

奈飞 (NFLX.O)

财报点评：22Q1 付费用户数负增长，ARM 稳步提升

● 事件

奈飞 (NFLX.O) 于 4 月 19 日发布 2022Q1 财报，大幅低于市场预期。公司实现营收 78.7 亿美元，YoY+9.9%；经营利润 19.72 亿美元，YoY+0.6%。本季度新增付费用户数下降 20 万，大幅低于业绩指引的 250 万。

● 核心观点

遭遇用户瓶颈，营收增速创近 10 年新低，盈利能力和现金流环比改善

本季度公司营收增速大幅放缓，主要受用户增长瓶颈和 1 亿多的免费共享账户影响。22Q1 公司营收为 78.7 亿美元，YoY+9.9%创近 10 年新低；自由现金流再度转正，现金流持续性改善。盈利能力方面，22Q1 公司经营利润率为 25.06%，净利率为 20.3%，均同比下滑。我们认为，公司盈利能力仍维持在健康水平，预计短期受竞争激烈和获客困难的影响导致利润承压，但随着 ARM 的不断增长，公司有望进一步释放盈利能力。

付费用户数近年首次下降，短期面临增长压力，ARM 持续提升加速用户货币化

受到会员提价、用户瓶颈、短视频冲击、宏观经济疲软等多方影响，本季度新增付费用户数下降 20 万，大幅低于业绩指引的 250 万。分地区来看，市场渗透率较低的 APAC 和 EMEA 为主要的付费用户来源，22Q1 APAC 新增付费用户数 109 万，EMEA 剔除俄罗斯影响也取得用户正增长。ARM 持续提升主要受会员提价驱动，公司在高渗透率地区提高会员价格，加速变现。在用户增长放缓的背景下，公司未来的营收增长更依靠 ARM 的提升。

● 投资建议

二季度业绩指引悲观，短期股价表现或相对疲软。22Q2 公司预计付费用户数将再度下滑 200 万，主要由于会员费提价使得用户留存率短期下滑，以及季节性影响。

我们仍然长期看好奈飞内容为王、全球本土化扩张的战略，虽然预计公司上半年表现平平，但是下半年公司表现将有所回暖。主要观点如下：1) 优质的内容仍为公司的核心竞争力，公司的内容表现和收视率仍保持在较高水平。2) 涨价仅影响短期用户留存率，在强劲内容的驱动下用户依然会回归，长期来看对公司的货币化有着正面驱动。3) 低渗透率地区有望成为公司的新增用户来源；流媒体市场仍有较大的提升空间，美国流媒体市场仅占电视市场的 28.6%。4) 公司经营有望持续改善。在 ARM 持续增长的背景下，公司盈利能力有望保持较高水平并在未来持续扩张。同时，公司采取低价分享的方案，预计能够提升免费分享账户对营收的贡献。此外，公司正考虑采用类似 Roku 的植入广告的低价订阅模式，实现多元化的用户货币化方式，提高变现能力。

● 风险提示

行业竞争加剧；内容质量不及预期；用户增长、留存持续不及预期；融资成本增长、现金流持续承压。

Franky Lau

分析师

SFC CE Ref: BRQ041

Frankyliu@futuok.com

Chancy Chen

团队成员

chancychen@futunn.com

刘钰莹

实习生

pageliu@futunn.com

市场数据

Netflix	NFLX.O
日期	2022/4/20
当前价	226.19
总股本	4.44亿
流通股本	4.44亿
52周最高/最低价(美元)	700.99/212.51
近1月绝对涨幅	-58.54%
近12月绝对涨幅	-40.57%

数据来源：Wind，富途证券

股价表现

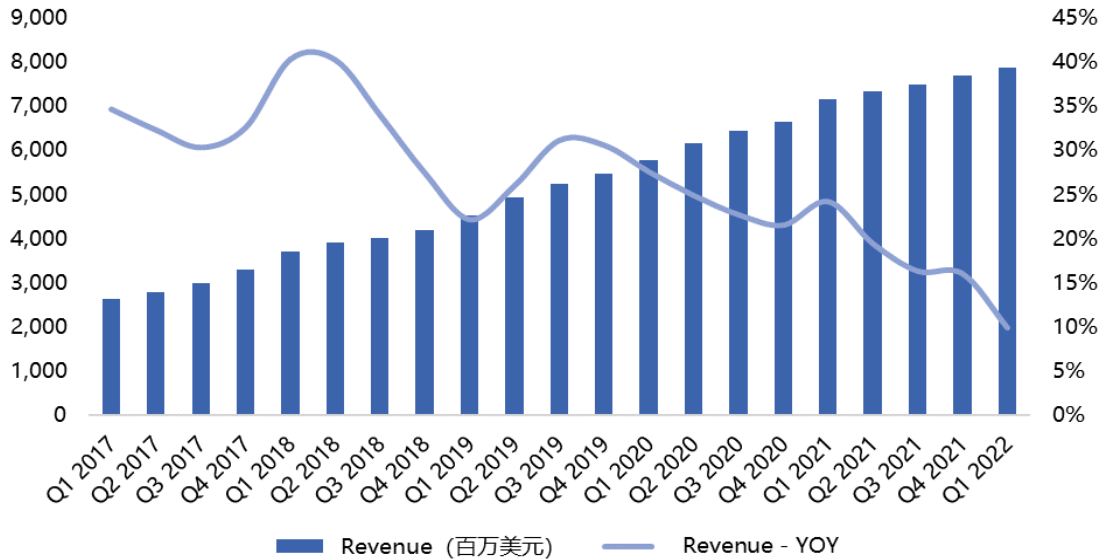


数据来源：Wind，富途证券

1、营收增速创近 10 年新低，盈利能力和现金流环比改善

本季度公司营收增速大幅放缓，主要受用户增长瓶颈影响。2022 年第一季度，公司营业收入为 78.7 亿美元，营收同比增速大幅放缓至 9.9%，跌至 2013 年以来的最低点。从 17Q1 到 22Q1，公司营收增速下滑明显，主要原因是，随着市场渗透率的逐步提高，用户增长遭遇瓶颈。同时，本季度新增付费用户数为负，出现用户流失的情况，影响公司营收增长。此外，奈飞在财报电话会中指出，平台存在 1 亿多的共享账户，即付费用户向没有购买奈飞服务的他人免费共享账户，不利于增加奈飞的付费用户数以及营收。

图 1：公司营收增速大幅放缓

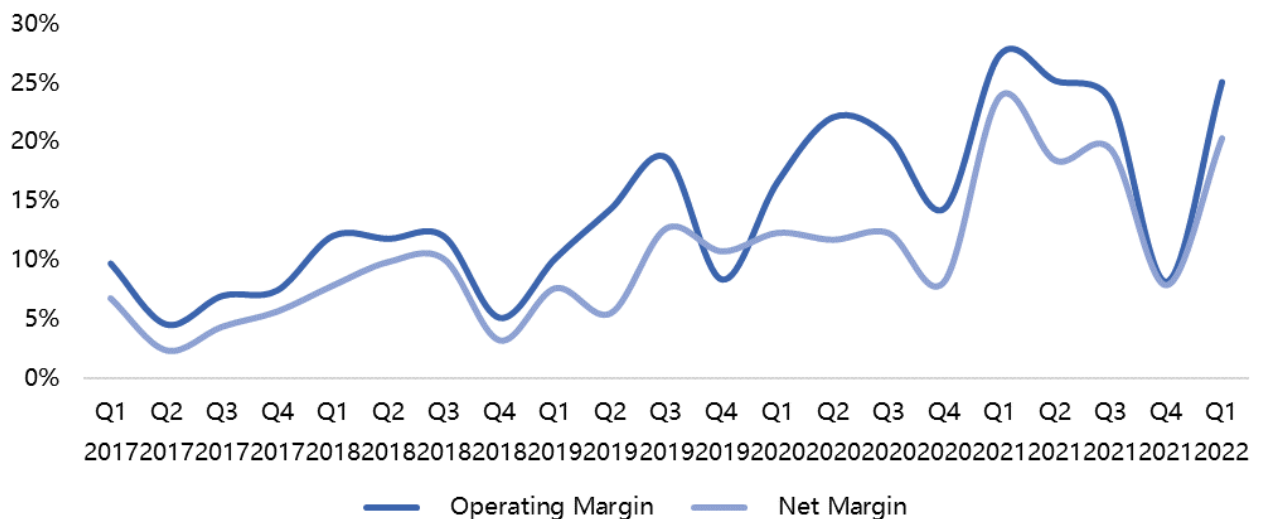


资料来源：公司公告，富途证券

公司盈利能力环比季度改善，同比下滑，但总体维持在健康水平。22Q1 公司经营利润为 19.72 亿美元，仅同比略微增长 0.6%，经营利润率为 25.06%，较去年同期利润率（27.36%）减少 2.3%。净利润为 15.97 亿美元，同比下滑 6.4%，净利率为 20.3% 低于去年同期（23.83%）。自 17Q1 以来，公司的利润率存在明显的季节性周期，但呈现波动增长的趋势。我们认为，现在的盈利能力仍维持在健康水平，预计短期受竞争激烈和获客困难的影响导致利润承压，但随着 ARM 的不断增长，公司有望进一步释放盈利能力。

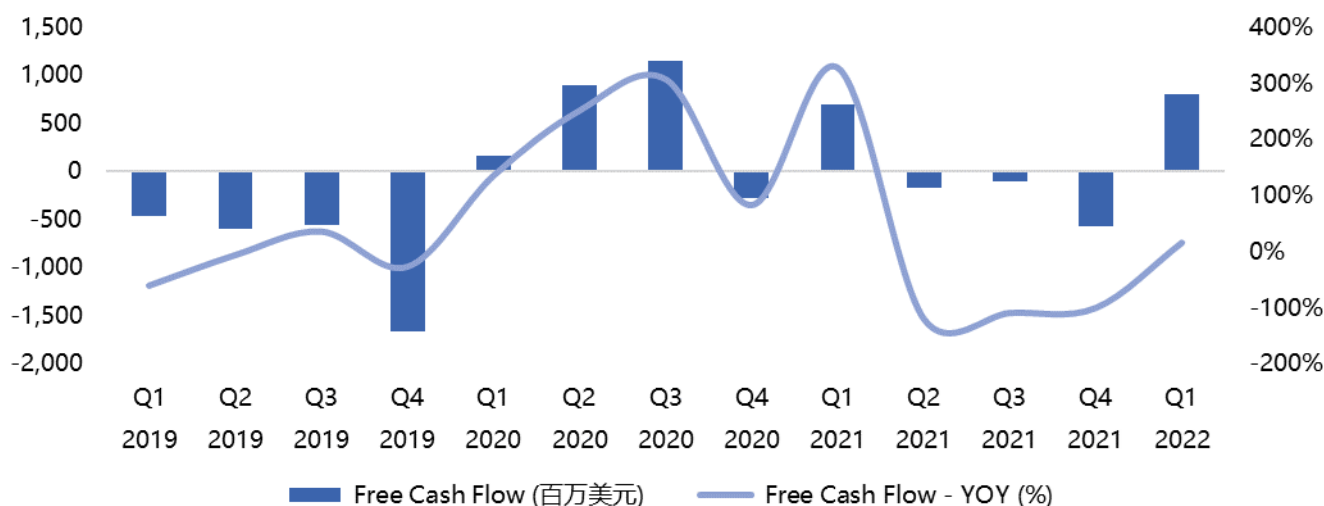
此外，本季度公司自由现金流再度转正，22Q1 为 8.02 亿美元，前三个季度均为负值，现金流持续性改善。

图 2：利润率维持在健康水平



资料来源：公司公告，富途证券

图 3: 自由现金流再度转正

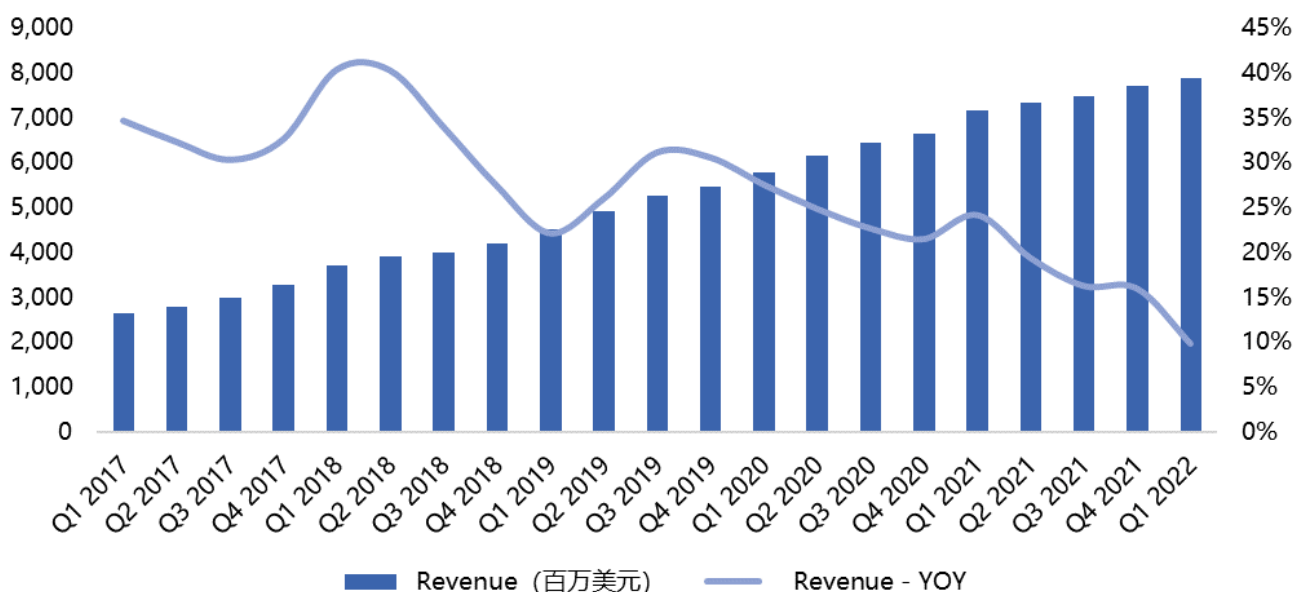


资料来源: 公司公告, 富途证券

2、付费用户数出现负增长, 公司 ARM 持续提升

受到提价、用户瓶颈、宏观经济疲软等多方影响, 本季度新增付费用户数下降 20 万。22Q1 公司总付费用户数为 2.22 亿, 本季度新增付费用户数下降 20 万, 大幅低于业绩指引的 250 万。新增付费用户近年首降, 主要原因包括如下几点: **1) 地缘政治冲突。** 暂停俄罗斯服务导致付费用户数减少 70 万。 **2) 会员费提价。** 北美地区 (UCAN) 付费用户数下降 64 万主要由于美国和加拿大的会员提价影响。 **3) 宏观因素。** 宏观经济疲软和通胀等因素降低消费者的消费欲望, 疫情常态化使得用户降低线上活动时间。此外, 抖音等短视频的兴起占用了更多的用户时长, 一定程度上影响了用户在流媒体平台的停留时间。

图 4: 公司总付费用户数自 2011 年来首次出现负增长

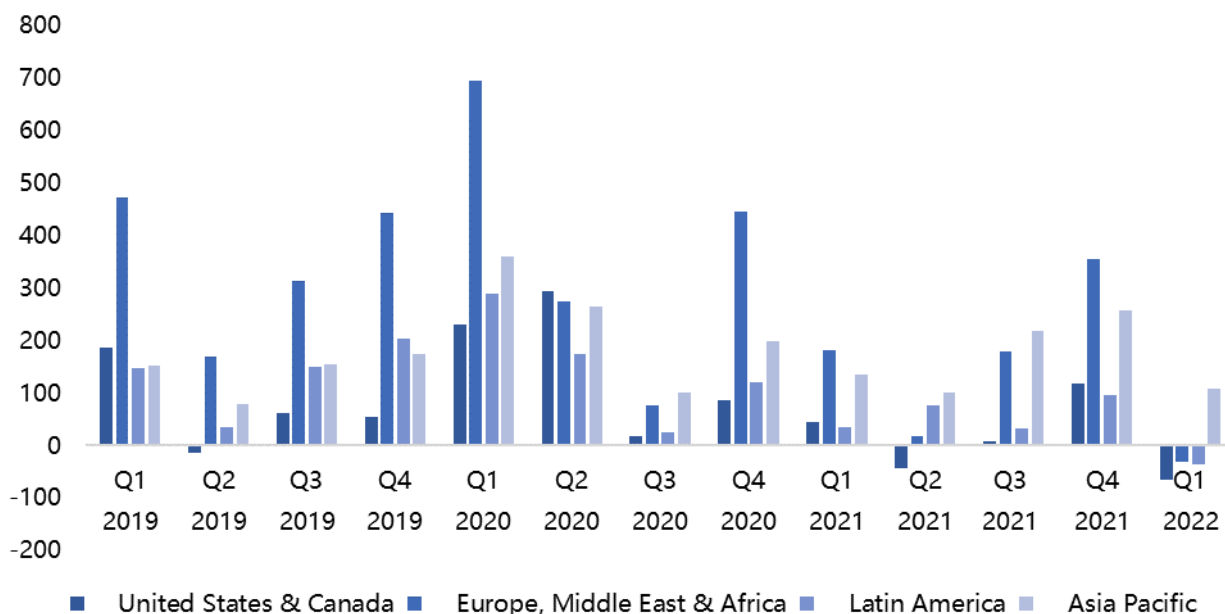


资料来源: 公司公告, 富途证券

分地区看, 亚洲地区 (APAC) 和中东地区为主要的付费用户来源, 市场渗透率远低于北美地区。本季度亚洲地区 (APAC) 新增付费用户数 109 万, 为唯一正增长的地区, 主要受《僵尸校园》等优质剧集

内容的驱动。欧洲、中东和非洲（EMEA）用户下降 30 万人，剔除俄罗斯影响，原本应增长 40 万用户，总体来看，中东地区也是新增用户的重要来源。据我们测算，截止 2021 年底，APAC 和 EMEA 地区的市场渗透率分别为 17%和 26%，远低于 UCAN 的 57%。

图 5: 22Q1 仅亚洲地区存在用户增长

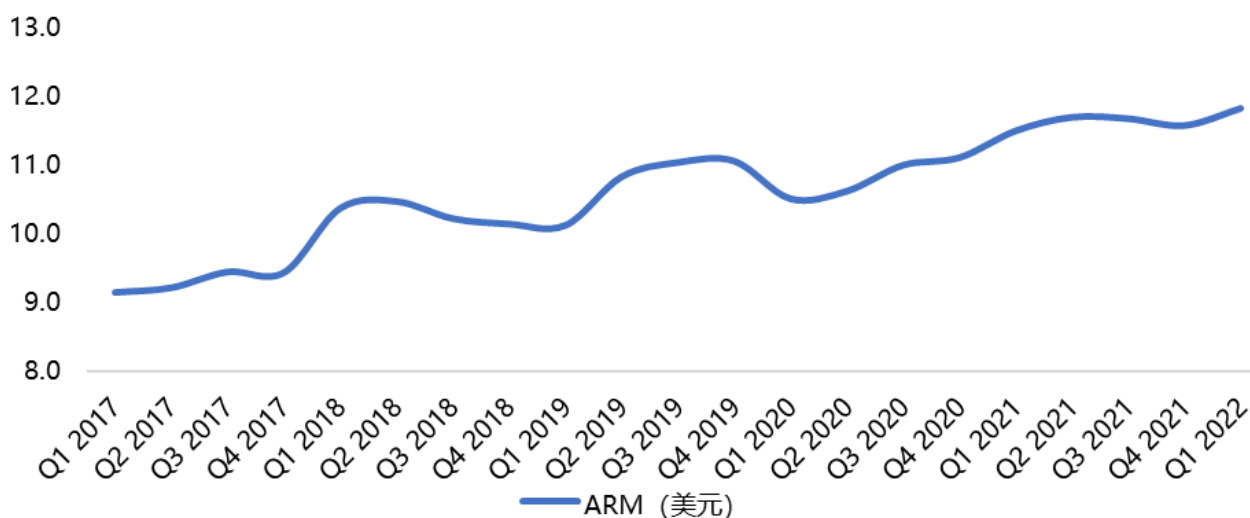


资料来源：公司公告，富途证券

公司 ARM 持续提升，主要受会员提价驱动。22Q1 公司 ARM 为 11.83 美元，同比增长 9.84%，主要受会员提价的驱动。自 17Q1 以来，公司 ARM 持续上升，货币化程度逐步提高，在用户增长放缓的背景下，公司未来的营收增长更依靠 ARM 的提升。

公司主要在高渗透率地区提高会员价格，加速变现。继公司在北美地区提高会员价之后，公司于 3 月 11 日在英国和爱尔兰地区提高会员价，新用户立即生效，老用户将在 30 天后生效。虽然提价会短期影响用户留存率，如北美地区的用户流失，但总体来看将带来 ARM 的显著增长，且在强劲内容的驱动下，用户有望逐步回归。

图 6: 公司 ARM 持续提升



资料来源：公司公告，富途证券

3、业绩指引悲观，但下半年仍有望回暖

二季度为传统淡季，业绩指引悲观，短期股价表现或相对疲软。22Q2 的业绩指引悲观，公司预计付费用户数将再度下滑 200 万，而去年同期为新增 150 万。主要由于会员费提价使得用户留存率短期下滑，以及季节性影响，二季度为传统淡季，人们倾向在假期进行户外活动。同时，公司在业绩指引中披露，预计二季度营收同比增长 10%，ARM 保持增长，同时预计 2022 全年营业利润率保持在 19%-20%的水平。

图 7：Q2 业绩指引悲观

(in millions except per share data)	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22 Forecast
Revenue	\$ 7,163	\$ 7,342	\$ 7,483	\$ 7,709	\$ 7,868	\$ 8,053
Y/Y % Growth	24.2%	19.4%	16.3%	16.0%	9.8%	9.7%
Operating Income	\$ 1,960	\$ 1,848	\$ 1,755	\$ 632	\$ 1,972	\$ 1,730
Operating Margin	27.4%	25.2%	23.5%	8.2%	25.1%	21.5%
Net Income	\$ 1,707	\$ 1,353	\$ 1,449	\$ 607	\$ 1,597	\$ 1,354
Diluted EPS	\$ 3.75	\$ 2.97	\$ 3.19	\$ 1.33	\$ 3.53	\$ 3.00
Global Streaming Paid Memberships	207.64	209.18	213.56	221.84	221.64	219.64
Y/Y % Growth	13.6%	8.4%	9.4%	8.9%	6.7%	5.0%
Global Streaming Paid Net Additions	3.98	1.54	4.38	8.28	-0.20	-2.00
Net cash provided by (used in) operating activities	\$ 777	\$ (64)	\$ 82	\$ (403)	\$ 923	
Free Cash Flow*	\$ 692	\$ (175)	\$ (106)	\$ (569)	\$ 802	
Shares (FD)	455.6	455.1	454.9	455.8	453.0	
Note: Figures are consolidated, including DVD.						
* Free cash flow represents Net Cash provided by (used in) operating activities less purchases of property and equipment and change in other assets.						

资料来源：公司公告，富途证券

我们仍然长期看好奈飞内容为王、全球本土化扩张的战略，虽然预计公司上半年表现平平，但是下半年公司表现将有所回暖。主要观点如下：

1) 优质的内容仍为公司的核心竞争力，公司的内容表现和收视率仍保持在较高水平。以现在披露的剧集来看，《怪奇物语 4》、《Hustle》、《剃刀党》S6 和《雨伞学院》等热门剧集将在二季度末强势回归。强劲的内容表现是公司提高用户留存率的核心。

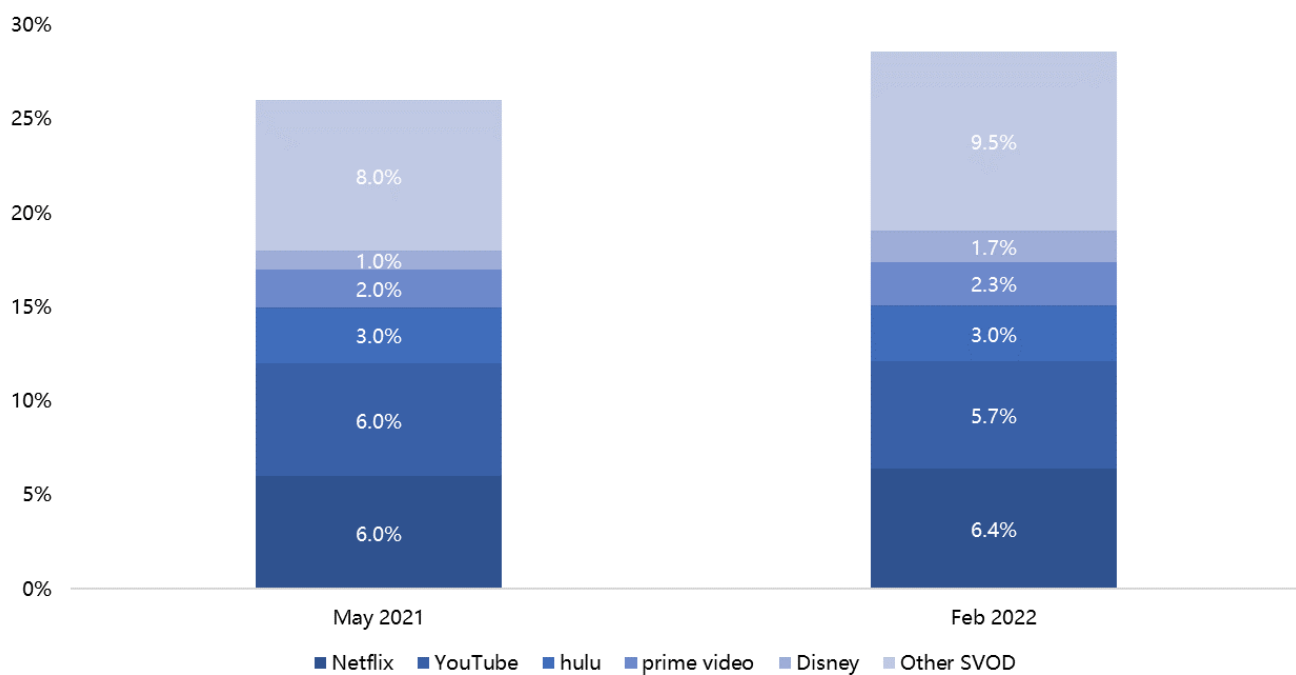
2) 涨价有助于公司的盈利释放。涨价仅影响短期用户留存率，在强劲内容的驱动下用户依然会回归，而高渗透率地区提高会员价将有助于提高公司 ARM，长期来看对公司的货币化有着正面驱动。

3) 低渗透率地区有望成为公司的新增用户来源。亚太和中东等地区的渗透率相对较低，在公司全球本土化战略下，有望成为公司新增付费用户数增长的关键驱动。

4) 公司经营有望持续改善。公司的自由现金流预计将显著增长，在 ARM 持续增长的背景下，公司年度盈利能力有望保持较高水平并在未来持续扩张，公司经营持续改善。同时，公司正打击约 1 亿的免费共享账户，采取低价分享的方案，预计能够提升该部分用户群体对营收的贡献。此外，公司正在考虑采用类似 Roku 的植入广告的低价订阅模式，实现多元化的用户货币化方式，提高变现能力。

5) 流媒体市场仍有较大的提升空间。从美国电视市场份额来看，整个流媒体市场仅占 28.6%，仍有较大的提升空间。其中奈飞在流媒体市场中市占率第一，为 6.4%，在竞争对手中仍保持较快的增长。

图 8：奈飞作为流媒体龙头，US TV Time 市场份额仍保持较快增长



资料来源：公司公告，富途证券

风险提示

地缘政治风险；竞争激烈；内容产出不及预期；用户流失严重。

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递送延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析师确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析师确认分析师本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析师本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futu.hk>上的风险披露声明。