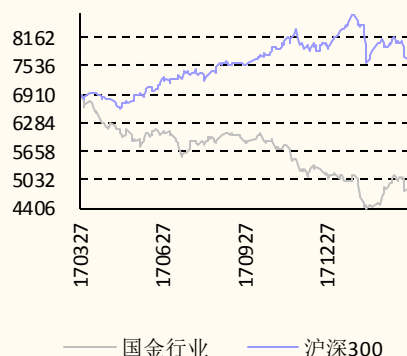


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	16.71
国金传播与文化指数	4975.42
沪深300指数	3898.50
上证指数	3168.90
深证成指	10868.66
中小板综指	10960.15



相关报告

- 1.《广电总局关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》，2018.3.23
- 2.《电影市场强劲复苏的深层逻辑：回归线下，内容升级...》，2018.3.14
- 3.《腾讯成为新丽传媒第二大股东，互联网公司进军影视...》，2018.3.12
- 4.《第三方移动支付：市场规模达到120万亿，还有哪些新玩法》，2018.3.6
- 5.《青蛙变王子：走进主流的女性游戏市场-“女性向”手机游戏》，2018.2.28

姜姝

分析师 SAC 执业编号: S1130517110003
(8621)61038213
jiangshu@gjzq.com.cn

裴培

分析师 SAC 执业编号: S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

天价 IP 的钱被谁挣了？

中国娱乐 IP 产业链研究之一：影视动漫篇

行业观点

- **天价 IP 的钱被谁挣了？**过去五年有一波 IP 涨价的红利差，头部 IP 剧的价格以火箭发射般的速度在增长，这波红利被电视剧公司吃到了，明星吃到了，但是阅文集团没怎么吃到，未来阅文也要分享其中的权益。
- **孵化 IP:产能,产能,产能，重要的事情说三遍！**IP 的孵化主要来源是文学、漫画、动画等。在漫画和动画端，由于人才的稀缺性，产能的瓶颈尤为显著。只有提升优质的产能，才能更大概率地孵化爆款。
- **影视行业的 IP 逻辑：**大 IP + 大明星 + 大制作 = 电视剧爆款，但是这个规律在电影行业不成立。最近两年网络播放量 TOP10 的电视剧和网剧中，IP 剧占据半壁江山，IP 在电视剧端的变现逻辑已被成功验证。北美由于发达的电影工业，票房前十的作品以漫威和 DC 的 IP 以及系列电影为主，国产电影由于处在工业化的早期阶段，在 IP 变现上的路径仍在摸索中。
- **大平台在 IP 端的投资布局：**我们详细分析了大平台互联网公司在 IP 产业链的投资布局，思路以上游 IP 内容孵化、中游布局产能、下游布局渠道、衍生品和配套服务为主。其中腾讯的战略布局最为完善。

投资建议

- 在整个 IP 产业链里布局最完善的是**腾讯控股**，拥有阅文、腾讯动漫两大 IP 孵化平台，中游布局了影视剧制作和动画片制作的优质产能，下游拥有腾讯视频强渠道进行变现。腾讯旗下的**阅文集团**作为网文内容和渠道的龙头，未来在影视变现上的业绩弹性值得期待。刚刚在美国上市的 Bilibili (B 站) 是日系二次元 IP 在中国最大的集散地，今后不但会继续扮演二次元游戏发行重镇的角色，还会加强自研游戏甚至原生 IP 的开发。
- 影视剧是目前 IP 变现最为成熟的产业链。我们重点推荐拥有大量知名 IP 储备、具有工业化产能、同时具备优秀制作能力的精影视剧公司，首先是**华策影视**，其次是慈文传媒。华策的最大优势是电视剧产能充足
- 目前国内的电影工业处于 IP 产业化的探索期。重点关注拥有系列化 IP 制作能力，并且在线下实景乐园方面逐步落地的**华谊兄弟**。光线传媒近年来加码动画出品，未来也可能孵化出一流的国产动画 IP。
- 拥有优势自主 IP、能够在产业链下游变现的公司也值得期待。**金科文化**旗下的汤姆猫已经实现了游戏的成功变现，IP 授权和主题公园也值得期待。阿里影业虽然在影视出品方面成就平平，在 IP 电商授权领域却很有潜力。

风险提示

- 知名 IP 的影视作品改编可能出现效果和口碑不达预期的风险。
- IP 产业链的变现，包括授权、乐园运营、衍生品等在国内仍处于早期发展阶段，需要漫长的过程，短期业绩的爆发性比较弱。
- 电视剧公司现金流紧张、应收账款比例高；电影公司票房可能不达预期。

内容目录

前言：天价 IP 的钱被谁挣了？	5
影视公司享受到了顶级 IP 的“剪刀差”	5
影视行业能够摆脱顶级 IP 吗？想都别想	6
娱乐 IP 的来源与变现：什么是强大的 IP 公司	7
IP 的来源：没有产能的 IP 孵化都是耍流氓	7
大公司投资布局：漫画绑 IP，动画绑产能	11
IP 的变现：影视+游戏+衍生品+其他	16
A 股影视公司 IP 战略：“内生”+“外延”双管齐下	20
华策影视：SIP 战略+参股漫画&电影	20
慈文传媒：全版权运营，IP 精品剧储备丰富	22
完美影视&唐德影视：加强 IP 储备+绑定明星资源	23
下游衍生品：IP 变现的重要渠道	26
狭义的衍生品：软周边与硬周边	26
广义衍生品：主题公园、广告等，正在探索中	28
IP 价值几何：如何对 IP 进行估值	31
现有被收购公司案例	31
应该如何对 IP 进行估值呢？	33
投资建议：选择拥有优秀 IP 储备且有产能进行变现的公司	34
腾讯控股（0700.HK）	34
阅文集团（0772.HK）	34
华策影视（300133）	35
慈文传媒（002343）	35
金科文化（300459）	35
华谊兄弟（300027）	36
阿里影业（1060.HK）	36
风险提示	36

图表目录

图表 1：部分知名电视剧单集售价&版权总价（2014-2017 年）	5
图表 2：2017 年收视率最高的 10 部周播电视剧	6
图表 3：IP 产业链上下游	7
图表 4：创作周期和成本：文学 vs 漫画 vs 动画	8
图表 5：2017 年数字阅读 APP 月活情况	8
图表 6：腾讯动漫的页漫	9
图表 7：快看漫画的条漫	9
图表 8：国产动画制作流程	9
图表 9：B 站国产动画追番人数 TOP15（表）	10

图表 10: B 站国产动漫追番人数 TOP15 (单位: 万人)	10
图表 11: 腾讯 IP 领域投资布局	11
图表 12: 腾讯 IP 领域战略布局	12
图表 13: 阅文集团 IP 领域投资布局	12
图表 14: 百度和阿里 IP 领域布局	12
图表 15: 哔哩哔哩 IP 领域投资布局	13
图表 16: 哔哩哔哩 IP 领域布局	13
图表 17: 光线传媒 IP 领域投资布局	14
图表 18: 奥飞娱乐 IP 领域布局	15
图表 19: 奥飞娱乐 IP 领域布局	15
图表 20: 2016 年电视剧网络点击 TOP10	16
图表 21: 2017 年电视剧网络点击 TOP10	16
图表 22: 2017 年网络剧播放量 TOP10	17
图表 23: 2016 年网络剧播放量 TOP10	17
图表 24: 2016 年国产电影票房 TOP10(不含服务费)	18
图表 25: 2017 年国产电影票房 TOP10 (包含服务费)	18
图表 26: 动漫 IP 改编电影北美票房情况: 2011-2017	18
图表 27: 2016 年北美票房 TOP10	19
图表 28: 2017 年北美票房 TOP10	19
图表 29: A 股部分影视公司电视剧发行集数市场份额 (%): 2012-2016	20
图表 30: 华策影视近年来爆款 IP 影视剧	20
图表 31: 《何以笙箫默》海报	21
图表 32: 《三生三世十里桃花》海报	21
图表 33: 华策影视电视剧收入 TOP5	21
图表 34: 华策影视 IP 储备	21
图表 35: 华策影视漫画&电影公司投资	22
图表 36: 慈文传媒近年来知名 IP 影视剧	22
图表 37: 电视剧《楚乔传》宣传海报	23
图表 38: 页游《楚乔传》宣传图	23
图表 39: 《大秦帝国》项目情况	23
图表 40: 完美影视 IP 项目	24
图表 41: 唐德影视 IP 储备	24
图表 42: 嘉行传媒旗下艺人	24
图表 43: 2018 年 3 月网剧播放量 TOP5	25
图表 44: 《烈火如歌》网剧宣传海报	25
图表 45: 《烈火如歌》手游	25
图表 46: 唐德影视—范冰冰影视剧项目	25
图表 47: 万代南梦宫衍生品业务收入 (亿人民币)	26
图表 48: 2017 年万代南梦宫主要 IP 衍生品收入 (亿人民币)	26

图表 49: 孩之宝收入构成 (百万美元)	27
图表 50: 孩之宝知名玩具 IP	27
图表 51: 动漫衍生品公司融资情况.....	27
图表 52: 艾漫开发的《全职高手》软周边.....	28
图表 53: ACTOYS 与 B 站合作的 2233 娘手办.....	28
图表 54: 迪士尼主题公园和度假区收入 (百万美元): 2010-2017.....	28
图表 55: 2016 年游客人数 TOP10 主题公园	29
图表 56: 华强方特主题乐园——《熊出没》游乐设施.....	29
图表 57: Outfit7 收入构成.....	30
图表 58: 《会说话的汤姆猫》	30
图表 59: 知名 IP 公司被收购案例.....	31
图表 60: 漫威漫改电影北美票房 TOP10.....	31
图表 61: DC 漫改电影北美票房 TOP10.....	32
图表 62: 有妖气主要作品在 B 站播放效果.....	32
图表 63: 绘梦动画融资情况.....	33
图表 64: IP 估值情景分析	33

前言：天价 IP 的钱被谁挣了？

- “IP”这个词不是中国的发明，却在中国文化娱乐产业被发扬光大。早在 2008 年前后，影视公司为了储备项目，就开始大举采购网络小说改编权，当时尚没有“IP 经济”的说法；2015 年以后，随着“IP 大剧”模式的成熟、视频网站采购价格的飙升，影视公司纷纷实现了高额变现。这个模式能持续吗？还有谁能赚到天价 IP 的钱？

影视公司享受到了顶级 IP 的“剪刀差”

- 可以看到，最近两三年的时间，知名电视剧的售价如火箭发射般增长。三四年前一部热门剧的单集售价在 200-300 万元左右，电视台加网络端的版权总价在 2 亿元以内，而如今的一些热门电视剧，单集售价达到 1500 万元左右，版权总价更是超过 10 亿元。
- 而这些售价炙手可热的电视剧，大都是热门的 IP 改编的，面对这飞速增长的天价 IP，我们一定想问一个问题，天价 IP 的钱被谁挣了？针对这个有趣的问题，我们做了一个 IP 产业链的分析报告，本篇主要分析影视和动漫部分，未来我们将会出一篇关于游戏的分析报告。

图表 1：部分知名电视剧单集售价&版权总价（2014-2017 年）

年份	电视剧名称	电视台售价 (万元)	网络售价 (万元)	台+网售价 (万元)	集数	版权总价 (亿元)	主要出品方
2014 年	《花千骨》	未披露	未披露	290	58	1.68	慈文传媒
2015 年	《武媚娘传奇》	未披露	未披露	206	96	1.98	唐德影视
2016 年	《麻雀》	222	204	426	50	2.13	欢瑞世纪
2016 年	《诛仙青云志》	未披露	未披露	518	55	2.85	欢瑞世纪
2016 年	《三生三世十里桃花》	未披露	未披露	519	58	3.01	华策影视
2016 年	《射雕英雄传》	未披露	未披露	566	60	3.40	华策影视
2016 年	《孤芳不自赏》	未披露	未披露	708	62	4.39	华策影视
2016 年	《夏至未至》	未披露	未披露	811	46	3.73	华策影视
2016 年	《楚乔传》	379	483	862	68	5.86	慈文传媒
2017 年	《凉生，我们可不可以不忧伤》	480	1000	1480	80	11.84	慈文传媒
2017 年	《如懿传》	600	900	1500	90	13.50	新丽传媒
2017 年	《巴清传》	775	750	1525	60	9.15	唐德影视

来源：上市公司剧集价格或总价来自公司公告，《如懿传》价格来自网易新闻，国金证券研究所整理

- 首先回答一下我们对上述问题的解答：关于电视剧的天价 IP，虽然大部分的 IP 来源都是阅文集团，但是过去这几年的这波涨价潮，阅文集团挣了小钱没挣到大钱，影视剧公司挣到了钱，影视明星也挣到了大钱。
- 为什么阅文之前没挣到大钱呢？因为早几年的时候，大家并没有意识到 IP 的价值，所以很多网文的 IP 被作家或平台以比较便宜的价格把影视改编权卖给了影视公司，虽然这几年 IP 上游价格也涨的较快，但是在电视剧的制作成本构成里一般不会超过 10%，顶级 IP 的价格大概是在几千万元量级，和动辄 3 到 5 亿的电视剧投资额相比，影响并没有那么大。
- 所以很多影视剧公司在过去几年确实挣了一波 IP 剪刀差的钱——以比较便宜的价格买下 IP 的影视改编权，等开发和制作完以后几年过去了，成品电视剧卖了更贵的价格。当然上游的很多明星也受益了，比如新丽传媒的招股书披露周迅和霍建华分别的片酬为五千万左右。
- 阅文上市以后未来也要挣这个钱了。一是因为影视剧的投资是需要大量资本的，阅文上市之前一直亏损，也没闲钱投影视，上市以后有钱了。二是公司战略上重视了，毕竟影视的投资需要有个摸索的过程，比如《择天记》阅文就参与电视剧的投资了，未来通过和许多的影视公司进行合作（比如新丽传媒、万达影视等），会有更多的影视项目落地。

影视行业能够摆脱顶级 IP 吗？想都别想

- 如果阅文要通过跟投甚至领投的方式，分享 IP 大剧的收入，无疑会对现有的影视行业秩序构成冲击。有人提出：如果顶级 IP 的隐性成本攀升，影视公司完全可以“去 IP 化”，以原创故事或冷门 IP 取代顶级 IP。然而，我们的观点恰恰相反——除非影视行业愿意经受痛苦的转型，否则顶级 IP 是戒不掉的。2017 年，全国收视率最高的 10 部周播电视剧，有 5 部是热门网络小说改编，只有 2 部是原创；而且，2 部原创剧的编剧也由网络小说家担纲。“去 IP 化”会让电视剧行业迅速陷入无米之炊的窘境。

图表 2：2017 年收视率最高的 10 部周播电视剧

名称	收视率	IP 来源
楚乔传	1.741	网络小说
择天记	1.119	网络小说
漂亮的李慧珍	0.982	韩剧
浪花一朵朵	0.873	网络小说
那片星空那片海	0.756	网络小说
醉玲珑	0.737	网络小说
秦时丽人明月心	0.735	小说
上古情歌	0.636	原创
进击吧，闪电！	0.552	原创
射雕英雄传	0.552	小说

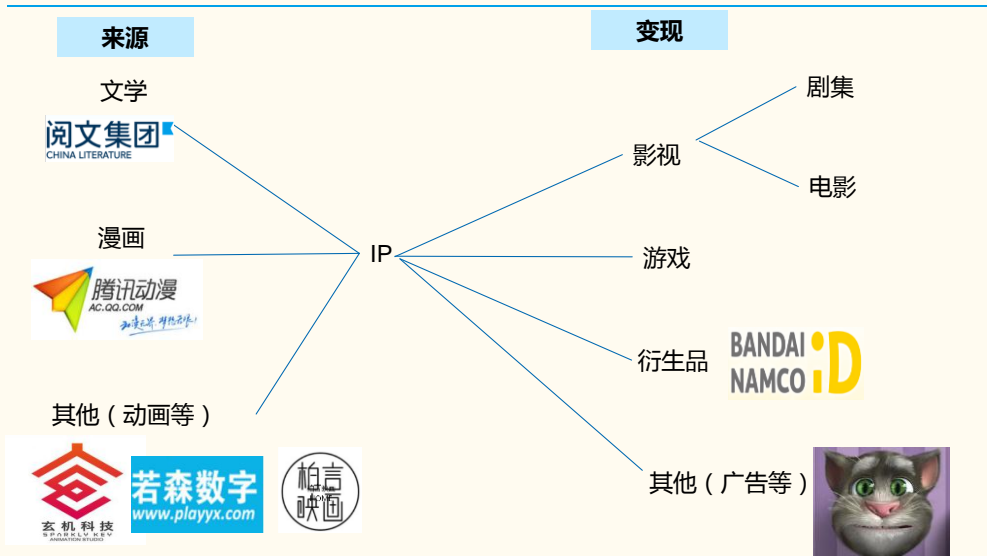
来源：CSM，国金证券研究所

- 对于影视产业链来说，顶级 IP 有两个价值：首先，它能为影视剧带来一批原生粉丝（“自带流量”），赢得视频平台和广告主的认可；其次，它能解决中国影视行业优秀剧本稀缺的顽疾。在早年，影视公司采购 IP 的主要目的是“积累剧本”，今天这个目的仍然没有消失；即便是原创大剧，邀请网络小说作家参与编剧的比例也越来越高。
- 顶级 IP 的“自带流量”能力，近年来受到了许多质疑。在电影行业，IP 大片折戟沉沙的例子不在少数，2017 年下半年以来的热门国产片几乎就没有根据热门小说或动漫 IP 改编的。但是，在电视剧和网剧行业，顶级 IP “自带流量”的神话不但没有破灭，而且愈演愈烈。归根结底，剧集行业是一门 B2B2C 的生意：卫视和视频平台是第一付费者，最终消费者甚至不一定付费。2018 年，三大视频平台对顶级大剧的采购热情并无下降，单价仍在不断提高，为 IP 大剧的持续变现打下了坚实基础。
- 本文的焦点并不是“IP 大剧的价格趋势”，也不是“谁在为 IP 大剧/大片买单”，而是“顶级 IP 的钱被谁赚走了”。换句话说，我们更关注 IP 产业链自身的运营规律和利益分配机制。既然顶级 IP 在收入端的上升势头仍然存在，各个环节对利益的争夺必然日益激烈。下面我们将就 IP 来源、投资布局 and IP 变现等方面，对 IP 产业链进行深入分析。

娱乐 IP 的来源与变现：什么是强大的 IP 公司

- IP 产业链主要涉及两个过程：上游 IP 来源，下游 IP 变现。从 IP 来源来看，最主要的是文学（包括网文和传统图书等），其次是漫画，此外还有动画、游戏等其他来源。例如若森数字的《画江湖》系列动画，是直接原创的动画，游戏就比较多了，暴雪的《魔兽》就是游戏火了再改编电影，同样网易的《阴阳师》火了以后也在制作大电影了。目前在国内来看，IP 最广泛的来源还是文学，因为产能问题和受众问题（产能最大，受众最广）。

图表 3：IP 产业链上下游



来源：国金证券研究所整理

- 从 IP 的变现来看，影视（分为剧集和电影）、游戏、衍生品，其他（比如广告、商业授权、主题乐园等，汤姆猫就在广告里成功实现了变现）。
- 目前国内最成功的变现是影视中的剧集。因为大部分的 IP 其实本质都是讲一个好故事，而一个好故事和电视剧的改编是有天然联系的，但是电影的改编成功概率比较低，一方面是中国电影工业还不够成熟，另外也是由于文学作品一般都是长篇小说，改成 2 个多小时的电影，如何缩减精华确实难度很大。IP 在游戏里的转化概率就不一定了——游戏的本质是好玩，并不是好故事。但是在国外也有成功案例，比如日本的万代南梦宫，在游戏和衍生品 2 个细分领域都做到了 IP 的成功变现。

IP 的来源：没有产能的 IP 孵化都是耍流氓

- 文学、漫画、动画，都是重要的 IP 来源，但是它们的产能、成本以及受众有着非常大的差异。为什么在中国，文学尤其是网络小说构成了 IP 的主要来源呢？因为产能高、成本低、受众广。
- 文学的产能高也是很好理解的，写文章的速度比画画和动画的速度要快很多，人才的供给也多很多——几乎每个人都是小说家的后备军，但是动漫作者往往需要专业训练。很多网络文学作品的更新都是日更（内容每天更新），即便是业余创作也能做到每隔几天更新。
- 漫画由于产能限制，更新速度比小说慢很多。现在网络页漫一般的更新频率是双周更或者月更，但是条漫由于背景比较简单，所以更新速度可以比页漫快一倍，成本自然也低一半以上。
- 动画就更不用说了，目前的更新速度一般是周更或者双周更。而且，动画的制作成本远高于小说和漫画，即便是只在网上播出、技术标准较低的动画番剧，制作方也面临着巨大的成本压力，无法随意扩产。

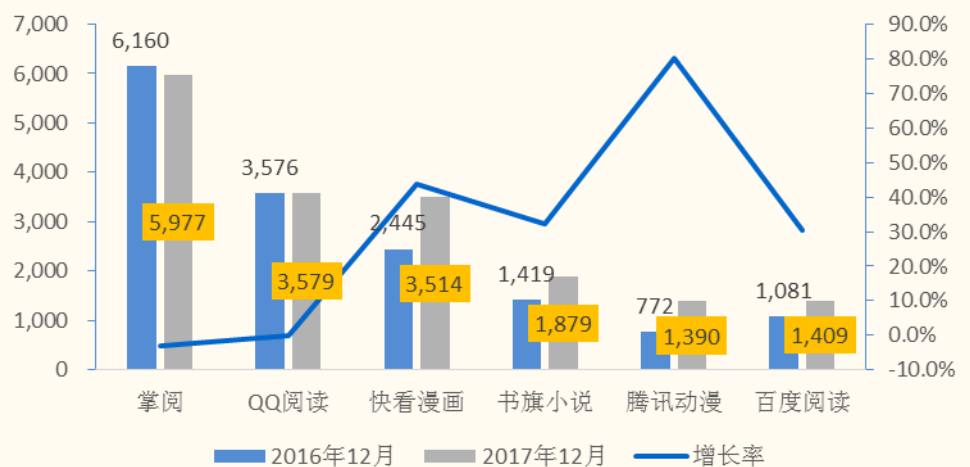
图表 4：创作周期和成本：文学 vs 漫画 vs 动画

<p>文学</p> <p>阅文集团 CHINA LITERATURE</p> <p>新华先锋 PIONEER</p>	<p>网络文学：每天可以写5千字，每千字成本50元-1000元不等。20万字的书大概几个月时间，成本大约几十万元。</p> <p>更新频率：网文日更；图书出版流程需要3-6个月。</p>
<p>漫画</p> <p>腾讯动漫 AC.QQ.COM</p> <p>快看!</p>	<p>页漫每天可以画2P-3P，每P成本1000元-3000元不等。一话大概12-16P，100话的漫画（12集动画）大概需要1年-2年，成本大概120万-480万。</p> <p>更新频率：页漫双周更或月更；条漫快一倍。</p>
<p>动画</p> <p>HAOLINERS 绘梦 ANIMATION</p> <p>玄机科技 SPARKLY KEY</p>	<p>每周可以制作20-50分钟，2D动画制作成本4-10万/分钟，3D动画制作成本3-10万/分钟，1部12集的动画（每集12分钟左右）的成本在700-1500万。</p> <p>更新频率：周更或双周更。</p>

来源：国金证券研究所整理

- 为什么产能很重要？因为更新速度非常影响读者或者观众的体验。假设大家看网文看得很爽，正在兴头上，要等一个礼拜再更新会非常痛苦；即便一个礼拜以后更新了，除了核心粉以外的普通粉可能会不再继续追捧。现在的国产漫画和动画片就面临着这个问题。很多看美剧的人会有深刻体验，周更甚至月更的频率会经常使人追剧追到一半就忘掉了。
- 为什么说没有产能的 IP 孵化都是耍流氓？因为 IP 的孵化本来就是一个概率事件，有了足够多的产能，才有可能出更多的爆品。就阅文集团来说，2017 年平台拥有 690 万作家，2017 年平台新增字数达到了 430 亿，所以才能持续产生那么多的爆款 IP。
- 从下面的图表可以看到，在阅读类的 APP 中，文学类的 APP 的整体月活要显著高于漫画类的 APP，也是由于产能和受众的差异。而漫画类的 APP 来看，快看漫画的发展速度非常快，由于通过条漫（背景作画等更加简单）而不是页漫的方式，极大地提高了产能，降低了成本，其月活数量达到 3500 万，超过了传统页漫为主的腾讯动漫。

图表 5：2017 年数字阅读 APP 月活情况



来源：Questmobile，国金证券研究所，备注：腾讯动漫的数据是 2017 年 6 月的数据。

图表 6：腾讯动漫的页漫



来源：腾讯动漫，国金证券研究所

图表 7：快看漫画的条漫



来源：快看漫画，国金证券研究所

- 再看动画行业，目前的大势是：**2D 产能稀缺，3D 产能逐步完善，腾讯系占绝对优势**。动画的制作是一个十分精细的过程，分为前、中、后三期，涉及十几个环节，工作量大且繁琐，创作周期长，人力成本高。

图表 8：国产动画制作流程



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- 动画制作分成 2D 和 3D，3D 的制作和游戏有一定的相通之处，通过场景建模和角色建模，再利用 3D 引擎对动画进行渲染，由于中国的手游行业极为发达，有很多手游的人员可以在 3D 制作中发挥比较大的作用，所以**3D 动画的制作产能在逐步提升**。3D 建模以后，制作的集数越多，可以复用的模型就越多，反而会降低单集的制作成本。
- 国内的**2D 动画制作产能非常稀缺**，主要是由于 2D 制作的工艺比较传统，仍然是通过每张画的形式进行制作，对绘画人才要求极高，目前很多国内

公司利用了日韩、朝鲜的 2D 产能进行全球化分工协作来提高效率。由于大部分的漫画都是 2D 的，转化成 2D 动画比较自然，而且 2D 动画适合表现夸张的、无法通过正常物理透视表现的画面感，需求仍然十分旺盛。

- 在这种情况下，资金实力雄厚的大平台凭借其资金优势投资了动画产业链里的优秀的动画制作团队（投资产能），使得旗下的很多 IP 可以以比较快的节奏实现动画化并保持更新，扩大 IP 的影响力。

国产动画番剧腾讯系占据领先优势

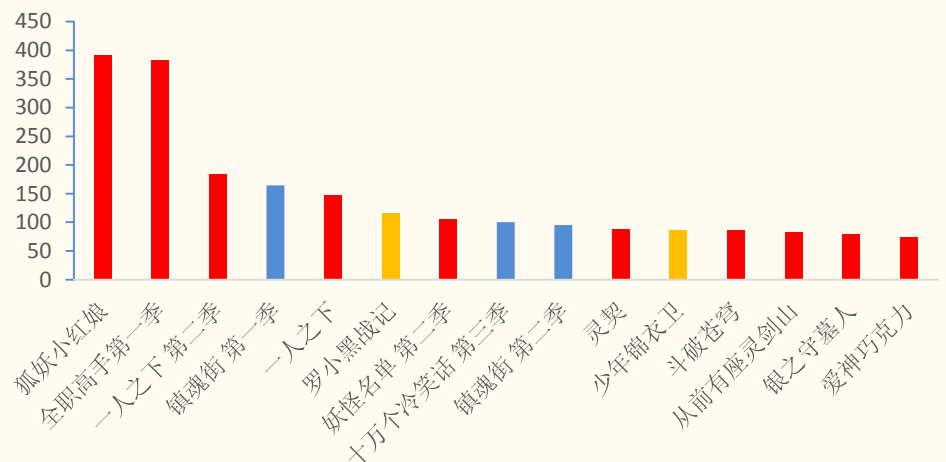
- 我们对 B 站国产动画追番人数 TOP15 的进行梳理后发现，其中 10 部来自腾讯系（腾讯动漫 8 部、阅文 2 部），3 部来自有妖气，其余 2 部分别来自独立制作人和柏言映画，大平台尤其是腾讯系占有绝对的优势。
- 值得一提的是，阅文集团的 2 部动画《全职高手》、《斗破苍穹》由于 IP 的影响力极大、制作精良率先实现了付费抢先（会员可以观看最近更新，非会员需要等一周），证明了阅文系 IP 在动画领域的变现潜力。

图表 9：B 站国产动画追番人数 TOP15（表）

番剧名称	追番人数（万）	出品公司
狐妖小红娘	391.5	腾讯动漫
全职高手 第一季+特别篇	382.1（付费抢先）	阅文集团
一人之下 第二季	183.9	腾讯动漫
镇魂街 第一季	164.4	有妖气(奥飞动漫子公司)
一人之下	147.8	腾讯动漫
罗小黑战记	116.4	独立制作 MTJJ
妖怪名单 第二季	106	腾讯动漫
十万个冷笑话 第三季	100.3	有妖气(奥飞动漫子公司)
镇魂街 第二季	95	有妖气(奥飞动漫子公司)
灵契	88.7	腾讯动漫
少年锦衣卫	86.9	柏言映画
斗破苍穹	85.9（付费抢先）	阅文集团
从前有座灵剑山	81.7	腾讯动漫
银之守墓人	78.3	腾讯动漫
爱神巧克力	74.5	腾讯动漫

来源：哔哩哔哩，国金证券研究所。截止到 2018.3.19

图表 10：B 站国产动漫追番人数 TOP15（单位：万人）



备注：截止 2018.3.19。红色为腾讯系出品，蓝色为有妖气出品，黄色是其他公司出品。

来源：哔哩哔哩，国金证券研究所。

大公司投资布局：漫画绑 IP，动画绑产能

- 由前面的阐述可见，产能对于优质 IP 的培育和价值实现十分关键。因此，许多大公司在这方面都积极进行布局。
- **BAT：腾讯在 IP 领域的投资布局十分完善。**在 IP 内容方面，通过控股的腾讯动漫、阅文集团布局了 IP 的孵化平台，投资的玄机科技（核心 IP《秦时明月》）、动漫堂（拥有国产漫画顶级 IP《一人之下》）等 IP 原创公司进行 IP 的创作和孵化；通过投资新丽传媒（影视剧制作）、绘梦动画（主要是 2D 动画制作）等具有优质制作能力的公司提升产能；最后通过腾讯视频的渠道输出产能。

图表 11：腾讯 IP 领域投资布局

被投资公司	主要业务	IP 代表作	投资时间	投资金额	投后估值
IP 内容					
盛大文学（与 QQ 文学合并成阅文集团）	小说创作、阅读	多家原创小说网站	2014.11	50 亿	50 亿
玄机科技	动漫创作与制作，IP 运营	《秦时明月》	2017.01	亿元以上	约 20 亿
慕星社	原创动漫创作	《爱的比热容》《无期之约》	2018.02	4000 万	4 亿
徒子文化	漫画创作	《阎王不高兴》、《逍遥游》	2017.09	数千万	3 亿
艺画开天	原创动漫开发、制作	《幻境诺德林》	2018.02	未披露	1.6 亿
铸梦动画	原创 3D 动画制作	《墓王之王》	2017.07	数千万	1 亿
动漫堂	漫画创作	《一人之下》	2017.03	数千万	未披露
糖人动漫	动漫创作，IP 开发	《妖怪名单》	2017.04	数千万	未披露
漫悦文化	漫画创作	《万网驱魔人》	2017.03	未披露	未披露
夏天岛工作室	漫画创作与制作	独家签约小新、大鬼等 7 位作者	2017.04	未披露	未披露
灵龙文化	作品创作、剧本与影视研发	《九州缥缈录》	2018.01	未披露	未披露
骏豪宏风	动画影视创作服务	《超神学院》	2017.03	未披露	未披露
乐匠文化	原创漫画制作、连载	《通职者》	2017.04	未披露	未披露
丛潇动漫	原创漫画制作	《演平乱志》	2017.06	500 万	2000 万
悟漫田	漫画开发与创作	《地接者》	2017.01	数百万	1500 万
铁鳞社	原创漫画制作、连载	《铁姬钢兵》	2018.02	数百万	1500 万
天闻角川	漫画和轻小说代理发行	《言叶之庭》	2016.09	未披露	未披露
东方二次元	IP 创作、孵化、发行	《百炼成神》	2016.01	数千万	未披露
十字星	漫画创作、连载	《天机少女秘闻录》	2017.11	数百万	1500 万
产能					
新丽传媒	影视剧制作，娱乐营销	《煎饼侠》	2018.03	33.17 亿	120 亿
原力动画	动画制作	《爵迹》	2015.09	未披露	10 亿
绘梦动画	动画制作	《灵契》、《狐妖小红娘》	2017.01	亿元以上	5 亿
耀客传媒	影视剧制作，艺人经纪	《心术》、《离婚律师》	2015.07	数千万	未披露
柠萌影业	影视剧、网络节目制作	《好先生》、《小别离》	2017.1	未披露	未披露

来源：IT 桔子，国金证券研究所

图表 12：腾讯 IP 领域战略布局



来源：国金证券研究所整理

- 腾讯控股的阅文集团近年来也积极在 IP 领域进行布局，主要战略是投资具有动画制作能力的公司，帮助其将文学 IP 动画化。其中福煦影视、娃娃鱼均是动画制作公司，阅文旗下多个知名动画作品如《择天记》、《斗破苍穹》、《全职法师》等均由福煦影视制作，《国民老公》由娃娃鱼制作。

图表 13：阅文集团 IP 领域投资布局

被投资公司	主营业务	IP 代表作	投资时间	投资金额	估值
娃娃鱼动画	动画创作与制作	《国民老公》	2017.07	5000 万	未披露
音熊联萌	动漫游戏配音	声优	2017.07	数千万	未披露
唯道科技	作家经济	耳根、鹤是老五等作者	不详	未披露	未披露
福煦影视	动画制作	《择天记》、《全职法师》	2015.11	未披露	未披露

来源：IT 桔子，国金证券研究所

- 相较于腾讯，百度和阿里在动漫 IP 的布局上落后很多。百度主要是通过爱奇艺进行动漫领域布局，阿里通过优酷土豆和阿里影业进行动漫领域的投资，优酷土豆还和旗下卡通部门合资成立了优其文化，负责相关动漫业务，阿里还通过收购 UC 优视拥有了动漫平台 UC 动漫。无论如何，百度、阿里在动漫乃至整个娱乐 IP 领域，比腾讯落后一个身位。

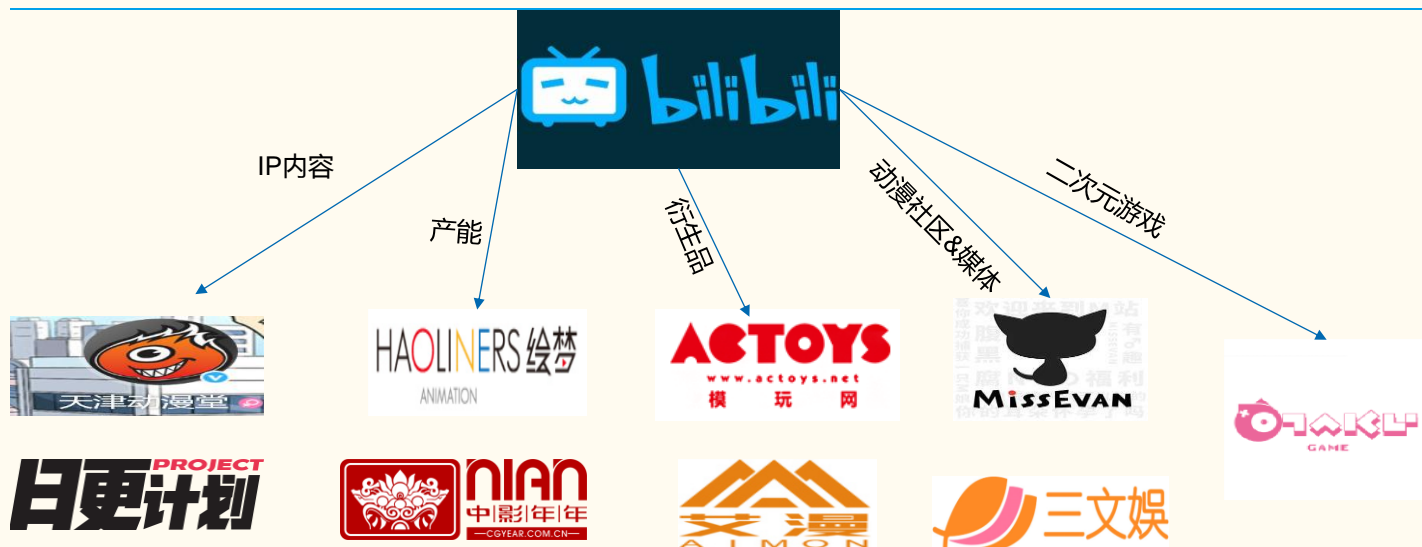
图表 14：百度和阿里 IP 领域布局

	被投资公司	主营业务	IP 代表作	投资时间	投资金额	投后估值
百度	翻翻动漫	漫画创作，IP 运营	《漫画行》	2016.11	未披露	4 亿元
	变月文化	黑白动画创作与制作	《口水三国》	2017.04	1000 万	5000 万
	轻文轻小说	轻小说阅读创作社区	《三坪房间的侵略者》	2018.02	未披露	未披露
阿里	暴走漫画	动漫 IP 创作	《暴走嘉年华》	2017.08	数千万	20 亿
	磨铁图书	图书出版	《后宫·甄嬛传》	2016.02	1.53 亿	9 亿
	两点十分动漫	动漫 IP 开发与运营	《银之守墓人》	2017.10	数千万	4 亿元
	柏言映画	动漫制作	《少年锦衣卫》	2017.03	3000 万	未披露
	稻草熊影业	影视剧制作	《蜀山战纪之剑侠传奇》	2016.12	数千万	未披露

来源：IT 桔子，国金证券研究所

- 哔哩哔哩：作为二次元领域的领头羊，B 站近年来在动漫领域频频布局，进行动漫产业链上下游的整合。在 IP 内容方面，投资了动漫堂、日更计划、轻文轻小说等公司；通过投资绘梦动画、中影年年提升产能；投资动漫衍生品公司艾漫动漫和 Actoys 拓展下游变现渠道；除此之外，还投资了三文娱、M 站等动漫媒体和社区公司，御宅游戏等二次元游戏公司。

图表 15：哔哩哔哩 IP 领域投资布局



来源：国金证券研究所

图表 16：哔哩哔哩 IP 领域布局

被投资公司	主要业务	被投资公司代表性 IP	投资时间	投资金额	投后估值
IP 内容					
日更计划	IP 运营、漫画阅读平台	《龙朝大都》	2017.02	未披露	3 亿元
海岸线动画	动漫制作	《纳米核心》	2017.04	数千万	2 亿元
艺画开天	原创动画制作	《幻境诺德林》	2018.02	未披露	1.6 亿
轻文轻小说	二次元轻小说阅读创作	《三坪房间的侵略者》	2016.09	未披露	1 亿
动漫堂	原创漫画创作	《一人之下》	2016.06	未披露	未披露
Sunflowers 戏画谷	古代题材动画创作与制作	《风灵玉秀》	2015.09	未披露	未披露
漫娱文化	漫画创作与连载、影视制作	《人匠》、《鬼吹灯》	2014.04	未披露	未披露
产能					
绘梦动画	动画制作	《狐妖小红娘》	2016.03	未披露	2000 万
千里眼文化	3D 动画制作	《Making Of》	2015.1	数百万	1000 万
中影年年	三维动画制作	《血色苍穹》	2018.01	数千万	未披露
翼下之风	动漫制作	《那年那兔那些事儿》	2016.04	2000 万	未披露
衍生品					
ACTOYS	动漫衍生品	-	2016.01	数百万	5000 万
艾漫动漫	动漫衍生品	-	2017.11	5000 万	未披露
动漫社区&媒体					
M 站	二次元声音社区	-	2015.12	未披露	1.4 亿
三文娱	动漫与文化创意新媒体	-	2017.06	未披露	5000 万
ComiDay	动漫同人祭	-	2016.01	数百万	2000 万
Anitama	动漫媒体	-	2016.07	数百万	1000 万
Stage1	动漫宅社区	-	2016.05	数百万	1000 万
Moboo.ly	动漫社区	-	2016.08	未披露	未披露
银河漫游指南	ACG 旅行服务网站	-	2016.01	数百万	未披露
二次元游戏					
御宅游戏	ACG 游戏研发	《妖精的衣橱》	2016.07	未披露	3000 万
萌鲸网络	二次元移动游戏开发	《零界点》	2016.05	数百万	1000 万

来源：IT 桔子，国金证券研究所

- 光线传媒：光线是近年在动漫领域动作最早、最频繁的传统影视公司。2015 年，光线成立彩条屋影业，专门负责动漫业务，投资了十多家动漫公

司。我们对这十多家公司进行分析发现，光线投资的公司以具有知名动漫 IP 及制作能力的公司为主，后续可与光线在电影发行领域形成互补。

- 很多光线发行的动画电影比如《大鱼海棠》、《大护法》等的主创团队都是光线投资的公司，体现了光线“IP 孵化+出品发行”战略的有效性。虽然光线错过了 2015 年的爆品动画《大圣归来》，但是后来也投资了其主创团队十月文化，将“投资孵化”路线进行到底。
- 今年暑期，光线可能会有 2 部动画片上映，分别是《查理九世》、《昨日青空》，都是主创团队由彩条屋投资，电影由光线发行的模式。其中《昨日青空》是校园爱情题材，画面唯美与《你的名字》类似，其 IP 来自于原创漫画，单行本销量超过 30 万册。通过彩条屋投资青空绘彩动漫首先获得了漫画 IP 的影视改编权，再通过投资杭州路行动画（2D 制作产能公司）把 IP 放大成动画电影，完成了 IP 投资到产能制作到最后发行一条龙的运作。
- 由于近些年国产动画除了低幼向以外的产品近乎沉寂，爆款较少，我们期待《昨日青空》可以摸索出一条成功的动画电影 IP 孵化路线。

图表 17：光线传媒 IP 领域投资布局

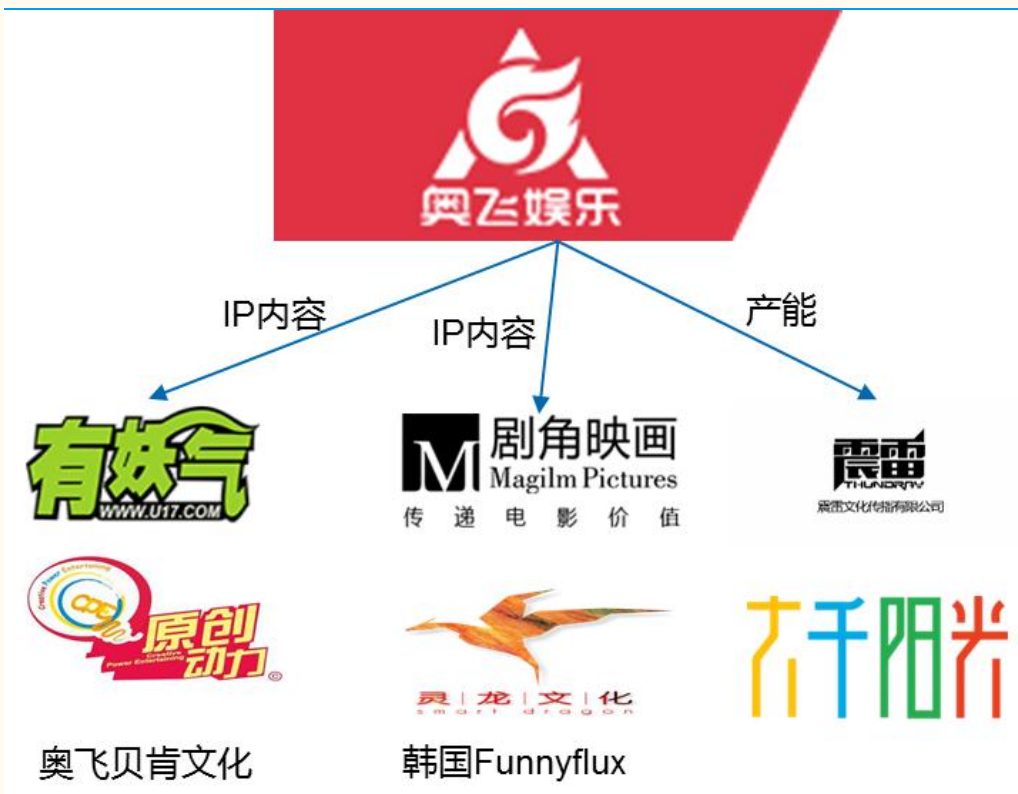
被投资公司	主营业务	IP 代表作	投资时间	投资金额	投后估值
IP 内容					
铁血网	军事小说阅读、社区	《烽烟狼卷》	2016.04	3900 万（5%股权）	7.8 亿
玄机科技	动漫创作与制作，IP 运营	《秦时明月》	2015.05	2500 万（5%股权）	5 亿
蓝弧文化	动画创作	《果宝特攻》	2014.07	2.08 亿（50.8%股权）	4.1 亿
十月文化	原创影视动画制作	《大圣归来》主创团队	2015.07	2000 万（合资，20%股权）	4 亿
彼岸天	动画创作，游戏设计	《大鱼海棠》	2013.11	640 万（30%股权）	2133 万
光印影业	动漫开发	《查理九世》	2015.07	3750 万（合资，60%股权）	6250 万
红鲤文化	原创动漫 IP 开发与制作	《龙之谷：破晓奇兵》主创团队	2017.12	3400 万（60%股权）	5667 万
好传动画	原创动画制作	《大护法》	2016.11	1050 万	3500 万
凝羽动画	原创动画制作	《茶啊二中》	2016.01	750 万	2500 万
中传合道	原创动画制作	《我的师傅姜子牙》	2016.04	900 万	未披露
通耀科技	日本动漫版权代理与 IP 运营	《哪吒降世》	2017 年	未披露	未披露
魔法动画	原创动画短片制作	《凤凰》、《启示录》	2017 年	未披露	未披露
青空绘彩动漫	原创漫画创作	《昨日青空》	2016.08	数百万	未披露
漫言星空	漫画 IP 创作	《星海镖师》	2015.12	未披露	未披露
可可豆动画	三维动画创作	《打，打个大西瓜》	2017 年	未披露	未披露
产能					
易动文化	动画制作	“包强”系列动画短片	2015.01	未披露	未披露
全擎娱乐	动画制作	《时光诡域》	2105.03	未披露（合资）	未披露
杭州路行动画	动画制作	《妙先生》、《昨日青空》	2017.08	数千万	未披露

来源：公司公告，IT 桔子，国金证券研究所

- **奥飞娱乐：**奥飞娱乐投资的主要是具有知名 IP 或制作能力的动漫公司，可与公司衍生品业务（玩具为主）形成良好的协同。最有名的案例就是 13 年以 5.4 亿元收购《喜羊羊与灰太狼》版权和商标，15 年以 9 亿元收购有妖气漫画平台，拥有了旗下众多 IP。此外奥飞娱乐投资了贝肯文化，开发了《大卫贝肯之倒霉特工熊》大电影，在 17 年获得了 1.26 亿的票房。
- 总体来看，奥飞收购有妖气以后在动画制作和放大 IP 的进度上低于市场预期的，主要原因还是投资拥有了众多 IP 以后，并没有在动画制作产能上对优质的公司进行绑定，使得动画片更新的节奏和速度相对比较慢。相对比较成功的案例是通过动画番剧积累了人气以后再进行大电影变现，比如《十万个冷笑话》的大电影第一部和第二部分分别取得了 1.19 亿和 1.33 亿的票房，相对于其一千万元的制作成本来说，回报比例是相当可观的。只是相对于公司总的利润体量而言，并没有贡献很大的业绩弹性。
- 公司也意识到了产能的瓶颈限制，在 2017 年投资控股了韩国动画制作公司 Funnyflux，擅长进行国际化的幼儿动画创意、策划和制作（《超级飞侠》

的项目合作方), 我们认为公司对产能公司的进一步投资有望提升未来动画产品的产出速度, 加快 IP 的孵化和变现能力。

图表 18: 奥飞娱乐 IP 领域布局



来源: 公司公告, 国金证券研究所整理

图表 19: 奥飞娱乐 IP 领域布局

被投资公司	主营业务	IP 代表作	投资时间	投资金额	投后估值
IP 内容					
有妖气	动漫创作与制作	《十万个冷笑话》	2015.08	9.04 亿元	9.04 亿
剧角映画	影视剧研发, 动漫研发	《我家大师兄脑子有坑》	2015.05	未披露	9 亿+
原创动力	动漫创作与制作	《喜洋洋与灰太狼》	2013.09	5.36 亿	5.36 亿
灵龙文化	IP 创作, 剧本改编, 影视研发	《九州缥缈录》	2016.03	1 亿元	5 亿
奥飞贝肯文化	动漫制作, IP 运营	《倒霉熊》	2014.04	合资成立, 占股 45%	-
日更计划	IP 运营、漫画阅读平台	《龙朝大都》	2016.11	未披露	2 亿
Funnyflux	IP 孵化, 动漫制作	《超级飞侠》	2017.09	1.06 亿元	1.77 亿 (60%股权)
汤圆创作	网络文学	《通灵者说》	2016.08	2000 万	2 亿 (10%股权)
角川游戏	IP 孵化	《舰队 Collection》	2016.05	1600 万	1.6 亿
香港泽立仕	虚拟偶像	《洛天依》	2015.12	2017 万	1.5 亿 (13.33%股权)
快乐工场	网络文学动漫版权和服务	《与妖成萌》	2016.12	1500 万	1.5 亿 (10%股权)
广东明星创意动画	动漫创作	《开心超人联盟》	2012.06	1600 万	2286 万 (70%股权)
SF 轻小说	原创轻小说、漫画	《风姿物语》	2015.01	数百万	未披露
产能					
大千阳光	动画制作	《大圣归来》《龙之谷破晓奇兵》	2016.03	1000 万	1.4 亿 (7%股权)
震雷动画	动画制作	《阎罗狱狄》	2016.04	400 万	400 万
彩色铅笔动画	二维动画制作	《中国惊奇先生》	2015.12	未披露	未披露

来源: 公司公告, IT 桔子, 三文娱, 国金证券研究所

IP 的变现：影视+游戏+衍生品+其他

- **影视：大 IP + 明星 + 大制作 = 电视剧爆款；这个公式对电影不成立。**通过对 2016-2017 年国产电视剧和电影 TOP10 的分析发现，“大 IP + 明星 + 制作”在大部分情况下都能产生爆款电视剧，但是对电影并不适用。2016 年下半年以来，“IP 大片”的热潮已经从电影院散去，但是“IP 大剧”仍然在电视和手机屏幕上方兴未艾。

图表 20：2016 年电视剧网络点击 TOP10

剧名	累计播放量 (亿次)	主要出品方	主演	IP 来源
青云志	257.1	欢瑞世纪	李易峰、赵丽颖	幻剑书盟-《诛仙》-萧鼎
锦绣未央	227.8	华策影视	唐嫣、罗晋	潇湘书院-《锦绣未央》-秦简
欢乐颂	180.4	正午阳光	刘涛、蒋欣	阿耐所著小说
微微一笑很倾城	164.4	华策影视	杨洋、郑爽	晋江文学城-《微微一笑很倾城》-顾漫
幻城	161.4	耀克传媒	冯绍峰、宋茜	春风文艺出版社-《幻城》-郭敬明
好先生	138	柠萌影业、乐视	孙红雷、江疏影	-
麻雀	116.1	欢瑞世纪	李易峰、周冬雨	新世界出版社-《麻雀》-海飞
老九门	113.5	慈文传媒	陈伟霆、赵丽颖	起点中文网-《老九门》-南派三叔
武神赵子龙	109.8	永乐影视	林更新、林允儿	-
半月传	103.7	花儿影视	孙俪、刘涛	起点女生网-《半月传》-蒋胜男

来源：艺恩，国金证券研究所

图表 21：2017 年电视剧网络点击 TOP10

剧名	累计播放量 (亿次)	主要出品方	主演	IP 来源
楚乔传	466.0	蜜淘、华策影视	林更新、赵丽颖	潇湘书院-《楚乔传》-潇湘冬儿
三生三世十里桃花	449.8	华策影视	杨幂、赵又廷	晋江文学城-《三生三世十里桃花》-唐七公子
人民的名义	368.5	最高检影视中心	陆毅、吴刚	北京十月文艺出版社-《人民的名义》-周梅森
择天记	293.7	腾讯影业	鹿晗、古力娜扎	创世中文网-《择天记》-猫腻
欢乐颂 2	255.6	正午阳光	刘涛、蒋欣	阿耐所著小说
猎场	218.1	青雨传媒	胡歌、菅纫姿	-
孤芳不自赏	191.5	华策影视	Angelababy、钟汉良	起点女生网-《孤芳不自赏》-风弄
我的前半生	157.8	新丽影视	靳东、马伊琍	-
那年花开月正圆	127.7	华视娱乐	孙俪、陈晓	-
醉玲珑	112.0	新派系文化、江苏稻草熊影业	刘诗诗、陈伟霆	晋江文学城-《醉玲珑》-十四夜

来源：艺恩，国金证券研究所

图表 22：2017 年网络剧播放量 TOP10

剧名	播 放 量 (亿次)	主 演	出 品 方	IP 来 源
热血长安	106.2	徐海乔， 鞠婧炜	优酷，盟将威影视	-
海上牧云记	78.8	黄轩， 窦骁	九州梦工厂	天津人民出版社-《海上牧云记》-今何在
大话西游之爱你一万年	61.7	黄子韬， 尹正	乐视，春秋时代	《西游记》IP
春风十里，不如你	58.4	周冬雨， 张一山	优酷，东海麒麟	重庆出版社-《北京北京》-冯唐
将军在上	54.6	马思纯， 盛一伦	优酷，兴格文化	三采文化出版社-《将军在上我在下》-橘花散里
白夜追凶	48.2	潘粤明， 王泷正	优酷，凤仪传媒	长江文艺出版社-《白夜追凶》-指纹
双世宠妃	42.4	邢昭林， 梁洁	企鹅影视	起点女生网-《爆笑宠妃：爷我等你休妻》-梵缺
鬼吹灯之精绝古城	35.6	靳东，陈 乔恩	企鹅影视，正午阳光	《鬼吹灯之精绝古城》-天下霸唱
天泪传奇之凤凰无双	30.9	王丽坤， 郑元畅	爱奇艺，礼想境界，库艺文化	重庆出版社-《美人谋：妖后无双》-冰蓝纱
致我们单纯的小美好	30.9	胡一天， 沈月	华策影视，腾讯视频	晋江文学城-《致我们单纯的小美好》-赵乾乾

来源：艺恩，国金证券研究所

图表 23：2016 年网络剧播放量 TOP10

剧名	播 放 量 (亿次)	主 演	出 品 方	IP 来 源
太子妃升职记	34.2	张天爱， 盛一伦	乐漾影视	起点女生网-《太子妃升职记》-鲜橙
最好的我们	27.0	刘昊然， 谭松韵	爱奇艺	晋江文学城-《流水错账》-八月长安
余罪 第一季	21.4	张一山， 常戎	爱奇艺，新丽传媒，天神娱乐	创世中文网-《余罪》-常书欣
余罪 第二季	20.7	张一山， 常戎	爱奇艺	创世中文网-《余罪》-常书欣
如果蜗牛有爱情	20.1	王凯，王 子文	企鹅影视，正午阳光	百花洲文艺出版社-《如果蜗牛有爱情》-丁墨
半妖倾城	20.1	张哲瀚， 李一桐	芒果TV	小说阅读网-《半妖倾城》-墨白千九
重生之名流巨星	19.7	马可，张 馨予	企鹅影视，新派系文化	晋江文学城-《重生之名流巨星》-青罗扇子
终极一班4	19.6	曾沛慈， 罗弘证	优酷，时创影业	黑岩网-《终极一班》-八爪将军
法医秦明	14.7	张若昀， 焦俊艳	搜狐视频，博集天卷影业	湖南文艺出版社-《法医秦明》-秦明
十宗罪	13.4	张翰，曾 志伟	优酷，百盟影视	湖南文艺出版社-《十宗罪》-蜘蛛

来源：艺恩，国金证券研究所

为什么“IP 大剧”的成功率远远高于“IP 大片”？首先，电影时长较短，文学 IP 篇幅较长，改编成电影难度大，对编剧的要求十分高；而电视剧和网络剧剧集多，时间长，改编的门槛相对较低。其次，电影是 B2C 的行业，票房受到的影响因素非常多，比如档期、排片、竞争对手等，目前国内的电影工业还不成熟，任何大制作的票房波动性都很大。而电视剧产业是 B2B2C 的，在制作阶段通过预售可以极大地降低风险，商业模式的内生波动性较小。

图表 24：2016 年国产电影票房 TOP10(不含服务费)

影片名称	票房 (亿元)	出品方	IP 来源
美人鱼	33.9	中影股份、星辉海外	-
西游记之孙悟空三打白骨精	12.0	星皓影业、中影股份	西游 IP
湄公河行动	11.8	博纳影业、蓝色星空	-
澳门风云 3	11.2	博纳影业	-
盗墓笔记	10.0	上影集团、乐视影业	南派三叔同名小说
功夫熊猫 3	10.0	中影股份、梦工场	-
长城	9.8	中影股份、乐视影业	-
绝地逃亡	8.9	唐德影视	-
从你的全世界路过	8.1	光线传媒	张嘉佳同名小说
叶问 3	7.7	东方电影、天马电影	-

来源：猫眼专业版，国金证券研究所

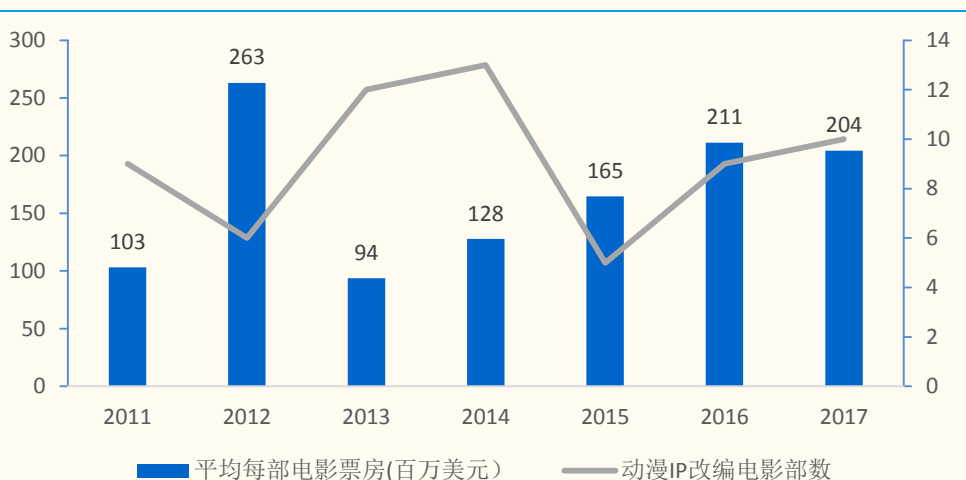
图表 25：2017 年国产电影票房 TOP10 (包含服务费)

影片名称	票房 (亿元)	出品方	IP 来源
战狼 2	56.8	登峰国际	-
羞羞的铁拳	22	开心麻花、新丽电影	-
功夫瑜伽	17.5	太合影业、耀莱影视	-
西游伏妖篇	16.6	浙江横店影业、中影股份	西游 IP
芳华	11.9	美拉传媒	严歌苓小说，先有电影后有小说，严格来说不算 IP
乘风破浪	10.5	亭东影业、博纳影业	-
大闹天竺	7.6	光线传媒、乐开花影视	-
悟空传	7	新丽传媒、磨铁娱乐	新浪网同名小说-今何在
追龙	5.7	银都机构	-
情圣	5.5	新丽传媒	-

来源：猫眼专业版，国金证券研究所

- 北美电影市场与中国的情况相反，由 IP 改编的电影十分容易取得高票房，尤其是漫威、DC 漫画改编的电影以及原创的系列电影(比如《星球大战》系列)，有非常大概率形成爆款。而且，好莱坞的 IP 大片不但能够在本土取得高票房，在中国等地一般也能有不错的斩获。

图表 26：动漫 IP 改编电影北美票房情况：2011-2017



来源：box office mojo，国金证券研究所

- 我们认为北美市场 IP 在电影方面的成功，一方面是由于好莱坞有发达的电影工业产业，获得了成功改编 IP 的心得，另一方面也是由于 IP 沉淀的时间足够长，比如漫威和 DC 的 IP 已经经过了几十年的沉淀，漫画覆盖的核心粉丝非常广，故事情节足够丰富，为电影改编形成了足够的宝库。中国的 IP 电影很可能永远达不到北美现在的水平。

图表 27：2016 年北美票房 TOP10

电影名称	出品方	北美票房（百万美元）	IP 来源
星球大战外传：侠盗一号	迪士尼	532	星球大战 IP
海底总动员 2：多莉去哪儿	迪士尼	486	同名动画电影系列 IP
美国队长：内战	迪士尼	408	漫威漫画
爱宠大机密	环球影业	368	-
奇幻森林	迪士尼	364	同名动画电影
死侍	20 世纪福斯	363	漫威漫画
疯狂动物城	迪士尼	341	-
蝙蝠侠大战超人：正义黎明	华纳兄弟	330	DC 漫画
自杀小队	华纳兄弟	325	DC 漫画
欢乐好声音	环球影业	270	-

来源：box office mojo，国金证券研究所

图表 28：2017 年北美票房 TOP10

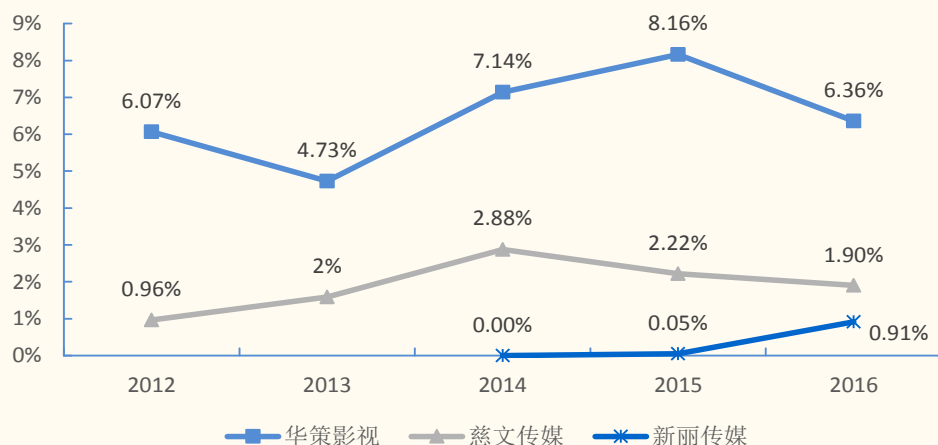
电影名称	出品方	北美票房（百万美元）	IP 来源
星球大战 8：最后的绝地武士	迪士尼	620	星球大战 IP
美女与野兽	迪士尼	504	同名动画电影
神奇女侠	华纳兄弟	413	DC 漫画
勇敢者游戏：决战丛林	索尼哥伦比亚影业	399	-
银河护卫队 2	迪士尼	390	漫威漫画
蜘蛛侠：英雄归来	索尼哥伦比亚影业	334	DC 漫画
小丑回魂	华纳兄弟	327	史蒂芬·金同名小说
雷神 3：诸神黄昏	迪士尼	315	漫威漫画
神偷奶爸 3	环球影业	265	系列电影
正义联盟	迪士尼	229	漫威漫画

来源：box office mojo，国金证券研究所

A 股影视公司 IP 战略：“内生”+“外延”双管齐下

- A 股影视公司近年来频频在 IP 领域布局：华策影视和慈文传媒早年以便宜的价格买了大量 IP 的改编权，有的甚至同时拿到了电影、电视剧和游戏的多重改编权，成功实现了 IP 变现的“剪刀差”。例如华策的《微微一笑很倾城》成功实现了影剧联动，慈文的《花千骨》实现了影游联动；完美影视、唐德影视过去 IP 储备相对弱一些，但是近些年来已经在加强。
- 在影视公司的 IP 改编过程中，同样不可忽视就是产能，目前华策影视是国内影视剧产能最大的公司，每年可拍摄 15-20 部电视剧，制作集数 700-1000 集。有了强大的优质产能，才能更大概率地出现爆款产品。

图表 29：A 股部分影视公司电视剧发行集数市场份额（%）：2012-2016



来源：公司公告，国金证券研究所

- 目前，龙头影视公司 IP 战略布局主要从两个方向进行：内生+外延。内生 IP 战略即影视公司通过购买知名的文学或动漫 IP 的影视剧改编权，进行影视剧的创作；外延 IP 战略即通过投资具有知名 IP 或 IP 创作能力的公司或工作室，进行 IP 的储备。

华策影视：SIP 战略+参股漫画&电影

- 内生 IP：SIP 战略。华策影视近年来打造的是 SIP 战略，一方面制作网台联动的大剧，另一方面通过整合设立八大事业群、打造数字化影视工业赋能平台，打造好莱坞流水线的生产过程。

图表 30：华策影视近年来爆款 IP 影视剧

IP 影视剧	IP 来源	主演	播放效果
《何以笙箫默》	顾漫-晋江文学城	钟汉良、唐嫣	2015 年电视剧播放量 81 亿次，排名第 4，电视台收视率稳居同档期冠军。
《微微一笑很倾城》	顾漫-晋江文学城	杨洋、郑爽（电视剧）；井柏然、Angelababy（电影）	先拍电视剧，后拍了电影。2016 年电视剧播放量 164 亿次，排名第 4。2016 年主投主控电影取得 2.75 亿票房，成功实现影剧联动。
《锦绣未央》	秦简-潇湘书院连载	唐嫣、罗晋、吴建豪	2016 年播放量 228 亿次，排名第 2。2016 年东方卫视&北京卫视黄金档收视冠军。
《亲爱的翻译官》	缪娟-江苏文艺出版社	杨幂、黄轩	2016 年卫视黄金档剧目收视冠军。网络点击过百亿次。
《夏至未至》	郭敬明-春风文艺出版社	陈学冬，郑爽	2016 年贡献收入 3.73 亿元。
《三生三世十里桃花》	唐七公子-先在晋江连载，后在湖南文艺出版社出版	杨幂、赵又廷	2016 年贡献收入 3 亿元。2017 年播放量 457 亿次，排名第 2。
《射雕英雄传》	金庸作品	杨旭文、李一桐	2016 年贡献收入 3.4 亿元。
《孤芳不自赏》	风弄-百花洲文艺出版社	钟汉良、Angelababy	2016 年贡献收入 4.4 亿元。2017 年播放量 193 次，排名第 7。

来源：公司公告，艺恩网，国金证券研究所

- 通过“大 IP+大明星+大制作”，造就了一个又一个电视剧爆品。随着视频网站的崛起，观众群体年轻化、以网文题材为主的网台联动剧成为当下热门，如晋江文学城的 IP 爆款剧《何以笙箫默》、《微微一笑很倾城》、《三生三世十里桃花》、潇湘书院的 IP 爆款剧《锦绣未央》，都取得了十分不错的口碑和收视率，为华策带来了可观的收入。

图表 31:《何以笙箫默》海报



来源：电视剧官网，国金证券研究所

图表 32:《三生三世十里桃花》海报



来源：电视剧官网，国金证券研究所

图表 33: 华策影视电视剧收入 TOP5

报告期	收入前五的项目	合计（万元）	占比
2013	天龙八部、百万新娘、封神英雄榜、新洛神、老妈的三国时代	53,317	58.71%
2014	封神英雄、卫子夫、鹿鼎记、大当家、爱情回来了	65,643	34.67%
2015	我的少女时代、爱人的谎言、翻译官、挑战者联盟、微微一笑很倾城	70,356	28.85%
2016	孤芳不自赏、夏至未至、射雕英雄传、三生三世十里桃花、谁是大歌神	171,136	38.64%
2017 年上半年	谈判官、上古情歌、一粒红尘、美味奇缘、冰上星舞	117,028	66.83%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 由于公司产能比较多，所以华策并不会对单一的影视项目产生过多的依赖，上表可以看出，收入前五的项目在公司收入中占比不高。
- 华策影视目前未播或明年的片单延续了“大 IP+大明星+大制作”的思路。知名 IP《凤权》、《橙红年代》均已杀青，预计 2018 年上映，有望成为今年影视剧的爆款。

图表 34: 华策影视 IP 储备

IP 影视剧	IP 来源	演员阵容	进度
《创业时代》	付瑶-中信出版社	黄轩、Angelababy	已杀青，预计 2018 年播出
《凤权》	天下归元-潇湘书院	陈坤、倪妮	已杀青，预计 2018 年播出
《橙红年代》	骁骑校-17K 小说网	陈伟霆、马思纯	已杀青，预计 2018 年播出
《遮天》	辰东-起点中文网	未定	可能 2018 年开拍

来源：公司公告，国金证券研究所

- 外延 IP：参股投资漫画工作室、电影公司获得 IP。2016 年，华策分别投资了知名漫画工作室夏天岛和北京鲜漫，前者曾在漫画界风光一时，代表作有夏达的《长歌行》。北京鲜漫拥有月产 6000 页以上漫画的产能，在漫画工作室中属于第一梯队。而投资自由酷鲸主要是为了获得《绣春刀》的

IP，目前《绣春刀》电影系列，虽然票房相对平淡，但是赢得了好口碑，未来可能在影剧联动方向上成为潜在的爆款。

图表 35：华策影视漫画&电影公司投资

被投资公司	投资金额	持股比例	总估值	被投资公司介绍
夏天岛 (2016)	2500 万元	5%	5 亿元	知名漫画工作室，代表作夏达的《长歌行》
北京鲜漫 (2016)	1500 万元	10%	1.5 亿元	知名漫画工作室，代表作《返魂少女》、《神威启示录》等，月产 6000P 高质量漫画
自由酷鲸 (2016)	4000 万元	20%	2 亿元	代表作有《绣春刀》、《绣春刀：修罗战场》，拟运作电视剧《绣春刀：帝国之影》；创始人路阳是中国内地男导演、编剧。

来源：公司公告，国金证券研究所

慈文传媒：全版权运营，IP 精品剧储备丰富

- **内生 IP：“大 IP+大制作+大明星”，影游联动。**与华策影视一样，慈文传媒在 IP 电视剧方面同样实行的是“大 IP+大明星+大制作”战略，打造了诸多爆款电视剧。如 2015 年大热的古装玄幻仙侠剧《花千骨》，2016 年根据南派三叔同名小说《盗墓笔记》前传改编的热播电视剧《老九门》，以及 2017 年全网播放量排名第一的女性励志传奇古装剧《楚乔传》。

图表 36：慈文传媒近年来知名 IP 影视剧

IP 影视剧	IP 来源	主演	播放效果
《花千骨》电视剧和游戏改编权	Fresh 果果--晋江文学城	霍建华、赵丽颖	2015 年播放量 83 亿次，排名第 3。影游联动大获成功，同名手游最高月流水超过 2 亿元。2014 年电视剧获得收入 1.68 亿元。
《老九门》	南派三叔	陈伟霆、张兴、赵丽颖	2016 年播放量 114 亿次，排名第 8。2016 年电视剧获得收入 2.3 亿元。
《楚乔传》电视剧和游戏改编权	潇湘冬儿-潇湘书院	赵丽颖、林更新、窦骁	2017 年播放量 468.8 亿次，排名第 1。2016 年电视剧获得收入 8.44 亿元。
《凉生，可不可以不忧伤》	乐小米-新世界出版社、二十一世纪出版社	钟汉良、马天宇	2017 年预计获得收入 11.84 亿元，单集售价 1480 万元（行业顶级价格），预计 2018 年播出。
《回到明朝当王爷》	月关-起点中文网	蒋劲夫、袁冰妍	预计 2018 年播出
《爵迹之临界天下》	郭敬明-2010 年出版	郑元畅	预计 2018 年播出，爱奇艺定制剧，网络售价 2.69 亿元。
《寻找爱情的邹小姐》	匪我思存小说改编	未披露	预计 2018 年开拍。
《脱骨香》	Fresh 果果-晋江文学	未定	预计 2018 年开拍。
《步步生莲》	月关-起点中文网	未定	预计 2018 年开拍。
《紫川》	老猪-起点中文网	未定	预计 2018 年开拍，漫画、游戏、电影等衍生开发。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 除对 IP 进行电视剧改编外，慈文还同时购买 IP 的游戏改编权，成功实现了影游联动，如由天象互动根据《花千骨》小说和电视剧研发的同名手游，2015 年 6 月份正式上线，最高月流水突破 2 亿元。
- 但是，电视剧《楚乔传》改编的同名手游在 iOS 商店上线一个月后排名一般，难以复制《花千骨》影游联动的成功。我们认为随着游戏产业进入到精品化时代，影游联动打造游戏爆款的概率会越来越低。影游联动失败的主要原因有二：第一，大部分影视公司给游戏的定位是“影视衍生品”，赋予的人力、财务资源较少，很难产生精品；第二，电影/电视剧和游戏的档期很难协调，例如 2017 年的《射雕英雄传》《择天记》都出现了档期不一致的问题，使得游戏很难充分借助影视剧的热度。

图表 37: 电视剧《楚乔传》宣传海报



来源: 芒果 tv, 国金证券研究所

图表 38: 页游《楚乔传》宣传图



来源: 37 游戏, 国金证券研究所

- 2018 年慈文将有多部重磅 IP 电视剧播出或开拍。根据同名小说改编的电视剧《凉生，可不可以不忧伤》，已卖出 1480 万元/集的天价，预计 2018 年播出。2018 年预计开机的《脱骨香》、《步步生莲》等都是重磅项目。
- 对于一些无法内购的顶级 IP，慈文会与拥有这些 IP 的公司进行项目合作。如慈文和《盗墓笔记》版权方南派互娱、视频网站爱奇艺联合制作了 2016 年热播剧《老九门》（《盗墓笔记》前传）。2017 年合作的《沙海》（《盗墓笔记》后传）已经开拍，预计 2018 年确认收入。
- 外延 IP：成立合资公司。在外延 IP 布局方面，慈文选择和 IP 方合资成立公司。慈文 2017 年出资 1 亿元和文明东方成立合资公司，占股 70%。文明东方以《大秦帝国》六部剧本的著作权经评估后作价 4,280 万元出资，占股 30%。合资公司将进行《大秦帝国》系列精品影视剧的开发。成立合资公司可以更好地绑定原著作者，在剧本改编方面获得更多支持。慈文出品的《大秦帝国》第一部电视剧将于 2018 年开拍，效果拭目以待。

图表 39: 《大秦帝国》项目情况

IP 作品	作者	平台	主演	播放效果
大秦帝国	著名作家、国务院首批特殊津贴获得者孙皓晖	一共 6 部 11 卷、504 万字，小说先后由多家出版社出版。	未定	预计 2018 年开拍

来源: 公司公告, 国金证券研究所

完美影视&唐德影视：加强 IP 储备+绑定明星资源

- 内生 IP：IP 储备逐步加强。完美世界和唐德影视在 IP 影视剧的开发上起步较晚，之前相对薄弱，但 2017 年开始加强 IP 项目的开发。
- 完美和华策联合投资的《射雕英雄传》是金庸的知名 IP，公司的投资思路是小成本制作，并未启用知名演员，启用了很多新人，虽然没有成为当年的爆款，但是收获了口碑和不错的毛利率。
- 从完美影视和唐德影视今明两年的片单来看，对于 IP 剧的投资力度正在加大。比如完美影视的《香蜜沉沉烬如霜》，和《三生三世十里桃花》还有《花千骨》并称网络仙侠三部曲，投资成本 2.5-3 亿元，预计 2018 年播出。其他进展中的重要项目还包括《归去来》、《西夏死书》、亦舒的《忽尔今夏》、张爱玲同名小说改编的《半生缘》、金庸的《绝代双骄》、根据腾讯动漫连载漫画《艳势番》改编的《艳势番之新青年》等重磅 IP 剧。
- 唐德送审中的《蔓蔓青萝》、拍摄中的《东宫》、预计 2018 年开机的《与子谐藏》均是比较热门的作品。

图表 40：完美影视 IP 项目

IP 影视剧	IP 来源	主演	播放效果
《射雕英雄传》	金庸同名小说	杨旭文、李一桐	和华策联合出品，华策影视 2016 年贡献收入 3.4 亿元，披露了对完美影视的采购额约为 1.59 亿元。
《归去来》	韩少功-人民文学出版社	唐嫣、罗晋	预计 2018 年播出。
《香蜜沉沉烬如霜》	电线-晋江文学城	杨紫、邓伦	已杀青，预计 2018 年播出，新闻披露该剧的投资成本约 2.5 亿元。和《三生三世十里桃花》还有《花千骨》并称网络仙侠三部曲。
《西夏死书》	顾非鱼-万卷出版公司	汪东城、贾青	已杀青
《忽而今夏》	亦舒-东方出版社出版	白宇、卜冠今	已杀青
《半生缘》	张爱玲同名小说	刘嘉玲、蒋欣、郑元畅	已杀青
《绝代双骄》	金庸同名小说	胡一天、陈哲远、罗嘉良	和华策联合出品，拍摄中
《艳势番之新青年》	腾讯动漫连载的漫画《艳势番》	黄子韬、易烊千玺	拍摄中
《山月不知心底事》	辛夷坞小说-百花洲文艺出版社	欧豪、宋茜	拍摄中

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 41：唐德影视 IP 储备

IP 影视剧	IP 来源	主演	播放效果
《蔓蔓青萝》	桩桩-重庆出版社	姚笛、乔振宇	送审中
《东宫》	匪我思存-新世界出版社	彭小苒、陈星旭	拍摄中
《与子偕藏》	春衫冷-晋级文学城	未披露	预计 2018 年开机

来源：公司公告，国金证券研究所

- **外延 IP：绑定明星资源以及部分 IP。**2017 年，完美世界出资 5 亿元获得嘉行传媒 10% 的股权。嘉行传媒的主要业务是影视剧制作及艺人经纪，杨幂是其重要股东，旗下有杨幂、刘恺威、迪丽热巴、张彬彬等知名艺人，打造了《亲爱的翻译官》、《美丽的李慧珍》、《三生三世十里桃花》等热播剧。我们认为，完美入股嘉行是一方面是为了绑定其旗下艺人，一方面是看好嘉行拥有的 IP 比如《烈火如歌》，方便进行影视和游戏的共同开发。

图表 42：嘉行传媒旗下艺人



来源：新芽网，国金证券研究所

- 嘉行传媒和完美影视合作拍摄的《烈火如歌》网络剧 2018 年 3 月 1 日在优酷独播，迅速占据网剧播放量榜首，上线不到 1 个月累计播放量超过 40 亿次。同时，完美游戏部门的开发《烈火如歌》手游将于 4 月 3 日首发。

图表 43: 2018 年 3 月网剧播放量 TOP5

剧名	月播放量(亿次)	出品方	主演	播出平台
烈火如歌	40	嘉兴传媒, 完美影视	迪丽热巴、周渝民	优酷
独孤天下	29	星亿东方, 希世纪	胡冰卿、张丹峰	腾讯视频
柜中美人	22	唐人影视	周渝民、胡冰卿	优酷
人生若如初相见	16	完美时空, 君舍文化	韩东君、孙怡	腾讯视频
乡村爱情 10 (下)	8	企鹅影视, 本山传媒	毕畅、贺树峰	腾讯视频

来源：艺恩网，国金证券研究所。统计时间段（2018.03.1-2018.03.26）

图表 44: 《烈火如歌》网剧宣传海报



来源：优酷，国金证券研究所

图表 45: 《烈火如歌》手游



来源：完美世界，国金证券研究所

- 2016 年 3 月，唐德影视计划收购爱美神影视（范冰冰工作室），停牌 3 个月以后宣布终止收购。2016 年 11 月，与爱美神共同对无锡唐德文化传媒有限公司增资，增资完成后持股 49%、爱美神影视持股 51%。协议决定无锡唐德公司增资 2,500 万，其中唐德影视认缴新增注册资本 970 万元，爱美神影视认缴新增注册资本 1,530 万元。我们认为，唐德影视与爱美神共同成立合资公司，主要看中范冰冰及其圈内资源。

图表 46: 唐德影视—范冰冰影视剧项目

剧目	年份	售价	当年收入占比
《武媚娘传奇》	2015 年	1.98 亿（湖南卫视）	36.84%
《巴清传》	2017 年	总合同约 9 亿（台加网）	54%（预计）

来源：公司公告，国金证券研究所

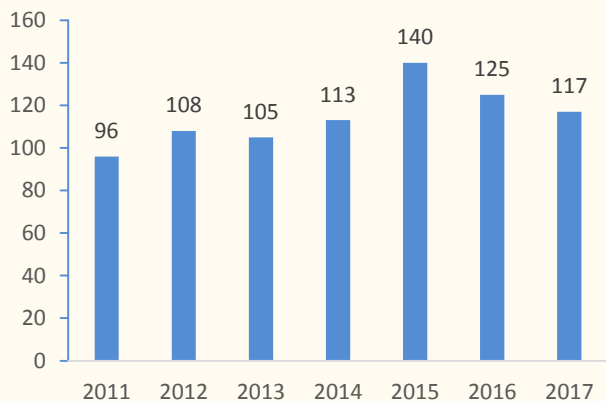
下游衍生品：IP 变现的重要渠道

- 衍生品是整个 IP 产业链的最下游，是最后的变现渠道。狭义的衍生品就是“周边商品”，广义的衍生品还包括主题乐园等。相对于影视、游戏产品，衍生品的“马太效应”更加明显：极少数热门 IP 的衍生品可以卖出高价、长盛不衰，大部分 IP 的衍生品的商业价值不高。因此，对于 IP 开发商来说，衍生品的挑战很大，目前中国才刚刚上路。

狭义的衍生品：软周边与硬周边

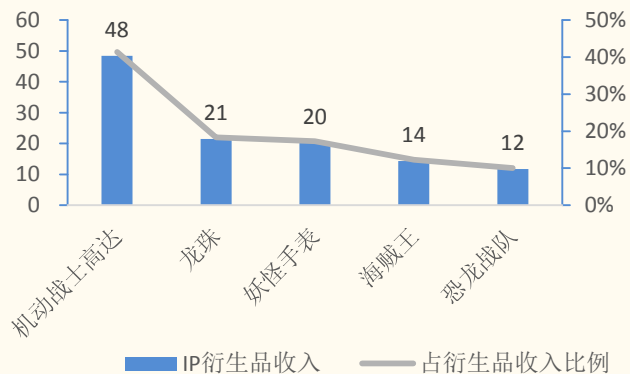
- 动漫衍生品处于整个动漫产业链的下游，是动漫 IP 变现的重要渠道，根据中商产业研究院的数据，在日本和美国这样的发达国家，衍生品占到整个动漫产业商业收益的 70%，而动漫的创作和动画的制作各自仅占 10% 和 20%。没有衍生品市场，就没有发达的动漫产业。
- 我国衍生品产业发展还处于早期阶段。衍生品按照分类可以分成软周边和硬周边，软周边一般是指抱枕、杯子等印有 IP logo 的一些常用物品，单价便宜，销量巨大，发展瓶颈主要是技术壁垒低，盗版比较多；硬周边以手办为主，制作工艺壁垒高，单价贵，效率少，发展瓶颈主要是人才缺口（原型师稀缺）和渠道缺口（没有成熟的线上和线下销售渠道）。
- 衍生品已在欧美被充分验证，比如美国迪士尼、孩之宝，日本万代南梦宫、世嘉等衍生品巨头从中获得了巨大的收益。例如，万代南梦宫 2017 财年衍生品收入就达到 117 亿人民币，其中机动战士高达相关衍生品就卖了 1440 万套，收入高达 48 亿人民币。
- 孩之宝 2017 年总收入达 52.1 亿美元，其中小小宠物店、小马宝莉、变形金刚等孩之宝自有的、知名度较高的特许经营品牌玩具的收入为 25.7 亿美元；蜘蛛侠、复仇者联盟、星球大战等合作品牌的收入为 12.7 亿美元。

图表 47：万代南梦宫衍生品业务收入（亿人民币）



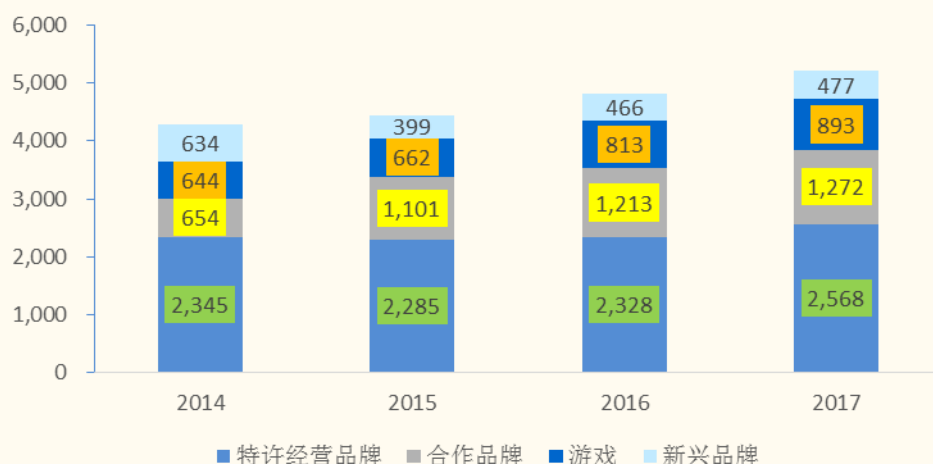
来源：公司年报，国金证券研究所。公司 2017 财年是从 2016.3-2017.3，收入数据按照每年 3 月 31 日即期汇率计算

图表 48：2017 年万代南梦宫主要 IP 衍生品收入（亿人民币）



来源：公司年报，国金证券研究所。公司 2017 财年是从 2016.3-2017.3，收入数据按照每年 3 月 31 日即期汇率计算

图表 49：孩之宝收入构成（百万美元）



来源：公司年报，国金证券研究所

- 随着国内对版权的重视，打击盗版的力度越来越大，国产 IP 越来越强，我们认为未来国内的衍生品市场还有巨大的空间。2017 年，阿里影业推出了“授权宝”平台，旨在成为娱乐衍生品的商业化平台。根据阿里影业公告，《三生三世十里桃花》通过“授权宝”获得的衍生品收益超过 3 亿元。

图表 50：孩之宝知名玩具 IP

特许经营品牌IP



合作品牌IP



来源：公司年报，百度图片，国金证券研究所

- 近年来随着中国动漫市场的快速发展，已经出现了 Actoys、艾漫动漫、52Toys 等优质动漫衍生品公司，资本市场对优质动漫衍生品公司的价值也越来越认可，单轮融资规模数千万不是罕见现象。

图表 51：动漫衍生品公司融资情况

公司名称	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
有趣岛	2014 年 6 月	A 轮	数千万	深创投
Actoys	2017 年 7 月	A 轮	数千万	华创资本、B 站
艾漫动漫	2017 年 11 月	B 轮	5000 万	耀途资本、B 站
52Toys	2018 年 3 月	A 轮	1 亿	启明创投、Lead Edge Capital、盛景网联、易凯火石信标资本等

来源：IT 桔子，国金证券研究所

- 例如，Actoys（硬周边龙头创业公司）和绘梦动画、腾讯动漫、有妖气等知名 IP 方合作，拿到了《狐妖小红娘》、《一人之下》、《从前有座灵剑山》、2233 娘等多个头部 IP 的衍生品授权。艾漫动漫（软周边龙头创业公司）和阅文集团、光线、网易等 IP 方合作了《全职高手》、《你的名字》、《阴阳师》等多个项目的衍生品开发。

图表 52：艾漫开发的《全职高手》软周边



来源：艾漫，国金证券研究所

图表 53：ACTOYS 与 B 站合作的 2233 娘手办

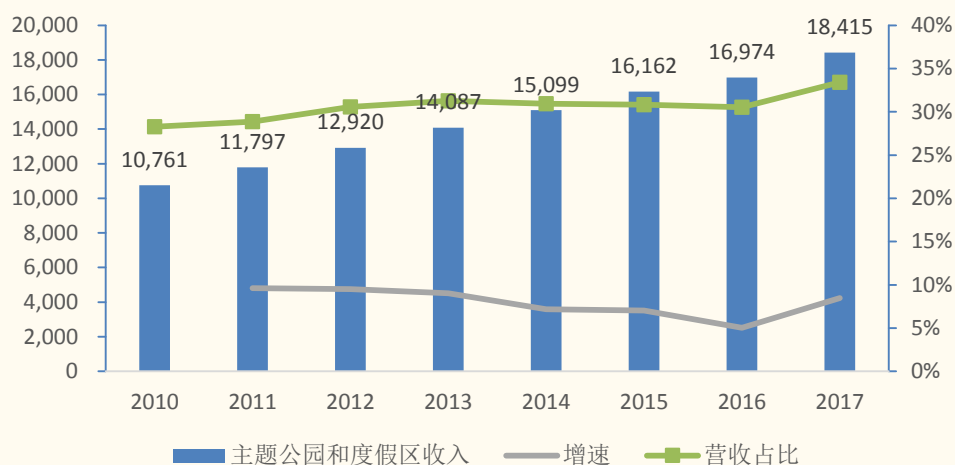


来源：ACTOYS，国金证券研究所

广义衍生品：主题公园、广告等，正在探索中

- 广义的 IP 衍生品还包括主题公园、广告等其他衍生项目。迪士尼是将 IP 与主题公园结合得最成功的公司。2017 年，迪士尼旗下主题公园和度假区的收入就高达 184.15 亿美元，占迪士尼总收入的 33.4%，营收占比稳步提升。迪士尼的主题乐园与影视业务形成了反哺关系，例如《加勒比海盗》的 IP 来源就是迪士尼乐园里的游乐项目。

图表 54：迪士尼主题公园和度假区收入（百万美元）：2010-2017



来源：公司年报，国金证券研究所

- 国内在 IP 主题公园领域做得较好的是华强方特。华强方特拥有原创知名动画 IP《熊出没》系列，并将其中的动画形象植入到旗下的主题乐园中，取得了十分不错的效果。2016 年，华强方特旗下主题乐园的游客人数达 3164 万，同比增长 37%，游客人数位列全球主题公园第五，中国第二。

图表 55：2016 年游客人数 TOP10 主题公园

主题公园	2016 年游客数（万）	游客数同比增速
迪士尼	13,892	0.7%
默林娱乐	6,120	1.2%
环球影业	4,736	5.5%
华侨城	3,227	11.9%
华强方特	3,164	37.0%
六旗	3,011	5.4%
长隆集团	2,736	16.0%
雪松娱乐	2,510	2.7%
海洋世界娱乐集团	2,200	-2.1%
团聚公园集团	2,083	-6.0%

来源：TEA&AECOM，国金证券研究所

图表 56：华强方特主题乐园——《熊出没》游乐设施



来源：国金证券研究所

- 乐园的 IP 运营，国内的上市公司也在进行不同层面的尝试。比如华谊兄弟就利用电影 IP 和当地的政府以及房地产开发商合作运营文化地产项目，海口的冯小刚电影公社已经营业，此外苏州、郑州、长沙等地的乐园将会陆续开园。许多项目不仅可以拿到 IP 授权费，同时还可以享受综合运营收入的分成，通过轻资产方式获得高毛利。奥飞娱乐基于《超级飞侠》IP 的成功运作，也在广州和成都运营了超级飞侠乐园体验店，未来将通过加盟的方式进行全国推广。金科文化基于“汤姆猫”IP 的儿童乐园也将于未来持续开业。
- 除此之外，还可以通过广告进行 IP 变现。例如打造了知名 IP“汤姆猫”的公司 Outfit7，基于 IP 带来的巨大流量，利用游戏内置广告实现 IP 价值的变现，广告收入占到公司总收入的 78%。不过，通过游戏内置广告变现，归根结底还是一种游戏变现。

图表 57: Outfit7 收入构成

单位: 万元	2015		2016		2017 年 1-6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
广告业务	59,543	79.2%	54,489	80.4%	32,974	77.8%
移动应用内购业务	10,502	14.0%	8,700	12.8%	6,152	14.5%
视频广告投放	1,523	2.0%	1,594	2.4%	929	2.2%
其他	3,614	4.8%	3,023	4.5%	2,343	5.5%
合计	75,181	100.0%	67,807	100.0%	42,398	100.0%

来源: 金科文化公告, 国金证券研究所

图表 58: 《会说话的汤姆猫》



来源: 游戏截图, 国金证券研究所

IP 价值几何：如何对 IP 进行估值

- 归根结底，IP 是用来赚钱的。一个或一组 IP，无论能讲出多大的故事、描绘多么美好的前景，都需要以定量的方法进行估值。按照正常的投资逻辑，IP 的价值就是它未来产生的现金流的现值；但是，任何一个 IP 未来产生的现金流都很难估算。此外，对于 BAT 和 B 站这样的互联网平台型公司而言，IP 还能产生战略价值，帮助其进军影视内容产业。所以，如何精确地为 IP 或其背后的 IP 公司估值，还是一个难题。

现有被收购公司案例

- 目前，对国内动漫公司进行估值时主要考虑从两个方面进行考虑：**IP 的强弱，以及投资或收购以后的协同效应**。一个 IP 未来产生的现金流，是由以上两者共同决定的，当然还是以前者为基础。

图表 59：知名 IP 公司被收购案例

被收购方	成立时间	收购方	被收购时间	被收购估值	旗下知名 IP
漫威	1939 年	迪士尼	2009 年	42.4 亿美元	蜘蛛侠、美国队长、钢铁侠超过 18 个超级英雄；复仇者联盟、银河护卫队等超级英雄团队。
DC	1934 年	时代华纳	1969 年	不详	超人、蝙蝠侠、神奇女侠等超过 16 个超级英雄，和正义联盟、绿灯军团、等超级英雄团队
有妖气	2006 年	奥飞娱乐	2016 年	9.04 亿元	十万个冷笑话、端脑、雏蜂、镇魂街、开封奇谈等
Outfit7	2009 年	金科文化	2017 年	75 亿元	汤姆猫、安吉拉、汉克狗等
同道大叔	2015 年	美盛文化	2016 年	3 亿元	星座吐槽系列漫画，代表作《大叔吐槽星座》
新华先锋	2008 年	中南文化	2016 年	5 亿元	严歌苓、天下霸唱、梁晓声、蔡骏等诸多知名作家；畅销书《摸金校尉》、《让子弹飞》、《金陵十三钗》等。

来源：IT 桔子、国金证券研究所

- 首先，对于 IP 产业链来说，内容是核心，IP 的强弱是决定 IP 价值的最重要因素：头部的、拥有自主版权、粉丝基础庞大的 IP 会获得更高的估值。在历史上曾经成功变现的 IP，也能获得估值优待。
- 漫威和 DC 拥有全球顶级动漫 IP，分别被迪士尼和时代华纳等电影巨头收购以后，发挥了巨大的协同效应。据 box office mojo 统计：1986-2018 年间，根据漫威漫画改编的电影有 49 部，北美票房超过 100 亿美元，平均每部票房超过 2 亿美元；1978-2017 年间，根据 DC 漫画改编的电影有 30 部，北美票房达 47.8 亿美元，平均每部电影票房近 1.6 亿美元。其中，漫威的《复仇者联盟》系列、《蜘蛛侠》系列，DC 的《蝙蝠侠》系列、《超人》系列，都取得了十分不错的票房成绩。

图表 60：漫威漫改电影北美票房 TOP10

电影名称	上映时间	北美票房（百万美元）	全球票房（百万美元）
复仇者联盟	2012 年	623	1,519
黑豹	2018 年	575	1,134
复仇者联盟 2：奥创纪元	2015 年	459	1,405
钢铁侠 3	2013 年	409	1,215
美国队长 3：内战	2016 年	408	1,153
蜘蛛侠	2002 年	404	822
银河护卫队 2	2017 年	390	864
蜘蛛侠 2	2004 年	374	784
死侍	2016 年	363	783
蜘蛛侠 3	2007 年	337	891

来源：box office mojo，国金证券研究所

图表 61：DC 漫改电影北美票房 TOP10

电影名称	上映时间	北美票房 (百万美元)	全球票房 (百万美元)
蝙蝠侠：黑暗骑士	2008 年	533	1,005
蝙蝠侠：黑暗骑士崛起	2012 年	448	1,085
神奇女侠	2017 年	413	822
蝙蝠侠大战超人：正义黎明	2016 年	330	874
自杀小队	2016 年	325	747
超人：钢铁之躯	2013 年	291	668
蝙蝠侠	1989 年	251	411
正义者联盟	2017 年	229	658
蝙蝠侠：侠影之谜	2005 年	205	374
超人归来	2006 年	200	391

来源：box office mojo，国金证券研究所

- 正是有了这些顶级头部 IP，漫威能够以 42.4 亿美元的高价在 2009 年被迪士尼收购，而 DC 更是在 1969 年就被时代华纳收入麾下。
- 虽然漫威和 DC 两家的漫画 IP 的群众基础没有太大区别，并列为北美商业漫画的“双峰”，但是在电影票房变现上还是存在实质性差距：过去四十年，漫威 IP 改编电影的平均票房为 2 亿美元，DC 仅为 1.6 亿美元，即便考虑到通货膨胀因素，前者仍然高于后者。我们认为，这主要体现了“协同效应”：迪士尼比华纳更能熟练地对漫画 IP 进行电影变现。
- 国内 IP 公司，如打造了《十万个冷笑话》、《镇魂街》、《开封奇谈》等多个知名 IP 的有妖气，2016 年以 9.04 亿元的价格被奥飞娱乐收购。旗下的动画作品在 B 站保持了比较高的人气。
- 由于奥飞的动画产能有限，对于有妖气的开发进度相对比较慢，收购以后平均每年更新一部动画番剧，开发了一部大电影《十万个冷笑话 2》，使得高人气并没有被持续地保持。2017 年参投了优酷定制网剧《镇魂街》，8 月份在网络播放量中拿到了月榜第三名的成绩，截至目前网络累计播放量为 32 亿，算是 IP 运营过程中一次不错的尝试。

图表 62：有妖气主要作品在 B 站播放效果

动画名称	开播时间	播放次数 (万)	追番人数 (万)	弹幕总数 (万)
十万个冷笑话 第一季	2012 年 7 月	2189	23.9	63.7
十万个冷笑话 第二季	2013 年 12 月	2956	19	48.3
端脑	2014 年 11 月	857	19.4	31.5
十万个冷笑话 第三季	2015 年 12 月	7881	100.2	72.3
镇魂街 第一季	2016 年 4 月	9093	164	163.2
开封奇谈-这个包公不太行	2017 年 5 月	998	57.3	23.7

来源：哔哩哔哩，国金证券研究所

- 由于动画制作过程的长周期与复杂性，动画公司的技术能力与团队就显得十分重要，这直接决定了公司的产能、作品质量、生产周期以及生产成本。例如，承担了国内大部分二维动画制作产能的绘梦动画，仅 2016 年就制作了 19 部动画，其中包括《我叫白小飞》、《狐妖小红娘》、《从前有座灵剑山》等知名动画。其领先的动画制作技术也得到了资本市场的认可，2017 年 1 月，绘梦动画进行了 B 轮融资，投资方为腾讯和梧桐树资本，投资额 1 亿元，投后估值约 5 亿元。由于绑定了优秀的产能，腾讯动漫才能保持每年高频的动画新番更新速度，使得其作品在 B 站出现了霸榜的情况。

图表 63：绘梦动画融资情况

时间	融资轮次	融资额	投资方	投后估值
2015 年 5 月	天使轮	数百万	创新工场、陈悦天	未披露
2016 年 3 月	A 轮	数千万	景林投资、乐元素、哔哩哔哩、创新工场	2000 万
2017 年 1 月	B 轮	1 亿	腾讯、梧桐树资本	约 5 亿

来源：IT 桔子，国金证券研究所

应该如何对 IP 进行估值呢？

- 我们提供了一种基于 DCF 估值的参考方法：假设单一 IP 未来可以保持 30 年的热度（比较乐观的情况），如果每年可以稳定贡献 2-5 亿人民币的现金流（影视开发权益、广告收入、IP 授权、游戏授权和分成、主题乐园等），按照理财产品的投资回报率进行折现（假设 3%~5% 左右，取中值为 4%）。如果现金流为 2 亿元，假设折现率为 4% 的话，则单一 IP 价值约 36.8 亿元。如果有更多强势 IP，可以在这个基础上叠加，如果是世界级 IP，可以把单位改成美元测算。
- 通过以上算法可见，要给单一 IP 30 亿元以上的估值，对 IP 本身的要求是非常高的，至少需要长期来看贡献约 2 亿元的稳定现金流。

图表 64：IP 估值情景分析

IP 估值情景分析		未来 30 年每年的 FCF			
		2 亿元	3 亿元	4 亿元	5 亿元
折现率	3%	42.3 亿元	58.8 亿元	78.4 亿元	98.0 亿元
	4%	36.8 亿元	51.9 亿元	69.2 亿元	86.5 亿元
	5%	32.4 亿元	46.1 亿元	62.5 亿元	76.9 亿元

来源：国金证券研究所

- 必须指出，我们的上述模型的假设是很宽容的，仅仅要求 3-5% 的银行理财产品回报率。事实上，IP 开发的风险远高于银行理财产品，即便有发行方和互联网平台的协同效应也是如此。如果我们改用股权投资产品的 8-10% 预期回报率为折现率，那么单一 IP 的长期现金流需要超过 5 亿元，当前估值才有可能达到 30 亿元。然而，在互联网巨头大举进军影视行业、哄抬资产价值的背景下，热门 IP 的实际收购价值很可能高于公允水平。

投资建议：选择拥有优秀 IP 储备且有产能进行变现的公司

- 从大的格局上看，在整个 IP 产业链里布局最完善的无疑是腾讯。此外腾讯控股的阅文集团作为网文内容和渠道的龙头，未来在 IP 影视变现上的业绩弹性值得期待。
- 阅文集团今后将越来越多地涉足 IP 产业链，对 A 股影视公司的影响如何？我们认为，在短期（1-2 年内）影响有限，因为阅文没有内生的影视制作能力，也没有操盘大型影视剧的经验；2017 年，阅文的 IP 运营业务的收入增速慢于付费阅读业务。但是，在长期（3 年以上），阅文必将通过并购、投资和自建等手段，获得一定的影视制作和出品能力，届时现有的影视制作发行格局就会受到深远的影响。
- 从 IP 变现的产业链来看，影视剧的制作目前是 IP 变现最为成熟的产业链。我们重点推荐的是拥有大量知名 IP 储备，并且具有工业化产能，同时具备优秀制作能力的精品影视剧公司，首推华策影视，其次是慈文传媒。
- 目前国内的电影工业处于 IP 产业化发展期和探索期。重点关注拥有系列化 IP 制作能力，并且在线下实景乐园方面逐步落地的华谊兄弟。
- 此外推荐拥有优质自主 IP、在历史上实现过多渠道变现的公司，如金科文化旗下 IP “汤姆猫”在游戏内购和内置广告方面都成功变现，同时 IP 授权和主题公园的落地也值得期待。

腾讯控股（0700.HK）

- 腾讯在 IP 产业链的布局最完善。腾讯旗下拥有阅文集团、腾讯动漫两大 IP 上游平台型公司，并且都在细分领域成为最大的龙头，其次在 IP 的源头（参投漫画工作室、优质动画公司）、动画制作产能（参投绘梦动画、原力动画等）、影视制作产能（参投新丽影视、柠萌影业、耀客传媒等）。
- 同时腾讯视频作为最大的视频网站之一，为 IP 的最终播放和变现提供了优质的渠道，可以在内容形成一套完整的产业链循环。公司在动漫领域的投资，虽然短期还不能真正实现比较好的利润贡献，但是从长期来看，实际上在年轻人群（尤其是 90 后和 00 后）里形成了潜移默化的影响力（从 B 站国产动画的追番数可以看到大部分的热门动画片都是腾讯系出品）。我们认为腾讯控股在 IP 产业链的完整布局，将会在未来逐步释放其价值。
- 腾讯体系内的影视制作发行实力不弱，但是分散在不同事业群，没有形成合力：腾讯影业属于 IEG（互动娱乐事业群），企鹅影业和腾讯视频属于 OMG（网络媒体事业群），阅文集团是独立运营的子公司，新丽、柠萌等战略投资对象则由 CDG（战略规划事业群）负责。腾讯的企业文化就是鼓励内部竞争，经过大浪淘沙的漫长过程，其中必定会产生几个赢家。

阅文集团（0772.HK）

- 阅文是网络文学 IP 的绝对龙头。2016-17 年，全国收视率最高的 20 部 IP 电视剧、点击率最高的 20 部 IP 网剧，阅文的 IP 市场份额均在 70% 左右。阅文旗下的起点中文网、潇湘书院、红袖添香、晋江文学网（持有 50% 股份）各有侧重，起点和晋江是两个最大的 IP 孵化池。
- 在动画领域进行持续的投入（投资产能），形成了 IP 产业链年轻向变现的特色路线。阅文旗下自己开发的 IP，通常会进行网文培育——动画片放大 IP——影视剧改编进行参投（先剧集再电影）的三个阶段。中间添加的动画片阶段一方面使得自己的粉丝更加年轻向，另外也在 IP 放大期间进行了摸索尝试，可对优质的 IP 进行重点投资。比较成功的案例就是《择天记》、《斗破苍穹》、《全职高手》、《国民老公》，均是先推出动画片，获得了更多年轻粉丝以后再进行影视化改编。《全职高手》播出以后成为 B 站追番数排名第一的国产动画，影视开发正在逐步推进。《择天记》网台联动剧在

2017 年的网络点击量中排名第四,《国民老公》作为中低成本的网络剧在播出的当月和次月,均排名网络点击量第四(艺恩网数据)。

- **战略强强联手,未来将在影视剧板块逐步发力。**阅文集团 2017 年 6 月宣布和万达影视、腾讯成立合资公司,共同进行 IP 产业链变现。顶级 IP《斗破苍穹》的电视剧将于 2018 年暑期在湖南卫视播出(吴磊担任主演),电影项目将和万达共同开发。《择天记》同名电影大计划也宣布启动。同时参投的电视剧项目还有《武动乾坤》(预计 2018 年播出,杨洋和张天爱主演)以及《你和我的倾城时光》(赵丽颖和金瀚主演)、《将夜》等。虽然阅文拥有众多 IP,但是之前的影视开发权较早地卖给影视制作公司,并未获得 IP 变现的巨大收益。阅文上市以后募集约 11 亿美金,有了充足的资金并且找到了优秀的合作伙伴后,影视项目的开发每年将重点推进。

华策影视(300133)

- **拥有丰富的 IP 项目储备和运作能力。**公司曾成功运作《三生三世十里桃花》、《何以笙箫默》、《微微一笑很倾城》、《锦绣未央》、《夏至未至》等 IP 改编剧。公司将在《射雕英雄传》的成功经验上,继续开发经典新武侠系列作品,目前新版《绝代双骄》已经开机。大 IP 大制作的《凤权》、《橙红年代》已进入后期制作,预计今年播出,大幅增厚公司业绩。同时手握《遮天》等顶级 IP 将陆续进行开发。
- **强大的产能。**公司拥有业内最大的电视剧产能,每年开机约 15-30 部电视剧,制作集数约 700-1000 集。拥有强大的产能将极大地提高 IP 开发的速度,提高爆款概率。
- **同时具有打造原创系列剧的能力。**公司打造的《爱情公寓》系列、都市职业剧系列《谈判官》、《翻译官》获得了口碑和收视率的巨大成功,未来公司将在这些系列上不断推出后续作品,同时会打造新的系列剧,包括即将播出的《我的奇妙男友 2》以及可能做成创业系列剧的《创业时代》。
- **我们认为公司的综合实力在电视剧板块中最为优秀,可充分享受视频付费率不断提升的红利,在未来几年保持业绩的高速增长。**

慈文传媒(002343)

- **拥有丰富的 IP 项目储备和运作能力。**公司曾成功运作《花千骨》、《老九门》、《楚乔传》等 IP 改编剧,同时 17 年确认收入的《凉生,我们可不可以不忧伤》更是卖出了单集 1480 万的业内顶级价格。《爵迹》、《沙海》(《盗墓笔记》后传)等优质的 IP 剧作品预计将在今年确认收入。同时《步步生莲》、《脱骨香》等知名作品预计在今年开机,另外顶级 IP《紫川》将和东方明珠合作,进行全产业链开发。《大秦帝国》等系列剧的开发也预计会在未来几年持续释放业绩。
- **公司的 IP 采购除了影视改编权,有许多同时拥有游戏改编权,在整体运作上可全局把控。**例如《楚乔传》同时拥有游戏改编权,通过旗下赞成科技可开发休闲游戏,另外可以授权给游戏公司开发页游和手游,方便全局把握,保持上线同步,获得更多收益。《楚乔传》未来也会开发续集。

金科文化(300459)

- **收购的 Outfit7 拥有变强能力极强的世界级 IP 汤姆猫家族。**通过养成类游戏和休闲游戏的开发,汤姆猫的 IP 成功实现了广告和游戏内购的变现,全球拥有 4 亿月活用户。汤姆猫是自带流量的 IP,其获取用户的方式大部分来自于自主下载和应用内的交叉营销,使其在流量费用日益增长的大背景下获取用户的成本反而极低,从而带来了公司极高的毛利率和净利率(2017 年的净利率高达 70%)。

- **Outfit 7 与公司既有业务有望发挥协同效应，IP 运营值得期待。**金科文化旗下的杭州哲信是依托大数据分析的休闲游戏发行运营商，星宝乐园主要从事互联网儿童早期教育，每日给力主要从事移动游戏研发；以上三个子公司与 Outfit7 的“汤姆猫”系列在市场、客户、技术等方面均具有明显的协同效应。公司在 IP 运营方面正在探索动画片制作、早教、儿童乐园等开发，未来运营空间广阔。

华谊兄弟 (300027)

- **公司已成功打造出原创电影系列 IP。**除了冯小刚每年一部的精品电影之外，公司成功打造了都市两性喜剧《前任》系列，以及古装武侠奇幻探案《狄仁杰》系列，其中《前任 3》在今年获得了 19.41 亿的超预期票房，《狄仁杰》系列的前 2 部分别是 2010 年和 2013 年同档期冠军，今年暑期档将推出《狄仁杰之四大天王》，我们判断将是暑期档票房冠军的有力争夺者。其他参与的重磅项目《阴阳师》、《画皮 3》、《八佰》、《摸金校尉》、《黑色假面》等预计将在明后两年陆续上映。
- **文化地产项目持续落地，轻资产运营实景乐园。**公司利用自己原创的影视 IP 和品牌影响力，进一步扩展至包括电影公社、文化城、电影世界等业务为主的品牌授权及实景娱乐板块。其中冯小刚电影公社已正式运营，18 年苏州、郑州、长沙和南京会项目预计会陆续开园，通过轻资产模式进行运营尝试，实现 98% 以上的高毛利率。随着项目的持续落地，长期有望给公司贡献稳定可观的现金流，对影视业务的波动性形成有效互补。

阿里影业 (1060.HK)

- **自从 2014 年成立以来，阿里影业在影视内容领域并未取得太大成果，牵头或参与出品的《摆渡人》《三生三世十里桃花》等电影均低于预期。**阿里影业旗下的淘票票虽然在全国第二大在线电影票务平台，但是 2017 年尚未实现盈利，而且与猫眼微影之间的差距未见缩小。
- **然而，在娱乐 IP 衍生品开发领域，阿里影业具备得天独厚的优势：**阿里巴巴的淘宝、天猫是全国最大的零售电商平台，任何 IP 运营商都不会忽略电商变现的前景。在《三生三世十里桃花》中，阿里影业通过“授权宝”取得了 3 亿元以上的衍生品销售额；公司还取得了《碟中谍 5》《星际迷航 3》《Pokemon Go!》等全球顶尖 IP 的授权。依托淘票票、淘宝和支付宝的数据分析，阿里影业完全可以在衍生品方面有所作为。

风险提示

- 知名 IP 的影视作品改编可能出现效果和口碑不达预期的风险。
- IP 产业链的变现，包括授权、乐园运营、衍生品等在国内仍处于早期发展阶段，需要漫长的过程，短期业绩的爆发性比较弱。
- 电视剧制作公司的现金流比较紧张，应收账款的客户构成中二线及以下视频网站以及三线及以下电视台的坏账风险值得注意。电影公司的票房预测可能出现不达预期的情况。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH