

3Q 收入符合预期，广告加速放量

华泰研究

2025 年 10 月 22 日 | 美国

季报点评

互联网

奈飞 3Q 营收同比增长 17%，符合 VA 一致预期（下同）。3Q 毛利率同比下降 1.4pct，主系巴西税务纠纷产生一次性费用（6.19 亿美元），剔除后毛利率同比改善 3.9pct，净利润同比增长 7.8%，低于预期 15%。25 年指引方面，公司管理层调整收入至 451 亿美元，对比前值 448-452 亿美元，下调经营利润率 0.5pct（汇率中性），主系巴西税务影响。我们认为内容供给仍具深度的背景下，奈飞业绩仍具韧性，近期催化：①低价广告套餐仍持续放量，奈飞已接入 Yahoo、亚马逊等主流 DSP，25 年美国预付广告订单同比翻倍；②《怪奇物语》S5 将于 11 月首播，NFL 圣诞双赛回归，优质内容储备充足；③多元化内容布局推进，奈飞电视端已上线派对游戏，有望改善用户互动情况。维持“增持”评级。

头部内容热度持续，体育赛事有望成为 4Q 驱动力

奈飞观看时长持续提升，3Q 在美国与英国电视收视份额分别升至 8.6%（Nielsen）与 9.4%（Barb）。3Q 头部剧集表现亮眼：①《星期三》第二季观看次数达 1.14 亿次，截至 10 月 22 日跻身奈飞历史英语剧集收视榜 top7；电影《K-POP：猎魔女团》成为奈飞史上最高收视影片（3.25 亿次观看）；Canelo 与 Crawford 的拳击对决吸引 4100 万观众，进入 91 个国家收视榜 top10。②4Q 内容储备坚实，体育赛事有望成为重要增量。《怪奇物语》第五季预计于 11-12 月分段上线，前作位列奈飞历史收视 top3；《怪物：艾德·盖恩的故事》10 月 3 日上线后登顶周度收视榜，其前作进入平台收视 top4；NFL 圣诞赛事将再度回归，24 年场均观众超过 3000 万。

广告体系加速完善，25 年美国预付款订单翻倍

奈飞广告体系建设稳步推进，持续放量增收。①公司维持上季度广告收入翻倍指引，25 年美国预付款订单已同比翻倍；②继 6 月打通 Yahoo DSP（广告投放平台）接口后，奈飞已宣布与 Amazon 及日本 AJA 公司 DSP 实现对接，公司预计 4Q 逐步开放，广告主可直接在相关平台购买奈飞广告位，平台基本实现主流 DSP 全覆盖；③奈飞正加速布局交互式广告，计划于 4Q 逐步上线并在 26 年完善，有望提升广告 ROI；④管理层表示 3Q 广告加载率提升。公司计划持续拓展广告购买渠道，并借助 AI 与机器学习技术优化投放效率。我们认为，低价广告套餐有望加速渗透，并成为奈飞重要增长极。

AI 赋能内容生态，多元布局深化

AI 应用方面，奈飞目前主要布局在：①公司正测试自然语言交互功能，用户可通过对话式搜索获得个性化内容推荐；②影视制作中，AI 已被用于角色视觉重塑与场景设计，如《高尔夫球也疯狂 2》中实现角色年轻化，《亿万地堡》中辅助服装与布景设计；③在广告端 AI 助力多语种本地化翻译与传播。奈飞持续拓展多元化内容生态，已在电视端上线多款家庭派对游戏，并与 Mattel 及 Hasbro 达成全球玩具授权合作，推进《K-POP：猎魔女团》系列衍生玩具开发。我们认为，多元内容布局的协同有望显著增强奈飞收入韧性，延展内容生命周期。

盈利预测与估值

展望 25-27 年，我们上调奈飞营收预测 0.6/1/0.3%，主系广告收入逐步起量，同时调整 25-27 年净利润预测-2.7/0.2/0.6%至 114/142/169 亿美元。我们基于 PE 估值，将奈飞目标价从 1441 美元下调至 1387.58 美元，对应 25 年 51.5 倍 PE（前值 52.1 倍），高于行业均值 30.6 倍。溢价主系奈飞作为流媒体龙头拥有内容供给侧壁垒；本次溢价从前值 24.5x 缩窄至 20.9x，主要反映公司利润增速短期有所波动。维持“增持”评级。

风险提示：新市场拓展和剧集上线不及预期，付费用户增速低于预期。

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

1,387.58

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁晓璇

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

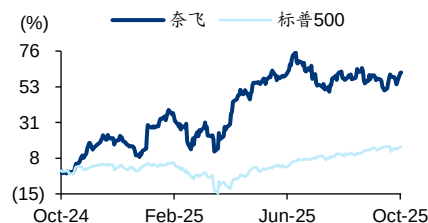
联系人

mouruijie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(美元 截至 10 月 21 日)	1,241
市值(美元百万)	527,482
6 个月平均日成交额(美元百万)	3,950
52 周价格范围(美元)	744.26-1,341.15

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	39,001	45,150	51,541	58,512
+/-%	15.65	15.77	14.16	13.53
归属母公司净利润(百万)	8,712	11,449	14,190	16,857
+/-%	61.09	31.42	23.94	18.79
EPS(最新摊薄)	19.83	26.73	33.98	41.40
ROE(%)	38.43	41.01	42.68	44.96
PE(倍)	61.20	45.41	35.72	29.32
PB(倍)	21.55	16.72	14.32	12.49
EV EBITDA(倍)	20.97	17.89	15.55	13.64
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：奈飞财报数据与 VA 一致预期比较

美元 (百万)	USD mn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	VA Cons	vs Cons
财务数据	Financials									
GAAP收入	Revenue	9,370	9,559	9,825	10,247	10,543	11,079	11,510	11,525	-0.1%
YOY (%)	YOY (%)	14.8%	16.8%	15.0%	16.0%	12.5%	15.9%	17.2%		
毛利	Gross Profit	4,393	4,385	4,705	4,479	5,280	5,754	5,346	5,714	-6.4%
YOY (%)	YOY (%)	30.8%	24.8%	30.3%	27.1%	20.2%	31.2%	13.6%		
毛利率	GPM	46.9%	45.9%	47.9%	43.7%	50.1%	51.9%	46.4%	49.6%	-3.1pp
同比变动 (pp)	YOY (pp)	5.7pp	3.0pp	5.6pp	3.8pp	3.2pp	6.1pp	-1.4pp		
经营利润	Operating Profit	2,633	2,603	2,909	2,273	3,347	3,775	3,248	3,632	-10.6%
YOY (%)	YOY (%)	53.6%	42.5%	51.8%	51.9%	27.1%	45.0%	11.7%		
经营利润率	OPM	28.1%	27.2%	29.6%	22.2%	31.7%	34.1%	28.2%	31.5%	-3.3pp
同比变动 (pp)	YOY (pp)	7.1pp	4.9pp	7.2pp	5.2pp	3.7pp	6.8pp	-1.4pp		
净利润	Consolidated Net Profit	2,332	2,147	2,364	1,869	2,890	3,125	2,547	3,000	-15.1%
YOY (%)	YOY (%)	78.7%	44.3%	40.9%	99.2%	23.9%	45.6%	7.6%		
净利率	NPM (% Revenue)	24.9%	22.5%	24.1%	18.2%	27.4%	28.2%	22.1%	26.0%	-3.9pp
同比变动 (pp)	YOY (pp)	8.9pp	4.3pp	4.4pp	7.6pp	2.5pp	5.7pp	-1.9pp		
经营费用 (GAAP)	Operating Expense									
-营销费用	-S&M	654	644	643	976	688	713	786	786	0.1%
YOY (%)	YOY (%)	17.8%	2.7%	15.1%	6.5%	5.3%	10.7%	22.3%		
营销费用率	% of Revenue	7.0%	6.7%	6.5%	9.5%	6.5%	6.4%	6.8%	6.8%	0.0pp
-研发费用	-R&D	702	711	735	777	823	825	854	848	0.6%
YOY (%)	YOY (%)	2.1%	8.1%	11.9%	15.3%	17.2%	15.9%	16.1%		
研发费用率	% of Revenue	7.5%	7.4%	7.5%	7.6%	7.8%	7.4%	7.4%	7.4%	0.1pp
-管理费用	-G&A	404	427	417	454	421	441	458	446	2.6%
YOY (%)	YOY (%)	0.8%	6.3%	-12.8%	3.3%	4.3%	3.3%	9.7%		
管理费用率	% of Revenue	4.3%	4.5%	4.2%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	3.9%	0.1pp

资料来源：公司公告，VA 一致预期，华泰研究

图表2：奈飞财报指引

美元 (百万)	USD mn	1Q24	4Q guidance	4Q VA Cons	FY25 guidance	vs previous FY25 guidance	vs FY25 VA Cons
财务数据	Financials						
GAAP收入	Revenue	9,370	11,988	11,927	45.1B	44.8B-45.2B	45.1B
YOY (%)	YOY (%)	14.8%	17% on reported and 16% on F/X neutral basis		17% on F/X neutral Basis.	16%-17% on F/X neutral Basis.	
毛利	Gross Profit	4,393		5,380			
YOY (%)	YOY (%)	30.8%					
毛利率	GPM	46.9%		45.1%			
同比变动 (pp)	YOY (pp)	5.7pp					
经营利润	Operating Profit	2,633		2,862			
YOY (%)	YOY (%)	53.6%					
经营利润率	OPM	28.1%	23.9%	24.0%	OPM 29% (F/X neutral)	OPM 29.5% (F/X neutral)	30.2%
同比变动 (pp)	YOY (pp)	7.1pp					
净利润	Consolidated Net Profit	2,332		2,355			
YOY (%)	YOY (%)	78.7%					
净利率	NPM (% Revenue)	24.9%		19.7%			

资料来源：公司公告，VA 一致预期，华泰研究

图表3：奈飞分地区数据

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	VA Cons	VS Cons
美国和加拿大	United States & Canada (UCAN)									
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)	4,224	4,296	4,322	4,517	4,617	4,929	5,072	5,039	0.7%
YOY (%)	YOY (%)	17.1%	19.4%	15.7%	14.9%	9.3%	14.7%	17.3%		
欧洲、中东和非洲	EMEA Revenue									
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)	2,958	3,008	3,133	3,288	3,405	3,538	3,699	3,691	0.2%
YOY (%)	YOY (%)	17.5%	17.4%	16.3%	18.1%	15.1%	17.6%	18.1%		
拉丁美洲	LATAM Revenue									
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)	1,165	1,204	1,241	1,230	1,262	1,307	1,371	1,401	-2.2%
YOY (%)	YOY (%)	8.9%	12.5%	8.6%	6.4%	8.3%	8.5%	10.5%		
亚太	APAC Revenue									
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)	1,023	1,052	1,128	1,212	1,259	1,305	1,369	1,379	-0.8%
YOY (%)	YOY (%)	9.6%	14.5%	19.0%	25.9%	23.1%	24.1%	21.3%		

资料来源：公司公告，华泰研究

内容储备仍坚实，互动体验与 IP 衍生拓展用户参与度

奈飞在用户参与度方面持续改善，公司新版电视端界面已推广至约 85% 的设备，用户反馈积极，同时奈飞正在测试自然语言推荐系统，用户可通过对话实现个性化内容推荐。内容储备方面，公司持续扩充片单规模，4Q25 及 2026 年重点储备涵盖多部旗舰剧集：①剧集方面：《布里奇顿》第四季（第三季观看时长 4.3 亿小时）、《艾米丽在巴黎》第五季（第二季曾登上奈飞全球 Top 10 榜单）、《怒呛人生》第二季（首季播放量超 7000 万小时）及《金妮与乔治娅》第四季（第二季上映当周观看时长达 1.8 亿小时，登顶英语电视榜）；②电影方面：《纳尼亚传奇》、《浴血黑帮：不死之人》以及改编自《巴黎圣母院》的《卡西莫多》。

奈飞正加速推进剧集衍生品的商业化布局。原创动画《K-Pop：猎魔女团》成为公司史上最受欢迎的影片，公司已携手玩具厂商 Mattel 与 Hasbro 推出基于该 IP 的玩具、收藏品、游戏及角色扮演产品，并计划在 Netflix 商店及 Amazon、Zara 等平台上线系列衍生服饰，进一步强化 IP 变现能力。

内容多元化布局方面，奈飞持续拓展直播与游戏两大新兴业务。公司在《上菜了：张锡镐的晚餐煮播》中测试实时投票功能，拟自 26 年 1 月起在《Star Search》节目中广泛应用，增强互动体验。同时，奈飞已在电视端推出多款派对游戏，用户可直接以手机作为手柄进行操作。管理层表示，公司将继续加码互动型内容生态建设，提升用户参与度与平台粘性。

图表4：4Q25 奈飞重点剧集储备

类型	剧集名	预计上线时间	备注
剧集	天作不合的我们 第二季	2025.10.23	2024 年上线第二周播放量达 1590 万次，成为当周排名第一英文剧集
	怪奇物语 第五季	2025.11.26	第四季播放量 1.407 亿次，第三季播放量 9480 万次
	怒呛人生 第二季	2025	第一季播放量超 7000 万小时，位列美国电视节目榜第二名
	艾米丽在巴黎 第五季	2025.12.18	第二季在 2021 年 12 月 22 日至 26 日期间获得了 1.76 亿小时的观看时长，并登上了 Netflix 全球 Top 10 榜单
	布里奇顿 第四季	2026.1.29	第三季获得 4.34 亿小时观看时长，首映周末成为收视冠军
	海贼王	2026	海贼王真人剧
	外滩探秘 第五季	2026	2023 年 2 月，第三季成为 Netflix 英语电视排行榜的首位，观看时长为 1.5497 亿小时
	维琴河 第八季	2026	改编自 Robyn Carr 同名小说
	绅士们 第二季	2026	第一季在 2024 年 4 月初的网飞播放量榜单上排名第三，有 560 万次播放
	降世神通：最后的气宗 第二季	2025	第一季首周观看了 1.544 亿小时，吸引了 2120 万观众
	金妮与乔治娅 第四季	2026	第二季在 2023 年 1 月上线的当周获得了 1.8047 亿小时的观看时长，登顶英语电视排行榜第一名
	亚森·罗宾 第三季	2026	第一季的播放量达到 7 亿次
	Office Romance	2026	詹妮弗·洛佩兹主演
	盛夏假期遇见你	2026.1.9	詹妮弗·洛佩兹主演
	草原小屋	2026	改编自经典儿童小说《草原小屋》（The Prairie Home Companion）
电影	怒火救援	2026	改编自《怒火救援》小说
	炸裂白宫	2025.10.24	由凯瑟琳·毕格罗导演
	白日梦奇遇记	2025.11.14	由 Alex Woo（动画杂志 2025 年动画新星之一）执导，Erik Benson 联合执导
	杰·凯利	2025.11.14	奥斯卡奖提名者诺亚·鲍姆巴赫执导
	利刃出鞘3	2025.12.12	《利刃出鞘》系列续集，前作收获 1500 万美元票房
	纳尼亚传奇	2026	格雷塔·葛韦格执导，前作《纳尼亚传奇：黎明踏浪号》的全球票房收入约为 4.15 亿美元
	洪水将至	2026	奥斯卡奖提名者费尔南多·梅里尔斯执导，丹泽尔·华盛顿、罗伯特·帕丁森主演
	政界野兽	2026	本·阿弗莱克执导并主演
	Apex	2026	查理兹·塞隆主演
	全信没收	2026	本·阿弗莱克与马特·达蒙共同主演
直播	卡西莫多	2026	改编自维克多·雨果经典名著《巴黎圣母院》
	浴血黑帮：不死之人	2026	希里安·墨菲主演，英国电视剧《浴血黑帮》的电影版
	杰克·保罗对战坦克·戴维斯	2025.11.14	拳击赛
	NFL（美国国家橄榄球联盟）双赛	2025.12.25	达拉斯队对战华盛顿队，底特律队对战明尼苏达队
	Skyscraper Live	2026	
	美国演员工会奖（SAG Awards）	2026	
	世界棒球经典赛	2026	日本举行
	国际足联女足世界杯	2027、2031	

资料来源：公司官网，华泰研究



体育赛事布局：构建拳击、橄榄球与棒球多元矩阵

奈飞持续深化体育内容战略，体育赛事正成长为其内容生态的新增长极。继 3Q 拳击冠军赛取得成功后，4Q 奈飞进一步转播 Jake Paul 与 Gervonta Davis 的拳击格斗赛事，并强化与 NFL 的三年独家合作，持续打造圣诞节档体育品牌。同时，公司宣布自 2026 年起转播美国职业棒球大联盟（MLB）开幕战（Yankees vs. Giants），并独家播放日本世界棒球经典赛（WBC）全部 47 场比赛，积极拓展国际体育赛事版图，逐步构建覆盖拳击、橄榄球与棒球的多元体育内容矩阵。

图表5：奈飞体育赛事安排与前瞻

时间	赛事名称	类型	主要进展与关键看点
2024.12 (圣诞节)	NFL Christmas Games (首年合作)	美式橄榄球	Netflix 首次直播 NFL 圣诞节常规赛，美国观众约 6500 万，单场均收视 2400 万，创流媒体体育直播纪录
2025.9	Canelo vs Crawford	拳击冠军赛	全球规模化体育直播，全球观看人数约 4100 万，在美国、墨西哥、英国等30个国家排名第一，创本世纪男子拳赛最高收视纪录
2025.11	Jake Paul vs Gervonta Davis	拳击 / 格斗	延续拳击 IP 运营，聚焦年轻观众
2025.12 (圣诞节)	NFL Christmas Games (第二年)	美式橄榄球	与 NFL 三年合作进入第二年，延续节庆档直播模式，拓展英语、西语等多语言播出以提升观看覆盖
2026.03	美国职业棒球大联盟（MLB） Opening Day 开幕战（Yankees vs Giants）	棒球	Netflix 首次转播 MLB 正式赛事，拓展体育品类
2026.03	WBC 世界棒球经典赛 (日本转播权)	棒球	向现有订阅用户提供全部 47 场比赛，强化在亚洲体育内容布局
2026.12 (圣诞节)	NFL Christmas Games (第三年合作)	美式橄榄球	

资料来源：公司官网，华泰研究

流媒体平台分化趋势延续

据 Nielsen 数据，3Q25 美国流媒体观看时长占比升至 46.3%，整体使用率稳步上行，行业格局进一步分化。奈飞 3Q 市占率环比提升至 8.6%，创历史新高，内容供给仍为坚实壁垒。与此同时，YouTube 继续保持领先，市占率由上季度的 11.5%提升至约 13.0%，Disney+ 与 Amazon Prime Video 等主要平台维持在 4%–5%区间，增长趋缓，行业集中度向头部平台进一步聚拢。

图表6：奈飞观看时长与时长份额

		2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09
流媒体	On-demand video streaming	41.0%	40.5%	41.6%	43.3%	42.6%	43.5%	43.8%	44.3%	44.8%	46.0%	47.3%	46.4%	45.2%
Netflix	Netflix	7.9%	7.5%	7.7%	8.5%	8.6%	8.2%	7.9%	7.1%	7.5%	8.3%	8.8%	8.7%	8.3%
YouTube (不含TV)	YouTube (excluding TV)	10.6%	10.0%	10.2%	10.0%	10.8%	11.0%	12.4%	10.9%	10.7%	12.8%	13.4%	13.1%	12.6%
Disney+	Disney+	4.9%	4.8%	4.6%	4.6%	4.7%	4.8%	5.3%	5.0%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%
Amazon	Amazon	3.6%	3.5%	3.7%	4.0%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%	3.9%
Roku Channel	Roku Channel	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%
Tubi	Tubi	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%
Paramount	Paramount	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%
Warner/Discovery	Warner/Discovery	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%
Peacock	Peacock	1.4%	1.3%	1.5%	1.6%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%
其他流媒体	Other streaming media	6.2%	6.0%	6.3%	6.3%	6.0%	6.3%	6.1%	6.6%	6.5%	6.9%	6.6%	6.4%	6.3%
有线电视	Cable TV	26.1%	26.3%	25.0%	23.8%	24.4%	23.2%	24.0%	24.5%	24.1%	23.4%	22.2%	22.5%	22.3%
无线广播	Broadcast TV	22.6%	24.0%	23.7%	22.4%	22.5%	21.2%	20.5%	20.8%	20.1%	18.5%	18.4%	19.1%	22.3%
其他	Others	10.3%	9.2%	9.7%	10.5%	10.5%	12.1%	11.7%	10.4%	11.0%	12.1%	12.1%	12.0%	10.2%

资料来源：Nielsen，华泰研究

奈飞提价进程持续

截至 10 月 22 日，相较于 2Q，奈飞在瑞士、阿根廷及澳大利亚上调订阅价格，全球提价进程稳步推进。

图表7：奈飞 3Q25 至今提价国家情况

订阅价格	国家/地区	货币	广告点播	涨价幅度	基础套餐	涨价幅度	标准套餐	涨价幅度	高级套餐	涨价幅度
欧洲	Europe									
瑞士	Switzerland	CHF	-	-	15	15%	23	10%	30	7%
拉丁美洲	Latin America									
阿根廷	Argentina	ARS	-	-	7199	20%	11999	20%	15999	19%
亚洲	ASIA									
澳大利亚	Australia	AUD	9.99	25%	-	-	20.99	11%	28.99	12%

资料来源：公司公告，华泰研究

盈利预测

考虑到 25-27 年广告收入逐步起量，多元化内容布局深化，我们分别调整收入预测 0.6%、1%、0.3%，同步调整 25-27 年净利润预测-2.7%、0.2%、0.6%至 114 亿、142 亿、169 亿美元，25 年净利润下调主系 3Q 巴西税务纠纷的一次性费用影响。

图表8：奈飞财务预测

奈飞财务 美元 百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E
总收入	33,723	39,001	45,150	51,541	58,512	10,543	11,079	11,510	12,017	12,127
YoY	6.7%	15.6%	15.8%	14.2%	13.5%	12.5%	15.9%	17.2%	17.3%	15.0%
-流媒体收入	33,640	39,001	45,150	51,541	58,512	10,543	11,079	11,510	12,017	12,127
YoY	6.9%	15.9%	15.8%	14.2%	13.5%	12.5%	15.9%	17.2%	17.3%	15.0%
平均付费用户数量(百万)	260	302	327	346	369	305	311	318	327	333
YoY	12.8%	15.9%	8.6%	5.7%	6.6%	13.2%	12.0%	12.6%	8.6%	9.1%
ARPPU (US\$)	11.42	11.57	11.96	12.75	13.64	11.58	11.99	12.20	12.41	12.24
YoY	-1.5%	1.3%	3.4%	6.6%	6.9%	-1.7%	3.0%	4.3%	6.1%	5.7%
-其他收入	83	-	-	-	-	-	-	-	-	-
总成本	19,715	21,038	23,037	25,091	27,786	5,263	5,325	6,164	6,285	5,830
毛利	14,008	17,963	22,112	26,450	30,726	5,280	5,754	5,346	5,733	6,298
YoY	12.5%	28.2%	23.1%	19.6%	16.2%	20.2%	31.2%	13.6%	28.0%	19.3%
毛利率	41.5%	46.1%	49.0%	51.3%	52.5%	50.1%	51.9%	46.4%	47.7%	51.9%
销售费用率	7.9%	7.5%	6.7%	6.7%	6.7%	6.5%	6.4%	6.8%	6.9%	6.5%
研发费用率	7.9%	7.5%	7.6%	7.6%	7.4%	7.8%	7.4%	7.4%	7.6%	7.6%
管理费用率	5.1%	4.4%	4.0%	3.8%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%	4.0%
经营利润	6,954	10,418	13,865	17,106	20,326	3,347	3,775	3,248	3,495	4,100
经营利润率	20.6%	26.7%	30.7%	33.2%	34.7%	31.7%	34.1%	28.2%	29.1%	33.8%
净利润	5,408	8,712	11,449	14,190	16,857	2,890	3,125	2,547	2,886	3,448
YoY	20.4%	61.1%	31.4%	23.9%	18.8%	23.9%	45.6%	7.8%	54.5%	19.3%
净利润率	16.0%	22.3%	25.4%	27.5%	28.8%	27.4%	28.2%	22.1%	24.0%	28.4%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表9：华泰预测变动

(美元 百万)		2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	
营业收入	44,879	45,150	0.6%	51,028	51,541	1.0%	58,360	58,512	0.3%	
毛利润	22,472	22,112	-1.6%	26,619	26,450	-0.6%	30,906	30,726	-0.6%	
归母净利润	11,768	11,449	-2.7%	14,164	14,190	0.2%	16,756	16,857	0.6%	
变动 (pp)										
毛利率	50.07%	48.98%	-1.10	52.17%	51.32%	-0.85	52.96%	52.51%	-0.44	
归母净利润率	26.22%	25.36%	-0.86	27.76%	27.53%	-0.23	28.71%	28.81%	0.10	

资料来源：华泰研究预测

图表10：华泰预测 VS VA 一致预期

(美元 百万)		2025E			2026E			2027E		
	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	
营业收入	45,150	45,071	0.2%	51,541	50,946	1.2%	58,512	56,876	2.9%	
毛利润	22,112	22,149	-0.2%	26,450	25,889	2.2%	30,726	30,002	2.4%	
归母净利润	11,449	11,383	0.6%	14,190	13,889	2.2%	16,857	16,731	0.8%	

资料来源：VA 一致预期，华泰研究预测

公司估值

我们将奈飞目标价从 1441 美元下调至 1387.58 美元，对应 25 年 51.5 倍 PE，高于全球可比公司均值的 30.6 倍，溢价从前值 24.5x 缩窄至 20.9x，主要反映公司利润增速短期有所波动。估值溢价原因：奈飞作为流媒体龙头，通过自制头部影视剧集，形成内容供给侧壁垒。短期内，我们看好奈飞的含广告订阅方案，但对公司部分地区的单用户营收带来一定压力；展望中长期，奈飞广告业务增长空间较可比公司更高。

图表11：奈飞同业估值比较

公司	股票代码	收盘价 (交易货币)	净利润增长 (%)			GAAP PE (x)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
脸书	META US	733.3	16%	6%	14%	26.0	24.4	21.4
苹果 (FY+1)	AAPL US	262.8	18%	6%	8%	35.2	33.3	30.9
微软 (FY+1)	MSFT US	517.7	14%	17%	17%	33.2	28.4	24.3
谷歌	GOOG US	251.3	20%	7%	12%	25.4	23.4	20.5
迪士尼 (FY+1)	DIS US	114.3	158%	-18%	12%	16.0	19.5	17.3
市值加权平均PE						30.6	28.0	24.9

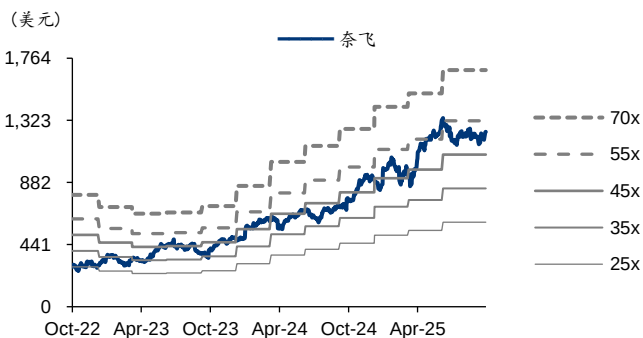
注：数据截至 10 月 21 日美股收盘（美东时间），所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

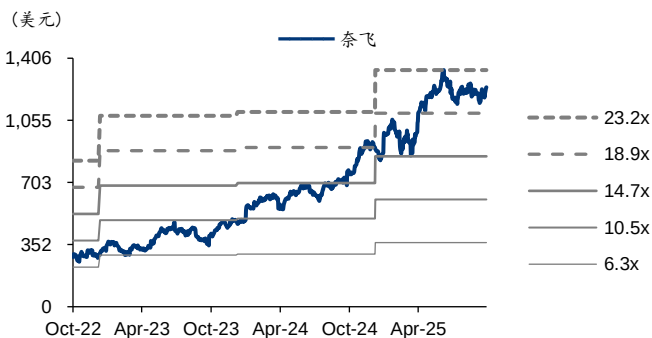
- 1) 新兴市场拓展不及预期：更多美国流媒体和互联网公司开始拓展新兴市场，迪士尼+，苹果电视，亚马逊等公司在亚洲市场加码布局自制内容，流媒体娱乐行业竞争更加激烈，存在新市场拓宽不及预期风险。
- 2) 剧集上线不及预期
- 3) 付费用户增速低于预期：25 年美国消费或呈现下行趋势，奈飞付费用户增速或低于预期。

图表12：奈飞 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表13：奈飞 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,723	39,001	45,150	51,541	58,512
销售成本	(19,715)	(21,038)	(23,037)	(25,091)	(27,786)
毛利润	14,008	17,963	22,112	26,450	30,726
销售及分销成本	(2,658)	(2,918)	(3,021)	(3,448)	(3,914)
管理费用	(2,676)	(2,925)	(3,416)	(3,925)	(4,307)
其他收入/支出	(1,720)	(1,702)	(1,811)	(1,971)	(2,179)
财务成本净额	(748.60)	(451.96)	(553.63)	(553.63)	(553.63)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	6,205	9,966	13,311	16,553	19,773
税费开支	(797.42)	(1,254)	(1,862)	(2,363)	(2,916)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	5,408	8,712	11,449	14,190	16,857
折旧和摊销	(14,554)	(15,630)	(16,578)	(17,858)	(19,428)
EBITDA	21,508	26,048	30,443	34,964	39,754
EPS (美元, 基本)	12.25	20.28	27.34	34.75	42.34

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	2,780	3,517	4,275	4,880	5,540
现金及现金等价物	7,117	7,805	9,397	11,686	14,297
其他流动资产	4.98	8.31	14.18	12.43	10.95
总流动资产	9,918	13,100	17,367	20,261	23,532
固定资产	1,491	1,594	1,656	1,752	1,833
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	37,322	38,936	41,728	44,984	47,089
总长期资产	38,814	40,530	43,383	46,736	48,922
总资产	48,732	53,630	60,751	66,997	72,454
应付账款	2,551	3,056	3,082	3,606	3,800
短期借款	1,843	3,305	3,545	3,794	4,066
其他负债	4,466	4,394	4,966	6,185	7,021
总流动负债	8,861	10,755	11,594	13,585	14,888
长期债务	16,722	15,579	15,515	15,462	15,435
其他长期债务	2,561	2,552	2,552	2,552	2,552
总长期负债	19,283	18,131	18,067	18,014	17,987
股本	5,145	6,252	6,252	6,252	6,252
储备/其他项目	15,443	18,491	24,838	29,146	33,327
股东权益	20,588	24,744	31,090	35,398	39,579
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	20,588	24,744	31,090	35,398	39,579

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	101.36	61.20	45.41	35.72	29.32
PB	26.62	21.55	16.72	14.32	12.49
EV EBITDA	25.38	20.97	17.89	15.55	13.64
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	3.82	4.60	5.15	6.10	6.84

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	21,508	26,048	30,443	34,964	39,754
融资成本	748.60	451.96	553.63	553.63	553.63
营运资本变动	(116.15)	(33.10)	(816.71)	167.85	(193.58)
税费	(797.42)	(1,254)	(1,862)	(2,363)	(2,916)
其他	(14,069)	(17,852)	(19,807)	(23,753)	(26,513)
经营活动现金流	7,274	7,361	8,510	9,569	10,685
CAPEX	(348.55)	(439.50)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
其他投资活动	890.30	(1,742)	(1,916)	(1,916)	(1,916)
投资活动现金流	541.75	(2,182)	(2,416)	(2,416)	(2,416)
债务增加量	(209.66)	(345.07)	(345.07)	(345.07)	(345.07)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(5,741)	(3,729)	(4,159)	(4,519)	(5,312)
融资活动现金流	(5,951)	(4,074)	(4,504)	(4,864)	(5,657)
现金变动	1,948	1,105	1,590	2,289	2,611
年初现金	5,170	7,119	7,807	9,397	11,686
汇率波动影响	82.68	(416.30)	0.00	0.00	0.00
年末现金	7,119	7,807	9,397	11,686	14,297

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	6.67	15.65	15.77	14.16	13.53
毛利润	12.54	28.23	23.10	19.62	16.17
营业利润	23.45	49.81	33.09	23.38	18.82
净利润	20.39	61.09	31.42	23.94	18.79
EPS	21.22	65.61	34.79	27.12	21.84
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	41.54	46.06	48.98	51.32	52.51
EBITDA	63.78	66.79	67.43	67.84	67.94
净利润率	16.04	22.34	25.36	27.53	28.81
ROE	26.15	38.43	41.01	42.68	44.96
ROA	11.11	17.02	20.02	22.22	24.18
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	36.07	31.43	18.79	9.06	0.63
流动比率	1.12	1.22	1.50	1.49	1.58
速动比率	1.12	1.22	1.50	1.49	1.58

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.69	0.76	0.79	0.81	0.84
应收账款周转天数	31.96	29.06	31.06	31.97	32.05
应付账款周转天数	43.25	47.98	47.96	47.98	47.98
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA

每股指标 (美元)

EPS	12.25	20.28	27.34	34.75	42.34
每股净资产	46.63	57.61	74.24	86.69	99.42

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄琬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司