

## 迪士尼 (DIS.N)

## 二季报点评：Disney+用户增速亮眼，流媒体盈利拐点尚未到达

## ● 事件

迪士尼 (DIS.N) 于美东时间 5 月 11 日发布 FY2022Q1 (自然年 22Q1) 财报。本季度营收 192.49 亿美元，低于彭博一致预期 (201.20 亿美元)，YoY+23.29%；净利润 4.7 亿美元，YOY-48.46%；流媒体服务总订阅用户数达 2.06 亿，高于彭博一致预期，YOY+29.25%；其中 Disney+ 新增用户 790 万，高于彭博一致预期。

## ● 核心观点

## 传统业务强劲复苏驱动营收增长，内容成本上升导致净利润承压

FY22Q2 迪士尼营收 192.49 亿美元，营收增速相对稳定，YoY+23.29%，主要受美国乐园业务的业绩修复拉动，以及流媒体业务的持续增长。FY22Q2 净利润为 4.7 亿美元，同比下降 48.46%，主要是由于流媒体市场竞争激烈导致内容制作的成本上升，包括体育比赛、电影娱乐等领域。此外，还有通胀等因素所导致的成本上涨。

## Disney+ 新增用户数亮眼，但流媒体业务亏损扩大，仍需关注后期的盈利能力

Disney+ 订阅用户数保持强势增长驱动流媒体业务 (DTC) 营收增长，FY22Q2 实现营收 49.03 亿美元，YOY+22.61%。本季度全平台流媒体新增订阅用户数 920 万，其中 Disney+ 表现最为亮眼，全球新增订阅用户 790 万，主要由于新兴市场的开拓、较低的会员费用 (约为奈飞的一半) 和优质的内容 IP。但流媒体业务亏损扩大，FY22Q2 经营亏损 8.87 亿美元，主要由于内容制作和营销成本高涨，且开拓新市场降低了单用户收入 (ARPU) 的提升速度 (Disney+4.35 美元 VS 奈飞 (NFLX.O) 11.83 美元)，盈利拐点尚未到来。为了加速变现，公司宣布在流媒体业务中引入广告模式，或有望通过多元的货币化方式提高盈利能力。

## 线下乐园业务加速业绩修复，基本回到疫情前的正常水平，高通胀引发担忧

疫情管控逐步放开，线下乐园业务加速修复，总体乐观。公司 FY22Q2 线下乐园业务营收为 66.52 亿美元，YOY+109.64%，逐步恢复至疫情前水平，主要原因是美国的公园和度假村在本季度全面开放，客流量的增加拉动乐园内酒店、食品饮料等消费，人均支出较疫情前 (2019 年) 增长了 40%。但美国持续高通胀或降低消费者的购买能力，增加公司的经营成本，给线下乐园业务带来挑战。

## ● 投资建议

迪士尼以强大的内容 IP 为核心，线上线下多渠道布局，增加收费轮次，其业务模式相对与单纯的流媒体平台更具优势，同时，公司传统业务的加速修复使得业绩稳定性和确定性更高。但公司的估值主要靠流媒体业务拉动，而在通胀等复杂的宏观环境和激烈的市场竞争下，流媒体业务的用户增长和变现能力仍有待观察，盈利拐点尚未到来。建议投资者谨慎关注。

## ● 风险提示

疫情影响亚洲乐园恢复开放；通货膨胀高企影响 DTC 及乐园业务；因政治立场丧失在佛罗里达州的特权；流媒体市场竞争激烈导致成本上升；新用户增长不及预期

Franky Lau

分析师

SFC CE Ref: BRQ041

[Frankyliu@futu.hk](mailto:Frankyliu@futu.hk)

陈思

团队成员

[chancychen@futu.com](mailto:chancychen@futu.com)

刘钰莹

实习生

[pqeliu@futu.com](mailto:pqeliu@futu.com)

## 市场数据

Disney	DIS.N
日期	2022/5/12
当前价	104.31
总股本	18.21亿
流通股本	18.21亿
52周最高/最低价(美元)	187.58/99.47
近1月绝对涨幅	-20.28%
近12月绝对涨幅	-41.35%

数据来源：Wind，富途证券

## 股价表现

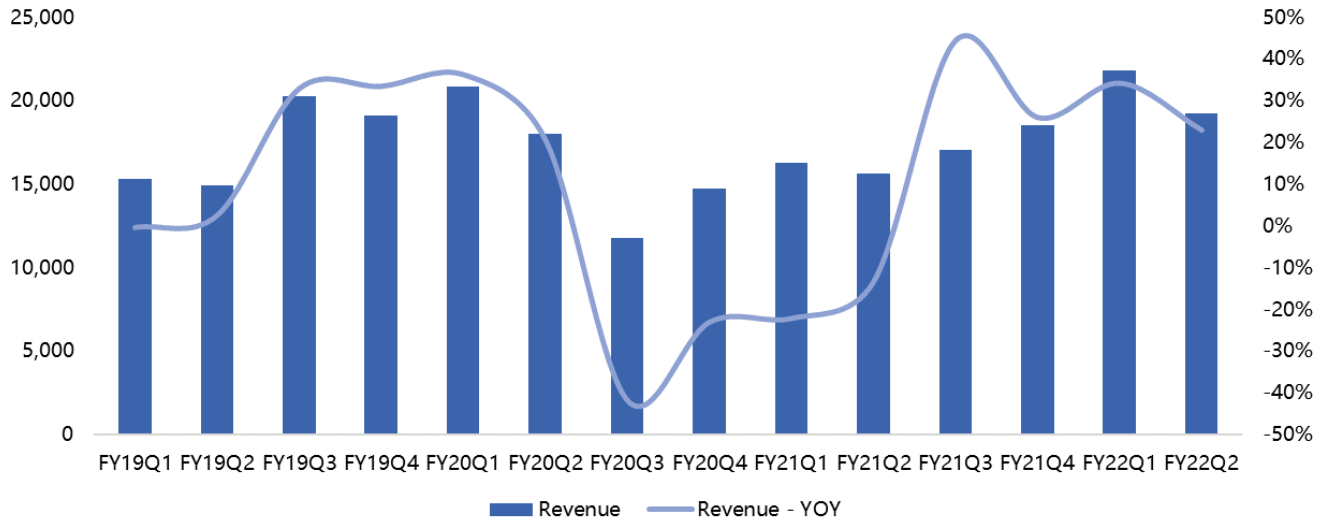


数据来源：Wind，富途证券

# 1、公司营收略低于预期，流媒体内容成本上升导致净利润承压

公司营收增长受益于传统线下乐园业务的强劲复苏和流媒体业务的高增长驱动。FY22Q2 迪士尼营收 192.49 亿美元，营收增速相对稳定，YoY+23.29%，主要受美国乐园业务的业绩修复拉动，以及流媒体业务的持续增长。但营收略低于彭博一致预期（201.20 亿美元），主要是因为迪士尼为了让一些作品在 Disney+ 上架而提前终止其电影及电视播映权，导致 10 亿美元损失，并且将在俄罗斯资产计提了 1.95 亿美元的减值损失。

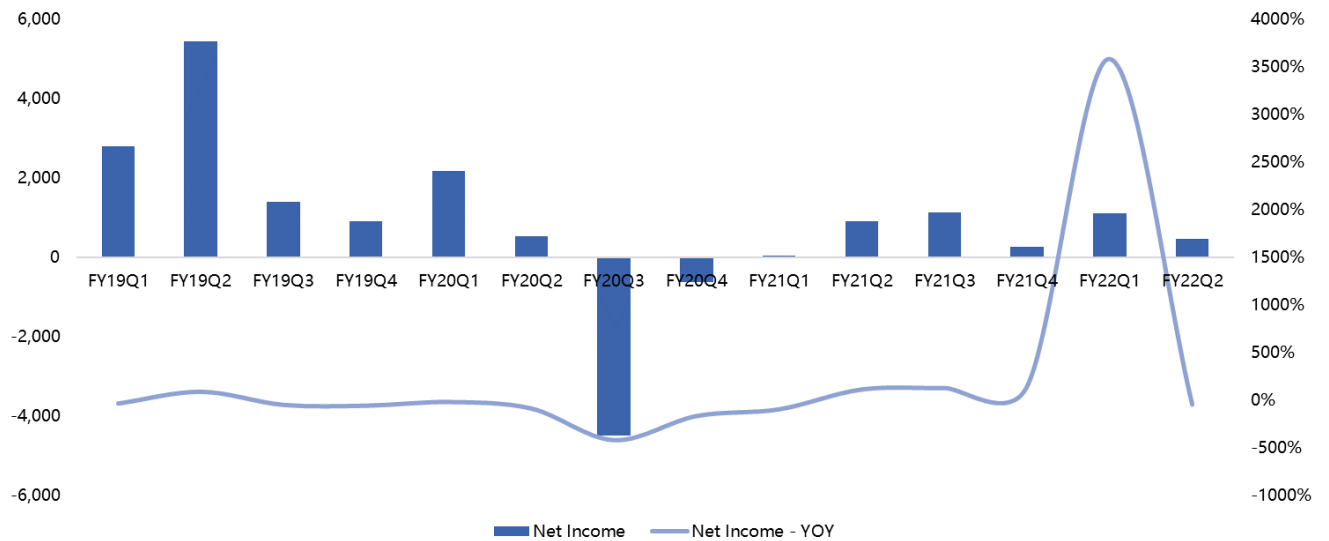
图 1：公司总营收（百万美元）及增速（%）



资料来源：公司公告，富途证券

净利润明显下滑，内容制作成本上升导致公司利润承压。FY22Q2 净利润为 4.7 亿美元，同比下降 48.46%，净利率下滑至 2.44%，主要由于流媒体市场竞争激烈导致内容制作的成本上升，包括体育比赛、电影娱乐等领域。此外，还有通胀等因素所导致的成本上涨。

图 2：公司净利润（百万美元）及增速（%）

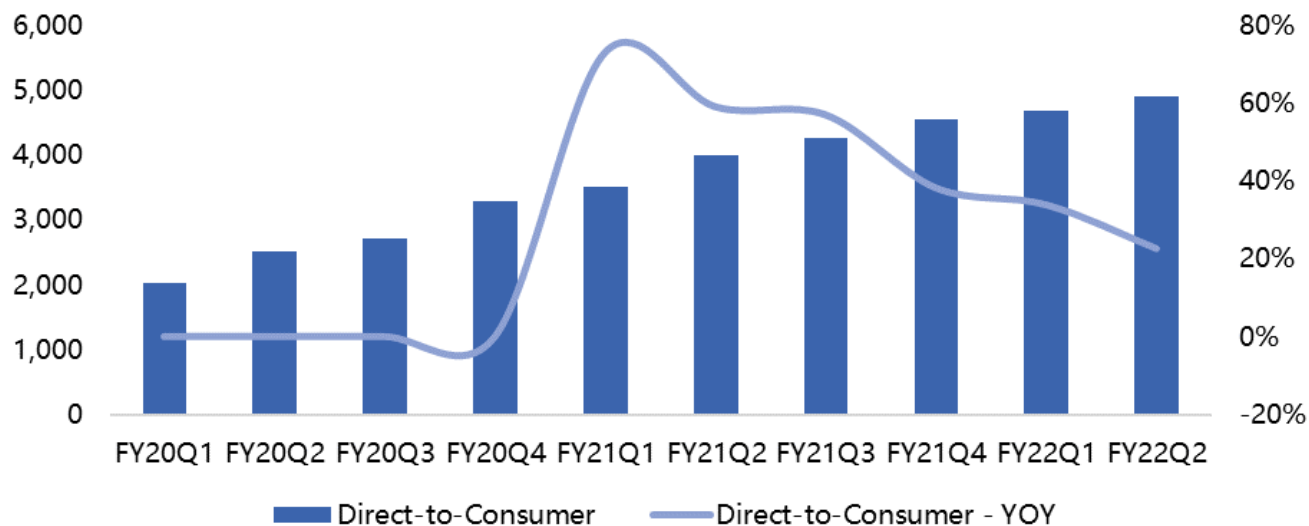


资料来源：公司公告，富途证券

## 2、Disney+新增用户数亮眼，但流媒体业务亏损扩大，仍需关注后期的盈利能力

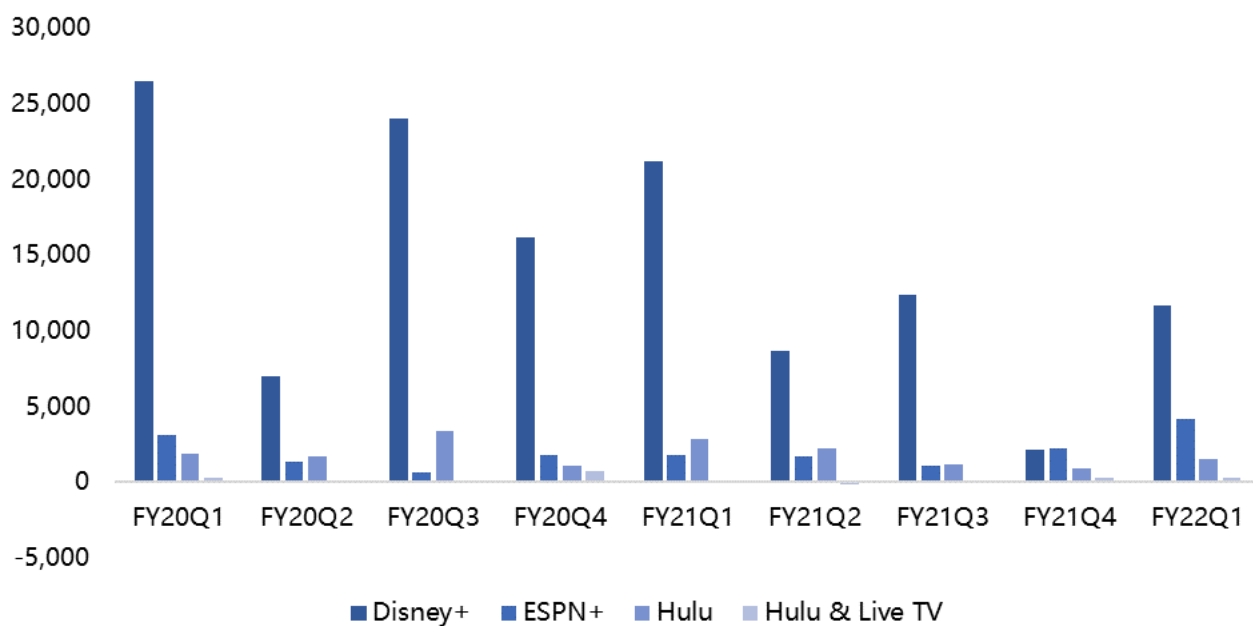
**Disney+订阅用户数保持强势增长驱动流媒体营收增长。**线上流媒体业务（DTC）FY22Q2 实现营收 49.03 亿美元，YOY+22.61%，主要受订阅用户数增长驱动。本季度公司全平台流媒体（Disney+、ESPN+、Hulu）新增订阅用户数 920 万，其中 Disney+ 表现最为亮眼，全球新增订阅用户 790 万，主要受益于新兴市场的开拓、较低的会员费用（约为奈飞的一半）和优质的内容 IP。

图 3：DTC 业务营收（百万美元）及增速（%）



资料来源：公司公告，富途证券

图 4：流媒体新增订阅用户数（千）



资料来源：公司公告，富途证券

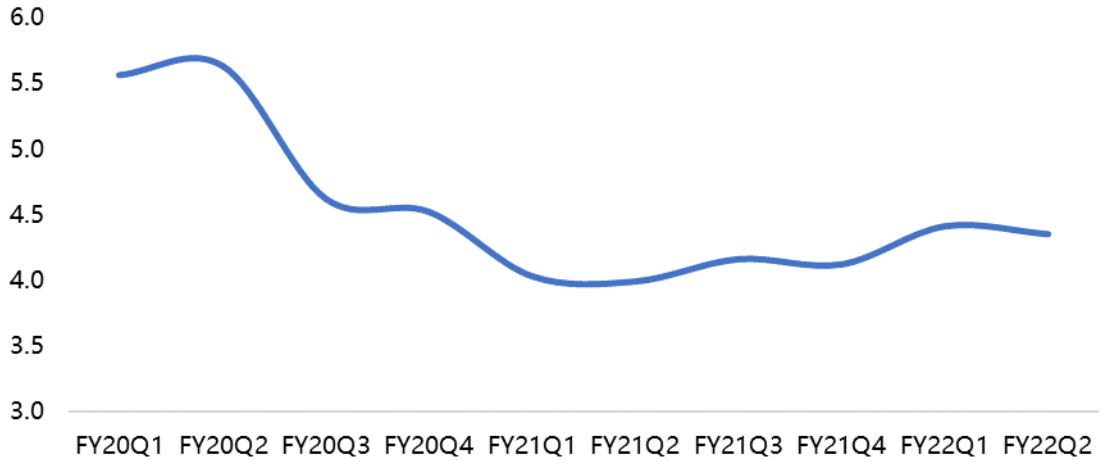
**流媒体业务亏损扩大，盈利拐点尚未到来。**FY22Q2 公司线上流媒体业务经营亏损扩大至 8.87 亿美元，同比亏损扩大 205.86%，主要由于内容制作和营销成本高涨，且开拓新市场降低了单用户收入的提升速度。本季度 Disney+ 的 ARPU 同比增长 9.02% 达到 4.35 美元，远低于奈飞 11.83 美元的单用户收入。公司预

[请仔细了解并阅读本公司的重要免责声明](#)

计 2022 年将支出 320 亿美元的内容成本，随着流媒体的激烈竞争，内容制作和营销成本或难以下降，公司流媒体业务的盈利拐点尚未到来。

**多元化的货币化方式或提高盈利能力。** 为进一步提高变现能力，公司宣布在流媒体业务中引入广告模式，用户可以通过收看广告以免费观看视频，预计有望扩大用户群体，并通过多元化的变现模式，提高流媒体业务的盈利能力。

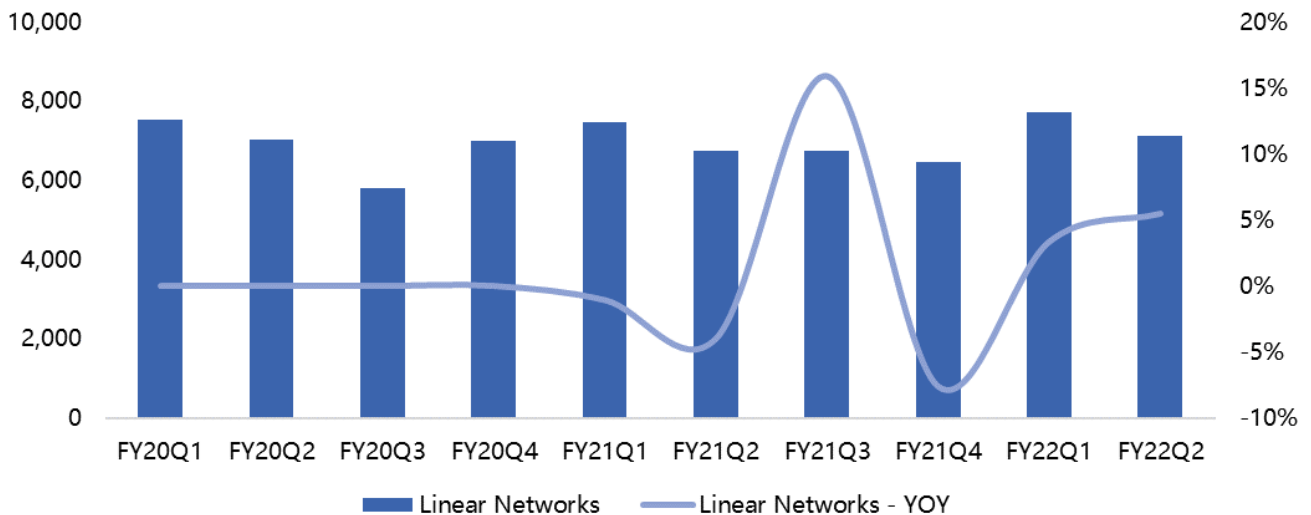
图 5: Disney+ ARPU (美元)



资料来源: 公司公告, 富途证券

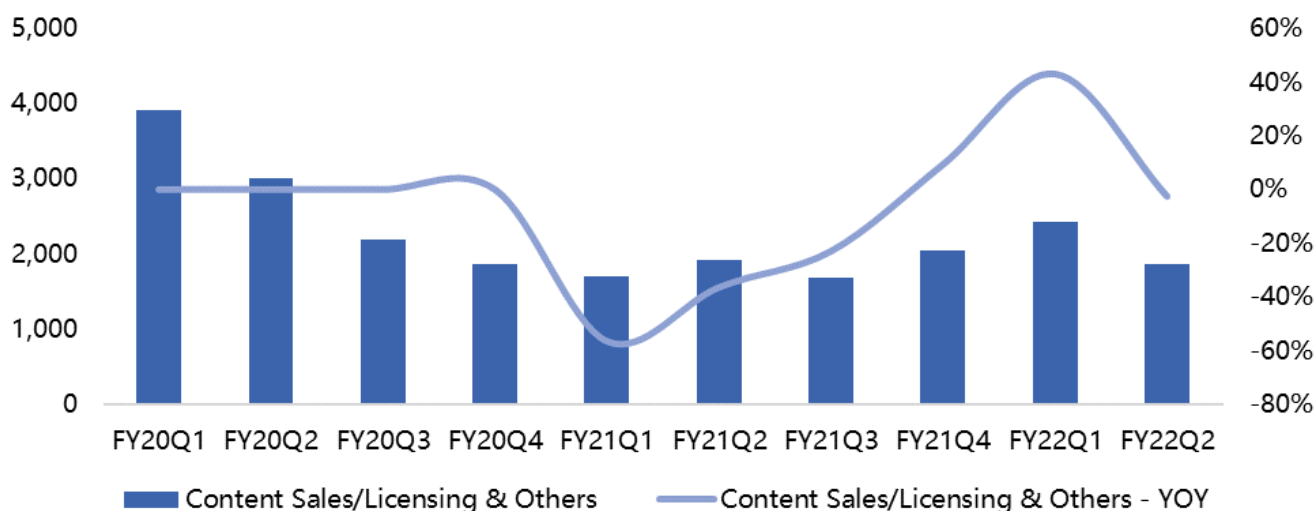
**有线电视业务和内容销售许可业务与去年的表现基本持平。** FY22Q2 有线电视业务营收 71.16 亿美元, YOY+5.48%, 主要是因为电视台业绩提高、合同费率提高以及奥斯卡颁奖典礼带来广告收入增长。内容销售许可业务营收同比下降 3%至 18.66 亿美元, 主要由于 FY22Q2 上映电影较少导致内容分发授权收入下降。但接下来的季度将迎来迪士尼强劲的内容产出周期, 热度高的漫威电影和大制作陆续登上荧幕, 预计将有效提振该业务的收入。

图 6: 有线电视业务营收 (百万美元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 富途证券

图 7：内容销售许可业务营收（百万美元）及增速（%）



资料来源：公司公告，富途证券

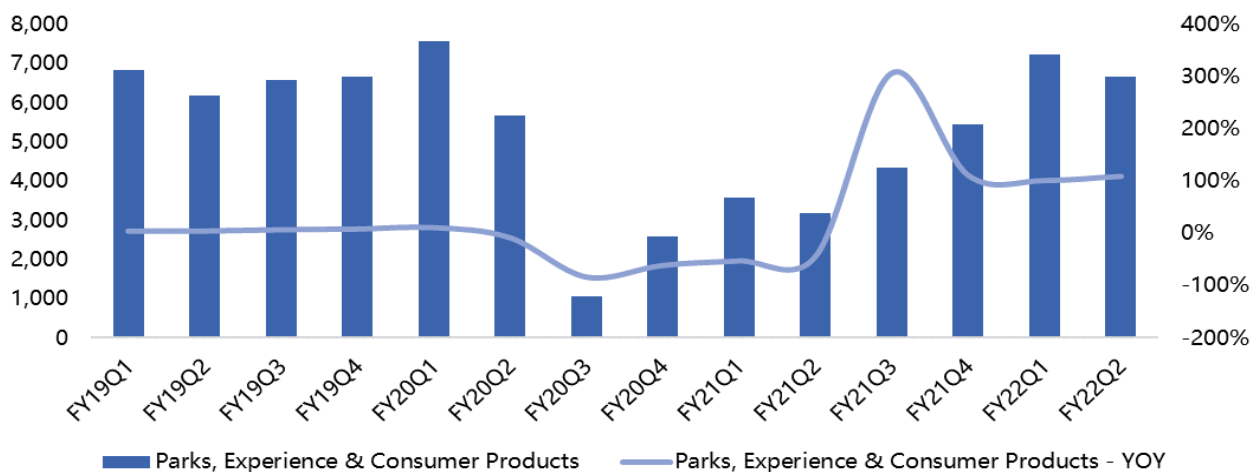
### 3、线下乐园业务加速业绩修复，基本回到疫情前的正常水平，高通胀引发担忧

随着疫情管控的进一步放开，线下乐园业务不断修复，使得公司业绩的稳定性和确定性更高。迪士尼公园、体验和产品业务营收为 66.52 亿美元，高于彭博一致预期（61.21 亿美元），YOY+109.64%。乐园业务自 2021 年以来业绩不断增长，有望逐步恢复至疫情前正常区间内，主要原因是美国的公园和度假村在本季度全面开放，客流量的增加拉动了人均门票和酒店客房的价格，同时增加乐园内食品、饮料和商品的消费。疫情后线下乐园人均消费增长，本季度美国地区线下乐园的人均支出较疫情前（2019 年）增长了 40%。

此外，迪士尼在巴黎和日本的乐园在本季度都保持开放，促进了国际乐园的经营改善，但香港和上海的乐园受疫情影响，本季度仅分别开放了 3 天和 78 天，预计将对下一季度造成 3.5 亿美元的损失。总体来看，随着疫情管控的逐步放开，国际乐园也将迎来复苏，总体乐观。

**高通胀或给线下乐园业务带来隐忧。**美国通胀居高不下，或降低消费者的购买能力，并且增加公司的经营成本，尤其是人力成本的上涨。预计在高通胀的背景下，公司将面临一定的成本压力。

图 8：公园、体验和产品业务营收（百万美元）及增速（%）



资料来源：公司公告，富途证券

## 投资建议

迪士尼以强大的内容 IP 为核心，线上线下多渠道布局，增加收费轮次，其业务模式相对与单纯的流媒体平台更具优势，同时，公司传统业务的加速修复将带来更高的业绩确定性。

**但公司的估值主要靠流媒体业务拉动，而流媒体业务的用户持续增长和盈利能力仍有待观察。**2022 年上半年公司流媒体业务新增用户数超出预期，但下半年的用户增量可能低于预期。且迪士尼如果要达成在 2024 年 9 月增加 2.3 亿至 2.6 亿个用户的目标，平均每季度应增加近 910 万个新用户，存在一定难度。此外，在通胀等复杂的宏观环境和激烈的市场竞争下，公司的提价能力以及多渠道变现能力仍有待观察。建议投资者谨慎关注。

## 风险提示

疫情影响亚洲乐园恢复开放；通货膨胀高企影响 DTC 及乐园业务；因政治立场丧失在佛罗里达州的特权；流媒体市场竞争激烈导致成本上升；新用户增长不及预期

# 研究报告免责声明

## 一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受递送延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析师确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析师确认分析师本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

## 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析师本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

## 可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futu.hk>上的风险披露声明。