

【广发传媒】动画电影专题

回眸与展望，视野与空间

分析师： 旷实



SAC 执业证号: S0260517030002

SFC CE.no: BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

核心观点:

动画制作要素的把控力强，制作成本推升和长制作周期拉高准入门槛。动画电影制作包括前期（剧本、设定、设计、分镜）、中期（动画、建模、绑定、灯光、渲染）和后期（特效、合成、剪辑、配音配乐、成片）及发行四个环节，作为虚拟产品，动画电影的开发与游戏开发类似，相比真人电影的制作风险和上映风险更低。动画电影各环节成本比例大约为 1: 5: 1: 3，另外，近年来动画电影制作成本持续增长，部分优质动画制作成本已达到 10 万美元/分钟，制作时间达到 2 年以上，对于动画工作室的资金实力和制作能力都有更高要求。

从“影剧联动”低幼系列动画领涨市场，到神话题材的优质合家欢成功突围。2009~2014 年期间，以“喜羊羊”和“熊出没”等以影剧联动的低幼动画电影票房大获成功，引领国产动画票房持续走高，成功突破 10 亿票房关口。但大多数低幼动画单片票房在千万级别，票房天花板难以突破。新生代动画工作室开始面向更广阔的受众进行新尝试，最终《大圣归来》、《白蛇：缘起》、《哪吒之魔童降世》等表现突出，其共同特点是“**神话题材（受众广泛）+设定新意/故事共情（烘托口碑）+高精制作（抬高下限）**”。在《哪吒》推动下，19 年国产动画票房将突破 70 亿大关，为过去四年国产动画票房总和，预计明年国产动画完成基数调整后继续保持稳步增长趋势，在 23 年突破百亿市场。

海外动画电影长盛法宝：优质内容，系列迭代，全球发行，衍生繁荣。参考美国和日本的动画电影市场及其头部公司的发展情况，我们可以发现，优质内容占据绝对份额，头部集中度高是普遍现象，TOP10 动画票房占比超过 70%，远高于真人电影市场。系列迭代优化票房曲线，前三代系列动画的票房增长稳定；投入产出比上，系列动画电影（6.2x）比独立动画电影（3.0x）更高。全球发行增厚票仓基础，美国动画电影全球票房收入是国内的 3 倍。衍生繁荣提升盈利能力，头部动画 IP 衍生规模为内容的 10 倍，授权和衍生业务的营业利润率 40%~60% 区间。迪士尼、东映、东宝等动画龙头通过“原创+收购”完成 IP 矩阵构筑，通过内容创作叠加后端授权/衍生持续造血。

“优质创意+精致制作+强力宣发”，光线传媒有望持续引领国内动画电影产业。相比其他参与方，光线传媒的优势在于：1）行业低谷期招兵买马，抢占赛道，率先布局，完成动画全产业链覆盖；2）“公司小股权，项目大股权”的参股模式保障项目控制力的同时，有效提升工作室的主观能动性；3）具备国内最顶级的制作团队和宣发团队，充分满足工作室在制作产能和宣发上的需求；4）历史合作项目上多方共赢，有望实现“滚雪球”效应。根据储备动画项目的制作计划，预计 20~22 年动画电影贡献利润分别为 3.8、7.0 和 11.2 亿元，具备高成长性。

风险提示：政策审核趋严风险；劳动力成本持续抬升；行业竞争加剧；核心项目票房不及预期；动漫版权侵权。

相关研究:

传媒行业: 三季报业绩分化明显，把握绩优股机会；长期看好 5G 后端应用

2019-10-13

传媒行业: 国庆档超预期或带动 Q4 票房高增长，持续看好云游戏、VR/AR、高清视频等

2019-10-07

传媒行业: 少儿图书：增量市场与扁平化竞争

2019-09-29

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	8.75	2019/9/2	增持	9.56	0.37	0.29	23.65	30.17	14.1	11.4	11.30	8.10
横店影视	603103.SH	人民币	14.21	2019/8/29	增持	21.37	0.45	0.62	31.58	22.92	16.3	12.0	11.20	13.40
万达电影	002739.SZ	人民币	15.69	2019/8/21	买入	17.8	0.63	0.97	24.83	16.18	10.4	8.1	7.24	9.95
猫眼娱乐	01896.HK	港元	12.12	2019/8/18	买入	17.38	0.38	0.62	28.27	17.43	17.7	11.8	10.56	13.14

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、动画电影产业简介	7
1.1 动画电影简介	7
1.2 动画电影制作	9
二、中国动画电影的发展历程	16
2.1 数字动画电影时代：从“低幼风”到“成人向”，票房技术双突破	16
2.2 动漫产业政策变迁：从鼓励扶持到规范发展	19
三、动画市场进入良性发展期，神话题材率先突围	21
3.1 市场端：整体行业规模较小，逐步进入良性发展期	21
3.2 用户端：突破“低幼”年龄段，三四线城市提升潜力大	27
3.3 参与主体：制作机构数量较多，头部内容参与门槛不断提升	29
3.4 备案立项：项目数量平稳增长，传统文化题材成热点	32
四、动画长盛法宝：优质内容、全球发行、衍生繁荣	35
4.1 北美动画电影：发展迅速，精品主导	35
4.2 好莱坞五大影视公司垄断动画电影市场	39
4.3 日本动画市场：产业稳健发展，海外市场成增长主力	48
五、国内动画公司：千亿市场红利有望赛出真白马	56
5.1 光线传媒：彩条屋工作室构筑护城河，精品迭出持续突破票房天花板	57
5.2 奥飞娱乐：丰富 IP 矩阵，“影视、游戏、衍生品”多元变现能力卓越	65
六、风险提示	70

图表索引

图 1: 动画电影的分类	7
图 2: 中国动漫总产值和同比增速 (%)	8
图 3: 2016 年中国动漫产业结构 (%)	8
图 4: 动画电影产业链	8
图 5: 动画电影制作流程及二维、三维动画制作特点	9
图 6: 不同类型动画电影的制作周期 (年)	9
图 7: 3D 动画电影的中期制作流程	10
图 8: 动画电影的成本结构	11
图 9: 动画制作公司的人均薪酬走势 (万元/人)	13
图 10: 新三板动画公司员工总数 (人) 和增速 (%)	14
图 11: 新三板动画公司制作人员数量和人员占比 (%)	14
图 12: 2009~2019H1 动画电影票房 (亿元)、同比增速 (%) 和代表作品	16
图 13: 国产动画电影各类型上映数量占比 (%)	17
图 14: 各类型动画电影票房 (亿元) 和同比增速 (%)	17
图 15: 优质动画电影工作室的成立时间和代表作品	18
图 16: 国家对动漫产业的支持	20
图 17: 电视动画播出时间、国产动画和进口动画播出时间比例 (%)	20
图 18: 动画公司政府补贴 (亿元) 和占净利润比重 (%)	21
图 19: 新三板动画公司的所得税率分布	21
图 20: 国内不同产地动画电影上映数量和上映总数增速 (%)	21
图 21: 国产和进口动画电影平均票房 (亿元)	22
图 22: 国产和进口动画猫眼加权平均分走势	22
图 23: 2015~2019H1 动画电影数量占总电影、动画电影票房占总票房比例 (%)	22
图 24: 国内动画电影分区间票房 (亿元) 和 TOP5 影片累计票房占比 (%)	23
图 25: 头部动画电影票房 (亿元) 及占比 (%)	23
图 26: 头部和长尾动画电影数量 (部) 及占比 (%)	23
图 27: 2015~2018 年档期动画电影数量及票房占比	24
图 28: 2015~2018 年档期动画单均电影票房 (亿元)	24
图 29: 2015~2019H1 动画电影制式数量及票房 (亿元)	24
图 30: 方特动漫的动画片+动画电影有效联动	25
图 31: 2011~2019 年动画系列票房变化趋势 (单位: 亿元, 注: 熊出没系列动画影片的票房为右轴)	26
图 32: 2013~2019H1 动画电影观影人数及单部平均人次	27
图 33: 2015~2019Q3 TOP15 动画电影年龄段分布	28
图 34: 2016~2019Q3 TOP15 动画电影职业分布	28
图 35: 2018 和 2019 年前三季度各年龄段动画电影观影人次和频次 (次/年)	28
图 36: 2016~2019Q3TOP15 动画电影票仓分布趋势	29
图 37: 《哪吒》和《大圣归来》观影人次结构 (%)	29
图 38: 认定动漫企业和重点动漫企业的数量 (家)	29
图 39: 动画电影活跃备案制作机构, 增速和占真人电影制作机构比例 (%)	30

图 40: 动漫行业一级市场获得融资的公司数量(家)和合计融资金额(亿元)	32
图 41: 2012~2019H1 动画电影立项和上映部数和增速(%)	32
图 42: 2011~2018 年以动物为主角的动画电影立项数量(部)和占比(%)	33
图 43: 2011~2018 年传统文化的动画电影立项数量(部)和占比(%)	33
图 44: 2011~2018 年动画电影续作立项数量(部)及占比(%)	34
图 45: 北美动画电影发展历程	35
图 46: 1995~2018 年北美动画电影数量(部), 票房和数量占比(%)	36
图 47: 北美头部动画电影数量(部)与占比(%)	37
图 48: 北美头部动画电影票房(亿美元)与占比(%)	37
图 49: 2013~2019 年北美系列动画电影与独立动画电影投入产出比	38
图 50: 北美系列动画电影票房变化趋势(亿美元)	38
图 51: 北美系列动画电影投入产出比	38
图 52: 2010~2018 年好莱坞六大年占北美市场份额(%)	39
图 53: 好莱坞五大影视公司动画版图	40
图 54: 迪士尼发展历程	41
图 55: 1980~2018 年迪士尼营业收入及同比增速(%)	42
图 56: 迪士尼营业收入构成(%)	43
图 57: 迪士尼娱乐内容/衍生品各类占比(%)	43
图 58: 迪士尼电影发行业务收入和同比增速(%)	43
图 59: 迪士尼影视娱乐业务营业利润和营业利润率(%)	44
图 60: 1990~2019 年迪士尼估值指标走势(x)	47
图 61: 日本动漫市场规模和同比增速(%)	48
图 62: 日本分地区市场规模(亿日元)和同比增速(%)	48
图 63: 2002~2017 年日本动漫产业构成(亿日元)	48
图 64: 日本动画电影票房和上映电影数量	49
图 65: 日本动画电影票房占总票房比重(%)	49
图 66: 日本动画制作公司收入规模	49
图 67: 日本动画制作公司按照人数分类	49
图 68: 东映主要 IP 的动画电影系列在日本的票房情况(票房单位: 亿美元)	51
图 69: 2006~2018 年东映动画的分业务营业收入(百万美元)和同比增速	52
图 70: 2006~2018 年东映动画毛利率和净利率(%)	52
图 71: 2000~2018 年东映动画估值指标走势(x)	52
图 72: 东宝株式会社的发展历程	53
图 73: 东宝主要 IP 的动画电影系列在日本的票房情况(票房单位: 亿美元)	53
图 74: 2006~2019 财年东宝的分业务营业收入(百万美元)和同比增速(%)	54
图 75: 2006~2019 财年东宝的归母净利润(百万美元)和同比增速(%)	55
图 76: 2006~2019 财年东宝毛利率和归母净利率(%)	55
图 77: 2009~2019 财年东宝期间费用率(%)	55
图 78: 1999~2019 财年东宝的市盈率(左轴)、市净率和市销率(右轴)	55
图 79: 新三板动画公司的营业收入和同比增速(%)	56
图 80: 新三板动画公司的归母净利润和同比增速(%)	56
图 81: 2018 年新三板动画营业收入分布	56
图 82: 新三板动画公司盈利亏损占比(%)	56

图 83: 光线传媒股权结构图	57
图 84: 《哪吒: 魔童降世》与其他 40 亿以上影片单日票房走势 (万元)	58
图 85: 奥飞娱乐的发展历程	65
图 86: 奥飞娱乐分业务营业收入 (亿元) 和总营业收入同比增速 (%)	66
图 87: 奥飞娱乐的动漫玩具和影视动漫内容营业收入的比值	68

表 1: 方特动漫拟投资动漫电影制作项目的成本明细	11
表 2: 国内历史动画电影制作成本一览	12
表 3: 游戏和影视行业各等级的动画师薪资情况	14
表 4: 北美动画电影的制作成本情况	14
表 5: 国内外制作成本结构比较	14
表 6: 国内动画电影制作团队各环节参与人数对比	15
表 7: 近 5 年“西游”、“哪吒”、“白蛇”等传统神话相关动画电影备案情况	18
表 8: “熊出没”系列大电影的营业收入和成本构成 (百万元) 和毛利率 (%) ...	25
表 9: 中国动画电影票房市场测算	27
表 10: 2015~2019H1 立项数量 TOP10 的动画电影公司	30
表 11: 2018 年国产动画电影的参与方情况	31
表 12: 2010~2019 年北美动画电影投入产出分类对比	37
表 13: 全球票房最高的 50 部电影 (单位: 百万美元, 黄底色为动画电影)	38
表 14: 2013~2019 年北美排名前 3 位动画电影	40
表 15: 迪士尼并购历程	42
表 16: 迪士尼动画电影在不同历史阶段的票房表现	45
表 17: 迪士尼近 5 年代表性动画电影作品和票房 (亿元)	45
表 18: 迪士尼的 IP 矩阵	46
表 19: 迪士尼 IP 的收入形式和全球价值 (货币单位: 美元)	46
表 20: 日本主要动画公司的 IP 储备和发展历史 (年)	50
表 21: 东映近 5 年代表性动画电影作品	50
表 22: 《海贼王剧场版: 黄金城》全球票房 (万美元)	51
表 23: 东宝近 4 年代表性的动画电影作品 (票房单位: 亿美元)	54
表 24: 《哪吒之魔童降世》票房表现对应的营业收入和净利润贡献测算	58
表 25: 光线传媒投资的导演-工作室情况	59
表 26: 累计票房过亿的国产动画导演情况	60
表 27: 光线传媒、子公司及联营公司的动画电影储备一览	61
表 28: 光线传媒未来主投主控的动画电影项目收益贡献情况 (个别年份动画电影票房或有波动, 表内为预期参考值)	62
表 29: 光线传媒动画电影项目价值评估	63
表 30: 喜羊羊与灰太狼系列电影的票房走势	66
表 31: 奥飞娱乐 IP 矩阵, 相关影视作品和衍生品情况	67
表 32: 奥飞娱乐 2010 年至今的并购重组标的情况	68
表 33: 奥飞影业出品动画电影	68
表 34: 海外动画公司可比估值参考	69

前言：今年暑期档上映的《哪吒之魔童降世》成功登顶年度票房榜TOP1，新标杆的出现或将引领国产动画进入新一轮的增长期。为了让投资者对动画电影产业有更清晰的认识，本篇报告系统性阐述了动画电影的基本概念、制作过程、发展历程、国内外现状和未来发展趋势。

一、动画电影产业简介

1.1 动画电影简介

动画电影的定义与分类。动画是通过把人物的表情、动作、变化等分解后化成很多动作瞬间的画幅，再用摄像机连续拍摄成一系列画面，给视觉造成连续变化的画面。动画电影，泛指以动画方式呈现的电影，用来与真人电影做出区隔。**动画电影的分类。**1) 按照来源可分为原创动画电影和IP改编的动画电影，IP主要来源于网络文学和漫画。2) 按照载体可分为院线动画电影和网络动画电影，《西游记之风暴法米拉》是我国首部动画网络大电影，于2017年在爱奇艺上线。3) 按照技术形态可分为手绘动画、定格动画、电脑动画三大门类。下面具体介绍动画电影的第三种分类。

图1：动画电影的分类



数据来源：河马动画挂牌报告，广发证券发展研究中心

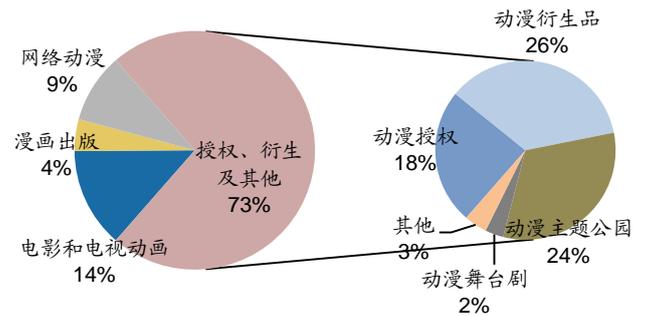
手绘动画：也被称为传统动画或二维手绘动画，是由动画师用笔在专业的透明度高的纸上绘制，多张图纸拍成胶片放入电影机制作出动画。现代手绘动画需扫描进电脑上色合成。**定格动画：**又名逐帧动画，是通过逐格地拍摄对象然后使之连续放映，从而产生仿佛活了一般的人物或你能想象到的任何奇异角色。通常所指的定格动画一般都是由黏土偶，木偶或混合材料的角色来演出的。

电脑动画：也被称为CG（Computer Graphics）动画，是借助计算机来制作动画的技术。大致可以分为二维动画（2D）和三维动画（3D）两类。二维动画是对手工传统动画的一个改进，就是将事先手工制作的原动画逐帧输入计算机，由计算机帮助完成绘线上色的工作，并且由计算机控制完成纪录工作。三维动画是指利用三维动画软件在计算机中建立虚拟的三维世界，设计师按照项目要求去搭建模型和模拟效果。当动画电影项目利用三维软件完成制作以后，就可以让计算机自动运算生成最后的画面。

动画电影产业属于动漫产业的一部分，根据2017年《动漫蓝皮书:中国动漫产业发展报告》以及艾瑞咨询发布的《2018年中国动漫行业报告》数据显示，过去3年动漫产业的总产值从1214.7亿元增长至1747亿元，年均复合增速为12.74%。从产业结构来看，电视动画片和动画电影的产值占比14%，2018年全国动画电影票房为42.5亿元，占比约2%，仍有较大的提升空间；授权、衍生品和其他占73%。

图2: 中国动漫总产值和同比增速 (%)

图3: 2016年中国动漫产业结构 (%)



数据来源: 动漫产业蓝皮书, 广发证券发展研究中心

数据来源: 动漫产业蓝皮书, 广发证券发展研究中心

动画电影产业链主要分为上游内容创意、中游制作和下游发行三个环节:

- 动画电影行业产业链上游是内容方，包括原创动画公司以及漫画IP或网文IP的内容提供方。这个环节还涉及到动画电影的投资方即资金方，主要包括：（1）出品方，指平台委托原创公司进行IP改编或研发创作；（2）联合出品方，指平台和原创公司联合投资动画电影；（3）原创动画公司自有资金投资动画电影；
- 中上游是动画电影制作环节，涉及到原创动画制作公司，以及以外包订单为主的动画制作代工企业；中下游是动画电影发行渠道，主要包括：（1）电影院线；（2）网络视频播放平台，如腾讯视频、爱奇艺、优酷等；
- 下游是基于IP的衍生品开发公司，包括IP授权代理公司和衍生品开发公司。

图4: 动画电影产业链



数据来源: 鲸准研究院, 广发证券发展研究中心

1.2 动画电影制作

20世纪90年代之前，国产动画电影主要依靠手绘画面、逐格拍摄制作完成。90年代后计算机技术的兴起使电影动画使用的技术手段越发丰富，制作上已经突破传统手绘方式以及单线平涂，形成以计算机技术为基础的电脑动画制作，大幅提高了动画电影作品的制作效率。

图5: 动画电影制作流程及二维、三维动画制作特点

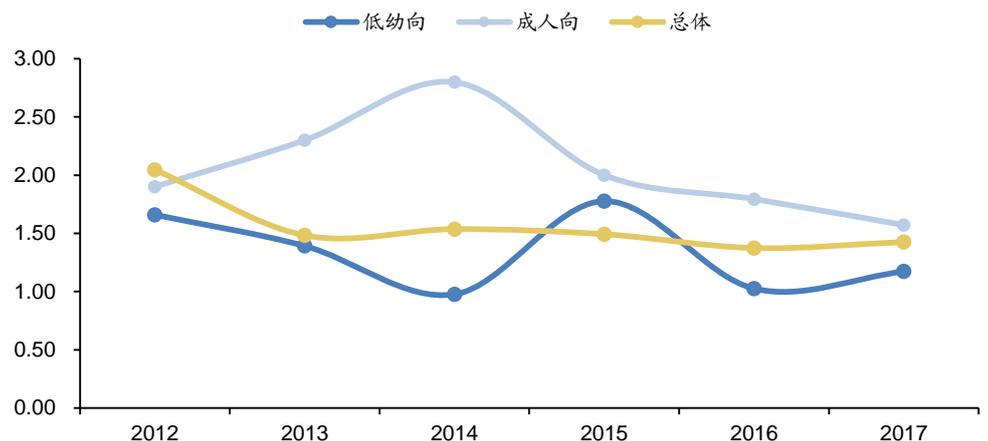


数据来源：舞之动画挂牌报告，广发证券发展研究中心

1) 动画电影制作周期比真人电影更长，成人向题材的平均周期为1.6年

动画电影制作主要包括前期、中期和后期及发行四个环节，每个环节涉及的细分工序较多。动画电影的平均制作时间在1年以上，精品作品的生产周期在2~3年。

图6: 不同类型动画电影的制作周期（年）



数据来源：广电总局，猫眼专业版APP，广发证券发展研究中心

片方在项目备案日已完成了部分前期策划工作，动画电影作品从项目备案到公映日期时间可以近似作为影片的制作时间。我们统计得到2012~2017年完成备案的动画电影的平均制作时间为1.46年/部，按照类型划分来看，低幼向动画电影的制作时间比成人向更短，2017年备案的动画电影项目中，低幼向制作时间1.17年，比成人向短约5个月时间。与真人电影相比，2017年真人电影的备案到公映的平均时间为1.11

年，与之相比动画电影的制作周期更长。

具体制作流程如下：

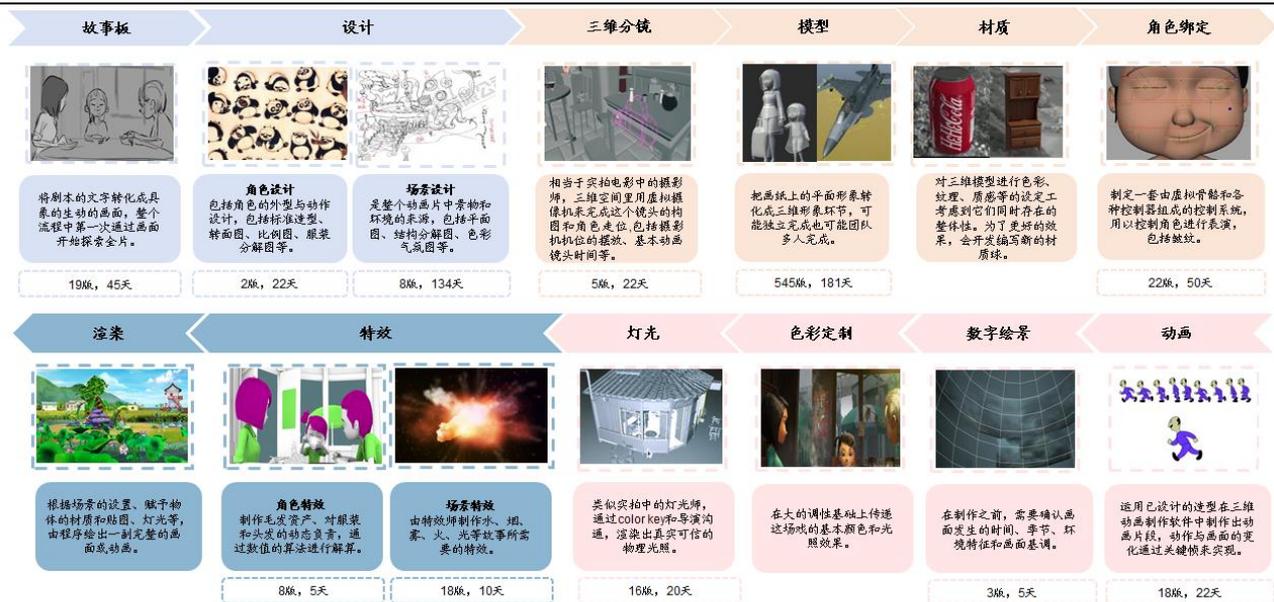
➤ 前期制作：剧本、设定、设计、分镜

由策划部门构思整个故事的世界观架构及整体剧情走向，完成后将策划交由编剧丰富故事剧情并形成剧本。分镜（台本）部门将运用镜头语言把文字变成图像镜头，用表演丰富剧情与角色，分镜需要完成“空间关系、镜头运动、镜头时间、分解动作”等要素。接着由导演或专门的故事板绘画师编绘故事板来安排剧情中的重要镜头。

➤ 中期制作：2D：作画、背景、上色；3D：动画、建模、绑定、灯光、渲染

中期制作相当于动画电影的生产阶段，主要包括二维动画制作和三维动画制作，代工主要完成中期制作环节。二维动画制作主要依赖动画师绘制创作，原画师在分镜的基础上完成layout工作，后续进行作画（第一原画、第二原画、中割）、背景、上色。三维动画制作是借助于计算机软件工具，如常用的Maya, UE4等主流动画软件、zbrush/mudbox等专业数字雕刻软件、substance/mari等专业材质贴图软件、yeti/xgen等专业毛发插件、Houdini等专业特效制作软件、Arnold/redshift/octane GPU等专业渲染器，进行建模、绑定、材质贴图、灯光、渲染等工作。

图7：3D动画电影的中期制作流程



注：剧本及制作时间为蓝光动画电影《小门神》数据

数据来源：三文娱公众号，《小门神》影视资料，广发证券发展研究中心

➤ 后期制作：特效、合成、剪辑、配音配乐、成片

视频剪辑部门通过剪辑软件将零散的视频组合并调整，配音部门进行配音，音乐音效部门根据剪辑后的视频，对其添加背景音乐或声响，如爆炸、撞击等，随后完成混音制作及视频输出校审，最终输出无损MOV格式的成品，提交给政府主管部门报审。

➤ 发行和授权：广告、联名推广、点播

发行部门在报审通过后，将影片在各大院线、电视台、新媒体各个渠道播映。版权部门在发行后，把有影响力的IP形象及内容通过多种形式授权给其他领域，例如：玩具、图书、食品、婴幼儿产品等。在IP衍生品成熟的市场，授权活动在制作中期已经

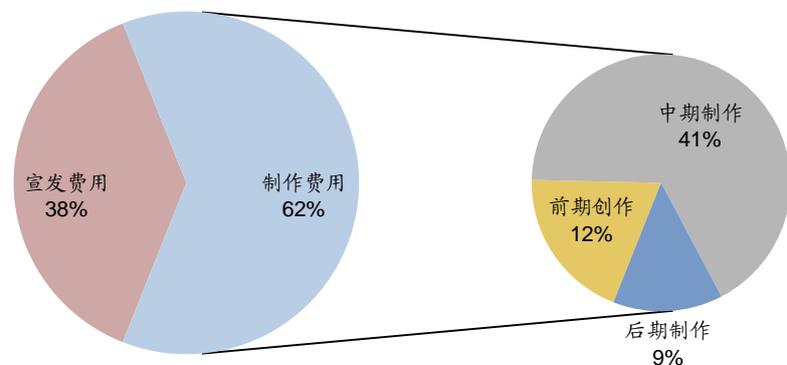
开始，商业化与内容制作同步进行。

动画电影作为虚拟产品，与游戏产品开发更为类似，创作人员不直接体现到作品内容上，制作进度更易把控，产品开发风险和市场风险低，不会因为演员因素导致上映问题。近年来，《情圣2》、《爵迹2》和《刀背藏身》等真人电影因为演员原因导致无法上映。

2) 动画电影制作成本相对较高，中期制作占总制作的70%

以方特动漫拟投资动画影片的成本结构为例，制作成本大约在7000~9000万元/部，占电影项目总费用的62%，宣传推广及其他费用占38%。制作费用中，剧本、美术、导演、制片、统筹等前期费用约1500~1800万元，占制作费用的19.35%，动画、模型、特效、合成等中期费用5000~6200万元，占比约67%，音乐、配音及其他后期制作环节费用1000~1300万元，占比约13.65%。

图8：动画电影的成本结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 1：方特动漫拟投资动画电影制作项目的成本明细

项目	俑之城（第二部）	俑之城（第三部）	熊出没电影（第七部）	熊出没电影（第八部）
计划推出时间	2021年11月	2022年11月	2020年1月	2021年1月
项目投资总额	12,000	15,000	12,000	15,000
公司投资占比（%）	50%	55%	50%	55%
公司投资额	6,000	8,250	6,000	8,250
项目投资明细				
制作费用	7,440	9,300	7,440	9,300
分镜设计	360	450	360	450
美术设计	360	450	360	450
导演、制片、统筹等	600	750	600	750
动画制作	3,600	4,500	3,600	4,500
模型制作	540	675	540	675
特效制作	300	375	300	375
组装制作	540	675	540	675
音乐	240	300	240	300

配音	240	300	240	300
制作环节其他费用	540	675	540	675
宣传推广及发行	4,560	5,700	4,560	5,700

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们梳理得到部分国产动画电影的制作成本情况如下表所示, 可得到如下结论:

- 1) 从单分钟制作成本来看, 优质“合家欢” > “成人向” > “低幼向”
- 2) 系列影片可以有效抵减人力成本的快速增长, 制作成本相对平稳
- 3) 国内制作成本与美国相比仍有较大差距, 前期创作环节的投入比例偏低
- 4) 制作环节精细化程度有待提升, 目前优质动画电影团队规模约在百人左右

低幼向制作成本在30万元/分钟以内, 2D喜羊羊系列大电影的制作成本在10万/分钟, 3D熊出没系列大电影的制作成本在27万元/分钟。

成人向制作成本快速提升, 如2014年上映的3D动画《魁拔3》的单分钟成本达到27.78万元, 2016年上映的2D动画电影《大鱼海棠》的制作成本为33万元/分钟, 二维/三维均为低幼动画电影成本2~3倍, 且近年来还有抬升趋势, 2019年上映《白蛇缘起》、《哪吒之魔童降世》和《全职高手之荣耀巅峰》的单分钟制作成本分别达到84万元、64万元和76万元。

合家欢类型的作品成本超过成人向动画, 追光动画近年来制作的《阿唐奇遇记》、《小门神》、《猫与桃花源》等合家欢的单分钟制作成本达到75万元的水平。部分动画电影与海外知名制作人合作开发, 如《摇滚藏獒》、《豆福传》、《超能太阳鸭》、《妈妈咪鸭》等, 其制作成本达到80万元/分钟的水平。合家欢动画电影的最大挑战在于电影的立意、故事和制作如何在吸引小孩的同时也能打动成年人。

表 2: 国内历史动画电影制作成本一览

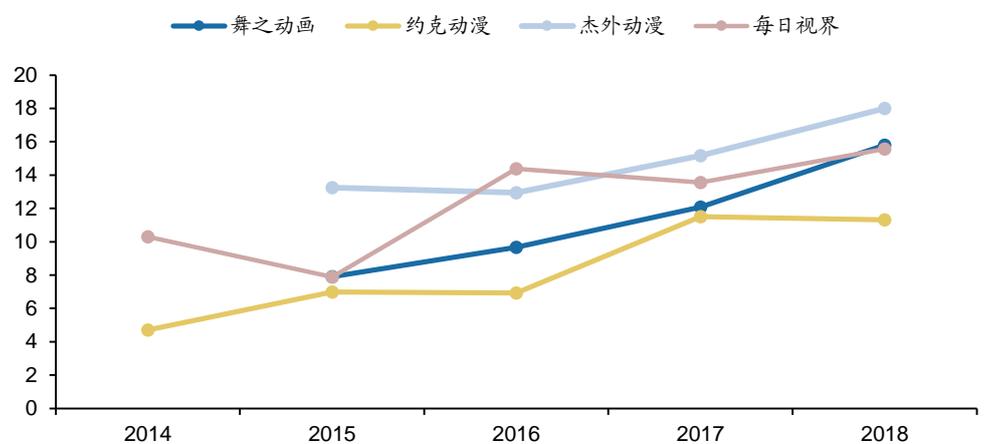
电影名称	上映年份	制作成本 (万元)	片长 (分钟)	单分钟成本 (万元)	是否 低幼向
喜羊羊与灰太狼之虎虎生威	2010	1000	89	11.24	是
魁拔 第一部	2011	3500	83	42.17	否
喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱	2011	1000	88	11.36	是
喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年	2012	1000	85	11.76	是
魁拔 第二部	2013	2500	83	30.12	否
喜羊羊与灰太狼之羊过蛇年	2013	1000	86	11.63	是
龙之谷之破晓奇兵	2014	6000	88	68.18	否
秦时明月之龙腾万里	2014	4000	98	40.82	否
熊出没之夺宝熊兵	2014	2500	95	26.32	是
魁拔 第三部	2014	2500	90	27.78	否
十万个冷笑话	2014	500	100	5	否
西游记之大圣归来	2015	6000	89	67.42	否
熊出没之雪岭熊风	2015	2500	95	26.32	是
小门神	2016	7000	107	65.42	否
精灵王座	2016	4500	104	43.27	否
大鱼海棠	2016	3500	105	33.33	否

熊出没之熊心归来	2016	2500	99	25.25	是
摇滚藏獒	2016	6000万美元	93	64.52万美元	否
超能太阳鸭	2016	1200万美元	86	13.95万美元	否
阿唐奇遇记	2017	8500	98	86.73	否
熊出没之奇幻空间	2017	2500	90	27.78	是
十万个冷笑话2	2017	1000	101	9.9	否
妈妈咪鸭	2018	7500	90	83.33	否
熊出没之变形记	2018	2500	90	27.78	是
猫与桃花源	2018	7500	105	71.43	否
风语咒	2018	6000	105	57.14	否
白蛇：缘起	2019	8000	95	84.21	否
全职高手之荣耀巅峰	2019	7500	98	76.53	否
哪吒之魔童降世	2019	7000	110	63.64	否

数据来源：三文娱公众号，万达电影公告，方特动漫招股书，广发证券发展研究中心

动画电影制作无需场地租金和服化道等费用，人力成本为主要成本。人力成本的提升是国产动画成本快速增长的主要原因：舞之动画、约克动漫、杰外动漫和每日视界的人均薪酬费用逐年提升，2014~2018年平均薪资的累计涨幅超过70%，2018年四家动画公司的平均工资为15万元/人/年。

图9：动画制作公司的人均薪酬走势（万元/人）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们认为工资水平提升虽然导致制作成本的压力，但有助于动漫产业吸引并留住人才。过去5年间，由于游戏行业产值高（2018年仅游戏内容收入就达到2144亿元），增速快（过去5年复合增速为17%），统计得到2018年游戏行业的平均工资水平达到20万元/年，远高于动画行业11万元/年的平均工资水平。

从新三板动画人员数量走势近年来持续下滑，37家公司总员工数量为从4328人下滑至3532人，制作人员减少速度更为显著。一方面，由于部分公司从“制作代工”向“原创设计”转型，仅保留主创团队，制作外包。另一方面，由于游戏美术和宣传投入迅速增长，给予的薪酬待遇更高、更稳定，对动画相关人才的吸引力更强。以动画师为例，各等级的薪资水平比较来看，游戏比影视行业高出2000元左右。

图10: 新三板动画公司员工总数(人)和增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 新三板动画公司制作人员数量和人员占比(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表3: 游戏和影视行业各等级的动画师薪资情况

动画师等级	职业要求	游戏行业	影视行业
初级	无经验要求; 大专以上学历	0.8-1.2万/月	0.6-1万/月
中级	1-3年经验; 大专以上学历	1-1.5万/月	0.8-1.5万/月
高级	3年以上经验; 大专以上学历	1.2-2万/月	1-2万/月

数据来源: 前程无忧, 智联招聘, 广发证券发展研究中心

与海外相比, 总体制作成本仍有差距, 前期创作环节的投入偏低。制作成本与美国平均200万美元/分钟的制作投入相比仍有明显优势。国内中期制作成本占总成本的70%, 前期、后期制作费用约占30%, 而成熟的美国动画市场在前期制作(剧本、设定、分镜等方面)花费的成本更高, 中期制作成本占比更低。

表4: 北美动画电影的制作成本情况

电影	上映时间	制作成本 (单位: 亿美元)	时长 (单位: 分钟)	每分钟制作成本 (单位: 万美元)
机器人总动员	2008	1.8	97	185
魔发奇缘	2010	2.6	100	260
玩具总动员3	2010	2	103	194
赛车总动员2	2011	2	102	196
勇敢传说	2012	1.85	93	199
怪兽大学	2013	2	99	202
海底总动员2	2016	2	93	215
赛车总动员3	2017	1.75	109	160
寻梦环游记	2017	1.75	105	166

数据来源: Mojo, 广发证券发展研究中心

表5: 国内外制作成本结构比较

制作阶段	中国	美国
前期制作	15~20%	30%

中期制作	70%	55%
后期制作	10%~15%	15%

数据来源：舞之动画挂牌说明书，广发证券发展研究中心

与海外相比，制作精细化程度仍有提升空间。精细化制作分工对于提升动画电影的制作效率和内容品质，节省制作成本有明显帮助。过去四年来，国产动画电影的制作精细化程度有明显提升，2015年十月文化在制作《大圣归来》时，团队仅有11个制作部门，单个制作部门负责多个制作环节。2016年彼岸天出品的《大鱼海棠》涉及30个制作部门，300人创作团队；2019年追光动画出品的《白蛇：缘起》制作部门达到21个，但团队总人数仅为《大圣归来》的7成。虽然国产动画与海外动画在制作上的差距正在缩小，但仍有改善空间：以2017年皮克斯的《寻梦环游记》制作团队为例，其总共有22个制作部门，团队总人数达到550人，不仅在一级制作环节上精细分工，而且在二级制作上也实现分工明晰，如《寻梦环游记》将整个灯光组共68人进一步细分为10个工种，包括角色灯光、灯光优化、镜头灯光、灯光掌控等。

表 6：国内动画电影制作团队各环节参与人数对比

《寻梦环游记》 (上映日期：2017年)		《大圣归来》 (上映日期：2015年)		《风语咒》 (上映日期：2018年)		《白蛇：缘起》 (上映日期：2019年)	
分工组名	人数	分工组名	人数	分工组名	人数	分工组名	人数
制片 production	24	制片组	27	制作总监	1	制片管理	7
国际制片 international production	7	美术设计	3	制作主管	3	前期故事团队	2
美术设计 art	40	模型组	38	制片助理	3	美术设计	9
故事 story	25	材质组	27	前期设计	4	故事板(分镜师)	9
角色 characters	34	绑定组	7	模型材质师	12	动画(动画组长)	5
场景 sets	40	layout 及动画	61	绑定师	7	动画(动画师)	28
layout camera & staging	17	数据组	6	三维分镜师	12	模型	14
动画 animation	129	灯光渲染组	35	动捕演职人员	21	绑定	9
模型 simulaton	27	特效组	45	动画师	4	材质	11
技术 global technology	16	后期合成	27	角色特效总监	1	三维分镜	7
sweatbox	3	片尾动画	8	特效师	17	角色特效	20
特效 effects	12			灯光渲染师	1	特效	14
灯光 lighting	68			剪辑师	1	植被环境	5
渲染 rendering	15					组装	1
papd picado prologue	4					灯光	12
艺术&设计 art & design	3					数字绘景	4
3D 立体效果 stereoscopic 3D	7					技术及流程管理	9
对白 production dialogue	3					研发组	4
母带处理&操作 studio mastering & operations	20					运维&IT	3
剪辑 editorial	20					片尾单屏制作	2
渲染管线组 render pipeline group	8					剪辑	5
后期制作组 post production	28						
人数总计	550	人数总计	257	人数总计	257	人数总计	180

数据来源：寻梦环游记、大圣归来、大鱼海棠、白蛇：缘起等影片资料，广发证券发展研究中心

二、中国动画电影的发展历程

以中国首部电脑技术绘制的动画电影《宝莲灯》为界限，将我国动画电影发展史划分为两大阶段，为“前”数字动画电影时代(1926~1998年)和数字动画电影时代(1999年~至今)。我们主要探讨1999年以后的数字动画电影时代情况。

2.1 数字动画电影时代：从“低幼风”到“成人向”，票房技术双突破

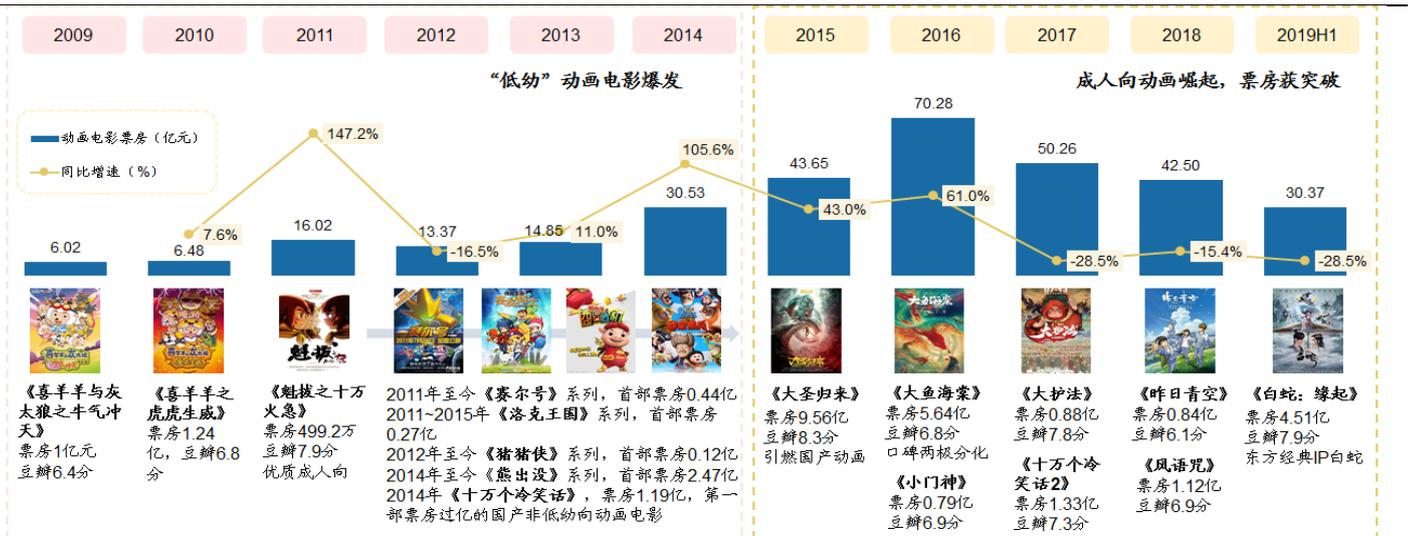
1) 1999~2014年，迷茫期新发展，“低幼”动画电影爆发

21世纪初，国产动画电影进入迷茫发展期。自2004年以来，针对原创动画片的扶持政策陆续出台，以税收优惠和补贴大力扶持国产动画，在此期间虽有《梁祝》、《风云诀》、《魔比斯环》等优质影片，但国产动画电影总票房始终在千万级徘徊，占全年总票房的1%。

2009~2014年，影剧联动，“低幼”动画电影票房爆发。2005年7月，《喜羊羊与灰太狼》动画片在全国各大电视台轮番播映，历时四年完成了IP培育，积累了数亿的受众群体，2009年1月《喜羊羊与灰太狼之牛气冲天》大电影上映，累计总票房1亿元，打破了国产动画电影票房市场的坚冰。低幼动画“影剧”联动的商业模式获得成功，“熊出没”、“赛尔号”、“猪猪侠”、“大头儿子和小头爸爸”、“潜艇总动员”等动画IP纷纷进行动画大电影项目开发，都走出了较好的票房成长曲线。

2011~2014年间，国产低幼动画电影票房从2.32亿元增长至8.14亿元，年均复合增速达到52%。5000万元票房以上的影片合计15部，其中喜羊羊系列大电影有5部破亿，2014年上映的《熊出没之夺宝熊兵》以2.47亿元票房位居榜首。除动画片IP衍生大电影外，原创IP《神秘世界历险记》、《辛巴达历险记》以及传统神话题材作品《神笔马良》、《大闹天宫3D》也获得了不错的票房成绩。截至2014年，低幼动画电影的上映数量达到20部，相比2011年增长185%。

图12: 2009~2019H1动画电影票房(亿元)、同比增速(%)和代表作品

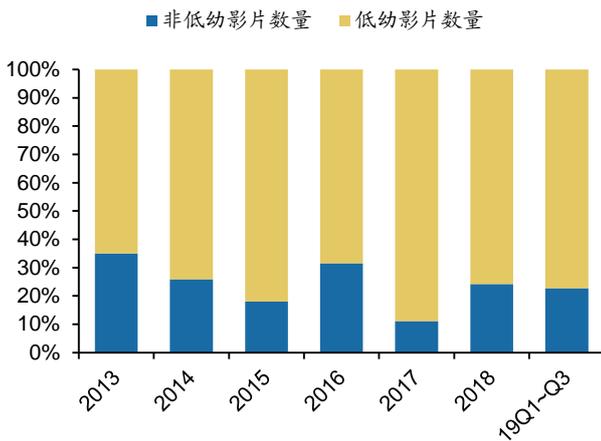


数据来源: 猫眼专业APP, 广发证券发展研究中心

2) 2015年至今，成人向动画电影取得突破，新生代动画工作室崭露头角

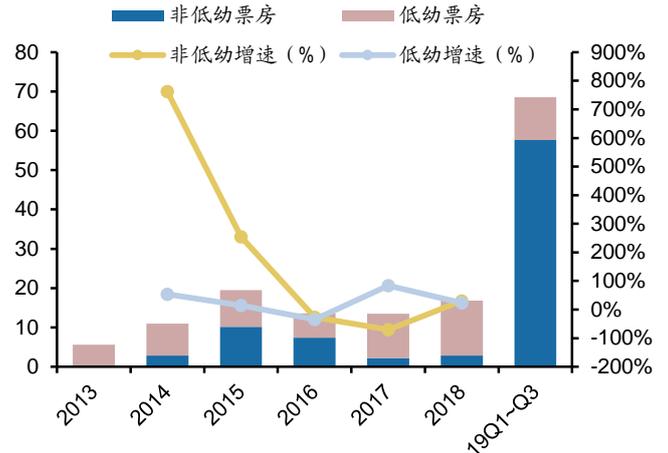
在低幼动画一片繁荣中，部分新生代的动画工作室开始尝试“成人向”题材的动画电影，如青青树动画工作室的《魁拔》系列三部曲，艾尔平方工作室的《十万个冷笑话》，玄机科技的《秦时明月之龙腾万里》，米粒影业的《龙之谷：破晓奇兵》，大部分票房表现惨淡，其中《龙之谷：破晓奇兵》以当时最高的6000万元制作成本，仅获得了5730万元票房成绩。2014年上映的《十万个冷笑话》凭借漫画和动画积累的超高人气，以1000万元的制作成本斩获了1亿元的电影票房。

图13: 国产动画电影各类型上映数量占比 (%)



数据来源: 艺恩, 广发证券发展研究中心

图14: 各类型动画电影票房 (亿元) 和同比增速 (%)



数据来源: 艺恩, 广发证券发展研究中心

《大圣归来》成功带动成人向动画电影市场升温。2015年国产动画电影在毛发渲染、灯光渲染等多项技术上获得突破，该技术也被应用到国产动画《西游记之大圣归来》和《熊出没之雪岭熊风》影片中，两部影片成功跻身当年动画电影票房榜前五，《大圣归来》更是以9.56亿元的票房成绩成功打开了国产动画的票房天花板。2016~2018年，合计上映的非低幼影片达到23部，累计票房12.51亿元，单片票房达到5440万元，但2017~2018年非低幼动画的票房始终在2~3亿元左右徘徊，但已有15名导演完成了千万级以上票房的处女作，不断试错迭代，为后续项目积累经验。

成人向动画电影创作模式仍在探索，单片票房波动性较大。在低幼市场行之有效的“影剧联动”、“影游联动”的模式对于成人向的动画电影市场未能实现预期价值，其中2014年《秦时明月之龙腾万里》上映前期间完成了4部动画片作品的IP培育，获得了较高的人气和口碑，电影最终仅获得5954.7万元的票房，仅有168.7万观影人次，占1600万粉丝数的10%。同样失败的案例还有2018年基于《侠岚》系列动画的大电影《风语咒》，基于腾讯视频热播动漫《全职高手》的大电影《全职高手之荣耀巅峰》等作品，最终票房均未能收回制作成本。

新生代工作室崭露头角，原创动画IP不断试错迭代，追光动画厚积薄发。除了成人向动画IP的工作室进行联动大电影的开发外，很多新生代的创意工作室开始打造原创IP，如彼岸天的《大鱼海棠》（5.64亿元）、追光动画的《小门神》（0.78亿元）、《阿唐奇遇》（0.3亿元）、《猫与桃花源》（0.22亿元）和《白蛇·缘起》（4.5亿元），好传文化的《大护法》（0.87亿元），乐无边动画的《大世界》（262万元）等原创IP影片陆续上映，大部分参与创作的动画工作室都是成立于2009年以后的新生代工作室。

图15: 优质动画电影工作室的成立时间和代表作品



数据来源: 猫眼专业APP, 广发证券发展研究中心

“神话题材+设定新意+故事共情+高精制作”或成为下一个成人向动画电影生产模式。现有的神话和民间传说故事保证了广泛的受众群体，在此基础上进行剧情和人物的再创造，剧情和设定新意可以吸引观众的好奇心和观影热情，人物、剧情能引发共情而不陷入俗套，最后用高精制作托起整体影片质量。可以发现无论是2015年的《西游记之大圣归来》、还是2019年的《白蛇·缘起》和《哪吒之魔童降世》都遵循着这一创作规律。

神话题材不存在IP垄断，但故事创造和高精制作环节存在壁垒。2015年至今，神话题材立项的动画电影数量显著增多，初步统计片名中包含“西游”的动画电影项目就有11个，包含“悟空”、“八戒”的项目有7个；片名中包含“哪吒”的动画电影项目有7个，包含“白蛇”、“白娘子”的项目有4个，如下表所示。但我们发现最后能取得票房成功的并不是备案最早的，追光动画的《白蛇：缘起》和可可豆的《哪吒之魔童降世》的制作备案时间都较晚，但是票房成绩却是最好的。“主创团队”+“制作效率”就起到了非常关键作用，追光动画王微团队前期失败经验积累，饺子团队在剧情设计和人物设定上的创意以及光线彩条屋导演工作室生态体系的资源支持使两者均获得了成功。

表7: 近5年“西游”、“哪吒”、“白蛇”等传统神话和民间传说的相关动画电影备案情况

片名	备案公示时间	备案单位	编剧	备案地
“白蛇传”相关备案影片				
白蛇: 缘起	2017/9/1	追光人动画设计(北京)有限公司	王微	北京市
白蛇传之水漫金山	2017/8/1	浙江哼哈影业	李喆	浙江省
白蛇与青蛇	2017/4/1	上海米家文化传播有限公司	王骏	上海市
白娘子	2016/3/1	杭州中闻影视有限公司	吴海龙(小海)	浙江省
“哪吒”相关备案影片				
哪吒重生	2019/4/1	追光人动画设计(北京)有限公司	王微	北京市
哪吒·龙与地下铁	2017/5/1	北京凤仪文化传媒有限公司、 霍尔果斯凤仪影业	郑瑛璐	北京市
哪吒之魔童降世	2017/1/1	北京光线影业、霍尔果斯彩条屋影业	杨宇	北京市
封神榜之哪吒	2016/1/1	天津丝路影业	郭磊	天津市

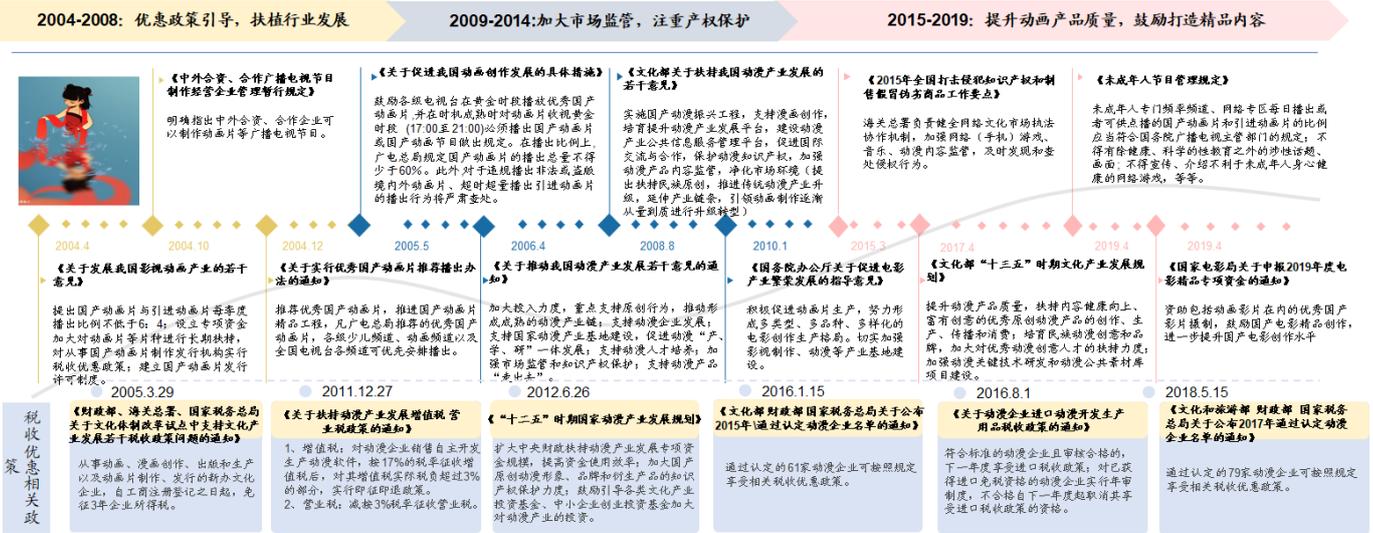
哪吒降世	2015/10/1	江苏糖心文化传媒有限公司、北京奥飞多屏传媒	殷玉麒	江苏省
封神道之哪吒闹海	2015/10/1	上海米家文化传播有限公司	卢青	上海市
我是哪吒	2015/9/1	苏州智杰多媒体有限公司	舒展	江苏省
哪吒小子	2014/8/1	世纪长龙影视股份有限公司	孙梦蕾	福建省
“西游” / “大圣” 相关备案影片				
英雄西游之齐天大圣	2019/4/21	星空盛典影业（深圳）股份有限公司	骆佳	广东省
西游：火焰山	2018/12/1	深圳前海腾清动漫文化有限公司	梁建国	广东省
大闹西游 2	2018/9/1	深圳市谜谭动画有限公司	马晓娜	广东省
童话西游之孙悟空大战狮驼三魔王	2017/9/1	北京金丁美奇动画有限公司	马向前苏飒	北京市
西游记之大圣闹天宫	2016/5/1	北京光线影业有限公司、霍尔果斯十月文化传媒有限公司、霍尔果斯彩条屋影业有限公司	田晓鹏	北京市
西游奇遇记之无敌小妖	2016/1/1	上海豪颖文化传播有限公司、上海豪颖影视传媒	吴军平	上海市
西游记之神仙联盟	2015/11/1	山西菲尔幕文化传媒有限公司、北京菲尔幕文化传媒	尚亚丽	山西省
西游记之人参果	2015/11/1	星皓影业有限公司	文宁	江苏省
大话西游之一月光宝盒	2015/10/1	西部电影集团有限公司	舒昊	陕西省
大话西游之二大圣娶亲	2015/10/1	西部电影集团有限公司	舒昊	陕西省
西游记之三星洞学艺	2015/9/1	深圳市金海岸影业有限公司	刘晓光	广东省
孙悟空——火焰山	2017/10/1	上海电影（集团）有限公司	鲁羊（许金林）	上海市
十八罗汉斗悟空 1	2017/3/1	东阳红日影视传媒有限公司	蔡德华	浙江省
悟空圣诞奇遇记	2016/9/1	上海鑫岳影视传播股份有限公司	殷玉麒	上海市
悟空	2014/10/1	深圳市中境动漫文化传播有限公司	王志学	广东省
八戒	2017/4/1	北京环宇星漫文化传播有限公司	李力持	北京市
新猪八戒	2016/3/1	北京曼殊文化传媒有限公司、上海明迪文化传媒	彭善明	北京市
功夫无敌猪八戒	2016/1/1	泉州市功夫动漫设计有限公司	李笃兵	福建省
猪八戒之天蓬下凡	2015/11/1	深圳一立动画影业有限公司	易立	广东省

数据来源：国家广电总局，广发证券发展研究中心

2.2 动漫产业政策变迁：从鼓励扶持到规范发展

2004~2008年，限制进口、税收优惠、鼓励原创，扶持国产动画产业发展。2004年4月广电总局发布了《关于发展我国影视动画产业的若干意见》，提出国产动画片与引进动画片每季度播出比例不低于6:4。2006年8月《广电总局关于进一步规范电视动画片播出管理的通知》直接指出下午5至8点，禁播国外动漫节目，且每日全国动漫播出总量中，国产动漫比例不低于70%。2008年2月《关于加强电视动画片播出管理的通知》指出各动画频道在17:00-21:00必须播出国产动画片或国产动画栏目，以未成年人为主要对象的频道，要严格执行国产和进口7:3的规定。在进口限在国家出台相关政策限制播放国外动漫影视片后，我国动漫影视作品的产量快速增长：以电视动画片为例，1993年全国制作完成4部作品，共195分钟；2001年制作完成13部，共8,511分钟，2007年底，全国电视动画片产量已经达到了10万分钟。

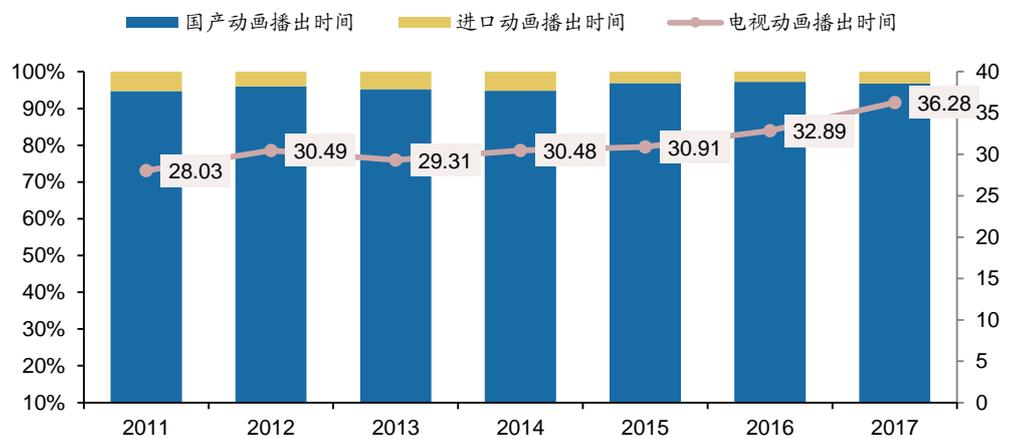
图16: 国家对动漫产业的支持



数据来源: 国家广电总局, 文化部, 广发证券发展研究中心

在产业扶持方面, 期间内出台了包括《关于实行优秀国产动画片推荐播出办法的通知》、《关于促进我国动画创作发展的具体措施》以及《关于推动我国动漫产业发展若干意见的通知》(十部委联合颁布)等多项政策, 设立专项资金加大对动画片长期扶持, 对国产动画片制作发行机构在增值税、所得税、关税等税收予以优惠政策, 大力支持国产动画发展, 优先安排符合条件的动漫企业境内上市融资。

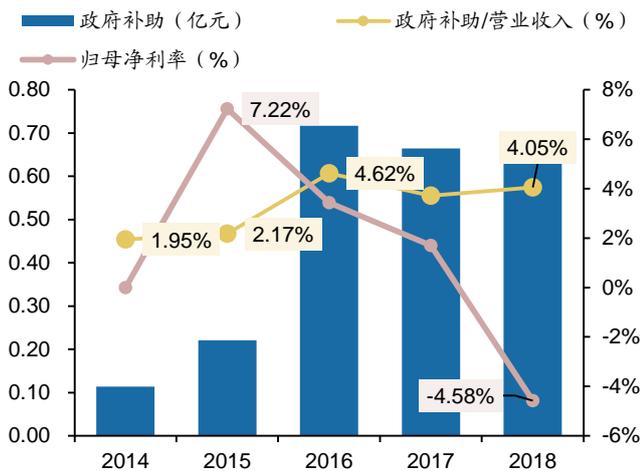
图17: 电视动画播出时间、国产动画和进口动画播出时间比例 (%)



数据来源: 国家广电总局, 广发证券发展研究中心

2015年至今, 政策扶持力度保持平稳, 动画产业市场化竞争加剧。动漫产业的税收优惠和优秀作品扶持政策仍在延续, 在补贴和资本开放上没有进一步宽松趋势。我们以新三板37家动画挂牌公司为例, 分析政府对动画产业的补贴及税收优惠情况。统计发现, 2016年政府补贴同比大幅增长224%至7165万元后整体规模保持平稳。按照2018年公告数据来看, 新三板动画公司中有22家公司税率在15%及以下。在2019年8月《哪吒之魔童降世》研讨会上, 中宣部表示“将进一步加大对动画电影在政策、资金、人才上的扶持力度, 继续抓好动画电影的精品生产”, 动画电影政策面或有边际改善迹象。

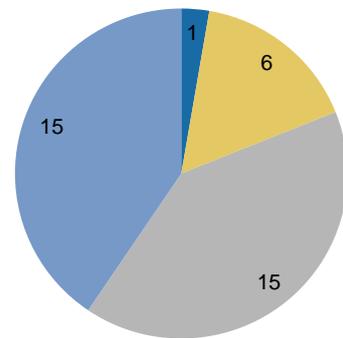
图18: 动画公司政府补贴(亿元)和占净利润比重(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 新三板动画公司的所得税率分布

10% 13% 15% 25%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、动画市场进入良性发展期，神话题材率先突围

3.1 市场端：整体行业规模较小，逐步进入良性发展期

国产动画电影上映数量恢复增长。2010~2016年期间动画电影数量呈持续增长趋势，其中国产动画电影是主要增长来源，2016年上映动画电影数量达到60部，其中国产动画电影37部，占比超过60%。2016~2017年国产动画电影上映数量有所下滑，2018~2019年上半年上映数量有所回暖，2019年上半年上映数量同比增长41.7%。从动画电影结构来看，2018年上半年上映动画电影中，国产动画33部，占比52.4%，进口动画主要来自日本和美国，分别为13部和6部，其余11部来自其他国家（英、法、德等）。

图20: 国内不同产地动画电影上映数量和上映总数增速(%)



数据来源: 国家广电总局, 广发证券发展研究中心

从国产动画和进口动画比较来看，进口动画平均票房较高，2016年甚至达到2.47亿元/部（主要贡献影片包括《疯狂动物城》（15.27亿）、《功夫熊猫3》（10亿）、《你的名字。》（5.75亿）等），国产动画影片平均票房从2010年2200万爬升至2015

年的5000万，随后进入横盘状态，截至2019上半年国产动画电影在《熊出没》、《白蛇缘起》、《小猪佩奇过大年》等过亿影片带动下，单片票房大幅提升至9700万元。从电影质量来看，进口动画电影票房加权评分总体保持在9分以上，2010~2015年期间国产动画电影的质量和口碑持续改善，与进口动画电影的猫眼加权的评分差距逐渐收窄，并在2019年上半年成功实现反超。

图21: 国产和进口动画电影平均票房 (亿元)



数据来源: 猫眼专业版APP, 广发证券发展研究中心

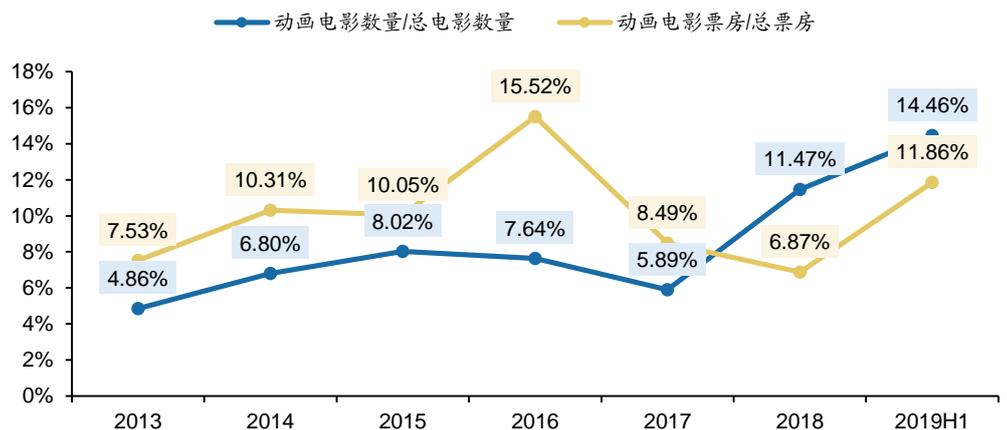
图22: 国产和进口动画猫眼加权平均分走势



数据来源: 猫眼专业版APP, 广发证券发展研究中心

动画电影近年来虽有增长,但与整体电影市场相比,数量和票房比例仍然较低。2018年动画电影上映数量占比虽然有明显提升至11.47%,但由于单片票房并没有明显改善,总体产出票房占总票房比重同比继续下滑至6.87%。2019年上半年,在头部动画内容带动下,动画电影票房和数量占比实现同步增长,电影数量占比同比提升3pct至14.46%,票房占比同比提升5pct至11.86%。

图23: 2015~2019H1动画电影数量占总电影、动画电影票房占总票房比例 (%)



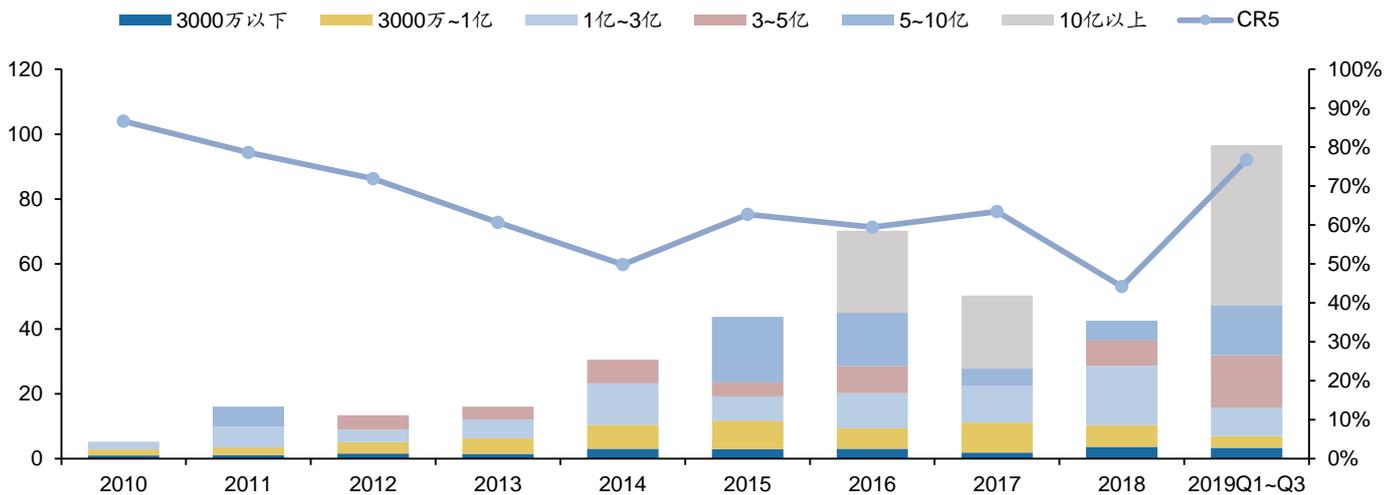
数据来源: 猫眼专业版APP, 广发证券发展研究中心

动画头部效应显著,1~5亿动画成中流砥柱,5亿以上对动画票房拉升力最强。从动画历史动画影片的票房分布来看:1000万,5000万,1亿,3亿,5亿为主要分布节点。影片票房结构来看,过去三年,1000万票房以下的长尾动画影片数量众多,占总动画影片数量平均为35%,票房贡献为1~2%;1000万~5000万票房区间的影片数量平均占比为33.5%,票房贡献为8~10%;5000万以上票房影片占剩余三分之一,其中1~5亿动画影片数量平均占比约17.5%,平均票房贡献约为30%,是国内市场的

中流砥柱。5亿以上的动画影片数量相对较少，但票房贡献度高（40%以上），整体票房拉升力最强。

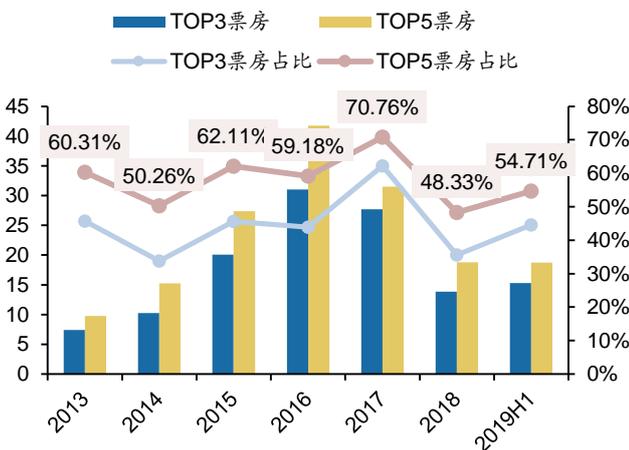
从集中度指标来看，2016~2018年，动画电影票房CR3平均为44%，CR5平均为55%，2019年前三季度在《哪吒》单片49亿巨额票房带动下，CR3达到67%，CR5平均达到76%。对比真人电影市场来看，2018年CR3为16.74%，CR5为24.89%，仅为动画电影集中度的一半，说明动画电影市场的集中度更为明显。

图24：国内动画电影分区间票房（亿元）和TOP5影片累计票房占比（%）



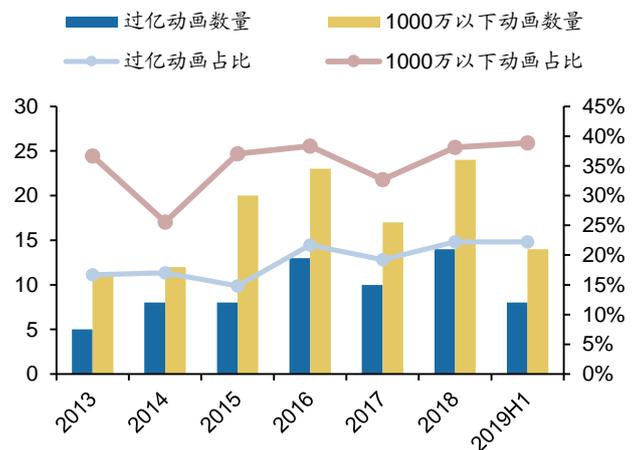
数据来源：猫眼专业版APP，广发证券发展研究中心

图25：头部动画电影票房（亿元）及占比（%）



数据来源：猫眼专业版APP，广发证券发展研究中心

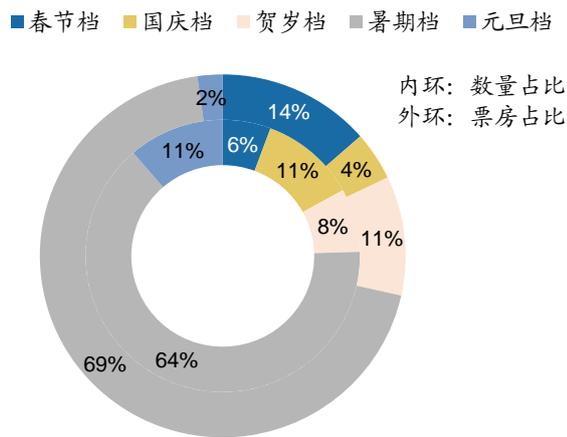
图26：头部和长尾动画电影数量（部）及占比（%）



数据来源：猫眼专业版APP，广发证券发展研究中心

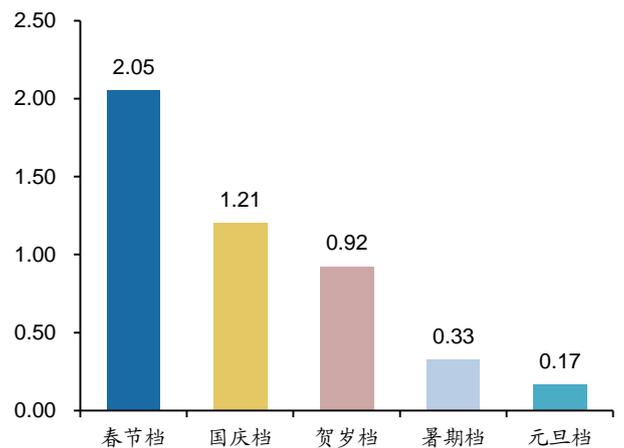
动画电影暑期档市场集中度近7成，春节档单部票房最高。从重点档期的单部动画电影平均票房来看，春节档动画电影多出爆款，《熊出没系列大电影》长期驻守，平均单部产出2.05亿。国庆档和贺岁档的单片票房表现不俗，分别为1.21亿元/部和0.92亿元/部。选择在暑期档定档的动画影片较多，但单部票房产出较低，仅有0.33亿，2019年《哪吒之魔童降世》成功打破暑期无大片的格局，暑期档单片票房成功跃居各档期第一。元旦档则表现最差，单部票房仅0.17亿，票房占比远低于数量占比。

图27: 2015~2018年档期动画电影数量及票房占比



数据来源: 猫眼专业版APP, 广发证券发展研究中心

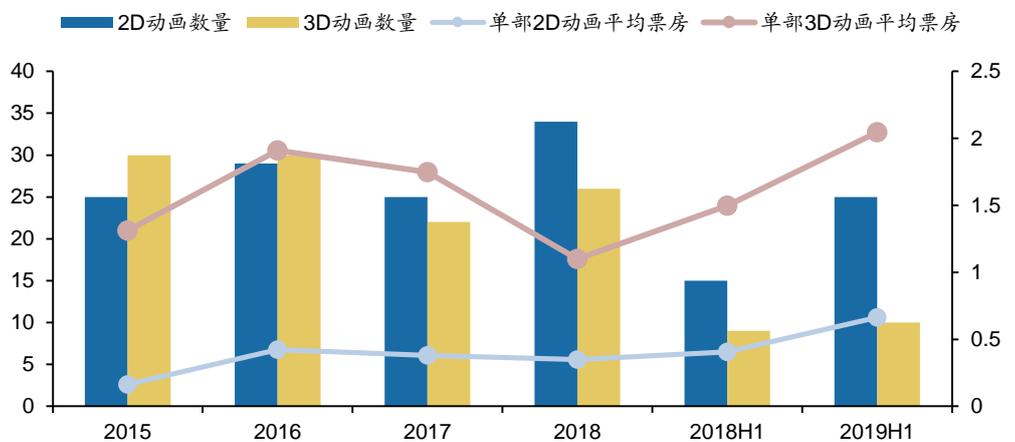
图28: 2015~2018年档期动画单均电影票房 (亿元)



数据来源: 猫眼专业版APP, 广发证券发展研究中心

从动画电影的制式来看, 3D动画电影呈现量少质优之势。2D动画影片数量上占据优势地位, 然而从单部电影平均票房来看, 单部2D片的平均票房远低于3D动画电影。2015年, 2D动画的单部平均票房仅0.16亿元, 2019H1已增长3倍升至0.66亿元; 相比于2D, 单部3D片的平均票房无明显增长趋势, 除了2016~2018年出现下滑以外, 2015至2016年、2018H1至2019H1是增长的, 2019H1单部平均票房已达到2.05亿, 超过2D约1.4亿。

图29: 2015~2019H1动画电影制式数量及票房 (亿元)



数据来源: 猫眼专业版APP, 广发证券发展研究中心

低幼系列动画占据主导地位, “熊出没”独占鳌头。我们选取2011年以来上映的“喜羊羊与灰太狼”、“熊出没”、“潜艇总动员”、“神秘世界历险记”、“猪猪侠”和“赛尔号”等在内的9部系列动画电影作品。这些作品内容开发周期短, 主要瞄准低幼市场, 易形成固定粉丝群。从票房表现来看, “熊出没”票房走势最强, 2019年收获7.14亿元票房, 2016~2019年票房累计复合增速达到35.5%, 成长性遥遥领先于其他系列作品。此外, “神秘世界历险记”、“赛尔号”的票房曲线也呈上升趋势, 先后在2017、2018年突破亿元大关。

“熊出没”成为低幼向影剧联动的典范，走出了强势的票房曲线，其成功源于：

- 1) 前期创作的积累，在成功创造出“熊出没”IP之前，方特数字动漫在2010~2012年先后创作了如《生肖传奇之十二生肖快乐街》、《生肖传奇之十二生肖总动员》、《小鸡不好惹》、《小虫虫有大智慧》等约20多部动画片，为其在低幼动画领域积累了重要创作和生产经验。
- 2) “动画片”和“大电影”实现有效联动。“熊出没”系列动画片通过在电视台和视频网站上多轮放映，持续强化受众群体的IP意识，是实现高频内容输出，积累用户偏好信息，培育IP粉丝的重要手段。在生产端，动画片作为创意试验、角色丰富、素材积累和剧情架构的重要部分，可以为“大电影”节省制作成本。

图30: 方特动漫的动画片+动画电影有效联动



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

票房曲线增势平稳，制作成本稳中有降，系列动画毛利率持续提升。“熊出没”系列电影的营业收入和成本拆分情况如下表所示。以2018年为例，“熊出没”动画电影的院线发行收入为7606万元，占总收入的74%，新媒体播映收入2009万元，占总收入的19.5%，电视台播映、境外播映等其他收入为670万元，占6.5%。

但制作成本同比减少11.63%至1466万元（2018年和2017年的投资份额均为40%，制作成本具有可比性），总营业成本同比减少18.8%至2321万元，电影毛利率提升15.14pct至77.43%。

表8: “熊出没”系列大电影的营业收入和成本构成（百万元）和毛利率（%）

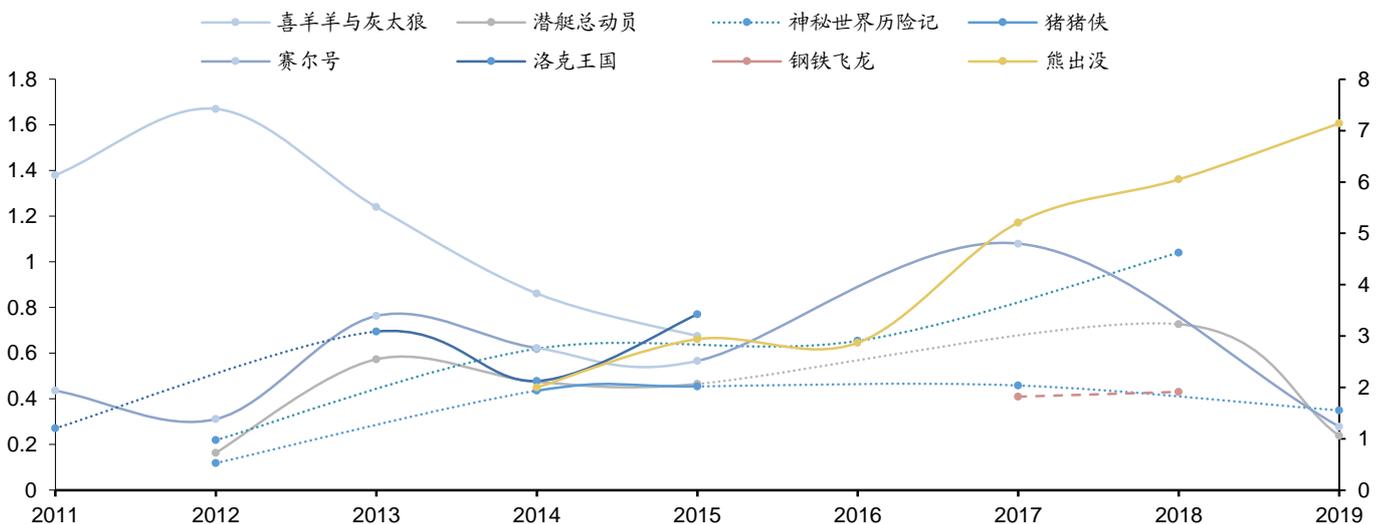
动画大电影营收、成本拆分	2016	2017	2018
动画电影收入（万元）	5,554	7,584	10,284
——院线发行收入	4,161	6,458	7,606
——电视台播映	83	48	95
——新媒体播映	1,289	992	2,009
——境外播映	-	86	222

——其他	21	-	351
动画电影营业成本(万元)	1,899	2,860	2,321
制作成本	1,251	1,659	1,466
——直接人工	1,004	1,066	1,085
——外包制作	247	593	381
宣发成本	442	956	650
其他	206	244	206
动画电影毛利润(万元)	3,655	4,724	7,963
动画电影毛利率(%)	65.80%	62.29%	77.43%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

系列动画的开发需要保持创作团队以及资金方的稳定性。“喜羊羊与灰太狼”、“猪猪侠”等动画大电影票房出现下滑走势,除了IP热度的下滑外,更重要的是主创团队和出品方的反复更换,“喜羊羊与灰太狼”前四部大电影由原创动力工作室制作,由香港著名导演赵崇邦担任动画导演,票房成绩蒸蒸日上。2014年被奥飞娱乐收购后,创作团队出现变动,项目开发也出现问题,第六、七部的动画导演先后更换为简耀宗和黄伟明,电影票房也遭遇连续滑铁卢。“猪猪侠”IP的主创团队相对稳定,前3部电影与珠江影业合作,伴随动画片的热映票房也呈现上升趋势。2014年获得了乐视网600万元的战略投资,第四部影片主出品方更换为乐视影业,但由于2017年乐视集团资金断裂,陷入债务危机,对咏声动漫后续电影项目开发产生了一定的负面影响,失去了与珠江影业的合作关系,更换出品方后,2019年7月上映的《猪猪侠·不可思议的世界》仅有3570万元票房。

图31: 2011~2019年动画系列票房变化趋势(单位:亿元,注:熊出没系列动画影片的票房为右轴)



数据来源: 猫眼专业版APP, 广发证券发展研究中心

由于今年动画电影票房基数较高,预计2020年动画电影票房将有所回落。但随着更多优质创作内容上映以及前期成功IP的持续迭代,我们预计动画电影总票房将在2021~2022年将恢复增长,国产动画票房增速达到40%的增速水平,动画电影占总电影票房的比重稳步抬升,2022年将自然增长至15.7%。

表9: 中国动画电影票房市场测算

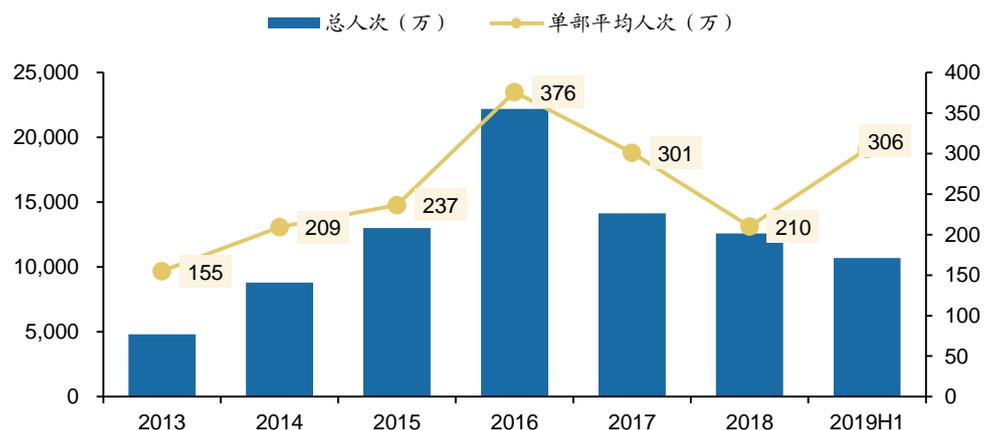
中国动画电影票房测算	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E	2022E
动画电影数量(部)	54	60	52	63	36	60	65	75	80
单部影片票房(亿元/部)	0.81	1.17	0.97	0.67	0.84	1.58	1.20	1.35	1.60
动画电影票房(亿元)	43.65	70.28	50.26	42.50	30.37	95.00	78.00	101.25	128.00
国产动画电影数量(部)	38	36	27	30	14	32	40	45	48
国产动画单片票房(亿元/部)	0.51	0.37	0.50	0.52	0.96	1.98	1.05	1.35	1.8
国产动画电影票房(亿元)	19.44	13.17	13.48	15.60	13.38	63.38	42.00	60.75	86.40
同比增速(%)	80.89%	-32.24%	2.33%	15.75%	71.00%	306.24%	-40.05%	44.64%	42.22%
全国总票房	440.70	457.10	559.00	606.51	311.58	612.58	686.08	751.26	815.12
同比增速(%)	48.68%	3.72%	22.29%	8.50%	-2.64%	1.00%	12.00%	9.50%	8.50%
动画电影票房/总票房(%)	9.91%	15.38%	8.99%	7.01%	9.75%	15.51%	11.37%	13.48%	15.70%
国产动画/动画电影票房(%)	44.53%	18.74%	26.82%	36.71%	44.06%	66.72%	53.85%	60.00%	67.50%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.2 用户端: 突破“低幼”年龄段, 三四线城市提升潜力大

2013~2018年动画电影观影人次年均复合增速为21.3%。2013~2016年, 观影人次快速增长, 2016年在《疯狂动物城》(总人次4540.1万)、《功夫熊猫3》(总人次2810万)、《大鱼海棠》(总人次1693.5万)等头部爆款动画的推动下, 观影人次达到2.21亿次的历史高峰。2017~2018年缺少头部作品, 观影人次出现回落, 2019H1在国产动画《熊出没·原始时代》(总人次1832万)、《千与千寻》(总人次1555.8万)、《白蛇: 缘起》(总人次1312.7万)等推动下, 观影人次止跌回升。

图32: 2013~2019H1动画电影观影人数及单部平均人次

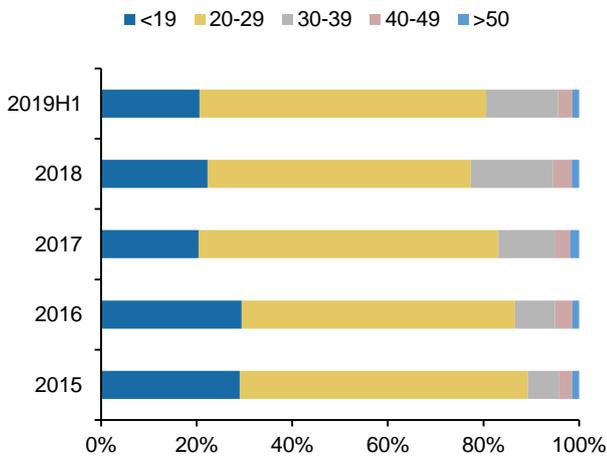


数据来源: 艺恩, 广发证券发展研究中心

成年群体比重逐渐增长, 白领人群比例超过半数。我们统计得到2015~2019年前三季度TOP15的动画影片的用户画像结构。从年龄来看, 动画电影观影人群80%都低于30岁, 20~29岁是中国动画电影的核心人群, 贡献比重较为稳定在60%附近。过去四年间, 30岁以上的占比逐年提升, 2018年达到23%, 较2015年增加了1倍, 动画电影受众群体逐渐从青少年向更成熟观众群扩散, 覆盖面和影响力在提升。从职业

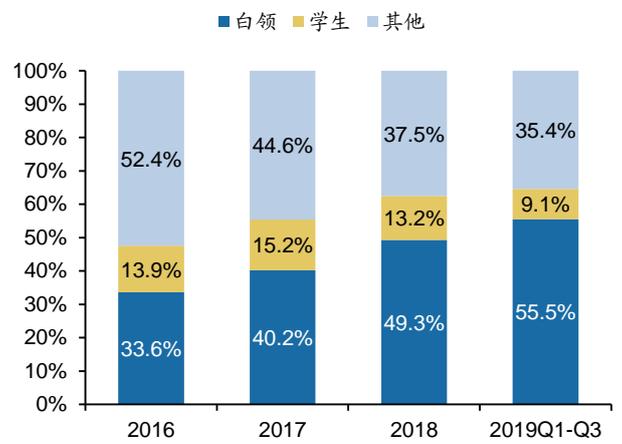
构成来看，白领群体的占比呈明显上升趋势，2019前三季度成功超过其他群体的比例，达到55.5%，较2016年增长了21.9pct。

图33: 2015~2019Q3 TOP15动画电影年龄段分布



数据来源: 艺恩, 广发证券发展研究中心

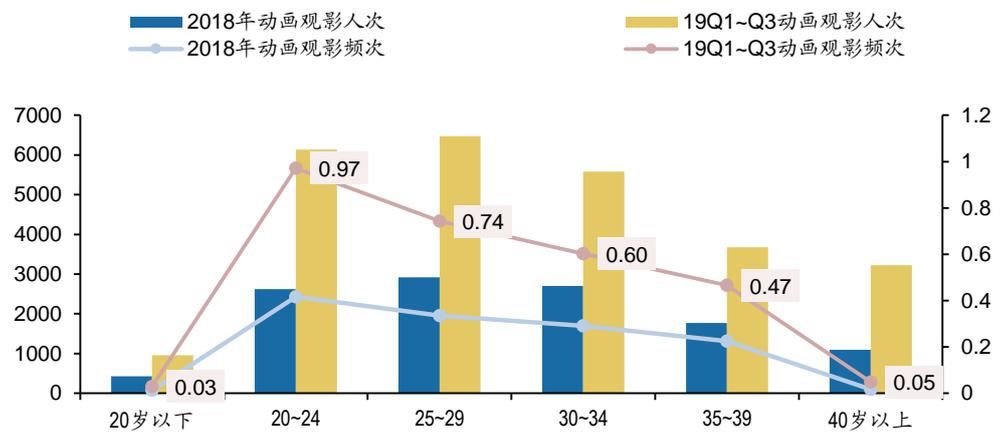
图34: 2016~2019Q3 TOP15动画电影职业分布



数据来源: 艺恩, 广发证券发展研究中心

结合动画影片各年龄段的观影人次数据以及各年龄段总人口数据，计算得到2018和2019年前三季度各年龄段群体的动画影片的观影频次：20~24岁年均观影频次从0.42次提升至0.97次，25~29岁从0.33次提升至0.74次，30~35岁从0.29次提升至0.6次。总体来看，动画电影的人均观影频次仍不足0.2次/年，仍有较大的增长空间。我们认为随着成人向动画内容逐渐丰富和优化，以及观影人群代际更替，低年龄段的高观影频次会逐渐传递至高年龄段，整体观影需求有望抬升。

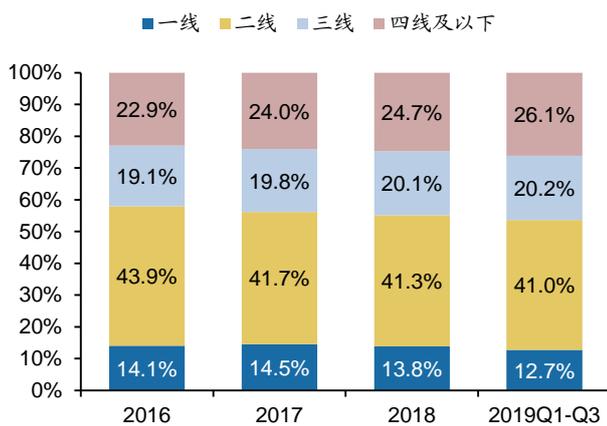
图35: 2018和2019年前三季度各年龄段动画电影观影人次(万次)和频次(次/年)



数据来源: 国家统计局, 猫眼专业版APP, 广发证券发展研究中心

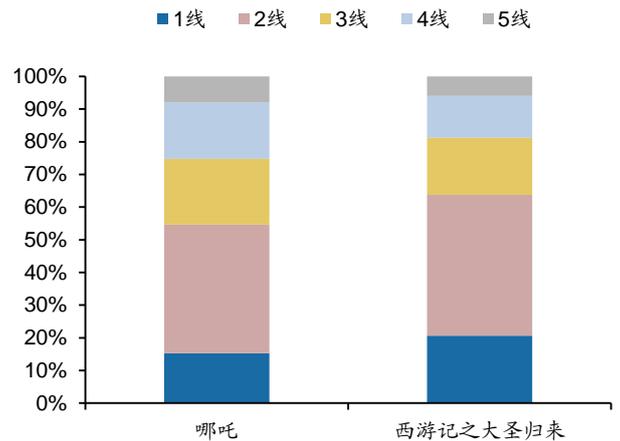
低线城市动画观影热情逐渐提升。从动画电影的票房结构来看，一、二线城市观影人群占比从17年开始逐年下滑，截至2019年前三季度分别为12.7%和41%。三线、四线及以下的城市观影人群占比持续上升，19Q3增至46.3%，相比16年累计提升4.3pct。其中，头部动画影片2019年《哪吒之魔童降世》的3~5线观影人次占比为45.32%，远高于2015年《大圣归来》36.28%。说明动画电影已逐渐获得低线观影消费群体的认可，受众城市不断下沉，未来低线城市的票房潜力大。

图36: 2016~2019Q3TOP15动画电影票房分布趋势



数据来源: 艺恩, 广发证券发展研究中心

图37: 《哪吒》和《大圣归来》观影人次结构(%)

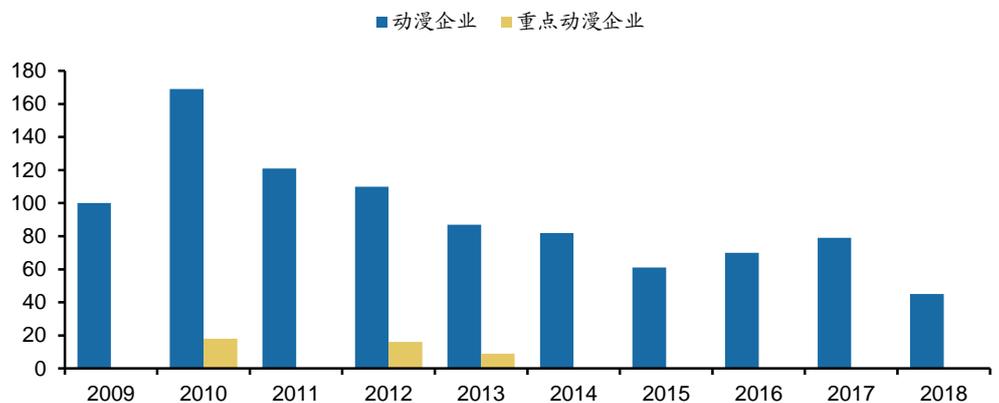


数据来源: 猫眼专业版, 广发证券发展研究中心

3.3 参与主体: 制作机构数量较多, 头部内容参与门槛不断提升

2009年至今, 文化和旅游部累计通过认定的动漫企业数量约900余家, 其中有43家企业获得重点动漫企业认定, 约30%的企业集中于广东省、北京市和江苏省等经济发达地区。2018年认定企业数量快速下滑, 通过二次认定的企业数量占比不足3%, 动漫创作企业整体仍处于“小而散”的状态。

图38: 认定动漫企业和重点动漫企业的数量(家)

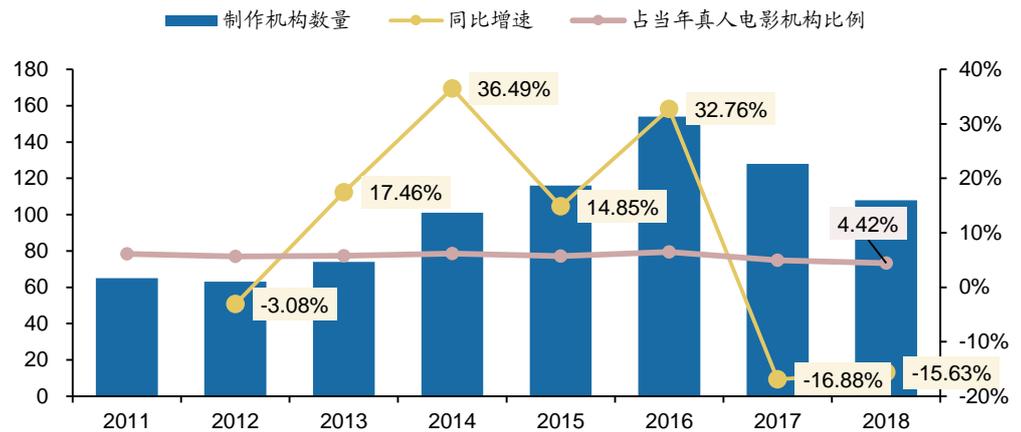


数据来源: 国家文化和旅游部, 广发证券发展研究中心

注: 2016年认定文件缺失, 本文按照2015和2017年的认定数量的平均值测算

从制作机构来看, 根据广电总局公告的电影制作备案数据, 得到2011年至今已完成动画电影项目备案的机构合计755家。由于动画电影项目周期长, 且近年的票房增速低于预期, 2016~2017年备案机构数量分别同比下滑16.9%和15.6%, 2018年完成至少一部动画电影制作备案的机构数量为108家, 活跃度为14.3%, 占真人电影制作机构备案数的4.4%。

图39: 动画电影活跃备案制作机构, 增速和占真人电影制作机构比例 (%)



数据来源: 猫眼专业版APP, 广发证券发展研究中心

我们统计得到2015~2019H1期间累计备案数量TOP10动画公司, 米粒影业完成17项备案位居第一, 光线传媒及其生态公司累计完成15项备案, 位列第二。由于2018年米粒影视核心团队变动, 项目人员的流失或导致前期储备项目后续完成难度较大。3~5名分别为炫动传播(完成12项备案), 泰尚文化(完成11项备案), 奥飞系(奥飞影业、原创动力)(完成8项备案)以及山西东方醒狮在2018年完成8部动画电影备案, 以神话题材为主, 包括《西厢记》、《精卫填海》、《女娲补天》、《神农尝草》、《愚公移山》、《盘古开天传奇》、《夸父追日》和《盘古开天》。

表 10: 2015~2019H1 立项数量 TOP10 的动画电影公司

动画电影公司	2015	2016	2017	2018	2019H1	主要立项作品
米粒影业	8	3	4	1	1	《精灵王座II》、《三只小猪》系列
光线影业	3	8	4	-	-	《哪吒之魔童降世》、《大鱼海棠》、《西游记之大圣闹天宫》、《最后的魁拔》、《妙先生》、《姜子牙》
炫动传播	4	5	1	2	-	《十万个冷笑话2》、《新愚公移山》
泰尚文化	4	1	-	3	3	《阿里巴巴》、《疯狂丑小鸭》系列
奥飞影业	3	4	-	1	-	《超级飞侠》、《大卫贝肯之倒霉特工熊》
东方醒狮	0	0	0	8	-	《西厢记》、《盘古开天》、《女娲补天》等
金茄子文化传媒	0	0	5	2	-	《狮王传奇》、《特工熊猫》
金川文化	4	1	0	1	1	《新花木兰》、《炮弹熊》
环球数码	1	4	-	1	-	《潜艇总动员》系列、《铁扇公主》
享弘数字影视	1	3	-	2	-	《乐乐熊奇幻追踪2》

数据来源: 国家新闻出版总局, 广发证券发展研究中心

进口动画分账片由中影和华夏垄断发行, 2018年中国电影参与发行的进口动画片票房为17.27亿元, 占全年进口动画票房的64%, 华夏发行为14.09亿元, 占比为55.3% (有共同参与影片), 进口动画批片的发行市场机构也可参与。

从参与国产动画电影的出品和发行机构来看, 我们统计得到2018年国产动画TOP5

的发行方分别为华夏发行、五洲电影、光线影业、彩条屋影业和方特动漫，其中华夏发行参与了10部国产动画影片的发行，合计票房为8.35亿元，占全年国产动画票房份额的53.5%，五洲电影参与了3部影片的发行，合计票房8亿元，占光线影业和彩条屋影业共同参与了《昨日青空》和《熊出没之变形记》的发行，此外彩条屋还参与了《大世界》的发行，光线系合计参与发行的动画电影票房6.9亿元，方特动漫仅参与了《熊出没之变形记》的发行，合计票房6.05亿元。

对于成熟动画IP，机构有高度的参与热情，《熊出没之变形记》共有8家发行和联合发行方，12家出品方。统计得到2018年参与国产电影出品和发行的机构数量分别为362家、1240家，平均单部电影的发行参与方不足1家，平均单部电影的出品参与方为3.15家，而国产动画单片参与的出品方和发行方数量分别为1.83家和4.3家。

表11：2018年国产动画电影的参与方情况

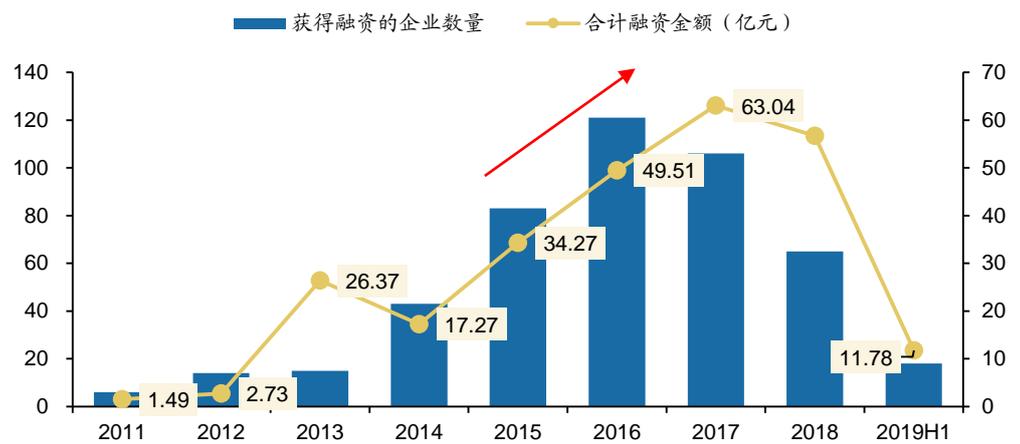
2018年国产电影市场的参与方情况	电影上映数量 (部)	发行方数量 (家)	出品方数量 (家)	单部电影的发行方(家)	单部电影的出品方(家)
国产电影	394	362	1240	0.92	3.15
国产动画电影	30	55	129	1.83	4.30

数据来源：艺恩APP，广发证券发展研究中心

3.4 备案立项：项目数量平稳增长，传统文化题材成热点

立项方面，2012~2016年动画电影备案数量不断增加，2016年全年累计立项达到182部，同比增长26.4%，主要由于2015年暑期档上映的《西游记之大圣归来》成功突破国产动画票房天花板，提振了动画产业长期发展信心，吸引了大量资本涌入。根据IT桔子的数据显示，2015~2017年合计229家动漫公司完成310笔融资，融资金额达到146.82亿元。由于动画电影制作周期相对较长，前期库存项目存在积压，另一方面《大圣归来》后的3年内国产动画票房没有明显突破，2017~2018年立项数逐渐回落至131项，同比下滑17.6%，2019H1随着票房回暖，立项数有所回升。

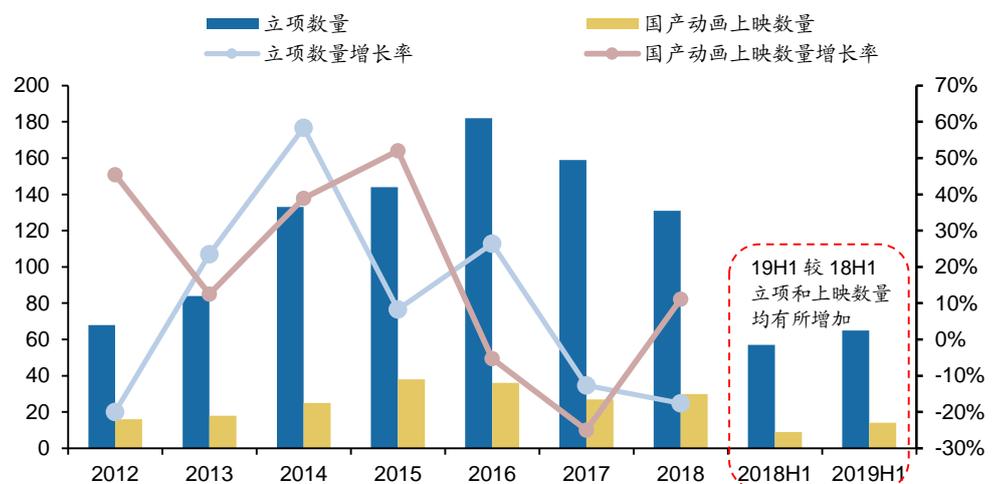
图40：动漫行业一级市场获得融资的公司数量（家）和合计融资金额（亿元）



数据来源：IT桔子，广发证券发展研究中心

上映方面，2012~2015年国产动画上映数量逐年增加，2015年达到38部之多；2015年以后上映数量下滑，2017年跌幅达到25%，仅有27部上映，与之相反的是进口动画上映数量越来越多，国产动画电影的供应量相对不足。经计算，2012~2019H1期间国产动画的平均上映立项比约为21%。

图41：2012~2019H1动画电影立项和上映部数和增速（%）



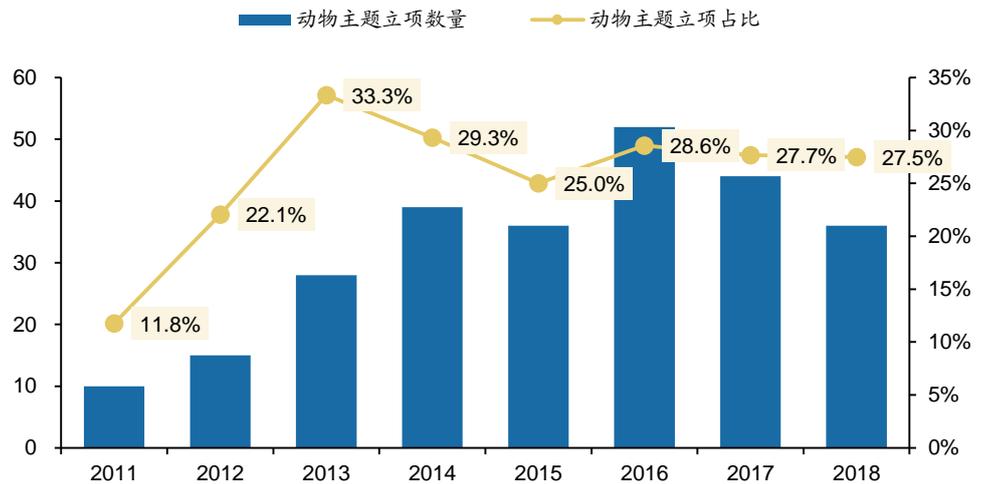
数据来源：国家新闻出版总局，猫眼专业APP，广发证券发展研究中心

回顾2011~2018年动画电影立项，我们总结，立项共有三大特点：低幼向为主流，动画主角多；传统文化题材热度频起；续作生命力强。

1) 低幼向仍为主流，以动物为主角的电影占据大头

就立项电影梗概来看，低幼向电影依旧为主流，主要是由于动画电影的特点，这些低幼向电影，以家庭为单位，其受众群体更为广泛。无论是从IP续作，沉淀人气，低幼向带动家庭式观影，还是与衍生品市场的联动，都在把低幼向动画电影往“吸金”方面推进。其中，兔子、猪、鼠、熊猫、狮子等动物形象备案数量依旧占据着较高的市场份额，自2013年以来动物主角的动画电影占比均超过25%。

图42：2011~2018年以动物为主角的动画电影立项数量（部）和占比（%）



数据来源：国家新闻出版总局，广发证券发展研究中心

2) 传统文化题材电影数量占比增大

自2015年7月10日《西游记之大圣归来》上映取得巨大成功之后，传统文化题材的立项数目明显增加，2015年占比提升至21.5%。2018年市场热点再度增加，占比达到26%，山海经题材的项目有16个，占比超过10%，可期待未来几年将会出现更多传统题材的优秀作品。

图43：2011~2018年传统文化的动画电影立项数量（部）和占比（%）



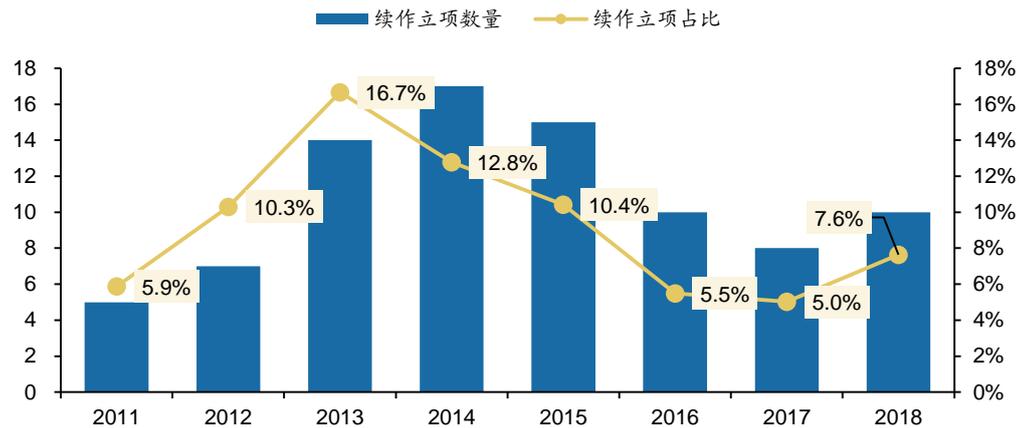
数据来源：国家新闻出版总局，广发证券发展研究中心

3) 国产续作生命力强，以低幼向为主

由于“喜羊羊”、“熊出没”等低幼系列动画电影票房表现突出，2011~2014年动画电影续作立项数量持续增加，2014年合计有17部动画电影系列续作完成备案，占当

年总动画备案数量的12.8%，低幼向续作的数量占比超过80%。2016~2017年，续作备案数快速下滑，一方面由于前期备案数量挤压需要时间消化，另一方面则因为前期作品的票房表现不及预期，如《秦时明月之剑灵传奇》由于前期作品《秦时明月之龙腾万里》的票房表现较差，《喜羊羊与灰太狼》美国加州建成在第4部后票房持续回落，《兔侠传奇3之天降魔兵》也因为第2部作品表现不及预期，后续电影开发暂停。截至2017年续作立项占比仅为5%，2018年国产动画电影131部立项中共有10部续作，数量和占比有所回升，结构上仍然以低幼动画的续作为主。

图44：2011~2018年动画电影续作立项数量（部）及占比（%）



数据来源：国家新闻出版总局，广发证券发展研究中心

四、动画长盛法宝：优质内容、全球发行、衍生繁荣

美国、日本的动画产业发展成熟，通过其发展历程和现状可以发现海外动画市场繁荣有以下特征：

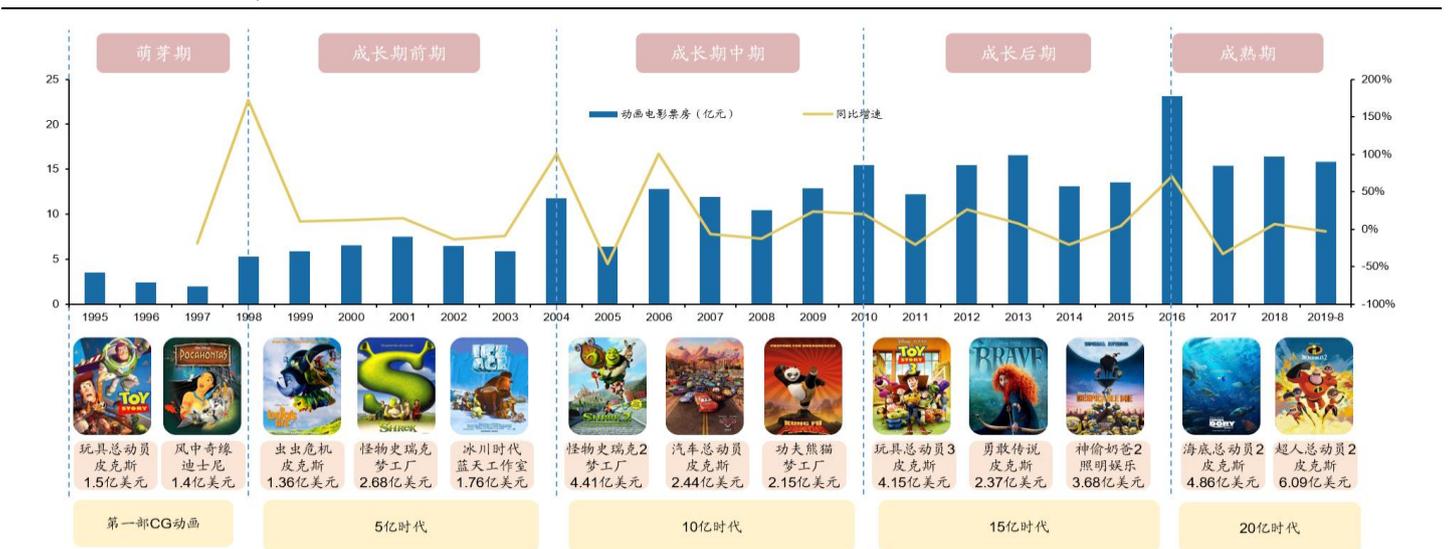
- 1) 头部集中，TOP10动画电影占总体动画电影的比重超过70%。
- 2) 优质内容，合家欢系列成熟，同时高制作质量(平均每分钟70万美元的制作成本)可以有效补偿影片在创意和故事上的不足，抬高了内容下限。
- 3) 系列迭代，美国动画电影的系列动画IP的电影票房前三代作品票房增长稳定，后续出现衰减和分化，在投入产出比上，系列动画比独立动画更高，且近年来有扩大趋势。根据Box Office Mojo数据，统计得到两者在2018年全球票房比制作预算的比重大约为6.2x和3.0x。
- 4) 全球发行，美国动画IP拥有广泛的全球受众群体和卓越的海外发行能力，过去十年间，北美动画影片的票房是国内票房的3x左右，是影片盈利的重要保障。此外，日本动漫的海外收入占比达到46.2%，是近年产业增长的主要动力。
- 5) 衍生繁荣，除了票房收益外，美国动画IP具有强大的衍生能力，其中零售衍生品是最大的部分，维尼熊、米老鼠和他的朋友们的内容收益不足衍生品收益的十分之一。日本动漫产业的衍生商品和授权市场的收入规模达到8796亿日元，占总市场的24.3%，是播放权市场收入的3倍。

4.1 北美动画电影：发展迅速，精品主导

美国是全世界最大的动画电影制造国，我们从北美动画电影数量和票房的增长趋势、头部动画电影情况、投入产出比结构、三个角度剖析北美动画电影市场。

北美动画电影依据票房体量划可分为五个阶段：

图45：北美动画电影发展历程



数据来源：The Numbers，广发证券发展研究中心

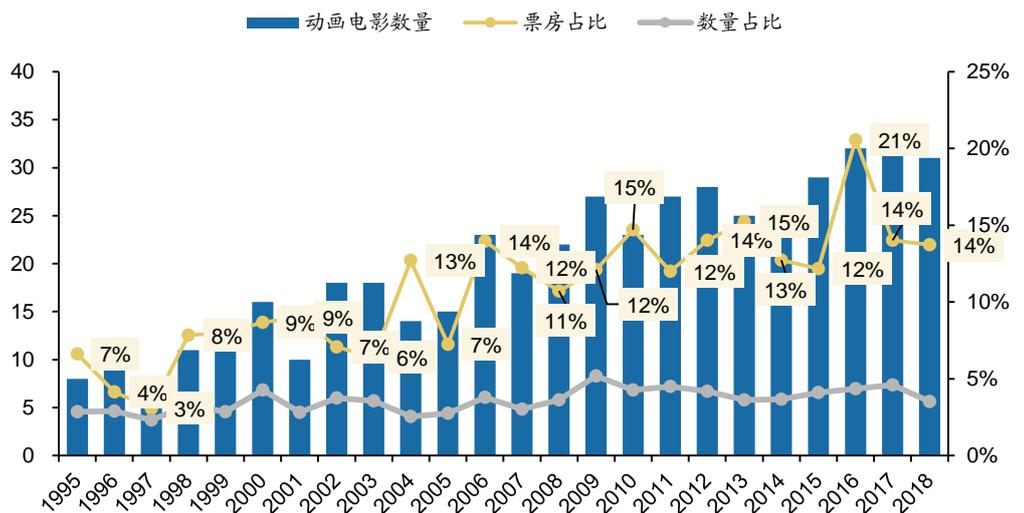
- 1) 萌芽期：1995年皮克斯的第一部计算机动画《玩具总动员》拉开了现代动画电影的序幕。

- 2) 成长前期: 1998年皮克斯与迪士尼的《虫虫危机》登上屏幕, 北美动画电影票房进入5亿时代, 行业进入缓慢发展时期, 皮克斯、迪士尼、梦工厂主导市场。
- 3) 成长中期: 2004年梦工厂制作的《怪物史瑞克2》收获4.41亿美元票房, 北美动画电影票房突破10亿美元天花板, 蓝天工作室、索尼动漫、照明娱乐相继推出第一部动画电影, 动画电影产能快速增长。
- 4) 成长后期: 2010年皮克斯的《玩具总动员3》登上银幕, 北美动画电影票房跨入15亿美元时代, 随着DC漫画改组为DC娱乐, 各大电影公司加快动画电影版图。
- 5) 成熟期: 2016年皮克斯制作的《海底总动员2》、照明娱乐的《爱宠大机密》等多部热门影片的上映, 将北美动画电影带入20亿美元时代, 随着迪士尼对20世纪福克斯的收购案完成, 寡头格局已定。

动画电影数量和票房占比稳步上行。1995~2018年, 北美动画电影无论从数量还是质量上都有飞跃式的发展。从数量上看, 每年制作的动画电影数量从1995的个位数增长到如今的三十多部, 在整个电影产业规模扩大的背景下, 数量占比仅有小幅度上升, 从1995年的2.9%增长到4%左右。The Numbers数据显示, 自2013年以来, 北美动画电影每年基本保持在20部以上, 且2016之后每年动画电影数量超过了30部, 其中2017年共上映34部动画电影, 占总电影数量的4.59%。截止至2019年8月共上映动画电影21部, 占总电影数量的4.02%。

从历史数据可以看出, 北美动画电影票房占比在经过3~4年的增长后有1~2年的小幅回落, 但整体呈现出增长的趋势。1995年北美动画电影票房仅占电影总票房的6.62%, 而如今这一比例已经扩大到14%左右, 其中2016年北美动画电影票房达到23.13亿元, 占总票房20.55%, 主要由于2016年涌现较多品质优良的动画电影, 如《海底总动员2》、《疯狂动物城》、《爱宠大机密》。

图46: 1995~2018年北美动画电影数量(部), 票房和数量占比(%)



数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

精品主导, 头部效应显著。在北美动画电影中, 每年票房超过1亿美元的数量维持在6部左右, 头部动画电影数量占所有动画电影数量的20%左右, 其中2016年有8部电影票房超过1亿美元, 数量占比为25%。票房超过1亿美元的动画电影票房总和基本高于10亿美元, 其中2016年接近20亿美元, 头部动画电影票房占动画电影总票房的

比例基本维持在80%左右。20%的数量比例贡献了80%的票房，足以见得，动画电影头部效应明显，整个北美动画电影市场份额几乎被几部精品电影垄断。

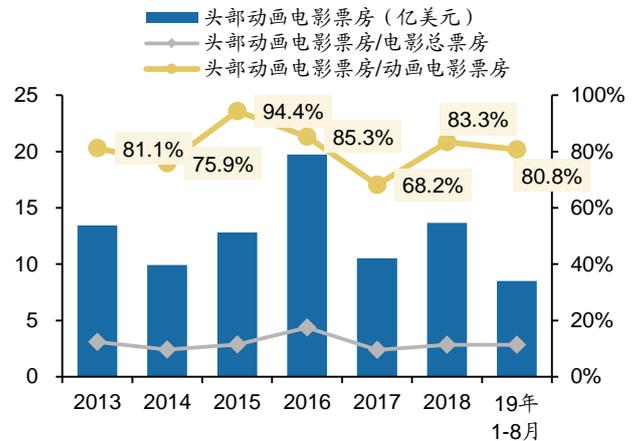
图47: 北美头部动画电影数量 (部) 与占比 (%)



数据来源: The Numbers, 广发证券发展研究中心

注: 票房在1亿美元以上的影片为头部电影

图48: 北美头部动画电影票房 (亿美元) 与占比 (%)



数据来源: The Numbers, 广发证券发展研究中心

注: 票房在1亿美元以上的影片为头部电影

动画电影平均投入产出比高于其他类型电影。根据The Numbers披露的电影预算数据, 2010~2019年上线的107部动画电影投入产出比为3.91, 而这期间所有类型电影产出比为3.22。在动画电影中, 制作成本在0.75~1亿美元的投入产出比最高, 为6.27, 制作成本高于1.5亿美元的为4.09, 而制作成本在0.25~0.5亿美元的仅有2.06, 因此对工作室来说, 在资源有限的情况下最优的策略是以中型产品为主, 以高成本制作为辅, 才能实现效益最大化。

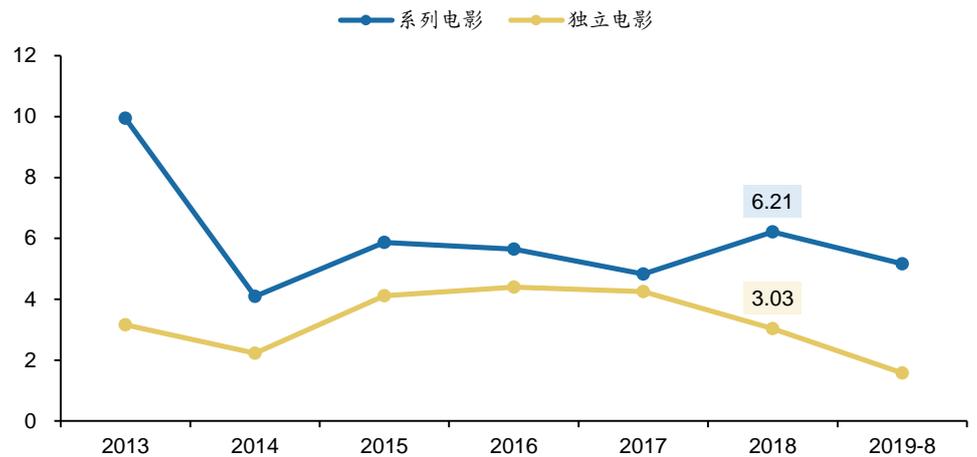
表12: 2010~2019年北美动画电影投入产出分类对比

分类 (成本: 百万美元)	影片数量 (部)	平均制作成本 (百万美元)	全球票房收入 (百万美元)	投入产出比
总体	107	89.7	350.6	3.9
≥150	22	177.4	725.6	4.1
≥100 且 < 150	20	128.2	369.7	2.9
≥75 且 < 100	15	81.8	513.1	6.3
≥50 且 < 75	21	60.1	231.4	3.9
≥25 且 < 50	13	33.4	68.8	2.1
< 25	16	12.9	44	3.4

数据来源: The Numbers, 广发证券发展研究中心

北美系列动画电影的投入产出比高于独立动画电影。我们统计得到2013年至今上映的北美系列动画电影平均投入产出比(全球票房/制作预算)为5.2x, 而独立动画电影平均投入产出比仅为3.3x。从单年度来看, 北美系列动画电影投入产出比基本维持在5.0x以上, 而北美独立动画电影投入产出比仅维持在2.0x~4.0x左右, 其中2013年系列动画电影投入产出比远高于正常水平, 接近10.0x, 是因为同时出现投入产出比为12.8的《神偷奶爸2》和8.5的《冰雪奇缘》两部影片。

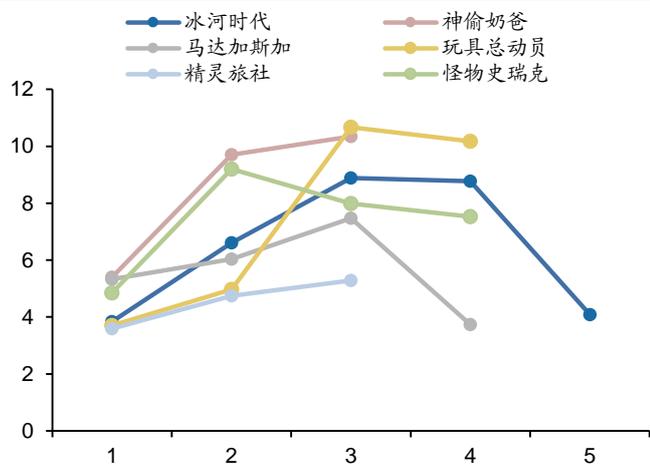
图49: 2013~2019年北美系列动画电影与独立动画电影投入产出比



数据来源: The Numbers, 广发证券发展研究中心

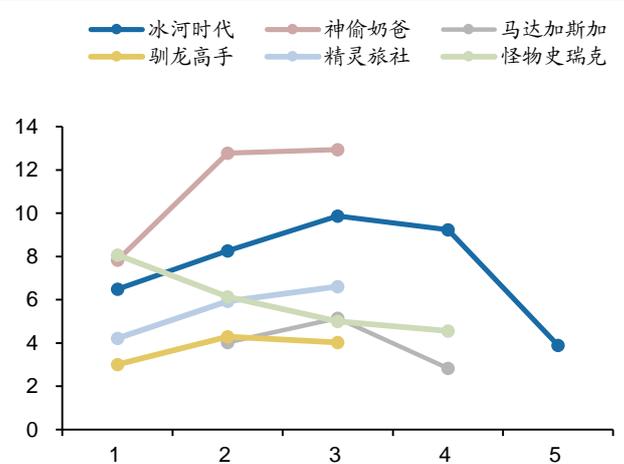
系列动画电影票房与投入产出比整体呈现先增后减态势。选取的6部系列动画电影中,从第1部到第3部的票房基本保持增长的趋势,而在第3部之后,票房开始出现回落,《马达加斯加4》票房甚至低于第1部票房。从电影投入产出比看,除《怪物史瑞克》投入产出比一直下降外,其他系列电影转折点同样是第3部。第2~3部电影借助第1部电影的热度和口碑,可以吸引更多观众,而第4部电影后票房下降或与导演后续创新能力受限以及观众审美疲劳有关。

图50: 北美系列动画电影票房变化趋势(亿美元)



数据来源: The Numbers, 广发证券发展研究中心

图51: 北美系列动画电影投入产出比



数据来源: The Numbers, 广发证券发展研究中心

北美动画电影包揽全球电影票房。据Box Office Mojo数据,全球电影票房前50名中,有9部动画电影,占比18%;票房总计97.7亿美元,占比15.57%。

表13: 全球票房最高的50部电影(单位:百万美元,黄底色为动画电影)

排名	电影	票房	排名	电影	票房	排名	电影	票房
1	复仇者联盟4: 终局之战	2791	18	钢铁侠3	1215	35	星球大战前传1: 幽灵的威胁	1027
2	阿凡达	2790	19	小黄人大眼萌	1159	36	爱丽丝梦游仙境(2010)	1026
3	泰坦尼克号3D	2188	20	美国队长3	1153	37	疯狂动物城	1024
4	星球大战: 原力觉醒	2068	21	海王	1148	38	霍比特人	1021
5	复仇者联盟3: 无限战争	2048	22	惊奇队长	1128	39	蝙蝠侠: 黑暗骑士	1005

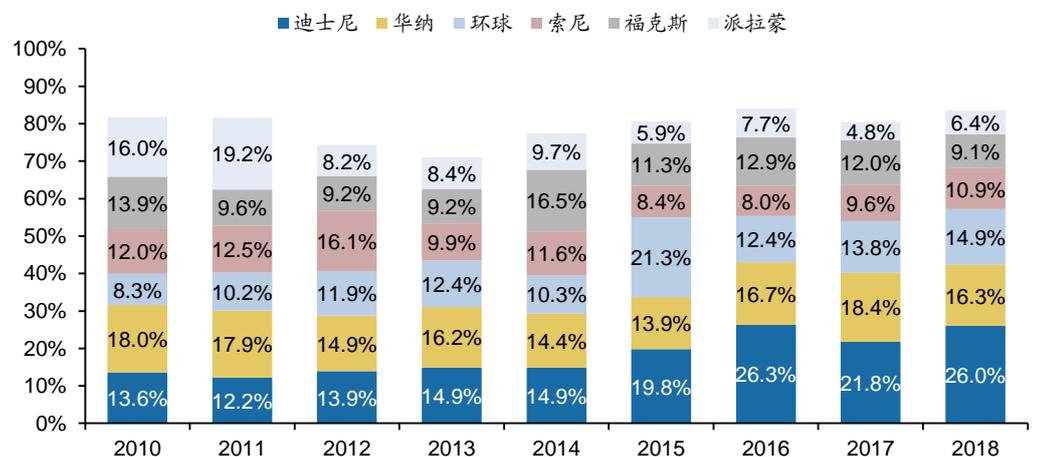
6	侏罗纪世界	1672	23	变形金刚3	1124	40	阿拉丁 (2019年)	991
7	复仇者联盟	1519	24	0.00	1120	41	蜘蛛侠: 英雄远征	979
8	速度与激情7	1516	25	007: 大破天幕杀机	1109	42	哈利·波特与魔法石	975
9	复仇者联盟2: 奥创纪元	1405	26	变形金刚4: 绝迹重生	1104	43	神偷奶爸2	971
10	黑豹	1347	27	蝙蝠侠: 黑暗骑士崛起	1085	44	狮子王	969
11	哈利·波特与死亡圣(下)	1342	28	玩具总动员3	1067	45	丛林书 (2016)	967
12	星球大战: 最后的绝地武士	1333	29	加勒比海盗2	1066	46	加勒比海盗3: 世界的尽头	963
13	侏罗纪世界: 堕落王国	1310	30	星球大战外传: 侠盗一号	1056	47	勇敢者游戏: 决战丛林	962
14	冰雪奇缘	1277	31	加勒比海盗: 惊涛怪浪	1046	48	哈利·波特与死亡圣器(上)	960
15	美女与野兽 (2017)	1264	32	神偷奶爸3	1035	49	霍比特人2: 史矛革之战	958
16	超人总动员2	1243	33	侏罗纪公园	1030	50	霍比特人3: 五军之战	956
17	速度与激情8	1236	34	海底总动员2	1029			

数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

4.2 好莱坞五大影视公司垄断动画电影市场

六大电影公司每年稳定占据北美总票房市场份额的80%左右。其中，迪士尼的市场份额逐年攀升，从2012年前的13%左右一直增长至2018年的26%；华纳兄弟自2010年以来市场份额较为稳定，徘徊在14%~18%；索尼和派拉蒙市场份额逐年下滑，尤其是派拉蒙，甚至在近几年多次跌出六大行列。随着迪士尼对福克斯收购案的完成，迪士尼市场份额将扩大到市场的1/3，稳坐好莱坞首把交椅。

图52: 2010~2018年好莱坞六大年占北美市场份额 (%)



数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

好莱坞五大动画电影版图: 美国的动画电影从迪士尼的二维手绘开始，随着技术的进步逐步过渡到皮克斯CG三维动画，进入21世纪后越来越多的公司进入动画行业，至2010年环球影业推出《小黄人》，美国好莱坞六大电影制片厂均加入动画电影的制作。继迪士尼2006年收购皮克斯，如今，迪士尼又新添蓝天工作室旗下版权，业务版图不断扩大。华纳兄弟紧随其后，于2009年将DC漫画改组为DC娱乐公司，进军电影、电视及其他多媒体领域，以抗衡迪士尼—漫威联盟。环球影业在2008年与照明娱乐达成协议后，于2016年收购梦工厂，为之后动画电影的推出奠定了基础。

图53: 好莱坞五大影视公司动画版图



数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

北美动画电影市场被五大 Studio 垄断, 头部作品海外票房占比超过 50%。根据 Box office Mojo 数据显示, 北美高票房动画电影几乎全部来自于迪士尼动画、皮克斯、梦工厂、蓝天工作室、照明娱乐、索尼动画、华纳兄弟动画这 7 家工作室, 并且这 7 家工作室全部隶属于五大电影制片发行公司, 独立工作室在美国目前难以存活。2013~2019 年北美票房排名前三的动画电影主要由迪士尼动画、梦工厂、皮克斯、照明娱乐制作, 四家工作室制作的动画电影占比高达 90.48%, 其中迪士尼动画、皮克斯、照明娱乐占比均在 20% 以上。得益于 IP 受众群体广泛和母公司全球发行优势, 《神偷奶爸 3》、《小黄人大眼萌》、《驯龙高手 2》的海外票房占比均高于 70%。

表14: 2013~2019年北美排名前3位动画电影

年份	票房排名前三动画电影	北美票房 (亿美元)	全球票房 (亿美元)	非北美票房占比	工作室
2019	狮子王	5.26	15.72	66.54%	迪士尼动画
	驯龙高手 3	1.6	5.2	69.23%	梦工厂
	爱宠大机密 2	1.58	4.22	62.56%	照明娱乐
2018	超人总动员 2	6.09	12.42	50.97%	皮克斯
	绿毛怪格林奇	2.71	5.12	47.07%	照明娱乐
	无敌破坏王 2: 大闹互联网	2.01	5.29	62.00%	迪士尼动画
2017	神偷奶爸 3	2.65	10.35	74.40%	照明娱乐
	寻梦环游记	2.97	8.07	63.20%	皮克斯
	乐高蝙蝠大电影	1.76	3.12	43.59%	DC 娱乐
2016	海底总动员 2: 多莉去哪儿	4.86	10.29	52.77%	皮克斯
	爱宠大机密	1.58	4.22	62.56%	照明娱乐
	疯狂动物城	3.41	10.24	66.70%	迪士尼动画
2015	头脑特工队	3.56	8.58	58.51%	皮克斯
	小黄人大眼萌	3.36	11.59	71.01%	照明娱乐
	疯狂外星人	1.77	3.86	54.15%	梦工厂
2014	乐高大电影	2.58	4.69	44.99%	华纳动画
	超能陆战队	2.22	6.58	66.26%	迪士尼动画
	驯龙高手 2	1.77	6.22	71.54%	梦工厂

2013	冰雪奇缘	4	12.76	68.65%	迪士尼动画
	神偷奶爸 2	3.68	9.7	62.06%	照明娱乐
	怪兽大学	2.68	7.44	63.98%	皮克斯

数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

华特迪士尼: 高筑IP护城河, 生态变现能力卓越

华特迪士尼创建于1923年, 是全球最大的娱乐及媒体公司之一, 拥有世界第一的娱乐及影视品牌迪士尼, 业务范围涵盖影视娱乐、主题公园及度假区、媒体网络、消费品等。迪士尼旗下拥有多个全球著名动画工作室, 如迪士尼动画、皮克斯、蓝天工作室, 创作了一系列经典佳作, 从早期的《白雪公主》到如今的《疯狂动物城》均获得了观众的喜爱。

迪士尼的发展可以概括为四个阶段:

1920s~1930s: 迪士尼初创, 从动画短片转向“大片战略”, 其中1937年第一部色彩长篇动画电影《白雪公主和七个小矮人》风靡全球。

1950s~1960s: 高质量精品频出, 发展主题乐园和衍生消费品, 其中1955年第一家迪士尼在美国加州建成开放。

1980s~1990s: 强化IP形象, 拓展业务板块, 强化渠道管控, 实现全球化经营。期间在东京与巴黎均设立迪士尼乐园, 并购广播公司以及收购多个制作公司。

21世纪: 强化内容IP产能, 巩固全产业链布局。迪士尼加速收购电影制作公司, 先后收购皮克斯、漫威娱乐、卢卡斯、21世纪福克斯, 同时发力流媒体业务, 巩固行业垄断地位。

图54: 迪士尼发展历程



数据来源: 迪士尼官网, 广发证券发展研究中心

经历多起并购案, 加速资源整合。迪士尼自成立之初经历多起并购案, 以自身品牌吸引潜在合作伙伴, 推动业务成长。1995年迪士尼以195.44亿美元收购Capital Cities/ABC Inc后迎来了高速发展阶段; 2001年迪士尼以52亿美元收购美国著名家庭电视频道Fox Family Worldwide Inc., 后将其重组为ABC Family, 由此奠定了迪士尼在家庭影院方面的领导地位; 从2006年开始, 迪士尼先后收购皮克斯、漫威、卢卡斯影业, 扩充内容IP矩阵; 2017年底以833亿收购二十一世纪福克斯, 扩展影视娱

乐版图，奠定龙头地位。

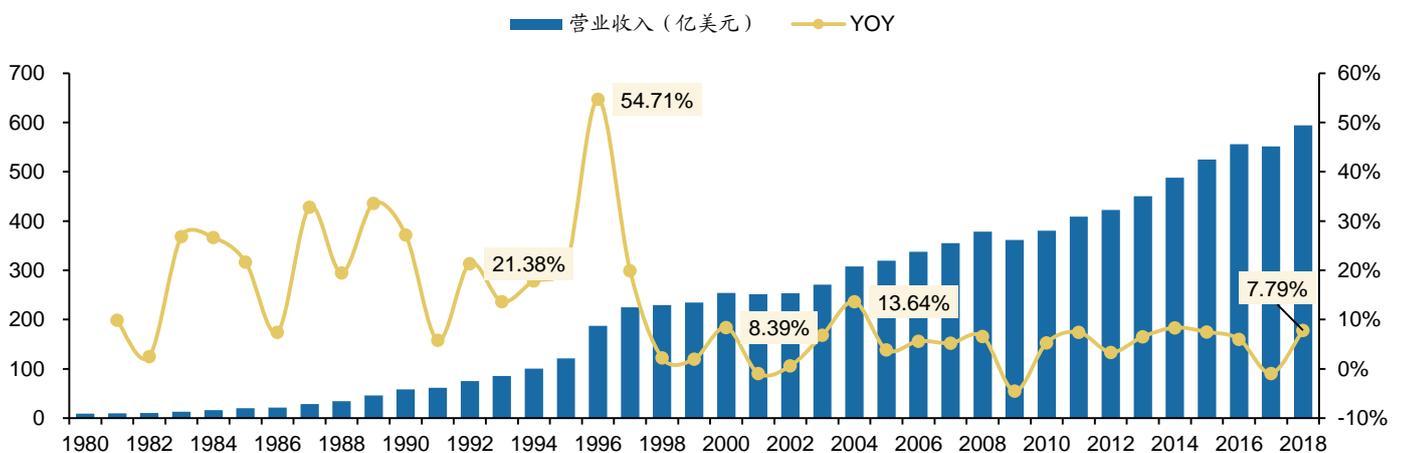
表15: 迪士尼并购历程

交易类型	交易日期	收购标的	业务范围	交易对价 (百万美元)
M&A	12/14/2017	二十一世纪福克斯	影视娱乐、电视广播	83343
M&A	08/08/2017	Bam Tech Solutions LLC	流媒体	1580
M&A	03/24/2014	Maker Studios Inc	影视娱乐	500
M&A	10/30/2012	卢卡斯影业	影视娱乐	4050
M&A	07/25/2011	UTV Software Communications Ltd	影视娱乐	543
M&A	07/27/2010	Playdom Inc	游戏	563
M&A	08/31/2009	漫威娱乐	影视娱乐	3834
M&A	12/08/2008	Jetix Europe NV	儿童娱乐	327
M&A	08/01/2007	Club Penguin	游戏	350
M&A	01/24/2006	皮克斯	影视娱乐	5838
M&A	07/23/2001	ABC Family Worldwide Inc	电视广播	5200
M&A	01/29/2001	Walt Disney Internet Group	互联网	270
M&A	07/12/1999	Infoseek Corp	搜索引擎	1537.7
M&A	07/31/1995	Capital Cities/ABC Inc	电视广播	19544

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

全文娱产业链布局，开启“1+N”变现通道。1980~1995年，电视频道和主题乐园的快速发展带动迪士尼营业收入从9.15亿美元增长至121.1亿美元，年化复合增速为18.9%，1996年完成Capital Cities/ABC Inc收购后，媒体网络业务得以巩固，营收迅速增长至187.39亿美元，同增54.71%。2000~2009年，迪士尼影视娱乐业务持续收缩，为重新寻找新的内容增长点，公司先后完成皮克斯和漫威娱乐的收购，进一步扩充IP矩阵，摸索新的内容创作模式。2010~2018年，成功开启“漫威英雄宇宙”系列影片，影视娱乐迎来新的增长红利，带动整体生态繁荣，同时打造出流媒体三驾马车ESPN+、hulu和Disney+，截至2018年实现营业收入594亿美元，同比增长7.8%。

图55: 1980~2018年迪士尼营业收入及同比增速 (%)

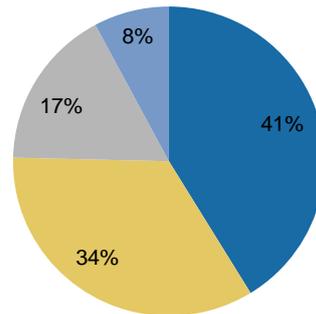


数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

历经多次并购和业务拓展，迪士尼目前的业务板块包括媒体网络（会员费、广告、电视台节目销售和订阅）、主题度假村、影视娱乐（电影在多渠道发行、舞台剧、音乐和在线娱乐授权）、消费品和互动媒体四大板块构成。从营收结构来看，2018年媒体网络业务营业收入245亿美元，占整体营业收入41%，为公司第一大业务；主题公园度假村业务营业收入203亿美元，占比为34%；影视娱乐业务营业收入100亿美元，占比为16.8%；消费品和互动媒体业务营业收入46.51亿美元，占比约为8%。

图56：迪士尼营业收入构成（%）

■ 媒体网络 ■ 主题度假村 ■ 影视娱乐 ■ 消费品和互动媒体

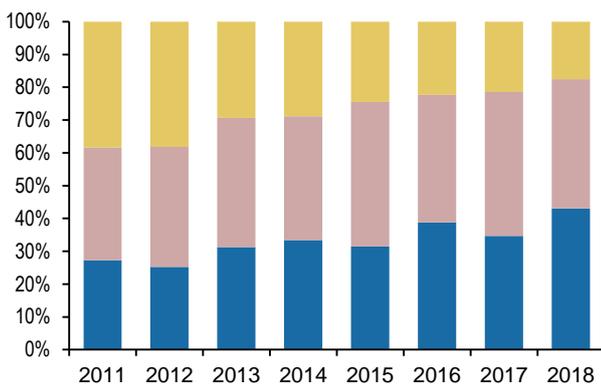


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

系列影片持续迭代，优质内容驱动影视娱乐收入持续上行。迪士尼的影视娱乐业务由电影发行、家庭娱乐、TV/SVOD（Subion Video On Demand）发行三部分构成。2012~2018年电影发行业务发展总体平稳，年化复合增速为12.42%，占影视娱乐营收比重从36.6%提升至43.1%。由于内容项目产出存在“大小年”，2011~2012年由于迪士尼参与的优质电影数量较少（超过10亿美元的影片仅有《加里比海盗4》和《复仇者联盟》两部），电影发行收入连续下滑15%。

图57：迪士尼娱乐内容/衍生品各类占比（%）

■ 电影发行 ■ TV/SVOD发行 ■ 家庭娱乐

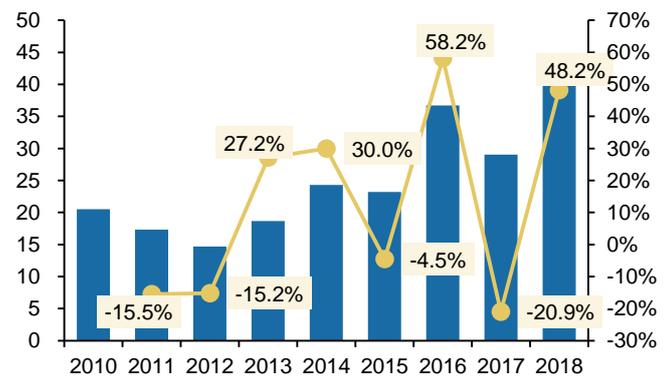


数据来源：迪士尼财报，广发证券发展研究中心

注：财年为上年9月30日至本年9月30日

图58：迪士尼电影发行业务收入和同比增速（%）

■ 电影发行(亿美元) ■ YOY



数据来源：迪士尼财报，广发证券发展研究中心

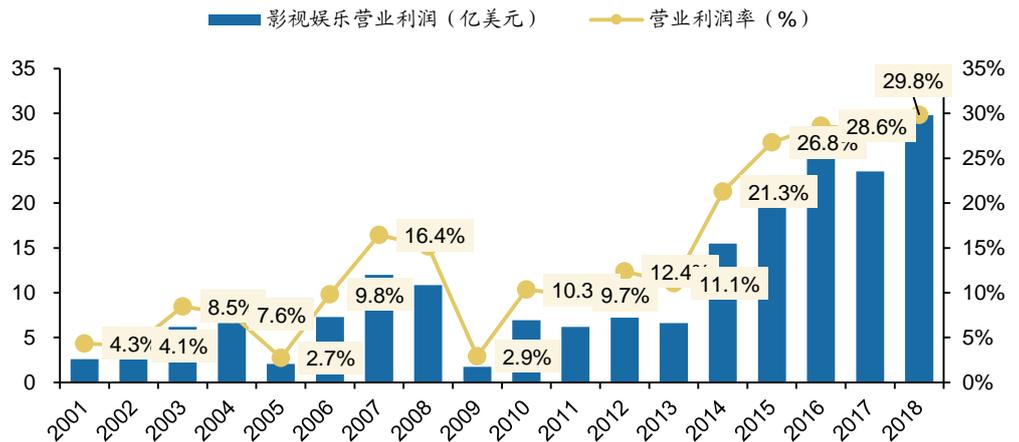
注：财年为上年9月30日至本年9月30日

2012年后漫威超级英雄系列电影逐渐成形，同时完成卢卡斯影业收购后电影业务恢复增长，2016年迎来产品大年，在《疯狂动物城》、《星球大战：原力觉醒》和《美国队长3》等多部高票房影片带动下，电影发行业务收入同比大幅增长58.2%至36.72

亿美元，2017年高基数下稍有回落，2018年电影发行再创历史新高，同增48.2%至43.03亿美元，超过10亿美元票房作品包括《黑豹》、《星球大战8:最后的绝地武士》、《复仇者联盟3》和《超人特攻队2》等四部影片。

2012~2018年期间，迪士尼影视娱乐毛利率基本保持稳定约在56.7%，期间费用率持续收缩，至2018年期间费用为25.62亿美元，期间费用率同减1.1pct至26%。与之对应，营业利润率持续提升，2018年影视娱乐业务营业利润29.8亿美元，同比增长26.54%，营业利润率同比提升1.73pct至30%。

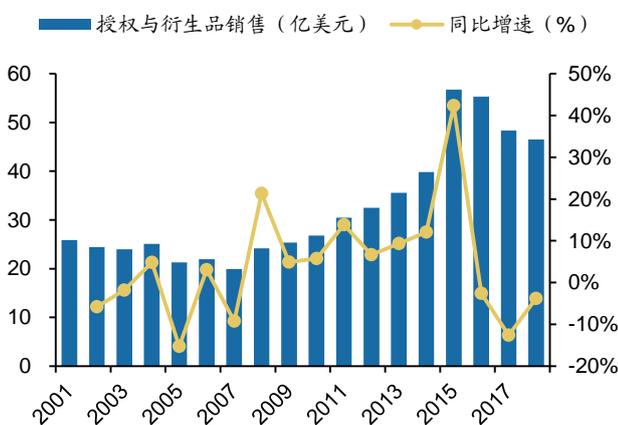
图59：迪士尼影视娱乐业务营业利润和营业利润率（%）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

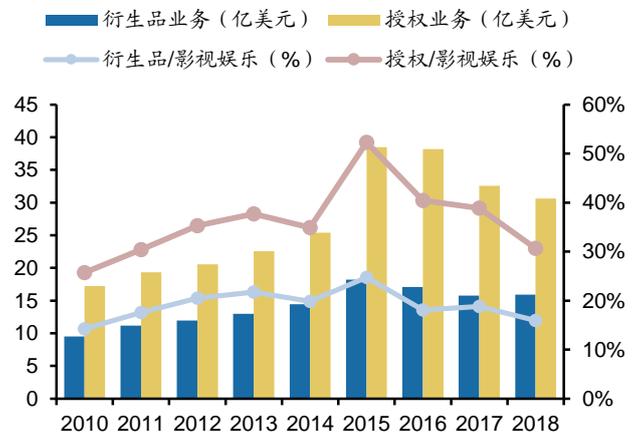
授权和衍生品销售是重要的迪士尼发展成熟的IP变现模式。与影视内容业务因为产品周期导致业绩波动较大不同，衍生品和授权收入可以为公司带来稳定持续的现金流。伴随娱乐内容繁荣，迪士尼IP授权与衍生品销售业务收入从2007年的19.9亿美元增长至2015年的56.73亿美元，年化复合增速达到16.14%。2016~2018年期间有所回落，主要系授权业务收入同比减少。与影视内容业务的比值来看，过去三年，衍生品收入/影视娱乐收入大约为18%，授权收入/影视娱乐收入约为35%，两者合计占比超过50%，意味着从内容端收获1亿美元的收入，可从授权和衍生端获得超过0.5亿美元的收入。2018年授权与衍生品销售业务毛利率为60%，营业利润率为35%，为公司贡献营业利润16.32亿美元。

图59：迪士尼授权与衍生销售收入和增速（%）



数据来源：迪士尼财报，广发证券发展研究中心

图60：迪士尼授权与衍生品收入及与影视娱乐比值



数据来源：迪士尼财报，广发证券发展研究中心

迪士尼动画发展情况：“快速发展—低谷徘徊—重拾升势—精品主导”

1937~1959年，黄金发展期，迪士尼凭借《白雪公主和七个小矮人》(首部长篇动画)、《木偶奇遇记》、《小鹿斑比》三大动画电影快速崛起，除了头部内容的爆发，动画电影产量旺盛，总产出达到18部，TOP3的平均票房1.79亿美元（通胀调整后折后现值平均为29亿美元）。

1960~1989年，低谷徘徊期，随着华特·迪士尼的离世（1966年），迪士尼动画内容创作一度陷入低谷（连续四年没有新作上映），近30年时间电影产出数量仅为12部，除了1961年上映的《101忠狗》外，直至1989年《小美人鱼》的大获成功让动画创作重复生机。

1990~2010年，高速增长期，《小美人鱼》、《美女与野兽》、《阿拉丁》、《狮子王》、《风中奇缘》、《魔发奇缘》、《公主与青蛙》、《闪电狗》等经典作品都诞生于此区间，单片票房达到3亿美元，取得了突破性发展。2006年迪士尼成功收购了皮克斯，补齐了合家欢系列动画IP。

2011年至今，精品发展期，近年来迪士尼动画电影呈现量减质升趋势，年均产出仅为2.5部，相比2000~2010年下滑20%，但精细打磨的作品票房成绩步步高升，期内5亿美元以上影片数量为12部，接近总产出的50%。几乎所有全球票房在10亿美元以上影片都诞生于此期间，TOP3为《冰雪奇缘》、《玩具总动员》、《疯狂动物城》。

表 16：迪士尼动画电影在不同历史阶段的票房表现

动画电影票房	1937~1959年	1960~1989年	1990~1999年	2000~2010年	2011年至今
区间票房 TOP3	《小鹿斑比》、《白雪公主和七个小矮人》、《木偶奇遇记》	《101忠狗》 《小美人鱼》 《奥丽华历险记》	《狮子王》 《阿拉丁》 《美女与野兽》	《魔发奇缘》 《公主与青蛙》 《闪电狗》	《冰雪奇缘》 《玩具总动员 4》 《超人总动员 2》
全球票房合计(亿美元)	9.62	8.06	49.38	97.26	140.81
动画电影数量(部)	18	12	16	32	23
单片票房(亿美元/部)	0.51	0.67	3.09	3.04	6.12
通胀调整后的全球票房(亿美元)	134.06	37.03	80.33	118.61	146.97
通胀调整后的单片票房(亿美元/部)	7.45	3.09	5.02	3.71	6.39

数据来源：Box Office Mojo，广发证券发展研究中心

注：统计数据中包括了皮克斯拍摄的动画电影

动画电影IP比真人电影IP更容易进行衍生品的开发和授权，电影内容可以利用全球影院渠道，在1~2个月时间内迅速实现IP在全球范围的渗透。近5年来迪士尼发行的动画影片全球票房超过10亿美元达到5部，包括《冰雪奇缘2》、《疯狂动物城》、《海底总动员2》、《超人总动员2》、《玩具总动员4》。以“冰雪奇缘”IP为例，其全球票房为12.74亿元，全球衍生品销售收入为95.75亿，衍生品收入为影视内容收入的5.5倍。

表 17：迪士尼近 5 年代表性动画电影作品和票房(亿元)

电影名称	北美上映时间	全球票房(亿美元)	所属IP
冰雪奇缘2	2013.11.27	12.74	原创
超能陆战队	2014.11.7	6.58	原创
头脑特工队	2015.6.19	8.58	原创
疯狂动物城	2016.3.4	10.24	原创
海底总动员2: 多莉去哪儿	2016.6.17	10.29	皮克斯
海洋奇缘	2016.11.23	6.43	原创

赛车总动员 3	2017.6.16	3.84	皮克斯
寻梦环游记	2017.11.12	8.07	皮克斯
超人总动员 2	2018.6.15	12.43	皮克斯
无敌破坏王 2: 大闹互联网	2018.11.21	5.29	原创
小飞象	2019.3.29	3.53	原有 IP
玩具总动员 4	2019.6.21	10.58	皮克斯
狮子王	2019.7.19	16.46	原有 IP

数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

“原创+收购”打造全受众群体的IP矩阵。迪士尼和皮克斯主要为动画电影IP: 如迪士尼动画旗下的“米老鼠和唐老鸭”、“小熊维尼”、“迪士尼公主”, 皮克斯旗下的“汽车总动员”、“玩具总动员”等。漫威、卢卡斯、福克斯主要为真人电影IP: 如“漫威宇宙系列”、“星球大战系列”、“阿凡达”、“X战警系列”等。

表18: 迪士尼的IP矩阵

IP矩阵	迪士尼动画	皮克斯 (收购: 2006年)	漫威 (收购: 2009年)	卢卡斯 (收购: 2012年)	福克斯 (收购: 2017年)
大IP	米老鼠和唐老鸭	汽车总动员	漫威宇宙	星球大战	冰河世纪
	小熊维尼	玩具总动员			阿凡达
	迪士尼公主	海底总动员			X战警系列
IP衍生电影作品	白雪公主和七个小矮人米老鼠和唐老鸭; 木偶奇遇记; 小飞象; 小鹿斑比; 灰姑娘爱丽丝梦游仙境; 小飞侠; 睡美人; 101忠狗; 罗宾汉; 小熊维尼; 小美人鱼; 美女与野兽; 阿拉丁狮子王; 花木兰; 泰山星际宝贝—史迪仔; 无敌破坏王; 冰雪奇缘; 超能陆战队; 疯狂动物城; 海洋奇缘	玩具总动员; 汽车总动员; 飞屋环游记; 寻梦环游记; 超人总动员; 美食总动员; 机器人总动员; 头脑特工队怪兽大学; 怪兽电力公司; 虫虫危机海底总动员; 勇敢传说; 恐龙当家	银河护卫队; 毒液美国队长; 雷神钢铁侠; 复仇者联盟无敌浩克; 蚁人奇异博士; 黑豹; 惊奇队长; 47号物品; 绿巨人; 惩罚者	星球大战; 仲夏夜魔法红色机尾; 星际漫游夺宝奇兵; 幕后杀手风云际会; 小脚板走天涯; 魔幻迷宫; 伊奥船长; 天降神兵	冰河世纪; 里约大冒险铁血战士; 盟军夺宝队X战警; 阿凡达; 猩球崛起; 死侍; 神奇四侠; 铁血战士; 王牌特工阿丽塔; 终结者; 星际探索; 急速车王; 移动迷宫; 代号47; 马戏之王; 火星救援; 博物馆奇妙夜; 金刚狼; 公牛历险记; 森林战士; 鼠来宝

数据来源: 迪士尼官网, 广发证券发展研究中心

表19: 迪士尼IP的收入形式和全球价值 (货币单位: 美元)

IP名称	诞生年份(年)	全球价值	收入形式	原始媒体	IP拥有者
维尼熊	1924	约 750 亿	零售-745.15 亿; 票房收益-4.6 亿	图书	华特迪士尼
米老鼠和他的朋友们	1928	约 700 亿	零售-698.5 亿; 票房收益-4.574 亿	动画片	华特迪士尼
星球大战	1977	约 650 亿	衍生品销售-402.94 亿; 票房收益-94.91 亿; 家庭影音-90.57 亿; 电子游戏-49.64 亿; 图书销售-18.2 亿; 电视收入-2.75 亿	电影	卢卡斯影业
迪士尼公主	2000	约 450 亿	零售-446.45 亿; 家庭娱乐-0.42 亿	动画片	华特迪士尼
漫威电影宇宙	2008	约 340 亿	票房收益-225.35 亿; 衍生品销售-54.3 亿; 家庭娱乐-52.54 亿; 漫画单行本-52 亿	电影	华特迪士尼 索尼

识别风险, 发现价值

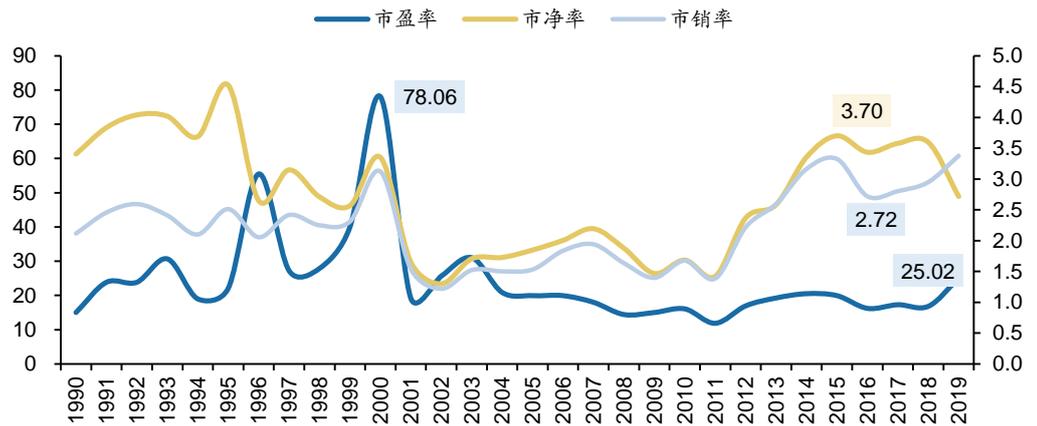
请务必阅读末页的免责声明

赛车总动员	2006	约 218 亿	衍生品销售-191.14 亿; 票房收益-20.26 亿 DVD&Blu-ray-6.54 亿	动画电影	华特迪士尼
玩具总动员	1995	约 204 亿	零售-176 亿; 票房&电视收入-28.41 亿	动画电影	华特迪士尼
辛普森一家	1989	约 153 亿	衍生品销售-68.18 亿; 电视广告-57.6 亿 电视节目出售-11.5 亿; 家庭影音-10.91 亿 票房收益-5.27 亿	动画片	二十世纪 福克斯
狮子王	1994	约 149 亿	音乐剧-82 亿; 衍生品销售-30.7 亿 票房收益-21.68 亿; 家庭娱乐-15 亿	动画电影	华特迪士尼
冰雪奇缘	2013	约 113 亿	衍生品销售-95.75 亿; 票房收益-12.8 亿 DVD&Blu-ray-3.91 亿; 音乐剧-0.82 亿	动画电影	华特迪士尼

数据来源: Wiki, 广发证券发展研究中心

从估值来看, 华特迪士尼市盈率在2001年之前波动较大, 1996年市盈率达55.48x, 同增151.4pct, 主要系迪士尼收购Capital Cities/ABC Inc所致, 2000年达到峰值为78.06x, 同比上升95.2pct。2001年后估值趋于稳定, 维持在15x~25x之间。1993~2003年动画内容景气度高的情况下, 市盈率中位数为28x, 平均值为34x。

图60: 1990~2019年迪士尼估值指标走势(x)

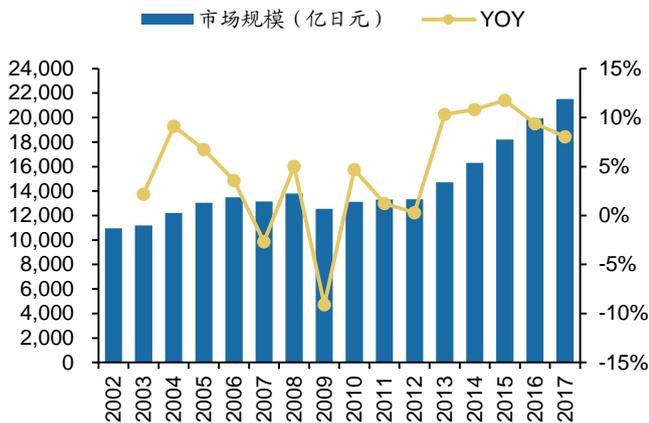


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

4.3 日本动画市场：产业稳健发展，海外市场成增长主力

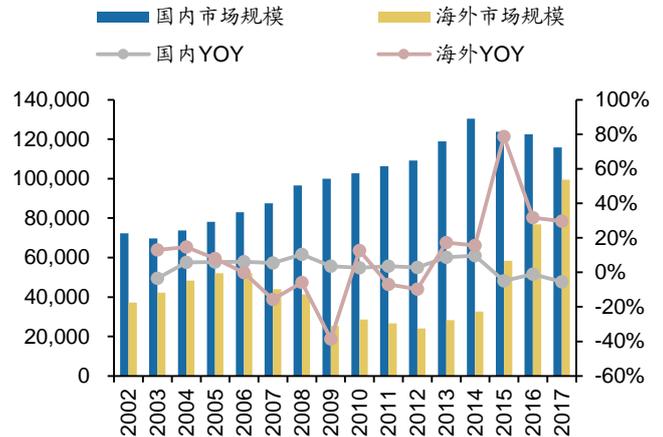
2017年日本广义动漫市场规模达到2.15万亿日元，连续8年实现正增长。从海内外市场规模对比可以看出，国内市场规模从2002年到2014年每年保持稳定增长，在2014年达到顶峰后开始回落；海外市场规模在2005年之后逐年下降，自2013年增速转正，其中2015年增速高达78.65%，是近年来产业增长的主要动力。

图61：日本动漫市场规模和同比增速（%）



数据来源：日本动画协会，广发证券发展研究中心

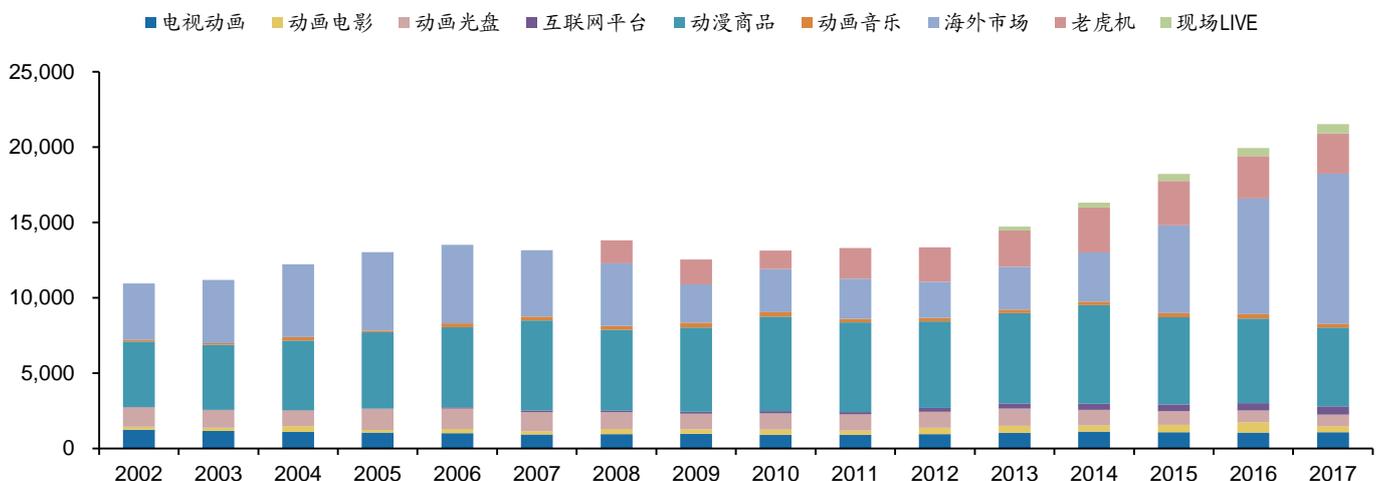
图62：日本分地区市场规模(亿日元)和同比增速(%)



数据来源：日本动画协会，广发证券发展研究中心

日本动漫产业发展成熟，衍生市场丰富。日本动漫产业遍布九大领域，2002~2017年，动画电影规模仅占整个市场的1.3%~3.5%，其中2017年票房收入为410亿日元，仅占整个动漫市场的1.9%；动漫商品是国内动漫市场的主要收入来源，其份额在2010年之前稳定在40%~50%，自2010年开始下滑，占比从47.78%下滑至2019年的24.31%。由于中国地区的动画进口限制，2006~2009年期间海外市场收入持续收缩，从2006年的5204亿日元累计下滑51%至2009年的5597亿日元，2012年后海外市场恢复增长，2015年重新回到2006年的水平，2016~2017年海外市场保持30%的增速水平，2017年底达到9948亿日元，占总动漫产业的46.21%。

图63：2002~2017年日本动漫产业构成（亿日元）



数据来源：日本动画协会，广发证券发展研究中心

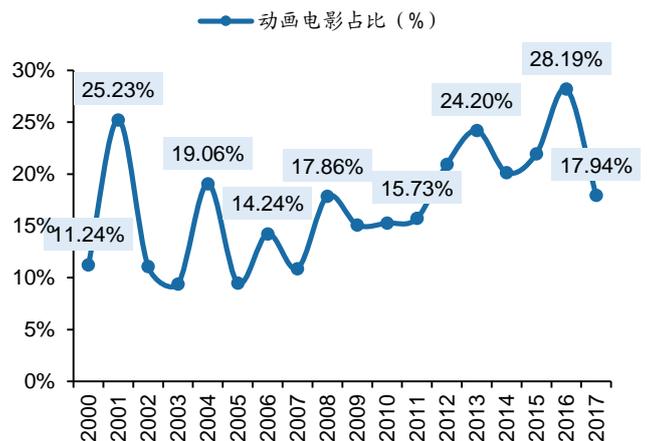
动画电影数量不断攀升，票房维持高位。2000~2015年，日本动画电影内容产出持续丰富，从31部增长到84部，2016~2017年产量保持稳定；单片票房也实现了持续增长，剔除个别年份单片爆发带来的异常点外，单片票房从4~5亿日元/部增长至6~8亿日元/部，两者共同推动日本动画电影市场上行，截至2017年实现票房410亿日元。其中，2001年、2004年、2016年票房显著高出同时期票房是因为这三年分别上映了《千与千寻》（308亿日元）、《哈尔的移动城堡》（196亿日元）、《你的名字。》（250.3亿日元），位列日本动画电影票房榜前三。从日本动画电影票房占总票房的比重来看，中枢缓步上移：2000~2005年为13~14%，2006~2010年为15%~16%，2011年至今为20%，个别产品大年能达到25%以上。

图64：日本动画电影票房和上映电影数量



数据来源：日本动画协会，广发证券发展研究中心

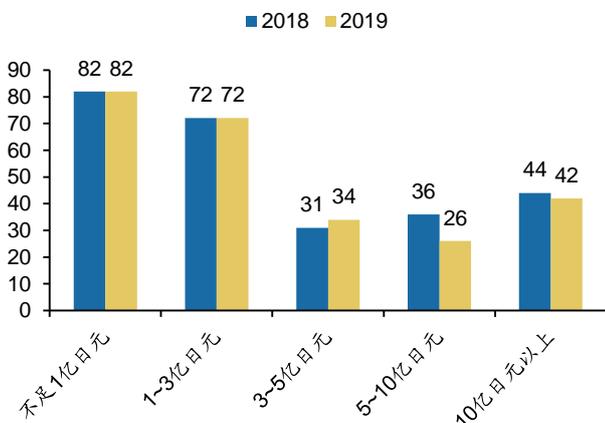
图65：日本动画电影票房占总票房比重 (%)



数据来源：日本动画协会，广发证券发展研究中心

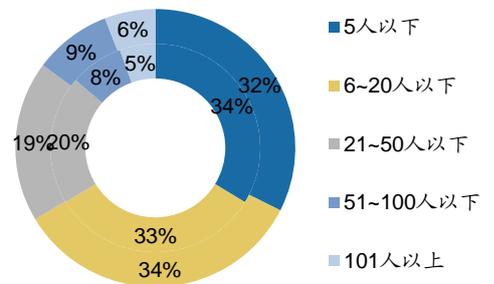
小制作公司数量众多，二八效应明显。根据最新发布的《日本动画制作动态调查（2019年）》的数据显示，2019年日本动画制作行业实现销售收入2131亿日元，同比增长8.1%。从企业来看，日本动画制作公司约256家，其中年收入规模不足1亿日元的达到82家，占总企业数量的32%，对应从业人数为5人以下；年收入规模在3亿日元以下的数量154家，对应从业人数在20人以下，占比超过60%，营业收入贡献不足10%。年收入规模超过10亿日元的公司数量有所减少，贡献收入超过75%。

图66：日本动画制作公司收入规模



数据来源：2019年动画制作动态调查，广发证券发展研究中心

图67：日本动画制作公司按照人数分类



数据来源：2019年动画制作动态调查，广发证券发展研究中心

目前日本五大动画上市公司分别为东宝(市值64亿美元)、东映动画(2000年上市,市值20亿美元)、创通(2003年上市,市值3.83亿美元)、Broccoli(2001年上市,市值1.28亿美元)和IG Port(2005年上市,市值7500万美元)。各自拥有的知名IP如下表所示,其中东宝和东映动画的相关业务收入占行业总收入超过50%。后面主要介绍日本动画市场龙头公司东映动画和东宝。

表20: 日本主要动画公司的IP储备和发展历史(年)

公司	旗下IP
东宝	哥斯拉(66年)、哆啦A梦(50年)、名侦探柯南(23年)、精灵宝可梦(23年)
IG Port	攻壳机动队(25年)、《新世纪福音战士》(25年)、《排球少年!!》(8年)、
创通	机动战士高达(41年)、面包超人(32年)
Broccoli	歌之王子殿下(10年)
东映	龙珠(34年)、海贼王(23年)、数码宝贝(21年)、光之美少女(16年)、 圣斗士星矢(33年)

数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

1) 东映动画: “龙珠”、“海贼”等核心IP助力业绩长跑

东映动画成立于1948年,是现在日本最大历史最悠久的动画制作公司之一,被称为日本动画的起点,宫崎骏等多名动画大师均出身于此。1960~1979年,东映动画制作了《魔女莎莉》、《魔神Z》、《银河铁道999》等多部动画电影均取得成功,为后续发展奠定基础。1980~1998年,东映动画开始使用电脑制作动画,并打造了《龙珠》、《美少女战士》、《灌篮高手》等多个知名IP。1999~2009年,随着《海贼王》和《数码宝贝》的热映,东映动画顺利登陆JASDAQ,加速海外扩张进程,成立多个海外子公司。2010年至今,东映动画的多个热门IP提供持续稳定的现金流,公司进入稳定发展阶段。

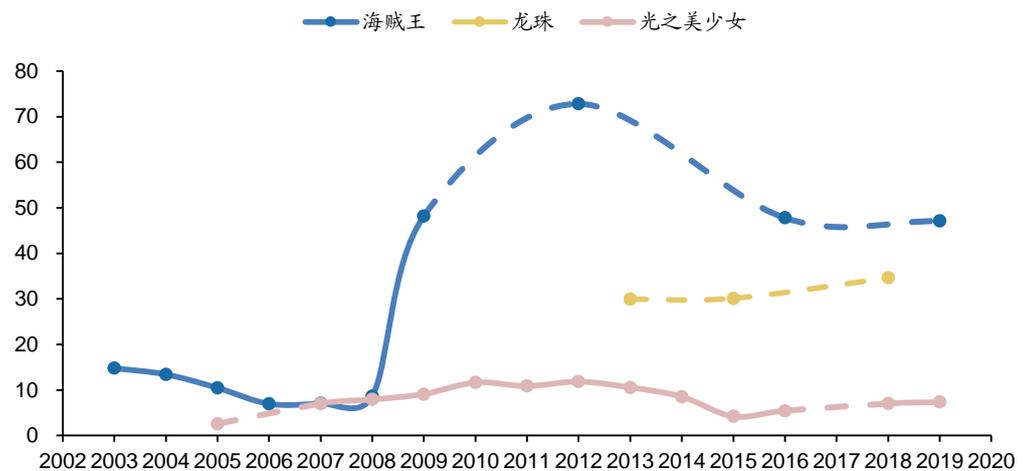
东映动画的主要IP包括海贼王、光之美少女、龙珠等。2003~2019年这三个系列动画电影的票房曲线如下图所示,《海贼王》票房曲线后劲充足,成为东映旗下最赚钱的IP。在2009年前海贼王系列电影在日本地区的平均票房不足0.15亿美元,直至TV动画10周年庆典的《海贼王剧场版:强者世界》票房成功突破0.4亿美元大关,随后2012年播出的《海贼王剧场版:Z》票房再次创下新高达0.73亿美元,2016年剧场版《黄金城》的海外票房取得明显突破,全球总票房0.66亿美元,约为国内票房的1.4倍。

表 21: 东映近 5 年代表性动画电影作品

电影名称	日本上映时间	日本票房(亿美元)	所属IP
海贼王:狂热行动	2019/8/9	0.47	海贼王
光之美少女	2018/10/27	0.09	光之美少女
海航王之黄金城	2016/7/23	0.48	海贼王
游戏王剧场版	2016/4/23	0.06	游戏王
光之美少女 All Stars	2016/3/19	0.05	光之美少女
龙珠 Z: 复活的弗利萨	2015/4/18	0.3	龙珠

数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

图68: 东映主要IP的动画电影系列在日本的票房情况 (票房单位: 亿美元)



数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

表 22: 《海贼王剧场版: 黄金城》全球票房 (万美元)

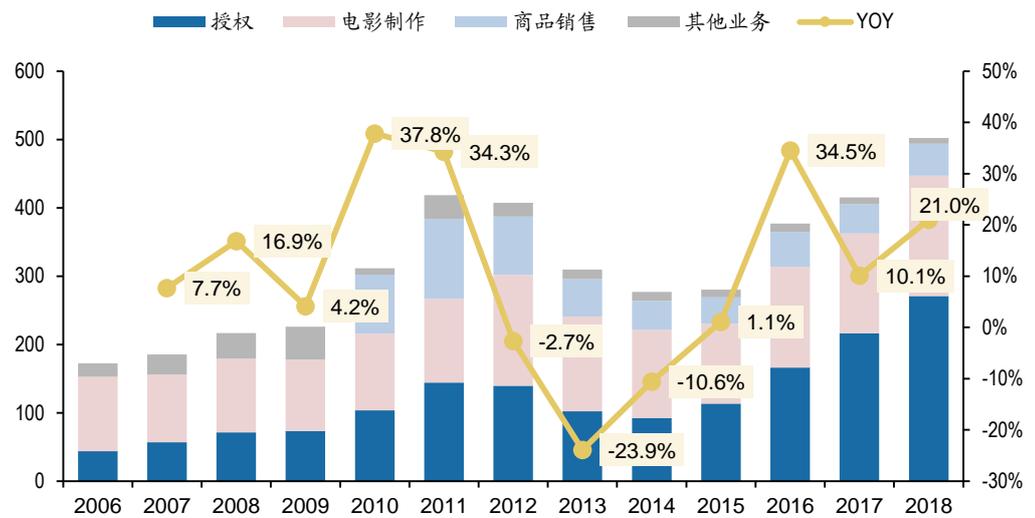
地区	上映时间	发行商	实现票房 (万美元)
Japan	2016/7/23	Toei	4782.45
China	2016/11/16	-	1558.48
South Korea	2016/8/16	-	141.85
Italy	2016/11/24	Koch	38.53
Thailand	2016/8/25	-	24.62
France	2016/11/2	KMBO	13.03
Spain	2016/11/4	Alfa	11.85
Australia	2016/10/27	Madman	5.95
New Zealand	2016/11/3	Madman	1.59
Japan	2016/7/23	Toei	4782.45

数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

东映动画营业收入持续增长, 授权业务为主要驱动力。目前东映动画的营业收入包括电影制作、授权业务、商品销售及其他业务。2006~2011年得益于授权业务与商品销售业务增长, 东映动画营业收入持续上升, 2011年实现营业收入4.18亿美元, 同比增长34.31%, 其中授权与商品销售同比上升39.4%与35.5%。由于前期海贼王的授权收入形成高基数, 2011~2014东映动画营收持续下滑, 2015~2018年“龙珠”重新焕发生机, 版权收入稳定增长, 2016~2017年位列东映动画IP第一名。2018年总营业收入为5.02亿美元, 同比增长21.03%, 其中“龙珠”贡献的版权收入达到1.34亿美元, 占据总营业收入的26.7%。

营收结构来看, 2018年授权收入为2.71亿美元, 同比增长25.35%, 占总营收的54%; 电影制作业务营业收入为1.76亿美元, 同比增长20.4%, 占比为35%; 衍生品销售业务收入为0.46亿美元, 占比约为9.3%, 其他业务占比不足1%。**授权和衍生业务/电影制作业务的比重为1.8。**

图69: 2006~2018年东映动画的分业务营业收入(百万美元)和同比增速(%)

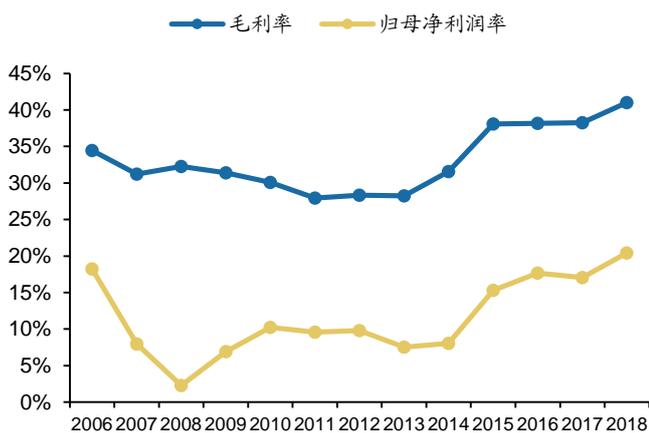


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2019财年为2018年3月31日至2019年3月31日

净利率大幅提升, 销售及管理费用率持续下降。得益于《龙珠》、《海贼王》的出色表现, 及其版权业务高速增长, 盈利能力不断增强。东映动画毛利率与净利率近年来均有较大幅度提升, 毛利率从2013年的28.22%增长至2018年的41%, 归母净利润率从2013年的7.52%增长至2018年的20.42%。期间费用率方面, 销售及管理费用率自2014年后持续下降, 从2014年的18.39%下降至2018年的12.74%。从估值来看, 2000~2005年日本动画产业繁荣时期, 估值约在25x左右, 2006~2012年行业景气度低时, 估值区间为10~12x。随着产业景气度以及公司盈利能力持续回升, 估值重回至20x。

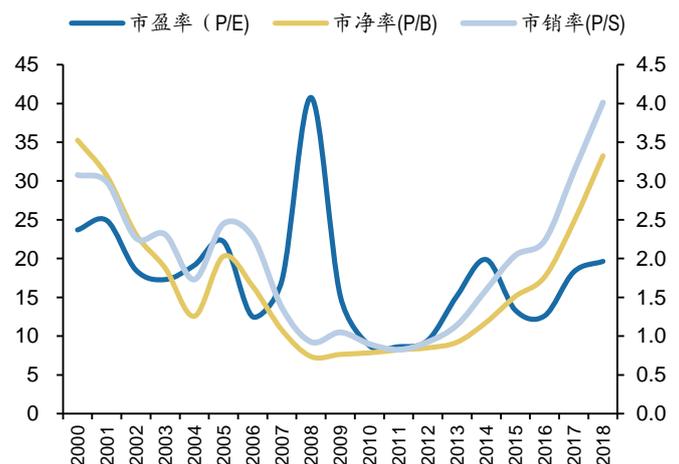
图70: 2006~2018年东映动画毛利率和净利率(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2019财年为2018年3月31日至2019年3月31日

图71: 2000~2018年东映动画估值指标走势(x)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2019财年为2018年3月31日至2019年3月31日

2) 东宝株式会社：经典IP联手优秀原创，积极探索海外市场

东宝株式会社是总部位于日本东京的电影公司，简称东宝，为日本五大电影公司之一，以怪兽电影与特摄片闻名世界。公司创立于1932年，前身是东京宝冢剧场公司，1943年由东京宝冢剧场公司和东宝电影公司合并而成。东宝享受了50年代日本电影的鼎盛时期，亦走过了70年代的没落低谷，如今东宝占据日本电影行业超过50%的份额，并持续开拓全球业务。

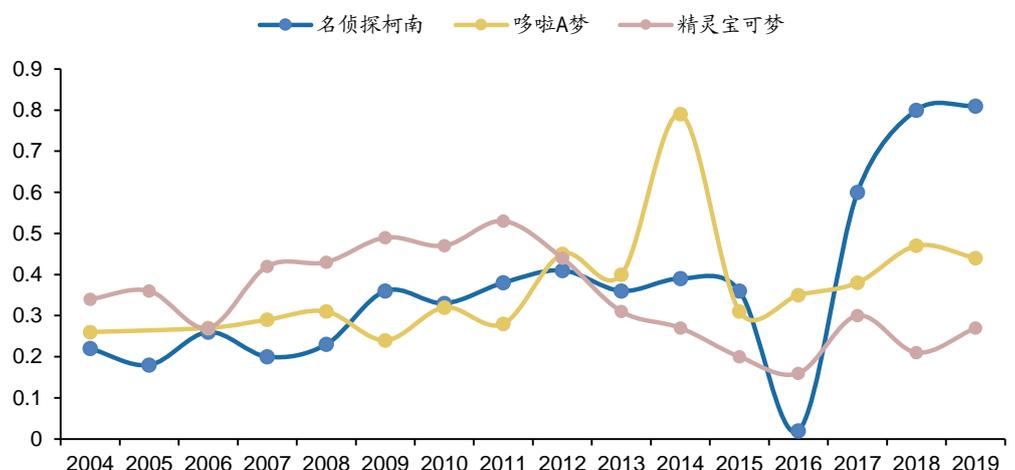
图72：东宝株式会社的发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

东宝的主要IP有哥斯拉、哆啦A梦、名侦探柯南、精灵宝可梦等。我们统计了2004~2019年公司三大动画电影作品的票房曲线，《名侦探柯南》系列增长稳定，且近两年票房提升明显，2019年4月12日全日本公映的《名侦探柯南：绀青之拳》首周末票房就达到了0.19亿美元，位列日本首周末票房影史第三。《哆啦A梦》系列也整体呈现票房上升的趋势，2014年《哆啦A梦：伴我同行》收获0.79亿美元，创下历史新高。《精灵宝可梦》系列较前者略显逊色，自2011年后票房下滑明显，近两年有所好转。除了不断迭代经典IP之外，东宝也制作了优秀的原创动画作品，如《你的名字。》、《天气之子》等。

图73：东宝主要IP的动画电影系列在日本的票房情况（票房单位：亿美元）



数据来源：Box Office Mojo，广发证券发展研究中心

表23: 东宝近4年代表性的动画电影作品 (票房单位: 亿美元)

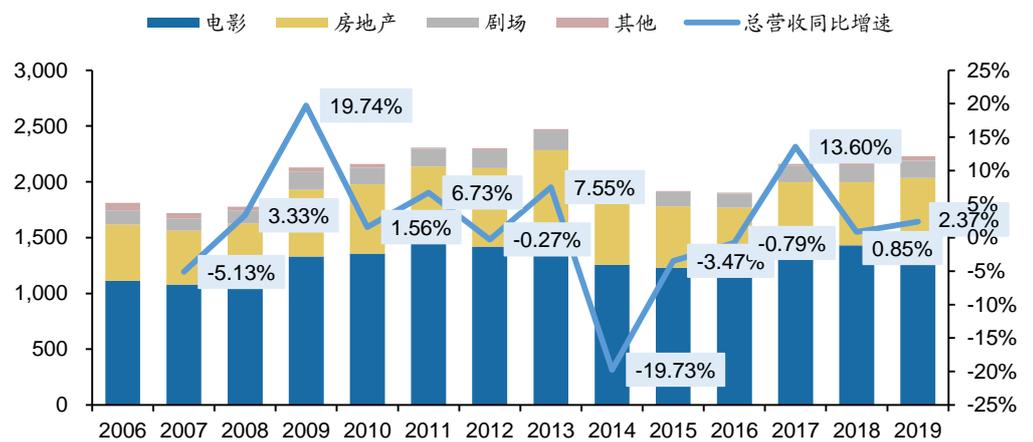
电影名称	日本上映时间	日本票房	全球票房	所属IP
天气之子	2019/7/19	1.14	-	原创
哥斯拉2: 怪物之王	2019/5/31	0.25	3.86	哥斯拉
大侦探皮卡丘	2019/5/3	0.27	4.32	精灵宝可梦
名侦探柯南: 绀青之拳	2019/4/12	0.81	-	名侦探柯南
名侦探柯南: 零的执行人	2018/4/13	0.80	-	名侦探柯南
哆啦A梦: 大雄的金银岛	2018/3/3	0.47	-	哆啦A梦
名侦探柯南: 唐红的恋歌	2017/4/15	0.60	-	名侦探柯南
你的名字。	2016/8/27	2.35	3.58	原创
新哥斯拉	2016/7/29	0.75	0.78	哥斯拉

数据来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

东宝株式会社有三大核心业务: 电影、剧场和房地产业务。电影部门从事电影的制作、发行和展示, 以及影像软件(光碟等)的制作和销售。剧场部门从事戏剧的制作和展示。房地产部门从事房地产的租赁、维护和管理, 以及道路的管理、清洁和维修。其他部门从事其他业务活动, 包括娱乐设施、商店和餐馆的经营, 提供会计咨询和指导服务, 以及收费护理院和集体住宅的经营和管理。

从营收结构来看, 电影事业是东宝的营收主力, 营收占比均在61.5%以上。2017财年电影事业营收14.3亿美元, 占比66.3%为历年之最, 主要系《你的名字。》和《新哥斯拉》两部动画电影的票房成绩斐然。2019财年负责制作和发行的电影事业营业收入总额为4.04亿美元(YOY-1.45%), 电影公映票房7.61亿美元(YOY+12.02%), 影像事业为2.78亿美元(YOY-18.67%)。

图74: 2006~2019财年东宝的分业务营业收入(百万美元)和同比增速(%)

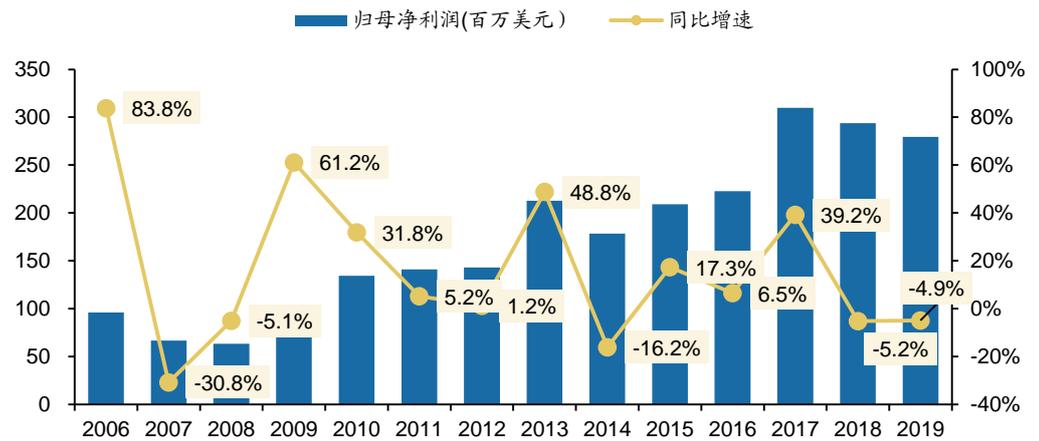


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 2018.2.28~2019.2.28为2019财年, 以此类推

净利润层面, 除了2013财年电影事业盈利大涨导致14财年有所回落以外, 2008~2017财年归母净利润整体呈现增长趋势, 2017财年成功盈利3.1亿美元, 创造了历史最高的净利润额。相比起2016年《新哥斯拉》、《你的名字。》带动业绩的大幅上涨, 之后两年净利润则持续缩水, 2019财年净利润减少至2.8亿美元, 主要系2018年3月期东宝不动产兼并而产生的特别利益所致。

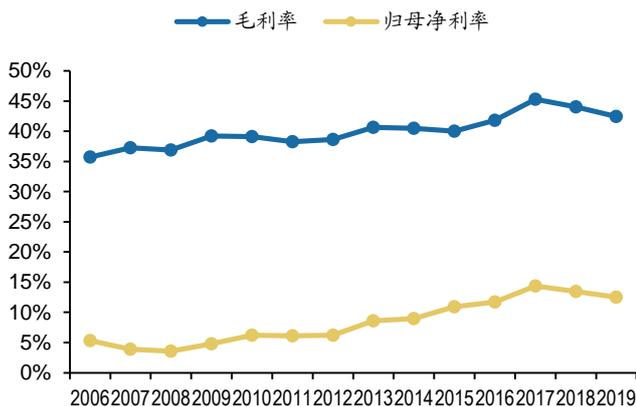
图75: 2006~2019财年东宝的归母净利润(百万美元)和同比增速(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

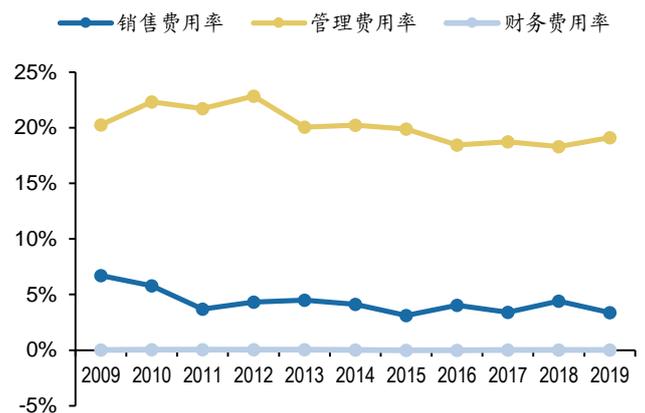
从盈利能力指标来看, 近三年东宝的毛利率稳定在40%附近,

图76: 2006~2019财年东宝毛利率和归母净利率(%)



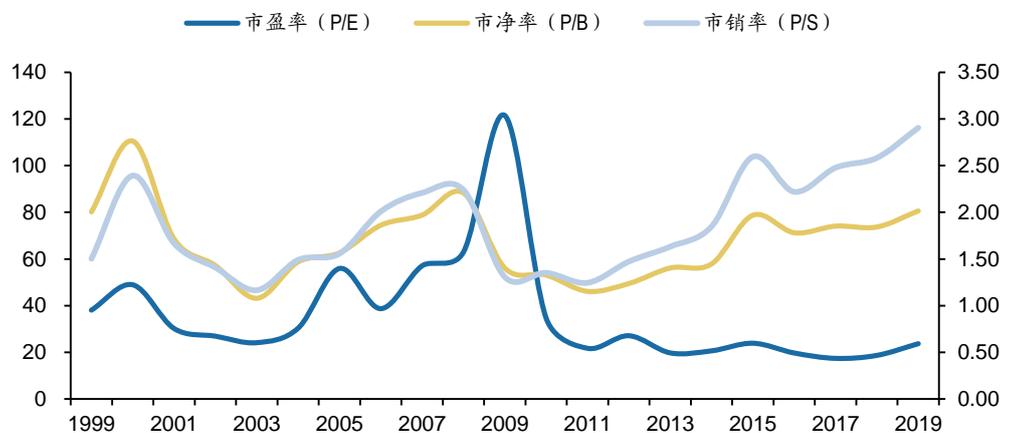
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图77: 2009~2019财年东宝期间费用率(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图78: 1999~2019财年东宝的市盈率(左轴)、市净率和市销率(右轴)走势(x)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

五、国内动画公司：千亿市场红利有望赛出真白马

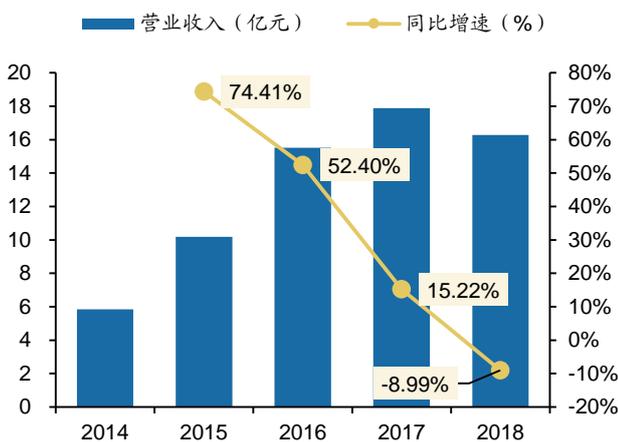
A股上市公司中从事动漫相关业务包括长城动漫、奥飞娱乐、美盛文化和光线传媒等4家公司，以及处于IPO审核的方特动漫，还有41家动画公司在新三板挂牌（中南卡通、紫荆股份、亲宝文化、鑫时空等4家公司已终止挂牌）。

新三板动漫公司业务主要包括动漫发行、制作、IP授权、教育培训及衍生品销售（包括图书、音像、玩具、服饰、食品等）取得收益。大多为50~100人的中型动画公司，其经营数据反应了产业腰部的景气度。

2014~2016年，新三板动画公司营业收入保持快速增长，总营收从5.84亿元增长至15.52亿元，年均复合增速达到63%。2017年营收增速迅速放缓至15.22%，2018年营业收入首次出现负增长9%，回落至16.27亿元。

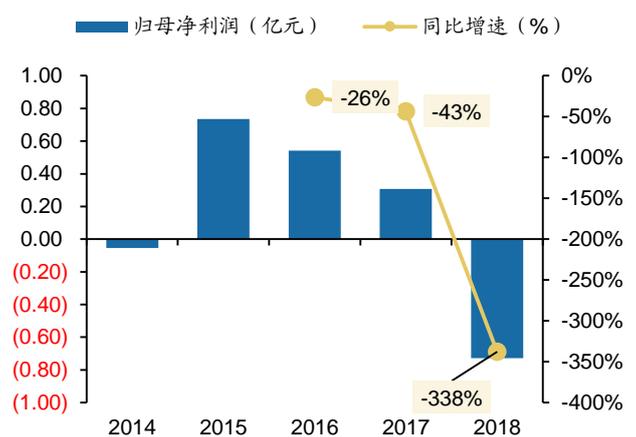
净利润层面，2015年归母净利润实现扭亏，成功盈利7357万元。但由于人力成本上行，毛利率收窄，虽然16~17年营业收入仍在增长，但净利润却逐年下滑，2018年亏损公司数量增长至19家，亏损金额显著放大至7289万元。

图79：新三板动画公司的营业收入和同比增速（%）



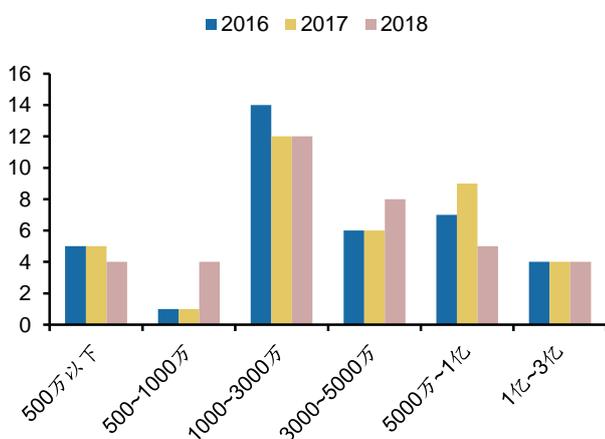
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图80：新三板动画公司的归母净利润和同比增速（%）



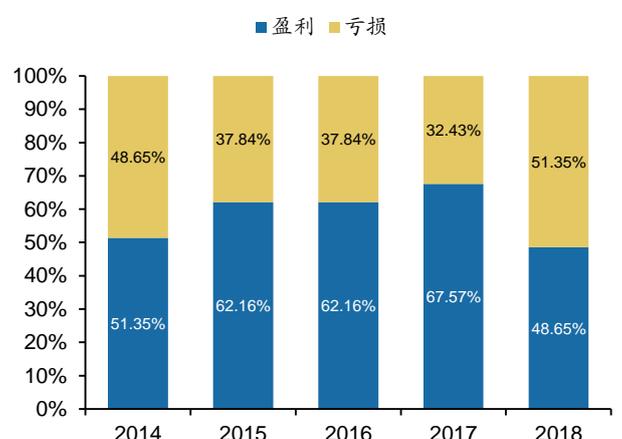
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图81：2018年新三板动画营业收入分布



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图82：新三板动画公司盈利亏损占比（%）

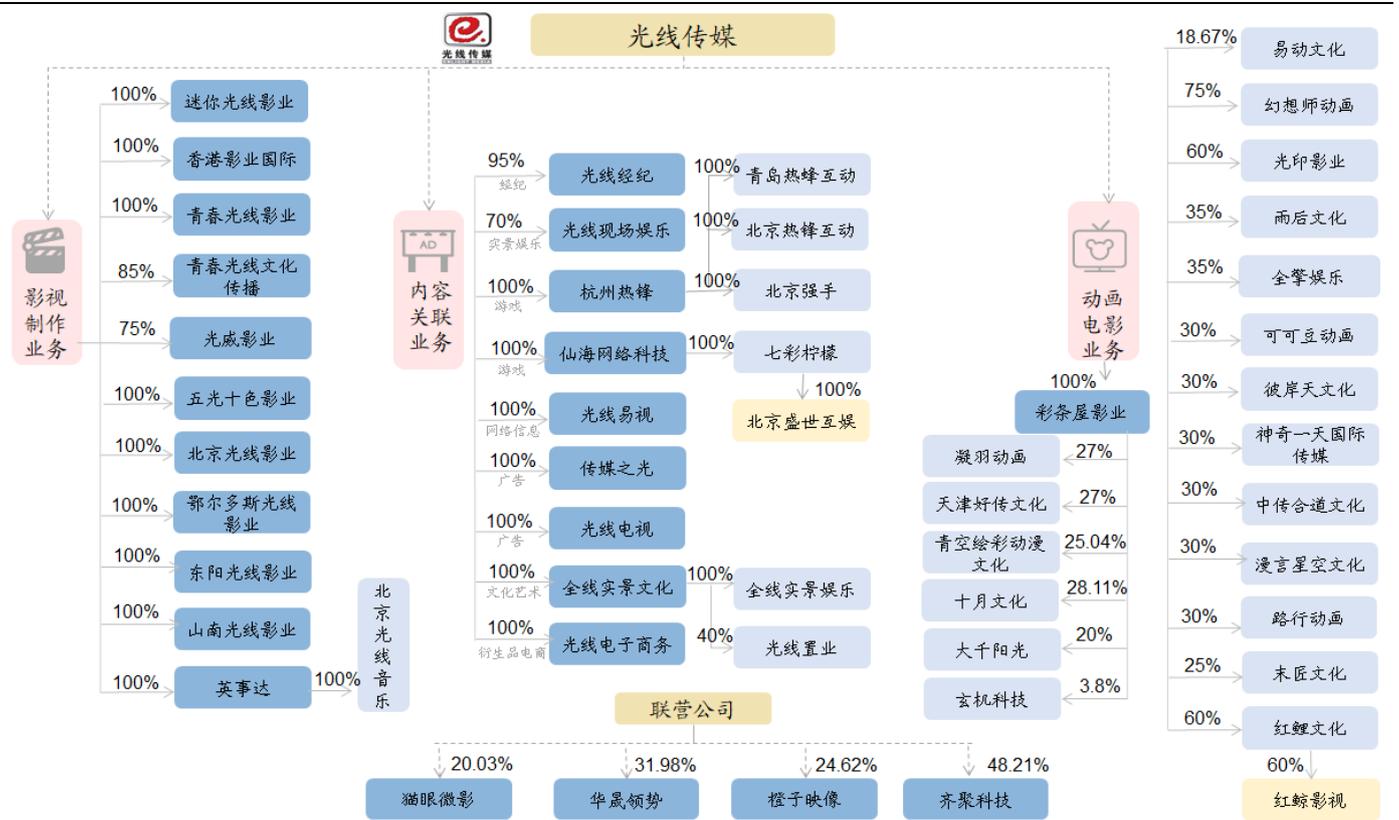


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

5.1 光线传媒：彩条屋工作室构筑护城河，精品迭出持续突破票房天花板

彩条屋构筑动画工作室矩阵。自2015年成立动画业务部门彩条屋影业以来，光线传媒至今已投资近20家动画公司，并不断加大对动画电影的布局力度。其投资公司十月文化制作的《大圣归来》实现票房9.57亿，曾创造了国产动画电影票房新高；明年还将推出《深海》、《大圣闹天宫》等作品。彼岸天曾制作的优质国漫《大鱼海棠》实现票房5.64亿，系列续集《大鱼海棠2》正在制作中。中传合道负责的“封神宇宙”系列作品《姜子牙》、全擎娱乐负责的《星游记之冲出地球》将于明年推出。除了原创动画团队外，彩条屋影业投资的日本通耀则主要负责日漫IP代理，2018年代理发行的《你的名字。》获得5.75亿票房，9.2分猫眼评分，在国内市场成功。

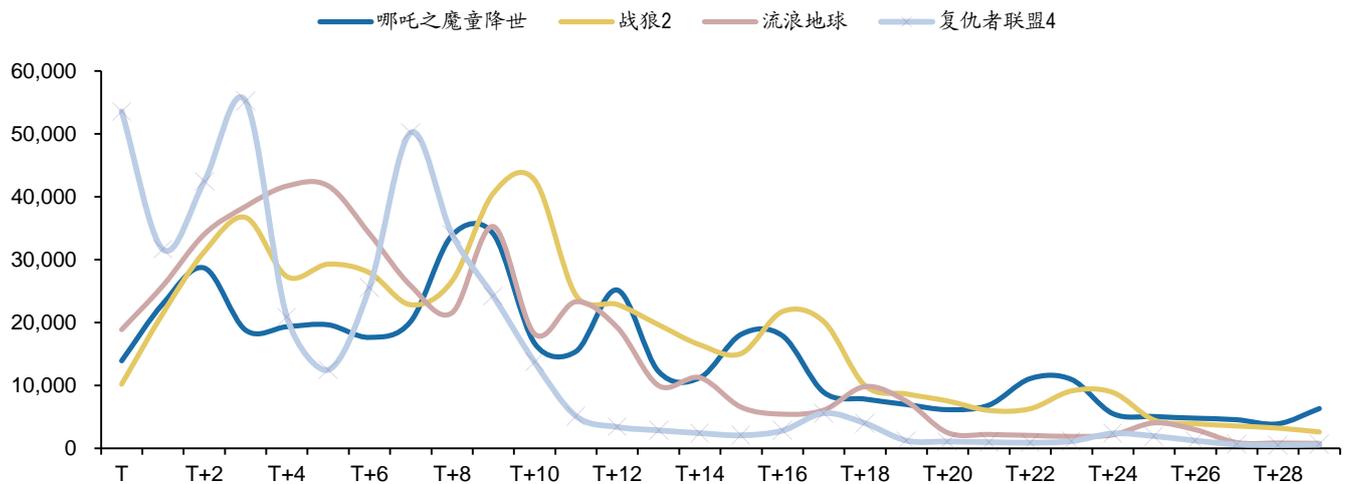
图83：光线传媒股权结构图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

优质内容，精良制作，“天时、地利”同成票房大作。暑期档上映的《哪吒之魔童降世》凭借创新题材、精良制作和优质口碑（猫眼和豆瓣分别获得9.7分和8.6分），同档期竞品较少，成功在暑期档完成票房大收割，上映后连续17天票房破亿，至今已经获得48.86亿元，总观影人次达到1.37亿次，单片票房超过18年全年动画电影票房总和，高居中国票房榜第二。从票房曲线来看，与国内票房在40亿以上的影片相比，《哪吒》后劲充足，票房曲线衰减速度比《战狼2》更为缓慢，上映25~30天的日均票房可以达到4933万元，远高于《战狼2》3566万元、《流浪地球》1923万元、《复仇者联盟4》996万元。

图84: 《哪吒: 魔童降世》与其他40亿以上影片单日票房走势(万元)



数据来源: 猫眼专业版, 广发证券发展研究中心

光线系的全面胜利, 单片业绩贡献斐然。根据猫眼专业版显示, 《哪吒》电影的制作方为可可豆, 出品方为光线影业, 彩条屋、可可豆、十月文化, 光线影业同时承担主发行方, 出品方中彩条屋为光线全资子公司, 可可豆和十月文化为光线的联营公司(分别持股30%)。根据公司7月30日发布公告, 《哪吒》达到9亿票房时, 公司确认营业收入2.03~2.43亿元, 估算得到分成参数后按照50亿票房算得光线传媒预计录得11.74亿元的营业收入, 8.5亿元的税后净利润。根据公司发布的业绩预告, 19Q3单季度预计实现归母净利润9.75~10.25亿元, 同比大幅增长447%~475%。

表24: 《哪吒之魔童降世》票房表现对应的营业收入和净利润贡献测算

综合票房(亿元, 下同)	35	40	48	50
扣除服务费票房	32.55	37.20	44.64	46.50
分账票房(扣除专项基金、增值税)	29.39	33.59	40.31	41.99
片方+发行分账	12.64	14.44	17.33	18.06
光线确认营业收入	8.22	9.39	11.27	11.74
扣除制作成本	11.44	13.24	16.13	16.86
扣除宣传费用	10.94	12.74	15.63	16.36
扣除第三方分账	7.11	8.28	10.16	10.63
除税净利润	5.69	6.63	8.13	8.50

数据来源: 国家广电总局, 广发证券发展研究中心

光线的优势: “优质创意+精致制作+强力宣发”, 有望持续引领动画电影产业前进

1) 在行业低谷期招兵买马, 抢占赛道, 率先布局。在2013年国产动画仍处于低幼动画电影, 光线传媒在当年11月出资640万元投资体系内第一家动画工作室“彼岸天”, 在《大圣归来》吸引资本大规模进入前, 2015年3月再次投资了“全擎娱乐”。2015年11月份成立彩条屋影业, 正式战略布局动画电影产业。2016~2018年国产动画票房未能延续辉煌, 2017~2018年重回产业低谷期, 光线传媒继续向有潜力的工作室伸出援手(红鲤、路行、幻想师、大千阳光等), 完成了从创意设计到优质产能的全方位布局。光线的逆势布局, 一方面可以降低股权投资成本, 另一方面强化了

双方长期合作的基础。

2) “公司小股权，项目大股权”模式有效带动工作室主观能动性。公司层面小股权，有利于保持工作室经营的相对独立性，由于电影项目的制作周期较长，工作室还需其他外包项目来填补日常经营，以大千阳光为例，既能承接光线传媒的电影项目，也会承接奥飞等其他动画或游戏公司的制作项目，有利于工作室人才梯队建设和团队的稳定性。

项目层面大股权比例，以保障光线在电影项目上的控制权，同时避免过多第三方投资者参与影片投资，更好地激励动画工作室。

表25: 光线传媒投资的导演-工作室情况

公司名称	光线参股	主要业务	主要上映作品/储备作品	题材类型	核心人物	出资金额 (万元)	投资时间
十月文化	28.11%	原创设计、动画制作	《大圣归来》系列、《深海》、 《九头鸟传奇》	神话	田晓鹏		2015/7/16
彼岸天	30.00%	原创设计、动画制作	《大鱼海棠》系列、《神经猫》	神话	张春	640	2013.11.29
全擎娱乐	35.00%	原创设计、动画制作	《西游记》、《虾宝大冒险》、 《魔日》	科幻、冒险	邢英	1100	2015.3.19
光印影业	60.00%	原创设计、动画制作	《墨多多谜境冒险》	奇幻、冒险	李晓萍	3750	2015.12.14
可可豆动画	30.00%	原创设计、动画制作	《哪吒之降世魔童》	神话	杨宇 (饺子)	400	2015.11.6
玄机科技	3.80%	原创设计、动画制作	《秦时明月》、《天行九歌》、 《斗罗大陆》	历史、武 侠、奇幻	沈乐平	2500	2017/4/21
中传合道	30.00%	原创设计、动画制作	《姜子牙》	神话	高薇华	900	2016/4/11
易动传媒	18.67%	原创设计、动画制作	《美食大冒险》	冒险	程海明	4400	2017/5/17
青空绘彩	25.04%	原创设计、动画制作	《昨日青空》	现实	黄毅坚	250	2016.8.15
幻想师动画	75.00%	原创设计、动画制作	《摩尔庄园》系列	冒险	羊延牧	750	2018/3/28
红鲤动画	60.00%	动画制作	《精灵王座》	玄幻	戈戈	3400	2017/12/29
雨后文化	35.00%	动画制作	\	\	陈勇		
神奇一天	30.00%	原创设计、动画制作	《鬼列车》	奇幻	景绍宗		
凝羽动画	27.00%	原创设计、动画制作	动画番剧《茶啊二中》	青春校园	邢原源	750	2016.1.13
好传文化	27.00%	原创设计、动画制作	《大护法》、《弯刀大马贼》、 《八仙过大海》	神话	尚游	1050	2016/11/29
大千阳光	20.00%	动画制作	《大力金刚》、《精灵侠》、 《哪吒之魔童降世》、《深海》	神话、奇幻	张润华	4000	2018.5.11
路行动画	\	原创设计、动画制作	《妙先生》系列	武侠	刘敏		2017/8/15
通耀科技	19.00%	主营日漫 IP 代理合作	《你的名字。》	青春、恋爱		3134	2016/6/1
漫言星空文化	30.00%	漫画创作及漫画经纪	漫画作品《星海镖师》	—	颜开	1000	2015/12/25
末那工作室	25.00%	动漫衍生品	—	—	闾世驥		2018/10/10

数据来源：光线传媒公告，企查查，广发证券发展研究中心

3) 对于创意工作室而言, 光线可以满足其对制作产能和宣发的需求。生产动画电影的三大要素: 前期好IP基础和创意设定、中期优质充足的产能供应、后期有力宣发。动画工作室寻找外部合作, 除了资金层面外, 更多地考虑到对其经营能否提供帮助, 目前国内动画产业主要巨头包括, 腾讯、阅文、B站、光线、奥飞, 各自优势禀赋不同: 阅文的优势在于丰富的网文IP资源。但从IP改编动画电影的票房表现来看, 目前尚未能成功探索出原创IP电影的生产模式。腾讯和B站具有庞大的视频用户资源, 对于番剧制作为主的动画工作室吸引力更强, 但其动画电影投入预算比例较小, 且在电影制作和宣发的能力有限。奥飞娱乐在后端衍生品开发和制作上具备成熟的产销体系, 在IP资源上有四月文化(有妖气)丰富的网络漫画资源, 但在制作产能、宣发能力上有所欠缺。

与前者相比, 光线传媒在制作和宣发层面更有优势。在制作层面, 成功打通了动画产业链中下游资源, 红鲤动画、十月猛犸、大千阳光都有超过百人的制作团队, 完成过单分钟60万以上的顶级电影项目, 在目前优质产能稀缺的环境下, 保障了自身项目顺利生产。在发行层面, 光线在电影发行上已有十余年的经验积累, 全国拥有三百人以上发行团队, 与国内大部分影投公司都保持着良好的合作关系, 有助于影片获得良好的排片率。根据猫眼专业版数据显示, 光线传媒至今已累计参与101部影片的主发行工作, 累计票房达到300亿, 位列中国电影和华夏发行, 位列全市场榜第三, 国产片榜第一。此外, 其控股公司猫眼娱乐在线上发行上形成有效补充。所以对于创意工作室而言, 选择光线传媒是动画工作室发展动画电影的最优选择。准入壁垒已起高。

4) 项目经验拉高准入壁垒, 光线系动画电影有望实现“滚雪球”效应。过去十年, 国内参与动画电影的导演合计接近200人, 累计票房过亿的导演有22人, 累计票房超过5亿的导演仅有4人, 而光线传媒旗下工作室的导演人数占据3席。大电影动画项目在前期剧本打磨、创意设定、中期制作和多机构工作协调、后期宣发等方面显著高于小项目。前期的项目经验不仅仅是导演层面, 核心团队从策划、模型、绑定、分镜、动画以及其他合作的特效团队也都同样积累了宝贵经验。

如《哪吒之魔童降世》的制作过程中, 彩条屋和可可豆团队几乎将国内大部分机构的制作能力摸查一遍, 最终与50家工作室的制作能力与其相匹配, 通过本次项目, 光线对合作方能力有了清晰的认识, 减少了前期试错成本, 后续电影项目生产周期有望提速; 同时, 合作方也对彩条屋的制作要求也更加了解, 未来可以有效减少退改次数, 提效控费。

表26: 累计票房过亿的国产动画导演情况

导演名称	电影数量(项目)	累计票房(亿元)	代表作	关联公司
饺子	1	49.72	《哪吒之魔童降世》	光线传媒
丁亮	6	26.68	《熊出没系列大电影》	方特动漫
田晓鹏	1	9.56	《大圣归来》	光线传媒
梁旋	1	5.64	《大鱼海棠》	光线传媒
黄家康	1	4.49	《白蛇: 缘起》	追光动画
简耀宗	4	3.86	《喜羊羊系列大电影》	奥飞娱乐
赵崇邦	3	3.62	《喜羊羊系列大电影》	奥飞娱乐
王章俊	6	3.58	《赛尔号系列大电影》	淘米文化

王云飞	5	2.98	《神秘世界历险记》	祥源文化
卢恒宇	2	2.52	《十万个冷笑话》	奥飞娱乐
谢立文	4	2.02	《麦兜系列》	新华展望
何澄	2	2.00	《新大头儿子和小头爸爸系列》	央视动画
于胜军	4	1.71	《洛克王国》、《黑猫警长》	优扬传媒
何子力	3	1.51	《潜艇总动员系列电影》	环球数码
黄伟明	3	1.31	《开心超人》、《喜羊羊系列》	—
刘炜	3	1.28	《三只小猪系列》、《阿凡提》	米粒影业
李清舫	1	1.26	《大卫贝肯之倒霉特工熊》	奥飞娱乐
张大鹏	1	1.24	《小猪佩奇过大年》	阿里影业
刘阔	1	1.12	《风语咒》	若森数字
申宇	2	1.04	《潜艇总动员》、《玩偶奇兵》	环球数码
郑成峰	7	1.01	《太空熊猫历险记》、《魔镜奇缘》、《阿里巴巴大盗奇兵》	泰尚文化
王微	2	1.00	《猫与桃花源》、《小门神》	追光动画

数据来源：艺恩数据，广发证券发展研究中心

项目储备丰富。公司及旗下联营公司完成备案的储备动画电影项目共有12个，其中《姜子牙》、《凤凰之千年公主》、《魁拔4》、《西游记之大圣闹天宫》、《深海》和《妙先生》等多部电影预计将在未来两年上映，为动画电影持续增长提供保障。

表27：光线传媒、子公司及联营公司的动画电影储备一览（统计时间：2019年10月1日）

备案时间	备案立项号	片名	播出时间	编剧	备案单位
2015年11月1日	影动备字[2015]第239号	凤凰之千年公主	—	毛启超	北京光线影业有限公司
2016年1月1日	影动备字[2015]第266号	姜子牙	2020年上映	关皓天\吴晓宇\罗雁歆 郑学佳	北京中传合道文化发展有限公司、 霍尔果斯彩条屋影业有限公司
2019年4月21日	影动备字[2019]第051号	妙先生	2020年上映	林绍男	北京光线影业有限公司、杭州路 行动画设计有限公司
2017年10月1日	影动备字[2017]第275号	魁拔4	2020年上映	王川	北京青青树动漫科技有限公司、 霍尔果斯彩条屋影业有限公司、 北京光线传媒有限公司
2016年5月1日	影动备字[2016]第069号	西游记之大圣闹天宫	2021年上映	田晓鹏	北京光线影业有限公司、霍尔果 斯十月文化传媒有限公司、霍尔 果斯彩条屋影业有限公司
2016年1月1日	影动备字[2016]第003号	星游记之冲出地球	2021年上映	胡一泊\刘磊	北京光线影业有限公司、霍尔果 斯彩条屋影业有限公司、北京全 擎娱乐文化传媒有限公司
2016年1月1日	影动备字[2015]第128号	暴走漫画之白日梦	2021年上映	胡任斯	北京光线影业有限公司、山南光 线影业有限公司、北京暴走文化 发展有限公司

2016年1月1日	影动备字[2015]第264号	八仙过大海	2021年上映	易巧	北京光线影业有限公司、霍尔果斯彩条屋影业有限公司
2015年9月1日	影动备字[2015]第177号	深海	2021年上映	田晓鹏	北京燕城十月文化传播有限公司
2016年9月1日	影动备字[2016]第194号	桃花源记	—	张萌\张然	北京光线影业有限公司、霍尔果斯彩条屋影业有限公司
2016年9月1日	影动备字[2016]第202号	南柯一梦	—	林闰	北京光线影业有限公司、霍尔果斯彩条屋影业有限公司
2019年3月21日	影动备字[2019]第048号	美食大冒险2	—	孙海鹏	广州易动文化传播有限公司

数据来源：国家广电总局，广发证券发展研究中心

基于光线传媒动画电影的储备项目和未来投拍计划，得到公司未来动画电影项目的价值评估表如下所示。2020~2022年动画电影的拍摄数量分别为3部、5部和7部，平均单部制作成本约为7000万元，宣发成本2000万元。2020年主要项目包括《姜子牙》、《妙先生》、《凤凰》等，2021主要项目包括《深海》、《西游记之大圣闹天宫》、《哪吒2》、《八仙过大海》、《大鱼海棠2》等。2019年由于《哪吒之魔童降世》贡献显著，平均单片票房达到25亿元，随着产出逐渐丰富，预计热门影片票房在15~20亿，低票房在1~3亿，单片平均票房7.5~10.5亿区间稳健增长。未来主投影片的份额安排将继续参考《哪吒》的机制，预计投资份额保持在60%左右，发行份额预计在80%左右，假设宣发代理费为12%，按照扣除宣发成本后的净额结算。

随着动画业务逐渐成熟，后续衍生品和授权业务的份额比例也将逐渐增长。参考华特迪士尼和东映动画的授权/内容收入、衍生品/内容收入的比例关系，假设未来光线传媒的授权/内容收入逐渐从25%增长至40%，衍生品/内容收入从15%增长至25%。

参考华特迪士尼和东映动画授权及衍生品的业务情况，假设动画授权和衍生品业务的毛利率和期间费用率约为60%和20%。按照所得税率15%算得，2020~2022年动画电影项目的利润贡献分别为3.9亿元、7.0亿元和11.2亿元。

表28: 光线传媒未来主投主控的动画电影项目收益贡献情况(个别年份动画电影票房或有波动,表内为预期参考值)

主投主控动画电影项目	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动画电影数量	3	5	7	8	9	10
平均单片票房(亿元)	7.5	8	8.5	9.0	9.5	10.5
累计实现票房(亿元)	22.5	40	59.5	72	86	105
国产动画电影票房(亿元)	42.00	60.75	86.40	104.00	124.8	149.76
国产动画电影票房市占率(%)	53.6%	65.8%	68.9%	69.2%	68.51%	70.11%
平均制作成本(亿元/部)	0.70	0.75	0.75	0.80	0.80	0.80
平均宣发成本(亿元/部)	0.20	0.25	0.25	0.30	0.30	0.30
I: 票房收益和版权销售业务						
80%发行份额算得单片确认收益(亿元)	0.33	0.35	0.37	0.39	0.41	0.46
60%投资份额算得单片确认收益(亿元)	1.50	1.59	1.70	1.79	1.89	2.10
动画电影发行收益(亿元)	0.99	1.74	2.61	3.12	3.72	4.61
动画电影票房投资收益(亿元)	4.51	7.97	11.88	14.30	17.02	21.00
动画电影院线收入(亿元)	5.50	9.71	14.49	17.42	20.74	25.60
视频网站销售收入(亿元)	0.54	0.90	1.68	1.92	2.43	2.70

——视频网站销售单价(亿元/部)	0.30	0.30	0.40	0.40	0.45	0.45
电影制作和发行营业成本(亿元)	1.26	2.25	3.15	3.84	4.32	4.80
电影制作和发行期间费用率(%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%
电影制作和发行营业利润(亿元)	3.58	6.24	9.79	11.63	14.22	17.84
同比增长(%)		74.48%	56.85%	18.85%	22.27%	25.49%
II: 授权和衍生业务						
动画授权业务收入(亿元)	1.51	3.18	5.17	6.77	8.81	11.32
——授权收入/内容收入	25%	30%	32%	35%	38%	40%
动画衍生品业务收入(亿元)	0.91	1.80	3.23	4.45	5.79	7.08
——衍生品收入/内容收入	15.0%	17.0%	20.0%	23.0%	25.0%	25.0%
授权和衍生品业务的毛利率(%)	60%	60%	60%	60%	60%	60%
授权和衍生品业务期间费用率(%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%
电影制作和发行营业利润(亿元)	0.97	1.99	3.36	4.49	5.84	7.36
同比增长(%)		106.27%	68.60%	33.40%	30.17%	26.01%
III: 动画相关业务总体						
总营业利润(亿元)	4.54	8.23	13.15	16.12	20.06	25.20
税后利润(亿元, 所得税率15%)	3.86	7.00	11.18	13.70	17.05	21.42
同比增长(%)		81.25%	59.70%	22.57%	24.47%	25.64%

数据来源: 光线传媒投资者关系报告, 广发证券发展研究中心

从项目评估来看, 根据近三年来光线传媒的股价收益率和沪深300指数收益率的月度数据算得 β 值为1.36, 采用十年期国债收益率作为无风险利率3.03%, 沪深300年期回报率为7.12%, 根据CAPM模型计算得到公司的权益报酬率为8.23%。参考1998~2018年美国动画电影市场复合增速为10%, 保守估计光线传媒的动画电影项目后续永续增长率为3%, 算得光线传媒动画电影项目的总价值为163.41亿元。

表29: 光线传媒动画电影项目价值评估

年份	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
税后利润(亿元)	3.86	7.00	11.18	13.70	17.05	21.42
权益报酬率(%)	8.23%	8.23%	8.23%	8.23%	8.23%	8.23%
折现系数	1.08	1.17	1.27	1.37	1.49	1.61
PV(亿元)	3.57	5.97	8.82	9.98	11.48	13.33
永续增长率(%)	3%					
现值加总亿元	119.97					
TV	782.29					
PV(TV)	43.43					
总价值(亿元)	163.41					

数据来源: 广发证券发展研究中心

投资建议：随着行业从数量竞争转向内容品质竞争，不具备优质内容生产能力的公司将加速出清，龙头公司有望持续受益。光线传媒的电影控投能力仍处于行业领先地位，19Q4预计上映的公司出品的影片包括《南方车站的聚会》、《荞麦疯长》、《两只老虎》、《八佰》等，电视剧有《悲伤逆流成河》和《新世界》尚未确认，真人电影、电视剧投资和发行业务有望随窗口期后内容回暖得到改善。长期来看，公司在真人电影领域拥有7大厂牌，多名顶级制片人以及60余部储备影片，有望持续稳健增长。

在动画电影领域已构建了丰富生态资源，彩条屋已投资了20余家动漫产业链公司，包括十月文化、彼岸天、可可豆等在内的多家动画工作室已成功打造出了知名IP作品，整体形成了良好的产品梯队序列和相对成熟的合作模式，长期有望充分受益于国产动画电影的内容红利。短期机会上，公司与中传合道合拍的封神宇宙系列第二部动画作品《姜子牙》即将在2020年春节档上映，作为首部在春节档上映的成人向动画电影，票房表现值得期待。2020~2021年动画电影业务的业绩贡献预计分别为3.9亿元和7.0亿元，业绩成长性良好。

此外，公司联营公司“猫眼娱乐”已进入盈利期，未来3年将带来持续的投资收益。公司账面资金相对充沛，资产负债率低，具备抗较强的风险能力，供给侧加速出清有利于行业龙头在行业景气度提振后更大的利润弹性释放。19年前三季度业绩预告已超过此前11亿利润预期，全年利润将上调，2020和2021年净利润分别为8.6亿和10.7亿元，对应当前估值分别为30.2x和24.3x。

风险提示：单片票房不达预期；电视剧项目收入确认进度低于预期风险。

5.2 奥飞娱乐：丰富 IP 矩阵，“影视、游戏、衍生品”多元变现能力卓越

奥飞娱乐前身为澄海县奥迪玩具实业有限公司，成立于1993年，在1997年更名为广东奥迪玩具实业有限公司。发展至今，公司共完成了4次战略转型：1998~2004年，引进动漫IP配合玩具营销，在《四驱兄弟》、《精灵宝可梦》、《迪迦奥特曼》等多部动画中获得成功。2005~2009年，投入原创动画，成功打造“火力少年王”、“巴拉啦小魔仙”、“铠甲勇士”等原创动画形象，形成“内容+衍生品”的经营闭环。2009~2014年，借力资本市场加速并购，扩张业务范围至电视媒体、婴童、动漫影视和网络游戏等多个领域。2014~2019年，持续夯实内容能力，收购FunnyFlux，丰富IP矩阵，拓宽受众群体，收购原创内容平台四月星空（有妖气），同时在游戏、影视等业务战略收缩，聚焦玩具制作销售、婴童用品等传统主业。至今，奥飞仍然是“原创IP为主的内容制作—影视媒体—动漫衍生品”全产业链全覆盖的头部动漫公司。

图85：奥飞娱乐的发展历程



数据来源：奥飞娱乐招股书、年报，广发证券发展研究中心

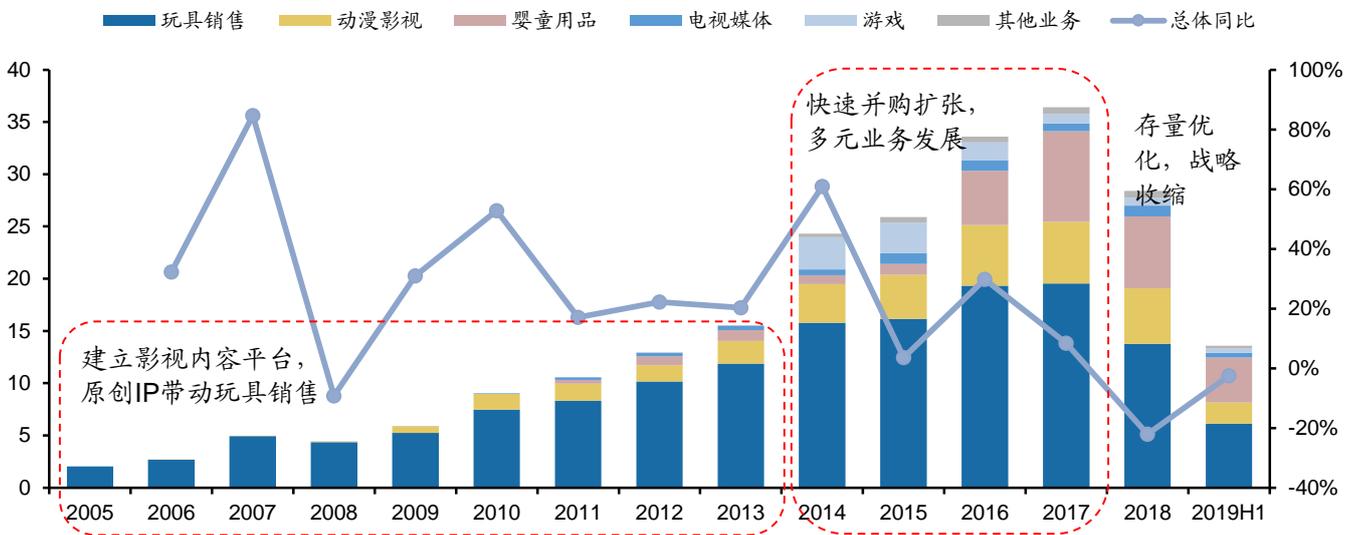
海外引进，“动漫内容+玩具销售”的商业模式初战告捷。奥飞传统主业为塑胶玩具、四驱车和遥控车的生产和销售。1996年，奥飞引进了诸多国外优质动画片在全国各大电视频道播放，其中最知名的是日本人气动画《四驱兄弟》，成功实现了“动画内容+玩具产品”的有效联动，配合公司举办的“奥迪杯”四驱车大赛，极大提高了公司四驱车玩具产品销售量。1998年，奥飞与日本任天堂株式会社合作，引进了热播动画《宠物小精灵》的动漫形象版权，并且在国内开展了“宠物小精灵”系列周边玩具的产品开发和运营，再次取得成功。2004年底公司拿到了日本最大的玩具公司万代（BANDAI）的授权，开始开发、生产和销售《迪迦奥特曼》周边玩具产品。

发展原创，打造K12动漫IP矩阵，带动玩具销售二次腾飞。为限制动画片的过度进口，鼓励国产动画的发展，2004年广电总局、商务部、文化部先后出台了一系列政策，对进口动画的引进数量、播放时间和题材类型等多方面采取限制，导致引进动画带

动玩具销售的商业模式受到严重冲击。公司借助过去多年积累的动画产业链上下游资源和资金，尝试打造自主动漫形象。2004年10月全资子公司奥飞文化成立，标志着奥飞正式进入原创动漫领域。

2006年3月，由奥飞文化出品的动漫影视剧《火力少年王》上线各大电视平台，同时产品营销部门也在全国各个销售网点及商业广场举办悠悠球大赛。成功打造了“少年王”的原创动漫形象，2006年公司动漫玩具营收占比总营收达到41.63%，同比大幅增加了33.23%。后续又先后推出了《战斗王EX》、《巴啦啦小魔仙》、《铠甲战士》等动画作品，有效带动战斗王陀螺、巴啦啦系列产品及闪电冲线遥控车等动漫玩具热销，截至2013年，奥飞的玩具业务营业收入达到11.87亿元，相比2006年累计涨幅342%，其中动漫玩具的营业收入为8.61亿元，累计涨幅669%。由于动漫品牌溢价，玩具销售的毛利率从2006年30.2%提升至2013年43.2%。

图86: 奥飞娱乐分业务营业收入(亿元)和总营业收入同比增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2013年9月出资5.4亿元现金收购了原创动力和资讯港100%的股权，获得“喜羊羊与灰太狼”等系列品牌，2014年动漫影视收入同比大幅增长70%至3.69亿元。动画片仍保持较高热度，2019年1月18日开播的《喜羊羊与灰太狼之羊村守护者》，在四大卡通电视台播放23轮，其中28天登上当日收视榜单，14天夺得当日收视冠军。续集方面，2019年5-6月《喜羊羊与灰太狼之嘻哈闯世界之四》和《喜羊羊与灰太狼之发明大作战之三》等动画片完成制作备案，总时长达1800分钟。但收购完成后，电影作品未能延续前期热度，《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》、《喜羊羊与灰太狼之羊年喜羊羊》等两部影片票房均遭遇了滑铁卢，2019年重启《喜羊羊与灰太狼3D》大电影项目，预计于2021年推出。

表30: 喜羊羊与灰太狼系列电影的票房走势

上映日期	电影名称	票房(万元)	类型	导演
2009/1/16	喜羊羊与灰太狼之牛气冲天	10000	喜剧、家庭	赵崇邦
2010/1/29	喜羊羊与灰太狼之虎虎生威	12400	喜剧、家庭	赵崇邦
2011/1/21	喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱	13800	喜剧、家庭	赵崇邦, 钟智行
2012/1/12	喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年	16700	喜剧、家庭	简耀宗, 黄晓雪

2013/1/29	喜羊羊与灰太狼之喜气羊羊过蛇年	12400	喜剧、家庭	简耀宗
收购完成后				
2014/1/16	喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记	8619.8	喜剧、家庭	简耀宗
2015/1/31	喜羊羊与灰太狼之羊年喜羊羊	6749.7	喜剧、家庭	黄伟明

数据来源：猫眼专业版App，广发证券发展研究中心

扩大IP受众群体，丰富原创内容。2015年8月公司斥资9.04亿元收购了四月星空100%的股权。四月星空旗下的“有妖气原创漫画梦工厂（www.u17.com）”是国内知名的UGC（用户原创内容）原创漫画平台，连载的漫画作品超过50,000部，2700万注册用户，月活跃读者超过800万，并有累计17,000多位漫画作者在平台上持续进行内容创作、更新，拥有“十万个冷笑话”、“镇魂街”、“雏蜂”、“端脑”等在内的原创优质IP，补充在K12以上领域的内容矩阵，实现受众群体的扩围。

与第三方IP授权合作方面，2014年成立动漫衍生品设计公司“奥飞贝肯”负责韩国人气IP“贝肯熊”的内容制作以及周边衍生品的生产销售，2018年取得“小猪佩奇”（英国）、“睡衣小英雄”（英国）、“海绵宝宝”（美国）等知名海外动画IP授权。

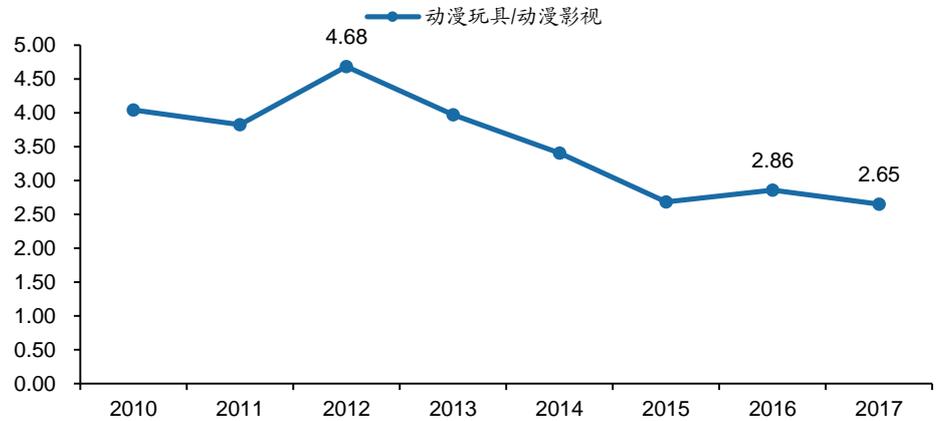
表31：奥飞娱乐IP矩阵，相关影视作品和衍生品情况

IP	取得时间	取得方式	受众人群	相关影视作品	衍生品
火力少年王	2006年	原创	5~14岁 男孩	《火力少年王》3部系列动画	溜溜球
铠甲勇士	2008年	原创	5~14岁 男孩	《铠甲勇士》、《铠甲勇士之帝皇侠》、 《铠甲勇士刑天》	装备玩具
战斗王 EX	2008年	原创	5~14岁 男孩	《战斗王 EX》系列动画	陀螺
电击小子	2009年	原创	5~14岁 男孩	《电击小子》系列动画	公仔/玩偶
巴啦啦小魔仙	2008年	原创	4~12岁 女孩	《巴啦啦小魔仙》系列动画	装备玩具
巨神战击队	2010年	原创	5~14岁 男孩	《巨神战击队》系列动画	装备玩具
飓风战魂（战斗王）	2012年	原创	5~14岁 男孩	《战斗王之飓风战魂》2部系列动画	陀螺
喜羊羊与灰太狼	2013年	收购	4~12岁	《喜羊羊与灰太狼》系列动画和大电影	公仔/玩偶
贝肯熊	2014年	收购	全年龄段	《贝肯熊》系列动画	公仔/玩偶
超级飞侠	2015年	原创	3~8岁 幼童	《超级飞侠》5部系列动画	玩具
零速争霸	2015年	原创	5~12岁 男孩	《零速争霸》	四驱车
镇魂街	2015年	收购	12岁以上	《镇魂街》漫画、动画、真人影视剧	—
雏蜂	2015年	收购	12岁以上	《雏蜂》漫画、动画	—
十万个冷笑话	2015年	收购	12岁以上	《十万个冷笑话》动画片、电影	—
端脑	2015年	收购	12岁以上	《端脑》漫画、动画、真人影视剧	—
虎x鹤妖师录	2015年	收购	12岁以上	《虎x鹤妖师录》漫画	—
爆裂飞车	2016年	原创	5~14岁 男孩	《机甲兽神之爆裂飞车》、《爆裂飞车2》	装备玩具
萌鸡小队	2017年	原创	2~4岁 幼童	《萌鸡小队》系列动画	公仔/玩偶
小猪佩奇	2018年	授权	3~8岁 幼童	—	公仔/玩偶
睡衣小英雄	2018年	授权	3~8岁 幼童	—	睡衣
海绵宝宝	2018年	授权	全年龄段	—	公仔/玩偶
机灵宠物车	2019年	原创	2~4岁 幼童	《机灵宠物车》	公仔/玩偶

数据来源：奥飞娱乐年报，广发证券发展研究中心

奥飞娱乐的影视动漫收入包括动漫影视片节目发行收入和授权费收入，随着“动漫+玩具”的商业模式日渐成熟，2012~2015年动漫玩具和动漫内容的营业收入比值逐渐下降，2016~2017年动漫玩具和动漫影视收入比保持稳定，平均值为2.73x。

图87: 奥飞娱乐的动漫玩具和影视动漫内容营业收入的比值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表32: 奥飞娱乐2010年至今的并购重组标的情况

标的购买日	交易标的	标的所属行业	交易对价	形成商誉(亿元)	累计减值(亿元)
2010/3/11	广东嘉佳卡通影视有限公司 60%股权	电视媒体	9000 万元	—	—
2012/7/24	明星动画 70%股权	动漫影视	1600 万元	0.06	2016 年出售
2013/11/22	资讯港 100%股权;原创动力 100%股权	动漫影视	5.40 亿元	5.09	—
2014/6/12	方寸科技 100%股权;爱乐游 100%股权	游戏	6.92 亿元	6.29	4.86
2014/1/10	叶游信息 60%股权	游戏	3000 万元	0.22	0.22
2014/4/12	魔屏科技 47.5%股权	游戏	2500 万元	0.23	0.23
2014/4/12	壹沙传媒 70%股权	广告	486 万元	0.03	0.03
2014/4/14	三乐信息 40%股权	游戏	2000 万元	—	—
2014/6/4	三乐公司 40%股权; Waystar 公司 40%股权	游戏	1.18 亿元	—	—
2015/7/7	统帅创智家 10%股权	信息服务	5000 万元	—	—
2016/3/4	四月星空 100%股权	原创内容平台	9.04 亿元	8.28	3.80
2015/9/12	卓游科技 51%股权	游戏	1.2 亿元	0.60	0.39
2015/12/26;2018/4/27	FunnyFlux43.79%; FunnyFlux 16.23%	动漫影视	5597 万元	2.25	—
2016/8/30	BT 100%股权	婴童产品	9400 万美元	4.68	—

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

奥飞动漫于2014~2015年先后设立了奥飞影业(香港)有限公司、奥飞影业投资(北京)有限公司、奥飞影业(上海)有限公司等3家子公司,正式进入电影领域,其中奥飞影业(香港)有限公司主要参与了3部真人电影的出品《美人鱼》、《恶人报喜》和《巴黎假期》,而奥飞影业(北京)和奥飞影业(上海)主要以动画电影投资为主。

表33: 奥飞影业出品动画电影

电影名称	票房(万元)	产地	导演	上映日期	上映档期	评分	想看人数
贝肯熊2:金牌特工		国产	张杨	2020/1/1	元旦档		1239

神奇马戏团之动物饼干	6530.5	美国, 西班牙, 中国, 韩国	托尼·班克洛夫特, 瓦, Jaime Maestro	2018/7/21	暑期档	8.4	68600
十万个冷笑话 2	13300	国产	卢恒宇, 李姝洁	2017/8/18	暑期档	8.7	81189
大卫贝肯之倒霉特工熊	12600	国产	李清舫, 张遥函, 雪萌	2017/1/13	非档期	8.5	8342
铠甲勇士捕王	1856	国产	郑国伟, 朴英均	2016/10/2	国庆档	8.4	20000
啦啦啦小魔仙之魔箭公主	3828.4	国产	陈诚	2015/10/1	国庆档	7.9	11000
喜羊羊与灰太狼之羊年喜羊羊	6749.7	国产	黄伟明	2015/1/31	非档期	8.3	4732
铠甲勇士之雅塔莱斯	4439.9	国产	郑国伟	2014/10/1	国庆档	8.4	4004
喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记	8619.8	国产	简耀宗	2014/1/16	非档期	8	2632
啦啦啦小魔仙之魔箭公主	5160.8	国产	李欣, 叶凯	2013/1/31	非档期	6.5	1344

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

合家欢类型的《贝肯熊》系列大电影值得期待。2015年7月8日,《贝肯熊》动画片首次在中央电视台少儿频道播出,其动画片在中国各大视频网站的累计点击量已经超过100亿次,赢得了大量粉丝,2017年1月《大卫贝肯之倒霉特工熊》获得1.26亿票房。奥飞影业出品的动画大电影《贝肯熊2:金牌特工》将于2020年1月1日上映,苏州星龙、众合千澄影业担任联合出品方,票房表现值得期待。

52集3分钟的台播动画片《贝肯熊之全能先生系列》由“奥飞贝肯文化”制作完成,2018年3月和2019年3月先后获得制作备案的《贝肯熊4》、《贝肯熊5》系列动画片也正在制作中。

风险提示: 动画IP孵化失败的风险; 动画衍生品发展不及预期的风险; 商誉减值。

表34: 海外动画公司可比估值参考

公司名称	当前市值 (百万美元)	2019年预计净利润 (百万美元)	2019年预计营收规模 (百万美元)	PS			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
国内动画公司									
光线传媒	3629	1100	349	16.08	10.40	10.44	—	23.65	30.17
奥飞娱乐	1372	35	468	3.19	2.93	2.63	—	39.28	29.86
美盛文化	871	13	104	7.40	8.39	7.06	—	67.26	51.89
美国动画公司									
迪士尼	234215	11515	70085	3.94	3.34	2.85	18.59	20.34	24.38
日本动画公司									
东宝	2355	349	2506	1.06	0.94	0.93	8.61	6.75	6.65
东映动画	2064	99	1320	1.67	1.56	1.51	21.16	20.91	20.33
IG Port	71	1	97	0.88	0.73	0.67	—	51.50	34.76
创通	386	17	135	2.52	2.86	2.59	22.76	22.24	19.96
Broccoli	103	—	—	1.91	—	—	20.67	—	—

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 光线传媒为覆盖标的, 其估值选择广发证券预期数值, 其他公司选择Wind一致预期或Bloomberg一致预期

六、风险提示

1) 政策审核趋严风险。2019年4月3日，国家广电总局颁布3号令《未成年人节目管理规定》。其中，对广播电视与网络平台的未成年人节目制作和播出都作出多项指示，比如未成年人专门频率频道、网络专区每日播出或者可供点播的国产动画片和引进动画片的比例应当符合国务院广播电视主管部门的规定；不得有除健康、科学的性教育之外的涉性话题、画面；不得宣传、介绍不利于未成年人身心健康的网络游戏等。

2) 产业人才不足，劳动力成本持续抬升的问题。由于动画制作行业属于劳动密集型行业，且需要相对长的培育时间，由于就业景气度低，目前高校中相关专业的培养体系不完善，部分甚至取消了“动画系”专业，导致动画产业未来人才储备不足，产能有限的情况下，劳动力或将持续抬高制作成本。

3) 产业资本介入导致行业竞争加剧的风险。2015年《大圣归来》上映后，打开了产业天花板，动漫市场的投融资一度活跃，上映国产动画电影的数量显著增加，同时员工成本也出现明显抬升，行业在要素市场和产品市场的竞争都更加激烈。

4) 动画电影项目流产或票房不及预期的风险。动画电影制作周期相对较长，部分项目在制作过程中可能因为资金不足、团队震荡、政策审核等各种因素导致未能成功上映，在公司层面或将产生存货跌价风险。即使最终成功上映，也可能因为动画电影票房表现不及预期出现亏损。

5) 动漫IP孵化失败的风险。一个成功的动漫IP，从创意、塑造，运营发展，到沉淀、收获需要一个较长周期，而期间有各种风险会导致项目未达预期。动漫IP的创作与开发需要大量资本投入和较高的持续创作能力，存在较大的开发培育风险。目前成人向动画电影原创IP除了《大鱼海棠》和《白蛇·缘起》取得获得超过3亿的票房成绩外，其余影片未能破亿

6) 动漫版权侵权风险。动漫产业知识产权的保护目前仍较为薄弱，侵权盗版行为屡禁不止，加之如今网络发达，信息流通极快，间接地给盗版商架起了沟通的桥梁。动漫盗版图书、影视作品、玩具价格低廉，获取方便，对部分消费者而言具有较强的吸引力，正版影视、游戏、动画、玩具制作商的收入也因此受到很大影响。由于我国知识产权保护机制不够完善，导致侵权维权成本较高，如果公司取得的动漫版权被侵犯或出现盗版现象。

7) 动画衍生品发展不及预期的风险。从美国、日本等动画市场来看，动画衍生品市场的价值远远大于动画内容本身的价值。尤其是对于头部IP而言，授权收入是其重要且持续的盈利来源。但国内用户消费习惯、盗版侵权现象、授权业务接入严重滞后，且缺乏专业的授权业务团队导致动画衍生品市场的发展速度不及预期。

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：资深分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。