

# Disney (DIS.US/DIS US)

## 串流及郵輪為兩大長期成長動能

### 增加持股·首次評等

收盤價 June 3 (US\$)	113.60
3 個月目標價 (US\$)	117.70
12 個月目標價 (US\$)	130.00
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	14.4

### 焦點內容

- 持續整合 Disney+、Hulu 及 ESPN+ 平台並優化用戶體驗，DTC 營運槓桿顯現使獲利大增。
- 郵輪船隊將於 2031 年翻倍成長，且獲利指標仍有優化空間，為長期成長動能。

### 交易資料/表

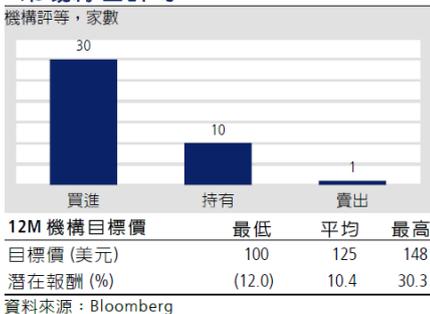
市值: (US\$bn)	204.2
流通在外股數 (百萬股):	1,798
機構持有比例 (%):	76.3
3M 平均成交量 (百萬股):	11.4
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	80.1-118.6

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	0.7	(2.4)	10.5
相對表現 (%)	(1.3)	(1.1)	(2.5)

### 股價圖



### 市場綜合評等



### 重要訊息

公司 5/7 公布 2025 財年第二季財報，單季 EPS 為 1.81 元，優於市場預期。

### 評論及分析

**整合平台並優化用戶體驗**，DTC 營運槓桿顯現使獲利大增。公司持續將 Hulu 及 ESPN+ 內容整合至 Disney+，透過網綁訂閱創造全方位的訂閱娛樂生態圈，強化與其他訂閱娛樂平台的競爭力。我們觀察 Disney 串流服務(DTC)訂閱用戶及 ARPU 成長穩健，隨著營運槓桿顯現，貢獻獲利也自 4Q24 起由負轉正並逐季成長至 2Q25 之 3.36 億美元，對整體營業利益貢獻達 9.6%。凱基預期 DTC 將成為迪士尼未來三年的獲利成長主要動能之一。

**體驗部門表現亮眼，郵輪業務擴張為長期成長動能**。體驗部門為迪士尼獲利主力，2024 年貢獻獲利佔比達 78%。近年來迪士尼持續加大體驗部門資本支出，包括擴增及更新中遊樂設施達 17 個、導入超級快速通關(Lightning Lane Premier Pass)將高端遊客的消費力兌現、宣布與 Miral 合作於阿布達比興建第 7 座主題遊樂園區等。迪士尼郵輪(DCL)則是體驗部門另一大成長動能，雖公司未拆分郵輪業務營收獲利，不過若比照全球前五大郵輪公司計算，2024 年現有 6 艘郵輪貢獻獲利約 10.3 億美元，獲利佔比 11.1%。公司規劃 2025-2031 年將有 6 艘新船下水，總船隊數翻倍至 12 艘。未來若比照樂園引進分級分時制度，每日票價及每日船上消費金額均有望再提升。

### 投資建議

我們看好迪士尼營運成長，基於 1.)DTC 營運槓桿顯現，4Q24 由虧轉盈，獲利成長加速、2.)DCL 船隊數預計 6 年內翻倍，且每日票價及每日船上消費均有優化空間，貢獻獲利將顯著提升、3.)超級快速通關、更新及增設新遊樂設施、與 Miral 合作於阿布達比興建第 7 座主題遊樂園區等，樂園成長策略明確。我們首次評等 Disney，給予「增加持股」投資評等及目標價 130 美元，基於過去三年歷史本益比區間 18-28 倍中上緣 24 倍評價而得。

### 投資風險

疫情再起、郵輪及樂園意外事故、電影票房不佳、EPIC 磁吸樂園遊客。

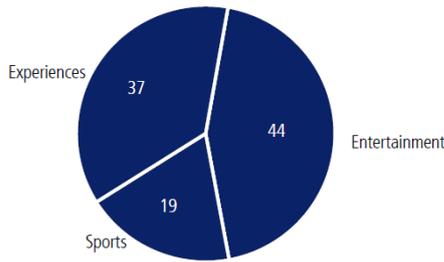
### 主要財務數據及估值

	Sep-22A	Sep-23A	Sep-24A	Sep-25F	Sep-26F
營業收入 (US\$百萬)	82,722	88,898	91,361	94,897	100,352
營業利益 (US\$百萬)	6,533	5,196	8,254	13,848	15,186
EBITDA (US\$百萬)	11,696	10,565	13,244	19,642	22,811
母公司稅後淨利 (US\$百萬)	3,553	3,390	5,773	9,818	9,895
稀釋每股盈餘 (US\$)	1.75	1.29	2.72	5.39	5.48
營業收入成長率 (%)	6.5	6.7	2.8	3.9	5.7
每股盈餘成長率 (%)	(11.5)	20.7	110.9	98.3	1.6
營業利益率 (%)	17.8	20.6	9.0	14.6	15.1
EBITDA margin (%)	20.7	22.8	14.5	20.7	22.7
淨負債比率 (%)	1.2	1.6	13.1	淨現金	淨現金
股東權益報酬率 (%)	3.4	3.1	5.3	9.0	9.1

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

**圖 1：2024 年部門營收佔比**

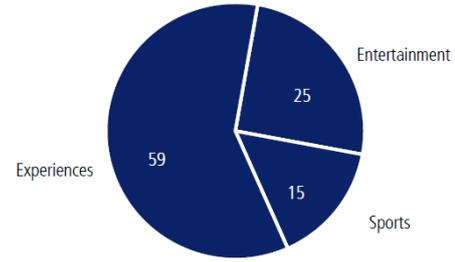
部門營業收入占比，百分比



資料來源：公司資料、VisibleAlpha、KGI

**圖 2：2024 年部門獲利佔比**

部門營業利益，百分比



資料來源：公司資料、VisibleAlpha、KGI

**圖 3：規劃擴建及增設遊樂設施**

Park	Projects
Magic Kingdom	Villians Land, Cars attraction at Frontierland, Disney Starlight, Pirates of Caribbean lounge
Animal Kingdom	Tropical Americas (Pueblo Esperanza), Zootopia: Better Zogether theatre show
Epcot	Test Track improvements, Spaceship Earth
Hollywood Studios	Monsters Inc themed land, upgrades to Millenium Falcon: Smugglers Run
Disney California Adventure	Avengers Campus expansion, Avatar themed land, Coco themed land
Disneyland Park	Walt Disney - A Magical Life, Tiana's Bayou Adventure
Disneyland Paris	Pride Lands (Lion King themed)
Shanghai Disney/Hong Kong Disneyland	Spider Man attraction/coaster

資料來源：Disney、KGI

**圖 4：3Q25 及 4Q25 財務預估暨市場共識比較表**

百萬元	3Q25F					4Q25F				
	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	23,636	0.1	2.1	23,636	0.0	22,950	(2.9)	1.7	22,950	0.0
營業利益	3,559	1.5	6.1	3,592	(0.9)	2,705	(24.0)	(1.5)	2,505	8.0
稅前淨利	3,199	3.6	3.4	3,327	(3.9)	2,345	(26.7)	147.4	2,466	(4.9)
母公司稅後淨利	2,299	(13.1)	(10.2)	2,359	(2.5)	1,658	(27.9)	(22.3)	1,671	(0.8)
稀釋每股盈餘 (元)	1.27	(29.9)	(11.3)	1.31	(3.0)	0.92	(27.8)	266.3	0.93	(1.5)
營業利益率 (%)	15.1	0.2 ppts	0.6 ppts	15.2	(0.1) ppts	11.8	(3.3) ppts	(0.4) ppts	10.9	0.9 ppts
淨利率 (%)	9.7	(1.5) ppts	(1.3) ppts	10.0	(0.3) ppts	7.2	(2.5) ppts	(2.2) ppts	7.3	(0.1) ppts

資料來源：Disney、VisibleAlpha、KGI

註：Disney 財年止於9月

**圖 5：2025 及 2026 財務預估暨市場共識比較表**

百萬元	2025F					2026F				
	凱基預估	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	凱基預估	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)
營收	94,897	3.9	-	94,891	0.0	100,352	5.7	-	100,097	0.3
營業利益	13,848	16.2	-	13,708	1.0	15,186	9.7	-	15,339	(1.0)
稅前淨利	12,291	62.4	-	12,578	(2.3)	13,746	11.8	-	14,531	(5.4)
母公司稅後淨利	9,818	6.8	-	9,846	(0.3)	9,895	0.8	-	10,380	(4.7)
稀釋每股盈餘 (元)	5.39	99.1	5.75	5.42	(0.4)	5.48	1.6	-	5.80	(5.5)
營業利益率 (%)	14.6	1.6 ppts	-	14.4	0.1 ppts	15.1	0.5 ppts	-	15.3	(0.2) ppts
淨利率 (%)	10.3	0.3 ppts	-	10.4	(0.0) ppts	9.9	(0.5) ppts	-	10.4	(0.5) ppts

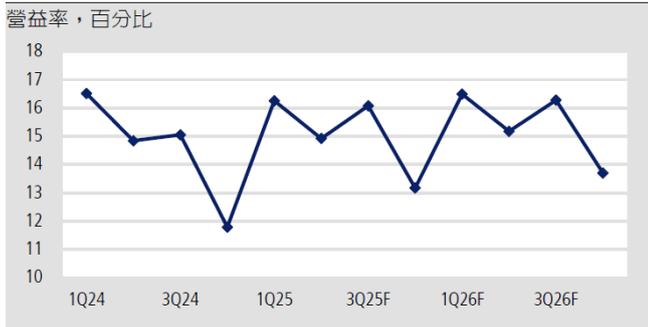
資料來源：Disney、VisibleAlpha、KGI

註：Disney 財年止於9月

**圖 6：公司概況**

Disney 成立於 1923 年，為全球最大的娛樂及媒體集團之一，並被納入道瓊工業指數成分股、標普 500 指數成分股及那斯達克指數成分股。迪士尼主要業務分為體驗(樂園、郵輪)、娛樂(影視、媒體、串流平台)、運動(體育節目)。截至 2024 年底迪士尼於全球共有 6 個主題遊樂園區(含自有、JV 及授權)、6 艘自有郵輪，並有 Disney+、Hulu、ESPN+ 等三個串流平台。旗下大型影視工作室包括 Pixar、Walt Disney、Marvel、Lucasfilm、20 century studios、abc、National geographic 等。

資料來源：公司資料；凱基

**圖 8：季營益率**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 10：部門營收**

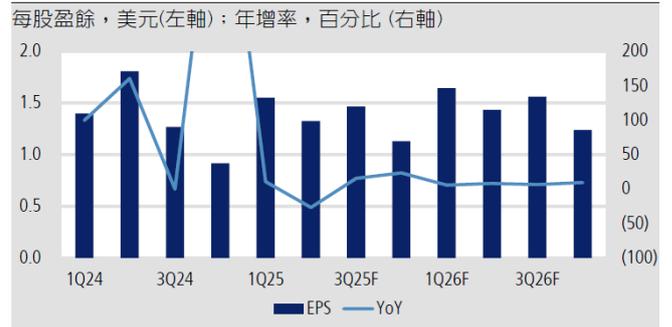

資料來源：公司資料；凱基

**圖 12：Disney 旗下各串流平台訂閱用戶數**

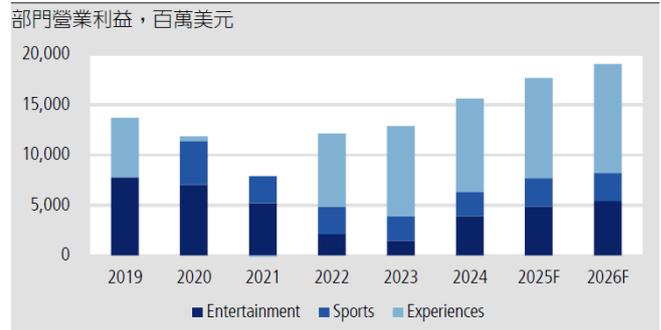

資料來源：公司資料；凱基

**圖 7：季營收及年增率**

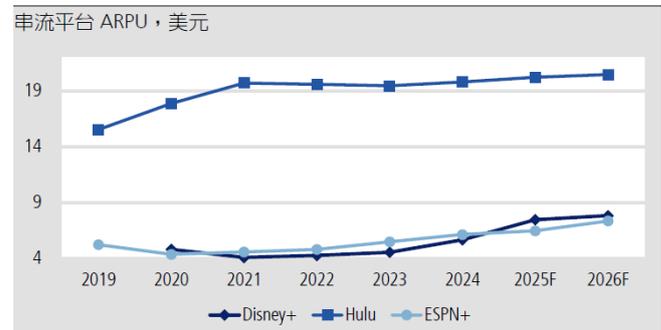

資料來源：公司資料；凱基

**圖 9：季每股盈餘及年增率**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 11：部門營業利益**


資料來源：彭博；凱基

**圖 13：Disney 旗下各串流平台 ARPU**


資料來源：公司資料；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](http://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。