

## 科技先锋系列报告86

# 迪士尼（DIS.N）：全球娱乐与流媒体巨头

---



许英博 首席科技产业分析师

陈俊云 前瞻研究高级分析师

中信证券研究部·前瞻研究

2020年5月25日

# WALT DISNEY：全球娱乐与流媒体巨头

- 全球娱乐与流媒体巨头：主要业务包括：媒体网络、主题乐园、影视娱乐和DTCI（Direct-to-Consumer and International）流媒体服务
- 深度整合娱乐、媒体品牌：截至2019年末，迪士尼旗下子公司已超过71家，品牌包括皮克斯、21世纪福克斯、ESPN体育、漫威等

## 迪士尼品牌矩阵



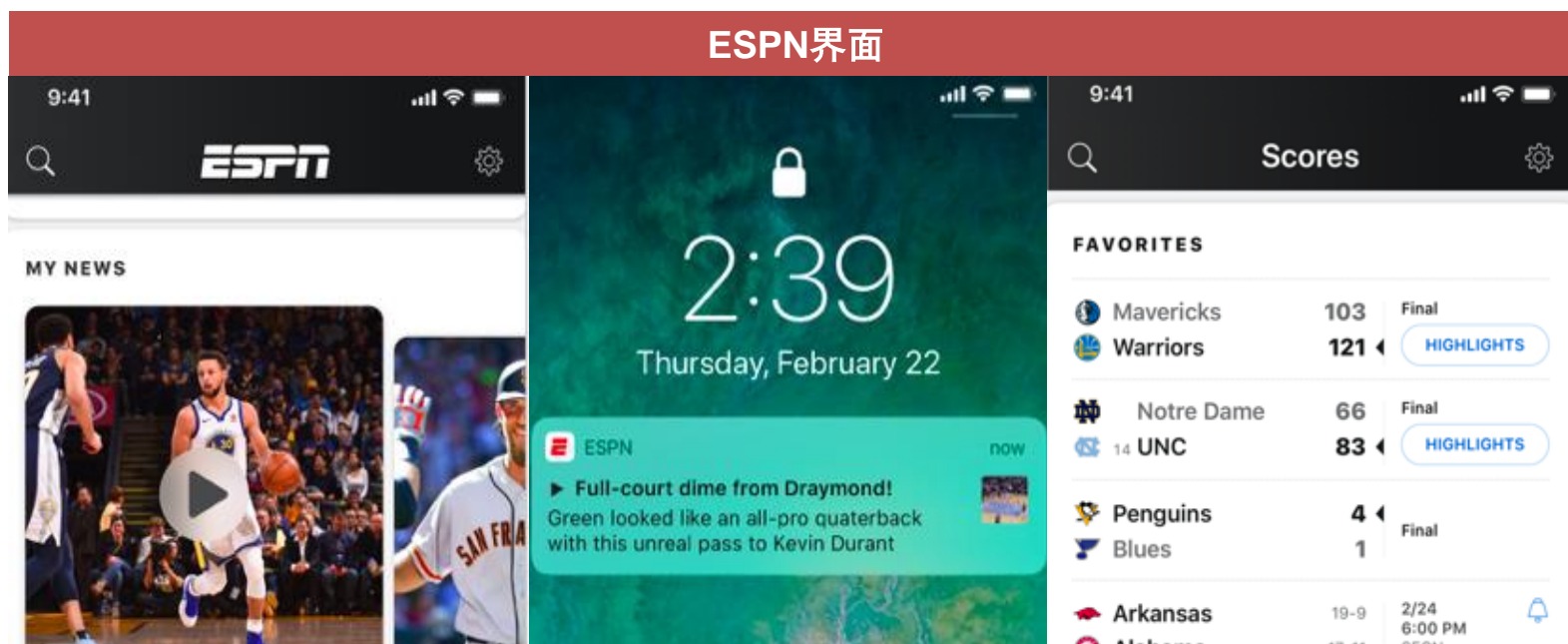
# 从荧幕到乐场：打造线上+线下的生态闭环

- 公司将影视娱乐作为业务基石，整合包括漫威、皮克斯等多个影视品牌，多年来不断推出优质电影、音乐、舞台剧等作品，米老鼠等经典IP早已占领消费者心智
- 1952年起，Walt Disney Imagineering团队设计、建造相关主题乐园、度假村、景点、游轮，形成了迪士尼沉浸式叙事的传统，完成内容资产的价值外延，打造生态闭环



# 数字娱乐：加速向数字化、流媒体转型

- 公司通过Walt Disney Television和ESPN等平台完善媒体网络，包含有线和广播电视网络、电视节目制作发行、无线电网络与电台等
- ESPN是全球第一用户和观看时长体育频道，提供包括NFL、NBA、MLB等体育赛事直播内容，依靠广告+订阅模式变现，近年亦通过上线ESPN+流媒体服务进行数字化转型



资料来源：ESPN官网



# 娱乐生态：涵盖娱乐内容全产业链条

## 迪士尼娱乐内容生产体系

上游IP版权壁垒



中游创意为核心的工业化体系



不可替代的强势渠道

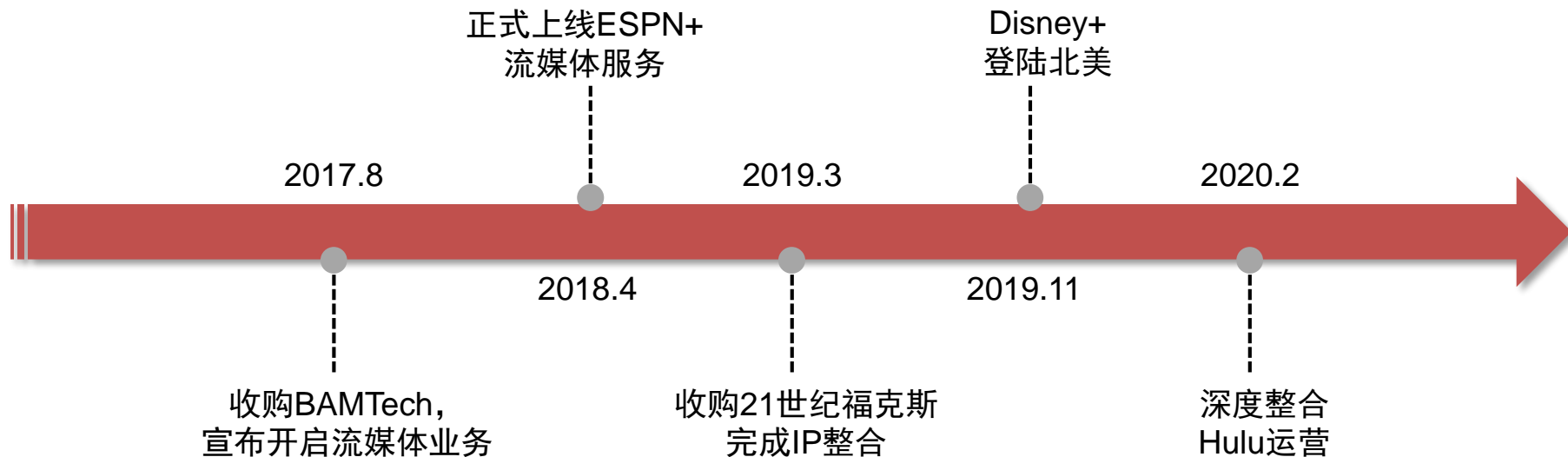


C端无与伦比的品牌效应



- 2017年，公司收购BAMTech，持股比例达42%，正式开启流媒体业务
- 2018年，公司上线ESPN+流媒体服务
- 2019年，Disney+登陆北美，并陆续在欧洲与亚太地区上线
- 2020年，公司深度整合Hulu运营，完善流媒体矩阵

## 迪士尼流媒体业务扩张历程



# 流媒体业务：ESPN+Disney+Hulu三驾马车

- 公司通过ESPN+、Disney+、Hulu形成三位一体布局，其中ESPN+为体育流媒体平台、Disney+为视频流媒体平台，Hulu对标YouTube，三者共同拓展迪士尼流媒体业务边界

ESPN+、Disney+、Hulu形成三位一体布局



# 流媒体：三大平台各有侧重，提供完整视频娱乐解决方案

## 平台内容与订阅模式

平台	侧重内容	订阅模式
ESPN+	体育流媒体平台，通过 ESPN.com 和 ESPN 应用程序提供多种体育订阅服务，基于高清质量的流媒体和 DVR 功能提供 UFC 直播、MLB 直播、拳击、美国足球大联盟、独家体育纪录片等独家内容。	\$4.99/月订阅 ESPN+
		\$12.99/月订阅 Disney+, Hulu 和 ESPN+套餐
Disney+	视频流媒体平台，提供包括迪士尼，皮克斯，漫威，星球大战和国家地理等节目，含 7,500 部电影和 500 部电影以及未来上线的 30 多部独家原创剧集、15 多部原创电影。	\$6.99/月订阅 Disney+
		\$12.99/月订阅 Disney+, Hulu 和 ESPN+套餐
Hulu	对标 YouTube，以广告+价格分层定价，汇总分发原始电视和电影娱乐内容，其数字 OTT MVPD 服务提供广播和有线频道的线性流。	\$5.99 /月订阅含广告套餐
		\$11.99/月订阅不含广告套餐
		\$44.99/月订阅 Hulu+Live TV 套餐，包含超过 60 个体育、新闻等主流频道

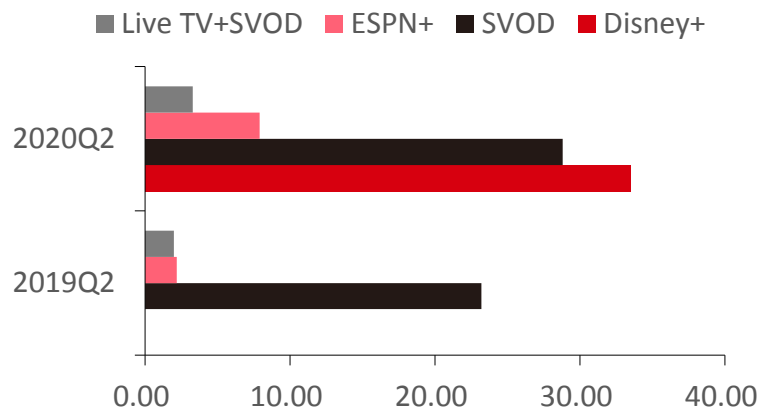
资料来源：迪士尼官网，公司财报，中信证券研究部



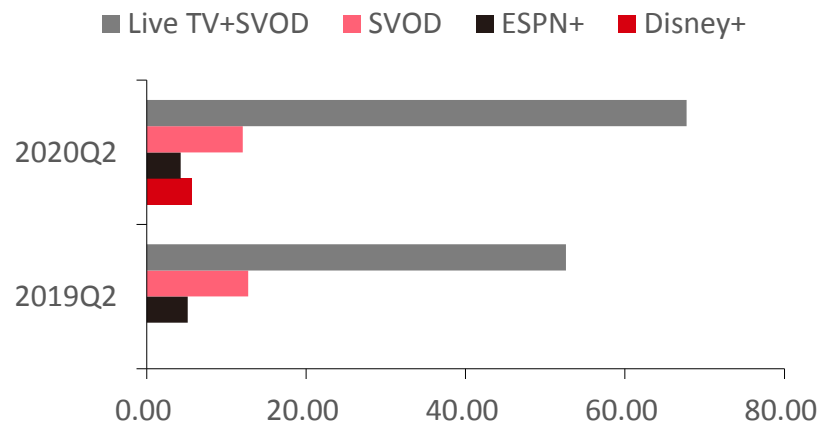
# 流媒体：用户基础快速积累，ARPU持续增长

- 公司订阅用户快速积攒，截至FY2020Q2，公司旗下三大流媒体平台（Disney+、ESPN+、Hulu包括SVOD和Live TV+SVOD）订阅用户已达到7350万人，其中ESPN+同比增长超过100%；Disney+ 从无到有，订阅用户迅速增长到3350万。
- 公司ARPU持续增长，截至FY2020Q2，Hulu旗下Live TV+SVOD平台ARPU已达到\$62.75，同比增长29%。

付费订阅用户数（百万人）



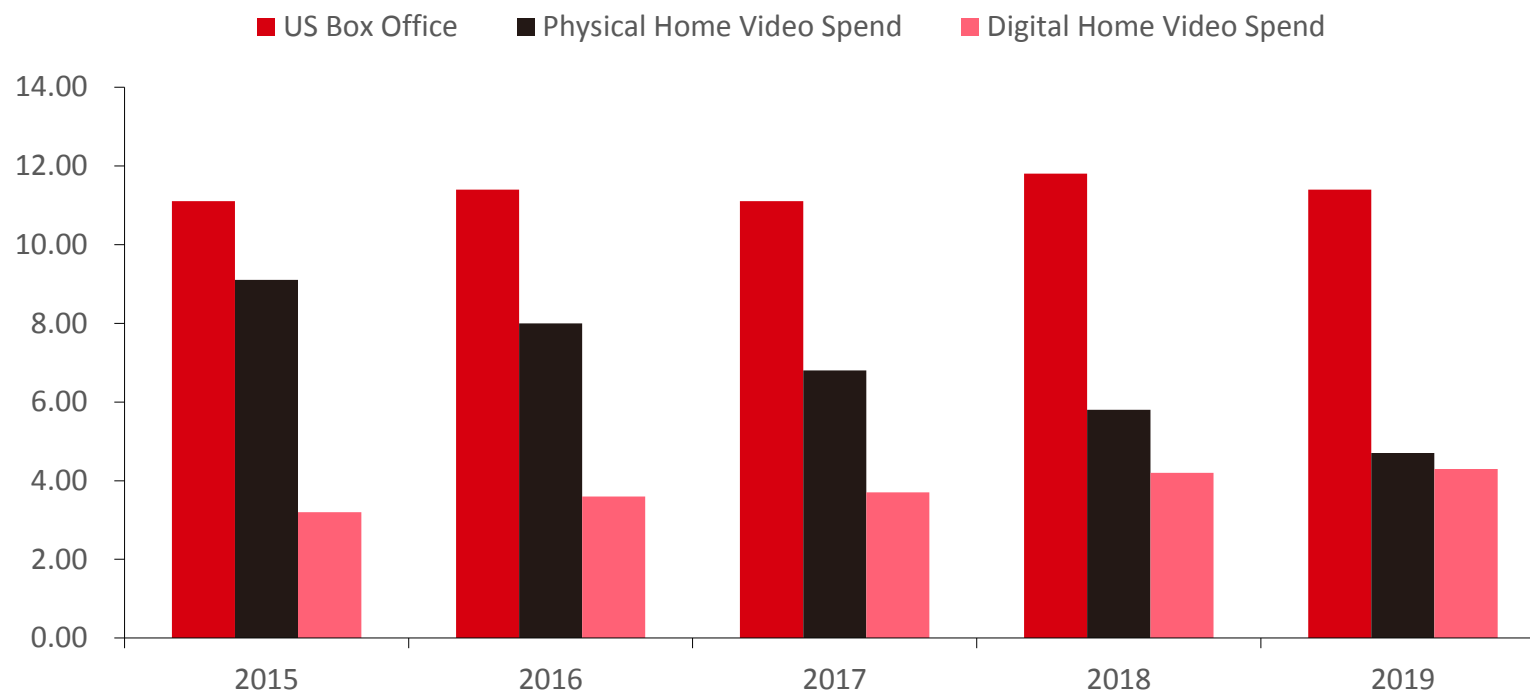
用户ARPU（美元）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

- 数字流媒体视频娱乐支出快速扩张。根据MPAA数据，2015年以来，伴随传统家庭视频娱乐支出减少，消费者数字视频娱乐支出稳定增长，2019年已达到43亿美元，逐渐追平传统家庭视频娱乐支出。

美国消费者视频&电影娱乐支出（十亿美元）

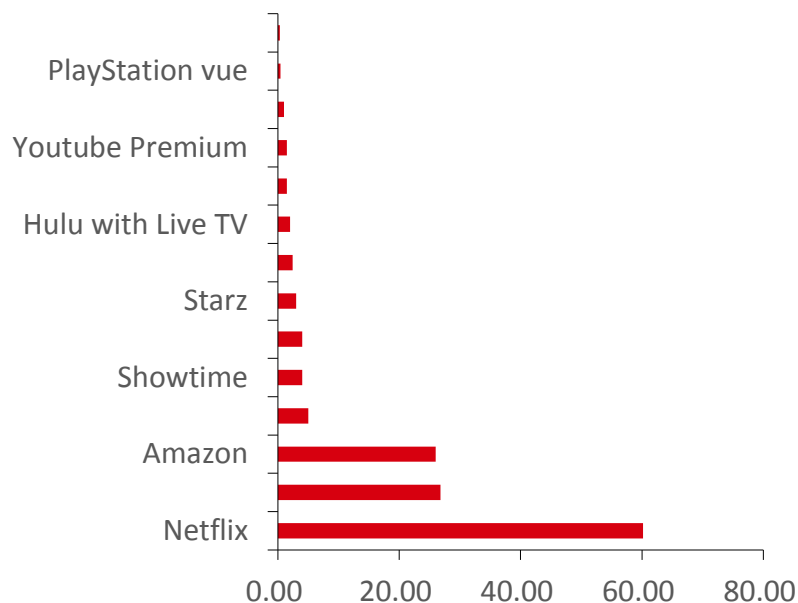


资料来源：MPAA，中信证券研究部

# 行业格局：优质内容成为核心竞争力

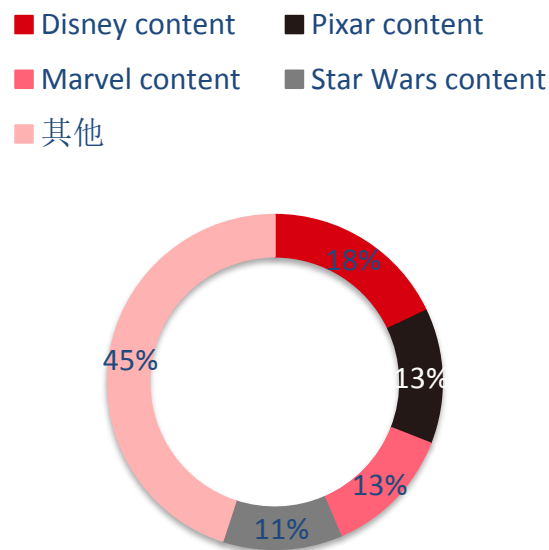
- 公司旗下平台订阅人数业内领先。2018年，公司旗下流媒体平台Hulu订阅人数达2680万，仅次于Netflix。
- 优质原生影视内容成为核心竞争力。根据SurveyMonkey数据，迪士尼、皮克斯、漫威、星球大战是消费者订阅Disney+的前四大驱动因素。储备丰富的原创内容库逐渐成为消费者选择流媒体平台的决定性因素。

2018年美国各流媒体平台订阅人数（百万）



资料来源：eMarketer，中信证券研究部

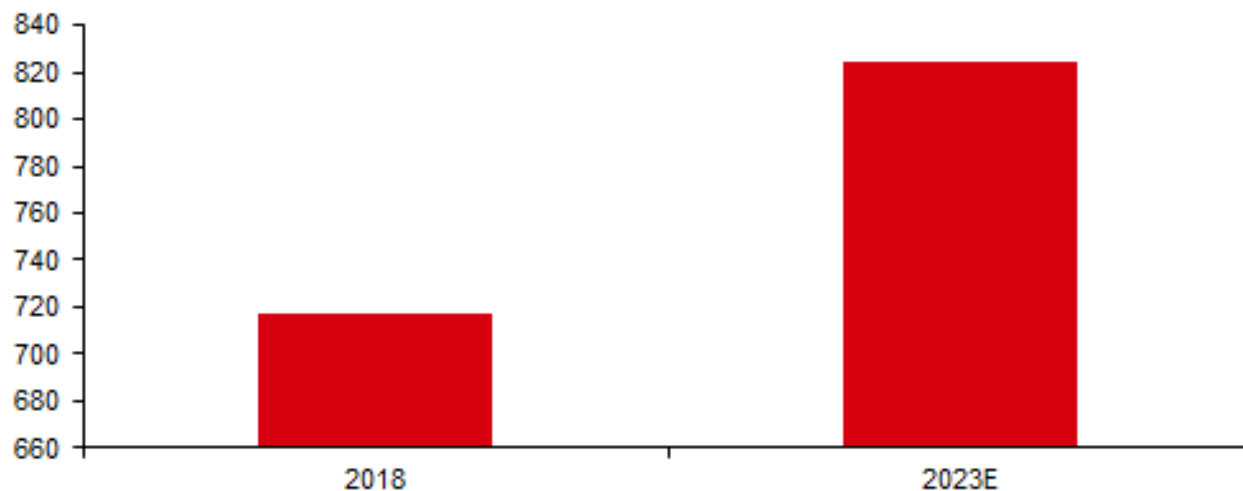
订阅Disney+驱动因素



资料来源：SurveyMonkey，中信证券研究部

- **美国为全球最大M&E市场，媒体娱乐需求强劲。**根据美国商务部的数据，美国是全球最大的M&E市场，2018年市场价值为7170亿美元，预计到2023年将达到8250亿美元。
- **流媒体加速生态优势闭环。**流媒体推动电影院线播放向线上转移，疫情亦加速了这一趋势，公司渗透率有望进一步提升。

美国媒体娱乐（M&E）市场规模（十亿美元）

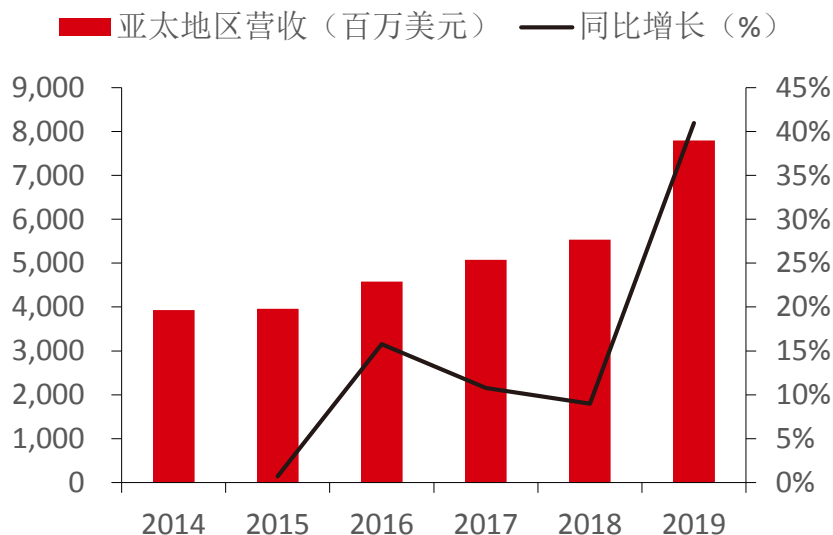


资料来源：US Department of Commerce（含2023年预测），中信证券研究部

# 加速国际化扩张，新兴市场空间广阔

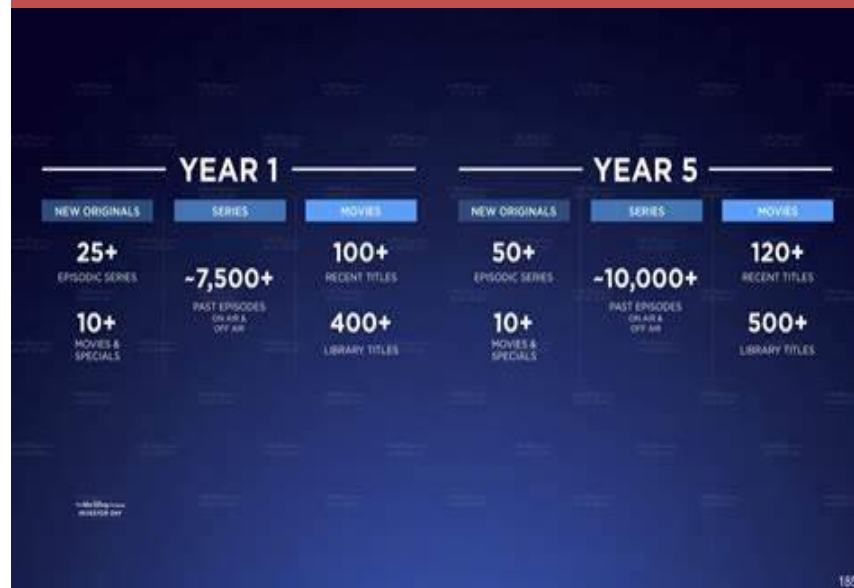
- 亚太等新兴市场空间增长广阔。FY2019，公司亚太地区营收77.96亿美元，同比增长41%，FY2017-FY2019的复合年增长率达23.9%，增长强劲。
- 未来公司流媒体业务向海外新兴市场拓展。已于2019年11月在北美上线的Disney+，预计将于2020年在亚太等地区上线，给公司提供新的增长动能。

## 亚太地区营收及同比增长



资料来源：公司财报，中信证券研究部

## Disney+发展计划

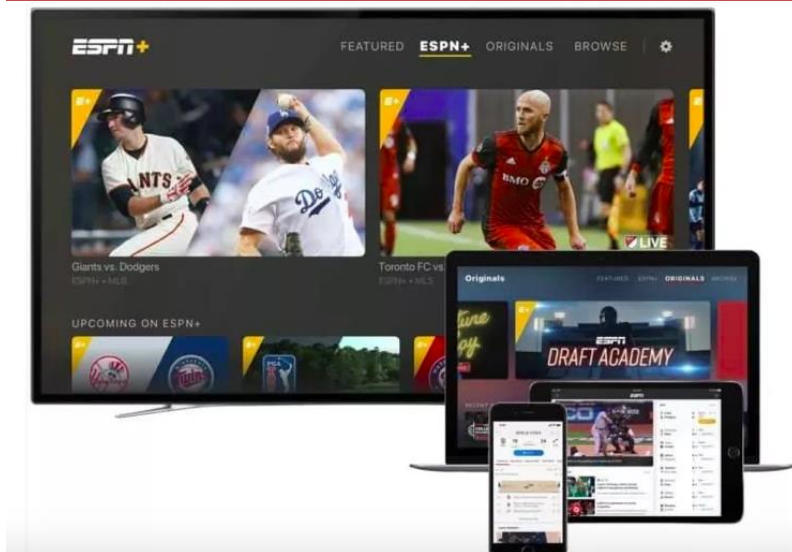


资料来源：公司官网

# 差异化内容驱动ARPU持续稳健提升

- 差异化内容始终是驱动用户ARPU长期增长的基石。短期来看体育赛事可能会受疫情影响，中长期来看ESPN+背靠全球第一用户和观看时长体育频道，不断扩展旗下体育直播播放权，强大内容库将驱动用户ARPU长期增长。

## ESPN+多端协同



## ESPN+赛事播放权

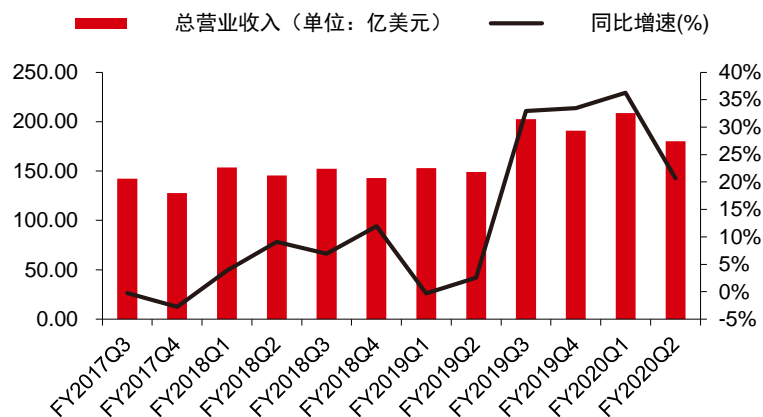


资料来源：ESPN+官网

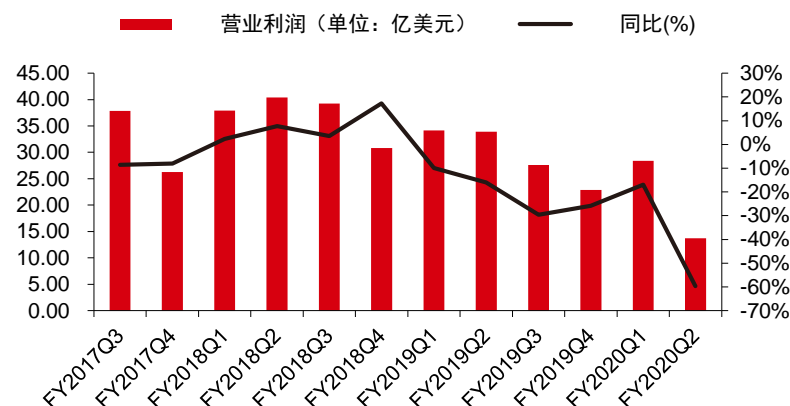


# 公司财务表现：短期受疫情冲击线下收入大降

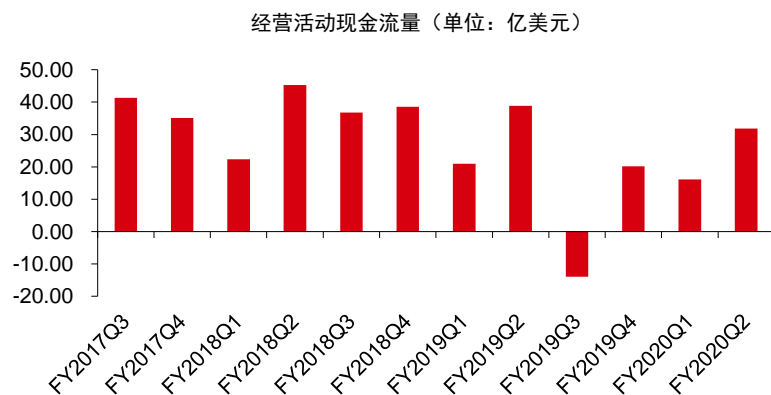
## 营业收入及同比增速



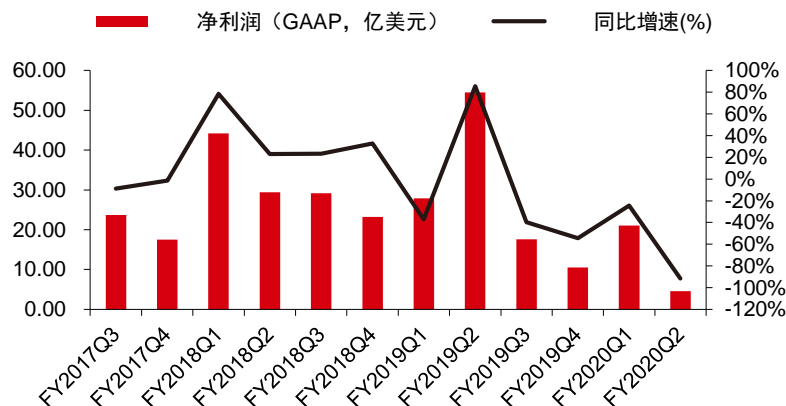
## 营业利润及同比增速



## 经营活动现金流量

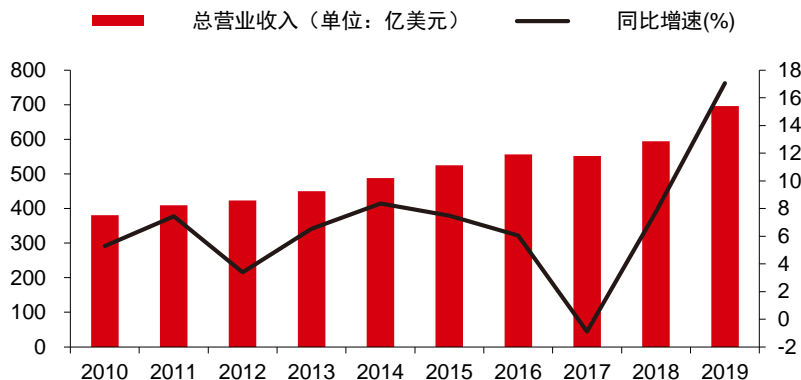


## 净利润及同比增速

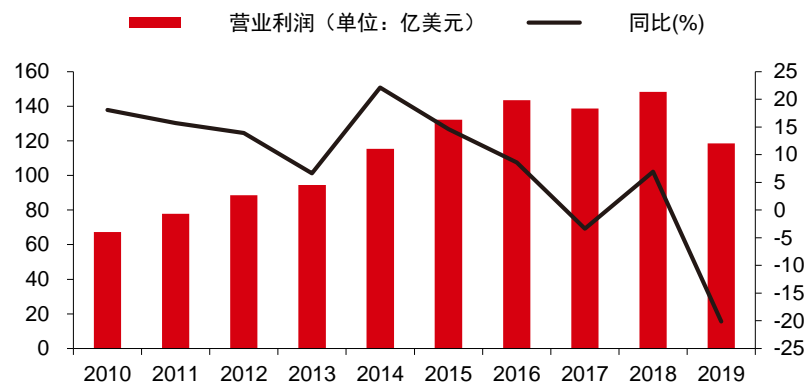


# 公司财务表现：长周期视角下流媒体驱动增长

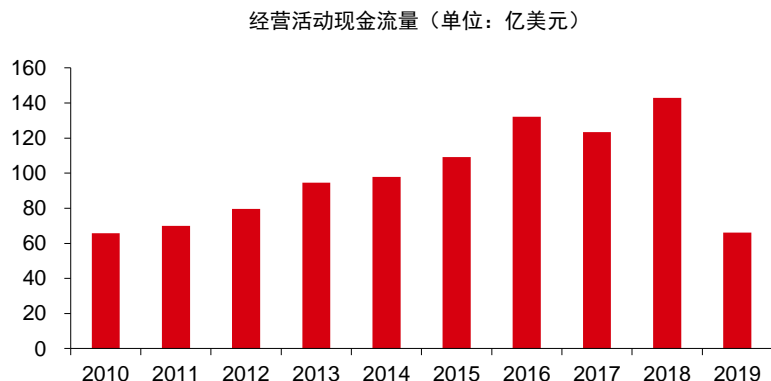
## 营业收入及同比增速



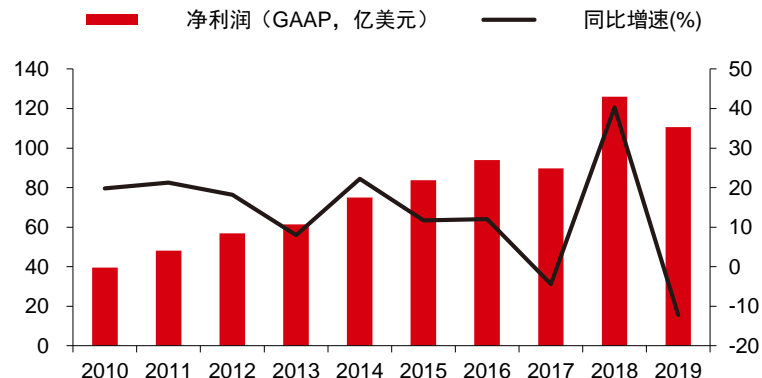
## 营业利润及同比增速



## 经营活动现金流量



## 净利润及同比增速

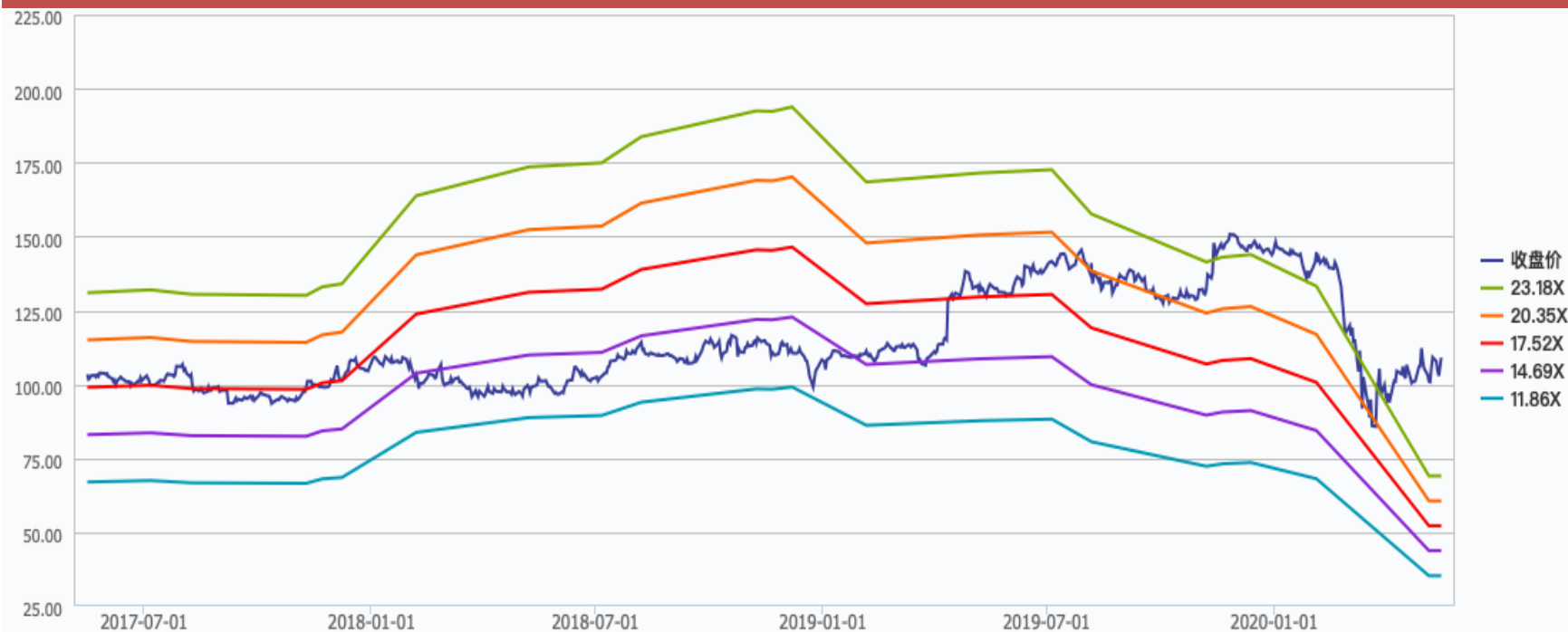


## 迪士尼盈利预测

年度	FY2018	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业收入（百万美元）	59,434	69,570	67,584	76,562	86,784
YoY（%）	8%	17%	-3%	13%	13%
净利润（GAAP，百万美元）	11,109	10,089	4,790	6,987	10,062
YoY（%）	23%	-9%	-52%	46%	44%
P/E（GAAP）	14	20	67	34	22

资料来源：路透一致预期

## WALT DISNEY近三年PE (TTM)



资料来源: Wind



# 感谢您的信任与支持！

## THANKYOU

许英博（首席科技产业分析师）

陈俊云（前瞻研究高级分析师）

执业证书编号：S1010510120041

执业证书编号：S1010517080001

# 免责声明

证券研究报告 2020年5月25日

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2020版权所有。保留一切权利。