

分析师: 刘冉
 执业证书编号: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50586281
 研究助理: 乔琪
 qiaoqi@ccnew.com 021-50586985

《哪吒》打开国产动画电影天花板, 全年龄向动画、IP 衍生产业仍是蓝海

——传媒行业专题研究

证券研究报告-行业专题研究

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年08月19日

公司简称	18EPS	19EPS	19PE	评级
光线传媒	0.47	0.30	27.43	增持

传媒相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 《文化传媒行业月报: 《哪吒》票房领跑暑期档, 上半年游戏行业回暖, 密切关注中报密集期》 2019-08-05
- 《传媒行业点评报告: 游戏产业再回暖, 有望依靠 VR、云游戏再次实现快速发展》 2019-08-01
- 《传媒行业专题研究: 互动影像产品的价值在哪里? 从《隐形守护者》说起》 2019-07-05

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 在国内电影市场处于低迷的时刻, 《哪吒之魔童降世》成为暑期档最大的惊喜, 截止报告发布前已经获得超 41 亿元票房, 一举进入内地电影票房总榜 TOP4, 也成为继《战狼 2》与《流浪地球》之后又一部票房 40 亿+的国产电影。
- 《哪吒》此次爆红, 虽然一定程度上借助了档期的优势, 但档期优势所能产生的贡献十分有限, 仅仅只能做到“锦上添花”, 无法对影片的票房起决定性作用, 最终还是要回归到影片的质量, 《哪吒》的成功要归功于不断修改打磨的剧本和极力达到最佳效果的特效。
- 目前国内动画电影市场相比真人电影仍属于小众, 票房占比较低, 仅为全年票房的 6%-10% 左右, 头部动画集中度高, 每年有大量的动画电影票房低于 1000 万元。
- 国产动画电影的题材低龄化与成人向两种风格区别明显, 全年龄向的“合家欢”类型匮乏。平均市场表现相对进口动画电影也比较弱, 单片平均票房始终低于进口动画电影, 但差距逐年缩小。国产动画电影在海外输出及 IP 衍生方面存在较多可以填补的空间。
- 投资建议:** 回顾过去国产动画电影市场的转变, 成人向的动画电影开始逐渐争得市场的一席之地, 《哪吒》的爆红也让观众、资本、监管层看到了国产动画电影的活力与潜力, 但还是要冷静地看到国产动画电影仍存在包括创作能力、出海能力、IP 延伸等在内各方面的不足。电影市场需要实现优质内容的稳定输出, 一部爆款的昙花一现难以支撑一个产业的形成与发展, 我们也期待未来有更多的优秀国产动画作品陆续问世。

我们认为, 从目前动画电影市场的现状看, 全年龄向的合家欢题材动画电影还存在着巨大的空间, 一旦突破可能迎来快速的发展期; 同时在 IP 的延伸与变现上也存在更多的可能性。

A 股上市公司中, 光线传媒旗下的彩条屋已经成为行业中领先的动画电影出品与发行方, 可以持续关注后续动画电影项目的进度情况, 建议投资者关注光线传媒。

风险提示: 政策监管趋严; 行业发展不及预期; 动画电影市场表现不及预期

内容目录

1. “魔童降世”创造暑期档最大惊喜	4
2. 动画电影市场日渐成熟，国产动画尚难以赶超进口动画	4
2.1. 动画电影仍属于电影市场小众品类	5
2.2. 进口动画电影市场表现明显强势	6
2.3. 国产动画题材偏向低龄化，全年龄向作品尚属稀缺	8
2.4. 头部动画电影集中度高	10
3. 美国动画电影专注合家欢题材，日本动画电影国民基础广泛	12
3.1. 美国动画电影更适合海外输出	12
3.2. 国内动画在海外输出能力尚属欠缺	14
3.3. IP 衍生存在巨大发展空间	15
4. 《哪吒》的成功=优质的内容+适合的档期	17
4.1. 天时：上映时处于热门影片真空期	17
4.2. 地利：拥有广大的古代神话群众基础	19
4.3. 人和：承载观众对“国漫崛起”的希望	19
5. 光线传媒：《哪吒》的主要出品方与发行方	20
6. 投资建议	21
7. 风险提示	21

图表目录

图 1: 《哪吒之魔童降世》宣传海报	4
图 2: 动画电影票房增幅（亿元）	5
图 3: 动画电影票房占年度总票房比例	6
图 4: 国产动画影片数量与进口动画影片数量对比	7
图 5: 国产动画影片票房与进口动画影片票房对比（亿元）	7
图 6: 国产动画影片数量与进口动画影片平均单片票房对比	8
图 7: 国产动画电影观众年龄画像	9
图 8: 进口动画电影观众年龄画像	10
图 9: 动画电影集中度	11
图 10: 国产动画电影票房分布	12
图 11: 进口动画电影票房分布	12
图 12: 《超人总动员 2》宣传海报	14
图 13: 《名侦探柯南：零的执行人》宣传海报	14
图 14: 《精灵宝可梦》周边衍生品	15
图 15: 迪士尼周边衍生品	15
图 16: 《美女与野兽》动画电影海报	16
图 17: 《美女与野兽》真人电影海报	16
图 18: 《哪吒之魔童降世》众筹计划	17
图 19: 《哪吒之魔童降世》票房走势	18
图 20: 不同版本哪吒形象	19
表 1: 近年来动画电影票房排名情况	6
表 2: 国产动画与进口动画 TOP15	8

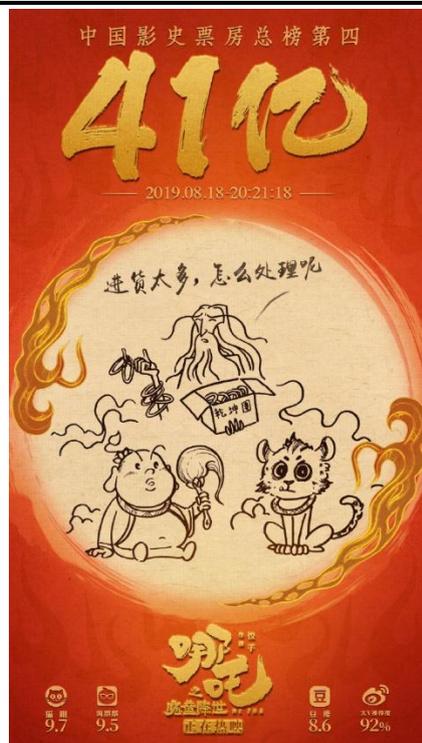
表 3: 美国与日本动画电影票房排名.....	13
表 4: 亚洲地区动画电影全球票房排行榜.....	14
表 5: 彩条屋参股动画公司.....	20

1. “魔童降世”创造暑期档最大惊喜

在国内电影市场处于低迷的时刻,《哪吒之魔童降世》成为暑期档最大的惊喜,截止报告发布前已经获得超 41 亿元票房,不仅大幅打破了由《西游记之大圣归来》保持的 9.57 亿元国产动画电影票房纪录,也远超由《疯狂动物城》保持的国内上映动画电影 15.30 亿元的票房纪录。《哪吒之魔童降世》也一举进入内地电影票房总榜 TOP4,距离排名第三的《复仇者联盟 4》仅有一步之遥,也成为继《战狼 2》与《流浪地球》之后又一部票房 40 亿+的国产电影。

但在“动画电影最快破亿纪录”、“动画电影单日最高票房纪录”、“动画电影连续单日票房破亿纪录”等等各种各样荣耀光环的包围之下,《哪吒之魔童降世》是否意味着“国产动画已经崛起”,我们认为仍然需要冷静地去看待。

图 1:《哪吒之魔童降世》宣传海报



资料来源:《哪吒之魔童降世》官方微博,中原证券

2. 动画电影市场日渐成熟,国产动画尚难以赶超进口动画

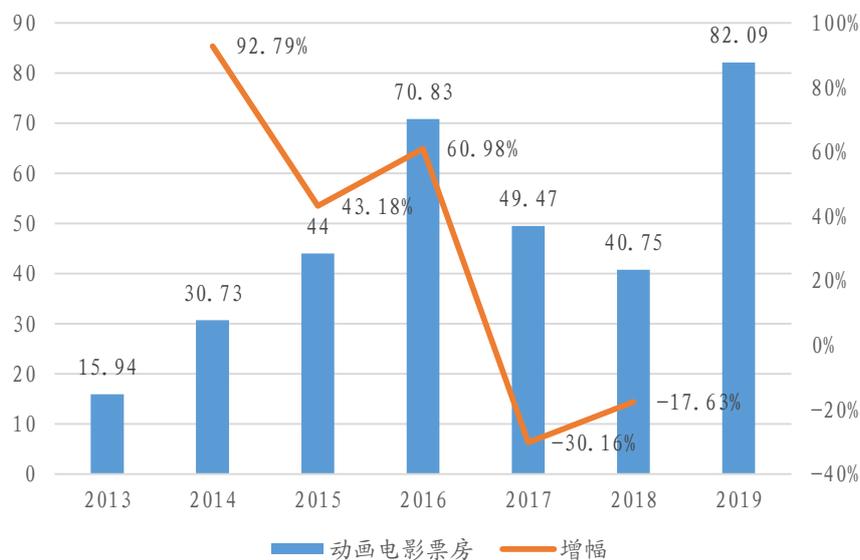
通常来说,国产动画要分为大屏的国产动画电影以及小屏的国产动画长片,我们这里仅讨论国产动画电影领域。(注:(1)票房数据统计截止至 2019 年 8 月 18 日;(2)仅统计历年来票房超过 500 万元的动画电影;(3)数据不包含 8 月 16 日上映的《愤怒的小鸟 2》与《全职高手之荣耀巅峰》)

2.1. 动画电影仍属于电影市场小众品类

首先从动画电影的票房占比可以发现，动画电影作为一个细分品类在国内电影市场仍然属于较为小众的电影类型，不论是票房总额还是票房占比都处于较低的状态，难以匹敌真人电影。仅有 2016 年在《疯狂动物城》以及《功夫熊猫 3》两部票房 10 亿+的动画电影支撑下，当年动画电影票房达到了 70 亿元，占当年总票房比例也达到了 15% 以上，其余年份仅能够在 30-40 亿元左右徘徊，也仅占当年票房约 6%-10% 的水平；同时在不断有真人影片打破单片票房天花板的同时，动画电影仍保持着较低的天花板水平，也仅有《疯狂动物城》单片票房能够超过 15 亿元。

2019 年动画电影票房的大幅增长主要依赖于《哪吒》的横空出世以及《狮子王》、《熊出没·原始时代》、《千与千寻》等票房较高的动画电影。考虑到即使扣除掉《哪吒》41 亿元的票房，2019 年前 8 个月动画电影的票房仍然超过了 2018 年全年水平。

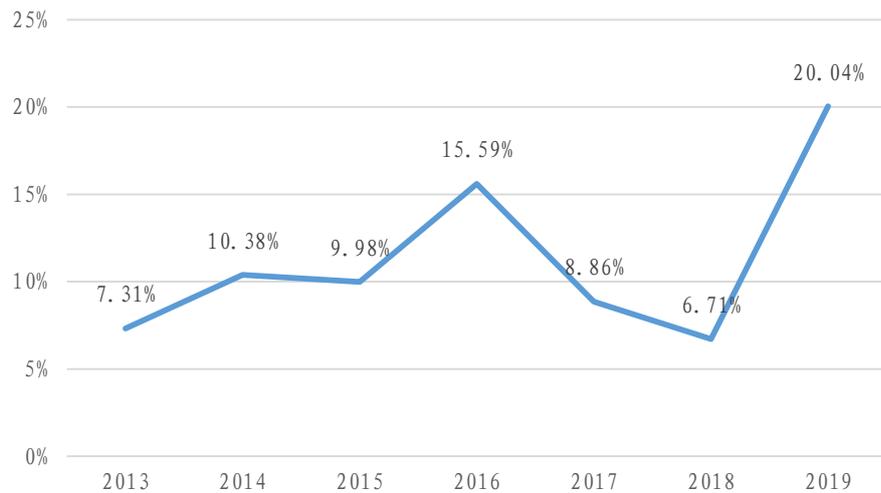
图 2: 动画电影票房增幅 (亿元)



资料来源：猫眼专业版，中原证券

受《哪吒》带动，2019 年动画电影票房明显出现回升且电影市场总票房一直处于同比下滑状态导致基数较低，因此动画电影票房占全年总票房的比例已经超过了 20%，随着 2019 后续电影市场的变化，预计这一比例将会将下降至 13%-15% 左右，但即使是降至 15%，这一比例已经依然是近年来比较高位的水平。

图 3: 动画电影票房占年度总票房比例



资料来源：猫眼专业版，中原证券

2.2. 进口动画电影市场表现明显强势

回顾近年来在国内上映的动画电影可以发现，虽然不乏《西游记之大圣归来》、《白蛇：缘起》等评分与票房双高的国产动画电影，但总体来看，仍是以迪士尼、皮克斯、梦工厂为代表的美式动画电影占据更强势的位置。

自 2011 年以来，除了 2015 年的《西游记之大圣归来》以及 2019 年《哪吒之魔童降世》两部国产动画电影能够进入当年票房排行榜前十之外（《功夫熊猫 3》属于中美合拍，但鉴于《功夫熊猫》IP 由美国创作，因此仍将《功夫熊猫 3》视为进口动画电影），能够挤入当年 TOP25 的国产动画电影数量屈指可数，而美国动画电影能够进入当年电影票房 TOP10 与 TOP25 的影片数量则明显多于国产动画电影，究其原因仍然是国产动画电影产业缺乏稳定输出优质内容的能力。

表 1: 近年来动画电影票房排名情况

	影片	排名	票房 (万元)	豆瓣评分	国家/地区
2011	功夫熊猫 2	2	61198	8.0	美国
	蓝精灵	9	25221	7.2	美国
2012	冰川时代 4: 大陆漂移	9	44743	8.1	美国
	马达加斯加 3	21	20916	8.2	美国
2013	疯狂原始人	12	39472	8.7	美国
	西游记之大圣归来	10	95643	8.3	中国
2015	哆啦 A 梦: 伴我同行	24	53032	8.0	日本
	超能陆战队	25	52643	8.6	美国
	疯狂动物城	2	153033	9.2	美国
2016	功夫熊猫 3	9	100200	7.7	美国
	你的名字	25	59592	8.4	日本
2017	寻梦环游记	11	115251	9.0	美国
	神偷奶爸 3	15	103780	6.8	美国
2019	哪吒之魔童降世	3	41.08	8.6	中国

狮子王 (3D)	14	82198	7.4	美国
熊出没·原始时代	17	71508	6.6	中国
千与千寻	20	48676	9.3	日本
白蛇: 缘起	22	44982	7.9	中国

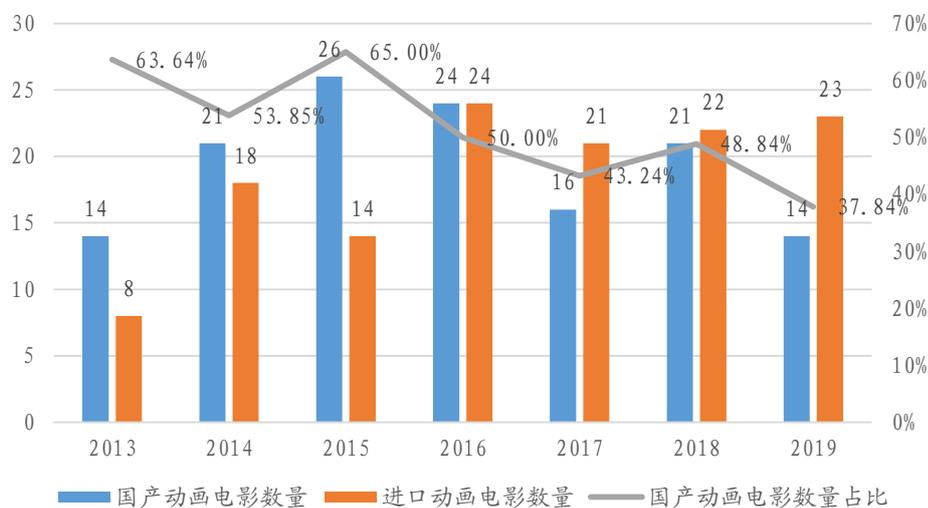
资料来源：艺恩电影智库，猫眼专业版，豆瓣网，中原证券

注：仅统计单年度票房排名 TOP25 中的动画电影；红色部分表示进入当年票房排名前 10

从另一个角度对比国产动画与进口动画的数量也可以发现，自 2016 年之后，500 万票房以上的国产动画电影数量比例始终低于进口动画电影。

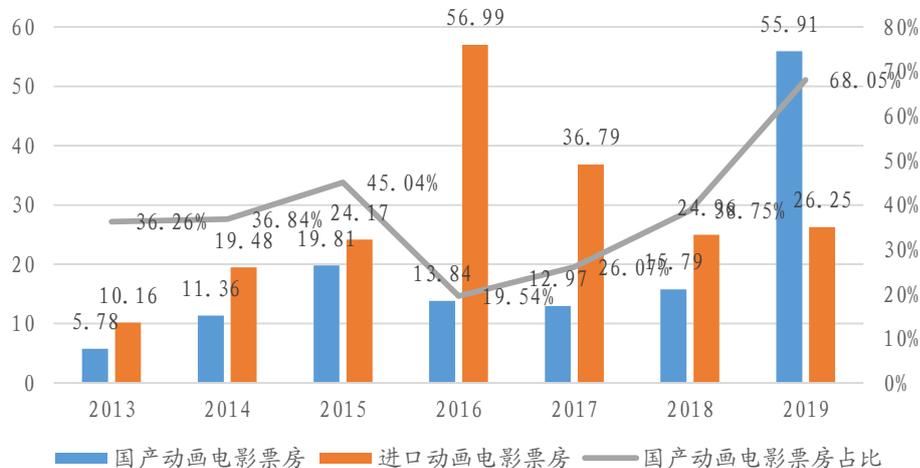
进一步观察国产动画电影和进口动画电影票房，除了 2019 年之外，不仅国产动画电影总票房低于进口动画电影总票房，国产动画电影票房占比数值也低于国产动画电影数量占比数值，即国产动画电影的票房吸引力要低于进口动画电影。

图 4：国产动画影片数量与进口动画影片数量对比



资料来源：猫眼专业版，中原证券

图 5：国产动画影片票房与进口动画影片票房对比（亿元）

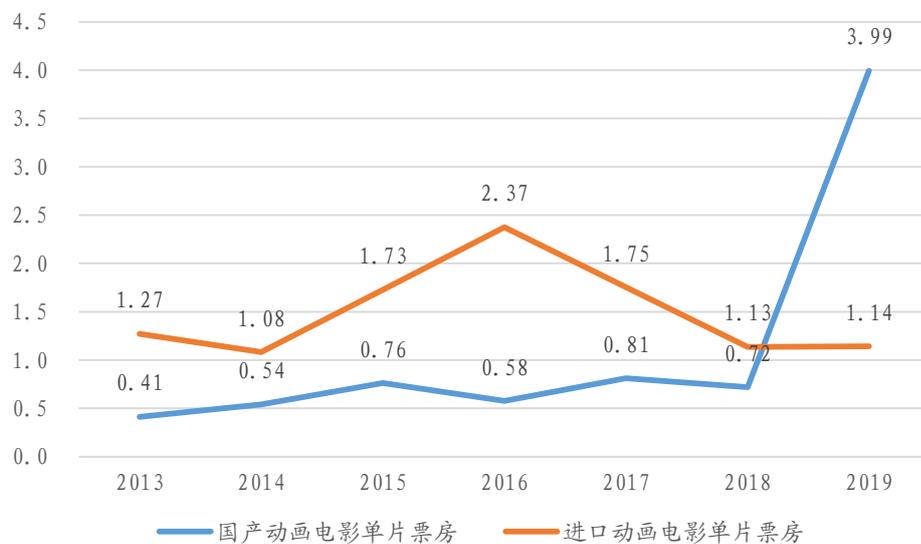


资料来源：猫眼专业版，中原证券

将进口动画电影和国产动画电影的平均单部票房作对比，除了 2019 年在《哪吒之魔童降世》的影响之下，平均单部动画电影票房出现异常上升，接近 4 亿元，其余时间国产动画电影单片票房始终低于 1 亿元，进口动画电影方面几乎都可以保持单部影片票房高于 1 亿元的表现，在 2016 年依靠《疯狂动物城》以及《功夫熊猫 3》两部高票房动画电影甚至可以突破 2 亿元。

换言之，自 2016 年以后，国产动画电影不论在上映数量还是票房吸引力均要逊色与进口动画影片，但同时国产动画票房与进口动画票房的差距正在不断收窄，如果剔除《哪吒》的影响，2019 年国产动画平均单片票房为 1.15 亿元，已经基本与进口动画 1.14 亿元的平均单片票房持平。

图 6: 国产动画影片数量与进口动画影片平均单片票房对比



资料来源：猫眼专业版，中原证券

2.3. 国产动画题材偏向低龄化，全年龄向作品尚属稀缺

对比国产动画电影与进口动画电影票房 TOP15，国产动画电影在制作原创剧情方面的能力要逊色于进口动画电影。排名前十的国产动画中仅有《大鱼海棠》属于原创剧本故事，其他均不同程度包含了 IP 的要素，但在《大鱼海棠》的观众评价中显示，该片的长处是画面十分精美，最大的短板却正体现在剧情和故事性上。另一方面，在进口动画片中，票房最高的《疯狂动物城》、《寻梦环游记》均为原创故事。

表 2: 国产动画与进口动画 TOP15

排名	国产			进口		
	影片	票房 (亿元)	是否 IP	影片	票房 (万元)	是否 IP
1	哪吒之魔童降世	41.08	传统神话 IP	疯狂动物城	15.27	原创故事
2	西游记之大圣归来	9.56	传统神话 IP	寻梦环游记	12.12	原创故事
3	熊出没·原始时代	7.14	动画长片 IP	神偷奶爸 3	10.37	系列 IP
4	熊出没·变形记	6.05	动画长片 IP	功夫熊猫 3	10.00	系列 IP
5	大鱼海棠	5.64	原创故事	狮子王 (3D)	8.22	经典动画片重制/ 原版为原创故事

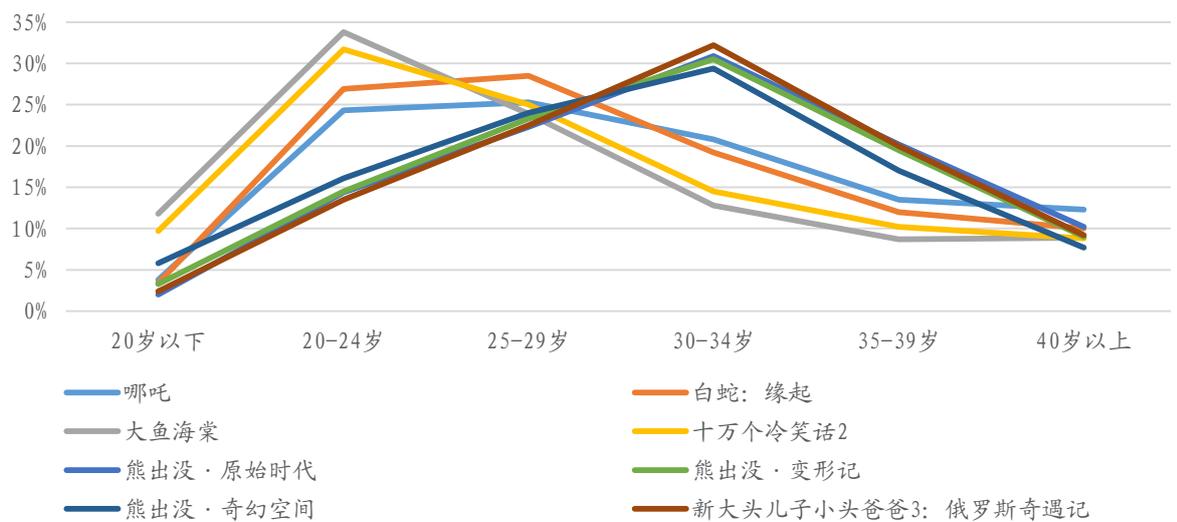
6	熊出没·奇幻空间	5.21	动画长片 IP	功夫熊猫 2	6.11	系列 IP
7	白蛇：缘起	4.50	传统神话 IP	你的名字（日本）	5.75	原创故事
8	熊出没之雪岭熊风	2.94	动画长片 IP	哆啦 A 梦：伴我同行	5.30	动画长片 IP
9	熊出没之熊心归来	2.87	动画长片 IP	超能陆战队	5.24	原创故事
10	熊出没之夺宝熊兵	2.47	动画长片 IP	愤怒的小鸟	5.12	游戏 IP
11	喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年	1.67	动画长片 IP	千与千寻（日本）	4.86	经典动画片重映/ 原创故事
12	新大头儿子和小头爸爸 3：俄罗斯奇遇记	1.58	动画长片 IP	冰川时代 4	4.47	系列 IP
13	喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱	1.38	动画长片 IP	冰川时代 5：星际碰撞	4.46	系列 IP
14	十万个冷笑话 2	1.33	动画短片 IP/系列 IP	小黄人大眼萌	4.35	原创故事
15	大卫贝肯之倒霉特工熊	1.26	原创故事	蜘蛛侠：平行宇宙	4.27	漫威超级英雄 IP
合计		94.42			105.91	

资料来源：猫眼专业版，中原证券

从受众群体来看，国产动画电影出现了较为明显的“低龄向”和“成人向”的两极分化，虽然风格偏向成人向的《哪吒》与《大圣归来》成为了票房最高的两部国产动画电影，但以《熊出没》系列为代表的低龄向动画电影仍占据了国内高票房动画电影的主流。

根据猫眼专业版统计的观众画像显示，国内头部的动画电影受众群体差异显著。《熊出没》系列以及《大头儿子小头爸爸》的观众群体中，30-34岁占比明显较高，主要是由于该年龄段观众的子女正处于低龄阶段，需要家长陪同购票观影。《哪吒》、《白蛇：缘起》、《大鱼海棠》、《十万个冷笑话 2》此类成人向动画则在 20-29 岁年龄阶层占比明显较高。

图 7：国产动画电影观众年龄画像

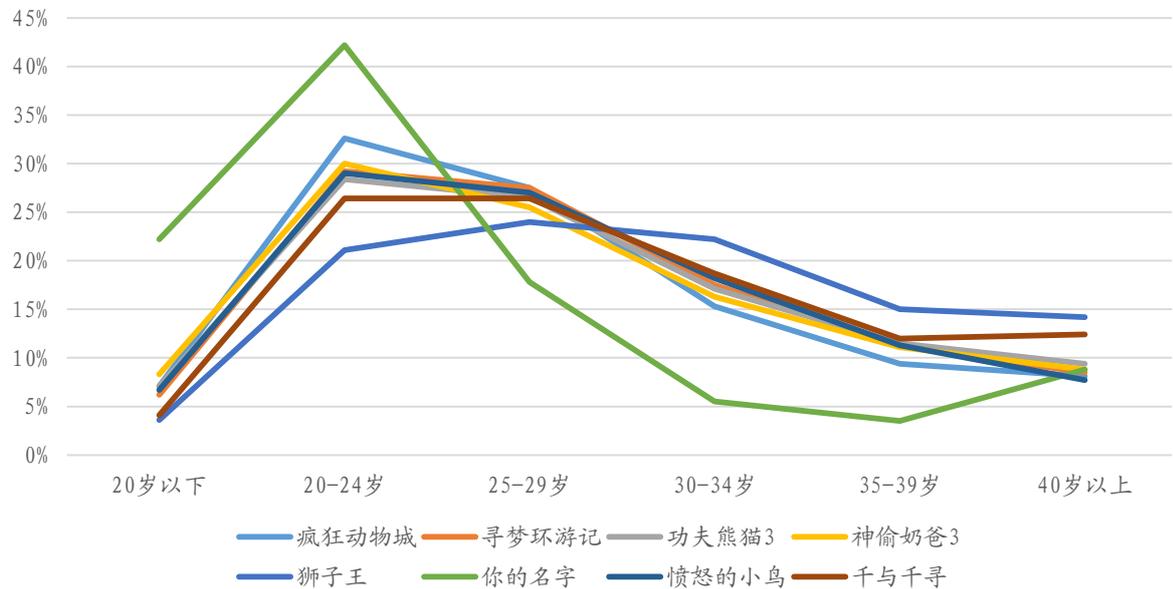


资料来源：猫眼专业版，中原证券

进口头部动画电影中，除了《你的名字》是日式纯爱题材，因而 24 岁以下观众群体占比

明显较高之外，以《疯狂动物城》以及《寻梦环游记》为代表的高票房的作品主要偏向于全年龄段，观众年龄分布的曲线相对更加平滑，头部影片之间也并未出现国产动画那样两极分化的情况。

图 8：进口动画电影观众年龄画像



资料来源：猫眼专业版，中原证券

相比进口动画电影，国产动画电影在全年龄段的作品方面尚属于较为稀缺的状态，低龄动画电影难以吸引 20-29 岁年龄层的年轻观众，30-39 岁年龄层的观众也更像是作为陪伴低龄子女无奈的选择。所以当《哪吒》、《白蛇：缘起》、《大鱼海棠》、《十万个冷笑话 2》上映的时候，20-29 岁的年轻观众的比例几乎都达到了 50% 以上，成为了最重要的观众群体。

进口动画片中，除了《狮子王》以外，几乎所有的头部动画片 20-29 岁年轻观众比例都在 50% 以上。

我们认为，此次《哪吒》的爆红让市场看到了成人动画电影的市场潜力，加上国产动画的日趋工业化，编剧水平、制作技术的提高，未来国产动漫产业将不再满足于只生产低龄动画作品，而会逐渐增加成人动画以及全年龄动画作品的数量，该区域的空缺有望得到填充，进一步推动国产动画电影发展。

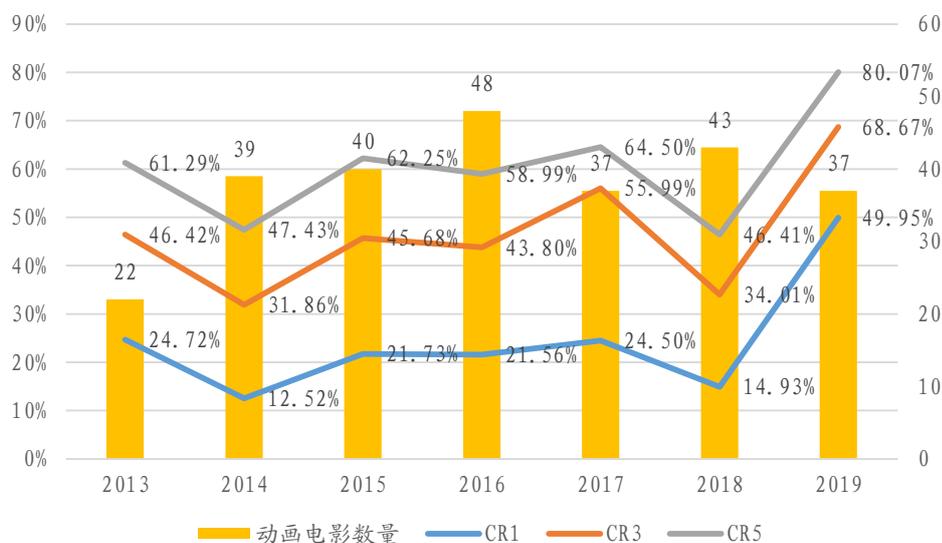
2.4. 头部动画电影集中度高

2014-2019 年国内上映动画电影数量（仅统计票房 500 万元以上）大约在 40-50 部左右，其中头部动画电影的票房集中度明显比较高，CR3 可以达 45%-55% 左右，CR5 可以达到 50%-65% 之间。

由于《哪吒》单片票房已经超过 40 亿元，因此 2019 年头部动画电影的集中度出现了极为异常的大幅上升，仅《哪吒》一部动画影片的票房就达到了 2019 年前 8 个月动画电影票房总

和的一半。

图 9: 动画电影集中度



资料来源：猫眼专业版，中原证券

与真人电影市场存在类似的情况，每年都有大量的动画电影票房不足 5000 万元，这一类影片的比例在 60%-80%左右，由于我们的统计中只包含票房 500 万以上的电影数量，还有许多票房不足 500 万元的动画影片数量并未在我们统计的数字中，因此该部分比例实际应当更高。

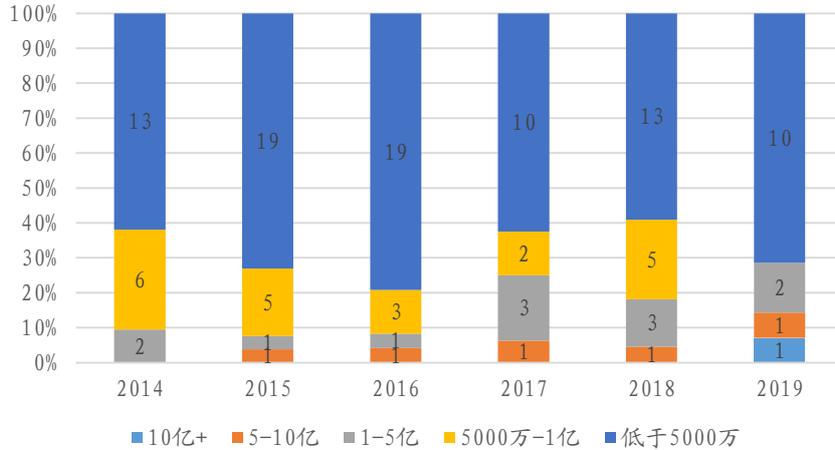
同时在对比高票房的头部动画电影作品数量后也能看出，进口动画电影这几年共产生了 4 部 10 亿+票房的作品，国内除了《哪吒》之外也仅有《西游记之大圣归来》以 9.56 亿的票房接近 10 亿元大关，其余动画电影都距离 10 亿元有不小的差距。

在 5-10 亿元的第二梯队上，国产动画影片近几年发挥稳定，几乎每年都有 1 部 5-10 亿元票房动画电影产生，主要都是春节档上映的低龄动画《熊出没》系列。但在 1-5 亿元的区间上，进口动画电影的占比大幅超过国产动画电影。

换言之，即使排除掉少数票房超高的“大爆款”，进口动画电影也可以依靠部分票房不错的腰部作品数量优势获取比较好的票房成绩，国产动画在腰部作品的数量上要稍显逊色，许多数量占比高的尾部动画电影即使在上映后也无法获取比较理想的票房收益。

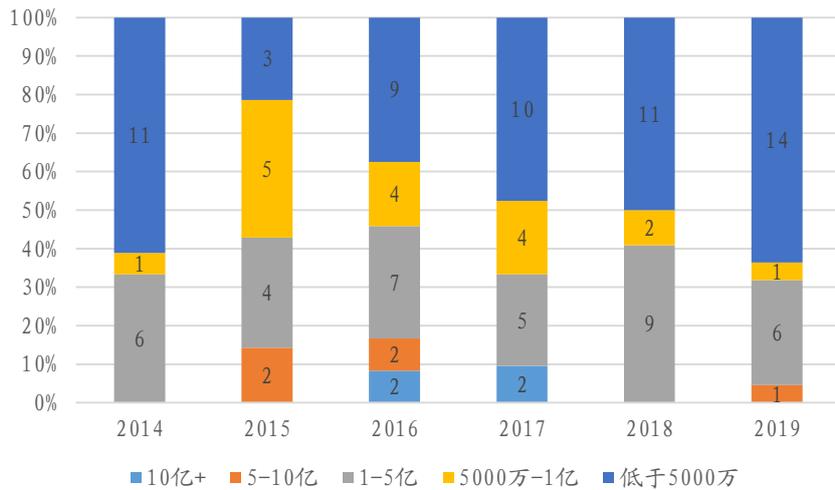
虽然近年来头部国产动画电影作品的数量正在逐渐增多，但也难以掩饰国内动画产业缺乏能够稳定输出腰部内容能力的弊端。毕竟在“爆款”可遇不可求的市场环境下，如果能做到每年稳定输出更多票房在 5-10 亿元左右且内容题材更加多元化的动画作品，也将极大程度提振行业的发展。

图 10: 国产动画电影票房分布



资料来源: 猫眼专业版, 中原证券

图 11: 进口动画电影票房分布



资料来源: 猫眼专业版, 中原证券

3. 美国动画电影专注合家欢题材, 日本动画电影国民基础广泛

3.1. 美国动画电影更适合海外输出

日本和美国的动画电影产业都是相对比较发达的国家, 但受文化风格不同的影响, 两者在动画电影的内容、题材和呈现方式上却并不完全一致。

如果从历史高票房电影中动画电影数量占比这一个角度来看, 相比于美国和日本, 中国的动画电影产业仍然处于十分弱势的地位。

在北美地区 2018 年票房最高的 20 部影片中就有 5 部动画电影，历史票房 TOP20 影片中则有 4 部动画电影。作为动漫文化大国，日本在动画电影上的表现则更为强势，2018 年票房 TOP20 电影中有 7 部都是动画电影；历史票房 TOP20 影片中同样有 7 部动画电影，且前四中有 3 部都是动画电影，票房最高的《千与千寻》是 2001 年上映的动画电影，至今仍保持着第一位的记录未被打破。这意味着美国和日本的观众在看电影的选择上并不局限于电影类型是动画电影还是真人电影，只要内容优质，动画电影也可以成为主流观众的选择。

与之对应的，国内 2018 年票房 TOP20 影片中并未有任何动画电影的出现，历史 TOP20 影片中也仅有《哪吒》一骑绝尘排名第四。

表 3: 美国与日本动画电影票房排名

北美				日本			
2018		历史以来		2018		历史以来	
影片	排名	影片	排名	影片	排名	影片	排名
超人总动员 2	3	超人总动员 2	10	名侦探柯南: 零的执行人	2	千与千寻	1
绿毛怪格林奇	7	海底总动员 2: 多莉去哪	14	哆啦 A 梦: 大雄的金银岛	3	冰雪奇缘	3
无敌破坏王 2: 大闹互联网	14	狮子王 (2019)	18	精灵宝可梦: 大家的故事	8	你的名字	4
蜘蛛侠: 平行宇宙	15	怪物史莱克 2	20	未来的未来	10	哈尔的移动城堡	6
精灵旅社 3: 疯狂假期	19			妖怪手表: 光影之卷之鬼王复活	12	幽灵公主	7
				蜡笔小新: 爆盛! 功夫男孩~拉面大乱~	14	悬崖上的金鱼姬	11
				我的英雄学院剧场版~ 2 人的英雄~	17	起风了	20

资料来源: Box Office Mojo, Kogyo Tsushin, 中原证券

如果具体到影片内容，可以发现美国的动画电影都是采用 3D 画风，故事也更偏向于全年龄向的“合家欢”类型，并不含有特定的粉丝属性，几乎不存在门槛，能够轻易地被全球观众所接受，也比较适合向海外进行输出。

日本除了进口美国迪士尼的《冰雪奇缘》之外几乎都是 2D 动画电影，而且在 2018 年票房比较高的动画电影中基本上都是比如《名侦探柯南》、《哆啦 A 梦》、《精灵宝可梦》、《蜡笔小新》等长篇电视动画的剧场版，具备比较强的粉丝属性，对于非粉丝群体的吸引力相对更弱。由于这些动画在日本当地属于传播度极高的“国民动画”，所以在本国粉丝基础十分广泛，能够在当地获得比较高的票房，但如果输出到其他国家可能会面临比较大的考验。

在国内也上映的《名侦探柯南: 零的执行人》、《哆啦 A 梦: 大雄的金银岛》和《我的英雄学院剧场版~ 2 人的英雄~》(国内为 2019 年上映)为例，三者在国内上映后获得的票房分别为

1.27 亿元、2.09 亿元和 3874.5 万元，仅排在进口动画票房第九、第五与第十（2019 年排名），但美国动画电影《蜘蛛侠：平行宇宙》、《超人总动员 2》、《无敌破坏王 2：大闹互联网》和《精灵旅社 3：疯狂假期》分别可以获得 4.27 亿元、3.54 亿元、2.71 亿元和 2.23 亿元。

图 12: 《超人总动员 2》宣传海报



资料来源：豆瓣网，中原证券

图 13: 《名侦探柯南：零的执行人》宣传海报



资料来源：豆瓣网，中原证券

3.2. 国内动画在海外输出能力尚属欠缺

虽然《哪吒》、《大圣归来》等动画电影在国内纷纷斩获高票房，《哪吒》更是以约 5.5 亿美元票房成为亚洲票房最高的动画电影，《大圣归来》也以 1.53 亿美元的票房排在第九位，打破了日本的垄断地位，但这两者的票房几乎都是来自于中国本土市场，并未能在海外地区有所收获。对比进口电影动辄就能在国内收获 10 亿+，5 亿+的票房来说，国内动画电影在输出海外方面的票房号召力和国际影响力还十分孱弱。未来国产动画电影产业需要打造更多具有输出海外能力的动画 IP 和题材，真正将“中国动画”打造成为具备拥有国际影响力的品牌，也能够在国内电影市场票房增长放缓的情况下，将海外地区作为新的增量市场空间。

表 4: 亚洲地区动画电影全球票房排行榜

排名	影片	全球 (美元)	本土 (本币)	本土票房占比	出品方
1	哪吒之魔童降世	5.83 亿	41.08 亿	100%	彩条屋
2	你的名字	3.58 亿	250 亿	65.7%	东宝
3	千与千寻	3.48 亿	308 亿	66.0%	吉卜力
4	哈尔的移动城堡	2.36 亿	196 亿	80.5%	吉卜力
5	悬崖上的金鱼姬	2.02 亿	155 亿	81.3%	吉卜力
6	哆啦 A 梦：伴我同行	1.83 亿	83.8 亿	43.1%	小学馆/东宝/朝日
7	宠物小精灵剧场版：超梦的逆袭	1.64 亿	76 亿	≈ 36%	东京电视台

8	幽灵公主	1.61 亿	193 亿	~ 92%	吉卜力
9	西游记之大圣归来	1.53 亿	9.56 亿	99.8%	十月动画
10	借东西的小人阿莉埃蒂	1.49 亿	92.5 亿	73.9%	吉卜力

资料来源：毒眸，Box Office Mojo，Kyogyo Tsushin，中原证券

3.3. IP 衍生存在巨大发展空间

在动画产业链中，是否能够将动画电影打造成有规模有价值的 IP 并将其输出给产业链中其他环节成为衡量产业发展的一个重要参考标准，由某一动画 IP 延伸出的包括游戏、周边衍生品、音乐等内容产生的商业价值甚至可能超过动画本身。

日本动漫产业中有三分之一都是来自于周边产品，迪士尼大部分收入都是来自于娱乐业务和衍生品，中国产业在这方面盈利能力比较匮乏，大多只能依靠内容直接获利。

以《精灵宝可梦》（或译《宠物小精灵》）为例，最初其只是由 GameFreak 研发的一款游戏，上市之后表现不温不火，当时并未产生较大的市场反响，但通过推出同名长片动画的形式，迅速扩大了这一品牌的影响力。在过去的二十年中，通过游戏卡销售、版权售卖、衍生品等方式在全球获利累计超过 900 亿美元，吸金能力甚至超过了迪士尼旗下的《米老鼠》系列，这其中来自于相关动画票房以及游戏卡带销售的收入仅为大约 180 亿美元，而来自于周边衍生品的授权与售卖收入超过了 600 亿美元。

图 14: 《精灵宝可梦》周边衍生品



资料来源：淘宝网，中原证券

图 15: 迪士尼周边衍生品



资料来源：淘宝网，中原证券

除了由 IP 授权带来的衍生品收入这一形式之外，动画电影的成功还可以通过反哺真人电影的形式实现二次上映，以迪士尼经典动画电影《美女与野兽》为例，原本动画电影是在 1991 年上映，后来通过翻拍成真人版的形式在 2017 年实现再次上映，在中国收获了 5.9 亿元的票房的同时还在全球收获了 12.6 亿美元的票房。

同样是迪士尼旗下的经典动画《狮子王》，通过将原本 2D 加工制作成 3D 的形式实现了在 2019 年的重映，在中国获得了 8.27 亿元票房，目前在动画电影票房排行榜仅次于《哪吒之魔

童降世》，在全球也获得了 13.4 亿美元的票房。同样日本也有许多将动画长片或动画电影翻拍成真人版电视剧或电影的形式。

通过对部分经典动画长片 IP 的二次开发，能够使部分时间较为久远的动画 IP 散发出新的生命力，再次创造出更新也更为丰厚的商业价值与回报。

但根据国家实际情况不同，动画翻拍真人版可能在国内并不是一个非常理想的 IP 转化模式，翻拍真人版通常需要比较高的影视工业化水平，资金投入大，制作周期长，是否能够获得高收益也是存在比较大的未知，国内目前较为火热的动画电影从题材和类型上也比较难以实现真人化翻拍。

图 16: 《美女与野兽》动画电影海报



资料来源：豆瓣网，中原证券

图 17: 《美女与野兽》真人电影海报



资料来源：豆瓣网，中原证券

周边产品是目前国内动画电影最常见的 IP 衍生方式。由于国内版权保护体系还处于比较初级的阶段，在周边衍生品市场充斥着大量未经授权的盗版商品，消费市场也并未建立起成熟的版权意识，价格相对较高的正版商品在市场上还处于弱势地位。对于动画制作方以及动画版权所属方来说，盗版衍生品对正版造成了极大的冲击和经济损失，如果要针对版权进行维权又要付出大量的精力、时间成本以及经济成本。

同时由于影片是不是受市场欢迎存在不确定性，版权方对于衍生品的开发节奏也比较谨慎导致电影热度与衍生品的开发存在时间差，往往电影热度已经消退，盗版衍生品大量泛滥，正版衍生品才刚刚上市。

根据某众筹平台显示，目前与《哪吒之魔童降世》有关的三个正版周边衍生品众筹项目的众筹金额目标分别为 5 万元、10 万元与 3 万元，但截止报告发布前，实际众筹金额分别达到了 105 万元、719 万元与 192 万元，达到目标的 2093.95%、7193.91%、6413.72%。可以看出观众对于该电影的支持以及对周边衍生品的旺盛需求。

图 18: 《哪吒之魔童降世》众筹计划



资料来源：摩点众筹，中原证券

从众筹的项目中看，仅有主题卡套、胶带、钥匙扣以及挂件等开发制造成本较低的周边商品预计可以在 2019 年 9 月实现上市，对精细度、观赏性、工艺技术要求更高的手办、潮玩等预计最快到 2020 年 1 月-2020 年 4 月才能上市，到时《哪吒》的市场热度以及观众购买周边产品的欲望是否还能维持已经是未知数。

归根结底，具备市场影响力 IP 的建立从来都不是一蹴而就，需要一个长期持续的建立过程，不论是《精灵宝可梦》还是迪士尼都需要数十年的时间才能形成具有国际地位的影响力。只有 IP 内容形成影响力了，IP 衍生品的速度才能跟上，从而形成一条完整的产业链。

国内目前动画产业本身就处于比较初期的阶段，还没有形成颇具规模影响力的 IP，IP 衍生的形式相对也比较单一。从这个角度看，目前国内 IP 衍生市场还是一片蓝海，随着动画电影产业的影响力提升以及“粉丝经济”的驱动，IP 衍生市场的还存在着大量的可能性。

4. 《哪吒》的成功=优质的内容+适合的档期

当回顾《哪吒之魔童降世》的市场表现与口碑评价时，我们认为使其成为暑期最大爆款的原因可以从天时、地利与人和三个方面解释。

4.1. 天时：上映时处于热门影片真空期

国内电影市场上半年遇冷，票房出现明显下滑，观影人次下降的幅度则更为明显。作为除春节档外最重要的档期之一，暑期档在一定程度上承担了提振电影市场士气的任务，因此不论电影制作方、院线方还是观众方都对暑期档充满了期待。但《小小的愿望》、《八佰》、《少年的你》等多部市场预期值较高的影片突然宣布临时撤档，《银河补习班》票房虽然不错，但仍未达

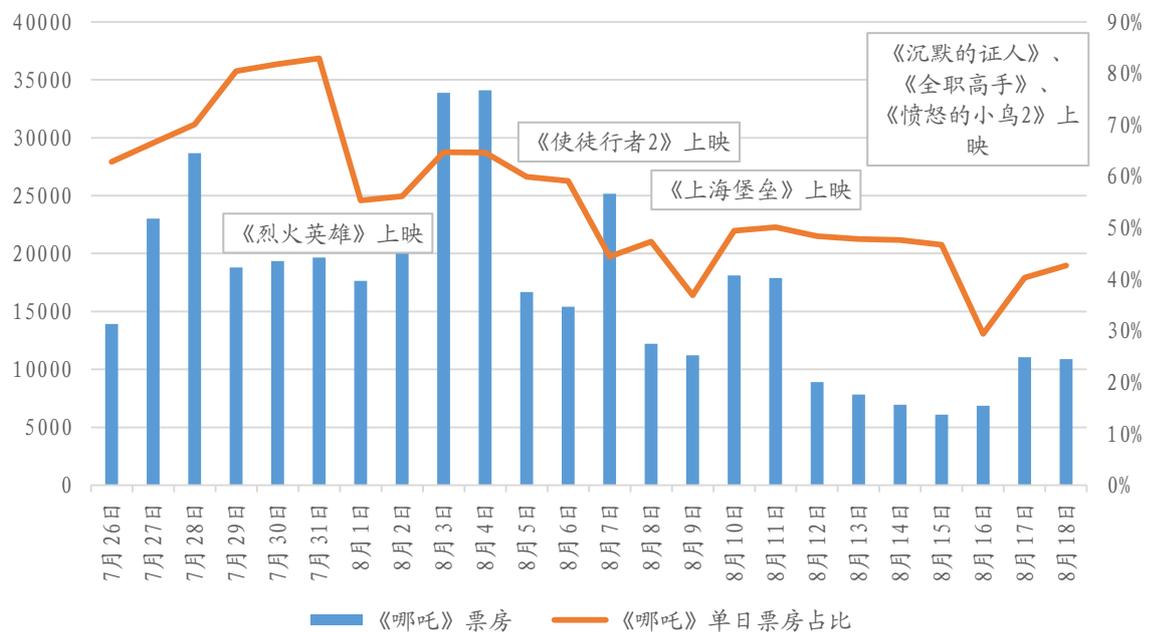
到市场的预期，也没能支撑起暑期档，观众的观影需求被压制。

以暑期档上映的港片《扫毒2 天地对决》为例，其豆瓣评分为 6.2 分，影片质量属于中规中矩，但在票房上却以微弱优势战胜评分 8.2 的港片《无双》成为内地票房最高的港片，从侧面反映出了暑期档观众面临了“影片荒”的情况，只要有一部质量还不算太糟的影片上映就能吸引观众到电影院。所以当提档 20 天的《哪吒》以较高的影片质量出现时，被压制的观影需求出现了爆发的情绪。

如果观察《哪吒》单日票房和票房占比的走势可以发现，依靠前期点映产生的口碑，在 7 月 26 日正式上映当天，《哪吒》单日票房直接突破 1 亿元，占比也达到 60% 以上，之后票房占比不断上升，最高时可达到 82.9%，主要是 7 月中上旬上映的《狮子王》、《扫毒 2》等热门影片已经进入释放票房的长尾周期。

在票房占比上，《哪吒》共经历了 4 次大幅下降的情况：8 月 1 日，《烈火英雄》上映分流了一部分观众，导致《哪吒》的票房在没有出现大幅下降的情况下，票房占比却大幅下降近 30 个百分点；此后《使徒行者 2》、《上海堡垒》在上映当日也对《哪吒》的票房占比产生了一定的影响；8 月 16 日上映了《沉默的证人》、《全职高手》、《愤怒的小鸟 2》等影片，但总体都并未对《哪吒》的票房造成实质性的影响，在上映 24 天后依然能够维持 40% 以上的单日票房占比。

图 19: 《哪吒之魔童降世》票房走势



资料来源：猫眼专业版，中原证券

所以在考虑哪吒的成功因素时，要考虑到时机的因素，相比往年激烈的暑期档竞争，今年同档期内能够和《哪吒》同台竞争的对手数量比较少，外部的竞争相对比较弱，所以从上映时点来看，《哪吒》的大获成功存在着一定的偶然性因素，难以复制。

4.2. 地利：拥有广大的古代神话群众基础

观察近几年来高票房的国产动画影片可以发现，除去在春节档上映的低龄向动画电影“熊出没”系列，以《哪吒之魔童降世》、《西游记之大圣归来》以及《白蛇：缘起》为代表的叫好又叫座的动画影片往往采用中国传统神话 IP+剧情新编的形式。

相比于原创剧情，以《西游记》、《白蛇传》、《封神榜》等在内的中国传统神话在国内拥有比较大的群众基础，“大闹天宫”、“西天取经”、“哪吒闹海”都是国内观众从小就接触的神话故事，而基于这些传说神话中的人物进行剧情的改编创新，对传统进行颠覆和创新，赋予每个角色与传统神话完全不同的人物背景也会给观众带来不同的体验。

但相应地，对于传统的改编也对编剧提出了较高的要求，如果改编的成果不理想，观众无法产生认同感，会严重影响影片的评价。

以《哪吒》为例，在最新的《魔童降世》中，哪吒烟熏妆、鲨鱼牙的形象设计与传统的认知存在明显的差别，甚至被称为“史上最丑哪吒”；李靖由古板的严父转变慈父；太乙真人脱离了传统仙风道骨的形象成了一个爱喝酒的胖仙人；原作中与哪吒敌对关系的敖丙也与哪吒成为了挚友。可以说，《魔童降世》从各方面来看都对传统的故事进行了完全不同的颠覆。但正是由于剧情、画面、人设等都十分优秀，因此才被观众所认可。

图 20：不同版本哪吒形象



资料来源：豆瓣网，中原证券

国内目前拥有包括《聊斋志异》、《西游记》、《封神榜》、《山海经》等在内的丰富的传统神话 IP 来源，其中有许多都很适合改编成为动画电影的形式。根据光线彩条屋公布的动画片单显示，《哪吒》、《姜子牙》以及《凤凰》均不同程度地采用了中国古代神话题材。

4.3. 人和：承载观众对“国漫崛起”的希望

自 2015 年《西游记之大圣归来》上映成为国产动画电影票房冠军之后，国内观众便对国产动画抱有较大的期待，此后虽然出现了《大护法》、《风语咒》、《昨日青空》等优质的国产动画电影，但受制于题材、画风等原因，最终还是未能实现破圈，达到《大圣归来》的传播度。此次《哪吒之魔童降世》依靠较高的完成度，优秀的剧本改编以及国产动画逐渐成熟的制作技

术打动了观众，再次引发了大量“自来水”（指自愿为影片传播的普通观众）的传播，一定程度上承担了观众对于“国漫崛起”的希望，加速了动画电影破圈的速度与广度，部分观众也选择二刷、三刷的方式来支持国产动画电影的发展。

从另一方面讲，《哪吒》的故事由最初大众熟知的“割肉还母，剔骨还父”转变为了如今的“我命由我不由天”，这种剧情上的转变其实也暗合了当代年轻人心态的变化，与其被动接受命运，不如通过自身的奋斗对抗天命，某种程度上，《哪吒》成为了如今年轻观众情感宣泄的窗口。

总的来说，《哪吒》这次能够获得成功，虽然一定程度上借助了档期的优势，但档期优势所能产生的贡献十分有限，仅仅只能做到“锦上添花”，无法对影片的票房起决定性作用，最终还是要回归到影片的质量，《哪吒》的成功要归功于不断修改打磨的剧本和极力达到最佳效果的特效。根据公开报道显示，《哪吒》从筹划到上映经历了5年时间，剧本前后修改了66个版本，特效参与团队人数共达到1600人，最终才制作出今天的《哪吒之魔童降世》。

5. 光线传媒：《哪吒》的主要出品方与发行方

哪吒目前的主要出品方是光线传媒旗下的彩条屋影视，成立于2015年，是光线旗下厂牌中专攻动漫方向的全资孙公司，同时彩条屋也投资了20余家动漫产业链上下游公司，其中就包括《哪吒》的主要制作方以及出品方之一可可豆动画影视，持股比例为30%，另一家出品方十月文化也是彩条屋持股28.11%的参股公司，同时还是《西游记之大圣归来》的制作方。其余部分彩条屋参股的公司也都不同程度地参与了《哪吒》的整个制作过程。

表 5：彩条屋参股动画公司

公司名称	持股比例	主要作品
大千阳光（新三板公司）	20%	《我叫MT》、《红色海洋》
幻想师动画	75%	
光印影业	60%	《查理九世》
红鲤文化	60%	《风语咒》、《精灵王座》
全擎娱乐	35%	《时光诡域》
雨后文化	35%	
彼岸天文化	30%	《大鱼·海棠》
神奇一天	30%	《鬼列车》
中传合道	30%	《丹青先生》
漫言星空	30%	
路行动画	30%	《茗记》、《妙先生》
可可豆动画	30%	《哪吒》
十月文化	28.11%	《大圣归来》
好传文化	27%	《大护法》、《大理寺日志》
青空绘彩	25.04%	《昨日青空》
末匠文化	25%	动漫衍生品

易动文化	18.67%	《包强》、《美食大冒险》
玄机科技	3.8%	《秦时明月》、《天行九歌》
凝羽动画	30%	《茶啊二中》

资料来源：企查查，公开信息，中原证券

从彩条屋的参股公司情况看，除了少部分公司持股比例在 60%以上，大部分公司基本持股比例在 20-30%左右，股权相对松散，而且包括《大鱼·海棠》、《大护法》、《昨日青空》等动画电影在内，彩条屋已经出品了多个近年来比较热门的院线动画电影，积累了丰富的动画出品经验和基础。

根据光线传媒公告显示，在《哪吒》票房达到 8.99 亿元时，公司来自于该片的收入为 2.03 亿元-2.43 亿元。若以最终 45 亿元票房计算，光线传媒可以获得的营业收入为 10.16 亿元-12.16 亿元，仅这一部影片为光线带来的营业收入就已经接近 2018 年全年的 80%，预计 2019 年受此影响，光线传媒的业绩将会出现大幅提振的情况。

根据公司的公告以及披露的影片项目信息显示，未来光线传媒还将继续发力动画电影，陆续推出《姜子牙》、《妙先生》、《凤凰》、《深海》、《大鱼海棠 2》等动画电影，甚至有可能打造一个类似好莱坞“漫威宇宙”一般能够融合各类中国传统神话故事的“神话宇宙”。

6. 投资建议

回顾过去国产动画电影市场的转变，成人向的动画电影开始逐渐争得市场的一席之地，《哪吒》的爆红也让观众、资本、监管层看到了国产动画电影的活力与潜力，但还是要冷静地看到国产动画电影仍存在包括创作能力、出海能力、IP 延伸等在内各方面的不足。电影市场需要实现优质内容的稳定输出，一部爆款的昙花一现难以支撑一个产业的形成与发展，我们也期待未来有更多的优秀国产动画作品陆续问世。

我们认为，从目前动画电影市场的现状看，全年龄向的合家欢题材动画电影还存在着巨大的空间，一旦突破可能迎来快速的发展期；同时在 IP 的延伸与变现上也存在更多的可能性。

A 股上市公司中，光线传媒旗下的彩条屋已经成为行业中领先的动画电影出品与发行方，可以持续关注后续动画电影项目的进度情况，建议投资者关注光线传媒。

7. 风险提示

行业政策监管风险；

行业发展不及预期；

动画影片项目表现不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。