

Comcast (CMCSA.US/CMCSA US)

舉步維艱

持有・維持

收盤價 October 30 (US\$)	27.3
3 個月目標價 (US\$)	33.9
12 個月目標價 (US\$)	35.0
前次目標價 (US\$)	36.0
調降 (%)	3.7
上漲空間 (%)	8.3

焦點內容

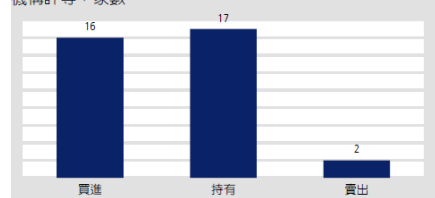
1. Connectivity & Platforms 業務仍處困境。
2. Content & Experiences 業務較為穩健。

交易資料表

市值: (US\$bn)	99.6		
流通在外股數 (百萬股):	3,634		
機構持有比例 (%):	89.8		
3M 平均成交量 (百萬股):	24.3		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$):	25.8-45.3		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(15.9)	(20.1)	(35.3)
相對表現 (%)	(23.2)	(42.6)	(52.7)

市場綜合評等

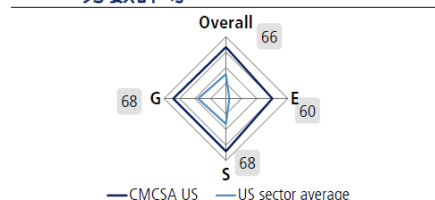
機構評等, 家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	31	39	58
潛在報酬 (%)	13.5	41.9	112.3

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv

重要訊息

Comcast (美)公告 3Q25 營收 312 億美元, 季增 2.92%, 年減 2.72%, 符合市場預期之 307 億美元。調整後 EPS 1.12 美元, 符合市場預期 1.10 美元。

評論及分析

Connectivity & Platforms 業務仍處困境。Connectivity & Platforms 業務相關營收年減 1.4%至 202 億美元, EBITDA 年減 3.7%至 80 億美元。管理層表示面對光纖與 FWA 等服務競爭壓力仍難以克復, 本季無線用戶雖在促銷下增加了 40 萬條, 創下歷史新高, 但寬頻用戶減少了 10.4 萬。管理層表示雖有受惠返校季帶來的季節性效益, 以及新市場推廣措施的早期成效, 但都被激烈的市場競爭所抵消。公司雖已進行包括簡化定價、提高透明度並提升客戶體驗等措施。但也將帶來負面影響, 透過簡化定價策略進行費率再投資將導致收入稀釋, 而對客戶體驗的投資則將增加營運成本。管理層並表示至少在 1Q26 前不會提高寬頻資費, 將進一步加劇 ARPU 成長之壓力。

Content & Experiences 業務較為穩健。Content & Experiences 營收為 117 億美元, 年減 6.8%。其中主題公園營收 27.2 億美元, 年增 18.7%, EBITDA 為 9.58 億美元, 年增 13.1%, 主要持續受惠奧蘭多環球主題公園於 2Q25 開始營業後的遊客增加。Studios 部分營收 30 億美元, 年增 6.1%主因「侏儸紀公園: 重生」在全球接近 9 億美元的票房。但 EBITDA 為 3.65 億美元, 年減 21.9%則因更多的行銷支出造成獲利減少。Media 相關營收 65.9 億美元, 年減 19.9%, 主因 3Q24 因巴黎奧運而有較多觀看數。Peacock 用戶數則維持穩定在約 4,100 萬美元, 與 2Q25 近似。

投資建議

我們維持看法認為公司的固網面對 FWA 與光纖等技術競爭仍難以突破困境。目標價調整至 35 元, 基於 8 倍之 2026 年每股盈餘預估換算得出, 雖風報比佳, 但我們認為公司短期動疲弱且固網業務不確定性仍高, 故維持「持有」評等。

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	123,339	124,630
營業毛利 (US\$百萬)	83,206	84,827	84,558	89,297	90,643
營業利益 (US\$百萬)	22,615	23,314	23,297	21,438	21,921
EBITDA (US\$百萬)	36,459	37,633	38,069	37,781	38,166
稅後淨利 (US\$百萬)	16,147	16,493	16,937	15,841	15,576
每股盈餘 (US\$)	3.64	3.98	4.33	4.28	4.43
營業收入成長率 (%)	4.3	0.1	1.8	(0.3)	1.0
每股盈餘成長率 (%)	12.7	9.3	8.8	(1.2)	3.5
毛利率 (%)	68.5	69.8	68.3	72.4	72.7
營業利益率 (%)	18.6	19.2	18.8	17.4	17.6
EBITDA margin (%)	30.0	31.0	30.8	30.6	30.6
淨負債比率 (%)	129.3	123.3	121.3	100.2	96.8
股東權益報酬率 (%)	19.7	19.8	19.6	17.1	16.5

資料來源: 公司資料, Bloomberg, 凱基

圖 1：3Q25 財報暨市場共識比較

(百萬美元)	3Q25			市場共識	差異 (%)
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)		
營收	31,198	4.4	5.1	30,722	1.5
毛利	22,544	5.0	3.8	N.A.	N.M.
毛利率 (%)	72.3	0.4 ppts	(0.9) ppts	N.A.	N.M.
營業利益	5,534	(2.2)	(16.6)	5,689	(2.7)
營業利益率 (%)	17.7	(1.2) ppts	(4.6) ppts	18.5	(0.8) ppts
稅前獲利	4,468	(0.5)	(13.7)	4,683	(4.6)
稅前獲利率 (%)	14.3	(0.7) ppts	(3.1) ppts	15.2	(0.9) ppts
淨利	4,125	(0.2)	(12.9)	4,060	1.6
淨利率 (%)	13.2	(0.6) ppts	(2.7) ppts	13.2	0.0 ppts
調整後每股盈餘 (US\$)	1.12	2.8	(7.4)	1.10	1.8

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	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
Connectivity & platforms	20,275	20,245	20,291	20,465	20,138	20,389	20,176	20,463	20,256	20,302	20,192	20,599	81,276	81,166	81,348
Content & experiences	10,374	10,057	12,599	12,079	10,456	10,625	11,742	12,798	12,873	11,687	11,784	13,183	45,109	45,621	49,527
Corporate eliminations	(591)	(614)	(820)	(629)	(707)	(701)	(720)	(1,320)	(1,565)	(1,521)	(1,304)	(1,855)	(2,654)	(3,448)	(6,245)
比重 (%)															
Connectivity & platforms	66	67	62	63	66	66	63	62	61	63	63	61	64	64	62
Content & experiences	34	33	38	37	34	34	37	38	39	37	37	39	36	36	38
年增率 (%)															
Connectivity & platforms	0.6	(0.6)	0.1	(1.0)	(0.7)	0.7	(0.6)	(0.0)	0.6	(0.4)	0.1	0.7	(0.2)	(0.1)	0.2
Content & experiences	(6.3)	(12.6)	19.3	5.0	0.8	5.6	(6.8)	5.9	23.1	10.0	0.4	3.0	1.1	1.1	8.6

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

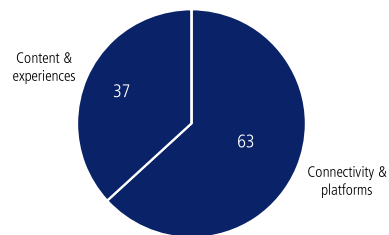
圖 3：公司概况

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 4：3Q25 營收比重

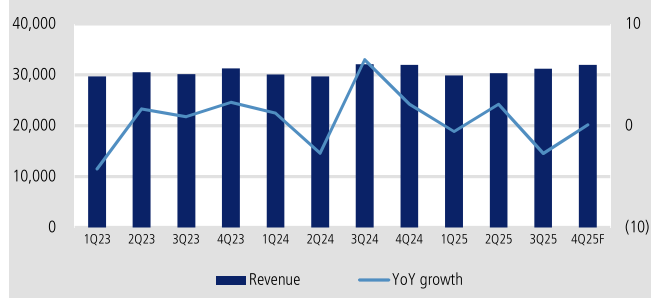
營收比重，百分比



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 5：季營業收入

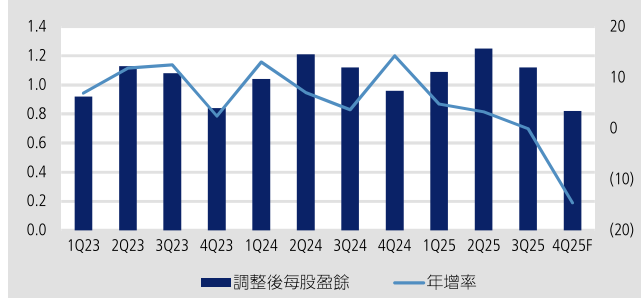
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 6：每股盈利

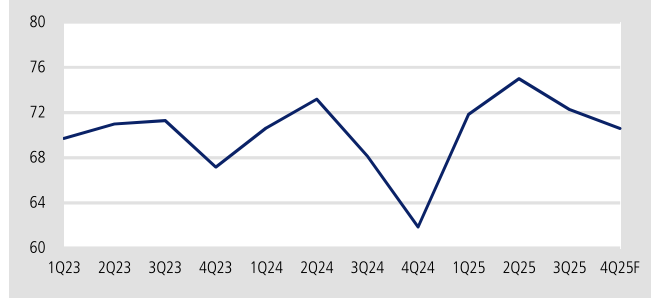
調整後每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 7：毛利率

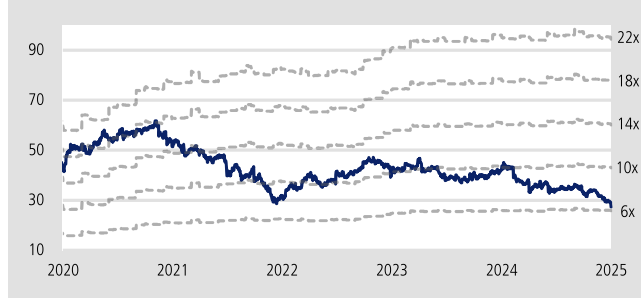
毛利率，百分比



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 8：未來一年預估本益比區間

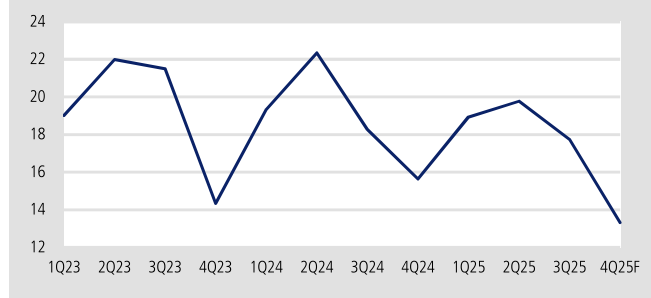
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 9：營業利潤率

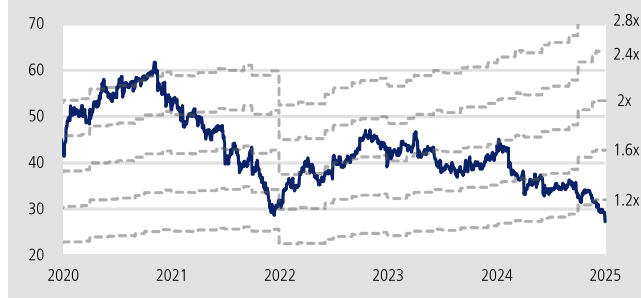
調整後營業利潤率，百分比



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 10：未來一年預估股價淨值比區間

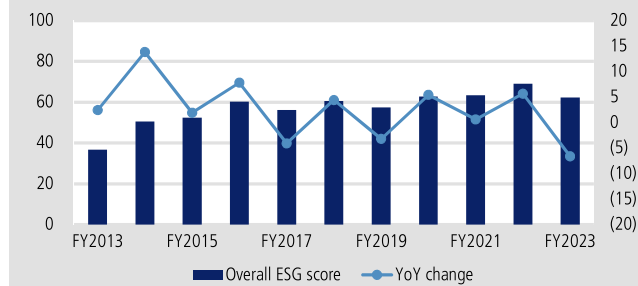
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 11：ESG 整體分數

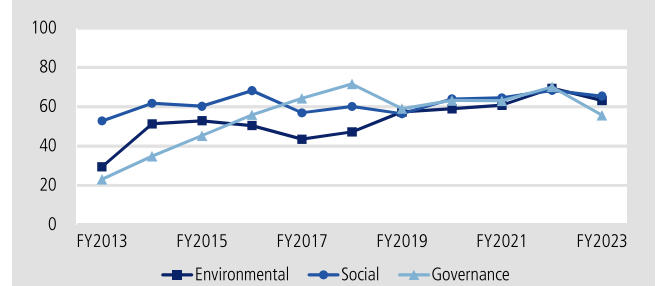
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：ESG 各項分數

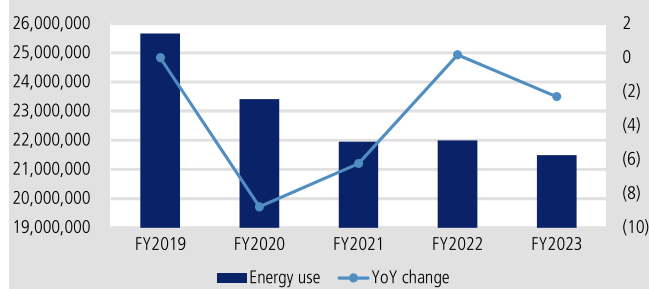
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：能源消耗

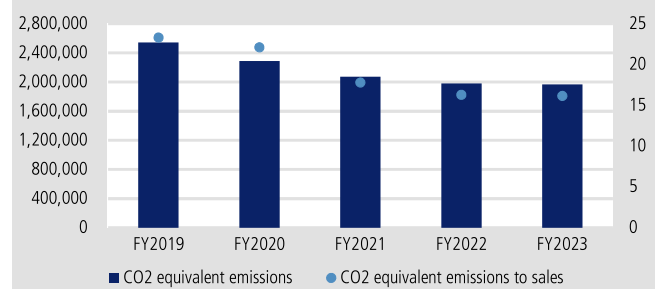
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：碳排放量

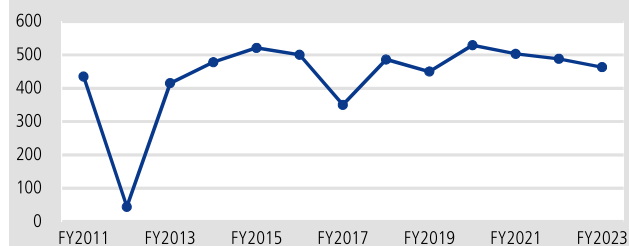
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：捐款

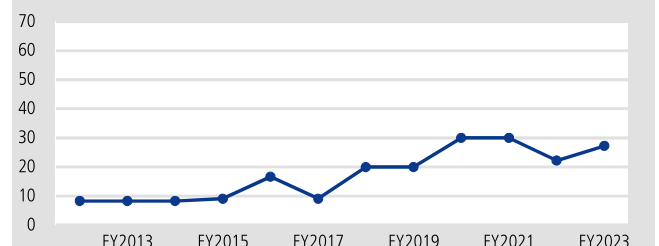
捐款總額，百萬美元



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：董事會性別多樣性

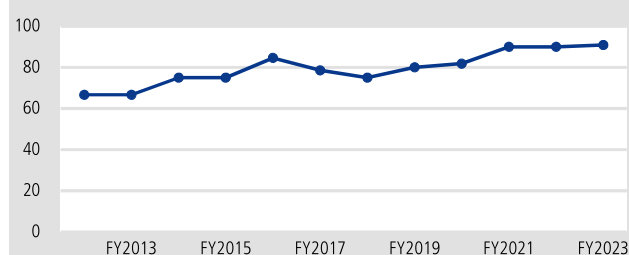
女性董事佔董事會比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：獨立董事

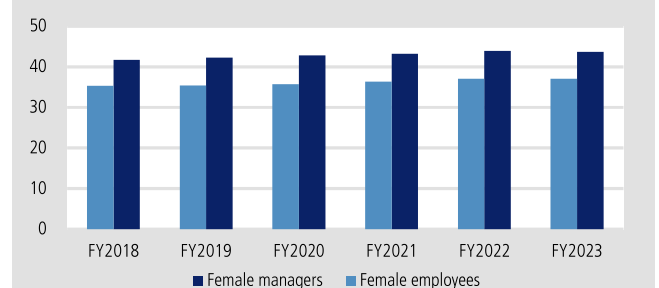
獨立董事佔比，百分比



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



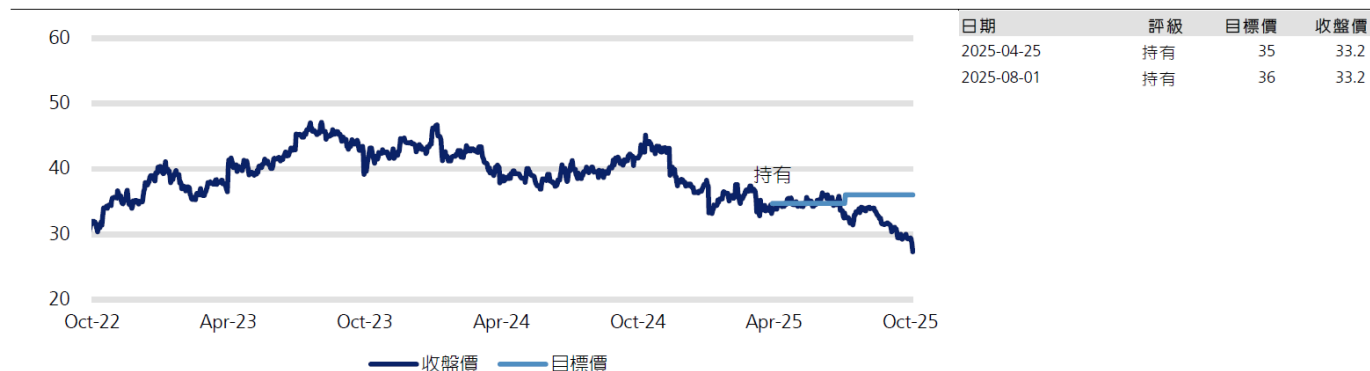
資料來源：Refinitiv，公司資料

ESG 圖表定義

項目	定義	說明
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力(公用事業為出售而生產) - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下	
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者(太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能)之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源	
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例	
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)銷售(百萬元)比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量(範圍 1 排放量) - 相關氣體：二氧化碳(CO2)、甲烷(CH4)、一氧化二氮(N2O)、氫氟碳化物(HFCs)、全氟化合物(PFCs)、六氟化硫(SF6)、三氟化氮(NF3)	
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內	
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物	
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮	
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出	
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因(自願或非自願)離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數)*100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數)/2 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數	
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100	
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100	
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練(如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展) - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作	
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數	

資料來源：Refinitiv，凱基

Comcast – 以往評級及目標價



資料來源：彭博；凱基

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，并不能在未經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。