

奈飞 (NFLX.US) 19Q3 点评

证券研究报告

2019年11月15日

奈飞欲将注意力转至国际市场，但难以弥补美国市场疲态，维持“卖出”，目标价下调至 260 美元

我们在奈飞二季报后将公司下调至“卖出”，目标价下调至 280 美元，奈飞股价最多相对 7 月 382 美元高点下跌超 30%至 252 美元。我们重申不看好奈飞往后的竞争格局，认为流媒体龙头在日渐升温的美国流媒体市场战中仍将面临更多挑战，基本盘的受损恐不是注意力转至国际市场所能弥补。

美国市场身陷用户天花板和内容库抽血的桎梏“双杀”境地

我们认为奈飞在美国很可能陷入用户和单价“双杀”的境地。三季度美国付费用户仅增加 52 万人，不及市场预期的 80 万人。但美国收入同比增长 25%至 24.1 亿美元，我们认为主要依靠提价后 ARPU 的暂时提高。我们此前强调该策略的“饮鸩止渴”效应，或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，届时奈飞的涨价或反会造成用户的潜在降档。我们一直强调，奈飞在美国的提价会反噬用户，从第二季度的用户流失，到三季度的用户疲软增量表现，明显反映。特别是三季度作为奈飞“一家独大”的最后一季，热门剧《怪奇物语》的更新也没有吸引足够的新增客户。奈飞也承认提价后用户留存情况不如提价前，更何况 Q4 起将面对迪士尼 Disney+ 6.99 美元(Disney+ & Hulu & ESPN+ 三平台 13 美元)和苹果 Apple TV+ 5 美元的定价策略。

奈飞更严重的问题是内容库被抽血，随着老友记、办公室等头部观影内容被下架，迪士尼所有内容也都会在 2019 年底前下架，奈飞一直推崇的“一站式内容平台”对观众的吸引力将进一步下降。根据 Hollywood Reporter/Morning Consult 问卷调查显示，22%的美国观众会因为漫威宇宙电影下架而退订奈飞，20%会因为星球大战系列下架而退订；此外还有 14%和 11%的观众会分别因为《办公室》和《老友记》下架而退订。特别的，在 18-29 岁年龄层用户，退订意愿更为强烈，因为漫威电影、星球大战、《办公室》和《老友记》下架而将退订的比例分别达到 35%、26%、29%和 17%。AT&T 将于明年 5 月发布 HBO Max 流媒体平台并收回《老友记》；而 Comcast 也将在 2021 年收回《办公室》并在自己的 Peacock 流媒体平台上线。

转移注意力至海外市场，砸钱不止但成长性恐不及预期

Q3 国际用户同比增长 33%，包括西班牙语剧集《La Casa De Papel》成为奈飞最受欢迎的非英语剧集之一。该剧今年 7 月上线了第三季，在首四周获得包括 17 个国家的 4400 万家庭观看，为 Q3 国际用户带来超预期的 626 万用户增量。奈飞还提到日本的《The Naked Director》在亚洲地区受到欢迎，并期待 11 月上线的德语剧《We are the Wave》能成为下一热门剧。

市场暂时对奈飞国际扩张步伐报以乐观态度。我们认为仍需时间观察扩张进度，且往后仍然面临：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，例如《La Casa De Papel》就在第三季上调预算成为西语剧集单集成本最高的聚集。奈飞在 2020 年还规划了 130 部本地化内容。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。

从 Q4 开始奈飞将会分区域(亚太、欧洲、中东和非洲、拉美、北美)公布营收和用户情况，有可能是掩饰美国增量疲软的权宜之计。此外，奈飞着眼的国际市场，利润率基本只有美国市场的一半，往后只会将其高投入烧钱造内容的商业模式缺点进一步放大。近期公司再发 20 亿美元公司债延续“烧钱”，恐将长期令现金流承压。我们根据彭博一致预期的 Football Field 估值认为奈飞股价仍有下行空间，目标价下调至 260 美元，维持“卖出”。

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。

作者

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

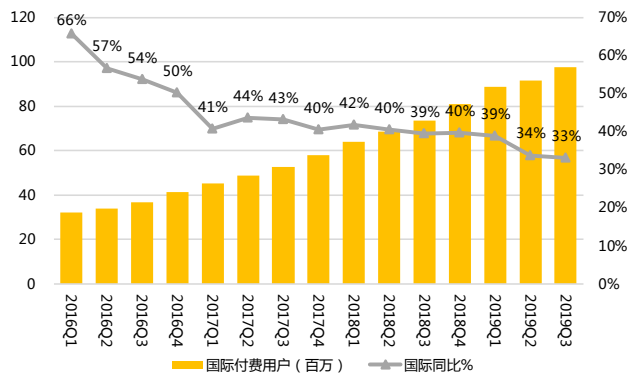
雷俊成 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060004
leijuncheng@tfzq.com

相关报告

- 1 《奈飞 (NFLX.US) 19Q2 点评：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》 2019-07-19
- 2 《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”，TP330 美元》 2019-04-18
- 3 《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
- 4 《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
- 5 《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
- 6 《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
- 7 《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
- 8 《奈飞(NFLX.US)17Q3 点评：用户营收超预期，但北美市场饱和，内容成本攀升引忧；维持 TP 125 美元，“卖出”评级》 2017-10-18
- 9 《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

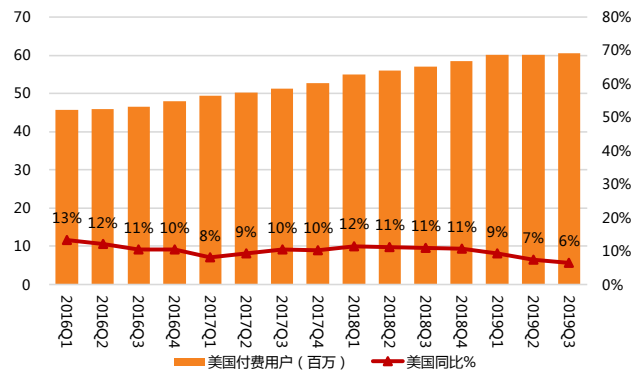


图 1：奈飞国际付费用户数和同比（百万人）



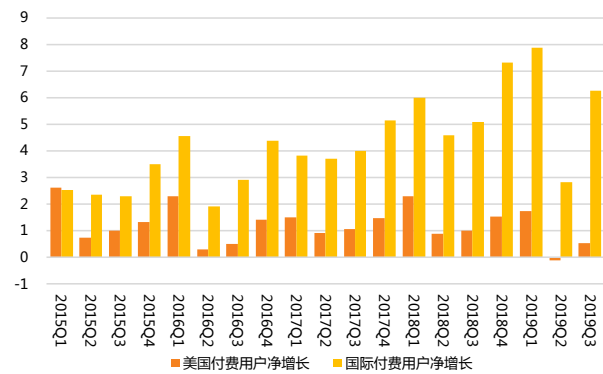
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：奈飞美国付费用户数和同比（百万人）



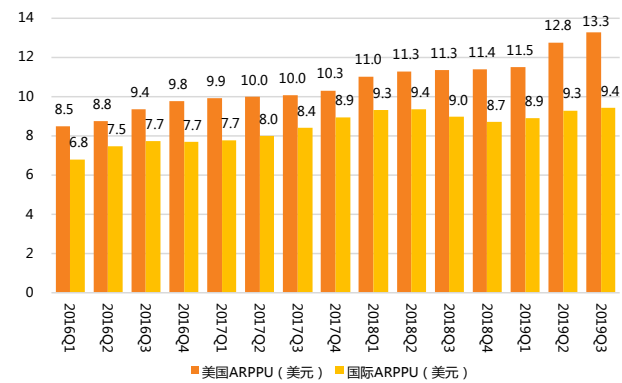
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：奈飞美国和国际付费用户净增长（百万人）



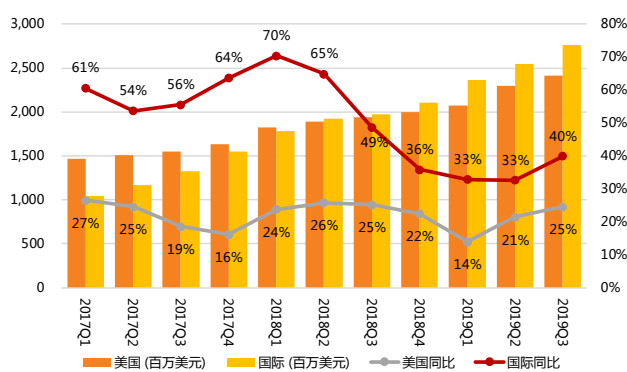
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：奈飞美国和国际付费用户 ARPPU 值（美元）



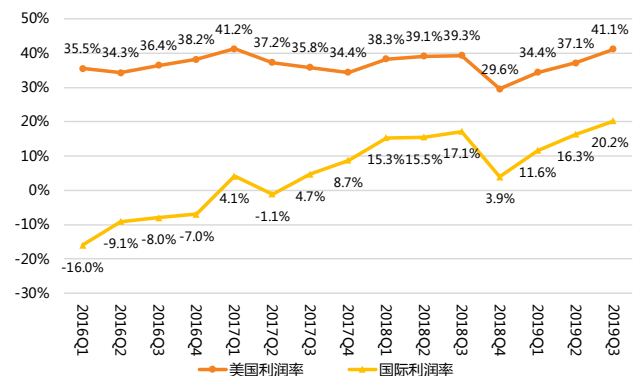
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：奈飞营收和同比（百万美元）



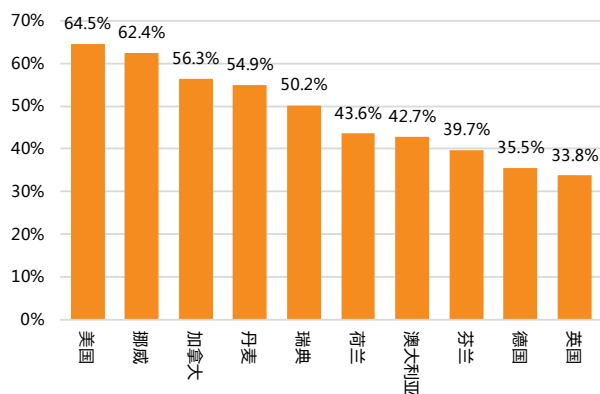
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：奈飞美国和国际业务利润率比较



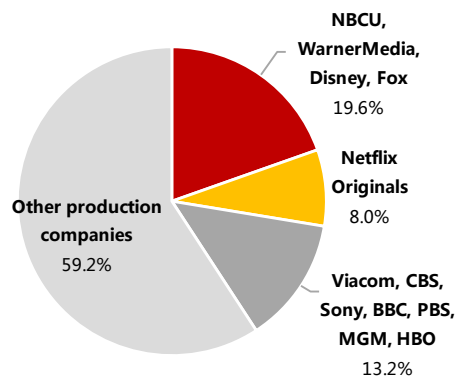
资料来源：公司财报，天风证券研究所

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



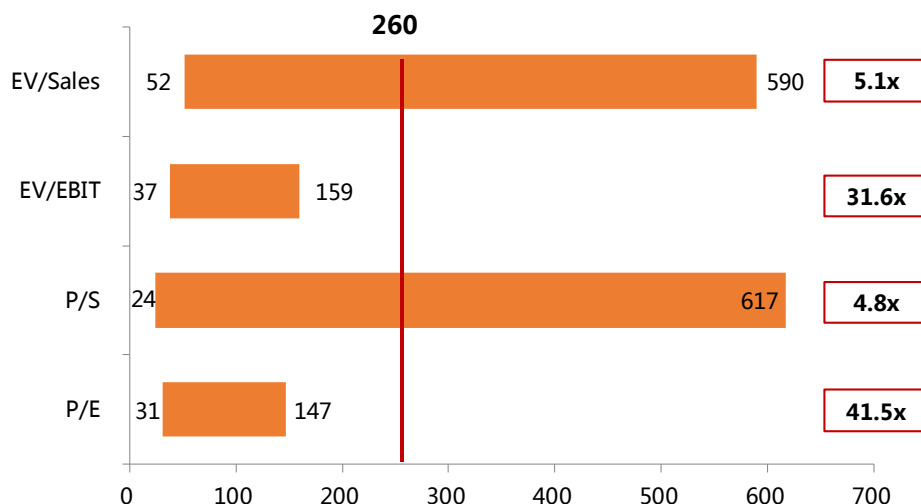
资料来源: Ampere Analysis, 天风证券研究所

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	128.0	85.8	6.2	42.9	51.2	6.7	52.4	5.1	30.0	34.0	5.5
可比公司											
AT&T	286.1	10.9	1.6	8.0	15.5	2.6	10.8	1.6	7.9	14.5	2.6
迪士尼	249.6	23.3	3.4	18.0	21.3	4.4	23.4	2.9	16.1	20.1	3.7
Comcast	205.8	14.8	1.9	9.0	14.7	2.9	13.3	1.8	8.5	13.4	2.7
Fox	21.2						14.3	1.6	9.5	10.4	1.9
CBS	14.2	8.0	0.9	7.4	7.6	1.5	7.4	0.9	7.1	7.4	1.5
Discovery	15.4	7.2	1.8	8.0	10.3	3.4	6.9	1.7	7.8	9.7	3.2
爱奇艺	13.9		3.2	20.2		3.3		2.6	13.3		2.7
Roku	15.9		15.5	410.2		15.3		11.4	250.6		11.2
Viacom	9.3	6.1	0.7	6.1	6.6	1.4	5.9	0.7	5.9	6.3	1.3
Nexstar Media	4.9	15.1	1.6	9.1	12.0	3.0	7.5	1.1	5.3	7.3	2.1
哔哩哔哩	5.4		5.7			5.5		3.9	199.4		3.7
AMC网络	2.3	4.8	0.8	5.6	6.9	1.7	5.0	0.8	5.8	6.7	1.7
狮门娱乐	2.0						8.3	0.4	9.5	11.7	1.3
Min		4.8	0.7	5.6	6.6	1.4	5.0	0.4	5.3	6.3	1.3
Max		23.3	15.5	410.2	21.3	15.3	23.4	11.4	250.6	20.1	11.2

资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

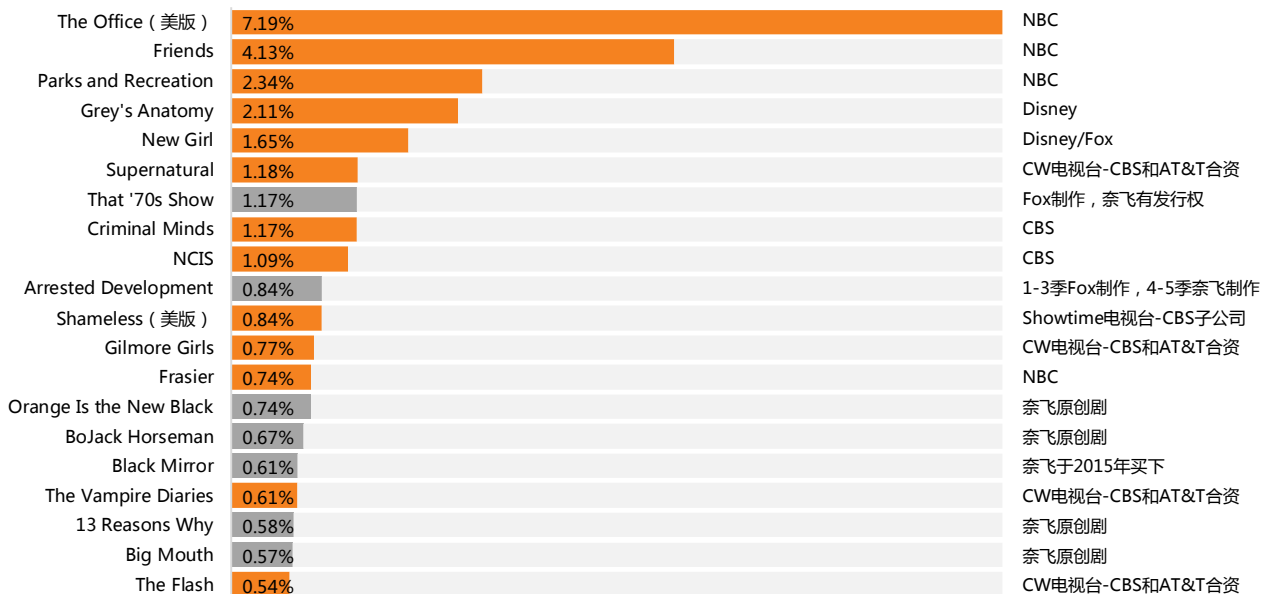
图 10: 奈飞根据可比公司 2020 年一致预期的 Football Field 估值



资料来源: Bloomberg 2020 一致预期, 天风证券研究所

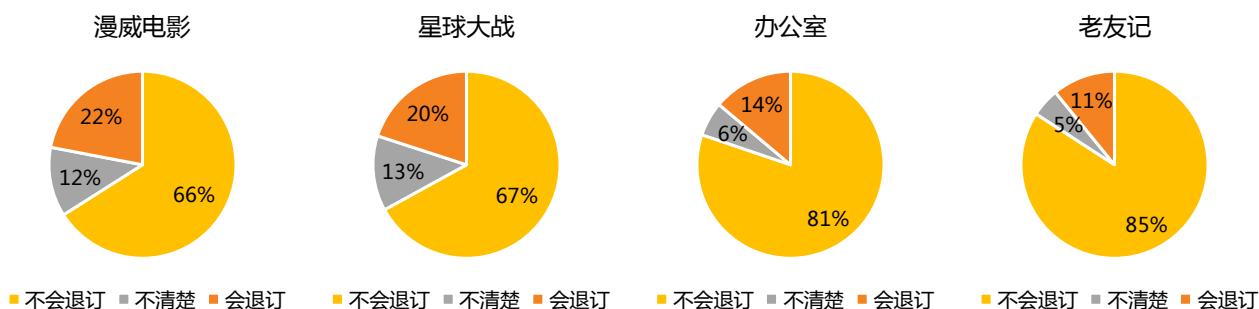
注: EV/EBITDA 可比公司估值范围太大不具参考性, 故此次我们不再纳入 EV/EBITDA 估值

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：用户调查是否会因为特定影视内容下架而退订奈飞



资料来源：Hollywood Reporter/Morning Consult poll, 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 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	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