



Disney

(DIS.US/DIS US)

增加持股・維持

收盤價 August 5 (US\$)	101.76
3 個月目標價 (US\$)	110.3
12 個月目標價 (US\$)	136.0
前次目標價 (US\$)	136.0
維持 (%)	-
上漲空間 (%)	33.6

焦點內容

- 3Q26 財報再度優於預期，營業利益成長 24.9%，高於市場預期 10.3%，SVOD 獲利年成長 116%，為本季亮點。
- 電影票房不佳及串流廣告競爭激烈，凱基將 4Q26 EPS 由 1.73 元下修至 1.63 元。

交易資料/表

市值：(US\$bn)	175.7
流通在外股數 (百萬股)：	1,727
機構持有比例 (%)：	88.5
3M 平均成交量 (百萬股)：	10.8
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	92.2-119.8

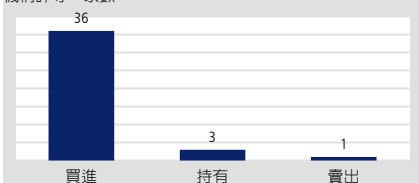
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(5.8)	(6.4)	(11.6)
相對表現 (%)	(10.7)	(17.8)	(33.4)

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)	88	129	160
潛在報酬 (%)	(13.5)	26.5	57.2

資料來源：Bloomberg

SVOD 獲利成長翻倍

重要訊息

迪士尼公布 3Q26 財報，調整稀釋後 EPS 為 2.06 元，營業利益高於市場共識 10.3%。

評論及分析

3Q26 財報亮眼，SVOD 獲利翻倍成長。3Q26 財年營收 252.5 億美元、YoY+7.5%，營業利益 47.6 億美元、YoY+24.9%，稅前淨利 36.5 億美元、YoY+32.5%，調整稀釋後 EPS 2.06 元、YoY+14.8%。財報優於市場共識，營益率 18.9%、YoY+2.5ppts，優於市場共識之 17%。營業利益大幅高於市場共識 10.3%。Disney+ 本季推出多個原創內容反應良好，SVOD 貢獻獲利年成長 116%至 7.12 億美元，並激勵公司宣布將擴大 Disney+ 原創內容投資，預計未來三年原創內容劇集數量將成長三倍。另外，體驗部門獲利 30.2 億美元、YoY+20%，亦優於預期。

電影票房不佳、串流廣告競爭激烈，下修 4Q26 獲利預估。雖然 3Q26 獲利表現超前，不過由於 7 月上映之海洋奇緣真人版票房不佳(製作成本約 2.5 億美元，但全球票房甚至低於成本)，以及串流媒體廣告競爭壓力加劇，我們下修 4Q26 獲利預估，調整稀釋後 EPS 由 1.73 元下修至 1.63 元。同時，我們認為公司警示串流媒體廣告競爭壓力增加，對於全球訂閱用戶滲透率已近 50%，成長敘事更仰賴廣告訂閱的 Netflix(NFLX US)影響更大。

投資建議

樂園奠定營運基礎、SVOD 扮演獲利成長加速器，雖然今年以來股價疲弱，不過迪士尼成長敘事並未改變，財報也連續兩季優於預期。目前股價 101.7 元約交易於 13.8 倍本益比，位於過去四年歷史區間 12.5~24 倍下緣。我們維持對迪士尼正向看法，目標價維持 136 元，改以 2027 年 EPS 及歷史本益比區間中值 18 倍評價計算。

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-23A	Sep-24A	Sep-25A	Sep-26F	Sep-27F
營業收入 (US\$百萬)	88,898	91,361	94,425	101,574	106,301
營業利益 (US\$百萬)	5,100	11,914	13,832	16,484	18,041
EBITDA (US\$百萬)	10,469	17,175	19,418	22,514	24,938
調整後母公司稅後淨利 (US\$百萬)	6,923	9,195	10,789	12,208	12,942
調整後稀釋每股盈餘 (US\$)	3.78	4.96	5.93	6.89	7.55
營業收入成長率 (%)	6.2	2.8	3.4	7.6	4.7
每股盈餘成長率 (%)	7.0	31.3	19.5	16.2	9.7
營業利益率 (%)	5.7	13.0	14.6	16.2	17.0
EBITDA margin (%)	11.8	18.8	20.6	22.2	23.5
淨負債比率 (%)	1.6	13.1	11.7	淨現金	淨現金
股東權益報酬率 (%)	3.1	4.1	4.8	5.4	5.7

資料來源：公司資料；彭博；凱基

圖 1：3Q26 財報及 4Q26 財務預估暨市場共識比較表

百萬元	3Q26						4Q26F					
	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	25,248	25,457	(0.8)	6.8	25,407	(0.6)	25,177	25,491	(1.2)	12.1	25,120	0.2
營業利益	4,760	4,600	3.5	30.6	4,316	10.3	4,060	4,251	(4.5)	56.0	3,609	12.5
稅前淨利	3,645	4,300	(15.2)	13.5	4,199	(13.2)	3,760	3,951	(4.8)	83.9	3,862	(2.6)
調整後母公司稅後淨利	3,621	3,246	11.6	24.6	3,210	12.8	2,826	3,030	(6.7)	39.8	2,866	(1.4)
調整稀釋每股盈餘 (元)	2.06	1.84	12.0	28.0	1.84	11.8	1.63	1.73	(5.7)	46.8	1.65	(1.4)
營業利益率 (%)	18.9	18.1	0.8 ppts	3.4 ppts	17.0	1.9 ppts	15.1	16.7	(1.6) ppts	3.5 ppts	14.4	0.7 ppts
淨利率 (%)	14.3	12.8	1.6 ppts	2.0 ppts	12.6	1.7 ppts	11.2	11.9	(0.7) ppts	2.2 ppts	11.4	(0.2) ppts

資料來源：Disney、VisibleAlpha、KGI

註：Disney 財年止於 9 月

圖 2：2026 及 2027 財務預估暨市場共識比較表

百萬元	2026F						2027F					
	調整後	調整前	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	101,574	102,096	7.6	-	102,030	(0.4)	106,301	4.7	-	105,816	0.5	
營業利益	16,484	16,515	19.2	-	16,396	0.5	18,041	9.4	-	17,665	2.1	
稅前淨利	14,465	15,311	20.5	-	15,522	(6.8)	17,081	18.1	-	16,994	0.5	
調整後母公司稅後淨利	12,208	12,037	13.1	-	12,111	0.8	12,942	6.0	-	12,746	1.5	
調整稀釋每股盈餘 (元)	6.89	6.77	16.2	6.88	6.85	0.5	7.55	9.7	雙位數成長	7.47	1.2	
營業利益率 (%)	16.2	16.2	1.6 ppts	-	16.1	0.1 ppts	17.0	0.7 ppts	-	16.7	0.3 ppts	
淨利率 (%)	12.0	11.8	1.4 ppts	-	11.9	(0.1) ppts	12.2	0.2 ppts	-	12.0	0.1 ppts	

資料來源：Disney、VisibleAlpha、KGI

註：Disney 財年止於 9 月

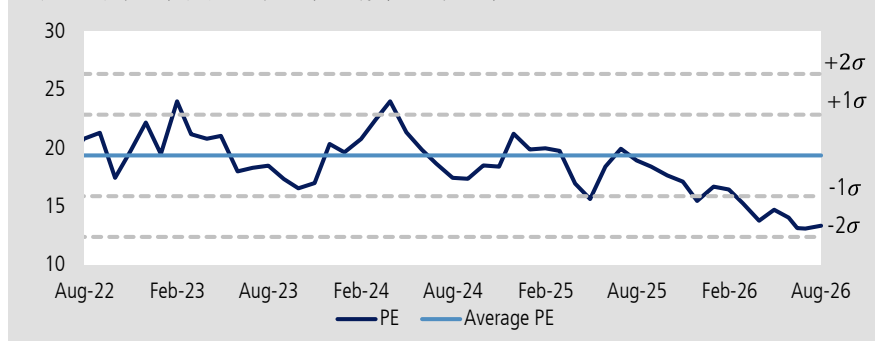
圖 3：Disney 美國串流時佔率維持穩定

類型	平台 \ 月份	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26
串流	Netflix	7.8	8.2	8.4	8.8	9.0	8.3	8.0	8.3	9.0	8.8	8.4	8.2	7.8	8
	YouTube	13.4	13.2	12.7	12.5	12.7	12.9	12.9	12.9	12.7	12.5	12.7	13.2	13.4	13.8
	Disney (Disney+、ESPN+、Hulu SVOD)	5.0	5.3	5.0	4.9	4.7	4.7	4.8	4.7	4.7	4.9	5.0	5.3	5.0	4.9
	Amazon	4.2	3.8	3.9	4.1	4.3	3.8	3.8	3.8	4.3	4.1	3.9	3.8	4.2	4.5
	其他	13.9	14.3	16.0	17.0	15.7	15.5	16.2	17.0	16.8	16.7	18.0	17.1	17.2	17.4
	串流合計	44.3	44.8	46.0	47.3	46.4	45.2	45.7	46.7	47.5	47.0	48.0	47.6	47.6	48.6
衛星電視		20.8	20.1	18.5	18.4	19.1	22.3	22.9	23.2	21.4	21.5	21.7	20.3	19.9	19.3
有線電視		24.5	24.1	23.4	22.2	22.5	22.3	22.2	20.5	20.2	21.2	20	21.4	21.6	20.4
其他		10.3	10.9	12.1	12.1	12.0	10.2	9.1	9.6	10.9	10.3	10.3	10.9	11.0	11.7
全部合計		100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

資料來源：Nielsen

圖 4：本益比評價僅 13.8 倍，位於歷史區間低點

市場共識未來一年本淨比，倍(左軸)；標準差，倍(右軸)



資料來源：Factset

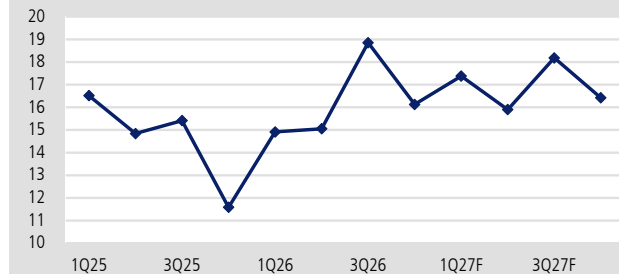
圖 5：公司概況

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 7：季營益率

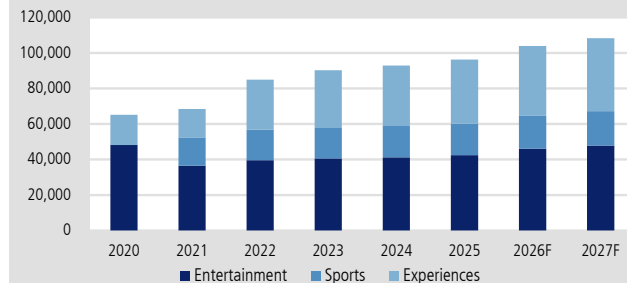
營益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：部門營收

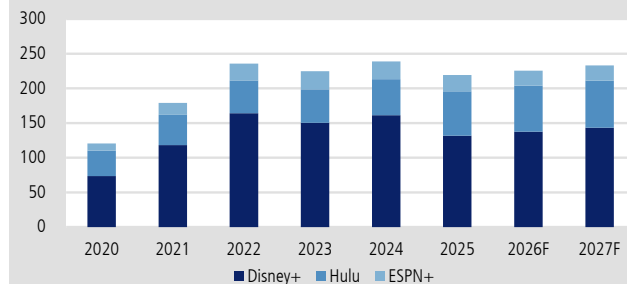
部門營收，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基

圖 11：Disney 旗下各串流平台訂閱用戶數

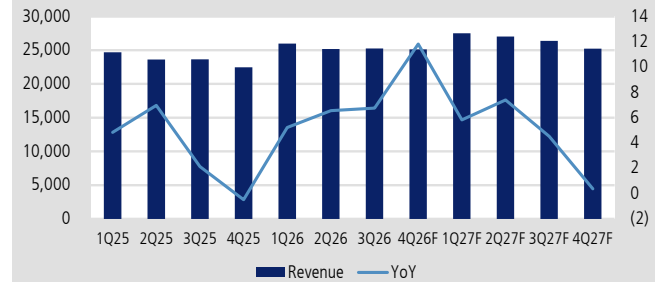
各串流平台訂閱用戶數，百萬戶



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：季營收及年增率

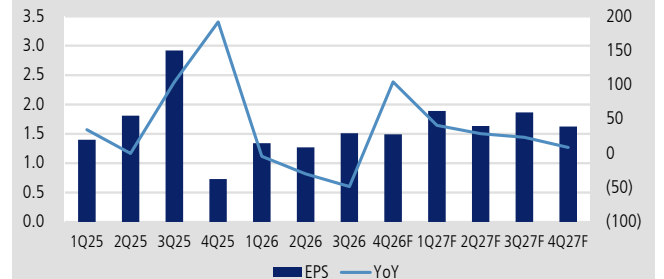
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：季每股盈餘及年增率

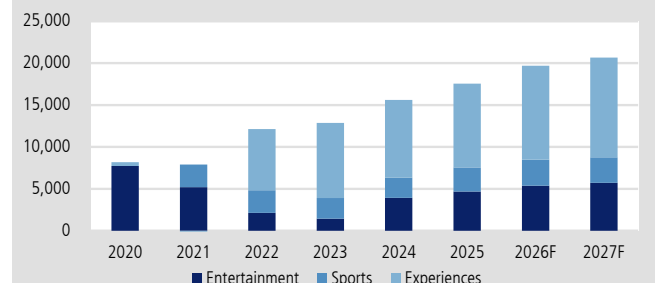
每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 10：部門營業利益

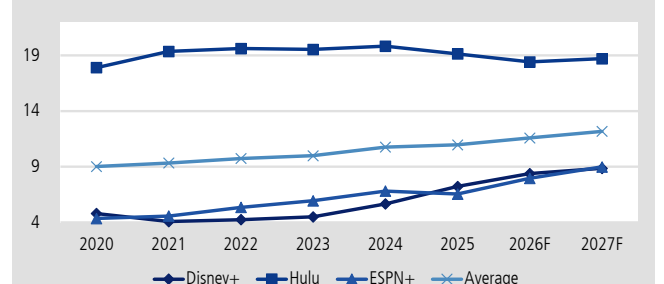
部門營業利益，百萬美元



資料來源：彭博；凱基

圖 12：Disney 旗下各串流平台 ARPU

Disney 旗下各串流平台 ARPU，美元



資料來源：公司資料；凱基

Disney – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2025-06-04	增加持股	130	114
2025-08-06	增加持股	138	118
2025-11-18	增加持股	132	106
2026-02-03	增加持股	118	104
2026-05-07	增加持股	136	108

資料來源：彭博；凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888·傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888·傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888·傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188·傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制 未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。 *總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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内部研究活動。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。