

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

公司短评报告

2018.01.18

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

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：公司公告 18Q4 财报，实现营收 41.87 亿美元 (YoY+27.4%，QoQ+4.7%)，营业利润 2.16 亿美元 (YoY-12.0%，QoQ-55.1%)，净利润 1.34 亿美元 (YoY-27.8%，QoQ-66.8%)。18 年营收 157.94 亿美元 (YoY+35.1%)，营业利润 16.05 亿美元 (YoY+91.4%)，净利润 12.11 亿美元 (YoY+116.7%)。

18Q4 运营情况：国内流媒体业务用户数 6055.1 万 (YoY+10.6%，QoQ+3.6%)，付费用户 5848.6 万 (YoY+10.7%，QoQ+2.7%)，季度 ARPPU 为 34.1 美元 (YoY+10.6%，QoQ+0.3%)；海外流媒体业务用户数 8790.4 万 (YoY+39.9%，QoQ+11.8%)，付费用户 8077.3 万 (YoY+39.7%，QoQ+9.9%)，季度 ARPPU 为 26 美元 (YoY-2.8%，QoQ-2.9%)。

我们的观点：

1、主要财务指标分析：公司 18Q4 业绩表现略超预期，18 年全年净利润增长强劲 (YoY+117%)，营业利润率、边际贡献率、净利润率均保持稳健增长。

2、经营情况：18Q4 用户增长超预期，18 年公司流媒体业务的规模经济效益进一步增强，美国国内与海外的 ARPPU、边际贡献率等指标持续改善，伴随最新提价政策的实施，有望迎来国内 ARPPU 的新一轮提升。

(1) 18 年公司流媒体业务规模经济效益继续提升，内容投入产出率 (单付费用户产生的流媒体收入/单付费用户内容库摊销) 达 2.05 (12-17 年分别为 1.45/1.56/1.73/1.74/1.68/1.74/2.05)。

(2) 国内流媒体：18Q4 新增付费用户符合预期 (达 5849 万)，18 年 ARPPU 提升 12% 至 131 美元，但 18 年季度 ARPPU 增长乏力，公司实施新的提价政策以促进 ARPPU 进一步提升。

(3) 海外流媒体：18Q4 新增付费用户超预期 (达 8077 万)，且保持较快增速 (YoY+39.7%，QoQ+9.9%)，18 年海外边际贡献率提升至 8.5% (17 年为 -2%)，对比国内 34% 的边际贡献率，仍有较大提升空间，是未来业绩增长的重要动力。

3、奈飞原创电影正在复制原创剧集的成功之路，18Q4 集中上线了《蒙上你的眼》(预计首月观看用户达 8 千万)、《罗马》(获得金球奖两大奖) 等多部原创电影佳作，反响强烈。

4、展望 19Q1，公司优质内容储备丰富，预计付费用户数仍将保持强劲增长 (国内 6009 万+海外 8807 万)，季度营收增速将小幅回落 (预计 YoY+21%)，季度营业利润率目标 8.9% (YoY-3.2pct，QoQ+3.8pct)，全年营业利润率目标 13% (YoY+3pct)。

5、盈利预测：根据彭博一致预期，FY2019-2021 营收分别为 199.02/244.16/289.25 亿美元，GAAP 净利润分别为 18.55/30.01/42.61 亿美元，对应 SPS 分别为 45.70/56.07/66.43 美元，对应 EPS 分别为 4.26/6.89/9.78 美元，对应 P/S 为 7.73/6.30/5.32X，对应 P/E 为 82.91/51.25/36.10X。

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。

图表目录

图表 1: 2017Q1-2018Q4 公司主要财务指标情况 (单位: 千美元)	4
图表 2: 2016-2018 公司主要财务指标情况 (单位: 千美元)	4
图表 3: 2017Q1-2018Q4 公司流媒体现金支出、内容摊销及在营业成本中的占比	5
图表 4: 2017Q1-2018Q4 公司流媒体现金支出与内容摊销情况	5
图表 5: 2012-2018 年公司内容成本情况	5
图表 6: 2016Q1-2018Q4 公司费用率情况	6
图表 7: 2016-2018 公司利润率情况	6
图表 8: 2016Q1-2018Q4 公司利润率情况	7
图表 9: 2011-2018 公司现金流情况 (百万美元)	7
图表 10: 2016Q1-2018Q4 公司收入构成	8
图表 11: 2016Q1-2018Q4 国内外流媒体付费用户季度 ARPPU (美元)	8
图表 12: 2012-2018 年公司流媒体业务规模经济效应指标测算	8
图表 13: 公司国内流媒体业务数据	9
图表 14: 2016-2018 年美国国内流媒体经营数据	9
图表 15: NETFLIX 在美国国内套餐收费变化	10
图表 16: 公司国内流媒体服务涨价后营收增加额假设	10
图表 17: 公司海外流媒体业务数据	10
图表 18: 2016-2018 年海外流媒体经营数据	11
图表 19: 2018 年金球奖获奖名单	12
图表 20: 《É LITE》主演的 INSTAGRAM 粉丝量的变化	12
图表 21: 公司 19Q1 原创内容上新计划	13

事件:

公司公告 18Q4 财报,

1、整体业绩: 18Q4 营收 41.87 亿美元 (YoY+27.4%, QoQ+4.7%); 营业利润 2.16 亿美元 (YoY-12.0%, QoQ-55.1%); 净利润 1.34 亿美元 (YoY-27.8%, QoQ-66.8%); Q4 每股摊薄盈利 0.3 美元 (YoY-26.8%, QoQ-66.3%)。18 年营收 157.94 亿美元 (YoY+35.1%), 营业利润 16.05 亿美元 (YoY+91.4%); 净利润 12.11 亿美元 (YoY+116.7%), 每股摊薄盈利为 2.68 美元 (YoY+114.6%)。

2、分业务收入: 18Q4 流媒体业务收入 41.02 亿美元 (YoY+29.0%, QoQ+4.9%), 总收入占比 98.0% (YoY+1.2pct, QoQ+0.2pct); 其中国内流媒体业务收入 19.96 亿美元 (YoY+22.4%, QoQ+3.0%), 总收入占比 47.7% (YoY-1.9pct, QoQ-0.8pct); 海外流媒体业务收入 21.06 亿美元 (YoY+35.8%, QoQ+6.7%), 总收入占比 50.3% (YoY+3.1pct, QoQ+1.0pct)。DVD 业务收入 0.85 亿美元 (YoY-19%, QoQ-4.1%), 总收入占比 2.0% (YoY-1.2pct, QoQ-0.2pct)。

3、其他财务数据:

毛利率: 18Q4 毛利 14.53 亿美元 (YoY+35.7%, QoQ-1.0%), 毛利率 34.7% (YoY+2.1pct, QoQ-2.0pct); 18 年毛利 58.27 亿美元 (YoY+59.2%), 毛利率 34.7% (YoY+5.6pct)。

边际贡献率: 18Q4 边际贡献 7.23 亿美元 (YoY+19.5%, QoQ-24.5%), 边际贡献率 17.3% (YoY-1.1pct, QoQ-6.7pct)。18 年边际贡献 34.57 亿美元 (YoY+55.5%), 边际贡献率 21.9% (YoY+2.9pct)。

营业利润率及净利率: 18Q4 营业利润率 5.2% (YoY-2.3pct, QoQ-6.9pct), 净利率 3.2% (YoY-2.4pct, QoQ-6.9pct)。18 年营业利润率 10.2% (YoY+3pct), 净利率 7.7% (YoY+3pct)。

内容支出: 18Q4 流媒体内容现金支出为 35.18 亿美元 (YoY+45.1%, QoQ+10.9%), 流媒体内容摊销为 20.54 亿美元 (YoY+19.8%, QoQ+7.4%)。18 年流媒体内容现金支出为 120.44 亿美元 (YoY+35%), 流媒体内容摊销为 75.32 亿美元 (YoY+22%)。

运营情况: 18Q4 国内流媒体业务用户数 6055.1 万 (YoY+10.6%, QoQ+3.6%), 付费用户 5848.6 万 (YoY+10.7%, QoQ+2.7%), 季度 ARPPU 为 34.1 美元 (YoY+10.6%, QoQ+0.3%); 海外流媒体业务用户数 8790.4 万 (YoY+39.9%, QoQ+11.8%), 付费用户 8077.3 万 (YoY+39.7%, QoQ+9.9%), 季度 ARPPU 为 26 美元 (YoY-2.8%, QoQ-2.9%)。

我们的观点:

1、主要财务指标分析: 18Q4 公司业绩表现略超预期, 18 年全年净利润增长强劲 (YoY+117%), 营业利润率、边际贡献率、净利率均保持稳健增长。

(1) 业绩总览:

①18Q4 情况: 公司 18Q4 实现营业收入 41.87 亿美元 (YoY+27.4%、QoQ+4.7%), 略低于此前公司指引的 41.99 亿美元, 整体仍保持稳健增长, 公司在全球范围内的流媒体业务进展较为顺利, 平均付费用

户和 ASP 分别增加 26%、3%，剔除 F/X 的影响，国际 ASP 增幅达 6%。公司 18Q4 实现运营利润 2.16 亿美元 (YoY-12.0%、QoQ-55.1%)，超出此前指引的 2.05 亿美元，净利润 1.34 亿美元 (YoY-27.8%、QoQ-66.8%)，超出此前指引的 1.05 亿美元，利润同比及环比出现下滑主要系 Q4 集中上线多项内容，且原创电影较多（电影内容摊销快于剧集）。

②18 年情况：公司 18 年实现营业收入 157.94 亿美元 (YOY+35%)，略低于彭博一致预期的 158.14 亿美元，保持稳健增长。公司 18 年营业利润 16.05 亿美元 (YoY+91.4%)，略低于彭博一致预期的 16.14 亿美元，GAAP 净利润 12.11 亿美元 (YoY+117%)，略高于彭博一致预期的 11.87 亿美元，Non-GAAP 净利润 14.65 亿美元，略低于彭博一致预期的 14.69 亿美元。

图表1： 2017Q1-2018Q4 公司主要财务指标情况（单位：千美元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入	2,636,635	2,785,464	2,984,859	3,285,755	3,700,856	3,907,270	3,999,374	4,186,841
YoY	34.7%	32.3%	30.3%	32.6%	40.4%	40.3%	34.0%	27.4%
QoQ	6.4%	5.6%	7.2%	10.1%	12.6%	5.6%	2.4%	4.7%
营业成本	1,740,731	1,991,696	2,086,239	2,214,334	2,300,579	2,402,431	2,531,128	2,733,400
YoY	22.7%	30.6%	30.9%	28.8%	32.2%	20.6%	21.3%	23.4%
QoQ	1.2%	14.4%	4.7%	6.1%	3.9%	4.4%	5.4%	8.0%
销售费用	306,148	311,160	352,446	466,527	536,777	592,007	510,330	730,355
销售费用率	12%	11%	12%	14%	15%	15%	13%	17%
研发支出	233,871	242,484	230,223	247,132	282,310	299,095	308,620	331,789
研发费用率	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
管理费用	98,943	112,317	107,324	112,459	134,612	151,524	168,628	175,530
管理费用率	4%	4%	4%	3%	4%	4%	4%	4%
营业利润	256,942	127,807	208,627	245,303	446,578	462,213	480,668	215,767
YoY	419.6%	81.6%	96.8%	59.4%	73.8%	261.6%	130.4%	-12.0%
QoQ	66.9%	-50.3%	63.2%	17.6%	82.1%	3.5%	4.0%	-55.1%
净利润	178,222	65,600	129,590	185,517	290,124	384,349	402,835	133,934
YoY	544.4%	61.0%	151.5%	177.9%	62.8%	485.9%	210.9%	-27.8%
QoQ	167.0%	-63.2%	97.5%	43.2%	56.4%	32.5%	4.8%	-66.8%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表2： 2016-2018 公司主要财务指标情况（单位：千美元）

	2016	2017	2018
营业收入	8,830,669	11,692,713	15,794,341
YoY	30.3%	32.4%	35.1%
营业成本	6,257,462	8,033,000	9,967,538
YoY		28.4%	24.1%
销售费用	1,097,519	1,436,281	2,369,469
销售费用率	12.4%	12.3%	15.0%
研发支出	780,232	953,710	1,221,814
研发费用率	8.8%	8.2%	7.7%
管理费用	315,663	431,043	630,294
管理费用率	3.6%	3.7%	4.0%
营业利润	379,793	838,679	1,605,226
YoY	-6.8%	120.8%	91.4%
净利润	186,678	558,929	1,211,242
YoY	52.2%	199.4%	116.7%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

(2) 内容支出与成本拆分：公司 18Q4 流媒体内容支出 35.18 亿元 (YoY+45.1%/QoQ+10.9%)，18 年全年流媒体内容支出 120.44 亿

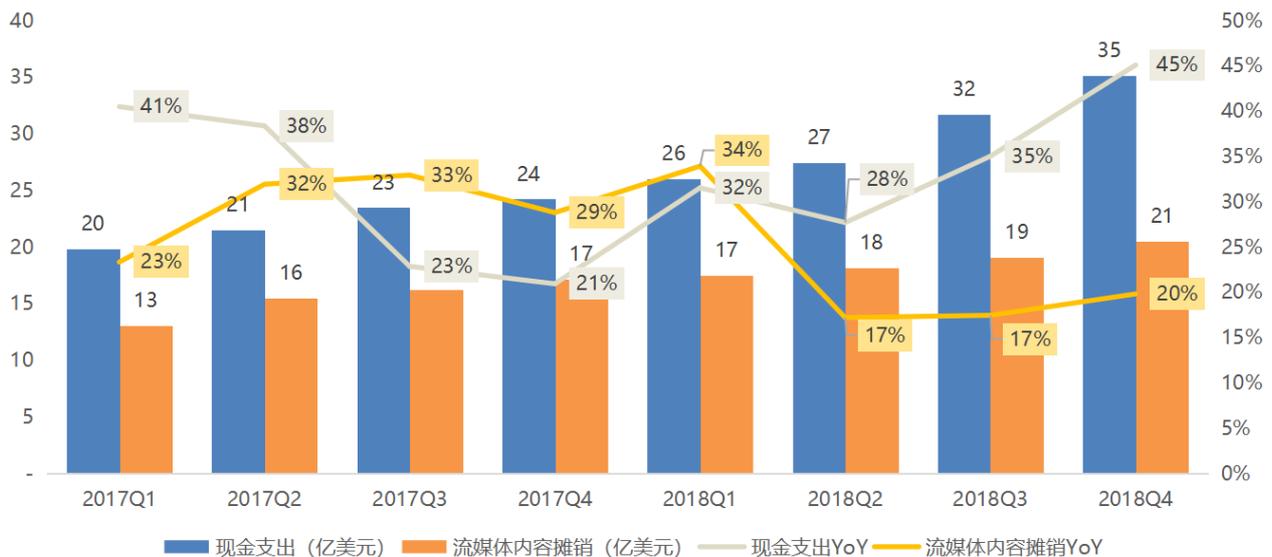
(YoY+35.2%)，占营收的比例为 78%，公司继续保持高额的内容投入，以不断提高竞争壁垒。公司 18Q4 总营业成本为 27.33 亿美元，其中流媒体业务成本为 27.00 亿美元，占比 99%。流媒体业务成本主要由流媒体内容成本、宽带运输成本等构成，其中 18Q4 流媒体内容摊销额为 20.54 亿美元，占流媒体营业成本的比例为 76%。2012-2018 年流媒体内容成本占流媒体营收的比例分别为 64%/61%/56%/56%/58%/55%/49%，近年来该指标呈现逐渐下降的趋势，流媒体内容投入的增加所带来的边际收入不断增加。

图表3： 2017Q1-2018Q4 公司流媒体现金支出、内容摊销及在营业成本中的占比

单位：千美元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
流媒体现金支出	1,982,409	2,149,531	2,349,604	2,424,213	2,607,862	2,745,247	3,172,849	3,517,599
YoY	40.5%	38.4%	22.9%	20.9%	31.6%	27.7%	35.0%	45.1%
QoQ	-1.1%	8.4%	9.3%	3.2%	7.6%	5.3%	15.6%	10.9%
流媒体内容摊销	1,305,683	1,550,794	1,627,477	1,713,863	1,748,844	1,817,817	1,911,767	2,053,660
YoY	23.3%	31.9%	33.0%	28.8%	33.9%	17.2%	17.5%	19.8%
QoQ	-1.9%	18.8%	4.9%	5.3%	2.0%	3.9%	5.2%	7.4%
流媒体营业成本	1,680,512	1,938,962	2,039,152	2,171,849	2,258,186	2,362,507	2,494,027	2,699,721
流媒体内容摊销/流媒体营业成本	77.7%	80.0%	79.8%	78.9%	77.4%	76.9%	76.7%	76.1%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表4： 2017Q1-2018Q4 公司流媒体现金支出与内容摊销情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表5： 2012-2018 年公司内容成本情况

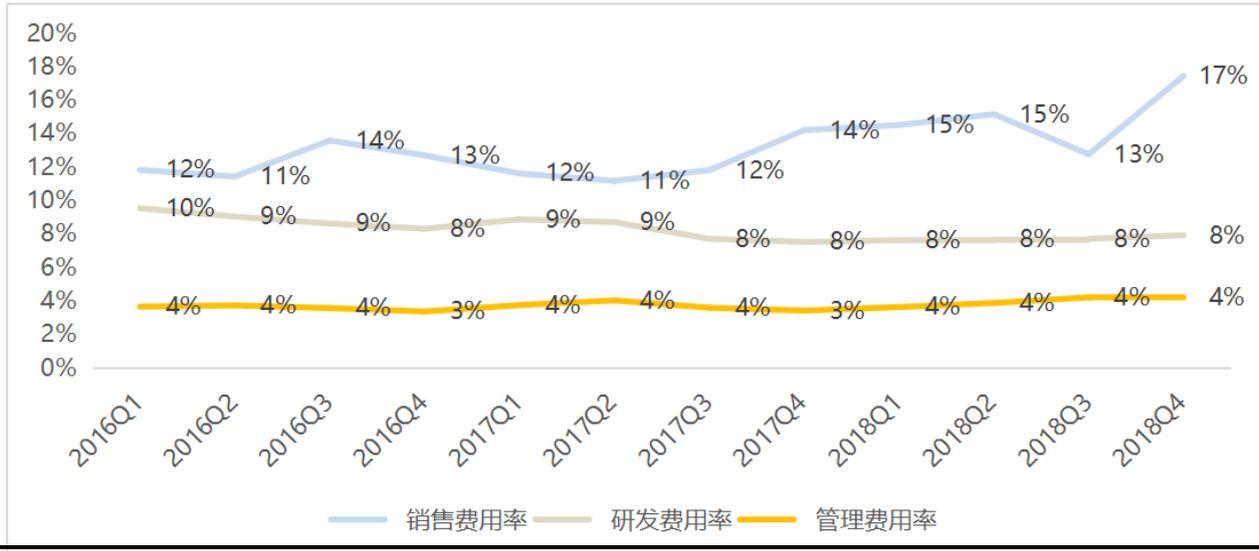
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
流媒体内容支出 (万美元)	175,342	237,597	318,033	460,924	688,064	890,576	1,204,356
流媒体内容库摊销 (万美元)	159,122	212,198	265,628	340,538	478,850	619,782	753,209
付费用户 (万人)	3,036	4,143	5,448	7,084	8,909	11,064	13,926
流媒体收入 (万美元)	247,241	346,377	473,950	613,377	828,840	1,124,222	1,542,875
流媒体营业成本 (万美元)	203,443	262,390	335,588	426,757	599,472	783,048	981,444
流媒体内容支出/流媒体收入	71%	69%	67%	75%	83%	79%	78%
流媒体内容库摊销/流媒体收入	64%	61%	56%	56%	58%	55%	49%
流媒体内容库摊销/流媒体营业成本	78%	81%	79%	80%	80%	79%	77%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

注：18Q4 公司更改成本与费用部分项目的划分口径，16-18 为基于新原则追溯后的数据，12-15 为原始数据

(3) 费用情况: 公司 18Q4 费用率较为稳定, 其中销售费用率为 17% (YoY+3pcet, QoQ+4pcet), 研发费用率和管理费用率分别稳定在 8%、4%。18Q4 销售费用率有所增加, 主要系季度内有多项内容集中上线, 相应营销费用增加, 且海外拓展加快, 海外销售费用率增加所致 (18Q4 美国国内、海外销售费用率分别为 16%/20%)。

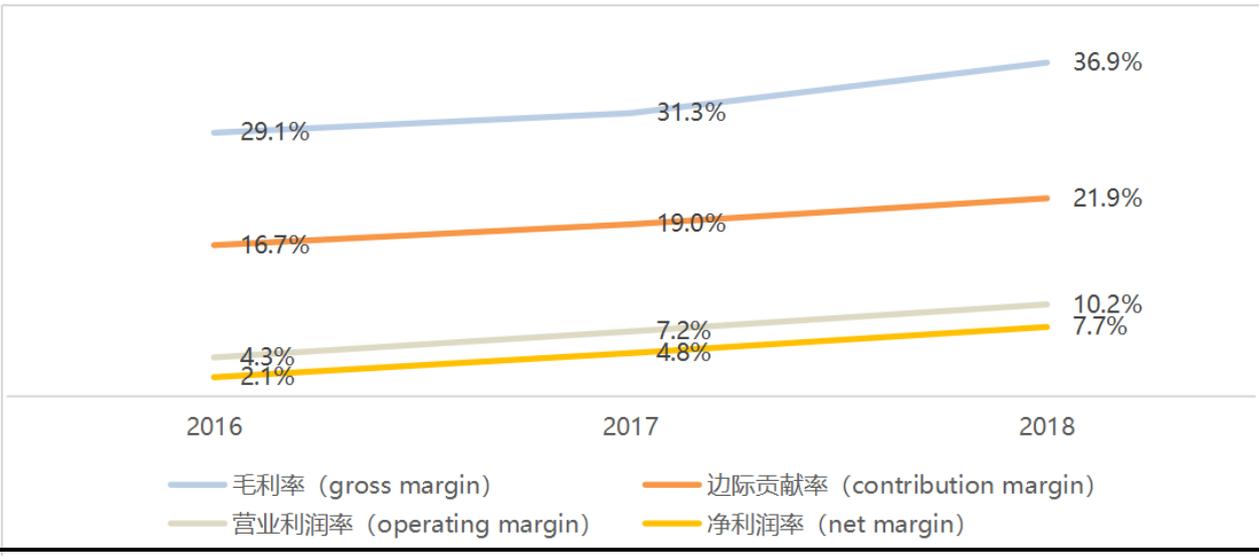
图表6: 2016Q1-2018Q4 公司费用率情况



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

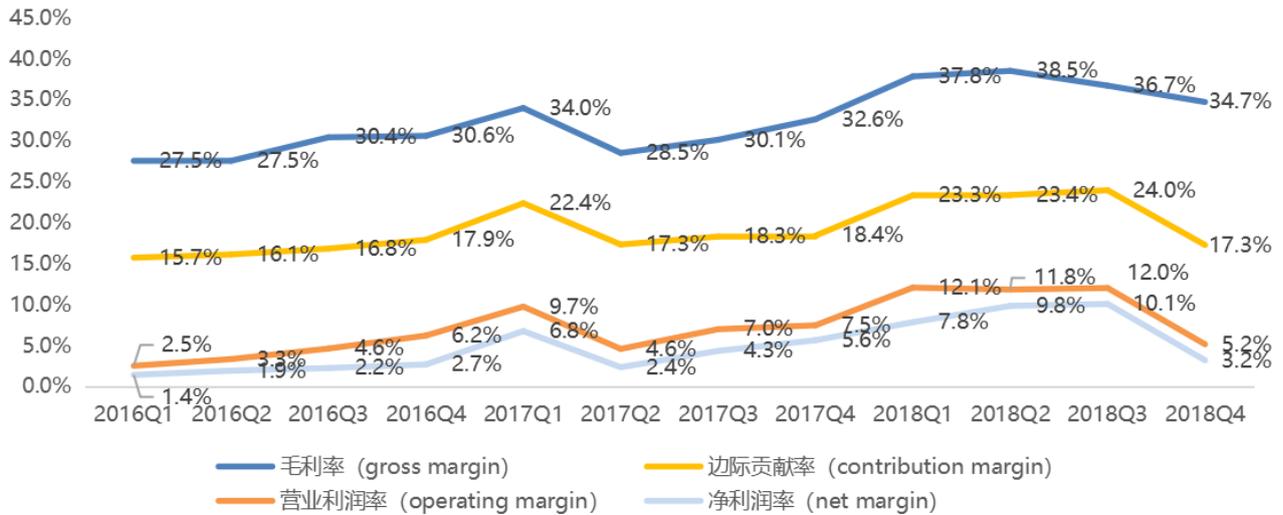
(4) 利润率: 公司毛利率、边际贡献率、营业利润率、净利润率均稳步上升, 2016-2018 年公司毛利率分别为 29.1%/31.3%/36.9%, 边际贡献率分别为 16.7%/19.0%/21.9%, 营业利润率分别为 4.3%/7.2%/10.2%, 净利润率分别为 2.1%/4.8%/7.7%。18Q4 公司利润率有所下滑, 主要系 Q4 集中上线多项内容, 且原创电影较多 (电影内容摊销快于剧集)。

图表7: 2016-2018 公司利润率情况



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

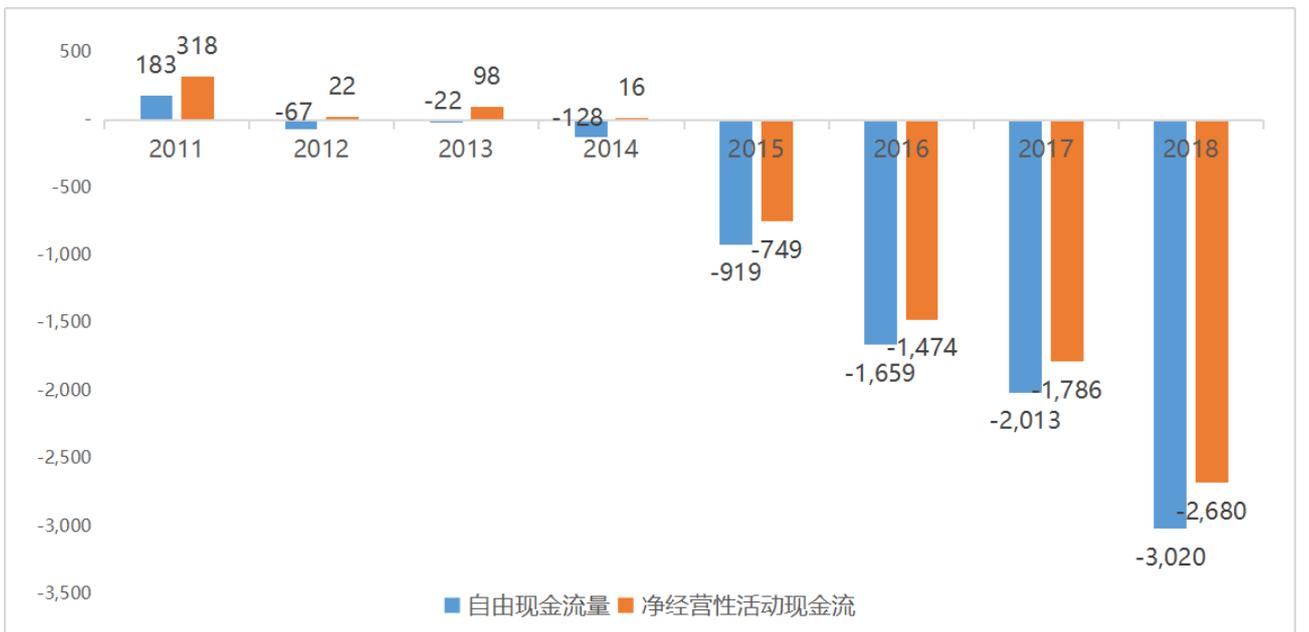
图表8： 2016Q1-2018Q4 公司利润率情况



资料来源：公司公告，方正证券研究所

(5) 现金流：公司 18 年净经营性活动现金流为-26.80 亿美元，自由现金流为-30.20 亿美元，目前公司仍处于快速扩张阶段，内容投入较大，导致现金流压力较大，净经营性活动现金流及自由现金流均未转正，主要靠举债经营。

图表9： 2011-2018 公司现金流情况 (百万美元)



资料来源：公司公告，方正证券研究所

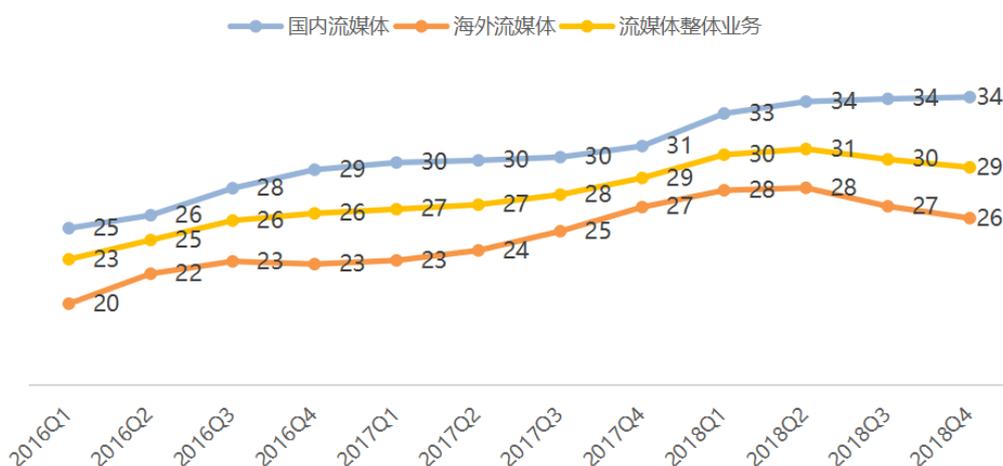
2、经营情况：18Q4 用户增长超预期，18 年公司流媒体业务的规模经济效应进一步增强，美国国内与海外的 ARPPU、边际贡献率等指标持续改善，伴随最新提价政策的实施，有望迎来国内 ARPPU 的新一轮提升。

图表10: 2016Q1-2018Q4 公司收入构成

单位: 千美元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
总收入	1,957,736	2,105,204	2,290,188	2,477,541	2,636,635	2,785,464	2,984,859	3,285,755	3,700,856	3,907,270	3,999,374	4,186,841
YoY	24%	28%	32%	36%	35%	32%	30%	33%	40%	40%	34%	27%
QoQ	7%	8%	9%	8%	6%	6%	7%	10%	13%	6%	2%	5%
国内流媒体	1,161,241	1,208,271	1,304,333	1,403,462	1,470,042	1,505,499	1,547,210	1,630,274	1,820,019	1,893,222	1,937,314	1,996,092
YoY	18%	18%	23%	27%	27%	25%	19%	16%	24%	26%	25%	22%
QoQ	5%	4%	8%	8%	5%	2%	3%	5%	12%	4%	2%	3%
收入占比	59%	57%	57%	57%	56%	54%	52%	50%	49%	48%	48%	48%
海外流媒体	651,748	758,201	853,480	947,666	1,046,199	1,165,228	1,327,435	1,550,329	1,782,086	1,921,144	1,973,283	2,105,592
YoY	57%	67%	65%	67%	61%	54%	56%	64%	70%	65%	49%	36%
QoQ	15%	16%	13%	11%	10%	11%	14%	17%	15%	8%	3%	7%
收入占比	33%	36%	37%	38%	40%	42%	44%	47%	48%	49%	49%	50%
DVD	144,747	138,732	132,375	126,413	120,394	114,737	110,214	105,152	98,751	92,904	88,777	85,157
YoY	-16%	-15%	-16%	-16%	-17%	-17%	-17%	-17%	-18%	-19%	-19%	-19%
QoQ	-4%	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%	-4%	-5%	-6%	-6%	-4%	-4%
收入占比	7%	7%	6%	5%	5%	4%	4%	3%	3%	2%	2%	2%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表11: 2016Q1-2018Q4 国内外流媒体付费用户季度 ARPPU (美元)



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

(1) 18 年公司流媒体业务规模经济效应继续提升, 内容投入产出率 (单付费用户产生的流媒体收入/单付费用户内容库摊销) 达 2.05 (12-17 年分别为 1.45/1.56/1.73/1.74/1.68/1.74/2.05)。

图表12: 2012-2018 年公司流媒体业务规模经济效应指标测算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
流媒体内容支出 (万美元)	175,342	237,597	318,033	460,924	688,064	890,576	1,204,356
流媒体内容库摊销 (万美元)	159,122	212,198	265,628	340,538	478,850	619,782	753,209
付费用户 (万人)	3,036	4,143	5,448	7,084	8,909	11,064	13,926
流媒体收入 (万美元)	247,241	346,377	473,950	613,377	828,840	1,124,222	1,542,875
单付费用户流媒体内容支出 (美元)	57.75	57.34	58.38	65.07	77.23	80.49	86.48
单付费用户内容库摊销额 (美元)	52.41	51.21	48.76	48.07	53.75	56.02	54.09
单付费用户产生的流媒体收入 (美元)	75.84	79.69	84.27	83.72	90.17	97.56	110.79
【内容投入产出率指标】单付费用户产生的流媒体收入/单付费用户流媒体内容现金流支出 (倍)	1.31	1.39	1.44	1.29	1.17	1.21	1.28
【内容投入产出率指标】单付费用户产生的流媒体收入/单付费用户内容库摊销额 (倍)	1.45	1.56	1.73	1.74	1.68	1.74	2.05
单付费用户平均月度ARPPU (美元)	6.32	6.64	7.02	6.98	7.51	8.13	9.23

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

(2) 国内流媒体: 18Q4 新增付费用户符合预期 (达 5849 万), 18 年 ARPPU 提升 12% 至 131 美元, 但 18 年季度 ARPPU 增长乏力,

公司实施新的提价政策以促进 ARPPU 进一步提升。

公司 18Q4 付费用户增加 152.9 万至 5848.6 万，略超公司之前指引的季度新增 150 万至 5846 万付费用户，公司 18Q4 付费用户季度 ARPPU 为 34 美元，与 18Q3 基本持平。公司 18 年共新增付费用户 567.6 万，用户增加额仍保持快速增长。公司 18 年 ARPPU 为 131 美元，同比增加 12%，边际贡献率为 33.8%，与 16-17 年基本持平。

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。本次涨价将对新用户立即生效，并在 19Q1-Q2 逐步覆盖到老用户。基于公司历次提价与国内付费用户数据变化的对比，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，ARPPU 有望迎来新一轮快速增长期，长期付费情况向好。本次提价同时有助缓解公司内容投入的压力，巩固其作为美国本土流媒体之王的地位。我们按照 18Q4 最新的 5848.6 万付费用户为测算基数，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。

图表 13：公司国内流媒体业务数据

单位：千	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
国内流媒体												
付费会员增量	2,313	290	475	1,426	1,470	948	1,022	1,465	2,277	872	998	1,529
期末付费会员数	45,714	46,004	46,479	47,905	49,375	50,323	51,345	52,810	55,087	55,959	56,957	58,486
YoY	13.4%	12.0%	10.5%	10.4%	8.0%	9.4%	10.5%	10.2%	11.6%	11.2%	10.9%	10.7%
QoQ	5.3%	0.6%	1.0%	3.1%	3.1%	1.9%	2.0%	2.9%	4.3%	1.6%	1.8%	2.7%
期末总用户数	46,967	47,129	47,497	49,431	50,854	51,921	52,772	54,750	56,705	57,379	58,464	60,551
YoY	13.5%	11.4%	10.0%	10.5%	8.3%	10.2%	11.1%	10.8%	11.5%	10.5%	10.8%	10.6%
QoQ	5.0%	0.3%	0.8%	4.1%	2.9%	2.1%	1.6%	3.7%	3.6%	1.2%	1.9%	3.6%
实现营业收入	1,161,241	1,208,271	1,304,333	1,403,462	1,470,042	1,505,499	1,547,210	1,630,274	1,820,019	1,893,222	1,937,314	1,996,092
YoY	17.9%	17.8%	22.6%	26.9%	26.6%	24.6%	18.6%	16.2%	23.8%	25.8%	25.2%	22.4%
QoQ	5.0%	4.0%	8.0%	7.6%	4.7%	2.4%	2.8%	5.4%	11.6%	4.0%	2.3%	3.0%
收入占比	59.3%	57.4%	57.0%	56.6%	55.8%	54.0%	51.8%	49.6%	49.2%	48.5%	48.4%	47.7%
季度ARPPU (美元)	25	26	28	29	30	30	30	31	33	34	34	34
营业成本	687,756	729,399	746,220	788,598	783,954	868,530	902,275	916,100	936,480	969,995	1,038,473	1,093,446
销售费用	88,574	93,751	116,687	113,916	126,253	124,903	141,533	211,057	250,719	251,298	210,595	312,739
边际贡献	384,911	385,121	441,426	500,948	559,835	512,066	503,402	503,117	632,820	671,929	688,246	589,907
边际贡献率	33.1%	31.9%	33.8%	35.7%	38.1%	34.0%	32.5%	30.9%	34.8%	35.5%	35.5%	29.6%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 14：2016-2018 年美国国内流媒体经营数据

单位：千美元	2016	2017	2018
国内流媒体			
付费会员增量	4,504	4,905	5,676
期末付费会员数	47,905	52,810	58,486
YoY	10.4%	10.2%	10.7%
期末总用户数	49,431	54,750	60,551
YoY	10.5%	10.8%	10.6%
实现营业收入	5,077,307	6,153,025	7,646,647
YoY	21.5%	21.2%	24.3%
收入占比	57.5%	52.6%	48.4%
ARPPU (美元)	106	117	131
营业成本	2,951,973	3,470,859	4,038,394
营业成本/营业收入	58%	56%	53%
销售费用	412,928	603,746	1,025,351
销售费用率	8%	10%	13%
边际贡献	1,712,406	2,078,420	2,582,902
边际贡献率	33.7%	33.8%	33.8%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表 15: 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 16: 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

(3) 海外流媒体: 18Q4 新增付费用户超预期(达 8077 万), 且保持较快增速(YoY+39.7%, QoQ+9.9%), 18 年海外边际贡献率提升至 8.5%(17 年为-2%), 对比国内 34%的边际贡献率, 仍有较大提升空间, 是未来业绩增长的重要动力。

公司 18Q4 海外流媒体新增付费用户 730.8 万至 8077.3 万, 超公司此前指引的新增 610 万至 7956 万付费用户。公司海外流媒体 18 年 ARPPU 为 96 美元(YoY+10%), 远低于美国国内的 131 美元。18 年公司海外流媒体业务的边际贡献率为 8.5%(17 年为-2%), 改善明显, 但对比国内 34%的边际贡献率仍有较大提升空间。分析目前海外流媒体业务边际贡献率较低的原因, 主要系目前公司在海外部分地区仍处于早期开发阶段, 投入成本较高, 且销售费用较高, 而美国国内市场较为成熟, 毛利率更高, 且销售费用率更低, 2016-2018 年公司美国国内流媒体成本占营收的比例为 58%/56%/53%, 销售费用率分别为 8%/10%/13%, 而海外流媒体成本占营收的比例分别为 95%/86%/74%, 销售费用率分别为 21%/16%/17%。

图表 17: 公司海外流媒体业务数据

单位: 千	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
海外流媒体												
付费会员增量	4,555	1,899	2,907	4,386	3,803	3,725	3,965	5,156	5,981	4,580	5,070	7,308
期末付费会员数	31,993	33,892	36,799	41,185	44,988	48,713	52,678	57,834	63,815	68,395	73,465	80,773
YoY	65.7%	56.6%	53.6%	50.1%	40.6%	43.7%	43.2%	40.4%	41.8%	40.4%	39.5%	39.7%
QoQ	16.6%	5.9%	8.6%	11.9%	9.2%	8.3%	8.1%	9.8%	10.3%	7.2%	7.4%	9.9%
期末总用户数	34,533	36,048	39,246	44,365	47,894	52,031	56,476	62,832	68,290	72,762	78,635	87,904
YoY	65.4%	55.0%	51.0%	47.8%	38.7%	44.3%	43.9%	41.6%	42.6%	39.8%	39.2%	39.9%
QoQ	15.0%	4.4%	8.9%	13.0%	8.0%	8.6%	8.5%	11.3%	8.7%	6.5%	8.1%	11.8%
实现营业收入	651,748	758,201	853,480	947,666	1,046,199	1,165,228	1,327,435	1,550,329	1,782,086	1,921,144	1,973,283	2,105,592
YoY	56.9%	66.7%	65.1%	67.3%	60.5%	53.7%	55.5%	63.6%	70.3%	64.9%	48.7%	35.8%
QoQ	15.1%	16.3%	12.6%	11.0%	10.4%	11.4%	13.9%	16.8%	14.9%	7.8%	2.7%	6.7%
收入占比	33.3%	36.0%	37.3%	38.3%	39.7%	41.8%	44.5%	47.2%	48.2%	49.2%	49.3%	50.3%
季度ARPPU(美元)	20	22	23	23	23	24	25	27	28	28	27	26
营业成本	657,730	728,168	783,877	872,972	896,558	1,070,432	1,136,877	1,255,749	1,321,706	1,392,512	1,455,554	1,606,275
销售费用	142,891	146,839	194,330	200,531	179,895	186,257	210,913	255,470	286,058	340,709	299,735	417,616
边际贡献	-148,873	-116,806	-124,727	-125,837	-30,254	-91,461	-20,355	39,110	174,322	187,923	217,994	81,701
边际贡献率	-22.8%	-15.4%	-14.6%	-13.3%	-2.9%	-7.8%	-1.5%	2.5%	9.8%	9.8%	11.0%	3.9%

资料来源:公司公告,方正证券研究所

图表 18: 2016-2018 年海外流媒体经营数据

单位: 千美元	2016	2017	2018
海外流媒体			
付费会员增量	13,747	16,649	22,939
期末付费会员数	41,185	57,834	80,773
YoY	50.1%	40.4%	39.7%
期末总用户数	44,365	62,832	87,904
YoY	47.8%	41.6%	39.9%
实现营业收入	3,211,095	5,089,191	7,782,105
YoY	64.4%	58.5%	52.9%
收入占比	36.4%	43.5%	49.3%
ARPPU (美元)	78	88	96
营业成本	3,042,747	4,359,616	5,776,047
营业成本/营业收入	95%	86%	74%
销售费用	684,591	832,535	1,344,118
销售费用率	21%	16%	17%
边际贡献	-516,243	-102,960	661,940
边际贡献率	-16.1%	-2.0%	8.5%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

3、奈飞原创电影正在复制原创剧集的成功之路, 18Q4 集中上线了《蒙上你的眼》(预计首月观看用户达 8 千万)、《罗马》(获得金球奖两大大奖) 等多部原创电影佳作, 反响强烈。

● 18Q4 上新内容:

(1) 原创电影: 公司 18Q4 集中上线了《Bird Box》(蒙上你的眼)、《The Christmas Chronicles》、《ROMA》(罗马)、《Private Life》(私人生活)、《The Ballad of Buster Scruggs》(巴斯特·斯克鲁格斯的歌谣) 等诸多优质电影, 其中惊悚片《Bird Box》(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, 预计上线首月将有 8000 万用户观看。目前《ROMA》仍在影院上映, 并在 900 多种不同的荧幕上播放。公司 12 月还发布第一部交互式体验电影《Black Mirror: Bandersnatch》, 藉由观众的选择来决定主角最后的结局; 片长 90 分钟, 交互总时长 312 分钟。这些制作精良、口碑较好的电影充分说明了奈飞打造原创电影的实力, 将为奈飞用户的持续增长保驾护航。

(2) 原创剧集: 18Q4 上线了《The Haunting of Hill House》(鬼入侵)、《Chilling Adventures of Sabrina》(萨布丽娜的惊心冒险)、《The Kominsky Method》(柯明斯基理论)、《Big Mouth》(大嘴巴) 第二季、毒枭系列最新作品《Narcos: Mexico》(毒枭: 墨西哥)、《You》(你) 等, 预计《You》上线首月可吸引 4000 万用户观看。

(3) 海外原创剧集: 原创西班牙语剧集《Élite》(名校风暴) 上线四周吸引了 2000 万会员的观看。与 BBC 联合制作的《Bodyguard》(贴身保镖) 是公司最受欢迎的联合制作内容之一, 第二部意大利原创剧集《baby》(罗马宝贝)、首部土耳其原创剧集《The Protector》(保护者), 这三个作品均在线上四周吸引了千万以上会员观看。

(4) 无脚本内容: 两年前开启了无脚本内容的原创战略, 目前《Tidying Up with Marie Kondo》(麻理惠的整理秘诀) 等原创作品表现优秀, 占据该类别节目的主要观看份额。

● 内容影响力：

重要国际奖项：公司在 76 届金球奖获得 5 项大奖，《ROMA》获最佳导演奖和最佳外语片，《Bodyguard》获剧情类剧集最佳男主角，《The Kominsky Method》获最佳喜剧剧集和音乐/喜剧类剧集最佳男主角。**用户影响力：**《Elite》主演在剧集发布后迎来 Instagram 关注人数爆发式增长。

图表 19：2018 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

图表 20：《Elite》主演的 Instagram 粉丝量的变化



资料来源：公司公告，方正证券研究所

4、展望 19Q1，公司优质内容储备丰富，预计付费用户数仍将保持强劲增长（国内 6009 万+海外 8807 万），季度营收增速将小幅回落（预计 YoY+21%），季度营业利润率目标 8.9%（YoY-3.2pct, QoQ+3.8pct），全年营业利润率目标 13%（YoY+3pct）。

(1) 19Q1 公司财务及用户数据指引：

①公司预计 19Q1 营收稳健增长：44.94 亿美元（YoY+21.4%、QoQ+7.3%）；19Q1 营业利润及营业利润率：营业利润 4 亿美元（YoY-10.4%、QoQ+85.4%），营业利润率 8.9%（YoY-3.17pct, QoQ+3.75pct）；19Q1 净利润及净利润率：净利润 2.53 亿美元（YoY-12.8%、QoQ+88.9%），净利润率 5.6%（YoY-2.2pct、QoQ+2.4pct）。19 全年目标营业利润率 13%（YoY+2.8%）。

②公司预计 19Q1 国内流媒体付费用户将新增 160 万至 6009 万，海外流媒体付费用户将新增 730 万至 8807 万。

(2) 19Q1 原创内容上新计划：19Q1 将上线《Sex Education》、新一季《Friends From College》等剧集，《Fyre》、《Conversations with A Killer: The Ted Bundy Tapes》等纪录片，《GODZILLA The Planet Eater》、《The Last Laugh (2019)》、《Close》等原创电影，《Sebastian Maniscalco: Stay Hungry》等综艺脱口秀节目。

图表 21：公司 19Q1 原创内容上新计划

预计上线时间	名称	类型	分发方式	备注
2019/1/9	《GODZILLA The Planet Eater》	FILM	ORIGINAL	
2019/1/11	《Friends From College》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	第二季，8集
2019/1/11	《Sex Education》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	
2019/1/11	《The Last Laugh (2019)》	FILM	ORIGINAL	
2019/1/11	《Titans》	SERIES	ORIGINAL	第一季
2019/1/15	《Sebastian Maniscalco: Stay Hungry》	STAND-UP COMEDY SPECIAL	GLOBAL ORIGINAL	
2019/1/18	《Carmen Sandiego》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	第一季
2019/1/18	《Close》	FILM	ORIGINAL	
2019/1/18	《Fyre》	DOCUMENTARY	GLOBAL ORIGINAL	
2019/1/18	《Grace and Frankie》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	第五季
2019/1/18	《IO》	FILM	GLOBAL ORIGINAL	
2019/1/18	《Marvel's The Punisher》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	第二季
2019/1/18	《Soni》	FILM	FIRST RUN	
2019/1/18	《Trigger Warning with Killer Mike》	SERIES		第一季
2019/1/24	《Conversations with A Killer: The Ted Bundy Tapes》	DOCUMENTARY	ORIGINAL	第一季
2019/1/25	《Black Earth Rising》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	
2019/1/25	《Kingdom》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	第一季，6集
2019/1/25	《Polar》	FILM	ORIGINAL	
2019/1/25	《Unbreakable Kimmy Schmidt》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	第四季
2019/1/29	《Gabriel "Fluffy" Iglesias: One Show Fits All》	STAND-UP COMEDY SPECIAL	GLOBAL ORIGINAL	
2019/2/1	《Always a Witch》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	第一季，10集
2019/2/1	《Russian Doll》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	
2019/2/1	Velvet Buzzsaw》	FILM	ORIGINAL	
2019/2/8	《High Flying Bird》	FILM	ORIGINAL	
2019/2/8	《One Day at a Time》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	
2019/2/14	《Ken Jeong: You Complete Me, Ho》	STAND-UP COMEDY SPECIAL	GLOBAL ORIGINAL	
2019/2/15	《Larry Charles: The Dangerous World of Comedy》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	第一季
2019/2/15	《The Breaker Upperers》	FILM	ORIGINAL	
2019/2/15	《The Umbrella Academy》	SERIES	GLOBAL ORIGINAL	第一季，10集，60分钟
2019/2/22	《Paddleton》	FILM	GLOBAL ORIGINAL	
2019/3/1	《The Boy Who Harnessed the Wind》	FILM	GLOBAL ORIGINAL	
2019/3/22	《The Dirt》	FILM	GLOBAL ORIGINAL	

资料来源：公司公告，公司官网，方正证券研究所

5、盈利预测：根据彭博一致预期，FY2019-2021 营收分别为 199.02/244.16/289.25 亿美元，GAAP 净利润分别为 18.55/30.01/42.61 亿美元，对应 SPS 分别为 45.70/56.07/66.43 美元，对应 EPS 分别为 4.26/6.89/9.78 美元，对应 P/S 为 7.73/6.30/5.32X，对应 P/E 为 82.91/51.25/36.10X。

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、数量化方法、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