



〔投資研究報告〕

2026/5/19

迪士尼估值仍低估串流轉盈

目錄

- 一、 估值折價：傳統媒體陰影仍壓住平台價值
- 二、 串流轉盈：Disney+ 已證明獲利，ESPN 是主要壓力源
- 三、 體驗現金流：價格權仍在，量的基礎需要驗證
- 四、 智慧財產循環：既有 IP 飛輪強，原創能力仍需證明
- 五、 重估條件

從媒體折價，回到全球智慧財產消費平台定價

2026/5/19 新光投顧

迪士尼對台灣投資人並不陌生，但作為上市公司，它已經不能只用「動畫、電影、樂園」理解。現階段的迪士尼，是一個橫跨串流、電影、電視內容、體育媒體、主題樂園、郵輪、授權商品與遊戲合作的全球智慧財產變現平台。米老鼠、漫威、星際大戰、皮克斯、迪士尼公主與動物方城市等資產，財務價值來自多層次變現：院線票房、串流觀看、樂園設施、郵輪體驗、授權商品、遊戲互動與廣告流量。

2026 財年第二季財報提供重新檢視其戰略執行的時間節點。迪士尼董事會在 2026 年 2 月公告，Josh D' Amaro 於 3 月 18 日接任執行長，接替 Robert Iger；Dana Walden 同日成為總裁暨首席創意長。D' Amaro 先前負責 Disney Experiences，該部門在 2025 財年營收達 360 億美元，並主導迪士尼體驗事業擴張；這使資本配置、內容投資、串流獲利與體驗事業報酬率之間的連動，成為新階段的核心觀察項目。

第二季數字提供了估值重評的基礎。迪士尼第二季營收 251.68 億美元，年增 7%；總分部營業利益 46.03 億美元，年增 4%；調整後每股盈餘 1.57 美元，年增 8%；公司並預期 2026 財年調整後每股盈餘在排除第 53 週影響後成長約 12%，若包含第 53 週則成長約 16%。以 5 月 18 日收盤價 103.91 美元計算，迪士尼本益比約 16.6 倍，低於 Netflix 約 28.3 倍、可口可樂約 25.5 倍、麥當勞約 23.3 倍、好市多約 56.0 倍、沃爾瑪約 46.5 倍。

估值折價源於市場尚未將串流獲利、體驗現金流與智慧財產交叉變現能力，從傳統媒體衰退的負面定價中剝離。核心投資假設可以收斂為三項：2026 財年下半年串流維持獲利，體驗事業營業利益保持正成長，自由現金流未被內容投資與樂園資本支出持續侵蝕。三項條件若同步成立，迪士尼仍具備從傳統媒體折價向全球智慧財產消費平台重估的空間。

目錄

- 一、 估值折價：傳統媒體陰影仍壓住平台價值
- 二、 串流轉盈：Disney+ 已證明獲利，ESPN 是主要壓力源
- 三、 體驗現金流：價格權仍在，量的基礎需要驗證
- 四、 智慧財產循環：既有 IP 飛輪強，原創能力仍需證明
- 五、 重估條件

一、 估值折價：傳統媒體陰影仍壓住平台價值

迪士尼目前的折價可拆成三層。首先，線性電視與有線頻道的結構性下行仍壓抑整體倍數。ABC、迪士尼頻道、FX、國家地理與相關電視工作室，面對訂閱費、廣告與觀眾時長向串流轉移的壓力。第二季財報的核心訊號在於，娛樂訂閱與廣告收入中的串流貢獻已經高於線性電視；這代表傳統電視負面定價仍在，但串流變現正在形成對沖。

其次，串流折價尚未完全解除。Disney+ 過去被放在「投入大量內容與行銷換取訂戶規模」的框架下，投資人對內容成本、獲客成本、價格調整後流失率與技術投資保持折價。第二季 Entertainment SVOD 營收年增 13% 至 55 億美元，營業利益由去年同期 3.10 億美元增至 5.82 億美元，營業利率達 10.6%，顯示串流從規模優先轉向獲利優先的路徑正在成形。

第三層折價來自體驗事業。樂園、郵輪與消費品具備優質現金流屬性，但市場仍擔心美國中產消費降級、國際旅客恢復不足、票價上升後需求彈性下降，以及大型資本支出拉長自由現金流回收期。第二季 Experiences 營收約 95 億美元，營業利益約 26.2 億美元，年增約 5%；國內樂園入園人次年減 1%，全球 guest demand 包含郵輪則成長超過 2%。這組數據顯示體驗事業仍有價格權，但量的基礎需要持續檢驗。

估值比較凸顯迪士尼仍被視為混合折價資產。若以消費品牌看，它的倍數低於可口可樂、麥當勞、好市多與沃爾瑪；若以全球串流平台看，它低於 Netflix；若以旅遊體驗看，Experiences 擁有全球稀缺樂園與郵輪資產，卻被整體媒體折價拖累。這個折價具備基本面理由，但 2026 財年第二季已提供重新拆解的條件。

二、串流轉盈：Disney+ 已證明獲利，ESPN 是主要壓力源

迪士尼串流業務的估值重點，已從單純訂戶數轉向營收品質、價格承受度、內容成本與營業利益率。公司在 2026 財年第二季起不再逐季揭露 Disney+、Hulu 與 ESPN+ 的付費訂戶與每戶平均收入，市場需要透過串流營收、營業利益、營業利益率、內容成本與取消率等資料，重新推估平台健康度。

第二季 Entertainment SVOD 的財務轉折具備重大指標意義。營收年增 13%，營業利益達 5.82 億美元，營業利益率達 10.6%；公司並預期 2026 全年 Entertainment SVOD operating margin 至少達 10%。這代表 Disney+ 與 Hulu 的經濟模型已由虧損擴張，轉向以價格、廣告、批發通路與平台整合推升獲利。估值上修的前提，不在於 Disney+ 訂戶是否單季增加，而在於串流營業利益率能否在內容投資恢復後維持正向。

Hulu 全資化提高串流整合彈性，也帶來自由現金流品質檢驗。迪士尼先前已支付 86 億美元以上取得 Hulu 股權，2025 年追加約 4.39 億美元買下 Comcast 剩餘 Hulu 權益，完成對 Hulu 的全資控制；AP 報導指出，交易完成後可推進 Hulu 一般娛樂內容與 Disney+、未來 ESPN 直面消費者產品的更深度整合。全資化後，Disney+、Hulu 與 ESPN 的產品、廣告、內容排程與 bundle 可進一步統一；財務模型上，整合費用、平台技術投資、無形資產攤銷、內容成本重疊與債務成本，仍需從營業利益轉化為自由現金流時單獨檢驗。

ESPN 直面消費者轉型是串流段落的核心風險。ESPN 的傳統獲利模式高度依賴有線電視 bundle 中的 affiliate fees，這些費用由廣泛有線電視用戶共同分攤。轉向直面消費者串流後，願意直接付費的族群將更集中於高黏著體育迷；月費、批發分潤與訂戶轉換率，必須足以抵消線性電視用戶流失與權利費通膨。第二季 Sports segment operating income 年減 5%，且公司預期第三季 Sports segment operating income 因 programming expenses 雙位數增加而年減約 14%；這說明 ESPN 仍處在高內容成本轉型期。

DraftKings 合作帶來變現工具，也引入品牌折價。迪士尼於 2025 年宣布 ESPN 與 DraftKings 達成多年合作，DraftKings 成為 ESPN 獨家官方 sportsbook 與 odds provider；2026 年雙方進一步公布帳戶連結計畫，讓用

戶在 ESPN 與 DraftKings 之間取得更個人化的體育與投注體驗。財務端，這可提高 ESPN 互動、導流、廣告與每戶收入；估值端，體育博彩具備監管敏感與社會觀感分歧，若整合過深，可能稀釋迪士尼長期建立的家庭娛樂品牌溢價。這個品牌折價需要納入 ESPN 直面消費者模型。

串流重估因此應分成兩條線：Entertainment SVOD 已接近平台獲利模型，ESPN 仍處於高價內容權利向直面消費者遷移的風險期。前者提供估值修復，後者決定修復幅度。

三、體驗現金流：價格權仍在，量的基礎需要驗證

評估 Experiences 需拆解入園人次、人均消費、國際旅客、郵輪 passenger cruise days 與價格承受度。第二季 Experiences 營收與營業利益創下會計第二季紀錄，代表該事業仍具有強勁品牌與價格能力。國內樂園入園人次年減 1%，部分反映國際旅客疲弱；全球 guest demand 包含郵輪則成長超過 2%。這組數據不能簡化為消費崩壞，也不適合過度樂觀解讀。

人均消費上升代表定價權仍在，但若成長主要依賴門票、餐飲、快速通關、住宿與商品漲價，入園人次又持續偏弱，則樂園成長會越來越依賴高收入客群與國際旅客回流。這會提高營業利益對宏觀消費、匯率與航空旅遊恢復的敏感度。美國中產家庭若逐步被價格擠出，樂園仍可短期靠高端化維持營收，但長期客群基礎與品牌親近度會受到折價。

郵輪是 Experiences 中較容易被低估的增量。Disney Adventure 已在 2026 年 3 月推出，Disney Destiny 預計 2025 年 11 月推出，公司指出 passenger cruise days 增加為第二季增長來源之一。郵輪擴張讓迪士尼的智慧財產體驗化，從固定樂園延伸到可跨市場部署的高客單旅行產品。

資本支出仍是體驗事業估值折價。迪士尼正在推進多項體驗投資，包括郵輪、巴黎 World of Frozen、上海動物方城市園區、未來樂園擴建與外部合作模式。第二季單季自由現金流為 49.41 億美元，大致穩定；但前六個月自由現金流為 26.63 億美元，較去年同期 56.30 億美元下降 53%。這代表單季數字健康，但半年度現金流受到資本支出、營運資金與投資節奏影響。

若樂園與郵輪擴張帶動營收，仍長期壓低自由現金流，估值修復會受限；若投資逐步進入回收期，Experiences 將成為迪士尼從媒體折價轉向全球消費平台定價的核心資產。

四、智慧財產循環：既有 IP 飛輪強，原創能力仍需證明

迪士尼與一般媒體公司的差異，在於智慧財產可以跨平台多次變現。電影票房的外溢效應，將直接影響串流留存、商品授權、主題樂園與遊戲互動。動物方城市 2 是第二季最具代表性的例子。迪士尼第二季財報說明，該片全球票房達 19 億美元，且動物方城市 franchise 在 Disney+ 上累計超過 10 億小時觀看；公司此前也曾公告該片截至 1 月中旬全球票房達 17.03 億美元，當時兩部動物方城市合計超過 27.3 億美元。

這個案例展現 IP 飛輪的財務路徑：票房成功提升品牌熱度，進入 Disney+ 後拉動觀看與留存，角色與場景再進入商品、樂園主題區、郵輪活動與遊戲合作。公司第二季也列出 The Mandalorian & Grogu、Toy Story 5、真人版 Moana、Avatar: Fire and Ash、Hoppers 與 The Bear 最終季等片單。

續集依賴折價仍需保留。迪士尼近年的漫威與星際大戰曾出現觀眾疲勞，動畫與皮克斯也曾面對原創表現不穩的問題。續集、真人版重拍與既有系列，短期有利於財務可見度；長期若缺乏新的原創 IP，智慧財產循環會出現老化。

Hoppers 作為原創 IP 的表現，將是檢驗創意管線是否能從既有 franchise 外再生長的重要觀察點。

科技應用的角色，應放在變現效率，而非科技股題材。迪士尼提到 Disney+ 介面改版、個人化、短影音入口、ESPN 應用程式與 DraftKings 帳戶連結，以及與 Epic Games 的合作。第二季財報相關說明提到，The Simpsons on Fortnite 推出後吸引超過 8,000 萬 unique players、累計 7.8 億小時遊玩。投資含義在於，迪士尼能否把年輕族群互動轉化為串流、遊戲授權、商品與體驗消費，而非把技術合作包裝成科技倍數。

智慧財產循環是迪士尼重估的核心，但它需要兩個條件維持。第一，既有 IP 能持續跨平台變現。第二，原創 IP 管線不能枯竭。若兩者同時成立，迪士尼有機

會被市場重新歸類為全球智慧財產消費平台；若續集依賴加深且新 IP 表現不佳，估值將停留在老牌媒體公司折價內。

五、重估條件

基本情境下，迪士尼可支持溫和重估。假設 2026 財年調整後每股盈餘依公司指引成長約 12%，Entertainment SVOD 全年 operating margin 維持至少 10%，Experiences operating income 維持中個位數成長，自由現金流未因內容投資與樂園資本支出進一步惡化，則目前約 16.6 倍本益比仍有向上修復空間。這個情境的關鍵傳導為：串流不再拖累，體驗事業維持現金流，傳統電視下滑被串流收入、廣告變現與 IP 外溢效應抵消。

樂觀情境需要兩項額外條件。第一，電影與智慧財產表現繼續上修。The Mandalorian & Grogu、Toy Story 5、真人版 Moana、Avatar: Fire and Ash 等作品若帶動票房、串流觀看與授權商品，內容投資的回收期將縮短。第二，郵輪與國際樂園擴張超預期。Disney Adventure、World of Frozen、上海動物方城市園區若提升國際客流與高客單消費，Experiences 的估值可向全球體驗消費資產靠攏。

保守情境需重視五項風險。第一，美國樂園人流轉弱。第二季國內樂園入園人次已年減 1%，若下半年無法改善，人均消費與郵輪 passenger days 必須承擔更高成長壓力。第二，串流內容成本與 ESPN 權利費回升。Entertainment SVOD 10% margin 需要接受內容投入恢復的測試；ESPN DTC 需要抵消 affiliate fee 流失與權利費通膨。第三，自由現金流被資本支出與 Hulu 整合成本侵蝕。第四，ESPN 博彩合作若導致品牌折價，將影響迪士尼家庭娛樂溢價。第五，續集依賴若加深，IP 飛輪的長期乘數會下降。

後續觀察指標分成四組。串流端看 Entertainment SVOD operating income、operating margin、營收增速、取消率、內容成本、Hulu 整合成本、ESPN affiliate fee 流失速度與 DraftKings 合作變現。體驗端看美國樂園入園人次、國際旅客占比、人均消費、郵輪 passenger cruise days、pre-opening expenses 與資本支出。智慧財產端看電影票房、Disney+ 觀看時數、商品授權、樂園主題區帶動效果、遊戲互動時數與新 IP 表現。資本配置端看自由現金

流、股票回購、內容投資報酬率、樂園擴建回收期、Hulu 全資化後的整合效益與 ESPN 權利費壓力。

總結而言，迪士尼當前的估值折價反映了傳統電視衰退、體驗事業總經敏感度、ESPN 轉型自噬風險、續集依賴與自由現金流壓力。第二季財報同時提供三項修復訊號：串流進入雙位數 margin，Experiences 維持營業利益正成長，智慧財產能在電影、串流、樂園、郵輪與遊戲之間循環變現。2026 下半年若能維持這三段傳導，同時控制 Hulu 整合後的自由現金流折價與 ESPN 博彩合作的 brand dilution 風險，迪士尼的合理估值將逐步脫離傳統媒體折價，回到全球智慧財產消費平台的定價框架。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告