



Research and
Development Center

动画电影占先机，细水长流看未来

——光线传媒（300251.SZ）深度报告

2020年8月2日

王建会 传媒行业分析师

证券研究报告

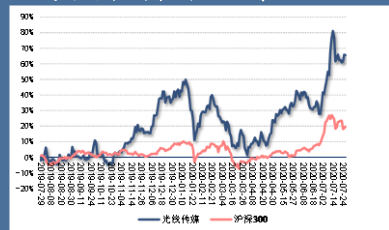
公司研究——深度研究

光线传媒 (300251.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级 增持

光线传媒相对沪深 300 表现



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.7.31)

收盘价(元)	13.3
52周内股价波动区间(元)	16.45/7.86
最近一月涨跌幅(%)	23.71%
总股本(亿股)	29.34
流通A股比例(%)	94.89
总市值(亿元)	390

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

动画电影占先机, 细水长流看未来

光线传媒深度报告

2020年8月2日

本期内容提要:

- ◆ **光线传媒是电影行业龙头出品公司。**公司主要业务包括电影出品与发行业务、电视剧出品业务、艺人经纪业务、产业投资业务等, 电影及衍生业务收入占比近 90%, 出品过《哪吒之魔童降世》、《一出好戏》、《泰囧》、《从你的全世界路过》等电影。
- ◆ **行业: 电影内容端集中度提升, 动画电影更易形成寡头垄断。**1、近年来影视行业参与者数量减少, 疫情加速了内容端中小影视公司的出清, 另外头部影片的票房占比上升, 从供给和需求两方面都能看出电影行业集中度上升的趋势, 头部影视公司有望受益于集中度上升的趋势。2、动画电影具有艺术性和科技性兼具的特点, 在剧本、导演、建模、原画、渲染上有很高的要求, 因此国外动画电影主要出自迪士尼、梦工厂、皮克斯、照明娱乐等几个头部工作室, 我国动画电影刚处于行业起步阶段, 先进的大公司有望获得更多的市场份额。
- ◆ **公司看点 1: 真人电影擅长以小博大, 以制片人为核心的模式增加项目的稳定性。**公司采用轻资产运营模式, 电影业务以制片人为核心推进, 类似好莱坞模式, 公司希望培养 20 个独挡一面的制片人, 电影投资上擅长以小博大, 分散投资, 投资的影片有较高的投资收益率。另外公司作为行业龙头有望受益于行业集中度上升的趋势。
- ◆ **公司看点 2: 动画电影业务有较大发展潜力。**根据我们测算, 未来十年国产动画电影将能达到 20% 的复合增长速度, 公司较早进入动画电影行业, 投资了产业链上 20 多家工作室, 如大千阳光 (擅长 CG)、十月文化 (剧本、导演) 等, 出品了《哪吒之魔童降世》《大鱼海棠》《大护法》等高品质动画电影, 公司在全年龄向动画电影中处于领先地位, 持续的技术、管理的沉淀有望帮助公司持续维持竞争优势。目前来看动画电影投资收益率丰厚, 成本目前处于较低阶段, 具有较高的投资价值。
- ◆ **公司看点 3: 产业投资具有先见性。**公司投资了猫眼娱乐、当虹科技、新丽传媒 (已卖出) 等产业内公司, 公司投资策略偏向分散投资, 强调业务协同性和投资报酬率, 对公司业绩有显著增量价值。另外并购猫眼娱乐对公司发行业务和电影布局有明显协同作用, 提高了发行、宣传、投资业务的精准性。提高电影发行的精准程度对三四线城市票房将有显著的提升, 猫眼等掌握观众数据的平台重要性将持续提升。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 12.24、26.93、32.10 亿元, 归母净利润分别为 2.99、10.78、13.16 亿元, 对应 2020 年 7 月 31 日收盘价 13.30 元的静态 PE 为 130、36、30。疫情对电影行业 2020 上半年业绩产生了较大的影响, 但随着复产复工的有序推进, 电影票房收入有望恢复疫情前水平; 随着影片内容质量的提升, 我国电影行业有望重回快速增长轨道; 动画电影有望迎来爆发, 且市场空间广阔, 并存在较强的技术和成本壁垒, 公司为电影行业龙头企业, 有望受益于内容集中度提升趋势, 且公司较早布局动画电影行业,

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

动画项目储备丰富，再次出现爆款影片可行性较大。综上所述，上调公司评级至“买入”。

◆**股价催化剂：**《姜子牙》《妙先生》口碑票房超预期，电影市场恢复进度超预期。

◆**风险因素：**疫情持续导致电影消费下降风险，动画电影人才流失风险，动画电影项目风险，真人电影项目风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1491.53	2829.45	1223.51	2692.83	3209.86
增长率 YoY %	-19.09%	89.70%	-56.76%	120.09%	19.20%
归属母公司净利润(百万元)	1373.29	947.59	299.04	1078.17	1315.60
增长率 YoY%	68.46%	-31.00%	-68.44%	260.54%	22.02%
毛利率%	32.26%	44.76%	31.32%	38.04%	42.11%
净资产收益率 ROE%	15.87%	10.61%	3.27%	10.93%	12.24%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.32	0.10	0.37	0.45
市盈率 P/E(倍)	28.88	41.86	130.47	36.19	29.66
市净率 P/B(倍)	4.59	4.44	4.27	3.96	3.63

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2020年07月31日收盘价

不同于市场的观点：

1、动画电影的发展前景高于市场预期。从《哪吒之魔童降世》的票房可以看到观众对全年龄向的动画电影有较高的欢迎度，符合三四线城市的电影内容需求，另外二次元文化渗透率快速提升，动画艺术有望成为主流表达形式之一；从供给端看，我国动画工作室早期以代工起步，技术方面的积累已经可以支持产业的爆发，目前的瓶颈主要在动画资金的投入和项目的需求上。动画电影的投资收益被验证后，产业有望迎来爆发增长。

2、动画电影制作的复用性较高，成本、进入壁垒优势高于市场预期。动画电影不仅有艺术性还有技术性，作为人力密集型产业，制作上的复用性对成本的影响较大，对外部竞争者形成进入壁垒。公司较早布局产业，在人才、技术上的积累有了很大的优势，有望持续提升市占率。

3、光线的制片管理能力将有效推动动画电影的工业化，稳定性高于市场预期。公司以制片人为核心的投资模式将有效保证电影项目的完工率、市场接受水平。

核心投资逻辑：

公司看点 1：真人电影擅长以小博大，以制片人为核心的模式增加项目的稳定性。公司采用轻资产运营模式，电影业务以制片人为核心推进，类似好莱坞模式，公司希望培养 20 个独挡一面的制片人，电影投资上擅长以小博大，分散投资，投资的影片有较高的投资收益率。另外公司作为行业龙头有望受益于行业集中度上升的趋势。

公司看点 2：动画电影业务有较大发展潜力。根据我们测算，未来十年国产动画电影将能达到 20% 的复合增长速度，公司较早进入动画电影行业，投资了产业链上 20 多家工作室，如大千阳光（擅长 CG）、十月文化（剧本、导演）等，出品了《哪吒之魔童降世》《大鱼海棠》《大护法》等高品质动画电影，公司在全年龄向动画电影中处于领先地位，持续的技术、管理的沉淀有望帮助公司持续维持竞争优势。目前来看动画电影投资收益率丰厚，成本目前处于较低的阶段，具有较高的投资价值。

公司看点 3：产业投资具有先见性。公司投资了猫眼娱乐、当虹科技、新丽传媒（已卖出）等产业内公司，公司投资策略偏向分散投资，强调业务协同性和投资报酬率，对公司业绩有显著增量价值。另外并购猫眼娱乐对公司发行业务和电影布局有明显协同作用，提高了发行、宣传、投资业务的精准性。提高电影发行的精准程度对三四线城市票房将有显著的提升，猫眼等掌握观众数据的平台重要性将持续提升。

目 录

公司分析	1
(一) 公司发展历程	1
(二) 公司业务介绍：“内容为王”驱动核心业务发展，动漫新贵勇创行业纪录。	2
(三) 公司财务分析	4
行业分析	8
动画电影：赛道具备长期增长潜力，还未形成产业规模，供给与需求存在较大缺口	11
动画电影特点：在生产和变现上与真人电影差异明显	14
动画市场空间：未来十年复合增长率有望超过 20%	16
公司业务：动画电影打开业绩空间，真人电影有望实现工业化生产	19
影片投资与发行：投资业务以制作人核心，掌握线上线下发行渠道	19
动画电影：起步早的高成长性行业	21
其他业务：产业投资报酬丰厚，电视剧、艺人经济业务进展顺利	24
短期看点：优质项目储备丰富，影院重新开放后业绩有望释放	25
盈利预测、估值与投资评级	26
盈利预测及假设	26
营运假设：	28
利润预测：	28
估值与投资评级	28
风险因素	29

表 目 录

表 1 2017-2019 年票房前五的动画电影	13
表 2 美国动画电影平均制作成本	14
表 3 我国头部动画电影制作成本	15
表 4 按比例法对国产动画电影空间测算（单位：亿元）	17
表 6 票房超过 7000 万的国产动画影片及出品方	21
表 7 光线传媒旗下电影制作公司及作品	23
表 8 公司投资标的投资成本与出售价格	24
表 9 光线传媒储备电影项目	25
表 10 分业务对公司未来三年收入、成本、毛利、毛利率预测（单位：万元）	26
表 11 未来三年公司主要营运变量假设（单位：万元）	28
表 12 未来三年对公司利润的预测（单位：万元）	28
表 13 相对估值表	29

图 目 录

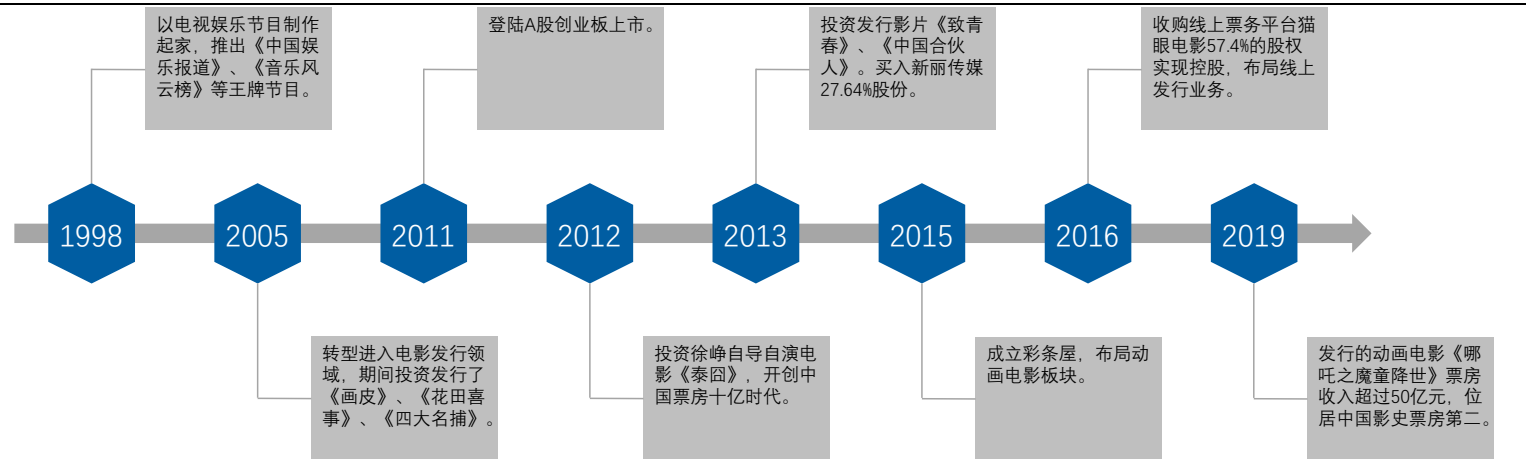
图 1 光线传媒公司发展历程	1
图 2 光线传媒股权结构（截至 2020 年 3 月 31 日）	2
图 3 发行方票房分成比例图	3
图 4 2015-2019 年公司收入及增长率	4
图 5 2015-2019 年公司归母净利润、扣非净利润及增长率	4
图 6 2016-2019 年公司不同业务收入占比情况	5
图 7 2016-2019 年公司电影及衍生品营收情况	5
图 8 2016-2020Q1 公司毛利率、净利率情况	5
图 9 2016-2020Q1 公司期间费用率情况	5
图 10 2016-2019 年公司不同业务毛利率情况	6
图 11 2016-2020Q1 公司现金流情况（亿元）	7
图 12 2019 年末资产构成（亿元）	7
图 13 2010-2020Q1 公司资产负债率情况	7
图 14 2011-2019 年中国电影年票房及增长率	9
图 15 2012-2019 年观影人次及年新增荧幕数	9
图 16 2011-2019 年中国 top5、top10 电影票房占比情况	9
图 17 2011-2019 年中国 top10 票房国产电影与非国产电影占比情况	9
图 18 2017-2019 年不同票房区间影片数量	10
图 19 2011-2019Q1 中国电影备案数	10
图 20 2020 上半年影视公司注销数量（个）	10
图 21 北美动画电影票房（亿，美元）	11
图 22 2013-2019 年中国泛二次元用户规模	11
图 23 2013-2019 年中国在线动画用户规模	11
图 24 《熊出没》系列电影票房（亿元）	12
图 25 《冰雪奇缘 2》、《狮子王》、《哪吒之魔童降世》及《大鱼海棠》衍生品	15
图 26 2011-2019 年中国与北美动画电影票房及占比	16
图 27 2020-2031 年不同票房区间的动画电影数量假设	18
图 28 两种方法测算的 2020-2031 年动画电影总票房（亿元）	18
图 29 美国好莱坞中等投资电影项目组织结构图	19
图 31 2016-2019 年猫眼主控发行电影的总票房（亿元）	21
图 32 大鱼海棠衍生品-抱枕、手办	24

公司分析

（一）公司发展历程

光线传媒主营影视剧的投资、发行、制作业务，公司前期以电视娱乐节目制作起家，推出了《中国娱乐报道》、《音乐风云榜》等王牌节目，后受两台合并政策的影响，利润空间受到挤压，2005年转型进入电影发行领域，此期间投资发行了《画皮》《花田喜事 2010》《四大名捕》等影片，均取得不错票房和口碑，2011年登陆A股创业板上市，2012年投资徐峥自导自演电影《泰囧》，开创了我国票房的十亿时代，2013年投资发行影片《致青春》《中国合伙人》均取得票房上的成功，从2012年开始进入电视剧行业，先是购买欢瑞世纪4.81%的股权，后于2013年买入新丽传媒27.64%股权（2018年10月出售给林芝腾讯科技有限公司），实现了电视剧业务的快速成长，2015年成立彩条屋布局动画电影板块，先后投资了20多家产业链上下游公司，出品了《大鱼海棠》《大护法》，协助推广了《你的名字。》《千与千寻》等影片，2019年出品、发行的动画电影《哪吒之魔童降世》票房收入超过50亿元，位居中国影史票房第二。2016年收购线上票务平台猫眼电影19%的股权，布局线上发行业务，与原有发行业务形成补充。

图 1 光线传媒公司发展历程

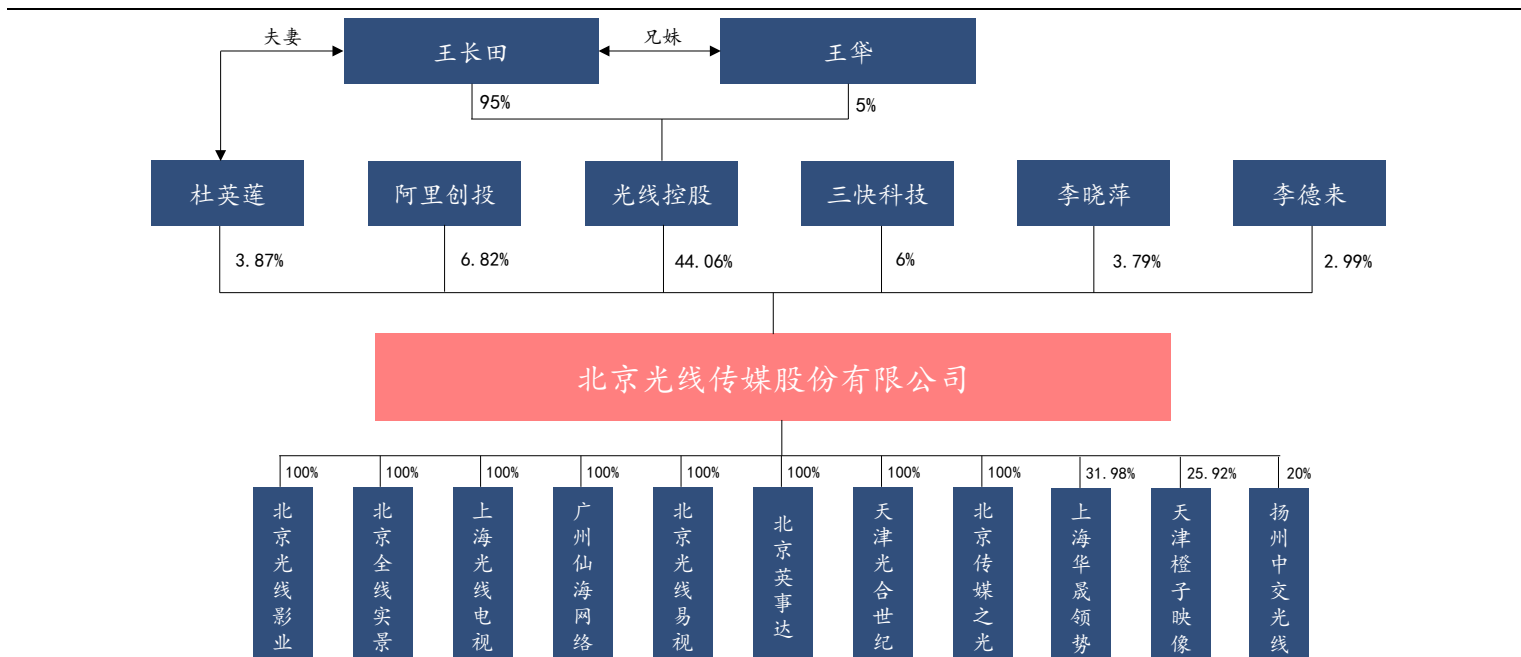


资料来源：公司公告，招股书，信达证券研发中心

公司股权结构稳定集中，管理层行业经验丰富。截至2020年3月末，公司实际控制人为王长田先生，通过上海光线投资控股有限公司持有公司股权为44.06%。第二大股东为阿里创投，持有6.82%股权。第三大股东为北京三快科技（美团），持有6%股权，主要为收购猫眼电影时换股进入。王长田先生毕业于复旦大学新闻系，记者出身，早期在报刊工作，后进入电视台任节目制作人，1998年进入娱乐行业，创办光线传媒，打造了多个王牌电视节目，进入电影行业后担任影视制作人，投资了《泰

《哪吒之魔童降世》等多个里程碑式的爆款作品，行业经验丰富。

图 2 光线传媒股权结构（截至 2020 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

（二）公司业务介绍：“内容为王”驱动核心业务发展，动漫新贵勇创行业纪录。

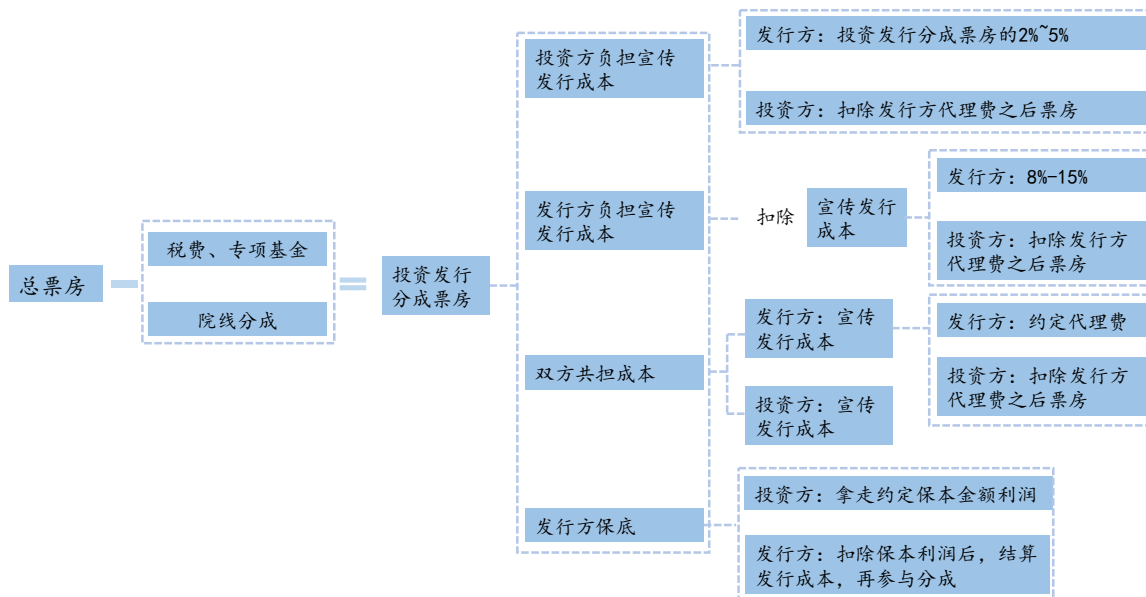
公司目前业务包括：电影业务、动漫业务、电视剧（含网剧）业务、艺人经纪及内容相关业务和产业投资业务，其中电影业务为公司核心业务。

电影业务：主要业务为电影的发行、投资和宣传推广业务。公司从发行切入电影行业，拥有完整的发行网络架构，覆盖全国主要城市，**发行工作**主要是指同全国各大院线就电影放映达成合作，合作协议主要对影片上映时间、投入拷贝数量、放映场次、最低票价、票房收入分成比例及结算方式等作出规定，在地推发行中，映前进行市场调查、产品推介、宣传品落实等工作，映中进行票房数据检查、活动推广等工作，映后进行拷贝回收、统计票房核对等工作，在网推方面，协同猫眼进行影片热点运营，大数据分析，信息反馈等工作。

发行业务收入获取与具体签订协议相关，主要变动在于宣传成本发行方承担还是制作方承担，制作方承担发行成本情况下，

发行方代理费一般为 2%-5%，发行方承担发行成本时，代理费一般为 8%-15%，代理费的分成基准为扣除税费、院线影院分成、宣传成本分成之后的净票房。此外，如果采用保本分成的方式，发行方需要先保证制作方的净利润，在保本点之上的利润才进行扣除宣传费用、赚取代理费、票房分成等一系列操作。一般情况下，公司会对发行的影片进行投资，在扣除发行代理费之后，还会赚取投资分成。

图 3 发行方票房分成比例图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

动漫业务：主要包括动画电影投资制作、动漫内容创作和相关衍生品，是公司近年大力推进的重点业务，也是目前横向领域中最具优势的业务板块。2015 年公司成立彩条屋影业，从 15 年开始陆续投资了 20 多家动画工作室，彩条屋推出了《大鱼海棠》、《你的名字。》、《大护法》、《昨日青空》等多部优质动画电影作品，2019 年公司独家发行的动画电影《哪吒之魔童降世》打破中国市场最高观影人次、单日排片纪录、单日票房占比纪录等十数项纪录，并夺得 2019 年度内地票房冠军。2019 年公司推出以青年向作品为主的原创漫画平台《一本漫画》APP，作为内容 IP 蓄水池。目前《深海》、《大鱼海棠 2》、《西游记之大圣闹天宫》等动画电影正在制作过程中。

电视剧业务：主要包括投资、发行电视剧、网剧。2019 年《八分钟的温暖》、《逆流而上的你》、《听雪楼》、《遇见幸福》、《怒海潜沙&秦岭神树》等电视剧（网剧）播出并取得优异的成绩。2020 年《新世界》也在东方卫视、北京卫视、腾讯视频、爱

奇艺播出。

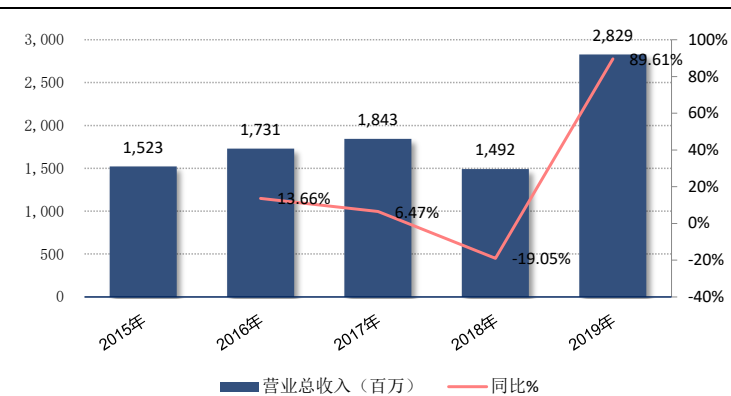
艺人经纪及内容相关业务：主要包括导演、编剧、歌手、演员的经纪业务和实景娱乐开发项目。2019年公司对艺人经纪业务加大投入，该项业务收入进一步提升。同时，公司在艺人经纪、编剧导演及文学版权方面实现联动以降低成本、提升效率。实景娱乐方面，采用PPP合作模式投资建设的光线（扬州）中国电影世界项目处于建设过程中，主体部分包括：国际制片基地、影视文创基地、电影文化城、光线电影小镇、电影主题公园、影视主题度假区、影视主题社区等七大主题板块。

产业投资业务：主要包括影视、动漫、互联网等行业投资。2019年，公司参股的Maoyan Entertainment、杭州当虹科技股份有限公司分别在香港联交所和科创板上市。公司重点投资的动漫领域已覆盖20余家公司，希望实现优质内容自给自足。

（三）公司财务分析

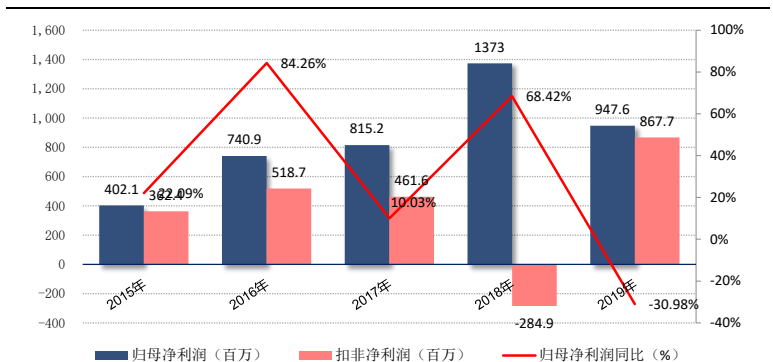
公司业绩稳中有进，以强劲主业实力应对外部冲击。公司立足影视业务板块，稳定输出高水平、高票房、好口碑的电影与电视剧作品。2016-2019年间，公司主营业务收入CAGR达到17.79%，仅在2018年由于视频直播业务不再并表略有下降，其余年份均保持10%以上增长，2019年因主投影片《哪吒之魔童降世》表现较好，收入和利润均取得较高增速。利润方面，总体看公司利润较为稳定，2018年扣非净利润与归母净利润相差较多主要因出售新丽传媒确认了高额的投资收益，扣非净利润大幅下降主要因公司当年收入下降，且确认了7.26亿的资产减值损失（坏账、长期股权投资、商誉减值等）。2020年一季度受疫情影响，春节档、情人节档众多影片被迫撤档，营业收入与归母净利润大幅下降。但公司储备项目丰富，多部热门影片处于制作完成或后期制作阶段，2020年全年业绩值得期待。

图 4 2015-2019 年公司收入及增长率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

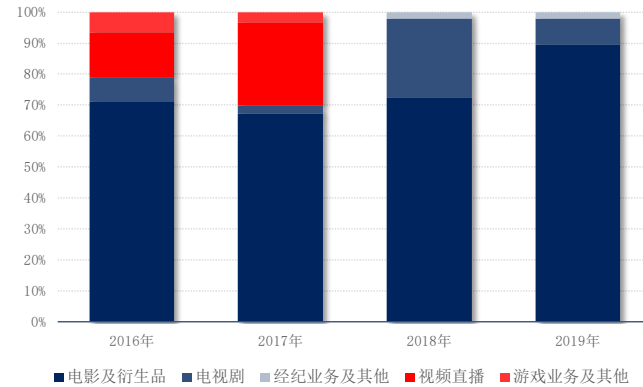
图 5 2015-2019 年公司归母净利润、扣非净利润及增长率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

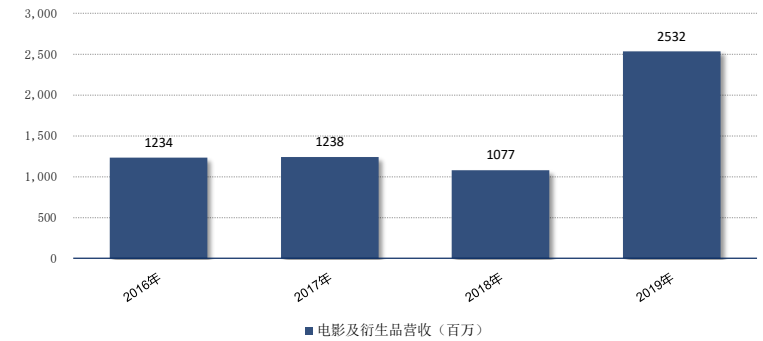
从营收构成看，电影业务为公司第一大主营业务，且增长良好。2019年公司电影业务实现营收25.32亿元，占总营收比重达到89.48%，2016-2019年CAGR达到27.07%，高于公司主营业务增速。电视剧（含网剧）业务和经纪业务及其他营收占比分别为8.41%、2.11%。

图 6 2016-2019 年公司不同业务收入占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7 2016-2019 年公司电影及衍生品营收情况

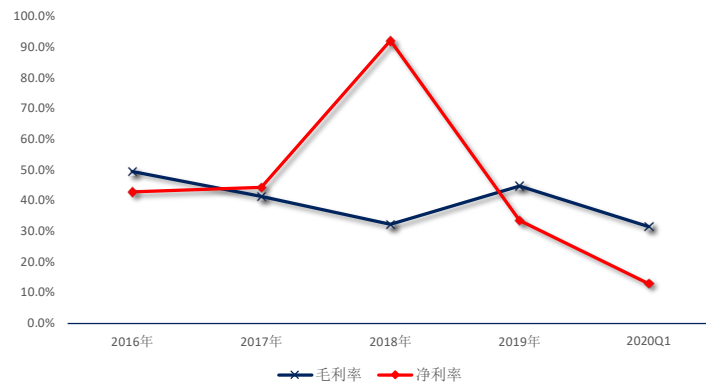


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司毛利率相对稳健，费用结构合理可控。2019年毛利率和净利率分别为44.76%和33.49%，毛利率较2018年提升12.5pct，主要由于电影业务毛利率提升及比重增加，经纪业务毛利率大幅升高。净利率下降58.58pct，主要是公司2018年出售新丽传媒股份获取高额的投资收益所致。毛利率总体保持稳定，除2018年受影视行业整体毛利率下降影响，其他年份均保持40%以上毛利率。受疫情影响，2020年一季度毛利率和净利率分别下降至31.55%和13.03%，主要受疫情影响。费用端来看，随着公司营收规模不断提升，三费率较2016、2017年大幅下降，2019年管理费用率、财务费用率、销售费用率分别为5.96%、1.02%、0.07%，期间费用率较去年略微增加0.37pct。

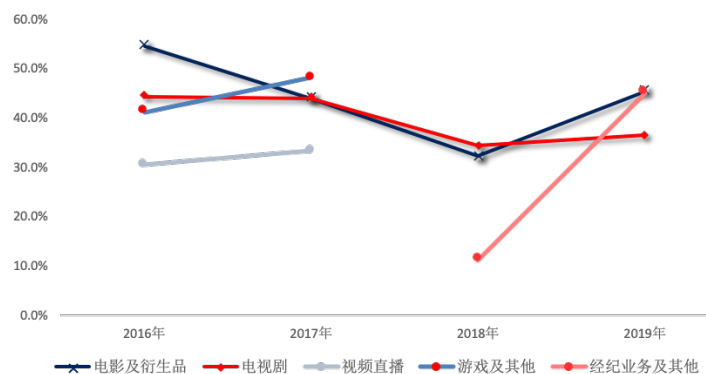
图 8 2016-2020Q1 公司毛利率、净利率情况

图 9 2016-2020Q1 公司期间费用率情况

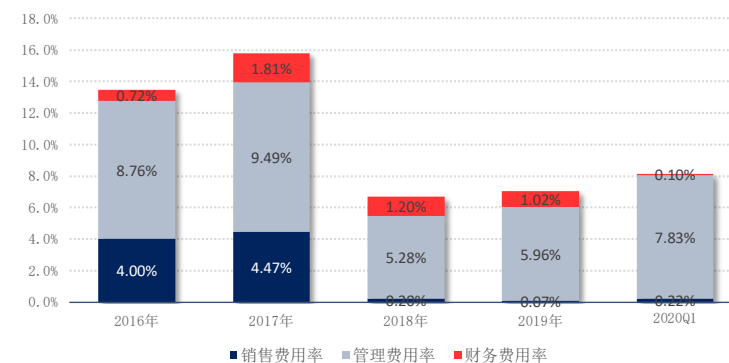


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10 2016-2019 公司不同业务毛利率情况



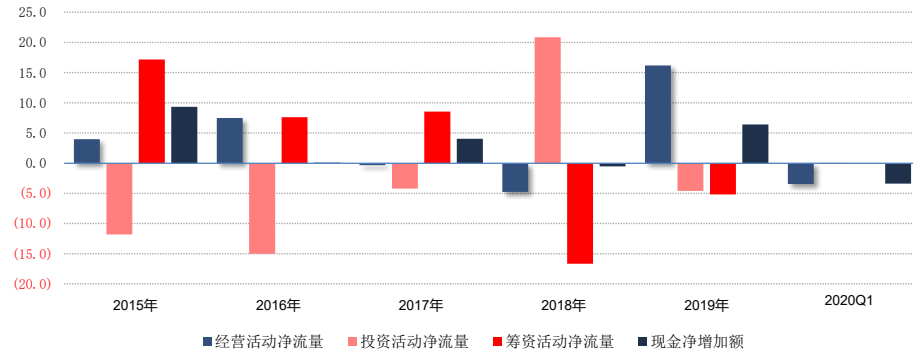
资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

总体来看公司现金流较为健康，2018 年出售新丽股权获得了大额现金。2015、2016、2019 年公司经营现金流均为正，2017、2018 年经营现金流为负，公司每年投资现金流支出最多，大部分由筹资来的现金支持，2016、2017 年共发行了 20 亿元债券，但 2018 年出售新丽股权获得投资收益 22 亿，弥补了公司的投资资金缺口，2020 年上半年受疫情影响电影业务回款受到较大影响，2020 年下半年影院开门后公司有望实现正常的现金流转。

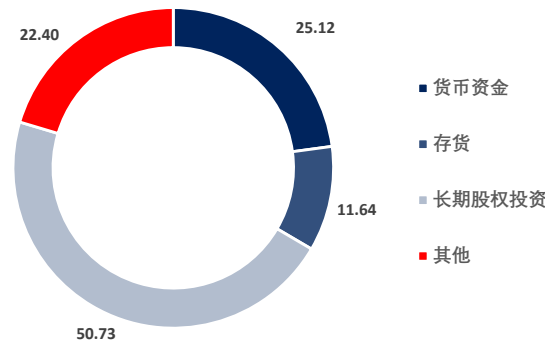
图 11 2016-2020Q1 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

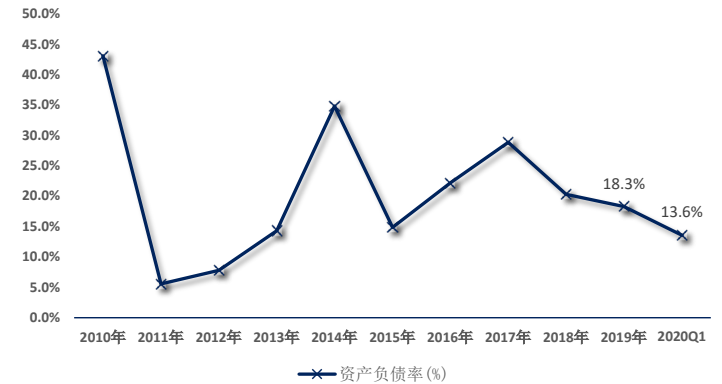
资产方面, 货币资金和长期股权投资占比约 70%, 存货占比 10%, 基本无固定、无形资产, 为典型的轻资产运营模式。2019 年公司最大比例资产为长期股权投资, 与公司广投资而不控股的投资策略表现一致, 另一大资产类别为货币资金, 影视公司项目周期长, 需要较高的营运周转资金, 存货为 11.64 亿元, 占比约 10%, 排名前五的存货分别为《坚如磐石(黑洞)》(后期制作)、《新世界》(电视剧, 已播出)、《对的时间对的人》(已取得发行许可)、《姜子牙》(后期制作, 已取得发行许可)、《墨多多谜境冒险》(后期制作)。资本结构健康, 2019 年资产负债率仅 18.3%, 负债率较低, 所有者权益中实收资本 29.34 亿元, 资本公积 20.04 亿元, 未分配利润 37.48 亿元。上市以来平均分红率为 27.76%, 每年分红率从 10%到 72%不等。

图 12 2019 年末资产构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 13 2010-2020Q1 公司资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

行业分析

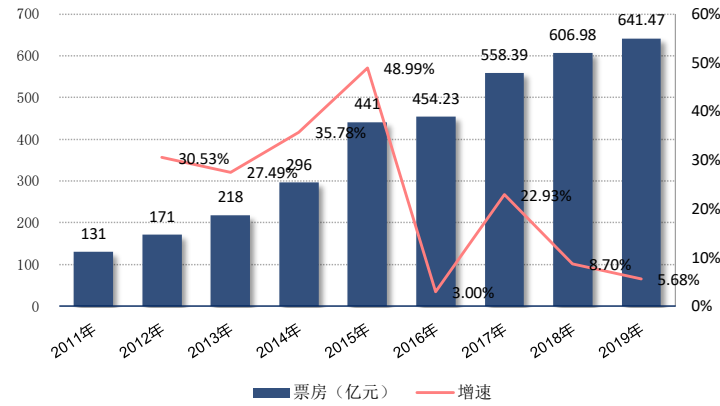
电影行业：生产端与消费端集中趋势明显，腰部影片数量仍有不足

电影市场增速下降，票房呈现头部集中，国产片崛起趋势明显。2019 年国内电影票房规模稳步提升至 641.47 亿元，但是 2015-2019 年 CAGR 仅为 9.82%，低于 2011-2015 年的 35.45%，观影人次增长压力较大，2019 年仅增加 0.1 亿观影人次。从结构看，前十名影片总票房占比逐年提高，2019 年 top5 电影分账票房占比达 31.50%，top10 电影分账票房占比达 44.70%。国产片票房逐渐超过进口片，国产电影深谙国内观众口味，注重讲述中国故事的优势逐渐凸显，收获了更多的观众，进口片受众范围较小，2019 年 top10 票房电影中，国产电影占 8 部，较 2011 年增加一倍，2011-2019 年度票房冠军国产电影占 7 席，非国产电影仅占 2 席。

票房处于由渠道驱动向内容驱动转变的过渡期，腰部影片较少，大盘票房增长仍有空间。2009 年《文化产业振兴计划》后电影行业迎来十年发展期，影院数量快速增长，资金涌入电影行业，使电影市场快速下沉，票房从 2011 年的 131 亿元增长到了 2015 年的 441 亿元，此后由于烂片较多、内容满足不了观众需求，增速开始下滑。到 2017 年之后，《我不是药神》《红海行动》《流浪地球》《中国机长》等优质影片获得口碑与票房双丰收，口碑与票房的正向激励正逐渐形成。但在头部影片不断打破票房天花板的情况下，腰部影片明显缺乏，在 10-30 亿之间影片较少，与头部影片票房呈现明显的断层，未来随着优质内容不断增多，满足更多观众多样需求，腰部影片数量将提高，带动大盘票房增长。

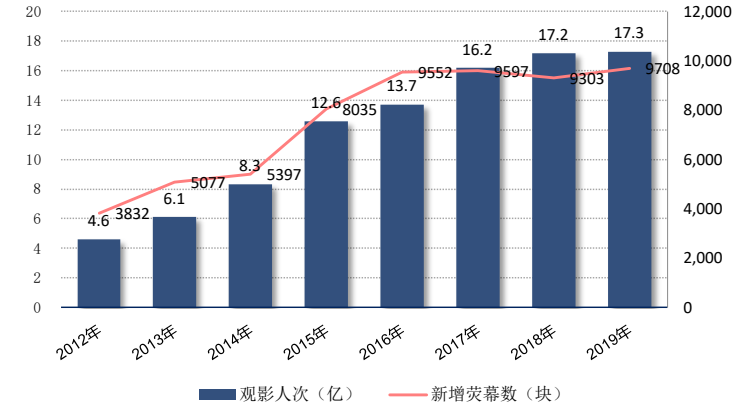
多种类型影片迎来春天。2019 年是类型影片的春天，彩条屋出品的《哪吒之魔童降世》摘得票房冠军，全年龄动漫电影实现破圈，科幻电影《流浪地球》获得票房第二名，《误杀》《调音师》等悬疑影片取得不错成绩，喜剧类型的票房贡献度有所下降，观众对其他类型的接受度提升。

图 14 2011-2019 中国电影年票房及增长率



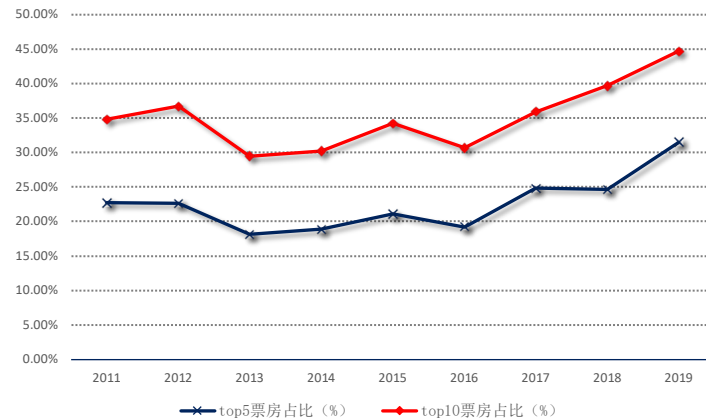
资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

图 15 2012-2019 年观影人次及年新增荧幕数



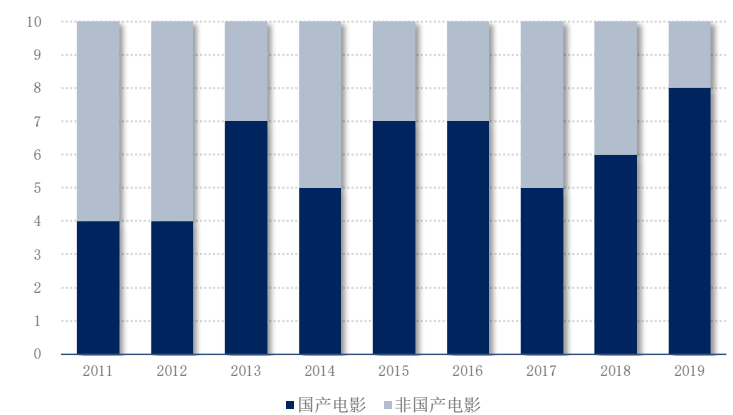
资料来源：拓普数据，信达证券研发中心

图 16 2011-2019 中国 top5、top10 电影票房占比情况



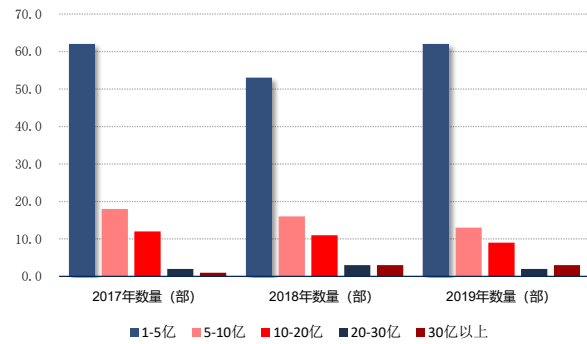
资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

图 17 2011-2019 中国 top10 票房国产电影与非国产电影占比情况



资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

图 18 2017-2019 年不同票房区间影片数量

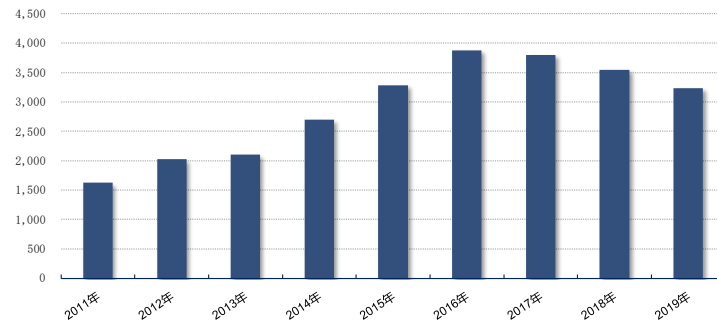


资料来源: 猫眼专业版, 信达证券研发中心

生产上:

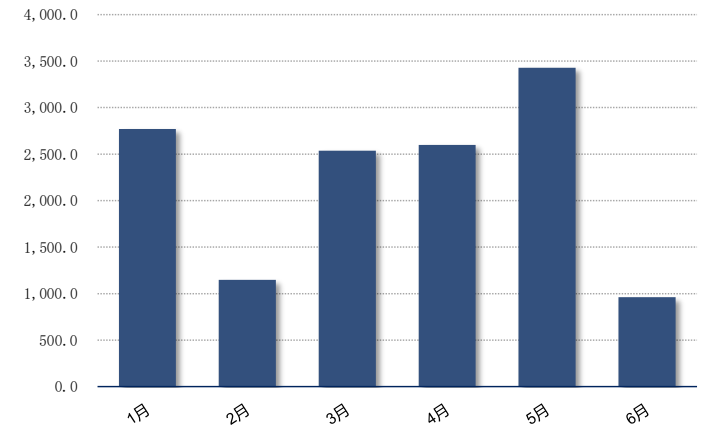
电影寒冬持续, 大量中小影视公司注销, 供给上呈现更明显的头部集中趋势。2020 年上半年共有 13170 家影视公司注销, 已经超过了上年注销数量, 从内容备案数上看, 2019 年备案数量仅为 3237 个, 同比下降 8.82%, 电影供给端数量减少, 随着影片的工业化程度增加, 头部影片的制作成本也逐渐提高, 《红海行动》制作成本 5 亿, 《流浪地球》成本 5.3 亿, 我国电影行业也开始产生进入壁垒。

图 19 2011-2019Q1 中国电影备案数



资料来源: 广电总局电影局, 信达证券研发中心

图 20 2020 上半年影视公司注销数量 (个)



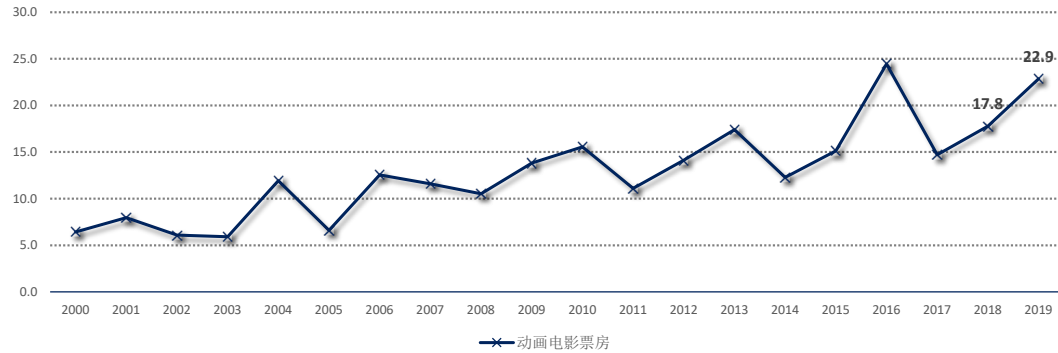
资料来源: 企查查, 信达证券研发中心

动画电影：赛道具备长期增长潜力，还未形成产业规模，供给与需求存在较大缺口

需求端：动画电影需求一直存在且不断增长

动画电影爆款频出，迪士尼动画影片受全球欢迎。动画电影具有老少皆宜的特点，从全球市场看，动画电影的票房成绩并不逊色于真人电影，动画电影票房第一的《狮子王》累计票房为 16.57 亿美元，排名第 8 位，《冰雪奇缘 II》累计票房为 14.50 亿元，排名第 11 位，我国电影市场中《哪吒之魔童降世》实现 50 亿票房，排名第 2 位，因此动画电影并不是小众的品类，是具有大众接受度的。

图 21 北美动画电影票房(亿, 美元)

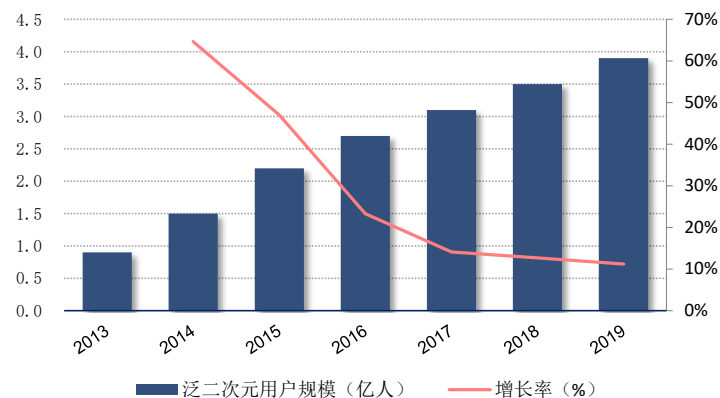


资料来源：广电总局，信达证券研发中心

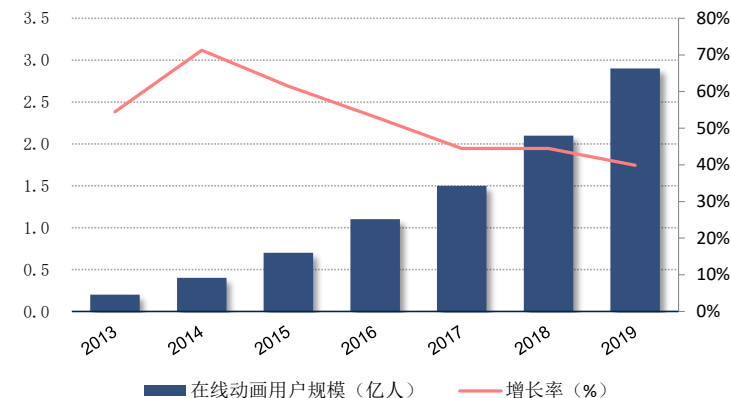
我国泛二次元文化普及，Z 世代对“纸片人”的喜爱度增加，全年龄段动画影片受到喜爱。随着生活水平的提高，二次元文化的逐渐普及，根据艾瑞咨询报告，2019 年我国泛二次元人群将接近 3.9 亿，在线动漫用户量将达到 2.9 亿人，未来动画电影的目标受众会越来越多：1、Z 世代在 ACGN 的影响下成长，对动画作品的接受程度非常之高，2、国产番剧的崛起培育了观众看动画的习惯，B 站、腾讯视频等视频平台对番剧制作投入了更多的资金、更大的 IP 资源，B 站国创区的播放量已经与番剧区不相上下，观众人群在不断扩大，动画电影也孕育着更大的爆发机会。

图 22 2013-2019 中国泛二次元用户规模

图 23 2013-2019 中国在线动画用户规模



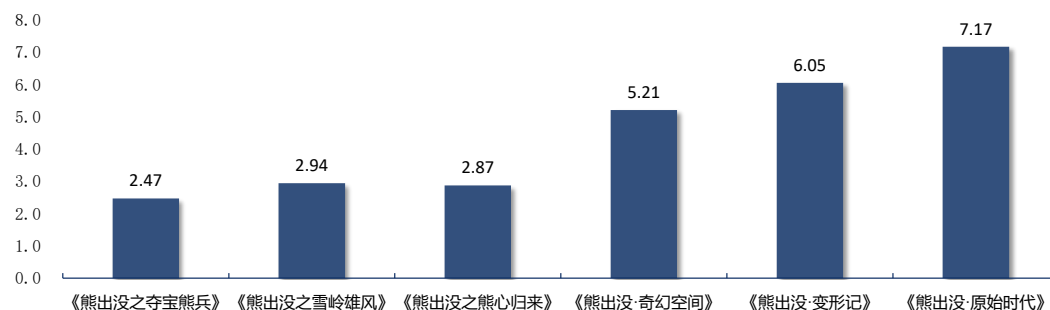
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

在传统的低幼动画电影领域，票房也在逐年增长，看动画电影逐渐作为家庭娱乐的一部分。近年更多的家庭走进了电影院观影，家长在假期和周末带小孩去电影院观影成为重要的家庭娱乐活动，低幼向电影的票房增长明显。以经典 IP 熊出没为例，2014 年第一部熊出没 IP 电影《熊出没之夺宝熊兵》票房为 2.48 亿元，到 2019 年《熊出没·原始时代》票房达到 7.18 亿元，实现接近 3 倍的增长。

图 24 《熊出没》系列电影票房 (亿元)



资料来源：广电总局，信达证券研发中心

供给端：国产动画电影逐渐摆脱低幼标签，但仍与好莱坞存在较大差距

高票房动画电影主要来自于迪士尼，但近年国产动画电影正在迎头赶上。前二十名榜单中进口动画电影占了绝大多数，比如《疯狂动物城》《冰雪奇缘》等，票房过亿的国产动画电影仅 17 部，其中 2010-2013 年每年一部，2014-2016 年每年 2 部，2017 年 3 部，2018 年 5 部，2019 年 3 部，但 2019 年《哪吒之魔童降世》收获票房超过 50 亿，《熊出没》《罗小黑战记》也分别获得 7 亿和 3 亿票房，国产精品动画电影数量逐年增多。2020 年待播电影《姜子牙》也拥有较多关注，期待后续动画电影能够实现内容飞跃。

国产动画电影逐渐摆脱“低幼”标签，内容呈现丰富化、多元化趋势。2018 年之前我国动画电影以低幼向（K12）电影为主，观影人群以家长与小朋友观看为主，长期带有“低幼”的标签阻碍了一些有动画电影观影需求的成年人观影的热情，比如 2015 年的《大圣归来》也面临早期票房惨淡的局面，《白蛇·缘起》《风语咒》《哪吒之魔童降世》等高口碑的影片的推出增强了观众对我国非低幼动画电影的信心，并且内容形式逐渐多元，《白蛇·缘起》为爱情主题，《风语咒》表现家国情怀，《哪吒之魔童降世》探索成长主题，满足观众更多观影需求。

表 1 2017-2019 年票房前五的动画电影

电影名称	产地	票房(亿元)	类型
2019			
《哪吒之魔童降世》	国产	50.15	全年龄
《冰雪奇缘 2》	进口	8.6	低龄
《狮子王》	进口	8.33	全年龄
《熊出没·原始时代》	国产	7.17	低龄
《千与千寻》	进口	4.88	全年龄
2018			
《熊出没·变形记》	国产	6.05	低龄
《蜘蛛侠：平行宇宙》	进口	4.27	全年龄
《超人总动员 2》	进口	3.54	全年龄
《无敌破坏王 2:大闹互联网》	进口	2.71	全年龄
《精灵旅社 3: 疯狂假期》	进口	2.23	全年龄
2017			
《寻梦环游记》	进口	12.12	全年龄
《神偷奶爸 3》	进口	10.37	全年龄
《熊出没·奇幻空间》	国产	5.21	低龄

《欢乐好声音》	进口	2.15	全年龄
《帕丁顿熊 2》	进口	2.06	全年龄

资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

不可否认的是，我国动画电影的制作能力和好莱坞仍存在差距，主要表现为：1、起步较晚，发展空窗期较长。美国动画电影起步于 1906 年，经过开创期、初步发展期、一次繁荣期、蛰伏期、再次繁荣期至今已形成了成熟的生产、管理体系。而我国动画电影起源于上世纪 20 年代，受社会、经济、文化等因素影响在新世纪才开始逐步与国际接轨，目前依然处于萌芽期。

2、头部公司规模较小，持续生产高质量作品难度大，动画电影还未完成从产品到产业的过渡。美国著名的四大动画电影制作公司皮克斯、索尼、梦工厂、迪士尼占有美国优质动画电影的绝大部分产能，其作品在全球动画电影市场负有盛名。我国动画工作室起源于代工，单打独斗较多、合作开发较少，并且缺少类似迪士尼的巨头平台扶持，但最近情况有所转变，腾讯、B 站、光线等逐渐认识到动画产业的前景，收购、参股了多个动画工作室，有望形成规模化的动画产业制作模式。

3、系列 IP 开发较弱，持续生产爆款概率低。美国优质动画电影大多由漫画改编，因此有持续制作生产系列的能力和广泛的粉丝基础。2017-2019 年北美 top10 票房动画电影中分别有 5 部、3 部、4 部为系列电影。而我国动画电影仍处于起步阶段，系列 IP 仅有《熊出没》、《十万个冷笑话》等，爆款动画电影续集大多处于策划阶段。

动画电影特点：在生产和变现上与真人电影差异明显

成本端：产业处于起步阶段，成本较低

国外顶级动画电影制作周期长，一般在三年以上，制作成本很高。根据皮克斯的长篇动画电影标准制作周期，一部优秀的动画电影需要两年剧本创作期和三年动画、场景、特效制作期，形成“2+3”的组合，2013 年推出《冰雪奇缘》，到 2019 年才推出第二部，制作成本上，好莱坞头部作品在 1 亿美元到 1.7 亿美元不等，特效、建模精细比拼视觉效果，因此成本花费很高，高制作成本和长制作周期也增加了动画电影项目的不确定性。

表 2 美国动画电影平均制作成本

工作室	成本
迪士尼	1.71 亿美元
皮克斯	1.71 亿美元
梦工厂	1.47 亿美元
照明娱乐	0.74 亿美元
蓝天工作室	1.00 亿美元
平均	1.33 亿美元

资料来源：影视圈之光公众号，信达证券研发中心

我国动画电影属于起步的阶段，成本一般低于 1 亿元。国产动画电影还未到比拼特效的阶段，加之我国动画从业员工工资较低，目前国产动画电影平均制作成本在 3500 万元，非低幼向动画影片制作成本较高，但也能控制在 1 亿元以下，《熊出没》《喜洋洋与灰太狼》成本在 3000 万元以下，如果在成本可控下，动画电影达到腰部影片的票房（10-20 亿），投资报酬率也相当可观。

表 3 我国头部动画电影制作成本

	制作成本（亿元）
白蛇·缘起	0.8
熊出没·变形记	0.5
大圣归来	0.6
阿唐奇遇记	0.85
小门神	0.7
龙之谷破晓奇兵	0.6
精灵王座	0.45
秦时明月之龙腾万里	0.4
魁拔 1	0.35

资料来源：影视圈之光公众号，豆瓣，信达证券研发中心

与真人电影比，动画电影降低了演员、审查风险，另外拍摄续集边际成本较低。尽管动画电影特效制作十分烧钱，但是与高价的演员薪酬相比仍有性价比优势，且不用担心主创人员的行为对电影宣发产生的影响。其次动画电影的模型可以复用，而真人电影的续集相当于再拍一部完整的电影，因此系列化的动画电影更具成本优势。

变现端：衍生品降低影片对票房的依赖程度

动画电影的衍生品价值更高，票房压力相比真人电影小。国际上优质动画电影不仅能取得丰厚的票房分成，而且能够通过动画衍生品创收，成功的动画电影 IP 价值深入人心，衍生品收入丰厚，比如迪士尼乐园就是最成功的动画衍生品收入，多元的变现渠道降低了出品方对票房的依赖程度，比如我国成功的动画电影衍生品销售案例《大鱼海棠》，上线两周衍生品销售突破 5000 万元。

图 25 《冰雪奇缘 2》、《狮子王》、《哪吒之魔童降世》及《大鱼海棠》衍生品



资料来源：公开资料，信达证券研发中心

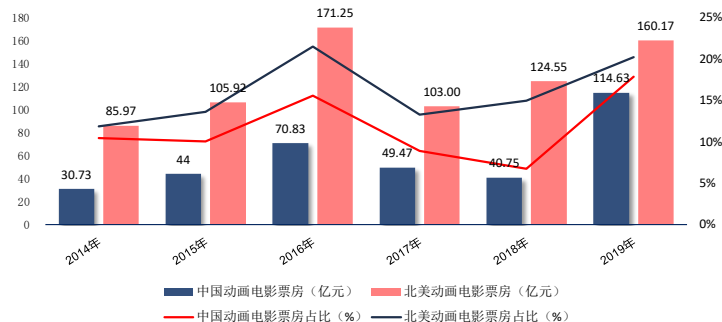
竞争结构上：技术特性明显，更易形成寡头垄断

动画电影艺术性和技术性兼具，因此存在较大壁垒，容易产生寡头垄断。动画电影的制作过程包括前期统筹设计、中期生产制作、后期宣发三部分，前期统筹工作与普通电影并无明显区别，前期设计和中期生产与真人电影差距明显，现代动画制作主要采用计算机技术制成，包括建模、动画、场景、特效、灯管合成及配乐几个部分，与游戏的制作相似但更注重画面还原现实世界，比如《冰雪奇缘》中建模团队为艾尔莎制作了 420,000 根头发（成年人的正常发量在 100,000 左右），影片中雪球的滚动过程严格按照现实世界中雪球滚动落体速度，《超能陆战队》中还还原了机器人大白半透明的身体状态，对光线进行了特殊的反射处理；影片在制作过程中需要多个专业部门的合作，是典型的人员密集型行业，一般在动画电影结束后的滚动字幕上会出现长串的工作人员名单，由于资金、技术、人员的密集型，该行业表现出了明显的高壁垒性，从国外动画电影的产出上看，美国动画电影票房基本有迪士尼、梦工厂、皮克斯、蓝天工作室、照明娱乐、索尼动画和华纳兄弟 7 家工作室瓜分，这些动画电影票房在每年 20 多亿美元，形成了寡头垄断的局面。

动画市场空间：未来十年复合增长率有望超过 20%

我国动画电影占比偏低，仍有增长空间。首先动画电影占总票房的比例偏低，2018 年之前我国动画电影占票房比重远小于美国市场，平均在 15% 左右，美国动画电影票房占比平均在 20%，2019 年动画电影扣除《哪吒之魔童降世》票房后，也可得出类似结论，其次国产片票房仍有增长空间，动画电影目前处境类似于 2015 年前的真人电影，好莱坞商业大片以精良的制作收获了更多票房，但随着我国电影资金的进入与拍摄制作技术的不断进步，以及明显的本土化优势实现了国产电影的逆袭，动画电影也有望重演真人电影发展过程。

图 26 2011-2019 中国与北美动画电影票房及占比



资料来源：猫眼专业版，Box Office Mojo，信达证券研发中心

使用两种方式对票房空间进行测算：

1、占比假设的方法。

(1) 假设总票房每年增长 5% (跳过 2020 年)

(2) 根据动画电影制作“2+3”黄金组合并对标北美新世纪以来动画电影票房变化情况，假设动画电影票房占比每三年增加 3%，以三年为 1 个周期，2021 年为预测周期起始年份。

(3) 假设国产动画电影对总类别的票房贡献每三年增加 10 个百分点，从 2020 年 40% 的国产片票房占比计算，到 2030 年增加到 70% 的国产率。

经测算：2031 年我国动画电影票房能达到 145.8 亿元，三年平均票房在 139 亿元 (以三年一个周期)，以 2021 年票房为基期，十年的复合增长率为 18.4%。

表 4 按比例法对国产动画电影空间测算 (单位：亿元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
总票房	524.28	606.88	641	192.3	673.1	706.7	742.0	779.1	818.1	859.0	902.0	947.0	994.4	1044.1	1096.3
动漫占比	8.85%	6.71%	17.87%	10%	10%	10%	13%	13%	13%	16%	16%	16%	19%	19%	19%
动画电影票房	49.47	40.75	114.63	19.2	67.3	70.7	96.5	101.3	106.4	137.4	144.3	151.5	188.9	198.4	208.3
国产片	26.72	37.82	62.24	40%	40%	40%	50%	50%	50%	60%	60%	60%	70%	70%	70%

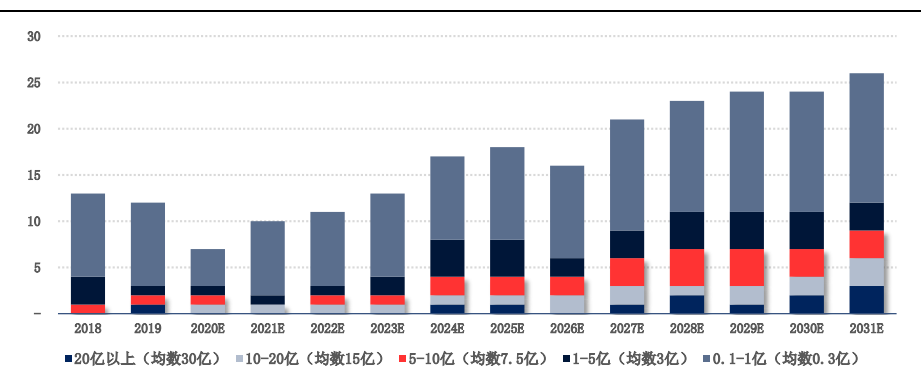
占比	%	%	%												
国产动画票房	13.22	15.41	71.35	7.7	26.9	28.3	48.2	50.6	53.2	82.5	86.6	90.9	132.3	138.9	145.8

资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

2、影片数量假设方法。

按影片在不同票房区间分布的数量进行假设，同样以三年一个周期，参照北美 2019 年动画电影在各票房区间的分布情况，对我国国产动画电影票房分布进行预测，并计算总票房。2019 年北美在 3 亿美元以上票房动画电影有 3 部，1-3 亿美元以上票房 4 部，0.5-1 亿美元票房 2 部，0.1-0.5 亿美元票房 5 部，0.1 亿美元以下电影票房 35 部。

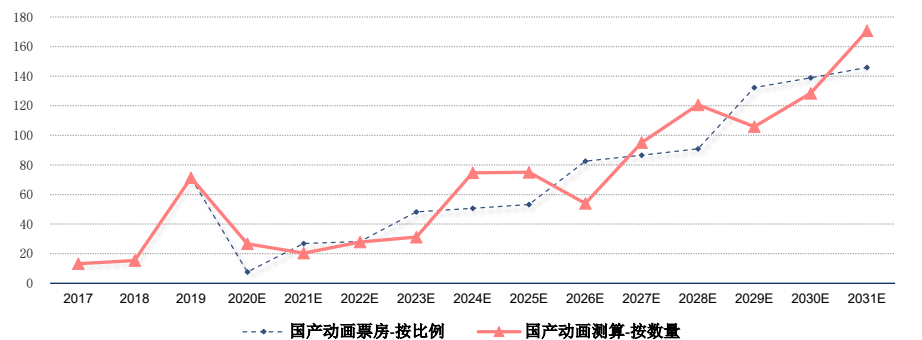
图 27 2020-2031 年不同票房区间的动画电影数量假设



资料来源：信达证券研发中心

使用动画电影数量测算结果显示，2031 年国产动画电影票房达到 171 亿元（2031 年为假设的动画电影大年），假设 20 亿以上影片 3 部，10-20 亿影片 3 部，5-10 亿影片 3 部，1-5 亿影片 3 部，三年平均票房为 135 亿。

图 28 两种方法测算的 2020-2031 年动画电影总票房（亿元）



资料来源：信达证券研发中心

综上：根据测算在十年后我国动画电影票房能达到 130-140 亿元。按目前动画电影的票房来看，行业仍有较大成长空间，且增长速度超过大盘票房增速。

公司业务：动画电影打开业绩空间，真人电影有望实现工业化生产

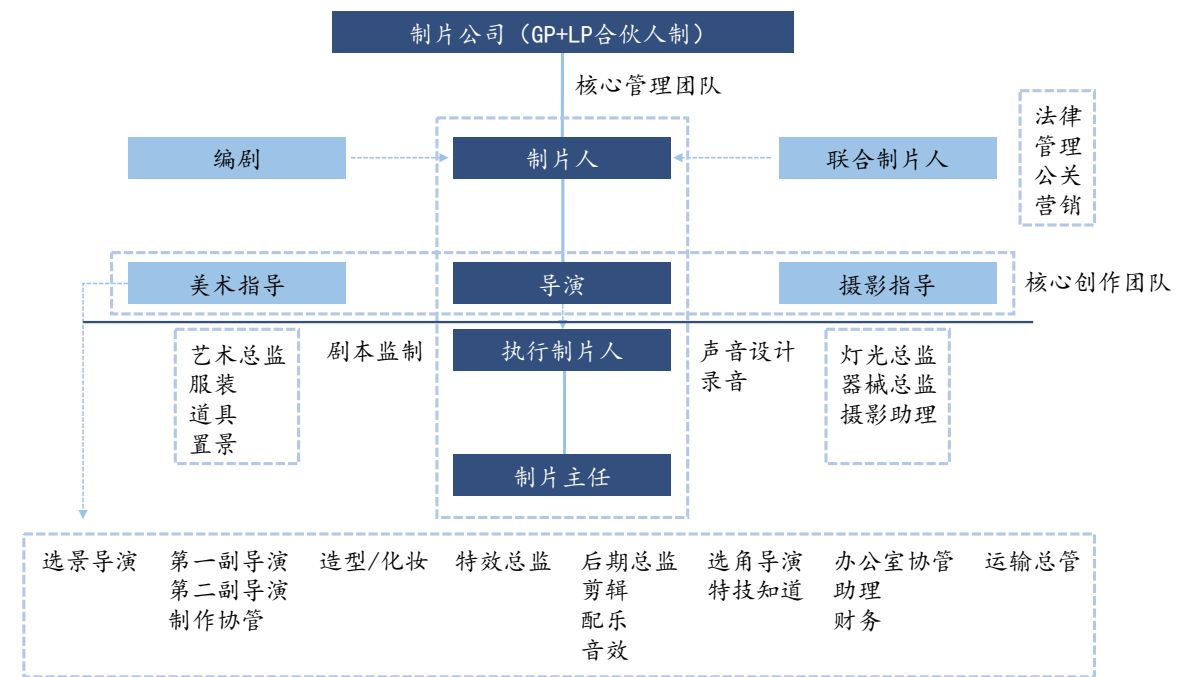
影片投资与发行：投资业务以制片人为核心，掌握线上线下发行业渠道

电影制片业务

公司以发行起家，以制片人为核心。不同于其他老牌电影公司或是掌握下游渠道，或是拥有优秀的导演背书，光线在电影上的突破点是制片人，核心培养的能力是对项目的选择、孵化、管理，帮助项目完工能力，公司帮助缺少资金、资源的独立导演、工作室在光线的平台上实现最终产品的成型，公司为项目提供资金，对接产业链上下游资源，上映之后获取票房收益，同时对好的工作室进行投资，成为长期合作伙伴。2012 年公司投资徐峥导演作品《泰囧》，以 12 亿票房成绩大获成功，之后陆续与多个新导演合作，如赵薇《致青春》、苏有朋《左耳》等。

光线在电影的布局类似好莱坞模式，公司希望培育 20 位可以独当一面的制片人。好莱坞模式是大制片人制度加精细化分工的方式，制片人在电影创作中处于中心位置，负责统筹编剧、导演、演员、摄影、美术、洗印、录音和剪辑各个环节，最终呈现的风格也是制片厂的统一风格，这种模式对制片人要求更高，很多制片人精通制作流程，除资方背景外还兼任导演、编剧等，比如斯皮尔伯格、乔治·卢卡斯同时也是优秀的导演。在单个项目的组织结构中，制片人担任管理者，导演为核心的制作团队负责艺术创作，两条线平衡保证电影的艺术水平，和投资人要求的合理预算、项目周期和完工标准。

图 29 美国好莱坞中等投资电影项目组织结构图



资料来源：新片场学院，信达证券研发中心

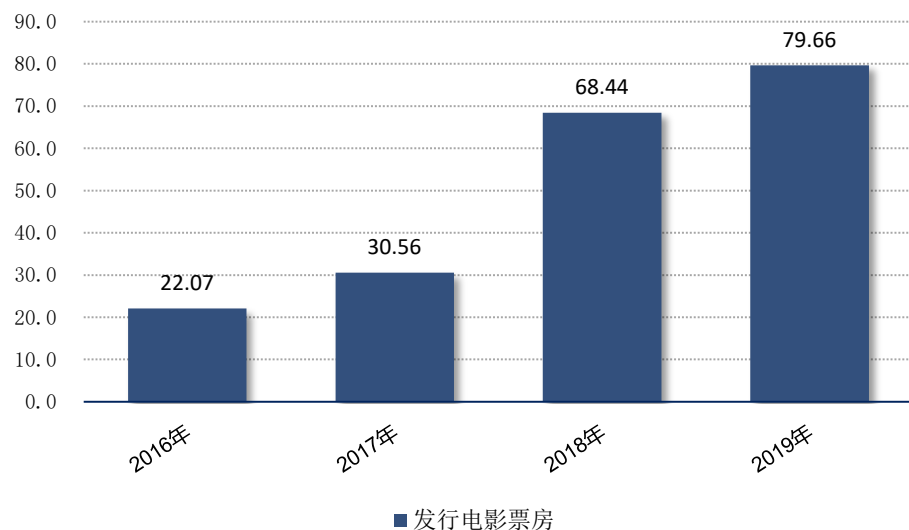
推进厂牌计划，每个厂牌下面培养多个制片人。公司组建了青春光线、彩条屋、五光十色等七个影视厂牌，负责不同的影视业务，来拓宽公司在不同垂类内容的覆盖面，如青春光线影业关注年轻态电影，彩条屋影业着力动漫电影、真人奇幻电影，小森林影业主要为作者 IP 改编的影视剧，五光十色影业涉猎多类型影视剧。独立厂牌制度有助于公司制片人的成长，比如动画厂牌彩条屋协调合作伙伴工作室完成了多个项目的产出。

擅长“以小博大”，分散投资。公司主投主控影片多为小成本影片，但票房回报率高，如《泰囧》《一出好戏》《超时空同居》等，注重新人导演的挖掘，挖掘了多个演员转型的导演，如徐峥、黄渤、赵薇、邓超等，演员导演自带流量，有丰富的电影从业经验，且处女作成本一般不高，符合公司低风险的投资逻辑，也重视与新人青年导演的合作，投资了《风中有朵雨做的云》《阳台上》等文艺片，在高成本高收入特点的影片中，公司更多是参与投资，比如投资了《寻龙诀》《我和我的祖国》等，有利于分散风险，提高投资报酬率。

发行业务

参股猫眼电影，线上线下结合提高发行精确度。发行精确度是提高上座率的重要帮手，线上的数据能力能够帮助发行公司掌握影院主要的观影受众，有针对性的进行排片指导。公司于2016年参股猫眼，目前持有其17.10%股权，猫眼作为主要的线上票务平台，2018年市占率达到60%，拥有观众的一手数据，对光线宣发体系有重要的帮助作用。

图 30 2016-2019 年猫眼主控发行电影的总票房（亿元）



资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

动画电影：起步早的高成长性行业

公司在全年龄段动画影片拥有先发优势，走在行业前列。2015年公司成立彩条屋影业，负责动画电影的制作，公司目前出品了《哪吒之魔童降世》《大鱼海棠》《大护法》等影片，另有《妙先生》《魁拔》《三体》等影片待播或制作中。公司以开发全年龄段动画影片为主，从《大护法》、《精灵王座》到《大鱼海棠》、《哪吒之魔童降世》，判断市场的能力逐渐成熟，也已经出现了工业化开发的特征，竞争对手的优势在于IP，如华强方特的熊出没、央视的大头儿子和小头爸爸、奥飞的喜洋洋，淘米动画的赛尔号，但多以低幼向为主，是动漫剧集的电影化开发，其他如风语咒、罗小黑战记还未出现明显的工业化趋势，公司在全年龄向动漫影片方面表现出明显的竞争力。

表 5 票房超过 7000 万的国产动画影片及出品方

影片	出品方	面向受众	出品时间	票房
哪吒之魔童降世	光线影业、彩条屋、可可豆、十月文化	全年龄		
西游记之大圣归来	十月文化	全年龄		

熊出没·原始时代	华强方特	低幼
熊出没·变形记	华强方特	低幼
大鱼海棠	光线影业、彩条屋、彼岸天	全年龄
熊出没·奇幻空间	华强方特	低幼
罗小黑战记	北京基因映画	全年龄
熊出没之雪岭熊风	华强方特	低幼
熊出没之熊心归来	华强方特	低幼
熊出没之夺宝熊兵	华强方特	低幼
新大头儿子和小头爸爸3	央视、万达传媒	低幼
十万个冷笑话	万达影视	全年龄
风语咒	华青传奇、若森科技、真乐道	全年龄
赛尔号大电影6	淘米动画、鱼子酱文化	低幼
神秘世界历险记	卡通弘	低幼
大护法	光线影业、彩条屋、天津好传	全年龄
新大头儿子和小头爸爸2	央视、亚细亚	低幼
喜洋洋与灰太狼之灰马奇遇记	奥飞动漫、华谊	低幼
全职高手之巅峰荣耀	万达影视	全年龄
昨日青空	光线影业、彩条屋	全年龄
小门神	追光人、百度	全年龄
洛克王国4	光线、微影	低幼
阿凡提之奇缘历险	上海米家	低幼
黑猫警长之翡翠之星	上海电影、上海美术制片厂	低幼

资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

投资动画产业上下游公司，与优质制作方搭建合作伙伴关系。2015年成立了霍尔果斯彩条屋，负责动画板块业务，彩条屋已经投资了20多家产业链公司，整体以参股方式进行，被投资的内容公司保持控股权，有利于充分发挥创作自由，提高创意含量，参看国外经验，好莱坞公司收购动画工作室，也会保持内容制作的相对独立，比如迪士尼与皮克斯、环球与照明灯、福斯与蓝天工作室。收购后彩条屋发挥制片公司的统筹能力，为合作伙伴找到行业优质资源，提供资金与市场经验，最终完成高质量电影的制作。

投资的公司包括十月文化、彼岸天、大千阳光、好传动画、红鲤文化、全擎娱乐、光印影业、可可豆动画、玄机科技、中传和道、魔法动画、易动传媒、通耀科技、青空绘彩等业内优质的动画制作公司，横跨三维动画、二维动画、漫画、游戏、国

外版权等。

十月文化是田晓鹏导演 1999 年创立的动漫公司，是中国最早的 3D 动漫之一，成功开发了《大圣归来》等作品，可可豆动画是《哪吒之魔童降世》饺子导演成立的动漫公司，北京彼岸天是《大鱼海棠》的制作团队，全擎娱乐为《星游记之风暴法米拉》的制作公司，大千阳光为《大圣归来》的制作方之一，是国内领先的 CG 动画制作商，核心团队参与过网易《梦幻西游》的全部制作等，中传合道是《姜子牙》的制作方，在动画电影、剧集及跨媒体数字内容方面较为突出，在游戏宣传片制作方面较为成熟，主要作品有《阴阳师-游戏宣传片》、《梦三国-游戏宣传片》、《王者荣耀-游戏宣传片》等；路行动画在青少年动画领域有较强影响力，主要作品有《昨日青空》《茗记》《妙先生》等；玄机科技也是成熟的动画制作公司，《秦时明月》《天行九歌》《武庚纪》《斗罗大陆》的制作方，擅长打造国际级的动画武打场面和镜头效果；红鲤文化是彩条屋旗下一家专注于 CG 制作与研发的公司，主要作品包括《龙之谷破晓奇兵》《精灵王座》、《风语咒》、《哪吒之魔童降世》、《姜子牙》等；好传动画是《大护法》的制作方，创作团队 130 人，另有动画剧集《大理寺日志》在 B 站播出。

表 6 光线传媒旗下电影制作公司及作品

投资公司	作品
好传动画	《大护法》《大理寺日志》
红鲤文化	《姜子牙》、《深海》
中传合道	《姜子牙》
可可豆动画	《哪吒之魔童降世》
十月文化	《哪吒之魔童降世》、《西游记之大圣闹天宫》、《深海》
大千阳光	《深海》、《姜子牙》、《精灵王座》
路行动画	《妙先生》、《昨日青空》
神奇一天	《鬼列车》
玄机科技	《秦时明月》《天行九歌》《武庚纪》
彼岸天	《大鱼海棠》
全擎娱乐	《星游记之风暴法米拉》

资料来源：灯塔数据，信达证券研发中心

上线一本漫画 APP，打造动画电影 IP “蓄水池”，同时加大衍生品内容的开发。2020 年，一本漫画 APP 已上线 14 部原创漫画并引进 60 多部第三方优质漫画，与外购 IP 形成合理补充；衍生品开发方面，公司对《姜子牙》的衍生品业务已经做了提前布局。衍生品开发需要长期稳定的 IP 内容供给，才能获得长期的长尾收入，比如《西游记之大圣归来》长期没有续集必然会降低 IP 的影响力，公司将采用工业化的动画电影生产开发模式，保证内容的后续开发和完工，衍生品收入也有望成为公司电影变现的重要组成部分。

图 31 大鱼海棠衍生品-抱枕、手办



资料来源：信达证券研发中心

其他业务：产业投资报酬丰厚，电视剧、艺人经济业务进展顺利

围绕公司内容生产和战略，进行多元投资，投资收益丰厚。公司在 2013 年进军电视剧业务投资新丽传媒，后以 33.1704 亿元卖给林芝腾讯，投资当虹科技，公司在投资发挥产业资金优势，在前期以低价获取股权，给予资源支持，后公司孵化成长股权价值提高，公司长期股权投资也相应获得增值。投资动漫公司时，据公开资料，投资可可豆成本为几百万元，2013 年以 640 万取得彼岸天 30% 股权，2016 年以 900 万取得中传合道 30% 股权，2017 年取得路行动画 30% 股权，2017 年底以 3400 万元取得红鲤文化 60% 股权，公司与这些参股投资公司实现共同成长，这些投资以长期股权投资形式在资产负债表中存在，市场价值远高于账面价值。

表 7 公司投资标的投资成本与出售价格

公司	购入年份	持股比例	金额	出售年份	出售比例	金额
蓝白红影业	2018	6%	0.3 亿元			
大千阳光	2018	20%	0.4 亿元			
红鲤文化	2017	60%	0.34 亿元			
喜天影视	2016	10%	0.8 亿元			
铁血科技	2016	4.91%	0.39 亿元			
启维公司	2016	20%	0.3 亿美元			
杭州缙苏	2016	5.56%	0.3 亿元			
当虹科技	2016	7.9%	0.615 亿元			

北京中关村银行	2016	9.90%	3.96 亿元			
猫眼文化	2016 2017	17.10%	25.83 亿元			
蓝弧文化	2014	50.80%	2.08 亿元	2016	50.80%	2.44 亿元
新丽传媒	2013	27.64%	8.29 亿元	2018	27.64	33.17 亿元

资料来源：信达证券研发中心

电视剧制作和艺人经纪业务发展良好，疫情期间电视剧贡献主要利润，《新世界》表现良好。公司的艺人经纪、编剧导演及文学版权等业务板块的有效联动，能够实现内部内容体系的良性互动。电视剧业务上，疫情期间发行的电视剧《新世界》在爱奇艺和腾讯视频播出，台端在北京卫视、东方卫视播出，热度长期占据前四，后续公司规划了多部电视剧作品，包括《山河月明》《春日宴》《山河枕》《麒麟》《金玉王朝》等，包含多部大 IP 作品，剧集业务具备潜力。

短期看点：优质项目储备丰富，影院重新开放后业绩有望释放

优质项目储备丰富，静候影院全面恢复兑现业绩。根据公司 2019 年年报，公司制作完成电影 4 部，后期制作阶段电影 8 部，拍摄制作阶段电影 12 部，引进阶段电影 2 部，前期策划阶段电影 27 部：《姜子牙》《妙先生》《荞麦疯长》《坚如磐石》等均已制作完成，《妙先生》确定定档 2020 年 7 月 31 号，灯塔专业版数据显示，动画电影《姜子牙》想看人数超 134 万，位居平台第三，抗战电影《八佰》想看人数超 55 万，位居平台第七，可以预见疫情趋缓影院逐步恢复正常化，热门电影票房将表现不俗。

表 8 光线传媒储备电影项目

	影片名	类型	合作方式	进度	主要演职人员
1	姜子牙	动画	主投+独家发行	制作完成	导演：程腾、李炜
2	妙先生	动画	主投+独家发行	定档 2020.7.31	导演：李凌霄
3	我的女友是机器人	真人	参投+独家发行	后期制作	主演：包贝尔、辛芷蕾
4	荞麦疯长	真人	参投+独家发行	制作完成	导演：徐展雄 主演：马思纯、黄景瑜、钟楚曦
5	墨多多谜境冒险	真人	参投+独家发行	后期制作	导演：王竞 主演：秦昊
6	八佰	真人	参投	后期制作	导演：管虎 主演：张译、李卓航、刘云龙
7	如果声音不记得	真人	主投+独家发行	后期制作	导演：落落
8	西晒	真人	参投+独家发行	后期制作	导演：袁媛
9	会飞的蚂蚁	真人	独家投资+独家发行	后期制作	主演：章宇
10	坚如磐石	真人	主投+独家发行	制作完成	导演：张艺谋

11	莫尔道嘎	真人	参投+独家发行	后期制作	导演: 曹金玲
12	人潮汹涌	真人	参投	后期制作	导演: 饶晓志 主演: 刘德华、肖央、万茜
13	你的婚礼	真人	主投+独家发行	后期制作	导演: 韩天 主演: 许光汉、章若楠
目前制作中 (包括但不限于以下影片)					
1	《三体》	真人		制作中	十月文化制作, 彩条屋 CEO 易巧调动到十月文化, 全力支持新项目
2	深海	动画		制作中	导演: 田晓鹏
3	星游记之冲出地球	动画		制作中	导演: 胡一泊
4	大鱼海棠2	动画		制作中	导演: 梁旋、张春
5	西游记之大圣闹天宫	动画		制作中	导演: 田晓鹏
6	魁拔	动画		制作中	导演: 王川
7	鬼列车	动画		制作中	导演: 景绍宗
引进片					
8	她的故事	真人		引进中	导演: 闵奎东 韩国
9	爱情洄游	真人		引进中	导演: Tanujan Chandra 印度

资料来源: 2019 年年报, 信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

收入预测:

1、通过对 2020 年可能上映的电影项目预测 2020 年电影收入, 假设未来两年电影市场常态化发展, 按照以前年度公司业务表现、公司动画电影项目情况预测真人电影、动画电影收入。我们预计公司 2020-2022 年电影收入增速为-74.7%、195.5%、24.4%, 毛利率分别为 30.0%、40.0%、45.0%。

2、2020 年由于疫情影响, 公司电视剧业务和艺人经纪业务预期收入占比增加, 公司立项了多个电视剧项目, 假设 2020、2021、2022 年电视剧业务的增速分别为 100%、30%、0%, 毛利率分别为 35%、30%、30%。游戏及其他业务收入增速为 80%、70%、30%。

表 9 分业务对公司未来三年收入、成本、毛利、毛利率预测 (单位: 万元)

	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31
--	------------	------------	------------	------------	------------	------------

总收入	184,345.27	149,153.25	282,944.88	122,351.00	269,282.84	320,985.68
YOY		-19.1%	89.7%	-56.8%	120.1%	19.2%
成本	108,253.96	101,031.65	156,309.82	84,030.74	166,840.57	185,821.13
毛利	76,091.31	48,121.60	126,635.06	38,320.25	102,442.27	135,164.55
毛利率(%)	41.3%	32.3%	44.8%	31.3%	38.0%	42.1%
影视剧						
收入	128,867.36	145,938.88	276,963.57	111,584.64	250,980.03	297,192.03
成本	72,154.50	98,176.87	153,023.14	78,109.25	156,774.02	172,734.62
毛利	56,712.86	47,762.01	123,940.43	33,475.39	94,206.01	124,457.41
毛利率(%)	44.0%	32.7%	44.8%	30.0%	37.5%	41.9%
业务收入比例(%)	69.9%	97.8%	97.9%	91.2%	93.2%	92.6%
电影						
收入	123,816.78	107,738.02	253,171.25	64,000.00	189,120.00	235,332.00
YOY		-13.0%	135.0%	-74.7%	195.5%	24.4%
成本	69,323.91	73,069.52	137,892.85	44,800.00	113,472.00	129,432.60
毛利	54,492.87	34,668.49	115,278.40	19,200.00	75,648.00	105,899.40
毛利率(%)	44.0%	32.2%	45.5%	30.0%	40.0%	45.0%
业务收入比例(%)	67.2%	72.2%	89.5%	52.3%	70.2%	73.3%
电视剧						
收入	5,050.59	38,200.86	23,792.32	47,584.64	61860.03	61860.03
YOY		656.4%	-37.7%	100%	30%	0%
成本	2,830.60	25,107.34	15,130.29	33,309.25	43,302.02	43,302.02
毛利	2,219.99	13,093.52	8,662.03	14,275.39	18,558.01	18,558.01
毛利率(%)	44.0%	34.3%	36.4%	30%	30%	30%
业务收入比例(%)	2.7%	25.6%	8.4%	38.9%	23.0%	19.3%
游戏及其他						
收入	6,331.63	3,214.37	5,981.31	10,766.36	18302.81	23793.65
YOY		-49.2%	86.1%	80%	70%	30%
成本	3,289.62	2,854.78	3,286.68	5,921.50	10,066.54	13,086.51
毛利	3,042.02	359.58	2,694.62	4,844.86	8,236.26	10,707.14

毛利率(%)	48.0%	11.2%	45.1%	45.0%	45.0%	45.0%
业务收入比例(%)	3.4%	2.2%	2.1%	8.8%	6.8%	7.4%

资料来源: 信达证券研发中心

营运假设:

表 10 未来三年公司主要营运变量假设 (单位: 万元)

	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31
营业税金及附加/营业收入	0.27%	0.27%	0.08%	0.08%	0.27%	0.27%
销售费用/营业收入	4.47%	0.20%	0.07%	1.58%	1.58%	1.58%
管理费用/营业收入	9.49%	5.29%	5.96%	6.91%	6.91%	6.91%
利息费用	3337.75	1789.28	2886.14	-854.10	-701.37	-559.32
投资收益	14,534.95	1,733.00	33,220.58	5,000.00	40,000.00	40,000.00

资料来源: 信达证券研发中心

利润预测:

表 11 未来三年对公司利润的预测 (单位: 万元)

	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31
税前经营利润	69,389.68	28,204.87	78,496.29	106,344.18
税前非经营利润	41,863.21	6,000.00	41,000.00	41,000.00
税后利润合计	94,661.12	29,873.56	107,706.37	131,424.20
归母净利润	94,758.77	29,904.38	107,817.47	131,559.77

资料来源: 信达证券研发中心

估值与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 12.24、26.93、32.10 亿元, 归母净利润分别为 2.99、10.78、13.16 亿元, 对应 2020 年 7 月 31 日收盘价 13.30 元的静态 PE 为 130、36、30。疫情对电影行业 2020 上半年业绩产生了较大的影响, 但随着复产复工的有序推进, 电影票房收入有望恢复疫情前水平; 随着影片内容质量的提升, 我国电影行业有望重回快速增长轨道; 动画电影有望迎来爆发, 且市场空间广阔, 并存在较强的技术和成本壁垒, 公司为电影行业龙头企业, 有望受益于内容集中度提升趋势, 且公司较早布局动画电影行业, 动画项目储备丰富, 再次出现爆款影片可行性较大。综上所述, 上调公司评级至“买入”。

表 12 相对估值表

代码	简称	总市值(亿)	净利润(亿)				销售收入(亿)			P/E			EV/EBITDA	
			TTM	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
	平均	460.58	-7.16	5.39	11.84	81.63	67.44	102.64	243.78	130.87	37.23	20.75	36.35	19.43
300251.SZ	光线传媒	403.08	8.85	2.99	10.78	28.29	12.24	26.93	45.52	130.47	36.19	34.94	102.96	30.51
000802.SZ	万达电影	380.14	-57.55	1.07	17.57	154.35	94.95	183.21	-6.61	356.14	21.64	-12.86	34.88	11.1
002343.SZ	芒果超媒	1,237.36	12.18	15.6	19.02	125.01	153.85	183.78	101.57	79.3	65.05	25.26	27.64	22.57
002739.SZ	新媒股份	283.05	4.66	5.66	7.32	9.96	13.72	17.32	60.75	50	38.66	60.51	44.17	35.75
300133.SZ	中国电影	272.02	4.79	2.88	11.82	90.68	52.11	99.05	56.79	94.49	23.01	12.65	44.62	12.75
300413.SZ	横店影视	130.33	0.13	1.75	3.45	28.14	22.56	29.84	1,006.40	74.43	37.78	18.17	30.46	14.97

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

1、疫情持续导致电影消费下降风险。

如果疫情出现反复，电影院可能再次关门，影片上映时间可能再次推迟，将影响公司短期收入、回款和现金流。

2、动画电影人才流失风险。

公司采用投资而非控股形式与动画工作室进行合作开发，存在后续不再合作风险，将影响公司后续项目的开发的质量和稳定性。

3、动画电影项目市场风险。

我国动画电影仍处在行业早期成长阶段，市场对动画电影的接受程度有待进一步检验，存在后续电影票房风险。

4、真人电影收益不达预期风险。

电影投资本身有比较大的不确定性，存在票房不达预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
货币资金	1869.57	2512.39	2368.18	1639.64	1556.47
应收票据及账款	281.55	433.62	214.77	472.68	563.44
预付账款	555.84	97.19	199.24	438.50	522.69
其他应收款	178.12	275.62	125.99	277.30	330.54
存货	1547.11	1164.47	935.33	1857.07	2068.34
其他流动资产	402.34	318.90	189.54	416.37	496.18
流动资产总计	4834.53	4802.18	4033.05	5101.56	5537.67
长期股权投资	4699.73	5072.54	5122.54	5822.54	6522.54
固定资产	38.01	33.04	32.43	32.43	32.93
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1.19	2.49	4.39	5.69	6.40
长期待摊费用	26.61	20.06	10.03	0.00	0.00
其他非流动资产	1246.04	1058.79	1058.79	1058.79	1058.79
非流动资产合计	6011.58	6186.92	6228.19	6919.46	7620.66
资产总计	10846.11	10989.11	10261.24	12021.02	13158.32
流动负债合计	1200.56	1955.56	1026.78	2062.19	2315.62
长期借款	984.71	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	18.25	55.19	55.19	55.19	55.19
非流动负债合计	1002.96	55.19	55.19	55.19	55.19
负债合计	2203.52	2010.75	1081.98	2117.39	2370.81
股本	2933.61	2933.61	2933.61	2933.61	2933.61
资本公积	2385.78	2003.81	2003.81	2003.81	2003.81
留存收益	3324.95	3997.40	4198.62	4924.10	5809.34
归属母公司权益	8644.34	8934.82	9136.04	9861.52	10746.75
少数股东权益	-1.74	43.54	43.23	42.12	40.76
股东权益合计	8642.60	8978.35	9179.27	9903.63	10787.51
负债和股东权益合计	10846.11	10989.11	10261.24	12021.02	13158.32

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
税后经营利润	-915.61	540.03	240.22	668.55	905.73
折旧与摊销	13.47	12.54	14.73	15.73	6.80
财务费用	17.89	28.86	-8.54	-7.01	-5.59
其他经营资金	407.94	1037.62	-303.86	-761.64	-265.85
经营性现金净流量	-476.31	1619.05	-57.45	-84.37	641.08
投资性现金净流量	2085.52	-458.67	2.52	-298.48	-299.48
筹资性现金净流量	-1664.70	-518.04	-89.28	-345.68	-424.77
现金流量净额	-54.02	642.82	-144.21	-728.54	-83.17

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	1491.53	2829.45	1223.51	2692.83	3209.86
营业成本	1010.32	1563.10	840.31	1668.41	1858.21
营业税金及附加	3.98	2.34	1.01	7.27	8.67
销售费用	3.00	2.05	19.35	42.60	50.78
管理费用	78.85	168.56	84.56	186.10	221.84
研发费用	9.86	14.40	4.77	10.50	12.52
财务费用	17.89	28.86	-8.54	-7.01	-5.59
其他经营损益	-725.60	-356.25	0.00	0.00	0.00
投资收益	2282.60	406.52	50.00	400.00	400.00
公允价值变动损益	-0.16	0.10	0.00	0.00	0.00
营业利润	1924.47	1100.52	332.05	1184.96	1463.44
其他非经营损益	7.48	12.01	10.00	10.00	10.00
利润总额	1931.95	1112.53	342.05	1194.96	1473.44
所得税	565.83	165.92	43.31	117.90	159.20
净利润	1366.12	946.61	298.74	1077.06	1314.24
少数股东损益	-7.18	-0.98	-0.31	-1.11	-1.36
归属母公司股东净利润	1373.29	947.59	299.04	1078.17	1315.60
EBITDA	1963.30	1153.93	348.24	1203.68	1474.65
NOPLAT	1373.60	960.86	282.94	1062.57	1300.96
EPS(元)	0.47	0.32	0.10	0.37	0.45

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营收增长率	-19.09%	89.70%	-56.76%	120.09%	19.20%
EBIT 增长率	127.52%	-41.46%	-70.78%	256.20%	23.56%
EBITDA 增长率	124.95%	-41.23%	-69.82%	245.65%	22.51%
净利润增长率	66.35%	-30.71%	-68.44%	260.54%	22.02%
盈利能力					
毛利率	32.26%	44.76%	31.32%	38.04%	42.11%
净利率	91.59%	33.46%	24.42%	40.00%	40.94%
ROE	15.89%	10.61%	3.27%	10.93%	12.24%
ROA	12.66%	8.62%	2.91%	8.97%	10.00%
ROIC	19.83%	14.15%	4.89%	17.78%	17.17%
估值倍数					
P/E	28.41	41.18	130.47	36.19	29.66
P/S	26.16	13.79	31.89	14.49	12.16
P/B	4.51	4.37	4.27	3.96	3.63
EV/EBITDA	18.93	31.09	102.96	30.51	25.00

研究团队简介

王建会，复旦大学金融学硕士，3年卖方研究经验，2019年11月正式加入信达证券研究开发中心，从事传媒互联网行业研究。

王婷，南京大学经济学硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖网络游戏和整合营销。

王晓羽，上海财经大学金融硕士，2020年加入信达证券研究开发中心，覆盖游戏与海外互联网。

李盈睿，西南财经大学财务管理硕士，2020年加入信达证券研发中心，主要覆盖影视、出版板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。