

2025 年 10 月 22 日

Netflix (NFLX.US)

SDICS

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

3 季度利润低于预期，维持全年收入指引

奈飞 3Q25 收入符合预期，经营利润低于指引 15%，巴西特别税项确认对本季度经营利润率有 5 个百分点影响。公司维持全年收入同比增 17% 指引不变，我们预计 4 季度内容旺季会员增长有望环比加速。维持增持评级。

报告摘要

3 季度因巴西特别税务因素经营利润低于指引 15%：3 季度总收入 115 亿美元，同比增 17%，符合指引及市场预期，增长驱动为订阅会员增长、提价影响、广告增量。分区域看，美国&加拿大、EMEA 收入同比增 17%、18%，贡献收入增量的 44%、34%，对总收入的贡献为 44%、32%。经营利润同比增 12% 至 32 亿美元，低于指引/市场预期 10%/11%，经营利润率 28.2%，低于指引（31.5%），主要因确认巴西税务款项 6.19 亿美元（CIDE 税，一项巴西联邦政府层面特别消费税，计入营业成本），该项税款覆盖周期为 2022 年至 3Q25，其中 20% 来自 2025 年展业，80% 来自 2022-2024 年。该项税务此前未纳入指引，若剔除其影响，经营利润率为 33%，高于指引。净利润 25 亿美元，同比增 8%，净利润率 22%，同比下降 2 个百分点。

维持全年收入指引，基于 Q3 利润相应下调全年利润指引：公司预计 4 季度收入同比增 17%，经营利润率 23.9%，同比增 2 个百分点。预计全年收入 451 亿美元，同比增 16%，与上个季度指引（448 亿美元-452 亿美元，同比增 15%-16%）保持一致，广告收入翻倍预期维持不变。考虑 3 季度利润低于指引，全年经营利润率预测从 29.5% 小幅下调至 29.0%。

内容&用户侧的竞争优势仍在：3 季度在美国/英国市场的用户观看时长份额为 8.6%/9.4%（Nielson/Barb 数据），创新高。4 季度内容储备丰富，包括《怪奇物语》终季、NFL 圣诞赛季等，预计有望带动会员增长环比加速。10 月宣布与 Spotify 达成战略合作，Spotify 部分热门视频播客将自 2026 年上线 Netflix，平台的内容丰富度持续提升，有望带动用户市场份额提升。3 季度内容现金支出 46 亿美元，同比增 13%，较上半年加速。

财务预测及估值：我们微调 2025 年收入预测，下调全年经营利润/净利润 8%/10%，预计净利润 110 亿美元，同比增 25%，净利润率 24%，同比提升 2 个百分点。基于 2025E-2034E 10 年 DCF 模型，目标价调整至 1,313 美元（前值：1,379 美元），对应 40.5x/36.4x 2026E/2027E 市盈率，维持**增持**评级。季度利润不及预期或影响短期情绪，但非基本面恶化所致，我们从内容投入及用户粘性角度，观察到公司中长期维度与竞对的竞争优势仍有扩大的趋势。年初至今 Netflix 股价累计涨幅 39%，对比 S&P500/纳指增 15%/19%，表现仍优于大盘。此外，公司仍维持稳定的回购节奏，3 季度回购 19 亿美元，剩余回购额度 101 亿美元。后续建议关注广告业务进展、会员里程碑数据公布等。

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	45,092	52,900	58,325
同比增长（%）	6.7%	15.6%	15.6%	17.3%	10.3%
净利润（百万美元）	5,408	8,712	10,928	13,737	15,292
净利润率（%）	16.0%	22.3%	24.2%	26.0%	26.2%
摊薄每股盈利（美元）	12.0	19.8	25.1	31.6	35.2
市盈率（倍）	97.5	60.5	48.3	38.4	34.5
市销率（倍）	15.6	13.5	11.7	10.0	9.0
净资产收益率（%）	26.3%	35.2%	36.3%	39.0%	38.7%

数据来源：公司财报，国证国际预测

投资评级：

增持

维持 评级

6 个月目标价

1,313 美元

股价(2025-10-21)

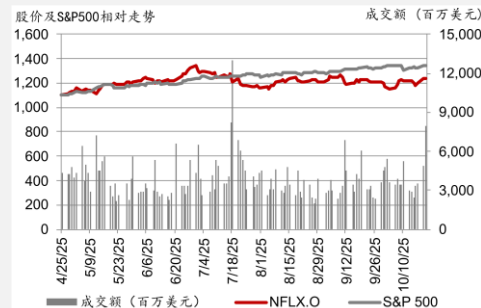
1,241.35 美元

总市值(百万美元)	527,482
流通市值(百万美元)	523,823
总股本(百万股)	425
流通股本(百万股)	422
12 个月低/高(美元)	821.1/1341.2
平均成交(百万美元)	3,667

股东结构

Vanguard	9.03%
Blackrock	8.00%
FMR LLC	5.20%
Capital Group	4.42%
其他	73.35%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.11	-2.44	47.66
绝对收益	1.17	4.31	62.50

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

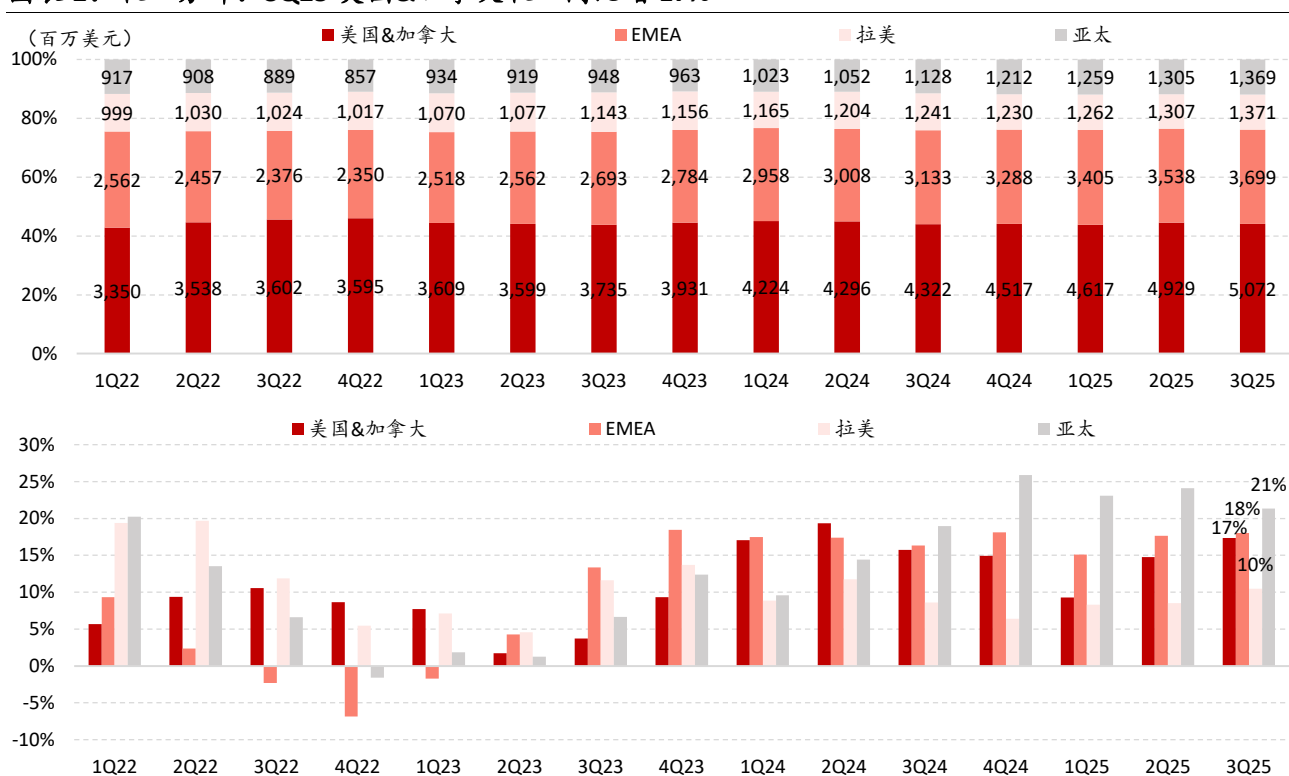
2025 年 3 季度业务概览

图表 1: 3Q25 业绩: 收入基本符合预期, 净利润低于指引 15%

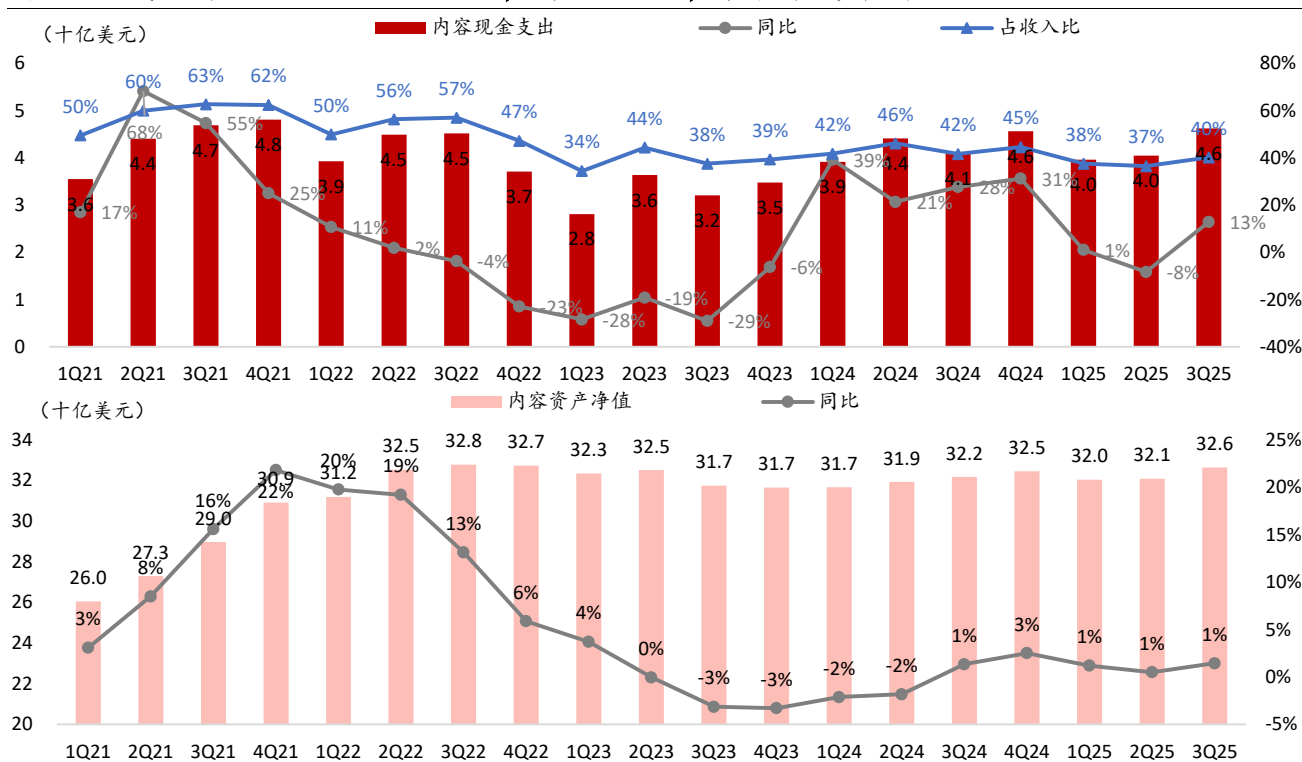
Netflix(NFLX.US) 百万美元	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	国证国际 预测	差异	彭博一致 预期	差异
总收入	9,825	10,247	10,543	11,079	11,510	11,540	-0.3%	11,519	-0.1%
同比	15.0%	16.0%	13%	16%	17%	17.5%		22.9%	
收入指引	9,727	10,128	10,416	11,035	11,526				
vs. 指引	1.0%	1.2%	1.2%	0.4%	-0.1%				
营业成本	5,120	5,767	5,263	5,325	6,164	5,898	5%	5,785	7%
毛利	4,705	4,479	5,280	5,754	5,346	5,641	-5%	5,734	-7%
毛利率	47.9%	43.7%	50.1%	51.9%	46.4%	48.9%		49.8%	
营销费用	643	976	688	713	786	744	6%	778	1%
研发费用	735	777	823	825	854	823	4%	850	0%
行政费用	417	454	421	441	458	467	-2%	450	2%
占收入比:									
营销费用	6.5%	9.5%	6.5%	6.4%	6.8%	6.4%		6.8%	
研发费用	7.5%	7.6%	7.8%	7.4%	7.4%	7.1%		7.4%	
行政费用	4.2%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%		3.9%	
经营利润	2,909	2,273	3,347	3,775	3,248	3,608	-10%	3,634	-11%
经营利润率	29.6%	22.2%	31.7%	34.1%	28.2%	31.3%		31.5%	
经营利润指引	2,730	2,190	2,940	3,675	3,625				
vs. 指引	6.6%	3.8%	13.8%	2.7%	-10.4%				
净利润	2,364	1,869	2,890	3,125	2,547	2,964	-14%	3,007	-15%
净利润率	24.1%	18.2%	27.4%	28.2%	22.1%	25.7%		26.1%	
净利润指引	2,237	1,847	2,440	3,055	2,979				
vs. 指引	5.7%	1.2%	18.5%	2.3%	-14.5%				

资料来源: 公司财报, 彭博, 国证国际预测

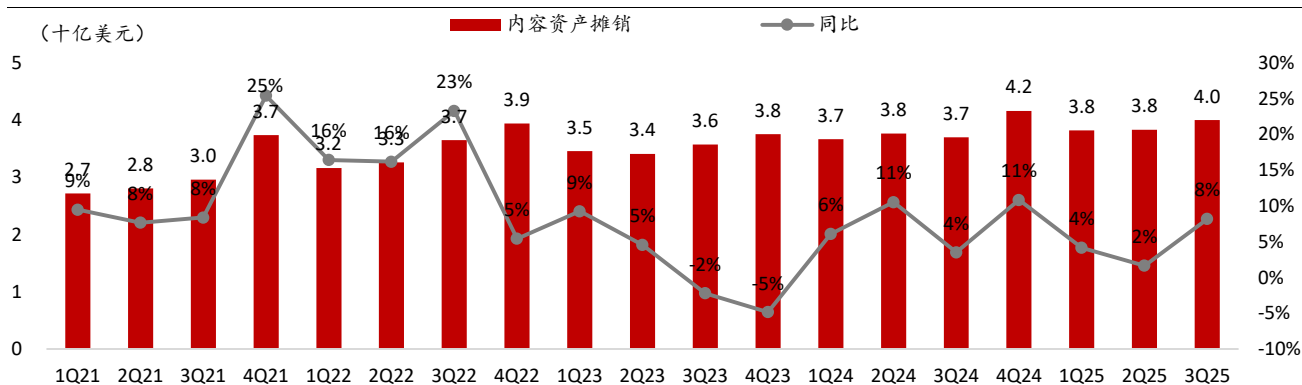
图表 2: 收入分部: 3Q25 美国&加拿大收入同比增 17%



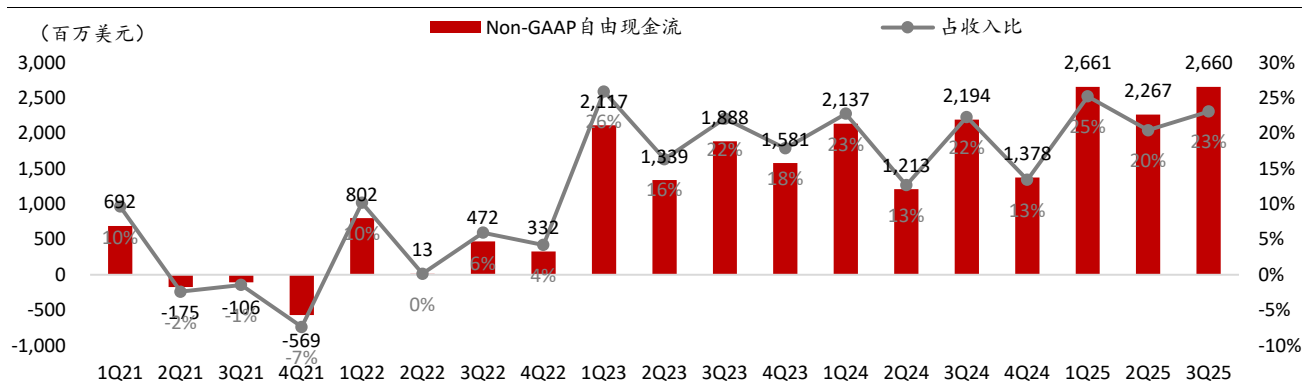
资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 3: 3Q25 内容现金支出 46 亿美元，同比增 13%，期末内容资产净值 326 亿美元


资料来源：公司财报，国证国际

图表 4: 3Q25 内容资产摊销同比增 8%


资料来源：公司财报，国证国际

图表 5: 3Q25 经调整自由现金流 27 亿美元


资料来源：公司财报，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	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	9,825	10,543	11,079	11,510	11,959	33,723	39,001	45,092	52,900	58,325
同比	15.0%	12.5%	15.9%	17.2%	16.7%	6.7%	15.6%	15.6%	17.3%	10.3%
营业成本	-5,120	-5,263	-5,325	-6,164	-6,683	-19,715	-21,038	-23,435	-27,282	-29,963
毛利	4,705	5,280	5,754	5,346	5,276	14,008	17,963	21,656	25,618	28,362
毛利率	48%	50%	52%	46%	44%	42%	46%	48%	48%	49%
营销费用	-643	-688	-713	-786	-1,056	-2,658	-2,918	-3,244	-3,779	-4,196
占收入比	6.5%	6.5%	6.4%	6.8%	8.8%	7.9%	7.5%	7.2%	7.1%	7.2%
研发费用	-735	-823	-825	-854	-882	-2,676	-2,925	-3,383	-3,916	-4,289
占收入比	7.5%	7.8%	7.4%	7.4%	7.4%	7.9%	7.5%	7.5%	7.4%	7.4%
行政费用	-417	-421	-441	-458	-492	-1,720	-1,702	-1,813	-1,968	-2,141
占收入比	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%	5.1%	4.4%	4.0%	3.7%	3.7%
经营利润	2,909	3,347	3,775	3,248	2,846	6,954	10,418	13,216	15,954	17,736
经营利润率	29.6%	31.7%	34.1%	28.2%	23.8%	20.6%	26.7%	29.3%	30.2%	30.4%
税前利润	2,703	3,214	3,632	3,109	2,705	6,205	9,966	12,660	15,435	17,182
所得税	-339	-323	-506	-562	-340	-797	-1,254	-1,732	-1,698	-1,890
净利润	2,364	2,890	3,125	2,547	2,365	5,408	8,712	10,928	13,737	15,292
净利润率	24.1%	27.4%	28.2%	22.1%	19.8%	16.0%	22.3%	24.2%	26.0%	26.2%
EBITDA	2,990	3,427	3,855	3,336	2,564	7,311	10,747	13,658	16,586	18,433
经调整EBITDA	3,056	3,427	3,855	3,336	2,564	7,650	11,019	13,182	17,166	19,090
经调整EBITDA利润率	31.1%	32.5%	34.8%	29.0%	21.4%	22.7%	28.3%	29.2%	32.5%	32.7%

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 1,313 美元

百万美元	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
EBIT	13,216	15,954	17,736	20,346	23,271	26,316	29,662	33,193	37,417	42,192
同比	26.9%	20.7%	11.2%	14.7%	14.4%	13.1%	12.7%	11.9%	12.7%	12.8%
所得税	-1,732	-1,698	-1,890	-2,177	-2,497	-2,831	-3,198	-3,585	-4,048	-4,572
折旧及摊销成本	442	632	696	803	910	1,029	1,123	1,217	1,330	1,456
资本性支出	-271	-317	-350	-389	-426	-465	-508	-550	-602	-658
运营资金变化	-162	31	-406	-137	-493	-240	-625	-379	-714	-471
自由现金流	11,494	14,601	16,791	19,310	22,206	25,537	29,368	33,773	38,839	44,665
同比	27.4%	27.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
贴现系数	1.0000	0.9041	0.8173	0.7389	0.6680	0.6039	0.5460	0.4936	0.4463	0.4034
贴现自由现金流	11,494	13,200	13,724	14,268	14,835	15,423	16,035	16,671	17,332	18,020
终值贴现	400,476									
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%									
WACC										
		9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%	11.6%	12.1%		
	4.3%	1,446	1,299	1,178	1,077	991	917	853		
	4.8%	1,574	1,400	1,258	1,142	1,044	962	890		
	5.3%	1,738	1,524	1,355	1,219	1,107	1,013	933		
	5.8%	1,951	1,681	1,475	1,313	1,182	1,074	983		
	6.3%	2,241	1,886	1,627	1,428	1,272	1,145	1,041		
	6.8%	2,659	2,166	1,825	1,575	1,383	1,233	1,111		
	7.3%	3,315	2,570	2,095	1,766	1,524	1,340	1,195		
DCF 估值		永续增长率								
现值	562,973									
净债务	5,139									
股权价值 (百万美元)	557,834									
总股数 (百万)	425									
DCF 目标价 (美元)	1,313									

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	45,092	52,900	58,325	现金及现金等价物	7,117	7,805	9,710	13,184	15,863
营业成本	19,715	21,038	23,435	27,282	29,963	短期投资	21	1,779	1,957	2,153	2,368
毛利润	14,008	17,963	21,656	25,618	28,362	其他流动资产	2,780	3,517	2,816	2,774	2,767
销售费用	-2,658	-2,918	-3,244	-3,779	-4,196	流动资产总额	9,918	13,100	14,482	18,111	20,998
研发费用	-2,676	-2,925	-3,383	-3,916	-4,289	内容资产净值	31,658	32,452	38,272	41,196	43,088
管理费用	-1,720	-1,702	-1,813	-1,968	-2,141	物业、厂房及设备	1,491	1,594	1,769	2,340	2,579
营业利润	6,954	10,418	13,216	15,954	17,736	其他非流动资产	5,664	6,484	3,312	3,356	3,117
利息费用	-700	-719	-721	-742	-753	总资产	48,732	53,630	57,835	65,003	69,782
利息收入	-49	267	165	222	200	流动内容负债	4,466	4,394	5,296	6,213	6,850
税前利润	6,205	9,966	12,660	15,435	17,182	应付账款	747	900	780	1,006	947
所得税	-797	-1,254	-1,732	-1,698	-1,890	其他应付款	1,804	2,157	2,264	2,567	2,796
净利润	5,408	8,712	10,928	13,737	15,292	递延收入	1,443	1,521	1,898	2,208	2,445
EBITDA	7,311	10,747	13,658	16,586	18,433	短期借款	400	1,784	0	0	0
经调整EBITDA	7,650	11,019	13,182	17,166	19,090	流动负债总额	8,861	10,755	10,238	11,995	13,039
						非流动内容负债	2,578	1,781	3,087	3,621	3,992
						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	3,425	4,018	4,430
						总负债	28,144	28,887	27,761	29,745	30,318
						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	-6,697	-16,583	-28,886
						留存收益	22,589	31,301	42,229	55,966	71,259
						股东权益总额	20,588	24,744	30,074	35,258	39,464
						负债及权益总额	48,732	53,630	57,835	65,003	69,782
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)*	97.5	60.5	48.3	38.4	34.5	税前利润	6,205	9,966	12,660	15,435	17,182
P/B(x)	25.6	21.3	17.5	15.0	13.4	财务费用	-749	-452	-556	-519	-554
毛利率	41.5%	46.1%	48.0%	48.4%	48.6%	折旧及摊销	357	329	442	632	696
净利润率	16.0%	22.3%	24.2%	26.0%	26.2%	所得税	-797	-1,254	-1,732	-1,698	-1,890
营销费率	7.9%	7.5%	7.2%	7.1%	7.2%	营运资金变动	-116	-33	-162	31	-406
研发费用率	7.9%	7.5%	7.5%	7.4%	7.4%	经营活动现金流	7,274	7,361	12,670	14,923	15,603
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	-771	-817	-850
经营费用率	20.9%	19.3%	18.7%	18.3%	18.2%	融资活动现金流	-5,951	-4,074	-9,886	-10,483	-11,850
经营利润率	20.6%	26.7%	29.3%	30.2%	30.4%	期初现金	5,171	7,119	7,807	9,710	13,184
ROE	26.3%	35.2%	36.3%	39.0%	38.7%	期末现金	7,119	7,807	9,710	13,184	15,863
ROA	11.1%	16.2%	18.9%	21.1%	21.9%						
资产权益比	237%	217%	192%	184%	177%						

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