

# Netflix (NFLX.OQ/NFLX US)

## 成長前景依然向好，評價過高

### 持有・調降

收盤價 July 17 (US\$)	1,274.17
3 個月目標價 (US\$)	1,293.13
12 個月目標價 (US\$)	1,350.00
前次目標價 (US\$)	1,210.00
調升 (%)	11.6
上漲空間 (%)	6.0

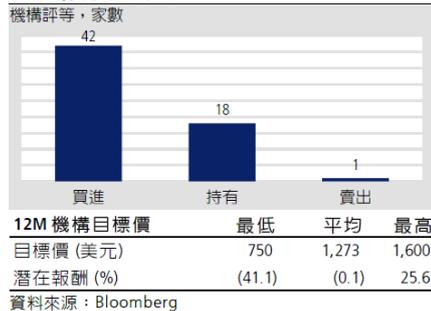
### 焦點內容

- 2Q25 財報略優於預期，北美營收重回雙位數成長，驗證 Netflix 已屬於必需性娛樂消費，可抵禦經濟下行風險。
- 上修 2025 年財測展望，2H25 將上映 Wednesday(S2) 及 the Stranger Things finale，配合虛實整合行銷，可望進一步吸引更多訂閱用戶加入。

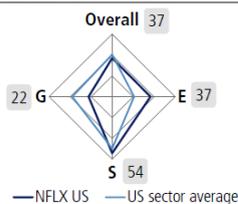
### 交易資料/表

市值: (US\$bn)	542.3		
流通在外股數 (百萬股):	426		
機構持有比例 (%):	88.8		
3M 平均成交量 (百萬股):	3.7		
52 週股價 (低\高) (US\$):	587-1341.2		
<b>股價表現</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
絕對表現 (%)	30.9	48.5	98.1
相對表現 (%)	11.7	43.5	84.6

### 市場綜合評等



### ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

### 重要訊息

公司於 7/17(美東時間)盤後公布 2Q25 財報並召開電話會議。

### 評論及分析

2Q25 財報略優於預期，北美營收重回雙位數成長。Netflix 公布 2Q25 財報，營收 110.8 億美元、YoY+15.1%，營業利益 37.75 億美元、YoY+43.2%，營益率 34.1%、YoY+6.6ppts，稅後淨利 31.25 億美元，稀釋後 EPS 為 7.19 元、YoY+45%。整體來說 2Q25 財報略優於市場共識及凱基預估，成長主要來自訂閱會員數及廣告收入增加。其中亮點為北美營收重回雙位數成長，超出市場預期，我們認為 2Q25 美國經歷川普關稅震撼且消費者信心急速下降，Netflix 不僅營收保持成長，更較 1Q25 加速，年增重回雙位數，更加驗證 Netflix 已屬於必需性娛樂消費，可抵禦經濟下行風險。

上修 2025 年財測展望，2H25 熱門新片上映可望吸引訂閱用戶再成長。本次財報公司上修 2025 年財測，營收由 435~445 億美元上修至 448~452 億美元(上修 1.6%)，匯率中性營益率由 29%上修至 29.5%(上修 3.3%)，上修後財測區間略高於目前市場共識。展望 2H25，Wednesday(S2)及 the Stranger Things finale 將上映，此兩部片前一季度分別為 Netflix 有史以來收視最多的第一名與第三名。我們認為 Netflix 將透過如 Squid game 操作線下活動的方式來做虛實整合，進一步吸引更多訂閱用戶加入。

### 投資建議

Netflix 已站穩串流娛樂領導者的腳色，並證明即使面臨高通膨、消費信心疲弱，公司仍有調漲定價且讓消費者買單的能力。我們看好 Netflix 長期成長前景，不過考量到目前評價已接近歷史區間上緣，風險報酬比不再誘人，一旦營收獲利不如預期將面臨股價大幅下修風險，我們將投資評等由「增加持股」調降至「持有」，目標價調整至 1,350 元，基於 2026 年每股盈餘之 42 倍計算而得。

### 投資風險

訂閱用戶成長趨緩、其他串流平娛樂平台崛起、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	44,993	50,829
營業毛利 (US\$百萬)	12,447	13,753	17,963	22,263	26,042
營業利益 (US\$百萬)	5,633	6,954	10,418	13,927	16,855
EBITDA (US\$百萬)	6,545	7,676	10,747	14,008	16,535
稅後淨利 (US\$百萬)	4,492	5,408	8,712	11,608	14,025
每股盈餘 (US\$)	9.95	12.01	19.83	26.66	32.25
營業收入成長率 (%)	6.5	6.7	15.7	15.4	13.0
每股盈餘成長率 (%)	(11.5)	20.7	65.1	34.4	21.0
毛利率 (%)	39.4	40.8	46.1	49.5	51.2
營業利益率 (%)	17.8	20.6	26.7	31.0	33.2
EBITDA margin (%)	20.7	22.8	27.6	31.1	32.5
淨負債比率 (%)	39.4	34.6	63.0	53.3	43.3
股東權益報酬率 (%)	22.5	26.1	35.2	43.5	44.4

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

圖 1：2Q25 財報調整表及 3Q25 財務預估暨市場共識比較表

百萬元	2Q25					3Q25F					
	實際值	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	調整後	調整前	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)
營收	11,079	11,007	15.1	11,062	0.2	11,397	11,366	16.0	11,495	11,285	1.0
毛利	5,754	5,598	27.7	5,614	2.5	5,703	5,684	21.2	-	5,534	3.1
營業利益	3,775	3,728	43.2	3,686	2.4	3,770	3,747	29.6	3,563	3,472	8.6
稅前淨利	3,632	3,513	39.7	3,565	1.9	3,546	3,523	31.2	-	3,352	5.8
稅後淨利	3,125	3,092	44.0	3,081	1.4	3,120	3,100	32.0	-	2,910	7.2
每股盈餘 (元)	7.19	7.07	45.0	7.08	1.5	7.18	7.09	32.9	-	6.70	7.1
毛利率 (%)	51.9	50.9 ppts	5.0 ppts	50.7	1.2 ppts	50.0	50.0	2.2 ppts	-	49.0	1.0 ppts
營業利益率 (%)	34.1	33.9 ppts	6.6 ppts	33.3	0.7 ppts	33.1	33.0	3.5 ppts	31.0	30.8	2.3 ppts
淨利率 (%)	28.2	28.1 ppts	5.6 ppts	27.9	0.4 ppts	27.4	27.3	3.3 ppts	-	25.8	1.6 ppts

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 (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	調整後	調整前	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)
營收	44,993	44,800	15.4	44.8-45.2	44,558	1.0	50,829	50,210	13.0	-	50,111	1.4
毛利	22,263	22,032	23.9	-	21,603	3.1	26,042	25,519	17.0	-	25,063	3.9
營業利益	13,927	13,873	33.7	13.22-13.33	13,190	5.6	16,855	16,691	21.0	-	15,938	5.8
稅前淨利	13,200	13,091	32.5	-	12,751	3.5	15,937	15,808	20.7	-	15,499	2.8
稅後淨利	11,608	11,583	33.2	-	11,158	4.0	14,025	13,911	20.8	-	13,388	4.8
每股盈餘 (元)	26.66	26.50	34.4	-	25.69	3.8	32.25	31.83	21.0	-	31.30	3.0
毛利率 (%)	49.5	49.2	3.4 ppts	-	48.5	1.0 ppts	51.2	50.8	1.8 ppts	-	50.0	1.2 ppts
營業利益率 (%)	31.0	31.0	4.2 ppts	29.5	29.6	1.4 ppts	33.2	33.2	2.2 ppts	-	31.8	1.4 ppts
淨利率 (%)	25.8	25.9	3.5 ppts	-	25.0	0.8 ppts	27.6	27.7	1.8 ppts	-	26.7	0.9 ppts

資料來源：Netflix、Bloomberg、KGI

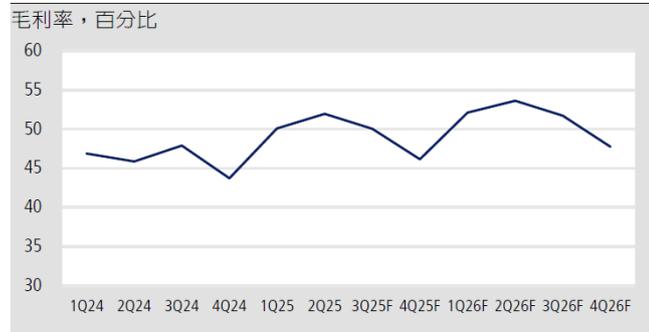
**圖 3：公司概況**

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%。

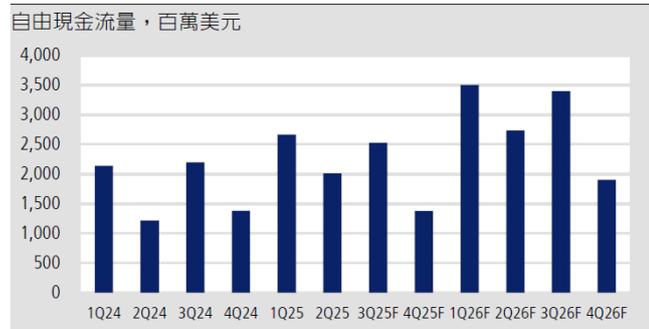
資料來源：公司資料；凱基

**圖 5：營收與年增率**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 7：毛利率**


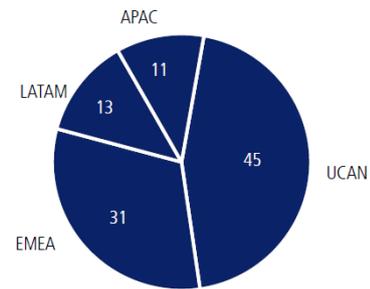
資料來源：公司資料；凱基

**圖 9：自由現金流量**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 4：2024 年各區域營收比重**

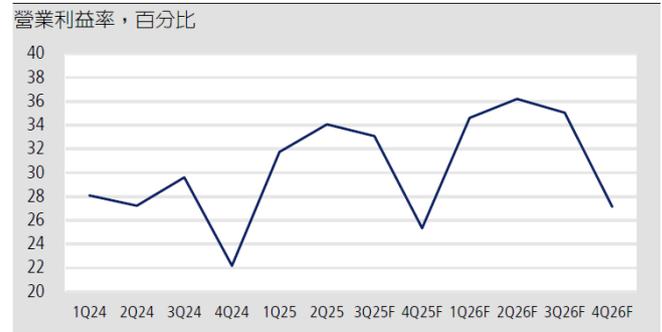
2024 年各區域營收比重，百分比



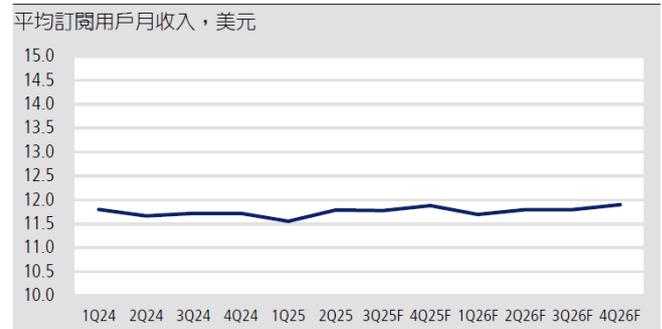
資料來源：公司資料；凱基

**圖 6：每股盈餘及年增率**


資料來源：公司資料；凱基

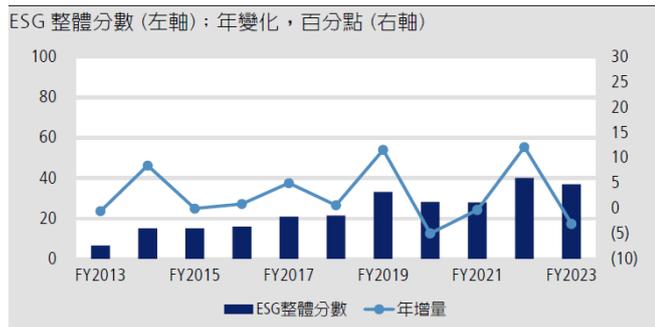
**圖 8：營業利益率**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 10：平均訂閱用戶月收入**


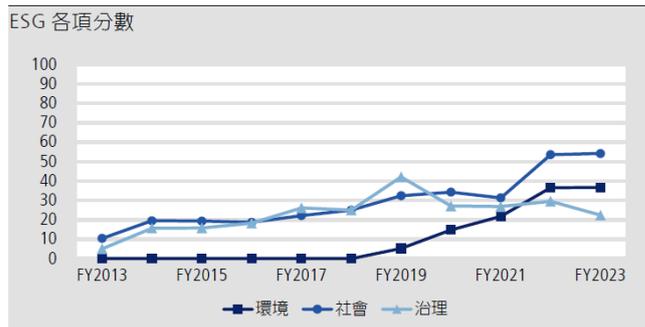
資料來源：公司資料；凱基

圖 11：ESG 整體分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 12：ESG 各項分數



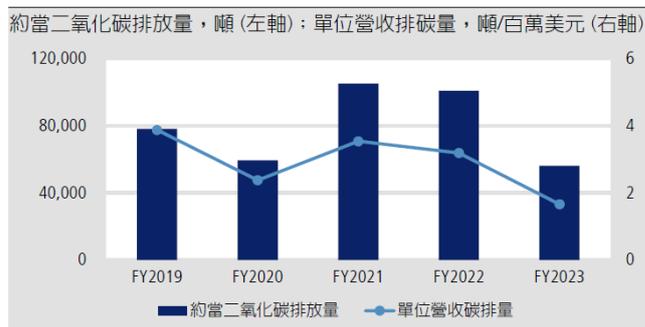
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：再生能源使用



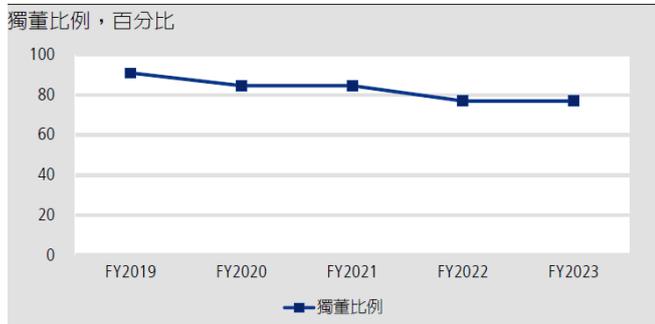
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：碳排量



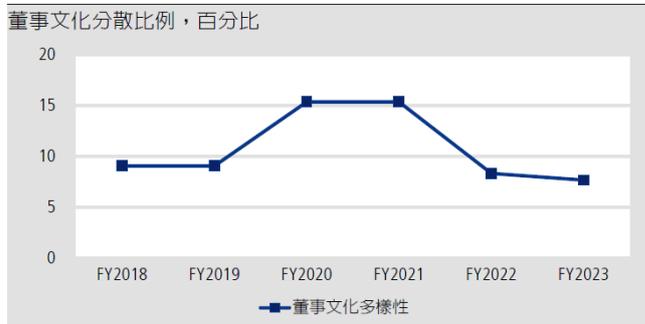
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：董事獨立性



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：董事文化多樣性



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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工人數 - 離開之員工人數
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](http://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内部研究活動。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。