

NFLX_2018Q3 财报点评

18 财年 Q3 Key Points:

- 18Q3 Netflix 共新增 696 万用户，创下第三季度用户净增的纪录，其中美国新增 109 万，海外新增 587 万用户，远超公司指引的 65 万和 435 万；
- 在加息周期中，公司继续内容高强度投入，保持 2 个季度融资一次；19 财年现金流流出情况会与今年持平，2020 年之后会看到现金流情况的改善。
- 非常强的用户指引：18 年 Q4 新增 940 万用户，其中美国净增 180 万，海外新增 760 万

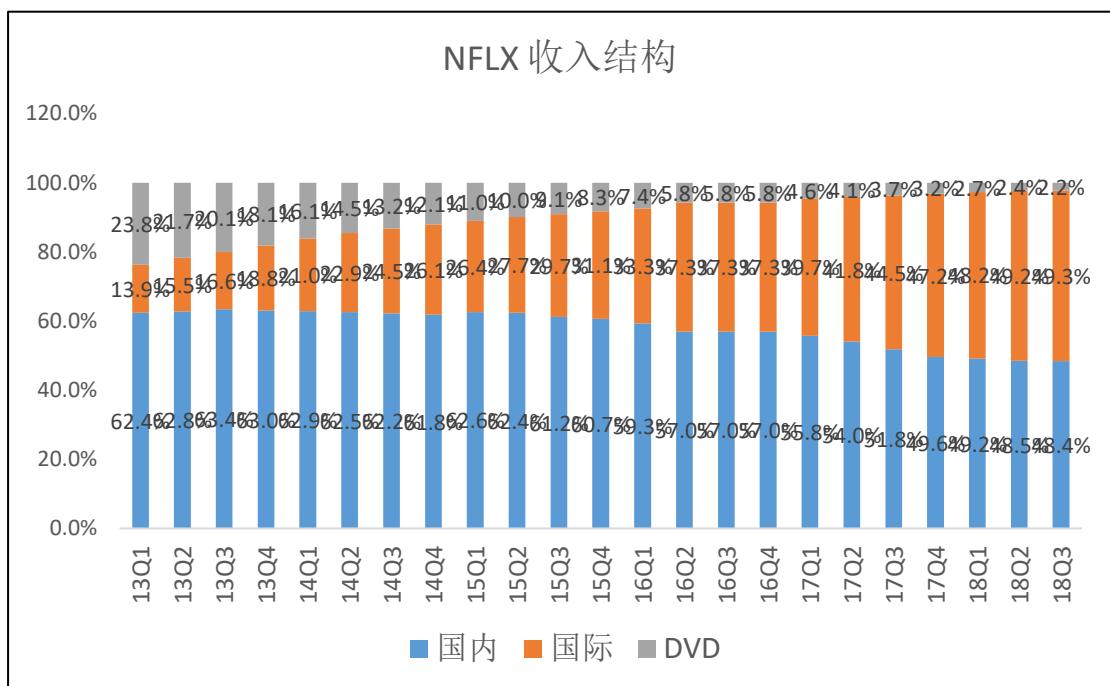
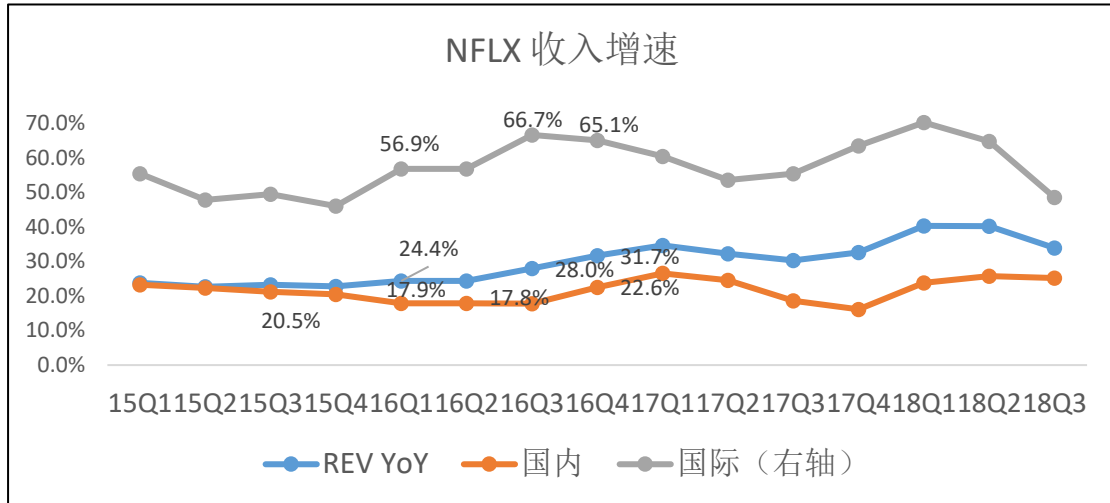
风险:

- 未来如果货币政策大幅收紧，利率上升较快，利息支出增长对 NFLX 影响较小，核心风险是如果不能通过发行债券继续融资，NFLX 的自制内容投入减少，业务将存在风险。
- 面临 hulu, amzn, 以后传统媒体集团整合加强投入带来的竞争

一. 收入

- 18 年 Q3 公司收入 39.99 亿美元，YoY 34%，与市场预期基本一致，略超 0.11%
- Operating margin 12%，超过公司指引的 10.5%
- Adjust 净利润 4.68 亿美元，超市场预期 25.7%；

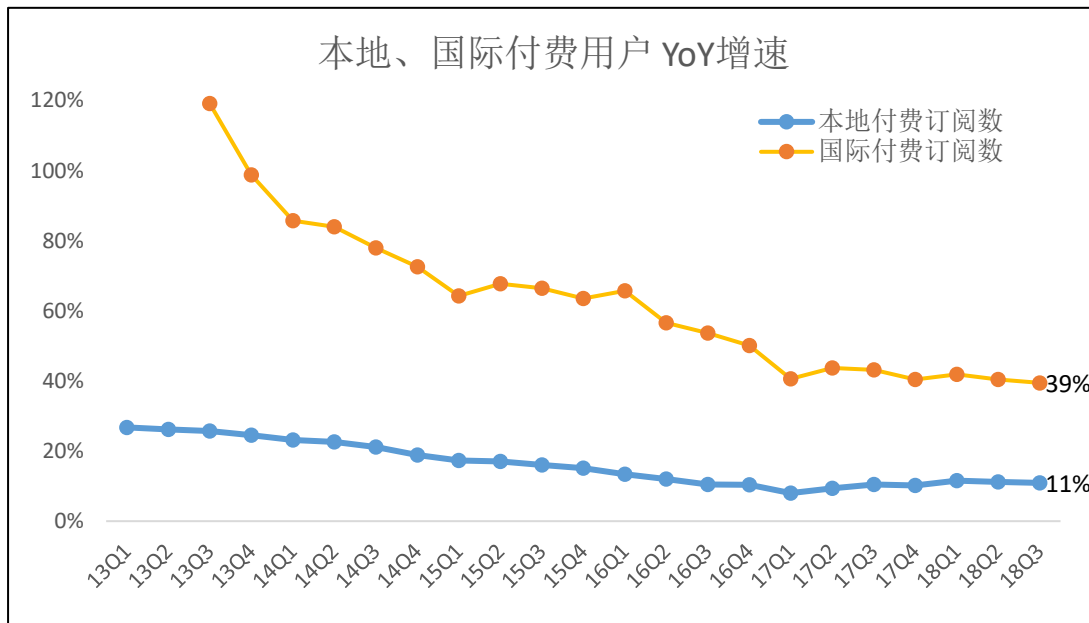
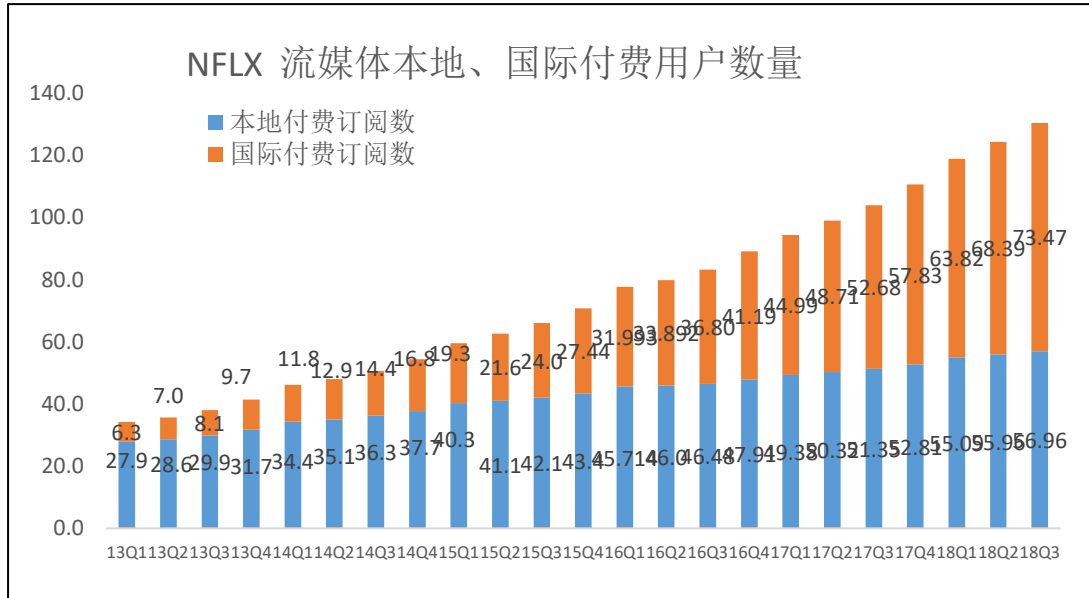
4) 综合意见概览 EEO »		2) 本期概览 (Q4/18)		2) 上期分析 (Q3/18)	
衡量指标	实际值	预测	意外 可比记分卡 (0 - 5)	过去意外	
1) 调整后EPS	1.035	0.813	27.38% 高于:0 等于:0 低于:0	高于 5 - 8	
12) GAAP每股收益+	0.890	0.680	30.83% 高于:0 等于:0 低于:0	高于 5 - 8	
13) 营业收入	3.999B	3.995B	0.11% 高于:0 等于:0 低于:0	高于 6 - 8	
14) 调整后净利润	467.865M	372.250M	25.69% 高于:0 等于:0 低于:0	高于 6 - 8	
15) 营业利润	--	425.031M	-- --	--	
16) 息税折摊前利润	584.145M	515.583M	13.30% 高于:0 等于:0 低于:0	高于 8 - 8	



- 18 年 Q4 指引：
 - 18Q4 收入指引 41.99 亿美元，yoy27.8%；利润 1.05 亿美元，opm 为 4.9%
 - 用户数指引：国内新增订阅用户数 1.8mn，达到 60.26mn；国际新增订阅用户数 7.6mn,达到 86.24mn；

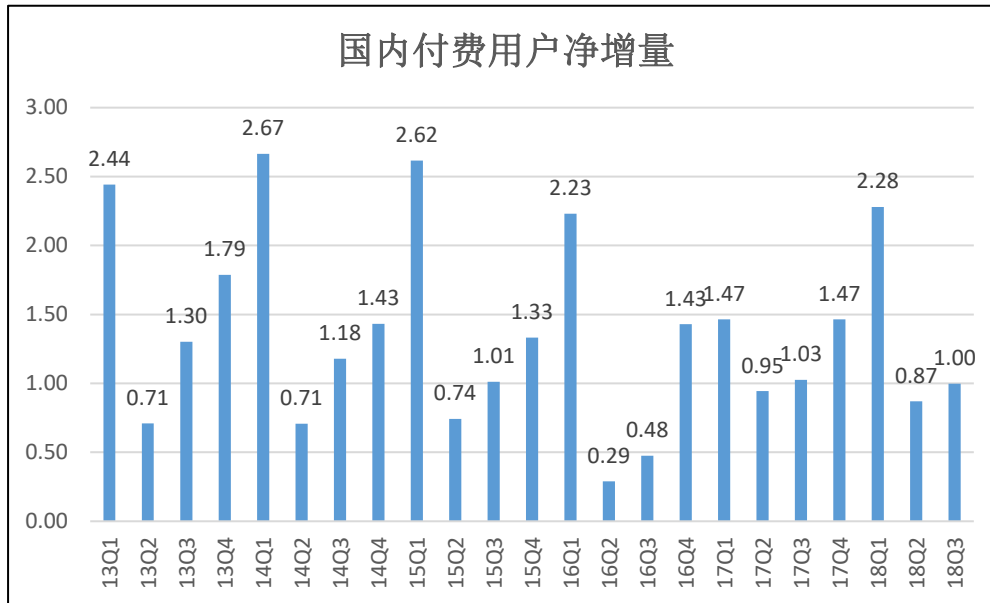
二. 运营情况

截止 18Q3 NFLX 全球付费用户数达到 1.3 亿，相比上季度新增 607 万人；国内业务付费用户数达到 5696 万，国际业务达到 7347 万。

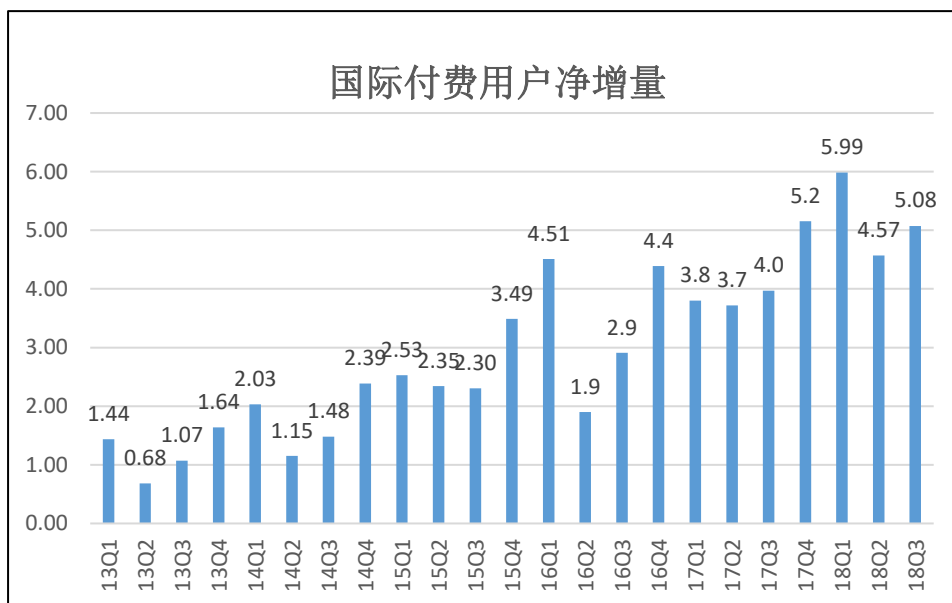


- Domestic: 18Q3 国内订阅用户数达到 5846 万，**净增 108 万**；

- 付费订阅用户数达到 5696 万，Q3 付费用户净增 100 万，同比增长 11%；



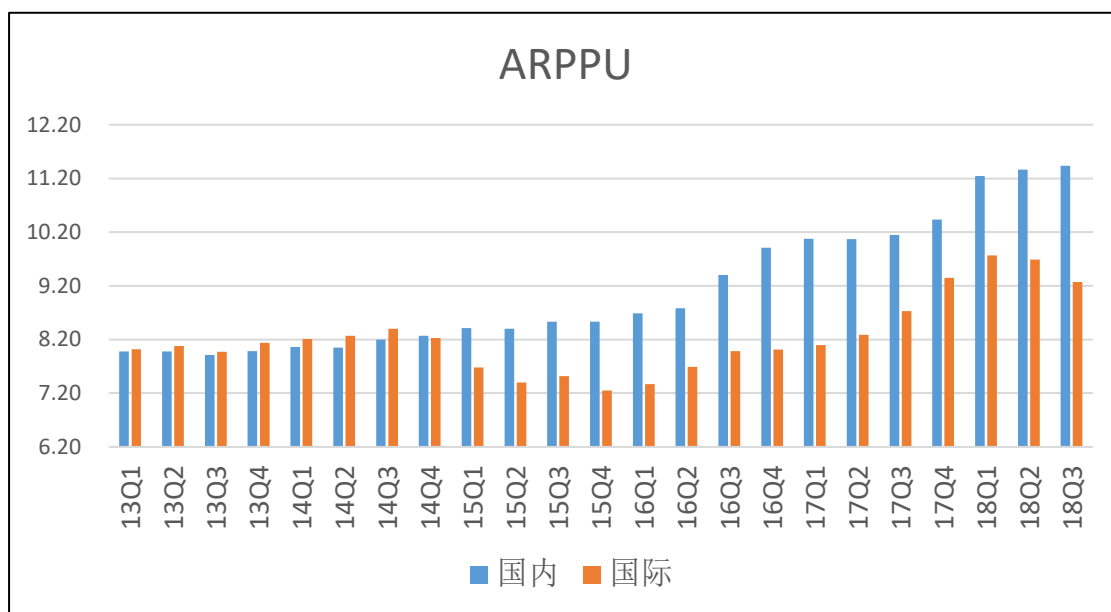
- International: 18Q3 国际用户数达到 7864 万，净增 588 万
- 付费订阅用户数达到 7347 万，付费订阅用户数净增 508 万，同比增长 39%



ARRPU: NFLX 17 年增加自制内容对于拉动用户数增长和对于用户的议价能力效果显著，提价不影响用户数的增长。

- 18Q3 美国付费用户 ARRPU 11.44 美元，同比增长 12.7%；国际付费用户 ARRPU 9.27 美元同比增长 6.2%；

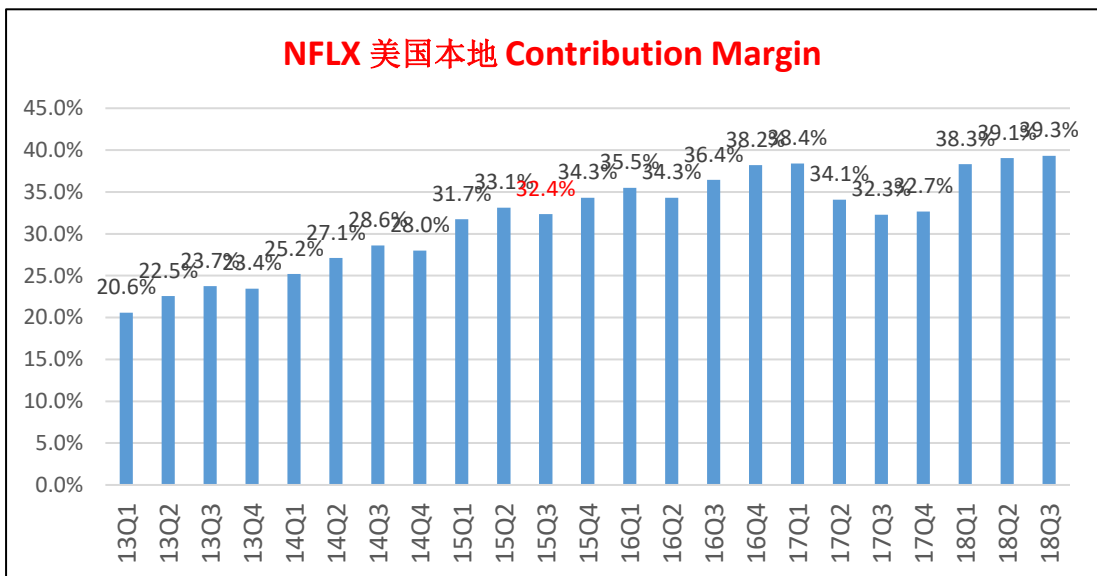
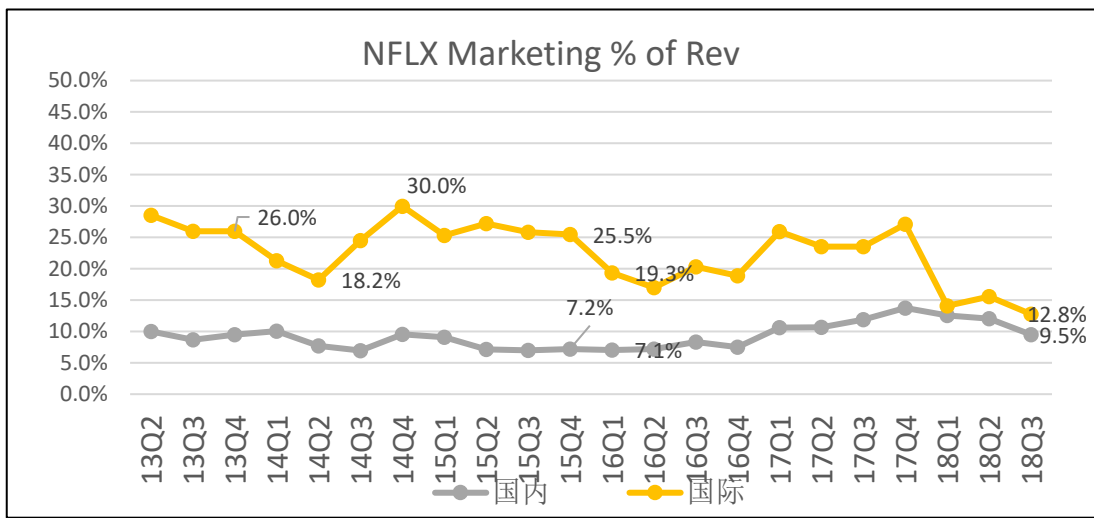
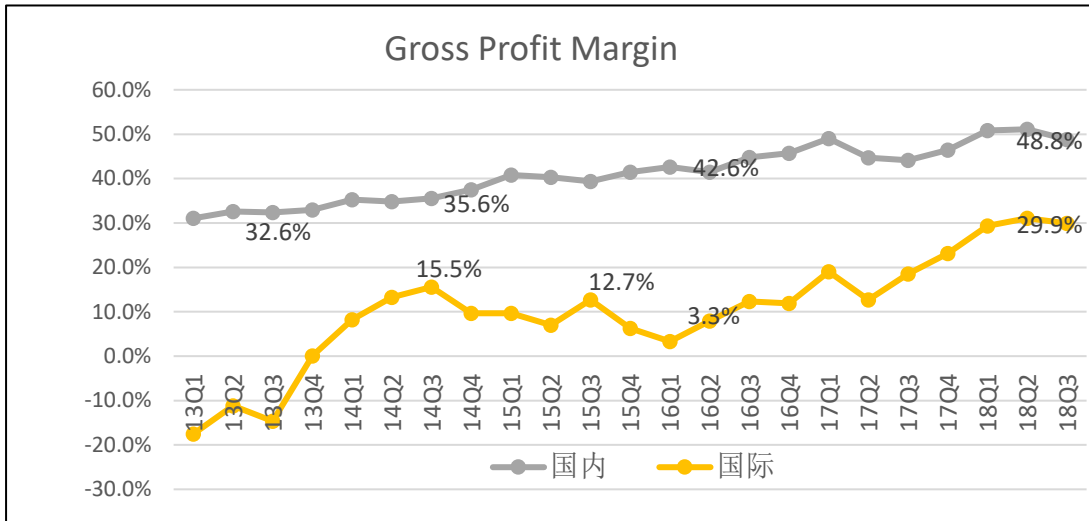
NFLX	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3
ARPPU											
国内	8.69	8.78	9.40	9.91	10.07	10.07	10.15	10.43	11.25	11.37	11.44
YoY	3.3%	4.6%	10.2%	16.2%	16.0%	14.6%	7.9%	5.3%	11.6%	12.9%	12.7%
国际	7.37	7.69	7.98	8.01	8.10	8.29	8.73	9.35	9.77	9.69	9.27
YoY	-4.1%	4.0%	6.2%	10.5%	9.9%	7.7%	9.3%	16.7%	20.7%	16.9%	6.2%

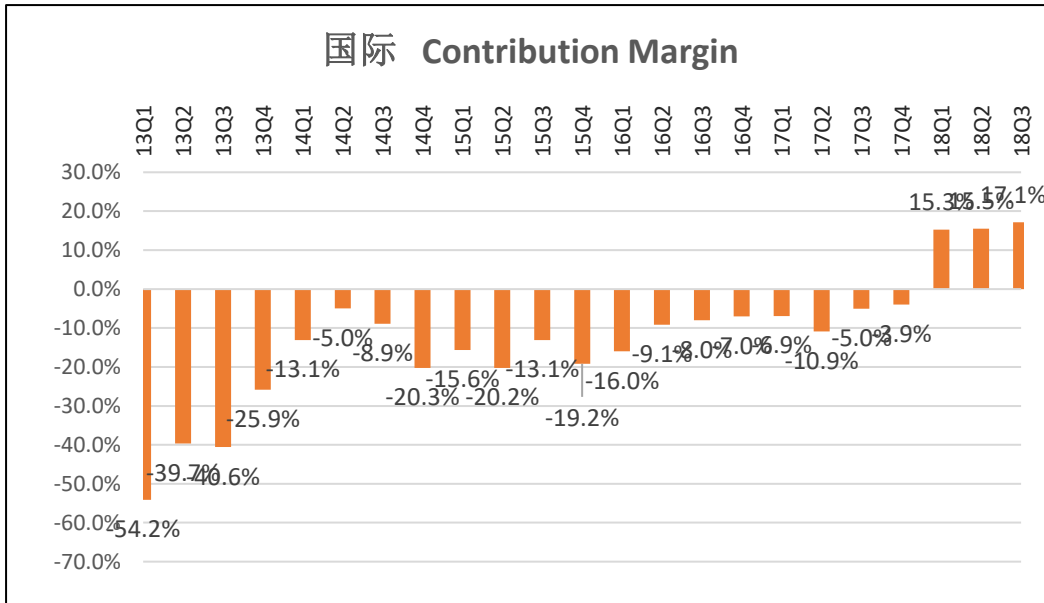


财务

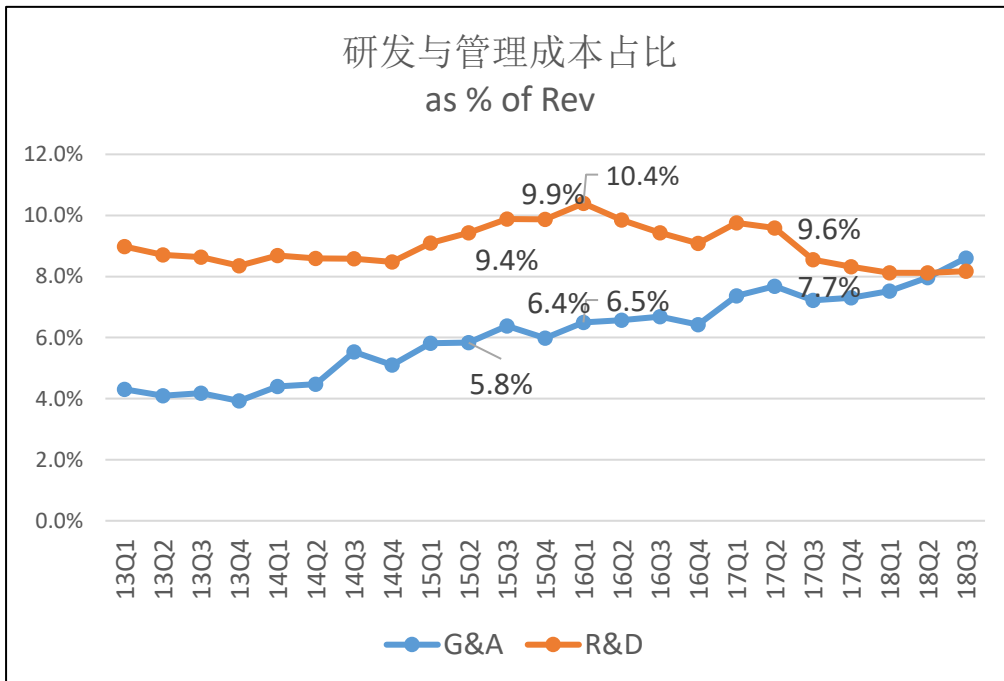
18Q3 国际业务 contribution margin 继续提升到 17.1%； domestic contribution 39.3%；

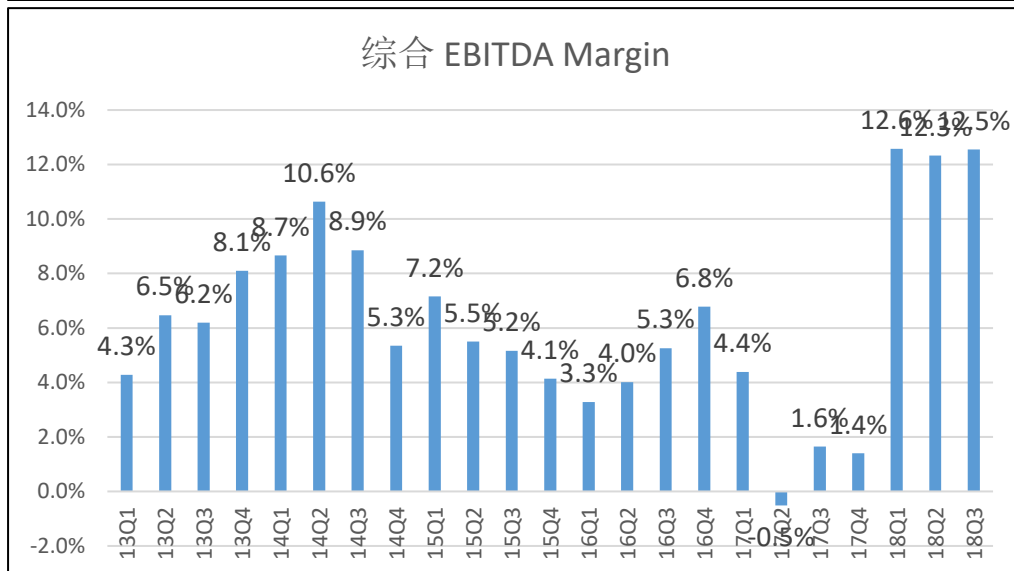
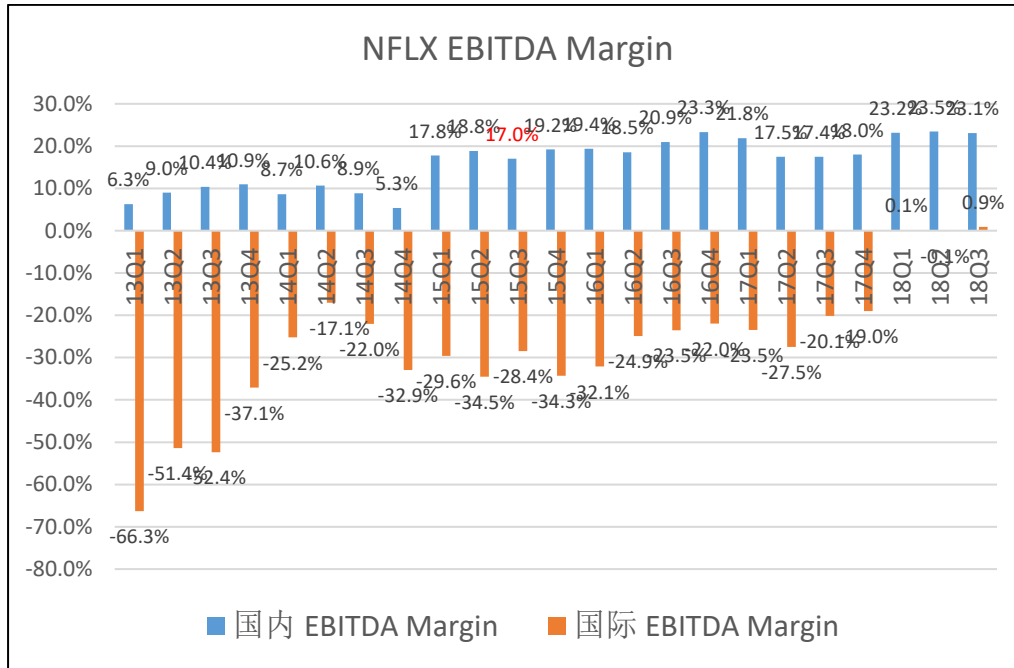
- 美国本土毛利率 48.8%，内容成本 9.9 亿美元，同比增长 14.7%； marketing 的费用为 9.5%，去年同期 11.9%； Contribution margin 39.3%，去年同期 32.3%； 18 年的过去三个季度国内业务的 contribution margin 均维持的 39%左右，接近公司 40%的长期目标；
- 国际业务利润率：继续上升，本季度毛利率 29.9%，内容投入 13.83 亿美元同比增长 28%，去年同期 18.5%； marketing 费用 12.8%，去年同期 23.5%， contribution margin 达到 17.1%；





- G&A Q3 为 3.44 亿美元，同比增长 60%，占比为 8.6%，去年同期为 7.2%，同比提升 1.4%；
- 研发费用 Q3 为 3.27 亿美元，同比增长 28%，占比为 8.2%，去年同期为 8.6%



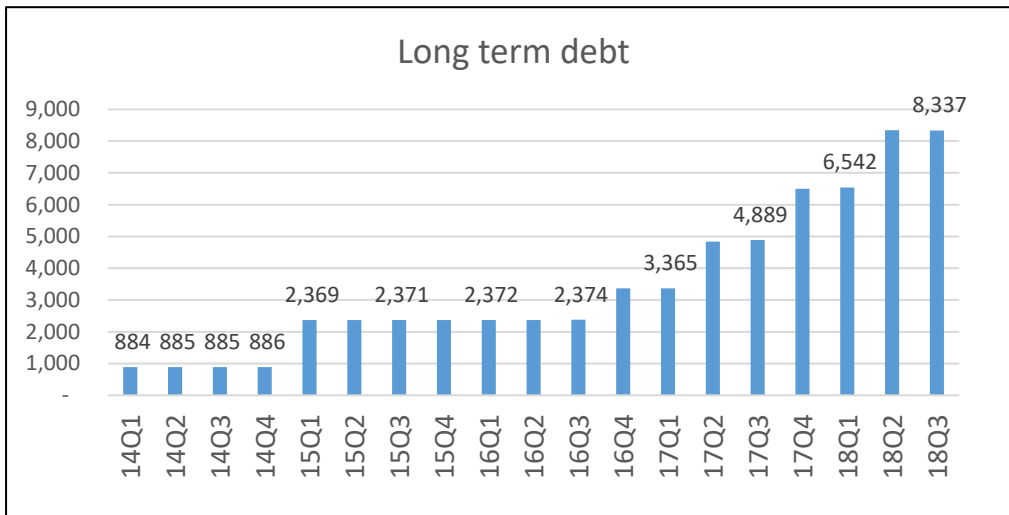
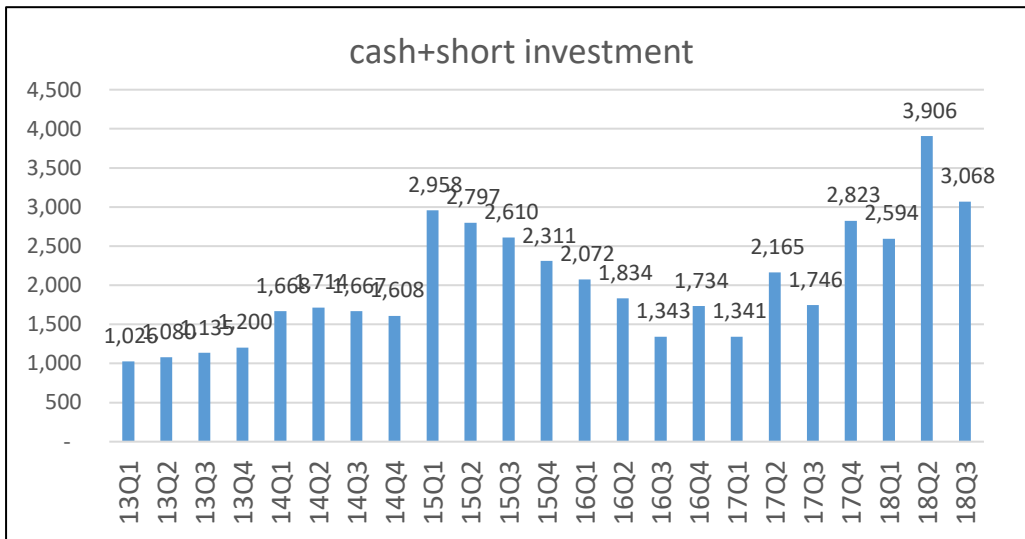
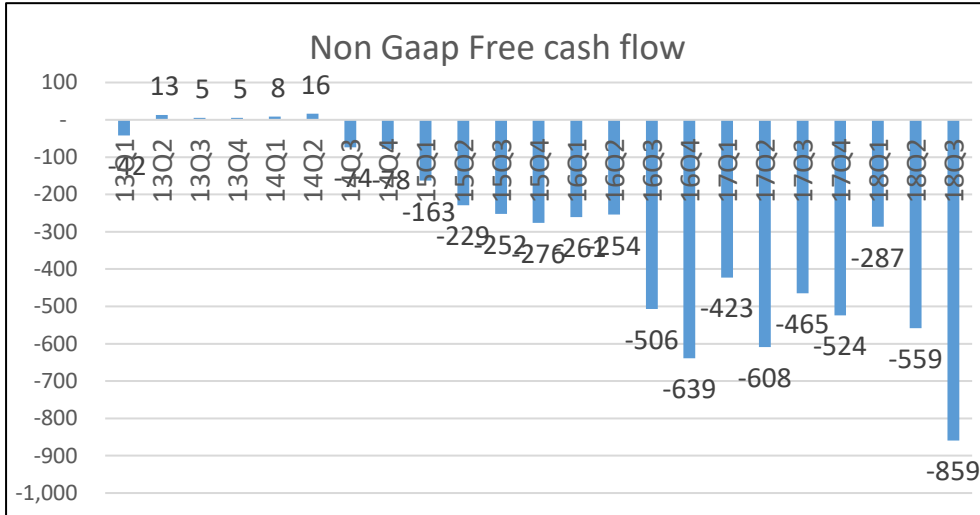


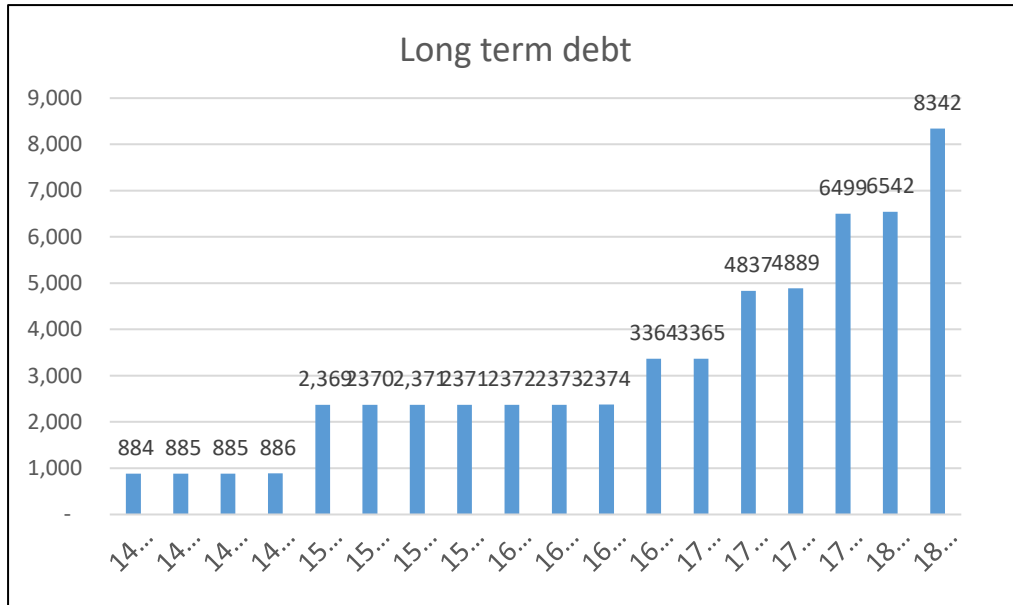
利息、现金流、资金及债务情况

NFLX	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
Debt	885	885	886	2,369	2,370	2,371	2,371	2,372	2,373	2,374	3,364	3,365	4,837	4,889	6,499	6,542	8,342	8,337	10,337
Interest expense	-13	-13	-13	-27	-35	-35	-35	-36	-35	-36	-44	-47	-55	-61	-75	-81	-102	-109	-135
Interest rate	6.0%	6.1%	6.0%	4.5%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.2%	5.6%	4.6%	5.0%	4.6%	5.0%	4.9%	5.2%	

- 利息：本季度利息支出 1.09 亿美元，公司又计划发债融资 20 亿美元，预计下季度利息支出要达到 1.35 亿美元
- 18Q3 自由现金流负 8.6 亿；现金+短投 30.68 亿美元，长期腐负债 83 亿美元

- 只有用户规模更大，而原创剧投资放缓之后，自由现金流才会逐渐转正。公司目前急需保持重金投入刷刷保用户增长，没有看到放缓的趋势，NFLX 要保持内容投入的优势，今年内容投入 130 亿美元。





三. 18Q3:股东信和电话会议

内容投入 2018 年 NFLX 在内容方面的总投资约为 130 亿美元;

自由现金流: 2018 年自由现金流负 30 以美元, 2019 年自由现金流与 18 年大致持平

Guidance: 18 年 Q4 新增 940 万用户, 其中美国净增 180 万, 海外新增 760 万

Netflix 表示, 为了提供更准确的订阅趋势预测, 从 2018 年第四季度报告(将于 2019 年 1 月发布)开始, 它将只对付费会员提供预测; 到 2020 年, 它将停止报告季度末免费试用用户的数量。 “由于付费会员的增长更为稳定, 我们对付费会员净增数量的预测历来比我们对总的会员净增数量的预测更为准确。”

公司在致股东的信中表示: “我们认识到, 我们正在内容领域进行巨额现金投资, 我们向投资者保证, 我们对公司潜在的经济情况非常有信心, 就像过去我们所做的现金投

资一样自信。我们认为，这些投资很可能帮助我们在很长一段时间内保持收入和运营利润的增长。”

会计变化：Netflix 表示，预计在 2018 年第四季度，公司将把“特定人事成本”从一般与行政管理成本(G&A)中抽出，重新分类为内容与营销成本，从技术与开发成本中抽出，重新分类为“其他收入成本”。Netflix 表示，这些变化将反映“我们业务的持续发展，包括内容的自制”。该公司指出，重新分类不会对总运营费用、运营利润或运营利润率产生影响，目的是为了对营销和内容支出有一个更清晰的了解。

Q：关于原创内容和授权内容，Netflix 在心中提到原创内容是公司中长期发展的关键驱动因素，如何理解？

Ted 首席内容官：我们刚刚开始制作原创内容时就发现，纯原创模型中的原创内容要比共享窗口模型（sharedwindow model）中在后期窗口从别人那里得到的授权内容有价值得多。我们投资原创内容后发现，不管是人们在 Netflix 的观看行为、对 Netflix 的欣赏还是对我们这个订阅服务的价值评估，原创内容都使我们获得了更好的回报，所以我们才逐步加大原创内容的比重。我们有各种各样的模型来获取内容，我们真正想做的是关注最好的内容。

如果我们没有 IP，我们就要搞清楚如何与那些拥有 IP 的人进行交易。有时，他们为我们制作第一窗口（the first window）的内容；有时，他们为他们自己的网络制作内容，我们只能获得第二窗口的授权。这种情况还会继续下去，但我们正在确保，Netflix 平台上大量的内容都是我们自己内部制作的、属自己所有的原创内容。我们一些最大的品牌，比如《怪奇物语》，都是在公司内部制作和拥有的，同时我们也仍然从合作伙伴那里获得了很多原创内容的授权。

原创内容和授权内容所需的现金支出都差不多，可是原创内容更高效。也就是说，人们花同样多的钱，倾向于看更多的原创内容。以纪实类内容（unscripted initiative）为例，去年 Netflix 平台根本就没有纪实类内容。而今年，用户在 Netflix 平台上观看的纪实类内容中，有将近一半都是 Netflix 原创内容。

内容方面，我们正在打造那种一看就能让人们联想到 Netflix 的品牌，比如《Queer Eye》《Fastest Car》《Nailed It》和《Sugar Rush》，这些都是在全球范围内深受许多观众喜爱的节目。此外，原创内容也省去了授权内容那样每隔几年就要重新谈判的烦恼。

在单个的区域市场上，我们也有很好的例子。我们昨天宣布了和 BBC One 合拍迷你剧《Dracula》，主创人员来自荣获多项大奖的 BBC 热剧《神探夏洛克》。

与 BBC One 合拍的《保镖 Bodyguard》也在英国取得了巨大的成功。我们在全球范围内都可以与本土的公共广播公司和网络成为很好的合作伙伴。

Q：本土内容的 ROI 如何？在全球化的过程中能起到什么作用？

这些本土内容在当地相关度非常高，表现也很好，同时也能在多个区域市场、甚至是全球，产生共鸣。我们现在在不同的区域市场有足够多的用户，所以即使一部剧在美国本土没有太多的观看量，或者在拉丁美洲和美国观看量不错、在欧洲却没有观看量，这些都不影响它成为全球范围内的爆款。所以，我们看到了很多规模效益明显的事情，同时我们选的也都是很会讲故事的人，他们讲的故事是全球用户都想听的故事。

我们发现，一个好的故事，再加上讲得好，就会产生很好的效果。这一发现几乎适用于任何语言的国家。因此，只要我们关注制作的质量，这些内容不仅可以吸引国内的本土用户，还可以推动全球观看量的增加。

Q: 电影内容, 发展到现在有什么经验? 还有哪些待解决的摩擦?

最近, Netflix 刚刚发布了一些一流导演的原创电影, 比如阿方索·卡隆(Alfonso Cuaron)和苏珊娜·比尔(Susanne Bier)、科恩兄弟(Cohen Brothers)和塔玛拉·詹金斯(Tamara Jenkins)。这些人过去都是直接为影院制作电影, 现在正在为 Netflix 制作越来越多的电影。因为他们想要的是自己的内容被观众看到、被观众讨论, 他们能够在 Netflix 上以前所未有的方式实现这一点。保罗·格林格拉斯

(PaulGreengrass) 的电影《22 July 7月22日》几天前刚刚上映, 全球范围内有几百万人看了这部电影, 这是他以前的职业生涯中从未体验过的。

Q: 内容发行方面, 与设备商合作对于 Netflix 进入之前自己未能进入的市场有什么意义?

Netflix 首席产品官 GregPeters:

关于与设备制造商的合作, 我们正在慢慢地学习。以前, 我们与设备制造商合作只是为了用户方便注册 Netflix; 现在, 我们的合作已经升级为捆绑服务, 即与互联网服务提供商、移动运营商或者付费电视运营商捆绑销售。这样通过这种合作, 我们可以接触到一个对技术使用不那么熟练的消费者群体, 可以让人们更容易找到 Netflix 并尝试这项服务。现在我们正试图弄清楚这种捆绑销售的策略在哪些市场行之有效, 以及如何优化这一策略。

Q: -距离 Netflix 上次提价已经过去好几个季度了, 你觉得用户如何看待 Netflix 的价值? Netflix 在这种商业模式中有多少的定价能力, 尤其是在美国本土?

Netflix 首席产品官 GregPeters:

我们的工作是为用户提供更棒的内容、更棒的产品体验，做到这一点，我们就获得了稍微提高价格的权利，然后我们再对新的收入进行再投资，继续这种持续的正循环。我们预计这一趋势将持续很多年。

Q: -第三季度的用户增长表现比第二季度好多了，公司预测的第四季度用户增长也很强劲。相比第三季度，第四季度会有什么不同的地方吗？

Netflix 创始人兼首席执行官 ReedHastings:

我们现在在用户增长趋势的预测上做得好一些了，尤其是对付费用户净增的预测。由于付费会员的增长更为稳定，我们对付费会员净增数量的预测历来比我们对总的会员净增数量的预测更为准确。我认为第二季度用户增长远低于预期的情况很大程度上还是预测出了问题，而不是公司业务上的问题，其中，免费试用的用户数对总的用户数的预测造成了干扰。所以，从第四季度开始，我们将只预测付费用户的净增；到 2020 年，将停止报告季度末免费试用用户的数量，这样才能做到更精确的订阅趋势预测。

Q: 本土市场：考虑到 Netflix 这个品牌在美国市场已经发展多年，且有一定的知名度，Netflix 在北美市场的用户增长到底来自哪里？

虽然在美国 Netflix 已经有这么高的知名度了，还是有一部分消费者很难直接去到 Netflix 网站注册。如果我们能把 Netflix 的应用捆绑成为这部分消费者的付费电视或移动服务的一部分，他们就可以很容易进入到 Netflix 的服务。所以，即使是在美国本土这样一个 Netflix 已经很出名的市场，我们也在想办法如何让 Netflix 的订阅变得更容易更高效。我们在本土市场看到了确确实实的用户增加。

在那些 Netflix 知名度还不太高的市场，我们的方法很简单，就是让更多的懂技术的用户体验我们的服务，在这些市场我们也取得了不错的用户增长。我们在国内

市场和海外市场看到了同样的动态，只要能够消除摩擦和障碍，无论是在高渗透率、高知名度的市场，还是低渗透率、低知名度的市场，都能做好。

Q: 国际市场：今年初，Netflix 在印度推出了很多本土化的内容。什么样的本土内容是能够刺激用户增长的？为渗透进印度市场，如何看待合作关系？从中长期看，怎样才能确保定价正确？

Netflix 首席内容官 TedSarandos:

我们在印度的首部原创剧集《神圣的游戏 Sacred Games》取得了令人难以置信的成功；随后我们又推出了恐怖剧集《恶鬼 Ghoul》；这期间还有我们在印度的首部原创电影《方寸之爱 Love Per SquareFoot》Netflix 刚刚在印度推出时，可能还不太为人所知，我们能做的就是让自己变得更本土化，和印度本土用户的相关度变得更大。结果也不错，印度本土用户的参与度稳步上升。总的来说，Netflix 这个产品现在在印度，人们对它的了解更多了，和朋友谈论得更多了，媒体曝光得更多了，网红们讨论得更多了，再加上 Netflix 所提供的内容又是独家的，都是《神圣的游戏 Sacred Games》这种质量级别的。

Netflix 首席产品官 GregPeters: 至于定价问题，我们在印度才刚刚起步，我们觉得现有的模式、定价都不错，以后还有很长的路要走。内容方面，我们在印度正在获得越来越多的关注；我们还在增加合作伙伴，提升产品体验。现在,我们正在测试其他的定价模型，不仅针对印度市场，还包括全球其他市场。我们希望通过提供一个比现有最低订阅价格还要低的价格层级，来扩大市场渗透率。

Q: -长期看印度市场的增长潜力如何？今年 2 月，Reed 曾公开表示 Netflix 的下一个 1 亿用户将来自印度，如何才能实现这个长期目标？

Netflix 创始人兼首席执行官 ReedHastings: 我们会先从英语内容扩展到印地语内容, 然后再提供更多的定价选择, 更多的捆绑服务。所有这些都是可能的。印度市场潜力非常巨大, 印度人和世界各地的人们一样爱看电视。我们会一次获得 100 万用户为阶段性目标, 并在此过程中考虑如何拓展市场。

Netflix 首席内容官 TedSarandos: 在印度, 有好几亿人通过互联网观看内容。

Netflix 首席财务官 DavidWells: 就投资者的预期而言, 我们对在印度所取得的早期的增长感到非常鼓舞, 但我们知道这将是一个竞争激烈的市场, 所以, 我们才会定下一次获得 100 万用户的阶段性目标, 1 亿用户的长期目标不是一夕能完成的。

Q: 海外用户增长方面, 印度市场和非印度市场分别做了多大的贡献?

Netflix 创始人兼首席执行官 ReedHastings: 竞争原因, 我们不能透露太多。推动损益进展的是在多个区域市场进行的内容创作, 及围绕这些内容创造巨大的协同效应。我们很少会把内容划分成美国本土的内容和全球的内容, 而是本土化的内容同时也要是全球化的内容。

Netflix 投资者关系及企业发展副总裁 Spencer Wang: 之前在致投资者信中我们已经谈到, 我们的增长和会员基础非常广泛, 非常全球化。就像我们以前说过的, 网络娱乐现象是一个全球性的现象, 我们正在从中受益。

Q: -从第三季度到第四季度, 在投资方面可能发生哪些变化?

Netflix 首席财务官 DavidWells: 从利润发展的角度看, 我们正在平衡运营利润的稳定增长, 但又允许业务有选择最佳发布时间和促销时间的灵活性, 并为他们创造这种灵活性。所以, 明年我们会看到一些更稳定的进展, 以接近我们预期的 13% 的运营利润率的目标, 但我们也会看到内容发布方面一些自然的季节性。

Netflix 首席内容官 TedSarandos: 是的, 我们一直在努力优化对于内容创作者和粉丝来说最佳的内容发布时间。有时这受到外界力量的控制, 有时只是想安排一个完美的观看时间。如果能找到内容的最佳发布时间, 用户和内容创作者都会很开心。

-致股东信中提到要减少季度间运营利润率的差异怎么理解？

Netflix 首席财务官 DavidWells:

我们对成本结构没有采取任何措施。我们只是在内容和与之相关的推广方面做了更多的计划，但这是一种平衡。我们不想在这两个方面做得太过，因为我们想为业务创造灵活性。我们不是在按季度优化利润率的增长。我们是在优化一整年的运营利润率增长。致股东信中，我们只是说明今年会有点不寻常，明年就不会像今年这样出现这么明显的差异了。

-随着投资的不断加大，有哪些因素会影响利润率的变化？

Netflix 首席财务官 DavidWells: 最大的一个影响因素是外汇，我们使用定价策略 (pricing) 来抵消外汇或美元的贬值。但在短期内，我们不会立即这么做。因此，公司会有几个季度受到外汇的影响。就像这个季度，外汇因素就影响了 Netflix 在国际上的平均售价 (ASP)。但从中长期来看，随着定价策略的使用，这一指标应该会持平。所以外汇是一个很大的影响因素。其次，是收入增长问题。如果增长超过预期，那将会带来更多的收入，这也会影响到我们。这是两个大问题。

Netflix 创始人兼首席执行官 ReedHastings:

考虑到我们的内容成本是相当成熟的 (baked)，每季度都有一点灵活性，但不多，市场营销也有一定的灵活性，即使你真的想推出一个节目，也要遵循节目的安排表。你不能简单地想调就调。因此，正如 David 所说，外汇和收入增长是两个最重要因素。明年的成本结构相当稳定。

-Netflix 在致股东信中表示今年自由现金流会控制在负 30 亿美元，明年也是这样。这当中有哪些变量是值得关注的？

Netflix 创始人兼首席执行官 ReedHastings: 对于负 30 亿美元的自由现金流，我们不希望这笔投资变成亏损。我们过去的历史将会证明，这些投资会成功的。

Netflix 首席财务官 DavidWells:

我们过去已经看到这些投资推动了很多增长。最重要的是 Netflix 正在接近一个运营利润增长快于内容现金支出增长的临界点。这将推动自由现金流往好的方向发展，它最终会实现收支平衡。我们在致股东信中说的是，明年的自由现金流会和今年持平，主要是因为 12-18 个月前，我们可能预期会有一个更陡的峰值，然后会下降。

现在的情况是内容投资方面的时间点发生了改变。我们收入增长得更快，所以在内容上也投入更多。所以，你会看到自由现金流的趋势趋于平缓。但我们预计 2020 年会有实质性的改善。我们仍然认为，要实现盈亏平衡还需要几年时间，因为我们正在优化长期现金流和长期盈利能力。

-2019 年竞争格局会有什么变化？从全球的角度看、竞争的角度看，有哪些摩擦需要解决？

Netflix 创始人兼首席执行官 Reed Hastings:

竞争者非常多：迪士尼、AT&T 旗下的 HBO、YouTube 以及《Fortnite 堡垒之夜》这的视频游戏，屏幕上的娱乐方式非常多样。所以，我们不太关注任何一个竞争对手，因为似乎没有哪个竞争对手会对我们产生很大的影响。影响我们的是，我们能否创造出世界上最好的内容？我们能否让人们对这些内容感兴趣？我们能否以一种既有趣又简单的方式提供我们的服务？我们知道肯定会有竞争存在，因此，我们将继续与许多对我们双方都有意义的公司合作，这样才能创造一个巨大而充满活力的产业。

-从中长期看，竞争环境可能会对全球范围内的内容合作和采购产生什么影响？

Netflix 首席内容官 Ted Sarandos:

我们一直是很可靠的买家，但卖家一直都很复杂，他们在公司内部关于卖什么内容、什么时候卖、允许几级窗口的播放等问题一直都有争议，这是我们几年前开始做原创内容时就预测到的。但与此同时，我认为那些一直都是潜在竞争对手的电影公司，今天不得不考虑在内容创造方面，如何才能获得最佳的投资回报？有的公司推出了自己的直接面向消费者（DTC）的产品，还有的公司把内容卖给 Netflix，多年来已经证明这种方式是积极有效的。

本文仅供参考，不作为投资建议。