申万宏源研究 SWS RESEARCH

传媒

2020 年 06 月 02 日

光线传媒 (300251)

——专注内容，动画电影领军厚积薄发

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：	2020 年 06 月 02 日
收盘价（元）	12.05
一年内最高/最低（元）	13.09/6.53
市净率	4.0
息率（分红/股价）	0.41
流通 A 股市值（百万元）	33545
上证指数/深证成指	2921.40/11112.50

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2020 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	3.05
资产负债率%	13.56
总股本/流通 A 股(百万)	2934/2784
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

证券分析师
林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
研究支持
袁航 A0230118120001
yuanhang@swsresearch.com
联系人
袁航
(8621)23297818×转
yuanhang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 光线传媒是国内民营影视传媒龙头之一， 2015 年开始以动画电影作为核心战略业务，产业链上下游投资几乎已涵盖中国顶级动漫制作团队，前期投资项目目前已逐渐进入收获期，19 年由公司主投主控的动画电影《哪吒》获得 50 亿票房，大幅突破行业天花板。
- **动画电影具有更好的商业模式，领军公司收入增长空间广阔。**1）动画电影 IP 化制作降低不确定性，衍生品放大收入，投入产出比明显高于真人电影；2）随着 90、00 后动画观影习惯养成，预计我国动画电影票房 2024 年总票房占比超过 20%为 188 亿，其中国产动画电影占比超 60%近 130 亿；3）行业头部效应显著，相比真人电影 CR5 的 30%，动画电影 CR5 为 70%左右，未来 TOP1 市场份额有机会占据国产 80%市场份额；4）国内衍生品及授权业务占比低，从成熟市场来看北美主题公园+衍生品+授权/影视业务约为 2，日本（含番剧）商品化率近 180%。
- **光线动画电影行业竞争优势明显。**1）布局早：率先布局，沉淀五年。公司覆盖面从 IP 源头到作品创作制作再到衍生品制作，1Q20 发布一本漫画构建 IP 蓄水池，同时，公司掌握充足优质动漫资源，兼备经营制作动漫 IP 能力，在生产全环节完全自给自足。2）优秀管理架构：小比例参股公司，大比例投资项目，调动工作室主观能动性，完成员工第一期持股绑定核心骨干及管理层；3）强宣发：以发行业务起家，线上及线下宣发资源业内领先；4）财务健康：1Q20 负债率仅 14%，账上超 20 亿资金现金充沛，保证项目持续投入。
- **光线以制作和宣发为核心，综合能力行业领先。**动画电影行业包含上游 IP、制作、宣发、下游渠道、授权及衍生品等多个环节。目前国内动画电影行业正处于景气度上升阶段，暂时没有一家公司能够在动画产业所有环节取得绝对优势，即使是资源丰富的互联网平台类公司腾讯，优势也仅在于 IP、宣发以及渠道，在电影制作、衍生品等环节仍需要外协合作。B 站拥有大量的二次元用户资源，用户具有巨大粘性，但 B 站主要投资方向为番剧制作，动画电影布局较少。奥飞娱乐拥有丰富的上游 IP 资源以及优秀的商业变现能力，但是公司旗下 IP 群多为 K12 向。华强方特拥有较为出色的线下实景娱乐，但公司除熊出没系列外其他优质 IP 较少。追光动画制作能力较强，但其他环节布局较少。光线传媒动画电影制作及宣发优势明显。
- **首次覆盖，给予"增持"评级。**预测公司 2020-2022 年收入为 17.60 亿、33.33 亿、40.02 亿元，归母净利润为 6.73 亿、13.39 亿、16.80 亿，对应 PE 为 52/26/21X。我们认为公司已经具备完善的动画电影制作和发行体系，并能在此基础上经营动漫 IP、进行品牌化运营和内容系列化制作，持续产出优质影片。参考日美动画电影龙头公司，给予 2021 年目标 PE 30 倍，对应目标市值 402 亿元。首次覆盖，给予"增持"评级。
- **风险提示：影视项目延期，表现不及预期风险；影视内容监管政策趋严风险**

财务数据及盈利预测

	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	2,829	226	1,760	3,333	4,002
同比增长率（%）	89.7	-75.3	-37.8	89.4	20.0
归母净利润（百万元）	948	29	673	1,339	1,680
同比增长率（%）	-31.0	-67.8	-29.0	99.0	25.5
每股收益（元/股）	0.32	0.01	0.23	0.46	0.57
毛利率（%）	44.8	31.6	43.4	48.7	51.4
ROE（%）	10.6	0.3	7.2	12.7	14.1
市盈率	38		52	26	21

注："市盈率"是指目前股价除以各年每股收益;"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

预测公司 2020-2022 年收入为 17.60 亿、33.33 亿、40.02 亿元，归母净利润为 6.73 亿、13.39 亿、16.80 亿，对应 PE 为 52/26/21X。因疫情影响放大可比公司业绩波动，故我们采用 2021 年盈利预测进行估值，可比公司 2021 年平均 PE 为 27X。1）考虑到公司动画电影行业龙头地位，对比可参考日美动画电影制作公司，其中代表皮克斯动画其 PE（TTM）在 2001-2006 年平均为 38X，日本动画电影龙头东宝在 2000 年后动画产业繁荣发展期间平均 PE（TTM）为 29X；2）从 PE band 来看，历史上市场对于光线也给与了较高的估值溢价，历史估值中枢保持在 30X 以上；故给予公司 2021 年 30X，目标市值 402 亿元，给予“增持”评级。

关键假设点

20 年上半年由于疫情影响，原计划 20 年上映影片其中一部分延期至 21 年上映，故 20 年公司电影营收相比 19 年下降，但公司已发布 14 部电视剧片单对冲影视业务增收压力。考虑到公司有大量筹备中的动画电影以及其他的真人电影项目储备，我们预计公司整体核心业务增长趋势较为明确。综上，假设电影及衍生品业务 2020~2022 年增速为-50%，120%，20%；电视剧业务 2020~2022 年营收增速为 80%、5%和 5%。游戏及其它业务方面，长期来看游戏增长有限,但衍生品及授权业务未来有望贡献增量业绩假设，2020~2022 年营收增速分别为 10%、50%、90%。公司期间费用率保持之前水平。

有别于大众的认识

市场认为动画电影是小众市场，难以带来业绩增量，且布局周期较长。实际上随着“成人向”趋势日益明显，我们预计国产动画电影票房 2024 年达到近 130 亿，未来 TOP1 公司有望占据 80%动画电影票房份额，且授权及衍生品收入增量空间 40 亿。公司较早完成上下游产业布局，旗下彩条屋掌握充足优质动漫资源，兼备经营制作动漫 IP 能力，生产环节完全能够自给自足，横向对比制作及宣发能力优势明显。

市场认为影视制作公司业绩波动大，资产风险、财务压力较重。实际上公司发行经验丰富，动画电影项目抗风险能力较强，每年保持高出品数能有效平滑影视项目投资波动性。同时，公司财务指标均健康，较好的现金流有利于公司加快项目推进节奏，扩大其产能优势；资产负债率远低于行业平均水平，带息债务少，偿债能力也较优。

股价表现的催化剂

1）公司主控动画电影表现优异

2）公司影视项目上线进度超预期

核心假设风险

影视项目延期，表现不及预期风险；影视内容监管政策趋严风险

目录

1. 民营影视龙头，动画电影为核心战略.....7

2. 动画电影具有更好的商业模式，领军公司收入增长空间广阔 10

2.1 商业模式较优，投入产出比更高..... 10
2.2 市场空间广阔，国产动画电影需求大幅提升..... 12
2.3 头部效益显著，TOP1 有望占据 80%市场份额..... 15
2.4 授权及衍生品业务将为动画产业再造增长点..... 17

3. 以动画电影为核心，竞争优势明显 21

3.1 率先布局，沉淀五年..... 21
3.2 “放权+激励”，激发工作室和核心员工的主观能动性..... 23
3.3 宣发能力业内领先..... 24
3.4 一本漫画构建 IP 蓄水池，降低孵化试错成本 25
3.5 财务健康，现金充沛，保证项目持续投入 26
3.6 加码投资电视剧制作力度，支持艺人经纪业务反哺主业..... 26
3.7 光线制作和宣发优势较为明显，综合能力行业领先..... 27

4. 首次覆盖，目标市值 402 亿 30

4.1 业务拆分 30
4.2 历史估值波动 31
4.3 可比公司估值法目标市值 402 亿..... 31

5. 风险提示 33

图表目录

图 1：光线传媒股权结构 7
图 2：公司 2014-1Q20 主营收入及增速 8
图 3：公司 2014-1Q20 归母净利润及增速 8
图 4：公司 2014-2019 主营业务结构 8
图 5：公司 2014-1Q20 毛利率&净利率 9
图 6：公司 2014-1Q20 期间费用率 9
图 7：全国票房电影票房及增速 12
图 8：中国动画电影票房及票房占比 12
图 9：北美动画电影票房及票房占比 13
图 10: 日本动画电影票房占比 13
图 11：2016~2019TOP15 动画电影票仓分布趋势 13
图 12：《哪吒》和《疯狂动物城》票房结构 13
图 13：2019 年中国动漫用户年龄分布 14
图 14：中国泛二次元用户规模 14
图 15：国产和进口动画电影平均单片票房 14
图 16：国产动画电影占比提升显著 14
图 17：《西游记之大圣归来》观影群众年龄分布 15
图 18：《哪吒之童魔降世》观影群众年龄分布 15
图 19：中国头部动画电影集中度比头部真人电影更高 16
图 20：北美头部动画电影票房占动画电影比重 16
图 21：2013~2019 年北美 TOP5 动画电影出品方 16
图 22：日本动画电影出品发行公司市场份额（2018 年总收入 426 亿日元） 17
图 23：全球授权市场 18
图 24：2018 年全球授权零售额（按 IP 分类） 18
图 25：迪士尼营收结构 18
图 26：迪士尼消费品业务与影视娱乐业务比例 19
图 27：迪士尼消费品业务营收及增速 19
图 28：日本动漫产业结构 19
图 29：日本动漫产业规模（亿日元） 20

图 30：日本动漫产业商品化比例 20
图 31：东映动画业务结构 （百万元） 20
图 32：东映动画主要作品授权分拆（百万元） 20
图 33：光线旗下彩条屋影业投资布局情况 21
图 34：猫眼娱乐营业收入及净利润（亿元） 24
图 35：中国在线电影票务市场交易规模统计 25
图 36：一本漫画热门漫画作品 25
图 37：2014-2020Q1 经营性现金流&期末现金余额 26
图 38：可比影视公司资产负债率 26
图 39：国内头部动画电影制作及发行公司竞争优势示意图（圆圈面积代表能力维度） 28
图 40：上市以来光线传媒 PE Band（元，X） 31
图 41：迪士尼 PE（TTM）估值变化 31
图 42：皮克斯 PE（TTM）估值变化 31
图 43：东映动画 PE（TTM）估值变化 32
图 44：东宝 PE（TTM）估值变化 32

表 1：2015-2019 年中国动画电影票房 TOP20 榜单 10
表 2：二维和三维动画制作流程 11
表 3：华强方特动漫大电影成本拆分 11
表 4：中国动画电影票房史 TOP10 制作成本 11
表 5：2015-2019 北美影片投入产出比（百万美元） 12
表 6：中国动画电影空间测算 15
表 7：2019 年北美票房 20 强动画电影（单位：美元） 16
表 8：2018-2019 日本本土动画电影 TOP10 出品发行方 17
表 9：中国领军动画电影公司授权及衍生品收入空间测算 20
表 10：彩条屋投资部分动画公司及其电影&IP 21
表 11：光线彩条屋成立后出品及发行动画电影 22
表 12：小股权参股上下游公司 23
表 13：公司第一期员工持股计划 24
表 14：光线 2020 年电视剧剧单 26

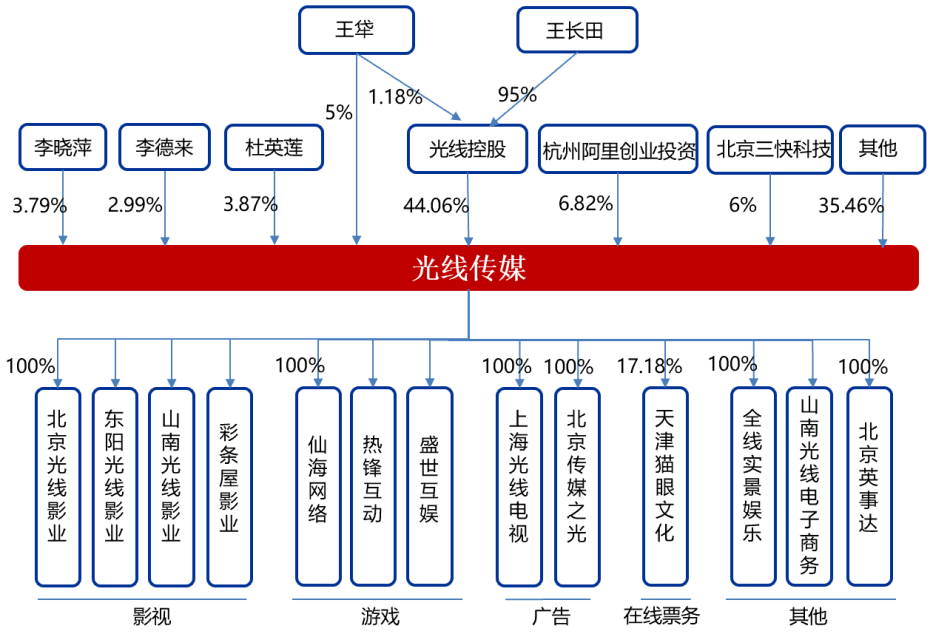
表 15：光线传媒签约艺人名单（部分）.....27
表 16：国内知名动画电影公司竞争优势及战略.....28
表 17：光线传媒业务收入拆分（百万元）.....30
表 18：影视公司估值表.....32

1. 民营影视龙头，动画电影为核心战略

内容领域覆盖广阔，动画电影为目前核心战略。光线传媒创立于 1998 年，最早以电视策划与制作起家，06 年进军影视剧制作与发行行业，并于 11 年在深交所上市。经过 20 多年的发展，公司业务已覆盖电影、电视剧（网剧）、艺人经纪、戏剧、衍生品、实景娱乐等领域，是国内覆盖内容领域最全面、产业链纵向延伸最完整的综合内容集团之一。2015 年开始公司把动画电影作为重要战略业务，先后投资 20 余家动漫上下游产业链公司，所投公司涵盖曾推出《西游记之大圣归来》、《大鱼海棠》等优秀作品的中国顶级动漫制作团队。目前，公司前期投资项目已逐渐进入收获期，2019 年由公司主投主控的动画电影《哪吒之魔童降世》获得 50.13 亿票房，大幅突破行业天花板。

王长田先生为实际控制人。截至 2020 年第一季度，由王长田先生持 95%的上海光线投资控股有限公司持有公司 44.06%股份；公司董事副总经理李晓萍、董事副总经理李德来持股比例分别为 3.79%、2.99%；此外，阿里创投目前持股比例为 6.82%，北京三快科技有限公司持股比例为 6%；整体股权结构较为稳定。

图 1：光线传媒股权结构



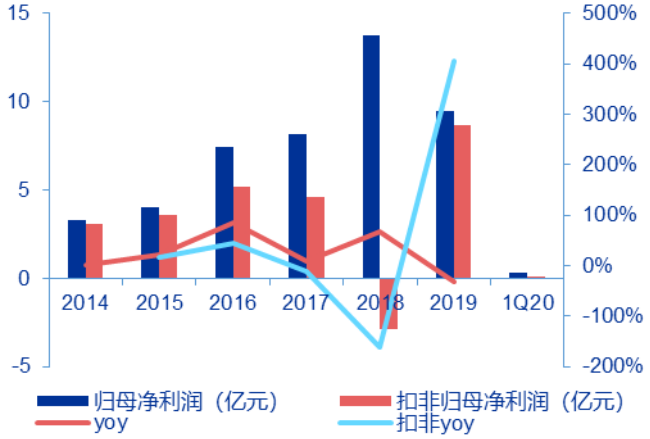
资料来源：Wind，申万宏源研究

公司主营业务收入及扣非归母净利润历史整体表现良好。2019 年公司实现主营收入 28.3 亿元，同比增长 89.7%，收入的快速增长主要来自电影业务，尤其是公司主控主投电影《哪吒之魔童降世》收入的确认；由于公司在 2018 年上半年出售新丽传媒股权确认了 22.1 亿元的非流动资产处置收益，整体净利润基数较大，2019 年净利润同比下滑，归母净利润 9.5 亿元，同比减少 31%；在扣除投资收益等非经常性损益后，2019 年前净利润同比增加 404.6%。

图 2：公司 2014-1Q20 主营收入及增速

资料来源：Wind、申万宏源研究

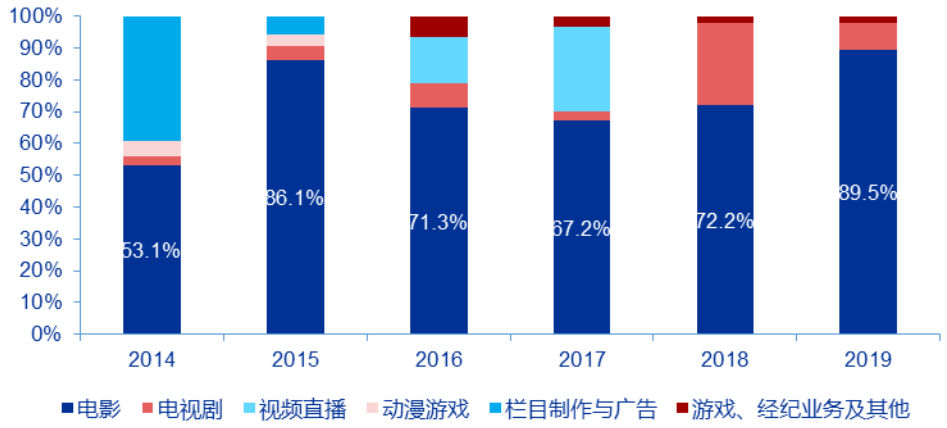
图 3：公司 2014-1Q20 归母净利润及增速



资料来源：Wind、申万宏源研究

电影业务收入占比近九成，头部项目贡献主要营收。16-17 年公司收购浙江齐聚，其贡献了视频直播业务收入，17 年末浙江齐聚转为联营企业不再并表。目前公司主要业务为电影、电视剧和游戏、经纪业务及其他。2019 年，公司电影业务实现收入 25.32 亿元，同比增长 135%，占整体营收比重为 89.5%，为收入主要来源；电视剧（网剧）业务实现收入 2.38 亿元，占整体营收比重为 8.41%。头部优质项目为营收增长主要动力，15 年公司主投主控的影片《港囧》超越《泰囧》成为内地电影史上最卖座的 2D 国产片；16 年公司主控的国产动画电影《大鱼海棠》及协助发行的日本动画电影《你的名字》引爆国内观影市场；19 年公司前五部影视剧收入总额 23.16 亿元，占营收总额 81.85%，其中由公司主投及独家发行的动画电影《哪吒之魔童降世》获得 50.13 亿票房。公司旗下真人电影及电视剧后续储备充足，动画项目持续推进，打造丰富的动漫作品矩阵，随着影视项目数量和质量逐步提高，公司主营业务有望保持较好的增长趋势。

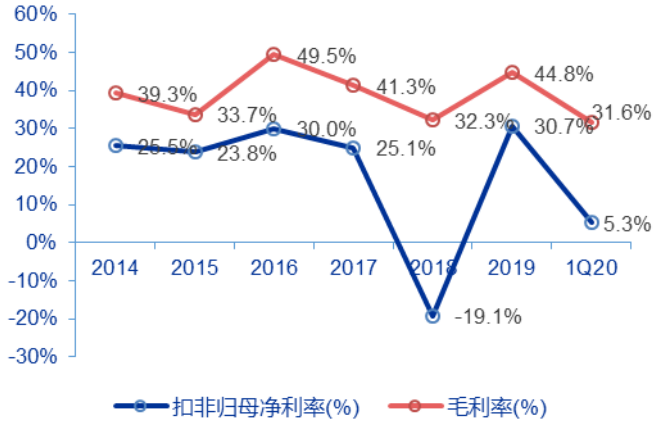
图 4：公司 2014-2019 主营业务结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

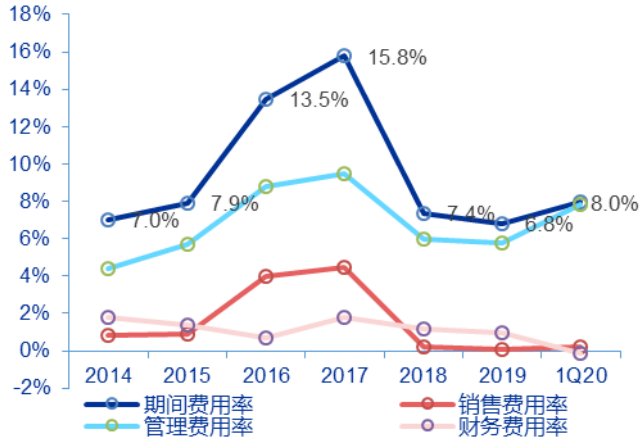
毛利净利维持较高水平，成本费用控制出色。2019 年，公司主营业务毛利率 44.8%，扣非归母净利率 30.7%，相比过去处于较高水平，主要由于公司主控主投电影《哪吒》等表现强劲拉动公司整体盈利能力提升。16-17 年主要因收购浙江齐聚带来期间费用率提升，18 年后浙江齐聚不再并表，整体费用呈下降趋势，2019 年公司期间费用率 6.8%，较 18 年下降 0.6pct，期间费用率较为稳定，公司 1Q20 期间费用率为 8%。

图 5：公司 2014-1Q20 毛利率&净利率



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 6：公司 2014-1Q20 期间费用率



资料来源：Wind、申万宏源研究

2. 动画电影具有更好的商业模式，领军公司收入增长空间广阔

2.1 商业模式较优，投入产出比更高

动画电影 IP 化制作降低开发不确定性，衍生产品放大收入。在 2015-2019 年上半年国内上映的动画电影票房 TOP20 排行榜中，人物 IP 类(含系列片)共 15 部，合计票房占 TOP20 票房的 68%，其中人物 IP 故事新编的动画电影有 10 部，合计票房占人物 IP 类动画电影票房的 61.6%。动画电影作为 IP 的放大器，不仅有一定的粉丝基础，在制作流程上更加商业化。且动漫电影 IP 效益放大性好，资产复用、商品化衍生和空间化衍生等系列化运作往往可实现边际成本降低，从而获得更高的商业变现效率。

表 1：2015-2019 年中国动画电影票房 TOP20 榜单

上映日期	电影名称	票房收入（亿元）	剧本类别	出品方	制片地
2019/7/26	哪吒之魔童降世	50.13	神话人物 IP/故事新编	光线影业	中国
2016/3/4	疯狂动物城	15.27	原创故事	迪士尼	美国
2017/11/24	寻梦环游记	12.12	原创故事	迪士尼	美国
2017/7/7	神偷奶爸 3	10.37	原创人物/系列片	照明娱乐	美国
2016/1/29	功夫熊猫 3	10.00	原创人物/系列片	中影，梦工厂动画	中国，美国
2015/7/10	西游记之大圣归来	9.56	神话人物 IP/故事新编	横店影视，十月文化，微影时代	中国
2019/7/12	狮子王	8.33	原创人物/系列片	迪士尼	美国
2019/11/22	冰雪奇缘 2	8.10	原创人物/系列片	迪士尼	美国
2019/2/5	熊出没·原始时代	7.16	人物 IP/故事新编	华强方特	中国
2011/5/28	功夫熊猫 2	6.11	原创人物/系列片	梦工厂动画	美国
2018/2/16	熊出没·变形记	6.05	人物 IP/故事新编	华强方特，光线影业	中国
2016/12/2	你的名字	5.75	原创故事	东宝株式会社	日本
2016/7/8	大鱼海棠	5.64	原创故事	光线影业	中国
2015/5/28	多来 A 梦：伴我同行	5.30	人物 IP/故事新编	东宝株式会社	日本
2015/2/28	超能陆战队	5.24	人物 IP/故事新编	迪士尼	美国
2017/1/28	熊出没·奇幻空间	5.21	人物 IP/故事新编	华强方特	中国
2016/5/20	愤怒的小鸟	5.12	人物 IP/故事新编	索尼影业	美国
2019/6/21	千与千寻	4.88	原创故事	吉卜力工作室	日本
2019/1/11	白蛇：缘起	4.54	神话人物 IP/故事新编	追光动画，华纳兄弟	中国，美国
2012/7/27	冰川时代 4	4.47	原创人物/系列片	二十世纪福克斯	美国

资料来源：艺恩数据，申万宏源研究

国产动画电影成本相比成熟市场优势明显。动画电影的工业化制作能力，主要依靠动画制作前中后期的专业人才，成本主要为技术员工的人力成本及配音人员、主题曲制作等，而不用为场景、服道化及明星买单，使资金真正利用在制作本身。目前我国制作精良动画电影的制作成本普遍在 6000 万元~9000 万元左右，部分低幼向动画电影制作成本可压缩在千万级。从华强方特招股书来看，熊出没系列的制作成本大约在 2000 万量级，远低于真

人电影的成本，16-18 年整体费用保持稳定，毛利率提升。根据艾瑞咨询，中国动画电影票房 TOP10 中成熟市场的头部电影制作成本普遍在 5 亿以上，目前国产动画制作有明显的成本优势。

表 2：二维和三维动画制作流程

	前期	中期	后期	制作成本花费
二维	企划 编写剧本 设计动画脚本 制作故事版	构图 原画创作和作监 动画制作和检查 着色 拍摄	配音音乐 后期剪辑	主要用于人工手绘花费，但资深动画师需培养两至三年
三维	企划 编写剧本 设计动画脚本 制作故事版	制作模型 设置灯光材质 制作动画 调整灯光材质 渲染	配音音乐 后期剪辑	主要用于计算机软硬件及人力，三维画师培养周期半年至一年

资料来源：鲸准，申万宏源研究

表 3：华强方特动漫大电影成本拆分

单位：万元	2016	2017	2018
动漫大电影收入	**5553.87**	**7584.21**	**10284.06**
院线发行	4160.63	6458.11	7606.05
电视台播映	83.07	47.94	95.31
新媒体播映	1288.94	992.37	2009.16
境外播映		85.79	222.22
其他	21.23		351.31
动漫大电影成本	**1899.31**	**2859.97**	**2321.44**
制作成本-直接人工	1003.86	1066.18	1084.99
制作成本-外包制作	246.67	593.12	380.52
宣发成本	442.35	956.38	649.64
其他	206.43	244.29	206.28
毛利	3654.56	4724.24	7962.62
毛利率	**65.8%**	**62.3%**	**77.4%**

资料来源：华强方特招股说明书，申万宏源研究

表 4：中国动画电影票房史 TOP10 制作成本

影片	净制作经费（亿元）	票房（亿元）	上映日期	制片地
哪吒之魔童降世	**0.8**	50.1	2019/7/26	中国
疯狂动物城	**9**	15.3	2016/3/4	美国
寻梦环游记	**12**	12.1	2017/12/24	美国
神偷奶爸 3	**4.6**	10.4	2017/7/7	美国
功夫熊猫 3	**8.7**	10	2016/1/29	中美合拍
西游记之大圣归来	**0.6**	9.6	2015/5/10	中国
狮子王	**2.5**	8.3	2019/7/12	美国
冰雪奇缘	**10.6**	8.1	2019/11/22	美国
熊出没.原始时代	**0.6**	7.1	2019/2/5	中国

功夫熊猫 3	1.3	6.1	2011/5/28	美国

资料来源：艾瑞咨询，艺恩数据，申万宏源研究

注：净制作费用不包含宣发费用

动画电影整体平均投入产出比略高于真人电影。根据 The Numbers 已披露的北美电影制作预算数据（不包含宣发费用），2015~2019 年上线的 64 部动画电影总体投入产出比为 4.36，优于真人电影，此期间披露的真人电影总体产出比为 3.55。

表 5：2015-2019 北美影片投入产出比（百万美元）

单位：百万美元	动画电影				真人电影			
	影片数量	平均制作成本	平均全球票房收入	投入产出比	影片数量	平均制作成本	平均全球票房收入	投入产出比
总体	64	79	342	4.36	373	46	163	3.55
>150	11	176	851	4.83	25	189	614	3.24
125-150	5	130	456	3.51	8	130	410	3.15
100-125	3	105	269	2.55	19	108	252	2.34
75-100	12	82	451	5.49	21	88	279	3.17
50-75	11	63	276	4.36	31	60	220	3.64
25-50	7	36	47	1.32	97	36	121	3.39
<25	15	13	46	3.57	172	12	76	6.10

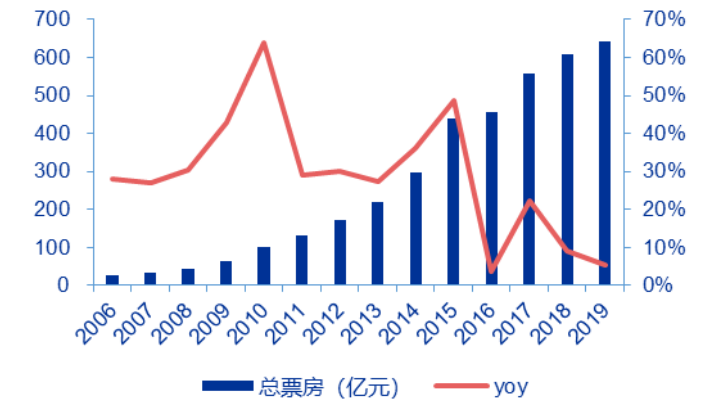
资料来源：The Numbers，申万宏源研究

注：已披露的制作成本中不包含宣发费用

2.2 市场空间广阔，国产动画电影需求大幅提升

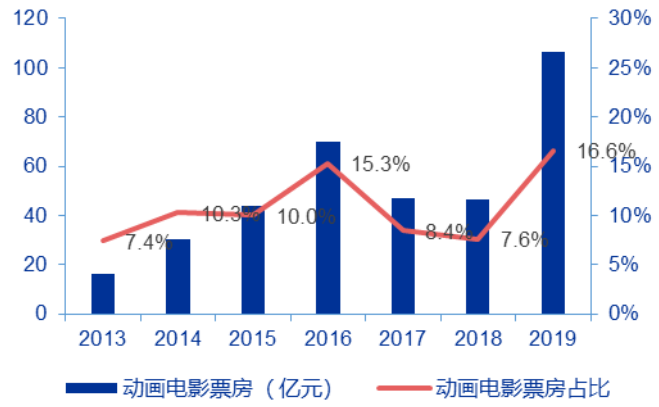
动画电影市场规模快速增长，产业步入良性发展。2016 年前全国动画电影市场持续扩张，13-16 年动画电影实现 CAGR 63.3%，远高于同期电影总票房的 CAGR 28.1%。16 年动画电影占票房比例达 15%以上，主要得益于《疯狂动物城》（15.27 亿）以及《功夫熊猫 3》（10 亿）等 5 部头部动画电影的优异表现。19 年动画电影票房大幅增长至 106.55 亿主要依赖于《哪吒》的爆发以及《狮子王》、《熊出没》等头部影片，但即使扣除《哪吒》的 50 亿票房后，2019 年动画电影票房仍超过 2018 年全年。在电影及整个文娱产业持续保持热度的情况下，90、00 后新生代逐渐成为文娱消费的主力，并且随着国内动画电影产业的成熟、动画质量的提升和消费者习惯的形成，产业步入良性发展。

图 7：全国票房电影票房及增速



资料来源：猫眼数据，申万宏源研究

图 8：中国动画电影票房及票房占比



资料来源：猫眼数据，申万宏源研究

我国动画电影票房相较成熟市场占比尚有较大的提升空间，未来比重有望超 20%。目前我国动画电影票房占比仍处于较低水平，2017 和 2018 年动画电影票房仅分别占总票房的 8.4%和 7.6%。相比之下，北美及日本动画产业较为成熟，2014-2019 年间北美动画电影票房占比始终高于 10%，19 年因涌现出《狮子王》和《冰雪奇缘 2》《驯龙高手 3》等多项优质作品，动画电影票房占比超 20%；根据日本动画协会，日本动画电影票房占比整体来看在 2002-2018 年持续攀升，虽然其中 09-12 年主要因外部金融危机影响产能大幅降低，但依然占电影市场比重保持在 15%以上，2018 年为 37%，远高于中国现有水平。相较于北美、日本等成熟动画电影市场，我国动画电影占总票房比重总体相对较低，长期来看未来占票房比重有望超 20%，发展空间较大。

图 9：北美动画电影票房及票房占比

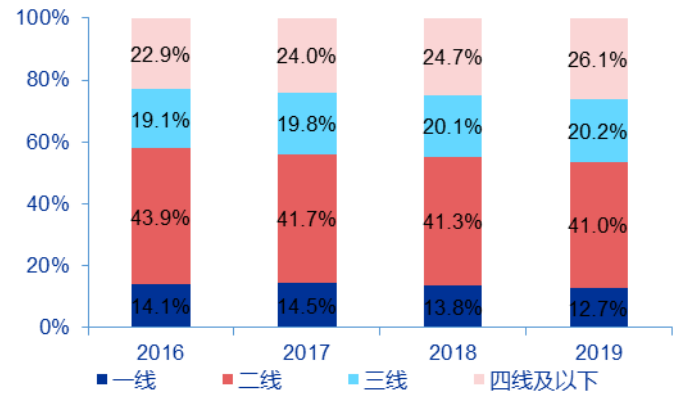
资料来源：The Numbers，Box Office Mojo，申万宏源研究

图 10: 日本动画电影票房占比

资料来源：日本动画协会，Box Office Mojo，申万宏源研究
注：采用以日本国内动漫工作室营收为口径计算的动画票房

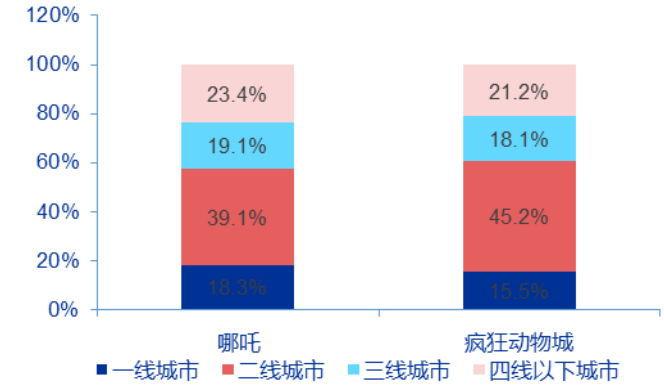
中国动画市场扩大，受众下沉推动低线城市有望成为票房主力。从头部动画电影票仓结构来看，二线城市依然是票房的主要来源，2016 年以来票仓占比一直维持在 40%以上。此外，动画电影逐渐在三四线城市获得较大市场，观影人数比重逐年增多，受众持续下沉。以《哪吒》及《疯狂动物城》为例，《哪吒》在三线及以下城市票房占比为 42.54%，相比 2016 年时热门动画电影《疯狂动物城》3-5 线城市票房占比 39.3%，提升 3.24pct。随着下沉用户的增多，未来低线城市观影人群有望成为票房主力。

图 11：2016~2019TOP15 动画电影票仓分布趋势



资料来源：猫眼数据，申万宏源研究

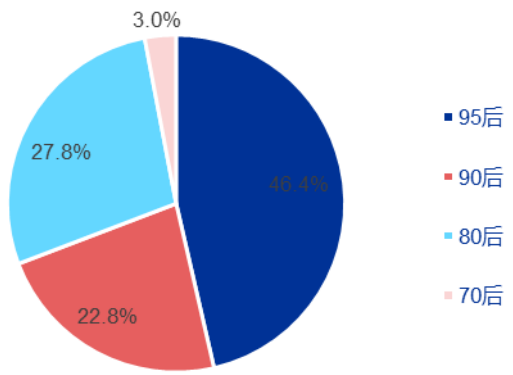
图 12：《哪吒》和《疯狂动物城》票房结构



资料来源：猫眼数据，申万宏源研究

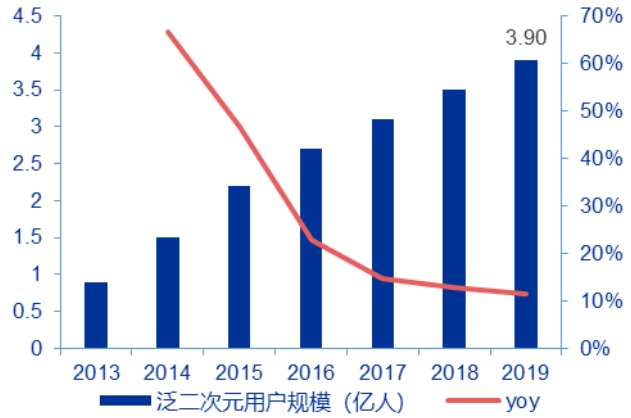
动漫人群泛化，庞大用户规模为产业发展带来巨大需求市场。根据艾瑞咨询，年轻动漫用户群体占比较高，95 后人群占比最高达 46.4%，其次为 80 后、90 后，分别占比 27.8% 和 22.8%。00、90、80 后的成长伴随着动漫行业蓬勃发展，使得动画在群众中有良好的接受度，给与动画电影广泛的群众基础。此外，根据艾瑞咨询，2019 年泛二次元用户规模达 3.9 亿人，庞大的用户规模也为中国动漫产业的发展带来巨大的需求市场。

图 13：2019 年中国动漫用户年龄分布



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 14：中国泛二次元用户规模

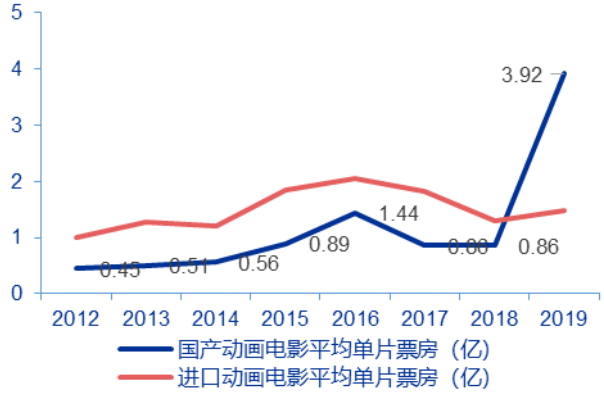


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

注：泛二次元用户标准为近半年内至少看过一次动画或漫画

打破低幼圈标签，成人向趋势日益明显。中国动画电影早期兴起于偏儿童向的合家欢 IP 系列电影，这一题材的代表为《喜羊羊与灰太狼》系列和《熊出没》系列。中国观众所熟知的宫崎骏动画、皮克斯动画，多数以成年人为受众进行创作，早期国产优质成人电影供给严重不足，国产动画电影平均单片票房除 16 年外也一直处于亿级以下。中国动画电影的成人向趋势自 2015 年《大圣归来》后逐渐兴起，而后《大鱼海棠》、《白蛇：缘起》《十万个冷笑话》、《哪吒》等片不断取得市场佳绩，国产动画电影票房占比从 2017 年 29.2%，增长至 2019 年 67.18%。国产成人向动画电影取得佳绩，进一步证明了内涵深刻的剧情、情感复杂的角色之于动画作品的重要意义，也彰显了以成年人为目标观众的动画电影的市场潜力。随着动画电影创作理念的成熟与市场机制的完善，成人向影片将成为中国动画电影开辟广阔发展空间的重要路径，真正实现更广维度的出圈。

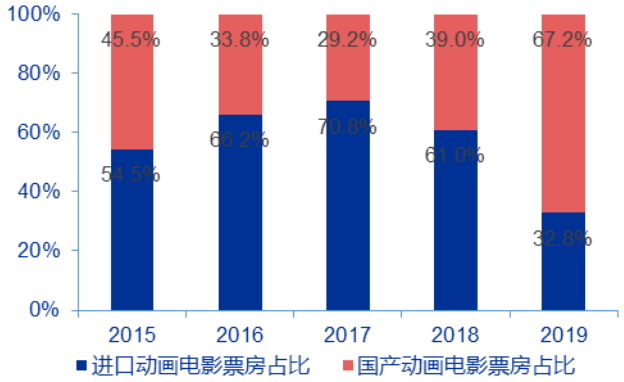
图 15：国产和进口动画电影平均单片票房



资料来源：猫眼数据，申万宏源研究

注：仅统计单片票房达千万元以上的电影

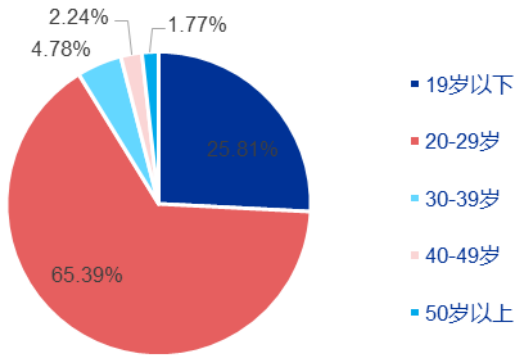
图 16：国产动画电影占比提升显著



资料来源：艺恩数据、猫眼数据、申万宏源研究

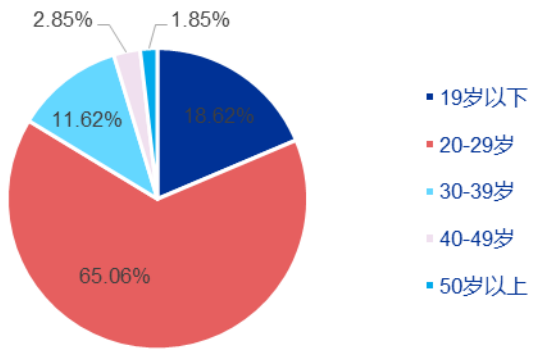
注：仅统计单片票房达千万元以上的电影

图 17：《西游记之大圣归来》观影群众年龄分布



资料来源：艺恩数据，申万宏源研究

图 18：《哪吒之童魔降世》观影群众年龄分布



资料来源：艺恩数据，申万宏源研究

未来国产动画电影票房空间近 130 亿。由于 19 年动画电影票房基数较高，且叠加疫情影响预计 2020 年动画电影整体票房将大幅回落。但随着更多优质创作内容上映以及前期成功 IP 的持续迭代，我们预计动画电影总票房将在 2021~2024 年将恢复增长，2024 年动画电影票房有望达 188 亿元，总票房占比 23%。同时，我们预计 2021 年后国产动画票房增速达到较高水平，占动画电影票房比重也稳步抬升，2024 年国产动画电影票房近 130 亿元，占比 67%，国产真人电影票房占整体真人电影票房这一比例 19 年为 70%。

表 6：中国动画电影空间测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2024E	2019~2024E CAGR
全国票房（亿）	441	457	559	607	642	810	**5%**
动画电影票房（亿）	44.1	70	47.2	46.2	106.6	188	**12%**
动画电影数（部）	54	60	52	63	73	80	
单片票房（亿/部）	0.82	1.17	0.91	0.73	1.46	2.35	**10%**
国产动画电影票房（亿）	**19.4**	**13.2**	**13.5**	**15.6**	**71**	**126.5**	**12%**
国产动画电影数（部）	38	36	27	30	26	55	
国产动画单片票房（亿/部）	0.51	0.37	0.5	0.52	2.73	2.3	
动画电影票房/总票房	**10%**	**15%**	**8%**	**8%**	**17%**	**23%**	
国产动画电影/动画电影总票房	**44%**	**19%**	**29%**	**34%**	**67%**	**67%**	

资料来源：猫眼数据，申万宏源研究

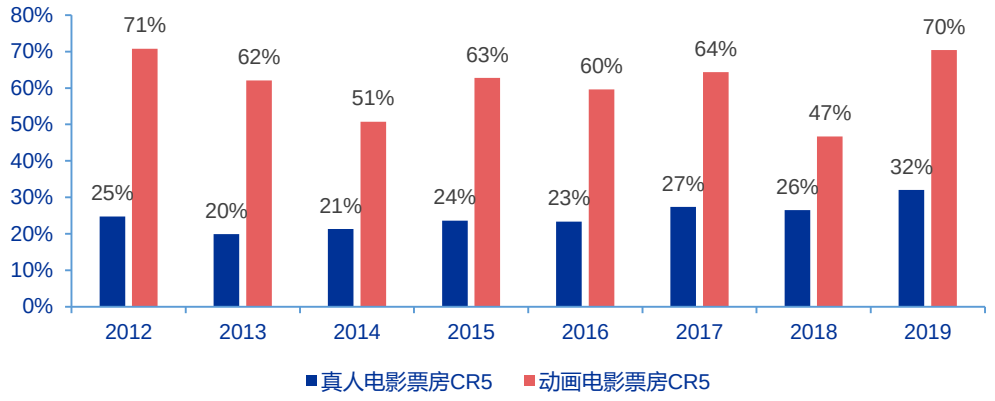
注：2020 年疫情影响数值波动较大，统计时计算 2019-2024E CAGR

2.3 头部效益显著，TOP1 有望占据 80%市场份额

中国动画电影市场未来头部公司市场占有率有望达 80%。从动画电影市场来看：1）国内动画电影行业因其对制作技术、创作人才和品控能力的较高依赖，行业壁垒深厚，新进公司需经历探索期，赶超难度高且耗时久，大公司以其先发优势稳定产出持续巩固其 IP 及影响力，强者愈强；2）头部公司利用其资金规模投资上下游产业链，进一步把控市场产能；3）国内动画电影市场目前处于发展阶段，观众对动画电影包容度及对头部作品的溢价

较高。从票房集中度来看，年度票房前五的动画电影票房占当年动画电影市场票房的比例基本维持在约 40%-60%左右，影片头部效应较真人电影更为显著。赢者通吃的局面对作品质量提出了更高要求，已经具备工业化生产能力的优秀制作方以及积累有多年发行经验的发行方更为受益，国内动画电影先行者未来有望占据国产动画电影票房 80%以上份额。

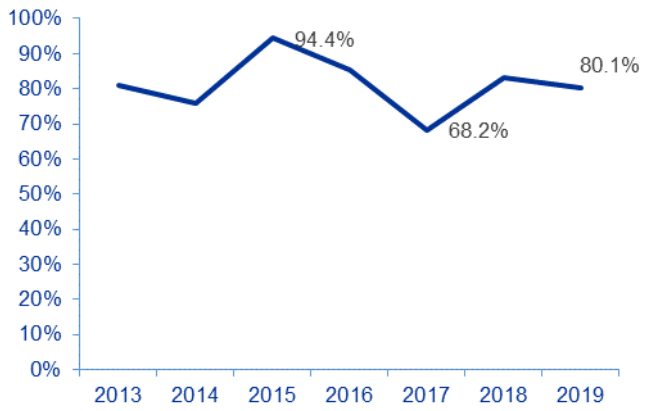
图 19：中国头部动画电影集中度比头部真人电影更高



资料来源：猫眼数据，申万宏源研究

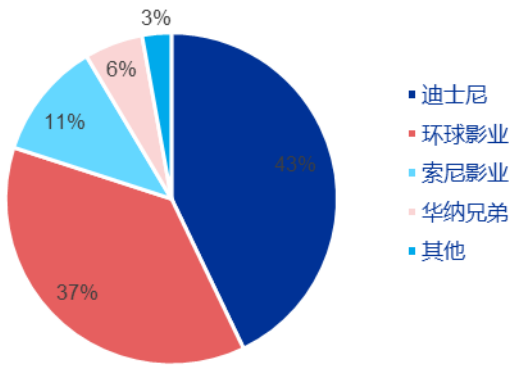
日美等动画电影成熟市场头部效应更为显著。以北美市场为例，2013-2019 年优质动画电影一直是贡献票房的主力军，2019 年北美市场 1 亿美元以上的头部动画电影拿下了 80.1%的票房，二八效应显著。而大型优质动画电影被少量大公司的工作室垄断，2013-2019 年北美动画电影票房 TOP5 中由迪士尼、环球影业等四家制作方出品的动画电影超 95%。2019 年北美电影票房 20 强中动画电影仅出自 3 家公司，其中迪士尼从票房来看占据绝对优势。日本动漫创作氛围浓厚，动画制作公司数量众多，但从近两年本土头部动画电影出品方来看，18-19 年出品发行公司上榜仅有 4 家，其中东宝株式会社市场本土占有率近 60%，头部效应相较北美市场更为明显。

图 20：北美头部动画电影票房占动画电影比重



资料来源：Box office mojo，申万宏源研究

图 21 :2013~2019 年北美 TOP5 动画电影出品方



资料来源：Box office mojo，申万宏源研究

表 7：2019 年北美票房 20 强动画电影（单位：美元）

排名	片名	票房	上映日期	发行方
2	《狮子王》	5.34 亿	2019.7.19	迪士尼

3	《玩具总动员 4》	4.34 亿	2019.6.21	迪士尼
4	《冰雪奇缘 2》	4.3 亿	2019.11.22	迪士尼
8	《阿拉丁》	3.55 亿	2019.5.24	迪士尼
15	《驯龙高手 3》	1.61 亿	2019.2.22	环球影业
16	《爱宠大机密 2》	1.58 亿	2019.6.7	环球影业
17	《大侦探皮卡丘》	1.44 亿	2019.5.10	华纳兄弟

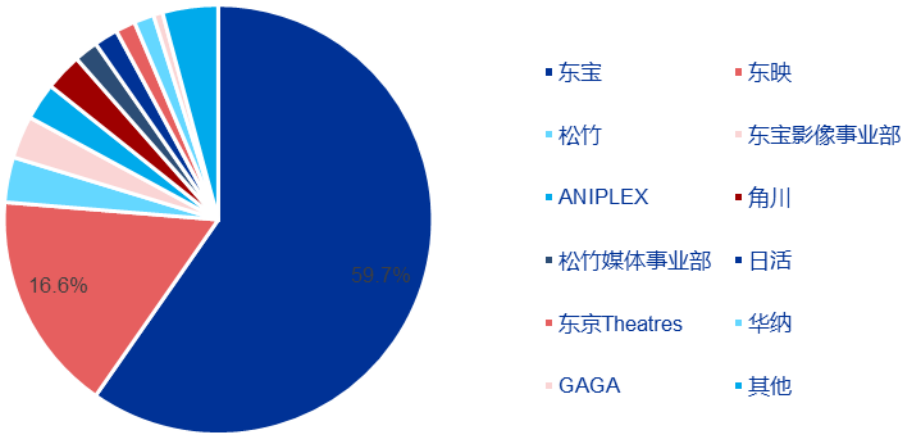
资料来源：Box Office Mojo，申万宏源研究

表 8：2018-2019 日本本土动画电影 TOP10 出品发行方

排名	2019			2018		
	影片	票房（亿日元）	发行	影片	票房（亿日元）	发行
1	天气之子	140.6	东宝	名侦探柯南：零的执行人	91.8	东宝
2	名侦探柯南：绀青之拳	93.7	东宝	哆啦 A 梦：大雄的金银岛	53.7	东宝
3	航海王：狂热行动	55.5	东映	精灵宝可梦：大家的故事	30.9	东宝
4	哆啦 A 梦：大雄的月球探险记	50.2	东宝	未来的未来	28.8	东宝
5	龙珠：布罗利	40	东宝	妖怪手表：阴暗面	20.4	东宝
6	精灵宝可梦：超梦的逆袭	29.8	东宝	蜡笔小新爆盛！ 功夫男孩	18.4	东宝
7	蜡笔小新：新婚旅行	20.8	东宝	我的英雄学院：两位英雄	17.2	东宝
8	歌之王子殿下：真爱王国	18.2	松竹	HUGtto!光之美少女	11.5	东映
9	命运之夜-天之杯 2	16.6	Aniplex	光之美少女 Superstars！	7.9	东宝
10	城市猎人 新宿私家侦探	15.3	Aniplex	夏目友人帐：缘结空蝉	7.9	Aniplex

资料来源：日本映画制作者联盟，申万宏源研究

图 22：日本动画电影出品发行公司市场份额（2018 年总收入 426 亿日元）



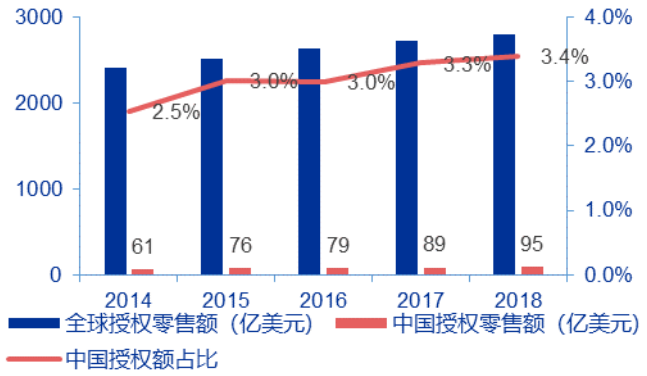
资料来源：日本动画协会，申万宏源研究

2.4 授权及衍生品业务将为动画产业再造增长点

优质内容+授权变现为动画电影的重要商业模式。区别于票房收入因为产品周期造成的波动性 和个别电影票房不足预期的风险 衍生品和授权收入是 IP 变现最主要的盈利方式，也相对稳定和持续。动漫衍生品的授权商类型包括了玩具、服饰、食品、舞台剧、游戏、艺术/博物馆甚至于商业地产开发等各领域，随着动漫产业的商业模式逐渐成熟，我国授权

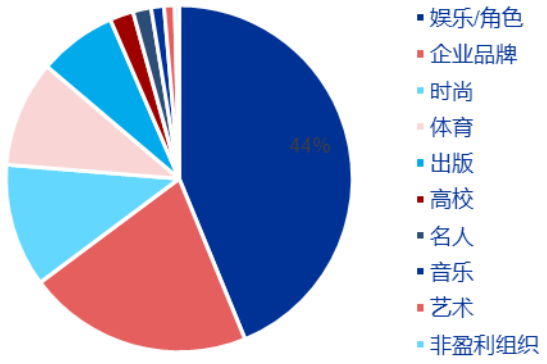
商品零售额快速攀升。据国际授权业协会《2019 全球授权市场报告》统计，2018 年全球授权商品零售额增长至 2803 亿美元，较上年的 2716 亿美元增长 3.2%。作为全球增速最快的市场之一，2018 年中国（包括中国香港）授权商品零售额达 95.14 亿美元，同比增长 6.8%。尽管中国授权市场稳居全球第五，亚洲第二，仅次于美国、英国、日本和德国，但其仅占全球市场份额的 3.4%，发展潜力和空间仍十分巨大。其中娱乐/角色在授权市场的占比为 44%，占据主要地位。

图 23：全球授权市场



资料来源：《2019 全球授权市场报告》，申万宏源研究

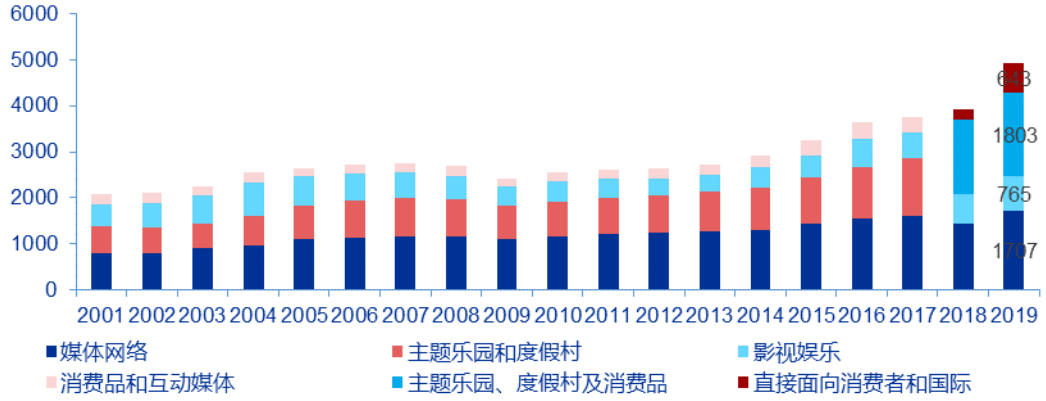
图 24：2018 年全球授权零售额（按 IP 分类）



资料来源：《2019 全球授权市场报告》，申万宏源研究

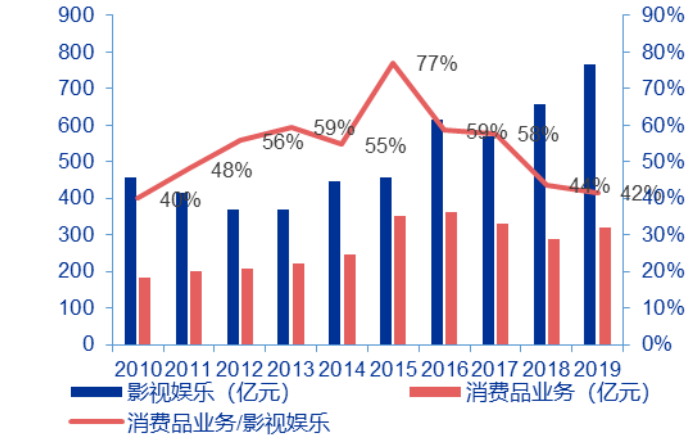
北美迪士尼：丰富 IP 资产铸就高壁垒，多种方式拓展变现。公司旗下拥有多个全球著名动画工作室，如迪士尼动画、皮克斯动画（06 年收购）、蓝天工作室（17 年底收购 20 世纪福克斯）等，从 20 世纪 30 年代的经典动画形象米老鼠、白雪公主等，到如今的《冰雪奇缘》系列等，均获得了观众的喜爱。迪士尼的商业模式是典型的轮次收入来实现 IP 价值的最大化——迪士尼通过动画制作，除去票房，通过发行，拷贝等赚取第一轮收入；第二轮是主题公园创收；接着是品牌授权/衍生品及连锁经营赚取第三轮。2010 年至今公司消费品业务收入/影视娱乐业务收入始终高于 40%，2015 年该比值达到 77%的历史最高值，2019 年这一比值为 42%，如把主题乐园经营等重资产业务同样看做影视业务的商品化，按 19 年营收口径影视娱乐业务商品化比例超 200%。

图 25：迪士尼营收结构



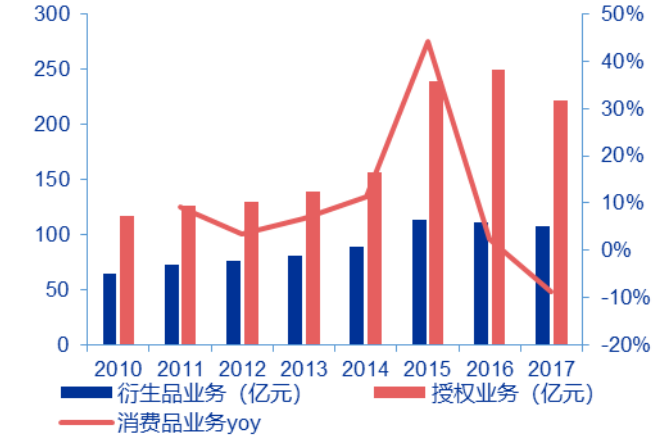
资料来源：迪士尼财报、申万宏源研究

图 26：迪士尼消费品业务与影视娱乐业务比例



资料来源：迪士尼财报，申万宏源研究

图 27：迪士尼消费品业务营收及增速

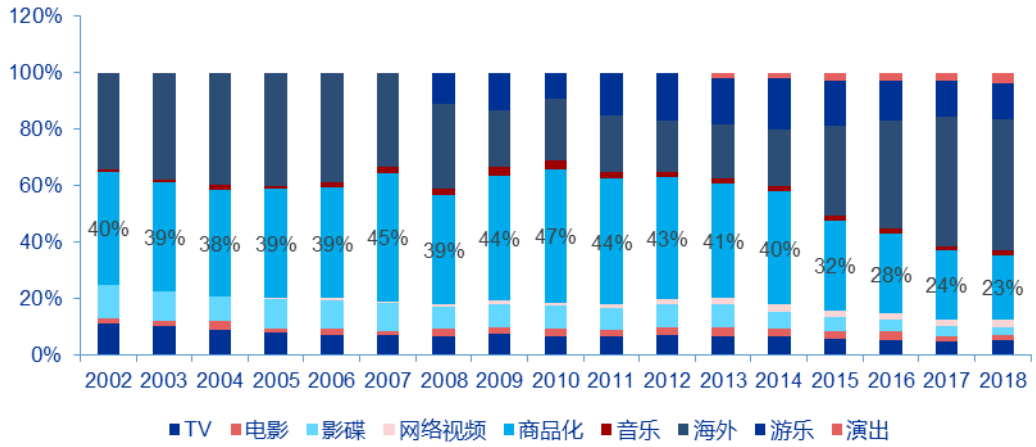


资料来源：迪士尼财报，申万宏源研究

注：消费品业务包含授权收入及衍生品收入，公司 18 年战略重组后不进行拆分

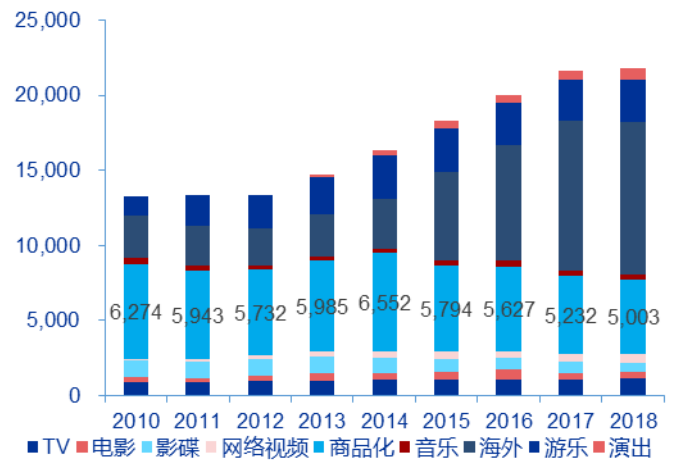
日本东映动画，授权和衍生品将 IP 价值放大 1.7 倍。动漫商业化产品是日本动漫产业的重要构成，据日本动画协会，2010-2019 年商业化产品产值始终维持在 5000 亿日元以上，2014 年最高实现年产值 6552 亿日元，但其份额从 2010 年的 47%逐年递减，主要系日本动漫产业出海比例规模持续大幅提升。2018 年日本动漫商业化产品产值 5003 亿日元，仍然占总产值的 23%，商品化比例达 182%。东映动画 1948 年成立，为日本老牌动画制作公司，拥有《龙珠》系列、《海贼王》等热门 IP，宫崎骏等多名著名动画大师均出生于此。目前公司主要包括电影制作、授权业务、商品销售及其他业务在内的四大业务。其中授权收入为公司的主要营收来源，2020 公司授权收入为 19.07 亿元，占总营收的 54%。2016 至 2020 财年公司营收增长较快主要得益于旗下 IP 表现优异（《龙珠超》等电影剧场版），对周边、动画、游戏以及授权业务带动效果都较好。公司授权和衍生品的商业价值得到充分发挥，授权和衍生业务/电影制作业务的比例在从 2015 年的 1.05，到 2019 年提升至 1.81，2020 财年该比例为 1.71。

图 28：日本动漫产业结构



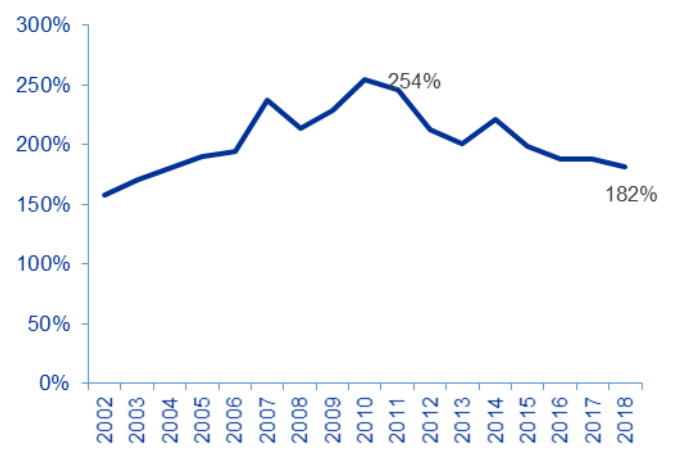
资料来源：日本动画协会、申万宏源研究

图 29：日本动漫产业规模（亿日元）



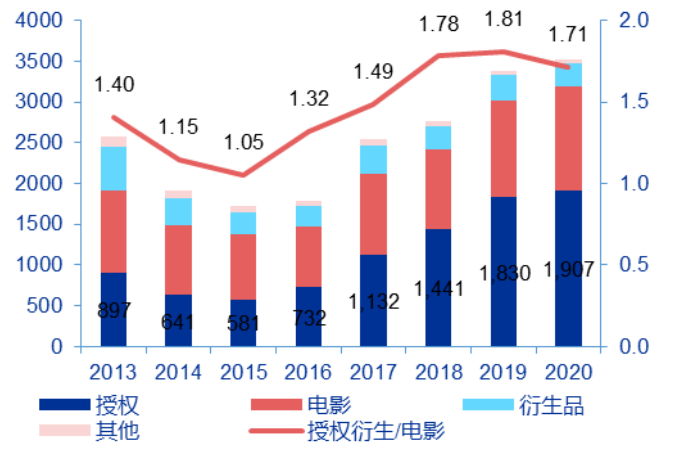
资料来源：日本动画协会，申万宏源研究

图 30：日本动漫产业商品化比例



资料来源：日本动画协会，申万宏源研究

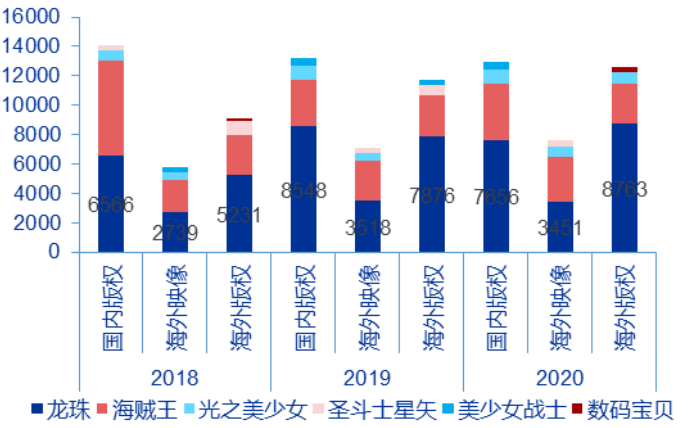
图 31：东映动画业务结构 （百万元）



资料来源：东映动画财报，申万宏源研究

注：2020 财年为 2019 年 3 月 31 日至 2020 年 3 月 31 日

图 32：东映动画主要作品授权分拆（百万元）



资料来源：东映动画财报，申万宏源研究

注：2020 财年为 2019 年 3 月 31 日至 2020 年 3 月 31 日

国内动画电影领军公司有理论较高的衍生及授权业务增量空间，2024 年将达 40 亿。动画电影头部效益显著，且国内市场由于优质动画制作的行业壁垒高，具有更高的市场集中度。因所处动画产业阶段略有不同，且日系动画电影大部分为动画番剧衍生，商品化率我们仅做参考不做具体比较。因此，对标北美系成熟动画电影制作公司授权及衍生品空间，我们预计 2024 年国内头部动画电影公司授权和衍生品/票房占比将达到 40%，行业领军公司授权及衍生品收入空间达到 40 亿元。

表 9：中国领军动画电影公司授权及衍生品收入空间测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2024E
动画电影票房（亿）	44.1	70	47.2	46.2	106.6	188
国产动画电影票房（亿）	19.4	13.2	13.5	15.6	71	126.5
领军公司市占率	49%	43%	39%	39%	65%	80%
授权、衍生品/票房						40%
领军公司授权+衍生品收入空间（亿）						40

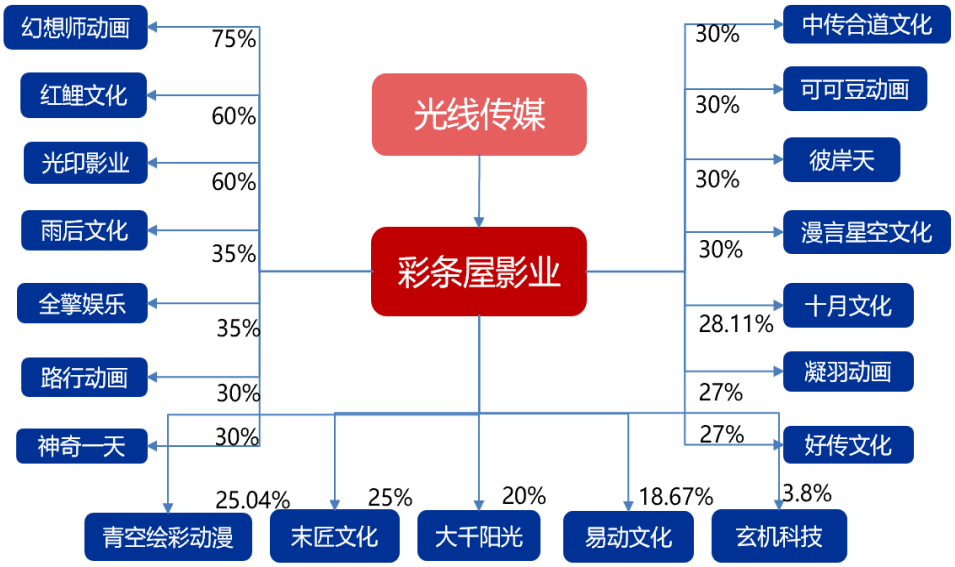
资料来源：猫眼数据，申万宏源研究

3. 以动画电影为核心，竞争优势明显

3.1 率先布局，沉淀五年

率先布局国产动画，投资全产业链高筑护城河。2013 年光线成立彩条屋前身光线动画部，2015 年 10 月正式宣布成立彩条屋影业。彩条屋成立之初，便一次性公布 22 部动漫片单以及 18 款动漫游戏计划，并投资了 13 家动漫公司。随后于 2018 年大幅扩张其在动画领域的产能，出资 7600 万认购或增资动画领域相关公司，由于在行业低潮期，其资产价格相对合理。截至 2020 年一季度，彩条屋已完成了对超过 20 家动漫产业链上下游公司的投资，其投资几乎已涵盖中国顶级动漫制作团队，包括《西游记之大圣归来》的创作团队十月文化、《大鱼海棠》的创作方彼岸天等。这些公司横跨三维动画、二维动画、漫画、游戏、国外版权，其中 10 多家有较强动画电影制作能力，11 家正在进行动画电影的制作，覆盖面从 IP 源头到作品创作制作再到衍生品制作。公司掌握充足优质动漫资源，兼备经营制作动漫 IP 能力，在生产全环节自给自足。

图 33：光线旗下彩条屋影业投资布局情况



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 10：彩条屋投资部分动画公司及其电影&IP

公司简称	电影或 IP
红鲤文化	《哪吒》、《姜子牙》、《深海》、《火与刃》
光印影业	《查理九世》
大千阳光	《大圣归来》、《哪吒》、《姜子牙》、《深海》、《红色海洋》
全擎娱乐	《星游记》
彼岸天	电影《大鱼海棠》；《燕尾蝶》、《光之豚》系列短片
神奇一天	动画电影《鬼列车》
漫言星空	原创漫画《雪椰》、《神精榜》、《星海镖师》、《4.9X4.9》、《凤临天下》、《大唐飞行志》、《大唐无双》
中传合道	动画电影《姜子牙》；动画剧集《丹青先生》、《我的师傅姜子牙》、《淮南子传奇》；短片《阴阳师》

杭州路行	青春动漫《茗记》，《妙先生》系列
可可豆	《哪吒》
十月文化	《大圣闹天宫》
好传文化	《大护法》、《冰箱里的企鹅》，《大理寺日志 4》
青空绘彩	《昨日青空》

资料来源：天眼查，猫眼数据，申万宏源研究

IP 系列项目逐渐进入收获期，且后续储备丰富。根据猫眼数据，彩条屋于 2016-2019 年共参与 10 部在院线上映的动漫电影累计获得 64.75 亿元票房。其作品主要包括《大鱼海棠》、《大护法》、《昨日青空》、《哪吒》等成人向动画电影，《熊出没》等低幼向动画，以及推广发行《夏目友人帐》、《天气之子》等日本优秀作品。公司已累积打造出了大圣系列（《西游记之大圣归来》2015 年累计票房 9.56 亿元，《西游记之大圣闹天宫》目前已在制作中），大鱼海棠系列（2016 年累计票房 5.64 亿元，《大鱼海棠 2》目前已在制作中）、神话三系列系列等经典动漫 IP。截至 2020 年一季度，公司《姜子牙》、《妙先生》等均已制作完成，《深海》《最后的魁拔》《西游记之大圣闹天宫》等多个重量级动漫项目在有序推进中，有望在 2020 年内上映。

表 11：光线彩条屋成立后出品及发行动画电影

上映年份	已上映影片名称	票房（亿元）
2015	西游记之大圣归来	9.56
2016	果宝特攻之水果大逃亡	0.08
	我叫 MT 之山口山战记	0.12
	精灵王座	0.25
	大鱼海棠	5.64
2017	大护法	0.88
2018	大世界	0.03
	昨日青空	0.84
	熊出没变形记	6.05
2019	夏目友人帐	1.15
	哪吒之魔童降世	50.13
上映年份	**未上映影片名称**	**想看人数（万人）**
2020	姜子牙	90.4
	墨多多谜境冒险	6.8
	最后的魁拔	2.1
	妙先生	4
	凤凰	1.5
	星游记之冲出地球	0.38
	西游记之大圣闹天宫	0.12
	深海	0.054

资料来源：猫眼数据，申万宏源研究

3.2“放权+激励”，激发工作室和核心员工的主观能动性

小比例参股公司，大比例投资项目，调动工作室主观能动性。公司主要通过“股权投资+项目投资+项目管理”的模式，即光线主投、体系内的其他公司跟投，参与安排动画项目的制作和发行。控股比例小使工作室保持了相对的独立性，有利于激发工作室的主观能动性和创新能力，在动画周期长时也可接外包制作内容，维持经营稳定性。公司始终保持大比例参投以获得项目的控制权，对于《哪吒之魔童降世》、《大鱼海棠》等都采取了主投主控的形式，不仅成功地将项目利润留在公司内部，也储备了丰富的项目资源，增强了动漫 IP 的运作能力，在确保公司收益的同时，使动画工作室得到更好的激励。

表 12：小股权参股上下游公司

公司	股份	主要环节	主要作品
末匠文化传播	25%	衍生品	
青空绘彩	25.04%	漫画 CP	《昨日青空》《1 区 212》《也许，那一瞬间》
漫言星空文化	30%	漫画 CP	原创漫画《雪椰》、《神精榜》、《星海镖师》、《4.9X4.9》
通耀科技	19%	动漫衍生品开发	《AKB0048》、《蜡笔小新》《Hello Kitty》、《命运石之门》、《大叔鸡蛋》、《机器人少女 Z》、《约会大作战》、《数码宝贝》
玄机科技	3.80%	动漫 IP 全产业链	《秦时明月》
魅力动画	8%	动漫 IP 全产业链	
光印影业	60%	动漫 CP	《查理九世》
彼岸天	30%	动画电影 CP+游戏设计研发制作	《大鱼海棠》
十月文化	28.11%	动画电影 CP	《大圣归来》《哪吒之魔童降世》
全擎娱乐	35%	动画电影 CP	《星游记》
可可豆动画	30%	动画电影 CP	《哪吒之魔童降世》
中传合道	30%	动画电影 CP	《姜子牙》
易动传媒	18.67%	动画电影 CP	《美食大冒险》
好传动画	27%	动画电影 CP	《大护法》
路行动画	30%	动画电影 CP	《妙先生》《昨日青空》
雨后文化	35%	动画电影	
神奇一天	30%	动画 CP	动画电影《鬼列车》
凝羽动画	27%	动画 CP	《茶啊二中》
幻想师动画	75%	动画 CG 技术	
大千阳光	20%	动画 CG 技术	承制《大圣归来》《梦幻西游》
红鲤动画	60%	动画 CG 技术	《姜子牙》《风雨咒》《哪吒》《深海》《火与刃》

资料来源：企查查，申万宏源研究

第一期员工持股计划发布，激励核心管理层。2020 年 4 月 29 日公司发布第一期员工持股计划草案，拟向公司员工不超过 40 人进行股权激励，其中公司董事、监事、高级管理人员不超过 6 人。本次员工持股计划所能购买和持有的标的股票的上限约为 481.46 万股，约占公司股本总额的 0.16%，合计不超过 4,622 万份。此次公司发布员工持股计划，绑定公司骨干管理层，充分调动核心员工积极性，利好中长期发展。

表 13：公司第一期员工持股计划

持有人姓名	职务	最高认购份额（万份）	比例
李晓萍	董事、副总经理	287	6.21%
李德来	董事、副总经理	122	2.64%
侯俊	董事、董事会秘书	342	7.40%
曾艳	财务总监	186	4.02%
曹晓北	监事	342	7.40%
王鑫	监事	160	3.46%
其他符合参与标准的员工		3183	69%
合计（不超过）		4622	100.00%

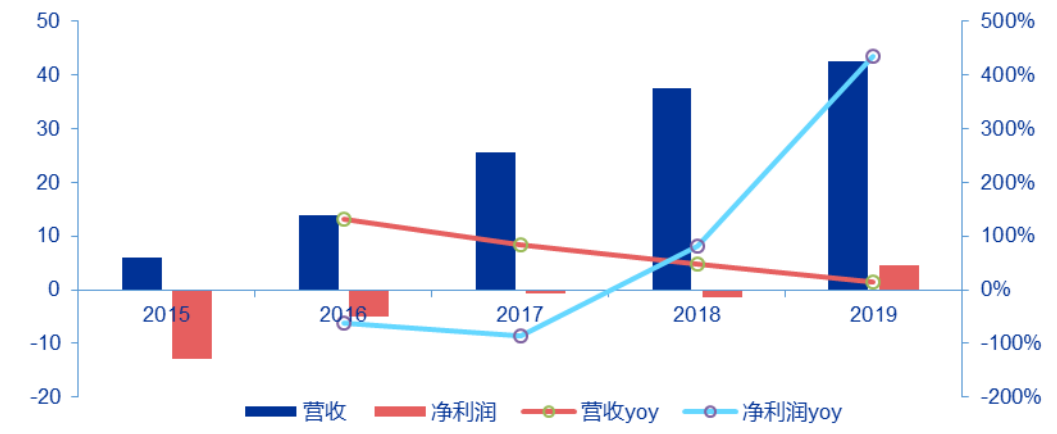
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 宣发能力业内领先

影视剧发行业务起家，电影代理发行能力领先。公司有多年发行经验，2006 年底，公司发行第一部电影作品《伤城》取得 4100 万票房，次年公司发行影片《导火线》、《铁三角》等均取得上映期间国产电影票房冠军。2009-2011 公司每年发行 15 部以上主流影片，成功跻身全国电影发行公司前三名、国产片榜第一。公司长期在发行渠道发面保持优势，与多家影投公司和线下渠道均维持良好关系。

控股国内在线票务龙头猫眼娱乐，进一步强化公司线上宣发能力。成立六年的猫眼娱乐于 2019 年 2 月登陆港交所，在减少票补支出的趋势下，销售和营销开支大幅减少，进入盈利通道。公司 2019 实现营收 42.68 亿，同比增长 13.65%，实现净利润 4.63 亿，同比增长 438%，调整后公司净利润为 4.17 亿，同比增长 489.5%，公司上市不到一年便迎来了盈利转折点，具备了自我造血能力。光线持有猫眼娱乐 17.18%股份，公司投资猫眼不仅能够在财务层面分享股权增值与经营利润带来的投资收益，并且能够将猫眼娱乐作为公司重要的线上宣发渠道，与影视业务形成有利互补和协同。

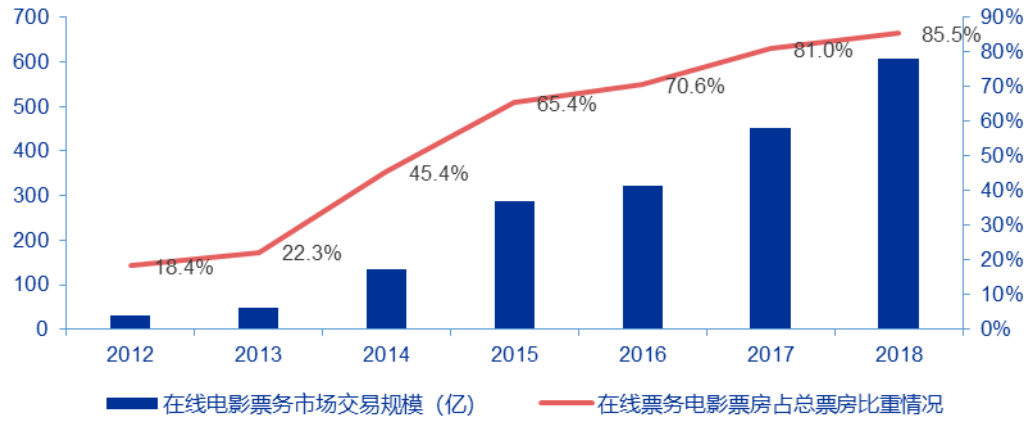
图 34：猫眼娱乐营业收入及净利润（亿元）



资料来源：猫眼娱乐，申万宏源研究

在线票务平台渗透率已进饱和，双寡头格局稳定。根据艾瑞咨询，随着中国电影行业的发展，在线电影票务的渗透率由 2012 年的 18.4% 增至 2018 年 85.5%，以总交易额计，中国的在线电影票务市场由 2012 年的人民币 31 亿增至 2018 年的人民币 607 亿，在线电影票务平台成为用户购票的主流渠道，线上购票渗透率已几乎趋近饱和。根据猫眼 2019 年半年报，公司电影票务市占率超过 60%，成为电影在线票务市场名副其实的第一巨头，预计未来新猫眼、淘票票双寡头格局将保持稳定。

图 35：中国在线电影票务市场交易规模统计



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

3.4 一本漫画构建 IP 蓄水池，降低孵化试错成本

一本漫画构建动漫 IP 蓄水池，降低 IP 孵化试错成本。公司推出漫画 APP《一本漫画》扶持动漫产业链源头的创作内容，为公司动漫 IP 池“蓄水”。截至 2020 年第一季度，一本漫画 APP 已上线《敖丙传》《妙先生之彼岸花》等影视联动和《京天吃什么》等 14 部原创漫画。公司在国内具备领先的 IP 开发和动漫内容商业化能力，一本漫画为影视业务提供了原创和衍生动漫的试验田，可以以较低的成本从中得到有增长潜力的优质新 IP，从而将漫画 IP 影视化，实现更多商业价值，同时能让公司从产业链上游了解市场偏好，降低 IP 孵化的试错成本。此外，公司宣布计划在 5 年内推出 10 部漫改影视化作品。

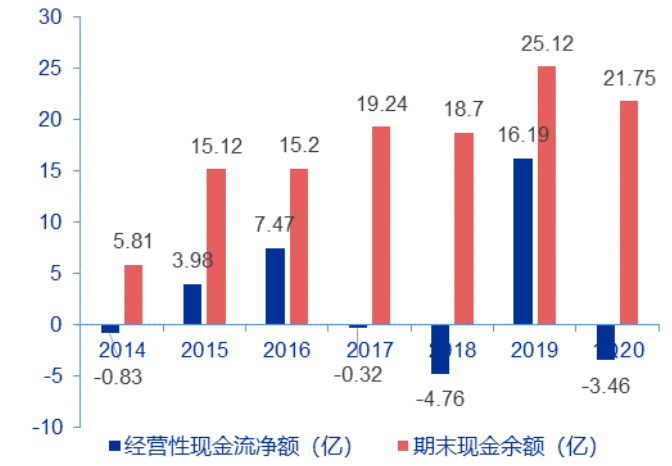
图 36：一本漫画热门漫画作品

资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.5 财务健康，现金充沛，保证项目持续投入

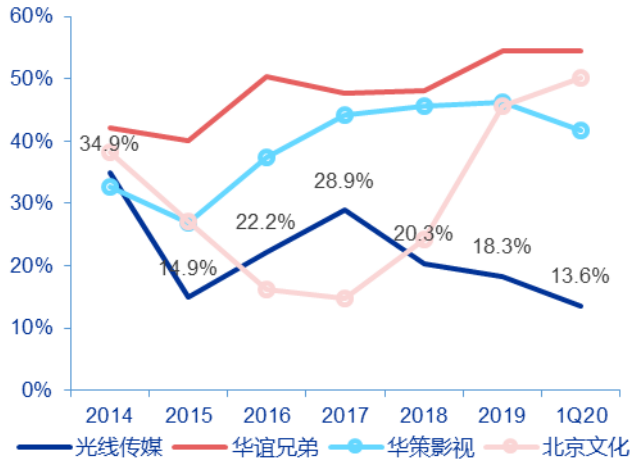
现金流压力不大，资产负债率偏低。2019 年公司经营性现金流净额 16.19 亿元（去年同期为负），期末现金余额达 25.12 亿，现金流回暖有利于公司加快项目推进节奏，扩大其产能优势。2020 年初对疫情对公司影响主要表现为推迟产品上映日期，1Q20 公司主要因影院停运无项目上线，经营性现金流为-3.46 亿元，期末现金流余额 21.75 亿元，但依然高于 18 年整体水平，目前公司现金压力较小。2019 年公司资产负债率为 18.3%，1Q20 下降至 13.6%，远低于行业 40%以上的平均水平。

图 37 :2014-2020Q1 经营性现金流&期末现金余额



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 38：可比影视公司资产负债率



资料来源：Wind、申万宏源研究

公司具有较强的产业投资能力。2015 年以来，公司加强了泛娱乐产业链的产业投资，逐步扩展在其他内容领域的布局，促成不同内容板块的协同互补。2016 年后，电影整体行业增速放缓，但公司在产业链上下游的投资布局进入收获期，天神娱乐、猫眼娱乐及新丽传媒等投资均为公司带来较大投资收益，从而对冲电影行业整体增长放缓的风险。另一方面，公司通过投资收益反哺对内容的投入，可保证动画电影的持续投入，也有利于巩固其在内容领域的地位。

3.6 加码投资电视剧制作力度，支持艺人经纪业务反哺主业

应对疫情影响，加强电视剧业务投资制作力度。公司 2019 年确认了《新笑傲江湖》《爱国者》《盗墓笔记 2》《八分钟的温暖》《逆流而上的你》《听雪楼》等的电视剧投资、发行收入，全年电视剧业务收入 2.38 亿元。20 年初公司在疫情状况下进行调整，发布 14 部电视剧片单对公司业绩进行补充，对冲疫情下带来的增收压力。

表 14：光线 2020 年电视剧剧单

电视剧	题材	电视剧	题材
山河枕	古装爱情	男神你走开	都市甜宠
春日宴	古装爱情	田螺有妇男	奇幻爱情
剩斗士郡主	古装爱情	麒麟	军旅热血
君生我已老	都市爱情	金玉王朝	民国传奇

她的小梨涡	青春校园	怪医黑杰克	漫改真人
所有的乡愁都是因为馋	美食爱情	大理寺日志	漫改真人
枕边有你	奇幻爱情	今天要去幼稚园	迷你剧

资料来源：公司公告，申万宏源研究

加强艺人经纪业务支持，拉动主营业务发展。公司于 2018 年发力艺人经纪及内容相关业务，借助影视剧项目新签约了一批优质艺人，目前签约艺人超 25 名。2019 年随着公司影视剧项目储备的不断丰富、对项目掌控力的不断提高，公司对优质艺人的吸引力和集聚力愈发增强。公司将已有艺人共同加入到主投、主控的影视剧项目中，用足够的能力和资源为艺人的成长发展提供更好的支持，在提升艺人价值的同时也反哺公司其他业务。此外，公司还成立了编剧导演事务部，加强对年轻代导演、优质编剧的挖掘和培养。2019 年公司部分艺人成长迅速，在多部影视剧项目中担纲重要角色，在商业活动中也体现了自身的影响力和价值，将影视剧业务就与艺人经纪业务进行紧密结合，为旗下艺人提供了更多机会。对于导演、编剧的业务安排，公司将工作重点从量的积累转向质的提升，建立长期合作关系。

表 15：光线传媒签约艺人名单（部分）

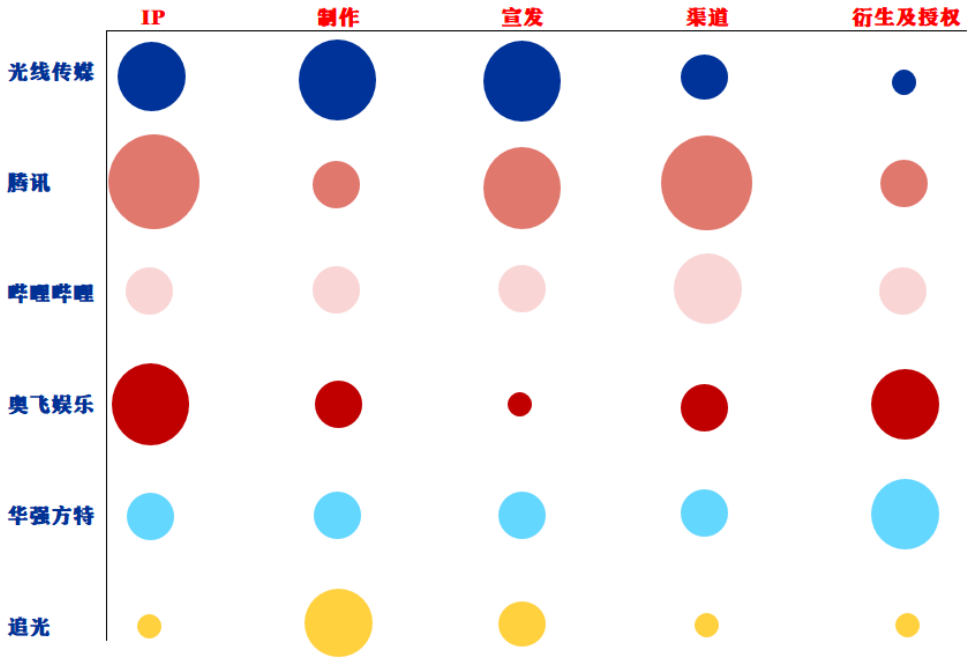
签约艺人	代表作品
包贝尔	《港囧》《钟馗伏魔》《致我们终将逝去的青春》
柳岩	《捉妖记 2》《从你的全世界路过》《大闹天竺》
包文婧	《左耳》《进击的男孩》《画壁》《暴走狂花》
赵文龙	《谁的青春不迷茫》
大左	《伤心童话》《咱们结婚吧》《青春最好时》
方龄	《画魂》《长恨歌》，和郭德纲合作主持《奥运大郭饭》
木幡龙	《一九二四》《南京！南京 !》《厨子戏子痞子》
马吟吟	《左耳》《无名之辈》《救我救我》
郭姝彤	《谁的青春不迷茫》《少年》《老男孩》《因为爱情》
姜卓君	《八分钟的温暖》《新笑傲江湖》《悍城》

资料来源：光线官网，猫眼数据，申万宏源研究

3.7 光线制作和宣发优势较为明显，综合能力行业领先

动画电影行业包含上游 IP、制作、宣发、下游渠道、授权及衍生品等多个环节。目前国内动画电影行业正处于景气度上升阶段，暂时没有一家公司能够在动画产业所有环节取得绝对优势，即使是资源丰富的互联网平台类公司腾讯，在 IP、宣发以及线上渠道优势明显，但在电影制作、衍生品等环节仍需要外协合作。哔哩哔哩拥有大量的二次元用户资源，用户具有巨大粘性，在 IP、周边衍生品等领域也有所涉猎，但 B 站主要投资方向为番剧制作，动画电影制作未有太多布局。奥飞娱乐拥有丰富的上游 IP 资源以及优秀的商业变现能力，但是公司旗下 IP 群多为 K12 向，成人向 IP 开发布局较少。同样，华强方特拥有较为出色的线下实景娱乐，但公司在动画电影方面除熊出没系列外其他优质 IP 较少。追光动画制作能力目前已受到行业认可，但其他环节少有布局，而制作环节对资金依赖较大。横向对比来看，光线传媒制作及宣发优势明显，综合能力行业领先。

图 39：国内头部动画电影制作及发行公司竞争优势示意图（圆圈面积代表能力维度）



资料来源：根据公开资料整理，申万宏源研究

表 16：国内知名动画电影公司竞争优势及战略

公司	工作室/知名动漫 IP	优势环节	公司战略
光线传媒	彩条屋：哪吒之魔童降世，大鱼海棠，大圣归来	电影制作能力	彩条屋投资超过 20 家动漫产业链上下游公司，几乎已涵盖中国顶级动漫制作团队，制作团队优秀；
			制作有序推进，计划每年出品 3-5 部动画电影；
		逐渐布局上游	拥有上游优质 IP 资源支持，计划在 5 年内推出 10 部漫改影视化作品；
		发行能力优秀	有十余年发行经验，发行渠道广，控股猫眼抢占线上发行
腾讯	腾讯动漫：一人之下，狐妖小红娘，全职高手，妖怪名单；	网文 IP 资源丰富；	资金基础雄厚，签约大量优质作者，IP 储备多元化；
	企鹅影视：魔道祖师，斗罗大陆；	用户基础；渠道发行	战略偏向动漫番剧，已有许多原创国产 IP 取得成功；
	玄机科技：秦时明月；		现初步涉足动画电影（《全职高手之巅峰荣耀》等），计划打造腾讯视频国漫英雄宇宙
	阅文集团：斗破苍穹，择天记		
哔哩哔哩	晋江授权：天官赐福、破云、残次品、天宝伏妖录等；	用户资源；	定位 UGC 社区平台，用户有巨大粘性；
	收购/参股日本动漫公司：	番剧制作发行；渠道	由作品引进向自主孵化转型，成立动画制作公司、收购工作室、投资制作以番剧为主，参与动画电影投资（比例较小）；
	Feel：这个美术社大有问题；		与索尼旗下 Funimation 合作，积极拓展海外市场；

	ZEXCS：魔鬼恋人； Assez Finaud Fabric：血型君系列		
华强方特	华强数字动漫：熊出没系列	主题乐园与衍生授权业务	定位适龄动画，分年龄段开发 IP，充分发挥 IP 效用； 立足主题乐园，衍生授权、异业合作并进
奥飞娱乐	奥飞：喜羊羊与灰太狼，贝肯熊； 有妖气：十万个冷笑话，镇魂街	K12 IP 丰富 衍生品开发授权	IP 以 K12 为主；收购有妖气布局 K12 以上领域的内容 衍生品开发制作有成熟产销体系
追光	追光人动画：白蛇·缘起	电影制作能力	定位成人向 IP 改编电影，重点布局年轻向细分领域

资料来源：各公司财报，天眼查，申万宏源研究

4. 首次覆盖，目标市值 402 亿

4.1 业务拆分

电影业务方面，我们假设 2020~2022 年营收增速为-50%，120%，20%。2019 年，《哪吒》票房达 50.13 亿元，为公司的 19 年全年业绩做出极大贡献。我们预计公司主控主投的动画电影《妙先生》、《姜子牙》等将在 2020 上映，但 20 年上半年由于疫情影响，原计划 20 年上映影片其中一部分延期至 21 年，故 20 年公司电影营收增长率为-55%，相比 19 年下降。2021 年公司除了大量筹备中的动画电影以及其他的真人电影项目储备外，且有一部分 20 年项目延期至 21 年上映，我们预计 21 年公司电影及衍生品业务增速为 120%。

电视剧业务方面，我们假设 2020~2022 年营收增速为 80%、5%和 5%。20 年为对冲疫情影响，公司推出 14 部电视剧片单，预计电视剧业务项目相比 19 年仅确认 4 部将大幅提升。预计公司 21 年消化完 20 年片单后项目数量回落并且保持稳定，2020~2022 年营收增长为 80%、5%和 5%。

游戏及其它业务方面，长期来看游戏板块增长有限,但其他业务中的衍生品及授权业务逐渐开始贡献业绩，我们假设 2020~2022 年营收增速分别为 10%、50%、90%。

我们预计 2020-2022 年公司整体毛利率为 43%/49%/51%。未来三年公司有大量优质项目储备，我们假设 2020~2022 年毛利率较高的动画电影业务贡献营收占比提升，电视剧业务维持之前毛利率水平，游戏及其它业务因有授权及衍生品等高毛利业务贡献毛利率逐渐提升。

表 17：光线传媒业务收入拆分（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2829.5**	**1759.9**	**3333.2**	**4001.5**
yoy	*90%*	*-38%*	*89%*	*20%*
毛利率	45%	43%	49%	51%
电影	**2531.7**	**1265.9**	**2784.9**	**3341.8**
yoy	*135%*	*-50%*	*120%*	*20%*
毛利率	46%	46%	50%	50%
电视剧	**237.9**	**428.3**	**449.7**	**472.2**
yoy	*-38%*	*80%*	*5%*	*5%*
毛利率	36%	36%	36%	36%
游戏及其他	**59.8**	**65.8**	**98.7**	**187.5**
yoy	*86%*	*10%*	*50%*	*90%*
毛利率	45%	48%	55%	66%

资料来源：申万宏源研究

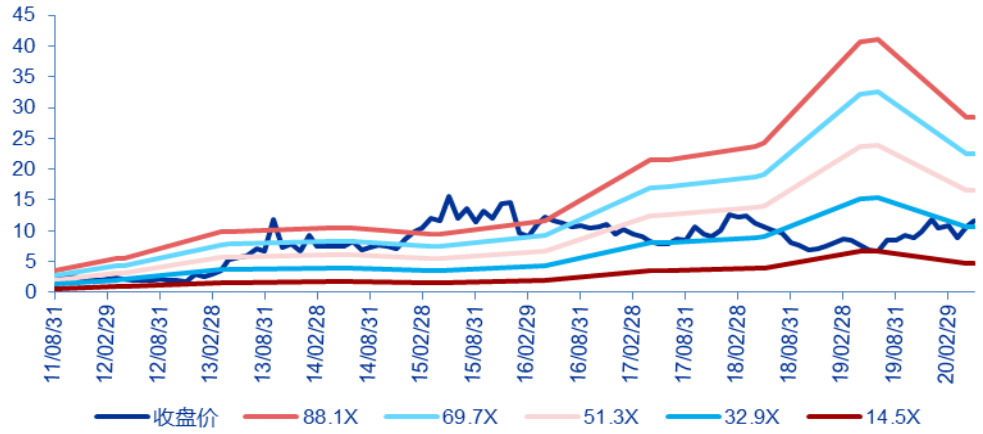
我们预计 2020-2022 年公司期间费用率保持之前水平。

综上，预测 2020-2022 年收入为 17.60 亿、33.33 亿、40.02 亿元，归母净利润为 6.73 亿、13.39 亿、16.80 亿。

4.2 历史估值波动

公司当前估值具有较高安全边际。2018 至 2019 上半年，公司部分主控影片票房不及预期，叠加影视行业监管趋严，公司估值下降明显。19 年下半年开始，影视行业回归理性的发展阶段，且公司主投影片《哪吒》表现优异，估值逐渐修复。从光线上市以来的 PE Band（最新年报）来看当前公司股位于 33X 附近，位于上市以来历史估值中枢偏下区间，具有较高安全边际。

图 40：上市以来光线传媒 PE Band（元，X）

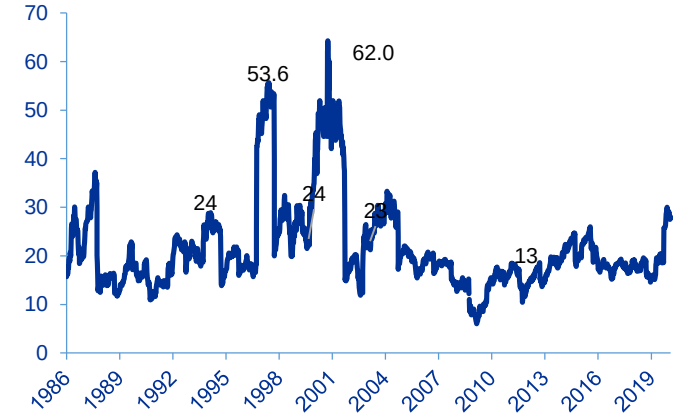


资料来源：Wind，申万宏源研究

4.3 可比公司估值法目标市值 402 亿

北美市场来看，海外动画龙头迪士尼在 1990-2010 年步入快速成长期，期间诞生了《小美人鱼》、《美女与野兽》等经典动画电影 IP 作品。公司 2001 年前估值波动较大，1997 年和 2000 年，公司 PE（TTM）两次达到高峰分别为 53.6X 和 62.0x，分别为迪士尼在此期间以 195.44 亿美元收购网络电视公司 Capital Cities/ABC Inc 及以 52 亿美元收购美国著名电视频道 ABC Family Worldwide Inc。2001-2006 期间，迪士尼 PE(TTM)约 25X，在同时间段动画内容景气度高的情况下，以皮克斯为代表的动画制作工作室的 PE（TTM）平均水平约为 38x。

图 41：迪士尼 PE（TTM）估值变化



资料来源：Bloomberg、申万宏源研究

图 42：皮克斯 PE（TTM）估值变化

资料来源：Bloomberg、申万宏源研究

日本市场方面来看，得益于《海贼王》《龙珠》《数码宝贝》等优质 IP 的开发，东映公司在 2010 年之前高速成长，2002-2006 年间公司平均 PE 为 15X，但在 08 年金融危机后估值大幅回落，14 年后逐渐恢复至 20X 以上。1992-2001 年为东宝公司繁荣发展期，期间推出了《蜡笔小新》《名侦探柯南》等优秀系列电影，2001 年《千与千寻》获得日本动画电影票房第一。1992-2000 年期间公司逐步证明其动画电影龙头地位后估值逐年提升至 30X 以上，最高达 52X。总体来看，日本动画产业在 2000 年后繁荣发展，在市场景气度高时，东宝 PE(TTM)平均水平约为 29X 左右。

图 43：东映动画 PE（TTM）估值变化

资料来源：Bloomberg、申万宏源研究

图 44：东宝 PE（TTM）估值变化

资料来源：Bloomberg、申万宏源研究

首次覆盖，给予“增持”评级。采用相对估值法，选取可比公司万达电影、中国电影、横店影视、华策影视及芒果超媒。因疫情影响放大可比公司业绩波动，故采用 2021 年盈利预测进行估值，可比公司 2021 年平均 PE 为 27x, 平台型公司芒果超媒 51x。我们认为光线传媒已经具有完善的动画电影制作和发行体系，并能在此基础上经营动漫 IP、进行品牌化运营和内容系列化制作，持续地产出优质影片，并通过 IP 开发拓展变现价值。1）考虑到公司动画电影行业龙头地位，回顾日美可参考动画电影龙头历史，其中代表皮克斯动画业务结构与光线较为相似，其 PE（TTM）在 2001-2006 年平均为 38X，日本动画电影巨头东宝在 2000 年后动画产业繁荣发展期间平均 PE(TTM)为 29X；2)从 PE band 来看，历史上市场对于光线也给与了较高的估值溢价，历史估值中枢保持在 30X 以上；故给予公司 2021 年 30X，目标市值 402 亿元，给予“增持”评级。

表 18：影视公司估值表

证券简称	2020/6/1		净利润（百万元）			PE		
	收盘价(元)	总市值（亿元）	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
万达电影	16.9	336	425	1835	2234	79	18	15
中国电影	13.5	246	397	1182	1310	62	21	19
横店影视	15.5	96	191	351	417	50	27	23
华策影视	7.1	120	532	665	758	23	18	16
芒果超媒	57.5	944	1530	1845	2199	62	51	43
平均值						55	27	23

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：上述预测公司为 Wind 一致预期

5. 风险提示

影视项目延期，表现不及预期风险。对于项目制公司而言产品制作需要一定周期、项目上线前的表现无法准确预测。因此项目制公司面临项目延期风险和产品表现不及预期风险。

影视内容监管政策趋严风险。国内影视行业受到国家相关政策和职能部门监管，面临影视内容的监管风险趋严导致公司项目无法上线等。

财务摘要

合并损益表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,492	2,829	1,760	3,333	4,002
营业收入	1,492	2,829	1,760	3,333	4,002
营业总成本	1,850	1,779	1,120	1,978	2,260
营业成本	1,010	1,563	996	1,710	1,946
税金及附加	4	2	4	7	8
销售费用	3	2	4	7	8
管理费用	79	169	106	200	240
研发费用	10	14	9	17	20
财务费用	18	29	3	39	38
其他收益	4	11	11	11	11
投资收益	2,283	407	63	252	278
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	-66	5	-9	-2
资产减值损失	-726	-290	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,928	1,112	718	1,608	2,028
营业外收支	4	1	0	0	0
利润总额	1,932	1,113	718	1,608	2,028
所得税	566	166	46	271	350
净利润	1,366	947	672	1,337	1,678
少数股东损益	-7	-1	-1	-1	-2
归母净利润	1,373	948	673	1,339	1,680

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,366	947	672	1,337	1,678
加：折旧摊销减值	739	369	2	18	12
财务费用	85	56	3	39	38
非经营损失	-2,327	-389	23	-252	-278
营运资本变动	-324	637	-158	-316	196
其它	-16	0	30	-47	22
经营活动现金流	-476	1,619	572	779	1,667
资本开支	12	5	10	14	15
其它投资现金流	2,098	-454	-1,017	425	323
投资活动现金流	2,086	-459	-1,027	411	308
吸收投资	0	24	0	0	0
负债净变化	-984	-338	0	0	0
支付股利、利息	675	200	149	139	239
其它融资现金流	-6	-4	0	0	0
融资活动现金流	-1,665	-518	-149	-139	-239
净现金流	-54	643	-604	1,050	1,736

资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,835	4,802	4,075	6,192	7,946
现金及等价物	1,870	2,513	1,909	2,959	4,695
应收款项	1,016	806	850	1,152	1,162
存货净额	1,547	1,164	1,027	1,745	1,774
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	402	318	290	337	315
长期投资	5,814	6,030	6,988	6,721	6,580

固定资产	38	33	36	42	48
无形资产及其他资产	159	124	60	54	50
资产总计	10,846	10,989	11,160	13,010	14,624
流动负债	1,201	1,956	1,701	2,415	2,651
短期借款	16	675	675	675	675
应付款项	1,159	1,253	996	1,710	1,946
其它流动负债	26	28	30	30	30
非流动负债	1,003	55	55	55	55
负债合计	2,204	2,011	1,757	2,470	2,706
股本	2,934	2,934	2,934	2,934	2,934
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,386	2,004	2,004	2,004	2,004
其他综合收益	-34	-163	-263	-363	-463
盈余公积	320	412	478	609	773
未分配利润	3,039	3,748	4,208	5,315	6,630
少数股东权益	-2	44	43	41	40
股东权益	8,643	8,978	9,404	10,540	11,917
负债和股东权益合计	10,846	10,989	11,160	13,010	14,624

资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.47	0.32	0.23	0.46	0.57
每股经营现金流	-0.16	0.55	0.20	0.27	0.57
每股红利	0.01	0.01	0.05	0.03	0.07
每股净资产	2.95	3.05	3.19	3.58	4.05
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	76.3	14.0	10.6	19.8	25.6
ROE	15.9	10.6	7.2	12.7	14.1
毛利率	32.3	44.8	43.4	48.7	51.4
EBITDA Margin	131.6	40.8	41.3	49.7	51.9
EBIT Margin	130.7	40.3	40.9	49.4	51.6
营业总收入同比增长	-19.1	89.7	-37.8	89.4	20.0
归母净利润同比增长	68.5	-31.0	-29.0	99.0	25.5
资产负债率	20.3	18.3	15.7	19.0	18.5
净资产周转率	0.17	0.32	0.19	0.32	0.34
总资产周转率	0.14	0.26	0.16	0.26	0.27
有效税率	-161.4	23.5	7.0	20.0	20.0
股息率	0.1	0.1	0.4	0.3	0.6
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	25.6	37.7	52.4	26.2	21.1
P/B	4.1	4.0	3.8	3.4	3.0
EV/Sale	22.6	11.7	18.6	9.6	7.6
EV/EBITDA	17.2	28.6	44.9	19.3	14.6
股本	2,934	2,934	2,934	2,934	2,934

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。