

传媒行业深度报告

IP 行业研究框架：内容、形象、战略、渠道

增持（维持）

2024 年 06 月 24 日

关键词：#消费升级 #规模经济

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 郭若娜

执业证书：S0600122080017

guorn@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书：S0600123070071

zhangwy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **IP 授权市场规模快速增长，上市公司加速布局。**2023 年国内授权商品零售额超 1400 亿元人民币，年度授权收入实现连续六年增长，阿里鱼在全球授权代理商的排名大幅提升 14 位。公司层面，2023 年较多公司的 IP 和潮玩业务取得亮眼表现，泡泡玛特、Top Toy、X11 等潮玩公司的收入均实现翻倍以上增长。在此背景下，我们分享对于 IP、IP 生意本质的思考，尝试建立相对普适的分析框架。

■ **如何理解 IP 和 IP 生意的本质？**我们认为，IP 就像艺人，IP 平台就像经纪公司。艺人成长为明星，需要作品、流量、资本加持，需要能力也需要运气。对于单个艺人而言是高风险、高回报的事业。而对于经纪公司，则是同时培养 n 个艺人，相对确定性的概率游戏。IP 和 IP 平台也是类似的关系，IP 从无人问津到举世皆知，是特定时代背景和 IP 自身禀赋的碰撞结果，而 IP 平台的生意则是从海量的 IP 种子中挑选潜力选手，在早期估值相对低的阶段买入，然后通过改编和运营，放大其商业价值。我们将 IP 商业的本质总结为两句话：一是低价买入、运作增值、商业变现；二是矩阵化运营，将高风险游戏变为概率游戏。

■ **什么样的 IP 是好 IP？**①我们将 IP 分为两类，内容型和形象型，前者由故事内容支撑，如文学、影视、动漫，由单一媒介经由多媒介改编，价值观深入人心；后者通常没有清晰的内容，凭借形象获得粉丝喜爱。②IP 的内容属性和形象属性并非二元对立。文字 IP 是纯内容，而影视和动漫则在其基础上增加了形象，提供了可供识别的符号，更便于记忆。随着时间流转，经典影视作品的内容逐渐被遗忘，但其形象符号仍然深入人心；另一方面，形象 IP 起初并无内容，因而消费者更容易将自己的理解和情感投射到 IP 之上，在媒体和社群讨论的过程中形成 UGC 文化。形象和 content 构成评估 IP 价值的 X 轴和 Y 轴，顶尖的 IP 在两个维度都拿到高分，而优良的 IP 则可能是单一维度高分的“偏科型考生”、或者两个维度都拿到 80 分的“均衡型选手”。

■ **买 IP 企业买的是什么？**我们认为是买确定性。爆款 IP 的诞生是小概率事件，而 IP 经营的生意却是要在不确定中寻找确定性。我们认为确定性来自三个方面，一是资源，即头部 IP 储备；二是孵化 IP 的战略；三是推广 IP 的渠道。对应到投资环节，我们建议关注两类企业。一类是有着大量头部 IP 储备，或者具有 IP 生产能力，比如有签约作家/自有动画工作室/签约设计师等。另一类虽然没有大量头部 IP，但是具有将非头部 IP 培育成头部 IP 的能力，这要求管理层具备眼光、战略，以及将 IP 推送至终端消费者的渠道。第一类企业属于资源型玩家，类似中东的石油开采国；第二类企业属于全产业链玩家，其商业模式更接近经纪公司，优势在于行业 know how、先发优势和规模优势。

■ **投资建议：**基于以上分析，我们更看好具有优质 IP 储备、平台效应的大型企业。个股方面，我们推荐【泡泡玛特】公司的 IP 矩阵丰富，除了经典 Molly 持续创造收入，新 IP 亦受到消费者喜爱，整体收入结构健康；供应链管理能力强、线下渠道广泛、出海战略清晰。【中文在线】公司拥有大量文学 IP 资源，并具备下游开发能力，如 IP 改编漫画/动画/真人影视剧等；自研的 AI 大模型有望提升 IP 改编效率。【上海电影】公司拥有经典动画和影视 IP，并具有线下的乐园和影院渠道，不仅商务合作推进顺利，且未来三年 KPI 清晰。建议关注大量文学 IP 储备和影视制作能力的【阅文集团】，以及积累大量经典动画 IP、粉丝受众广泛的【奥飞娱乐】。

■ **风险提示：**市场需求变化风险，上游成本提升风险，市场竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《传媒互联网中期策略：底部再 Call AI 机会，重视互联网中的 α 》

2024-06-17

《详解所得税政策变化对出版业绩影响机制及投资启示》

2024-05-07

重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
09992	泡泡玛特	476.39	35.47	0.81	1.21	1.60	43.79	31.53	23.84	买入
300364	中文在线	138.98	19.04	0.12	0.16	0.19	155.40	119.00	100.21	买入
601595	上海电影	90.85	20.27	0.28	0.57	0.93	71.55	35.56	21.80	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：总市值及收盘价数据截至 2024/6/21，所有货币单位均为人民币

注 2：泡泡玛特总市值及收盘数据根据 2024/6/23 港币兑人民币汇率 0.9298 进行换算

注 3：泡泡玛特 EPS 为 Non-IFRS 净利润摊薄；中文在线及上海电影为归母净利润摊薄

内容目录

1. IP 授权市场规模快速增长，上市公司加速布局	5
2. 如何理解 IP 和 IP 生意的本质?	7
3. 什么样的 IP 是好 IP? ——有内容、有形象、有话题度	7
3.1. 内容和形象，构成分析 IP 价值的 XY 轴	8
3.2. 内容 IP: 文字是改编源头，影视动漫是 IP 符号化的必经之路	9
3.3. 形象 IP: 先凭借颜值出圈，再补充内容	15
3.4. 游戏 IP: 是内容、形象、商品和渠道的综合体	17
4. 买 IP 企业买的是什么? ——资源、战略、渠道	21
4.1. 资源: 关注 IP 是自有/授权，以及有效期的长度	22
4.2. 战略: 打造 IP 宇宙的能力——DC 为什么不如漫威	22
4.3. 渠道: 线上、线下全方位联动，维持 IP 高热度	25
5. 投资建议	31
5.1. 泡泡玛特: 左手 IP，右手渠道，全产业链放大 IP 价值	31
5.2. 中文在线: 拥有大量网文 IP 资源，全面布局数字内容行业	34
5.3. 上海电影: 经典 IP 已有数十年历史，借助系列大电影逐步焕新	35
6. 风险提示	36

图表目录

图 1:	2019-2023 年中国年度授权商品 GMV 及授权收入 (亿元)	5
图 2:	2020 年-2023 年 10 月 KK 集团旗下的潮玩业务线 X11 业绩表现 (亿元)	6
图 3:	不同类型 IP 的商品收入占比及单 IP 商品收入 (全球 TOP50 IP, 截至 2023/12/7)	9
图 4:	全球 TOP50 IP 的单个 IP 平均收入 (截至 2023/12/7)	9
图 5:	2022-2023 年中国网络文学市场规模及 IP 版权运营市场规模 (亿元)	10
图 6:	2020-2023 年中国被授权商选择合作 IP 时考虑的因素	11
图 7:	全球 TOP50 IP 原始来源和变现方式 (截至 2023/12/7)	12
图 8:	2023 年动画作品原始 IP 来源分布及动画热度	13
图 9:	2023-2024 B 站及爱奇艺动画作品原始 IP 来源分布	13
图 10:	全球头部影视 IP 的累计总收入和商品收入 (亿美元)	14
图 11:	2023 年三丽鸥最受欢迎的 50 个 IP 及其诞生年份	15
图 12:	小黄鸭以及类似 IP 形象	16
图 13:	FY2019-2023 小黄鸭德盈营收及销售净利润 (亿港元)	16
图 14:	全球头部游戏 IP 的累计总收入和商品收入 (亿美元)	17
图 15:	2018-2022 年中国原创移动游戏 IP 原生市场及衍生品收入规模 (亿元)	18
图 16:	国产游戏改编动画与手游数据的相关性较弱	20
图 17:	漫威宇宙 VS DC 拓展宇宙: 历年电影票房及 ROI	24
图 18:	2023 年 IP 消费线上渠道结构	26
图 19:	泡泡玛特相关社交媒体	27
图 20:	泡泡玛特手游《梦想家园》	28
图 21:	2022Q2-2023Q4 Top Toy 留存门店数量 (家)	28
图 22:	2022-2023 年泡泡玛特分地区收入及占比 (亿元, %)	30
图 23:	泡泡玛特商业模式	32
图 24:	2017-2023 年泡泡玛特头部 IP 收入占比	33
表 1:	全球排名前 50 授权代理机构-国内代理商排名及 GMV	5
表 2:	2023 年至今 IP 及潮玩行业重要事件	6
表 3:	全球收入前 50 的 IP 类型结构	8
表 4:	2019 年 68 部已知小说 IP 改编影视权价格	10
表 5:	全球 TOP50 IP 排行榜的影视类 IP	14
表 6:	淘天 2023 年度 IP 价值榜-上榜游戏 IP 的故事设定	18
表 7:	《王者荣耀》IP 衍生作品及联动合作情况	21
表 8:	卡游旗下的 IP 矩阵	22
表 9:	漫威宇宙 VS DC 拓展宇宙: 电影数量、票房及 ROI 表现	23
表 10:	知名 IP 传播渠道一览	26
表 11:	泡泡玛特城市乐园走轻体量路线	29

1. IP 授权市场规模快速增长，上市公司加速布局

全球授权业持续增长，国内代理商表现亮眼：2023 年全球授权代理商的销售总额达 936.3 亿美元。其中，国内授权代理商表现亮眼，不仅阿里鱼排名大幅提升 14 位、GMV 实现五倍以上增长，广州艺洲人和羚邦动画亦取得不错成绩。

2023 年活跃在中国的授权企业总数达到 654 家，已开展授权业务的 IP 接近 2500 项；年度授权商品零售额超 1400 亿元人民币，年度授权收入 54.7 亿元人民币，连续六年实现持续增长。

表1: 全球排名前 50 授权代理机构-国内代理商排名及 GMV

授权代理商	2022 年排名	2023 年排名	2022 年 GMV	2023 年 GMV	2023 年 GMV yoy
阿里鱼	第 25 名	第 11 名 ↑	4.3 亿美元	27.5 亿美元	539.5%
广州艺洲人	第 12 名	第 12 名	21 亿美元	27.5 亿美元	40.0%
羚邦动画	第 38 名	第 42 名	1.1 亿美元	1.4 亿美元	125.7%

数据来源：雷报，《LICENSE GLOBAL》，东吴证券研究所

图1: 2019-2023 年中国年度授权商品 GMV 及授权收入（亿元）



数据来源：《中国品牌授权白皮书》，东吴证券研究所

2023 年，较多公司的 IP 和潮玩业务取得亮眼表现，成为第二增长曲线。这一年，上海电影收购上影元 51% 股权，着手开发众多经典动画及真人影视 IP；这一年，泡泡玛特、Top Toy、X11 等潮玩公司的收入均实现翻倍以上增长。面向 2024 年，各公司的 IP

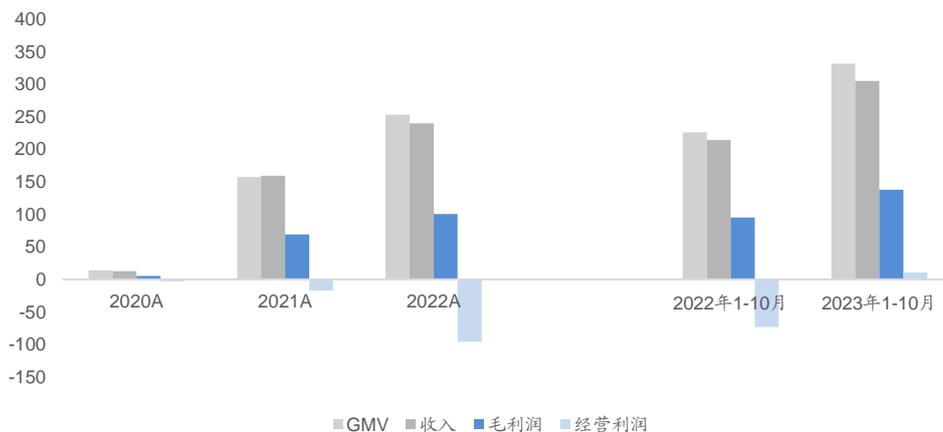
业务仍在加速前进，上影股份发布 IPAI 发展规划，对未来三年提出明确目标；24Q1 泡泡玛特和 Top Toy 的收入继续快速增长；奥飞娱乐推出《喜羊羊与灰太狼之心世界奇遇》，口碑超越前作且收视率排名领先。在此背景下，我们分享对于 IP、IP 生意本质的思考，尝试建立相对普适的分析框架。

表2：2023 年至今 IP 及潮玩行业重要事件

公司	事件
上海电影	2023 年 5 月，上海电影股份有限公司收购上影元 51% 股权，独家运营众多经典动画及真人影视 IP，挖掘 IP 价值、拓展 IP 跨界合作新模式，探索多元衍生业态，构建文创品牌矩阵，打造产业链闭环营销。收购公告发布后，上海电影的股价连续两个交易日涨停，并且带动影视板块集体拉升。
泡泡玛特	2023 年营收、净利润、毛利润等多项数据均实现大幅增长，10 大 IP 销售额破亿。年报业绩发布后，泡泡玛特收盘价大幅上涨 7.4%。2024Q1 收入继续高双位数增长，MOLLY、SKULLPANDA、DIMOO、THE MONSTERS 等均有新系列上市，游戏、积木等新业务即将上线。
名创优品	2023 年，名创优品 Top Toy 加速开店，收入快速增长，实现扭亏为盈。Top Toy 留存门店数量从 2022 年底的 117 家快速增长至 2023 年底的 148 家，达到历史新高。Top Toy 单季收入从 2022Q4 的 1.0 亿元持续增长至 2023Q4 的 1.9 亿元，实现接近翻倍的增长。Top Toy 单店单季收入从 2022Q4 的 85 万元增长至 2023Q4 的 127 万元。尤其值得关注的是，2023 年下半年 Top Toy 也实现扭亏为盈。
KK 集团	2023 年 1-10 月，KK 集团潮玩业务 X11 收入快速增长、毛利率提升。在港交所提交上市申请。
奥飞娱乐	2024 年春节前，《喜羊羊与灰太狼》迎来《羊村守护者》系列第 8 部《心世界奇遇》，反响超越前作，并且首次获得同时段 0-14 岁（收视率 5.39%）07:00-17:00 时段动画片收视排名连续 21 日/次榜首。

数据来源：观察者网，亿邦动力网，封面新闻，动漫眼，东吴证券研究所

图2：2020 年-2023 年 10 月 KK 集团旗下的潮玩业务线 X11 业绩表现（亿元）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2. 如何理解 IP 和 IP 生意的本质？

IP 就像艺人，IP 平台就像经纪公司。艺人成长为明星，需要作品、流量、资本加持，需要能力也需要运气。对于单个艺人而言，是高风险、高回报的事业。而对于经纪公司，同时培养 n 个艺人，总会有一两个成长为明星，带来商业价值，是一个相对确定性的概率游戏。IP 和 IP 平台也是类似的关系，IP 从无人问津到举世皆知，是特定时代背景和 IP 自身禀赋的碰撞结果，而 IP 平台的生意则是从海量的 IP 种子中挑选潜力选手，在早期估值相对低的阶段买入，然后通过改编和运营，放大其商业价值。**我们将 IP 商业的本质总结为两句话：一是低价买入、运作增值、商业变现；二是矩阵化运营，将高风险游戏变为概率游戏。**

相比于艺人，虚拟 IP 几乎没有跑路风险和塌房风险。头部艺人成长为明星后，相较于经纪公司有了更高的话语权，二者的权力天平也在发生倾斜。为了绑定头部艺人，经纪公司在续约时需要给予对方更有利的条件。此外，真人明星仍然存在塌房风险，舆情事件会大幅降低其商务价值。**而虚拟 IP 则几乎不存在这些问题，除了授权 IP，平台对于自有的 IP 具有数十年的版权，可以持续对其进行开发和变现。**

IP 平台公司需要有两个核心能力，从 0 到 1 的能力，以及从 1 到 100 的能力。对于艺人经纪公司，既要有具备眼光的星探，也要有将新星打造为巨星的能力，前者即 0-1，后者即 1-100。类似地，IP 平台既要持续推出新 IP、发掘潜力 IP 的能力，也要将默默无闻的 IP 推广至全国乃至全球的消费者，将 IP 所代表的价值观潜移默化地植入其心智，甚至形成一种基于特定 IP 的圈子文化。

在第三章和第四章，我们分别讨论，优质 IP 以及优质 IP 企业的核心竞争力。

3. 什么样的 IP 是好 IP？——有内容、有形象、有话题度

正如艺人成长为明星是个小概率事件，IP 的出圈也具有高不确定性。我们不得不思考，**什么样的 IP 更有潜力成为大 IP？如何在 IP 尚处早期，就看到其未来的价值？对于投资，我们需要在不确定性中寻找相对的确性，需要建立相对普适的分析框架。**

影视圈的头部明星通常分为两类，演技派和颜值派。前者用一部部作品、一个个奖杯证明自己，演艺生涯可长达数十年；后者则凭借颜值出圈，借助选秀节目、综艺、小红书吸引粉丝，面临被新人替代的风险。**类似地，我们也可以将 IP 分为两类，内容型和形象型，**前者由故事内容支撑，如文学、影视、动漫，由单一媒介经由多媒介改编，价值观深入人心；后者通常没有清晰的内容，凭借形象获得粉丝喜爱。全球前 50 个 IP 中，仅芭比和 Hello Kitty 为形象型 IP，其他 48 个均为内容型 IP，**证明内容型 IP 通常具备更长的生命周期。**

正如娱乐圈不乏兼具演技和颜值的优秀演员，IP 的内容属性和形象属性也非二元对立。文字 IP 是纯内容，而影视和动漫则在其基础上增加了形象，提供了可供识别的符号，更便于记忆。随着时间流转，经典影视作品的内容逐渐被遗忘，但其形象符号仍然深入人心；另一方面，形象 IP 起初并无内容，因而消费者更容易将自己的理解和情感投射到 IP 之上，在媒体和社群讨论的过程中形成 UGC 文化。形象和 content 构成评估 IP 价值的 X 轴和 Y 轴，顶尖的 IP 在两个维度都拿到高分，而优良的 IP 则可能是单一维度高分的“偏科型考生”、或者两个维度都拿到 80 分的“均衡型选手”。

即使是有演技、有颜值的演员，也可能籍籍无名、收入菲薄，仍需时机和运气的外部条件。类似地，国民级 IP 的诞生，也离不开社会文化和媒体行业趋势的推动。

3.1. 内容和形象，构成分析 IP 价值的 XY 轴

我们将 IP 分为两类，内容型和形象型，前者由故事内容支撑，如文学、影视、动漫，由单一媒介经由多媒介改编，价值观深入人心；后者通常没有清晰的内容，凭借形象获得粉丝喜爱。

我们以全球收入最高的前 50 个 IP 作为样本，分析其收入结构。截至 2023/12/7，全球收入排名前 50 的 IP 累计获得近万亿美元收入。从 IP 的原始类型来看，全球头部 IP 中，角色形象 IP 仅有芭比和 hello kitty，数量少于其他 IP 类型。

表3: 全球收入前 50 的 IP 类型结构

原始 IP 类型	上榜 IP 数量
动画	10
漫画	11
图书	5
影视	10
游戏	12
角色形象	2

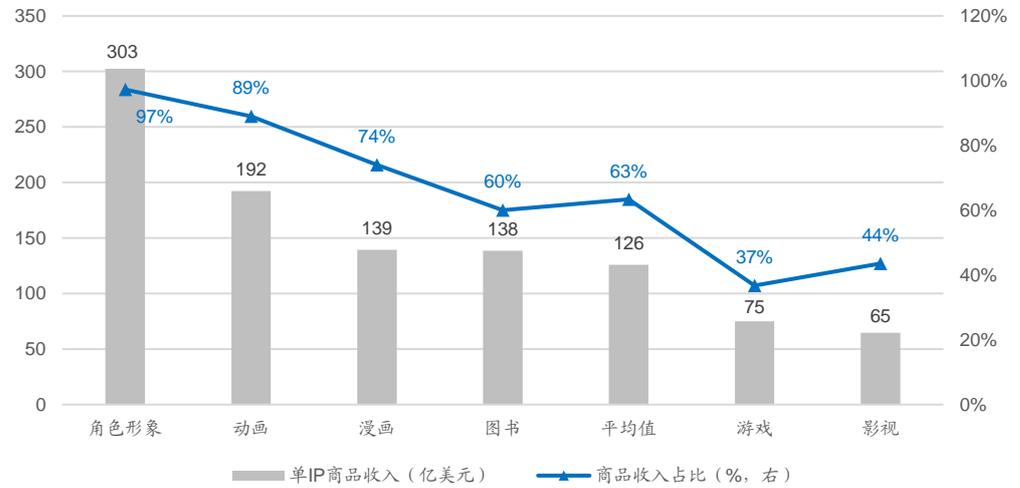
数据来源：界面新闻，东吴证券研究所

我们以全球收入前 50 的 IP 为样本，将其累计总收入除以 IP 数量得到【单 IP 商品收入】，将其商品收入除以累计总收入得到【商品收入占比】。

可以看出，角色形象 IP 的商品变现能力最强，每个角色形象 IP 平均产生 303 亿美元收入。其次是动画 IP，单 IP 平均产生 192 亿美元。漫画 IP 和图书 IP 的单 IP 商品收入较为接近，分别为 139 亿美元和 138 亿美元。游戏 IP 和影视 IP 的单 IP 商品收入则低于平均值。商品收入占比呈现类似的特征。角色形象 IP 绝大部分收入来自商品变现，占比为 97%；动画 IP 和漫画 IP 的商品收入占比也较高；而图书 IP、游戏 IP 和影视 IP 则

低于平均值。

图3: 不同类型 IP 的商品收入占比及单 IP 商品收入 (全球 TOP50 IP, 截至 2023/12/7)



数据来源: 界面财经, 东吴证券研究所

图4: 全球 TOP50 IP 的单个 IP 平均收入 (截至 2023/12/7)

	单 IP 平均收入 (亿美元)	商品收入	游戏收入	影视收入	图书收入	实景娱乐收入	其他
游戏 IP	204	75	127	3			
动画 IP	216	192	7	7		8	1
漫画 IP	188	139	3	31		0	14
影视 IP	148	65	4	73	2		5
图书 IP	231	138	8	58	16	1	10
角色形象 IP	311	303		9			
总计	199	126	34	30	2	2	5

数据来源: 界面财经, 东吴证券研究所

3.2. 内容 IP: 文字是改编源头, 影视动漫是 IP 符号化的必经之路

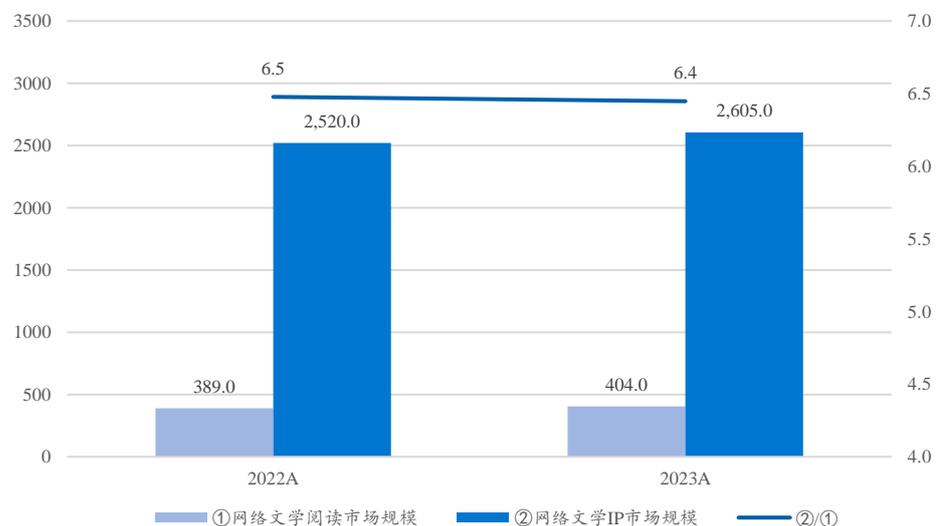
在内容型 IP 中, 又细分为文学/影视/动漫/游戏 IP。其中, 文学 IP 处于最上游, 原始估值较低, 而在改编为影视、动画、游戏等各种其他内容形式之后, 价值往往能实现数倍增长。而游戏的特点是交互性强、超文本叙事结构, 改编为影视和动画的难度较大。

一方面，文学 IP 的生产门槛最低，全国两千多万作家和写手在源源不断地创造新的图书和网文，经由各类网文平台传播至读者手中。这导致文学 IP 的数量多、质量良莠不齐、头腰尾部差距明显。

另一方面，文学 IP 又是最上游、最原始的内容形态。文学 IP 改编为影视和动画较为容易，而罕有影视动画反向改编为书籍的例子。虽然也有影视和动画互相改编的案例，但整体数量上仍然不如文学 IP 改编数量。

这样的双重特征导致文学 IP 在早期的估值较低，而经过影视化、动漫化改编之后，价值往往能实现数倍增长。2022 年中国网文 IP 版权运营市场规模达 2605 亿元，是网文自身规模的 6.4 倍。

图5：2022-2023 年中国网络文学市场规模及 IP 版权运营市场规模（亿元）



数据来源：中国社科院，东吴证券研究所

以下是具体分析：

IP 呈现显著的头部集中效应，头尾部 IP 定价差距可达数十倍。根据新剧观察 2019 年对 68 部小说的影视改编权价格统计，头部作品定价超千万元，而尾部作品仅为数十万元，二者相差数十倍。

表4：2019 年 68 部已知小说 IP 改编影视权价格

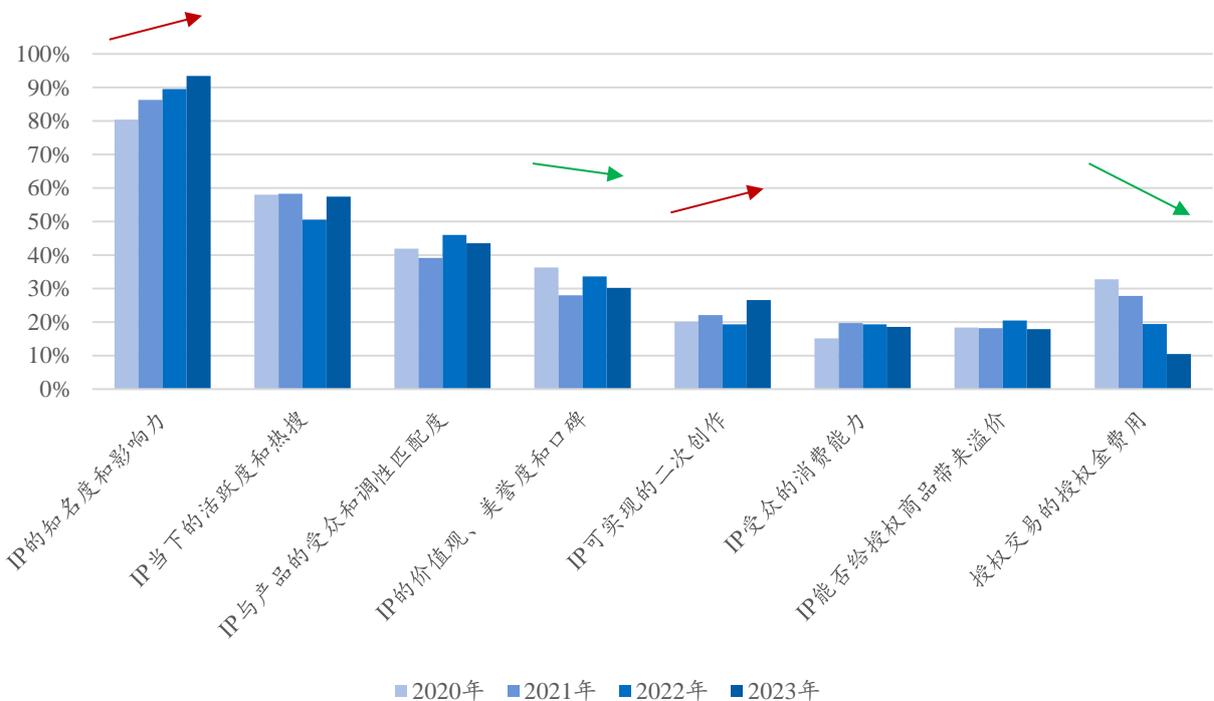
序号	小说名称	价格 (万元)	序号	小说名称	价格
1	《夺梦》	1000+	35	《SCI 谜案集》	130
2	《图灵密码》	1000+	36	《等到烟暖雨收》	120
3	《无污染无公害》	1000+	37	《艳势番》	113
4	《天宝伏妖录》	1000+	38	《他知道风从哪个方向来》	104
5	《天官赐福》	1000+	39	《沉香如屑》	104
6	《破云》	1000+	40	《无双》	100+
7	《破云 2》	1000+	41	《千秋》	100+
8	《撩表心意》	1000+	42	《顾念的奇缘》	100+
9	《忍冬》	1000+	43	《那月光和你》	100+
10	《炽道》	1000+	44	《撒野》	100+

11	《爱国者》	923	45	《我就是这般女子》	100+
12	《不败王座》	810	46	《人不可貌相》	100+
13	《五行天》	800	47	《我的脸它总在变》	100+
14	《神游》	656	48	《顽石与烈女》	100+
15	《我欲封天》	655	49	《甜妻》	100+
16	《惟我独仙》	500	50	《悍夫》	100+
17	《魔天记》	500	51	《首辅养成手册》	100+
18	《天醒之路》	465	52	《不正经深情》	100+
19	《春宴》	357	53	《光鲜宅女》	100+
20	《再生缘：我的温柔暴君》	350	54	《时光与你共眠》	100+
21	《莲花》	310	55	《半路杀出个侯夫人》	100+
22	《头条都是他》	306	56	《嫌疑人X的献身》	90
23	《我曾爱过你，想起就心酸》	236	57	《地球纪元》	82
24	《快把我哥带走》	206	58	《春宫缭乱》	60
25	《春尽江南，山河入梦》	204	59	《中国异闻录》	57
26	《九功舞》	175	60	《罪爱安格尔》	49
27	《孤城闭》	175	61	《鹤唳华亭》	40
28	《相见欢》	170	62	《弹痕》	40
29	《长安幻夜》	170	63	《奸细》	38
30	《天王》	170	64	《如果可以这样爱》	36
31	《魔天记》	160	65	《花样冤家》	36
32	《鹰隼展翼》	150	66	《师妹猛于虎》	30
33	《鬼服兵团》	142	67	《紫极舞》	30
34	《少年的你，如此美丽》	142	68	《异域密码》	26

数据来源：新剧观察，东吴证券研究所

知名度和影响力具有正反馈效应，导致 IP 行业强者恒强。对于被授权商而言，最重要的考虑因素就是 IP 的知名度和影响力，2023 年选择这一选项的被授权商数量占比超 90%，且呈现逐年上升的趋势。因此，头部 IP 更受品牌方欢迎，从而获得更多“代言”机会，更多曝光机会，从而进一步增强其影响力，由此形成正向循环。

图6：2020-2023 年中国被授权商选择合作 IP 时考虑的因素



数据来源：《中国品牌授权行业发展白皮书》，东吴证券研究所

图书 IP 和漫画 IP 的可改编能力较强，而游戏 IP 和影视 IP 的内容可改编能力较弱。全球 top50 IP 中，图书 IP 的一次收入（即图书销售收入）仅 80 亿美元，但图书 IP 改编的游戏和影视收入却有 40 亿美元、288 亿美元。游戏 IP 和影视 IP 则反之，游戏 IP 改编影视的收入仅为 33 亿美元，占比游戏 IP 总收入不到 2%；影视 IP 改编游戏、改编图书的收入分别为 40 亿美元、80 亿美元，仅占影视 IP 总收入的 2.7%、1.2%。

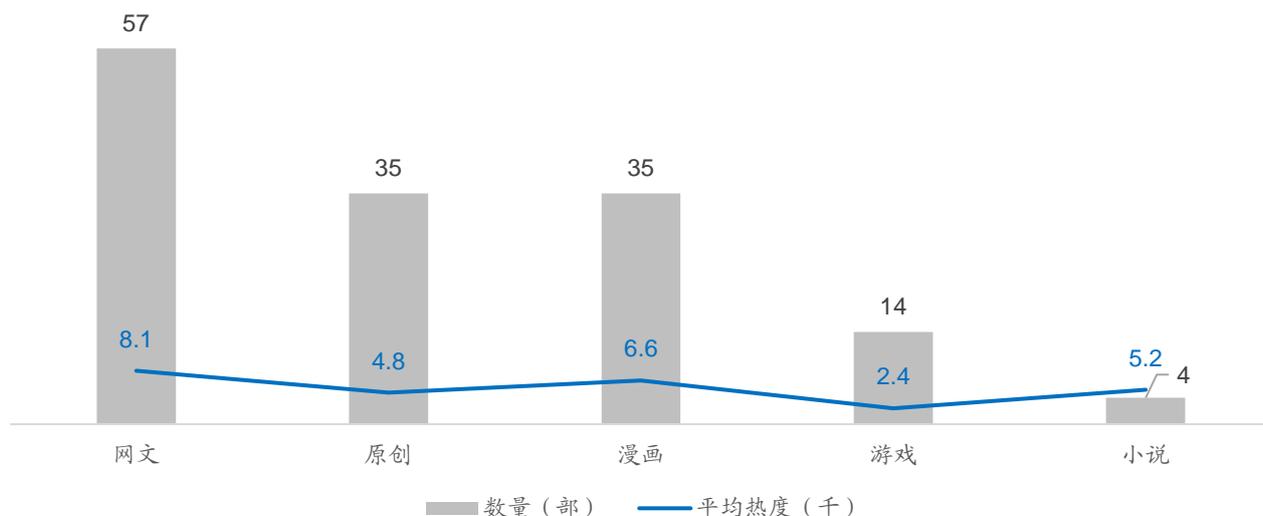
图7：全球 TOP50 IP 原始来源和变现方式（截至 2023/12/7）

	总收入 (亿美元)	IP数量	商品收入	游戏收入	影视收入	图书收入	实景娱乐收入	其他
游戏IP	2453	12	901	1520	33			0
动画IP	2163	10	1924	70	71		83	15
漫画IP	2070	11	1532	37	343		2	158
影视IP	1484	10	646	40	730	18		49
图书IP	1153	5	692	40	288	80	4	49
角色形象IP	622	2	605		18			
总计	9944	50	6300	1707	1484	98	89	270

数据来源：界面财经，东吴证券研究所

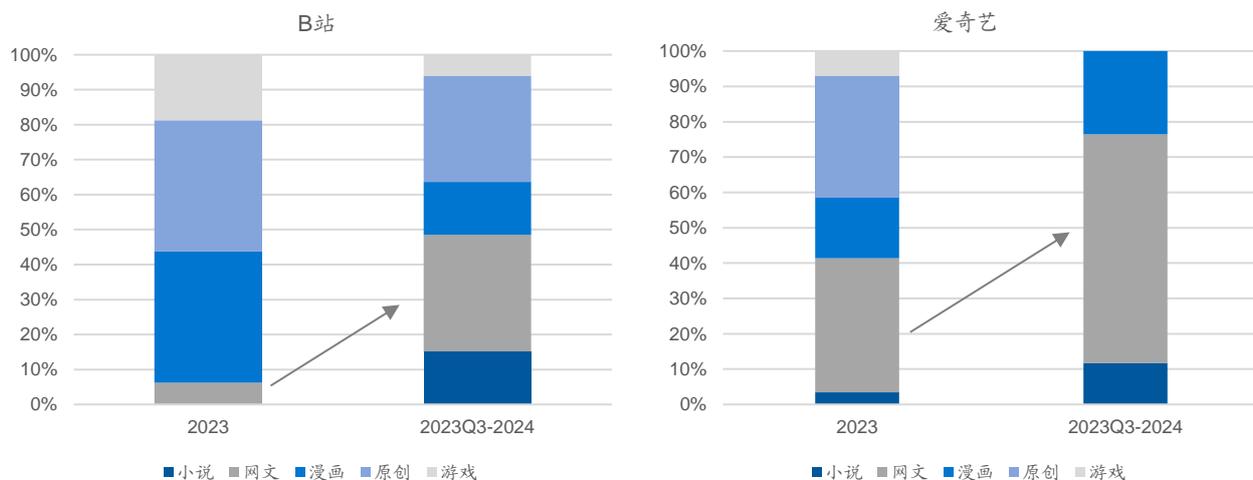
经典文学 IP 经历了时间沉淀，具有高质量的故事内容、完整的故事线、深刻的思想深度，成为不少影视公司的改编来源。除了经典文学，热门网文也是影视公司的追逐目标，网文的改编难度较低、改编灵活度较高、版权价格性价比也更高。据不完全统计，2023 年腾讯视频、优酷视频、爱奇艺、B 站 4 个视频平台上线的 145 部动画作品中，网文 IP 改编的动画作品不仅数量占比最高，且平均热度也最高。游戏改编的动画作品仅 9 部，且热度也低于平均水平。根据爱奇艺片单，2023Q3-2024 待播动画作品中，由网文 IP 改编的作品数占比进一步增长。

图8：2023 年动画作品原始 IP 来源分布及动画热度



数据来源：雷报，东吴证券研究所

图9：2023-2024 B 站及爱奇艺动画作品原始 IP 来源分布



数据来源：雷报，东吴证券研究所

注：2023Q3-2024 动画作品数量根据 B 站和爱奇艺 2023 年 9 月发布的动画片单计算，与实际上线情况或有差异

影视是 IP 产业链中的重要一环，它在 IP 产业链中不仅是 IP 开发变现的方式，更是 IP 的放大器，是 IP 走向破圈，走向符号化的必经之路。无论是漫威宇宙、《哈利·波特》还是《冰与火之歌》，这些成熟 IP 从文字到符号化的过程中，无不经过了影视化的助力。2011 年《何以笙箫默》电影版权售价仅数十万元，2014 年版权即将到期之际，价格翻了近 10 倍，高达七位数。

在各类型影视 IP 中，科幻题材更容易成长为头部 IP。全球 TOP50 IP 排行榜中，影视类 IP 共有 10 个，其中大部分为科幻类 IP。

表5: 全球 TOP50 IP 排行榜的影视类 IP

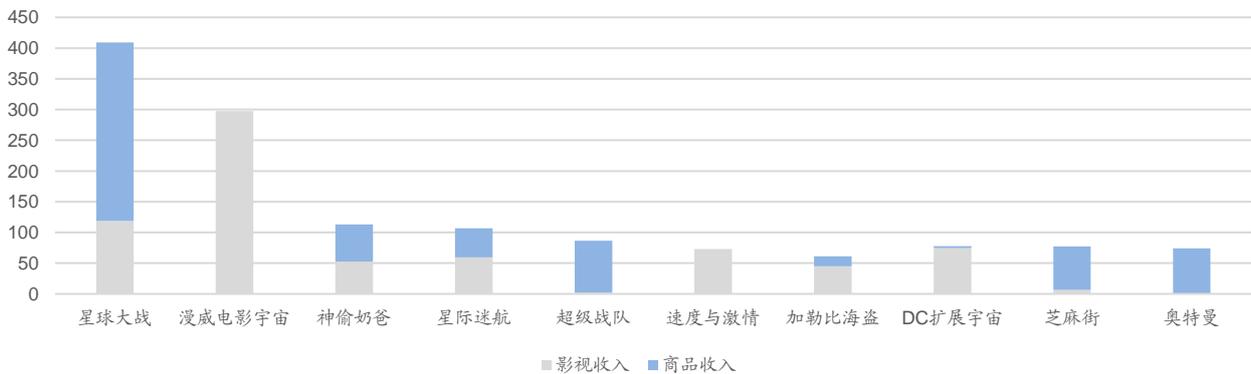
总收入排名	IP	诞生年份	总收入 (亿美元)	商品收入	游戏收入	影视收入	图书收入	其他	IP 拥有方
4	星球大战	1977	467	291	40	119	18		卢卡斯影业
9	漫威电影宇宙	2008	323			297		26	漫威
31	神偷奶爸	2010	113	60		53			环球影业
33	星际迷航	1966	107	48		59			派拉蒙环球
42	超级战队	1975	87	85		2			孩之宝, 东映
44	速度与激情	2001	79			73		6	环球影业
45	加勒比海盗	2003	79	16		45		18	迪士尼
47	DC 扩展宇宙	2013	78	3		75			DC
48	芝麻街	1955	77	71		7			芝麻街工作室
49	奥特曼	1996	74	74					圆谷

数据来源: 界面财经, 东吴证券研究所

对比海外 IP, 国内 IP 的商品收入占比仍有较大提升空间。全球 TOP10 影视 IP 中, 《漫威电影宇宙》《速度与激情》《加勒比海盗》《DC 扩展宇宙》四个 IP 的收入以原生电影票房收入为主, 而另外 6 个 IP 的商品销售收入均超过其电影票房收入。

国内影视 IP 的商品变现能力较弱, 因为 1) 影视剧在上线之前, 无法确保一定会取得较高热度。如果剧集播放量或电影票房未达预期, 则会影响衍生品的销售。因此, 在剧集上线初期, 被授权方会控制生产规模, 以降低潜在的损失, 只有在剧集达到人气高峰时, 才会大规模上线衍生商品。2) 档期无法敲定, 衍生品生产铺货困难重重。由于电影档期的限制和不确定性, 与商品生产的长周期匹配起来较为困难。

图10: 全球头部影视 IP 的累计总收入和商品收入 (亿美元)



数据来源: 界面财经, 东吴证券研究所

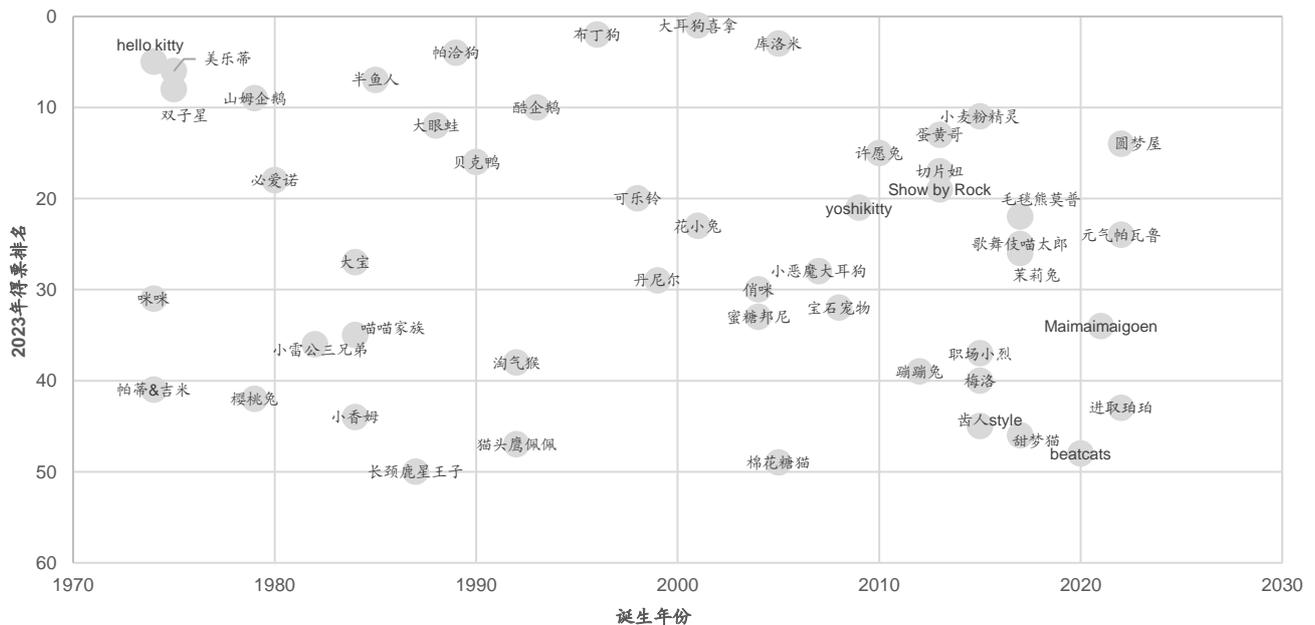
3.3. 形象 IP：先凭借颜值出圈，再补充内容

过去，IP 通常通过一部电影或动画片让大众熟知。而现在，越来越多的形象型 IP 由艺术家创造出来，无需故事内容支撑，也收获了大量的粉丝，比如泡泡玛特旗下的 Molly、Skull Panda、Hirono 等。

相比于故事型 IP，形象型 IP 更容易快速出圈。相比于故事型 IP，形象型 IP 对原生内容体量的要求相对偏低，更多地凭借“颜值”出圈。因此，形象型 IP 的受欢迎程度并不必然和 IP 年龄正相关，新的形象型 IP 借助好的形象、好的渠道、好的营销方式也可以快速获得消费者喜爱。

以三丽鸥为例，公司拥有超过 400 个 IP，2023 年最受欢迎的 50 个 IP 中，虽然如 hello kitty 的经典 IP 仍然名列前茅，但也不乏新的 IP。

图11：2023 年三丽鸥最受欢迎的 50 个 IP 及其诞生年份



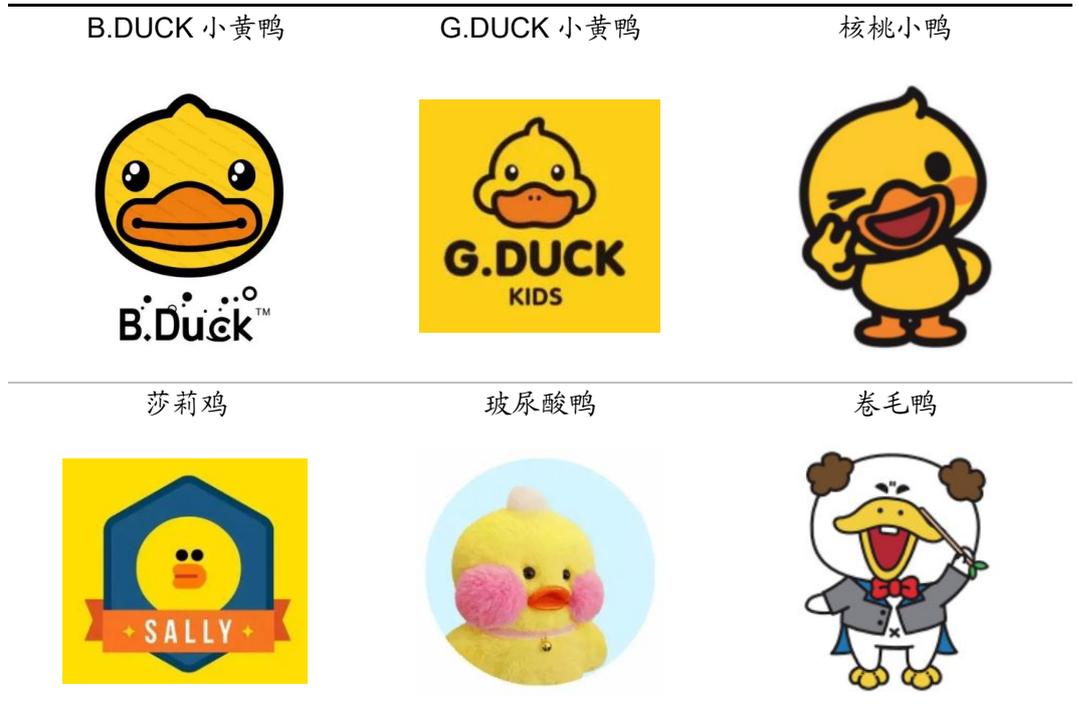
数据来源：fandom，三丽鸥官网，东吴证券研究所

什么样的形象可以称之为好形象？我们认为可以从三个维度分析：一是审美属性，即 IP 形象是否符合当前大众审美，以此确定 IP 孵化的方向是服务于大众，还是各种深度小圈层。二是差异性，即 IP 是否具有标志性特征、是否能被快速识别出来，比如 Molly 撅着的嘴巴、泪痣和湖蓝色的眼睛都是其标志性特征。三是延展性，即 IP 具有强迭代、快速推出多系列的能力。

以小黄鸭德盈公司旗下的 B.DUCK 小黄鸭 IP 为例，该形象以黄色毛发和厚嘴唇为标志性特征，但并没有明显的区分度，因此频繁陷入盗版侵权的风波。2018 年以来众多

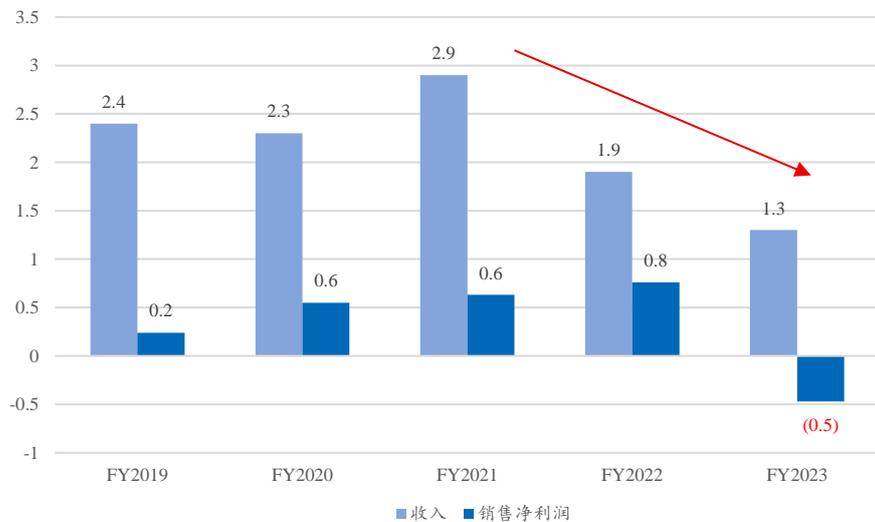
黄色鸭子形象 IP 纷纷问世，小黄鸭德盈接连发起诉讼。其中，对 G.DUCK 的上诉成功，而对“核桃小鸭”的上诉却以败诉收尾。相比于 B.DUCK，市面上一些更有区分度的鸭子类 IP 开始出圈，比如有着标志性腮红的玻尿酸鸭、有着卷曲头发和丰富面部表情的卷毛鸭等。

图12：小黄鸭以及类似 IP 形象



数据来源：WUI 文创 IP 运营，东吴证券研究所

图13：FY2019-2023 小黄鸭德盈营收及销售净利润（亿港元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

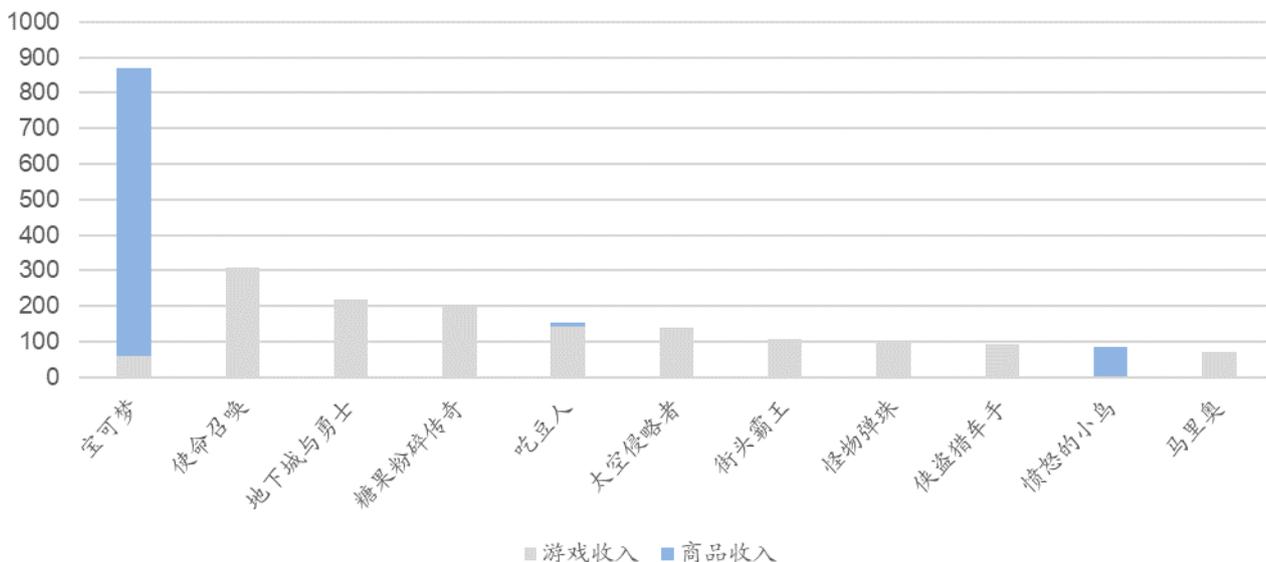
3.4. 游戏 IP: 是内容、形象、商品和渠道的综合体

游戏和文/漫/影有着本质区别。①媒介形态上，文学、动漫和影视都是“data”，是“数据”，是单向传播的，核心在于内容是否有趣、是否吸引人；而游戏是“procedure”，是“程序”，是玩家和系统、玩家和玩家之间的双向乃至多向传播的，核心在于玩法是否有趣。②叙事模式上，文/漫/影为线性叙事，而游戏为非线性叙事。游戏可以构建超文本的非线性叙事，将海量的、网状的信息和细节提供给玩家。然而这对于时间线性流动的动画而言是较大的负担。因此，即使是玩法相对轻度、媒介差异鸿沟较小的 AVG 类游戏，在改编为动画时仍然面临信息丢失的问题。

我们认为，游戏 IP 通常兼具内容、形象、商品和渠道四个属性。首先，游戏中的故事、情节、角色、世界观提供了【内容】；第二，游戏本身就是视觉化产品，提供大量的角色【形象】；第三，游戏中的道具和皮肤兼具功能属性和社交属性，即【商品】；第四，游戏是一个线上平台，将粉丝群汇集在一起，提供社交场所和交易【渠道】。

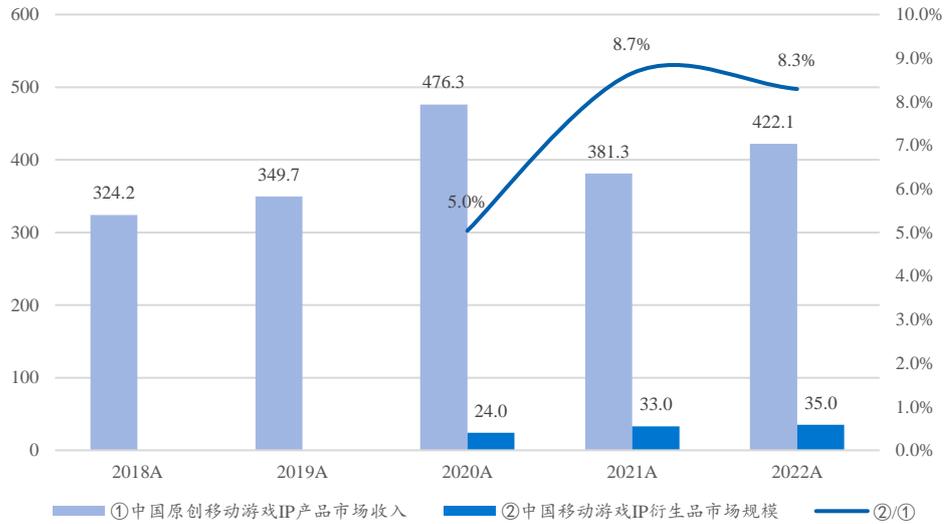
由于游戏具备【商品】和【渠道】属性，大量虚拟衍生品交易已在游戏内发生，而游戏外的衍生品销售额则相对较少。全球头部游戏 IP 中，除《宝可梦》《愤怒的小鸟》以商品收入为主，其他头部游戏 IP 的收入大部分来自游戏收入本身。国内也是类似的情况，2022 年我国移动游戏 IP 衍生品市场规模为 35 亿元，占原生收入的比例仅 8.3%。

图14: 全球头部游戏 IP 的累计总收入和商品收入 (亿美元)



数据来源: 界面财经, 东吴证券研究所

图15: 2018-2022年中国原创移动游戏IP原生市场及衍生品收入规模(亿元)



数据来源: 伽马数据, 东吴证券研究所

我们将游戏分为两类，强交互型游戏和强内容型游戏，前者的【形象】和【商品】属性更明显，而后者的【内容】属性更明显。对于强交互型游戏，如MOBA，其大部分收入来自游戏内的皮肤和道具收入，而游戏外的衍生品带货能力、多媒介改编能力较弱。在改编为动画时，嵌套在游戏交互性中的体验随之弱化了，作品魅力也大打折扣。而对于强内容型游戏，如RPG游戏，有着大量故事背景设定和丰富的角色，相对容易改编为动画；游戏角色在游戏外也相对具有更强的带货能力。

2023年淘宝及天猫全平台IP商品成交数据排行前50的IP中，游戏IP有9个，其中大部分游戏有着丰富的故事设定，仅《蛋仔派对》和《马里奥》的故事设定相对简单。

表6: 淘天2023年度IP价值榜-上榜游戏IP的故事设定

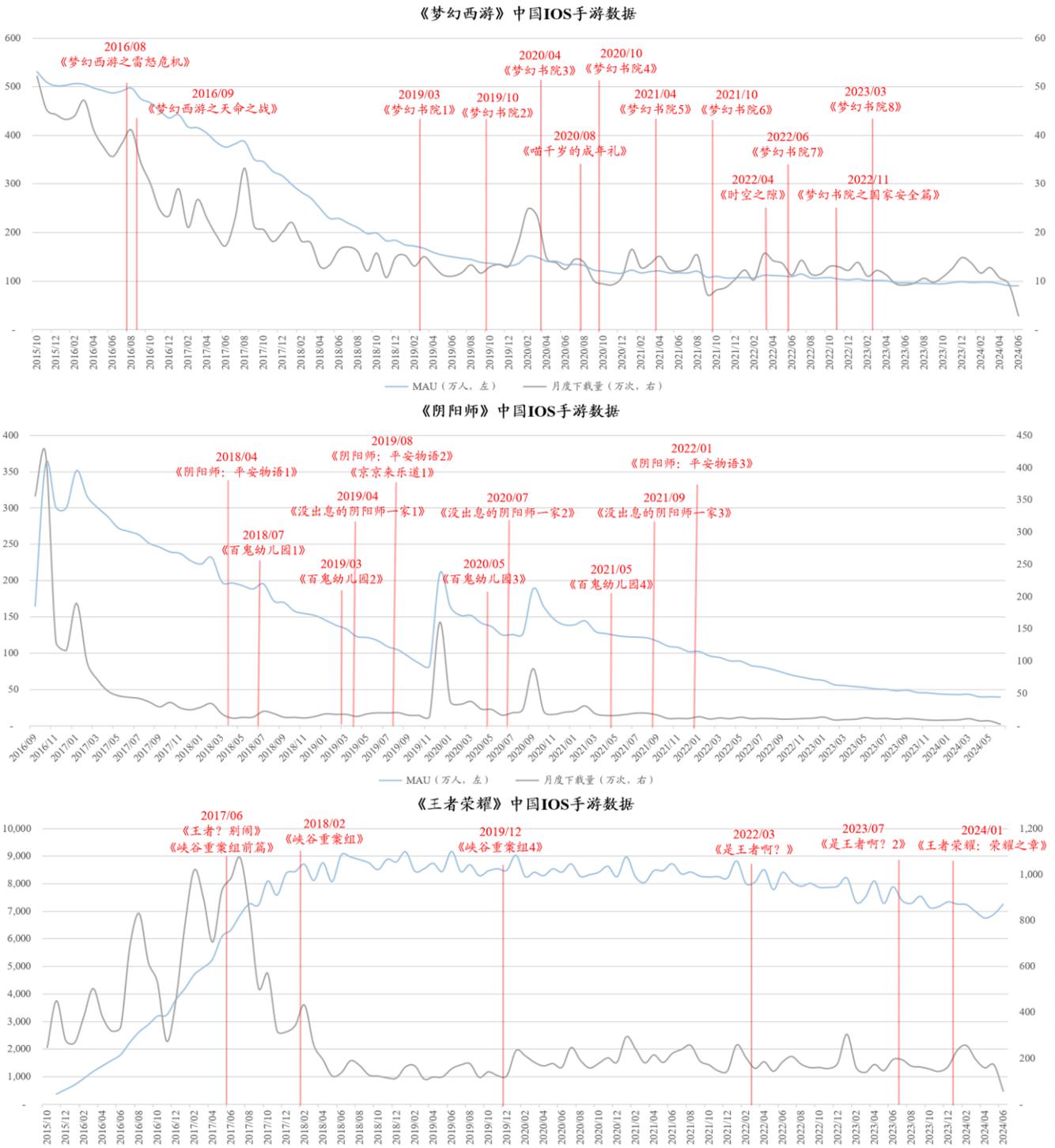
排名	游戏IP	游戏类型	IP持有者	故事设定
6	《原神》	开放世界二次元RPG	米哈游	“提瓦特”世界由七种元素力量构成，分别对应着七个不同的国家。玩家扮演的“旅行者”角色，与一对双胞胎在穿越世界时被神秘力量分离。为了寻找失散的兄弟姐妹，“旅行者”踏上了探索世界、揭露世界秘密的旅程。
11	《宝可梦》	战斗RPG	任天堂, 宝可梦	游戏的核心玩法是收集、训练和对战虚构生物——宝可梦。玩家扮演宝可梦训练师，旅行于不同的地区，捕捉宝可梦，培养它们成为强大的战斗伙伴，并挑战其他训练师和宝可梦道馆。
13	《光与夜之恋》	二次元乙女	腾讯	游戏设定在现代都市背景下，但存在“神的后裔”群体，包括血族、灵族和有特殊天赋的人类。男主角们各自有一个表身份以及一个里身份，主线剧情围绕女主角与男主角的故事展开。
23	《明日方舟》	塔防, 二次元, 养成	鹰角网络	在一个架空的未来世界里，主要居民是带有动物特征的亚人类。这个世界遭受着名为“天灾”的自然灾害，导致人们不得不居住在移动城市中以躲避灾难。源石是这个世界的能源，但同时也带来了“感染者”。

				游戏的故事围绕罗德岛制药公司以及整合运动等组织展开。
24	《崩坏3》	二次元, 动作, 冒险	米哈游	在一个名为崩坏的世界中, 崩坏是一种周期性出现的灾难, 对人类文明构成巨大威胁。玩家将扮演女武神, 与同伴们一起对抗崩坏的源头——律者。
26	《蛋仔派对》	MOBA	网易	每轮游戏有多达 60 名玩家参与, 通过多个越来越难的迷你游戏, 最终只有一名玩家能够胜出。
34	《崩坏: 星穹铁道》	二次元 RPG	米哈游	玩家乘坐星穹铁道列车与同伴们降临到各类危机的星球, 找到星核, 解决危机。崩坏系列的大设定中, 宇宙由虚数之树和量子之海构成, 两者形成动态平衡, 游戏中存在命途, 星神, 以及不同的派系。
35	《马里奥》	动作	任天堂	玩家控制马里奥通过各种障碍, 收集金币, 打败敌人, 最终救出公主。
38	《未定事件簿》	二次元乙女	米哈游	故事发生在 2030 年的架空城市“未名市”——一个在文明碰撞中崛起的、科技与阴暗共存的城市。玩家扮演的角色是初级律师, 调查组代号“蔷薇”, 与不同男主角合作解决案件。

数据来源: 36 氪, TapTap, 东吴证券研究所

改编动画通常难以显著拉动游戏收入, 但可以补充游戏世界观。根据雷报总结, 截至 2023 年 2 月, 国内游戏共改编了 76 部动画作品, 其中改编数最高的游戏 IP 为《梦幻西游》《阴阳师》《王者荣耀》, 分别改编了 17 部、12 部、7 部动画作品。我们将这三款游戏的 MAU 和下载量与其改编动画作品并列展示, 见于下图。可以看出, 改编动画上线后, 对于游戏本身的 MAU 和下载量拉动效果并不显著。**游戏 IP 改编为其他内容, 更多地是为了补充内容, 打造 IP 宇宙。**以《王者荣耀》为例, 作为 MOBA 游戏, 以快节奏、强对抗、弱内容为主要特点。为了强化游戏的世界观, 《王者荣耀》一方面不断补充游戏剧情及英雄背景故事, 另一方面则开始围绕《王者荣耀》研发 IP 衍生作品, 从至影视、音乐、文学、动漫等多种形式全方位展示“王者世界”。

图16: 国产游戏改编动画与手游数据的相关性较弱



数据来源: SensorTower, 雷报, 东吴证券研究所

注: 红色字体表示该游戏改编的动画首集上线时间

注 2: 《阴阳师》系列包括《阴阳师》《阴阳师: 百闻牌》《阴阳师: 妖怪屋》三款游戏, 此处我们将三款游戏的 MAU 和月度下载量进行加总, 未去除重复用户。由于《阴阳师: 百闻牌》《阴阳师: 妖怪屋》分别于 2019 年 12 月和 2020 年 9 月上线, 导致这两个时间点的合计 MAU 和合计下载量快速增长。

表7: 《王者荣耀》IP 衍生作品及联动合作情况

类别	衍生作品
动漫	《王者? 别闹》《峡谷重案组》《是王者啊?》《荣耀之章》等。
音乐	周深《微光海洋》，五月天《I Will Carry You》
音乐剧	王者荣耀交响音乐会，中文音乐剧《摘星辰》
电影电视	衍生电视剧《你是我的荣耀》，累计播放量达 33 亿
书籍衍生品	各类衍生周边产品
联动合作	中国航天 ASES 合作：推出航天主题皮肤“盾山·梦圆繁星” 敦煌文化合作：杨玉环“遇见飞天”皮肤，传承敦煌之美 与越剧经典《梁祝》的合作 联动世界第一古代水文站白鹤梁水下博物馆 鬼谷子限定皮肤“五谷丰年” 与南昌滕王阁管理处合作的数字文旅计划：“滕王阁序”皮肤

数据来源：gamelook，东吴证券研究所

4. 买 IP 企业买的是什么？——资源、战略、渠道

买 IP 企业，就是买确定性。在前文中，我们提到，爆款 IP 的诞生是小概率事件，而 IP 经营的生意却是要在不确定中寻找确定性。我们认为 IP 生意的确定性来自三个方面，分别对应 IP 产业链的三个环节。

IP 产业链从上至下依次是：IP 的获取、IP 的孵化和运营、IP 的变现，三个环节分别对应企业的三项能力：在上游，已有 IP 的价值，以及是否具有持续生产新 IP 的能力；在中游，将新 IP 孵化为成熟 IP、扩大粉丝基础的能力；在下游，是否有广泛的渠道，将 IP 相关产品销售给消费者，能否构建基于 IP 的用户社群、甚至形成一种圈子文化。

通常而言，优质的 IP 企业是全产业链布局的。比如迪士尼既有电影、动漫等内容作品，有多个工作室，也有乐园、衍生品授权部门，将 IP 价值持续放大。

为什么全产业链布局是必要的？为什么不能只做单个环节？因为企业对于上游和下游的控制是相互促进的，即，只有控制了下游，才能控制上游和中游；只有具备稳定的上游产出能力，才能持续赋能下游。由于市场上充斥着大量 IP，都在争夺消费者的注意力，因此，只有企业具备下游渠道，才能将自有的 IP 率先推出到消费者的面前，获得更多的曝光。比如泡泡玛特的门店里，销售的产品大部分是自有 IP 产品；比如迪士尼的乐园里，汇集了自有的经典动画 IP 形象。**上游是符号，下游是触点。**符号需要经由触点进行传播，触点需要借助符号汇集粉丝，二者共同构成了品牌。所谓品牌，就是口碑和保障，是形成转化和复购的关键。**中游环节主要为生产制造，我们认为其重要性相对较弱，虽然也是企业经营需要关注的方面，但不同企业在中游维度并不能拉开区分度。**

因此，对应到投资环节，我们建议关注两类企业。一类是有着大量头部 IP 储备，

或者具有 IP 生产能力，比如有签约作家/自有动画工作室/签约设计师等。另一类虽然没有大量头部 IP，但是具有将非头部 IP 培育成头部 IP 的能力，这要求管理层具备眼光、战略，以及将 IP 推送至终端消费者的渠道。第一类企业属于资源型玩家，类似中东的石油开采国；第二类企业属于全产业链玩家，其商业模式更接近经纪公司，优势在于行业 know how、先发优势和规模优势。

对于两类企业，在分析时需要注意哪些问题？以下两节分别展开介绍。

4.1. 资源：关注 IP 是自有/授权，以及有效期的长度

首先，需要关注企业的 IP 是自有的还是授权的。授权是一种轻资产的模式，对现金流和前期投入要求不高，可以更快向市场推出更多产品。自研模式则相对重资产一些，IP 筛选、原画设计、生产备货、销售和售后都需要自己掌控，对现金流资源要求较高，优点在于 IP 授权方可以更好地掌握品控、以质量打动粉丝。

通常而言，自有 IP 比授权 IP 更稳定。以卡游为例，尽管公司旗下 IP 多达 44 个（截至 2023/9/30），且不乏头部 IP，但风险在于，卡游和 IP 合作公司签订的授权协议的期限通常为 1~10 年，且协议通常不会自动续期，如果无法与头部 IP 续期，则卡牌销量可能会下滑。另外，如果 IP 授权费用水涨船高，公司的盈利能力也会受到影响。

表8：卡游旗下的 IP 矩阵

IP 名称	IP 来源	主要产品类型	权利性质	与 IP 合作伙伴开始关系的年份	主要产品类型的有效期限
奥特曼	获得授权	集换式卡牌及文具	中国内地的设计和开发、生产、销售和营销权利	2018 年	2029 年
叶罗丽	获得授权	集换式卡牌及文具	中国内地的设计和开发、生产、销售和营销权利	2019 年	2033 年
斗罗大陆动画	获得授权	集换式卡牌	中国内地的设计和开发、生产、销售和营销权利	2020 年	2025 年
蛋仔派对	获得授权	集换式卡牌及文具	中国内地及东南亚的设计、开发、生产、销售和营销权利	2019 年	2025 年
卡游三国	自有产权	集换式卡牌	不适用	不适用	不适用

数据来源：雷报，东吴证券研究所

4.2. 战略：打造 IP 宇宙的能力——DC 为什么不如漫威

较多公司纷纷尝试打造 IP 宇宙，如《唐探》宇宙、《三体》宇宙、《西游记》宇宙等。IP 宇宙即基于一套统一的故事背景设定下，衍生出具有关联的故事集合。相比于独立故事，IP 宇宙可以实现以旧 IP 带新 IP，维持旧 IP 粉丝粘性、同时吸引新粉丝加入。

但打造 IP 宇宙并非易事，全球 IP 巨头也耗费数十年才形成较为完整的故事体系，期间亦有反面教材。

我们选取漫威宇宙和 DC 拓展宇宙进行对比。二者是全球 top50 IP 榜单上为数不多的新 IP。漫威宇宙起于 2008 年，DC 拓展宇宙起于 2013 年，相较于其他全球头部 IP 相对更加年轻。二者均以超级英雄为核心角色，均推出了独立英雄电影和多英雄集合的大电影。但无论是电影数量、总票房、单片平均票房还是平均 ROI 维度，漫威宇宙均优于 DC 扩展宇宙。

结论：通过对比漫威和 DC 拓展宇宙，我们发现，原始内容（即超级英雄漫画）是打造 IP 宇宙的起点，是 0-1 的部分，但更重要是 1 到 100 的部分，即管理层是否对于 IP 宇宙有着长线的、清晰的规划，对于故事框架设定、人物关系设定、内容推出节奏和商业变现节奏的把控。

以下是具体分析。

截至目前，漫威共上线 32 部电影，比 DC 宇宙多 17 部；漫威宇宙电影票房累计值为 296 亿美元，是 DC 宇宙的 4 倍多；漫威宇宙单片平均票房为 9.2 亿美元，接近 DC 拓展宇宙的 2 倍。我们用票房除以成本，粗略计算 ROI，此处成本仅包括前期的拍摄制作环节相关成本，不包括宣发成本。漫威宇宙电影平均 ROI 达 4.6，而 DC 拓展宇宙则仅为 2.7。

表9：漫威宇宙 VS DC 拓展宇宙：电影数量、票房及 ROI 表现

	电影数量（部）	全球总票房（亿美元）	单片平均票房（亿美元）	平均 ROI
漫威宇宙	32	296	9.2	4.6
DC 拓展宇宙	15	72	4.8	2.7

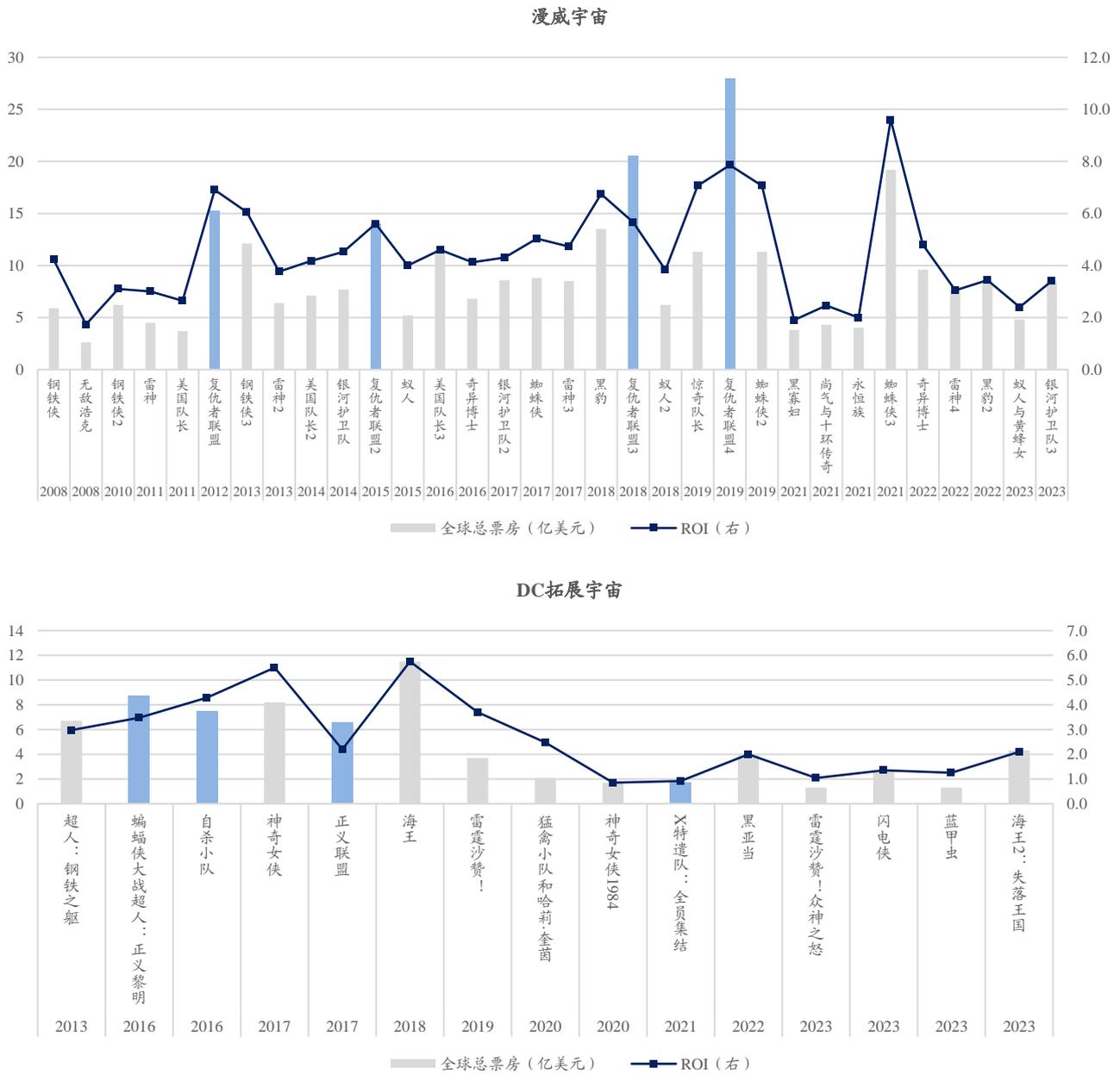
数据来源：Box Office Mojo，东吴证券研究所

漫威宇宙单片票房保持稳定增长的趋势，而 DC 拓展宇宙的票房整体呈下滑趋势。漫威宇宙方面，《复仇者联盟》第一到第四部电影票房分别为 15.2/14.0/20.5/28.0 亿美元（仅第二部略有下滑），《钢铁侠》三部票房分别为 5.9/6.2/12.1 亿美元，《蜘蛛侠》三部票房分别为 8.8/11.3/19.2 亿美元，《美国队长》三部电影票房分别为 3.7/7.1/8.6 亿美元。此外，漫威宇宙新推出的独立英雄电影亦表现良好，如《黑豹》《惊奇队长》单片票房均在 10 亿美元以上，《黑寡妇》《尚气与十环传奇》《永恒族》票房也在 4 亿美元左右。反观 DC 宇宙，《自杀小队》第一部和第二部票房分别为 7.5/1.7 亿美元；《神奇女侠》两部票房分别为 8.2/1.7 亿美元；《海王》两部票房分别为 11.5/4.3 亿美元；《雷霆沙赞》两部票房分别为 3.7/1.3 亿美元，均呈现明显的下滑趋势。

漫威宇宙电影的盈利能力也优于 DC 宇宙。漫威宇宙电影的平均 ROI 为 4.6，且大部分电影的 ROI 在 2.0 以上，仅《无敌浩克》《黑寡妇》的 ROI 为 1.7、1.9；而 DC 拓展宇宙的电影平均 ROI 为 2.7，部分电影的 ROI 仅在 1.0 左右。如果根据“票房达到成本

的 2-3 倍才能回本”的经验法则，那么 DC 拓展宇宙可能徘徊在盈亏平衡线附近。

图17: 漫威宇宙 VS DC 拓展宇宙: 历年电影票房及 ROI



数据来源: Box Office Mojo, 东吴证券研究所

注: 蓝色表示集结了多个英雄的大电影, 灰色表示独立英雄电影。

注 2: 我们用票房除以成本, 粗略计算 ROI, 此处成本仅包括前期的拍摄制作环节相关成本, 不包括宣发成本。

同样是改编自超级英雄题材的漫画, 为何漫威宇宙和 DC 拓展宇宙表现大相径庭?

华纳成立 DC 影业后, 全盘接管 DC 电影发展规划, 在导演人员、演员人员、故事线走向等多个方面都拥有绝对决策权, 而原本负责 DC 宇宙的 DC 漫画则逐渐失去话语权。华纳对 DC 宇宙缺乏长线的、完整的规划, 仅仅关注短期票房表现。比如, 《超人归

来》表现不尽人意后，华纳便暂歇续集计划，转身开启新系列《超人：钢铁之躯》。《绿灯侠》重大票房失利后，华纳甚至直接叫停了 DC 宇宙计划，又在《哈利·波特》系列“退役”后重启 DC 宇宙。种种混乱的决策导致 DC 宇宙各电影之间的剧情缺乏关联，甚至互相冲突。

而漫威的母公司迪士尼奉行“大制片厂”制度，旗下的迪士尼影业、皮克斯影业、漫威影业相互独立。漫威影业的掌舵人凯文·费奇拥有高度决策权，确保了漫威宇宙在十多年间保持高度统一的内容风格和完整故事线，并形成稳定的内容生产体系。从 2008 年的《钢铁侠》一直到《复仇者联盟》，漫威不断通过一个个人物、故事情节进行勾连互文，在每一个超级英雄人物的自我发展过程中，以及在由个人到群体的汇流过程中，铺垫形成完整一致的世界观体系。

对比漫威和 DC 拓展宇宙，我们发现，原始内容（即超级英雄漫画）是打造 IP 宇宙的起点，是 0-1 的部分，但更重要是 1 到 100 的部分，即管理层是否对于 IP 宇宙有着长线的、清晰的规划，对于故事框架设定、人物关系设定、内容推出节奏和商业变现节奏的把控。我们将其总结为三个因素：

①**有能力、有热情的内容掌舵人**，能够准确把握每一部影剧的内容关联，了解 IP 粉丝的兴趣点，不断培养深度粉丝；让专业的人做专业的事，不受资方过多干预。本例中，凯文·费奇对于在漫威宇宙的发展起到了不可磨灭的作用，他尊重漫画原著、深入理解角色，甚至设立漫威创意委员会来把关影视改编。

②**长线的发展规划**：以 IP 的长期发展为核心诉求，避免过度追求短期票房表现。在前期锤炼人物群像、形成叙事合力的过程中，不能出大的质量问题，形成观众对人物的认同和共情，然后他们才会为整个 IP 宇宙的后续内容买单。比如，漫威要求每一部作品置于整个漫威宇宙的体系内，与其他作品形成关联。漫威宇宙的排片按照“一年有 1~2 部重磅巨制、2~3 部中低成本独立英雄影”的节奏稳步推进，良好的连接效果帮助漫威吸引到一批又一批的忠实粉丝反复消费，不断延长漫威宇宙 IP 的价值和寿命。

③**统一的世界观**：从内容性的故事、人物、情节，到生产性的影视资产、衍生品逻辑，再到影迷粉丝消费者，都可以进行打通、关联与迁移；由此才有可能，不断地去独立、融合、交叉、组合，而获得更长久的生命力。在统一世界观基础上搭建起来的 IP 宇宙，并不限于院线大片、剧集、动漫、游戏等产品形式，甚至线下的各种粉丝文化体验，都可以是拼图的一块，可以延续进行多样性开发，实现对更多人物、更多视角的扩展，一次次地增加 IP 厚度，使得 IP 持续具备强大的拓展性与可钻性。

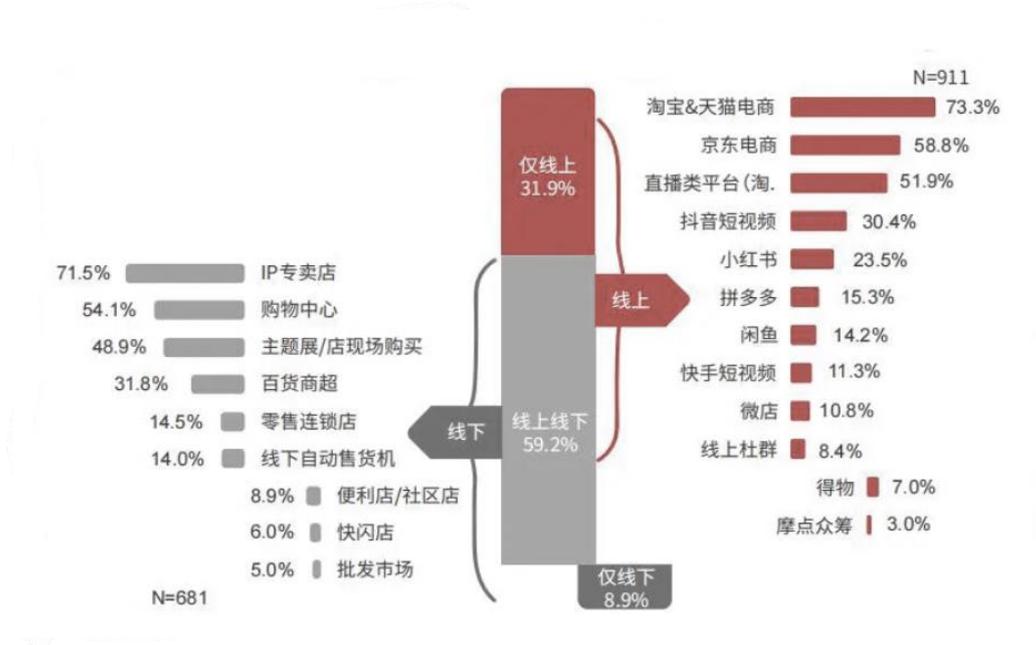
4.3. 渠道：线上、线下全方位联动，维持 IP 高热度

根据阿里鱼，2023 年消费者购买渠道以“线上线下融合”为主，占比高达 59.2%。这意味着，对于 IP 而言，仅仅布局线上渠道或者线下渠道难以覆盖所有潜在消费客群。

IP 就像明星，需要通过线上和线下多种渠道持续曝光，才能吸引更多粉丝的关注。零售

店、主题乐园为 IP 粉丝提供线下“聚会”场所，社交媒体、游戏则为其提供线上“聚会”空间。

图18：2023年IP消费线上渠道结构



数据来源：阿里鱼，东吴证券研究所

表10：知名IP传播渠道一览

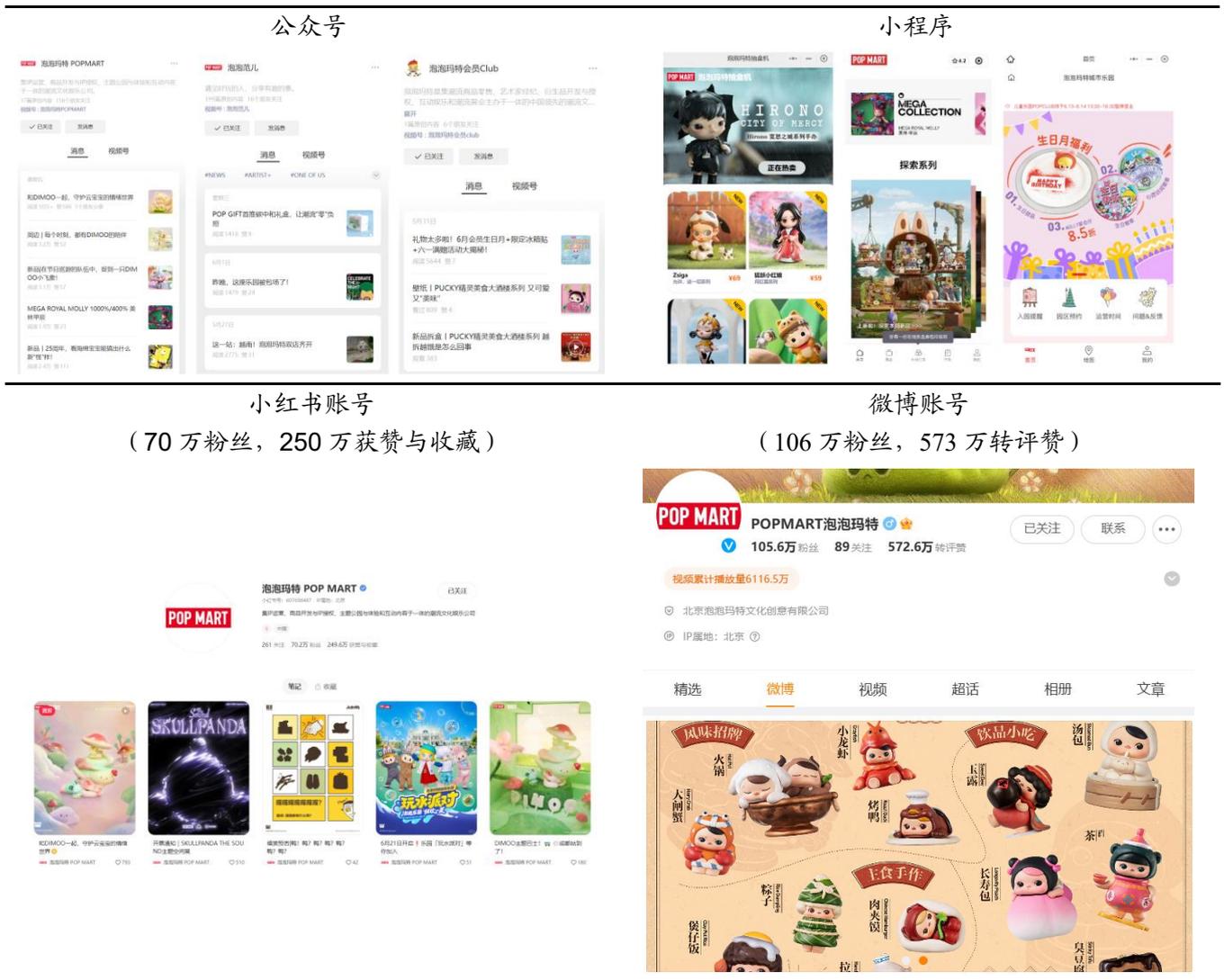
IP名称	主题乐园	电影	周边产品	流媒体
米奇	✓	✓	✓	✓
面包超人	✓	✓	✓	✓
凯蒂猫	✓	✓	✓	✓
宝可梦	✓	✓	✓	✓
星球大战	✓	✓	✓	✓
漫威宇宙	✓	✓	✓	✓
迪士尼公主	✓	✓	✓	✓
超级马里奥	×	✓	✓	✓
BDUCK	✓	×	✓	×
Molly	×	×	✓	×
盗墓笔记	×	✓	✓	✓

数据来源：远川研究所，东吴证券研究所

以泡泡玛特为例，其线上布局涵盖传统电商平台（天猫、京东）、社交媒体（微博、小红书、抖音、微信）等，在完成销售的同时形成私域流量沉淀。通过线下引流、微信平台内各板块之间引流等方式将用户沉淀在私域体系内，并通过持续的精细化运营，来提升私域运营效率。并基于地域进行用户分群管理。用不定期盲盒、优惠券、0元抢以

及交流互助（换娃、交流）以及新品发售等信息引导用户进入社群。

图19：泡泡玛特相关社交媒体



数据来源：微信公众号，微信小程序，小红书，东吴证券研究所

除了社交媒体，泡泡玛特也将推出手游。对于泡泡玛特而言，做游戏的意义并不仅仅是获得游戏收入，更重要意义是提升其 IP 的存在感和生命周期，并将用户群体从已有的一线和新一线人群拓展至三四线城市用户。

公司打造的《梦想家园》手游已开放预约，将于6月27日正式上线。该游戏属于模拟经营游戏，和《动森》《梦想城镇》有类似之处，但融入了更多社交元素，比如玩家可以在《梦想家园》的游戏广场上聊天、可以玩内置的小游戏、可以拜访彼此的家园。在《梦想家园》中，泡泡玛特的五大经典 IP 实现梦幻联动，并被赋予了新的“身份”，对应不同的职业和技能。比如，DIMOO 是占星师、LABUBU 是攀登者、MOLLY 是滑板爱好者、PUCKY 是农夫、SKULLPANDA 拥有木偶助手等。玩家需要通过“占星”（即抽卡）来获得这几大角色，综合获取概率为2%、隐藏款获取概率为1.3%，即最多

进行 80 次占星，必定通过保底获得隐藏角色。这一玩法和“盲盒”有类似之处。获得角色之后，玩家可以通过完成订单任务，提升与上述 IP 形象角色的亲密度。并可以通过完成主线任务，解锁不同的地图。

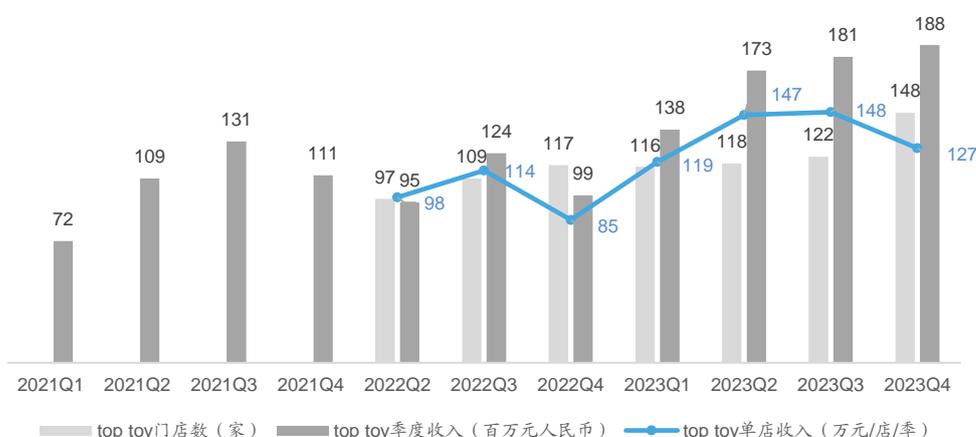
图20: 泡泡玛特手游《梦想家园》



数据来源:《梦想家园》官网, 东吴证券研究所

线下渠道主要包括零售门店、主题公园等。娱乐碎片化时代,用户注意力更加分散。相比一些传统大 IP 有着长达几十年的内容沉淀,潮玩行业更多的是走“轻内容 IP”路线,而线下店能够最大程度让消费者感受轻 IP 的魅力。轻内容 IP 时代,拥有平台属性的潮玩企业也会在未来竞争中具备更大的优势。2023 年,众多潮玩公司都在加速拓展线下门店。名创优品旗下的潮玩店 Top Toy 留存门店数量从 2022 年底的 117 家快速增长至 2023 年底的 148 家。

图21: 2022Q2-2023Q4 Top Toy 留存门店数量(家)



数据来源: 雷报, 东吴证券研究所

近 10 年来，国际著名品牌主题公园纷纷进入中国，迪士尼乐园、环球影城、Hello Kitty 主题乐园度假村、乐高乐园等相继落户，本土主题乐园也在发展壮大，泡泡玛特、旺旺集团和爱奇艺等跨界玩家也开始布局小型主题公园。

主题公园分为重体量和轻体量两种模式，前者以迪士尼、环球影城等为代表，占地面积在百万平方米以上；后者以泡泡玛特为代表，其主题公园占地近 4 万平方米，更接近于城市公园或泡泡玛特线下体验店。由于迪士尼等国际著名 IP 公司具有较多前端作品储备（如电影、动漫等），其主题公园更加重资产模式，体现为大面积、高成本，可以通过全球大量粉丝实现回本。而对于泡泡玛特而言，由于 IP 数量相对较少，且前期并未做过线下乐园，因此首家线下乐园选择以小成本进行试点，如果失败，不会有太大损失；如果成功，就可以持续复制，为公司开辟第二增长曲线。

对泡泡玛特而言，城市乐园相当于 IP 生意的线下延伸。当 IP 发展日趋成熟，在前置的消费动作之外，泡泡玛特需要通过城市乐园等方式提升 IP 纵深价值、扩大圈层认知、打通运营链路。

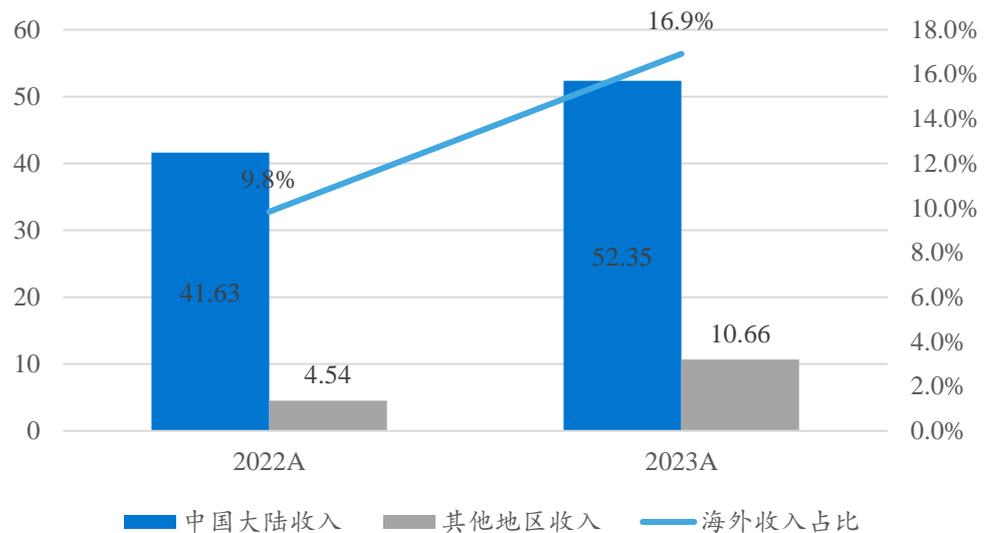
表11: 泡泡玛特城市乐园走轻体量路线

	占地面积	整体投入
上海迪士尼乐园	116 万平方米	超过 340 亿元
北京环球影城	一期占地约 160 万平方米	一期投入 500 亿元
泡泡玛特城市乐园	4 万平米	3 亿元左右

数据来源：经纬线工作室，东吴证券研究所

中国潮玩企业正在全力开拓海外市场。海外有认知、有市场、有消费，成为中国潮玩 IP 蓝海市场。泡泡玛特在 2020 年招股书中就表示要大力发展海外市场，2022 年开始大力出海，2023 年 9 月，泡泡玛特在韩国首尔开出第一家海外线下实体店。2023 全年泡泡玛特海外收入增长 138%至 10.7 亿元人民币，海外收入占比同比提升 7.1pct 至 16.9%。截至 2023 年底，泡泡玛特港澳台及海外门店达到 80 家（含合营），机器人商店达到 159 台（含合营及加盟）。公司对海外业务的增长和持续非常有信心，预计到 2024 年年底门店总量将达到 130~140 家。

图22: 2022-2023 年泡泡玛特分地区收入及占比 (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

挑战与机遇并存, 潮玩 IP 出海面临本地化、物流、运营等多方面的挑战。

挑战一: 本地化。IP 如何吸引海外用户的喜爱, 如何契合海外用户的消费习惯? 潮玩作为强文化属性的产品, 对于本地化运营要求较高, 涉及方方面面的问题, 比如, 如何让海外消费者实现长期共情、选择电商渠道还是线下渠道、如何适配海外用户的使用场景等。比如, 东方消费者更喜欢小而美的潮玩产品, 并热衷在社交媒体上分享, 而西方消费者更偏好酷炫、成熟的大 IP, 不太习惯在社交媒体上分享。为了提升自有 IP 在海外市场的用户认知度, 泡泡玛特一方面频繁参加海外大型玩具展和艺术设计展, 比如法国的 Masion & Objet、印尼和新加坡举办的 Comic Con、日本 Wonder Festival 等; 另一方面主动挖掘海外本土设计师, 和 Seulgie Lee、CHOKOCIDER、colldrain & LABO、CLOCKHOUSE 等韩国艺术家签约, 推出 SATYR RORY、DUCKOO、COLLABO、Flying DongDong 等全球化 IP。

挑战二: 物流。如何在跨国业务中确保物流效率? 以泡泡玛特为例, 公司在中国素以实体店见长, 对于货品陈设、动线规划、灯光设置等方面形成了一套方法论, 但在韩国, 合资公司花了相当时间, 才达成共识, 决定在线下开店。物流方面, 公司目前主要还在依靠国内工厂完成加工生产环节, 再使用空运、海运或者列车运输的方式运抵目的地。门店上货、消费者收货的流程还不够迅速。

挑战亦是机遇。我们认为正是因为海外业务进入门槛较高, 先行者才能基于实战经验积累出海方法论, 形成先发优势, 与后发者形成区隔。

5. 投资建议

我们建议关注两类企业。一类是有着大量头部 IP 储备，或者具有 IP 生产能力，比如有签约作家/自有动画工作室/签约设计师等。另一类虽然没有大量头部 IP，但是具有将非头部 IP 培育成头部 IP 的能力，这要求管理层具备眼光、战略，以及将 IP 推送至终端消费者的渠道。第一类企业属于资源型玩家，类似中东的石油开采国；第二类企业属于全产业链玩家，其商业模式更接近经纪公司，优势在于行业 know how、先发优势和规模优势。

个股方面，我们推荐【泡泡玛特】公司的 IP 矩阵丰富，除了经典 Molly 持续创造收入，新 IP 亦受到消费者喜爱，整体收入结构健康；供应链管理能力强、线下渠道广泛、出海战略清晰。【中文在线】公司拥有大量文学 IP 资源，并具备下游开发能力，如 IP 改编漫画/动画/真人影视剧等；自研的 AI 大模型有望提升 IP 改编效率。【上海电影】公司拥有经典动画和影视 IP，并具有线下的乐园和影院渠道，不仅商务合作推进顺利，且未来三年 KPI 清晰。

建议关注【阅文集团】阅文+新丽+腾讯影业，三驾马车并驾齐驱。在上游，阅文集团拥有大量文学和小说 IP，类型丰富、内容多样。2023 年 12 月，阅文集团发布公告，拟收购腾讯漫画，我们认为这一收购有望丰富阅文集团的 IP 矩阵，实现从文字到图像 IP 的全方位布局，形成难以复制的竞争壁垒。在中游，新丽出品的 IP 改编影视剧，一次次地引发了全民追剧热潮，从《庆余年》、《与凤行》，到《玫瑰的故事》，公司的影视改编能力持续验证。在下游，腾讯影业为其提供流量入口和宣发支持。

建议关注【奥飞娱乐】公司积累了大量经典动画 IP、粉丝受众广泛，其中《喜羊羊与灰太狼》2022 年恢复更新院线大电影，未来计划每年持续更新，有望吸引原有用户回归。

5.1. 泡泡玛特：左手 IP，右手渠道，全产业链放大 IP 价值

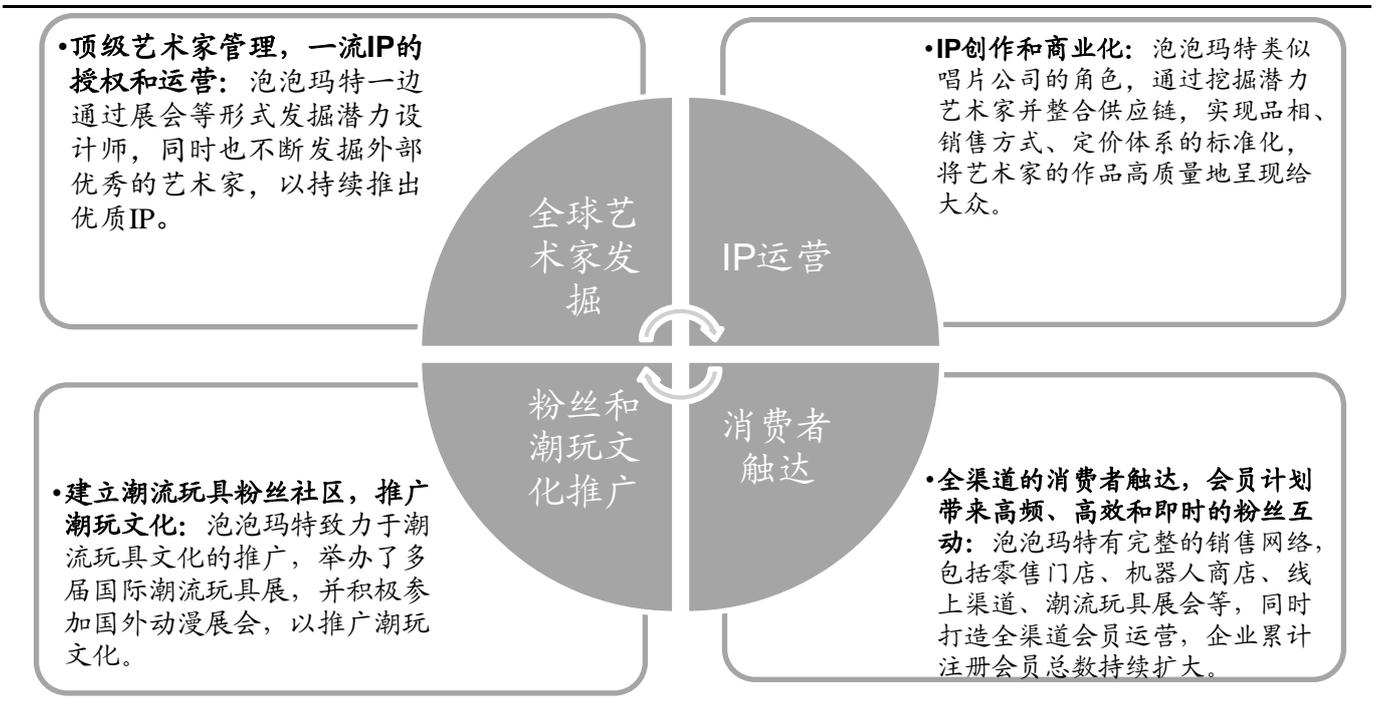
泡泡玛特类似于一家经纪公司，为设计师提供了展示才华的舞台，通过潮玩这一媒介，将设计师的创意作品传递给了更广泛的受众群体，实现艺术性与商业性的融合。

作为 IP 行业的经纪公司，泡泡玛特左手握着 IP 资源，右手握着销售渠道，并通过社群运营将二者连接。因此，泡泡玛特既不是完全的 IP 公司，也不是完全的零售公司，而是兼有二者的属性。泡泡玛特的优势并不是在单一环节达到满分，而是各个环节都能达到优良水平，综合实力突出。在上游，泡泡玛特与众多优秀设计师紧密合作，获取了源源不断的创意资源。在下游，公司既有粘性巩固的线上社群，也有遍布全国各线城市级的线下网点，将包装精美、设计独特的产品高效地传递给消费者。泡泡玛特的出圈起于盲盒，但盲盒仅仅是一种承载潮流文化的载体。这个载体可以是盲盒，也可以是积木、

游戏、数字藏品、线下乐园。在社群运营方面，泡泡玛特是潮玩的引领者，通过办展会等方式，推动潮玩文化深入人心。

从初创时的渠道品牌，到聚焦潮玩成功转型为产品品牌，再到如今的 IP 运营集团，泡泡玛特逐步构建起了自己的 IP 宇宙。公司基于 IP 的基础特性及受众画像，在维持调性、粉丝感受、产品节奏、量价等平衡的原则下，针对不同圈层用户开发多形态商品。核心产品框架包括盲盒（核心收入贡献）+衍生品（灵活挖掘需求）+高端线（Mega+ innerflow 收藏条线，打开高净值市场）。通过 IP 的多元化开发，泡泡玛特正在强化自身全球化 IP 运营集团的属性。

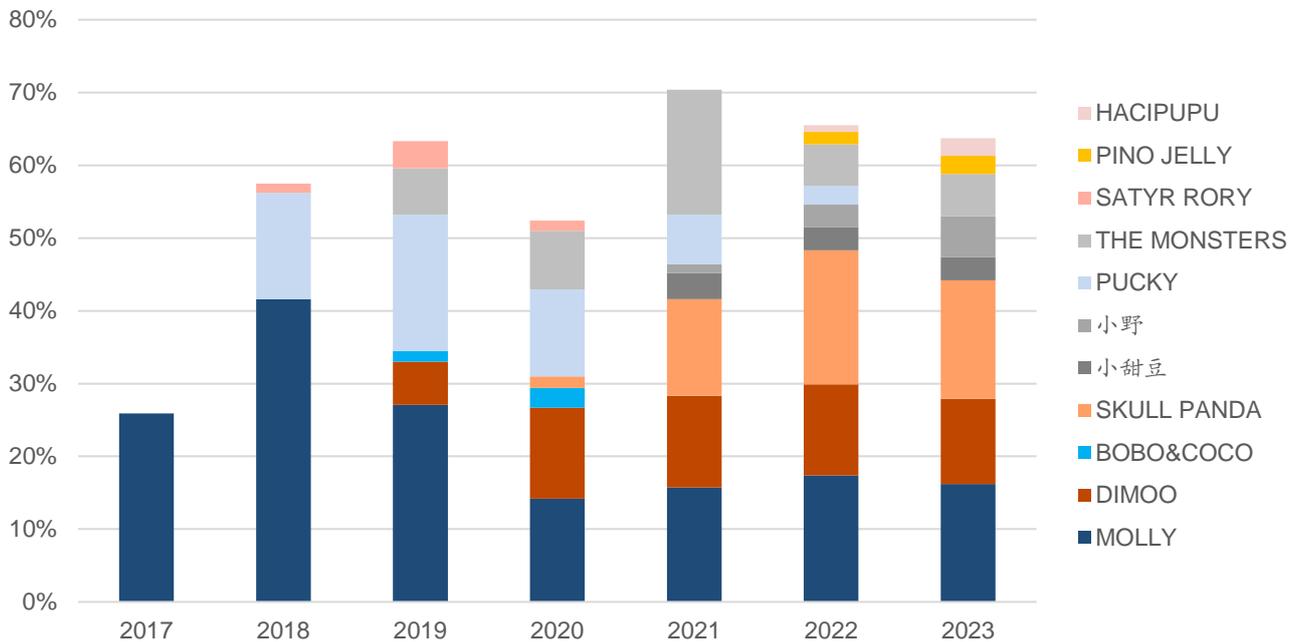
图23：泡泡玛特商业模式



数据来源：泡泡玛特招股书，东吴证券研究所

在上游，泡泡玛特具备持续推出新 IP 的能力。一方面，公司与现有合作艺术家保持良好关系，另一方面通过展会、社区平台等发掘更多优质 IP，降低对单一 IP 的依赖程度，以满足消费者对形象多样化的需求。除了与外部签约设计师合作，泡泡玛特的产品设计中心（POP MART Design Center）也从内部提拔有潜力的设计人员，这些在泡泡玛特体系内成长的年轻人可用性更强，与公司配合度更高，内部成功孵化了较多新 IP，如小甜豆、BOBO&COCO 等。头部 IP Molly 对公司整体收入的贡献从 2018 年的 42% 下降至 2023 年的 16%，近几年推出的新 IP（如 Skull Panda 和 Dimoo）收入占比逐步提升，公司打造新 IP 的能力逐步验证。泡泡玛特也在尝试将内容与 IP 结合。泡泡玛特的社交媒体账号逐渐释放了一些内容小短片，酝酿 IP 背后的故事。Dimoo、Skullpanda 这两个后起 IP，在进入泡泡玛特体系时，设计师已经为其写了不少故事设定。

图24: 2017-2023年泡泡玛特头部IP收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

IP 孵化：泡泡玛特采用提前储备、超量储备的 IP 孵化策略，对每个 IP 的运营都有精细科学的规划。泡泡玛特的五大头部 IP 之一 Dimoo 虽然是 2019 年推出的，但在正式进入市场前经历长达两年的孵化。2017 年，泡泡玛特 IP 部门在潮玩展上发现并签下 Dimoo，然后与 Dimoo 的设计师 Ayan 沟通，敲定形象设计、产品定位、储备图库、版权登记等工作。设计师 Ayan 为 Dimoo 准备了多个盲盒系列的设计图，随后进行 3D 立体建模，再到工程拆件、上色环节，确定产品的部件与涂装细节，最后才进入产线。在每个步骤上，IP 部门都会拉上产品、销售、消费者调查等部门开评估会。

每个 IP 储备 2~3 个完整系列后，才会安排第一个系列正式上市。每个头部 IP 一年会推出 3~4 个系列，IP 团队则会储备远高于系列需要的图库资源，以适应不同的场景与风格。为此，泡泡玛特打造了 200 余人的产品设计团队，包括大量 2D/3D 设计师、图库与外包装设计师。

提前储备，可以减少 IP 上市后在前置设计环节的耗时。一个新系列，从 2D 平面到最终上市需要 8-12 个月。泡泡玛特团队会把进工厂前的所有环节，包括平面设计、图库资源与建模等，在 IP 储备的阶段提前做完。一旦某款 IP 打爆，团队就可以从已有的设计储备中挑选适合当前市场风向的，从而将新系列的生产周期压缩到 1~3 个月，维持稳定的上新节奏与设计品质。这种长线设计的模式也有利于泡泡玛特观察、调整新的产品风格。每个月设计团队会进行新品的作品会，搜集来自一二线运营人员的反馈意见，对后续产品进行调整。

商业化: 作为潮玩公司, 泡泡玛特不仅是潮流的“跟随者”, 更是潮流的“创造者”。如果把一个 IP 从 0 到 100 进行划分, 艺术家负责从 0 到 1 的原始创意部分, IP 团队则负责将 1 放大至 100, 帮助设计师调整细节、加入流行元素。头部 IP 的热度存在波峰与波谷, 但良好的运营有助于平滑波峰与波谷、延长 IP 生命周期。泡泡玛特通过开发不同层级、价位的产品维持各个 IP 生命力、提高客单价。泡泡玛特根据每个 IP 的自身特征, 拆分价格带与产品体系。如 1000%、400% 比例的产品线, IP 部门与设计师会在制作质感与表现风格上作调整, 与基础款盲盒作出显著区别, 以稀缺数量与高单价去维持稀有度。比如 Molly, 已经是一个足够有大众知名度的 IP, 后期的大码产品会更偏艺术, 通过与知名艺术家的联名等方式, 打造有说服力的“稀有”质感。

渠道端: 为了将产品输送给消费者, 泡泡玛特织了一张辐射范围广阔的经销网——线下实体体验店、机器人商店、展会、线上天猫旗舰店、葩趣(潮玩互动社区)、泡泡抽机盒(微信小程序), 几乎涵盖了所有主流消费渠道, 每一个渠道都发挥着自身独特的作用。

除了积极打造中国内地全渠道销售网络之外, 泡泡玛特也在持续推进海外业务战略布局。自 2018 年开启全球化之路以来, 公司已经在 100 多个国家和地区实现了线上线下的全渠道入驻(截至 2024 年 4 月), 包括韩国、日本、新加坡等亚洲市场, 英国、新西兰、美国、澳大利亚等西方国家。目前海外市场中, 东方国家和西方国家的销售占比、规模占比大概是 7:3, 公司表示, 随着欧美地区的快速拓展, 3~5 年有望达到 5:5。

5.2. 中文在线: 拥有大量网文 IP 资源, 全面布局数字内容行业

中文在线全面布局数字内容行业, 拥有大量 IP 资源和分发平台。**在上游:** 公司以自有原创内容平台、知名作家、版权机构为正版数字内容来源, 累积数字内容资源超 560 万种, 网络原创驻站作者 450 余万名; 与 600 余家版权机构合作, 签约知名作家、畅销书作者 2,000 余位。**在中游:** 通过对优质网络文学和数据内容进行各种衍生品改编, 实现下游商业化变现, 包括音频、动漫、动态漫画、短剧、影视游戏以及文创周边等多种形式。

中文在线旗下作品《星辰与灰烬》《混沌剑神》《九星霸体诀》分别入选中国网络文学影响力榜“网络小说榜”“IP 影响榜”“海外传播榜”。此外还有讲述创业的《探索者》、描绘粤绣的《天衣》、悬疑小说《五个失踪的少年》《解连环》、武侠小说《吾名玄机》《浪淘沙》等作品。

在整个网络文学领域, 公司的原创平台一直保持着非常稳定的地位, 公司拥有海量的高质量内容, 并能持续生产高质量的内容, 与主流头部平台都有广泛的合作。目前, 公司通过字节跳动旗下的番茄小说、百度旗下的七猫, 以及腾讯旗下的 QQ 阅读、QQ 浏览器等合作伙伴进行分销。

基于大量文字 IP，公司已进行多元化的改编开发，包括音视频、动漫等。①音频领域：公司拥有大量有声书资源，截至 2022 年末总时长超过 46 万小时，其中 AI 主播录制的有声书时长已经超过 18 万小时。与多家知名音频平台展开深度合作，包括喜马拉雅、蜻蜓、番茄听书、TME 等。此外，公司还拥有 2000 多位签约主播以及 AI 主播。2021 年公司有声书收入约 1.2 亿元，其中 AI 有声书占比约 3%；2022 年有声书业务收入约 0.4 亿元，其中 AI 有声书收入占比约 5%。②漫画/动态漫/动画领域：基于公司的小说 IP，改编成漫画/动态漫/动画作品，在腾讯视频、B 站、爱奇艺、抖音、快手等平台上播出，获得分成收入。比如 2023 年的重磅作品包括动画《修罗武神》、动态漫《混沌剑神》。③中长剧：公司和爱奇艺成立了合资公司“中文奇迹”，此外也与腾讯视频有合作。中长剧在视频平台播出后，获取分成收入。

5.3. 上海电影：经典 IP 已有数十年历史，借助系列大电影逐步焕新

上影集团的 IP 具有悠久的历史，其诞生和火热具有特定的时代背景，其庞大的用户基础和广泛的受众认知度具有不可复制性。2023 年公司大力投入于 IP+AI 发展战略，集上影集团和上影股份之力，让沉淀的 IP 金矿焕发新的生机。

①历史，沉淀：国民级 IP 诞生于电视台时代，而流媒体时代的 IP 更加小众、分散和多元。电视台媒体时代，由于内容供给相对有限，传播渠道相对集中，加上电视台的广泛覆盖和高收视率，更容易出现国民级 IP，即那些家喻户晓、具有广泛影响力的作品或角色。这些 IP 通过电视剧、电影、动画片等形式，成为一代人的共同记忆。例如，上美影的《大闹天宫》《哪吒闹海》《黑猫警长》，都是七八十年代的国民级 IP。进入流媒体时代，内容供给爆炸式增长、分发渠道更加分散、消费者的选择更加多样，个性化的推荐算法进一步促进了内容消费的个性化和细分化。因此在流媒体时代，很难再出现国民级 IP。在此背景下，上影的 IP 价值日益凸显。

②变局，新生：上影集团高度重视优质 IP 资产，将 IP 开发列为核心战略，通过电影、衍生品、商业地产等资源扶持 IP 开发。2022 年，上影集团成立上影元，成立时，上影集团及美影厂分别持股 65%、35%。集团将 15 个故事片的 IP、15 个美影厂的 IP，按照 10+10（10 年授权经营+10 年优先续约）的模式经营。2023 年，上海电影于 2023 年 5 月完成对上影元 51% 股权的收购及并表。这个收购是大 IP 开发的重要的一步——把原创的新 IP 和原有的 IP 打包成了一个市场主体，并植入了上市公司，意味着上影股份拥有了对上影集团优质 IP 的开发运营权，获得新的增长动能。

我们认为 IP 业务有望成为集团资源整合的抓手，通过矩阵式开发、线上线下联动、多渠道渗透的方式，IP 有望逐步渗透进人们的日常生活；AI 也有望降低 IP 开发和 IP 变现的成本并提升产能。经典动画 IP 不仅具有深厚的文化底蕴，还蕴含着巨大的商业价值，可以通过续作、衍生品、跨界合作等多种方式进行创新和延伸，为公司带来新的增长点。

6. 风险提示

市场需求变化风险：消费者对文化产品的兴趣经常变化，IP 公司需要预测吸引消费者的 IP 及产品，并快速开发及推出能够赢得消费者有限时间、关注及消费的产品。文化产品及内容可能无法被消费者接受，生命周期可能相对较短。此外，部分公司拓展海外业务，将面临全球市场口味及偏好不同的多元化客户群，需要适应各市场及地区不断变化的消费者口味及偏好。

上游成本提升风险：精品 IP 孵化培育仍存在周期长、投入高、市场等诸多不确定因素，对于项目的投资回收周期以及回报率存在一定的不稳定风险。此外，IP 的使用通常有特定期限，因此随着 IP 到期，公司可能会面临新采购 IP 的成本上升的风险。

市场竞争加剧风险：泛娱乐行业增长迅速，各细分领域为提高用户渗透率、用户粘性和市场份额，务必加速产业革新，竞相进行精品 IP 开发以及衍生产业布局，对于网络流量、IP 制作资源等方面的市场竞争将愈发激烈。随着 AI 技术的快速发展及渗透融合，亦将加速开启新一轮文化产业变革，进一步加剧市场竞争。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>