

方正证券研究所证券研究报告

奈飞 (NFLX.O)

公司研究

传媒行业

公司事件点评

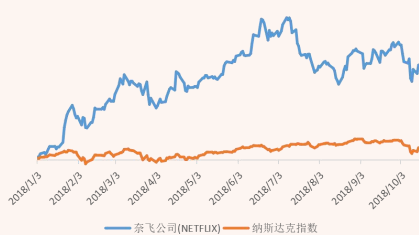
2019.01.16/推荐(维持)

传媒&海外首席分析师: 杨仁文
执业证书编号: S1220514060006

联系人: 陈梦竹

E-mail: chenmengzhu@foundersec.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件: 近日公司宣布针对美国地区服务的涨价计划, 涨幅 12.5%-18.2%, 其中基础套餐提价 1 美元至 8.99 美元(涨幅 12.5%), 标准套餐提价 2 美元至 12.99 美元(涨幅 18.2%), 高级套餐提价 2 美元至 15.99 美元(涨幅 14.3%)。

我们的观点:

- 1、对比公司历次提价与美国国内付费用户数据的变化, 我们认为用户整体对提价并不敏感, 本次提价可能造成付费率短期轻微下滑, 但并不会造成用户明显流失, 且 ARPPU 有望迎来新一轮快速增长期, 长期付费情况向好。
- 2、本次提价将助力公司原创内容建设, 缓解内容投入带来的资金压力, 巩固其作为美国本土视频流媒体之王的地位。

本次公司流媒体服务涨价将影响所有新订阅用户, 并在未来三个月内覆盖到现有用户。按照公司此前的指引, 预计付费用户将新增 150 万至 5846 万, 按照 5846 万为测算基数, 假设最受用户欢迎的标准套餐占比 50%, 基础套餐和高级套餐各占 25%, 可以看到单月营收的增加额最高可达 1.02 亿美元, 上调价格有利于缓解公司内容投入压力。

- 3、公司 18Q4 谷歌搜索趋势超预期, 《萨布丽娜的惊心冒险》、《超胆侠》S3、《纸牌屋》S6 等剧集+《蒙上你的眼》、《罗马》等电影在内的优质内容助力, 预计公司 18Q4 用户增长强劲。

公司 18Q4 上线多部独家优质剧集及电影, 包括:《萨布丽娜的惊心冒险》(备受观众期待的青春奇幻题材新剧/10 月 26 日上线)、《超胆侠》第三季(11 月 2 日上线)、《纸牌屋》第六季(11 月 2 日上线)、《毒梟: 墨西哥》(第四季/11 月 16 日上线)等剧集, 以及《蒙上你的眼》(12 月上映)、《罗马》(12 月上映)等电影。其中由桑德拉·布洛克主演的惊悚科幻片《蒙上你的眼》已成为现象级影片, 奈飞公布其观影数据, 平台 1.37 亿个账户中有 4530 万名在电影发行首周就选择了观看。此外, 奈飞发行的墨西哥电影《罗马》在 12 月的金球奖上赢得了最佳外语片和最佳导演两项大奖。

- 4、**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 FY2018-2020 营收分别为 154.84/196.10/237.67 亿美元, 归母净利分别为 11.20/16.87/23.56 亿美元, 对应 SPS 分别为 35.56/45.03/54.58 美元, 对应 EPS 分别为 2.57/3.87/5.41 美元, 对应 P/S 为 9.97/7.90/6.53X, 对应 P/E 为 138/92/66X, 维持“推荐”评级。

风险提示: 现金流风险, 行业竞争加剧, 内容制作及播放不及预期, 第三方版权成本进一步上升, 国内及海外用户获取、留存及向付费会员转化不及预期, 新增广告业务不及预期, 海外监管及政策风险, 市场风格切换导致估值中枢下移等。

盈利预测:

| 百万美元 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 | 11,692.71 | 15,484.00 | 19,609.50 | 23,766.67 |
| (+/-) (%) | 32% | 32% | 27% | 21% |
| 净利润 | 558.93 | 1,120.16 | 1,686.82 | 2,356.28 |
| (+/-) (%) | 199% | 100% | 51% | 40% |
| EPS(美元) | 1.28 | 2.57 | 3.87 | 5.41 |
| P/E | 276.30 | 137.86 | 91.81 | 65.91 |

数据来源: wind 方正证券研究所

事件：

近日公司宣布针对美国地区服务的涨价计划，涨幅 12.5%-18.2%，其中基础套餐提价 1 美元至 8.99 美元（涨幅 12.5%），标准套餐提价 2 美元至 12.99 美元（涨幅 18.2%），高级套餐提价 2 美元至 15.99 美元（涨幅 14.3%），创公司流媒体服务推出以来的最大提价幅度。

我们的观点：

1、对比公司历次提价与美国国内付费用户数据的变化，我们认为用户整体上对提价并不敏感，本次提价可能造成付费率短期轻微下滑，但并不会造成用户明显流失，且 ARPPU 有望迎来新一轮快速增长期，长期付费情况向好。

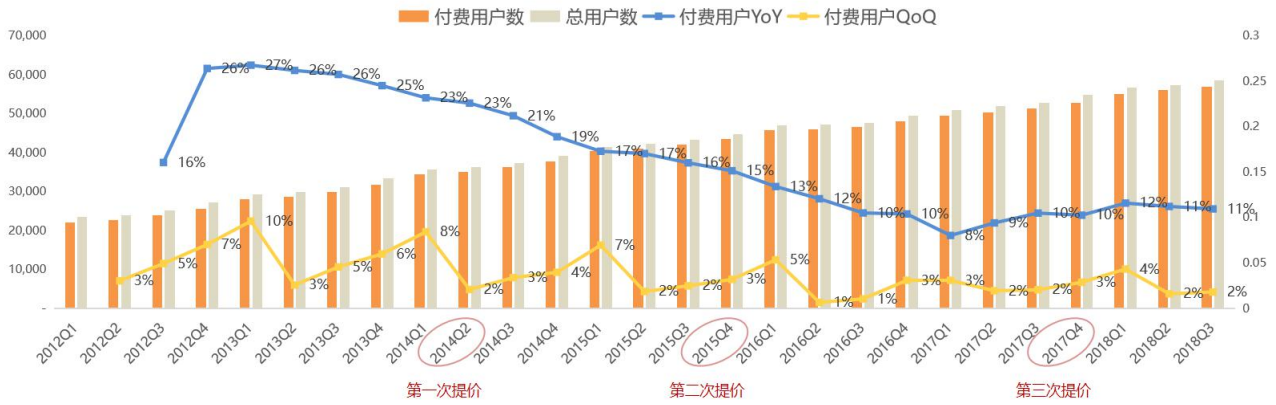
公司自推出视频流媒体业务以来，共进行过四次套餐提价：①第一次提价：2014 年 5 月，引入 7.99 美元的基础套餐，并将标准套餐提价 1 美元至 8.99 美元（涨幅 12.5%）。2014Q2 国内付费用户数达 3508.5 万，同比增长 23%，环比增长 2%，新增付费用户 70.8 万，付费率 96.8%，考虑到业务存在的季节性，本次提价并未对公司的用户增长和付费率产生不良影响，且单付费用户 ARPPU 迎来环比正增长（2013Q3-2014Q1 环比均为负增长）。②第二次提价：2015 年 10 月，将标准套餐提价 1 美元至 9.99 美元（涨幅 11.1%）。2015Q4 国内付费用户数达 4340.1 万，同比增长 15%，环比增长 3%，新增付费用户 133.3 万，付费率 97%，相较于 15Q1-Q3 略微下滑（15Q1-Q3 分别为 97.4%/97.1%/97.4%），但 16Q1 又回升至 97.3%。本次提价对单付费用户 ARPPU 的提升产生明显的促进作用，16Q3-16Q4 同比增速分别为 11%/15%，在 17Q1 达到峰值 17%后增速开始逐步放缓。整体来看，第二次提价短期影响了用户的付费率，但长期来看并未对公司用户增长产生重大影响，且促进了付费用户 ARPPU 的提升。③第三次提价：2017 年 10 月，标准套餐提价 1 美元至 10.99 美元（涨幅 10%），高级套餐提价 2 美元至 13.99 美元（涨幅 16.7%）。2017Q4 国内付费用户数达 5281 万，同比增长 10%，环比增长 3%，新增付费用户 146.5 万，付费用户绝对额保持稳步增长。从付费率角度看，17Q4 用户付费率下降至 96.5%，为 15Q2 以来最低值，但 18Q1 再次回到 97.1%。从付费用户 ARPPU 来看，本次提价促进了 ARPPU 新一轮的快速增长。整体来看第三次提价对用户的付费率产生了短期的不良影响，但这种影响不具有延续性，且利好用户 ARPPU 的提升。④第四次提价：2019 年 1 月，基础套餐提价 1 美元至 8.99 美元（涨幅 12.5%），标准套餐提价 2 美元至 12.99 美元（涨幅 18.2%），高级套餐提价 2 美元至 15.99 美元（涨幅 14.3%）。本次提价为公司推出视频流媒体业务以来涨幅最大的一次，短期可能会对用户付费率产生一定影响，但长期来看不改付费用户良好增势，且付费用户 ARPPU 有望进一步提升。

图表 1：Netflix 在美国国内套餐收费变化

| 套餐收费变化 | 2013.04 | 2014.05 | 2015.10 | 2017.10 | 2019.01 |
|--------------|------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 基础套餐（单屏） | | 7.99(new) | 7.99 | 7.99 | 8.99(+12.5%) |
| 标准套餐（同时支持双屏） | 7.99 | 8.99(+12.5%) | 9.99(+11.1%) | 10.99(+10%) | 12.99(+18.2%) |
| 高级套餐（同时支持四屏） | 11.99(new) | 11.99 | 11.99 | 13.99(+16.7%) | 15.99(+14.3%) |

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 2: 2012Q1-2018Q3 公司美国国内付费用户增长情况 (千人)



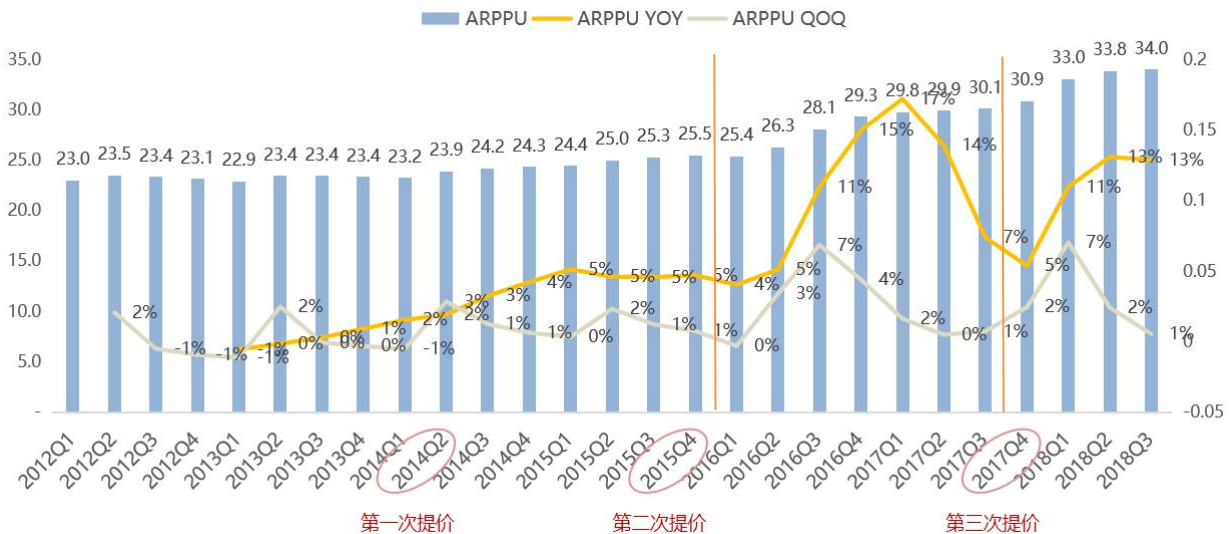
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表 3: 2012Q1-2018Q3 美国国内付费用户新增数 (千人) 和付费率



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表 4: 2012Q1-2018Q3 美国国内付费用户付费用户 ARPPU (美元) 及增长率



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

2、本次提价将助力公司原创内容建设，缓解内容投入带来的资金压力，巩固其作为美国本土视频流媒体之王的地位。

本次公司流媒体服务涨价将影响所有新订阅用户，并在未来三个月内覆盖到现有用户。按照公司此前的指引，预计 18Q4 国内流媒体用户将新增 180 万至 6026 万，付费用户将新增 150 万至 5846 万。我们按照 5846 万为测算基数，假设最受用户欢迎的标准套餐占比 50%，基础套餐和高级套餐各占 25%，可以看到单月营收的增加额最高可达 1.02 亿美元。公司 2015-2018H1 内容支出分别为 46.1/68.8/89.1/53.5 亿元，现金流压力较大，上调价格有利于缓解公司内容投入压力。

图表 5：公司国内流媒体服务涨价后营收增加额假设

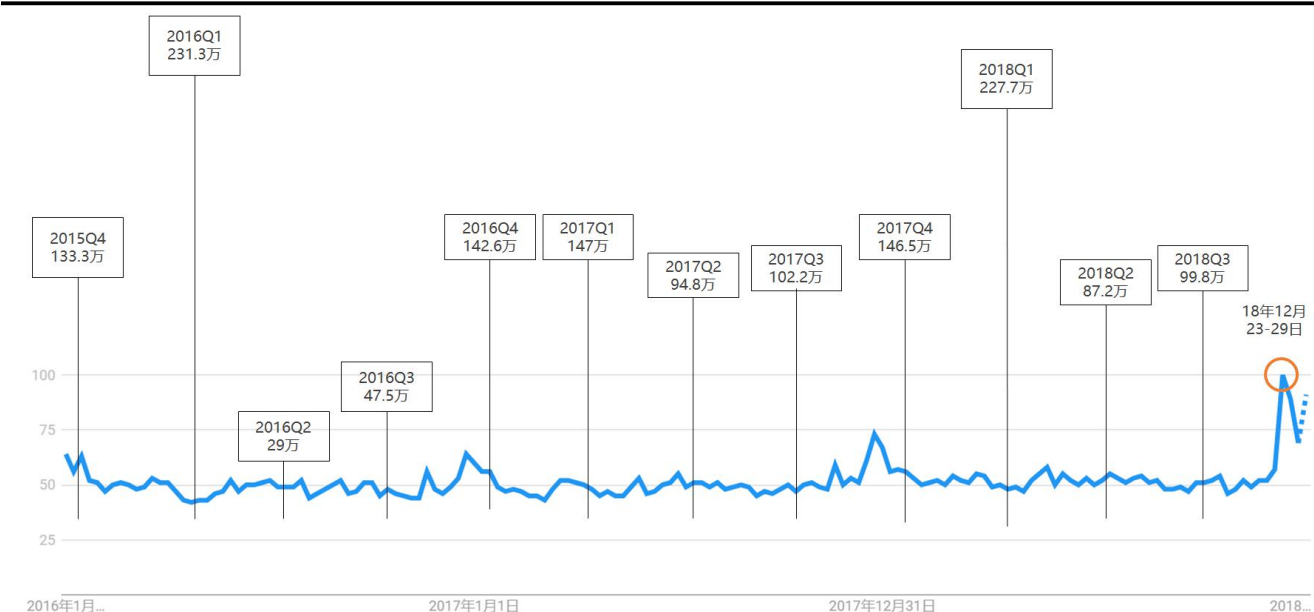
| 单位： 万美元 | 占付费用户比例 | 涨价前单付费用户 月收费 | 涨价后单付费用户 月收费 | 涨价前整体付费用户 月营收 | 涨价后整体付费用户 月营收 | 单月营收增加额 |
|------------|---------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|---------|
| 基础套餐 | 25% | 7.99 | 8.99 | 11,677 | 13,139 | 1,462 |
| 标准套餐 | 50% | 10.99 | 12.99 | 32,124 | 37,970 | 5,846 |
| 高级套餐 | 25% | 13.99 | 15.99 | 20,446 | 23,369 | 2,923 |
| 合计 | | | | 64,248 | 74,478 | 10,231 |

资料来源：公司公告，方正证券研究所

本次涨价有利于公司进行原创内容建设，减轻对其他渠道内容的依赖，提升自身核心竞争力。公司目前面临来自 Hulu、Amazon、HBO 等多个平台的激烈竞争，Amazon 将流媒体服务打包放入 13 美元/月的 Prime 配送服务中，Hulu 提供每月 12 美元的免广告收看服务，AT&T 旗下原名时代华纳的华纳服务将以 HBO 为核心加大力度开拓流媒体服务，迪士尼也开始不断发力流媒体频道。根据 statista 数据，Amazon、Hulu、HBO now 17 年美国订阅用户数分别达 2500/1700/500 万，分别位居 TOP2-TOP4。

3、公司 18Q4 谷歌搜索趋势超预期，《萨布丽娜的惊心冒险》、《超胆侠》S3、《纸牌屋》S6 等剧集+《蒙上你的眼》、《罗马》等电影在内的优质内容助力，预计公司 18Q4 用户增长强劲。

图表 6：公司的谷歌搜索趋势变化与国内新增用户



资料来源：公司公告，方正证券研究所

公司 18Q4 上线多部独家优质剧集及电影，包括：《萨布丽娜的惊心冒险》（备受观众期待的青春奇幻题材新剧/10月26日上线）、《超胆侠》第三季（11月2日上线）、《纸牌屋》第六季（11月2日上线）、《毒梟：墨西哥》（第四季/11月16日上线）等剧集，以及《蒙上你的眼》（12月上映）、《罗马》（12月上映）等电影。其中由桑德拉·布洛克主演的惊悚科幻片《蒙上你的眼》已成为现象级影片，这部电影主要讲述了一位母亲如何保护儿童免受神秘致命力量的威胁，奈飞公布其观影数据，平台 1.37 亿个账户中有 4530 万名在电影发行首周就选择了观看。此外，奈飞发行的墨西哥电影《罗马》在 12 月的金球奖上赢得了最佳外语片和最佳导演两项大奖。这些制作精良、口碑较好的内容充分证明了奈飞打造原创内容的实力，将为奈飞用户的持续增长保驾护航。

图表 7：2018 年金球奖获奖名单

| | | | |
|----|--------------|---------------|--------------------------|
| 电影 | 波西米亚狂想曲 | 剧情类最佳电影 | 20th Century Fox |
| | 贤妻 | 剧情类电影最佳女主角 | Sony |
| | 波西米亚狂想曲 | 剧情类电影最佳男主角 | 20th Century Fox |
| | 绿皮书 | 最佳音乐/喜剧电影 | Universal |
| | 宠儿 | 音乐/喜剧电影最佳女主角 | Fox Searchlight Pictures |
| | 副总统 | 音乐/喜剧电影最佳男主角 | Annapurna |
| | 假若比尔街能够讲话 | 电影最佳女配角 | Annapurna |
| | 绿皮书 | 电影最佳男配角 | Universal |
| | 罗马 | 电影最佳导演 | Netflix |
| | 绿皮书 | 电影最佳编剧 | Universal |
| | 蜘蛛侠：平行宇宙 | 最佳动画 | Sony |
| | 罗马 | 最佳外语片 | Netflix |
| | 一个明星的诞生 | 最佳原创歌曲 | Warner Bros |
| | 登月第一人 | 电影最佳配乐 | Universal |
| 电视 | 美国谍梦 | 剧情类最佳剧集 | FX |
| | 杀死伊芙 | 剧情类剧集最佳女主角 | BBC |
| | 贴身保镖 | 剧情类剧集最佳男主角 | Netflix |
| | 柯明斯基理论 | 最佳喜剧剧集 | Netflix |
| | 了不起的麦瑟尔夫人 | 音乐/喜剧剧集最佳女主角 | Amazon |
| | 柯明斯基理论 | 音乐/喜剧类剧集最佳男主角 | Netflix |
| | 美国犯罪故事：刺杀范思哲 | 最佳限定剧/电视电影 | FX |
| | 逃离丹尼莫拉 | 限定剧/电视电影最佳女主角 | Showtime |
| | 美国犯罪故事：刺杀范思哲 | 限定剧/电视电影最佳男主角 | FX |
| | 利器 | 电视剧最佳女配角 | HBO |
| | 英式丑闻 | 电视剧最佳男配角 | Amazon |

资料来源：公司公告，方正证券研究所

4、盈利预测与投资评级：我们预计公司 FY2018-2020 营收分别为 154.84/196.10/237.67 亿美元，归母净利分别为 11.20/16.87/23.56 亿美元，对应 SPS 分别为 35.56/45.03/54.58 美元，对应 EPS 分别为 2.57/3.87/5.41 美元，对应 P/S 为 9.97/7.90/6.53X，对应 P/E 为 138/92/66X，维持“推荐”评级。

风险提示：现金流风险，行业竞争加剧，内容制作及播放效果不及预期，第三方版权成本进一步上升，国内及海外用户获取、留存及向付费会员转化不及预期，新增广告业务发展不及预期，海外监管及政策风险，市场风格切换导致估值中枢下移等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

| | 北京 | 上海 | 深圳 | 长沙 |
|---------|---|---|---|---|
| 地址： | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037) | 上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120) | 深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000) | 长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015) |
| 网址： | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com | http://www.foundersc.com |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com | yjzx@foundersc.com |