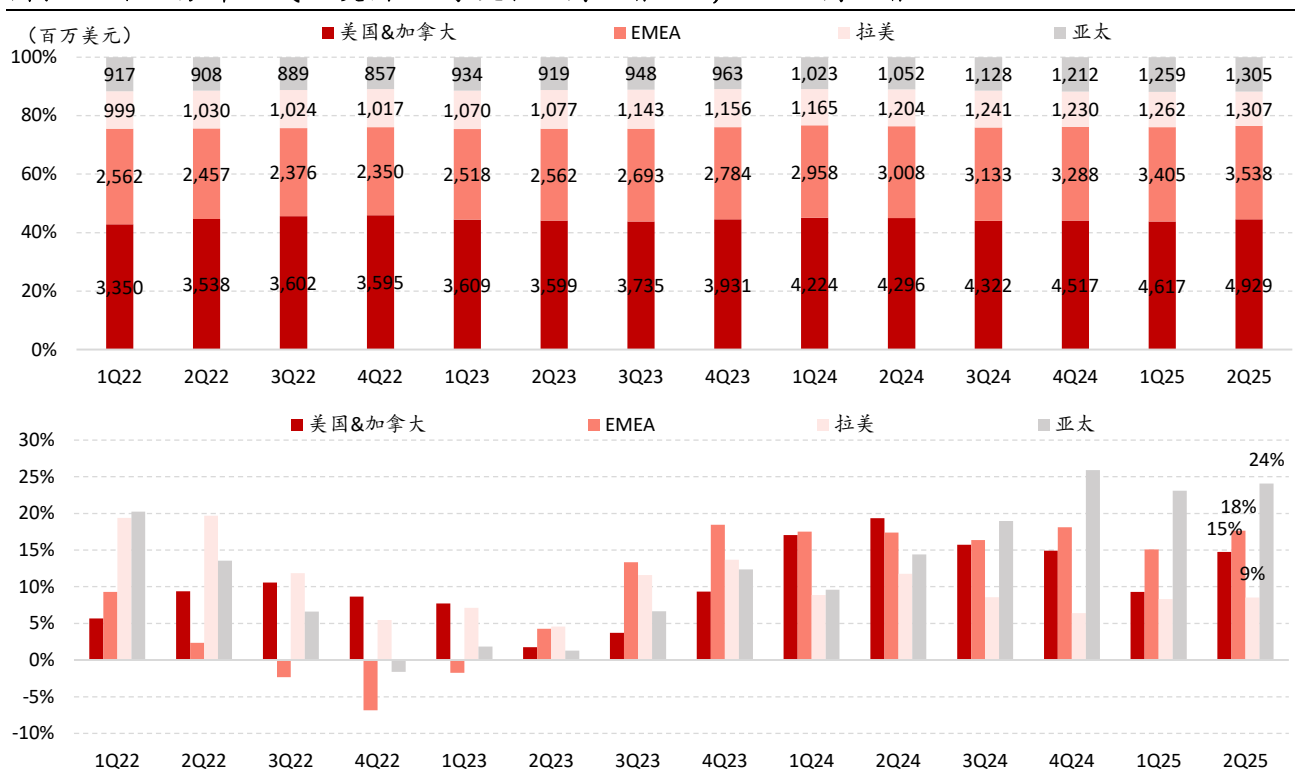
2025 年 2 季度业绩概览

图表 1: 2Q25 业绩: 收入及利润均符合公司指引及彭博一致预期

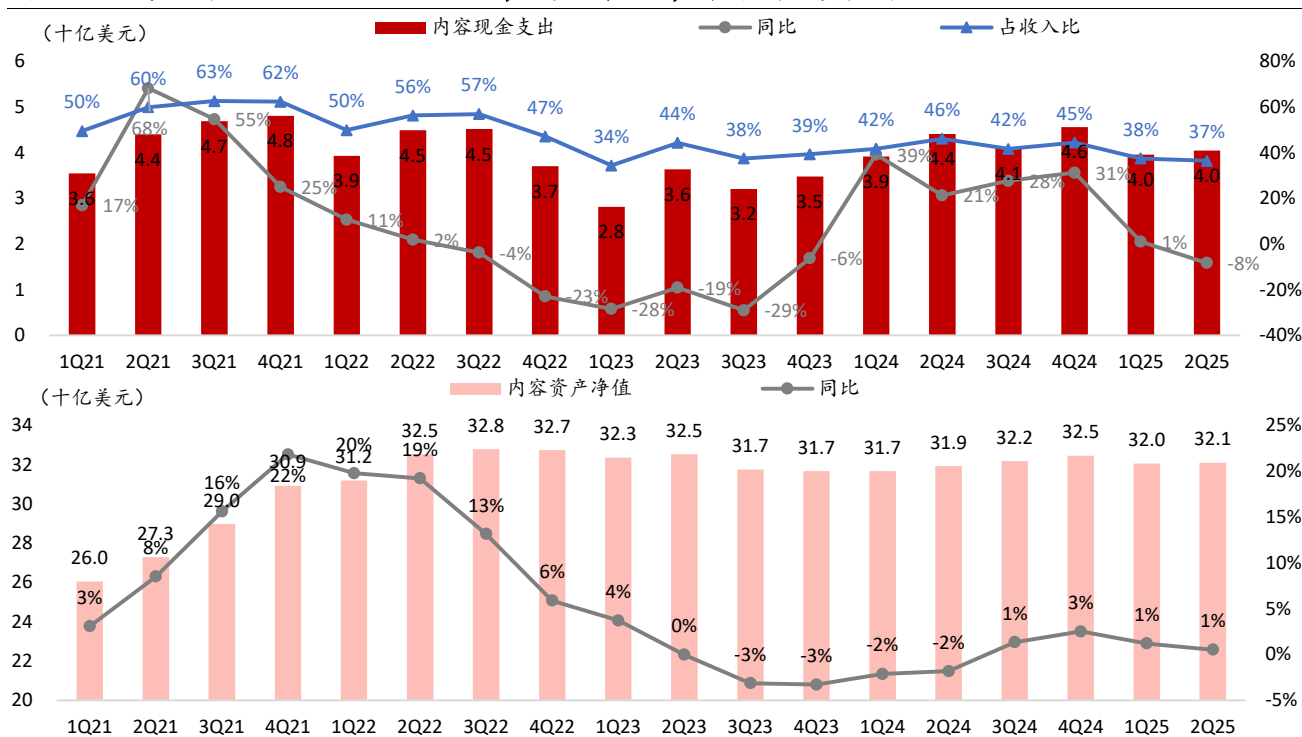
Netflix(NFLX.US) 百万美元	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	彭博一致 预期	差异
总收入	9,559	9,825	10,247	10,543	11,079	11,062	0.2%
同比	16.8%	15.0%	16.0%	13%	16%	18.1%	
收入指引	9,491	9,727	10,128	10,416	11,035		
vs. 指引	0.7%	1.0%	1.2%	1.2%	0.4%		
营业成本	5,174	5,120	5,767	5,263	5,325	5,471	-2.7%
毛利	4,385	4,705	4,479	5,280	5,754	5,591	2.9%
毛利率	45.9%	47.9%	43.7%	50.1%	51.9%	50.5%	
营销费用	644	643	976	688	713	686	4.0%
研发费用	711	735	777	823	825	809	1.9%
行政费用	427	417	454	421	441	430	2.6%
占收入比:							
营销费用	6.7%	6.5%	9.5%	6.5%	6.4%	6.2%	
研发费用	7.4%	7.5%	7.6%	7.8%	7.4%	7.3%	
行政费用	4.5%	4.2%	4.4%	4.0%	4.0%	3.9%	
经营利润	2,603	2,909	2,273	3,347	3,775	3,686	2%
经营利润率	27.2%	29.6%	22.2%	31.7%	34.1%	33.3%	
经营利润指引	2,520	2,730	2,190	2,940	3,675		
vs. 指引	3.3%	6.6%	3.8%	13.8%	2.7%		
净利润	2,147	2,364	1,869	2,890	3,125	3,081	1.4%
净利润率	22.5%	24.1%	18.2%	27.4%	28.2%	27.9%	
净利润指引	2,063	2,237	1,847	2,440	3,055		
vs. 指引	4.1%	5.7%	1.2%	18.5%	2.3%		

资料来源: 公司财报, 彭博, 国证国际预测

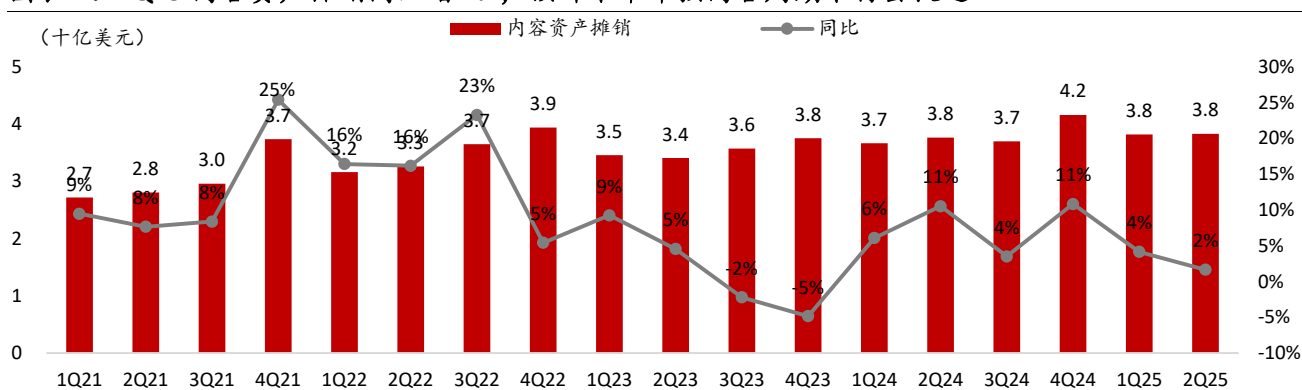
图表 2: 收入分部: 2Q25 美国&加拿大收入同比增 15%, EMEA 同比增 18%



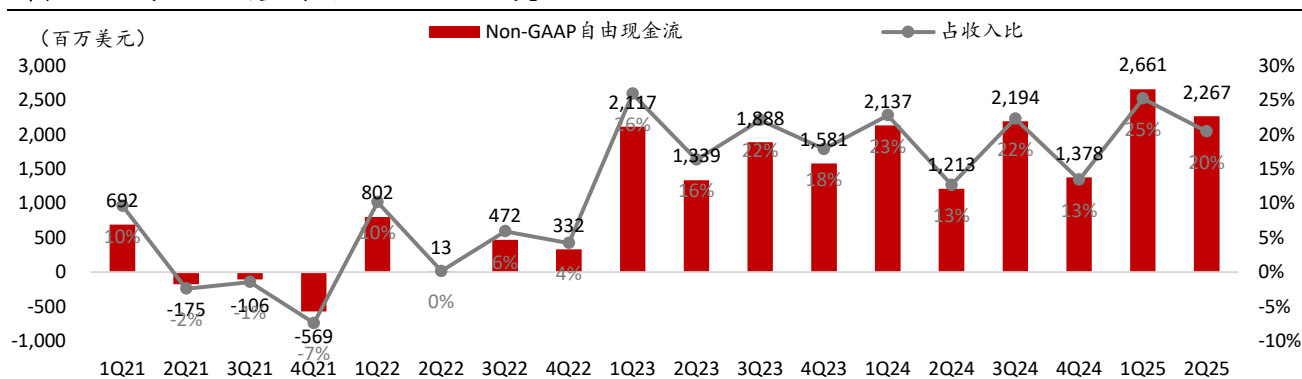
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 3：2Q25 内容现金支出 40 亿美元，同比降 8%，期末内容资产净值 321 亿美元


资料来源：公司财报，国证国际

图表 4：2Q25 内容资产摊销同比增 2%，预计下半年强内容周期下将会提速


资料来源：公司财报，国证国际

图表 5：2Q25 经调整自由现金流 23 亿美元


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	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	9,825	10,247	10,543	11,079	11,540	33,723	39,001	45,877	52,500	57,901
同比	15.0%	16.0%	12.5%	15.9%	17.5%	6.7%	15.6%	17.6%	14.4%	10.3%
营业成本	-5,120	-5,767	-5,263	-5,325	-5,898	-19,715	-21,038	-23,031	-26,146	-28,720
毛利	4,705	4,479	5,280	5,754	5,641	14,008	17,963	22,846	26,354	29,181
毛利率	48%	44%	50%	52%	49%	42%	46%	50%	50%	50%
营销费用	-643	-976	-688	-713	-744	-2,658	-2,918	-3,265	-3,710	-4,121
占收入比	6.5%	9.5%	6.5%	6.4%	6.4%	7.9%	7.5%	7.1%	7.1%	7.1%
研发费用	-735	-777	-823	-825	-823	-2,676	-2,925	-3,355	-3,787	-4,148
占收入比	7.5%	7.6%	7.8%	7.4%	7.1%	7.9%	7.5%	7.3%	7.2%	7.2%
行政费用	-417	-454	-421	-441	-467	-1,720	-1,702	-1,849	-1,958	-2,131
占收入比	4.2%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	5.1%	4.4%	4.0%	3.7%	3.7%
经营利润	2,909	2,273	3,347	3,775	3,608	6,954	10,418	14,377	16,899	18,783
经营利润率	29.6%	22.2%	31.7%	34.1%	31.3%	20.6%	26.7%	31.3%	32.2%	32.4%
税前利润	2,703	2,134	3,214	3,632	3,470	6,205	9,966	13,822	16,381	18,230
所得税	-339	-266	-323	-506	-506	-797	-1,254	-1,685	-1,802	-2,005
净利润	2,364	1,869	2,890	3,125	2,964	5,408	8,712	12,137	14,579	16,224
净利润率	24.1%	18.2%	27.4%	28.2%	25.7%	16.0%	22.3%	26.5%	27.8%	28.0%
EBITDA	2,990	2,352	3,427	3,855	3,608	7,311	10,747	14,827	17,526	19,474
经调整EBITDA	3,056	2,414	3,427	3,855	3,608	7,650	11,019	13,530	18,102	20,126
经调整EBITDA利润率	31.1%	23.6%	32.5%	34.8%	31.3%	22.7%	28.3%	29.5%	34.5%	34.8%

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 1,379 美元

百万美元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	14,377	16,899	18,783	21,511	24,555	27,725	31,189	34,847	39,228	44,178
同比	38.0%	17.5%	11.1%	14.5%	14.1%	12.9%	12.5%	11.7%	12.6%	12.6%
所得税	-1,685	-1,802	-2,005	-2,306	-2,638	-2,986	-3,366	-3,767	-4,248	-4,791
折旧及摊销成本	450	627	691	797	904	1,023	1,116	1,210	1,323	1,448
资本性支出	-275	-315	-347	-386	-423	-463	-505	-547	-598	-655
运营资金变化	-166	-35	-386	-154	-472	-257	-606	-396	-695	-488
自由现金流	12,701	15,374	17,680	20,332	23,382	26,889	30,923	35,561	40,895	47,030
同比	40.8%	21.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
贴现系数	1.0000	0.9040	0.8173	0.7388	0.6679	0.6038	0.5459	0.4935	0.4461	0.4033
贴现自由现金流	12,701	13,899	14,450	15,022	15,618	16,237	16,880	17,549	18,245	18,968
终值贴现	421,206									
基本假设										
WACC	10.6%									
税率	13.9%									
无风险利率	4.0%									
债务成本	6.0%									
Beta	1.1									
风险溢价	6%									
股权融资成本	10.8%									
股权融资	97%									
债务融资	3%									
永续增长率	5.8%									
DCF 估值		永续增长率								
现值	593,475									
净债务	6,646									
股权价值 (百万美元)	586,829									
总股数 (百万)	426									
DCF 目标价 (美元)	1,379									

	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%
4.3%	1,518	1,364	1,238	1,131	1,041	964	896
4.8%	1,654	1,470	1,322	1,200	1,097	1,010	935
5.3%	1,825	1,600	1,424	1,281	1,163	1,064	980
5.8%	2,048	1,765	1,549	1,379	1,241	1,128	1,033
6.3%	2,352	1,981	1,708	1,500	1,336	1,203	1,094
6.8%	2,791	2,274	1,916	1,654	1,453	1,295	1,167
7.3%	3,477	2,697	2,199	1,854	1,601	1,407	1,255

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	45,877	52,500	57,901	现金及现金等价物	7,117	7,805	10,910	15,016	18,722
营业成本	19,715	21,038	23,031	26,146	28,720	短期投资	21	1,779	1,957	2,153	2,368
毛利润	14,008	17,963	22,846	26,354	29,181	其他流动资产	2,780	3,517	2,865	2,753	2,747
销售费用	-2,658	-2,918	-3,265	-3,710	-4,121	流动资产总额	9,918	13,100	15,732	19,922	23,837
研发费用	-2,676	-2,925	-3,355	-3,787	-4,148	内容资产净值	31,658	32,452	38,938	40,885	42,775
管理费用	-1,720	-1,702	-1,849	-1,958	-2,131	物业、厂房及设备	1,491	1,594	1,800	2,322	2,561
营业利润	6,954	10,418	14,377	16,899	18,783	其他非流动资产	5,664	6,484	3,369	3,331	3,094
利息费用	-700	-719	-733	-748	-763	总资产	48,732	53,630	59,839	66,460	72,268
利息收入	-49	267	178	229	210	流动内容负债	4,466	4,394	5,388	6,166	6,800
税前利润	6,205	9,966	13,822	16,381	18,230	应付账款	747	900	753	959	914
所得税	-797	-1,254	-1,685	-1,802	-2,005	其他应付款	1,804	2,157	2,193	2,437	2,704
净利润	5,408	8,712	12,137	14,579	16,224	递延收入	1,443	1,521	1,931	2,192	2,427
EBITDA	7,311	10,747	14,827	17,526	19,474	短期借款	400	1,784	0	0	0
经调整EBITDA	7,650	11,019	13,530	18,102	20,126	流动负债总额	8,861	10,755	10,266	11,753	12,846
						非流动内容负债	2,578	1,781	3,140	3,594	3,963
						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	3,485	3,988	4,398
						总负债	28,144	28,887	27,902	29,446	30,064
						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	-6,043	-16,877	-29,129
						留存收益	22,589	31,301	43,438	58,017	74,242
						股东权益总额	20,588	24,744	31,937	37,014	42,204
						负债及权益总额	48,732	53,630	59,839	66,460	72,268
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)*	100.3	62.2	44.7	37.2	33.4	税前利润	6,205	9,966	13,822	16,381	18,230
P/B(x)	26.3	21.9	17.0	14.6	12.8	财务费用	-749	-452	-555	-519	-553
毛利率	41.5%	46.1%	49.8%	50.2%	50.4%	折旧及摊销	357	329	450	627	691
净利率	16.0%	22.3%	26.5%	27.8%	28.0%	所得税	-797	-1,254	-1,685	-1,802	-2,005
营销费率	7.9%	7.5%	7.1%	7.1%	7.1%	营运资金变动	-116	-33	-166	-35	-386
研发费用率	7.9%	7.5%	7.3%	7.2%	7.2%	经营活动现金流	7,274	7,361	14,016	15,481	16,552
管理费用率	5.1%	4.4%	4.0%	3.7%	3.7%	投资活动现金流	542	-2,182	-775	-815	-847
经营费用率	20.9%	19.3%	18.5%	18.0%	18.0%	融资活动现金流	-5,951	-4,074	-10,027	-10,411	-11,774
经营利润率	20.6%	26.7%	31.3%	32.2%	32.4%	期初现金	5,171	7,119	7,807	10,910	15,016
ROE	26.3%	35.2%	38.0%	39.4%	38.4%	期末现金	7,119	7,807	10,910	15,016	18,722
ROA	11.1%	16.2%	20.3%	21.9%	22.5%						
资产权益比	237%	217%	187%	180%	171%						

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