

2026年03月23日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

奈飞 (Netflix) : 25Q4 业绩稳健兑现, 内容与广告双轮驱动, 平台化变现能力持续增强

— 计算机行业点评报告

推荐(维持)

事件

分析师: 任春阳 S1050521110006

✉ rency@cfsc.com.cn

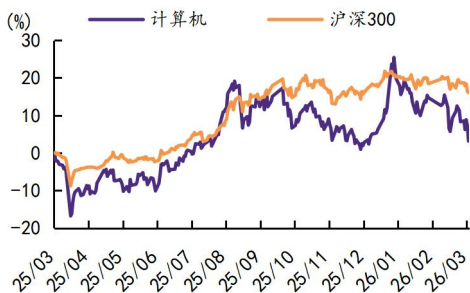
分析师: 谢孟津 S1050525120001

✉ xiemj@cfsc.com.cn

行业相对表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|---------|-------|------|------|
| 计算机(申万) | -10.1 | 0.8 | 1.2 |
| 沪深300 | -2.0 | -1.2 | 16.7 |

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

- 《微软 (Microsoft) : 云与 AI 维持高景气, Azure 持续强势》2026-03-22
- 《计算机行业周报: OpenClaw 连续版本更新, 英伟达联合谢赛宁团队发布 TMD 框架》2026-03-17
- 《计算机行业周报: GPT-5.4 开启智能体新纪元, REDSearcher 框架实现技术突破》2026-03-10

奈飞发布 2025 年第四季度业绩。公司 Q4 实现营收 120.51 亿美元, 同比增长 17.6%; 营业利润 29.57 亿美元, 同比增长 30%; 营业利润率 24.5%, 同比提升约 2%; 净利润 24.19 亿美元。全年看, 公司 2025 年实现营收 451.8 亿美元, 同比增长 16%, 营业利润率提升至 29.5%。同时, 公司付费会员总数在四季度内突破 3.25 亿。管理层表示, Q4 收入增长主要来自会员增长、价格提升及广告收入增加, 且季度表现略好于此前指引, 体现出较强经营韧性。

投资要点

■ 增长结构更均衡, 盈利能力持续改善

从单季度表现看, 公司收入端保持双位数增长, 利润端弹性更为突出, 反映出奈飞当前已进入规模增长与盈利释放并行阶段。Q4 营业利润同比增长 30%, 快于收入增速, 表明公司在内容投入维持高位的同时, 费用摊薄和经营效率改善持续兑现。全年营业利润率提升至 29.5%, 也体现了奈飞近年来从“抢占用户”向“优化变现”切换的经营方向。

■ 内容供给维持竞争优势, 全球化收入结构健康

奈飞主营业务仍为全球订阅流媒体服务。2025 年下半年, 公司平台总观看时长达到 960 亿小时, 同比增长 2%, 其中原创内容观看时长同比增长 9%, 显示优质内容依然是平台用户活跃和订阅留存的核心支撑。四季度重点片单均对平台热度、用户观看时长及续订意愿形成正向拉动。

分区域看, 公司 Q4 各区域收入均保持增长, 其中美加地区收入 53.39 亿美元, 同比增长 18%; EMEA 地区收入 38.73 亿美元, 同比增长 18%; 拉美地区收入 14.18 亿美元, 同比增长 15%; 亚太地区收入 14.21 亿美元, 同比增长 17%。从结构上看, 北美成熟市场继续体现较强货币化

能力，欧洲市场保持稳健扩张，亚太市场则延续较快增长，说明奈飞收入增长并非单一区域驱动，而是全球分布较为均衡。

■ 广告业务成第二增长曲线，AI 商业化效率提升

公司 2025 年广告收入已超过 15 亿美元，较 2024 年增长超过 2.5 倍，并预计 2026 年广告收入还将大致翻倍。这意味着广告业务正从早期布局阶段逐步走向规模化变现阶段。广告层的意义不仅在于带来新增收入，更在于帮助奈飞覆盖更低价格带用户，构建“广告版 + 无广告版”的分层定价体系，进而提升整体 ARPU 天花板与提价灵活性。

在 AI 应用层面，奈飞已在广告创意格式、广告投放系统以及平台个性化推荐中持续加大技术投入。公司在 2025 年 upfront 中推出结合生成式 AI 的广告创意解决方案，并推进程序化广告合作，说明 AI 当前主要作为广告商业化效率工具存在。除此之外，公司亦在持续推进直播、视频播客及云游戏布局。股东信息显示，奈飞 2026 年将扩大 live 节目和视频播客布局，电视端云游戏测试已向约三分之一会员开放。

■ 投资建议

奈飞 25Q4 业绩再次体现公司较强的经营韧性与平台化升级趋势。短期看，优质内容供给仍将是公司维持订阅稳定和支撑提价的基础；中期看，广告业务正在成为第二增长曲线，并有望持续抬升公司收入与利润率水平；长期看，直播、游戏、视频播客等新业务有望推动奈飞由全球流媒体龙头进一步向综合娱乐平台演进。

■ 风险提示

风险因素主要包括以下几方面：第一，内容供给节奏不及预期，可能影响观看时长、留存率及订阅增长；第二，提价节奏过快或竞争加剧，可能对用户增长和 churn 产生扰动；第三，广告业务扩张及 AI 赋能商业化效果低于预期，影响第二增长曲线兑现；第四，直播、游戏、视频播客等新业务推进慢于预期；第五，并购及融资相关事项可能对短期利润率和市场情绪形成扰动。

关注公司及盈利预测

| 公司代码 | 名称 | 2026-03-22 | | | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|---------|----|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|--|------|
| | | 股价 | 2025 | 2026E | 2027E | 2025 | 2026E | 2027E | | | |
| MSFT.O | 微软 | 381.87 | 13.64 | 16.69 | 19.08 | 28.00 | 22.88 | 20.01 | 未评级 | | |
| GOOGL.O | 谷歌 | 298.79 | 7.46 | 8.34 | 9.25 | 40.05 | 35.83 | 32.30 | 未评级 | | |

资料来源: Wind, 华鑫证券研究 (注: 盈利预测取自万得一致预期)

■ 中小盘&主题&北交所、计算机&AI&互联网组介绍

任春阳：华东师范大学经济学硕士，6年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

周文龙：澳大利亚莫纳什大学金融硕士

陶欣怡：毕业于上海交通大学，于2023年10月加入团队。

倪汇康：金融学士，2025年8月加盟华鑫证券研究所。

谢孟津：伦敦政治经济学院硕士，2023年加入华鑫证券。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | >20% |
| 2 | 增持 | 10%—20% |
| 3 | 中性 | -10%—10% |
| 4 | 卖出 | <-10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | >10% |
| 2 | 中性 | -10%—10% |
| 3 | 回避 | <-10% |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场

以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。