

# 卡位动画电影赛道，爆款后看工业化打开长线增长通道

## ——光线传媒（300251.SZ）首次覆盖报告

### 报告关键要素：

北京光线传媒股份有限公司成立于2000年，2011年在深交所上市。20年发展历程中经历赛道、产业链上下游、内容等多次转向，现已成为民营头部影企，在动画电影赛道优势独一无二。受新冠肺炎疫情影响影院自1月下旬起全面停工，20H1公司营收2.59亿元（YoY-77.86%），扣非归母净利润-0.13亿元。短期看随《姜子牙》定档国庆，20H2业绩有高确定性，后续作品储备丰富；中长期看公司作为动画电影龙头企业探路工业化，对标海外好莱坞影企有望获得市场容量、市占率、经营效率多维度提升。

### 投资要点：

- 国漫崛起正当时，公司卡位动画电影赛道：**《大圣归来》初显国漫势能，让影迷、市场看到国产动画电影的质量与发展潜力，《哪吒》上映后更是凭一己之力打开国产动画电影天花板，以50.27亿票房位居中国电影票房总榜第二位。中国有丰富神话故事，IP开发潜力大；成人向动画电影有更广阔的创作空间和消费市场，爆款出现只是国漫崛起之开端。公司以彩条屋影业为核心阵地，大举构建动画产业版图，投资了动漫产业链20余家公司进行全产业链布局，率先探路电影工业化，重点扶持影视创作人才，为公司树立牢固壁垒。对标美日等成熟市场，未来衍生品市场发展空间极大，长期增长空间依然广阔。
- 《姜子牙》定档十一，有望延续《哪吒》热度，“封神宇宙”构建进一步：**7月20日影院复工，疫情防控常态化下限制逐步放松，公司参投的《八佰》据猫眼专业版预计内地票房将达23.7亿元，为公司带来良好投资收益的同时也不断预热观影市场；《姜子牙》定档十一，为十一档期最具票房竞争力的影片，延续《哪吒》热度有望。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计2020-2022年公司实现营业收入为16.90/33.23/36.79亿元，归母净利润分别为4.80/11.86/14.13亿元，对应EPS为0.16/0.40/0.48元，现价（8月21日收盘价15.13元）对应PE为92.41X/37.41X/31.42X。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险因素：**政策及监管风险、疫情反复风险、动画人才供给不足风险、动画衍生品发展速度不及预期风险。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,829	1,690	3,323	3,679
增长比率(%)	89.7%	-40.3%	96.6%	10.7%
净利润(百万元)	948	480	1,186	1,413
增长比率(%)	-31.0%	-49.3%	147.0%	19.1%
每股收益(元)	0.32	0.16	0.40	0.48
市盈率(倍)	46.8	92.4	37.4	31.4

资料来源：Wind、万联证券研究所

增持（首次）

日期：2020年08月24日

### 基础数据

行业	传媒
公司网址	
大股东/持股	上海光线投资控股有限公司/44.06%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,933.61
流通A股(百万股)	2,784.01
收盘价(元)	15.13
总市值(亿元)	443.85
流通A股市值(亿元)	421.22

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2020年08月24日

### 相关研究

分析师：	夏清莹
执业证书编号：	S0270520050001
电话：	075583228231
邮箱：	xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：	杨岚
电话：	17620199511
邮箱：	yanglan1@wlzq.com.cn

请阅读正文后的免责声明

## 目录

1、业务转型弄潮儿，内容为根多点布局行业上下游.....	4
1.1 民营企业内容王者，深耕电影制作与发行业务 .....	4
1.1.1 立足内容生产，影视全产业链布局.....	4
1.1.2 电影市场头部玩家，内容实力不断验证.....	6
1.2 发展几经转向，精准眼光助力突出重围.....	8
1.2.1 赛道转向：从栏目制作到电影发行.....	8
1.2.2 产业链上下游转向：从电影发行到电影制作.....	9
1.2.3 内容转向：从青春、喜剧片到动画电影.....	9
1.2.4 数次精准转向，源于高层敏锐触觉和有效决策体系 .....	10
1.3 影视业务为经营核心，多项业务辅助协同.....	12
2、内容为王，动画电影工业化“先行者” .....	13
2.1 动画产业乾坤未定，四大优势彰显优质内核.....	13
2.2 《大圣归来》初显国漫势能，《哪吒》吹起全面崛起号角.....	17
2.3 公司探路工业化，持续输出方能带来“稳稳的幸福” .....	19
2.3.1 重点扶持编剧导演制片人，多方面打造人才“聚宝盆” .....	19
2.3.2 上下游多维布局，形成产业链协同效应.....	20
2.3.3 内生、外延储备丰富，双轨道保证成品质量.....	21
2.4 短中期看内容产品打造，中长期看衍生开发及版权收入.....	23
2.5 产业链投资，兼具收益与协同效应.....	25
3、影院复工业绩释放在即，长期项目及IP储备丰富 .....	26
3.1 公司财务状况稳定，短期项目带来业绩保证.....	26
3.2 长期项目储备丰富，为未来业绩保驾护航.....	30
4、盈利预测与估值.....	30
5、风险提示.....	31
图表 1：光线传媒发展时期一览表 .....	4
图表 2：公司结构 .....	5
图表 3：同行业上市公司最新市值排名（截至 2020 年 8 月 21 日） .....	6
图表 4：11-20H1 公司营业收入情况（单位：亿元） .....	7
图表 5：11-20H1 公司净利润情况（单位：亿元） .....	7
图表 6：光线传媒近六年电影票房及市占率 .....	7
图表 7：光线传媒投资、发行电影情况 .....	7
图表 8：2006-2012 年光线传媒发行电影 .....	8
图表 9：光线传媒青春喜剧影片代表作 .....	9
图表 10：国内主要影视集团情况 .....	10
图表 11：光线传媒股东结构 .....	11
图表 12：公司主营业务成本结构 .....	11
图表 13：公司主营业务收入结构 .....	11
图表 14：15-20H1 影视剧业务营业收入、毛利 .....	12
图表 15：15-20H1 影视剧业务毛利率 .....	12
图表 16：15-20H1 经纪业务及其他业务营业收入、毛利 .....	12
图表 17：15-20H1 经纪业务及其他业务毛利率 .....	12
图表 18：国产动画发展时期 .....	13

图表 19: 国产动画电影 VS 进口动画电影平均单片票房 .....	14
图表 20: 动画电影 VS 电影整体-数量、票房 .....	14
图表 21: 2011-2019 票房过亿国产动画电影一览 .....	14
图表 22: 国产成人向动画电影观众年龄结构分布 .....	15
图表 23: 国内主要动画电影出品方 .....	16
图表 24: 不同类型电影制作成本构成 .....	17
图表 25: 公司 2015 年后参与动画电影项目一览表 .....	18
图表 26: 公司与动画人才合作情况 .....	20
图表 27: 公司全产业链投资情况 .....	21
图表 28: 一本漫画网页截图 .....	22
图表 29: 动漫电影制作公司投资情况 (部分) .....	22
图表 30: 我国动画电影产业链结构图 .....	23
图表 31: 中美日动漫产业特点对比 .....	24
图表 32: 增加购买兴趣的元素 .....	24
图表 33: 增加溢价能力的元素 .....	24
图表 34: 迪士尼全产业链运营模式 .....	25
图表 35: 各国电影收入与衍生品占比 .....	25
图表 36: 公司投资净收益 (单位: 亿元) .....	26
图表 37: 对联营、合营企业的投资收益 (单位: 亿元) .....	26
图表 38: 公司股权变现一览表 .....	26
图表 39: 主要影视上市公司应收账款周转率 .....	27
图表 40: 主要影视上市公司应付账款周转率 .....	27
图表 41: 主要影视上市公司存货周转率 .....	27
图表 42: 主要影视上市公司资产负债率 .....	27
图表 43: 公司销售毛利率、净利率情况 .....	27
图表 44: 公司费用率情况 .....	27
图表 45: 公司现金及现金等价物增加额 (单位: 亿元) .....	28
图表 46: 《妙先生》宣传海报 .....	29
图表 47: 《姜子牙》宣传海报 .....	29
图表 48: 公司预计上映电影项目 .....	29
图表 49: 公司预计制作电影项目 (部分) .....	30
图表 50: 2019-2022E 主营业务情况及预测 (单位: 亿元) .....	31

## 1、业务转型弄潮儿，内容为根多点布局行业上下游

### 1.1 民营企业内容王者，深耕电影制作与发行业务

#### 1.1.1 立足内容生产，影视全产业链布局

北京光线传媒股份有限公司为国内最大的影视综合集团之一，公司前身为2000年成立的北京光线广告有限公司，后吸收合并北京光线电视传播公司并更名为光线传媒。公司历经20年发展，现已成为我国最有影响力的传媒品牌之一。现公司主营业务涵盖影视剧投资与发行、艺人经纪业务等。近年来，公司积极拓展横向业务的同时，内容投资覆盖电影、电视、动漫、娱乐、视频、音乐、游戏等领域；同时向产业链上下游拓展，包括收购互联网票务平台猫眼实现渠道拓展及内容协同等。公司主要立足于产业链中的内容生产环节；盈利主要涵盖影视剧项目的投资、制作、发行收益，及相关衍生或关联领域产生的收益，同时以股权投资收益等作为重要补充。

图表1：光线传媒发展时期一览表



资料来源：公司年报、万联证券研究所

公司从成立至今的发展可分为三个时期：初创期、横向拓展期及纵向一体化期。

**初创期（2000-2010）：**公司主要业务为电视娱乐节目的制作及电影发行。该时期内，公司制作了《娱乐现场》、《音乐风云榜》、《最佳现场》等人气电视娱乐节目并在全国百余个电视台播出，其中《娱乐现场》更位列2000年中国电视节目榜最佳娱乐节目第一名。公司承接的演艺活动业务亦快速发展，活动类型日益丰富。适逢电影市场发展前夕，公司紧抓行业机遇，于2006年成立子公司光线影业，进军电影行业。依托原有电视业务建立起来的媒体网络和发行网络优势，公司切入电影发行业务如鱼得水，发行了包括《完美新娘》、《花田喜事2010》、《精武风云·陈真》在内的一系列优质港产片，获得良好收益。2009年公司依法变更为股份有限公司。

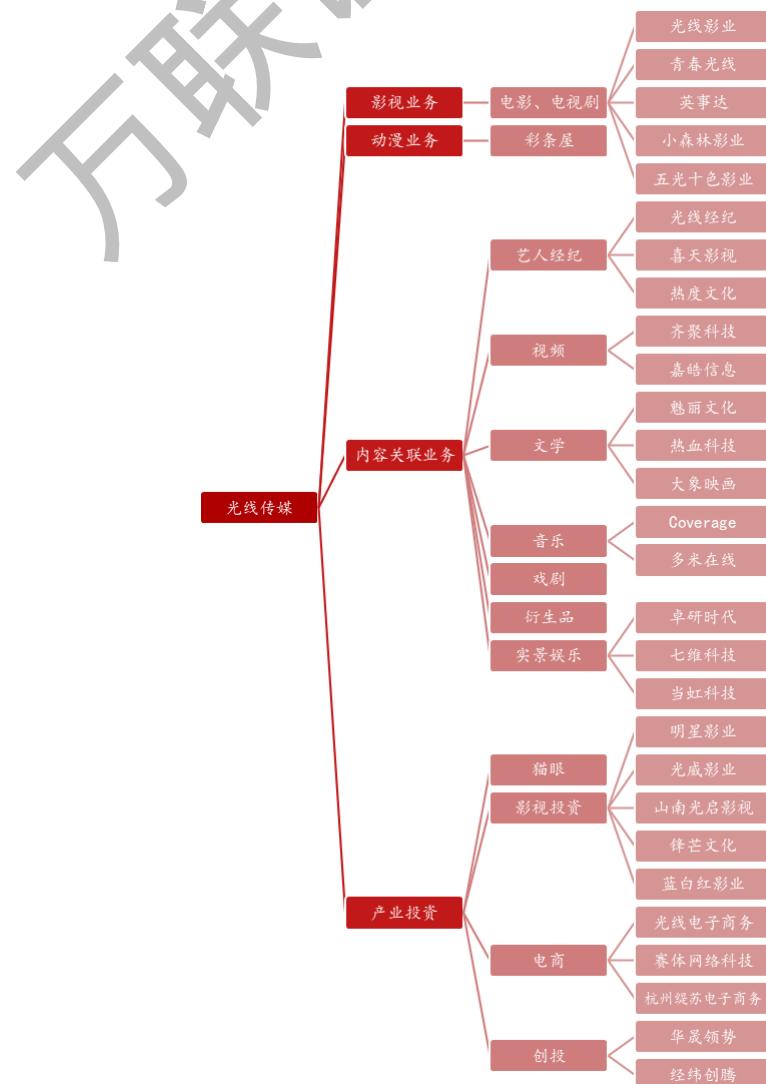
**横向拓展期（2011-2015）：**公司于2011年登陆A股创业板，公开募得14.39亿元资金，成为内地第3家A股上市影视传媒公司。在随后5年间，公司积极拓展横向业务。2012-2014年间公司先后收购影视公司欢瑞世纪4.81%股权、网页游戏公司天神互动10%股权（2013年子公司光线影业收购其2.5%股权，合计控股12.5%）、互联网视频公司金华长

风32%股权、电视剧制作公司新丽传媒27.64%股权，投资仙海网络、蓝弧文化、热锋科技、妙趣横生等游戏公司，进入电视剧制作、游戏和新媒体领域。**2015年创立彩条屋影业重点发展动漫业务、打造动漫生态。**电视行业营收下行的大环境下，公司高层逐渐转移业务重心，减少栏目制作与广告业务及演艺活动业务的投入、重组电视事业部，稳步扩张电影业务、积极布局电视剧业务，影视剧业务收入从2011年的2.79亿元大幅增长至2015年的13.78亿元。2012年公司主投、主发行的《人在囧途之泰囧》更达到了12.67亿元的票房，创下国产电影票房纪录。

**纵向一体化期(2016至今)：**公司重点发力产业链上下游布局，并稳步进行内容投资。16年公司与子公司光线投资合计购入互联网票务平台猫眼文化57.4%股权，拓展电影发行网络渠道、协同内容布局；同时购入浙江齐聚36.38%股权，试水视频直播行业。2018年，公司成立编剧导演事务部，加强对导演、编剧人才的培养，促进影视内容制作端优秀资源的生产。该时期内公司影视剧业务收入稳步增长，公司长期以来对于动漫业务的耕耘更在2019年迎来首个丰硕果实——公司主投、独家发行的《哪吒之魔童降世》(下称《哪吒》)获得50.13亿元票房，创下国产动画电影票房纪录。

现在公司业务主要包括四个板块：影视业务、动漫业务、内容关联及产业投资。

图表2：公司结构



资料来源：公司年报、公司官网、万联证券研究所

**影视业务：**公司影视业务板块主要包括电影的投资、发行及协助推广，以及电视剧的投资、发行两个板块，为公司核心业务板块之一。2009年起公司进入电影行业，以电影发行业务为主；2012年投资欢瑞影视、2013年投资新丽传媒，开拓了电视剧制作业务。自2012年起，影视剧成为公司主要收入来源，2019年业务收入占总营收的98%。而电影业务更是重中之重，2019年营收占比达89%。自公司进入电影行业以来，陆续投资、发行了《人在囧途之泰囧》、《中国合伙人》等热门影片。电视剧业务主要以支持和补充公司营收为主，经过长时间的积淀后利润逐渐开始释放。

**动漫业务：**动漫业务板块涵盖动画电影的制作、扶持漫画IP的生产以及动漫衍生品等板块。该业务板块的开拓始于2015年，主要通过当年设立的子公司彩条屋影业开展。截至目前彩条屋影业已投资全擎娱乐、彼岸天文化、凝羽动画等20家公司、更联合《西游记之大圣归来》核心主创田晓鹏等人成立十月文化，形成动漫产业链上下游全面覆盖，储备了丰富的项目资源。2016年公司投资的《大鱼海棠》，2019年公司主投、主控的《哪吒》均获得空前成功。未来公司将继续扶持优秀的动漫团队，加大系列化作品的开发力度，以动画电影为核心继续产业链上下游的延伸。

**内容关联业务：**包含艺人经纪、文学、戏剧、实景娱乐等业务。公司于2018年成立了编剧导演事务部，加强对导演、编剧的扶持，强化上游优秀资源的优先可达性。同年公司收购全线实景娱乐（扬州），2019年成立光线置业（扬州），布局实景娱乐。此外公司2012年、2014年、2017年多次投资游戏领域，欲打造“游戏+影视”模式，将优秀影视IP游戏化，开拓收入增长点。近十年来公司对新领域的不断探索有利于培养市场认知，为抓住潜在机会做准备。

**产业投资业务：**公司产业投资板块采取股权投资的形式，以内容投资和战略投资为核心，起到业务发展“探路人”的作用。截至目前，下属子公司华晟领飞已投资包括美团点评、三六零、京东数科在内的20余个项目，其中多个项目已成功上市；参投公司当虹科技已于2019年12月11日在科创板上市，其主要针对媒体运营、在线教育等互联网视频业务需求提供一站式在线视频云服务。另外，公司于2016年收购猫眼文化，拓展互联网渠道电影发行业务的同时反哺内容制作。

### 1.1.2 电影市场头部玩家，内容实力不断验证

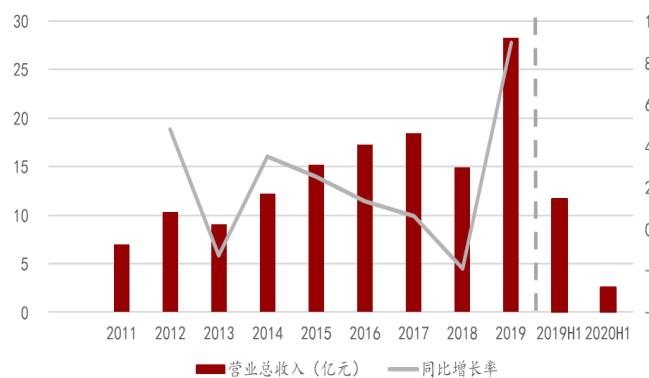
公司自2011年上市以来营收、净利润持续增长，市值位居A股电影制作、发行行业首位。上市以来公司营业收入从6.98亿元增长至28.29亿元，CAGR达19.1%；净利润自2011年的1.76亿元增长至19年的9.47亿元，CAGR达23.4%。截至2020年8月21日，公司市值已达到443.85亿元，超越此前市值首位的万达电影，在2020年《胡润中国10强民营影视企业》中排名首位。

图表3：同行业上市公司最新市值排名（截至2020年8月21日）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	年初至今涨跌幅(%)
300251	光线传媒	443.85	28.81
002739	万达电影	407.37	7.99
600977	中国电影	287.33	3.42
300027	华谊兄弟	189.58	46.87
000802	北京文化	60.57	-8.93

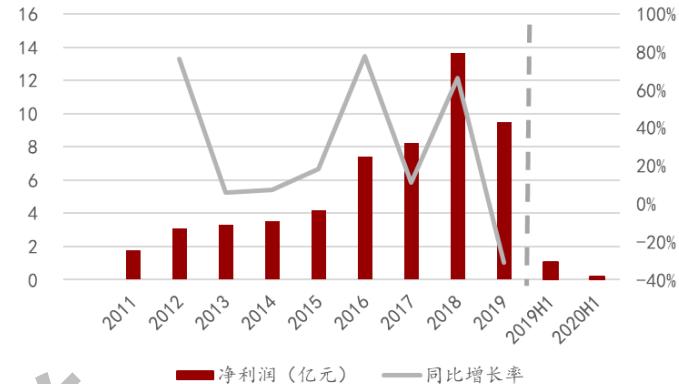
资料来源：Wind、万联证券研究所

图表4: 11-20H1公司营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、万联证券研究所

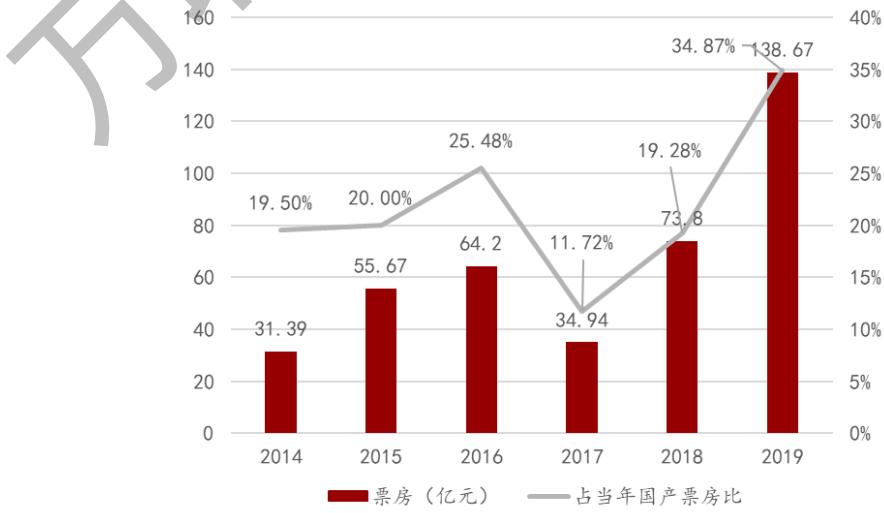
图表5: 11-20H1公司净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、万联证券研究所

近年来公司深耕电影投资与发行业务，取得稳定发展。2014-2019年间公司参投及制作电影票房总体呈增长态势，每年参投、制作影片数量稳定在10部以上，14-18年公司取得票房占国产票房比除2017年外皆在20%左右。2019年爆款《哪吒》横空出世，当年占比更是超过了国产总票房的三分之一。

图表6: 光线传媒近六年电影票房及市占率



资料来源: 猫眼专业版、灯塔专业版、公司年报、万联证券研究所

图表7: 光线传媒投资、发行电影情况

时间	参与电影数量	代表作品	参与方式	票房 (亿元)
2013 年	9	《四大名捕 2》	出品+发行	1.74
		《致我们终将逝去的青春》	联合出品+发行	7.19
		《厨子戏子痞子》	出品+发行	2.72
2014 年	12	《匆匆那年》	出品+发行	5.88
		《四大名捕大结局》	联合出品+发行	1.92
		《同桌的你》	联合出品+发行	4.55

		《分手大师》	联合出品+发行	6. 65
		《爸爸去哪儿》	联合出品+发行	6. 96
2015 年	15	《恶棍天使》	出品+发行	6. 48
		《寻龙诀》	联合出品	16. 78
		《港囧》	出品+发行	16. 14
		《左耳》	联合出品+发行	4. 85
2016 年	13	《你的名字。》	推广	5. 75
		《从你的全世界路过》	出品+发行	8. 13
		《谁的青春不迷茫》	出品+发行	1. 79
		《大鱼海棠》	出品+发行	5. 65
2017 年	13	《三生三世十里桃花》	出品+发行	5. 34
		《大护法》	出品+联合发行	0. 88
		《嫌疑人 X 的献身》	出品+发行	4. 01
		《大闹天竺》	出品+发行	7. 56
2018 年	13	《一出好戏》	出品+发行	13. 55
		《动物世界》	出品+发行	5. 09
		《熊出没·变形记》	出品+联合发行	6. 05
		《唐人街探案 2》	联合出品	33. 97
2019 年	18	《南方车站的聚会》	出品	2. 02
		《天气之子》	推广	2. 88
		《我和我的祖国》	联合出品+发行	31. 7
		《银河补习班》	出品	8. 78
		《千与千寻》	推广	4. 88
		《哪吒之魔童降世》	出品+发行	50. 13

资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

注：票房统计不计入复映。

## 1.2 发展几经转向，精准眼光助力突出重围

### 1.2.1 赛道转向：从栏目制作到电影发行

创立之初公司以栏目制作与发行业务为主，以发行港片为起点切入电影发行。2006年试水电影发行业务，投资第一部港产犯罪电影《伤城》，取得不俗成绩。后接连发行《导火线》、《铁三角》、《蝴蝶飞》等，收效良好。彼时正逢电影市场发展契机，自2008年起内地院线市场大爆发，观影人数从上一年的1.10亿人次增长至1.44亿人次，同比增长31%。加上公司身为当时中国最大的电视节目制作方和发行商，拥有极大的发行网络和媒体网络优势，促使公司于2009年正式切入电影发行业务。至2012年公司发行了《家有喜事》、《亲密》、《花田喜事2010》、《新龙门客栈》等电影，获得良好收益。

图表8：2006-2012年光线传媒发行电影

时间	电影
2006年	《伤城》
2007年	《导火线》、《铁三角》
2008年	《蝴蝶飞》、《深海寻人》、《证人》、《大搜查》
2009年	《家有喜事》、《亲密》、《东邪西毒—终极版》、《完美新

	娘》、《气喘吁吁》
2010年	《花田喜事2010》、《变相黑侠》、《感情生活》、《出水芙蓉》、《全城戒备》、《精武风云·陈真》
2011年	《最强囍事2011》、《B+侦探》、《画壁》、《梦游3D》、《鸿门宴》、《极速天使》
2012年	《新龙门客栈》、《情迷》、《匹夫》、《神探亨特张》、《四大名捕》、《伤心童话》、《铜雀台》、《人在囧途之泰囧》

资料来源：百度百科、万联证券研究所

### 1.2.2 产业链上下游转向：从电影发行到电影制作

自2009年公司起，公司有选择性地进行大制作电影的投资，培养市场认知，逐渐加码电影制作业务。在资源方面，由于在发行业务中与香港公司及导演合作较多，转型制作时也优先与他们的合作，在此过程中逐渐累积经验。但在此过程中，公司逐渐发现与内地的导演合作、对现实题材的触及十分欠缺，于是在2011年上半年调整策略，全面与内地电影人合作，挖掘新导演。

2012年起，公司在投资对象上逐渐向演员出身、“演而优则导”的导演倾斜，从投资上看取得了“以小博大”效果。该投资策略不仅为公司带来明显的票房收益，更为公司取得了这些优质导演后续资源投资的优先权，如2012年主投、主发行的徐峥处女作《人在囧途之泰囧》凭借不足6000万的成本带来了12.67亿的票房；2013年赵薇导演处女作《致我们终将逝去的青春》以6000万成本带来7.26亿票房；2014年苏有朋导演处女作《左耳》亦获得了5亿票房。与徐峥、苏有朋的初次成功合作也为光线带来其后续作品的优先投资机会，后续拍摄的《港囧》、《嫌疑人X的献身》均取得不俗成绩。

### 1.2.3 内容转向：从青春、喜剧片到动画电影

从电影内容类型上，公司早期投资的制作大多为青春、喜剧类影片，其中青春片代表作包括《致我们终将逝去的青春》、《同桌的你》、《匆匆那年》等，喜剧片代表作包括《人在囧途之泰囧》、《港囧》、《美人鱼》等，成绩均较为亮眼。

图表9：光线传媒青春喜剧影片代表作

类型	时间	影片名称	导演	票房（亿元）	合作方式
青春	2013年	《致我们终将逝去的青春》	赵薇	7.18	联合出品+发行
		《中国合伙人》	陈可辛	5.37	联合出品+联合发行
	2014年	《同桌的你》	郭帆	4.56	联合出品+发行
		《匆匆那年》	张一白	5.89	出品+联合发行
	2015年	《左耳》	苏有朋	5	联合出品+发行
	2016年	《谁的青春不迷茫》	姚婷婷	1.8	出品+发行
		《从你的全世界路过》	张一白	8.13	出品+发行
喜剧	2012年	《人在囧途之泰囧》	徐峥	12.67	联合出品+联合发行
	2013年	《厨子戏子痞子》	管虎	2.7	出品+发行
		《不二神探》	王子鸣	2.8	出品+发行
	2014年	《分手大师》	邓超、俞白眉	6.6	出品+发行
	2015年	《横冲直撞好莱坞》	蒂姆·肯德尔、林诣彬	3.21	出品+发行
		《港囧》	徐峥	16.13	出品+发行

		《恶棍天使》	邓超、俞白眉	6.49	出品+发行
2016年		《美人鱼》	周星驰	33.92	出品+发行
		《火锅英雄》	杨庆	3.7	出品+联合发行

资料来源：公司年报、百度百科、时光网、万联证券研究所

凭借青春喜剧片摸索中国电影市场、树立对电影市场的认知后，加上2013年发行《赛尔号3》动画大电影的经验，光线决定投身动画电影产业。作为最早布局动漫产业的传媒企业之一，2014年公司完成了9家动漫游戏公司的布局，涵盖传统动漫公司和互联网动漫公司。公司在2015年成立“彩条屋”动漫集团，成立当年便宣布投资13家公司、筹措22部影片，业务跨越IP生产、作品制作以及衍生品开发等。同年，彩条屋与著名漫画家、导演颜开合资成立北京漫言星空文化发展有限公司，推动上游漫画IP的开发；另外公司也与阅文集团合资成立山南光启影视有限公司，获得阅文旗下丰富的作品储备资源。

在当前国内影视公司中，光线已凭借早期布局优势和一系列口碑大作树立起动画电影的壁垒。国内主要影视集团中，中影集团以主旋律题材为主，华夏电影以剧情片为主，与中影集团一同垄断进口影片发行。动作类型片为当下热门，博纳影业、猫眼文化、华谊兄弟均有覆盖，华谊兄弟万达影视则以悬疑、犯罪题材领先，代表作有《唐人街探案》系列，而覆盖动画赛道的仅有光线传媒一家，足可见其稀缺性。

图表10：国内主要影视集团情况

公司名称	成立至今 累计票房 (亿元)	成立至今 累计电影 数量	2020年主 出品影片 数量	2020年主 发行影片 数量	主要电影 类型
中国电影	322.35	866	17	23	主旋律
光线传媒	297.75	182	23	6	动画、剧情
万达影视	262.45	152	10	3	悬疑、剧 情、犯罪
阿里影业	258.94	163	15	7	-
博纳影业	230.99	256	6	1	动作、剧 情、主旋律
猫眼文化	207.81	155	17	7	剧情、动 作、爱情
华谊兄弟	192.76	162	8	3	动作、喜剧
华夏电影	145.82	1165	3	17	剧情

资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

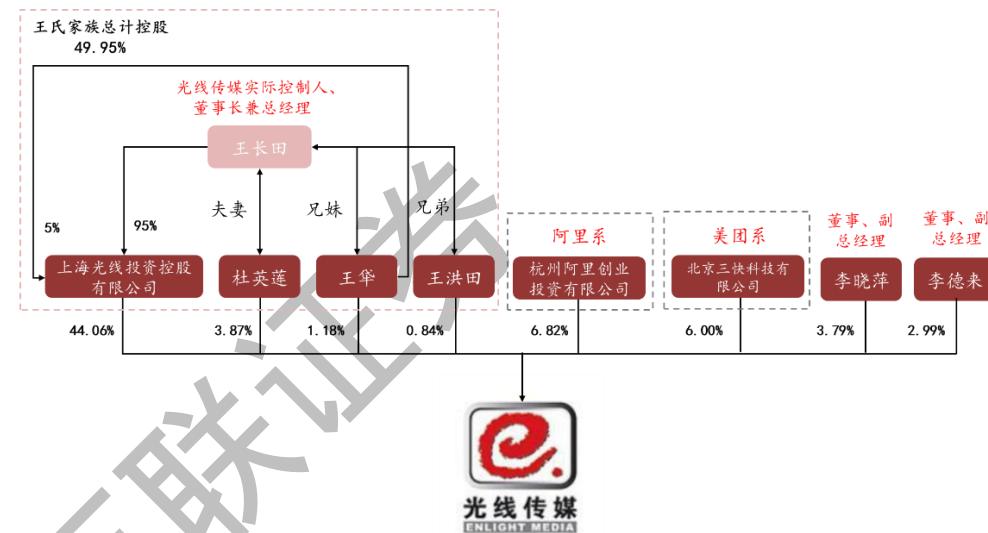
注：数据截至2020年8月23日。

#### 1.2.4 数次精准转向，源于高层敏锐触觉和有效决策体系

公司创立至今适应行业发展作出多次业务优化，源于公司高层对市场的敏锐感知和有效决策。从创立初期的主攻电视栏目制作、演艺活动，到逐渐开拓电影市场，再到深耕电影制作与发行、主攻动画电影赛道等，在每一阶段做到市场前列的同时精准调整方向，体现了公司对市场需求的准确认知能力和强大执行力。公司实际控制人王长田先生毕业于复旦大学新闻系，在创立公司前曾在《中国工商报》、北京电视台等机构工作，拥有丰富的媒体工作经验和市场触觉，其自创立公司至今一直担任董事长兼总经理职位，对公司多次改革起到关键作用。王长田先生通过光线投资间接控制光线

传媒44.06%股权，加上妻杜英莲所拥有的3.87%股权、妹王华、弟王洪田合计的拥有2.02%股权，王氏家族合计控股49.95%，保证了其在高层中的话语权。公司董事、副总经理李晓萍女士及李德来先生亦自2000年加入公司，拥有丰富的行业经历和管理经验，二位均毕业于复旦新闻系，曾在1995年合作拍摄北京电视台名牌栏目《北京特快》。优秀的管理人才辅以高层结构的相对稳定保证了公司的高效决策，有益于公司的长期稳定发展。

图表11：光线传媒股东结构



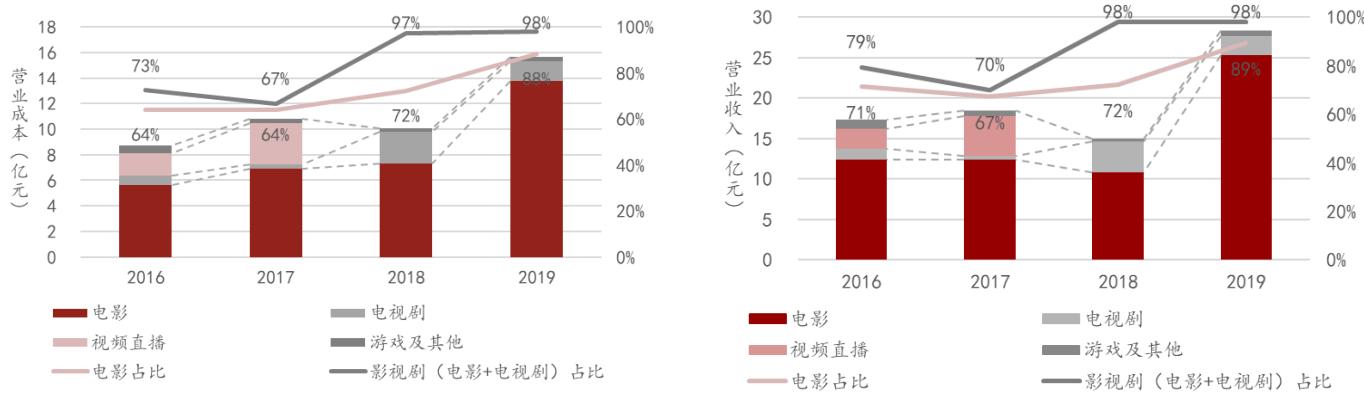
资料来源：公司年报、万联证券研究所

**清晰的业务定位促使公司及时调整战略，促进资源的有效配置。**电影业务崛起，曾经居于主导地位的栏目制作与广告业务在行业环境变化下业务收益下行，公司及时调整方向，在2015年重组电视事业部，原团队成员一部分分派至光线影业，一部分被调到旗下的网络视频公司，剩余部分则继续制作与央视合作的《中国正在听》、《少年中国强》两档节目；原电视事业部总裁张航亦改任青春光线总裁。配合公司进军动漫电影业的战略布局，“彩条屋”动漫集团在同年成立，专门负责动漫业务，使公司资源通过“彩条屋”得以集中、高效投放到动漫电影产业。

近年来，公司集中投入资源于影视剧业务，尤以电影为重，其在主营业务中的地位不断提升。从收入和成本角度看，影视剧业务皆处于主导地位。2016-2019年间影视剧业务成本占营业成本比例均维持在65%以上的高位，营业收入比例均超过70%，2018年报表中不再合并浙江齐聚后，占比均提升至98%。其中，电影业务的扩张更是重中之重，在公司营业成本中的占比自2016年的64%提升至2019年的88%，营业收入占比也从71%提升至89%。公司亦从2018年起加大了对电视剧业务的投入，该年电视剧营收占比大幅提升至25.61%，19-20H1电视剧业务利润有所减少，但公司在电视剧及网剧领域着重于头部内容的投入，单部剧盈利能力提升。

图表12：公司主营业务成本结构

图表13：公司主营业务收入结构



资料来源: Wind、万联证券研究所

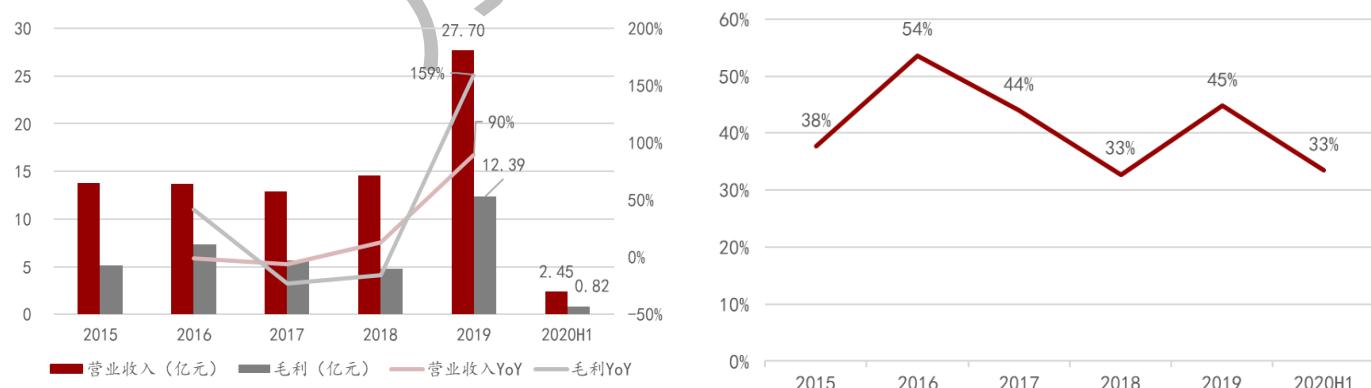
资料来源: Wind、万联证券研究所

### 1.3 影视业务为经营核心，多项业务辅助协同

公司将现有业务划分为影视剧业务、经纪业务及其他业务两大板块进行核算。影视剧业务为公司发展重心，近年业务收入稳定在12-14亿元左右，毛利润规模在4-8亿元之间。影视剧业务收入涵盖了电影、电视剧（含网剧）的业务收入，包括动画及其他类型电影制作及发行、电视剧（含网剧）的投资和发行。19年公司影视剧业务营收、毛利润均有大幅增长，主要由《哪吒》高企票房带来的收益导致。作品“爆款”为公司盈利带来强劲动力，高期待值待映电影《姜子牙》有望延续《哪吒》成绩。

图表14: 15-20H1影视剧业务营业收入、毛利

图表15: 15-20H1影视剧业务毛利率



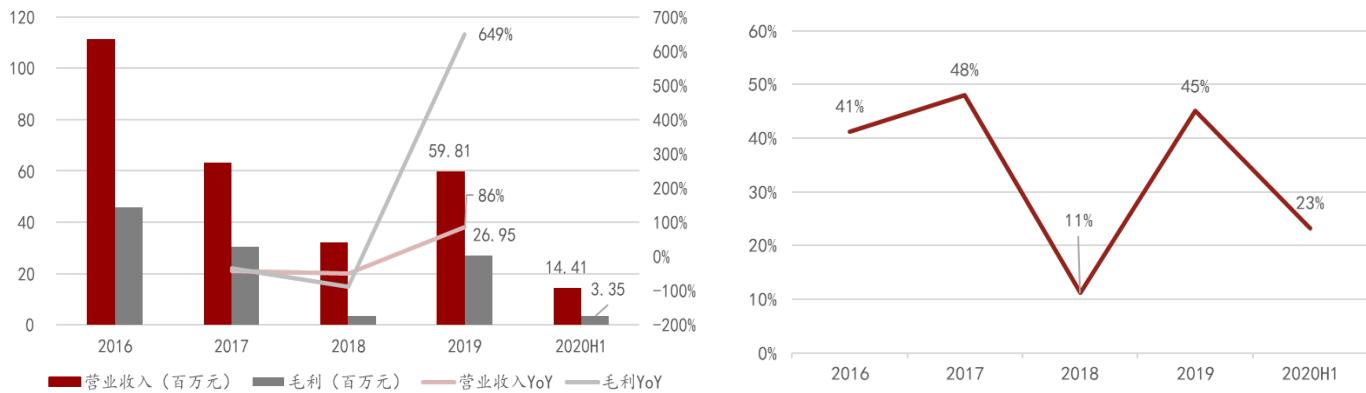
资料来源: Wind、万联证券研究所

资料来源: Wind、万联证券研究所

公司游戏、实景娱乐、艺人经纪等业务合并划分在经纪业务及其他业务板块，占营收比重较小。此板块战略意味较强，以辅助影视业务为主，兼顾探索市场机会、培养公司市场认知。2019年内公司部分艺人的商业价值得到了较大提升，沉淀了一批编剧、导演人才，公司的艺人经纪、编剧导演及文学版权等业务板块的联动与影视业务形成良性互动。另外公司的实景娱乐项目，位于扬州的光线中国电影世界已启动项目规划及设计工作。游戏业务旨在探索影视IP的游戏开发，由子公司热蜂互动、强手网络等负责。

图表16: 15-20H1经纪业务及其他业务营业收入、毛利

图表17: 15-20H1经纪业务及其他业务毛利率



资料来源: Wind、万联证券研究所

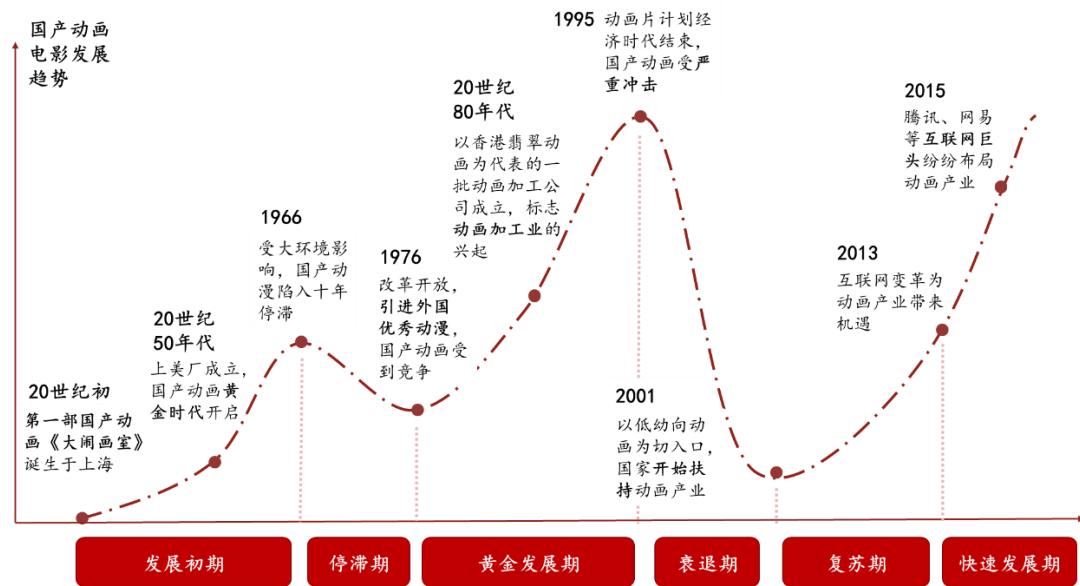
资料来源: Wind、万联证券研究所

## 2、内容为王，动画电影工业化“先行者”

### 2.1 动画产业乾坤未定，四大优势彰显优质内核

国产动画行业发展历经几番起落，目前正处于快速上升期。我国动画滥觞于20世纪初的上海，由万氏兄弟制作出第一部国产动画《大闹画室》；20世纪50年代始国产动画进入黄金时代，上海美术制片厂成立，计划经济体制使动画人得以专心制作精品动画，诸如以齐白石《蛙声十里出山泉》为造型蓝本创作的《小蝌蚪找妈妈》、《大闹天宫》、《九色鹿》等经典动画作品诞生。十年文革浩劫，动画发展停滞，直至1976年改革开放开始引进外国优秀影片，如《阿童木》《聪明一休》等日本动漫。1995年，电影公司不再下达生产拍摄指标，动画片计划经济时代结束，而后国产动画在市场竞争中败下阵来，电影数量断崖式下跌。遇此危机，国家于2001年发布政策利好，开始扶持低幼向动漫作品，《大头儿子小头爸爸》等作品诞生，后国漫开始缓慢复苏。直至2013年互联网变革带来机遇，15年开始吸引腾讯、网易等互联网资本巨头进入，动漫产业进入快速上升期。

图表18: 国产动画发展时期

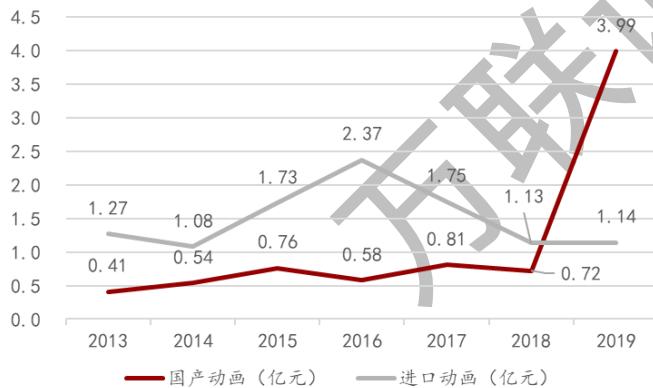


资料来源: 艾瑞咨询、PingWest品玩、万联证券研究所

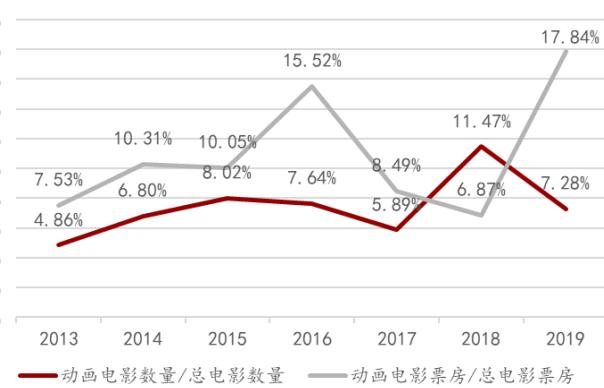
动画产业赛道潜力巨大，四大优势体现在：机会大、价值高、成本低、风险低。

1) 机会：目前行业处于上升期，市场竞争的稳定格局尚未形成，若能成为头部玩家则会有可观收益。我国动画电影市场潜力大，1) 五千年悠久历史积淀，传统文化是故事的瑰丽宝库，可供开发的IP丰富。我国不乏精彩的故事内核，但因产业发展不充分，自上世纪90年代起日、美动画倾销国内，诸如功夫熊猫、花木兰等IP甚至为梦工厂、迪士尼开发再输入国内，形成“出口转内销”。2) 近些年国漫发力明显，优质口碑扩散树立影迷认知，高票房进一步增强市场信心，愈来愈多优质国漫可期。2011-2013年间，国产动漫以低幼向为主，票房过亿影片仅有喜羊羊系列的贺岁片，2014年以来我国动画产业进入快速上升期，动画电影数量及票房快速增长，市场上也开始出现《十万个冷笑话》这样的全年龄段动画。2015年《大圣归来》的出现使得观众心中沉寂已久的国漫情怀得到集中爆发，同时也收获了9.56亿的高票房。16-19年优质国产动画作品频出，光线出品的《大鱼海棠》、《哪吒》斩获高额票房，验证市场潜力。自16年以来，国漫与进口动画电影的单片票房已逐步缩窄，19年凭《哪吒》大幅超越进口动画。随着国漫精品迭出，这一趋势有望延续。

图表19：国产动画电影VS进口动画电影平均单片票房



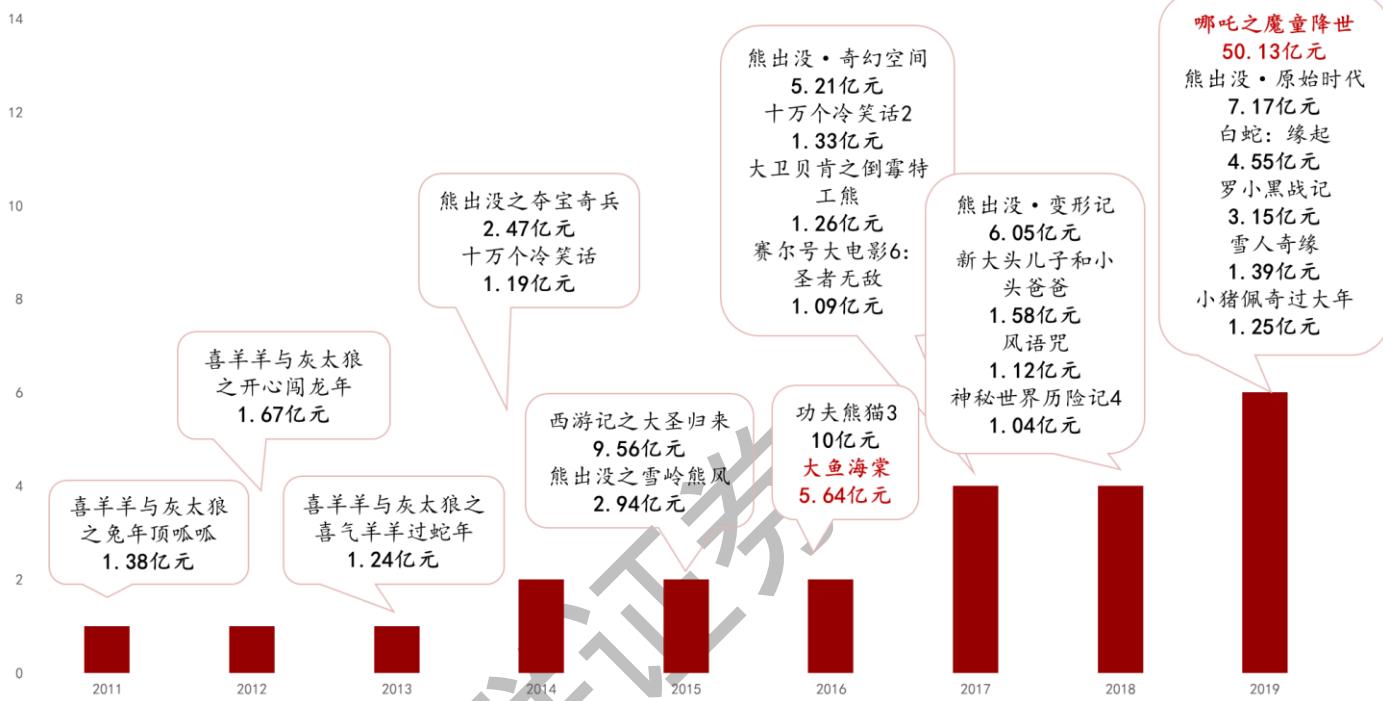
图表20：动画电影VS电影整体-数量、票房



资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

图表21：2011-2019票房过亿国产动画电影一览



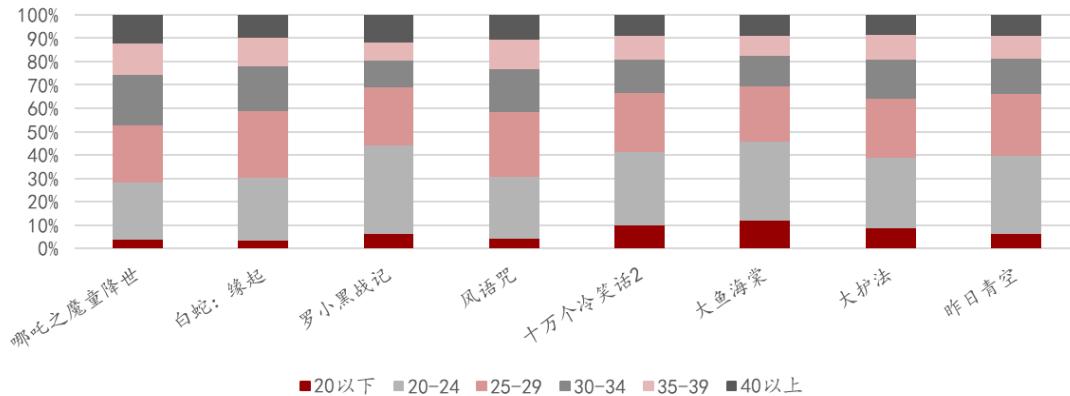
资料来源：艺恩咨询、猫眼专业版、万联证券研究所

注：票房均为首映票房。

国漫发展存在断层，在IP话语权、授权模式上的格局尚未形成。对比外国市场，美国动漫产业已存在成熟工业化生产体系，形成了以制作方为主导的漫影游联动；而日本则形成了以制作委员会制度为决策核心的动漫内容全产业链运营模式。我国当下的资本布局主要集中在产业链中上游，以腾讯、爱奇艺、阿里大文娱为主的互联网资本均以内容端为主要投资方向，兼顾产业链其他环节。

**2) 价值：**对比合家欢和低幼向动画，公司选择的成人向赛道有更广阔的创作空间和消费市场。合家欢和低幼向动画有一定数量的未成年人观众作为票房保障，在动画电影质量整体不高的水平下，观众基数保障了影片基本的收益水平。但随着互联网媒体对未成年人的日益渗透和动画质量的逐渐提升，成人向赛道比合家欢和低幼向更具价值。1) 成人向动画的创作空间更广、可被赋予深度的思想和艺术价值：东亚社会更偏好能够引发思考的作品，此类作品在成人市场有较高欢迎度，典型代表如《疯狂动物城》有丰富政治隐喻（豆瓣：超135万人评分9.2分，截至20年8月20日），日本的《攻壳机动队2：无罪》对于人类与科技关系、本国政治进行了探讨、批判，《红辣椒》用精湛的动画技术打造了超现实梦境，对日本宅文化、色情文化等进行了批判。2) 成人拥有消费自主权，对于衍生品的购买可能性更高。根据猫眼专业版数据，20-40岁之间的观众占国产成人向动画电影受众均超过80%，该年龄段的人群消费意愿和消费能力较强，购买衍生品的可能性更大。公司选择成人向的内容赛道，从结果来看受众与导向匹配精准。据灯塔专业版数据显示，《哪吒》受众年龄占比中19岁以下群体为18.6%，而《大圣归来》、《大鱼海棠》、《大护法》则都在10%以下。

图表22：国产成人向动画电影观众年龄结构分布



资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

从票房水平来看，成人向动画电影明显占优，合家欢、低幼向需有强IP支撑。1) 以追光动画为例，公司此前定位合家欢类型动画制作，产出作品精良但票房反响不及预期。2016年出品的《小门神》成本高达1.3亿，票房却仅有7000多万，2017年的《阿唐奇遇》同样遇冷，票房仅有3000多万，远不及投入的8500万。直到2018年，所出品的成人向动画《白蛇：缘起》才打破了这一僵局。2) 就近年来的动画电影来看，合家欢、低幼向因为赋予深刻内涵的可能性不大，只有依赖强IP才能获得较好的票房，而成人向动画依靠口碑和质量，《哪吒》更是突破了国漫的天花板，使人看到成人向动画的无限可能。

图表23：国内主要动画电影出品方

公司名称	代表作品	成本	首映票房	上映时间	类型
追光动画	《小门神》	1.3亿	7850.7万	2016年	合家欢
	《阿唐奇遇》	8500万	3039.6万	2017年	合家欢
	《猫与桃花源》	-	2180.5万	2018年	合家欢
	《白蛇：缘起》	8000万	4.55亿	2019年	成人向
东方梦工厂	《功夫熊猫3》	-	10.01亿	2016年	合家欢
	《雪人奇缘》	-	1.39亿	2019年	合家欢
	《飞奔去月球》	-	-	2020年	合家欢
光线传媒	《大鱼海棠》	3000万	5.64亿	2016年	成人向
	《大护法》	<2000万	8760.2万	2017年	成人向
	《哪吒之魔童降世》	-	50.13亿	2019年	成人向
华强方特	《熊出没之雪岭熊风》	-	2.94亿	2015年	低幼向
	《熊出没·奇幻空间》	-	5.21亿	2017年	低幼向
	《熊出没·变形记》	-	6.05亿	2018年	低幼向
	《熊出没·原始时代》	-	7.17亿	2019年	低幼向

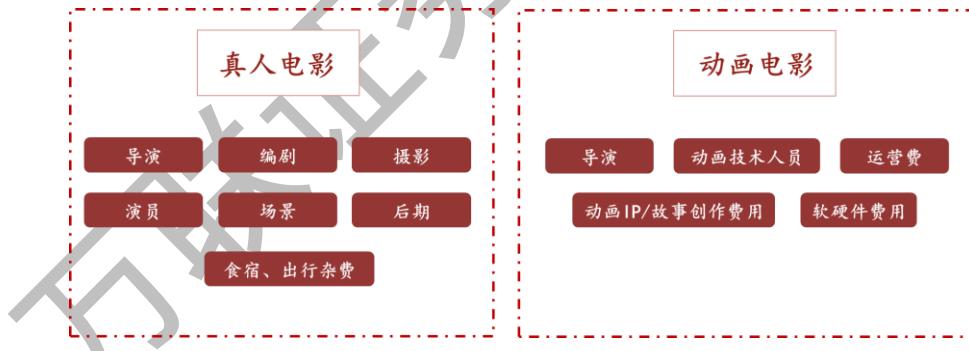
资料来源：猫眼专业版、百度百科、万联证券研究所

相比其他类型影片，动画电影的衍生变现的价值更高。时光网数据显示，动画电影是最有衍生品潜力的电影类型之一。动画电影的衍生变现范围广，不仅包括玩具、手办等衍生品，更可延伸至游戏、线下实景娱乐等。公司曾在投资者调研回答中表示，美国真人电影1美元票房衍生收入为3-5美元，而动漫电影衍生收入能达到10美元。截至2016年底，《冰雪奇缘》衍生品群中1件商品的全球销售收入就达到4.5亿美元。2019

年，华特迪士尼公司50%的营收来自于乐园及度假村等衍生业务。光线传媒此前发行的动画电影《大鱼海棠》衍生品上线仅两周时间，销售额即突破5000万元，超过电影的制作成本。

3) 成本：无需真人演员使得动画的总成本较其他类型影片更低，而IP复用可使得动画的边际成本进一步降低。1) 从眼球度上，电影行业看起来是大行业，但从营收利润上却是小行业，“流量思维”下演员高片酬使得电影投资沦为给演员打工。根据StephenFlows数据，拍摄一部真人电影的成本中，演员、监制、导演等人工成本占比达20%。而动画电影没有演员成本高的问题，系列化后成本将更低，毛利率更高。尽管动画电影特效制作也是花销大的环节，但与存在高溢价的演员薪酬相比仍然存在优势。2) 动漫产业一个很大的特点是IP、模型可复用，随着系列化的开展、“神话宇宙”的构建，拍摄续集的成本会进一步降低。而真人电影的系列化常常要打翻重来，取景、服装均要重新设计，对比之下动画电影优势立现。

图表24：不同类型电影制作成本构成



资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

4) 风险：来自监管的风险小。影视行业受到监管政策影响较大，真人电影受题材、审查的限制较大，若拍摄完成后不能播出将为投资方和发行方带来巨大损失。相比之下，动画电影由于类型的特殊性，受政策限制概率较小。

## 2.2 《大圣归来》初显国漫势能，《哪吒》吹起全面崛起号角

《大圣归来》的成功提振国产动画电影发展信心，公司迅即绑定其制作团队。2015年田晓鹏导演的《西游记之大圣归来》横空出世，豪夺9.56亿元票房，一改往日国产动画电影票房难超1亿的局面。作为全球首部西游3D题材动画电影，影片不仅在戛纳创下中国动画电影海外最高销售纪录，更成为第18届上海国际电影节传媒大奖首部入围的动画电影。遇此良机，公司紧抓机遇于当年与《大圣归来》核心团队成员田晓鹏等人共同设立霍尔果斯十月文化传媒有限公司（目前持股28.11%），发力动画电影制作。

以彩条屋为核心阵地，大举构建动画电影发展版图。彩条屋影业于2015年成立，自成立以来一直发力精品国漫内容的制作，陆续出品了《大鱼海棠》、《大世界》、《大护法》等动画电影。在此过程中，公司逐渐积累动画制作经验，并不断探索动画制作模式，实现票房、口碑双丰收。1) 口碑进化：以2016年出品的《大鱼海棠》为例，作品制作精良，取得了5.65亿元的不俗票房，但口碑方面却两极分化。尽管不少人认为其是国产动画的一大进步，但仍不乏评价“对中国元素理解匮乏”、“故事很小”者。随后几年公司出品电影《精灵王座》、《大世界》、《大护法》口碑渐起，不断提升国漫在影迷心中的地位。最终，在2019年《哪吒》上达到票房和口碑的双重收获（豆瓣：获得超过147万人8.5分评分，截至20年8月20日）。在观众越来越注重电影质量且电影“口

碑效应”在互联网助推下越来越突出的当下，只有内容精良的电影才能获得产生好的经济效益。2) 口碑推动下票房天花板不断打开：《哪吒》取得50.13亿元的票房成绩，成为当年“爆款”，刷新国产动画电影票房纪录，更狂揽第16届中国动漫金龙奖最佳动画长片奖金奖、第32届东京国际电影节金鹤奖等国内外众多奖项。《哪吒》的成功给中国动画电影的工业化打了一针强心剂，拓展了人们对于动画电影市场的想象，验证了公司的发展逻辑，上映的2019年或成国漫崛起之元年。

图表25：公司2015年后参与动画电影项目一览表

电影名称	时间	导演	票房（亿元）	口碑	合作方式
洛克王国4：出发！巨人谷	2015	乌格斯·马特尔、曹东飚	0.77	5.0	投资、发行
果宝特攻之水果大逃亡	2016	王巍	0.08	6.5	投资、发行
大鱼海棠	2016	梁旋、张春	5.64	6.9	投资、发行
我叫袁木涕之山口山战记	2016	周彬	0.12	5.1	投资、发行
精灵王座	2016	宋岳峰	0.25	7.8	投资、发行
你的名字。	2016	新海诚	5.76	8.4	协助推广
大护法	2017	不思凡	0.88	7.8	投资、发行
星游记之风暴法米拉	2017	胡一泊	1027.1万（网络）	7.5	投资、发行
烟花	2017	新房昭之、武内宣之	0.79	5.5	协助推广
熊出没·变形记	2018	丁亮、林汇达	6.06	6.8	投资、发行
大世界	2018	刘健	0.03	7.0	投资、发行
昨日青空	2018	奚超	0.84	6.2	投资
夏目友人帐	2019	大森贵弘、伊藤秀树	1.15	8.1	协助推广
千与千寻	2019	宫崎骏	4.88	9.4	协助推广
哪吒之魔童降世	2019	饺子	50.13	8.5	投资、发行
天气之子	2019	新海诚	2.89	7.1	协助推广
星游记之风暴法米拉II	2020	胡一泊	351.3万（网络）	7.2	投资、发行

资料来源：公司年报、百度百科、时光网、猫眼专业版、万联证券研究所

注：“口碑”来源为豆瓣评分（满分为10分），数据截至2020年8月7日。

核心系列之“神话三部曲”：《西游记之大圣归来》、《哪吒之魔童降世》等系列以中国神话人物为核心的动画电影取得的良好反响，初步显现出我国神话传说人物IP化的可行性。由于电影时长的限制，在短短的2小时内如何讲好一个故事、让观众理解故事的世界观往往是一个难题，而神话具有广泛的群众基础，省去了打造世界观这一步，为导演塑造故事、塑造人物留下了更广阔的空间。《西游记之大圣归来》就将故事设定在西天取经前唐僧与弟子十世羁绊的第一世中，而余下九世的故事创作使得电影的系列化成为可能。加之我国古代神话传说体系的丰富性，上古神话的女娲、精卫，宗教神话的干将莫邪、八仙过海，民间神话嫦娥奔月、后羿射日，文学神话封神榜、宝莲灯等，可串联为一个恢弘的中国神话宇宙，毫不逊色于DC打造的漫威宇宙体系。公司以神话为内核已主导“神话三部曲”系列（《哪吒》、《姜子牙》、《凤凰》），继《哪吒》、《姜子牙》后“封神宇宙”也呼之欲出。

核心系列之“暗黑国漫系列”：以《妙先生》、《大护法》为代表的成人化、暗黑向动画佳作也有望继续开发，成为系列作品。《大护法》讲述的是社会性、群体性的故事，《妙先生》是拷问人性的黑暗，是动画电影发展的一个新方向。在宣发上，也主打“13”“成人”等导向的关键词增加观影欲望。《大护法2》、《魁拔》等暗黑系国漫即将推出，

“暗黑宇宙”，与“神话宇宙”形成双品牌，将为光线在动画赛道再度加码。

## 2.3 公司探路工业化，持续输出方能带来“稳稳的幸福”

爆款频出仅是故事的开始，后续动力需工业化内核支撑。凭借《大鱼海棠》、《哪吒之魔童降世》等“出圈爆款”，为光线传媒带来了业绩上的可观收益。但是凭借爆款驱动业绩具有极大的偶然性，并不是稳定的经营模式，工业化才能确保作品的品质和可预期的营收。以好莱坞六大影业（自19年迪士尼收购福克斯后，变为五大影业）为例，其工业化大致可体现为如下方面：1) 电影要素解构：熟稔好电影需具备的要素如故事架构、节奏、剪辑、选角等。2) 流程工业化：制片人中心制统筹全局，绿灯委员会充分评估项目风险；执行严格的流程管理、成本管理、制片机制（为每个环节制定标准，流程前置，严格按照拍摄计划执行），保证作品艺术性与商业性的同时实现。3) 作品系列化：几大影业无论是真人还是动画电影，均以稳定输出系列电影为收入底盘，系列电影粉丝基数大、风险低、制作成本低、收入也在一定程度上具有可预见性。与美国等成熟市场对比，中国动画电影工业化程度有较大提升空间。若任何一家企业跑通了模式，将在创造力和生产力上有极大优势。对比之下目前实行“导演中心制”的中国动画电影工业化程度依然不足，底层“模式创新”的工作远远比打造爆款难得多，但其价值也远远超越后者。一旦跑通了模式，企业的龙头优势将迅速建立。

**工业化探路进行时，看好未来投资效率提升。**以《哪吒》为例，其前后历时5年、66次剧本修改、20多个外包团队、1600多位动画制作人员参与、1400多个特效镜头。这种制作模式耗时长、部分环节效益较低，不可持续。但这一模式已在逐步变化，《哪吒》电影制作上，制作公司层层分包，缺乏定价权，高票房并未给其带来相应收益；到《姜子牙》时，70-80%的制作仅依靠2家三维制作公司，只有少部分使用外包（得益于彩条屋后续投资了2家三维制作公司和2家二维制作公司），制作环节经营效益正在改善。

对于动画电影的工业化而言，仅资本是不够的，还需要获取项目的能力、对项目的判断力以及风险控制力、全产业链布局能力等，这些方面光线均具有一定优势。2010年，光线初尝电影制作，十年发展使得公司在辨识编导人才、培育人才储备方面具有丰富经验。2014年光线提出从小说、漫画开始，用IP打通娱乐内容产业链。在多年发行经验和市场认知的辅助下，光线具有较为精准的选品能力。光线与众多优质动画影视公司建立“合作联盟”，优先推进对方项目，使得项目来源和品质具备一定保障。

### 2.3.1 重点扶持编剧导演制片人，多方面打造人才“聚宝盆”

近两年来公司重点扶持影视创作人才，尤其是编剧、导演及制片人，形成“制片人中心制”。2018年起光线传媒成立编剧导演事业部，培养优秀的编、导人才，为内容制作积蓄力量。同时随着市场对于制片人这一统筹上下游资源的角色越来越看重，从2019年起公司着重培养懂电影、懂组织资源的制片人。一旦培养出优秀的制片人，类似于《哪吒》这样的内部发起、主投主控项目就会增加，为光线带来显著的经济效益。

公司通过与动画人才联合成立公司、工作室等方式，同优秀人才及背后资源形成利益共同体。2015年彩条屋正式成立之时，与著名漫画家、动画导演颜开合资创办了北京漫言星空文化发展有限公司。颜开旗下拥有众多签约漫画家，与对方的合作使得公司积蓄更多可供影视化选择的动漫内容资源。同年公司与《西游记之大圣归来》导演田晓鹏联合成立十月文化，进行中的项目包括《大圣归来》续集《大圣闹天宫》、《深海》等。另外，光线对于每一个项目都有利益分配机制，使每个参与创作人员都能得到很好的激励，极大程度上保留优秀人才。而对于制片人的激励除了日常工资以外，还有

参与项目的补贴和奖励、以及公司股权等。2020年，公司已着手开展第一期员工持股计划，本次拟激励员工不超过40人，合计认购份额不超过4,622万份，拟筹集资金总额上限为4,622万元，员工持股计划的推出体现出公司管理层和核心骨干员工对公司长期发展的信心，也有望进一步绑定管理层和员工利益，提升对核心员工的长效激励。

图表26：公司与动画人才合作情况

时间	合作者	公司名称	合作方式
2015年	田晓鹏	十月文化	联合成立
2015年	颜开	漫言星空	联合成立
2015年	杨宇（饺子）	可可豆动画	联合成立
2016年	陈建、程海明、孙海鹏	易动文化	投资
2016年	龚毅坚	青空绘彩	投资

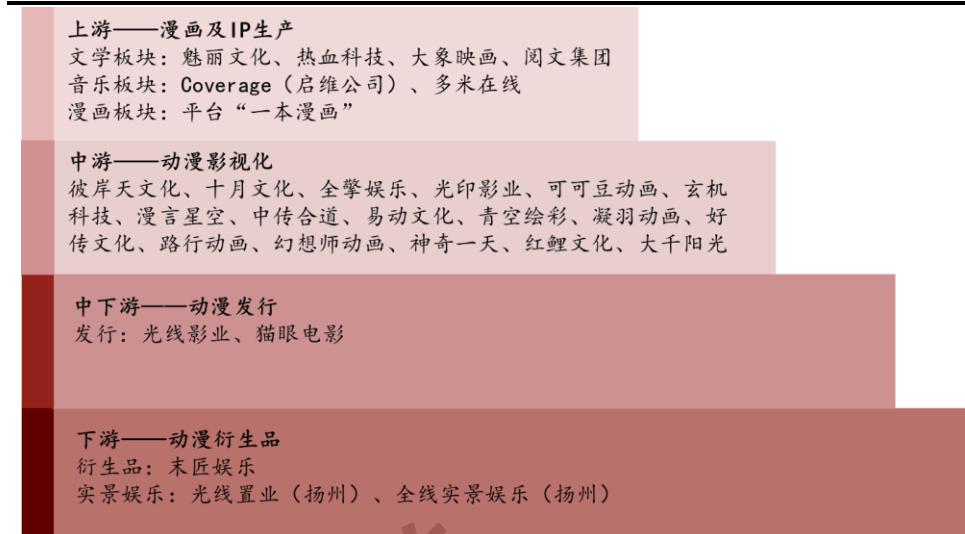
资料来源：Wind、公司年报、万联证券研究所

另外，光线对于人才的差异化投资彰显其对行业的独特见解。一些导演志不在商业化，资本对其打动非常有限，而光线以帮助成立导演工作室以及资源支持的方式，能够得到更多导演的青睐。对于另外一些希望项目商业价值最大化的导演来说，光线拥有的衍生品、实景娱乐资源有望实现从IP到衍生品的全链条价值开发，满足他们对于自身发展的定位。

### 2.3.2 上下游多维布局，形成产业链协同效应

我国动画产业链发展存在极大潜力，除投资动画电影制作板块外，公司积极进行产业链上下游延伸，投资范围涵盖文学IP、漫画平台、衍生品、实景娱乐、票务发行等。上游板块公司投资布局集中在15、16年，投资标的包括拥有《花火》等杂志的青少年文学公司魅丽文化、拥有海量军事题材文学IP的热血科技、拥有多米音乐的多米在线以及拥有Echo的Coveredge两间公司。2015年公司还与国内最大的文学供应商阅文集团合资成立了山南光启影视有限公司。另外公司于2019年上线精品漫画平台“一本漫画”，意图打造“漫画+影视”模式，丰富影视化资源。在公司的传统业务——发行上，公司更通过投资猫眼达成双方在宣发及影视投制上的合作，形成互联网与传统院线协同效应。下游板块布局则包括在2018年成立衍生品制作公司末匠文化、实景娱乐公司光线置业（扬州），以及收购全线实景娱乐（扬州）公司。

图表27：公司全产业链投资情况



资料来源：公司年报、Wind、万联证券研究所

公司对外投资多具有战略投资目的，注重板块间的协同效应。1) 上游板块多角度布局丰富了公司影视化的选择，为动画电影产出的连续性提供保障。而在漫画平台的打造上，与其他平台走流量变现的模式不同，公司成立“一本漫画”目的主要是为了内部孵化动画IP，为影视化做准备。反过来，公司在动画电影制作的高水平也有利于IP转化为高质量的影视作品，对IP方极具吸引力。2) 值得注意的是，尽管衍生品能带来可观收益，公司对于衍生品业务开展仍然保持克制。以《哪吒》的衍生品业务为例，公司仅授权给了末那一家品牌开展，且对产品的品质要求高。由于中国衍生品市场尚未成熟，盗版、仿造现象十分严重，此时过度开展衍生品业务将会破坏人物形象，不利于保护品牌。一段时间内，公司亦将在对待其他动画电影的衍生品业务上保持此策略。

2016年公司以“现金+股权”方式获取了猫眼文化控制权，加码互联网发行渠道，在增强发行能力的同时可获得更全面的市场信息，反哺内容生产。猫眼在数据、专业服务、发行能力和电影票务方面均有较强的竞争力，公司收购猫眼能全方位提升在电影全产业链的竞争实力。具体而言，至少带来四方面的优势：1) 猫眼已实现盈利，公司将获取可观的投资收益；2) 猫眼是覆盖影院规模最大的票务平台之一，截至2017年5月覆盖影院数量已超过7600家，公司通过绑定猫眼能补足线上发行缺口；3) 猫眼作为互联网平台，拥有海量的C端用户，可以通过大数据分析和技术优势提供准确的用户画像、票房数据分析，可根据用户特点进行推广，增强公司发行实力；4) 猫眼拥有的海量需求端用户信息可反哺内容供给端，使得作品更符合消费者的喜好，形成良性循环。

全产业链布局彰显公司战略眼光，能更加吸引优秀动画电影公司的青睐。公司近年来在动漫产业的多点布局说明了公司对于市场具有成熟的理解，并在行动上抢占先机。对于所投资的动画电影公司来说，光线与其形成了利益共同体，光线在下游业务的进步不仅将推动产业发展，也使其收益水涨船高。光线传媒目前采取股权投资、项目管理相结合的方式，帮助有潜力的公司规划、管理动画项目，并探索动画IP系列化、仿照漫威模式串联成动画宇宙体系的可能性。

### 2.3.3 内生、外延储备丰富，双轨道保证成品质量

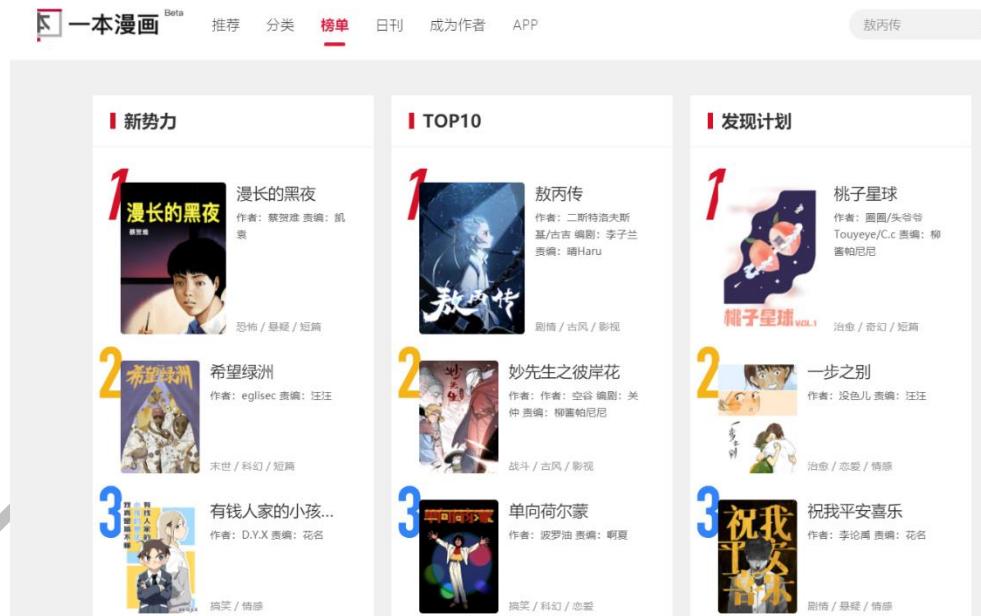
公司采用内部孵化与外部投资双轨道，实现内容精品化。

公司自有影视资源储备丰富，文学及漫画IP储备保障影视化体量，艺人、编导人才储备保障作品质量。1) 在内容上，与阅文集团的合作及漫画平台“一本漫画”的建立

请阅读正文后的免责声明

丰富了公司文学IP和漫画IP的资源库，且二者之间形成协同效应。阅文集团旗下一千多部全题材文学IP不仅拓宽影视化的选择，也为漫画的创作提供灵感。2) 在人才上，年内公司部分艺人的商业价值获得了较大提升，为公司带来了更多资源流入。对于编导人才有效的激励制度促进了公司与优秀人才的签约合作，目前公司已沉淀了一批优秀自有人才，多部项目正在推进中。另外，制片人培养机制作为公司核心竞争力之一，目前有几十个项目正在推进。此工作的长期价值高，一旦培养成功，公司项目生产能力就能大大提升。

图表28：一本漫画网页截图



资料来源：一本漫画官网、万联证券研究所

截至目前，公司已投资了20多家动漫公司，包括IP生产及内容制作团队，聚集外部优秀资源。公司从2013年起布局动画电影制作，目前投资公司包括出品了《大鱼海棠》的彼岸天文化、《西游记之大圣归来》、《哪吒》的十月文化、拥有《星海镖师》、《神精榜》等IP的漫言星空、出品《大护法》、《昨日青空》等的好传文化、拥有《秦时明月》、《斗罗大陆》等动画并先后获得多家投资者投资的玄机科技等。外部投资与内部孵化双轨道使得公司既能有效聚集优秀作品资源，又能保证自身的自给自足能力，为制作动画精品保驾护航。

图表29：动漫电影制作公司投资情况（部分）

公司名称	投资时间	现持股比例	代表作	推进中项目
彼岸天文化	2013年	30%	《大鱼海棠》	《大鱼海棠2》
蓝弧文化 (2016年转让)	2014年	-	《我叫MT之山口山战记》、《果宝特攻之水果大逃亡》	-
十月文化	2015年	28.11%	《西游记之大圣归来》、《哪吒之魔童降世》	《西游记之大圣闹天宫》、《深海》
全擎娱乐	2015年	35%	星游记系列	《星游记之冲出地球》
光印影业	2015年	60%	《墨多多秘境冒险》	-
可可豆动画	2015年	30%	《哪吒之魔童降世》、《姜子牙》	-

玄机科技	2015年	3. 8%	秦时明月系列	-
漫言星空	2015年	30%	《星海镖师》、《神精榜》、《雪柳》等IP	-
中传合道	2016年	30%	《我的师傅姜子牙》	《姜子牙》
易动文化	2016年	18. 67%	美食大冒险系列	-
青空绘彩	2016年	25. 04%	《昨日青空》	-
凝羽动画	2016年	27%	《茶啊二中》	-
好传文化	2016年	27%	《大护法》、《昨日青空》	《大理寺日志》
路行动画	2017年	-	《昨日青空》、妙先生系列	-
幻想师动画	2017年	75%	-	-
神奇一天	2017年	30%	-	《鬼列车》
红鲤文化	2017年	60%	《哪吒之魔童降世》、《风语咒》、《精灵王座》	《Invasion》
大千阳光	2018年	20%	《西游记之大圣归来》、《我叫MT之山口山战记》、《红色海洋》	-

资料来源：公司年报、Wind、百度百科、时光网、猫眼专业版、万联证券研究所

## 2.4 短中期看内容产品打造，中长期看衍生开发及版权收入

动画电影产业链主要分为上中下游三个环节，包括内容提供、渠道发行及衍生品开发。上游内容提供方主要包括原创动画及改编动画的制作，企业主要依赖版权变现创收，包括动画播映权授权、IP授权等。中游为渠道发行方，包括传统院线发行及互联网发行。下游为衍生品开发，包括专门拿IP授权的授权代理公司和衍生品开发公司。IP授权代理公司通过将已有IP版权售出获取收益，而衍生品开发公司则通过销售衍生品创收。

图表30：我国动画电影产业链结构图



内容创作

渠道发行

衍生品开发

资料来源：艺恩咨询、公开资料、万联证券研究所

我国动漫产业自2013年起进入快速发展期，但尚未形成稳定的行业格局。尽管以玄机、若森、绘梦为首的龙头企业颇受资本青睐，市场发展仍存未知数。与美、日等动漫产业成熟市场相比，中国动漫市场在用户消费习惯、行业运作模式等方面仍有上升空间。在运作模式方面，美、日已形成各具特点的成熟模式，如美国为公司化创作、

行业壁垒高，日本由制作委员会统领，但中国尚未形成一个较为稳定的工业模式。

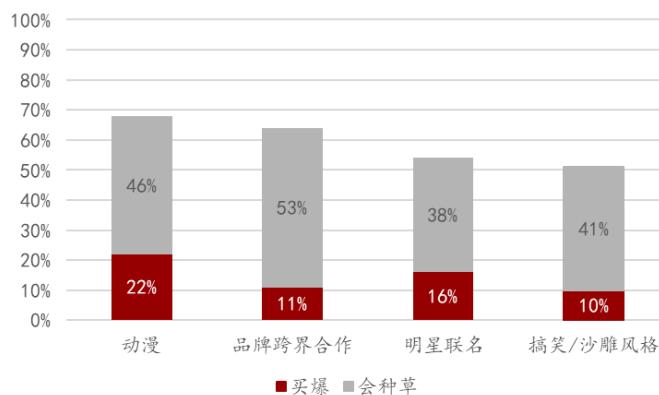
图表31：中美日动漫产业特点对比

	美国	日本	中国
发展阶段	高度发达、产业集中	高度发达、渠道扩张带动市场繁荣	高速发展中，行业竞争激烈，格局尚未形成
用户基础	观影人数全球第一，瞄准全球市场	国内用户基础广泛，受众遍布各年龄、阶层	用户基数较小，以核心二次元用户为主
内容题材	以超级英雄题材为主，重工业模式+合家欢类型	题材多元，又以校园、热血题材为主流	品类不成熟，但有末世、电竞等独有题材
运作模式	公司化创作，漫联联姻迪士尼，DC签收华纳，分别构筑产业堡垒	制作委员会统领IP跨领域开发，上下游一体化趋势明显	以几大平台为核心，PGC/UGC/工作室模式并存，产业链需进一步集中
变现渠道	以迪士尼为例，围绕动漫IP三级变现：动漫IP——真人影视——主题乐园+衍生授权+互动娱乐	变现渠道多样，打通全产业链，衍生品及海外收入占比过半	产业初级阶段，仍以培养用户消费习惯为主

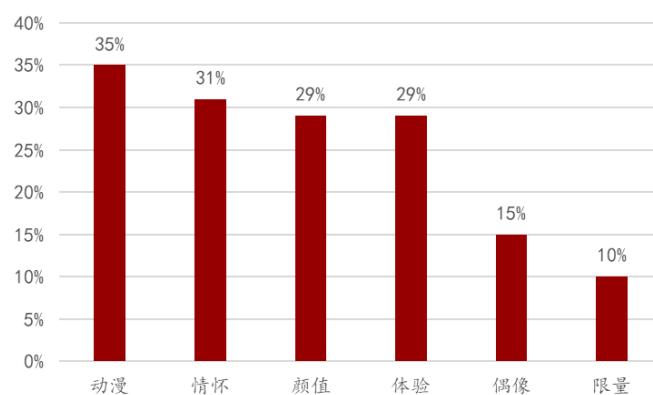
资料来源：艺恩咨询、万联证券研究所

长期来看，衍生品业务的发展潜力极大。根据AdMaster的调研数据，年轻人对文化产品的消费十分大方，约占总消费的四成。在娱乐文化消费中，游戏氪金和动漫产品占据主要地位，其中37%的被调查者表示会为了动漫消费。对于年轻人来说，动漫IP是吸引其消费的重要元素之一，AdMaster数据显示68%的年轻人认为品牌中增加动漫特色会显著吸引其购买产品，其中22%更表示会“买爆”。据国家统计局数据，我国动漫产业总消费中95-00一代占51.8%，90-95一代占25.7%，85-90占8.9%。随着95后逐渐步入社会后经济实力的增强，预计动漫消费仍有进一步上升空间。

图表32：增加购买兴趣的元素



图表33：增加溢价能力的元素



资料来源：AdMaster定量研究、万联证券研究所

资料来源：AdMaster定量研究、万联证券研究所

公司长期发展有望对标全球产业链整合最成功的文化动漫公司迪士尼。迪士尼自1923年成立至今，发展历经动漫内容生产、衍生品开发、新媒体探索及源头IP补充四大阶段，其优势不仅来自突出的动画技术和电影工业流程，更源自于其全产业链运营模式。上游内容制作方面，公司拥有迪士尼、皮克斯、漫威和星战四大核心品牌，同时公司以网络渠道切入影视发行，并覆盖衍生品和实景娱乐等下游产业。据好奇心日报、三文娱数据，以《钢铁侠》为例，除漫画、电影票房和DVD合计取得29.54亿美元收入以外，衍生游戏和玩具取得的收入亦十分可观，其中玩具取得2.85亿美元收入，

游戏发售达到603万份。

图表34：迪士尼全产业链运营模式



资料来源：公开资料、万联证券研究所

尽管目前公司在衍生品、实景娱乐均有布局，但公司短期内选择聚焦于上游环节精品内容的生产，提升消费者认知，为全产业链发展铺好路。1) 美国、日本等成熟市场上，电影行业中衍生品收入远高于票房收入，国内市场影视衍生品市场尚有较大提升空间。在这一时期内若能率先打通工业化模式，率先抢占行业地位、在消费者中形成品牌认知，不仅可提升公司的盈利能力，对下游业务的开展也能形成先发优势。2) 目前我国衍生品市场不够成熟也是公司短期内优先发展内容制作业务的重要原因之一。国内尚未形成有市场号召力的IP系列矩阵，衍生品和实景娱乐的开发价值有限，仍待内容上进一步积累。3) 光线在行业发展前期的内容布局已积累了一定的市场经验、形成竞争优势，专注于内容出品更有利于公司充分利用前期投资。根据光线的发展计划，彩条屋的第一个五年做产品，第二个五年做产业，保证每年2-3部的作品供给，到建立到工业体系后，则要进入衍生品甚至主题乐园的开发。

图表35：各国电影票房与衍生品收入占比情况

国家	票房收入占比 (%)	影视衍生品收入占比 (%)
中国	50-65%	<10%
美国	30%	70%
日本	-	40%

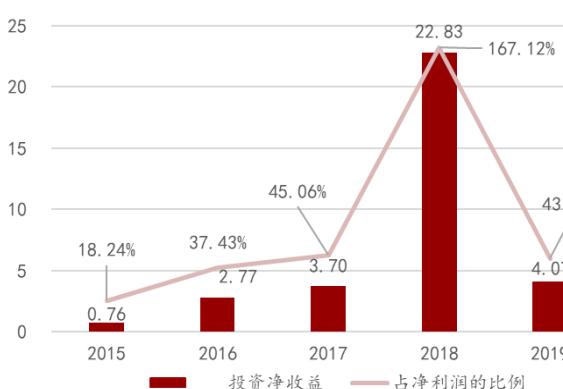
资料来源：前瞻经济学人、万联证券研究所

## 2.5 产业链投资，兼具收益与协同效应

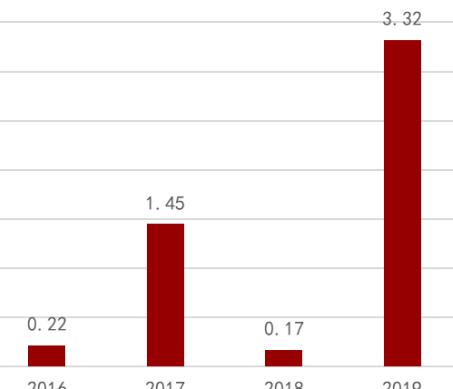
公司投资策略偏向分散投资，强调业务协同性的同时，投资报酬率可观，对公司业绩有显著增量价值。近5年来公司投资净收益、公司对联营企业和合营企业的投资收益

均为正，其中18年净收益达到22.83亿元，主要是出售新丽传媒股份产生的收益。

图表36：公司投资净收益（单位：亿元）



图表37：对联营、合营企业的投资收益（单位：亿元）



资料来源：Wind、万联证券研究所

资料来源：Wind、万联证券研究所

近年来几起股权变现实际上有效改善了公司盈利和现金流状况。以2018年出售新丽传媒为例，公司在2013年时作价8.29亿元购入新丽传媒27.64%股权，2018年以33.17亿元价格售出，产生的投资收益为22.69亿元，有效增厚了公司当年利润。

图表38：公司股权变现一览（部分）

公司名称	出售时间	交易股权比例	差价	投资收益	所贡献的净利润占当年净利润总额的比例	买方
蓝弧文化	2016-12-12	50.8%	3600万元	1037.35万元	0.65%	广州海汇投资管理有限公司、深圳前海润策文化创意合伙企业（有限合伙）、广州市弧品企业管理咨询合伙企业（有限合伙）
新丽传媒	2018-03-12	27.64%	24.88亿元	22.69亿元	120.50%	林芝腾讯科技有限公司
当虹科技	2019-01-31	2%	-	-	略小于5.76%	财通创新投资有限公司

资料来源：Wind、万联证券研究所

注：当虹科技贡献比例以非流动资产处置损益口径计算，根据2019年年报，该科目主要是转让杭州当虹科技股份有限公司部分股权确认的投资收益。

对于猫眼文化的收购亦为光线带来丰厚投资收益。从猫眼的财务数据来看，猫眼文化2019年实现营业收入42.68亿元，归母净利润达到4.59亿元。随着猫眼在线票务业务稳定持续发展，预计猫眼将保持业绩的高速增长，长期内为公司带来的投资收益十分可观。

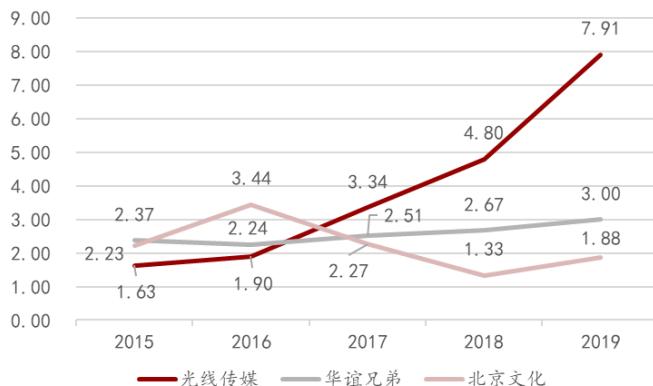
### 3、影院复工业绩释放在即，长期项目及IP储备丰富

#### 3.1 公司财务状况稳定，短期项目带来业绩保证

公司财务基本面良好，营运能力表现优于同行业水平，资产负债率较低，抗风险能力强。与可比公司对比，近5年来公司应收账款周转率不断上升，自2018年起远超行业平均水平，公司流动资金使用效率高；存货周转率主要呈下降趋势，库存去化能力较

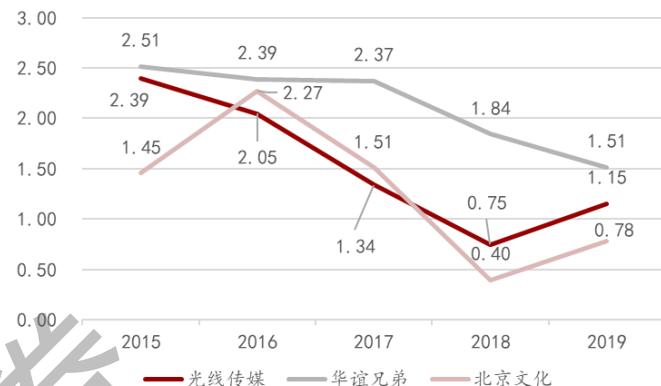
强；资产负债率远低于同业，轻资产运营风险较低；毛利率在30-50%之间波动，处于正常水平。

图表39：主要影视上市公司应收账款周转率



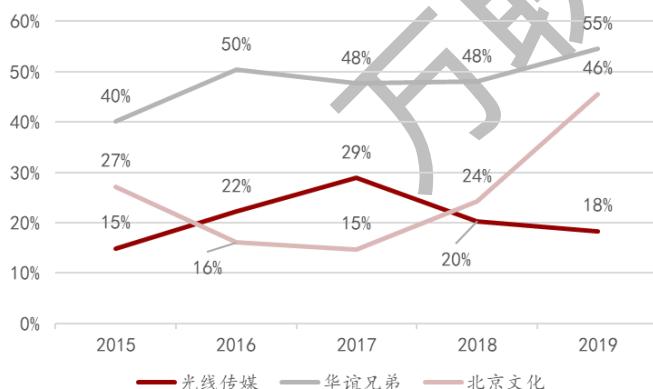
资料来源：Wind、万联证券研究所

图表40：主要影视上市公司存货周转率



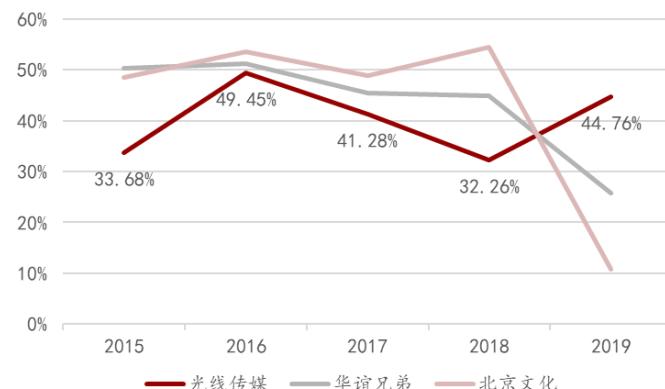
资料来源：Wind、万联证券研究所

图表41：主要影视上市公司资产负债率



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表42：主要影视上市公司毛利率

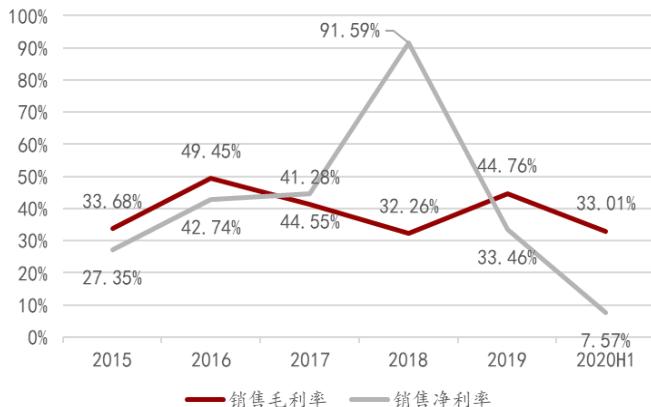


资料来源：Wind、万联证券研究所

从公司自身来看，近年来毛利率水平较为稳定，管理费增加提升激励。18年净利润大幅增长主要系不再合并浙江齐聚所致，20H1受疫情影响而费用支出相对刚性，导致毛利率大幅降低；费率方面，19年管理、研发费用大幅增长主要系奖金较上年增加较多所致。近年来货币资金充沛，且董事会决议通过银行授信补流，进一步增强抵御风险能力。2018年现金流量净额为负主要是由于公司到期偿还债券、分配现金股利所致；2020上半年受疫情影响，现金流量净额为负，但公司第四届董事会第十三次会议通过向民生银行申请不超过人民币3亿元、向中关村银行申请不超过人民币1.9亿元的综合授信以补充公司现金流，资金面进一步宽松。

图表43：公司销售毛利率、净利率情况

图表44：公司费用率情况

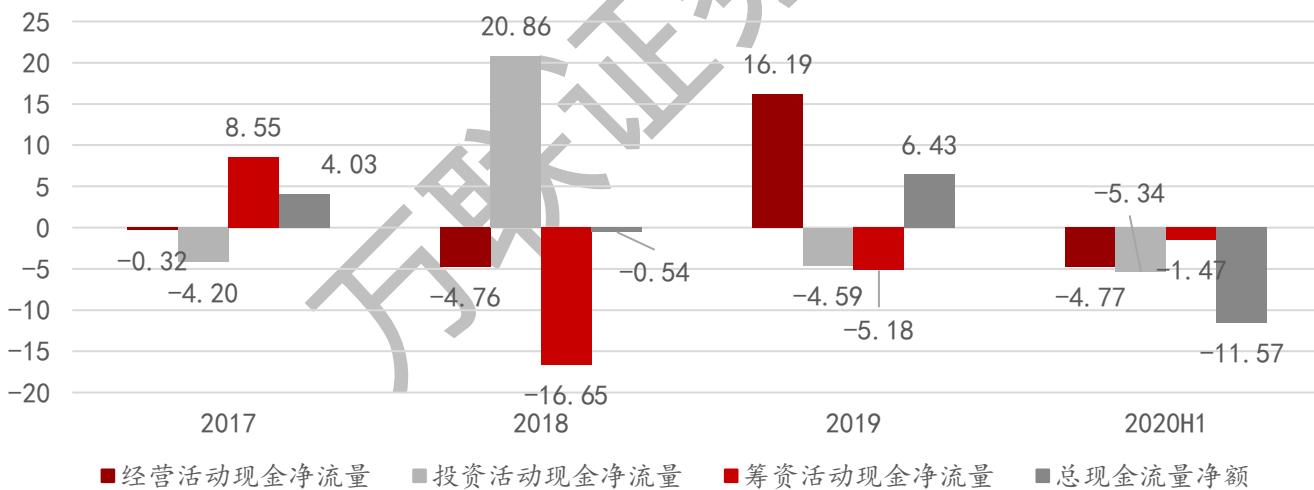


资料来源: Wind、万联证券研究所



资料来源: Wind、万联证券研究所

图表45: 公司现金及现金等价物增加额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、万联证券研究所

已上映、定档和待映影片带来短期业绩保证，疫情消散后有望带来业绩释放。7月31日上映的《妙先生》作为国产动画的一次新尝试，是实验电影方向上的一部佳作。作为一个小成本影片，电影上映数日票房过千万，根据灯塔专业版数据片方分账473.5万，上映一周后即转网播放，为付费点播的方式。网络上线次日影片有效播放量超过400万，承前启后为即将上映的《姜子牙》预热。公司目前预计上映电影项目包括动画电影《姜子牙》、《墨多多秘境冒险》及剧情类电影《八佰》、《荞麦疯长》、《你的婚礼》等。公司参投的由管虎执导、张译、姜武等众多影星加盟的《八佰》已于8月14日提前点映，单日斩获票房近1500万，并以2.3亿元创下首映最高票房纪录。8月21日全国上映后有望进一步带动影院复苏，取得良好收益同时也为国庆档奠定良好基础。剩余待映影片中原定于2020年春节档上映的《姜子牙》受关注值最高，在宣传时与《哪吒》形成联动，截至8月18日猫眼电影想看人数超110万。目前影片已定档2020年国庆节上映，为国庆档关注度最高电影（同一时间统计，同档期《夺冠》猫眼想看人数为43万，不到《姜子牙》一半），《姜子牙》极可能再续《哪吒》票房神话。

图表46:《妙先生》宣传海报



资料来源：猫眼专业版、万联证券研究所

图表47:《姜子牙》宣传海报



资料来源：《姜子牙》电影官方微博、万联证券研究所

图表48: 公司预计上映电影项目

序号	电影名称 (暂定)	(预计) 上映时间	影片类型	合作方式	进度	主要演职人员	想看人数
1	八佰	2020.8.21	剧情、战争、 历史	参投	已上映	导演：管虎 主演：张译、李卓航、 刘云龙	518898
2	荞麦疯长	2020.8.25	剧情、爱情	参投+独家发行	定档	导演：许展雄 主演：马思纯、黄景 瑜、钟楚曦	118967
3	姜子牙	2020.10.1	动画	主投+独家发行	定档	导演：程腾、李炜	1118766
4	墨多多秘境冒险	待定	动画	参投+独家发行	后期制作	导演：王竞 主演：秦昊	68117
5	你的婚礼	待定	爱情	主投+独家发行	制作中	导演：韩天 主演：许光汉、章若楠	3495
6	坚如磐石	待定	剧情、犯罪	主投+独家发行	制作完成	导演：张艺谋	1962
7	人潮汹涌	待定	剧情、喜剧、 犯罪	参投	后期制作	导演：饶晓志 主演：刘德华、肖央、 万茜	547
8	如果声音不记得	待定	剧情	主投+独家发行	后期制作	导演：落落	278
9	会飞的蚂蚁	待定	剧情、喜剧	独家投资+独家 发行	后期制作	主演：章宇	52

10	明天会好的 (原名：西晒)	待定	剧情	参投+独家发行	后期制作	导演：袁媛	-
11	我的女友是机器人	待定	爱情	参投+独家发行	后期制作	主演：包贝尔、辛芷蕾	331

资料来源：Wind、猫眼电影、万联证券研究所

注：“想看”人数来自猫眼电影，数据截至20年8月21日。

### 3.2 长期项目储备丰富，为未来业绩保驾护航

公司长期储备影视项目丰富，包括众多已经票房验证的系列电影续集以及爆款IP，成为长期业绩增长压舱石。公司目前筹划中的项目有田晓鹏执导的《深海》、系列电影续集《西游记之大圣闹天宫》、《哪吒2》、《大鱼海棠2》、网络动画系列电影《星游记之冲出地球》等。公司成立十月文化后，还获得了系列长篇科幻小说《三体》真人院线电影的承制工作。另外IP池中还有《白夜行》、《十年一品温如言》等抢手IP，高期待值带来潜在强变现能力，长期有望助推公司业绩进一步增长。

图表49：公司预计制作电影项目（部分）

电影名称（暂定）	影片类型	进度	主要演职人员
深海	动画	制作中	导演：田晓鹏
星游记之冲出地球	动画	制作中	导演：胡一泊
大鱼海棠2	动画	制作中	导演：梁旋、张春
西游记之大圣闹天宫	动画	制作中	导演：田晓鹏
凤凰	动画	制作中	待定
魁拔	动画	制作中	导演：王川
鬼列车	动画	制作中	导演：景绍宗
大理寺日志	动画	制作中	待定
哪吒2	动画	前期策划	待定
白夜行	剧情、悬疑	前期策划	待定
十年一品温如言	剧情、爱情	前期策划	待定
三体（新）	科幻	前期策划	待定

资料来源：Wind、猫眼电影、万联证券研究所

## 4、盈利预测与估值

**假设1：**影视剧业务为公司主体业务（近年来营收比重95%以上），经纪业务及其他业务基数较小，发展弹性较大，出于保守估计不做预测。

**假设2：**

1) 电影业务：自上而下预测。根据国家电影局预计，2020年全年票房损失将超过300亿元，依据去年票房642.66亿元(YoY+5.4%)，预计今年整体票房损失约4成。2019年，光线传媒票房138.67亿元（主要靠爆款《哪吒》拉动，票房占票房比重达21.58%），下半年公司有多部重磅级别的参投及主投主控电影，有望延续去年市占率水平，预计20-22年营收变动幅度为-41%、106%、10%。

2) 电视剧业务：根据公司预付账款情况判断，电视剧业务有望在2021年迎来拐点，预计20-22年营收变动幅度为-20%、25%、20%。

图表50：2019–2022E主营业务情况及预测（单位：亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>电影</b>				
营业收入	25.32	15.00	30.85	33.93
YoY	135%	-41%	106%	10%
毛利率	45.53%	50%	53%	55%
<b>电视剧</b>				
营业收入	2.38	1.90	2.38	2.86
YoY	-38%	-20%	25%	20%
毛利率	36.41%	30%	40%	40%
<b>加总</b>				
营业收入	28.29	16.90	33.23	36.79
YoY	89.70%	-40.25%	96.58%	10.70%
毛利率	44.76%	48%	52%	54%

资料来源：Wind、万联证券研究所

注：2019年加总项口径为总营收，考虑到“经纪业务及其他”占比较低，预测值不列入该项。

基于以上假设，我们预计2020–2022年公司实现营业收入为16.90/33.23/36.79亿元，归母净利润分别为4.80/11.86/14.13亿元，对应EPS为0.16/0.40/0.48元，现价（8月21日收盘价15.13元）对应PE为92.41X/37.41X/31.42X。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 5、风险提示

**政策及监管风险。**公司所处的影视内容行业具有意识形态属性，面临法律法规和政策严格监管，作品内容面临审查风险，若未能获得备案则将对公司经营业绩造成不利影响。

**疫情反复风险。**国内防控新冠疫情已进入常态化，剧组、影院已有序复工，但若疫情出现反复和加剧，公司可能面临电影项目无法如期上映、项目拍摄周期拉长，回款速度放缓等风险。

**动画人才供给不足风险。**动画制作属于劳动密集型行业，游戏行业对动画人才有虹吸效应，行业亟需提升激励培养动画制作人才，否则产能供给有限或成本大幅抬升的风险。

**动画衍生品发展速度不及预期风险。**从成熟市场来看，动画产业链中衍生品价值更大，但这些建立在成熟IP及良好的消费市场基础上。国内动漫IP仍待价值深化，这一市场发展壮大尚需时间。

资产负债表		单位: 百万元				利润表		单位: 百万元			
至12月31日		2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产		4,802	6,858	7,929	9,298	营业收入		2,829	1,690	3,323	3,679
货币资金		2,512	4,962	5,246	6,741	营业成本		1,563	883	1,593	1,698
应收票据及影视账款		434	288	557	611	营业税金及附加		2	4	8	9
其他应收款		276	174	266	258	销售费用		2	2	4	6
预付账款		97	132	191	221	管理费用		169	85	166	184
存货		1,164	983	1,350	1,149	研发费用		14	17	33	37
其他流动资产		319	319	319	319	财务费用		29	14	24	39
非流动资产		6,187	6,172	6,167	6,157	资产减值损失		-290	-1	0	0
长期股权投资		5,073	5,073	5,073	5,073	公允价值变动收益		0	0	0	0
固定资产		33	19	15	7	投资净收益		407	-101	-33	37
在建工程		0	0	0	0	资产处置收益		0	0	0	0
无形资产		2	3	4	5	营业利润		1,112	595	1,484	1,768
其他长期资产		1,079	1,077	1,075	1,073	营业外收入		2	5	0	0
资产总计		10,989	13,030	14,096	15,456	营业外支出		1	2	0	0
流动负债		1,956	1,765	1,790	1,882	利润总额		1,113	598	1,484	1,768
短期借款		0	500	0	0	所得税		166	120	297	354
应付票据及应付账款		780	382	722	771	净利润		947	478	1,187	1,414
预收账款		238	135	269	298	少数股东损益		-1	-2	1	1
其他流动负债		937	748	799	813	归属母公司净利润		948	480	1,186	1,413
非流动负债		55	1,955	1,955	1,955	EBITDA		1,092	707	1,519	1,748
长期借款		0	0	0	0	EPS (元)		0.32	0.16	0.40	0.48
应付债券		0	1,900	1,900	1,900						
其他非流动负债		55	55	55	55						
负债合计		2,011	3,720	3,746	3,838						
股本		2,934	2,934	2,934	2,934						
资本公积		2,004	2,004	2,004	2,004						
留存收益		4,160	4,494	5,533	6,799						
归属母公司股东权益		8,935	9,268	10,308	11,574						
少数股东权益		44	42	42	44						
负债和股东权益		10,989	13,030	14,096	15,456						
现金流量表		单位: 百万元				主要财务比率					
至12月31日		2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日		2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流		1,619	293	984	1,628	成长能力					
净利润		947	478	1,187	1,414	营业收入		89.7%	-40.3%	96.6%	10.7%
折旧摊销		13	7	1	3	营业利润		-42.4%	-46.5%	149.4%	19.1%
营运资金变动		637	-298	-261	217	归属于母公司净利润		-31.0%	-49.3%	147.0%	19.1%
其它		23	105	57	-6	获利能力					
投资活动现金流		-459	-91	-29	43	毛利率		44.8%	47.7%	52.1%	53.8%
资本支出		-5	9	2	4	净利率		33.5%	28.3%	35.7%	38.4%
投资变动		-533	0	0	0	ROE		10.6%	5.2%	11.5%	12.2%
其他		79	-99	-31	39	ROIC		9.5%	4.5%	9.4%	9.8%
筹资活动现金流		-518	2,247	-670	-177	偿债能力					
银行借款		0	500	-500	0	资产负债率		18.3%	28.5%	26.6%	24.8%
债券融资		0	1,900	0	0	净负债比率		-20.5%	-20.3%	-25.8%	-35.9%
股权融资		24	0	0	0	流动比率		2.46	3.89	4.43	4.94
其他		-542	-153	-170	-177	速动比率		1.81	3.25	3.57	4.21
现金净增加额		643	2,449	285	1,494	营运能力					
期初现金余额		1,870	2,512	4,962	5,246	总资产周转率		0.26	0.13	0.24	0.24
期末现金余额		2,512	4,962	5,246	6,741	应收账款周转率		6.53	5.87	5.96	6.02
						存货周转率		1.34	0.90	1.18	1.48
						每股指标(元)					
						每股收益		0.32	0.16	0.40	0.48
						每股经营现金流		0.55	0.10	0.34	0.56
						每股净资产		3.05	3.16	3.51	3.95
						估值比率					
						P/E		46.84	92.41	37.41	31.42
						P/B		4.97	4.79	4.31	3.83
						EV/EBITDA		30.03	60.15	27.46	23.01

资料来源: Wind、万联证券研究所

**行业投资评级**

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

**公司投资评级**

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

**风险提示**

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

**证券分析师承诺**

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

**免责条款**

本报告仅供万联证券股份有限公司（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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

**万联证券股份有限公司 研究所**

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场