

2026年04月24日

Netflix (NFLX.US)

SDICSI

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

1 季度业绩符合预期，维持全年业绩指引

Netflix 1Q26 收入/经营利润同比增 16%/18%，符合指引及市场预期。公司维持全年收入及经营利润指引，考虑内容上线节奏影响摊销成本，下半年经营利润率提升更为明显。我们微调全年收入及利润预测，微调目标价，维持增持评级。

报告摘要

1 季度业绩符合预期：1 季度总收入 122 亿美元，同比增 16%（汇率中性同比增 14%），符合指引及市场预期，增长驱动来自订阅会员增长、订阅提价的同比影响、广告增长。分区域看，美国&加拿大、EMEA 收入同比增 14%、17%，贡献收入增量的 37%、35%，对总收入的贡献为 43%、33%。1 季度经营利润同比增 18%至 39.6 亿美元，略超指引/市场预期 1.3%/0.5%，经营利润率 32.3%。净利润 52 亿美元，对比此前指引为 33 亿美元，主要反映 WBD 交易终止所获得的终止补偿费（28.5 亿美元，计入其他收入）。1 季度内容现金支出 48 亿美元，同比增 21%，季度末内容资产净值 334 亿美元。

维持全年收入及经营利润指引不变：公司指引 2Q26 收入同比增 13.5%（汇率中性+12%），经营利润 41 亿美元，同比增 9%，经营利润率 32.6%。公司维持 2026 年收入及经营利润指引不变，指引收入为 507-517 亿美元，同比增 12%-14%（汇率中性增 11%-13%），其中全年广告收入 30 亿美元指引不变，指引经营利润率 31.5%，同比增 2 个百分点。

强调内容与技术双驱动战略：1) **内容策略：**为会员提供多元优质内容矩阵，1 季度会员粘性指标创新高，在视频播客、体育直播、游戏等方面持续拓展；2) **广告进展：**2025 年广告主规模同比增超 70%至 4,000+家，2Q26 起，Netflix 将开放广告库存给亚马逊 DSP（Demand-Side Platform，广告主批量采购程序化广告流量的智能投放平台）及雅虎 DSP，支持广告主一站式广告购买、排期、投放。3) **技术应用：**持续优化推荐系统，激活内容资产，提升高质量用户时间和粘性。同时在广告业务利用 AI 优化 Netflix Ads Suite 的转化效率。1 季度收购好莱坞导演 Ben Affleck 创立的 AI 影视后期技术公司 Interpositive，公司核心产品为面向电影人的 AI 工具，专理解析影像逻辑与剪辑连贯性，服务后期制作。

估值：我们微调 2026 年收入及利润预测，基于 2026E-2035E 10 年 DCF 模型，微调目标价至 107 美元（前值：103 美元），维持**增持**评级。1 季度回购 13 亿美元，环比下降 38%，主要因 WBD 交易期间暂停回购。4 月 23 日，公司宣布新增 250 亿美元回购计划，叠加此前仍有 68 亿美元回购额度，剩余回购额度 318 亿美元。我们认为 Netflix 的内容、技术仍具备竞争优势，关注广告商业化提速进展。

风险：会员增长不及预期；内容成本超预期；广告增速不及预期。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入（百万美元）	39,001	45,183	51,745	57,942	63,401
同比增长（%）	15.6%	15.9%	14.5%	12.0%	9.4%
净利润（百万美元）	8,712	10,981	13,374	15,821	17,920
净利润率（%）	22.3%	24.3%	25.8%	27.3%	28.3%
市盈率（倍）	44.9	35.6	29.2	24.7	21.8
市销率（倍）	10.0	8.7	7.6	6.7	6.2
净资产收益率（%）	35.2%	41.3%	38.5%	39.6%	37.4%

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

 投资评级：**增持**
维持评级

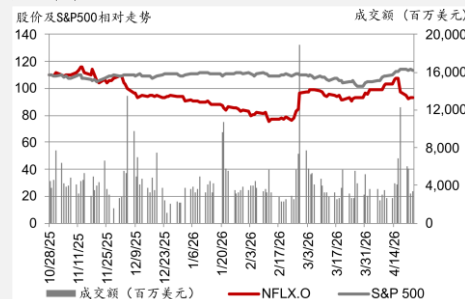
 6 个月目标价 **107 美元**

 股价 2026-04-23 **93.82 美元**

总市值(百万美元)	390,846
流通市值(百万美元)	388,130
总股本(百万股)	4,211
流通股本(百万股)	4,182
12 个月低/高(美元)	75/108.9
平均成交(百万美元)	4,282

股东结构

Vanguard	9.26%
Blackrock	8.27%
FMR LLC	4.65%
State Street	4.20%
其他	73.62%

股价表现


	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-8.61	8.29	-45.21
绝对收益	-0.60	11.11	-10.78

数据来源：彭博，万得，国投证券国际

王婷

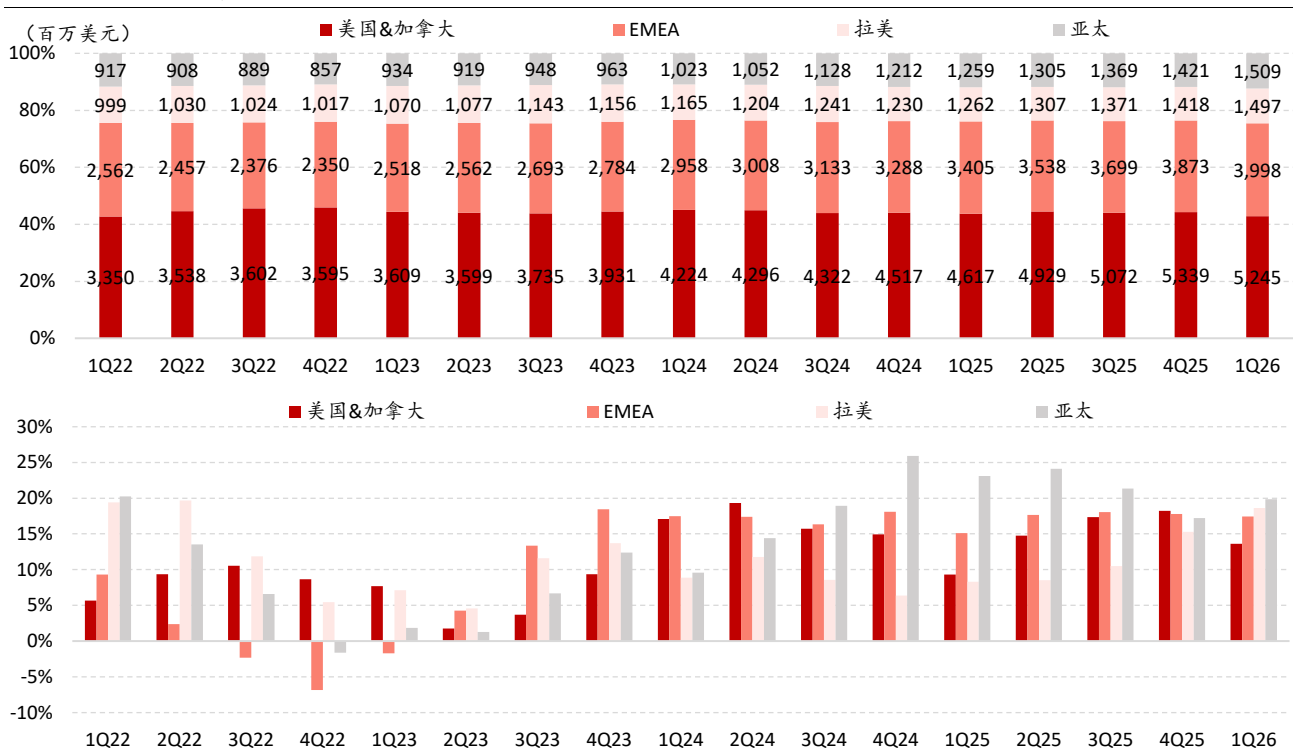
tinawang@sdicisi.com.hk

2026年1季度业绩概览

图表 1: 1Q26 收入及经营利润符合指引及市场预期

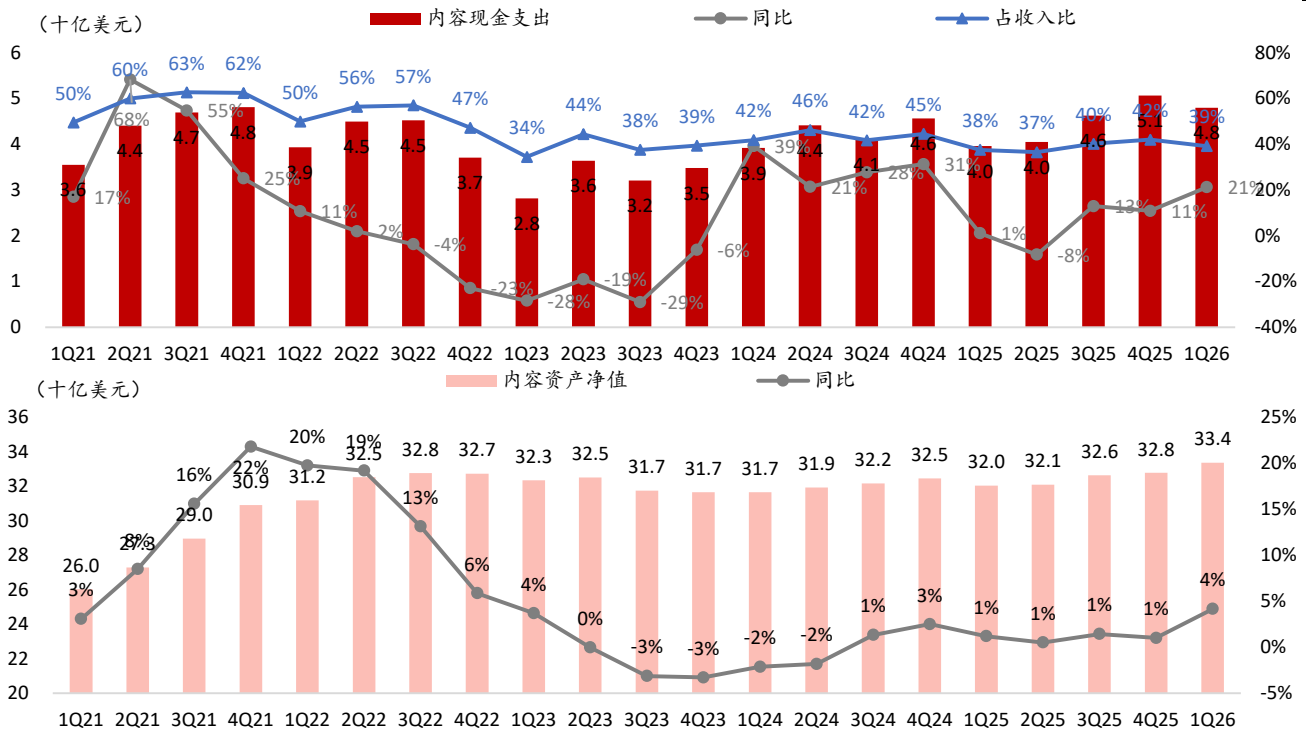
Netflix(NFLX.US) 百万美元	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	国投证券国际 预测	差异	彭博一致 预期	差异
总收入	10,543	11,079	11,510	12,051	12,250	12,166	0.7%	12,174	0.6%
同比	13%	16%	17%	18%	16%	15.4%		15.5%	
收入指引	10,416	11,035	11,526	11,960	12,157	12,157			
vs. 指引	1.2%	0.4%	-0.1%	0.8%	0.8%	0.1%			
营业成本	5,263	5,325	6,164	6,523	5,888	5,952	-1.1%	5,985	-1.6%
毛利	5,280	5,754	5,346	5,528	6,362	6,214	2.4%	6,189	2.8%
毛利率	50.1%	51.9%	46.4%	45.9%	51.9%	51.1%		50.8%	
营销费用	688	713	786	1,113	842	782	7.7%	803	4.9%
研发费用	823	825	854	890	960	937	2.4%	912	5.2%
行政费用	421	441	458	568	603	535	12.6%	506	19.1%
占收入比:									
营销费用	6.5%	6.4%	6.8%	9.2%	6.9%	6.4%		6.6%	
研发费用	7.8%	7.4%	7.4%	7.4%	7.8%	7.7%		7.5%	
行政费用	4.0%	4.0%	4.0%	4.7%	4.9%	4.4%		4.2%	
经营利润	3,347	3,775	3,248	2,957	3,957	3,960	-0.1%	3,936	0.5%
经营利润率	31.7%	34.1%	28.2%	24.5%	32.3%	32.5%		32.5%	
经营利润指引	2,940	3,675	3,625	2,860	3,906				
vs. 指引	13.8%	2.7%	-10.4%	3.4%	1.3%				
净利润	2,890	3,125	2,547	2,419	5,283	3,323	59.0%	3,288	60.7%
净利润率	27.4%	28.2%	22.1%	20.1%	43.1%	27.3%		27.0%	
净利润指引	2,440	3,055	2,979	2,355	3,264				
vs. 指引	18.5%	2.3%	-14.5%	2.7%	61.9%				

资料来源: 公司财报, 彭博, 国投证券国际预测

图表 2: 收入分部: 1Q26 美国&加拿大收入同比增 14%


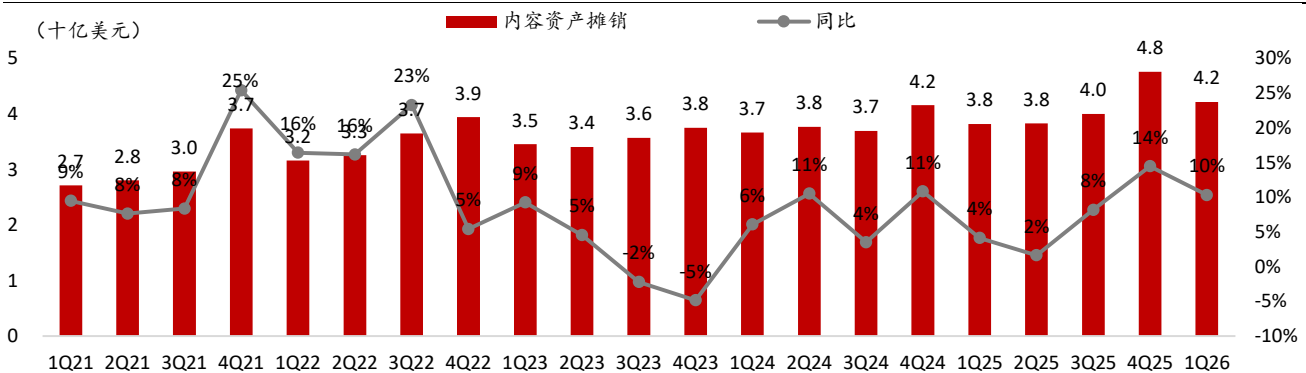
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 3: 1Q26 内容现金支出 48 亿美元, 同比增 21%, 期末内容资产净值 334 亿美元



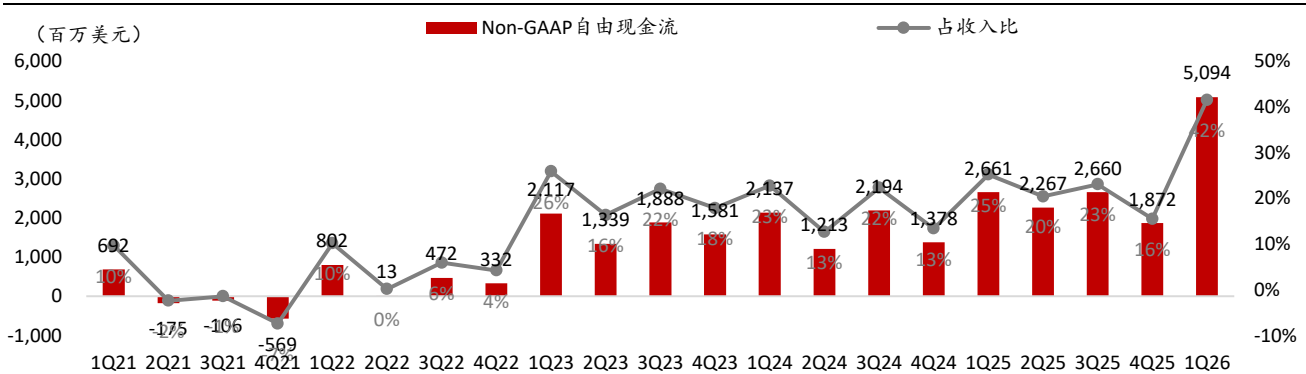
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 4: 1Q26 内容资产摊销同比增 10%



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 5: 1Q26 经调整自由现金流 51 亿美元, 主要因 WBD 交易终止确认 28 亿美元其他收入



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

财务预测更新

图表 6: 利润表预测更新

百万美元	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	11,079	11,510	12,051	12,250	12,586	45,183	51,745	57,942	63,401
同比	15.9%	17.2%	17.6%	16.2%	13.6%	15.9%	14.5%	12.0%	9.4%
营业成本	-5,325	-6,164	-6,523	-5,888	-5,924	-23,275	-25,675	-28,633	-31,141
毛利	5,754	5,346	5,528	6,362	6,662	21,908	26,070	29,308	32,260
毛利率	52%	46%	46%	52%	53%	48%	50%	51%	51%
营销费用	-713	-786	-1,113	-842	-892	-3,301	-3,764	-4,215	-4,295
占收入比	6.4%	6.8%	9.2%	6.9%	7.1%	7.3%	7.3%	7.3%	6.8%
研发费用	-825	-854	-890	-960	-979	-3,391	-3,828	-4,257	-4,601
占收入比	7.4%	7.4%	7.4%	7.8%	7.8%	7.5%	7.4%	7.3%	7.3%
行政费用	-441	-458	-568	-603	-617	-1,888	-2,230	-2,469	-2,644
占收入比	4.0%	4.0%	4.7%	4.9%	4.9%	4.2%	4.3%	4.3%	4.2%
经营利润	3,775	3,248	2,957	3,957	4,174	13,327	15,571	18,368	20,720
经营利润率	34.1%	28.2%	24.5%	32.3%	33.2%	29.5%	30.1%	31.7%	32.7%
税前利润	3,632	3,109	2,768	6,547	3,976	12,723	15,028	17,777	20,135
所得税	-506	-562	-349	-1,264	-400	-1,741	-1,653	-1,955	-2,215
净利润	3,125	2,547	2,419	5,283	3,576	10,981	13,374	15,821	17,920
净利润率	28.2%	22.1%	20.1%	43.1%	28.4%	24.3%	25.8%	27.3%	28.3%
EBITDA	3,855	3,336	2,665	9,236	3,866	13,660	16,189	19,060	21,505
经调整EBITDA	3,855	3,336	2,665	9,236	3,866	13,282	16,624	19,514	22,021
经调整EBITDA利润率	34.8%	29.0%	22.1%	75.4%	30.7%	29.4%	32.1%	33.7%	34.7%

资料来源: 公司财报, 国投证券国际预测

图表 7: 2026E-2035E 10 年 DCF 估值: 目标价 107 美元

百万美元	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
EBIT	15,571	18,368	20,720	24,192	26,712	29,482	32,431	37,065	42,096	46,717
同比	16.8%	18.0%	12.8%	16.8%	10.4%	10.4%	10.0%	14.3%	13.6%	11.0%
所得税	-1,653	-1,955	-2,215	-2,595	-2,871	-3,174	-3,497	-4,005	-4,557	-5,064
折旧及摊销成本	618	692	785	910	1,006	1,076	1,148	1,274	1,405	1,517
资本性支出	-310	-348	-380	-426	-455	-487	-519	-576	-636	-686
运营资金变化	285	10	3	512	-3	203	-1	304	-8	-7
自由现金流	14,511	16,767	18,912	22,593	24,390	27,100	29,561	34,061	38,301	42,476
同比	34.7%	15.5%	12.8%	19.5%	8.0%	11.1%	9.1%	15.2%	12.4%	10.9%
贴现系数	0.9006	0.8111	0.7304	0.6578	0.5924	0.5335	0.4805	0.4327	0.3897	0.3510
贴现自由现金流	13,068	13,599	13,814	14,862	14,449	14,459	14,204	14,739	14,926	14,908
终值贴现	304,083									
基本假设										
WACC	11.0%									
税率	13.9%									
无风险利率	4.2%									
债务成本	6.0%									
Beta	1.2									
风险溢价	6%									
股权融资成本	11.3%									
股权融资	97%									
债务融资	3%									
永续增长率	5.8%									
		WACC								
		4.3%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	
DCF 估值	永续增长率	119	108	98	90	83	78	73		
现值	453,753	128	115	104	95	87	81	75		
净债务	2,072	139	124	111	101	92	85	78		
股权价值 (百万美元)	451,681	154	134	119	107	97	89	82		
总股数 (百万)	4,211	173	148	130	115	104	94	86		
DCF 目标价 (美元)	107	198	166	143	125	111	100	91		
		236	191	160	138	121	108	97		

资料来源: 公司财报, 国投证券国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级：**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010