

迪士尼 (DIS)：流媒体业务大放异彩，继续提振估值

2020 年 2 月 5 日，迪士尼公布了流媒体 Disney+ 上线以来的首份财报，2020 财年一季度营收 208.5 亿美元（+36.3%，yoy），EPS1.32（-28.1%，yoy）均超出市场预期。相较于奈飞，坐拥丰富 IP、充裕现金流和定价优势的迪士尼，过去一年无论是用户获取还是估值扩张（+66%）程度都保持领先。

业绩点评

➤ 收入端：传统媒体业务稳中有升，电影爆款带动营收

本季度两大传统业务电视媒体和乐园产品收入稳中有升，分别贡献了 73.6 亿美元和 73.9 亿美元收入；在《星球大战：天行者崛起》、《冰雪奇缘 2》带动下，电影部门收入大增 106.3% (yoy)，Disney+ 流媒体平台在 11 月中强势上线后，总计带来 2860 万订阅用户基数，超出 2500 万的市场预期。

➤ 利润端：内容成本投资增大拖累利润

净利润降幅有所收敛（-13%,yoy%），不过流媒体投资成本，加上业务整合重组方面的费用，仍然是拖累运营利润的主要因素。

➤ 点评：流媒体势头正劲，继续提振估值空间

目前迪士尼在现金流，内容性价比上所具备的优势，已逐渐体现为强劲用户的增长上。参考彭博一致预期，市场对于迪士尼 2022 年的 PE 预测为 27.3X，与上季度的 25.9X 相比，已出现明显的扩张，显示市场对流媒体业务的估值溢价正在逐步计入。

财报短评

迪士尼 (DIS)

1Q 20FY 财务数据

最新收盘价	144.73
总市值	2613 亿
T12M EPS	4.39
T12M 市盈率	27.27
净资产收益率	14.8%
毛利率	32%
股息率	1.2%
52 周最高	153.4
52 周最低	107.32

过去 52 周价格走势



往期回顾

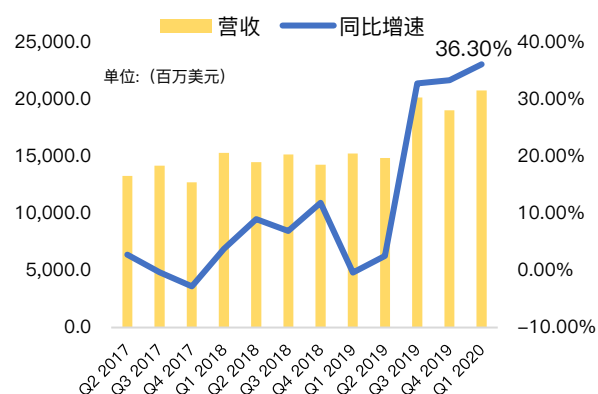
- 《迪士尼 (DIS)：流媒体大战，打开估值空间》20200205

图 1：迪士尼 FY20Q1 业绩与预期情况

单位：百万美元 (EPS 除外)	FY20Q1 实际值	Q1 彭博一致预期	是否超预期
营业收入 (Revenue)	20,860	20,760	是
毛利率 (Gross Margin)	13.6%	/	/
每股收益 (EPS)	1.53	1.44	是

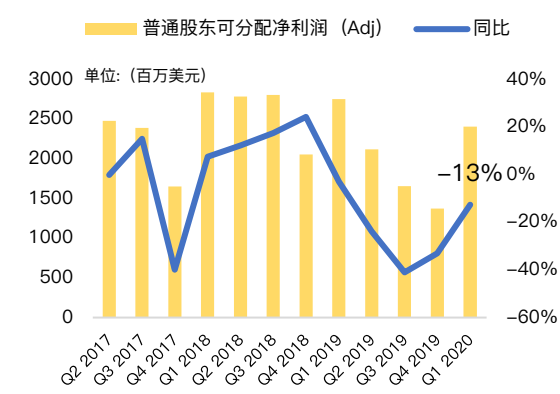
数据来源：Bloomberg，老虎证券

图 2：迪士尼 20Q1 总营收继续抬升



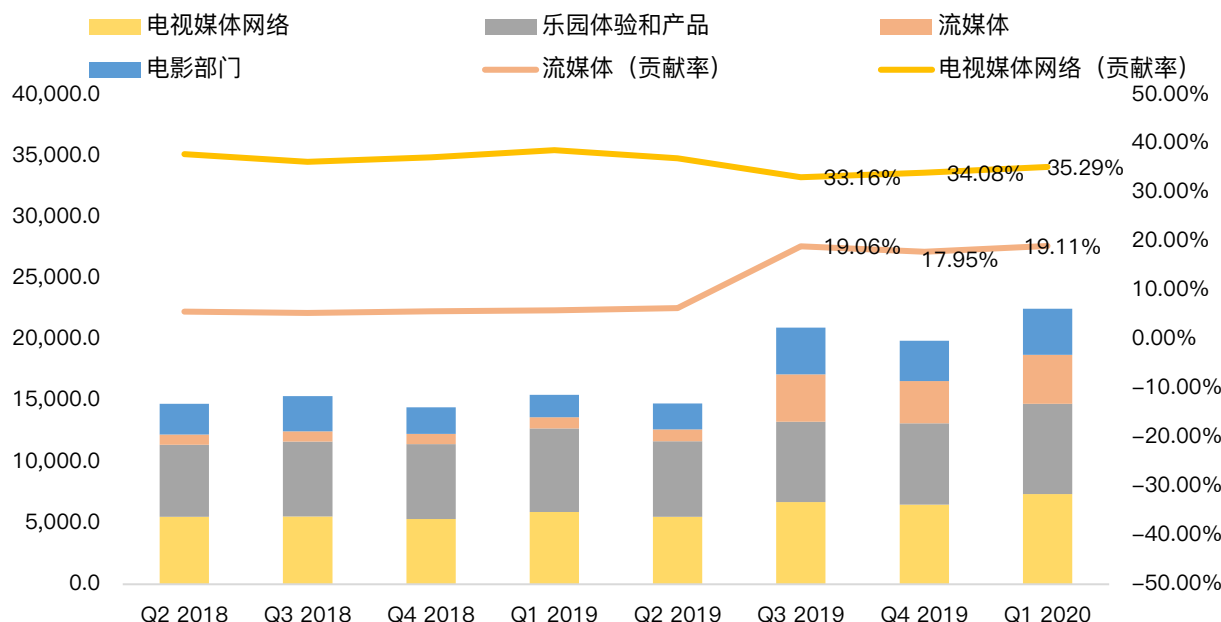
数据来源：公司财报，老虎证券整理

图 3：归属于普通股股东净利润降幅继续收窄



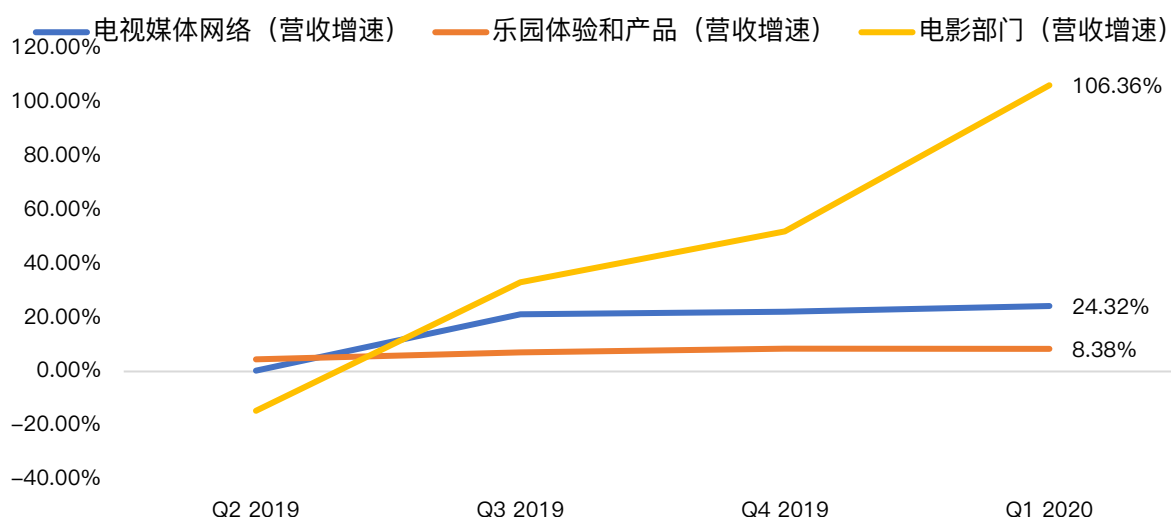
数据来源：公司财报，老虎证券整理

图 4：营收：本季度流媒体部门 and 传统电视媒体贡献率稳中有升，受疫情影响，迪士尼已协助关闭香港、上海两座迪士尼乐园，预计将在未来对收入造成一定影响



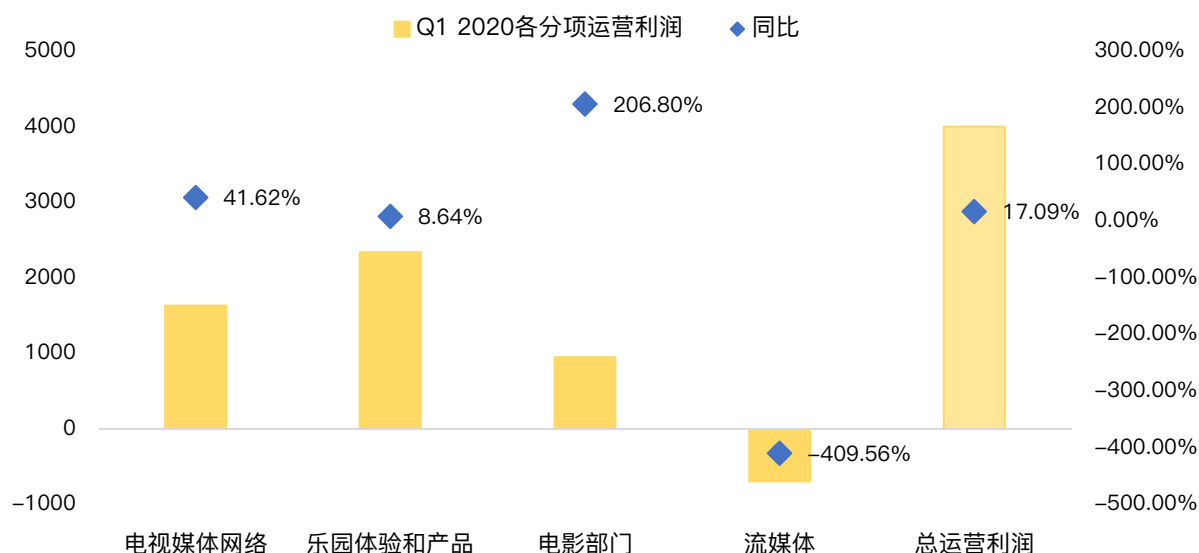
数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券

图 5：本季度《星球大战：天行者崛起》和《冰雪奇缘 2》为电影部门带来了可观收入



数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券整理

图 6：运营利润：Hulu 3Q19FY 并表，加上对 ESPN+ 和 Disney+ 的投资成本增加，继续拖累了流媒体业务运营利润，目前流媒体业务的盈利预期在 2024 年；电影部门归功于《星球大战：天行者崛起》、《冰雪奇缘 2》在全球的票房表现



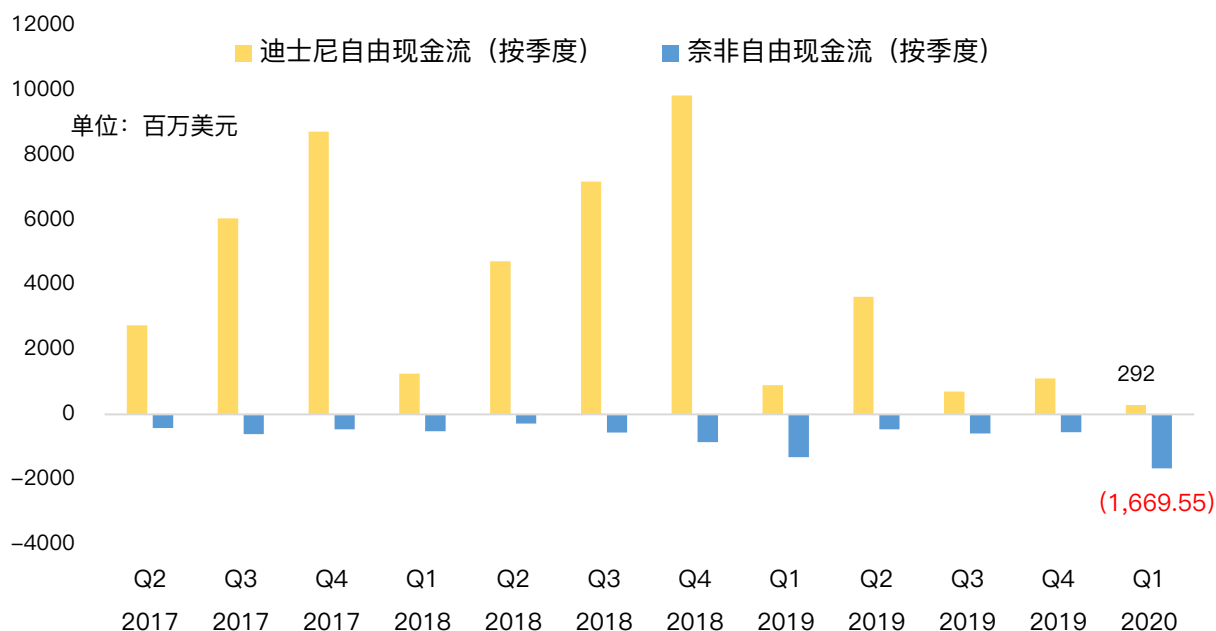
数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券

图 7：对比迪士尼 vs 奈飞费用及内容：今年将会有去年的大热电影《复联 4》、《惊奇队长》、《阿拉丁》、真人版《狮子王》、《玩具总动员 4》、《沉睡魔咒 2》、《冰雪奇缘 2》及《星球大战：天行者崛起》加入 Disney+，进一步增加内容丰富度

	订阅费	内容	受众群体
Disney+	每月 6.99 美元 每年 69.99 美元	迪士尼原创、皮克斯、星球大战、漫威系列、	家庭、儿童
ESPN+	每月 4.99 美元 每年 49.99 美元	MLB 职业棒球大联盟、MLS 职业足球联盟、UEFA 欧冠联赛	体育迷
Hulu	每月 5.99 美元 (含广告) 每月 11.99 美元 (不含广告) Hulu+电视每月 44.99 美元	Hulu 原创以及授权、福克斯	成年群体
竞品			
奈飞	每月 8.99 美元 每月 12.99 美元 每月 15.99 美元	原创电影电视，授权电影电视	成年群体、家庭、儿童

数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券整理

图 8：与奈飞举债投入原创不同，迪士尼相对充裕的自由现金流在流媒体布局中占据财务优势



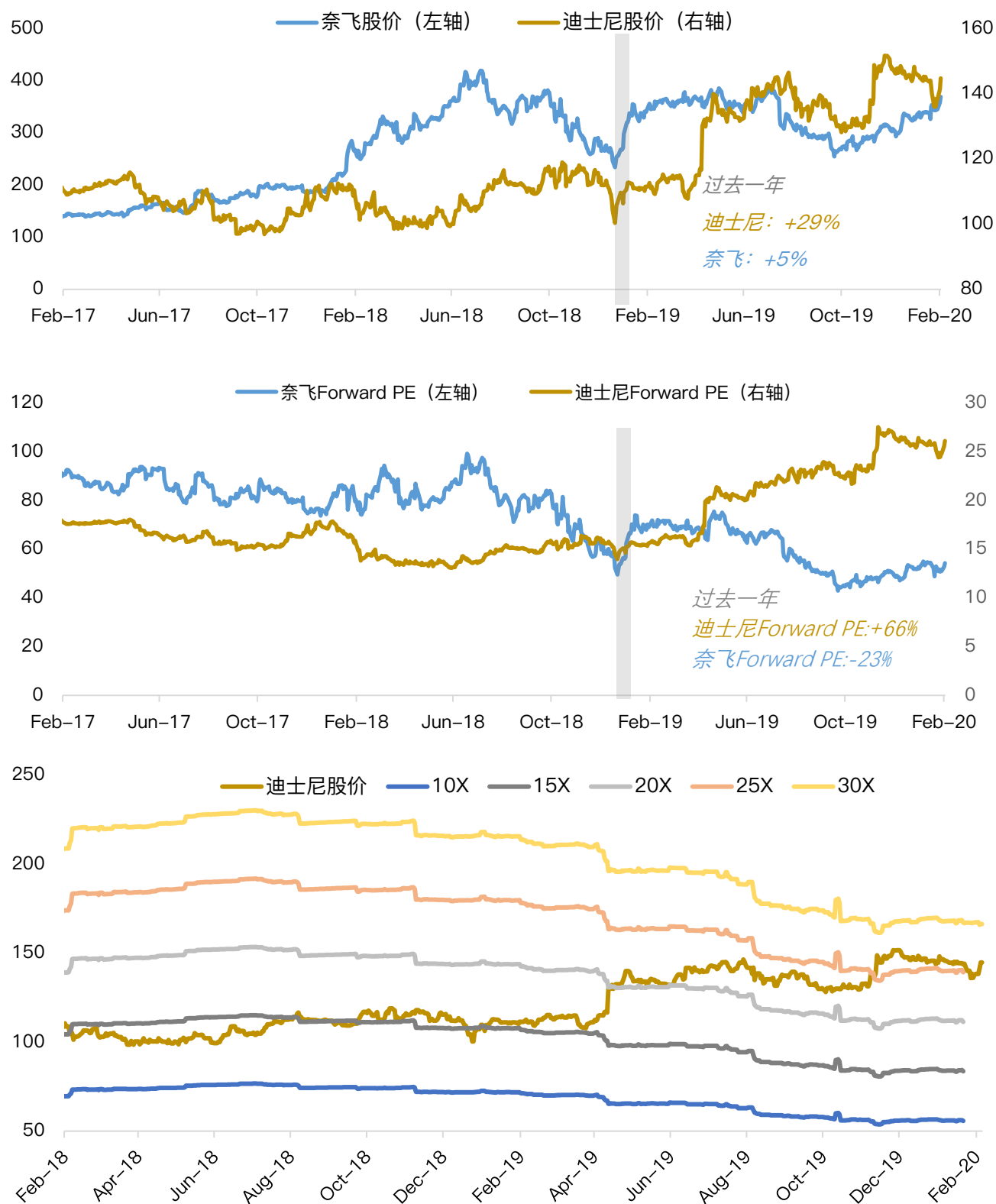
数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券，奈飞横轴右移一个季度

图 9：迪士尼 (DIS) 财务指标一致预期

单位：百万元 / 按财年	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (Non-GAAP)	59,434	69,570	81,447	86,302	92,084
增长率(%)	7.79%	17.05%	17.07%	5.96%	6.70%
净利润 (Non-GAAP)	10,641	8,319	9,256	10,962	12,314
增长率(%)	18.27%	-21.82%	11.26%	18.44%	12.33%
每股收益 (Non-GAAP)	7.06	5.05	5.30	5.99	6.73
市盈率	16.8	25.9	27.3	24.2	21.5
市净率	3.6	2.6	2.7	2.5	2.4
企业价值倍数 (EV/EBITDA)	11.1	17.9	17.7	16.0	14.8

数据来源：公司财报，Bloomberg 一致预期，老虎证券整理

图 10: 迪士尼 vs 奈飞: 股价、Forward PE 表现



数据来源: 公司财报, Bloomberg 一致预期, 老虎证券整理

风险提示：

- 内容投入成本超预期，流媒体行业竞争剧烈发展不及预期
- 疫情对亚太地区（香港、上海）主题乐园的阶段影响

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场研判、策略回报会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：
newsletter@itiger.com。