

买入

2025 年 10 月 27 日

短期税务问题和行业整合不改变长期逻辑

- **全球用户持续转向流媒体，有线电视市场进一步萎缩，流媒体行业依然具备渗透空间：**目前有线电视在美国和英国依然是主流，占总电视观看时长的 42% 和 46%，但流媒体正在加速侵蚀其份额。美国流媒体时长由 2022Q4 25% 提升至当前 38%，其中奈飞从 7.5% 增加至 8.6%；英国流媒体时长由 2022Q4 15% 提升至当前 27%，其中奈飞从 7.7% 增加至 9.4%。目前奈飞在其目标市场的消费支出份额为 7%，公司旨在通过优质原创/授权内容，结合赛事直播、播客等新业态来提升在整体市场的观看时长及支出占比。AI 应用为内容创作提供了工具，例如特效降本，但现阶段 AI 本身无法对流媒体形成替代。
- **广告对增量收入的贡献持续提升：**公司在 Upfront 2025 的广告预售情况良好，预计 2025 年广告收入同比翻倍。2025Q4 其程序化广告服务将整合至亚马逊 DSP 和日本 AJA，广告主的多样性将进一步提升。
- **潜在并购对流媒体的竞争格局影响有限：**近期华纳兄弟探索（旗下有 HBO）宣布将出售部分或全部业务，据报道已收到苹果、亚马逊、奈飞和康卡斯特收购意向。奈飞注重盈利性增长，会进行选择性和并购但无意收购传统媒体网络。我们认为公司可能考虑收购其流媒体业务，但并购本身并不改变公司的长期战略，过往迪士尼收购福克斯、亚马逊收购米高梅都未从本质上颠覆行业格局。
- **2025Q3 业绩摘要：**收入同比增长 17% 至 115.10 亿美元，符合公司指引。本季度由于巴西税务影响，公司在成本项中计提了 6.19 亿美元，涵盖 2022 年至今的额外经营成本，导致利润端表现不及预期。运营利润为 32.48 亿美元，对利润率为 28.2%，低于指引的 31.5%，剔除税务影响将超预期。摊薄后 EPS 同比增长 9% 至 5.87 美元。自由现金流同比增长 21% 至 26.60 亿美元。
- **2025 年指引：**预计全年收入约为 451 亿美元，同比增长 16%。考虑到巴西税务影响，将全年运营利润率指引由 30% 下调至 29%，公司表示该项费用不会显著影响未来业绩。由于现金内容支出低于此前预期，将自由现金流指引由 80-85 亿上调至 90 亿美元。当前仍有 101 亿美元的回购额度，季度末现金及等价物 930 亿美元。
- **目标价 1,319.00 美元，买入评级：**采用 DCF 法估值，求得目标价 1,319.00 美元，较当前股价有 20.5% 的上升空间，买入评级。当前价格对应 2025 至 2027 年市盈率分别为 42/34/28 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

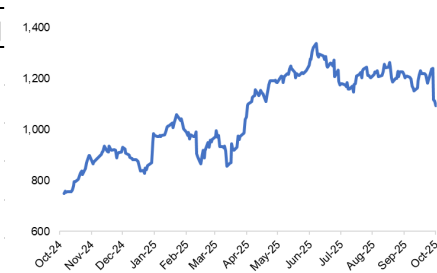
行业	流媒体	
股价	1,094.69 美元	
目标价	1,319.00 美元 (+20.5%)	
股票代码	NFLX US	
总股数	4.24 亿股	
市值	4,639 亿美元	
52 周高/低	1,341 美元/748 美元	
每股账面值	61.25 美元	
主要股东	Vanguard Group	9.04%
	BlackRock	8.00%
	FMR	4.73%
	Capital Group	4.43%

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	26.0	32.1	38.9
变动	21.2%	65.6%	28.1%	23.4%	21.3%
基于1094.69美元的市盈率 (估)	89.4	54.0	42.1	34.1	28.1

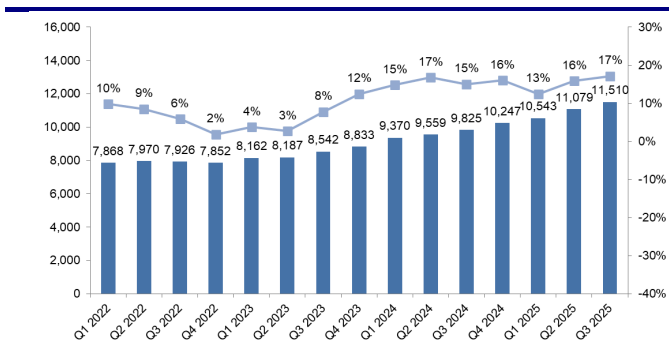
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



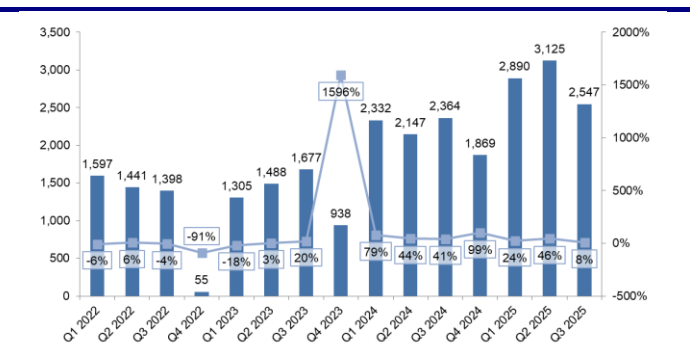
来源：彭博

图表 1：总收入及同比增速（百万美元）



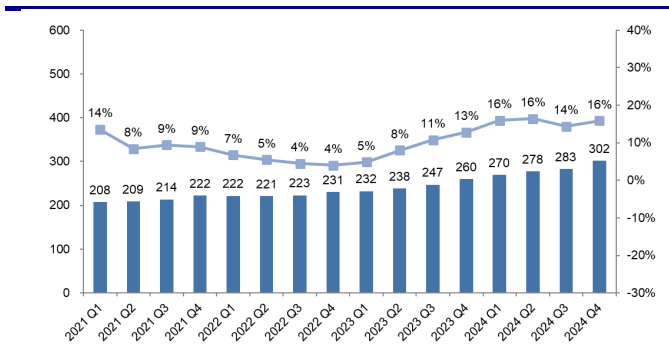
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：净利润及同比增速（百万美元）



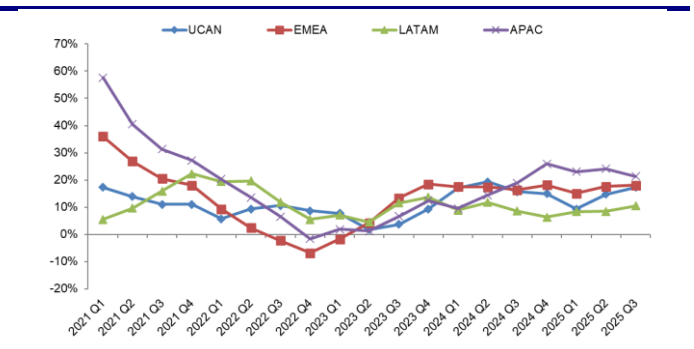
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 3：流媒体付费用户数（百万）



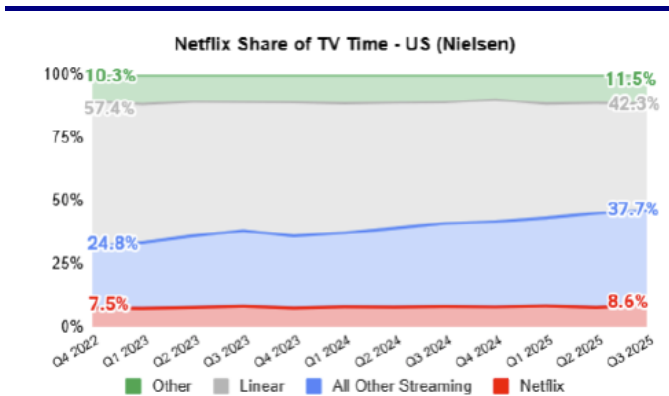
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：分地区收入同比增速



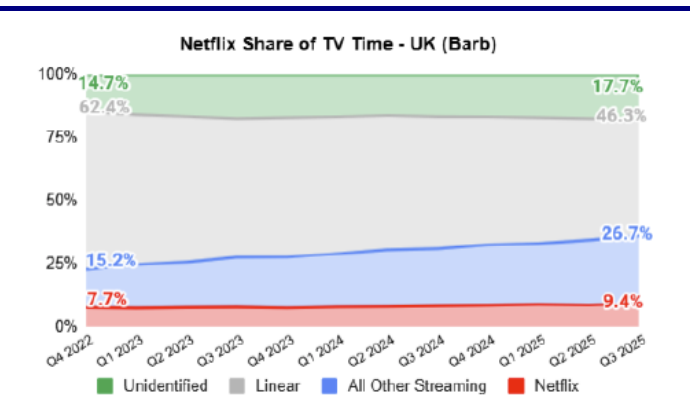
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5：美国电视观看时长（Nielsen）



资料来源：公司资料

图表 6：英国电视观看时长（Barb）



资料来源：公司资料

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	25.99	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		21%	25%	20%	18%	18%	15%	15%	10%	5%	5%
自由现金流量	9,064	11,008	13,783	16,540	19,517	23,030	26,484	30,457	33,503	35,178	36,937
折合至2024年的现金流量	9,064	10,099	11,601	12,772	13,826	14,968	15,792	16,661	16,814	16,197	425,169
永续期折现值											969,592
基本参数:											
WACC	9.0%										
长期增长率	5.0%										
债券价值	0										
股数 (百万)	432										
公司价值计算											
现金流折现	562,963										
减: 净金融负债	(6,850)										
股本价值	569,812										
股数 (百万)	432										
DCF法之每股价值 (美元)	1,319.00										
升值空间	20.5%										

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%	47.8%	43.6%	38.6%
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%	39.1%	39.5%	37.9%
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	7,069	10,077	15,860	+ 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)	(1,736)	(2,097)	(1,948)
总计流动资产	9,266	9,918	13,100	12,364	15,372	21,155	经营活动现金流量	2,026	7,274	7,361	9,592	11,614	14,450
							+ 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	41,311	44,404	47,341	投资活动现金	(2,076)	542	(2,182)	(527)	(607)	(667)
总资产	48,595	48,732	53,630	53,676	59,777	68,496	+ 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	0	0	0	+ 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	9,229	9,569	9,841	+ 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)	(9,800)	(8,000)	(8,000)
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)	(9,800)	(8,000)	(8,000)
总负债	27,817	28,144	28,887	25,649	26,083	26,453	现金净增减	(885)	1,948	689	(736)	3,008	5,783
总股东权益	20,777	20,588	24,744	28,026	33,694	42,043	现金剩余	5,171	7,119	7,807	7,072	10,080	15,863

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。