



传播文化业/社会服务

光线传媒 (300251)

动画电影业务步入收获期

——公司更新报告

	陈筱(分析师)	苗瑜(分析师)
	021-38675863	021-38032027
	chenxiaog@gtjas.com	miaoyu@gtjas.com
证书编号	S0880515040003	S0880518110001

本报告导读:

公司多厂牌、多题材布局,在影视内容制作和发行业务上均建立了稳固的核心竞争力,产品线丰富;同时深入布局的动画电影产业链逐步进入业绩兑现阶段。

投资要点:

- **上调目标价至 15.39 元,维持增持评级。**公司多厂牌并举实现多内容题材覆盖,动画电影产业链布局进入收获期,考虑到疫情影响下调 2020 年 EPS 至 0.08(-0.26)元,上调 2021 年 EPS 至 0.46(+0.1)元,预计 2022 年 EPS 0.54 元,上调目标价至 15.39 元(+58.5%),维持增持评级。
- **持续优化影视业布局,多厂牌齐头发展。**公司根据电影行业不同阶段的发展趋势,先后在地推发行、喜剧/青春片内容赛道、多厂牌打造及互联网发行等领域打造了在电影内容制作发行领域的核心竞争力。此外公司不断拓展业务边界,在剧集及艺人经纪艺人经纪领域均实现了突破,进一步完善公司内容产品矩阵,构筑了公司影视业务的基本盘。
- **国产动画电影产业具备广阔空间。**《哪吒》打开国内动画电影天花板,但相对于日美等发达市场,国内动画电影的票房占比仍在低位,随着内容制作能力持续提升,国产动画电影有望摆脱低幼向为主的市场格局,成人向/合家欢题材占比有望持续提升。随着动画电影内容爆发及头部公司产业链布局完善,未来衍生变现有望成为产业新增长点。
- **公司动画产业布局迎来收获期。**公司自 2015 年依托彩条屋影业平台逐步打造了涵盖 IP 内容获取、影视内容制作及下游衍生品开发在内的国产动画电影全产业链布局。《哪吒》成为爆款则验证了公司对内容质量的把控能力,随着以《姜子牙》《深海》等为代表的后续动画产品逐步落地,公司有望打造新的核心增长点。
- **风险提示:**政策及监管、市场竞争及影视作品销售情况存在不确定性

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,492	2,829	1,247	3,304	3,792
(+/-)%	-19%	90%	-56%	165%	15%
经营利润(EBIT)	386	1,079	342	1,307	1,545
(+/-)%	-23%	180%	-68%	282%	18%
净利润(归母)	1,373	948	225	1,340	1,592
(+/-)%	68%	-31%	-76%	495%	19%
每股净收益(元)	0.47	0.32	0.08	0.46	0.54
每股股利(元)	0.00	0.00	0.02	0.05	0.06

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	25.8%	38.1%	27.5%	39.6%	40.7%
净资产收益率(%)	15.9%	10.6%	2.5%	13.0%	13.6%
投入资本回报率(%)	2.8%	9.5%	2.9%	10.3%	10.5%
EV/EBITDA	53.70	30.03	94.19	24.97	20.71
市盈率	25.63	37.15	156.31	26.27	22.11
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.1%	0.5%	0.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 15.39

上次预测: 9.71

当前价格: 12.42

2020.07.07

交易数据

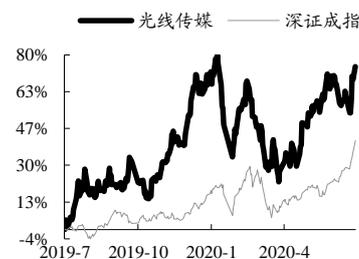
52 周内股价区间(元)	7.13-12.86
总市值(百万元)	36,435
总股本/流通 A 股(百万股)	2,934/2,784
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	95%
日均成交量(百万股)	22.34
日均成交值(百万元)	241.75

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	8,936
每股净资产	3.05
市净率	4.1
净负债率	-16.79%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.03	0.01
Q2	0.00	-0.05
Q3	0.34	0.16
Q4	-0.06	-0.04
全年	0.32	0.08

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	37%	75%
相对指数	-13%	9%	38%

相关报告

《哪吒》奠定业绩基础,后续动画项目储备丰富 2019.10.25

业绩符合预期,后续内容储备丰富 2018.10.26

模型更新时间: 2020.07.07

股票研究

社会服务
传播文化业

光线传媒(300251)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **15.39**

上次预测: 9.71

当前价格: 12.42

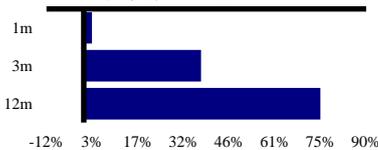
公司网址

www.ewang.com

公司简介

公司业务以内容为核心、以影视为驱动,在横向的内容覆盖及纵向的产业链延伸两个维度同时布局,目前业务已覆盖电影、电视剧(网剧)、动漫、视频、音乐、文学、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。影视业务板块。

绝对价格回报 (%)



52周内价格范围

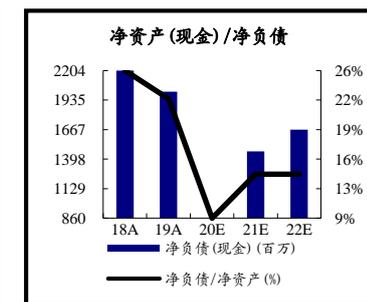
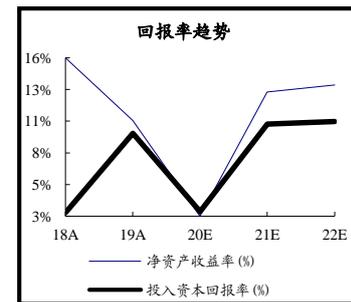
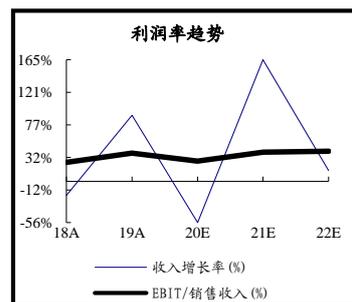
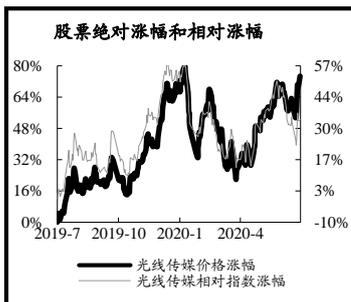
7.13-12.86

市值(百万)

36,435

财务预测(单位:百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	1,492	2,829	1,247	3,304	3,792
营业成本	1,010	1,563	776	1,797	2,021
税金及附加	4	2	2	4	6
销售费用	3	2	2	3	5
管理费用	79	169	112	165	190
EBIT	386	1,079	342	1,307	1,545
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2,283	407	-62	330	455
财务费用	18	29	-21	-51	-61
营业利润	1,928	1,112	289	1,642	1,993
所得税	566	166	64	304	405
少数股东损益	-7	-1	-1	-3	-4
净利润	1,373	948	225	1,340	1,592
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,870	2,513	2,194	2,354	3,044
其他流动资产	402	318	313	313	313
长期投资	4,700	5,073	5,023	5,123	5,223
固定资产合计	38	33	33	33	33
无形及其他资产	1,142	2	2	2	2
资产合计	10,846	10,989	10,009	11,793	13,409
流动负债	1,201	1,956	801	1,407	1,616
非流动负债	1,003	55	55	55	55
股东权益	8,643	8,978	9,153	10,330	11,738
投入资本(IC)	9,643	9,653	9,153	10,330	11,738
现金流量表					
NOPLAT	273	918	267	1,066	1,231
折旧与摊销	13	13	8	8	8
流动资金增量	938	-678	-22	822	523
资本支出	-12	-5	-9	-9	-9
自由现金流	1,212	248	244	1,887	1,753
经营现金流	-476	1,619	355	194	619
投资现金流	2,086	-459	84	126	251
融资现金流	-1,665	-518	-757	-160	-180
现金流净增加额	-55	642	-319	160	690
财务指标					
成长性					
收入增长率	-19.1%	89.7%	-55.9%	164.9%	14.8%
EBIT 增长率	-22.7%	179.9%	-68.3%	281.8%	18.2%
净利润增长率	68.5%	-31.0%	-76.2%	495.0%	18.8%
利润率					
毛利率	32.3%	44.8%	37.8%	45.6%	46.7%
EBIT 率	25.8%	38.1%	27.5%	39.6%	40.7%
净利润率	92.1%	33.5%	18.1%	40.6%	42.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	15.9%	10.6%	2.5%	13.0%	13.6%
总资产收益率(ROA)	12.6%	8.6%	2.2%	11.3%	11.8%
投入资本回报率(ROIC)	2.8%	9.5%	2.9%	10.3%	10.5%
运营能力					
存货周转天数	558.9	271.9	415.4	343.7	379.5
应收账款周转天数	68.9	55.9	62.4	59.2	60.8
总资产周转天数	2,654.2	1,417.6	2,929.4	1,302.9	1,290.5
净利润现金含量	-0.3	1.7	1.6	0.1	0.4
资本支出/收入	0.8%	0.2%	0.7%	0.3%	0.2%
偿债能力					
资产负债率	20.3%	18.3%	8.6%	12.4%	12.5%
净负债率	25.5%	22.4%	9.4%	14.2%	14.2%
估值比率					
PE	25.63	37.15	156.31	26.27	22.11
PB	2.58	3.87	3.86	3.42	3.01
EV/EBITDA	53.70	30.03	94.19	24.97	20.71
P/S	23.60	12.44	28.23	10.66	9.28
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.5%	0.5%



目 录

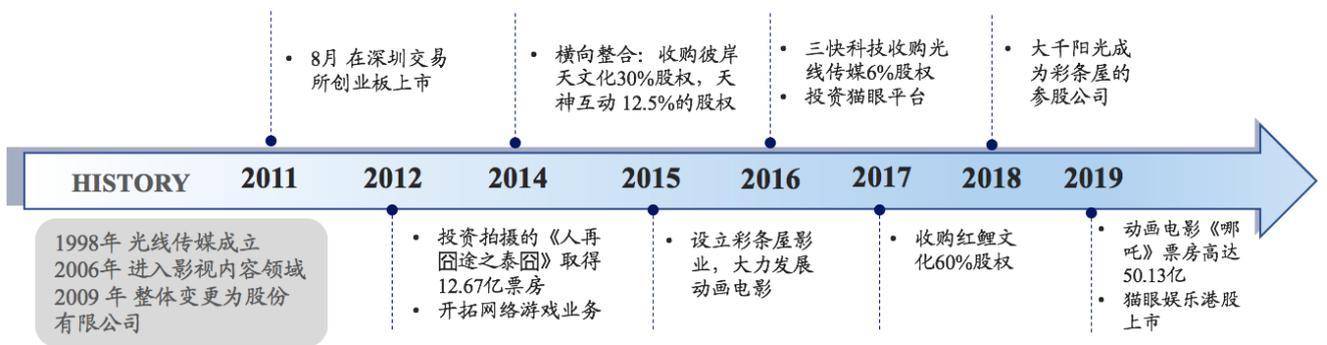
1. 瞄准核心内容品类，打造龙头影视公司.....	4
1.1. 内容覆盖面广，布局多元化，成为电影龙头公司.....	4
1.2. 股权结构稳定，员工激励机制健全.....	5
1.3. 专注主营业务，财务健康.....	6
2. 持续优化影视业布局，多厂牌齐头发展，与猫眼有力协同.....	8
2.1. 顺应电影发展趋势，三阶段调整战略布局.....	8
2.2. 打造爆款电视剧作品，积累人才资源.....	12
2.3. 组织结构清晰，多厂牌并举拓展内容题材.....	13
2.4. 与猫眼有力协同，深入布局产业链.....	14
3. 紧抓动画潮流，建立动画电影生态系统.....	16
3.1. 动画电影空间广阔，变现多样，制作成本较低.....	16
3.1.1. 对比海外动画电影，寻找中国动画增长点.....	16
3.1.2. 动画电影变现方式多元，衍生品市场空间广阔.....	19
3.1.3. 动画电影制作成本低，IP系列化后收入趋于稳定.....	20
3.2. 动画产业链全布局，开拓优质IP源头.....	22
3.2.1. 彩条屋持续孵化输出优质动画电影项目.....	23
3.2.2. 上下游延伸，打造IP“蓄水池”，开发衍生品市场.....	24
4. 盈利预测与估值.....	26
4.1. 盈利预测.....	26
4.1.1. 核心假设.....	26
4.1.2. 盈利预测.....	26
4.2. 可比公司估值.....	27
4.3. 绝对估值法.....	28
5. 风险提示.....	28
5.1. 政策及监管环境的风险.....	28
5.2. 市场竞争加剧的风险.....	29
5.3. 影视作品销售的市场风险.....	29

1. 瞄准核心内容品类，打造龙头影视公司

1.1. 内容覆盖面广，布局多元化，成为电影龙头公司

业务布局不断扩张，成为行业龙头。光线传媒成立于1998年，最早布局于电视剧的策划与制作；2006年开始横向拓展电影、综艺等多种领域；2011年，公司在深圳交易所创业板上市；2012年，公司的电影业务位居行业前列，全年票房约占全国国产片总票房的20%；2015年，公司大力开拓动画电影市场，投资了近20家动漫产业链公司；2016年，公司参股在线票务平台猫眼，并开始涉足电商及衍生品业务；2019年，公司的主控主投的动画电影《哪吒之魔童降世》票房高达50.13亿，冲破中国动画电影行业的天花板。

图 1: 光线传媒业务内容拓宽，成为中国最大的民营传媒娱乐集团



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司以影视剧项目的投资、制作、发行为主，以内容为核心、以影视为驱动，同时在横向的内容覆盖及纵向的产业链延伸两个维度布局。目前，公司业务已覆盖电影、电视剧、动漫、艺人经纪、实景娱乐等多个领域，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。

● 影视业务板块：主要包括电影、电视剧（网剧）等；主要以电影及电视剧的投资、制作、发行为主，是公司的核心竞争力。在电视剧业务上，近年公司投资出品的《新世界》、《逆流而上的你》、《风再起时》、《我在未来等你》等作品广受欢迎，在猫眼中均取得7分以上好评。在电影业务上，2019年公司参与投资、出品、发行的电影总票房高达138.67亿，其中《哪吒之魔童降世》、《我和我的祖国》、《疯狂外星人》票房位于内地电影票房榜单Top10。

● 动漫业务板块：主要包括动画影视及动漫题材的真人影视等，是公司在横向领域内优势最明显的业务板块，也是最具发展潜力的业务板块。2019年，公司推出“一本漫画”APP，打造公司IP的“蓄水池”。目前，此APP已上线多部影视联动或衍生漫画如《敖丙传》、《妙先生之彼岸花》、《十九年间谋杀小叙》，以及14部原创漫画，如《京天吃什么》、《大物》、《画漫画太难了》。

● 内容关联业务：主要包括艺人经纪、文学、实景娱乐等。目前，公司

已储备了大量的优秀导演、编剧及艺人，且有多部影视剧正在创作和拍摄。此外，公司大力发展实景娱乐板块，其投资、规划、建设的光线中国电影世界项目已成为影视文化旅游产业以及江苏省重点文化产业项目，且 PPP 部分已列入国家财政部 PPP 项目库。

● **产业投资板块：**主要包括对其他公司及实体的股权投资。目前，公司参股的企业可涉及游戏、广告、动漫、视频直播等多个领域。公司通过产业投资布局，将其产业链不断向上下游延伸，扩大业务触角，为公司提供多样产品内容的保障。

表 1：光线传媒主要业务板块对应子公司

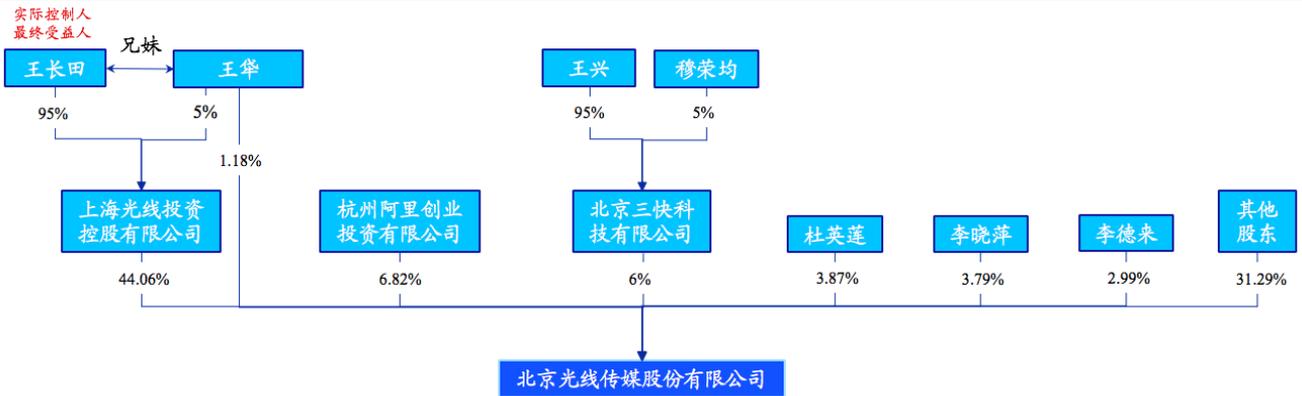
领域	参股公司	持股比例	参控关系
影视	北京光线影业有限公司	100%	子公司
	山南光线影业有限公司	100%	子公司
	东阳光线影业有限公司	100%	子公司
	霍尔果斯彩条屋影业有限公司	100%	子公司
游戏	北京盛世互娱网络科技有限公司	100%	子公司
	广州仙海网络科技有限公司	100%	子公司
	北京热锋互动网络科技有限公司	100%	子公司
	杭州热锋网络科技有限公司	100%	子公司
广告	北京七彩柠檬科技有限公司	100%	子公司
	北京传媒之光广告有限公司	100%	子公司
在线票务	天津猫眼微影文化传媒有限公司	41.74%（光线及其投资方）	联营企业
视频直播	浙江齐聚科技有限公司	48.21%	联营企业
实景娱乐	光线置业(扬州)有限公司	60%	子公司
	全线实景娱乐扬州有限公司	100%	子公司
其他	北京英事达形象包装顾问有限公司	100%	子公司
	山南光线电子商务有限公司	100%	子公司
	上海华晟领飞股权投资合伙企业	6.64%	联营企业

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.2. 股权结构稳定，员工激励机制健全

拥有强大股东支撑。截至 2020 年 6 月，公司的实控人为董事长及总经理王长田先生，目前通过控制上海光线投资控股有限公司间接持有公司 41.86% 股份，是公司第一大股东；公司董事兼副总经理李晓萍、李德来分别持有公司 3.79%、2.99% 的股份；2016 年 5 月，上海光线控股以持有的 1.76 亿股光线传媒股份为对价换取北京三快科技持有的猫眼 28.80% 股权，同时，上海光线控股和光线传媒分别用现金购买猫眼 9.60% 及 19.00% 的股权；此次协议完成后，北京三快正式入股光线，成为公司第三大股东，目前持股比例为 6%；光线及其投资方也成为猫眼最大股东，与腾讯关系更为密切，在内容布局和宣发上与猫眼大力协同。

图 2: 光线传媒股权结构清晰, 股权集中 (截止到 2020 年 6 月 12 号)



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

完善激励机制, 调动核心人员积极性。2020 年 6 月 15 日, 公司通过了第一期员工持股计划 (草案)。本次员工持股计划不超过 4622 万份, 每份份额为 1.00 元, 拟通过二级市场购买等方式进行。出资参加的员工总人数不超过 40 人, 其中包括公司董事、监事、高级管理人员、中高层管理人员、核心技术及业务骨干人员、基层优秀员工。本次员工持股计划将充分调动公司管理团队和业务骨干的积极性, 有助于公司长期发展。

表 2: 第一期员工持股计划 (草案) 持有人分配情况

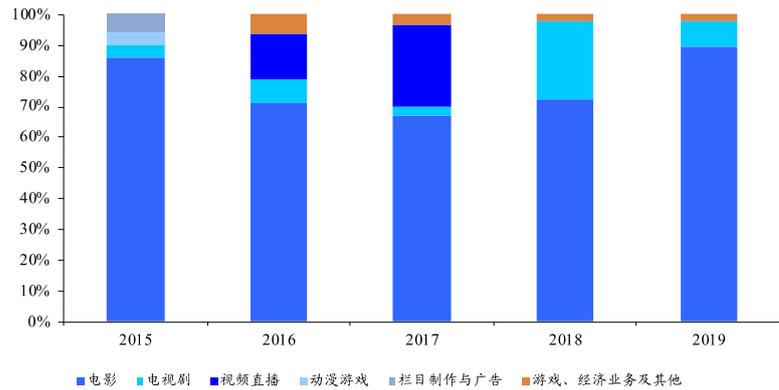
持有人姓名	职务	最高认购份额 (万股)	比例
李晓萍	董事、副总经理	287	6.21%
李德来	董事、副总经理	122	2.64%
侯俊	董事、董事会秘书	342	7.40%
曾艳	财务总监	186	4.02%
曹晓北	监事	342	7.40%
王鑫	监事	160	3.46%
其他符合参与标准的员工		3183	68.87%
合计 (不超过)		4622	100.00%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.3. 专注主营业务, 财务健康

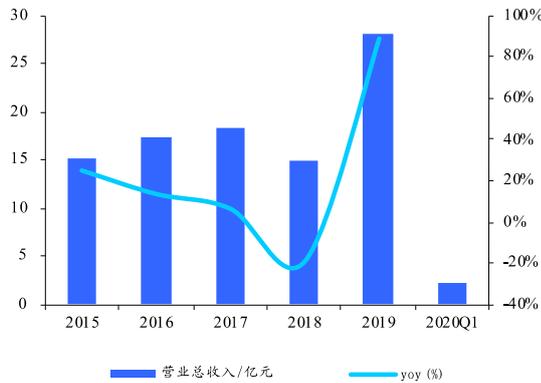
公司持续聚焦影视剧业务, 电影占比接近九成, 营收体量不断扩大。2016 年, 公司收购浙江齐聚, 开拓了视频直播板块; 2017 年末, 浙江齐聚转为公司联营企业且不再并表, 因而公司不再有视频直播收入并导致 2018 年营业收入小幅下降。近年, 公司主营业务逐渐聚集于影视剧的投资、出品及发行, 优质头部作品不断涌出。2019 年, 电影收入高达 25.32 亿元, 占主营收入的 89.48%; 其中, 公司主控主投的电影《哪吒之魔童降世》票房突破 50 亿, 使得公司 2019 年营业收入同比增长 89%。公司净利润大致呈上升趋势。2018 年公司因处置了新丽传媒股权获得 22.1 亿的投资收益, 使得当年归母净利润大幅增加而 2019 年同比下降, 但扣除非经常损益后, 公司 2019 年的净利润扭亏为盈。

图 3: 2015-2019 年公司主营逐渐集中于电影业务



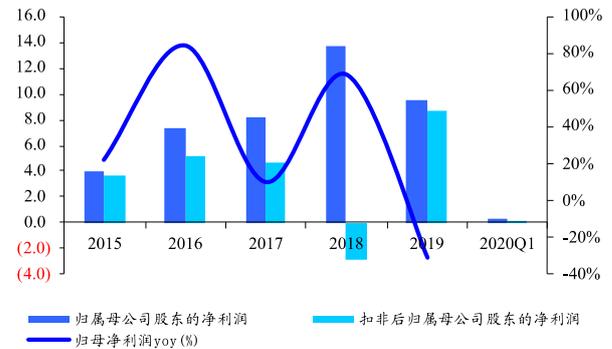
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 4: 2015-2020Q1 公司营业收入稳重有升 (亿元)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 5: 2015-2020Q1 公司净利润整体上升, 2019 年扣非净利润由负转正 (亿元)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

毛利率持续稳定, 三费处于较低水平。公司毛利率始终稳定在 30%-50% 之间, 2019 年公司动画电影有所突破, 主营业务毛利率高达 44.76%, 在近十年中处于较高水平。除 2018 年外, 公司的利润率基本维持在 30% 左右; 2018 年公司处置新丽传媒获得大额投资收益使净利润显著增加。公司的费用率整体呈下降趋势, 2016-2017 年公司收购浙江齐聚, 费用率小幅提升, 2018 年浙江齐聚不再并表, 费用率下降并维持在较低水平。

图 6: 2010-2020Q1 公司毛利率及利润率基本稳定

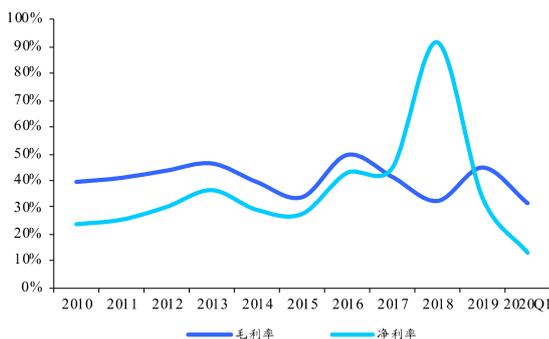
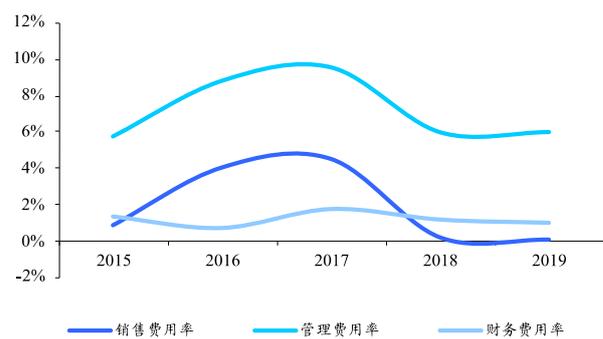


图 7: 2015-2019 年公司费用率水平低

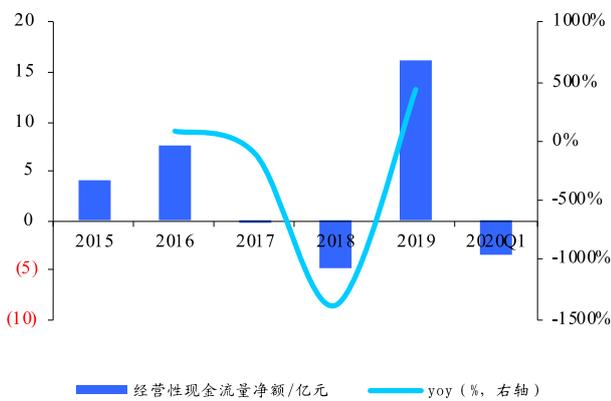


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

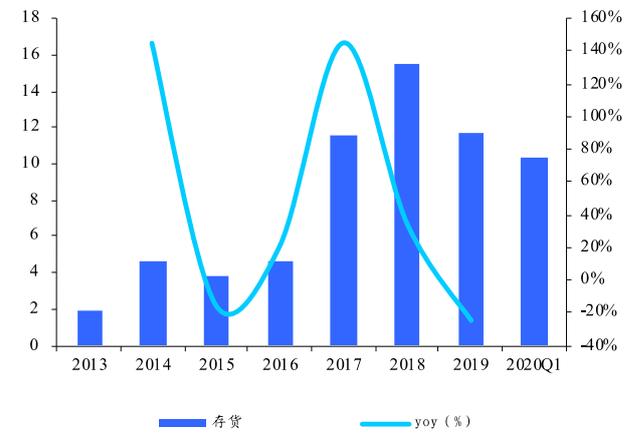
经营性现金流由负转正, 存货大幅增加。由于电影制作周期长, 往往会跨越多个年度, 因此大部分影视公司会在一段时间内出现大规模前期投入, 导致公司经营性现金流净额为负。2017年, 公司对影视剧的投资加大, 现金流显著下降, 但存货大幅增加, 同比增速高达146%。近年, 公司对剧本等原材料的采购支出加大, 制作及即将制作完成的作品数量增多, 因此带动库存成品剧的储备大幅提升; 未来, 随着公司更多作品制作完成, 库存成品剧储备及销售进一步增加, 公司经营性现金流未来有望得到改善。

图 8: 2019 年公司经营性现金流转正 (亿元)



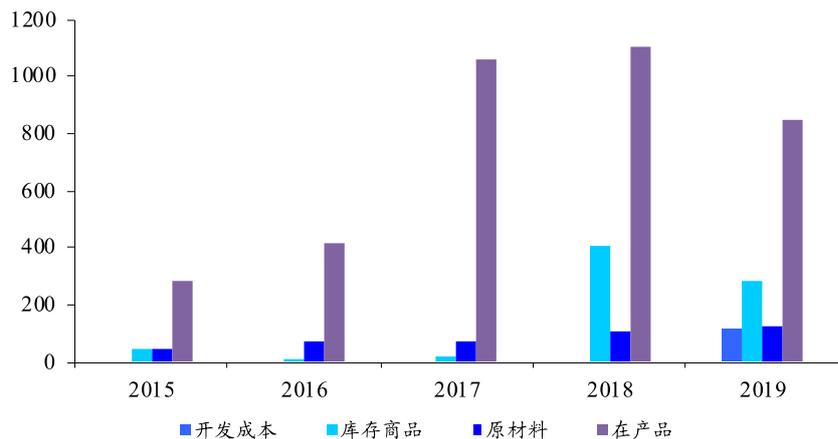
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 9: 公司存货增加, 带动未来现金流增长 (亿元)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 10: 原材料及在产品增加, 拉动未来库存产品储备提升 (百万元)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 持续优化影视业布局, 多厂牌齐头发展, 与猫眼有力协同

2.1. 顺应电影发展趋势, 三阶段调整战略布局

阶段一：以地推方式切入电影发行业务。最初公司电影业务布局以发行为主，投资风险较低，盈利稳定。公司的电影发行网络实现了影片发行的本地化营销和精细化运作。电影发行网络以总部、大区、城市为“条”，以宣传、发行、营销为“块”，“条块”紧密结合，覆盖 50 个城市。同时，电影发行营销人员在 50 个主要城市进行驻地式营销，制定本地特色营销方案，实现地方票房最大化。截至 2010 年，公司累计发行的 20 部影片均取得不错票房，如《精武风云》、《全城戒备》等。

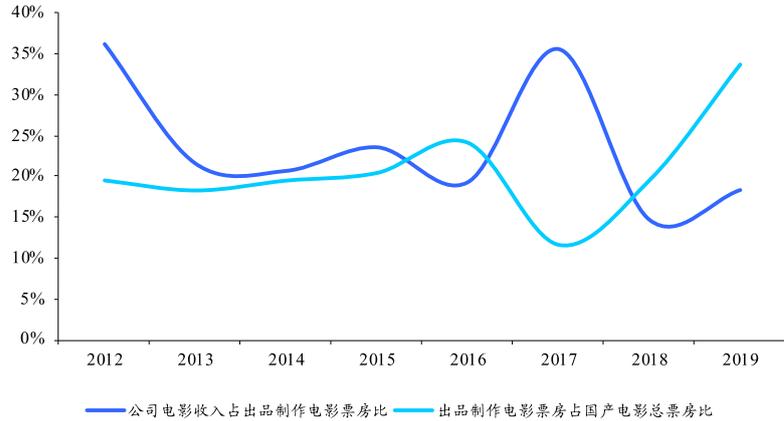
表 3：公司 2008-2009 年发行的影片票房表现较好

发行时间	片名	票房/万元	取得方式	投资比例
2008	蝴蝶飞	701	协议取得	无
	深海寻人	2200	协议取得	无
	夺标	500	协议取得	无
	证人	1700	协议取得	无
	大搜查	1644	协议取得	无
2009	家有喜事 2009	4105	原始取得	31.25%
	亲密	298	协议取得	无
	东邪西毒：终极版	2580	协议取得	无
	完美新娘	638	协议取得	无
	斗牛	1141	协议取得	无
	气喘吁吁	4100	协议取得	无
	神兵小将	399	原始取得	16%
	阿童木	4552	协议取得	无
	花田喜事 2010	5984	原始取得	44%
	变相黑侠	798	协议取得	无
2010	感情生活	185.5	协议取得	无
	出水芙蓉	842	协议取得	无
	全城戒备	8888	原始取得	33.3%
	精武风云·陈真	1767	原始取得	50%
	爱出色	1293	协议取得	无

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

阶段二：打通上游制作业务，以喜剧及青春片为起跑赛道。2012 年，公司开始布局电影制作，向产业链上游延伸；以青春、喜剧等特效少、预算低的题材为核心进行内容制作。**布局实施后，一方面，公司作品票房和回报收入基本稳定。**其中，2012-2016 年公司参与出品制作的电影总票房占国产电影总票房的比例基本稳定在 19%，电影业务收入也约为参与出品电影票房的 20%；2017 年，公司电影题材拓宽，电影收入及票房占比有所波动。**另一方面，公司专攻青春、喜剧题材，此类型爆款作品增多。**出品发行的喜剧片《人在囧途之泰囧》票房高达 12.67 亿，创造华语片首周票房纪录，系列片《港囧》更是突破 16 亿票房；青春片《致我们终将逝去的青春》、《匆匆那年》、《同桌的你》一致好评，获得多种奖项。

图 11: 公司电影收入及出品的电影票房基本稳定



数据来源: 公司公告, wind, 国泰君安证券研究

阶段三: 内容、渠道布局调整, 增加动画潜力赛道, 拥抱互联网渠道发行。一方面, 公司对内容制作业务再拓展。2015 年, 公司设立彩条屋影业, 拓展布局了动画这条爆发赛道, 并对近 20 家优质动漫公司进行整合。公司打造的爆款动画《大鱼海棠》、《哪吒之魔童降世》等备受关注, 票房不断刷新纪录。另一方面, 公司把地推为主的发行模式升级到互联网渠道发行。2016 年, 公司参股猫眼, 并不再采用原始、低效、费力的地推发行方式, 使得公司员工数量从 2012 年的 642 人精简到 2016 年的 272 人; 同时, 在猫眼的大力协同之下, 公司可使用完整的互联网智能宣发系统, 帮助公司投资、制作、发行的影片精准营销。

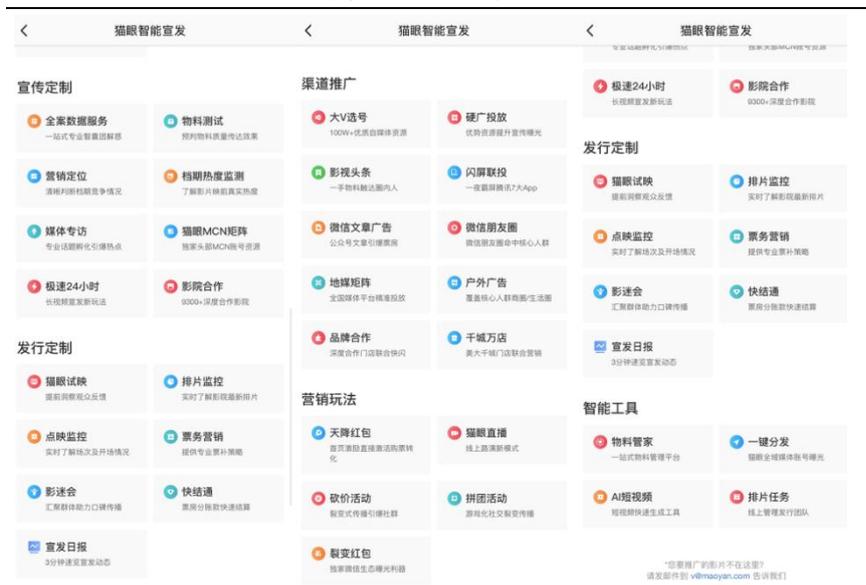
表 4: 公司早期头部作品以青春、喜剧片为主, 后期拓展动画题材, 类型向多元化发展

上映时间	片名	票房/亿元	类型	方式	猫眼口碑
2012	人在囧途之泰囧	12.67	喜剧、冒险	出品、发行	8.7
	画皮 2	7.02	爱情	联合出品	7.3
	四大名捕	1.94	古装、动作	出品、发行	6.8
	铜雀台	1.04	古装、历史	联合出品、发行	6.6
	伤心童话	0.11	喜剧、爱情	出品、发行	6.7
2013	致我们终将逝去的青春	7.19	爱情、青春	联合出品、发行	8.9
	中国合伙人	5.38	励志、青春	联合出品、发行	8.9
	不二神探	2.83	喜剧、动作	联合出品、发行	7.4
	厨子戏子痞子	2.72	喜剧、动作	出品	8.4
2014	四大名捕 2	1.74	古装、动作	出品、发行	6.9
	爸爸去哪儿	6.96	剧情、冒险	联合出品、发行	8.4
	分手大师	6.65	喜剧、爱情	制作、出品、发行	8.4
	匆匆那年	5.88	校园、爱情	出品、发行	8.0
	同桌的你	4.55	青春、爱情	联合出品、发行	8.5
	四大名捕大结局	1.92	爱情、动作	联合出品、发行	6.0
2015	露水红颜	0.66	爱情	出品	7.6
	寻龙诀	16.78	冒险、奇幻	联合出品	9.1
	港囧	16.14	爱情、喜剧	出品、发行	8.4
	恶棍天使	6.48	喜剧、爱情	出品、发行	8.0
	左耳	4.85	爱情、青春	出品、发行	7.9
	我是证人	2.15	悬疑、犯罪	出品	8.4

	怦然星动	1.59	爱情、喜剧	出品、发行	7.6
	冲上云霄	1.55	爱情、剧情	发行、联合出品	5.2
	陪安东尼度过漫长岁月	0.63	剧情、爱情	出品、发行	7.8
2016	美人鱼	33.86	喜剧、爱情、科幻	出品	9.0
	从你的全世界路过	8.13	爱情、文艺、喜剧	出品、发行	8.6
	大鱼海棠	5.64	动画	出品、发行	8.4
	火锅英雄	3.69	爱情、犯罪	联合出品	8.3
	谁的青春不迷茫	1.79	爱情	出品、发行	8.6
	大闹天竺	7.56	动作、喜剧	出品、发行	7.4
	三生三世十里桃花	5.34	古装、爱情	出品、发行	7.1
2017	缝纫机乐队	4.59	喜剧、音乐	出品、发行	9.2
	嫌疑人 X 的献身	4.01	爱情、悬疑	制作、出品、发行	8.6
	心理罪之城市之光	2.24	动作、犯罪	联合出品	8.7
	春娇救志明	1.75	喜剧、爱情	联合出品、发行	8.8
	父子雄兵	1.25	喜剧、剧情	出品	8.0
2018	唐人街探案 2	33.97	悬疑、喜剧	联合出品	9.0
	一出好戏	13.55	剧情、喜剧	出品、发行	8.2
	超时空同居	8.99	爱情、喜剧	出品、发行	8.7
	熊出没之变形记	6.05	动画	出品、发行	9.1
	叶问外传：张天志	1.31	动作	出品	9.0
	昨日青空	0.83	动画	出品、发行	8.5
	哪吒之魔童降世	51.13	动画	制作、出品、发行	9.6
2019	我和我的祖国	31.70	剧情	联合出品、发行	9.7
	疯狂外星人	22.13	动画、冒险、喜剧	出品、发行	8.5
	误杀	12.07	剧情、犯罪	出品、发行	9.4
	银河补习班	8.78	剧情、家庭	出品、发行	9.4
	两只老虎	2.24	喜剧	制作、出品	8.0
	南方车站的聚会	2.02	犯罪	出品	7.9

数据来源：猫眼专业版，国泰君安证券研究

图 12: 与猫眼协同，公司采用互联网智能宣发体系



数据来源：猫眼专业版，国泰君安证券研究

2.2. 打造爆款电视剧作品，积累人才资源

注重作品质量，提高头部电视剧盈利能力。公司在电视剧、网剧的投入和布局初见成效，专注打造头部电视剧，加大对优质作品的投入，提高单部电视剧的盈利能力；其中，《新笑傲江湖》、《听雪楼》等成为公司影视剧收入前五的爆款 IP。2020 年 Q1，公司投资的《新世界》在腾讯视频、爱奇艺等多个平台播出，同时多部优质剧集在开发、制作阶段，如《男神，你走开》、《今天要去幼稚园》、《山河枕》、《金玉王朝》、《麒麟》等。

表 5: 光线传媒电视剧作品题材类型多样

首播时间	剧名	题材	播出平台
2015	少年四大名捕	古装武侠剧	爱奇艺、搜狐、乐视、芒果 TV、腾讯、风行、暴风、PPTV
	我的宝贝	都市、爱情	芒果 TV、爱奇艺、腾讯视频、乐视
	盗墓笔记	悬疑，动作，冒险	爱奇艺
2016	诛仙青云志	古装、仙侠、玄幻	芒果 TV、腾讯视频、优酷、土豆
	嘿，孩子	都市、情感	爱奇艺、乐视视频、腾讯视频、PPTV
	识汝不识丁	古装、偶像、剧情	优酷
2018	最好的安排	都市、情感	爱奇艺、搜狐、腾讯、芒果 TV、风行网、PP 视频
	新笑傲江湖	古装、武侠	优酷、腾讯视频
	爱国者	抗战	爱奇艺、腾讯视频、优酷
2019	我的保姆手册	都市、爱情	优酷
	我在未来等你	现代、青春	爱奇艺
	八分钟的温暖	青春、偶像	腾讯视频
	听雪楼	古装、武侠	腾讯视频
	逆流而上的你	都市、情感、轻喜剧	爱奇艺、腾讯视频、优酷视频
	怒海潜沙&秦岭神树	冒险、悬疑、动作	腾讯视频
2020Q1	新世界	红色传奇	腾讯视频、爱奇艺、东方卫视、北京卫视

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 6: 光线 2020 年储备剧充足

剧名	题材	改编 IP	改编 IP 的豆瓣评分	编剧
春日宴	古装、爱情	《春日宴》小说	6.8	杜鑫、白鹭
山河枕	古装、爱情	《山河枕》小说	/	待定
金玉王朝	传奇、民国	《金玉王朝》1-8 部	均 8 分以上	待定
大理寺日志	喜剧、动作	《大理寺日志》漫画	8.7	张淳
她的小梨涡	青春、校园	《她的小梨涡》小说	6.5	刘然
深海里的星星	当代都市	《深海里的星星》小说	7.3	待定
茶啊二中	校园、动画	/	前四季均 8.5 分以上	阎凯、闫峥等
怪医黑杰克	剧情、动画	《怪医黑杰克》系列漫画	均 9 分以上	李佳颖
麒麟	军旅、热血	桔子树《麒麟》系列小说	8.0	待定
时擦	青春、爱情	《时擦》小说	6.4	待定
君生我已老	都市、爱情	《君生我已老》小说	7.2	待定
所有的乡愁都是因为馋	爱情、美食	/	/	林壁炫

今天要去幼稚园	爱情、都市	《花美男幼儿园》漫画	/	赵聪、费丛笑
男神，你走开	都市、甜宠	《男神，你走开》小说	/	董秋妍、左煜
枕边有你	奇幻、爱情	《枕边有你》三水小草小说	/	待定

数据来源：公司官网，豆瓣，国泰君安证券研究

艺人导演资源丰富，带动公司影视业发展。为建立健全的艺人经纪机制有效地对其进行管理，公司设立了光线经纪。目前，公司旗下艺人超过26人，其中包括柳岩、包贝尔、包文婧等。2018年，部分年轻艺人加入到公司主投主控的《悲伤逆流成河》、《我在未来等你》、《八分钟的温暖》等影视作品中，与内容之间形成良性互动。此外，为挖掘和培养年轻导演及优质编剧，公司成立了编剧导演事务部，截至2019年，公司已签约51位编剧和8位年轻导演，其中包括《无名之辈》的导演饶晓志。

表 7: 光线旗下艺人储备丰富

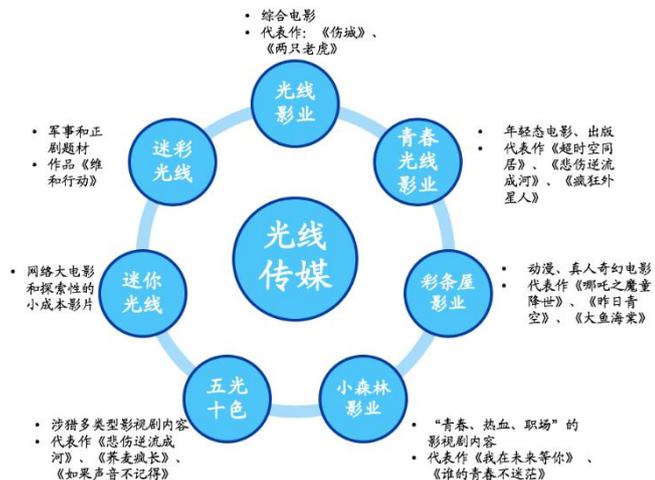
旗下艺人	代表作品
柳岩	《少帅》、《画皮》、《杨贵妃秘史》、《煎饼侠》、《武动乾坤》
大左	《化妆师》、《第三种爱情》、《前夫求爱记》、《非你勿扰》
包文婧	《女人不坏》、《笑傲江湖》、《左耳》、《画壁》、《极品新娘》
包贝尔	《港囧》、《致我们终将失去的青春》、《胖子行动队》、《西游伏妖篇》
方龄	《画魂》、《屌丝男士》、《长恨歌》、《人生需要揭穿》
郭姝彤	《谁的青春不迷茫》、《少年》、《因为爱情》、《老男孩》
丁禹兮	《新笑傲江湖》
薛昊婧	《新笑傲江湖》、《幸福马上来》
孙千	《快把我哥带走》、《流星花园》、《三好差生》
张煜雯	《四大名捕》、《欧洲攻略》、《西游·降魔篇》、《墨多多秘境冒险》

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

2.3. 组织结构清晰，多厂牌并举拓展内容题材

光线传媒有7个主要厂牌，分别是光线影业、青春光线、彩条屋、迷你光线、小森林、五光十色、迷彩光线。公司的七个厂牌齐头并进、专注于各类题材，保证了其项目的数量以及在各细分领域的竞争力。

图 13: 光线传媒七大厂牌各司其职，题材类型分工明确



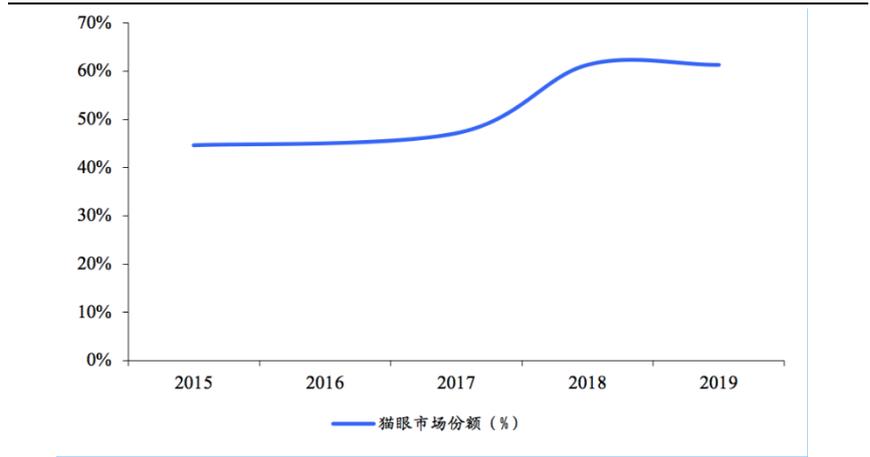
数据来源：公司官网，猫眼专业版，国泰君安证券研究

- **光线影业**成立最早，是公司电影之路的牵头者。2006年发行第一部影片《伤城》，2009年首创地面电影发行网；2011年启动新导演计划，仅用3年时间发掘培养了徐峥、赵薇、邓超等近20位新导演。至今，光线影业已为公司打造近百余优质电影及电视剧作品。
- **青春光线**聚焦于年轻人的市场，出版年轻态电影。2018年联合出品的《唐人街探案2》票房高达34亿，2019年的《疯狂外星人》和《误杀》均取得不错表现。
- **彩条屋影业**是以奇幻元素、动画、漫画为核心的团队。近年，公司发觉动画电影市场广阔，并逐渐开展动画电影的制作。如今，彩条屋已打造成了动漫大本营，为公司动画产业持续创造价值。
- **迷你光线**是一个供年轻人创作、创新、探索的平台，主要制作网络大电影和探索性的小成本影片。厂牌总裁均从公司内部招聘且未超过30岁。
- **小森林影业**以影视剧的原创力作为核心竞争力，以“青春、热血、职场”的影视剧内容为定位，打造影视剧集。2019年制作的超级网剧《我在未来等你》在爱奇艺全网独播，新的作品《你的孤独，虽败犹荣》正在积极筹备。
- **五光十色影业**也擅长影视剧的开发制作，但题材涉猎更广，包括校园青春、古装爱情、武侠传奇、犯罪推理以及各类女性题材。2018年上映的《悲伤逆流成河》票房达到3.56亿，《荞麦疯长》和《如果声音不记得》也在制作或等待上映阶段。
- **迷彩光线**于2018年成立，侧重于军事和正剧题材的各类作品，绝大多数都是根据真实故事改编，如制作完成的《维和行动》。目前，迷彩光线有两部海军题材片、两部空军题材、一部维和题材及特警题材的作品正在筹备制作之中。

2.4. 与猫眼有力协同，深入布局产业链

投资猫眼，拓宽影视娱乐产业链。2016年，公司参股猫眼娱乐，成为其第一大股东。猫眼作为国内领先的在线电影票务及用户社区平台，拥有庞大的线上电影票务用户群体和专业的娱乐媒体，是票务、宣发、营销、衍生品等领域的线上流量入口。此外，猫眼开始采用“猫爪战略模型”在全文娱行业持续布局，通过票务、产品、数据、营销、资金等5大平台，服务于现场娱乐、短视频、视频、电影等全文娱产业链。因此通过参股猫眼，公司可接触庞大的线上用户规模和在线电影业务资源，与各院线、在线播放平台的合作加强，并可由此进入其他综合娱乐领域，打通产业链上下游资源。

图 16: 猫眼在线票务市场份额升至全国第一



数据来源: 猫眼招股说明书, 国泰君安证券研究

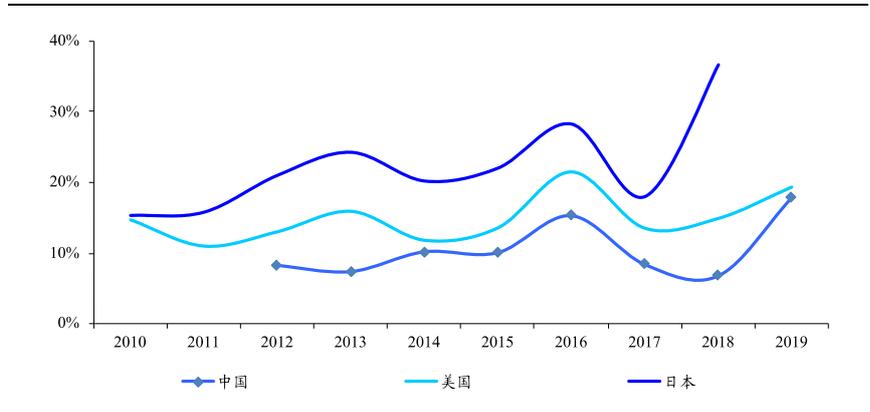
3. 紧抓动画潮流, 建立动画电影生态系统

3.1. 动画电影空间广阔, 变现多样, 制作成本较低

3.1.1. 对比海外动画电影, 寻找中国动画增长点

国产动画收入体量小, 头部作品稀缺。一方面, 中国动画电影的总票房占比远小于海外成熟市场。近年, 我国动画电影票房占比基本维持在约 10% 的较低水平; 其中, 2017 年和 2018 年的占比仅为 8.44% 和 6.82%, 2019 年《哪吒》贡献票房 50.13 亿才使得我国动画电影票房占比大幅提高。相比之下, 美国动画电影票房占比始终在 14% 上下波动且高于 11%, 其中, 2019 年《冰箱奇缘 2》、《狮子王》等作品票房大卖并热播全球, 使美国动画电影票房占比提升至约 20%。此外, 日本动画电影票房整体呈上升趋势且占比均超过 15%, 2018 年日本动画电影的票房占比猛增, 约为中国的 5 倍。另一方面, 中国头部动画电影占比小, 爆款作品供给严重不足。在 2016-2019 年票房 Top10 的国产电影中, 一共只有 2 部高票房动画电影, 其中, 2017 和 2018 年均无国产动画上榜。相比之下, 美国头部动画作品的产出能力远强于中国, 每年都有 2-3 部可在全球热映的爆款动画电影。因此, 无论是动画作品整体票房收入占比, 还是打造高票房动画的能力, 中国市场的表现都远不及北美和日本。

图 17: 相比美国、日本, 中国动画电影票房占比最低



数据来源: 猫眼专业版, Box Office Mojo, 日本动画协会

表 8: 2016-2019 年国产电影票房 Top10 中动画作品稀缺 (票房单位: 亿元)

序号	2019 年国产电影前 10 片名	2019 内地票房	2018 年国产电影前 10 片名	2018 内地票房	2017 年国产电影前 10 片名	2017 内地票房	2016 年国产电影前 10 片名	2016 内地票房
1	哪吒之魔童降世	50.13	红海行动	36.50	战狼 2	56.83	美人鱼	33.86
2	流浪地球	46.86	唐人街探案 2	33.97	羞羞的铁拳	22.13	西游记之孙悟空三打白骨精	22.13
3	我和我的祖国	31.70	我不是药神	31.00	前任 3: 再见前任	19.41	湄公河行动	19.41
4	中国机长	29.12	西红柿首富	25.47	功夫瑜伽	17.48	长城	17.48
5	疯狂外星人	22.13	捉妖记 2	22.37	西游伏妖篇	16.52	澳门风云 3	16.52
6	飞驰人生	17.28	后来的我们	13.61	芳华	14.22	盗墓笔记	14.22
7	烈火英雄	17.06	一出好戏	13.55	金刚: 骷髅岛	11.58	功夫熊猫 3	11.58
8	少年的你	15.58	无双	12.73	乘风破浪	10.46	绝地逃亡	10.46
9	扫毒 2 天地对决	13.12	巨齿鲨	10.51	大闹天竺	7.56	从你的全世界路过	7.56
10	误杀	12.06	超时空同居	8.99	悟空传	6.96	北京遇上西雅图	6.96

数据来源: 猫眼专业版 APP, 国泰君安证券研究

表 9: 2016-2019 年北美电影票房 Top10 中每年均有 2-3 部爆款动画 (票房单位: 亿美元)

序号	2019 年北美电影前 10 片名	2019 北美票房	2018 年北美电影前 10 片名	2018 北美票房	2017 年国产电影前 10 片名	2017 北美票房	2016 年北美电影前 10 片名	2016 北美票房
1	复仇者联盟 4	8.58	黑豹	7.00	星球大战 8: 最后的绝地武士	5.17	海底总动员 2: 多莉去哪儿	4.86
2	狮子王	5.44	复仇者联盟 3: 无限战争	6.79	美女与野兽	5.04	星球大战外传: 侠盗一号	4.08
3	玩具总动员 4	4.34	超人总动员 2	6.09	神奇女侠	4.13	美国队长 3	4.08
4	冰箱奇缘 2	4.30	侏罗纪世界 2	4.18	银河护卫队 2	3.90	爱宠大机密	3.68
5	惊奇队长	4.27	死侍 2:	3.18	蜘蛛侠: 英雄归来	3.34	奇幻森林	3.64
6	星球大战 9	3.91	绿毛怪格林奇	2.66	小丑回魂	3.27	死侍	3.63
7	蜘蛛侠: 英雄远征	3.91	勇敢者游戏: 决战丛林	2.36	雷神 3	3.11	疯狂动物城	3.41
8	阿拉丁	3.56	碟中谍 6: 全面瓦解	2.20	神偷奶爸 3	2.65	蝙蝠侠大战超人	3.30
9	小丑	3.34	蚁人 2: 黄蜂女现身	2.17	金刚狼 3	2.26	自杀小队	3.25
10	小丑回魂 2	2.12	游侠索罗: 星球大战外传	2.14	正义与联盟	2.26	星球大战: 原力觉醒	2.85

数据来源: Box Office Mojo, 国泰君安证券研究

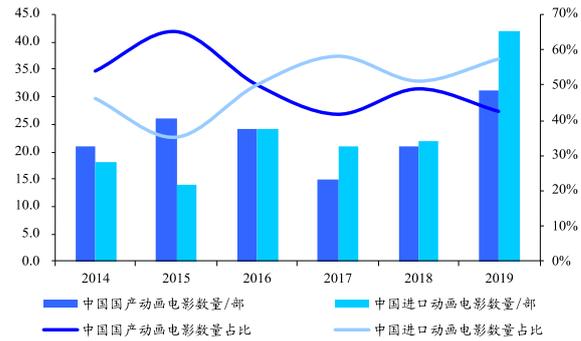
国产动画吸金能力弱, 进口动画电影成为票房贡献主力。2014-2019 年, 我国动画电影票房主要来自于进口动画, 2019 年《哪吒之魔童降世》将国产动画作品的票房拉高近 50 亿元, 除去《哪吒》的影响, 国产动画电影票房仅剩约 20 亿元, 整体表现仍然远不及进口动画作品。此外, 近年进口动画电影数量明显上升, 国产动画作品在数量上的竞争力也略显不足。

图 18: 国内动画电影票房主要来源于进口片



数据来源: 猫眼专业版、前瞻产业研究院

图 19: 国内进口动画数量占比大



数据来源: 猫眼专业版、前瞻产业研究院

中国动画市场结构逐渐优化, 受众群体扩大, 主题立意新颖、成熟, 票房体量有望增加。中国早期动画电影剧情幼稚、内容老套, 且面向群体局限, 仅适合低龄儿童, 因此 2011-2014 年国产动画电影评分整体偏低, 仅有 5 部作品票房过亿。2015 年起, 中国动画市场结构开始调整, 主题立意逐渐新颖, 受众群体高龄化, 面向青少年和成人的作品增多, 动画质量提升, 涌现出《西游记之大圣归来》、《大雨海棠》、《白蛇: 缘起》、《哪吒之魔童降世》等多部爆款作品, 使得国产动画电影观看人数大幅增加, 票房、评分双双攀升。随着国内动画电影创作理念不断完善, 动画市场结构不断向成人及合家欢类型的作品优化调整, 潜在观影用户扩大, 未来, 中国动画电影的票房体量有望持续上升, 更多爆款作品涌现。

表 10: 2011-2019 年票房 Top5 的国产动画电影受众群体逐渐脱离低幼向, 主题立意变得新颖、深刻

上映时间	电影名称	票房/亿元	豆瓣评分	是否低幼化
2011	喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱	1.38	6.6	是
	熊猫总动员	0.46	3.4	是
	赛尔号大电影之寻找凤凰神兽	0.44	3.8	是
	洛克王国之圣龙骑士	0.27	6.0	是
	摩尔庄园冰世纪	0.17	6.3	是
2012	喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年	1.67	5.8	是
	我爱灰太狼	0.72	3.8	是
	麦兜当当伴我心	0.49	8.4	否
	大闹天宫	0.42	7.4	否
2013	赛尔号大电影 2	0.31	4.8	是
	喜羊羊与灰太狼之喜气羊羊过大年	1.24	5.7	是
	赛尔号大电影 3 之战神联盟	0.76	5.2	是
	我爱灰太狼 2	0.75	3.2	是
	洛克王国 2	0.69	6.0	是
	潜艇总动员 3	0.57	4.2	是
	熊出没之夺宝熊兵	2.47	6.9	是
2014	十万个冷笑话	1.19	6.5	否
	喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记	0.86	5.3	是
	赛尔号大电影 4	0.62	5.2	是
	神秘世界历险记 2	0.62	6.4	是
2015	西游记之大圣归来	9.56	8.3	否

	熊出没之雪岭熊风	2.94	7.6	是
	洛克王国 4	0.77	4.9	是
	黑猫警长之翡翠之星	0.72	5.2	是
	喜羊羊与灰太狼之羊年喜羊羊	0.67	6.0	是
2016	功夫熊猫 3	10.00	7.7	否
	大雨海棠	5.64	6.8	否
	熊出没之熊心归来	2.87	6.6	是
	新大头儿子和小头爸爸 2	0.90	4.5	是
	小门神	0.79	6.9	否
2017	熊出没之奇幻空间	5.21	6.4	是
	十万个冷笑话 2	1.33	7.3	否
	大卫贝肯之倒霉特工熊	1.26	4.4	否
	赛尔号大电影 6	1.09	4.7	是
	大护法	0.88	7.8	否
2018	熊出没·变形记	6.05	6.8	是
	新大头儿子和小头爸爸 3	1.58	4.9	是
	风语咒	1.12	6.9	否
	神秘世界历险记 4	1.04	5.3	是
	昨日青空	0.84	6.2	否
2019	哪吒之魔童降世	50.13	8.5	否
	熊出没·原始时代	7.17	6.6	是
	白蛇：缘起	4.55	7.9	否
	罗小黑战记	3.15	8.2	否
	雪人奇缘	1.39	7.3	否

数据来源：猫眼专业版，豆瓣电影，国泰君安证券研究

3.1.2. 动画电影变现方式多元，衍生品市场空间广阔

动画电影除了通过传统真人电影的途径获取收入外，还可通过开拓衍生品市场变现。受档期、题材、宣传推广方式多种因素影响，电影票房波动较大，很有可能出现票房不及预期的情况，因此开发衍生品可以有效延长 IP 生命周期、拓宽其商业变现能力。目前，动画电影衍生品和 IP 授权可分为商品授权和空间授权，主要包含手办、配饰、画册、漫展、主题乐园等，形式较为多样。

图 20: 动画电影衍生品市场形式多样

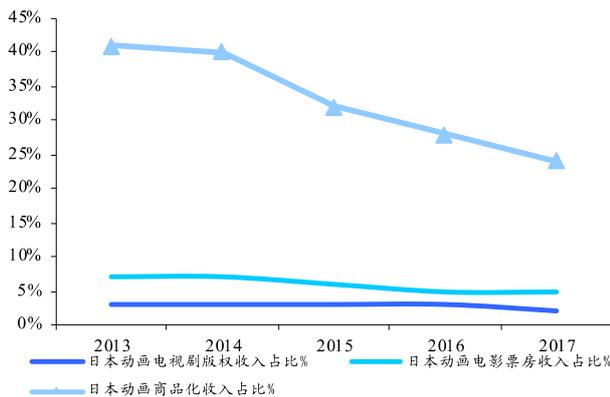


数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

成熟的动画市场衍生品可贡献主要收入，中国衍生品市场刚刚起步、空间广阔。日本动画协会的数据显示，2013-2017 年，日本动画市场的衍生品收入大体是其电视剧版权与电影票房收入之和的 4 倍，IP 衍生品市场

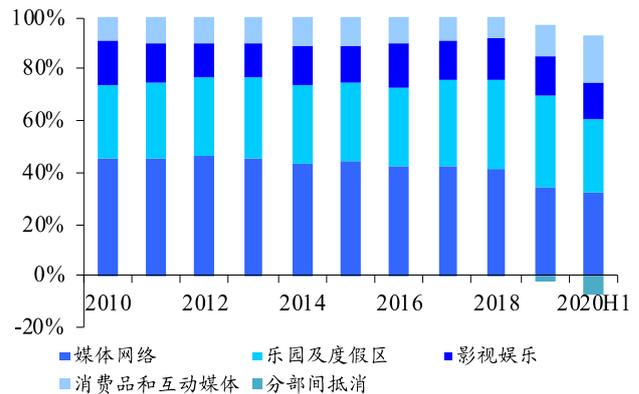
较为成熟。在美国市场中，迪士尼在过去十年中有近一半的营业收入来自于乐园、度假村、消费品和互动媒体，而影视娱乐仅贡献约 15%。此外，据艾瑞咨询统计，美国头部动画电影的衍生品收入普遍较高且表现较为稳定，其中，《米奇老鼠》、《迪士尼公主》等衍生品收入可为内容收入的几十倍。相比之下，中国电影衍生品市场仅停留在起步阶段，目前主要在影片上映前后用众筹等方式进行，而并没有在电影策划环节进行的前置衍生品规划。随着越来越多中国电影公司对此市场布局，未来中国动画电影行业可逐步实现从单一票房收入向多元化收入构成的转型。

图 21: 2013-2017 年日本动画衍生品收入约为内容收入的 4 倍



数据来源：日本动画协会，艾瑞咨询，国泰君安证券研究

图 22: 2010-2020H1, 迪士尼约 50% 的收入来源于乐园、消费品等衍生品业务



数据来源：迪士尼公司公告，国泰君安证券研究

表 11: 海外头部 IP 的衍生品远超内容收入 (单位: 亿美元)

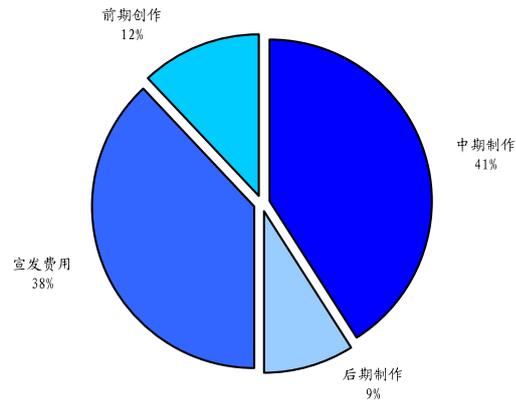
IP 产地	IP 系列	内容收入	衍生品收入
美国	蜘蛛侠	101	148
美国	星球大战	95	403
美国	蝙蝠侠	50	202
美国	玩具总动员	28	175
美国	迪士尼公主	26	446
美国	汽车总动员	20	191
美国	米奇老鼠	7	696

数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

3.1.3. 动画电影制作成本低，IP 系列化后收入趋于稳定

动画电影成本较低。相比真人电影，动画电影的成本主要来自于前中后期的人工及外包制作等成本，不需要支付高昂的演员片酬、场地和道具租金等，节省了很大一部分成本开支。目前国内动画电影制作成本大致在 3000-8000 万之间，而一部高质量的真人电影的制作成本普遍在 4 亿元左右，远超动画电影。

图 23: 制作费用占动画电影成本比重最大



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 12: 2017-2019 年, 国产头部动画电影成本整体低于真人电影

	片名	制作成本	上映时间		片名	制作成本	上映时间
	动画电影	哪吒之魔童降世	8000 万元		2019 年	真人电影	流浪地球
	熊出没·原始时代	5600 万元	2019 年		中国机长	4 亿元	2019 年
	白蛇: 缘起	8000 万元	2019 年		疯狂外星人	4 亿元	2019 年
	罗小黑战记	3000 万元	2019 年		飞驰人生	5 亿元	2019 年
	全职高手之荣耀巅峰	7500 万元	2019 年		红海行动	5 亿元	2018 年
	熊出没·变形记	4934 万元	2018 年		西虹市首富	1.5 亿元	2018 年
	猫与桃花源	7500 万元	2018 年		捉妖记 2	9 亿元	2018 年
	风语咒	6000 万元	2018 年		战狼 2	2 亿元	2017 年
	熊出没·奇幻空间	3950 万元	2017 年		羞羞的铁拳	7000 万元	2017 年
	十万个冷笑话 2	1000 万元	2017 年		功夫瑜伽	4 亿元	2017 年
	阿唐奇遇记	8500 万元	2017 年		西游伏妖篇	4.4 亿元	2017 年

数据来源: 新浪网, 国泰君安证券研究

系列化作品延长单部 IP 生命周期, 整体收入稳中有升。单部 IP 的票房表现易受多种因素影响, 具有较大不确定性, 所产生的影响力都较为短暂; 相比之下, 系列化电影的之间易产生协同效应、相互带动、用户粘性更高, 长期来看可以培养出稳定的粉丝群, 从而最大化带动整体票房增长。近年, 华强方特持续推出的“熊出没”系列电影之间相互带动, 使得其票房收入平稳增加、成本稳定, 并且毛利率总体也有小幅提升。此外, “潜艇总动员”、“赛尔号”、“神秘世界历险记”等系列电影的票房稍有波动但整体呈上升趋势。

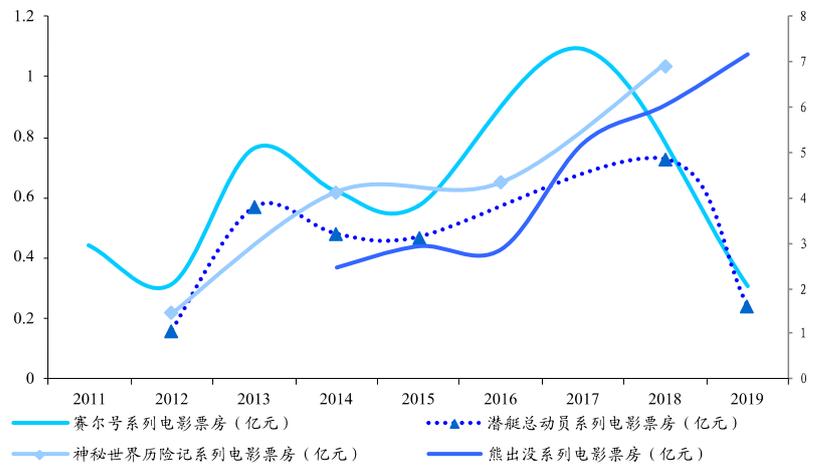
表 13: 华强方特动漫大电影成本趋于稳定、收入逐年增加

	2016		2017		2018	
	金额/万元	占比	金额/万元	占比	金额/万元	占比
动漫大电影收入	5,553.87		7,584.21		10,284.06	
院线发行收入	4,160.63	74.91%	6,458.11	85.15%	7,606.05	73.96%
电视台播映	83.07	1.50%	47.94	0.63%	95.31	0.93%

新媒体播映	1288.94	23.21%	992.37	13.08%	2009.16	19.54%
境外播映	-	-	85.79	1.13%	222.22	2.16%
其他	21.23	0.38%	-	-	351.31	3.42%
动漫大电影成本	1,899.31		2,859.97		2,321.44	
人工制作成本	1,003.86	52.85%	1,066.18	37.28%	1,084.99	46.74%
外包制作成本	246.67	12.99%	593.12	20.74%	380.52	16.39%
宣发成本	442.35	23.29%	956.38	33.44%	649.64	27.98%
其他	206.43	10.87%	244.29	8.54%	206.28	8.89%
动漫大电影毛利	3,654.56		4,724.24		7,962.62	
动漫大电影毛利率	65.80%		62.29%		77.43%	

数据来源：华强方特招股说明书，国泰君安证券研究

图 24：部分国产动画电影票房整体呈上升趋势（“熊出没”为右轴）



数据来源：猫眼专业版，国泰君安证券研究

3.2. 动画产业链全布局，开拓优质 IP 源头

目前，公司已经形成了较为完整的动画生态系统，可分为以“一本漫画”APP 为核心的动画产业链上游，以彩条屋及旗下内容制作公司为主导的中游，下游则是协助宣发的猫眼和初步开发的衍生品市场。

图 25：光线传媒打通整个动画生态系统



数据来源：国泰君安证券研究

3.2.1. 彩条屋持续孵化输出优质动画电影项目

彩条屋投资众多动画公司，率先构建动画生态。公司力求打造动漫大本营，制作风格多样的精品动画电影，2015年设立彩条屋影业并开始大量投资动画公司。目前，彩条屋已完成了对近20家公司的投资，遍布整个动漫产业链的上中下游，主要包括《哪吒之魔童降世》的团队可可豆动画、创作《大鱼海棠》的彼岸天、《姜子牙》的团队中传合道文化等19个动画公司。

彩条屋高管入驻十月文化，专注作品，聚焦“CG电影”领域。2020年6月23日，彩条屋总裁易巧担任光线参股子公司十月文化总裁，总制片人魏芸芸女士出任十月文化首席内容制作官。相比十月文化，彩条屋业务覆盖面广，包括项目的开发、制片、宣传、发行；而十月文化则专注于项目开发和制作，聚焦在产品上。因此，此次调动后，易巧和魏芸芸将可以与导演田晓鹏潜心打造精细化、高品质电影，开发优质IP，持续拥有创作的核心竞争力。在三人的带领下，十月文化将探索“CG电影”领域，全力打造“三维动画电影”和“真人视效电影”，逐步推出动画电影《深海》、《大圣闹天空》以及真人科幻电影《三体》。

表 14: 彩条屋影业投资公司遍布整个动画产业链

名称	持股比例	代表作品
幻想师动画制作	75%	制作动画电影及短片
红鲤文化	60%	《深海》
光印影业	60%	《查理九世》
全擎娱乐	35%	《星游记》
雨后文化	35%	动画电影制作
彼岸天	30%	《大鱼海棠》、《燕尾蝶》
路行动画	30%	《茗记》、《妙先生》
中传合道文化	30%	《姜子牙》、《丹青先生》
可可豆动画	30%	《哪吒之魔童降世》
漫言星空	30%	《星海镖师》
神奇一天	30%	《鬼列车》
十月文化	28.11%	《西游记之大圣归来》、《大圣闹天宫》
凝羽动画	27%	《茶啊二中》
好传文化	27%	《大护法》、《弯刀大马贼》、《海岸线上的漫画家》、《大理寺日志4》
青空绘彩	25.04%	《昨日青空》、《1区212》、《也许，那一瞬间》
未匠文化	25%	动漫衍生品开发
大千阳光	20%	《西游记之大圣归来》、《龙之谷：破晓奇兵》、《年兽大作战》
易动传媒	18.67%	《美食大冒险》
玄机科技	3.80%	《秦时明月》、《天行九歌》系列、《武庚纪》系列、《天谕》系列、《斗罗大陆》

数据来源：公司官网，猫眼专业版，国泰君安证券研究

IP内容质量不断提高，动画电影储备充足。2014-2019年，公司多部动画作品在猫眼及豆瓣上取得高分，且作品种类丰富，有面向成人的《哪

吒之魔童降世》、《大鱼海棠》、《昨日青空》等，面向低龄儿童的《熊出没·变形记》、《赛尔号大电影》系列等，还有协助日本推广的《夏目友人帐》、《千与千寻》。此外，为了使其头部作品的影响力更持久，公司逐步推出高票房电影的系列化作品。目前，神话宇宙系列电影《姜子牙》已制作完成，预计2020年上映；“西游记”系列《大圣闹天宫》、《大鱼海棠2》、《哪吒2》也在策划和制作中。

表 15: 2014-2019 年彩条屋高分、高票房动画电影不断涌现

年份	片名	票房/亿元	豆瓣评分	猫眼口碑
2019	哪吒之魔童降世	50.13	8.5	9.6
	夏目友人帐	1.15	8.1	9.0
2018	昨日青空	0.84	6.2	8.5
	熊出没·变形记	6.05	6.8	9.1
	大世界	0.03	7.0	7.1
2017	大护法	0.88	7.8	8.3
	精灵王座	0.25	7.8	8.7
2016	大鱼海棠	5.64	6.8	8.4
	我叫 MT 之山口山战记	0.12	5.0	7.7
	果宝特攻之水果大逃亡	0.08	6.5	8.3
2015	洛克王国 4	0.77	4.9	8.4
	赛尔号大电影 5	0.57	4.4	8.7
2014	秦时明月之龙腾万里	0.60	6.8	9.3
	赛尔号大电影 4	0.62	5.2	8.5

数据来源：猫眼专业版，国泰君安证券研究

表 16: 公司动画电影储备项目丰富

名称	进度情况	主要演员
姜子牙	预计 2020 年上映	导演：程腾、李炜
妙先生	预计 2020 年上映	导演：李凌霄
墨多多谜境冒险	后期制作	导演：王竞、主演：秦昊
深海	制作中	导演：田晓鹏
星游记之冲出地球	制作中	导演：胡一泊
大鱼海棠 2	制作中	导演：梁旋、张春
西游记之大圣闹天宫	制作中	导演：田晓鹏
凤凰	制作中	待定
魁拔	制作中	导演：王川
鬼列车	制作中	导演：景绍宗
大理寺日志	制作中	待定
八仙过大海	制作中	待定
哪吒 2	前期策划	待定

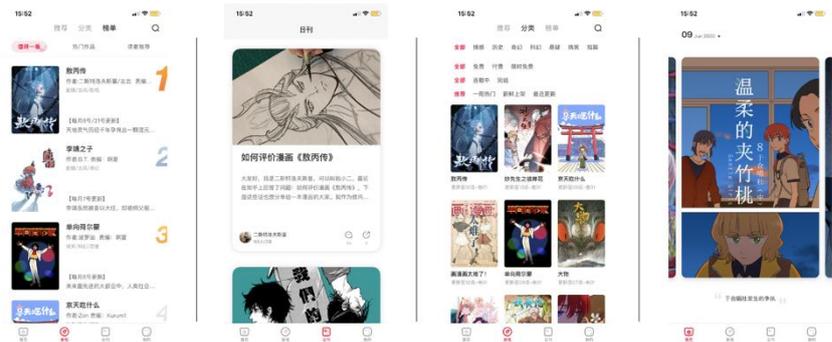
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.2.2. 上下游延伸，打造 IP “蓄水池”，开发衍生品市场

开发“一本漫画”APP 打造上游原创 IP。2019 年，公司推出“一本漫

画” APP，打造公司上游的漫画 IP “蓄水池”，从产业链源头开始创造内容，并借助公司各大影视厂牌之力，将漫画 IP 影视化，实现漫画和影视的转变与融合。“一本漫画” APP 在漫画内容题材上有独特地选择，主要开发神话、科幻、现实题材等易于影视化的作品类型。目前，此 APP 推出了《敖丙传》、《妙先生之彼岸花》、《十九年间谋杀小叙》等多部影视联动或衍生漫画，同时上线了《京天吃什么》、《大物》、《画漫画太难了》等 14 部原创漫画，引入 60 多部第三方优质漫画作品。

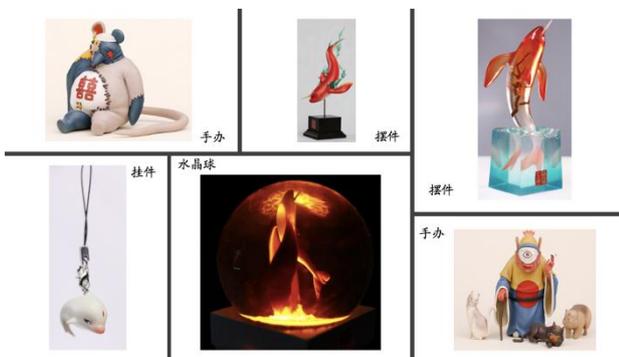
图 26: “一本漫画” APP 界面清晰，分类明确



数据来源：“一本漫画” APP，国泰君安证券研究

下游衍生品市场开发初见成效。在衍生品布局方面，公司投资的末那工作室专注于开发游戏、动画的周边产品，从设计制作到生产销售都拥有自己的固定模式和渠道。其中，末那推出的《大鱼海棠》高品质手办把简单的 2D 动画还原成 3D 立体形象，且做工精细、限量发行，深受观众追捧；与《哪吒之魔童降世》主创联手推出的系列手办，在摩点平台的众筹金额突破 1500 万。在实景娱乐方面，公司 2019 年 7 月中标扬州市空港新城影视文旅产业基地片区 PPP 项目，公司主要负责为项目整体策划、业态布局、资源要素导入、文娱产业运营提供专业支持。光线中国电影世界项目是影视文化旅游产业及城镇综合开发类项目、江苏省重点文化产业，已列入国家财政部 PPP 项目库。

图 27: 《大鱼海棠》周边制作精美、限量发行



数据来源：末那工作室，国泰君安证券研究

图 28: 《哪吒》衍生品种类繁多



数据来源：摩点，国泰君安证券研究

4. 盈利预测与估值

我们采取可比公司估值法与绝对估值两种方法对公司进行估值，根据 2 种估值方法，我们给予公司目标价至 15.39 元，给予“增持”评级。

4.1. 盈利预测

4.1.1. 核心假设

我们的核心假设如下：

(1) 营收及毛利率：

电影业务：预计公司 2020 年《姜子牙》《坚如磐石》等项目仍可于影院复工后上映，同时 2021-2022 年产品线规划清晰，预计 2021-2022 年电影业务较 2019 年增长 13.2%/15%，因 2019 年哪吒项目毛利率较高，同时疫情期间部分成本较为刚性，预计 2020 年电影业务毛利率有所下降。2021-2022 年毛利率有所提升；

电视剧业务：公司 2020 年 4 月公布电视剧业务片单，陆续启动包括《山河枕》《君生我已老》《她的小梨涡》《麒麟》在内的 14 部热门 IP 的影视化，有望为未来 2-3 年电视剧业务持续增长提供充足动力，预计 2020-2022 年电视剧业务分别增长 30%/20%/15%，2020 年因疫情影响毛利率有所下降，2021-22 年毛利率恢复稳定水平；

其他业务保持 5% 左右复合增速，毛利率基本稳定。

(2) 费用：

考虑到公司 2020 年收入因疫情影响显著下降，管理费用率预计有一定幅度提升，2021-2022 年回归正常水平，财务费用率预计在存量债券兑付后显著下降。

4.1.2. 盈利预测

根据我们的核心假设，我们预计 2020-2022 年，公司可实现的收入分别为 12.47 亿元、33.04 亿元和 37.92 亿元，同比增长了 -55.9%/164.9%/14.8%；实现归属母公司净利润分别为 2.25、13.4、15.92 亿元，分别同比增长了 -76.2%/495.0%/18.8%，对应 EPS 分别为 0.08/0.46/0.54 元。

表 17: 预测利润表 (百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,843	1,492	2,829	1,247	3,304	3,792
%增长率	—	-19.1%	89.7%	-55.9%	164.9%	14.8%
营业成本	1,083	1,010	1,563	776	1,797	2,021
%销售收入	58.7%	67.7%	55.2%	62.2%	54.4%	53.3%
毛利	761	481	1,266	471	1,507	1,771
%销售收入	41.3%	32.3%	44.8%	37.8%	45.6%	46.7%
税金及附加	5	4	2	2	4	6
%销售收入	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%
销售费用	82	3	2	2	3	5

%销售收入	4.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	130	79	169	112	165	190
%销售收入	7.1%	5.3%	6.0%	9.0%	5.0%	5.0%
研发费用	44	10	14	12	26	27
%销售收入	2.4%	0.7%	0.5%	1.0%	0.8%	0.7%
财务费用	33	18	29	-21	-51	-61
%销售收入	1.8%	1.2%	1.0%	-1.6%	-1.5%	-1.6%
息税前利润 (EBIT)	499	386	1,079	342	1,307	1,545
%销售收入	27.0%	25.8%	38.1%	27.5%	39.6%	40.7%
其他收益	11	4	11	44	33	38
投资收益	370	2,283	407	-62	330	455
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	66	0	0	0
资产减值损失	175	726	290	55	80	105
资产处置收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	672	1,928	1,112	289	1,642	1,993
%增长率	—	186.9%	-42.4%	-74.0%	467.7%	21.4%
营业外收支	152	4	1	-1	-1	-1
利润总额	824	1,932	1,113	288	1,641	1,992
%增长率	—	134.6%	-42.4%	-74.1%	469.4%	21.4%
所得税	2	566	166	64	304	405
所得税率	0.3%	29.3%	14.9%	22.1%	18.5%	20.3%
合并报表的净利润	821	1,366	947	225	1,337	1,588
少数股东损益	6	-7	-1	-1	-3	-4
归属于母公司的净利润	815	1,373	948	225	1,340	1,592
净利率	44.2%	92.1%	33.5%	18.1%	40.6%	42.0%

数据来源：国泰君安证券研究

4.2. 可比公司估值

我们选取华策影视、上海电影、芒果超媒、中广天择、完美世界进行可比公司估值。根据可比公司估值，2020-2022年，公司同行业可比公司平均估值分别为 43.84/33.70/28.64 倍 PE（剔除负值），相应的公司对应估值水平为 156.31/26.27/22.11 倍 PE，公司 2021-2022 年估值具有相当的吸引力。

我们认为，公司依托对影视行业发展阶段的理解不断优化调整业务布局，多厂牌并举实现多内容题材覆盖，控制成本产出比以降低单个项目风险，同时以彩条屋为主体的动画电影赛道前期布局逐步进入收获期，后续产品线丰富，有望在真人影视剧基础上为公司开拓新的业绩增长驱动力。基于相对估值方法，我们给予公司 2021 年行业平均估值 33.7 倍，则公司对应的估值为 15.39 元。

表 18: 可比公司估值比较（截止到 2020 年 7 月 5 日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS (元/股) (wind 一致预期)	PE
------	------	-----	-----	-----------------------	----

		(元)	(亿元)	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300133.SZ	华策影视	7.74	135.89	0.30	0.38	0.43	25.58	20.53	17.93
601595.SH	上海电影	15.94	59.54	-0.02	0.55	0.60	-830.21	29.04	26.73
300413.SZ	芒果超媒	61.60	1,096.71	0.86	1.05	1.25	71.44	58.90	49.39
603721.SH	中广天择	24.22	31.49	0.50	0.70	0.88	48.44	34.79	27.38
002624.SZ	完美世界	54.90	710.00	1.84	2.17	2.52	29.91	25.24	21.75
	行业平均						43.84	33.70	28.64
300251.SZ	光线传媒	12.00	352.03	0.08	0.46	0.54	156.31	26.27	22.11

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4.3. 绝对估值法

我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值。在绝对估值法的条件下, 公司的价格为 14.31 元。我们绝对估值法的假设如下:

图 29: FCFE/WACC 估值法基本假设

股票贴现率Ke		加权平均资本成本WACC	
Beta权益	0.80	股本总额	2,933.61
无风险利率Rf	2.25%	股价	12.00
风险溢价	6.00%	股本价值Ve	35,203.30
股票贴现率Ke	7.05%	债务总额Vd	855.97
		债务利率Kd	5.00%
		实际税率Tc	22.10%
		债务比率D/(E+D)	2.37%
		权益比率E/(E+D)	97.63%
		WACC	6.98%

资料来源: 国泰君安证券研究

综合相对估值与绝对估值两种方法, 我们认为, 公司依托对影视行业的深刻理解, 顺应行业变化趋势不断完善自身发展方向, 在影视内容制作和发行业务上均建立了稳固的核心竞争力, 多厂牌、多类型内容并行实现业务稳定健康发展, 同时深入布局的动画电影产业链逐步进入业绩兑现阶段, 给予公司目标价 15.39 元, 维持“增持”评级。

5. 风险提示

5.1. 政策及监管环境的风险

电影、电视行业作为具有意识形态特殊属性的重要产业, 受到国家有关法律、法规及政策的严格监管。国家实行严格的行业准入和监管政策, 一方面给新进入电影、电视行业的企业设立了较高的政策壁垒, 保护了公司的现有行业地位; 另一方面, 随着国家产业政策将来的进一步放宽, 在获得新的发展机遇的同时, 公司在电影、电视行业的竞争优势和行业地位可能面临新的挑战。

5.2. 市场竞争加剧的风险

随着国家政策对文化产业的鼓励与扶持，影视行业日益成为社会关注的热点行业，民营影视公司不断成长，国有电影公司也加大市场开拓，直播、短视频行业的兴起带来较大的冲击。尽管公司的电影业务已跻身行业前列，具备了专业化的投资、发行能力，但很长一段时间内，影视行业仍将呈现竞争激烈的态势，公司面临市场竞争加剧的风险。

5.3. 影视作品销售的市场风险

电影、电视剧等文化产品的消费是一种文化体验，由于新产品的市场需求是未知数，影视企业只能基于经验凭借对消费者需求的前瞻性来创作文化产品，尽管公司有充足的项目来源，有多年丰富的影视剧制作及发行经验，但仍然无法完全避免新产品因为定位不准确、不被市场接受和认可而导致的收益无法达到预期的风险。近年来，国内影视行业快速发展，但随着市场竞争的加剧，受多种因素的影响，单部影视作品面临的不确定性日益提高，对公司的整体业绩也会产生不确定性的影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		