

## 迪士尼 (DIS) : 流媒体大战, 打开估值空间

2019年11月7日, 迪士尼公布了财年四季报, 营收 191 亿美元 (+33.5%), EPS0.76 (-44%) 均超市场预期。相较于奈飞, 坐拥丰富 IP、充裕现金流和定价优势的迪士尼, 过去一年在流媒体大战尚未全面开启之际, 估值已率先出现扩张势头。

### 业绩点评

#### ➤ 收入端: 传统媒体业务保持扩张, 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增速小幅扩张, 分别贡献了 65.1 亿美元和 66.55 亿美元收入; 在《狮子王》、《玩具总动员 4》带动下, 电影部门收入大增 52% (yoy), 流媒体业务在福克斯在上季度并表后, 本季度贡献率出现小幅回落。

#### ➤ 利润端: 流媒体大战前夕, 内容成本投资增大

利润率整体回暖 (-33%), 由于 Hulu 上季度并表, 加上本季度对 ESPN+ 和 Disney+ 的投资成本增加, 拖累了流媒体业务运营利润; 公司采用 ASC606 新收入确认准则后较 GAAP 老准则更“灵活”, 公园特许权费用和未上映电影预收费用得以提前确认。

#### ➤ 点评: 流媒体势头正劲, 打开估值空间

对比奈飞, 迪士尼无论是现金流, 还是在内容的性价比上, 均具备更多优势来收获新用户。按彭博一致预期, 市场对于迪士尼 20-22 年的 PE 预测分别为 23.5/20.9/19.3, 这一水平与 19 财年相当, 显示市场对流媒体业务的估值溢价或许尚未充分计入。

### 财报短评

#### 迪士尼 (DIS)

#### FY194Q 财务数据

最新收盘价	132.96
总市值	2395 亿
每股收益	4.9
T12M 市盈率	27.1
净资产收益率	18%
毛利率	44.9%
股息率	1.3%
52 周最高	147.15
52 周最低	100.35

#### 过去 52 周价格走势



#### 往期回顾

- 《百度: 营收和毛利的纠结时期》20191107
- 《亚马逊: 短期利润换长期增长》20191104

图 1：迪士尼 FY19Q4 业绩与预期情况

单位：百万美元 (EPS 除外)	FY19Q4 实际值	Q4 彭博一致预期	是否超预期
营业收入 (Revenue)	19,100.0	19,045.9	是
毛利率 (Gross Margin)	37.00%	/	/
每股收益 (EPS)	0.76	0.96	否

数据来源：Bloomberg, 老虎证券

图 2：迪士尼 19Q4 总营收小幅抬升



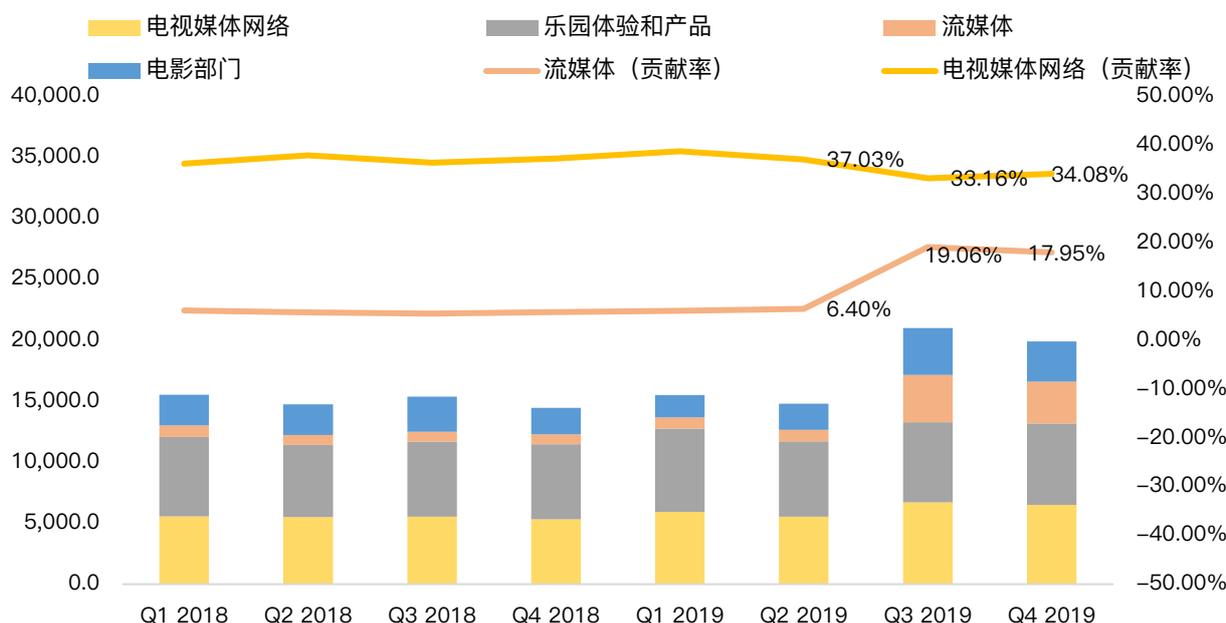
数据来源：公司财报，老虎证券整理

图 3：归属于普通股股东净利润本季度扩张



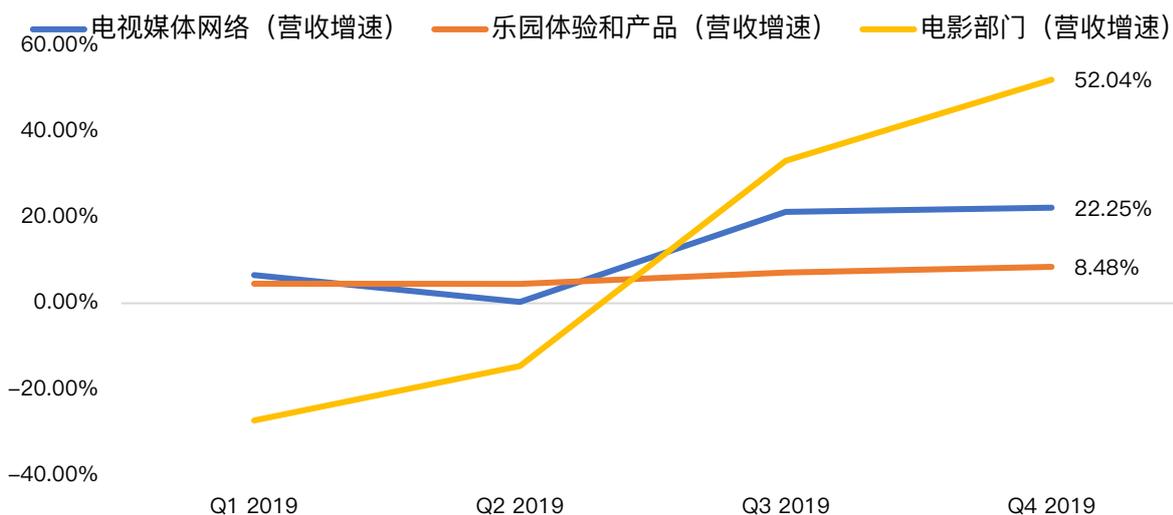
数据来源：公司财报，老虎证券整理

图 4：营收：福克斯在上季度并表后，流媒体部门本季贡献率回落，传统电视媒体贡献率提升



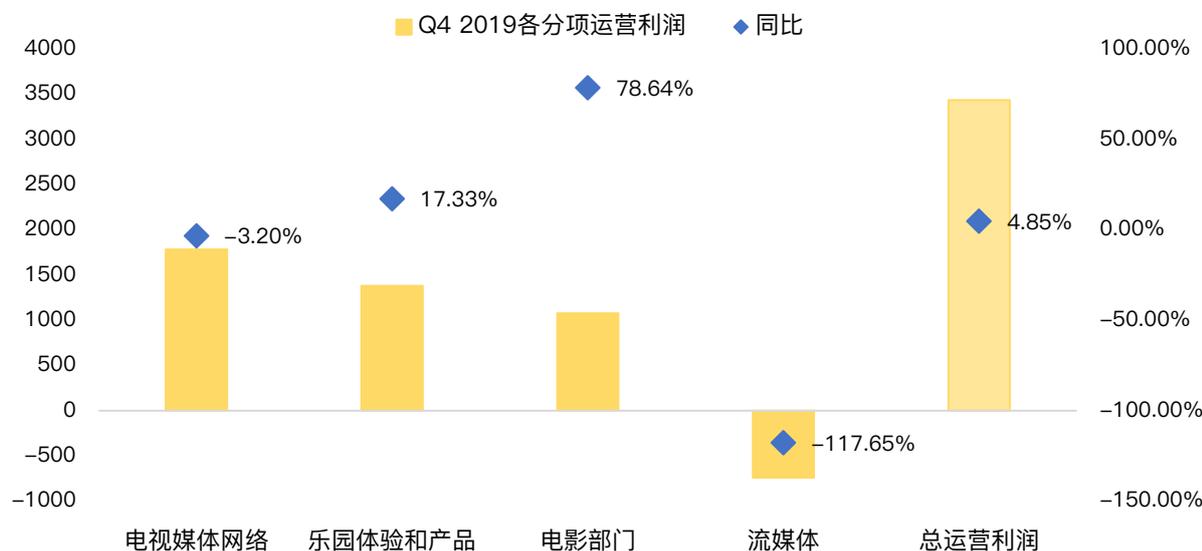
数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券

图 5：本季度《狮子王》、《玩具总动员 4》为电影部门带来了可观收入，迪士尼即将上映的两部电影《冰雪奇缘 2》和《星球大战：天行者崛起》，预计在下一财季给影业带来更多收入驱动



数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券整理

图 6: 运营利润<sup>1</sup>: Hulu 上季度并表, 加上本季度对 ESPN+和 Disney+的投资成本增加, 拖累  
了流媒体业务运营利润, 主题公园的增长受客户支出和客单价提升提振, 电影部门归功于《狮子王》、《玩具总动员 4》和《阿拉丁》在全球的票房表现



数据来源: Bloomberg, 公司财报, 老虎证券

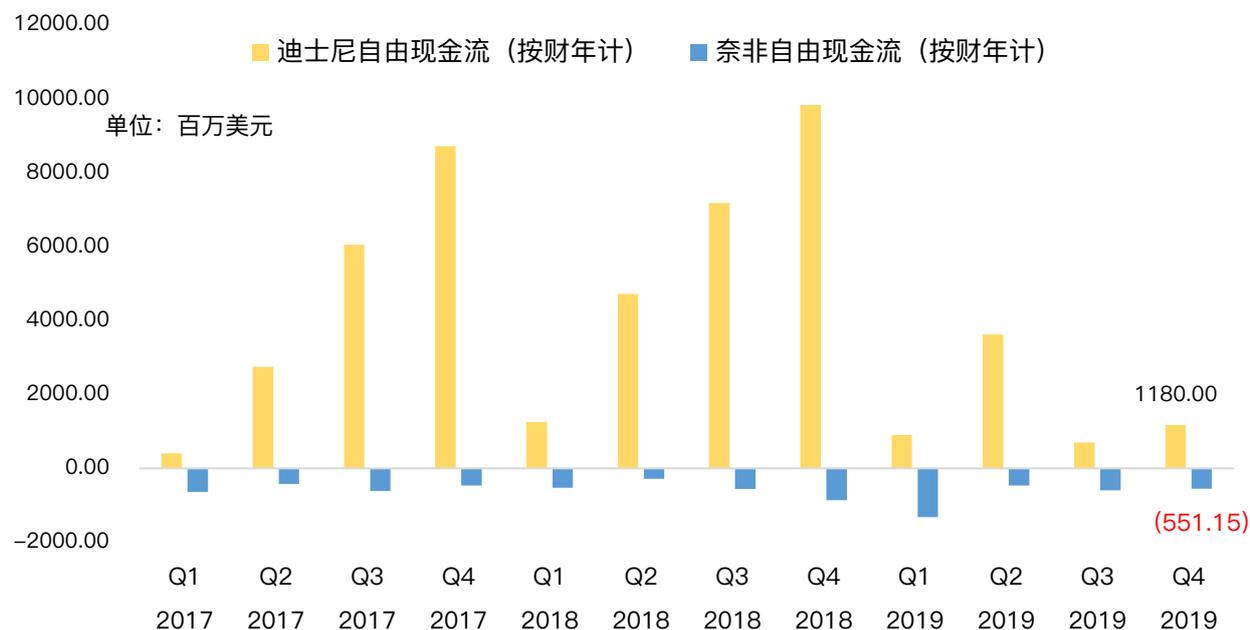
图 7: 对比迪士尼 vs 奈飞费用及内容: 迪士尼 IP 内容的丰富度和性价比显得更胜一筹 (11 月 12 日, Disney+ 将在美国、荷兰和加拿大正式上线, 11 月 19 日在澳大利亚和新西兰上线)

	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	每月 8.99 美元		
奈飞	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

<sup>1</sup> 公司采用 ASC 606 新会计准则后较 GAAP 收入确认更灵活, 本季度公园的特许权费用和未上映电影的预收费用得以提前确认。

图 8：与奈飞举债投入原创不同，迪士尼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

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万美元)	59,434	69,570	81,715	87,162	93,219
增长率(%)	7.80%	17.10%	17.50%	6.70%	6.90%
净利润 (百万美元)	10,480.0	7,904.0	9,353.2	10,733.6	11,590.2
增长率(%)	-24.58%	18.34%	14.76%	7.98%	0.00%
每股收益 (EPS)	6.95	4.75	5.59	6.30	6.80
市盈率 (P/E)	16.8	23.1	23.5	20.9	19.3
市净率 (P/B)	3.6	1.8	1.8	1.6	0.8
企业价值倍数 (EV/EBITDA)	11.1	17.9	16.2	14.6	13.1

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

## 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](mailto:newsletter@itiger.com)。