

广告会员价格确定，美国乐园持续恢复

投资要点

- **业绩总结：**迪士尼发布 FY2022Q3 业绩，根据公告内容：公司在 FY2022Q3 实现收入 215 亿美元，同比增长 26.3%，相比疫情前 FY19Q3 也已恢复正向增长；经营利润 35.7 亿美元，同比增长 49.7%；扣非归母净利润 14.1 亿美元，同比上升 53.5%。
- **流媒体会员高速增长，广告层加入持续注入增长动能。** FY22Q3 DTC 营收同比增长 18.8%至 50.6 亿美元，占比总营收约 1/4；经营亏损由 2.9 扩大至 10.6 亿美元，原因主要是 Disney+内容成本上升（本季度播出 64 场 IPL 板球比赛，去年同期为 29 场）。
 - 1) **Disney+增长持续超预期：** FY2022Q3 订阅数增加 1440 万，超出市场 1000 万的预期，截至 FY22Q3 末，Disney+订阅总数达到 1.521 亿，较 FY21Q3 末增长 31.1%；客单价由 FY21Q2 的 4.16 美元增长 4.6%至 4.35 美元。
 - ① **北美增长乏力，印度 Hotstar 贡献最大增量，但 IPL 版权失利影响未来增长。** FY22Q3 北美会员数保持平稳，由于更多用户选择多个产品捆绑销售的服务，客单价有所下降。由于本季度上线更多板球赛事，印度市场 Disney+Hotstar 实现量价齐升且增速亮眼，会员人数同比增长 30.1%达 5840 万，会员价同比增长 53.8%至 1.2 美元（主要是广告收入增加驱动）。我们认为迪士尼在国际市场（除印度地区）目前渗透率仍然较低，会员数为 4920 万人，而奈飞有约 1.1 亿国际会员，未来国际市场将贡献主要增量；印度市场是迪士尼优势市场，但由于 IPL 版权获取失利，未来该市场增速或将放缓，管理层将 2024 年会员预期下调至 2.15-2.45 亿。
 - ② **广告会员价格确定，预计广告会员将占比 60%。** 自 12 月 8 日，美国市场 Disney+广告会员的价格将上涨到 7.99 美元/月，与当前没有广告的价格一致；无广告价格将上涨 38%至 10.99 美元，即每月上涨 3 美元。考虑到 Disney+两种会员价格以及差价都与 Hulu 目前定价相似（广告会员 6.99 美元/月、无广告会员 12.99 美元/月），我们预计未来 Disney+广告会员占比也将与 Hulu 相似，即 60%左右的广告会员占比。
- 2) **ESPN+和 Hulu 小幅增长：**截至 FY22Q3 末，订阅用户数同比增长 53%达 2280 万；同时客单价由 FY21Q3 的 4.47 小幅提升至 4.55 美元，同比上涨 2%。Hulu 订阅用户增加但增速持续放缓，FY22Q3 末达到 4620 万，同比上涨 8%，环比增加 60 万。
- **迪士尼乐园业绩已恢复至疫情前水平，美国国内乐园增长显著。** FY22Q3 乐园、体验和消费品业务营收同比 FY21 同期增长 70%至 73.9 亿美元，经营利润大幅提升至 21.9 亿美元，去年同期为 4 亿美元，财务表现恢复至 FY19 同期水平。美国国内乐园收入同比翻倍增长，一季度推出 Genie+和 Lighting Lane，门票价格得到提升。国际乐园方面，巴黎乐园表现较优，但上海乐园由于疫情影响，开园时间显著减少。
- **媒体和娱乐发行业务营收小幅上涨，盈利能力有所下降。** FY2022Q3，公司媒

西南证券研究发展中心

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

相关研究

1. 迪士尼 (DIS.N)：从定量和定性看迪士尼流媒体成长空间 (2022-06-02)
2. 迪士尼 (DIS.N)：流媒体保持增长势头，美国乐园量价齐升 (2022-05-12)
3. 迪士尼 (DIS.N)：流媒体会员增量出色，乐园恢复至疫情前水平 (2022-02-11)
4. 迪士尼 (DIS.N)：Disney+增长显著，乐园业务有所恢复 (2021-11-11)
5. 迪士尼 (DIS.N)：内容的互联网化，传统公司逆袭互联网 (2021-04-27)
6. 迪士尼 (DIS.N)：制造欢乐的梦想永动机 (2020-06-30)

体和娱乐发行业务实现营收 141.1 亿美元，同比上升 11%；经营利润实现 13.8 亿美元，同比下滑 32%。除流媒体业务外，公司媒体和娱乐发行业务还包括有线电视和内容销售许可。

1) **有线电视：** FY2022Q3 营收实现 71.2 亿美元，同比小幅上涨 3%；经营利润为 24.7 亿美元，同比上涨 13%。利润上升的主要原因是该季度播出 NBA 决赛，国内频道的广告收入增加。

2) **内容销售和授权：** FY2022Q3 营收实现 21.1 亿美元，同比上升 26%；经营亏损为 0.27 亿美元，去年同期为 1.3 亿美元。业绩下滑的主要原因为电视分发渠道利润下滑，部分内容之前销售给第三方平台，现在在流媒体平台上线。

- **风险提示：** 流媒体行业竞争恶化的风险；新产品推出市场效果不及预期的风险；内容购买不及预期的风险；汇率变动的风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn