

買入

2023年11月15日

Q4 內容儲備豐富，穩定釋放利潤和現金流

- **競爭格局持續向好，長期廣告有想像空間：**今年的宏觀環境迫使高投入、低回報的玩家轉變戰略，以減虧為目標；在同行縮減規模的同時，奈飛作為流媒體內容行業的先行者從中受益，我們預計 24 年將有更多協力廠商資源在奈飛上回歸/上線，平臺將擁有更強的定價權。新業務方面，廣告版訂閱計畫已在 12 個國家上線，這些市場的新增用戶中有 30% 選擇了廣告版，訂閱用戶 QoQ+70%。廣告業務的創收進展略遜於預期，當前占比較小，但我們認為隨著廣告版用戶的增長，1800 億美元的傳統電視廣告市場（不包括中國大陸及俄羅斯）意味著公司仍有較大的想像空間，預計 25 年廣告收入有望貢獻總收入的 5%。
- **用戶淨增 876 萬，利潤超預期：**Q3 流媒體付費用戶 2.47 億，YoY+9%，季度淨增用戶 876 萬，顯著高於市場預期，其中北美、歐洲、拉美及亞太地區各增加 175/395/118/188 萬。收入 85.42 億美元，YoY+8%，基本符合市場預期；收入增長主要來自增量用戶，但平均訂閱費用 YoY-1%，主因海外低價市場的用戶占比提升、以及過去 18 個月漲價幅度放緩。經營利潤 19.16 億美元，YoY+25%；經營利潤率 22.4%，同比提升 3.1 個百分點，高於公司指引的 22.2%。攤薄後每股收益 3.73 美元，YoY+20%，高於市場預期的 3.49 美元。本季度公司以 25 億美元回購約 600 萬股，並宣佈在原先 50 億美元回購計畫的基礎上新增 100 億美元，截至 9 月 30 日仍有 109 億美元的額度。
- **工會罷工為 23 財年節約開支，上調自由現金流指引：**由於美國演員工會罷工，部分作品拍攝計畫延遲，將一次性節省約 10 億美元的內容支出，我們預計 23 年現金內容支出將同比下降 22% 至 131 億美元，24 年恢復至 171 億美元。**指引：**預計 Q4 用戶增長趨勢與 Q3 相似，平均訂閱費用同比保持穩定（10 月 18 日，美國、英國及法國 Basic/Premium 訂閱計畫分別提價），收入 86.92 億美元，YoY+11%；預計 Q4 經營利潤率為 13.3%，攤薄後每股收益 2.15 美元。預計 23 年經營利潤率為 20%（基於 2023 年 1 月 1 日匯率，此前為 18-20%），將 23 年自由現金流從 50 億美元上調至 65 億美元；預計 24 年經營利潤率為 22-23%。
- **目標價 538.00 美元，買入評級：**預計 23-25 年收入 CAGR 為 13%，淨利潤 CAGR 為 23%；由於工會罷工對 23 財年有正面影響，24 年內容支出恢復後，可能影響自由現金流的增長趨勢（見圖 10）。採用 DCF 法估值，求得目標價 538.00 美元，對應 23-25 年 PE 分別為 36/28/23 倍，較當前股價有 20% 的上升空間，上調至買入評級。

唐伊蓮

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

李倩

852-25321539

chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	流媒體
股價	448.65 美元
目標價	538.00 美元 (+20%)
股票代碼	NFLX US
總股數	4.38 億股
市值	1,964 億美元
52 周高/低	485.00 美元/273.41 美元
每股帳面值	50.51 美元
主要股東	Capital Group 9.23% Vanguard Group 8.27% BlackRock 6.85% Fidelity 5.09%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	21年历史	22年历史	23年预测	24年预测	25年预测
总营业收入 (百万美元)	29,698	31,616	33,594	38,398	43,155
变动	18.8%	6.5%	6.3%	14.3%	12.4%
净利润 (百万美元)	5,116	4,492	5,460	6,803	8,313
每股盈利 (美元)	11.6	10.1	12.4	15.7	19.5
变动	84.5%	-12.5%	22.3%	27.5%	23.9%
基于448.65美元的市盈率 (估)	38.8	44.4	36.3	28.5	23.0
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

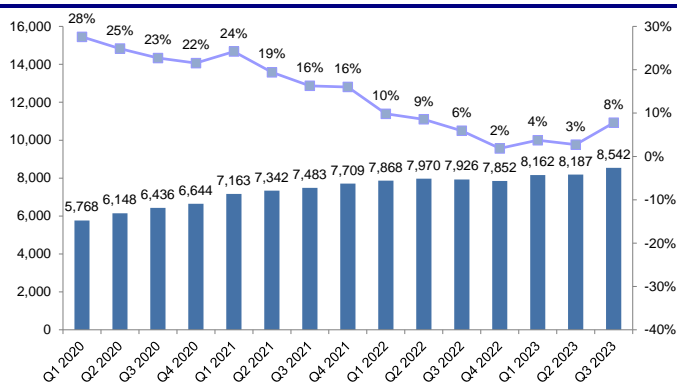
來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



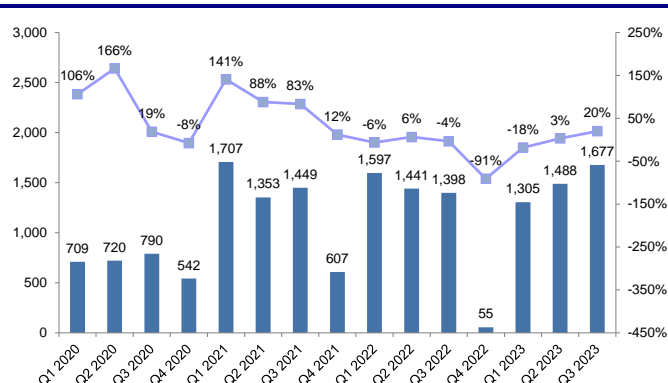
來源：彭博

圖表 1: 總收入及同比增速 (百萬美元)



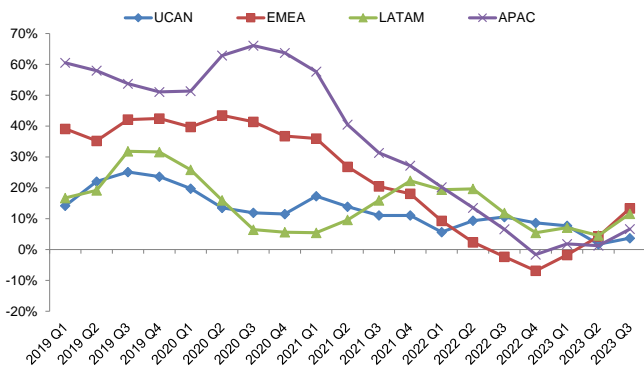
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 2: 淨利潤及同比增速 (百萬美元)



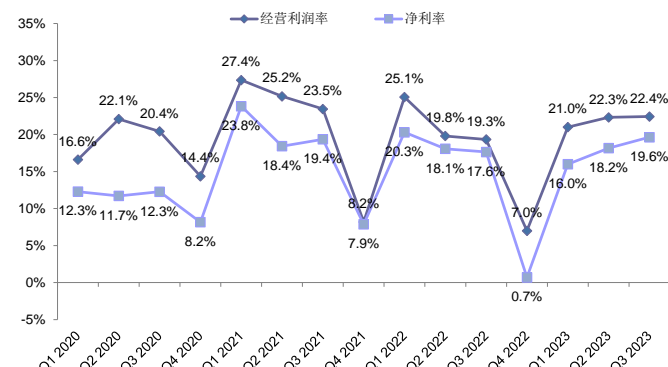
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 3: 分地區收入同比增速



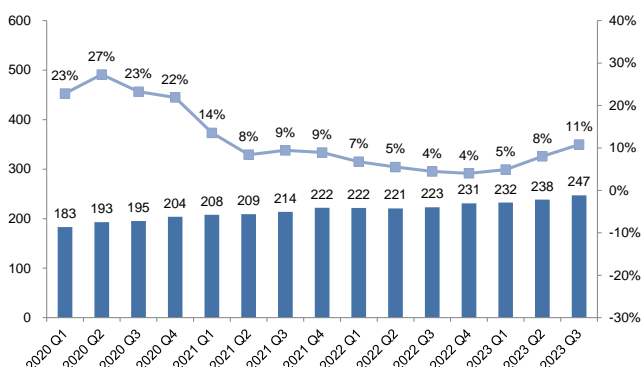
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 4: 經營及淨利潤率



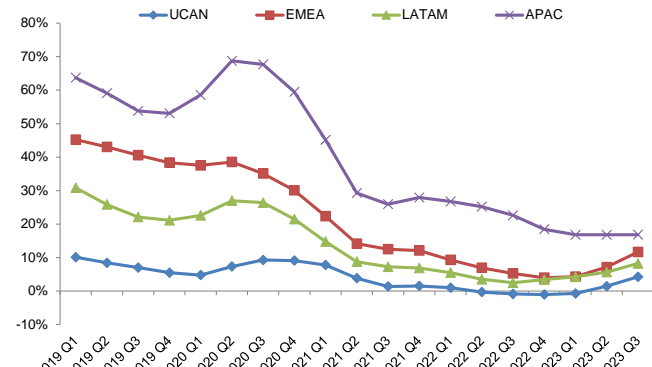
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 5: 流媒體付費用戶數 (百萬)



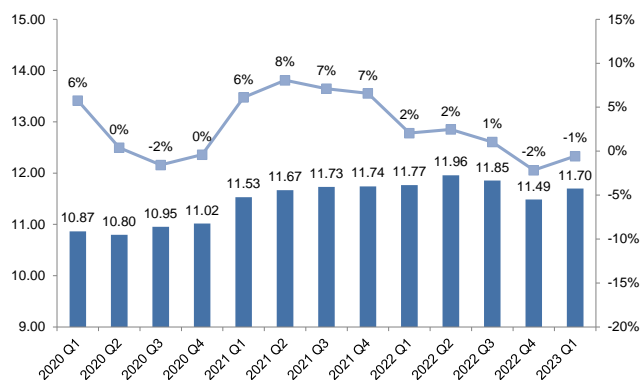
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 6: 各地區付費用戶同比增速



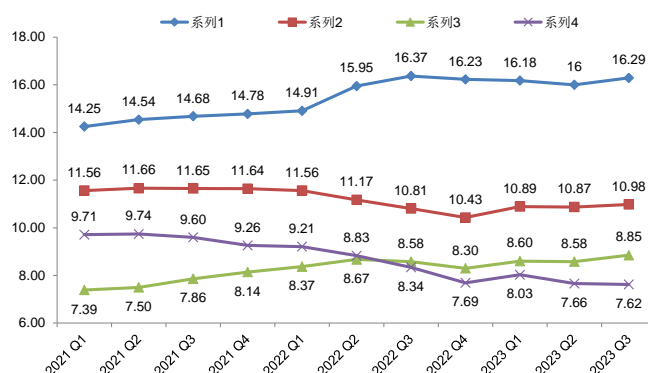
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 7：月度 ARM 及同比增速（美元）



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 8：分地區月度 ARM（美元）



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 9：2021 年-2025 年盈利情況及預測

百万美元计除每股	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
总收入	29,698	31,616	33,594	38,398	43,155
经营利润	6,195	5,633	6,618	8,217	10,012
经营利润率	20.9%	17.8%	19.7%	21.4%	23.2%
净利润	5,116	4,492	5,460	6,803	8,313
净利率	17.2%	14.2%	16.3%	17.7%	19.3%
每股盈利	11.55	10.10	12.35	15.75	19.52

資料來源：公司資料，第一上海預測

圖表 10：DCF 估值模型

DCF 估值模型

	高速成長期					穩定成長期					永續期
折現年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
假設	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
自由現金流增長率		2%	47%	25%	20%	15%	12%	10%	8%	5%	3%
自由現金流量	6,540	6,675	9,797	12,246	14,696	16,900	18,928	20,821	22,486	23,611	24,319
折合至2023年的現金流量	6,540	6,068	8,097	9,201	10,037	10,494	10,684	10,684	10,490	10,013	147,338
永續期折現值											357,839
基本參數:											
WACC	10.0%										
長期增長率	3.0%										
債券價值	0										
股份數量 (百萬)	449										
公司價值計算											
現金流折現	239,647										
減: 淨金融負債	(1,747)										
股本價值	241,394										
股本數量 (預期)	449										
DCF法之每股價值 (美元)	538.00										
升值空間	19.9%										

資料來源：第一上海預測

主要財務報表

損益表

单位: 百万美元, 财务年度: 12月31日

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
主营业务收入	29,698	31,616	33,594	38,398	43,155
- 主营业务收入成本	17,333	19,168	19,988	22,463	24,814
毛利	12,365	12,447	13,605	15,935	18,341
营业开支	6,171	6,814	6,987	7,718	8,329
销售总务及管理开支	3,897	4,103	4,535	4,953	5,265
研究和开发开支	2,274	2,711	2,452	2,765	3,064
营业利润	6,195	5,633	6,618	8,217	10,012
- 利息支出	(766)	(706)	(269)	(307)	(345)
- 营业外亏损净额	411	337	0	0	0
税前利润	5,840	5,264	6,349	7,910	9,667
- 所得税支出	724	772	889	1,107	1,353
净利润	5,116	4,492	5,460	6,803	8,313
普通股股东所得净利润	5,116	4,492	5,460	6,803	8,313
折旧与摊销	208	337	352	386	431
EBITDA	6,403	5,970	6,970	8,603	10,443
主营业务收入增长 (%)	19%	6%	6%	14%	12%
EBITDA 增长率 (%)	36%	-7%	17%	23%	21%

财务能力分析

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	41.6%	39.4%	40.5%	41.5%	42.5%
经营利润率 (%)	20.9%	17.8%	19.7%	21.4%	23.2%
净利率 (%)	17.2%	14.2%	16.3%	17.7%	19.3%
EBITDA 利润率	21.6%	18.9%	20.7%	22.4%	24.2%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	13.6%	13.6%	13.5%	12.9%	12.2%
研发和开发费用/收入 (%)	7.3%	7.3%	7.3%	7.2%	7.1%
实际税率 (%)	12.4%	14.7%	14.0%	14.0%	14.0%
应付账款天数	15.7	14.4	12.0	12.0	12.0
财务状况					
总负债/总资产	64.5%	57.2%	56.2%	53.2%	48.7%
收入/净资产	32.3%	21.6%	24.5%	26.6%	26.7%
经营性现金流/收入	20.9%	17.8%	19.7%	21.4%	23.2%
税前盈利对利息倍数	7.6	7.5	23.6	25.8	28.0

资产负债表

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
+ 现金与现金等同	6,028	5,147	7,187	9,862	16,159
+ 短期投资	0	911	911	911	911
+ 其他流动资产	2,042	3,208	3,208	3,208	3,208
总计流动资产	8,070	9,266	11,306	13,981	20,278
+ 总固定资产	2,062	2,470	2,959	3,522	4,141
- 累计折旧	(739)	(1,072)	(1,424)	(1,810)	(2,241)
+ 净固定资产	1,323	1,398	1,536	1,712	1,900
+ 其他长期资产	4,272	5,193	5,193	5,193	5,193
总计长期资产	36,515	39,328	39,502	40,794	40,338
总资产	44,585	48,595	50,808	54,775	60,616
+ 应付账款	837	672	643	834	797
+ 短期借款	700	0	400	400	400
+ 其他短期负债	0	0	0	0	0
总计流动负债	8,489	7,931	8,526	8,953	9,163
+ 长期借款	14,693	14,353	14,353	14,353	14,353
+ 其他长期负债	2,459	2,452	2,452	2,452	2,452
总长期负债	20,246	19,886	20,040	20,202	20,372
总负债	28,735	27,817	28,566	29,155	29,535
总股东权益	15,849	20,777	22,242	25,620	31,081

现金流量表

	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测
+ 净利润	5,116	4,492	5,460	6,803	8,313
+ 折旧、摊销	208	337	352	386	431
+ 其他非现金调整	(4,932)	(2,802)	1,217	48	1,672
经营活动现金流量	393	2,026	7,029	7,237	10,416
+ 固定资产清理	0	0	0	0	0
+ 资本支出	(525)	(408)	(489)	(563)	(619)
+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 其他投资活动	(815)	(1,669)	0	0	0
投资活动现金	(1,340)	(2,076)	(489)	(563)	(619)
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 短期拆借变动	0	0	0	0	0
+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 股本增加	0	0	(4,500)	0	0
+ 股本减少	0	0	0	0	0
+ 其他融资活动	(1,150)	(664)	0	(4,000)	(3,500)
融资所得现金	(1,150)	(664)	(4,500)	(4,000)	(3,500)
现金净增减	(2,184)	(885)	2,040	2,675	6,297
现金剩余	6,055	5,171	7,211	9,885	16,182

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、僱員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。