

Comcast (CMCSA.US/CMCSA US)

進退維谷

持有・維持

收盤價 April 25 (US\$)	33.2
3 個月目標價 (US\$)	33.6
12 個月目標價 (US\$)	34.7
前次目標價 (US\$)	36.0
調降 (%)	3.6
上漲空間 (%)	4.5

焦點內容

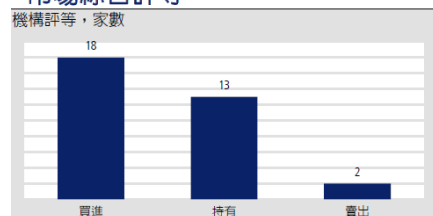
1. Connectivity & Platforms 仍在尋求突破口。
2. Content & Experiences 業務亦遭拖累。

交易資料表

市值：(US\$bn)	123.9
流通在外股數 (百萬股)：	3,724
機構持有比例 (%)：	91.3
3M 平均成交量 (百萬股)：	28.4
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	31.4-44.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(11.8)	(20.3)	(17.5)
相對表現 (%)	(1.7)	(14.7)	(25.6)

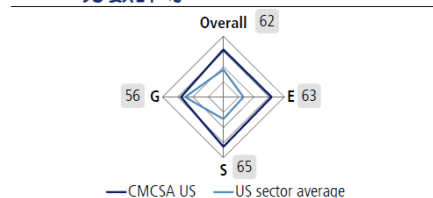
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	31	42	57
潛在報酬 (%)	(6.6)	25.0	71.7

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

重要訊息

Comcast 公布 1Q25 營收 299 億美元，符合市場預期之 298 億美元；調整後 EPS 為 1.09 美元，優於市場預期的 1 美元。

評論及分析

Connectivity & Platforms 仍在尋求突破口。Connectivity & Platforms 業務 1Q25 相關營收年減 0.7% 至 201 億美元，EBITDA 年增 1.5% 至 83 億美元，管理層表示過去幾年較新的競爭對手是每季增加約 100 萬訂閱用戶的 FWA 服務，並提及產品規格優勢與用戶增加有所脫節，已積極制定相關方案，包括價格透明度和可預測性、簡化定價結構及服務加值等。管理層並表示目前持續看到用戶活動低迷，本季流失 19.9 萬名客戶，寬頻 ARPU 則成長 3.3%。公司將持續致力於推動商業服務，目前商業服務佔連接業務營收約 25%，商業服務部門每年已接近 100 億美元的收入，以中個位數的營收和 EBITDA 成長率，以及 50% 以上的利潤率領先於同業。

Content & Experiences 業務亦遭拖累。Content & Experiences 1Q25 營收 105 億美元，年增 0.8%。其中主題公園營收 18.8 億美元，年減 5.2%，EBITDA 為 4.29 億美元，年減 32.1%，主因洛杉磯山火以及即將在奧蘭多開設的環球主題公園產生約 1 億美元開業前成本。而雖然近期因總經因素，前往美國國際旅遊數量大幅下降，甚至觀察到部分反美情緒影響旅遊意願，但主題公園門票銷售和住宿預定仍維持強勁。Peacock 方面，1Q25 付費用戶數量年增超過 20% 至 4,100 萬，帶動營收雙位數成長，而 EBITDA 較去年同期減少 4 億美元以上之損失，歸功於相比 2024 年獨家直播 NFL 外卡賽之費用有所降低，管理層並看好未來 Peacock 持續發展並隨時間減少損失。

投資建議

基於公司目前面對 FWA 與光纖等技術競爭仍難以突破困境，目前仍困於泥沼且 2025 年 EBITDA 難有成長，我們將本益比調降至 8 倍，位於五年平均 8-20 倍區間下緣。維持「持有」評等，將目標價調整至 34.7 元，基於 8 倍之 2025 年每股盈餘預估 4.33 美元換算得出。

投資風險

零組件供給短缺；疫情影響擴大；串流競爭加劇。

主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F
營業收入 (US\$百萬)	121,427	121,572	123,731	122,573	125,872
營業毛利 (US\$百萬)	83,206	84,827	84,558	84,867	87,170
營業利益 (US\$百萬)	22,615	23,314	23,297	22,892	23,996
EBITDA (US\$百萬)	36,459	37,633	38,069	38,143	39,221
稅後淨利 (US\$百萬)	16,147	16,493	16,937	15,981	16,790
每股盈餘 (US\$)	3.64	3.98	4.33	4.33	4.81
營業收入成長率 (%)	4.3	0.1	1.8	(0.9)	2.7
每股盈餘成長率 (%)	12.7	9.3	8.8	0.0	11.0
毛利率 (%)	68.5	69.8	68.3	69.2	69.3
營業利益率 (%)	18.6	19.2	18.8	18.7	19.1
EBITDA margin (%)	30.0	31.0	30.8	31.1	31.2
淨負債比率 (%)	129.3	123.3	121.3	110.0	106.8
股東權益報酬率 (%)	19.7	19.8	19.6	17.6	18.0

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 1：1Q25 財報暨市場共識比較

(百萬美元)	1Q25				
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	29,887	(6.4)	(0.6)	29,760	0.4
毛利	21,471	8.8	1.1	N.A.	N.M.
毛利率 (%)	71.8	10.0 ppts	1.2 ppts	N.A.	N.M.
營業利益	5,658	13.3	(2.6)	5,470	3.4
營業利益率 (%)	18.9	3.3 ppts	(0.4) ppts	18.4	0.6 ppts
稅前獲利	4,492	25.7	(12.0)	4,479	0.3
稅前獲利率 (%)	15.0	3.8 ppts	(2.0) ppts	15.1	(0.0) ppts
淨利	4,132	11.9	(0.9)	3,767	9.7
淨利率 (%)	13.8	2.3 ppts	(0.1) ppts	12.7	1.2 ppts
調整後每股盈餘 (US\$)	1.09	13.5	4.8	1.00	9.0

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 2：各產品線營收拆分

營收 (百萬美元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
Connectivity & platforms	20,275	20,245	20,291	20,464	20,138	20,108	20,082	20,214	20,023	20,040	20,055	20,263	81,276	80,542	80,382
Content & experiences	9,783	9,443	11,779	11,451	9,749	9,679	10,598	12,006	11,489	10,476	11,180	12,346	42,455	42,032	45,491
比重 (%)															
Connectivity & platforms	67	68	63	64	67	68	65	63	64	66	64	62	66	66	64
Content & experiences	33	32	37	36	33	32	35	37	36	34	36	38	34	34	36
年增率 (%)															
Connectivity & platforms	0.6	(0.6)	0.1	(1.0)	(0.7)	(0.7)	(1.0)	(1.2)	(0.6)	(0.3)	(0.1)	0.2	(0.2)	(0.9)	(0.2)
Content & experiences	(11.7)	(17.9)	11.6	(0.4)	(0.3)	2.5	(10.0)	4.8	17.8	8.2	5.5	2.8	5.8	(1.0)	8.2

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 3：公司概況

Comcast 為美國最大之同軸纜線服務公司，同時為美國第二大付費電視服務商，第一大有線電視與家庭網路接入服務商，及第三大家庭電話服務商。於美國替 5,600 萬以上家庭與公司提供包括影音與流量等服務。2011 年收購 NBCUniversal 後成為院線、無線電視與有線電視等電影與電視節目提供商。其下 Xfinity 電訊提供上網、有線與無線電視服務，Sky 則提供歐洲地區衛星電視服務。

資料來源：公司資料，凱基

圖 5：季營業收入

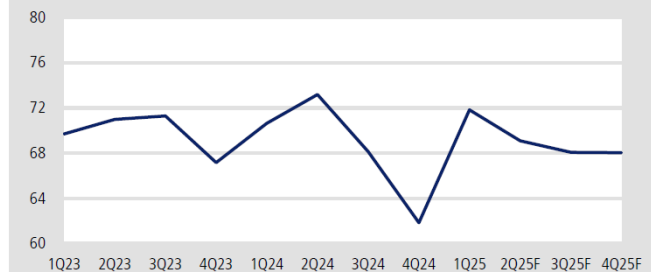
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 7：毛利率

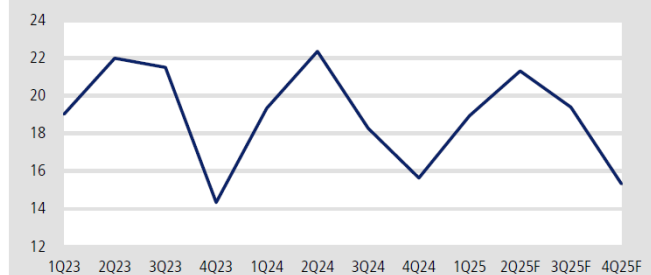
毛利率，百分比



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 9：營業利潤率

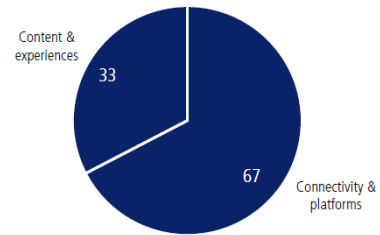
調整後營業利潤率，百分比



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 4：1Q25 營收比重

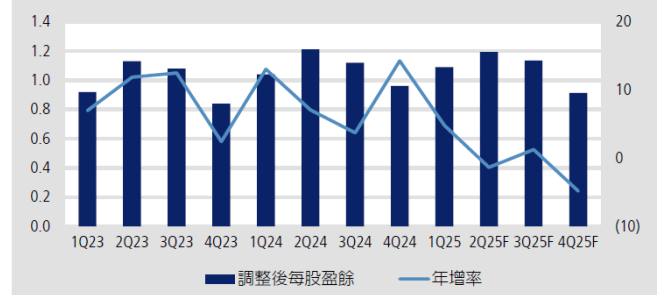
營收比重，百分比



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 6：每股盈利

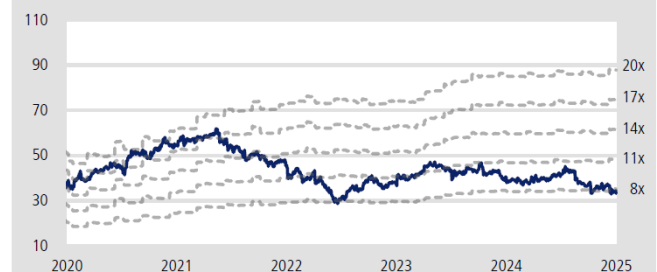
調整後每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 8：未來一年預估本益比區間

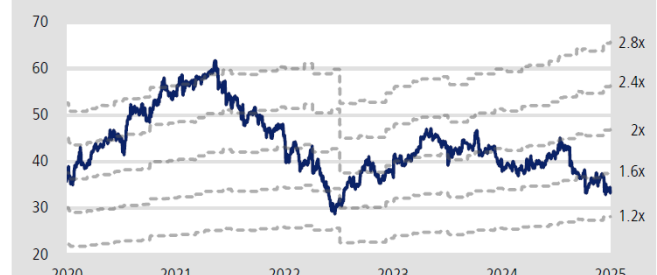
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 10：未來一年預估股價淨值比區間

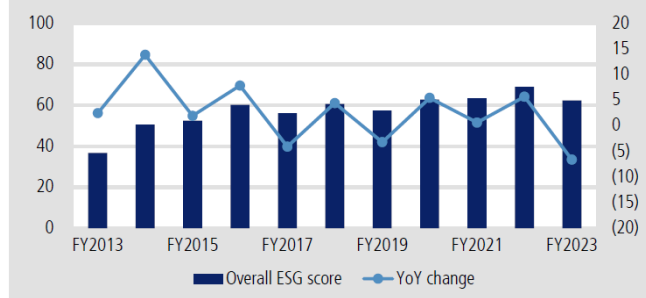
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 11：ESG 整體分數

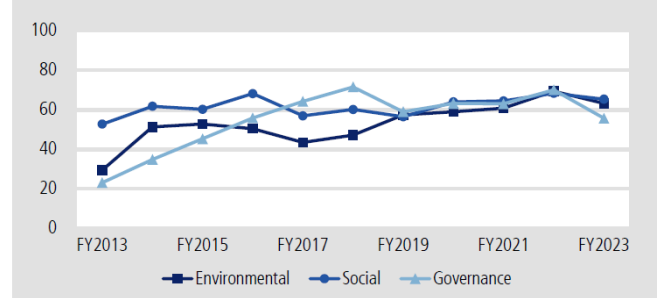
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：ESG 各項分數

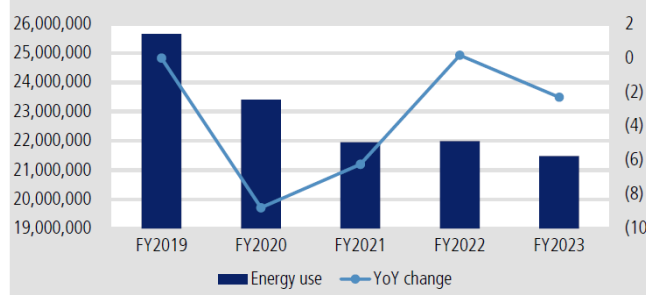
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：能源消耗

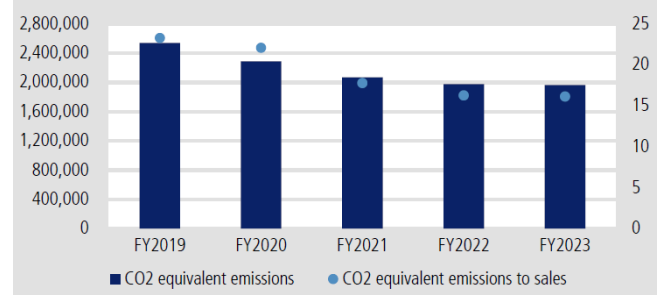
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：碳排放量

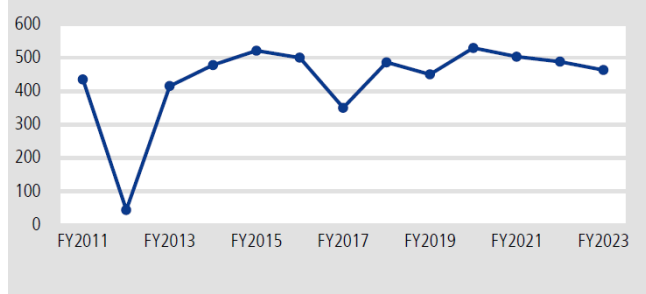
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：捐款

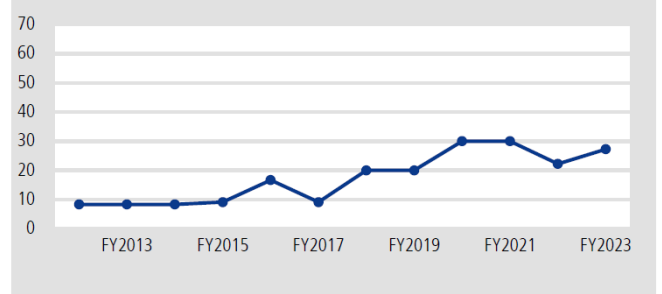
捐款總額，百萬美元



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：董事會性別多樣性

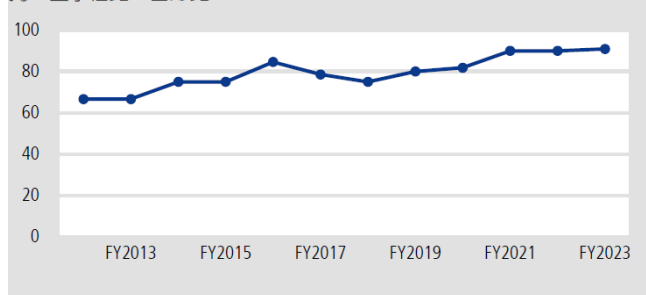
女性董事佔董事會比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：獨立董事

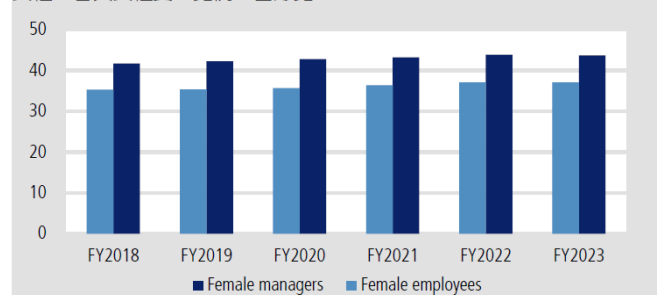
獨立董事佔比，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 18：性別多樣性

女性主管與女性員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未獲凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。