

2025 年 12 月 8 日 星期一

## 【公司评论】

唐伊莲

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

李倩

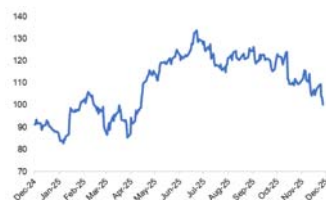
852-25321915

chuck.li@firstshanghai.com.hk

行业	流媒体
股价	100.24 美元

市值	4,248 亿美元
总股数	42.40 亿股
52 周高/低	134/82 美元
每股账面值	6.13 美元

股价表现



### 奈飞 (NFLX)：奈飞+华纳，下一个时代的媒体巨头

12 月 5 日，奈飞宣布将以 720 亿美元收购华纳兄弟探索（WBD）的影视工作室和流媒体业务，HBO 与 HBO Max。本次交易的股权价值为 720 亿美元，企业价值为 827 亿美元，预计奈飞将以约 600 亿美元现金和等同于剩余价值的股权进行收购，目前奈飞正在筹集数百亿美元的过桥贷款。WBD 的有线电视业务不在收购计划之中，预计将在 2026Q3 分拆至新的上市公司，Discovery Global。我们在 10 月 27 日的报告中曾提及奈飞可能会收购 WBD 的流媒体业务，主要的优势包括：

1) **HBO 将为奈飞带来爆款、经典 IP 的加持。**尽管奈飞自 2013 年起开始投入原创内容领域，但其爆款 IP 的数量和生命周期始终逊于迪士尼等老牌媒体巨头。HBO 旗下包含哈利波特、权力的游戏、老友记和 DC 宇宙等经典 IP，将与奈飞的鱿鱼游戏、怪奇物语、星期三等现象级 IP 形成互补。过往财报显示，奈飞的用户经常观看经典剧集和电影，且观看的内容较为分散，预计 HBO 的加持将为用户创造更多价值，巩固奈飞的竞争地位。

2) **奈飞的“快餐文化”将迎来精品剧时代。**订阅制流媒体在内容分发上颠覆了好莱坞和传统媒体行业，而奈飞在内容投入上采取广而全、以量取胜的布局，新内容的数量远超其他平台，形成了独特的“快餐文化”。但是，伴随内容库的增长，同时由于受限于单一剧集的预算，部分内容出现模板化，爆款内容的数量有限。HBO 在内容产业的积累深厚，以精品内容为主，其工作室的团队和经验将弥补奈飞在此方面的不足。尽管企业通常会在被并购后出现人才流失，本次收购也不例外，双方作为新旧内容产业的代表可能面临文化冲突，但我们认为奈飞收购 HBO 的意图并非单纯扩充 IP 储备，而是基于业务的长期发展。

3) **并购本身不会颠覆行业格局。**扩充 IP 储备对流媒体而言更多是单次效益，过往迪士尼收购 21 世纪福斯（阿凡达、X 战警）、亚马逊收购米高梅影业（007 系列）都未从本质上颠覆行业格局。伴随全球用户持续转向流媒体，有线电视市场进一步萎缩，**流媒体的内容分发机制决定了效率更高的玩家将会胜出。**奈飞在 2023 至 2025E 年的经营利润率分别为 20.6%/26.7%/29.0%，不仅是用户与内容双边网络效应的体现，也是行业内少有的盈利增长。

但是，近期奈飞的股价表现相对疲软，反映了市场对本次收购可能存在一定分歧：

4) 本次交易是以现金为主的溢价收购，与资金雄厚的老牌媒体巨头和科技大厂相比，奈飞在 2025 年的现金及等价物和自由现金流约为 200 亿美元。尽管奈飞预计本次交易在将为第二年的 EPS 带来增长，自第三年起每年将节省 20 至 30 亿美元的成本，但是中短期内奈飞在财务上可能背负较高的债务。

5) 奈飞与 HBO Max 的总用户规模约为 4 亿（3 亿和 1 亿），但在北美等主要市场

的用户重合度较高，合并后的用户规模可能无法实现 1+1>2 的效应。据 Antenna 测算，约 45% 的 HBO Max 用户也订阅了奈飞的服务。假设奈飞与 HBO Max 彻底整合，剔除重合用户后，总用户数约为 3.5 亿，更优质的内容库将加强公司的定价能力，实现客单价增长；假设奈飞与 HBO Max 保留独立运营的模式，公司可以推出新的订阅套餐，通过转化现有用户带来更高的收入。但是，考虑到奈飞的业务体量，长期来看奈飞仍需通过广告等增量业务创造增长。

6) 行业巨头之间的并购可能会触发反垄断审查。当前美国长视频市场的前三大玩家分别为奈飞、亚马逊 Prime Video 和 HBO Max，奈飞与 HBO 合并后的市场份额将超过 30%，高于美国司法部在 2023 年设定的基准。监管机构将审查这笔交易是否会增强奈飞对创作者、发行商和消费者的控制，以及是否会阻碍华纳兄弟团队的决策和创新。假设反垄断成立，奈飞收购不成功，对其财务本身也并非坏事。

综上所述，我们认为奈飞收购 HBO 是利大于弊的。尽管这一举措在中短期将对财务形成一定的拖累，但其所带来的协同效应有利于公司长期、全面的发展。

## 披露事项与免责声明

### 披露事项

--	--	--

### 免责声明

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。本报告所载的数据、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。

©2025 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利



#### 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

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)