

奈飞 (NFLX US)

内容为王，AVOD+付费共享开启增长新引擎

作为全球头部流媒体平台，奈飞凭借精品原创内容、工业化制作体系及高效投资构筑高护城河。在经历剪辑红利及海外拓张后，我们看好奈飞 AVOD 拓展+付费共享梯度接力，并拉动长期会员增长及利润率提升。在超预期的 3Q23 业绩中，奈飞展现了强劲的会员增长、可观的利润率指引（FY24 运营利润率为 22%-23%，较去年同期增长 2-3 个百分点）及持续增加的自由现金流（从 50 亿美元上调至 65 亿美元），缓解了市场对内容支出及竞争的担忧。展望未来，我们预计奈飞将在 FY23-25 将实现 11% 的收入 CAGR，24% 的利润 CAGR，其中会员数 CAGR 为 7.6%（受益于海外持续渗透、AVOD 和付费共享拓展）。随着竞争企稳及罢工落幕，有望迎来内容供给恢复及利润率良性改善，建议逢低买入。首次覆盖给予买入评级，基于 DCF 目标价为 512 美元（对应 33x FY24E P/E），低于历史倍数 15%。

- **全球流媒体龙头，增长路径清晰可期。**作为全球领先的流媒体视频平台，奈飞在 190 多个国家拥有 2.47 亿付费会员（截至 3Q23）。凭借庞大用户基础、丰富原创内容和独家 IP 储备，预计奈飞将在 FY23-25 实现 24% 盈利 CAGR。
- **精品原创内容构筑壁垒，推动份额获取及持续提价。**凭借前期高投入及好莱坞工业化制作体系，奈飞持续推出精品原创内容（例如悬疑和生存类实现高口碑），且作品屡获重磅奖项，推动会员高速增长并反哺内容制作。内容优势夯实其行业领先地位及高用户粘性，并支撑多次提价（从 2011 年至 2023 年涨价七次）。看好未来 ARPU 增长空间（预计 ARM 在 FY23-25 CAGR 为 3.4%），得益于行业提价浪潮、AVOD 扩展、基础低价套餐关停（部分地区）。随着竞争告别白热化、工会协议达成，有望迎来内容供给恢复及利润率良性改善。
- **低价广告订阅（AVOD）和付费共享开拓第二增长曲线。**我们看好奈飞 AVOD 长期变现空间，将驱动会员拉新和 ARPU 双重增长。AVOD 通过低价版套餐助于海外市场渗透，并触达价格敏感用户（预计全球 AVOD 规模为 3.8 亿人）。截至 2023 年 5 月，奈飞广告订阅会员已超 500 万，且 9 月占美国区新增会员的 30%。展望未来，我们预计奈飞广告订阅会员将在 FY25 达 3,200 万（占会员比例 11%），CAGR 为 51%。此外，我们预计付费共享（于 2023 年 5 月推出）将有效刺激会员转化（奈飞有 1 亿以上的共享用户）。至 2025 年，付费共享或将带来约 3,000 万额外付费用户（占收入比例为 6%），对应转化率约 30%。
- **首次覆盖，给予买入评级。**基于 DCF 目标价为 512 美元（33x FY24E P/E），低于历史 5 年平均倍数 15%，但高于行业平均水平。潜在催化剂：1) 罢工结束后内容供给恢复；2) 会员净增韧性增长；3) UE 及 ARPU 上升推动利润率改善。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万美元)	29,698	31,616	33,580	37,981	41,488
同比增长 (%)	19%	6%	6%	13%	9%
调整后净利润(百万美元)	5,116	4,492	5,397	6,825	8,351
调整后每股收益(美元)	11.24	9.94	12.00	15.45	19.15
同比增长 (%)	NA	NA	21%	29%	24%
一致预期每股收益(美元)	NA	NA	12.22	15.96	19.41
市盈率(倍)	NA	NA	34.3	26.7	21.5
市销率(倍)	NA	NA	5.4	4.7	4.3
ROE (%)	38.02	24.53	25.00	27.84	28.27

资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场

买入（首次覆盖）

目标价	US\$512
潜在升幅	+20.6%
当前股价	US\$424.7

全球传媒与文娱

黄群

(852) 3900 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849

easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	179,996
3 月平均流通量(百万美元)	2,340
52 周内股价高/低(美元)	485/252
总股本(百万)	438

资料来源：彭博

股东结构

Capital Group	9.22%
Vanguard	8.27%
BlackRock	6.84%

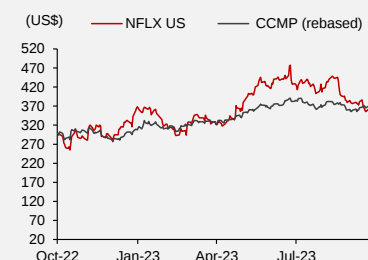
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1- 月	6.9%	10.6%
3- 月	-3.8%	6.1%
6- 月	27.5%	17.3%

资料来源：彭博

12 个月内股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

财务分析

利润表

截至 12.31(百万美元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入	29,698	31,616	33,580	37,981	41,488
流媒体	29,515	31,470	33,497	37,981	41,488
DVD	182	146	83	-	-
营业成本	(17,333)	(19,168)	(20,010)	(21,858)	(23,335)
毛利润	12,365	12,447	13,570	16,123	18,153
销售费用	(2,545)	(2,531)	(2,496)	(2,765)	(2,874)
行政费用	(1,352)	(1,573)	(1,758)	(1,882)	(1,973)
技术与研发费用	(2,274)	(2,711)	(2,698)	(2,957)	(3,116)
其他收入	-	(15)	-	(0)	(0)
经营利润	6,195	5,633	6,617	8,520	10,190
财务收入/费用	(766)	(706)	(698)	(675)	(611)
其他收入	411	337	179	184	246
税前利润	5,840	5,264	6,099	8,029	9,825
所得税	724	772	702	1,204	1,474
净利润	5,116	4,492	5,397	6,825	8,351
	-	-	-	-	-

现金流量表

截至 12.31(百万美元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	(130)	102	88	118	155
摊销	208	337	372	421	431
运营资本变动	(242)	(758)	(764)	(477)	(317)
其他	556	2,346	7,160	6,400	8,645
经营活动现金流	393	2,026	6,855	6,462	8,913
资本开支	(525)	(408)	(406)	(456)	(479)
投资购买	(788)	(757)	-	-	-
其他	(27)	(911)	397	-	-
投资活动现金流	(1,340)	(2,076)	(9)	(456)	(479)
债券发行	(500)	(678)	61	(400)	(1,808)
股票回购	(600)	-	(4,295)	(3,000)	(3,000)
其他	(50)	14	(14)	-	-
融资活动现金流	(1,150)	(664)	(4,249)	(3,400)	(4,808)
现金增加净额	(2,178)	(881)	2,561	2,606	3,627
年末现金及现金等价物	8,206	6,028	5,147	7,708	10,314
	-	-	-	-	-

资产负债表

截至 12.31(百万美元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
非流动资产	36,515	39,328	38,362	40,757	42,073
固定资产	1,323	1,398	1,535	1,571	1,618
内容	30,920	32,737	31,179	32,701	33,396
其他	4,272	5,193	5,648	6,485	7,059
流动资产	8,070	9,266	11,481	14,458	18,407
现金	6,028	5,147	7,708	10,314	13,942
内容资产	-	-	-	-	-
其他	2,042	4,119	3,773	4,144	4,465
流动负债	8,489	7,931	7,895	8,751	9,499
合同负债	4,293	4,480	4,333	4,827	5,254
应付账款	837	672	607	633	663
递延收入	1,209	1,265	1,217	1,476	1,607
应计费用	1,449	1,515	1,738	1,815	1,976
非流动负债	20,246	19,886	19,151	19,428	18,145
可转换可赎回优先股	14,693	14,353	13,901	13,501	11,693
内容负债	3,094	3,081	2,715	3,024	3,292
其他	2,459	2,452	2,536	2,904	3,161
净资产总额	15,849	20,777	22,797	27,036	32,835
股东权益	15,849	20,777	22,398	26,637	32,436

主要比率

截至 12.31	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
收入结构 (%)					
流媒体	94.4	92.9	93.3	93.4	93.5
DVD	5.6	7.1	6.7	6.6	6.5
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增速 (%)					
收入	18.8	6.5	6.2	13.1	9.2
毛利	27.2	0.7	9.0	18.8	12.6
经营利润	NA	NA	NA	28.7	19.6
调整后净利润	85.3	(12.2)	20.2	26.4	22.4
利润表比率 (%)					
经营利润率	20.9	17.8	19.7	22.4	24.6
税前利润率	19.7	16.6	18.2	21.1	23.7
调整后净利润率	17.2	14.2	16.1	18.0	20.1
有效税率	12.4	14.7	11.5	15.0	15.0
回报率 (%)					
ROE	38.0	24.5	25.0	27.8	28.3
ROA	12.2	9.6	11.0	13.0	14.4
每股					
每股盈利 (美元)	11.2	9.9	12.0	15.5	19.1
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股净值 (美元)	34.8	46.0	49.8	60.3	74.4

资料来源：公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。