

从《哪吒》现象看文创行业发展



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

—传媒行业深度报告 (20190915)

核心观点

- ❖ 《哪吒》惊艳打开动画电影票房成长空间，核心竞争力在于内容高质量。《哪吒之魔童降世》横空出世，最新票房突破 48 亿元，成为新晋内地动画电影票房冠军。我们认为，影片内容高质量是《哪吒》的核心竞争力，此外，多举措市场营销、传统人物 IP 引流、精准卡位暑期档助推《哪吒》大获成功。
- ❖ 国内电影行业步入稳定期，头部影片内容质量向好，票房集中度提升。国内电影行业在 05-15 年处于高速增长期，票房总收入从 20.0 亿元提升至 438.8 亿元，期间 CAGR 高达 36.18%；16 年以来票房增速开始放缓，19 年上半年国内票房总收入为 311.7 亿元，同比小幅下降 2.70%，国内电影行业逐渐步入稳定期。此外，头部影片内容质量向好，2019 年 CR3 影片合计实现票房收入 136.83 亿元，较 2018 年 CR3 影片收入的 101.49 亿元提升了 34.82%，同期 CR3 市占率也从 16.6% 提升至 30.2%，头部影片票房集中度显著提升。
- ❖ 前车之鉴：美国电影行业遭遇困境。美国为全球电影产业先行者，行业竞争格局极为激烈：1) 好莱坞影片演员片酬、特效成本等相对较高，使得影片制作成本高居不下；2) 除了少数具有固定粉丝的 IP 电影可以提供票房保证，大部分电影的票房确定性较差；3) 当前国内电影行业同样面临制作成本难以控制、票房起伏差距更大、相关企业现金流堪忧等问题。
- ❖ 未来展望：中国电影行业前景可期。1) 超 17 亿人次观影人数、高达 6 万块屏幕使得国内电影市场潜力巨大；2) 目前我国电影工业体系持续推进，未来将进一步完善工业化标准并推行现代化管理方式；3) 政策频出强化影视行业优胜劣汰，一方面国内影片备案数量明显减少，行业主动去库存；另一方面，国产影片制作方开始注重内容本身，优质国产影片占比逐步提升。

投资建议：

- 1) 从行业角度来看，2019 年国产影片质量不断提升，首次出现《流浪地球》、《哪吒》两部同时突破 40 亿票房的国产影片。我们认为优质影片的核心竞争力在于强大的产品力，好的内容才能保证票房的号召力；此外，营销力、认知力、需求力的协同是画龙点睛，助推优质影片达到效用最大化。
- 2) 从公司角度来看，光线传媒主投影片《哪吒》以超 48 亿票房的成绩位居中国历史票房榜 Top3，打开了国产动画电影票房的成长空间；公司在动画电影项目方面的储备丰富，下半年《妙先生》等动画电影将上映，而《姜子牙》、《大鱼海棠 2》等多个重磅动画项目仍在有序推进中，具备广泛的大众基础；此外，公司成熟的经营水平将精准把握营销策略和市场需求，团队匠心制作也将保证影片的高质量。考虑到光线传媒近年来连续推出多部爆款影片，动漫产业逐步实现全产业链运作，建议根据后续影片的上映节奏及票房情况积极关注。

风险提示：内生不达预期风险、政策风险。

证券研究报告

所属部门 行业公司部
报告类别 行业深度
所属行业 文化娱乐/传媒
报告时间 2019/9/15

分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

联系人

郭晓东

证书编号：S1100119080011
021-68595118
guoxiaodong@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、《哪吒》惊艳打开动画电影票房成长空间	5
1.1 产品端：影片内容高质量	5
1.2 营销端：多举措市场营销	6
1.3 认知端：传统人物 IP 引流	7
1.4 需求端：精准卡位暑期档	8
二、国内电影行业步入稳定期，头部效应明显	10
2.1 历经高速增长，电影行业步入稳定期	10
2.2 影片内容质量向好，票房集中度提升	11
三、对标美国，中国电影行业机遇与挑战并存	12
3.1 前车之鉴：美国电影行业遭遇困境	12
3.1.1 制作成本高居不下	13
3.1.2 影片票房确定性较差	14
3.1.3 国内电影行业面临同样困境	14
3.2 未来展望：中国电影行业前景可期	17
3.2.1 国内电影市场潜力巨大	17
3.2.2 电影工业化体系稳步推进	18
3.2.3 国家管控政策红利拔高质量	19
四、投资建议	19
五、风险提示	23
附录：四川文创产业及相关上市公司一览	24
产业层面：四川文创产业稳定向好	24
公司层面：四川文创类上市公司介绍	27
文创类 A 股相关上市公司	27
文创类新三板相关上市公司	29

图表目录

图 1:	《打, 打个大西瓜》斩获多项大奖.....	5
图 2:	《哪吒》制作费用高达 6000 万元.....	5
图 3:	抖音热门视频数据.....	7
图 4:	《哪吒》、《大圣归来》IP 互动.....	7
图 5:	《哪吒》手办众筹达到 1244 万元.....	7
图 6:	《哪吒》潮玩众筹破百万.....	7
图 7:	哪吒 IP 形象具备强大的大众基础.....	8
图 8:	《哪吒之魔童降世》暑期档霸屏.....	9
图 9:	暑期档电影票房大幅领先其他档期.....	9
图 10:	暑期档观影人次大幅领先其他热门档期.....	9
图 11:	国内电影票房总收入小幅下滑.....	10
图 12:	2019 年与 2018 年 1-8 月综合票房对比.....	11
图 13:	2019 年与 2018 年各档期综合票房对比.....	11
图 14:	2018 年 CR3 市占率 16.6%.....	12
图 15:	2019 年 CR3 市占率 30.2% (截至 9 月 7 日).....	12
图 16:	好莱坞五大电影公司经典 IP 电影一览.....	14
图 17:	好莱坞 IP 电影各集票房对比.....	14
图 18:	“限薪”后影片制作总成本分配更为合理.....	15
图 19:	国内影视行业自由现金流量形势严峻.....	16
图 20:	国内影视行业 ROE 对比.....	16
图 21:	国内影视行业净经营周期对比.....	16
图 22:	中国人均可支配收入稳步提升.....	17
图 23:	教育文化娱乐支出占比相对稳定.....	17
图 24:	中国观影人数超过 17 亿人次.....	17
图 25:	中国屏幕总数突破 6 万块.....	17
图 26:	中国电影工业化十大创新路径.....	18
图 27:	电影工业化体系构建.....	18
图 28:	电影工业化技术不断升级.....	18
图 29:	18 年国内影片备案数量明显减少.....	19
图 30:	猫眼 9 分及以上高质量影片占比提升.....	19
图 31:	优质影片四力属性——以《流浪地球》、《哪吒》为例.....	20
图 32:	春节档、暑期档票房占比较高.....	21
图 33:	春节档、暑期档观影需求旺盛.....	21
图 34:	四川文化产业发展势头良好.....	24
图 35:	四川文化产业法人主体不断壮大.....	25
图 36:	四川文创产业总体规模偏小.....	26
图 37:	成都经济区法人数占比高达 59.40%.....	26
图 38:	成都经济区营收占比高达 82.30%.....	26
图 39:	迅游科技营收及归母净利润.....	27
图 40:	迅游科技业务构成.....	27
图 41:	博瑞传播营收及归母净利润.....	28
图 42:	博瑞传播业务构成.....	28

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	新华文轩营收及归母净利润.....	28
图 44:	新华文轩业务构成	28
表格 1.	《哪吒》通过三波点映策略进行影片的前期宣传.....	6
表格 2.	动漫企业可享受税收优惠政策.....	8
表格 3.	暑期档热门影片数据一览（截至 2019/8/31 暑期档结束）	9
表格 4.	2005-2018 年国内电影行业情况一览.....	10
表格 5.	2019 年国内综合票房 TOP10（截至 9 月 7 日）	11
表格 6.	好莱坞六大电影公司一览.....	12
表格 7.	2019 年全球收入最高男演员 TOP10 榜单.....	13
表格 8.	美国大片特效成本占比较高.....	13
表格 9.	2018 及 2019H1 北美票房 TOP10.....	14
表格 10.	票房起伏差距加大（截至 2019 年 9 月 7 日）	15
表格 11.	《流浪地球》、《哪吒》豆瓣评分较高.....	20
表格 12.	2019 年下半年光线传媒预计上映电影项目一览.....	21
表格 13.	光线传媒预计制作电影项目一览.....	22
表格 14.	相关公司估值一览	22
表格 15.	四川省文化产业增加值及文化支出情况.....	24
表格 16.	四川省文化产业园区稳步发展.....	25
表格 17.	新三板相关上市公司一览.....	30

一、《哪吒》惊艳打开动画电影票房成长空间

《哪吒之魔童降世》横空出世，成为新晋内地动画电影票房冠军。最新《哪吒》票房高达 48 亿元，不仅打破《大圣归来》保持的 9.6 亿元的国产动画电影票房纪录，也远超《疯狂动物城》保持的 15.3 亿元的内地地上映动画电影票房纪录。我们认为，影片内容高质量是《哪吒》的核心竞争力，此外，多举措市场营销、传统人物 IP 引流、精准卡位暑期档助力《哪吒》大获成功。

1.1 产品端：影片内容高质量

优秀的主创团队、充足的制作投入以及独特的人物创意成就了《哪吒》影片内容的高质量。

以饺子导演为首的主创团队匠心创作是《哪吒》票房大卖的核心因素。饺子导演曾凭借反战动画短片《打，打个大西瓜》斩获了国内外 30 多个大奖，其中包括含金量极高的第 26 届德国柏林国际短片电影节“评委会特别奖”；《哪吒》剧本制作过程中，导演饺子和监制易巧对剧本反复打磨两年，易稿 66 次才最终开始制作，其中备受观众喜爱的江山社稷图长镜头，制作总耗时达 4 个多月。

充足的制作投入保证了《哪吒》的制作水平。《哪吒》制作费用高达 6000 万元，与《大圣归来》投入成本持平。此外，《哪吒》的特效部分占全片的 80%，动用了 20 多个制作团队，整个工程项目外包团队超过了 60 个，参与人数超过了 1600 人。特效制作的复杂程度堪比真人电影，在考虑制作技术提高的前提下，《哪吒》的制作水平已远远高于目前市面的其他国产动画电影。

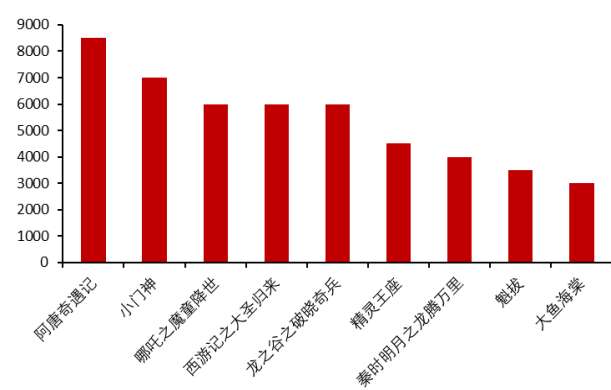
此外，独特的人物创意引起观众共鸣。导演饺子针对哪吒、敖丙等人物形象进行了大胆的改编，哪吒由“恶童”转变成“不认命”的勇士形象，让这些人物更加符合当代消费者的审美，贡献了这部电影的普世价值。

图 1：《打，打个大西瓜》斩获多项大奖



资料来源：公开信息整理，川财证券研究所

图 2：《哪吒》制作费用高达 6000 万元



资料来源：公开信息整理，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.2 营销端：多举措市场营销

点映策略、自媒体传播、IP 联动以及周边开发等多重举措并进，持续为《哪吒》创造良好的营销氛围。

《哪吒》通过点映策略进行前期的口碑宣传。光线传媒在《哪吒》首映之前在全国范围内间歇性点映，对口碑和前期排片起到决定性的助推作用。7 月 13 日-14 日，《哪吒》开始在全国范围内小规模点映，口碑和舆论开始发酵；之后 7 月 17 日-19 日进行第二波点映，口碑开始初步转化为票房；最后一波点映进行大规模投放，前面小规模点映的铺垫使得票房环比暴涨 81.5%，饥饿营销的策略充分勾起了观众的好奇心。

《哪吒》广泛采用抖音、微博等自媒体传播电影周边话题，从而保持电影的热度。一方面，抖音的哪吒、敖丙变身特效吸引广大 KOL 乃至明星参与，通过借助 KOL 效应为哪吒等话题人物添加更多的内涵，实现哪吒等品牌人物的再传播；另一方面，《哪吒》在宣传期间，利用哪吒和敖丙的 CP 营销，间接引发了 UGC 活动。微博上“藕饼超话”长时间占据 CP 榜单前三名，阅读量超过 3.4 亿次。

《哪吒》通过 IP 联动吸引眼球。《哪吒》和《大圣归来》作为光线传媒近年来打造的两个热门 IP，通过宣传片让两大主角进行人物互动，以此打造“复仇者联盟”式的 IP 效应来增加观众的期待。当《哪吒》登顶国产动画电影票房冠军时，《大圣归来》官博第一时间发布贺词，《姜子牙》等电影也纷纷祝贺。光线传媒通过 IP 互动，打造以中国传统神话人物为主的 IP 品牌《神话三部曲》。

此外，《哪吒》通过周边开发提升电影的热度的同时创造一定的效益。《哪吒》官方推出了包括小哪吒、敖丙等主要角色的形象手办、潮玩、周边等特色电影衍生品，目前系列手办已达到 1244 万元，潮玩、周边等也突破百万。

表格 1. 《哪吒》通过三波点映策略进行影片的前期宣传

点映次序	日期	场次	上座率	场均人次	票房（万元）
第一波点映	7.13	493	0.2	25	48.9
	7.14	454	0.4	40	70.3
	7.17	2697	0.1	12	117.5
第二波点映	7.18	6570	0.1	14	324.7
	7.19	8318	0.2	20	572.6
	7.20	17000	0.3	29	1696.3
第三波点映	7.21	23000	0.4	39	3133.5
	7.23	112	0.9	399	231.4

资料来源：灯塔专业版，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 3： 抖音热门视频数据

传播指数	视频内容	播主	点赞数	评论数	操作
95.5	@抖音小助手 #动画 #哪吒之魔童降世 爸爸的哪吒太魔性了，那么多赞，我只能18个心么	十八哥策画	81.1w	6949	
87.2	#哪吒之魔童降世 走起	小姨	23.2w	2499	
84.2	#哪吒之魔童降世	一本正经的说八姐	15.7w	4521	

资料来源：飞瓜数据，川财证券研究所

图 4： 《哪吒》、《大圣归来》 IP 互动



资料来源：豆瓣，川财证券研究所

图 5： 《哪吒》手办众筹达到 1244 万元

24小时金额榜

排名	项目名称	金额	支持人数	评论数
1	《哪吒之魔童降世》官方授权手办：做自己的英雄！	¥12,437,382.82	28021	5481

资料来源：摩点官网，川财证券研究所

图 6： 《哪吒》潮玩众筹破百万

24小时金额榜

排名	项目名称	金额	支持人数	评论数
1	《哪吒之魔童降世》官方正版潮玩：陪你玩出新世界	¥1,161,745.99	4885	3174

资料来源：摩点官网，川财证券研究所

1.3 认知端：传统人物 IP 引流

传统文化底蕴、民族认同感、政策扶持共同营造国漫本土优势，《哪吒》IP 形象具备强大的大众基础。

《哪吒》具备深厚的传统文化底蕴。国内观众对影片人物的背景都有一定的了解，通过将哪吒人设与中国传统文化的充分结合，使得影片中的人物、场景等中国元素让国内观众产生文化认同感，从而具有强大的文化优势。

《哪吒》引发民族认同感。日本和美国在全球动画领域具备垄断竞争力，《哪吒》成功实现突围，利用同样优质的动画技术重塑中国本土故事，接力对中国传统文化的鼓励与宣传，从而引发观众的民族自豪感和认同感。作为具有“争气意识”的后发电影市场，《哪吒》、《战狼》等多部商业成功的影片都契合了

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

这种传统文化自豪的精神内核。

此外，政策扶持助推《哪吒》大获成功。以《哪吒》为代表的国产动画的崛起与国家税收扶持政策密切相关。经过国家认定的动漫企业，可以享受相关增值税、营业税、进口环节税、企业所得税等税收优惠政策；重点动漫产品或企业还可以优先享受相关财政资金和信贷扶持政策。

图 7： 哪吒 IP 形象具备强大的大众基础



资料来源：豆瓣，川财证券研究所

表格 2. 动漫企业可享受税收优惠政策

政策类型	相关政策文件
增值税政策	《财政部税务总局关于延续动漫产业增值税政策的通知》
所得税政策	《关于扶持动漫产业发展有关税收政策问题的通知》
动漫软件销售、出口增值税政策	《财政部国家税务总局关于动漫产业增值税和营业税政策的通知》 《财政部 税务总局关于延续动漫产业增值税政策的通知》
进口税收政策	《财政部海关总署国家税务总局关于动漫企业进口动漫开发生产用品税收政策的通知》

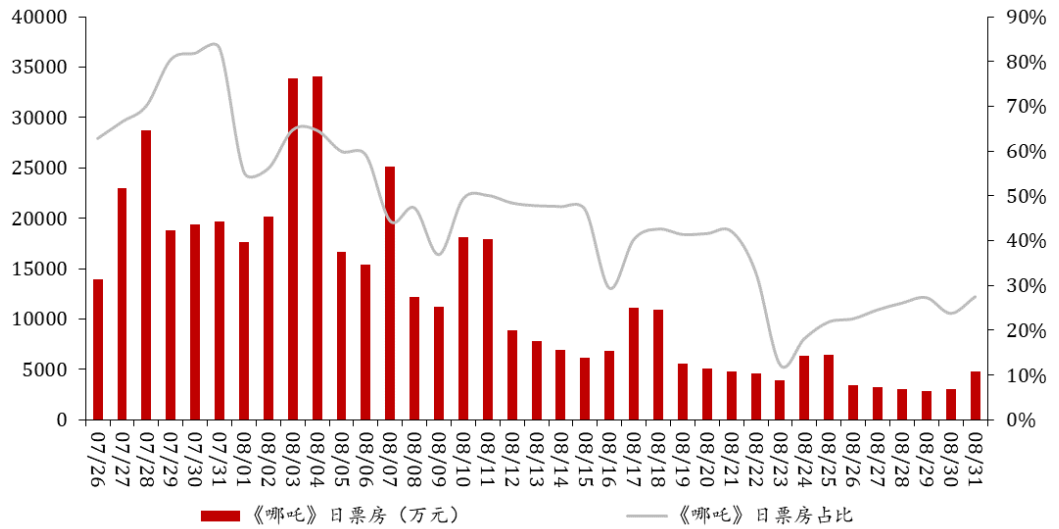
资料来源：文化产业评论，川财证券研究所

1.4 需求端：精准卡位暑期档

《哪吒》精准卡位暑期档，旺盛的观影需求提供了票房保证。暑期档是国内电影行业最重要的档期，目前暑期档票房收入和观影人数均大幅领先于其他热门档期，同时今年暑期由于《八佰》、《少年的你》等观众期待值较高的影片临时撤档，而其他热门电影如《上海堡垒》、《银河补习班》等遭遇口碑危机，使得《哪吒》这样高质量电影的出现，释放了观众被压制的观影热情。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 8: 《哪吒之魔童降世》暑期档霸屏



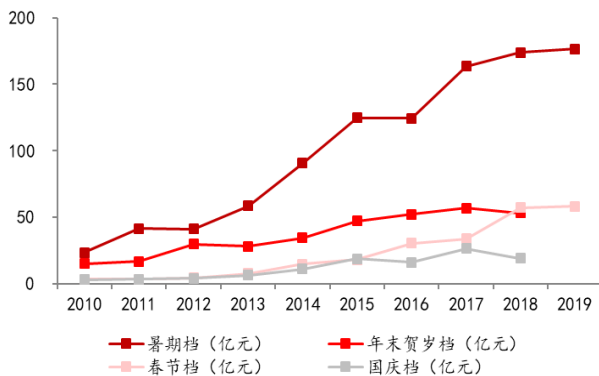
资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 3. 暑期档热门影片数据一览 (截至 2019/8/31 暑期档结束)

影片	上映时间	票房	豆瓣评分	题材
《哪吒之魔童降世》	7.26	46.73 亿元	8.6	动画片
《烈火英雄》	8.01	16.28 亿元	6.6	灾难片
《蜘蛛侠: 英雄远征》	6.28	14.13 亿元	7.9	动作片
《扫毒2: 天地对决》	7.05	12.97 亿元	6.0	动作片
《速度与激情: 特别行动》	8.23	11.11 亿元	6.4	动作片
《银行补习班》	7.18	8.71 亿元	6.3	喜剧片

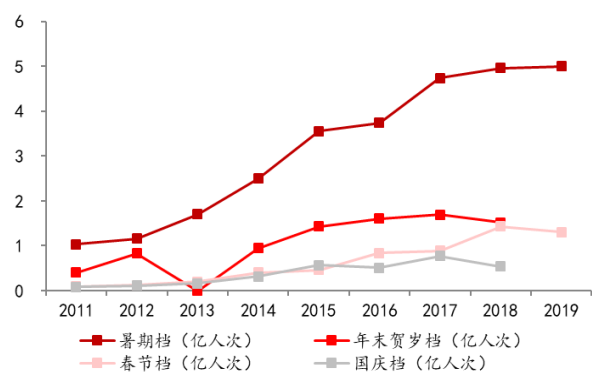
资料来源: 灯塔专业版, 豆瓣, 川财证券研究所

图 9: 暑期档电影票房大幅领先其他档期



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 10: 暑期档观影人次大幅领先其他热门档期



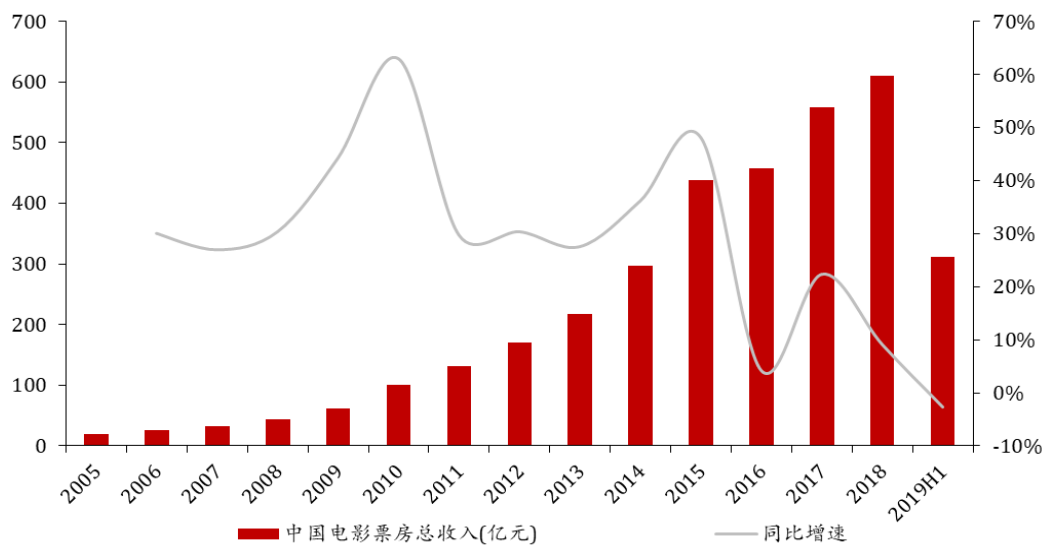
资料来源: Wind, 川财证券研究所

二、国内电影行业步入稳定期，头部效应明显

2.1 历经高速增长，电影行业步入稳定期

国内电影行业在 05-15 年处于高速增长期，票房总收入从 20.0 亿元提升至 438.8 亿元，期间 CAGR 高达 36.18%；16 年以来票房增速开始放缓，最新数据显示，19 年上半年国内票房总收入为 311.7 亿元，同比小幅下降 2.70%，近年来首次出现负增长，国内电影行业逐渐步入稳定期。

图 11：国内电影票房总收入小幅下滑



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 4. 2005-2018 年国内电影行业情况一览

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
票房总收入(亿元)	20.00	26.00	33.00	43.00	62.00	101.00	131.00	170.73	217.70	296.39	438.80	457.12	559.11	609.76
观影人次(亿次)		1.00	1.10	1.44	2.04	2.86	3.70	4.70	6.12	8.30	12.60	13.80	16.20	17.16
银幕数(万块)	0.27	0.30	0.35	0.41	0.47	0.63	0.93	1.31	1.84	2.43	3.25	4.12	5.08	6.01
单票价格(元)		26.00	30.00	29.86	30.39	35.31	35.41	36.33	35.57	35.71	34.82	33.12	34.51	35.53
同比增速			15.38%	-0.46%	1.78%	16.20%	0.26%	2.60%	-2.07%	0.39%	-2.50%	-4.86%	4.19%	2.96%
单屏幕产出(万元)	74.96	85.70	93.56	104.95	131.27	161.45	141.07	130.15	118.33	121.95	135.07	111.01	110.11	101.49
同比增速		14.32%	9.18%	12.17%	25.08%	22.98%	-12.62%	-7.74%	-9.08%	3.06%	10.76%	-17.81%	-0.81%	-7.83%

资料来源：猫眼专业版，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2.2 影片内容质量向好，票房集中度提升

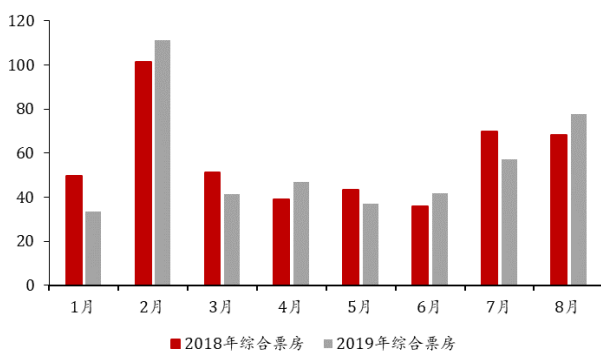
头部影片内容质量向好，行业 CR3 集中度显著提升。具体来看，2 月受《流浪地球》、《疯狂外星人》、《飞驰人生》等优质影响再创新高，同比增长 9.44% 至 111.05 亿元，并带动春节档票房纪录刷新至 58.26 亿元；而国产动画电影《哪吒之魔童降世》自 7 月 26 日上映至今，创造了 47.88 亿元的票房佳绩，带动 8 月综合票房同比增长 13.78% 至 77.77 亿元，暑期档票房纪录也刷新至 176.53 亿元。此外，2019 年 CR3 影片合计实现票房收入 136.83 亿元，较 2018 年 CR3 影片收入的 101.49 亿元提升了 34.82%，同期 CR3 市占率也从 16.6% 提升至 30.2%，行业集中度显著提升。

表格 5. 2019 年国内综合票房 Top10 (截至 9 月 7 日)

排名	影片	综合票房	上映时间	是否国产	出品方
1	哪吒之魔童降世	47.88 亿	2019/7/26	是	光线传媒等
2	流浪地球	46.55 亿	2019/2/5	是	郭帆文化、北京文化等
3	复仇者联盟4：终局之战	42.40 亿	2019/4/24	否	漫威影业
4	疯狂的外星人	22.02 亿	2019/2/5	是	欢喜传媒、光线传媒等
5	飞驰人生	17.17 亿	2019/2/5	是	上海亭东影业等
6	烈火英雄	16.66 亿	2019/8/1	是	北京博纳影业等
7	蜘蛛侠：英雄远征	14.13 亿	2019/6/28	否	哥伦比亚影片、漫威影业
8	速度与激情：特别行动	12.97 亿	2019/8/23	否	环球影业
9	扫毒2天地对决	12.96 亿	2019/7/5	是	银都机构、寰宇娱乐等
10	大黄蜂	11.48 亿	2019/1/4	否	派拉蒙、孩之宝

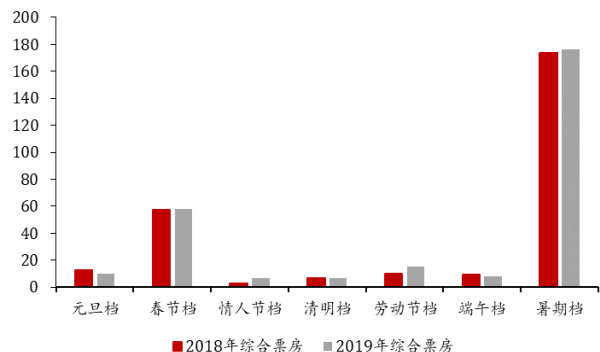
资料来源：猫眼专业版，川财证券研究所

图 12: 2019 年与 2018 年 1-8 月综合票房对比



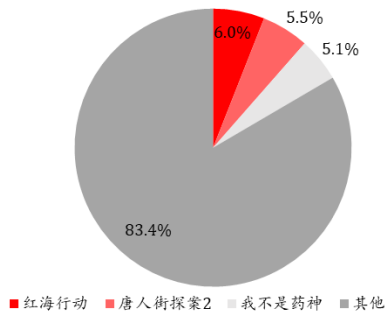
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13: 2019 年与 2018 年各档期综合票房对比



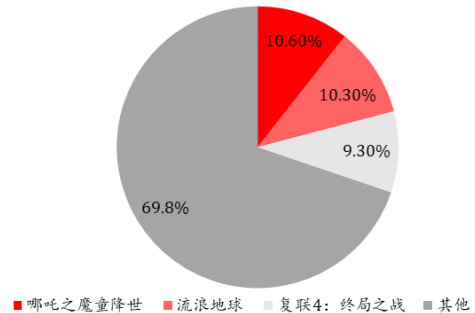
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14：2018 年 CR3 市占率 16.6%



资料来源：猫眼专业版，川财证券研究所

图 15：2019 年 CR3 市占率 30.2%(截至 9 月 7 日)



资料来源：猫眼专业版，川财证券研究所

三、对标美国，中国电影行业机遇与挑战并存

3.1 前车之鉴：美国电影行业遭遇困境

美国为全球电影产业先行者，行业发展也是历经波折。好莱坞赫赫有名的六大电影公司，除了迪士尼外都经历过重组。随着迪士尼收购 20 世纪福克斯，行业竞争格局愈发激烈。

表格 6. 好莱坞六大电影公司一览

公司名称	运营特点
迪士尼	从动画片起家，并逐渐做大电影周边生态，是最纯粹的电影公司；此外，产品体系最完整，开发周边产品实力最为强劲。
20世纪福克斯 (被迪士尼收购)	好莱坞商业触觉最灵敏的公司，造就业内几次历史第一，比如恐怖科幻片鼻祖《异形》、《星球大战》的特效制作标准、《阿凡达》的3D技术
华纳兄弟	开拓全新的明星合作机制，市占率常年引领好莱坞6大电影公司；最强IP为《哈利波特》系列、《黑客帝国》系列等
派拉蒙	曾经拥有好莱坞最庞大的院线，巅峰时期雄霸好莱坞；目前从属于维亚康姆集团，出品过《泰坦尼克号》、《勇敢的心》、《阿甘正传》等经典电影
索尼	制作能力相对薄弱，但是它擅长与好莱坞小公司灵活合作，采用以小博大的市场策略，从而减少了投资风险
环球影业	影片年产量不足，但凭借母公司强大的支持，出品过《金刚》、《波恩》系列等，市场数据稳定，发展线路清晰

资料来源：高娱传媒，川财证券研究所

3.1.1 制作成本高居不下

好莱坞影片演员片酬、特效成本等相对较高，使得影片制作成本高居不下。

在电影选择方面，观众更偏好具有票房号召力的大牌演员，而非电影的出品公司。美国演员薪酬遵循着市场定价的原则，目前好莱坞一线明星流行的片酬方式是底薪加分成。好莱坞的大牌演员片酬很高，但是高额的片酬也让制片商们承受着巨大的压力。以“钢铁侠”小罗伯特·唐尼为例，最初出演《钢铁侠1》的收入仅为50万美元，而新近上映的《复联4》将为唐尼带来2000万美元片酬外加5500万利润分成，总收入将高达7500万美元。巨额的片酬压力也间接导致了迪士尼不得不中止和小罗伯特·唐尼的合作。

表格 7. 2019 年全球收入最高男演员 Top10 榜单

排名	影星	主演电影	收入
1	道恩·强森	代表作《蝎子王》、《特种部队2：全面反击》、《速度与激情》系列等	8940万美元
2	克里斯·海姆斯沃斯	代表作《雷神》、《白雪公主与猎人》、《复仇者联盟》系列等	7640万美元
3	小罗伯特·唐尼	代表作《钢铁侠》、《热带惊雷》、《大侦探福尔摩斯》、《复仇者联盟》系列等	6600万美元
4	阿克谢·库马尔	代表作《难以置信的爱》、《骗行无阻》、《你好伦敦》等	6500万美元
5	成龙	代表作《警察故事》系列、《重案组》、《红番区》、《尖峰时刻》、《新警察故事》等	5800万美元
6	布莱德利·库珀	代表作《宿醉》、《乌云背后的幸福线》、《美国骗局》等	5700万美元
6	亚当·桑德勒	代表作《狂野之爱》、《初恋50次》、《人生遥控器》、《像素大战》等	5700万美元
8	克里斯·埃文斯	代表作《神奇四侠》系列、《美国队长：复仇者先锋》、《复仇者联盟》系列等	4350万美元
9	保罗·路德	代表作《寻找伴郎》、《蚁人》系列等	4100万美元
10	威尔·史密斯	代表作《当幸福来敲门》、《我是传奇》、《震荡效应》等	3500万美元

资料来源：福布斯，川财证券研究所

此外，以大制作、大场面著称的好莱坞电影需要大量的特效投入。数据显示，《加勒比海盗3》、《美国队长3》、《变形金刚5》特效成本分别为2亿美元、1.5亿美元、1.3亿美元，特效成本占比分别为58%、60%、60%。漫威今年上映的《复仇者联盟4》更是集结了全球工业光魔、维塔数字等12家特效工作室，总制作成本高达5亿美元。

表格 8. 美国大片特效成本占比较高

影片	上映时间	制作总成本	其中：特效成本	特效成本占比
《加勒比海盗3》	2007年	3.42亿美元	2亿美元	58%
《美国队长3》	2016年	2.5亿美元	1.5亿美元	60%
《变形金刚5》	2017年	2.17亿美元	1.3亿美元	60%
《复仇者联盟4》	2019年	5亿美元	/	/

资料来源：公开资料整理，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3.1.2 影片票房确定性较差

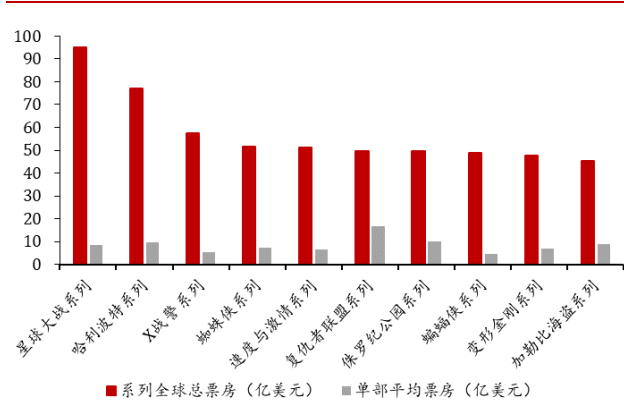
除少数具有固定粉丝的 IP 电影可以提供票房保证，大部分电影的票房确定性较差。从北美电影市场 2018 年年度以及 2019 年上半年的票房情况看，票房前十几乎都是口碑电影的续集或者背靠强大 IP，漫威系列、DC 系列等已呈“霸榜”趋势。以派拉蒙影业出品的《攻壳特攻队》为例，北美票房仅 4056 万美元，与 1.1 亿美元的投入预算相比存在着巨额的亏损。

图 16：好莱坞五大电影公司经典 IP 电影一览

公司名称	IP 电影一览
迪士尼	漫威宇宙系列、加勒比海盗系列、美国队长系列、复仇者联盟系列
20 世纪福克斯 (被迪士尼收购)	冰河世纪系列、X 战警系列、星球大战系列
华纳兄弟	超人系列、哈利波特系列、蝙蝠侠系列
派拉蒙	变形金刚系列、碟中谍系列、星际迷航系列
索尼	生化危机系列、精灵旅社系列、蜘蛛侠系列、007 系列
环球影业	神偷奶爸系列、木乃伊系列、谍影重重系列、速度与激情系列、侏罗纪公园系列

资料来源：艺恩智库，川财证券研究所

图 17：好莱坞 IP 电影各集票房对比



资料来源：艺恩智库，川财证券研究所

表格 9. 2018 及 2019H1 北美票房 top10

2018 年票房 Top10	北美票房	制片方	2019 上半年票房 Top10	北美票房	制片方
黑豹	7.0 亿美元	迪士尼	复仇者联盟 4: 终局之战	8.42 亿美元	迪士尼
复仇者联盟 3: 无限战争	6.7 亿美元	迪士尼	惊奇队长	4.27 亿美元	迪士尼
超人总动员 2	6.0 亿美元	迪士尼	阿拉丁	3.07 亿美元	迪士尼
侏罗纪世界 2	4.17 亿美元	环球	玩具总动员 4	2.39 亿美元	迪士尼
死侍 2	3.24 亿美元	福克斯	我们	1.75 亿美元	环球
海王	2.87 亿美元	华纳	迅速追杀 3	1.61 亿美元	狮门
绿毛怪格传奇	2.7 亿美元	环球	驯龙高手	1.61 亿美元	环球
碟中谍 6	2.2 亿美元	派拉蒙	大侦探皮卡丘	1.43 亿美元	华纳
蚁人 2: 黄蜂女的现身	2.16 亿美元	迪士尼	雷霆沙赞	1.40 亿美元	华纳
游侠索罗: 星球大战外传	2.14 亿美元	迪士尼	爱宠大机密	1.31 亿美元	环球

资料来源：艺恩智库，川财证券研究所

3.1.3 国内电影行业面临同样困境

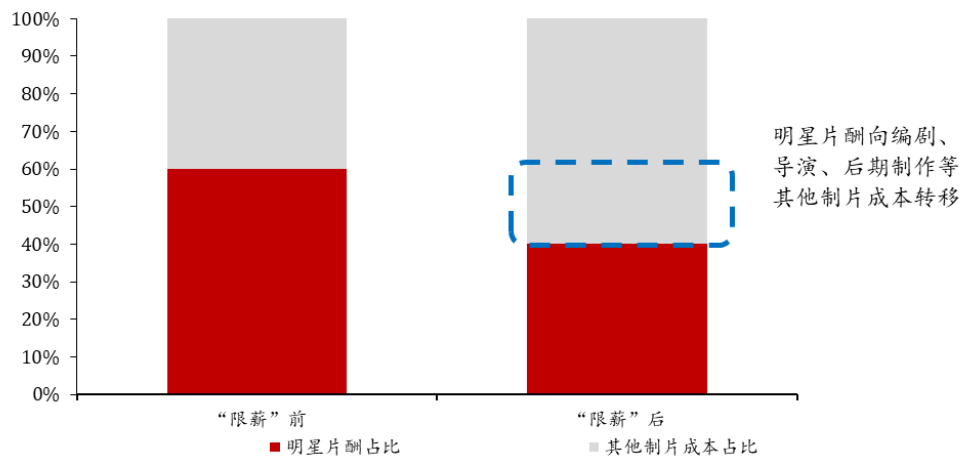
当前国内电影行业同样面临制作成本难以控制、票房起伏差距更大、相关企业现金流堪忧等问题。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

在限薪令颁布之前，全部演员片酬一般占整个制作费用的 50%-60%，极大压缩其他制作预算，增加了制作公司的盈利风险；在限薪令下，全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，其中主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%，这在一定程度上遏制了高昂的片酬费用，预示影视行业逐渐向理性回归。

但是相对于美国已经成型的电影产业，中国的特效制作等并未形成规模效应，制作特效的成本更加难以控制。

图 18：“限薪”后影片制作总成本分配更为合理



资料来源：公开资料整理，川财证券研究所

由于国内电影产业发展不成熟，除了少数特定 IP 电影能够保持口碑外，大多数电影无法在质量上提供保障，一些起初不被人看好的电影反而收获了成功，而投入较大，片方期望很高的电影最终却票房惨淡，以巨额亏损收场。《哪吒之魔童降世》、《流浪地球》、《战狼 2》预估盈利均破 10 亿元；而制作成本高达 7.5 亿元的《阿修罗》票房入账仅为 0.5 亿元，预估亏损达到 8 亿元，此外《西游记女儿国》、《封神传奇》、《上海堡垒》也均大幅亏损。

表格 10. 票房起伏差距加大（截至 2019 年 9 月 7 日）

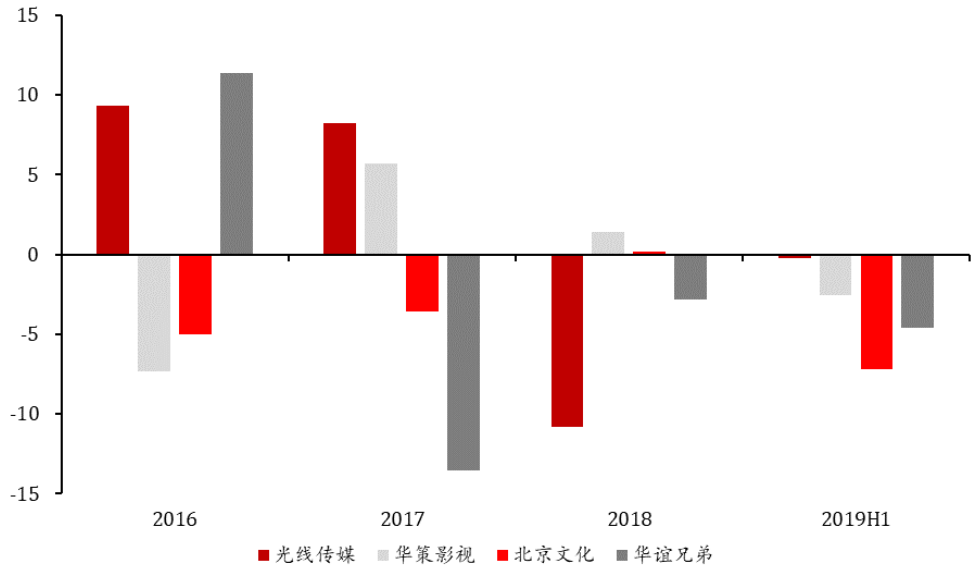
类别	影片	票房收入 (亿元)	制作成本 (亿元)	预估盈利 (亿元)
高票房影片	《哪吒之魔童降世》	47.88	0.6	16.0
	《流浪地球》	46.56	3.2	13.0
	《战狼2》	56.79	2.0	18.0
	《红海行动》	36.51	5.0	8.0
低票房影片	《上海堡垒》	1.22	3.6	-3.0
	《封神传奇》	2.83	5.0	-4.0
	《阿修罗》	0.50	7.5	-8.0
	《西游记女儿国》	7.27	5.5	-4.0

资料来源：《四川统计年鉴 2011-2018》，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

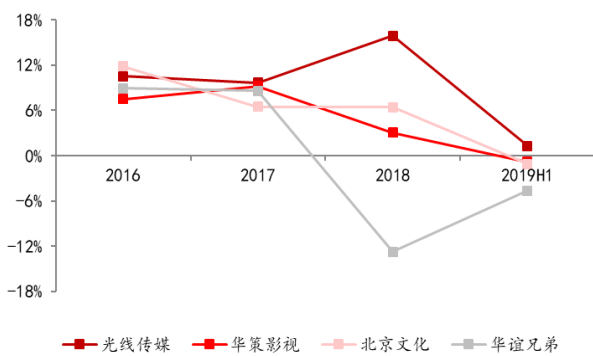
当前国内主要影视企业现金流量状况堪忧。受业内大举并购、影视企业空壳、影片制作周期相对较长等影响，国内影视公司现金流大幅下降，19H1 光线传媒、华策影视、北京文化、华谊兄弟自由现金流量分别为-0.23、-2.52、-7.19、-4.57 亿元，除光线传媒现金流量好转以外，华策影视、北京文化、华谊兄弟现金流量均表现不佳。

图 19：国内影视行业自由现金流量形势严峻



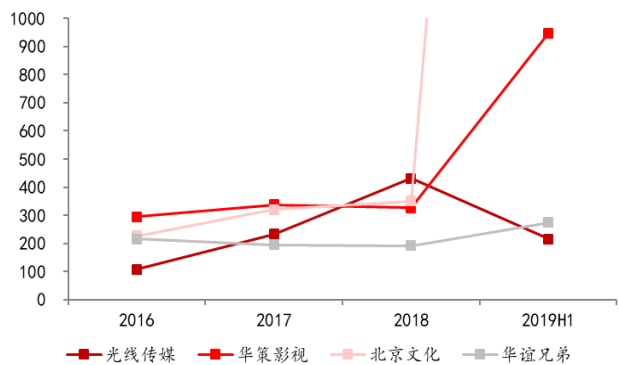
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20：国内影视行业 ROE 对比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21：国内影视行业净经营周期对比



资料来源：Wind，川财证券研究所

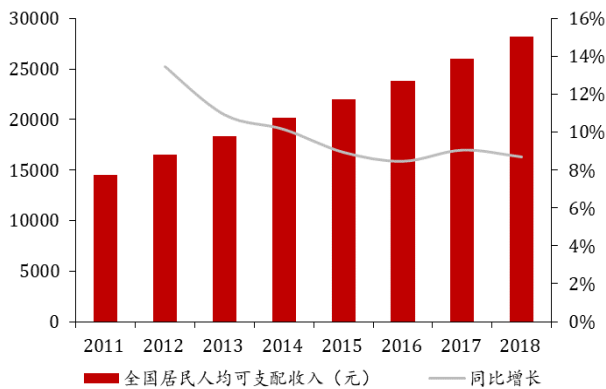
3.2 未来展望：中国电影行业前景可期

3.2.1 国内电影市场潜力巨大

中国观影人数超过 17 亿人次，屏幕总数高达 6 万块，均为全球最高，未来电影市场潜力巨大。

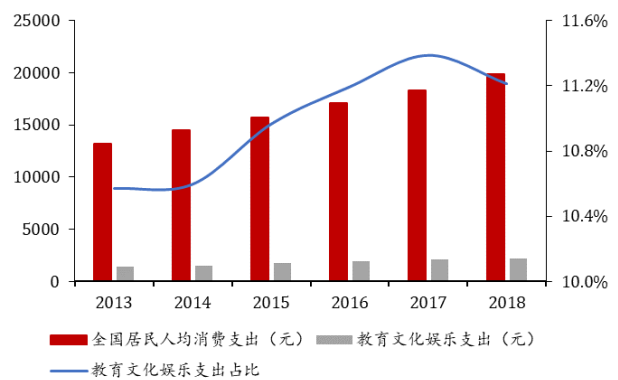
自 2016 年观影人次超过北美以来，国内观影人次持续稳定增长，2018 年突破 17 亿人次，较美国的 13 亿人次高出 32%。此外，国内屏幕总数突破 6 万块，远超美国的 4 万块引领全球。预计到 2021 年国内屏幕总数将突破 8 万块，将为美国拥有量的两倍。

图 22：中国人均可支配收入稳步提升



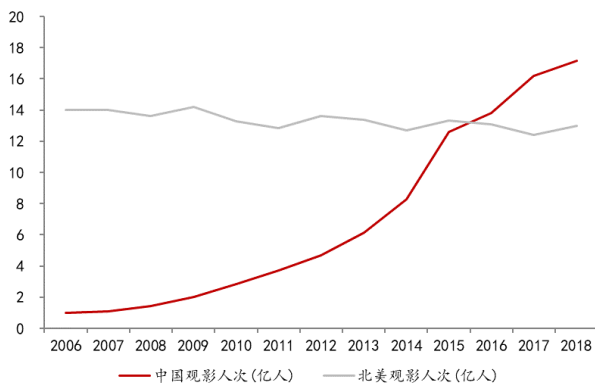
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 23：教育文化娱乐支出占比相对稳定



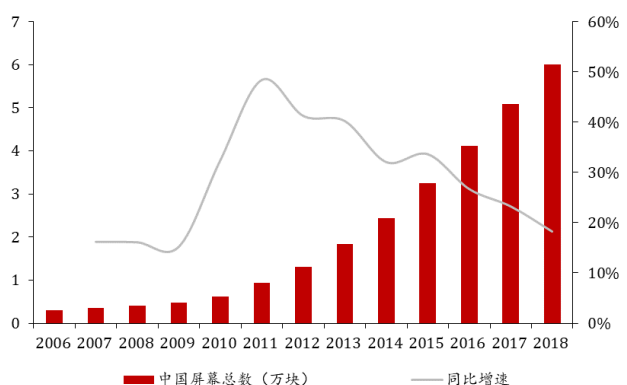
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 24：中国观影人数超过 17 亿人次



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25：中国屏幕总数突破 6 万块



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.2.2 电影工业化体系稳步推进

工业化是电影行业发展的必经之路，电影工业化主要表现为生产标准化、作品类型化、管理现代化、创新规模化。当前我国电影工业体系持续推进，以《哪吒》票房大卖为例，高质量作品需要技术、人才、时间等要素，进而要求工业化体系的支撑，光线传媒借助收购、投资等方式整合多家动漫产业链上下游公司，最终推出《哪吒》爆款作品。

未来电影工业体系的持续推进，必须制定工业化标准并改变电影市场的管理模式。具体而言，通过制定标准体系，电影产业规模化生产将加快，能有效减少影片项目的不确定性，提高行业效率；此外，采用项目公司制来摆脱原来作坊制、家族式的管理模式，用现代化管理方式达到开发阶段的合规管理。

图 26： 中国电影工业化十大创新路径

内容生产	探索建设中国式类型片市场
项目融资	构建多元化组合式融资通道&完善电影收益流程模式
制片管理	强化工业化管理流程，构建多重立体的风险防范机制
电影宣发	创新前置化可预测智能宣发模式，全面释放电影潜力
IP商业开发	以IP衍生品为抓手，推进内容市场的全面商业化
平台运营	以互联网为核心驱动，实现全产业链平台运营
人才培养	专业人才培养需引入阶梯化教育体系
特效技术	特效发展是市场工业化刚需，要借力更需“内修”
商业模式	垂直整合&横向并购，向综合传媒娱乐进阶
国际化	创新国际合作模式，推动中国电影市场国际化进程

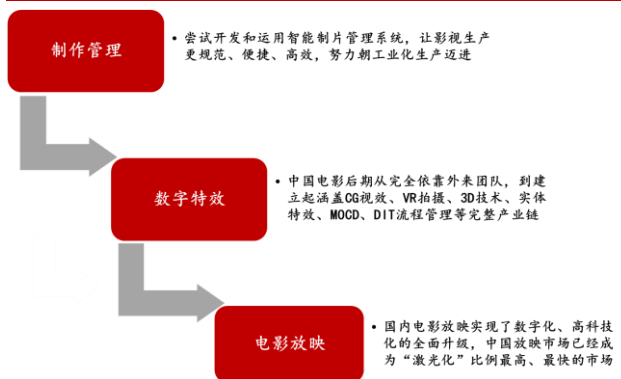
资料来源：艺恩智库，川财证券研究所

图 27： 电影工业化体系构建



资料来源：艺恩智库，川财证券研究所

图 28： 电影工业化技术不断升级



资料来源：艺恩智库，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

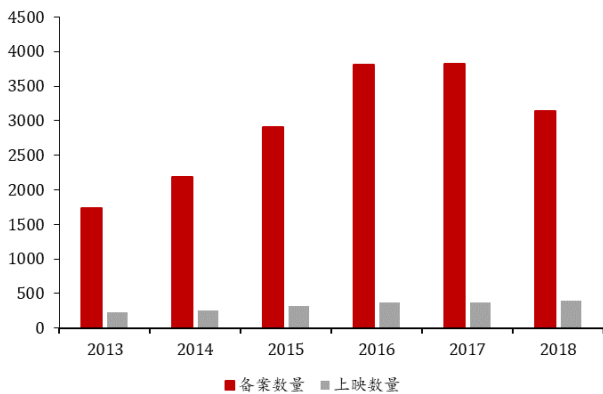
3.2.3 国家管控政策红利拔高质量

政策频出整顿影视行业发展，行业优胜劣汰不断强化，影片口碑和票房迅速回升。

国家税务总局通过下发《关于进一步规范影视行业税收秩序工作的通知》，逐步将影视行业的定期定额征收方式（核定征收）改为查账征收；而国家广电总局通过限制明星薪酬和整治偷税漏税对制片方形成约束，淘汰恶性竞争企业，引导资金向作品导流，从而提高作品质量。

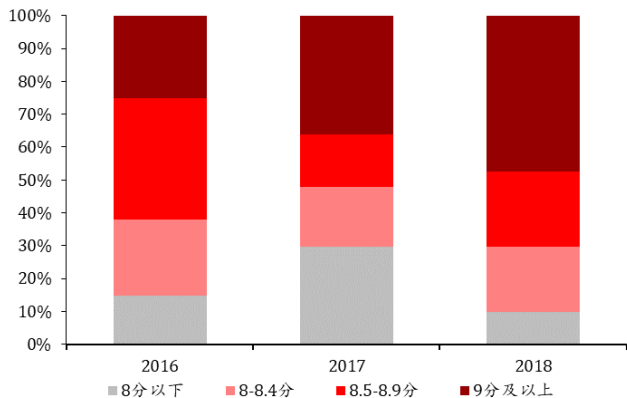
高压整改背景下，一方面国内影片备案数量明显减少，行业主动去库存；另一方面，国产影片制作方开始注重内容本身，优质国产影片占比逐步提升，其中猫眼9分及以上影片占比由2016年的25.0%提升至2018年的47.5%。

图 29：18 年国内影片备案数量明显减少



资料来源：广电总局电影局，川财证券研究所

图 30：猫眼 9 分及以上高质量影片占比提升



资料来源：猫眼专业版，川财证券研究所

四、投资建议

从行业角度来看，2019 年国产片质量不断提升，首次出现《流浪地球》、《哪吒之魔童降世》两部同时突破 40 亿票房的国产影片。我们认为优质影片的核心竞争力在于强大的产品力，好的内容才能保证票房的号召力；此外，营销力、认知力、需求力的协同是画龙点睛，助推优质影片达到效用最大化。

产品力方面，《流浪地球》、《哪吒》均投入了较多资金制作特效，同时具有较为合理的改编。从同期上映的影片来看，《流浪地球》豆瓣评分为 7.9 分，《哪吒之魔童降世》豆瓣评分为 8.6 分，均大幅领先同档期上映的其他影片。

营销力方面，《流浪地球》、《哪吒》均综合运用点映策略、自媒体传播、IP 联

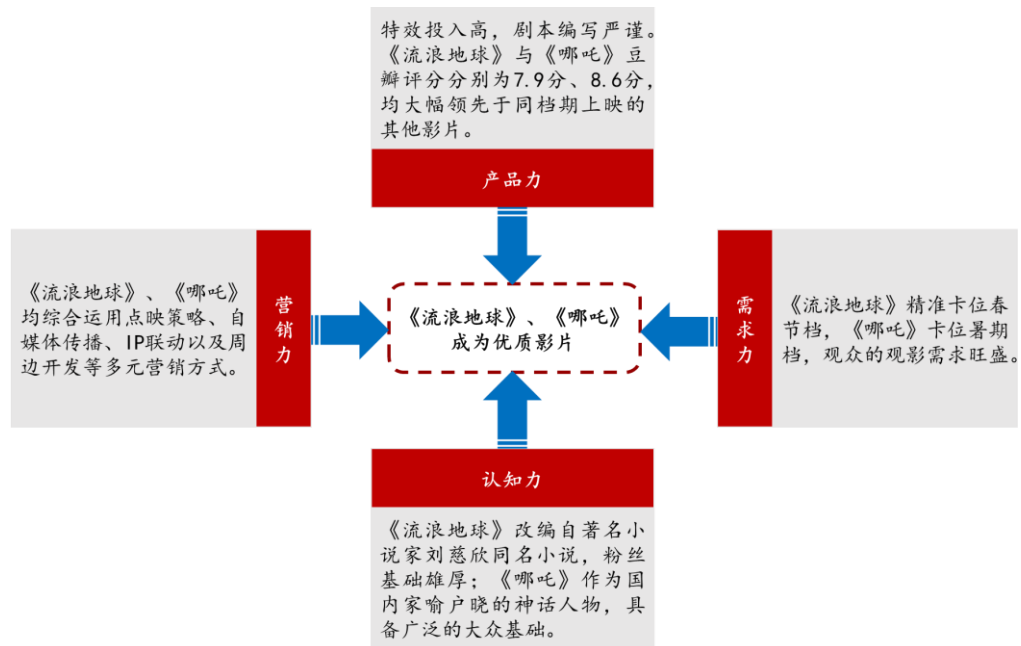
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

动以及周边开发等多元营销方式。

认知力方面，《流浪地球》改编自著名小说家刘慈欣的同名小说，本身具备较强的粉丝基础，同时主演吴京的明星 IP 也为票房提供保障；《哪吒》作为中国家喻户晓的神话人物，具备广泛的大众基础。

需求力方面，《流浪地球》精准卡位春节档，《哪吒》卡位暑期档，观众的观影需求真实旺盛。

图 31：优质影片四力属性——以《流浪地球》、《哪吒》为例



资料来源：川财证券研究所

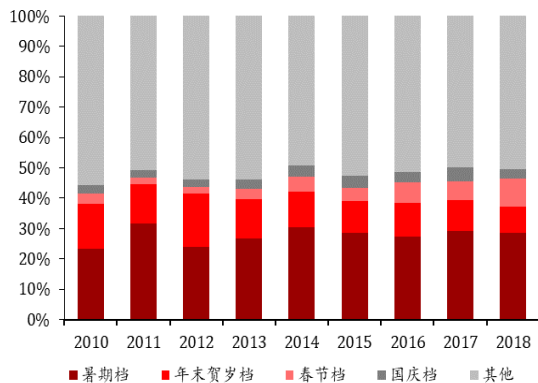
表格 11. 《流浪地球》、《哪吒》豆瓣评分较高

档期	影片	上映时间	票房	豆瓣评分	题材
春节档	《流浪地球》	2019/2/5	46.54亿元	7.9	故事片
	《疯狂的外星人》	2019/2/5	22.01亿元	6.4	故事片
	《飞驰人生》	2019/2/5	17.16亿元	6.9	故事片
	《新喜剧之王》	2019/2/5	6.24亿元	5.7	故事片
	《神探蒲松龄》	2019/2/5	1.52亿元	3.8	故事片
暑期档	《哪吒之魔童降世》	2019/7/26	48.30亿元	8.6	动画片
	《扫毒2天地对决》	2019/7/5	12.95亿元	6.0	故事片
	《银河补习班》	2019/7/18	8.71亿元	6.3	故事片
	《狮子王》	2019/7/12	8.29亿元	7.4	动画片
	《上海堡垒》	2019/8/9	1.20亿元	3.0	故事片

资料来源：猫眼专业版，豆瓣，川财证券研究所

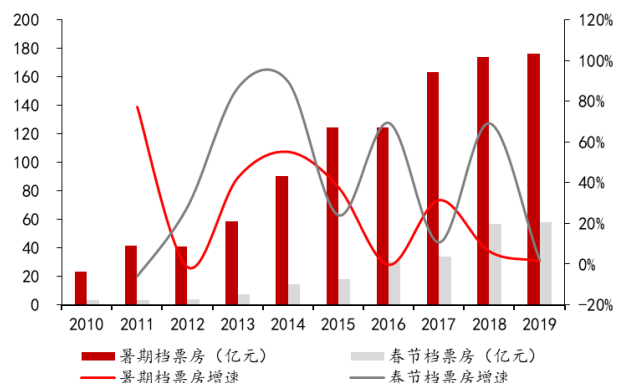
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 32：春节档、暑期档票房占比较高



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33：春节档、暑期档观影需求旺盛



资料来源：Wind，川财证券研究所

从公司角度来看，在今年上半年电影市场相对低迷的形势下，光线传媒主投影片《哪吒》以超 48 亿票房的成绩位居中国历史票房榜 Top3，打开了国产动画电影票房的成长空间；公司在动画电影项目方面的储备丰富，下半年《妙先生》等动画电影将上映，而《姜子牙》、《大鱼海棠 2》等多个重磅动画项目仍在有序推进中，具备广泛的大众基础；此外，公司成熟的经营水平将精准把握营销策略和市场需求，团队匠心制作也将保证影片的高质量。考虑到光线传媒近年来连续推出多部爆款影片，动漫产业战略布局成效显著，建议根据后续影片的上映节奏及票房情况积极关注。

表格 12. 2019 年下半年光线传媒预计上映电影项目一览

序号	电影名称 (暂定)	(预计) 上映时间	合作方式	进度	主要演职人员
1	银河补习班	2019年7月18日	投资	已上映	导演：邓超 主演：邓超
2	哪吒之魔童降世	2019年7月26日	投资+发行	已上映	导演：饺子
3	保持沉默	2019年8月23日	投资+发行	已上映	主演：周迅、吴镇宇
4	铤而走险	2019年8月30日	投资	即将上映	导演：甘剑宇 主演：大鹏、欧豪
5	友情以上	2019年9月20日	协助推广	待上映	主演：平采娜·乐维瑟派布恩、奈哈·西贡索邦
6	我和我的祖国	2019年10月1日	投资	制作中	导演：陈凯歌、张一白、管虎、薛晓路、徐峥、宁浩、文牧野
7	八佰	待定	投资	制作完成	导演：管虎 主演：张译、李卓航、刘云龙
8	墨多多谜境冒险	待定	投资+发行	制作中	导演：王竞 主演：秦昊、蔡国庆
9	南方车站的聚会	待定	投资+发行	制作中	导演：刁亦男 主演：胡歌、桂纶镁、廖凡、万茜
10	妙先生	待定	投资+发行	制作中	导演：李凌霄
11	荞麦疯长	待定	投资+发行	制作中	导演：徐展雄 主演：马思纯、黄景瑜、钟楚曦
12	谋杀	待定	投资	制作中	监制：陈思诚 主演：肖央、谭卓
13	两只老虎	待定	投资+发行	制作中	导演：李非
14	西晒	待定	投资+发行	制作中	导演：袁媛
15	如果声音不记得	待定	投资+发行	制作中	导演：落落
16	小小的愿望	待定	投资	制作完成	导演：田羽生 主演：彭昱畅、王大陆、魏大勋

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 13. 光线传媒预计制作电影项目一览

序号	电影名称 (暂定)	进度	主创人员
1	坚如磐石	制作中	导演: 张艺谋
2	姜子牙	制作中	导演: 程腾、李炜
3	破阵子	制作中	导演: 董天翼
4	深海	制作中	导演: 田晓鹏
5	星游记之冲出地球	制作中	导演: 胡一泊
6	莫尔道嘎	制作中	导演: 曹金玲
7	她的故事	引进中	导演: 闵奎东
8	爱情洄游	引进中	导演: Tanujan Chandra
9	大鱼海棠2	制作中	导演: 梁旋、张春
10	西游记之大圣闹天宫	制作中	导演: 田晓鹏
11	凤凰	制作中	待定
12	魁拔	制作中	导演: 王川
13	鬼列车	制作中	导演: 景绍宗
14	大理寺日志	制作中	待定
15	八仙过大海	制作中	待定

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

表格 14. 相关公司估值一览

行业	日期	2019/9/15	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
	股票代码	公司名称			19E	20E	21E	19E	20E	21E
影视	300251.SZ	光线传媒	8.6	251.7	0.3	0.3	0.4	26.8	25.6	21.9
	300027.SZ	华谊兄弟	4.7	130.8	0.2	0.3	0.3	22.8	18.3	18.4
	300133.SZ	华策影视	7.3	128.9	0.2	0.3	0.4	30.9	22.7	17.9
	000802.SZ	北京文化	9.9	71.0	0.6	0.7	0.8	16.6	14.3	12.4
	平均值							24.3	20.2	17.7
院线	002739.SZ	万达电影	16.6	344.6	0.8	1.0	1.1	20.4	17.4	15.3
	600977.SH	中国电影	15.5	289.4	0.8	0.8	0.9	20.5	18.8	16.9
	603103.SH	横店影视	15.3	97.0	0.5	0.6	0.7	31.2	26.8	22.5
	601595.SH	上海电影	21.1	78.8	0.8	0.9	1.0	27.4	24.2	20.7
	平均值							24.9	21.8	18.9
	总平均值							24.6	21.0	18.3

资料来源: Wind, 川财证券研究所

五、风险提示

1) 内生不达预期风险

传媒行业产品多为项目制，受不可控因素影响较多，存在不达预期风险

2) 政策风险

文化传播类行业属于国家重度监管行业，容易受到政策影响进而导致行业、公司发生较大变化

附录：四川文创产业及相关上市公司一览

产业层面：四川文创产业稳定向好

近年来四川文化产业发展水平不断提升、文化产业市场主体不断壮大、文化产业园区稳定升级，积极推进四川从文化大省向文化强省转变。

图 34：四川文化产业发展势头良好



资料来源：川财证券研究所

四川文化产业发展水平不断提升。具体来看，四川文化产业增加值从 2010 年的 521.06 亿元提升至 2017 年的 1537.50 亿元，文化产业占 GDP 比重从 3.03% 提升至 4.16%；此外，文化产业支出从 2010 年的 59.37 亿元提升至 2017 年的 139.42 亿元，年均复合增速高达 12.97%。

表格 15. 四川省文化产业增加值及文化支出情况

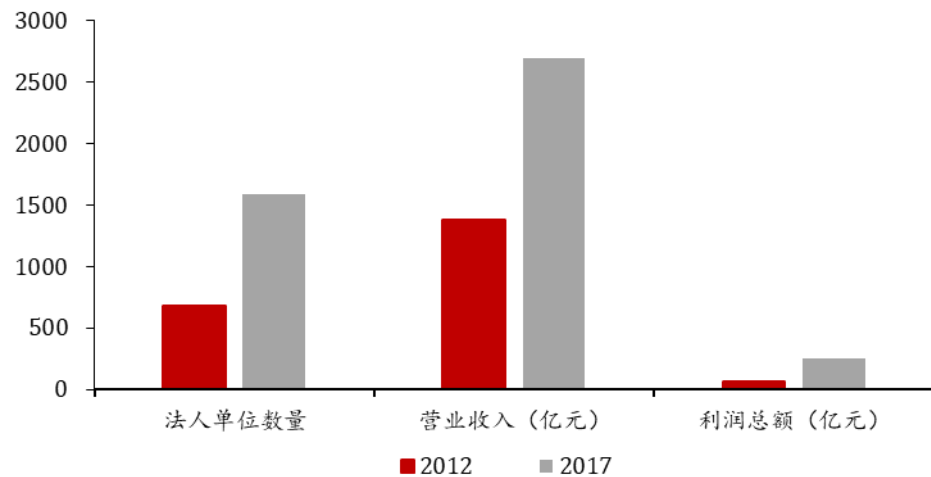
年份	文化产业增加值 (亿元)	GDP (亿元)	文化产业占 GDP 比重	一般公共预算 支出 (亿元)	文化、体育和传媒 支出 (亿元)	文化、体育、传媒支出 占一般公共预算支出的比重
2010	521.06	17185.48	3.03%	4257.98	59.37	1.39%
2011	656.18	21026.68	3.12%	4674.92	87.35	1.87%
2012	936.44	23872.80	3.92%	5450.99	120.70	2.21%
2013	-	26392.07	-	6220.91	142.40	2.29%
2014	1059.40	28536.66	3.71%	6796.61	135.64	2.00%
2015	1141.20	30053.10	3.80%	7497.51	139.41	1.86%
2016	1323.78	32934.54	4.02%	8008.89	145.20	1.81%
2017	1537.50	36980.22	4.16%	8686.10	139.42	1.61%

资料来源：《四川统计年鉴 2011-2018》，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

四川文化产业市场主体不断发展壮大。2017 年全省规模以上文化产业法人单位达到 1587 家，较 2012 年增长 133%；实现营业收入 2762 亿元、利润总额 347 亿元，分别较 2012 年增长 95%、267%。文化产业集中度不断提升，2017 年营业收入 Top20 的骨干文化企业合计实现营业收入 1471.46 亿元，整体市占率高达 53.3%。省内国有文化企业不断发展壮大、民营文化企业异军突起，在骨干文化企业的带动下整个文化产业实现快速发展。

图 35：四川文化产业法人主体不断壮大



资料来源：四川省政府，川财证券研究所

文化产业园区稳步发展，产业升级潜力巨大。截至 2018 年底，四川全省共有国家级文化产业示范园区 1 个，国家级文化和科技融合示范基地 2 个，国家文化消费试点城市 2 个，国家级动漫游戏基地 1 个，国家级文化产业示范基地 15 个，省级文化产业示范园区 11 个，省级文化产业试验园区 5 个，省级文化产业示范基地 59 个。国家级动漫游戏基地积极探索数字类文化创意专业孵化服务模式，致力于打造数字产品的策划、创意、研发、量产的完整产业链；此外，锦里古街、宽窄巷子、太古里等独具川渝特色的文化产业基地已初具规模，未来产业整体潜力巨大。

表格 16. 四川省文化产业园区稳步发展

年份	国家级文化产业示范园区	国家级文化和科技融合示范基地	国家文化消费试点城市	国家级动漫游戏基地	国家级文化产业示范基地	省级文化产业示范园区	省级文化产业试验园区	省级文化产业示范基地
2012					13			33
2013					13			33
2014					13			44
2015					15			55
2016	1	2	2	1	15	5	5	55
2017	1	2	2	1	15	11	5	59
2018	1	2	2	1	15	11	5	59

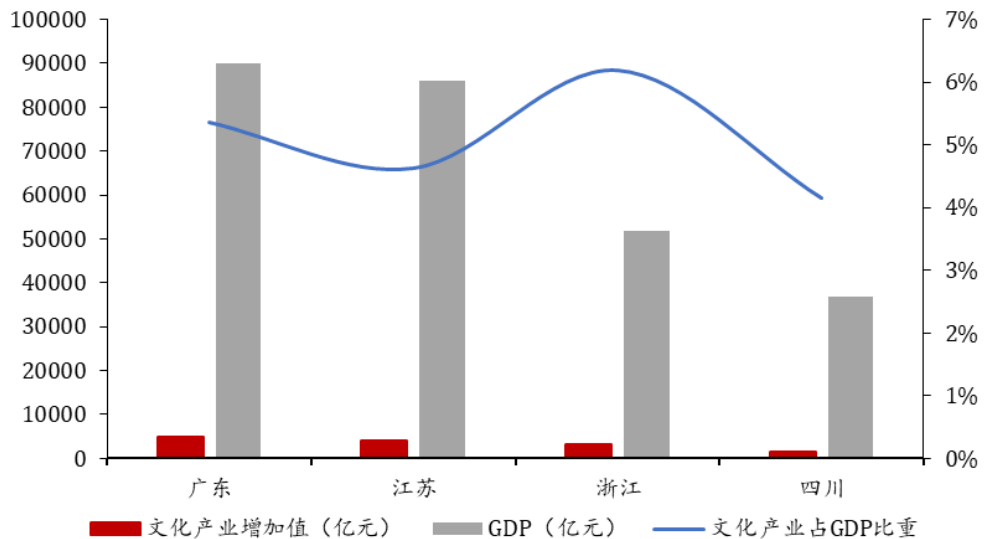
资料来源：《四川统计年鉴 2011-2018》，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

当前文创产业发展也面临一定的困境，包括总体规模偏小、区域分布不均衡、市场体系不健全、文化旅游融合度低等。

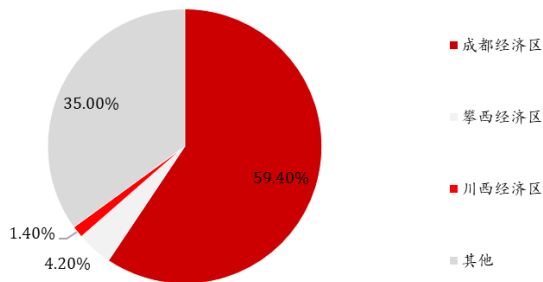
从区域分布来看，规模以上文化产业五大经济区发展极不均衡，成都经济区独大现象极为突出。其中成都经济区法人人数占比为 59.40%，营收占比更是高达 82.30%；从产业规模来看，2017 年文化产业增加值达到 1537.5 亿元，占 GDP 比重为 4.16%，而广东、江苏、浙江文化产业增加值分别为 4817.2 亿元、3979.2 亿元、3202.3 亿元，差距仍然巨大；从市场体系来看，省内缺乏标杆型文化企业，且相关行业组织、中介机构数量较少，未能有效整合行业产业链资源；此外，四川旅游资源拥有巨大的天然优势，但是并未与文化资源形成有效共赢局面。

图 36：四川文创产业总体规模偏小



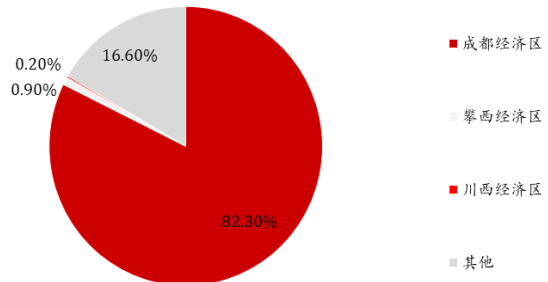
资料来源：四川省政府，川财证券研究所

图 37：成都经济区法人人数占比高达 59.40%



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 38：成都经济区营收占比高达 82.30%



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司层面：四川文创类上市公司介绍

四川文创行业发展仍处于快速发展期，我们认为投资应分为两条主线：

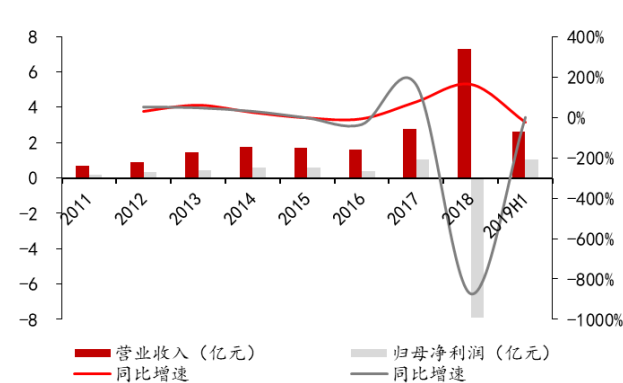
- 1) A股相关上市标的：迅游科技、博瑞传播、新华文轩等；
- 2) 新三板相关标的：蓝源传媒、星娱文化、新天杰、朋万科技、主线文化、海天文化、黑蚁文创等。

文创类 A 股相关上市公司

迅游科技（300467.SZ）

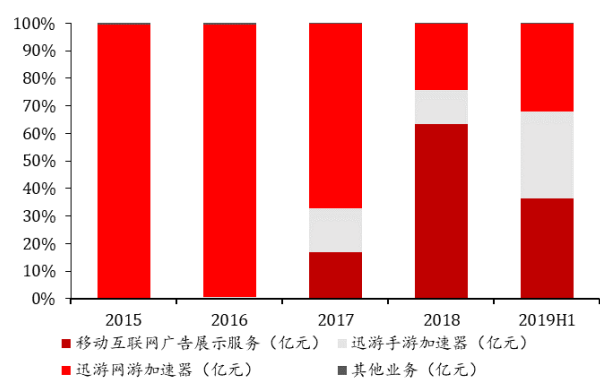
公司是一家面向互联网用户，为各种互联网实时交互应用提供云加速服务的企业，主营业务为向网游玩家提供云加速服务，主要产品是“迅游网游加速器”。公司先后被评为 2012 年度成都市高新区优秀高新技术企业、2012 年度成都市高新区软件及服务外包十佳企业等，并荣获“360 开放平台 2012 年度软件应用评选”编辑推荐奖、“新浪游戏 2012 中国游戏英雄榜”年度最佳游戏支持奖等。经过多年发展，公司已经成为我国网游加速服务市场的行业领先企业。2017 年通过资产重组，上市公司通过收购狮之吼 100% 股权，并通过募集资金投资使得上市公司主营业务延伸至移动客户端软件的研发、发行与运营等领域，上市公司的产品市场以及服务将得到进一步地延伸。

图 39：迅游科技营收及归母净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 40：迅游科技业务构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

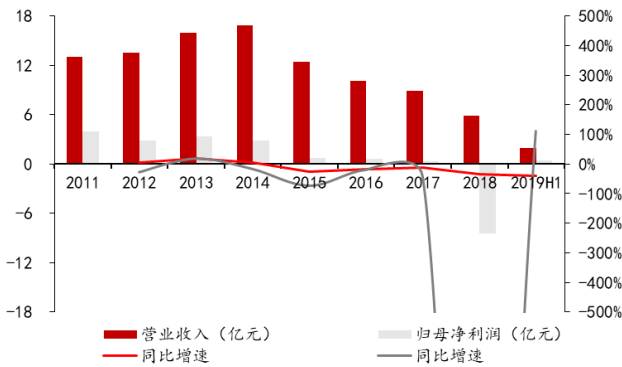
博瑞传播（600880.SH）

公司是一家大型媒体经营集团。主营业务为广告、印刷、发行及投递、配送业务及信息传播。公司是西部地区最大的广告代理商、最大的报章印刷企业、最具实力的投递零售网络及配送平台，也是西部地区著名的游戏开发运营商。公司以竞拍、自建等方式获取、经营户外广告业务；以自主研发游戏产品，与一

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

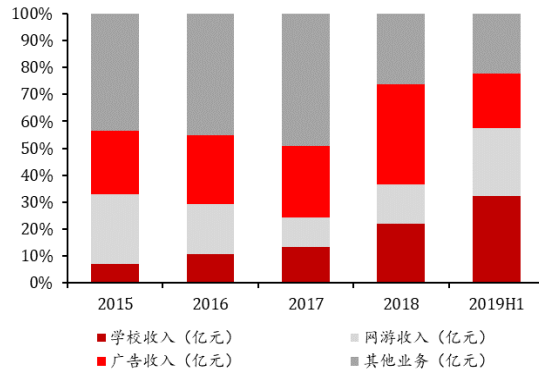
流游戏运营平台联合运营游戏项目，自主推进游戏产品的海外发行等方式拓展公司的新媒体游戏业务；同时逐步向小额贷款、融资担保等准金融行业发展。

图 41：博瑞传播营收及归母净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：博瑞传播业务构成

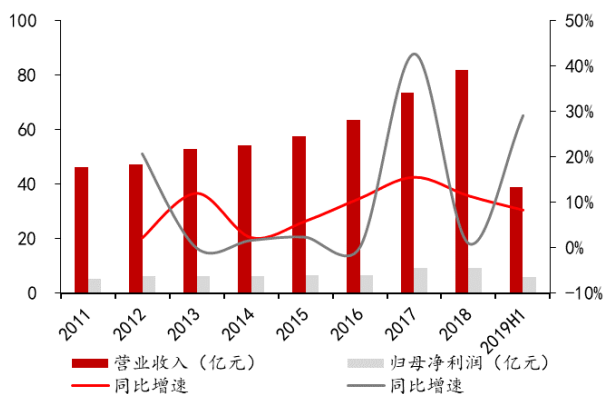


资料来源：Wind，川财证券研究所

新华文轩 (601811.SH)

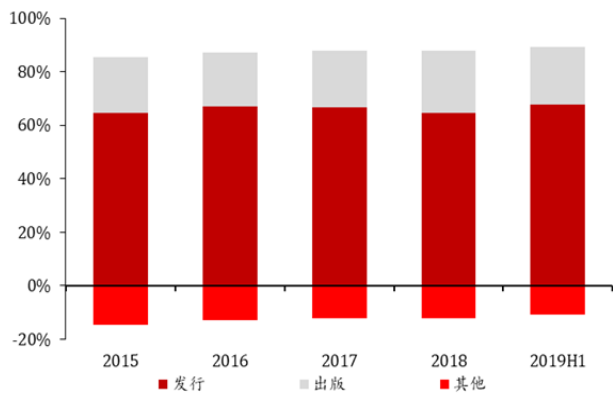
公司是我国第一家按照上市公众公司标准规范设立的大型股份制出版发行企业。公司是集出版物编辑、出版、销售及多元文化产业投资于一体的文化产业经营实体，主营业务包括出版业务、阅读服务业务和教育服务业务，销售的商品包括自有出版物和外采商品。为抓紧作为出版商与图书零售商及批发商之间中介服务单位的新市场机会，公司开展中盘业务并使其发展成为第三项业务的重要补充部分。公司负责发行四川省小学及初中政府资助和非政府资助教材、高中非政府资助教材，同时为四川省在校学生及部分大学、图书馆及其它机构发行教辅。同时还向多家出版商提供辅助支持及服务，协助编制大众图书、教材及教辅，包括选择合适的作者及题材、印刷和付运。

图 43：新华文轩营收及归母净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 44：新华文轩业务构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

文创类新三板相关上市公司

蓝源传媒 (833573.OC)

公司旗下拥有传驰、极动精准、宁波新蓝源三家致力于不同传媒领域的分公司。除了有国内领先的移动程序化广告投放平台外,凭借丰富的创意、策略、技术、媒介和执行经验,在商业中坚持“创意+内容+技术+资源”同步发展,为全球顶级 500 强企业及本土大品牌商提供全方位品牌营销解决方案。迎合客户的各种推广需求。

星娱文化 (834411.OC)

公司主要为房地产、政府、学校或企业对外宣传提供形象策划和设计制作服务,与四川省内的政府部门、房地产企业、旅游景区建立了良好的业务服务关系。公司从客户的形象推广及营销需求出发,为客户提供整合传播服务,提升企业形象、扩大市场影响力、吸聚客户。公司在当地房地产领域有一定的知名度。公司成立至今,收入主要来源于宣传推广策划服务。

新天杰 (834884.OC)

公司主营业务包括两大板块:媒体广告业务和文化创意产业相关业务。自成立以来,公司主要经营媒体广告业务,并依托已有媒体广告资源于 2014 年下半年开始涉足主题游园类等文化创意产业相关业务。

朋万科技 (836011.OC)

公司主营业务为网络游戏的研发与运营。目前公司的主要产品为大型网页游戏,如《神创天下》,《琅琊榜》,《神鬼无双》等;公司还同时自主研发出高质量的 2D 客户端引擎和 3D 客户端引擎,使得游戏在表现力上更胜一筹,也使得公司在同行业中拥有核心技术竞争优势。凭借这些过硬的技术和游戏设计,公司现与国内一流运营平台,如 37 游戏、多玩、4399、第七大道、奇虎 360、百度、腾讯等国内一流运营商建立了良好的商务合作关系。

主线文化 (838548.OC)

公司是一家以创意为核心的整合营销服务商,凭借强大的文化创意策划能力和执行力为客户提供品牌营销推广策略、品牌规划、市场研究、广告设计及制作、活动策划与执行、互联网广告制作及推广、媒介策划、创意 VI 视觉设计、商业空间设计、导览导视等全资源和全产业链整合营销服务。公司主要为客户提供品牌策划与推广服务、商业空间设计及施工一体化服务。

海天文化 (870359.OC)

公司主要从事节庆及主题灯会、灯光节创意策划、传统及现代艺术灯品灯光作

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

品的设计、定制、租赁与销售、商业美陈租赁与销售等文化创意类产品的设计、制作、销售及展出服务。服务内容主要包括国家大型节庆活动的策划与定制、旅游景区及城市亮化工程、舞台演出布景工程以及商业文化活动道具租赁等，公司秉承“用彩灯传播中国文化、用灯会创造商业价值”的经营理念，致力于成为一流的中国彩灯文化运营商。

黑蚁文创（871881.OC）

公司主要从事品牌策划及整合推广、商业空间设计、网络互动整合传播三大板块。目前公司形成了与房地产、零售、旅游、餐饮、金融、教育、科技等多领域客户的良好合作关系，通过成都总部和重庆、昆明、海南等各分支机构的运营，构建起以西南地区和海南为重点并向全国拓展的业务版图。公司的客户多为房地产企业，同一房地产企业开发不同项目时通常会成立不同的项目公司，公司实际开展业务时与项目公司签订服务合同。

表格 17. 新三板相关上市公司一览

新三板相关上市公司	公司简介
蓝源传媒（833573.OC）	公司旗下拥有传驰、极动精准、宁波新蓝源三家致力于不同传媒领域的分公司。除了有国内领先的移动程序化广告投放平台外，凭借丰富的创意、策略、技术、媒介和执行经验，在商业中坚持“创意+内容+技术+资源”同步发展，为全球顶级500强企业及本土大品牌商提供全方位品牌营销解决方案。迎合客户的各种推广需求。
星娱文化（834411.OC）	公司主要为房地产、政府、学校或企业对外宣传提供形象策划和设计制作服务，与四川省内的政府部门、房地产企业、旅游景区建立了良好的业务服务关系。公司从客户的形象推广及营销需求出发，为客户提供整合传播服务，提升企业形象、扩大市场影响力、吸聚客户。公司在当地房地产领域有一定的知名度。公司成立至今，收入主要来源于宣传推广策划服务。
新天杰（834884.OC）	公司主营业务包括两大板块：媒体广告业务和文化创意产业相关业务。自成立以来，公司主要经营媒体广告业务，并依托已有媒体广告资源于2014年下半年开始涉足主题游园类等文化创意产业相关业务。
朋万科技（836011.OC）	公司主营业务为网络游戏的研发与运营。目前公司的主要产品为大型网页游戏，如《神创天下》，《琅琊榜》，《神鬼无双》等；公司还同时自主研发出高质量的2D客户端引擎和3D客户端引擎，使得游戏在表现力上更胜一筹，也使得公司在同行业中拥有核心技术竞争优势。凭借这些过硬的技术和游戏设计，公司现与国内一流运营平台，如37游戏、多玩、4399、第七大道、奇虎360、百度、腾讯等国内一流运营商建立了良好的商务合作关系。
主线文化（838548.OC）	公司是一家以创意为核心的整合营销服务商，凭借强大的文化创意策划能力和执行力为客户提供品牌营销推广策略、品牌规划、市场研究、广告设计及制作、活动策划与执行、互联网广告制作及推广、媒介策划、创意VI视觉设计、商业空间设计、导览导视等全资源和全产业链整合营销服务。公司主要为客户提供品牌策划与推广服务、商业空间设计及施工一体化服务。
海天文化（870359.OC）	公司主要从事节庆及主题灯会、灯光节创意策划、传统及现代艺术灯品灯光作品的设计、定制、租赁与销售、商业美陈租赁与销售等文化创意类产品的设计、制作、销售及展出服务。服务内容主要包括国家大型节庆活动的策划与定制、旅游景区及城市亮化工程、舞台演出布景工程以及商业文化活动道具租赁等，公司秉承“用彩灯传播中国文化、用灯会创造商业价值”的经营理念，致力于成为一流的中国彩灯文化运营商。
黑蚁文创（871881.OC）	公司主要从事品牌策划及整合推广、商业空间设计、网络互动整合传播三大板块。目前公司形成了与房地产、零售、旅游、餐饮、金融、教育、科技等多领域客户的良好合作关系，通过成都总部和重庆、昆明、海南等各分支机构的运营，构建起以西南地区和海南为重点并向全国拓展的业务版图。公司的客户多为房地产企业，同一房地产企业开发不同项目时通常会成立不同的项目公司，公司实际开展业务时与项目公司签订服务合同。

资料来源：Wind，川财证券研究所

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004