

Disney (DIS.US/DIS US)

獲利將集中於 2H26

增加持股・維持

收盤價 February 2 (US\$)	104.5
3 個月目標價 (US\$)	107.8
12 個月目標價 (US\$)	118.0
前次目標價 (US\$)	132.0
調降 (%)	-10.6
上漲空間 (%)	13.0

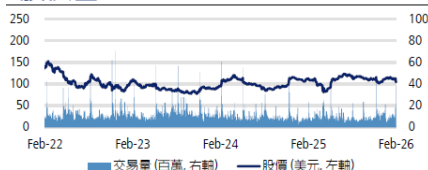
焦點內容

- 1Q26 調整稀釋後 EPS 達 1.63 元，略優於預期，DTC 獲利大幅成長 72%，進入高速成長軌道。
- 多項一次性成本導致 2Q26 財測疲弱低於預期，全年獲利指引仍維持。
- Netflix 對華納兄弟收購案反應 Disney 企業價值遭低估。

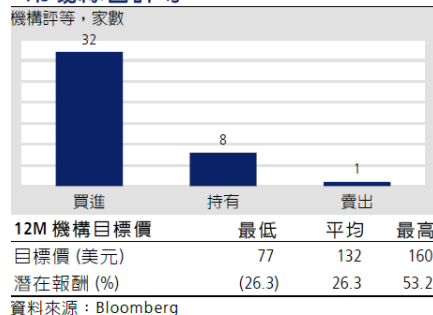
交易資料/表

市值：(US\$bn)	185.0		
流通在外股數 (百萬股)：	1,772		
機構持有比例 (%)：	78.7		
3M 平均成交量 (百萬股)：	11.6		
52 週股價 (低\高) (US\$)：	80.1-124.7		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(6.8)	(10.4)	(8.4)
相對表現 (%)	(8.7)	(22.3)	(24.8)

股價圖



市場綜合評等



重要訊息

迪士尼 1Q26 調整稀釋後 EPS 為 1.63 元，略優於預期。

評論及分析

1Q26 財報略優於預期，DTC 獲利高速成長。迪士尼 1Q26 財年營收 259.8 億美元、YoY+5%，稅前淨利 36.9 億美元、YoY+0.9%，調整稀釋後 EPS 1.63 美元略高於市場共識之 1.55 美元。各部門中仍以體驗部門為主要成長動力，1Q26 利潤成長至 33.1 億美元、YoY+6%。本次財報亮點包括 1.) DTC 業務強勁成長，營業利益成長至 4.5 億美元、YoY+72%、2.) 體驗部門營收首次超過百億美元。

多項一次性成本導致 2Q26 財測疲弱，全年獲利指引仍維持。本次財報公司提出之 2Q26 財測不如市場預期，其中娛樂部門 2Q26 獲利預期年增持平，體驗部門則有多項一次性成本造成獲利成長低於預期，包括預期國內樂園的國際旅客減少、DCL 郵輪 Adventure 號的啟動費用、巴黎迪士尼的冰雪世界開幕成本等。雖然 2Q26 財測疲弱，公司仍維持 2026 全年獲利成長雙位數的指引不變，隱含獲利將更集中於下半年。

Netflix 對華納兄弟收購案反應 Disney 企業價值遭低估。Netflix 於 12M25 正式向華納兄弟(WBD US)提出公開收購，並於 1M26 更新收購條件為每股 27.75 美元，相當於 12.6 倍之 EV/EBITDA 評價。Netflix 收購華納兄弟主要相中其串流平台 HBO MAX 及大量著名 IP。相較華納兄弟，迪士尼 DTC 串流業務訂閱用戶數為華納兄弟之 167%、同樣具備大量著名且歷史悠久之 IP，且更是全球主題樂園的領導者，營運穩健。即使如此，目前迪士尼 EV/EBITDA 評價卻僅有 11.6 倍，我們認為迪士尼價值遭低估。

投資建議

迪士尼昨日公布財報後股價大跌 7.4%，反映了低於預期的 2Q26 財測展望。考量 2026 年獲利展望不變，凱基維持迪士尼「增加持股」投資評等，目標價由 132 元下調至 118 元，基於過去三年歷史本益比區間中下緣 18 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
營業收入 (US\$百萬)	83,745	88,898	91,361	94,425	101,093
營業利益 (US\$百萬)	6,533	5,100	11,914	13,832	15,873
EBITDA (US\$百萬)	11,696	10,469	17,175	19,418	19,763
調整後母公司稅後淨利 (US\$百萬)	6,475	6,923	9,195	10,789	11,671
調整後稀釋每股盈餘 (US\$)	3.53	3.78	4.97	5.93	6.55
營業收入成長率 (%)	6.5	6.2	2.8	3.4	7.1
每股盈餘成長率 (%)	(11.5)	7.0	31.7	19.2	10.5
營業利益率 (%)	17.8	5.7	13.0	14.6	15.7
EBITDA margin (%)	20.7	11.8	18.8	20.6	19.5
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 2Q26 財務預估暨市場共識比較表

百萬元	1Q26					2Q26				
	實際值	凱基預估	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正後	修正前	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	25,981	25,548	0.1	25,637	1.3	24,730	25079	4.7	25,050	(1.3)
營業利益	3,875	3,721	4.0	3,379	14.7	3,533	3882	0.8	3,820	(7.5)
稅前淨利	3,693	3,121	4.0	3,500	5.5	3,233	3662	4.7	3,490	(7.4)
調整後母公司稅後淨利	2,939	2,714	9.8	2,783	5.6	2,594	2919	(2.0)	2,737	(5.2)
調整稀釋每股盈餘 (元)	1.63	1.51	11.0	1.55	5.1	1.45	1.62	0.3	1.56	(6.8)
營業利益率 (%)	14.9	14.6	0.6 ppts	13.2	1.7 ppts	14.3	15.5 ppts	(0.6) ppts	15.2	(1.0) ppts
淨利率 (%)	11.3	10.6	1.1 ppts	10.9	0.5 ppts	10.5	11.6 ppts	(0.7) ppts	10.9	(0.4) 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					
	修正後	修正前	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)
營收	101,093	100,669	7.1	-	101,611	(0.5)
營業利益	15,873	15,790	14.8	-	16,140	(1.6)
稅前淨利	14,791	14,530	23.2	-	14,892	(0.7)
調整後母公司稅後淨利	11,671	11,824	8.2	-	11,620	0.4
調整稀釋每股盈餘 (元)	6.6	6.58	10.5	雙位數成長	6.63	(1.1)
營業利益率 (%)	15.7	15.7	1.1 ppts	-	15.9	(0.2) ppts
淨利率 (%)	11.5	11.7	0.1 ppts	-	11.4	0.1 ppts

資料來源：Disney、VisibleAlpha、KGI

註：Disney 財年止於 9 月

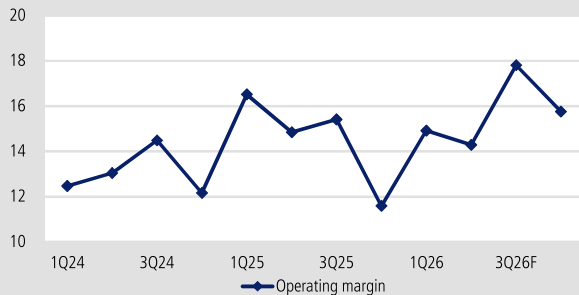
圖 3：公司概況

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

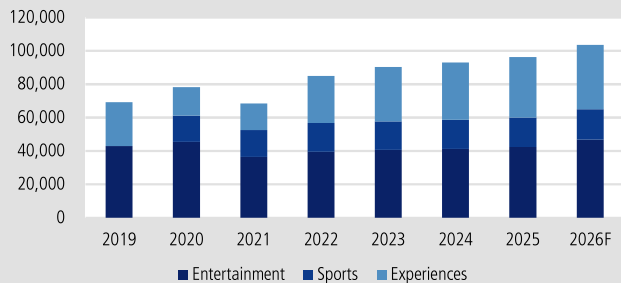
營益率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：部門營收

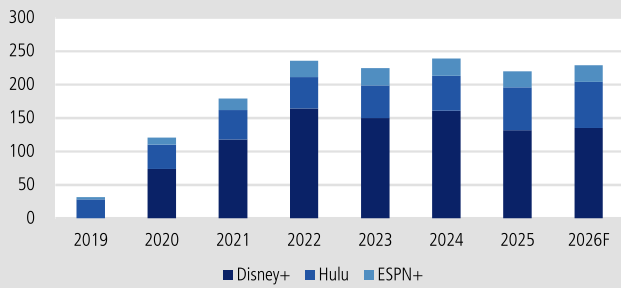
部門營收，百萬美元



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

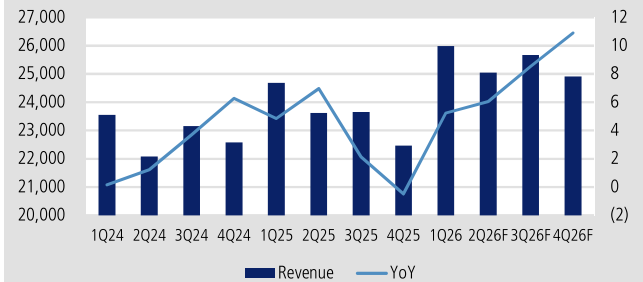
各串流平台訂閱用戶數，百萬戶



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：季營收及年增率

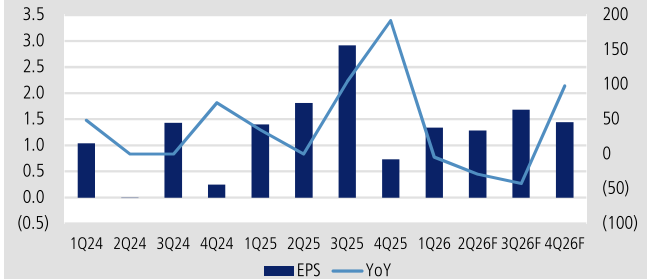
營業收入，百萬美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：季每股盈餘及年增率

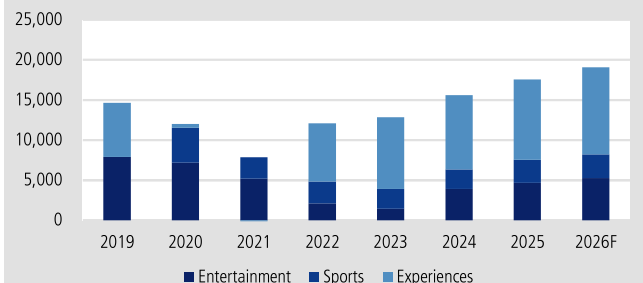
每股盈餘，美元(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：部門營業利益

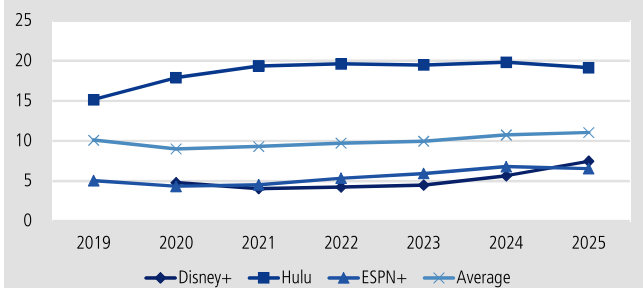
部門營業利益，百萬美元



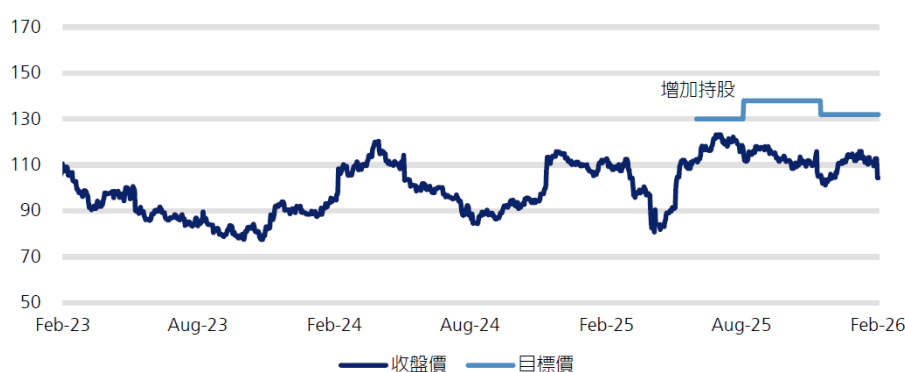
資料來源：彭博；凱基

圖 10：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 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。