

# Netflix (NFLX.OQ/NFLX US)

## 信心考驗

### 增加持股・維持

收盤價 April 20 (US\$)	94.83
3 個月目標價 (US\$)	99.9
12 個月目標價 (US\$)	115.0
前次目標價 (US\$)	110.0
調升 (%)	4.5
上漲空間 (%)	21.3

### 焦點內容

- 華納兄弟併購案告終，分手費挹注 1Q26 獲利，貢獻 0.58 元 EPS。
- 收購 WBD 告終，2026 全年財測卻維持，隱含營益率微幅下修。
- 廣告收入預期翻倍成長，廣告訂閱 ARPU 將顯著成長。

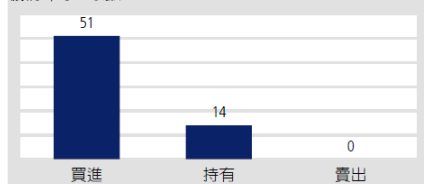
### 交易資料/表

市值: (US\$bn)	399.3
流通在外股數 (百萬股):	4,211
機構持有比例 (%):	84.7
3M 平均成交量 (百萬股):	49.9
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	75-134.1

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	11.1	(23.6)	(4.0)
相對表現 (%)	7.7	(29.2)	(41.8)

### 市場綜合評等

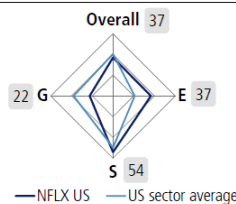
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	95	115	151
潛在報酬 (%)	0.2	21.6	59.7

資料來源: Bloomberg

### ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

### 重要訊息

Netflix 於 4/16 美股收盤後發布 1Q26 財報。

### 評論及分析

華納兄弟併購案告終，分手費挹注 1Q26 獲利。WBD 接受派拉蒙天舞美股 31 美元的收購價格而 Netflix 未跟進提高報價，Netflix 與華納兄弟(WBD US)收購案於 2/26 告終。Netflix 於 1Q26 認列 WBD 付出之終止收購費用 28 億美元，約貢獻 0.58 元 EPS，使 1Q26 EPS 大幅提升至 1.23 元、YoY+86%。營收 122.5 億元及營益率 32.3%則大致符合市場預期。

2026 全年財測維持，隱含營益率微幅下修。本次財報公司維持全年財測營收目標 507~517 億元及營益率目標 31.5%。不過由於前次財測營益率包含併購 WBD 將產生之一次性支出。收購告終後財測卻未跟進上修，隱含營益率微幅下修之調整。另外，因內容製作的攤銷費用成長更加集中於上半年，公司展望 2Q26 營益率將降至 32.6%、YoY-1.5ppts，低於市場預期。

廣告收入預期翻倍成長，廣告訂閱 ARPU 將顯著成長。2025 年 Netflix 廣告收入為 15 億美元、YoY+250%，公司預計 2026 年將翻倍成長至 30 億美元。我們估計 1Q26 廣告訂閱 ARPU 約低於一般訂閱 11.7%，Netflix 正積極推進廣告業務，包括提供自訂廣告套件、多樣化廣告格式及欄位，並預計將上線互動式影片廣告，預期 4Q27 兩者差異將縮小至 2.4%。

### 投資建議

2Q26 財測低於預期，創辦人 Reed Hastings 宣布將於六月卸任，Netflix 股價於財報後大幅修正。目前股價約位於 25.8 倍 NTM PER，位於過去四年歷史區間中下緣。看好新興業務及廣告收入成長潛力，凱基維持 Netflix「增加持股」投資評等，目標價調整至 115 元，以 2027 年 30 倍本益比評價計算而得。

### 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。

### 主要財務數據及估值

	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26F	Jan-27F
營業收入 (US\$百萬)	33,723	39,001	45,183	51,595	57,455
營業毛利 (US\$百萬)	13,753	17,963	21,908	26,070	29,614
營業利益 (US\$百萬)	6,954	10,418	13,327	16,528	19,609
EBITDA (US\$百萬)	7,676	10,747	13,741	16,326	19,209
稅後淨利 (US\$百萬)	5,408	8,712	10,981	15,506	16,261
每股盈餘 (US\$)	1.20	1.98	2.53	3.62	3.84
營業收入成長率 (%)	6.7	15.7	15.9	14.2	11.4
每股盈餘成長率 (%)	20.7	65.1	27.4	43.3	6.1
毛利率 (%)	40.8	46.1	48.5	50.5	51.5
營業利益率 (%)	20.6	26.7	29.5	32.0	34.1
EBITDA margin (%)	22.8	27.6	30.4	31.6	33.4
淨負債比率 (%)	34.6	63.0	54.3	39.7	30.7
股東權益報酬率 (%)	26.1	35.2	41.3	43.0	36.1

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

圖 1：1Q26 財報調整表及 2Q26 財務預估暨市場共識比較表

百萬元	1Q26						2Q26F					
	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	12,250	12,182	16.2	12,157	12,174	0.6	12,761	12,557	15.2	12,519	12,580	1.4
毛利	6,362	6,264	20.5	-	6,164	3.2	6,345	6,664	10.3	-	6,460	(1.8)
營業利益	3,957	4,007	18.2	3,906	3,936	0.5	4,190	4,357	11.0	4,081	4,160	0.7
稅前淨利	6,547	3,751	103.7	-	3,796	72.5	3,886	4,111	7.0	-	3,986	(2.5)
稅後淨利	5,283	3,278	82.8	3,264	3,282	61.0	3,396	3,593	8.7	-	3,418	(0.6)
每股盈餘 (元)	1.23	0.76	86.0	0.76	0.77	58.9	0.79	0.83	10.2	-	0.80	(1.0)
毛利率 (%)	51.9	51.4	1.9 ppts	-	50.6	1.3 ppts	49.7	53.1	(2.2) ppts	-	51.3	(1.6) ppts
營業利益率 (%)	32.3	32.9	0.6 ppts	32.1	32.3	(0.0) ppts	32.8	34.7	(1.2) ppts	32.6	33.1	(0.2) ppts
淨利率 (%)	43.1	26.9	15.7 ppts	-	27.0	16.2 ppts	26.6	28.6	(1.6) ppts	-	27.2	(0.6) 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

百萬元	2026F						2027F					
	調整後	調整前	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	凱基預估	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	
營收	51,595	50,829	14.2	51,200	51,359	0.5	57,455	11.4	-	57,286	0.3	
毛利	26,070	26,142	19.0	-	25,978	0.4	29,614	13.6	-	29,718	(0.4)	
營業利益	16,528	16,761	24.0	16,150	16,288	1.5	19,609	18.6	-	19,453	0.8	
稅前淨利	18,244	15,866	43.4	-	17,802	2.5	18,605	2.0	-	18,944	(1.8)	
稅後淨利	15,506	13,962	41.2	-	15,043	3.1	16,261	4.9	-	16,504	(1.5)	
每股盈餘 (元)	3.62	3.21	43.3	-	3.54	2.2	3.84	6.1	-	3.87	(0.7)	
毛利率 (%)	50.5	51.4	2.0 ppts	-	50.6	(0.1) ppts	51.5	1.0 ppts	-	51.9	(0.3) ppts	
營業利益率 (%)	32.0	33.0	2.5 ppts	31.5	31.7	0.3 ppts	34.1	2.1 ppts	-	34.0	0.2 ppts	
淨利率 (%)	30.1	27.5	5.7 ppts	-	29.3	0.8 ppts	28.3	(1.8) ppts	-	28.8	(0.5) ppts	

資料來源：Netflix、Bloomberg、KGI

圖 3：Netflix 美國收視率提升

類型	平台 \ 月份	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26
串流	Other streaming	6.2	6.1	6.2	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
	Netflix	8.2	7.9	7.5	7.5	8.3	8.8	8.7	8.3	8	8	8.3	8.2	8.4
	YouTube	11.6	12	12.4	12.5	12.8	13.4	13.1	12.6	12.9	12.9	12.7	12.5	12.7
	Disney (Disney+、ESPN+、Hulu SVOD)	3.5	3.5	3.5	3.6	3.8	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.9	4.1	3.9
	Amazon	3.5	3.5	3.5	3.6	3.8	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.7	3.9
	Paramount (Paramount+、Pluto)	2.3	2.4	2.4	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8	2.9	3	2.5	2.9	2.9
	Warner/Discovery (Discovery+、HBO Max)	4.1	4.3	4.5	4.7	5	5.2	5.3	5.3	5.5	5.8	6	6	6.2
	其他	4.1	4.1	4.3	3.9	3.1	2.9	2.3	2	2.5	3.1	4	3.3	3.7
	<b>串流合計</b>	<b>43.5</b>	<b>43.8</b>	<b>44.3</b>	<b>44.8</b>	<b>46</b>	<b>47.3</b>	<b>46.4</b>	<b>45.2</b>	<b>45.7</b>	<b>46.7</b>	<b>47.5</b>	<b>47</b>	<b>48</b>
衛星電視		21.2	20.5	20.8	20.1	18.5	18.4	19.1	22.3	22.9	23.2	21.4	21.5	21.7
有線電視		23.2	24	24.5	24.1	23.4	22.2	22.5	22.3	22.2	20.5	20.2	21.2	20
其他		12.1	11.7	10.3	10.9	12.1	12.1	12	10.2	9.1	9.6	10.9	10.3	10.3
	<b>全部合計</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>99.9</b>	<b>99.9</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>99.9</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

資料來源：Nielsen

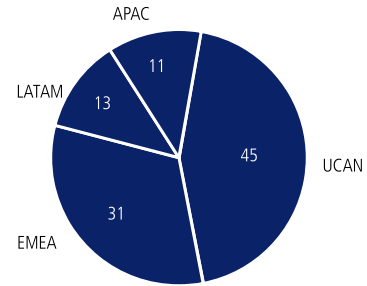
**圖 4：公司概況**

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**

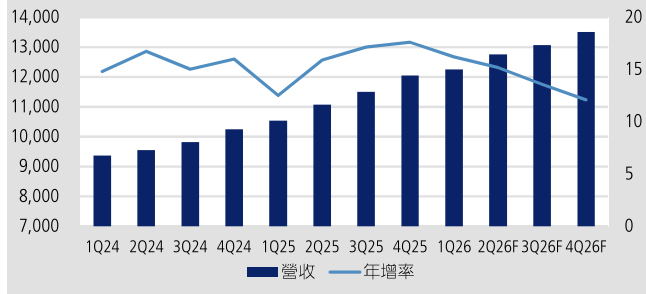
2025 年各區域營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 6：營收與年增率**

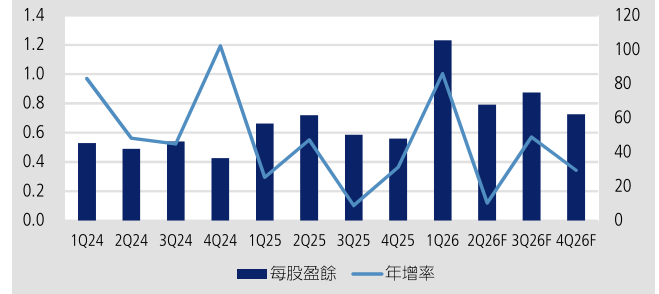
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

**圖 7：每股盈餘及年增率**

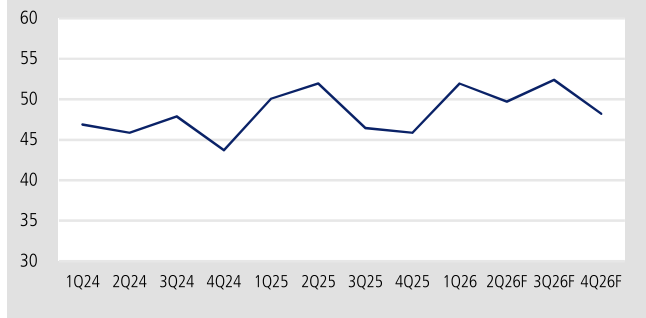
每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

**圖 8：毛利率**

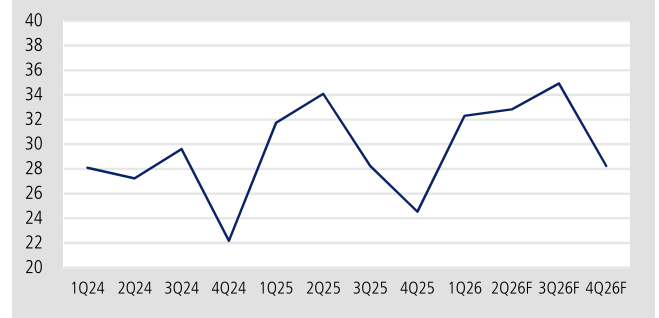
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 9：營業利益率**

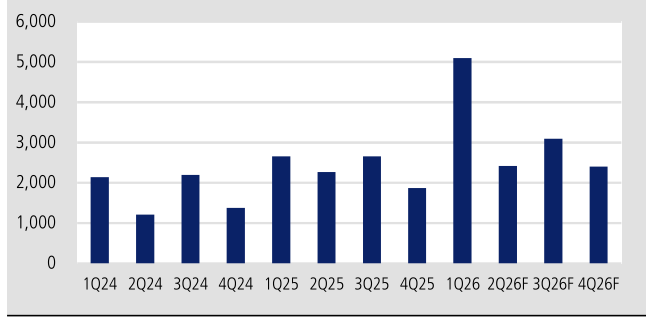
營業利益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

**圖 10：自由現金流量**

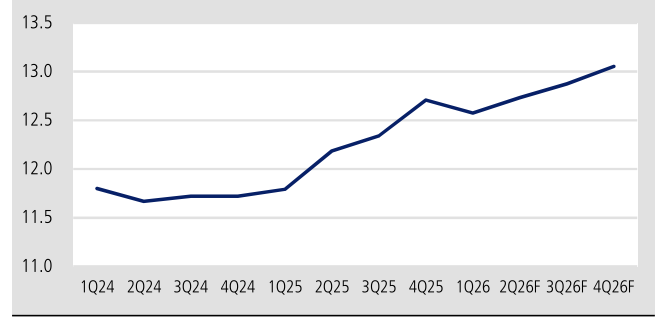
自由現金流量，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 11：平均訂閱用戶月收入**

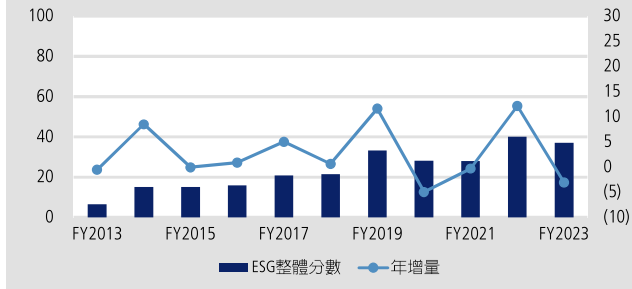
平均訂閱用戶月收入，美元



資料來源：公司資料；凱基

**圖 12：ESG 整體分數**

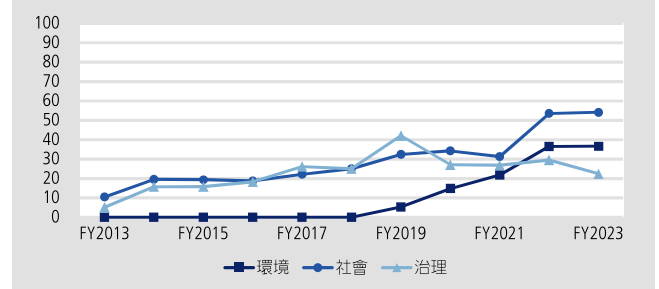
ESG 整體分數 (左軸)：年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 13：ESG 各項分數**

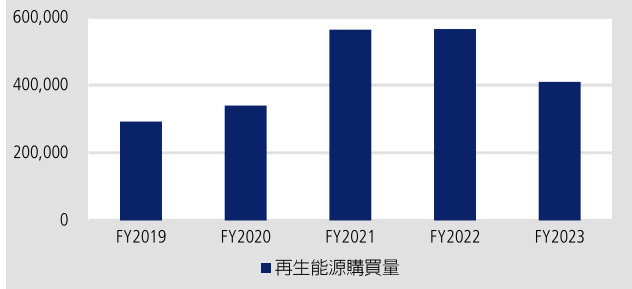
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 14：再生能源使用**

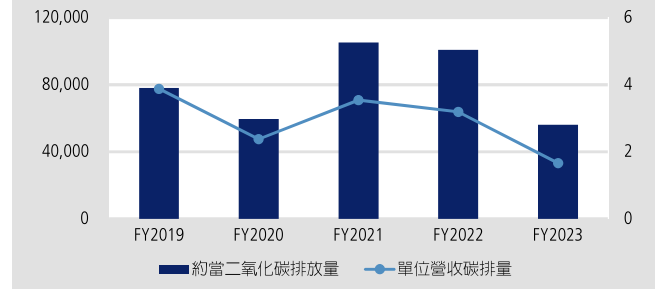
再生能源使用，十億焦耳 (左軸)：年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 15：碳排量**

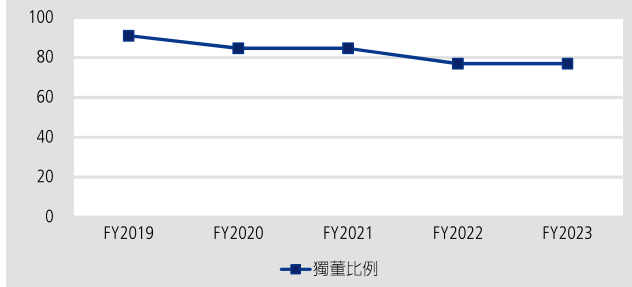
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

**圖 16：董事獨立性**

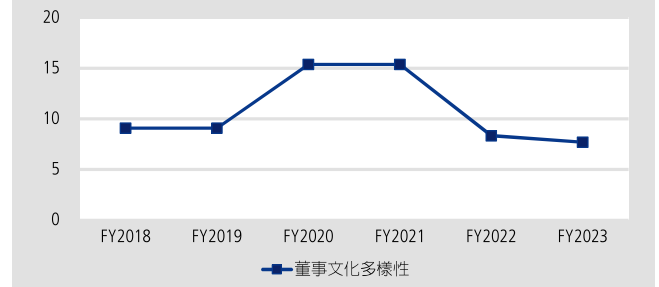
獨董比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

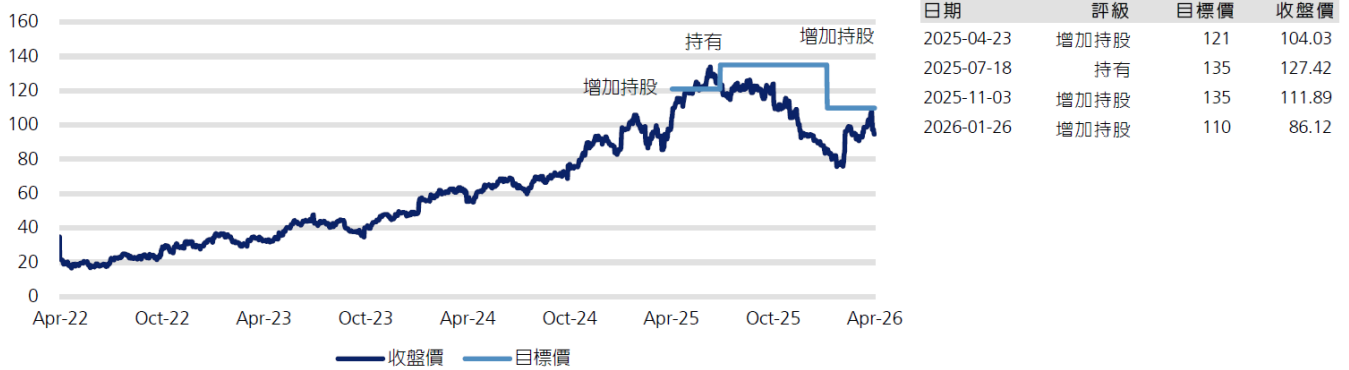
**圖 17：董事文化多樣性**

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	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](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，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有。