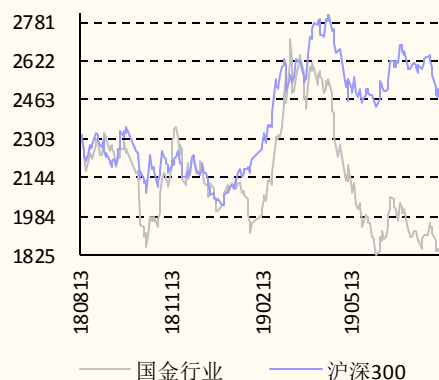


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金娱乐指数	1846.68
沪深300指数	3633.53
上证指数	2774.75
深证成指	8795.18
中小板综指	8291.92



## 相关报告

- 1.《迈入“黄金时代”的游戏直播江湖：从群雄混战到两强争霸...》，2019.7.14
- 2.《进击的网络综艺：会是视频平台进入新时代的“门票”吗？...》，2019.7.11
- 3.《腾讯新游要求渠道 3:7 分成，将带来哪些影响？-手游行业渠道分...》，2019.7.8
- 4.《自走棋战场硝烟四起，它给了我们什么启示？-游戏行业点评》，2019.6.27
- 5.《仗剑为侠情难已，江湖夜雨十年灯：《剑侠情缘》的前世今生...》，2019.5.30

裴培

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

焦杉

联系人  
jiaoshan@gjzq.com.cn

## 《哪吒》爆红之后，国产动画的“复兴之路”才刚刚开始呢

### 行业观点

- 《哪吒之魔童降世》票房和口碑双丰收，只是国产动画的初始一战。与此同时，80-90%的国产动画电影票房都低于1亿，市场完全是被少数头部爆款支撑的。归根结底，国产动画的崛起需要持续、大量的优质作品产出，万里长征只走出了第一步。我们分别从消费者受众拓展、行业面临的困境和解决方案角度切入，并对产业链盈利模式和变现空间进行深入分析，佐以美国和日本动画产业历史与模式作为借鉴，探讨国产动画崛起的路线图。
- 国产动画从“少儿向”走向“全年龄向”。成年人对于幻想与感动的需求有过之而无不及。2018年我国动漫用户的规模有3.46亿人，而且还在以12.3%的增速扩张。根据我们的监测，20至29岁的高付费意愿和消费能力群体，在动画电影占比最高超过50%，在网络动画中占比至少超过40%。由于历史原因，国产动画一直以“少儿向”为主，但是《哪吒》的成功，正是“全年龄向”的胜利——可能会迟到，但不会永远缺席。
- 动画的命脉是人才，故事是画龙点睛，技术是锦上添花。动画行业必须以高质量的作品，形成票房和口碑的正反馈。其实，目前国产动画行业的技术水平已经不低了，最大的瓶颈在于人才：大批专业人才被待遇更好的游戏行业抢走了。幸运的是，资本涌入正在改变动画行业的人才稀缺状况。优秀故事也是稀缺资源，但是可以通过漫画、小说IP改编解决一部分。
- 动画电影的盈利波动性高，制作周期长，产能有限。《大圣归来》《哪吒》这样的爆款动画电影具备标杆效应，给动画产业带来了巨大的关注度。但是，动画电影的本质还是电影，可预见性低、制作周期长、现金回收周期更长。在同等条件下，动画电影的产能远低于番剧。国产动画的发展不能依靠少数爆款电影，而要形成多平台、多品类、头部和长尾并存的产品矩阵。
- 网络动画依托高曝光度，IP衍生品的变现空间广阔。网络动画的制作成本远低于真人出演的电视剧；虽然在播放环节变现能力不强，但是只要IP价值培养起来，衍生品后续变现的空间很大。从迪士尼的收入构成来看，2018财年主题乐园、版权与出版及游戏、零售及其他收入占比42%。2017年日本动画商品化市场规模为5232亿日元，占日本动画产业规模的24%。相比之下，中国的正版衍生品市场只是刚刚起步。

### 投资建议

- 国产动画产业从上游到中游再到下游，呈现两头市场集中度较高，中间竞争分散的局面。由于内容资源与流量的集成性和规模效应，现阶段我们看好上游拥有丰富内容IP的平台，以及下游网络动画的播出端口。至于制作环节，在竞争格局趋于明朗之前，还很难确认赢家。
- 在国产动画行业，腾讯和哔哩哔哩是两个涵盖全产业链（上游IP、中游制作、下游渠道）的巨头，前者拥有取之不尽的流量和财务资源，后者具备强大的社区调性和对内容的掌控能力，必将成为行业崛起的最大受益者。阅文集团作为最大的网络小说平台，具备丰富的IP资源，在动画出品、制作等环节也多有试水。光线传媒通过《哪吒》《大鱼海棠》证明了自己的动画出品实力，尤其在动画电影市场，罕有同一量级竞争对手。

**风险提示：**内容监管政策；动画收入不及预期；动画产业链变现有不确定性。

## 内容目录

《哪吒》成功了，国产动画的征程才刚开始.....	5
守护动画的群体，远比想象得要庞大.....	7
永远年轻，永远热泪盈眶.....	7
从少儿向到全年龄向，或是动画行业发展的未来增量空间.....	9
困局与机遇，撬动转折点的因素究竟会是什么？.....	11
从 1926 年到 2019 年，荣光与挑战并存的现实.....	11
从电视动画到网络动画，行业市场化进程在加速.....	12
好故事需要被持续挖掘，好的人才需要得到重视.....	15
博采众长，来自美国和日本动画产业的启示.....	19
美国动画：效率很重要，品质大于天.....	19
日本动画：有了细节和特色，才有了一切.....	22
产业链盈利的关键：内容先行，注意衍生环节的新机会.....	27
播放环节实现曝光度利益最大化，宣传和引资效果并行.....	27
IP 衍生变现大有可为，角色价值的符号消费需求尚未完全满足.....	28
投资建议.....	31
风险提示.....	32

## 图表目录

图表 1：2015 年至 2019 年国产动画电影票房情况.....	5
图表 2：2016 年至 2018 年每年新上动画播放情况.....	5
图表 3：国产动画电影按票房类型数量占比.....	6
图表 4：进口动画电影按票房类型数量占比.....	6
图表 5：国产动画电影与网络动画产业链图谱.....	6
图表 6：2013 年至 2018 年动漫用户规模.....	7
图表 7：2013 年至 2018 年在线动画及漫画用户规模.....	7
图表 8：动画电影《哪吒之魔童降世》预告画面展示.....	8
图表 9：2017 年至 2019 年头部国产动画电影用户画像.....	8
图表 10：2017 年至 2019 年头部进口动画电影用户画像.....	8
图表 11：2019 年 7 月网络小说阅读平台用户画像.....	9
图表 12：2019 年 7 月网络漫画平台用户画像.....	9
图表 13：2008 年至 2017 年进口动画片金额.....	9
图表 14：2008 年至 2017 年进口动画片数量.....	9
图表 15：2015 年至 2019 年进口动画电影票房情况.....	10
图表 16：2015 年至 2019 年动画电影票房构成.....	10
图表 17：2015 年至 2019 年国产与进口动画电影数量.....	10
图表 18：国产动画历史发展沿革.....	11
图表 19：第一部动画《大闹画室》画面展示.....	12

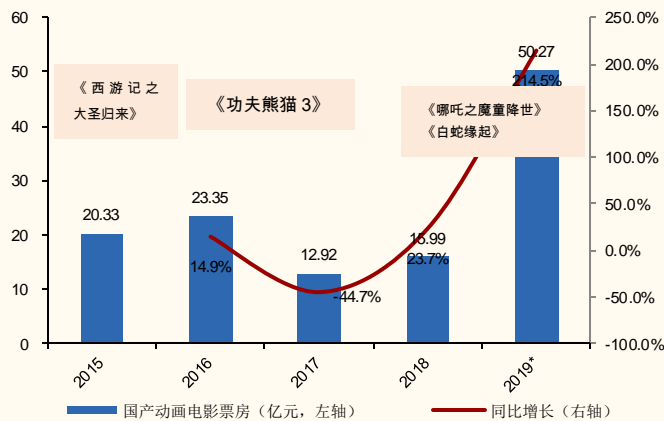
图表 20: 2007 年至 2018 年制作发行电视动画数量.....	13
图表 21: 2007 年至 2018 年制作发行电视动画时长.....	13
图表 22: 2008 年至 2018 年制作备案公示的国产动画时长.....	13
图表 23: 2011 年至 2018 年电视动画片播出时长.....	14
图表 24: 2011 年至 2017 年电视动画播出/制作发行比.....	14
图表 25: 2018 年人均每日收视时长分年龄层分布.....	14
图表 26: 2007 年至 2019 年少儿题材备案电视动画趋势.....	14
图表 27: 2019 年上半年网络动画播放量排行.....	15
图表 28: 2019 年网络动画拍摄规划登记备案情况.....	15
图表 29: 国产原创网络动画产业链.....	16
图表 30: 国产原创动画三大驱动因素.....	16
图表 31: 国内代表美术学院动画相关专业每年拟录取人数.....	17
图表 32: 2D 国产动画与 3D 国产动画作品画面对比.....	17
图表 33: 动画制作流程各环节一览.....	18
图表 34: 2016 年至 2018 年国产动画原创和改编占比.....	18
图表 35: 2018 年原创与改编动画播放量分别占比.....	18
图表 36: B 站 2019 年至 2022 年国产动画播出计划.....	19
图表 37: 美国主流动画电影公司作品一览.....	20
图表 38: 皮克斯《超人总动员 2》细节图展示.....	20
图表 39: 国产动画电影新作与续作数量占比.....	21
图表 40: 进口动画电影新作与续作数量占比.....	21
图表 41: 国产动画电影新作与续作单部平均票房对比.....	21
图表 42: 进口动画电影新作与续作单部平均票房对比.....	21
图表 43: 国产动画电影神话题材海报展示.....	22
图表 44: 日本动画产业历史发展沿革.....	22
图表 45: 手冢治虫《铁臂阿童木》.....	23
图表 46: 《新世纪福音战士》(EVA).....	24
图表 47: 日本动画产业链图示.....	25
图表 48: 2002 年至 2017 年动画制作企业营业额占比.....	25
图表 49: 2002 年至 2017 年日本 TV 动画制作数量.....	26
图表 50: 2000 年至 2017 年全日和深夜动画制作数占比.....	26
图表 51: 2002 年至 2017 年日本动画市场规模.....	26
图表 52: 日本国内和海外动画市场规模占比.....	26
图表 53: 2018 年海外市场各国家动画合约数占比.....	27
图表 54: 光线传媒电影及衍生平收入及毛利率.....	28
图表 55: 影视剧公司应收账款周转天数趋势.....	28
图表 56: 影视剧公司应付账款周转天数趋势.....	28
图表 57: 影视剧公司存货周转天数趋势.....	28
图表 58: 迪士尼 FY2014 至 FY2018 收入结构.....	29

图表 59: 2002 年至 2017 年日本动画商品化市场规模.....	29
图表 60: 2002 年至 2017 年日本动画市场分类规模占比.....	29
图表 61: 动画 IP 线下拓展: 主题咖啡馆和漫展.....	30
图表 62: 动画衍生品: 日本手办和国内动画周边.....	30
图表 63: 艾漫动漫融资过程.....	31

## 《哪吒》成功了，国产动画的征程才刚开始

- 国产动画的万里长征才走出了第一步，观众的期望值还在不断攀升。2019年8月11日，《哪吒之魔童降世》票房突破35亿元，远超越中国动画电影历史原冠军《疯狂动物城》15.27亿元的票房记录，也登上了内地电影票房榜第五的位置。街头巷尾，人们无不讨论：国产动画崛起了吗？之所以问出这个问题，是因为人们太需要国产动画崛起了！
- 在谈论“国产动画”这个概念时，我们首先需要区分国产动画电影和国产动画电视剧（包括网络动画）。2015年至今，国产动画电影每年的票房随着爆款单品的产出数量和票房拉动作用不同而呈现波动趋势，而国产网络动画在2016年至2018年期间，从产出数量和播放量两个角度来看，都呈现上升趋势，且单部上新动画的播放量也在攀升。

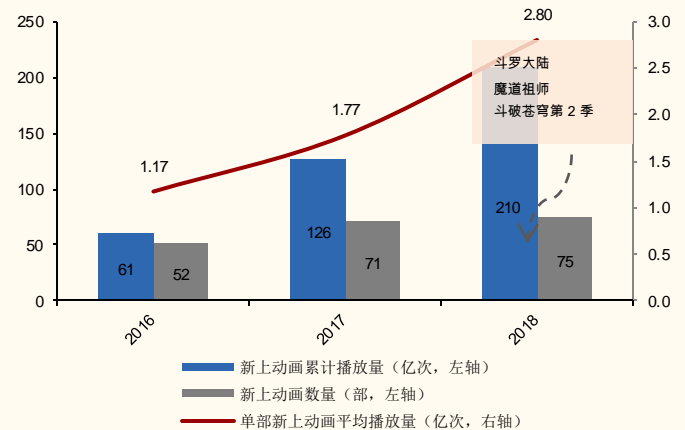
图表 1：2015 年至 2019 年国产动画电影票房情况



来源：猫眼专业版，国金证券研究所

注：2019年票房数据统计截至2019年8月11日。

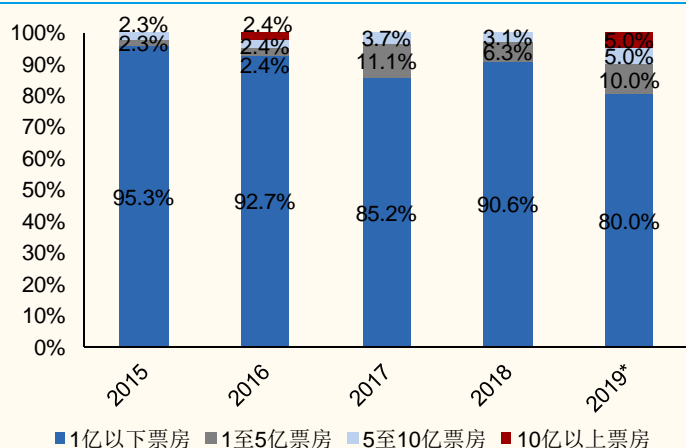
图表 2：2016 年至 2018 年每年新上动画播放情况



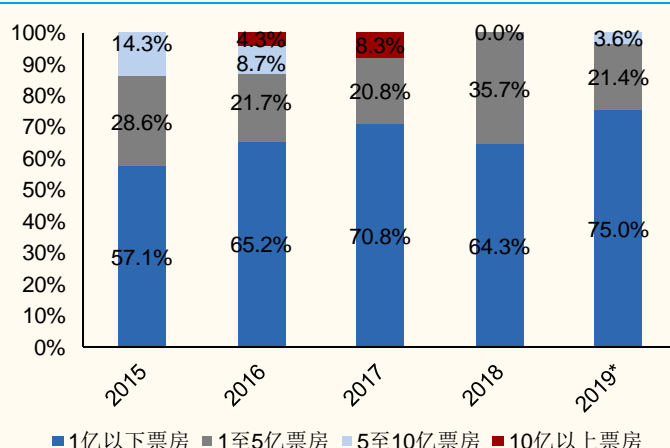
来源：骨朵传媒，国金证券研究所

- 但是，如果我们仔细整理国产动画电影的票房分布，不难发现：在国产动画电影当中，80%至90%的票房都是1亿以下的，整体票房完全是少数头部爆款撑起来的。相比之下，进口动画电影的票房分布更加均匀，“中等爆款”的数量更多。2015年至今，进口动画电影只在2016年和2017年有过超10亿票房的作品，分别是《疯狂动物城》（15.27亿元）、《寻梦环游记》（12.12亿元）和《神偷奶爸3》（10.37亿元）；而每年1至5亿票房的作品数量占比为20%-36%，也就是说每年都有4-10部。这意味着，即使没有像《疯狂动物城》这样的爆款，进口动画电影也能依靠《蜘蛛侠之平行宇宙》《超人总动员2》等撑住全年不低于25亿的票房。
- 下一个《哪吒》到底在哪里？我们无法给出明确的回答。可以肯定的是：如果单纯依靠《哪吒》《大圣归来》等少数爆款，中国动画电影是无法崛起的，整个中国动画产业也很难更上一层楼。《哪吒》的爆红只是一个引子，让我们开始思考：如何实现国产动画的可持续发展？

图表 3：国产动画电影按票房类型数量占比



图表 4：进口动画电影按票房类型数量占比



来源：猫眼专业版，国金证券研究所

注：2019年票房数据统计截至2019年8月11日。

来源：猫眼专业版，国金证券研究所

注：进口动画电影票房为中国进口国外动画电影在国内的票房统计。2019年票房数据统计截至2019年8月11日。

- 国产动画存在很大的需求缺口，由于优质作品的供给种类和数量受限、盈利模式尚未完全成熟等因素，不论是动画电影还是网络动画都还处在爆发的前夜。本文从动画产业链角度深入分析，力求回答以下几个问题：
  - 1) 国产动画的用户受众是真的只有儿童吗？如何从美国“合家欢”动画电影和日本二次元动画来看未来中国动画的用户受众规模？
  - 2) 现阶段，国产动画电影和网络动画行业发展的桎梏是什么？是缺乏资金、缺乏技术，还是其他因素呢？
  - 3) 动画除了播放的直接收益，未来产业链的更多变现的空间在哪里？
  - 4) 国产动画行业的竞争格局是怎样的？未来竞争格局还有哪些变数？

图表 5：国产动画电影与网络动画产业链图谱



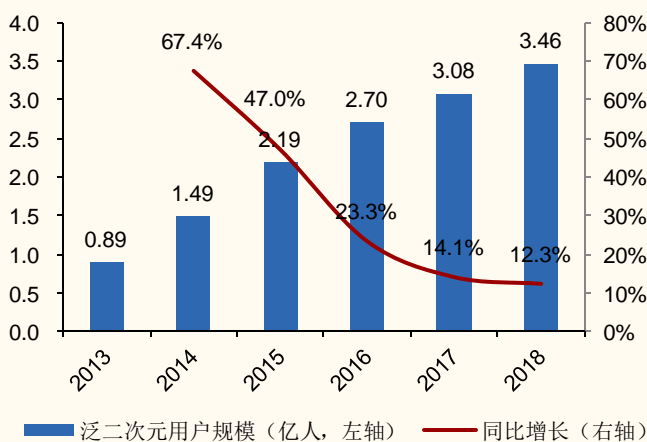
来源：国金证券研究所绘制

## 守护动画的群体，远比想象得要庞大

### 永远年轻，永远热泪盈眶

- 儿童更容易接受动画这样有夸张或超现实可能性的表达方式，但并不代表青少年、成年人不能接受动画。如果以半年内至少看过一次动画和漫画来定义“动漫用户”，那么，2018年我国动漫用户的规模为3.46亿。与此同时，中国14岁以下的儿童人数仅为2.45亿，可见动漫用户的群体远远超出了“儿童”范畴。2018年，国内线上动画和漫画用户规模分别为2.08亿和1.67亿，同比增速分别为36.8%和46.5%。
- 根据《微博动漫领域白皮书》，截止2018Q3，新浪微博MAU为4.46亿，其中泛动漫兴趣用户高达2.48亿，核心动漫用户为3126万，头部KOL账号规模达3.4万，覆盖粉丝规模3.5亿以上。微博年度新增动漫话题3.6万个，话题讨论增量1.1亿次，话题阅读增量高达1034亿。可以说，无论从覆盖面、观看频率还是话题热度看，动漫都是全民、全年龄向的。

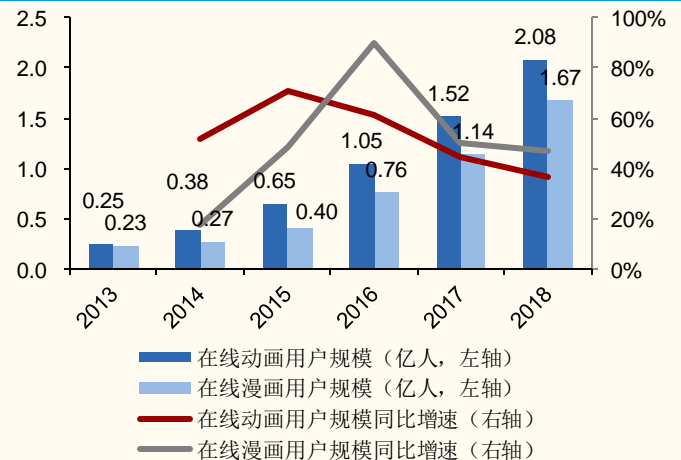
图表 6：2013 年至 2018 年动漫用户规模



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

注：泛二次元用户统计标准为，最近半年内至少看过一次动画或者漫画。

图表 7：2013 年至 2018 年在线动画及漫画用户规模



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

注：在线动漫用户统计标准为，最近半年内至少在线看过一次动画或者漫画。

- 假想世界的可视化和商品化，能够寄托和满足人们的远大理想。提到动漫，就无法回避“二次元”这个概念。时至今日，“二次元”早已不局限于动画和漫画作品，而是泛指与现实世界对立的“假想世界”。ACGN（动画、漫画、游戏、小说）里的人物在广泛意义上都可以被称为二次元人物。喜欢二次元的人，可能是普通勤奋的学生，可能是忙碌疲惫的上班族，也可能是路人甲乙丙丁。动画作品可以借由画笔和技术，构建出一个幻想的世界，表达出真人影视剧所无法展现的理想、热血、绚烂或是“中二”。在这个世界里，每个人都可以成为十六七岁的人，也可以超越十六七岁本身的含义。正如《哪吒》电影里的台词，“我命由我不由天！是魔是仙，我自己决定！”每个年龄层的人其实都有着自己的身不由己，也有着自己的抛开偏见和奋斗到底。动画是很多人寄托自己的希望和抒发情感的窗口。

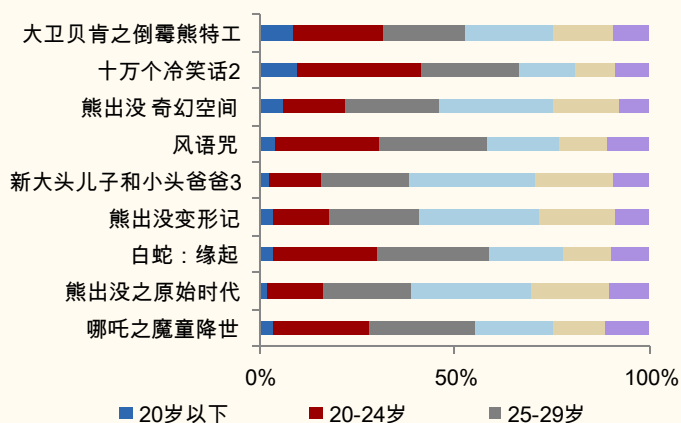
图表 8：动画电影《哪吒之魔童降世》预告画面展示



来源：哔哩哔哩官网，国金证券研究所

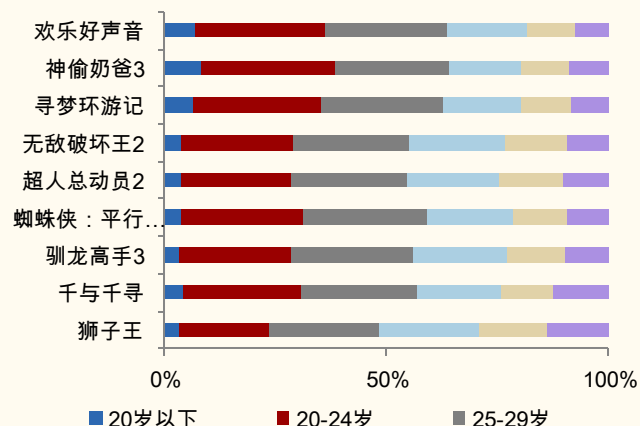
- 动画电影的受众的年龄层分布分析，要特别注意 20 至 29 岁人群的占比。我们分别统计了 2017 年和 2019 年（截至 8 月 11 日）国产和进口动画电影的受众年龄层分布；由于大部分 10 岁以下儿童的电影票由他们 30-39 岁的父母购买，我们看到 30 岁以上人群的占比很高。而近年来《哪吒》、《白蛇：缘起》、《风语咒》和《十万个冷笑话 2》等电影的 20-29 岁观众占比超过 50%，皆远高于其他国产动画电影。这一方面佐证了年轻的成年人是非常愿意接受国产动画电影的，动画电影里的很多笑点和泪点牵动机制是共通的，大人也可以在某个瞬间“变成小孩”。另一方面，20-29 岁人群的主动传播能力很强，能够起到“自来水”作用，大幅度提高作品的话题热度。我们发现，除了《狮子王》（可能受同期《哪吒》分流的影响），2017 至 2019 年头部进口动画电影 20-29 岁观众占比基本都超过了 50%。

图表 9：2017 年至 2019 年头部国产动画电影用户画像



来源：猫眼专业版，国金证券研究所

图表 10：2017 年至 2019 年头部进口动画电影用户画像



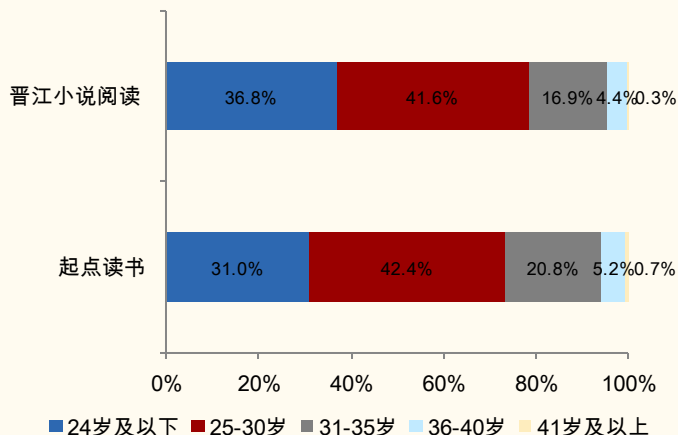
来源：猫眼专业版，国金证券研究所

- 目前大部分网络动画是由网络小说或网络漫画改编而成，20-30 岁的年轻人是天然的“基本盘”。网络动画的播放端主要为流媒体网站和 B 站，而这些平台内容纷杂，故而不容易剥离来看网络动画的受众。所以，我们独家监测了网络改编动画主要的内容 IP 来源平台，如起点中文网、晋江文学城、快看漫画和腾讯动漫的用户画像。近年来热度较高的小说改编网络动画有《斗破苍穹》、《斗罗大陆》、《魔道祖师》等，以及 2019 年下半年至 2022 年预计推出的《天官赐福》、《天宝伏妖录》等，都出自起点或晋江，从两个平台的移动端来看，2019 年 7 月，30 岁以下人群占比分别为 73.4%和 78.4%。快看漫画和腾讯动漫是网络动画 IP 的重要来源，两者移



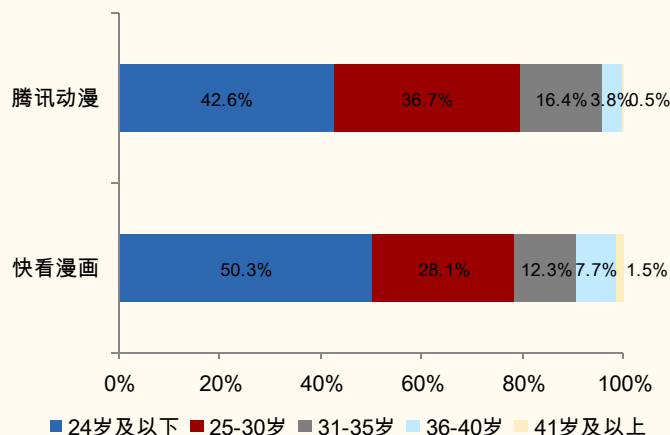
动端在 2019 年 7 月 30 岁以下人群分别占比 78.4%和 79.3%。我们可以合理推测，20-30 岁的用户是网络动画受众中的主流。

图表 11：2019 年 7 月网络小说阅读平台用户画像



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 12：2019 年 7 月网络漫画平台用户画像

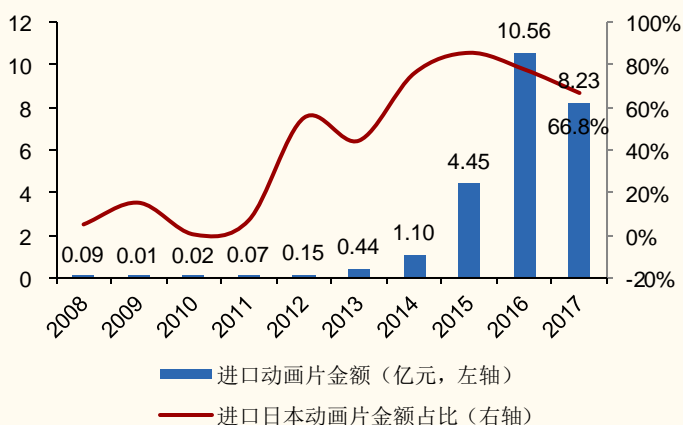


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

### 从少儿向到全年龄向，或是动画行业发展的未来增量空间

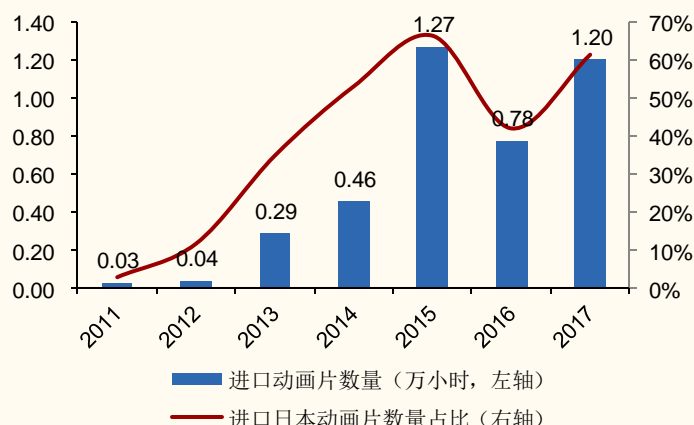
- 对于大部分中国人来说，看动画不是什么新兴的外来习惯，而是早已根植内心的需求。皮克斯、迪士尼的美国动画电影，宫崎骏、新海诚的日本动画电影，以及日本的热门动画新番，无不影响并伴随着中国一代又一代人的生活。在中国人的成长历程中，动画从来未曾缺席。自 2015 年起，我国进口动画片数量和金额都有显著提升。2017 年，我国进口动画片金额为 8.23 亿元，其中日本动画占比 66.8%；进口动画片数量为 1.2 万小时，其中日本动画占比 61.4%。目前电视台很少播放进口动画，但是影院和网络视频平台对进口动画的需求仍很强烈。现阶段，对于国外的动画电影和番剧热衷的人群，可能也是未来国产动画需要开发拓展的受众。中国独特的故事和文化，也会为动画行业添上另外一笔不一样的风光。

图表 13：2008 年至 2017 年进口动画片金额



来源：国家统计局，国金证券研究所

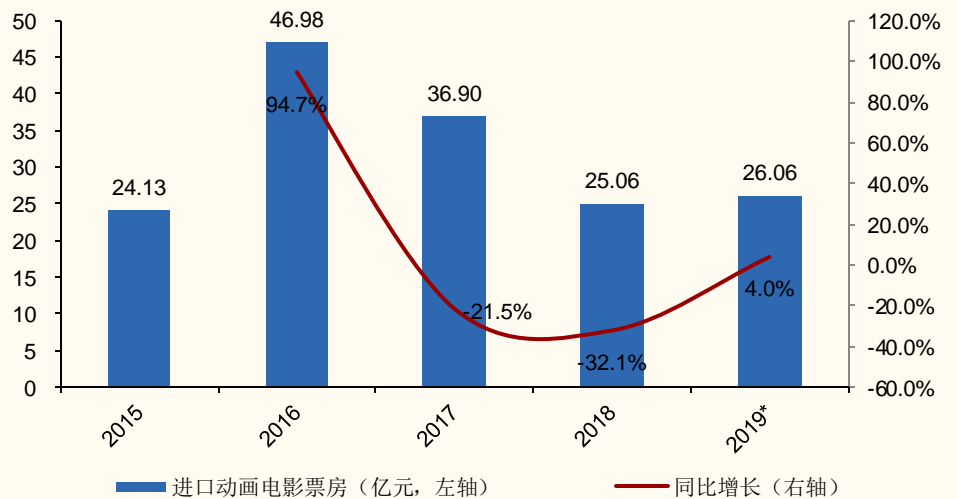
图表 14：2008 年至 2017 年进口动画片数量



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 2015 年至 2018 年，进口动画电影分走了中国动画电影的大半壁江山，而且单部动画电影的票房也远高于国产动画电影。2015 年至 2018 年，进口动画电影的当年票房占比均超过 50%，在 2017 年甚至超过 70%。从单部动画电影平均票房指标来看，2015 年至 2018 年进口动画电影在 0.9-2.0 亿元的水平，而国产动画电影只有 0.5-0.6 亿元，大约只有进口的一半左右。绝大多数国产动画电影都没有获得观众认可。人们还是更愿意去看进口动画电影。在票房成功的国产动画电影当中，《熊出没》等低幼向的作品占据了主流，全年龄向的非常少。

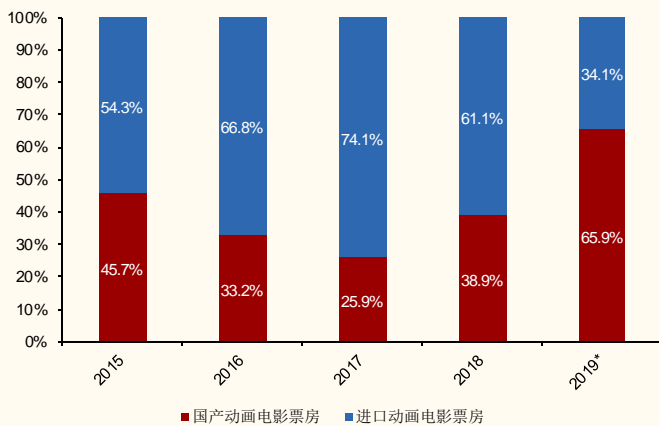
图表 15: 2015 年至 2019 年进口动画电影票房情况



来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

注: 2019 年票房数据统计截至 2019 年 8 月 11 日。

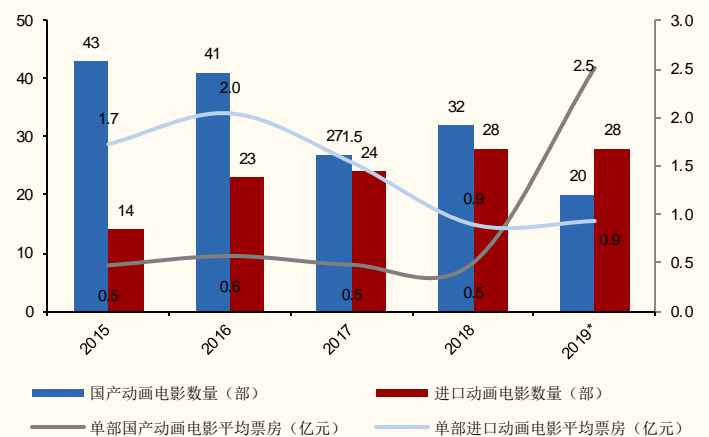
图表 16: 2015 年至 2019 年动画电影票房构成



来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

注: 2019 年票房数据统计截至 2019 年 8 月 11 日。

图表 17: 2015 年至 2019 年国产与进口动画电影数量



来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

注: 2019 年票房数据统计截至 2019 年 8 月 11 日。

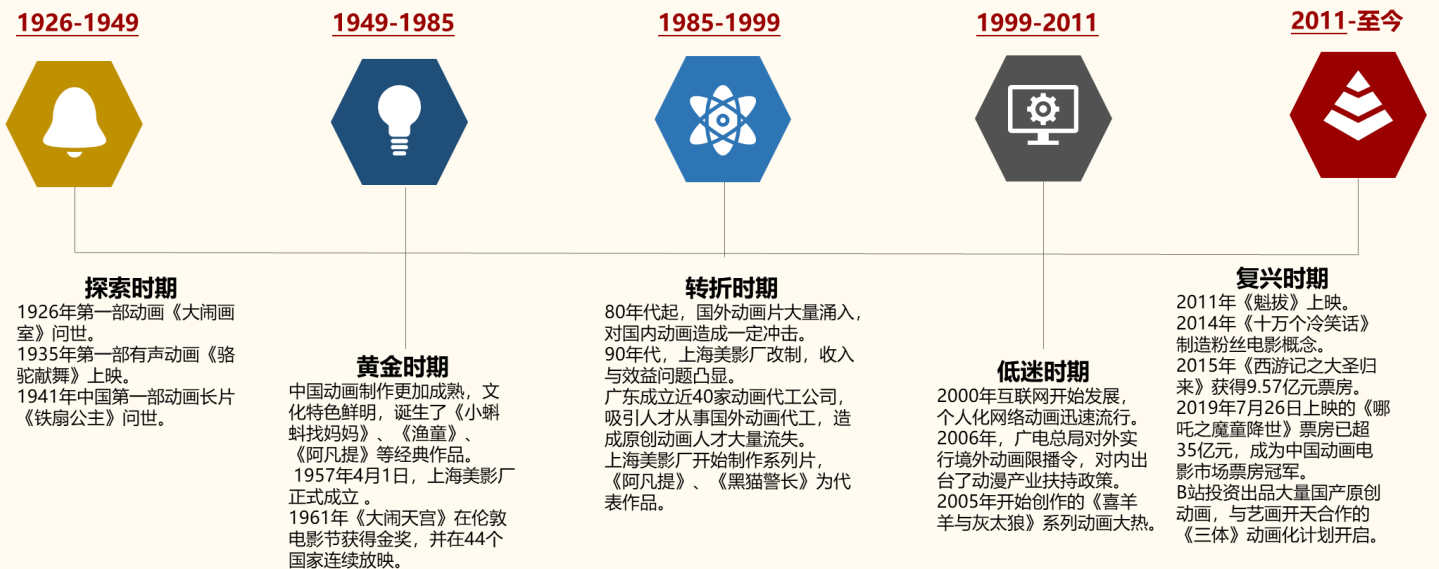
■ 那么, 2019 年会是一个转折点吗? 我们看到: 2019 年, 截至 8 月 11 日, 国产动画电影票房的占比近年来首次超过了进口动画电影, 市场份额为 59.6, 平均票房超过了进口动画电影。显然, 其中的首功归属于《哪吒》; 但是, 《哪吒》证明了, 国产动画电影票房可以破 10 亿、破 20 亿、破 30 亿, 可以得到主流观众的一致认可。只要作品质量跟上, “国产赶超进口” 的故事也是可能继续写下去的。在网络动画方面, 随着 B 站与艺画开天合作的《三体》动画化计划开启, 新的篇章随时有可能开启。而这一切都离不开优质作品的供给。

## 困局与机遇，撬动转折点的因素究竟会是什么？

### 从 1926 年到 2019 年，荣光与挑战并存的现实

- 纵观国产动画的发展历史，行业经历了探索、黄金、转折、低迷和复兴 5 个时期。很多人在回忆早期中国动画时，总是会提到《大闹天宫》《阿凡提》《黑猫警长》等，这些其实都是上海美术电影制片厂在尚未完全市场化的情况下，以工匠化的方式制作出来的。从 1980 年代起，进口动画作品大量涌入国内市场，严重压制了本土作品；2000 年代，监管部门为保护国产动画实施了诸多补贴激励措施，又导致作品质量良莠不齐、急需“去产能”。现在，随着移动互联网的发展、二次元文化的壮大、资本持续涌入动画市场，中国动画行业的“市场化成长历程”才刚刚启航。当盈利和估值被提上议事日程，整个动画产业都在思考：怎样真正满足消费者需求？作品质量和口碑至关重要，盈利的“正反馈”至关重要。

图表 18：国产动画历史发展沿革



来源：国金证券研究所绘制

注：《哪吒之魔童降世》的票房数据统计截至 2019 年 8 月 11 日。

- **1926-1949 探索时期**：1926 年，上海的万氏兄弟（万籁鸣、万古蟾、万超尘、万涤寰）制作了中国第一部动画《大闹画室》，是一部片长 10 分钟的默片。差不多同一时间，1928 年迪士尼的第一部米老鼠主题动画《蒸汽船威利》也在纽约首映。中国不是世界动画的发源地，但是起步也绝不能算晚。在解放前，中国诞生了 20 多部动画片，其中由万氏兄弟创作的占了 10 多部。在 1935 年，第一部有声动画《骆驼献舞》上映。受到 1940 年美国动画电影《白雪公主》在上海放映大受热捧的影响，1941 年万氏兄弟第一部动画长片《铁扇公主》问世，该动画长片有 2 万张画稿，时长达到 1 小时 20 分钟，也创下当时亚洲地区第一部长动画片的纪录。

图表 19：第一部动画《大闹画室》画面展示



来源：Wikipedia，国金证券研究所

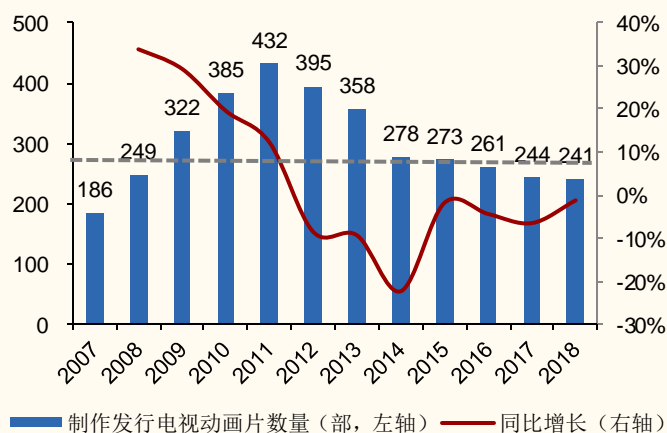
- **1949-1985 黄金时期：**解放后，中国动画制作日趋成熟，而且逐渐拥有更鲜明的文化特色，以水墨、剪纸与木偶艺术为核心，诞生了《小蝌蚪找妈妈》《渔童》等经典作品。1957年4月，上海美术电影制片厂成立，制作了大量耳熟能详的作品，五十年代有60多部动画电影问世，仅1958年就出现23部。计划经济时期，国家对电影采取统购统销制，尚未完全市场化。1961年《大闹天宫》在伦敦电影节获得金奖，并在44个国家放映。同时，除万氏兄弟外，新崛起了一批动画大师，“中国学派”开始形成，深刻影响了行业的发展。整个80年代，中国动画电影的产量达到200部。
- **1985-1999 转折时期：**1980年代起，大量国外动画涌入，对国内动画造成一定的冲击。1990年代，上海美术电影制片厂改制，统购统销制被取消，效益问题被提上议程。动画工业化的浪潮席卷而来。同时，广东成立了近40家动画代工公司，以数十倍于原创动画的薪酬吸引人才从事国外动画的代工，造成原创动画人才大量流失，原创作品数量与质量明显下滑，并且逐步走向以少儿向为主的题材趋势。但是，同期上海美术电影制片厂也有制作一些优质的系列片，以《阿凡提》《黑猫警长》为代表。
- **1999-2011 低迷时期：**2000年代互联网开始发展，个人网络动画迅速流行，但缺乏产业化的支撑。同时，全国多所高校开始开设动画专业，倾向培养技术性人才。2006年，广电总局对外实行境外动画限播令，对内出台动漫产业扶持政策，以产量和播出平台来核定标准，动画数量激增，质量却停滞不前。2005年开始创作的《喜羊羊与灰太狼》少儿向动画大热。
- **2011 至今 复兴时期：**2011年《魁拔》上映，非少儿向国产动画走向公众视野。2014年有妖气在多方投资下创作的《十万个冷笑话》制造了粉丝电影概念，迈入漫画向动画制作的产业链成熟进程。2015年《西游记之大圣归来》获得9.6亿票房，使得全年龄向的动画电影备受瞩目。2019年7月上映的《哪吒之魔童降世》票房已超23亿，超越进口动画《疯狂动物城》，成为中国动画电影市场票房冠军。近年来，国内动画作品以3D为主。网络动画方面，B站投资出品大量国产原创动画，并已公布2019-2022年或将有24部播出，网络动画从上游IP到下游作品的制作链条逐步成型。

#### 从电视动画到网络动画，行业市场化进程在加速

- **国产电视动画在去产能的过程中，发展趋缓。**自2011年以来，我国制作发行电视动画数量和时长，除了2014年和2018年有所回升外，基本趋势

都是走低的。2011 年以前，国产动画片数量和时长高速增长，有两大原因：第一，2004-2011 年，针对国产原创动画片的扶持政策紧密出台，从税收优惠和补贴两方面全力扶持；第二，很多电视台也将黄金时段播出资源划给国产动画，并对进口动画限制播出。根据政策，动画制作公司可以向地方政府申请立项，只要动画片在电视台播出，就可以拿到补贴。从 2014 年开始，各地政府减少补贴力度，给国产电视动画行业抽出“水分”，国产动画片产量急剧下跌。“去产能”的结果是，2018 年制作发行的国产电视动画时长仅为 2014 年的 31%。

图表 20：2007 年至 2018 年制作发行电视动画数量



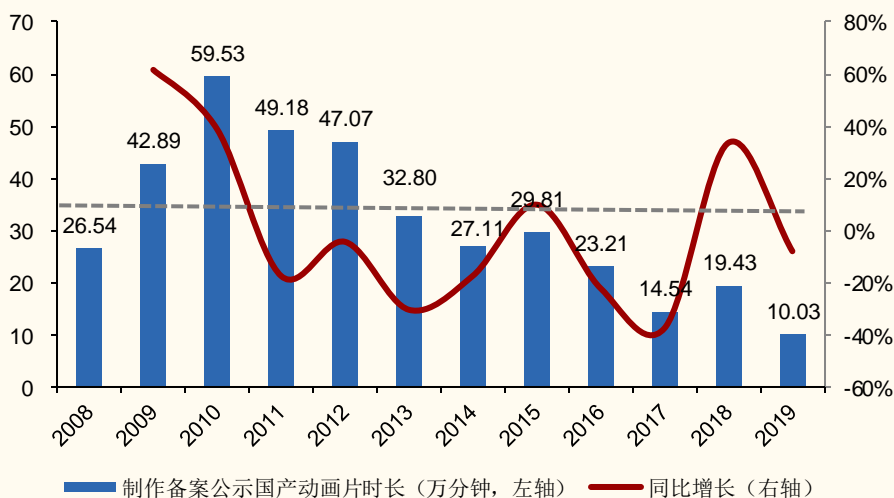
来源：国家统计局，国家广播电视总局，国金证券研究所  
注：制作发行电视动画数量为取得发行许可证数量

图表 21：2007 年至 2018 年制作发行电视动画时长



来源：国家统计局，国家广播电视总局，国金证券研究所

图表 22：2008 年至 2018 年制作备案公示的国产动画时长



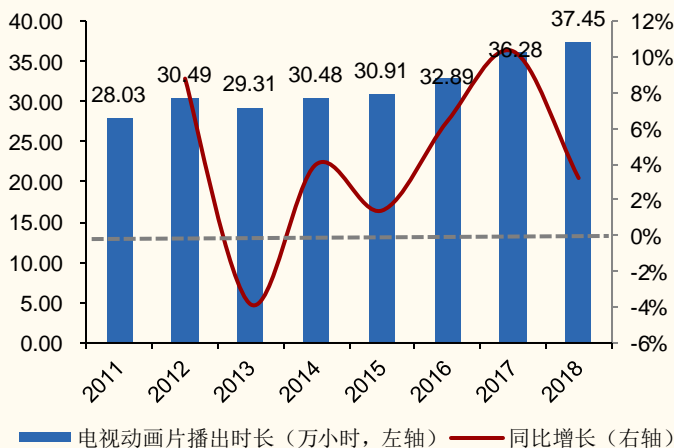
来源：国家广播电视总局，国金证券研究所

注：2019 年数据统计截至 2019 年 6 月

- 在考虑重复播放和进口动画替代影响后，国产电视动画的供给低迷，留出了巨大的缺口。尤其适合面向全年龄向的电视动画，作品数量虽然在近年有所增长，但整体基数仍小于少儿向的动画。看起来，电视动画的总播出时长整体呈上升趋势，2018 年播出时长 37.45 万小时，同比增长 3.2%。然而，从播出/制作发行比来看，2011-2017 年该比例增长趋势明显，2017 年竟然达到 260 倍！也就是说，电视台每播出 260 分钟的国产动画，制作公司才做出 1 分钟的新动画。这说明什么？说明电视动画有大量的重复播出，一部番剧在几十个台播几百遍，不是什么稀罕事。
- 目前，少儿向题材的动画备案数量占比仍占 80% 左右，并且从人均每日收视时长分年龄层的分布里，我们也可以看到 4 至 14 岁的人群看电视的时长

要普遍高于 15 至 44 岁的人群。故而，我们可以看出来，目前电视动画的主要受众是少儿，供给侧也是以少儿向的动画作品为主。国产原创电视动画的制作数量本来就偏少，再去掉绝大部分少儿向动画，剩下的全年龄向动画就更少了，根本无法满足各年龄段的观众需求。

图表 23：2011 年至 2018 年电视动画片播出时长



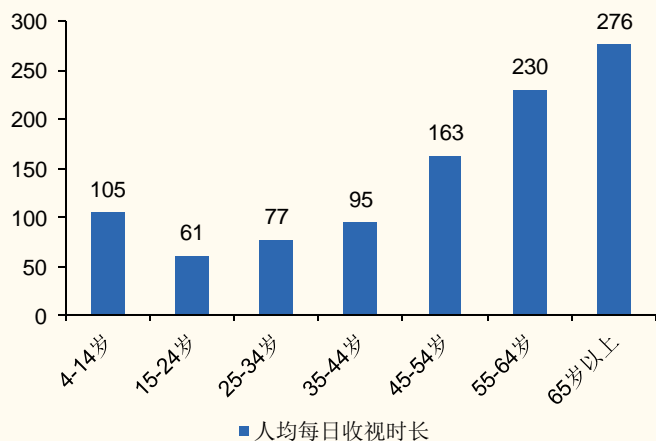
来源：国家统计局，国家广播电视总局，国金证券研究所

图表 24：2011 年至 2017 年电视动画播出/制作发行比



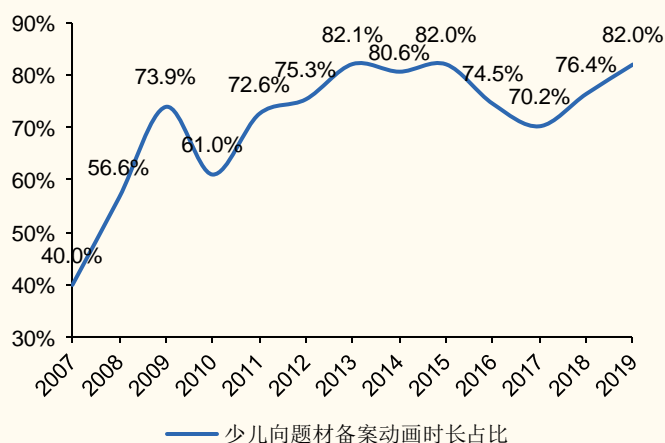
来源：国家统计局，国家广播电视总局，国金证券研究所  
注：播出/制作发行比=电视动画片播出时长/制作发行电视动画片时长

图表 25：2018 年人均每日收视时长分年龄层分布



来源：CSM 媒介研究，国金证券研究所

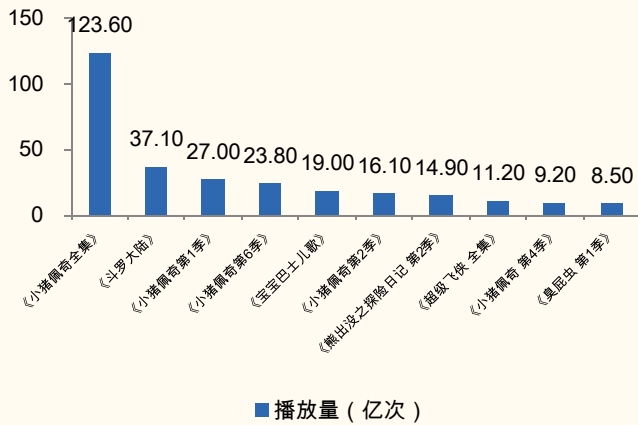
图表 26：2007 年至 2019 年少儿题材备案电视动画趋势



来源：国家广播电视总局，国金证券研究所  
注：①题材划分类型参考国家广播电视总局每月发行备案公示分类方法，包括童话、教育、现实、科幻、历史、神话及其他，其中我们将少儿向题材定义为童话、教育和现实题材。②2019 年比例根据 2019 年 1 至 6 月的备案数量计算。

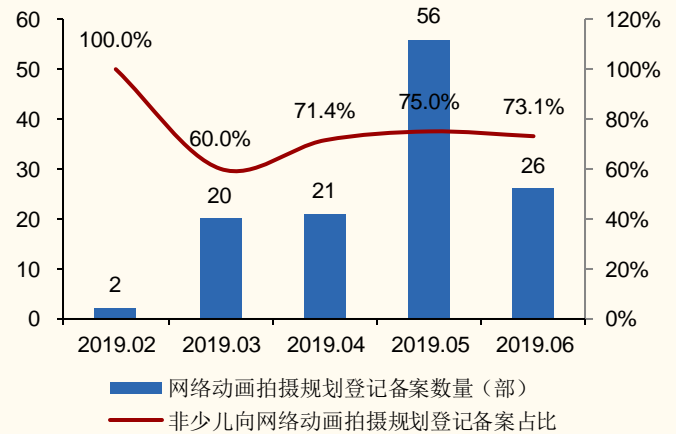
- 随着移动互联网的高速发展，网络动画崛起，尤其是非少儿向动画作品从供给端冒出势头明显。网络动画不仅接纳了一批从电视端向网络端娱乐转型的群体，而且由于供给题材的多元化，吸引了大批“非传统”的观众。目前从主流视频网站播放情况来看，少儿向的动画仍占主导。但是，这里的播放量统计不包括 B 站，也没有考虑到动画盗版的影响。随着诸多网络动画收获不错的播放效果和口碑，资本方开始重视网络动画行业的价值，尤其是动画上下游，包括掌握内容 IP 来源以及播放端口的互联网企业。
- 2019 年 2 月，国家广电总局新增“重点网络影视剧信息备案系统模块”，投资总额超过 500 万元的网络剧（含动画片）、超过 100 万元的网络电影都被定义为重点网络影视剧，片方需要主动备案。根据统计，2019 年 2 月以来备案的网络动画中非少儿向的动画作品数量占比很高，2019 年 5 月和 6 月分别为 75%和 73%，相比于目前备案的电视动画高达 80%的少儿向动画，可以看出——网络动画的目标受众完全不同于电视动画。

图表 27：2019 年上半年网络动画播放量排行



来源：腾讯视频，芒果 TV，艺思数据，国金证券研究所

图表 28：2019 年网络动画拍摄规划登记备案情况



来源：国家广播电视总局，国金证券研究所

注：非少儿向动画指国家广播电视总局分类的除青少年题材的题材动画作品，包括但不限于都市、科幻、传奇、武打以及其他等题材。

### 好故事需要被持续挖掘，好的人才需要得到重视

- 中国原创动画产业可以划分为电视动画、动画电影、网络动画三大板块，近年来的话题亮点和资本热点主要集中在后两个板块。下面，让我们依次分析这三大板块的竞争格局和趋势。
- 电视动画目前主要以少儿向动画片为主，由制作公司售卖给各电视台，主要制作公司有央视动画、河山影业、爱奇艺、奥飞影业、优扬动漫、今日动画和淘米动画等，制作方之间竞争较为激烈，市场分散程度较高。电视动画的出品方多是电视台或者制作公司本身。近年来，由于电视媒体的影响力衰落，电视动画不再是动画产业的发展引擎。
- 动画电影产业链涉及出品方、制作方和发行方。其中，光线传媒旗下的光线彩条屋近年来在国产动画电影方面颇有建树，不乏兼具口碑和票房的佳作，如《大圣归来》《大护法》《哪吒之魔童降世》等，2020 年预计还将出品《姜子牙》《凤凰》等。而动画电影的制作方除了出品方自己的团队外，外部中小制作公司较多，外包比例也很高。处在中游的动画制作行业整体集中度较低，并且由于电影的生产周期长、耗资大且爆款预期性较低，在一定程度上也限制了制作公司的成长速率。出品方除了通过“收编”工作室的方式外，也有积极投资潜力工作室进行作品绑定。
- 网络动画产业分为以下几个环节，出品、制作以及播放。重点网络动画作品（投资超过 500 万元）需要出品方进行备案。主要的出品方有阅文集团、腾讯控股和 B 站。目前网络动画内容的主要来源是漫画改编和小说改编，拥有小说 IP 的阅文集团、拥有漫画 IP 的腾讯动漫以及深耕二次元以及动漫的 B 站是国产原创动画的主要投资方。在制作端，市场竞争也较为激烈，但目前有几个制作公司通过一系列高品质作品脱颖而出，例如绘梦者新动画联盟、艺画开天、玄机科技、艾尔平方、灵樨文化、中影年年和大火鸟文化等。网络动画的播放端一般在主流视频网站（爱奇艺、优酷、腾讯）以及 B 站。腾讯和 B 站两巨头在整个产业链中扮演着重要角色。

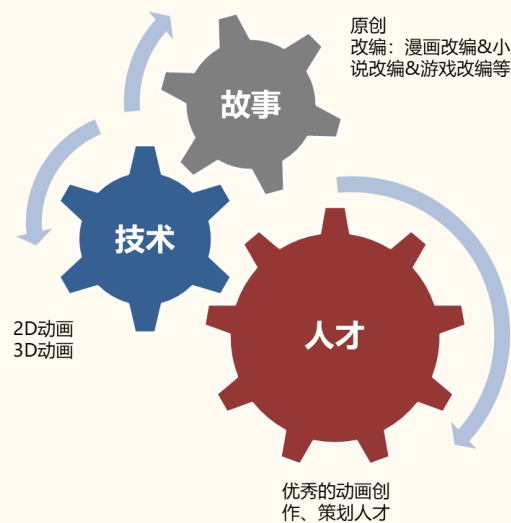
图表 29：国产原创网络动画产业链



来源：公开资料整理，国金证券研究所

- 国产原创动画实现可持续发展的核心要素有三个：人才、故事和技术。其中最重要的是人才。动画行业是严重依赖创意的行业，无论是创作故事、改变故事、画图还是特效制作等环节，都是以人为核心的。招揽优秀人才，凝聚人才在作品的各个环节是产业链上所有公司都需要格外注意的关键点。而且，由于创意的偶发性、不可预测性，单纯的“堆人力”是没有前途的；对于动画制作外包来说，人员数量或许是决定性的；对原创动画来说则不是。与其招徕几百个庸才，不如招徕一个天才。

图表 30：国产原创动画三大驱动因素

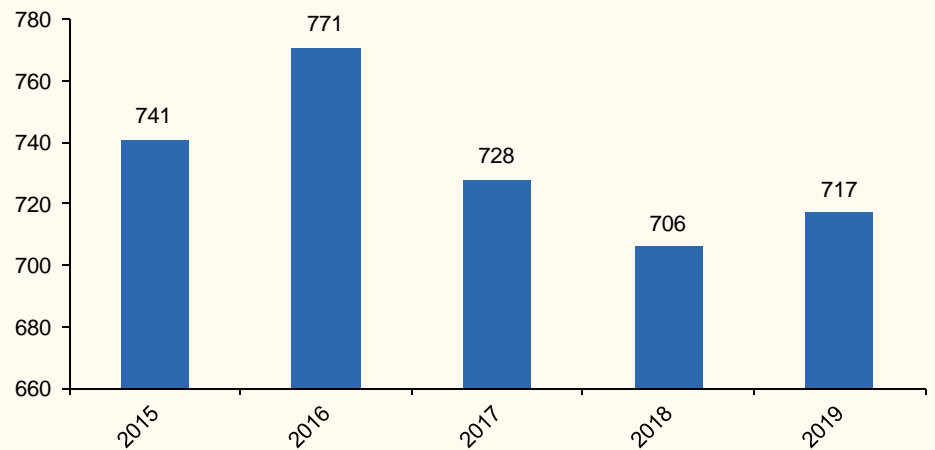


来源：国金证券研究所绘制

- 人才是保证技术和故事的基石，可是中国动画产业恰恰奇缺人才。国内很多院校都开设了专门的动画专业，但是教育资源主要集中在排名靠前的美术学院。根据我们的统计，北京电影学院、中国传媒大学、中国美术学院、四川美术学院等 8 个院校的动画相关专业，每年拟录取学生人数大致在 700 人左右。如果这些学生毕业后都从事动画工作，应该是可以满足行业需求的；可惜的是，动画专业的毕业生大概只有 20% 留在动画行业，造成了巨大的人才缺口。因为游戏行业薪水更高、出路更好，会抢夺大部分优秀的动画人才；尤其是学习三维动画与特效方向的毕业生，绝大部分流向游戏行业。即便有人才进入动画行业，由于薪酬较低、行业前景不明朗，大量还是会流失去游戏行业。幸运的是，随着近年来资本关注动画行业、互联网巨头入局，上述现状正在出现改变。



图表 31：国内代表美术学院动画相关专业每年拟录取人数



来源：各院校官网，国金证券研究所

注：选取北京电影学院、中国传媒大学、中国美术学院、四川美术学院、南京艺术学院、西安美术学院、天津美术学院、清华大学美术学院每年动画专业（包括动画、电脑动画、漫画以及动漫策划等）招生简章和招生拟录取计划上的录取人数加总。因中央美术学院动画专业每年未单独披露动画招生计划，故而并未纳入范围。

- **技术是匠心的体现，是不是有“良心”，观众其实一眼就看出来了。**现在我们所看到的国产动画，在技术上主要分为 2D 和 3D。两者的主要差别在于制作的工艺不同：2D 动画偏工匠化，3D 动画偏工业化。2D 动画通常追求手绘原画的精细化，帧数越高、质量越高，就意味着更长的制作时间和成本。相比之下，3D 动画的制作成本一般低于 2D 动画，因为 3D 建模后可以反复利用，大大减少手绘成本。根据艾瑞咨询 2017 年的调研，2D 动画成本基本在每分钟 4-6 万元，3D 动画成本基本在每分钟 3-5 万元。观众对于两者直观感受的差别在于：如果 3D 动画重复利用角色模型频率太高、人物神态表情没有“细扣”，会大大降低角色的生动性，观众就会觉得“像假人”；而 2D 动画在保证帧数和每帧画的品质基础上，手绘能力的保证能使得人物更加生动，也适合表达夸张的、“中二的”画面和人物。
- 现阶段，国内很多原创动画都是采用 3D 的形式，其中少儿题材的动画更是很少看到 2D 动画。一方面，这是出于节省成本和压缩生产周期的考虑；另一方面也是因为 3D 动画与游戏画面的共通性较强，游戏行业的一部分人才可以流向 3D 动画制作。目前，大型动画电影一般都会集成多个工作室，或将部分工作外包给其他小工作室完成，由此带来的品质稳定性与生产周期的矛盾，是需要解决的主要问题。

图表 32：2D 国产动画与 3D 国产动画作品画面对比

《少女前线》人形小剧场 (2D)

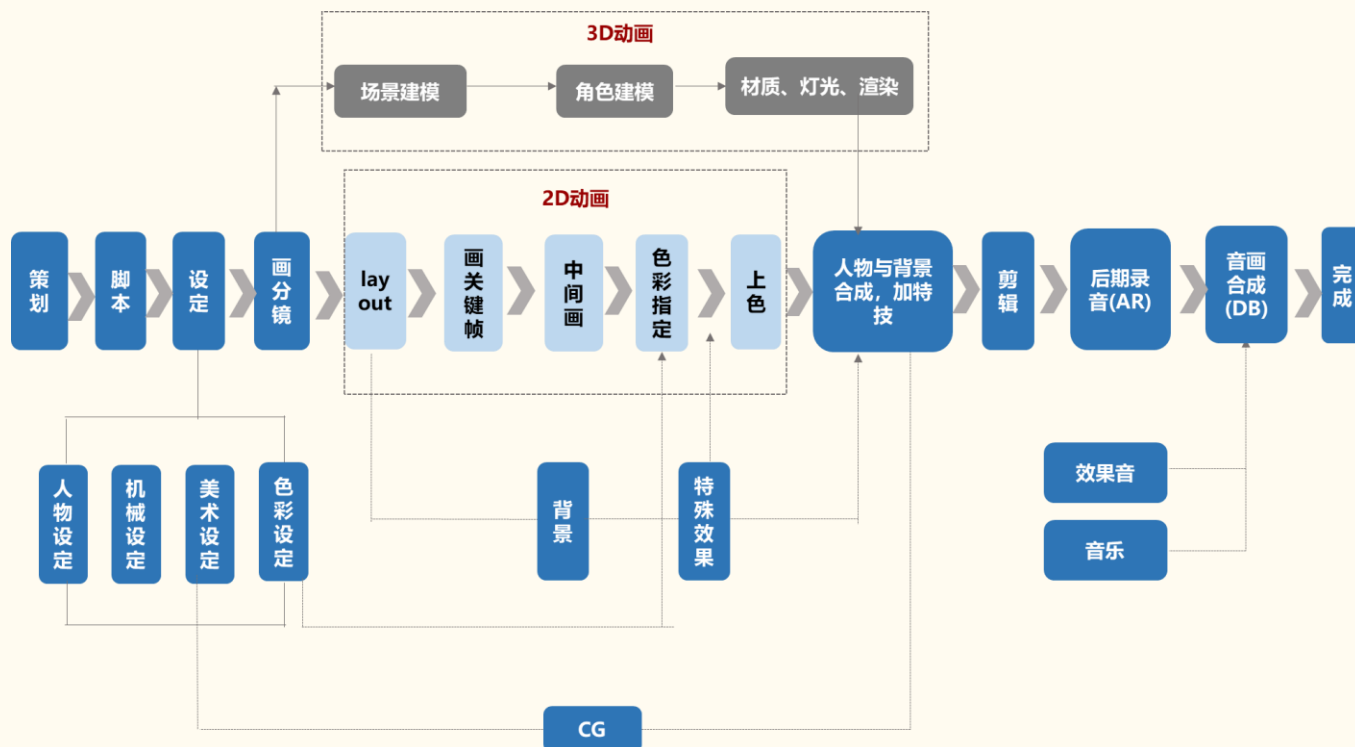


《画江湖之不良人 第三季》(3D)



来源：哔哩哔哩官网，国金证券研究所

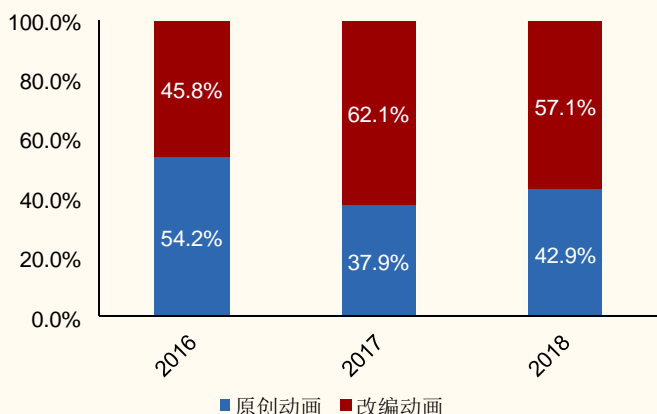
图表 33：动画制作流程各环节一览



来源：公开资料整理，国金证券研究所绘制

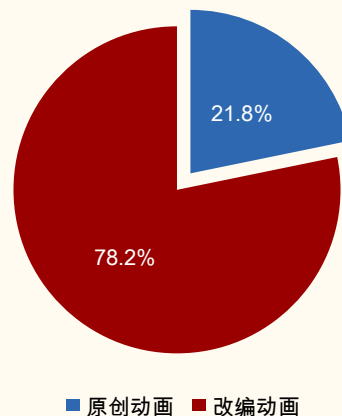
- 技术从来都是锦上添花，讲好故事才是雪中送炭。单有亮丽的外表是无法成为尽善尽美之物的，一切都取决于本质。为了美丽而美丽总会显得矫饰，归根结底无法称其为真实。动画作品的故事来源分为原创和改编，改编一般是漫画或小说改编，也有少数游戏改编的。目前国产动画电影以原创为主，或者以中国神话或名著为创作背景。在网络动画方面，2016-2018年改编动画的占比分别为45.8%、62.1%和57.1%；目前B站披露的2019年至2022年的国产动画播出计划当中，总共24部作品，漫画改编的占20.8%，小说改编的占33.3%，原创的占33.3%，其他占12.5%。未来几年，漫画和小说可能仍然是网络动画的IP基础——基于漫画和小说的内容口碑和粉丝基础，这类改编作品会可预期性更高，也更受资本方的青睐。从2018年原创与改编动画播放量占比可以看出，改编动画播放量占比在78.2%，远高于原创动画的；而且改编动画的平均播放量比较高。

图表 34：2016年至2018年国产动画原创和改编占比



来源：骨朵国漫，国金证券研究所

图表 35：2018年原创与改编动画播放量分别占比



来源：骨朵国漫，国金证券研究所

**图表 36：B 站 2019 年至 2022 年国产动画播出计划**

名称	预计开播时间	制作方	内容来源类型	内容来源平台	追番人数(万)
《大王不高兴》	2019 年 7 月	绘梦者新动画联盟	漫画改编	快看漫画	15.6
《大话之少年游》	2019 年 8 月	大呈印象	游戏改编	网易	1.5
《我开动物园那些年》	2019 年 11 月	绘梦者新动画联盟	小说改编	晋江文学城	14.3
《天宝伏妖录》	2019 年 12 月	玄机科技	小说改编	晋江文学城	12.5
《残次品》	2019 年	海岸线	小说改编	晋江文学城	22.3
《仙王的日常生活》	2019 年	绘梦者新动画联盟	小说改编	起点中文网	9.8
《镇魂街第二季》	2019 年	艾尔平方	漫画改编	有妖气漫画	13.5
《我家大师兄脑子有坑第二季》	2019 年	剧象漫画	漫画改编	有妖气漫画、布卡漫画、快看漫画、腾讯动漫等	23.3
《全职高手第二季》	2019 年	彩色铅笔	小说改编	起点中文网	16.6
《孤雄》	2019 年	SC 动画	原创	-	0.2
《嗜谎之神》	2019 年	绘梦者新动画联盟	漫画改编	网易漫画	14.0
《阴阳师·平安物语 第二季》	2019 年	网易阴阳师动画屋	游戏改编	网易	11.1
《万国志》	2019 年	灵樨文化	原创	-	15.3
《汉化日记》	2019 年	艾尔平方、L <sup>2</sup> Studio	原创	-	17.8
《百妖谱》	2020 年	绘梦者新动画联盟	小说改编	出版	33.4
《元龙》	2020 年	中影年年	小说改编	掌阅	8.2
《时之歌：花与焰的交响诗》	2020 年	澧泉文化	音乐改编	-	6.9
《DEVIL GAME》	2020 年	绘梦者新动画联盟	原创	-	4.9
《最后的召唤师》	2020 年	ASK 动画	漫画改编	有妖气漫画，动漫之家，腾讯动漫	0.9
《准星》	2021 年	绘梦者新动画联盟	原创	-	1.7
《不灭的我》	2021 年	绘梦者新动画联盟	原创	-	1.6
《三体》	2022 年	艺画开天	小说改编	出版小说	89.0
《乌鴉会》	未定	中影年年	原创	-	2.7
《本草仙云之梦白蛇》	未定	奇光影业	原创	-	9.3

来源：哔哩哔哩官网，公开资料整理，国金证券研究所

## 博采众长，来自美国和日本动画产业的启示

### 美国动画：效率很重要，品质大于天

- 品质是所有动画公司的信用表征，美国动画巨头成长之路是由一部部优质作品铺成的。**过去几十年，美国动画电影基本上被迪士尼、皮克斯、梦工厂三巨头把控，迪士尼的经典、皮克斯的创新和梦工厂的趣味在动画领域都占有自己的一席之地。其中，皮克斯的创新力非常出挑，很多原创 IP 皆经受住了票房、口碑和后续可深度开发潜力的检验。1920 年代，华特·迪士尼创办了迪士尼公司，凭借着“米老鼠”系列等优秀作品打下一片江山。1983 年，原迪士尼的员工约翰·拉塞特加入皮克斯。在他的带领下，皮克斯在随后的几年间占据了电脑动画的领先地位。1994 年，原迪士尼电影部门高管卡森伯格联合斯皮尔伯格等人组建梦工厂。虽然梦工厂没有迪士尼的经典 IP 积累、也没有皮克斯精湛的电脑技术，但是通过趣味性故事设定，成功跻身美国动画领域的前三强。2006 年 1 月，迪士尼宣布以 74 亿美元收购皮克斯，成为美国动画史上一个重要事件，完成收购后皮克斯还是保持独立运营。梦工厂在 2016 年被环球影业收入囊中。

图表 37：美国主流动画电影公司作品一览

迪士尼	皮克斯	梦工厂
1990 救难小英雄澳洲历险记 1991 美女与野兽 1992 阿拉丁 1994 贾方复仇记 1995 风中奇缘 1996 玩具总动员 1996 钟楼怪人 1996 阿拉丁和大盗之王 1997 大力士 1997 美女与野兽2 1998 美女与野兽3 1998 花木兰 1998 风中奇缘2 1998 狮子王2 1998 虫虫危机 1999 泰山 1999 玩具总动员2 2000 幻想曲2000 2000 跳跳虎历险记 2000 恐龙小美人鱼2 2000 变身国王 2001 小姐与流氓2 2001 失落的帝国 2001 怪兽电力公司 2002 仙履奇缘2 2002 钟楼怪人2 2002 星际宝贝 2002 星银岛 2003 101忠狗续集 2003 小猪大电影 2003 失落的帝国 2003 海底总动员 2003 星际宝贝史迪奇熊的传说 2004 狮子王3 2004 牧场是我家 2004 花木兰2 2004 超人特工队 2005 野蛮任务 2005 泰山2 2005 战鸽总动员 2005 星际宝贝2 2005 四眼天鸡 2005 变身国王2 2006 汽车总动员 2006 星际宝贝 2006 狐狸与猎狗 2007 仙履奇缘3 2007 未来小子 2007 美食总动员 2008 机器人总动员 2008 小美人鱼3 2008 奇妙仙子 2008 闪电狗 2009 飞屋环游记 2009 豚鼠特工队 2009 公主与青蛙 2009 小叮当与失去的宝藏 2009 圣诞颂歌 2010 玩具总动员3 2010 小叮当：夏日风暴 2010 魔发奇缘 2011 汽车总动员2 2012 麻烦不断 2012 勇敢传说 2012 小叮当：羽翼之谜 2012 无敌破坏王 2013 飞机总动员 2013 冰雪奇缘 2014 小叮当与海盗仙子 2014 飞机总动员：火线救援 2014 超能陆战队 2014 小叮当：永无兽传奇 2015 冰雪奇缘：生日惊喜 2015 头脑特工队 2015 恐龙当家 2016 疯狂动物城 2016 海底总动员2 2016 海洋奇缘 2017 汽车总动员3 2017 寻梦环游记 2018 超人总动员2 2018 无敌破坏王2 2019 玩具总动员4	1995 玩具总动员 1998 虫虫危机 1999 玩具总动员2 2001 怪兽电力公司 2003 海底总动员 2004 超人总动员 2006 汽车总动员 2007 美食总动员 2008 机器人总动员 2009 飞屋环游记 2010 玩具总动员3 2011 汽车总动员2 2012 勇敢传说 2013 怪兽大学 2015 头脑特工队 2015 恐龙当家 2016 海底总动员2 2017 汽车总动员3 2017 寻梦环游记 2018 超人总动员2 2019 玩具总动员4	1998 蚁哥正传 1998 埃及王子 2000 勇闯黄金城 2000 小鸡快跑 2001 怪物史莱克 2001 怪物史莱克 2002 小马王 2003 辛巴达七海传奇 2004 怪物史莱克2 2004 鲨鱼故事 2005 马达加斯加 2005 超级无敌掌门狗 2006 篱笆墙外 2006 鼠国流浪记 2007 怪物史莱克3 2007 蜜蜂总动员 2008 功夫熊猫 2008 马达加斯加2 2009 怪兽大战外星人 2010 驯龙高手 2010 怪物史莱克4 2010 超级大坏蛋 2011 穿靴子的猫 2012 马达加斯加3 2012 守护者联盟 2013 疯狂原始人 2013 极速蜗牛 2014 天才眼镜狗 2014 驯龙高手2 2014 马达加斯加的企鹅 2015 疯狂外星人 2016 功夫熊猫3 2016 魔发精灵 2017 宝贝老板 2017 内裤队长 2019 驯龙高手3

来源：公司官网，国金证券研究所整理

■ 从以创新见长的皮克斯身上，我们看到了什么？创新力来源超强的团队合作和人才的创造能力，还要配合强大的执行力。细节才能打动人，如果一位观众看不出来，一千万观众中总有人可以看出来，粗制滥造是很容易被发现的。2018年的《超人总动员2》中有一幕，人物的衣服放大之后，会发现衣服的表面绒毛可见。这样的细节，可能在大银幕上会一闪而过，但是千千万万的细节堆砌起来的才是皮克斯的核心竞争力。细节的缔造者是动画人员，对于任何创意事业而言，人员的专业性、才华和价值是核心。

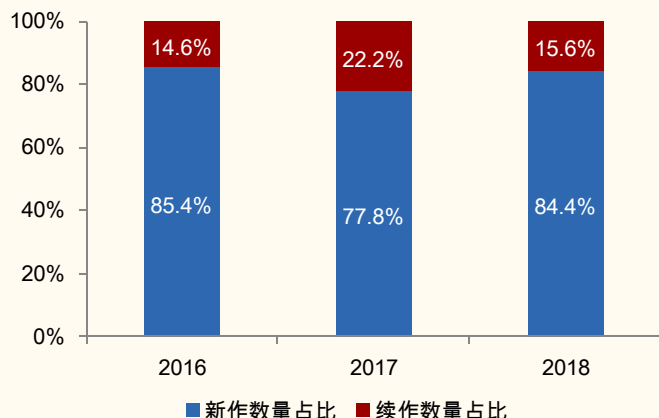
图表 38：皮克斯《超人总动员2》细节图展示



来源：Pixar，国金证券研究所

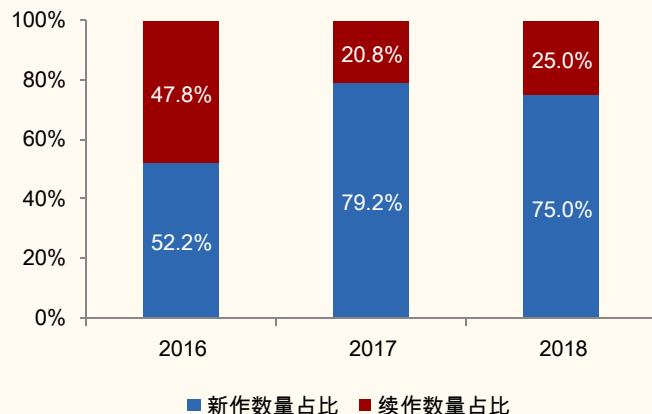
- 以信用作为品牌力的保证，续作的可能性和商业价值才能打开。在电影市场，续作虽然有一定可预期性，但是观众的要求也非常严格，至少续写到同样的高度才算合格。2016-2018年，从国内上映的动画电影来看，进口动画电影中续作的比例在20%-48%之间，比国产动画电影续作占比14%-23%的水平更高。整体而言，续作的单部平均票房较新作也更高，除了2016年，《疯狂动物城》以一己之力拉高了进口动画电影的新作平均票房。新作由于缺乏前作积累下的受众基础，需要承受更大的市场不确定性的压力。然而，续作也存在生命周期，只有新作的不断产生才能推动行业持续发展。近年来，美国动画电影的续作占比不断提升，原创新作有枯竭的势头，观众的耐心正在受到调整。这可能是国产动画电影的机遇所在。

图表 39：国产动画电影新作与续作数量占比



来源：猫眼专业版，国金证券研究所

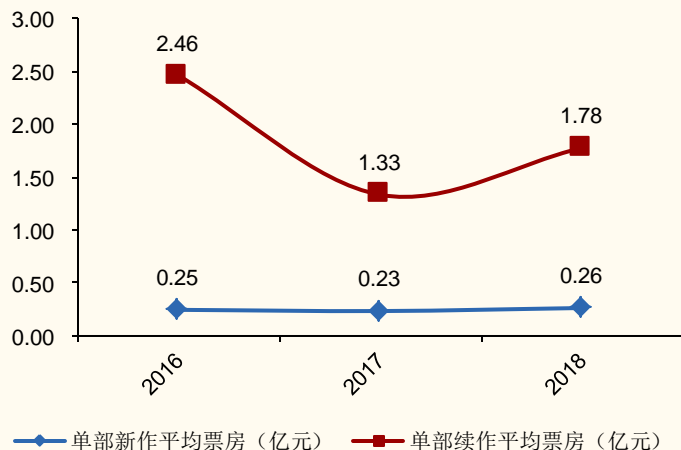
图表 40：进口动画电影新作与续作数量占比



来源：猫眼专业版，国金证券研究所

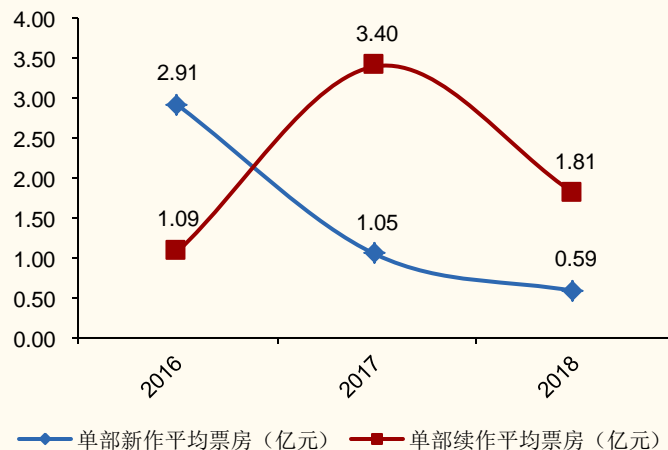
注：进口动画电影续作中包括日本动画剧场版。

图表 41：国产动画电影新作与续作单部平均票房对比



来源：猫眼专业版，国金证券研究所

图表 42：进口动画电影新作与续作单部平均票房对比



来源：猫眼专业版，国金证券研究所

注：进口动画电影续作中包括日本动画剧场版。

- 国产动画电影依托中国神话题材可能谱写出新篇章，文化认同感会为电影加分。自2015年起，《西游记之大圣归来》、《白蛇：缘起》、《哪吒之魔童降世》，以及未来或将上映的《姜子牙》《凤凰》，都是将中国人耳熟能详的神话故事、古典文学作品，以现代的价值观和叙事技巧搬上银幕。在越来越高的工业标准下，国产动画电影逐步走出自己的风格。事实证明，在作品质量过硬的前提下，中国观众对本土经典、本土文化的认同感还是很高的，也更容易扮演“自来水”、实现口碑传播。

图表 43：国产动画电影神话题材海报展示

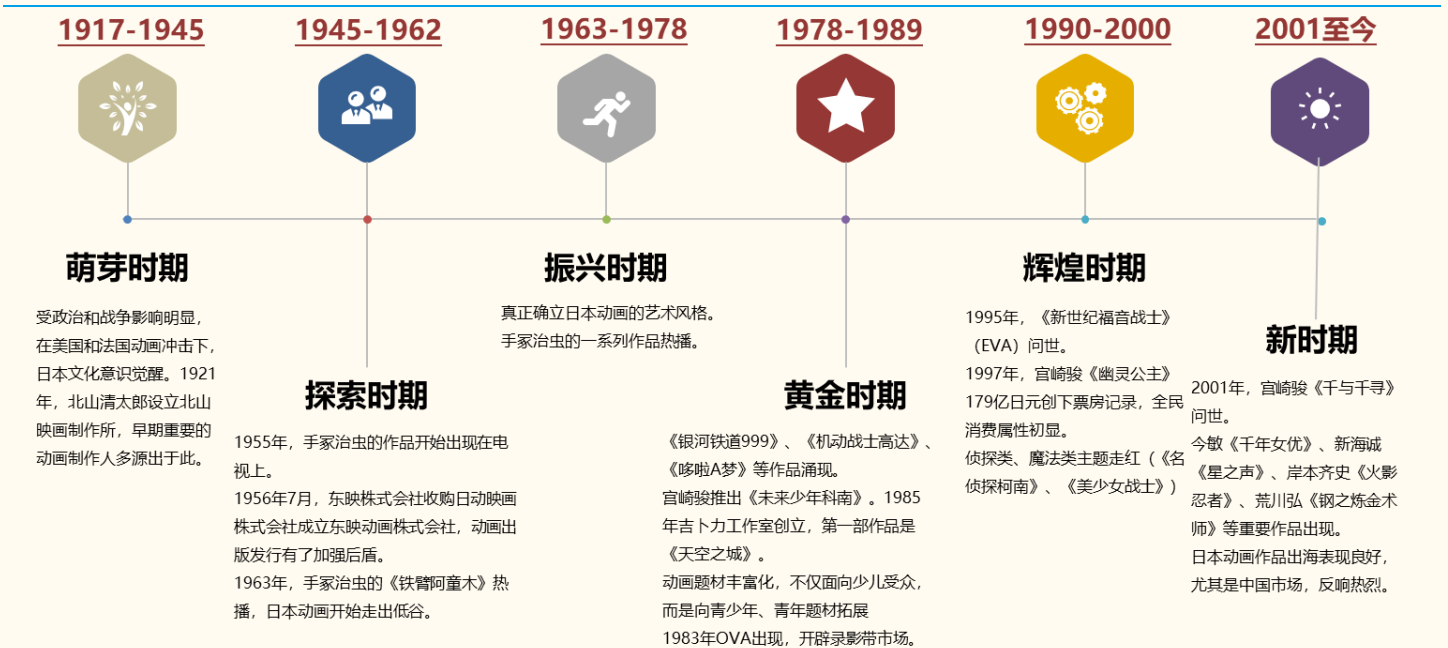


来源：电影官网，国金证券研究所

日本动画：有了细节和特色，才有了一切

- 日本动画的风格相较美国动画有很大不同，更重视对人性与情感的细腻、多面把控。在电影和番剧两方面，日本动画都具备相当的实力：宫崎骏、新海诚等动画电影大师早已为中国人熟知，每年几百部的动画番剧则成为了日系二次元文化的基石。日本动画电影和番剧，都实现了持续、大量的文化输出，甚至成为日本的“文化名片”。我们回溯过往发现，日本动画产业整体呈现题材多元化、受众全民化的特征。对于广大日本消费者来说，动画是一种生活方式，其意义远远超越了普通的娱乐形式。

图表 44：日本动画产业历史发展沿革



来源：参考《日本动漫艺术概论》，国金证券研究所绘制

- **萌芽时期**：回首 100 多年前，我们发现日本动画启蒙发展深受欧美动画作品的影响。其中，《凸坊新画帐》为日本动画提供了发展的契机。
- **探索时期和振兴时期**：二战之后，日本动画行业逐渐走向企业化。1956 年，东映动画株式会社成立，在 1958 年制作出日本第一部长篇全彩动画电影《白蛇传》，并计划此后每年都推出一部面向儿童的长篇动画电影。1946-1952 年爆发的战后生育高峰，为面向儿童的动画作品提供了庞大的群众基础。1963 年，每集 30 分钟的电视动画《铁臂阿童木》开播，《铁臂阿童

木》是由手冢治虫成立的“虫制作所”动画工作室领头监制，可以说是日本当代动画产业真正的“开端之作”。手冢治虫对日本动画有两个不可替代的贡献：其一，《铁臂阿童木》等作品立意颇高、画面生动，获得了观众尤其是儿童的广泛接受，并且产生了社会影响力；其二，手冢治虫确立了日本动画剧本的生成模式，他的很多动画作品改编自他本人的漫画作品。从漫画到动画的生产链条，由此被确立下来。

图表 45：手冢治虫《铁臂阿童木》



来源：爱奇艺官网，国金证券研究所

- **黄金时期：**1970-80 年代堪称为日本动画产业“黄金时期”。首先，1970 年代电视的普及，为电视动画提供了很好的发展契机，许多名家名作诞生。尤其是《银河铁道 999》《机动战士高达 0079》，超长篇文本的叙事技巧发挥淋漓尽致，将整体日本动画的艺术水平推向新的高度。而高达系列在整体世界观的构建中，对于机器人和宇宙战争的讨论也为后续许多作品奠定了基础。1979 年，《哆啦 A 梦》开播，对于儿童动画市场的意义不言而喻。自 1972 年中日建交以来，《铁臂阿童木》《聪明的一休》《花仙子》《哆啦 A 梦》等作品被陆续引进国内，产生了巨大的文化影响。在动画电影方面，1985 年吉卜力工作室成立，《天空之城》《龙猫》《魔女宅急便》等一系列佳作令宫崎骏崭露头角。在这个时期，OVA（Original Video Animation）的出现也开辟了除了电视剧和电影（剧场版）外的新市场，即录影带市场，这成为了动画作品的主要发行方式之一。
- **辉煌时期：**1990 年代是日本动画在世纪末的辉煌时期，这一点中国的 80 后和 90 后也有很深的感受。《樱桃小丸子》《蜡笔小新》《灌篮高手》《美少女战士》《名侦探柯南》《新世纪福音战士》等重量级作品的问世，不仅在日本，而且在中国也掀起热潮。尤其是《新世纪福音战士》将日本科幻类和末世论主题推向公众视野，电视动画向着精细化方向发展。1997 年，宫崎骏的《幽灵公主》创下日本电影票房记录；1998 年，迪士尼将《幽灵公主》引进美国，承认了日本动画的国际地位。动画作为全民文化消费品的属性也逐步凸显。除了宫崎骏、庵野秀明，同时代的押井守也因 1995 年上映的《攻壳机动队》享有盛名，日本动画界一时“大神”云集。

图表 46:《新世纪福音战士》(EVA)

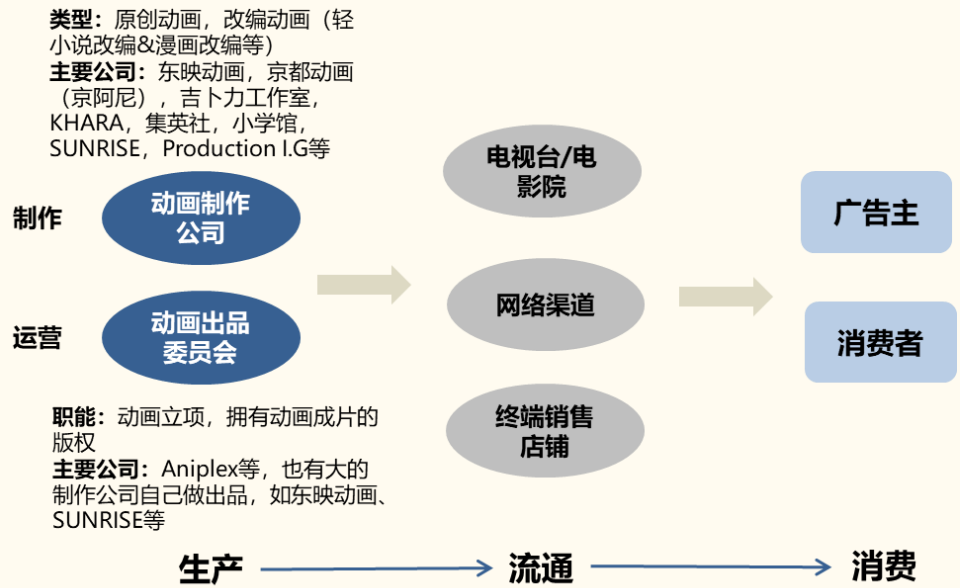


来源：公开资料整理，国金证券研究所

- **新时期**：2001 年宫崎骏的《千与千寻》上映，获得了柏林电影节金熊奖、第 75 届奥斯卡动画长片奖。在电视动画中，萌系动画成为较为主流的形式，“日系二次元文化”彻底成型。日本动画的出口金额大幅提升，甚至成为日本经济发展的重要驱动力。2003 年，“萌文化”在以东京秋叶原为中心流行起来。2004 年和 2005 年，“萌”当选为日本全国第一新潮用语。不过，日本动画的艺术形式绝不仅限于萌，诸如“丧”“腐”“致郁”等风格层出不穷，总体上呈现异彩纷呈、无所不包的势头。
- **动画产业需要大量资金扶持，承担风险的出品环节一般利润率最高**。日本动画产业，包括电视动画、电影和 OVA，分为生产、流通和消费三个环节。主要的变现方式是广告收入、动画产品付费、版权授权和衍生品周边等。其中，动画电影和电视动画，除了表现形式和盈利模式显著不同外，还有产能的差异。动画电影一般生产周期长、耗资大，而电视动画一般是周更或是双周更，生产周期较短。动画生产环节是重度劳动力密集的行业，由于日本 2D 动画作品居多，虽然数字化技术有加持，但是手绘的部分仍不可或缺，人力成本一般难以压缩。资金方面，日本目前主流的是动画出品委员会制度，起源于 1990 年代的电影行业，核心思想是多方投资、共担风险、共享收益。动画制作公司受出品委员会委托制作动画，一般主要收取固定制作费用；动画作品的版权、衍生品售卖、游戏改编等一系列收入基本归出品委员会所有。也有一些大的动画制作公司自己做出品。



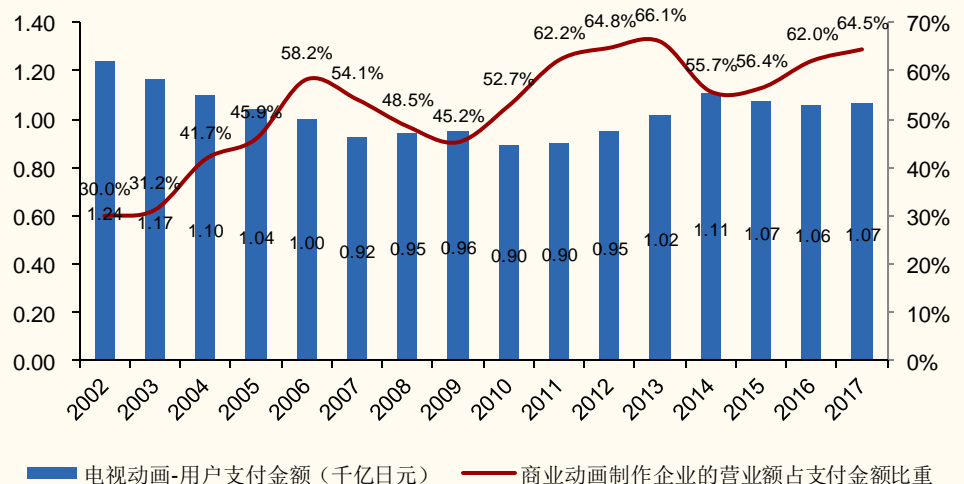
图表 47：日本动画产业链图示



来源：Wikipedia，国金证券研究所绘制

■ **生产环节：**生产环节的竞争较为激烈，市场分散程度相对较高。近年来日本制作的电视动画产量较为稳定，2017年为11.58万分钟。动画制作公司在动画出品委员会制度下，收取固定的委托制作费用，以及作为原作方的周边和影碟销售分成。目前，日本的整体产业链趋于成熟，制作公司所分享的收入大概在55%-60%，出品委员会一般分享收入的30%-40%。但是，生产环节的高劳动密集度使得企业很难降低成本，而且人力产能具有局限性，动画制作公司很难取得高额利润。从生产创意来讲，动画的创意来源包括原创、漫画、轻小说等。由于原创作品的市场风险较大，漫画和轻小说已经具备一定群众基础的作品更易受到投资方的青睐，这一点和中国动画行业倾斜投资IP改编作品的逻辑类似。不同于电视剧的是，动画虽然劳动密集，但是成本端是由内容制作人员构成，而非参演明星，通常制作投入与作品质量的关联度还是较高的。

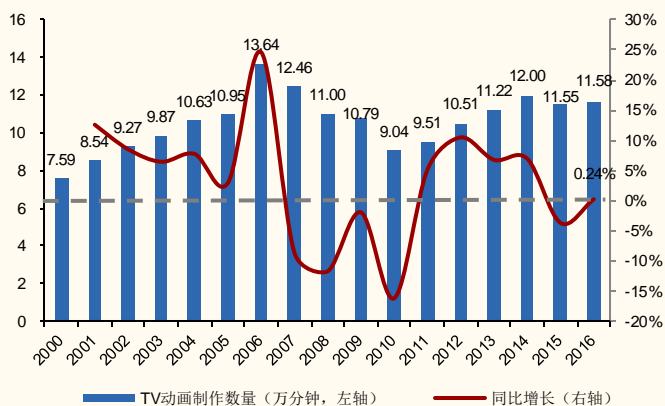
图表 48：2002年至2017年动画制作企业营业额占比



来源：日本动画协会，国金证券研究所

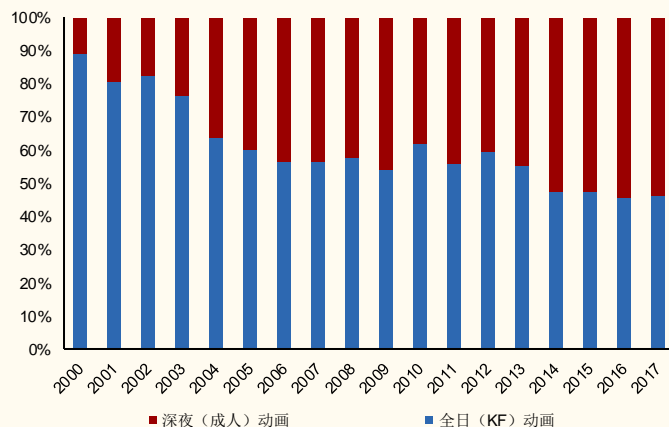
注：用户支付金额为根据日本视频协会实施调查表和各種统计报告计算得出。

图表 49: 2002 年至 2017 年日本 TV 动画制作数量



来源: 日本动画协会, 国金证券研究所  
注: 数据来源日本视频协会原始调查。

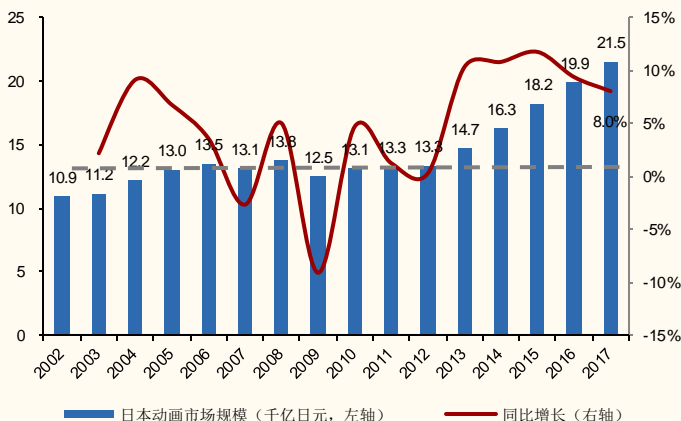
图表 50: 2000 年至 2017 年全日和深夜动画制作数占比



来源: 日本动画协会, 国金证券研究所  
注: 深夜动画是指在深夜时段播放的电视动画。其主要指日本民营电视台, 以及卫星电视各台在 23 点到 4 点间播放的动画 (不在此时间段播出的动画定义为全日时段动画)。对于 TOKYO MX 和 BS11 电视台, 在 21:00 之后播出的动画被纳入深夜动画。

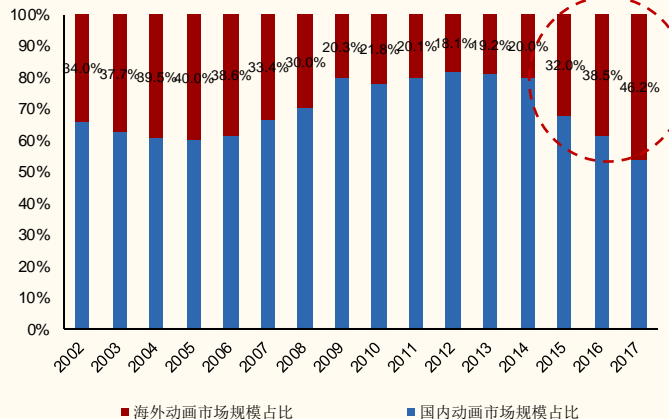
- **流通环节:** 日本电视动画的主要播放渠道还是电视台。电视动画产业的资金流向是: 周边版权公司或著作权公司到出品委员会再到动画制作公司。不同于电视剧的采购模式, 日本很多动画作品都是由出品委员会向电视台采买播放时段。因为一般深夜档的时段比较便宜, 加之动画受众对于夜晚看动画并不排斥, 所以很多新番都是深夜档动画。在电视台播放环节, 电视动画基本无法回本, 而是需要靠售卖 BD/DVD、周边等来获利。相比之下 OVA 是不需要电视台来播放的, 而是在音像店里直接售卖; 但是相对电视动画的高曝光度而言, OVA 受众较为局限。
- **消费环节:** 值得一提的是, 日本动画的海外需求非常强劲, 几乎与国内市场平分秋色, 成为了近年来日本动画产业发展的主要驱动力。2018 年, 日本动画市场规模为 2.15 兆日元, 同比增长 8.0%; 其中国内动画市场规模占比 53.8%, 绝对值同比下降 5.5%; 海外动画市场规模占比 46.2%, 绝对值同比增长 29.6%。海外动画市场中, 亚洲和美洲是主要的进口国, 与日本签订动画作品版权合约数位列前三的国家或地区是美国 (216 个)、韩国 (163 个), 中国台湾 (156), 中国大陆位列第 6 (121 个)。

图表 51: 2002 年至 2017 年日本动画市场规模



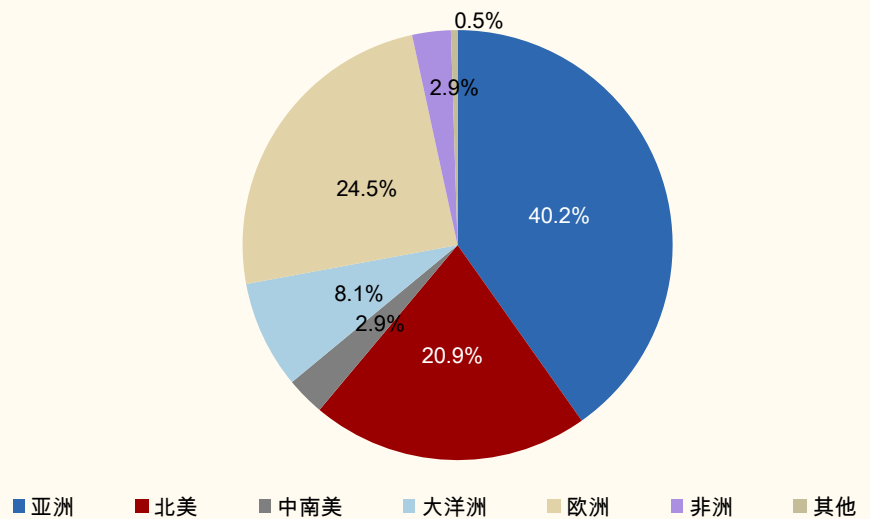
来源: 日本动画协会, 国金证券研究所  
注: 这里的动画市场规模指广义的动画时长规模, 即用户支付口径。数据是日本视频协会根据调查问卷进行的原始计算

图表 52: 日本国内和海外动画市场规模占比



来源: 日本动画协会, 国金证券研究所  
注: 这里的动画市场规模指广义的动画市场规模, 即用户支付口径。数据日本视频协会根据调查问卷进行的原始计算

图表 53：2018 年海外市场各国家动画合约数占比



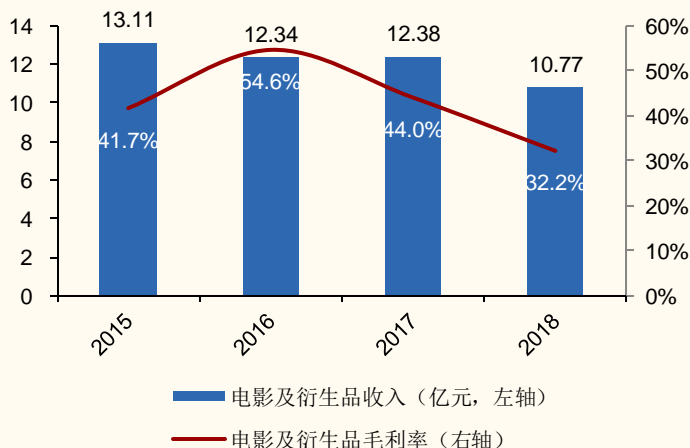
来源：日本动画协会，国金证券研究所

### 产业链盈利的关键：内容先行，注意衍生环节的新机会

#### 播放环节实现曝光度利益最大化，宣传和引资效果并行

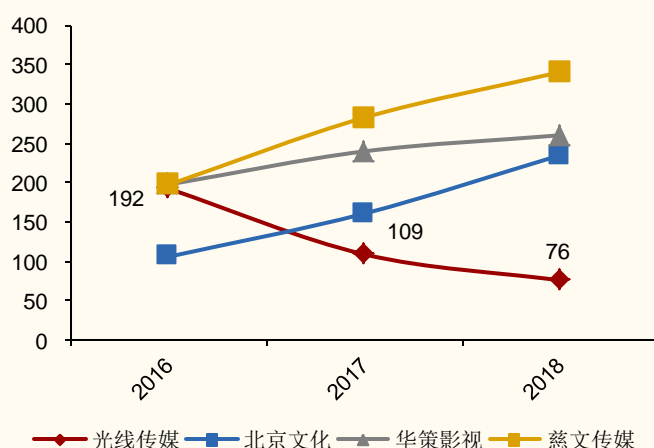
- **动画电影的盈利波动性较高，制作周期长，产能较为有限。**2019 年 7 月上映的《哪吒》的剧本写了 66 稿，历经 2 年的剧本打磨、3 年的制作，有 60 多家制作团队和 1600 多位制作人员参与。全片特效镜头占了近 80%，由 20 多家特效团队制作完成。官方口径没有披露这部电影的制作成本，我们预估电影的制作成本约在 1 亿元。光线传媒在 7 月 29 日公告，当时票房 8.99 亿元，公司可确认的营业收入为 2.03 至 2.43 亿元，约为票房的 22.6% 至 27%。8 月 11 日票房已破 35 亿元，按照上述比例计算，可确认的营业收入大概在 7.91 至 9.45 亿元，可谓赚的盆满钵满。但是，动画电影的不可预期性较强，在《哪吒》爆红的背后，是无数失败作品的血泪。现阶段，光线传媒旗下彩条屋主要负责动漫业务，近年来不断吸纳制作工作室。与此同时，阅文集团拥有大量优质 IP，也在积极参与动画电影的市场竞争，定档 2019 年 8 月 16 日的《全职高手之巅峰荣耀》大电影值得期待。
- **光线传媒全面布局动画电影产业链，先走好内容口碑的第一步。**公司投资了 20 多家动画公司，项目储备也比较丰富。2018 年，公司电影及衍生品业务占总营收 72.2%，包括动画和真人电影；不过因为缺乏稳定爆款作品，此业务收入和单项毛利率在近年呈下降趋势，2018 年收入 10.77 亿元、毛利率 32.2%。2019 年《哪吒》的热映，不仅对光线传媒全年收入和利润将会有明显的增厚作用，而且极大地提升了公司动画作品的口碑。但是，动画电影行业的收入和利润，不能只依靠单部爆款来拉动，而是必须形成稳定产出质量，争取高产出、高成功率，才是长久之道。
- **传统影视公司是营运周期较长的产业链中游企业，收益稳定化是加快营运周转的必要条件。**影视公司的应收账款周转天数在近年总体上呈现上升趋势，主要是因为电影票房分账收益以及电视剧收益回收周期都比较长。而且，影视公司的客户集中度较高，客户相对议价能力较强。而上游的制作工作室分散程度更高，影视公司也会将一部分资金压力传递给上游，应付账款周转天数也较高。2018 年以来，由于监管部门对影视内容的监管力度加强，影视剧播出档期的不确定性上升，导致存货周转天数也出现上升趋势。总而言之，若不解决影视剧播出时间不定、播出效益不定、客户话语权太强的问题，影视公司的营运周期很难压缩。

图表 54：光线传媒电影及衍生平收入及毛利率



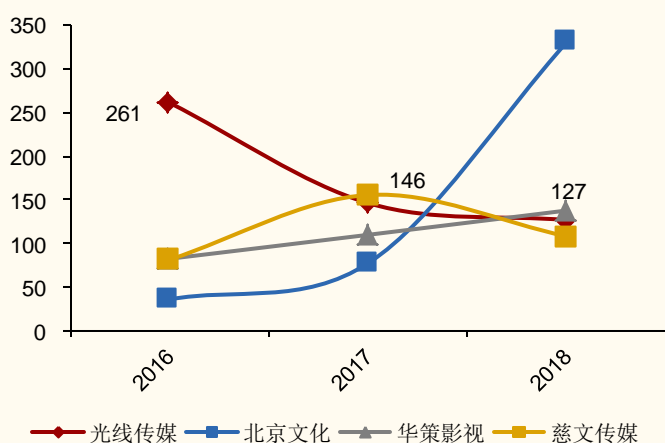
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 55：影视剧公司应收账款周转天数趋势



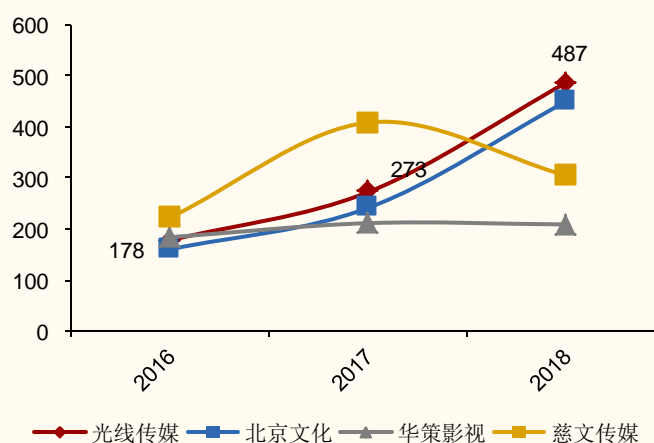
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 56：影视剧公司应付账款周转天数趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 57：影视剧公司存货周转天数趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 网络动画依托移动互联网的普及，曝光度和认可度在提升，播放本身盈利空间有限，但保障了版权再授权的空间。网络动画的盈利模式是由动画制作公司售卖给网络视频平台，网络视频平台通过会员付费、广告来变现。网络动画作品平均制作成本在每分钟 3 至 6 万元，假设一集 25 分钟，平均每部 25 集，每部制作成本在 1875 至 3750 万元，成本远低于真人出演的电视剧。然而，对于视频平台来说，动画作品的吸量能力远不如传统影视剧，很难卖出高价。国产及进口动画粉丝的最大集散地——B 站，由于没有贴片广告，从单部动画番剧直接获得的收益其实是有限的。总而言之，无论对于动画制作公司还是视频平台，网络动画在播出环节创造的收入和利润都很有有限，主要还是“养 IP”，扩大作品影响力，然后通过衍生品、二次开发等方式变现。

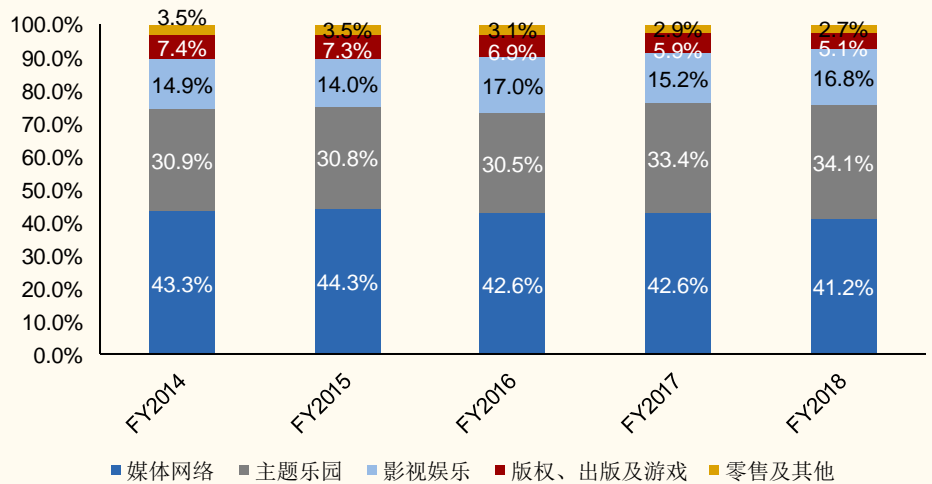
### IP 衍生变现大有可为，角色价值的符号消费需求尚未完全满足

■ 动画 IP 从记忆点、变现空间以及风险收益性角度而言，都具备高商业价值。动画电影、电视动画和网络动画的播放环节虽然盈利空间有限，尤其是现阶段的网络动画，但是播放环节对于动画 IP 本身的曝光意义更大。一部真人影视作品如果捧红了一个明星，那么明星个人会成为 IP，后续的大部分经济效益也会由明星而非出品方享受。一部动画作品如果成功塑造一个形象生动、拥有独特记忆点的动画人物，那么后续版权授权也好，动画 IP 的进一步衍生变现也好，大部分利润都将由出品方享受，而且从物理意义上可以做到经久不衰。迪士尼的公主系列、米老鼠，吉卜力的龙猫等，都是

绝好的证明。一部好作品、一个好人物，它的价值远超出人们的想象。而如果后续版权授权正规化，对于动画制作或是出品方而言，也有进一步盈利的空间，从而促进规模产出，创造力迸发。

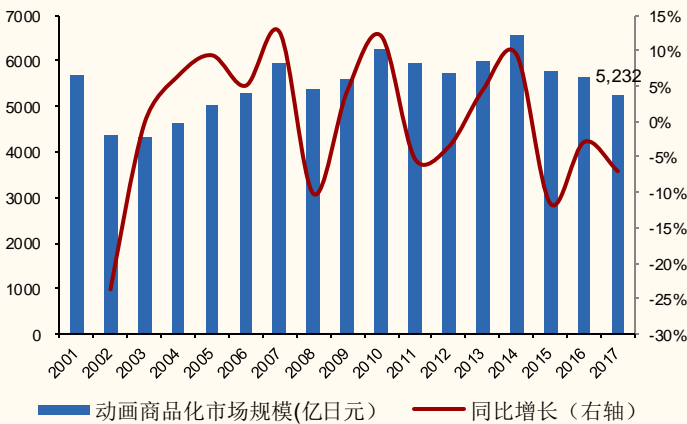
- **国内正版衍生品市场刚起步，借鉴美国和日本，动画商品化还有很大增长空间。**从迪士尼的收入构成来看，2018 财年媒体网络和影视娱乐的收入占比 58%，主题乐园、版权与出版及游戏和零售及其他占比 42%，其中主题乐园、版权与出版及游戏、零售及其他在 2018 财年收入分别为 203 亿美元、31 亿美元和 16 亿美元。迪士尼动画 IP 的衍生变现从主题乐园、版权授权以及商品化等方面有了较为充分地发挥。从日本动画产业市场来看，根据日本动画协会每年统计的动画市场用户支付金额推算，2017 年动画商品化市场规模为 5232 亿日元，占日本动画产业规模的 24%。

图表 58: 迪士尼 FY2014 至 FY2018 收入结构



来源：公司公告，国金证券研究所

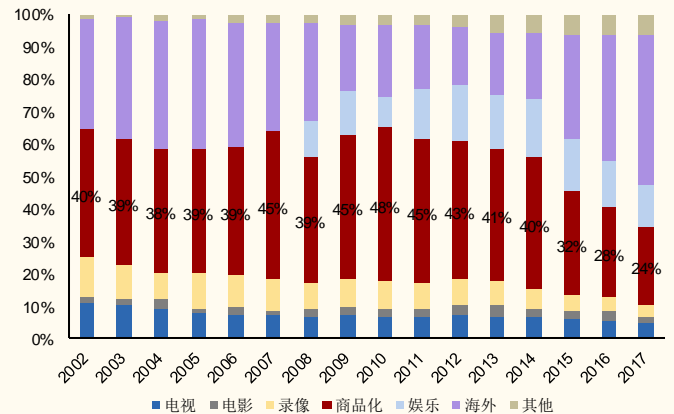
图表 59: 2002 年至 2017 年日本动画商品化市场规模



来源：日本动画协会，国金证券研究所

注：动画商品化市场规模采用广义动画市场的用户支付金额推算。

图表 60: 2002 年至 2017 年日本动画市场分类规模占比



来源：日本动画协会，国金证券研究所

注：此处各类型分类采用的是广义动画市场的用户支付金额推算。其他分类包括配信、音乐和实况录像娱乐等。

- **手办和周边都是常见的动画衍生品，收藏目的而非使用目的是消费的驱动力。**我们常说的“信仰充值”，从表现上来看是为自己热爱的事物买单。深入分析，既然是为“热爱”买单，首要目的显然是收藏而非使用。在符号经济学领域颇有建树的社会学家鲍德里亚认为，符号消费是消费者的一种“自我实现”，或是为了体现“自我价值”的消费。以日本的手办为例，单品价格人民币 100 元至 2000 元不等，一般是动画或是游戏人物的模型，放出的产量较少。从使用角度看，手办的价格似乎远高于价值；但是消费者为其买单是出于对动画作品的认同，并不在于“有没有用”。

- 现阶段，国内的动画商品化中，以单价适中的周边为主，线下活动如主题咖啡馆近年来发展迅速。很有趣的一个现象是，国内大型漫展中，一般是集合很多 IP 于一堂的，不乏动画 IP、漫画 IP、小说 IP、游戏 IP 等，并且国内的、日本的都有。国内动画内容来源中改编占较大比重，尤其是小说的改编资源库丰富，而且也具备一定粉丝基础，受众以年轻人为主，这些用户在同一漫展中也可以交叉渗透交流。所以，泛二次元文化氛围连带的受众很广，往往横跨多个圈层。即使目前动画周边产品的单价较低，但是正版商品的利润空间依然很大，而且相对标准化程度更高，像人物立牌、徽章、钥匙扣等成本也非常低。在漫展和主题咖啡馆也有相关 IP 周边商品的售卖渠道，增加线下销售的覆盖。国内动画衍生品受盗版影响仍较大，正版付费意愿空间还未完全得到释放。

图表 61：动画 IP 线下拓展：主题咖啡馆和漫展



图表 62：动画衍生品：日本手办和国内动画周边



来源：艾漫动漫，CCG，国金证券研究所

注：上方为艾漫动漫的名侦探柯南官方授权主题馆咖啡馆，下方为 2019 年 CCG 国际动漫游戏博览会现场图示。

来源：哔哩哔哩官网，淘宝，国金证券研究所

注：左侧日本手办选自 B 站会员购销量排名前列的手办，右侧动画周边选自淘宝艾漫动漫旗舰店正版周边产品销量排名前列作品。

- 如果优质内容持续产出，非玩具类动画衍生品及线下活动在未来或将高速发展。国内目前发展较好的衍生品公司有奥飞娱乐、美盛文化、艾漫动漫等。而且，很多拥有版权的公司在零散地经营正版衍生品。艾漫动漫近年的发展比较突出，目前已经进行到 B+轮融资。艾漫成立于 2010 年，早期获得了台湾动漫公司木棉花在大陆的动漫周边经销总代理。现阶段，艾漫除了获得偶像梦幻祭、碧蓝航线、火影忍者、冰上的尤里等正版 IP 授权外，还与阅文集团深度合作，如《魔道祖师》、《全职高手》等，国内网络小说、漫画和动画的版权合作资源丰富。主要的盈利途径有主题咖啡馆、动画周边商品等，目前变现能力还在不断深入之中。

图表 63：艾漫动漫融资过程



来源：公开资料整理，国金证券研究所

## 投资建议

- **国产动画产业里，从上游到中游再到下游，呈现两头市场集中度较高，中间竞争分散的局面。**由于内容资源的集成性和规模效应，我们看好拥有丰富资源 IP 的内容上游，虽然动画改编来源主要分为小说和漫画，但是考虑到小说的产能远高于漫画，阅文集团在其中优势较为突出。而中游企业主要是内容生产、制作、出品和发行端，动画电影尚未形成具备口碑效应较强的品牌，离打造像迪士尼、皮克斯或是吉卜力工作室这样的海外知名动画制作方还有一定距离。光线彩条屋如果可以持续推出优质电影作品会对光线传媒有一定业绩增厚效应。在下游企业中，我们看好网络动画的播出端口，具备二次元生态性的平台，流量入口的变现空间弹性较大，并且网络动画有可能联动其他业务板块如游戏等实现多元发展。B 站在目前而言，二次元文化起家的用户生态社区氛围浓厚，在推动国产网络动画成长的进程中，也或将会受益于动画产业的发展。而当更多优质内容作品持续输出时，线下主题门店或衍生品是水到渠成自然发展的。
- **哔哩哔哩：**二次元的属性根植于 B 站内核，无论是日本动画新番还是国产原创动画，B 站在二次元群体心中有着基本上不可替代的地位。2019 年，B 站上新的国产网络动画 65 部，而且不乏有“全年龄向”的佳作频出，包括《灵笼》、《领风者》、《异常生物见闻录》等。而 B 站与艺画开天联合制作的《三体》动画化计划，可能于 2019 年下半年发出正式 PV，预计于 2022 年播出。不论是播出端还是投资方面，B 站近年来一直都在积极布局，进一步加强的二次元属性，也会为 B 站用户粘性提升和大会员付费率提升做出一定贡献。不仅如此，核心二次元用户对于二次元游戏有着重要贡献，现阶段游戏收入对于 B 站的贡献仍很高，打通动画、游戏等多板块的用户渠道有一定战略意义。
- **阅文集团：**在网络文学领域拥有丰富的优质 IP 资源，占有优势地位。网文向动画改编的成功案例也在被逐步验证，其中《全职高手》、《斗破苍穹》、《斗罗大陆》、《择天记》等，也让阅文的故事池不断实现变现空间可能性的证明。现已备案尚未播出的阅文出品的网络动画还有《全职高手第二季》、《幻游猎人》、《择天记第五季》以及《星辰变之羽立沧海上下篇》等。未来，“全年龄向”网络动画也会随着优质网络小说 IP 的产出而高速发展，得益于网文和动画人群的较高重叠度，阅文可能会为网络动画行业带来更多惊喜，动画的进一步高曝光对于在线阅读业务也有一定的反哺作用。

- **腾讯控股**：在产业链上游端，阅文集团和腾讯动漫的布局战略意义逐步显现出来，并且腾讯还在持续参投中游的制作公司。下游的播出端口，作为头部主流视频网站，腾讯视频的流量入口意义非凡。腾讯视频的动漫频道，近年来 IP 影视化的节奏也在加快，其中腾讯系出品的《魔道祖师》、《斗罗大陆》、《斗破苍穹》等皆表现不俗。
- **光线传媒**：自 2015 年光线彩条屋成立以来，全年龄向动画作品稳步推进，除了口碑票房力作《哪吒之魔童降世》外，未来还将持续投入，成果可期。神话三部曲的后两部《姜子牙》和《凤凰》已经定于 2020 年或之后可能与观众见面。彩条屋在近年来对近 20 个动画工作室进行投资，在产业链布局上已初具效果。《哪吒之魔童降世》的意义对光线传媒而言，如果只是一个开始的话，保证“可持续”至关重要，每年是否稳定产出 1-3 部优质头部动画电影作品是需要追踪的主要业绩驱动因素。

## 风险提示

- **内容监管风险**。不论是动画电影还是网络动画，其内容都面临着一定的监管风险，可能会影响到播映进程安排。
- **动画电影票房可能不及预期**。动画电影的票房收入具有一定的不确定性，不仅受到电影作品质量和宣发效果本身的影响，还受到排片、同期其他电影引流等因素影响。
- **网络动画付费可能不及预期**。网络动画所带来的广告收入或会员付费收入具有一定不确定性。
- **动画产业链变现空间尚未完全打开，后续发展具有一定不确定性**。动画衍生品以及线下活动发展在国内仍处于早期发展阶段，具体发展期限不能准确预估，短期业绩的爆发性可能较弱。



**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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的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