Netflix

(NFLX.OQ/NFLX US)

第三成長曲線受阻

重要訊息

Netflix 於 10/20 美股收盤後發布 3Q26 財報並召開電話會議。

評論及分析

3Q26 財報優於預期，但裁員造成 4Q26 財測獲利低於市場共識 8.3%。3Q26 營收 128.7 億美金、YoY+11.8%，營業利益 44.6 億美金、YoY+37.3%，營益率 34.6%，稀釋後 EPS 0.7 元、YoY+48.3%，優於市場共識 6.3%。不過，公司提出之 4Q26 財測則低於市場共識，營業利益及稅後淨利分別低於市場共識 9.2%、8.3%，獲利較低來自 1.)裁員一次性支出，約造成 1.6 億美金費用，降低約 1.2 個百分點的營益率、2.)廣告平台進度落後，廣告收入下修約 3 億美金。

電視遊戲及垂直影片效益不彰，第三成長曲線受阻。過去兩年公司持續投入資源開發電視遊戲及垂直影片，對新業務寄予厚望。不過，本次財報卻對此未有著墨，且先前公布裁員部門亦包括在內，顯示效益並未達到公司目標。為了增加內容豐富度並維持用戶時占率，公司開始更積極向外購買內容授權，包括 1.)與 Disney(DIS US)達成部分地區的內容授權協議、2.)與法國電視台 TF1 達成法國地區的內容授權協議、3.)取得 NFL 感恩節與聖誕節賽事直播權等。整體來說，我們認為更加積極地向外採購內容授權，意味著自製內容的競爭力下降，同時也將增加額外成本。

投資建議

我們維持對 Netflix 中性看法與持有評等，基於 1.)串流平台同業持續整併，派拉蒙與 WBD 已於 10M26 完成合併，FOX 則預計於 1H27 完成收購 Roku、2.)Youtube、短影音與 AI 短片侵蝕時占率、3.)自製內容競爭力下降，未有現象級作品推出。目標價由 75 元微調至 74 元，基於 2027 年 20 倍本益比評價而得。

投資風險

定價能力減弱、串流娛樂平台競爭、用戶參與度下降。

持有・維持

收盤價 October 20 (US$)	68.69
3 個月目標價 (US$)	70.0
12 個月目標價 (US$)	74.0
前次目標價 (US$)	75.0
調降 (%)	-1.3
上漲空間 (%)	7.7

焦點內容

1. 3Q26 財報優於預期 6.3%，但 4Q26 受到裁員及廣告收入下修影響，財測獲利低於市場共識 8.3%。
2. 電視遊戲及垂直影片效益不彰，第三成長曲線受阻，公司轉向增加外部內容授權。

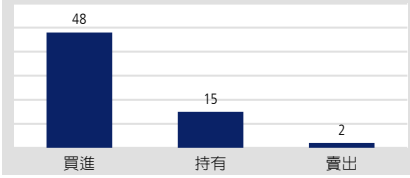
交易資料/表

市值 : (US$bn)	286.0
流通在外股數 (百萬股) :	4,164
機構持有比例 (%) :	87.0
3M 平均成交量 (百萬股) :	35.1
52 週股價 (低 \ 高) (US$):	65.1-124.9

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	0.0	(25.8)	(44.7)
相對表現 (%)	(2.7)	(35.0)	(59.2)

市場綜合評等

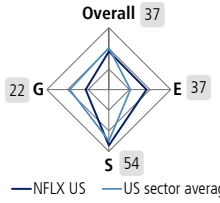
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	57	89	126
潛在報酬 (%)	(17.0)	29.3	83.4

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

主要財務數據及估值

	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US$百萬)	33,723	39,001	45,183	51,154	56,353
營業毛利 (US$百萬)	13,753	17,963	21,908	26,151	29,273
營業利益 (US$百萬)	6,954	10,418	13,327	16,165	19,030
EBITDA (US$百萬)	7,676	10,747	13,741	16,371	18,630
稅後淨利 (US$百萬)	5,408	8,712	10,981	15,169	15,402
每股盈餘 (US$)	1.20	1.98	2.53	3.57	3.71
營業收入成長率 (%)	6.7	15.7	15.9	13.2	10.2
每股盈餘成長率 (%)	20.7	65.1	27.4	41.5	3.7
毛利率 (%)	40.8	46.1	48.5	51.1	51.9
營業利益率 (%)	20.6	26.7	29.5	31.6	33.8
EBITDA margin (%)	22.8	27.6	30.4	32.0	33.1
淨負債比率 (%)	34.6	63.0	54.3	44.9	37.6
股東權益報酬率 (%)	26.1	35.2	41.3	48.0	41.5

資料來源：公司資料；彭博；凱基

圖 1：3Q26 財報調整及 4Q26 財務預估暨市場共識比較表

	3Q26						4Q26F					
百萬元	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	12,874	12,871	11.8	12,860	12,872	0.0	13,470	13,393	11.8	13,442	13,515	(0.3)
毛利	6,795	6,670	27.1	-	6,613	2.8	6,471	6,434	17.1	-	6,489	(0.3)
營業利益	4,459	4,304	37.3	4,268	4,274	4.3	3,556	3,680	20.3	3,500	3,721	(4.4)
稅前淨利	4,317	4,075	38.8	-	4,127	4.6	3,319	3,455	19.9	-	3,578	(7.3)
稅後淨利	3,664	3,561	43.9	3,452	3,455	6.1	2,821	3,020	16.6	2,787	3,070	(8.1)
每股盈餘 (元)	0.87	0.84	48.3	0.82	0.82	6.3	0.67	0.71	20.4	0.67	0.73	(7.7)
毛利率 (%)	52.8	51.8	6.3 ppts	-	51.4	1.4 ppts	48.0	48.0	2.2 ppts	-	48.0	0.0 ppts
營業利益率 (%)	34.6	33.4	6.4 ppts	33.2	33.2	1.4 ppts	26.4	27.5	1.9 ppts	26.0	27.5	(1.1) ppts
淨利率 (%)	28.5	27.7	6.3 ppts	-	26.8	1.6 ppts	20.9	22.5	0.9 ppts	-	22.7	(1.8) ppts

資料來源：Netflix、Bloomberg、KGI

圖 2：2026 及 2027 財務預估暨市場共識比較表

	2026F						2027F					
百萬元	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	51,154	51,074	13.2	51,126	51,227	(0.1)	56,353	56,243	10.2	-	56,934	(1.0)
毛利	26,151	25,989	19.4	-	25,989	0.6	29,273	29,132	11.9	-	29,528	(0.9)
營業利益	16,165	16,134	21.3	16,108	16,131	0.2	19,030	18,858	17.7	-	19,027	0.0
稅前淨利	18,251	18,145	43.5	-	18,318	(0.4)	18,120	17,994	(0.7)	-	18,577	(2.5)
稅後淨利	15,169	15,265	38.1	15,135	15,182	(0.1)	15,402	15,727	1.5	-	15,778	(2.4)
每股盈餘 (元)	3.57	3.58	41.5	3.57	3.58	(0.1)	3.71	3.74	3.7	-	3.79	(2.2)
毛利率 (%)	51.1	50.9	2.6 ppts	-	50.7	0.4 ppts	51.9	51.8	0.8 ppts	-	51.9	0.1 ppts
營業利益率 (%)	31.6	31.6	2.1 ppts	31.5	31.5	0.1 ppts	33.8	33.5	2.2 ppts	-	33.4	0.3 ppts
淨利率 (%)	29.7	29.9	5.3 ppts	-	29.6	0.0 ppts	27.3	28.0	(2.3) ppts	-	27.7	(0.4) ppts

資料來源：Netflix、Bloomberg、KGI

圖 3：Netflix 美國串流時佔率未見起色

類型	平台\月份	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26
串流	Netflix	7.8	8.2	8.4	8.8	9.0	8.3	8.0	8.3	9.0	8.8	8.4	8.2	7.8	8	7.9	7.8
	YouTube	13.4	13.2	12.7	12.5	12.7	12.9	12.9	12.9	12.7	12.5	12.7	13.2	13.4	13.8	13.8	14.2
	Disney (Disney+、ESPN+、Hulu SVOD)	5.0	5.3	5.0	4.9	4.7	4.7	4.8	4.7	4.7	4.9	5.0	5.3	5.0	4.9	4.6	4.7
	Amazon	4.2	3.8	3.9	4.1	4.3	3.8	3.8	3.8	4.3	4.1	3.9	3.8	4.2	4.5	4.2	4.2
	其他	13.9	14.3	16.0	17.0	15.7	15.5	16.2	17.0	16.8	16.7	18.0	17.1	17.2	17.4	18.0	18.1
	串流合計	**44.3**	**44.8**	**46.0**	**47.3**	**46.4**	**45.2**	**45.7**	**46.7**	**47.5**	**47.0**	**48.0**	**47.6**	**47.6**	**48.6**	**48.5**	**49**
衛星電視		20.8	20.1	18.5	18.4	19.1	22.3	22.9	23.2	21.4	21.5	21.7	20.3	19.9	19.2	19.8	19.5
有線電視		24.5	24.1	23.4	22.2	22.5	22.3	22.2	20.5	20.2	21.2	20	21.4	21.6	20.4	19.5	18.7
其他		10.3	10.9	12.1	12.1	12.0	10.2	9.1	9.6	10.9	10.3	10.3	10.9	11.0	11.7	12.3	12.8
全部合計		**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**99.9**	**100.1**	**100**

資料來源：Nielsen

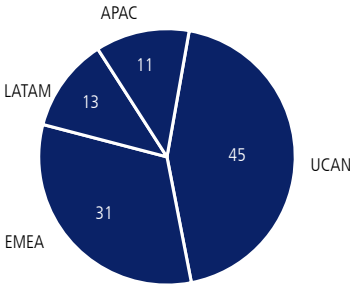
圖 4: 公司概況

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

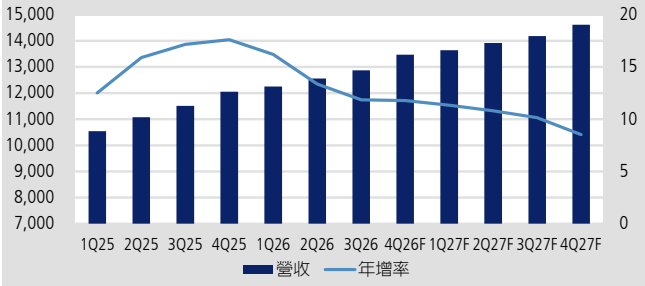
2025 年各區域營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：營收與年增率

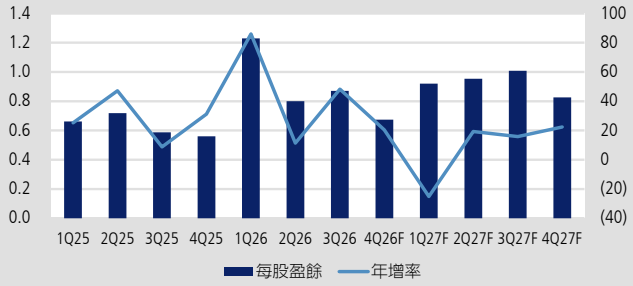
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：每股盈餘及年增率

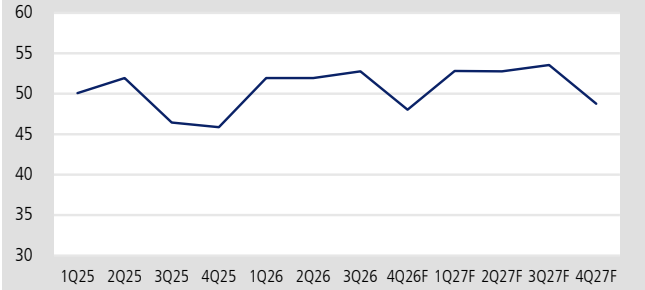
每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：毛利率

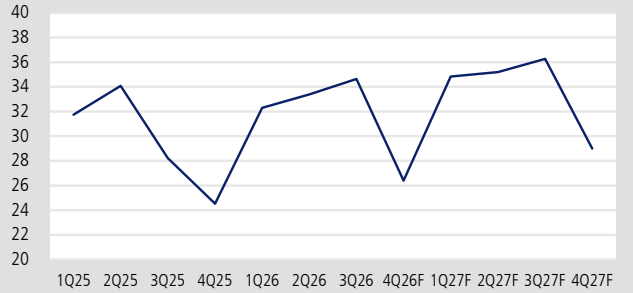
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：營益率

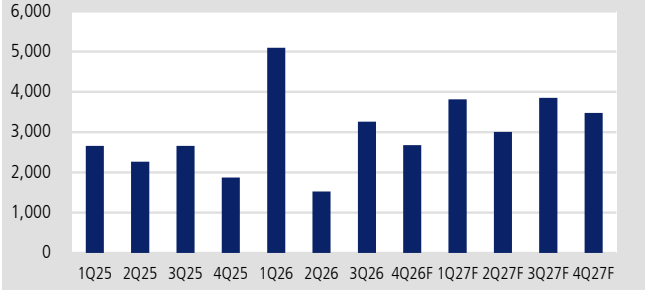
營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：自由現金流量

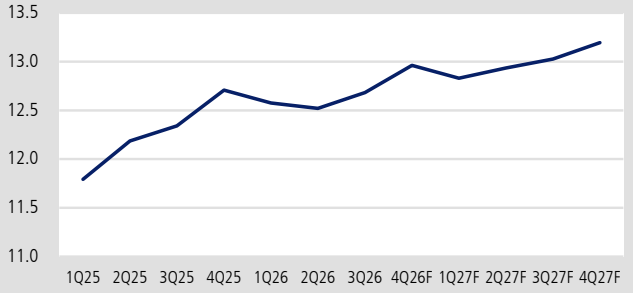
自由現金流量，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：平均訂閱用戶月收入

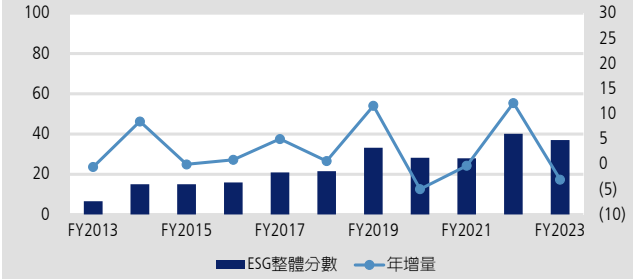
平均訂閱用戶月收入，美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 12：ESG 整體分數

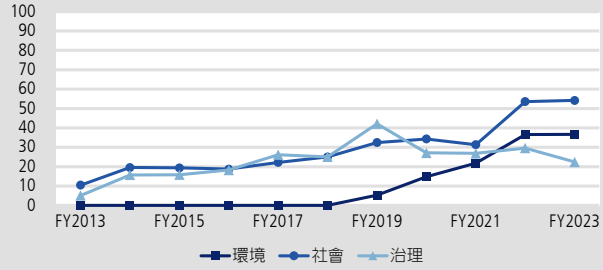
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 13：ESG 各項分數

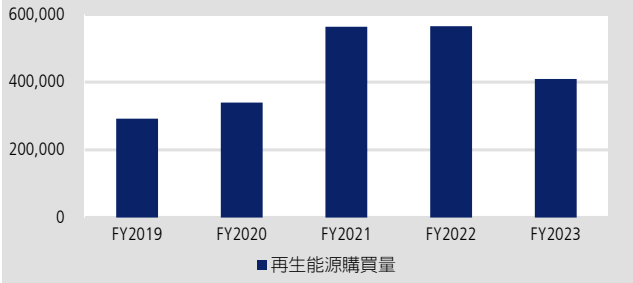
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 14：再生能源使用

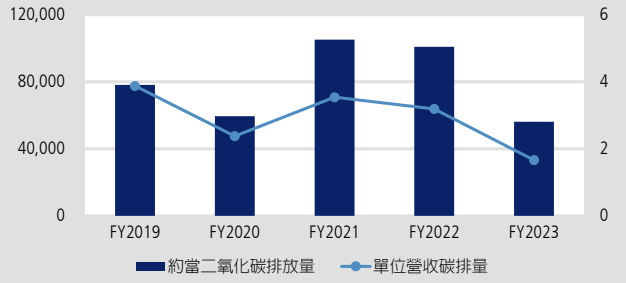
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：碳排量

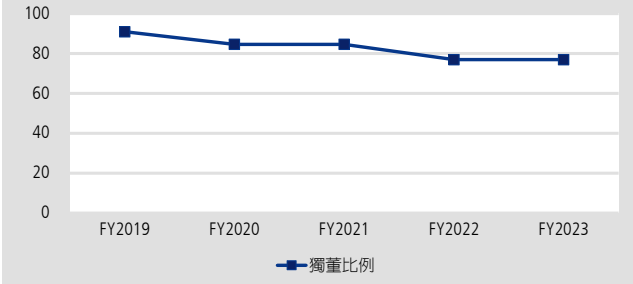
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：董事獨立性

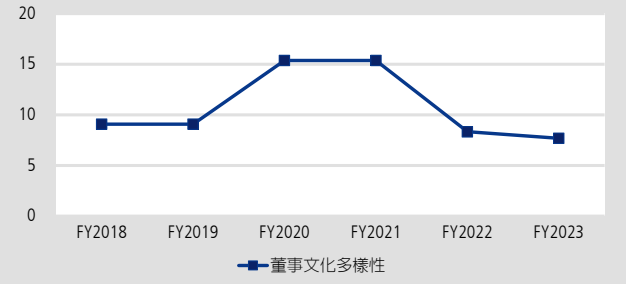
獨董比例，百分比



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	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



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
2026-01-26	增加持股	110	86.12
2026-04-21	增加持股	115	94.83
2026-07-17	持有	75	74.35

資料來源：彭博；凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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㠯公正性、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，本行㠯不另行通知。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，㠯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。