

传媒行业研究

买入（首次评级）

行业专题研究报告
证券研究报告

传媒与互联网组

分析师：陆意（执业 S1130522080009）
luyi5@gjq.com.cn

分析师：许孟婕（执业 S1130522080003）
xumengjie@gjq.com.cn

AIGC 赋能漫画生产，有望驱动文学 IP 价值提升

行业观点

- **漫画行业规模稳步提升提升，消费潜力有望释放。**1) 产业端：国内动漫产业链逐渐完善，逐渐形成内容供给-内容分发-内容衍生的完整产业链。中国漫画产业目前动+漫产业深度融合，分发渠道由纸媒转向互联网在线漫画平台，并逐渐衍生出内容供给-分发-衍生的完整产业链，其中衍生品占据产值的 50%，变现价值最高。2) 用户端：Z 时代不断增长的二次元用户是推动漫画产业发展的主要驱动力，根据灼识咨询数据：国内泛二次元用户 2026 年有望达 5.3 亿，另一方面：随 Z 时代用户年龄成长，消费潜力不断增强。3) 我国漫画行业定价较低，变现依靠 VIP 会员和单章售卖，单章节售价仅为 0.39-0.69 元，行业痛点在于难以收回成本及成本回收周期较长。动态漫与视频网站会员绑定，制作成本相较动画制作成本低，作品表现力及传播度增强的同时有望解决行业痛点。4) 对标日本动漫产业发展：未来 IP 变现链路有望持续扩张。目前日本动漫产业动+漫产业深度融合，动漫改编体裁呈现多元化趋势，IP 衍生链路衍生至漫画、游戏、轻小说、电影、动画等扩展体裁，且各体裁内部进行互相转化，而非单向由低变现区像高变现区扩展，IP 价值有望进一步扩大。
- **AIGC 有望提升漫改效率，降低漫画制作成本，提高漫画盈利水平。**1) 美术成本方面：原画、动画制作、CG 场景、摄影等美术项目在动漫制作中占据超 40%，人力成本较高水准，依靠 Midjourney 等大模型软件可利用 AI 代替人工，降低成本。2) 制作效率方面：漫画的流程涵盖：故事-分镜-线稿-上色等多个步骤，目前除分镜需要人力主观进外，其余流程皆可在 AI 为主，人力辅助的情况下完成大部分操作。3) 内容供给方面：AIGC 有望丰富多模态漫画内容供给。传统网文变现依靠文字订阅，变现力较低，AIGC 有望带动网文向多模态衍生拓展，但变现是多层次的，漫画落地将早于其他形式。以网文 IP《斗罗大陆》为例，复盘其变现过程，主要经历由网文-漫画-动画-影视剧-游戏的多层次变现，我们认为该路径是成熟且可借鉴的，未来网文转漫画将率先落地。另一方面，根据腾讯动漫，通过网文 IP 改编的漫画因其故事情节的完整性和丰富性，竞争力较强，变现价值也较高。

投资建议

- **建议关注国内拥有较多小说 IP 的中文在线、阅文集团。**根据 15 年韩国小说漫改漫画后，市场迎来高速增长。我们认为 AIGC 工具化进程加快后，将能较大幅度提升漫画行业生产效率，有望推动小说 IP 网漫化。
中文在线：公司着力打造“网文连载+IP 衍生同步开发的业务模式。公司在 IP 储备竞争力较强，截止 2022 年底公司累积数字内容资源达到 550 万种。目前在网文转动态漫层面处于行业领先地位，《招惹》、《激活天赋后，我主宰了灵气复苏》等动态漫即将出海，《混沌剑神》上线国内后热度较高，位居腾讯动态漫 5 月新作榜首。
阅文集团：自 20 年架构调整后，公司版权运营价值逐渐凸显，在影视、动漫、衍生品方面布局逐渐展开。公司是 IP 内容行业的龙头，有望率先受到 AI+内容的红利，高质量文字+AIGC 可在赋能下加速其向动画、漫画等形式衍生，带动变现价值提升。

风险提示

- AIGC 技术发展不及预期；AIGC 应用推进不及预期；内容行业政策风险；漫画行业需求不及预期

内容目录

一、漫画用户规模稳步提升，消费潜力有望释放	4
1.1 动漫产业链：国内动漫产业链逐渐完善，逐渐形成内容供给-内容分发-内容衍生的完整产业链	4
1.2 用户端：二次元用户规模持续增长，为漫画行业提供强用户支撑	6
1.3 二次元漫画市场规模保持高速增长，动态漫有望打开新空间	7
1.4 复盘日本动漫行业：从动漫融合再到动漫产业多元化发展，动漫化制作能力的提升的同时，优质 IP 变现链路逐渐扩张	9
二、AIGC 有望提升漫改效率，降低漫画制作成本，提高漫画盈利水平	10
2.1 AIGC 技术有望带动美术成本降低	10
2.2 AIGC 有望缩短漫画创作时间，提升漫画产出效率	11
2.3 AIGC 技术有望丰富多模态漫画内容供给，带动 IP 价值变现	11
三、投资建议：建议关注拥有较多小说 IP 的中文在线、阅文集团	13
3.1 中文在线：优质内容价值凸显，AI 方面布局行业领先	13
3.2 阅文集团：国内在线阅读龙头，AI 赋能下 IP 版权价值有望提升	15
四、风险提示	16

图表目录

图表 1：中国漫画及动画发展历程	4
图表 2：动漫产业链日趋完善	5
图表 3：动漫产业收益分成	6
图表 4：Z 世代用户规模持续增长	6
图表 5：二次元为 Z 世代兴趣标签之一	6
图表 6：Z 世代大多数为在校大学生及青年白领	7
图表 7：泛二次元用户规模持续扩大	7
图表 8：在线漫画用户规模持续增长	7
图表 9：主要漫画 APP MAU，单位：万人	7
图表 10：二次元内容行业市场规模	8
图表 11：中日韩漫画收费对比	8
图表 12：《凤凰于飞》动态漫	8
图表 13：Stable Diffusion 5 月发布文生动画 SDK	8
图表 14：漫画和动态漫漫画收费对比	9
图表 15：日本动漫行业复盘	10
图表 16：AI 制作的漫画《Cyberpunk: Peach John》	11

图表 17: 利用 Stable Duffsion 只需要骨骼框架+场景素材就可通过手动调试产出漫画图片.....	11
图表 18: 漫画创作流程.....	11
图表 19: 斗罗大陆 IP 变现路径.....	12
图表 20: 腾讯动漫新作榜前 10 中小说 IP 改编比例占比 50%.....	12
图表 21: 韩国知名漫画平台 webtoon 市场销售额 (亿韩元) 及同比%.....	13
图表 22: 腾讯目前还在连载更新的动态漫热度 Top10.....	14
图表 23: 中文在线 2016-2022 营收 (百万).....	14
图表 24: 中文在线数字内容资源数目及同比%.....	14
图表 25: 《激活天赋后, 我主宰了灵气复苏》文生漫画样章.....	15
图表 26: 《招惹》文生漫画样章.....	15
图表 27: 阅文集团 2016-2022 营收 (百万).....	15
图表 28: 阅文集团作品数量及同比.....	15

一、漫画用户规模稳步提升，消费潜力有望释放

1.1 动漫产业链：国内动漫产业链逐渐完善，逐渐形成内容供给-内容分发-内容衍生的完整产业链

中国漫画经过多年历史发展，经历多个阶段，逐渐走向产业融合，以互联网在线平台为内容发放渠道，动漫化结合为产业新趋势。纵观来看：国内动漫发展主要按照有两条发展主线，1) 按分发媒体来分，早期的漫画形式主要经历了单格漫画、多格漫画、连环画、漫画周刊、漫画单行本多次变革，但仍然以纸质媒体为呈现模式，读者需要购买纸质读本进行阅读。随 2014 年 4G 逐渐普及，移动互联时代兴起，漫画进入网络媒体分发时代以新浪微博、腾讯动漫、有妖气等在线国产漫画平台逐渐兴起。2) 按内容呈现来看，早期动画和漫画内容较为割裂，动漫画内容皆为单独创作，后期随制作工艺提升，由漫画改变的动画逐渐占据市场主流，包括《火影》、《名侦探柯南》、《海贼王》等著名 IP，动画漫画深度融合形成“动+漫”产业格局。

图表 1：中国漫画及动画发展历程



来源：国金证券研究所绘制

产业链上中下游：

上游内容供给：主要指漫画作者、动画工作室、动画制作公司进行动画和漫画的创作和制作，决定动画和漫画的内核价值。

中游内容分发：主要指电影院线、电视台、在线视频平台、在线漫画平台、社交媒体、期刊等分发渠道进行动画和漫画的发布和推广，决定动漫作品的受众规模和影响力。

下游内容衍生：涉及到游戏、周边、主题公园等产品和服务，主要指动画和漫画的衍生产品和服务的开发和销售过程，决定了动漫作品的商业价值和持续性。

从变现模式来看：动画漫画行业已经形成了用户付费、广告营销和 IP 授权三种模式相结合的盈利体系。近年来，三种盈利模式逐渐完善，在用户付费方面：随着国内版权趋严，盗版打击力度增强，知识产权保护下用户付费有望提升。广告营销变现上：广告植入模式日趋成熟，除了传统片头片尾广告营销场景，新增以小剧场场景作为广告植入，保障用户观体验。IP 授权上，随优质动漫 IP 价值逐渐提高，IP 影响力破圈，衍生品变现能力增强。

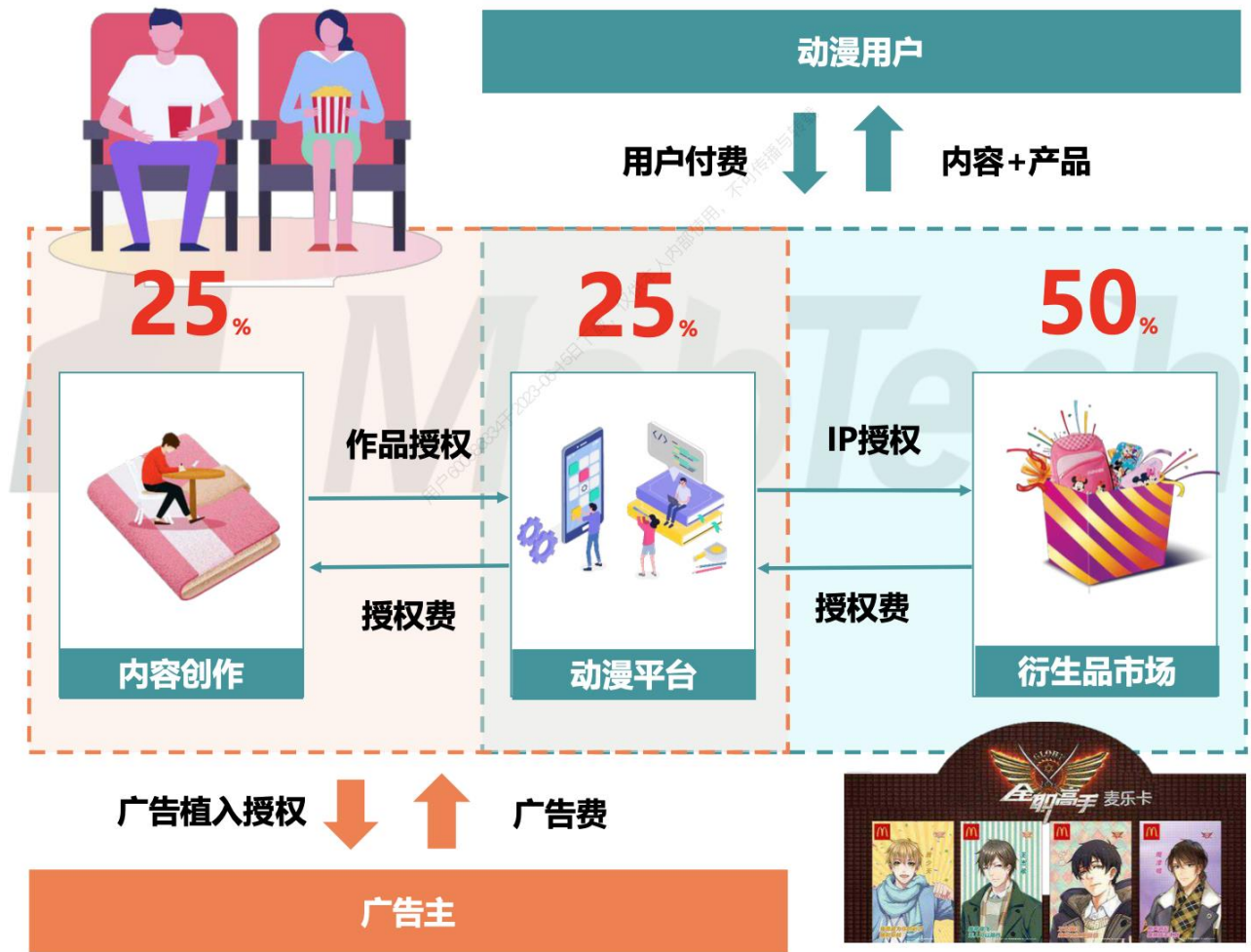
图表2: 动漫产业链日趋完善



来源：Mob 研究院，百度百科，国金证券研究所

整体动漫产业盈利和产值集中于下游衍生品环节，而整体成本则位于中上游侧。根据《2019 动漫行业研究报告》，下游衍生品产值占比行业的 50%，上游创作者主要依靠稿费收入，中游动漫平台的收入多来自客户打赏付费、广告收费和 IP 版权授权，分占产业的总产值的 25%。从成本侧来看，费用主要集中在产业漫画创作和动画内容制作上，动画、原画、摄影、CG 处理等美术成本占比较高，人力成本其次，下游衍生品的制作成本和工艺成本通常不高。

图表3: 动漫产业收益分成

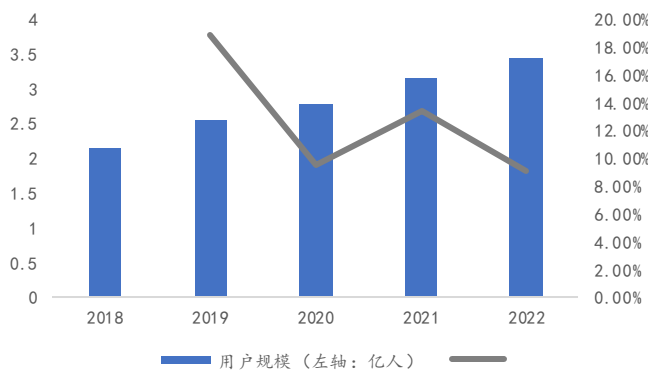


来源: Mob 研究院, 国金证券研究所

1.2 用户端: 二次元用户规模持续增长, 为漫画行业提供强用户支撑

Z世代用户规模增长, 消费潜力逐步释放, 推动二次元用户增长, 在线漫画用户规模受益于整体行业增长。根据 Quest mobile, 2022 年我国 Z 世代线上活跃用户规模已达 3.42 亿。Z 世代消费能力逐步增强, 根据艺思数据, 我国 Z 世代用户有 40.8% 为公司职员, 36.6% 为在校学生, 学生党的月生活费多在 1000 元~2500 元; 而职场人士的主要月收入在 5000~15000 元。二次元为 Z 世代用户主要兴趣标签之一, 用户规模及产业变现将受益于 Z 世代用户规模的扩大和消费能力的增强。根据灼识咨询, 2021 年, 中国泛二次元用户已经达到 4.6 亿, 2026 年有望达到 5.3 亿, 2022 年在线漫画行业用户规模已达到 3.04 亿, 二次元用户规模的扩大有望为漫画行业提供用户支撑。

图表4: Z世代用户规模持续增长



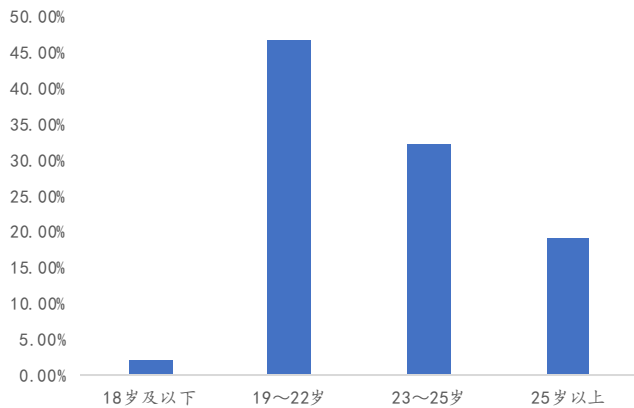
来源: Quest mobile, 国金证券研究所

图表5: 二次元为 Z世代兴趣标签之一

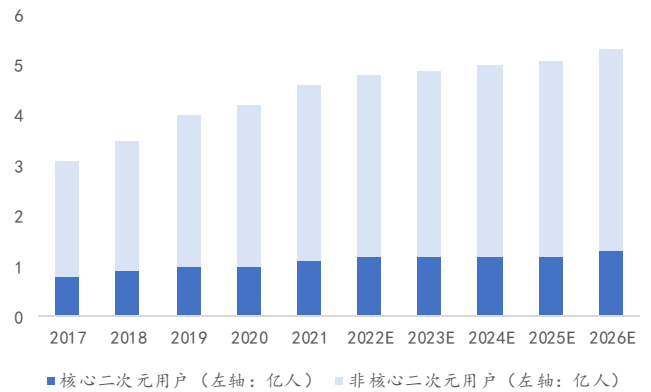


来源: 艺思数据, 国金证券研究所

图表6: Z世代大多数为在校大学生及青年白领



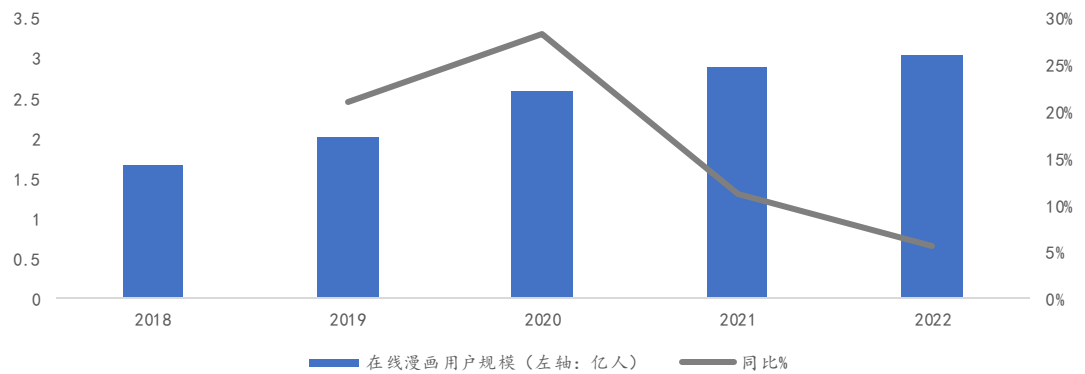
图表7: 泛二次元用户规模持续扩大



来源: 艺恩数据, 国金证券研究所

来源: 灼识咨询, 国金证券研究所

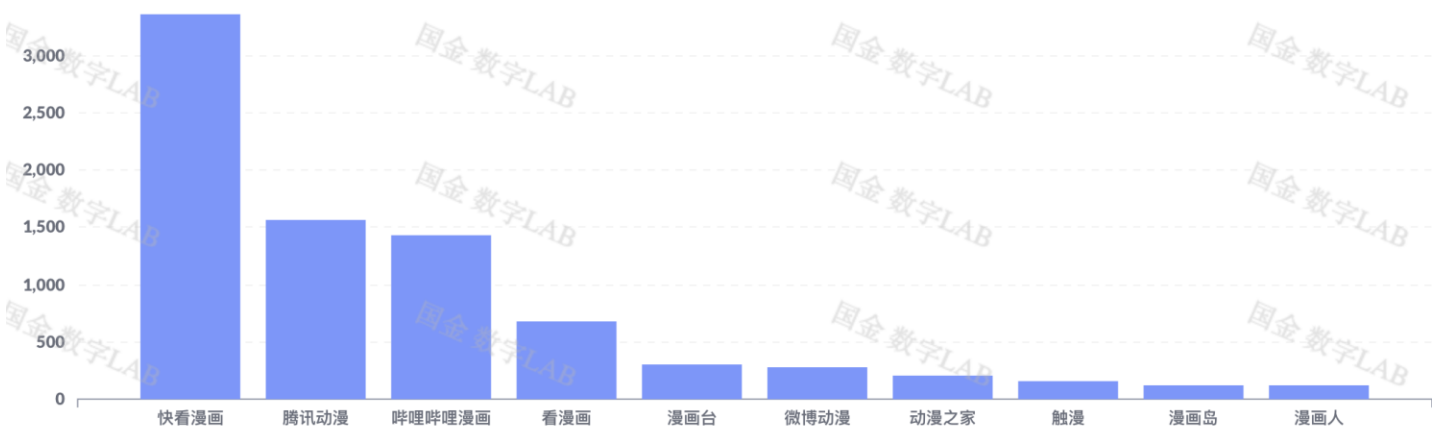
图表8: 在线漫画用户规模持续增长



来源: 《中国在线漫画市场发展态势分析与投资战略调研报告(2023-2030年)》, 国金证券研究所

根据国金数字 LAB, 目前国内主要漫画 APP 中快看漫画、腾讯动漫、哔哩哔哩漫画为第一梯队, 2023 年 5 月 MAU 分别为 3364、1566、1429 万人。

图表9: 主要漫画 APP MAU, 单位: 万人



来源: 国金数字未来 LAB, 国金证券研究所

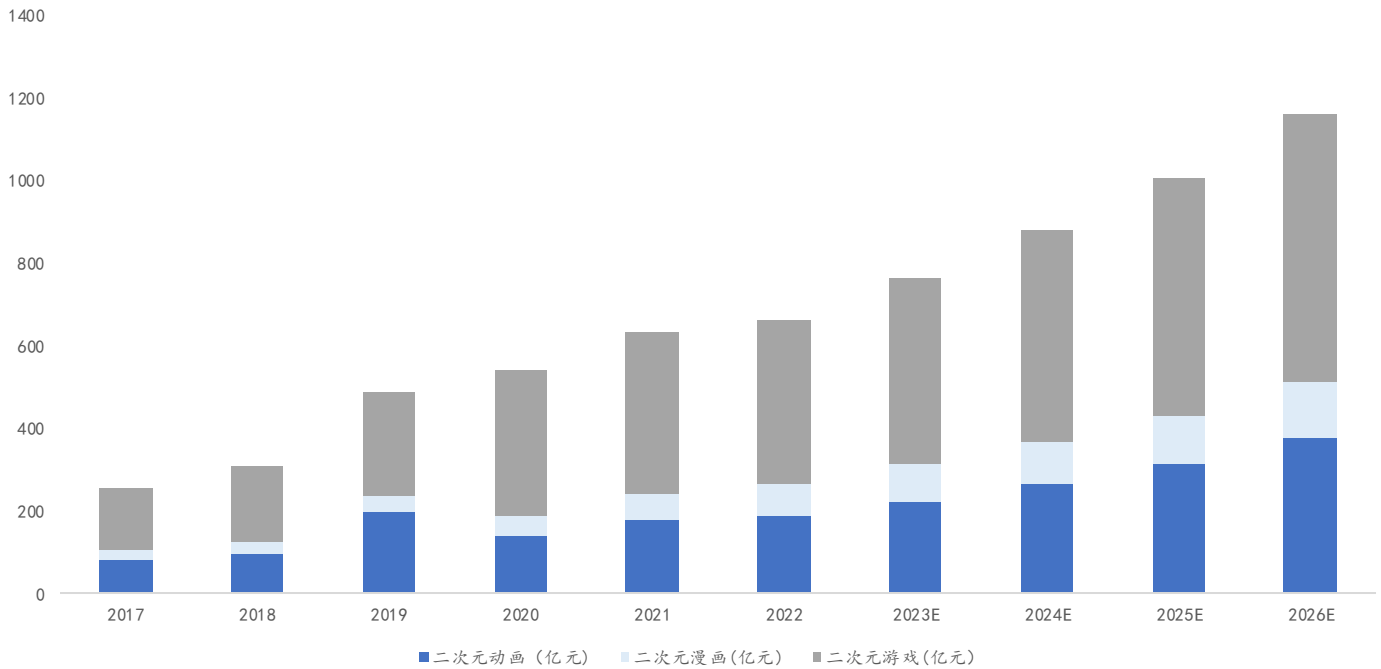
注: 数据为 2023 年 5 月

1.3 二次元漫画市场规模保持高速增长, 动态漫有望打开新空间

根据灼识咨询, 二次元内容行业 2017~2021 年 5 年复合增速达到 25.7%, 其中 2021 年二次元漫画市场规模达到 63.2

亿元，5年复合增速达到26.5%，未来随着二次元用户群体付费能力的提升，有望维持较高增速。目前我国国产漫画的定价水平较低，利润空间不高。根据虎嗅，国产漫画一话只要6~8毛钱甚至更低就能永久阅读，韩国漫画一话的定价普遍介于1~2元，日本漫画定价更高，平均一话漫画需要花费5~6元。

图表10：二次元内容行业市场规模



来源：灼识咨询，国金证券研究所

图表11：中日韩漫画收费对比

国家	中国	日本	韩国
收费 (元/话)	0.6~0.8	5~6	1~2
收费水平	低	高	中

来源：虎嗅，国金证券研究所

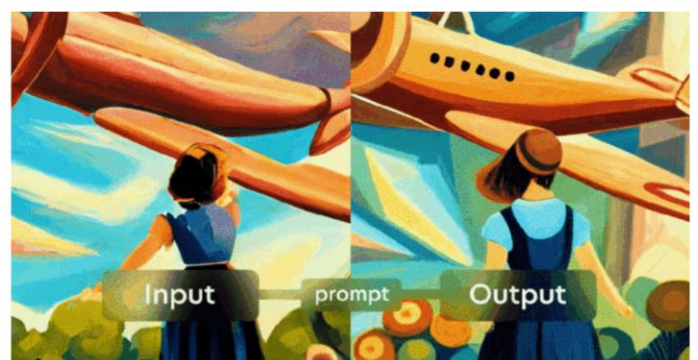
网文漫改动态漫有望增强IP价值，加速IP变现。动态漫是一种平面漫画与动态元素相结合的动画表现形式，在漫画图片的基础上，进行一定的动作处理，令漫画中的人物或事物可以做出简单的动作，同时加入旁白、对话和背景音乐等辅助效果，超脱原有静态限制，使得漫画的表现力更强。和动画相比，动态漫因为仅仅对简单动作和部分画面进行动态元素的处理，从连贯性和画面精细化要求比动画更低，考虑制作成本、制作工艺难度，动态漫的制作转化效率相比动漫更高。目前我国网文资源丰富，写手众多，头部IP内容公司握有大量优质IP，随目前大模型发展有望快速实现文字至漫画端、漫画端向动态漫/动漫的转变，例如Stable Diffusion 5月发布的新SDK已经支持，文本转动画、文本+图转动画、视频+文本输入转动画三种创建动画的形式。

图表12：《凤凰于飞》动态漫



来源：哔哩哔哩，国金证券研究所

图表13：Stable Diffusion 5月发布文生动画 SDK



来源：商业新知，国金证券研究所

成本：漫画目前存在的问题原画成本高昂，受制于国内后付费模式的影响，漫画产业通常难以收回成本或成本回收周期较长，动态漫相较动漫制作成本较低的同时，商业化的产品标准及制作时长也更短。根据骨朵数据，市面上普通动画的成本是2万元/分钟起步，优质动画的制作价格在3~5万元/分钟，更高的在每分钟5万到10万，一季动画成本高达千万级别，而优质动态漫漫画制作成本仅为5000元/分钟，极大缩减成本。

收费：漫画的变现主要依靠VIP和章节收费两大模式，依据平台不同单章节购买费用在0.39元至0.69元不等，每周更新一章节，对平台和作者来说变现较慢。动态漫的变现模式与视频类似，依靠VIP会员充值收费，相较漫画单节购买，用户单次充值收费金额较大，叠加动态漫可以依靠短视频平台等方式获得更强的传播性，有望有效增强IP价值。

图表14：漫画和动态漫漫画收费对比

漫画平台	收费模式
腾讯动漫	阅读支付（100点券=1元，一章节通常49/59点券）打赏作品（2元/月票）
快看漫画	VIP会员（包含30余部作品的部分章节限免、5部人气作品提前看三话、会员85折购买付费作品，连续包月=12元 连续包季=43元 连续包年=168元）kk币（1元/100KK币，通常一章节68kk币）
波洞	1个月腾讯视频会员+1个月波动漫画免费看=25元 3个月腾讯视频会员+3个月波动漫画免费看=68元 6个月腾讯视频会员+6个月波动漫画免费看=128元 12个月腾讯视频会员+12个月波动漫画免费看=228元
漫漫漫画	单章节购买0.39元 会员（可享受20部免费作品、每周赠送漫漫豆、3个月=40元，6个月=68元 1年=138元）、漫漫豆（1元/100豆，单章节0.69元）
动态漫平台	收费模式
腾讯视频	腾讯视频VIP（25元/月，68/季度，238/年）
爱奇艺	爱奇艺VIP（25元/月，68/季度，238/年）
优酷	优酷VIP（25元/月，238/年）
B站	B大会员（25/月，68/季,168/年）

来源：腾讯动漫，快看漫画，波洞，漫漫漫画，腾讯视频，爱奇艺，优酷，哔哩哔哩，国金证券研究所

1.4 复盘日本动漫行业：从动漫融合再到动漫产业多元化发展，动漫化制作能力的提升的同时，优质IP变现链路逐渐扩张

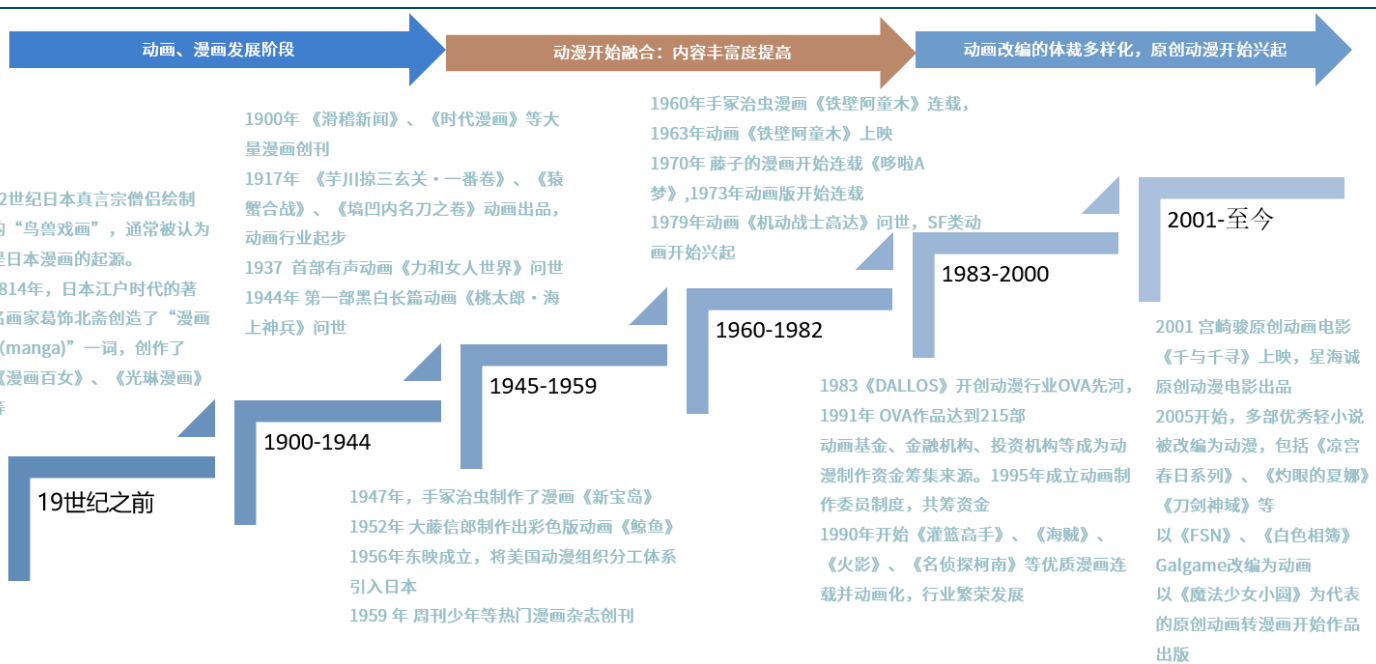
日本动漫行业最早可以追溯到12世纪，整体来看可分为三大阶段：

- 1) 动画、漫画的发展初期：该阶段的特征为动画+漫画IP创作相对独立，内容丰富度不高。19世纪以前受制于制作工艺的限制，动画几乎是不可能存在。因此该阶段主要以漫画为主要变现体裁，最早可以追溯至12世纪日本僧侣绘制的《鸟兽戏画》，该时期绘卷戏画流行，《信贵山缘起》、《地狱草纸》、《饿鬼草纸》、《病草纸》、《天狗草纸》、《绘师草纸》等形成了日本独特的绘画形势。近代的漫画发展主要由葛饰北斋带动，1814年春《北斋漫画》刊行1900年《滑稽新闻》、《时代漫画》等明治维新时借鉴西洋漫画的批判式口吻、幽默感的漫画开始兴起。而动画的发展则要晚一些，1917年下川凹夫摄制《芋川掠三玄关·一番之卷》，北山清太郎制作了《猿蟹合战》，幸内纯一创作了《搞凹内名刀之卷》这三人成为日本动画的奠基人，1944年第一部黑白长篇动画《桃太郎·海上神兵》问世，标志着日本动漫产业拥有了长篇动画制作的能力。
- 2) 动漫开始融合阶段：该阶段有特征为漫画内容丰富度提高、意识形态开始形成、动漫开始进行产业融合、TV动漫产业体系初步建成。该阶段有几个几个标志性事件：1940年初以《桃太郎》、《野狗二等兵》等昭和漫画为代表。1947年，手冢治虫制作了漫画《新宝岛》从内容风向改变了漫画，奠基了日本现代漫画的表现形式和意识形态。1952年，大藤信郎制作出彩色版长篇动画《鲸鱼》，标志着日本动画制作能力的进一步提高，1956年东映公司成立，引入美国动漫组织分工体系，日本动漫产业体系初步建成。1960年左右，日本动漫进入快速发展期，漫画杂志期刊数目快速增长（以讲谈社的《少年杂志》、小学馆的《少年星期日》等）为代表，同年东京电视塔建成，家庭电视机拥有台数已超过700万台，优质漫画《铁壁阿童木》、《哆啦A梦》、《奇异的少年》、《8号人》、《仙人掌部落》、《机动战士高达》陆续推出的同时也改编为了动画版，动漫产业深度融合
- 3) 动漫多元化阶段：该阶段特征为动漫产业体系逐渐完善、动漫深度融合、TV、OVA内容互补、动画改编的题材逐渐拓宽，游戏、轻小说改编的动画及原创动画开始逐渐走向舞台。从产业发展角度：该阶段大量资金投入方开始涌入动漫制作产业，1995年《EVA》为筹集资金建立的动画制作委员会制度奠定了目前日本动漫制作产业的投资体系。而从内容角度：早期动画多由漫画进行改编，形成的动画叫做TV版。1983年《DALLOS》（国内叫月面战争），开创了动漫行业OVA的先河（最早指的是以录像带、光碟为载体的商业动画作品，剧情上为原创，而非传统漫画改编），1991年OVA作品达到215部，成为重要动画体裁之一。20世纪末以《灌篮高手》、《海贼》、《火影》、《名侦

《柯南》为代表的顶流 IP 开始连载并动画化，动画制作方在漫画内容的基础上通常会加入自己原创内容剧集，TV 版和 OVA 版本形成内容互补。另一方面，动画内容体裁逐渐扩展，以宫崎骏《千与千寻》、星海诚《云之彼端》、《秒速五厘米》为代表的原创动画电影兴起；以《凉宫春日的忧郁》、《灼眼的夏娜》、《刀剑神域》、《紫罗兰的永恒花园》为代表的轻小说改编动漫时代来临；以《Fate stay night》、《白色相簿》等 Galgame 为代表的游戏体裁改编为动画。值得一提的是，2011 年后出现了以《魔法少女小圆》为代表的原创动画改编为了漫画的趋势，动漫行业变现链路重塑，优质 IP 版权内容价值呈现放大趋势。

纵观整个日本动漫发展史，优质 IP 价值是在不断提高的，从 IP 变现来看，第一阶段漫画和动画的内容割裂，动漫分别变现，IP 衍生形式匮乏，收入模式单一，漫画依靠发行刊物，动画受制于播放设备尚未普及，变现能力较弱。第二阶段，伴随电视的普及以及动漫制作能力的提升，动漫化产业开始有机结合，漫画+TV 动画的变现链路逐渐成为主流，依靠漫画打开受众，筛选高人气的作品，再由动画对这部分优质作品进行进一步 IP 价值的挖掘。第三阶段：该阶段动漫呈现多元化方式，IP 变现链路衍生的同时呈现相互转换的模式：一方面，在内容供给侧上：以轻小说、游戏为初始 IP 改编题材的动漫逐渐增多，在后续内容衍生上，动画电影、动画 OVA、同人的变现价值凸显。另一方面，IP 变现路径并非单向由“小说-漫画-动画-电影-游戏”的变现价值由低到高的路径进行衍生，而在产业链内部进行互相转化，例如，动画《魔法少女小圆》改编为漫画，电影《你的名字》轻小说化，《文豪野犬 bad apple》原创剧场版改编漫画，变现价值扩展。

图表 15：日本动漫行业复盘



来源：快看漫画，ACG，百家号，哔哩哔哩，国金证券研究所

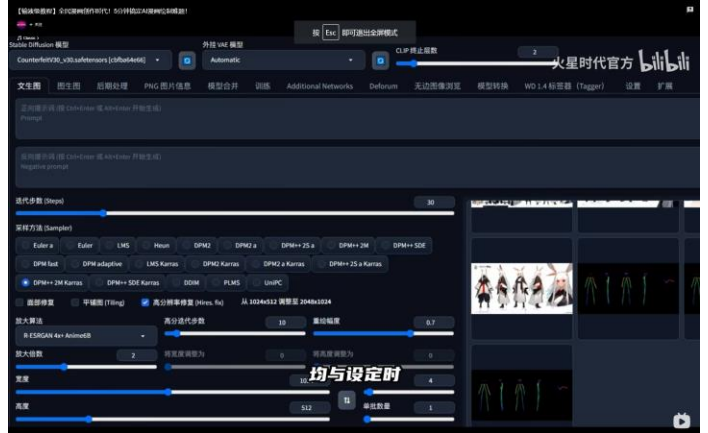
二、AIGC 有望提升漫改效率，降低漫画制作成本，提高漫画盈利水平

2.1 AIGC 技术有望带动美术成本降低

随着 Midjourney 和 NLP 开源大模型的发展，生成式 AI 的发展与迭代所带来的自动化以及多模态的内容生成能够深度赋能内容产业，不断带来内容创作模式的升级，降低美术成本、提高内容生产效率。美术成本在整个动漫的创作中占据极高的占比，原画、动画制作、CG 场景、摄影等项目占比近 40%，在 AIGC 技术的革新下有望逐渐被替代。以 2023 年 3 月出品的日本 AI 漫画《赛博朋克桃太郎》为例，漫画整体作品采用 Midjourney 制作完成，作者以通过输入“粉红色头发”、“亚洲男孩”、“棒球外套”等词语后，制作出多个漫画角色形象，用 6 星期时间完成超过 100 页的漫画。所有最精密复杂的绘制工作都由 AI 自动完成，而人类只在故事的创意和分镜部分进行介入。由 AI 代替人工进行海量重复的人工手绘，降低成本的同时也促使漫画画师本身更为专注剧情，回归内容本身，赋予漫画更高价值。

图表16: AI制作的漫画《Cyberpunk: Peach John》

图表17: 利用 Stable Diffusion 只需要骨骼框架+场景素材就可通过手动调试产出漫画图片



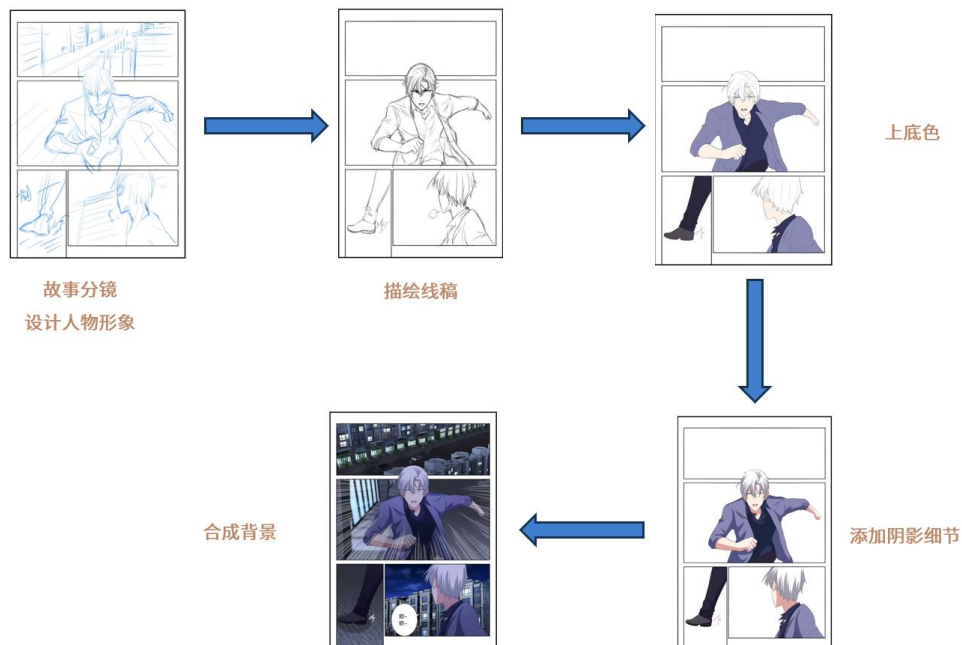
来源: 蓝鲸财经, 国金证券研究所

来源: 哔哩哔哩, 国金证券研究所

2.2 AIGC 有望缩短漫画创作时间, 提升漫画产出效率

内容产出效率提升方面: 相较人工, AI 具有 24 小时不间断的运行运行的能力。通常漫画制作的流程包含四大步骤: 故事、分镜、线稿上色。目前除故事分镜的表现需要依靠人力主观进行划分以外, AI 技术已经足以做到在人类干预(初步场景, 设计、文字描绘)下完成设计人物形象、描绘线稿、上色、添加阴影、背景合成等机械化绘画操作的大部分要求, AI 可利用覆盖面囊括了大部分漫画创作流程, 有望提升内容产出效率。根据光线传媒董事长在第二十五届上海国际电影节开幕论坛上的分享, AI 有望将动(漫)画电影的制作周期缩短近 30%。公司百纳千成在动画电影《雄狮少年》对数字角色、场景、动画设计方面尝试与相关 AI 技术的融合, 例如雄狮比赛决赛场上 1800 多个观众, 是基于 4 个基础人物模型, 藉由 AI 自动生成的自动动画。整体时间花费上, 团队借助 AI 技术革新, 150 人仅花了 16 个月就完成了整部电影的完整制片, 制片效率提升幅度明显。

图表18: 漫画创作流程



来源: 哔哩哔哩, 国金证券研究所

2.3 AIGC 技术有望丰富多模态漫画内容供给, 带动 IP 价值变现

长期来看, AIGC 有望放大 IP 价值, 将丰富漫画内容生态。目前部分内容版权行业公司持有大量优质小说及文字 IP, 盈利模式主要通过文字订阅收费。但随着文生图、文生、文生视频等模型跨模态能力的逐步升级和开发, 后续业界有望利用 AI 进行生态拓展, 开发诸如漫画、动态漫画、短视频、衍生品等多模态内容供给, 而盈利模式由传统移动阅

读市场向动漫、漫画、长短视频、电影、衍生品等方向拓展，有望形成更大规模的变现潜力，提升 IP 内核价值。

以《斗罗大陆》为例，2008 年斗罗大陆小说开始连载，并逐渐展现出其优质 IP 潜力，连载期间多次登顶起点中文网月榜第一名，在小说完结的同年，其漫画版开始在《知音漫客》上连载，IP 受众向少年辐射。2014 年腾讯收购盛大并计划对优质《斗罗大陆》进行更深层次的变现，分别于 2018 年及 2021 年合作推出动画和影视剧版本，其中动画版本与当时热度极高的玄机科技（动漫《秦时明月》出品方）合作出品，而影视剧则选取了肖战作为男主角，进一步提升 IP 衍生的热度。游戏是 IP 变现价值最高的衍生形式，随着斗罗大陆的 IP 价值达到顶峰，2021 年《斗罗大陆：魂师对决》、《斗罗大陆：武魂觉醒》等多款游戏陆续出品，其中《斗罗大陆：魂师对决》首月流水达 3.8 亿，《斗罗大陆：武魂觉醒》首月流水同样破 3 亿。

我们认为斗罗大陆的 IP 变现路径是成熟且可复制，对于头部 IP 而言具有较强的借鉴性。未来文学 IP 变现链路将分为多阶段性，层层筛选，以漫画形式变现文字 IP 将首先落地。根据腾讯动漫数据，漫画新作榜前 10 小说 IP 改编比例近 50%，榜首漫画《女主从书里跑出来了怎么办》日阅读数达 2.2 万，文字小说故事的完整性，情节性保障度较高，改编为漫画在市场中具有较强的竞争优势。

图表 19：斗罗大陆 IP 变现路径



来源：国金证券研究所绘制

图表 20：腾讯动漫新作榜前 10 中小说 IP 改编比例占比 50%

漫画名称	作者	人气	收藏数	日阅读数	改编小说名称
《女主从书里跑出来了怎么办》	速度线	1.7 亿	111967	2.2 万	《女主从书里跑出来了怎么办》
《飞升失败，只好做猎魔人了》	触岛漫画	5568.7 万	35309	2.0 万	--
《狼的报恩》	箫勺映画	1142.6 万	29848	1.9 万	《狼的报恩》
《我！天命反派摆成了正道老祖》	箫勺映画	1196.3 万	25059	1.9 万	--
《我的徒弟居然是女帝》	17K 漫画 x 子曰文化	2514.2 万	35343	1.8 万	《震惊！我的徒弟居然是女帝》
《反派大师兄，师妹们全是病娇》	啾啾啾	766.9 万	24082	1.6 万	《反派大师兄，师妹们全是病娇》
《国术？贫道不会，我只会雷法》	二胡藏剑	9785.6 万	75194	1.3 万	《国术？贫道不会，我只会雷法》
《你什么档次敢在我仙界最强面前装》	桔子很橘	1561.8 万	19723	1.3 万	--
《先祖在下》	甜漫文化	794.1 万	32244	1.1 万	--
《我！财阀家大少爷》	大行道动漫	2494.5 万	28894	1.1 万	--

来源：腾讯漫画，国金证券研究所

数据截止 2023.6.29，“—”代表不属于改编自小说类型

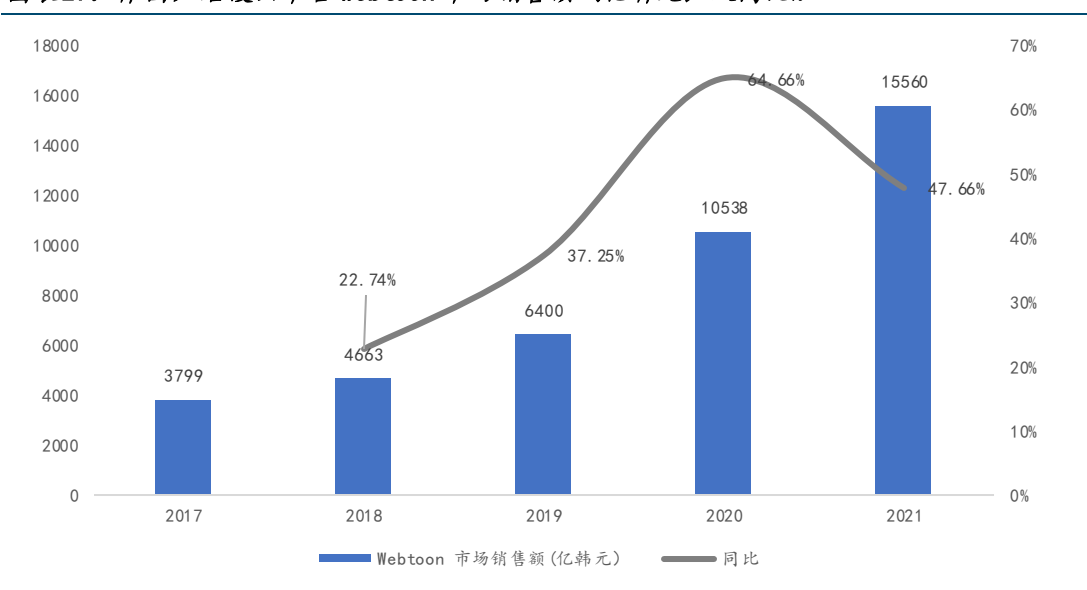
三、投资建议：建议关注拥有较多小说 IP 的中文在线、阅文集团

对比国外，小说“漫改”带动文学 IP 变现增速

对比韩国，我们认为小说“漫改”是 IP 变现的第一阶段，第二阶段 IP 由漫改转为影视，进行更深层次的变现。2015 年，KakaoPage 提出“Novel Comics”的概念，积极推进人气网络小说的网漫化，陆续推出《月光雕刻师》、《皇帝的独生女》、《某天成为公主》等优质作品，2018 年《Solo Leveling》改编的漫画《我独自升级》火遍全球，完结前夕全球累积阅读量超过 140 亿次，完结后热度依然保持强劲，并迎来在日本的动画化。2021 年，《僵尸校园》、《地狱公使》等漫改剧热度空前，带动 IP 价值增长的同时，同样反哺原作网漫，比如《地狱公使》在剧集上线之后，原作网漫的平均每周浏览量增长了约 22 倍。

随着小说 IP 网漫化，韩漫市场迅速增长。根据韩国文化产业振兴院，韩漫市场在 2015 年之后进入高速增长期，2021 年韩国网漫（webtoon）市场销售额达到了 1 万 5660 亿韩元，同比增长 65%，相比 2017 年的 3799 亿韩元，增长近三倍多。对标国内，我们认为 AIGC 技术发展首先有望促使国内优质文学 IP 漫改进程加快，丰富漫画市场的同时筛选出更为合适的 IP 进行后续影视层面的深度变现。我们认为 AIGC 工具化进程加快后，将能较大幅度提升漫画行业生产效率，有望推动小说 IP 网漫化，建议关注国内拥有较多小说 IP 的中文在线、阅文集团。

图表 21：韩国知名漫画平台 webtoon 市场销售额（亿韩元）及同比%



来源：韩国文化产业振兴院，国金证券研究所

3.1 中文在线：优质内容价值凸显，AI 方面布局行业领先

中文在线为内容 IP 行业头部公司，IP 拥有量仅次于阅文集团，业务全面布局数字文化内容行业，以数字内容生产、版权分发、IP 衍生与知识产权保护为核心。公司大量优质内容以文字形式储备，旗下小说网按题材拆分为多品类平台矩阵：1) 17K 小说网：主要供给奇幻、都市言情、武侠仙侠、青春校园等平类内容；2) 四月天小说网：为古风女频原创小说网站，网站涵盖多类型女性向小说；3) 奇想宇宙为旗下科幻站，主要覆盖科幻小说品类，致力科幻作品富媒体化。

公司以内容为基，积极探索内容衍生，着力打造“网文连载+IP 衍生同步开发的业务模式，目前在动漫、影视剧、音频、数字人、元宇宙方面皆有布局。

动漫方面：公司与腾讯、B 站、爱奇艺等平台开展合作，动画片《修罗武神》即将在在腾讯独播。《招惹》、《激活天赋后，我主宰了灵气复苏》等文字小说由 AI 实现文字生成漫画，未来将翻译为英语、印尼语、泰语、西班牙语、法语等 7 种语言，通过 MangaToon 平台（国内最大的漫画出海平台，与海内外近 300 家版权公司及作者建立合作，累计上架各语种漫画作品 4 千余本，覆盖全球 80% 区域）发行到北美、欧洲、东南亚等全球数十个国家和地区。公司出品的动态漫《混沌剑神》动态漫于 5 月 1 日多平台上线，剧集利用 AIGC 创作，大幅提高生产效率，每周可供给两集，目前已经上线 18 集，凭借优质 IP 和较强的内容表现力热度较高，腾讯视频月累计播放量超过 1200 万，位居动态漫新作 5 月播放量榜首；爱奇艺 5 月最高热度为 1300，优酷 5 月最高热度为 2400。我们认为公司凭借优质 IP 内容储备和业内领先的 AI 技术应用有望在文学 IP 衍生层面保持住先发优势，持续提升 IP 内核价值，带动变现。

图表22: 腾讯目前还在连载更新的动态漫热度 Top10

动漫名称	热度
最强仙尊陈北玄 第3季·动态漫	11000
最强反套路系统·动态漫	11000
最强都市天尊·动态漫	11000
绝世武神 第6季·动态漫	11000
最强神王在地球·动态漫	10000
我为邪帝·动态漫	10000
混沌剑神·动态漫	9749
开局有剑域,我能苟成剑神·动态漫	9681
史上最强炼体老祖·动态漫	9662

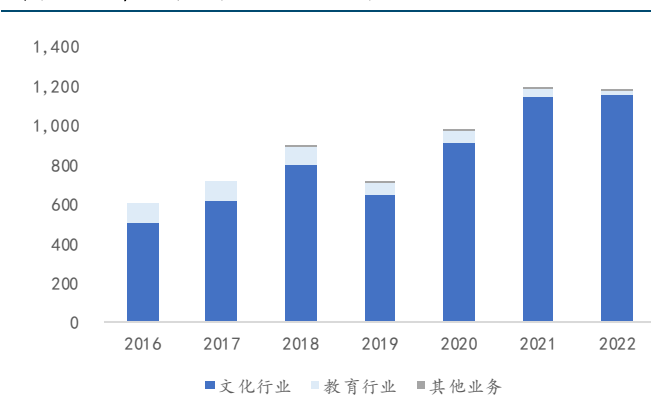
来源: 腾讯视频, 国金证券研究所

数据截止 2023. 6. 26

影视剧方面: 四月天小说旗下《别跟姐姐撒野》、《每天都在拆官配》、《就想和你谈恋爱》改编短剧, 取得单部破亿播放量, 真人影视剧《招惹》创腾讯视频史上热度最高记录, 开播一月分账破千万。音频领域公司依托子公司鸿达面向原创文学、传统文学、影视、教育、曲艺、管理、少儿出品优质音频内容, 2022年出品的《长津湖》、《重回1990》、《九星霸体诀》等产品在喜马拉雅平台排名靠前。

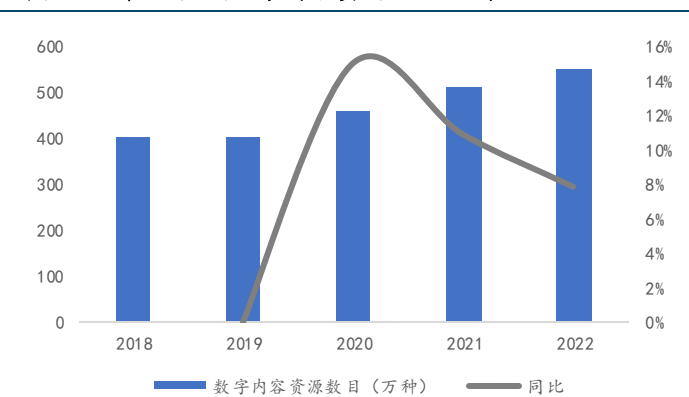
公司近年来重视 IP 内容版权, 扶持青年作家, 在 IP 版权储备尤其是文字 IP 储备上具备较强优势。2019 年来, 公司数字内容资源数目连续三年大幅度上涨, 截止 2022 年底, 公司累积数字内容资源超 550 万种, 网络原创驻站作者 450 余万名; 与 600 余家版权机构合作, 签约知名作家、畅销书作者 2,000 余位。注重内容版权的同时, 公司也积极拥抱 AI 创新科技, 公司在 AI 真人主播、IP 元宇宙交互社区方面以及 AIGC 应用上处于行业内领先地位, 截止 22 年公司“AI 主播”录制的有声书时长已经超过 18 万小时, “AI 主播”录制作品有近千部。

图表23: 中文在线 2016-2022 营收 (百万)



来源: 中文在线年报, 国金证券研究所

图表24: 中文在线数字内容资源数目及同比%



来源: 中文在线年报, 国金证券研究所

图表25: 《激活天赋后, 我主宰了灵气复苏》文生漫画样章



图表26: 《招惹》文生漫画样章



来源: 中文在线公众号, 国金证券研究所

来源: 中文在线公众号, 国金证券研究所

3.2 阅文集团: 国内在线阅读龙头, AI 赋能下 IP 版权价值有望提升

阅文集团是国内阅读在线龙头, 以传统在线阅读业务为基石, 全面发力 IP 全产业链运营。自 2020 年调整管理层架构后, 公司战略重心转移至 IP 端, 确立以 IP 运营, 提升 IP 价值为核心的战略, 并形成以腾讯影业、新丽传媒、阅文影视的三驾马车业务模式。从营收构成来说, 在线阅读仍然为公司主要盈利点, 2022 年全年业务营收 43.64 亿元, 占比达 57.2%。但随着公司 IP 战略模式的逐渐完善, 公司版权运营占比呈提升趋势。

目前公司在影视、动漫、衍生品方面皆有布局, 广泛推动 IP 内容价值变现。影视方面旗下新丽传媒在电影、剧集制作方面皆有亮眼表现, 电影《你好李焕英》、《1921》、《这个杀手不太冷静》取得较高的票房和口碑。2022 年发布的《天才基本法》、《人世间》、《卿卿日常》、《新居》等剧集皆成为爆款, 后续项目储备包括《庆余年 2》、《斗破苍穹 2》、《赘婿 2》等优质内容。

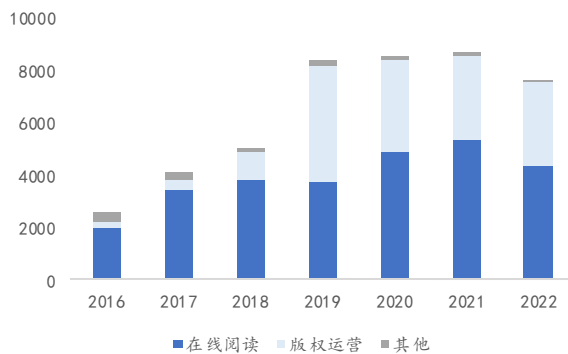
动画方面: 主要依托腾讯, 2022 年以头部 IP 《斗破苍穹》、《星辰变》等出品的动画领跑行业, 其余 IP 也有较强变现能力, 根据骨朵数据, 2022 年国产动画 Top10 有 7 部改编自阅文旗下 IP。

漫画方面: 截至 2022 年底, 阅文动漫与腾讯动漫的“300 部网文漫改计划”已有 230 多部漫画作品在腾讯动漫上线, 并出现了多部一线作品, 如《大奉打更人》《从红月开始》《全球高武》等。

衍生品方面: 公司搭建建设内部团队并搭建衍生品体系, 在消费品、潮玩玩具方面取得进展, 2022 年《斗破苍穹》的数款雕像累计 GMV 超过了 2000 万元。

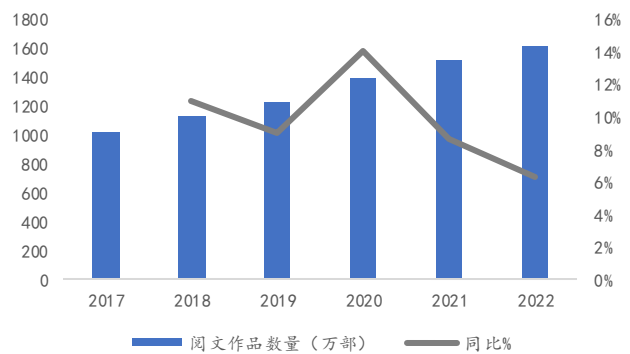
我们认为公司作为 IP 内容版权的龙头, 手中握有大量优质内容有望在 AI+内容方面优先受益, 高质量文字 IP 有望在 AI 赋能下加速衍生为漫画、动画等其他可视化形式, 加速 IP 变现。

图表27: 阅文集团 2016-2022 营收 (百万)



来源: 阅文集团年报, 国金证券研究所

图表28: 阅文集团作品数量及同比



来源: 阅文集团年报, 国金证券研究所

四、风险提示

AIGC 技术发展不及预期。AIGC 技术的发展对于美术成本的降低及漫画生产的效率提升具备重要意义，若技术发展不及预期，则可能对于行业的降本增效作用不及预期。

AIGC 应用推进不及预期。若 AIGC 技术及应用端推进缓慢，则可能短期漫画行业供给能力提升不及预期。

内容行业政策风险。漫画作为内容娱乐消费，在政策监管层面尚未完全成熟，若后续行业政策趋严，则可能对行业发展产生不利影响。

漫画行业市场需求不及预期。若漫画行业市场需求不及预期，则在供给提升的情况之下市场规模难以扩大。

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券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任何损失承担任何责任。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，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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。

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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806