

【广发传媒&海外】奈飞 (NFLX)

流媒体巨擘：纵向协同，横向扩张

核心观点：

- **从 DVD 租赁到流媒体，Netflix 实现了全球扩张，创始人**为公司注入了技术基因。Netflix 在 2010 年以前，定位为线上 DVD 租赁服务商，通过包月收费模式和线上租赁邮寄到家的轻资产模式，与传统线下 DVD 租赁巨头(数千家门店，收取高昂滞纳金)的模式形成区隔。Netflix 在美国 DVD 订阅用户从 2000 年~30 万人提升至 2010 年的~2 千万人。随着介质向流媒体转变，2007 年开始逐步转向流媒体，2013 年开启全球化进程，2017 年全球会员数超 1 亿，海外会员首次超过美国；2025 年末 Netflix 会员数已达 3.25 亿，海外占 2/3。
- **先发优势和持续高昂的投资构筑了竞争壁垒，Netflix 起先以美国内容输出全球，如今转变为 local for local，自制内容占比超过一半。**2010-2025 年 Netflix 为获取内容累计支出达 1550 亿美元，因投资金额持续扩大，自由现金流为负；直至 2022 年才持续产生正向的自由现金流，形成自我造血能力。内容方面，从版权租赁跃迁到全球化自制，内容净资产口径，自制内容占比已经达 60% 以上。随着时间的推移，平台沉淀的内容为用户提供了丰富的选择，不依赖单一爆款 (top1 内容播放量占比<1%)；通过头部 IP 系列化回归，例如《怪奇物语》、《星期三》、《鱿鱼游戏》等，维系高基数会员留存以及增加广告变现。美国影视制作和流媒体产业进入新一轮的整合提效期，2026 年 Netflix 若成功完成对华纳兄弟影视工作室和流媒体业务的收购，将从纵向获取头部 IP 及制作能力，从横向扩大流媒体的市占率，Netflix 美国 TV 时长份额为 8.0%，HBO 为 1.2%，合计份额达到 9.2% (Nielsen: 25 年 10 月)。
- **盈利预测与投资建议。**预计 26-27 年收入 510/569 亿元，同增 13%/12%；归母净利润 132/155 亿元，同增 21%/17%，基于 26 年业绩 32x PE，合理价值为 100 美元/股，首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示。**内容开支高、广告不及预期、新兴市场竞争加剧等风险。

盈利预测： 本报告货币采用美元；财年截止至 12 月 31 日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	39,001	45,183	51,033	56,910	62,766
增长率 (%)	16%	16%	13%	12%	10%
EBITDA (百万元)	11,019	13,976	16,785	19,181	21,736
归母净利润 (百万元)	8,712	10,981	13,249	15,451	17,692
增长率 (%)	61%	26%	21%	17%	15%
EPS (元/股)	1.98	2.53	3.07	3.58	4.10
市盈率 (x)	41	32	27	23	20
ROE (%)	16%	20%	20%	21%	22%
EV/EBITDA (x)	32	25	21	18	16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

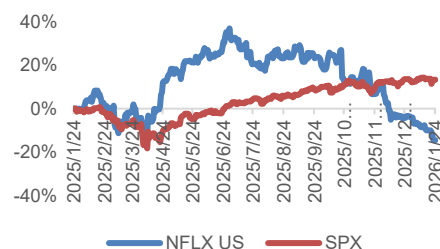
买入

当前价格	86.12 美元
合理价值	100 美元
报告日期	2026-01-26

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	4237/4237
总市值/流通市值 (百万美元)	4182/4282
一年内最高/最低 (美元)	91.64/83.54
30 日日均成交量/成交额 (百万)	48.93
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-22%/-29%

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

周喆



SAC 执证号：S0260523050003

SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

相关研究：

目录索引

一、发展历程复盘.....	6
(一) 种子时期 (1998-2007 年): DVD 租赁行业的颠覆者.....	6
(二) 转型期 (2007 年-2012 年): 分拆流媒体和 DVD 业务, 为出海打基础.....	13
(三) 扩张期 (2013 年-2020 年): 自制内容与全球化.....	14
(四) 存量提效 (2021 年-至今): 收入多元化, 或开启新一轮整合.....	16
(五) 管理团队和企业文化.....	17
二、内容: 本土化深耕, 全球分发.....	19
(一) 内容投资: 从采买到自制, 从本土到海外.....	19
(二) 系列化开发: 一种内容尝试上升为公司核心商业战略.....	23
(三) 本土化内容服务本土: 构建去中心化的内容制作体系.....	28
(四) 观看数据: 非英语内容占比超过 1/3, 库存丰富, 不依赖单一内容.....	32
三、商业化: 稳固流媒体龙头地位, 探索多元化.....	37
(一) 市场和竞争: 渗透率仍有提升空间, 领先地位稳固.....	37
(二) 会员业务是核心底盘: 会员数量和 ARPU 共同驱动增长.....	40
(三) 变现多元化: 广告、游戏和体验业务.....	47
四、盈利预测和投资建议.....	50
五、风险提示.....	53

图表索引

图 1: Netflix 线上 DVD 租赁业务	7
图 2: 用户待看清单 (Queue)	7
图 3: Netflix 的内容库、市场份额、定价策略和邮寄单量等数据推移 (2002-2008)	8
图 4: Netflix 收入 (左轴-百万美元) 和同比增速 (右轴) (1998-2010)	9
图 5: Netflix 期末会员数 (百万) 和期间增加会员数 (2000-2010)	9
图 6: Netflix 会员流失率 (年化) (2005-2009)	10
图 7: Netflix 获客成本 (美元) (2001-2010)	10
图 8: Netflix 的毛利润和经营利润 (百万-美元) 推移 (1998-2010)	10
图 9: Netflix 的毛利率和经营利润率推移 (2001-2010)	10
图 10: Blockbuster (百视达) 门店数量 (个) 推移 (FY2000-FY2009)	11
图 11: Blockbuster (百视达) 收入和利润 (百万美元) 推移 (FY2000-2009) ...	11
图 12: Blockbuster (百视达) 毛利率和运营利润率推移 (FY2000-2009)	11
图 13: Blockbuster (百视达) 营业成本和运营成本占收入比拆解 (FY2009)	12
图 14: Blockbuster (百视达) 毛利率和运营利润率 (FY2009)	12
图 15: Netflix 营业成本和运营成本占收入比拆解 (2010)	12
图 16: Netflix 毛利率和运营利润率 (2010)	12
图 17: Netflix 混合套餐会员数 (百万) (2000-2010) 和拆分为 streaming 和 DVD 两个套餐后的会员数 (百万) 推移 (2011-2017)	14
图 18: Netflix 流媒体会员数按本土和海外数量 (百万) 推移 (2010-2017)	14
图 19: Netflix 出海时间表	15
图 20: Netflix 《纸牌屋》海报	16
图 21: Netflix 《鱿鱼游戏》海报	16
图 22: Netflix 的内容制作已经深化到全球 50+ 个国家和地区	16
图 23: Netflix 会员数 (百万) 和 Disney 旗下平台会员合计对比 (19Q1-23Q4)	17
图 24: Netflix 广告收入 QoQ 推移 (23Q3-24Q4)	17
图 25: Netflix 董事会成员架构	18
图 26: Netflix 现金流量表中内容采买成本和内容摊销成本 (百万 美元) 推移 (2009-2024)	19
图 27: Netflix 历年内容采买/内容摊销比例 (2009-2024)	19
图 28: Netflix 自由现金流 (百万 美元) 推移 (FY2000-FY2009)	20
图 29: Netflix 内容摊销成本中自制和版权的占比推移 (2017-2024)	21
图 30: Netflix 资产负债表中内容资产净额、外购内容资产净额和自制内容资产净额 (百万 美元) 推移 (2007-2024)	21
图 31: Netflix 自制内容资产净额 (百万 美元) 按状态分布推移 (2015-2024)	21
图 32: Netflix 外购内容资产净额和自制内容资产净额占比推移 (2007-2024)	21
图 33: Netflix 出海早期的收入按本土和海外拆分 (百万 美元) (2012-2017)	22
图 34: Netflix 出海早期的内容摊销成本按本土和海外拆分 (百万 美元) (2012-2017)	22

.....	22
图 35: Netflix 出海早期的本土和海外会员数 (百万) (2012-2017)	22
图 36: Netflix 出海早期单会员 ARPU 减去单会员内容摊销成本 (美元/月), 按本土和海外拆分 (2012-2017)	22
图 37: Netflix 出海早期的毛利率按本土和海外拆分 (2012-2017)	23
图 38: Netflix 出海早期的运营利润率按本土和海外拆分 (百万 美元) (2012-2017)	23
.....	23
图 39: Netflix 系列化开发的重要剧集一览	24
图 40: Netflix 在阿尔伯克基的西海岸生产中心	30
图 41: Netflix 在韩国京畿道坡州市和延川郡两个制作基地	31
图 42: Netflix 用户观看时长 (亿小时) 推移 (2023H1-2025H2)	33
图 43: Netflix 平均每个付费会员观看时长 (小时/天) 推移 (2023H1-2025H2)	33
.....	33
图 44: 电视剧观看时长占大盘比例推移 (2023H2-2025H2)	33
图 45: Netflix 主要语言种类内容的观看量占比 (2023H2)	33
图 46: Netflix 原创剧集的按上线时间观看量分布 (2023H2)	34
图 47: Netflix TOP10 观看量电视剧/电影 (24H2-25H2)	34
图 48: Netflix “非英语内容” 观看量占比从 30% 逐步超过 1/3 (2023H1-2025H2)	35
.....	35
图 49: Netflix 主要语言种类内容的观看量占比 (2023H2)	35
图 50: 多品类内容受到不同年龄层和群体的喜爱 (25H2)	35
图 51: Netflix “儿童和家庭” 内容观看量占比 (2023H2)	36
图 52: Netflix “动画” 内容观看量占比 (2025H2)	36
图 53: 全球接入网络的家庭用户 (百万) 和 Netflix 会员数 (24Q4)	37
图 54: 全球娱乐市场收入 (十亿 美元) 和 Netflix 收入 (24Q4)	37
图 55: Netflix 的会员渗透率、市场份额、TV time 份额 (24Q4)	38
图 56: Nielsen’ s The Gauge: 美国电视屏幕时间份额-按媒体分类 (21 年 5 月-25 年 12 月)	38
图 57: Nielsen’ s The Gauge: 美国电视屏幕时间份额-流媒体平台 (21 年 5 月-25 年 12 月)	39
图 58: Netflix 全球会员数 (百万-左轴) 和月 ARPU (美元-右轴) (17Q1-25Q4)	40
.....	40
图 59: Netflix 收入增速, 会员数和 ARPU 增速推移 (18Q1-25Q4)	40
图 60: Netflix 在美国地区的会员套餐价格 (美元) 推移 (14Q1-25Q4)	41
图 61: Netflix 全球各区域收入贡献推移 (2017-2025)	42
图 62: Netflix 会员数 (百万-左轴) 在全球各区域分布 (2017-2025)	43
图 63: Netflix 各区域会员 ARPU (美元) (2017-2025)	43
图 64: Netflix 全球各区域收入 (百万 美元) 推移 (2017-2025)	43
图 65: Netflix 各区域收入增速推移 (2017-2025)	43
图 66: 主要流媒体平台会员数 (百万) 推移 (18Q1-25Q4)	44
图 67: Disney+, Hulu, HBO 会员数/Netflix 推移 (20Q4-25Q3)	44
图 68: 主要流媒体平台会员 ARPU (美元) 推移 (19Q2-25Q4)	44
图 69: Disney+, Hulu SVOD, HBO 会员 ARPU/Netflix 推移 (20Q4-25Q3)	44
图 70: 主要流媒体平台收入对比 (百万 美元) 推移 (21Q1-25Q4)	45

图 71: Disney D2C、HBO 收入/Netflix 推移 (21Q1-25Q3)	45
图 72: Netflix 运营利润(百万美元-左轴)和 OPM(右轴)推移(21Q1-25Q4)	45
图 73: Disney D2C 运营利润(百万美元-左轴)和 OPM(右轴)推移(21Q1-25Q3)	45
图 74: Netflix Adjusted EBITDA (百万美元-左轴)和 EBITDA Margin (右轴)推移(21Q1-25Q4)	46
图 75: HBO Adjusted EBITDA (百万美元-左轴)和 EBITDA Margin (右轴)推移(21Q1-25Q4)	46
图 76: Netflix 广告收入(百万美元-左轴)和营收占比(右轴)(2023-2026E)	47
图 77: Netflix House 选址	49
图 78: Netflix House 场景概览	50
表 1: Netflix 流媒体业务出海次序	15
表 2: Netflix 系列剧排播一览	25
表 3: Netflix TOP15 电视剧(24H1)	27
表 4: Netflix TOP15 电视剧(25H1)	27
表 5: Netflix TOP15 电视剧(25H2)	28
表 6: Netflix 在各个区域内容投资一览(2012年-至今)	29
表 7: Netflix 在各个区域制片中心建设一览(2018年-至今)	31
表 8: Netflix 在全球各地的 TV 时长份额(2022-2023年)	39
表 9: Netflix 三种会员套餐的价格和权益对比	42
表 10: Disney 流媒体业务收入和利润推移(FY2022-2025)	46
表 11: Warner Bros. Discovery: 流媒体业务收入和利润(百万美元)(2021-2024)	47
表 12: Netflix 广告产品示例	48
表 13: Netflix 收入和利润预测(2024-2028E)	51
表 14: 可比公司估值(2026-2027E)	52

一、发展历程复盘

公司发展历程总结：根据公司年报，Netflix最早成立于1997年，前十年以DVD租赁业务打下了业务的雏形，在2010年前后完成了向流媒体业务的转型，2013年开启了自制化和全球化的扩张，2021年市场进入“存量”时代，公司不断探索业务的边界，并已经形成了正向的现金流，后续潜在的对华纳兄弟探索内容制作和流媒体业务的并购和整合或有助于公司从纵向获取优质IP和内容制作能力，同时横向整合HBO在流媒体市场的份额。

(1) 种子时期（1998-2007年）。根据公司年报和官网信息，奈飞通过技术和模式创新，从传统线下门店式DVD巨头“百视达”（Blockbuster）手中抢夺市场。核心的关键决策包括：1999年推出月度订阅模式，取消滞纳金和还片期限，用户只需支付固定月费，即可无限次租赁DVD。通过推荐系统让冷门旧片得到观看，不仅提高了库存周转，还培养了用户对算法推荐的依赖。2002年Netflix在纳斯达克IPO。

(2) 转型期（2007-2012年）：根据2007年-2012年财报信息，2007年开始加大对流媒体的基础设施和内容投入，2007-2009年策略仍是兼顾DVD租赁业务和流媒体的同向发展；2011年拆分DVD和流媒体服务，涨价导致短期订阅用户的流失阵痛。2010年开启加拿大国际化第一站，2012年公司已经将流媒体作为主要重点，兼顾出海发展，并获得了用户数的快速突破，也在2012年的财报中首次提及了“原创剧集”。

(3) 自制内容、全球化时期（2013-2020年）。根据公司2013-2016年财报信息，这一阶段出海和自制化为主要战略。2010年开启加拿大国际化的第一站，流媒体服务在2016年基本上完成了全球覆盖，2017年开始，逐步将内容制作进一步本土化；2013年《纸牌屋》作为首个原创剧集上线风靡全球，确立了公司加大内容自制化，向上游延伸的内容策略，2021年韩剧《鱿鱼游戏》出圈，让Netflix的全球化内容战略达到新的里程碑。

(4) 存量竞争：拓展业务类型（2021年-至今）。根据2020年到2025年财报信息，流媒体市场一方面增长放缓，另一方面竞争也阶段性加剧，主要的标志性事件为迪士尼（Disney+）在2019年末加入流媒体市场，2022年Netflix经历了首次用户环比负增长，公司开始采取一系列举措应对竞争，同时在订阅业务之外，加大新业务的开发，以期获得更多的收入来源。

（一）种子时期（1998-2007年）：DVD租赁行业的颠覆者

在这一阶段，奈飞通过技术和模式创新，从传统线下门店式DVD巨头“百视达”（Blockbuster）手中抢夺市场。核心的关键决策包括：1999年推出月度订阅模式（Monthly Subscription），取消滞纳金和还片期限，用户只需支付固定月费，即可无限次租赁DVD。2000年推出Cinematch算法，通过推荐系统让冷门旧片得到观看，不仅提高了库存周转，还培养了用户对算法推荐的依赖。2002年Netflix在纳斯达克IPO。

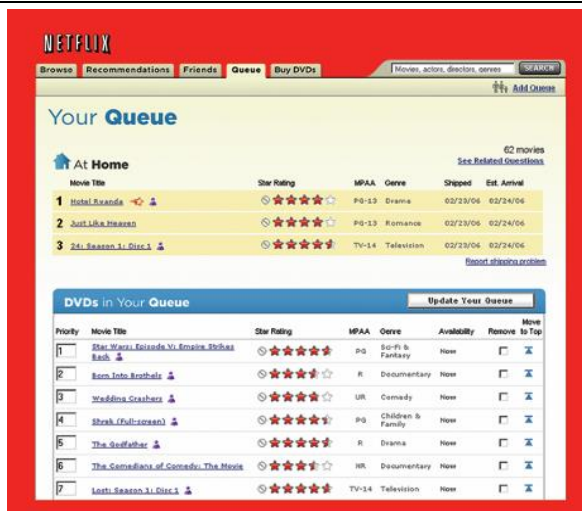
图 1: Netflix线上DVD租赁业务



数据来源: 奈飞年报, 广发证券发展研究中心

Netflix早期的业务概览。从Netflix早期的财报来看,其定位是美国最大在线娱乐订阅服务商,为超过100万名(2002年)订阅用户提供涵盖14,500多部电影、电视及其他影视作品的综合片库(2002年)。这些指标到2008年达到为939万名订阅用户提供100,000多部实体DVD内容和12,000个线上streaming contents。公司提供标准订阅方案,允许用户同时在手保留三部作品,没有归还期限,不设滞纳金,也不收取运费,月费为19.95美元(2002年),这一套餐价格在2004年降至17.95美元,2007年进一步把最低价格套餐降低至4.99美元,并开发了9个不同价位段的套餐。用户在一个月内可以不限次数地观看作品。用户通过公司网站(www.netflix.com)挑选作品,通过平信方式接收DVD,并使用公司预付费信封随时寄回。一旦作品归还,Netflix就会寄出用户待看清单(Queue)中的下一部可用作品。

图 2: 用户待看清单 (Queue)



数据来源: 奈飞年报, 广发证券发展研究中心

创新的使用了订阅模式。自1999年9月上线订阅业务以来，Netflix的订阅服务增长迅速。公司在财报中指出，他们认为这种增长主要得益于丰富的内容选择、持续提升客户满意度、DVD播放器的快速普及以及有效的市场营销计划。因公司总部位于旧金山湾区，其在提供“隔日达”服务的旧金山湾区的市占率一直保持领先其他区域的水平，在2002年年报中，公司披露约有3.8%的旧金山湾区家庭订阅了Netflix，这一指标在2006年扩张至15.7%，而在全美的家庭订阅用户中，Netflix市占率也在2006年扩张至5.8%。

早期就注重个性化推荐为每位用户打造“定制化商店”，从而有效地推广庞大的片库资源，不同于竞争对手主推头部片库，Netflix的个性化推荐提高了片库的流转率。在2002年财报中，公司提到每天提供超过3000万次个性化推荐。2002年第四季度，14,500多部作品中有超过97%被用户选中观看。相比之下大多数娱乐服务商只推销极少数的票房大片。大型线下录像带出租店平均仅储备不到3,000部DVD作品。公司相信基于专利算法和从用户那里收集到的2.3亿多条电影评分，将进一步助力推荐技术能够建立深厚的用户关系，并保持极高的片库利用率。

图 3: Netflix的内容库、市场份额、定价策略和邮寄单量等数据推移 (2002-2008)



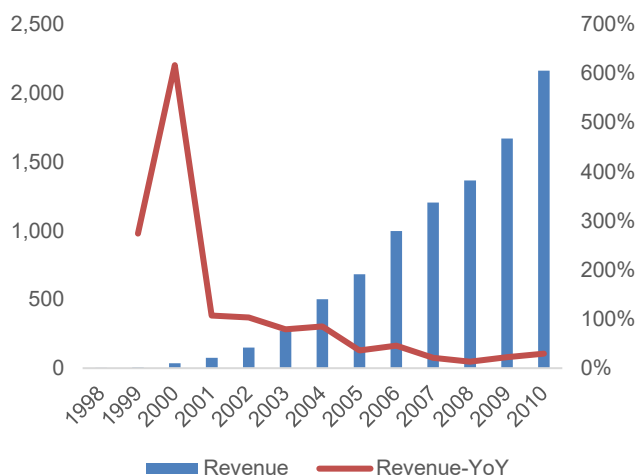
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

获取用户方面，通过“按效果付费”的市场计划向消费者推介服务，包括在线推广、在多数主流DVD播放器厂商的产品中插入广告，以及与电子产品和视频软件零售商进行联合促销。这些计划鼓励消费者订阅Netflix的服务，通常包含14天的免费试用期。试用期结束后，除非用户取消订阅，否则将自动转为付费用户。约90%的试用用户会转化为付费用户。所有付费用户每月通过信用卡预付费用。

不断提升内容库和配送基础设施。内容储备策略上，几乎涵盖所有市面上已发行的DVD作品。2002年就与50多家制片厂及发行商建立了收入分成关系，这使公司以极具吸引力的条款获取作品。同时，Netflix也直接从制片厂、发行商和独立制片人处购买作品。公司通过遍布全美的多个配送中心寄送和回收DVD。2002年，运营着18个配送中心（包括圣何塞中心），并计划增设更多配送中心。这些中心为订阅用户提供日益快捷的递送和回收服务。

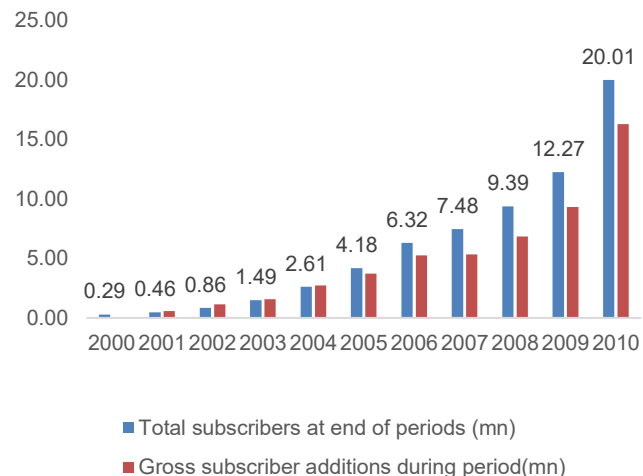
从2000年到2010年，公司年化复合增速超50%，从3589万美元营收达到21.6亿美元。从经营数据来看，收入的增长主要由订阅会员数的快速扩展带动，平均的ARPU呈现小幅下降趋势（后期提供更多元化定价的包月套餐，降低消费门槛，最低价格仅4.99美元/月），从财报披露的年末会员数来看，2000年会员为29万，2010年末会员达到2001万。

图 4: Netflix收入（左轴-百万美元）和同比增速（右轴）（1998-2010）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

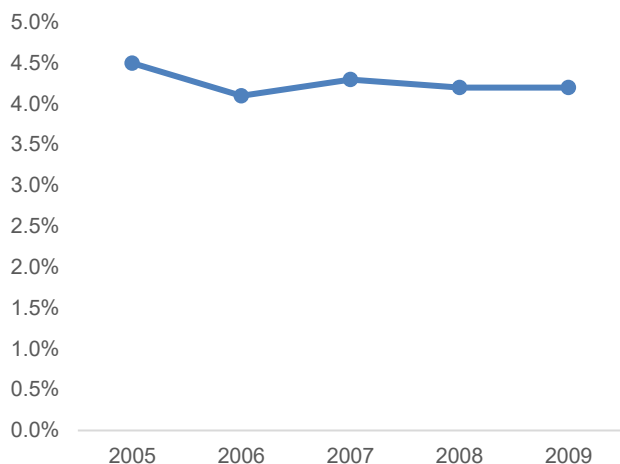
图 5: Netflix期末会员数（百万）和期间增加会员数（2000-2010）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

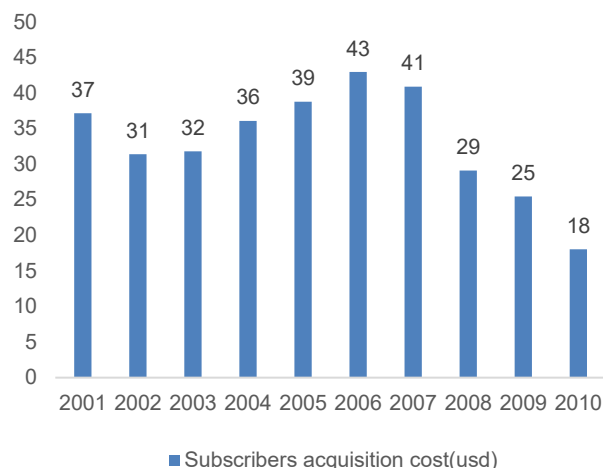
从财报披露的会员流失率来看，一直保持在较低的水平，不到5%。公司通过多途径获客（广告、DVD厂商合作等），从每年的营销推广费用除以新增的会员来看，单个会员的获取成本在小几十美元区间波动，特别是随着2007年公司转向建设线上instant-watching功能之后，线上渠道观看行为的提升，也为公司提供了更快捷和低成本获客方式。

图 6: Netflix会员流失率(年化)(2005-2009)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

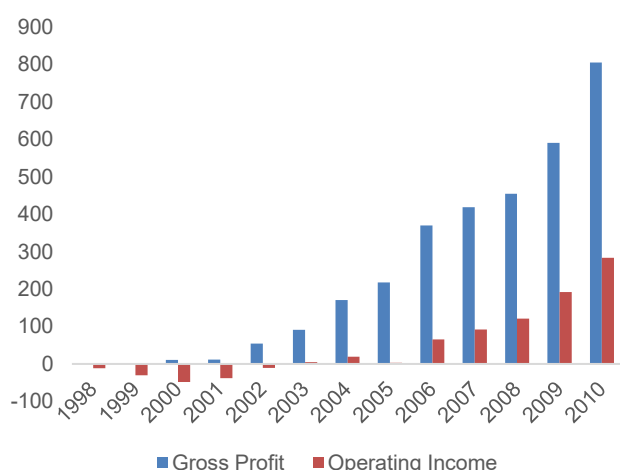
图 7: Netflix获客成本(美元)(2001-2010)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

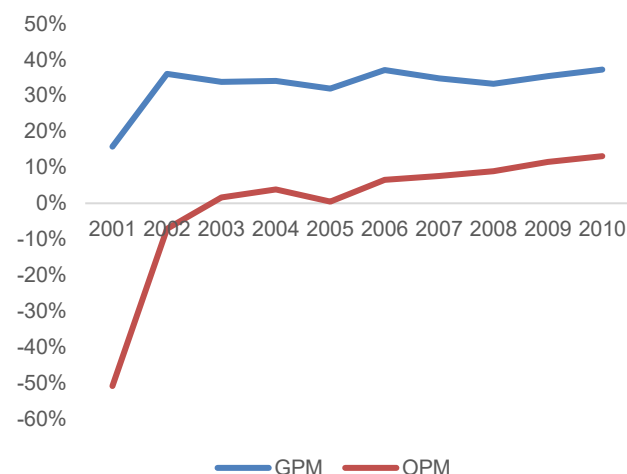
从报表利润来看, DVD租赁业务的主要成本是内容获取成本(占营收比例保持在50-60%区间), 和DVD配送成本(占收入比随着规模效应和效率的提升, 占营收比从双位数降低至高个位数), 毛利率在2010年达到37%。经营利润在2003年才扭亏为盈, 经营利润率从2003年的2%提升至2010年的13%。经营利润率的提升主要来自销售费用占收入比的收窄。公司也在财报中通过持续提升用户体验, 通过用户增长带动内容增长, 用户增长带动了广泛的口碑效应, 使得公司以更具经营效益的方式获取新用户。

图 8: Netflix的毛利润和经营利润(百万-美元)推移(1998-2010)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 9: Netflix的毛利率和经营利润率推移(2001-2010)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

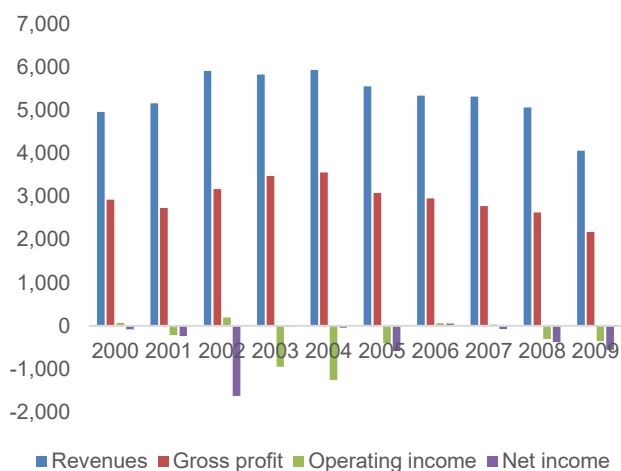
竞争角度，Netflix定位在线上租赁模式，一开始和传统线下租赁业巨头呈现错位竞争，但后续逐步颠覆了行业格局。Netflix在DVD租赁市场主要的竞争对手包括（1）线下租赁巨头Blockbuster，线下市场规模较大，Blockbuster产生了较高的“滞纳金”收入，Netflix的出现给用户提供了“免滞纳金”的选择，2004年其为了应对竞争，Blockbuster也开启了在线邮寄业务，但随着2007年门店租金压力和数字化的冲击，2009年大幅关店，2010年因亏损和负债申请破产，并随后被Dish Network收购注销；（2）北美其他大型租赁连锁店Movie Gallery与Hollywood Video；（3）细分市场的Redbox，通过自动租赁机提供服务。

图 10: Blockbuster (百视达)门店数量 (个) 推移 (FY2000-FY2009)



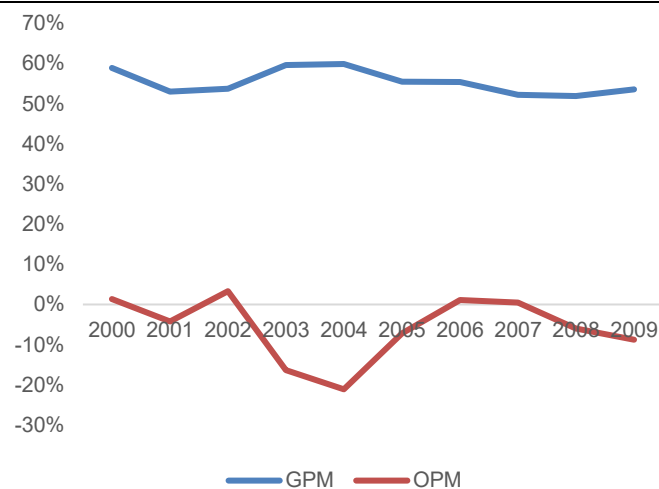
数据来源: Blockbuster (百视达)年报, 广发证券发展研究中心

图 11: Blockbuster (百视达)收入和利润 (百万美元) 推移 (FY2000-2009)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

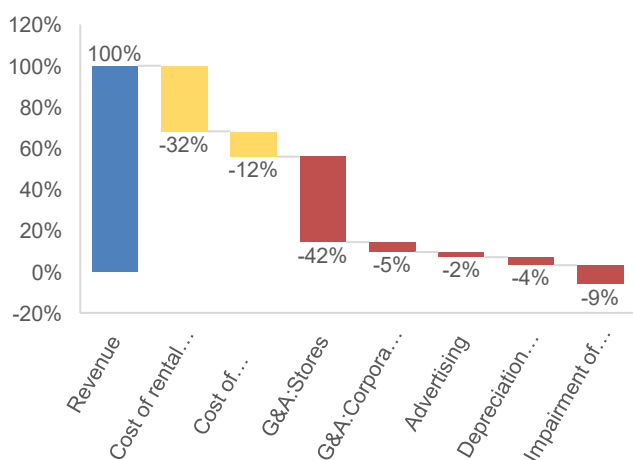
图 12: Blockbuster (百视达)毛利率和运营利润率推移 (FY2000-2009)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

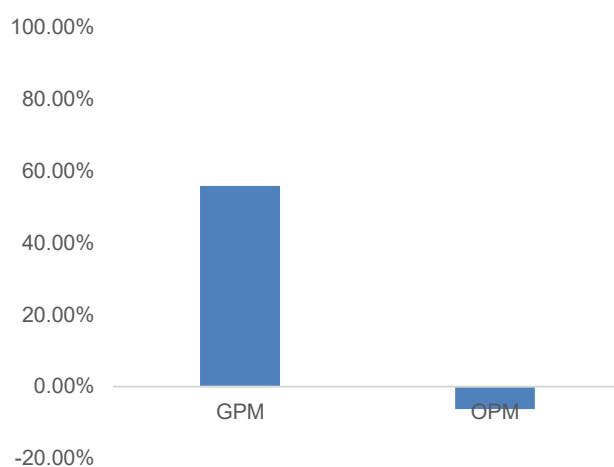
在2004年以前，Blockbuster（百视达）是租赁市场的龙头，从财报来看，2004年是其经营数据的顶点，Blockbuster在2005年末在线下开设了9094个门店，总营收达到59亿美元，随后收入逐年下滑，门店数量呈收缩趋势。即便到2010年，Netflix的收入才做到接近Blockbuster下滑至40亿美元收入的一半以上，但区别在于，Netflix的轻资产模式实现了盈利闭环，而Blockbuster因线下租金成本高昂，难以形成盈利闭环，在面临竞争和流媒体转型冲击的时期，无法抵御变迁。

图 13: Blockbuster (百视达)营业成本和运营成本占收入比拆解 (FY2009)



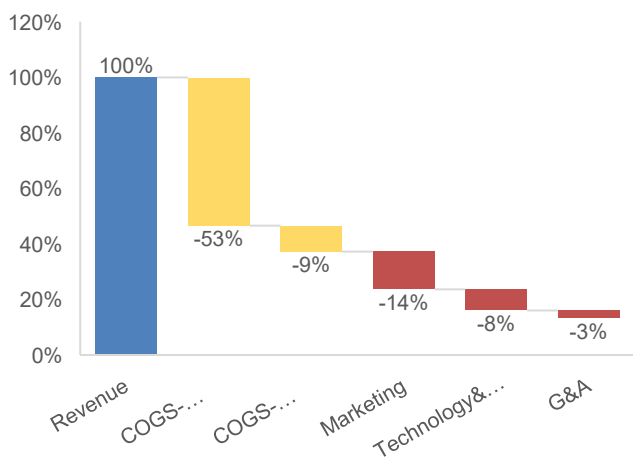
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 14: Blockbuster (百视达)毛利率和运营利润率 (FY2009)



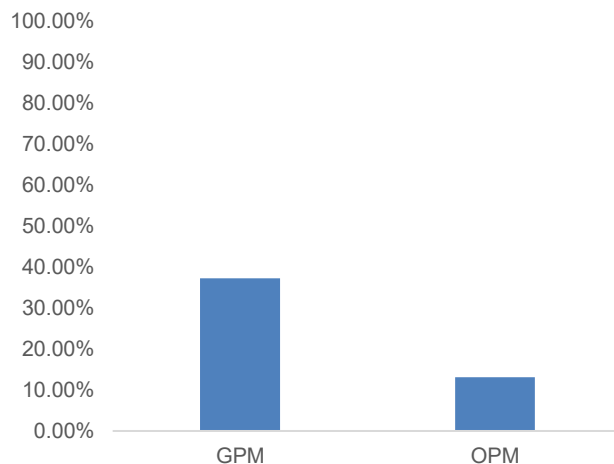
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 15: Netflix营业成本和运营成本占收入比拆解 (2010)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 16: Netflix毛利率和运营利润率 (2010)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）转型期（2007年-2012年）：分拆流媒体和DVD业务，为出海打基础

转型期(2007-2012年)：2007年开始加大对流媒体基础设施和内容投入，2007-2009年策略仍是兼顾DVD租赁业务和流媒体的同向发展；2011年拆分DVD和流媒体服务，涨价导致短期订阅用户流失，但随着流媒体介质更迭大势所趋，以及2010年开启加拿大国际化第一站，2012年公司已经将流媒体作为主要重点，兼顾出海发展，并获得了用户数的快速突破，也在2012年的财报中首次提及了“原创剧集”。

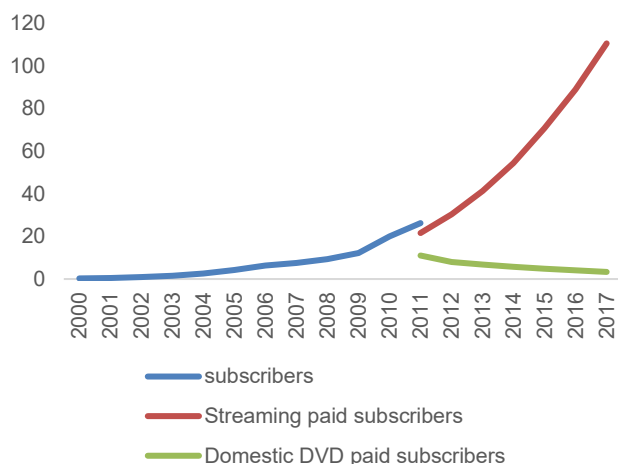
早在2007年，Netflix就推出了流媒体（instant watching）功能，起初这只是订阅DVD服务后的赠品，订阅用户不需要为此功能额外付费。随着流媒体开始对用户产生吸引力，公司加大了对内容的投资。根据公司2008年财报，截至2008年底，Netflix提供的线上观看电影和电视选择已超过12,000部，这一数字自两年前第一次推出“即时观看（instant watching）”功能以来增长了八倍。同时，继续扩大了与消费电子制造商的合作范围，将Netflix的流媒体功能嵌入到其设备中。消费者可以通过蓝光播放器、独立机顶盒、TiVo数字录像机（DVR）、Xbox游戏主机，以及很快就能直接通过联网电视，将Netflix的内容串流（stream）到他们电视上。公司认为流媒体的模式可以更低成本更快的获取用户，业务利润率也更高。

在2009年第四季度，超过48%的用户观看了15分钟以上的流媒体内容。公司仍兼顾DVD和流媒体的拓展。公司在2009年财报中指出，凭借超过1,200万的订阅用户，成为全球最大的互联网流媒体影视及邮寄DVD订阅服务商。订阅用户可以即时观看无限制的流媒体影视内容（通过电视和电脑），并能享受快速配送到家的DVD服务。公司提供多种订阅方案，不设归还期限，无滞纳金，无运费，也无单次点播费。在推荐及营销技术的辅助下，用户可以从不断扩大的流媒体库和海量的DVD库中挑选作品。平均每天约有200万张光盘从遍布全美的配送中心寄出。此外，在2009年第四季度，超过48%的用户观看了15分钟以上的流媒体内容。这一阶段，公司核心战略是发展一个由流媒体和邮寄DVD内容共同组成的庞大订阅业务。通过将流媒体和DVD整合进订阅方案中，能够以低廉的月费为用户提供独特且极具吸引力的影视选择。公司相信这与纯流媒体订阅服务相比，构成了其竞争优势。随着竞争对手在互联网上提供更多内容，这种优势会随时间推移而减弱；但届时公司预计已在品牌、分发渠道和专利营销平台等方面建立了进一步的优势。尽管互联网分发内容日益普及，但在可预见的未来，预计DVD仍将是大多数Netflix用户观看内容的主要方式。然而，在未来的某个时间点，Netflix预计互联网入户传输将超过DVD，成为大多数Netflix用户观看内容的首选方式。

2011年，公司首次将流媒体和DVD会员一分为二，经历了短期的阵痛。在2011年7月之前，公司在美国的流媒体业务和邮寄DVD业务是捆绑在一起的，订阅用户通过单一的“混合方案”即可同时享受流媒体内容和DVD。2011年7月，公司推出了纯DVD方案并将原本捆绑的方案拆分。这意味着希望同时获得邮寄DVD和流媒体内容的订阅用户必须分别购买两项独立的订阅计划。对于那些同时使用无限量邮寄DVD和无限量流媒体服务的会员来说，这一举动导致了价格上涨。随后，在2011年第三季度，公司又发布了一项公告，拟对邮寄DVD服务进行更名（即更名为Qwikster），并将邮寄DVD网站与流媒体网站完全剥离。消费者对调价行为和对更名公告的反应较为负面，导致了大规模的退订潮。

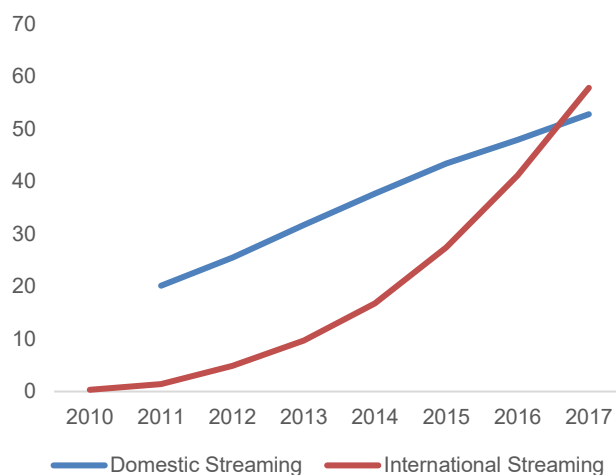
而随着2010年开启海外布局+流媒体的快速增长，公司彻底转型向流媒体业务和出海发展，2012年，会员数达到3300万名，业务布局全球40个国家。2012年，公司已经在40多个国家拥有超过3,300万名会员，他们每月观看超过10亿小时的电视节目和电影。

图 17: Netflix混合套餐会员数(百万)(2000-2010)和拆分为streaming和DVD两个套餐后的会员数(百万)推移(2011-2017)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 18: Netflix流媒体会员数按本土和海外数量(百万)推移(2010-2017)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(三) 扩张期(2013年-2020年): 自制内容与全球化

这一阶段出海和自制化为主要战略。2010年开启加拿大国际化的第一站，流媒体服务在2016年基本上完成了全球覆盖，2017年开始，逐步将内容制作进一步本土化；2013年《纸牌屋》作为首个原创剧集上线风靡全球，确立了公司加大内容自制化，向上游延伸的内容策略，2021年韩剧《鱿鱼游戏》出圈，让Netflix的全球化内容战略达到新的里程碑。

Netflix的流媒体业务出海最先以服务触达，以相近语言或地域的区域为先，后续在高付费意愿的欧洲区域拓展，最后拓展至全球范围。2010年第一站开启了加拿大，2011年拓展至拉美及加勒比地区，基本上完成了美洲的覆盖。2012年进军欧洲，最先进入的是英国、爱尔兰等国家，后续在2014年后期基本完成对西欧的覆盖。2015年-2016年逐步将业务拓展至泛亚太和中东。2016年，公司基本上初步将服务覆盖到了全球可以触达的190个国家和地区。

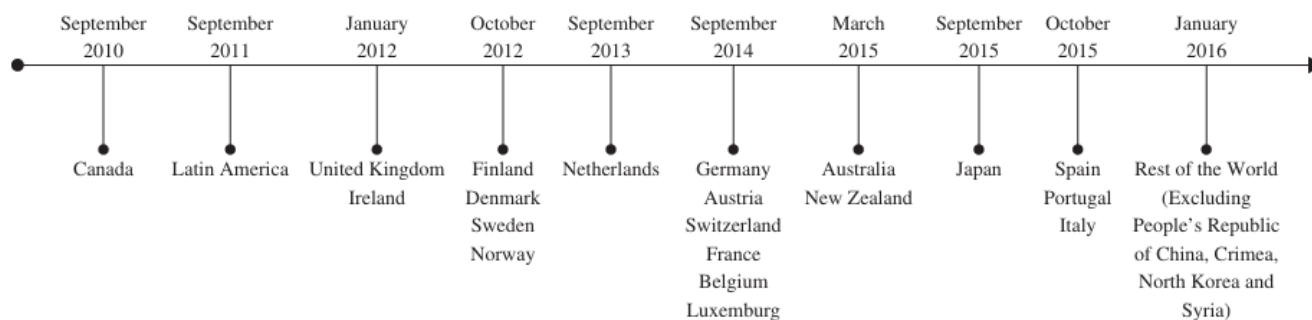
在服务全球化覆盖后，逐步在全球各地设立办公室和制作中心，深化全球运营。根据公司官网，目前海外设立办公室的城市包括荷兰的阿姆斯特丹、英国伦敦、法国巴黎、西班牙马德里、意大利米兰、新加坡、日本东京、韩国首尔、印度孟买、墨西哥的墨西哥城和哥伦比亚的波哥大。

表 1: Netflix流媒体业务出海次序

时间	2010 年	2011 年	2012 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
区域拓展	加拿大	拉美及加勒比地区（包括巴西、墨西哥、阿根廷、智利、哥伦比亚等）	英国、爱尔兰、北欧四国（挪威、丹麦、瑞典、芬兰）	西欧六国（法国、德国、奥地利、瑞士、比利时、卢森堡）	澳大利亚、新西兰、日本、西班牙、意大利、葡萄牙	印度、越南、韩国、尼日利亚、沙特阿拉伯等	
内容消费时长				1 billion hours/month	125 million hours/day		140 million hours/day
国家和地区			40	50	190	190	190

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 19: Netflix出海时间表



数据来源：公司 2016 年财报、广发证券发展研究中心

2013年《纸牌屋》（House of Cards）上线，标志着Netflix开启原创时代，向上游拓展。《纸牌屋》是大数据指导内容创作方向的雏形，因其题材的稀缺性（美式政治斗争和高冷质感），播出后获得了全球观众的喜爱，从排播策略上，实行“全季一次性上线”的方式，此举打破了电视台“周更”的传统。

2021年上线韩剧《鱿鱼游戏》（Squid Game），刷新了Netflix的电视剧观看记录，证明了非英语母语的本土化内容同样能成为全球爆款，达到了“本土故事，全球传播”的最高效率。从21Q3财报中，公司披露《鱿鱼游戏》在21年9月17日上线，全球有1.42亿会员家庭在该剧上线的前四周内选择了观看这部作品，不仅是当期非英语剧集的冠军，也超越了其他英语剧集。在此之前，业内普遍认为非英语剧集很难

在西方主流市场取得这样现象级的表现。

图 20: Netflix 《纸牌屋》海报



数据来源: 豆瓣, 广发证券发展研究中心

图 21: Netflix 《鱿鱼游戏》海报



数据来源: 豆瓣, 广发证券发展研究中心

图 22: Netflix的内容制作已经深化到全球50+个国家和地区



数据来源: 公司 ESG 报告、广发证券发展研究中心

(四) 存量提效 (2021 年-至今): 收入多元化, 或开启新一轮整合

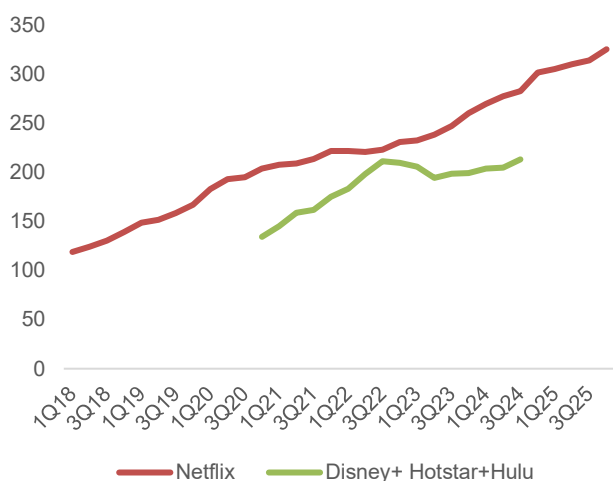
这一阶段, 流媒体市场一方面增长放缓, 另一方面竞争也阶段性加剧, 主要的标志性事件为迪士尼 (Disney+) 在2019年末加入流媒体市场, 2022年Netflix经历了首次用户环比负增长, 公司开始采取一系列举措应对竞争, 同时在订阅业务之外, 加大新业务的开发, 以期获得更多的收入来源。

22Q1 Netflix会员数环比出现了下滑, 公司开始采取一系列举措调整以提高会员数

量。(1) 打击共享账号：公司在22Q2推出了Paid-sharing的付费共享账号模式，公司在财报中指出，全球约有1亿个家庭是通过借用朋友或家人的账号观看的。在用户增长陷入瓶颈时，转化这部分用户具备潜力。(2) 推出广告版会员：Disney在2019年入局D2C业务，即将其自制内容直接通过Disney+的平台触达用户，在定价策略上，Disney+在报表上的月度ARPU仅为5+美金一个月，是Netflix平均ARPU的1/2，以及联合旗下Hulu、ESPN等推出捆绑套餐，旗下多平台多套餐，给价格敏感用户更多选择。为了应对竞争，和补充公司的会员品种，Netflix在2022年开始逐步将广告会员推向全球12个国家，从运营结果来看，新用户有较高比例都是通过更低价的广告会员套餐开始尝试体验Netflix的服务。广告会员虽然打破了公司过去坚持的无广告订阅会员经营理念，但确实为公司提供了吸引了更广谱的用户。

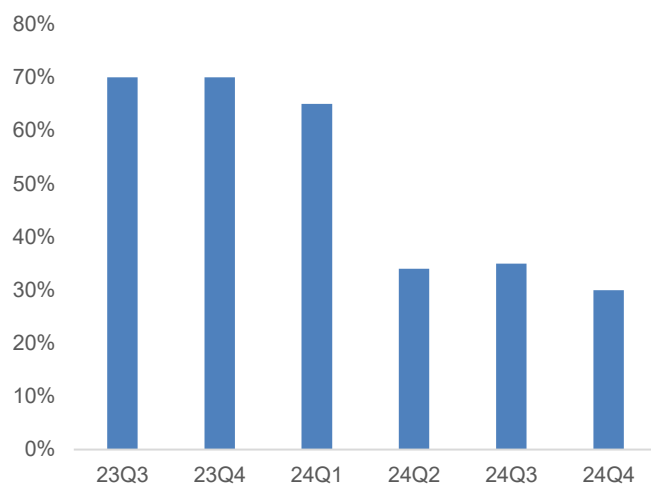
经过2022年一年的调整，Netflix的会员数在2023年呈现加速增长的趋势。与此同时，公司开始拓展业务版图，包括广告、移动游戏、体育直播、视频播客等，25年广告表现亮眼，26年值得期待的是Netflix House等线下体验业务的拓展。

图 23: Netflix会员数(百万)和Disney旗下平台会员合计对比(18Q1-25Q4)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 24: Netflix广告收入QoQ推移(23Q3-24Q4)



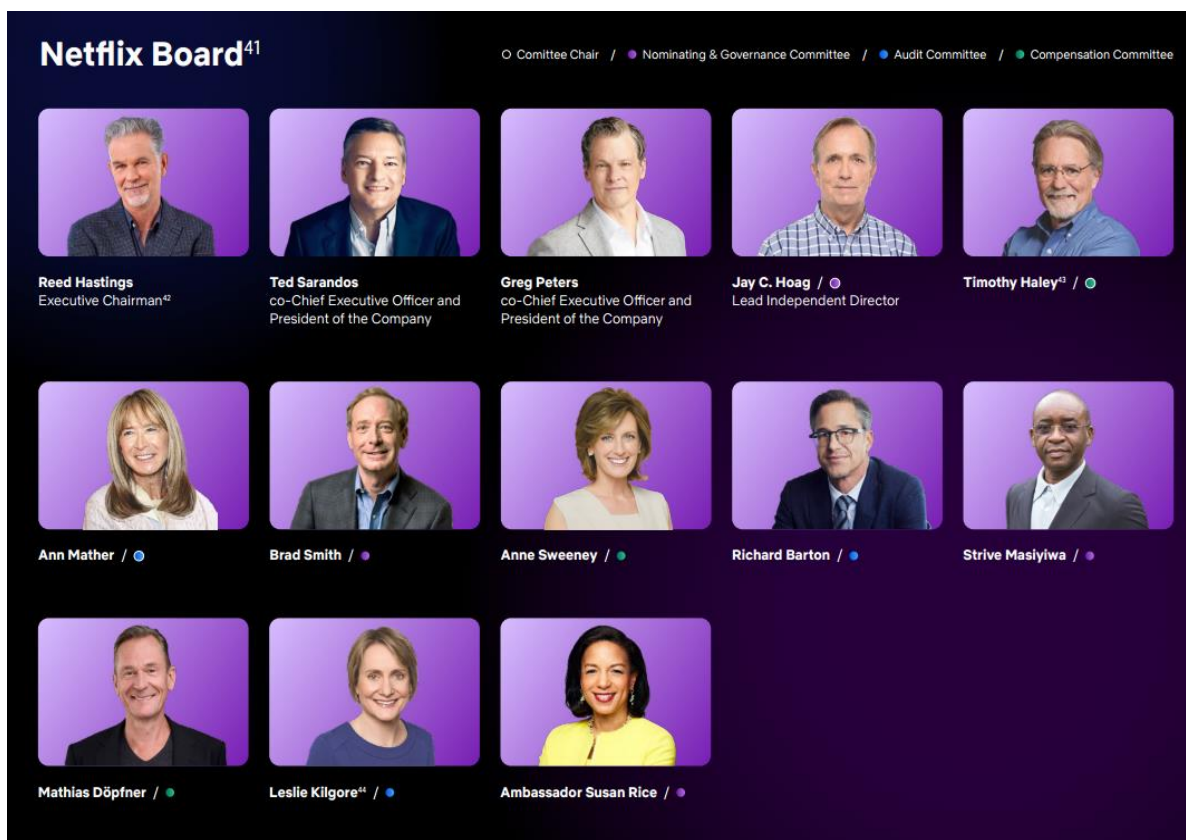
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(五) 管理团队和企业文化

创始人里德·哈斯廷斯目前退居董事会负责长期战略。Reed Hastings (里德·哈斯廷斯)：执行主席 (Executive Chairman)，是Netflix的联合创始人，曾长期担任CEO，目前已退居幕后负责长期战略。他于1997年联合创立了Netflix，并担任首席执行官长达25年。在创立Netflix之前，里德创办了Pure Software公司，并于1997年将其推向上市后出售。他同时是彭博 (Bloomberg) 和Anthropic (均为私营公司) 的董事会成员。里德在学术背景方面表现优异，1983年获得鲍登学院 (Bowdoin College) 数学学士学位，1988年获得斯坦福大学人工智能方向的计算机科学硕士学位。在鲍登学院和斯坦福大学就读的间隙，里德还曾加入和平号 (Peace Corps)，担任高中数学教师。

公司采用联席首席执行官(co-CEO)制度,内容和技术并驾齐驱。(1)Ted Sarandos (泰德·萨兰多斯)于2020年7月被任命为Netflix联席首席执行官(co-CEO)。自2000年以来,他一直负责所有的内容运营工作,并领导公司向原创内容制作转型。这一转型始于2013年推出的《纸牌屋》(House of Cards)、《发展受阻》(Arrested Development)和《女子监狱》(Orange Is the New Black)等众多经典剧集。泰德曾入选《时代》杂志“2013年度全球百大影响力人物”,并于2019年荣获美国制片人工会(PGA)颁发的“里程碑奖”。他是阿斯彭研究所(Aspen Institute)的亨利·克朗学者(Henry Crown Fellow),也是美国电影学会(AFI)的受托人。此外,他还在电影艺术与科学学院博物馆、Exploring the Arts艺术基金会以及Spotify的董事会任职。(2)Greg Peters(格雷格·彼得斯)于2023年1月被任命为Netflix联席首席执行官(co-CEO)。在此之前,他曾担任公司的首席运营官(COO)和首席产品官(CPO)。更早期,他还担任过Netflix的国际发展官。在2008年加入Netflix之前,他曾担任Macrovision Solutions公司(后更名为Rovi Corporation)消费电子产品的资深副总裁。此外,他还曾在数字娱乐软件供应商Mediabolic公司、Linux及开源技术供应商红帽网络(Red Hat Network)以及在线零售商Wine.com担任过职务。格雷格拥有耶鲁大学的物理学与天文学学士学位。

图 25: Netflix董事会成员架构



数据来源: 公司 ESG 报告、广发证券发展研究中心

Netflix的文化备忘录: “Netflix 致力于为全世界带来优质娱乐内容,在各地创造精彩可期的故事。为了达成这个使命,我们建立了追求卓越的独特公司文化,创造舞

台让优秀人才发挥所长，除了提升自我、相互扶持，也为观众打造更好的体验。四大理念如下：”

“梦幻团队：Netflix只留任表现卓越的员工，不仅要是各自领域的佼佼者，更需善于团队合作。”

“以人为本：员工自主决策时应有充分的信息和自由，才能交出更好的成绩。若你责任感异于常人，且能在这种开放自由的环境大放异彩，方可获得我们青睐。”

“甘之如饴：为了娱乐全世界，我们必须展现胆量与野心。即使前方路不好走，我们也会正面迎接挑战。”

“精益求精：我们常说明天的Netflix要比今天更好。为此，我们必须积极找出可以改进的地方，并在精益求精的路上展现应有的自律和韧性。”

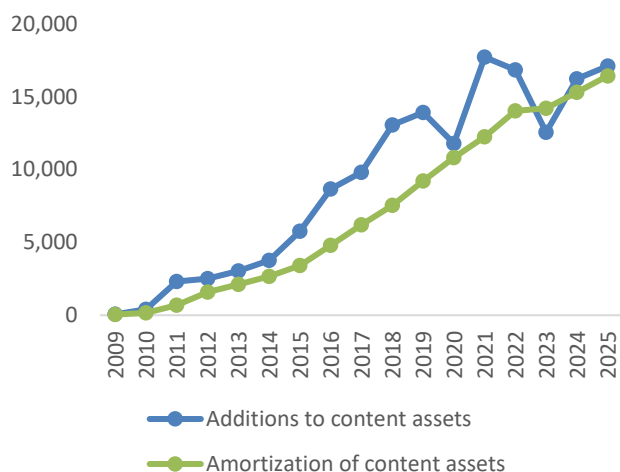
“这些理念或许无法达到尽善尽美，但多数加入Netflix的伙伴都会敬佩同事的优异表现，也赞叹我们在方方面面都无比支持员工。”

二、内容：本土化深耕，全球分发

（一）内容投资：从采买到自制，从本土到海外

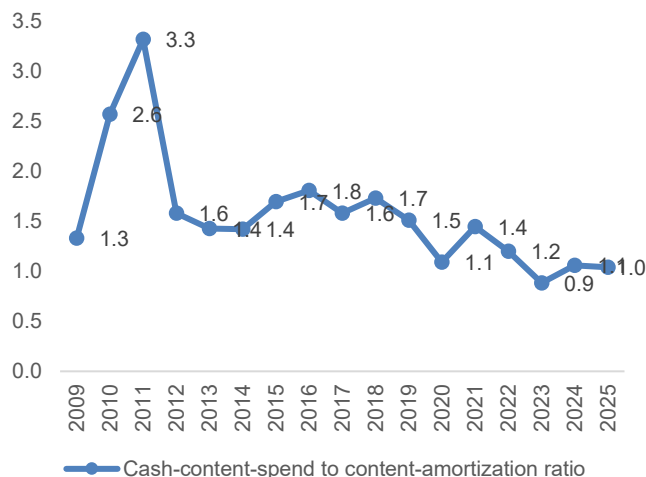
2013-2018年是Netflix内容投资的持续扩张期，2020年疫情短期阻隔了内容投资，2023年以后，内容采买/摊销的比例逐步回落到1x，公司的内容投资进入稳态。从现金流量表的披露来看，2013年公司的内容现金流支出为30亿美元，到2017年达到98亿美元，2018年则为130亿美元，2020年因为疫情，内容支出回落到110亿美元，21-22年回升至170亿美元附近，2023年之后，Netflix现金流量表的内容采购支出保持相对稳定。

图 26: Netflix现金流量表中内容采买成本和内容摊销成本 (百万 美元) 推移 (2009-2024)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

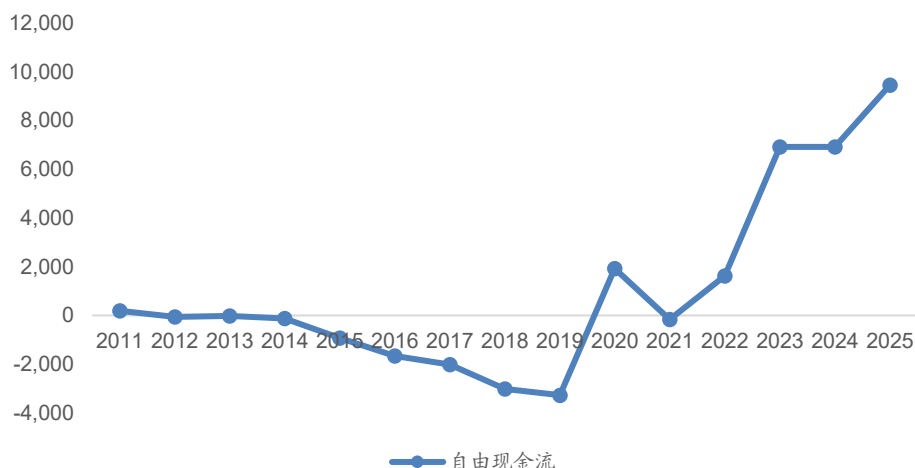
图 27: Netflix历年内容采买/内容摊销比例 (2009-2024)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

Netflix通过发债来获取资金，进而将资金投入内容制作，通过内容吸引用户获取平台规模的扩张，商业正循环的飞轮是通过数十年的投入构建的壁垒，从2021年开始，公司的自由现金流转正，目前每年的自由现金流达到大几十亿美元。

图 28: Netflix自由现金流（百万 美元）推移（FY2000-FY2009）

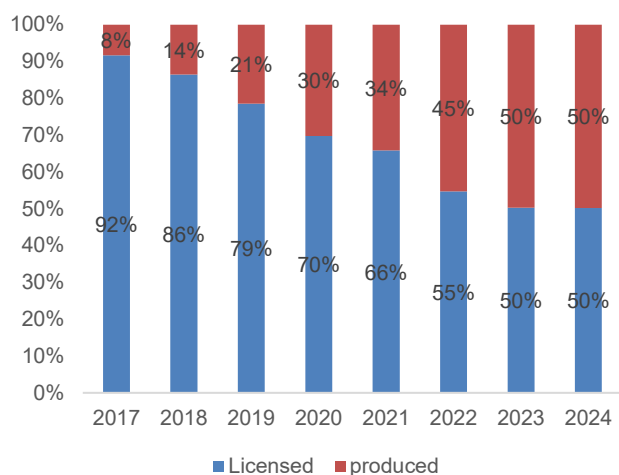


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

内容成本的摊销规则来看，Netflix在其摊销规则中指出，其内容摊销表是基于历史及预估的观看模式制定的，并每季度进行一次复核。内容库中的所有作品均采用加速折旧法（Accelerated Basis）进行摊销。内容资产的摊销期限取决于以下三者中的最短者：作品的版权有效期、预计使用寿命、或10年。平均而言，一部授权或自制流媒体内容资产，预计有90%以上的价值会在其上线后的四年内摊销完毕。首播的时效性节目（如体育赛事、谈话节目及其他直播活动）在播出时即计入费用（一次性摊销）。

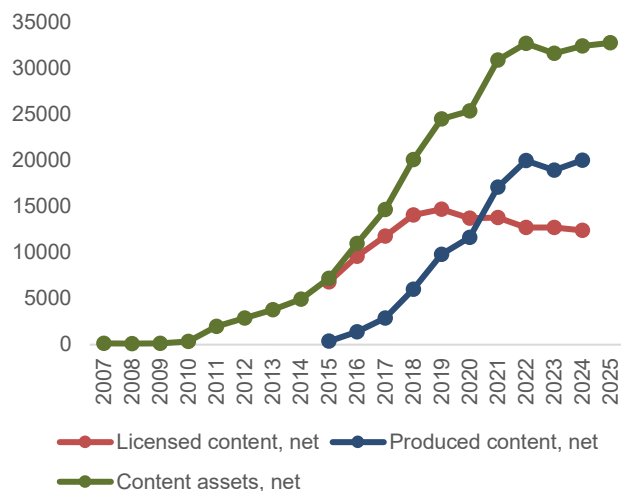
自制内容从净资产角度已经占比超过60%，摊销口径占比达到1/2。从内容摊销的类型来看，公司逐步加大了自制的比例，2024年内容摊销成本中一半是自制内容，这一比例在2023-2024年保持稳定。从资产负债表的角度来看，2022-2024年自制内容的净资产占比已经超过60%。

图 29: Netflix内容摊销成本中自制和版权的占比推移 (2017-2024)



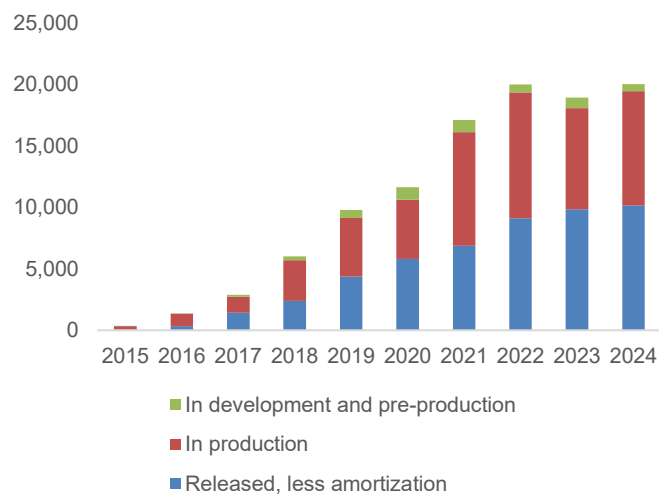
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 30: Netflix资产负债表中内容资产净额、外购内容资产净额和自制内容资产净额 (百万 美元) 推移 (2007-2024)



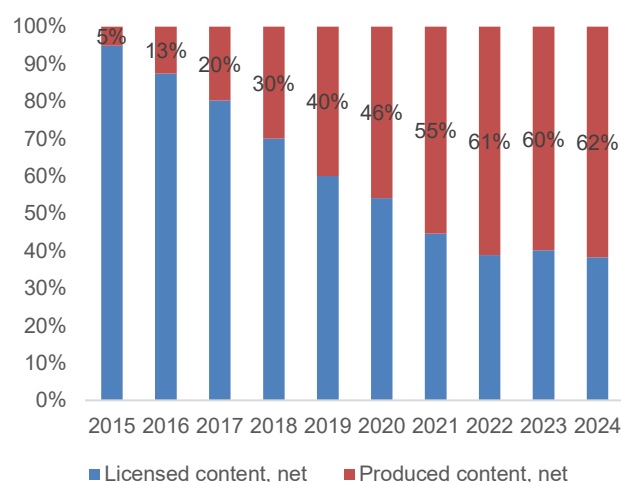
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 31: Netflix自制内容资产净额 (百万 美元) 按状态分布推移 (2015-2024)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 32: Netflix外购内容资产净额和自制内容资产净额占比推移 (2007-2024)

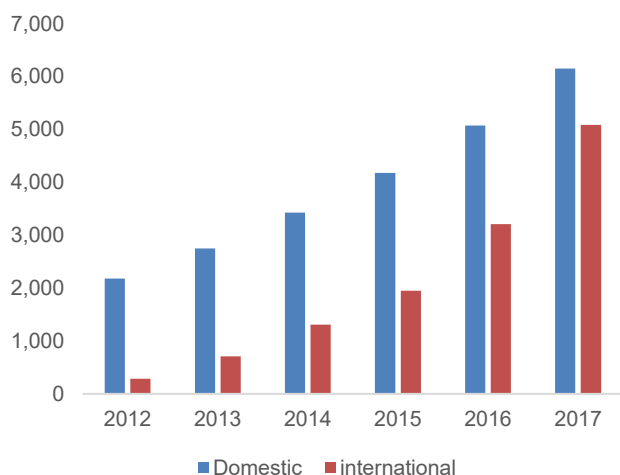


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从2017年的公司财报披露口径, 分美国本土和海外两个区域, 可以看到内容投资的扩张期, 海外尚不能盈利, 但当会员规模累计到一定体量, 每个会员产生的收入扣除每个会员的内容成本的差值可以通过规模效应不断优化。

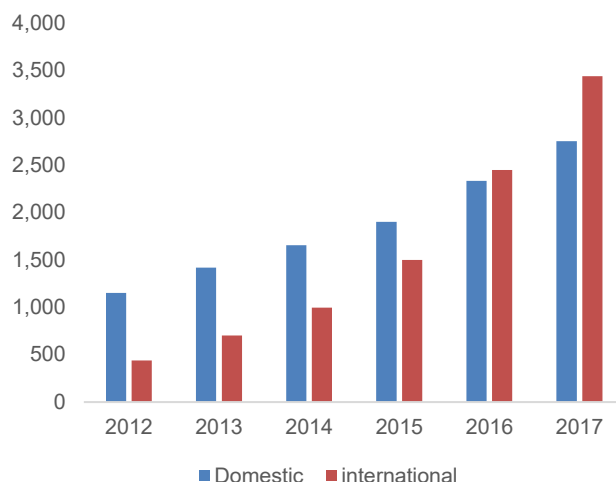
海外会员数在2017年首次超过了美国本土，到了2025年下半年，美国本土以外地区的会员数已经占据了2/3（根据Netflix2025年下半年内容观看报告）。

图 33: Netflix出海早期的收入按本土和海外拆分 (百万 美元) (2012-2017)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

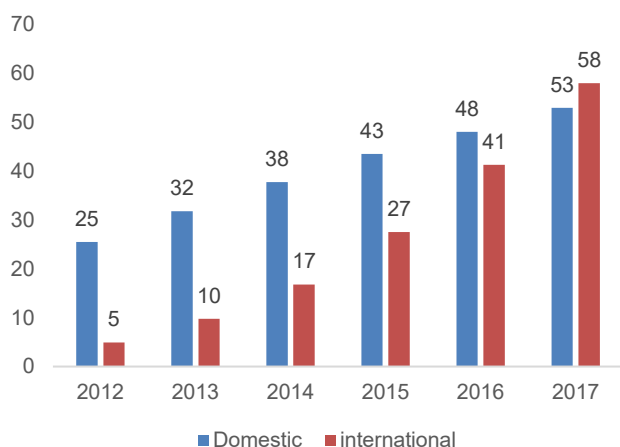
图 34: Netflix出海早期的内容摊销成本按本土和海外拆分 (百万 美元) (2012-2017)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

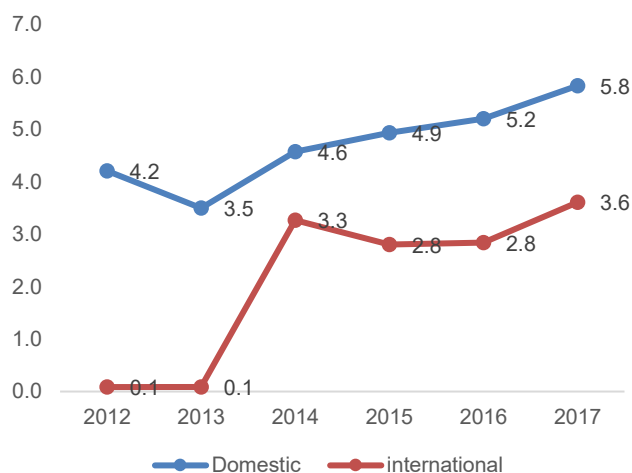
随着会员数规模的提升，Netflix单个会员的内容摊销成本得以下降，继而单位用户的收益开始呈现优化趋势，在这一阶段，美国本土的UE仍显著高于海外。

图 35: Netflix出海早期的本土和海外会员数 (百万) (2012-2017)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

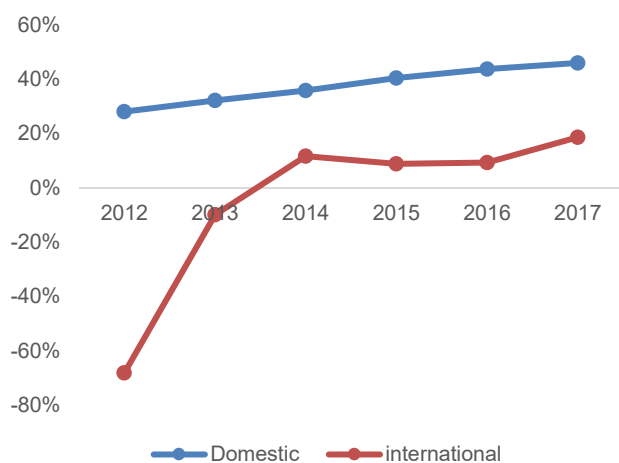
图 36: Netflix出海早期单会员ARPU减去单会员内容摊销成本 (美元/月)，按本土和海外拆分 (2012-2017)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

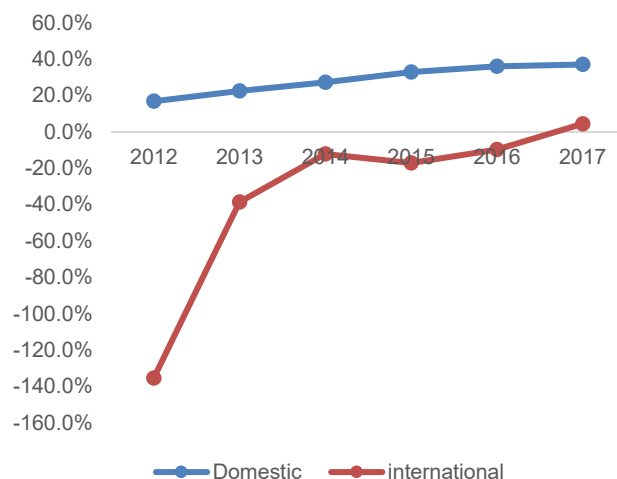
海外业务在2017年实现了OP的盈利，在此前一直处于亏损状态。

图 37: Netflix出海早期的毛利率按本土和海外拆分 (2012-2017)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 38: Netflix出海早期的运营利润率按本土和海外拆分 (百万 美元) (2012-2017)



















数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 系列化开发：一种内容尝试上升为公司核心商业战略

系列化内容不仅是剧集，是跨越多年的全球文化品牌。从2013年开始，Netflix通过自制和采买，开启了系列化的开发。一开始是内容制作的尝试，经过多年的运营和发展，顶级IP的系列化回归对维持高基数的会员和拉动广告业务增长，都有较重要的作用。像《鱿鱼游戏》、《怪奇物语》和《星期三》这样的系列，为Netflix打造了全球化文化品牌。

我们整理了Netflix的主要系列化开发IP，从本土制作走向全球，英语和非英语内容均有突破。2013年-2015年是探索期，《纸牌屋》、《女子监狱》等系列是这一阶段的代表作。2016年-2019年开始向IP宇宙探索，包括《怪奇物语》，是较为成功的原创IP系列化，联动了周边销售和游戏；《毒枭》制作了从“哥伦比亚篇”到“墨西哥篇”的系列化衍生”。非英语内容，有《纸钞屋》（后衍生出柏林篇）。2020年开始，非英语IP开始形成了全球爆款，这里面最典型的例子就是《鱿鱼游戏》的例子，这一阶段通过核心IP的回归来维持订户。近两年开发的系列化IP开始探索跟多元的故事来源，例如《三体》和《海贼王真人版》。

图 39: Netflix系列化开发的重要剧集一览

					
《纸牌屋》 (House of Cards)	《女子监狱》 (Orange Is the New Black)	《怪奇物语》 (Stranger Things)	《王冠》 (The Crown)	《黑镜》 (Black Mirror)	《毒枭》 (Narcos)
美国	美国	美国	英国	英国	美国 / 哥伦比亚
					
《纸钞屋》 (La Casa de Papel)	《布里奇顿》 (Bridgerton)	《艾米丽在巴黎》 (Emily in Paris)	《鲁邦三世》 (Lupin)	《鱿鱼游戏》 (Squid Game)	《黑暗荣耀》 (The Glory)
西班牙	英国	美国	法国	韩国	韩国
					
《星期三》 (Wednesday)	《暗夜情报员》 (The Night Agent)	《海贼王》真人版 (One Piece) 真人版	《三体》 (3 Body Problem)		
美国	美国	英国 / 美国 / 日本	美国 / 英国		

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

我们整理了系列化IP每季的排播策略, 方法论逐渐成熟化: (1) 缩短窗口期, 保持用户粘性, 强调“节奏感”。过去Netflix的续作间隔过长, 现在通过更早的续订和同步开发来缩短窗口期, 以维持观众的热度, 避免流失。(2) 一季内容分两个月更新, 例如10集内容分2次, 一次更新5集, 分别在2个月排播, 这样可以拉长用户的订阅周期。(3) 跨媒体联动, 例如线下体验, Netflix House在美国已经开放了2个体验场所, 设置了《怪奇物语》、《星期三》等IP的线下体验场景, 例如VR和互动活动, 通过体验和衍生品销售创造联动, 巩固粉丝粘性。

表 2: Netflix系列剧排播一览

	《纸牌屋》	《女子监狱》	《怪奇物语》	《王冠》	《黑镜》	《毒枭：哥伦比亚》	《毒枭：墨西哥》	《纸钞屋》	《布里奇顿》	《艾米丽在巴黎》	《鲁邦三世》	《鱿鱼游戏》	《黑暗荣耀》	《星期三》	《暗夜情报员》	《海贼王》	《三体》
13Q1	S1																
13Q2		S1															
13Q3																	
13Q4																	
14Q1	S2																
14Q2		S2															
14Q3																	
14Q4																	
15Q1	S3																
15Q2		S3															
15Q3						S1											
15Q4																	
16Q1	S4																
16Q2		S4															
16Q3			S1			S2											
16Q4				S1	S3												
17Q1																	
17Q2	S5	S5															
17Q3						S3											
17Q4			S2	S2	S4		S1(1)										
18Q1																	
18Q2							S1(2)										
18Q3		S6															
18Q4	S6				互动电影		S1										
19Q1																	
19Q2					S5												
19Q3		S7	S3				S2(3)										

顶级IP续作的回归，不仅低成本召回拉动老用户观看，也能带动往季内容的播放和观看。我们从Netflix披露的观看量，2024年H1《布里奇顿3(Bridgerton: Season 3)》播出期间，第一季和第二季的播放也随之提升。

表 3: Netflix TOP15电视剧 (24H1)

Title	Release Date	Hours Viewed	Views
Fool Me Once: Limited Series	2024-01-01	689,500,000	107,500,000
Bridgerton: Season 3	2024-05-16	733,800,000	91,900,000
Baby Reindeer: Limited Series	2024-04-11	347,600,000	87,600,000
The Gentlemen: Season 1	2024-03-07	507,300,000	75,900,000
Avatar The Last Airbender: Season 1	2024-02-22	515,300,000	71,100,000
Griselda: Limited Series	2024-01-25	383,000,000	69,200,000
American Nightmare: Season 1	2024-01-17	123,700,000	55,000,000
3 Body Problem: Season 1	2024-03-21	388,100,000	52,400,000
Berlin: Season 1 // Berlín: Temporada 1	2023-12-29	318,400,000	48,500,000
One Day: Limited Series	2024-02-08	263,000,000	39,400,000
Bridgerton: Season 1	2020-12-25	314,500,000	38,400,000
Bridgerton: Season 2	2022-03-25	290,900,000	34,200,000
The Asunta Case: Limited Series // El caso Asunta: Miniserie	2024-04-26	166,300,000	30,700,000
Queen of Tears: Limited Series // 눈물의 여왕: 리미티드 시리즈	2024-03-09	682,600,000	29,200,000
Peppa Pig: Season 6		56,000,000	27,500,000

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

2025H1《鱿鱼游戏3(Squid Game: Season 3)》回归前后，第二季和第三季也登上了播放量榜单。

表 4: Netflix TOP15电视剧 (25H1)

Title	Release Date	Hours Viewed	Views
Adolescence: Limited Series	2025-03-13	555,100,000	144,800,000
Squid Game: Season 2 // 오징어 게임: 시즌 2	2024-12-26	840,300,000	117,300,000
Squid Game: Season 3 // 오징어 게임: 시즌 3	2025-06-27	438,600,000	71,500,000
Zero Day: Limited Series	2025-02-20	315,800,000	61,300,000
Missing You: Limited Series	2025-01-01	218,600,000	58,000,000
American Murder: Gabby Petito: Season 1	2025-02-17	120,600,000	56,100,000
Ms. Rachel: Season 1		162,100,000	53,400,000
Sirens: Limited Series	2025-05-22	252,300,000	53,300,000
The Night Agent: Season 2	2025-01-23	457,800,000	53,200,000
Ginny & Georgia: Season 3	2025-06-05	508,200,000	48,100,000
American Primeval: Limited Series	2025-01-09	234,300,000	46,500,000

Squid Game: Season 1 // 오징어 게임: 시즌 1	2021-09-17	348,900,000	42,000,000
Running Point: Season 1	2025-02-27	209,200,000	41,300,000
The Four Seasons: Season 1	2025-05-01	169,300,000	39,400,000
Cassandra: Limited Series	2025-02-06	193,800,000	39,300,000

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

2025H2《星期三2 (Wednesday: Season 2)》回归前后，第一季登上了播放量榜单。《怪奇物语5 (Stranger Things 5)》播出期间，前序系列均进入热播榜。

表 5: Netflix TOP15电视剧 (25H2)

Title	Release Date	Hours Viewed	Views
Wednesday: Season 2	2025-08-06	964,100,000	123,900,000
Stranger Things 5	2025-11-26	879,700,000	93,500,000
UNTAMED: Season 1	2025-07-17	451,600,000	92,800,000
Squid Game: Season 3 // 오징어 게임: 시즌 3	2025-06-27	484,300,000	79,000,000
Stranger Things	2016-07-15	386,000,000	56,600,000
Monster: The Ed Gein Story	2025-10-03	415,600,000	55,800,000
Sean Combs: The Reckoning: Limited Series	2025-12-02	209,800,000	50,800,000
Wednesday: Season 1	2022-11-23	320,100,000	47,000,000
Ms. Rachel: Season 1		142,100,000	46,800,000
Stranger Things 2	2017-10-27	351,400,000	44,600,000
Man Vs Baby: Season 1	2025-12-11	85,500,000	43,500,000
Stranger Things 4	2022-05-27	562,200,000	43,000,000
The Beast in Me: Limited Series	2025-11-13	283,600,000	43,000,000
Stranger Things 3	2019-07-04	315,400,000	41,800,000
Wayward: Limited Series	2025-09-25	236,300,000	39,800,000

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

(三) 本土化内容服务本土：构建去中心化的内容制作体系

2017年逐步加大了对海外主要区域的内容投资，西班牙和韩国战略地位提升。2016年以前的内容主要还是以美国内容翻译本土语言，进行输出，2016年之后，Netflix开始公司逐步加码了对海外主要地区的本土内容投资，即用本土的内容制作来赢得本地用户的喜爱。这一策略之后，扩大到，极致的本土内容，成为全球的爆款，《鱿鱼游戏》是典型的案例，在韩国本土风靡，才能具备走向全球的动能。

现阶段已经形成“Local for Local”，较为去中心化的制作体系。在首尔、东京、马德里、圣保罗、孟买等地设立功能完善的本土办公室，给予当地创作者自主权。

表 6: Netflix在各个区域内容投资一览(2012年-至今)

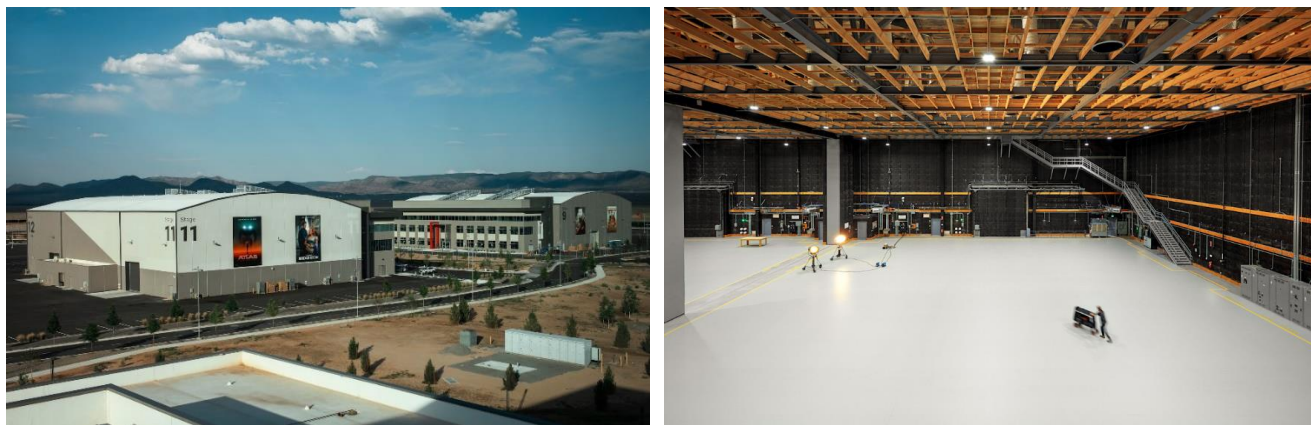
时间	区域	核心内容	投资金额	投资周期
2017 年	加拿大	2017 年, Netflix 承诺在未来五年内投资加拿大内容制作 5 亿美元。	5 亿美元	2017-2022 年
2017 年 5 月 12 日	欧洲	在阿姆斯特丹开设的新欧洲客户服务中心将创造 400 个就业岗位。该多语言中心服务于 11 个欧洲国家(比利时、丹麦、芬兰、爱尔兰、卢森堡、荷兰、挪威、波兰、罗马尼亚、瑞典和英国)的客户, 最初将雇佣 170 名员工, 2017 年底增至 345 人, 2018 年底超过 400 人。阿姆斯特丹也是 Netflix 最近扩建的欧洲、中东和非洲(EMEA)总部所在地, 自 2016 年初以来, 员工人数翻了一番。EMEA 总部共有来自 18 个国家的 120 多名员工, 负责业务发展、市场营销、公关、公共政策及财务、法律和招聘等企业职能。	17.5 亿美元	2012-2017 年
2019 年 2 月 13 日	墨西哥	Netflix 继续押注墨西哥人才, 拥有 50 多个处于不同制作阶段的项目, 包括原创内容和 2019 年和 2020 年的联合制作。此外, Netflix 确认将在墨西哥城开设办事处。		
2019 年 4 月 15 日	印度	Netflix 继续投资印度内容, 宣布推出 10 部全新原创电影, 通过这不断壮大的影片阵容, 印度讲故事者和人才将呈现真实的故事, 涵盖剧情、科幻、惊悚、恐怖、喜剧和爱情等多种题材和类型。到 2020 年底, 全球 Netflix 会员将共计 15 部原创印度电影(包括此前公布的《音乐教师》、《钴蓝》、《筷子》、《新秀》和《Bulbul》)。		
2020 年 1 月 17 日	法国	Netflix 庆祝其在第九区核心地带开设了新巴黎办事处。这一新办公室体现了 Netflix 对法国创意社区的长期承诺, 包括 2020 年超过 20 部法国制作。法国总部位于巴黎市中心, 是 Netflix 在欧洲的第四个办事处。Netflix 法国目前有 40 名员工, 涵盖电影和剧集、合作伙伴关系及市场营销。		
2020 年 2 月 25 日	日本	2021 年, Netflix 与五家日本动画作品——Production I.G、Bones、anima、David Production 和 Sublimation——建立了合作关系, 目前宣布将继续拓展一些最具野心和最高质量动漫的创作和制作流程。除了将开发的新原创剧集外, Netflix 还将与创作者一起探索会员通过出版和消费产品在幕后互动这些新剧的方式。2020 年 2 月 25 日, Netflix 宣布已与六位日本创作者合作, 为全球粉丝开发原创动漫节目, 作为公司持续努力, 基于其在本国深厚创意根基的顶级动漫原创作品的努力。六位创作者 CLAMP(《卡特: 樱》)、木林真(《金田一案件档案》)、大田垣康夫(《机动战士高达: 雷霆》)、大津一(《哥特》)、宇布方透(《马多克争夺》)和山崎真理(《Thermae Romae》)是漫画家、小说家、编剧和电影制作人的混合体, 他们各自在全球动漫爆发式增长中发挥了不可或缺的作用。		
2020 年 10 月 20 日	土耳其	加大对土耳其的投资, 推出 10 部令人振奋的新项目		
2021 年 1 月 7 日	韩国	从 2015 年到 2020 年, 在韩国内容的投资达到 7 亿美元, 韩国制作了 80 多部节目, 吸引了全球观众。正在制作或开发中的韩国新故事包括《迁天国》、《北方神神》、《寂静海》、《鱿鱼游戏》、《地狱之境》、《我们都死了》、《D.P.》等。通过与 CJ ENM/Studio Dragon 和 JTBC 的多年内容合作, 也向世界介绍韩国顶级娱乐公司创作的优秀创意作品。	7 亿美元	2015-2020 年
2021 年 2 月 25 日	韩国	2016 年开始与韩国电影人和人才合作, 在 2021 年将在韩国投资近 5 亿美元, 为不断增长的节目单增添更多多样性和多样性, 同时娱乐和取悦超过 380 万订阅 Netflix 的韩国家庭	5 亿美元	2021 年
2022 年 3 月 29 日	东欧	2016 年将服务本地化到波兰。不久之后, Netflix 也开始在罗马尼亚语、捷克语、匈牙利语、克罗地亚语和乌克兰语上线。在此期间, 鉴于了解该地区会员对本地作品的热爱, 与中东欧的创意社区合作, 扩大本地电影和剧集阵容。仅在波兰就投资了超过 4.9 亿美元, 仅在波兰就投资了超过 4.9 亿美元在 Netflix 原创电影和剧集上, 创造了 2600 多个工作岗位,	约 1.15 亿美元	2016-2022 年

		为演员、编剧、导演及所有幕后团队提供了机会，他们是每部制作的骨干。与此同时，持续投资于捷克、罗马尼亚、匈牙利等地许多极受欢迎的本地片的授权。 中东欧也成为国际剧集的战略制作中心 ，近期有《Extraction 2》和《Shadow and Bone》第一季等大片在该地区成功拍摄。		
2022年7月20日	收购	收购澳大利亚动画工作室 Animal Logic。Animal Logic 在制作屡获殊荣的设计、视觉特效和动画领域已有 30 多年。Animal Logic 总部位于悉尼，2015 年在加拿大温哥华设立了第二家工作室，参与了好莱坞大片的制作，包括《快乐脚》、《守护者传说：加胡尔的猫头鹰》、《乐高电影》和《彼得兔 1》和《彼得兔 2》，同时还拥有《黑客帝国》、《红磨坊》、《300 勇士》和《了不起的盖茨比》等多部精彩视觉特效作品。与 Animal Logic 合作将加速 Netflix 端到端动画制作能力的建设。Animal Logic 和 Netflix 动画团队将共同组建一个全球创意制作团队和一个动画工作室，制作 Netflix 一些最大的动画电影作品。		
2022年11月3日	中国台湾	与顶级创作者合作，拓展中文内容。公司致力于投资并制作高质量的中文节目，确保能吸引更多中国台湾及全球观众，并通过我们的全球平台向世界介绍本地故事。		
2023年4月25日	韩国	Netflix 计划在未来四年内投资 25 亿美元的韩国内容，包括剧集、电影、娱乐及其他作品的制作。这大约是 Netflix 自 2016 年进入韩国以来宣布投资额的两倍。Netflix 与韩国生态系统合作，创作了《鱿鱼游戏》、《荣耀》和《物理百人》等作品，这些作品已成为全球热议话题，并将继续与韩国创作者合作，为全球粉丝带来娱乐。	25 亿美元	2023-2027 年
2023年4月26日	英国	Netflix 公布了近 60 亿美元投资于英国创意产业的新版权，英国一些领先制作公司的新委托作品被宣布。	60 亿美元	2020 年至 2023 年
2024年10月22日	澳大利亚/新西兰	在过去四年（2019-2023 年）中，向澳大利亚通信与媒体管理局（ACMA）报告投资，Netflix 已在新的澳大利亚及相关 Netflix 电影和剧集上投资超过 10 亿澳元。2020 年至 2023 年间：Netflix 制作公司在澳大利亚共聘请了 6000+ 名演员和工作人员，澳大利亚制作平均聘请 600+ 本地供应商，Netflix 制作的作品在 250+ 个地点（城镇、城市和郊区）拍摄	10 亿澳元	2019-2023 年
2025年6月10日	西班牙	2025 年是 Netflix 进入西班牙的十周年纪念，自 2017 年以来已出版超过 1000 部西班牙语片；已经在西班牙每个自治区的 200 多个城市和城镇拍摄。仅去年，西班牙语电影在 Netflix 上的观看时长就超过 50 亿小时；未来四年 Netflix 计划在西班牙投资超过 10 亿欧元	10 亿欧元	2025-2028 年

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

建立了多个制片基地，位于美国、韩国、西班牙、英国、加拿大等地。2018年，在阿尔伯克基开设新的美国制作中心，2024进一步拓展在阿尔伯克基的西海岸生产中心。2019年在马德里 Tres Cantos 开设首个欧洲制作中心，同年，在英国谢珀顿影城建设一个专门的制作中心。2021年，在韩国京畿道坡州市和延川郡设立两个制作基地。

图 40: Netflix 在阿尔伯克基的西海岸生产中心



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 41: Netflix在韩国京畿道坡州市和延川郡两个制作基地



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

表 7: Netflix在各个区域制片中心建设一览（2018年-至今）

时间	区域	核心	投资体量
2018年10月9日	美国	<p>在阿尔伯克基开设新的美国制作中心：Netflix 已选择新墨西哥州阿尔伯克基作为美国新的制作中心所在地，并正进入收购位于阿尔伯克基梅萨德尔索尔的 ABQ 影业的最终谈判阶段。公司关闭后，计划在未来十年内为新墨西哥州带来 10 亿美元的生产，并每年创造多达 1000 个生产岗位。ABQ 制片厂包括 8 个摄影棚、制作办公室、工厂空间和一个后场。他们提供从内部灯光和灯光到设备租赁等多种制作支持。部分在 ABQ 制片厂拍摄的主要作品包括《复仇者联盟》、《独行侠》和《边境杀手》。自从收购了阿尔伯克基制片厂以来，新墨西哥州证明了是 Netflix 卓越的制作中心。这里拥有丰富的景观画卷、才华横溢的劳动力和支持性强的社区。我们有幸在新墨西哥拍摄过许多剧集和电影，包括《怪奇物语》、《他们倒得更艰难》、《亡灵军团》和《El Camino: 绝命毒师电影版》。</p>	<p>计划在未来十年内为新墨西哥州带来 10 亿美元的生产，并每年创造多达 1000 个生产岗位</p>

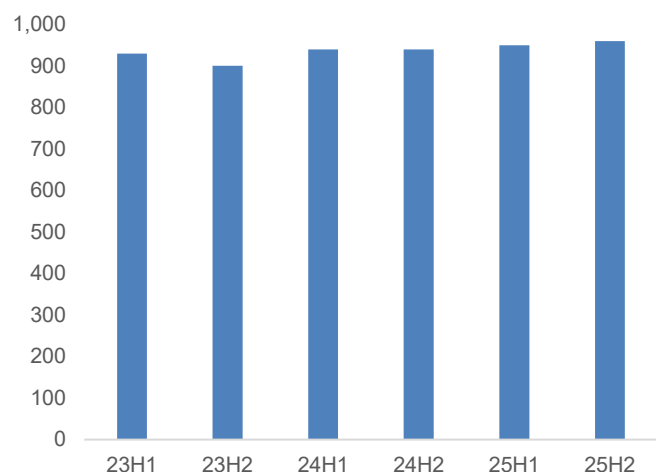
2019年2月20日	加拿大	将在多伦多建立专门的制作中心： 选择多伦多的两个工作室空间，以扩大其在加拿大的制作影响力。在 Cinespace Studios，Netflix 将租赁四个摄影棚，以及办公空间和辅助空间，总面积约 164,000 平方英尺。在多伦多派恩伍德工作室，Netflix 还将租赁四个摄影棚和相邻的办公空间，总面积约为 84,580 平方英尺。	
2019年4月5日	西班牙	在马德里 Tres Cantos 开设首个欧洲制作中心。 这是数百万欧元投资西班牙语内容的一部分，将有助于支持西班牙不断壮大的创意社区。2018 年，超过 13,000 名演员、工作人员和群众演员参与了 Netflix 原创剧集的制作。2019 年，这一数字预计将增加到 25,000 人——其中包括《纸之家》和《有线小女孩》，这两部作品均曾成为国际热门。	
2019年7月3日	英国	将在英国谢珀顿影城建设一个专门的制作中心。 配备 14 个摄影棚、工作坊和办公空间。这是 Netflix 对英国创意社区长期承诺的一部分。仅在过去一年，超过 25,000 名演员、工作人员和群众演员参与了近 40 部 Netflix 原创和联合制作，遍布英国各地。其中包括威尔士的性教育、苏格兰的亡命之王以及埃尔斯特里影城和全国各地的《王冠》。这一数字预计将在 2019 年增加。	
2021年1月7日	韩国	京畿道坡州市和延川郡设立两个制作基地。 在 YCDSMC - Studio 139，将租赁六个舞台及约 9,000 平方米的辅助空间。在三星工作室，将租赁约 7000 平方米的三个舞台。从 2015 年到 2020 年，在韩国内容的投资达到 7 亿美元，韩国制作了 80 多部节目，吸引了全球观众。这两座专门建造的设施是我们持续投资韩国创意生态系统的重要体现。计划支持即将在新场地制作的 Netflix 韩国原创剧集和电影，包括《纸之家》的韩国改编版。	
2022年12月28日	美国	蒙茅斯堡建设先进的东海岸制作设施。 Netflix 将在蒙茅斯县前 Fort Monmouth 校园开发一座先进的东海岸制作设施，将此处已大部分空置十多年的物业转变为经济引擎，预计将在新泽西创造超过 1500 个永久制作岗位和 3500 多个建筑相关岗位。Netflix 计划投入 8.48 亿美元资本投资，将位于伊顿敦和海洋港 35 号公路旁的超过 292 英亩土地开发为 12 个先进的摄影棚，总面积近 50 万平方英尺，其余部分计划进行再开发，支持电影用途和多项社区设施。	Netflix 计划投入 8.48 亿美元资本投资
2024年6月28日	美国	扩展在阿尔伯克基的西海岸生产中心： 六年后，新扩建的西海岸制作设施，拥有四个新摄影棚、三座磨坊、一个制作办公室、两座舞台辅助建筑和两个专用外景区，面积达 108 英亩。此次扩展能够提升创意产出，为全球观众制作更引人注目的电影和剧集，进一步巩固培育和发展新墨西哥蓬勃发展的制作生态系统的承诺。Netflix 在 2021 年至 2023 年间在新墨西哥州招聘了超过 4000 名演员和工作人员，为该地区创造了就业机会。	自 2019 年以来，Netflix 已直接投资近 5.75 亿美元于新墨西哥州的制作。考虑到其他使用过 Netflix Studios Albuquerque 的作品，总投资接近 9 亿美元。

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（四）观看数据：非英语内容占比超过 1/3，库存丰富，不依赖单一内容

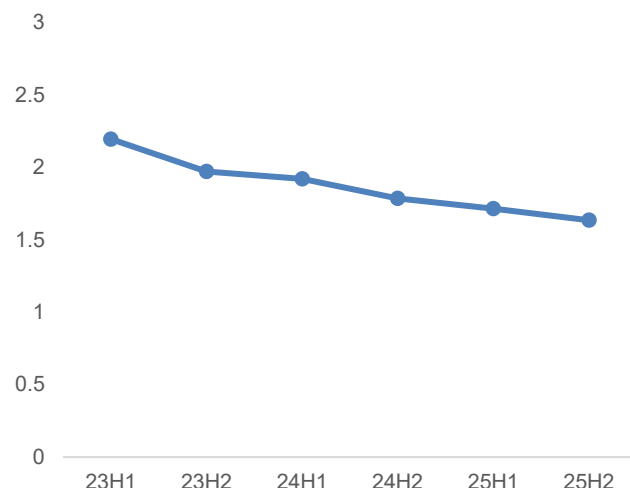
用户总观看时长保持平稳。Netflix 从 2023 年开始，每半年发布用户观看报告，从半年度的报告数据来看，25H2 用户总时长达到 960 亿小时，同比增长 2%。如果我们按照 Netflix 披露的总时长，将半年平均会员做为分子，除以天数，测算期间的每个会员平均观看时长，25H2 会员的日均时长为 1.63 小时。

图 42: Netflix用户观看时长(亿小时)推移 (2023H1-2025H2)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 43: Netflix平均每个付费会员观看时长(小时/天)推移 (2023H1-2025H2)

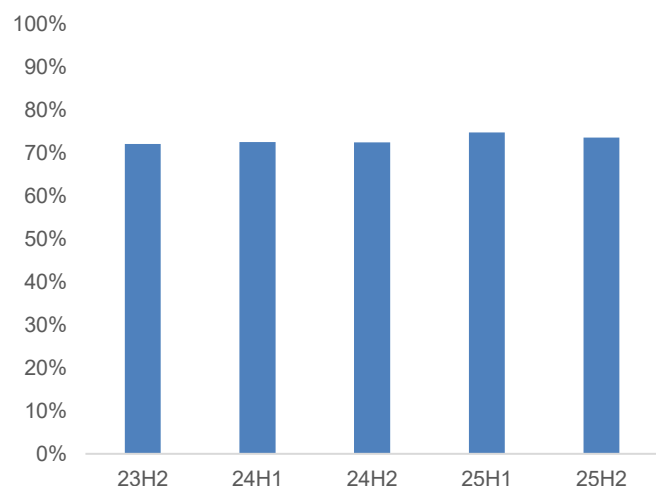


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心测算; 注: 我们用公司披露的用户总时长/期间会员均值/天数计算每天的观看时长

电视剧是观看时长的最大品类。如果将电视剧的观看时长加总除以总观看量, 电视剧品类占大盘市场的比例稳定的达到70%以上。

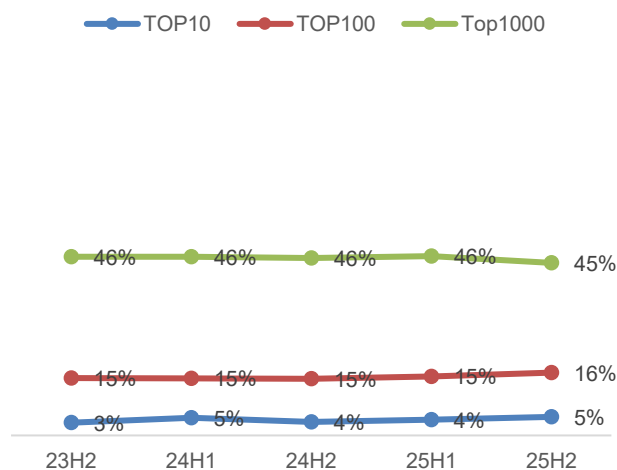
Netflix在财报中强调自己不依赖单一爆款, 从数据验证, Top10内容播放占比低于5%, TOP100内容占比低于16%, TOP1000内容的播放时长占比不到一半。没有哪部单一作品在Netflix上占总观看量的1%, 最受欢迎例如24H2报告中观看时长最多的《鱿鱼游戏》第二季, 也仅占0.7%。

图 44: 电视剧观看时长占大盘比例推移 (2023H2-2025H2)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心测算; 注: 我们用公司 TV shows 的项目时长加总/期间用户总观看时长计算电视剧品类的时长占比

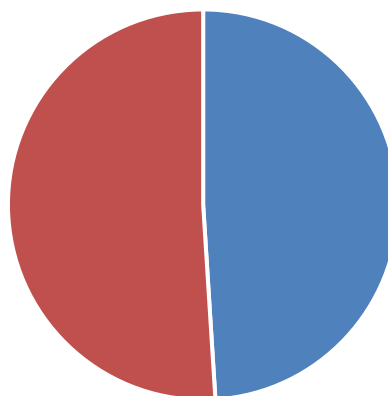
图 45: Netflix主要语言种类内容的观看量占比 (2023H2)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

随着时间推移，更多的内容沉淀了丰富的资产。25H1，Netflix 原创内容近一半的观看量来自2023年或更早首映的内容。新剧是重要的用户召回抓手，但海量的优质内容库保障了用户粘性和消费时长。

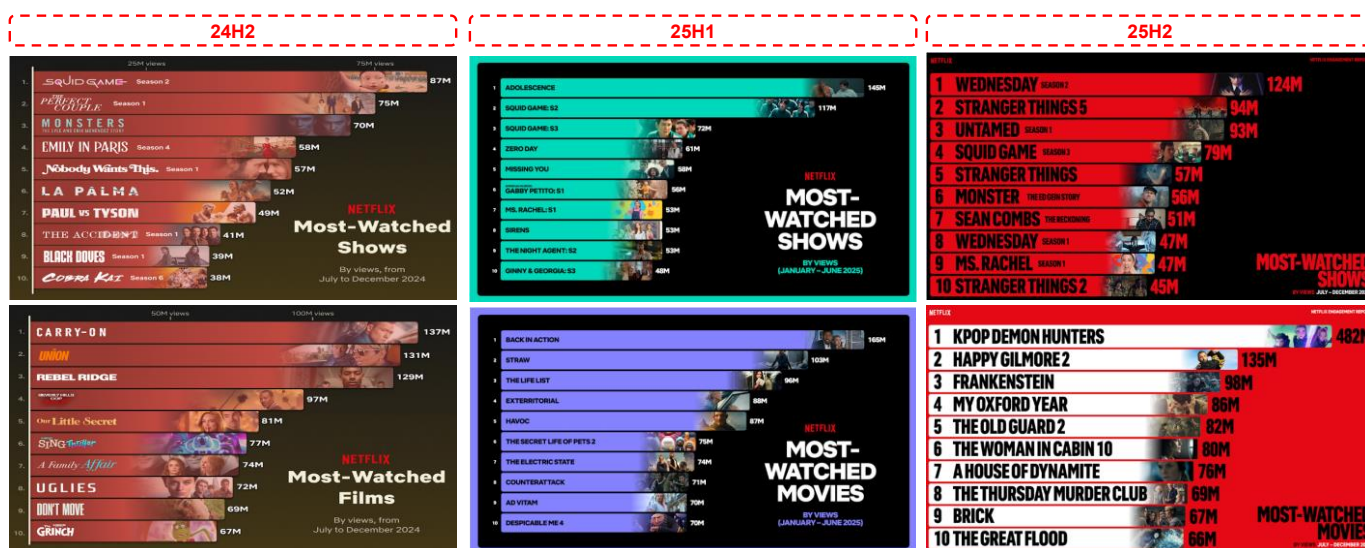
图 46: Netflix原创剧集的按上线时间观看量分布 (2023H2)



■ 2023年或更早原创剧集的观看量占比 ■ 2024-25H1新剧集观看量占比

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 47: Netflix TOP10观看量电视剧/电影 (24H2-25H2)



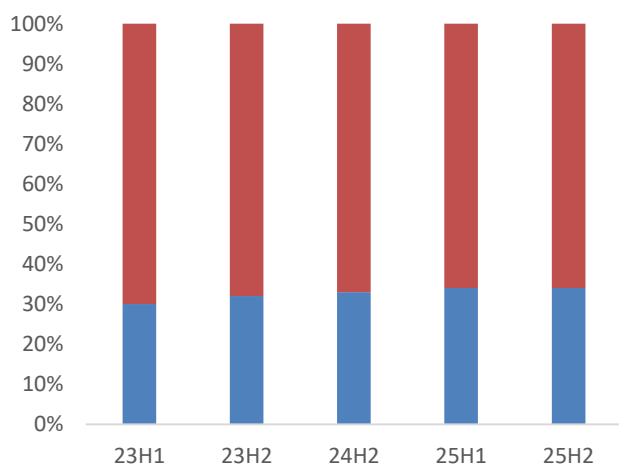
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

随着内容投资的出海，“local for local”策略的奏效，目前非英语内容的观看量占比已经稳定超过大盘的1/3。这一比例在小幅的提升，23H1的观影报告中指出，非英

语内容占比达到30%，后续逐渐接近1/3，目前已经超过1/3。

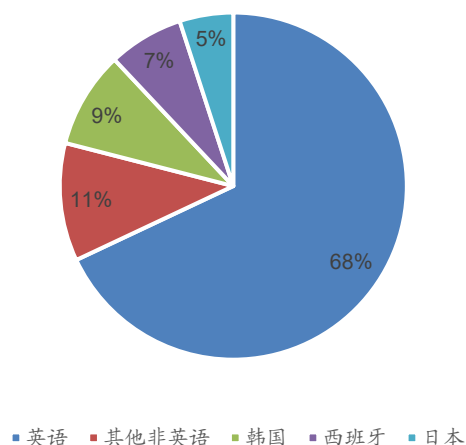
韩国、西班牙、日本内容是非英语内容品类中的前三名。从23H2的观影报告中显示，韩语内容占9%，西班牙语内容占7%，日语内容占4%。

图 48: Netflix “非英语内容” 观看量占比从30%逐步超过1/3 (2023H1-2025H2)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

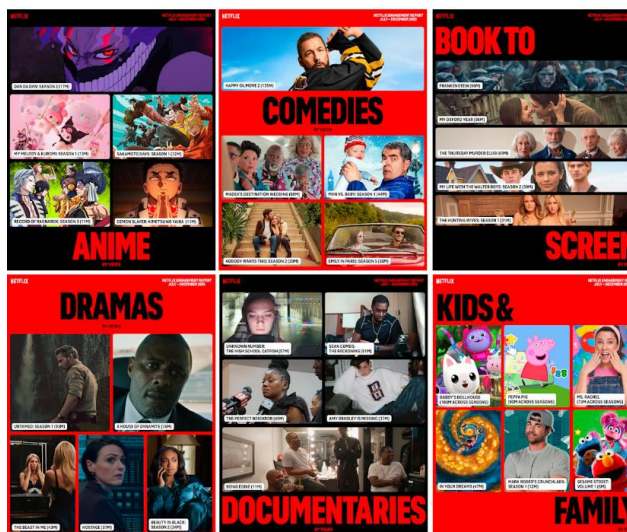
图 49: Netflix主要语言种类内容的观看量占比 (2023H2)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

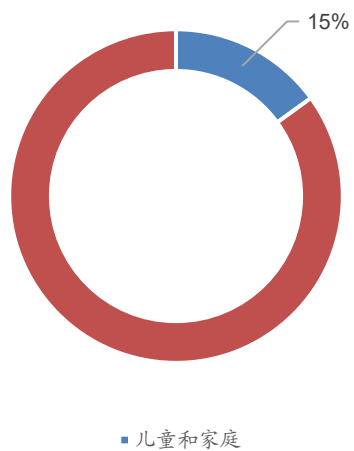
在剧集、电影之外, Netflix也不短扩充内容品类, 为各类人群适配最佳内容, 例动画、喜剧、纪录片和儿童。再过去的观影报告中, Netflix曾披露过儿童和家庭内容播放量占比达到15% (23H2), 动画内容占比4% (25H2)。

图 50: 多品类内容受到不同年龄层和群体的喜爱 (25H2)



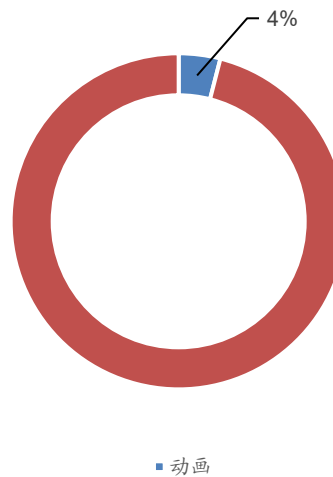
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 51: Netflix “儿童和家庭”内容观看量占比 (2023H2)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 52: Netflix “动画”内容观看量占比 (2025H2)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

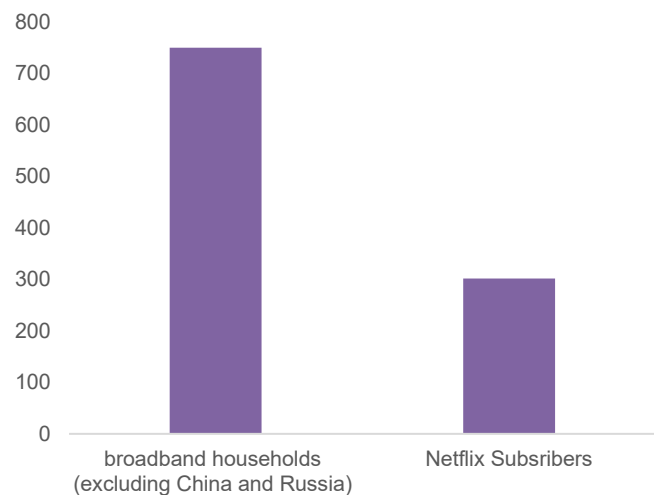
三、商业化：稳固流媒体龙头地位，探索多元化

（一）市场和竞争：渗透率仍有提升空间，领先地位稳固

Netflix与不同类型的媒体竞争用户的注意力，消费模式在不断演变，竞争边界正变得日益模糊。Netflix要和其他流媒体服务、线性电视、社交媒体、开放式内容平台（如 YouTube）、视频游戏，音乐会等，用户休闲娱乐活动中展开竞争。娱乐行业始终处于且仍将处于较为激烈的竞争之中，对手包括美国媒体巨头、大型科技公司，以及美国以外各地的本土广播公司和媒体机构。Netflix在24Q4财报中曾复盘了行业空间和自身的渗透率，认为虽然市场竞争一直存在，但自身渗透的份额仍有较大的提升空间。从全球接入网络的家庭用户来看（排除中国和俄罗斯），有7.5亿的家庭用户，一个家庭单位对于流媒体来说意味着一个潜在的会员数，目前Netflix的会员对全球可渗透家庭的渗透率为~40%。

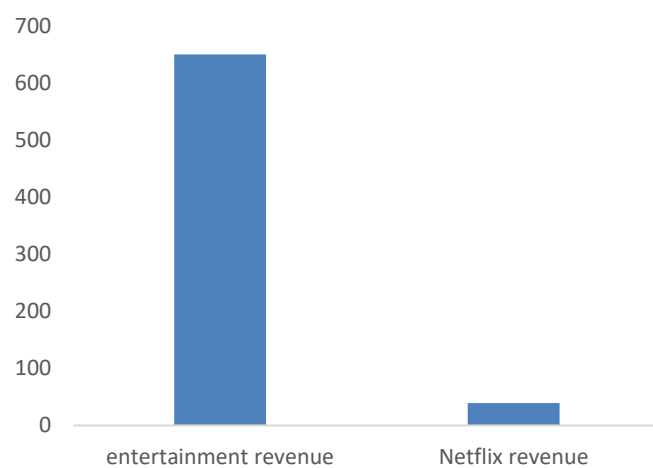
从娱乐市场收入容量来看，24年Netflix在这个市场里占据6%的收入份额。24Q4公司在财报中指出，Netflix进入的全球190个国家的娱乐市场规模达到650亿美元（包含付费电视/流媒体、院线电影、TVOD、品牌电视广告，以及消费者在游戏上的支出（不含硬件）。且不包括中国和俄罗斯市场。），Netflix的24年对应的收入仅捕获了这个市场的6%。

图 53: 全球接入网络的家庭用户（百万）和Netflix会员数（24Q4）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

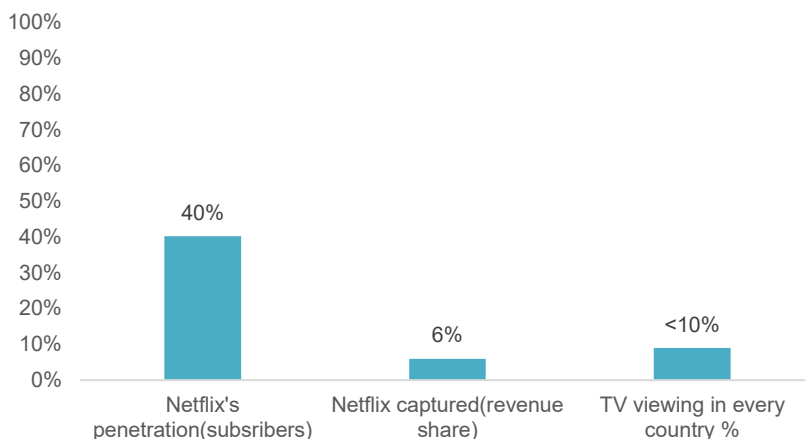
图 54: 全球娱乐市场收入（十亿美元）和Netflix收入（24Q4）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

Netflix希望持续赢得用户的关注，其TV时长份额在任何一个主要市场都没有超过10%。在运营的主要市场中，Netflix所占的电视时长份额仍不足10%。例如，根据尼尔森（Nielsen）的数据，2025年12月，Netflix在美国电视时长中的份额达到了9.0%的历史新高（同比增长0.5个百分点），然而线性电视（Linear TV）仍占据了美国电视屏幕时长的40%以上。

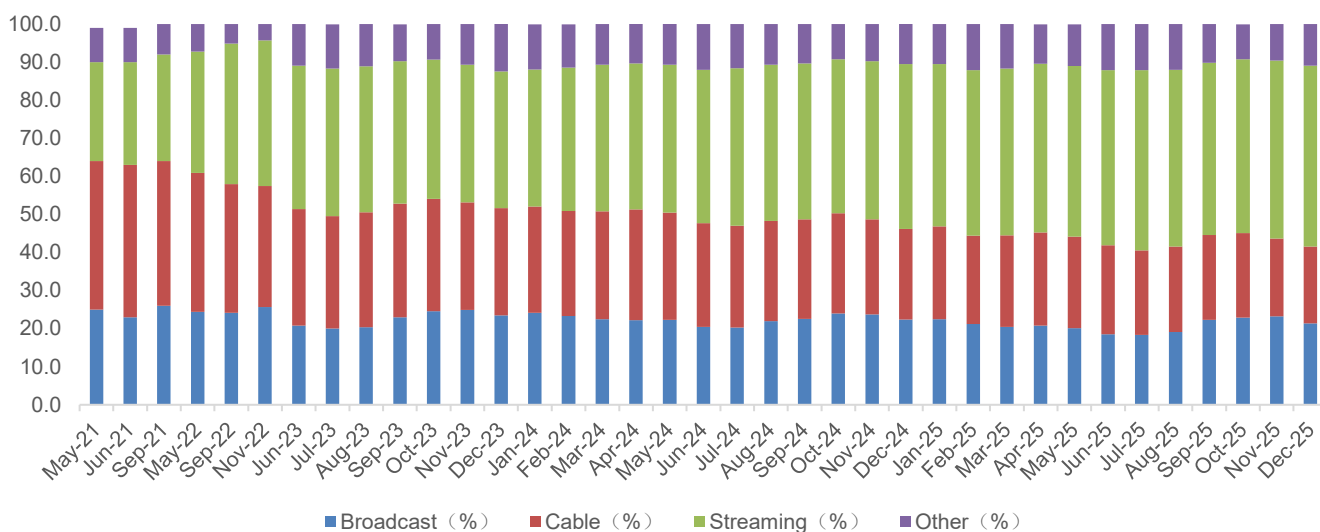
图 55: Netflix的会员渗透率、市场份额、TV time份额 (24Q4)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

根据Netflix历年财报, 我们整理了美国区域TV时长份额, 按媒体类型, 和流媒体其他竞品的份额推演。

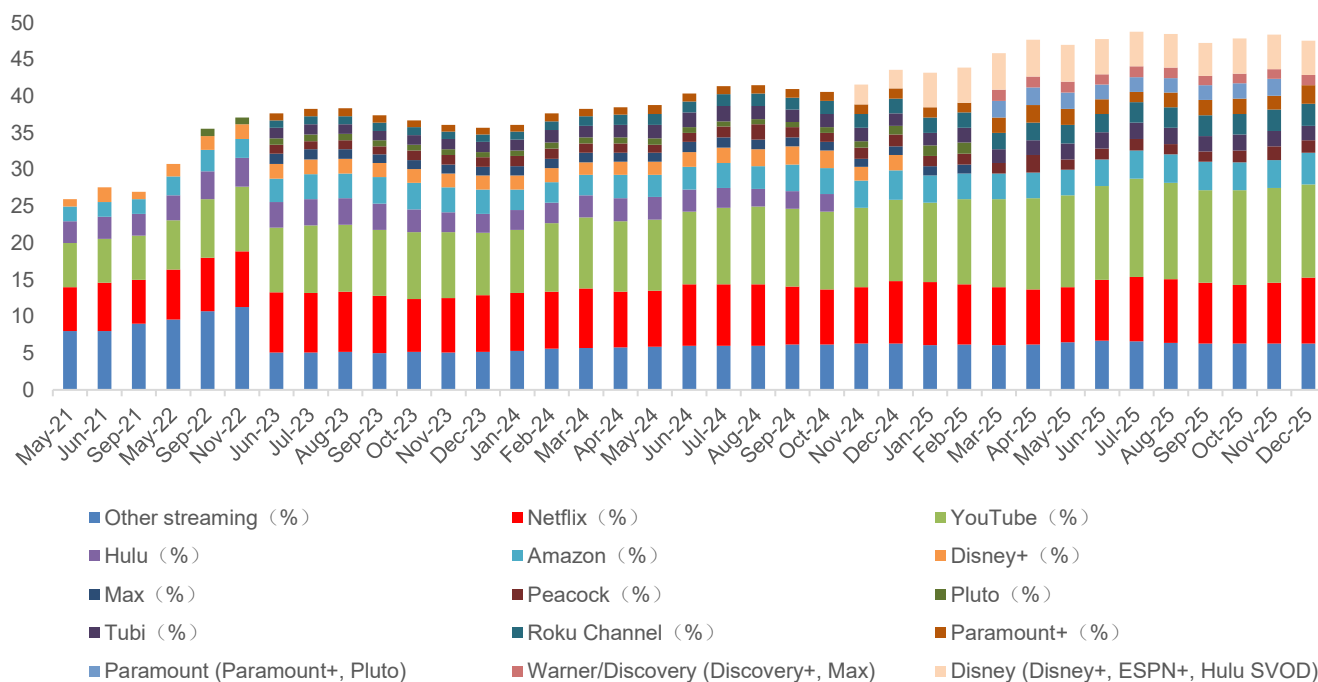
图 56: Nielsen's The Gauge:美国电视屏幕时间份额-按媒体分类 (21年5月-25年12月)



数据来源: Nielsen、广发证券发展研究中心

在美国, 整体流媒体的TV份额实在持续提升的, Netflix也在25年12月创下了9%份额的新高。美国的流媒体数量较多, 但第二名和头部的差距明显, 从电视屏幕时间份额来看, Netflix持续保持了领先的身位, 逐年小幅扩大份额。

图 57: Nielsen's The Gauge:美国电视屏幕时间份额-流媒体平台 (21年5月-25年12月)



数据来源: Nielsen、广发证券发展研究中心

公司在财报中曾经披露了世界其他区域的流媒体份额，例如墨西哥、巴西、西班牙、波兰等地，流媒体的份额仍较低，而Netflix在这些区域的份额，和其在美国的份额相比，都有扩大渗透的空间。

表 8: Netflix在全球各地的TV时长份额 (2022-2023年)

Share of Viewing, December 2023 (Streaming Only with Remainder being Linear + Other)						
	Poland	Spain	Brazil	Mexico	US	UK
Other streaming	3%	3%	0%	4%	11%	1%
prime video		3%	1%	1%	3%	3%
Disney/Hulu		1%	1%	1%	5%	4%
YouTube	2%	4%	11%	13%	9%	
Video sharing services(Inc. YouTube)						19%
Netflix	2%	5%	5%	5%	8%	9%
	7%	16%	18%	24%	36%	36%
Share of Viewing, March 2023 (Streaming Only with Remainder being Linear + Other)						
	Poland		Brazil	Mexico	US	UK
Other streaming	3%		2%	2%	11%	20%
prime video					3%	3%
Disney/Hulu					5%	3%
YouTube	2%		8%	9%	8%	

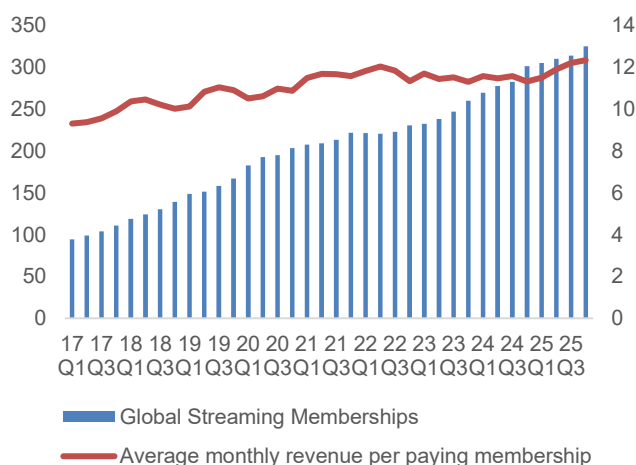
Video sharing services(Inc. YouTube)					
Netflix	2%	4%	4%	7%	9%
	7%	14%	15%	34%	35%
Share of Viewing, December 2022					
	Poland	Brazil	Mexico	US	UK
Linear+Other	95%	87%	87%	62%	70%
Other streaming	3%	9%	9%	30%	21%
Netflix	2%	4%	4%	8%	9%

数据来源: Nielsen、广发证券发展研究中心

(二) 会员业务是核心底盘: 会员数量和 ARPU 共同驱动增长

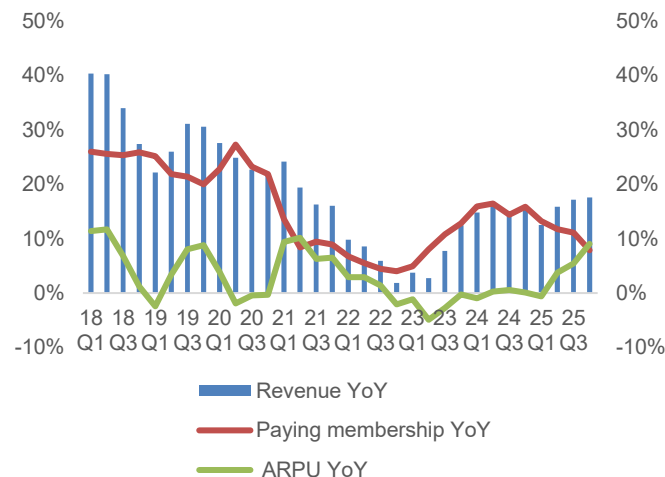
Netflix全球会员数在25Q4已经超过3.25亿人。公司从2011年拆分DVD业务和流媒体服务以后, 转型线上流媒体以来, 订阅用户数不断提升, 在美国本土和出海的双重加持下, 2017年会员数突破1亿(海外市场会员数也首次超越本土), 2020年会员数突破2亿, 后因竞争和等因素阶段性停滞, 但在后续着手推进付费共享账号和带广告的会员后, 2023年会员数重启增长轨道, 在2024年末会员数突破3亿。公司从25Q1起停止公布会员数, 但在25Q4财报上支出, 本季度公司会员数已经超过3.25亿。相较于之前公司公布的全球市场空间(7.5亿可渗透的家庭数), 目前Netflix的渗透率还没有过半。为了持续驱动会员数量的增长, 公司一方面降低消费门槛, 例如低价的广告会员, 另一方面, 也在扩充内容的类型, 例如体育赛事直播(如2024年底的迈克·泰森拳击赛)。

图 58: Netflix全球会员数(百万-左轴)和月ARPU(美元-右轴)(17Q1-25Q4)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心;注: 公司 25 年开始不再单独披露会员数和 ARPU, 25 年为测算数据

图 59: Netflix收入增速, 会员数和ARPU增速推移(18Q1-25Q4)



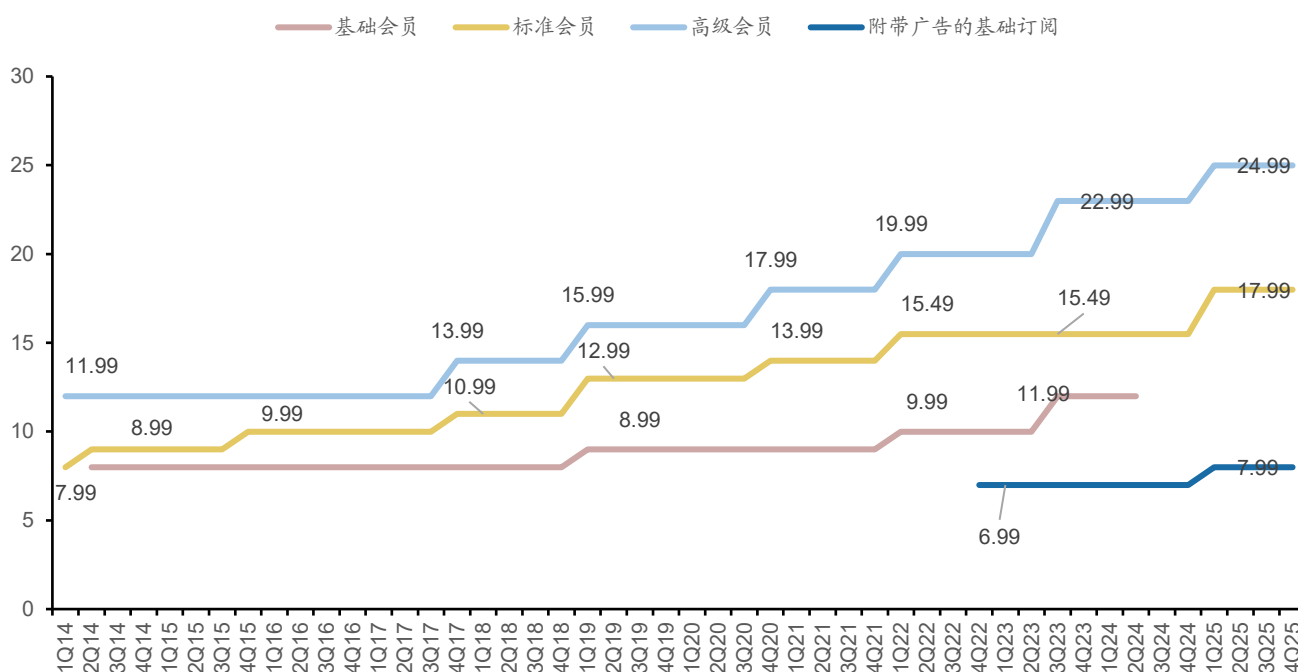
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心;注: 公司 25 年开始不再单独披露会员数和 ARPU, 25 年为测算数据

会员数和ARPU在不同的周期驱动了会员收入的增长。我们将公司收入的增速, 和会

员和ARPU的变化趋势进行了对比，此处收入和arpu的增速没有考虑汇率的波动，相较于汇率中性口径，ARPU的增长被低估，但仍能看到公司通过规律的提价，可以有效地调节收入增速。

随着权益的差异化，分层定价的价差逐渐拉大，2014年最贵的套餐和最便宜的套餐差额为4美元，2025年最贵套餐和最便宜套餐的差额为17美元。我们以美国本土的价格套餐变迁为例，过去公司有三个价格段会员，分别是基础会员、标准会员和高级会员，在设备、画质和音效等方面进行了差异化。2022年公司应对来自迪士尼等平台的低价竞争，首次推出了含广告的低价会员（6.99美元/月），随后，在24年年中取消了原来的基础会员，推动这部分会员升级到标准会员。从2024年下半年开始，公司的会员价格变成带广告模式的基础会员、标准会员和高级会员三层。

图 60: Netflix在美国地区的会员套餐价格（美元）推移（14Q1-25Q4）



数据来源: Netflix 官网、广发证券发展研究中心

目前从定价来看，只有高级版会员可以享受4K画质，如果要添加不同住的额外成员，需要增加6.99或8.99美元来购买额外的名额。付费共享会员是公司在2022年面临会员不增长的情形，推出的付费共享机制。公司在22年Q1财报中指出，除了现有的2.22亿付费家庭用户外，公司估计还有超过1亿个家庭在使用共享账号观看Netflix，其中仅北美地区就超过了3,000万。为了实现付费共享，技术层面较多调整，通过IP地址、设备ID账户来定义“同户装置”，只要不是“同户装置”登录的账号，则不能像过去那样共享一个账号。会员可以用较低价格引入一个不同住的额外成员，有效增加了付费账号数。23Q2公司已经将付费共享机制推广至全球100多个国家和地区（贡献收入80%以上的区域）。

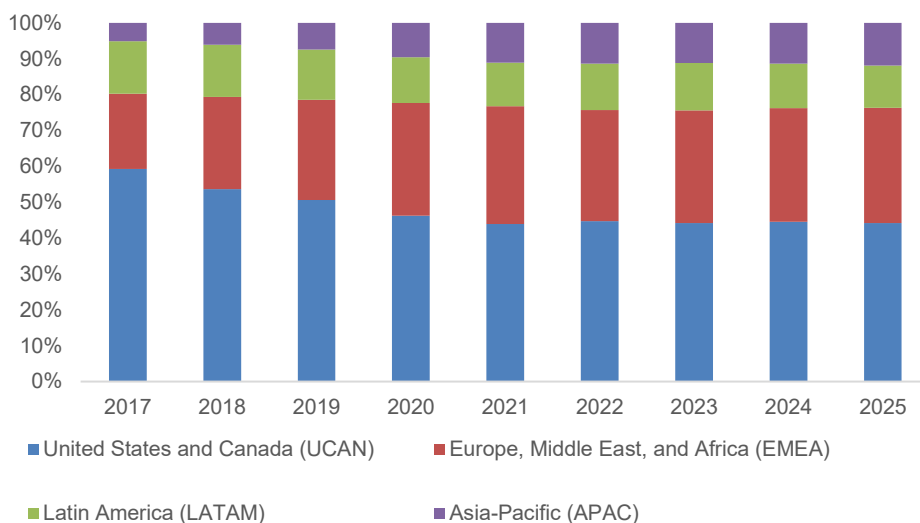
表 9: Netflix三种会员套餐的价格和权益对比

方案名称	功能权益	价格 (美元)
广告标准版 (Standard with ads)	包含广告; 可观看所有游戏, 以及绝大部分电影和电视节目。不可观看的作品会显示锁头图标。 支持同时在 2 台受支持的设备上观看。 画质为 1080p (全高清)。 支持同时在 2 台受支持的设备上下载内容。	\$7.99/月
标准版 (Standard)	无限观看无广告的电影、电视节目和游戏。 支持同时在 2 台受支持的设备上观看。 画质为 1080p (全高清)。 支持同时在 2 台受支持的设备上下载内容。 可选择添加 1 名不在同住的额外成员。	\$17.99/月 添加 1 名额外成员: 有广告版\$6.99/月; 无广告版\$8.99/月
高级版 (Premium)	无限观看无广告的电影、电视节目和游戏。 支持同时在 4 台受支持的设备上观看。 画质为 4K (超高清) + HDR。 支持同时在 6 台受支持的设备上下载内容。 可选择添加最多 2 名不在同住的额外成员。 支持 Netflix 空间音频 (Spatial Audio)。	\$24.99/月 每增加 1 名额外成员: 有广告版\$6.99/月; 无广告版\$8.99/月

数据来源: Netflix官网、广发证券发展研究中心; 注: 参考美国地区的权益和定价, 为官网2026年1月23日显示信息

收入按区域贡献占比来看, 北美 (44%) 和欧洲 (32%) 贡献了75%以上的收入, 拉美和亚太各自贡献12%。从收入增速来看, 25年欧洲增速最快, 达到17%, 北美依然达到了15%的中双位数增长, 亚太增速为21%, 拉美则为11%。

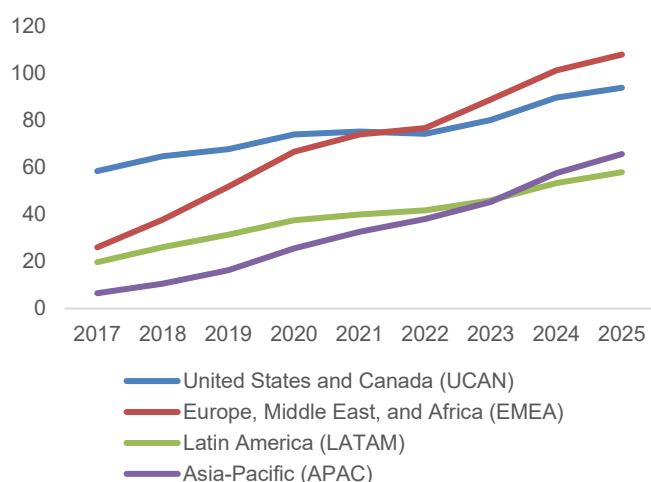
图 61: Netflix全球各区域收入贡献推移 (2017-2025)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

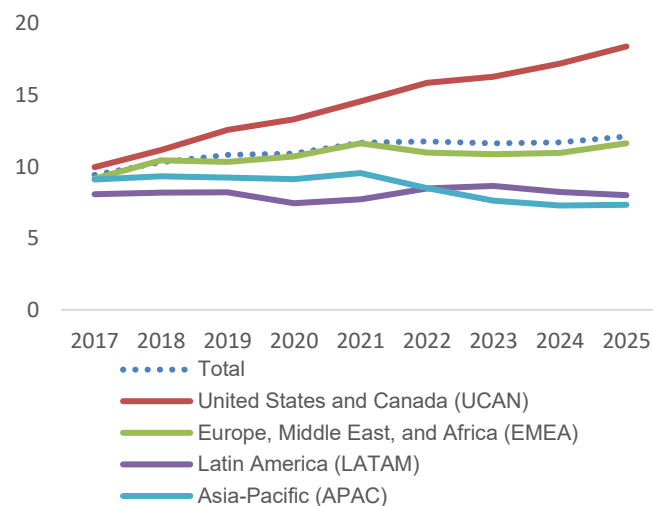
欧洲地区从会员数量在2022年就反超北美，但是北美地区的ARPU显著高于全球其他区域，并保持持续增长的态势，拉美和亚太的ARPU相对全球均值更低，且处于震荡波动的趋势。公司主要是在美国、加拿大和欧洲部分国家提价较为频繁，这些区域的消费粘性和消费能力比较强，提价可以低于会员数放缓带来的营收压力。而在竞争较为激烈或付费意愿较低的区域，Netflix也对价格做了灵活调整，例如降价来提升市场份额。

图 62: Netflix会员数 (百万-左轴) 在全球各区域分布 (2017-2025)



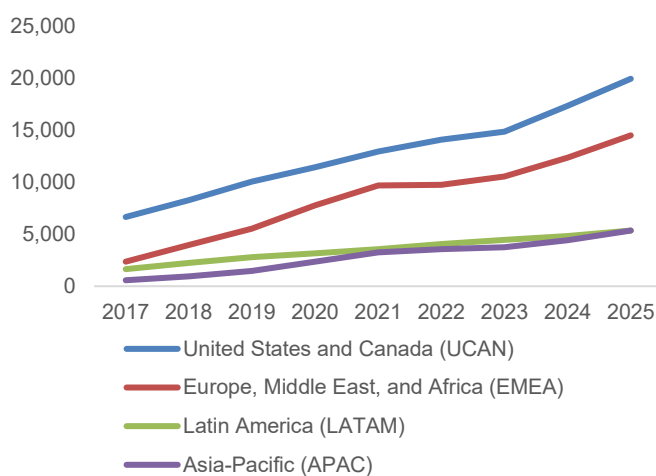
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心;注: 公司 25 年开始不再单独披露会员数和 ARPU, 25 年为测算数据

图 63: Netflix各区域会员ARPU (美元) (2017-2025)



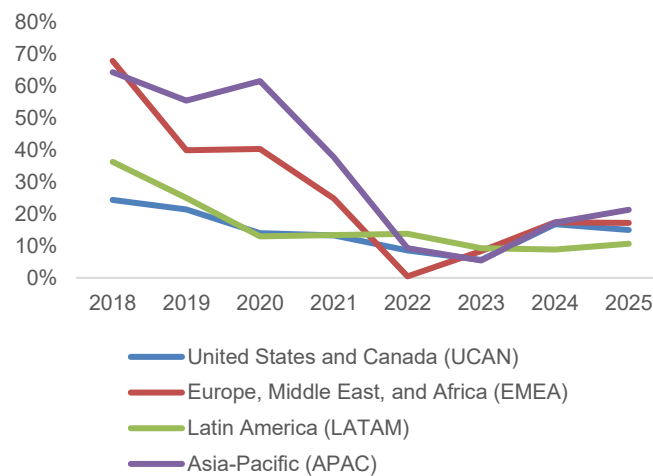
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心;注: 公司 25 年开始不再单独披露会员数和 ARPU, 25 年为测算数据

图 64: Netflix全球各区域收入 (百万 美元) 推移 (2017-2025)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 65: Netflix各区域收入增速推移 (2017-2025)

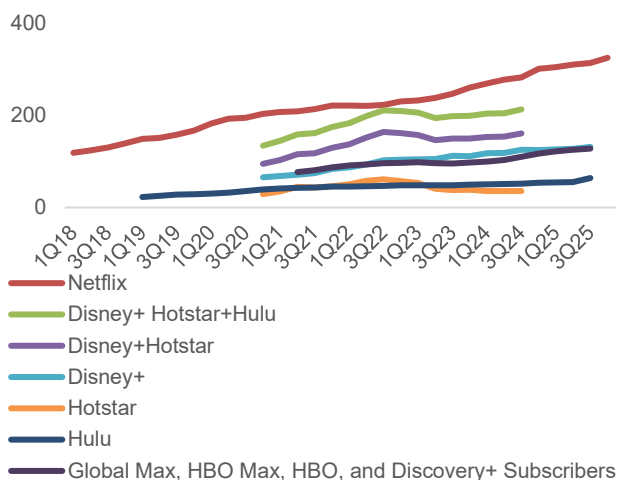


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

由于迪士尼收购了福克斯（旗下拥有Star India），于2020年合并Hotstar，推出联合品牌Disney+Hotstar，因印度地区低价会员数量较多，结合Disney+本身在全球的扩张，联合品牌的会员数持续提升，从2020年末不到1亿，在2021年末突破至1.3亿，2022年峰值达到1.6亿，如果算上迪士尼旗下以独立品牌运营的Hulu的会员数，三个品牌的会员总量在22年基本上逼近Netflix，在22年初Netflix会员增长停滞期间，迪士尼在流媒体业务上的扩张引发了市场对竞争加剧的担忧。

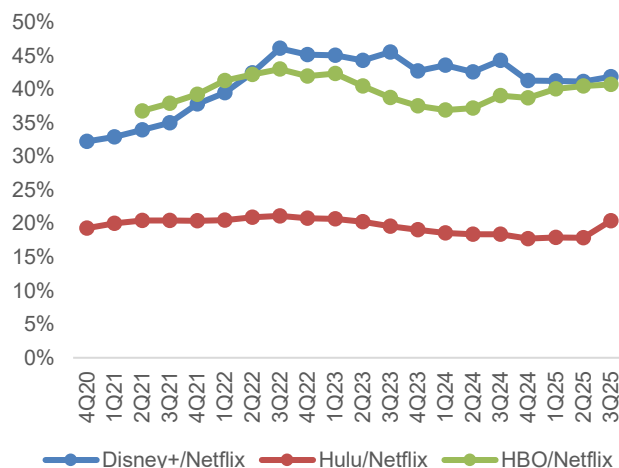
如果我们关注Disney+核心会员数（刨除hulu和hotstar），和Netflix的会员规模差距在2023年又有拉开。

图 66：主要流媒体平台会员数（百万）推移（18Q1-25Q4）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

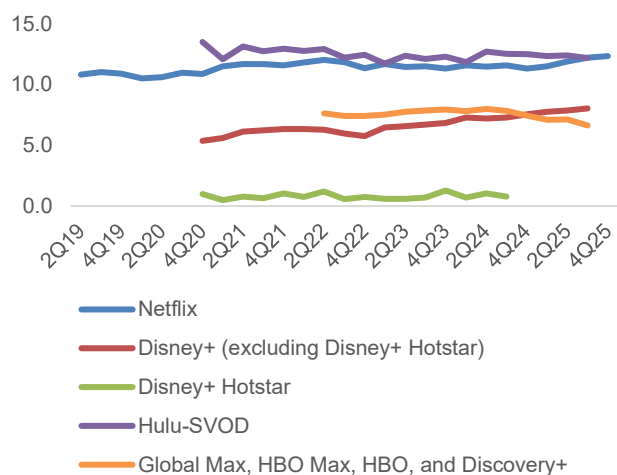
图 67：Disney+、Hulu、HBO会员数/Netflix推移（20Q4-25Q3）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

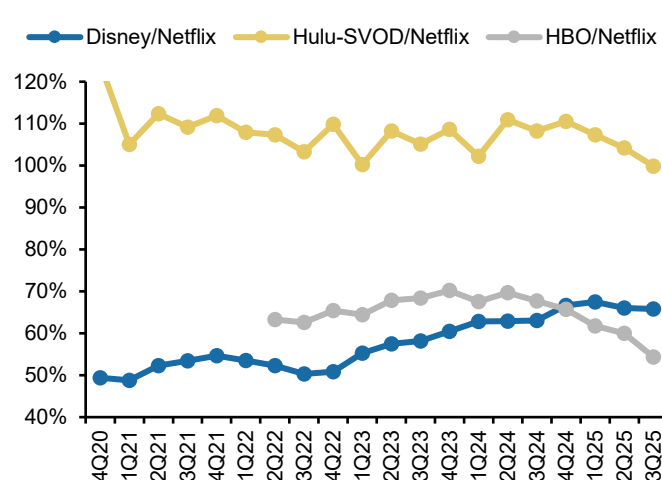
Netflix的单个会员ARPU也整体领先于其他流媒体（Hulu SVOD除外），2023年开始，Disney+也开始更注重更高质量增长，其ARPU的差距较Netflix有所收窄。

图 68：主要流媒体平台会员ARPU（美元）推移（19Q2-25Q4）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

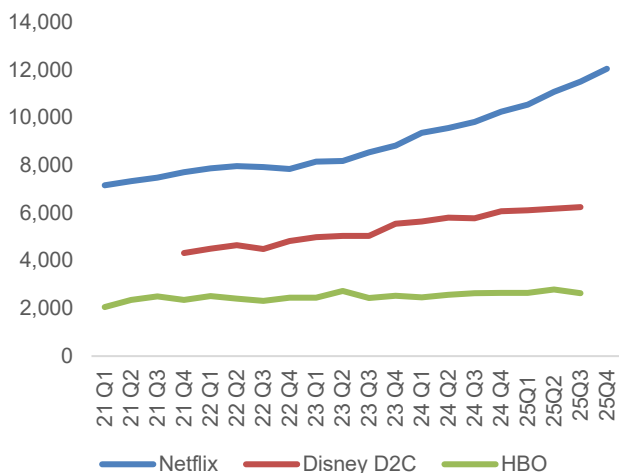
图 69：Disney+、Hulu SVOD、HBO会员ARPU/Netflix推移（20Q4-25Q3）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

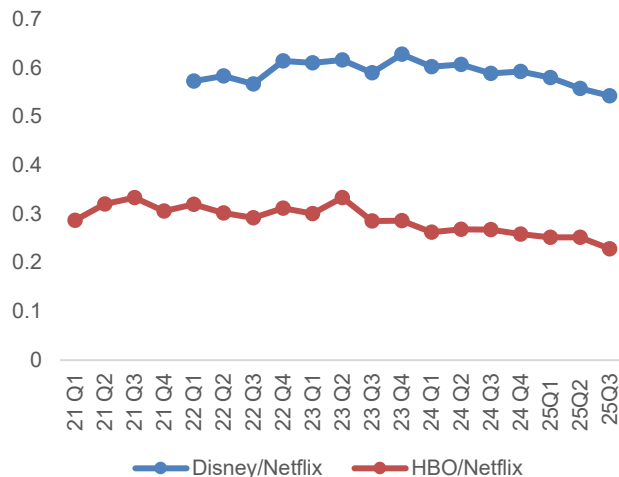
从2024-25年的收入增速来看，Netflix仍快于友商，Disney D2C业务收入是Netflix的1/2，HBO则为Netflix的1/4。

图 70: 主要流媒体平台收入对比 (百万 美元) 推移 (21Q1-25Q4)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

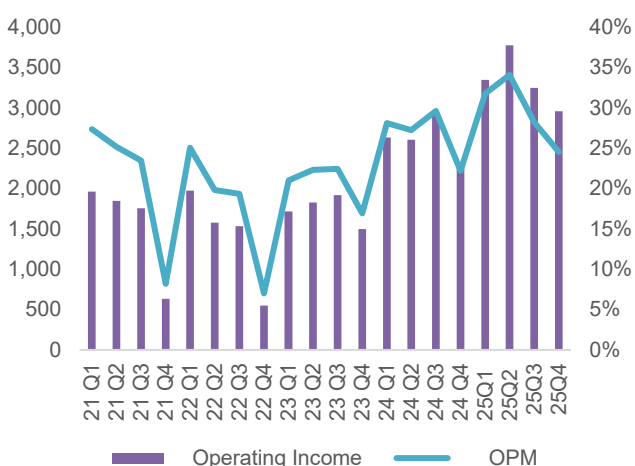
图 71: Disney D2C、HBO收入/Netflix推移 (21Q1-25Q3)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

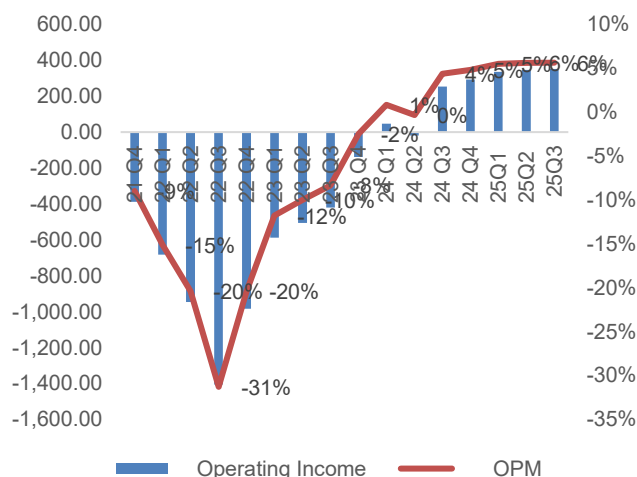
从经营利润来看，Netflix的利润率要显著优于另外两家，这得益于规模效益，以及更高ARPU带来的经营杠杆。Disney流媒体业务在24年开始逐步转向盈利。

图 72: Netflix 运营利润 (百万 美元-左轴) 和OPM (右轴) 推移 (21Q1-25Q4)



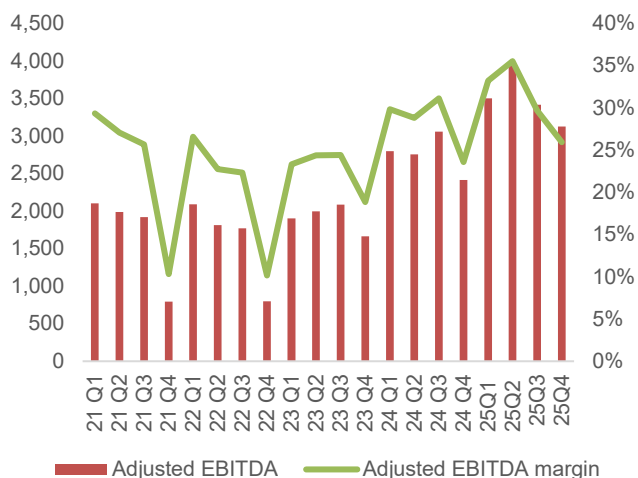
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 73: Disney D2C运营利润 (百万美元-左轴) 和 OPM (右轴) 推移 (21Q1-25Q3)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 74: Netflix Adjusted EBITDA (百万 美元-左轴) 和EBITDA Margin (右轴) 推移 (21Q1-25Q4)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 75: HBO Adjusted EBITDA (百万 美元-左轴) 和EBITDA Margin (右轴) 推移 (21Q1-25Q4)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心; 注: 此处为 Warner Bros. Discovery: 流媒体业务

表 10: Disney流媒体业务收入和利润推移 (FY2022-2025)

USD mn	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
Direct-to-Consumer Revenue	17,975	19,886	22,776	24,614
YoY		11%	15%	8%
Subscription Fees	14,178	16,420	18,796	20,772
Advertising	3,614	3,260	3,707	3,684
TV/SVOD & Other	183	206	273	158
Operating Income	-3,424	-2,496	143	1,327
OPM	-19%	-13%	1%	5%

数据来源: 彭博, 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 11: Warner Bros. Discovery: 流媒体业务收入和利润 (百万 美元) (2021-2024)

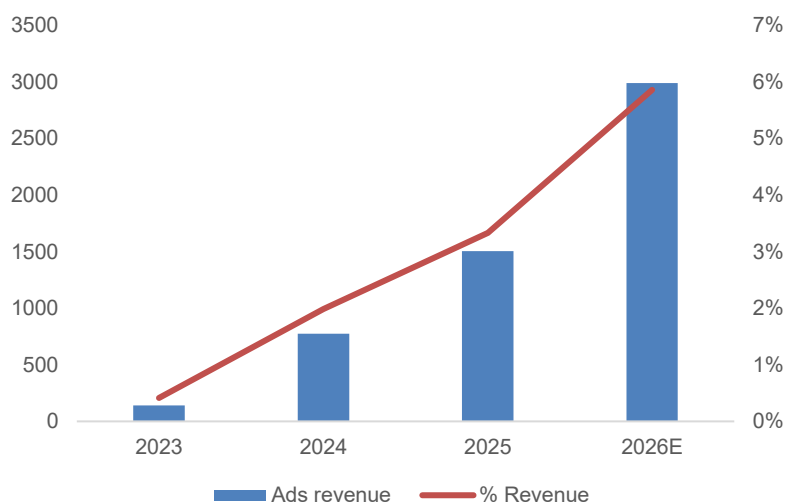
	CY2021	CY 2022	CY 2023	CY 2024
Distribution	8438	8521	8703	9022
Advertising	180	407	548	855
Subscriber-related revenues	8618	8928	9251	9877
Content	633	752	886	428
Other	14	13	17	8
Total revenues	9265	9693	10154	10313
Costs of revenues, excluding depreciation and amortization	6857	8188	7623	7459
Selling, general and administrative	4273	3568	2428	2177
Adjusted EBITDA	-1865	-2063	103	677
Adjusted EBITDA Margin	-20%	-21%	1%	7%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(三) 变现多元化: 广告、游戏和体验业务

广告成为新的增长引擎。22年公司考虑推出带广告的会员套餐, 后续逐渐推广到12个国家和地区。根据奈飞官网, 在美国看广告的用户已经达到5700万人, 且有39%的奈飞用户没有使用其他流媒体平台(用户独占性强), 通过高质量的内容和会员吸引广告主。同时, 公司也在打造自有的广告平台和技术, 并且加大与AI的融合。在以上各因素的叠加促进下, 广告业绩实现了较快的增长。

图 76: Netflix广告收入(百万美元-左轴)和营收占比(右轴)(2023-2026E)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从官网展示的广告类型, 主要有视频广告(主要长度为30秒)、暂停广告(据奈飞内部数据显示, 77%的会员会让暂停广告在屏幕上停留15秒或更长时间)、品牌植

入内容、二维码广告、大型体育赛事合作等。

表 12: Netflix广告产品示例

广告形式	特点	示例
视频广告	实现了与内容的无缝衔接，最大程度地提升了品牌触达率、可见度与互动参与度	
暂停广告	暂停广告在设计上充分考量了观众的感受：广告会在视频暂停 5 秒后才出现，从而留出足够的空间让会员沉浸于剧情中，随后再通过极具冲击力的品牌视觉画面吸引其注意力。据奈飞内部数据显示，77% 的会员会让暂停广告在屏幕上停留 15 秒或更长时间。”（数据来源：Netflix 内部数据，2024 年）	
品牌赞助	在奈飞（Netflix）进行品牌赞助不仅仅是常规的广告植入，更是品牌占据文化前沿的‘头等座’。通过‘首位广告’（First-ad positioning）、定制化的 6 秒专属片头以及不可跳过的前贴片广告，品牌将占据黄金位置。	
二维码	QR 码（二维码）可以同时出现在视频广告和暂停广告中，引导观众进一步探索、轻松购物或深入体验专属内容。这是将观众的‘转瞬一瞥’转化为‘深度参与’的绝佳方式	
直播赛事广告	“该产品目前仅限美国地区的直播赛事使用。通过 15 秒和 30 秒视频广告、品牌赞助以及定制化内容机会，确保品牌能在最完美的时机捕捉观众注意力，实现实时互动。NFL 比赛，超级碗中场秀，每周 WWE 赛事植入”	

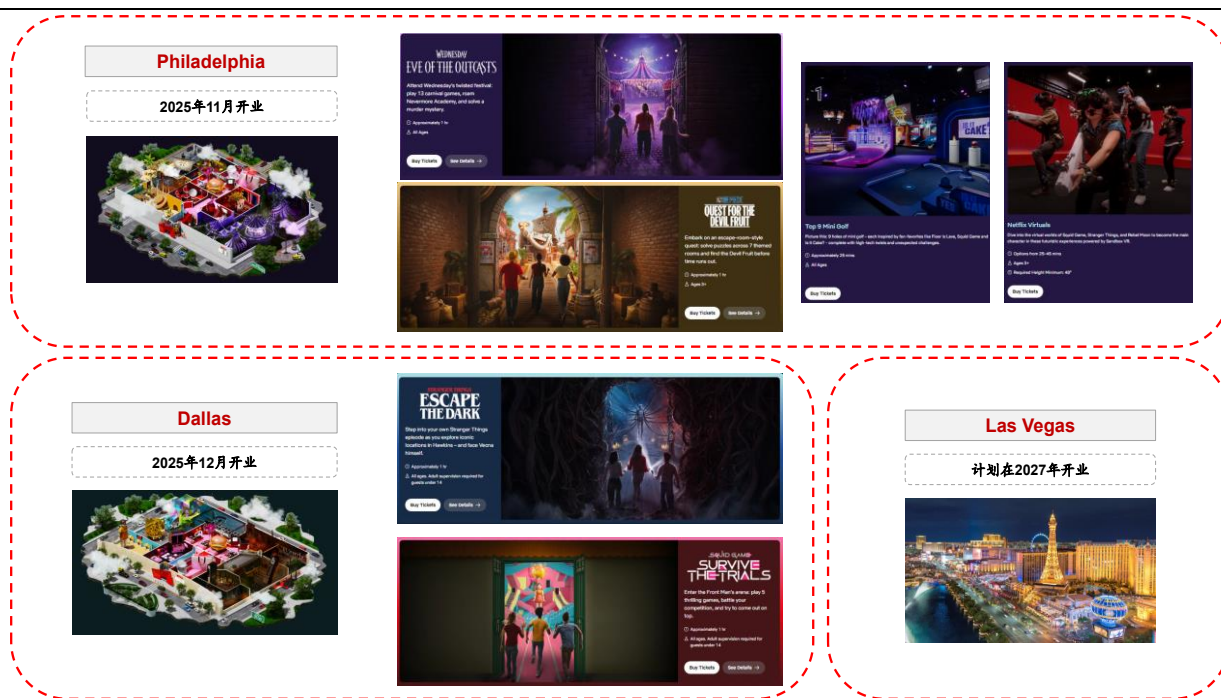
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

“线上流媒体”向“线下实景娱乐”拓展，Netflix House已经开出2家。25年末公司在费城和达拉斯分别开设了1家Netflix House，27年内预计在拉斯维加斯将开设第三家Netflix House，选址主要考虑客流量较高的成熟地段商圈。Netflix House的本质是将平台上的热门IP，如《鱿鱼游戏》、《怪奇物语》等转化为可触摸、可互动的实体空间，一方面为剧粉提供沉浸式的体验，转化消费（体验门票、餐饮、周边商品销售），另一方面线下打卡在社交媒体上或进一步带动口碑出圈，为线上平台带来用户转化。

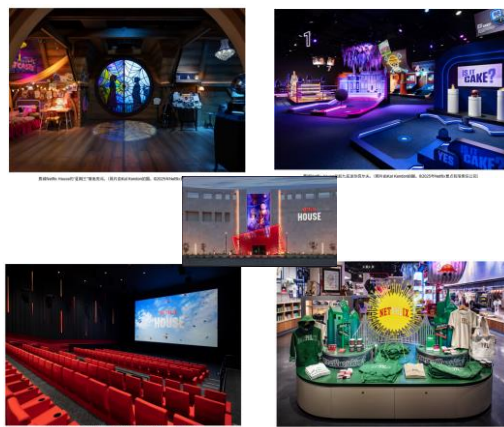
图 77: Netflix House选址



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

从体验设置来看，费城的Netflix House提供《星期三》、《海贼王》的沉浸场景体验，单次收费在39美金；同时还配备了VR体验（《鱿鱼游戏》、《怪奇物语》），单次收费25美金。除此之外，内部还设有剧场、纪念品商店、餐饮区满足IP粉多元消费需求。而位于达拉斯的Netflix House则提供《怪奇物语》和《鱿鱼游戏》的场景体验。我们也注意到Netflix House主打高频的更新，不同于大型乐园设施，小型室内乐园可以快速的更换主题，随着新剧集上线，新IP的出现，可以快速更新场景设施，提升剧粉消费的频次。

图 78: Netflix House场景概览



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

基于公司在流媒体领域建立的深厚内容壁垒，服务全球用户高品质的内容消费需求，我们预计Netflix总收入在2026-28年分别达到510.33亿元（美元，下同）、569.10亿元和627.66亿元，同比增速分别为13%/12%/10%。公司目前在广告、线下体验业务方面也在不断探索，收入增长来源不再单一依赖会员数的增长。我们预计会员规模和ARPU仍会保持健康增长态势，得益于平台优质内容的不断沉淀和向多品类扩充，以及阶段性的提价。

成本端，预计内容摊销成本在2026-28年分别达到184.75亿元、204.66亿元223.32亿元，占收入比对应为36.2%/36.0%/35.6%，我们考虑公司内容投资已经进入相对平稳期，因此摊销成本的增长和收入趋势会较为匹配。预计毛利率在2026-28年分别达到49%、49%、50%，随着ARPU的持续提升，平台经营杠杆仍有优化空间。我们参考2025年各项费用投入的趋势，预计26-28年费用占收入比仍有规模效益摊薄的趋势，据此，我们预计运营利润在2026-2028年分别达到160.97亿元、184.51亿元和209.66亿元，运营利润率对应为32%/32%/33%，同比增速对应为21%/15%/14%。考虑公司可能潜在的收购交易，提升外部融资或导致利息费用的增加，我们预计归母净利润在2026-28年分别达到132.49亿元、154.51亿元和176.92亿元，同比增速对应为21%/17%/15%。

表 13: Netflix收入和利润预测 (2024-2028E)

百万 美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	39,001	45,183	51,033	56,910	62,766
YoY	16%	16%	13%	12%	10%
会员 (百万)	302	325	347	366	386
YoY	16%	8%	7%	6%	5%
ARPU (美元)	11.70	12.12	12.71	13.34	13.94
YoY	1%	4%	5%	5%	4%
分区域收入					
北美区 (UCAN)	17,359	19,957	22,213	24,381	26,226
YoY	17%	15%	11%	10%	8%
欧洲、中东及非洲区(EMEA)	12,387	14,515	16,415	18,349	20,456
YoY	17%	17%	13%	12%	11%
拉丁美洲区 ((LATAM))	4,840	5,358	6,061	6,876	7,802
YoY	9%	11%	13%	13%	13%
亚太区 (APAC)	4,415	5,354	6,343	7,305	8,281
YoY	17%	21%	18%	15%	13%
营业成本	21,038	23,275	25,873	28,748	31,467
内容摊销成本	15,302	16,706	18,475	20,466	22,332
内容摊销成本占收入比	39.2%	37.0%	36.2%	36.0%	35.6%
毛利润	17,963	21,908	25,159	28,162	31,299
毛利率	46%	48%	49%	49%	50%
销售费用	2,918	3,301	3,568	3,865	4,073
技术费用	2,925	3,391	3,520	3,701	3,956
行政费用	1,702	1,888	1,974	2,145	2,303
销售费用占收入比	7%	7%	7%	7%	6%
技术费用占收入比	8%	8%	7%	7%	6%
行政费用占收入比	4%	4%	4%	4%	4%
运营利润	10,418	13,327	16,097	18,451	20,966
运营利润率	27%	29%	32%	32%	33%
YoY	50%	28%	21%	15%	14%
利息支出	-719	-777	-938	-715	-655
利息及其他收入	267	172	160	160	180
息税前利润	9,966	12,723	15,319	17,896	20,491
所得税费用	-1,254	-1,741	-2,070	-2,445	-2,799
归母净利润	8,712	10,981	13,249	15,451	17,692
归母净利润率	22%	24%	26%	27%	28%

YoY	61%	26%	21%	17%	15%
-----	-----	-----	-----	-----	-----

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

可比公司我们选取流媒体平台迪士尼、华纳兄弟探索作为参照，考虑到平台型科技公司也都布局了流媒体业务，选取亚马逊、苹果和谷歌的估值进行参考。2026年PE倍数来看，迪士尼为18x（迪士尼的整体PE偏低，主要来自于其业务的复杂性及相对更为资产密集，旗下传统电视业务不断衰退，部分抵消了流媒体业务带来的增量，体验业务如乐园和邮轮是高资本支出的业务），科技平台估值倍数在29-30x附近。

表 14: 可比公司估值 (2026-2027E)

公司名称	股票代码	市值 (LC mn)	收入 (LC mn)		nonGAAP 净利润 (LC mn)		PE (x)	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
流媒体平台								
迪士尼	DIS.N	202,113	101,139	104,595	11,085	11,872	18.2	17.0
华纳兄弟探索	WBD.O	70,275	38,553	39,950	-2,596	-2,843	-	-
平台型科技公司								
亚马逊	AMZN.O	2,505,145	793,241	880,573	87,456	107,854	28.6	23.2
苹果	AAPL.O	3,650,230	448,466	481,879	120,266	131,796	30.4	27.7
谷歌	GOOGL.O	3,993,557	440,420	491,931	131,892	150,306	30.3	26.6

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；取自 1 月 23 日收盘价。

参考可比公司PE估值，考虑(1)Netflix在流媒体市场占据了绝对的领先地位(25Q4公司财报披露全球会员数超过了3.25亿，远大于主要竞对，Disney+在FY25Q3的会员数为1.32亿，Netflix的会员数也高于海外平台型科技公司旗下的流媒体会员数)；(2)Netflix的盈利能力和增长的确性强于同业，Netflix25Q4收入增速为17%，经营利润同比增长30%（经营利润率为25%）（流媒体主要竞对迪士尼D2C业务FY25Q4收入同比增长8%，经营利润率为6%）；考虑其持续更稳健的增长和由于同业强的经营杠杆，我们在估值上给予一定溢价，按26年净利润给予32xPE估值，得到公司合理价值为4240亿美元，对应为100美元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

五、风险提示

（一）内容开支高企与投资回报率不确定性

Netflix 的护城河建立在巨额原创内容投入之上，预计 2026-2028 年内容摊销成本将维持在收入的 36% 左右。虽然规模效应显现，但全球观众口味极其分散且变化迅速，一旦核心IP后续乏力，或投入巨资的本土化内容未能转化成预期的会员增长，将直接导致利润率承压。

（二）广告业务等商业化不及预期的风险

广告业务被视为 Netflix 的第二增长曲线，流媒体广告市场竞争如若加剧，其收入结构多元化的进程将受阻。同时，过度商业化或不恰当的广告植入可能破坏用户长期形成的“无干扰观影”心智，导致高价值的高级会员流失。

（三）新兴市场 ARPU 提升难度与竞争加剧的风险

亚太区（APAC）是目前增长最快的大区，但当地较低的付费意愿使得提升单用户平均收入具挑战。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13,100	13,020	18,636	24,510	28,778
货币资金	7,805	9,034	13,624	18,546	21,786
短期投资	1,779	29	263	265	153
其他流动资产	3,517	3,958	4,749	5,699	6,839
非流动资产	40,530	42,577	46,354	49,184	52,207
固定资产	1,594	2,004	2,081	2,241	2,364
非流动内容资产	32,452	32,778	35,699	37,513	39,469
其他非流动资产	6,484	7,794	8,573	9,431	10,374
资产总计	53,630	55,597	64,990	73,695	80,985
流动负债	10,755	10,981	12,112	12,713	13,933
杂项短期负债	4,394	4,085	4,167	4,250	4,335
短期借款	1,784	999	1,019	1,039	1,060
应付账款	900	901	1,314	1,147	1,546
短期应计费用	2,157	3,221	3,607	4,040	4,525
短期递延收入	1,521	1,776	2,006	2,237	2,467
非流动负债	18,131	18,001	18,253	18,524	18,816
非流动内容负债	1,781	1,579	1,595	1,611	1,627
长期借款	13,798	13,464	13,464	13,464	13,464
其他非流动负债	2,552	2,957	3,194	3,449	3,725
负债合计	28,887	28,982	30,365	31,237	32,749
股本	6,252	7,286	7,286	7,286	7,286
库存股	-13,172	-22,373	-22,820	-23,277	-23,742
其他综合收益	362	-580	-586	-592	-598
留存收益	31,301	42,282	50,745	59,040	65,289
所有者权益总额	24,744	26,615	34,625	42,458	48,236
负债和股东权益	53,630	55,597	64,990	73,695	80,985

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	39,001	45,183	51,033	56,910	62,766
营业成本	21,038	23,275	25,873	28,748	31,467
销售费用	2,918	3,301	3,568	3,865	4,073
研发费用	2,925	3,391	3,520	3,701	3,956
管理费用	1,702	1,888	1,974	2,145	2,303
营业利润	10,418	13,327	16,097	18,451	20,966
营业外收支	-452	-604	-778	-555	-475
除税前利润	9,966	12,723	15,319	17,896	20,491
所得税	-1,254	-1,741	-2,070	-2,445	-2,799
净利润	8,712	10,981	13,249	15,451	17,692
EBITDA	11,019	13,976	16,785	19,181	21,736
EPS (元)	1.98	2.53	3.07	3.58	4.10

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7,361	10,149	14,970	17,246	20,617
净利润	8,712	10,981	13,249	15,451	17,692
折旧摊销	15,302	16,422	18,475	20,466	22,332
营运资金变动	-33	-456	1,920	1,404	2,054
其他	-16,619	-16,798	-18,673	-20,075	-21,462
投资活动现金流	-2,182	1,042	-558	-594	-630
资本支出	-440	-688	-558	-594	-630
投资变动	-1,742	-170	0	0	0
其他	0	1,900	0	0	0
筹资活动现金流	-4,074	-10,346	-9,827	-11,730	-16,747
股权融资	833	667	309	257	294
收回贷款所收到的现	-400	-1,833	-878	-1,091	-2,399
其他	-4,507	-9,179	-9,259	-10,895	-14,641
现金净增加额	689	1,232	4,585	4,922	3,240
期初现金余额	7,119	7,807	9,039	13,624	18,546
期末现金余额	7,807	9,039	13,624	18,546	21,786

主要财务比率

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长	16%	16%	13%	12%	10%
营业利润增长	50%	28%	21%	15%	14%
归母净利润增长	61%	26%	21%	17%	15%
获利能力					
毛利率	46%	48%	49%	49%	50%
净利率	22%	24%	26%	27%	28%
ROE	16%	20%	20%	21%	22%
偿债能力					
资产负债率	54%	52%	47%	42%	40%
流动比率	122%	119%	154%	193%	207%
速动比率	89%	83%	115%	148%	157%
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	12	12	12	11	10
每股指标 (元)					
每股收益	1.98	2.53	3.07	3.58	4.10
每股经营现金流	1.74	2.40	3.53	4.07	4.87
每股净资产	5.84	6.28	8.17	10.02	11.38
估值比率					
P/E	41	32	27	23	20
P/S	9	8	7	6	6
EV/EBITDA	32	25	21	18	16

广发传媒与互联网行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 宾特丽亚：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026年加入广发证券，曾任职于光大证券，2年证券行业研究经验。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。