

1Q 业绩符合预期,2Q 迎内容成本高点

华泰研究

2026 年 4 月 18 日 | 美国

季报点评

互联网

奈飞 1Q 财报整体符合 VA 一致预期（下同），但 2Q 和全年指引相对保守。公司同时宣布联合创始人 Hastings 6 月任期满后辞职。1Q 营收同比增长 16%，超预期 0.6%（下同）；毛利率同比改善 1.9pct，净利润超预期 61%，主因 1Q 获得华纳 28 亿美元违约金，剔除后净利润同比增长 5%，与预期基本相符。奈飞 2Q 收入/经营利润指引低于预期 1%、5%，公司表示 2Q 内容支出处高位，但 2H26 内容成本增速将回落至中高个位数；公司维持 26 全年指引，表示部分 27 年收购成本提前至 26 年核算。往前看，公司美国市场已于 3 月末启动涨价（~10%），同时积极拓展体育直播，正与美国橄榄球联盟（NFL）探讨深层赛事合作。我们上调至“买入”评级。

亚洲会员增长表现亮眼

奈飞 1Q 观众规模已近 10 亿人，分区域看，1Q 亚洲市场印度、日韩等地区表现亮眼，后续有望成为会员增长核心驱动力。1Q 两部剧集登顶奈飞周度收视榜单，分别为《布里奇顿》S4 和真人版《海贼王》S2。《怒呛人生》S2 计划 4 月 16 日上线，S1 烂番茄新鲜度 98%，其他 26 年储备包括《洪水将至》和《纳尼亚传奇》。

体育布局驱动增量

体育赛事方面，奈飞持续拓展直播内容布局，1Q 世界棒球经典赛（WBC）3200 万人观看，日本会员注册量创下单日新高。26 年重点体育内容：泰森与约书亚的拳击赛，以及职业棒球赛（MLB）等。奈飞正与 NFL 寻求进一步合作，目前已敲定圣诞大战，赛事内容常态化有助于获客。

广告生态持续完善

奈飞维持 26 年广告收入翻倍的指引。自 2Q26 起，广告主可通过亚马逊 DSP 平台，查看用户在亚马逊的购物和浏览数据，并在奈飞实现精准投放，雅虎亦已支持类似功能。我们认为，奈飞广告体系正持续完善，有望提升广告主 ROI，1Q 程序化广告已占公司非直播类广告的近 50%。

AI 提效布局深化

我们认为，AI 提效奈飞内容制作的作用更为确定，同时带动中长尾内容供给增加，后续有望带动奈飞毛利率改善。奈飞 1Q26 以约 6 亿美元收购 AI 影视公司 InterPositive，主要聚焦影视后期制作，包括移除特技钢丝和拍摄设备、微调场景光照、增强或扩展背景等。

盈利预测与估值

展望 26-28 年，我们分别上调收入预测 1%、1.3%与 1.3%，主因公司终止收购华纳后业绩确定性增加，同时美国开启提价，同步上调 26-28 年净利润预测 12.6%、0.1%、1.1%至 151 亿、166 亿、196 亿美元，26 年上调主因 28 亿美元的收购违约收入。我们基于 PE 估值，将奈飞目标价从 110.82 美元上调至 136.32 美元，对应 26 年 38 倍 PE（前值 35 倍），高于行业均值 26.1 倍。溢价主系奈飞作为流媒体龙头拥有内容供给侧壁垒；本次溢价提升，主要反映公司放弃收购华纳后业绩确定性上升。上调至“买入”评级，主因奈飞内容与用户基础稳固、广告快速起量、AI 提效有望释放利润率弹性。

风险提示：新市场拓展不及预期，内容成本超预期，付费用户增速低于预期，AI 和 UGC 内容的时长侵蚀。

投资评级(上调):

买入

目标价(美元):

136.32

夏路路

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

研究员

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

丁骄璇

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

研究员

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

牟睿捷*

SAC No. S0570125070064

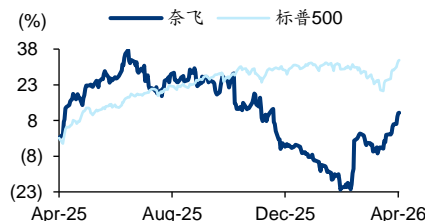
联系人

mouruijie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(美元 截至 4 月 16 日)	107.79
市值(美元百万)	455,107
6 个月平均日成交额(美元百万)	4,520
52 周价格范围(美元)	75.01-134.12

股价走势图



资料来源: S&P

经营预测指标与估值

会计年度(美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	45,183	51,274	57,446	63,246
+/-%	15.85	13.48	12.04	10.10
归属母公司净利润(百万)	10,981	15,106	16,606	19,769
+/-%	26.05	37.56	9.93	19.05
EPS(最新摊薄)	2.54	3.59	4.05	4.94
ROE(%)	42.76	54.81	54.90	55.86
PE(倍)	41.51	29.42	26.10	21.37
PB(倍)	17.13	15.59	13.55	10.89
EV EBITDA(倍)	15.65	13.66	11.79	10.42
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：奈飞财报数据和公司指引

美元 (百万)	USD mn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	VA Cons	vs Cons	2Q guidance	2Q VA Cons	FY26 guidance	vs FY26 VA Cons
财务数据												
GAAP收入	Revenue	10,543	11,079	11,510	12,051	12,250	12,174	0.6%	12,574	12,648	50.7-51.7B	51.4B
YOY (%)	YOY (%)	12.5%	15.9%	17.2%	17.6%	16.2%			13.5% on reported basis		11%-13% on F/X neutral Basis.	
毛利	Gross Profit	5,280	5,754	5,346	5,528	6,362	6,190	2.8%		6,599		
YOY (%)	YOY (%)	20.2%	31.2%	13.6%	23.4%	20.5%						
毛利率	GPM	50.1%	51.9%	46.4%	45.9%	51.9%	50.8%	1.1pp		52.2%		
同比变动 (pp)	YOY (pp)	3.2pp	6.1pp	-1.4pp	2.2pp	1.9pp						
经营利润	Operating Profit	3,347	3,775	3,248	2,957	3,957	3,936	0.5%	4,105	4,338		
YOY (%)	YOY (%)	27.1%	45.0%	11.7%	30.1%	18.2%						
经营利润率	OPM	31.7%	34.1%	28.2%	24.5%	32.3%	32.3%	0.0pp	32.6%	34.3%	OPM 31.5% (F/X neutral)	32.0%
同比变动 (pp)	YOY (pp)	3.7pp	6.8pp	-1.4pp	2.4pp	0.6pp						
净利润	Consolidated Net Profit	2,890	3,125	2,547	2,419	5,283	3,288	60.7%	3,327	3,609		
YOY (%)	YOY (%)	23.9%	45.6%	7.8%	29.4%	82.8%						
净利率	NPM (% Revenue)	27.4%	28.2%	22.1%	20.1%	43.1%	27.0%	16.1pp	26.5%	28.5%		
同比变动 (pp)	YOY (pp)	2.5pp	5.7pp	-1.9pp	1.8pp	15.7pp						
经营费用 (GAAP)												
-营销费用	-S&M	688	713	786	1,113	842	803	4.9%				
YOY (%)	YOY (%)	5.3%	10.7%	22.3%	14.1%	22.3%						
营销费用率	% of Revenue	6.5%	6.4%	6.8%	9.2%	6.9%	6.6%	0.3pp				
-研发费用	-R&D	823	825	854	890	960	912	5.2%				
YOY (%)	YOY (%)	17.2%	15.9%	16.1%	14.7%	16.6%						
研发费用率	% of Revenue	7.8%	7.4%	7.4%	7.4%	7.8%	7.5%	0.3pp				
-管理费用	-G&A	421	441	458	568	603	506	19.2%				
YOY (%)	YOY (%)	4.3%	3.3%	9.7%	25.2%	43.0%						
管理费用率	% of Revenue	4.0%	4.0%	4.0%	4.7%	4.9%	4.2%	0.8pp				
地区收入												
美国和加拿大	United States & Canada (UCAN)	4,617	4,929	5,072	5,339	5,245	5,279	-0.6%				
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)											
YOY (%)	YOY (%)	9.3%	14.7%	17.3%	18.2%	13.6%						
欧洲、中东和非洲	EMEA Revenue	3,405	3,538	3,699	3,873	3,998	3,949	1.3%				
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)											
YOY (%)	YOY (%)	15.1%	17.6%	18.1%	17.8%	17.4%						
拉丁美洲	LATAM Revenue	1,262	1,307	1,371	1,418	1,497	1,453	3.0%				
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)											
YOY (%)	YOY (%)	8.3%	8.5%	10.5%	15.3%	18.6%						
亚太	APAC Revenue	1,259	1,305	1,369	1,421	1,509	1,479	2.1%				
-收入 (百万美元)	-Revenue (\$mn)											
YOY (%)	YOY (%)	23.1%	24.1%	21.3%	17.2%	19.8%						

资料来源：公司公告，VA 一致预期，华泰研究

我们看好奈飞中长期增长空间，将奈飞评级上调至“买入”

我们将奈飞评级上调至“买入”，核心原因如下：

① 奈飞终止收购华纳后，业绩兑现的确定性显著提升

交易退出后，公司无需承担 827 亿美元现金对价，现有资金可更充分投向内容储备。奈飞亦表示，26 年内容投入将提升至 200 亿美元。同时，奈飞宣布重启股票回购计划，24 年和 25 年分别回购 62 亿和 91 亿美元，对应当年末市值的 1.6% 和 2.3%。目前奈飞回购授权剩余额度约 68 亿美元，占美东时间 26 年 4 月 16 日市值的 1.5%，但具体执行节奏未明确，我们认为后续管理层亦可能提升回购计划额度。

② 用户参与度与内容基础仍然深厚

价格方面，美国市场各订阅套餐于 3 月提价，整体涨幅约 10%，本次距前次提价间隔约 14 个月，短于上轮约 15 个月的提价周期，我们认为提价节奏加快反映奈飞内容壁垒依然稳固。我们预计，奈飞 26、27 年美国全年平均付费用户分别为 0.99 亿和 1 亿，对应增量收入分别为 14.5 亿和 19.1 亿美元，占当年总收入的 2.5% 和 3%。

图表2：奈飞美国市场提价对收入影响的测算

	2024	2025	2026E	2027E
用户情况 (百万)				
美国与加拿大地区付费用户 (平均)	85.3	96.1	105.3	107.1
YoY		12.7%	9.6%	1.7%
美国付费用户 (平均)	76.8	88.4	99.0	100.7
广告套餐用户 (平均)	25.3	30.9	36.6	42.3
非广告套餐用户 (平均)	51.4	57.5	62.4	58.4
涨价情况				
广告套餐				
涨价绝对值 (美元)			\$1	\$1
影响月数			9	12
非广告套餐				
涨价绝对值 (美元)			\$2	\$2
影响月数			9	12
合计增量收入 (百万美元)				
广告套餐收入			330	507
非广告套餐收入			1,122	1,401

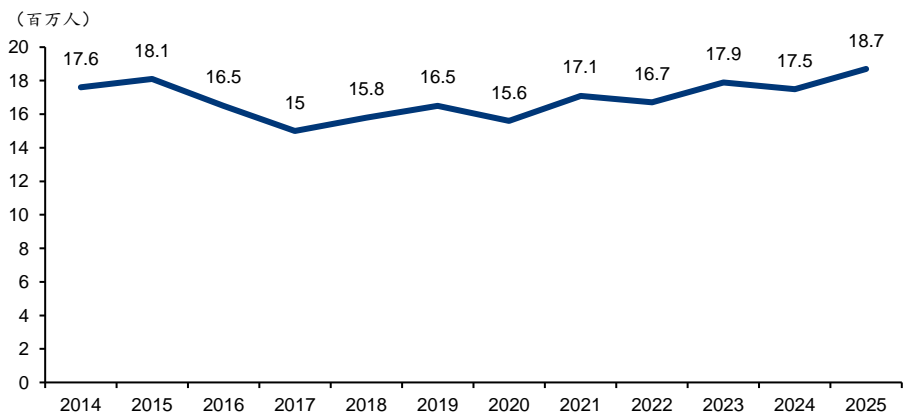
资料来源：公司公告，华泰研究预测

内容方面，奈飞持续推出《怪奇物语》等爆款剧集，1Q《布里奇顿》S4与《海贼王（真人版）》S2分别有9周（已上线10周）、4周（已上线4周）位居收视top10。后续重点储备包括：①剧集：《怒呛人生》第二季（4月16日上线，首季烂番茄新鲜度98%）、《怪奇物语：1985故事集》（《怪奇物语》衍生动画剧集）、《亚森·罗宾》第四季（秋季上线，首季位居奈飞历史非英语剧集收视top4）及《降世神通：最后的气宗》第二季（首季共6周位居收视top10）等；②电影：《洪水将至》、《纳尼亚传奇》等。

此外，奈飞持续引入体育赛事，拓宽受众覆盖。我们认为，直播赛事对短期用户增长具备较强拉动作用，而NFL、WWE等定期赛事的持续完善，更有助于沉淀长期用户。26年重点赛事包括：泰森与约书亚的拳击赛（此前泰森与保罗的比赛同时在线观看观众峰值达6500万）、Rousey与Carano的赛事（5月17日，女子综合格斗重磅赛事）、WWE以及美国职业棒球大联盟（MLB）等。

奈飞有望拓展与NFL的合作。据NBC Sports，NFL 2026赛季5场特殊比赛的转播权尚未落地，奈飞正积极推进合作洽谈，完整赛程或将于5月公布。我们认为，合作落地有望对会员拉新形成短期催化。

图表3：NFL常规赛美国本土线上观众人数



资料来源：Nielsen，华泰研究

图表4：奈飞重点剧集储备

类型	剧集名	预计上线时间	备注
剧集	Alkhallat+: The Series: Desert Rules S1	2026.4.2	沙特讽刺喜剧选集, 阿齐兹·阿尔贾西米和穆罕默德·阿拉吉米的导演首秀
	Sins of Kujo S1	待定	改编自日本知名司法题材漫画
	爱你的基督 第三季	2026.4.02	青春爱情喜剧 IP《爱你的基督》续作, 为 Netflix 热门青少年剧集系列
	Big Mistakes S1	2026.4.09	《富家穷路》艾美奖得主丹·列维 (Dan Levy) 自编自导的喜剧新作, 主演阵容含 Laurie Metcalf、Elizabeth Perkins 等知名演员
	怒呛人生 第二季	2026.4	李成真指导, 曾获得第75届黄金时段艾美奖
	未选之人	2026.4.21	心理惊悚题材, 由阿萨·巴特菲尔德主演
	圣女也疯狂	2026.4.22	
	秒杀爱情	2026.4.22	
	Flunked	2026.4.23	
	男篮女主 第二季	2026.4.23	体育喜剧 IP 续作, 凯特·哈德森主演, 敏迪·卡灵监制
	蝇王	2026.5.04	
	爱情盲选: 波兰篇	2026.5.06	
	头号外交官 第四季	2026	第一季曾获得第81届金球奖提名
	Strangers	2026	格温妮丝·帕特洛主演, 改编自贝勒·伯登所著《Strangers》
	兔子, 兔子	2026	由奥斯卡提名演员亚当·德赖弗 (Adam Driver) 主演, 由皮特·克雷格 (Peter Craig) 担任创作者及剧集主管
	维琴河 第八季	2026	改编自 Robyn Carr 同名小说
	绅士们 第二季	2026	第一季在2024年4月初的网飞播放量榜单上排名第三, 有560万次播放
	金妮与乔治娅 第四季	2026	第二季在2023年1月上线的当周获得了1.8亿小时的观看时长, 登顶英语电视排行榜第一名
	Office Romance	2026.6.5	詹姆斯·范德比克主演
	草原上的小木屋	2026	改编自经典儿童小说草原小屋 (The Prairie Home Companion)
轮家也疯狂 第三季	2026	肖恩·吉利斯主演	
怪奇退休镇	2026	达菲兄弟继怪奇物语后的新剧	
傲慢与偏见	2026 年秋季	改编自傲慢与偏见	
洪水将至	2026	奥斯卡奖提名者费尔南多·梅里尔斯执导, 丹泽尔·华盛顿、罗伯特·帕丁森主演	
纳尼亚传奇	2026.11.26	格雷塔·葛韦格执导, 前作纳尼亚传奇: 黎明踏浪号的全球票房收入约为4.15亿美元	
卡西莫多	待定	改编自维克多·雨果经典名著巴黎圣母院	
狂鲨风暴	2026.4.10	双重灾难设定灾难片, 节奏快速	
室友	2026.4.17	合租题材惊悚片	
180	2026.4.17		
他	2026.4.19		
The Travellers	2026.4.21		
巅峰猎杀	2026.4.24	查理兹·塞隆荒野绝地反杀, 塔伦·埃格顿颠覆性表演变态杀手	
Supernova Striker: 创世纪拳击赛	2026.4.26		
我叫艾妮塔	2026.4.29		
The Truthers	2026.7.24		
Floyd Mayweather vs. Manny Pacquiao	2026.9.20		
纪录片	全力挥杆: 高尔夫大满贯之路 第四季	2026.4.17	聚焦 2025 年三大巅峰时刻——麦克罗伊圆梦大师赛、莱德杯疯狂冲突、弗利特伍德终夺联邦杯
	纳达尔	2026.5.29	拉菲尔·纳达尔生涯全纪录, 从马洛卡少年到“红土之王”、史上最伟大球员之一
	The root of the game	2026.6.8	网球运动历史/文化
	美国甜心: 达拉斯牛仔啦啦队 第三季	2026 年	NFL 啦啦队纪实真人秀
	1994 美国世界杯: 巴西队荣耀再临	2026.5.7	足球历史经典纪录片, 是世界杯首次在美国举办
	Untitled James Rodriguez Docuseries	2026 年	哥伦比亚球星 J 罗个人纪实系列
	泰森·富里: 拳王这一家 第三季	待定	重量级拳王家庭真人秀
	未定名迈克·泰森纪录片	待定	拳坛传奇深度传记
	Chris & Martina: The Final Set	2026.6.29	网球比赛纪录片
	大卫·艾登堡: 大猩猩的故事	2026.4.17	记录山地大猩猩从幼崽成长为银背首领, 及其家族延续半个世纪的温情史诗
体坛秘史: 马术名将枪击案	2026.4.21	揭秘新泽西马术圈的师徒反目、暴力冲突与司法审判	
动画片	怪奇物语: 1985 年故事集第一季	2026.4.23	动画衍生剧, 已有较大粉丝受众; 达菲兄弟监制, 严格忠于正传设定
	自闭也有爱 第四季	2026 年	聚焦自闭症群体的真实约会与情感故事, 温暖治愈
真人秀/其他	真心园艺秀 第一季	2026.4.22	顶尖园艺师手把手帮助普通家庭, 从零改造荒废花园

资料来源: 公司官网, 华泰研究

图表5：奈飞体育赛事布局情况

时间	赛事名称	类型	主要进展与关键看点
2026.3	MLB 开幕夜战: 纽约洋基 vs 旧金山巨人	职业棒球 (MLB)	奈飞史上首场 MLB 直播, 联盟巨星 Aaron Judge 领衔, 赛季揭幕大戏
2026.4	泰森·富里 vs 阿尔斯兰贝克·马赫穆多夫	职业拳击 (重量级)	奈飞英国本土首秀, 拳王泰森回归, 此前泰森与保罗的赛事流媒体同时观看人数达6500万, 系流媒体历史之最
2026.4	WWE 摔角狂热 42 (WrestleMania 42)	职业摔角 (WWE)	WWE 年度巅峰赛事, 多个冠军对决, 全球直播; 25年赛事现场观看上座率创历史之最 (共约12万人观看), 24年总观看时长达12亿分钟 (NBC数据)
2026.5	MVP / Netflix Presents: Rousey vs. Carano	MMA (综合格斗)	Netflix 历史上首场全球直播 MMA 赛事
2026.6	MLB 里克伍德球场赛	职业棒球 (MLB 特别纪念赛)	奈飞独家幕后, 全球覆盖; Fox 平均收视达 234.6 万观众, 峰值收视达峰值255.9万观众
2026.7	MLB 本垒打大赛 (Home Run Derby)	棒球全明星技巧赛	棒球界重磅大赛, 2025年平均每场赛事吸引了572.9万观众
2026.8	MLB 梦幻之地赛: 费城费城人 vs 明尼苏达双城	职业棒球 (MLB)	经典电影场景复刻, Bryce Harper 等球星出战
2026.9	世界棒球经典赛 (World Baseball Classic, WBC)	职业棒球国家队杯赛	日本地区独家直播全部 47 场比赛, 有报道称奈飞正洽谈全球版权
2026.10	网球 Six Kings Slam 2026	网球表演赛	网坛六大天王 (辛纳、阿尔卡拉斯、德约等) 出席
2026.12	NFL Christmas Games	美式橄榄球	美式橄榄球年度节日盛宴, 圣诞节黄金收视期播出, 历史收视超3千万
2027.3	MLB 开幕夜战 Opening Night	职业棒球 (MLB)	三年合约第二年, 单场全球直播, 联盟揭幕大戏
2027.3	CONCACAF 中北美国家联赛决赛	足球 (国际足联二级赛事)	墨西哥独家
2027.7	MLB 本垒打大赛 Home Run Derby	棒球全明星技巧赛	MLB 全明星比赛
2027.8	MLB 特别赛 (Field of Dreams / 其他)	职业棒球 (MLB)	每年 1 场标志性特别赛
2027 夏季	CONCACAF 中北美金杯赛 (Gold Cup)	足球 (中北美顶级国家队赛事)	墨西哥地区独家 (四年协议)
2027.6-7	FIFA 女足世界杯 2027	足球 (国际足联)	32 支球队, 巴西举办; 奈飞首个完整足球大赛

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表6：主流流媒体 app 全球双端 MAU

亿人	YouTube	Netflix	HBO Max	Disney+	Amazon Prime Video	Paramount+
2025年1月	28.54	7.13	0.67	1.97	2.91	0.32
2025年2月	28.51	6.66	0.66	1.83	2.79	0.29
2025年3月	28.63	6.78	0.73	2.02	2.93	0.30
2025年4月	28.64	6.75	0.76	1.93	2.86	0.29
2025年5月	28.73	6.70	0.78	1.91	2.83	0.29
2025年6月	28.78	6.83	0.76	1.96	2.87	0.25
2025年7月	28.83	7.06	0.78	1.91	2.93	0.29
2025年8月	28.86	6.97	0.78	1.88	2.88	0.28
2025年9月	28.84	6.72	0.73	1.85	2.76	0.30
2025年10月	29.00	6.80	0.79	1.85	2.85	0.29
2025年11月	29.00	6.75	0.80	1.84	2.88	0.30
2025年12月	29.09	7.17	0.85	1.93	2.85	0.30
2026年1月	29.10	7.14	0.88	1.86	2.81	0.33
2026年2月	29.06	6.54	0.85	1.70	2.55	0.28
2026年3月	29.19	6.85	0.86	1.81	2.68	0.29

资料来源：SensorTower，华泰研究

③ 广告仍处快速起量阶段，我们预计中远期收入有望达 94 亿美元

奈飞广告渗透率有望持续上行，我们预测 26 年和 30 年全球广告订阅会员将分别达到 0.77 亿和 0.95 亿，主要驱动力来自：

- 1) 基建与生态持续完善。奈飞已接入主流 DSP，用户数据打通逐步推进，自研广告平台亦于 25 年基本完成部署。随着投放 ROI 改善，后续有望逐步传导至 eCPM，并带动广告主预算倾斜，相关潜力尚未充分体现在当前收入中。
- 2) AI 有望持续提效。制作端，奈飞已开始测试 AI 生成定制化广告；投放与运营端，奈飞通过 AI 和机器学习优化投放 ROI，并已引入自动化投放流程，后续提效空间可观。
- 3) 用户时长仍处上行通道。奈飞总观看时长显著高于其他平台，对应广告位与曝光次数仍有扩张空间。

图表7：奈飞广告收入空间测算

奈飞广告收入空间	单位	2025	2026E	2030E			
广告订阅会员-全球	人，百万	68	77	95			
奈飞广告收入预测	美元，百万	1,527	3,364	9,439			
		2025	2026E	2030E	2025	2026E	2030E
		美国广告收入			海外广告收入		
广告订阅会员	人，百万	31	37	45	37	40	50
用户每日观看时长	分钟	32	34	40	34	36	42
用户每年观看总时长	百万，小时	6,015	7,570	10,950	7,653	8,826	12,775
广告展示时长/小时	分钟	2.0	3.5	6.0	2.0	3.5	6.0
广告展示次数/小时 (单条广告10-60秒)	次数	4	7	12	4	7	12
广告展示总次数/年	次数，百万	24,061	52,991	131,400	30,611	61,780	153,300
eCPM	美元/千次展示	38	39	45	20	21	23
广告收入预测	美元，百万	914	2,067	5,913	612	1,297	3,526

资料来源：公司公告，华泰研究预测

④ 奈飞有望受益于 AI 提效机遇，释放利润率改善空间

当前，AI 已逐步嵌入奈飞多条业务链路，我们认为对内容生产与分发环节的提效更具确定性。

在内容制作端，AI 一方面有助于提升平台的制作效率，带动中长尾内容供给增加；另一方面，低质化、同质化内容也可能同步扩容，进一步凸显头部优质内容的稀缺性。具体看，1) 在前端创作阶段，AI 可基于受众偏好辅助剧本开发，从选题层降低试错成本。2) 在拍摄及后期阶段，AI 可应用于场景生成、演员配音、特效制作等流程，同时随着 Seedance 与 HappyHorse 出圈，我们认为后续渗透有望加速。以奈飞新收购的 AI 影视公司 InterPositive 为例，其技术已支持画面元素修改、场景光照调整等功能，有助于压缩制作周期；奈飞原创剧集《永航员》中，大楼倒塌特效亦由 AI 辅助完成，管理层表示其效率较传统流程提升 10 倍。3) 在运营阶段，AI 可帮助字幕本土化翻译。

在分发端, AI 有望通过交互式推荐提升用户使用时长。奈飞已启动自然语言交互功能测试, 用户可通过对话式搜索, 获得更契合自身偏好的内容推荐, 推动平台由“内容货架”向个性化推荐演进, 提升供需匹配效率。

奈飞创始人 Reed Hastings 将于 6 月离任

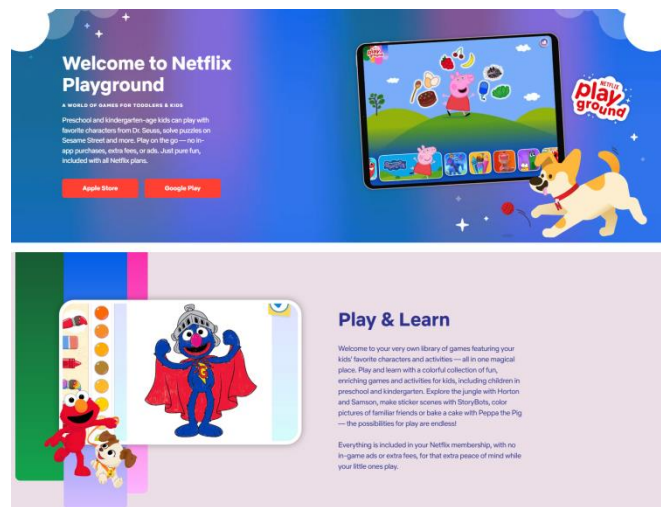
奈飞创始人兼董事长 Reed Hastings 宣布, 将于 6 月任期届满后离任, 后续将专注于慈善及其他事业。自 1997 年与 Marc Randolph 共同创立奈飞以来, Hastings 主导了公司多轮关键战略转型: ①2007 年推动公司由 DVD 邮寄租赁转向流媒体, 开启平台化发展阶段; ②自 2013 年《纸牌屋》起, 推动奈飞加速向原创内容制作转型, 并将数据分析系统性引入内容投资决策; ③2016 年将业务拓展至全球 130 多个新市场, 逐步建立全球化平台框架, 并推动本土内容的全球化发行。

儿童游戏先行, 奈飞拓展家庭场景布局

奈飞当前游戏战略主要聚焦于: ①儿童游戏, 锚定核心家庭用户; ②叙事类游戏, 围绕《鱿鱼游戏》《怪奇物语》等爆款 IP 挖掘衍生价值; ③派对益智类游戏, 切入家庭社交场景; ④主流游戏, 补充内容供给。

4 月 28 日奈飞将上线面向儿童的独立游戏应用 Netflix Playground。首发将搭载 8 款基于头部 IP 开发的互动游戏, 覆盖《小猪佩奇》《芝麻街》系列, 以及奈飞原创动画 IP《宝贝咻咻垃圾车》和《Bad Dinosaurus》, 目前暂未设置广告或内购变现模式。我们认为, 儿童游戏作为内容生态的延伸, 有望强化家庭用户黏性, 并反哺主 App 留存。

图表8: Playground 内容界面



资料来源: Netflix Playground 官网, 华泰研究

奈飞提价进程持续

1Q26 奈飞在萨尔瓦多、美国两大市场的提价: 萨尔瓦多市场基础、标准、高级套餐分别提价 17%、11%、12%; 美国市场广告点播、标准、高级套餐提价幅度达 13%、11%、8%。

图表9：奈飞 1Q26 至今提价国家情况

订阅价格	国家/地区	货币	广告点播	涨价幅度	基础套餐	涨价幅度	标准套餐	涨价幅度	高级套餐	涨价幅度
萨尔瓦多	El Salvador	USD	-	-	6.99	17%	9.99	11%	13.99	12%
美国	United States	USD	8.99	13%			19.99	11%	26.99	8%

资料来源：公司公告，华泰研究

流媒体平台分化趋势延续，奈飞市占率环比提升

据 Nielsen 数据，1Q26 美国流媒体观看时长占比升至 48%，整体使用率延续上行趋势。奈飞 1 月、2 月市占率同比均提升 0.2pct。YouTube 保持领先，26 年 2 月市占率环比提升至 12.7%，Disney+ 与 Amazon Prime Video 等主要平台维持在 4%-5% 区间。

图表10：奈飞观看时长与时长份额

		2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	2025-05	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02
流媒体	On-demand video streaming	42.6%	43.5%	43.8%	44.3%	44.8%	46.0%	47.3%	46.4%	45.2%	45.7%	46.7%	47.5%	47.0%	48.0%
Netflix	Netflix	8.6%	8.2%	7.9%	7.1%	7.5%	8.3%	8.8%	8.7%	8.3%	8.0%	8.3%	9.0%	8.8%	8.4%
YouTube (不含TV)	YouTube (excluding TV)	10.8%	11.0%	12.4%	10.9%	10.7%	12.8%	13.4%	13.1%	12.6%	12.9%	12.9%	12.7%	12.5%	12.7%
Disney+	Disney+	4.7%	4.8%	5.3%	5.0%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%	4.8%	4.7%	4.7%	11.9%	5.0%
Amazon	Amazon	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	4.3%	5.5%	3.9%
Roku Channel	Roku Channel	2.1%	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.5%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	2.9%
Tubi	Tubi	1.7%	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%	2.2%
Paramount	Paramount	2.3%	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	2.3%	2.5%	8.2%	2.1%
Warner/Discovery	Warner/Discovery	1.2%	1.3%	1.2%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	5.5%	5.2%
Peacock	Peacock	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%	1.6%	1.9%	1.7%	1.8%	3.0%
其他流媒体	Other streaming media	6.0%	6.3%	6.1%	6.6%	6.5%	6.9%	6.6%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.4%
有线电视	Cable TV	24.4%	23.2%	24.0%	24.5%	24.1%	23.4%	22.2%	22.5%	22.3%	22.2%	20.5%	20.2%	21.2%	20.0%
无线广播	Broadcast TV	22.5%	21.2%	20.5%	20.8%	20.1%	18.5%	18.4%	19.1%	22.3%	22.9%	23.2%	21.4%	21.5%	21.7%
其他	Others	10.5%	12.1%	11.7%	10.4%	11.0%	12.1%	12.1%	12.0%	10.2%	9.1%	9.6%	10.9%	10.3%	10.3%

资料来源：Nielsen，华泰研究

盈利预测

展望 26-28 年，我们分别上调收入预测 1%、1.3% 与 1.3%，主因公司终止收购华纳后业绩确定性增加，同时美国开启提价，同步上调 26-28 年净利润预测 12.6%、0.1%、1.1% 至 151 亿、166 亿、196 亿美元，26 年上调主因 28 亿美元的收购违约收入。

图表11：奈飞财务预测

奈飞财务 美元 百万	2025A	2026E	2027E	2028E	1Q26	2Q26E	3Q26E
总收入	45,183	51,274	57,446	63,246	12,250	12,671	12,994
YoY	15.9%	13.5%	12.0%	10.1%	16.2%	14.4%	12.9%
-流媒体收入	45,183	51,274	57,446	63,246	12,250	12,671	12,994
YoY	15.9%	13.5%	12.0%	10.1%	16.2%	14.4%	12.9%
平均付费用户数量(百万)	327	342	354	365	332	336	339
YoY	8.3%	4.6%	3.5%	3.1%	8.4%	7.5%	6.4%
ARPPU (US\$)	11.98	12.78	13.77	14.67	12.40	12.65	12.85
YoY	3.6%	6.7%	7.7%	6.6%	7.2%	5.9%	5.6%
-其他收入	-	-	-	-	-	-	-
总成本	23,275	25,756	27,660	29,269	5,888	6,210	6,612
毛利	21,908	25,517	29,786	33,977	6,362	6,461	6,381
YoY	22.0%	16.5%	16.7%	14.1%	20.5%	12.3%	19.4%
毛利率	48.5%	49.8%	51.9%	53.7%	51.9%	51.0%	49.1%
销售费用率	7.3%	7.2%	6.2%	5.7%	6.9%	6.2%	6.6%
研发费用率	7.5%	7.4%	7.1%	7.0%	7.8%	7.2%	7.2%
管理费用率	4.2%	4.2%	3.7%	3.5%	4.9%	3.8%	3.8%
经营利润	13,327	15,870	20,010	23,688	3,957	4,274	4,091
经营利润率	29.5%	31.0%	34.8%	37.5%	32.3%	33.7%	31.5%
净利润	10,981	15,106	16,606	19,769	5,283	3,535	3,399
YoY	26.1%	37.6%	9.9%	19.0%	82.8%	13.1%	33.5%
净利润率	24.3%	29.5%	28.9%	31.3%	43.1%	27.9%	26.2%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表12：华泰预测变动

(美元 百万)	2026E			2027E			2028E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	50,754	51,274	1.0%	56,731	57,446	1.3%	62,436	63,246	1.3%
毛利润	25,536	25,517	-0.1%	29,935	29,786	-0.5%	34,316	33,977	-1.0%
归母净利润	13,416	15,106	12.6%	16,588	16,606	0.1%	19,558	19,769	1.1%
(%)									
			变动 (pp)			变动 (pp)			变动 (pp)
毛利率	50.31%	49.77%	-0.55	52.77%	51.85%	-0.92	54.96%	53.72%	-1.24
归母净利润率	26.43%	29.46%	3.03	29.24%	28.91%	-0.33	31.32%	31.26%	-0.07

资料来源：华泰研究预测

图表13：华泰预测 VS VA 一致预期

(美元 百万)	2026E			2027E			2028E		
	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入	51,274	51,391	-0.2%	57,446	57,394	0.1%	63,246	63,279	-0.1%
毛利润	25,517	26,025	-2.0%	29,786	29,963	-0.6%	33,977	34,050	-0.2%
归母净利润	15,106	13,875	8.9%	16,606	16,509	0.6%	19,769	19,463	1.6%

资料来源：VA 一致预期，华泰研究预测

公司估值

我们将奈飞目标价从 110.82 美元上调至 136.32 美元，对应 26 年 38 倍 PE (前值 35 倍)，高于全球可比公司均值的 26.1 倍，溢价提升主要反映公司放弃收购华纳后业绩确定性上升。估值溢价原因：奈飞作为流媒体龙头，通过自制头部影视剧集，形成内容供给侧壁垒。展望中长期，奈飞广告业务增长空间较可比公司更高。

图表 14：奈飞同业估值比较

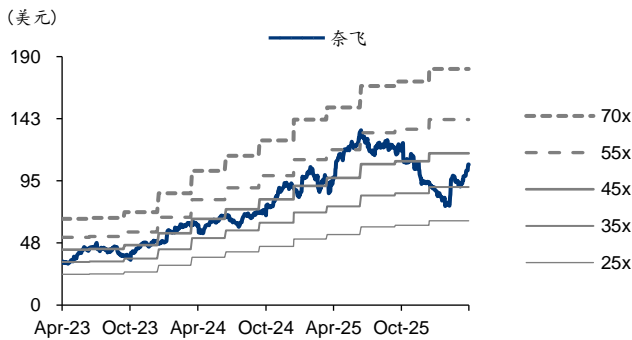
公司	股票代码	收盘价 (交易货币)	NP growth			P/E		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
脸书	META US	676.9	26%	16%	17%	22.9	19.7	16.9
苹果 (FY+1)	AAPL US	263.4	8%	7%	7%	28.9	26.9	25.1
微软 (FY+1)	MSFT US	420.3	12%	17%	17%	22.1	18.9	16.2
谷歌	GOOG US	332.8	8%	15%	16%	28.5	24.5	21.2
迪士尼 (FY+1)	DIS US	103.9	13%	10%	5%	15.5	14.2	13.5
市值加权平均 PE						26.1	23.1	20.4

注：数据截至 4 月 16 日美股收盘 (美东时间)，所有数据均基于彭博一致预期
资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

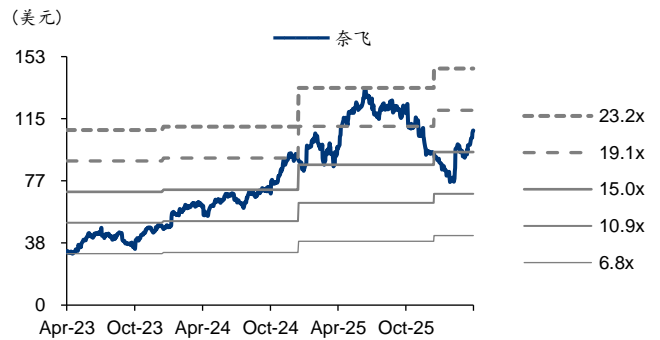
- 1) 新兴市场拓展不及预期：更多美国流媒体和互联网公司开始拓展新兴市场，迪士尼+，苹果电视，亚马逊等公司在亚洲市场加码布局自制内容，流媒体娱乐行业竞争更加激烈，存在新兴市场拓展不及预期风险；
- 2) 内容成本超预期；
- 3) 付费用户增速低于预期：25 年美国消费或呈现下行趋势，奈飞付费用户增速或低于预期；
- 4) AI 降低视频和游戏 UGC 内容的创作门槛，长期可能对奈飞形成时长侵蚀。

图表 15：奈飞 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表 16：奈飞 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	39,001	45,183	51,274	57,446	63,246
销售成本	(21,038)	(23,275)	(25,756)	(27,660)	(29,269)
毛利润	17,963	21,908	25,517	29,786	33,977
销售及分销成本	(2,918)	(3,301)	(3,697)	(3,567)	(3,610)
管理费用	(2,925)	(3,391)	(3,775)	(4,058)	(4,437)
其他收入/支出	(1,702)	(1,888)	(2,176)	(2,152)	(2,242)
财务成本净额	(451.96)	(604.05)	2,099	(700.69)	(700.69)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	9,966	12,723	17,969	19,309	22,987
税费开支	(1,254)	(1,741)	(2,863)	(2,703)	(3,218)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	8,712	10,981	15,106	16,606	19,769
折旧和摊销	(15,630)	(16,756)	(18,727)	(19,938)	(21,098)
EBITDA	26,048	30,082	34,596	39,947	44,786
EPS (美元, 基本)	2.03	2.60	3.66	4.13	5.04

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	3,517	3,958	4,491	5,032	5,540
现金及现金等价物	7,805	9,034	10,125	12,852	17,603
其他流动资产	8.31	7.20	0.20	0.18	0.16
总流动资产	13,100	13,020	12,742	16,009	21,269
固定资产	1,594	2,004	1,962	1,990	2,020
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	38,936	40,572	45,221	47,216	49,209
总长期资产	40,530	42,577	47,182	49,206	51,228
总资产	53,630	55,597	59,924	65,216	72,498
应付账款	3,056	4,121	3,822	4,708	4,318
短期借款	3,305	2,775	3,014	3,257	3,484
其他负债	4,394	4,085	6,153	6,894	7,590
总流动负债	10,755	10,981	12,988	14,859	15,392
长期债务	15,579	15,043	15,471	15,418	15,349
其他长期债务	2,552	2,957	2,957	2,957	2,957
总长期负债	18,131	18,001	18,428	18,375	18,306
股本	6,252	7,286	7,286	7,286	7,286
储备/其他项目	18,491	19,329	21,221	24,695	31,513
股东权益	24,744	26,615	28,508	31,982	38,800
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	24,744	26,615	28,508	31,982	38,800

估值指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	53.14	41.51	29.42	26.10	21.37
PB	18.71	17.13	15.59	13.55	10.89
EV EBITDA	18.17	15.65	13.66	11.79	10.42
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
自由现金流收益率 (%)	5.33	6.05	6.81	8.18	8.85

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
EBITDA	26,048	30,082	34,596	39,947	44,786
融资成本	451.96	604.05	(2,099)	700.69	700.69
营运资本变动	(33.10)	(53.00)	(594.02)	588.75	(670.64)
税费	(1,254)	(1,741)	(2,863)	(2,703)	(3,218)
其他	(17,852)	(18,743)	(21,903)	(27,140)	(28,360)
经营活动现金流	7,361	10,149	7,137	11,394	13,238
CAPEX	(439.50)	(688.22)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
其他投资活动	(1,742)	1,730	1,903	1,903	1,903
投资活动现金流	(2,182)	1,042	1,403	1,403	1,403
债务增加量	(345.07)	(334.38)	(334.38)	(334.38)	(334.38)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(3,729)	(10,011)	(7,120)	(9,735)	(9,555)
融资活动现金流	(4,074)	(10,346)	(7,454)	(10,070)	(9,889)
现金变动	1,105	845.34	1,085	2,727	4,752
年初现金	7,119	7,807	9,039	10,125	12,852
汇率波动影响	(416.30)	386.52	0.00	0.00	0.00
年末现金	7,807	9,039	10,125	12,852	17,603

业绩指标

会计年度 (倍)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
增长率 (%)					
营业收入	15.65	15.85	13.48	12.04	10.10
毛利润	28.23	21.96	16.48	16.73	14.07
营业利润	49.81	27.92	19.08	26.09	18.38
净利润	61.09	26.05	37.56	9.93	19.05
EPS	65.61	28.02	41.09	12.75	22.10
盈利能力比率 (%)					
毛利率	46.06	48.49	49.77	51.85	53.72
EBITDA	66.79	66.58	67.47	69.54	70.81
净利润率	22.34	24.30	29.46	28.91	31.26
ROE	38.43	42.76	54.81	54.90	55.86
ROA	17.02	20.11	26.15	26.54	28.71
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	31.43	20.40	14.04	2.95	(10.68)
流动比率	1.22	1.19	0.98	1.08	1.38
速动比率	1.22	1.19	0.98	1.08	1.38
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.76	0.83	0.89	0.92	0.92
应收账款周转天数	29.06	29.78	29.66	29.84	30.09
应付账款周转天数	47.98	55.51	55.51	55.51	55.51
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (美元)					
EPS	2.03	2.60	3.66	4.13	5.04
每股净资产	5.76	6.29	6.91	7.95	9.90

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄璇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰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。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司