

Comcast (CMCSA.US/CMCSA US)

固網競爭僵局仍難解

持有・維持

收盤價 July 31 (US\$)	33.2
3 個月目標價 (US\$)	33.9
12 個月目標價 (US\$)	36.0
前次目標價 (US\$)	34.7
調升 (%)	3.7
上漲空間 (%)	8.3

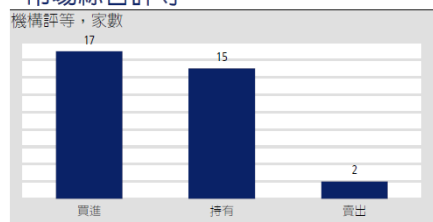
焦點內容

1. Connectivity & Platforms 業務進行調整，以應對光纖與 FWA 等服務競爭。
2. Content & Experiences 業務較為穩健。

交易資料表

市值：(US\$bn)	124.1		
流通在外股數 (百萬股)：	3,724		
機構持有比例 (%)：	89.6		
3M 平均成交量 (百萬股)：	20.6		
52 週股價 (低 \ 高) (NT\$)：	31.4-45.3		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(1.7)	(1.3)	(17.5)
相對表現 (%)	(14.9)	(6.2)	(33.9)

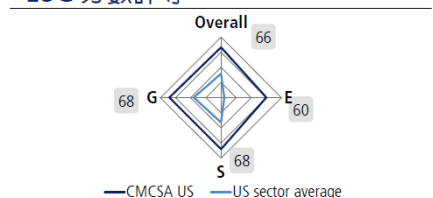
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	31	40	56
潛在報酬 (%)	(6.7)	21.8	68.5

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv

重要訊息

Comcast 公布 2Q25 營收 303 億美元，季增 1.4%，年增 2.1%，符合市場預期之 298 億美元。調整後 EPS 1.25 美元，優於市場預期之 1.16 美元。

評論及分析

Connectivity & Platforms 業務進行調整。Connectivity & Platforms 業務相關營收年增 0.7% 至 204 億美元，EBITDA 年持平。其中 Residential Connectivity 營收為 178 億美元，年持平，而 EBITDA 則年減 0.3% 至 70.8 億美元，管理層表示公司正致力於應對光纖與 FWA 等服務競爭，除了簡化寬頻服務定價外，同時也提供 1 年與 5 年不漲價以及 Peacock 用戶可使用 Xfinity 網路等方案，本季在促銷下也新增 37.8 萬無線用戶。管理層並表示隨著客戶將訂閱費用逐漸簡化統一，預期寬頻業務之 ARPU 值成長將在短期放緩。

Content & Experiences 業務較為穩健。Content & Experiences 營收為 106 億美元，年增 5.6%。其中主題公園營收 23.5 億美元，年增 18.9%，EBITDA 為 6.58 億美元，年增 4.1%，主要受惠於奧蘭多環球主題公園於 2Q25 開始營業。而 Peacock 方面，2Q25 付費用戶在真人實境秀 Love Island USA 的熱潮下，維持在約 4,100 萬，公司並宣布 Peacock 價格將上漲 3 美元。而 Studios 則因 2Q25 馴龍高手於 6 月上映，預計帶進約 6 億美元票房，管理層並看好 3Q25 將有「侏羅紀世界：重生」進一步貢獻營收。

投資建議

我們認為公司的固網目前面對 FWA 與光纖等技術競爭仍難以突破困境，而 MVNO 部分雖有所規劃，但目前仍難站穩腳步並鞏固其競爭地位。我們維持「持有」之評等，將目標價調整至 36 元，基於 8 倍之 2026 年每股盈餘預估 4.5 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	123,113	126,470
營業毛利 (US\$百萬)	83,206	84,827	84,558	88,081	90,646
營業利益 (US\$百萬)	22,615	23,314	23,297	22,190	23,119
EBITDA (US\$百萬)	36,459	37,633	38,069	38,107	38,599
稅後淨利 (US\$百萬)	16,147	16,493	16,937	16,191	16,302
每股盈餘 (US\$)	3.64	3.98	4.33	4.35	4.50
營業收入成長率 (%)	4.3	0.1	1.8	(0.5)	2.7
每股盈餘成長率 (%)	12.7	9.3	8.8	0.5	3.3
毛利率 (%)	68.5	69.8	68.3	71.5	71.7
營業利益率 (%)	18.6	19.2	18.8	18.0	18.3
EBITDA margin (%)	30.0	31.0	30.8	31.0	30.5
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	17.5	17.2

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

圖 1：2Q25 財報暨市場共識比較

(百萬美元)	2Q25				市場共識	差異 (%)
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)			
營收	30,313	1.4	2.1		29,775	1.8
毛利	22,735	5.9	4.6		N.A.	N.M.
毛利率 (%)	75.0	3.2 pts	1.8 pts		N.A.	N.M.
營業利益	5,992	5.9	(9.7)		6,210	(3.5)
營業利益率 (%)	19.8	0.8 pts	(2.6) pts		20.9	(1.1) pts
稅前獲利	14,647	226.1	183.0		5,397	171.4
稅前獲利率 (%)	48.3	33.3 pts	30.9 pts		18.1	30.2 pts
淨利	4,653	12.6	(1.7)		4,389	6.0
淨利率 (%)	15.3	1.5 pts	(0.6) pts		14.7	0.6 pts
調整後每股盈餘 (US\$)	1.25	14.7	3.3		1.16	7.8

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	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
Connectivity & platforms	20,275	20,245	20,291	20,464	20,138	20,389	20,109	20,232	20,026	20,005	19,986	20,181	81,276	80,869	80,198
Content & experiences	10,374	10,057	12,599	12,079	10,456	10,625	11,312	12,657	12,784	11,230	11,860	13,083	45,109	45,050	48,957
Corporate eliminations	(591)	(614)	(820)	(628)	(707)	(701)	(763)	(635)	(714)	(644)	(685)	(642)	(2,654)	(2,806)	(2,685)
比重 (%)															
Connectivity & platforms	66	67	62	63	66	66	64	62	61	64	63	61	64	64	62
Content & experiences	34	33	38	37	34	34	36	38	39	36	37	39	36	36	38
年增率 (%)															
Connectivity & platforms	0.6	(0.6)	0.1	(1.0)	(0.7)	0.7	(0.9)	(1.1)	(0.6)	(1.9)	(0.6)	(0.3)	(0.2)	(0.5)	(0.8)
Content & experiences	(6.3)	(12.6)	19.3	5.0	0.8	5.6	(10.2)	4.8	22.3	5.7	4.8	3.4	1.1	(0.1)	8.7

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

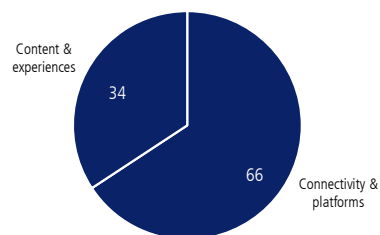
圖 3：公司概况

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 4：2Q25 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

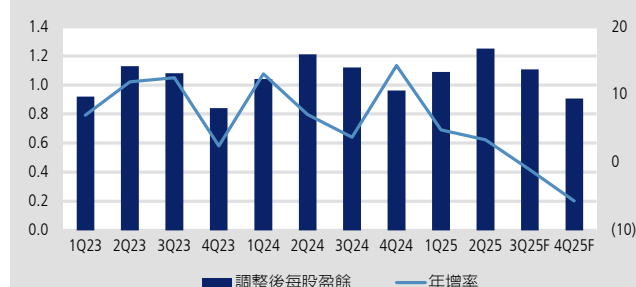
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 6：每股盈利

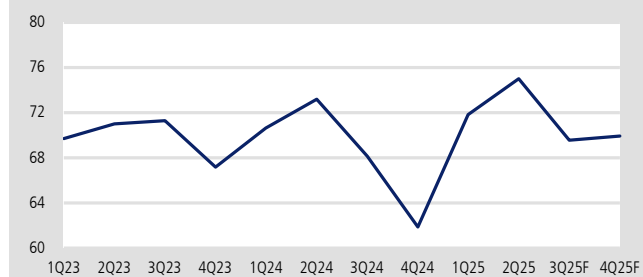
調整後每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 7：毛利率

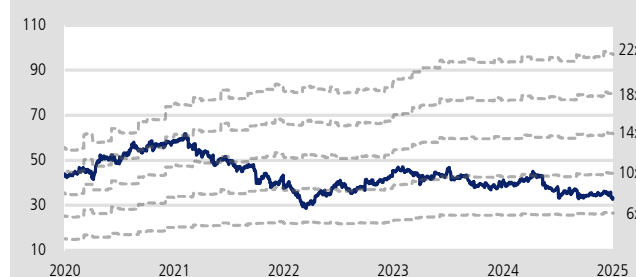
毛利率，百分比



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 8：未來一年預估本益比區間

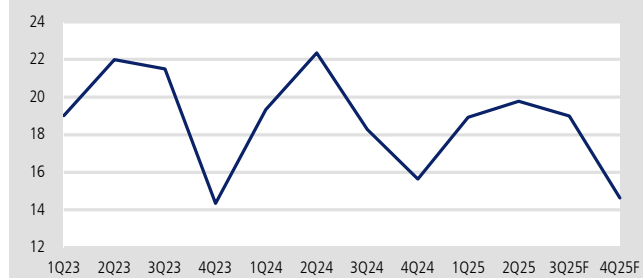
股價，元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 9：營業利潤率

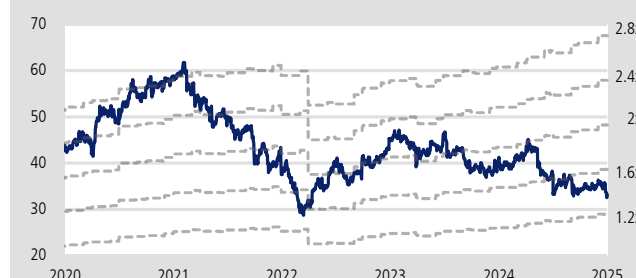
調整後營業利潤率，百分比



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 10：未來一年預估股價淨值比區間

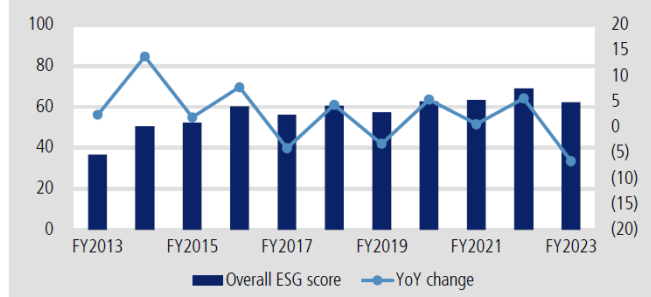
股價，元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg，凱基

圖 11：ESG 整體分數

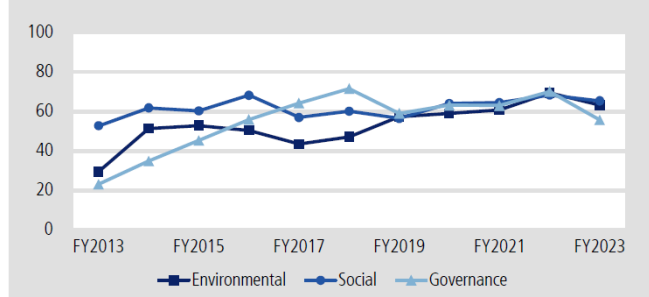
ESG 整體分數(左軸)：年變化，百分點(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 12：ESG 各項分數

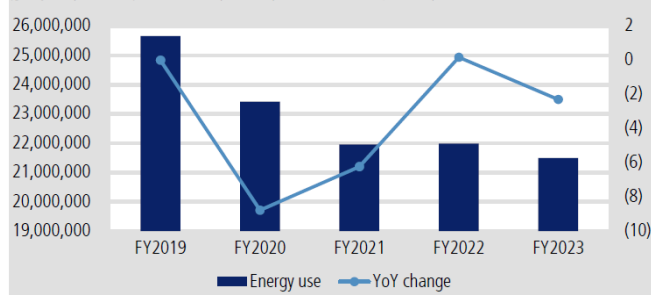
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 13：能源消耗

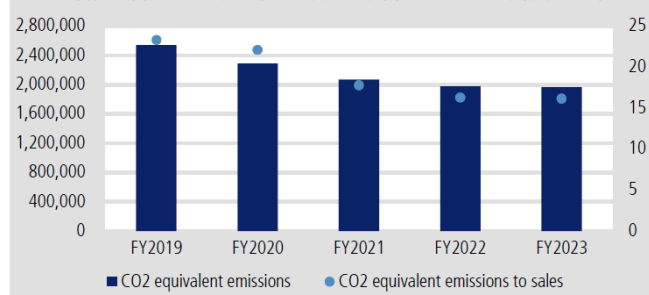
能源消耗，十億焦耳(左軸)：年增率，百分比(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 14：碳排放量

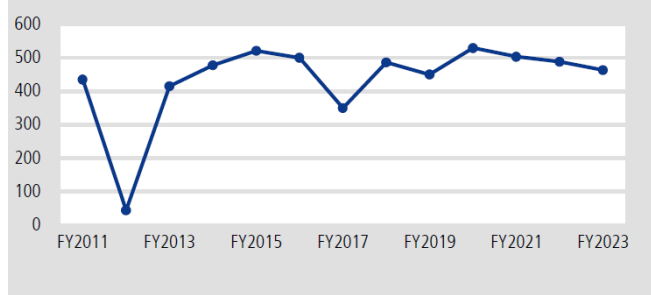
約當二氧化碳排放量，噸(左軸)：單位營收碳排放量，噸/百萬美元(右軸)



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 15：捐款

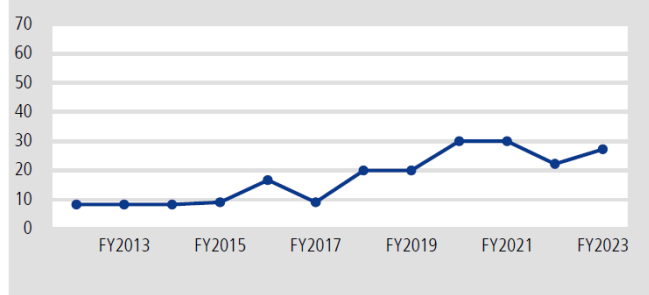
捐款總額，百萬美元



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 16：董事會性別多樣性

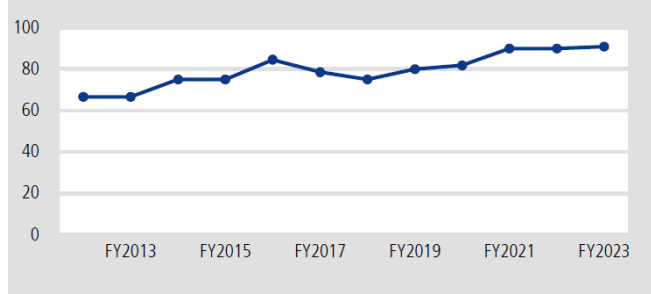
女性董事佔董事會比例，百分比



資料來源：Refinitiv，公司資料

圖 17：獨立董事

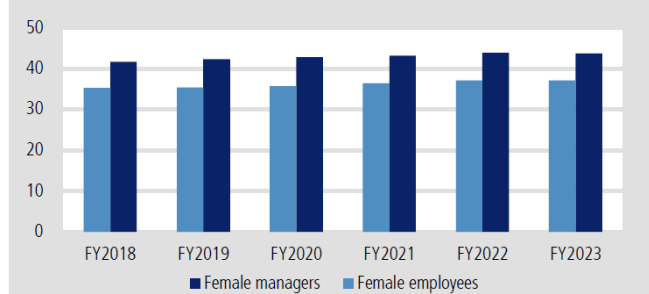
獨立董事佔比，百分比



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

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。