

## Disney (DIS.US/DIS US)

### 2Q26 財報亮眼，DTC 獲利首次超越有線電視

#### 增加持股·維持

收盤價 May 6 (US\$)	108.06
3 個月目標價 (US\$)	115.0
12 個月目標價 (US\$)	136.0
前次目標價 (US\$)	118.0
調升 (%)	15.3
上漲空間 (%)	25.9

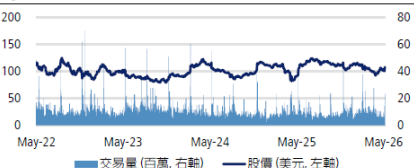
#### 焦點內容

- 2Q26 財報優於預期，營業利益 37.89 億美元、YoY+8.1%，大幅優於市場預期 12%。財報亮點為 DTC 獲利加速成長，並且營益率首次突破 10%。
- 進入樂園旺季、DTC 擴利加速成長、多項強勢 IP 新作發布，凱基將 2026 年 EPS 由上修 2026 年 EPS 由 6.6 元上修至 6.77 元。

#### 交易資料/表

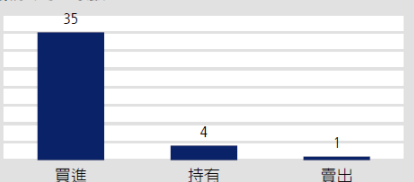
市值: (US\$bn)	187.6
流通在外股數 (百萬股):	1,737
機構持有比例 (%):	72.2
3M 平均成交量 (百萬股):	10.3
52 週股價 (低\高) (US\$):	92.2-124.7
<b>股價表現</b>	<b>3M</b> <b>6M</b> <b>12M</b>
絕對表現 (%)	(0.6) (2.4) 5.8
相對表現 (%)	(6.8) (11.9) (24.9)

#### 股價圖



#### 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)	77	132	164
潛在報酬 (%)	(28.7)	21.8	51.8

資料來源: Bloomberg

#### 重要訊息

迪士尼 2Q26 調整稀釋後 EPS 為 1.57 元，營業利益優於預期 12%。

#### 評論及分析

2Q26 財報優於預期，DTC 獲利加速成長。2Q26 財年營收 251.7 億美元、YoY+6.5%，營業利益 37.89 億美元、YoY+8.1%，調整稀釋後 EPS 1.57 元、YoY+8.3%。本次財報優於公司指引及市場共識，營業利益高於市場共識 12.1%，EPS 則大致符合預期。成長主要來自 DTC 營益率擴張加速、巴黎迪士尼新開幕之冰雪奇緣世界、DCL 郵輪 3M26 新船投入營運。DTC 為本次財報最大亮點，2Q26 貢獻獲利大幅成長至 5.82 億美元、YoY+88%，且營益率達 10.6%，首次突破 10% 門檻，成長來自漲價、訂閱人數增加。

旺季效應及大片上映，2H26 獲利成長將加速。公司提出 3Q26 財測，預計部門營業利益將成長至 53 億美元、YoY+15.8%。同時將 2026 年調整稀釋後 EPS 上修至 6.76 元、YoY+16%。我們認為 2H26 迪士尼獲利將顯著優於 1H26，基於 1.)DTC 營益率正加速提升，貢獻獲利將大幅成長、2.)3Q26 進入樂園旺季，且具低基期優勢、3.)2H26 將有多檔強勢 IP 新作於串流平台及院線上映，包括玩具總動員、星際大戰、復仇者聯盟、冰原歷險記等，有利版權收入及 DTC 訂戶增加。我們上修迪士尼財務預估，3Q26 營業利益上修至 46 億美元、YoY+31.2%，EPS 為 1.84 元；2026 年營業利益上修至 165.2 億元、YoY+19.4%，EPS 為 6.77 元。

#### 投資建議

本次迪士尼財報表現亮眼，尤其 DTC 獲利加速成長，且是首次貢獻獲利超越有線電視。DTC 貢獻獲利比重將由 2025 年之 7.6% 快速提升，預估 2026-27 年 DTC 貢獻獲利比重將分別提升至 14.8%、19.4%。除帶動獲利提升外，評價也可望 re-rating。凱基維持迪士尼「增加持股」投資評等，目標價由 118 元調升至 136 元，基於過去三年歷史本益比區間中緣 20 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、有線電視業務衰退加速。

#### 主要財務數據及估值

	Sep-22A	Sep-23A	Sep-24A	Sep-25A	Sep-26F	Sep-27F
營業收入 (US\$百萬)	83,745	88,898	91,361	94,425	102,096	106,147
營業利益 (US\$百萬)	6,533	5,100	11,914	13,832	16,515	18,072
EBITDA (US\$百萬)	11,696	10,469	17,175	19,418	21,770	23,309
調整後母公司稅後淨利 (US\$百萬)	6,475	6,923	9,195	10,789	12,037	13,332
調整後稀釋每股盈餘 (US\$)	3.53	3.78	4.97	5.93	6.77	7.69
營業收入成長率 (%)	6.5	6.2	2.8	3.4	8.1	4.0
每股盈餘成長率 (%)	(11.5)	7.0	31.7	19.2	14.2	13.7
營業利益率 (%)	17.8	5.7	13.0	14.6	16.2	17.0
EBITDA margin (%)	20.7	11.8	18.8	20.6	21.3	22.0
淨負債比率 (%)	1.2	1.6	13.1	淨現金	淨現金	淨現金
股東權益報酬率 (%)	3.4	3.1	4.1	4.8	5.3	5.9

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

**圖 1：2Q26 及 3Q26 財務預估暨市場共識比較表**

百萬元	2Q26						3Q26					
	實際值	凱基預估	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	調整後	調整前	差異 (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	25,168	24,730	1.8	6.5	25,637	(1.8)	25,457	23,793	7.0	7.6	25,435	0.1
營業利益	3,789	3,533	7.2	8.1	3,379	12.1	4,600	4,238	8.5	26.2	4,345	5.9
稅前淨利	3,367	3,233	4.1	9.1	3,500	(3.8)	4,300	3,959	8.6	33.9	4,356	(1.3)
調整後母公司稅後淨利	2,822	2,594	8.8	6.6	2,783	1.4	3,246	3,056	6.2	11.7	3,273	(0.8)
調整稀釋每股盈餘 (元)	1.57	1.45	8.3	8.4	1.55	1.2	1.84	1.72	6.9	14.3	1.87	(1.4)
營業利益率 (%)	15.1	14.3	0.8 ppts	0.2 ppts	13.2	1.9 ppts	15.1	17.8	(2.8) ppts	(0.4) ppts	17.1	(2.0) ppts
淨利率 (%)	11.2	10.5	0.7 ppts	0.0 ppts	10.9	0.4 ppts	11.2	12.8	(1.6) ppts	(1.1) ppts	12.9	(1.7) ppts

資料來源：Disney、VisibleAlpha、KGI

註：Disney 財年止於 9 月

**圖 2：2026 財務預估暨市場共識比較表**

百萬元	2026F						
	調整後	調整前	差異 (%)	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)
營收	102,096	101,093	1.0	8.1	-	102,030	0.1
營業利益	16,515	15,873	4.0	19.4	-	16,396	0.7
稅前淨利	15,311	14,791	3.5	27.6	-	15,522	(1.4)
調整後母公司稅後淨利	12,037	11,671	3.1	11.6	-	12,111	(0.6)
調整稀釋每股盈餘 (元)	6.77	6.60	2.5	14.2	6.76	6.85	(1.2)
營業利益率 (%)	16.2	15.7	0.5 ppts	1.5 ppts	-	16.1	0.1 ppts
淨利率 (%)	11.8	11.5	0.2 ppts	0.4 ppts	-	11.9	(0.1) ppts

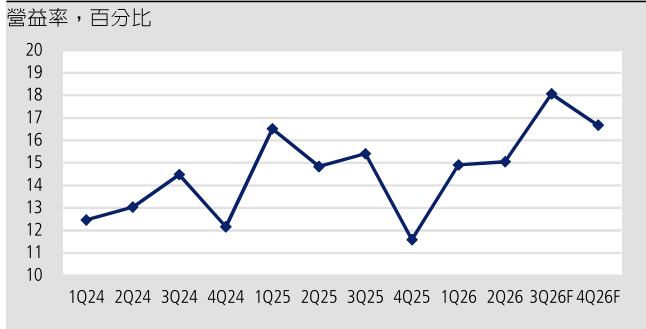
資料來源：Disney、VisibleAlpha、KGI

註：Disney 財年止於 9 月

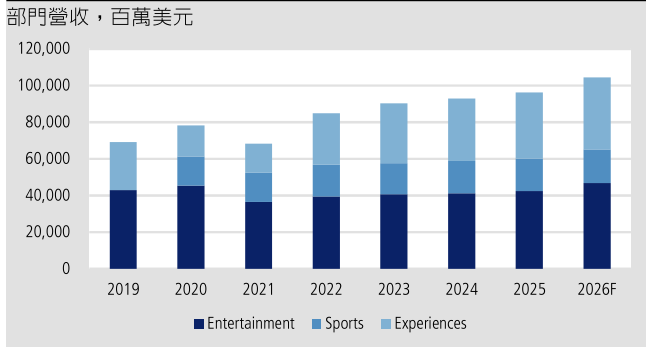
**圖 3：公司概況**

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 2025 財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。

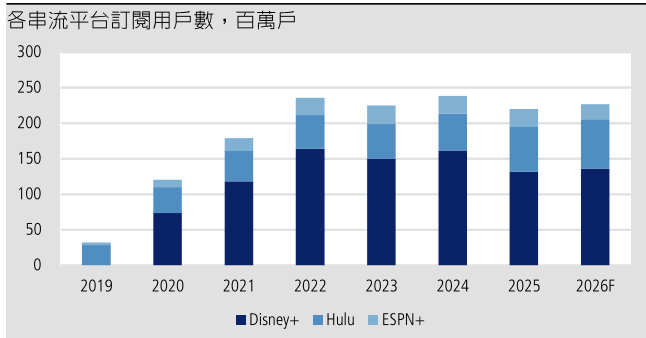
資料來源：公司資料；凱基

**圖 5：季營益率**


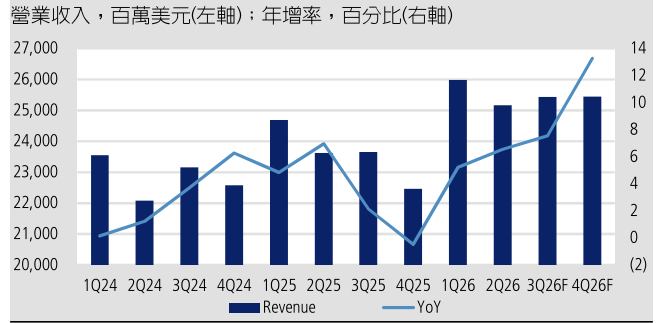
資料來源：公司資料；凱基

**圖 7：部門營收**


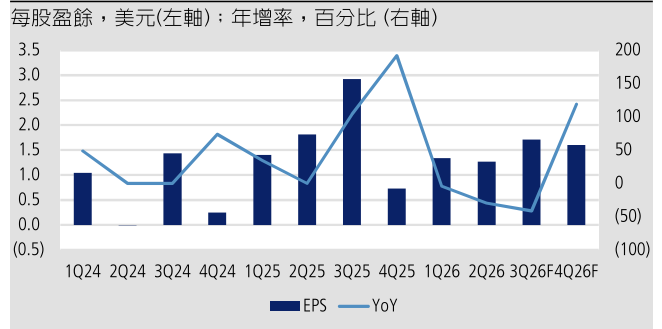
資料來源：公司資料；凱基

**圖 9：Disney 旗下各串流平台訂閱用戶數**


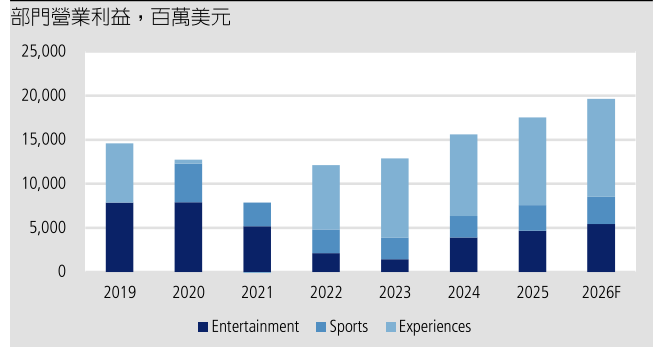
資料來源：公司資料；凱基

**圖 4：季營收及年增率**


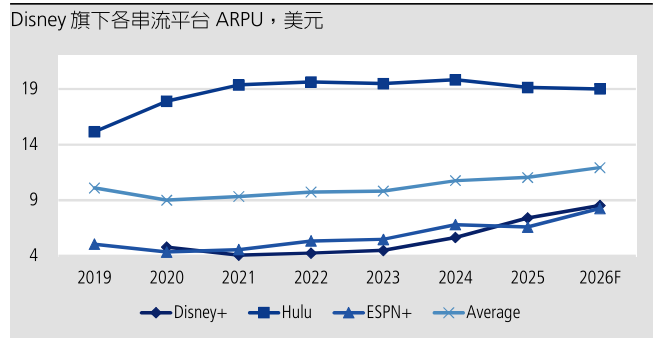
資料來源：公司資料；凱基

**圖 6：季每股盈餘及年增率**


資料來源：公司資料；凱基

**圖 8：部門營業利益**


資料來源：彭博；凱基

**圖 10：Disney 旗下各串流平台 ARPU**


資料來源：公司資料；凱基

**Disney – 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](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。