

Disney (DIS.US/DIS US)

布局全年齡層娛樂內容

增加持股・維持

收盤價 August 6 (US\$)	115.17
3 個月目標價 (US\$)	120.88
12 個月目標價 (US\$)	138.00
前次目標價 (US\$)	130.00
調升 (%)	6.2
上漲空間 (%)	19.8

焦點內容

- 雖有線電視業務大幅衰退，不過重點是串流娛樂及體驗部門則保持成長，3Q25 財報優於預期
- 整合 Hulu 及 Disney+、與 NFL 達成合作協議，娛樂內容由家庭取向提升至全年齡層，擴大娛樂內容競爭力

交易資料/表

市值: (US\$bn)	207.1
流通在外股數 (百萬股):	1,798
機構持有比例 (%):	76.2
3M 平均成交量 (百萬股):	9.9
52 週股價 (低\高) (US\$):	80.1-124.7

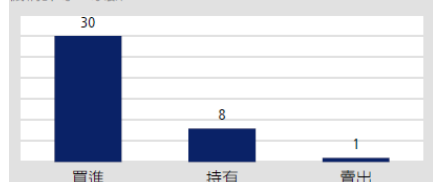
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	12.8	3.9	34.0
相對表現 (%)	0.1	(1.4)	11.9

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)	79	132	152
潛在報酬 (%)	(31.4)	14.6	32.0

資料來源: Bloomberg

重要訊息

公司於 8/6 公布 2025 財年第三季財報，單季稀釋後 EPS 為 2.92 元，扣除一次性調整後 EPS 為 1.61 元，優於預期。

評論及分析

串流娛樂及體驗部門持續成長，3Q25 財報優於預期。迪士尼 3Q25 營收 236.5 億元、YoY+2.1%，營業利益 36.45 億元、YoY+8.7%，扣除一次性調整 EPS 為 1.61 元，優於預期。雖然本季度有線電視業務獲利大幅衰退 28%，不過成長的重點業務包括 DTC 及體驗部門則略優於預期，其中 Disney+ 及 Hulu 訂閱用戶成長至 1.83 億戶、QoQ+1%，DTC 貢獻獲利 3.46 億元、較去年由虧轉盈，優於預期。

整合 Hulu 及 Disney+、與 NFL 達成合作協議，擴大娛樂內容競爭力。Disney 目前正將 Hulu 整合進 Disney+ 訂閱中，以取代現有 Disney+ 內主打非兒童取向之 Star 品牌，預計 4Q25 將完成全球範圍整合。另外，日前公司宣布旗下體育頻道 ESPN 將以 10% 股份向 NFL 收購 NFL Network 及其媒體資產，並達成一系列包括擴大 NFL 轉播權、ESPN+ 訂閱用戶可網綁訂閱 NFL+Premium 等協議。我們看好迪士尼整合旗下各年齡層內容及擴張運動領域之策略，可將其娛樂內容由家庭取向擴大至全年齡層並提升競爭力。

投資建議

本次財報 DTC 訂閱會員數及貢獻獲利均保持成長，而代表實體消費的體驗部門在消費者信心疲弱的第二季度亦保持營收獲利成長，顯示公司對經濟風險具有一定防禦屬性。展望未來，與 NFL 簽署一系列合作協議、公司持續整合各年齡層內容、2H25 迪士尼郵輪規模將由 6 艘擴張至 8 艘等，均將支持迪士尼中長期營運成長。我們維持對於迪士尼正面看法，維持「增加持股」投資評等，並將目標價由 130 元上調至 138 元，基於過去三年歷史本益比區間 18-28 倍中緣 23 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	94,602	99,866
營業利益 (US\$百萬)	6,533	5,196	11,914	14,107	17,317
EBITDA (US\$百萬)	11,696	10,565	17,175	19,542	22,057
母公司稅後淨利 (US\$百萬)	3,553	3,390	4,972	12,722	10,680
稀釋每股盈餘 (US\$)	1.75	1.29	2.71	7.04	5.96
營業收入成長率 (%)	6.5	6.7	2.8	3.5	5.6
每股盈餘成長率 (%)	(11.5)	20.7	110.1	159.6	(15.3)
營業利益率 (%)	17.8	20.6	13.0	14.9	17.3
EBITDA margin (%)	20.7	22.8	18.8	20.7	22.1
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	4.5	11.5	9.6

資料來源: 公司資料; 彭博; 凱基

圖 1：3Q25 財報調整表及 4Q25 財務預估暨市場共識比較表

百萬元	3Q25						4Q25F				
	實際值	凱基預估	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	修正前	修正後	YoY (%)	市場共識	差異 (%)
營收	23,650	23,636	0.1	2.1	23,636	0.0	22,950	22641	0.3	22,762	(0.5)
營業利益	3,645	3,559	4.0	8.7	3,592	(0.9)	2,705	2877.7	4.8	3,115	(7.6)
稅前淨利	3,211	3,199	4.0	3.8	3,327	(3.8)	2,345	2277.7	140.3	2,453	(7.2)
母公司稅後淨利	5,262	2,299	60.7	100.8	2,359	(2.5)	1,658	1630.7	254.5	1,640	(0.6)
稀釋每股盈餘 (元)	2.92	1.27	61.3	104.2	1.31	(3.1)	0.92	0.91	262.1	0.91	(0.6)
營業利益率 (%)	15.4	15.1	0.6 ppts	0.9 ppts	15.2	0.2 ppts	11.8	12.7 ppts	0.6 ppts	13.7	(1.0) ppts
淨利率 (%)	22.2	9.7	8.4 ppts	10.9 ppts	10.0	12.3 ppts	7.2	7.2 ppts	5.2 ppts	7.2	(0.0) ppts

資料來源：Disney、VisibleAlpha、KGI

註：Disney 財年止於 9 月

圖 2：2025 及 2026 財務預估暨市場共識比較表

百萬元	2025F						2026F					
	修正前	修正後	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	修正前	修正後	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)
營收	94,897	94,602	3.5	-	94,723	(0.1)	100,352	99,866	5.6	-	100,156	(0.3)
營業利益	13,848	14,107	18.4	-	14,543	(3.0)	15,186	17,317	22.8	-	17,859	(3.0)
稅前淨利	12,291	12,236	61.7	-	12,411	(1.4)	13,746	14,917	21.9	-	15,542	(4.0)
母公司稅後淨利	9,818	12,722	155.9	-	12,731	(0.1)	9,895	10,680	(16.1)	-	10,812	(1.2)
稀釋每股盈餘 (元)	5.39	7.04	159.6	5.85(調整後)	7.04	(0.0)	5.48	5.96	(15.3)	-	6.04	(1.3)
營業利益率 (%)	14.6	14.9	1.9 ppts	-	15.4	(0.4) ppts	15.1	17.3	2.4 ppts	-	17.8	(0.5) ppts
淨利率 (%)	10.3	13.4	8.0 ppts	-	13.4	0.0 ppts	9.9	10.7	(2.8) ppts	-	10.8	(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 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 5：季營益率

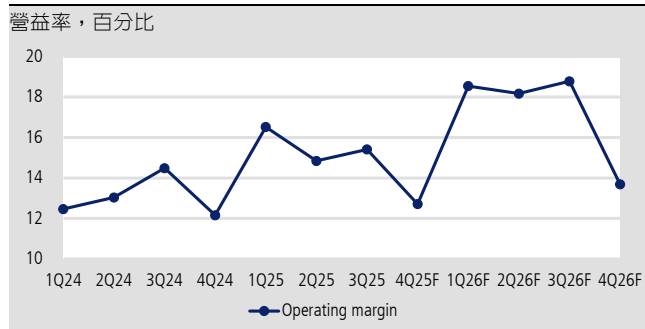


圖 7：部門營收

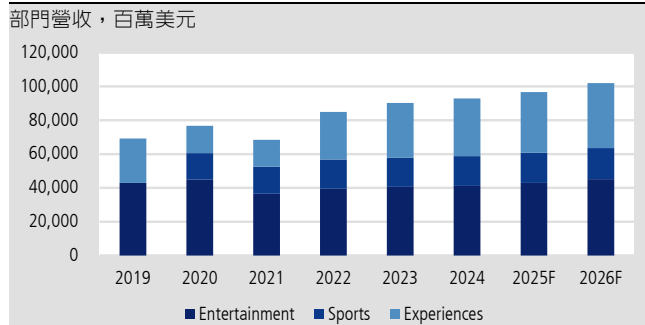


圖 9：Disney 旗下各串流平台訂閱用戶數

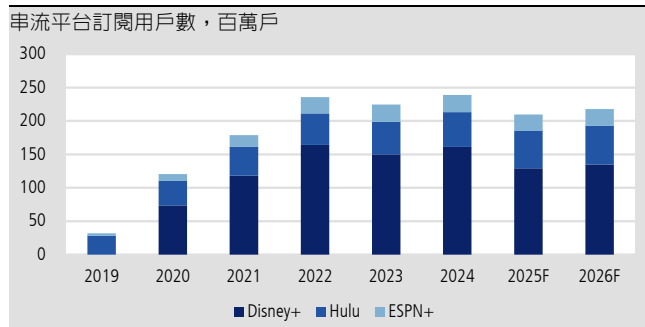


圖 4：季營收及年增率

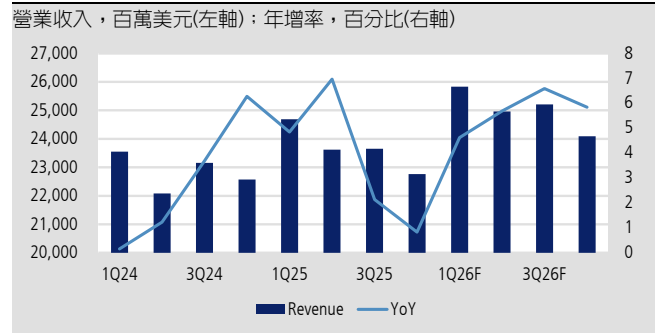


圖 6：季每股盈餘及年增率

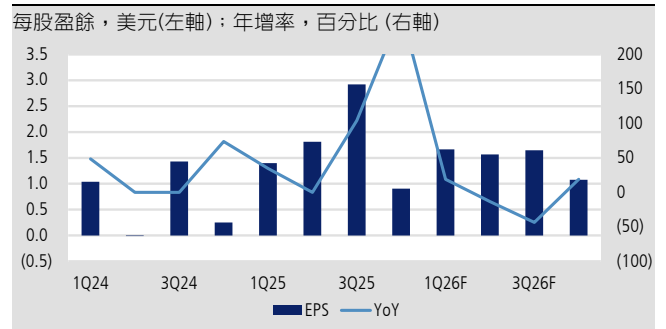


圖 8：部門營業利益

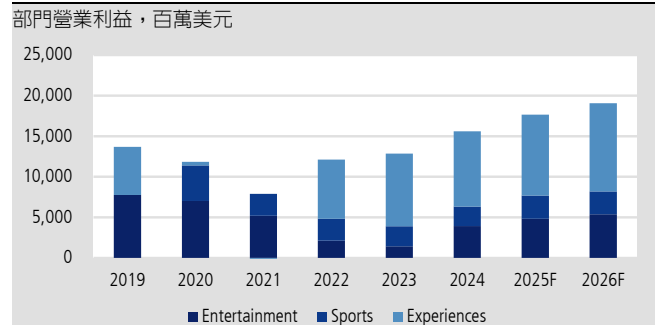
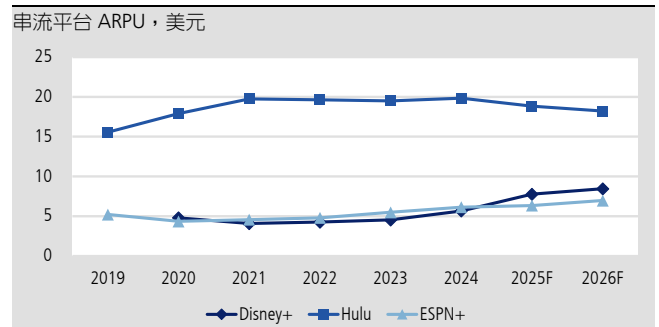
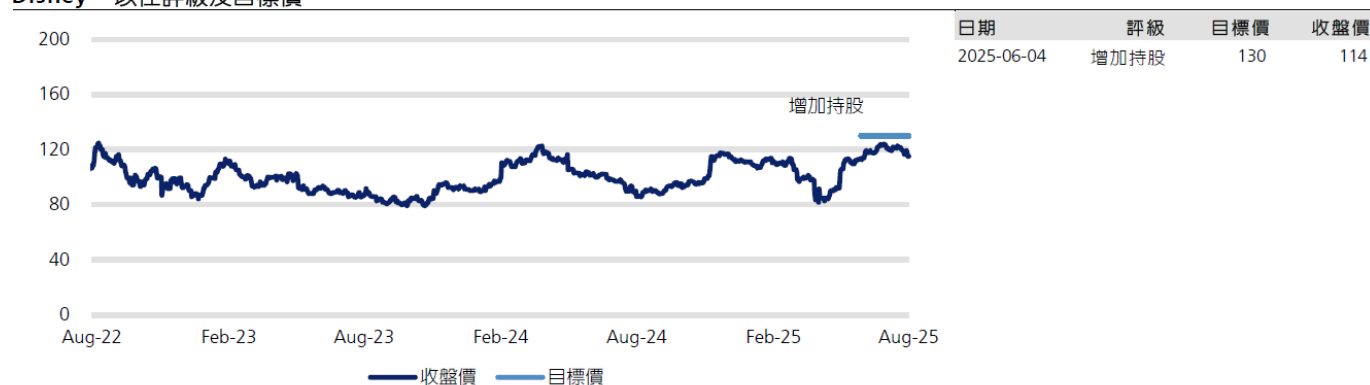


圖 10：Disney 旗下各串流平台 ARPU



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。