

数据角度看动漫：逐渐成为重点流量品类之一

2018年8月22日

投资要点

- ❖ **为什么研究动漫赛道？**近年来，以日漫、国漫为代表的动漫产业高速发展。除了自始至终深耕 ACG 的 bilibili 外，视频平台三大龙头爱奇艺、腾讯、优酷也纷纷入局。另一方面，随着 95 后、00 后新兴消费群体兴起，动漫内容也有望逐渐成为互联网视频平台重点流量品类之一。本篇报告主要从相关前台播放数据、头部作品集中度、题材类型、头部作品案例分析等方面分析不同平台的日漫、国漫发展状况，并梳理其背后的战略布局。
- ❖ **概况：动漫目前流量仍然占比较小，但上升势头明显。**若以不同头部品类的播放量衡量，剧集、网综仍然是流量集中品类，动漫目前用户流量占比低于 10%。另一方面，2015-2018H1，日漫和国漫的播放量表现出整体上升态势：日漫 2015-2017 年各平台 top10 作品播放量之和的 CAGR 为 28%。国漫为 5.9%，但 2018H1 国漫播放量已经达到 2017 年 78.9%，势头迅猛。
- ❖ **日漫：优秀作品播放量攀升，爱奇艺和 bilibili 保持领先。**从总量和集均播放来看，爱奇艺力压 bilibili 暂居平台竞争力首位，优酷在日漫领域竞争力有一定减弱，而腾讯似乎无意深度布局日漫。从 2017、2018 年集均播放量来看，爱奇艺和 bilibili 处于领先阵营，2018H1 集均播放量分别为 295 万和 280.9 万。从内容端来看，2017 年，bilibili 全年引入 118 部日漫稳居第一，爱奇艺以 67 部的数量跃升为亚军，优酷则以 45 部的数量下滑到第三位，而腾讯已无意参与竞争。2018 年 7 月，bilibili 引进 30 余部日漫作品，爱奇艺保持了相对稳定的引进，优酷仅引进个位数作品，势头有所减弱。
- ❖ **国漫：行业迎来快速发展期，腾讯拔得头筹。**总体来看，行业正迎来快速发展期，腾讯在竞争中拔得头筹，头部品类的累计播放量占比达所有平台之和的 60%，且头部作品的集均播放量 2016、2017 同比增长 71.83%、144.41%。优秀国漫播放量不断被刷新，腾讯旗下《斗罗大陆》播放量达到 36 亿。从内容端来看，bilibili 和腾讯形成了两强纷争的局面：2017 年，bilibili 全年上线 111 部国漫位列第一，腾讯以 97 部居于亚军，优酷上线作品数约为 bilibili 的一半；2018H1，bilibili 上线国漫作品均接近 60 部。从内容类型来看，国漫热血战斗类题材集中度达 80%，且多为古风、武侠形式。
- ❖ **风险因素。**动漫行业发展不及预期；作品表现不及预期；IP 衍生开发不及预期。
- ❖ **投资策略。**互联网视频行业在内容供给端不断垂直化、细分化、精品化、品牌化的趋势下，付费和广告价值仍有较大的提升空间，我们维持互联网视频行业“强于大市”的评级。另一方面，在 95 后、00 后等新兴消费人群不断崛起的背景下，动漫作为新兴消费群体重点偏爱内容类型之一也有望迎来中长期可持续发展，成为互联网视频平台重点布局的内容类型之一。我们重点推荐领先二次元动漫社区 bilibili，深度布局日漫、国漫内容的爱奇艺；重点推荐关注在国漫领域明显领先的互联网视频平台腾讯视频（腾讯控股旗下）和拥有众多顶级网文 IP、深度布局动漫领域的阅文集团。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
Bilibili	11.3	-0.04	0.23	0.68	-	49	17	买入
爱奇艺	28.09	-0.17	-0.16	-0.08	-	-	-	买入
阅文集团	49.5	1.23	1.67	2.24	37	28	21	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 8 月 21 日收盘价。公司股价，

EPS (EPADS) 货币单位为上市当地货币单位



强于大市（维持）

中信证券研究部

唐思思

电话：021-20262142

邮件：tangsi@citics.com

执业证书编号：S1010517080007

肖俨衍

电话：010-60836817

邮件：xiaoyanyan@citics.com

执业证书编号：S1010517070001

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

相关研究

1. 传媒行业互联网视频专题研究报告之三——变与不变，三大视频平台的异同点在哪里？..... (2018-06-28)
2. 传媒行业互联网视频系列研究报告之对标美国视频产业——内容平台共舞，互联网视频产业长期海量空间..... (2018-04-17)
3. 传媒行业互联网视频产业系列研究之一：娱乐消费重镇，货币化正当时..... (2018-04-13)

目录

前言：动漫行业高速发展，三大视频平台纷纷入局	1
概况：动漫目前流量仍然占比较小，但上升势头明显	1
娱乐品类之间比较：动漫占比仍然较低，但势头明显	1
视频平台分发能力比较：三大平台流量分发能力强	2
日漫：优秀作品播放量攀升，爱奇艺和 bilibili 保持领先	3
各平台日漫内容对比：爱奇艺意在打破次元壁，bilibili 重视文化维系	5
Top10 日漫题材分析：奇幻、热血题材是重心	6
《OVERLORD》：成熟的流程助力精品日漫 IP 价值最大化	7
国漫：行业迎来快速发展期，腾讯拔得头筹	9
Top10 国漫播放量：总体呈爆发式增长，腾讯一家独大	10
各平台国漫内容对比：bilibili 和腾讯两强纷争，爱奇艺主打儿童向	11
Top10 国漫题材分析：热血战斗类年年成就爆款	12
腾讯国漫为“新文创”奠基，爱奇艺组建“内容+制作+发行”模式	13
案例：国漫 IP 全产业链开发流程日趋成熟	14
全职高手：阅文系 IP 全产业链开发的标杆	14
魔道祖师：集均播放量 1.43 亿，“大首发日”助力打造 IP 品牌	15
风险因素	16
行业策略及投资建议	16

插图目录

图 1: 2015-2018H1 各娱乐品类 top10 播放量之和	1
图 2: 2015-2018H1 各娱乐品类 top10 播放量占比	1
图 3: 2015-2018H1 各平台 top10 日漫播放量之和	4
图 4: 2015-2018H1 各平台 top10 日漫播放量之和	4
图 5: 2015-2018H1 各平台 top10 日漫集均播放量	4
图 6: 2017 年各平台分季度日漫引进数量	5
图 7: 2016-2018H1 优酷分季度日漫引进数量	6
图 8: bilibili 2015-2018H1 top10 日漫标签频次统计	6
图 9: 爱奇艺 2015-2018H1 top10 日漫标签频次统计	6
图 10: 腾讯 2015-2018H1 top10 日漫标签频次统计	7
图 11: 优酷 2015-2018H1 top10 日漫标签频次统计	7
图 12: 2017 各平台 top10 日漫题材分布	7
图 13: 日漫 IP 的典型运作流程	7
图 14: bilibili 《OVERLORD》基本信息一览	9
图 15: 《OVERLORD》手游画面一览	9
图 16: 2015-2018H1 各平台 top10 国漫播放量之和	10
图 17: 2015-2018H1 各平台 top10 国漫播放量之和	10
图 18: 2015-2018H1 各平台 top10 国漫集均播放量	10
图 19: 2016-2018 腾讯、优酷、bilibili 上线国漫规模	11
图 20: 2017 网络播出国产动漫播放量各平台分布	11
图 21: bilibili 2015-2018H1 top10 国漫标签频次统计	12
图 22: 爱奇艺 2015-2018H1 top10 国漫标签频次统计	12
图 23: 腾讯 2015-2018H1 top10 国漫标签频次统计	12
图 24: 优酷 2015-2018H1 top10 国漫标签频次统计	12
图 25: 2017 各平台 top10 国漫题材分布	13
图 26: 腾讯国漫 IP 开发示意图	13
图 27: 爱奇艺国漫及泛娱乐布局各项计划一览	14
图 28: bilibili 《全职高手》基本信息一览	14
图 29: 《全职高手》IP 开发产品矩阵	15
图 30: 腾讯、豆瓣《魔道祖师》基本信息一览	15
图 31: 《陈情令》剧集海报	16

表格目录

表 1: 2015-2018H1 各品类分平台 top10 作品播放量合计.....	2
表 2: 2015-2018H1 各娱乐品类主要联播作品分平台播放量统计.....	2
表 3: 2015-2018H1 各平台日漫播放量 top1/top10、top3/top10、top5/top10 比值.....	5
表 4: 《OVERLORD》系列作品数据一览.....	8
表 5: 2015-2018H1 各平台国漫播放量 top1/top10、top3/top10、top5/top10 比值.....	11
表 6: 重点公司估值比较及投资评级	16

前言：动漫行业高速发展，三大视频平台纷纷入局

近年来，以日漫、国漫为代表的动漫产业高速发展。除了自始至终深耕 ACG 的 bilibili 外，视频平台三大龙头爱奇艺、腾讯、优酷也纷纷入局。我们收集了 2015-2018H1（截至 2018 年 7 月 31 日）爱奇艺、腾讯、优酷、bilibili 的日漫、国漫、剧集、网综播放量等数据，并以日漫、国漫总前台播放量 top10 的作品为样本进行分析（此处定义的动漫不包括真人衍生作品、特摄作品）。

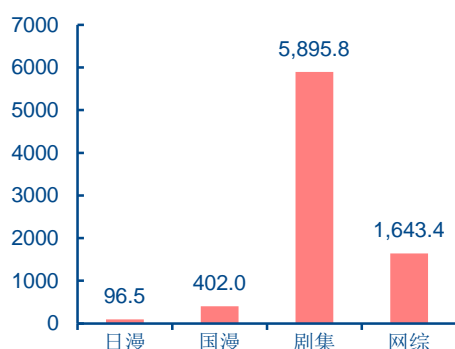
动漫高速发展的另一面是与剧集、综艺等大众视频类型相比仍然小众，目前主流数据分析平台例如猫眼专业版，骨朵数据尚未覆盖动漫品类。本篇报告主要从相关播放数据、头部作品集中度、题材类型、头部作品案例分析等方面分析不同平台的日漫、国漫发展现状和趋势，以及其背后的战略布局¹。值得注意的是，播放量并不能完全体现内容的价值：例如其无法甄别用户的粘性，无法甄别用户核心程度等等，故本文相关结论也仅供部分参考。

概况：动漫目前流量仍然占比较小，但上升势头明显

娱乐品类之间比较：动漫占比仍然较低，但势头明显

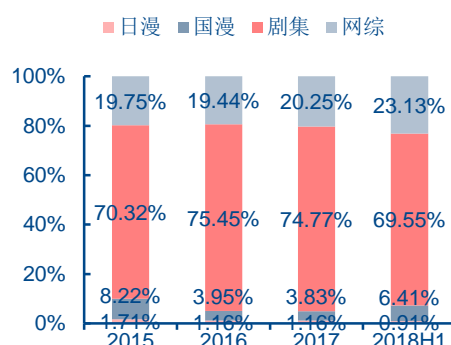
随着移动互联网的普及，以移动终端为主要载体的动漫、剧集、网综作品播放量有较大增长。我们统计了 2015-2018H1（截至 2018 年 7 月 31 日）期间，爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili 四家平台中，日漫、国漫、剧集、网综 top10 作品的前台播放量数据（亿次）。从总体看，剧集是流量大户，网综占比在稳定增长。若以头部品类的播放量衡量，国漫和日漫尚属小众文化，播放量较剧集和网综仍有一定差距。

图 1：2015-2018H1 各娱乐品类 top10 播放量之和（亿次）



资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

图 2：2015-2018H1 各娱乐品类 top10 播放量占比（%）



资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

从趋势和占比来看，2015-2018H1，日漫和国漫的播放量表现出整体上升态势，但不同平台有不同情况：爱奇艺日漫播放量有一定上升，但国漫基本保持稳定；腾讯视频重点明显

¹ 虽然在收集数据时未对连载中作品进行人工舍去，但统计总播放量 top10 的统计方法会天然忽略连载中的潜力作品，造成一定的误差；流量数实质统计的是上线至今的播放量，考虑到相关内容平均生命周期约 1-2 年，近似等于当年播放量

放在国漫上；优酷则在两个品类保持稳定；B 站日漫播放量保持稳定，但国漫有一定下滑。从占比趋势来看，2018H1 国漫播放量占比有显著上升趋势（相比于 2016、2017 年）。

表 1：2015-2018H1 各品类分平台 top10 作品播放量合计（亿次）

日漫	爱奇艺	腾讯	优酷	bilibili	国漫	爱奇艺	腾讯	优酷	bilibili
2015	2.22	5.23	7.35	6.6	2015	38.4	43.56	14.89	6.05
2016	5.59	1.71	11.06	8.86	2016	26.55	46	16.15	3.81
2017	15.62	1.26	11.26	6.77	2017	25.6	82	4.09	3.82
2018H1	4.82	2.1	1.7	4.33	2018H1	10.98	75	3.3	1.82

剧集	爱奇艺	腾讯	优酷	bilibili	网综	爱奇艺	腾讯	优酷	bilibili
2015		437	443.2		2015	21.2	148.39	77.7	
2016	529.7	529	710.4		2016	116.52	171.18	168.2	
2017	747.8	854.9	654.7		2017	222.18	213.64	175.4	
2018H1	215.5	479.6	294		2018H1	79.67	144.83	104.5	

资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

视频平台分发能力比较：三大平台流量分发能力强

以 2015-2018H1 中四家平台的主要联播作品数据为基础，我们选取四家平台共同联播的作品，采用播放量对各剧目进行加权并比较分发能力。我们发现，不同平台的分发能力存在一定差距。对于动漫而言，三大平台的分发能力强于 bilibili，其平均分发能力(按播放量加权)约为 bilibili 的 6 倍。其中日漫约为 3 倍，国漫约为 7.5 倍。对于剧集而言，我们将三大平台联播的项目进行了统计分析，对比发现，爱奇艺的平均分发能力（按播放量加权）最强，比腾讯高 7.84%，比优酷高 9.24%。

表 2：2015-2018H1 各娱乐品类主要联播作品分平台播放量统计（亿次）

			爱奇艺	腾讯视频	优酷	bilibili
2018H1	日漫	魔卡少女樱 CLEAR CARD	0.56	1	0.63	0.36
		齐木楠雄的灾难 第二季	0.43		0.31	0.33
		我的英雄学院 第三季	0.34	0.04	0.21	0.37
		斗罗大陆 2 绝世唐门	1.8		0.83	0.14
	国漫	全职高手特别篇		3		0.12
		我的逆天神器		2	0.11	0.08
		叫我僵小鱼 第二季	0.77	1	0.5	
		峡谷重案组 第二季	0.8	2	0.43	
		画江湖之侠岚	1.4	3	0.37	
		万界仙踪	1.2	3		0.07
		美好生活		30.8	32.8	
	剧集	猎毒人	18.5	30.8	16.1	
		归去来	22.1	34.3	29.2	
		一千零一夜		39.3	28.8	
			爱奇艺	腾讯视频	优酷	bilibili
2017	日漫	火影忍者博人传	7.3		7.7	0.94
		清恋	0.84		0.12	
		夏日友人帐 第六季		0.13	0.46	0.22
		黑色四叶草	1.7		0.46	
		我的英雄学院 第二季	0.28		1.3	
		魔法使的新娘	0.66		0.28	
	国漫	全职高手 第一季		12		0.95
		一人之下 第二季	2.7	6	0.4	1
		妖神记	7.8	5	0.9	0.5
		银之守墓人	1	1		0.18
		妖怪名单 第二季	2.5	2		0.21
		从前有座灵剑山 第二季	1.8	1		0.2
		画江湖之换世门生	1.8	3		0.08

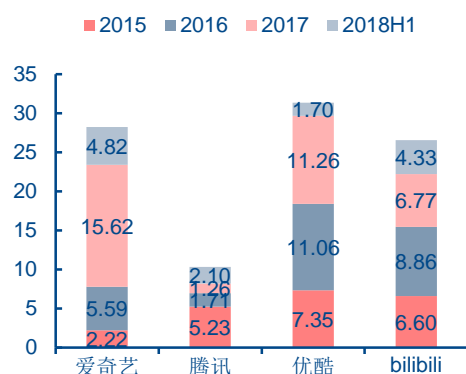
		爱奇艺	腾讯视频	优酷	bilibili
2016	剧集	三生三世十里桃花	126.3	117.8	174.6
		人民的名义	79.5	68.6	97.8
		欢乐颂 2	100	102.4	59
		择天记	75.1	68.8	50.6
		我的前半生	71.6	72.1	24.3
		楚乔传	141.8	130.4	79.5
		猎场	35.5	46.7	
	日漫	Re: 从零开始的异世界生活	1.1	0.76	1.5
		精灵宝可梦 日月	0.41	0.62	0.35
		双星之阴阳师	3.1	1.4	0.75
		夏日友人帐 第五季		0.32	0.33
		镇魂街 第一季		5.3	1.1
		画江湖之不良人 第二季	8.2	8	0.36
		画江湖之杯莫停	3.4	3	0.99
		一人之下	1.7	1	0.56
		天行九歌	3.2	7	0.29
		超神学院之黑甲	0.85	2	0.5
	国漫	青云志		107	36.1
		锦绣未央	93	79	100
		欢乐颂	64.8	63	
		咱们相爱吧		39	42
		武神赵子龙	29.4	56	
		好先生	43.7	28	53.1
		麻雀	40.7	33	31.7
2015	日漫	精灵宝可梦 XYZ		0.62	0.63
		终结的炽天使		0.98	0.67
		元气少女缘结神 第二季	0.98		0.55
		路人女主的养成方法	0.36		0.19
		狐妖小红娘	7.9	20	0.82
	国漫	画江湖之灵主	8	6	1.8
		我叫白小飞	6.2	3	1.4
		茶啊二中 第二季		0.81	0.38
		十万个冷笑话 第三季			2.5
		超神学院 第三季	1.6	1	
2014	剧集	伪装者	22	14.9	

资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

日漫：优秀作品播放量攀升，爱奇艺和 bilibili 保持领先

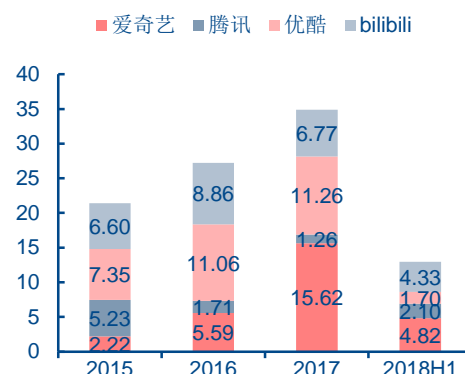
2015-2017 年，头部日漫作品的播放量上升趋势明显，bilibili 的霸主地位受到爱奇艺冲击，优酷对自身日漫战略进行了较大调整。数据显示，从总量和集均播放来看，经过了三年的发展，爱奇艺力压 bilibili 暂居平台竞争力首位，优酷在日漫领域竞争力有一定减弱，而腾讯似乎无意深度布局日漫。从播放总量来看，几家平台的日漫 top10 播放量之和逐年走高，2015-2017 的 CAGR 为 28%。从平台来看，腾讯的播放量一路走低，优酷平稳增长，bilibili 在 2016-2017 出现下滑，爱奇艺则持续增长。

图 3: 2015-2018H1 各平台 top10 日漫播放量之和（亿次，按平台）



资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日，爱奇艺 2015、2016 数据采用 top4 播放量数据近似

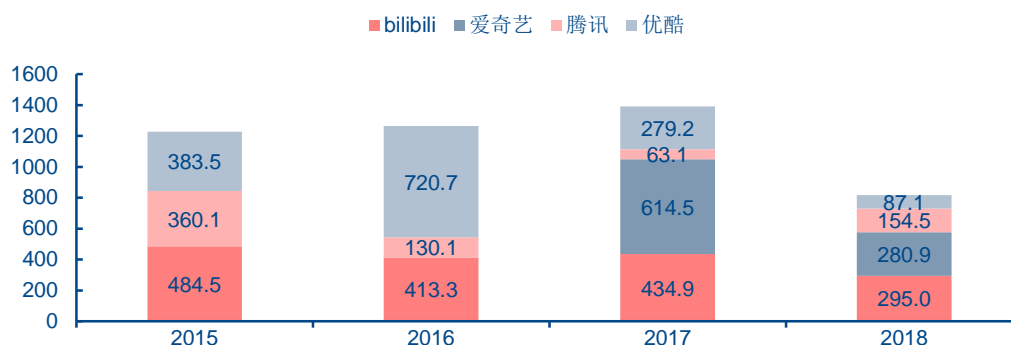
图 4: 2015-2018H1 各平台 top10 日漫播放量之和（亿次，按年份）



资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日，爱奇艺 2015、2016 数据采用 top4 播放量数据近似

与总量相比，集均播放量更能体现单个作品的吸引力和平台内容选择能力，从 2017、2018 年集均播放量来看，爱奇艺和 bilibili 处于领先阵营。2015 年，几家网站头部日漫作品的集均播放量差异不大，bilibili 略微领先。2015 年，bilibili 购得了《OVERLORD 第一季》、《Fate/stay night UBW》、《野良神第二季》等作品的独家版权，为网站带来巨大流量。2015 年头部作品《干物妹！小埋》的联播版权为 bilibili、爱奇艺、优酷等平台共有。在该番剧的集均播放量上，bilibili 达 716.96 万，远高于爱奇艺的 438.7 万和优酷的 250.8 万。从 2016 年起，爱奇艺、优酷加大对主流日漫播放权，特别是独播权的投入。2016 年优酷独播《冰上的尤里》、2017 年爱奇艺独播《食戟之灵第三季》、以及 2017 年联播的《火影忍者博人传》等作品，均为两家视频网站带来巨大流量。

图 5: 2015-2018H1 各平台 top10 日漫集均播放量（百万次）



资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日，爱奇艺 2015-2016 数据缺失

从分布来看，我们统计了 2015-2018H1 各平台 top1/top10、top3/top10、top5/top10 比值，对于腾讯、优酷而言，日漫品类“二八效应”明显。bilibili、爱奇艺相对集中度较低表明 bilibili、爱奇艺拥有更丰富内容储备、内容播放量较为均衡，拥有受众较广泛的日漫作品。

表 3：2015-2018H1 各平台日漫播放量 top1/top10、top3/top10、top5/top10 比值

	爱奇艺			腾讯			优酷			bilibili		
	top1/top10	top3/top10	top5/top10	top1/top10	top3/top10	top5/top10	top1/top10	top3/top10	top5/top10	top1/top10	top3/top10	top5/top10
2015				18.73%	51.00%	71.75%	21.76%	51.68%	69.44%	16.66%	44.75%	64.01%
2016				18.43%	54.20%	78.55%	47.01%	68.35%	80.21%	25.95%	55.27%	73.44%
2017	46.73%	65.29%	77.98%	49.13%	76.38%	90.53%	68.41%	85.75%	92.28%	13.84%	40.57%	65.04%
2018H1	26.97%	53.11%	70.50%	47.54%	89.39%	95.86%	36.93%	67.66%	83.38%	23.10%	45.78%	63.70%

资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

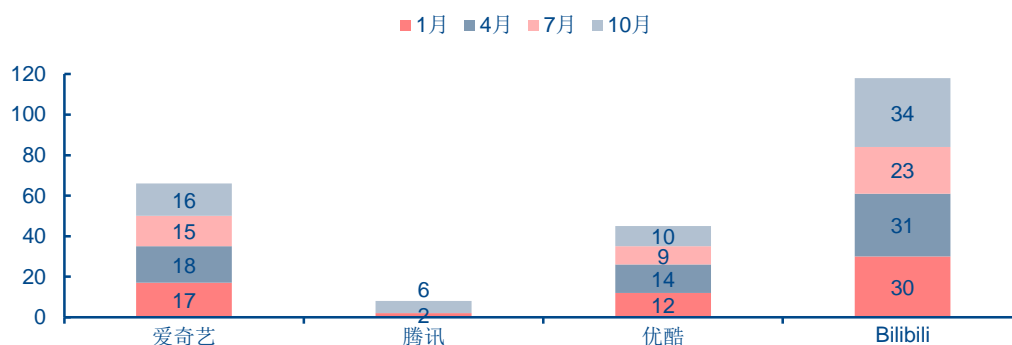
各平台日漫内容对比：爱奇艺意在打破次元壁，bilibili 重视文化维系

从内容端来看，2017 年，bilibili 全年引入 118 部日漫，稳居第一，爱奇艺以 67 部的数量跃升为亚军，优酷则以 45 部的数量下滑到第三位，而腾讯已无意参与竞争。2018 年 7 月，bilibili 引进 30 余部日漫作品，爱奇艺保持了相对稳定的引进，优酷仅引进个位数作品。由此可见，在内容端领域，同样是爱奇艺和 bilibili 重点布局领域。

日漫对于 bilibili 属于维系二次元生态核心内容产品：bilibili 的日漫引进讲求“大而全”，即引进规模大、品种覆盖全。2018 年 7 月番中，《OVERLORD 第三季》、《工作细胞》、《碧蓝之海》等热门作品均被 bilibili 购入，且 18 部 TV 动画为大陆独播。与三大视频网站不同，bilibili 成立之初即是一家垂直二次元文化的同好社区。预计未来 B 站仍将持续大规模引入日漫番剧，对于维系 bilibili 作为二次元社区的文化氛围大有裨益。

作为布局二次元内容最早的视频网站，爱奇艺在很早以前就开始了海外优质新番以及经典动画的正版引进，有效推动了中国互联网动画内容的全面正版化。与具有二次元基因的 bilibili 不同，爱奇艺进行的是“符合大众需求”和“创新”的双线并行探索，平台致力于将小众文化中的闪光点组合设计，进而推向大众市场。

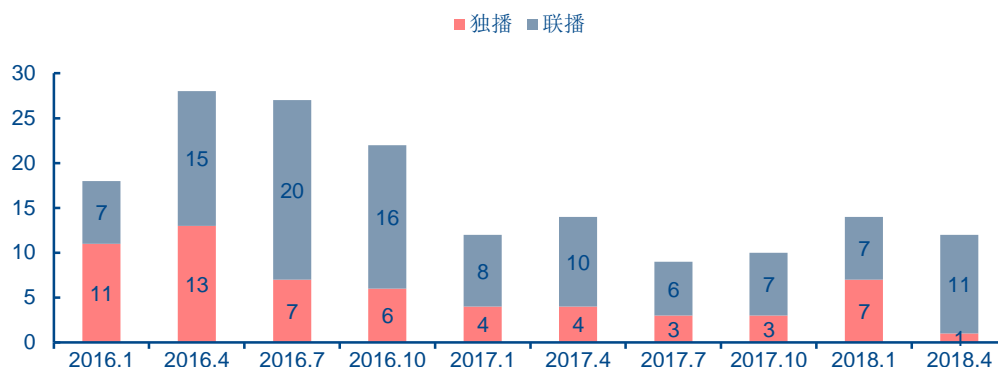
图 6：2017 年各平台分季度日漫引进数量（部）



资料来源：ACGx，中信证券研究部

优酷持续对日漫版权投入多年，但近期上新速度（特别是独播数据）表明优酷或将淡出日漫新番版权的竞争。在日漫文化与平台自身文化无法产生有效融合或是协同效应的情况下，购买新番播放权所带来的引流效果并不佳。

图 7：2016-2018H1 优酷分季度日漫引进数量（部）

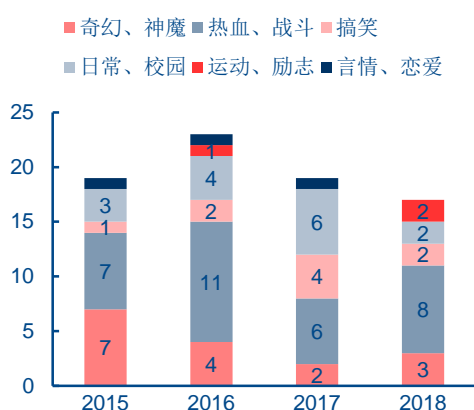


资料来源：ACGx，中信证券研究部

Top10 日漫题材分析：奇幻、热血题材是重心

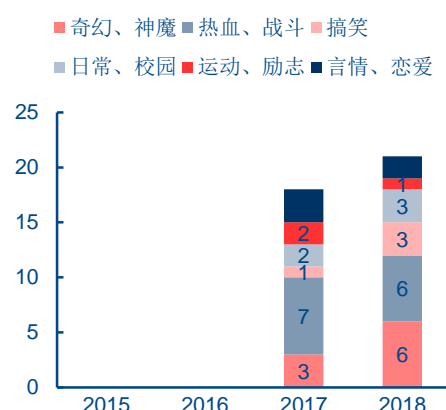
我们在各平台分类的基础上进行人工整理，将日漫分为奇幻神魔类、热血战斗类、搞笑类、日常校园类、运动励志类、言情恋爱类等六大类（可能有重复），来研究不同平台对于不同类型动画侧重。从 2015-2018H1，主流日漫的题材相对均衡，**热血战斗类、奇幻神魔类为最热题材**，二者合计平均占比达 top10 的 60%。

图 8：bilibili 2015-2018H1 top10 日漫标签频次统计



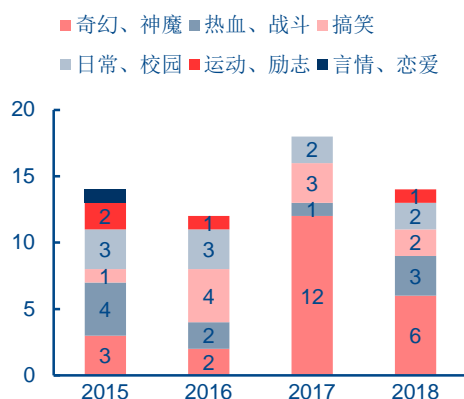
资料来源：bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

图 9：爱奇艺 2015-2018H1 top10 日漫标签频次统计



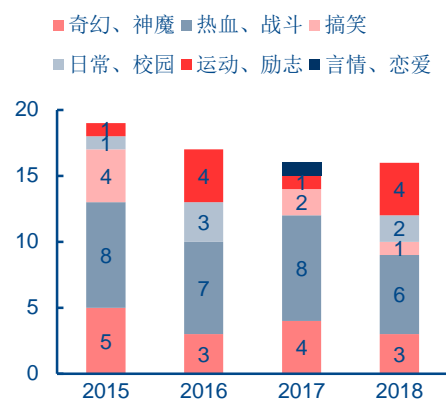
资料来源：爱奇艺，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

图 10：腾讯 2015-2018H1 top10 日漫标签频次统计



资料来源：腾讯视频，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

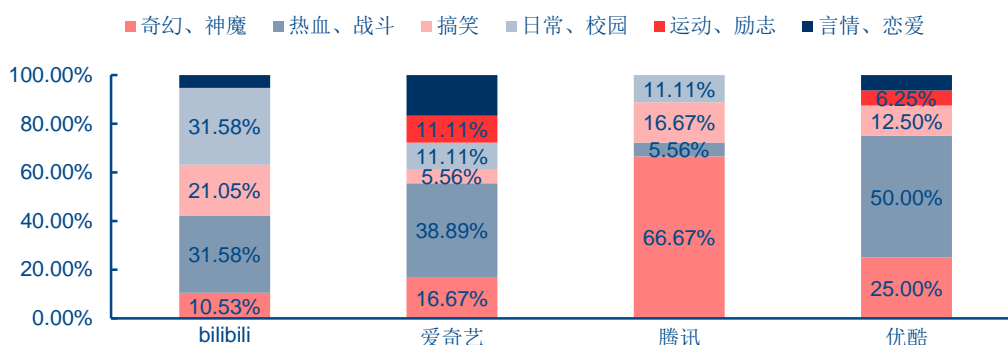
图 11：优酷 2015-2018H1 top10 日漫标签频次统计



资料来源：优酷，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

我们统计 2017 年不同平台日漫类型占比，相比三大平台来说，bilibili 的头部日漫分布更加多元，这反映出 **bilibili** 作为二次元社区，其用户的文化认同程度会高于三大视频平台，因而可接受的题材类型也更多元，而不是只买“热血民工漫”的账。

图 12：2017 各平台 top10 日漫题材分布

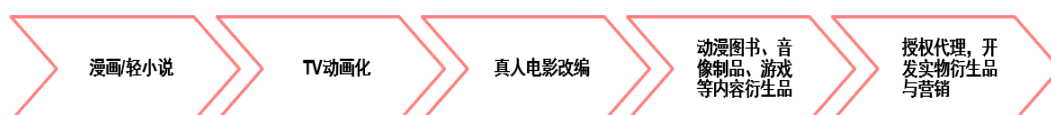


资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

《OVERLORD》：成熟的流程助力精品日漫 IP 价值最大化

日漫 IP 的典型运作流程：从优秀漫画、轻小说中寻找有潜力的作品进行动画化与真人化，以求将优秀 IP 效果放大；之后，在口碑较好、IP 培育充分的情形下，进行 DVD、游戏等内容衍生品开发营销，以及通过授权代理进行实物衍生品（手办、周边等）开发营销，以求 IP 价值最大化。

图 13：日漫 IP 的典型运作流程



资料来源：三文娱，中信证券研究部

根据日本公信榜 Oricon 数据,《OVERLORD》占据 2018 年上半年轻小说销量排行榜榜首,我们对这部奇幻神魔类+异世界背景轻小说的动画化过程进行描述,分析日漫顶级 IP 开发模式和价值。

图 14: 2018 年上半年《OVERLORD》与《Re: 从零开始的异世界生活》轻小说销量一览

2018 年上半年轻小说销量排行榜 (2017.11.20—2018.5.20)			
排名	作品	销量	出版方
1	OVERLORD	526,840	角川书店
2	Re: 从零开始的异世界	400,272	角川书店
3	龙王的工作!	390,643	SB Creative
4	魔法高校的劣等生	352,843	角川书店
5	刀剑神域: 进击篇	336,568	角川书店
6	为美好的世界献上祝福!	312,899	角川书店
7	NO GAME NO LIFE 游戏人生	271,881	角川书店
8	关于我转生为史莱姆这件事	238,797	讲谈社
9	刀剑神域	212,594	角川书店
10	爆肝工程师的异世界狂想曲	211,393	角川书店

资料来源: 三文娱, 日本公信榜 Oricon, 中信证券研究部

《OVERLORD》: 从反套路轻小说到 IP 矩阵

《OVERLORD》是日本轻小说家丸山くがね所著的奇幻冒险小说, 原为网络连载, 后改编成文库轻小说, 于 2012 年 7 月 30 日由角川书店出版。该作品分类为奇幻神魔类, 兼具游戏世界观+异世界穿越背景, 在中国大陆由 bilibili 独播, 现第三季正在连载播放, 前三季在平台播放都取得优秀的成績。作为 2015 年 7 月番,《OVERLORD》第一卷 BD/DVD 销量为 10335 份, 在亚马逊 2015 年 7 月榜上夺冠。《OVERLORD》自带异世界穿越背景, 这类题材近年出了较多口碑作品, 如《刀剑神域》、《为美好的世界献上祝福》、《Re: 从零开始的异世界生活》等。

表 4: 《OVERLORD》系列作品数据一览

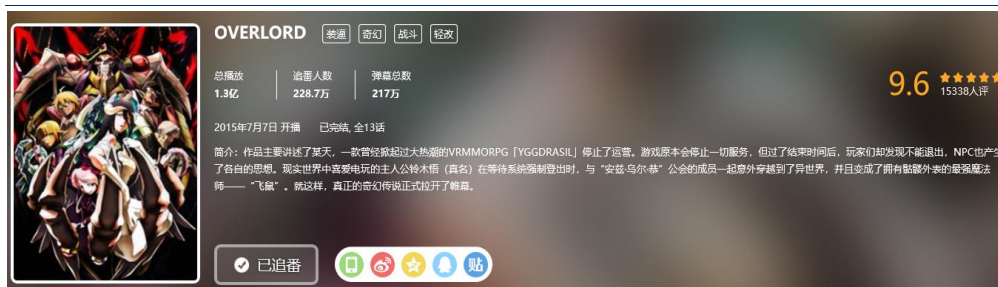
名称	版权	标签	播放量 (万)	追番人数 (万)	评分	评分人数 (万)	硬币数 (万)	集数	集均播放量 (万)	硬币比
OVERLORD	bilibili 独家	轻小说改、奇幻、战斗	11000	217	9.6	1.5	15.2	13	846.2	7.00%
OVERLORD 第二季	bilibili 独家	轻小说改、奇幻、战斗	10000	327	9.7	5.1	37.3	13	769.2	11.41%
OVERLORD 第三季 (连载中)	bilibili 独家	轻小说改、奇幻、战斗	4330.7	286.9	9.6	2.8	31.7	6	721.8	11.05%

资料来源: bilibili, 中信证券研究部 注: 第三季数据截止 2018 年 8 月 16 日, 硬币比=硬币数/追番人数, 用以衡量观众参与度与喜爱程度

相对于同类题材,《OVERLORD》具有几大独特优点:

- 第一, **题材稳中求新, 设定不落俗套。**《OVERLORD》归于异世界题材大潮流, 主线为“世界征服”, 同时用不落俗套的世界观设定抓人眼球, 成功吸引了大量关注;
- 第二, **叙事手法客观开放, 叙事节奏不紧不慢。**原作中所用的 POV (视点人物写作手法, Point of View) 叙事手法和《冰与火之歌》相仿, 在严谨构架一个完善世界的同时, 可以通过各种故事来描述这个世界的生态和人物;
- 第三, **人物形象颠覆, 剧情符合逻辑。**有两点在异世界、修真类作品难得一见。主角不是传统正面形象, 而是全作最大反派, 并且主角所有行为没有莽撞感, 而是建立在谨慎的基础上有序合理。这样的反套路收到了成效。

图 14: bilibili《OVERLORD》基本信息一览



资料来源: bilibili, 中信证券研究部

在动画化之后,与 2017 年同期相比,2018 年上半年《OVERLORD》轻小说的总销量实现了三倍的增长,凭借超过 52 万册的销量跃居第一,无论是轻小说还是同名动画,都具备极高的人气。在动画持续热播的同时,国内轻小说平台轻文购得原小说电子版的正版授权,原小说简体中文版于 2018 年 8 月 15 日登陆平台。

2017 年 3 月前后,《OVERLORD》剧场版动画分为两部上映。2018 年 6 月,官方公布了《OVERLORD》改编手游《MASS FOR THE DEAD》的企划,8 月 1 日还在官网上线了一款免费 RPG 页游。截至 8 月 15 日,《OVERLORD》改编手游注册人数已突破 26 万人。此外,《OVERLORD》手办企划已由日本手办公司 ALTER 与 GOODSMILE 承办。《OVERLORD》系列 IP 目前以小说、动画、游戏三路齐头并进,已形成 IP 矩阵,并逐步进行下游衍生品开发,体现了日漫成熟 IP 开发体系以及顶级日漫 IP 巨大商业价值。

图 15:《OVERLORD》手游画面一览



资料来源: TapTap, 中信证券研究部

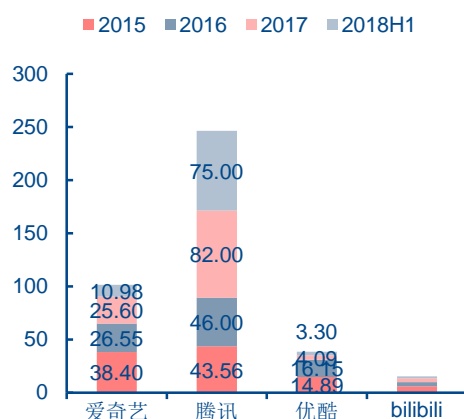
国漫：行业迎来快速发展期，腾讯拔得头筹

我们定义的国漫主要指的是少年向、青年向的国产动漫。相对于发展历史悠久、产业链完善、人才储备充足的日漫而言,国漫尚属成长期。伴随着泛娱乐在人们生活中的比重越来越大,国漫市场的发展迅速,红利来自三个部分:第一是国漫产业化程度不断提高;第二是不同题材内容品类不断完善,如日常、搞笑等题材;第三是随着各家平台泛娱乐布局不断完善、IP 运营能力持续增强,来自游戏改、小说改的作品会占据一定比例。当前,腾讯的国漫流量几乎占据四家平台头部作品之和的 60%;爱奇艺暂列第二,但有一定下滑趋势;优酷尚未找到稳定的流量增长点;bilibili 借新国创之风获取了缓慢的流量增长。

Top10 国漫播放量：总体呈爆发式增长，腾讯一家独大

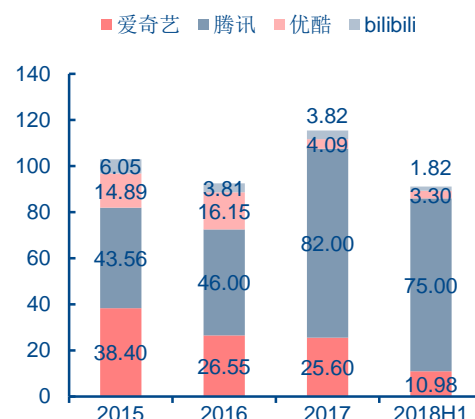
从年度来看，随着各家平台均布局国漫国创，头部平台的国漫 top10 播放量之和逐年走高，2017 较 2016 同比增长 25%，2018H1 数据已达 2017 全年的 80%。从播放量占比来看，腾讯大力布局国漫，头部品类的累计播放量占比达所有平台之和的 60%，稳坐头把交椅。从平台来看，爱奇艺、优酷、bilibili 三家的年度播放量总和均出现了不同程度的下跌。

图 16：2015-2018H1 各平台 top10 国漫播放量之和（亿次，按平台）



资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

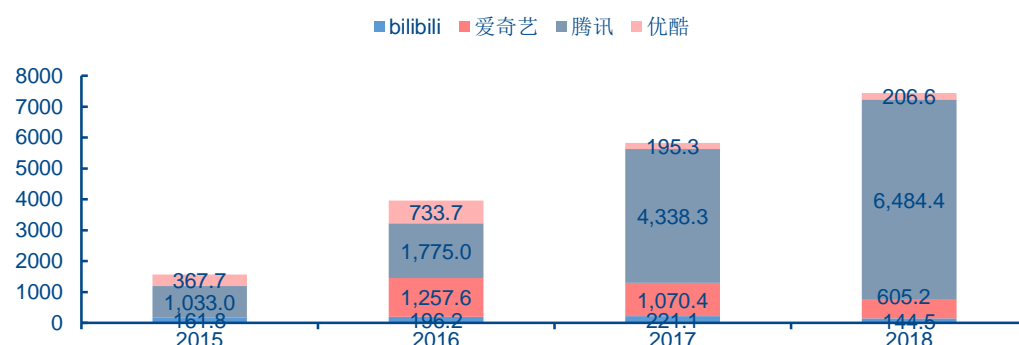
图 17：2015-2018H1 各平台 top10 国漫播放量之和（亿次，按年份）



资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

从集均播放量来看，腾讯、爱奇艺相较 bilibili、优酷有一定优势。2016-2017 年，优酷未能出现如《镇魂街 第一季》这样的流量作品，头部作品集均播放量呈现下滑趋势。bilibili 保持缓慢增长，但基数较低。腾讯视频在国漫集均播放量方面呈现迅猛的增长，2015-2017 年分别同比增长 71.83%、144.41%，主要得益于《武庚纪》、《斗破苍穹》、《全职高手》等作品大热。

图 18：2015-2018H1 各平台 top10 国漫集均播放量（百万次）



资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

为分析头部国漫的“二八效应”，我们统计了 2015-2018H1 各平台 top1/top10、top3/top10、top5/top10 比值。对于 bilibili、爱奇艺、优酷而言，国漫品类的“二八效应”集中度持续下降并趋于稳定。对于腾讯视频而言，其头部品类播放量集中度在小幅下滑之后出现了显著增长，这反映出腾讯对于头部国漫 IP 的宣发、运营能力。

表 5：2015-2018H1 各平台国漫播放量 top1/top10、top3/top10、top5/top10 比值

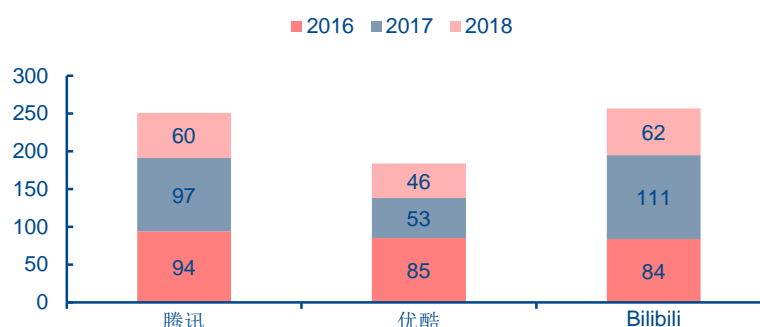
	爱奇艺			腾讯			优酷			bilibili		
	top1/top10	top3/top10	top5/top10	top1/top10	top3/top10	top5/top10	top1/top10	top3/top10	top5/top10	top1/top10	top3/top10	top5/top10
2015	20.83%	58.85%	85.42%	45.92%	71.17%	84.95%	28.20%	61.11%	82.59%	57.87%	78.64%	87.50%
2016	30.88%	55.74%	73.44%	23.91%	56.52%	76.09%	32.82%	63.16%	78.64%	28.87%	54.37%	71.47%
2017	30.47%	57.81%	74.61%	18.29%	51.22%	71.95%	22.10%	52.59%	71.46%	26.00%	64.12%	75.83%
2018H1	16.39%	44.63%	67.40%	46.67%	73.33%	82.67%	25.03%	53.07%	75.46%	31.12%	52.70%	70.89%

资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

各平台国漫内容对比：bilibili 和腾讯两强纷争，爱奇艺主打儿童向

从内容端来看，bilibili 和腾讯形成了两强纷争的局面：2017 年，bilibili 全年上线 111 部国漫，位列第一，腾讯以 97 部居于亚军，优酷上线作品数约为 bilibili 的一半；2018 年迄今，腾讯、bilibili 上线国漫作品均在 60 部左右。

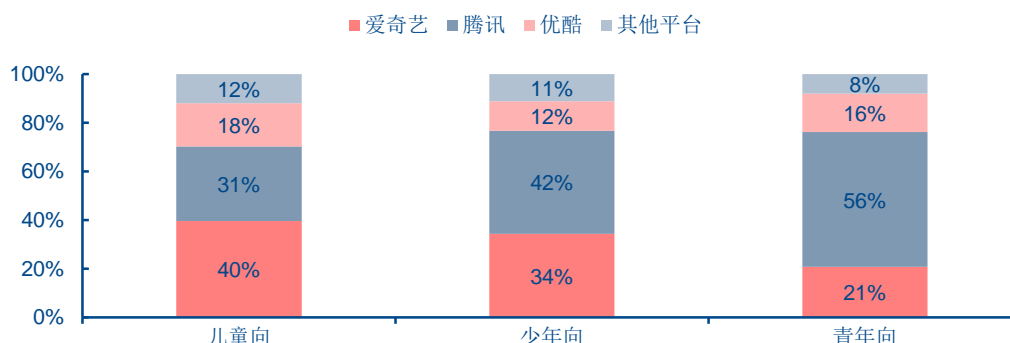
图 19：2016-2018 腾讯、优酷、bilibili 上线国漫规模



资料来源：腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 8 月 18 日。由于爱奇艺分年度数据缺失，并包含过多儿童向、真人衍生作品，与其余三平台数据口径相差过大，因而此处未列示爱奇艺各年度上线国漫作品数

从子分类的播放量来看，目前国漫的主要播放量集中于腾讯、爱奇艺两家平台，在每一个子分类中，腾讯、爱奇艺之和均能占据 70% 以上的份额。2017 年，腾讯牢牢占据少年向、青年向作品播放量榜首，而爱奇艺主打儿童向国产动漫，在该子分类中超越腾讯位居第一。结合播放量分析，腾讯、爱奇艺的国漫布局初见成效，二者形成了差异化的双寡头竞争格局；bilibili 则利用青年向内容加强自有社区的粘性。

图 20：2017 网络播出国产动漫播放量各平台分布

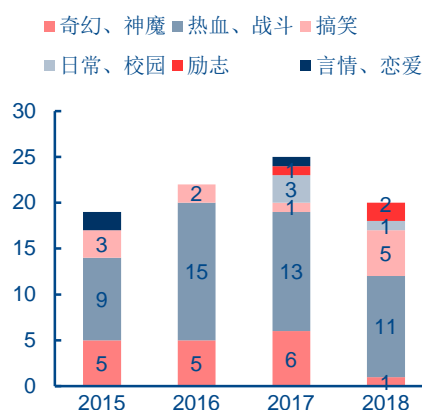


资料来源：艺恩视频智库，中信证券研究部 注：本报告中定义的国漫，主要指的是少年向、青年向的国产动漫作品

Top10 国漫题材分析：热血战斗类年年成就爆款

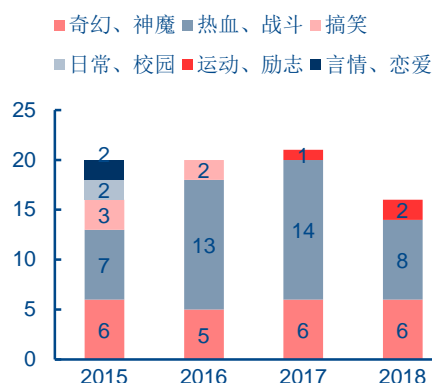
我们将国漫分为奇幻神魔类、热血战斗类、搞笑类、日常校园类、运动励志类、言情恋爱类等六大类，Top10 国漫的题材集中度相较日漫更高：**热血战斗类题材集中度达 80%**，比日漫品类的 60% 更高，且多为古风、武侠形式。

图 21: bilibili 2015-2018H1 top10 国漫标签频次统计



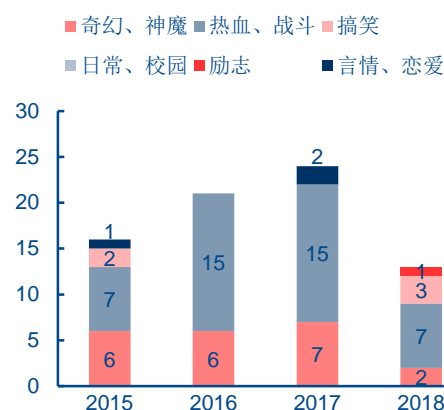
资料来源: bilibili, 中信证券研究部 注: 数据截止 2018 年 7 月 31 日

图 23: 腾讯 2015-2018H1 top10 国漫标签频次统计



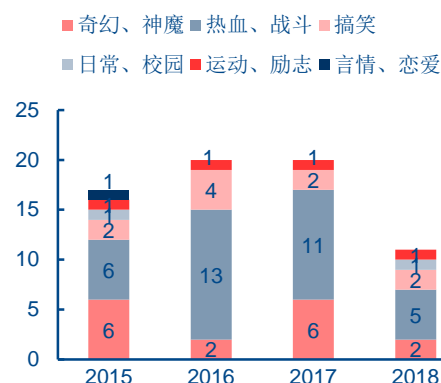
资料来源: 腾讯视频, 中信证券研究部 注: 数据截止 2018 年 7 月 31 日

图 22: 爱奇艺 2015-2018H1 top10 国漫标签频次统计



资料来源: 爱奇艺, 中信证券研究部 注: 数据截止 2018 年 7 月 31 日

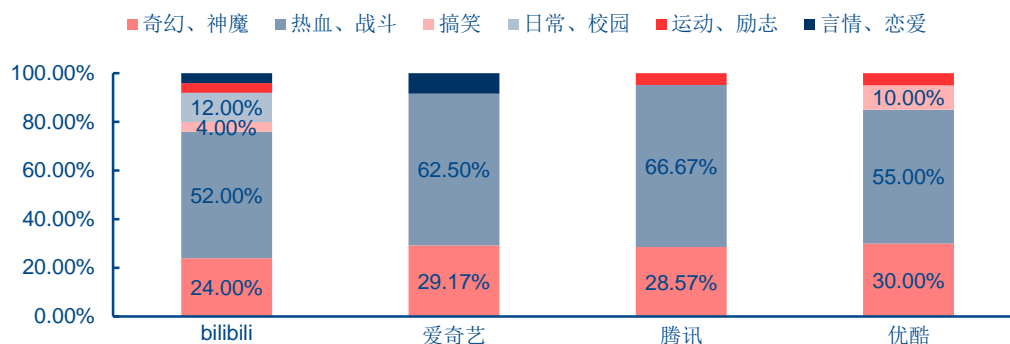
图 24: 优酷 2015-2018H1 top10 国漫标签频次统计



资料来源: 优酷, 中信证券研究部 注: 数据截止 2018 年 7 月 31 日

在国漫类型占比方面, bilibili 仍具题材多样性, 其他平台头部作品未覆盖的运动励志类、言情类、日常校园类作品, 而这些均能进入 bilibili 的国漫播放量 top10 榜单。

图 25：2017 各平台 top10 国漫题材分布



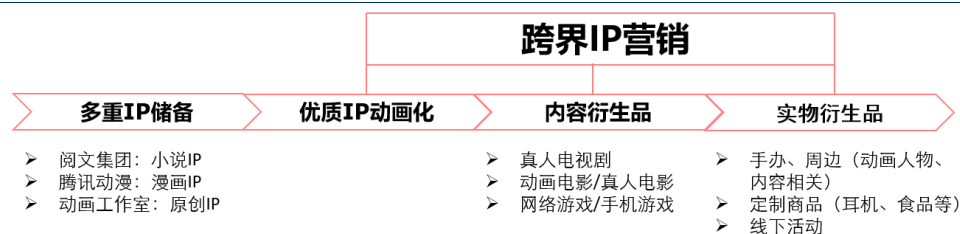
资料来源：爱奇艺、腾讯视频、优酷、bilibili，中信证券研究部 注：数据截止 2018 年 7 月 31 日

腾讯国漫为“新文创”奠基，爱奇艺组建“内容+制作+发行”模式

腾讯提出“新文创”战略，意在将游戏、动漫、小说、影视、电竞等旗下业务，对中华文化进行深度绑定并融合，一方面让 IP 实现文化价值和商业价值的互补，另一方面提升 IP 在大众舆论中的形象和口碑。此外，腾讯拥有丰富的变现渠道和强大的变现能力，将助力“新文创”战略持续落地。

目前，腾讯阅文集团旗下拥有《斗罗大陆》、《斗破苍穹》、《全职高手》、《魔道祖师》（晋江文学城）等知名 IP。其现象级国漫《狐妖小红娘》、《一人之下》均已开启游戏化、影视化进程。《狐妖小红娘》手游将由腾讯互动娱乐北极光工作室群担纲制作，《一人之下》手游的制作团队为腾讯互动娱乐魔方工作室群。腾讯影业于去年成立的漫宇工作室，将进行《狐妖小红娘》、《一人之下》真人影视剧的开发。

图 26：腾讯国漫 IP 开发示意图



资料来源：三文娱，中信证券研究部

爱奇艺提出“苍穹计划”、“晨星计划”等战略，依托平台资源的强大优势，帮助内容创作者孵化出更多优质 IP 并成长。对于优质 IP，爱奇艺将以“制片人模式”为核心，定位适合影视化改编的动漫文化题材，组建“内容+制作+发行”三位一体的商业模式，为市场量身打造爆款内容。目前，爱奇艺陆续出品了包括《灵域》、《万古仙穹》、《四海鲸骑》在内的一系列优质国漫作品，还参与了漫改真人网剧《画江湖之不良人》的出品。

图 27：爱奇艺国漫及泛娱乐布局各项计划一览



资料来源：2018 爱奇艺世界大会、三文娱，中信证券研究部

案例：国漫 IP 全产业链开发流程日趋成熟

类似于日漫，国漫动画的内容主要创作源头包括原创、漫改、小说改等：原创优秀作品如《画江湖》系列、《凸变英雄》，漫画改优秀作品如《狐妖小红娘》、《一人之下》，小说改优秀作品如《斗破苍穹》、《斗罗大陆》、《全职高手》、《魔道祖师》。经过多年的 IP 储备和孵化，国漫在尝试多样化探索，IP 全产业链化流程逐渐成熟，相关热门动画大热之后会出真人剧、游戏、电影来反哺，从而贯穿泛娱乐全产业链。

全职高手：阅文系 IP 全产业链开发的标杆

《全职高手》是阅文系泛娱乐 IP 的龙头之一，该系列 IP 沿着“小说——动画化培育 IP——内容衍生品二次变现”的逻辑进行开发。《全职高手》原著由蝴蝶蓝连载于阅文旗下起点中文网的电竞小说，已于 2014 年 4 月 28 日完结。2015 年 9 月 10 日起，原著改编漫画在大角虫漫画连载至今。2017 年 4 月 7 日起，《全职高手》国漫在腾讯、bilibili 播放，出品公司包括阅文集团和企鹅影视，累计播放量分别为 12.2 亿次、0.97 亿次。艺恩数据显示，《全职高手》动画的受众画像中，男性观众占比 74%，18-24 岁观众占比 40.56%，展现出在“90 后、00 后”强大粉丝基础。

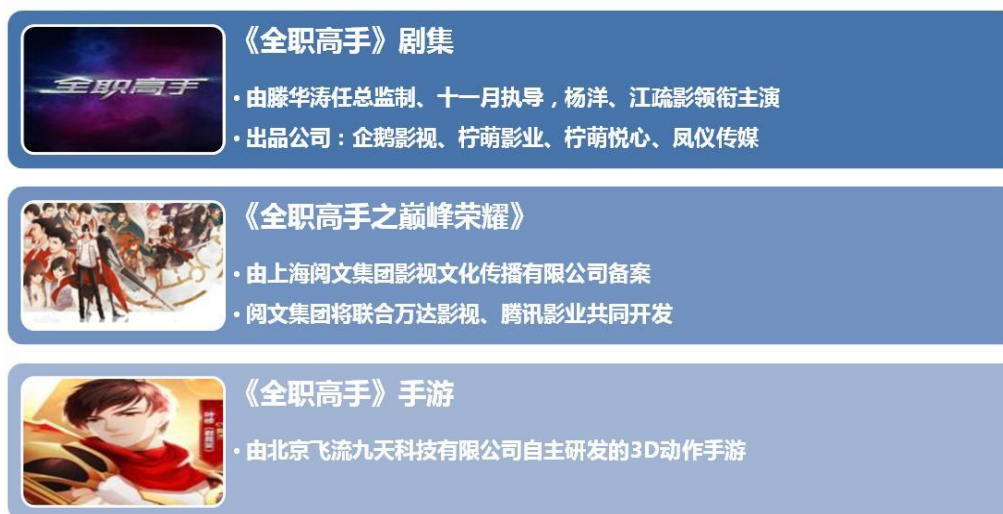
图 28：bilibili《全职高手》基本信息一览



资料来源：游视网，中信证券研究部

在原 IP 已经多次巩固、具备稳定的用户口碑后，《全职高手》IP 内容衍生品的开发也步入正轨：《全职高手》同名手游由飞流九天研发，已于 2017 年 11 月开放公测；改编真人剧于 2018 年由企鹅影视等出品，并将于腾讯视频在线播放；在上海举行的 2018 阅文 IP 生态大会上，《全职高手》动画大电影《全职高手之巅峰荣耀》宣布启动，阅文集团将联合万达影视、腾讯影业共同开发。

图 29：《全职高手》IP 开发产品矩阵



资料来源：阅文集团，中信证券研究部

魔道祖师：集均播放量 1.43 亿，“大首发日”助力打造 IP 品牌

《魔道祖师》是一部由墨香铜臭所著的原创耽美玄幻小说，2015 年 10 月 31 日于晋江文学城连载，初版于 2016 年 3 月 1 日完结（正文），至 2016 年 9 月 7 日修文完成（正文+外三篇），网络版正式完结。《魔道祖师》同名国漫由企鹅影视出品，并于 2018 年 7 月 9 日在腾讯视频独家上线。

图 30：腾讯、豆瓣《魔道祖师》基本信息一览



资料来源：腾讯视频、豆瓣，中信证券研究部

因人设吸粉，情节出色，《魔道祖师》的衍生品开发已在进行中，完结不到两年，原著小说改编漫画、国漫陆续问世，改编剧集《陈情令》也在着手进行拍摄——由企鹅影视和新湃传媒联合出品的古装仙侠剧，由郑伟文、陈家霖联合执导，肖战、王一博等联袂主演。实物衍生品方面，《魔道祖师》与冰淇淋品牌“可爱多”联动，与酷狗音乐共同推出主角限量定制款蓝牙耳机，并且上市一周内几度断货，体现了 IP 强大粉丝效应。

图 31：《陈情令》剧集海报



资料来源：企鹅影视

风险因素

动漫行业发展不及预期；作品表现不及预期；IP 衍生开发不及预期。

行业策略及投资建议

互联网视频行业在内容供给端不断垂直化、细分化、精品化、品牌化的趋势下，付费和广告价值仍有较大的提升空间，我们维持互联网视频行业“强于大市”的评级。另一方面，在 95 后、00 后等新兴消费人群不断崛起的背景下，动漫作为新兴消费群体重点偏爱内容类型之一也有望迎来中长期可持续发展，成为互联网视频平台重点布局的内容类型之一。

我们重点推荐领先二次元动漫社区 **bilibili**，深度布局日漫、国漫内容 **爱奇艺**；重点推荐关注在国漫领域明显领先的互联网视频平台 **腾讯视频**（腾讯控股旗下）和拥有众多顶级网文 IP、深度布局动漫领域的 **阅文集团**。

表 6：重点公司估值比较及投资评级

简称	股价	EPS			PE（倍）			评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
Bilibili	11.3	-0.04	0.23	0.68	-	49	17	买入
爱奇艺	28.09	-0.17	-0.16	-0.08	-	-	-	买入
阅文集团	49.5	1.23	1.67	2.24	37	28	21	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2018 年 8 月 21 日收盘价。公司股价，EPS（EPADS）货币单位为上市当地货币单位

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。