

【广发传媒&海外】迪士尼 (DIS.N)

IP 筑基，体验业务助推利润增长

核心观点：

- **迪士尼在近百年内容载体和体验形式的变化中，构建了制作+多元渠道发行+线下体验的商业闭环。**本报告我们希望厘清迪士尼内容制作从单体到工作室群的规模化过程，探讨如何构筑长青 IP 集群；以及在传播载体变迁的历程中，公司内容分发方式转型，与从线上到线下拓张的数次步伐调整。
- **通过内容构建了 IP 的堡垒。**自制+并购支撑了爆款 IP 的稳定输出。从动画制作起家，后拓展至真人电影。2006 年以来通过收购构建 7 大制作工作室，稳定其内容 IP 龙头地位。整合内容资源有更高发行议价权。
- **媒介发行渠道面临转型阵痛：传统电视业务下滑，流媒体业务起步较晚，凭借 IP 优势后来居上跃至第二，但流媒体发行的经营杠杆尚不及传统渠道。**传统电视业务面临下滑，19 年大力发展 D2C，目前 Disney+ 和 Hulu 等平台合计的市占率已经仅次于奈飞位于行业第二，但 D2C 业务目前缺乏规模效益，利润率低于行业龙头，也不及传统电视业务的经营利润。公司的策略从注重增长到提质增利转型，体育业务因其内容投入高昂，仍是竞品不具备的迪士尼优势品类，公司持续大力投入。
- **IP+乐园是迪士尼独有的业务壁垒，乐园业务在全球龙头地位稳固，经营杠杆强，第七个乐园扩建和游轮数量扩充，成为集团下一阶段增长的核心。**体验业务对 25 财年收入和运营利润贡献占比分别为 38% 和 57%。全球第 7 个迪士尼度假区预计落地阿布扎比。游轮业务是近两年拓张的重点，迪士尼探险号 26 年将在新加坡首航。
- **盈利预测与投资建议。**预计总收入 2026-28 财年达到 1021 亿美元、1073 亿美元，同比增速对应为 8%、5%。归母净利润达到 107 亿美元、119 亿美元，同比增速变动为-14%、10%。我们认为适合给予公司 26 年 GAAP 归母净利润 21 倍估值，对应合理价值为 127.17 美元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济影响；内容投资不确定性；传统电视业务下滑。

盈利预测：财年截止于 9 月 30 日，本报告货币采用美元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	91,361	94,425	102,148	107,293	112,368
增长率 (%)	3%	3%	8%	5%	5%
EBITDA (百万元)	13,819	18,634	21,833	23,523	25,335
归母净利润 (百万元)	4,972	12,404	10,728	11,852	13,241
增长率 (%)	111%	149%	-14%	10%	12%
EPS (元/股)	2.72	6.88	5.95	6.57	7.34
市盈率 (x)	34	15	17	15	14
ROE (%)	3%	7%	6%	6%	7%
EV/EBITDA (x)	14	10	9	8	8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

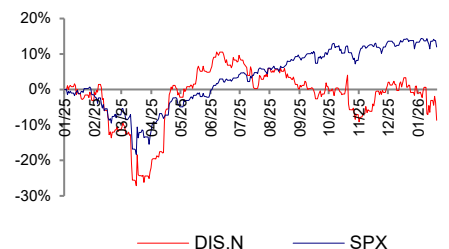
买入

当前价格	102.38 美元
合理价值	127.17 美元
报告日期	2026-02-13

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1772/1772
总市值/流通市值 (亿美元)	1814/1814
一年内最高/最低 (美元)	116/104
30 日日均成交量/成交额 (百万)	13/1406
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-1.68/-2.63

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

周喆



SAC 执证号：S0260523050003

SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

黄静仪

huangjingyi@gf.com.cn

目录索引

一、迪士尼发展历程复盘.....	6
二、内容业务：七大工作室造血，自有独立发行能力，强于资源整合与 IP 运维	10
（一）迪士尼影业+迪士尼动画工作室：经典的再塑造，长线 IP 运营策略.....	11
（二）收并购获得：皮克斯、漫威、卢卡斯、20 世纪工作室、探照灯影业	14
（三）北美电影发行龙头，整合资源后将有更高议价权.....	17
三、电视业务：从有线电视到 DTOC，利用版权资源构筑壁垒，拓展内容长线价值	19
（一）美国传统有线电视市场整体萎缩，内容与渠道方发力流媒体赛道	19
（二）迪士尼电视业务：从传统电视走向流媒体分发，利用内容优势发展自有平台	22
（三）体育：ESPN 具备竞争壁垒，营业成本较高但相对稳定	26
四、体验业务：IP 从内容到线下闭环，仍在扩张.....	29
（一）乐园业务	29
（二）度假业务：游轮是新的增长点	45
（三）IP 衍生品：线下场景的 IP 变现和第三方授权收入.....	49
（四）财务表现：体验业务已经成为集团核心利润支柱	51
五、盈利预测和投资建议.....	53
六、风险提示	55

图表索引

图 1: 迪士尼历史复盘	6
图 2: 当前迪士尼的主要业务	8
图 3: 迪士尼历年营收 (百万美元) 与同比增速 (右轴)	9
图 4: 三大业务营收与营业利润 (百万美元)、营业利润率 (右轴)	9
图 5: 迪士尼娱乐业务板块下的三种内容分发策略	9
图 6: 娱乐业务不同分发渠道的收入和利润 (FY2025)	9
图 7: 北美电影票房大盘与同比增速 (右轴)	10
图 8: 北美头部电影发行方市占	11
图 9: 迪士尼工作室组合	11
图 10: 迪士尼动画工作室主要作品 timeline	12
图 11: 迪士尼动画工作室内容来源	13
图 12: 迪士尼动画工作室本土与国际票房 (亿美元)	13
图 13: 迪士尼影业经典作品 timeline	14
图 14: TOP100 系列 IP 电影对应各家票房	15
图 15: 平均生命周期 (年)	15
图 16: 漫威历年票房与上映数量	16
图 17: 皮克斯历年票房与上映数量	16
图 18: 卢卡斯出品影片历年票房与上映数量	16
图 19: 卢卡斯出品影片平均预算 (亿美元, 按上映年份)	16
图 20: 20 世纪福克斯/20 世纪工作室出品影片历年票房与上映数量	17
图 21: 探照灯影业出品影片历年票房与上映数量	17
图 22: 迪士尼发行的影片全球票房和数量	18
图 23: 北美头部发行方市占 (1995-2026vs2025A)	18
图 24: Content Sales/Licensing and Other 分部收入与营业利润 (百万美元)	18
图 25: 2025 年 Content Sales/Licensing and Other 分部 UE 模型	18
图 26: 迪士尼历年项目内容支出 (单内容分部)	19
图 27: 美国有线电视产业链	20
图 28: 美国传统付费电视渗透率	20
图 29: 美国有线电视提供商收入 (百万美元)	20
图 30: 传统媒体公司或运营商在流媒体领域的布局	21
图 31: 25 年 12 月美国电视观众各渠道占比	21
图 32: 传统电视与流媒体渠道年龄层	21
图 33: media networks 分部的营收 (百万美元) 与同比增速	23
图 34: 有线网络与广播的营业利润率 (operating income margin)	23
图 35: 有线网络分部构成与同比增速	23
图 36: 有线网络分部营业利润率	23
图 37: 迪士尼为 Disney+ 开发的原创电影、纪录片数量 (部)	24
图 38: 迪士尼新映影片上线流媒体的窗口期	24
图 39: Disney+ 订阅用户平均付费 (美元/人)	24
图 40: Disney+ 全球订阅用户 (百万)	24

图 41: hulu 付费订阅用户与同比增速	25
图 42: hulu 付费用户平均支出 (美元)	25
图 43: 流媒体平台市占 (25 年 12 月)	25
图 44: DtoC 业务的营收 (百万美元) 和同比增速	26
图 45: DtoC 业务的营业利润率	26
图 46: 有线网络 UE 模型 (25A)	26
图 47: DtoC 分部 UE 模型 (25A)	26
图 48: ESPN+在美国的订阅用户 (百万)	27
图 49: ESPN+在美国的订阅用户月均付费 (美元)	27
图 50: Sports 分部的营收 (百万美元) 与同比增速 (右轴)	28
图 51: Sports 分部的 UE 模型	28
图 52: 迪士尼乐园开设时间	29
图 53: 全球访客流量 TOP 25 乐园游客总数 (百万) 推移 (2005-2024)	30
图 54: 2024 年游客量 top25 主题乐园所处区域	30
图 55: 各区域的游客量 top25 主题乐园数量 (个) 推移 (2014-2024)	31
图 56: 各区域的游客量 top25 主题乐园访客流量 (百万) 推移 (2014-2024)	31
图 57: 中国前十大的乐园集团入园游客数量 (左轴-百万) 和前十大大合计游客量 (右轴-百万) 推移 (2007-2024)	31
图 58: 2024 年游客量 top20 主题乐园游客量 (百万) 推移 (2006-2024)	32
图 59: 迪士尼乐园游客量 (百万) 推移 (2006-2024)	33
图 60: 美国本土乐园游客增速和每个游客消费增速推移 (FY2017-2025)	33
图 61: 美国以外地区乐园游客增速和每个游客消费增速推移 (FY2017-2025)	33
图 62: 体验业务分类别收入推移 (百万美元) (FY2018-2025)	34
图 63: 迪士尼主要乐园门票收入 (百万 美元) 测算 (FY2024)	34
图 64: 迪士尼门票收入按不同园区的占比测算 (2024)	34
图 65: 奥兰多迪士尼世界度假区内核心乐园	36
图 66: 奥兰多迪士尼世界度假区游客数量 (百万) 推移 (2006-2024)	36
图 67: 乐园的各类表演	37
图 68: 加州迪士尼乐园度假区核心乐园	38
图 69: 加州迪士尼乐园度假区游客数量 (百万) 推移 (2006-2024)	38
图 70: 加州迪士尼乐园定制化服务	39
图 71: 巴黎迪士尼乐园度假区核心乐园	40
图 72: 巴黎迪士尼乐园游客数量 (百万) 推移 (2006-2024)	40
图 73: 亚洲的迪士尼乐园度假区核心乐园	42
图 74: 亚洲的迪士尼乐园游客数量 (百万) 推移 (2006-2024)	42
图 75: 上海迪士尼乐园新春活动	43
图 76: 达菲和朋友们 (Duffy & Friends)	43
图 77: 达菲和朋友们、The Monsters 年销售额对比 (亿美元)	44
图 78: 《疯狂动物城 2》庆典在上海迪士尼盛大举办	45
图 79: 上海迪士尼春日运营活动	45
图 80: 迪士尼体验业务下各类收入贡献 (FY2025)	45
图 81: 度假业务下各类业务的拆分测算 (FY2025)	45
图 82: 上海迪士尼度假区玩具总动员酒店	46
图 83: 迪士尼美国酒店房晚数量 (右轴-千) 和入住率 (右轴) 推移 (FY2017-2025)	

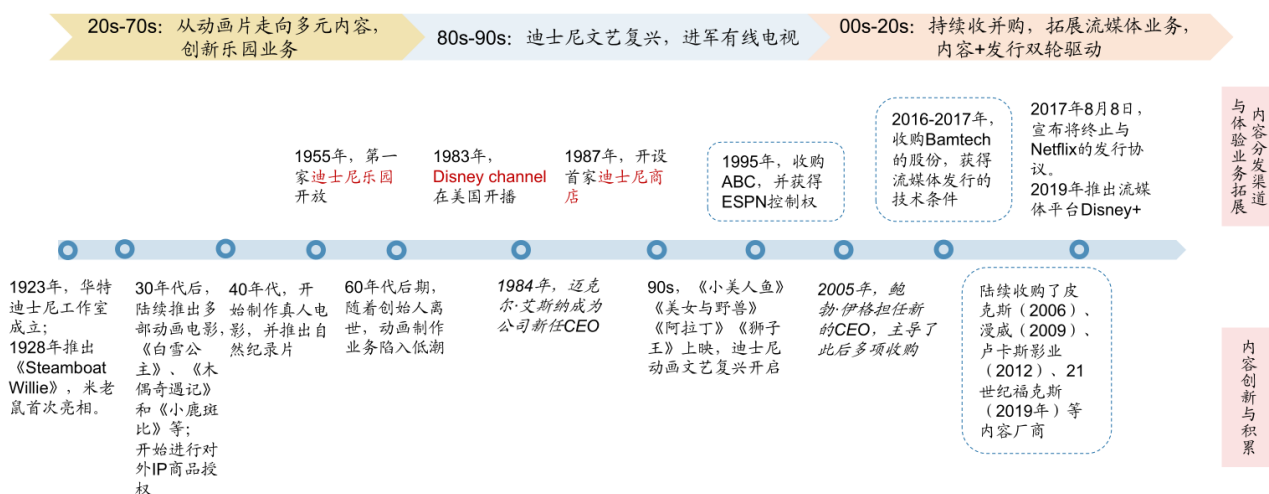
.....	46
图 84: 迪士尼美国酒店客单价 (右轴-美元) 和同比增速 (右轴) 推移 (FY2017-2025)	46
图 85: 迪士尼美国以外酒店房晚数量 (右轴-千) 和入住率 (右轴) 推移 (FY2017-2025)	47
图 86: 迪士尼美国以外酒店客单价 (右轴-美元) 和同比增速 (右轴) 推移 (FY2017-2025)	47
图 87: 迪士尼游轮单次航行住宿收入 (美元)	48
图 88: 迪士尼游轮 2026 年计划航行次数 (次)	48
图 89: 迪士尼探险号 (Disney Adventure) 的主题场景和设施一览	49
图 90: 迪士尼和商品销售相关的业务收入 (百万美元) 推移 (FY2018-FY2025)	49
.....	49
图 91: 迪士尼 IP 授权的商品销售收入 (十亿美元) 推移 (FY2020-FY2024)	49
图 92: Top 10 获授权消费品的零售额 (十亿美元) 推移 (2020-2024)	50
图 93: 迪士尼自营 IP 衍生品	50
图 94: 迪士尼 IP 授权商品	50
图 95: 迪士尼体验业务收入 (百万美元) 推移 (FY2001-FY2025)	51
图 96: 迪士尼体验业务 OP 利润 (百万美元-左轴) 和利润率 (右轴) 推移 (FY2001-FY2025)	51
图 97: 迪士尼体验业务收入和 OP 对集团的贡献比例推移 (FY2001-FY2025)	52
.....	52
图 98: 迪士尼体验业务各项成本占收入比推移 (FY2001-FY2025)	52
.....	52
表 1: 迪士尼目前主要高管	7
表 2: 迪士尼收购获得的工作室	14
表 3: 迪士尼旗下的有线网络电视频道	22
表 4: ESPN 系列频道	27
表 5: 华特迪士尼世界度假区核心资产	35
表 6: 增值服务	37
表 7: 加州迪士尼乐园度假区核心资产	38
表 8: 法国迪士尼乐园核心资产	39
表 9: 亚洲区域的迪士尼乐园核心资产	41
表 10: 迪士尼游轮一览	47
表 11: 迪士尼收入和利润预测 (百万美元, FY2026E-2028E)	53
表 12: 迪士尼可比公司估值 (2026-27)	54

一、迪士尼发展历程复盘

迪士尼是一家历史悠久的影视内容制作方、发行方，同时也是兼顾有线电视和D2C平台的渠道方。本文一方面希望厘清在近百年的内容载体和内容形式的变化中，迪士尼历次策略的调整与扩张的步伐，另一方面将重点关注迪士尼在传统渠道式微、用户注意力分散的当下，怎样通过乐园以及IP商品支撑内容的长期稳定的收益模型。

我们可以将迪士尼的历史简要划分为3个阶段，早期的创始人主导时期、迈克尔·艾斯纳开启的动画文艺复兴+开拓有线电视业务的中间阶段，以及近20年以来，持续通过收并购、发展新内容渠道，激发内容活力的新时期。

图 1：迪士尼历史复盘



数据来源：迪士尼官网，广发证券发展研究中心

早期（1920s-1970s）：从动画制作走向多元内容，拓展乐园业务

华特迪士尼公司最早以工作室的形式创办于1923年。早期迪士尼主要从事动画制作，1928年凭借《汽船威利》确立了在动画行业的地位，作为工作室首部有声动画，播出后大受欢迎，米老鼠成为公司的标志性形象。随后，工作室开发了一系列以米老鼠和其他角色为主角的动画片、漫画。1930s，米老鼠IP开始对外授权，1933年与广告公司合作进行迪士尼旗下IP商品的销售，1934年，迪士尼从米老鼠IP商品中销售的收入超过了电影收入。其中Waterbury推出的米老鼠手表热销，支撑公司度过了美国大萧条时期。1930s-1960s是美国动画的黄金年代。1937年迪士尼《白雪公主》动画电影上映，耗资150万美元（原定预算15万美元），录得票房800万美元。此后《木偶奇遇记》、《小鹿斑比》、《小飞象》等经典动画电影陆续上映。在动画之外，迪士尼也陆续开始拍一些低成本的真人电影和纪录片。最早的迪士尼乐园于1955年7月17日开放。

然而60年代后期，随着创始人离世，公司动画制作迅速萎缩。且当时面临动画行业竞争者的增加，公司走入一段衰退期。

迈克尔·艾斯纳时代（80s-90s）：迪士尼动画的文艺复兴，进军有线电视

迈克尔·艾斯纳在1984年成为公司CEO，通过主题乐园扩张，以及90年代动画的复兴扭转了衰退。艾斯纳首先将动画推出的频次大大提升，他希望每18个月制作一部动画电影，而不是公司一直以来的四年一次。在这一阶段，迪士尼推出了《小美人鱼》、《美女与野兽》、《阿拉丁》、《狮子王》等多部票房口碑双丰收的动画作品。此外，这一时期迪士尼也类似当时其他玩具厂商，用内容来给商品打广告，创造新的迪士尼角色来促进IP商品的销售。自1987年开设首家迪士尼商店，到1990年全美已拓展至215家。

在这一阶段，公司更加积极的投入到电视业务。1983年公司开启了第一个自有电视频道Disney channel；1995年，迪士尼宣布以190亿美元收购电视网络Capital Cities/ABC Inc.。自此，迪士尼获得广播网络ABC、体育网络ESPN和ESPN 2的80%控股权、Lifetime Television的50%、DIC Entertainment的多数股权，以及A&E电视网络38%的少数股权。

鲍勃·伊格时代（00s-20s）：通过收并购整合资源，流媒体业务注入生机

2005年，在经过长期的业绩低迷之后，鲍勃·伊格出任CEO。在他第一个任期内，陆续收购了皮克斯（2006）、漫威（2009）、卢卡斯影业（2012）等制片厂，累计的并购支出达到约150亿美元。IP组合策略增强了内容矩阵的规模，并提升了整体发行议价能力，加速了收入利润的增长。2019年，在流媒体对电视业务的冲击下，迪士尼推出Disney+，将长期积累的内容库供给至自家流媒体平台，并逐渐收回其他对第三方授权。2020年，鲍勃·查配克成为公司CEO，但2022年由于业绩下滑即被免职，鲍勃·伊格继续担任CEO。然而鲍勃·伊格的回归并未能彻底解决流媒体用户增长的颓势。

2026年2月，迪士尼董事会任命Josh D'Amaro（戴明哲）为下一任首席执行官，其预计将于26年底正式出任CEO。Josh D'Amaro此前主要任体验业务的主席，负责主题乐园、游轮和IP商品等业务。

表 1：迪士尼目前主要高管

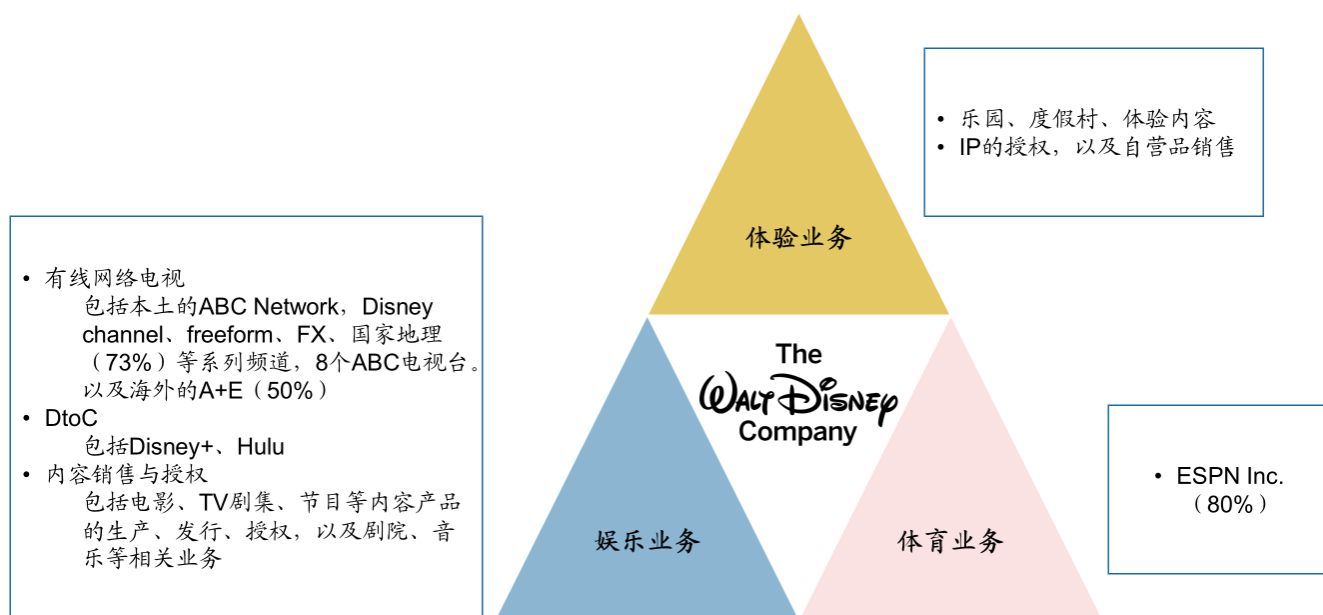
姓名	年龄	现任职务	主要履历
Robert A. Iger	74	CEO、董事会成员	2005年9月-2020年2月，担任公司首席执行官； 2020年2月-2021年12月，担任公司执行主席； 2022年11月至今，担任公司首席执行官
Hugh F. Johnston	64	CFO，高级执行副总裁	曾在百事可乐任职多年，于2010年起担任执行副总裁兼首席财务官，并于2015年至2023年11月期间担任百事公司副董事长。 2023年12月至今，担任公司CFO。
Horacio E. Gutierrez	60	首席法务和全球事务官，高级执行副总裁	曾供职于Spotify，2019-2022年担任Spotify全球事务主管兼首席法务官； 2022年2月，担任公司高级执行副总裁兼总法律顾问； 2023年3月，兼任首席合规官； 2023年12月，任首席法律与合规官； 2025年11月，任首席法律与全球事务官，高级执行副总裁
Sonia L. Coleman	53	首席人才官，高级执行副总裁	2010年5月至2016年，任迪士尼消费品部门人力资源副总裁； 2016年5月至2017年，任公司人力资源副总裁； 2017年4月至2021年，任迪士尼综合娱乐人力资源高级副总裁； 2021年8月至2023年，任迪士尼综合娱乐与ESPN人力资源高级副总裁； 2023年4月8日起，任高级执行副总裁兼首席人力资源官； 2025年9月至今，任高级执行副总裁兼首席人才官
Kristina K. Schake	55	首席传播官，高级执行副总裁	2017年3月至2019年3月，任Meta旗下Instagram全球传播总监，负责北美、拉美、欧洲及亚洲的传播团队； 2021年3月至12月，任美国卫生与公众服务部战略传播顾问；

2022年4月至2022年6月，任迪士尼执行副总裁、全球传播负责人；
2022年6月，任首席传播官，高级执行副总裁

数据来源：迪士尼财报，广发证券发展研究中心

当前迪士尼的主要业务主要分为三大板块：（1）娱乐业务：包括有线网络电视、DtoC流媒体，以及电影、剧集等内容产品的生产、销售和授权；（2）体育业务：主要是ESPN相关的电视与流媒体；（3）体验业务：涉及到乐园、度假村、游轮以及体验项目，此外还有IP商品的授权、自营产品的销售等。

图 2：当前迪士尼的主要业务



数据来源：迪士尼财报，广发证券发展研究中心

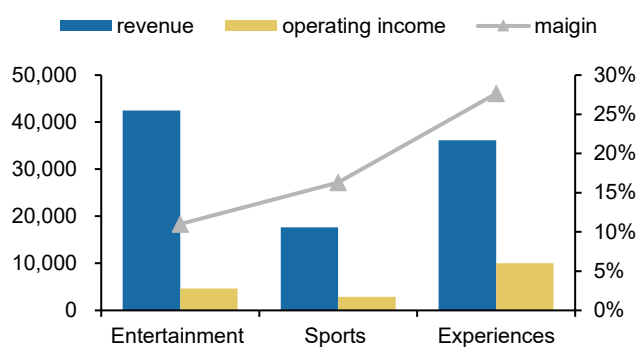
2025财年，迪士尼共实现营收944.25亿美元，同比增长3%，Non-GAAP净利润113.4亿美元，同比增长13%。从三大主要业务来看，娱乐业务仍然贡献最大部分的营收，但体验业务是支撑公司利润的关键，其分部利润达到99.95亿美元，分部利润率达到28%，而娱乐/体育分部分别为11%/16%。

图 3: 迪士尼历年营收(百万美元)与同比增速(右轴)



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

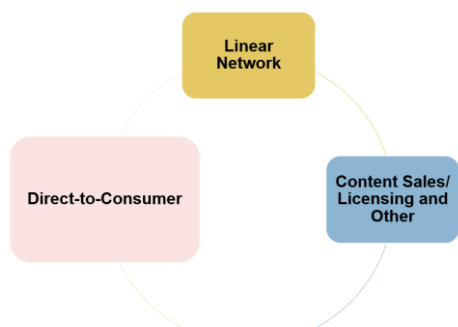
图 4: 三大业务营收与营业利润(百万美元)、营业利润率(右轴)



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

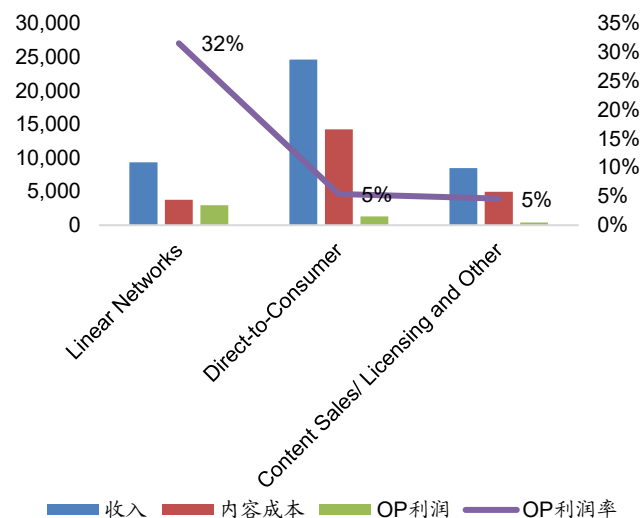
从25财年来看, 娱乐版块下的几个分发渠道中, 传统有线电视利润率高于其他发行模式, 但面临收入持续下滑的挑战。D2C流媒体保持了稳定的增长, 目前的利润率对标龙头, 仍有提升空间, 公司未来也会优化流媒体的ARPU和利润率。

图 5: 迪士尼娱乐业务板块下的三种内容分发策略



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 娱乐业务不同分发渠道的收入和利润(FY2025)

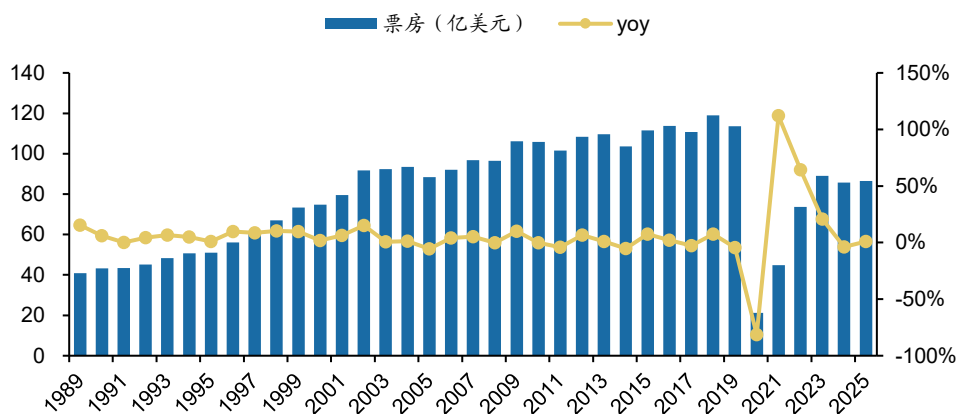


数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

二、内容业务：七大工作室造血，自有独立发行能力，强于资源整合与 IP 运维

从上世纪末至疫情前的2019年，美国电影市场整体维持大盘扩张以及头部单影片票房的体量突围。尤其是从1986-2002年，大盘票房持续维持了近二十年的持续扩张，蝙蝠侠、蜘蛛侠等超英题材电影崭露头角。但从2003年到2008年，历年大盘几乎没有太大的波动。09年开始，大制作、IP系列电影带动下，北美电影市场迎来了新一轮的渐进成长期。2018年，北美电影票房达到了历史的最好水平，同年上映的《黑豹》、《复仇者联盟3》、《超人总动员2》三部超6亿美元的大体量影片（皆由迪士尼发行）共同拉动大盘达到118.92亿美元，同比增长7.37%。但疫情期间电影市场受到了较大的负面影响，疫后三年，受到观影习惯改变、流媒体挤压以及供给端本身的影片创作质量的影响，北美大盘票房整体维持在2019年的75%-78%水平。

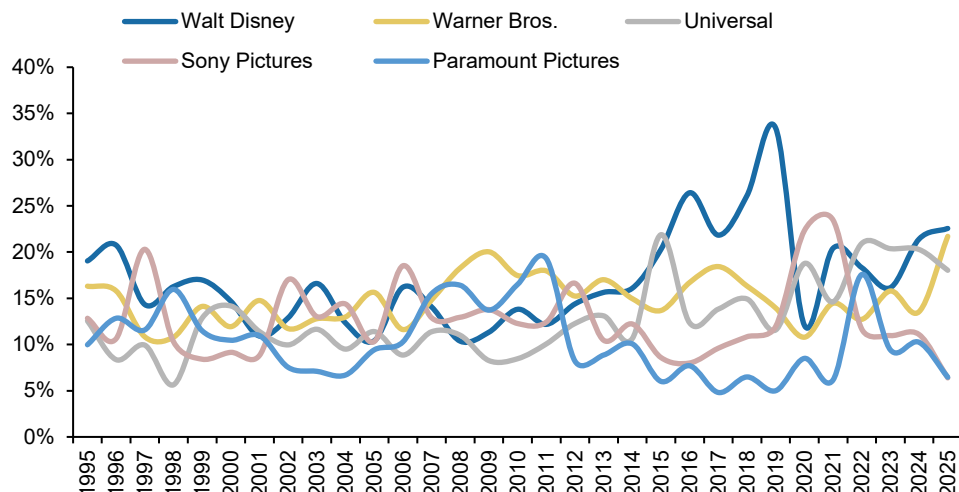
图 7：北美电影票房大盘与同比增速（右轴）



数据来源：the numbers，广发证券发展研究中心

从市占情况来看，北美电影市场价值整体集中在头部几家（迪士尼、华纳、环球、索尼、派拉蒙等）。从上世纪末至2015年以前，头部的几家好莱坞公司历年票房市占基本在10%-20%之间波动，未有明显区分，但从2015-2019年，迪士尼的票房市占已经稳定保持在20%以上，2019年更是达到了33.42%。疫后2023-2025年，迪士尼在北美电影市场的市占分别为16.15%/21.41%/22.56%。从1995-2026年，迪士尼共实现北美地区票房473.5亿美元，市占位居第一（17.31%）。

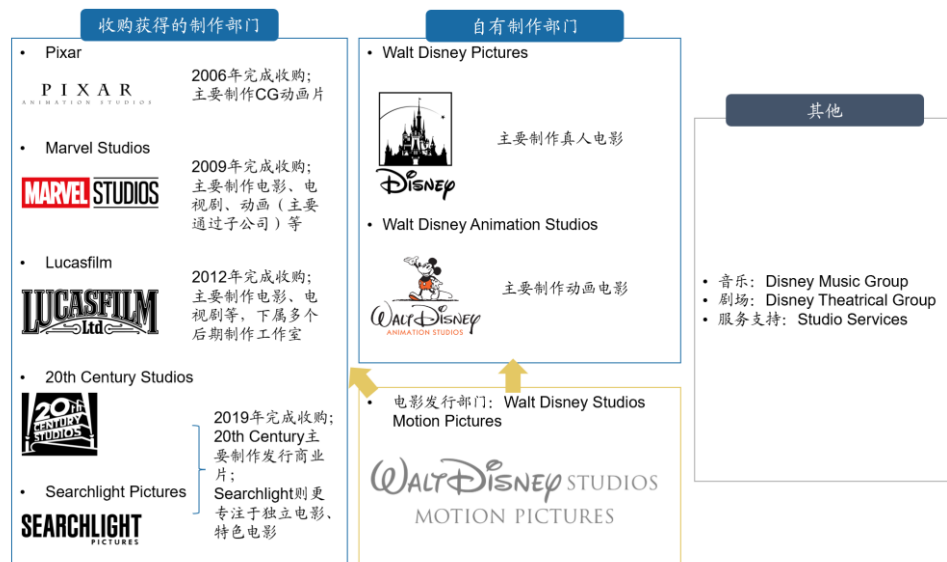
图 8: 北美头部电影发行方市占



数据来源: the numbers, 广发证券发展研究中心

内容是迪士尼的基石业务。2005年以来,迪士尼依靠自制+对外收购,积累了众多优质头部IP和制作资源。其中最主要的就是the Walt Disney Studios部门下属的几大厂牌:(1)自有的迪士尼影业(真人电影)与迪士尼动画工作室(动画电影);(2)通过收购获得的,包括皮克斯、漫威、卢卡斯影业、20世纪工作室、探照灯影业;(3)剧院集团、音乐集团、制片服务工作室等。

图 9: 迪士尼工作室组合



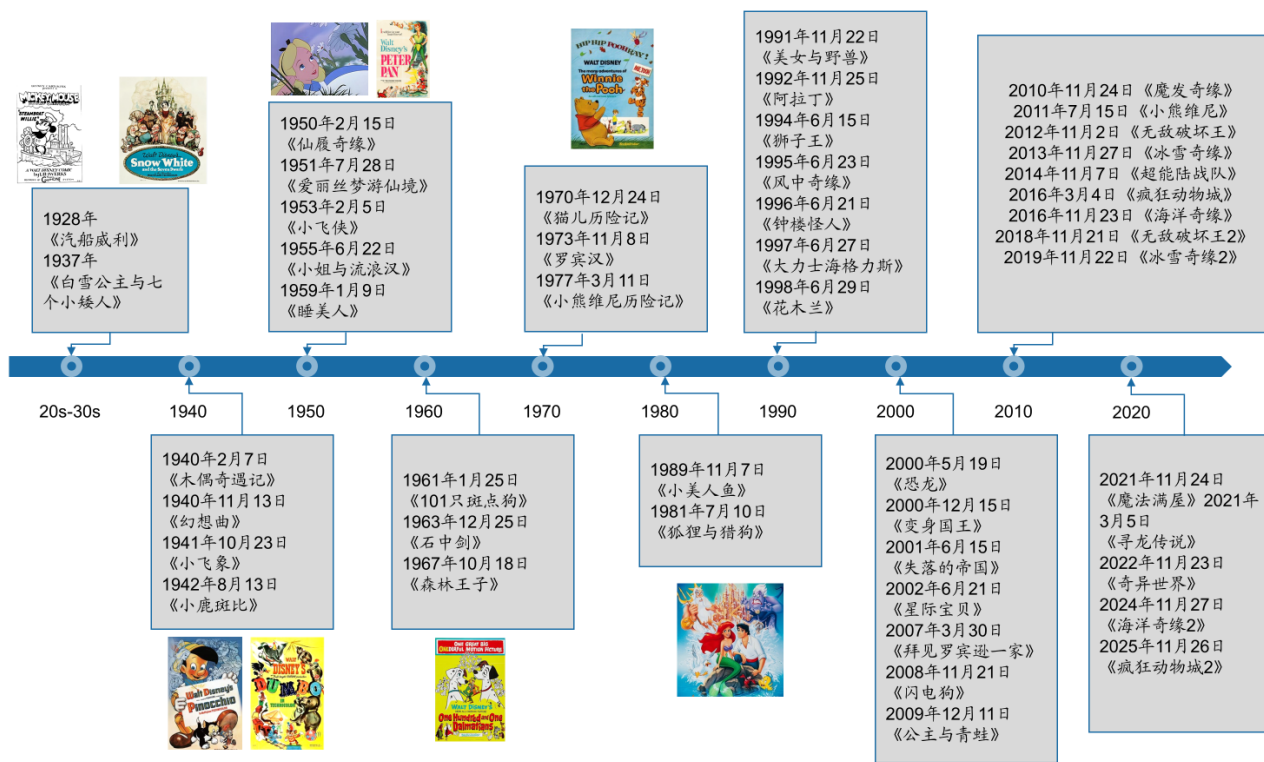
数据来源: 迪士尼官网, 广发证券发展研究中心

(一) 迪士尼影业+迪士尼动画工作室: 经典的再塑造, 长线 IP 运营策略

迪士尼影业+迪士尼动画工作室是迪士尼最重要的两个自有制片厂, 分别主要产出真人电影与动画电影/短片。迪士尼最早即是从动画制作起家, 华特迪士尼动画工作

室 (Walt Disney Animation Studios) 最早源于1923年的迪士尼兄弟动画工作室，由华特、罗伊兄弟创立。早期工作室主要制作、承制一些动画短片，后因为与发行方的版权与承制费用纠纷，在《Oswald the Lucky Rabbit》之后，工作室更加专注于创作自有版权的作品。陆续推出了动画短片《汽船威利》、长篇《白雪公主与七个小矮人》等。并以此为基础，开始发力真人电影与其他乐园的业务。在创始人去世后，动画创作陷入停滞，但在90年代重新迎来了复兴：计算机制作提升了画面的表现效果和生产效率，这一时期更多以音乐喜剧的形式推出了多个长篇动画电影，《小美人鱼》《美女与野兽》《阿拉丁》《狮子王》皆是这一时期票房和口碑双丰收的影片。00年以后，由于管理上的混乱，工作室的产出一度陷入停滞，但在皮克斯加入、工作室重组过后，工作室的定位发生了一定的转变，一方面在制式上包含2D/3D，另一方面更强调设计、分镜，而将具体的上色等较简单的工作外包。2010年后，公司陆续推出《魔法奇缘》《冰雪奇缘》《超能陆战队》《疯狂动物城》等多部CG动画长片。

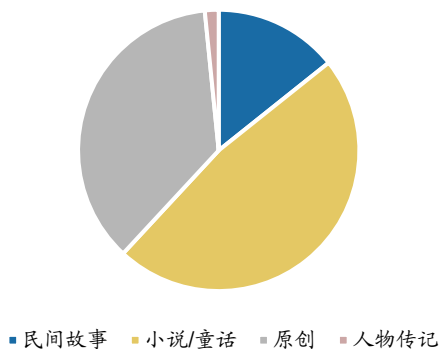
图 10: 迪士尼动画工作室主要作品timeline



数据来源: the numbers, 广发证券发展研究中心

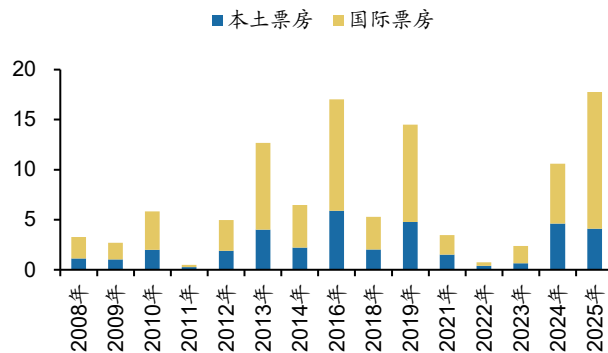
迪士尼动画电影部门擅长利用非美国本土的故事题材进行改编创作，以及改编小说作品，并将这些家喻户晓的故事通过精细的制作，反复用各种类型的影片制式进行重制，例如将经典的2D影片3D化、动画影片授权真人化翻拍。迪士尼动画工作室平均每年推出1-2部院线作品，2025年《疯狂动物城2》优异的海外市场表现带动单片实现北美票房4.10亿美元、国际票房13.68亿美元（截至2026/2/9）。

图 11: 迪士尼动画工作室内容来源



数据来源: 迪士尼动画工作室官网, 广发证券发展研究中心

图 12: 迪士尼动画工作室本土与国际票房 (亿美元)

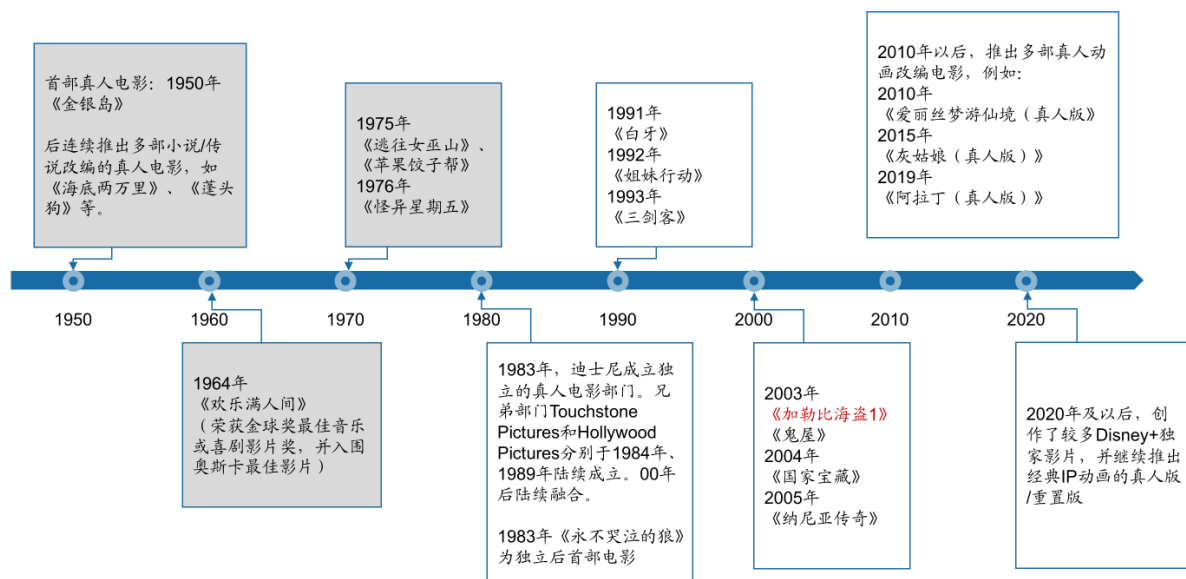


数据来源: the numbers, 广发证券发展研究中心

注: 按照上映影片的累计票房

华特迪士尼影业 (Walt Disney Pictures) 则脱胎于早期的华特迪士尼制片公司的真人电影部门。1950年代, 迪士尼开始制作真人电影, 并推出了一些自然纪录片, 最早一部全真人电影为1950年的《金银岛》。1983年, 真人电影部门更名为华特迪士尼影业。随后迪士尼又成立了触石影业 (1984年), 好莱坞影业 (1989年), 更侧重PG-13、R级题材, 三大工作室由发行集团Buena Vista Motion Pictures Group统一管理。1999年开始, Nina Jacobson成为Buena Vista的制作总裁, 主导监督了一系列经典真人电影, 包括《加勒比海盗》《国家宝藏》《纳尼亚传奇》等。2010年之后, 在真人片制作总裁Sean Bailey和CEO Iger的主导下, 推行了大制作的电影战略。截至目前, 迪士尼影业已制作了六部全球票房超过10亿美元的真人电影, 包括《加勒比海盗: 聚魂棺》(2006)、《爱丽丝梦游仙境》(2010)、《加勒比海盗: 惊涛怪浪》(2011)、《美女与野兽》(2017)、《阿拉丁》(2019)和《莉萝与史迪奇》(2025)。最重要的加勒比海盗系列全球累计票房超过45亿美元, 每部电影的票房皆超过6.5亿美元。

图 13: 迪士尼影业经典作品 timeline



数据来源: the numbers, 广发证券发展研究中心

(二) 收并购获得: 皮克斯、漫威、卢卡斯、20世纪工作室、探照灯影业

迪士尼内容工作室自2005年以来陆续通过收购扩充, 陆续将皮克斯(2006年完成)、漫威(2009)、卢卡斯影业(2012)、20世纪福克斯(2019, 后改名为20世纪工作室)以及探照灯影业(2019)等收入旗下。收购的这些制片厂中, 皮克斯更偏向制作CG动画影片, 卢卡斯、20世纪工作室更偏向商业大片、真人电影, 漫威则是二者兼有。此外探照灯影业更偏向制作和发行独立电影, 并保留独立的发行部门。这些制片厂共同的特点就是已经具备相对完备的IP资源, 以系列电影见长。

表 2: 迪士尼收购获得的工作室

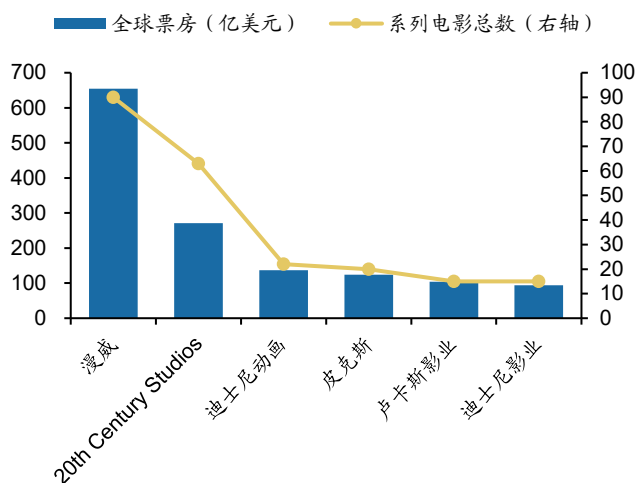
现名	创立时间	收购完成时间	收购价格	备注	主要作品/IP 系列
Pixar Animation Studios	1979 年	2006 年 5 月 5 日	74 亿美元	早期隶属于卢卡斯影业的计算机部门。1986 年成为独立公司。主要制作 CG 动画。	《玩具总动员》、《汽车总动员》、《料理鼠王》、《头脑特工队》、《寻梦环游记》
Marvel Studios	1993 年	2009 年 12 月 31 日	42.4 亿美元	早期隶属于漫威娱乐, 后迪士尼收购母公司漫威娱乐后, 2015 年 marvel studios 被转移至 Walt Disney Studios。自《复仇者联盟》(2012 年) 以来, 华特迪士尼影业发行了该工作室的大部分影片。	漫威宇宙, 超级英雄系列
Lucasfilm	1971 年	2012 年 10 月 30 日	40.5 亿美元	包括旗下 Industrial Light & Magic 特效工作室、Skywalker Sound 音频工作室、Lucasfilm Games、Lucasfilm Animation 等	《星球大战》、《印第安纳·琼斯》系列
20th Century Studios	1935 年	2019 年 3 月 20 日	713 亿美元 (总价)	最初名为“20 世纪福克斯电影公司”, 主营电影制作与发行, 美国最主要的电影制片厂之一。2012 年被母公司拆分重组为 21 世纪福克斯。迪士尼收购包括 21 世纪福克斯在内的大部分股份; 2020 年 1 月 17 日迪士尼将工作室更名为“20 世纪工作室”。	《阿凡达》、《异形》、《猩球崛起》等

Searchlight Pictures	1994年	前身为福克斯探照灯影业，隶属于二十世纪福克斯。主要业务为制作、发行和收购独立电影。保留相对独立的发行部门。	《贫民窟的百万富翁》、《为奴十二年》、《水形物语》等
----------------------	-------	---	----------------------------

数据来源：迪士尼官网，广发证券发展研究中心

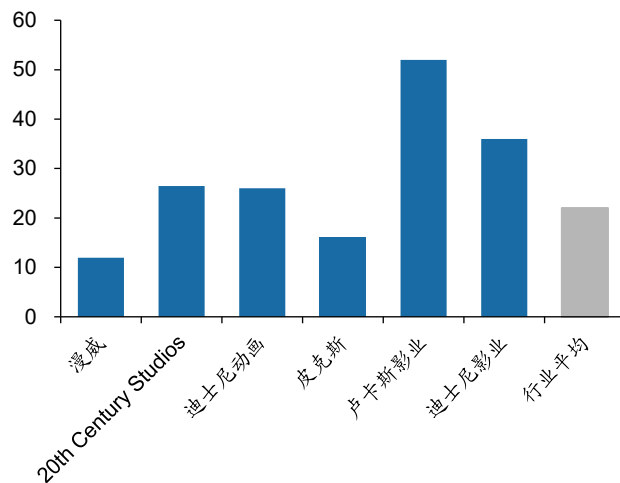
从IP系列的维度，我们截取全球票房总量排名TOP100的IP系列，漫威目前推出的系列电影体量领先，系列（franchises）的数量达到14个，电影（movies）总数达到90部，且平均单部的全球票房达到7.27亿美元。漫威宇宙系列IP虽然相对年轻，但自2008年以来，共录得北美本土票房131亿美元，全球票房共计323.66亿美元，票房号召力仍稳居第一。除漫威、皮克斯之外，其他几个工作室IP生命周期整体优于行业平均水平。卢卡斯影业旗下《星球大战》系列自1977年诞生以来，仍然在稳定的推出新作，IP生命周期长达50年，尤其是在被迪士尼收购之后，2015-2019年几乎稳定每年推出一部院线电影。

图 14: TOP100系列IP电影对应各家票房



数据来源：the numbers，广发证券发展研究中心

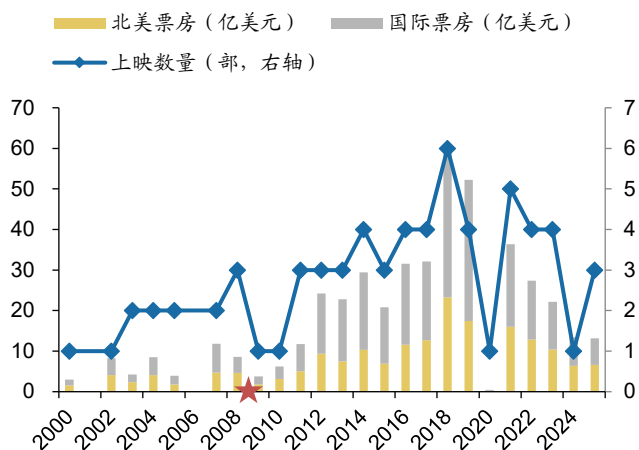
图 15: 平均生命周期 (年)



数据来源：the numbers，广发证券发展研究中心

被迪士尼收购之后，漫威和皮克斯的IP爆发出强劲且持续的活力。在被收购前，漫威更多是和其他头部制片厂进行合作出品，例如2000年和20世纪福克斯合作推出《X-Men》。票房体量相对较小。2009年12月31日迪士尼对漫威的收购完成；从2000年到2018年，漫威出品的影片数量从0-3部/年增至高点6部/年，2019年《复仇者联盟4》录得全球票房27.2亿美元，成为该系列电影中最卖座作品。同样，我们可以看到皮克斯出品的电影数量在被收购之后基本可以稳定在1-2部/年，几乎没有空窗期。头部IP玩具总动员在2010年和2019年推出的续集分别录得全球票房10.69/10.71亿美元，新IP头脑特工队(Inside Out)在2015年和2024年的作品分别录得票房8.48/16.99亿美元。

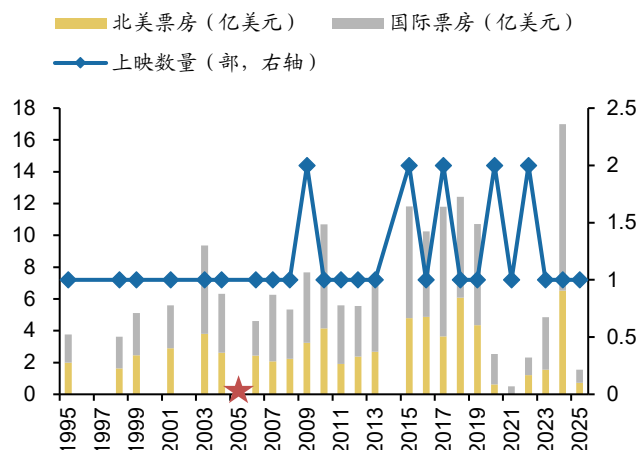
图 16: 漫威历年票房与上映数量



数据来源: the numbers, 广发证券发展研究中心

注: 星标为收购节点

图 17: 皮克斯历年票房与上映数量

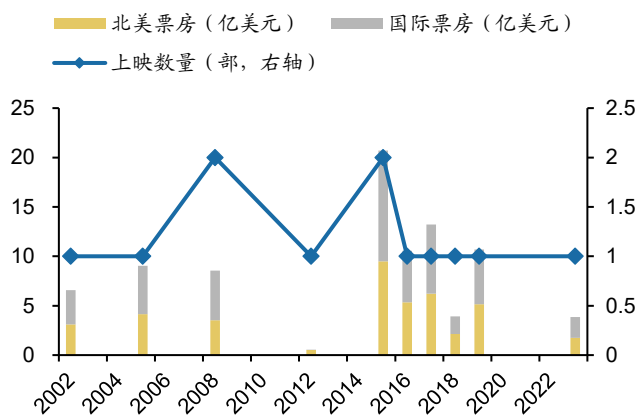


数据来源: the numbers, 广发证券发展研究中心

注: 星标为收购节点

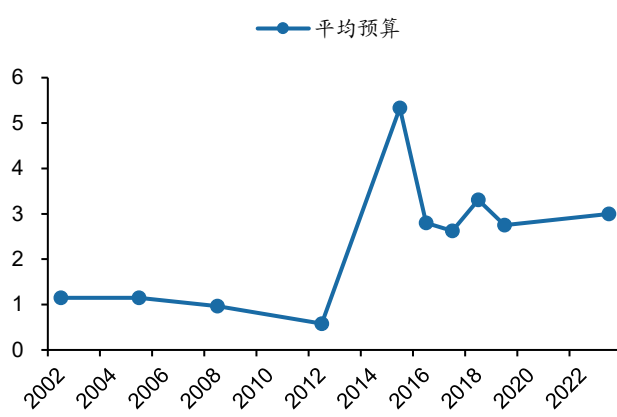
对于卢卡斯旗下的经典影视IP, 迪士尼则通过重新启动、增加预算的方式重新唤起。星战系列早在2005年《星球大战前传3: 西斯的复仇》后就不再推出新作, 但2012年迪士尼接手后, 自2015年开始推出了新的后传三部曲, 以2年/部的速度上映院线, 并在其中穿插外传系列。在项目预算上, 对比05年的《星球大战前传3》的1.15亿美元, 迪士尼接手后整体预算拉高到了2.5-5+亿美元。

图 18: 卢卡斯出品影片历年票房与上映数量



数据来源: the numbers, 广发证券发展研究中心

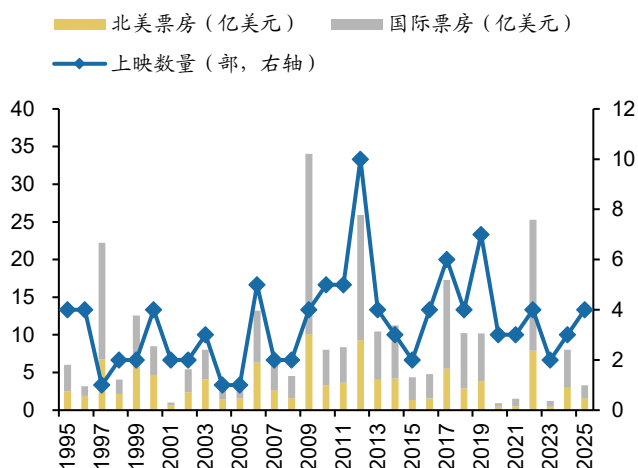
图 19: 卢卡斯出品影片平均预算 (亿美元, 按上映年份)



数据来源: the numbers, 广发证券发展研究中心

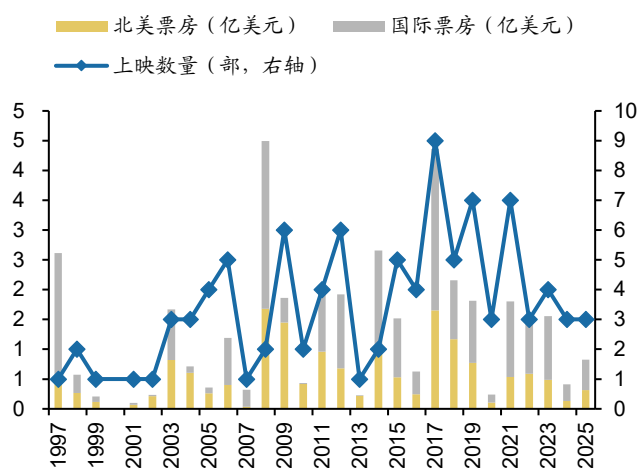
对于20世纪工作室旗下的IP (猩球崛起等), 以及同时合并纳入的探照灯影业, 则采取相对独立、稳健的运营方式。探照灯影业至今仍然保持自身独立的影片发行权。

图 20：20世纪福克斯/20世纪工作室出品影片历年票房与上映数量



数据来源：the numbers, 广发证券发展研究中心

图 21：探照灯影业出品影片历年票房与上映数量



数据来源：the numbers, 广发证券发展研究中心

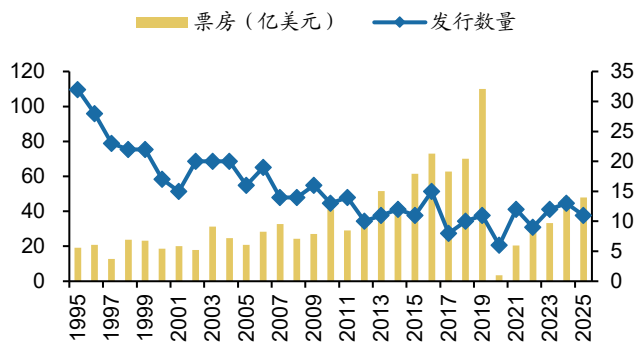
2025年12月11日，迪士尼宣布以10亿美元对OpenAI进行股权投资，同时开放旗下200余个经典IP供OpenAI的Sora和ChatGPT Images平台使用，涵盖迪士尼动画、漫威、皮克斯与星球大战等核心品牌。在2026年2月的CES展会上，迪士尼宣布Disney+计划一年内引入竖屏内容，将涵盖迪士尼旗下娱乐短片、新闻与体育资讯。其中用户AI生成的内容将有望登上Disney+竖屏栏目。未来在AI赋能下，Disney旗下的内容资产有望产生更加显著的增量。

（三）北美电影发行龙头，整合资源后将有更高议价权

迪士尼旗下的电影主要通过自有的发行公司Walt Disney Studios Motion Pictures开展。该公司前身为Buena Vista Distribution，创立于1953年。在1953年以前，迪士尼的影片主要通过环球、哥伦比亚、RKO等电影公司对外发行，但由于和RKO影业的争议，1953年之后迪士尼就通过全资子公司Buena Vista进行发行工作。07年之后，迪士尼将Buena Vista更名为Walt Disney Studios Motion Pictures，并在2015年前后逐渐整合内部发行体系（包括Touchstone的发行权等）为一体。

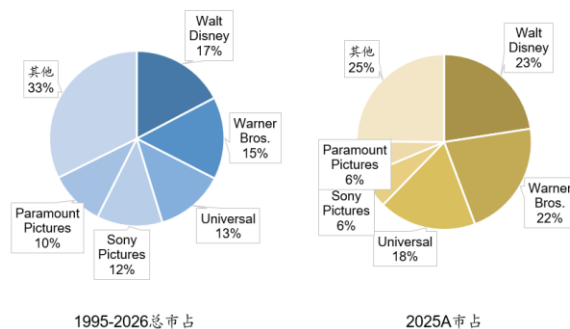
从1995年至今，迪士尼发行趋向“减量提质”，对头部影片的发行能力明显增强。2019年，迪士尼总共发行了13部影片（其中有11部新片），全球总票房超过109.93亿美元，美国本土票房37.65亿美元。在整合了头部几家制片厂之后，2015-2019年发行的新片中，共有8部北美本土票房超过5亿美元。2025年，迪士尼发行的影片市场份额约为23%，位居行业第一。而北美电影市场分账大多采用阶梯式浮动比例，即上映首周片方/发行方享受更高的分成（可达到60%-90%，顶级IP发行方可拿到80%-90%），头部大厂享受更高分账比例。IP矩阵的丰富将与发行溢价能力提升双向带动。

图 22: 迪士尼发行的影片全球票房和数量



数据来源: the numbers, 广发证券发展研究中心

图 23: 北美头部发行方市占 (1995-2026vs2025A)

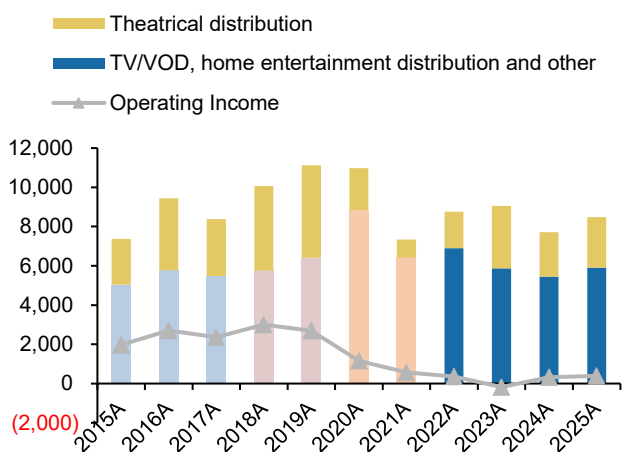


数据来源: the numbers, 广发证券发展研究中心

除院线之外, 迪士尼也将长期积累的内容资产授权给电视、视频点播, 以及各类实体与电子形式的内容分发渠道。该项收入在内容分部中占据相对稳定的比例, 2023-2025年, 院线的发行收入分别为31.74/22.66/25.92亿美元, TV/VOD以及家庭娱乐的发行收入分别为35.49/30.08/34.58亿美元。此外, 迪士尼还经营舞台剧、音乐剧、特效承制 (主要是卢卡斯影业) 等内容延伸的相关业务, 该项收入在23-25年由于疫情结束得到整体改善, 分别实现收入23.25/24.44/24.38亿美元。

内容收入的营业利润表现 (operating income) 在迪士尼发力自家流媒体之后整体维持在较低的水平。若按照2019年以前内容分部类似的口径Studio Entertainment的细分项来看, 2015-2018年, 营业利润率基本可以维持在27%-30%左右, 而2019年以后迪士尼就不再将内容资产授权给其他第三方流媒体, 而是限制在Disney+上播放, TV/VOD以及家庭娱乐渠道的发行收入虽然在Disney+推出过后有了明显的增长, 但利润层面却受到了负面影响, 从2021-2025年, 营业利润率一直维持在个位数水平, 2023年甚至出现过小幅的亏损。

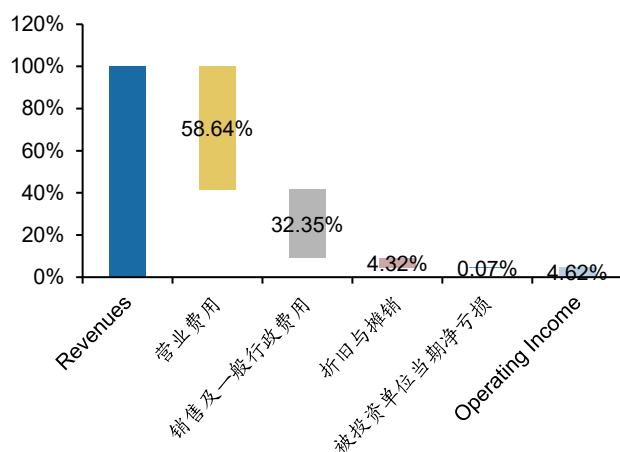
图 24: Content Sales/Licensing and Other分部收入与营业利润 (百万美元)



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

注: Theatrical distribution 口径保持一致, TV/VOD and home entertainment distribution and other 口径变化较多; 2019年及以前, Content Sales/Licensing and Other 分部主要体现在 Studio Entertainment 这一分部中

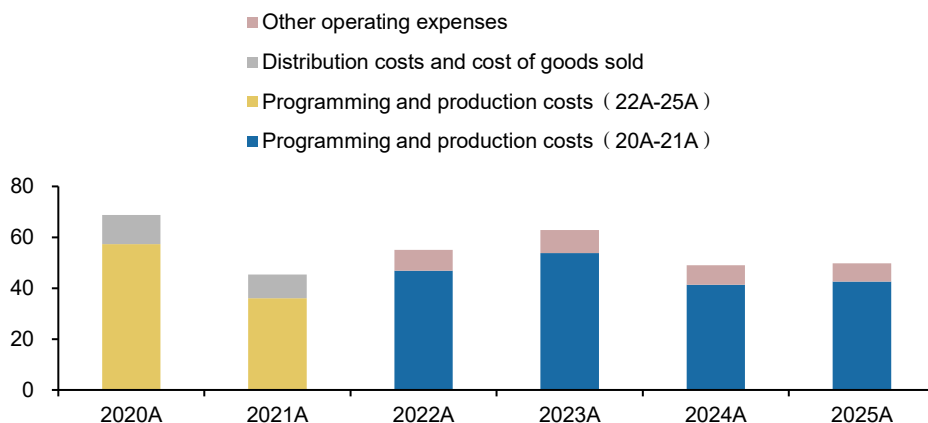
图 25: 2025年Content Sales/Licensing and Other分部UE模型



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

迪士尼在项目内容上的成本在22-25年基本维持在40-55亿美元。2025年，内容分部的项目和产品支出为42.60亿美元，同比增长3%，主要由于发行收入增长带来的成本摊销增加。

图 26: 迪士尼历年项目内容支出（单内容分部）



数据来源：迪士尼财报，广发证券发展研究中心

三、电视业务：从有线电视到 DtoC，利用版权资源构筑壁垒，拓展内容长线价值

（一）美国传统有线电视市场整体萎缩，内容与渠道方发力流媒体赛道
美国电视市场生态系统较为复杂。传统有线电视按照产业链通常分为上游内容方（Cable network programmer，主要是提供内容版权、节目编排）、渠道方（Cable network/channel，包括四大无线广播，以及CNN、Fox News等有线电视频道）以及传输信号给订阅用户的分发运营商。内容是最具壁垒价值的一环，尤其是部分体育类内容的直播权益，往往是支撑频道被持续订阅的重要考量。

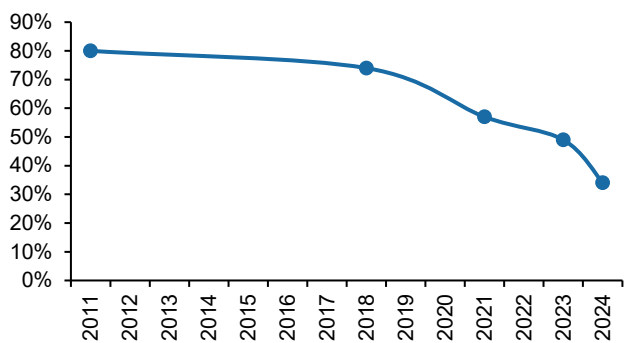
图 27: 美国有线电视产业链



数据来源: 广发证券发展研究中心

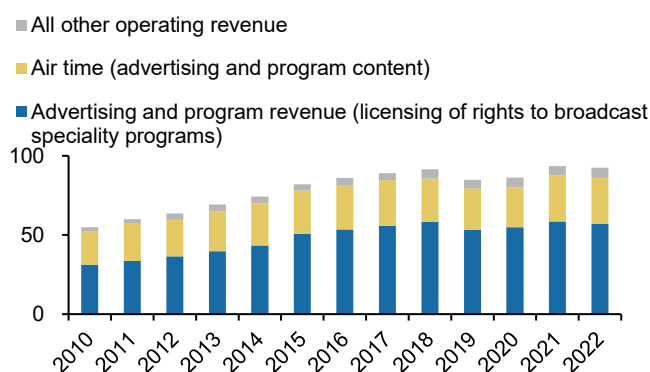
而在流媒体平台、vMVPD平台崛起之后, 传统有线电视市场用户明显流失, 渗透率在2018年明显下滑, 2023年, 传统付费电视渗透率首次跌破50%, 到2024年底, 传统付费电视渗透率已降至约34%。有线电视提供商的收入也在2016年以后陷入增长停滞甚至下滑。传统有线电视平均月费较贵, 且一般捆绑销售近百个频道, 相较于流媒体平台没有明显的内容优势。且在网络分发效率提升以及技术壁垒下降的大背景下, 以往围绕有线网络的一系列基础设施搭建的环节皆可以绕过, 内容可以直接触达消费者, 因此内容方会更倾向于Dtc渠道。

图 28: 美国传统付费电视渗透率



数据来源: adwave, S&P global, Leichtman Research Group, 广发证券发展研究中心。传统付费电视 (Traditional Pay TV) 仅指有线电视 (Cable)、卫星电视 (DBS) 和电信 IPTV

图 29: 美国有线电视提供商收入 (百万美元)



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

流媒体的渠道和内容方同样在持续整合, 围绕巨头形成了规模效益。在过去十几年电视内容方和渠道方的合并整合之后, 基本形成了几家新兴的电视媒体巨头, 包括 Disney、Warner Bros. Discovery、Paramount Global、Netflix以及亚马逊等。这些巨头一部分通过收购拥有了公共传播的基石频道, 即四大广播电视网 (ABC、CBS、NBC、FOX)。另一方面逐渐将精力更聚焦在流媒体渠道和内容上, 例如netflix发力

自制内容,以及直播体育甚至是游戏领域,从单纯的平台方转向更综合的娱乐平台;而传统好莱坞内容厂商,例如迪士尼,则收紧第三方版权授权,将内容供给给自有平台。

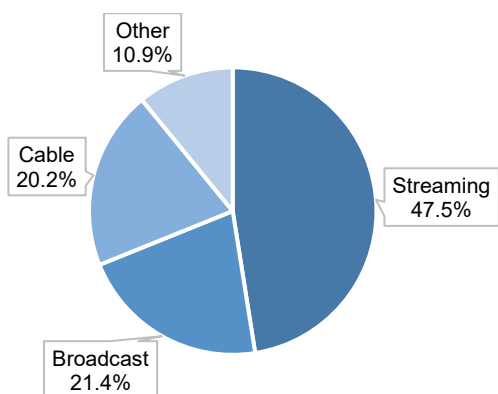
图 30: 传统媒体公司或运营商在流媒体领域的布局



数据来源: kagan, 广发证券发展研究中心

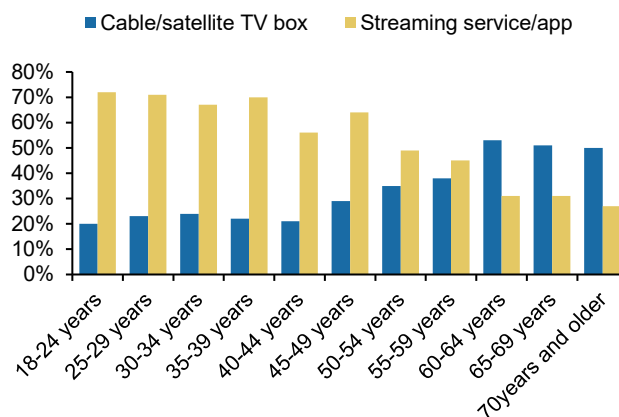
凭借内容优势+更加合理的订阅选择,流媒体平台逐渐超过传统电视,成为市场的主导。根据nielsen的统计,2025年12月共有47.5%的美国观众通过流媒体渠道观看电视,远超传统的有线电视(20.2%)和广播(21.4%)。流媒体受众相较于传统的有线电视平台更年轻化,年轻人接受度更高。

图 31: 25年12月美国电视观众各渠道占比



数据来源: Nielsen, 广发证券发展研究中心

图 32: 传统电视与流媒体渠道年龄层



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

(二) 迪士尼电视业务: 从传统电视走向流媒体分发, 利用内容优势发展自有平台

迪士尼从1983年开始进军电视业务, 迪士尼频道 (Disney Channel) 是其最早的付费频道, 主打家庭娱乐与原创电影 (DCOMs), 用于播放迪士尼自家出品的电影和动画。在80年代末, Disney Channel从附加频道转型为基础电视频道。1995年, 迪士尼以190亿美元的价格收购了Capital Cities/ABC, 获得了老牌广播电视网ABC(全国性网络+美国8家地方电视台), 以及ESPN、Lifetime、A&E等核心有线频道。自此, 迪士尼掌握了内容、广播、有线电视频道三个产业链关键节点。此外, 迪士尼还在2001年收购Fox Family Worldwide, 此后更名为Freeform, 用于拓展青少年和家庭用户。

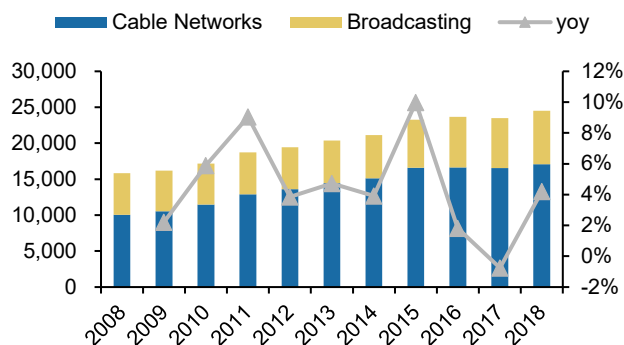
表 3: 迪士尼旗下的有线网络电视频道

类型	频道	特点/受众	订阅量 (百万)
广播电视网 (Broadcast Network)	ABC (American Broadcasting Company)	美国四大全国性广播电视网之一, 1995年收购获得	-
迪士尼品牌	Disney Channel	原创剧集和电影	61
	Disney Junior	学龄前儿童 (2-7 岁)	-
	Disney XD	青少年男性 (7-14 岁)	-
FX & National Geographic 系列 (2019年通过收购20世纪福克斯获得)	FX	精品剧集	62
	FXX	喜剧和青少年内容	-
	FX Movie Channel (FXM)	长篇电影	-
	National Geographic (国家地理)	自然纪录片	62
	Nat Geo Wild	野生动物内容	-
体育	ESPN / ESPN2	美国覆盖最广的体育赛事频道	
	ESPNNews / ESPNU	侧重于体育新闻	
	SEC Network / ACC Network	与大学联盟合作	
	NFL Network	2026年新加入	
其他	Freeform	主打 18-38 岁的青年群体、女性群体, 前身为 Fox Family Worldwide/ABC Family	51

数据来源: 迪士尼财报, 迪士尼官网, 广发证券发展研究中心

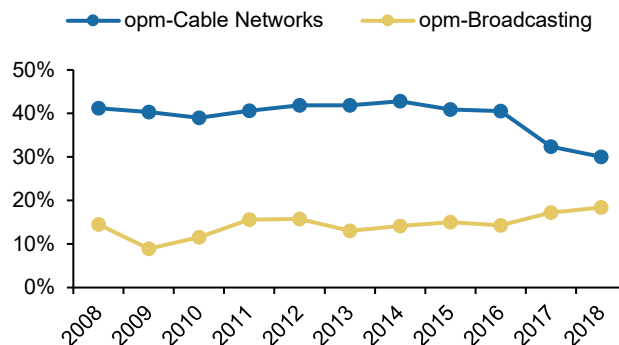
有线电视一度成为迪士尼的营收与营业利润的重要支撑, 尤其是流媒体崛起之前的2010年前后。2014年分部的整体营业利润率达到34.61%, 为历年最好水平。但由于传统电视行业的下行, 流媒体挤占市场, 2015年以后营收增速和分部利润率明显下行。2018年, 虽然媒体网络的分部营收创下了新高 (245亿美元, yoy+4.21%), 但分部的营业利润仅66.25亿美元, 回到了2011-2012年的水平。

图 33: media networks分部的营收(百万美元)与同比增速



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

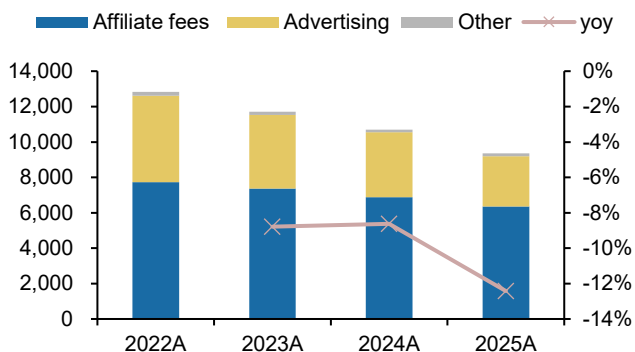
图 34: 有线网络与广播的营业利润率(operating income margin)



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

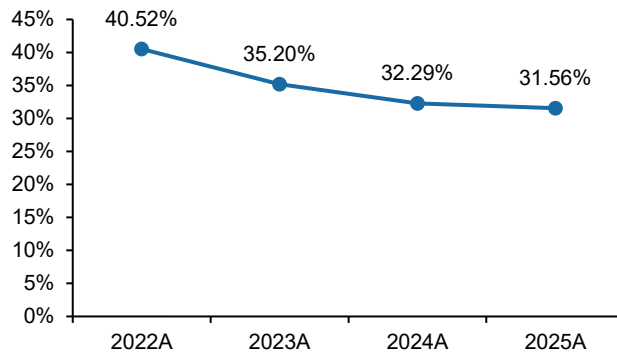
在2019年正式推出Disney+, 转型发力流媒体之后, 传统的媒体网络分部重新调整为有线网络分部, 主要由有线电视的中间渠道商付给迪士尼有线电视频道的转播费(Affiliate fees)、广告和其他收入构成。在近年电视市场下行的的大环境下, 转播费和广告收入都在同比下滑。2025年, 迪士尼有线网络收入同比减少12.42%至93.64亿美元, 营业利润降至29.55亿美元, 营业利润率为31.56%, 同比减少0.73pct。

图 35: 有线网络分部构成与同比增速



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

图 36: 有线网络分部营业利润率



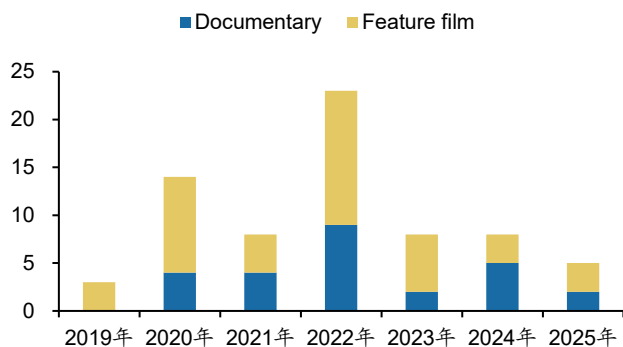
数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

2015年, 迪士尼开始在英国率先推出小范围的流媒体服务Disneylife。2016-2017年, 迪士尼陆续收购了BAMTech的75%的股权, 获得了流媒体分发技术。2019年, 迪士尼结束了在netflix平台上的内容分发授权, 并在年底正式推出Disney+, 最初仅在北美、荷兰上线, 后陆续推广至澳大利亚、欧洲、拉美、东南亚地区。2020年, 通过Star India(原为20世纪福克斯旗下)的Hotstar流媒体服务拓展至印度地区。

迪士尼旗下的独家内容是Disney+的核心看点。在Disney+刚上线时期, 平台上就有包括Disney channel、国家地理、20世纪电视、ABC旗下的经典剧集和电影作品。此外, 迪士尼还陆续收回了20世纪工作室授权给hbo以及其他第三方平台的内容, 添加进Disney+的内容库中。另一方面, 迪士尼也为Disney+独家开发了大量

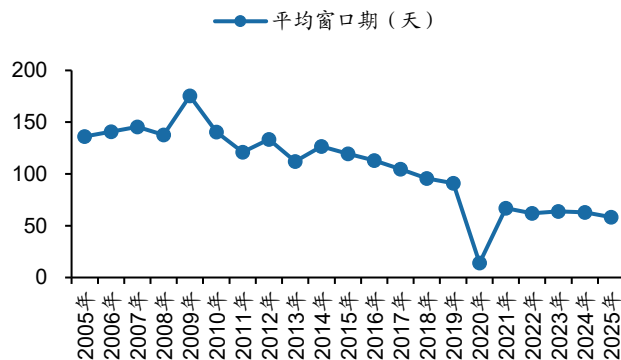
的原创内容，包括电影和剧集。在疫情期间，通过Disney+ Premier Access高级订阅项目，用户可以在平台上一站式花费约29.99美元看到当时无法上映院线的部分电影，如《花木兰（真人版）》。这种更轻便灵活的发行方式也使得内容的长尾价值得到了更快的释放，以往迪士尼电影上线流媒体或其他播放平台，一般需要100天以上，而在2021年以后，这一窗口期被缩减至55-70天。

图 37: 迪士尼为Disney+开发的原创电影、纪录片数量(部)



数据来源: Wikipedia, 广发证券发展研究中心

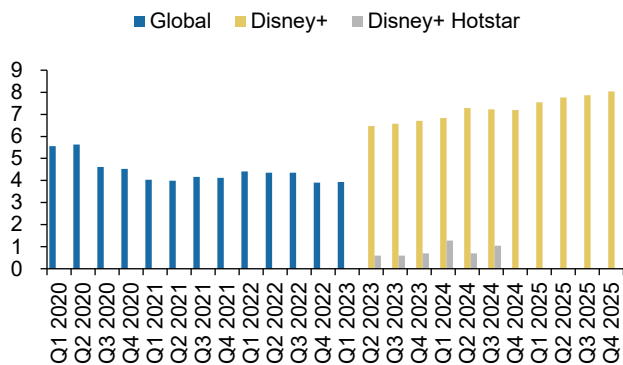
图 38: 迪士尼新映影片上线流媒体的窗口期



数据来源: the numbers, 广发证券发展研究中心

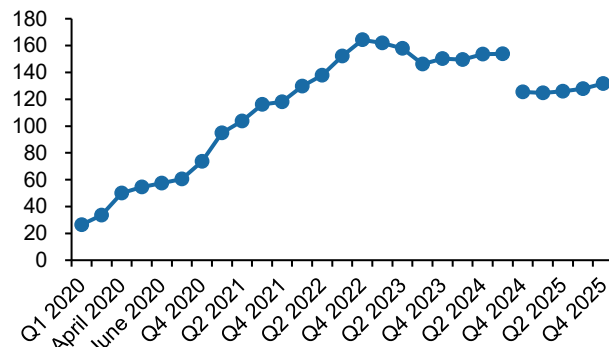
根据迪士尼的财报，截至25年9月，Disney+共有1.32亿付费用户，同比增长5%，但相较于疫情期间的高速增长，2025年的用户量级并没有太大的变化。付费用户月均付费7.81美元，同比增长11%，其中除北美以外的国际用户平均月付费达到7.59美元，同比增长19%。

图 39: Disney+订阅用户平均付费(美元/人)



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

图 40: Disney+全球订阅用户(百万)

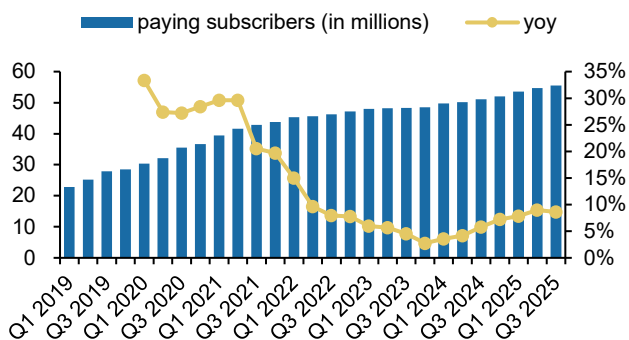


数据来源: statista, 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

注: 24Q4 口径有调整

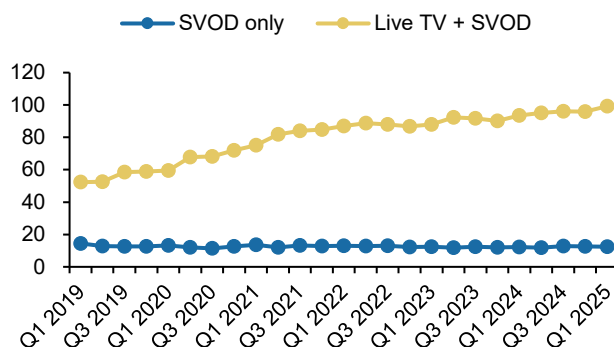
此外，迪士尼还在2019年通过收购21世纪福克斯而获得了hulu的多数股权。Hulu最早在2007年推出，是订阅量最高的视频点播流媒体平台之一。迪士尼收购后，一方面将hulu平台的内容扩充进Disney+内容库，另一方面加速hulu与Disney+的平台融合，并在2025年宣布终止hulu平台应用的运营，其订阅内容保持独立。

图 41: hulu付费订阅用户与同比增速



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

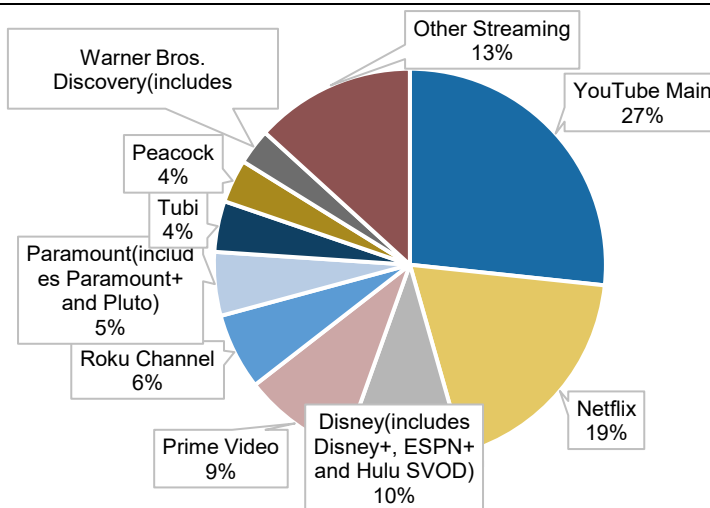
图 42: hulu付费用户平均支出 (美元)



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

凭借Disney+, hulu, 以及ESPN+的多样化渠道和内容矩阵, 迪士尼成为仅次于netflix的头部流媒体玩家。根据Nielsen的统计, 25年12月迪士尼旗下平台流媒体观看的市占约在10%, 在全市场(包括广播、有线电视等)占比4.7%。

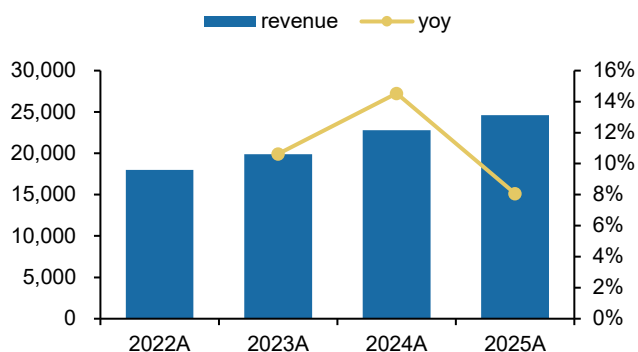
图 43: 流媒体平台市占 (25年12月)



数据来源: Nielsen, 广发证券发展研究中心

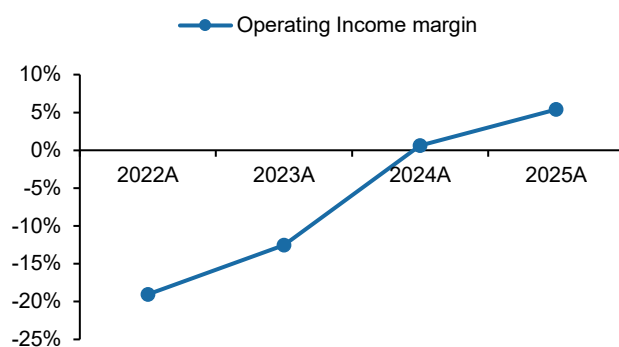
2025财年, DtoC业务由于用户规模扩张放缓, 营收增速有所放缓。分部营收为246.14亿元, 同比增长8.07%。营业利润自24财年以来继续实现正向盈利, 25财年营业利润率为5.39%, 同比增长4.76pct。

图 44: DtoC业务的营收 (百万美元) 和同比增速



数据来源: 迪士尼财报 广发证券发展研究中心

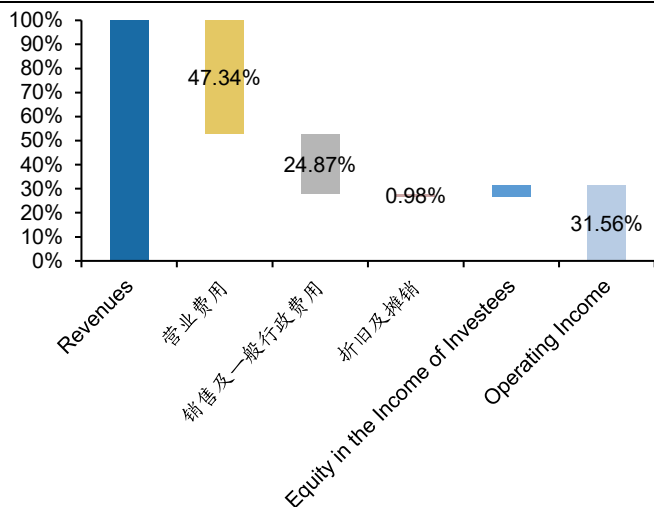
图 45: DtoC业务的营业利润率



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

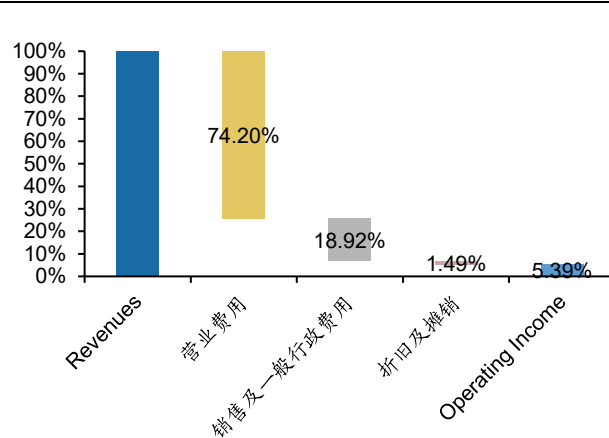
我们对比有线网络和DtoC的UE模型。从25年来看, 虽然在营收体量上, DtoC的总量几乎是有限网络业务的1.5倍, 但由于更健康的费用支出, 凭借31.56%的营业利润率, 有线网络业务至今仍然维持着2倍于DtoC的营业利润。DtoC计划在2017年提出近10年后, 带来的回报可能并不如内部预期。而在26财年Q1的财报中, 迪士尼不再披露娱乐部门 (包括内容、有线网络、DtoC) 的细分项, 未来对于内容分发路径的统筹规划, 将是未来几年内迪士尼的一项重点任务。

图 46: 有线网络UE模型 (25A)



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

图 47: DtoC分部UE模型 (25A)



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

(三) 体育: ESPN 具备竞争壁垒, 营业成本较高但相对稳定

迪士尼在1985年通过收购Capital Cities/ABC Inc. 获得了ESPN的80%所有权以及运营控制权。早期在ABC的支持下, ESPN得以凭借资金优势争夺较多体育赛事转播权, 包括NFL、NBA等顶尖赛事, 从而站稳了体育电视市场。其最主要的频道ESPN和EPSN2基本囊括了主要的头部运动和各类小众运动。次线提供多语种、校园赛事、体育新闻和赛事分析等内容。

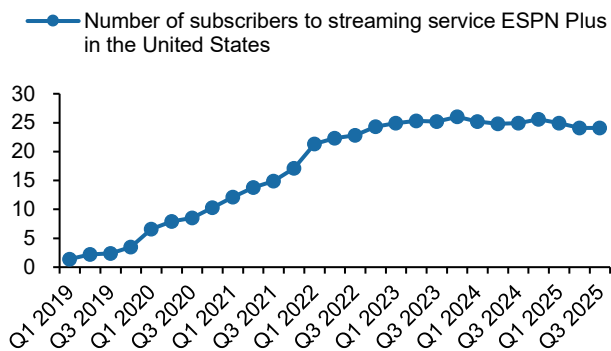
表 4: ESPN系列频道

频道名称	订阅数 (百万)	开播时间	主要内容
ESPN	61	1979 年	全球顶级赛事 (NFL、NBA、MLB、UFC、网球大满贯、足球); 王牌节目《SportsCenter》; 体育新闻、分析、评论
ESPN2	61	1993 年	补充直播赛事、小众运动、极限运动; 体育脱口秀、重播、娱乐化内容; 覆盖 ESPN 主频道未排期的赛事
ESPNEWS	38	1996 年	实时比分、数据、滚动新闻; 赛事前瞻 / 复盘
ESPNU	42	2005 年	NCAA 橄榄球、篮球、棒球、冰球等; 大学赛事直播、新闻、分析
ESPN Deportes		2004 年	西语版体育新闻、赛事直播 (足球、棒球、格斗)
SEC Network	42	2014 年	独家直播 SEC 联盟橄榄球、篮球及其他项目; 联盟新闻、纪录片、校园内容
ACC Network	41	2019 年	独家直播 ACC 联盟赛事; 联盟深度内容、教练访谈、经典比赛回放
Longhorn Network		2011 年	德克萨斯大学 (UT Austin) 所有校队赛事; 校园体育文化、纪录片、访谈 (与德州大学合作)

数据来源: ESPN 官网, 广发证券发展研究中心

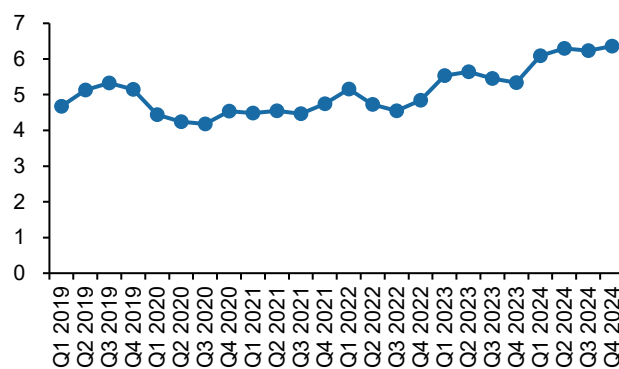
根据ESPN官网, 2018年, ESPN开始通过流媒体ESPN+提供订阅服务, 标准版最初月费为4.99美元, 后通过提价逐渐上涨至今天的12.99美元。2025年平台推出Unlimited级别的订阅项目 (29.99美元/月), 不仅包含ESPN+的内容, 还包括ESPN电视频道的全波直播 (包括NFL和NBA)。依靠ESPN的转播权优势, 2019-2021年ESPN+迅速积累了一批订阅用户, 并通过提价策略拉动了ARPPU。

图 48: ESPN+在美国的订阅用户 (百万)



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

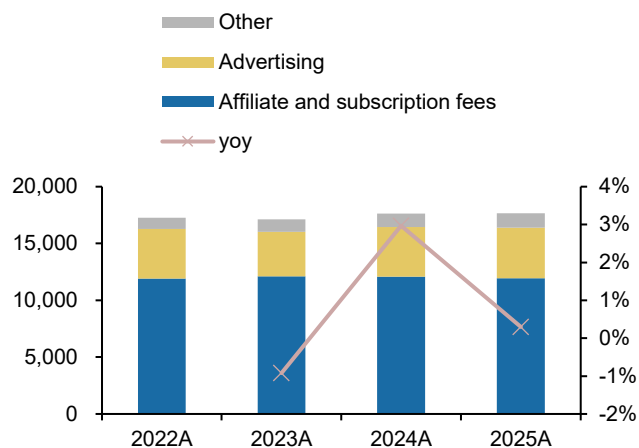
图 49: ESPN+在美国的订阅用户月均付费 (美元)



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心

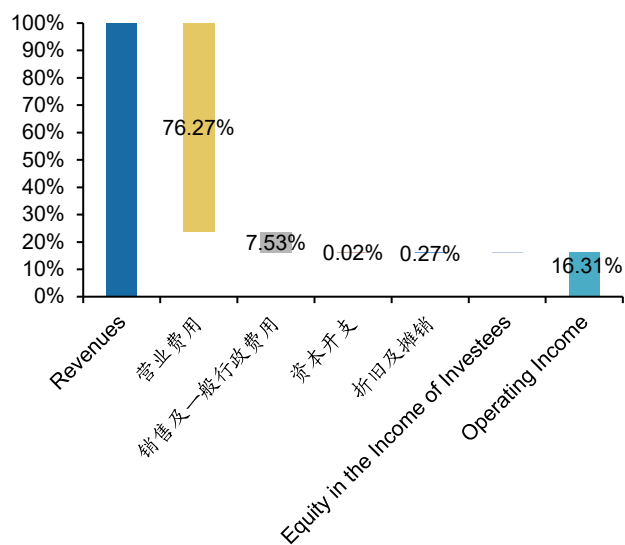
体育分部的营收和利润水平整体较为稳定。2025财年总营收176.72亿美元, 同比基本持平; 营业利润28.82亿美元, 同比增长20%。由于转播费用较为刚性, 因此营业费用在成本中占比较大。2022-2025年, 营业利润率基本维持在14-16%区间。

图 50: Sports分部的营收(百万美元)与同比增速(右轴)



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

图 51: Sports分部的UE模型



数据来源: 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

四、体验业务：IP 从内容到线下闭环，仍在扩张

“体验业务”已经成为公司盈利的核心支柱，根据迪士尼财报，2025财年的收入和运营利润贡献占比分别为38%和57%。体验业务包含以乐园为主的线下家庭娱乐业务，场景包括主题乐园、酒店、游轮和IP衍生品。根据公司官网，迪士尼在全球拥有6个度假胜地，包括12个主题公园，55家度假酒店，一家游轮公司及其他独特的度假体验。

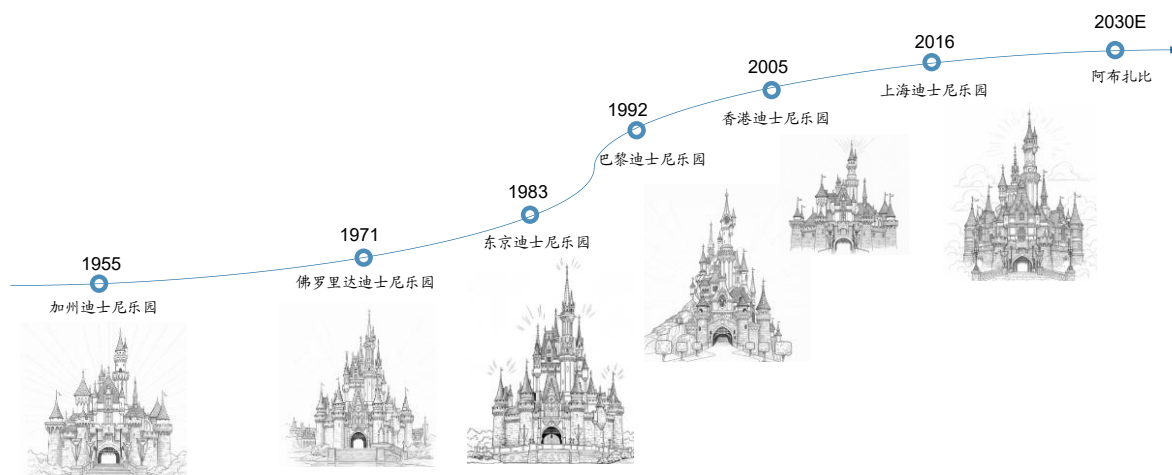
（一）乐园业务

迪士尼第一座乐园距今已经有70年的历史。我们整理了迪士尼现有的六个迪士尼乐园的设立时间，位于美国加州的迪士尼乐园是在1955年开园运营，距今已经有70年时间。第二座乐园于1971年开园，位于美国佛罗里达。在美国的两个大的乐园区域是迪士尼乐园业务的核心支撑。1983年，迪士尼乐园在日本东京开设，1992年在法国巴黎开业，随后，2005年香港开设了第五家迪士尼乐园，2016年迪士尼乐园在上海开业。第七座乐园预计将坐落在阿布扎比。

每一座乐园都是一个度假综合体，配套了主题酒店、购物区等设施。以位于美国佛罗里达州的奥兰多迪士尼世界度假区为例，该区域是目前迪士尼旗下最大的度假区。根据公司财报信息，奥兰多迪士尼世界度假区占地约 25,000 英亩。该度假区包括：四大主题乐园（魔法王国、EPCOT 未来世界、迪士尼好莱坞影城和迪士尼动物王国）；多家酒店；迪士尼度假俱乐部物业；一个集零售、餐饮和娱乐于一体的综合体（迪士尼泉）；一个体育综合体；多个会议中心；露营地；高尔夫球场；水上乐园以及其他旨在吸引游客进行长期逗留的休闲设施。

度假区通过提供“多个乐园和其他配套的度假设施”拉长游客的游玩天数，进而提升了整体的游客数量和消费。奥兰多迪士尼世界度假区向游客销售长达6天的乐园套票，为从TEA/AECOM统计的全球乐园访客数量来看，奥兰多迪士尼乐园的游客量居于全球各个乐园的首位，2024年全年游客数量达到1784万人，如果把奥兰多区域四个主要的迪士尼乐园的游客加起来，24年的访客总量达到4910万人，一站式的乐园“套娃”体验，可以提升度假区的吸引力，同时增加游客逗留天数，增加酒店、餐饮消费。

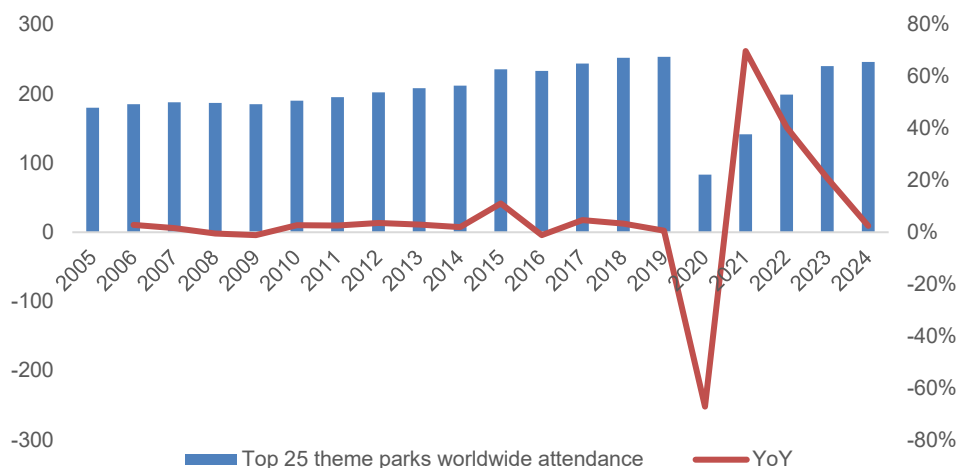
图 52：迪士尼乐园开设时间



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

全球头部乐园入园人数在疫情后逐步恢复至接近疫情前水平。以TEA/AECOM报告统计的历年全球top25乐园的访客量为观察，2024年全球前25大乐园的入园人数达到2.46亿人次，同比增长2%，基本上恢复到疫情前2019年2.54亿人次的水平，而在2020年疫情期间，全球前25大乐园的入园人数降至8326万人，随后在2021-2022逐步恢复。

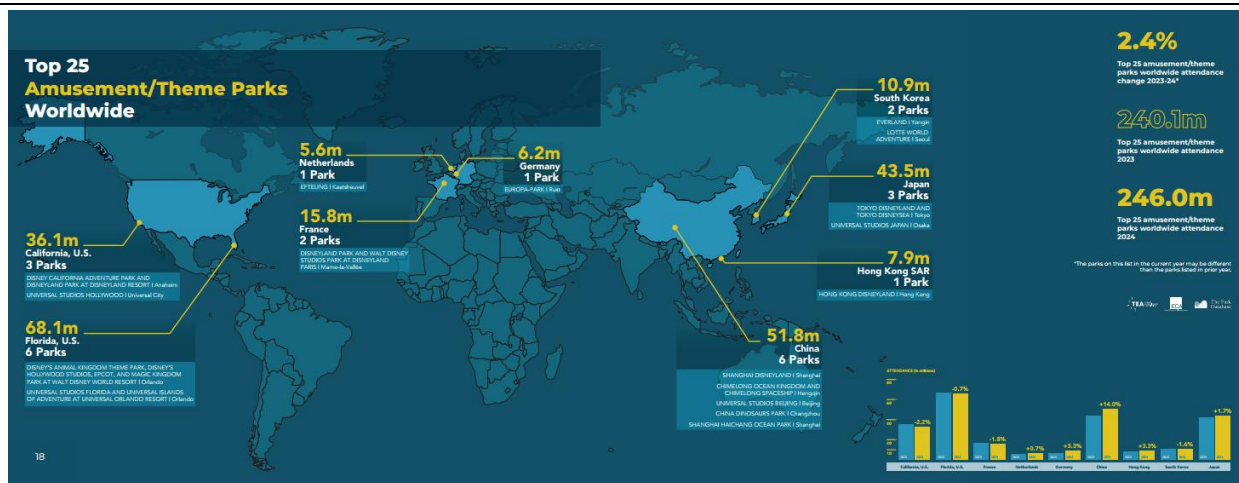
图 53: 全球访客量TOP 25乐园游客总数 (百万) 推移 (2005-2024)



数据来源: TAE/AECOM 报告, 广发证券发展研究中心

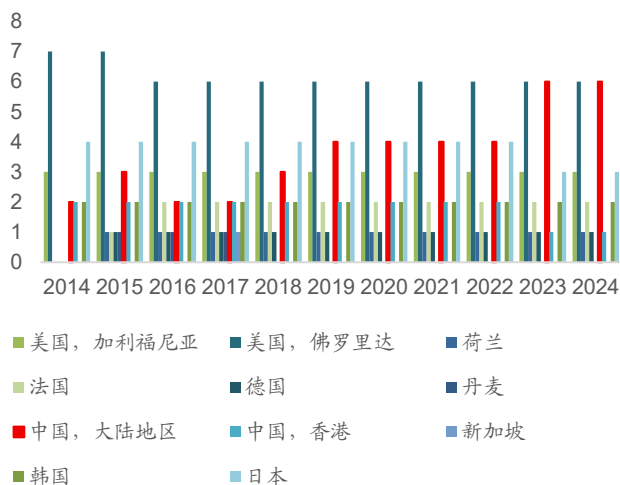
美国是最大的乐园消费市场, 中国上升势头明显。从Top25乐园所处的区域来看, 2024年, 美国入选top25乐园游客量最高, 加州 (3座乐园, 3610万游客) 和佛罗里达 (6座乐园, 6810万游客) 两个区域的9个乐园合计入园人次超过1亿人。其次在中国大陆地区, 6座乐园游客量进入全球前25大, 合计的访客量达到5180万, 上升趋势明显。日本也是比较显著的乐园市场, 3座乐园客流量入围全球25大, 合计客流达到4350万。

图 54: 2024年游客量top25主题乐园所处区域



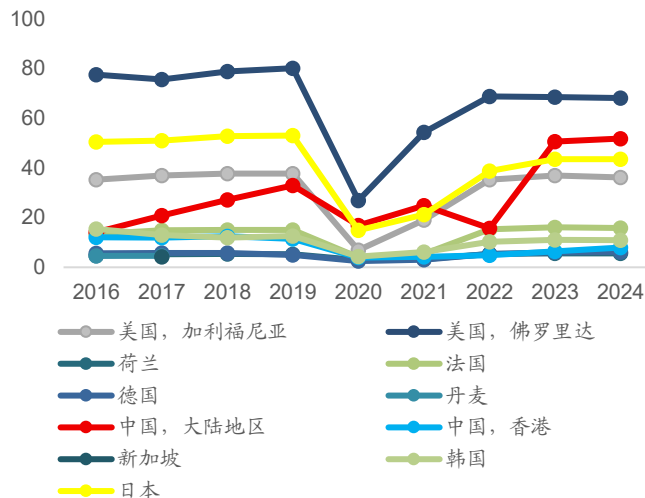
数据来源: TEA/AECOM 报告, 广发证券发展研究中心

图 55: 各区域的游客量top25主题乐园数量(个)推移(2014-2024)



数据来源: TAE/AECOM 报告, 广发证券发展研究中心

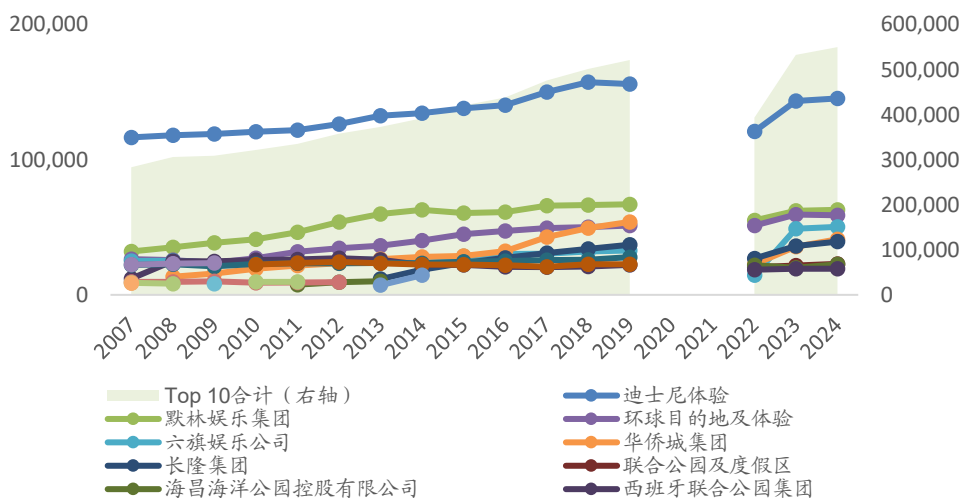
图 56: 各区域的游客量top25主题乐园访问量(百万)推移(2014-2024)



数据来源: TAE/AECOM 报告, 广发证券发展研究中心

中国的头部乐园数量和单个乐园的访问量均在不断创新高, 日渐成为重要的乐园市场。从全球区域来看, 中国的顶级乐园数量逐步提升, 主要得益于近年来新开业的北京环球影城等。头部乐园的游客数量也较疫情前持续提升, 这得益于多个乐园的游客量均在提升, 包括上海迪士尼乐园(扩建带动客流量提升)、北京环球影城、以及长隆系列乐园。乐园市场也从过去以本土品牌为主转变为国际巨头入场, 乐园从传统过山车为主的动力装置消费逐步转向IP和沉浸式体验的付费模式。

图 57: 中国前十大的乐园集团入园游客数量(左轴-百万)和前十大大合计游客量(右轴-百万)推移(2007-2024)

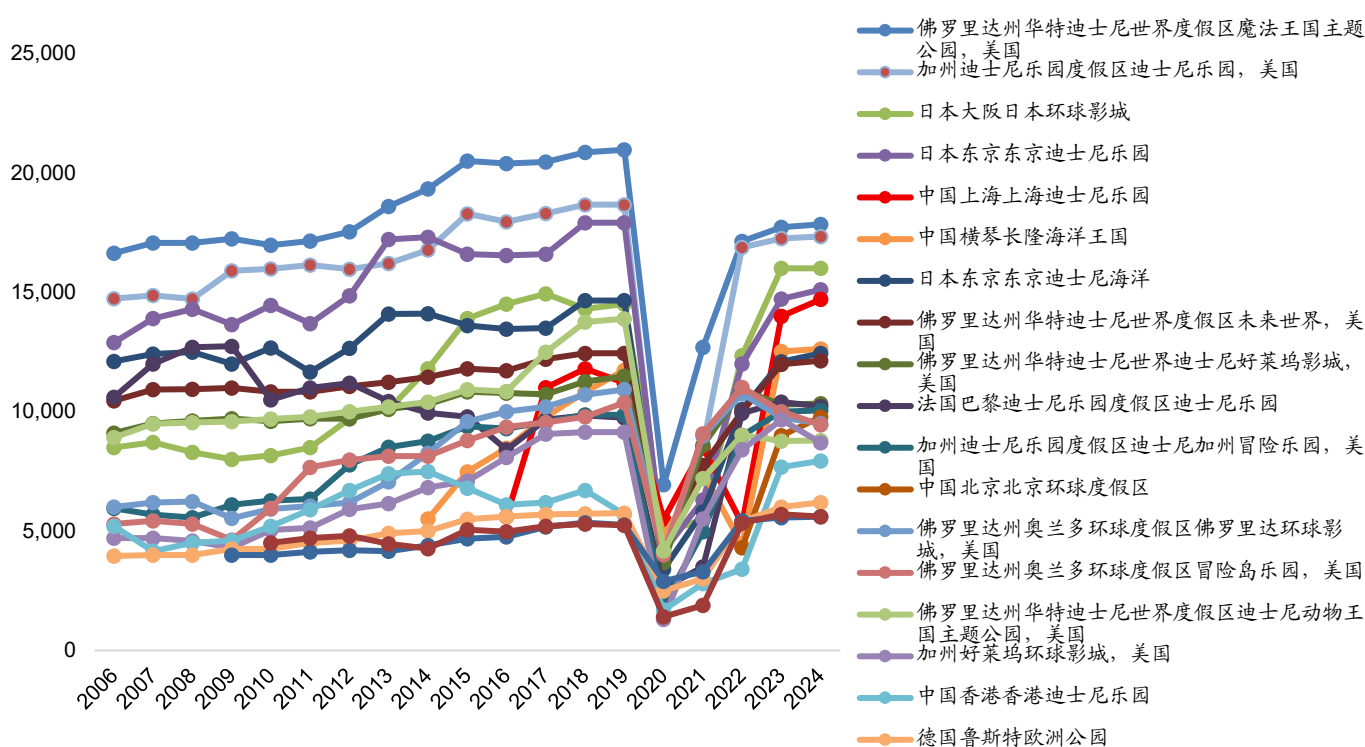


数据来源: TAE/AECOM 报告, 广发证券发展研究中心; 注: 2020-2021 年报告没有统计该数据

迪士尼的游客数量在同业中一直位居第一名，乐园客流量领先优势明显。以TEA/AECOM报告统计的全球前十大乐园运营商的排序来看，迪士尼一直位于榜首，2024年合计的游客数量达到1.45亿人次。其他的主要竞争对手包括：墨林娱乐集团和环球目的地及体验。墨林集团旗下拥有乐高乐园，环球目的地及体验拥有好莱坞电影IP，重点项目为多个区域的环球影城。

全球top20的乐园，主要被迪士尼、环球影城这两个坐拥头部IP的运营商承揽。从2024年top20的游客乐园来看，前三名分别是迪士尼佛罗里达、加州乐园，和大阪环球影城，前20里面只有中国横琴长隆海洋王国不是迪士尼或环球影城连锁品牌。24年对比23年来看，欧美的乐园客流量同比趋于稳定或略有下滑，亚洲的头部乐园游客数量仍在增长，中国上海迪斯尼乐园和北京环球影城的客流量增长好于同业。

图 58：2024年游客量top20主题乐园游客量（百万）推移（2006-2024）

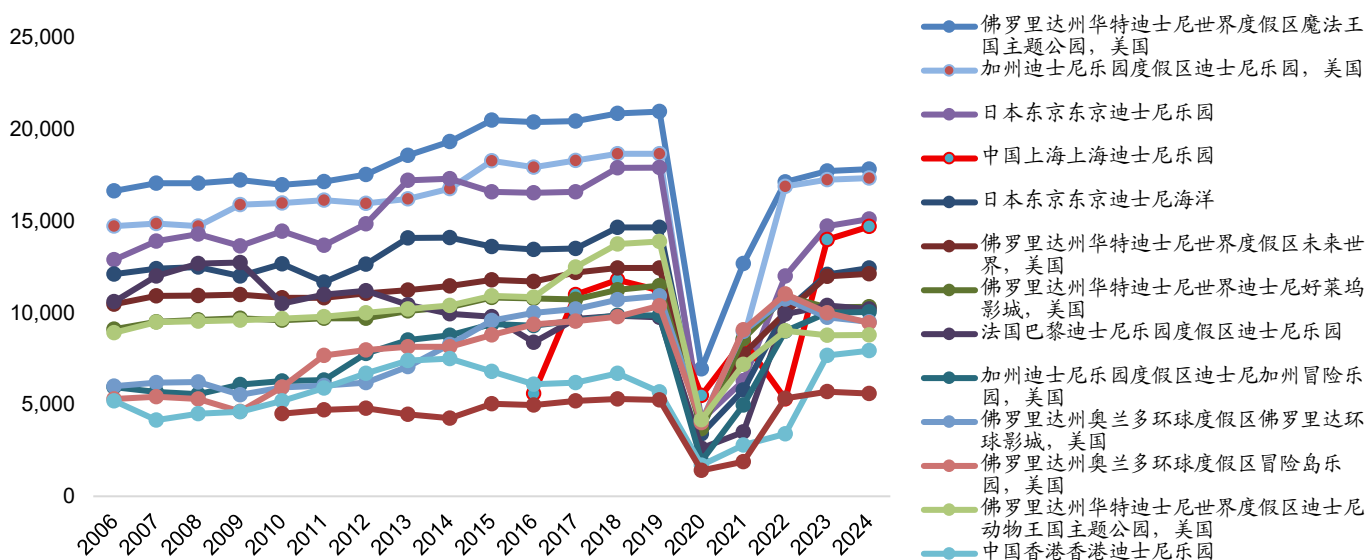


数据来源：TEA/AECOM 报告，广发证券发展研究中心

迪士尼旗下的主要乐园，美国客流量稳定，亚洲区域的客流量仍保持增长。美国的2大乐园度假区表现稳健，客流量基本保持稳定，核心在促进乐园用户的消费。24年上海迪士尼、东京迪士尼和香港迪士尼的客流量增长相对更快。从单个乐园的客流量来看，佛罗里达和加州迪士尼乐园的年度客流量均超过1700万，位列第一和第二，其次是东京迪士尼，1600万；上海迪士尼入园游客在24年达到1470万，已经和东京迪士尼逐渐趋近。单园游客量超过1000万的还有东京迪士尼海洋乐园、佛罗里达州华特迪士尼世界度假区未来世界、佛罗里达州华特迪士尼世界迪士尼好莱坞影城、法国巴黎迪士尼乐园度假区迪士尼乐园、加州迪士尼乐园度假区迪士尼加州冒险乐

园。

图 59: 迪士尼乐园游客量 (百万) 推移 (2006-2024)

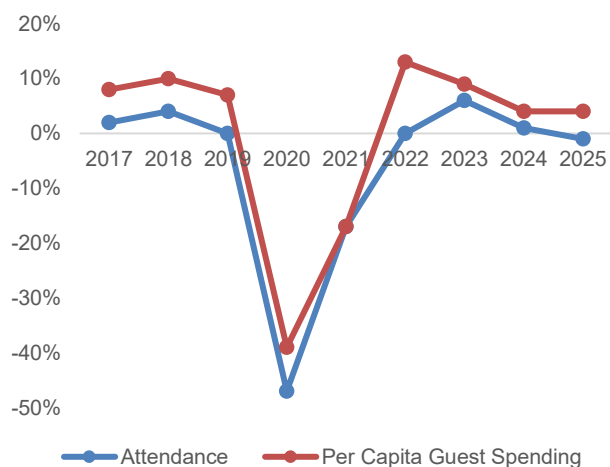


数据来源: TEA/AECOM 报告, 广发证券发展研究中心

迪士尼体验业务板块收入整体达到**362亿美元 (FY2025)**, 同比增长**6%**, 基于乐园的**门票和消费是核心**。其中主题乐园门票收入达到**117亿美元**, 乐园内的商品和餐饮等业务收入达**85亿美元**, 度假业务 (酒店+游轮等) 收入达到**92亿美元**, 商品授权与零售业务收入为**44亿美元**, 乐园授权和其他收入为**24亿美元**。

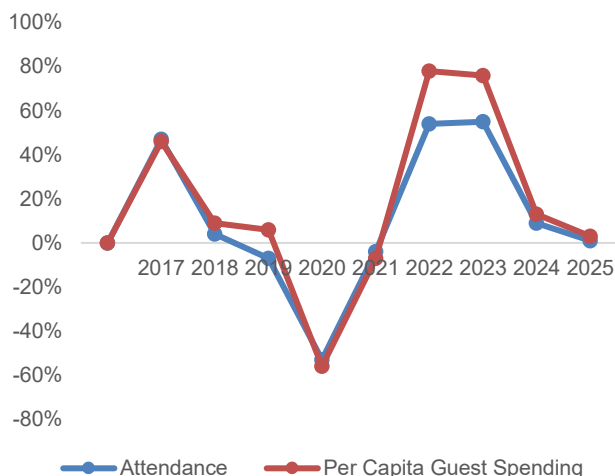
美国本土近几年的乐园收入增长主要是人均消费增长驱动, 海外目前来看相对更为均衡。

图 60: 美国本土乐园游客增速和每个游客消费增速推移 (FY2017-2025)



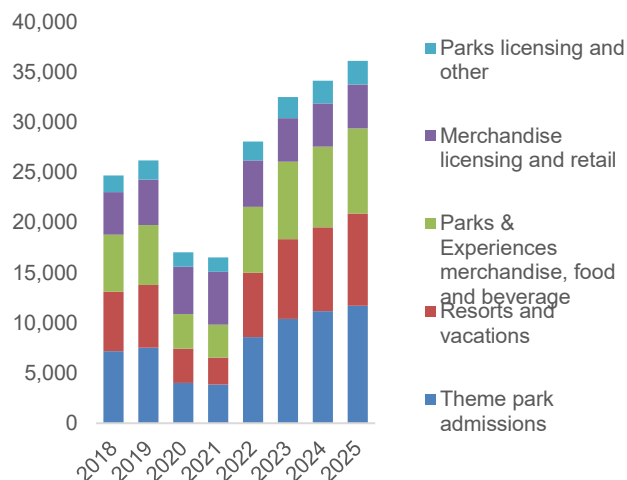
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 61: 美国以外地区乐园游客增速和每个游客消费增速推移 (FY2017-2025)



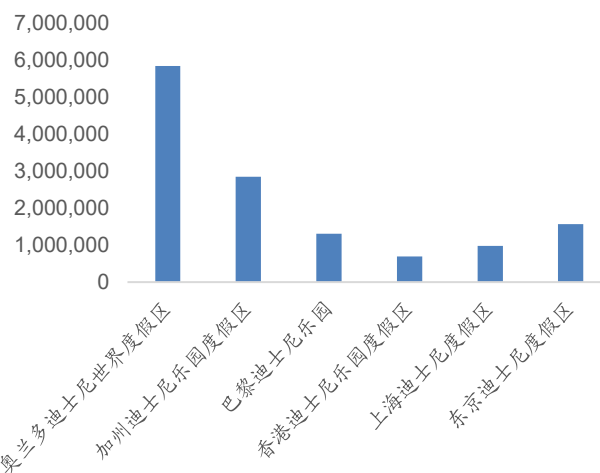
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 62: 体验业务分类别收入推移 (百万美元)
(FY2018-2025)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

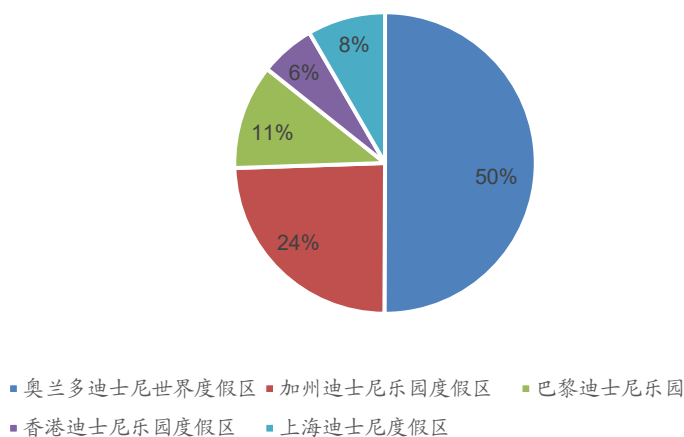
图 63: 迪士尼主要乐园门票收入 (百万 美元) 测算
(FY2024)



数据来源: TAE/AECOM 报告, 乐园官网, 广发证券发展研究中心

我们根据每个乐园的客流量和门票价格测算了每个乐园的门票收入, 其中, 东京迪士尼乐园是授权模式, 我们计算了其他几个乐园对门票业务的贡献, 目前位于美国的两个园区贡献了绝大部分的收入。

图 64: 迪士尼门票收入按不同园区的占比测算 (2024)



数据来源: TAE/AECOM 报告, 乐园官网, 广发证券发展研究中心

1. 华特迪士尼世界度假区: 迪士尼目前最大的度假园区

位于奥兰多的华特迪士尼世界度假区 (The Walt Disney World Resort) 是目前迪士尼旗下最大的乐园。位于佛罗里达州奥兰多市西南约 20 英里处, 占地约

25,000 英亩。该度假区包括：四大主题乐园（魔法王国、EPCOT 未来世界、迪士尼好莱坞影城和迪士尼动物王国）；多家酒店；迪士尼度假俱乐部物业；一个集零售、餐饮和娱乐于一体的综合体（迪士尼泉）；一个体育综合体；多个会议中心；露营地；高尔夫球场；水上乐园以及其他旨在吸引游客进行长期逗留的休闲设施。

表 5: 华特迪士尼世界度假区核心资产

假区名称	所在地	包含的主题乐园	介绍
奥兰多迪士尼世界度假区 (Walt Disney World Resort)	美国，佛罗里达州，奥兰多	1. 魔法王国 (Magic Kingdom)	魔法王国 (The Magic Kingdom) 由六大主题区域组成：探险世界、幻想世界、边域世界、自由广场、美国小镇大街以及明日世界。每个区域都通过各具特色的主题景点、餐厅、礼品店和娱乐体验，为游客提供独特的游玩感受。
		2. 未来世界 (EPCOT)	EPCOT (未来世界) 由四大主题区域组成：世界展示区、世界庆典区、世界自然区以及世界探索区。所有区域均设有主题景点、餐厅、礼品店及娱乐体验。在“世界展示区”中设有展馆的国家包括：加拿大、中国、法国、德国、意大利、日本、墨西哥、摩洛哥、挪威、英国和美国。
		3. 迪士尼好莱坞影城 (Hollywood Studios)	迪士尼好莱坞影城 (Disney's Hollywood Studios) 由八个主题区域组成：动画广场、委员会巷、回声湖、大峡谷大道、好莱坞大道、星际大战：银河边缘、日落大道以及玩具总动员大本营。这些区域通过各种主题景点、餐厅、礼品店和娱乐体验，带领游客一窥好莱坞式的幕后动作场景。
		4. 迪士尼动物王国 (Animal Kingdom)	迪士尼动物王国 (Disney's Animal Kingdom) 以 145 英尺高的生命之树为核心，四周环绕着五大主题区域：非洲、亚洲、美国恐龙乐园、发现岛以及潘多拉：阿凡达世界。每个区域均设有主题景点、餐厅、礼品店及娱乐体验。
		酒店、度假俱乐部物业及其他度假设施	截至 2025 年 9 月 27 日，公司在华盛顿迪士尼世界度假区拥有并经营 18 家度假酒店和度假俱乐部物业，拥有约 23,000 间客房和 3,900 个度假俱乐部单元。度假区设施包括 500,000 平方英尺的会议空间，以及提供约 800 个营地的迪士尼堡荒野露营和娱乐区。
		迪士尼泉 (Disney Springs)	迪士尼泉 (Disney Springs) 是一个占地约 120 英亩的主题化零售、餐饮和娱乐综合体，由四个区域组成：市场区、码头区、城镇中心和西区。这些区域汇集了约 150 家场所，其中包括占地约 38,000 平方英尺的迪士尼世界旗舰店。在迪士尼泉，大部分商铺由第三方运营，并向公司支付租金。
		第三方酒店	有十家独立经营的酒店坐落在从公司租赁的土地上，拥有约 7,000 间客房。
		ESPN 宽广体育世界综合体	这是一个占地约 230 英亩的中心，承办专业水准的训练与比赛、节庆与锦标赛以及互动体育活动。该综合体欢迎业余和职业运动员，可容纳多种体育赛事，包括棒球、篮球、美式橄榄球、足球、垒球、网球以及田径。它还包括一座体育场和两个专为啦啦队、舞蹈比赛及其他室内运动设计的场馆。
其他设施	华特迪士尼世界度假区提供的其他休闲设施和活动包括：三个锦标赛级高尔夫球场、迷你高尔夫球场、全方位服务的水疗中心、网球、帆船、游泳、骑马以及许多其他运动和休闲活动。度假区还包括两个水上乐园：迪士尼暴风雪海滩和迪士尼台风湖。		

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

多园区配置增加了游乐天数。奥兰多的度假区因容纳了多个主题乐园，结合周边的酒店和休闲设施，可以让用户逗留较长时间，乐园官网的门票销售套餐提供了长达6

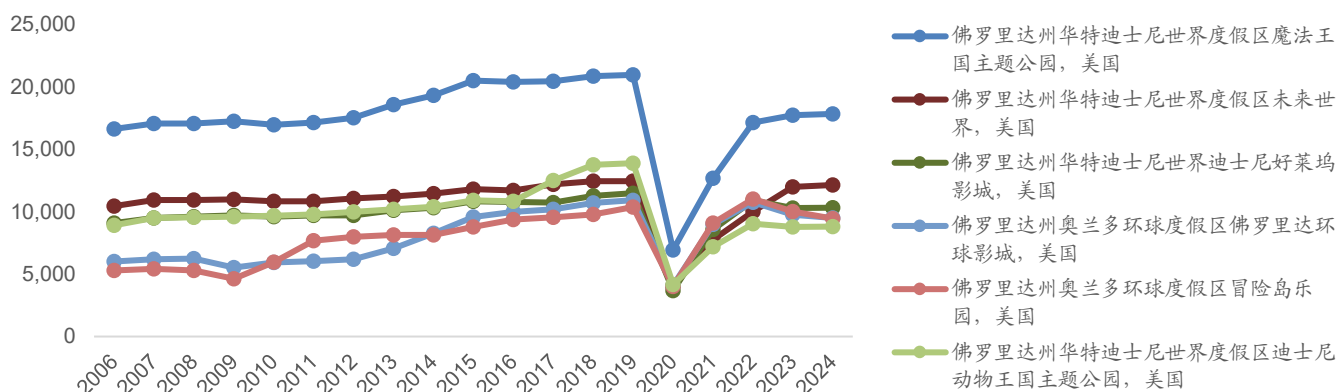
天的套票，这样的运营策略可以通过组合乐园策略，最大化游客的停留时长，促进了酒店、餐饮消费。

图 65: 奥兰多迪士尼世界度假区内核心乐园



数据来源：乐园官网，广发证券发展研究中心

图 66: 奥兰多迪士尼世界度假区游客数量 (百万) 推移 (2006-2024)



数据来源：TEA/AECOM 报告，广发证券发展研究中心

乐园内设置了各种表演，不限于花车游行、烟花秀、灯光秀和音乐剧等。这些表演为游客提供了沉浸式的体验，提升了互动性，场次和时间设置通常是固定。不同的乐园会推出“限定”活动和“限定”商品来吸引游客。

图 67: 乐园的各类表演



数据来源: 乐园官网, 广发证券发展研究中心

迪士尼乐园通过**Genie+**和**Lightning Lane**等增值服务来提升用户消费金额。Genie计划可以免费让用户在App端规划行程, 如果需要预定Lightning Lane (收费) 这类速通的服务, 则需要按天购买Genie+。Lightning Lane按用户需求分成单次收费 (针对只想快速体验热门项目的游客) 和多次 (3个项目) 以及不限项目的价格不敏感游客。如果按照奥兰多园区的单日门票价格为119美元 (官网显示) 为基础测算, 用户如果购买了Genie+和1个单次Lightning Lane的服务, 则单日入园的“门票类”消费金额会提升~30%。

表 6: 增值服务

项目	介绍	收费
Disney Genie service	用户下载 Disney World App, 可以免费使用“行程规划”服务, 安排在园区的设施游玩、看表演和预定餐厅等服务	免费
Disney Genie+ service	按使用天数收费, 可在游玩当日事先预定游玩设施的“快速通关 (Lightning Lane)”	15-39 美元/天
Lightning Lane	单次/组合收费, 可以免排队玩热门游乐设施	单次: 10-14 美元 多次 (预先选择最多 3 个游乐项目): 20-30 美元 高级 (不限项目): 359-399 美元

数据来源: 乐园官网, 广发证券发展研究中心

2. 加州迪士尼乐园度假区: 迪士尼最早的乐园

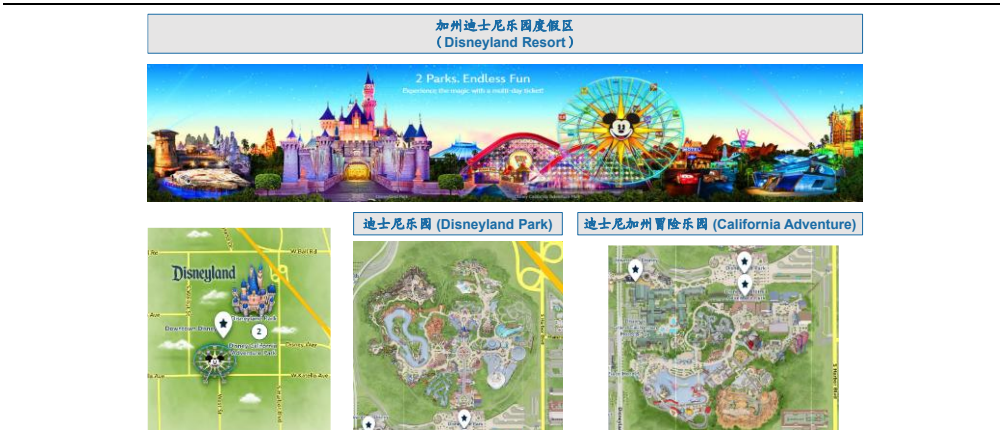
加州迪士尼乐园度假区 (The Disneyland Resort) 位于加利福尼亚州阿纳海姆, 占地约 550 英亩。该度假区包括两个主题乐园 (迪士尼乐园和迪士尼加州冒险乐园)、三家酒店以及一个集零售、餐饮和娱乐于一体的综合体。

表 7: 加州迪士尼乐园度假区核心资产

度假区名称	所在地	包含的主题乐园	介绍
加州迪士尼乐园度假区 (Disneyland Resort)	美国, 加利福尼亚州, 阿纳海姆	1. 迪士尼乐园 (Disneyland Park)	迪士尼乐园 (Disneyland) 由九个主题区域组成: 探险世界、河湾国度、幻想世界、边域世界、美国小镇大街、米奇童话城、新奥尔良广场、星际大战: 银河边缘以及明日世界。这些区域均设有主题景点、餐厅、礼品店及娱乐体验。
		2. 迪士尼加州冒险乐园 (California Adventure)	迪士尼加州冒险乐园 (Disney California Adventure) 由八个主题区域组成: 复仇者联盟园区、布埃纳文图拉街、赛车总动员天地、灰熊峰、好莱坞乐园、乐园花园公园、皮克斯码头以及圣弗朗索科广场。这些区域均设有主题景点、餐厅、礼品店及娱乐体验。
		酒店、度假俱乐部物业及其他度假设施	截至 2025 年 9 月 27 日, 公司在加州迪士尼乐园度假区拥有并经营 3 家度假酒店和度假俱乐部物业, 拥有约 2,400 间客房和 180 个度假俱乐部单元。度假区设施包括约 170,000 平方英尺的会议空间。
		迪士尼市中心特区 (Downtown Disney)	是一个占地约 15 英亩的主题化零售、餐饮和娱乐综合体, 汇集了约 40 家场所, 其中包括占地约 25,000 平方英尺的迪士尼世界旗舰店。在迪士尼市中心特区, 大部分商铺由第三方运营, 并向公司支付租金。

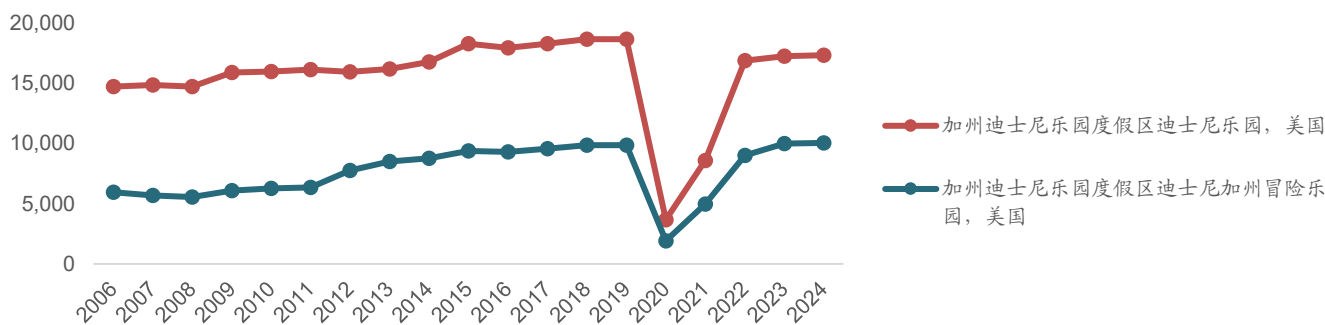
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 68: 加州迪士尼乐园度假区核心乐园



数据来源: 乐园官网, 广发证券发展研究中心

图 69: 加州迪士尼乐园度假区游客数量 (百万) 推移 (2006-2024)



数据来源: TEA/AECOM 报告, 广发证券发展研究中心

乐园提供针对VIP的Crown Collection系列定制体验，包括私人导览、婚宴/生日等行程规划、私密交通与入园、个性化服饰装扮等体验。这类服务的单用户收入贡献较为极致，以加州乐园的官网价格作为指导，VIP导览收费为500美元-800美元/小时不等，如按一天6小时游览时间测算，VIP导览收费达3000-4800美元/天。

图 70: 加州迪士尼乐园定制化服务



数据来源：乐园官网，广发证券发展研究中心

3.巴黎迪士尼乐园：仅开发了2/3，26年会开放《冰雪奇缘》主题曲

巴黎迪士尼乐园位于法国巴黎以东约 20 英里的马恩河谷，占地 5,200 英亩。根据公司年报披露，该地块由巴黎迪士尼乐园根据与法国政府当局签署的一项总体协议进行开发。截至目前，约三分之二的地块已完成开发，其中包括由第三方拥有并经营的物业，以及一个规划社区（欧洲谷，Val d'Europe）。

表 8: 法国迪士尼乐园核心资产

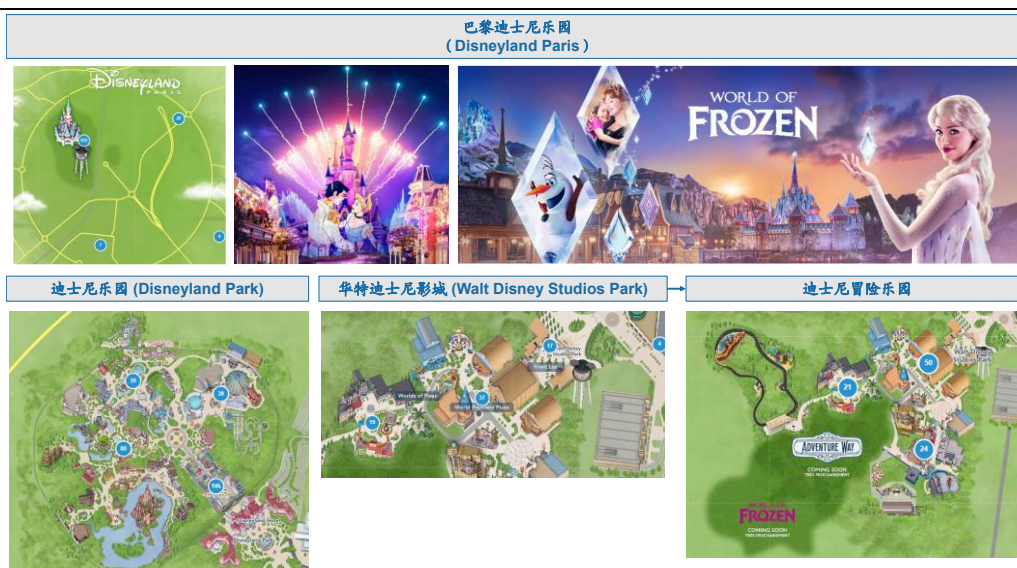
度假区名称	所在地	包含的主题乐园	介绍
巴黎迪士尼乐园 (Disneyland Paris)	法国， 马恩河谷（靠近巴黎）	1. 迪士尼乐园 (Disneyland Park)	迪士尼乐园 (Disneyland Park) 由五个主题区域组成：探险世界、发现世界、幻想世界、边域世界以及美国小镇大街。这些区域均设有主题景点、餐厅、礼品店及娱乐体验。
		2. 华特迪士尼影城 (Walt Disney Studios Park)	华特迪士尼影城包括四个主题区域：制片厂前场、全球首映广场、皮克斯世界以及复仇者联盟园区。这些区域均设有主题景点、餐厅、礼品店及娱乐体验。华特迪士尼影城目前正在进行一项多年期扩建计划，其中包括一个基于《冰雪奇缘》的全新主题区，该区域计划于 2026 年开放；届时，华特迪士尼影城将正式更名为“迪士尼冒险世界” (Disney Adventure World)。
		酒店及其他设施	巴黎迪士尼乐园经营 7 家度假酒店，拥有约 5,750 间客房和 250,000 平方英尺的会议空间。
		迪士尼小镇 (Disney Village)	是一个占地约 500,000 平方英尺的主题化零售、餐饮和娱乐综合体。目前，迪士尼小镇正在进行一项为期多年的改造工程。迪士尼小镇中的数个场所由第三方经营，并向公司支付租金。

		<p>欧洲谷 (Val d'Europe)</p>	<p>是巴黎迪士尼乐园附近的一个规划社区，正处于分期开发中。欧洲谷目前包括一个区域火车站、多家酒店以及一个由购物中心、办公、商业和住宅空间组成的镇中心。第三方在从公司租赁或购买的土地上经营这些开发项目。</p>
--	--	---------------------------	---

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

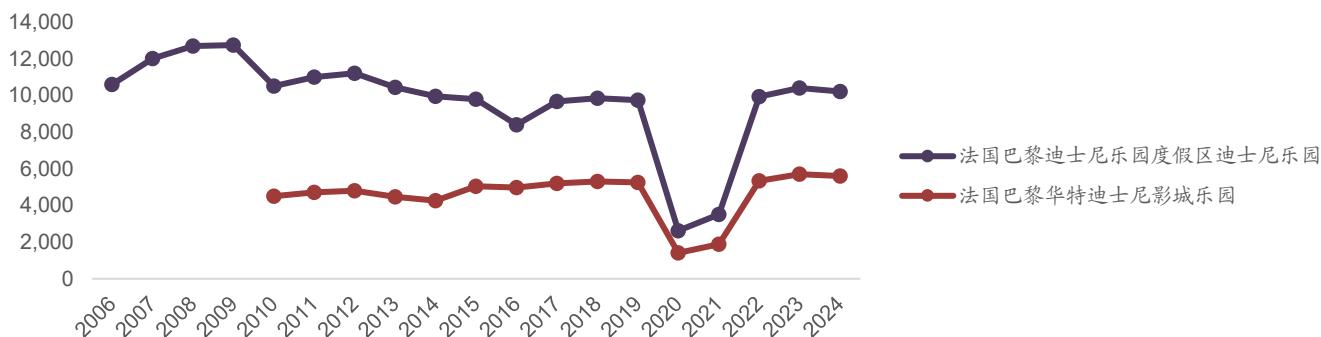
巴黎迪士尼乐园的业务包括两个主题乐园（迪士尼乐园和华特迪士尼影城）、七家主题度假酒店、两个会议中心，以及一个集零售、餐饮和娱乐于一体的综合体。根据公司年报，华特迪士尼影城目前正在进行一项多年期扩建计划，其中包括一个基于《冰雪奇缘》的全新主题区，该区域计划于 2026 年开放；届时，华特迪士尼影城将正式更名为“迪士尼冒险世界”。

图 71：巴黎迪士尼乐园度假区核心乐园



数据来源：乐园官网，广发证券发展研究中心

图 72：巴黎迪士尼乐园游客数量（百万）推移（2006-2024）



数据来源：TEA/AECOM 报告，广发证券发展研究中心

4. 亚洲的三个主题乐园：上海迪士尼度假区仍在持续扩建

香港迪士尼乐园和上海迪士尼乐园，均有本地政府和企业参与投资。根据公司财

报，迪士尼持有香港迪士尼乐园度假区48%的权益，香港特别行政区（HKSAR）政府持有52%的权益。该度假区位于大屿山，占地310英亩，毗邻香港国际机场和港珠澳大桥。香港迪士尼乐园度假区包括一个主题乐园和三家主题度假酒店。公司旗下的一家独立香港子公司负责管理香港迪士尼乐园度假区。公司有权根据香港迪士尼乐园度假区的营业收入和经营业绩，分别收取特许权使用费和管理费。公司持有上海迪士尼度假区43%的权益，上海申迪（集团）有限公司持有57%的权益。度假区位于上海浦东新区，占地约1,000英亩，包括：上海迪士尼乐园、两家主题度假酒店、一个零售餐饮娱乐综合体（迪士尼小镇）以及一个户外休闲区。一家由公司持股70%、申迪持股30%的管理公司负责度假区的运营，并根据上海迪士尼度假区的经营业绩收取管理费。此外，公司还有权根据度假区的营业收入收取特许权使用费。

东京迪士尼是日本公司拥有和经营，迪士尼母公司收取特许使用费。根据公司年报，东京迪士尼度假区位于日本东京市中心以东6英里处，占地494英亩。该度假区由第三方日本公司Oriental Land Co., Ltd. (OLC) 拥有并经营，迪士尼则根据度假区产生的营业收入赚取特许权使用费。度假区包括两个主题乐园（东京迪士尼乐园和东京迪士尼海洋）、多家酒店、一个零售餐饮娱乐综合体（伊克斯皮儿莉）以及一家名为Bon Voyage的迪士尼主题商品店。

表 9：亚洲区域的迪士尼乐园核心资产

度假区名称	所在地	包含的主题乐园	介绍
香港迪士尼乐园度假区	中国，香港，大屿山	1. 香港迪士尼乐园 (Hong Kong Disneyland)	香港迪士尼乐园由八个主题区域组成： <u>探险世界、幻想世界、灰熊山谷、美国小镇大街、迷离庄园、明日世界、反斗奇兵大本营以及魔雪奇缘世界</u> 。这些区域均设有主题景点、餐厅、礼品店及娱乐体验。
		酒店及其他设施	香港迪士尼乐园度假区拥有3家主题酒店，提供约1,750间客房以及16,000平方英尺的会议空间。
上海迪士尼度假区	中国，上海，浦东新区	1. 上海迪士尼乐园 (Shanghai Disneyland)	上海迪士尼乐园： <u>由八个主题区域组成：探险岛、幻想世界、奇想花园、米奇大街、明日世界、迪士尼·皮克斯玩具总动员、宝藏湾以及疯狂动物城</u> 。这些区域均设有主题景点、演出、餐厅、礼品店及娱乐体验。
		酒店及其他设施	上海迪士尼度假区包括两家主题酒店，拥有约1,200间客房。迪士尼小镇是一个占地11英亩的户外零售、餐饮和娱乐综合体，毗邻上海迪士尼乐园。迪士尼小镇内的大部分商铺由第三方经营，并向上海迪士尼度假区支付租金。 第三家主题酒店目前正在建设中，预计将拥有约400间客房。
东京迪士尼度假区	日本，千叶县，浦安市（靠近东京）	1. 东京迪士尼乐园 (Tokyo Disneyland)	东京迪士尼乐园： <u>由七个主题区域组成：探险世界、动物天地、幻想世界、明日世界、卡通城、西部乐园以及世界市集。</u>
		2. 东京迪士尼海洋 (Tokyo DisneySea)	东京迪士尼海洋： <u>分为八个“停靠港”，包括：美国海滨、阿拉伯海岸、失落河三角洲、地中海港湾、美人鱼礁湖、神秘岛、发现港以及梦幻泉乡。</u>
		酒店及其他度假设施	东京迪士尼度假区包括六家迪士尼品牌酒店，拥有约3,500间客房，以及一条连接主题乐园、度假酒店与“伊克斯皮儿莉”的单轨铁路。

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

亚洲的几个迪士尼乐园，整体来看客流量都还在提升，中国上海迪士尼乐园在疯狂

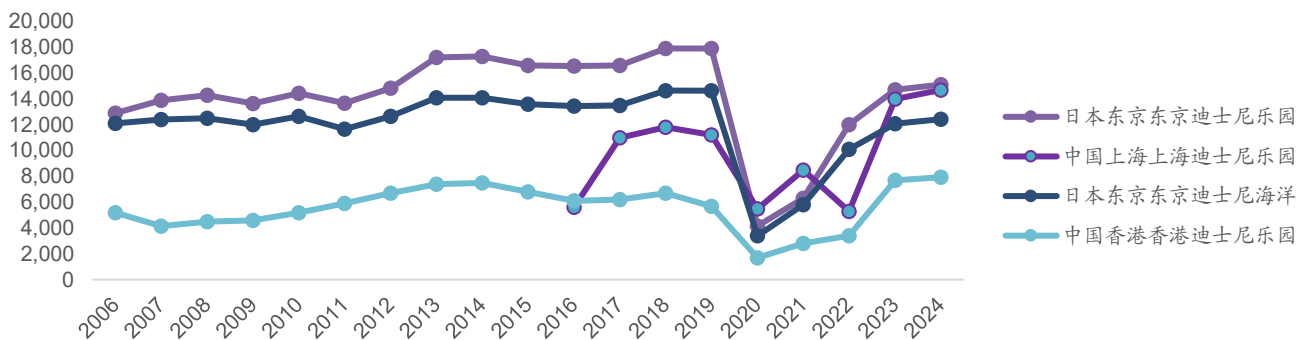
动物城主题园区的带动下，客流量接近东京迪士尼乐园的水平，根据公司年报披露，位于上海迪士尼度假区的第三家主题酒店目前正在建设中，预计将拥有约400间客房。

图 73: 亚洲的迪士尼乐园度假区核心乐园



数据来源：乐园官网，广发证券发展研究中心

图 74: 亚洲的迪士尼乐园游客数量（百万）推移（2006-2024）



数据来源：TEA/AECOM 报告，广发证券发展研究中心

本土化运营策略。以上海迪士尼为例，推出了诸多配合中国本土节日的庆祝活动，例如新春期间，提供迪士尼IP的春节红包封面、在线下乐园配合农历春节，在1月28日到3月3日期间准备了很多奇妙，和游客一起迎接新春佳节，迪士尼的诸多IP穿上中国传统服饰，举办握手会、击鼓仪式、许愿花园等活动。

图 75: 上海迪士尼乐园新春活动



数据来源：乐园官网，广发证券发展研究中心

达菲家族在亚洲的区域化营销。达菲和朋友们（Duffy & Friends），也就是俗称的乐园七宝（达菲、雪莉玫、杰拉多尼、星黛露、可琦安、奥乐米拉、玲娜贝儿）在亚洲的迪士尼乐园是超级顶流，在东京、香港和上海的迪士尼官网上，都会看到七宝的活动和衍生品推广。而在欧美的迪士尼园区，最受欢迎的IP仍是以《星球大战》、《冰雪奇缘》为主。如果分析七宝家族在亚洲走红的因素，主要包括（1）乐园偶装表演，萌文化在东亚的认同感高，玲娜贝儿、星黛露都通过圆润可爱的形象在乐园走红；（2）社交媒体的传播，七宝IP没有电影作为支撑，靠乐园内的互动和社交媒体传播，保持了神秘感和新鲜感。（3）社交货币和情感陪伴，女性用户将七宝视为拍照和穿搭的搭子，带动了七宝IP在园区的衍生品销售。

园区限定皮肤销售。七宝IP的主要靠贩卖形象，会推出不同季节和主题的外观销售，以及配合不同乐园的“限定款”，例如东京迪士尼限定款，或香港迪士尼20周年限定皮肤，通过限定和差异化形成IP粉的强复购。

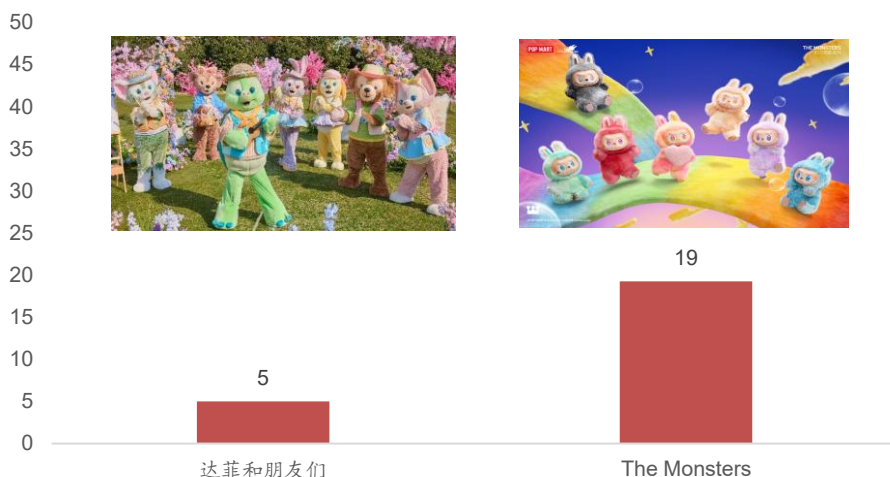
图 76: 达菲和朋友们（Duffy & Friends）



数据来源：乐园官网，广发证券发展研究中心

同样是以毛绒为主的产品，达菲和朋友们主要在迪士尼乐园和官方渠道（商店、网店）销售，以亚洲的迪士尼园区为主，根据搜狐新闻，达菲和朋友们IP已经有20年的历史，该IP全球年销售额达到5亿美元（2025年9月）。对比泡泡玛特旗下头部IP，the Monsters系列产品在2025年全年全球销售超过1亿支，我们预计对应的收入为~19亿美元。

图 77：达菲和朋友们、The Monsters年销售额对比（亿美元）



数据来源：搜狐新闻，泡泡玛特公告，广发证券发展研究中心；注：达菲和朋友的销售额数据根据 25 年 9 月公开信息披露，泡泡玛特 the monsters 收入根据 26 年 1 月公司公告 25 年全年销售超过 1 亿只测算收入；

上海迪士尼乐园通过持续扩充体验和产品提升客流，2025年园区累计访客超过1亿人次。根据2024年上海迪士尼度假区快乐趋势报告，2023年12月20日，以迪士尼《疯狂动物城》为灵感打造的全球首个“疯狂动物城”主题园区迎接游客，在该度假区盛大开幕后不到2年时间，第七大主题园区“皮克斯玩具总动员”开幕，持续拓展游玩选择。根据该报告数据，97%的受访游客表示在来迪士尼乐园之前就知晓“疯狂动物城”园区，有1/3的游客表示，是这个新的园区吸引他们到度假区游玩。2025年11月，上海迪士尼乐园宣布将建设第四座主题酒店，该酒店坐落在乐园入口附近，将会是离乐园最近的酒店。上海迪士尼乐园开幕9年多，累计游客量突破1亿人次。

不断迭代的季节性庆祝活动和特别节庆活动，成为吸引游客的亮点。根据2024年上海迪士尼度假区快乐趋势报告，游客可以在每一年的约300天里在度假区尽享特别的限时季节性活动，2023年，游客愿意再次游玩的意愿达到85%。2023年，共有4099万人次观看现场娱乐演出，包括“奇梦之光幻影秀”、“米奇童话系列”花车巡游、“米奇妙游童话书”、“风暴来临：杰克船长之惊天特技大冒险”、“冰雪奇缘：欢唱盛会”等演出，一些丰富的季节限定演出并没有包含在其中。

图 78: 《疯狂动物城2》庆典在上海迪士尼盛大举办



数据来源: 乐园官网, 广发证券发展研究中心

图 79: 上海迪士尼春日运营活动

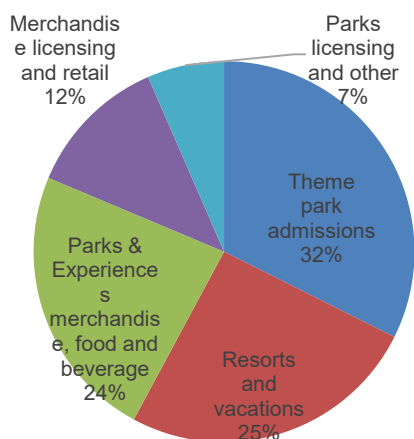


数据来源: 乐园官网, 广发证券发展研究中心

(二) 度假业务: 游轮是新的增长点

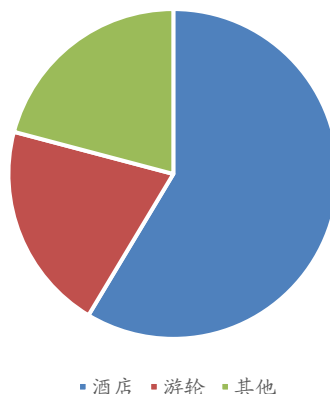
在体验业务板块, 度假业务的收入仅次于乐园门票业务的规模。这部分业务主要涵盖了游客在门票之外, 为了住和短途游支付的费用。其中, 酒店住宿是核心一部分, 近年来, 随着游轮数量的扩充, 游轮业务也成为新的增长点。

图 80: 迪士尼体验业务下各类收入贡献 (FY2025)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 81: 度假业务下各类业务的拆分测算 (FY2025)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

迪士尼的酒店主要和乐园出行深度绑定, 每个度假区至少配套1-2家独家酒店, 以满足家庭客户的出行需求, 将乐园体验延续到酒店的沉浸式场景体验。酒店的配套设施也进一步释放了多日游的需求, 有了酒店的配套, 游客在度假区可以停留多日, 为家庭出游、婚庆、亲子等各类活动提供了场所。住酒店的客户会享受更多的乐园权益, 例如提前1小时入园, 和快捷通道等。

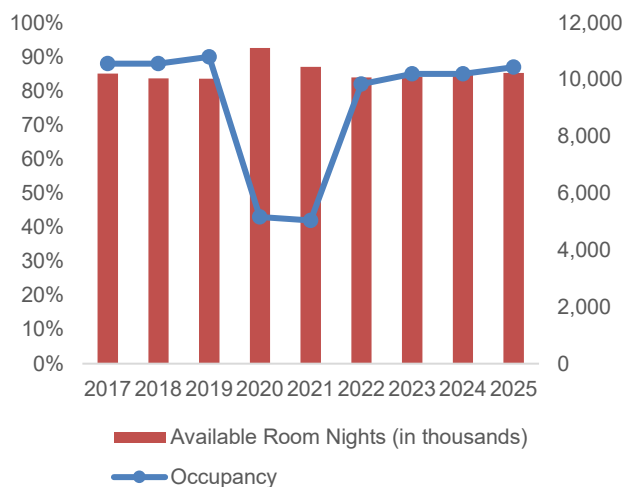
图 82: 上海迪士尼度假区玩具总动员酒店



数据来源: 乐园官网, 广发证券发展研究中心

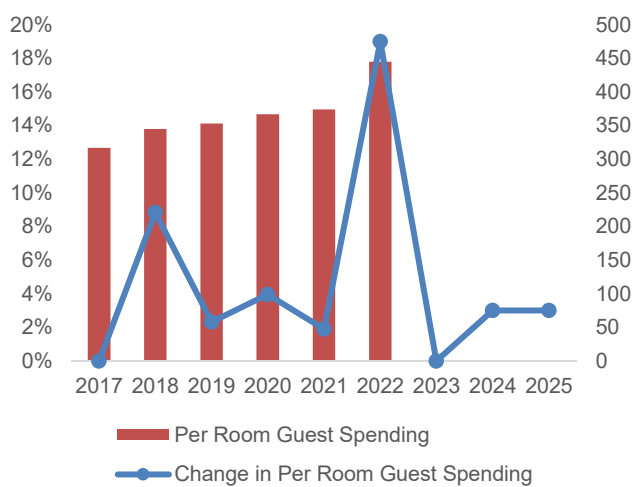
根据公司财报, FY2025年在美国本土的酒店房晚数量达到1023万间, 入住率为87% (同比提升2pct), 酒店单价同比增长3%。海外酒店房晚数量为317万, 入住率87% (同比提升5pct), 酒店单价同比增长6%。

图 83: 迪士尼美国酒店房晚数量 (右轴-千) 和入住率 (右轴) 推移 (FY2017-2025)



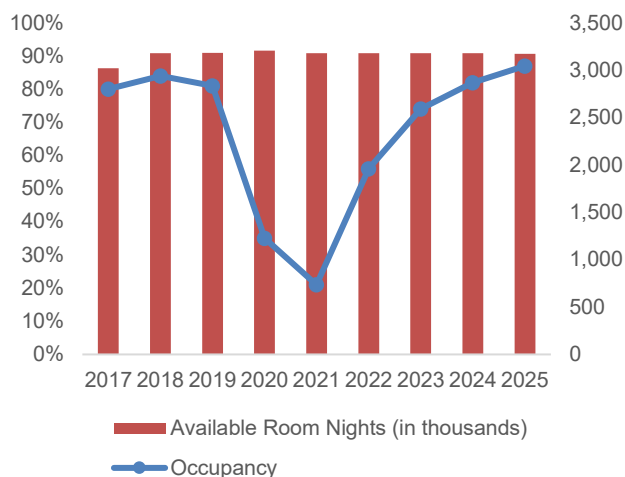
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 84: 迪士尼美国酒店客单价 (右轴-美元) 和同比增速 (右轴) 推移 (FY2017-2025)



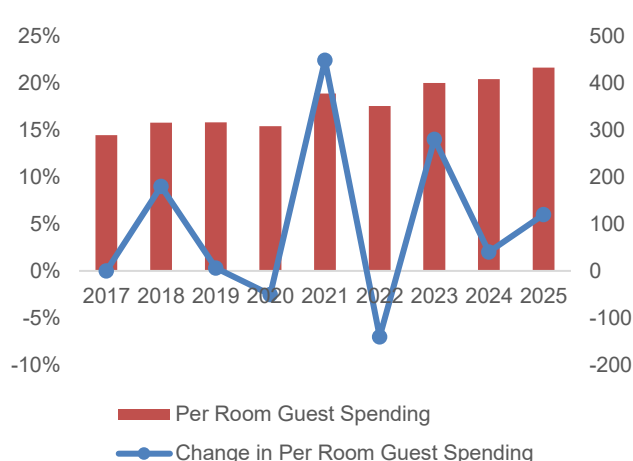
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 85: 迪士尼美国以外酒店房晚数量 (右轴-千) 和入住率 (右轴) 推移 (FY2017-2025)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 86: 迪士尼美国以外酒店客单价 (右轴-美元) 和同比增速 (右轴) 推移 (FY2017-2025)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

根据公司年报, 迪士尼邮轮在北美、欧洲和南太平洋的港口运营六艘邮轮; 2026财年, 迪士尼邮轮将增加两艘新船。这些邮轮设有针对家庭、儿童、青少年和成年人的主题区域及活动。许多航线包括访问占地1,000英亩的巴哈马私人岛屿—迪士尼漂流岛 (Disney Castaway Cay), 及/或位于伊柳塞拉岛上占地约600 英亩的灯塔岬迪士尼瞭望湾 (Disney Lookout Cay at Lighthouse Point)。

后续仍将持续提升游轮数量。在2027年至2031年间, 迪士尼邮轮计划再推出四艘邮轮, 目前均已签署建造合同。公司与 OLC (Oriental Land Co.) 签署了授权协议, 由 OLC 在日本拥有并运营一艘迪士尼品牌邮轮。该船目前正在建造中, 预计将于2029 年开始航行。公司将根据 OLC 产生的营业收入提取特许权使用费。

表 10: 迪士尼游轮一览

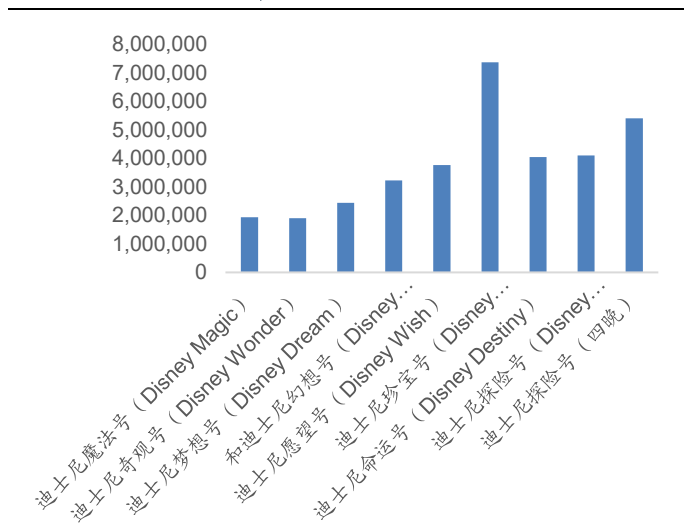
运营状态	游轮名称	载客能力	出发地-目的地	出行晚数	2026 年出行次数
在运营	1. 迪士尼魔法号 (Disney Magic)	8.5 万吨级、拥有 875 间客舱;	墨西哥/加拿大/美国	3-7 晚	79
	2. 迪士尼奇观号 (Disney Wonder)	8.5 万吨级、拥有 875 间客舱;	温哥华/恩塞纳达, 墨西哥-圣地亚哥	3-13 晚	88
	3. 迪士尼梦想号 (Disney Dream)	13 万吨级、拥有 1,250 间客舱;	卡纳维拉尔角-巴哈马	3-7 晚	106
	4. 迪士尼幻想号 (Disney Fantasy)	13 万吨级、拥有 1,250 间客舱;	卡纳维拉尔角-巴哈马	3 晚-6 晚	103
	5. 迪士尼愿望号 (Disney Wish)	为 14 万吨级、拥有 1,250 间客舱	卡纳维拉尔角-巴哈马	3 晚-4 晚	126
	6. 迪士尼珍宝号 (Disney Treasure)	为 14 万吨级、拥有 1,250 间客舱	卡纳维拉尔角-加勒比	7 晚	68

2026 财年，迪士尼邮轮将增加两艘新船	7. 迪士尼命运号 (Disney Destiny)	14 万吨, 拥有 1,250 间客舱, 计划于 2025 年 11 月 20 日在北美首航	劳德代尔堡-巴哈马	3-7 晚	100
	8. 迪士尼探险号 (Disney Adventure)	20 万吨, 拥有约 2,100 间客舱, 计划于 2026 年 3 月在东南亚首航	新加坡	3 晚	38
	迪士尼探险号 (Disney Adventure)	20 万吨, 拥有约 2,100 间客舱, 计划于 2026 年 3 月在东南亚首航	新加坡	3 晚-首航	1
	迪士尼探险号 (Disney Adventure)	20 万吨, 拥有约 2,100 间客舱, 计划于 2026 年 3 月在东南亚首航	新加坡	4 晚	39

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

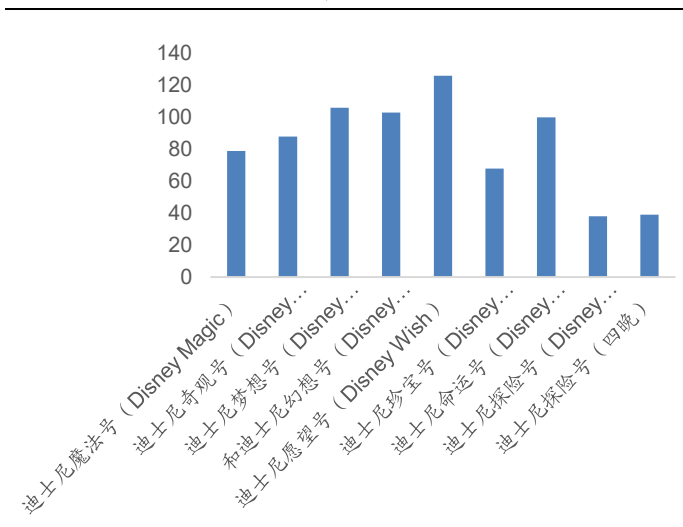
根据游轮官网的入住价格和房间数, 我们估算了每个游轮的单次航行 (假设入住率 100%) 的收入, 根据载客量和房间定价不同, 每个游轮的收入在~200 万美元-700 万美元不等。而从官网的航线信息来看, 每艘游轮 2026 年的航行计划, 在 70 次-130 次区间。

图 87: 迪士尼游轮单次航行住宿收入 (美元)



数据来源: 广发证券发展研究中心; 根据官网价格和房间数量进行测算

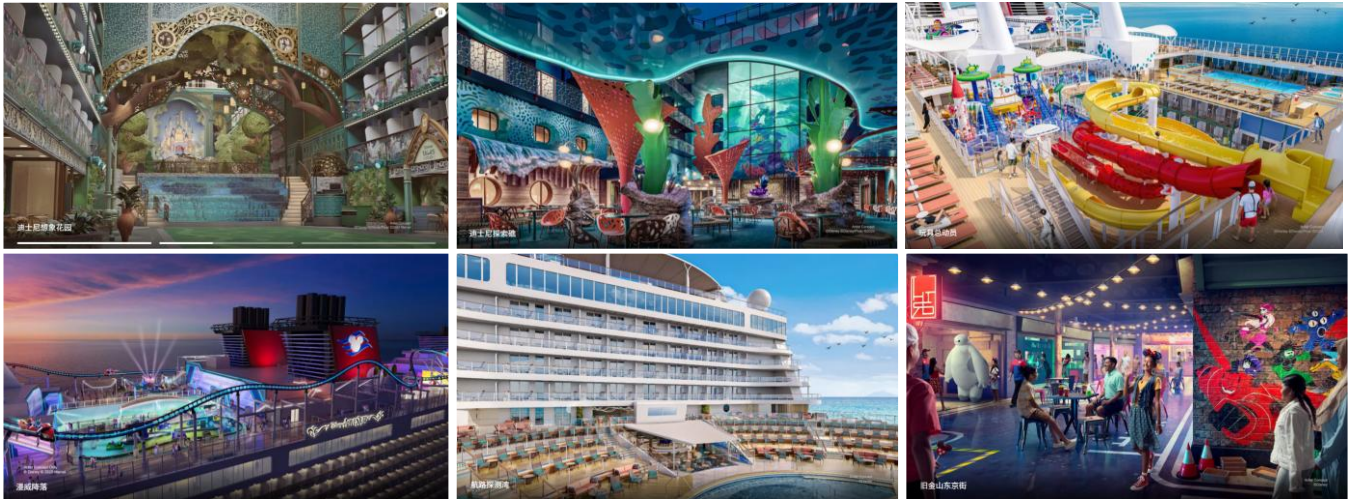
图 88: 迪士尼游轮 2026 年计划航行次数 (次)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

我们截取了迪士尼探险号的设施图片, 类似于线下乐园, 船上以迪斯尼IP为核心打造多个主题场景, 游乐设施包括甲板过山车等。游轮体验将乐园体验和度假融为一体, 3-4晚的短途游设计, 符合许多家庭客户周末出行安排。

图 89: 迪士尼探险号 (Disney Adventure) 的主题场景和设施一览

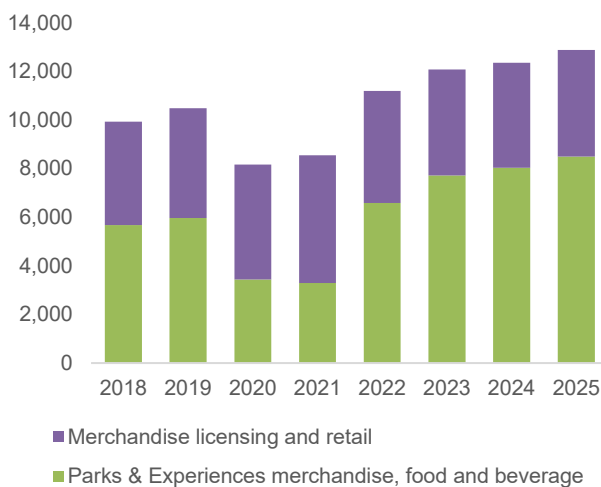


数据来源: 游轮官网, 广发证券发展研究中心

(三) IP 衍生品: 线下场景的 IP 变现和第三方授权收入

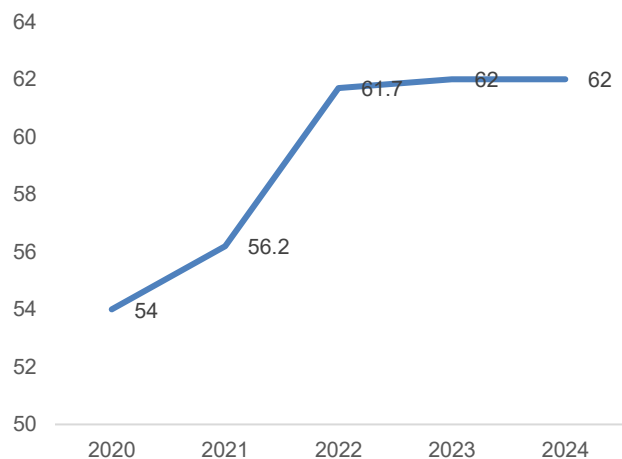
迪士尼和IP衍生品相关的业务计入了(1) Merchandise licensing (商品授权)的科目下面,在FY2025年收入共计43.87亿美元,其中包括了商品授权,即授权第三方使用迪士尼的IP生产并销售消费品,迪士尼从中收取特权使用费,也包括通过自营的网站、迪士尼官方商店和批发商产生的销售收入。(2) 乐园与体验商品、餐饮收入,其中包括了游客在主题乐园、度假区和游轮上产生的商品销售、餐饮所得收入。这部分收入在FY2025年达到84.91亿美元。

图 90: 迪士尼和商品销售相关的业务收入(百万美元)推移(FY2018-FY2025)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 91: 迪士尼IP授权的商品销售收入(十亿美元)推移(FY2020-FY2024)

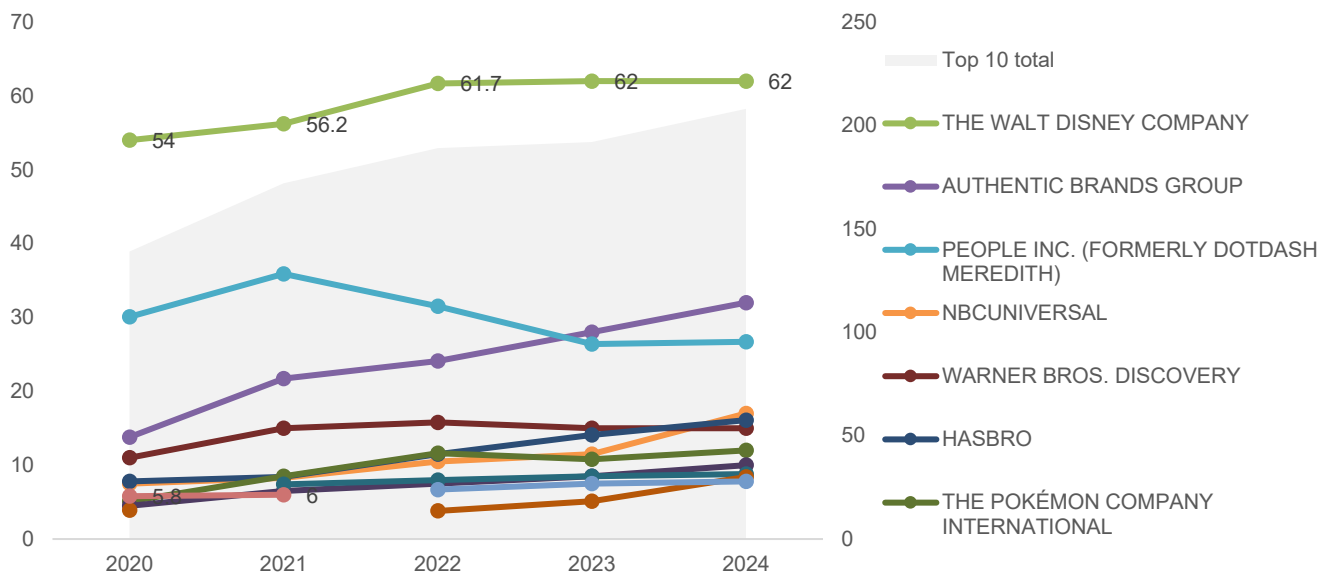


数据来源: License Global, 广发证券发展研究中心

根据License Global统计的全球获授权消费品的零售额, 2024年top10 IP授权方产

生的商品零售额达到2080亿美元，迪士尼IP授权产生的商品零售额一直位居第一，2024年的零售额达到620亿美金。如果我们简单的用迪士尼Merchandise licensing收入除以零售额的GMV，授权费率为~7%。

图 92: Top 10获授权消费品的零售额（十亿美元）推移（2020-2024）



数据来源: License Global、广发证券发展研究中心

迪士尼IP衍生品的销售，目前自营产品主要以乐园、度假区、游轮等体验场景门店为主销售，以及少数的品牌官方门店。第三方授权的商品销售合作方广泛，我们下图以泡泡玛特和迪士尼联名合作的搪胶毛绒挂件展示作为例子。

图 93: 迪士尼自营IP衍生品



数据来源: 上海迪士尼官网, 广发证券发展研究中心

图 94: 迪士尼IP授权商品



数据来源: 泡泡玛特官网, 广发证券发展研究中心

（四）财务表现：体验业务已经成为集团核心利润支柱

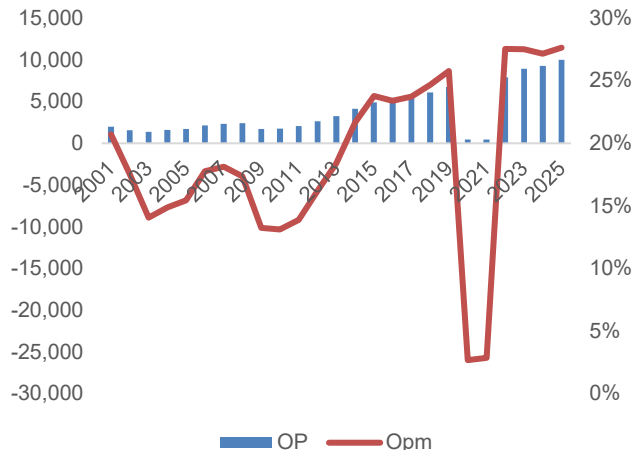
体验业务对集团的利润贡献显著，成为迪士尼的现金牛。FY25迪士尼在体验业务板块录得362亿美元收入，同比增长6%，对集团收入贡献达到38%。体验业务OP利润达到99.95亿美元（经营利润率为28%，同比提升1pct），同比增长8%，对集团OP利润贡献达到57%。

图 95：迪士尼体验业务收入（百万美元）推移（FY2001-FY2025）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

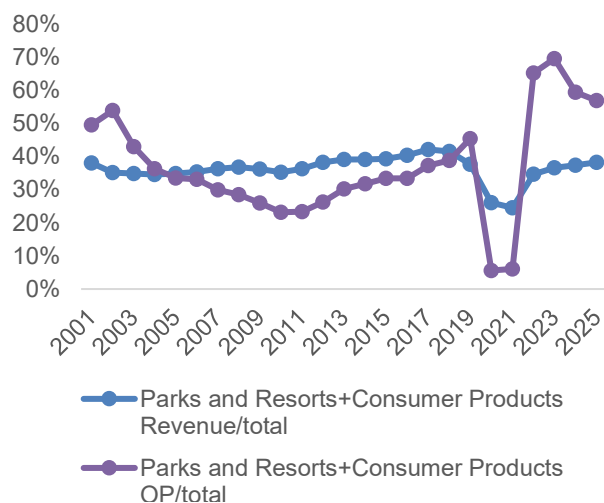
图 96：迪士尼体验业务OP利润（百万美元-左轴）和利润率（右轴）推移（FY2001-FY2025）



数据来源：The Top Global Licensors，广发证券发展研究中心

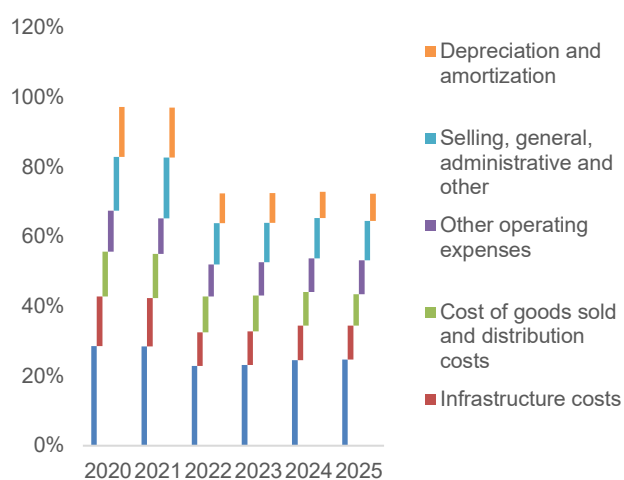
体验业务为重资产高壁垒的业务，其经营杠杆较强。公司投资建设乐园、游轮、度假村等重资产基础设施，投入到摊销的周期长，每年产生较为固定的摊销成本，如果出现像2020-22年疫情阻隔用户出行的特殊年份，资产摊销和园区的运营开支较为刚性，会导致利润率大幅下降。与此同时，线下体验业务也是人力密集的服务业务，为了保持游客的体验，人力成本占收入的比例达到25%，是运营成本中最大的一块支出。

图 97: 迪士尼体验业务收入和OP对集团的贡献比例推移 (FY2001-FY2025)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 98: 迪士尼体验业务各项成本占收入比推移 (FY2001-FY2025)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

我们预计公司的总收入在2026-2028财年分别达到1021亿美元、1073亿美元和1124亿美元，同比增速对应为8%、5%和5%；预计集团经营利润分别达到189亿美元、204亿美元和220亿美元，同比增长8%、8%和8%。主要考虑以下几个板块的收入和经营利润表现：

(1) 娱乐板块中传统媒体仍面临小幅下滑，但转型流媒体较为成功，Disney+通过会员数和arpu的持续提升，带动流媒体板块收入保持增长，部分对冲传统业务的下滑。我们预计2026-2028财年娱乐板块收入达到462亿美元、492亿美元和519亿美元，同比增长9%、6%和6%；26-28年对应的经营利润分别为49亿美元、57亿美元和66亿美元，同比变动分别为+5%、18%和14%，考虑到公司大力提升流媒体业务的利润表现（会员增长更注重质量和价格），我们预计娱乐板块的经营利润率有望小幅提升。

(2) 体育板块保持稳定，预计26-28年收入同比增长1%、1%和1%，达到178亿美元、180亿美元和181亿美元，经营利润对应分别为28亿美元、28亿美元和29亿美元，同比变动-4%、2%和2%，因体育版权成本投入高昂，我们预计利润率大体保持稳定。

(3) 体验业务是公司未来重点投入的方向之一，但因乐园和游轮业务的投入期都比较大，收入提速需要较长的周期。预计26-28年收入分别为381亿美元、402亿美元和424亿美元，主要考虑游客入园客单价和消费的提升，同比增速对应为5%、5%和5%。经营预计为112亿美元、118亿美元和126亿美元，同比增速对应为27%、11%和10%。

考虑税收成本，预计2026年-2028年公司的归母净利润达到107亿美元、119亿美元和132亿美元，同比增速变动为-14%、10%和10%，考虑到乐园业务的经营杠杆较强，后续持续通过genie+等增值服务提升客单价，有望带动经营利润率的持续优化。

表 11：迪士尼收入和利润预测（百万美元，FY2026E-2028E）

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
收入	91,361	94,425	102,148	107,293	112,368
YoY	3%	3%	8%	5%	5%
娱乐板块	41,186	42,466	46,203	49,161	51,868
YoY	1%	3%	9%	6%	6%
体育板块	17,619	17,672	17,839	17,972	18,147
YoY	3%	0%	1%	1%	1%
体验板块	34,151	36,156	38,106	40,161	42,353
YoY	5%	6%	5%	5%	5%
运营利润	15,601	17,551	18,899	20,368	22,022
运营利润率	17%	19%	19%	19%	20%
YoY	21%	12%	8%	8%	8%
娱乐板块	3,923	4,674	4,886	5,748	6,557
opm	10%	11%	11%	12%	13%
体育板块	2,406	2,882	2,775	2,818	2,861
opm	14%	16%	16%	16%	16%
体验板块	9,272	9,995	11,238	11,802	12,605

opm	27%	28%	29%	29%	30%
除所得税前利润	7,569	12,003	15,271	16,912	18,566
所得税	-1,796	1,428	-3,525	-4,059	-4,456
净利润	5,773	13,431	11,747	12,853	14,111
归母净利润	4,972	12,404	10,728	11,852	13,241
归母净利润率	5%	13%	11%	11%	12%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

参考可比公司估值，流媒体业务龙头奈飞26年PE为23x，在传统制作和电视分发业务上和迪士尼比较可比的福克斯26年PE估值为13x；IP运营业务，26年PE估值18x-21x区间；而运营线下乐园业务的康卡斯特和东京迪士尼乐园的运营商东方乐园，26年的PE在8-40x，估值区间较大，因康卡斯特26年利润预期下滑，导致估值倍数被折价。

表 12: 迪士尼可比公司估值 (2026-27)

公司名称	股票代码	市值 (USDmn)	收入 (usd mn)		nonGAAP 净利润 (usd mn)		PE (x)	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
流媒体/有线电视业务								
奈飞	NFLX.O	320,293	50,943	56,544	13,658	16,162	23	20
华纳兄弟探索	WBD.O	69,656	38,553	39,950	-2,596	-2,843	-	-
福克斯公司	FOXA.o	22,873	16,271	16,877	1,807	2,104	13	11
IP 和授权业务								
万代南宫梦	7832.T	17,236	8,338	8,624	811	898	21	19
三丽鸥	8136.T	7,925	1,301	1,439	372	413	21	19
泡泡玛特	9992.HK	43,295	7,332	9,130	2,455	3,115	18	14
乐园业务								
康卡斯特	CMCSA.O	114,483	126,779	125,744	13,729	14,240	8	8
东方乐园	4661.T	32,995	4,693	5,069	815	927	40	36

数据来源：Wind (2月12日收盘价)，广发证券发展研究中心

估值和投资建议。我们预计2026年公司的归母净利润达到107亿美元，迪士尼坐拥常青IP，是全球最大的IP授权平台和最大的线下乐园运营商，体验业务具备较高的竞争壁垒，且飞轮效应显现。但迪士尼传统的电视业务面临下滑，体育业务的版权投资较重，和奈飞纯粹的轻资产线上业务模式相比，迪士尼有较大一部分线下重资产业务，综合以上因素考虑，我们认为适合给予公司26年GAAP归母净利润21倍估值，合理价值为2253亿美元，对应127.17美元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

六、风险提示

（一）乐园业务受宏观环境和疫情防控影响的风险

乐园业务对消费者可支配收入高度敏感，通胀带来的运营成本（人力、物力）上涨，可能导致该板块利润率承压。乐园资本开支投入较重，如果游客下滑，或带来利润增长的拖累。

（二）内容创作的不确定性

公司在电影院线宣发成本以及流媒体内容投入依然巨大，观众对系列续集、超级英雄题材的审美疲劳可能导致投资回报率下降。

（三）传统业务下滑拖累娱乐业务利润表现

传统有线电视用户持续流失，流媒体增长如果放缓，且利润率提升不及预期，或对娱乐业务利润增长带来影响。

资产负债表

单位：百万元

至 9 月 30 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	25,241	24,267	29,617	30,754	32,615
货币资金	6,002	5,695	9,422	9,444	10,219
应收账款	12,729	13,217	14,505	15,235	15,956
其他流动资产	6,510	5,355	5,691	6,075	6,440
非流动资产	170,978	173,247	175,138	176,485	177,842
固定资产	37,041	41,255	42,601	43,108	43,615
非流动内容资产	32,312	31,327	31,640	31,957	32,276
其他非流动资产	101,625	100,665	100,897	101,421	101,950
资产总计	196,219	197,514	204,756	207,239	210,457
流动负债	34,599	34,162	37,990	39,395	40,119
应付账款及其他预提负	21,070	21,203	22,899	24,406	25,537
一年内到期的借款	6,845	6,711	8,531	8,363	7,890
递延收入及其他	6,684	6,248	6,560	6,626	6,692
非流动负债	56,098	48,740	49,116	48,855	48,425
长期借款	38,970	35,315	35,367	34,811	34,075
递延所得税	6,277	3,524	3,947	4,144	4,351
其他长期负债	10,851	9,901	9,802	9,900	9,999
负债合计	90,697	82,902	87,106	88,250	88,544
股本	108,314	120,224	123,458	125,021	128,199
库存股	-3,919	-7,441	-7,441	-7,441	-7,441
其他综合收益	-3,699	-2,914	-3,205	-3,526	-3,879
留存收益	49,722	60,410	62,502	63,456	67,084
所有者权益总额	105,522	114,612	117,650	118,989	121,913
负债和股东权益	196,219	197,514	204,756	207,239	210,457

利润表

单位：百万元

至 9 月 30 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	91,361	94,425	102,148	107,293	112,368
营业成本	-58,698	-58,766	-62,325	-65,909	-68,731
销售费用	-15,759	-16,501	-16,540	-16,935	-17,367
折旧摊销	-4,990	-5,326	-5,462	-5,612	-5,769
营业利润	15,601	17,551	18,899	20,368	22,022
营业外收支	8,032	5,548	3,628	3,456	3,456
除税前利润	7,569	12,003	15,271	16,912	18,566
所得税	-1,796	1,428	-3,525	-4,059	-4,456
净利润	5,773	13,431	11,747	12,853	14,111
归母净利润	4,972	12,404	10,728	11,852	13,241
EBITDA	13,819	18,634	21,833	23,523	25,335
EPS (元)	2.72	6.88	5.95	6.57	7.34

现金流量表

单位：百万元

至 9 月 30 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	13,971	18,101	19,687	20,985	22,058
净利润	5,773	13,431	11,747	12,853	14,111
折旧摊销	4,990	5,326	5,462	5,612	5,769
营运资金变动	-1,613	-430	598	699	366
其他	4,821	-226	1,880	1,822	1,813
投资活动现金流	-6,881	-8,043	-8,938	-8,839	-9,039
资本支出	-5,412	-8,024	-8,924	-8,824	-9,024
投资变动	105	4	5	6	7
其他	-1,574	-23	-19	-20	-22
筹资活动现金流	-15,288	-10,366	-7,126	-12,125	-12,243
商业票据借款(偿付)	1,532	-943	3,200	-300	-300
借款	132	1,057	1,057	1,057	1,057
其他	-16,952	-10,480	-11,383	-12,882	-13,000
现金净增加额	-8,133	-303	3,623	22	776
期初现金余额	14,235	6,102	5,799	9,422	9,444
期末现金余额	6,102	5,799	9,422	9,444	10,219

主要财务比率

至 9 月 30 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长	3%	3%	8%	5%	5%
营业利润增长	21%	12%	8%	8%	8%
归母净利润增长	111%	149%	-14%	10%	12%
获利能力					
经营利润率	17%	19%	19%	19%	20%
净利率	6%	14%	11%	12%	13%
ROE	3%	7%	6%	6%	7%
偿债能力					
资产负债率	46%	42%	43%	43%	42%
流动比率	73%	71%	78%	78%	81%
速动比率	54%	55%	63%	63%	65%
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7	7	7	7	7
每股指标(元)					
每股收益	2.72	6.88	5.95	6.57	7.34
每股经营现金流	7.66	10.03	10.91	11.63	12.23
每股净资产	59.57	64.70	66.41	67.17	68.82
估值比率					
P/E	33.7	14.5	16.6	15.2	13.8
P/S	2.1	2.1	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	14	10	9	8	8

广发传媒与互联网行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 宾特丽亚：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026年加入广发证券，曾任职于光大证券，2年证券行业研究经验。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfyqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。