

行业研究

大浪淘沙，头部 IP 千亿级价值厚积待薄发

——IP 行业深度研究报告

要点

IP 产业链环状延展，多维并进释放价值。IP 为泛娱乐生态系统的核心，IP 粉丝忠诚度高，生命周期长，可跨界联动；IP 产业链呈环状，覆盖网文、影视、动漫、游戏、实体衍生品等类别，IP 可以原生于任一环节并向其它形态拓展。

IP 价值头部化还是分散化？未来 IP 价值头部化为确定性趋势。1) 成本风险角度：头部 IP 改编启动成本低；已经过一定的市场筛选并验证内容适配度高，粉丝基础保障强抗风险能力，更获资本青睐。2) 产业链收益角度：头部 IP 打通全产业链获取更多收益增量。网络文学为最大内容源头，带来 IP 培育、筛选和粉丝巩固的沃土；影视环节扩大受众基础，投资风险较高，电影市场收益大头被爆款影片瓜分；IP 游戏拥有极高的边际利润，成功的产品带来长期稳定的流水贡献；国内实体衍生品起步较晚，市场潜力巨大。3) 用户角度：头部 IP 的二创热潮及社区氛围进一步增强用户粘性。我们测算了国内原生形态为网文及游戏的两大超级 IP，假设折现率为 10%、《斗罗大陆》/《王者荣耀》IP 生命周期分别为 30/15 年，预测《斗罗大陆》IP 各环节的产品价值合共约为 418 亿元，《王者荣耀》IP 价值合共为 2756 亿元，体现顶级 IP 的超强变现能力；但对比海外，国内 IP 价值仍有较大提升空间。

为什么当前国内能打通全产业链的超级 IP 较稀缺？我国千亿级 IP 暂时稀少，变现效率较低，主要系当下 IP 开发存在的一些弊病：1) IP 创作层面：视觉化积淀不足；世界观缺乏统一性。2) 开发改编层面：系列作品推出频率较低，难以巩固作品关注度；前期开发布局经验不足，导致 IP 错过最佳推广期；内容拓展较为粗糙，IP 改编不及预期；同一 IP 版权割裂导致 IP 口碑维护难度加大以及内容连贯性不足。3) 产业宏观层面：影视剧发行许可审核趋严；重现实主义，玄幻题材有所收紧。国内商业化变现操之过急，IP 精细化打造有提升空间。

为什么推断国内头部 IP 的培育进程将被加速？我们认为当前市场平台和科技变革提供了一系列利好因素：1) IP 开发上升为企业战略重心，头部平台加速布局全产业链；2) 元宇宙等新科技助推头部 IP 场景延伸，预计最先与头部 IP 结合；3) Z 世代逐渐成为 IP 产业的市场主力，消费意愿与能力较强；4) 政策建设与行业自律保障头部 IP 版权安全，文创业内秩序持续规范；5) 中间方 IP 交易平台涌现，减少信息不对称，加快潜在大 IP 筛选；6) 出海助力头部 IP 走向世界。

投资建议：拥有优质原生 IP、打通产业链形成业务闭环的头部企业将享受 IP 发展红利：1) 看好优质版权资源丰富的网文龙头，推荐阅文集团、中文在线；2) 看好影、剧、动画多赛道优势明显的影视制作公司，推荐光线传媒、芒果超媒；3) 看好稳中有进、品类丰富的游戏行业头部公司，推荐腾讯控股、网易-S；4) 看好已初步建立品牌护城河的实体领域头部公司，推荐泡泡玛特。

风险分析：政策趋严风险；IP 衍生质量不及预期风险；技术风险；盗版控制不佳风险；国际政治风险；疫情反复风险

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
0772.HK	阅文集团	32.9	1.81	1.43	1.84	15	18	14	买入
300364.SZ	中文在线	9.56	0.14	0.20	0.26	71	49	37	增持
300251.SZ	光线传媒	8.3	-0.11	0.28	0.36	NA	31	24	买入
300413.SZ	芒果超媒	29.9	1.13	1.32	1.54	28	24	21	买入
0700.HK	腾讯控股	332.6	12.77	11.41	13.96	20	22	18	买入
9999.HK	网易-S	137.3	6.02	6.43	7.37	20	19	16	买入
9992.HK	泡泡玛特	22.3	0.61	0.76	0.99	25	20	15	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2022.8.8；注：A 股股价单位为元，港股股价单位为港元；汇率：1 港元=0.8607 人民币；腾讯控股为 Non-IFRS EPS 与 Non-IFRS PE，网易-S 为 Non-GAAP EPS 与 Non-GAAP PE

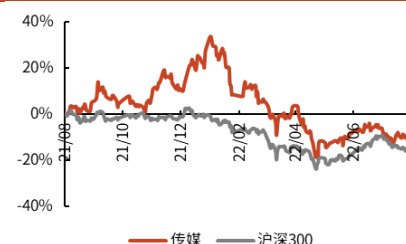
互联网与传媒
买入（维持）

作者

分析师：付天姿
执业证书编号：S0930517040002
021-52523692
futz@ebcn.com

联系人：王缘
021-52523835
yuanwang@ebcn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

由于当下 IP 开发尚存较大不确定性，大 IP 的潜在价值未被市场充分认识。原创 IP 通过改编再创作打通产业链各细分行业形成业务闭环，沉淀各内容形态价值，促使 IP 成为泛娱乐生态系统的核心。我国 IP 产业处于快速发展期，**头部公司开启全链条布局，IP 价值头部化趋势初现**。展望未来，随着政策加码知识产权保护，内容供给端 IP 深度运营意识加强，头部 IP 消费者群体持续培育，叠加元宇宙、出海浪潮兴起，顶尖 IP 内容“大浪淘沙”效率提升，超级 IP 炼就正当时。

我们的创新之处

1) 本文明确指出 IP 价值头部化为行业未来发展趋势，基于头部 IP：飞轮效应显著，抗风险能力强；能够打通全产业链，增加收入来源及高毛利变现环节；粉丝的高活跃度自发增强粘性。本文详细梳理 IP 产业链各细分行业市场规模、毛利率及细分行业产业链分成比例，提出在 IP 全产业链中，**游戏行业当下市场规模最高且拥有极高的边际利润，实体行业市场规模增速最高、挖掘空间大**。

2) 本文回答当前国内“超级 IP”稀缺的原因：国内 IP 开发广度与深度不足，商业化变现操之过急，IP 精细化打造和布局前瞻性有待提升。**我们认为超级 IP 未能被大量挖掘为暂时现象，当前市场平台和科技变革已提供催化剂**：IP 拥有方加速布局全产业链；元宇宙等新科技预计最先与头部 IP 结合；市场消费意愿与能力增强；政策建设与行业自律保障头部 IP 版权安全；中间方 IP 交易平台涌现，加快潜在大 IP 的筛选。

3) IP 相关研究较少以量化方式对 IP 价值进行测算，本文选取原生内容形态为网文和游戏的国内两大头部 IP《斗罗大陆》和《王者荣耀》，分别测算 IP 产生的来自文学、漫画、电视剧、电影、动画、游戏、实体衍生品 7 大领域的年度收益；采用 DCF 估值法，假设在 10%折现率、《斗罗大陆》/《王者荣耀》IP 生命周期分别为 30/15 年的情况下，得出《斗罗大陆》IP 价值为 418 亿元，《王者荣耀》IP 价值为 2756 亿元，证明顶尖 IP 有超强变现能力；而对比海外超级 IP《精灵宝可梦》等，国内 IP 价值天花板仍未打开。

股价上涨的催化因素

1) 版权保护政策日益完善，内容质量监管促使游戏、影视等泛娱乐细分行业健康化精品化发展；用户泛娱乐消费付费有提升空间。

2) IP 筛选效率提升，优质作品跨界成功改编的案例可证明 IP 内容得到市场验证，头部 IP 高价值逐步彰显，或增强资本入局信心，反哺厂商内容生态。

投资观点

我国 IP 行业处于快速发展期，主要版权源头市场网络文学规模仍有发展空间，实体行业处于蓝海阶段；随着内容供给端 IP 意识增强，叠加版权保护升级以及元宇宙概念催化，国内 IP 头部化趋势明显，有望凭借低启动成本及强抗风险能力获得全产业链增量收益。**我们认为，拥有优质 IP 储备，打通产业链形成业务闭环，具备一定行业竞争力和话语权的头部企业享受 IP 发展红利**：1) 看好优质版权资源丰富的网络文学行业龙头，推荐阅文集团、中文在线；2) 看好影、剧、动画多赛道优势明显、抗风险能力强的影视制作公司，推荐光线传媒、芒果超媒；3) 看好稳中有进、品类丰富的游戏行业头部公司，推荐腾讯控股、网易-S；4) 看好 IP 价值挖掘空间大、已初步建立品牌护城河的实体领域头部公司，推荐泡泡玛特。

目 录

1、环状产业链释放 IP 价值，国内 IP 业初显规模	7
1.1、IP 形态丰富，逐渐成为泛娱乐生态系统的核心	7
1.2、产业特点推动 IP 价值放大，产业链呈环状	9
1.3、海内外文娱产业链市场广阔，实体 IP 增长潜在空间大	11
1.3.1、文学：为最广泛内容源头，提供 IP 培育的沃土	11
1.3.2、漫画/动漫：奠定初步视觉化基础，提升形象认同度	12
1.3.3、影视：受众面宽广，推动 IP 破圈	13
1.3.4、游戏：边际利润高，变现能力强	15
1.3.5、潮玩、主题公园：高忠诚度 IP 粉圈“聚变”，实体 IP 消费潜在市场广阔	16
1.4、顶级 IP 打通全文娱产业链，多形态变现空间广阔	18
1.4.1、网文 IP：以冒险题材网络小说《盗墓笔记》为例	18
1.4.2、游戏 IP：以 RPG 手游《阴阳师》为例	19
1.5、IP 粉丝端：用户具有高付费意愿，自发贡献热度	20
2、行业预判：IP 头部化趋势确定，顶级 IP 潜在价值可达千亿级	21
2.1、资本角度：头部 IP 升维冷启动风险低，更易获得资本青睐	21
2.1.1、成本端：头部 IP 飞轮效应显著，抗风险能力强	21
2.1.2、收益端：头部 IP 打通全产业链，增加高毛利变现环节	22
2.2、粉丝角度：IP 头部效应与粉丝粘性相互强化，粉丝活跃度、互动性高、二创频繁	28
2.3、国内两大顶尖 IP 价值测算	30
2.3.1 网文 IP《斗罗大陆》：内容筑基，价值长流	30
2.3.2、游戏 IP《王者荣耀》：生根游戏，创收神话	35
3、当前超级 IP 稀缺原因：国内 IP 开发广度与深度不足	39
3.1、现状：国内产业起步较晚，千亿级 IP 稀缺	39
3.2、原因：统一体系欠缺与开发运营不足牵制顶尖 IP 的培育	40
3.2.1、IP 质量层面：视觉化积淀与世界观统一性不足	40
3.2.2、开发运营层面：前瞻性有待提升，版权割裂增加开发难度	42
3.2.3、产业宏观层面：重现实主义，玄幻题材有所收紧	46
4、IP 土壤：Z 世代、海外市场与监管加码保障头部 IP 的发展空间与权益安全	47
4.1、Z 世代逐渐成为 IP 产业的市场主力，消费意愿与能力较强	47
4.2、出海助力头部 IP 走向世界	49
4.3、政策建设与行业自律保障头部 IP 权益安全	50
5、趋势催化剂：市场平台与科技变革或加速头部 IP 的筛选与开发	52
5.1、IP 开发上升为企业战略重心，头部平台加速布局全产业链	52
5.2、元宇宙等新科技助推头部 IP 场景延伸	53
5.3、中间方交易平台涌现，减少信息不对称	54
5.4、爆款带动品牌出圈，保障头部 IP 热度维持	55
6、投资建议	56
6.1、重点推荐和建议关注公司一览	56
6.2、网络文学：看好优质版权资源丰富的行业龙头	58
6.2.1、阅文集团 (0772.HK)：海量版权资源，多维布局 IP 矩阵	58
6.2.2、中文在线 (300364.SZ)：内容运营与 IP 衍生并进，技术赋能版权保护与元宇宙发展	60
6.3、影视：看好影、剧、动画多赛道优势明显、抗风险能力强的制作公司	67
6.3.1、光线传媒 (300251.SZ)：储备丰富增强经营韧性，动画影业龙头地位稳固	67
6.3.2、芒果超媒 (300413.SZ)：持续强化内容价值引领，IP 自带流量打开多元变现空间	68
6.4、游戏：看好稳中有进、品类丰富的行业头部公司	70
6.4.1、腾讯控股 (0700.HK)：头部 IP 持续亮眼，海外布局战略推进	70
6.4.2、网易-S (9999.HK)：经典 IP 筑稳基本盘，海外 IP 持续掘金	72

6.5、实体消费品——泡泡玛特（9992.HK）：自主产品亮眼，护城河初步建立.....	74
7、风险分析	76

图目录

图 1：中国文化产业 IP 综合表现 TOP50 原生类型数量占比（2019.01-2020.12）	7
图 2：内容 IP 可以与形象 IP 互相转化	7
图 3：中国 IP 产业发展历程	8
图 4：全球十大最具价值 IP 价值（十亿美元）	9
图 5：体验优质改编作品后的用户行为	9
图 6：2020 年中国移动游戏用户 IP 衍生产品服务月均消费情况	9
图 7：2021 年价值最高十大 IP 年龄（年）	10
图 8：2021 年十大价值最高 IP 累计收益（亿美元）	10
图 9：2019-2021 年泡泡玛特头部 IP 收入占比	10
图 10：传统拆分逻辑下的 IP 产业链形态	11
图 11：环状产业链形态	11
图 12：2016-2025E 年中国网络文学市场规模（按用户量计：百万人）	12
图 13：漫威漫画发展历程	13
图 14：2016-2023E 年中国漫画市场规模及增长率	13
图 15：2016-2023E 年中国动画播映市场规模及增长率	13
图 16：2016-2025E 年中国电视剧行业市场规模及预测（亿元）	14
图 17：2017-2019 年中国电视剧行业 IP 剧数量占比	14
图 18：2016-2021 年中国电影市场规模（按票房收入计）	14
图 19：2014-2021 年中国游戏市场规模及增长率	15
图 20：2014-2021 年中国自主研发游戏出海收入情况	15
图 21：2020 年全球主题公园客流量前十（单位：万人）	16
图 22：2017-2023E 年中国潮玩行业市场规模及预测	16
图 23：2015-2024E 年中国盲盒行业市场规模及预测	17
图 24：2019-2023E 年中国手办市场规模及预测	17
图 25：2019-2025E 年中国主题公园行业市场规模（亿元）	17
图 26：阴阳师 IP 产品矩阵	19
图 27：爱奇艺付费订阅用户数（百万）与热播 IP 剧	20
图 28：移动游戏 IP 受众玩家更具消费意愿	20
图 29：超半数移动游戏用户因 IP 喜好选择游戏	21
图 30：网络文学行业头部公司毛利率	23
图 31：快看漫画作者稿酬支出（亿元）	23
图 32：部分漫画制作公司毛利率情况	23
图 33：部分动画制作公司毛利率情况	24
图 34：爱奇艺毛利率情况	24
图 35：部分电视剧行业头部制作公司毛利率情况	24
图 36：部分电影行业头部公司毛利率情况	25
图 37：部分知名真人电影毛利率	25

图 38: 部分知名动画电影毛利率	25
图 39: 部分游戏行业头部公司毛利率情况	26
图 40: 国内文娱产业链各环节市场规模及毛利率水平	28
图 41: 盗墓笔记 IP “24 小时” 活动	29
图 42: 网易 LOFTER 上线新板块“聊聊”	29
图 43: 假设《斗罗大陆》游戏价值在 IP 生命周期内的发展程度变化	32
图 44: 假设《斗罗大陆》实体衍生品价值在 IP 生命周期内的发展程度变化	33
图 45: 假设《王者荣耀》游戏价值在生命周期内的发展程度变化	35
图 46: 《王者荣耀》大电影预告片	36
图 47: 假设《王者荣耀》实体衍生品价值在生命周期内的发展程度变化	37
图 48: 海外具备视觉形象的知名 IP	40
图 49: 光线传媒彩条屋 IP “中国神话系列”	41
图 50: 爱奇艺“华夏古城宇宙”——洛阳 IP	42
图 51: 电视剧《开端》成绩	43
图 52: 2012.1.3-2022.7.1 迪士尼股价复盘 (美元)	44
图 53: 《盗墓笔记》IP 改编影视豆瓣评分 (部)	45
图 54: 2017-2021 年潮玩企业注册数量 (家)	46
图 55: 2013-2021 年生产且获得发行许可的电视剧部数与占比	46
图 56: 2021 年网络电影备案题材分布与规划过审上线率	47
图 57: Z 世代消费环境变化: 人均居民消费支出 (元)	47
图 58: 不同世代人群未来消费金额计划增加的领域	48
图 59: 不同世代人群消费态度	48
图 60: 超过半数的 Z 世代对潮玩、电竞感兴趣	49
图 61: 冰墩墩全球谷歌搜索指数	50
图 62: 2018-2021 年全国国民阅读调查	50
图 63: 起点读书 APP 发起“庆余年番外创作大赛”	52
图 64: 《狐妖小红娘》在 IP 元宇宙运营上的尝试	53
图 65: 《2060》虚拟人物打播环节	54
图 66: 中国文化传媒新文创(IP)平台	55
图 67: 迪士尼爆款 IP 与推出时间	55
图 68: 阅文集团 2017-2021 年各业务收入 (亿元)	58
图 69: 阅文集团 IP 不同类型	59
图 70: 中文在线合作渠道	61
图 71: 权哨	62
图 72: 中文在线旗下 IP《修罗武神》动漫海报	63
图 73: 元宇宙征文大赛	63
图 74: 光线传媒发行/出品动画电影	67
图 75: 1Q17-1Q22 腾讯端游收入及增速	70
图 76: 1Q17-1Q22 腾讯手游收入及增速 (包含社交网络内手游收入)	70
图 77: 2021.10.8-2021.12.31 英雄联盟手游排名趋势	71
图 78: 18Q3-22Q1 在线游戏服务净收入情况	72

图 79: 18Q3-22Q1 端游、手游净收入占游戏收入比例情况.....	72
图 80: 2022.1.1-2022.5.20《哈利波特：魔法觉醒》游戏-卡牌畅销榜与游戏-角色扮演畅销榜排名情况	73
图 81: 2022 年 5 月 20 日《哈利波特：魔法觉醒》海外版官网预约情况	73
图 82: 泡泡玛特跨界合作	74
图 83: 泡泡玛特 2019-2021 年根据 IP 划分的收入（亿元）	74
图 84: 泡泡玛特各渠道收入（亿元）	75

表目录

表 1: 盗墓笔记 IP 文学作品.....	18
表 2: 盗墓笔记 IP 影视化/动画作品	18
表 3: 江苏省重点文化和旅游产业项目——淮安华强方特复兴之路文化创意基地.....	22
表 4: 2021 年国产手游营业收入 TOP10	26
表 5: 当前我国 IP 产业各行业市场规模、行业毛利率及产业链分成比例情况总览	27
表 6: 内容型社区中互动行为对提高用户粘性有积极影响.....	30
表 7: 斗罗大陆起点中文网连载收入	31
表 8: 斗罗大陆与其他 IP 电视剧播放量对比与电影票房测算	32
表 9: 斗罗大陆 2021 游戏流水举例.....	33
表 10: 《斗罗大陆》IP 年收入预测.....	34
表 11: 《斗罗大陆》IP 价值敏感性分析（亿元）	34
表 12: 《王者荣耀》IP 年收入预测.....	37
表 13: 《王者荣耀》IP 价值敏感性分析（亿元）	37
表 14: 全球 IP 价值 Top5	38
表 15: 《哈利波特》IP 全产业链变现能力一览.....	39
表 16: 《斗罗大陆》IP 全产业链成绩一览.....	40
表 17: 2021 年漫威系列影视作品	42
表 18: 《唐人街探案》系列影视作品	42
表 19: 2018-2019 年中国 IP 海外评价 TOP20	49
表 20: 我国部分版权保护政策梳理	51
表 21: 重点推荐和建议关注公司一览	57
表 22: 阅文集团盈利预测与估值简表	59
表 23: 中文在线平台矩阵	60
表 24: 中文在线关键项目假设	65
表 25: 可比公司估值	66
表 26: 中文在线盈利预测与估值简表	66
表 27: 光线传媒部分青春爱情类电影总票房	67
表 28: 光线传媒盈利预测与估值简表	68
表 29: 芒果超媒盈利预测与估值简表	69
表 30: 腾讯控股公司盈利预测与估值简表	71
表 31: 网易经典手游 IP IOS 流水	72
表 32: 网易-S 公司盈利预测与估值简表.....	73
表 33: 泡泡玛特盈利预测与估值简表	76

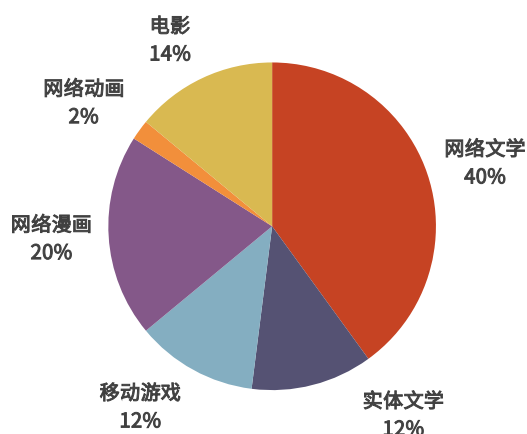
1、环状产业链释放 IP 价值，国内 IP 业初显规模

1.1、IP 形态丰富，逐渐成为泛娱乐生态系统的核心

IP 定义：IP (Intellectual Property) 即知识产权，包括著作权（版权）和工业产权，原指权利人对其创作的智力劳动成果所享有的财产权利。文娱产业中，IP 是可深挖价值、跨媒介产生规模效应并变现的版权内容，为所有成名作品的统称，其形式多样，包括文学、动漫、影视、游戏、实体产品等。目前大热的 IP 化运营概念强调对 IP 价值的挖掘、孵化、持续性创造。

IP 已逐渐成为泛娱乐生态系统的核心。IP 通过优质原创内容吸引第一批粉丝，并通过再创作延伸至其他领域，实现粉丝数量的指数型增长和粉丝群体的横向拓展。在这个过程中，原始 IP 影响力发散，推动不同产业之间互动融合，构成良好的产业生态，IP 价值得以释放和变现。

图 1：中国文化产业 IP 综合表现 TOP50 原生类型数量占比（2019.01-2020.12）



资料来源：新华社中国经济信息社《新华·文化产业 IP 指数报告（2021）》，光大证券研究所整理

按照吸引粉丝的模式，IP 可分为内容型 IP 和形象型 IP。1) **内容型 IP：**以引人入胜的故事情节或独出心裁的世界观设定来吸引粉丝，典型例子有盗墓笔记、斗罗大陆、哈利波特等。2) **形象型 IP：**以独特而富有魅力的形象吸引粉丝，典型例子有 Hello Kitty、芭比、泡泡玛特 IP 等。**两种类型相互融会贯通**，内容型 IP 可以孵化出形象型 IP，如斗罗大陆由网络小说改编为动漫，进而衍生出手办和盲盒；形象型 IP 在成功的运营下也可以通过世界观的扩展、融合而形成内容型 IP，如芭比由玩具形象变成童话故事中的角色。

图 2：内容 IP 可以与形象 IP 互相转化



资料来源：起点中文网，斗罗大陆动漫官方微博，芭比官网，光大证券研究所整理

中国 IP 产业整体发展经历了如下三个阶段，目前行业仍处于快速发展期。

萌芽期（2015 年以前）：此阶段中国泛娱乐界 IP 意识不强，运营经验不足。首播于 1999 年的科普动画片《蓝猫淘气三千问》广受欢迎，鼎盛时期，除了央视，全国有 1040 家电视台在播出《蓝猫》，全国共有 2300 多家蓝猫专卖店。然而由于缺乏规划、大肆授权开店扩张以及动画内容质量问题逐渐突出、盗版猖獗等原因，仅短短几年便由盛转衰，2012 年其公司三辰卡通甚至爆出拖欠工资的丑闻。

初步发展期（2015-2020 年）：2015 年被称为中国 IP 元年，越来越多的公司开始有意识地打造 IP。《花千骨》等网文改编剧成为现象级剧集，《寻龙诀》《狼图腾》《滚蛋吧，肿瘤君》等 30 部 IP 类电影贡献票房约 80 亿，此前多局限在文学、影视间互授的版权，此阶段更广泛地扩展到游戏、动漫等市场。2016 年，奥飞动漫更名奥飞娱乐，将动漫业务延伸至玩具衍生品产业，开展衍生品设计、生产及销售业务，目标打造跨越玩具、动漫、游戏领域的 IP 生态。

快速发展期（2021 年至今）：这一时期国内头部 IP 公司顺应 IP 行业发展趋势，开始打通全产业链。标志性事件是 2021 年阅文集团宣布“大阅文”战略，明确“将基于腾讯新文创生态，以网络文学为基石，以 IP 开发为驱动力，开放性地与全行业合作伙伴共建 IP 生态业务矩阵”。2021 年，阅文集团打造了《赘婿》《斗罗大陆》《人世间》等多个爆款 IP，自有版权运营及其他业务收入达到 21.4 亿元，同比增长 30.0%，公司的 IP 运营能力显著提升。

图 3：中国 IP 产业发展历程

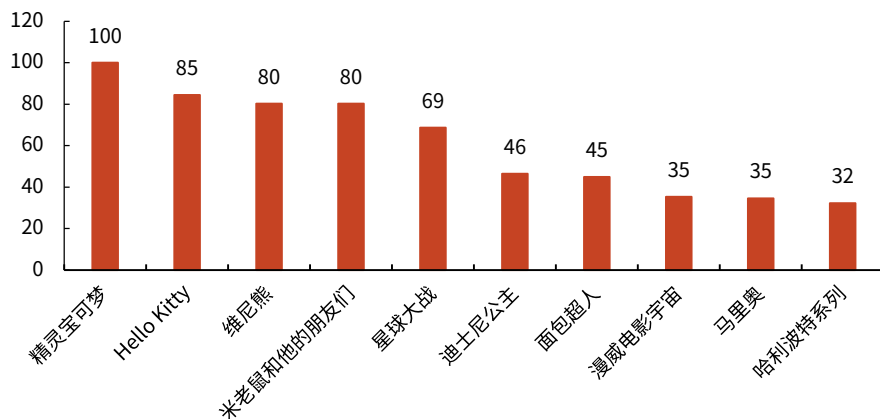


资料来源：剧版镇魂官方微博，电影流浪地球官方微博，阅文集团官网，光大证券研究所整理

中国 IP 产业中内容型 IP 占主导地位，形象型 IP 发展较为落后。《新华·文化产业 IP 指数报告（2021）》统计的 2019-2020 年度文化 IP 综合表现前 50 中，内容型 IP 占据绝对的主导地位，仅网络文学占比即达 40%。尽管部分内容型 IP 拥有衍生形象，但其吸引力的来源和知名度的提升仍主要依靠内容情节而非形象魅力。

形象型 IP 有较大发展空间，有望成为长期增长点。目前中国形象型 IP 不发达的现状是多种原因所致：1) 国内 IP 产业起步晚，历史积淀较短，缺少深受消费者喜爱的虚拟形象，且改革开放后大量海外成熟形象型 IP 涌入，一定程度上抢占了市场；2) 对 IP 形象的营销及运营手段不成熟，尚处于起步阶段。目前全球收入前 10 位的 IP 均来自 IP 产业发达的国家（美日英），均具备成熟的 IP 形象。当前国内 IP 发展相对缓慢，国际影响力较弱，尤其是形象型 IP 发展及多产业链拓展更为滞后，随着中国 IP 产业的经验积累及市场拓展，形象型 IP 有望成为中国 IP 产业的长期增长点。

图 4：全球十大最具价值 IP 价值（十亿美元）



资料来源：Statista，统计时间截至 2021 年 1 月，光大证券研究所整理

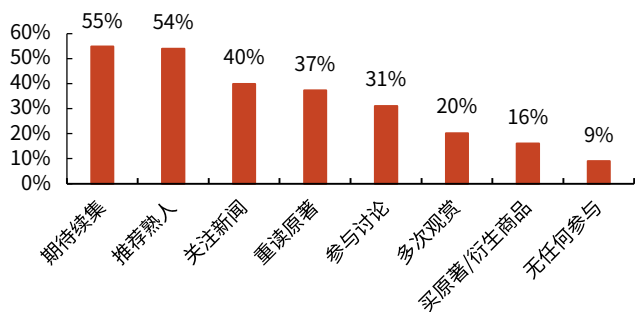
1.2、产业特点推动 IP 价值放大，产业链呈环状

IP 产业具有高频出现、跨界联动、粉丝忠诚度高、生命周期长、头部效应明显的特点。

1) **高频出现，跨界联动**：内容消费时代，注意力是稀缺资源。高频出现能够最大程度抓住消费者的注意力，强化品牌形象，培养消费者认同。跨界联动包括 IP 与 IP 的互动、IP 与品牌的互动，如阅文和王者荣耀联手打造的文学共创活动“妙笔计划”，一方面增加了 IP 曝光度，一方面吸引不同的粉丝群体，实现“破圈”。

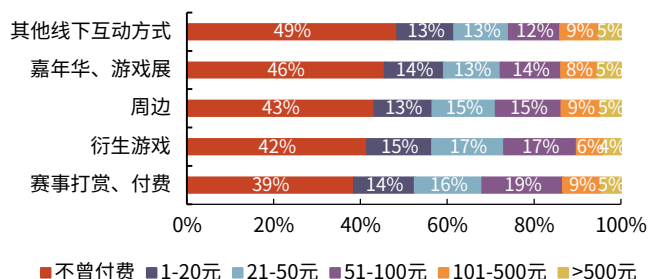
2) **粉丝忠诚度高**：IP 在原生形态已经打下良好的粉丝基础，粉丝通常会自发宣传 IP 改编内容，为后续改编带来天然流量。小成本网剧《镇魂》总投资仅人民币 1 亿元左右，两位主演非一线大牌，剧集开播前的官方宣传几乎为零，反而有大量原著粉丝在微博等平台讨论剧情、选角，为剧集带来热度，为后期爆火打下基础。此外，粉丝还具有强粘性和高付费意愿。根据企鹅智酷的调查，体验优质改编作品之后，54.8%的用户会期待续集；据艾媒咨询数据，以游戏 IP 为例，半数以上移动游戏用户对 IP 的各类衍生产品服务有付费意愿。

图 5：体验优质改编作品后的用户行为



资料来源：企鹅智酷调查，光大证券研究所整理

图 6：2020 年中国移动游戏用户 IP 衍生产品服务月均消费情况

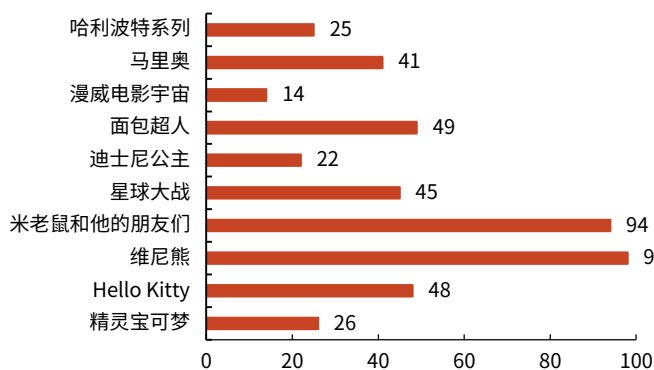


资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理

3) **生命周期长**：成功的 IP 具有较长的生命周期，截至 2021 年 8 月全球价值最高的 10 大 IP 中的 8 个诞生于上世纪，余下 2 个 IP（迪士尼公主和漫威电影宇宙）

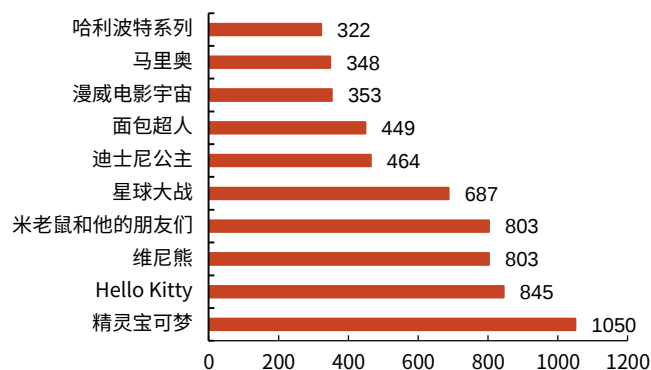
宙)的主要人物形象亦始于上世纪。以米老鼠为例,最初的形态是1928年的动画电影,后续又衍生出杂志、系列电影、主题乐园等,风靡全球。大IP通过多渠道良性运作,经久不衰,具有旺盛的生命力。

图7: 2021年价值最高十大IP年龄(年)



资料来源: Wikimili, Statista, 光大证券研究所整理

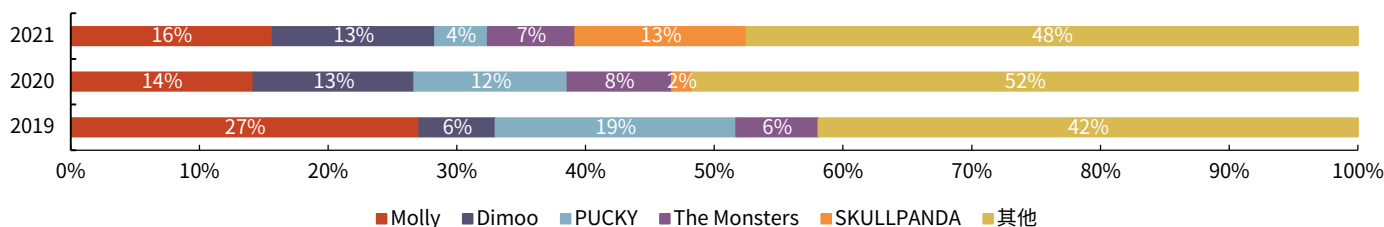
图8: 2021年十大价值最高IP累计收益(亿美元)



资料来源: Wikimili, Statista, 光大证券研究所整理

4) 头部效应明显: IP成功的关键在于自身吸引力和影响力,因此IP行业马太效应和头部效应明显,少数大IP掌握绝大多数的流量和资源,粉丝体量遥遥领先。a) 在游戏领域,据App Annie和Sensor tower数据,2021年国内手游流水排名第一的《原神》占据了前100名国产二次元手游流水总额的57.88%,独占半壁江山; b) 在实体领域,以泡泡玛特旗下的潮玩IP为例,公司拥有超过93个自有IP,2021年仅Molly、Dimoo、PUCKY、The Monsters、Skullpanda等5个头部IP即占据公司全部IP营收的52.5%。

图9: 2019-2021年泡泡玛特头部IP收入占比

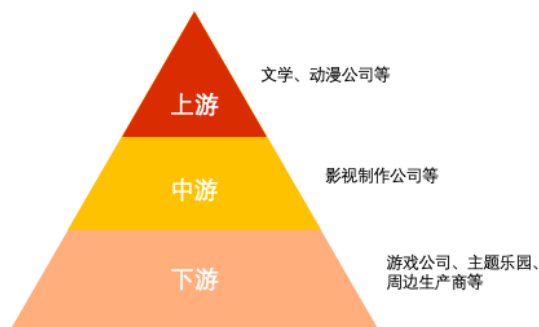


资料来源: 公司招股说明书, 公司财报, 光大证券研究所整理

IP产业链传统经典延伸模式为单向的链状结构,IP产业链上中下游分别为IP来源、IP开发、IP变现。1) 上游是IP来源,多为文学、动漫公司,拥有优质原创内容资源,吸引IP的原始核心粉丝。由于网文创作门槛较低,作者群体庞大,量产能力强,巨大的网文存量增量导致网文孵化出大IP的概率最低。这一板块竞争格局最接近完全竞争市场,玩家众多,单个玩家的话语权较低。2) 中游是IP的开发方,多为影视制作公司,将网文、漫画等原始IP以可视化、生动化形式延伸。与网文相比,影视制作玩家数量较少,孵化出大IP的可能性增大,竞争激烈程度不及网文市场,但仍有相当程度的竞争。以影视公司为例,中国影视赛道大玩家有中影集团、光线传媒、华谊兄弟、万达影业、博纳影业、上影集团、北京文化、新丽传媒、腾讯影业等。3) 下游是游戏公司、主题乐园、周边生产商等,将IP价值直接变现。这一阶段的玩家最少,往往是选取有明确粉丝效应和高关注度的IP进行衍生。

传统的拆分逻辑与 IP 产业链现实运营情况存在出入，我们认为，IP 产业链呈环状，IP 可以原生于任何形态并向其它形态拓展。现实中 IP 源头类型多种多样，文学、动漫、影视剧、游戏和实体形象等都能成为 IP 的源头，IP 的拓展方向也涵盖上述范围。例如，盗墓笔记、哈利波特等以文学为 IP 的原生形态；漫威超级英雄、名侦探柯南系列以漫画为原生形态；精灵宝可梦、维尼熊等以动画作品为原生形态；加勒比海盗、星球大战以影视剧为原生形态；刺客信条、王者荣耀以游戏为原生形态；芭比娃娃、故宫博物院等以实体形式为 IP 源头。这些 IP 做大做强的路径是从原始形态出发，向其余形态扩展，形成环状的产业链。

图 10：传统拆分逻辑下的 IP 产业链形态



资料来源：光大证券研究所整理

图 11：环状产业链形态



资料来源：光大证券研究所整理

目前行业发展趋势是头部公司主动打通产业链形成业务闭环，提升竞争力和话语权。例如：1) 海外的迪士尼，通过自有工作室开发或收购的方式获取优质内容资源形成原始 IP，再通过旗下影视制作、游乐园、流媒体订阅等业务板块实现 IP 的开发乃至变现，公司业务覆盖整个产业链，形成闭环。2020 年疫情背景下，电影《花木兰》放弃院线发行而直接上线 Disney+，借此拓展 Disney+ 影响力，吸引更多用户订阅。2) 阅文集团 2021 年提出的“大阅文”战略也体现了这一发展趋势：阅文 IP 原生形态为网文，借助旗下新丽传媒、母公司旗下腾讯影业等公司将 IP 由原始形态扩展到影视，并与腾讯 IP 增值中心合作，推动布局至线下，覆盖消费品供应链、全品类潮玩和线下实景消费，以期形成更强的变现。

1.3、海内外文娱产业链市场广阔，实体 IP 增长潜在空间大

1.3.1、文学：为最广泛内容源头，提供 IP 培育的沃土

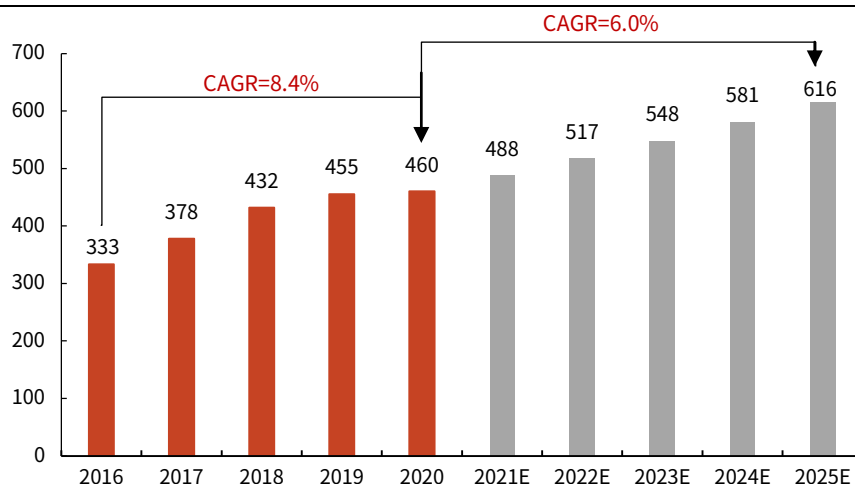
文学作为 IP 源头具有历史悠久、体量庞大的特点。国内部分 IP 世界观根基来源于古典名著如《西游记》《封神演义》《山海经》及神话故事等；海外 IP 中如迪士尼公主形象部分来源《格林童话》和其它童话故事，《魔戒》《冰与火之歌》等 IP 的世界观和故事情节则参考自北欧神话。历史积累的众多文学著作与当代井喷式的网络文学著作共同构成了文学作品的庞大体量。

海外热门文学 IP 多来源于实体文学，开发具有多环节联动的同步性。哈利波特、暮光之城、冰与火之歌等 IP 均是源自出版的文学作品。以哈利波特系列为例，截至 2020 年末该系列已创造 320 亿美元的商业价值，是全球 10 大最具价值的 IP 之一。哈利波特系列源自英国作家 J.K. 罗琳 1997-2007 年所著系列小说，改编电影于 2001-2011 年同步制作并上映。自哈利波特 IP 诞生至 2021 年 1 月，同 IP 衍生产品及环球影城的哈利波特主题园区也广受欢迎，创造了 83 亿美元的衍生品销售额。

我国 IP 产业中，网络文学是最大的内容源头。根据《新华·文化产业 IP 指数报告（2021）》，2019 至 2020 年价值最高的 50 个中国 IP 中，有 40% 原生类型为网络文学，12% 的原生类型为实体文学。中国网络文学萌芽于 20 世纪 90 年代，2003 年起点中文网首创付费在线阅读模式，此后网络文学企业逐步走上大规模集团化运营阶段，借助集团在各产业的影响力及互联网的发展，网络文学的 IP 价值开始被深度挖掘。

网络文学市场规模：中国音像与数字出版协会 2021 年 11 月发布的《2020 中国网络文学发展报告》显示，2020 年国内网络文学市场规模达 249.8 亿元，用户规模达 4.6 亿人。根据头豹研究院预测，2025 年中国网络文学市场用户规模可达 6.16 亿人，2020-2025 年用户量增长 cagr 为 6.0%。网络文学出海同样成绩斐然，艾瑞咨询 2021 年 9 月发布的《2021 年中国网络文学出海研究报告》显示，2020 年中国网络文学海外市场规模已达 11.3 亿元，海外用户达到 8316.1 万人，预计 2021 年中国网络文学海外市场规模突破 30 亿元人民币大关，海外用户规模达近 1.5 亿人，实现翻倍增长。

图 12：2016-2025E 年中国网络文学市场规模（按用户量计：百万人）



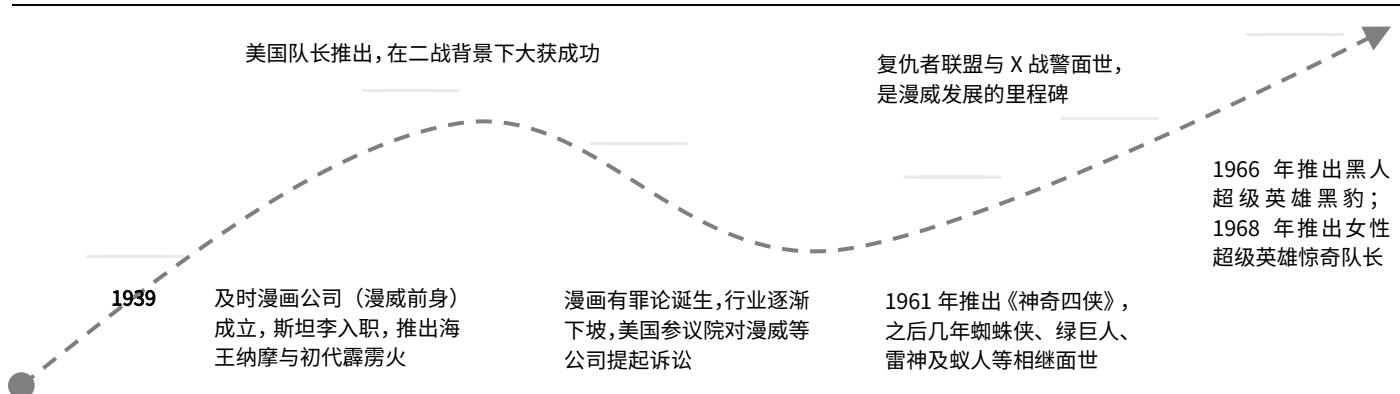
资料来源：中国音像与数字出版协会（2016-2020 年），头豹研究院预测（2021E-2025E），光大证券研究所整理

1.3.2、漫画/动漫：奠定初步视觉化基础，提升形象认同度

漫画和动漫是 IP 视觉化的基础。漫画和动漫相比网文具有形象鲜明、易于传播等优势，是 IP 视觉化的基础。

海外漫画/动漫市场发展成熟，规模可观。1) 漫画行业中美国起步较早，DC 和漫威两大漫画巨头分别创建于 1934 年和 1939 年，DC 漫画 1939 年推出的《超人》风靡一时，发行首月销售量超 90 万册；漫威漫画创作历史至今超过 80 年，积累了丰富的内容素材，漫威宇宙包含美国队长、蜘蛛侠、雷神、绿巨人等众多知名超级英雄角色。2) 日本具有较强的动漫产出实力，《鬼灭之刃 无限列车》自上映以来截至 2021 年 5 月 10 日斩获 4.7 亿美元票房，《龙珠》《海贼王》《火影忍者》及宫崎骏的动漫作品等均为知名动漫 IP，据日本动画协会的《动漫产业报告 2021》，2020 年日本广义动漫市场规模已达 24.3 千亿日元。根据三文娱 2021 年报告，预计 2022 年美国漫画市场规模达到 11.89 亿美元，日本达到 46.45 亿美元。

图 13：漫威漫画发展历程

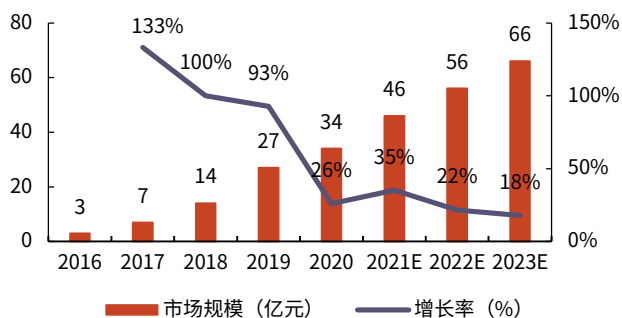


资料来源：漫威官网，光大证券研究所整理

国漫的生产、变现模式逐渐成熟。1) 一方面，快看等漫画平台的崛起提供了成熟的盈利模式和高曝光度，聚集起稳定的创作者和消费者；2) 另一方面，漫画/动漫打造了成熟的 IP 形象，助推了向实体产业的延伸，以旅游业为例，杭州以《狐妖小红娘》为蓝本，打造国漫 IP 主题旅游景区；《一人之下》在云南大理推出“异人集结、大理拾光”六条主题旅游线路。

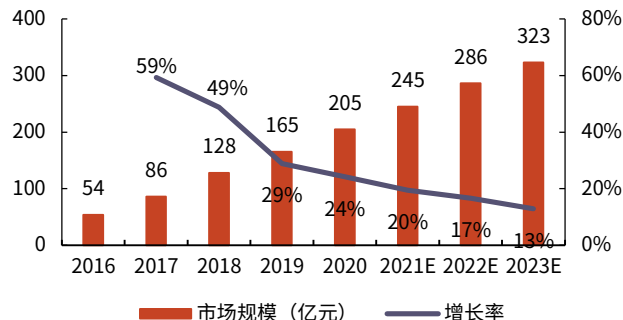
漫画/动漫市场规模：根据艾瑞咨询 2021 年 10 月发布的《中国二次元产业研究报告》，2020 年中国漫画市场规模和中国动画播映市场规模分别达到 34 亿元和 205 亿元，且随着内容质量的提升，播映端将获得更高的广告及订阅收入，IP 价值也将进一步释放，据艾瑞咨询预计 2020 年至 2023 年的漫画市场与动画播映市场 CAGR 分别将达到 25% 和 16%。

图 14：2016-2023E 年中国漫画市场规模及增长率



资料来源：艾瑞咨询《中国二次元产业研究报告》预测，光大证券研究所整理

图 15：2016-2023E 年中国动画播映市场规模及增长率



资料来源：艾瑞咨询《中国二次元产业研究报告》预测，光大证券研究所整理

1.3.3、影视：受众面宽广，推动 IP 破圈

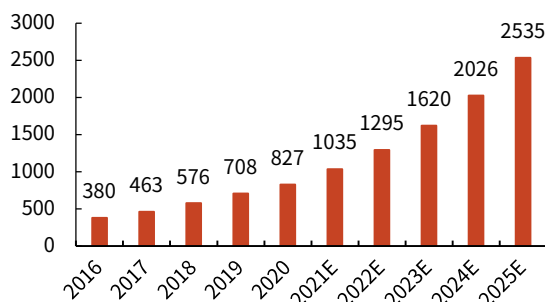
影视堪称“IP 放大器”，IP 衍生剧能够反哺 IP 源头，带来协同效应。影视是 IP 破圈的重要环节，从表达形式上讲，影视易于理解、感染力强、表现角度多元；从受众面讲，影视比文学、动漫、游戏等更具备大众基础，在扩大影响力、提高传播度方面具有极高效率。1) 漫威电影宇宙源自漫威漫画系列，后续高质量系列电影作品的不断推出维持了漫威 IP 的高热度和商业价值：漫威 2008 年推出的首部电影《钢铁侠》实现票房收入 5.86 亿美元，随后漫威被迪士尼以 42.4 亿

美元的高价收购，2019 年《复仇者联盟 4：终局之战》以累计票房 27.98 亿美元位列全球第二，根据 Box Office Mojo 统计，截至 2021 年 1 月漫威电影宇宙累计实现票房收入 225 亿美元，位列各 IP 票房收入之首。2) **国内小说改编的热门电视剧同样能够拓展粉丝基础，甚至反哺网文热度**：《赘婿》播出期间，将原著“加入书架”的新增读者单日最高超过 10 万人；《斗罗大陆》电视剧播出期间，原著小说的搜索趋势也出现大幅上涨。

原生形态为电影的 IP 近年也不断涌现，战狼系列电影契合时代主旋律在国内广受好评，2017 年《战狼 II》票房达 56.8 亿元；2019 年取材自中国传统神话故事的动漫电影《哪吒之魔童降世》获得超 50 亿元的票房收入。

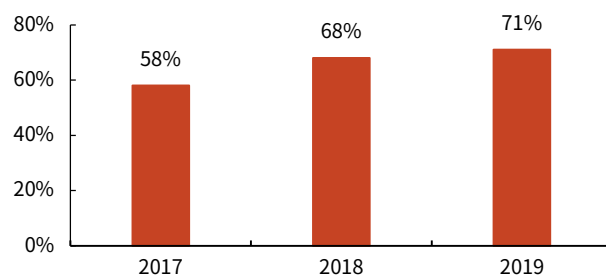
电视剧市场规模：根据 reportlinker 报告，2021 年全球影视行业市场规模约为 2444.3 亿美元，预计 2022 年将增长至 2733.5 亿美元。根据头豹研究院的数据，按销售额，2020 年中国电视剧行业规模为 827.3 亿元，预计在 2023 年将达到 1619.7 亿元，实现接近翻倍增长。据《新华·文化产业 IP 指数报告（2021）》，2019 年 1 月至 2020 年 12 月价值最高的 50 个 IP 中，44% 的 IP 都具备至少一种长视频形式。**IP 剧在数量和质量上有较出色的表现**：1) 数量上，据 IP 价值官数据，2020 年 IP 剧数量占全年上新剧的 70% 以上；2) 质量上，据豆瓣数据，2020-2021 年优爱腾三大视频平台豆瓣评分在 7 分以上的电视剧中，IP 剧数量/总数量分别为 8/11、14/21、9/12 部。

图 16：2016-2025E 年中国电视剧行业市场规模及预测（亿元）



资料来源：wind，头豹研究院预测，光大证券研究所整理

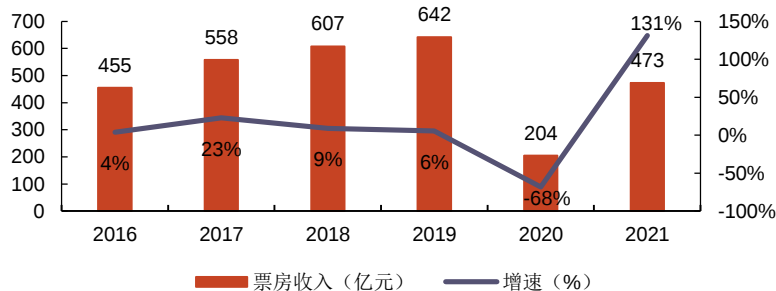
图 17：2017-2019 年中国电视剧行业 IP 剧数量占比



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所整理

电影市场规模：国内电影行业市场规模多年总体稳步增长，2020 年受疫情影响，国内电影院线票房收入大幅下降，2021 年恢复至 473 亿元，根据艺恩数据，2021 年国产电影新上映电影数量 554 部，较 2020 年增长 81.6%，片源供应充足，院线电影票价均值同比增长 8.9% 至 40.3 元，单银幕年产出较 2020 年增长 123.8% 至 62.3 万元。**后疫情时代，中国 DTC 流媒体平台和网络电影行业实现较好发展**，根据中国电影家协会网络电影工作委员会发布的《2021 中国网络电影行业年度报告》，2021 年爱优腾三大平台共上新网络电影 476 部，全网在线网络电影累计正片有效播放量达到 107 亿次，公开分账票房总规模 19.6 亿。

图 18：2016-2021 年中国电影市场规模（按票房收入计）



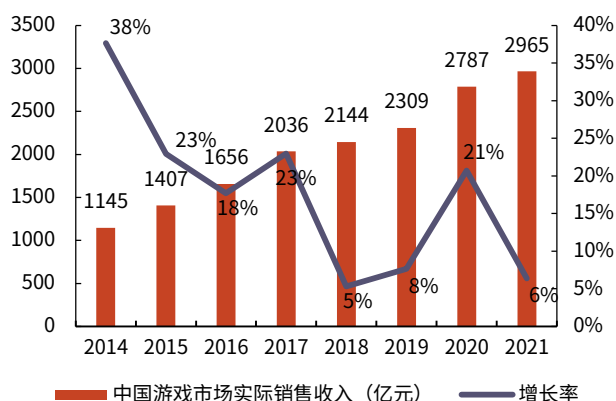
资料来源：艺恩，光大证券研究所整理

1.3.4、游戏：边际利润高，变现能力强

游戏具有高边际利润，成功的作品可以获得长期稳定的流水收入。游戏开发期间投入形成一定成本，而开发完成后的后续更新和维护成本相对较低，长线产品能带来持续的流水增量，在吸引新用户的同时，老用户的消费金额和粘性也会增强。当首个游戏产品取得成功，同系列后续产品成功可能性提高，游戏反响不达预期的可能性和制作试错成本都会大幅下降。

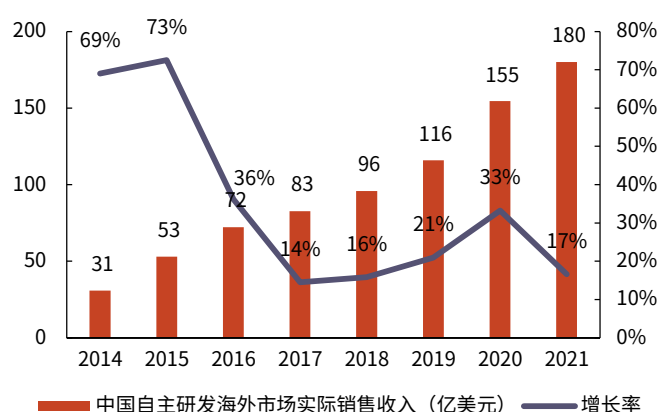
游戏市场规模：根据 Statista 统计，2021 年全球游戏市场规模为 1780 亿美元，预计 2025 年市场规模升至 2688 亿美元，4 年 CAGR 为 10.9%。2021 年我国游戏市场规模达到近 3000 亿元，但由于版号限制、监管加强等原因，同比增长率仅 6.4%，出海成为头部游戏公司的重要战略，2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入达 180 亿美元，同比增长 16.59%。2022 年 4 月新闻出版署对 45 款国产游戏发放新版号，国产游戏版号经历 8 个月的停发后恢复核发，一定程度释放监管缓和信号，预计未来游戏行业边际改善，关注自研能力强、发力精品游戏的头部厂商。

图 19：2014-2021 年中国游戏市场规模及增长率



资料来源：智通财经，光大证券研究所整理

图 20：2014-2021 年中国自主研发游戏出海收入情况



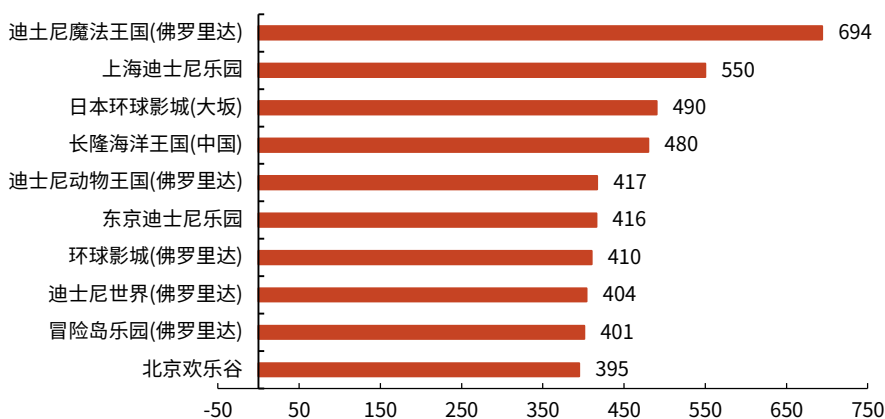
资料来源：智通财经，光大证券研究所整理

头部游戏 IP 以游戏与赛事为核心布局多领域衍生。1) 《英雄联盟》IP 生态中内容十分多元，截至 2021 年 3 月《英雄联盟》以 124 亿美元的总收入位列全球最有价值 IP 第 39 位。该 IP 以游戏和赛事为核心，在全球范围内共有来自 12 个赛区 100 多支职业队伍超过 800 名职业选手参与竞技，B 站以 8 亿元获取 2020-2022 年全球总决赛的独家直播版权，游戏领域推出英雄联盟手游、云顶之奕等作品；拳头公司与腾讯为各赛季制作了多首音乐作品，推出 K/DA、真实伤害等虚拟偶像组合；泛文娱垂直领域出品了官方动画剧集《双城之战》、官方授权电竞小说《英雄联盟：我的时代》等。2) 《王者荣耀》以游戏和电竞为中心稳固核心用户，通过多渠道衍生合作挖掘 IP 潜力。《王者荣耀》自 2015 年上线已举办 27 个赛季的排位赛和以 KPL 职业联赛为核心的覆盖不同水平玩家的 7 大赛事体系，同时 IP 授权的衍生作品频出，包括电视剧《你是我的荣耀》、五虎上将主题系列音乐、动画《是王者啊》及剧本杀《不夜长安·机关诡》等。

1.3.5、潮玩、主题公园：高忠诚度 IP 粉圈“聚变”，实体 IP 消费潜在市场广阔

常见的实体 IP 包括潮玩、主题公园等。海外实体 IP 产业发展成熟，超大型 IP 具有极强的变现能力，据 License Global 统计，2020 年全球有 29 家企业的 IP 授权商品零售额在 10 亿美元之上，其中排名第一的迪士尼的 IP 授权商品零售额达 540 亿美元。AECOM 前瞻产业研究院统计的 2020 年全球主题公园客流量前 10 中，7 家为海外 IP 公园。我国实体 IP 行业起步较晚，目前发展势头较好。近年来潮玩代表公司有泡泡玛特、奥飞等，主题乐园有方特、上海迪士尼、北京环球等。

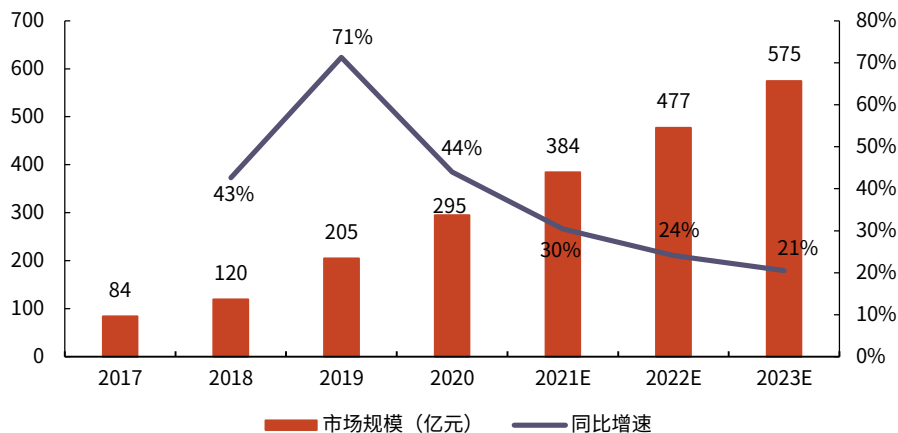
图 21：2020 年全球主题公园客流量前十（单位：万人）



资料来源：AECOM 前瞻产业研究院，光大证券研究所整理

潮玩业市场规模：潮玩即潮流玩具，是拥有独立 IP 和潮流属性的玩具，主要面向成年人群体，包含盲盒、手办、模型等种类。据弗若斯特沙利文报告，2019 年全球潮玩市场规模为 198 亿美元，预计 2024 年市场规模增长至 418 亿美元，5 年 CAGR 为 16.1%。根据艾媒咨询数据，国内盲盒、手办、模型三种类型消费用户占潮玩市场比例分别为 62.95%、52.33%和 52.07%，2022 年中国潮玩市场规模有望突破 400 亿元，2022、2023 年中国潮玩市场规模增速预计在 20% 以上，潜力巨大。

图 22：2017-2023E 年中国潮玩行业市场规模及预测

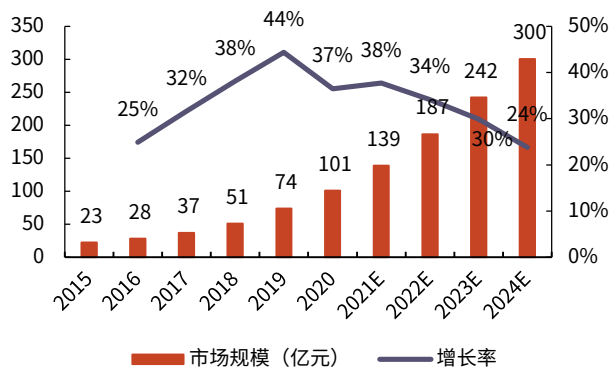


资料来源：艾媒咨询预测，光大证券研究所整理

盲盒的不确定性和社交属性能够激发消费者的购买欲，带来广阔市场空间。根据 Mob 研究院数据，2022 年中国盲盒市场规模预计达到 186.6 亿元，2024 年有望突破 300 亿元。

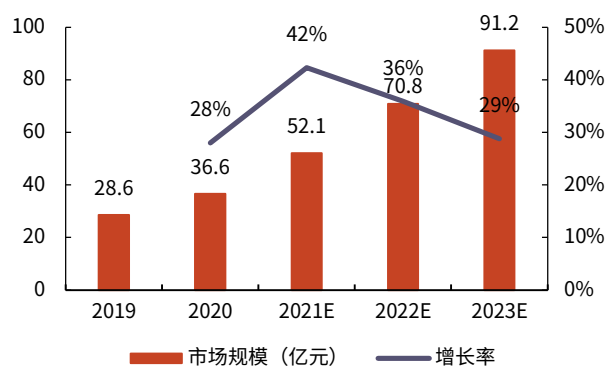
手办多为动漫、游戏 IP 衍生品，与二次元文化结合紧密。二次元消费群体对兴趣圈文娱衍生产品有较强的付费意愿，推动手办市场规模不断扩大。据艾瑞咨询，2022 年中国手办市场规模将达到 70.8 亿元，2023 年有望超 90 亿元。

图 23：2015-2024E 年中国盲盒行业市场规模及预测



资料来源：Mob 研究院预测，光大证券研究所整理

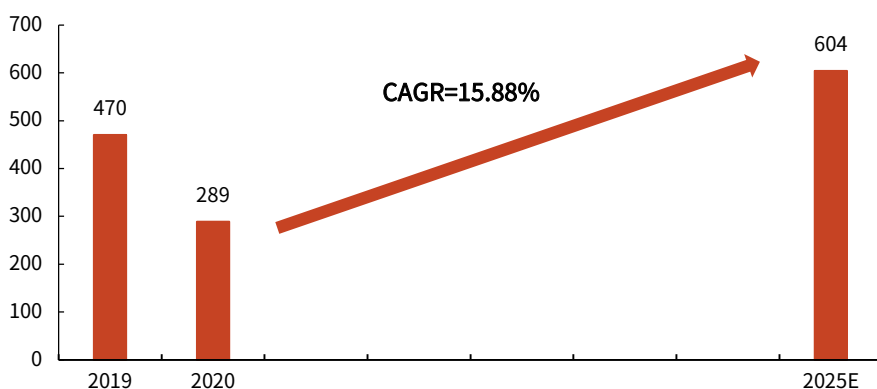
图 24：2019-2023E 年中国手办市场规模及预测



资料来源：艾瑞咨询预测，光大证券研究所整理

主题公园市场规模：据 Research and markets 报告，2020 年全球主题公园市场规模为 491 亿美元，预计 2027 年规模达到 677 亿美元，7 年 CAGR 为 4.7%。近年来，我国主题公园行业发展迅速，据华经产业研究院，我国主题公园行业 2019 年市场规模已达 469.97 亿元，过去 10 年 CAGR 为 11.19%；2020 年受疫情影响降至 289.03 亿，但随着疫情状况逐渐好转，预计 2025 年市场规模将达 603.83 亿元，2020-2025 年 CAGR 达到 15.88%。

图 25：2019-2025E 年中国主题公园行业市场规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院预测，光大证券研究所整理

1.4、 顶级 IP 打通全文娱产业链，多形态变现空间广阔

1.4.1、 网文 IP：以冒险题材网络小说《盗墓笔记》为例

《盗墓笔记》小说起源于贴吧连载，至完结收获超高人气。《盗墓笔记》是南派三叔所著的盗墓题材小说，2006 年起在网上连载，2007-2011 年出版正篇实体书 9 本，并拥有众多衍生系列。截至 2019 年，正篇实体书销售量达 120 万册，电子书下载量 340 万册。除官方作品外，二次创作热度居高不下。截至 2022 年 2 月，在网易 LOFTER 上，盗墓笔记 CP 人物标签“瓶邪”共获得 1.2 亿浏览量，共有 18 万人参与，在 CP 创作榜总榜中排名第 9，粉丝基础强大。

表 1：盗墓笔记 IP 文学作品

《盗墓笔记》全书		
盗墓笔记 七星鲁王宫	盗墓笔记 秦岭神树	盗墓笔记 云顶天宫
盗墓笔记 蛇沼鬼城	盗墓笔记 谜海归巢	盗墓笔记 阴山古楼
盗墓笔记 邛笼石影	盗墓笔记 大结局（上）	盗墓笔记 大结局（下）
《盗墓笔记》后续		
吴邪的私家笔记	藏海花 1	藏海花 2
沙海 1 荒沙诡影	沙海 2 沙蟒蛇巢	沙海 3
沙海 4	盗墓笔记重启之极海听雷	盗墓笔记重启第二卷
盗墓笔记重启第三卷		
《盗墓笔记》周边短篇小说		
2009 贺岁篇	2014 贺岁篇 幻境	2015 贺岁篇 七指
2015 新春贺岁篇 此时彼方	2016 贺岁篇 钓王	2017 贺岁篇 盲塚
盗墓笔记 十年	千面	短篇 三日静寂
短篇 来自雨村的便签	盗墓笔记 817 特别篇-杠铃般的笑声	张家登记名录
南部档案		
《老九门》系列		
老九门短篇集 15 篇	老九门异闻录	老九门之陈皮阿四番外
老九门正篇	老九门之湘西往事	
其他盗墓短篇		
王母鬼宴	黑瞎子师傅	铁衣寒
盗墓笔记的七个梦	他们在干什么集	

资料来源：百度贴吧鬼吹灯吧，起点中文网，“南派三叔盗墓笔记”公众号，光大证券研究所整理

盗墓笔记 IP 改编影视化受关注度高，成果突出。小说的超高人气推动了影视化进程。2015 年至今，“盗墓笔记”IP 共衍生出 14 部影视化/动画作品，多部影视化作品获得了极高的关注度。李易峰、杨洋主演的《盗墓笔记》网络剧开启了网剧付费时代，上线 5 分钟内瞬时播放请求达到 1.6 亿次，开通 VIP 会员的订单请求超过 260 万次；井柏然、鹿晗主演的电影《盗墓笔记》票房高达 10.03 亿；《沙海》上线 5 小时播放量破亿，两天播放量破 3 亿；《重启》上线 10 小时在爱奇艺站内热度超过 7000，飙升至第一位；动画《秦岭神树》以腾讯视频独家播放量近 6 亿的成绩收官。

表 2：盗墓笔记 IP 影视化/动画作品

发布时间	类别	内容	发布时间	类别	内容
2015	网络剧	李易峰、杨洋主演该 IP 首部影视化作品《盗墓笔记》	2019	网络剧	侯明昊、成毅主演《盗墓笔记之怒海潜沙&秦岭神树》
2016	电视剧	陈伟霆、张艺兴、赵丽颖主演《老九门：盗墓笔记前传》	2020	网络剧	朱一龙、毛晓彤主演《重启之极海听雷》第一季
2016	电影	井柏然、鹿晗主演电影《盗墓笔记》	2020	网络剧	朱一龙、毛晓彤主演《重启之极海听雷》第二季
2016	网络电影	杨紫荭、张铭恩主演《老九门番外之虎骨梅花》	2020	网络剧	曾舜晞、肖宇梁主演《终极笔记》
2018	网络电影	窦柏林、王渊慧《沙海番外之蚌人》	2021	网络电影	季晨、彭高唱《重启之蛇骨佛蜕》

2018	网络剧	吴磊、秦昊主演《沙海》	2021	动画	《秦岭神树》
2018	电影	陈赫、袁弘主演《爱情公寓》	2021	网络剧	白澍、张博宇《盗墓笔记之云顶天宫》

资料来源：豆瓣，光大证券研究所整理

高粉丝忠诚度推动盗墓笔记 IP 在游戏、周边衍生品领域顺利拓展。1) 2014 年《盗墓笔记》手游上线 ios 和安卓平台，2016 年《老九门》手游上线，2021 年 9 月《新盗墓笔记》手游上线后即取得七麦 2021 年 9 月中国热门移动游戏排行榜第 5 名。2) 实体衍生品方面，“南派泛娱正版周边”官方淘宝店售卖挂件、手办等正版周边，与 lovelink 联合推出的饰品发布第一个月的销售额为 118.5 万；摩点众筹上，《盗墓笔记》影像纪念特典以 615.7 万的众筹金额在总榜排名第 6。盗墓笔记小说 IP 的巨大影响力已成功覆盖至产业链下游多层次产品。

1.4.2、游戏 IP：以 RPG 手游《阴阳师》为例

阴阳师是国内原创的头部游戏 IP，现已衍生出多领域产品矩阵。2016 年 6 月，由网易游戏自主研发的 3D 日式和风回合制 RPG 手游“阴阳师”正式上线，发展至今已成为国内最炙手可热的游戏 IP 之一，围绕核心 RPG 手游现已开发出其他游戏品类、电影、漫画、动画、音乐剧、零售商品、线下主题店等延伸至多领域的产品矩阵。

图 26：阴阳师 IP 产品矩阵



资料来源：《阴阳师》手游官网，网易《阴阳师》手游官方微博，光大证券研究所绘制

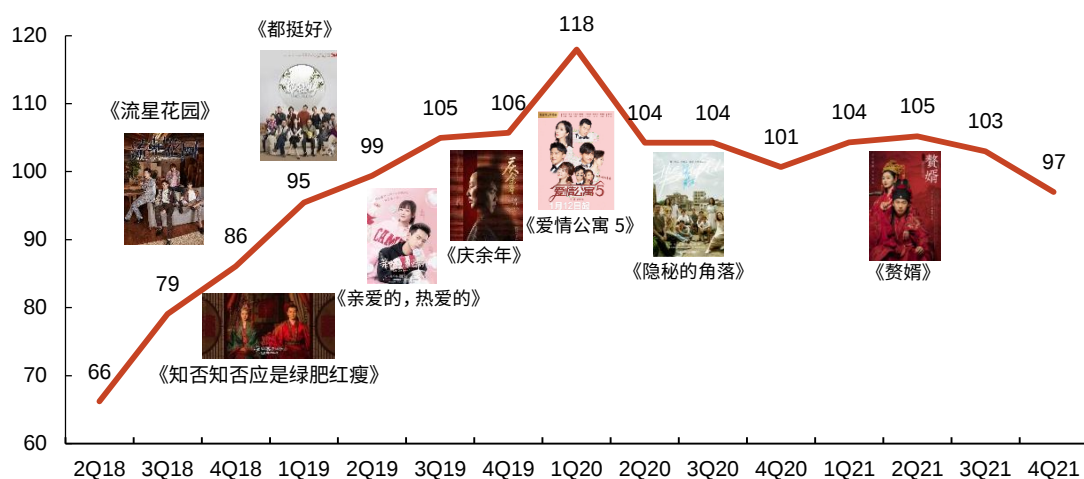
用户圈层覆盖广泛，向外辐射能力强。根据艾瑞咨询的统计，阴阳师游戏用户中可持续产生贡献的核心用户数超 1300 万人，IP 各衍生品所触达的各个圈层的用户总规模高达 1.6 亿。阴阳师的用户群体中很大一部分与二次元圈层重合，有较强的同人创作和二次传播能力，能够帮助 IP 向外圈辐射推广，且该类用户对 IP 的消费意愿和消费能力高。据艾瑞咨询的估计，阴阳师 IP 价值为 702.2 亿元，其中游戏类贡献 626.5 亿元，泛娱乐类 60.5 亿元，衍生类 15.3 亿元。

IP 潜在收益巨大，未来开发空间广阔。根据艾瑞咨询的估计，阴阳师当前收益只占其 IP 价值的 33.7%，未来有超六成的潜在收益空间。基于广阔的受众圈层，阴阳师游戏 IP 未来既可以向内容端衍化，为文学、漫画创作提供人物背景素材和世界观，又可向下游衣食住行各行业进行 IP 授权商品开发和联名，以及开设主题公园、展览等，衍生范围巨大。

1.5、IP 粉丝端：用户具有高付费意愿，自发贡献热度

IP 用户往往显示出高于非 IP 用户的忠实度和付费意愿。1) 影视剧方面，大热 IP 剧播出与在线视频平台付费用户增长时间重合，IP 用户具有较高付费意愿。2Q18 至 1Q20 爱奇艺连续上线《知否知否应是绿肥红瘦》、《亲爱的，热爱的》、《庆余年》等多部热门 IP 改编电视剧，平台日均付费订阅用户数从 66 百万人快速增长至 118 百万人。2) 网文行业，阅文作为以优质内容 IP 为驱动的平台，用户消费意愿较高。2021 年阅文集团 2.49 亿月活跃用户中，平均月付费用户 870 万人，付费用户量占月活约 3.5%。

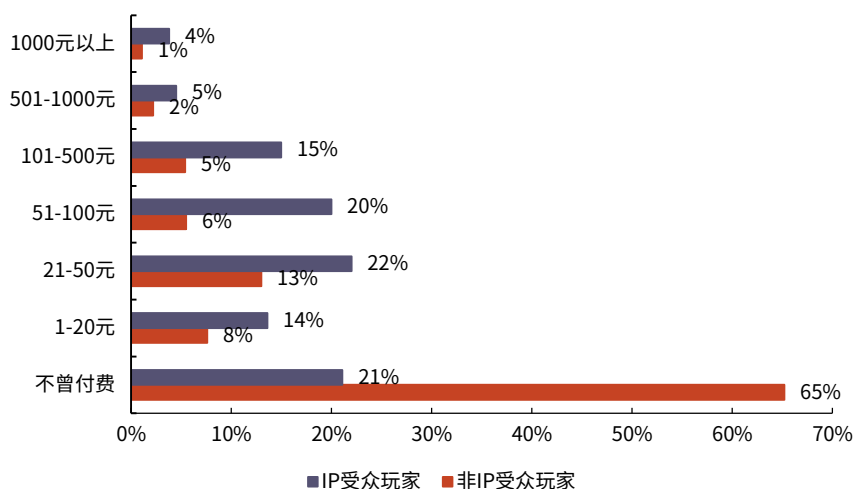
图 27：爱奇艺付费订阅用户数（百万）与热播 IP 剧



资料来源：爱奇艺公司财报，光大证券研究所整理

游戏方面尤为明显，伽马数据 2020 年的调研显示，超过 60% 的移动游戏 IP 用户具备稳定付费习惯；而非 IP 用户只有约 40% 具备付费习惯。据艾媒咨询 2020 年 12 月调研，移动游戏 IP 受众玩家付费比例远高于非 IP 受众玩家。

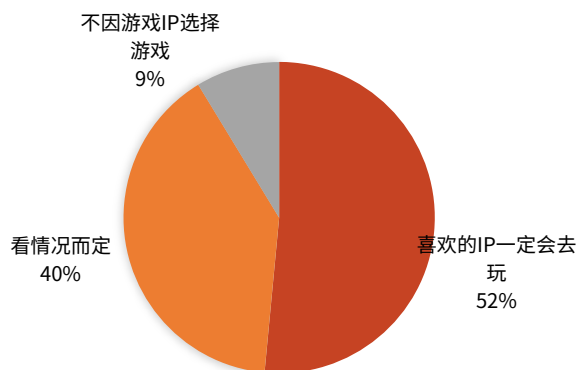
图 28：移动游戏 IP 受众玩家更具消费意愿



资料来源：艾媒咨询（调研时间：2020 年 12 月），光大证券研究所整理

IP 用户自发破圈推广热情度高，热衷于通过推荐、二创、互动等方式巩固粉圈团体，提升 IP 热度。粉丝持续的二次创作有助于 IP 长期维持热度。游戏方面，根据艾媒咨询，超半数移动游戏用户因 IP 喜好选择游戏。根据伽马数据调研，超过 20% 的游戏 IP 用户经常向身边人推荐该款游戏产品，而非 IP 用户只有不到 10% 会经常向身边人推荐。IP 用户对游戏内容具有更高的热情，为 IP 提供天然的热度。

图 29：超半数移动游戏用户因 IP 喜好选择游戏



资料来源：艾媒咨询，统计时间为 2020 年 12 月，光大证券研究所整理

2、行业预判：IP 头部化趋势确定，顶级 IP 潜在价值可达千亿级

2.1、资本角度：头部 IP 升维冷启动风险低，更易获得资本青睐

2.1.1、成本端：头部 IP 飞轮效应显著，抗风险能力强

头部 IP 改编与衍生启动成本低，飞轮效应带来较高预热效率。飞轮效应是指为使静止的飞轮转动起来，开始阶段需要耗费较大力气，但在一圈圈施力加速后，飞轮最终只需少量力气就能转动得越来越快。中长尾 IP 粉丝基础薄弱，在开发过程中，除制作成本外还需要较高的营销推广费用，且冷启动投入较大，时间周期相对漫长，最终能否获得对等回报未知性强。而头部 IP 则在原生形成阶段即已拥有大量粉丝积累，在 IP 开发过程中有明显的飞轮效应，存量粉丝的粉圈互动讨论，同人文、同人歌曲创作等往往自发贡献热度和流量，推动整体粉丝数量以指数形式增长，抵减启动成本，且加速产业链延伸、缩短回报周期。

头部 IP 已经历一定的市场筛选并验证内容适配度高，IP 产业拓展过程中失败或遇冷风险相对较小，成品效果和反响相对更具可预见性。从原生源头延伸至不同产业需要较高升维转化成本：1) IP 改编电视剧《琅琊榜》打磨耗时四年，单集制作成本即高达 200 万元；2) 国漫 IP 改编游戏《镇魂街：天生为王》的开发费用为 3000 万（包括 300 万质量奖）；3) 实体产业中的主题公园、旅游景区尤其具有高成本投入、长回本周期的特点，华强方特在“熊出没”IP 爆火后逐

步将其融入主题公园版图，淮安方特熊出没主题乐园于 2017 年 12 月签约，预算 1.5 亿，资金来源为自筹，至 2021 年底方才完成土建工程量 40%。我们认为面对高昂的时间成本和资金成本，资本对于投资于中长尾 IP 项目的信心意愿相对不足；头部 IP 凭借粉丝基础和高变现力，抗风险能力强，更易获得资本的青睐。

表 3：江苏省重点文化和旅游产业项目——淮安华强方特复兴之路文化创意基地

淮安华强方特复兴之路文化创意基地	
建设规模及主要内容	项目占地约 1650 亩，建设复兴之路文化创意示范园、熊出没主题乐园、综合服务中心（方特家园）等
投资主体	淮安水投集团和华强方特集团"
建设起止年限	2019-2022
计划总投资	500000 万元
2021 年底项目建设进度或前期工作进展情况	复兴之路工程竣工 熊出没主题乐园完成土建工程量 40%

资料来源：江苏省文化和旅游厅 2022 年重点文旅产业项目建设与投资计划，光大证券研究所整理

大 IP 的商业价值更为产业资本方所信任，在产品开发阶段即入局投资。如：1)《灵笼》《三体》的动画开发方艺画开天，2015 年 7 月获得三七互娱种子轮投资；2016 年 8 月获得德同资本 100 万人民币天使轮投资；2017 年 4 月凭《疯味英雄》获得腾讯 300 万 A 轮融资；2017 年 6 月，宣布原创 IP《灵笼》项目启动，并于 2018 年获得 B 站与腾讯的数千万元 A+轮融资用于该项目开发，B 站成为《灵笼》联合出品方；2019 年公司成为《三体》IP 动画的制作方；2022 年公司宣布获得天图资本数亿元融资，最新估值近 25 亿元。2)《盗墓笔记》IP 的开发与运营方南派泛娱，2014 年成立即开始开发运作《老九门》、《藏海花》和《沙海》等该系列衍生 IP；2015 年获得近亿元的 A+轮以及 A 轮投资，资方为小米、乐视与顺为资本；2016 年获得小咖投资亿元融资。我们认为头部 IP 凭借资本市场得到认可，通过各种融资方式，获得超出竞争对手的资本优势。

2.1.2、收益端：头部 IP 打通全产业链，增加高毛利变现环节

头部 IP 凭借着低启动成本、高抗风险能力，具备打通全产业链的优势，更易获得下游产品收入增量。

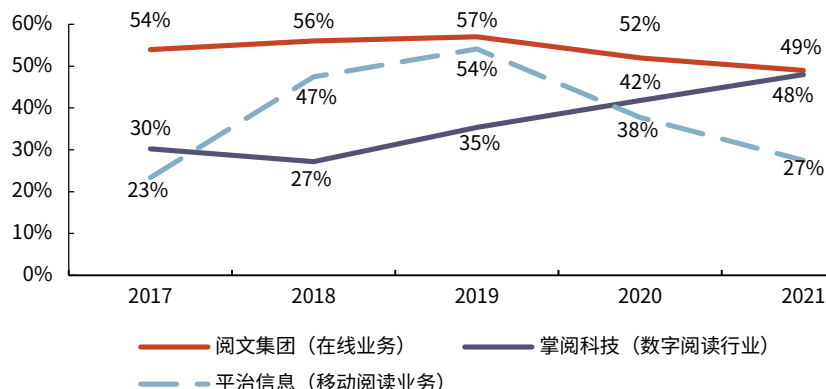
比较 IP 产业链中各产业规模和毛利率：

1、网络文学行业

网络文学市场仍有开拓空间。根据头豹研究院预计，2025 年国内网文市场用户量将达 615.7 百万人。网络文学行业主要收入来源为在线阅读业务及版权销售业务，主要成本来源为内容获取，作者签约方式可分为买断或分成，平台与作者分成比例约为五五开。选取阅文集团、掌阅科技、平治信息三家行业头部公司，其近年来在线阅读业务毛利率在 20%-50%之间。

网文形式具有相对“轻量”形态，可长期持续性输出，我们在网文领域看好具有海量原创小说内容储备，尤其是聚集优质头部作品内容、高用户活跃度的网文平台。我们重点推荐：阅文集团（0772.HK），中文在线（300364.SZ）；建议关注：掌阅科技（603533.SH）。

图 30：网络文学行业头部公司毛利率

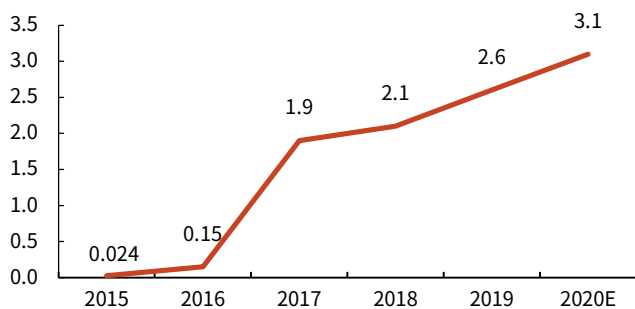


资料来源：各公司财报，光大证券研究所整理

2、漫画行业

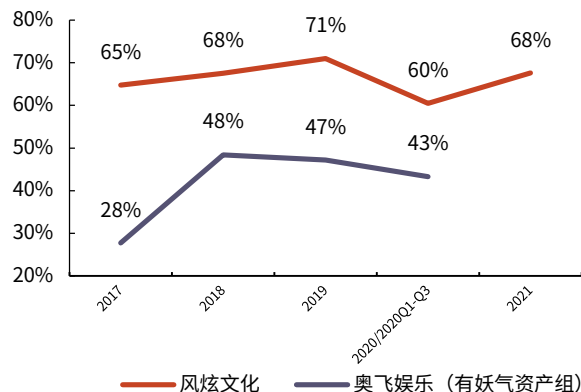
我国漫画业市场规模正处于较初期阶段，以内容快速推广为主要目的，利润相对较低。漫画行业的主要收入来源为在线漫画阅读平台、线下漫画杂志或单行本发行及版权销售，主要成本来源为内容获取。据《中国二次元产业研究报告》预计，2023 年漫画市场规模约为 66 亿元，相对低于其他产业，但增速较高，2022/2023 年增速为 21.7%/17.9%。目前在线漫画阅读平台目前处于大量投入阶段，如快看漫画在 2021 年 8 月的产品升级发布会上提出“双十亿”创作扶持计划，称在未来 3 年投入 10 亿元支持原创漫画业务，另外投入 10 亿元与合作方进行漫剧制作。快看漫画、哔哩哔哩漫画、腾讯动漫等漫画平台利润相对微薄，但有向好趋势，如快看于 2021 年 8 月透露漫画业务已经盈利。漫画制作公司毛利率高于漫画平台。

图 31：快看漫画作者稿酬支出（亿元）



资料来源：快看漫画 2020 年投稿生态报告，光大证券研究所整理

图 32：部分漫画制作公司毛利率情况

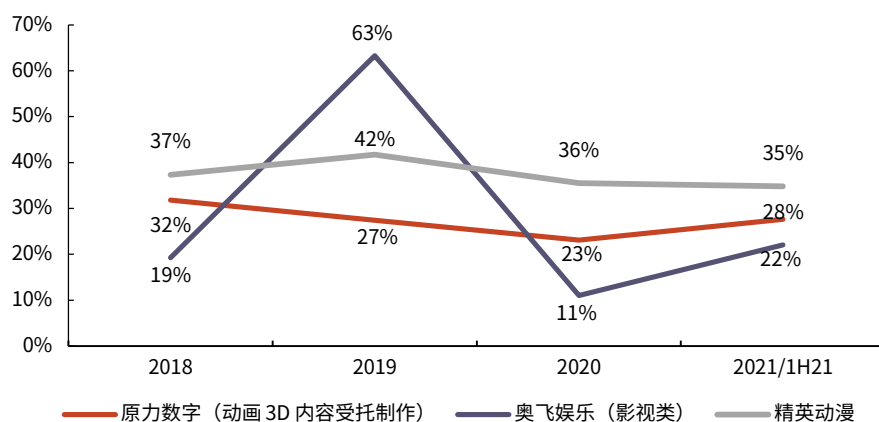
注：奥飞娱乐统计的是 2020Q1-Q3 的毛利率
资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

3、动画行业

动画行业市场规模平稳增长。动画剧集行业的产业链一般为“IP 授权方—制作方—播出平台—用户”。据《中国二次元产业研究报告》估计，2023 动画播映市场规模约为 323 亿元，2022/2023 年增速为 16.7%/12.9%。动画制作方的毛利

率一般在 20%-30%左右,如原力数字,其动画业务多为受托制作业务;奥飞娱乐的 Funny Flux 动画制作资产组则有萌鸡小队等自研 IP,毛利率同样在 30%左右。

图 33: 部分动画制作公司毛利率情况

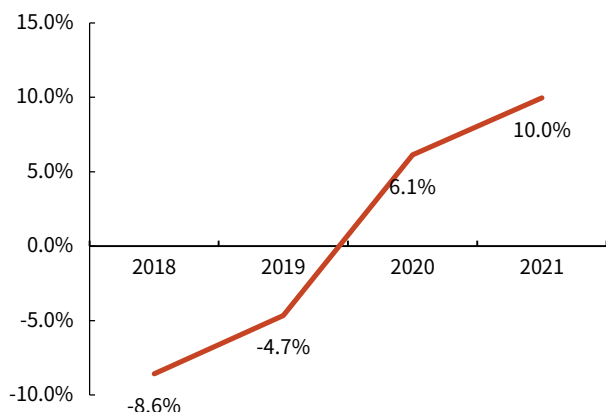


注: 原力数字统计的是 H1 的毛利率
资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理

4、电视剧行业

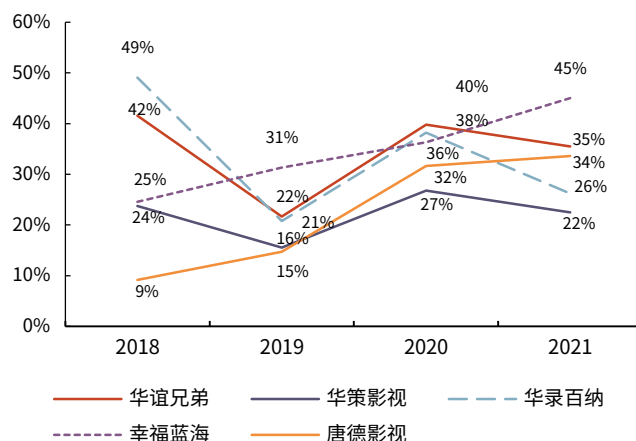
电视剧行业市场规模超千亿, 热门 IP 改编剧价值凸显。根据头豹研究院估计, 21 年电视剧规模为 1035 亿元, 约为网文的两倍, 预计到 2025 年规模可达 2534.8 亿元。热门电视剧单部收益过亿: 据柠檬影视公告, 2019 年《九州缥缈录》《小欢喜》、2020 年《猎狐》《三十而已》、2021 年《小舍得》版权收入分别为 10.06 亿元/6.24 亿元/4.29 亿元/4.2 亿元/4.26 亿元。由于上游议价能力较强, 视频播出平台在获取高收益的同时也承担 IP 改编剧的高额内容成本, 播出平台对于上游版权方和制作出品方分成比例各达 40%左右。具体来看, 头部视频平台爱奇艺 21 年内容成本率达 75.3%, 而华谊兄弟、华策影视、唐德影视等制作出品方的毛利率则在 25%-40%左右。

图 34: 爱奇艺毛利率情况



资料来源: 爱奇艺财报, 光大证券研究所整理

图 35: 部分电视剧行业头部制作公司毛利率情况

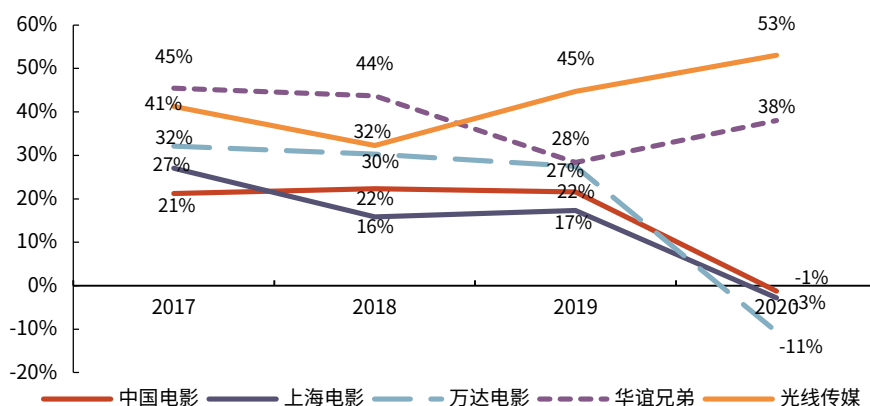


注: 华谊兄弟、华策影视只细化到了影视娱乐分部
资料来源: 各公司财报, 光大证券研究所整理

5、电影行业

电影行业回报区间大，投资收入比具有不确定性。电影行业的产业链一般为“IP授权方—制片方与发行方—院线—用户”，票房分成方主要为片方和影院。电影行业投资风险较高，爆款电影可以带来丰厚票房收入，如《长津湖》《流浪地球》《你好，李焕英》《唐人街探案3》的成本/截至2021年12月15日分账票房分别为13亿元/53.72亿元、3-5亿元/42.97亿元、0.5-1.5亿元/49.47亿元、3-6亿元/41.24亿元；而《追虎擒龙》《真·三国无双》《长安伏妖》的成本/分账票房分别为1.6亿元/2.21亿元（截至2021年12月15日）、2.5亿元/1547.2万元（截至2021年5月14日）、2亿/290.2万元（院线）+1330万元（网络，截至2021年2月9日），上映后效果不及预期出现亏损。电影回报率方差大，与质量、口碑以及市场行情密切相关，头部作品创收能力极强。

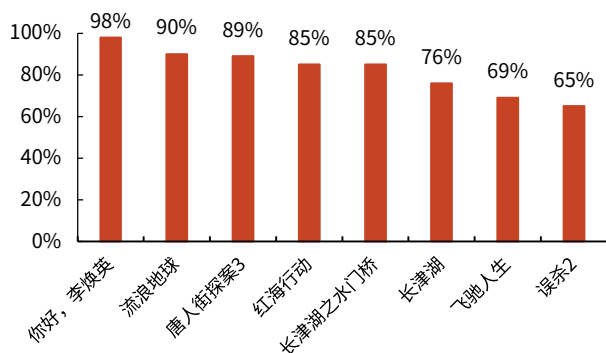
图 36：部分电影行业头部公司毛利率情况



资料来源：各公司财报，光大证券研究所整理

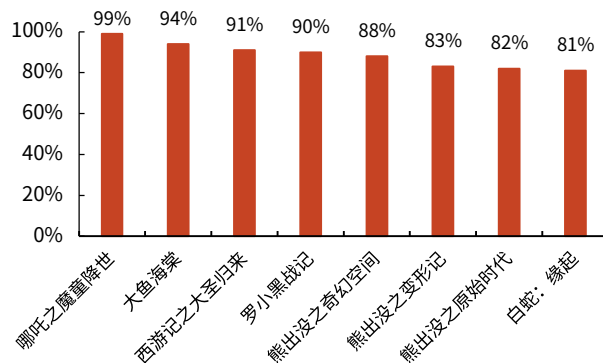
据猫眼专业版统计，截至2021年12月15日，53%的电影票房不足百万，75%的电影票房不足千万。部分头部电影取得了耀眼成绩，如《熊出没》等成熟IP则能够为公司带来持续稳定收益，但总体来看电影行业收益方差较大，具有一定的投资风险。

图 37：部分知名真人电影毛利率



资料来源：猫眼APP，虎嗅APP，搜狐网，统计范围为各影片截至2021年12月15日的总票房，光大证券研究所测算

图 38：部分知名动画电影毛利率



资料来源：猫眼APP，虎嗅APP，搜狐网，统计范围为各影片截至2021年12月15日的总票房，光大证券研究所测算

综上，我们在影视领域看好多赛道优势明显、影视制作能力优秀、抗风险能力强的制作公司。我们重点推荐：光线传媒（300251.SZ）。

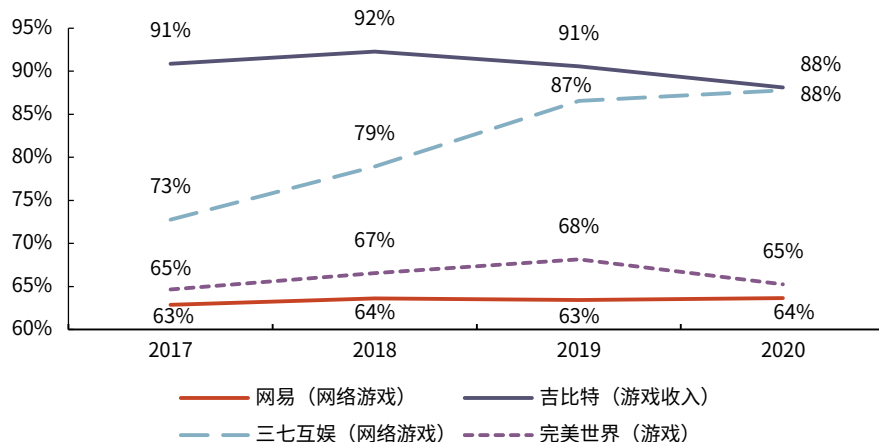
6、游戏行业

头部游戏变现力强，具有高边际利润。游戏市场规模远超其他产业，据中国游戏产业研究院，2021 年游戏市场规模达 2965.13 亿元。头部游戏能获得超高流水，2021 国产二次元手游营业收入排行榜中，前 5 名均取得了 15 亿以上营业收入，由米哈游开发运营的《原神》以 153.53 亿的流水一骑绝尘，排行第六的《崩坏 3》也是其自研 IP，该游戏 2016 年毛利率即在 95% 以上。且由于开发运营经验丰富、旗下游戏收入现金流持续等特点，头部游戏的长线产品能在较低的维护和更新成本下带来持续的高流水增量，具有极高的边际利润。网易、完美世界、三七互娱、吉比特等头部公司毛利率均在 60% 以上，吉比特能达到 90% 以上。

头部游戏公司自研能力强劲，精品游戏频出。1) Sensor tower 公布的 2021 年全球收入超过 10 亿美元的 8 款手游中，腾讯旗下的《和平精英》、《王者荣耀》分别位居第一、第二，两款游戏 2021 年全球收入均在 28 亿美元左右；2) 在 2021 年中国内地市场国产移动游戏流水 TOP20 排名中，网易旗下代表作《梦幻西游》排名第三、《大话西游》排名第 11；3) 三七互娱旗下新上线的手游《斗罗大陆：魂师对决》2021 年内最高位居 iOS 畅销榜 TOP4，免费榜 TOP1，平均排名第 11 名；4) 完美世界旗下 2021 年 12 月发行的新游戏《幻塔》上线首月流水近 5 亿；于 21 年 6 月 25 日公测的《梦幻新诛仙》2021 年累计流水近 16 亿元，上线以来稳居 iOS 角色扮演类游戏畅销榜单 Top30。

我们在游戏领域看好游戏制作能力强大、产品品类丰富、具有稳定盈利能力和强势游戏 IP 品牌的头部公司。我们重点推荐：腾讯控股 (0700.HK)，网易-S (9999.HK)；建议关注：完美世界 (002624.SZ)，三七互娱 (002555.SZ)。

图 39：部分游戏行业头部公司毛利率情况



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

表 4：2021 年国产手游营业收入 TOP10

游戏	出品方	营业收入 (亿元)	iOS 发布日期
原神	米哈游	153.53	2020.09.25
阴阳师	网易	39.05	2016.09.01
火影忍者：疾风传	腾讯	30.18	2016.01.07
明日方舟	鹰角网络	28.94	2019.04.29
偶像梦幻祭 2	乐元素	16.62	2020.11.26
崩坏 3	米哈游	14.56	2016.09.30
碧蓝航线	哔哩哔哩游戏	12.31	2017.05.24
闪耀暖暖	叠纸游戏	7.12	2019.08.10

战双帕弥什	库洛游戏	6.57	2019.12.05
幻塔	完美世界	4.66	2021.12.14

资料来源：国产二次手游观察，光大证券研究所整理

7、实体/线下衍生品行业

潮玩市场潜力巨大。根据艾媒咨询估计，2021/2022/2023 年潮玩市场规模为 384.3/476.8/574.6 亿元，增速分别为 30.4%/24.1%/20.5%，处于高速发展阶段。从单个产品来看，潮玩开发者轮子小马工作室表示，在订货量较小的情况下，单个盲盒的成本约在价格的一半左右。但潮玩产品符合**边际成本递减**，随着销量的提升，设计费用、固定成本等被摊销，**边际利润会逐渐提高**，在**进入大批量生产阶段后会收获较高利润**。泡泡玛特作为潮玩头部公司，2019/2020/2021 年毛利率分别为 64.77%/63.42%/61.40%。

国内主题公园利润模式与单乐园游客接待量尚有提升空间。除衍生品销售外，主题公园也是 IP 衍生的重要分类。据华强方特的招股书，其文化科技主题公园营业收入的 70%以上为门票收入，入园后对于餐饮、文化衍生品等的二次消费人数比例不足 30%，但二次消费的毛利率远高于门票收入，园内配套的服务和 IP 衍生产品质量仍有提升空间。对比上海迪士尼乐园，上海迪士尼乐园全年营业收入中门票收入占比约 50%，另 50%收入来自餐饮、酒店住宿、停车收费等其他服务，增量服务品类丰富，变现模式成熟。单乐园游客接待量方面，据《2019 年度主题乐园和博物馆指数》，2019 年华强方特旗下 24 个乐园总游客接待量为 5039.3 万，平均单个主题乐园的游客数量仅为 180 万人，而上海迪士尼 2019 年游客超过千万。

我们在实体衍生品领域看好 IP 价值挖掘空间大、已初步建立品牌护城河、且自有 IP 储备丰富的头部潮玩商品公司。我们重点推荐：泡泡玛特（9992.HK）。

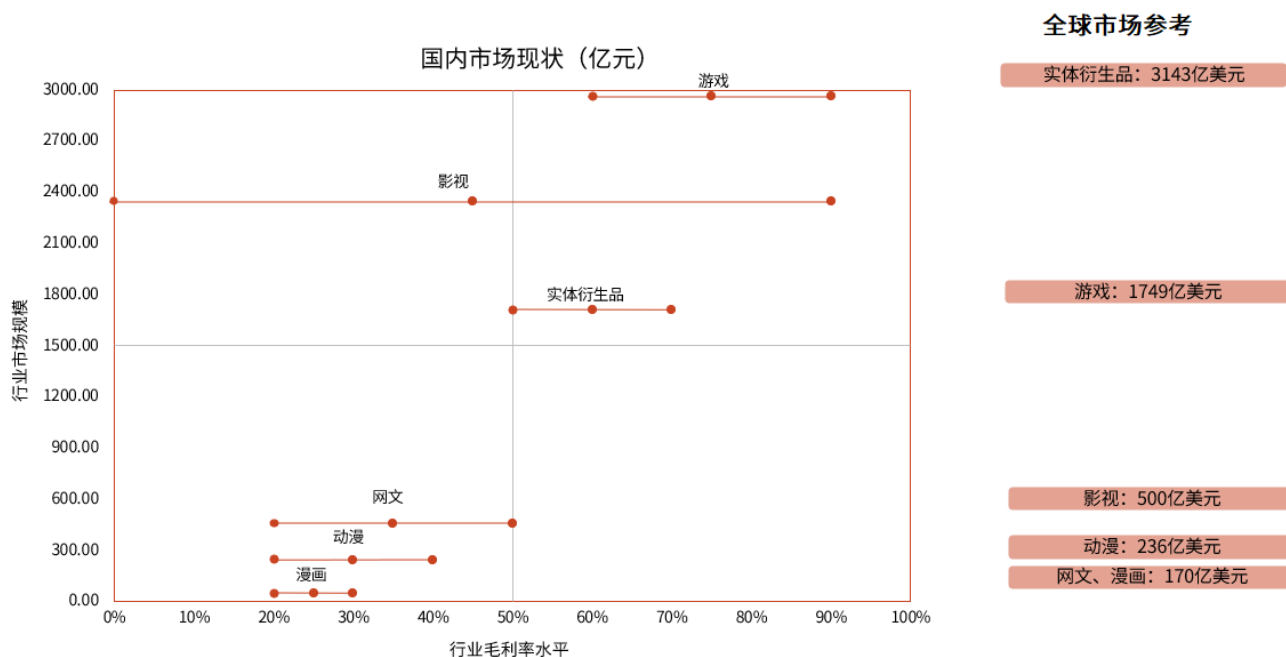
综上，对比各细分行业：头部 IP 可以延伸至更多产业，获得收益增量。综合各产业类型，网络文学作为主要版权源头，市场规模仍有发展空间；电影行业的变现为投资回报风险相对较高的环节，市场票房主要为头部爆款电影所瓜分；游戏市场规模大，且拥有极高的边际利润，但游戏市场的大部分收益同样归属于少数头部游戏，前期开发周期长、人力财力投入大等成本原因也提高了中小 IP 的入场门槛；实体行业市场规模排第三且增速最高，国内处于蓝海阶段，尚未完全形成寡头市场，盈利空间大，并可通过改善主题乐园盈利结构等方式来进一步提升收益，但因其高制作成本和长回报周期的特点，且头部 IP 拥有大量高忠实度、高消费意愿的粉丝团体，目前更易成为实体衍生品开发制作的对象。

表 5：当前我国 IP 产业各行业市场规模、行业毛利率及产业链分成比例情况总览

	市场规模（2021 年）	毛利率	产业链分成情况
网络文学	约 454 亿元	20%-50%	作者—平台—用户/IP 购买方
漫画	约 46 亿元	20%-30%	作者/IP 授权方—平台—用户/IP 购买方
动画	约 245 亿元	20%-40%	(IP 授权方)—制作方—播出平台—用户
电视剧	约 1035 亿元	制作出品方：25%-40% 播出平台：10%以下	(IP 授权方) (分成 40%)—制作出品方 (分成 40%)—播出平台—用户
电影	约 1314 亿元	约-10%-90%	(IP 授权方)—制作方与发行方 (分成 35%-40%)—院线 (分成 50%-55%)—用户
游戏	约 2965 亿元	受托制作类：40%-55% 开发+运营类：60%-100%	模式：自研自发自或委托制作后发行 内容：原创游戏或由 IP 上游改编
实体	约 1709 亿元	潮玩销售：60%以上 主题乐园：50%-60%	IP 上游衍生/原创 IP

资料来源：华经产业研究院，《中国二次元产业研究报告》，灯塔专业版，前瞻产业研究院，艾媒咨询，智通财经，《2022 中国品牌授权行业发展白皮书》，华经产业研究院，各公司财报，光大证券研究所整理测算

图 40：国内文娱产业链各环节市场规模及毛利率水平



资料来源：华经产业研究院，《中国二次元产业研究报告》，灯塔专业版，前瞻产业研究院，艾媒咨询，智通财经，《2022 中国品牌授权行业发展白皮书》，华经产业研究院，各公司财报，光大证券研究所整理测算

以全球 IP 产业链上的各个市场规模为参考，全球实体衍生品市场规模接近游戏市场 2 倍水平，预计未来我国实体衍生品的市场规模与游戏市场规模比例变化有类似趋势，实体衍生品发展空间巨大；但由于我国 IP 衍生品市场的发展尚不成熟，目前我国在 IP 产业链上最大的市场仍为游戏领域，同全球 IP 产业的市场结构仍有较大差异，未来在实体衍生品拓展以及 IP 全产业链连结模式上还有很大的提升空间。

2.2、粉丝角度：IP 头部效应与粉丝粘性相互强化，粉丝活跃度、互动性高、二创频繁

头部 IP 粉丝群体高活跃度炒热氛围，二次创作丰富 IP 内容。头部 IP 的粉丝圈往往具有高活跃度，通过相互交流、参与活动，粉丝会不断加深对 IP 的归属感，粉丝粘性得以进一步提高，形成正向循环。1) 二次创作一方面满足了粉丝的创作欲望，为其提供了发挥情感和才能的平台；2) 另一方面丰富了 IP 内容，推动 IP 影响力进一步扩大。头部 IP 基于庞大的粉丝基础，或长期有组织地举行二次创作活动，如在国内知名兴趣社区软件网易 LOFTER 上，活跃度高的 IP 粉丝圈常常举办“24 小时”活动，即粉丝于 24 小时内以接龙形式发布自己的二次创作作品，例如盗墓笔记的“山河与共 24h 企划”，以盗墓笔记为创作背景，进行文学、歌曲、图画三种类型的二次创作。

图 41：盗墓笔记 IP “24 小时” 活动



资料来源：山河与共策划组（“24 小时”活动策划者），光大证券研究所整理

平台注重头部 IP 粉丝体验。针对头部 IP，平台往往更加注重粉丝运营和粉圈氛围建设，通过首页推荐位、官方福利活动、新功能试点等方式提高粉丝的用户体验。视频平台往往会给予大 IP 剧首页推荐位，并在微博发起话题鼓励粉丝进行二次创作并给予奖励，如 2022 年 4 月网络文学 IP 改编电视剧《驭蛟记之恰似故人归》在在微博发起视频创作大赛，并为前 25 名提供现金奖励；又如网易 LOFTER 于 2022 年 1 月上新的新功能“聊聊”，为粉丝发起话题、交流互动开辟了新板块，首批仅开放了原神、王者荣耀、魔道祖师等 66 个主题标签。

图 42：网易 LOFTER 上线新板块“聊聊”



资料来源：LOFTER，光大证券研究所整理

表 6：内容型社区中互动行为对提高用户粘性有积极影响

路径关系	直接效应	间接/中介效应	总效应
人机互动-用户粘性	0.401	0.402	0.803
人际互动-用户粘性	0.384	0.447	0.831
人机互动-自我认同	0.466	0	0.466
人机互动-社会认同	0.368	0	0.368
人际互动-自我认同	0.496	0	0.496
人际互动-社会认同	0.431	0	0.431
自我认同-用户粘性	0.475	0	0.475
社会认同-用户粘性	0.491	0	0.491

资料来源：《内容型虚拟社区用户互动对用户粘性的影响研究》（刘玲玲 南京财经大学），光大证券研究所整理

二次创作及社区氛围进一步增加用户粘性和忠诚度。1) 鼓励二创可以推动用户对平台形成依赖，增加了用户跳至其他平台的转换成本，进而提升用户留存。2) 良好的社区氛围能够帮助用户建立起浓厚的兴趣圈层，提升用户的认同感和归属感，进而提高忠诚度。在南京财经大学的一篇学术文章中，以知乎社区为例研究了内容型社区对用户粘性的影响因素和影响效果，经过量化分析，研究发现内容型虚拟社区中人机互动和人际互动均对用户粘性有积极影响；而身份认同在这个影响逻辑中起到了中介作用，即人机互动和人际互动带来的自我认同和身份认同，均对用户粘性有着积极影响。

头部 IP 粉丝创作热情度、二创渗透效果更好，以同人文等形式不断丰富原作内蕴。网易 LOFTER 为国内知名兴趣社区软件，也是热门 IP 用户二创作品的主要发布平台。司藤原著小说在晋江文学网收藏量为 11.86 万，截至 2022 年 5 月 LOFTER 平台“司藤”标签下二创作品数为 2702 篇，话题浏览人数 201.6 万，二创数与原著收藏量之比为 0.02，相比之下《全职高手》《盗墓笔记》等顶端 IP 同人创作渗透率更高：1) 《全职高手》小说发布于起点中文网，获得 630.54 万推荐人气，在 LOFTER 上该 IP 二创作品数为 54.7 万，二创数量与原著人气之比为 0.09，二创平台话题浏览人数 4.2 亿。2) 《盗墓笔记》原著小说推荐人气 45.84 万，二创数 21.9 万，二创数量与原著人气之比达 0.48，LOFTER 中相关话题浏览人数 0.9 亿。

2.3、国内两大顶尖 IP 价值测算

2.3.1 网文 IP《斗罗大陆》：内容筑基，价值长流

一、文学

斗罗大陆 IP 源头类型为文学，其收入来源分为起点中文网连载和图书销售。

1、线上连载：1) 根据在贴吧、微博等平台上对写手交流的草根调研估算，我们假设推荐数:订阅数=5：1，根据起点中文网数据，截至 2022 年 3 月 10 日可估计得出每部书订阅人数；2) 已产生订阅收入=订阅人数×单部价格，可得出已产生的订阅收入；3) 已完结的斗罗大陆 1-4 部订阅收入为 8.12 亿；4) 该 4 部作品从 2009 年底截止到 2021 年中旬共更新了 12.5 年，则每年的订阅收入约为 8.12/12.5=0.650 亿元。

2、图书销售：1) 根据开卷数据，2021 年斗罗大陆系列书籍 22 本上榜虚构类新书畅销前 100，其中 21 年 5 月虚构类新书畅销榜第 1、2、4 名均为斗罗大陆系列实体书，对标文学类前 160 水平大约是 10-50 万册，预计单本实体书销量为 30 万册；2021 年 5 月新书有 3 本，其定价分别为：《斗罗大陆 4（32）》32 元、《斗罗大陆 5（1）》34.8 元、《斗罗大陆外传—史莱克天团》34.8 元，计算得到线下销售每册平均价格 34 元，而淘宝平台非折扣期间平均售价为每本 26 元，综合考虑线下销售情况与线上折扣活动影响，估计每本售价为 26 元；2) 根据已完结的四部每部分别有 14、26、28 和 32 本，根据均值假设每部实体书平均有 25 本，单部实体书销售额为 30 万册×26 元×25 本=1.95 亿元；3) 平均每本书连载时长 2.5 年，平均每年更新 $1/2.5=0.4$ 部，则每年实体书销售收入为 $1.95*0.4=0.78$ 亿元。

线上连载和图书销售每年收入合计为 1.43 亿元。

表 7：斗罗大陆起点中文网连载收入

书名	完结时间	总推荐数/万	已产生订阅数/万	单本价格(3 起点币/千字)	已产生订阅收入/万
斗罗大陆	2009.12.13	591.87	118.37	85.55	10126.58
斗罗大陆 II 绝世唐门	2014.12.19	377.41	75.48	149.32	11271.34
斗罗大陆 III 龙王传说	2018.8.24	948.51	189.70	140.52	26656.08
斗罗大陆 IV 终极斗罗	2021.5.20	1353.39	270.68	122.54	33168.18
已完结正文订阅收入合计/万					81222.18

资料来源：起点中文网，光大证券研究所整理

二、漫画

斗罗大陆 IP 漫画收入来源可分为快看平台连载和单行本销售。

1、线上连载：中国头部漫画收入=韩国头部漫画收入*中韩市场规模倍数；斗罗大陆收入=中国头部漫画收入*斗罗大陆与头部漫画人气倍数。1) 根据网易新闻，韩国头部漫画《我独自升级》自 18 年 3 月上线，到 20 年 6 月底累计收入 1.74 亿元，计算得月均收入 621.43 万元。根据 KT 经济研究所，2020 年韩国网漫市场规模为 58.73 亿元；根据前瞻产业研究院，2020 年中国网漫市场规模为 33.5 亿元，则中国网漫市场规模为韩国的 $33.5/58.73=0.57$ 倍，中国头部漫画收入= $621.43*0.57=354.22$ 万元/月。2) 统计快看漫画平台上漫画的累计人气值，《斗罗大陆》5 年 1 个月累计人气为 139.46 亿，计算得出其年均人气值增长为 $139.46*12/61=27.43$ 亿。考虑到测算体现 2022 年国产网漫最新情况，选取近 2 个月畅销榜和人气榜连续排名第一的国产漫画《全球诡异时代》作为近期国产头部漫画代表，该漫画上线 11 个月以来累计人气值为 45.17 亿，计算得出其年均人气值增长为 $45.17*12/11=49.28$ 亿，二者人气倍数为 $27.43/49.28=0.56$ 。3) 将以上结果代入计算得到线上漫画年收入为 $354.22*0.56*12=2368.21$ 万元。

2、单行本销售：(1)根据风炫文化招股说明书披露，2016 年 1-8 月累计售出约 180.10 万册漫画单行本，假设每月的销量较为均衡，则一年出售： $180.10/8*12=270.15$ 万册漫画单行本；(2)参考淘宝风炫图书旗舰店售价每本单价约为 8 元，则一年单行本收入为 $270.15*8=2161.2$ 万元。

线上连载和单行本销售每年收入合计为 4529.41 万元，约 0.45 亿元。

三、动画

综合考虑玄机披露的数据与后期打斗场景增多成本上升的因素，《斗罗大陆》动画平均一集的制作成本约为 80 万元；IP 衍生动漫环节是网文向影视剧的过渡、筛选和推广环节，盈利性质弱于影视剧，同时参考 3D 动画制作公司原力动画毛利率水平，估计《斗罗大陆》动画毛利率为 32%，《斗罗大陆》一集可带来的

收入约为 $80 / (1-32\%) = 117.65$ 万元。《斗罗大陆》每周更新一集，一年约更新 52 集，则一年的收益约为 $117 \text{ 万} \times 52 = 6117 \text{ 万}$ ，约 0.612 亿元。

四、电视剧

选取同为文学改编电视剧的《知否知否应是红肥绿瘦》、《都挺好》、《小欢喜》、《九州缥缈录》、《我的真朋友》、《大江大河》等 6 部电视剧作为可比参考；根据公开信息得到上述 6 部电视剧的版权收入，并计算得出头部 IP 剧集价格约为 1175 万元；根据可比剧目平均集数估计斗罗大陆电视剧每部平均约 50 集，单部电视剧收入的测算值约为 $0.1175 \times 50 = 5.875$ 亿元。

回顾系列电视剧推出频率：大秦帝国系列 11 年 4 部，爱情公寓系列 12 年 5 部，仙剑系列 11 年 3 部上映 3 部在拍，平均计算得到系列电视剧每年完成 $(4+5+3) / (11+12+11) = 0.353$ 部，则每年电视剧收入约为 $5.875 \times 0.353 = 2.07$ 亿元。

五、电影

华视影视投资曾在 2015 年完成了对《斗罗大陆》的电影拍摄制作备案，但电影尚未上映，但反映出影视制作行业对《斗罗大陆》IP 的兴趣。2022 年腾讯视频资源上新，院线动画电影《斗罗大陆》项目落实。

此处选取同为文学改编电影的《盗墓笔记》、《诛仙 1》、《微微一笑很倾城》、《三生三世十里桃花》的票房对《斗罗大陆》的票房进行预测；以小说改编电视剧的播放量为可比系数反应 IP 热度（《斗罗大陆》播放量为单位 1），已上映电影票房与可比系数相除并取平均值计算得到斗罗大陆票房预计为 4.62 亿元。

表 8：斗罗大陆与其他 IP 电视剧播放量对比与电影票房测算

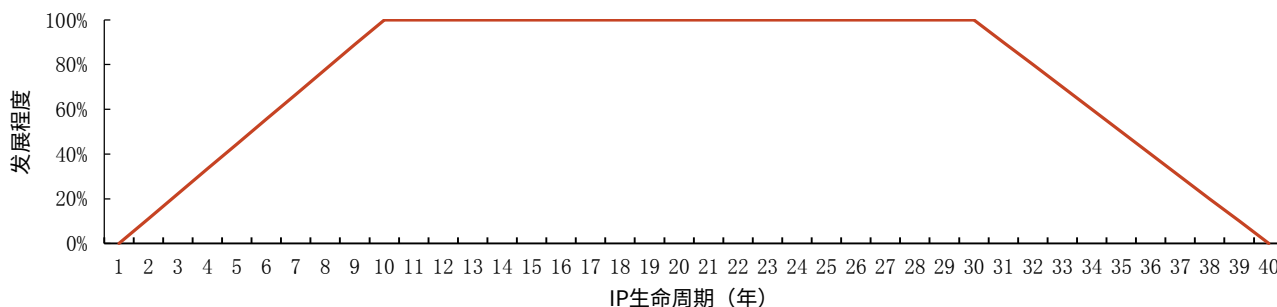
	诛仙	盗墓笔记	微微一笑很倾城	三生三世十里桃花	斗罗大陆
电视剧播放量（亿次）	114.4	38.4	252	430.8	57.7
可比系数	1.98	0.67	4.37	7.47	1.00
电影票房（亿元）	4.05	10.03	2.75	5.54	
票房/可比系数的平均值（亿元）					4.62

资料来源：腾讯视频，哔哩哔哩，爱奇艺，优酷，光大证券研究所整理

六、游戏

根据七麦数据，斗罗大陆 IP 改编的 7 部移动游戏 2021 全年 IOS 端的流水约为 11.61 亿元。据 statista 统计，2021 年全球手机操作系统市场中 iOS 系统占比约为 27%，则可估算得出斗罗 IP 改编手游一年总流水大约为 $11.61 / 27\% = 43.00$ 亿元。根据中国音数协游戏工委(GPC)与中国游戏产业研究院联合发布的《2021 年中国游戏产业报告》，移动游戏在我国游戏市场的收入占比达到 76.06%，则斗罗 IP 2021 年可给整个游戏产业带来的总流水大约为 $43.00 \text{ 亿元} / 76.06\% = 56.53 \text{ 亿元}$ 。

图 43：假设《斗罗大陆》游戏价值在 IP 生命周期内的发展程度变化



资料来源：光大证券研究所预测

按照《斗罗大陆》40 年的生命周期来看，以上述测算的收入空间作为斗罗大陆 IP 在游戏领域发展的鼎盛情况，估计在 IP 第 1-10 年的发展中，游戏收入呈快速上升的态势直至最高值；第 11-30 年属于 IP 稳定收益的阶段，游戏收入基本稳定在高峰水平；由于游戏市场更新换代的速度较快，估计第 30-40 年的最后十年，游戏收入随 IP 生命周期进入衰退阶段而逐渐下降至 0。综上，在《斗罗大陆》40 年的 IP 生命周期中，游戏年收入范围在 0-56.53 亿之间。

表 9：斗罗大陆 2021 游戏流水举例

	iPhone/万美元	iPad/万美元	2021IOS 流水/亿人民币
斗罗大陆 3-龙王传说	15.44	1.02	0.01
新斗罗大陆	2187.62	86.11	1.53
斗罗大陆 H5	803	—	0.54
斗罗大陆：武魂觉醒	4701.79	116.63	3.25
斗罗大陆 2 绝世唐门	406.76	27.78	0.29
斗罗大陆：斗神再临	1265.45	69.9	0.90
斗罗大陆：魂师对决	8249.75	343.06	5.80

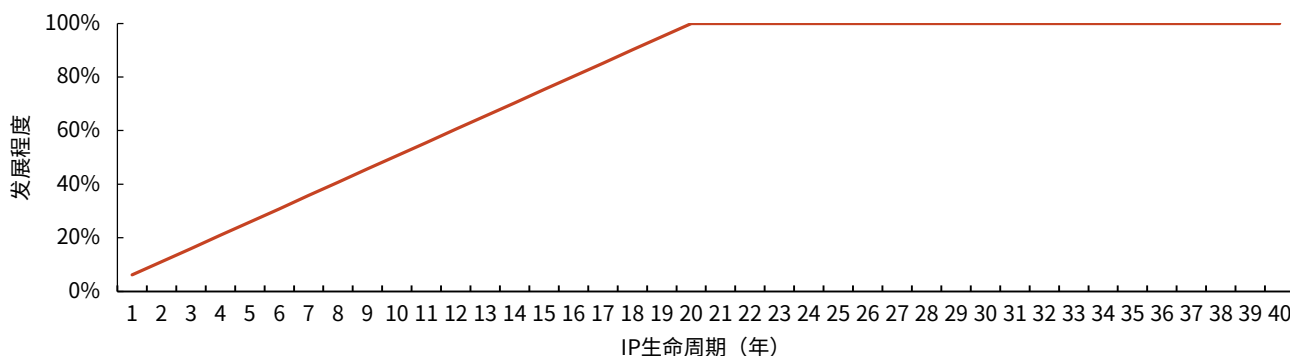
资料来源：七麦数据，2021IOS 流水为 iPhone 端与 iPad 端合计，汇率为 1 美元=6.7499 人民币，光大证券研究所整理

七、实体衍生品

1、周边零售产品：官方自营周边衍生品可分为长期销售（腾讯视频草场地旗舰店）和周期性项目。长期销售方面，根据腾讯视频草场地旗舰店各类产品的月销售额，估算整体月销售额为 18.76 万元，年销售额为 225.15 万元。周期性项目方面，根据玩乐主义 Funism 官方微博发布的信息可知玄机科技×乐非文化盲盒的销售额为 133.90 万；由于斗罗大陆动画的播放量是秦时明月的 6.8 倍，我们按照秦时明月手办销售额的 6.8 倍估计佛怒唐莲手办销售额为 432.44 万元；取盲盒与手办销售额平均值，得周期性项目单次销售额为 283.17 万元；根据官微每年发布新品的时间点推断，假设一年上新三次，则每年周期性项目收入 849.51 万元。综上可得官方自营周边衍生品的年销售额约为 1074.65 万元。

2、实景项目：根据其他可比 IP 实景娱乐项目的收入，我们假设斗罗大陆开办线下展览、主题公园等实景娱乐项目的年收入为 2000 万元。则斗罗大陆现阶段在实体衍生品上的年收入预计可以达到 1074.65+2000=3074.65 万元。

图 44：假设《斗罗大陆》实体衍生品价值在 IP 生命周期内的发展程度变化



资料来源：光大证券研究所预测

我国衍生品领域发展不足，但天花板较高，预计未来会有快速增长。IP 的衍生品诞生往往有时间差：哈利波特 IP 出现到主题公园建成经历了 13 年，乡村爱情 IP 衍生品和第一部时间相差 15 年。IP 衍生品生命周期参考 Hello Kitty 形象，该形象从 1974 年诞生，到 1998 年第一次登顶三丽鸥人气角色评选并蝉联 12 年冠军，最近一次人气第一位 2015 年，该 IP 上升周期为 24 年，人气最高峰持续了 17 年且目前作为头部 IP 的地位依然维持。当下国内衍生品开发本身具有滞后性，加之衍生品市场天花板高，增长空间大，预计斗罗大陆 IP 衍生品收入上升周期可达 20 年，随后的 20 年维持头部 IP 地位并获得较为稳定的衍生品收入。根据 Wikimili 统计，从全球头部 IP 的情况来看，可以类比的内容型 IP 如哈利波特、漫威电影宇宙、龙珠等衍生品收入最终能够达到较高的收入占比至 25%-30%，而国内目前衍生品发展不及其他品类，对最终收入占比给予较保守的预测，预计占一年中总收入 7%，为 5 亿元左右。在斗罗大陆 40 年的 IP 生命周期中，实体衍生品年收入范围在 0.31-5 亿之间。

表 10：《斗罗大陆》IP 年收入预测

类型	每年收入（亿元）
文学	1.43
漫画	0.45
动画	0.61
电视剧	2.07
电影	2.59
游戏	0-56.53
实体衍生品	0.31-5
合计	7.46-68.69

资料来源：光大证券研究所测算

综上，斗罗大陆 IP 一年可产生的价值随着其生命周期的发展而不断变化，整体年收入规模在 7.46-68.69 亿之间。参考沪深 300 指数 16 年 cagr 取折现率为 8%-12%，IP 生命期为 20 年、30 年、40 年，可得不同情境下斗罗大陆 IP 价值。取 10% 的折现率、30 年的生命期，则 IP 价值为 417.67 亿元，体现了来自网文行业的顶级 IP 的开发和投资价值。

表 11：《斗罗大陆》IP 价值敏感性分析（亿元）

折现率	20 年	30 年	40 年
8%	429.22	528.10	506.73
9%	389.73	468.39	448.79
10%	354.94	417.67	400.09
11%	324.18	374.36	358.83
12%	296.92	337.15	323.59

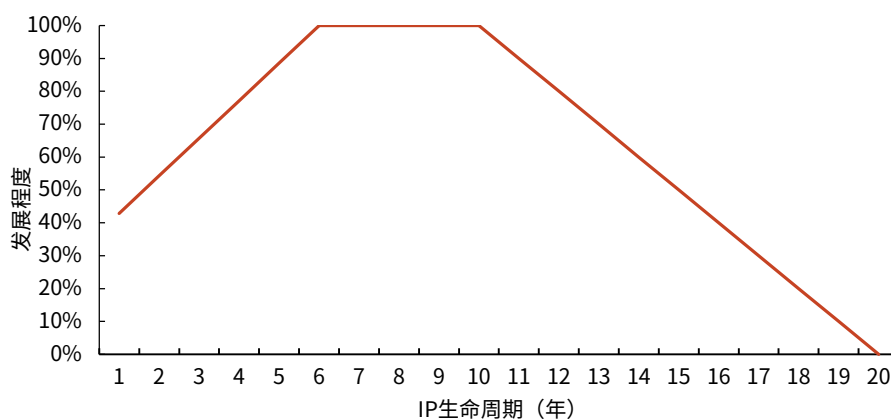
资料来源：光大证券研究所测算

2.3.2、游戏 IP《王者荣耀》：生根游戏，创收神话

一、游戏

根据 Sensor Tower 数据统计，2021 年《王者荣耀》手游在全球 App store 和 Google Play 上的年收入为 28 亿美元，按照 1 美元=6.667 人民币的汇率计算，约合人民币 $28 \times 6.667 = 186.7$ 亿元。由于 Sensor Tower 统计的数据缺少对中国及其他地区第三方安卓市场的覆盖，据 statista 统计，2021 年全球手机操作系统市场中安卓系统占比约 70%，而 Sensor Tower 数据显示《王者荣耀》的流水中 96.3% 来自中国地区，预计来自 Google Play 的安卓系统流水占比较小，保守估计来自第三方安卓市场的流水占比达 60%，估算得出《王者荣耀》2021 年总流水大约为 $186.7 / (1 - 60\%) = 466.66$ 亿元。

图 45：假设《王者荣耀》游戏价值在生命周期内的发展程度变化



资料来源：光大证券研究所预测

《王者荣耀》于 2015 年 11 月 26 日正式上架发行，2015 年游戏收入忽略不计，则将 2016 年看作 IP 生命周期产生收益的第一年；由于 2020-2021 年来《王者荣耀》游戏收入高企且相对稳定，则将上述对 2021 年游戏收入的测算值作为《王者荣耀》游戏年度收益的最高点。据此，基于《王者荣耀》游戏自发行以来的发展情况和游戏市场较快的迭代速度，按照 20 年的 IP 生命周期来看，预计《王者荣耀》第 1-6 年的游戏收入快速上升，第 6-10 年的游戏收入维持在最高水平，在 IP 生命周期的最后 10 年，游戏收入慢慢下降至 0。综上，在《王者荣耀》IP 生命周期中，游戏年收入范围在 0-466.66 亿之间。

二、电视剧

由王者荣耀参与承制的首部王者荣耀官方授权电视剧《你是我的荣耀》在 2021 年暑期档电视剧的表现中十分突出，在腾讯视频平台的总播放量破 56.3 亿。在腾讯 2021Q3 财报中特别提到，腾讯视频付费会员数同比增长 8% 至 1.29 亿，主要受益于优质内容的推动，包括《扫黑风暴》及《你是我的荣耀》。根据财报提到的视频付费会员增长数据可计算得 Q3 视频付费会员新增约 0.0956 亿人，按照 2021 年连续包月的会员费 20 元/月计算，第三季度会员收入增长 $0.0956 \times 20 \times 3 = 5.736$ 亿元，假设《你是我的荣耀》和《扫黑风暴》对第三季度会员收入增长的贡献中占比 80%，而两部剧播放量相近，则《你是我的荣耀》贡献约 50%，带来的收入为 $5.736 \times 40\% = 2.2944$ 亿元。

参考系列电视剧更新频率，估计每年可计提 0.41 部电视剧收入，据此预计《王者荣耀》电视剧可获得的每年收入约为 0.94 亿元。

三、电影

2021 年 10 月 30 日在《王者荣耀》2021 共创之夜上，王者荣耀官方官宣英雄系列电影计划正式开启，同时释出电影概念片。

图 46：《王者荣耀》大电影预告片



资料来源：王者荣耀 2021 共创之夜发布会，光大证券研究所整理

这里选取了部分游戏改编电影的票房作为参考：《阴阳师》改编电影《侍神令》的全国累计票房为 2.74 亿；《神秘海域》同名改编电影的全国累计票房为 1.28 亿；《魔兽世界》的改编电影《魔兽》的全国累计票房为 14.69 亿；《愤怒的小鸟》同名改编电影的全国累计票房为 5.13 亿。上述游戏改编电影包括手游、端游、国内制作、海外制作、真人电影、动画电影等各类，假设以上述游戏改编电影的平均值估计《王者荣耀》大电影的票房，则预计其票房收入为 5.96 亿元。

参考系列电影更新频率：唐人街探案系列 6 年 3 部、生化危机系列 14 年 6 部、盗墓笔记系列 5 年 5 部，平均计算后估计每年可计提 0.56 部电影收入，据此预计《王者荣耀》电影可获得的每年收入约为 3.34 亿元。

四、IP 实体衍生品

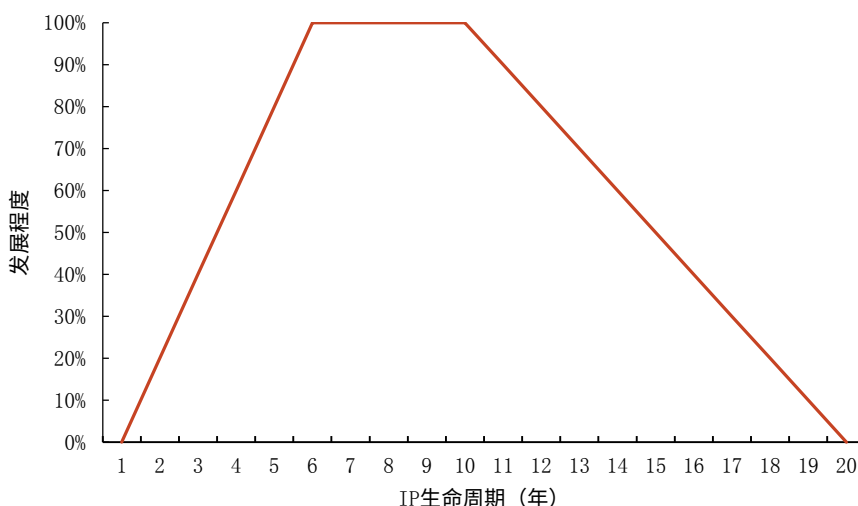
1、自营方面：截至 2022 年 5 月，王者荣耀周边商城官网在售产品约有 278 个，主要分为手办、3C、生活周边、服饰四类。此四类产品官网价格分布中位数的均值约为 196.875 元，以此估计每个产品的价格；此四类代表产品的平均销售量为 4294.25 个，考虑到还有部分商品没有销量数据，所以下调对每个产品的销量预估到 3000 个，则自营产品累计收入约为 $278 \times 196.875 \times 3000 = 1.64$ 亿元。王者荣耀周边商城于 2017 年 9 月 13 号正式上线，截至目前已有近 5 年，故平均每年的销售收入约为 $1.64/5 = 0.33$ 亿元。

2、授权方面：根据中国玩协品牌授权专委会发布的《2021 中国品牌授权行业发展白皮书》，2020 年中国年度授权商品零售额为 1106 亿元，2020 年中国年度授权金为 41.5 亿元，其中电子游戏类 IP 在授权市场中的占比为 9.4%，据此推

算电子游戏类 IP 获得的年度授权金为 $41.5 \times 9.4\% = 3.901$ 亿元。根据全国游戏和王者荣耀的用户规模进行测算，王者荣耀玩家数占全国游戏玩家数比例约为 75.08%，保守估计王者荣耀电子游戏年度授权金市占率为 50%，据此推算王者荣耀获得的年度授权金约为 $50\% \times 3.901 = 1.95$ 亿元。

总体来看，王者荣耀在 IP 实体零售品上的年收入约为： $0.33 + 1.95 = 2.28$ 亿元。

图 47：假设《王者荣耀》实体衍生品价值在生命周期内的发展程度变化



资料来源：光大证券研究所预测

根据《王者荣耀》上线以来的发展情况，我们假设截至 2021 年，王者荣耀第 1-6 年的实体零售品收入随游戏的快速发展呈逐渐上升趋势；第 7-10 年，王者荣耀进入 IP 价值收获期，实体零售品收入在高位维持稳定；最后第 10-20 年，实体零售品收入随 IP 的生命周期进入衰退期而逐渐下降至 0。综上，在王者荣耀 IP 生命周期中，实体零售品年收入范围在 0- 2.28 亿之间。

表 12：《王者荣耀》IP 年收入预测

类型	每年收入 (亿元)
游戏	0- 466.66
电视剧	0.94
电影	3.34
实体衍生品	0- 2.28
合计	4.28-473.22

资料来源：光大证券研究所测算

综上，王者荣耀 IP 一年可产生的价值随着其生命周期的发展而不断变化，年收入在 4.28 亿- 473.22 亿之间。取折现率为 8%-12%，IP 生命期为 10 年、15 年、20 年，可得不同情境下《王者荣耀》的 IP 价值。取 10% 的折现率、15 年的生命期，则 IP 价值为 2756.35 亿元，体现了游戏类顶级 IP 的超强变现价值。

表 13：《王者荣耀》IP 价值敏感性分析 (亿元)

折现率	10 年	15 年	20 年
8%	2,498.10	3,126.42	3,258.92
9%	2,373.38	2,932.99	3,046.32
10%	2,257.33	2,756.35	2,853.43
11%	2,149.23	2,594.76	2,678.04
12%	2,048.42	2,446.65	2,518.20

资料来源：光大证券研究所测算

根据上述测算结果,《王者荣耀》的价值量级远超《斗罗大陆》。我们认为巨大的价值差异主要由于: 1) 游戏行业毛利率高、市场规模巨大,游戏本身能产生的原生价值大,因而游戏 IP 价值的规模上限较高;对比之下,网文 IP 的原生价值体量较小。2)《王者荣耀》IP 价值大部分来自于其本身超高的原生价值;而《斗罗大陆》IP 价值主要来自于其 IP 带动的下游各领域产生的衍生价值。

与《斗罗大陆》IP 价值构成不同,《王者荣耀》IP 价值近 90%来源于原生内容形态——游戏。我们认为主要由于: 1) 前文已经证实,游戏行业在整个 IP 产业链中市场规模最大且拥有极高的边际利润,IP 原生形态为游戏领域的《王者荣耀》本身拥有较高的 IP 价值基础。2) 作为多人联机在线竞技手游,《王者荣耀》极致的游戏体验、浓郁的社交属性以及强有力的运营推广迅速积累并维系大量粉丝,“好产品+粉丝基础+强运营”助力 IP 在游戏领域的价值持续攀升。3) 广义上的 IP 价值应涵盖原生内容形态及衍生内容形态所创造的价值之和,虽然现阶段《王者荣耀》IP 价值更多体现于原生内容形态,但这与 IP 本身的影响力是分不开的;随着后续 IP 在衍生领域的深耕细作,《王者荣耀》IP 有望获取更多增量收益。

表 14: 全球 IP 价值 Top5

排名	IP	诞生年份	总收入 (亿美元)	收入分类 (亿美元)	原始媒体	IP 拥有者
1	精灵宝可梦	1996	1090	衍生品授权 828.05	电子游戏	宝可梦公司 任天堂
				电子游戏 244.52		
				票房收益 18.50		
				家庭娱乐 1.48		
				战略指南 1.48		
				主题飞机 0.01		
2	Hello Kitty	1974	885	衍生品授权 885.01	礼品形象	三丽鸥
				票房收益 0.0006		
3	米老鼠和他的朋友们	1928	829	零售 821.61	动画片	华特迪士尼
				票房收益 4.57		
				家庭娱乐 2.93		
4	维尼熊	1924	810	零售 804.99	图书	华特迪士尼
				票房收益 4.60		
				DVD&Blue-ray 销售 0.64		
5	星球大战	1977	694	衍生品授权 422.17	电影	卢卡斯影业 (华特迪士尼)
				票房收益 103.16		
				家庭娱乐 90.68		
				电子游戏 50.10		
				电视收入 9.44		

资料来源: List of highest-grossing media franchises-Wikimili, 光大证券研究所;

注: 截至 2022 年 1 月 3 日

根据 Wikimili “全球最赚钱 Top50 IP” 榜单,截至 2022 年 1 月 3 日,全球商业价值最高的 IP 为精灵宝可梦,其 IP 价值达 1090 亿美元,主要收入来源为衍生品授权(达 828.05 亿美元)。Hello Kitty、米老鼠和他的朋友们、维尼熊和星球大战位列全球 IP 价值榜单 2-5 名,中国头部 IP 王者荣耀位列该榜单第 39 名,较统计时间截至 21 年 3 月的榜单排名上升 11 名,体现了该 IP 价值的巨大增长潜力。我们认为,海外超级 IP 数量多、赚钱效应强,我国超级 IP 培育仍在路上,头部 IP 价值蕴藏巨大增量空间。

3、当前超级 IP 稀缺原因：国内 IP 开发广度与深度不足

3.1、现状：国内产业起步较晚，千亿级 IP 稀缺

美国和日本已经形成完整、成熟的 IP 产业链条。美国的 IP 产业历史可以追溯到 20 世纪 30 年代，诞生了米老鼠、DC、漫威等一批经久不衰的 IP，其运营模式可概括为“关键人物+世界观+不断延伸的剧情”。这一模式导致少数手握大 IP 的公司占据行业头部地位，马太效应明显：头部企业拥有集中的资源，创造源源不断的老 IP 衍生品并推出新 IP。日本的 IP 产业发源于 20 世纪经济繁荣发展期，文化市场需求高涨，推动泛娱乐界采用征稿、签约连载的形式实现文化产出，从而形成了较美国更分散、数量更多的大 IP。美国和日本都有完善的版权保护法律法规，且产业链接近闭环模式，IP 原生形态多样。

表 15：《哈利波特》IP 全产业链变现能力一览

类型	变现能力
小说	据统计网站 All Top Everything 数据，截至 2020 年 1 月，《哈利波特与魔法石》共售出 1.25 亿本，在全球销量排行榜上位居第 6。
电影	据猫眼专业版数据，截至 2022 年 5 月，哈利波特 8 部系列电影票房共计 77.84 亿美元，仅次于“漫威宇宙”系列和“星球大战”系列；神奇动物 3 部系列电影票房共计 18.56 亿美元，且将持续更新。
游戏	据 Sensor tower 数据，《哈利波特：霍格沃茨之谜》发售 11 个月全球营收额达 1.1 亿美元，《哈利波特：巫师联盟》上市首周全球下载量达到 650 万次、收入约 300 万美元，《哈利波特：魔法觉醒》发布首月流水破 23 亿人民币。
舞台剧	据英国《卫报》编辑透露，《哈利波特与被诅咒的孩子》开票 24 小时内卖出 17.5 万张，半数以上在 35 秒内售出；舞台剧剧本发售首周全球销量破 400 万本，北美销量达 330 万本。
周边商品	乐高、孩之宝、Mattel 三大世界玩具商均获得了哈利波特授权，推出了隐形衣、斗篷、积木等产品，据乐高 2021 年报，哈利波特系列为其畅销产品系列 TOP5。
主题乐园	截至 2022 年，哈利波特全球共 4 所主题乐园，日本环球影城在哈利波特园区开业当年（2014 年）刷新入场人数记录，利润同比增长 2.4 倍；北京环球影城首日票 1 分钟售空，国庆首日“哈利波特与禁忌之旅”等候时间达 120 分钟，同期“变形金刚：火种源争夺战”和“神偷奶爸小黄人闹翻天”等候时间分别为 80 分钟和 50 分钟。

资料来源：All Top Everything，Sensor tower，猫眼专业版，乐高年报，环球影城年报，光大证券研究所整理

海外 IP 产品矩阵成熟，国内 IP 依赖源头类型。海外知名 IP 均已打通全产业链，变现途径多样，充分发掘 IP 价值，以哈利波特为例，其在书籍、影视、游戏、实体衍生品等多个领域均位居世界前列，形成多维度产品相互激发、多引擎释放 IP 价值的正向循环；国内 IP 多数仅在一两个领域内有所拓展，如小说 IP 改编成电视剧、漫画 IP 衍生至手办等。此外，国内 IP 的价值释放仍主要依赖 IP 源头或少数衍生类型，难以形成反向输血的产品矩阵，如王者荣耀主要依赖游戏拓展知名度、《狐妖小红娘》主要依赖漫画和动画等。

中国 IP 产业起步较晚，开发运营体系亟待完善。与海外成熟的 IP 产业对比，1) 中国 IP 产业链没有形成闭环，IP 的原生形态主要为网文、漫画；2) 同一 IP 跨产业联动的模式尚不成熟，作品获得较好的市场反响后版权方对于开发跨媒介的衍生游戏、实体等准备不足，另一方面开发周期较长、前期投入较大，增加资本方对于风险的厌恶，导致 IP 开发的主动性较缺乏；3) 长期以来监管不足和消费者版权意识的淡薄导致国产 IP 受盗版问题困扰严重。

我国千亿级 IP 数量稀缺。目前国内个别头部 IP 已拓展至全产业链，以千亿级 IP 斗罗大陆为例，其在网络文学、漫画、动画、电视剧、游戏、实体产品六个领域均取得亮眼成绩，未来仍将持续推出产品，深挖 IP 价值。此外，盗墓笔记和诛仙等经典 IP 也保持了长盛不衰的变现能力，并在粉丝积累的过程中完成了向产

业链下游的衍生。然而，目前国内实现全产业链运营的 IP 屈指可数，多数 IP 产业链长度不足，难以充分变现，无法达到千亿级价值。

表 16：《斗罗大陆》IP 全产业链成绩一览

领域	成绩
网络文学	截至 2022 年 3 月 8 日在起点中文网获得 591.86 万推荐，连载期间多次拿下月票榜第一，为 2009 年度月票榜总冠军
漫画	在知音漫客连载时累计获得 14.2 亿阅读量、149 万人次订阅、月票 87.4 万张，收获 207 万次推荐。据风炫动漫公开转让说明书，截至 2016 年 12 月，《斗罗大陆》漫画图书累计销量已超 3500 万册。
动画	于 2018 年起在腾讯视频独播，前 26 集于 2018 年 7 月 7 日收官于 33 亿，2019 年 9 月 13 日播放量破百亿，截止 2022 年 3 月 8 日更新至 198 集，获 387.7 亿次播放量。
电视剧	截止 2022 年 3 月 8 日在腾讯视频获 57.6 亿次播放，在 2021Q1 网剧网络播放指数中排名第一。自 2021 年 2 月 5 日登陆 CCTV8 首播以来全网热度 21 连冠，豆瓣超 74 万剧粉评分，抖音剧集热度 5020.5 万。
游戏	由诗悦研发、37 手游发行的《斗罗大陆：武魂觉醒》首月流水便破 3 亿；由阅文游戏自研开发的《新斗罗大陆》上线 5 个月流水破 4 亿。
衍生品	御座文化获官方正版授权，推出 T 恤、手机壳、钥匙扣、抱枕、史莱克七怪盒蛋系列等。

资料来源：腾讯视频，起点中文网，风炫动漫公开转让说明书，七麦数据，御座文化官方微博，光大证券研究所整理

3.2、原因：统一体系欠缺与开发运营不足牵制顶尖 IP 的培育

3.2.1、IP 质量层面：视觉化积淀与世界观统一性不足

1、海外 IP 视觉化进程快，国内 IP 缺乏统一形象基础。海外大多数知名 IP 以漫画、动漫、影视、游戏、实体为源头，在诞生之初即具备成熟形象，如漫威宇宙起源于漫画，马里奥起源于游戏，星球大战起源于电影，高达起源于动漫等。深入人心的视觉形象方便产业链延伸，也加速了 IP 更新迭代的进程。相比之下，国内知名 IP 多起源于网络文学，缺乏视觉基础，在向其他产业延伸时，存在衍生产品视觉形象不被广泛认可的风险，或需要投入较大的时间和物力成本才能获得普遍认同，如果同时延伸至多个产业，可能出现同一 IP 在不同产业视觉形象不统一的问题。

图 48：海外具备视觉形象的知名 IP



资料来源：IP 官方发布，光大证券研究所整理

2、海外 IP 具备统一的世界观，国内 IP 欠缺整体联动性。海外 IP 往往能形成自己的“独立宇宙”，以世界观统一所有系列产品。以漫威电影为例，“复仇者联盟”讲述了超级英雄们共同对敌的故事，其中每个超级英雄又有个人电影，各部电影之间均有情节关联：如钢铁侠系列引出复仇者联盟、雷神系列引出洛基与无限宝石等；不同超级英雄会在对方的个人电影中登场，如蜘蛛侠系列中的钢铁侠、美国队长系列中的钢铁侠和黑寡妇等。整体来看，漫威以“无限宝石”串联起各个超级英雄的故事，用十余年时间缔造了庞大的“漫威宇宙”。

相比之下，国内 IP “宇宙”正在建立，但尚未形成完善的模式。1) 以电影为源头的 IP 里，万达电影的“唐探宇宙”以侦探排行榜串联起各部电影，光线传媒的“神话宇宙”以中国神话人物为背景，已推出《大圣归来》《哪吒之魔童降世》《姜子牙》等重磅电影。2) 以游戏为源头的 IP 里，网元圣唐的《古剑奇谭》从游戏向动漫、影视多个领域衍生，各部作品处于同一个世界观之下，且不同游戏版本之间有彩蛋联动，但因各部游戏所处时间相隔数百年，故仍存在割裂感。目前国内系列 IP 仍处于探索阶段，尚未形成成熟体系。

图 49：光线传媒彩条屋 IP “中国神话系列”



资料来源：电影姜子牙官方微博，光大证券研究所整理

平台有意打造“IP 宇宙”，增强产品联动性。2021 年 10 月，爱奇艺在 iJOY 悦享会上宣布将打造“华夏古城宇宙”，“打造内容世界观、价值观统一，全工业产业链统一，线上线下统一，元宇宙商业统一的全新 IP 开发模式”。“华夏古城宇宙”以古城特色文化为内核，以《风起洛阳》《敦煌》《风起陇西》《广州十三行》《两京十五日》五部电视剧为 IP 源头，进行影视、综艺、衍生品、VR 全感等 12 个领域的开发，目前对“洛阳”的开发已率先启动。

图 50：爱奇艺“华夏古城宇宙”——洛阳 IP



资料来源：爱奇艺，光大证券研究所整理

3.2.2、开发运营层面：前瞻性有待提升，版权割裂增加开发难度

1、海外 IP 高频推出系列作品，巩固关注度与讨论度，国内 IP 缺乏连贯的延续性。海外 IP 凭借稳定高频的更新速度，推动 IP 内涵日益丰富，吸引新粉丝的同时保持原有粉丝的新鲜感，相比之下国内 IP 更新相对较慢，这在电影领域表现得尤为明显，如漫威 2021 年即更新了 10 部影视作品，2021 电影累计票房 36.1 亿美元，单部电影票房最高达 18.92 亿美元。国内电影 IP 的更新周期往往为一年一部甚至几年一部，且系列性作品极少，几乎均在 5 部之内完结：唐人街探案 6 年仅推出 4 部影视作品，平均 2 年推出一部电影，2021 电影票房 45.23 亿人民币。更新频率的不足或导致 IP 内容单薄，难以维持市场关注度，抑制 IP 价值的释放。

表 17：2021 年漫威系列影视作品

作品名称	首映时间	类型	全球票房/亿美元
旺达幻视	2021.01.15	剧集	/
猎鹰与冬兵	2021.03.19	剧集	/
洛基	2021.06.09	剧集	/
黑寡妇	2021.07.09	电影	3.79
假如...?	2021.08.11	动画	/
尚气与十环传奇	2021.09.03	电影	4.31
毒液 2：屠杀开始	2021.10.01	电影	5.06
永恒族	2021.11.05	电影	4.02
鹰眼	2021.11.24	剧集	/
蜘蛛侠：英雄无归	2021.12.17	电影	18.92

资料来源：猫眼专业版，光大证券研究所整理

表 18：《唐人街探案》系列影视作品

作品名称	首映时间	类型	票房/亿人民币
唐人街探案 1	2015.12.31	电影	8.23
唐人街探案 2	2018.02.16	电影	33.97

唐人街探案	2020.01.01	剧集	/
唐人街探案 3	2021.02.12	电影	45.23

资料来源：猫眼专业版 APP，光大证券研究所整理

2、海外 IP 变现模式成熟，国内 IP 开发经验不足，缺乏前期布局。海外知名 IP 均已打通全产业链，变现途径多样，在推出新产品时即布局下游产业，为后续衍生做准备，国内 IP 则仅有极少数头部 IP 能拓展至全产业链，且难以在各领域均有亮眼表现，IP 价值的挖掘欠充分。

国内部分 IP 获短期高热度，但潜在爆款产品缺乏前瞻性的跨界布局，往往在某一 IP 取得成功后才开启后续开发，导致无法充分利用当下热度、错过最佳推广期，IP 下游也因准备仓促而难以产出高质量的衍生产品。例如：1) 因《白鹿原》走红的白鹿原民俗文化村在开业当天迎客 12 万人，却因无自然景观和历史人文、小吃价格高昂等原因游客锐减，景区开张仅四年即被拆除；2) 网剧《开端》改编自晋江同名小说，作为 2022 开年黑马，以其独特的题材类型和紧张的故事节奏收获了 20 亿+播放量成功出圈，微博词条阅读次数达 56.5 亿次，相对其几千万的制作费用，《开端》已经展现了高性价比的盈利能力，但相对缺少同 IP 的多产业链项目联动以及后续变现模式，例如推出同名游戏凭借其较新颖的时间循环主题进一步挖掘粉丝价值。

图 51：电视剧《开端》成绩



资料来源：微博电视剧《开端》，光大证券研究所整理

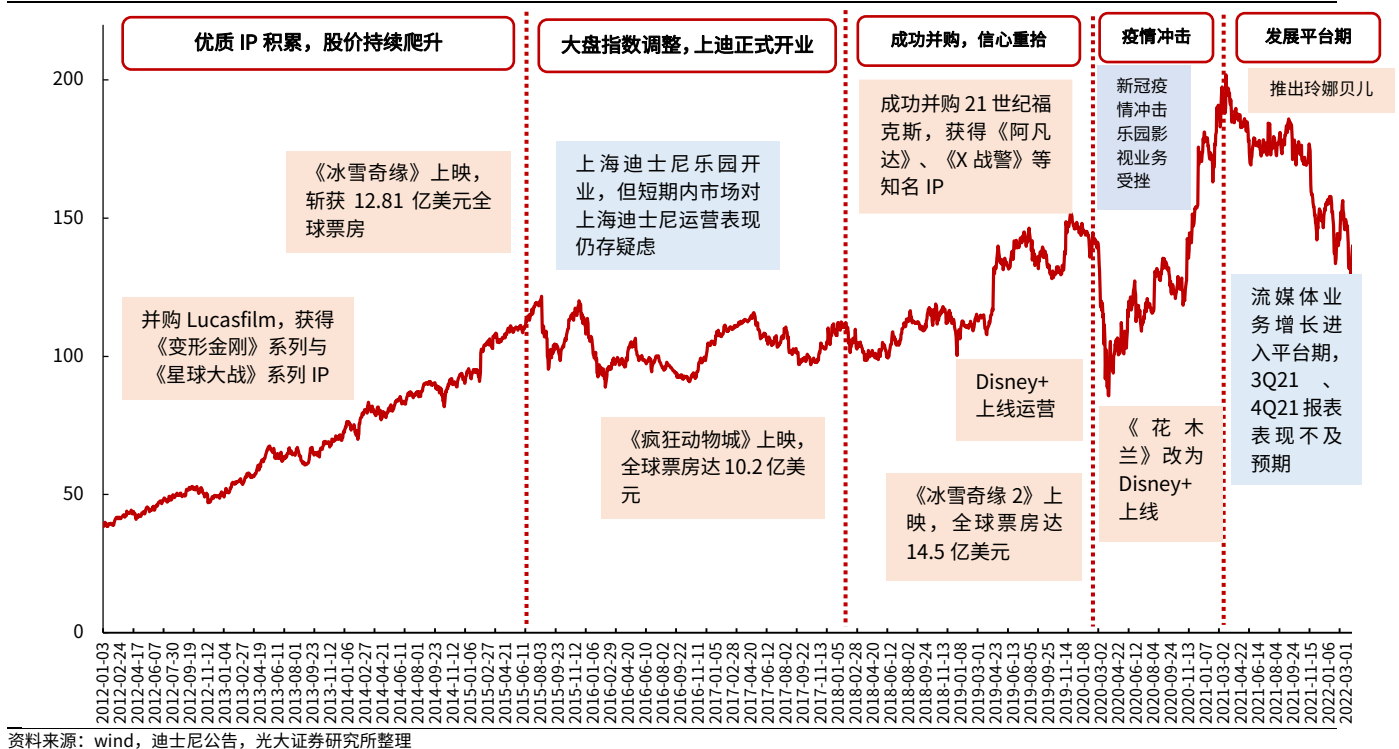
相比之下，海外知名 IP 在推出新产品时即布局下游产业，为后续衍生做准备，如迪士尼以“轮次结构”进行 IP 开发：上映动画/电影——录像 DVD 发行/电影网上发行——线下主题乐园中增加新角色以促进消费——品牌授权，在推出新 IP 之初即规划好后续流程，通过多轮变现充分释放 IP 价值。迪士尼的《冰雪奇缘》在电影制作阶段，就开始衍生品策划乃至生产，迪士尼在进行动画创意时，也同时考虑了实体服装的设计，在电影收获热烈反响时推出公主裙等高级定制礼服。

回顾迪士尼股价变化，2012-2019 年总体趋势持续向上，未出现较长时间的下行期。这一阶段迪士尼通过收购快速获得优质 IP，2012 年并购 Lucasfilm 后推出变形金刚系列与星球大战系列，2019 年正式并购 21 世纪福克斯后获得了阿凡达、X 战警等知名 IP。迪士尼同时也在不断孕育原创 IP：2014 年上映的《冰雪奇缘》成为爆款后，2019 年又推出系列电影《冰雪奇缘 2》。2016 年股价曾有一段调整期，主要原因在于影视市场短期创作乏力且市场对上海迪士尼的运营存在一定疑虑，但随着 2018 年对福克斯的成功收购，迪士尼在资本市场的表现提升。

2020 年初，受新冠疫情冲击迪士尼股价持续受到干扰，乐园业务与影视内容销售受阻，股价下跌明显，但随后疫情逐步好转与流媒体业务的强劲增长使公司股价快速回升。

3Q21 之后，流媒体业务增长陷入平台期，接连两季度报表业绩不及预期。虽然 1H22 疫情影响逐渐消退，乐园业务强劲复苏，但资本市场对宏观经济压力影响消费者可支配收入的担心依旧存在，公司股价仍然低迷。

图 52：2012.1.3-2022.7.1 迪士尼股价复盘（美元）



资料来源：wind，迪士尼公告，光大证券研究所整理

3、IP 下游产业链开发不及预期，口碑滑坡导致不同产业受众割裂。部分 IP 拥有良好的粉丝基础，但当产业链下游作品未能达到原有粉丝预期时，可能出现口碑滑坡，较为常见的是原著粉丝不认可影视化作品，导致“书剧分离”，即并不将原著与衍生作品视为同一 IP，甚至在粉丝维护工作中起到反作用。1) 知名小说 IP《神墓》2017 年在“胡润原创文学 IP 价值榜”中排名第 7，但其改编电影分账票房仅 586.3 万，累计观影人次仅 234.5 万，原因在于原著剧情宏大，改编电影对剧情进行了大幅压缩，情节改动较大、衔接性不足，且电影角色形象与原著存在脱节；2) 游戏 IP《征途》改编电影制作成本高达三亿，最终豆瓣评分仅 5.1 分；3) 游戏 IP 改编电影《古剑奇谭之流月昭明》也存在剧情条理性不足、角色违和的问题，豆瓣评分仅 4.1 分；4) 漫画 IP《狐妖小红娘》改编游戏因建模和特效不够精致、玩法创新性不足、节奏较慢导致部分玩家体验感较差；5)《全职高手》IP 高开低走，第一季动漫口碑良好，在 B 站平台积累 1.9 亿播放量，但动漫及动画电影续作更换动漫制作公司后反响不及预期，动画电影豆瓣评分仅为 5.5 分；改编电视剧未受原著粉丝认可，手游上线后反响不佳，已于 2018 年停服。IP 二创作品能否成功更看重对原著的“还原度”，热门演员和配音演员不能保证改编作品成为“爆款”。演员杨洋参演的多项热门 IP 改编作品评分与播放量差异较大；《全职高手》动漫化作品配音演员阵容稳定但口碑不一。由

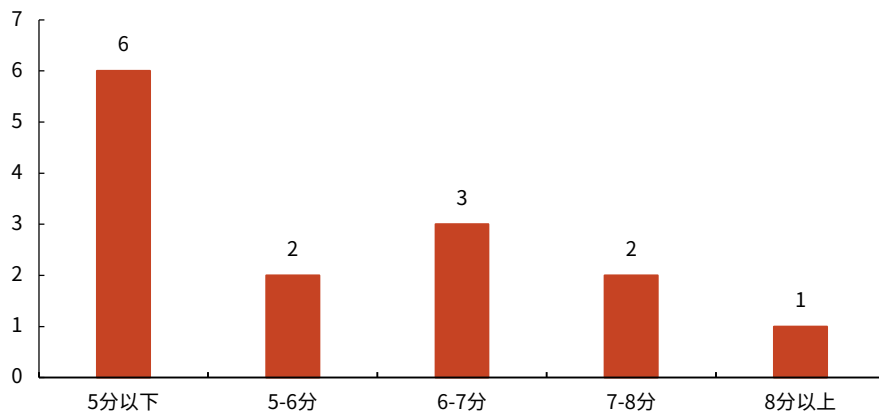
于 IP 开发的成本收益比不定，面对高投入，资本往往抱有更加审慎的态度。

部分改编剧在开发系列作品初期取得一定好评，但后续创作的市场反响却与第一部存在差距，如：1)《小花不弃》的姊妹篇《小女霓裳》由于剧本缺乏特色元素，桥段重复，知名度不及前者；2)《双世宠妃》前两部引起追剧热潮后，观众对剧情框架相似的小成本甜剧已经产生审美疲劳，《双世宠妃》第三部播放量不及预期。国产系列改编剧在后作的创新上仍有提高空间。

4、同一 IP 版权割裂导致 IP 口碑维护的难度加大以及内容连贯性不足。经典 IP 仙剑早年由于开发商内部协调未果，两个团队各自开发仙剑游戏续作，《仙剑 2》与《仙剑 3》同年发布，《仙剑 2》口碑与第一部差距较为明显。此后，IP 持有方大宇多次将仙剑 IP 授权给腾讯、昆仑等多个游戏厂商；2021 年 8 月中手游从大宇手中收购仙剑奇侠传 IP（仅限中国大陆地区），并完成对游戏开发公司软星科技的全资收购。影视方面，唐人影视和大宇也因电影版权和电视剧版权有所纷争，后期剧作评论褒贬参半。**无独有偶，《盗墓笔记》IP 也面临着类似问题。**

《盗墓笔记》正篇电视剧和网剧版权归属欢瑞世纪，正篇的电影和动画版权及《老九门》等衍生作品的版权则归属南派泛娱。影视化版权割裂影响了影视内容的统一性和连贯性，出现了同一 IP 下不同作品风格相差巨大、内容顺序混乱、口碑受质疑等问题。“盗墓笔记”IP 影视化作品中，唯一一部豆瓣评分 8 分以上的作品《终极笔记》由灵河文化制作，然而其仅有小说四至七部的制作权，无法继续拍摄。

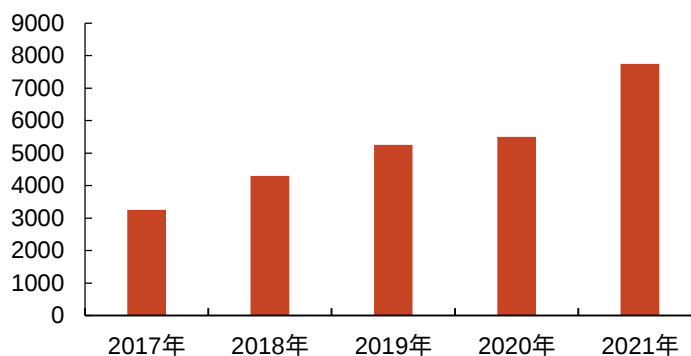
图 53：《盗墓笔记》IP 改编影视豆瓣评分（部）



资料来源：豆瓣，光大证券研究所整理

5、商业化变现操之过急，IP 精细化打造有待提升。以潮玩为例，随着竞品不断涌入，潮玩市场竞争加剧，据天眼查统计，2021 年新增注册企业数量达 7800 余家，同比增长 42.6%。由于对 IP 进行精细打造需要的时间成本和财力成本较高，为了在竞争中突出重围，有不少 IP 开始采取“设计形象—赋予内涵—明星带货—变现”的路径，缺乏 IP 长远发展战略计划，因此目前潮玩界企业数量虽然增长较快，但优质 IP 的数量却上升较缓慢。

图 54： 2017-2021 年潮玩企业注册数量（家）

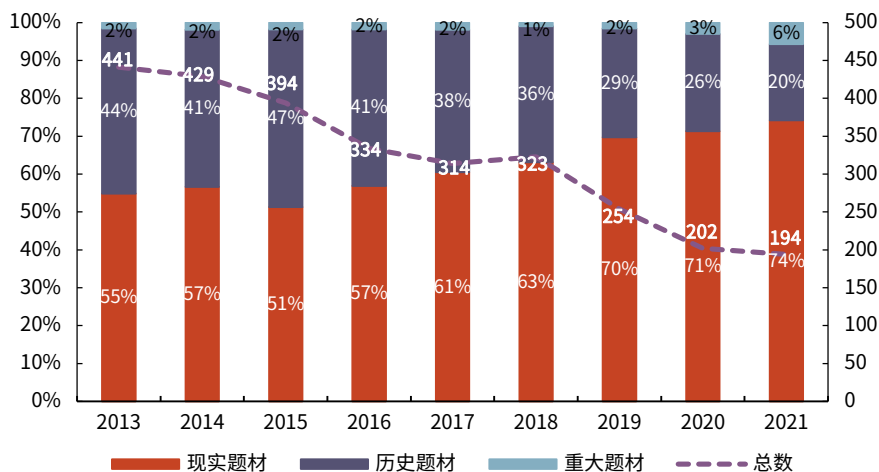


资料来源：天眼查报告《悦己·向上 她力量成就她经济》，光大证券研究所整理

3.2.3、产业宏观层面：重现实主义，玄幻题材有所收紧

影视剧发行许可审核趋严，题材选取倾向现实生活与重大题材，IP 作品改编受限。根据国家广播电视总局公告，1) 许可发放数量上有所收敛，2013 年至 2021 年，全年全国生产完成并获得《国产电视剧发行许可证》的剧目数量从 441 部下降至 194 部，剧集数量从 15770 集降至 6722 集，电视剧发行许可审核敞口收紧；2) 题材分布上，现实题材剧目占比从 54.88% 升至 74.23%，历史题材从 43.54% 降至 20.10%。网络小说创作时题材选取宽泛，但作品在改编时面临审核限制，下游创作可能难以有较高的完成度。

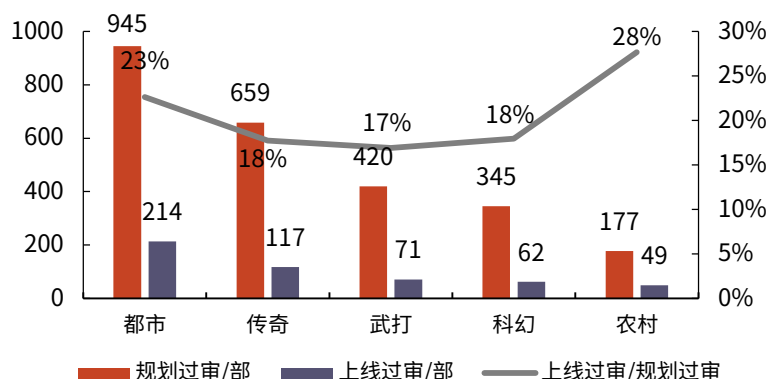
图 55： 2013-2021 年生产且获得发行许可的电视剧部数与占比



资料来源：国家广播电视总局，光大证券研究所整理

据中国社会科学院《2021 中国网络文学发展研究报告》，玄幻、悬疑等题材作为传统强势题材仍在持续走高，但此类作品在改编时也面临严格的审核限制，在 2021 年网络电影备案类型中，尽管传奇、武打和科幻题材电影规划备案数量较多，但其中真正拍摄完成并获得上线备案号的比例仅在 16%-18%，而都市和农村题材该比例分别达 22.65% 和 27.68%。

图 56：2021 年网络电影备案题材分布与规划过审上线率



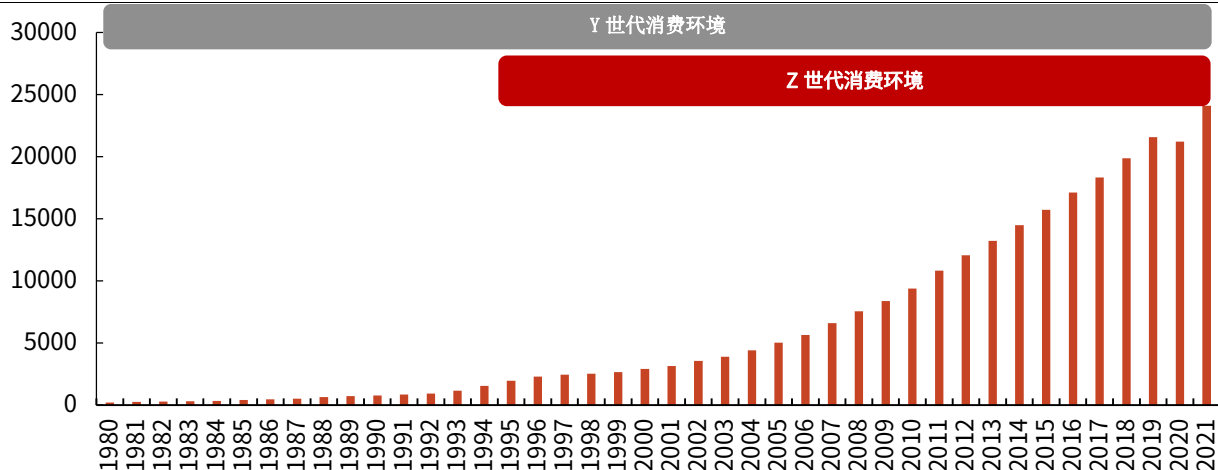
资料来源：网视互联，重点网络影视剧信息备案系统，光大证券研究所整理

4、IP 土壤：Z 世代、海外市场与监管加码保障头部 IP 的发展空间与权益安全

4.1、Z 世代逐渐成为 IP 产业的市场主力，消费意愿与能力较强

Z 世代成长伴随中国经济与互联网技术的飞速发展，人均居民消费支出不断提升。Z 世代是指 1995-2009 年间出生的一代人。根据国家统计局数据，中国 1995-2009 年出生的人口为 2.33 亿，即 Z 世代人群规模为 2.33 亿人。Z 世代生长在国家经济快速发展、信息技术不断成熟的社会。1995-2021 年，中国居民消费水平快速提升，Z 世代受数字信息技术、即时通信设备、智能手机产品等影响大，充分接触海量信息与商品供给，成长期间物质条件和消费环境优越，消费理念与 1980-1994 年出生的 Y 世代存在较大差异。

图 57：Z 世代消费环境变化：人均居民消费支出（元）

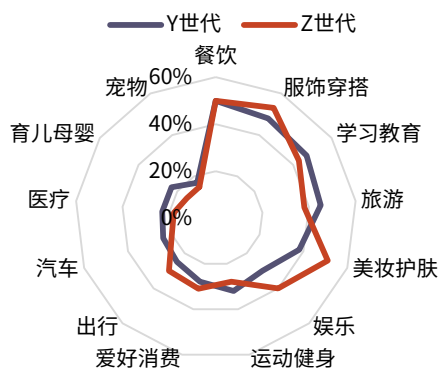


资料来源：国家统计局，光大证券研究所整理。注：居民消费水平指按年中常住人口计算的人均居民消费支出（元）

Z 世代消费观念相对自由，注重“娱乐至上”与“自我满足”，为未来国内文化 IP 的变现能力提供市场基础。根据 TalkingData 发布的《2021 新消费

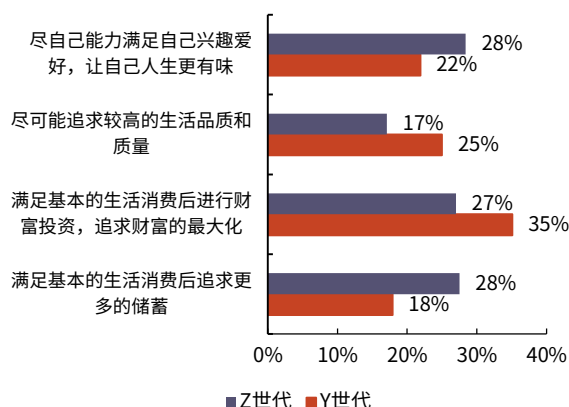
人群报告》，Z世代在游戏、阅读、听歌、看剧等娱乐方面以及潮鞋、手办、汉服等爱好消费领域的消费意愿明显高于Y世代；Z世代在未来消费金额计划增加的领域中分配给服饰穿搭、美妆护肤及娱乐等领域的消费意愿也更强。随着大多数的Z世代步入工作，收入增加，消费能力逐渐提升，对IP行业的付费能力和市场贡献度预计继续提升。

图 58：不同世代人群未来消费金额计划增加的领域



资料来源：TalkingData（统计时间：2022年2月），光大证券研究所整理

图 59：不同世代人群消费态度

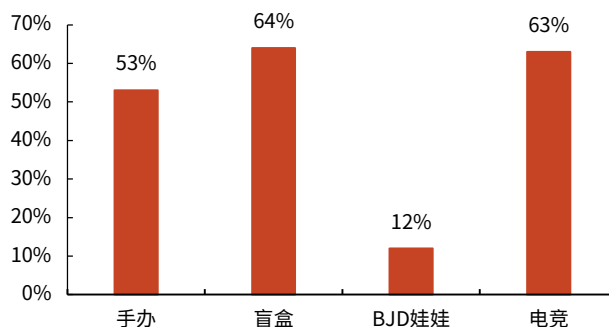


资料来源：TalkingData（统计时间：2022年2月），光大证券研究所整理

Z世代对国潮和国产文化IP的发展持支持态度，并对此有较高的兴趣和付费意愿。新浪数据中心2021年11月的问卷调查显示X/Y/Z世代人群对国潮文化的关注程度为81%/85%/96%，其中Z世代对国潮中非遗/传统节日/传统服饰/国货品牌/国漫的关注程度分别为68%/63%/56%/52%/45%。在各大品牌与IP联名的加持下，故宫、三星堆、孙悟空、哪吒等中国传统文化IP的价值逐渐释放，故宫博物院凭借深厚的底蕴和新潮的文创成为近年首屈一指的博物馆IP，2017年全年文创收入达15亿元。

Z世代正逐渐成为IP产业链各个环节的市场主力。1) **网文方面**，据阅文集团数据，在起点中文网2021年的新增用户中，95后占比超60%；据阅文发布的《2021网络文学作家画像》，2021年阅文新增作家中80%是“95后”，截至2021年11月10日阅文95后的网文作者占比已达到36%，90后作者占比26.4%，85、80、75、70后的占比依次递减，分别为19.3%/8.9%/6.8%/2.7%；2) **动漫方面**，根据Mob研究院数据，截至2019年12月，我国二次元用户中25岁以下人群占比达63%，占比最高的年龄阶段为18-24岁，达43.8%；3) **游戏方面**，根据QuestMobile2021手机游戏人群洞察报告，手游用户中19-30岁人群居多，24岁及以下人均使用APP个数最多，Z世代逐渐成长为“氪金”主流。新浪数据中心报告Z世代关注电子竞技的人群占比达63%；4) **潮玩方面**，根据新浪数据中心的报告，Z世代中对手办/盲盒感兴趣的群体分别为53%/64%；泡泡玛特的报告也指出Z世代为其消费主力。Z世代在整个IP全产业链环节变现中起着重要推进作用。

图 60：超过半数的 Z 世代对潮玩、电竞感兴趣



资料来源：新浪数据中心（问卷时间：2021 年 11 月），TGI 指数，光大证券研究所整理

4.2、出海助力头部 IP 走向世界

2021 年 10 月，中国作协发布的《中国网络文学国际传播发展报告》指出，中国网络文学共向海外传播作品 10000 余部，其中实体书授权超 4000 部，上线翻译作品 3000 余部。1) 影视剧方面，国产影视早在 20 世纪 80 年代便开始了“第一轮”出海，《霸王别姬》等一批国产艺术电影走向国门；2021 年 IP 出海进入新时代，呈密集出海趋势。据各视频平台官方披露，截至 2021 年底，韩国 OTT 服务商 TVING 共有 402 部国产剧版权，另一平台 Wavve 共引入 452 部国产剧，泰国 MONOMAX 共引入 88 部国产剧。2) 游戏方面，Sensor Tower 数据显示，2021 年共 42 款中国手游在海外市场的收入超过 1 亿美元，在 2020 年的基础上增加了 5 款。

出海有助于头部 IP 开拓新市场。中国已成为全球第一大影剧市场和最大的区域游戏市场，国内市场趋于饱和，国产 IP 需要出海寻找新的出路。头部 IP 在国内往往已经取得很高知名度，短期内难以有大幅提升，而国外市场则是尚未开采的蓝海。以《流浪地球》为例，其在烂番茄获得了 75% 的影评人推荐及 81% 的观众喜欢，在评分严格的 Metacritic 上也有 62 分的评分，获得纽约时报等一众海外媒体好评。

出海是检验 IP 质量的试金石，头部 IP 已有国内成功的案例与运营经验，预计更受海外市场和资本的关注。IP 出海后将面临更激烈的国际竞争，如何从走出去到下沉进海外市场是每一个出海 IP 都将面临的挑战。在众多出海的国产 IP 中，在国内表现位列头部的 IP 明显收获了更好的口碑。据瞭望智库及新华社大数据智库云，2018-2019 年中国 IP 海外评价 TOP20 几乎均为国内头部 IP。其原因在于经国内和海外市场检验，头部 IP 往往内容质量更高，运营模式更为成熟。

表 19：2018-2019 年中国 IP 海外评价 TOP20

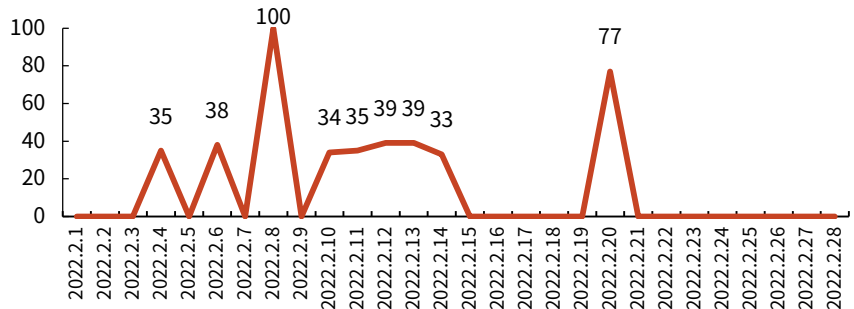
排名	IP 名称	排名	IP 名称
1	流浪地球	11	狐妖小红娘
2	妖神记	12	熊出没
3	香蜜沉沉烬如霜	13	王者荣耀（国际版）
4	全职高手	14	天盛长歌
5	延禧攻略	15	扶摇
6	狄仁杰系列电影	16	京剧猫
7	红海行动	17	恋爱地球
8	一人之下	18	斗破苍穹

9	斗罗大陆	19	逆天邪神
10	知否知否应是红肥绿瘦	20	武极天下

资料来源：瞭望智库、新华社大数据智库云《成就新时代的中国文化符号：2018-2019 年度文化 IP 评估报告》，光大证券研究所整理

IP 出海的本质是文化输出，国潮 IP 为文化自信内核的重要载体，而头部国潮 IP 同时也受益于文化自信而进一步被锤炼和丰富。2022 年北京冬奥会吉祥物冰墩墩在国内外均大受欢迎，冬奥会期间冰墩墩保持较高词条热度并在 2022 年 2 月 8 日成为全球热搜词条第一位。冰墩墩的手办周边销售火爆，仅闭幕式当天，奥林匹克官方旗舰店销售额近 1.8 亿元。无独有偶，泡泡玛特目前已经进驻 23 个国家和地区，品牌融合国潮元素推出的新春系列、《国家宝藏》联名系列等在海外市场收获好评。

图 61：冰墩墩全球谷歌搜索指数



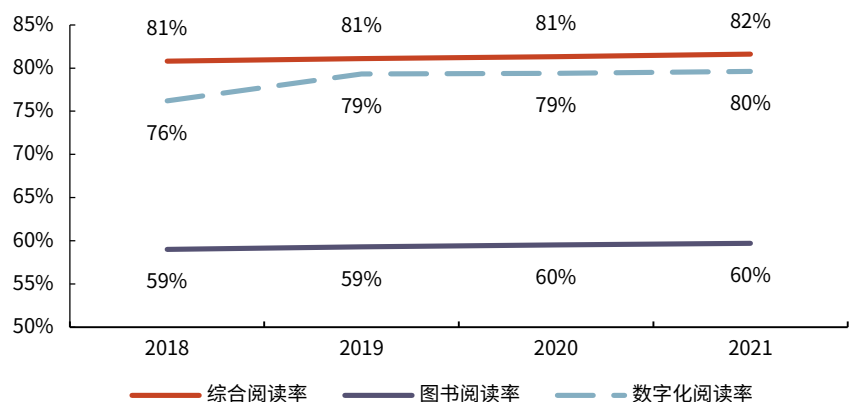
资料来源：谷歌搜索指数，统计时间为 2022.2.1-2022.2.28，光大证券研究所整理

注：搜索词“BingDwenDwen”；数字代表相对于图表中指定区域和指定时间内最高点的搜索热度。热度最高的字词得 100 分；热度是前者一半的字词得 50 分；没有足够数据的字词得 0 分。

4.3、政策建设与行业自律保障头部 IP 权益安全

全民阅读与数字化阅读政策建设进一步培育文娱消费群体壮大。全民阅读连续九年被写入政府工作报告，相关表述从“倡导”逐步升至“深入推进”。根据中国新闻出版研究院调查数据，2018 年至 2021 年全国国民综合阅读率、数字化（网络在线阅读、手机阅读、电子阅读器阅读、Pad 阅读等）阅读接触率从 80.8%/76.2% 升至 81.6%/79.6%，2021 年我国成年数字化阅读方式接触者中 18-59 周岁人群占 92.8%，60 周岁及以上人群占 7.2%，中青年群体是数字化阅读主体。

图 62：2018-2021 年全国国民阅读调查



资料来源：中国新闻出版研究院，光大证券研究所整理

盗版很大程度上打击优质内容生产者的创作信心，知识产权政策保护持续发力将保障头部 IP 权益安全，明确头部 IP 变现归属。国务院于 2008 年 6 月

发布《国家知识产权战略纲要》，此后知识产权类法律法规逐渐落地，在建立审查制度、培育知识产权、惩治侵权行为等方面不断细化。法律的完善规范了版权市场运行，释放了鼓励原创的信号。1) 总体设计上，2021 年中共中央与国务院出台《知识产权强国建设纲要（2021-2035）》擘画全面提升知识产权创造、运用、保护、管理和服务水平的蓝图；2) 具体实施上，全国人大常委会发布的新《著作权法》细化作品定义，增大对侵权行为的打击力度；3) 国家知识产权局发布的《知识产权信用管理规定》加强信用管理工作机制建设；《推动知识产权高质量发展年度工作指引（2022）》确定知识产权创造、保护、运用、服务及管理五个方面主要目标，确立完善知识产权高质量发展指标体系与高质量发展政策体系。

网络文学相关政策逐步更新，“剑网行动”成效显著。网络文学是 IP 产业的重要源头，早在 2005 年，国家即开展了打击网络侵权盗版专项治理“剑网行动”，16 年来，互联网版权环境得到明显改善。截至 2019 年，“剑网行动”查办网络案件 7097 起，依法关闭侵权盗版网站 7671 个，删除侵权盗版链接 366 万条，移送司法机关追究刑事责任案件 769 件。

表 20：我国部分版权保护政策梳理

政策名称	发布时间	发布主体	主要内容
《国家知识产权战略纲要》	2008.06	国务院	坚持“激励创造、有效运用、依法保护、科学管理”的方针，确定五个战略重点：完善知识产权制度，促进知识产权创造和运用，加强知识产权保护，防止知识产权滥用，培育知识产权文化
《关于规范网络转载版权秩序的通知》	2015.04	国家版权局	报刊单位与互联网媒体转载他人作品应遵守著作权法律法规的相关规定，不得侵犯著作权人依法享有的权益
《关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》	2016.08	中共中央、国务院	加大对知识产权侵权行为惩治力度，提高知识产权侵权法定赔偿上限，探索建立对专利权、著作权等知识产权侵权惩罚性赔偿制度，提高知识产权侵权成本
《关于加强网络文学作品版权管理的通知》	2016.11	国家版权局	明确了通过信息网络提供文学作品以及提供相关网络服务的网络服务商在版权管理方面的责任义务，细化了著作权法律法规的相关规定，强化了版权执法部门的监管职责
《版权工作“十三五”规划》	2017.02	国家版权局	以“实施版权严格保护，推动版权产业发展，健全版权工作体系”为基本原则，完善版权法律制度体系、行政管理体系、社会服务体系、涉外工作体系
《网络文学出版服务单位社会效益评估试行办法》	2017.07	国家新闻出版广电总局	对网络文学出版服务单位社会效益评估考核共设置了 5 个一级指标、22 个二级指标和 77 项评分标准，主要包括出版质量、传播能力、内容创新、制度建设、社会和文化影响等指标
《关于强化知识产权保护的意见》	2019.11	中共中央办公厅、国务院办公厅	力争到 2022 年，侵权易发多发现象得到有效遏制；到 2025 年，知识产权保护社会满意度达到并保持较高水平，知识产权制度激励创新的基本保障作用得到更加有效发挥
《2020-2021 年贯彻落实<关于强化知识产权保护的意見>推进计划》	2020.04	国家知识产权局	包含 133 条措施，如推进专利法修订审议工作，引入侵权惩罚性赔偿制度，推动延长专利有效期等
《关于进一步加强网络文学出版管理的通知》	2020.06	国家新闻出版署	建立健全内容审核机制，严格规范登载发布行为，定期开展社会效益评价考核，加强评奖推选活动管理，进一步规范市场秩序，加强网络文学出版队伍建设，切实履行属地管理职责
新《中华人民共和国著作权法》	2021.06	全国人大常委会	加大侵权惩治，增加不以营利为目的的限制性规定，简化视听作品的权利归属规定等
《知识产权强国建设纲要（2021-2035 年）》	2021.09	中共中央 国务院	统筹推进知识产权强国建设，全面提升知识产权创造、运用、保护、管理和服务水平，充分发挥知识产权制度在社会主义现代化建设中的重要作用
《“十四五”国家知识产权保护和运用规划》	2021.10	国务院	全面加强知识产权保护，高效促进知识产权运用，激发全社会创新活力，推动构建新发展格局
《国家知识产权局知识产权信用管理规定》	2022.01	国家知识产权局	建立健全知识产权领域信用管理工作机制，规范失信行为认定管理与信用修复、严重违法失信主体认定与管理以及守信激励、信用承诺及信用评价等工作办法
《推动知识产权高质量发展年度工作指引（2022）》	2022.03	国家知识产权局	确定五个方面的主要目标，以实施《纲要》和《规划》为总抓手，扎实推进知识产权事业高质量发展
剑网行动	2005-2021	国家版权局等	打击网络侵权盗版专项治理

资料来源：国家版权局官网，国务院官网，中国政府网，国家新闻出版署官网，中国人大网，光大证券研究所整理

行业自律发挥作用，行业头部公司自发建立版权保护联盟，文创业内秩序持续规范。2005 年中国互联网协会行业自律工作委员会网络版权联盟成立，旨在通过行业自律维护网络版权，推动信息网络版权法律的实施。1) 游戏方面，在“ICT 中国云游戏大会 2020”上，游戏直播平台斗鱼、游戏厂商腾讯等共同签署了《云游戏版权保护自律公约》，旨在共同维护云游戏版权；2) 网文方面，阅文集团、

起点中文网等 33 家单位于 2016 年成立中国网络文学版权联盟，并发布《自律公约》，联盟成员共同承诺增强版权保护意识、自觉抵制侵权盗版行为、积极配合政府部门开展网络反盗维权活动。

5、趋势催化剂：市场平台与科技变革或加速头部 IP 的筛选与开发

5.1、IP 开发上升为企业战略重心，头部平台加速布局全产业链

大量 IP 拥有方的头部公司已逐步将 IP 开发、运营上升至战略层面。1) 奥飞娱乐在 2013 年即提出“以 IP 版权内容为核心”的泛娱乐战略发展思路，此后始终贯彻以 IP 为核心的战略，并提出打造“IP+全产业链”运营平台；2) 2021 年阅文集团提出“大阅文”战略，用“三驾马车”推进 IP 全产业链布局；3) 2021 年百奥家庭互动推行“IP+爆款+超进化”战略，通过以现有的页游和手游 IP 储备为中心，在第一代产品的基础上进行迭代，打造一系列的爆款游戏，将 IP 从细分领域扩展到大众领域，从国内扩展到全球，实现 IP 的超进化；4) 盗墓笔记 IP 的创作者南派三叔在连载时期便与平台协商拿回影视改编权，并在 2014 年成立了杭州南派投资管理有限公司（后更名南派泛娱），以期能够自主进行 IP 系列化开发。

文娱行业龙头的全产业链深度布局未来可期。以阅文集团为例，其在 2021 年 6 月的年度发布会上明确阅文将基于腾讯新文创生态，以网络文学为基石，以 IP 开发为驱动力，开放性地与全行业合作伙伴共建 IP 生态业务矩阵。阅文热门小说 IP《庆余年》为阅文重要的 IP 运营实践，在《庆余年》电视剧播出期间，阅文集团在 QQ 阅读、起点读书等平台配合推出多个活动：1) QQ 阅读上线了原著小说专题，发起抽奖活动；2) 起点读书发起“庆余年番外创作大赛”，收到上千篇投稿；3) 口碑收视双收的《庆余年》电视剧同样反哺了原著小说的阅读量，收官之际，原著在起点读书 APP 上的在线阅读收入增长了 50 倍；4) 除书影联动外，官方还以赠送腾讯 VIP 月卡等活动推广庆余年手游。头部平台不断探索开发 IP 价值的模式，力图打通 IP 产业链上下游，全产业链闭环为孕育超级 IP 提供基础。

图 63：起点读书 APP 发起“庆余年番外创作大赛”



活动主视觉： #庆余年番外# 创作大赛。2019年12月18日-2020年01月16日。参与方式：基于《庆余年》，用故事背景和人物进行全新故事创作。发布时带话题词#庆余年番外#，脑洞、段子、小说皆可！不限篇幅字数，几句话也能写出你的故事！内容要求：内容原创，积极向上，不得侵权，不得违反国家政策法规。

奖项设置： 最佳番外·1人（iPhone 11 pro (256G)）；最热番外·25人（1000元京东卡/每人）。

流量扶持： 优质内容将获得@微博读书 流量及曝光扶持。

评选方式： 最佳番外：由评委评选出1篇最佳番外；最热番外：根据博文的转发数评出TOP25。所有获奖内容都会在活动结束后，收录在起点读书APP为本次活动创建的专辑中，内容会标明来源和署名。

评委组成： 猫腻（阅文集团白金作家，《庆余年》原著作者）、周炳林（起点中文网总编辑，网络文学资深内容专家/小分队长）、魏来（起点中文网历史品类主编，网络文学资深内容专家/锐利）。

*微博和起点中文网拥有本次活动解释权。

资料来源：起点读书，光大证券研究所整理

IP 开发经验的成熟是超级 IP 诞生的基础。阅文手握众多 IP 并积极开发，且提出“坚持好内容，拒绝流量论”，经过不断优化运营模式，优质 IP 将得以充分开发、具有更久的保鲜期，而生命力不足的 IP 则难以延续，优胜劣汰为超级 IP 的诞生提供了孕育土壤。

5.2、元宇宙等新科技助推头部 IP 场景延伸

IP 虚拟形象的设计与开发、IP 游戏开发、IP 影视制作依赖尖端科技的支撑，随着消费者对 IP 视觉形象、内容质量要求的不断升级，IP 全产业链开发中科技贡献的重要性愈发凸显。1) AR/VR 的发展或助力虚拟形象的设计与开发。深度学习、语音识别等 AI 技术的发展，虚拟现实、全息影像等 VR 技术的发展，以及人脸动作捕捉、形象建构技术等设计技术的发展，预计推动高质量 IP 虚拟形象的创作，助力 IP 动漫、IP 游戏和 IP 影视的制作日益精良，满足消费者需求的进阶。2) 3D 打印技术的应用有望带动 IP 潮玩衍生品的规模化生产，有助于降低潮玩手办的生产成本和市场价格，使 IP 潮玩扩展到更广阔的市场群体中。

IP 与元宇宙概念存在天然的互补性，内容 IP 提供元宇宙人物场景的内蕴根基，元宇宙拓展并加深内容 IP 的表现形态。北京大学文化产业研究院副院长陈少峰提出，“元宇宙是通过数字技术、交互技术、人工智能等多种技术结合而呈现的一种沉浸式体验场景，这种场景需要内容支撑才有价值”。IP 的核心就是优质内容，因此 IP 与元宇宙概念存在天然的互补性。元宇宙不是一个完全隔离的虚拟世界，IP 自带粉丝群体和故事属性，能够把现实世界与元宇宙世界联系起来。目前已有一些 IP 进行元宇宙运营尝试，如著名国漫《狐妖小红娘》的女主角涂山苏苏，她以虚拟主播形式入驻酷狗直播间，与网友进行实时互动。

图 64：《狐妖小红娘》在 IP 元宇宙运营上的尝试



资料来源：酷狗直播间，光大证券研究所整理

元宇宙具有场景化特点，借助虚拟现实技术，用户能够获得全新、有趣的体验。例如江苏卫视 2021 年 10 月上线的虚拟 IP 竞演综艺《2060》，引入一系列国产原创动漫人物，并邀请明星与虚拟人物同台表演，台下观众投票选出优胜的虚拟人物。节目中出现的虚拟人物，从名不见经传到备受关注，显示了 IP 与元宇宙结合“吸粉”的巨大潜力。在游戏领域，元宇宙给予玩家深入沉浸感、亲身体验感以及更亲密的社交距离，大幅提升了游戏体验。

图 65：《2060》虚拟人物打播环节



资料来源：江苏卫视，光大证券研究所整理

我们预计元宇宙产品的开发与推广将率先与头部 IP 进行结合。元宇宙以 VR、AR、区块链等技术为核心技术，目前国内元宇宙赛道领先的公司均为大厂，腾讯对“元宇宙第一股”Roblox 投资 5.2 亿美元，字节则对“中国版 Roblox”代码乾坤投资 1 亿元。极高的投入成本和技术门槛导致中长尾 IP 难以负荷，头部 IP 则可凭借庞大的粉丝基础、成熟的运营经验以及高变现力降低遇冷的风险。

5.3、中间方交易平台涌现，减少信息不对称

当前 IP 交易存在信息不对称、交易成本高的情况。IP 作为商品有一定特殊性，公允定价难度高，没有统一标准。我国 IP 交易价格在 2015 年前后出现了暴涨，此前普遍在几十万元水平的文学 IP 版权费进入百万元乃至千万元阶段，如 2011 年顾漫将《何以笙箫默》电影改编权卖给乐视，合约期 3 年，价格为数十万；2014 年下半年合约到期之际，顾漫将版权卖给光线传媒，价格高达七位数。IP 价格的不断高企，除了供需关系本身的影响外，也有信息不对称等因素的影响。信息不对称除了影响价格，还会增加交易双方进入市场、匹配供需的难度，增加交易成本。

逐步完善的 IP 交易平台帮助交易双方进行信息搜集匹配，有望明显减轻信息不对称，降低交易成本。2018 年，文化和旅游部上线了中国首个 IP 交易平台，近年来类似的交易平台数量增多，如中国文化传媒集团有限公司推出的中国文化传媒新文创（IP）平台、天猫推出的 IPmart 等。以中国文化传媒新文创（IP）平台为例，平台提供确权、交易、保护三方面的服务，平台提供版权认证服务，对 IP 进行溯源、验证并出具包括 IP 权利范围、交易、授权的确权证明；IP 购买意向方可以在平台浏览经平台认证的 IP 信息；用户注册平台后即可在平台上进行交易。同时，平台提供维权代理、盗版监控等版权保护服务，为版权所有者提供了多一重保障。

图 66：中国文化传媒新文创(IP)平台



资料来源：中国文化传媒新文创(IP)平台官网，光大证券研究所整理

交易平台的普及化使更多原创内容的交易和保护便捷化，由此为孕育和筛选出超级 IP 提供更多可能。1) 交易平台规范了 IP 行业的交易流程与交易价格，促进行业规范化与标准化；2) 交易平台减轻了信息不对称，降低了逆向选择和交易后产生道德风险的可能性，使市场更加公开透明，促使更多资本流入市场、对 IP 进行开发，增加了 IP 打通全产业链、成为超级 IP 的可能性；3) 头部 IP 常常面临盗版猖獗的问题，交易平台提供的版权保护服务可以帮助头部 IP 维权、打击盗版行为，为正版 IP 发展壮大保驾护航，改善了头部 IP 的发展环境。

5.4、爆款带动品牌出圈，保障头部 IP 热度维持

爆款带来的流量是头部 IP 维持知名度的关键要素，IP 的生命周期与其能够持续获取的流量密切相关。生命周期长的头部 IP 往往具有丰富的原始 IP 内容作为衍生创作的丰富土壤，而原始 IP 内容的积累并非一蹴而就，往往需要长期的连续性创作积累。在后续的创作中，爆款内容能够使老 IP 迸发新活力，有助于头部 IP 持续活跃于大众视野。迪士尼公主系列 IP 起源于 1937 年推出的动画作品《白雪公主与七个小矮人》，在近 100 年中，该系列陆续推出了辛德瑞拉（《灰姑娘》）、贝儿（《美女与野兽》）、茉莉（《阿拉丁神灯》）、艾莎（《冰雪奇缘》）等多位公主形象与配套故事设定。根据 Wikimili 数据，2013 年推出的《冰雪奇缘》当年在北美地区售出 300 万条衍生公主裙，并在后续 5 年中年均获得衍生品收入 10 亿美元。除了迪士尼公主系列，迪士尼其它人物 IP 也爆款频出，狐狸迪克、星黛露、玲娜贝儿等形象均收获爆款人气，持续的爆款推出保持了迪士尼系列 IP 的高热度。

图 67：迪士尼爆款 IP 与推出时间



资料来源：迪士尼官网，上海迪士尼度假区微博，光大证券研究所整理

爆款能迅速吸引大众眼球，提升 IP 知名度，使其跃升为头部 IP。2021 年 6 月蜜雪冰城凭借其简单但传唱率极高的主题曲火速出圈，自主主题曲发布一个月内，B 站播放量总计达 1000 万，短视频平台主题曲合集视频播放量突破 2000 万，蜜雪冰城品牌与 IP 形象雪王成为了名副其实的爆款。据蜜雪冰城公告，公司在 2020 年底门店数为 11926 家，界面新闻报道公司 20 年营收 65 亿元。在爆款主题曲拉动品牌出圈后，2021 年 10 月据蜜雪冰城雪王 IP 形象参与方透露，蜜雪冰城门店已突破 2 万家，门店数量在 1 年中翻一倍，迅速跃升为头部 IP。

我们预计互联网平台对信息的快速传播和对热门内容的广泛推出利好爆款持续出现，而单一爆款带来的流量，不仅能维持原头部 IP 的长久生命力，也能提升潜在 IP 筛选效率，推动 IP 迅速出圈，跃升头部。

6、投资建议

6.1、重点推荐和建议关注公司一览

网络文学行业：

网络文学为 IP 产业链的最大内容源头，带来 IP 培育、筛选和粉丝巩固的沃土；顶级网文 IP 改编关注度高，促进 IP 价值变现形式多样化；随着移动阅读的普及，网络文学渗透率逐步提升，市场规模有望稳定增长。我们看好优质版权资源丰富的网络文学行业龙头，**重点推荐阅文集团 (0772.HK)、中文在线 (300364.SZ)；建议关注掌阅科技 (603533.SH)。**

影视行业：

影视堪称“IP 放大器”，IP 衍生剧能够反哺 IP 源头，带来协同效应；影视环节扩大受众基础，投资风险较高，IP 剧在数量和质量上有较出色的表现，电影市场收益大头被爆款影片瓜分。看好影、剧、动画多赛道优势明显的影视制作公司，**重点推荐光线传媒 (300251.SZ)、芒果超媒 (300413.SZ)。**

游戏行业：

IP 游戏拥有极高的边际利润，成功的产品带来长期稳定的流水贡献；当前游戏版号有望恢复常态化发放，推动游戏行业产品线进展加速，贡献业绩增量。看好稳中有进、品类丰富的游戏行业头部公司，**重点推荐腾讯控股 (0700.HK)、网易-S (9999.HK)；建议关注完美世界 (002624.SZ)、三七互娱 (002555.SZ)、吉比特 (603444.SH)。**

实体衍生品：

实体衍生品市场广阔，盲盒的不确定性和社交属性能够激发消费者的购买欲，实景娱乐项目进一步推高天花板。看好 IP 价值挖掘空间大、已初步建立品牌护城河的实体领域头部公司，**重点推荐泡泡玛特 (9992.HK)；建议关注奥飞娱乐 (002292.SZ)、迪士尼 (DIS.N)。**

表 21：重点推荐和建议关注公司一览

	代码	股票	主营业务	代表作品	评级/建议	推荐逻辑
网络文学	0772.HK	阅文集团	以数字阅读为基础、IP 培育与开发为核心。在线业务目前是公司收入主要来源，版权运营为业务增长核心。	《鬼吹灯》《琅琊榜》《斗罗大陆》《斗破苍穹》《雪中悍刀行》	买入	阅文深度参与腾讯泛文娱产业链布局，全文娱产业链布局进一步完善；网文龙头效应下不断丰富头部作家、优质内容和粉丝储备，“IP 可视化+IP 商品化+IP 跨代际流传”奠定未来全链路基础；动漫化提供大 IP 初步筛选机会，新丽影视制作能力不断增强，已积累较多热门 IP。
	300364.SZ	中文在线	核心数字出版业务、数字阅读业务；将数字内容进行多渠道分销；版权衍生业务；教育业务。	《人民的财产》《妖怪公寓》《修罗武神》	增持	中文在线现有成熟平台稳定产出，内容护城河进一步加强，奇想宇宙科幻站、谜想计划悬疑站等垂类平台建设拓宽内容边界；持续推动元宇宙建设，探索技术与内容的深度融合；在版权保护领域继续领先，以技术赋能知识产权保护事业；新股东助力 IP 衍生，进一步释放 IP 价值。
	603533.SH	掌阅科技	互联网数字阅读：通过“掌阅”等数字阅读平台面向互联网用户发行数字阅读产品，并为各类客户提供商业化增值服务；版权产品业务：通过运营文学版权获取版权销售收益。	《武映三千道》《元龙》《画骨女作传》	建议关注	1) 阅读出海市场增长强劲，掌阅 iReader 国际版已覆盖全球 150 多个国家和地区。2) 深入布局 IP 衍生产业链：公司推出数百部微短剧拍摄计划，打造短视频内容矩阵 MCN；后续每年会有超过 10 部公司 IP 改编的动画作品上线。3) 未来基于公司商业化中台的广告源、策略优势以及预装厂商广告联盟的特点，还有较大的提升空间。
影视	300251.SZ	光线传媒	公司业务以影视剧项目的投资、制作、发行为主，营业收入包括电影及衍生业务、电视剧、经纪业务及其他，其中电子牙影及衍生业务收入占总营业收入 80% 去的青春》《你的婚礼》以上。		买入	动画赛道优势显著，抗风险能力强。国产动画电影市场广阔、利润空间大，“神话宇宙”系列、大鱼海棠等头部动画 IP 将持续获利；大量投资动画产业优质公司和导演，未来龙头地位稳固；青春爱情类电影提高公司抗风险能力，毛利率在业内稳居前列。
	300413.SZ	芒果超媒	作为国有特色新媒体平台，公司聚焦精品独播以及优质内容自制，剧综双线发逃脱》、《乘风破浪的姐姐》、《以家人知名》		买入	公司综剧双线发展，通过自制优势构建可持续自有生态；广告业务收入增长强劲，拓展营销新模式，进一步挖掘广告价值；内容电商及剧本杀塑造第二增长曲线，小芒 APP 预计中长期有稳步变现空间，有望持续发展。
游戏	0700.HK	腾讯控股	全球领先的游戏开发和运营机构。	《PUBG Mobile》《王者荣耀》《英雄联盟》	买入	目前品类多元、玩法成熟、具备高质量 IP 的第二梯队游戏已形成固定、活跃的玩家群体，有望长期保持收入贡献。此外，8M21 以来游戏版本号停发有助于腾讯发挥存量游戏竞争力及版本号申请经验成熟的优势。2021 年 12 月 8 日腾讯游戏上线海外品牌 LEVEL INFINITE，其在赛道研究、大用户量运营方面经验丰富，海外发行前景可观。
	9999.HK	网易-S	中国领先的游戏开发公司，处于网游《梦幻西游》《大话西游》自主研发领域的前端，目前正在运营游《阴阳师》《哈利波特：魔法觉醒》		买入	网易游戏产品矩阵丰富，业务稳中有进。1)《哈利波特：魔法觉醒》排名居前列，海外版将于 2022 年全球上线。《永劫无间》在线人数保持高位，营收水平位居 Steam 平台前列。2) 老牌游戏根基牢固，“西游”IP 有望在 2022 年继续作为网易坚实基本盘。3) 产品管线储备丰富，《暗黑破坏神：不朽》有望助力支撑 22 年业绩增长。
	002624.SZ	完美世界	完美世界是中国最早自主研发 3D 游戏引擎的游戏企业，在端游、手游、主机游戏、VR 游戏以及云游戏等多个领域进行布局。	《完美世界》《DOTA2》《诛仙》《新笑傲江湖》	建议关注	2021 年底公测的《幻塔》手游首月新增用户过千万、首月流水近 5 亿元，为公司游戏业务的战略转型打下了坚实的基础。公司储备的多款游戏产品较以往产品更适合海外市场，相应发行团队也已调整到位，国内产品出海将由授权第三方发行逐步向自主发行过渡，游戏出海有望推动公司业绩稳健增长。
	002555.SZ	三七互娱	聚焦以移动游戏和网页游戏的研发、发行和运营为基础的文化创意业务，主营业务包括网络游戏的研发、发行和运营。	《斗罗大陆：魂师对决》《大天使之剑》《传奇霸业》	建议关注	持续推进游戏自研和品类突破，“精品化、多元化”战略持续推进，产品储备丰富；全球化效果显著，海外游戏收入占比逐年提升，发行经验成熟，《Puzzles & Survival》等多款游戏有望长期贡献收益。
	603444.SH	吉比特	吉比特成立于 2004 年，为国内领先的研运一体化游戏厂商。端游时代推出免费 MMORPG 仙侠题材重磅作品《问道》，16 年推出《问道手游》成功实现转型，成为公司收入的核心来源。	《问道手游》、《一念逍遥》、《摩尔庄园》	建议关注	公司长线运营能力强，核心长周期 IP《问道》贡献稳定基本盘；自研放置类修仙手游《一念逍遥》持续火爆，国民级 IP 产品《摩尔庄园》成功“破圈”，22 年新品《奥比岛：梦想国度》或复制《摩尔庄园》情怀营销的成功路径，公司

				新品为业绩增长提供强劲动力；产品储备丰富，看好业绩长期增长弹性。
9992.HK	泡泡玛特	深耕潮流玩具业务，以艺术家发掘、IP Molly、Dimoo、PUCKY、运营、消费者触达及潮流玩具文化的推广为主要业务重点。	The Monsters、SKULLPANDA、Bunny	增持
DIS.N	迪士尼	是全球最大的娱乐及媒体公司之一，业务分为四部分：媒体网络、主题乐园及度假区、影视娱乐、消费品。	漫威、星球大战、迪士尼公主系列、加勒比海盜系列、超人总动员系列	建议关注
002292.SZ	奥飞娱乐	已形成成熟完整的玩具衍生品设计、生产及销售体系，涵盖创意外观设计、结构功能开发、模具开发、制造、营销等多个环节。	《喜羊羊与灰太狼》《巴拉啦小魔仙》《开心超人》《铠甲勇士》	建议关注

资料来源：相关公司财报，光大证券研究所整理

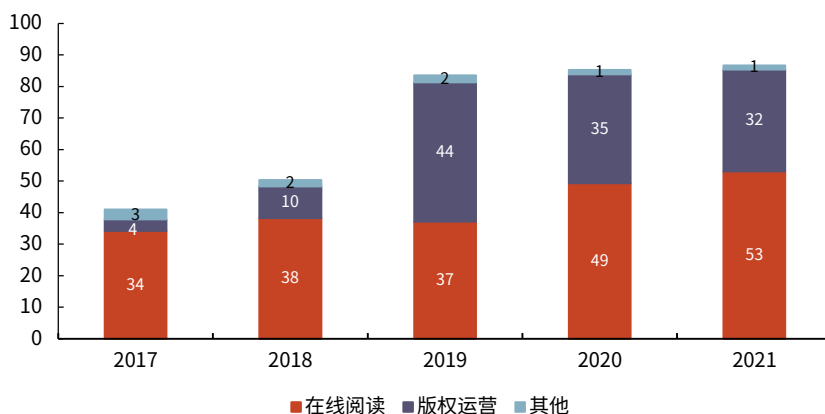
6.2、网络文学：看好优质版权资源丰富的行业龙头

6.2.1、阅文集团（0772.HK）：海量版权资源，多维布局 IP 矩阵

阅文集团成立于 2015 年 3 月，是以数字阅读为基础，IP 培育与开发为核心的综合性文化产业集团。阅文旗下囊括 QQ 阅读、起点中文网、新丽传媒等业界知名品牌，平台已成功输出《鬼吹灯》、《盗墓笔记》、《琅琊榜》、《全职高手》、《扶摇皇后》、《将夜》等大量优秀网文 IP，改编为影视、动漫、游戏等多业态产品。阅文持续为原创网文内容打通广泛分发渠道，在下游打造精品化衍生多业态，已搭建起以在线业务+版权运营双轮驱动的文创生态。

阅文集团目前以在线业务为收入主要来源，版权运营为业务增长核心。2017-2021 年公司在线阅读业务收入 CAGR 为 11.61%，版权运营收入 CAGR 为 72.37%。

图 68：阅文集团 2017-2021 年各业务收入（亿元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

公司在线阅读业务仍稳健增长。供给端来看，2021 年，阅文平台新增 70 万作家，120 万部文学作品，全年新增字数超过 360 亿；用户端来看，2021 年阅文在线业务 MAU 达 2.49 亿，创历史新高。1) 付费阅读方面，公司持续改善内容运营、优化社区功能、提升推荐效率，2020、2021 年自有平台产品及腾讯产品自营渠道月 ARPPU 同比增长 37.2% 和 14.4%。2) 免费阅读方面，阅文自 2018 年开始布局，先后深化了与 QQ 浏览器和移动 QQ 等渠道合作、推出免费阅读

APP“飞读”、上线免费内容创作平台“昆仑中文网”等，免费阅读业务持续扩张，2021年免费阅读渠道DAU为1500万人，同比增长50%。

公司致力于IP开发，力图打通全产业链，建设IP生态矩阵。阅文主要以网络文学为IP开发起点，拥有海量版权资源，目前向下游产业链的拓展已取得一定成果：1) **漫画方面**，2020年底以来已有超过100部阅文IP改编的漫画作品在腾讯动漫上线并出现数部爆款，《大奉打更人》一举创下上线44小时收藏量破10万的成绩；2) **影视方面**，阅文爆款频出，电视剧《雪中悍刀行》播放量破70亿，《庆余年》《赘婿》等作品即将开启长线系列化开发；3) **动画方面**，2021年腾讯视频播放量排名前10的新增动画中，有5部改编自阅文的IP，动画《斗破苍穹》的两部新作总播放量超40亿；4) **游戏方面**，两款基于《斗罗大陆》改编的新游戏进入2021年中国市场最成功的新游戏榜单前15；5) **衍生品方面**，阅文着重于基础能力的搭建和夯实，基于版权资源的充足及各IP类型的协同作用，未来衍生品将成为IP生态的重要增长点。

图 69：阅文集团 IP 不同类型



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

开创“生态出海”模式，抢占海外市场。2004年起，起点中文网开始向海外出售小说版权，2017年起点国际Webnovel上线，2018年4月起由翻译输出拓展至海外原创模块。截至2021年底，起点国际上线约2100部中国网络文学的翻译作品，培育海外原创作品约37万部；截至2021年6月，起点国际共培育了近19万名海外创作者，上线海外原创作品超28万部，累计用户近1亿。目前中国网络文学海外市场目前仍处于初期阶段，阅文抢先跨出生态出海这一步，充分占据了先发优势，为未来形成海外IP奠定基础。

盈利预测、估值与评级：公司“IP可视化+IP商品化+IP跨代际流传”奠定未来全链路基础；深度参与腾讯泛文娱产业链布局，动漫化提供大IP初步筛选机会；新丽影视制作能力不断增强，盈利能力得到验证，已形成较多热门IP口碑积累；网文龙头效应下不断丰富头部作家、优质内容和粉丝储备。当前下游影视行业艺人失德、违法等负面事件频出，或带动版权业务拓展放缓，维持公司净利润22-24年预测14.6/18.8/24.8亿元。维持目标价42港元，维持“买入”评级。

风险提示：短视频挤压用户时长；IP改编不及预期；新丽无法完成业绩承诺。

表 22：阅文集团盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,526	8,668	9,655	11,016	12,387
营业收入增长率	2.10%	1.70%	11.40%	14.10%	12.40%

归母净利润（百万元）	-4,484	1,847	1,460	1,882	2,478
EPS（元）	-4.39	1.81	1.43	1.84	2.42
P/E	NA	15	18	14	11
经调整归母净利润（百万元）	917	1230	1617	2039	2636

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2022.8.8；汇率：按 1HKD=0.8607CNY 换算

6.2.2、中文在线（300364.SZ）：内容运营与 IP 衍生并进，技术赋能版权保护与元宇宙发展

中文在线成立于 2000 年，是国内领先的数字阅读内容和数字版权供应商，聚焦数字内容生产与授权、IP 培育与衍生开发。公司具备丰富原创内容储备，“全品类平台+垂类平台”形成多维度内容平台矩阵，目前公司拥有数字内容资源超 510 万种，签约版权机构 600 余家，原创驻站作家超过 440 万，优质内容持续构筑核心竞争力。

公司业绩维持高增长，国内外数字业务齐发力。2021 年公司实现营收 11.9 亿元，同比增长 21.8%，其中公司文化业务收入 11.38 亿元（yoy+25.2%），占总收入比重高达 95.7%，国内、海外文化业务收入分别为 5.38 亿元和 6 亿元。2022 年 Q1，公司实现营收 2.3 亿元，同比增长 5.7%；归母净亏损 1616 万元，同比收窄 39.3%。

17K 小说网是中文在线核心的原创内容生产平台，提供全品类内容，拥有《第九特区》《修罗武神》《九星霸体诀》《超级兵王》《混沌剑神》《龙纹战神》等点击过亿的作品。**万丈书城是中文在线 2021 年打造的新媒体原创内容网站**，以新媒体文助推网文行业激活下沉市场。2021 年，万丈书城打造新媒体 A 级爆款作品《永不放弃》，测试储备重点 S 级作品《少年青衣》等优质作品。**四月天小说网是古风女频原创小说网站**，网站涵盖多类型古装言情小说。

持续加强垂类平台建设，聚焦细分领域发展。中文在线 2021 年重点新推出了奇想宇宙科幻站、谜想计划悬疑站等垂类平台。1) 奇想宇宙以科幻的 IP 培育和帮助作者商业变现为目标，目前已成为覆盖太空探索、智慧生命、机器人、生化医疗、虚拟现实、区块链、新材料等多种科幻主题的宇宙 IP 社区。2) 谜想计划是泛悬疑站，为喜爱悬疑推理内容的用户提供互动交流场景和自我展现机会，已推出“谜想故事奖”、“谜 X 档案”等项目。

加快海外市场渗透，推动多产品多语言布局。中文在线在 2017 年推出海外交互式视觉阅读平台 Chapters，该平台打破固有的单线阅读模式，通过玩家选项控制剧情发展，满足海外用户阅读新需求，2019 年以来稳居美国 iPhone Top Grossing 榜单前列。中文在线陆续推出动画产品 Spotlight、浪漫小说平台 Kiss 等多个产品，2021 年实现海外营收约 6.0 亿元，同比增速达 19%。

表 23：中文在线平台矩阵

平台	类型	代表作品/项目
17K 小说网	提供玄幻奇幻、都市言情、仙侠、青春校园等全品类内容	《长生》《风起龙城》《我是剑仙》《网游之我的剑士亿点猛》《玄幻：我的宗门亿点强》《第九特区》《修罗武神》《九星霸体诀》《超级兵王》
万丈书城	不限男女频，新媒体原创内容	《少年青衣》《风起元武》《绝品君王》《永不放弃》
四月天小说网	古风女频	《穿书后，我娇养了反派摄政王》《摄政王的神医狂妃》《农园锦绣》《农门小王妃》《公主喜嫁》
奇想宇宙科幻站	科幻	“奇想宇宙”栏目、元宇宙征文大赛
谜想计划悬疑站	泛悬疑	“谜想故事奖”、“谜 X 档案”

资料来源：公司财报，光大证券研究所整理

重视扶持青年作家。中文在线建立职业作家创作基地，邀请专职作家来创作基地参与网络文学写作课程培训与创作，为作者提供培训、选题策划、辅助编校和后期发布运营等全流程精细化服务，打造具有内容深度、精品化的作品。中文在线

于 2013 年起发起并创立了中国首个“网大公开课”（其前身为“网络文学大学”），目前，累计培训学员超过 60000 余人，覆盖全网超过 100 家原创文学网站，培养出一批优秀的网络文学作家。

深耕数字内容运营模式，服务数字内容销售渠道。1) 持续深化与头部平台的合作，稳固并增强渠道合作与销售能力，2021 年渠道营收规模大幅增加。2) 持续关注新兴渠道机会，通过多层次、多类别、多领域的渠道合作，针对性开展各种产品的市场营销及潜在市场如下沉市场的挖掘。合作渠道覆盖了微信读书、QQ 阅读、手机百度、七猫小说、亚马逊等重点互联网阅读平台，以及喜马拉雅、蜻蜓 FM、懒人畅听、酷我畅听、番茄畅听等音频平台，扩大了数字内容业务合作，协同效应明显。

图 70：中文在线合作渠道



资料来源：中文在线官网，光大证券研究所整理

重视版权，以技术赋能知识产权保护。中文在线秉承“先授权、后传播”的原则，基于知识产权保护实践探寻并建立知识产权版权确权、内容监测、使用查询、取证保全、版权保护的全流程体系。

积极采用法律手段保护版权。截至 2021 年底，公司维权诉讼近万起，涉案作品超过十万部，已成为权利人维权的重要渠道，对业界产生积极影响。以与苹果公司的诉讼战为例，中文在线 2011 年首次起诉苹果公司侵犯其信息网络传播权，至 2020 年先后进行四批次诉讼，第一批案件从提起诉讼到尘埃落定历时三年，苹果公司提出管辖异议、调整 APP Store 规则等行为进一步增加了诉讼难度。尽管诉讼成本极高，但中文在线始终坚持版权维护，前四批次诉讼均胜诉，在第 5 批次诉讼中，法院已于 2021 年 11 月 1 日宣布苹果公司侵害了作品《人民的名义》等数十部作品的信息网络传播权，共计赔偿金额为 1200 余万元。

中文在线在知识产权保护的技术创新方面处于行业领先地位。中文在线于 2018 年起诉某公司涉嫌侵犯中文在线的作品信息网络传播权一案中，突破性使用区块链存证技术进行证据保全，革新了电子证据在民事诉讼中的使用形式，该案也成为北京地区法院首次对区块链存证电子证据认可，堪称电子证据作为独立证据并被法院直接认可的国内第一案。

以“长安链”为底层建设联盟链生态，开发区块链存证平台。“长安链”是在科技部、工信部、国资委等国家部委及北京市政府的指导下诞生的区块链软硬件技术体系，具有全自主、高性能、强隐私、广协作等突出优势。“长安链”坚持自主研发，秉承开源开放、共建共享的理念，面向大规模节点组网、高交易处理性能、强数据隐私安全等下一代区块链技术需求，为构建高性能、高可信、高安全的数字基础设施提供新的解决方案。

推出“权哨”、“无抄”两大平台。1) “权哨”平台拥有维权支持人员、全国统一合理配置的公证资源、覆盖全国的知产律师团队、专业的维权调查团队,对侵犯著作权、商标权等的图片、文字、音频、视频内容等进行维权并向权利人提供多方位咨询服务。2) “无抄”为原创保护平台,面向各类权利主体提供线索,通过平台专业系统再分包给专业律师提供法律服务,为“发现侵权难、鉴定抄袭难、诉讼维权难”等版权保护痛点提供帮助,已形成公众号、C 端社群、H5 应用三位一体联动。

图 71: 权哨



资料来源: 权哨官网, 光大证券研究所整理

“网文连载+IP 轻衍生同步开发”释放 IP 价值, 战略投资实现产业链协同。中文在线以文学 IP 为核心向下游延伸, 通过对优质网文进行音频、中短剧、视频漫剧、动漫、影视以及文创周边等衍生形态的同步开发, 升级 IP 衍生孵化链条, 实现从单一网文生产与经营向文学 IP 全生命周期生产和经营的进化。

音频业务: 子公司鸿达以太是全国最早的有声内容制作公司、有声内容提供商之一, 拥有 45 万小时的音频资源, 2021 年新增录制了《重回 1988》《修罗战神》等数百部精品作品, 经典作品《修罗武神》在音频平台累计播放量超 30 亿, 《重回 1988》喜马拉雅单平台播放量过亿, 《官途》《九星霸体诀》常居音频头部平台畅销榜单, 多部作品进入新品榜。

1) 公司应用 TTS (Text To Speech, 即从文本到语音) 技术产出高质量仿真语音, 快速完成文本到语音的转化过程, 极大加速了网络文学到音频内容的生产能力, 扩充了内容传播的渠道。2) 公司的“AI 主播”实现低成本、高效优质的内容生产, 实现了单播、双播、多人播制作方式, 支持制作玄幻、悬疑、武侠、历史、言情等不同类型的作品, 实现旁白、角色音的区分, 演绎更丰富、贴合剧情。2021 年, AI 主播录制作品有《正义的使命》《西游: 人在天庭, 朝九晚五》《唐朝地主爷》《原来我早就无敌了》《从我是特种兵开始崛起》等超两千部作品, 作品在喜马拉雅、蜻蜓 FM 等各大平台上线后, 深受用户好评。

中短剧、动漫、影视等衍生业务:

1) 在中短剧方面, 中文在线与快手、优酷、芒果 TV、抖音、哔哩哔哩等平台合作, 多部根据四月天平台 IP 改编的中短剧取得了单部播放量过亿的佳绩, 如《每天都在拆官配》《就想和你谈恋爱》《皇妃在娱乐圈当顶流》等; 获得快手金剧奖最佳 IP 合作方、抖音“IP 进化论”潜力奖等一系列奖项。目前中文在线正在筹备制作《别跟姐姐撒野》等系列优质中短剧, 未来将在各大视频平台陆续播出。

2) 在动漫方面, 中文在线与腾讯、哔哩哔哩、爱奇艺等平台合作: 与企鹅影视联合出品、原力动画制作的动画《修罗武神》将于腾讯视频独家播出; 由头部 IP 改编的视频漫剧《妖怪公寓》及《喜欢你我是狗》在全网粉丝超过 800 万, 定期在抖音、快手、哔哩哔哩同步播出。

图 72：中文在线旗下 IP《修罗武神》动漫海报



资料来源：腾讯视频，光大证券研究所整理

3) 在影视方面，中文在线与爱奇艺、宁波青梧企业管理合伙企业合资设立中文奇迹文化科技有限公司，以影视制作、影视项目投资等为主营业务。目前《陌上人如玉》《超时空罗曼史》已经完成全部制作，预计将于 2022 年在爱奇艺独家播出；公司与腾讯合作的《造作时光》已经拍摄完毕，正在后期制作，将在腾讯视频独家播出。

战略投资多家产业链优质公司，实现产业链协同：在音频领域投资 TTS 和数字虚拟人制作公司倒映有声，与“蜻蜓 FM”的运营实体麦克风达成战略合作；在动画领域投资动漫 IP 研发运营的全产业链公司两点十分、儿童动画及衍生品制作运营公司熊小米；在视频漫剧领域投资中国知名漫画家周洪斌创办的动漫公司壹周动漫；在短剧领域投资视频内容制作公司达盛传媒。被投公司从内容制作、技术、渠道等方面为中文在线业务提供助力，大幅提升公司 IP 多元变现的能力。以与“蜻蜓 FM”的合作为例，在深度合作一年后，中文在线旗下部分音频作品如《九星霸体诀》等在蜻蜓 FM 上播放量破亿，《修罗武神》在蜻蜓 FM 单平台播放量高达 17.8 亿人次。

积极布局元宇宙相关业务。中文在线采取多个措施布局元宇宙，如支持建设“清华大学新闻与传播学院元宇宙文化实验室”、在公司内部设立“元宇宙曲率驱动探索基金”等。

数字内容方面：2021 年中文在线推出的面向全球优秀作家的“元宇宙征文大赛”，是全行业首次以元宇宙、区块链、虚拟现实等要素为主题的全新概念征文大赛。大赛评委涵盖文学界、产业界、科技界的资深专家，包括著名科幻作家韩松、何夕，网文顶级作家唐家三少、今何在，茅盾文学奖、鲁迅文学奖双奖得主毕飞宇等等。大赛通过公司的内容团队和外部评委，将评选出第一批具备元宇宙内容形态的故事 IP，至 2022 年 4 月已收到超 10000 部元宇宙文学作品。

图 73：元宇宙征文大赛



资料来源：中文在线官网，光大证券研究所整理

虚拟数字人等方面：中文在线于 2021 年 9 月与两点十分签订了《虚拟数字人联合开发合作协议》，合作协议约定基于公司海量的内容 IP 资源及两点十分的虚拟数字人系统、CG 技术等全链条技术，共同制订基于元宇宙的应用、服务于内容 IP 产业的产品战略，包括但不限于内容 IP 领域的虚拟数字人应用场景及商业变现模式、虚拟数字人智能内容创作、虚拟 IP 打造、虚拟 IP 运营及孵化路径等。此外，据中文在线公告，其已与 AR/VR 技术领先公司合作，发挥公司在内容 IP 产业链的优势及合作方的技术优势，探索虚拟现实经济的新型生态产业。

腾讯、百度两大互联网股东的入驻为中文在线带来了业务上的发展。2021 年上海阅文、深圳利通、百度七猫成为持有公司 5%以上股份的重要股东，目前中文在线与腾讯有关企业的合作主要包括授权公司代理运营上海阅文相关作品的真人影视改编权授权，以及中文在线授权企鹅影视在全球范围内专有地享有并行使中文在线相关原创作品的相关权利，并合作将中文在线相关原创作品改编摄制成动画片；与百度在原有阅读内容合作协议的基础上深化数字内容授权业务的合作，百度七猫及其关联方向公司开放有关授权作品的关键数据。中文在线 2021 年全年预计与上海阅文、深圳市利通产业投资基金有限公司及其关联方预计产生日常关联交易共 1.75 亿元，是 2020 年的 2.91 倍；与百度七猫预计产生日常关联交易共 1 亿元，是 2020 年的 5.06 倍。

基于以下关键项目假设：

1、文化收入

1) 收入增速：近年来，中文在线在文化业务上的投入持续发力，确定了“夯实内容、服务产业、决胜 IP”，国内国际双轮驱动的发展战略，文化内容不断丰富、文化业务不断扩张、IP 授权继续发展。2019-2021 年的文化收入在其总营收上的占比分别为 90.98%/93.12%/95.69%，呈不断上升趋势。根据公司最新发布的年报，中文在线接下来将重点布局互联网内容生态、技术与内容的深度融合，可见未来的业务重点仍在文化业务领域。

公司文化业务主要分为数字阅读、海外业务与版权运营三个部分。a.根据前瞻研究院和头豹研究院的数据，2020-2025 年网文出海市场规模年复合增长率可达 74%。中国内容的数字出海是中文在线未来的重点布局方向。2021 年中文在线的海外业务营收 6.00 亿元，占比超总体营收 50%，营收增速为 19.1%。根据艾瑞咨询预测，自 2021 年起网文出海用户数增速开始回落，因此我们预计**海外业务** 22-24 年营收增速为 18%/15%/8%，营收为 7.08/8.14/ 8.79 亿元。**b.**公司未披露数字阅读与版权运营营收数据，我们参考阅文集团 19-21 年数字阅读与版权运营业务的营收比例，估计 19-21 年数字阅读部分占文化业务的 25%/25%/30%，21 年营收为 3.41 亿元。据 CNNIC 数据 2021 年中国网民规模为 10.32 亿，同比增长 4%；据中国音像与数字出版协会报告，2021 年中国数字阅读市场规模为 415.7 亿元，数字阅读用户数为 5.06 亿。考虑 2021 年增速水平和已有的大基数，估计 22-24 年网民增速为 4.2%/4.2%/4.1%；预计数字阅读用户在全体网民中的占比从当前的 48.6%逐步回升至疫情前 50.4%的水平，考虑当前宏观经济对居民消费意愿的影响和已有大基数的影响，预计 22-24 年数字阅读用户人均付费金额增速从 21 年的 8.5%下降至 8.0%，基于以上假设得到 22-24 年我国数字阅读市场规模为 481.23/543.72/613.73 亿元。中文在线市占率 20-21 年分别为 0.6%/0.8%，考虑到公司数字阅读注册用户与驻站作者数量持续快速提升且在版权保护方面具有优势，预计 22-24 年市占率逐步提升为 1.3%/1.5%/1.8%，计算得到 22-24 年**数字阅读**营收估计为 6.26/8.16/10.74 亿元。**c.**公司数字内容资源快速积累，从 2019 年的 400 万种升至 2021 年的 510 万种，IP 衍生、授权与合作业务拓展迅速，21 年营收为 1.97 亿元，同比增速为 10%，预计 22-24 年**版权运营**业务增速进一步提升为 15%/15%/15%，营收为 2.26/2.60/2.99 亿元。

综上，我们合理预测中文在线 2022 年文化收入仍将保持高速增长，预计增速在 37.07% 左右，2023-2024 年的增速在收入基数不断增长的基础上有所回落，预计分别为 21.17%/19.21%。

2) 毛利率水平：文化收入是公司的重点业务，公司通过前期大量版权积累和用户积累带来的网络效应能够更好减弱内容版权价格提升对毛利率空间的挤占风险，维持毛利率水平稳定，结合公司前 3 年的历史数据，我们预测 22-24 年文化业务成本毛利率水平维持在 71%。

2、教育收入

1) 收入增速：2021 年受教育行业整体市场环境的影响和公司业务结构的调整，中文在线教育收入同比下降 34.81%。而公司管理层表示，公司业务不涉及培训机构，不属于政策“双减意见”调控的 K12 学科类校外培训行业，且公司基础教育平台项目已至开发末期试验调试阶段，项目正式投入运营后预计将对公司教育业务收入带来正向影响，故教育业务营收增长有望。因此，在 2021 年教育收入基数下降到较低水平的基础上，我们预计 2022 年将有较大幅度的回升空间，2023-2024 年增速回归至常态水平。据此，我们推算 2022-2024 年教育收入的增速分别为 10.00%/7.00%/5.00%。

2) 毛利率水平：2021 年该板块毛利率水平为 69%。教育业务板块目前发展维持稳中有进，教育技术持续投入，教育资源不断积累，因此我们推测 22-24 年教育业务毛利率略有上升，为 69%/70%/70%。

表 24：中文在线关键项目假设

主营业务情况	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	976	1189	1616	1950	2317
同比增长	38%	22%	36%	21%	19%
毛利润（百万元）	612	842	1145	1382	1642
毛利率	63%	71%	71%	71%	71%
文化业务					
营业收入（百万元）	909	1138	1559	1889	2252
同比增长	42%	25%	37%	21%	19%
毛利润（百万元）	567	808	1107	1341	1599
毛利率	62%	71%	71%	71%	71%
教育业务					
营业收入（百万元）	62	41	45	48	50
同比增长	4%	-35%	10%	7%	5%
毛利润（百万元）	42	28	31	33	35
毛利率	67%	69%	69%	70%	70%
其他业务					
营业收入（百万元）	5	11	12	13	14
同比增长	25%	117%	10%	10%	10%
毛利润（百万元）	2	6	7	7	8
毛利率	50%	57%	57%	57%	57%

资料来源：中文在线公司公告，光大证券研究所预测

根据上述假设，中文在线各项业务将持续发展，2022-2024 年总营业收入预计呈现 35.91%/20.69%/18.80% 的增速，分别达到 16.16/19.50/23.17 亿元，归母净利润分别为 1.43/1.88/2.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.20/0.26/0.32 元。

我们采用 P/E 相对估值，选取同在传媒与元宇宙领域的标的如芒果超媒、掌阅科技、视觉中国、浙数文化、平治信息及涉及文化出海业务的阅文集团作为可比公司。根据 2022 年 8 月 8 日收盘价，可比公司 22 年 P/E 平均值约为 24x，中

文在线 22 年 P/E 为 49x 高于可比公司均值，主要原因是公司持续受益于数字经济发展政策，创作者生态良好，IP 储备充足，在元宇宙布局具备先发优势。

表 25：可比公司估值

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				P/E(x)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300413.SZ	芒果超媒	593.02	21.14	24.93	29.59	34.16	28	24	20	17
603533.SH	掌阅科技	66.98	1.51	2.18	3.07	3.76	44	31	22	18
000681.SZ	视觉中国	87.85	1.53	2.04	2.60	3.13	57	43	34	28
0772.HK	阅文集团	269.00	18.47	12.99	15.87	18.72	15	21	17	14
300571.SZ	平治信息	61.53	2.44	4.08	5.14	5.96	25	15	12	10
600633.SH	浙数文化	80.50	5.17	6.17	6.99	8.01	16	13	12	10
平均值		-	-	-	-	-	31	24	19	16
300364.SZ	中文在线	69.90	0.99	1.43	1.88	2.30	71	49	37	30

资料来源：中文在线为光大证券研究所预测，其他为 Wind 一致预期，股价及汇率时间为 2022.8.8，汇率为 1 港币=0.8607 人民币。

盈利预测、估值与评级：中文在线现有成熟平台稳定产出，内容护城河进一步加深，奇想宇宙科幻站、谜想计划悬疑站等垂类平台建设拓宽内容边界；持续推动元宇宙建设，探索技术与内容的深度融合；在版权保护领域继续领先，以技术赋能知识产权保护事业；新股东助力 IP 衍生，进一步释放 IP 价值。我们预测中文在线 22-24 年收入分别为 16.16/19.50/23.17 亿元，归母净利润分别为 1.43/1.88/2.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.20/0.26/0.32 元；公司作为国内领先的数字版权供应商，竞争壁垒或将得以巩固，未来营收潜力仍有较大释放空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：版权诉讼与盗版侵权的风险、元宇宙行业发展不确定性的风险、市场竞争加剧的风险、内容获取成本提升的风险、行业监管的风险。

表 26：中文在线盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	975.90	1188.85	1615.73	1950.07	2316.74
营业收入增长率	38.35%	21.82%	35.91%	20.69%	18.80%
净利润（百万元）	48.92	98.79	143.35	188.26	229.88
净利润增长率	-108.11%	101.93%	45.11%	31.33%	22.10%
EPS（元）	0.07	0.14	0.20	0.26	0.32
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.37%	6.32%	8.40%	9.94%	10.82%
P/E	143	71	49	37	30
P/B	4.81	4.47	4.11	3.72	3.34

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022.8.8

6.3、影视：看好影、剧、动画多赛道优势明显、抗风险能力强的制作公司

6.3.1、光线传媒（300251.SZ）：储备丰富增强经营韧性，动画影业龙头地位稳固

以“彩条屋影业”多年专注动画电影，成为动画影业龙头。2015年10月光线传媒成立彩条屋影业，深耕动画电影领域，投资众多优秀导演，给予其高自由度和创作空间。2019年，光线传媒打造了《哪吒之魔童降世》50亿的票房神话，2020年《姜子牙》以16亿的票房获得中国动画电影票房亚军。光线传媒表示，“神话宇宙”系列经两年筹划，已初步成型，希望未来每年推出2-3部左右“神话宇宙”系列电影。

光线传媒的营业收入包括电影及衍生业务、电视剧、经纪业务及其他，其中电影及衍生业务收入占总营业收入80%以上。光线传媒2021年实现营收11.68亿元，同比仅增长0.74%，主要由于21年电影行业受疫情等因素影响较大。22Q1公司实现营收4.41亿元，同比增长83.94%；公司主投的《人潮汹涌》、《你的婚礼》、《狙击手》、《十年一品温如言》等影片表现亮眼，22Q1公司参与投资、发行的影片总票房约12.04亿元。

图 74：光线传媒发行/出品动画电影



资料来源：光线传媒官方微博，光大证券研究所整理

布局动漫产业链上下游，孵化优质 IP。光线传媒董事长王长田曾称“中国最顶尖的动画公司有超过 50%都被光线投资”。目前，彩条屋已投资了玄机科技、大千阳光、彼岸天等 20 余家动漫产业上下游公司。1) **上游探索：**光线传媒于 2020 年 1 月推出“一本漫画”APP，并称未来 5 年将投入 10 亿元启动 10 部漫画作品的影视化。据 2020 年报，公司目前已孵化原创漫画 IP32 个，并与 64 位漫画艺术家展开视觉与故事方面的合作。2) **下游探索：**光线传媒与完美世界达成合作，授权“神话宇宙”系列的游戏改编。

青春爱情类电影也是光线传媒的优势类型。光线传媒从《致我们终将逝去的青春》开始锁定青春市场，不断打磨爱情电影。此类电影普遍成本低、制作周期短、风险小，具有较高性价比。2021 年，《你的婚礼》获五一档票房冠军，根据猫眼电影统计，截至 2021 年 5 月 4 日，《你的婚礼》累计票房突破 6 亿元。

表 27：光线传媒部分青春爱情类电影总票房

上映时间	电影	票房/亿
2013	致我们终将逝去的青春	7.19
2014	同桌的你	4.55
2014	匆匆那年	5.88

2015	左耳	4.48
2016	谁的青春不迷茫	1.79
2018	悲伤逆流成河	3.57
2021	你的婚礼	7.89

资料来源：猫眼电影，票房统计时间为电影上映全周期，光大证券研究所整理

公司在渠道和投资方面的长期成长支撑。1) **投资猫眼娱乐形成渠道优势。**光线传媒目前持有猫眼娱乐 16.95% 的股份，猫眼娱乐是中国领先的“科技+全文娱”服务提供商，业务覆盖了在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、广告服务及其他，光线是其最大股东。**从业务协同的角度看**，猫眼在线上电影购票方面占据龙头地位，对光线传媒的下游产业如广告宣发、提供定制产品等起到了辅助作用。2) **从投资的角度来看**，2021 上半年，光线传媒实现投资收益 1.57 亿元，占利润总额 28.96%，主要来自联营企业包括橙子映像、猫眼微影等 30 余家公司的收入，公司在优质影视内容挖掘方面经验充足。

盈利预测、估值与评级：光线传媒动画赛道优势显著，抗风险能力强。国产动画电影市场广阔、利润空间大，“神话宇宙”系列、大鱼海棠等头部动画 IP 将持续获利；大量投资动画产业优质公司和导演，未来龙头地位稳固；青春爱情类电影提高公司抗风险能力，毛利率在业内稳居前列。考虑到当前疫情反复对项目进展的不利影响，我们下调 22-23 年营收预测为 21.21/26.00 亿元（较上次预测 -19.39%/-32.51%），新增 24 年营收预测为 30.79 亿元；下调 22-23 年归母净利润预测至 8.17/10.43 亿元（上次预测为 12.77/15.48 亿元，较上次预测 -36.02%/-32.69%），新增 24 年归母净利润预测至 12.83 亿元。公司 2022 年项目储备丰富，收入结构呈现优化趋势，继续看好公司龙头地位，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响项目进展；电影票房不达预期；行业监管风险。

表 28：光线传媒盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,159.07	1,167.68	2,120.80	2,600.38	3,079.31
营业收入增长率	-59.04%	0.74%	81.62%	22.61%	18.42%
归母净利润（百万元）	291.05	-311.68	816.53	1,042.79	1,283.38
归母净利润增长率	-69.28%	-207.09%	NA	27.71%	23.07%
EPS（元）	0.10	-0.11	0.28	0.36	0.44
P/E	87	NA	31	24	20
P/B	2.80	2.64	2.57	2.33	2.08

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2022.8.8

6.3.2、芒果超媒（300413.SZ）：持续强化内容价值引领，IP 自带流量打开多元变现空间

芒果超媒为湖南台旗下新媒体平台、国内四大长视频平台之一芒果 TV 的经营主体。芒果 TV 成立于 2014 年，于 2018 年通过重大资产重组方式注入上市公司快乐购，并更名为芒果超媒。作为国内 A 股首家国有控股的视频平台，依托湖南卫视和中国移动，芒果超媒充分获取“内容+运营商”协同优势。1) **内容供给上**，芒果 TV 探索差异化经营道路，依托精品剧综自制进行多元变现，变现方式以广告招商+会员付费为主，电商为第二增长曲线。2) **内容输出上**，平台内容分销渠道覆盖 PC 网页端、PC 客户端、移动 App，同时作为湖南广电 IPTV 和 OTT 牌照运营方能够进行大屏内容输送。

互联网视频核心主业稳健增长，广告业务成为营收最大增长引擎。1) 公司 2021 广告收入增长强劲，头部 IP《乘风破浪的姐姐 2》等招商金额创行业之最，综 N 代 IP 项目招商体量增长势头较强，我们认为内容实力助力公司持续贡献业绩。2) 会员方面，2021 年末有效会员数达 5040 万，同比增长 39.5%；会员收入为 36.88 亿元，同比增长 13.3%。受疫情影响，公司在已有打法上尝试头部 IP 综艺会员定制化运营，并于 2022 年 1 月 2 日起上调会员价格。**2021 年营业收入同比增长 9.64%，归母净利润同比增长 6.66%，**主要系公司核心主业芒果 TV 互联网视频业务保持稳健增长，其中广告业务收入破 50 亿元大关，达 54.53 亿元，同比增长 31.75%，《乘风破浪的姐姐 2》等综艺广告贡献增量显著。**2022 年 Q1 营业收入同比下降 22.08%，归母净利润同比下降 34.39%，**系疫情反复使广告收入下降及上年同期基数较高所致。

强化内容价值引领，构建内容自有生态。1) 综艺方面，2021 年内上线超 40 档自制综艺节目，坚持综 N 代优化和新综艺研发并进，持续夯实综艺领先优势。a) 新款综艺表现突出，音乐综艺《声生不息》于 22 年 4 月 24 日上线，播放量成绩亮眼，进一步验证芒果超媒具有持续性输出爆款综艺的能力。b)《乘风破浪第三季》于 22 年 5 月 20 日正式上线，首日播放量为 1.36 亿，首日正片播放市占率为 36.3%，体现公司较强的综 N 代迭代创新能力。c)22Q3 公司将有爆款 IP《披荆斩棘的哥哥 2》和《密室大逃脱》等节目上线。2) 影视剧方面，2021 全年上线 170 部影视剧，重点影视剧占 55 部，年度爆款微短剧《进击的皇后》超 5 亿次播放量。2022 年公司新剧储备丰富，储备 30+S 级、A 级剧集供双平台排播，重点项目包括《妻子的选择》、《张卫国的夏天》、《少年派 2》、《天下长河》等。

上线小芒 APP 探索特色发展链路，布局剧本杀新赛道拓展 IP 产业链。1) 内容电商业务在 2021 年实现收入 21.57 亿元，同比上升 2.50%。小芒 APP 定位为新世代潮流内容电商平台，2021 年日活峰值达 126 万，预计中长期将持续打开流量变现空间。2) 剧本杀方面，公司依托综 N 代《明星大侦探》、《密室大逃脱》等优质内容，持续打通 IP 全产业链，开拓全新品牌 M-CITY。21 年 4 月 30 日，芒果 M-CITY 开设全国第一家剧本杀门店——明星大侦探长沙门店，以实景探案+圆桌剧本杀为主，凭借着强大的 IP 自带流量吸引诸多粉丝；11 月 12 日，芒果 M-CITY 上海魔都 Station 店正式开业。

盈利预测、估值与评级：公司综剧双线发展，通过自制优势构建可持续自有生态；广告业务收入增长强劲，拓展营销新模式，进一步挖掘广告价值；内容电商及剧本杀塑造第二增长曲线，小芒 APP 预计中长期有稳步变现空间，有望持续发展。我们维持 22-24 年净利润预测 24.78/28.72/ 32.69 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：视频内容监管政策趋严，用户增长不及预期。

表 29：芒果超媒盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,005.53	15,355.86	18,049.24	20,604.00	23,335.46
营业收入增长率	12.04%	9.64%	17.54%	14.15%	13.26%
净利润（百万元）	1,982.16	2,114.09	2,478.32	2,871.99	3,269.15
净利润增长率	71.42%	6.66%	17.23%	15.88%	13.83%
EPS（元）	1.11	1.13	1.32	1.54	1.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.72%	12.46%	12.91%	13.24%	13.32%
P/E	30	28	24	21	18
P/B	5.60	3.50	3.09	2.73	2.42

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022.8.8

注：20 年股本 17.8 亿股，21 年起增加至 18.71 亿股

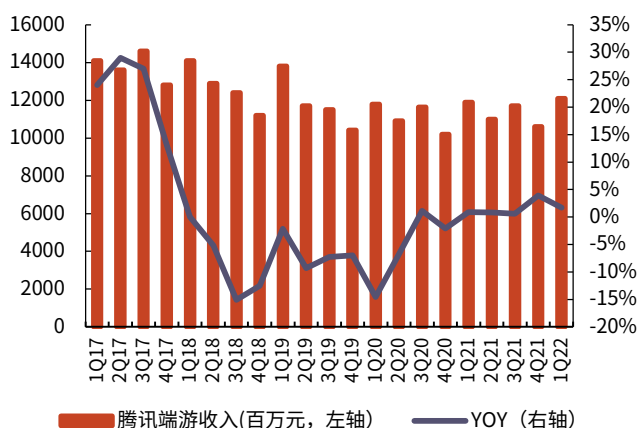
6.4、 游戏：看好稳中有进、品类丰富的行业头部公司

6.4.1、腾讯控股（0700.HK）：头部 IP 持续亮眼，海外布局战略推进

腾讯控股是中国最大的互联网科技平台，以社交平台流量为根基打造游戏、音视频等多元化内容形态，并逐步发力云及企业服务业务。1) QQ 和微信集聚庞大社交流量，是腾讯各项内容业务发展的底层基础；2) 社交业务引流至游戏、音视频、在线阅读等全内容赛道，实现对用户价值的深度挖掘，其中游戏业务占据腾讯营收的 1/3，游戏市场龙头地位稳固；3) 其余业务分别为广告、金融科技及企业服务业务。

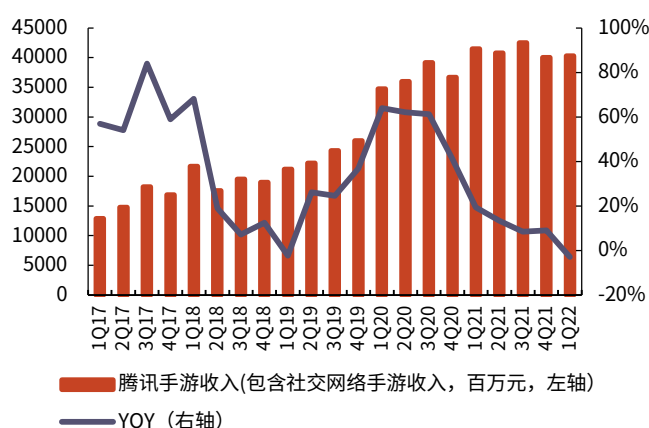
2022Q1 公司实现营收 1355 亿元，同比保持稳定。腾讯端游收入 121 亿元，同比上升 2%。手游收入（含社交网络中手游收入）403 亿元，同比下滑 3%；手游收入（不含社交网络中手游收入）322 亿元，同比增长 2%。海外市场游戏收入 106 亿元，同比增长 4%，《Valorant》及《部落冲突》等游戏的收入保持增长，但由于用户消费在疫情后有所回落，该增长部分被《PUBG Mobile》的收入减少抵销。海外市场游戏收入占腾讯游戏收入比例为 24%，环比下滑 7pcts。

图 75：1Q17-1Q22 腾讯端游收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 76：1Q17-1Q22 腾讯手游收入及增速（包含社交网络内手游收入）

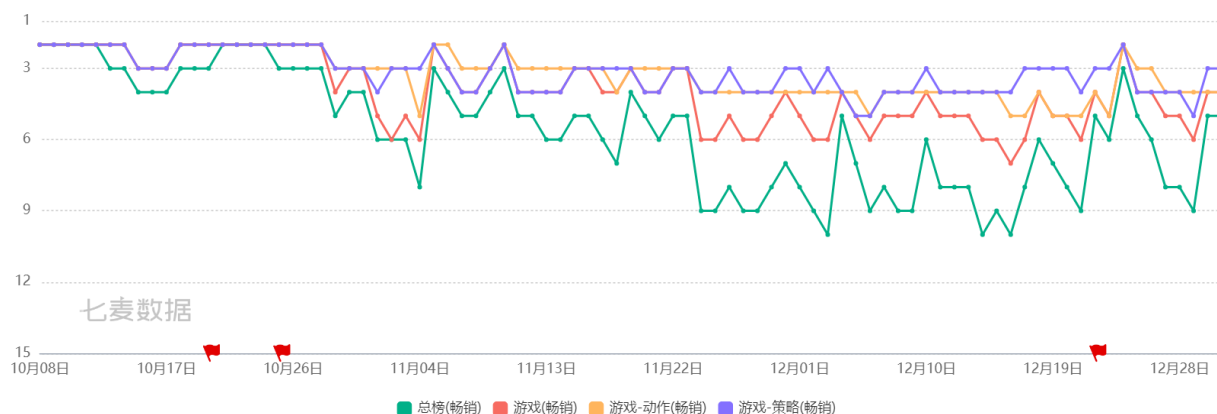


资料来源：公司公告，光大证券研究所

旗舰 IP 持续强势，老牌游戏稳定发挥。《PUBG Mobile》和《王者荣耀》稳居全球移动游戏收入 TOP4，根据 Sensor tower 数据，2021 年腾讯《PUBG Mobile》（合并《和平精英》收入）和《王者荣耀》在全球 App Store 和 Google Play 收入均超过 28 亿美元，包揽全球手游畅销榜第 1 和第 2 名，分别同比上涨 9% 和 14.7%；《QQ 飞车》《穿越火线》《火影忍者》等上线时间超过 4 年的老牌游戏畅销榜排名保持稳定，显示游戏长期生命价值。

新游热度不减，英雄联盟 IP 价值持续拓展。《金铲铲之战》于 21 年 11 月 9 日开启 2.5 版本更新，对装备、棋子的平衡性、耐玩度进行了调整，随后排名有所复苏；《英雄联盟手游》表现亮眼，2021 年 12 月 2 日，苹果宣布《英雄联盟手游》荣获 App Store Awards 年度游戏。据七麦数据，《英雄联盟手游》自 2021 年 10 月 8 日上线后，21Q4 保持在游戏畅销榜前十名。

图 77：2021.10.8-2021.12.31 英雄联盟手游排名趋势



资料来源：七麦数据，光大证券研究所整理

腾讯通过外部投资与独立自建，积极布局海外工作室，加速游戏研发全球化进程。

1) 腾讯继续加码海外游戏工作室投资。22Q1 腾讯先后投资六家海外工作室，如擅长创意类解谜游戏的新西兰游戏公司 Riffraff Games，具备多款二次元 IP 的日本角川网络等，进一步拓展游戏研发实力，补充腾讯游戏较为薄弱的品类布局。我们认为，海外收购更有利于本地化，针对当地玩家用户画像提供特定适合的游戏品类，同时海外原有 IP 的用户基础有望使腾讯海外影响力持续提升。2) 腾讯积极开设海外工作室，已先后落地加拿大蒙特利尔、美国西雅图和洛杉矶等地，22 年 5 月 7 日，腾讯在英国利物浦成立新工作室，目前专注于支持腾讯合作工作室的游戏开发工作。我们认为，海外建设工作室有望吸纳海外优秀的研发人才，巩固腾讯游戏的竞争优势。

盈利预测、估值与评级：腾讯游戏 IP 价值持续释放，《英雄联盟手游》的流水递延周期较长，其业绩在 22 年有望持续释放；《努努之歌英雄联盟外传》预计于 2022 年发行，填补了英雄联盟 IP 在单机冒险游戏方面的品类空白。品类多元、玩法成熟、具备高质量 IP 的第二梯队游戏已形成固定、活跃的玩家群体，是腾讯游戏的竞争优势之一，有望长期保持收入贡献。我们维持公司 22-24 年 non-IFRS 归母净利润预测 1,115.5/ 1,364.9/ 1,575.1 亿元。同时长期来看，公司旗舰游戏筑牢基本盘，海外投资+自建工作室布局持续拓展，版号下发后产品线进展有望提速，维持目标价 529 港元，维持“买入”评级。

风险提示：游戏行业监管风险；新游表现不达预期；竞争加剧。

表 30：腾讯控股公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元人民币）	4,820.64	5,601.18	5,810.80	6,676.70	7,391.50
营业收入增长率	28%	16%	3.70%	14.90%	10.70%
Non-IFRS 净利润（亿元人民币）	1,227.42	1,237.88	1,115.50	1,364.90	1,575.10
净利润增长率	30%	1%	11%	21%	20%
Non-IFRS EPS（元）	12.72	12.77	11.41	13.96	16.1
Non-IFRS P/E	20	20	22	18	16

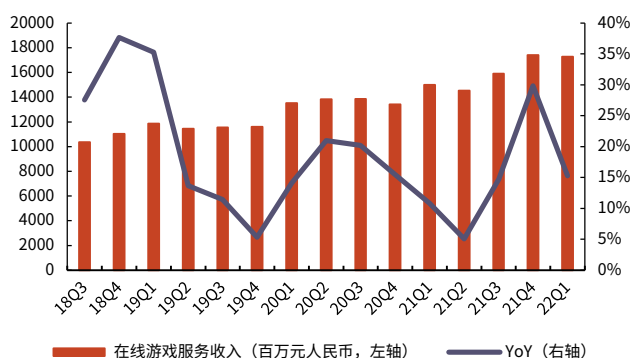
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2022.8.8，汇率 1 港币=0.8607 人民币

6.4.2、网易-S (9999.HK)：经典 IP 筑稳基本盘，海外 IP 持续掘金

网易是全球顶尖的游戏内容研发商及运营商，研运底蕴深厚。网易 2001 年正式成立在线游戏事业部，经过 20 多年的快速发展，网易已跻身全球七大游戏公司之一。网易坐拥全球头部 IP，围绕品类拓展、长线运营和出海三条主线展开，更与一些世界著名的游戏工作室和内容所有者建立了战略合作伙伴关系，如暴雪、漫威、微软和华纳兄弟。自 2008 年以来，网易一直与暴雪合作，独家运营其在中国的部分游戏，包括魔兽世界等。

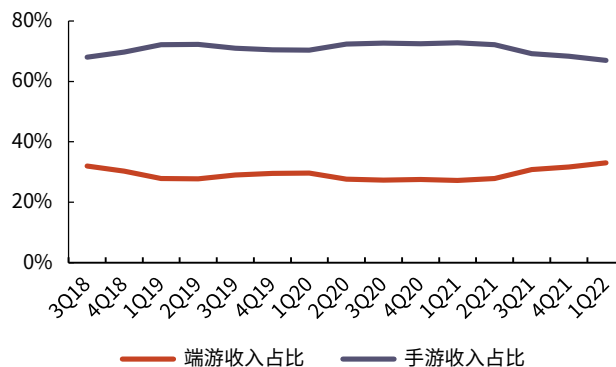
22Q1 网易实现净收入 236 亿元人民币，同比增长 14.8%。22Q1 在线游戏服务实现净收入 173 亿元，同比增长 15.3%；收入占比 73.3%，同比持稳。收入同比健康增长，主要得益于经典的旗舰游戏产品《梦幻西游》PC 版、《大话西游 2》表现稳健，其他热门游戏《明日之后》《光·遇》等人气不减。其中，来自手游的净收入占在线游戏服务净收入的 66.9%，同比下降 5.9pcts，环比下降 1.4pcts，我们认为，手游占比下降部分因 22Q1 端游产品表现上升：《梦幻西游》PC 版表现稳健，端游《永劫无间》更新重磅内容并发展电竞世界冠军赛事持续贡献收入。

图 78：18Q3-22Q1 在线游戏服务净收入情况



资料来源：网易公司公告，光大证券研究所

图 79：18Q3-22Q1 端游、手游净收入占游戏收入比例情况



资料来源：网易公司公告，光大证券研究所

经典 IP 持续发挥基石作用，拓展 IP 产业链。2001 年网易推出首款自研游戏《大话西游》，正式进军游戏市场，并逐渐开发了《梦幻西游》《天下》等众多经典 IP。这些 IP 在长达数十年的时间里持续带来稳定高收益，如《梦幻西游》手游自 2015 年发行以来几乎始终在 IOS 畅销榜前 10，这为网易拓展游戏版图起到了压舱石的作用。此外，经典 IP 以游戏为源头，向其他领域拓展，如《梦幻西游》在多个城市建造经典场景为旅游景点，改编动画《时空之隙》也于 2022 年 4 月开播。

表 31：网易经典手游 IP IOS 流水

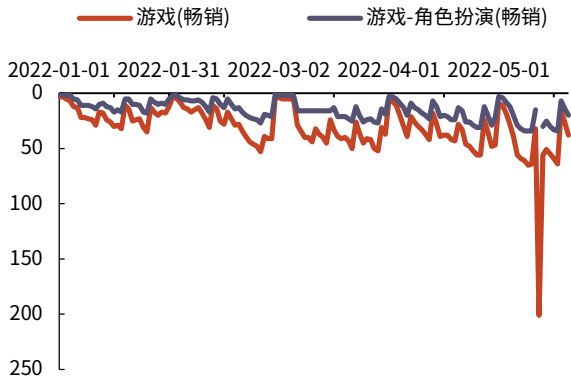
发行时间	游戏	IOS 流水/亿美元 (2021 年)	IOS 畅销榜排名 (2021.12.31)
2015	梦幻西游	4.3	3
2015	大话西游	1.47	18
2016	倩女幽魂	0.62	47
2016	天下	0.1	270

2018	一梦江湖	0.42	29
------	------	------	----

资料来源：七麦数据，光大证券研究所整理

《哈利波特：魔法觉醒》月度新赛季&新活动助力排名阶段性回升，海外版年内上线有望成为出海重要增量。根据七麦数据，《哈利波特：魔法觉醒》在游戏-卡牌畅销榜与游戏-角色扮演畅销榜排名分别自 22M1 日均的 3.0、9.4 名降低至 22M4 日均的 6.1、17.8 名，但 22M1-M4 每月初新赛季开始时，该游戏于 iOS 游戏-卡牌畅销榜排名可回升至前 3 名，未来每赛季的内容更新有望助力维持稳健的长线运营，贡献稳定的业绩量。通过与《神奇动物 3》电影的联动，2022 年 5 月 20 日，《哈利波特：魔法觉醒》海外版官网预约人数已超 50 万人，将于 2022 年在全球范围发行，该游戏的创新玩法、美术表现已在国内经过大规模用户验证，并经过较长时间产品打磨，同时，哈利波特 IP 具备高全球知名度，海外表现可期。

图 80：2022.1.1-2022.5.20《哈利波特：魔法觉醒》游戏-卡牌畅销榜与游戏-角色扮演畅销榜排名情况



资料来源：七麦数据，光大证券研究所

图 81：2022 年 5 月 20 日《哈利波特：魔法觉醒》海外版官网预约情况



资料来源：《哈利波特：魔法觉醒》海外版官网

盈利预测、估值与评级：网易端游、手游杰作新品频出巩固护城河，网易自研能力持续得到证明。《哈利波特：魔法觉醒》积极推出新增玩法和玩家活动，期待海外版上线贡献增量。《永劫无间》在线人数保持高位，推进端转手、IP 化，未来有望长期贡献收入。维持公司 2022-24 年经调整归母净利润预测 211/ 242/ 269 亿元。22M6 重点新游《暗黑破坏神》具备全球 IP、精良的美术制作、经验证的玩法，有成为爆款的潜质，业绩增量确定性强；版号下发推动产品线储备逐步释放，维持目标价 183.0 港元，维持“买入”评级。

风险提示：新游上线流水不及预期，游戏行业竞争加剧风险，版号审批监管收紧。

表 32：网易-S 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元人民币）	73,667	87,606	99,952	113,741	127,182
营业收入增长率	24.35%	18.92%	14.09%	13.80%	11.82%
Non-GAAP 归母净利润（百万元人民币）	14,706	19,762	21,131	24,188	26,870
Non-GAAP 归母净利润增长率	-6.11%	34.38%	6.93%	14.47%	11.09%
Non-GAAP EPS（元）	4.48	6.02	6.43	7.37	8.18
Non-GAAP PE	27	20	19	16	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022.8.8，汇率：1 港元=0.8607 人民币

6.5、实体消费品——泡泡玛特（9992.HK）：自主产品亮眼，护城河初步建立

泡泡玛特成立于2010年，自2015年开始拓展自营潮玩领域并逐步向IP孵化运营商转型，如今已成为国内潮玩行业龙头。公司致力于潮玩全产业链布局，围绕艺术家挖掘、IP孵化运营、消费者触达以及潮玩文化推广四个领域，通过“内部孵化+外部挖掘”打造成成熟的综合化IP商业平台，并寻求海外市场第二增长曲线。

新老IP生命力强劲，价值挖掘跨界多个领域。2021年Molly/Dimoo/The Monsters/PUCKY的收入分别为7.05/5.67/3.04/1.82亿元，同比增长97.55%/79.77%/48.63%/-39.25%，除PUCKY外的其他经典IP均保持了高速增长；新IP如SKULLPANDA和Bunny收入5.95亿/1.68亿元，SKULLPANDA更是跃升为除Molly外收入最多的IP。此外，泡泡玛特与多个品牌展开跨界合作，如BUNNY×徐福记、DIMOO×丝芙兰、PUCKY×好利来、DIMOO×哈根达斯、BOBO&COCO×必胜客等，进一步挖掘IP价值。

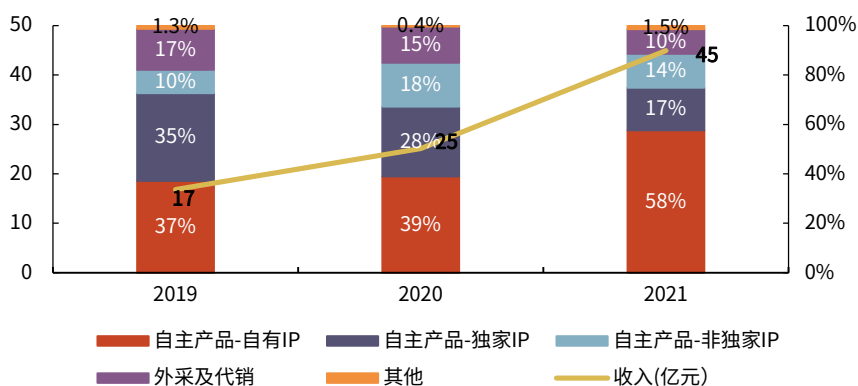
图 82：泡泡玛特跨界合作



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

自主产品收入占比提升，自有IP增长强劲。公司自主产品收入占比实现三年连续增长，2019至2021年自主产品收入占比分别为82.1%/84.8%/88.6%。公司的自有IP是主要商品类型，主要包括Molly、SKULLPANDA、Dimoo和Bunny等系列，该部分收入占比从2019年的37.2%大幅上升至2021年的57.6%。2021年自有IP中Molly、SKULLPANDA、Dimoo和独家IP中The Monsters的高速增长以及非独家IP的新品发售与新IP加入是自主产品收入占比提升的主要原因。

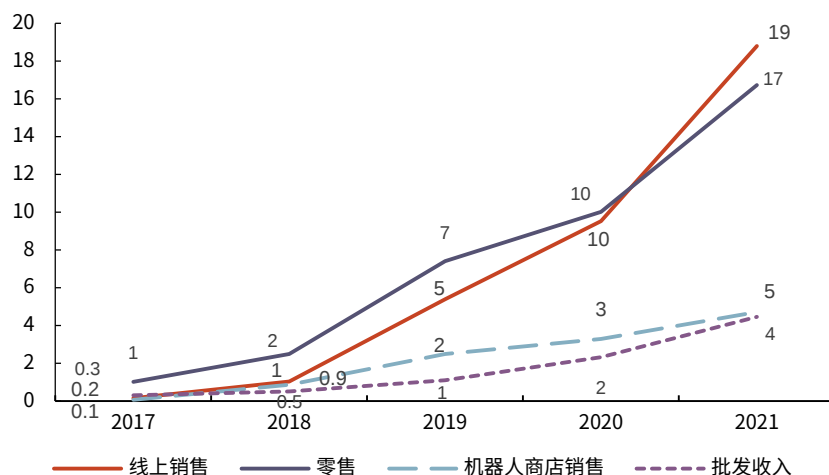
图 83：泡泡玛特2019-2021年根据IP划分的收入（亿元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

多渠道齐头并进，共同发力。2021 年线上销售/零售/机器人商店销售/批发收入分别为 18.79/16.73/4.70/4.45 亿元，同比增长 97.42%/67.00%/42.94%/114.49%，多元渠道铺设均取得不错成绩。线下渠道方面，2021 年中国大陆新开业 106 家线下门店、510 台机器人商店；线上渠道方面，2021 年泡泡玛特抽盒机收入 8.98 亿元，同比增长 92.6%；京东旗舰店收入 1.43 亿元，同比增长 296.0%；天猫旗舰店收入 5.99 亿元，同比增长 47.5%，连续三年取得天猫双十一大玩具类目的销售额第一名。

图 84：泡泡玛特各渠道收入（亿元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

会员运营体系不断改善，加深护城河。公司对于核心会员的有效运营是其定价能力增强的原因之一。公司通过“泡泡值”抵扣消费和“优惠卡”活动等将会员与品牌长期深度绑定，截至 2021 年，会员数量已经达到 1958.0 万，同比增长 164.59%，会员贡献销售额占比 92.2%，会员复购率为 56.5%。

持续扩张海外市场。泡泡玛特曾表示“未来 10 年，国际业务将是泡泡玛特最为重要的发力点之一”。2021 年港澳台地区及海外门店数达 7 家，机器人商店达 9 台，并举办了海外线上潮玩展，参加了美国 DesignerCon、迪拜世博会等全球性展会，2022 年 1 月在英国开设欧洲首店；成功入驻 Shopee 平台，开通泰国网站、新加坡站等多个品牌官方店铺，泡泡玛特 APP 美国版也已上线。

盈利预测、估值与评级：泡泡玛特的成长性验证了行业红利尚存，其在 IP 产品、渠道、定价等方面的优势初步验证了其商业模式的可持续性，牢固的护城河为后市保持龙头地位提供支撑；公司的“平台化”趋势正逐步显现，未来有望打造集盲盒等 IP 衍生品、乐园等于一体的潮玩生态系统；2022 泡泡玛特预计开设海外门店 40 至 50 家，海外业务或将成为新的增长点。但 22 年上半年疫情反复，公司二季度业绩受到较显著负面影响，2Q22 上海地区的 43 家门店闭店 2 个月，部分地区物流收发也受不利影响，居民消费整体下滑。我们下调公司 2022-2023 年营业收入为 59.08/76.22 亿元（比上次预测 -10.1%/-17.8%），新增 24 年预测 92.04 亿元；下调 22-23 年净利润为 10.63/13.78 亿元（比上次预测 -32.9%/-40.8%），新增 24 年预测 16.95 亿元；维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；新品推广不及预期；材料成本上行压力加大。

表 33：泡泡玛特盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,513.47	4,490.65	5,907.98	7,621.67	9,204.44
营业收入增长率	49.31%	78.66%	31.56%	29.01%	20.77%
净利润（百万元）	523.51	854.34	1063.22	1378.24	1694.72
净利润增长率	16.05%	63.20%	24.45%	29.63%	22.96%
EPS（元）	0.37	0.61	0.76	0.99	1.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.54%	12.53%	15.27%	17.68%	19.01%
P/E	40	25	20	15	12
P/B	3.44	3.09	2.70	2.29	1.93

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022.8.8，汇率：1 港元=0.8607 人民币。

7、风险分析

政策趋严风险

网络文学方面，网站审核力度加大可能会使部分作品受限；影视改编方面，监管机构对玄幻、仙侠等题材的审核趋严，可能会使改编难度提升，产生与原著内容出入较大等情况导致粉丝接受度降低；游戏方面，围绕防沉迷、未成年人保护等保持强监管力度，游戏版号发放存在低于预期的风险，部分游戏可能无法及时上市，市场焦虑情绪也可能影响行业投资方向。

IP 衍生质量不及预期风险

IP 衍生的过程中如果质量不达预期，可能动摇源头粉丝根基，而无法获得正面的市场反馈，同时爆款打造需要高额资金资源运作，加上版权费用的高涨，可能加大衍生不及预期的风险。

技术风险

VR 技术应用、元宇宙等技术尚处于发展阶段，技术不成熟可能导致隐私泄露、网络数据安全受损、研发投入过高、增长不及预期等风险。

盗版控制不佳风险

盗版网文控制不佳将打击创作者积极性，导致免费阅读和付费阅读用户数量同时下降，进而影响在线阅读业务的广告收入和文字付费对应收入；盗版视频释出会削弱部分用户付费意愿，同时导致 IP 影视作品分成收入降低。

国际政治风险

国际政治局势动荡可能影响文化行业的出海业务，导致新作品无法在海外获批或已上线作品被下架。

疫情反复风险

电影拍摄及主题公园建设往往需要高额投入，疫情反复会影响电影院及主题公园的开放，导致平台和制作方的资金无法及时回笼，形成行业亏损；同时，疫情对影视拍摄、从业人员复工也会产生影响。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE