

# ESPN 的崛起之路：优质版权+内容深耕，缔造全球体育传媒第一品牌

## 核心观点

- **ESPN：全球体育传媒第一品牌。** ESPN 是美国一家专业全天候播放体育节目的美国有线电视联播公司，于 1979 年开播。历经长达四十年的发展，ESPN 已拥有丰富的内容矩阵，包括 19 个体育新闻节目，8 个谈话类节目，2 个原创系列和 23 个体育赛事直播版权等，通过 8 个电视频道向外分发。**会员费和广告收入是 ESPN 收入的主要来源**，2017 年会员及广告收入合计到 101 亿美元，其中会员费收入占比 79%。
- **ESPN 通过对优质体育版权及对内容的深耕缔造护城河**，一方面能对用户保持吸引力，促进用户数量快速增长；另一方面，也能提升公司议价能力，从下游获取高额订阅分成，不断改善盈利能力。
  - ✓ **ESPN 初创期（1979-1985 年）：**ESPN 在美国三大电视台垄断体育电视的背景下诞生，历经六年亏损，于 1985 年实现盈利。**我们认为，初创期 ESPN 成功的关键在于：**（1）满足用户需求，弥补三大电视台体育内容的市场空白；（2）通过外部输血，不断购买版权丰富内容组合；（3）当行业影响力建立后，转化成对下游电视运营商强势涨价，最终实现盈利。
  - ✓ **ESPN 快速发展期（1986-2017 年）：**收入的高速增长来源于会员人数和订阅费分成的共同拉动。ESPN 会员人数于 2011 年达到顶点 1 亿人，最新订阅费分成高达 8.14 美元，远高于第二名 TNT 的 2.38 美元，两者共同拉动收入端的快速增长。**从成本端来看**，ESPN 通过长期合约锁定主要赛事，尽管版权整体价格上升较快，但是实际年化涨幅较为温和，成本可控。因此，收入端的快速增长叠加成本端的相对可控，导致 ESPN 盈利能力在此阶段的持续提升。
- **流媒体冲击下订阅人数开始下滑，ESPN 推出 ESPN+ 直面竞争，积极转型。**近年来，硅谷巨头如 Facebook、Amazon 也加入到版权争夺的行列中，同时，vMVPD 技术的发展使得更多传统有线电视用户放弃订阅，导致 ESPN 会员人数自 2011 年后出现下滑，逐渐打破过往高速成长逻辑。而 2018 年 ESPN+ 的上线，宣告 ESPN 正式进入新的时期，通过数字化转型直接应对外部竞争，我们认为，由于电视渠道仍是 ESPN 的主要收入来源，因此 ESPN+ 仅是对 ESPN 整体业务板块数字化方面的补充，目的是吸引已经放弃有线电视订阅的用户。

## 投资建议与投资标的

- 从 ESPN 的发展历程看，较长版权合同期限使版权成本呈现阶梯式上涨特征，实际年化涨幅较为温和。同时，叠加会员人数和单位会员费分成拉动的收入高速增长，ESPN 实际盈利能力较强。我们认为国内企业有望直接进入流媒体体育时代，用户付费习惯成熟后有巨大发展空间。当代明诚(600136，未评级)旗下新英体育与爱奇艺体育频道合并后，拥有欧足联和英超等核心赛事版权，建议关注。同时，爱奇艺（IQ.O，买入）拥有的强大用户触达和分发能力，能够最大化体育版权效用，持续看好爱奇艺（IQ.O，买入）作为流媒体视频龙头的长期价值。

## 风险提示

- 版权成本大幅上涨，行业竞争加剧，经济增长放缓

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

行业评级

**看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

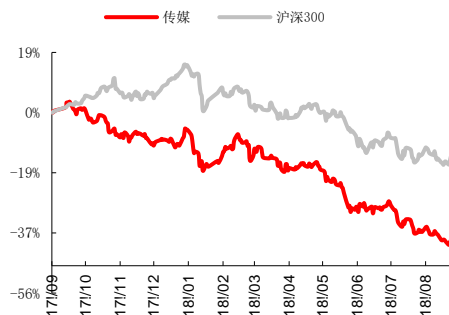
行业

传媒

报告发布日期

2018 年 09 月 27 日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

邓文慧

021-63325888-7041

dengwenhui@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100002

联系人

马继愈

021-63325888-6107

majiyu@orientsec.com.cn

## 相关报告

若票补新规落地，对产业链各环节影响几何？ 2018-09-21

“听唱看玩”生态下的腾讯音乐娱乐集团 2018-09-18

马太效应加剧，头部平台盈利加速提升 2018-09-12

## 目 录

<b>1. ESPN 概况：全球体育传媒第一品牌</b>	<b>4</b>
<b>2. ESPN 缘何崛起？</b>	<b>5</b>
2.1 初创期：巨头夹缝中生存，开创运营商收费模式实现盈利	6
2.2 快速发展期：优质体育版权及对内容的深耕缔造护城河，盈利能力不断提升	6
2.1.1 收入端：会员人数及单位会员订阅分成拉动收入增长	6
2.1.2 成本端：长期合约锁定主要赛事，年化涨幅较为温和	10
<b>3. 流媒体冲击下，ESPN 如何应对？</b>	<b>12</b>
3.1 流媒体对有线电视行业冲击巨大	13
3.2 对手已抢先布局，竞争激烈	14
3.3 ESPN+推出，正式宣告 ESPN 进入转型期	15
<b>4. 国内发展：BAT 三大阵营格局已形成，竞争激烈</b>	<b>16</b>
<b>投资建议与投资标的</b>	<b>19</b>
<b>风险提示</b>	<b>19</b>

## 图表目录

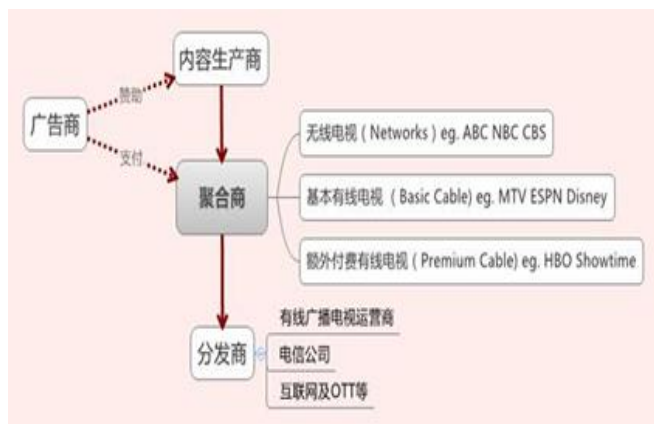
图 1：美国新媒体价值链.....	4
图 2：ESPN 业务结构 .....	4
表 1：ESPN 频道介绍 .....	4
图 3：ESPN 主要营业收入（百万美元） .....	5
图 4：2017 年主要营业收入拆分 .....	5
图 5：ESPN 会员人数（百万人） .....	7
图 6：ESPN 单用户月订阅费分成（美元） .....	7
图 7：超级碗观众数量与头部娱乐节目观众数量（百万人） .....	7
图 8：2017 年 ESPN 所拥有版权及年均成本（百万美元） .....	8
图 9：Disney 公园中对 ESPN 的线下推广 .....	9
图 10：2018 年各电视台单用户月订阅费分成横向比较（美元） .....	10
图 11：美国主要头部赛事年均版权成本变化（十亿美元） .....	11
图 12：ESPN 所获取的 NBA 年均版权成本（十亿美元） .....	11
图 13：ESPN 历年播放成本（十亿美元） .....	12
图 14：ESPN 会员费收入（百万美元） .....	13
图 15：ESPN 广告收入（百万美元） .....	13
图 16：有线体育频道观众数量（百万人） .....	13
图 17：美国有线电视家庭渗透率（%） .....	13
图 18：18 年 1 月美国家庭流媒体节目观看时间对比（小时） .....	14
图 19：16-21 年美国取消订阅有线电视用户数量（百万户） .....	14
表 2：硅谷巨头主要体育版权布局 .....	14
表 3：vMVPD 市场竞争情况 .....	15
表 4：Disney 提前进行流媒体业务布局时间表 .....	15
表 5：ESPN+推出的独家内容 .....	16
表 6：BAT 体育布局整理 .....	16
图 20：新爱体育股权架构图 .....	17
图 21：优酷 APP 活跃用户数 .....	18
表 7：腾讯体育会员特权 .....	18

## 1. ESPN 概况：全球体育传媒第一品牌

ESPN（Entertainment and Sports Programming Network，即娱乐与体育节目电视网）是一家专业全天候播放体育节目的美国有线电视联播公司，于 1979 年开播。经过三十余年的发展，ESPN 已成为全球体育传媒第一品牌。

在美国，电视产业链主要由三个环节构成，分别为内容制作（Content Creators）、内容整合（Aggregators）和内容分发（Distributors），其中：（1）内容生产商(content producers)，如电视、电影、音乐制作等；（2）聚合商(aggregators)，分为无线电视、基本有线电视和额外付费有线电视。其中无线电视向公众免费广播，覆盖全美 90%以上地区，其收入依赖广告；基本有线电视即 ESPN 所属的分类，由运营商购买并打包卖给观众，约能接入不到 80%的地区，其收入大部分源于运营商购买付费，少部分源于广告费；额外付费有线电视则更加小众，由观众自行付款订阅，没有广告；（3）分发商(distributor)，包括运营商、互联网及 OTT 等。**ESPN 在产业链的位置主要位于聚合商，是基本有线电视的典型代表，但是它也同样从事内容生产业务，且为用户提供全方位的节目观看渠道，包括电视、广播、网站、移动客户端和杂志。**

图 1：美国新媒体价值链



资料来源：东方证券研究所

图 2：ESPN 业务结构



资料来源：ESPN 年报，东方证券研究所

**ESPN 拥有 8 个频道向外分发内容，定位不同的细分观众。**依托于最先进的电视制作设备与丰富制作经验，ESPN 构筑了丰富的内容矩阵，通过 8 个电视频道向外分发。目前 ESPN 有 19 个体育新闻节目，8 个谈话类节目，2 个原创系列和 23 个体育赛事直播权等，业内保持领先。

表 1：ESPN 频道介绍

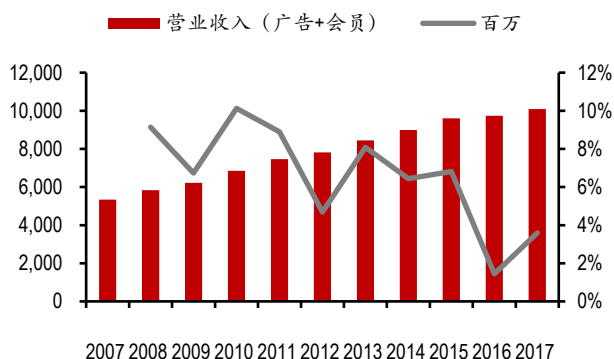
细分频道	开播时间	内容介绍
ESPN	1979	综合类体育频道，涵盖各项赛事前瞻、直播、新闻、体育评论等，每年播出超过 5,100 小时直播或原创电视节目
ESPN2	1993	ESPN 主频道的补充，播放内容涵盖广泛，传统体育及极限运动均有涉及，每年播出超过 5,000 小时直播或原创电视节目
ESPN Classic	1995	播出历史上经典体育赛事，同时也播出体育纪录片及体育题材的电

		影
ESPNNews	1996	体育新闻、体育辩论、体育娱乐秀等
ESPN Deportes	2001	ESPN 西班牙语频道
ESPNU	2005	关注高校体育，涵盖篮球、橄榄球、垒球、游泳、曲棍球等
Longhorn Network	2011	地方赛事电视网，德克萨斯长角牛队各项赛事
SEC Network	2014	地方赛事电视网，东南联盟各项赛事

资料来源：ESPN 官网，东方证券研究所

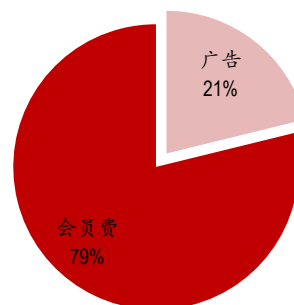
会员费和广告收入是 ESPN 收入的主要来源。2017 年会员及广告收入合计到 101 亿美元，同比增长 3.6%，但增速显著放缓。会员费收入占据两项业务收入总和的 79% 左右，占据主导。会员费的收取为 ESPN 首创，公司也在 1985 年通过会员费的涨价，首次在财务上实现盈利。

图 3：ESPN 主要营业收入（百万美元）



资料来源：Bloomberg，SNL Kagan，东方证券研究所

图 4：2017 年主要营业收入拆分



资料来源：Bloomberg，SNL Kagan，东方证券研究所

## 2. ESPN 缘何崛起？

ESPN 是美国有线电视时代最赚钱的内容品牌之一，鼎盛时期贡献了迪士尼 70% 的营收，远远领先于同时期的竞争对手，但是，近几年流媒体视频的冲击，导致用户订阅数持续下滑，极大影响了 ESPN 的收入和盈利能力。因此，我们需要思考的是，ESPN 成功的根本原因是什么？在公司发展的各个阶段分别做对了什么？为了解答这些问题，我们将通过复盘 ESPN 的发展史，总结分析公司成功的关键因素，进而为国内企业的发展提供借鉴。

ESPN 的发展历程大致可以分为三个阶段：初创期（1979-1985）和快速发展期（1986-2017）及转型期（2018 起）。

## 2.1 初创期：巨头夹缝中生存，开创运营商收费模式实现盈利

ESPN 于 1979 年由 Bill Rasmussen 创立，创始人本身是资深体育迷。根据《美国电视史》的统计数据，20 世纪 70 年代，平均每个美国家庭每天观看电视时长为 6 小时，体育节目占 20% 左右，同时，ABC、CBS 和 NBC 三大电视台垄断几乎所有美国体育内容。因此有专业人士判断，体育内容和节目在美国已经呈现饱和状态。在发展初期，ESPN 做了以下三件事，使其脱颖而出，迅速在体育电视红海中占得一席之地。

### 1. 定位于三大电视台体育内容互补：

尽管 ABC、CBS 和 NBC 三大巨头在电视体育内容中的地位难以撼动，作为新进入者的 ESPN 巧妙定位于三大电视台的覆盖内容的补充，购买互补性版权，例如，ESPN 在 ABC 的热门节目 Monday Night Football 前播放一个小时关于 NFL 的电影，成为初期收视率最高的内容之一。

### 2. 不断购买版权扩大影响力，开始强势向运营商收费。

凭借 Getty 集团的资金输血，ESPN 获得多项直播版权，如 NCAA、NBA 等，扩大影响力，不断积累其在体育领域的口碑和信誉。由于三大电视台的综合内容属性，覆盖内容仅限于核心赛事，ESPN 对于非核心赛事的全面覆盖，则成为了它的竞争优势。随着影响力的扩大，ESPN 强势向有线电视运营商收费。1983 年，宣布每个订户向运营商收取每月 1 美分。

### 3. 受益于被 ABC 收购而产生的协同效应，上调向运营商收取的费用从而实现盈利。

ESPN 从 ABC 平台上获得更多播出内容，实现成本协同，同时 NCAA 允许每个学校出售比赛版权，使得 ESPN 播出内容更丰富。1984 年，FCC 放开了有线运营商涨价权，ESPN 利用其议价能力，不断上调向运营商收取的费用，1985 年已经涨到 19 美分，并于同年宣布盈利。

我们认为，ESPN 初期商业模式能成功的关键因素在于：（1）满足用户需求，弥补三大电视体育内容的市场空白；（2）依赖外部输血，不断购买版权丰富内容组合；（3）当行业中影响力建立后，转化成对下游电视运营商强势涨价，最终实现盈利。

## 2.2 快速发展期：优质体育版权及对内容的深耕缔造护城河，盈利能力不断提升

ESPN 在电视体育行业站稳脚跟后，从 1986 年开始，ESPN 开启了长达近 30 年的快速发展。2017 年，ESPN 广告加会员收入总额超过 100 亿美元，堪称体育电视的黄金时代，我们将从 ESPN 的收入端和成本端进行详细剖析，探究盈利能力的变化，并挖掘成功背后的原因。

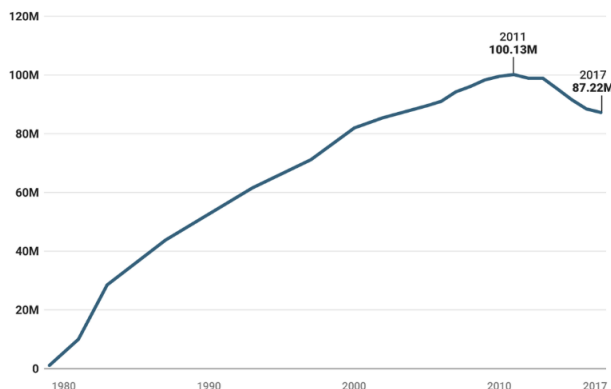
### 2.1.1 收入端：会员人数及单位会员订阅分成拉动收入增长

由 ESPN 概况可知，会员费和广告收入占到 ESPN 总收入的绝对比重，同时 2017 年两项的比例在 8:2 左右。因此我们对于 ESPN 收入端的分析，将主要放在会员费上，会员费可以进一步拆分成会员人数和单用户订阅费分成两项。

从两项的趋势变化中可以看到，会员人数快速增长至 2011 年的顶点 1 亿人，之后受流媒体冲击开始下滑。单用户月订阅费分成则持续上升，2018 年达到 8.14 美元，过去 12 年复合增速达 7.5%。可以看到，2011 年之前收入的高速增长来源于会员人数和订阅费分成的共同拉动，而 2012 年之后，则主要依靠订阅费分成的增长。

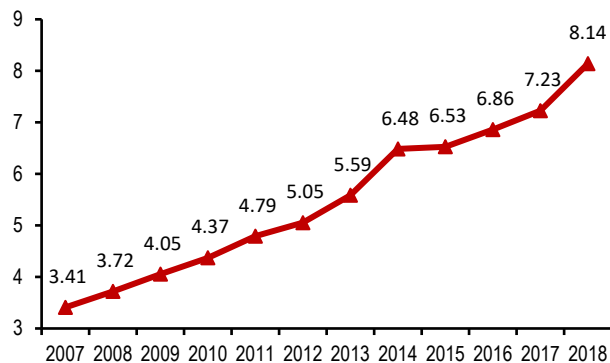


图 5：ESPN 会员人数（百万人）



资料来源：SNL Kagan，东方证券研究所

图 6：ESPN 单用户月订阅费分成（美元）



资料来源：SNL Kagan，东方证券研究所

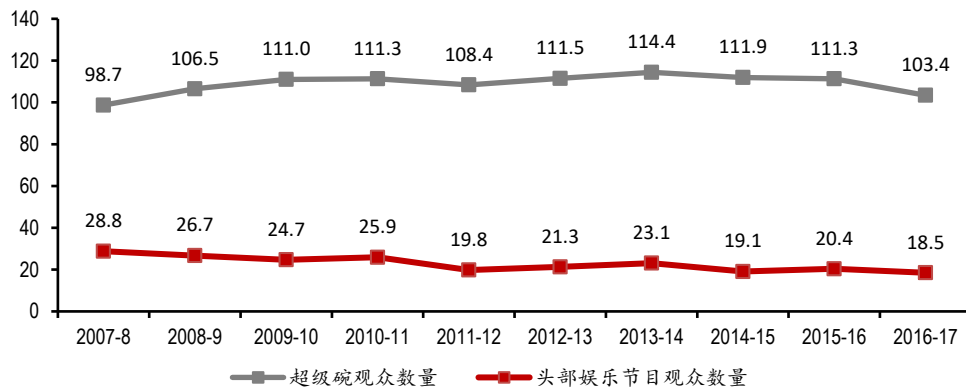
接下来我们进一步探究会员人数及订阅费分成上涨的原因：

#### ● 2011 年前会员人数上涨的背后原因：

##### 1. 优质体育内容本身特点：稀缺性和竞技性持续对观众保持吸引力

我们将头部体育内容及娱乐内容作比较，例如 America's Got Talent 和 American Idol 等娱乐节目，近两年观众数量仅在 2,000 万人左右，且有不断下降趋势。相反，被誉为“美国春晚”的超级碗等头部体育类节目，关注度始终居高不下，观众数量持续维持在 1 亿人以上。许多家庭继续订阅有线电视的原因，就是为了能持续地收看体育节目。

图 7：超级碗观众数量与头部娱乐节目观众数量（百万人）

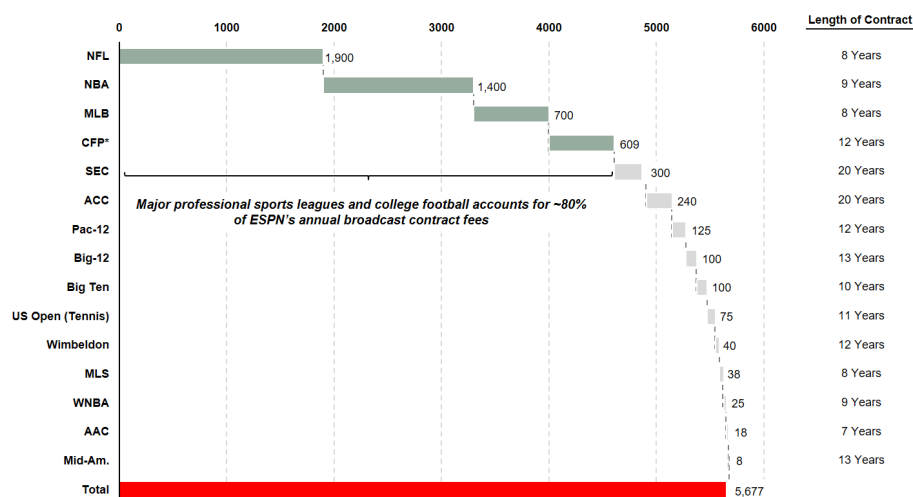


资料来源：尼尔森，东方证券研究所

## 2. ESPN 几乎囊括所有优质体育版权，深度挖掘内容增强用户粘性

ESPN 始终在不遗余力的构建市场上最完整的版权库，丰富程度远超竞争对手，打造护城河，对观众保持持续吸引力。通过分析 ESPN 所拥有的版权，我们发现两个特点：（1）头部版权金额高，ESPN Top 4 版权—NFL、NBA、MLB 和 CFP 的总和占到 2017 年总成本的 80%左右；（2）版权一般以长期合同为主，跨度一般为 5-10 年。

图 8：2017 年 ESPN 所拥有版权及年均成本（百万美元）



资料来源：Sports Illustrated, Sports Business Daily, 东方证券研究所

同时，ESPN 通过专业性对版权内容就行二次挖掘，不断加强赛事周边报道，专业性缔造护城河。其代表性的内容生产包括：

- 体育脱口秀：**ESPN 在体育脱口秀方面的王牌节目有《体育中心》(Sports Center)，而《进攻队员》、《打扰一下》(Pardon the Interruption) 和《双杀传球》(Around the Horn) 也是其品牌级的节目。其中《体育中心》于 1979 年开始播报体育新闻、赛事亮点和深度分析等，具有超凡的品牌影响力。“这个进球肯定要上《体育中心》啦！”在美国看比赛，遇到精彩时刻，这是最常见的表达方式，其折射出的意思，正是《体育中心》在体育迷心中的高标准。相对应的，还有尴尬时刻，《体育中心》每天的 Top10（十佳球）和 NotTop10（十囧球），都是体育迷们的热议对象。
- 赛事制作管理：**ESPN 制作管理的赛事主要以极限运动、户外运动为主，这类赛事虽然小众，却受到年轻观众的喜爱，同时使新生事物易于切入。ESPN 在这方面的品牌是 X Games 等。ESPN 拥有及策划一系列活动，包括夏季 X Games、冬季 X Games、趣味野外竞赛(Great Outdoor Games)、ESPN 颁奖典礼、X Trials、东尼霍克巡回之旅(Tony Hawk Tour)、B3(自行车、直排滑轮及滑板) 等。ESPN 在全球推广 X Games 的企划,包括在五大洲举办 X Games 资格赛及在每年举行的环球挑战赛 X Games Global Challenge。此外，ESPN 与卫星电视合营的 ESPN STAR Sports 也有赛事管理部 EMG，负责在亚洲地区举办体育赛事活动，在亚洲区内 11 个国家地区管理超过 100 个项目，包括 Aviva 亚洲保龄球巡回赛及大满贯决赛，



以及在亚洲区内六个城市巡回举行的亚洲 Xtour 和极限运动界的最高荣誉亚洲 X Games，生力亚洲 9 号球巡回赛。该集团亦拥有及管理全球奖金最丰富的室内足球赛事吉隆坡世界室内五人足球赛，而在 2003 夏季则在马来西亚吉隆坡主办首项在英国以外举行的正式英超授权赛事英超亚洲挑战杯。所有由 EMG 主办的赛事均会在 ESPN 及卫视体育台播放，在亚洲地区有极大影响力。

- c) **体育电视电影：**ESPN 制作了一系列体育相关的纪录片等电影，比如大名鼎鼎的《30 for 30》等，不仅在 IMDb 上获得 8.9 的高分，乃至在中国也有很高的观众人气及影响力。

### 3. 被迪士尼收购，进一步扩大 ESPN 影响力

迪士尼在 1996 年宣布以 190 亿美元收购 ABC 集团，迪士尼通过内容资源和线下网络不断提升 ESPN 品牌知名度，增强用户粘性。例如，迪士尼的电影中经常出现对于 ESPN 的营销内容。此外，在 1997 年开始逐步开设 ESPN Store 和 ESPN SPORTS ZONE，覆盖线下门店网络。

图 9：Disney 公园中对 ESPN 的线下推广



资料来源：公开信息、东方证券研究所

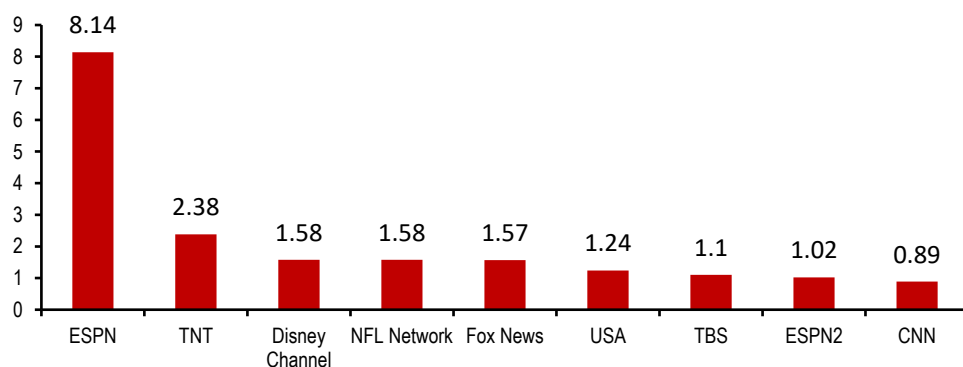
#### ● 单位会员费分成上涨的背后原因：

受益于美国电视运营商的捆绑销售政策，ESPN 获取最高分成。美国家庭想要订阅电视节目时，电视运营商通常会提供包含多种频道及不同类型的套餐，进行捆绑销售。而各个频道会依据合约，向运营商索要相应比例的分成，ESPN 作为最大且用户数最多的体育频道，充分受益于这个政策，获

得在体育频道中最高的分成金额，根据 SNL Kagan 2018 年的数据，ESPN 的收入分成高达 8.14 美元，远高于第二名 TNT 的 2.38 美元。

我们认为，之所以 ESPN 获得逐年上升的高分成，主要原因在于 ESPN 对下游的高议价能力，体现在两方面：（1）ESPN 在电视体育行业的绝对垄断地位，加之体育是受众面广、粘性强且关注度高的特殊娱乐方式，电视运营商通常会将其纳入套餐对外销售；（2）母公司 Disney 旗下丰富的频道组合例如 ABC TV Network、Freeform 也增强了 ESPN 的议价能力，一旦电视运营商移除 ESPN，可能会一并失去 Disney 旗下的其他频道。

图 10：2018 年各电视台单用户月订阅费分成横向比较（美元）



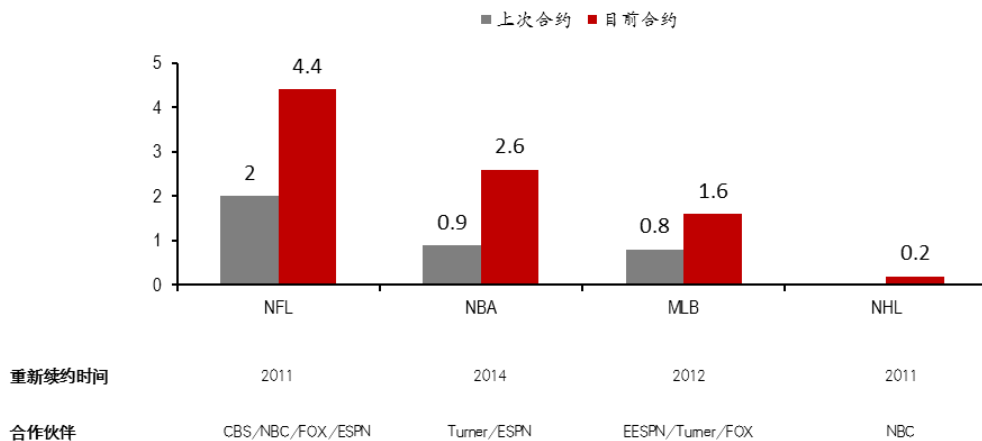
资料来源：SNL Kagan，东方证券研究所

### 2.1.2 成本端：长期合约锁定主要赛事，年化涨幅较为温和

不同于市场观点，我们认为尽管头部体育版权的总价上涨幅度较大，但是由于合同一般为长期合约，折合成年化增速来看，实际上涨幅度较为温和，以 NBA 版权为例，2010-2017 年实际年化涨幅仅为 6%，而同时期 ESPN 整体播放成本增速也仅为 8%。

头部体育版权价格整体不断攀升。随着对体育节目商业价值的不断挖掘，各大频道对于版权的争夺愈发激烈，版权价格均呈现直线上涨态势，NFL、NBA 和 MLB 版权的最新年均合约价格分别为 44 亿、26 亿和 16 亿美元，均比上次合约翻了 2.2 倍、2.8 倍和 2.1 倍，NHL 也改变了之前收入分成的做法，2011 新合约年均价格达 2 亿美元。

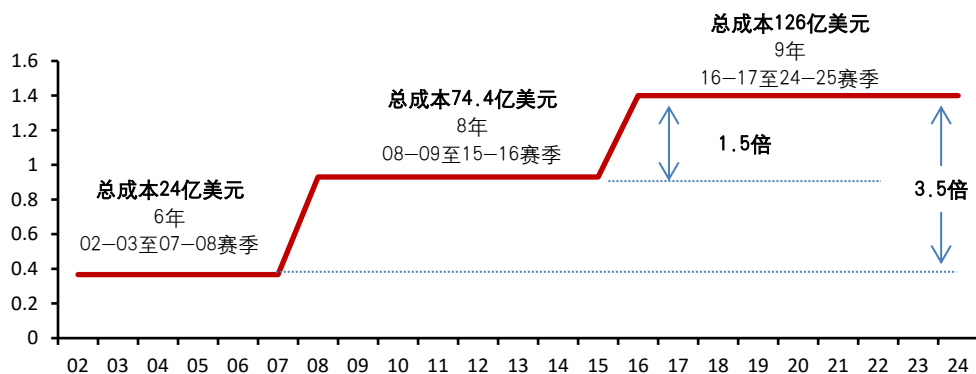
图 11：美国主要头部赛事年均版权成本变化（十亿美元）



资料来源：ESPN，Fox Sports，东方证券研究所

版权价格由于合同期限原因呈现阶梯式上涨，实际年化涨幅较为温和。以 ESPN 所获取的 NBA 版权价格为例，年均版权成本从 02-03 至 07-08 赛季的 4 亿美元上升至 16-17 至 24-25 赛季的 14 亿美元，翻了 3.5 倍。由于 NBA 版权合同时间一般是 6 年以上，每次合同期结束前需重新协商合约价格，因此价格整体呈现阶梯式上涨。我们取 2010-2017 年这个区间为例，年化涨幅仅为 6%，增速温和。

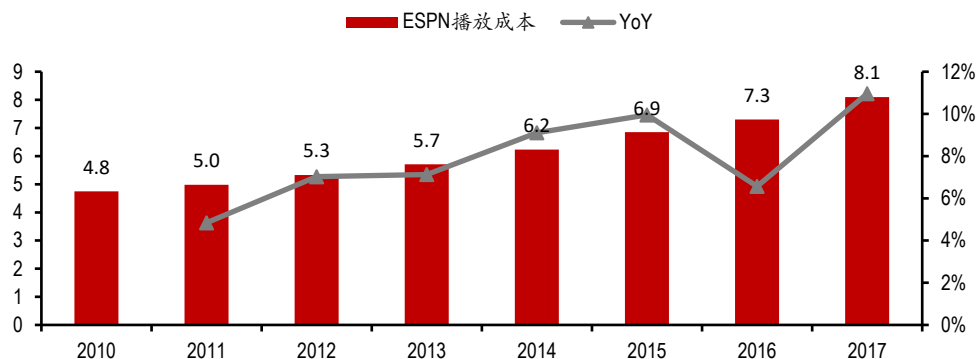
图 12：ESPN 所获取的 NBA 年均版权成本（十亿美元）



资料来源：ESPN，东方证券研究所

由于版权续约时间的不同，ESPN 总体播放成本呈平稳上升态势。版权成本占到总体播放成本的绝对比重，虽然单个版权成本上升有阶梯性的特点，但是由于每个版权到期和续约的时间不同，因此，整体上看，播放成本呈现平稳上升的态势，2010-2017 年的年化成本为 8%，增速温和，也印证了之前对 NBA 版权成本增速的分析。2017 年，ESPN 播放成本达到 81 亿美元，同比增长 11%。

图 13: ESPN 历年播放成本（十亿美元）



资料来源：SNL Kagan，东方证券研究所

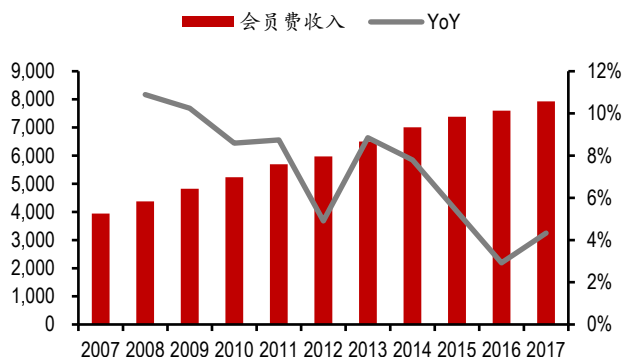
因此我们认为，2018年前，收入端由会员人数和单位会员费分成拉动的高速增长，加之成本端可控的温和增速，促使ESPN的盈利能力和规模都得以迅速提升，成就了ESPN在这个阶段的辉煌。

### 3. 流媒体冲击下，ESPN如何应对？

在ESPN成长期的末端，我们观察到了受制于流媒体的冲击，会员人数在2011年后出现下滑，从而导致收入端的增速开始放缓，这将打破ESPN之前的高速成长逻辑，而2018年ESPN+的上线，宣告ESPN正式进入新的时期：数字化转型，直接应对外部竞争。

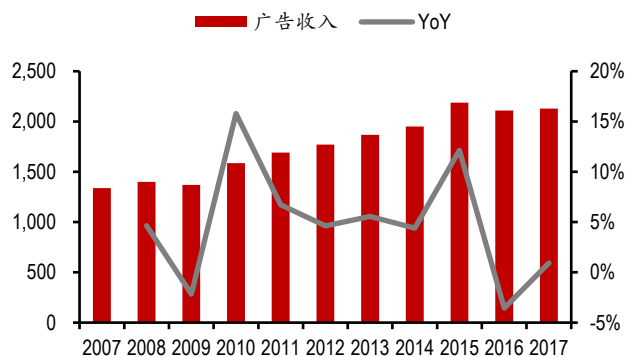
近年ESPN会员费和广告收入增速双双放缓。根据SNL Kagan数据，会员费收入在2017年为79亿美元，同比仅增长4.3%，增速较十年前放缓显著。广告收入在2017年为21.3亿美元，同比增长0.8%，而2016年更是出现了负增长，同比增速为-3.6%，随着会员人数的下降，平台广告价值也受到影响，降低了广告主的广告投放意愿。

图 14：ESPN 会员费收入（百万美元）



资料来源：SNL Kagan，东方证券研究所

图 15：ESPN 广告收入（百万美元）

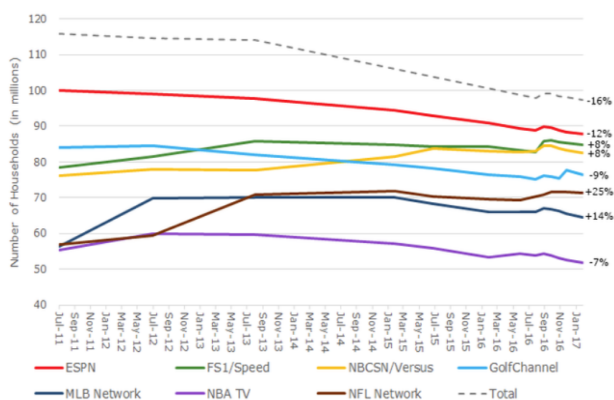


资料来源：SNL Kagan，东方证券研究所

### 3.1 流媒体对有线电视行业冲击巨大

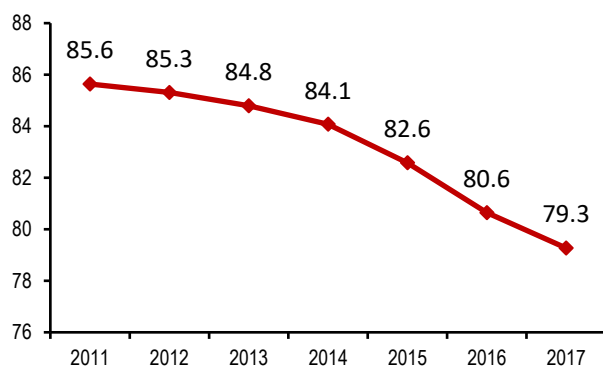
美国家庭观看有线体育电视人数越来越少。根据尼尔森的统计数据，自 2011 年 7 月至 2017 年 1 月，观看有线体育频道的家庭数量呈明显下滑态势，此期间内已经下滑 16%，ESPN 也不例外，下滑 12%，同时美国有线电视渗透率不断下降，从 2011 年的 85.6% 下降 2017 年的 79.3%。

图 16：有线体育频道观众数量（百万人）



资料来源：Sports TV Rating.com, Zap2it.com, Nielsen，东方证券研究所

图 17：美国有线电视家庭渗透率（%）

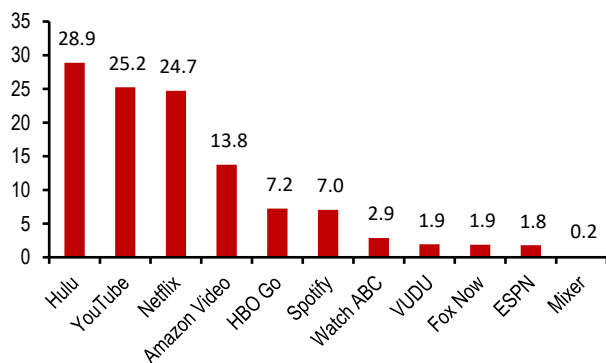


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

观众花费在流媒体节目的时间增加，对有线电视有极强替代效应。根据 ComScore 的数据，2018 年 1 月，美国家庭在流媒体视频上花费的时间长，例如 Hulu、YouTube 和 Netflix 这三家头部企业，观众分别需要花费 28.9、25.2 和 24.7 小时，远高于 ESPN 移动端的 1.8 小时。流媒体视频在扩充泛娱乐内容的同时，也在进军体育内容和版权的争夺，分流了众多原本的电视观众。同时，根据 eMarketer 的数据，美国家庭取消有线电视的用户数量在逐年增加，预计到 2021 年，有多达 4,000 万户家庭取消有线电视。由于 ESPN 采取的是传统电视的线性播放模式，因此只能按照固定的时

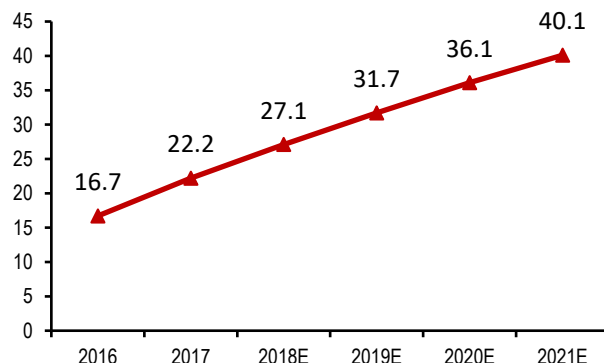
间播放节目，而且很多赛事集中在秋冬季节，夏季是赛事的空窗期，与流媒体视频平台相比，灵活程度较差。

图 18：18 年 1 月美国家庭流媒体节目观看时间对比（小时）



资料来源：ComScore，东方证券研究所

图 19：16-21 年美国取消订阅有线电视用户数量（百万户）



资料来源：eMarketer，东方证券研究所

### 3.2 对手已抢先布局，竞争激烈

随着越来越多流媒体平台认识到体育赛事版权的价值，以及相关的衍生运营空间，DTC（直接面向客户）市场的竞争愈发激烈，各方正在积极争夺各种专业体育赛事的版权。我们将从来自硅谷的竞争以及 vMVPD 技术发展两个角度来探讨。

**硅谷巨头与传统电视运营商共同争夺体育版权。**例如 Facebook、Twitter、Amazon 和 Hulu 近两年布局众多体育版权，通过体育赛事吸引流量，利用自身平台技术进行广告变现，已经成为了这些硅谷的巨头标准的做法。预计未来版权争夺的竞争将进一步加剧，催生版权价格的持续上涨。

表 2：硅谷巨头主要体育版权布局

硅谷巨头	主要体育版权布局
Facebook	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 18 年 3 月，获得 25 场职业棒球大联盟（MLB）比赛的独家权利</li> <li>· 18 年 5 月，获得了 2022 年之前在巴西播放南美解放者杯周四赛事的权利</li> <li>· 18 年 6 月，和巴西电视频道 Esporte Interativo 获得了未来三年在巴西转播欧洲冠军联赛的权利</li> <li>· 17 年 2 月，与电视网络 Univision 达成视频内容协议，将转播 46 场西甲 MX 足球比赛</li> <li>· 增加了 PGA（美国职业高尔夫球）巡回赛内容</li> <li>· 2017 年，与 WSL（世界冲浪联盟）签署一年合约</li> </ul>
Twitter	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 主要播放小众体育项目，例如全美长曲棍球联合会(National Lacrosse League, NLL)和全国女子曲棍球联盟(NWHL)</li> </ul>
Amazon	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 18 年 6 月，在英超联赛版权竞拍中，亚马逊竞得“套餐 F (Package F)”</li> <li>· 已经获得了美国网球公开赛、ATP（国际职业网球联合会）世界巡回赛和美国橄榄球联盟(NFL)周四晚间橄榄球赛的合约</li> <li>· 可在 Amazon Prime 视频应用中订阅和观看 Eurosport 频道</li> </ul>



Hulu

- 18年4月，成为NHL(全国曲棍球联合会)2018年整个季后赛的官方合作伙伴
- NBC、NBC体育网络(NBC Sports Network)、CNBC、美国网络和高尔夫频道上的体育赛事
- 可播放内容包括NCAA足球和篮球、英超足球以及美国广播公司、哥伦比亚广播公司、福克斯、NBC、ESPN和哥伦比亚广播公司的全国性的赛事转播

资料来源：东西文娱，东方证券研究所

**vMVPD 技术的发展使得更多传统有线电视用户放弃订阅。**vMVPD 即（虚拟多频道视频节目发行方），指的是绕过机顶盒，通过互联网连接传送线性电视，提供价格更有竞争力的“瘦身版的收视套餐”。vMVPD聚合了多个体育赛事频道的内容，给与消费者更加灵活和个性化的选择。以 YouTube TV 为例，观众可以在平台上观看 NBA 比赛、NBA 全明星周末赛、NBA 季后赛、MLB 季后赛、PGA 锦标赛和欧足联赛事，同时，观众也可以在平台上订阅流媒体服务 MLB.TV，YouTube TV 通过不断地扩张内容，使得个性化推荐更为准确。

**表 3：vMVPD 市场竞争情况**

平台	价格（美元/月）	订阅数	频道个数
Sling TV	20-40	约 230 万	30-50+
DirectTV Now	35	约 180 万	60-120+
PS Vue	40-65	大于 40 万	60-100+
Youtube TV	35	大于 30 万	40+
Hulu Live TV	40	大于 80 万	60+
FuboTV	40	约 15 万	85+

资料来源：公司公告，Hulu Blog，DirectTV，PS Vue，Sling TV，东方证券研究所

### 3.3 ESPN+推出，正式宣告 ESPN 进入转型期

**母公司 Disney 收购 BAMTech 提前布局流媒体。**2016 年 8 月，Disney 花费 10 亿美元入股美国职业大联盟（MLB）旗下的科技和流媒体公司 BAMTech。一年后，再斥资 16 亿美元，共持有 75% 的股份，并宣布在 2018 年将推出 ESPN+流媒体服务进行数字化转型，BAMTech 提供重要的技术支持。

**表 4：Disney 提前进行流媒体业务布局时间表**

启动日期	宣布日期	具体事项
	2017 年 8 月 8 日	获取 BamTech75%的股权
2018 年春	2017 年 8 月 8 日	宣布启动 DTC ESPN 流媒体服务
2019 年	2017 年 8 月 8 日	OTT (Over-the-top) 电影和电视服务
2019 年中旬	2017 年 12 月 14 日	收购 Fox，获取 Hulu 60%的股权

资料来源：公司公告，东方证券研究所

推出 **ESPN+**完善数字化产品布局。2018 年 4 月 12 日，ESPN+正式上线，直播内容涵盖 MLB、NHL、MLS、大学体育、拳击、PGA 巡回赛以及网球大满贯等，并推出众多独家内容。价格方面，ESPN+的订阅费用为每月 4.99 美元或者每年 49.99 美元，门槛大大降低。我们认为，由于电视直播渠道仍然是 ESPN 的主要收入来源，因此 ESPN+仅仅是对 ESPN 整体业务板块数字化方面的补充，目的是吸引已经放弃有线电视订阅的用户，让他们重燃对体育赛事直播的兴趣，抵御流媒体视频网站如 YouTube 的冲击。

表 5：ESPN+推出的独家内容

节目	内容介绍
The Detail	前 NBA 球星科比的篮球分析节目
ESPN FC	足球分析节目
In The Crease	NHL 讨论秀
Quest for the Stanley Cup	2018 Stanley Cup 季后赛的纪录片系列
Last Train to Russia	2018 俄罗斯世界杯系列纪录片
Year One	2017-2018 赛季 NBA 新秀纪录片
MLS Rewind	MLS 联赛精彩回放
I'll Take That Bet	足球竞猜节目
Ariel and the Bad Guy	每周档武术讨论节目
The Fantasy Show	梦幻橄榄球游戏讨论
Always Late with Katie Nolan	深夜档体育评论节目

资料来源：ESPN，东方证券研究所

## 4. 国内发展：BAT 三大阵营格局已形成，竞争激烈

与国外发展不同，国内企业对体育赛事的开发较晚，处于发展初期，市场化程度较低。我们认为，受制于国内电视端的付费习惯，电视体育的发展盛况难以再现，但是国内企业有望绕过电视体育，直接进入流媒体体育时代。

由 ESPN 初创期发展历程可知，初期的版权购买及之后的运营，需要大量的资金作为支持，例如曾经向 ESPN 输血的 Getty 集团及 ABC 电视公司，只有渡过亏损期建立起行业影响力后，才能通过自身对下游的议价能力，逐步实现盈利目标。目前，国内企业处境与 ESPN 初创期类似，按股东背景看分属于 BAT（百度、阿里巴巴和腾讯）三大阵营，竞争激烈。

表 6：BAT 体育布局整理

股东阵营	国内公司	主要赛事版权
百度	爱奇艺体育	英超版权（截止 2019 年 5 月）
		欧洲国家联赛 2018-2022 年新媒体版权
		ATP2017-2020 年独家新媒体版权

阿里巴巴	优酷+PP 体育	高尔夫“四大满贯”独家全媒体版权
		WTA2017-2026 独家新媒体版权
		法甲联盟 2018-2021 赛季独家新媒体版权
		德甲未来 5 年全媒体版权
		中国排球超级联赛 2017-2019 赛季非独家新媒体版权
腾讯	腾讯体育	英超 2019-2022 赛季独家全版权
		中超 2017 赛季独家新媒体版权
		CBA 联赛 2018-2020 年新媒体版权
		NBA2015-2020 年新媒体版权
		国际篮联 2017-2026 年新媒体版权
		部分英超 2017/2018 赛季新媒体版权
		F1 2018-2019 赛季独家新媒体版权

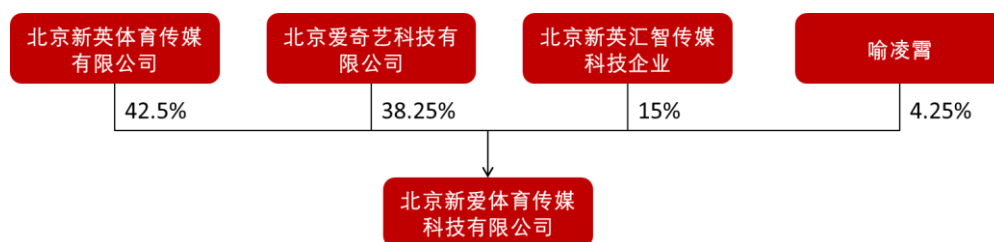
资料来源：文娱商业观察，东方证券研究所

### ● 爱奇艺体育

2018 年 8 月 6 日，当代明诚下的**新英体育**将旗下互联网平台业务拆分出来，与**百度旗下爱奇艺体育频道合并，并更名为“爱奇艺体育”**。版权资源方面，双方将自己所持有的全部体育赛事媒体版权注入“爱奇艺体育”，用户可以看到澳网、ATP、WTA 等原本属于爱奇艺的赛事，以及新英平台上的英超、欧洲国家联赛等赛事。

同时，双方成立合资公司**北京新爱体育传媒科技有限公司**，独立运营“爱奇艺体育”。新英团队为控股股东，爱奇艺是第二大股东，新英总裁喻凌霄为法人代表。

**图 20：新爱体育股权架构图**



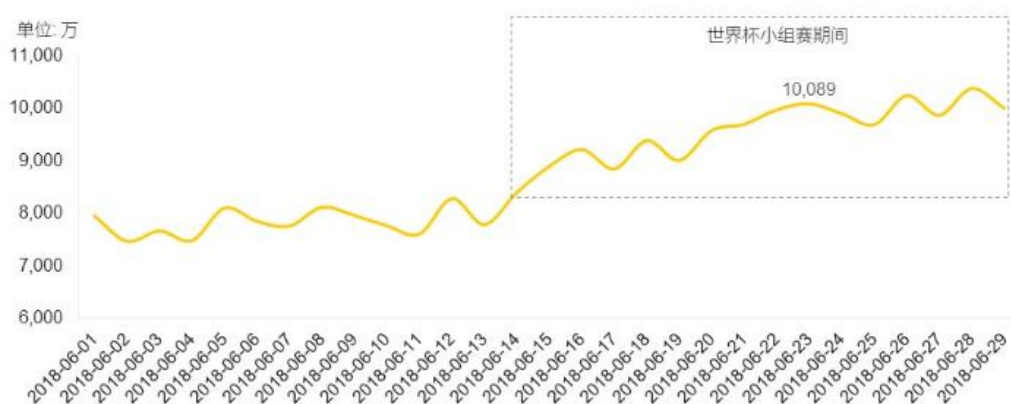
资料来源：公司公告，东方证券研究所

新英体育成立于 2010 年，同年获得英超 3 年版权，2012 年再次签订了 6 年版权，突破了英超一般是 3 年周期竞标的游戏规则，表明英超对于新英体育运营能力的认可，在此期间，英超版权的运用和变现达到较高水平，使英超达到在中国影响力的高峰。爱奇艺与新英的合作，将快速提升爱奇艺在体育媒体中的影响力，为今后的深入布局做铺垫。

### ● 阿里巴巴

2018 年，阿里在体育赛事版权争夺上投入巨资，优酷以 16 亿元获得世界杯独家新媒体直播权，标志着阿里全面进入体育内容产业。从 Questmobile 的数据可以看到，世界杯小组赛开赛后，优酷日活跃用户数较 6 月非比赛期间增长 22%。

图 21：优酷 APP 活跃用户数



资料来源：Questmobile，东方证券研究所

此外，2018 年 7 月 19 日，阿里巴巴更进一步，对外宣布完成对苏宁体育的战略投资，优酷将作为此次合作的重要载体，与苏宁体育旗下 PP 体育围绕体育内容展开深度合作，合力打造优酷 PP 体育联运平台，并在会员品牌和服务等多个领域进行合作。未来，PP 体育会继续定位打造专业的体育内容平台，而优酷体育则会基于体育内容做更多泛体育、泛娱乐的内容探索。

## ● 腾讯

2015 年，腾讯以 5 亿美元的高价拿下 NBA 独家版权，之后又拿下国际篮联和 CBA 的新媒体版权，通过持续投入形成了以顶级篮球 IP 为核心的版权矩阵，并且在此基础上，对篮球 IP 进行深度开发，延伸 IP 价值链，在社交、游戏、电商层面进行深度合作。例如 2018 年 6 月，腾讯宣布将超级企鹅篮球名人赛，升级成为矩阵式超级联盟，以综艺化节目形式出现赛事，打通娱乐和体育的边界。又例如在游戏层面，做到了各种类型的全覆盖，如竞技游戏 NBA2K 系列、动作游戏 NBA 梦之队 2、休闲游戏 NBA 大冒险等。

从会员特权上也可以看到，腾讯对于普通会员和高级会员的区分主要在 NBA 的播放场次上，价格分别为每月 22 元和 66 元，差价高达 3 倍，体现 NBA 等篮球赛事对于腾讯体育的重要程度。

表 7：腾讯体育会员特权

会员类别	价格（元/月）	会员区别	主要赛事版权
普通会员	22	所选 NBA 球队全部比赛	NBA、英超、NFL、NHL、CBA、
高级会员	66	畅享 NBA 全部比赛	NCAA、温网、美网等

资料来源：腾讯体育，东方证券研究所

## 投资建议与投资标的

体育内容作为一种特殊的内容形态,其稀缺性和竞技性能够持续对观众保持吸引力,用户基础庞大。从 ESPN 的发展历程看,虽然版权价格高昂且持续上涨,但较长版权合同期限使其呈现阶梯式上涨特征,实际年化涨幅较为温和,整体成本平稳可控。同时,叠加会员人数和单位会员费分成拉动的收入高速增长,ESPN 实际盈利能力较强。

目前国内企业处境与 ESPN 初创期类似,对体育赛事的开发较晚,处于发展初期,竞争较为激烈。结合流媒体视频行业发展阶段看,我们认为国内企业有望绕过电视体育,直接进入流媒体体育时代,未来用户付费习惯成熟后有望带来巨大发展空间。当代明诚(600136, 未评级)旗下新英体育与爱奇艺体育频道合并,拥有欧足联和英超等核心赛事版权,建议关注。同时,爱奇艺(IQ.O, 买入)拥有的强大用户触达和分发能力,能够最大化体育版权效用;与新英体育的合作,将快速提升爱奇艺在体育媒体中的影响力,为今后可能的深入布局做铺垫,持续看好爱奇艺(IQ.O, 买入)作为流媒体视频龙头的长期价值。

## 风险提示

- 版权成本大幅上涨

随着体育产业商业化程度的提升,版权价格在世界范围都在快速增长,以 NBA 中国区的转播权为例,腾讯每年需支付 1 亿美金的年转播费用,是上一份合同的 5 倍。版权成本的不断上涨,将挤压行业内企业的利润,增加现金流压力。

- 行业竞争加剧

目前国内体育市场版权被 BAT 三大阵营瓜分,随着各阵营投入资金的增大,市场竞争将进一步加剧。

- 经济增长放缓

经济增长及转型引起的消费水平及居民文化娱乐需求提升是推动传媒板块整体及音乐行业景气提升的重要因素,若经济增长放缓,则居民文化娱乐需求会受到一定影响。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

