

企業動向報告

2023 年 04 月 21 日

張健民 CFA
研究部主管
ivan.cheung@sinopac.com

張雪婷
研究部副經理
samantha.cheung@sinopac.com

股票資料

股份編號:	NFLX US
市價:	US\$325.35
市值:	約 US\$145b
市盈率:	32.70x
市帳率:	6.74x
股息率:	n/a

Netflix (NFLX) 企業動向報告

Netflix (NFLX) 分析結論和建議

Netflix 目前股價 US\$325.35。整體來說，相對於其他串流平台，Netflix 證明其創作內容具有一定核心優勢，對付費用戶有一定的吸引力與黏著度。目前新策略（廣告和打擊共享帳號）推出部分市場反應還算在公司預期內，雖短期財務會受影響，但隨時間增加將開始貢獻營收，營收增長速度將重新加速。經營利潤率在新策略和穩定內容輸出之下，有望進一步擴大。具有核心競爭力的自創內容，加上龐大的用戶人數與曝光度保證，對廣告商的 CPM 有一定的議價權。股價由去年 11 月低位 \$ 166.37，反彈至 1 月下旬最高 \$ 367.96，近期股價稍為回調，提供入市機會，公司於中長線來看仍然有一定優勢，建議買入 BUY。

Netflix 目前業務狀況

Netflix 是全球領先的互聯網電視網絡，提供串流媒體服務，用戶可以隨時瀏覽其電視劇、紀錄片和電影庫。透過連接互聯網直接在電視、電腦和手機上觀看內容。Netflix 在全球擁有超過 2 億付費用戶。Netflix 串流平台憑藉其原創節目和在新興市場降價，吸引了新用戶。公司與其他娛樂平台，例如遊戲、社交媒體和其他串流媒體服務的競爭仍然很緊張。一些大型科技公司繼續大力投資於串流媒體，最近非常關注體育直播，而且所有大型傳統娛樂公司都有推出了自己的串流平台服務，許多娛樂公司已經逐步從競爭對手的串流媒體中刪除他們的內容服務，包括 Netflix。隨著訂戶增加變得更具挑戰性，公司已將其專注放於提高利潤率。漲價是在當前經濟環境和激烈的競爭下難以實施。Netflix 正嘗試通

過廣告支持計劃和付費分享等新的銷售計劃來提高每位會員的平均收入 (Average Revenue per Membership, ARM) · 這些計劃將在第二季度推出。

本季財務概要

US\$百萬	1Q23	1Q22	變化
收入	8,161.50	7,867.77	+3.73%
毛利	3,357.88	3,583.06	-6.28%
經營利潤	1,714.32	1,971.63	-13.05%
淨利潤	1,305.12	1,597.45	-18.30%
每股盈利	2.88	3.53	-18.41%

- Netflix 1Q23 營收為 US\$81.6 億(+3.7%YoY, +3.9%QoQ) · 略低於市場預期 US\$81.8 億 · 高於研究處預期 US\$81.4 億 · 其中有 4%成長來自 平均付費用戶數、ARM 年減 1% · 若排除 外匯影響年增 4% · 從中可看出美元的持續影響 · 但與前幾季相比已有所好轉 · 在 克制行銷費用之下 · 營運收入為 US\$17.1 億 · 高於公司先前 US\$16 億的指引;營業利潤率從 1Q22 的 25% 下滑至 21% · 主要受美元升值影響 ; EPS US\$2.88 · 略高於市場預期 US\$2.86 · 其中包含 US\$8,100 萬非現金未實現損失(歐元計價的債務進行重新計算)。
- Netflix 報告 1Q23 銷售額增長 3.7% · 按當地貨幣計算增長近 8% · 這得益於按固定貨幣計算的 ARM 增長 (+4%) · 第一季度的付費淨增達 175 萬 · 而去年同期為虧損 20 萬 · 這一發展是由第一季度 116 個國家的降價推動的 · 但這些國家加起來佔 2022 年總銷售額的比例不到 5% · 各地區的收入發展參差不齊 ·

UCAN 地區（美國和加拿大）的收入增長最為強勁。儘管 Netflix 淨增加了 10,000 名訂戶，但在加拿大付費共享產生的額外費用的支持下，ARM 增長了 9%（該選項在第一季度進行了測試）。付費分享將於第二季度在美國推出。歐洲、中東和非洲地區報告的淨增加量更高（64,000），但這裡的表現也受到更高的 ARM（按固定匯率計算 +1%）的推動。淨增加量在亞太地區最為強勁，該公司在該地區獲得了 146 萬訂戶。由於最近的降價，該地區的 ARM 按固定匯率計算下降了 6%。由於宏觀經濟持續疲軟，Netflix 僅在拉丁美洲失去了客戶，但 ARM 發展良好，按固定貨幣計算增長了 8%。

- 新廣告計劃的效果勝過公司最初的預期。在美國，其廣告計劃的 ARM（訂閱和廣告）已經高於其標準計劃，設定為每月 US\$15.49。該公司計劃通過更好的視頻質量和兩個同步串流來升級廣告計劃，以吸引更廣泛的消費者群體，並進一步加強現有和新訂戶的參與度。此外，在與第三方重新談判後，與無廣告計劃相比，Netflix 的廣告支持計劃平均可以播放其內容庫的 95%。該公司還計劃開發更多功能以增加對廣告商的吸引力。該公司使用微軟的銷售平台添加了一個程序化私人市場，這樣廣告商就可以在 Netflix 串流媒體平台上為其廣告購買廣告位。
- 目前，超過 1 億個家庭正在共享他們的 Netflix 帳戶。公司希望向這些用戶收取額外的會費，為帳戶擁有者以外的用戶添加個人資料。公司首先在拉丁美洲測試了這一概念，並看到用戶最初離開了平台，但當共享用戶開始激活自己的帳戶並且現有會員增加了更多其他共享用戶時，影響發生了逆轉。公司在推廣到最後一組國家中看到了類似的需求發展。Netflix 表示，它希望對產品進行一些更改，並將付費共享的推出推遲到第二季

企業動向報告

2023 年 04 月 21 日

度。 Netflix 還認為，用戶在假期旅行時會更願意支付額外費用。

NFLX US Equity		Actions		Export		Settings		Consensus Overview									
Netflix Inc		Periodicity		Quarters		Source		Standard									
More estimates are available MODL »																	
Headline Headline Growth Company-Specific																	
		Q1 2023 Act	Q1 2023 Est		Q2 2023 Est		Q3 2023 Est		Q4 2023 Est								
		03/31/2023	03/31/2023	#	06/30/2023	#	09/30/2023	#	12/31/2023								
3 Months Ending																	
11) EPS, Adj		2.867	15		2.901 ↓	17	3.210 ↓	17	2.224 ↓								
12) EPS, GAAP+		2.880	38		2.845 ↓	34	3.195 ↓	36	2.159								
13) Revenue		8.162B	8.181B	38	8.276B	36	8.620B	37	8.799B								
14) Gross Margin %		41.114	23		40.669 ↓	22	41.362	22	37.031								
15) Operating Profit		1.714B	1.641B	36	1.570B ↓	33	1.827B ↓	35	1.279B								
16) EBIT		1.714B	1.641B	36	1.570B ↓	32	1.833B ↓	35	1.285B								
17) EBITDA		1.870B	30		1.801B ↓	31	2.017B ↓	31	1.540B								
18) Pre-Tax Profit		1.469B	1.524B	32	1.488B ↓	33	1.681B ↓	33	1.139B								
19) Net Income Adj		1.336B	14		1.331B ↓	12	1.490B ↓	12	1.068B ↓								
20) Net Income, GAAP+		1.305B	1.290B	34	1.277B ↓	32	1.427B ↓	33	958.970M								
Current Multiples																	
		Last 4 Qtrs Act	Next 4 Qtrs Est		FY 2023		FY 2024		FY 2025								
Price/EPS GAAP+		31.65	27.32		28.83		22.61		18.14								
Price/Book		6.70	6.38		5.94		4.95		4.43								
Price/Cash Flow		43.82	12.16		27.74		19.27		18.80								
EV/Revenue		4.72	4.32		4.44		3.96		3.57								
EV/EBITDA		30.14	19.52		20.81		16.73		13.69								
EV/EBIT		32.43	22.23		23.41		18.53		14.95								
EV/OPP		32.43	22.27		23.45		19.01		15.34								
Dividend Yield		0.00			0.00		0.00		0.00								
*Period Notes																	
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 4565 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2023 Bloomberg Finance L.P. SN 575663 HKT GMT+8:00 H235~42~173 20-Apr-2023 14:12:13																	

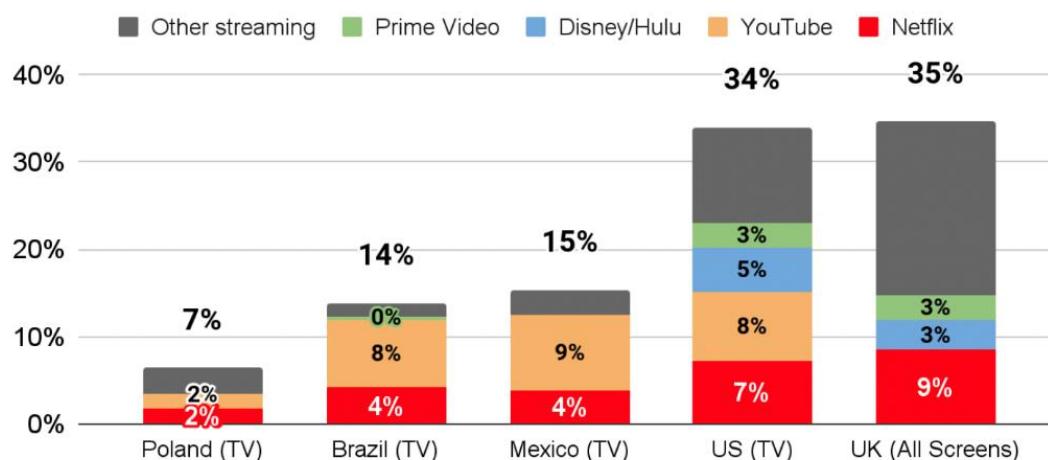
績後預估

- Netflix 預料第二季度業績與第一季度相似。銷售額預計約為 US\$82 億，增長 3.4%，營業利潤率預計為 19%，而去年同期為 19.8%。由於大部分內容製作都在美國進行，因此利潤率壓力仍然來自貨幣逆風。在今年剩餘時間裡，公司預計在 2023 年下半年以固定貨幣計算的收入增長將會加速，廣告和打擊共享帳號計劃將會為公司帶來長遠正面刺激。
- 原先 Netflix 表示將於 1Q23 末廣泛推出打擊共享帳號計劃，但年初於拉丁美洲地區推出後，2 月初僅擴大到加拿大、紐西蘭、葡萄牙、西班牙，短期遭遇用戶流失的現象，雖後續訂閱會恢復並帶來新增，但無法避免短期會拖累業績。公司將廣泛

發布 (包含美國) 時間將推遲到 2Q23，預計 2Q23 訂閱數和 1Q23 差不多，接著將於 3Q23 和年末逐漸正常化。

- 根據 Nielsen 數據顯示，串流平台佔據美國電視時長正在緩慢且穩定的上升，除此之外，在每個國家串流仍只佔少數觀看時間，隨串流的參與度佔比增加，其增長空間還很大，光是增加巴西、墨西哥和波蘭 等國的總觀看時間佔比 (2%-4%) 提高至英美的 7%-9% ，Netflix 就能持續加速發展。

各國串流平台於電視時間中佔比



資料來源： Netflix, Nielsen

我們的看法

- 相對於其他串流平台，Netflix 證明其原創內容具有一定核心優勢，對付費用戶有一定的吸引力與黏著度。
- 目前新策略 (廣告和打擊共享帳號) 推出部分市場反應還算在公司預期內，雖短期財務會受影響，但隨時間增加將開始貢獻營收，營收增長速度將重新加速。
- 經營利潤率在新策略和穩定內容輸出之下，有望進一步擴大。

企業動向報告

2023 年 04 月 21 日

- 具有核心競爭力的自創內容，加上龐大的用戶人數與曝光度保證，對廣告商的 CPM 有一定的議價權。
- 基本因素方面，Netflix 2022 年每股盈利為 US\$9.95，市場預期 2023 / 2024 / 2025 年度 (12 月結) 的每股盈利將分別為 US\$11.262 / US\$14.616 / US\$18.211；以 2023 年 04 月 20 日收市價 US\$325.35 計算，2023 / 2024 / 2025 / 年度預期市盈率 (Price to Earnings Ratio)，分別為 28.89 倍 / 22.26 倍 / 17.87 倍。
- 估值方面，過去兩年中，公司的市盈率 (Price to Earnings Ratio) 的平均值 (Mean) 為 38.90 倍 (高位/平均值/低位/標準差，分別為 67.10 倍/38.90 倍/10.70 倍/14.10 倍)。
- 現價位於 32.70 倍 2022 年度市盈率，約等於兩年平均市盈率減 0.44 個標準差，即公司現時估值稍低於兩年平均水準，估值甚具吸引力。
- 綜合彭博社數字，55 家券商對 Netflix 買入 / 持有 / 沽售分別為 28 家 / 23 家 / 4 家，平均目標價 US\$372.89 較 2023 年 04 月 20 日收市價 US\$325.35 高 14.61%。
- 股價走勢方面，Netflix 股價由去年 11 月低位 \$166.37，反彈至 1 月下旬最高 \$367.96，近期股價稍為回調，提供入市機會。

企業動向報告

2023 年 04 月 21 日

圖 1 : Netflix 股價圖



資料來源 : Netflix, Bloomberg

企業動向報告

2023 年 04 月 21 日

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券(亞洲)及／或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券(亞洲)可信之資料來源，但永豐金證券(亞洲)並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及／或法規准許情況下，永豐金證券(亞洲)概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券(亞洲)可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：(a) 本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及 (b) 其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券(亞洲)之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

永豐金證券(亞洲)及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及／或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券(亞洲)可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券(亞洲)一名或以上之董事、高級職員及／或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券(亞洲)在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供之任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券(亞洲)有限公司（「永豐金證券(亞洲)」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究／分析／涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究／分析／涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券(亞洲)集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司（包括永豐金證券(亞洲)）（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2023 年 4 月 21 日，若永豐金證券(亞洲)有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

©2021 永豐金證券(亞洲)有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券(亞洲)有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券(亞洲)有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。