

Netflix (NFLX.OQ/NFLX US)

3Q25 財報利空創造逢低布局機會

增加持股・調升

收盤價 October 31 (US\$)	1,118.86
3 個月目標價 (US\$)	1,176.65
12 個月目標價 (US\$)	1,350.00
前次目標價 (US\$)	1,350.00
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	20.7

焦點內容

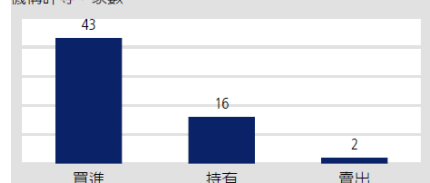
1. 巴西稅務成本影響，3Q25 獲利低於市場共識，不過若還原一次性成本，營益率則優於市場共識。
2. 廣告業務進展順利，美國預先購買承諾已翻倍，並將於 4Q25 起整合 Amazon 及 AJA 之 DSP。公司將陸續推出以手機做為控制器之派對遊戲及線上投票功能等，強化互動性。

交易資料/表

市值: (US\$bn)	474.1		
流通在外股數 (百萬股):	424		
機構持有比例 (%):	87.7		
3M 平均成交量 (百萬股):	3.4		
52 週股價 (低\高) (US\$):	749.7-1341.2		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(3.4)	(3.3)	48.0
相對表現 (%)	(13.1)	(23.5)	28.6

市場綜合評等

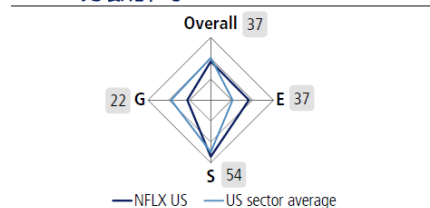
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	770	1,349	1,600
潛在報酬 (%)	(31.2)	20.5	43.0

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

公司於 10/30 宣佈將進行股票分割，將 1 股分拆為 10 股，預計於 11/14 收盤後分割生效，並於 11/17 開盤時以分割調整後價格開始交易。

評論及分析

巴西稅務成本影響，3Q25 獲利低於預期。3Q25 財報營收 115.1 億美元、YoY+17.2%，營業利益 32.48 億美元、YoY+11.6%，營益率 28.2%、YoY-1.4ppts，稅後淨利 25.47 億美元，稀釋後 EPS 為 5.87 元、YoY+8.7%。其中營收符合預期，不過受到與巴西政府稅務爭議提列一次性成本約 6.19 億美元影響，營益率僅 28.2%，低於市場共識之 31%。若還原此影響之營益率則達 33.6%，優於財測及市場共識。針對此巴西稅務爭議，公司特別說明此為一次性成本回溯提列，未來不會再對財報產生影響。

廣告業務及互動性強化為 2026 年重點。本次財報我們注意到公司對於廣告業務推廣及強化互動性兩大主題大幅著墨。除了維持先前預計 2025 年廣告營收翻倍展望外，本次更進一步提到 2026 年之美國預先購買承諾(upfront commitments)金額已較 2025 年翻倍，並將於 4Q25 開始整合全球 Amazon 及日本 AJA 之 DSP，目前也正積極透過 AI 工具不斷測試及優化各種廣告格式。互動性部分，公司將陸續推出以手機做為控制器之派對遊戲、即時線上投票功能等，並向創作者推廣製作互動性內容。我們看好互動性強化將大幅加深訂閱用戶之黏著度，保持強勢定價策略同時維持訂閱用戶成長。

投資建議

我們對 Netflix 長期展望正向，3Q25 受到巴西一次性稅務影響使股價回檔創造逢低布局機會。凱基將投資評等由「持有」調升至「增加持股」，目標價維持 1,350 元，基於 2026 年每股盈餘之 42 倍計算而得。

投資風險

定價能力減弱、串流娛樂平台競爭、關稅戰延伸至數位服務。

主要財務數據及估值

	Jan-22A	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25F	Jan-26F
營業收入 (US\$百萬)	31,616	33,723	39,001	45,106	50,829
營業毛利 (US\$百萬)	12,447	13,753	17,963	21,809	26,142
營業利益 (US\$百萬)	5,633	6,954	10,418	13,220	16,761
EBITDA (US\$百萬)	6,545	7,676	10,747	13,468	16,441
稅後淨利 (US\$百萬)	4,492	5,408	8,712	10,876	13,962
每股盈餘 (US\$)	9.95	12.01	19.83	24.99	32.10
營業收入成長率 (%)	6.5	6.7	15.7	15.7	12.7
每股盈餘成長率 (%)	(11.5)	20.7	65.1	26.0	28.5
毛利率 (%)	39.4	40.8	46.1	48.3	51.4
營業利益率 (%)	17.8	20.6	26.7	29.3	33.0
EBITDA margin (%)	20.7	22.8	27.6	29.9	32.3
淨負債比率 (%)	39.4	34.6	63.0	56.9	47.3
股東權益報酬率 (%)	22.5	26.1	35.2	41.0	43.0

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

圖 1：3Q25 財報調整表及 4Q25 財務預估暨市場共識比較表

百萬元	3Q25					4Q25F				
	實際值	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	調整後	調整前	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	11,510	11,397	17.2	11,519	(0.1)	11,974	11,974	21.9	11,969	0.0
毛利	5,346	5,703	13.6	5,725	(6.6)	5,429	5,526	15.4	5,419	0.2
營業利益	3,248	3,770	11.6	3,634	(10.6)	2,849	3,035	(2.1)	2,881	(1.1)
稅前淨利	3,109	3,546	15.0	3,504	(11.2)	2,629	2,809	(2.7)	2,748	(4.3)
稅後淨利	2,547	3,120	7.8	3,007	(15.3)	2,314	2,472	(2.1)	2,369	(2.3)
每股盈餘 (元)	5.87	7.18	8.7	6.94	(15.5)	5.32	5.37	(1.5)	5.47	(2.8)
毛利率 (%)	46.4	50.0	(1.4) pts	49.7	(3.3) pts	45.3	46.1	(2.5) pts	45.3	0.1 pts
營業利益率 (%)	28.2	33.1	(1.4) pts	31.5	(3.3) pts	23.8	25.3	(5.8) pts	24.1	(0.3) pts
淨利率 (%)	22.1	27.4	(1.9) pts	26.1	(4.0) pts	19.3	20.6	(4.7) pts	19.8	(0.5) pts

資料來源：Netflix、Bloomberg、KGI

圖 2：2025 及 2026 財務預估暨市場共識比較表

百萬元	2025F					2026F				
	調整後	調整前	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	調整後	調整前	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	45,106	44,993	15.7	45,103	0.0	50,829	50,829	12.7	50,922	(0.2)
毛利	21,809	22,263	21.4	21,805	0.0	26,142	26,042	19.9	25,835	1.2
營業利益	13,220	13,927	26.9	13,321	(0.8)	16,761	16,855	26.8	16,553	1.3
稅前淨利	12,584	13,200	26.3	12,801	(1.7)	15,866	15,937	26.1	16,118	(1.6)
稅後淨利	10,876	11,608	24.8	11,004	(1.2)	13,962	14,025	28.4	13,844	0.8
每股盈餘 (元)	24.99	26.66	26.0	25.27	(1.1)	32.10	32.25	28.5	32.29	(0.6)
毛利率 (%)	48.3	49.5	2.3 pts	48.3	0.0 pts	51.4	51.2	3.1 pts	50.7	0.7 pts
營業利益率 (%)	29.3	31.0	2.6 pts	29.5	(0.2) pts	33.0	33.2	3.7 pts	32.5	0.5 pts
淨利率 (%)	24.1	25.8	1.8 pts	24.4	(0.3) pts	27.5	27.6	3.4 pts	27.2	0.3 pts

資料來源：Netflix、Bloomberg、KGI

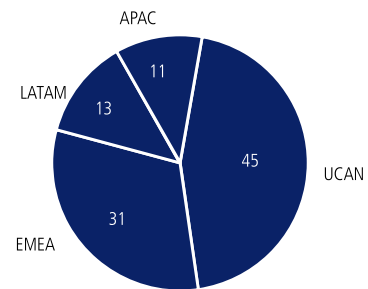
圖 3：公司概況

Netflix (NFLX US)為全球串流媒體訂閱服務平台龍頭，在北美、拉美、EMEA 及亞太地區共服務 3 億以上付費訂閱收視戶。2024 年訂閱戶市場分布情況為美加 (UCAN)30%、中東歐非 (EMEA)33%、拉美(LATAM)18%、亞太(APAC)19%。

資料來源：公司資料；凱基

圖 4：2024 年各區域營收比重

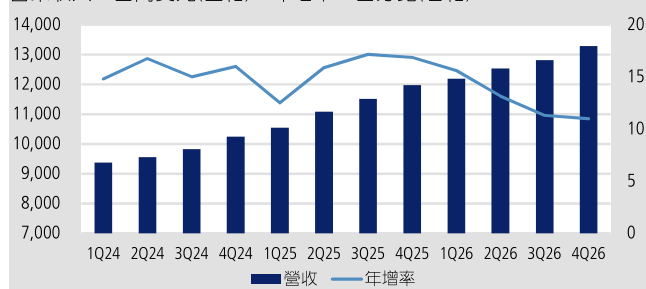
2024 年各區域營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：營收與年增率

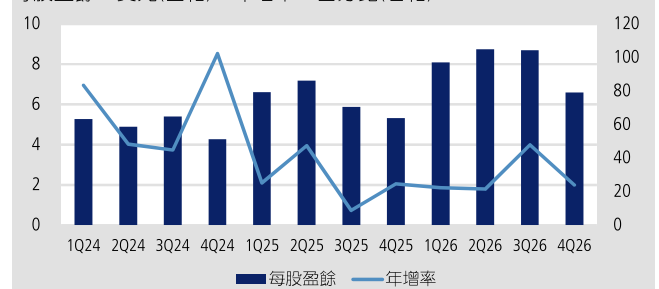
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：每股盈餘及年增率

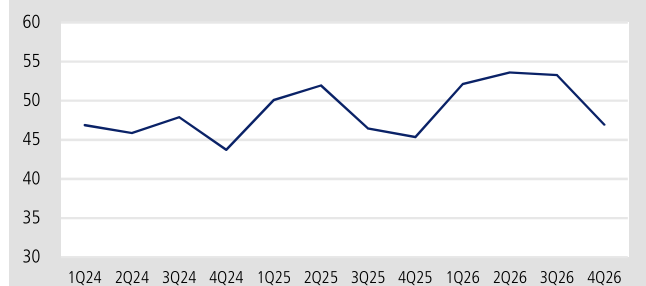
每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：毛利率

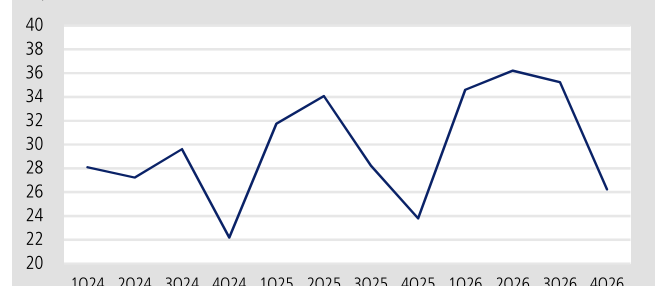
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：營業利益率

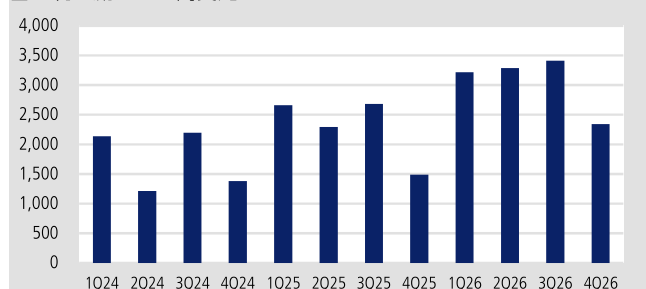
營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：自由現金流量

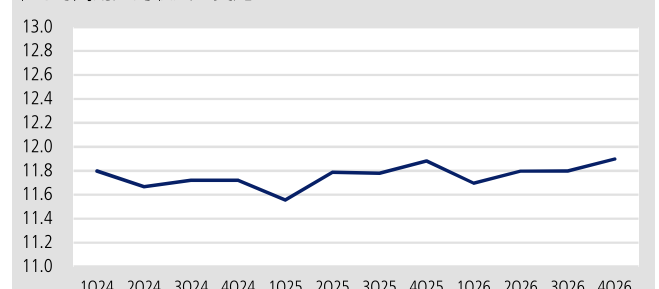
自由現金流量，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：平均訂閱用戶月收入

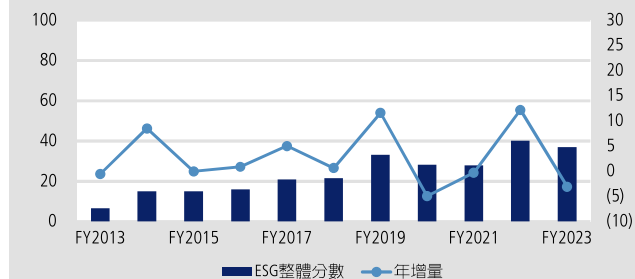
平均訂閱用戶月收入，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：ESG 整體分數

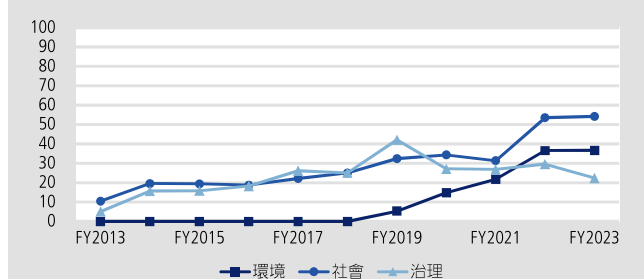
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：ESG 各項分數

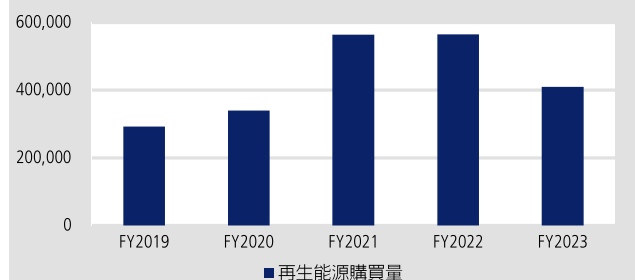
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：再生能源使用

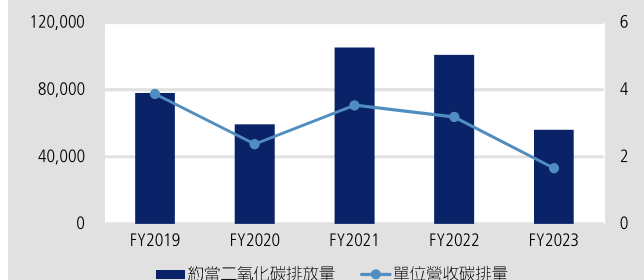
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：碳排量

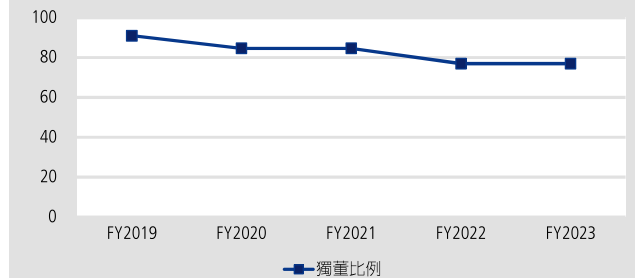
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：董事獨立性

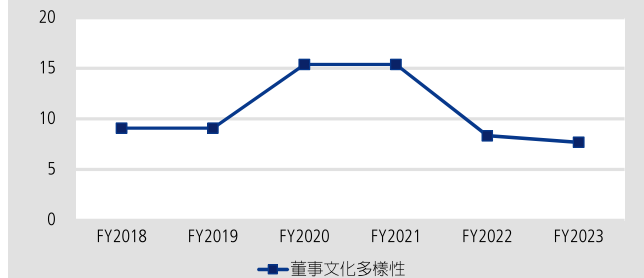
獨董比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：董事文化多樣性

董事文化分散比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCs)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數

Netflix – 以往評級及目標價



資料來源：彭博；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。