



增持

中国泛娱乐 IP 价值分析

一元滥觞，多元价值凝聚、嬗递、迭代

公司名称	股票代码	目标价 (人民币)	评级
中文在线	300364.CH	83.30	买入
奥飞动漫	002292.CH	45.88	买入
美盛文化	002699.CH	38.12	买入
宋城演艺	300144.CH	120.00	买入

本报告要点

- 对电影、网络文学、动漫、现场娱乐四大泛娱乐产品的 IP 运作典型现象或公司进行分析。
- 对每一类产品的 IP 发展历程、成功要素、变现渠道、IP 运作进行研究。
- 梳理迪斯尼公司的发展历史。

我们的报告有何不同？

- 从事实和现象入手，而非仅从概念入手，详细拆解典型的电影、网络文学、动漫、现场娱乐的 IP 化发展历程、成功驱动要素、未来变现渠道。
- 分析认为，资本涌入、互联网公司竞争、原创内容稀缺等五大原因促使当前 IP 热的原因。
- 对 IP 核心价值的“品牌”与“未来”进行分析。

IP 是英文“Intellectual Property”的缩写，直译为“知识产权”。对文化娱乐产业而言，IP 可存在于音乐、戏剧、电影、电视、动漫、游戏等多种文化产品中。对文化产品而言，IP 是一个“文化品牌”。一旦拥有 IP，就等于拥有一批固定粉丝；拥有知名度高的 IP，则意味着粉丝效应可放大，并帮助文化产品快速占领市场。因此，随着文化产业的竞争与发展，市场一方面追逐优质、稀缺 IP 资源，另一方面对于拥有 IP 运营能力、可以快速催化成熟 IP 的团队更加青睐。我们认为，优质 IP 需要具备以下三维核心元素：情感唤醒或梦想孕育、易于传播和推广、可迭代。

主要观点：

- **中国泛娱乐产业进入“IP 为王”时代：**随着近几年的高速发展，中国泛娱乐产业（影视剧、动漫、游戏、文学等）逐渐进入高度商业化和竞争加剧的市场格局。娱乐产业内成功的作品，很大程度上依赖于优质 IP。IP 作为文化品牌，本身凝聚了内容价值、粉丝价值、营销价值。拥有 IP 的娱乐产品在市场上受到关注和认可几率更大，后续进行衍生开发可能性更高，产业资本投资风险更小。因此，2013 年开始，中国泛娱乐产业进入“IP 元年”，IP 价格快速增加，价值被不断放大。我们预计这一趋势在未来几年内仍将持续。
- **IP 价值核心——品牌与未来：**在资本热捧、互联网公司加入、原创优质内容稀缺等因素的促进下，IP 价格被快速推高。IP 购买者的核心诉求主要聚焦在文化品牌（买 IP 等于买用户、买粉丝）、未来持续经营（利用优质 IP 进行多维度的经营与变现）两方面。
- **四大泛娱乐产品“IP 化”加速：**影视剧：全球的高票房大片业已摸索出成功的“续集片”模式，美国大片快速 IP 化；网络文学：作为 IP 资源最主要的阵地，网络文学 IP 开发逐渐成熟，巨头纷纷涌入加剧竞争；动漫：随着有妖气平台上《十万个冷笑话》IP 全产业链的开发成功，原创动漫平台将成为继网络文学后，又一个重要的 IP 资源阵地。现场娱乐：开始摆脱小作坊生产模式，对接资本市场，着手进入 IP 开发阶段。

重点推荐

- **中文在线：**中国数字出版第一股，纯正的网络文学标的。随着 IP 价值不断受捧，公司在网络文学 IP 全产业链运营者的角色将彰显价值。
- **奥飞动漫：**动漫及泛娱乐领域内产业链最完善，布局最清晰的企业。
- **美盛文化：**以动漫服饰为根基，开拓 IP 运营产业，显著受益于上海迪斯尼开业。
- **宋城演艺：**收购互联网演艺平台六间房，投资现场娱乐 IP——嘻哈包袱铺。公司在娱乐演艺产业内的布局清晰，线上线下联动优势明显，后续线上线下 IP 价值有望放大。

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实*

(8610) 6622 9343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001

*杨艾莉为本报告重要贡献者

目录

投资摘要:	3
一、IP 持续升温: 文化品牌价值彰显	6
二、影视剧: 美国大片持续 IP 化进程	8
二、网络文学: IP 核心来源, 巨头涌入	17
三、原创动漫: IP 进程初露峥嵘	27
四、现场娱乐: 从分散割据到初步 IP 化	33
五、专题: 迪斯尼——IP 运作铸就娱乐王国	42
奥飞动漫	56
中文在线	59
美盛文化	61
宋城演艺	64
研究报告中所提及的有关上市公司	66

投资摘要:

IP 元年，文化品牌价值彰显

IP 是英语“Intellectual Property”的缩写，直译为“知识产权”。从表现形式来看，IP 可存在于音乐、戏剧、电影、电视、动漫、游戏等多种文化产品。对文化产品而言，IP 是一个“文化品牌”。一旦拥有 IP，就等于拥有一批固定粉丝；拥有一个知名度高的 IP，则意味着粉丝效应可放大，帮助文化产品快速占领市场。借助 IP，文化产品还可顺利向下游衍生品、其他形式娱乐产品进行延伸，将 IP 价值最大化利用。

从 2013 年开始，国内泛娱乐产业对 IP 资源逐渐引起重视。与原有的生产制作——销售宣发环节相比，IP 居于产业链最顶端：高人气的网络小说、漫画、现场娱乐、系列电影都是优质 IP。这些 IP 已凝结粉丝关注与超高话题性。为后续电影电视剧、戏剧音乐、游戏产品开发提供盈利保证。2013 年也被称为“IP 元年”，我们认为，由资本参与、互联网公司加入、手游市场持续升温、优质内容资源稀缺等几大大因素推高整体 IP 价格，甚至带来“天价 IP”现象。

影视剧：美国大片 IP 化现象明显

2014 年全球票房最高的 10 部影片中，有 7 部为系列电影的续集，如《变形金刚 4》、《霍比特人 3》、《美国队长 2》等。在全球票房最高的 50 部影片中，有 34 部为续集电影。大量的续集大片投入市场，并没有让观众感到审美疲劳，反而票房屡创新高。《速度与激情 7》在中国创下超过 20 亿票房，成为中国历史上第一部票房过 20 亿的电影。成功的续集电影包括 3D 动画电影、真人动作大片、畅销小说、经典动漫 IP 等四大类型。续集大片在过去多年的持续优异表现，已经证明其自我发展，自成 IP 的能力。作为全球商业电影的中心，好莱坞六大电影制片公司更加倾向于花费高成本投资拍摄续集电影。

成功的续集大片在内容端上，兼具美式商业大片和续集大片的特质；在消费人群上，主要面向以休闲、娱乐为主要诉求的电影观众；在生产端，续集大片对影视产业内的演员、导演更有吸引力，在视效制作上也更能节约成本。

网络文学：IP 核心来源，巨头涌入

网络文学是指以网络为载体发表的文学作品。与传统文学截然不同，网络文学从一开始就完全以用户为导向，没有传统文学的编辑、审稿等把关制度，网络文学的创造者可以是任何用户，内容多种多样，形式无所限制。正是在这样的背景下，网络文学出现了“穿越”“分身”等多种创新题材的作品，这些难以见诸于传统文学领域的内容受到了读者的热烈追捧。

热门的网络文学作品通过互联网平台积累大量粉丝，表现出极强的 IP 效应。优秀的网络文学作品实现了从文学向电影、电视剧、游戏等其他领域的跨界价值变现，展现出了巨大增值空间。

2015 年 1 月，腾讯以约 50 亿元人民币整体收购盛大文学。盛大文学旗下网络文学站点起点中文网、红袖添香等网站开始与腾讯旗下创世中文网进行整合。网络文学市场，由过去的盛大、腾讯、百度三家竞争，变为腾讯系一家独大。腾讯也将利用旗下文学平台的 IP 资源，在包括游戏、影视剧、动漫在内的泛娱乐领域进行 IP 价值的深度挖掘和开发。

动漫：IP 进程初露峥嵘

与影视剧、文学等大众娱乐产品不同，动漫产品的受众群体虽然相对较小，但用户一旦成为动漫爱好者则更愿意“深度卷入”成为铁杆粉丝。与网络文学的发展逻辑类似，随着互联网的普及，开始出现原创的动漫创作平台。优秀的动漫作者在平台上进行创作，平台则帮助作者进行下游变现。

成立于 2006 年的有妖气平台是目前中国原创动漫平台中的佼佼者。有妖气动漫平台在 A 轮引入盛大资本后，开始学习盛大文学的模式：在用户端，建立免费阅读和付费会员的两套体系；在作者端，建立动漫作者培养机制，向他们支付包括稿费、VIP 分成、奖励和后续 IP 开发收益在内的多种分成。

《十万个冷笑话》是目前有妖气平台上进行全产业链 IP 开发最成功的案例。这部最初在有妖气上连载的动漫作品，后续被开发为动画短片、大电影、舞台剧、手游等多种泛娱乐产品，《十冷》为国产原创动漫 IP 的变现之路提供了优秀标杆。未来，在有妖气等原创动漫平台上，也将涌现更多优质 IP 标的。

现场娱乐：从分散割据到初步 IP 化

现场娱乐主要是指分布于全国各地、具有地方特色的娱乐表演形式。包括华北地区的相声、东北地区二人转、粤语地区栋笃笑、江浙地区黄梅戏、上海地区海派清口等。这些现场娱乐节目通常在一个地区内扎根多年，不仅深受当地居民欢迎，也成为旅游观光游客了解当地民风民俗的一个窗口。

进行现场娱乐表演的剧团通常由拥有艺术造诣的表演者组成，他们更多专注于表演工作，对剧团的商业经营和发展思路则相对欠缺，现场娱乐所积累的大量粉丝及 IP 并未得到充分变现。随着宋城演艺对相声表演团体嘻哈包袱铺的投资，未来现场娱乐 IP 价值将进一步得到挖掘。

迪斯尼：IP 运作铸就娱乐王国

纵观迪斯尼近百年的发展历史，迪斯尼从一家动画电影的制片公司发展为全球娱乐王国，最重要的因素就是对旗下 IP 资源的精心经营。一方面，依托于创意团队，制作出精良的内容产品；另一方面，对内容产品进行反复开发利用，形成“轮次收入”。最终实现单一内容产品的 IP 化和 IP 全产业链运营。

在企业扩张上，迪斯尼收购 ABC 一举获得美国有线电视网络，从内容制作向渠道控制进行拓展。同时，为了与自身 IP 矩阵形成互补，迪斯尼大笔收购 CG 动画制作团队皮克斯、超人 IP 漫威公司以及《星球大战》系列的制作公司卢卡斯影业。

中文在线：文学 IP 全产业链布局清晰，建议买入

公司自 2000 年成立以来，一直以数字内容为核心，在数字出版领域耕耘多年。目前公司三大主营业务包括数字阅读产品、数字出版运营、数字内容增值。同时正在孵化移动端内容发行平台中文书城、中短篇小说平台汤圆创作、以及微信公众号 IP 猎手。公司建立以精英学院和创作研究院为主的两套培养机制，形成对优秀创作者的自我孵化和培育。在当前 IP 价值凸显，IP 衍生变现渠道不断打开的局面下，公司一方面利用已有的丰富 IP 资源进行授权业务，同时着手组建 IP 开发团队，深入游戏、影视剧等后续 IP 开发阶段。

奥飞动漫：泛娱乐全产业链布局，东方迪斯尼轮廓初现

奥飞动漫是中国动漫 IP 产业内的龙头企业。在企业创立初期即尝试摆脱单纯玩具制造，开始向 IP 内容进行拓展。目前公司收购的原创动力、爱乐游、方寸科技、嘉佳卡通等 IP 开发、游戏制作、内容渠道企业，皆为细分领域内的优质团队，与奥飞形成良好的协同效应。自此，奥飞已经形成从 IP 生产、内容播映、IP 衍生到玩具制造的全产业链布局。

一、IP 持续升温：文化品牌价值彰显

IP 是英语 “Intellectual Property” 的缩写，直译为 “知识产权”。从表现形式来看，IP 可存在于音乐、戏剧、电影、电视、动漫、游戏等多种文化产品。对文化产品而言，IP 是一个 “文化品牌”。一旦拥有 IP，就等于拥有一批固定的粉丝；拥有一个知名度高的 IP，则意味着粉丝效应可放大，可帮助文化产品快速占领市场。借助 IP，文化产品还可顺利向下游衍生品、其他形式娱乐产品进行延伸，将 IP 价值最大化利用。

从 2013 年开始，国内泛娱乐产业对 IP 资源逐渐引起重视。与原有的生产制作——销售宣发环节相比，IP 是居于产业链的最顶端：高人气的网络小说、漫画、线下演艺、系列电影都是优质 IP。这些 IP 本身已凝结粉丝的关注与超高的话题性。为后续的电影电视剧、戏剧音乐、游戏产品开发提供了盈利保证。2013 年也被称 “IP 元年”。我们认为，市场对于 IP 价值的发现和追捧，主要缘于以下五个原因：

- **资本涌入：**从 2012 年开始，国内泛娱乐产业逐渐开始受到资本的重视。2012-2013 年，影视剧制作龙头企业华谊兄弟、光线传媒在资本市场表现良好、佳作迭出；中国电影票房屡创新高，综艺节目出现如《中国好声音》、《爸爸去哪儿》等现象级作品，吸引大批资本开始涌入文化产业。
- **互联网公司加入竞争：**中国互联网市场发展迅猛，互联网行业的竞争并不亚于欧美等发达地区。互联网公司在资本、人才、创新能力、执行力等方面均实力强劲。从传统意义来看，互联网属于泛娱乐产业的渠道，通过互联网渠道，娱乐内容向用户进行传播。然而，互联网公司并不满足于已有的渠道优势，携资本和创新能力，开始向内容领域进攻。泛娱乐领域，相较于传统的时政、财经等内容领域，门槛更低、市场化程度更高，正适合在高度竞争中生存的中国互联网企业。可以看到，2014-2015 年，在影视内容方面：百度旗下的爱奇艺投资华策影视，百度入股星美控股；小米公司宣布以 10 亿美元进军视频内容领域，并投资视频网站第一梯队的爱奇艺和优酷土豆。在网络文学方面：百度成立百度文学，签约影视、游戏等多家合作伙伴。腾讯宣布高价收购盛大文学，统一管理和运营起点文学网、潇湘书院、红袖添香、QQ 阅读等品牌。
- **手游市场持续升温：**随着移动互联网的快速普及，用户在移动设备上停留时间增长，互联网行业激烈的竞争在移动互联网产业内重现。在互联网和移动互联网的三大变现领域中（广告、游戏、增值服务），手游行业的竞争率先开始。对用户而言，手游满足了他们随时随地随需的游戏娱乐需求；对游戏开发商而言，手游比大型端游的开发成本更低，所需时间更少，避免开发商了对单一端游盈利能力的过分依赖。同时，手游产品可以通过社交媒体快速传播，吸引用户，产品迭代速度快，保证开发者可以持续不断的开发新手游推向市场。

在此背景下，为保证手游的成功率，手游开发商尤其是部分巨头公司愿意花费大价钱购买 IP 版权进行手游开发，以降低风险，吸引粉丝关注。

图表 1.部分“天价 IP”版权价格

IP	IP 拥有者	原作类型	获得 IP 公司	改编类型	价格
秦时明月	玄机科技	动漫	搜狐畅游	游戏 (5 年版权)	1.5 亿
尸兄	腾讯	动漫	中清龙图	手游 (独家改编权)	5,000 万
风暴三部曲	骷髅精灵	网络小说	play800	RPG 手游	1,000 万
不败王座	方想	网络小说	37 玩	手游	810 万

资料来源：网络、中银国际研究

- **可量化数据：**与传统编剧、制片人模式不同，网络文学、动漫的 IP 前期已经在网络平台上形成读者效应，具有丰富用户数据。如网络文学作品的总点击数、用户评论数、用户转载数量、百度搜索指数、百度贴吧用户及活跃度等多个维度的指标。甚至可细化到每一个章节在网络上的点击、评论、转载数量。这些量化的指标可以帮助投资者对 IP 价值进行量化的判断。

无论是资本为寻求财务回报，还是互联网和手游公司为抢夺更多的用户，它们的加入使得泛娱乐产业商业化加剧、竞争升级。因此，投资者更倾向于高价购买知名 IP，以有效的降低风险、锁定收益。

- **优质原创内容稀缺：**IP 内容主要以网络小说、剧本、动漫为主。而中国的相关创意人才缺乏，编剧资源属于稀缺资源。随着网络文学、动漫等新的创作渠道被打通，IP 创作从一部分专职的编剧、动漫作者开始成为每一个普通人的权利。但是，相较于下游对优质 IP 的极大渴求，上游的创作环节仍然难以跟上，优质的原创内容稀缺。这就导致了近年来“天价 IP”频出的现象。

IP 核心价值再思考：品牌与未来

基于以上五点原因，我们发现 IP 受到资本的狂热追捧，源于 IP 所附着的品牌价值和未来开发潜力。

买品牌：以影视、游戏行业为例，过去看待网络文学主要是从故事角度出发，购买一个优秀的、可改编的故事。而随着 IP 价值的不断放大，IP 作为文化品牌对粉丝的号召力增强，**买 IP 等于买用户、买粉丝。**

买未来：有了用户和粉丝后，需要持续的对 IP 进行经营，IP 进一步的增值变现则顺利成章。例如，根据网络文学 IP 改编的影视剧，在开发成功后，可迅速在手游、舞台剧、衍生产品等多个角度进行开发。买到一个好的 IP，意味着 IP 拥有者可以在未来几年内围绕 IP 进行多元经营和变现。

本报告中，我们从典型现象和案例入手，剖析影视剧、网络文学、动漫、现场娱乐四大泛娱乐产品的 IP 化进程，运作逻辑、成功因素；并分析迪斯尼近百年的发展历史，梳理迪斯尼商业并购与 IP 运作史，以期从迪斯尼发展脉络中找到中国 IP 运营可资借鉴的地方。

二、影视剧：美国大片持续 IP 化进程

1. 全球票房前十的均为美国大片，其中系列续集片占一半以上

2015年4月，《速度与激情7》在中国上映，速7首日票房3.9亿元，总票房达到24亿元，成为中国电影史上第一部票房超过20亿的影片。按照中国进口分账片的分账制度，《速度与激情7》仅中国市场就将给环球影业带去6亿元的收入。《速度与激情7》的大卖并非偶然现象——从2014年全球票房来看，票房收入前十均为美国商业大片，其中属于续集电影的有7部，占比高达63%。不仅是2014年，从过去多年的情况来看，全球票房位居前列的影片中续集电影占比通常超过50%，在2011年甚至达到9部之多。从票房收益来看，全球前50大卖座影片中有34部属于“续集片”或“系列片”。这些续集大片主要是由好莱坞“六大”电影公司（华纳兄弟、派拉蒙、20世纪福克斯、索尼、迪士尼和环球）拍摄制作和发行。对好莱坞巨头电影公司来说，续集片是更加保险的投资，续集电影无论在粉丝基础、观众接受度、品牌内容影响力上，都比原创电影更具优势。《变形金刚》《速度与激情》等多部续集片的成功，也证明观众仍然愿意为“新瓶装旧酒”的故事买单。

图表 2. 全球票房最高的 50 部电影

排名	电影名称	全球票房	上映时间	排名	电影名称	全球票房	上映时间
1	阿凡达	\$2,788.00	2009	26	霍比特人 2	\$960.40	2013
2	泰坦尼克	\$2,186.80	1997	27	哈利·波特与死亡圣器(上)	\$960.30	2010
3	复仇者联盟	\$1,518.60	2012	28	霍比特人 3	\$955.10	2014
4	速度与激情 7	\$1,506.30	2015	29	哈利·波特与凤凰社	\$939.90	2007
5	哈利·波特与死亡圣器(下)	\$1,341.50	2011	30	海底总动员	\$936.70	2003
6	复仇者联盟 2	\$1,322.80	2015	31	哈利·波特 6	\$934.40	2009
7	冰雪奇缘	\$1,274.20	2013	32	指环王 2	\$926.00	2002
8	钢铁侠 3	\$1,215.40	2013	33	怪物史瑞克 2	\$919.80	2004
9	变形金刚 3	\$1,123.80	2011	34	哈利·波特与火焰杯	\$896.90	2005
10	指环王 3	\$1,119.90	2003	35	蜘蛛侠 3	\$890.90	2007
11	Skyfall	\$1,108.60	2012	36	冰川时代 3	\$886.70	2009
12	变形金刚 4	\$1,104.00	2014	37	哈利·波特与密室	\$879.00	2002
13	蝙蝠侠前传 3	\$1,084.40	2012	38	冰川时代 4	\$877.20	2012
14	加勒比海盗 2	\$1,066.20	2006	39	指环王	\$871.50	2001
15	玩具总动员 3	\$1,063.20	2010	40	饥饿游戏 2	\$864.90	2013
16	加勒比海盗 4	\$1,045.70	2011	41	星球大战前传 3:	\$848.80	2005
17	侏罗纪公园	\$1,029.20	1993	42	变形金刚 2	\$836.30	2009
18	星球大战前传 1	\$1,027.00	1999	43	暮光之城 4	\$829.70	2012
19	爱丽丝梦游仙境	\$1,025.50	2010	44	盗梦空间	\$825.50	2010
20	霍比特人	\$1,017.00	2012	45	蜘蛛侠	\$821.70	2002
21	蝙蝠侠前传 2	\$1,004.60	2008	46	独立日	\$817.40	1996
22	狮子王	\$987.50	1994	47	怪物史莱克 3	\$799.00	2007
23	哈利·波特与魔法石	\$974.80	2001	48	哈利·波特 3	\$796.70	2004
24	神偷奶爸 2	\$970.80	2013	49	外星人 E.T.	\$792.90	1982
25	加勒比海盗 3	\$963.40	2007	50	速度与激情 6	\$788.70	2013

资料来源：Box Office Mojo，中银国际研究

图表 3.好莱坞“六大”电影公司



资料来源：中银国际研究

图表 4.2014 年全球票房最高的十大电影有 7 部来自续集 (亿美元)

续集 10.91	7.57	续集 7.48	7.27	续集 7.24
《变形金刚4》	《沉睡魔咒》	《X战警》	《银河护卫队》	《霍比特人3》
				
←				
续集 7.14	续集 7.09	续集 7.08	续集 6.95	6.6
《美国队长2》	《超凡蜘蛛侠2》	《猩球崛起2》	《饥饿游戏3》	《星际穿越》
				

资料来源：Box Office Mojo, 中银国际研究

续集大片“自成IP”

美国续集大片得到“六大”电影制片公司的青睐，且票房表现强劲，主要源于这些续集大片已“自成IP”。通过早期上映的电影，续集片积攒大量观众群，自身已经积淀成为“文化品牌”。下一个续集尚未开拍之前即拥有“观众缘”作为基础，这在一定程度上给予投资者信心，促使续集大片的投资规模不断增加。同时，好莱坞电影科技和创意的层出不穷也避免了观众对续集电影的审美疲劳。另外，凭借强大的品牌效应，续集大片衍生产品开发成功率更高。

从过去经典续集电影的模式来看，主要分为四种类型：

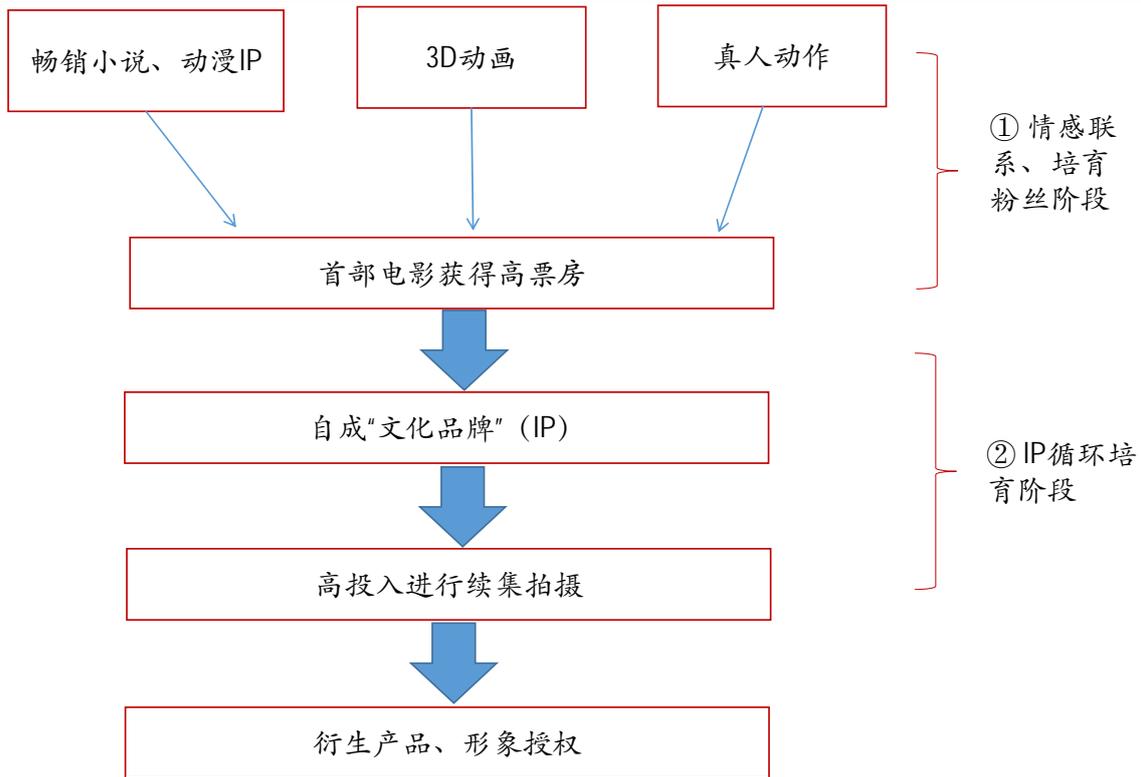
- **3D动画电影**：1995年全球第一部纯3D动画《玩具总动员》上映，开创了由皮克斯、梦工厂引领的新动画电影风潮。迪斯尼或宫崎骏的传统手绘动画电影每部制作通常都需耗费5年以上的時間。相较而言，3D动画电影虽然在首部电影推出时，也需要较长的制作周期，但制作完成一部后，续集片可沿用原有的部分素材，制作效率大大提高。因此，迪斯尼或宫崎骏的动画电影较少有续集出现，而3D动画电影则通常有多部有续集推出。
- **真人动作大片**：相较于文艺电影，观看动作电影所需的文化背景知识较少。动作大片以宏大的场景和视觉效果等画面语言吸引观众。好莱坞大片在首部获得高票房后，其主要人物、故事设定已经明确，续集拍摄需要加入更具视觉冲击力的特效以及精彩的情节，即可以在全世界范围内发行并获得较好票房。
- **畅销小说改编**：以《哈利波特》、《指环王》系列为代表，这些系列大片皆由畅销虚构小说改编。前期小说的热卖为电影卖座打下坚实的粉丝基础。同时，作者在小说中已经为读者搭建起丰富的虚拟世界，随着小说在全世界的畅销，大众对书中的虚拟世界（例如哈利波特中的霍格沃茨魔法学校）已经熟悉，因此对电影作品的接纳度和学习门槛变低。
- **由经典IP改编**：以漫威、DC的漫画形象蝙蝠侠、超人为代表，经典动漫IP在观众中已经拥有品牌效应，再辅以优秀视觉效果、知名卡司演员，电影的卖座得到保证。

图表 5.全球知名续集电影

类型	系列	影片名称	制作公司	上映时间	全球票房 (亿美元)
3D动画电影	《玩具总动员》系列	《玩具总动员1》	皮克斯	1995年	4.5亿
		《玩具总动员2》		1999年	7.3亿
		《玩具总动员3》		2010年	9.4亿
真人动作大片	《速度与激情》系列	《速度与激情3》	环球影业	2006年	1.58亿
		《速度与激情4》		2009年	3.63亿
		《速度与激情7》		2015年	15亿
畅销小说改编	《霍比特人》系列	《霍比特人1》	华纳兄弟	2012年	10.17亿
		《霍比特人2》		2013年	8.6亿
		《霍比特人3》		2014年	7.24亿
经典IP改编	《复仇者联盟》系列	《复仇者联盟1》	漫威影业	2012年	15.1亿
		《复仇者联盟2》		2015年	14.3亿

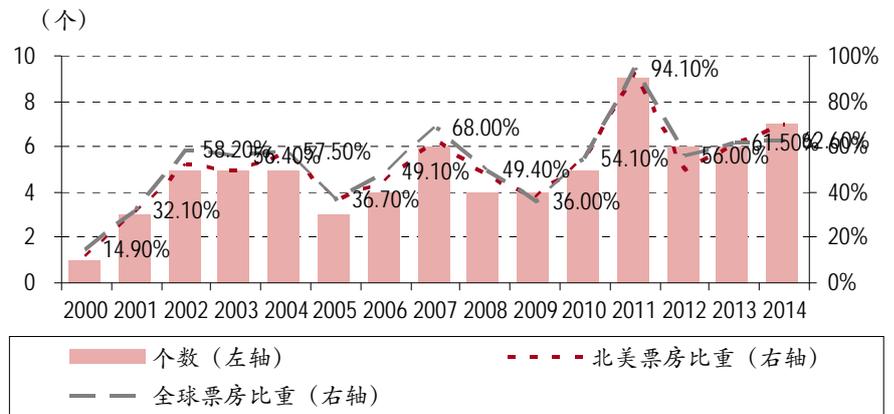
资料来源：网络，中银国际研究

图表 6. 续集大片生产机制



资料来源：中银国际研究

图表 7. 2010-2014 年全球票房前十的美国大片中续集的情况



资料来源：Box Office Mojo, 中银国际研究

2、美国系列续集大片成功 IP 化的要素

内容端：兼有美式商业大片的共性和续集片的特性

美式商业大片的共性：美国续集大片本质上是典型美式商业大片，其商业要素包括：高投入大制作；高科技、强视觉体验；内容丰富、思想平实；类型题材相对多样化。

(1) 高投入、大制作。一般来看，美国商业大片都由“六大”制片公司制作。通过巨额投资购买最好的剧本、聘用最好的导演和大牌明星，构建强大的演职阵容，以保证电影的高票房。事实上，在电影宣传过程中，这种巨资投入本身已经成为电影的一个卖点。

图表 8.知名系列电影制作成本及其票房

影片	上映时间	制作成本	全球票房
变形金刚 4	2014 年	1.65 亿美元	20 亿美元
蝙蝠侠	2012 年	2.50 亿美元	1.05 亿美元
复仇者联盟	2012 年	2.20 亿美元	15.1 亿美元
哈利波特 6	2009 年	2.72 亿美元	7.49 亿美元
蜘蛛侠 3	2007 年	2.9 亿美元	8.83 亿美元
加勒比海盗 3	2007 年	3.38 亿美元	9.05 亿美元

资料来源：网络公开途径，中银国际研究

(2) 高科技、强视觉体验。巨额投资保证了科技在电影中的运用：美国拥有世界上一流的计算机数字技术，“六大”制片公司将先进的技术手段嫁接到电影制作上，给观众新颖和强烈的视觉体验。

1993 年上映的《侏罗纪公园》第一次成功采用电脑三维动画制作技术，创造出动物角色与人物角色在影片中一同表演的奇迹；

1995 年上映的《玩具总动员》第一次全面采用三维动画制作技术，创造出玩具的生命世界；

1997 年上映的《泰坦尼克号》第一次成功地综合采用数字制作技术，创造了冰海沉船的宏大场面；

2009 年上映的科幻电影《阿凡达》采用 3D 技术拍摄，其逼真的视觉效果将观众带入电影中潘多拉的世界，并真正开启了 3D 电影的时代。高科技的运用丰富了电影的表现手段，给观众带来前所未有的惊喜，保证了高票房的实现。

(3) 内容丰富、思想平实。一部投资过亿美元的影片，若仅在北美市场发行难以支撑以高票房，因此美式大片通常寻求全球发行。要在几小时内让观众时刻保持高度的注意力，需要有丰富的内容和故事。但同时，美式大片传递的思想平实，较少探讨人生意义、宗教困惑等深刻的问题。简单平实的内涵可帮助全世界观众轻易理解电影故事并享受观看电影的乐趣。

(4) 类型题材相对多样。美式大片的题材丰富，有冒险/动作片、科幻片、英雄片、动画片、史诗战争片等多种类型。

续集片的特性：续集片是典型的美式大片，但又比普通美式大片要求更高，有其高于商业大片的特性所在。

(1) 剧情相对独立又有延续性。不同于普通商业大片，续集片除内容丰富故事完整之外，还要求故事之间保持连续性和相对独立性。观众可观看既相对完整的故事又紧密关联的故事，这可以维持观众持续的兴趣。

(2) 有魅力人物设定或虚拟世界的构造。续集片在魅力人物或虚拟世界的构造中必占其一，如《钢铁侠》、《美国队长》、《复仇者联盟》等漫威片中拥有英雄魅力的主角；《哈利波特》中的霍格沃茨魔法世界、《饥饿游戏》中北美洲废墟大陆的新兴国家“施惠国”。

在全世界范围内获得成功的续集片通常两者兼有——《霍比特人》、《加勒比海盗》、《哈利波特》等影片为例，故事人物性格饱满有极强的魅力，能够让观众记住并且期待再次期待；且剧情新颖有创造力，充满想象力的虚拟世界给观众前所未来的惊喜。

消费端：抓住主流电影观众

从全世界范围来看，主流的电影观众以青年人为主，他们对电影的诉求是休闲、娱乐、放松。因此，美国续集大片剧情故事通常不会太过复杂或“烧脑”。而通过前一部或几部已上映电影的铺垫，主流观众对电影剧情和角色已经熟悉。在现代生活愈加繁忙和高压力的情况下，少思考、多视觉体验，轻松刺激的电影受到主流电影观众的青睐。

以《速度与激情》为例，《速度与激情》（Fast & Furious）是以赛车为主题的系列电影。其片名恰如其分的点出了这类电影的两大元素：以各种名牌跑车狂飙于公路的激情，和体验着超过200KM/H的极限速度。

从2001年上映《速度与激情1》到2015年上映《速度与激情7》，七部系列片中间横跨15年。片中每个“速度与激情”的故事设置通常简单明了，但全片贯穿的“高速赛车”和“狂飙公路的激情”仍然吸引了每一代的年轻人。

电影主流观看群体以18-30岁的青年人群为主，在2000年左右，主要的观影人群为70后和80后。到2015年，主要观影人群为85后和90后。由此这说明电影故事的简单明了、“速度”与“激情”核心概念的一以贯之，正是其可以跨越15年、跨越两代电影观众的原因。观影人群的变化并没有影响观众对电影的热情。

图表9.《速度与激情》系列



资料来源：中银国际研究

生产端：“IP品牌”票房保证

对电影制片公司及其投资者来说，续集大片一旦形成IP品牌，其后续的投入产出比将大幅增加。

- **视效制作费用下降：**一旦观众接受了电影中营造的视觉场景，在首部影片高制作费用投入下，续集大片视效内容可在之前已制作好的视效基础上增加新的元素，而不需重新制作所有的视觉内容。
- **获取大牌演员及导演：**对于续集大片来说，制作方对大牌演员和导演的议价能力更高。演员和导演通常也希望能出演或执导观众热情高、粉丝基础强的影片。
- **借力宣传发行：**在影院发行上，凭借已有的观众基础，续集大片可以获得影院更多场次的排片；在影片宣传上，续集大片有更高的媒体关注度以及更强的粉丝传播力度。

3、IP 生命力的维持

在续集大片逐渐自成 IP 的过程中，对电影制作公司来说，持久的让 IP “保鲜”也是其工作之一。尤其对横跨几年、十几年的 IP 来说，需要不断迎合市场需求的变化、引入新的时代要素。在电影下映之后通过授权，让 IP 形象不断出现在大众的生活场景之中，保持公众对 IP 形象的熟悉度。通过这种途径，IP 形象既获得新的传播渠道，也拓展新的收入来源。

1) 新的电影元素引入

在美国大片中高科技、大场面的情节是不可或缺的元素。在长时间跨度的续集大片中，不断加入当下电影观众喜欢的科技要素，可以保持观众对电影的高度热情和口碑。

以经典谍战片《碟中谍》为例。目前《碟中谍》系列已有 5 部，最新的《碟中谍 5》将于 2015 年 7 月在北美上映。从 1996 年第一部影片上映到 2015 年的第五部，中间历经 19 年。从《碟中谍 3》开始，剧中开始逐渐引入炫人眼球的高科技技术。《碟中谍 4》拍摄于男主角汤姆·克鲁斯在好莱坞声誉逐渐下滑的情况下，但《碟中谍 4》成功运用一系列全球受关注的元素，一举使得影片在全球热卖，并最终获得 6.5 亿美元票房。

- 在影片选景中，《碟中谍 4》其中一幕选择话题性极高的迪拜哈利法塔。2010 年正式开放的哈利法塔为全世界第一高楼。《碟中谍 4》其中一幕为男主角汤姆·克鲁斯在哈利法塔外带着高科技手套进行徒手攀爬。世界第一高楼和高科技的动作场景，为影片增加卖座元素。
- 除了高科技手套外，《碟中谍 4》中植入了大量当前最受年轻观众追捧的元素，例如 iPhone 手机、ipad 平板电脑、苹果电脑、宝马概念车等观众熟知品牌的最新科技产品出现在剧中并成为重要道具。可远程打印文件的隐形眼镜、脸部瞬间识别技术、人体热能发电技术、面具制造机、人体悬浮衣、全息 3D 屏幕等未来的新科技与剧集紧密结合，为影片 IP 注入更多新鲜的要素，帮助其完成品牌更迭。

图表 10. 碟中谍 4 科技元素一览



资料来源：网络，中银国际研究

2) IP 衍生授权：迪士尼的 IP 全面开发

在好莱坞六大电影公司中，二十世纪福克斯在北美票房与公司收入上都排名第一，但电影业务利润最高的公司却是迪士尼。2014 年迪士尼以 17 亿美元的净利润超过 15 亿美元的福克斯排名第一。迪士尼不仅是好莱坞“六大”电影公司之一，还是全球最大的电视网之一，全球最大的主题乐园运营商，以及全球最大的玩具分发商之一。

迪士尼早在 20 世纪 30 年代就开始尝试 IP 授权业务。一位纽约的富商以 300 美金购买下米老鼠的形象专利，并将这些专利印制到文具用品上。这种当时非常新颖的产品模式，受到消费者极大欢迎，这批文具很快便在市场上售罄。在此之后，迪士尼公司将米老鼠形象授权给多个生产厂家，包括玩具、手表、衣服、冰淇淋等日用消费品，并获得专利使用费。在 1932 年开始 10 年间，迪士尼公司收入中有 10% 来自专利授权费用。

对拥有 IP 的电影制作公司而言，IP 衍生授权是一项既能获得眼球、又能带来收入的业务。

■ 衍生授权为 IP 保鲜

迪士尼的经典 IP 形象米老鼠和唐老鸭，来自迪士尼拍摄于 1928 年和 1934 年的两部动画电影。这两部电影上映时间距今已八十余年。但每一代的青少年对米老鼠和唐老鸭的经典形象都非常熟悉。如果说在美国境内，迪士尼尚可依赖于动画片的制作和播映，但在全世界范围内，米老鼠和唐老鸭的多年风靡，却主要是靠迪士尼的衍生授权产品。一方面，迪士尼将 IP 形象授权给各种商品，既包括青少年使用的文具、餐具、服装鞋帽等，也包括成年人的服饰、生活用品。随着商品的流通，迪士尼的形象无孔不入进入大众生活。每一个使用了迪士尼授权商品的消费者，在无形中都成为迪士尼 IP 形象宣传的一个渠道，帮助 IP 辐射到更多人群。

同时，迪士尼拥有全世界儿童都向往的 5 座迪士尼乐园。在迪士尼乐园，经典的 IP 形象从电影荧幕走到线下公园，从“看得见摸不着”变为了可以与公园游客互动游戏的人物。IP 形象由此拥有了长久的生命力。

图表 11. 迪士尼对 IP 衍生产品的开发

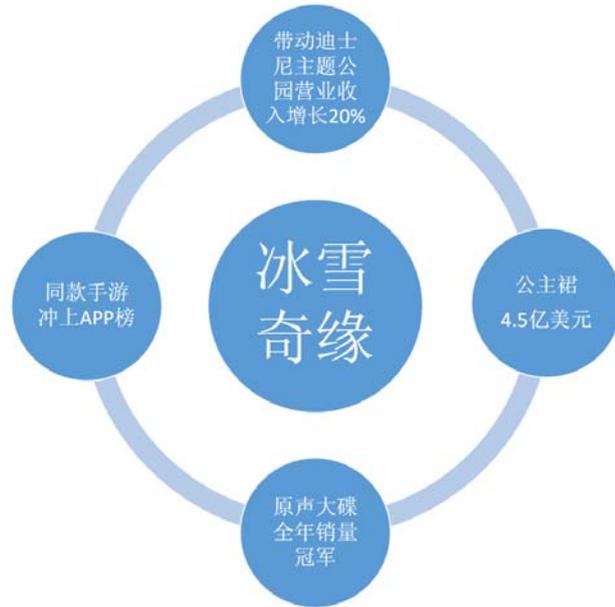


资料来源：中银国际研究

■ 衍生授权创造 IP 的二次售卖价值

IP 衍生授权带来的利润不亚于电影本身：以《冰雪奇缘》和《复仇者联盟》为例，《冰雪奇缘》于 2013 年上映，但仍在 2014 年为迪士尼带来了不菲的收入。在数字音乐大行其道的今天，《冰雪奇缘》电影原声碟仍卖出约 350 万张；电影中的两位女主角公主取代芭比娃娃成为最受青少年欢迎的礼物；《复仇者联盟》除实体产品的授权衍生外，电影中最重要的机构“神盾局”被迪士尼拍摄成电视剧《神盾局特工》，并一举成为近两年最受欢迎的美剧之一。

图表 12. 冰雪奇缘衍生品贡献



资料来源：网络、中银国际研究

三、网络文学：IP 核心来源，巨头涌入

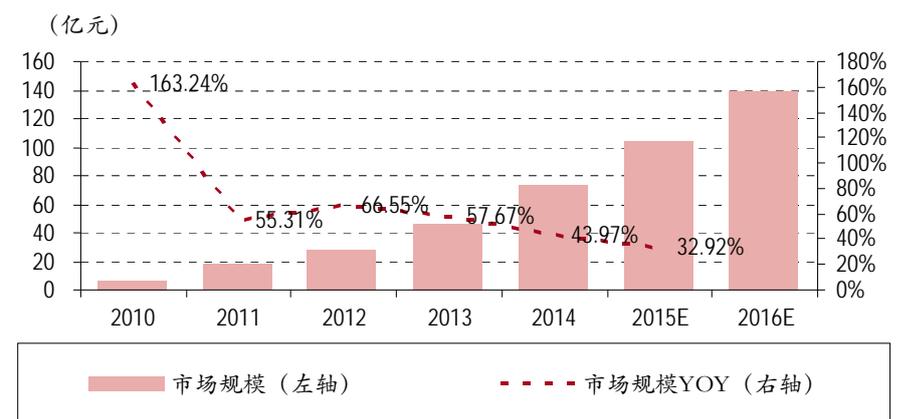
1、网络文学：用户阅读习惯养成，市场稳定高速发展

网络文学是指以网络为载体发表的文学作品。与传统文学截然不同，网络文学从一开始就完全以用户为导向——网络文学的创造者可以是任何人，内容多种多样，形式无所限制。随着互联网的发展，网络文学的影响力甚至开始逐渐超越传统文学，在人们的日常生活中扮演重要的角色。通过互联网平台积累大量粉丝的网络文学作品从海量作品中脱颖而出，表现出极强的 IP 效应，实现了从网络文学作品向电影、电视剧、游戏等其他领域的跨界价值变现，展现出了巨大增值空间。

1) 在线阅读市场高速发展

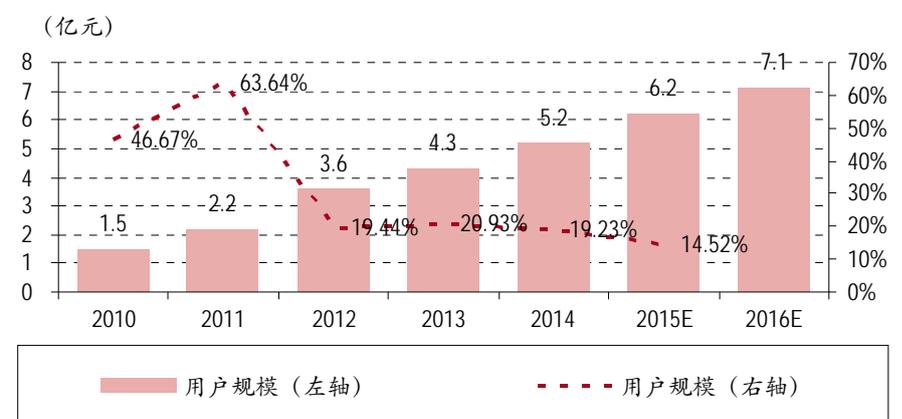
随着整体网民规模和互联网普及率的提高，网络文学市场规模和用户规模在近十年间快速增长。到 2014 年，中国网络文学用户规模达到 5.2 亿人，渗透率超过 80%，整体网络文学市场达到 73 亿规模，预计到 2015 年市场规模将超过 100 亿元。

图表 13.网络文学市场规模及增速



资料来源：易观智库，中银国际研究

图表 14.网络文学用户规模及增速

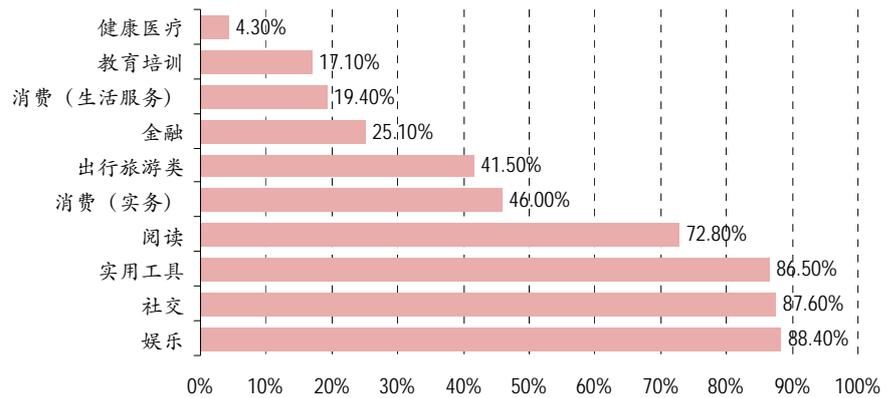


资料来源：易观智库，中银国际研究

移动阅读市场成为新增长点。移动阅读是指利用手机、平板电脑、电子阅读器等移动终端进行的所有阅读行为，包含通过浏览器浏览网页以及书城客户端、新闻客户端、资讯客户端、杂志客户端、微博、微信公众账号文章等阅读途径浏览小说、报纸、图书、杂志、动漫、文献等内容的阅读行为。

2014年中国移动互联网用户规模达到7.3亿，超过PC网民规模。2014年，在移动互联网细分应用用户渗透率中，移动阅读仅次于娱乐、社交和实用工具，整体用户渗透率达到72.8%，高于电商、旅游、金融等应用的用户渗透率。

图表 15.2014年中国移动互联网细分应用用户渗透率

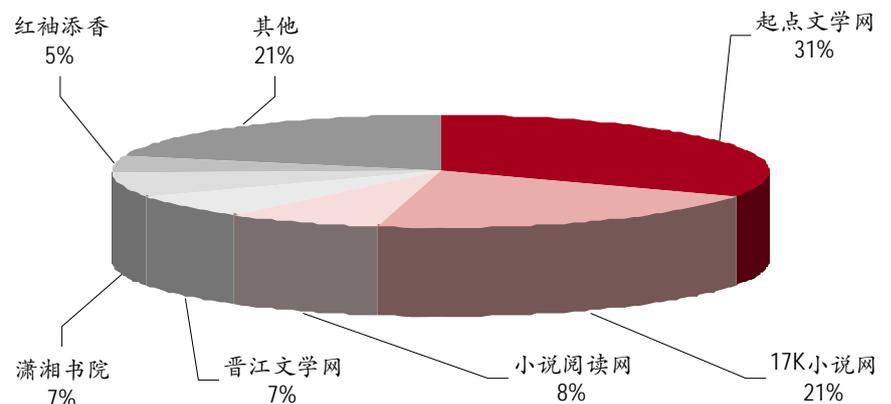


资料来源：易观智库，中银国际研究

2) 大批优秀网络文学作品出现，成为潜在IP标的

从目前网络文学市场格局来看，起点、17K、小说阅读网、晋江等知名文学网站占据主导地位。起点中文网和中文在线旗下17k小说网市场份额分别为33%和21%，两者占据整体市场55%的份额。大型网络文学站点旗下签约大批有粉丝基础的金牌网络文学作者。这些金牌作家的作品质量稳定、具有自我的风格，一经面世便会受到用户的追捧，成为IP开发最有潜力的标的。目前，金牌作家的多个作品版权已被出售，如桐华（《步步惊心》、《大漠谣》、《云中歌》、《最美的时光》），顾漫（《何以笙箫默》、《微微一笑很倾城》），南派三叔（《盗墓笔记》、《大漠苍狼》）等人的作品被改编或筹备改编成漫画、动画片、游戏、电影、电视剧等跨界作品。

图表 16.网络文学网站市场份额情况



资料来源：易观智库，中银国际研究

图表 17.优秀网络文学成为潜在 IP 标的

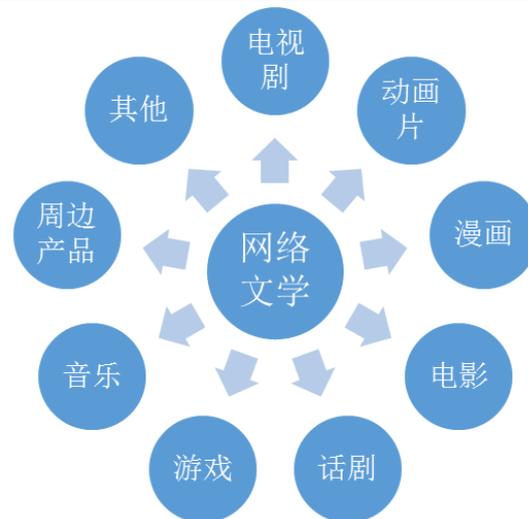
来源	名称	作者	是否出版	备注
起点中文网	斗破苍穹	天蚕土豆	已出版	电影、漫画
起点中文网	盘龙	我吃西红柿	已出版	游戏、漫画、动画
起点中文网	回到明朝当王爷	月关	已出版	漫画、电视剧
晋江文学城	云中歌	桐华	已出版	漫画、电视剧
晋江文学城	何以笙箫默	顾漫	已出版	电视剧、电影
晋江文学城	长大	zhuzhu6p	已出版	电视剧
创世中文网	择天记	猫腻	已出版	动画片、游戏、音乐制作、周边产品开发、电视剧
纵横中文网	永夜君王	烟雨江南	未出版	连载中
潇湘书院	纨绔世子妃	西子情	已出版	电视剧、游戏
红袖添香	隐婚	涅槃灰	已出版	电视剧

资料来源：中银国际研究

2、网络文学 IP：多渠道跨界变现，增值空间巨大

网络文学跨界变现渠道多样。网络文学根据题材的不同，可被改编为漫画、动画和游戏、影视剧、话剧等一种或多种娱乐形态。通常，具有改编价值的网络文学，在网络平台上已经通过读者的检验，积累大量粉丝。改编后的游戏漫画、影视剧等产品，通常备受粉丝关注，从而帮助文学 IP 形成多渠道变现。

图表 18.网络文学 IP 的多渠道跨界变现



资料来源：中银国际研究

■ 影视变现：占领细分领域代表作品

由网络小说改编的影视作品早已有之，如痞子蔡的《第一次的亲密接触》、明晓溪的《泡沫之夏》、匪我思存的《佳期如梦》等，都取得了不错的成绩。但 2011 年播出的《步步惊心》一炮而红，才真正掀起网络小说改编影视作品的热潮。过去影视剧制作中，购买版权主要是为了获得剧本素材和内容，而随着 IP 资源的火爆，现如今影视剧公司购买版权的目的是买下 IP 的品牌和未来衍生开发收益。

通常，影视剧公司会择机购买版权纳入其 IP 储备库，等市场成熟进行电视电影等产品的开发。一般来说，影视剧制作公司更倾向于购买网络小说中某一类型题材的代表作品或“开山之作”，例如《步步惊心》被誉为“清穿扛鼎之作”、“清穿三座大山”之一，开启“清穿（清朝穿越）”题材小说的风潮；《后宫·甄嬛传》是宫斗小说的典型代表；《裸婚时代》是现代都市家庭小说的成功之作；《盗墓笔记》是玄幻盗墓类小说中读者群体最广的作品。

网络小说改编影视作品展现出了极大“吸金效应”和增值空间。以《步步惊心》为例，2005 年桐华在晋江文学城开始连载，网络转载总点击超过一亿人次；2006 年小说出版，销量达到几十万册；2009 年《步步惊心》被唐人影视看中正式改编为电视剧作品，并于 2011 年在湖南卫视首播。《步步惊心》在湖南卫视播出期间，日收视率均在同时段位列第一第二，成为当年最热播的电视剧之一。在网络渠道上，4 家视频网站获得《步步惊心》的网络版权，唐人影视从此剧中获得的互联网版权费用就超过千万。2011 年中南博集天卷出版公司对《步步惊心》进行再版。书籍一个月内销量即突破 30 万册，成为年度畅销书。目前《步步惊心》被改编成网游、话剧、手游，衍生价值过亿。

《步步惊心》的成功，让市场意识到优质 IP 价值远非一次成功的电视剧或游戏运作，而是可以在影视剧、游戏、漫画、音乐等泛娱乐产业内进行多个领域不断的增值和变现。由此带动网络小说 IP 价格空间不断向上。以网络小说影视改编权为例，过去一部在 30 万元左右的小说 IP，现在单价达到近 100 万元。2014 年被购买的《世上第一混乱》、《鬼吹灯》、《朱雀》、《斗铠》、《盘龙》、《步步生莲》等小说，总销售价超过 800 万元，单本价格突破 100 万元。其中《史上第一混乱》和《鬼吹灯》单价更是各高达 200 万元。

图表 19. 网络小说题材代表作品

题材分类	代表作品
玄幻修仙	《华胥引》、《三生三世十里桃花》
都市家庭	《裸婚时代》、《小儿难养》、《钱多多嫁人记》
清穿	《步步惊心》、《宫（梦回大清）》
都市言情	《何以笙箫默》、《杉杉来了》、《佳期如梦》
青春剧	《致我们终将逝去的青春》、《左耳》
历史宫斗	《后宫·甄嬛传》、《美人心计》
历史言情	《云中歌》、《大漠谣》、《来不及说我爱你》
悬疑	《盗墓笔记》、《鬼吹灯》

资料来源：中银国际研究

图表 20.2011 年（网络小说 IP 兴起之年）全年省级卫视收视率排行榜

排名	电视剧	收视率	频道	播出性质	是否网络文学改编
1	回家的诱惑	3.43	湖南卫视	独家首播	
2	宫	2.5	湖南卫视	独家首播	是
3	乡村爱情交响曲	2.13	北京卫视	独家首播	
4	天使的诱惑	2.07	湖南卫视	独家首播	
5	倾世皇妃	1.75	湖南卫视	独家首播	是
6	爱情真善美	1.71	安徽卫视	独家首播	
7	亮剑铁血军魂	1.58	浙江卫视	独家首播	
8	还珠格格	1.54	湖南卫视	独家首播	
9	步步惊心	1.52	湖南卫视	独家首播	是
10	武则天秘史	1.45	湖南卫视	独家首播	
11	裸婚时代	1.32	江苏卫视	首轮联播	是
12	阳光天使	1.32	湖南卫视	独家首播	
13	一不小心爱上你	1.30	湖南卫视	独家首播	
14	美人心计	1.30	安徽卫视	首轮联播	是
15	千山暮雪	1.28	湖南卫视	独家首播	是

资料来源：CSM，中银国际研究

■ 游戏变现：多为玄幻题材

在网络文学 IP 的游戏改编中，玄幻题材的文学作品最受用户欢迎。原因在于，玄幻题材的读者多为男性用户，此类作品适合被改编为游戏。目前，《诛仙》、《恶魔法则》、《天元》、《兽血沸腾》等玄幻文学作品均有游戏厂商对其进行开发。以热门的玄幻网络小说《诛仙》为例，作者将版权以 100 万授权给完美时空，而这款游戏在 2009 年为完美时空带来近 10 亿元的流水。

图表 21.网络文学作品变现游戏——《诛仙》


资料来源：网络，中银国际研究

2、网络文学出现动因：由精英筛选到市场检验；由专职作家到用户即作者

1) 传统文学产业准入由行业精英把关：预设标准，限制作品多样化

在互联网尚未普及之时，文学创作者发布作品的渠道非常固定。通常作者只能将自己的作品寄给文学杂志或出版社进行投稿（例如传统的《人民文学》《收获》《当代》杂志），由这些机构的文学编辑进行作品筛选。这意味着编辑和主编出于他们对市场的理解、对文学作品的偏好和对杂志报刊的定位等种种原因，而建立起一套筛选标准。投稿的作品如果不通过这一标准的筛选则难以走进公众的视野。也就是说，这部分少数的主编和编委作为精英人士代替了市场需求，决定了某一时间内市场的供给。

即便是《萌芽》杂志社通过举办新概念作文大赛，发掘韩寒、郭敬明、张悦然等一批新锐作家；但这仅仅意味着一套新的文学作品审美标准被建立起来，传统由文学编辑进行筛选的文学生产方式仍然未能改变。

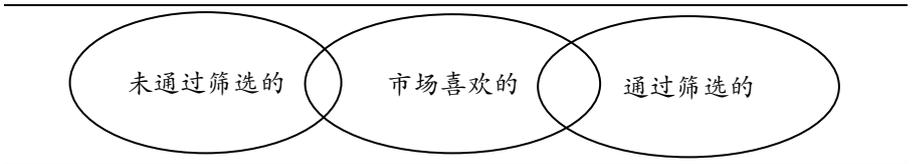
正是由于文学作品发布渠道的有限，文学创作者为了能通过筛选获得作品发表机会，通常需要选择与杂志或出版社审美相一致的作品类型进行创作。由此，文学作者的创造力被大大压制。一些有创新的作品则难以走入大众视野。

2) 网络文学由市场检验：激发作者创造力，作品数量指数增加

网络文学的出现改变了传统编辑、主编对文学作品进行的筛选和否决。任何人都可以借助网络的力量使得自己的作品被公众所获知，作者的创造力被充分激发。各种风格和题材的作品纷纷出现，**穿越、重生、玄幻、分身**等前所未闻的题材被创造出来，并且获得了市场的认可。

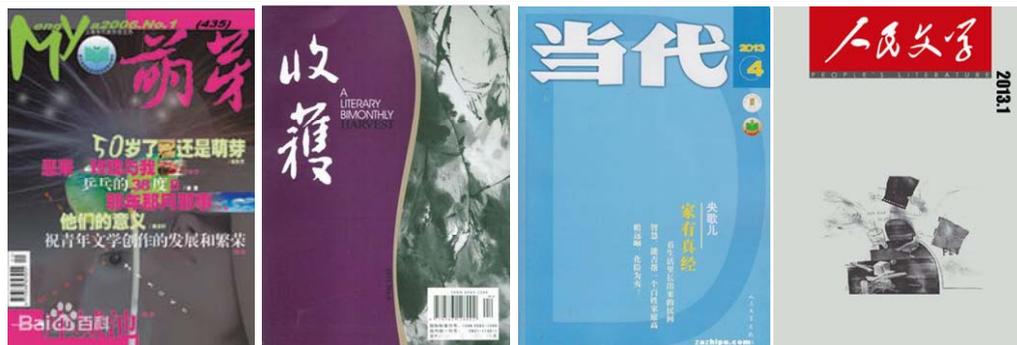
同时，网络文学帮助作者和读者进行直接接触和交流。过去登载的文学作品，读者与作者时间的沟通效率极低，作者通常以自己的构思进行创作。而网络文学大多数以连载的形式，作者发布每一章节作品后，读者都可以对其进行评论、对故事未来的发展进行建议。作品最后的完成可能与读者评论建议息息相关，从而产生了忠实读者的“粉丝效应”和“参与感”——读者认为，这部作品是在自己的参与和构思下完成。

图表 22.文学编辑筛选机制



资料来源：中银国际研究

图表 23.传统杂志和期刊



资料来源：中银国际研究

3) 用户即作者

在传统的文学创作中，作家需要耗费多年时间专职进行创作，并以此为生。他们需要尽可能加入作家协会以获得同行的认可。而互联网文学对作者的准入要求较低，文学素养和知识积累也不再是作者的必须条件。相较于传统文学作品高高在上的风格，网络文学更加平民和通俗，有些作品甚至不存在主题思想以方便用户进行“自我代入”和“自我幻想”，同样受到用户的喜爱。网络文学的创作者通常混迹于文学网站多年，在开始创作之前也是网络文学的忠实读者。因此他们非常清楚市场的需求。其中既能符合读者的品味，又能开创新题材的作者顺利脱颖而出。

3、网络文学作者：“名利双收”

文学网站通常设计出一套完整的制度，为作者提供与用户互动的机会。用户可以在文章章节下进行评论、打分、送礼物。读者的喜爱程度，直接决定作者是否可以与网站签约，能否成为VIP收费文章，能否参加各种排行榜单等。

以晋江文学城为例，读者可以在作品章节下进行短评和长评，作者可以与其进行互动；如果读者对内容满意，可以将网站虚拟礼物如“地雷”、“手榴弹”、“火箭炮”、“潜水炸弹”、“深水鱼雷”等送给作者，而这些礼物需要付出相应的虚拟货币（用人民币进行购买）。虚拟礼物的数量直接决定该小说在晋江文学城的排名。

图表 24. 晋江文学城作者与用户互动机制



资料来源：网络、中银国际研究

除了获得读者的评论和虚拟礼物外，物质上的高收入更是促进越来越多作者涌入网络文学市场的动力。作者的高收入来自于VIP收费小说的分成、实体书出版的版税、影视游戏等跨界开发的授权收入等。

- **VIP 收费小说的分成：**以晋江文学城为例，收费VIP章节按照千字0.03元-0.05元收取，网络文学网站与作者实行四六分成。例如5千字一章、订阅量为10,000人，收费3分/千字的作品，单章节总收益为 $5 \times 0.03 \times 10000 = 1500$ 元，分成之后作家可得900元，而网站收益为600元。
- **实体书出版的版税：**2014年网络作家唐家三少仅版税收入就达到5,000万人民币，相当于第二名版税(2,800万)和第三名版税(2,550万)的总和。而唐家三少在2013年的版税收入仅为2,650万；作家天蚕土豆的版税收入达到2,550万，辰东达到2,800万，骷髅精灵为1,350万；烽火戏诸侯今年的925万版税收入是去年300万的三倍。

- **影视游戏等跨界开发的授权收入：**除版税收入外，网络文学作品另一收入来源为衍生开发授权。影视作品改编权过去售价为 30 万元左右。随着《步步惊心》、《甄嬛传》等一系列网络小说改编影视作品的成功，改编权价格也水涨船高，现在单部价格可以达到近 100 万元，《史上第一混乱》和《鬼吹灯》单价更是各高达 200 万元。

图表 25.2014 年网络小说作家收入排行榜

排名	作家	籍贯	版税 (万)	年龄	经典代表作
1	唐家三少	北京	5,000	33	《斗罗大陆》
2	辰东	北京	2,800	33	《遮天》
3	天蚕土豆	四川德阳	2,550	25	《大主宰》
4	耳根	黑龙江牡丹江	2,500	33	《我欲封天》
5	梦入神机	湖南常德	2,150	30	《黑河大帝》
6	猫腻	湖北宜昌	1,700	37	《择天记》
7	骷髅精灵	山东烟台	1,350	33	《星战风暴》
8	乱	福建三明	1,300	24	《谁与争锋》
9	高楼大厦	山东淄博	1,200	34	《寂灭天骄》
10	血红	湖南常德	1,100	35	《三界血歌》
11	方想	江西九江	930	29	《不败战神》
12	烽火戏诸侯	浙江杭州	925	28	《雪中悍刀行》
13	无罪	江苏无锡	920	35	《剑王朝》
14	跳舞	江苏南京	900	33	《天骄无双》
15	流浪的蛤蟆	吉林长春	850	39	《龙神决》
16	鱼人二代	黑龙江哈尔滨	820	31	《极品修真强少》
17	蝴蝶蓝	湖南湘潭	800	31	《全职高手》
18	忘语	江苏徐州	700	38	《魔天记》
19	柳下挥	河南信阳	670	30	《终极教师》
20	鹅是老五	安徽宣城	600	39	《造化之门》

资料来源：中银国际研究

4、网络文学竞争格局：巨头涌入

1) 竞争格局高度集中，资源配置优势明显

从目前的竞争格局来看，网络文学市场由盛大、百度、腾讯三分天下。但另一巨头阿里在今年 4 月宣布进入网络文学领域。阿里文学集合了书旗小说、UC 书城、淘宝阅读三大平台。

目前盛大文学在网络文学市场中占据绝对优势。盛大旗下拥有起点中文网，小说阅读网，红袖添香，潇湘书院等网站；百度旗下拥有纵横中文网，腾讯拥有创世中文网。

2015 年，腾讯完成对盛大文学的全面收购。网络文学产业由三家争霸，开始走向腾讯系一家独大的局面。腾讯借助于盛大文学平台上丰富的 IP 资源，后续将在影视娱乐、动漫、游戏等泛娱乐领域对 IP 进行充分变现。

图表 26. 网络文学市场主要公司情况

公司	旗下运营网站	签约作者数	活跃用户数	库存量
腾讯系	盛大文学	230 万	近 7,000 万	600 多万
	腾讯	近 20 万	1,500 万	7 万
百度系	百度	—	400 万	10 万
阿里系	阿里文学			

资料来源：中银国际研究

2) 文学网站盈利模式：跨界变现的版权分成

一般来说，文学网站会签约大量金牌作者，取得作者授权，并在全球范围内与出版机构、图书公司、影视剧制作机构、游戏厂商进行合作，将网络文学衍生为图书、漫画、游戏、电影、电视剧、有声读物等产品。通常，文学网站将获得签约作者版权收益的 50%，剩余 50% 归作者享有。这就意味着，一旦文学网站上的作品成为优质 IP，网站可以获得高额分成。

在此情况下，文学网站类似于网络作家的 VC，在前期需要大量发掘和签约有潜力的作者，并对相应的文学作品进行粉丝培育。待 IP 逐渐培育完成后，再向影视、游戏公司进行售卖。对于影视剧制作公司而言，一方面希望一举获得最热门 IP，保证最大的粉丝关注度；另一方面在购买 IP 时则需要理性思考，IP 的可操作性、公司对于该 IP 题材的驾驭能力、以及同类型 IP 题材的市场竞争情况等因素。

图表 27. 各网络小说平台签约的金牌作者和代表作品

网络小说平台	签约作者	代表作
起点中文网	唐家三少 骷髅精灵 张小花 雁九	斗罗大陆、冰火魔厨、善良的死神 机动风暴、武装风暴 谁都别惹我 大明望族、天宫
红袖添香	涅槃灰 狐小妹 唐欣恬	隐婚 BH 穿越：冷皇的废后、空姐日记 大女三十、裸婚——80 后的新结婚时代
晋江文学城	金子 桐华 蓝紫青灰	梦回大清、夜上海 步步惊心、大漠谣 天堂里的陌生人、时间的玫瑰
小说阅读网	飞哥带路 魔女恩恩	法则修神、斗魔 麻辣王妃三休夫、变奏荷尔蒙
榕树下	度政 右耳	大哥、男人战争 西冷
潇湘书院	无意宝宝	盛世风华、绝色锋芒

资料来源：网络，中银国际研究

图表 28.部分影视剧制作公司 IP 储备情况

影视公司	版权储备
唐人影视	《步步惊心》、《梦回大清》、《三生三世十里桃花》、《秦时明月》、《柜中美人》
欢瑞世纪	《盗墓笔记》、《诛仙》、《听雪楼》、《沧海》、《大唐后妃传》、《十年一品温如言》
梦幻星生园	《祸国》、《如意》、《千山暮雪》、《最美的时光》、《金玉良缘》、《长相思》
华策影视	《微微一笑很倾城》、《杉杉来吃》、《何以笙箫默》、《翻译官》、《亿万老婆买一送一》、《曾许诺》、《锦绣未央》、《11 处特工王妃》、《幻城》
北大星光	《眸倾天下》、《倾城之恋》、《岳母驾到》
山东影视集团	《战长沙》、《琅琊榜》、《他来了请闭眼》
于正工作室	《流水迢迢》、《最后的王公》、《蔓蔓青萝》、《凤求凰》、《士为知己》、《皇后出墙记》
海润影视	《曾有一人，爱我如生命》

资料来源：网络，中银国际研究

四、原创动漫：IP 进程初露峥嵘

与影视剧、文学等大众娱乐产品不同，动漫产品的受众群体虽然相对小，但用户一旦进入动漫世界则更愿意“深度卷入”成为铁杆粉丝。目前 90 后新兴的词汇如“二次元”“萌”等，最初都由动漫粉丝圈开始使用并传播。

由于日本、美国等地区动漫工业的强大，中国原创动漫产品在过去相当长时间内都未有引起足够重视。与网络文学发展逻辑类似，原创动漫随着互联网普及，开始出现原创动漫创作平台。优秀的动漫作者在平台上进行创作，平台则帮助作者进行下游变现。

成立于 2006 年的有妖气平台是目前中国原创动漫平台领域内的佼佼者。随着有妖气平台上《十万个冷笑话》的 IP 全产业链开发成功，**动漫原创平台将成为继网络文学后，又一个重要的 IP 资源阵地。**

1、发展历程：从论坛到原创动漫平台

有妖气动漫平台由周靖淇在 2006 年创立，最初有妖气只是动漫爱好者交流平台，创始人将自己收藏的国内外漫画分享到网站上，并与网友进行交流。在创立之后的 3 年间，有妖气平台吸引大批动漫爱好者。出于对动漫的喜爱，有妖气用户对网站进行无偿地维护和运营更新，平台在动漫爱好者中积累了原始人气。

2009 年 6 月，有妖气被盛大文学看中，开始正式商业化运作。有妖气母公司北京四月星空网络技术有限公司正式成立。“有妖气 (www.u17.com)” 网站上线，网站从动漫爱好者交流论坛转型为盛大文学模式的原创漫画平台。根据公司网站的数据，目前有妖气平台拥有近 2 万名漫画家常驻创作，同时有 4 万部漫画作品正在平台进行连载；网站注册用户超过 600 万人。月活跃独立访问用户数为 2,000 万至 3,000 万，日均 PV 约为 80-95 万。

同时，有妖气开始进入移动漫画领域，开发 iOS 和安卓客户端，方便用户在移动设备上阅读漫画作品。有妖气也是三大电信运营商的动漫内容供应商，向运营商接入 1,000 多部的有妖气授权漫画作品。

图表 29.有妖气平台融资轮次

融资轮次	投资方	投资金额
A 轮	盛大资本	数千万人民币
B 轮	中国文化产业投资基金	数千万人民币

资料来源：IT 桔子、中银国际研究

2、商业模式

1) 原创漫画：借鉴盛大起点模式

盛大对有妖气的投资，事实上将有妖气平台视为动漫界的“起点中文网”。有妖气在运营上也借鉴盛大起点模式：作者在平台上发布自己的原创漫画产品，若漫画水平达到一定标准，可以与网站签约，并成为 VIP 作品。网站通过授权等方式对发布的漫画作品进行商业推广。读者在有妖气平台上可注册成为会员，免费或者付费阅读漫画作品。

付费会员制度: 付费会员和普通会员都能阅读网站上的所有作品。付费会员的特权是可以给喜欢的作者赠送“月票”，作者能根据收到月票的多少而获得相应的分成收入。

作者培养制度: 对有潜力的漫画作者提供费用支持其创作，或直接与平台进行签约。有妖气的漫画作者享有了与网络文学作家同样的收入来源，包括一次性稿费+VIP分成+奖励+后续IP开发收益

- **一次性稿费和后续IP开发收益:** 有妖气向具有商业开发价值的优秀作品支付一次性稿费，并独家代理漫画作品的各项权利。
- **VIP分成:** 读者在有妖气平台上进行的付费阅读收入，将由有妖气平台和漫画作者进行分成。
- **奖励:** 包括月票奖励和其他奖励。签约、独家作品的作者可以根据付费VIP会员投票情况获得网站给予的现金分成奖励。非签约作家作品可根据投票排名，获得300-3,000元现金奖励。其他奖励则包括编辑部奖、连载更新奖、连载完结奖等激励。所有上传作品的作者都可以获得10-1,000元不等的奖励。

图表 30.有妖气网站作品类型

有妖气漫画网站内容分类

题材	搞笑、魔幻、生活、恋爱、动作、科幻、战争、体育、推理、恐怖、同人
类型	少年、少女、四格绘本、耽美

资料来源：中银国际研究

图表 31.有妖气平台优秀动漫作品

作品名字	出品时间	作者
真·天线无双	2009.10.12	暗黑熊
约克逊是个郡	2009.10.14	极乐鸟
以彼之名	2009.10.14	诛砂
星 STAR	2009.10.14	千亮
雏蜂	2009.9.15	sunny
死神的阴谋	2010.1.21	壁水羽
琉璃夜	2010.12..6	深流
我，女机器人 1+2 部	2010.2.22	父子漫画组合
镇魂街	2010.2.3	许辰
日渐崩坏的世界	2010.5.1	大叔酱
神明之胃	2010.5.27	肥鱼工作室
飞扬高中篮球部（完结）	2010.5.4	千里黄沙
十万个冷笑话	2010.6.28	寒舞
请叫我小纯洁	2010.6.9	小脸通红文化
黑瞳	2011.1.16	兔b
长歌行	2011.4.19	夏达
幻想女仆	2011.5.14	stop1
端脑	2011.5.4	壁水羽
罗小黑	2011.8.2	mlij
逆川神之瞳	2011.8.26	戈鹤大戈
我的小伙伴不见了	2012.1.10	youth小勇
后宫日常	2012.1.17	通幽
黑背漫画	2012.11.27	黑背
高帅富 VS 屌丝	2012.4.12	Neku 锅
虐斋	2012.6.9	简鹏飞
诡闻斋	2012.7.18	九日十夜
魔王日记	2013.1.6	阿悚
作弊艺术	2013.10.14	Gemini 星罗
雨村	2013.5.30	式崔
锦鲤公子	2014.2.20	萌 A 公子
无视者	2014.2.4	壁水羽
英雄	2014.5.1	幽灵
天人统一	2014.6.30	日光天景文化
开封奇谈-这个包公不太行	2014.7.1	晓晨兽
噬规者	2014.7.11	日光天景文化
星迹	2014.8.1	默
日常幻想指南	2014.9.24	漫天星 mstars
末日孢子	2015.1.30	衍其门

资料来源：中银国际研究

图表 32.有妖气已出版漫画作品

漫画名称	作者	首版时间	出版社	网络点击率
 十万个冷笑话	寒舞	2013.12.18	长江文艺出版社	19.42 亿
 日渐崩坏的世界	大叔酱	2012.7.10	鲜欢文化	13.41 亿
 镇魂街	许辰	2013.01.01 目前出版至第三册	吉林美术出版社	9.93 亿
 拜见女皇殿下	Zcloud	2011.12.1 目前出版至第四册	上海人民美术出版社	7.55 亿
 雏蜂	白猫	2012.4.1 目前出版至第二册	吉林美术出版社	6.9 亿
 虎 X 鹤妖师录	黄晓达	2013.10.1	湖南美术出版社	5.31 亿
 星盟战士	千亮	2012.3.1 目前出版至第七册	二十一世纪出版社	4.54 亿
 神明之胃	肥鱼	2012-4-1 目前出版至第四册	连环画出版社	2.76 亿
 女儿国传奇	王曼	2012.8.1 目前出版至第四版	吉林美术出版社	3.66 亿

资料来源：中银国际研究

3. 有妖气 IP 开发：核心 IP 全产业链开发

- **自主 IP 开发：**有妖气计划借鉴美国漫威、日本集英社的成功模式，利用平台储备大量优秀的 IP 资源，对 IP 进行影视娱乐、动漫周边等多个领域的衍生开发。

- **自主开发+合作：**有妖气与其他动漫工作室共同合作完成 IP 开发。例如在有妖气平台上大热 IP 《十万个冷笑话》的动画和电影版本，是由卢恒宇和李姝洁工作室和有妖气平台共同开发完成。

图表 33.有妖气平台改编为游戏的作品

游戏名称	上线时间	开发商	运营数据
十万个冷笑话	2015.3.18	蓝港互动	首发当日充值收入逾 500 万元，上线三天日活用户突破 142 万。随后进入 App Store 免费游戏排行榜 TOP5
雏蜂	-	蓝港互动	正在制作，尚未发行
封神外传	2014.4.28	金酷游戏 (盛大游戏旗下)	公测当日进入 App Store 游戏免费榜前五位，发行当日进入 App Store 付费榜前十，游戏付费榜前五
混沌之理	2014.9.15	盛大游戏	公测当日服务器全部爆满，需要紧急加开服务器。
守护者传说	2014.5.7	盛大游戏	-
血族	2014.7.23	盛大游戏	开测日 9 大平台集结 30 万玩家
魔王日记	2014.7	盛大游戏	首款耽美漫画改编手游

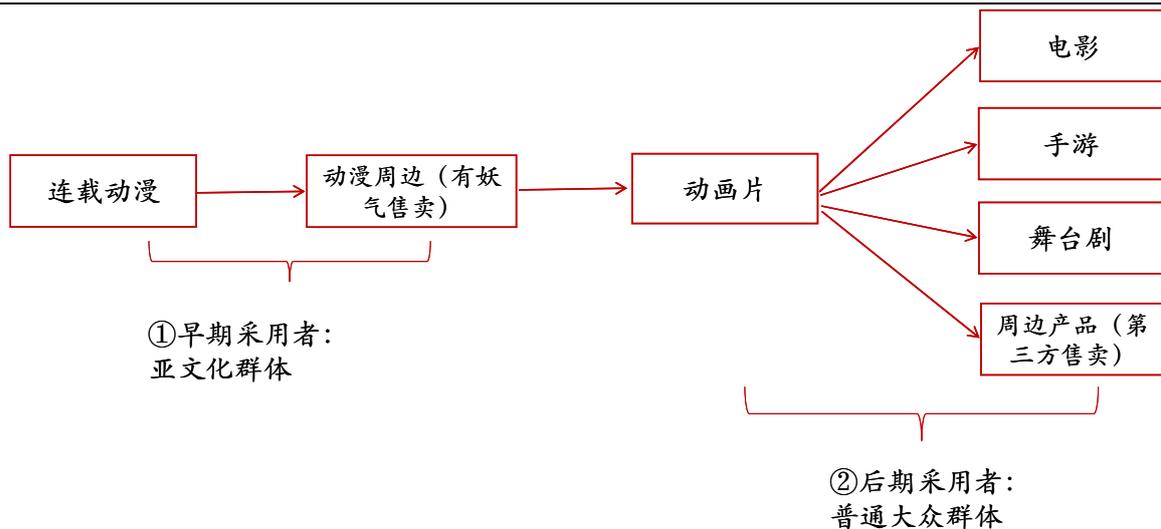
资料来源：网络，中银国际研究

4、成功案例：《十万个冷笑话》

构筑于粉丝经济上的 IP 全产业链运营

《十万个冷笑话》是有妖气平台开发最成功的产品。《十万个冷笑话》是一部连载的漫画作品，2010 年 6 月开始在有妖气平台独家连载。到 2014 年，4 年间《十冷》拥有 15 亿次网络点击和 7,300 万完整的阅读人次。

图表 34.《十冷》IP 全产业链运营历史



资料来源：中银国际研究

■ **动画：积累原始粉丝群体**

2012年7月有妖气推出《十万个冷笑话》动画版。与传统偏低龄幼儿的动画片不同，《十冷》动画由一系列吐槽短篇组成，剧情轻松幽默，每集仅10分钟长度，每月更新一集，受到青少年和成年漫画爱好者的追捧。由此，《十冷》创造了非低幼动画片播出的奇迹：至今已有超17亿人次观看该动画，平均单集点击9,000万。

■ **电影：粉丝经济首次变现**

在《十万个冷笑话》被翻拍为电影版之前，同样针对非低龄人群的国产动画电影《魁拔》在第三部动画电影票房不佳后，宣布暂停第四部动画电影的拍摄。长期以来，国产成人动画电影难以获得票房佳绩，投资方对该类型的电影也关注甚少。

正是在此背景下，《十万个冷笑话》通过与互联网众筹平台点名时间合作，利用新兴互联网众筹方式筹集电影拍摄资金。在众筹平台上，粉丝非常积极为《十冷》筹集拍摄资金。筹得的130万拍摄资金，共来自5,000位粉丝“投资人”。由此《十冷》也被称为“中国电影史上第一部众筹电影”或“粉丝电影”。其后，万达影业、新浪、小米、格瓦拉、蓝港互动加入《十冷》成为出品方。在新浪的帮助下，《十冷》获得微博及新浪娱乐的营销资源，营销推广费用仅花费287万；引入万达影业为《十冷》带来宝贵的院线排片资源，避免被院线过早下线。小米、招商银行、苏宁电器则看中《十冷》针对的青年用户，在影片内进行品牌植入。2015年元旦档上映的《十冷》，凭借IP在前期漫画、动画上的粉丝积累以及出品方的支持，最终票房达到1.2亿元，成为中国首部票房过亿的非低龄动画电影。

■ **手游：**作为联合出品方之一的游戏厂商蓝港互动为《十冷》打造一款同名的手游。此款手游中，蓝港依据《十冷》IP的吐槽元素和搞怪情节对游戏进行设计。由于动漫爱好人群与游戏玩家人群重合度较高，利用优质IP，蓝港开发的《十冷》手游在公测13小时后即获得142万活跃用户和单日500万流水。《十冷》的成功也给了蓝港开发此类动漫IP的信心，此后，蓝港又获得有妖气旗下动漫作品《雏蜂》在中国大陆的手游改编权和全球范围内的发行运营权。

■ **舞台剧：**由《十冷》IP改编的舞台剧在2014年开始北京、上海的巡回演出。与传统的舞台剧演出形式不同，《十冷》舞台剧首次启用了现场弹幕的方式与在场的观众互动。首场演出中近400人参加现场弹幕吐槽，发送近万条评论。此种创新的舞台剧表现形式，将《十冷》的吐槽核心展现，同时也实现观众与表演者更好的互动，为观众带去特别的欣赏体验。

■ **周边产品：**周边产品一直是动漫产业的重要分支。动漫受众对动漫作品忠诚度较高，更易形成粉丝效应；同时，动漫产业以卡通虚拟人物故事为主，也更容易制作相应的周边产品。目前《十冷》推出的周边产品涵盖了毛绒玩具、服装服饰、家居用品、3C数码等多个品类。在销售渠道上，随着《十冷》电影和手游面世，成为大众IP形象，《十冷》周边产品的销售渠道也由单一的有妖气漫画平台开始在京东、天猫、当当等第三方平台进行销售。

图表 35. 《十冷》周边产品销售渠道及产品类型

销售渠道	销售渠道：有妖气官网商城 第三方渠道：淘宝官方店铺、京东网、当当网
品类	具体产品
毛绒公仔	Q版人物公仔、大娃抱枕、盐袋创意靠垫等
服装饰品	人物情侣T恤、潮流男装卫衣、女士卡通周边背心、大娃人物双肩包、《十冷》主题钱夹等
居家用品	卡通人物情侣洗漱杯、角色人物文件夹、卡通角色真空杯、角色人物钥匙扣、人物笔筒等
3C 数码	有妖气卡通移动电源、《十冷》人物造型 U 盘、主题数据线、手机壳等

资料来源：u17.com、中银国际研究

5、《十万个冷笑话》IP 的成功：吐槽文化、“二次元”市场和资本运作

■ 文化意涵：吐槽文化

就有妖气平台而言，整个平台的漫画作品并不苛求精湛的美术功底，而更注重漫画所传达的故事内容和文化意涵。有妖气希望通过平台，搭建原创漫画作品与读者之间的桥梁，帮助草根漫画作者解决动漫作品商业化问题。有妖气动漫平台上设置吐槽功能。就功能而言，吐槽功能与传统论坛点评功能类似，都是读者对作品的评论，更多达到的是读者和作者交流的功能。但在有妖气平台上，点评功能的核心内涵是“吐槽”。“吐槽”是当代年轻人的一种文化习惯，包含的可能是戏谑、嘲讽、批判等。在有妖气平台上，用户可以直接在漫画上添加文字进行吐槽。这与当前视频网站所设置的弹幕功能有异曲同工之妙。

《十万个冷笑话》第一篇的首页在有妖气上就获得近 5,000 条吐槽。读者吐槽的背后反映他们对漫画作品的关注，而读者吐槽也增加和丰富了有妖气平台上的内容。

■ 受众：“二次元”市场

“有妖气”的核心受众群体是“二次元”人群，即对动画、游戏等作品有浓厚兴趣的 80、90 后人群。在主流文化中，“二次元”属于亚文化，但是他们有着极强的认同感。近年来流行的文化词汇如“脑洞打开”“有爱”“萌”等词汇，都是由二次元群体最先使用的。正因为主流文化中得不到认同，“二次元”文化反而对属于自己阵营的文化作品更加热爱，表现出极强的粉丝效应。

■ 推动力：盛大资本

有妖气平台初期只是动漫爱好者的交流论坛，并不以盈利为目的，动漫爱好者在平台上自发的进行维护和运营。直到 2009 年，有妖气被盛大投资后正式成立公司，并上线 17u.com 网站。现在的有妖气平台，沿用盛大旗下系列文学网站的运作思路，签约大量潜力动漫作者，获得动漫作品的衍生开发权利，并对动漫作品进行 IP 全产业链运营。

五、现场娱乐：从分散割据到初步 IP 化

现场娱乐主要是指分布于全国各地、具有地方特色的娱乐表演形式。包括华北地区的相声、东北地区二人转、粤语地区栋笃笑、江浙地区黄梅戏、上海地区海派清口等。这些现场娱乐节目，通常具有鲜明地方特色，在一个地区内扎根多年，不仅深受当地居民欢迎，也成为旅游观光客了解当地民风民俗的一个窗口。

进行现场娱乐表演的剧团通常由拥有艺术造诣的表演者组成，他们更多专注于表演工作，对剧团的商业经营和发展思路相对欠缺，现场娱乐所积累的大量粉丝及 IP 并未得到充分变现。随着宋城演艺对相声表演团体嘻哈包袱铺的投资。未来，现场娱乐 IP 价值将进一步得到挖掘。

1、嘻哈包袱铺

相声在华北地区，尤其是北京天津地区，是一种广受本地居民喜爱的特色曲艺形式。与全国其他地方的观众通过电视或广播收看、收听相声节目不同，北京、天津居民更习惯于到剧场观看相声演出。作为一种地方民俗特色，相声剧场逐渐开始成为外地游客的旅游景点之一。他们希望通过观看相声演出，来真实体验当地有特色的民俗文化。

在北京当地，除郭德纲等传统相声艺人的表演外，嘻哈包袱铺属于新派的相声演出。嘻哈包袱铺成立于 2008 年，是由北京一批喜爱相声的 80 后年轻人共同创立。由于相声演出中有“抖包袱”的术语，因此创始人将其取名为“嘻哈包袱铺”。“我们不卖房子，不卖车子，卖的是乐子”是嘻哈包袱铺标志性的语言。与传统相声曲艺主要由老年人或者中年人为受众群体不同，嘻哈包袱铺创作的相声作品则更面向年轻群体，使用年轻人喜欢的潮流语言和段子。

图表 36.嘻哈包袱铺发展历程



资料来源：公开资料，中银国际研究

1、繁荣大环境下的高速发展阶段

嘻哈包袱铺刚刚成立不久，郭德纲的德云社带动北京茶馆相声热潮。一时间内，到剧场听相声成为北京风行的娱乐活动。嘻哈包袱铺赶上强劲的相声热潮，成为北京第二家火爆的民营相声团体。他们在演出形式和内容上做到与传统相声的差异化。

- 形式上：嘻哈包袱铺的相声演员除了会穿着传统相声长袍进行演出，也会在一些场次中穿着现代休闲装演出；
- 内容上：嘻哈包袱铺的相声中加入了网络流行语和契合年轻人的“包袱”。并以最近的网络热门新闻作为演出素材，让年轻观众感受到相声与他们生活的贴近。

正是借着相声市场的热潮和嘻哈包袱铺自身特点，嘻哈包袱铺慢慢走向大众市场。2010年创始人成立“嘻哈乐透社”，策划一系列相声表演剧推向市场。如2011年推出的《超级新白娘子传奇之有碘咸》，是嘻哈包袱铺走向巅峰的经典作品之一，该剧创造了连续两个月演出场场爆满纪录。

到2012年，嘻哈包袱铺在北京同时拥有西直门、安贞门、鼓楼、崇文门四个剧场，每周演出27场，一个月演出108场。团队成员由二三十人发展到近百人。他们甚至把舞台延伸到了上海等国内主要城市——最忙时，他们一天内在3个城市间赶场。另外，嘻哈包袱铺还曾到新加坡、马来西亚、澳洲等多地巡演。这段最辉煌的时期，嘻哈包袱铺9个月时间内收入超过千万。

2、竞争加剧阶段

2009年开始的嘻哈包袱铺辉煌阶段，并未维持多久，竞争加剧和内容创新的缺乏，使得嘻哈包袱铺开始陷入危机。

- **相声市场竞争加剧：**由于北京市场上相声演出受到观众的追捧，不少相声演出如雨后春笋般崛起，包括在央视春晚上演出的开心麻花团队，以及李菁、何云伟、曹云金等著名相声演员，市场竞争开始加剧，嘻哈包袱铺的票房逐渐受到影响。
- **内容日益缺乏创新性：**嘻哈包袱铺受到年轻观众的追捧，主要原因是他们的相声作品比较新潮和接地气，原创节目居多。但后来由于业务急剧扩张，团队以演出时间为主，创作和排练的时间逐渐减少，嘻哈包袱铺的原创作品也越来越少。

以嘻哈包袱铺2011年和2014年的节目单为例，在3年的时间内，嘻哈包袱铺的节目在创新度上并未有大的突破。

图表 37.嘻哈包袱主要相声节目对比

2011年8月4日	2014年8月2日
郑宇坤 段军 《八扇屏》	祥子 《单刀会》
刘帅 陈龙 《铃铛谱》	大虎 小虎 《双字意》
刘金霏 陈曦 《劳动号子》	刘帅 陈龙 《铃铛谱》
安鸣希 崔曙光 《写对联》	赵克 张泽洋 《语言的艺术》
韩凤霆 丁鸣君 《师傅经》	郑宇坤 张涛 《论捧逗》
韩硕 张涛 《论捧逗》	王惟 连旭 《学外语》
王惟 连旭 《学外语》	刘凤鸣 徐凤坤 《学电台》

资料来源：腾讯娱乐、中银国际研究

- **公司管理制度不完善：**民间相声社一般都由在曲艺相声表演方面有特殊技能的演员组成，他们缺乏管理和商业运作的经验。在规章制度、收入分成等方面没有完善的制度，多采用“江湖规矩”。2009年6月，嘻哈包袱铺创始人高晓攀成立了北京晓攀文化传媒有限公司，在经营嘻哈包袱铺的同时兼顾曲艺、话剧、演出等多方面的文化经营活动。但过早的进行多元化扩张，使得高晓攀在表演和创作上的时间锐减。同时，在向话剧、戏剧等其他演出类型扩张时，高晓攀在嘻哈包袱铺原有相声表演业务的投入也大大减少。

3、再次起飞阶段：

2014年以来，嘻哈包袱铺受到众多挑战，近一半成员离开，三个主要剧场关门，只剩下一个常驻剧场。而整个北京的相声演出市场，从2009年最鼎盛的50余家剧场演出规模至今也仅存20余家继续营业，且其中大多都处于亏损状态。

2015年4月，宋城演艺旗下所属的现场娱乐投资基金宣布对嘻哈包袱铺进行A轮投资。未来嘻哈包袱铺将继续在北京开设相声剧场，并利用宋城演艺的资源向互联网线上演出进行拓展。对于嘻哈包袱铺来说，接受宋城演艺的投资，至少可以在以下三个方面帮助其走出困境：

■ 资金保障：开设新剧场，吸纳创作团队

在宋城的资金支持下，嘻哈包袱铺有能力继续布局剧场、招募相声演员，以扩大规模。嘻哈包袱铺计划 2015 年下半年和 2016 年上半年分别开设一家小剧场，并采取自主经营的方式，避免合作经营中的各种问题。嘻哈包袱铺的核心竞争力在于其创作团队，有了宋城的资本支持，嘻哈包袱铺也能扩大创作团队，吸引更多有创新能力的团队加入嘻哈包袱铺，为其注入新鲜血液。

■ 演艺资源的互换互通

宋城演艺作为中国演艺行业的龙头企业，旗下拥有 23 个大型剧院，和中国演艺谷等文化项目。嘻哈包袱铺的优秀相声作品将作为优质内容，向宋城演艺的线下景区进行输出。未来，在宋城的线下景区和文化演艺项目中都可以出现嘻哈包袱铺的演出团队和表演元素。

■ 以互联网思维改造传统相声运营模式

2015 年 3 月，宋城演艺宣布拟以 26.02 亿元收购在线演艺网站六间房。未来，嘻哈包袱铺将在六间房上开设专区，嘻哈包袱铺的线下演出将有可能在线上进行同步直播。这是嘻哈包袱铺与互联网进行结合的重要入口。在嘻哈包袱铺拓展线下剧场时，也开始注意互联网元素的加入。在嘻哈包袱铺新剧场的舞台上有一块大屏幕，观众在听相声的同时，可以通过手机发弹幕到屏幕上，进行随意的点评吐槽。观众也可以向正在表演的相声演员提供 5-10 元不等的打赏。这样的举措可能并不立即提高剧场收入，但却增加观众黏度，并将嘻哈包袱铺重新塑造为年轻人喜欢的线下休闲娱乐活动。

2、《开心麻花》——品牌 IP 不断扩张

北京开心麻花以舞台剧表演为主要业务。2003 年开心麻花首创“贺岁舞台剧”概念，以幽默的表演方式对过去一年重大事件进行盘点，这种诙谐的舞台剧表演方式受到观众喜爱。至今，开心麻花推出《想吃麻花现给你拧》、《乌龙山伯爵》、《小丑爱美丽》等 21 部舞台剧，同时连续几年登上央视春晚舞台，将开心麻花的品牌知名度由北京打响到全国。

根据相关报告，2011 年中国全年话剧市场票房总收入为 6.3 亿元，而开心麻花占到全国话剧票房收入的十分之一左右。由此可以估计，开心麻花 2011 年的收入在六千万左右。经过连续几年的高增长，开心麻花的年票房收入已达上亿级别。

开心麻花于 2003 年首创“贺岁舞台剧”概念。创业初期，开心麻花在北京市的演出因为观众太少不得已给观众退票。然而，在这之后的十余年内开心麻花每一部舞台剧都成为了北京文化热点。开心麻花系列舞台剧在北京及全国中心城市上演已经超过 2,000 场，为数百万观众带去欢乐。另外，连续三年登上春晚舞台，也让开心麻花在喜剧行业占据了一席之地。开心麻花逐渐成为国内舞台剧市场最具有号召力的民营机构。

图表.38 开心麻花历年经典剧目

剧目类别	时间	剧目	导演	编剧	演员
	2015年	《羞羞的铁拳》	宋阳		马丽、艾伦
	2013年11月	《须摩提世界》	刘鉴、宋阳		宋阳、艾伦、贾金金、韩云云
	2013年11月	《小丑爱美丽》	闫非、彭大魔	闫非、彭大魔	黄才伦、马丽、王成思
	2012年11月	《夏洛特烦恼》	闫非、彭大魔		张子栋、马丽
	2011年12月	《开心麻花·上贼船》	关旭	关旭	陶亮、贾金金等
	2011年11月	《开心麻花·旋转卡门》	彭大魔	黄才伦	艾伦、马丽、王宁、常远
	2010年12月	《乌龙山伯爵》	闫非	闫非	沈腾、马丽
	2009年11月	《索马里海盗》	沈腾	周游、沈腾	陶慧、宋阳、东靖川、马丽等
	2009年6月	《江湖学院》	彭大魔	彭大魔	包贝尔、马丽、张菲菲、艾伦、王成思、曹杨、张子栋
舞台剧	2009年5月	《书桌里的铜锣湾》	潘安子		郭祥鹏、秦枫、陈轩宇、常远、刘澄宇、贾蕊
	2008年12月	《甜咸配》	沈腾		瞿颖、钟玲、谢楠
	2008年6月	《阿祥》	彭大魔		魏翔、马丽、周大勇、王成思
	2008年5月	《两个人的法式晚餐》	黄盈		尚雯婕、陈西贝、黄锐
	2007年12月	《谁都不许笑》	彭大魔、闫非		彭坦、柳岩、马丽、于全海
	2007年8月	《疯狂的石头》	沈腾		彭波、侯姝、马元
	2006年12月	《逗地主》	周大勇		满江、汤加丽、顾阳、晓东、韩力、后舍男生
	2005年12月	《人在江湖漂》	沈腾、陈畅		周晓鸥、李莉
	2004年12月	《情流感》	邵泽辉		刘孜、林依轮、伍洲彤
	2003年12月	《想吃麻花现给你拧》	田有良		何炅、谢娜、于娜、汤加丽
音乐剧	2013年8月下旬	《爷们儿·叁》	吴昱翰	郑一肖	刘思维、戴滢、王元虎、何子君
	2010年12月	《爷们儿》	张晨、黄凯	刘洲	阿朵
	2009年9月	《白日梦》	周申		魏雪漫、缪杰、王箐、周铁男、邓飞
	2015年春晚筹备中				
小品	2014央视春晚	《扶不扶》	闫非、彭大魔		沈腾、马丽、杜晓宇
	2014央视春晚	创意节目《魔幻三兄弟》			何子君、王元虎、李依洋
	2013央视春晚	《今天的幸福2》	闫非、彭大魔		沈腾、马丽、杜晓宇、王琦
	2013央视春晚	《大城小事》			艾伦、王宁、常远
	2012年央视春晚	《今天的幸福》	闫非、开心麻花团队		沈腾、黄杨、艾伦
	2011年央视小品大赛	《落叶归根》	闫非	王宁、常远、艾伦	

资料来源：公开信息，中银国际研究

开心麻花发展脉络

与嘻哈包袱铺的大起大落不同，除了前期创业时的艰难，近几年的开心麻花的一直在高速发展。开心麻花创业的十年正是中国一线城市年轻人消费者消费结构变化的十年。

图表 39. 开心麻花发展历程



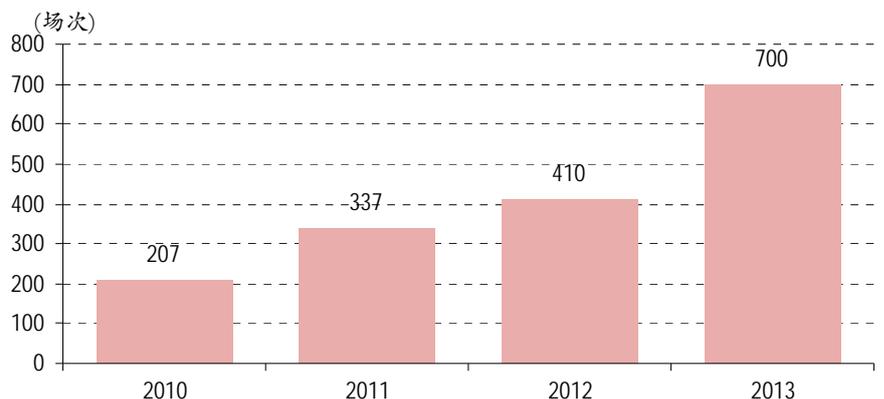
资料来源：中银国际研究

2003 年开心麻花的第一部贺岁喜剧《想吃麻花现给你拧》诞生，这部作品是开心麻花第一部代表作。凭借爆笑的情节和幽默的台词，以及剧本中穿插的时事点评，《想吃麻花现给你拧》开始在北京本地观众中间获得知名度。随后，开心麻花在北京上演了《乌龙山伯爵》《江湖学院》《疯狂的石头》等多部舞台剧，在北京演出市场逐渐占据一定市场份额。

2011 到 2014：全渠道 IP 运营带来高速发展

从 2010 年开始，开心麻花每年演出数量都处于高速增长阶段。2010 年开心麻花的演出场次为 207 场，到 2013 年演出场次已达到 700 场，年复合增长率近 50%。2013 年较 2012 年同比增长达到 70%。与近年来相声演出受到的冷遇不同，开心麻花的市场接受度则越来越高。

图表 40. 2010-2013 年开心麻花全年演出场次



资料来源：网络公开途径，中银国际研究

- **商业化举措：**相比起其他演出艺术团队，开心麻花的商业营销更加灵活多样。在票务售卖上，开心麻花推出捆绑售票、套票等优惠措施；同时为减少对在线票务商的依赖，开心麻花设立订票电话。在开心麻花知名的舞台剧《乌龙山伯爵》中，创作团队直接将一辆宝马车改装后开上舞台，既给观众震撼的效果，也为品牌进行了无缝植入，受到品牌方的认可。其后，开心麻花又与 BMW 展开了一系列创新性的商业合作。

- **拓展表演产品线：**开心麻花一直认为，音乐剧或将成为下一个线下演出的风口，再造开心麻花在贺岁喜剧上取得的成绩。2009 年开始，开心麻花推出第一部音乐剧《白日梦》，至今已推出多部音乐剧。团队在其他表演产业上的拓展也受到市场认可，

- **渠道多元化：**对线下演出团体来说，若只限于线下演出，辐射受众始终有限。在 2012 年之前，开心麻花的影响力主要局限在北京城内。2012 年，开心麻花开始与乐视网进行合作，在乐视平台上推出《开心麻花剧场》。剧场采用周播的方式，每周推出一集 15 分钟的爆笑喜剧节目。通过乐视平台，全国任意地区的观众都可以对开心麻花的喜剧节目进行点播。

促使开心麻花真正成为全国观众知名品牌的，主要来自开心麻花团队在央视春节联欢晚会上连续 3 年的表演。2011 年，由开心麻花《乌龙山伯爵》开幕戏改编的小品《落叶归根》参加 CCTV 小品大赛并且最终获奖，开心麻花因此走进央视的视线。2013 年开心麻花为春晚创作了两个小品，《今天的幸福 2》和《大城小事》；2014 年春晚演出小品《扶不扶》和《魔幻三兄弟》。

- **获资本青睐：**2013 年开心麻花获得中国文化产业投资基金千万级投资。在资本的帮助下，开心麻花开始尝试剧场经营。目前除了海淀剧场，开心麻花还承包获得北京地质礼堂 20 年的使用权，并且在自己的办公区建设一个小型剧场，用作排练和演出音乐剧。在资本的帮助下，开心麻花拥有剧场资源，开心麻花品牌在过去 10 年积累的影响力，也可以借由线下剧场和线上渠道进行变现。

开心麻花 IP 的成功要素：

- 1、**节目创作能力强，经典剧目生命周期长：**成立以来，开心麻花聚集优秀的编剧、导演、演员资源，每年均推出大量原创优质新剧目，保持对观众的持续吸引力；同时，开心麻花力推部分经典剧目的全国巡演，延长了优质剧目的生命周期。以《乌龙山伯爵》为例，其从 2010 年 12 月上演至今，已上演逾 400 场，场场爆满，并且仍然活跃在全国各大剧院。

- 2、**受众年轻化：**与嘻哈包袱铺类似，开心麻花针对的是愿意为文化娱乐节目付费的年轻人，在开心麻花的核心观众群中 90% 都是 25-45 岁的都市人群。他们希望通过观看开心麻花的演出来获得休闲和放松。

- 3、**重视品牌建设，培育“粉丝经济”：**除常规观众外，开心麻花注重会员建设，目前已积累近 20 万位会员。针对核心粉丝，开心麻花定期举办各种沙龙活动，用户黏性得到持续强化和巩固。

3、海派清口

周立波的“海派清口”是从上海本地的单口滑稽、北京单口相声、香港“栋笃笑”等曲艺表演样式中吸取精华发展而成。在舞台上，他仅依靠一个提示夹和一杯白水进行表演。周立波的海派清口作品都引起了巨大的反响，获得了全国观众特别是上海观众的追捧。《笑侃三十年》连演 31 场，场场爆满；《笑侃大上海》浏览量超过百万。周立波的表演场所也从只能容纳 200 多人的戏剧沙龙转移到拥有 600 多座的兰心大剧院，最后又从 900 多座的逸夫舞台搬到 1,300 多座的美琪大剧院；《壹周立波秀》曾在东方卫视、浙江卫视、广东卫视、安徽卫视、凤凰卫视中文台各大卫视播放，具有一定的社会影响力。

图表 41.海派清口主要作品

时间	节目	特色
2008 年底	《笑侃三十年》	盘点改革开放 30 年衣食住行
2009 年	《笑侃大上海》	以上海解放 60 年为背景，戏说新老上海
2010 年	《壹周立波秀》	根据社会热点谈论事件，让大家在笑声中领悟生活
2011 年	《我为财狂》	以股市房市为开端，戏说理财

资料来源：网络、中银国际研究

海派清口取得成功的原因

- 融入时政和社会元素：**周立波的海派清口与一般的脱口秀不同，在节目中他用诙谐幽默的方式表达自己对社会、国家和民族的看法与思考，让观众有“寓教于乐”的感受。
- 立足本地市场，构建文化认同感：**周立波的表演中经常出现上海话，也反复提及上海人的共同记忆（打桩模子、冲麦乳精等），这些都是上海人所深切理解的文化密码。在同一时间同一地点几百名观众共同回忆曾经生活的场景，对于观众来说也是一种独一无二的精神体验。
- “饥饿营销”：**2010 年，海派清口首次登陆电视荧屏并取得了较好的收视率，成为同时段电视节目的冠军。但首次播出仅 6 期即结束。周立波的海派清口并没有把电视节目作为常态播出，而只选定在黄金周、小长假等节假日进行播出。这种“饥饿营销”的方式既保证周立波团队的创作质量，也让观众对海派清口的节目更加期待。

4、其他有潜力的区域文化 IP

1) 栋笃笑

“栋笃笑”主要流行于香港和广东一带，它跟中国北方的相声表演以及脱口秀表演，在语言表达方面有相似之处，但是在表演形式、侧重点等方面并不相同。“栋笃笑”直译为英文“Stand-Up Comedy”。“栋笃笑”跟相声一样有预先设定的稿件，但并不按照稿件一成不变地表演。在表演过程中注重与台下的观众进行互动，表演者与观众之间会有直接的对话，并再中间穿插歌唱、舞蹈、朗诵等。在表演内容上，栋笃笑会以幽默风趣的语言针砭时弊、讽刺时政、揭示社会现象，使得观众在笑声中思考社会和自身。有人甚至认为，周立波创立的“海派清口”是大陆版的“栋笃笑”。

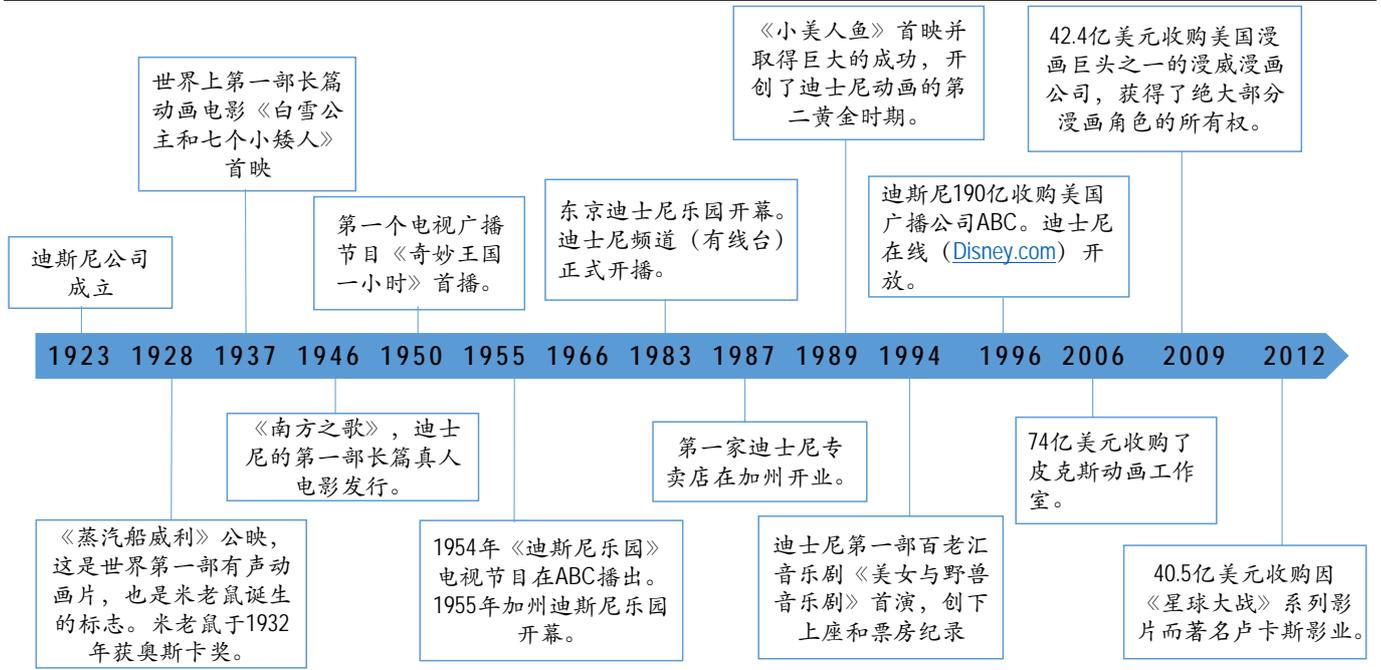
2) 刘老根大舞台

在东北有着“宁舍一顿饭、不舍二人转”的说法。尽管二人转在民间受到欢迎，但早期只活跃在东北地区，而且受到传统艺人眼界和文化修养等因素的限制，二人转一直难登大雅之堂。赵本山整合各种资源对二人转进行大力度的推广，同时挑选有才能的二人转演员经过培训，逐渐形成演出体系。目前，刘老根大舞台的触角早已伸到全国，不仅在沈阳、长春、哈尔滨有一定的影响力，还在北京、天津、泰安等地开有分店。

六、专题：迪斯尼——IP 运作铸就娱乐王国

1、迪斯尼动漫形象传播史

图表 42.迪斯尼发展路径



资料来源：公开资料、中银国际研究

1) 播映：从无声到有声，从电影到电视

20世纪20年代前，好莱坞电影主要以无声电影为主。华特·迪斯尼在观看了名为《爵士歌王》的有声电影后，认可有声电影的形式。为了给正在制作的电影《蒸汽船威力》寻找合适的录音系统，华特迪斯尼在美国多个城市进行走访，并最终确定一家纽约发行公司的录音技术。两家公司共同拍摄了《蒸汽船威力》。

《蒸汽船威力》采用管弦乐配音和各种音效合成，成为世界上第一部有声动画片。这部动画片本是为另一部故事片的开场短片进行播放。然而《蒸汽船威力》中米老鼠活灵活现的吹口哨配以动听的音乐，瞬间喧宾夺主，受到观众的极大欢迎，成为华特·迪斯尼发行的第一部具有商业价值的有声动画片。在此成功的基础上，华特·迪斯尼又开始尝试使用彩色动画片的拍摄手法拍摄米老鼠的故事。1935年，第一部彩色米老鼠故事片《花与树》公映。米老鼠标志性的红色衣服和黄色鞋子，第一次在观众面前得以展现。

20 世纪 50 年代前，迪斯尼主要以制作电影为主，包括《蒸汽船威力》《白雪公主和七个小矮人》以及长篇真人电影《南方之歌》等。50 年代之后，开始出现彩色电视等新的媒介形式。与其他电影制作公司不同，迪斯尼积极地拥抱新的媒介形式：1950 年，迪斯尼制作第一个电视节目《奇妙王国一小时》，该节目的收视率非常高，这让华特·迪斯尼认识到电视这种“新媒体”渠道对于推销迪斯尼内容的极大作用。因此，在 20 世纪 50 年代，整个电影业对电视媒体都处于防备和敌对的心态时，迪斯尼选择积极拥抱新兴渠道。1954 年，迪斯尼电视节目《迪斯尼乐园》和《米老鼠俱乐部》在 ABC 首次播出。《迪斯尼乐园》的收视率高达 41%，是当时普通热门节目的 2 倍，《迪斯尼乐园》成了当时 ABC 唯一连续三年收视率保持在前十五名的电视节目。两部大受欢迎的电视节目在 ABC 的播出，也成为 ABC 的转折点，帮助 ABC 开始走向盈利。

1983 年，迪斯尼频道开播。开播初期，迪斯尼频道是收费频道，以播出经典的迪斯尼短篇动画为主，包括《早安米奇》《套牢呀》《小飞象马戏团》等。1997 年，迪斯尼由付费频道转为普通的有线频道。迪斯尼频道内，一方面使用米老鼠、唐老鸭等传统经典形象，另一方面也制作了大量的原创剧集和动画，如《飞哥与小佛》、《天才魔女》等。频段资源作为一种公共资源，是一种稀缺性资源。迪斯尼通过电视频道，摆脱对渠道的依赖，开始自己掌控渠道：过去迪斯尼的内容播出需要依赖电视台时段资源，有了迪斯尼电视频道后，迪斯尼可以在自有的频道上播出已有动漫形象的节目内容，以及打造原创的电视节目。1996 年，迪斯尼以 190 亿美元收购美国三大广播电视公司之一的 ABC（美国广播公司）及其附属的电视网、ESPN 频道。2014 年，以 ABC、ESPN 为主的媒体网络业务，为迪斯尼贡献了 43% 的营收，成为迪斯尼最重要的收入来源。

图表 43.迪斯尼旗下媒体网络业务主要品牌



资料来源：网络、中银国际研究

2) 再现：从电视到公园

就在电影人认为电视是一种“洪水猛兽”，会将电影光与影的艺术美感破坏时，迪斯尼积极地拥抱了电视。迪士尼将电视开拓为一种新的内容渠道，把迪斯尼的米老鼠唐老鸭通过有线电视网络输送到全美各个角落。

与此同时，华特·迪斯尼开始迪斯尼乐园的建造计划，在华特·迪斯尼的构想之中，迪斯尼乐园应该是一系列不同主题的“立体电影院”，游客在迪斯尼乐园中游玩就仿佛置身电影的各种场景中。

最初，这个项目受到了公司内部包括华特· 迪斯尼的兄长罗伊· 迪斯尼等多人的反对。当时美国的城市主题公园大都发展缓慢，甚至出现了关闭的情况。但是，华特· 迪斯尼看到美国以白领为代表的中产阶级兴起，并计划在城郊建设一座主题公园。1953 年，兄长罗伊· 迪斯尼终于认可华特· 迪斯尼的主题公园计划。为了获得迪斯尼公园的建造资金，迪斯尼与美国广播公司 (ABC) 达成协议，ABC 向迪斯尼乐园投资 50 万美金现金以及 450 万美元的担保贷款，换取了迪斯尼公园 34.5% 的股份。迪斯尼同时与 ABC 签订了 8 年的协议，为 ABC 制作电视节目供其播放。

1954 年，华特· 迪斯尼登上美国电视台，向电视观众介绍迪斯尼乐园的效果图。1955 年 7 月，华特· 迪斯尼在加州迪斯尼乐园的公主城堡前，接受电视台的采访，并宣告迪斯尼乐园的开放。加州迪斯尼作为世界上第一座迪斯尼乐园，共耗资 1,700 万美元，占地 160 英亩。在开业前七周，加州迪斯尼就接待 100 万名游客。1966 年，美国第二家迪斯尼公园在佛罗里达州建成。至今为止，全球一共拥有了 5 座迪斯尼乐园，其中美国境内 2 座、巴黎、东京、香港各一座；中国上海迪斯尼则将于 2016 年开业，成为全球第六家迪斯尼乐园。

迪斯尼乐园将迪斯尼在动画片中营造的美好幻想世界，真实的再现于现实中，为观众提供身临其境的娱乐体验。通过迪斯尼乐园，迪斯尼动画形象的原有粉丝，加深了他们对角色的喜爱；通过参观和游览，乐园又吸引到一批新的粉丝。迪斯尼的动画人物在电视台和迪斯尼公园的帮助下，更加深入人心。

图表 44. 各国迪士尼乐园游客数

国家	城市	建成时间	占地面积	每年游客人次
美国	洛杉矶	1955 年	207 公顷	2,000 万
美国	奥兰多	1971 年	12,228 公顷	1,600 万
日本	东京	1983 年	780 公顷	1,730 万
法国	巴黎	1992 年	1951 公顷	1,200 万
中国	香港	2005 年	126 公顷	450 万
中国	上海	2016 年	390 公顷	---

资料来源：网络，中银国际研究

3) 衍生：从媒体介质到实物介质

迪斯尼公司随着《蒸汽船威力》的火爆而一夜成名，但是仍面临电影制作周期长、现金流不稳定等问题。20 世纪 30 年代，一位纽约富商以 300 美金购买下米老鼠的形象专利，并将这些专利印制到文具用品上。这种当时来说非常新颖的产品模式，受到了消费者的极大欢迎，文具很快便在市场上售罄。这让苦于公司经营问题的华特· 迪斯尼找到了米老鼠形象的价值出口。在文具授权后，迪斯尼公司将米老鼠形象授权给多个生产厂家，包括玩具、手表、衣服、冰淇淋等日用消费品，以获得专利使用费。在 1932 年开始 10 年间，迪斯尼公司收入中有 10% 来自专利授权费用。与电影制作不同，专利使用费收入非常稳定。正是在各式各样迪斯尼授权产品的帮助下，迪斯尼的动画形象从过去只能在电影银幕、电视屏幕上欣赏，开始随着商品的流通进入美国居民生活之中。从本质来看，过去迪斯尼动画形象传播主要依赖于媒体，以光影为介质向观众传播。通过不断增加品类的衍生品，迪斯尼动漫形象的传播，从单纯光与影介质变为了实体商品介质，从“看得见摸不着”的银幕形象变为了“看得见摸得着”实体商品的一部分。

1987年，迪斯尼首家专卖店在美国加州开业；2015年5月，全球最大的迪斯尼旗舰店在上海开业。这家旗舰店拥有860平方米的零售区域，近2,000款商品，其中90%只在迪斯尼商店有售。上海迪斯尼旗舰店毗邻东方明珠，是游客必经的地点。同时，该商店参考迪斯尼公园的设计灵感，在进店的中央位置摆放了5.8米的缩小版迪斯尼睡美人城堡。与游览公园的感觉类似，上海迪斯尼旗舰店内，顾客可以沿着大理石小路通向不同主题的购物区域。每个购物区域根据卡通人物或者相关的故事进行划分。迪斯尼经典的米老鼠、公主系列，以及收购而来的漫威、皮克斯等都设置了购物专区。由于顾客在购买热情，开业后的上海迪斯尼商店需要排队1小时以上，才能进入购买。

我们认为，迪斯尼的上海旗舰店，以“公园”的形式组织购物环境，将顾客从单一的需求上升至购物和体验的双重满足。正是这种精心设计、充满视觉感官体验的线下商店，才不会受到电子商务的冲击。

4) 共时：从大荧幕到小屏幕

1996年，迪斯尼在线(Disney.com)正式上线，迪斯尼在线被定义为“The official home for all things Disney (关于迪斯尼的一切)”。在迪斯尼官网上，用户可以查找到迪斯尼全球乐园、电影、电视节目、游戏、音乐以及进行网上购物。

除此之外，迪斯尼还尝试在其他的互联网领域进行拓展。1998年，迪斯尼入股搜索引擎网站infoseek。时任Infoseek的CTO是著名的搜索引擎专家威廉·张，1997年百度公司前创始人李彦宏也加入infoseek。迪斯尼入股Infoseek后，将搜索引擎业务整合推出门户网站Go Network，希望与雅虎、美国在线(AOL)竞争。2000年，门户网站是最为风光的互联网应用，迪斯尼也希望将go.com打造成为一个门户，向用户提供搜索引擎、免费电子邮件等功能。但后来由于迪斯尼对go.com定位的摇摆，go.com于2001年宣布关闭并裁员400人。

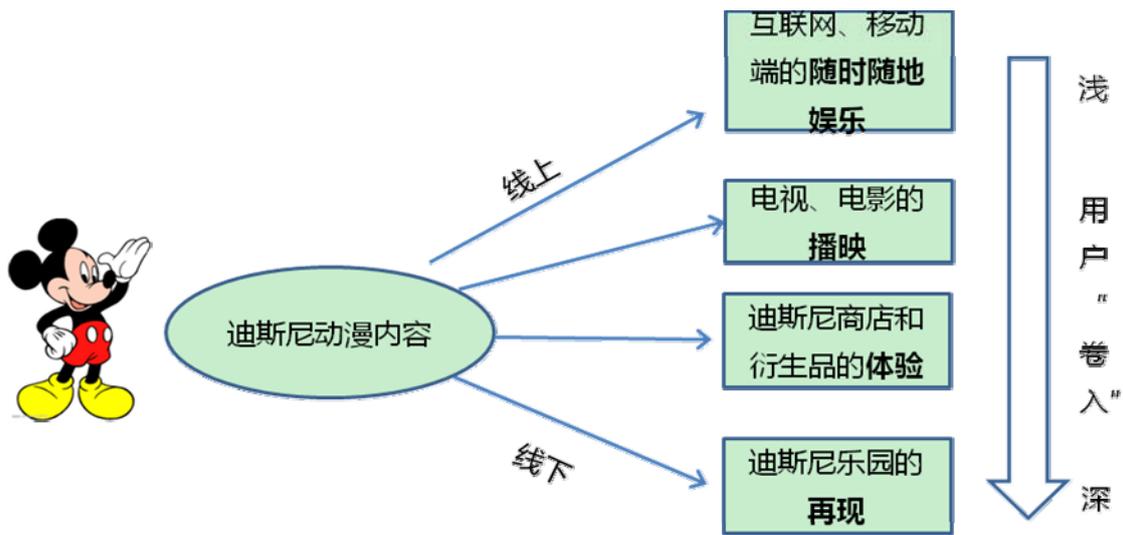
迪斯尼在从传统媒体向新媒体的转型过程中，虽然遇到一些挫折，但这并不妨碍他们继续利用新的媒介传播形式对迪斯尼的动漫形象进行传播。

20世纪80年代开始，迪斯尼开始涉足游戏产业。1981年，迪斯尼在任天堂的游戏掌上发布第一款《米老鼠》游戏；1988年，迪斯尼电脑软件公司成立，开始将迪斯尼的动画形象委托给第三方制作游戏。整个90年代，迪斯尼游戏主要采用与第三方进行合作开发的模式。迪斯尼主要输出动画形象，第三方进行游戏的开发。1995年，迪斯尼互动媒体部门成立，一方面为迪斯尼产品增加新营销渠道，另一方面则是把内容产品从电视电影渠道向互联网渠道铺开。

2008年开始，迪斯尼开始收购游戏工作室，并将精力放在移动游戏开发领域。迪斯尼既利用已有IP进行游戏二次开发，例如《冰雪奇缘》、《Line: 迪斯尼消消看》等；也由互动娱乐部门自行设计开发部分动画形象，例如广受欢迎的《小鳄鱼爱洗澡》。《小鳄鱼爱洗澡》就是由迪斯尼收购的游戏团队Tapulous进行开发。Tapulous团队在被收购前曾开发出广受欢迎的ios音乐游戏《tap tap revenge(劲乐团)》。被收购后，Tapulous创始人Bart Decrem进入迪斯尼移动业务部担任高级副总裁兼总经理，全面负责迪斯尼全线移动游戏业务。在Bart Decrem的带领下，迪斯尼移动业务部门开发出了《小鳄鱼爱洗澡》《鸭嘴兽泰瑞》，以及与imangi合作开发《神庙逃亡》。

2009年开始，迪斯尼在APP STORE上已经发布超过200款游戏。与电影电视相比，移动游戏随时随地、无孔不入的把迪斯尼的动漫形象传递到全世界。与此同时，移动游戏部门开发并创造了自己的人物形象“小鳄鱼”，搭着迪斯尼的品牌影响力，小鳄鱼游戏一度在APP store游戏分类排行榜上占据第一名的位置，超过《愤怒的小鸟》。

图表 45. 迪斯尼 IP 的传播渠道



资料来源：中银国际研究

5) 迪斯尼成功的启示:

- **内容制作精益求精:** 迪斯尼在早期从众多动画制片商中脱颖而出，主要依赖于华特·迪斯尼对内容制作的精益求精。他们首先推出有声动画片《蒸汽船威力》；在制作当时具有轰动效应的影片《白雪公主》时，迪斯尼公司制作费用由 50 万美金上升至 200 万美金，耗时 2 年才完成该部电影。在迪斯尼的第三部电影《皮诺乔》制作期间，迪斯尼采用了多层次制作手法，让影片变得栩栩如生，随之而来的是每秒钟的预算达到 1,000 美元。迪斯尼公司在电影制作技术上的大胆投入和内容上的精益求精，使得他们的影片屡获成功，为之后迪斯尼内容的不断开发奠定了基础。
- **积极拥抱“新”媒体:** 与宫崎骏相比，华特·迪斯尼不仅是一个优秀的动画人物创作者，更是一个极具商业思维的企业家。迪斯尼在过去近 100 年的时间内屹立不倒，依赖于它不断拥抱“新”媒体——在无声电影时代，有声电影是一种新兴的媒体形式；在电影主导的年代，电视又是一种新媒体；在动漫人物停留在书本、电影电视的时候，华特·迪斯尼大胆的将他们引入现实生活中，使米老鼠出现在文具、衣服、手表等商品上，让每一件商品都成为迪斯尼动漫形象的载体；在主题公园并不景气的年代，迪斯尼开始在城市郊区兴建主题公园，为动漫形象提供了一个真实的再现场景。
- **成功的商业衍生:** 迪斯尼的商业衍生和 IP 变现也被称为“轮次收入”或“利润乘数模式”。迪斯尼通过一部动画片，带动影视娱乐、主题乐园、消费衍生品等多个下游业务。每部上映的迪斯尼动画作品，都需要考虑其在衍生产品上的收入能力。电影上映后，迪斯尼会为其发行电影原声带、电影故事书、录像带等其他内容产品；之后，迪斯尼会在主题乐园内增加新电影的角色和人物，以提高迪斯尼公园的重复游览率。
- **迪斯尼与吉卜力: 优质 IP 的双重境遇**

成立于 1985 年的吉卜力，是一家日本动漫工作室。吉卜力工作室的核心人物是**动漫大师宫崎骏**及其搭档高畑勋。吉卜力工作室拥有极强宫崎骏风格。成立至今，吉卜力一共出品 22 部长篇动画电影，包括宫崎骏最为知名的一系列动画电影《风之谷》《天空之城》《千与千寻》《哈尔的移动城堡》《起风了》等。其中，宫崎骏执导的《千与千寻》曾摘得奥斯卡最佳动画长片和柏林电影节金熊奖。宫崎骏本人也在 2014 年获得奥斯卡终生成就奖。

2013 年，年近 70 的宫崎骏宣布退休，《起风了》成为其最后一部长篇动画作品。

2014 年，传出吉卜力关停的新闻：吉卜力每年的员工花费约在 20 亿日元，宫崎骏坚持使用手绘方式进行动画电影的制作，宫崎骏对每一部电影的制作都亲力亲为完成整个脚本的制作，对每一帧画稿进行修改，再交由动画团队进行制作。动画电影《起风了》一共制作 5 年时间才宣告完成。这也就意味着，吉卜力工作室推出的每一部电影至少票房在 100 亿日元以上，才能完全收回前期的投资。即便是宫崎骏的老搭档高畑勋，也缺乏如宫崎骏般的号召力，他的告别之作《辉夜姬物语》仅获得 51 亿日元票房，在商业上难获得成功。而吉卜力工作室忽视对下一代动漫大师的培育，在宫崎骏宣布退休后，出现了后继乏人的情况。

与迪斯尼拥有内容、渠道、衍生等多个生产链条不同，吉卜力事实上依赖宫崎骏和他的作品。在内容播映上，没有与电影发行上、电视台、广告商的强溢价能力；在衍生品上，也缺乏成体系的产品规划。因此，吉卜力始终停留在依靠电影票房生存的阶段。随着灵魂人物的退休，出现当前的困难，似乎也在所难免。

2、迪斯尼的商业并购与 IP 运作史

在迪斯尼目前的五大业务板块中，除主题乐园业务未进行过并购外，其他四大业务板块进行了五次大手笔的并购。五次并购迪斯尼只聚焦于两个层面：渠道与内容

1) 并购渠道

由于美国的反垄断法案，1943 年全美第一家广播机构 NBC 将其拥有的两条广播网络之一的蓝网进行出售，从而形成现在的美国广播公司 (ABC)。迪斯尼与 ABC 的合作，起源于 50 年代迪斯尼乐园的兴建和迪斯尼节目在电视台的首次播出。1984 年，迪斯尼与国家广播公司 (NBC)、ABC 推出针对成人的电视剧节目以及针对儿童的卡通剧节目。迪斯尼与电视台的合作共享，是其一贯之的业务模式。

同样在 1984 年，ABC 购买了体育频道 ESPN80% 的股权。在 ESPN 出现之前，大多数普通电视频道只在周末安排体育节目，较少对体育节目进行直播。ESPN 通过大量购入直播赛事版权并 24 小时连续播出体育节目，在观众中建立起权威体育频道的地位。ESPN 甚至“自创”一些体育比赛领域，如组织和运营美国极限运动比赛“X Games”，来丰富和扩大体育赛事转播的内容。

1996 年，迪斯尼以 190 亿美元收购美国广播公司 (ABC) 及其附属的电视网和 ESPN 体育频道，创下当时美国媒体业最大的并购纪录。2001 年，迪斯尼以 29 亿美元及外加承担 23 亿债务为代价，购入新闻集团的福克斯家庭电视频道 (即今天的 ABC 家庭频道)；通过并购 ABC 等一系列的有线电视网络和电视频道，迪斯尼拥有了宝贵的渠道资源和收入来源。2014 财年中，迪斯尼的媒体网络业务板块为其带来了 209 亿美元的收入，占整体收入的 43%。

2) 并购内容

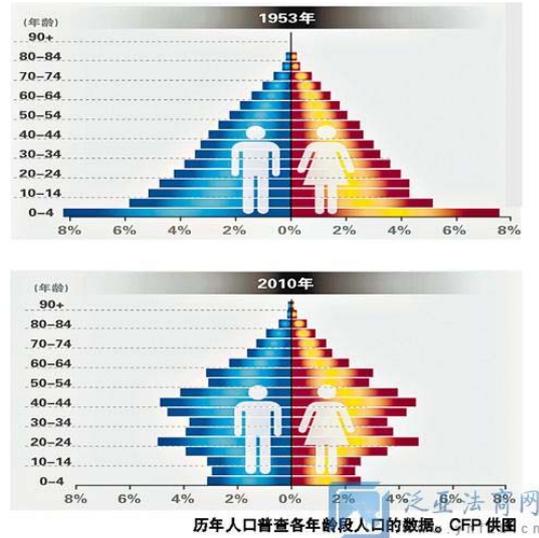
1994年，迪斯尼经典电影《狮子王》上映，这部电影动用175位动画师，耗费四年时间完成。《狮子王》以动人音乐和完美的叙事，一举成为最受欢迎的动画片，当时全球票房达到9.875亿美元。在此之前，迪斯尼以《小美人鱼》（1989年）开创了歌舞+动画剧情的拍摄模式。这种模式下观众既能欣赏到优美的动画画面，影片中的歌曲也通常随着电影而风靡和传唱。这种模式在90年代迪斯尼的经典动画电影中屡获成功，其中包括经典的《美女与野兽》《阿拉丁》《风中奇缘》以及根据中国传统故事改编的《花木兰》。《狮子王》之后的10年，被外界认为是迪斯尼失落的十年，原有的歌舞+动画电影已经不再受到欢迎，竞争对手的影片则屡获好评；米老鼠、唐老鸭等经典人物在新一代的儿童心中，则显得老化和过时。

图表 46.迪斯尼经典手绘动画电影

片名	上映时间	取材来源	票房	曾获奖项
《人猿泰山》	1999	改编自《泰山》系列小说	4.5亿美元	第72届奥斯卡最佳原创歌曲
《花木兰》	1998	来源于中国古代花木兰的故事	3.043亿美元	第71届奥斯卡最佳原创歌曲提名
《大力士》	1997	改编自希腊古神话	2.53亿美元	第70届奥斯卡最佳原创歌曲提名
《钟楼驼侠》	1996	灵感来自于《巴黎圣母院》	3.25亿美元	提名第69届奥斯卡最佳配乐
《风中奇缘》	1995	由真实历史事件改编	3.46亿美元	第68届奥斯卡金像奖最佳配乐、最佳原创歌曲
《狮子王》	1994		9.875亿美元	第67届奥斯卡金像奖最佳配乐、最佳原创歌曲
《阿拉丁》	1992	来自《一千零一夜》的“阿拉丁与神灯”	5.041亿美元	第67届奥斯卡最佳配乐、最佳原创歌曲
《美女与野兽》	1991	改编自法国神话故事	3.77亿美元	第64届奥斯卡最佳配乐、最佳原创歌曲
《小美人鱼》	1989	安徒生童话《海的女儿》	2.113亿元	第62届奥斯卡金像奖，美国金球奖

资料来源：网络、中银国际研究

图表 47. 美国人口结构对比 (1953 年、2010 年)



资料来源：网络、中银国际研究

1953 年和 2010 年美国人口的年龄分布已经发生巨大变化, 1953 年美国人口中, 0-4 岁的新生儿占比超过 8%。到了 2010 年, 美国人口中, 0-4 岁的人口仅占 3% 左右。1946 年到 1964 年, 美国“婴儿潮”一代出生, 这一阶段整体的出生人口达到 7,800 万。正是在这样的背景下, 迪斯尼可以将 IP 主要聚焦在幼儿和儿童人群。而到了 2010 年, 人口出生率大大下降, 如果只聚焦低年龄层的人群, 则迪斯尼的市场占有率可能会迅速降低。2006 到 2012 年, 迪斯尼相继收购皮克斯动画工作室、漫威漫画公司和制作《星球大战》系列的卢卡斯影业。这三家公司的共同特点是, 拥有经典的 IP, 制作过高票房的经典影片; 他们的不同点在于, 皮克斯和卢卡斯影业在电影制作上已经拥有多年经验, 而漫威公司过去主要依赖于漫画 IP 授权, 进军电影制作较晚。

三笔收购总计花费迪斯尼近 150 亿美金。但通过收购, 迪斯尼一举获得大量经典 IP, 以及优秀的电影制作团队。与迪斯尼传统偏青少年的梦幻公主格调不同, 皮克斯、漫威、卢卡斯三家公司主要针对不同年龄阶段的人群, 且为迪斯尼带来更多男性喜爱的 IP。

正是通过收购三家公司, 迪斯尼得以迅速充实 IP 矩阵。将迪斯尼过去柔软的、偏女性化的固有形象增加更多轻松幽默、英雄的和科幻 IP。在年龄结构和性别结构上, 新 IP 矩阵受众范围进一步扩大。

图表 48. 皮克斯、漫威、卢卡斯公司核心特点

	主要受众	核心 IP	核心 IP 意涵	与迪斯尼的互补
皮克斯	儿童、家庭、青年人	玩具总动员、怪兽大学、赛车总动员、飞屋环游记、超人陆战队	欢乐、新奇、搞笑、温情	1) 三维动画制作能力 2) 更现代化和轻松娱乐的电影故事风格, 不仅适合儿童, 对成年人及父母同样有吸引力
漫威	男性青少年及成人	蜘蛛侠、钢铁侠、美国队长	超级英雄、阳刚	更多受男性欢迎的 IP, 为他们提供英雄的梦想
卢卡斯	科幻迷	《星球大战》系列	科幻、宇宙	补充迪斯尼稀缺的科幻 IP 资源

资料来源：中银国际研究

皮克斯：新动画电影的开端

皮克斯最初是卢卡斯影业的特效制作小组，是卢卡斯影业在 1979 年《星球大战》获得成功专门成立的一个部门，当时雇佣一批技术人员来进行电脑的绘图。1986 年，乔布斯认为电脑 3D 技术在未来将有大的发展，他以 1,000 万美元从卢卡斯影业手中买下了特效制作小组，并将其命名为“皮克斯”。20 世纪 90 年代，就在迪斯尼以各种手绘动画电影风靡全球时，皮克斯利用 CG（电脑图像生成）技术，制作了全球第一部全 CG 动画电影《玩具总动员》，获得了 1.92 亿美元的票房，刷新当时的动画电影票房纪录。与迪斯尼相比，皮克斯的动画具有鲜明的特点：

- **视觉效果出色：**与传统手绘相比，CG 技术帮助动画片的人物更加生动，色彩饱满，画面感极强。让观众能体验到更好的视觉效果
- **“解构”童话：**迪斯尼大多数电影改编自童话故事或神话传说。迪斯尼在动画片中坚持传递冒险、梦想、王子与公主等童话中美好的形象。皮克斯动画人物大多是新创作，难以从过去的故事中找到类似的影子。从《玩具总动员》开始，皮克斯就不断运用“拟人化”的手法，将玩具、怪兽等赋予人类的性格和情感。
- **打破美丑二元对立：**迪斯尼传统动画中，反面角色往往是丑陋可憎。而皮克斯的动画则将一些原本外表丑陋的动画人物，表现得更加丰满，并赋予他们美好的品质。从而打破传统的美丑善恶二元对立，使得动画更接近于真实生活。

正是皮克斯在技术、动画内涵上的与众不同，动画片不再是儿童的专属产品，开始变成大众娱乐消费品。皮克斯的大多数粉丝群主要集中在青年人，而非仅仅是儿童。

漫威：超级英雄漫画的复兴

■ 漫威发展轨迹

90 年代以前，漫威的发展聚焦在漫画产业，创造了复仇者联盟、神奇四侠等广为人知的漫画角色。但由于漫画传播度有限、盈利模式单一等原因，漫威并没有如今这样巨大的影响力。到了 90 年代，由于电影产业兴起、消费结构改变等原因，漫威开始进军电影业。1992 年漫威授权第三方制作的《X 战警》大获成功。但由于是第三方授权，电影虽然热卖但是漫威得到的票房分成较低。此后，漫威漫画改编的《X 战警》系列、《蜘蛛侠》系列横扫美国票房。这两个大获成功的系列电影在全球获得数十亿美元的票房，却仅给作为品牌授权的方漫威带来不足 1 亿票房分成。

因此，漫威在 2008 年开始以独立公司的方式运作电影业务。漫威电影业务大获成功，先后制作《钢铁侠》、《美国队长》、《复仇者联盟》等成为叫好又叫座的系列电影。电影业务帮助漫威走上高速发展的轨道，基于漫威动漫人物改编的电影大获成功。不仅为漫威带去可观的经济收入，也使漫威巩固并拥有一批粉丝基础强大、影响力广泛的 IP 形象。此后，基于强大的 IP 形象以及与迪士尼的合作，漫威各条业务线全面开花。不仅在电影票房上获得可观收入，基于超级英雄开发的游戏、商品授权以及电影周边都拓宽漫威收入来源。而这些又反向提升漫威的经典 IP 形象，形成一个良性循环的过程。

图表 49.漫威发展轨迹


资料来源：中银国际研究

图表 50.漫威经典电影列表

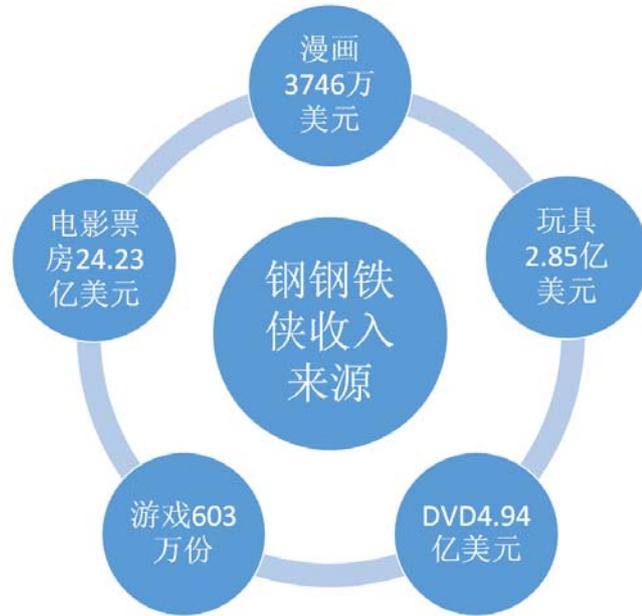
片名	美国发行日期	收入 (亿美元)			排名		成本 (亿美元)
		北美票房收入	全球其他地区票房收入	全球票房收入	北美票房历史总榜	全球票房历史总榜	
《钢铁侠》	2008年5月2日	3.18	2.67	5.85	34	95	1.40
《无敌浩克》	2008年6月13日	1.35	1.29	2.63	324	384	1.50
《钢铁侠2》	2010年5月7日	3.12	3.12	6.24	38	80	2.00
《雷神》	2011年5月6日	1.81	2.68	4.49	175	152	1.50
《美国队长》	2011年7月22日	1.77	1.94	3.71	188	212	1.40
《复仇者联盟》	2012年5月4日	6.23	8.95	15.19	3	3	2.20
《钢铁侠3》	2013年5月3日	4.09	8.06	12.15	14	5	2.00
《雷神2：黑暗世界》	2013年11月8日	2.06	4.38	6.45	136	76	1.70
《美国队长2》	2014年4月4日	2.60	4.54	7.14	77	61	1.70
《银河护卫队》	2014年8月1日	2.39	5.26	7.65	93	51	1.70
合计		29	43	72	—	—	17

资料来源：网络、中银国际研究

■ 以钢铁侠为例：漫威从“超级英雄”IP获利

漫威一直在探索如何“贩卖”这些具有强大粉丝基础的超级英雄。以钢铁侠为例，从2001年开始钢铁侠漫画共销售1,130万册，销售额高达3,746万美元。在漫画和电影的刺激下，钢铁侠三部电影的DVD总共卖出了1,700多万份，为漫威带来3亿美元的收入。两套以钢铁侠为主角的游戏在各大游戏平台上总共卖出了603万份。漫威还授权把钢铁侠的形象和复仇者联盟的其他成员打包卖给玩具制造商孩之宝，该交易仅授权费就高达2.85亿美元。

图表 51.钢铁侠的商业价值



资料来源：中银国际研究

迪斯尼收购漫威——获得超级英雄 IP

- **超级英雄 IP 获得男孩市场：**漫威拥有超人、蜘蛛侠等一批市场热度高、粉丝基础很扎实的超级英雄形象，这与迪士尼传统的米老鼠等卡通形象形成一定的竞争关系。收购漫威以后，迪士尼获得了漫威超过 5,000 个漫画 IP，大大扩充其形象资产。迪士尼收购漫威后推出的第一部动画《超能陆战队》以漫威漫画人物改编，由《小熊维尼》的导演唐·霍尔(Don Hall)执导。虽然，其中的角色都是漫威比较冷门的人物，但这并不妨碍全球关注对它的喜爱。2015 年 2 月 23 日，该片获得第 87 届奥斯卡“最佳动画长片”奖，全球票房超 6.5 亿美元。迪斯尼公司充分发挥与漫威的协同效应，将漫威已有的 IP 快速商业化，利用迪斯尼遍及全球的发行渠道推广影片。
- **提升衍生产品收入：**美国电影的衍生品收入通常高达电影总收入的 70%。观看一部《变形金刚 4》可能只需要花费几十上百元，但是一个擎天柱模型，则可能需要上百元到数千元。根据影片角色人物、场景、标识等开发的产品越来越受到欢迎。漫威在衍生品方面也将为迪士尼带来巨大的盈利潜力。
- **开拓手游市场：**漫威在手游领域发展迅速，有四款以漫威超级英雄为题材的手游进入美国 APP store 收入榜前 100 名。其中，《漫威格斗冠军》长期处于 Top10 之列。这与漫威和迪士尼的合作有非常密切的关系。漫威提供过硬的 IP，这些 IP 具有强大的粉丝基础和顶级的人气，且动漫与游戏用户重合度较大，从粉丝到玩家的转化率很高。其次，迪士尼拥有深厚的发行实力，在营销推广方面可为漫威助力。另外，精良的游戏制作以及成熟的产品模式也是漫威手游成功的原因。漫威手游具有单用户平均收入不高、玩家基数大、付费率高以及生命周期长的特点，这种成熟可持续发展的模式推动漫威手游的发展。

收购卢卡斯：获得科幻 IP

2012 年迪斯尼耗资 40.6 亿美元以现金加换股的方式收购“星战”系列的出品方卢卡斯影业。完成收购以后，迪斯尼将制作与发行《星战 7-9》电影，Disney XD 和 ABC 将合作推出星战电视剧集。

卢卡斯影业于 1971 年成立，创始人卢卡斯为《星球大战》、《夺宝奇兵》系列的导演。1977 年，卢卡斯制作的电影《星球大战 1》全球票房高达 7.7 亿美元，获得巨大的粉丝基础。“星战”系列在电影、电视、玩具等方面具有持久获益能力。1977 年到 2012 年，星战系列全球总票房达到 44 亿美元，衍生品收入超过 200 亿美元。

与迪士尼相比，卢卡斯的 IP 形象有自身独特之处，与卢卡斯合作将会使迪士尼受益于以下方面：

- **丰富 IP 经营体系：**与迪士尼传统的童话人物形象、皮克斯的玩具怪兽形象以及漫威的超级英雄形象不同，收购卢卡斯有助于迪士尼在科幻领域的拓展。迪士尼不仅能在电影方面为星球大战系列提供机会，并且还会有电视、互动媒体、主题公园、实时娱乐和消费品等方面的新机会。
- **获得青少年市场：**迪士尼经典的 IP 受众集中于幼儿和儿童人群，与卢卡斯结合有助于其开拓青少年市场。对于青少年，特别是男性来说，科幻 IP 吸引力极强。他们不仅会观看科幻类型的电影，还愿意在科幻衍生品上投入。

经过三次收购，迪士尼将自身的平台优势与好的内容创意有机结合，实现内容+渠道的经营模式，创造更大商业价值。迪士尼正成为全球领先、覆盖全年龄段的综合传媒娱乐集团。

3、迪斯尼正在经历“巅峰”

2014 年上映《冰雪奇缘》在全球获得 12.7 亿美元的票房，成为迪斯尼历史上票房最高的电影作品。而这部作品也将迪斯尼带入巅峰状态。不仅是在电影上的成功，《冰雪奇缘》带动迪斯尼其他相关业务的快速发展，包括衍生品销售、电影原声唱片销售等。迪斯尼乐园内也迅速增设《冰雪奇缘》展区。

从迪斯尼 2014 财年的收入结构来看，目前迪斯尼主要分为 5 大业务，包括媒体网络业务（主要为 ABC 及 ESPN）、主题公园及度假村业务、影视娱乐业务、消费产品业务、互动娱乐业务。从收入构成来看，创造 IP 的影视娱乐业务收入仅占迪斯尼总收入的 15%，但这却是主题公园（31%）、消费产品（15%）、互动娱乐（3%）业务的“发动机”。通过反复利用 IP，迪斯尼取得数倍于票房的收入。除此之外，媒体网络（ABC 和 ESPN）则为迪斯尼贡献 43% 的收入。

因此，从 IP 的意义来划分，迪斯尼的主营业务可分为两大部分：1) 由 IP 驱动的内容及衍生业务；2) 由渠道驱动的有线电视网络业务。

图表 52. 迪斯尼业务构成及收入结构



资料来源：彭博、中银国际研究

从 2008 年起，迪士尼主营业务收入保持平稳增长，2014 年营业收入达 488.13 亿美元，较去年同期增长 8.37%。其中服务收入增加 30 亿美元，增长 8%，增长主要来自于 2014 年《冰雪奇缘》的超强的票房表现及授权收入、广告收入、广播和迪斯尼频道，以及主题乐园和度假村更高的门票及住宿费用。产品收入增加 8 亿，增长 10%，是由于《冰雪奇缘》带来更高的家庭娱乐收入，增加客人在主题乐园中对食品、饮料和设施的花费及客流量。同时迪斯尼手游业务的收入也有所增长。

图表 53. 2008-2014 年迪斯尼主营业务收入及其增长率



资料来源：彭博、中银国际研究

从 2009 年开始，迪斯尼毛利润和毛利率在逐年增长。毛利润从 2008 年的 74.04 亿美元增长到 2014 年的 22.39 亿美元，毛利率从 2008 年的 19.57% 增长到 2014 年的 45.88%。2012 年的快速增长主要是由于会计准则的变动导致当年毛利率大幅上升。

图表 54.2008-2014 年迪斯尼主营业务毛利润及其增长率



资料来源：彭博、中银国际研究

从净利润和净利率来看，迪斯尼 2009 年到 2014 年逐年小幅度上涨。净利润从 2008 年的 44.27 亿美元增长到 2014 年的 75.01 亿美元；净利率从 2008 年的 11.70% 增长到 2014 年的 15.37%。

图表 55.2008-2014 年迪斯尼净利润及其增长率



资料来源：彭博、中银国际研究



买入

21% ↑

目标价格:人民币 45.88

002292.CH

价格:人民币 37.85

目标价格基础:100倍15年市盈率

板块评级:增持

奥飞动漫

布局文娱全产业链，东方“迪士尼”轮廓初现

奥飞动漫于2009年上市，是中国动漫领域内第一家上市公司。2014年，公司营业收入24.3亿元，同比增长56.5%，实现归属于母公司净利润4.3亿元，同比增长85.4%。2014年每股收益为0.68元。预计2015-2017公司全面摊薄每股收益分别为0.46、0.63、0.89元。我们认为奥飞动漫是当前最具实力和发展潜力的动漫文化产业集团，给予580亿市值目标，对应目标价45.88元，给予首次买入评级。

支撑评级的要点

- **从IP引进到IP创造:** 作为以玩具制造起家的企业，奥飞动漫是市场上较早意识并发掘IP价值的公司。公司早期从海外引进《四驱小子》、《迪迦奥特曼》、《宠物小精灵》，后期自主推出《巴拉拉小魔仙》《火力少年王》、《铠甲勇士》等广受欢迎的动漫影片，逐步形成原创动漫IP布局。
- **布局动漫、娱乐IP全产业链:** 1) **获得动漫渠道资源:** 奥飞收购嘉通卡通60%股权、万象娱通40%股权、魔屏科技60%股权，在源头上保证了奥飞IP形象矩阵在各个渠道的输出；2) **开拓游戏业务:** 奥飞通过收购方寸科技、爱乐游两家手游开发商开拓游戏业务渠道。3) **布局电影业务:** 奥飞采取直接向海外优质制作团队投资的方式布局电影业务：收购美国娱乐公司451集团20%股权，以6,000万美金参投《幽魂》等三部好莱坞电影。通过全产业链的系列布局，奥飞生态日益明朗。
- **“中国迪斯尼”轮廓渐明:** 预计公司的泛娱乐布局将不断扩张，充实公司的IP矩阵并帮助团队进行IP的下游运营，实现良好协同效应，走向以IP为中心的动漫娱乐全产业链运作模式。

评级面临的主要风险

- 国际化布局低于预期。

估值

- 预计2015-2017公司全面摊薄每股收益分别为0.46、0.63、0.89元，给予580亿市值目标，对应目标价45.88元。首次给予**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	1,553	2,430	3,222	4,256	5,678
变动(%)	20	56	33	32	33
净利润(人民币 百万)	231	428	579	801	1,121
全面摊薄每股收益(人民币)	0.376	0.677	0.458	0.634	0.887
变动(%)	(15.2)	80.3	(32.3)	38.3	40.0
全面摊薄市盈率(倍)	100.7	55.9	82.6	59.7	42.7
价格/每股现金流量(倍)	156.7	45.8	85.5	81.0	60.9
每股现金流量(人民币)	0.24	0.83	0.44	0.47	0.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	151.9	91.4	66.6	49.8	36.0
每股股息(人民币)	0.009	0.009	0.006	0.009	0.012
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	155.3	0.0	73.4	113.2
相对深证成指	155.4	34.1	90.0	53.2

发行股数(百万)	1,264
流通股(%)	51
流通股市值(人民币 百万)	24,497
3个月日均交易额(人民币 百万)	630
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
蔡东青	49

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年7月9日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 文化传媒

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*杨艾莉为本报告重要贡献者

中国动漫 IP 产业龙头企业：奥飞动漫是国内动漫制造企业中最早开始摆脱单纯的制造业务，进行 IP 内容拓展的企业之一。公司收购的原创动力、爱乐游、方寸科技、嘉佳卡通等 IP 开发、游戏、渠道企业，皆为细分领域内的优质团队，与奥飞形成良好的协同效应。奥飞已经形成从 IP 生产、内容播映、IP 衍生、玩具制造的全产业链布局。

借力海外 IP，驱动玩具销售：创业初期，奥飞通过引进日本动画片《四驱小子》，带动其主要玩具产品四驱车的销售，成为少儿四驱车领域内最主要的品牌玩具，帮助奥飞初尝 IP 内容对实体产品销售的巨大驱动力。其后，奥飞先后从海外引进迪迦奥特曼、宠物小精灵等受到少儿追捧的动漫 IP 产品，公司在 IP+玩具的模式下已经驾轻就熟。

从 IP 引进到 IP 创造：2004 年公司成立奥飞文化，开始从单一 IP 引进转为自有 IP 研发和运营。奥飞陆续推出《巴拉拉小魔仙》《火力少年王》等自主拍摄的动漫影片，前者补足公司在女孩 IP 上的短板，后者又继续带动悠悠球玩具的热销。2012 年，奥飞收购“喜羊羊之父”黄伟明旗下广东明星动画 70% 股权；一年后对资讯港及广东原创动力完成收购，取得“喜羊羊”版权及商业运营开发权。通过两次交易，奥飞实现对国产金牌 IP “喜羊羊”从内在创作团队到外在 IP 版权的全方位收购。

收购布局动漫全产业链：奥飞在 2009 年上市后，进行一系列的收购运作。在传统渠道资源上，收购五大少儿动漫频道之一的嘉佳卡通 60% 股权；在新媒体渠道上，收购北京万象娱通 40% 股权，万象娱通拥有针对少儿的绿色动漫 APP 爱看动漫乐园；同时，收购北京魔屏科技 60% 股权，魔屏科技拥有移动漫画平台“魔屏漫画”。在优质 IP 储备上，奥飞遵循两条腿走路原则，既收购海外已有一定知名度的 IP “倒霉熊”（后改名贝肯熊），又收购国内新兴的动漫工作室狼烟动画、太极鼠工作室。在源头上保证了奥飞 IP 形象矩阵源源不断的输出。在一系列 IP 的收购与运营中，奥飞成立“授权事业部”，对旗下 IP 进行统一管理。

开启泛娱乐征程：在动漫密切相关的互动娱乐业务上，奥飞收购上海方寸科技、北京爱乐游两家手游开发商。其中，爱乐游开发的《雷霆战机》通过腾讯代理顺利登陆微信平台，成为微信平台最受欢迎的手游之一。在电影业务上，奥飞直接向海外的优质制作团队进行投资，收购美国娱乐公司 451 集团 20% 股权，451 集团创始人之一为执导过《变形金刚》《忍者神龟》等大片的导演迈克尔贝。此外，奥飞影业以 6000 万美金参投《幽魂》等三部好莱坞电影。

“东方迪斯尼”轮廓渐明：奥飞与迪斯尼分别从下游制造和上游创作切入动漫娱乐产业链，但两家公司最终均走向了以 IP 为中心的动漫娱乐全产业链运作。奥飞作为以玩具制造起家的企业，其早于同业的 IP 引进、内容制作、国际化布局，都将成为中国动漫企业的发展标杆。我们预计，在奥飞的动漫娱乐版图布局中，未来还将有更多外延布局。尤其在上游 IP 创造环节，单纯依靠内生发展，IP 制造产能有限，通过购买优质团队，充实公司的 IP 矩阵并帮助团队进行 IP 下游的产业运营，实现良好协同效应。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,553	2,430	3,222	4,256	5,678
销售成本	(867)	(1,219)	(1,619)	(2,135)	(2,830)
经营费用	(376)	(694)	(909)	(1,201)	(1,594)
息税折旧前利润	310	517	694	919	1,254
折旧及摊销	(37)	(61)	(69)	(75)	(81)
经营利润(息税前利润)	273	456	625	844	1,173
净利息收入/(费用)	7	(0)	(0)	27	42
其他收益/(损失)	6	8	(8)	(8)	(11)
税前利润	269	442	599	830	1,163
所得税	(35)	(30)	(40)	(56)	(78)
少数股东权益	(3)	15	20	27	36
净利润	231	428	579	801	1,121
核心净利润	232	429	579	801	1,121
每股收益(人民币)	0.376	0.677	0.458	0.634	0.887
核心每股收益(人民币)	0.377	0.679	0.458	0.634	0.887
每股股息(人民币)	0.009	0.009	0.006	0.009	0.012
收入增长(%)	20	56	33	32	33
息税前利润增长(%)	33	67	37	35	39
息税折旧前利润增长(%)	34	67	34	32	36
每股收益增长(%)	(15)	80	(32)	38	40
核心每股收益增长(%)	(16)	80	(33)	38	40

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	269	442	599	830	1,163
折旧与摊销	37	61	69	75	81
净利息费用	10	21	18	7	(1)
运营资本变动	(149)	(8)	(107)	(295)	(420)
税金	(35)	(30)	(40)	(56)	(78)
其他经营现金流	16	36	21	30	40
经营活动产生的现金流	148	523	560	591	786
购买固定资产净值	(55)	(57)	(102)	(114)	(118)
投资减少/增加	(43,211)	(77,288)	0	0	0
其他投资现金流	42,787	76,521	0	0	0
投资活动产生的现金流	(479)	(823)	(102)	(114)	(118)
净增权益	205	0	632	0	0
净增债务	494	347	(219)	(76)	(76)
支付股息	(6)	(7)	(8)	(11)	(15)
其他融资现金流	(214)	89	(26)	(24)	(18)
融资活动产生的现金流	479	429	379	(110)	(108)
现金变动	148	128	837	367	560
期初现金	618	761	932	1,766	2,129
公司自由现金流	(331)	(300)	458	477	668
权益自由现金流	164	47	239	401	592

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1,289	914	1,766	2,129	2,685
应收帐款	324	343	462	610	814
库存	443	412	468	540	715
其他流动资产	158	529	537	711	945
流动资产总计	2,215	2,198	3,233	3,990	5,160
固定资产	(86)	268	287	314	336
无形资产	698	1,376	1,377	1,379	1,380
其他长期资产	409	252	258	261	265
长期资产总计	1,028	1,912	1,944	1,984	2,021
总资产	3,243	4,110	5,177	5,973	7,181
应付帐款	217	245	271	306	406
短期债务	521	359	216	216	216
其他流动负债	155	210	268	340	446
流动负债总计	893	814	754	861	1,067
长期借款	7	0	(76)	(151)	(227)
其他长期负债	548	659	660	660	661
股本	614	632	1,264	1,264	1,264
储备	1,079	1,925	2,493	3,279	4,386
股东权益	1,694	2,539	3,757	4,543	5,650
少数股东权益	102	98	82	60	31
总负债及权益	3,243	4,110	5,177	5,973	7,181
每股帐面价值(人民币)	2.76	4.02	2.97	3.59	4.47
每股有形资产(人民币)	1.62	1.84	1.88	2.50	3.38
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.24)	(0.88)	(1.29)	(1.63)	(2.13)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.0	21.3	21.5	21.6	22.1
息税前利润率(%)	17.6	18.8	19.4	19.8	20.7
税前利润率(%)	17.3	18.2	18.6	19.5	20.5
净利率(%)	14.9	17.6	18.0	18.8	19.7
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.7	4.3	4.6	4.8
利息覆盖率(倍)	10.0	10.8	17.8	20.8	29.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.0	2.2	3.7	4.0	4.2
估值					
市盈率(倍)	100.7	55.9	82.6	59.7	42.7
核心业务市盈率(倍)	100.4	55.7	82.6	59.7	42.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	121.6	67.5	100.1	72.4	51.7
市净率(倍)	13.7	9.4	12.7	10.5	8.5
价格/现金流(倍)	156.7	45.8	85.5	81.0	60.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	151.9	91.4	66.6	49.8	36.0
周转率					
存货周转天数	159.5	128.0	99.3	86.1	80.9
应收帐款周转天数	61.3	50.2	45.6	46.0	45.8
应付帐款周转天数	49.0	34.7	29.2	24.7	22.9
回报率					
股息支付率(%)	3.2	1.8	1.8	1.8	1.8
净资产收益率(%)	14.6	20.2	18.4	19.3	22.0
资产收益率(%)	9.2	11.6	12.6	14.1	16.6
已运用资本收益率(%)	14.7	17.9	18.4	20.3	23.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



买入

40% ↑
目标价格:人民币 83.30

300364.CH

价格:人民币 59.67

目标价格基础:185倍 15年市盈率

板块评级:增持

中文在线

数字出版龙头，产业链布局清晰

中文在线成立于2000年，于2015年1月上市，是中国数字出版第一股。公司创始人童之磊拥有清华大学和MIT的学位。中文在线以数字内容为核心，在全渠道上对内容进行发布、运营、聚合管理。公司2014年实现营业收入26.9亿元，同比增长22.42%。实现归属于上市公司净利润4,617万元。预计公司2015-2017年全面摊薄每股收益分别为0.45、0.52、0.59元。给予公司100亿元市值目标，对应目标价83.30元，首次评级买入。

支撑评级的要点

- **优质数字出版标的：**公司当前业务主要包括三大板块。1) **数字阅读产品：**在手机端，公司向三大运营商提供数字阅读产品，并与其进行分成；在PC端，公司旗下17K小说网等四大文学网站，直接向用户提供免费和付费的数字阅读产品；2) **数字出版运营服务：**为数字出版和发行机构提供运营服务；3) **数字内容增值服务：**将公司签约拥有的数字内容改编为影视剧、游戏等多种泛娱乐产品，提升数字内容IP价值。公司三项业务均围绕文学版权的数字化运营和变现。同时，公司致力于创新业务，推出移动端的内容发行平台中文书城；中短篇小说平台汤圆创作以及微信公众号IP猎手。
- **产品矩阵完备，全媒体覆盖：**公司三大基础业务及创新孵化业务皆围绕数字出版产业。从上游作者签约、中游平台运营、下游IP运营，公司对产业链进行全线布局。目前网络文学行业商业模式逐渐成熟，IP版权价值迅速增值、IP泛娱乐产品变现渠道打开，凭借公司在数字阅读领域的多年耕耘，将成为数字阅读领域的领军企业。
- **投资网络剧，介入泛娱乐产品开发：**公司拟投资500万元与王马影视共同拍摄网络剧《我的美女老师》。利用IP储备，公司未来将继续介入以IP为核心的泛娱乐产业链开发。

评级面临的主要风险

- 对运营商的依赖；行业竞争加剧；

估值

- 考虑公司网络文学上的深耕细作以及未来在IP运营上的布局，公司市值仍有提升空间，给予公司目标市值100亿，对应目标价83.30元。

投资摘要

年结日：12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	220	270	338	418	507
变动(%)	20	22	25	23	21
净利润(人民币 百万)	44	47	54	62	71
全面摊薄每股收益(人民币)	0.489	0.517	0.451	0.520	0.591
变动(%)	(17.7)	5.8	(12.8)	15.3	13.5
全面摊薄市盈率(倍)	122.1	115.3	132.3	114.7	101.0
价格/每股现金流量(倍)	110.2	140.1	392.6	276.1	183.9
每股现金流量(人民币)	0.54	0.43	0.15	0.22	0.32
企业价值/息税折旧前利润(倍)	142.6	138.8	156.5	128.5	109.4
每股股息(人民币)	0.062	0.065	0.057	0.065	0.074
股息率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	508.3	(53.6)	(21.2)	0.0
相对深证成指	508.4	(19.6)	(4.6)	(60.0)

发行股数(百万)	120
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,790
3个月日均交易额(人民币 百万)	532
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
童之磊	19

资料来源：公司数据，聚源及中银国际研究
以2015年7月9日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒：文化传媒

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001

*杨艾莉为本报重要贡献者

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	220	270	338	418	507
销售成本	(111)	(145)	(188)	(241)	(302)
经营费用	(60)	(73)	(104)	(121)	(140)
息税折旧前利润	49	52	46	55	65
折旧及摊销	(11)	(15)	0	0	0
经营利润(息税前利润)	38	36	46	55	65
净利息收入/(费用)	0	0	0	0	0
其他收益/(损失)	12	18	17	17	17
税前利润	51	54	63	73	82
所得税	(6)	(8)	(9)	(10)	(12)
少数股东权益	(0)	0	0	0	0
净利润	44	47	54	62	71
核心净利润	45	48	56	64	73
每股收益(人民币)	0.489	0.517	0.451	0.520	0.591
核心每股收益(人民币)	0.504	0.539	0.466	0.535	0.606
每股股息(人民币)	0.062	0.065	0.057	0.065	0.074
收入增长(%)	20	22	25	23	21
息税前利润增长(%)	(16)	(5)	26	22	17
息税折旧前利润增长(%)	(8)	4	(12)	22	17
每股收益增长(%)	(18)	6	(13)	15	14
核心每股收益增长(%)	(18)	7	(14)	15	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	51	54	63	73	82
折旧与摊销	11	15	0	0	0
净利息费用	0	0	0	0	0
运营资本变动	(6)	(19)	(31)	(31)	(27)
税金	(6)	(8)	(9)	(10)	(12)
其他经营现金流	(1)	(5)	(5)	(5)	(5)
经营活动产生的现金流	49	38	18	26	39
购买固定资产净值	(25)	(44)	(22)	(22)	(22)
投资减少/增加	0	(97)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	6	6	6
投资活动产生的现金流	(25)	(141)	(16)	(16)	(16)
净增权益	0	0	30	0	0
净增债务	0	55	85	0	0
支付股息	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
其他融资现金流	(6)	(2)	4	4	5
融资活动产生的现金流	(12)	45	111	(5)	(5)
现金变动	12	(57)	113	5	18
期初现金	104	116	60	173	178
公司自由现金流	23	(102)	3	10	23
权益自由现金流	23	(47)	88	10	23

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	116	60	173	178	196
应收帐款	67	98	127	157	190
库存	0	1	2	2	3
其他流动资产	11	33	43	55	69
流动资产总计	194	192	345	393	458
固定资产	4	5	5	5	5
无形资产	52	63	73	83	93
其他长期资产	69	171	182	193	204
长期资产总计	127	241	263	285	307
总资产	321	433	608	677	765
应付帐款	24	32	35	37	47
短期债务	0	55	140	140	140
其他流动负债	28	39	47	57	70
流动负债总计	52	126	222	234	257
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5	5
股本	90	90	120	120	120
储备	173	211	261	317	383
股东权益	263	301	381	437	503
少数股东权益	1	1	1	1	0
总负债及权益	321	433	608	677	765
每股帐面价值(人民币)	2.93	3.35	3.17	3.65	4.19
每股有形资产(人民币)	2.35	2.65	2.56	2.95	3.41
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.29)	(0.06)	(0.28)	(0.32)	(0.46)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.4	19.1	13.5	13.3	12.8
息税前利润率(%)	17.3	13.5	13.5	13.3	12.8
税前利润率(%)	23.0	20.1	18.6	17.4	16.2
净利率(%)	20.0	17.3	16.0	15.0	14.0
流动性					
流动比率(倍)	3.8	1.5	1.6	1.7	1.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.8	1.5	1.6	1.7	1.8
估值					
市盈率(倍)	122.1	115.3	132.3	114.7	101.0
核心业务市盈率(倍)	118.3	110.7	128.1	111.6	98.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	165.2	154.6	178.8	155.7	137.5
市净率(倍)	20.4	17.8	18.8	16.3	14.2
价格/现金流(倍)	110.2	140.1	392.6	276.1	183.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	142.6	138.8	156.5	128.5	109.4
周转率					
存货周转天数	0.0	1.8	3.2	3.2	3.2
应收帐款周转天数	103.1	111.0	121.1	123.9	124.9
应付帐款周转天数	36.0	38.2	36.1	31.4	30.3
回报率					
股息支付率(%)	17.0	16.7	16.7	16.7	16.7
净资产收益率(%)	17.8	16.5	15.9	15.3	15.1
资产收益率(%)	11.1	8.3	7.5	7.4	7.7
已运用资本收益率(%)	15.4	11.7	10.4	10.1	10.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



买入

23% ↑

目标价格:人民币 38.12

002699.CH

价格:人民币 31.00

目标价格基础:109倍 15年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	137.6	(32.6)	23.1	251.5
相对深证成指	137.7	1.4	39.6	191.5

发行股数(百万)	446
流通股(%)	31
流通股市值(人民币 百万)	4,303
3个月日均交易额(人民币 百万)	388
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
浙江莱盛实业有限公司	43

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年7月9日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服装: 服装家纺

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*杨艾莉为本报告重要贡献者

美盛文化

加快文化产业链布局, 受益于上海迪士尼开园

美盛文化于2012年9月上市, 主营业务为动漫服饰制造。上市后, 公司通过投资向动漫产业链上下游延伸。在IP价值不断提升的产业背景下, 公司将打造动漫全产业链。公司2014年营业收入4.56亿元, 同比增长97.29%, 实现归属于母公司所有者净利润9712万元, 同比增长132.7%。预计2015-2017全面摊薄每股收益0.35、0.56、0.79元。给予公司首次买入评级, 目标市值170亿, 对应目标价38.12元。

支撑评级的要点

- **主营业务增长稳定:** 公司既为海外客户生产迪斯尼动漫服饰、电影形象服饰和海外节日服饰, 同时在自有电商平台“悠窝窝”及其淘宝商店销售动漫cosplay服装。公司业绩快速增长, 2014年营业收入同比增长97%, 归属于母公司所有者净利润同比增长132.7%。
- **衍生业务发展潜力大:** 公司2012年上市后, 逐渐开始向动漫娱乐产业链进行布局, 主要为三大部分: 1) **动漫衍生:** 收购荷兰渠道商Scheepers B.V. (85%股权); 2) **演出文化:** 收购儿童舞台剧表演及衍生开发团队星梦工坊(51%股权); 3) **影视动画:** 收购原创动画制作、网络游戏研发和运营团队缔顺科技(85.82%股权)、收购广播电视节目制作公司纯真年代(70%股权)及独立动漫视频网站酷米网(40.1%股权)。通过各项布局, 公司收入来源从单一衍生品扩展至动漫产业链各方面。
- **上海迪士尼开园利好:** 上海迪士尼开园将给予公司正向推动。1) **传统业务订单量增加:** 2014年美盛文化的动漫服装销售订单量增长快速, 主要推动力为迪士尼电影《冰雪奇缘》的热映。上海迪士尼开园同样将驱动美盛传统业务的增长。2) **市场对动漫衍生品的消费热情受到正向刺激:** 迪士尼开园将会大大提高市场对相关IP衍生品的关注度, 刺激消费热情, 给美盛文化动漫产品销售以及自有动漫产品推广带来正效应。

评级面临的主要风险

- 产业链布局进度不达预期; 迪士尼效应不达预期。

估值

- 预计2015-2017年全面摊薄每股收益分别为0.35、0.56、0.79元, 给予首次评级**买入**, 目标市值170亿元, 对应目标价38.12元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	231	456	785	1,195	1,638
变动(%)	13	97	72	52	37
净利润(人民币 百万)	42	97	143	231	323
全面摊薄每股收益(人民币)	0.446	0.472	0.347	0.561	0.786
变动(%)	(14.9)	5.8	(26.5)	61.6	40.1
全面摊薄市盈率(倍)	69.5	65.7	89.3	55.2	39.4
价格/每股现金流量(倍)	58.3	(283.5)	161.2	77.5	57.6
每股现金流量(人民币)	0.53	(0.11)	0.19	0.40	0.54
企业价值/息税折旧前利润(倍)	282.6	122.6	64.7	40.4	28.7
每股股息(人民币)	0.038	0.075	0.038	0.038	0.038
股息率(%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

动漫服饰生产，积累动漫产业基因：美盛文化目前的主营业务为动漫服饰生产，是国内动漫服饰领域内第一家上市公司。美盛文化的业务主要分为三大板块，1) **海外的动漫产品生产：**主要为海外客户生产迪斯尼动漫服饰、电影形象服饰和海外节日服饰。主要客户 Disguise、Christy 均为海外领先的动漫服饰公司，它们向迪斯尼以及其他 IP 拥有者获取版权，美盛负责生产供货。公司在海外并无直接销售渠道，2013 年收购荷兰渠道商 ScheepersB.V. 的 85% 股权。ScheepersB.V. 面向欧洲的零售商销售动漫、节日服饰。2) **电商渠道 cosplay 服饰销售：**公司在 2013 年上线自有电商平台“悠窝窝”及其淘宝商店，主要面向国内顾客销售动漫 cosplay 服装。3) **泛文化娱乐布局：**公司 2012 年上市后，逐渐开始向动漫娱乐产业链进行布局，先后投资缔顺科技 (85.82% 股权)、星梦工坊 (51.06%)、纯真年代 (70%)、天津酷米 (40.1%) 等多家文化企业。其中，缔顺科技为原创动画片、原创游戏制作团队；星梦工坊为儿童舞台剧表演及衍生开发团队；纯真年代为电视剧制作团队。以上三家团队帮助公司布局动漫娱乐领域的各个内容。天津酷米旗下酷米网平台，针对少年儿童提供动漫娱乐视听内容。

动漫产品受益于迪斯尼：上海迪士尼预计 2016 年开园，参考 2010 年上海世博会 7,300 万的人流量，预计上海迪士尼开园首年可能达到 1,000 万的接待人数。我们认为上海迪士尼开园将会在两方面给予美盛文化正向推动。1) **传统业务订单量增加：**美盛文化的基础业务为动漫服装销售，2014 年订单增长喜人，主要推动力为迪士尼的《冰雪奇缘》热映。由此看来，迪士尼开园将会为美盛订单业务带来较大增长空间。2) **市场对动漫衍生品的消费热情受到正向刺激：**迪士尼开园将会大大提高市场对相关 IP 衍生品的关注度，刺激消费热情，给美盛文化动漫产品销售以及自有动漫产品推广带来正效应。

电商 cosplay 服饰销售，契合二次元文化：公司 2013 年上线 cosplay 销售平台悠窝窝，目前处于稳步增长期。我们看好公司在面向国内消费者的 cosplay 服饰销售业务。首先，国内二次元亚文化群体不断壮大，社会及家长对于二次元文化的接受程度逐渐提高。其次，粉丝文化催生 cosplay 服饰消费。Cosplay 服饰的主要消费者为青少年，他们的消费水平不断提高，忠实的粉丝愿意投入更多消费在 cosplay 服饰的购买上。最后，美盛文化此前虽然并无相关的渠道销售经验。但是国内电商业态的发达，帮助公司直接绕过分销渠道，在自有电商平台和淘宝平台上进行 cosplay 服饰销售。

泛娱乐布局：与奥飞动漫类似，美盛文化在上市后进行一系列外延并购。涉及领域包括原创动漫、游戏、儿童舞台剧、电视剧以及儿童动漫娱乐平台。公司目前的主营业务动漫服饰制造，处于动漫娱乐产业链的制造环节。通过多年在此领域的耕耘，公司拥有了动漫娱乐基因以及行业经验。通过外延式扩张，公司利用收购的优质团队，打造自有 IP，形成从 IP 内容创造到最终生产销售的闭环，提升公司在产业链上的附加价值。

定增彰显管理层信心：公司于 2014 年 10 月公告定增预案，向董事长赵小强、总经理郭瑞和比因美特卡通影视有限公司 3 名投资者非公开发行股份 1730 万股。定增的发行价格为 21.29 元，募集 3.68 亿元补充流动资金。同时定增股份将锁定 3 年。此次定增一方面显示了管理团队对美盛未来发展的信心，也为公司补充流动资金，支持其进一步实施外延扩张战略，帮助公司从单一服饰加工制造向动漫娱乐综合性企业发展。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	231	456	785	1,195	1,638
销售成本	(149)	(290)	(498)	(762)	(1,047)
经营费用	(33)	(55)	(77)	(98)	(126)
息税折旧前利润	49	111	210	334	465
折旧及摊销	(9)	(12)	(7)	(8)	(9)
经营利润(息税前利润)	39	100	203	327	456
净利息收入/(费用)	8	1	(0)	(0)	(1)
其他收益/(损失)	15	36	(3)	(4)	(4)
税前利润	57	134	198	319	447
所得税	(16)	(36)	(53)	(86)	(120)
少数股东权益	0	(1)	(2)	(3)	(4)
净利润	42	97	143	231	323
核心净利润	44	102	143	231	323
每股收益(人民币)	0.446	0.472	0.347	0.561	0.786
核心每股收益(人民币)	0.467	0.498	0.347	0.561	0.786
每股股息(人民币)	0.038	0.075	0.038	0.038	0.038
收入增长(%)	13	97	72	52	37
息税前利润增长(%)	(19)	154	104	60	40
息税折旧前利润增长(%)	(9)	129	89	59	39
每股收益增长(%)	(15)	6	(26)	62	40
核心每股收益增长(%)	(18)	6	(30)	62	40

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	57	134	198	319	447
折旧与摊销	9	12	7	8	9
净利息费用	(2)	1	3	3	5
运营资本变动	8	(123)	(82)	(89)	(129)
税金	(16)	(36)	(53)	(86)	(120)
其他经营现金流	(7)	(11)	7	9	10
经营活动产生的现金流	50	(22)	79	165	222
购买固定资产净值	(128)	(70)	(8)	(49)	(49)
投资减少/增加	(29,292)	(2,876)	0	0	0
其他投资现金流	29,326	3,143	0	0	0
投资活动产生的现金流	(93)	196	(8)	(49)	(49)
净增权益	0	112	206	0	0
净增债务	69	0	0	0	0
支付股息	(47)	(5)	(21)	(21)	(21)
其他融资现金流	5	(125)	(207)	(1)	(3)
融资活动产生的现金流	27	(18)	(21)	(21)	(23)
现金变动	(16)	156	49	94	149
期初现金	112	96	250	300	392
公司自由现金流	(43)	174	71	115	172
权益自由现金流	26	174	71	115	172

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	133	250	300	392	538
应收帐款	33	60	105	160	219
库存	57	176	232	288	395
其他流动资产	236	67	102	145	192
流动资产总计	459	552	739	985	1,344
固定资产	224	255	288	348	402
无形资产	89	115	115	115	115
其他长期资产	35	41	9	(10)	(26)
长期资产总计	349	413	415	456	496
总资产	808	966	1,154	1,441	1,841
应付帐款	23	60	85	112	153
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	22	51	83	127	174
流动负债总计	45	111	169	239	327
长期借款	69	70	70	70	70
其他长期负债	31	41	46	54	61
股本	94	206	411	411	411
储备	552	498	412	620	920
股东权益	645	700	823	1,031	1,331
少数股东权益	17	45	46	48	51
总负债及权益	808	966	1,154	1,441	1,841
每股帐面价值(人民币)	6.90	3.40	2.00	2.51	3.24
每股有形资产(人民币)	5.95	2.84	1.72	2.23	2.96
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.68)	(0.88)	(0.56)	(0.78)	(1.14)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.1	24.4	26.8	28.0	28.4
息税前利润率(%)	17.0	21.9	25.9	27.3	27.8
税前利润率(%)	24.7	29.4	25.2	26.7	27.3
净利率(%)	18.1	21.3	18.2	19.3	19.7
流动性					
流动比率(倍)	10.1	5.0	4.4	4.1	4.1
利息覆盖率(倍)	12.0	32.0	37.0	47.4	54.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	8.9	3.4	3.0	2.9	2.9
估值					
市盈率(倍)	69.5	65.7	89.3	55.2	39.4
核心业务市盈率(倍)	66.3	62.3	89.3	55.2	39.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	81.6	76.6	109.8	67.9	48.5
市净率(倍)	4.5	9.1	15.5	12.4	9.6
价格/现金流(倍)	58.3	(283.5)	161.2	77.5	57.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	282.6	122.6	64.7	40.4	28.7
周转率					
存货周转天数	102.2	146.5	149.4	124.4	119.1
应收帐款周转天数	52.9	37.3	38.4	40.5	42.2
应付帐款周转天数	24.6	33.3	33.8	30.1	29.5
回报率					
股息支付率(%)	11.2	21.2	14.4	8.9	6.4
净资产收益率(%)	6.4	14.4	18.8	24.9	27.4
资产收益率(%)	3.8	8.2	14.0	18.4	20.3
已运用资本收益率(%)	6.5	13.2	23.5	31.6	35.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



买入

57% ↑

目标价格:人民币 120.00

300144.CH

价格:人民币 76.47

目标价格基础:133倍 15年市盈率

板块评级:增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	153.9	(8.2)	36.6	198.7
相对深证成指	154.0	25.9	53.2	138.7

发行股数(百万)	558
流通股(%)	91
流通股市值(人民币 百万)	38,740
3个月日均交易额(人民币 百万)	711
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
杭州宋城集团控股有限公司	35

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年7月9日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 景点

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001

*杨艾莉为本报重要贡献者

宋城演艺

布局线下IP, 协同线上平台发展

宋城演艺2014年实现营业收入93,512万元, 同比增长37.78%; 实现归属母公司净利润36,118万元, 同比增长17.11%; 实现每股收益0.65元。2015年第一季度实现营收21,508.71万元, 同比增长57.95%; 归属于上市公司股东的净利润9,552.59万元, 同比增长91.25%, 每股收益0.17元。业绩增长强劲。预计2015-2017年每股收益0.9(若考虑六间房并表, 2015年备考业绩1.21元)、1.45、1.70元。维持买入评级, 维持120.00元目标价。

支撑评级的要点

- **设立现场娱乐投资基金, 布局现场娱乐IP:** 公司于2015年5月与七弦投资共同设立宋城七弦投资管理公司, 打造现场娱乐投资基金。宋城演艺现场娱乐投资基金将聚焦于以宋城演艺、特别是与六间房在线演艺生态相关的上下游产业链标的企业/项目为基金的投资方向, 主要投资于音乐、舞蹈、曲艺、戏剧、文学、经纪等领域的优质标的, 致力于服务上市公司的产业拓展, 进一步丰富公司现场娱乐产业内容, 拓展六间房线上演艺形态, 进而增强公司线上线下演艺资源的整合能力。
- **投资嘻哈包袱铺, 首获现场娱乐知名IP:** 宋城现场娱乐IP基金成立后, 首个投资项目为北京著名相声表演剧团嘻哈包袱铺。未来嘻哈包袱铺将继续在北京开设相声剧场, 并利用宋城演艺的资源向互联网线上演出进行拓展。
- **收购六间房顺利过会, 协同效应可期:** 目前, 公司增发收购六间房的预案目前已获得证监会无条件通过。宋城演艺此次对六间房的成功并购, 意味着公司所有的线下娱乐内容都将找到线上的出口。同时, 未来公司在现场娱乐基金中收购的优质项目, 也将为六间房提供更丰富的内容资源。宋城演艺未来将以IP为入口, 文学、影视、游戏、动漫等细分领域全打通。

评级面临的主要风险

- 六间房所处行业竞争加剧; 线上线下整合不达预期。

估值

- 预计公司2015-2017年全面摊薄每股收益分别为0.9(若考虑六间房并表, 2015年备考业绩1.21元)、1.45、1.70元, 维持买入评级, 维持120.00元目标价。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	679	935	1,433	2,572	2,981
变动(%)	16	38	53	79	16
净利润(人民币 百万)	306	357	505	811	950
全面摊薄每股收益(人民币)	0.548	0.640	0.905	1.454	1.703
变动(%)	18.5	16.7	41.3	60.7	17.1
全面摊薄市盈率(倍)	139.4	119.4	84.5	52.6	44.9
价格/每股现金流量(倍)	99.4	80.8	48.9	28.4	32.3
每股现金流量(人民币)	0.77	0.95	1.57	2.69	2.36
企业价值/息税折旧前利润(倍)	89.0	67.6	47.1	31.0	26.5
每股股息(人民币)	0.075	0.112	0.123	0.197	0.231
股息率(%)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	679	935	1,433	2,572	2,981
销售成本	(198)	(307)	(466)	(944)	(1,081)
经营费用	(11)	(13)	(89)	(318)	(384)
息税折旧前利润	470	615	878	1,310	1,516
折旧及摊销	(114)	(161)	(199)	(210)	(226)
经营利润(息税前利润)	356	454	679	1,099	1,290
净利息收入/(费用)	26	18	9	10	14
其他收益/(损失)	47	25	5	2	(2)
税前利润	416	487	687	1,106	1,295
所得税	(110)	(127)	(177)	(285)	(334)
少数股东权益	(0)	(4)	(5)	(10)	(11)
净利润	306	357	505	811	950
核心净利润	306	357	505	811	950
每股收益(人民币)	0.548	0.640	0.905	1.454	1.703
核心每股收益(人民币)	0.548	0.640	0.905	1.454	1.703
每股股息(人民币)	0.075	0.112	0.123	0.197	0.231
收入增长(%)	16	38	53	79	16
息税前利润增长(%)	24	28	49	62	17
息税折旧前利润增长(%)	23	31	43	49	16
每股收益增长(%)	19	17	41	61	17
核心每股收益增长(%)	19	17	41	61	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	416	487	687	1,106	1,295
折旧与摊销	114	161	199	210	226
净利息费用	(12)	(8)	(4)	(4)	(7)
运营资本变动	15	4	168	474	130
税金	(110)	(127)	(177)	(285)	(334)
其他经营现金流	7	11	(0)	3	8
经营活动产生的现金流	429	528	873	1,503	1,319
购买固定资产净值	(604)	(464)	(664)	(688)	(754)
投资减少/增加	(238)	119	7	7	0
其他投资现金流	0	(0)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(842)	(345)	(657)	(681)	(754)
净增权益	21	20	0	0	0
净增债务	(40)	(30)	0	0	0
支付股息	(83)	(56)	(84)	(91)	(147)
其他融资现金流	(4)	(2)	5,459	(6,941)	(6,896)
融资活动产生的现金流	(106)	(68)	5,375	(7,033)	(7,042)
现金变动	(519)	115	5,591	(6,212)	(6,478)
期初现金	1,424	905	1,020	1,288	1,995
公司自由现金流	(413)	183	216	821	565
权益自由现金流	(457)	152	215	820	564

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	905	1,020	1,288	1,995	2,425
应收帐款	4	5	8	15	17
库存	1	2	3	5	6
其他流动资产	354	26	20	35	41
流动资产总计	1,264	1,053	1,319	2,049	2,489
固定资产	1,503	1,873	2,292	2,706	3,162
无形资产	668	729	771	820	875
其他长期资产	17	185	58	68	83
长期资产总计	2,191	2,789	3,123	3,597	4,124
总资产	3,456	3,843	4,442	5,647	6,613
应付帐款	178	256	387	781	890
短期债务	30	0	0	0	0
其他流动负债	65	67	101	205	235
流动负债总计	273	323	488	986	1,125
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	0	0	0
股本	558	558	558	558	558
储备	2,579	2,887	3,321	4,017	4,834
股东权益	3,137	3,445	3,879	4,575	5,391
少数股东权益	46	70	75	85	96
总负债及权益	3,456	3,843	4,442	5,647	6,613
每股帐面价值(人民币)	5.62	6.18	6.95	8.20	9.67
每股有形资产(人民币)	4.43	4.87	5.57	6.73	8.10
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.57)	(1.83)	(2.31)	(3.58)	(4.35)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	69.2	65.8	61.3	50.9	50.9
息税前利润率(%)	52.5	48.6	47.4	42.8	43.3
税前利润率(%)	61.3	52.1	48.0	43.0	43.4
净利率(%)	45.1	38.2	35.2	31.5	31.9
流动性					
流动比率(倍)	4.6	3.3	2.7	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	268.2	362.6	569.8	962.0	1,166.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.6	3.3	2.7	2.1	2.2
估值					
市盈率(倍)	139.4	119.4	84.5	52.6	44.9
核心业务市盈率(倍)	139.4	119.4	84.5	52.6	44.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	218.8	187.4	132.6	82.5	70.5
市净率(倍)	13.6	12.4	11.0	9.3	7.9
价格/现金流(倍)	99.4	80.8	48.9	28.4	32.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	89.0	67.6	47.1	31.0	26.5
周转率					
存货周转天数	2.3	1.8	1.8	1.5	1.9
应收帐款周转天数	2.1	1.9	1.7	1.6	1.9
应付帐款周转天数	86.4	84.7	81.9	82.9	102.3
回报率					
股息支付率(%)	18.2	23.4	18.1	18.1	18.1
净资产收益率(%)	10.2	10.9	13.8	19.2	19.1
资产收益率(%)	7.9	9.2	12.2	16.2	15.6
已运用资本收益率(%)	11.9	13.8	18.3	25.7	25.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中文在线(300364.CH/人民币 66.30, 买入)

奥飞动漫(002292.CH/人民币 37.85, 买入)

美盛文化(002699.CH/人民币 31.00, 买入)

宋城演艺(300144.CH/人民币 76.47, 买入)

迪斯尼(DIS.US/美元 114.97, 未有评级)

以 2015 年 7 月 9 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371