

## Disney (DIS.US/DIS US)

### 短期逆風無妨長期成長

#### 增加持股・維持

|                        |        |
|------------------------|--------|
| 收盤價 November 17 (US\$) | 105.69 |
| 3 個月目標價 (US\$)         | 112.27 |
| 12 個月目標價 (US\$)        | 132.00 |
| 前次目標價 (US\$)           | 138.00 |
| 調降 (%)                 | -4.3   |
| 上漲空間 (%)               | 24.9   |

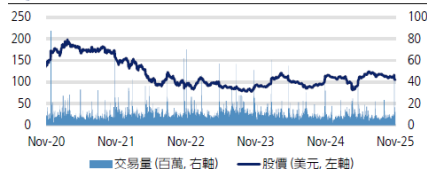
#### 焦點內容

- 院線發行高基期及有線電視業務衰退，4Q25 獲利低於預期。
- 體驗部門年度營收達成百億門檻，DCL 及樂園擴張為長期成長動能。
- 高基期及認列院線發行費用，預期 1Q26 獲利將衰退。

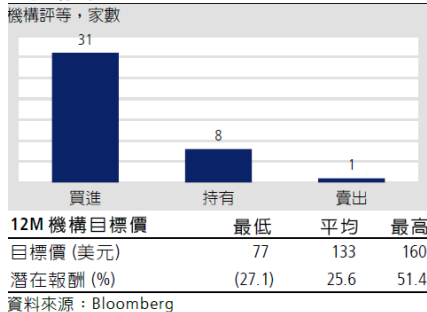
#### 交易資料/表

|                        |            |        |        |
|------------------------|------------|--------|--------|
| 市值: (US\$bn)           | 188.7      |        |        |
| 流通在外股數 (百萬股):          | 1,785      |        |        |
| 機構持有比例 (%):            | 78.8       |        |        |
| 3M 平均成交量 (百萬股):        | 8.7        |        |        |
| 52 週股價 (低 \ 高) (US\$): | 80.1-124.7 |        |        |
| 股價表現                   | 3M         | 6M     | 12M    |
| 絕對表現 (%)               | (9.3)      | (6.8)  | (6.9)  |
| 相對表現 (%)               | (12.8)     | (18.8) | (20.1) |

#### 股價圖



#### 市場綜合評等



#### 重要訊息

迪士尼 4Q25 調整稀釋後 EPS 為 1.11 元，低於預期。

#### 評論及分析

**院線發行高基期及有線電視業務衰退，4Q25 獲利低於預期。**迪士尼 4Q25 營收 224.6 億美元、YoY+0%，營業利益 34.8 億美元、YoY-5%，調整稀釋後 EPS 1.11 元、YoY-3%，低於市場共識之 1.3 元。獲利衰退主要來自娛樂部門的院線發行高基期以及有線電視業務持續衰退，其中 DTC 訂閱用戶季增 6.5%至 1.96 億戶，優於市場預期，為本季營運亮點。

**體驗部門年度獲利達成百億門檻，DCL 及樂園擴張為長期成長動能。**2025 年度為體驗部門獲利首次突破百億元門檻。11M25 及 3M26 將各有一艘 DCL 新船下水，總船隊將由 6 艘成長至 8 艘，預估 DCL 於 2026 年營收貢獻可達 32 億元。另外，迪士尼 2023 年宣布之十年 60 億美元資本支出仍如火如荼進行中，包括 DCL 船隊持續擴張(預計於 2030 前擴張至 13 艘)、阿布達比新建樂園計畫、既有樂園擴建等，均將支持迪士尼長期營運成長。

**高基期及認列院線發行費用，預期 1Q26 獲利將衰退。**本次財報公司對於 1Q26 娛樂部門提供較為保守的指引，受限於多項影響，包括 1.)高基期、2.)《阿凡達：火與灰》(Avatar: Fire and Ash) 將上映發行，需認列高成本及行銷費用，預計約 4 億美元、3.)較低的政治廣告收入，預計將減少約 1.4 億美元、4.)Star India 售出後相較 1Q25 減少之營業利潤，約 7300 萬美元等。我們預估 1Q26 EPS 將衰退 14.5%至 1.51 元。

#### 投資建議

4Q25 財報低於預期，1Q26 獲利預期將衰退，迪士尼短期營運面臨逆風，不過我們認為長期營運成長動能未變。公司對於 2026 年財測展望正向，預估調整稀釋後 EPS 將年增達雙位數，我們預期成長將自 2Q26 開始。凱基維持迪士尼「增加持股」投資評等，基於短期逆風將壓抑評價，目標價由 138 元下調至 132 元，基於過去三年歷史本益比區間中下緣 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。

#### 主要財務數據及估值

|                     | Sep-22A | Sep-23A | Sep-24A | Sep-25A | Sep-26F |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入 (US\$百萬)       | 83,745  | 88,898  | 91,361  | 94,425  | 100,669 |
| 營業利益 (US\$百萬)       | 6,533   | 8,992   | 11,914  | 13,832  | 15,790  |
| EBITDA (US\$百萬)     | 11,696  | 14,361  | 17,175  | 19,418  | 21,844  |
| 調整後母公司稅後淨利 (US\$百萬) | 6,475   | 6,923   | 9,195   | 10,789  | 11,824  |
| 調整後稀釋每股盈餘 (US\$)    | 3.53    | 3.78    | 4.97    | 5.93    | 6.58    |
| 營業收入成長率 (%)         | 6.5     | 6.2     | 2.8     | 3.4     | 6.6     |
| 每股盈餘成長率 (%)         | (11.5)  | 7.0     | 31.7    | 19.2    | 11.0    |
| 營業利益率 (%)           | 17.8    | 10.1    | 13.0    | 14.6    | 15.7    |
| EBITDA margin (%)   | 20.7    | 16.2    | 18.8    | 20.6    | 21.7    |
| 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     | 4.1     | 4.8     | 5.2     |

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

圖 1：1Q26 及 2026 財務預估暨市場共識比較表

| 百萬元          | 1Q26   |           |        |           | 2026F   |         |         |           |
|--------------|--------|-----------|--------|-----------|---------|---------|---------|-----------|
|              | 凱基預估   | YoY (%)   | 市場共識   | 差異 (%)    | 凱基預估    | YoY (%) | 市場共識    | 差異 (%)    |
| 營收           | 25,548 | 3.5       | 25,637 | (0.4)     | 100,669 | 6.6     | 100,919 | (0.2)     |
| 營業利益         | 3,721  | (8.7)     | 3,379  | 10.1      | 15,790  | 14.2    | 16,402  | (3.7)     |
| 稅前淨利         | 3,121  | (14.7)    | 3,500  | (10.8)    | 14,530  | 21.1    | 14,946  | (2.8)     |
| 調整後母公司稅後淨利   | 2,714  | (15.6)    | 2,783  | (2.5)     | 11,824  | 9.6     | 11,782  | 0.4       |
| 調整稀釋每股盈餘 (元) | 1.51   | (14.5)    | 1.55   | (3.0)     | 6.58    | 11.0    | 6.64    | (0.9)     |
| 營業利益率 (%)    | 14.6   | (2.0) pts | 13.2   | 1.4 pts   | 15.7    | 1.0 pts | 16.3    | (0.6) pts |
| 淨利率 (%)      | 10.6   | (2.4) pts | 10.9   | (0.2) pts | 11.7    | 0.3 pts | 11.7    | 0.1 pts   |

資料來源：Disney、VisibleAlpha、KGI

註：Disney 財年止於 9 月

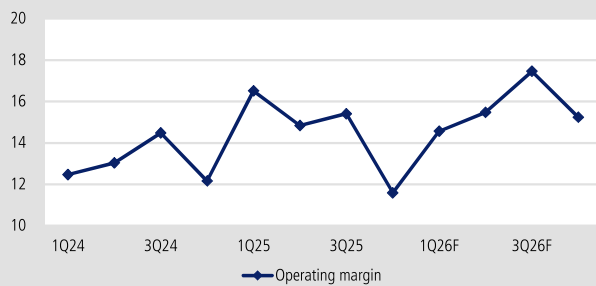
圖 2：公司概況

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 4：季營益率

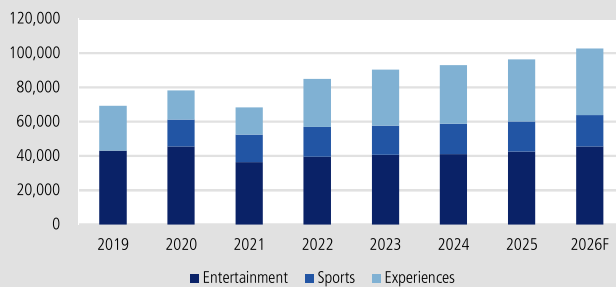
營益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：部門營收

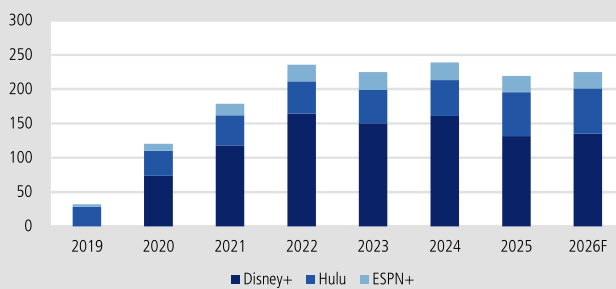
部門營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：Disney 旗下各串流平台訂閱用戶數

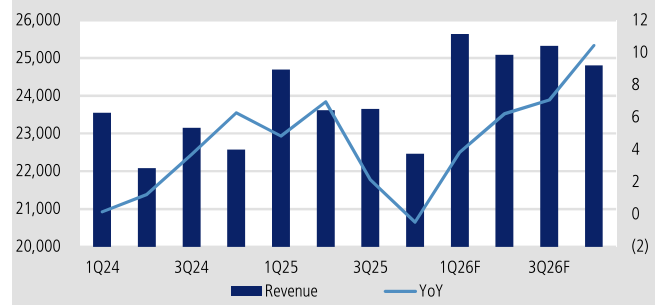
各串流平台訂閱用戶數，百萬戶



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：季營收及年增率

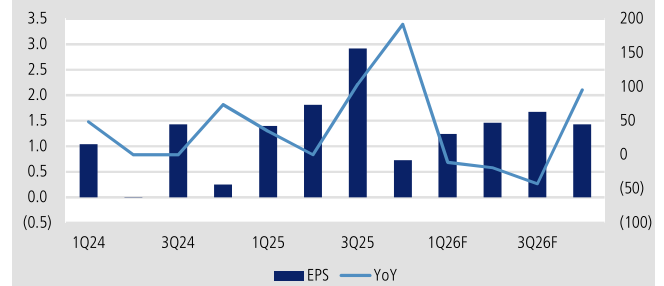
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：季每股盈餘及年增率

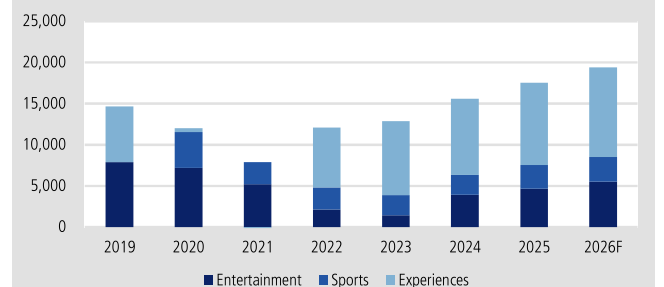
每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：部門營業利益

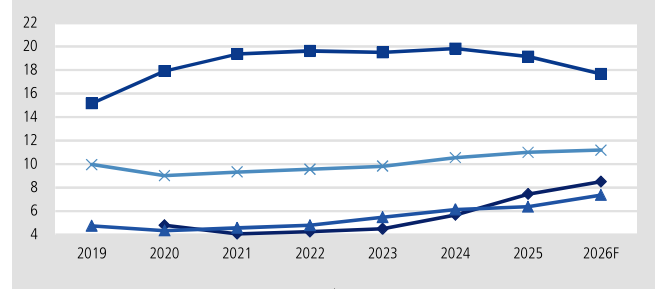
部門營業利益，百萬美元



資料來源：彭博；凱基

圖 9：Disney 旗下各串流平台 ARPU

各串流平台 ARPU，美元



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。