

## Netflix (NFLX.OQ/NFLX US)

### 新興業務進展令人振奮

#### 增加持股・維持

收盤價 January 23 (US\$)	86.1
3 個月目標價 (US\$)	92.1
12 個月目標價 (US\$)	110.0
前次目標價 (US\$)	135.0
調降 (%)	-18.5
上漲空間 (%)	27.7

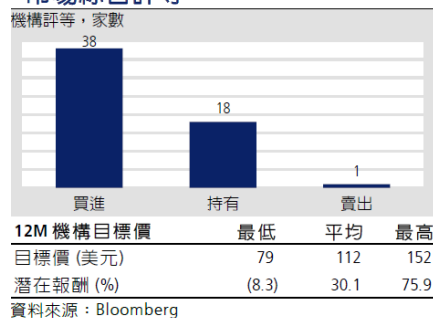
#### 焦點內容

- 華納兄弟併購案，將帶來 1.28 億訂閱用戶及 55 億美元 EBITDA，不過若無法通過監管則須付出 58 億美元終止費。
- 賽事直播及互動娛樂等新興業務進展積極，2026 年將全程轉播世界棒球經典賽，並將導入 Live fan voting(粉絲即時投票)及 Moments(用戶分享内容片段)等功能。

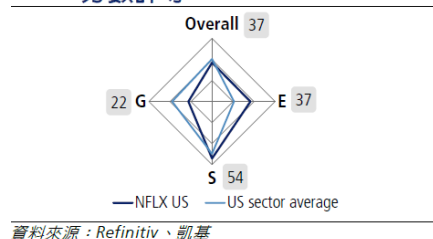
#### 交易資料/表

市值: (US\$bn)	363.6		
流通在外股數 (百萬股):	4,222		
機構持有比例 (%):	86.5		
3M 平均成交量 (百萬股):	46.8		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	81.9-134.1		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(21.3)	(27.0)	(11.9)
相對表現 (%)	(23.2)	(35.3)	(25.3)

#### 市場綜合評等



#### ESG 分數評等



#### 重要訊息

1/25 播出之直播節目《Skyscraper Live》，現場直播攀岩家 Alex Honnold 赤手攀登台北 101，登上全球多個地區當日收視冠軍。

#### 評論及分析

**華納兄弟併購案，潛在效益巨大。**Netflix 於 2026/1/20 宣布將華納兄弟(WBD US)收購案調整為每股 27.75 美元全現金收購。收購 WBD 可取得大量 IP 及全球約 1.28 億訂閱會員，每年貢獻約 55 億美元 EBITDA，收購後全球訂閱會員將達到約 4.5 億戶。併入 WBD 除了實質的市占率及營收獲利貢獻外，更提供巨大的想像空間，包括 1.)導入 Netflix 績效導向與科技基因，優化經營效率、2.)活化 WBD 現有 IP、3.)於 HBO 串流平台引進 Netflix 之互動及直播模式、4.) 雙平台網綁訂閱，擴大 ARPU 等。不過，能否取得反壟斷許可則尚有疑慮，合併後 Netflix+HBO 全球串流訂閱用戶滲透率將超過 60%，如因監管無法通過，Netflix 須付出 58 億美元終止費。

**賽事直播及互動娛樂等新興業務進展積極。**我們對 Netflix 新興業務的進展感到振奮。直播部分，管理層提及直播雖然僅占總觀看時數一小部分，但卻帶來不成比例的巨大價值，包括提高用戶價值以及集中觀看帶來的廣告效益，公司並預告今年將提供日本用戶世界棒球經典賽(WBC)全部 47 場賽事直播。互動娛樂部分，目前已經向約 1/3 用戶推播電視派對遊戲，且今年將於選秀節目及直播內導入 Live fan voting(粉絲即時投票)及 Moments(用戶分享内容片段)，進一步使影視串流進階為雙向互動的娛樂活動。

#### 投資建議

雖財測因收購產生之費用而下修並低於市場預期，不過 Netflix 直播及互動等新興業務進展仍相當令人振奮。我們認為目前股價已反映低於預期之財測。維持「增加持股」投資評等，目標價調整至 110 元，以過去三年歷史本益比評價中上緣之 35 倍評價計算而得。

#### 投資風險

定價能力減弱、串流娛樂平台競爭、無法完成收購 WBD。

#### 主要財務數據及估值

	Jan-22A	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26F
營業收入 (US\$百萬)	31,616	33,723	39,001	45,183	50,930
營業毛利 (US\$百萬)	12,447	13,753	17,963	21,908	26,040
營業利益 (US\$百萬)	5,633	6,954	10,418	13,327	16,176
EBITDA (US\$百萬)	6,545	7,676	10,747	13,741	15,856
稅後淨利 (US\$百萬)	4,492	5,408	8,712	10,981	13,300
每股盈餘 (US\$)	1.00	1.20	1.98	2.53	3.08
營業收入成長率 (%)	6.5	6.7	15.7	15.9	12.7
每股盈餘成長率 (%)	(11.5)	20.7	65.1	27.4	21.9
毛利率 (%)	39.4	40.8	46.1	48.5	51.1
營業利益率 (%)	17.8	20.6	26.7	29.5	31.8
EBITDA margin (%)	20.7	22.8	27.6	30.4	31.1
淨負債比率 (%)	39.4	34.6	63.0	54.3	36.2
股東權益報酬率 (%)	22.5	26.1	35.2	41.3	33.5

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

圖 1：4Q25 財報調整表及 1Q26 財務預估暨市場共識比較表

百萬元	4Q25						1Q26F					
	實際值	凱基預估	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	12,051	11,974	17.6	11,960	11,966	0.7	12,182	12,189	22.7	12,157	12,176	0.1
毛利	5,528	5,429	23.4	-	5,395	2.5	6,264	6,351	17.5	-	6,199	1.1
營業利益	2,957	2,849	30.1	2,858	2,886	2.4	4,007	4,219	1.6	3,906	3,975	0.8
稅前淨利	2,768	2,629	29.7	-	2,752	0.6	3,751	3,997	2.4	-	3,856	(2.7)
稅後淨利	2,419	2,314	29.4	-	2,370	2.1	3,278	3,517	2.3	3,264	3,341	(1.9)
每股盈餘 (元)	0.56	0.53	31.2	0.55	0.55	2.6	0.76	0.81	3.8	0.76	0.78	(2.8)
毛利率 (%)	45.9	45.3	2.2 pts	-	45.1	0.8 pts	51.4	52.1	(2.0) pts	-	50.9	0.5 pts
營業利益率 (%)	24.5	23.8	2.4 pts	23.9	24.1	0.4 pts	32.9	34.6	(5.1) pts	32.1	32.6	0.2 pts
淨利率 (%)	20.1	19.3	1.8 pts	-	19.8	0.3 pts	26.9	28.9	(4.0) pts	-	27.4	(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	2025						2026F					
	實際值	凱基預估	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	45,183	45,106	15.9	45,100	45,093	0.2	50,930	50,829	12.7	50.7B-51.7B	51,116	(0.4)
毛利	21,908	21,809	22.0	-	21,766	0.7	26,040	26,142	18.9	-	25,780	1.0
營業利益	13,327	13,220	27.9	13,100	13,252	0.6	16,176	16,761	21.4	15.97B-16.3B	16,273	(0.6)
稅前淨利	12,723	12,584	27.7	-	12,712	0.1	15,217	15,866	19.6	-	15,719	(3.2)
稅後淨利	10,981	10,876	26.1	-	10,932	0.4	13,300	13,962	21.1	-	13,546	(1.8)
每股盈餘 (元)	2.53	2.50	27.4	-	2.53	0.1	3.08	3.21	21.9	-	3.15	(2.3)
毛利率 (%)	48.5	48.3	2.4 pts	-	48.3	0.2 pts	51.1	51.4	2.6 pts	-	50.4	0.7 pts
營業利益率 (%)	29.5	29.3	2.8 pts	29.0	29.4	0.1 pts	31.8	33.0	2.3 pts	31.5	31.8	(0.1) pts
淨利率 (%)	24.3	24.1	2.0 pts	-	24.2	0.1 pts	26.1	27.5	1.8 pts	-	26.5	(0.4) pts

資料來源：Netflix、Bloomberg、KGI

圖 3：《Skyscraper Live》



資料來源：Netflix

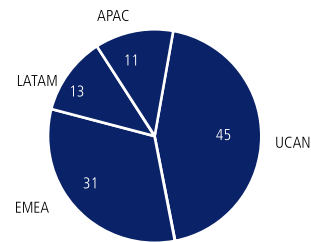
圖 4：公司概況

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 3.25 億以上付費訂閱收視戶。2025 年營收區域分布情況為美加(UCAN)45%、中東歐非(EMEA)31%、拉美(LATAM)13%、亞太(APAC)11%。

資料來源：公司資料；凱基

圖 5：2025 年各區域營收比重

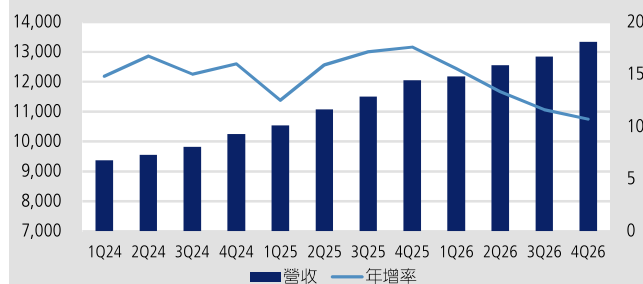
2025 年各區域營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：營收與年增率

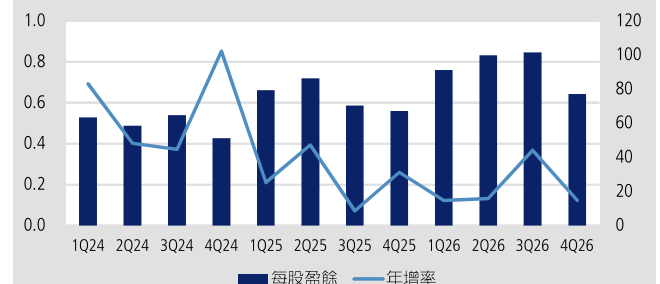
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：每股盈餘及年增率

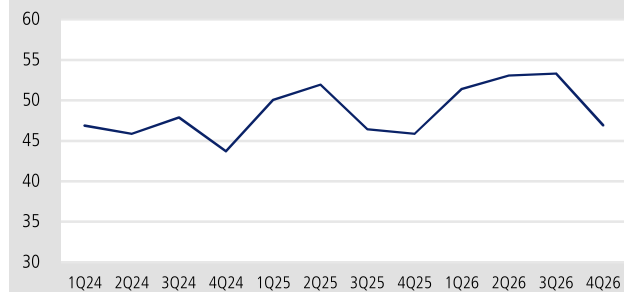
每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：毛利率

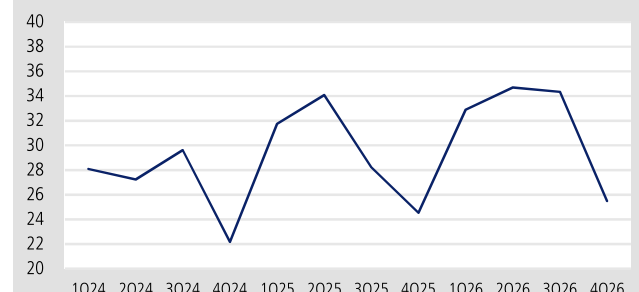
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：營業利益率

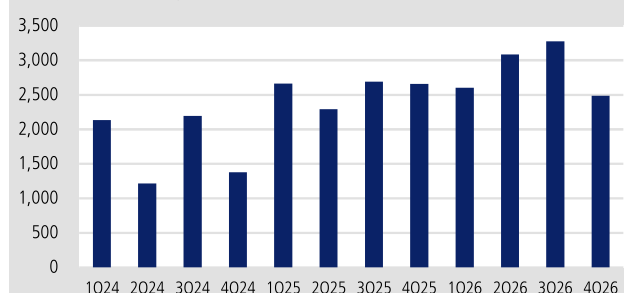
營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：自由現金流量

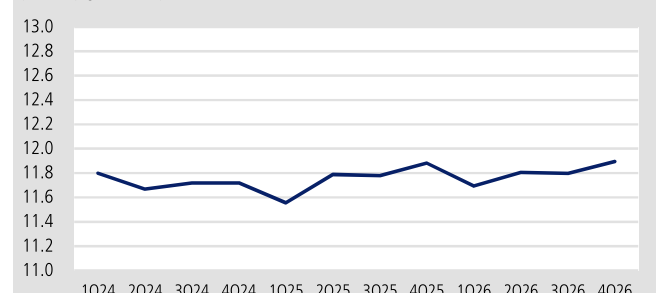
自由現金流量，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：平均訂閱用戶月收入

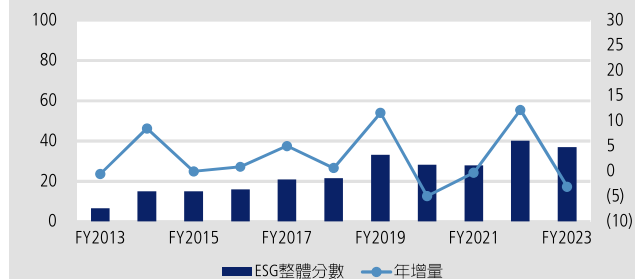
平均訂閱用戶月收入，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 12：ESG 整體分數

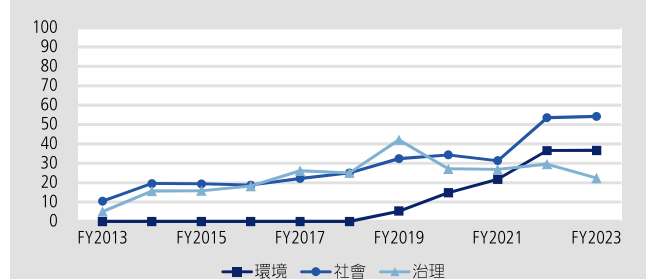
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：ESG 各項分數

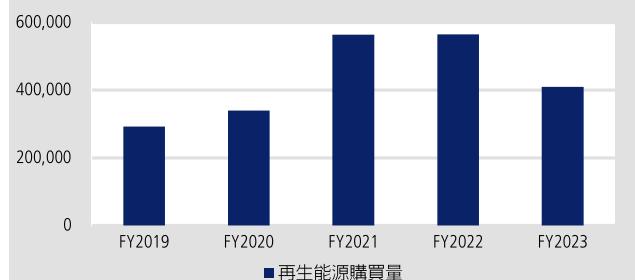
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：再生能源使用

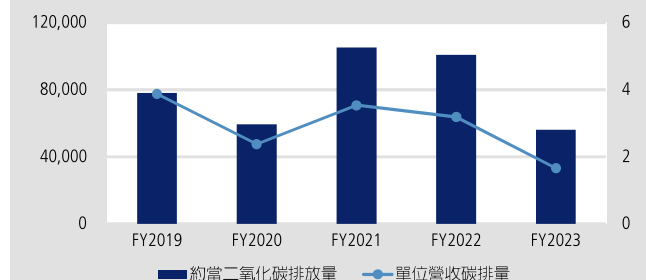
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：碳排量

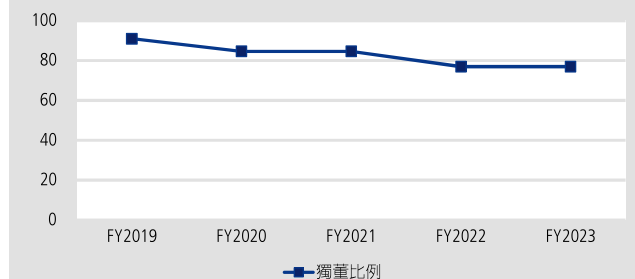
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：董事獨立性

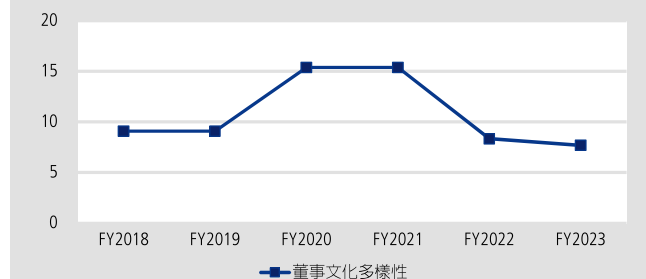
獨董比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：董事文化多樣性

董事文化分散比例，百分比

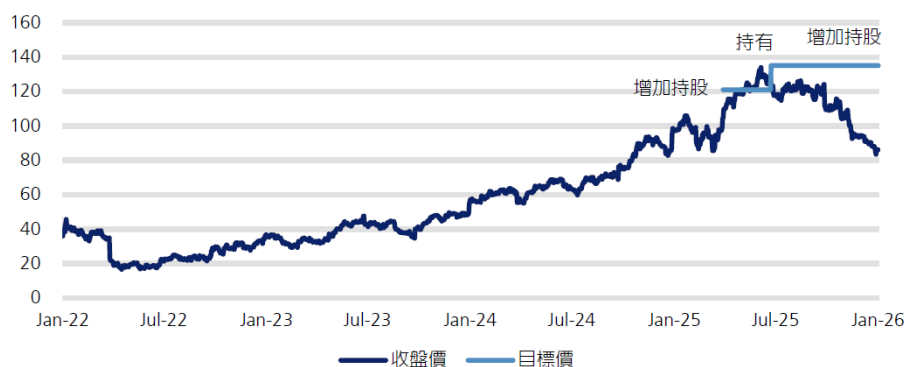


資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	<p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司運營範圍內消耗之能源總量</li> <li>- 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量</li> <li>- 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源</li> <li>- 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）</li> <li>- 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</li> </ul>
購買之再生能源	<p>Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul>
再生能源使用率	<p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>
CO2 約當排放量	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）</li> <li>- 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)</li> </ul>
CO2 約當排放量營收比	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量）</li> <li>- 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)</li> </ul>
廢棄物總量	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物</li> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul>
廢棄物回收率	<p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100</li> <li>- 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</li> <li>- 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物</li> </ul>
總取水量	<p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 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</li> </ul>
環保支出	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> </ul>
員工流動率	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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</li> <li>- 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) *100</li> <li>- 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) /2</li> <li>- 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</li> </ul>
女性經理	<p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性經理占公司經理的百分比</li> <li>- 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</li> <li>- 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100</li> </ul>
女性員工	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 女性員工占公司員工總數的百分比</li> <li>- 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100</li> </ul>
教育訓練總時數	<p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 僅考慮員工教育訓練時數</li> <li>- 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）</li> <li>- 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作</li> </ul>
每位員工教育訓練時數	<p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>



## Netflix – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2025-04-23	增加持股	121	104.03
2025-07-18	持有	135	127.42
2025-11-03	增加持股	135	111.89

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，並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。