

优质稳定赛道，未来可期

——动画电影专题研究报告

核心观点

- **分析北美市场，动画电影是一条优质稳定的赛道。**北美动画电影经历了 120 多年的起伏发展逐步成熟，现阶段市场规模约为 15 亿美元，以占总电影数量 4%-5% 的动画电影数量占有 14-15% 总票房的市场。北美动画电影严格可控的成本投入使其获得较为理想和稳定的投资回报，头部作品平均水平约 7.4 倍，中部作品水平约 2.6 倍。北美动画电影头部作品票房占比超 80%，头部制作公司在稳定的制作水平加持下，优质产品输出可持续性较强，票房上限与下限均较高。
- **国产动画电影制作水平与成本投入均有提升空间。**长篇动画电影制作周期的国际标准为五年，包含两年的前期剧本创作和三年后期的动画、场景、特效制作。国内动画电影制作的整体产业链仍未成熟，制作中普遍存在层层分包模式，延缓电影的制作周期。国产动画电影制作成本最高为 1 亿元，与普通无特效真人电影成本水平接近，与特效电影 5-10 亿元的成本投入有一定差距，参照北美动画电影的预算投入最高标准 2 亿美元，国产电影成本更低，仍有提升空间。
- **打破低龄向桎梏，全年龄向优质作品打开市场空间。**从数量上看，国产动画电影一直保持着高产，2015-2019 年产量和上映数量始终保持在 50 部左右和 30-40 部的水平，2019 年备案数量达到 144 部。从质量上看，国产动画电影已经逐步实现了突破，平均单片票房、亿元级别票房影片数、全年 TOP10 影片数等数据均不断提升。影片质量的提升源自于国产动画电影目前已经能够产出成熟的全年龄向优质作品，打破低龄向桎梏。2016 年以来 6 部头部国产动画电影的观影人群年龄分布已经呈现与进口电影相似的结构，20-29 岁主力观影群体比例均超过 50%，30 岁以上比例较低，同时，这 6 部作品拥有迥异的风格类型以及创作题材。
- **空间：2025 年动画电影市场 150 亿，国产头部市场 60 亿。**基于四个核心假设：中国动画电影票房占电影总票房 15%、国产票房规模占总动画电影票房比例 50%、国产头部票房占国产动画电影票房 80%、中国电影总票房维持年均复合 8% 增速，我们预计 2025 年中国动画电影市场空间达到 153 亿元，其中国产动画电影空间 76 亿元，亿元以上头部国产动画电影市场规模为 61 亿元。我们认为，头部国产动画电影市场在 2025 年可拥有 4-6 部当年度优质作品，对应 2-6 家头部制作公司。

投资建议与投资标的

- 我们看好动画电影作为电影行业细分领域中优质赛道的成长空间。2019 年《哪吒》票房与口碑获得双丰收，是继 2015 年《大圣归来》后国产动画又一里程碑式作品，未来随着产业链的进一步成熟以及头部出品方内容输出能力的提升，我们预计会有更多优质作品产生驱动国产动画电影市场发展壮大。建议关注在动画出品领域独具优势的龙头企业光线传媒(300251，未评级)以及拥有充足传统低龄 IP 和原创 IP 的奥飞娱乐(002292，未评级)。

风险提示

- 疫情影响加剧导致影院开业进一步推迟的风险，政策监管风险，优质内容供应不足的风险，经济增长放缓的风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

传媒行业

报告发布日期

2020 年 05 月 20 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

联系人

崔凡平

021-63325888*6065

cuifanping@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 动画电影产业简介	5
1.1 动漫产业下属细分行业之一，占比通常较小	5
1.2 四级产业链清晰，利润分配模式成熟	6
1.3 对比传统荧幕电影，制作有待进一步成熟	8
1.3.1 优质产能相对短缺，产业成熟有望加速制作周期	8
1.3.2 制作成本相对较低，较美国仍存巨大差距	9
2 北美动画电影：稳定的赛道，稳定的龙头	11
2.1 市场规模增长稳定，行业进入成熟期	11
2.2 投资回报稳定，成本可控性强	13
2.3 龙头地位稳定，优质作品输出可持续	15
3 中国动画电影：方兴未艾，空间广阔	17
3.1 百年积淀，国产动画电影迈入快速发展期	17
3.2 2019 年强势爆发，2025 年预计空间 150 亿	19
3.2.1 动画电影票房增长稳健，2019 年强势爆发	19
3.2.2 国产动画电影产量充足，质量有待进一步提升	20
3.2.3 打破低龄向桎梏，全年龄向作品打开整体空间	22
3.2.4 测算：2025 年市场空间 150 亿，国产头部空间约 60 亿	24
3.3 A 股动画电影公司概况	26
风险提示	28

图表目录

图 1：2018 年日本动漫产业构成	5
图 2：2018 年中国动漫产业构成	5
图 3：2011-2018 年日本动漫产业结构变化	5
图 4：2016 年中国动漫产业构成	5
图 5：动画电影产业链	6
图 6：电影票房分账比例及《哪吒之魔童降世》出品发行方的投资回报	7
图 7：动画衍生品市场盈利模式	7
图 8：中国动画衍生品市场产值及同比增速（亿元）	8
图 9：日本动漫商品市场稳定在动画电影市场的 10 倍左右	8
图 10：美国动画电影数量（部）	13
图 11：美国动画电影市场规模（亿美元）	13
图 12：美国数字动画电影投入产出比	13
图 13：美国手工动画电影投入产出比	13
图 14：2010-2019 年美国动画电影票房市占率情况	15
图 15：北美头部动画电影票房/动画电影总票房	16
图 16：中国头部动画电影占动画电影票房份额	16
图 17：中国动画电影市场规模	19
图 18：中国动画电影票房增速	19
图 19：中国与日本、美国动画电影票房对比	19
图 20：国产动画电影年产量	20
图 21：中国动画电影备案数量	20
图 22：中国内地动画电影和美国动画电影上映数量	20
图 23：中国动画电影数量国产及进口结构	20
图 24：平均单部电影票房对比（剔除《哪吒》）	21
图 25：国产动画电影进入 TOP10 数量	21
图 26：国产及进口动画电影 TOP10 票房总额	21
图 27：国产及进口动画电影 CR10 的市场份额	21
图 28：近年头部进口动画电影观影人群年龄结构分布	22
图 29：近年头部国产低龄向动画电影观影人群年龄结构分布	23
图 30：近年头部国产全龄向动画电影观影人群年龄结构分布	23
图 31：中国、日本、美国动画电影占综合票房比重	24
图 32：动画电影国产及进口比	24
图 33：中国头部动画电影票房占比	25

图 34：美国头部动画电影票房占比	25
图 35：国产动画电影票房分布	26
图 36：进口动画电影票房分布	26
表 1：皮克斯长篇动画电影标准制作周期	8
表 2：高票房国产电影制作周期	9
表 3：中国真人无特效电影制作成本及票房	9
表 4：中国真人含特效电影制作成本及票房	10
表 5：中国与美国动画电影制作成本及票房	10
表 6：真人电影与动画电影的制作成本结构	11
表 7：美国动画电影发展历程	12
表 8：北美历史票房中投入产出比较高的动画电影	14
表 9：北美 TOP10 数字动画全球电影票房及预算	14
表 10：北美 TOP10 手工动画电影全球票房及预算	14
表 11：北美 TOP10 电影全球票房及预算	15
表 12：北美动画电影历年 TOP5 及其制作方	16
表 13：中国动画电影发展历程	18
表 14：2019 年国产动画片电影 TOP10	22
表 15：中国动画电影市场空间测算	25
表 16：动画电影行业 A 股上市公司概览	26
表 17：2016-2020 年动画电影行业 A 股公司出品/发行动画电影数量	27
表 18：光线传媒&奥飞娱乐动画电影产出及储备情况	28

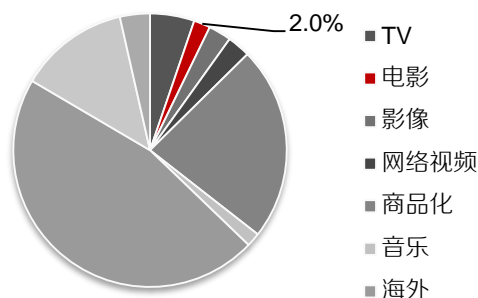
1 动画电影产业简介

1.1 动漫产业下属细分行业之一，占比通常较小

动画电影属于动漫产业细分行业之一。根据国务院办公厅 2006 年《关于推动我国动漫产业发展若干意见》界定，动漫产业是以“创意”为核心，以动画、漫画为表现形式，包含动漫图书、报刊、电影、电视、音像制品、舞台剧和基于现代信息传播技术手段的动漫新品种等动漫直接产品的开发、生产、出版、播出、演出和销售，以及生产和经营与动漫形象有关的服装、玩具、电子游戏等衍生产品的生产和经营的产业。动画电影是指以动画形式制作的电影，是与真人电影完全不同的电影呈现形式。动画是指采用逐帧拍摄对象并连续播放而形成运动的影像技术。动画电影为动漫产业下属细分行业之一。

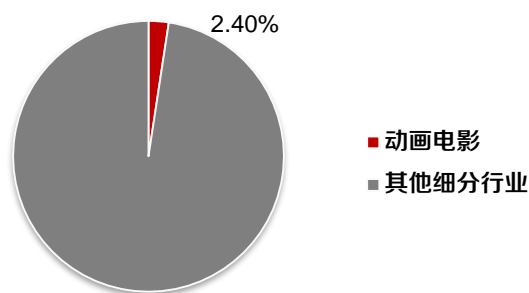
成熟动漫市场中，动画电影份额相对较低。一般而言，成熟市场的细分行业更多，动画电影占据的市场份额比例更低。2018 年，我国动画电影票房占据我国动漫行业总产值的 2.4%，略高于日本动画电影占据动漫行业份额的 2.0%。

图 1：2018 年日本动漫产业构成



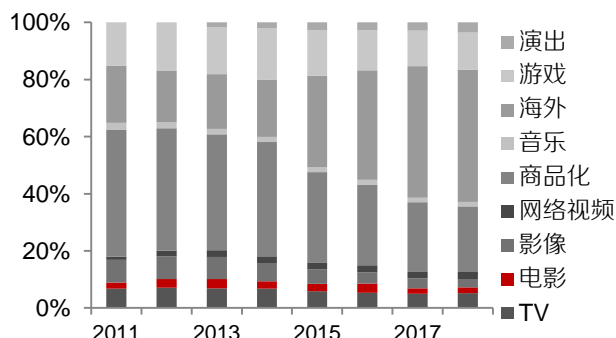
资料来源：日本动画协会，东方证券研究所

图 2：2018 年中国动漫产业构成



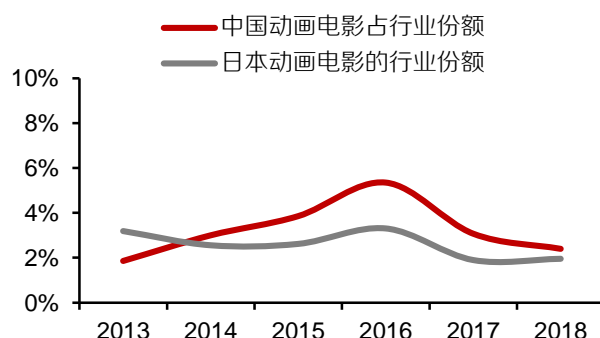
资料来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

图 3：2011-2018 年日本动漫产业结构变化



资料来源：日本动画协会，东方证券研究所

图 4：2016 年中国动漫产业构成



资料来源：日本动画协会，《中国动画电影发展报告》，东方证券研究所

1.2 四级产业链清晰，利润分配模式成熟

动画电影产业链主要可分为四级。上游是内容方&出品方，主要包括可供改编动画的网文 IP 和漫画 IP 提供方、出品方以及原创动画公司。中上游是内容制作方，主要包括参与动画电影各环节制作的公司。中下游是渠道发行方，主要播放渠道包括网络视频播放平台、电视台以及电影院线等。下游是衍生品开发公司，包括 IP 授权代理公司，也包括衍生开发公司，而衍生品则包括游戏、玩具、服装、主题公园等等。

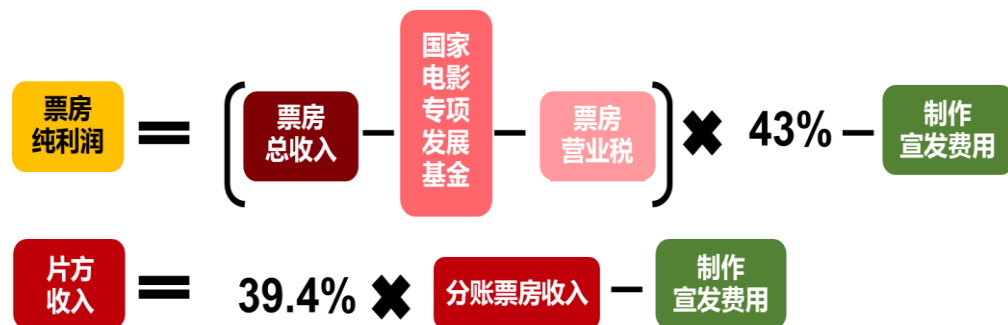
图 5：动画电影产业链



资料来源：腾讯财经，搜狐网，前瞻网等，东方证券研究所

动画电影出品方+发行方可以获得近四成分账票房收入。根据电影票房分配原则，电影票房实际收入需要扣除电影营业税和国家电影专项发展基金，即票房的 8.3%。因此，出品方及发行方的收入 = 91.7% * 票房总收入 - 院线（7%）及电影院（50%）的分成 - 中数代理费。出品方及发行方总计可获得票房的 39.4%。中数代理费一般在 1-3% 之间。以 2019 年中国动画电影史上划时代的《哪吒之魔童降世》为例，根据猫眼专业版的公开数据，《哪吒之魔童降世》的片方（发行方+出品方）总计可获得分账票房的 39.22%，即 18.15 亿元。根据光线传媒此前公告，《哪吒》票房总成绩超过 8.99 亿时，光线传媒来源于该影片的营业收入区间约为人民币 2.03 亿元-2.43 亿元，因此光线传媒的票房分账比例在 22.58%-27.03% 区间。该片出品公司包括霍尔果斯彩条屋影业有限公司、霍尔果斯可可豆动画公司、霍尔果斯十月文化传媒有限公司、北京彩条屋科技有限公司，该片为光线影业与华夏电影联合发行。光线传媒通过子公司形式部分参股出品公司，为本片最大非全部资方。

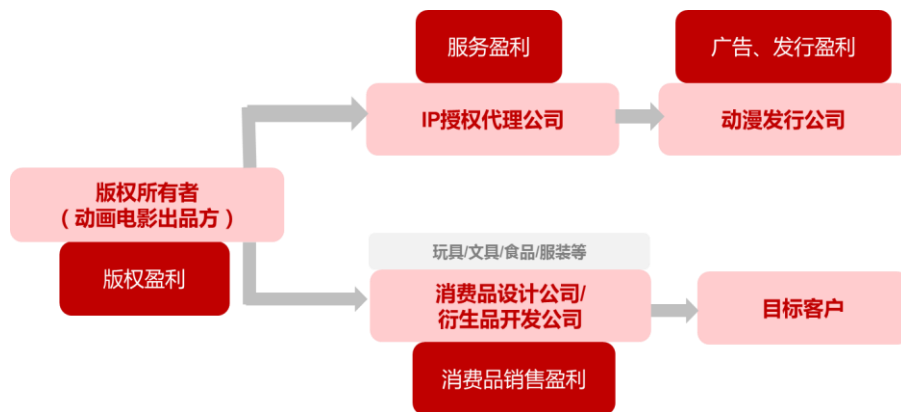
图 6：电影票房分账比例及《哪吒之魔童降世》出品发行方的投资回报



资料来源：智研咨询，东方证券研究所

除票房分账外，动画电影出品方可获后续 IP 和系列衍生品的开发权利。IP 开发可以通过直接授权获得授权费用，也可自行开发。衍生品包括游戏、玩具、服装、主题公园等多元化类型，为出品公司进一步变现提供了多元化的路径。全球范围内日本及被北美的优秀动画电影出品公司，通过衍生品可以创造巨大的市场，典型的例子为迪士尼的米老鼠、东映公司的机器猫。

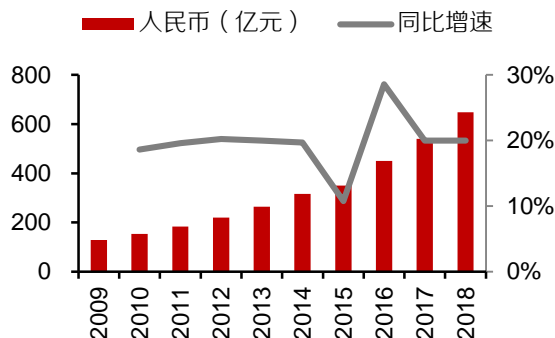
图 7：动画衍生品市场盈利模式



资料来源：智研咨询，东方证券研究所

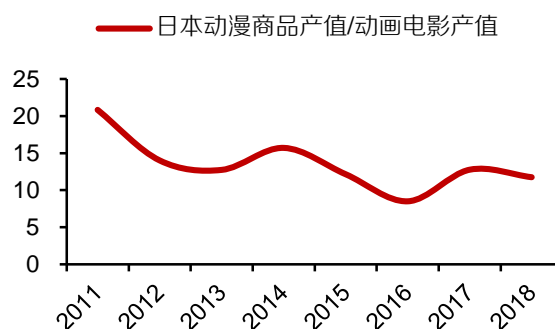
动画电影 IP 衍生品市场广阔，出品方开发后续 IP 仍面临两大问题。一是缺乏前瞻性及布局意识。以《哪吒》为例，出品方未进行提前布局，仅提供了一件正品 T 恤衫纪念品，导致盗版产品层出不穷。光线传媒吸取前车之鉴，与 2019 年 12 月份官宣已提前布局未上映动画电影《姜子牙》。二是衍生体系不完善。版权方需要深度接入衍生品制作和进行产业链全面配合，提供系统图库。以《流浪地球》为例，官方电影上映期间在淘宝同步上线众筹衍生品系列，达成百家企业合作，网传销售额可达数亿元。

图 8：中国动画衍生品市场产值及同比增速（亿元）



资料来源：智研咨询，中国产业信息网，东方证券研究所

图 9：日本动漫商品市场稳定在动画电影市场的 10 倍左右



资料来源：日本动画协会，东方证券研究所

1.3 对比传统荧幕电影，制作有待进一步成熟

1.3.1 优质产能相对短缺，产业成熟有望加速制作周期

长篇动画电影制作周期的国际标准为五年。皮克斯的长篇动画电影标准制作周期主要分为前期设计和中期生产，后期宣发工作从制作投入初期开始同时进行。因此主要电影制作周期时间为“2+3”组合，前期剧本创作耗时两年，中期动画、场景、特效的内外制作需要三年。

目前国内长篇动画制作周期向 5 年看齐。2019 年上映的《哪吒之魔童降世》动画电影为例，从想法到电影上映历时超过五年时间。《哪吒》剧本创作耗时 2 年，全片动画制作近 3 年。全片的特效镜头为 1500 个，占据全片近 80%，为目前中国动画电影史上最高特效水准。《西游记之大圣归来》则由于未按照规范流程进行制片，全程历时 8 年于 2015 年上映。据导演自述制片周期较长与资金短缺有关。

表 1：皮克斯长篇动画电影标准制作周期

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
前期设计	前期设计 剧本创作从概念到 100%定稿				
中期生产			第一段场景审批后 投入制作	剧本定稿后进行内外制作	
后期宣发				预热海报/片花/剧照/预告片	

资料来源：搜狐网，东方证券研究所

动画电影制作有望随着产能提升，简短制作周期。（1）《流浪地球》特效镜头数量远大于《哪吒》，且《流浪地球》还需要实景搭建以及真人拍摄时间，但《流浪地球》制作时间比《哪吒》短 13 个月，超过一年。由此可见《哪吒》的动画制作时间有较大的压缩空间，层层分包模式一定程度上也延缓了项目的制作周期。（2）《西游记之大圣归来》的制作时间耗时 36 个月，据导演自述与剧组资金短缺有关。因此，随着动画电影行业的产能提升，大型出品公司的出现能减少分包的沟通成本以及资金短缺导致的制作周期延长。

表 2：高票房国产电影制作周期

动画电影	剧本创作(个月)	制作(个月)	票房(亿元)
哪吒	24	34	50.1
西游记之大圣归来	60	36	9.6
白蛇·缘起	24	36	4.6
非动画电影	剧本创作(个月)	制作(个月)	票房(亿元)
流浪地球	29 (仅改编)	21	46.9
我不是药神	> 24	18	31.0
少年的你	> 12	15	15.6
扫毒 2	/	12	13.1
唐人街探案 2	15	6	34.0
西虹市首富	36	8	25.5

资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

1.3.2 制作成本相对较低，较美国仍存巨大差距

就成本绝对值而言，头部动画电影与 2019 年高流量真人电影制作成本基本持平。近年高票房动画电影的制作成本在 0.6-1.1 亿元之间。以《我不是药神》和《少年的你》两部无特效真人电影为例，两部电影的总成本均在 1 亿元左右。《西虹市首富》因宣发成本过高，总成本为 1.5 亿元人民币；《扫毒 2 天地对决》因打斗戏实景搭建，制作成本为 2.2 亿港元。

表 3：中国真人无特效电影制作成本及票房

真人无特效电影	制作成本 (亿元)	宣发成本 (亿元)	总成本 (亿元)	票房 (亿元)	时长 (分钟)
我不是药神	0.8	0.3	1.1	31.0	116
少年的你	/	/	1.0	15.6	135
扫毒 2 天地对决	/	/	1.9	13.1	100
西虹市首富	0.4	1.1	1.5	25.5	118

资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

表 4：中国真人含特效电影制作成本及票房

特效电影	制作成本 (亿元)	宣发成本 (亿元)	总成本 (亿元)	票房 (亿元)	时长 (分钟)
流浪地球	3.2	1.6	4.8	46.85	125
捉妖记 2	6.0	3.0	9.0	22.37	110

资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

美国动画电影成本远超国内动画电影制作成本。近十年的动画电影制作成本约为 1.3 亿-1.75 亿美元/部，平均成本为 1.47 亿美元/部。美国行业内，迪士尼动画和皮克斯平均制作成本最高，好莱坞头部工作室平均制作成本约 1.33 亿美元/部。

美国动画电影的高昂制作成本主要来源于以下几方面：（1）技术型人力成本。动画制具有高技术含量，中国不具备大量成熟的动画技术型人才，且在薪酬支付上无法与美国看齐。（2）制作周期较长。按照皮克斯长篇动画的标准周期而言一部动画影片需要历时五年完成。而中国大多数动画电影制作成本未达到长时间积累。《狮子王》制作器件工作室外出非洲写生进行原画制作。（3）昂贵的硬件设备。《玩具总动员 3》中运用到了大量的最新技术，例如面部捕捉和需自行开发的软件。（4）明星配音。美国动画大电影邀请杰瑞米艾恩斯、詹姆斯厄尔琼斯、汤姆汉克斯等大牌明星作为配音。

表 5：中国与美国动画电影制作成本及票房

动画电影	制作成本 (亿元)	宣发成本 (亿元)	总成本 (亿元)	票房 (亿元)	时长 (分钟)
哪吒	0.6	0.4	1.0	50.1	110
大圣归来	/	/	0.6	9.6	89
熊出没·原始时代	0.55	0.5	1.1	7.2	88
白蛇·缘起	/	/	0.8	4.6	98
冰雪奇缘	/	/	\$1.5	\$12.7	102
玩具总动员 3	/	/	\$2.0	\$10.6	103

资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

影片制作成本受电影的场景搭建、道具服装、演员片酬、特效镜头等多种因素影响，动画电影与传统荧幕电影无法直接比较。（1）特效镜头。真人特效电影《流浪地球》尽管为非动画电影，但是特效镜头数量远超动画电影。《流量地球》特效镜头超过 2000 个，而《哪吒》的特效镜头不到 1500 个。（2）实景搭建。《流量地球》与《扫毒 2》均因为大量场景运用实景搭建因此制片成本比普通真人电影要高。（3）演员片酬。《少年的你》全程无特效镜头、实景搭建，但演员均为一线流量明星。因此总制片成本也在 1 亿元以上。而《流量地球》通过压缩演员片酬来控制总制片成本。（4）道具服装。《流浪地球》共拥有道具一万件以上，其中服装道具定制成本为 45 万一件。而《少年的你》则无此类道具服装。

表 6：真人电影与动画电影的制作成本结构

真人电影	动画电影
导演	导演
编剧	动画 IP/故事创作
摄像/拍摄	人力
演员	(建模/特效/剪辑/音乐/配音)
场景	软件+硬件 (电脑+服务器)+渲染农场
后期	
食宿行等的费用	房租水电/公司一般运营

资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

2 北美动画电影：稳定的赛道，稳定的龙头

2.1 市场规模增长稳定，行业进入成熟期

北美动画电影市场发展 120 余年，历经起伏：

萌芽探索期（1907-1921）：早在 1907 年，世界第一部动画片《滑稽脸的幽默相》上映，标志着动画产业的萌芽。

初步发展期（1922-1945）：1928 年，迪士尼拍摄的第一部有声动画电影《汽船威利》上映。1937 年迪士尼推出世界首部动画长片《白雪公主》，片长 74 分钟。

成熟繁荣期（1946-1960）：二战结束后，美国动画迎来了繁荣发展时期，迪士尼年均产出一部经典动画电影。

衰退期（1967-1985）：1970-1980 年代，动画行业进入技术探索期，不断尝试用新型技术替代传统手绘技术，并于 1973 年形成电脑图像生成技术。数字动画在萌芽阶段对传统手绘动画造成巨大的冲击，传统动画人才出现青黄不接的局面。

再次繁荣期（1986-至今）：80-90 年代，皮克斯与梦工厂相继成立，并推出了首部电脑制作的动画影片《小台灯》。90 年代末期各大制作公司涉足动画界。1995 年，皮克斯出品的全电脑制作电影《玩具总动员》上映，延续至今的经典动画电影 IP 逐步涌现。

成熟期（2010-至今）：2010 年后，行业逐渐形成了迪士尼（Walt Disney Studios Motion Pictures）、环球（Universal Pictures）、华纳（Warner Bros.）、索尼（Sony Pictures Releasing）、福克斯（Twentieth Century Fox）、派拉蒙（Paramount Pictures）六家公司垄断的行业格局。各大公司均能产出质量优秀的作品，行业发展进入成熟期。

表 7：美国动画电影发展历程

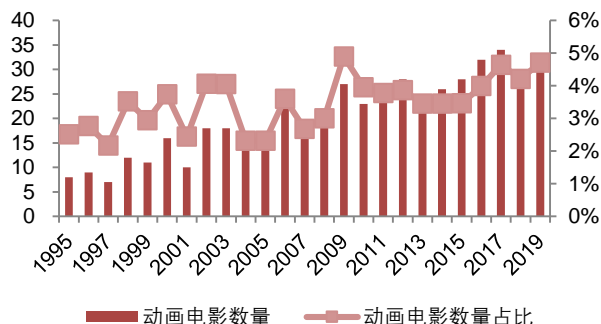
阶段	年份	电影	票房/形式
萌芽探索期	1907	《滑稽脸的幽默相》	第一部动画片
	1908	《矮胖马戏团》	定格动画片
初步发展期	1922	《小红帽》	迪士尼出品首部动画短片
	1928	《汽车威利》	首部有声动画片（迪士尼制作）
	1937	《白雪公主和七个小矮人》	经典著作
成熟繁荣期	1950	《仙履奇缘》	
	1959	《睡美人》	
衰退期	1967-1985	新兴技术探索期，动画人才青黄不接	
再次繁荣期	1986	《小台灯》	首部电脑制作动画影片
	1994	梦工厂成立	
	1995	《玩具总动员》	第一部全电脑制作电影，皮克斯出品
	1990 年代	电脑制作技术成熟，各大制作公司涉足动画界	
	2005	Madagascar	\$1.9
成熟期	2010	Toy Story 3	\$4.2
	2011	Cars 2	\$1.9
	2012	Brave	\$2.4
	2013	Despicable Me 2	\$3.7
	2014	The Lego Movie	\$2.6
	2015	Inside Out	\$3.6
	2016	Finding Dory	\$4.9
	2017	Despicable Me 3	\$2.6
	2018	Incredibles 2	\$6.1
	2019	Frozen	\$4.5

资料来源：The numbers, box office,mojo，东方证券研究所

现阶段美国动画电影市场规模稳定，约为 15 亿美元。1995 年美国动画电影票房为 3.5 亿美元，2010-2019 年北美动画电影票房在 12.2-23.1 亿美元区间浮动。剔除爆款电影的影响，市场规模基本在 15 亿美元上下浮动，并进入复合月 6% 左右常态化增长阶段。

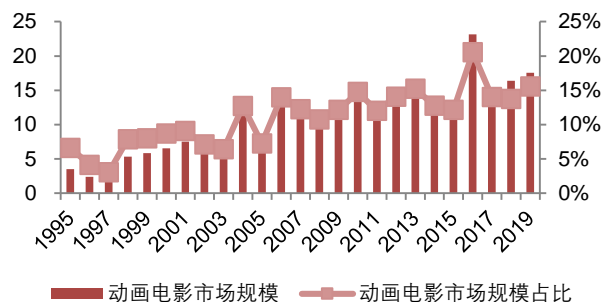
自 90 年代起动画电影数量及总票房占比稳定上升，近年趋于稳定。1995-2018 年，动画电影数量从每年 7 部上升至 30 部左右的水平，在总体电影数量中占比约 4%。2011-2018 年，美国动画电影数量均在 30 部左右上下浮动。数量提升对应总体票房逐步提升。同时，动画电影平均票房明显高于其他类别电影票房。动画电影票房份额的同比增速明显高于电影数量他那个比增速，从 1995 年 7% 左右的水平提升至 2018 年 14% 的水平，其中 2016 年出现《Finding Dory》、《The Secret Life of Pets》、《Zootopia》等多部爆款动画电影，这一比例高达 20.55%。

图 10：美国动画电影数量（部）



资料来源：The Numbers，东方证券研究所

图 11：美国动画电影市场规模（亿美元）

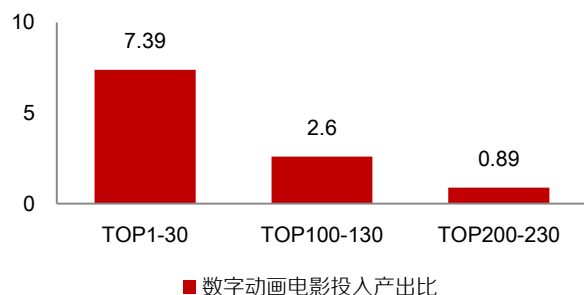


资料来源：The Numbers，东方证券研究所

2.2 投资回报稳定，成本可控性强

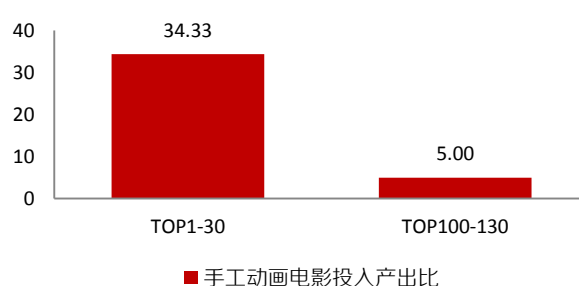
头部及中部动画电影均能获得理想的投资回报。手工动画电影由于整体投入成本相对较低，投入产出比极高。从整体看，头部手工动画电影投入产出平均水平可达 34 倍，尾部作品也能有 5 倍的水平；从个体看，1937 年上映的《白雪公主》以及 1942 年上映的《芭比》两部电影票房投入产出比分别高达 124 倍和 312 倍。数字动画电影由于特效技术的加入导致了成本的提高，一定程度对于投资汇报产生了影响，头部作品平均水平约为 7.4 倍，中部作品水平约为 2.6 倍。

图 12：美国数字动画电影投入产出比



资料来源：The Numbers，东方证券研究所

图 13：美国手工动画电影投入产出比



资料来源：The Numbers，东方证券研究所

优秀的投资回报源自于严格可控的成本投入。我们从历史票房 TOP30 的数字动画电影中筛选出投入产出比超过 10 倍的作品共有 5 部，其预算成本均为 0.75 亿美元的量级，且这 5 部影片时间跨度从 2004 年一直到 2017 年。另外，统观所有数字动画电影的预算投入，具有明显的价格带划分，包括：小于 0.5 亿美元、0.7 亿美元、1 亿美元、1.5 亿美元、2 亿美元。迄今为止，所有动画电影的预算投入的最高值为 2 亿美元。对比 TOP30 的非动画电影，除了 2000 年之前较早期的作评，普遍预算投入均超过 2 亿美元，其中《复仇者联盟》系列的投资已经达到 3 亿及 4 亿美元。动画电影以其严格可控的成本投入保证了优秀的投资回报。

表 8：北美历史票房中投入产出比较高的动画电影

排名	上映时间	数字动画电影	美国票房 (亿美元)	海外票房 (亿美元)	世界票房 (亿美元)	成本 (亿美元)	投入产出比
3	2004	Shrek 2	\$4.41	\$4.96	\$9.37	0.70	13
9	2013	Despicable Me 2	\$3.68	\$6.07	\$9.75	0.76	13
13	2015	Minions	\$3.36	\$8.24	\$11.60	0.74	16
8	2016	The Secret Life of Pets	\$3.68	\$5.18	\$8.87	0.75	12
21	2017	Despicable Me 3	\$2.65	\$7.70	\$10.35	0.75	14

资料来源：The numbers，东方证券研究所

表 9：北美 TOP10 数字动画全球电影票房及预算

电影名称	全球总票房（百万美元）	预算（百万美元）	投入产出比
Incredibles 2	1242.81	200	6.21
Finding Dory	1028.57	200	5.14
Shrek 2	937.01	70	13.39
Toy Story 3	1068.88	200	5.34
Frozen	1272.47	150	8.48
Finding Nemo	936.43	94	9.96
The Secret Life of Pets	886.61	75	11.82
Despicable Me 2	975.22	76	12.83
Inside Out	857.56	175	4.90
Zootopia	1036.37	150	6.91

资料来源：The Numbers，东方证券研究所

表 10：北美 TOP10 手工动画电影全球票房及预算

电影名称	全球总票房（百万美元）	预算（百万美元）	投入产出比
The Lion King	986.21	79.3	12.44
Aladdin	504.05	28.0	18.00
Beauty and the Beast	438.71	20.0	21.94
Snow White and the Seven Dwarfs	184.93	1.5	124.28
Tarzan	448.19	145.0	3.09
Lilo & Stitch	245.80	80.0	3.07
Pocahontas	347.10	55.0	6.31
Mulan	303.50	90.0	3.37
The Princess and the Frog	271.00	105.0	2.58
Bambi	268.00	0.9	312.35

资料来源：The Numbers，东方证券研究所

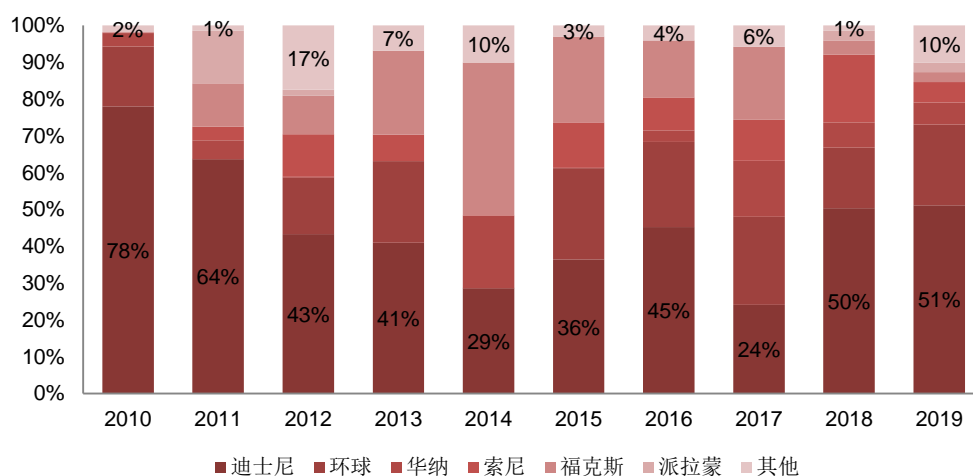
表 11：北美 TOP10 电影全球票房及预算

电影名称	全球总票房（百万美元）	预算（百万美元）	投入产出比
Star Wars Ep. VII	1131.56	306	6.76
Avengers: Endgame	1939.43	400	6.99
Avatar	2028.19	237	11.77
Black Panther	646.85	200	6.73
Avengers: Infinity War	1369.54	300	6.83
Titanic	1548.84	200	11.04
Jurassic World	1018.13	215	7.77
The Avengers	891.74	225	6.73
Star Wars Ep. VIII: The Last Jedi	712.36	200	6.66
Incredibles 2	634.22	200	6.21

资料来源：The Numbers，东方证券研究所

2.3 龙头地位稳定，优质作品输出可持续

六大公司占据超 90% 市场，垄断竞争格局已经形成。我们详细统计了自 2010 年以来美国动画电影的本土的市占率情况。除 2012 年以外，迪士尼（Walt Disney Studios Motion Pictures）、环球（Universal Pictures）、华纳（Warner Bros.）、索尼（Sony Pictures Releasing）、福克斯（Twentieth Century Fox）、派拉蒙（Paramount Pictures）六家主要动画电影出品公司均占有超过 90% 以上的市场票房份额，基本形成了垄断竞争的格局。迪士尼在历年票房市场中，除 2014 年（华纳出现爆品《乐高大电影》）及 2017 年（环球出现爆品《神偷奶爸 3》）以外，占比始终位于第一名，2017 年迪士尼收购福克斯后，行业逐步向“一超多强”的格局发展。

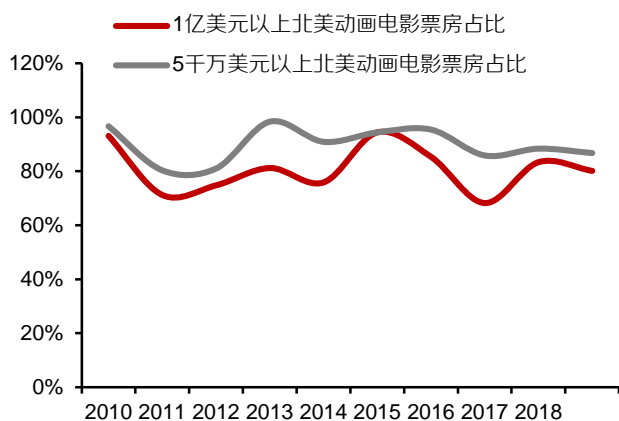
图 14：2010-2019 年美国动画电影票房市占率情况


资料来源：The Numbers，东方证券研究所

北美头部动画电影票房占比超 80%，优质作品市场占有稳定。北美动画电影市场年均仅有 30 部左右的电影上映，但是具有极强的头部效应。2019 年 1 亿美元以上票房的北美动画电影票房占动画电影总票房比重为 80.1%，5 千万美元以上电影的票房之和占比为 86.8%。2010 年至 2019 年间，1 亿美元以上头部电影比重最低为 71.2%，最高为 94.4%，平均值为 80.8%。而五千万美元以上头部电影比重在 2013 年曾达到 98.4%之高。

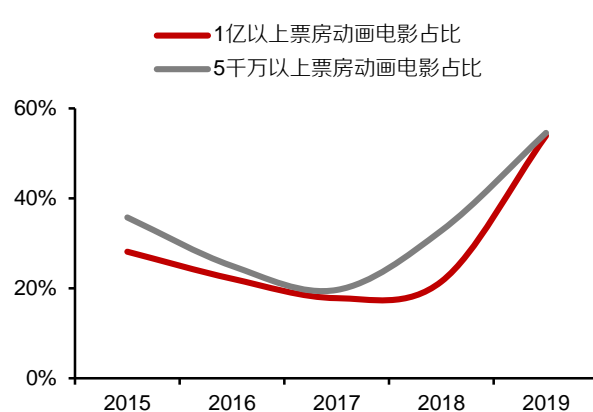
对比国内，除 2019 年外，中国动画电影头部电影比重基本维持在 20%上下；5000 万以上动画电影票房之和占动画电影总票房的比重在 20-30%左右。2019 年头部电影票房比重激增，1 亿及 5 千万以上动画电影票房之和分别为 53.9%和 54.6%，主要是由于《哪吒》票房超 50 亿所致。

图 15：北美头部动画电影票房/动画电影总票房



资料来源：The Numbers，东方证券研究所（比例=头部动画电影票房/动画电影总票房，美国头部动画电影票房定义为 1 亿美元及 5 千万美元以上）

图 16：中国头部动画电影占动画电影票房份额



资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所（比例=头部动画电影票房/动画电影总票房，中国 d 头部电影票房定义为 1 亿元人民币及五千万元人民币以上）

制作水平稳定，优质产品输出可持续性。北美头部动画电影制作公司保持着非常稳定的制作水平。纵观 2015-2019 年期间，迪士尼与环球每年均产出至少一部 TOP5 动画电影，其余 4 家头部公司每年也均能产出至少一部 3 千万美元级别的动画电影。以迪士尼为例，其 2015-2019 年每年制作的动画电影中，最低的票房分别为 0.11、0.08、0.39、0.30、0.14 亿美元，具备极高的下限。我们认为，北美动画电影市场已经形成了成熟的制作体系，头部制作公司拥有从 IP、剧本端到宣发端极全链路的壁垒优势，能够稳定持续的输出优质的动画电影产品，在保证下限的同时拥有极高的上限，使得动画电影成为一条极为优质的赛道。

表 12：北美动画电影历年 TOP5 及其制作方

年份	名称	制作方	票房（亿美元）
2015	Inside Out	Walt Disney Studios Motion Pictures	3.56
	Minions	Universal Pictures	3.36
	Home	Twentieth Century Fox	1.77
	Hotel Transylvania 2	Sony Pictures Releasing	1.68

	The Peanuts Movie	Twentieth Century Fox	1.28
2016	Finding Dory	Walt Disney Studios Motion Pictures	4.86
	The Secret Life of Pets	Universal Pictures	3.68
	Zootopia	Walt Disney Studios Motion Pictures	3.41
	Moana	Walt Disney Studios Motion Pictures	2.10
	Sing	Universal Pictures	1.66
2017	Despicable Me 3	Universal Pictures	2.65
	Coco	Walt Disney Studios Motion Pictures	1.80
	The Lego Batman Movie	Warner Bros.	1.76
	The Boss Baby	Twentieth Century Fox	1.75
	Cars 3	Walt Disney Studios Motion Pictures	1.53
2018	Incredibles 2	Walt Disney Studios Motion Pictures	6.09
	Dr. Seuss' The Grinch	Universal Pictures	2.70
	Ralph Breaks The Internet	Walt Disney Studios Motion Pictures	1.87
	Hotel Transylvania 3: Summe...	Sony Pictures Releasing	1.68
	Spider-Man: Into The Spider...	Sony Pictures Releasing	1.34
2019	Frozen II	Walt Disney Studios Motion Pictures	4.50
	Toy Story 4	Walt Disney Studios Motion Pictures	4.34
	How to Train Your Dragon: T...	Universal Pictures	1.61
	The Secret Life of Pets 2	Universal Pictures	1.59
	The LEGO Movie 2: The Secon...	Warner Bros.	1.06

资料来源：The numbers，东方证券研究所

3 中国动画电影：方兴未艾，空间广阔

3.1 百年积淀，国产动画电影迈入快速发展期

中国动画电影截至 2019 年共经历 5 个阶段：

萌芽探索期（1922-1949）：万氏兄弟于 1926 年制作了中国第一部动画短片《大闹画室》，晚于世界第一部动画电影诞生 20 年。《白雪公主》的上映启发了万氏兄弟结合中国传统文化，1941 年制作出长篇作品《铁扇公主》，在亚洲风靡一时，实现了中国动画史上第一次海外文化输出。

发展与断层期（1950-1980）：上海美术电影制片厂 1957 年成立后制作出《骄傲的将军》、《猪八戒吃西瓜》、《小蝌蚪找妈妈》等多部优秀影片。1964 年推出的 120 分钟巨制《大闹天宫》，是当时中国动画的巅峰之作。中国动画电影民族风格在这一阶段逐渐形成“中国风格”，享誉国际。1967-1977 年，文革期间，中国动画电影也进入了断层期，直到 1979 年《阿凡提》问世。

缓冲培育期（1995-2012）：《铁壁阿童木》、《灌篮高手》等大量海外动画引进占据了国内市场，中国动画发展缓慢，沦为美日韩动画的外包基地。1990 年代，第一部电脑三维特效技术绘制的动画影片《宝莲灯》使用了电影式的拍摄方式。电影公司体制也发生了根本性的改变，电影公司不再

下达生产拍摄指标，将动画业推向市场。上海美术电影制片厂没落，中央电视台接管中国动画。1999 年首播的《蓝猫》系列将中国动画产业链搭建出一个雏形，具有跨行业、部门、地域等特点。2000 年初政策扶持国漫发展，十年孕育造就了首个知名原创 IP 喜洋洋与灰太狼以及国产动画电影过亿票房。

快速发展期（2013-至今）：移动互联网加速动漫产业传播与生产，现象级国产动画电影出现。国产动画电影首次摆脱《喜羊羊》、《熊出没》两大低龄化 IP 的桎梏。2019 年《哪吒之魔童降世》、2016 年《大鱼海棠》、2015 年《西游记之大圣归来》分别收获 50.11 亿元、5.65 亿元、9.56 亿元票房。

表 13：中国动画电影发展历程

阶段	年份	电影	票房/形式
形成期 (萌芽探索期)	1926	《大闹画室》	第一部独创动画片（黑白）
	1935	《骆驼献舞》	第一步有声动画片
	1941	《铁扇公主》	大型动画长片
成长期 (发展与断层期)	1956	《骄傲的将军》	京剧脸谱艺术与喜剧风格的探索
	1958	《猪八戒吃西瓜》	剪纸片
	1960	《小蝌蚪找妈妈》	水墨动画片
	1962	《一棵白菜》	折纸动画
	1964	《大闹天宫》	巅峰之作
	1978	《哪吒闹海》	第一部宽银幕长篇动画
	1980	《阿凡提的故事》	木偶动画片
成长期 (缓冲培育期)	1981	《九色鹿》	取材敦煌壁画
	1983	《天书奇谭》	动画长片
	1999	《宝莲灯》	第一部电脑三维特效技术绘制动画影片
	2009	《喜羊羊与灰太狼之牛气冲天》	1.00 亿元
	2010	《喜羊羊与灰太狼之虎虎生威》	1.24 亿元
	2011	《喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱》	1.38 亿元
	2012	《喜羊羊与灰太狼子开心闯龙年》	1.67 亿元
成长期 (快速发展期)	2013	《喜羊羊与灰太狼之喜气羊羊过蛇年》	1.24 亿元
	2014	《熊出没之夺宝熊兵》	2.47 亿元
	2015	《西游记之大圣归来》	9.56 亿元
	2016	《大鱼海棠》	5.65 亿元
	2017	《熊出没·奇幻空间》	5.21 亿元
	2018	《熊出没·变形记》	6.05 亿元
	2019	《哪吒之魔童降世》	50.11 亿元

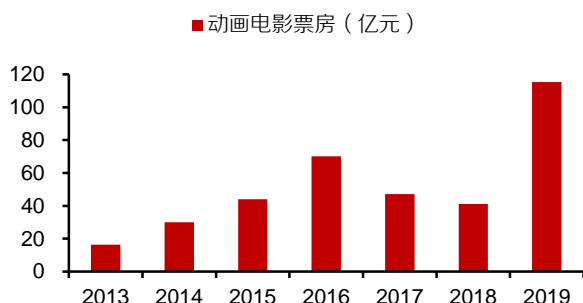
资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

3.2 2019 年强势爆发，2025 年预计空间 150 亿

3.2.1 动画电影票房增长稳健，2019 年强势爆发

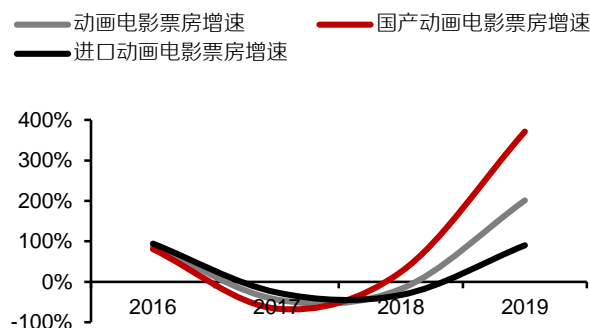
中国动画电影市场规模过去 6 年复合增速 38.43%。2013 年中国动画电影票房为 16.4 亿元，整体规模较小，过去 6 年中，动画电影市场规模增长迅速，2019 年因国产爆款电影《哪吒》的出现，整体票房达 115.4 亿元，同比增长 201.2%，6 年复合增速 38.4%。

图 17：中国动画电影市场规模



资料来源：《中国动画电影发展报告》，猫眼专业版，东方证券研究所

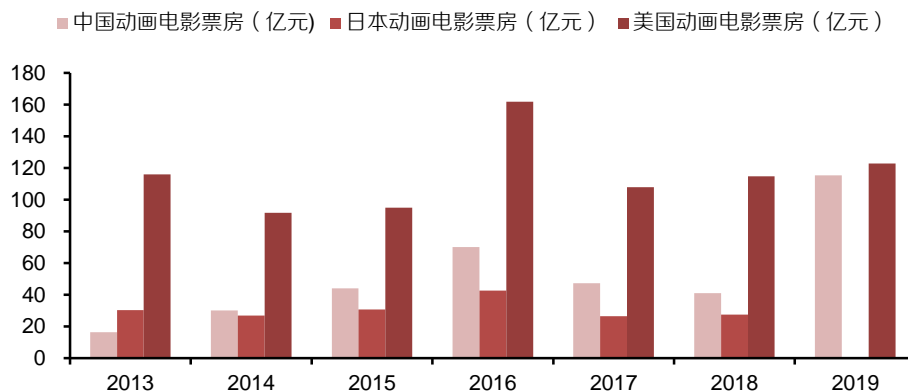
图 18：中国动画电影票房增速



资料来源：《中国动画电影发展报告》，猫眼专业版，东方证券研究所

市场规模 2014 年超越日本，2019 年接近美国。中国动画电影票房自 2014 年起持续领先日本动画电影票房。2013 年中国动画电影票房为 16.4 亿元仅为日本动画电影票房的 54.2%。2014 年中国动画电影票房即实现了对日本的超越，并逐年拉大与其差距。2013-2018 年中国动画电影票房与美国市场仍然存在较大的差距。2019 年由于《哪吒》的票房大卖，整体票房接近美国的水平。

图 19：中国与日本、美国动画电影票房对比

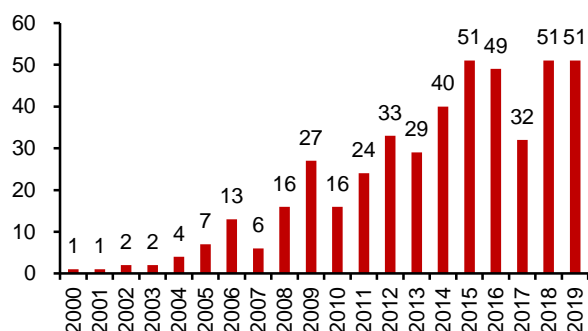


资料来源：日本动画协会，《中国动画电影发展报告》，The numbers，东方证券研究所，注：按照固定汇率折算

3.2.2 国产动画电影产量充足，质量有待进一步提升

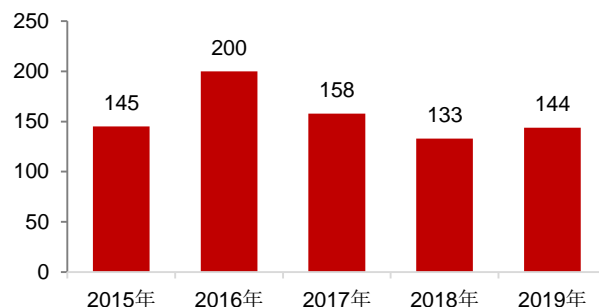
生产数量端，国产动画电影保持高产。中国动画电影年产量自 2000 年起加速上升，自 2014 年动画电影年达到 40 部，2015-2019 年产量维持在 50 部水平。动画电影备案数量自 2015 年起至 2018 年，年均备案数量约 160 部，2019 年备案数量达到 144 部。

图 20：国产动画电影年产量



资料来源：国家新闻出版广电总局，东方证券研究所

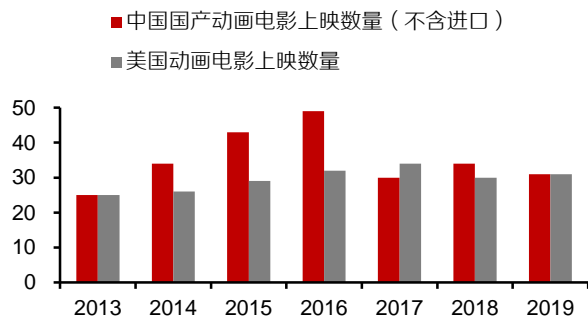
图 21：中国动画电影备案数量



资料来源：国家新闻出版广电总局，东方证券研究所

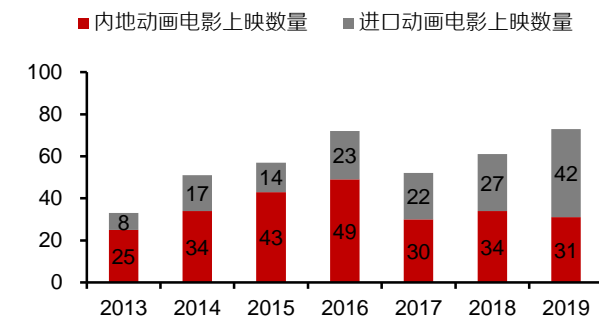
上映数量端，国产动画与美国持平，进口配比提升。2013 年，国产动画电影上映数量为 25 部，2016 年达到高峰 49 部，2017-2019 年下降至约 31 部，上映数量与美国总体水平接近。同时，国内对于进口影片引进力度正逐步增强，2019 年进口动画片上映数量 42 部达到历史最高值。

图 22：中国内地动画电影和美国动画电影上映数量



资料来源：《中国动画电影发展报告》，The numbers，东方证券研究所

图 23：中国动画电影数量国产及进口结构



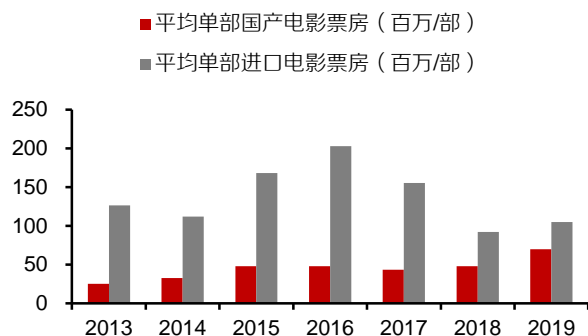
资料来源：《中国动画电影发展报告》，东方证券研究所

影片质量端，国产片进步显著，但仍有较大提升空间。

- **平均单片票房提升。**2019 年国产动画电影平均单片票房接近 7000 万元/部(若不剔除《哪吒》的影响，此数据为 2.3 亿/部)，较 2018 年同比增长 46.3%。国产动画电影平均票房六年间提 2.8 倍；进口动画电影平均票房则在 2016 年达到峰值后略有下降，2019 年单部进口动画电影平均票房为 10500 万元。

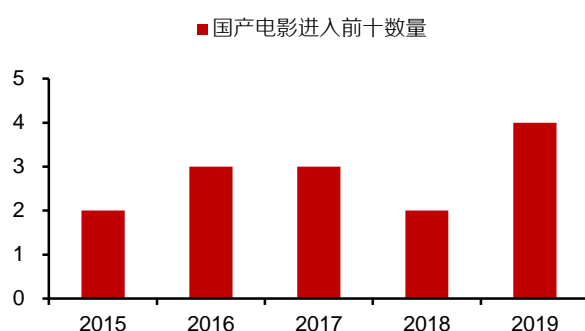
- **头部影片数量增长。**国产动画电影进入前十榜单的数量从 2015 年的 2 部上升至 2019 年的 4 部，国产动画电影超过 1 亿元以上的数量从 2015 年的 2 部上升至 2019 年的 6 部。

图 24：平均单部电影票房对比（剔除《哪吒》）



资料来源：《中国动画电影发展报告》，东方证券研究所

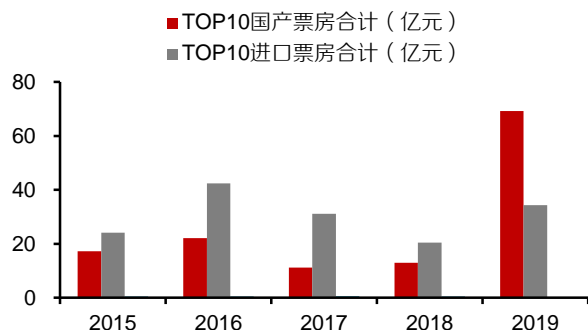
图 25：国产动画电影进入 TOP10 数量



资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

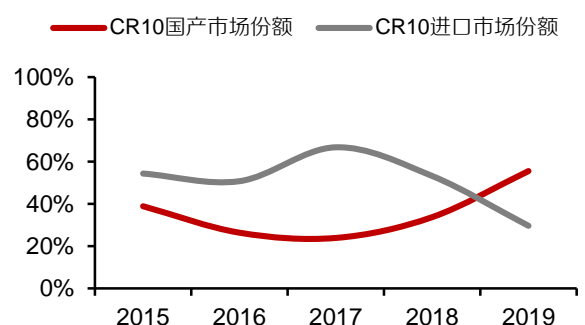
- **头部影片份额增长。**2019 年《哪吒》带领头部动画电影首次强势反超进口动画电影前十名。2019 年国产动画电影票房前十名累计票房为 69.3 亿元，进口动画电影票房前十名累计票房 37.4 亿元。2019 年，进口动画电影 CR10 市场份额首次跌至 29.7%；国产动画影片头部集中度激增，CR10 国产动画电影票房市场份额为 55.5%，较 2018 年上升 21.7%。
- **剔除《哪吒》后，国产动画电影依然有巨大提升空间。**除 2019 年以外，国产动画电影占据市场份额基本保持在 25%-40%之间，而进口动画电影市场份额军保持在 50%-70%之间。2015-2018 年期间，头部动画电影票房市场份额显著低于进口动画电影。《哪吒》作为历史以来现象级的作品，不会每年都会产生，剔除哪吒前后国产动画电影的市场表现差距为我们展现出了其巨大的提升空间。

图 26：国产及进口动画电影 TOP10 票房总额



资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

图 27：国产及进口动画电影 CR10 的市场份额



资料来源：《中国动画电影发展报告》，猫眼专业版，东方证券研究所

表 14：2019 年国产动画电影 TOP10

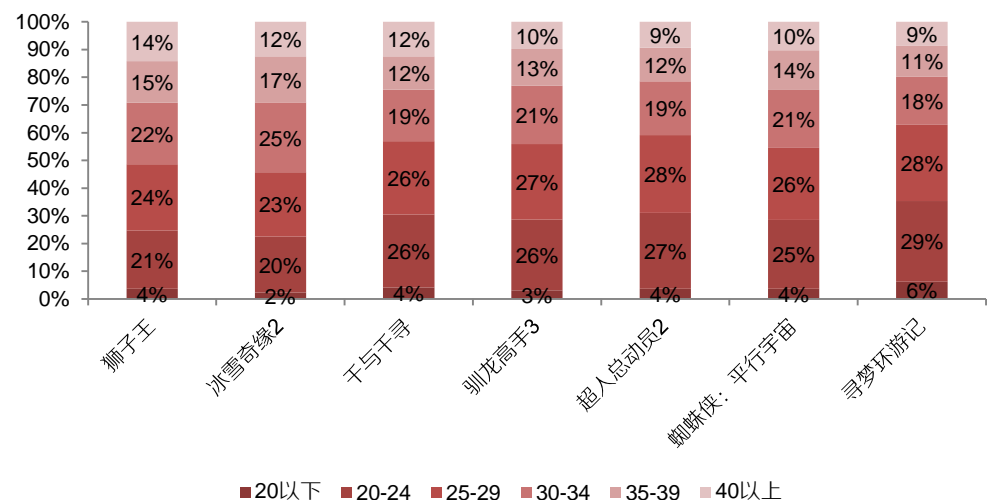
序号	电影名称	票房（百万）	市场份额
1	哪吒之魔童降世	5001	43.34%
2	熊出没·原始时代	716	6.20%
3	白蛇：缘起	454	3.93%
4	罗小黑战记	314	2.72%
5	雪人奇缘	127	1.10%
6	小猪佩奇过大年	124	1.07%
7	全职高手之巅峰荣耀	85.6	0.74%
8	钢铁飞龙之奥特曼崛起	44.4	0.38%
9	猪猪侠·不可思议的世界	36.1	0.31%
10	赛尔号大电影 7：疯狂机器城	24.0	0.21%
TOP10		69261	55.5%
动画电影票房合计		11540	

资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

3.2.3 打破低龄向桎梏，全年龄向作品打开整体空间

从进口动画电影看成熟市场作品的年龄分布。20-29 岁观影人群应当为主力群体，多数电影中占比超过 50%（《狮子王》一定程度受到哪吒分流、《冰雪奇缘 2》包含“公主”元素对于低龄群体有附加吸引力）。

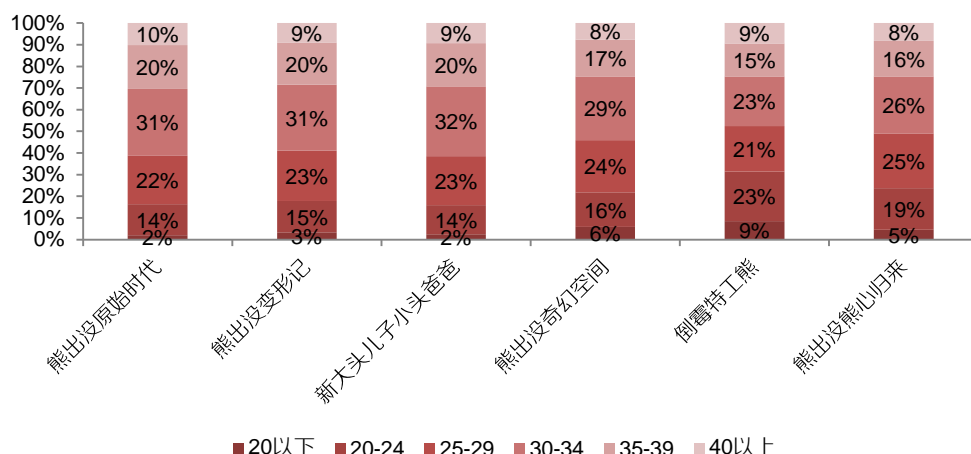
图 28：近年头部进口动画电影观影人群年龄结构分布



资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

国产动画电影在发展早期主打低龄向，这一现象延续至今。低龄向动画电影特征是 30 岁以上观影人群比例较高，20-29 岁人群比例较低。大部分儿童观影者一般由其父母或长辈进行购票并且陪伴观看，从而导致 30 岁以上观影比例提高。这种特殊的观影人群分布比例在《喜羊羊》、《熊出没》等经典 IP 中非常普遍。

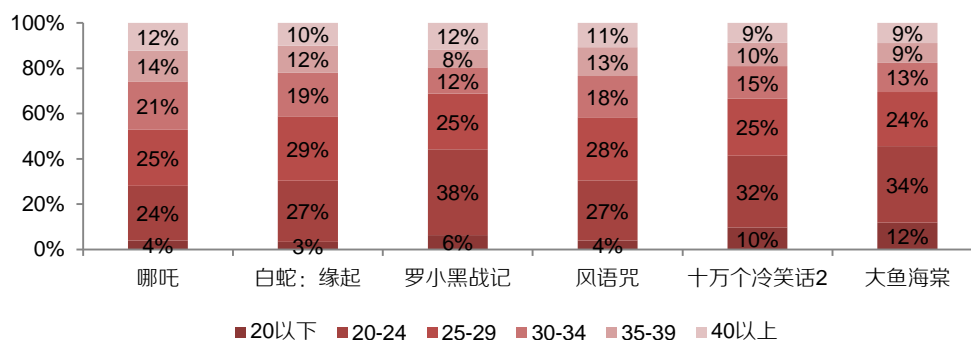
图 29：近年头部国产低龄向动画电影观影人群年龄结构分布



资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

国产动画电影目前已经能够产出成熟的全年龄向优质作品，打破低龄向桎梏。2016 年以来 6 部头部国产动画电影的观影人群年龄分布已经呈现与进口电影相似的结构。其中 20-29 岁主力观影群体比例均超过 50%（《哪吒》特殊的观影人群年龄结构是由于其基于的口碑强大票房号召力吸引了全年龄段的观众，其中包括了大量 30 岁以上非活跃的观影人群），30 岁以上比例较低。同时，这六部作品拥有迥异的风格类型以及创作题材，我们认为国产电影正在逐步打破低龄向桎梏，输出全年龄向优质的作品。

图 30：近年头部国产全年龄向动画电影观影人群年龄结构分布



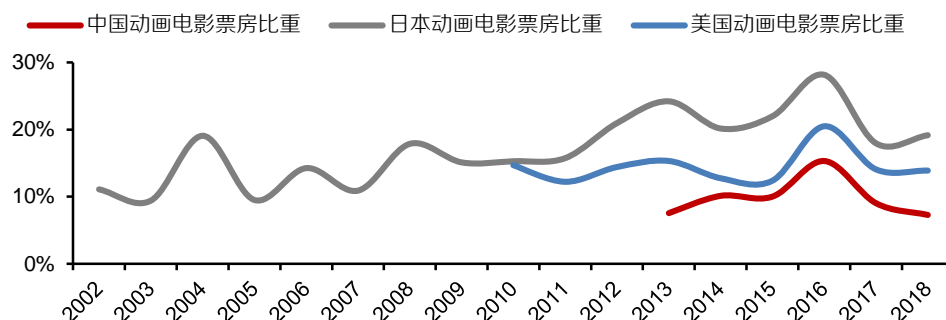
资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

3.2.4 测算：2025 年市场空间 150 亿，国产头部空间约 60 亿

➤ 核心假设一：中国动画电影票房 2025 年占电影总票房 15%。

按票房比例测算，我国动画电影票房占总票房比重距离国际成熟产业的比重还有 5%-10% 的增长空间。国产动画电影票房占据电影总票房市场份额自 2013-2018 年间处于 7%-16% 区间上下浮动，中位数在 10% 左右。美国与日本的中位数则在 14.8% 和 21.92%。2018 年国产动画电影占总票房比例在 7.26%，而美国和日本分别为 13.87% 和 19.15%。我们认为，未来国内此项指标将与美国市场接近的水平发展，假设 2020 年为中位数水平 10%，每年增加 1pct，2025 年动画电影票房占电影总票房比重达到 15%。

图 31：中国、日本、美国动画电影占综合票房比重

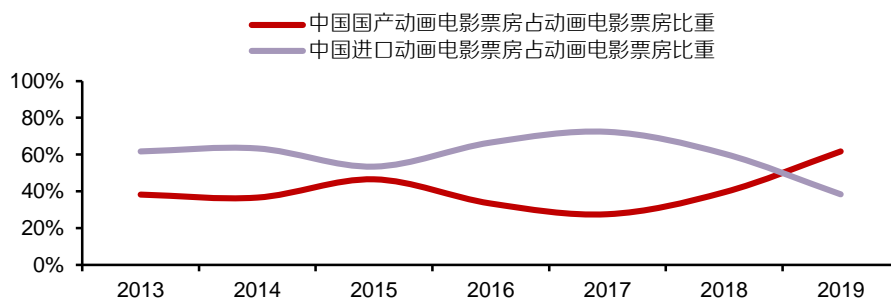


资料来源：日本动画协会，《中国动画电影发展报告》，The numbers，东方证券研究所

➤ 核心假设二：国产动画电影市场规模 2025 年占动画电影票房比例 50%。

国产动画与进口动画票房比例：中国目前国产动画的票房比例除 2019 年外，基本维持在 30%-40% 左右。2018 年和 2019 年国产动画占动画电影票房比例分别为 39.5% 和 61.8%。由于美国、日本两大动画电影制作大国产出水平比较稳定，我们预计两者的票房竞争力不会出现大幅提升的情况。同时，国产动画电影正处于快速发展阶段，我们认为国产动画电影市占率水平将处于缓慢提升，不考虑《哪吒》类型的现象级作品，假设国产市占率 2020 年 40%，每年提升 2%，2025 年达到 50%。

图 32：动画电影国产及进口比

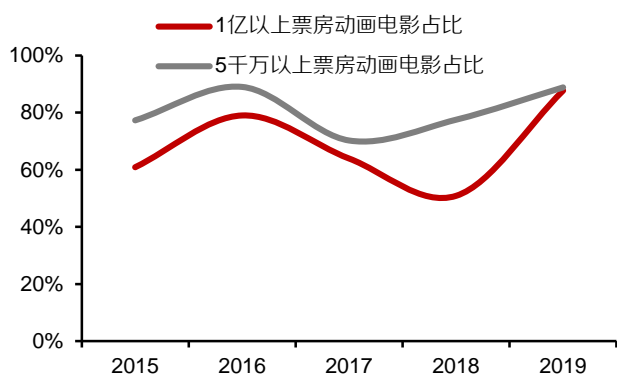


资料来源：《中国动画电影发展报告》，The numbers，东方证券研究所

➤ **核心假设三：头部国产动画电影票房占国产动画电影票房比例 2025 年达到 80%。**

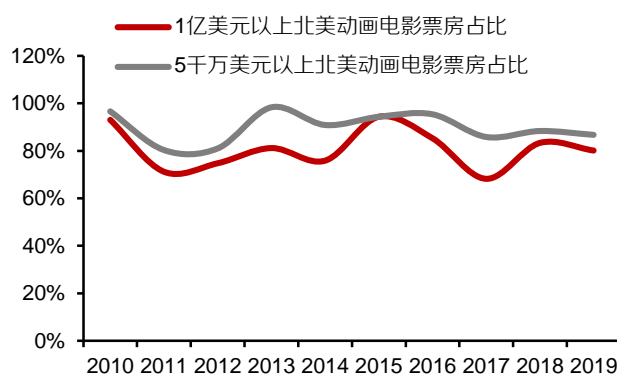
2015-2018 年间，我国国产头部动画电影票房（1 亿元人民币以上）在 60-80%。美国头部动画电影票房基本维持在 70-80% 区间。我们认为国产动画电影集中度将继续提升，接近美国市场的水平，不考虑《哪吒》类型的现象级作品，假设国产市占率 2020 年 70%，每年提升 2%，2025 年达到 80%。

图 33：中国头部动画电影票房占比



资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

图 34：美国头部动画电影票房占比



资料来源：The numbers，东方证券研究所

➤ **核心假设四：我国电影总票房维持 8% 的同比增速。**

中国电影票房仍然处于较高的增长速度。2013-2015 年中国电影票房同比增速分别为 27.5%、36.2% 和 48.7%。2015 年受前年增速过高影响回落至 3.7%。2017 年和 2018 年电影票房同比增速分别为 14.5% 和 8.1%。假设电影总票房仍能维持 8% 的增速。2020 年由于疫情影响，短期内对电影市场票房造成重大影响，该年度参与勾稽计算但无实际预测值。

综合以上假设，我们预计 2025 年中国动画电影市场空间达到 153 亿元，其中国产动画电影空间 76 亿元，亿元以上头部国产动画电影市场规模为 61 亿元人民币。

表 15：中国动画电影市场空间测算

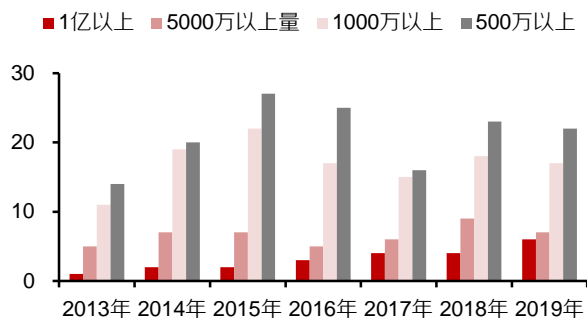
票房（亿元）	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动画电影票房	115.4	/	82.3	97.0	113.5	132.0	152.7
国产动画电影票房	71.3	/	34.6	42.7	52.2	63.3	76.3
亿元以上国产动画电影票房	67.6	/	24.9	31.6	39.7	49.4	61.1

资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

头部国产动画电影市场可容纳的电影票房结构：1 部 15 亿元级别，2 部 10 亿元级别，2 部 5 亿元级别，5 部亿元级别（剔除现象级作品出现的扰动）。剔除《熊出没》、《喜羊羊》、《猪猪侠》

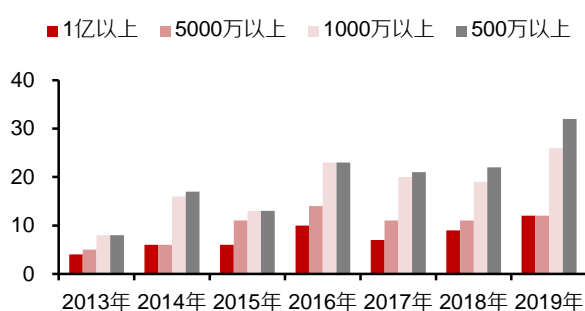
等幼龄项经典 IP，我们认为头部国产动画电影市场在 2025 年可拥有 4-6 部当年度优质作品，对应 4-6 家头部制作公司。

图 35：国产动画电影票房分布



资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

图 36：进口动画电影票房分布



资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

3.3 A 股动画电影公司概况

A 股上市公司中参与到动画电影产业链的主要有四家公司：光线传媒、奥飞娱乐、祥源文化、长城动漫。(1) 光线传媒：由于公司战略重点关注动漫业务，2019 年年报披露公司已投资 20 余家动漫产业链上下游公司，掌握充足的优质动漫 IP 资源，打造国内最有实力的动画电影创作体系。(2) 奥飞娱乐：具有较多知名 IP 储备，且覆盖年龄群体广泛；同时奥飞娱乐还具有独家渠道优势，旗下 UGC 原创漫画平台可帮助获取市场偏好信息及潜在可开发 IP 资源。(3) 祥源文化：旗下翔通动漫为目前国内拥有动漫版权形象最多的公司，版权资源丰富且深耕动漫行业多年，动画电影起步较晚但具内容优势。(4) 长城动漫：深耕动漫行业多年，拥有四家动漫原创企业，旗下东方国龙荣获多想国家级原创动画内容奖项，同时具有线下主题乐园体验与线上观影联动的独家优势。

表 16：动画电影行业 A 股上市公司概览

上市公司	主营产品	19 年营收 (亿)	19 年净利 润 (亿)	相关营收占比	公司概况
光线传媒	电影及衍生品、电视剧、视频直播、游戏及其他	28.29	9.48	电影及衍生品：89.49%	动画电影为公司未来重点战略领域，布局多年，已进行上下游产业链投资 20 余家公司。2013-2019 年动画出品母公司票房排名最高、出品电影最多。代表作《哪吒之魔童降世》、《熊出没·变形记》等。
奥飞娱乐	玩具销售、婴童用品、影视类、电视媒体、游戏等	27.27	1.20	动漫玩具：46.29% 动漫影视：14.23%	动漫玩具为传统核心业务。动画电影已实现完整运作体系；两大 IP 平台覆盖全年龄层。旗下“有妖气原创漫画梦工厂”是国内知名的 UGC 原创漫画平台拥有原创优质 IP，平台数据分析可帮助挖掘具有市场前景的 IP 进行开发。
祥源文化	动漫衍生、互联网推广、技术服务、游戏等	4.22	-8.53	动漫及衍生业务：46.18%	19 年布局动画电影。已形成动漫为核心的“文漫影游”四位一体泛文娱全产业链。旗下翔通动漫已发展为目前拥有动漫

长城动漫	游戏产品、动漫产品、旅游产品	0.42	-3.66	18 年动漫产品：38.32%	版权形象最多的公司，旗下拥有包括绿豆蛙等超过 600 个原创动漫版权和 1200 多个动漫版权形象。
					最早上市动漫企业，拥有四家动漫原创企业，受国家奖项认可。已基本构建各类型 IP 创意——动漫影视、游戏产品——影视或游戏衍生品销售——线下实地体验等整个娱乐产业链。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 17：2016-2020 年动画电影行业 A 股公司出品/发行动画电影数量

	光线传媒	奥飞娱乐	祥源文化	长城动漫
2020 及以后	6	1	1	1
2019	3	0	2	0
2018	3	1	2	2
2017	3	2	1	1
2016	5	1	0	0
五年合计	20	5	6	4

资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

现阶段看，光线传媒与奥飞娱乐在生产制作端及 IP 储备端拥有一定优势，运营情况良好。祥源文化和长城动漫现阶段运转不佳，仍待公司后续进行战略及运营层面的调整。

光线传媒：全产业链布局完善，已开发并储备多个成人项 IP。（1）电影制作为主营业务，对于电影制作流程有深厚行业基础。（2）动漫业务长期战略布局，先后进行动漫产业投资 20 余家，打通动画电影制作产业链。（3）目前业内表现遥遥领先。已知光线传媒于 2016-2020 年参与出品 20 部动画电影，为业内 A 股公司最多，同时光线传媒位于 2013-2019 年七年出品母公司票房收入排名第一。光线传媒于 2020 年上映的动画电影已有 6 部，远超其他 A 股公司，其中包括《姜子牙》、《妙先生》、《西游记之大圣闹天宫》等。

奥飞娱乐：动画电影业务仍有增长空间，拥有 UGC 平台开发原创 IP。（1）动漫玩具为奥飞娱乐传统核心业务。奥飞娱乐 2018 年营业收入为 28.4 亿元，玩具销售占据 18 年营业收入的 48.51%，而影视业务仅为营业收入的 18.65%。（2）公司目前已初步具备动画电影制作到市场推广的完整运作体系。同时，公司目前已有 IP 储备丰富，覆盖年龄层广泛，包括“喜羊羊与灰太狼”、“超级飞侠”、“铠甲勇士”、“巴啦啦小魔仙”等知名 IP。（3）平台算法助力用户内容转化电影 IP 为独家优势。旗下“有妖气原创漫画梦工厂”拥有十分优质的原创 IP，例如“十万个冷笑话”、“镇魂街”等。同时，由于该平台为用户自发产生内容，运用平台算法可以帮助公司挖掘具有市场前景的 IP 进行开发。截止 2018 年年末，该内容平台目前拥有近 2,900 万注册用户，连载漫画作品超 30,000 部。该 UGC 模式将为公司提供接触市场喜好的第一手资料及最新有待开发的 IP 资源。

表 18：光线传媒&奥飞娱乐动画电影产出及储备情况

光线传媒			奥飞娱乐		
年份	电影名称	票房（万元）	年份	电影名称	票房（万元）
2020	妙先生	未上映	2020	贝肯熊 2：金牌特工	未上映
2020	最后的魁拔	未上映	2018	神奇马戏团之动物饼干	6548.9
2020	星游记之冲出地球	未上映	2017	大卫贝肯之倒霉特工熊	12613.7
2020	深海	未上映	2017	十万个冷笑话 2	13388.1
2020	西游记之大圣闹天宫	未上映	2016	铠甲勇士捕王	1856
2020	姜子牙	未上映	2015	巴拉拉小魔仙之魔箭公主	3828.4
2019	哪吒之魔童降世	501144	2015	喜洋洋与灰太狼之羊年喜洋洋	6743.6
2018	熊出没·变形记	60551.3	2014	铠甲勇士之雅塔莱斯	4439.5
2018	大世界	262.5	2014	喜洋洋与灰太狼之飞马奇遇记	8619.8
2017	烟花	7866.5	2013	巴拉拉小魔仙	5159.3
2017	星游记之风暴法米拉	/	2013	我的老婆是只猫	160
2017	大护法	8760.2	2010	虎王归来	561.5
2016	你的名字	57568.1			
2016	精灵王座	2508.9			
2016	大鱼海棠	56406.2			
2016	我叫 MT 之山口山战记	1213.4			
2016	果宝特攻之水果大逃亡	833.5			

资料来源：猫眼专业版，东方证券研究所

风险提示

● 疫情影响加剧导致影院开业进一步推迟的风险

全国所有影院自 1 月底起停止营业，根据国家电影协会对于全年票房预测进行推算，预计院线将于 6-7 月重新开放营业，若由于境外输入及无症状感染者等原因导致疫情影响再次加剧，会导致影院开业进一步推迟，影响行业的整体业绩表现。

● 政策监管风险

影视内容板块收到政策监管的影响较大，诸多新的内容形式在政策监管逐步介入后将受到相应掣肘，未来若监管政策进一步收紧，相关产业将受到较大影响。

● 优质内容供应不足风险

影视内容板块的增长与波动与优质内容的供应相关，若行业优质内容供应不足，则会影响板块整体业绩兑现并加大整体波动

● 经济增长放缓风险

经济增长的放缓对传媒互联网行业增长预期存在影响，经济增长及转型有助于提升居民消费水平及文化需求，若经济出现波动将对电影、电视剧及其他新兴内容板块产生影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

