

2026年01月22日

Netflix (NFLX.US)

SDICSI

**公司动态分析**

证券研究报告

软件与互联网

**4 季度业绩符合预期，关注收购 WBD 进展**

Netflix 4Q25 业绩符合预期，期末会员数突破 3.25 亿。收购 WBD 已转化为全现金交易，建议关注后续并购进程及潜在协同效应（内容、会员体系等），维持增持评级。

**报告摘要**

**4 季度业绩符合预期：**4 季度总收入 121 亿美元，同比增 18%，符合指引及市场预期，增长驱动力来自订阅会员增长、订阅提价的同比影响、广告增长。分区域看，美国&加拿大、EMEA 收入同比增 9%、8%，贡献收入增量的 46%、32%，对总收入的贡献为 44%、32%。2025 年广告收入 15 亿美元，同比增超 2.5 倍，对总收入的贡献为 3.3%。4 季度经营利润同比增 30%至 30 亿美元，略超指引/市场预期 3.4%/2.4%，经营利润率 24.5%。净利润 24 亿美元，已反映收购华纳兄弟的过桥贷款利息（6 亿美元），同比增 29%，略超指引及市场预期，净利润率 20.1%，同比提升 2 个百分点。4 季度内容现金支出 51 亿美元，同比/环比增 11%/9%，季度末内容资产净值 330 亿美元。4 季度会员规模突破 3.25 亿，服务约 10 亿用户。

**收购华纳兄弟探索进展：**2025 年 12 月 5 日，公司宣布，将在 WBD 完成 Discovery 拆分后收购华纳兄弟，价格为 WBD 美股 23.25 美元+4.5 美元对应的 NFLX 普通股，对应企业总价值 827 亿美元（股权价值为 720 亿美元）。2026 年 1 月 20 日，宣布交易转化为全现金交易，WBD 股东获得美股 27.75 美元现金。WBD 股东在 2026 年 4 月前对拟议交易进行投票。并购的潜在协同包括：1) 丰富 Netflix 内容库资源，华纳兄弟及 HBO 旗下有热门 IP 内容，如《生活大爆炸》、《黑道家族》、《权力的游戏》。2) HBO Max 有望拓展 Netflix 订阅方案，覆盖垂类用户需求。3) 增强美国本土的原创剧集制作能力。4) 财务协同：公司预计收购后第三年起有望实现年度内容成本节省约 20-30 亿美元。

**指引更新：**公司指引 2026 年收入为 507-517 亿美元，同比增 12%-14%（汇率中性增 11%-13%），预计广告收入翻倍。指引经营利润率 31.5%，同比增 2 个百分点，经营利润指引已包含 2.75 亿美元并购相关费用。预计 2026 年自由现金流 110 亿美元，同比增 9%。

**估值：**我们下调 2026 年收入/净利润预测 4%/3%，基于 2026E-2035E 10 年 DCF 模型，目标价 103 美元，对应 36.5x/32.4x 2026E/2027E 市盈率，维持**增持**评级。4 季度回购 21 亿美元（环比增约 10%），剩余回购额度 80 亿美元。我们认为，收购 WBD 进展是影响公司股价的重要影响因素，交易仍有待探索频道完成拆分、WBD 董事会决议、及反垄断调查。

**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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万美元）	39,001	45,183	50,738	56,904	62,280
同比增长（%）	15.6%	15.9%	12.3%	12.2%	9.4%
净利润（百万美元）	8,712	10,981	13,280	15,063	17,084
净利润率（%）	22.3%	24.3%	26.2%	26.5%	27.4%
市盈率（倍）	44.8	35.5	29.4	25.9	22.8
市销率（倍）	10.0	8.6	7.7	6.9	6.3
净资产收益率（%）	35.2%	41.3%	39.0%	38.9%	37.1%

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

 投资评级：**增持**
**维持评级**

 6 个月目标价 **103 美元**

 股价 2026-01-21 **85.36 美元**

总市值(百万美元)	361,698
流通市值(百万美元)	359,356
总股本(百万股)	4,237
流通股本(百万股)	4,540
12 个月低/高(美元)	81.9/94.1
平均成交(百万美元)	4,616

**股东结构**

Vanguard	8.43%
Blackrock	7.61%
FMR LLC	4.62%
Capital Group	3.84%
其他	75.50%

**股价表现**


数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

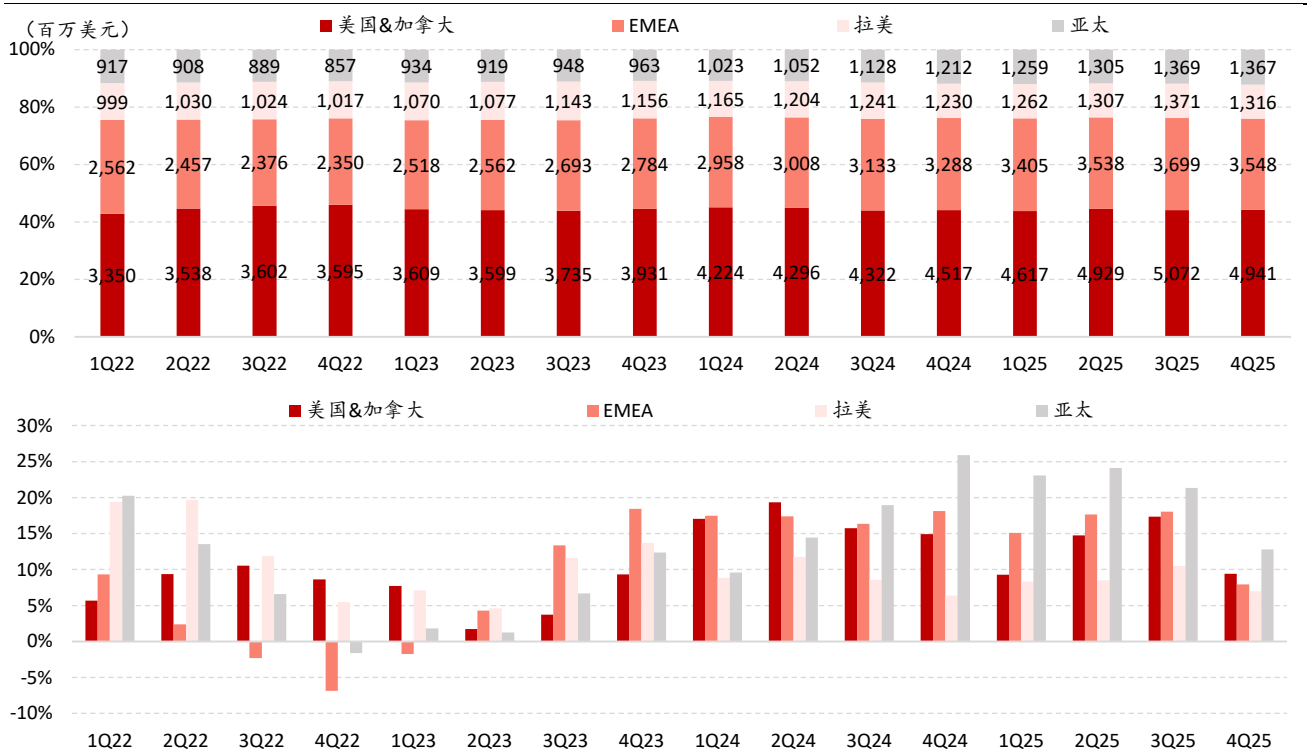
tinawang@sdicisi.com.hk

## 2025 年 4 季度业绩概览

**图表 1: 4Q25 业绩: 收入和利润符合预期**

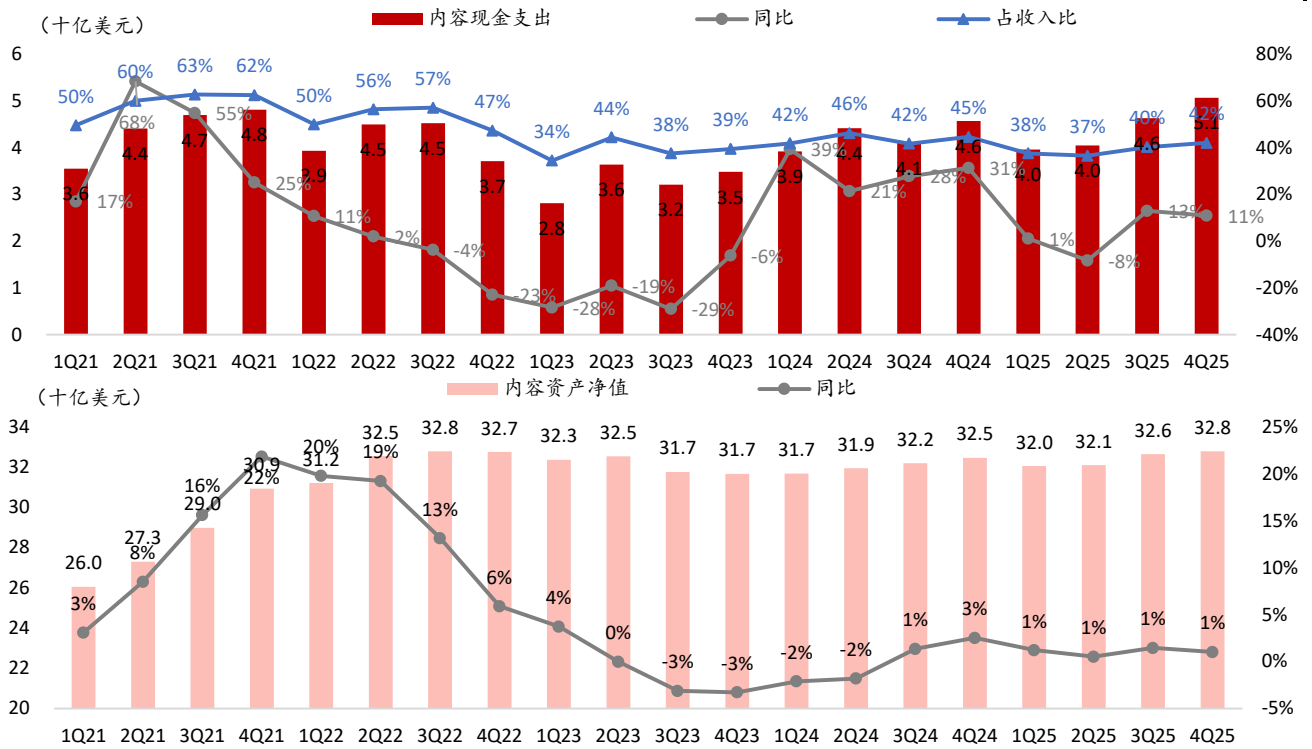
Netflix(NFLX.US) 百万美元	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	国证国际 预测	差异	彭博一致 预期	差异
总收入	10,247	10,543	11,079	11,510	12,051	11,959	0.8%	11,966	0.7%
同比	16.0%	13%	16%	17%	18%	16.7%		16.8%	
收入指引	10,128	10,416	11,035	11,526	11,960				
vs. 指引	1.2%	1.2%	0.4%	-0.1%	0.8%				
营业成本	5,767	5,263	5,325	6,164	6,523	6,683	-2.4%	6,552	-0.4%
毛利	4,479	5,280	5,754	5,346	5,528	5,276	4.8%	5,414	2.1%
毛利率	43.7%	50.1%	51.9%	46.4%	45.9%	44.0%		45.2%	
营销费用	976	688	713	786	1,113	1,056	5.4%	1,129	-1.4%
研发费用	777	823	825	854	890	882	0.9%	891	-0.1%
行政费用	454	421	441	458	568	492	15.4%	502	13.1%
占收入比:									
营销费用	9.5%	6.5%	6.4%	6.8%	9.2%	8.8%		9.4%	
研发费用	7.6%	7.8%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%		7.4%	
行政费用	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%	4.7%	4.1%		4.2%	
经营利润	2,273	3,347	3,775	3,248	2,957	2,846	3.9%	2,886	2.4%
经营利润率	22.2%	31.7%	34.1%	28.2%	24.5%	23.8%		24.1%	
经营利润指引	2,190	2,940	3,675	3,625	2,860				
vs. 指引	3.8%	13.8%	2.7%	-10.4%	3.4%				
净利润	1,869	2,890	3,125	2,547	2,419	2,365	2.3%	2,370	2.0%
净利润率	18.2%	27.4%	28.2%	22.1%	20.1%	19.8%		19.8%	
净利润指引	1,847	2,440	3,055	2,979	2,355				
vs. 指引	1.2%	18.5%	2.3%	-14.5%	2.7%				

资料来源: 公司财报, 彭博, 国投证券国际预测

**图表 2: 收入分部: 4Q25 美国&加拿大收入同比增 9%**


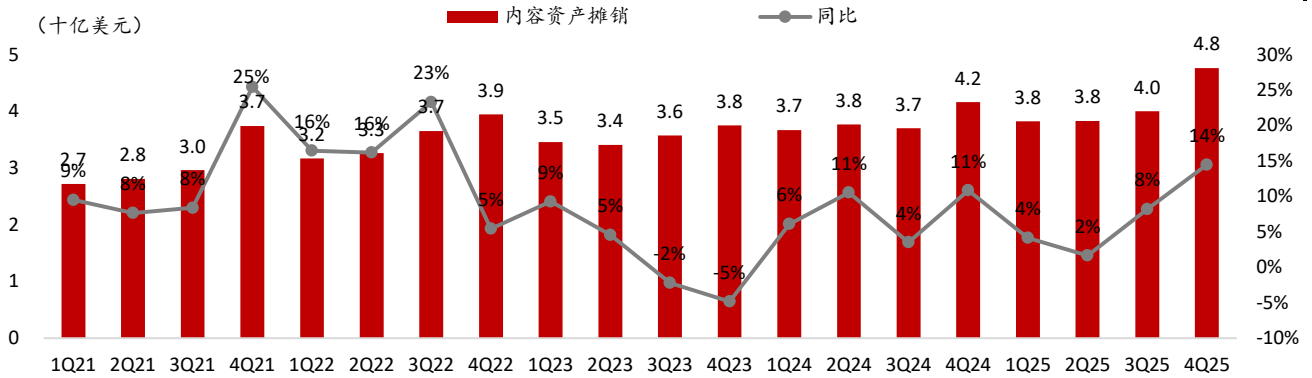
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

**图表 3: 4Q25 内容现金支出 51 亿美元, 同比增 11%, 期末内容资产净值 328 亿美元**



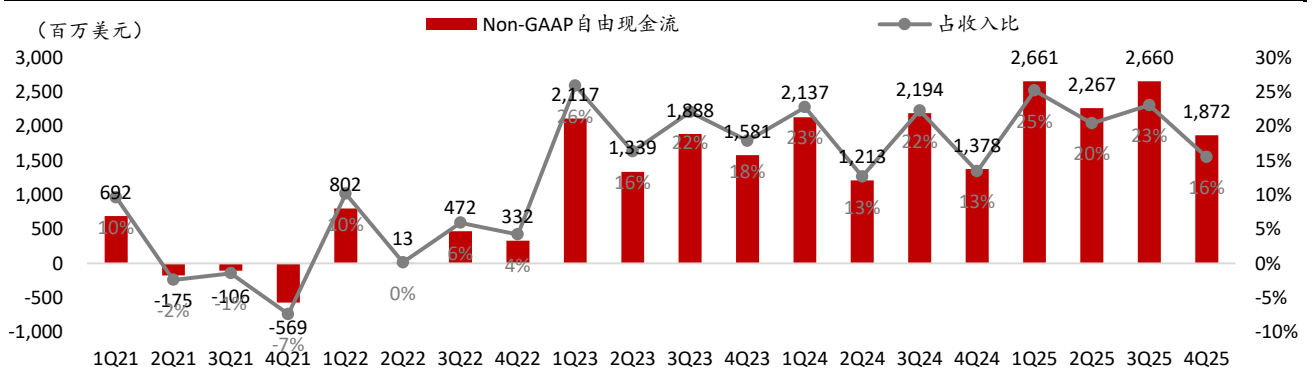
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

**图表 4: 4Q25 内容资产摊销同比增 14%**



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

**图表 5: 4Q25 经调整自由现金流 19 亿美元**



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

## 财务预测更新

**图表 6: 利润表预测更新**

百万美元	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>总收入</b>	<b>10,543</b>	<b>11,079</b>	<b>11,510</b>	<b>12,051</b>	<b>12,166</b>	<b>39,001</b>	<b>45,183</b>	<b>50,738</b>	<b>56,904</b>	<b>62,280</b>
同比	12.5%	15.9%	17.2%	17.6%	15.4%	15.6%	15.9%	12.3%	12.2%	9.4%
营业成本	-5,263	-5,325	-6,164	-6,523	-5,952	-21,038	-23,275	-25,621	-28,621	-31,138
<b>毛利</b>	<b>5,280</b>	<b>5,754</b>	<b>5,346</b>	<b>5,528</b>	<b>6,214</b>	<b>17,963</b>	<b>21,908</b>	<b>25,117</b>	<b>28,283</b>	<b>31,142</b>
毛利率	50%	52%	46%	46%	51%	46%	48%	50%	50%	50%
营销费用	-688	-713	-786	-1,113	-782	-2,918	-3,301	-3,653	-4,097	-4,172
占收入比	6.5%	6.4%	6.8%	9.2%	6.4%	7.5%	7.3%	7.2%	7.2%	6.7%
研发费用	-823	-825	-854	-890	-937	-2,925	-3,391	-3,811	-4,246	-4,591
占收入比	7.8%	7.4%	7.4%	7.4%	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.4%
行政费用	-421	-441	-458	-568	-535	-1,702	-1,888	-2,188	-2,425	-2,598
占收入比	4.0%	4.0%	4.0%	4.7%	4.4%	4.4%	4.2%	4.3%	4.3%	4.2%
<b>经营利润</b>	<b>3,347</b>	<b>3,775</b>	<b>3,248</b>	<b>2,957</b>	<b>3,960</b>	<b>10,418</b>	<b>13,327</b>	<b>15,465</b>	<b>17,515</b>	<b>19,780</b>
经营利润率	31.7%	34.1%	28.2%	24.5%	32.5%	26.7%	29.5%	30.5%	30.8%	31.8%
<b>税前利润</b>	<b>3,214</b>	<b>3,632</b>	<b>3,109</b>	<b>2,768</b>	<b>3,796</b>	<b>9,966</b>	<b>12,723</b>	<b>14,921</b>	<b>16,924</b>	<b>19,196</b>
所得税	-323	-506	-562	-349	-472	-1,254	-1,741	-1,641	-1,862	-2,112
<b>净利润</b>	<b>2,890</b>	<b>3,125</b>	<b>2,547</b>	<b>2,419</b>	<b>3,323</b>	<b>8,712</b>	<b>10,981</b>	<b>13,280</b>	<b>15,063</b>	<b>17,084</b>
净利润率	27.4%	28.2%	22.1%	20.1%	27.3%	22.3%	24.3%	26.2%	26.5%	27.4%
EBITDA	3,427	3,855	3,336	2,665	3,632	10,747	13,660	16,071	18,195	20,552
<b>经调整EBITDA</b>	<b>3,427</b>	<b>3,855</b>	<b>3,336</b>	<b>2,665</b>	<b>3,632</b>	<b>11,019</b>	<b>13,282</b>	<b>16,497</b>	<b>18,641</b>	<b>21,058</b>
经调整EBITDA利润率	32.5%	34.8%	29.0%	22.1%	29.9%	28.3%	29.4%	32.5%	32.8%	33.8%

资料来源: 公司财报, 国投证券国际预测

**图表 7: 2026E-2035E 10 年 DCF 估值: 目标价 103 美元**

百万美元	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E				
<b>EBIT</b>	<b>15,465</b>	<b>17,515</b>	<b>19,780</b>	<b>23,123</b>	<b>25,580</b>	<b>28,259</b>	<b>30,976</b>	<b>35,444</b>	<b>40,299</b>	<b>44,791</b>				
同比	16.0%	13.3%	12.9%	16.9%	10.6%	10.5%	9.6%	14.4%	13.7%	11.1%				
所得税	-1,492	-1,862	-2,112	-2,477	-2,746	-3,040	-3,337	-3,827	-4,360	-4,852				
折旧及摊销成本	606	679	771	894	989	1,058	1,124	1,248	1,377	1,488				
资本性支出	-304	-341	-374	-418	-447	-479	-508	-564	-623	-673				
运营资金变化	259	37	16	528	14	223	-7	342	3	41				
<b>自由现金流</b>	<b>14,533</b>	<b>16,029</b>	<b>18,083</b>	<b>21,649</b>	<b>23,391</b>	<b>26,023</b>	<b>28,247</b>	<b>32,642</b>	<b>36,697</b>	<b>40,794</b>				
同比	34.9%	10.3%	12.8%	19.7%	8.0%	11.3%	8.5%	15.6%	12.4%	11.2%				
贴现系数	0.9040	0.8172	0.7387	0.6678	0.6036	0.5457	0.4933	0.4459	0.4031	0.3644				
<b>贴现自由现金流</b>	<b>13,138</b>	<b>13,098</b>	<b>13,358</b>	<b>14,457</b>	<b>14,120</b>	<b>14,200</b>	<b>13,934</b>	<b>14,556</b>	<b>14,792</b>	<b>14,865</b>				
<b>终值贴现</b>	<b>329,628</b>													
<b>基本假设</b>														
WACC	10.6%													
税率	13.9%													
无风险利率	4.0%													
债务成本	6.0%													
Beta	1.2													
风险溢价	6%													
股权融资成本	10.8%													
股权融资	96%													
债务融资	4%													
永续增长率	5.8%													
							<b>WACC</b>							
							<b>9.1%</b>	<b>9.6%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.6%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.1%</b>	
<b>DCF 估值</b>		永续增长率					4.3%	115	103	93	85	78	72	67
<b>现值</b>	<b>476,830</b>						4.8%	125	111	99	90	82	76	70
<b>净债务</b>	<b>5,400</b>						5.3%	137	120	107	96	87	80	73
<b>股权价值 (百万美元)</b>	<b>471,429</b>						5.8%	154	132	116	<b>103</b>	93	84	77
<b>总股数 (百万)</b>	<b>4,569</b>						6.3%	176	148	128	112	100	90	82
<b>DCF 目标价 (美元)</b>	<b>103</b>						6.8%	208	170	143	123	108	96	87
							7.3%	259	201	163	138	119	104	93

资料来源: 公司财报, 国投证券国际预测



**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投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。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。国投证券国际，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、意见及推测反映国投证券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。国投证券国际，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。

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际，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)，国投证券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。

收件人应注意国投证券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，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券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。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

**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。
- 国投证券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。

**国投证券(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