

## 公司报告

## 奈飞 (NFLX US)

## 竞购华纳之路波折不断

■ Netflix 以约 700 亿美元领先竞购华纳兄弟探索公司 (WBD) 影业及流媒体资产；公开竞拍对手派拉蒙提出全现金收购方案，康卡斯特亦意欲加入竞争

■ WBD 的流媒体及影业资产对 Netflix 具有战略价值，若收购成功，凭借其财务承受能力，叠加 WBD 的知识产权和用户基础，有望进一步提升 Netflix 的市场地位

■ 增持评级：因市场多重因素及最新 WBD 竞购影响，股价近期走低，我们看好长期上涨空间，提供买入机会

我们认为该交易具有战略意义，并在长期内带来积极影响

利好因素：1) 订阅规模提升：如果 Netflix 竞标成功，将把其 3 亿订阅用户与 HBO Max 的 1.2 亿以上用户合并，总数超过 4 亿，市场份额从 20% 提升至 28%。2) WBD 拥有大量全球知名且高价值的 IP 资产。3) 如果派拉蒙收购 WBD，其订阅用户将提升至 2 亿以上，而在以固定成本为主、单用户边际利润高的视频点播 (VOD) 行业中，订阅规模是关键因素，这将使其成为更强的竞争者。4) 成本协同：Netflix 管理层以高效著称，能够通过削减重叠职能实现成本协同效应。5) WBD 在 2025 年预计流媒体和制片业务收入分别为 108 亿和 130 亿美元，总计 238 亿美元，相当于 Netflix 的 52%；调整后 EBITDA 为 25 亿美元，总计 39 亿美元，仅为 Netflix 的 28%。该交易对应企业价值约 920 亿美元，2025 年预期 EV/EBITDA 倍数为 23.6 倍，而 Netflix 当前为 32 倍。6) 交易包括 WBD 位于加州伯班克的大型制片厂，有助于扩大美国制作能力，并缓解此前因特朗普政府媒体进口关税风险带来的担忧。

## 交易障碍因素

不利因素：1) 两平台之间存在显著的订阅用户重叠 (约 25%-30%，[链接](#))，同时 Netflix 在短期 (26 年) 面临执行风险。2) 债务飙升：假设以全现金方式完成交易，收购价为 700 亿美元，全部通过新增借款融资，并按比例承担 WBD 约 66% 的债务 (约 220 亿美元)。交易完成后，总债务将增至 1070 亿美元，净债务约 980 亿美元，相当于 Netflix 当前过去 12 个月经营现金流的 10 倍上限，并将在 WBD 业务并表后有所降低。3) 据媒体报道，特朗普政府因反垄断问题反对 Netflix 与华纳交易，而派拉蒙律师则在致 CEO David Zaslav 的信件中质疑 WBD 出售流程的公平性和充分性 ([链接](#))。

## 长期增长可见性，价值发掘

我们预计 25 年四季度和 2026 年非 GAAP 归母净利润同比增长分别为 19% 和 24%。以 2025-27 年盈利复合年增长率计算，Netflix 当前 2026E PEG 为 1.8 倍，相较于美国主要科技公司的中位数 2.0 倍。主要风险：1) 宏观环境；2) 竞争；3) 监管；4) 劳资纠纷。

## 盈利预测及估值

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	33,723	39,001	45,053	50,060	55,376
同比增速	7%	16%	16%	11%	11%
经营利润	6,954	10,418	13,328	16,451	19,060
非 GAAP 经营利润	7,293	10,690	13,634	16,857	19,510
净利润	5,408	8,712	10,945	13,547	15,817
非 GAAP 净利润	6,259	9,479	11,251	13,953	16,266
同比增速	12%	51%	19%	24%	17%
非 GAAP 每股盈利 (美元)	13.9	21.6	25.9	32.4	38.2
市销率 (倍)	13.0	11.2	9.7	8.7	7.9
市盈率 (倍) *	69.9	46.1	38.9	31.3	26.9
ROE (%)	26.1	38.4	41.7	45.2	45.0

注：截至 2025 年 12 月 4 日的收盘价；资料来源：彭博、公司数据、招商证券 (香港) 预测；\* 基于非 GAAP 净利润

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

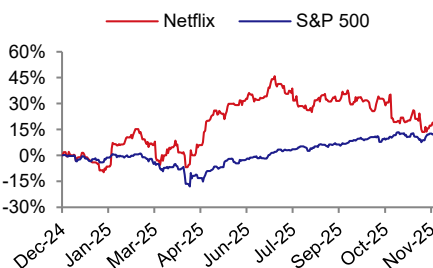
## 与市场的预期差

我们对潜在收购案持中性态度，尽管短期面临逆风，此举有望进一步巩固公司长期市场地位，依托 IP 组合与订阅规模扩张。

## 增持

前次评级	增持
股价 (2025 年 12 月 4 日)	103 美元
12 个月目标价 (上涨/下跌空间)	142 美元 (+39%)
前次目标价	142 美元

## 股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
NFLX	(0.6)	(10.2)	21.2
S&P 500	2.7	5.4	15.2

## 行业：TMT

S&P 500 (2025 年 12 月 4 日)	6,857
---------------------------	-------

重要数据	
52 周股价区间 (美元)	82 - 134
美股市值 (十亿美元)	437.4
日均成交量美股 (百万股)	36.45

主要股东	
Hastings Wilmot	0.5%
其他股东	0.2%
自由流通量	99.3%

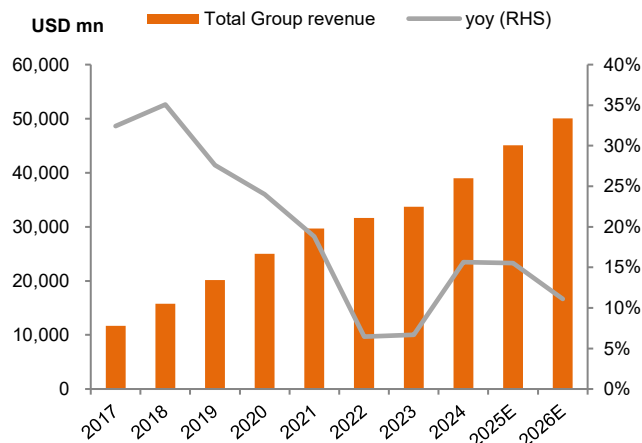
资料来源：彭博、招商证券 (香港)

## 相关报告

1. Netflix (NFLX US) - 二季度业绩超预期，上调全年营收指引，下半年内容阵容强劲 (增持) (2025/7/18)
2. Netflix (NFLX US) - 提价助长一季度业绩超预期 (增持) (2025/4/22)
3. Netflix (NFLX US) - 四季度业绩和付费用户季度净增超预期 (增持) (2025/1/22)

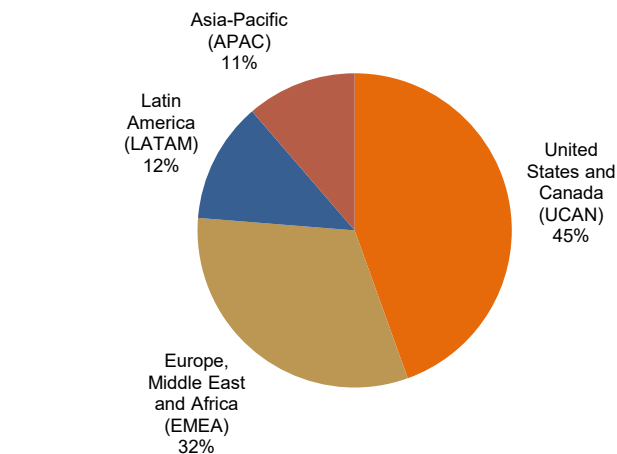
## 重点图表

图1: 收入表现



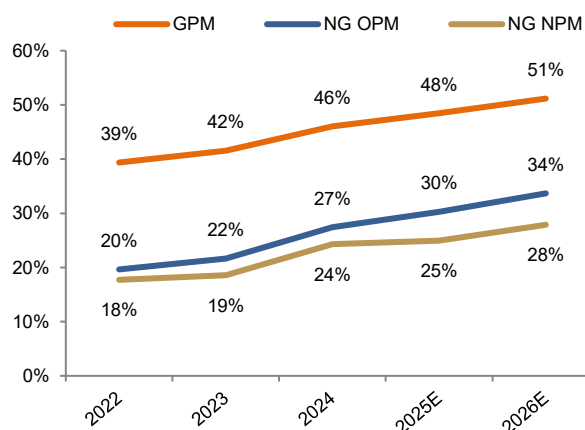
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图2: 集团25财年分地区收入



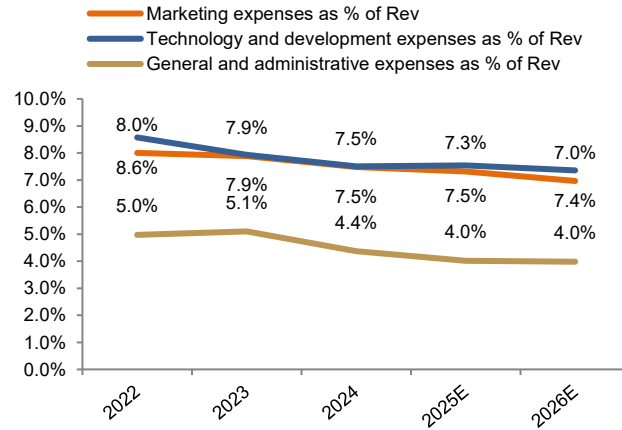
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图3: 非GAAP利润率



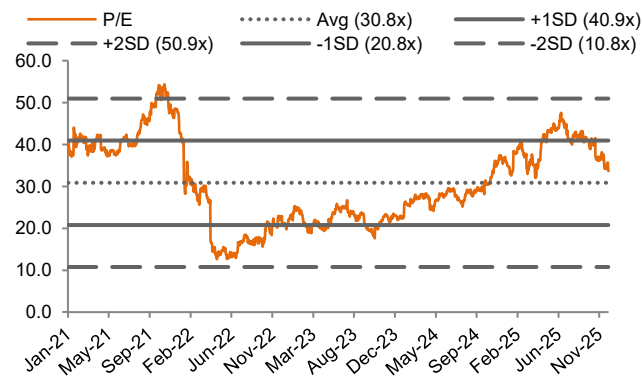
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图4: 经营费率



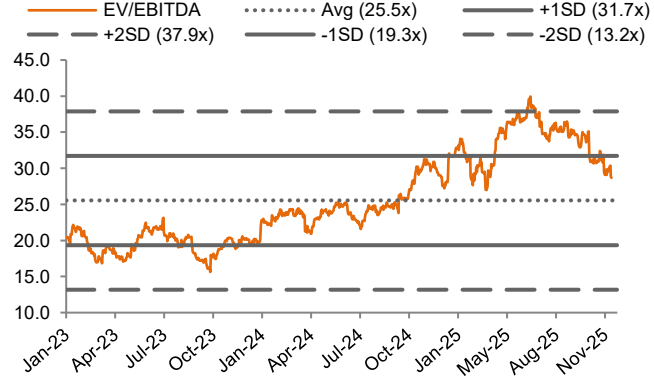
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图5: 市盈率区间, 维持在历史平均水平



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图6: EV/EBITDA区间, 维持在历史平均水平



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

华纳兄弟探索公司（纳斯达克：WBD）于 2022 年 4 月由 AT&T 旗下 WarnerMedia 与 Discovery, Inc. 通过价值 430 亿美元的全股票合并成立。

公司业务包括三大运营板块：

**流媒体：**WBD 的主要增长引擎 MAX（前身为 HBO Max），在全球 80 多个国家通过 MAX 提供 HBO 剧集（《继承之战》《权力的游戏》）、华纳兄弟电影（《DC》《哈利波特》）及体育赛事（NBA）直播。

**制片厂：**内容创作与 IP 变现，收入来源包括院线、流媒体、授权和游戏。华纳兄弟探索公司（WBD）旗下制片厂因拥有《哈利·波特》《权力的游戏》、DC 漫画超级英雄（如蝙蝠侠和超人）、《真人快打》等标志性知识产权而广为人知。此外，该交易包含 WBD 位于加利福尼亚伯班克的大型制片厂，有助于提升美国本土制作能力，并缓解此前关于特朗普政府媒体进口关税风险的担忧。

**线性业务：**传统媒体，包括有线及广播电视，聚焦于娱乐（重磅电影、游戏节目及真人秀）、新闻（CNN International）和体育（Eurosport），其收入主要来自广告。

2022 年至 2024 年期间，WBD 收入呈现下滑趋势，主要由于制片厂和线性业务的收入下降，而流媒体订阅的增长在一定程度上弥补了部分跌幅。2025 年前九个月，受益于制片厂收入增长（主要来自 F1 和 Minecraft Movie 等热门电影），公司营收及调整后 EBITDA 实现个位数的稳定增长。整体呈现逐步恢复的趋势。

#### 关于该交易的更多信息：

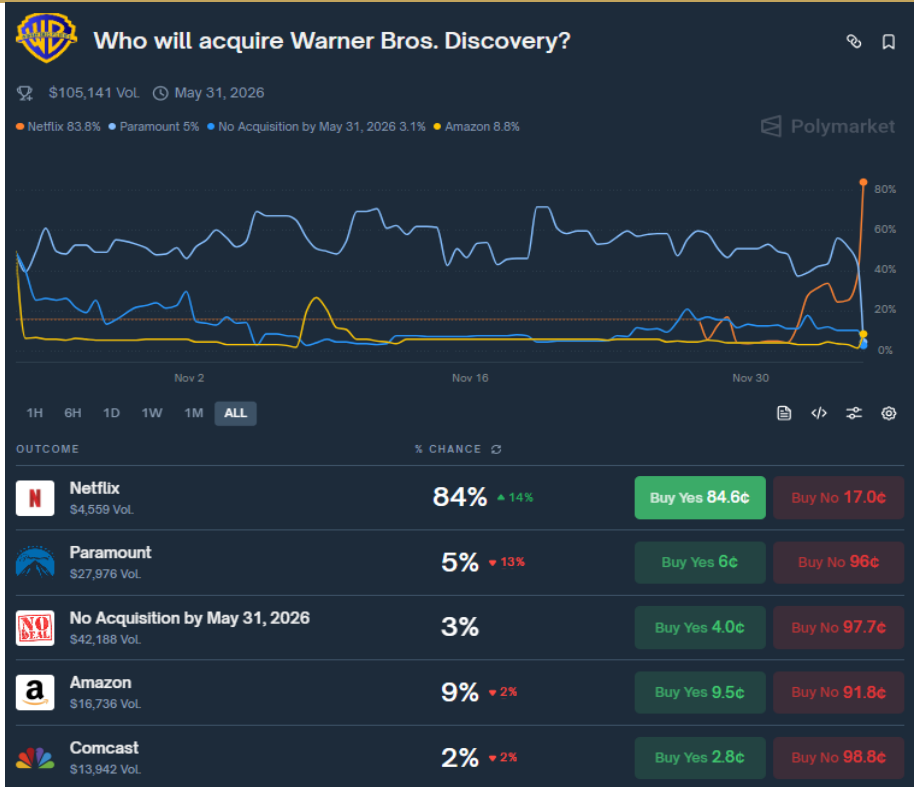
- Netflix 据报道成为收购华纳兄弟探索公司（WBD）流媒体和制片厂资产的领跑者，交易金额约 700 亿美元，但不包括有线电视资产（如 CNN、TNT 和探索频道）。Netflix 还提出，如果该交易未能获得监管批准，将支付 50 亿美元的分手费，以体现其收购承诺。目前 Netflix 已进入独家收购谈判阶段。
- 当前公开竞标战在派拉蒙（Paramount）-Skydance、Netflix 和康卡斯特（Comcast）之间展开。派拉蒙-Skydance：出价方案为全现金收购整个 WBD，包括 CNN 和 HBO 在内的所有资产。Netflix：提出主要以现金支付，但仅收购制片厂和流媒体资产。康卡斯特：提出现金与股票混合支付，金额较低，同样只针对制片厂和流媒体资产。
- 11 月 5 日，媒体报道称 WBD 在战略上转向出售部分资产而非整体出售；这一立场在 11 月 20 日的程序性截止日期上得到重申，当时要求在正在进行的拍卖过程中提交初步竞标。
- Netflix 拟收购 WBD 的制片厂和流媒体部门，预计通过将 Netflix 应用与 HBO Max 捆绑，有望降低消费者的流媒体成本。
- Netflix 在 2025 年第三季度的现金储备为 93 亿美元，计息债务 145 亿美元，过去 12 个月自由现金流为 90 亿美元。假设以全现金方式完成交易，收购价为 700 亿美元，全部通过新增借款融资，并按比例承担 WBD 约 66% 的债务（约 220 亿美元）。
- 交易完成后，Netflix 总债务将增至 1070 亿美元，净债务约 980 亿美元。WBD 在 2025 年预计流媒体和制片业务收入分别为 108 亿和 130 亿美元，总计 238 亿美元，相当于 Netflix 的 52%；调整后 EBITDA 分别为 14 亿和 25 亿美元，总计 39 亿美元，仅为 Netflix 的 28%。
- 估值方面：WBD 交易对应企业价值（EV）约 920 亿美元，2025 年预期 EV/EBITDA 倍数为 23.6 倍，而 Netflix 当前为 32 倍。
- 此外，该交易包括 WBD 位于加州伯班克的大型制片厂，这将扩大 Netflix 在美国的制作能力，并缓解此前因特朗普政府媒体进口关税风险带来的担忧。

图7: Warner Bros. Discovery 出售资产时间线

日期	事件	参与方/行为
2023 年 12 月 19–20 日	初步合并谈判开始: Zaslav 在纽约会见 Bakish, 讨论如 Max 与 Paramount+ 合并等协同效应, 应对“剪线潮”。	参与方: WBD (CEO Zaslav) + Paramount (Bakish/Redstone); 早期阶段, 税务锁定限制至 2024 年 4 月。
2024 年 2 月 27 日	WBD 中止谈判, 因为 Paramount 股价跌至 52 周低点, 没有形成具体报价。	WBD 暂停; Paramount 后于 2024 年 7 月与 Skydance 合并。
2025 年 6 月 9 日	宣布免税拆分为两部分: 流媒体与制片厂 (Warner Bros., HBO Max) 以及全球网络 (CNN、TNT、HGTV 等有线频道)。	WBD 董事会/CEO Zaslav 发起分拆, 目标是获得更高估值, 预计于 2026 年中完成。
2025 年 9 月 11 日	Paramount Skydance 准备由 Ellison 出资的多数现金收购整个 WBD; 股价飙升超过 20%。	David Ellison/Larry Ellison/Paramount Skydance 在自身合并后发起对 WBD 的全面收购。
2025 年 10 月 8–13 日	Paramount 提交三次低价收购报价: 每股 \$19、\$22、\$28 (支持); WBD 要求每股 \$30+。	Paramount Skydance 坚持提出整体收购; WBD 拒绝, 认为报价低估。
2025 年 10 月 21 日	WBD 在收到“未经请求”的报价后公开启动战略审查, 表示对整体或部分出售持开放态度; 股价上涨 11%。	参与方: Zaslav/WBD 董事会; Comcast、Netflix 被视为潜在买家 (制片厂/流媒体)。
2025 年 11 月 5–6 日	Comcast 聘请高盛和摩根士丹利作为顾问, 探索对制片厂/流媒体资产的收购。	Comcast 正式进入流程。
2025 年 11 月 20–21 日	初步非约束性报价: Netflix/Comcast 目标为制片厂/流媒体, Paramount 重新提交整体收购报价。	投标方: Netflix、Comcast、Paramount Skydance。
2025 年 11 月 25 日	WBD 要求在 12 月 1 日前提交改进后的报价。	WBD 推进拍卖进程。
2025 年 12 月 1 日	第二轮修订报价截止: Netflix (主要为现金) 和 Comcast (现金/股票) 针对制片厂/流媒体进入下一轮, 显示出部分出售的倾向; Paramount 抱怨流程不公平。	WBD 缩小竞标范围。
2025 年 12 月 4 日	拍卖升温: Netflix 领先, 但出现反垄断担忧; Paramount 致信 Zaslav, 指责流程偏向 Netflix。	特朗普政府/美国司法部提出 Netflix 风险; Paramount 对流程表示不满。

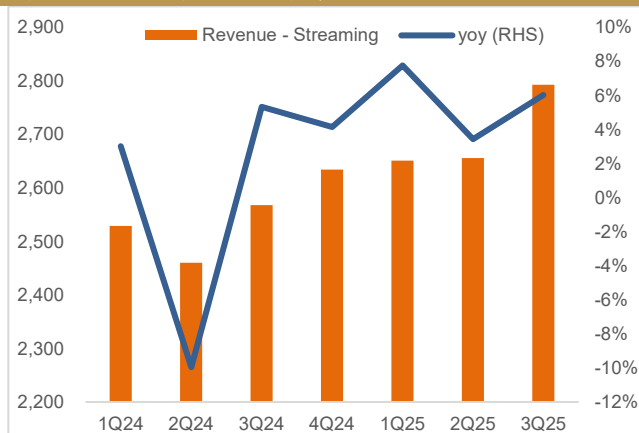
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图8: Polymarket 当前预测 Netflix 收购 WBD 的概率为 84%, 我们注意到这只是一个次要的参考数据点 (12 月 5 日)。



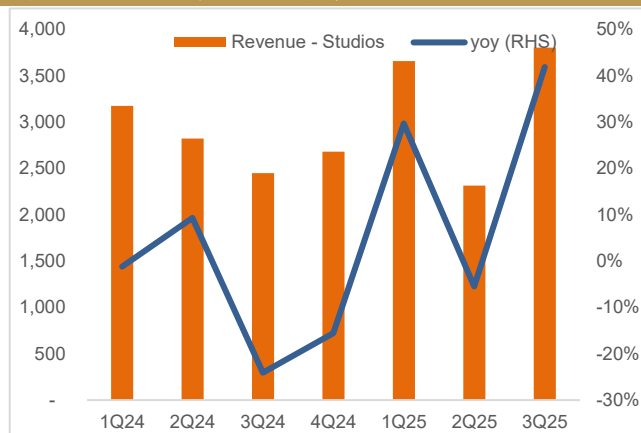
资料来源: Polymarket、招商证券 (香港)

图9: WBD 流媒体收入与同比增长



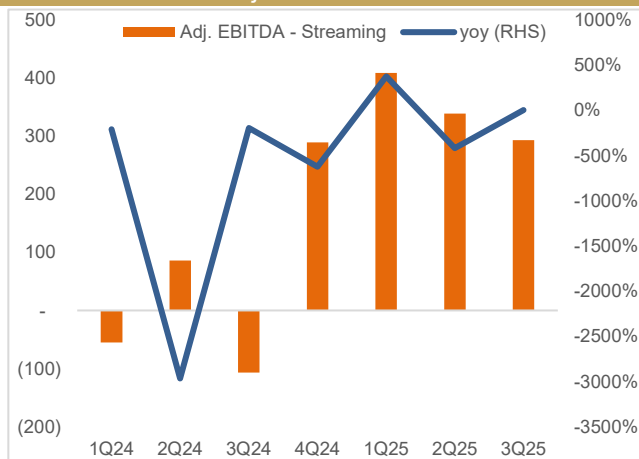
资料来源: VA、招商证券 (香港) 预测

图10: WBD 制片厂收入与同比增长



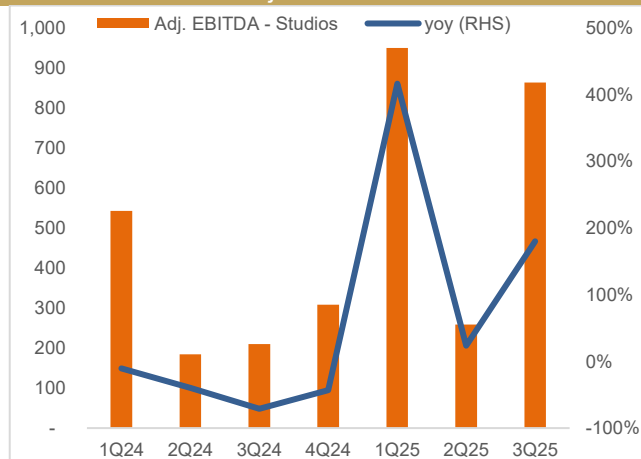
资料来源: VA、招商证券 (香港) 预测

图11: WBD流媒体Adj EBITDA与同比增长



资料来源: VA、招商证券 (香港) 预测

图12: WBD 制片厂Adj EBITDA与同比增长



资料来源: VA、招商证券 (香港) 预测



图 13: Netflix DCF 估值

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	39,001	45,053	50,060	55,376	61,256	67,381	74,120	81,531	87,646	92,467	97,553
同比增速	16%	16%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	8%	6%	6%
EBIT	10,418	13,328	16,451	19,382	22,052	25,605	29,648	33,428	36,811	39,761	42,923
减: 现金税费	-1311	-1836	-2139	-2,713	-3,308	-4,097	-5,040	-6,017	-6,626	-7,157	-7,726
NOPAT	9,107	11,493	14,313	16,668	18,744	21,508	24,608	27,411	30,185	32,604	35,197
加: 折旧与摊销	15,630	15,849	16,673	19,022	21,278	23,448	25,543	27,578	29,523	31,360	33,101
加: 股权激励		306	406	436	467	499	532	568	592	606	620
减: 经营资金变动		-74	2	-277	-306	-337	-371	-408	-438	-462	-488
减: 资本支出	-17,442	-18,399	-19,396	-20,082	-20,793	-21,486	-22,202	-22,942	-23,516	-23,947	-24,386
无杠杆自由现金流	7,545	9,175	11,997	15,767	19,391	23,632	28,110	32,206	36,346	40,160	44,045
自由现金流利润率		22%	31%	31%	23%	22%	19%	15%	13%	10%	10%
自由现金流折现终值		8,460	10,200	12,359	14,015	15,749	17,273	18,247	18,988	19,345	19,562
											1,028,274

WACC	
无风险利率	3.0%
Beta	1.15
股权风险溢价	5.0%
权益成本	8.8%
债务成本	4.4%
债务占比	6%
有效税率	13%
WACC	8.5%

每股权益价值 (百万美元)	
永续增长率	4%
自由现金流现值	154,199
终值现值	456,694
企业价值	610,893
2024 年净现金 (负债)	-5,999
权益价值	616,892
流通股数 (百万)	4,334
每股价值	142

现金流折现敏感性测试						
		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	6.0%	151	174	207	263	n.a.
	7.0%	108	118	131	150	178
	8.5%	75	79	142	90	98
	9.0%	67	70	74	78	83
	10.0%	56	58	60	63	66

现金流折现敏感性测试 - 对应 25 年 EV/EBITDA						
		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	6.0%	22	26	31	39	n.a.
	7.0%	16	17	19	22	26
	8.5%	11	12	21	13	14
	9.0%	10	10	11	11	12
	10.0%	8	8	9	9	10

目标价对应估值倍数	2024	2025E	2026E	2027E
市盈率 (倍)*	65	55	44	38
市销率 (倍)	16	14	12	11
P/FCF (倍)	82	67	51	39
EV/EBITDA (倍)	23	21	18	16

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; \*基于非GAAP净利润计算

图 14: Warner Bros. Discovery 预测

USD mn / Fiscal yr end Dec 31	2024	2025E	2026E	2027E	YoY 2025E	YoY 2026E	YoY 2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	YoY 1Q25	YoY 2Q25	YoY 3Q25
WBD																	
Warner Bros. Discovery																	
							% Rev mix										
流媒体收入	10,313	10,818	11,689	12,785	5%	8%	29%	2,656	2,793	2,633	2,736	2,764	2,928	2,953	8%	9%	0%
制片厂收入	11,607	12,770	12,963	13,486	10%	2%	34%	2,314	3,801	3,321	3,334	2,521	3,549	3,256	-18%	55%	24%
全球线性网络收入	20,175	17,508	15,783	14,664	-13%	-10%	47%	4,774	4,803	3,883	4,048	4,268	4,223	3,607	-7%	-9%	-22%
公司/抵销收入	(2,774)	(3,938)	(3,652)	(3,708)	42%	-7%	-11%	(765)	(1,585)	(792)	(795)	(785)	(1,029)	(768)	71%	175%	13%
集团总收入	39,321	37,177	36,812	37,249	-5%	-1%	100%	8,979	9,812	9,046	9,339	8,768	9,671	9,048	-10%	1%	-6%
							% Margin										
流媒体调整后 EBITDA	677	1,361	1,787	2,300	101%	31%	13%	339	293	345	384	351	340	522	294%	-374%	19%
制片厂调整后 EBITDA	1,652	2,545	2,569	2,755	54%	1%	20%	259	863	695	728	368	708	675	41%	311%	126%
全球线性网络调整后 EBITDA	8,149	6,388	5,747	4,983	-22%	-10%	36%	1,793	1,512	1,702	1,381	1,659	1,488	1,500	-15%	-24%	-20%
公司/抵销调整后 EBITDA	(1,446)	(1,615)	(1,435)	(1,419)	12%	-11%	41%	(286)	(715)	(270)	(370)	(329)	(394)	(320)	0%	134%	-10%
集团调整后 EBITDA	9,032	8,644	8,652	8,594	-4%	0%	23%	2,105	1,953	2,470	2,116	2,013	2,128	2,366	0%	9%	2%
现金及现金等价物	5,312	5,162	5,918	6,426	-3%	15%		3,868	4,888	4,294	5,312	5,045	5,054	5,182	30%	35%	29%
流动负债部分 (短期债务)	2,748	206	548	628	-93%	166%		2,779	221	139	212	309	290	288	-19%	-94%	-95%
非流动负债部分 (长期债务)	36,757	32,774	29,750	27,062	-11%	-9%		34,647	34,411	33,382	32,898	32,101	31,026	30,419	-11%	-8%	-10%
总债务	39,505	32,980	30,298	27,690	-17%	-8%		37,426	34,632	33,521	33,110	32,410	31,316	30,708	-12%	-15%	-17%
净债务 (净现金)	34,193	27,818	24,380	21,264	-19%	-12%		33,558	29,744	29,227	(27,798)	(27,365)	(26,262)	(25,526)	-185%	-180%	-179%
股东权益总额	34,938	37,756	39,213	40,220	8%	4%		35,171	37,346	37,303	37,562	37,615	38,228	38,285	-22%	5%	3%
净债务 (扣除现金) / 股东权益	98%	74%	62%	53%				95%	80%	78%							
总债务 / EBITDA	4.37	3.82	3.50	3.22				17.78	17.73	13.57							

资料来源: VA、招商证券 (香港) 预测

图 15: Netflix 预测

USD mn / Fiscal yr end Dec 31	2024	2025E	2026E	2027E	YoY 2025E	YoY 2026E	2025E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	YoY 1Q25	YoY 2Q25	YoY 3Q25
NETFLIX																	
集团总收入	39,001	45,084	50,960	56,824	16%	13%		10,543	11,079	11,510	11,968	12,180	12,528	12,923	13%	16%	17%
集团调整后 EBITDA	11,019	13,918	17,375	20,761	26%	25%		3,499	3,936	3,459	3,052	4,378	4,652	4,580	25%	43%	13%
现金及现金等价物	7,805	8,583	11,591	15,727	10%	35%		7,200	8,177	9,287					2%	23%	25%
流动负债部分 (短期债务)	1,784	997	1,430	2,557	-44%	43%		1,006	0.000	0.000					26%		
非流动负债部分 (长期债务)	13,798	14,001	13,479	12,749	1%	-4%		14,011	14,453	14,463					6%	19%	2%
总债务	15,583	14,999	14,909	15,306	-4%	-1%		15,017	14,453	14,463					7%	3%	-10%
净债务 (净现金)	7,778	6,416	3,318	(421)	-18%	-48%		7,817	6,276	5,176					-212%	-185%	-161%
股东权益总额	34,938	37,756	39,213	40,220	8%	4%		35,171	37,346	37,303					65%	69%	64%
净债务 (扣除现金) / 股东权益	22%	17%	8%	-1%				22%	17%	14%							
总债务 / EBITDA	1.4	1.1	0.9	0.7				4.3	3.7	4.2							

资料来源: VA、招商证券 (香港) 预测



## Valuation comparison

公司名称	中文名称	股票代码	货币	股价	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(倍)		市销率 (倍)	ROE (%)	2025E-2027E 年复合增 速			26E 倍数/25-27E 年复合增速		
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	SALES	NP	EBITDA	PEG	PSG	EV/EBITDA-G
大型科技公司																	
NVIDIA	英伟达	NVDA US	USD	183	4,456	53	33	61	39	21	107	58	60	64	0.7	0.36	0.8
Alphabet	谷歌	GOOGL US	USD	318	3,837	22	18	25	24	10	33	15	10	19	2.5	0.64	1.2
Microsoft	微软	MSFT US	USD	481	3,574	22	18	38	33	12	32	16	17	16	2.0	0.76	1.4
Apple	苹果	AAPL US	USD	281	4,148	28	26	37	34	9	171	8	8	9	4.2	1.20	3.3
Amazon	Amazon	AMZN US	USD	229	2,449	15	12	28	21	3	27	12	24	21	0.9	0.26	0.7
META	META	META US	USD	662	1,668	16	14	24	18	7	39	17	16	21	1.1	0.42	0.8
Tesla	特斯拉	TSLA US	USD	455	1,512	116	98	275	200	14	7	16	39	27	5.1	0.85	4.4
中位数						22	18	37	33	10	33	16	17	21	2.0	0.64	1.2
社交媒体/娱乐																	
META	META	META US	USD	662	1,668	16	14	24	18	7	39	17	16	21	1.1	0.42	0.8
Pinterest	Pinterest	PINS US	USD	27	18	12	11	17	14	4	16	14	18	18	0.8	0.27	0.7
Reddit	Reddit	RDDT US	USD	223	42	50	32	56	40	14	17	34	36	46	1.1	0.42	1.1
Snap	Snap	SNAP US	USD	8	13	23	15	24	16	2	n.a.	11	28	39	0.6	0.17	0.6
Netflix	Netflix	NFLX US	USD	103	437	32	26	39	31	9	42	11	17	22	1.8	0.80	1.5
Spotify	Spotify	SPOT US	USD	561	117	42	31	40	32	5	39	13	21	32	1.5	0.39	1.3
Roku	罗库	ROKU US	USD	95	14	31	22	287	76	3	2	12	167	38	0.5	0.21	0.8
Roblox	罗布乐思	RBLX US	USD	95	67	41	35	-64	-58	15	-522	25	-5	23	n.a.	0.59	1.8
Duolingo	多邻国	DUOL US	USD	188.4	9	29	22	27	22	7	35	23	23	29	1.0	0.29	1.0
Disney	迪士尼	DIS US	USD	105.5	188	12	11	15	16	2	12	5	1	9	10.8	0.34	1.3
Comcast	康卡斯特	CMCSA US	USD	27	99	5	5	6	7	1	17	1	-4	-1	n.a.	0.75	-7.9
Warner Bros. Discovery	华纳兄弟探索	WBD US	USD	25	61	10	10	58	-393	2	6	0	-42	0	n.a.	3.44	316.4
Universal Music	环球音乐	UMG NA	USD	21	46	15	14	22	19	3	38	7	12	10	1.6	0.41	1.5
Live Nation Ent.	理想国演艺	LYV US	USD	140	33	16	14	4,988	62	1	n.a.	9	925	12	0.1	0.13	1.3
Paramount Skydance	Paramount Skydance	PSKY US	USD	15	16	10	8	39	15	1	1	6	69	17	0.2	0.09	0.6
Warner Music	华纳音乐	WMG US	USD	28	15	17	11	40	19	2	62	5	56	27	0.3	0.42	0.6
中位数						17	14	33	18	3	17	11	19	21	1.0	0.40	1.0

注: 股价采用 2025 年 12 月 4 日 (所有市场); 未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识; 资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

财务预测表

资产负债表					
(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	31 Dec	31 Dec	31 Dec	31 Dec	31 Dec
现金及等价物	7,117	7,805	7,605	7,581	9,920
短期投资	21	1,779	890	1,334	1,112
其他流动资产	2,780	3,517	3,517	3,517	3,517
总流动资产	9,918	13,100	12,012	12,432	14,548
内容资产	31,658	32,452	35,066	37,862	40,359
物业、厂房及设备	1,491	1,594	1,530	1,457	1,420
其他非流动资产	5,664	6,484	6,808	7,148	7,506
总非流动资产	38,814	40,530	43,403	46,467	49,285
总资产	48,732	53,630	55,415	58,898	63,833
短期负债	400	1,784	1,606	1,445	1,301
流动内容负债	4,466	4,394	4,482	4,571	4,663
递延收入	1,443	1,521	1,802	2,002	2,215
应收账款,费用	2,551	3,056	3,085	3,134	3,210
流动负债	8,861	10,755	10,975	11,153	11,389
非流动内容负债	2,561	2,552	2,552	2,552	2,552
递延收入 - 非流动	19,283	18,131	16,752	15,510	14,392
其他非流动负债	28,144	28,887	27,727	26,663	25,781
非流动负债	20,588	24,744	27,688	32,235	38,052
总负债	-7,405	-5,999	-5,530	-3,707	-328
总权益	-36%	-24%	-20%	-11%	-1%

现金流量表					
(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	31 Dec	31 Dec	31 Dec	31 Dec	31 Dec
税前利润	5,408	8,712	10,945	13,547	15,817
新增内容资产	-13,140	-17,003	-18,000	-19,000	-20,000
折旧摊销	14,554	15,630	15,849	16,673	17,951
运营资本变化	452	22	74	-2	22
经营活动净现金	7,274	7,361	8,868	11,218	13,790
资本开支	-349	-440	-399	-396	-411
其他	890	-1,742	890	-445	222
投资活动净现金	542	-2,182	491	-840	-189
融资活动净现金	-5,951	-4,074	-9,558	-10,402	-11,262
汇兑损益	83	-416	0	0	0
现金净变动	1,948	689	-199	-25	2,339
期初现金	5,171	7,119	7,807	7,608	7,584
期末现金	7,119	7,807	7,608	7,584	9,922
自由现金流	6,926	6,922	8,470	10,823	13,379

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

利润表					
(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	31 Dec	31 Dec	31 Dec	31 Dec	31 Dec
收入	33,723	39,001	45,053	50,060	55,376
销售成本	-19,715	-21,038	-23,224	-24,446	-26,342
毛利	14,008	17,963	21,829	25,614	29,033
销售费用	-2,658	-2,918	-3,297	-3,487	-3,757
技术开发费用	-2,676	-2,925	-3,395	-3,683	-4,033
一般管理费用	-1,720	-1,702	-1,809	-1,993	-2,183
报告经营利润	6,954	10,418	13,328	16,451	19,060
非 GAAP 经营利润	7,293	10,690	13,634	16,857	19,510
非 EBITDA 利润	7,650	11,019	13,958	17,194	19,860
税前收入	6,205	9,966	12,693	15,571	18,180
利息费用	-797	-1,254	-1,748	-2,024	-2,363
报告净利润	5,408	8,712	10,945	13,547	15,817
非 GAAP 净利润	6,259	9,479	11,251	13,953	16,266
非 GAAP 每股盈利(美元)	13.9	21.6	25.9	32.4	38.2

财务比率					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	31 Dec	31 Dec	31 Dec	31 Dec	31 Dec
同比增长率(%)					
收入	6.7	15.6	15.5	11.1	10.6
毛利	12.5	28.2	21.5	17.3	13.4
报告经营利润	23.5	49.8	27.9	23.4	15.9
报告净利润	20.4	61.1	25.6	23.8	16.8
非 GAAP 经营利润	17.5	46.6	27.5	23.6	15.7
非 GAAP 净利润	11.8	51.4	18.7	24.0	16.6
获利能力 (%)					
毛利	41.5	46.1	48.5	51.2	52.4
报告经营利润	21.6	27.4	30.3	33.7	35.2
非 GAAP 经营利润	16.0	22.3	24.3	27.1	28.6
报告净利润	18.6	24.3	25.0	27.9	29.4
非 GAAP 净利润	26.1	38.4	41.7	45.2	45.0

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

## 监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

## 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828