

# 奈飞 (NFLX.US) 19Q2 点评

证券研究报告  
2019年07月19日

## 奈飞内忧外患未战先怯，用户数增量失所望，下调至“卖出”，目标价下调至 280 美元

作者

**何翩翩** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516080002  
hepianpian@tfzq.com

**雷俊成** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518060004  
leijuncheng@tfzq.com

**马赫** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070001  
mahe@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《奈飞 (NFLX.US) 19Q1 点评: 用户增长减速, 竞争格局恶化呈“内忧外患”之态, 维持“持有”, TP 330 美元》2019-04-18
- 2 《奈飞 (NFLX.US) 18Q4 点评: 涨价或只是饮鸩止渴, 内忧外患下巨头入围剿, 奈飞的下一部纸牌屋在哪儿, TP 330》2019-01-20
- 3 《奈飞(NFLX.US)18Q3 点评: 美国市场天花板逐步可见, 海外市场增速或难以维持, 维持“持有”, TP 330 美元》2018-11-07
- 4 《奈飞(NFLX.US)18Q2 点评: 用户增长远低于预期, 本土海外均临强敌内忧外患, 维持“持有”, TP 330 美元》2018-07-18
- 5 《奈飞(NFLX.US)18Q1 点评: 用户营收超预期, 捆绑促销+海外本土化初见成效, 上调 TP 至 330 美元, 维持“持有”》2018-04-19
- 6 《奈飞(NFLX.US)17Q4 点评: 用户营收超预期, 海外扭亏, 内容管线充实, 但饱和北美再添强敌, 上调到“持有”, TP 200 美元》2018-01-23
- 7 《奈飞(NFLX.US)17Q3 点评: 用户营收超预期, 但北美市场饱和, 内容成本攀升令人忧; 维持 TP 125 美元, “卖出”评级》2017-10-18
- 8 《奈飞(NFLX.US)2Q17 业绩: 用户增长超预期, 但本地 OTT 市场饱和, 出走海外困难重重; 上调 TP 至 125 美元, 维持“卖出”评级》2017-07-18
- 9 《奈飞(NFLX.US)1Q17 业绩: 盈利超预期但用户增长疲软低于预期, 群雄逐鹿 OTT, YouTube、亚马逊虎视眈眈》2017-04-18

### 提价反噬用户增长远逊预期，奈飞流媒体战局“未战先怯”

Netflix 2019Q2 公布远差于预期的用户增量，美国付费用户净流出 12.6 万人，为奈飞历史首次单季用户流失；国际付费用户仅增长 283 万人，远低于市场预期的 481 万人，也为 16 年以来单季最差。我们认为美国用户负增长和国际（特别是拉美地区等以美元结算国家）用户增长放缓都应该归咎于提价的反作用，虽暂停 ARPPU 走低颓势，但有可能丢失部分价格敏感用户。而我们此前强调该策略的“饮鸩止渴”效应，是在明年起随着媒体巨头纷纷入局流媒体，用户势必权衡多选项下的支出分配，奈飞的涨价反而会造成用户的潜在降档。

奈飞的国际扩张步伐连续两季同比增速低于 40%，将面临：a) 各国家高基数逐渐显现，往后可能增速减缓至 20-30% 区间；b) 本地化内容创造需要更加持续的砸钱和管线支撑；c) 国际用户粘性较低，相比美国市场的用户粘性培养成熟，在国际市场奈飞并不是必需品，只是额外选择。奈飞努力开拓的印度市场此前一直因定价过高而不见起色，用户仅约 200 万人（奈飞套餐为 7 美元/月，Hotstar 和 Amazon Prime Video 均仅为 14.5 美元/年）。而迪士尼旗下的 Hotstar 依靠板球比赛直播加持和涵盖电视电影全平台的丰富内容，已经拓展到 3 亿人 MAU。奈飞宣布 Q3 将在印度推出低价手机端套餐，目标价 5 美元/月以下，但仍显过高的定价，能否为主打原创剧的奈飞带来撼动 Hotstar 的助力尚有待观察。

Q2 用户流失暴露其在行将到来的流媒体战局前夕，对用户吸引的疲态。虽然 Q2 是奈飞的传统淡季，但疲软的用户增量导致营收仅同比增长 26% 至 49.2 亿美元，弱于市场预期的 49.3 亿美元；EPS 0.6 美元略好于市场预期的 0.56 美元。市场对奈飞“未战先怯”的潜在竞争力削弱表现失望，业绩发布后一度跌逾 12%。

### 流媒体王者争夺战中，迪士尼将成最大挑战者，AT&T 不甘示弱

在流媒体王者争夺战中，我们最看好 IP 巨头迪士尼的转型。我们认为迪士尼不但会对奈飞造成威胁，更有望蚕食传统有线电视的份额。我们早在去年 11 月报告里，建议关注迪士尼入局流媒体。迪士尼的优势在于【IP 王者+线上线下的闭环生态圈+高性价比】。以“三合一”流媒体平台为骨干，包括合家欢的 Disney+、可取代传统有线电视的 Hulu、及体育频道 ESPN+，打造完整娱乐体验。公司手握媒体产业内最火热和丰富的 IP 储备，包括 Pixar、星球大战和漫威宇宙等；线下有主题公园、周边产品等互动；加上高性价比的捆绑销售模式，有望加速传统有线电视“剪线族”的转化。

AT&T 旗下华纳媒体上周也宣布将于 2020 年春正式推出全新流媒体平台 HBO Max，将以 HBO 优质原创内容为核心，囊括华纳旗下 IP 库和一系列独家内容，包括全十季老友记、CW 电视台剧集等。AT&T 较奈飞的优势在于 1) 传统电信宽带、电视庞大的用户基数为之后的流媒体捆绑销售提供良好的适应性和用户转化；2) 华纳旗下的 IP 库 DC 超级英雄（超人、蝙蝠侠、神奇女侠、海王等）、哈利波特、指环王等也证明其内容制作经营能力。但 AT&T 自身问题在于转型缓慢，负债较高亟需降本扩源，缺乏新媒体产业经营经验，近年 DC 英雄口碑略逊漫威，往后的 IP 管线储备也不如迪士尼。

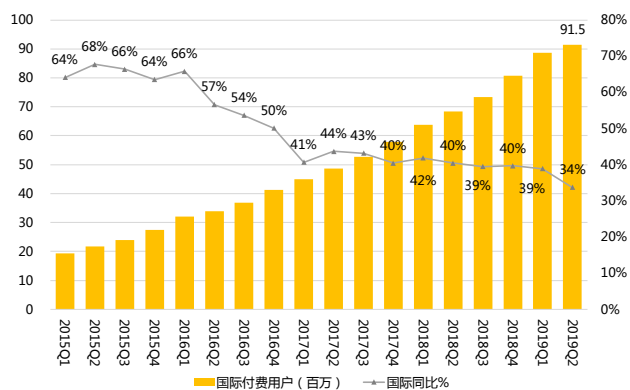
### 2020 年开启的流媒体战局，奈飞举债烧钱模式或难维系，下调至“卖出”

以迪士尼、奈飞、AT&T（华纳媒体）、亚马逊 Prime Video、Comcast（NBCU）、苹果 Apple TV+ 为代表的六大流媒体平台，将在 2020 年开始展开用户争夺战，而内容和价格将是吸引用户数的关键、资金实力将影响长期作战能力、海外市场则为长期增长动能。我们重申不看好奈飞依靠举债烧钱投入的运营模式，加上第三方内容将随着各大媒体开展自家流媒体业务而逐渐流失，或将难以支撑高估值。迪士尼一直以传统媒体和内容供应商的估值为基础，历史 PE 在 15-20x 之间，对比奈飞 19 年的 110 倍。我们认为迪士尼有望向互联网估值水平靠拢的同时，建议关注和奈飞的多空配对交易（pair trade）。我们下调奈飞评级到“卖出”，目标价格下调至 280 美元。

**风险提示：用户增长和粘性不及预期，内容投入成本费用多于预期。**

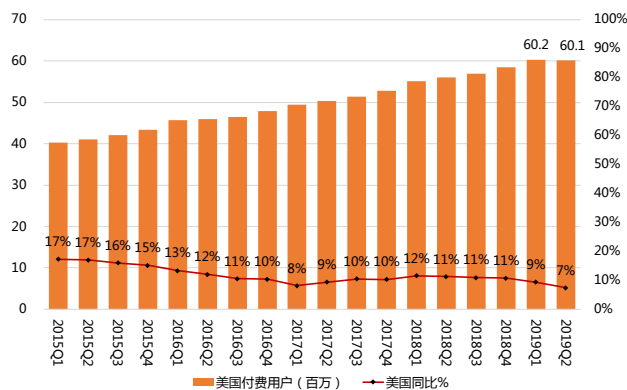


图 1：奈飞国际付费用户数和同比（百万人）



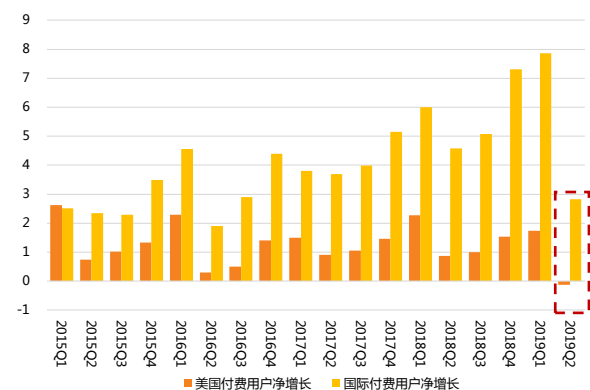
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：奈飞美国付费用户数和同比（百万人）



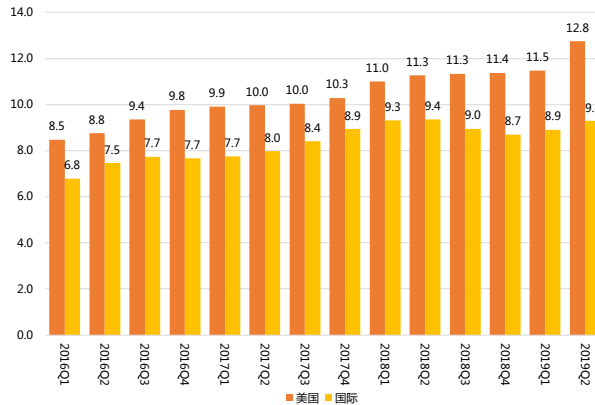
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：奈飞美国和国际付费用户净增长（百万人）



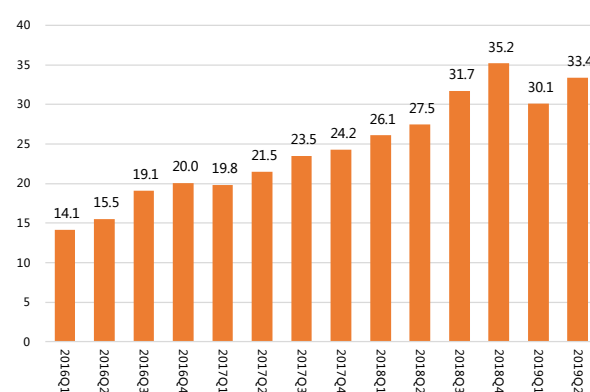
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：奈飞美国和国际付费用户 ARPPU 值（美元）



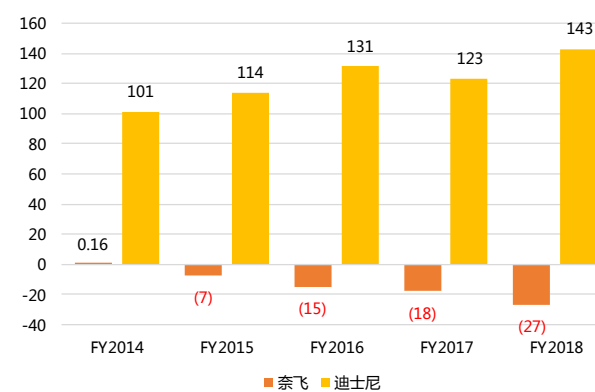
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：Netflix 内容投入（亿美元）



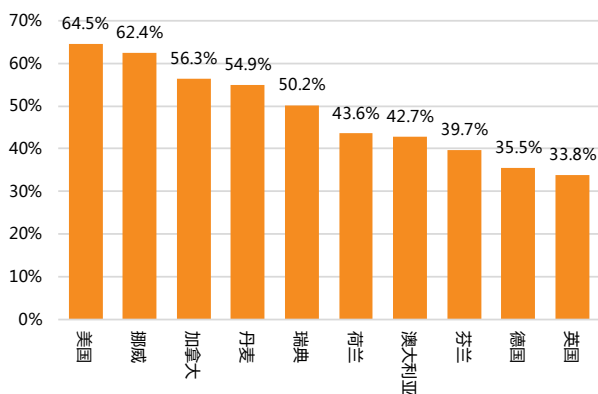
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：奈飞和迪士尼近 5 年经营性现金流（亿美元）



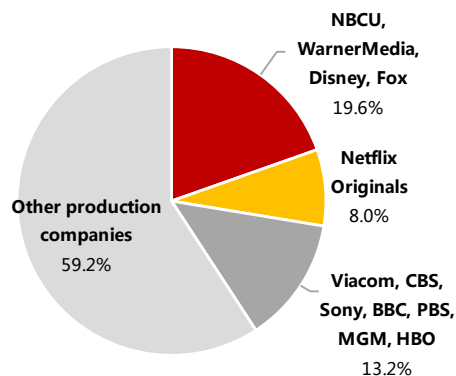
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 7: Netflix 2018 在数字视频观看人数中渗透率最高的 10 个国家



资料来源: eMarketer, 天风证券研究所

图 8: 奈飞内容库以时长计, 仅有 8% 是自制内容



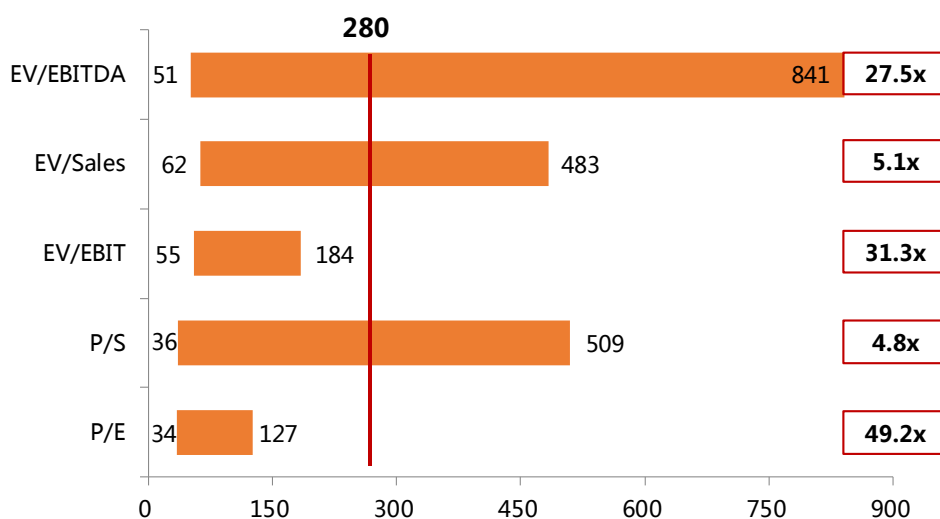
资料来源: Ampere Analysis, 天风证券研究所

图 9: 奈飞可比公司估值比较

	市值 (十亿美元)	2019 P/E	2019 P/S	2019 EV/EBITDA	2019 EV/EBIT	2019 EV/Sales	2020 P/E	2020 P/S	2020 EV/EBITDA	2020 EV/EBIT	2020 EV/Sales
奈飞	142.2	83.9	7.1	47.2	55.0	7.4	49.1	5.7	32.4	36.1	6.0
可比公司											
迪士尼	254.9	21.8	3.5	17.4	21.1	4.4	22.3	3.0	15.9	21.2	3.8
AT&T	241.5	9.2	1.3	7.3	14.2	2.4	9.1	1.3	7.3	13.5	2.4
Comcast	202.2	14.8	1.8	9.1	14.6	2.8	13.3	1.7	8.5	13.4	2.7
Fox	22.7	14.9	2.0	10.3	11.3	2.3	15.1	1.9	10.4	11.5	2.2
Discovery	21.6	8.5	1.9	8.4	11.7	3.6	7.9	1.8	8.3	10.8	3.4
CBS	19.2	9.2	1.2	8.5	8.9	1.9	7.9	1.2	7.8	8.1	1.8
爱奇艺	13.3		3.0	10.3		3.0		2.4	6.8		2.4
Viacom	12.5	7.6	1.0	7.4	8.1	1.7	7.2	0.9	7.2	7.6	1.6
Roku	12.4		11.8	1049.6		11.6		8.8	338.1		8.6
哔哩哔哩	4.8		5.3			4.8		3.7	79.4		3.3
Nexstar Media	4.8	16.3	1.8	10.1	14.9	3.3	9.1	1.6	7.5	9.7	2.8
Tribune Media	4.1	16.2	2.1	12.1	22.0	3.1	13.0	1.9	10.0	14.0	2.8
AMC网络	3.1	6.4	1.0	6.3	7.7	2.0	6.1	1.0	6.4	7.7	1.9
狮门娱乐	2.4	10.6	0.6	9.6	15.2	1.5	8.8	0.6	8.3	12.8	1.4
Min		6.4	0.6	6.3	7.7	1.5	6.1	0.6	6.4	7.6	1.4
Max		21.8	11.8	1049.6	22.0	11.6	22.3	8.8	338.1	21.2	8.6

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

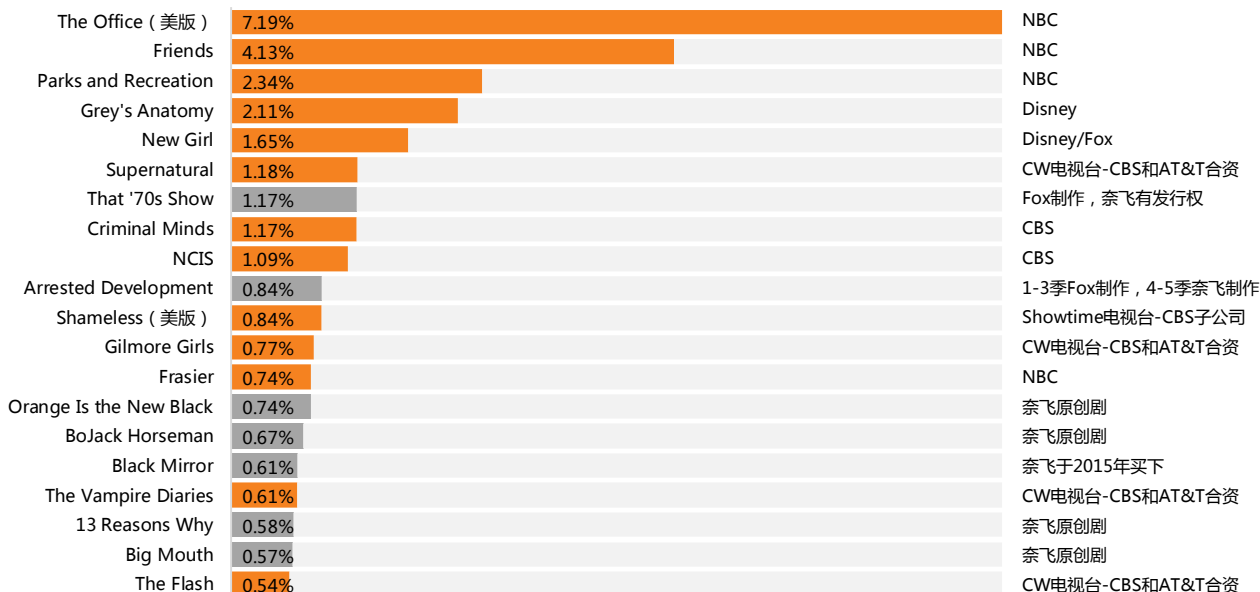
图 10: 奈飞根据可比公司 2020 年一致预期的 Football Field 估值



资料来源: Bloomberg 2020 一致预期, 天风证券研究所

注: EV/EBITDA 最大值采用哔哩哔哩 2020 年一致预期的 79.4x

图 11：2018 年奈飞按用户观看时长比例的剧集排名，前 6 名第三方剧集均存在下架风险，右侧为版权归属方



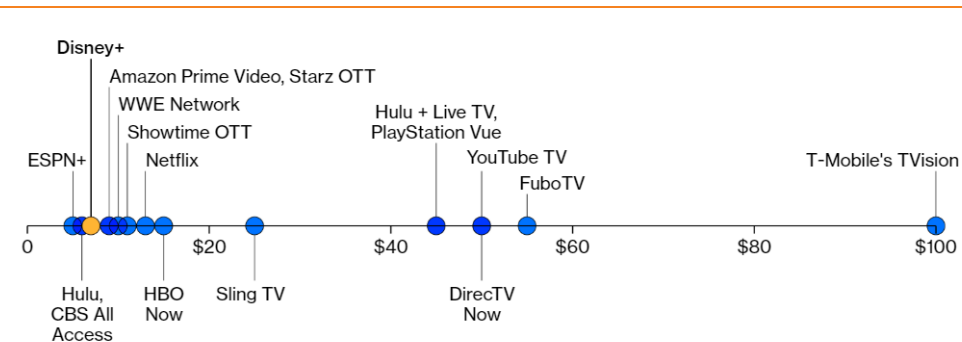
资料来源: Jumpshot, 天风证券研究所, 注: 橙色为版权归属 Disney、Fox、WarnerMedia、NBCU、CBS 等所有, 均存在下架风险

图 12：迪士尼三大流媒体平台 vs 奈飞



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 13：各家媒体每月收费价格比较



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

图 14：迪士尼电影发行计划

预计发行年	预计发行日	工作室	电影名
2019	2019-05-10	FSL	托尔金 TOLKIEN
	2019-05-24	DIS	阿拉丁
	2019-06-07	FOX	X战警：黑凤凰
	2019-06-21	DIS	玩具总动员4
	2019-07-12	FOX	优步危机 STUBER
	2019-07-19	DIS	狮子王
	2019-08-09	FOX	我在雨中等你
	2019-08-23	FSL	READY OR NOT
	2019-09-20	FOX	星际探索
	2019-10-04	FOX	窗里的女人
	2019-10-18	DIS	黑魔女：沉睡魔咒2
	2019-11-15	FOX	极速之王 FORD v. FERRARI
	2019-11-22	DIS	冰雪奇缘2
2019-12-20	DIS	星球大战：THE RISE OF SKYWALKER	
2019-12-25	FOX	飞鸽特工队	
2020	2020-01-10	FOX	UNDERWATER
	2020-02-14	FOX	未命名 王牌特工
	2020-02-21	FOX	野性的呼唤
	2020-03-06	DIS	ONWARD 皮克斯动画
	2020-03-27	DIS	花木兰
	2020-04-03	FOX	X战警：新变种人
	2020-05-01	DIS	未命名 漫威
	2020-05-29	DIS	阿特米斯的奇幻历险
	2020-06-19	DIS	未命名 皮克斯动画
	2020-07-03	FOX	FREE GUY
	2020-07-17	FOX	开心汉堡店 BOB'S BURGERS
	2020-07-24	DIS	丛林巡航 JUNGLE CRUISE
	2020-08-14	DIS	独一无二的伊凡
	2020-10-09	FOX	DEATH ON THE NILE
	2020-11-06	DIS	未命名 漫威
	2020-11-06	FOX	RON'S GONE WRONG
2020-11-25	DIS	未命名 迪士尼动画	
2020-12-18	FOX	WEST SIDE STORY	
2020-12-23	DIS	CRUELLA	
2021	2021-02-12	DIS	未命名 漫威
	2021-03-05	FOX	NIMONA
	2021-03-12	DIS	未命名 迪士尼真人电影
	2021-05-07	DIS	未命名 漫威
	2021-05-28	DIS	未命名 迪士尼真人电影
	2021-06-18	DIS	未命名 皮克斯动画
	2021-07-09	DIS	未命名 夺宝奇兵
	2021-07-30	DIS	未命名 迪士尼真人电影
	2021-10-08	DIS	未命名 迪士尼真人电影
	2021-11-05	DIS	未命名 漫威
2021-11-24	DIS	未命名 迪士尼动画	
2021-12-17	FOX	阿凡达 2	
2022	2022-02-18	DIS	未命名 漫威
	2022-03-18	DIS	未命名 皮克斯
	2022-05-06	DIS	未命名 漫威
	2022-05-27	DIS	未命名 迪士尼真人电影
	2022-06-17	DIS	未命名 皮克斯
	2022-07-08	DIS	未命名 迪士尼真人电影
	2022-07-29	DIS	未命名 漫威
	2022-10-07	DIS	未命名 迪士尼真人电影
	2022-11-04	DIS	未命名 迪士尼真人电影
2022-11-23	DIS	未命名 迪士尼动画	
2022-12-16	DIS	未命名 星球大战	
2023	2023-02-17	DIS	未命名 迪士尼真人电影
	2023-12-22	FOX	阿凡达 3
2024	2024-12-20	DIS	未命名 星球大战
2025	2025-12-19	FOX	阿凡达 4
2026	2026-12-18	DIS	未命名 星球大战
2027	2027-12-17	FOX	阿凡达 5

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com