

光线传媒

300251.SZ

审慎增持 (维持)

高筑墙，广积粮，动画电影龙头表现可期

2022年07月17日

市场数据

市场数据日期	2022-07-15
收盘价(元)	8.12
总股本(百万股)	2933.61
流通股本(百万股)	2787.22
总市值(百万元)	23820.90
流通市值(百万元)	22632.25
净资产(百万元)	9570.38
总资产(百万元)	10460.78
每股净资产	3.26

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证传媒】光线传媒 2021 年报及一季度报点评: 作品储备丰富, 动画数量有望创历年之最》2022-05-01

《【兴证传媒】光线传媒半年报点评: 上半年业绩回暖显著, 公司电影项目优势显现》2021-08-29

《【兴证传媒】光线传媒年报点评: 持续打磨内功, 2021 年公司片单储备丰富, 新持股计划彰显信心》2021-04-20

分析师:

李阳

liyanyang@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1168	2113	2579	2956
同比增长	0.7%	81.0%	22.0%	14.6%
归母净利润(百万元)	-312	805	1058	1290
同比增长	-207.1%	358.3%	31.4%	21.9%
毛利率	38.3%	57.2%	55.5%	54.0%
净利率	-26.9%	38.6%	41.6%	44.2%
每股收益(元)	-0.11	0.27	0.36	0.44
每股经营现金流(元)	0.18	0.30	0.28	0.31
市盈率	-76.4	29.6	22.5	18.5
市净率	2.5	2.5	2.2	2.0

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **疫后票房集中度提升, 影片口碑重要性凸显。**疫情下, 观影决策更加理性, 影片口碑成关键因素, 票房集中度提升, 头部影片优势扩大。
- **传统文化助力国漫崛起, 头部影片引领市场复苏。**传统文化保护和数字化被提升至战略高度, 为动画电影产业释放出积极信号。植根传统文化、弘扬民族精神、彰显东方美学、融合现代科技的动画电影未来可期。现象级影片《西游记之大圣归来》和《哪吒之魔童降世》带动国漫投拍热潮。
- **公司产业投资不断加码, 动画电影一骑绝尘。**公司在行业低谷期招兵买马, 护城河不断加宽, 现已完成动画电影全产业链布局: 上游一本漫画 APP 丰富 IP 储备, 提前锁定二十余家优质动画电影工作室; 中游入股猫眼, 宣发优势明显; 下游 IP 衍生业务广泛布局, 多维度变现。随着动画电影赛道景气度回升, 公司将抢占国漫复苏的先机, 竞争优势有望扩大。
- **神话宇宙厚积薄发, 《深海》有望再创辉煌。**2022 全年, 公司有望上映 14 部电影, 动画电影上映数量将创历史新高, 重磅作品《深海》蓄势待发, 耗时七年打磨, 影片票房可期。另有多部原班人马打造的封神 IP 续作已完成备案, 公司业绩弹性较高。
- **盈利预测:** 动画电影未来空间广阔, 公司市场份额遥遥领先, 优质项目储备充足, 制作和宣发经验丰富, 未来大有可为。结合当前行业及公司情况, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 8.05/10.58/12.90 亿元, 对应当前股价(2022 年 7 月 15 日)的 PE 分别为 29.6/22.5/18.5 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 政策及监管环境风险、影视作品销售的市场风险、作品内容审查或审核风险、盗版侵害风险等。

目 录

1、公司概况：全产业链布局，协同效应显现.....	4
1.1、公司简介：横向内容覆盖，纵向产业链延伸.....	4
1.2、历史沿革：电视广告起家，转型影视业务.....	4
1.3、组织架构：股权结构相对稳定，投资版图全面布局.....	5
2、行业分析：头部效应凸显，龙头优势扩大.....	8
2.1、电影市场分析：疫后票房集中度提升，影片口碑重要性凸显.....	8
2.2、动画电影分析：传统文化助力国漫崛起，头部影片引领市场复苏.....	10
3、公司分析：产业投资不断加码，动画电影一骑绝尘.....	20
3.1、公司业务概况：动画电影表现亮眼，逆势储备抢占先机.....	20
3.2、亮点一：全产业链布局，协同效应显现.....	25
3.3、亮点二：神话宇宙布局良久，动画电影蓄势待发.....	27
3.4、亮点三：签约艺人出演主投影片，实现影视经纪业务双赢.....	30
4、未来展望：神话宇宙厚积薄发，《深海》有望再创辉煌.....	32
4.1、待映片单异彩纷呈，动画电影持续发力.....	32
4.2、耗时七年打磨，《深海》票房可期.....	34
4.3、全产业链布局，协同效应增强.....	35
5、盈利预测与估值.....	35
6、风险提示.....	38

图目录

图 1、公司主要业务板块.....	4
图 2、公司发展历程.....	5
图 3、公司组织架构（截至 2022 年 7 月 14 日）.....	5
图 4、公司投资版图（截至 2022 年 7 月 14 日）.....	6
图 5、2008-2022Q1 公司营业收入（亿元）及同比增速（%）.....	7
图 6、2008-2021 年公司营业收入构成（%）.....	7
图 7、2008-2022Q1 公司归母净利润（亿元）及同比增速（%）.....	7
图 8、2008-2022Q1 公司扣非归母净利润（亿元）及同比增速（%）.....	7
图 9、2015-2021 年公司影视剧业务营收分布（亿元）及同比增速（%）.....	8
图 10、2017-2021 年公司影视业务毛利率（%）.....	8
图 11、2020 年 7 月-2022 年 5 月全国新冠确诊人数、观影人次和票房.....	8
图 12、2017-2021 年上映电影首日票房结构（%）.....	9
图 13、2017-2021 年上映电影票房结构（%）.....	9
图 14、2019-2022 年各月上映新片数量（部）.....	9
图 15、2016-2021 年新上映电影数量（部）及同比增速（%）.....	9
图 16、中国动画电影市场发展阶段划分.....	10
图 17、“中国风”动画代表作品剧照.....	13
图 18、动画电影产业链.....	14
图 19、2015-2021 年动画电影票房（亿元）及同比增速（%）.....	14
图 20、2015-2021 年各类型电影票房结构（%）.....	14
图 21、2015-2021 年新上映动画电影数量按票房分布（部）.....	15
图 22、2015-2021 年各票房体量动画电影票房结构（%）.....	15
图 23、2015-2021 年国产和进口动画电影数量（部）.....	15
图 24、2015-2021 年国产和进口动画电影票房占比（%）.....	15
图 25、2015-2021 年分级城市观影人次结构（%）.....	16
图 26、2015-2021 年国产和进口动画三线及以下城市观影人次占比（%）.....	16
图 27、2015-2021 年分级城市观影人次结构（%）.....	16
图 28、2015-2021 年国产动画电影内容来源分布（部，%）.....	17

图 29、2015-2021 年各内容来源国产动画电影的票房体量分布 (%)	- 17 -
图 30、2011-2021 年全国动画影片和故事影片备案数量 (部)	- 18 -
图 31、2015-2021 年国产动画数量结构 (%)	- 18 -
图 32、2015-2021 年国产动画电影票房结构 (%)	- 18 -
图 33、2015-2021 年国产系列动画电影累计票房 TOP10 的上映数量 (部) 和累计票房 (亿元)	- 18 -
图 34、2015-2021 年国产系列动画电影累计票房 TOP10 的动画电影片均票房 (亿元)	- 18 -
图 35、2015-2021 年主出品国产动画电影累计票房 TOP10 的影视公司的动画数量 (部) 和累计票房 (亿元)	- 19 -
图 36、2016-2022 年 3 月头部动画电影出品商参与备案的影片数量 (部)	- 20 -
图 37、2011-2021 年公司参与的影片数量 (部) 及票房 (亿元)	- 21 -
图 38、2015-2021 年公司电影产品题材结构 (%)	- 21 -
图 39、2006-2021 年公司电影数量构成 (部)	- 21 -
图 40、2006-2021 年公司电影票房构成 (亿元)	- 21 -
图 41、2011-2021 年全国动画影片和故事影片备案数量 (部)	- 24 -
图 42、2011-2021 年光线参与备案的动画影片和故事影片数量 (部)	- 24 -
图 43、2011-2021 年全国故事影片备案数量 (百部) 和公司故事影片备案数量 (部)	- 24 -
图 44、2011-2021 年全国动画影片备案数量 (部) 和公司动画影片备案数量 (部)	- 24 -
图 45、光线传媒的动画电影全产业链布局	- 26 -
图 46、“一本漫画”APP 主界面	- 28 -
图 47、《姜子牙》宣发物料	- 30 -
图 48、公司参与的剧情、喜剧和爱情电影数量 (部)	- 30 -
图 49、公司参与的剧情、喜剧和爱情片票房 (亿元)	- 30 -
图 50、公司参与的真人影片和大盘真人影片平均票房对比 (亿元/部)	- 31 -
图 51、公司参与的剧情电影和大盘剧情电影平均票房对比 (亿元/部)	- 31 -
图 52、公司参与的喜剧电影和大盘喜剧电影平均票房对比 (亿元/部)	- 31 -
图 53、公司参与的爱情电影和大盘爱情电影平均票房对比 (亿元/部)	- 31 -
图 54、动画电影《深海》剧照	- 34 -
图 55、光线传媒 PB-BAND (截至 2022.7.15)	- 37 -

表目录

表 1、2019 年以来动画电影产业相关政策	- 11 -
表 2、2015-2021 年各类动画电影代表作品及票房 (亿元)	- 17 -
表 3、2015-2021 年主出品国产动画电影累计票房 TOP10 影视公司代表作品	- 19 -
表 4、公司参与的影片票房 TOP20 (截至 2022 年 4 月 1 日)	- 22 -
表 5、2019-2022 年 6 月 12 日公司参与的电影票房 (亿元) 及相关信息	- 22 -
表 6、公司参与的电视剧 (截至 2022 年 7 月 1 日)	- 25 -
表 7、光线参股的动画制作公司概况	- 27 -
表 8、公司参与的动画电影票房 (亿元) 及 IP	- 28 -
表 9、国产动画电影票房 TOP20 导演及其代表作	- 29 -
表 10、公司签约艺人参演公司主投主控影片的情况	- 32 -
表 11、公司储备动画电影片单	- 32 -
表 12、公司 2022 年下半年储备电影片单 (截至 2022 年 7 月 15 日)	- 33 -
表 13、光线储备电视剧片单	- 35 -
表 14、公司盈利预测假设	- 37 -
表 15、公司盈利预测结果 (PB 对应 2022 年 7 月 15 日收盘价)	- 37 -

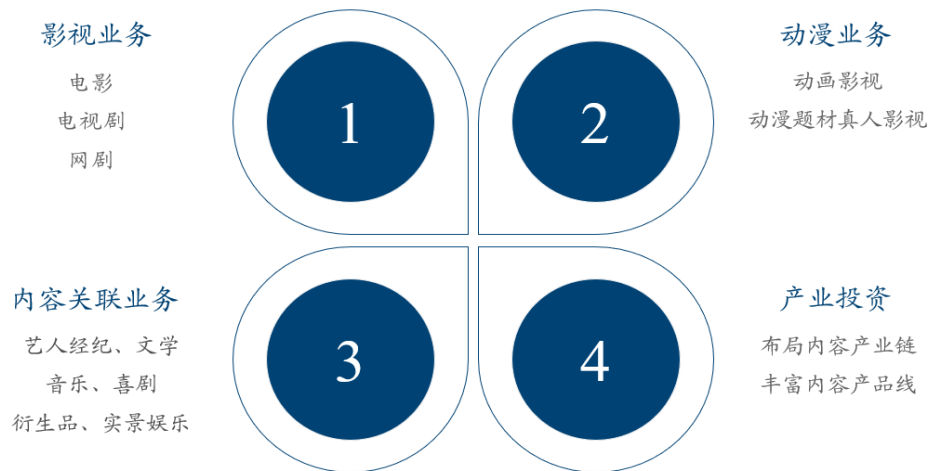
1、公司概况：全产业链布局，协同效应显现

1.1、公司简介：横向内容覆盖，纵向产业链延伸

北京光线传媒股份有限公司（以下简称“光线传媒”）前身为北京光线广告有限公司，2000年成立，2011年在深圳证券交易所创业板上市（股票代码：300251.SZ）。

横向内容覆盖，纵向产业链延伸。内容层面，公司现已覆盖电影、电视剧(网剧)、动漫、视频、音乐、文学等领域，产业链层面，覆盖了艺人经纪、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。公司的业务主要分为四大板块：影视、动漫、内容关联业务、产业投资，其中，动漫业务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之一。产业投资板块业务以内容投资和战略投资为核心，是公司布局内容产业链、扩大并延伸业务触角、丰富内容产品线及来源的重要保障。

图 1、公司主要业务板块



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、历史沿革：电视广告起家，转型影视业务

广告起家，转型影视。2000年4月24日，北京光线广告有限公司成立。初期，公司主要从事电视节目的制作和发行：一方面，直接销售电视栏目播出权，另一方面，用电视栏目换取广告时间，再通过贴片广告、植入广告等广告营销实现收入，公司陆续推出了包括《音乐风云榜》、《娱乐人物周刊》、《影视风云榜》等王牌节目在内的十几档综艺节目，后受两台合并政策的影响，利润空间受到挤压，2005年转型进入电影发行领域。2006年，公司基于电视剧集的制作经验，参与首部电影作品《伤城》的联合发行，正式进军电影领域。2012年，公司作为主要投资方投资了华语电影史上第一个过10亿元的影片《泰囧》。2012、2013年分别投资欢瑞世纪、新丽传媒，进军电视剧行业，2014年参投《古剑奇谭》，2015年参

投《盗墓笔记》。2015年，公司及时抓住了动漫产业的机会，成立彩条屋影业，大力布局动画电影业务，并通过产业投资锁定上下游的资源。2016年公司投资在线票务龙头猫眼电影，布局互联网渠道，延伸影视产业链。2019年，公司主投主控的动画电影《哪吒之魔童降世》上映，以50.35亿元的票房位居年度票房之首，截至2022年7月15日，该片票房位列中国影史票房榜第四位。

以内容为核心、以影视为驱动。目前，公司主要立足于影视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2、公司发展历程

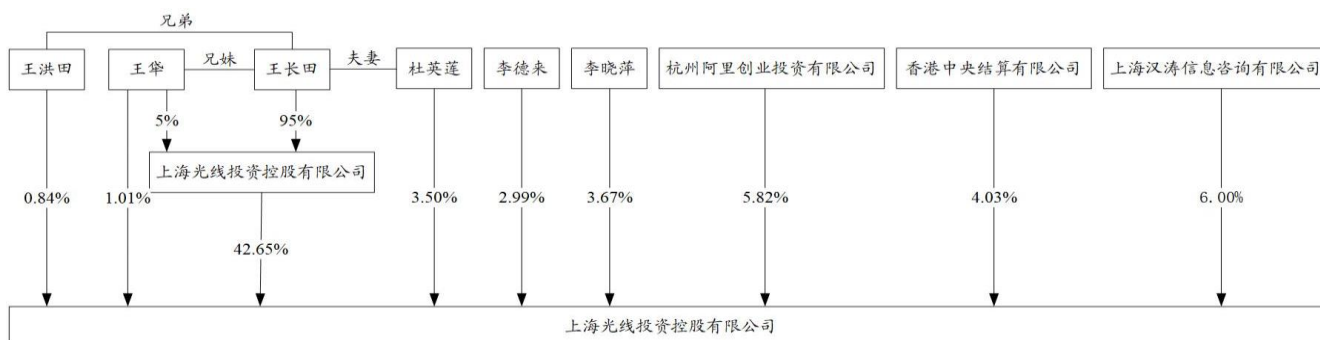


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、组织架构：股权结构相对稳定，投资版图全面布局

控制权集中，股权结构稳定。截至2022年7月14日，公司创始人王长田通过光线投资间接持有公司40.52%的股份，为公司的实际控制人，其家族合计持有公司48%的股份，保障了公司的稳定经营。此外，美团和阿里创投分别持有公司6.00%和5.82%的股份。

图3、公司组织架构（截至2022年7月14日）

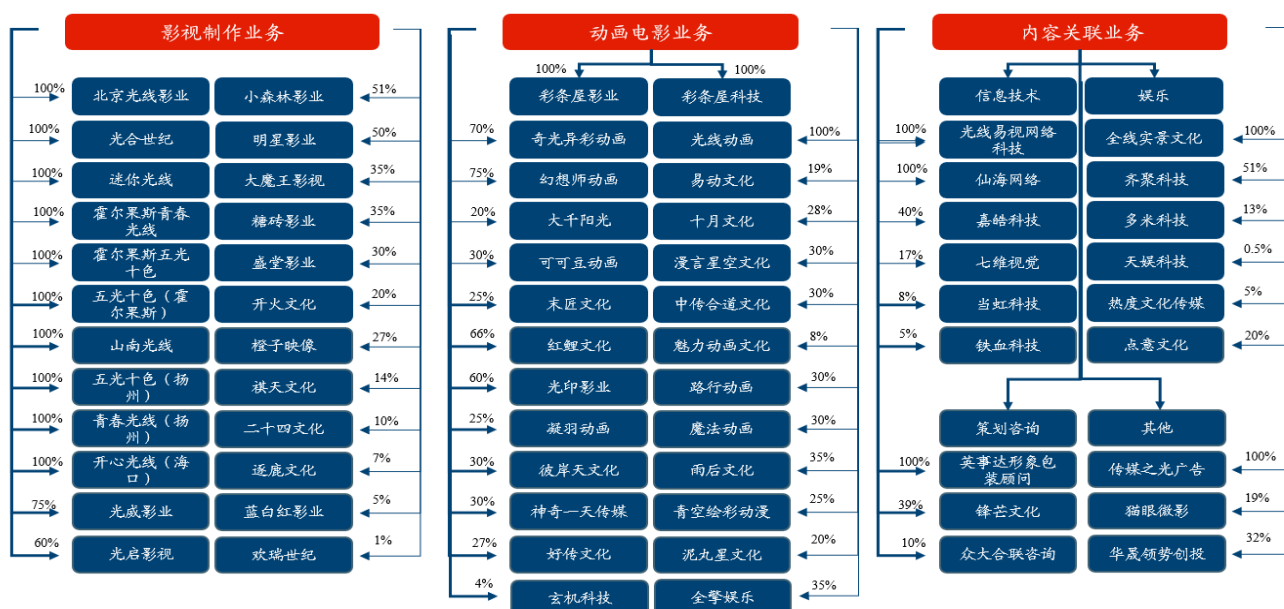


资料来源：公司公告，企查查，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司的投资可以分为三条主线：**影视制作、动画电影、内容关联业务**。1) 影视制作板块，公司共有 10 家全资控股的子公司，并通过北京光线影业间接投资了 19 家影视制作公司；2) 动画电影板块，公司旗下共有 3 个主营动画的全资子公司：彩条屋影业、彩条屋科技和光线动画，并通过彩条屋科技和彩条屋影业分别投资了 17 家、5 家优质动画公司，其中包括彼岸天（代表作《大鱼海棠》）、十月文化（代表作《大圣归来》）、可可豆动画（代表作《哪吒》）、中传合道（代表作《姜子牙》）、玄机科技（代表作《秦时明月》《斗罗大陆》）等头部动画制作公司，保证了公司优质动画内容的稳定供给；3) **内容关联板块**，公司布局了信息技术、游戏、娱乐经纪、在线票务、策划咨询、广告等领域，与公司的业务达成了协同效应。

图 4、公司投资版图（截至 2022 年 7 月 14 日）



资料来源：公司公告，企查查，兴业证券经济与金融研究院整理
注：持股比例已取整。

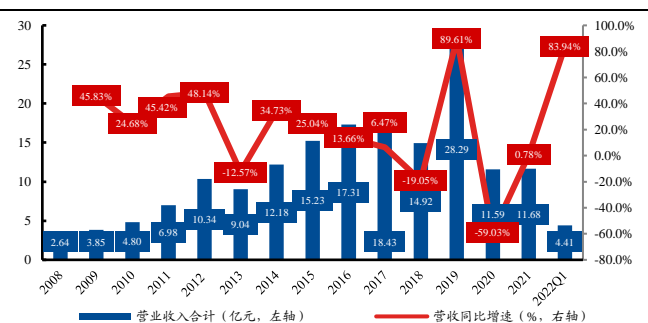
1.4、财务分析：疫情导致营收波动，利润上涨空间较大

成功转型影视业务，经纪业务占比提升。2008-2019 年，公司的营业收入稳步提升，2019 年，在热门影片《哪吒》的带动下，公司的营业收入达到峰值 28.29 亿元。受疫情影响，2020 年和 2021 年公司营收大幅下降，分别为 11.59 亿元和 11.68 亿元。2022Q1，公司电影收入大幅增加，总营收 4.41 亿元，同比上升 83.94%。在营收构成层面，2008 年-2015 年，公司原主营业务“栏目制作与广告”营收占比呈现明显的下降趋势，2015 年后公司取消该业务，专注影视剧业务。2016-2017 年，公司合并了控股子公司浙江齐聚的收入，新增了视频直播收入，2018 年起，浙江齐聚的收入不再纳入公司的报表范围。2008-2021 年，公司的影视剧收入占比呈现上升趋势，2018-2021 年，公司的影视剧业务营收占比均高于 87%。2019-2021 年，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

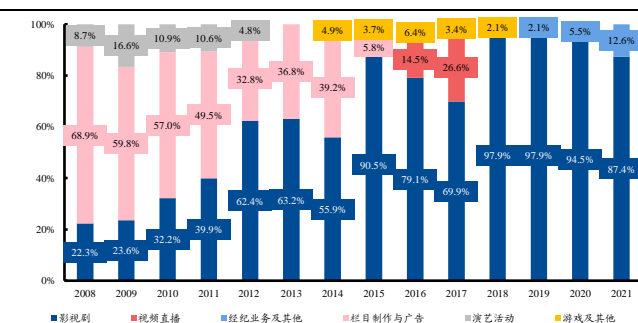
公司的经纪及其他业务的营收占比不断提升，2021年占比12.6%，主要得益于公司旗下的艺人参演公司出品的电影，产生了良好的协同效应。

图 5、2008-2022Q1 公司营业收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

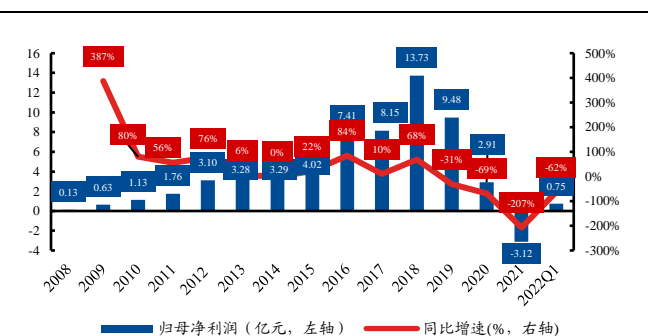
图 6、2008-2021 年公司营业收入构成（%）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

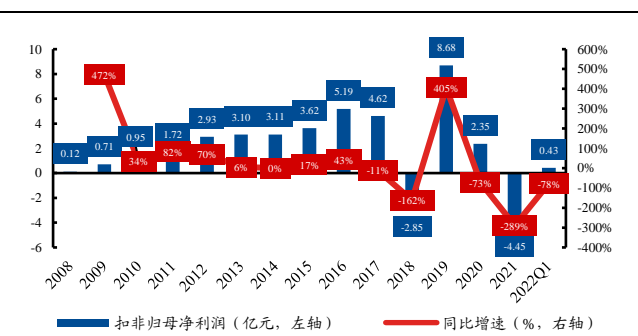
疫情下业绩出现波动，利润存在上涨空间。2008-2018年，公司的归母净利润不断提升，2018年达到峰值13.73亿元，2019-2021年，受疫情影响，公司的归母净利润逐年下降，2021年公司首次出现亏损，主要系2021年非上市企业全面执行新准则后，公司投资的两家合伙企业调整对其投资项目的核算方法导致了对公司业绩的不利影响，若剔除合伙企业公允价值变动的影响，2021年公司取得归母净利润6.73亿元（不含减值准备），同比增长131%。2022年一季度，若剔除合伙企业公允价值变动影响，公司取得归母净利润1.51亿元。2022年下半年，若疫情形势良好，公司正常经营，表观归母净利有望实现大幅提升。2008-2021年，扣非归母净利润的变化与归母净利润的变化基本一致，2018年，公司的归母净利润为13.73亿元，扣非归母净利润为-2.85亿元，主要系公司在2018年出售了持有的新丽传媒的全部股权，确认了22.83亿元的投资收益。

图 7、2008-2022Q1 公司归母净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2008-2022Q1 公司扣非归母净利润（亿元）及同比增速（%）

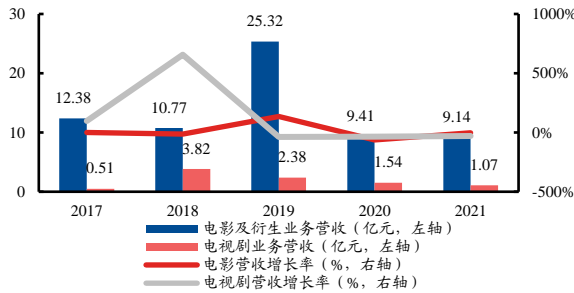


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

电影贡献高营收，疫情后毛利回升。在影视剧业务层面，公司的电影及衍生品业务的营收占据主导地位，电视剧业务的营收占比较低。公司毛利率主要由影视剧

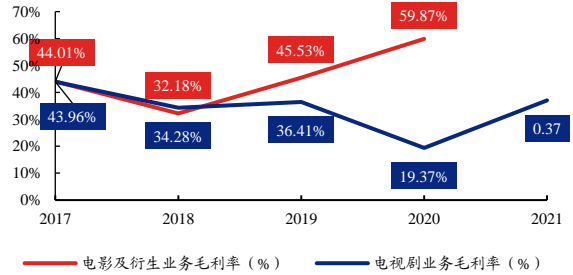
业务决定，在影视剧业务中，电影及衍生业务的毛利率整体上高于电视剧业务。2020年，疫情影响下，电影及衍生业务的毛利率仍然高于2019年同期水平，2021年，电视剧业务的毛利率有所提升，高于2019年的毛利率水平。

图 9、2015-2021 年公司影视剧业务营收分布(亿元) 及同比增速 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2017-2021 年公司影视业务毛利率 (%)



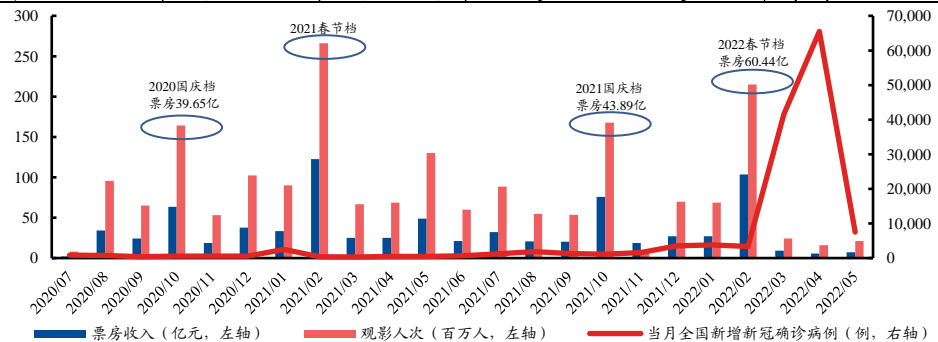
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2021 年电影业务毛利率数据缺失，系公司的电影及衍生业务贡献的营业利润低于 10%，年报中未披露。

2、行业分析：头部效应凸显，龙头优势扩大

2.1、电影市场分析：疫后票房集中度提升，影片口碑重要性凸显

疫情影响观影需求，档期电影消费强劲。根据新闻出版广电总局和国家卫健委数据，2020 年 7 月以来，全国电影票房和观影人次与当月新增新冠确诊人数呈现高度相关性，2021 年下半年国内疫情反扑以及 2022 年 3 月起北上深的管控措施，叠加影片陆续撤档，导致观影人次和电影票房出现下滑。疫情导致的不确定性下，防控形势良好、消费需求旺盛的假日档期票房表现亮眼。根据艺恩数据，2021 年春节档票房 78.43 亿元，较 2019 年春节档增长 32.85%，打破春节档票房天花板；2021 年国庆档票房 43.89 亿元，同比 2020 年增长 10.69%，强势逼近 2019 年影史档期冠军；2022 年春节档票房 60.44 亿元，虽不及去年同期，但高于 2019 年春节档 2.38%。进入 2022 年下半年，随着防控形势转好，因疫情原因被压制的观影需求有望在暑期档和国庆档释放。

图 11、2020 年 7 月-2022 年 5 月全国新冠确诊人数、观影人次和票房

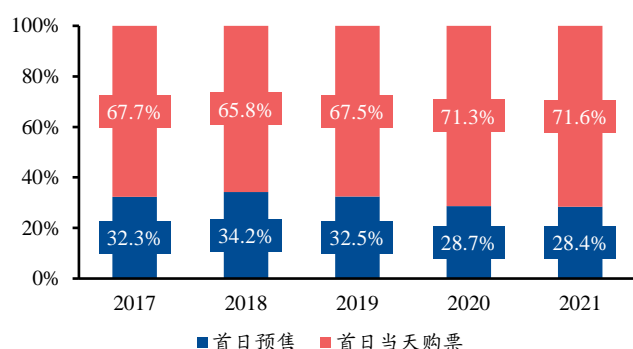


资料来源：国家卫健委，国家新闻出版广电总局，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

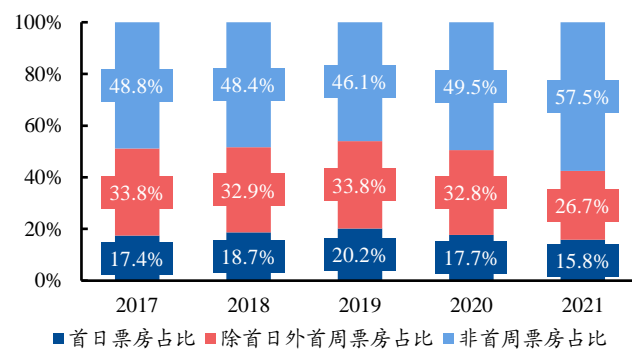
购票时间延迟，观影决策更谨慎。根据艺恩数据，疫情以来，上映电影首日票房结构中，首日当天购票的票房占比已由2019年的67.5%提升至2021年的71.6%，而首日预售比例近两年呈明显下滑趋势。一方面，这与票补力度下降有关，另一方面，表明在后疫情环境下，观众观影决策更加理性。此外，影片生命周期显著拉长。根据艺恩数据，2021年上映电影非首周票房占比已提升至57.5%，票房产出呈现后置性，再次印证了电影口碑对影片票房长尾的重要影响。

图 12、2017-2021 年上映电影首日票房结构（%）



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

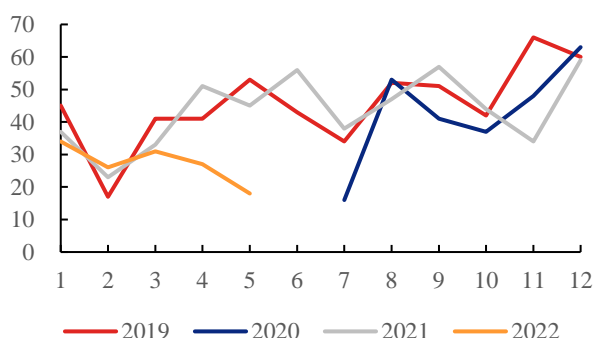
图 13、2017-2021 年上映电影票房结构（%）



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

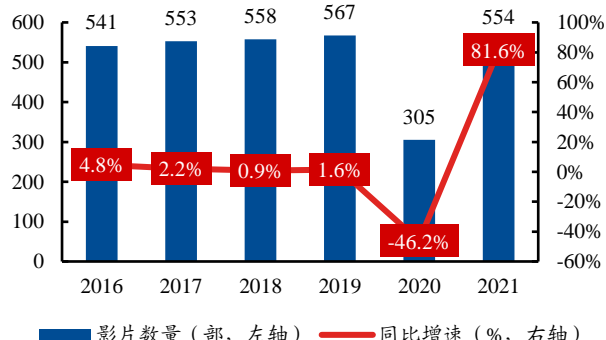
影片供给恢复较快，接近疫情前水平。复盘2020年疫情以来月度上映新片数量的变化，可见除个别疫情反扑月份之外，影片供给数量基本已恢复/超过疫情前水平。根据艺恩数据，2021年新上映电影数量554部，较2020年增长81.60%，已恢复至疫情前的供给水平的97.71%。2022年下半年，若疫情防控形势良好，影片供给有望快速修复，充分满足公众上半年因疫情而延期的观影需求，带动电影市场强劲复苏。

图 14、2019-2022 年各月上映新片数量（部）



资料来源：国家新闻出版广电总局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2016-2021 年新上映电影数量（部）及同比增速（%）



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、动画电影分析：传统文化助力国漫崛起，头部影片引领市场复苏

● 动画电影发展历程：历经沉浮，逐步复苏

根据艺恩数据《2015-2021 年动画电影类型研究报告》，中国动画电影市场共经历了五个发展阶段。

第一阶段：1995 年之前。该阶段是国产动画电影的萌芽期，国产动画传承了民族文化创作风格，凭借水墨、木偶、剪纸、皮影等多样化的创作形式，被誉为“中国动画学派”，取得了辉煌成就。代表作有《大闹天宫》《哪吒闹海》《金猴降妖》。

第二阶段：1995-2008 年。随着对外开放的深入，好莱坞、日本动画电影传入中国，代表作有《狮子王》《马达加斯加》，与此同时，中国动画人才流失，国产动画电影陷入低谷期，偶尔有《宝莲灯》等国产商业化动画电影昙花一现。

第三阶段：2009-2014 年。该阶段基于大 IP 的国产动画被搬上银幕，《喜羊羊》《熊出没》等系列国产动画电影取得了阶段性成功，但国产动画电影仍未摆脱幼稚、低劣的标签。

第四阶段：2015-2018 年。2015 年，《西游记之大圣归来》取得商业成功，摆脱了观众对国产动画电影低幼、劣质的刻板印象，带动国产动画电影投拍热潮频现，票房逐步回暖，但缺乏爆款作品。

第五阶段：2019 年至今。2019 年，光线传媒主投主控的《哪吒之魔童降世》大获成功，成为国产动画电影里程碑事件，点燃了观众对国产本土动画的热情和信心。国产动画电影开始面向全年龄受众，票房天花板实现真正意义上质的飞跃。

图 16、中国动画电影市场发展阶段划分



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

● 动画电影政策分析：保护中华传统文化，弘扬中华民族精神

近年来，一系列的战略指引为动画电影产业释放出积极的政策信号。文化底蕴深厚、数字技术领先、IP 储备丰富、产能相对充足、制作能力突出的动画电影龙头企业迎来利好。

讲好中华文明故事，数字化成果全民共享。5月22日，国务院出台《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》，明确到“十四五”时期基本建成文化数字化基础设施和服务平台，到2035年建成国家文化大数据体系，中华文化全景呈现，中华文化数字化成果全民共享。5月27日，总书记在主持政治局学习时强调，要坚持守正创新，推动中华优秀传统文化同社会主义社会相适应，展示中华民族的独特精神标识，更好构筑中国精神、中国价值、中国力量。要立足中国大地，讲好中华文明故事，向世界展现可信、可爱、可敬的中国形象。要讲清楚中国是什么样的文明和什么样的国家，讲清楚中国人的宇宙观、天下观、社会观、道德观，展现中华文明的悠久历史和人文底蕴，促使世界读懂中国、读懂中国人民、读懂中国共产党、读懂中华民族。

中国元素数字化演绎，动画电影前景广阔。总书记政治局会议精神将弘扬国家文化、民族精神提升到战略层面，对于促进国内文化消费市场转型升级、坚定文化自信、建设文化强国具有重要意义。《意见》则为新时代中华文化全景呈现、文化产业数字化转型指明了方向。文化传播的重要载体——动画电影，是中国文化创新的宝藏，具备广泛的受众基础，承载着弘扬中华文化和民族精神的光荣使命。在5G+4K/8K+AI技术全面快速布局下，国产动画电影，将现代数字科技与中华优秀传统文化结合，打造出一种全新的艺术形态，既演绎出中国文化的经典元素，又契合了观众的视觉需要，引领着新时代的文化潮流，是文化数字化战略的重要环节。

彰显东方美学，弘扬民族精神。2021年11月，国家电影局出台了《“十四五”中国电影发展规划》，要求扶持优秀动画电影创作生产，扶持彰显中华民族精神和东方美学风格的动画电影，更好满足观众特别是广大青少年观影需求，教育引导青少年提高审美水平、树立文化自信。《规划》为“十四五”时期动画电影产业的发展指明了方向，中国拥有5000多年的文明史，其中包含着丰富的文学、哲学、艺术资源，这些优秀传统文化植根在国人内心，积淀着中华民族最深层的精神追求和价值取向，是动画电影创作最直接的灵感来源。

表 1、2019 年以来动画电影产业相关政策

发布时间	发布部门	文件名称	相关条例
2019/8/12	国务院	《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》	促进演艺、娱乐、动漫、创意设计、网络文化、工艺美术等行业创新发展，引导文化和旅游场所增加参与式、体验式消费项目，鼓励发展与自驾游、休闲度假相适应的租赁式公寓、汽车租赁等服务。积极拓展文化消费广度和深度， 注重利用新技术发掘中华文化宝贵资源 ，为人民群众提供更加丰富多样的广播电视消费产品。

2020/9/21	国务院	《关于印发北京、湖南、安徽自由贸易试验区总体方案及浙江自由贸易试验区扩展区域方案的通知》	满足高品质文化消费需求。打造国际影视动漫版权贸易平台，探索开展文化知识产权保险业务，开展宝玉石交易业务，做强“一带一路”文化展示交易馆。
2021/3/13	国务院	《“十四五”发展规划》	实施文化产业数字化战略，加快发展新型文化企业、文化业态、文化消费模式，壮大 数字创意 、网络视听、数字出版、 数字娱乐 、线上演播等产业。实施文化品牌战略，打造一批有影响力、代表性的文化品牌。培育骨干文化企业，规范发展文化产业园区，推动区域文化产业带建设。积极发展对外文化贸易，开拓海外文化市场， 鼓励优秀传统文化产品和影视剧、游戏等数字文化产品“走出去” ，加强国家文化出口基地建设。
2021/6/8	文旅部	《“十四五”文化产业发展规划》	提升动漫产业质量效益， 以动漫讲好中国故事，生动传播社会主义核心价值观 ，增强人民特别是青少年精神力量。打造一批中国动漫品牌， 促进动漫“全产业链”和“全年龄段”发展 。发展动漫品牌授权和形象营销， 延伸动漫产业链和价值链 开展中国文化艺术政府奖动漫奖评选。
2021/6/25	国务院	《关于印发全民科学素质行动规划纲要（2021-2035年）的通知》	实施繁荣科普创作资助计划。支持优秀科普原创作品。支持面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、面向人民生命健康等重大题材开展科普创作。大力开发动漫、短视频、游戏等多种形式科普作品。扶持科普创作人才成长，培养科普创作领军人物。
2021/11/10	国家电影局	《“十四五”中国电影发展规划》	扶持优秀动画电影创作生产，扶持彰显中华民族精神和东方美学风格的动画电影 ，更好满足观众特别是广大青少年观影需求，教育引导青少年 提高审美水平、树立文化自信 。
2022/5/22	国务院	《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台，形成线上线下融合互动、立体覆盖的文化服务供给体系。到2035年，建成物理分布、逻辑关联、快速链接、高效搜索、全面共享、重点集成的国家文化大数据体系， 中华文化全景呈现，中华文化数字化成果全民共享 。

资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

“中国风”成创意源头。中国古代传统文化蕴含着丰富的民族文化价值和审美价值，一直以来都是影视作品改编的“富矿”。盘点近年来中国动画电影的成功之作，从传统文化孕育出来的原创动画占据主导，《西游记之大圣归来》《西游记之再世妖王》均脱胎于《西游记》，《大鱼海棠》的创意来源于《庄子·逍遥游》，《哪吒之魔童降世》《新神榜：哪吒重生》对《封神榜》《西游记》中哪吒这一家喻户晓的角色进行二次加工，《白蛇：缘起》《白蛇2：青蛇劫起》则对民间传说《白蛇传》这一故事进行延伸续写。国产动画电影兼容包并，通过讲述从古代经典、民间传说衍生出来的新故事，用符合当代人情伦理的理念重塑角色，将传统文化与潮流文化、主流受众内容消费态度融合，展现当下人的精神追求和价值取向。

艺术技术“双轮驱动”。随着5G时代的到来，虚拟仿真、虚实交互、动作动捕等智媒技术的出现与应用，赋予了动画电影全新的影像表达，动画电影的技术日趋成熟，视觉效果不断提升。如《哪吒》的人物造型一改以往的风格，突出互联网文化中“萌”的特征，100次的人物造型、1318个特效镜头、全国60多家公司1600多名制作人员等数据，则记录了影片在视觉技术层面的努力；CG 3D动画电影《白蛇2：青蛇劫起》的总渲染时长超3亿核小时，且借助现代科技，整体提效了近

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

160%，电影开始时的名场面“水漫金山”利用了新的渲染工具，细节逼真，备受好评。随着国家对传统文化的重视程度日益提升，随着观众的期待和要求越来越高，弘扬民族精神、展现东方美学、融合现代科技的优质国产动画电影，有望与政策和市场形成共振，助力国漫崛起，走向世界。

图 17、“中国风”动画代表作品剧照



资料来源：官方微博，兴业证券经济与金融研究院整理

● 动画电影产业链分析：内容创意为核心，衍生变现利润高

上游内容创意构成核心，下游衍生变现利润最高。动画电影产业链分为上游、中上游、中游和下游四个环节。上游是内容提供方，包括原创动画公司和 IP 提供方（如漫画、网文、游戏、动画番剧等），该环节还涉及到动画作品的投资方，包括：出品方（即投资方委托原创公司进行 IP 改编或研发创作）、联合出品方（即投资方和原创公司联合投资动画作品）、原创动画公司（自有资金投资作品）。中上游是动画电影的制作环节，涉及到原创动画制作公司以及外包订单为主的动画制作代工企业。中游是动画作品的发行和播放渠道，播放渠道包括电影院线、网络视频播放平台和电视台。下游主要是 IP 授权代理公司和 IP 衍生品开发公司。就整个产业链而言，核心在于上游的内容创意，价值在于版权，而绝大部分收益则来自于电影票房及其助推下的 IP 衍生与开发。未来，产业链布局相对完整，将上游的内容生产和下游的衍生变现环节相结合，通过“IP+产业”的闭环实现盈利的企业的优势有望进一步扩大。

图 18、动画电影产业链

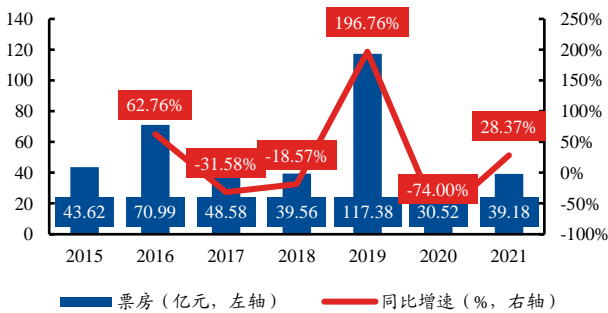


资料来源: 鲸准研究院, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 动画电影市场分析: 国产动画电影趋势崛起, 全龄向动画一骑绝尘

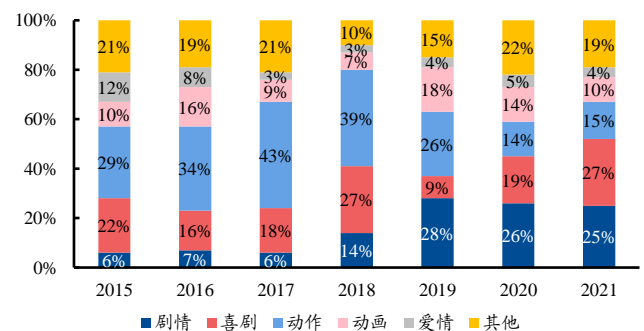
动画电影市占率在 10%-15% 波动, 受单片影响波动较大。根据拓普数据, 2015-2021 年, 动画电影年票房产出约 45 亿元, 占整体电影票房的比重介于 10%-15%, 受单片票房表现影响波动较大。2016 年《疯狂动物城》《功夫熊猫 3》双片贡献动画电影市场四成的票房, 将年度动画电影票房拉升至 70.99 亿元; 2019 年, 里程碑式国漫《哪吒之魔童降世》带动全年动画电影产出 117.38 亿元。

图 19、2015-2021 年动画电影票房 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: 拓普数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

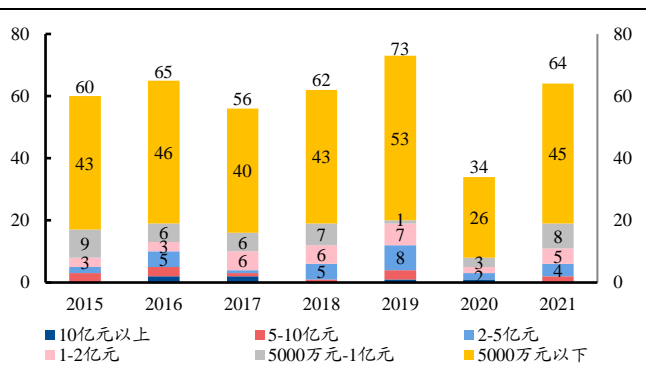
图 20、2015-2021 年各类型电影票房结构 (%)



资料来源: 艺恩数据, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 数据截至 2021 年 11 月 2 日。

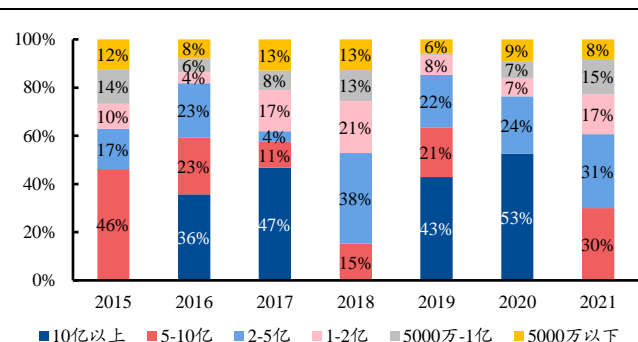
上映数量回升，头部效应凸显。根据拓普数据，2015-2021年，除了2020年之外，每年上映的动画电影数量介于56-73部之间，2021年，新上映的动画电影数量为64部，同比增加88%，恢复速度较快。2015-2021年，票房过亿的动画电影的数量占比介于13%-26%，贡献年度动画电影总票房的73%-93%，头部影片的票房优势显著。

图 21、2015-2021 年新上映动画电影数量按票房分布 (部)



资料来源：拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

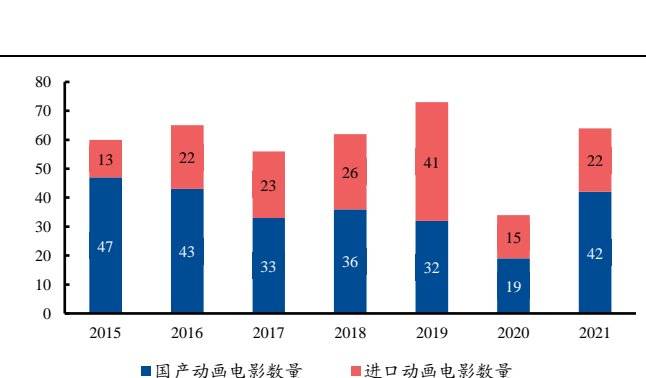
图 22、2015-2021 年各票房体量动画电影票房结构 (%)



资料来源：拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

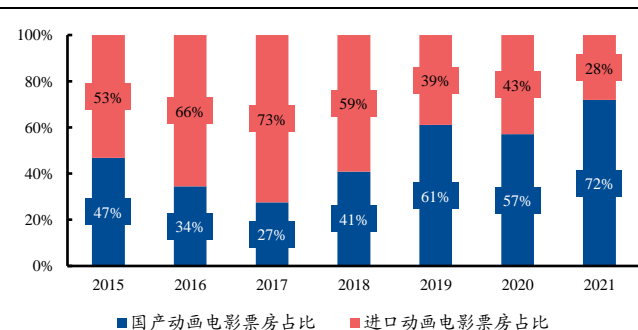
国产动画数量回升，票房份额强势上扬。根据拓普数据，2015-2019年，进口动画引进数量逐年攀升，2020年后受疫情影响，引进数量大幅下降；2015年，《西游记之大圣归来》的商业成功带动国产动画电影投拍热潮，2015年和2016年，国产动画电影上映数量分别为47部和43部，2020年疫情影响下，国产动画电影仅上映19部，2021年新上映42部国产动画电影，超过疫情前水平。票房贡献度层面，进口动画票房占比整体呈现下降趋势，2019年以后，受北美疫情和国漫爆款上升双重影响，进口动画票房占比呈现持续下降趋势，2021年，国产动画电影票房占比达到72%，为四年来的新高。

图 23、2015-2021 年国产和进口动画电影数量 (部)



资料来源：拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、2015-2021 年国产和进口动画电影票房占比 (%)



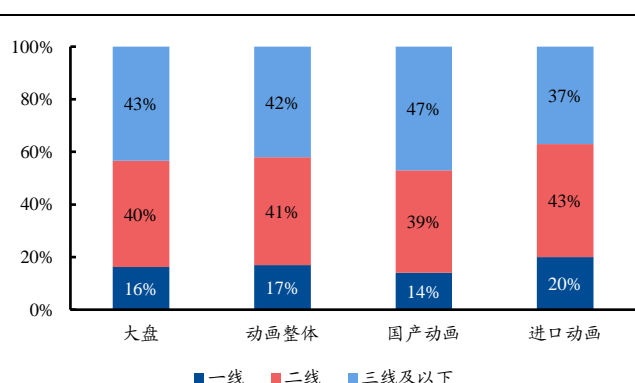
资料来源：拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

本土化程度高，下沉优势显著。国产动画电影以其本土化优势，在放映市场具备较强下沉潜力。2015-2021年，国产动画电影在三线及以下城市的观影人次占比

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

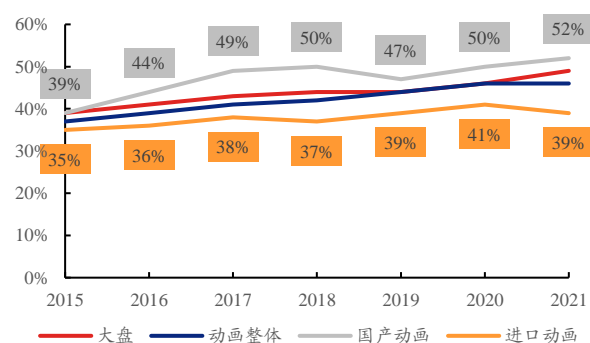
47%，高出整体电影市场 4 pct。且随着影院下沉，国产动画电影呈现明显的逐年下沉趋势，2016-2021 年，三线及以下城市观影人次占总观影人次的比重由 41% 升至 48%，三线及以下城市观看国产动画电影的人次占总国产动画电影观影人次的比重由 44% 升至 52%，下沉城市国产动画观影人次占比相比于进口动画电影观影人次占比高 13%。未来随着影院渠道进一步下沉，预计国产动画电影的下沉优势将进一步彰显。

图 25、2015-2021 年分级城市观影人次结构 (%)



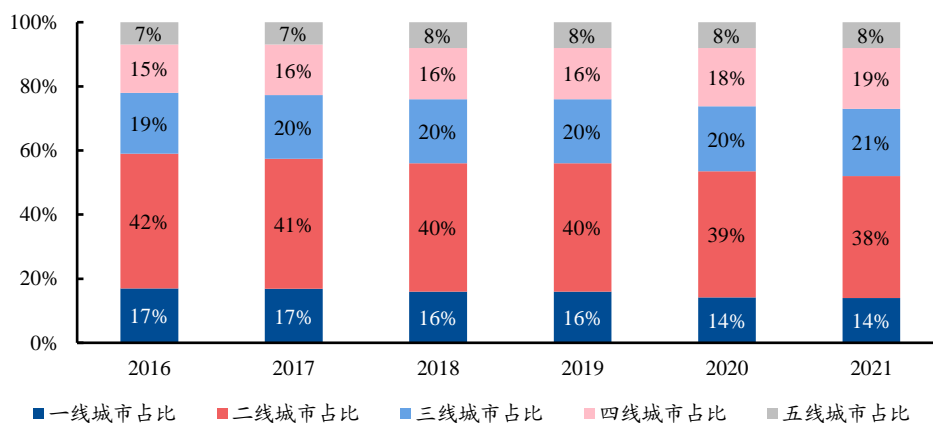
资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、2015-2021 年国产和进口动画三线及以下城市观影人次占比 (%)



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、2015-2021 年分级城市观影人次结构 (%)

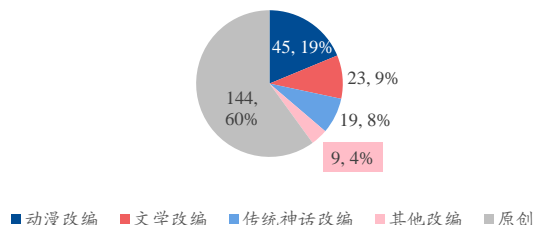


资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

IP 改编动画构成票房主力，传统神话题材动画优势明显。根据艺恩数据，2015-2021 年，有 IP 改编基础的国产动画电影合计上映 96 部，占国产动画电影上映总量的 40%，票房贡献约占国产动画总票房的八成。其中，漫改（动漫改编）是国产 IP 改编动画的主流形式，2015-2021 年共上映漫改国产动画 45 部，占国产动画电影上映总量的 19%。**传统神话改编动画电影具备更广泛的受众基础，票房优势明显**，2015-2021 年共上映 19 部神话改编动画电影，占国产动画电影部数的 8%，在这 19 部神话改编动画电影中，票房在 1 亿元以上的神话改编动画电影占比高达 37%，现象级动画电影《西游记之大圣归来》《哪吒》《姜子牙》均由中国传统神话

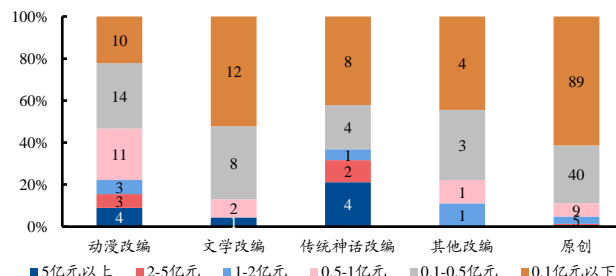
改编而来，激发了观众深层次的心理共鸣，实现了口碑和票房双赢，重燃了动画人对民族化、本土化创作的信心。

图 28、2015-2021 年国产动画电影内容来源分布 (部, %)



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至 2021 年 11 月 21 日。

图 29、2015-2021 年各内容来源国产动画电影的票房体量分布 (%)



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

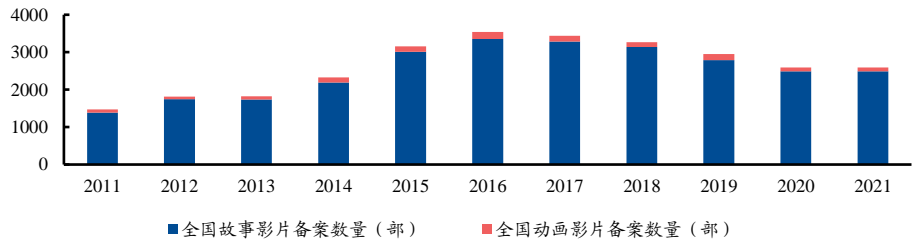
表 2、2015-2021 年各类动画电影代表作品及票房 (亿元)

内容来源	代表作品	票房 (亿元)
动漫改编	《熊出没》系列	3-7 (单部)
	《罗小黑战记》	3.2
	《新大头儿子和小头爸爸 3》	1.6
文学改编	《大鱼海棠》	5.8
	《全职高手之巅峰荣耀》	0.9
	《新灰姑娘》	0.6
传统神话改编	《哪吒之魔童降世》	50.4
	《姜子牙》	16
	《西游记之大圣归来》	9.6
其他改编	《赛尔号大电影》系列	0.3-1.1 (单部)
	《豆福传》	0.16
	《妙先生》	0.13
原创	《功夫熊猫 3》	10
	《雄狮少年》	2.5
	《许愿神龙》	1.7

资料来源：艺恩数据，南方都市报，兴业证券经济与金融研究院整理

动画电影备案数持续收缩，神话 IP 动画备案数逆势上升。根据国家电影总局，2011-2021 年，全国动画影片备案数量先升后降，近两年受疫情因素影响，动画电影备案数量明显减少，2018 年共备案动画电影 131 部，2019 年达到了 164 部，2020 年降至 102 部，2021 年则仅有 99 部。动画电影备案的数量虽然在下降，但其中神话传说 IP 类的电影备案数却在继续攀升。根据雷报，2015-2021 年共有 977 部动画电影备案，其中，神话传说历史类作品至少有 141 部，占比约 14%。2015-2020 年备案的动画电影中，包括但不限于“24 个孙悟空”、“11 个哪吒”、和“8 个二郎神”。神话历史类动画电影备案数量的增多经历过两轮高潮，分别是在 2015 年《西游记之大圣归来》和 2019 年《哪吒之魔童降世》爆火后。

图 30、2011-2021 年全国动画影片和故事影片备案数量（部）



资料来源：国家电影总局，兴业证券经济与金融研究院整理

亲子向动画供给充足，全龄向动画爆发力强。根据艺恩数据，2015-2021 年，亲子向动画电影的上映数量占比 89%，仅贡献了 37% 的国产动画电影票房，全龄向动画则以 6% 的数量占比贡献了 55% 的票房，全龄向动画电影数量偏少，但票房爆发力强、影响力高，如封神宇宙系列累计票房 66.4 亿元、片均票房 3.3 亿元，白蛇系列累计票房 10.5 亿元，片均票房 5.2 亿元。基于现有 IP 庞大的粉丝基础，光线储备的系列动画电影《哪吒 2》《姜子牙 2》《大鱼海棠 2》有望进一步引爆国漫市场。

图 31、2015-2021 年国产动画数量结构（%）

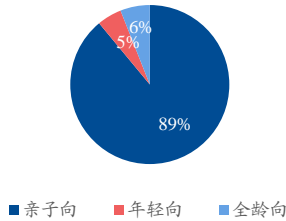
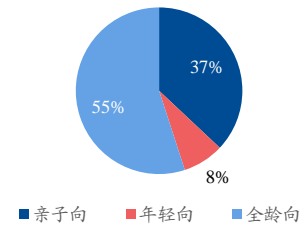


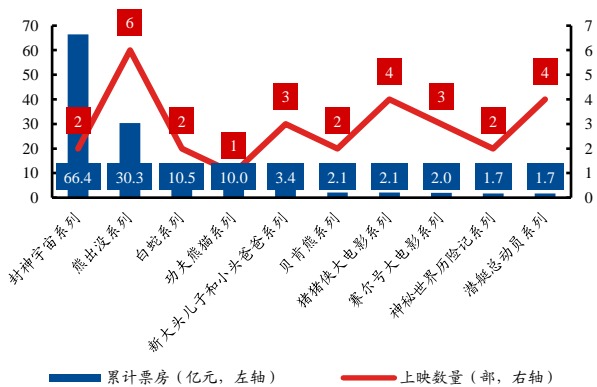
图 32、2015-2021 年国产动画电影票房结构（%）



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至 2021 年 11 月 21 日，国产动画电影统计口径中包含中外合拍动画。

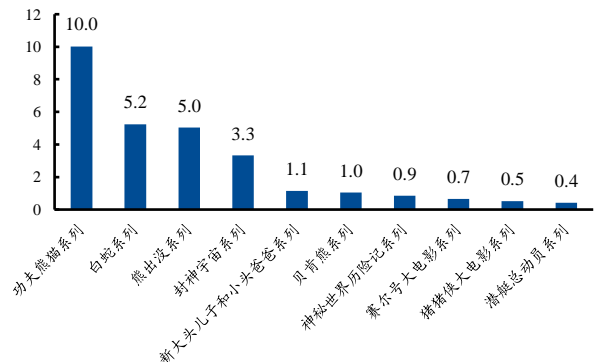
资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、2015-2021 年国产系列动画电影累计票房 TOP10 的上映数量（部）和累计票房（亿元）



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理
注：票房数据含服务费，数据截至 2021 年 11 月 21 日，国产动画电影统计口径中包含中外合拍电影。

图 34、2015-2021 年国产系列动画电影累计票房 TOP10 的动画电影片均票房（亿元）

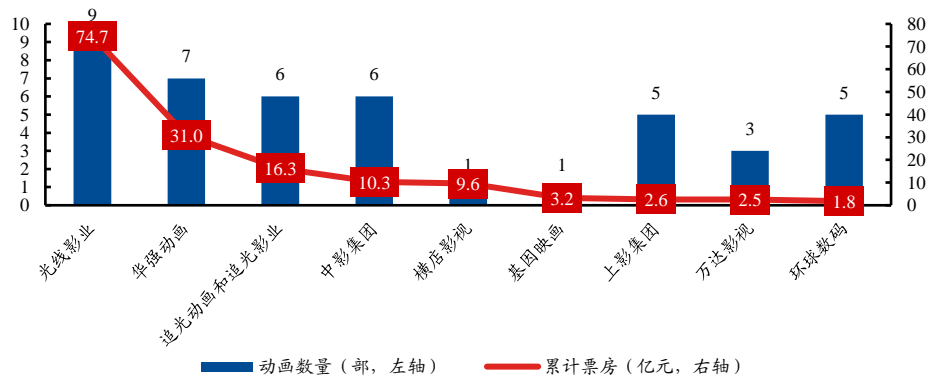


资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

● 动画电影竞争格局分析：竞争格局稳定，光线票房和储备双高

头部公司市占率高，光线传媒遥遥领先。根据艺恩数据，2015-2021年，国内动画电影出品商中，光线影业的累计票房排名第一且优势显著，主要出品了9部动画电影，累计票房74.7亿元，平均票房达到8.3亿元，光线擅长全龄向动画电影，票房爆发力较强；第二名华强动画主要出品了7部动画电影，累计票房31.0亿元（不及光线影业的一半），片均票房4.4亿元，代表作品是亲子向《熊出没》系列动画；第三名追光系动画主要出品了6部动画电影，累计票房16.3亿元，片均票房2.7亿元，追光系早期的代表作品是《小门神》《阿唐奇遇记》等亲子动画，近年来正向《白蛇·缘起》《白蛇2：青蛇劫起》《新神榜：哪吒重生》等成人向动画转变；第四名中影影业的代表作品为《功夫熊猫》和《摩尔庄园》，近三年优秀作品较少。

图 35、2015-2021 年主出品国产动画电影累计票房 TOP10 的影视公司的动画数量（部）和累计票房（亿元）



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 2021 年 11 月 21 日，主出品厂商按照影片发行通知第一顺位统计。

表 3、2015-2021 年主出品国产动画电影累计票房 TOP10 影视公司代表作品

影视公司	代表作品 TOP2	票房 (亿元)
光线影业	《哪吒之魔童降世》	50.4
	《姜子牙》	16
华强动画	《熊出没》系列 6 部	3-7 (单部)
	《俑之城》	0.7
追光动画和追光影业	《白蛇 2：青蛇劫起》	5.8
	《白蛇：缘起》	4.7
	《新神榜：哪吒重生》	4.6
中影集团	《功夫熊猫 3》	10
	《摩尔庄园》	0.1
横店影视	《西游记之大圣归来》	9.6
基因映画	《罗小黑战记》	3.2
上影集团	《阿凡提之奇缘历险记》	0.8
	《黑猫警长之翡翠之星》	0.7

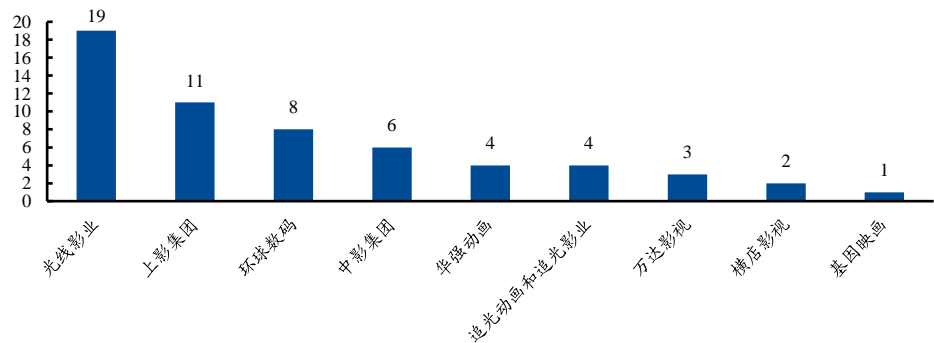
万达影视	《新大头儿子和小头爸爸3》	1.6
	《海底小纵队：火焰之环》	0.5
环球数码	《潜艇总动员：海底两万里》	0.7
	《潜艇总动员5：时光宝盒》	0.5

资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至2021年11月21日，票房数据含服务费，主出品厂商按照影片发行通知第一顺位进行统计。

光线储备数量最充足，龙头优势持续凸显。2015-2021年，主出品国产动画电影累计票房TOP10的公司中，备案数量最多的是光线传媒，参与备案的动画电影达到19部，未上映的储备影片占比74%，且均为成人向/合家欢动画电影，票房爆发力较强；华强方特备案的4部影片均属于熊出没系列，票房稳定；追光系动画的备案数量仅有4部，已有3部上映；中国电影、万达影视、横店影视参与备案的动画电影分别为6、3、2部；上美影和环球数码参与备案的动画电影数量为11部、8部，均以低幼动画电影为主。考虑到动画电影的制作周期较长，预计短期内动画电影的竞争格局不会有大幅改变，掌握优质动画工作室资源、内容储备充足、产能旺盛的行业龙头市占率有望进一步提升。

图 36、2016-2022 年 3 月头部动画电影出品商参与备案的影片数量（部）



资料来源：国家电影局，艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：排序基于2015-2021年11月21日主出品国产动画电影累计票房TOP10的影视公司，票房数据含服务费，主出品厂商按照影片发行通知第一顺位进行统计。

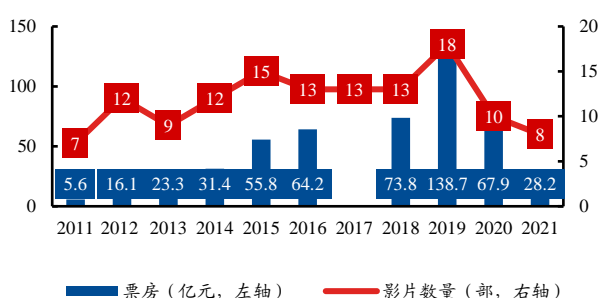
3、公司分析：产业投资不断加码，动画电影一骑绝尘

3.1、公司业务概况：动画电影表现亮眼，逆势储备抢占先机

影片供给相对平稳，平均票房领先行业。根据公司公告，2011-2021年，公司参与的影片数量合计130部，每年参与的上映影片数量约为12部，2019年参与的影片数量达到18部，为历年之最。2011-2019年，公司的票房收入逐年上升，2020年和2021年受疫情影响显著下降，但仍然超过25亿元/年，处于行业领先水平。2018-2021年，公司参与的影片数量合计49部，票房合计308.54亿元，片均票房为6.30亿元，远高于行业平均水平（根据拓普数据，2018-2021年，全国上映影片的平均票房为0.97亿元/部）。

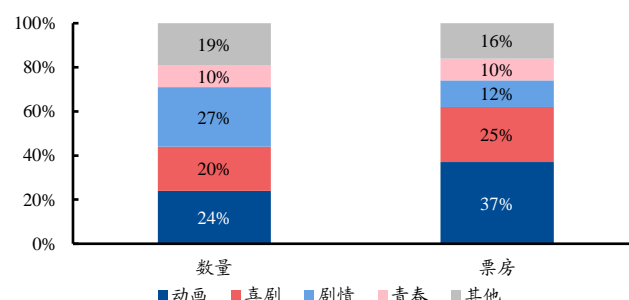
动画青春喜剧片为主，投资回报率较高。题材层面，公司布局“青春战略”，以动画、喜剧、青春片及现实题材为主的剧情片为四大核心产品，其中，动画电影和喜剧电影的票房贡献度较高。根据艺恩数据，2015-2021年，按照单一主类型统计，公司主投/主控的国产影片中，数量占比24%的动画电影贡献了37%的电影票房，数量占比20%的喜剧电影贡献了25%的电影票房，数量占比最高的剧情电影贡献的票房不足喜剧电影的50%。

图 37、2011-2021 年公司参与的影片数量（部）及票房（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：统计范围为报告期内公司参与投资、发行并计入报告期票房的影片，2017 年票房数据缺失系公司年报并未公布相关数据。

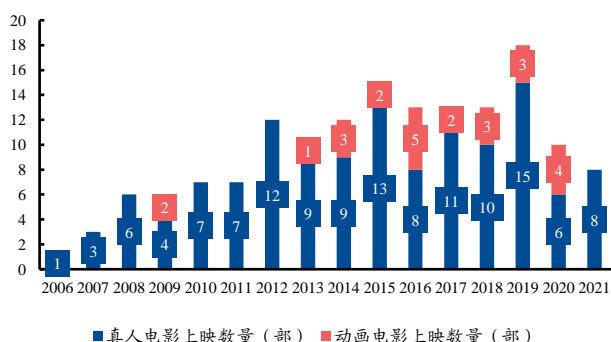
图 38、2015-2021 年公司电影产品题材结构（%）



资料来源：艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理
注：数据截至 2021 年 11 月 21 日，票房数据含服务费，光纤产品线结构按单一主类型统计，统计范围为光线主投/主控国产片。

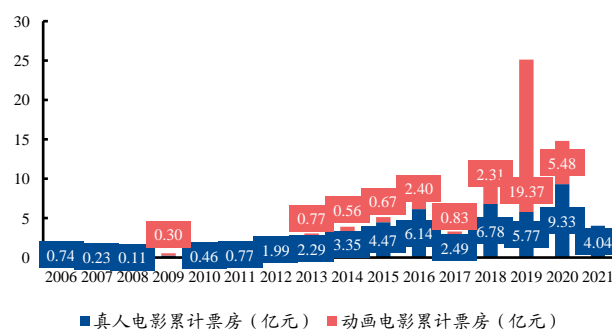
动画电影票房优势明显。2011-2021 年，公司参与的影片中，动画电影数量占比 16%，票房占比 40%，真人电影数量占比 84%，票房占比 60%。因此，公司动画电影的单部票房相对真人电影而言优势更为明显。

图 39、2006-2021 年公司电影数量构成（部）



资料来源：公司公告，拓普数据，猫眼，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、2006-2021 年公司电影票房构成（亿元）



资料来源：公司公告，拓普数据，猫眼，兴业证券经济与金融研究院整理

头部影片票房可持续性较强。公司参与的所有影片中，票房排名前 20 的影片票房合计 363.36 亿元，片均票房 18.17 亿元，票房 TOP20 的影片题材以动画、喜剧、爱情为主，成本端以中高成本电影（投资规模介于 5001 万元-8000 万元）为主，公司在类似题材的影片上具有丰富经验和驾驭优势，投资回报率较高，且制作

模式可持续性较强，每年都能为公司创造稳定的票房收入。

表 4、公司参与的影片票房 TOP20（截至 2022 年 4 月 1 日）

票房排序	电影名称	类别	上映日期	主类型	累计票房 (亿元)	公司角色	投资成本
1	《哪吒之魔童降世》	动画	2019/07/26	动画	50.35	出品/发行	中高成本
2	《美人鱼》	真人	2016/02/08	奇幻	33.98	出品	超高成本
3	《唐人街探案 2》	真人	2018/2/16	喜剧	33.98	出品	高成本
4	《我和我的祖国》	真人	2019/09/30	剧情	31.70	联合出品/发行	高成本
5	《八佰》	真人	2020/08/21	战争	31.08	联合出品	超高成本
6	《疯狂的外星人》	真人	2019/02/05	喜剧	22.13	出品/制作	超高成本
7	《寻龙诀》	真人	2015/12/18	奇幻	16.83	联合出品	超高成本
8	《港囧》	真人	2015/09/25	喜剧	16.14	出品/发行	中高成本
9	《姜子牙》	动画	2020/10/01	动画	16.03	出品/发行	高成本
10	《一出好戏》	真人	2018/08/10	喜剧	13.55	出品/发行/联合发行	中高成本
11	《误杀》	真人	2019/12/13	剧情	13.33	出品/发行	中高成本
12	《人再囧途之泰囧》	真人	2012/12/12	喜剧	12.72	出品/发行	中小成本
13	《金刚川》	真人	2020/10/23	战争	11.27	联合发行	高成本
14	《误杀 2》	真人	2021/12/17	剧情	11.21	出品/联合发行	中高成本
15	《超时空同居》	真人	2018/05/18	喜剧	9.03	出品/联合出品/制作	中成本
16	《银河补习班》	真人	2019/07/18	剧情	8.78	出品	中高成本
17	《从你的全世界路过》	真人	2016/09/29	喜剧	8.15	出品/发行	中成本
18	《你的婚礼》	真人	2021/04/30	爱情	7.89	出品/制作	中成本
19	《人潮汹涌》	真人	2021/02/12	剧情	7.62	出品/发行	高成本
20	《大闹天竺》	真人	2017/01/28	喜剧	7.58	出品/发行	高成本

资料来源：公司公告，拓普数据，猫眼，兴业证券经济与金融研究院整理

注：统计范围为公司参与的所有影片，投资规模在 15001 万元以上为超高成本，8001-15000 万元为高成本，5001—8000 万元为中高成本，3001-5000 万元为中成本，1001-3000 万元为中小成本，1000 万元及以下为小成本。

票房最高数十亿元，投资回报丰厚。根据公司公告和猫眼，2019 年-2022 年 6 月 12 日，公司参与的电影中，有 37 部电影已经上映（不包含网络电影）。其中，公司主投的院线影片数量为 13 部，票房合计 86.59 亿元，平均票房为 6.66 亿元，真人电影共有 9 部，动画电影共有 4 部。2019 年以来公司主投的电影中，中高成本动画电影《哪吒之魔童降世》以 50.35 亿元的票房排名第一，高成本动画电影《姜子牙》以 16.02 亿元的票房排名第二，中成本真人爱情电影《你的婚礼》以 7.89 亿元的票房排名第三，公司主投的其他爱情电影《如果声音不记得》《以年为单位的恋爱》《十年一品温如言》《我是真的讨厌异地恋》合计录得 8.96 亿元的票房。公司参投的影片《我和我的祖国》《八佰》《误杀》分别取得票房 31.69 亿元、31.10 亿元、22.13 亿元。

表 5、2019-2022 年 6 月 12 日公司参与的电影票房（亿元）及相关信息

票房排序	电影名称	上映日期	参与方式	类型	票房	豆瓣评分	投资成本	引进模式
1	《哪吒之魔童降世》	2019/7/26	主投、独家发行	动画、奇幻	50.35	8.4	中高成本	国产片
2	《我和我的祖国》	2019/9/30	参投	剧情	31.69	7.6	高成本	合拍片
3	《八佰》	2020/8/21	参投	战争、历史	31.10	7.6	超高成本	国产片

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4	《疯狂的外星人》	2019/2/5	独家发行	剧情、喜剧	22.13	6.4	超高成本	国产片
5	《姜子牙》	2020/10/1	主投、发行	动画、冒险	16.02	6.7	高成本	国产片
6	《误杀》	2019/12/13	参投、联合发行	剧情、犯罪	13.33	7.6	中高成本	国产片
7	《金刚川》	2020/10/23	参投	战争、历史	11.26	6.5	高成本	国产片
8	《误杀2》	2021/12/17	参投、发行	犯罪、家庭	11.21	5.8	中高成本	国产片
9	《银河补习班》	2019/7/18	参投	剧情、家庭	8.78	6.3	中高成本	国产片
10	《你的婚礼》	2021/4/30	主投、发行	爱情、剧情	7.89	4.9	中成本	国产片
11	《人潮汹涌》	2021/2/12	参投、发行	爱情、喜剧	7.62	6.8	高成本	合拍片
12	《狙击手》	2022/2/1	参投、发行	剧情、战争	6.01	7.7	-	国产片
13	《千与千寻》	2019/6/21	协助推广	动画、奇幻	4.88	9.4	中高成本	买断片
14	《如果声音不记得》	2020/12/4	主投、发行	爱情、青春	3.34	4.0	中成本	国产片
15	《天气之子》	2019/11/1	协助推广	动画、爱情	2.88	7.1	中高成本	买断片
16	《小小的愿望》	2019/9/13	参投	喜剧、青春	2.86	5.1	中高成本	国产片
17	《以年为单位的恋爱》	2021/12/31	主投、发行	剧情、爱情	2.31	5.3	-	国产片
18	《两只老虎》	2019/11/29	参投、独家发行	剧情、喜剧	2.24	5.9	中高成本	合拍片
19	《南方车站的聚会》	2019/12/6	参投	剧情、犯罪	2.02	7.4	中高成本	国产片
20	《十年一品温如言》	2022/2/14	主投、发行	剧情、爱情	1.67	2.7	-	国产片
21	《我是真的讨厌异地恋》	2022/4/29	主投、发行	爱情、青春	1.64	4.6	-	国产片
22	《革命者》	2021/7/1	主投、发行	剧情、历史	1.36	7.5	中高成本	国产片
23	《夏目友人帐》	2019/3/7	协助推广	动画、奇幻	1.15	8	中成本	买断片
24	《阳光姐妹淘》	2021/6/11	参投、发行	喜剧、青春	0.95	4.5	中成本	国产片
25	《五个扑水的少年》	2021/10/1	主投、发行	喜剧、青春	0.69	7.3	中成本	国产片
26	《风中有朵雨做的云》	2019/4/4	参投、独家发行	悬疑、犯罪	0.65	7.2	中成本	国产片
27	《友情以上》	2019/9/20	协助推广	剧情、爱情	0.52	6.3	高成本	买断片
28	《荞麦疯长》	2020/8/25	参投、发行	剧情、爱情	0.52	4.2	高成本	国产片
29	《铤而走险》	2019/8/30	参投	犯罪、动作	0.44	6.0	中小成本	国产片
30	《我的女友是机器人》	2020/9/11	参投、发行	爱情、喜剧	0.43	3.7	中成本	国产片
31	《明天会好的》	2021/4/2	参投、发行	爱情、喜剧	0.31	5.2	中小成本	国产片
32	《雪暴》	2019/4/30	主投、独家发行	犯罪、悬疑	0.28	6.1	中高成本	国产片
33	《崖上的波妞》	2020/12/31	协助推广	动画、奇幻	0.28	8.6	中成本	买断片
34	《保持沉默》	2019/8/23	主投、独家发行	悬疑、家庭	0.22	5.3	高成本	国产片
35	《妙先生》	2020/7/31	主投、发行	动画、奇幻	0.13	6.3	中成本	国产片
36	《四个春天》	2019/1/4	参投	家庭、纪录片	0.11	8.9	小成本	国产片
37	《阳台上》	2019/3/15	主投、独家发行	剧情	0.04	5.7	中小成本	国产片
38	《星游记之风暴法米拉》	2020/3/28	主投、发行	动画、奇幻	-	6.8	-	国产片

资料来源：电影名称、上映方式、上映日期来源于公司公告，类型、票房来源于猫眼 APP，豆瓣评分来源于豆瓣，引进模式、国家地区、主要合作方、投资成本来源于拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：影片按照票房由高到低排序，电影票房数据来源于猫眼，数据截至 2022 年 6 月 12 日 22:00。

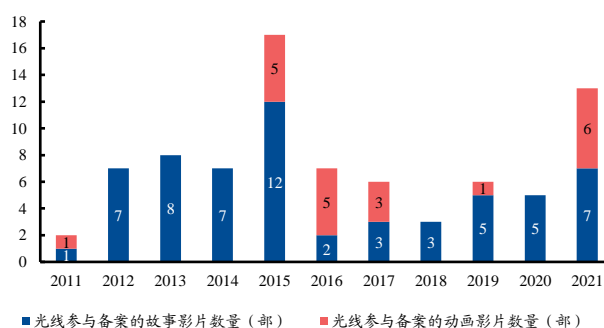
备案数量逆势上升。2011-2018 年，公司参与备案的影片数量与大盘变化趋势基本一致，2019-2021 年，疫情影响下，全国影片备案数量缩减，但是公司参与备案的影片数量呈现逆势上升之势，展现出公司相对充足的资金储备和前瞻性的项目布局。2017-2021 年，全国故事影片备案数量呈现明显的下降趋势，公司的故事影片备案数量却呈现稳步上升趋势。2015-2021 年，公司参与备案的动画影片数量合计 20 部，2021 年，全国动画影片备案数量仅为 99 部，是近八年的最低水平，而公司参与备案的动画影片数量达到 6 部，创历史新高，展现出公司对动画电影赛道的信心和投入。

图 41、2011-2021 年全国动画影片和故事影片备案数量（部）



资料来源：国家电影总局，兴业证券经济与金融研究院整理

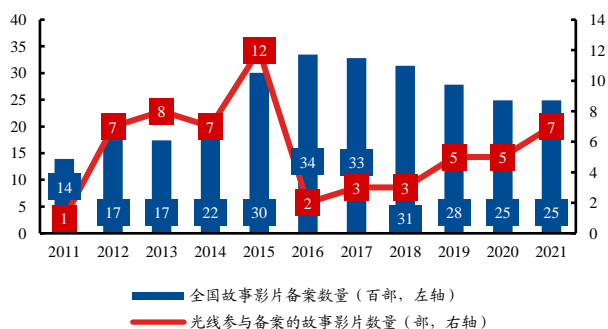
图 42、2011-2021 年光线参与备案的动画影片和故事影片数量（部）



资料来源：国家电影总局，兴业证券经济与金融研究院整理

国漫复苏顺势布局。动画电影的制作周期较长，在整个动画电影行业相对疲软、备案数量不足的情况下，公司的逆势储备有望扩大公司的竞争优势，为公司抢占国漫复苏的先机。2016 年以来，全国故事影片的备案数量呈现不断下降趋势，公司的故事影片备案数量却稳步提升，系公司擅长的青春喜剧类故事影片已形成成熟的制作模式，以较低成本取得了丰厚的票房收入，且真人影片多由公司旗下的艺人出演，与公司的经纪业务形成了良好协同效应，因此公司加码布局此类影片，预计此类影片将为公司带来持续、稳定、丰厚的投资回报。

图 43、2011-2021 年全国故事影片备案数量（百部）和公司故事影片备案数量（部）



资料来源：国家电影总局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、2011-2021 年全国动画影片备案数量（部）和公司动画影片备案数量（部）



资料来源：国家电影总局，兴业证券经济与金融研究院整理

主打古装爱情剧集，加强业务协同效应。2013-2021 年，公司参与的电视剧和网剧合计 31 部，公司参与的剧集题材以古装、爱情、剧情片为主，热度较高的是古装剧集《诛仙青云志》、《古剑奇谭》和《少年四大名捕》。随着电视剧/网剧题材类型的多样化、新媒体平台的建设不断完善、播放渠道的不断拓展、网络付费群体的增多、观众时间的碎片化以及外部环境更加规范，未来公司电视剧/网剧的发展前景会更为广阔。此外，多部剧集的主演是公司旗下的新生代艺人，如秦俊杰、丁

冠森、丁禹兮、任敏、陈汛等，给公司带来了剧集与经纪业务的协同效应。

表 6、公司参与的电视剧（截至 2022 年 7 月 1 日）

播出年份	剧名	累计播放量（亿次）	题材	主演	类别
2016	《诛仙青云志》	279.3	古装、爱情	赵丽颖、李易峰	电视剧
2014	《古剑奇谭》	-	古装、爱情	杨幂、李易峰	电视剧
2015	《少年四大名捕》	57.4	古装、爱情	张翰、杨洋	电视剧
2015	《盗墓笔记》	45.5	悬疑	李易峰、杨洋	网络剧
2019	《怒海潜沙&秦岭神树》	40.3	悬疑、剧情	侯明昊、成毅	网络剧
2020	《新世界》	33.6	剧情、悬疑	孙红雷、张鲁一	电视剧
2019	《逆流而上的你》	29.1	都市、爱情	马丽、潘粤明	网络剧
2019	《听雪楼》	23.9	古装、爱情	秦俊杰、袁冰妍	网络剧
2018	《爱国者》	22.5	剧情	张鲁一、佟丽娅	电视剧
2017	《青云志 2》	20.2	古装、爱情	李易峰、杨紫	网络剧
2015	《少年神探狄仁杰》	19.4	古装、悬疑	黄宗泽、戚薇	电视剧
2018	《我的保姆手册》	17.3	剧情、爱情	郑爽、英迪帕·塔尼	网络剧
2013	《精忠岳飞》	17.2	古装、军旅	黄晓明、罗嘉良	电视剧
2019	《遇见幸福》	16.2	都市	蒋欣、郭京飞	网络剧
2015	《我的宝贝》	15.2	爱情、都市	佟大为、姚笛	电视剧
2014	《新闺蜜时代》	12.4	都市	张歆艺、童瑶	电视剧
2017	《嘿，孩子》	10.9	都市、爱情	蒋雯丽、李小冉	电视剧
2017	《最好的安排》	10.5	都市、爱情	颖儿、付辛博	电视剧
2018	《新笑傲江湖》	10.1	古装、剧情	丁冠森、薛昊婧	网络剧
2016	《识汝不识丁》	6.2	古装、剧情	晏紫东、蒋梓乐	网络剧
2021	《云顶天宫》	6	悬疑、剧情	秦俊杰、白澍	网络剧
2019	《八分钟的温暖》	4.3	爱情	陈汛、丁禹兮	网络剧
2013	《四十九日》	2.6	军旅	张嘉译、宋佳	电视剧
2013	《红酒俏佳人》	1.2	爱情、都市	胡杏儿、邱泽	电视剧
2014	《月供》	0.4	都市、爱情	张芷溪、郭京飞	电视剧
2021	《无法直视》	-	剧情	任敏、陈汛	网络剧
2019	《我在未来等你》	-	剧情	李光洁、费启鸣	网络剧
2017	《盗墓笔记 2》	-	悬疑、剧情	秦俊杰	电视剧
2013	《天狼星行动》	-	剧情、战争	周知、刘恩佑	电视剧
2013	《乱世书香》	-	-	-	电视剧
2014	《抓紧时间爱》	-	都市、爱情	小沈阳、叶璇	电视剧

资料来源：公司公告，艺恩数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：公司参与的电视剧来源于公司公告，包含公司年报披露的所有电视剧，播放量、类型、主演、类别数据来源于艺恩，播放量的统计口径为网络平台播放量。

3.2、亮点一：全产业链布局，协同效应显现

产业投资效应显现。中国国产动画电影票房榜中，公司出品、发行的《哪吒之魔童降世》《姜子牙》分别以超过 50 亿元、16 亿元的票房成绩排名第一、第二位，公司在动画电影赛道优势明显。基于丰富的制作经验和强大的宣发网络，公司逐渐向产业链的上下游延伸，已经形成了相对完善的产业链布局，涉及 IP 打造、作品创作制作、宣发、周边衍生开拓几大领域，充分挖掘内容的价值。

产业链上游，一方面，公司参股了众多优质原创动画工作室，另一方面，通过一本漫画 APP 储备优质 IP；中上游，通过彩条屋投资了二十余家优质动画制作公司；中游，在公司自身参与发行之外，还参股了票务龙头猫眼电影；下游，通过售卖 IP 衍生品、IP 形象跨界联名、建设实景娱乐项目等途径，提升热门 IP 的变现能力，如哪吒 IP 和哪吒汽车联名宣传，中国本土原创设计的动画电影形象和自主汽车品牌的精神内核一致，产生了良好的协同效应。光线的全产业链投资版图下，“IP+产业”的商业模式已构成闭环，上游的内容 IP 带动下游的衍生开发，中下游的消费数据反哺上游的内容生产，有利于进一步完善公司内容生态体系，扩大协同效应。

图 45、光线传媒的动画电影全产业链布局



资料来源：公司官网，公司公告，企查查，兴业证券经济与金融研究院整理

提倡参股不控股，模式开放广纳贤才。相较于其它电影类型，动画电影具有高风险、高投入、高产出的特质，这也成为中国动画电影的发展桎梏。2015年，公司成立了专注动画业务板块的彩条屋影业，“彩条”来自光线公司四周装饰的彩条，而“屋”取自“大庇天下寒士俱欢颜”之意，期望能为中国动画人遮风挡雨。彩条屋通过产业投资，锁定优质动画 IP、动画制作工作室和宣发渠道，并采取“小米生态链”（生态链的企业将产品与小米手机链接，并与小米共享客户群体和销售渠道，从而相互促进）的互联网平台轻合作模式，特点是“参股不控股”“帮忙不添乱”“建议不决策”，在保持创作者最大自主性的同时，将动画导演等动画产业生产要素聚集，打造以优质动画电影产品为核心的动画产业发展模式。这种开放的合作模式和强大的产业支持对缺乏资金和产业经验的动画创作者而言，无异于一场及时雨，也帮助公司在动画领域迅速扩张，产业链不断延伸。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3.3、亮点二：神话宇宙布局良久，动画电影蓄势待发

低谷期跑马圈地，锁定优质生产力。2016年以来，公司全资子公司彩条屋在行业低谷期招兵买马，加码布局动画电影上游的内容生产，陆续投资了玄机科技（代表作为剧集《秦时明月》《斗罗大陆》）、可可豆动画（代表作为《哪吒之魔童降世》）、彼岸天（代表作为《大鱼海棠》）、十月文化（代表作为《西游记之大圣归来》）、凝羽动画（代表作为剧集《茶啊二中》）、中传合道（代表作为《姜子牙》）等优质动画制作公司。彩条屋通过产业投资对外部动漫人才进行利益绑定，作为投资回报，彩条屋将从合作中至少获得通过光线传媒宣发推广的动画电影带来的销售收入。据灯塔专业版数据，《大鱼海棠》的片方分账为2.26亿元、《姜子牙》片方分账5.8亿元、而《哪吒之魔童降世》的片方分账达到18.34亿元，票房投资回报率在10倍以上，为光线创造了10亿元以上的收入。目前，热门IP的续集，如《哪吒2》《姜子牙2》《大鱼海棠2》《西游记之大圣闹天宫》，均已处于筹备阶段，基于IP的庞大粉丝基础，续作的票房有望创新高。

表 7、光线参股的动画制作公司概况

公司名称	持股比例	法人代表	成立日期	投资日期	投资额 (万元)	代表作品	储备作品
玄机科技	3.8%	沈乐平	2005-10-09	2016-09-08	1368	《秦时明月》《斗罗大陆》《天行九歌》	《明月如梦》
大千阳光	20.0%	张润华	2013-10-18	2016-03-03	647	《哪吒之魔童降世》	《深海》
红鲤文化	66.0%	戈弋	2017-01-12	2021-07-27	1100	《姜子牙》《熊出没》	《再见怪兽》
光印影业	60.0%	李晓萍	2015-07-29	2021-06-07	750	《查理九世》	《墨多多谜境冒险》
凝羽动画	24.8%	邢原源	2012-12-31	2021-06-16	600	《茶啊二中》(剧集)	《茶啊二中》(电影)
彼岸天	30.0%	张春	2005-03-03	2021-05-10	300	《大鱼海棠》	《大鱼海棠2》
神奇一天	30.0%	景绍宗	2017-07-28	2022-01-12	214	《鬼列车》	
好传动画	27.0%	尚游	2012-02-13	2021-06-07	129	《大护法》《雾山五行》	《八仙过大海》《大理寺日志》
全擎娱乐	35.0%	邢瑛	2014-07-25	2021-08-02	105	《星游记》系列	
易动传媒	18.7%	程海明	2013-01-21	2021-12-03	105	《雄狮少年》	《美食大冒险2》
十月文化	28.1%	田晓鹏	2015-07-16	2021-05-24	93	《西游记之大圣归来》	《深海》《西游记之大圣闹天宫》
可可豆动画	30.0%	杨宇	2015-11-06	2016-11-21	90	《哪吒之魔童降世》	《哪吒之魔童闹海》
中传合道	30.0%	高薇华	2015-01-06	2021-08-27	90	《姜子牙》	《姜子牙2》
路行动画	30.0%	刘敏	2008-03-10	2021-07-13	50	《妙先生》	

资料来源：企查查，猫眼，公司官网，国家电影总局，兴业证券经济与金融研究院整理

注：公司参股公司信息来源于企查查，代表作品来源于猫眼，储备作品来源于公司官网和国家电影总局，持股比例数据截至2022年7月14日。

IP 取材传统文化，打造中国神话宇宙。动画电影的 IP 层面，公司参与的作品主要取材于中华传统文化和动画番剧。其中，“封神”系列是公司最擅长的题材，“封神”的神话 IP 本身人物众多、场面宏大、便于改编，且 IP 知名度高、群众基础好。根据公告，公司重新梳理了中国有史以来的神话传说、故事、人物、事件等，已初步形成中国神话宇宙的世界观和人物谱系，涉及成百上千的神话人物。目前，《哪吒2》《姜子牙2》《二郎神》《雷震子》《土行孙之破土重生》等封神动画也已

处于筹备阶段，世界观架构将进一步拓展。

表 8、公司参与的动画电影票房（亿元）及 IP

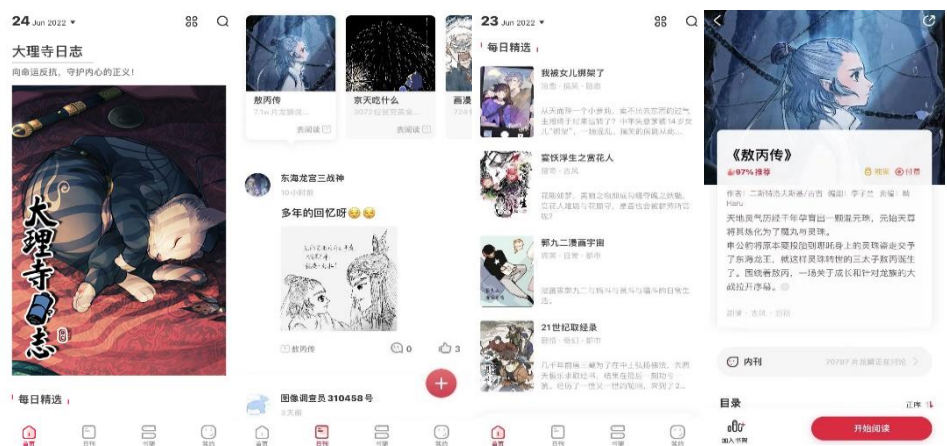
上映时间	片名	票房(亿元)	编剧	IP	参与方式
2016	《大鱼海棠》	5.73	梁旋	古诗词《逍遥游》	出品
2016	《果宝特攻之水果大逃亡》	0.08	王巍	动画番剧《果宝特攻》	出品
2017	《星游记之风暴法米拉》	-	胡一泊	动画番剧《星游记》	联合出品
2018	《昨日青空》	0.84	林闽	同名漫画	出品
2018	《熊出没·变形记》	6.05	丁亮	动画番剧《熊出没》	出品
2018	《大世界》	0.03	刘健	原创	发行
2018	《赛尔号大电影 3》	0.76	王章俊	游戏《赛尔号》	联合出品
2019	《哪吒之魔童降世》	50.35	杨宇	古代小说《封神演义》	出品
2019	《罗小黑战记》	3.15	彭可欣	同名漫画	出品
2020	《姜子牙》	16.02	关皓天	古代小说《封神演义》	出品
2020	《妙先生》	0.13	林绍男	同名动画番剧	出品
2020	《废弃之城》	-	易智言	原创	出品

资料来源：公司公告，猫眼，拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：票房数据来源于猫眼，截至 2022 年 6 月 18 日。《废弃之城》在中国台湾上映，猫眼平台无该影片的票房数据。

“封神”赛道渐趋拥挤，“一本漫画”储备成人向 IP。在彩条屋的带动下，其他动画公司也将目光瞄向了“封神”宇宙。如追光动画推出了东方朋克风的《新神榜：哪吒重生》，影片于 2021 春节档上映，票房 4.56 亿元，追光旗下的《新神榜：杨戬》也定于 2022 暑期档上映。在“封神”赛道逐渐拥挤的背景下，2020 年 1 月，光线正式上线漫画 APP“一本漫画”，为动画电影储备成人向 IP 资源，截至 2022 年 7 月 2 日，“一本漫画”平台已有 134 部漫画作品，其中，短篇题材的漫画数量占比最高，达到 46%，情感题材和奇幻题材的漫画各占比 16%，搞笑题材的占比 7%，历史、科幻、悬疑题材的漫画占比较低，各占 5% 左右。与电影相关的热门漫画包括《敖丙传》，《妙先生之彼岸花》《大理寺日志》《茶啊二中》，随着一本漫画的题材和内容不断丰富，有望为公司培育差异化的 IP，保持内容的独特竞争力。

图 46、“一本漫画”APP 主界面



资料来源：一本漫画 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

绑定头部动画电影导演，全龄向动画将持续发力。公司与国内的头部动画电影导演形成了良好的合作关系。根据拓普数据，执导国产动画电影累计票房排名前20的导演中，代表作品以爆款全龄向动画和系列亲子向动画为主，全龄向动画的票房效率更高。累计票房排名前10的导演中，有4位导演曾与公司合作，均擅长执导全龄向动画电影作品，均凭借1部爆款动画电影跻身前10。基于过往项目的成功经验，以及公司开放的合作模式和强大的宣发网络，公司与头部导演实现了高度绑定，合作程度不断加深，如公司主投主控的新电影《西游记之大圣归来》继续由田晓鹏执导，《哪吒之魔童闹海》继续由杨宇执导，原班人马的打造保证了影片的质量，叠加IP已有的粉丝基础，有望延续此前的热度和口碑，带动公司业绩复苏。

表 9、国产动画电影票房 TOP20 导演及其代表作

导演	电影数量(部)	累计票房(亿元)	代表作	关联公司
饺子	1	50.35	《哪吒之魔童降世》	光线传媒
丁亮	8	33.42	《熊出没》系列	方特动漫
程腾	1	16.03	《姜子牙》	光线传媒
黄家康	2	10.47	《白蛇》系列	追光动画
詹妮弗·余	1	10.03	《功夫熊猫3》	中国电影
林汇达	1	9.60	《熊出没·重返地球》	方特动漫
田晓鹏	1	9.57	《西游记之大圣归来》	光线传媒
梁旋	1	5.75	《大鱼海棠》	光线传媒
赵霁	1	4.56	《新神榜：哪吒重生》	追光动画
王云飞	6	4.33	《神秘世界历险记》系列	江苏广电
简耀宗	4	3.87	《喜羊羊》系列	奥飞娱乐
何澄	4	3.85	《新大头儿子和小头爸爸》系列	央视动画
王章俊	6	3.67	《赛尔号》系列	淘米文化
赵崇邦	3	3.47	《喜羊羊》系列	奥飞娱乐
MTJJ 木头	1	3.15	《罗小黑战记》	光线传媒
黄伟明	4	2.92	《喜羊羊》系列	奥飞娱乐
孙海鹏	2	2.60	《雄狮少年》	精彩时间
卢恒宇	2	2.54	《十万个冷笑话》系列	万达影业
谢立文	4	2.01	《麦兜》系列	新华展望
于胜军	4	1.72	《洛克王国》系列	优扬文化

资料来源：拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：依照导演执导的国产动画电影合计票房降序排列，国产电影的统计口径为国产片+合拍片，票房数据截至2022年4月1日。

入股票务龙头，宣发优势明显。在强大的制作团队之外，公司还具备显著的宣发优势。一方面，公司持股在线票务龙头猫眼19.35%的股份，根据艾媒咨询的调研数据，截至2022年1月，60.8%的网民曾在猫眼电影购票，根据猫眼招股书，2018年前3季度，猫眼娱乐在线票务市占率为61%，依托猫眼的流量优势，公司可以根据观众喜好进行电影制作并宣传；另一方面，作为国内“神话宇宙”概念的首创者，公司在营销层面强化IP联动，如在《姜子牙》的宣发阶段，便刻意打通单体人物，安排大圣、姜子牙、哪吒同框出现，意在建立统一的利益格局，构建封神宇宙观，传递“国漫崛起”情绪，形成全民热度，同时，在营销上通过物料展现影片本体品质，展现独有东方美学，证明影片具备“国漫崛起”的硬实力。尽管由于

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

受众错配因素导致口碑分化，但是借势《哪吒》的流量红利、题材内容的独特性以及强大的宣发阵容，《姜子牙》仍然占领档期票房高地，首日票房位列中国动画影史第一。

图 47、《姜子牙》宣发物料

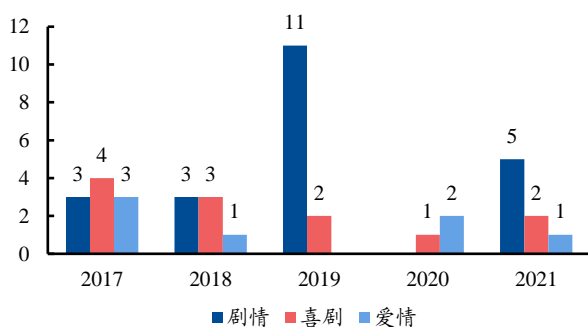


资料来源：电影《姜子牙》官微，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、亮点三：签约艺人出演主投影片，实现影视经纪业务双赢

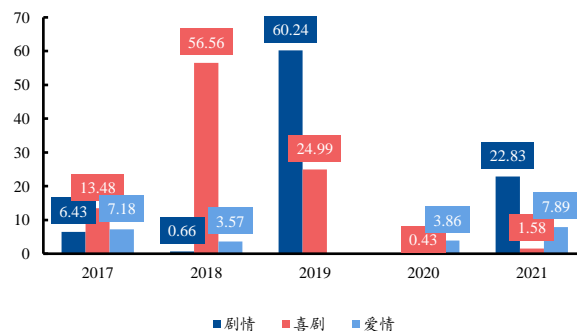
主力题材稳定供应，爆款潜力大。公司的真人影片票房主要来源于剧情、喜剧和爱情电影，2017-2021年，剧情、喜剧和爱情电影票房占公司真人电影总票房的比重介于90%-100%。2017-2021年，除了2020年之外，公司参与的剧情、喜剧和爱情电影年度合计上映数量介于7-10部/年，剧情、喜剧和爱情电影年均上映数量分别为6、2、2部。2017-2021年，除了2020年之外，公司参与的剧情、喜剧和爱情电影年度合计票房介于27.09-85.23亿元/年，剧情、喜剧和爱情电影合计票房分别为18.03亿元、19.41亿元、4.50亿元。公司在主力题材影片上实现了稳定供应，保障了公司真人电影持续的票房产出，且剧情和喜剧电影容易出现爆款电影，增加了公司的业绩弹性，如公司参与出品的喜剧电影《唐人街探案2》（2018年上映）和剧情电影《我和我的祖国》（2019年上映）均实现了超过30亿元的票房收入，带动公司2018年和2019年参与的真人电影票房达到68亿元和85亿元。

图 48、公司参与的剧情、喜剧和爱情电影数量（部）



资料来源：拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、公司参与的剧情、喜剧和爱情片票房（亿元）



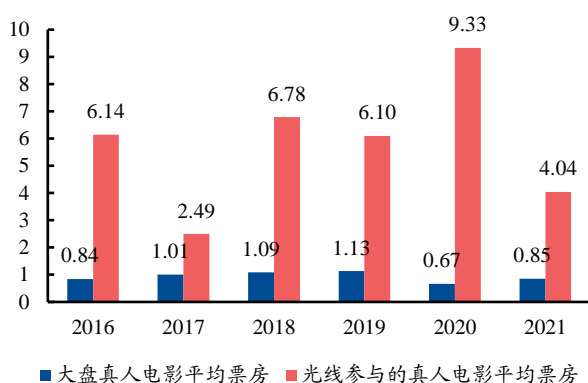
资料来源：拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

主力题材优势稳定，单片票房高于大盘。2016-2021年，公司参与的真人电影单片

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

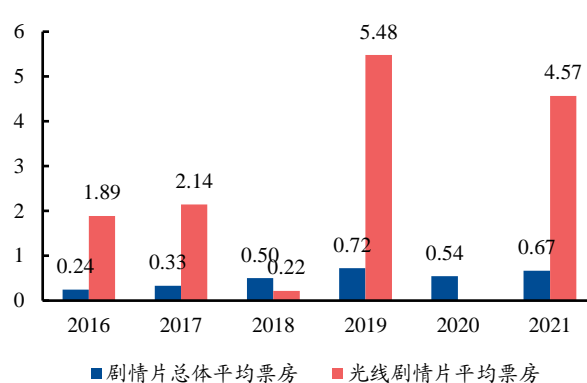
票房显著高于大盘真人电影单片票房，体现出公司真人电影持续稳定的竞争力。除个别年份外，公司的主力题材单片票房均显著高于行业平均水平。公司在中低成本、高回报的青春爱情影片上具备成熟经验和驾驭优势，在获取项目的能力、对项目的判断力、对项目风险的控制力、项目投资比例等各方面均稳步提升，不仅有效地保障了项目的成功率，而且项目的成本利润率也远远高于行业平均水平，护城河不断加宽，如2018年公司主投的青春爱情电影《悲伤逆流成河》票房达到3.57亿元，2021年公司主投主控的中成本爆款爱情电影《你的婚礼》票房达到7.89亿元，位列2021年全国爱情电影票房排行榜第二位。

图 50、公司参与的真人影片和大盘真人影片平均票房对比（亿元/部）



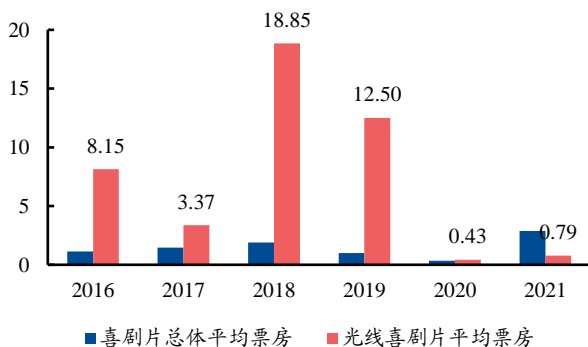
资料来源：艺恩数据，拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理
注：大盘影片票房来源于艺恩数据，公司参与的真人影片票房来源于拓普数据。

图 51、公司参与的剧情电影和大盘剧情电影平均票房对比（亿元/部）



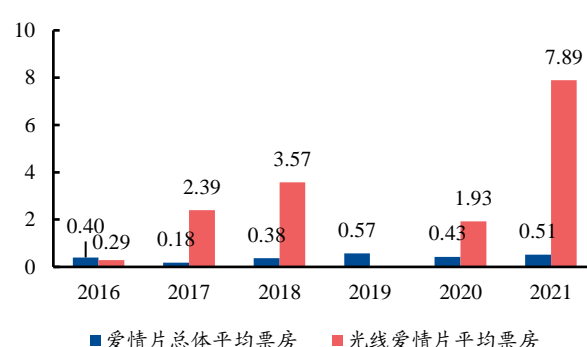
资料来源：艺恩数据，拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、公司参与的喜剧电影和大盘喜剧电影平均票房对比（亿元/部）



资料来源：艺恩数据，拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 53、公司参与的爱情电影和大盘爱情电影平均票房对比（亿元/部）



资料来源：艺恩数据，拓普数据，兴业证券经济与金融研究院整理

签约艺人出演影片，加强业务协同效应。近年来，公司主投主控的青春爱情电影主要采用公司签约艺人。一方面，有助于降低影片的制作成本，更加专注内容的生产，提升影片的投资回报率，另一方面，参演电影使公司艺人的知名度和商业价值持续提升，为公司带来更多影视业务和商业合作的资源，实现公司影视业务

与艺人经纪业务的协同和双赢。

表 10、公司签约艺人参演公司主投主控影片的情况

公司参与的影片	年份	影片题材	票房(亿元)	公司艺人的参与情况	投资规模
《你的婚礼》	2021	爱情/剧情	7.89	章若楠主演	中成本
《悲伤逆流成河》	2018	剧情/爱情	3.57	任敏、辛云来、章若楠、朱丹妮主演	中成本
《如果声音不记得》	2018	爱情/青春	3.34	章若楠主演、辛云来参演	中成本
《以年为单位的恋爱》	2021	剧情/爱情	2.31	孙千主演	-
《谁的青春不迷茫》	2016	剧情/爱情	1.79	郭姝彤和丁冠森主演	中小成本
《十年一品温如言》	2022	剧情/爱情	1.67	任敏、丁禹兮、王川、许童心、丁楠、漆昱辰主演	-
《我是真的讨厌异地恋》	2022	爱情/青春	1.65	任敏、冯祥琨、丁禹兮、孙美林、李孝谦主演	-
《革命者》	2021	剧情/历史	1.36	章若楠主演、辛云来参演	中高成本
《五个扑水的少年》	2021	剧情/喜剧	0.69	辛云来、冯祥琨、李孝谦、吴俊霆、王川主演	中成本
《我们的样子像极了爱情》	2022	剧情/爱情	-	李孝谦、漆昱辰、修雨秀主演	-

资料来源：公司官网，拓普数据，猫眼，兴业证券经济与金融研究院整理

注：公司主投主控的影片来源于公司公告，艺人信息来源于公司官网，投资规模来源于拓普数据，票房、年份和题材数据来源于猫眼 APP，票房截至 2022 年 7 月 11 日。

4、未来展望：神话宇宙厚积薄发，《深海》有望再创辉煌

4.1、待映片单异彩纷呈，动画电影持续发力

传统文化赋予国漫独特魅力，封神宇宙提升光线业绩弹性。根据公司公告，目前规划中的动画电影有二三十部，预计每年能推出 2-3 部左右的动画电影。根据国家电影总局，2015-2021 年，光线已完成备案但未上映的动画电影合计 16 部，其中，改编于古诗词/古代小说/民间传说的作品占比 56%，此类动画电影具备合家欢属性，受众广泛，易引发大众共鸣，票房爆发力强；改编自《封神演义》的影片占比 25%，其中，已有“封神”IP 的续作，如《哪吒之魔童闹海》和《西游记之大圣闹天宫》均由原班人马打造，影片的质量有保障，市场预期较高，且公司积累的制作经验和宣发优势，有望延续到此后的封神题材作品中。此外，有 3 部作品改编自动画番剧，具备庞大的粉丝基础，票房可期。上述储备影片将给公司带来较大的业绩弹性。

表 11、公司储备动画电影片单

备案时间	片名	进度	编剧	IP	IP 名称
2015/11	《凤凰之千年公主》	前期策划	毛启超	未知	-
2016/01	《星游记之冲出地球》	制作完成	胡一泊	动画番剧	《星游记》
2016/01	《暴走漫画之白日梦》	-	胡任斯	漫画	《暴走漫画》
2016/01	《八仙过大海》	前期策划	易巧	民间传说	八仙过海
2016/06	《西游记之大圣闹天宫》	前期策划	田晓鹏	古代小说	《西游记》
2016/09	《桃花源·记》	-	张萌	古诗词	《桃花源记》
2016/09	《南柯一梦》	-	林闽	古代传记	《南柯太守传》

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2017/10	《魁拔4》	前期策划	王川	动画番剧	《魁拔》
2020/08	《雷震子》	-	曹林林	古代小说	《封神演义》
2021/03	《二郎神》	-	邢嘉芸	古代小说	《封神演义》
2021/03	《土行孙之破土重生》	-	刘洋	古代小说	《封神演义》
2021/04	《茶啊二中》	制作中	茶啊二中	动画番剧	《茶啊二中》
2021/06	《大鱼海棠贰》	制作中	梁旋	古诗词	《逍遥游》
2021/10	《红孩儿之冲出火焰山》	前期策划	刘洋	古代小说	《西游记》
2022/01	《君心，我心》	-	王竞	未知	-
2022/03	《哪吒之魔童闹海》	前期策划	杨宇	古代小说	《封神演义》

资料来源：国家电影总局，公司公告，猫眼，企查查，兴业证券经济与金融研究院整理
注：上述影片的统计口径为：公司参与备案、截至2022年6月18日仍未上映的动画电影。

年内优质项目储备充足，动画电影上映数有望创新高。根据公司年报，2022全年有望上映14部影片，高于2020年和2021年同期水平，影片数量的回升将提振公司电影业务的收入。其中，公司主投+发行的影片占比64%，有利于公司维持较高的收入分账比例。截至2022年7月2日，2022年公司已上映了3部影片，票房合计9.33亿元。2022年下半年，公司待上映的储备影片共有11部，在动画电影层面，《深海》《茶啊二中》已送审，预计年内上映的动画电影包括《深海》《茶啊二中》《冲出地球》《大雨》，上映数量有可能创造历年之最；在真人电影层面，影片类型丰富，犯罪动作电影《新秩序》和青春爱情题材电影《我们的样子像极了爱情》已定档，张艺谋导演的反腐、警匪题材电影《坚如磐石》已送审，五百导演的电影《扫黑·拨云见日》、家暴题材电影《我经过风暴》、主旋律电影《中国乒乓》、喜剧奇幻电影《交换人生》等项目也将于年内上映。

表 12、公司 2022 年下半年储备电影片单（截至 2022 年 7 月 15 日）

电影名称	上映时间	进度	类型	导演	主演	参与方式	猫眼想看 (万人)
《冲出地球》	2022/7/16	待映	动画/科幻	胡一泊	锦鲤/李岱昆/张磊	主投+发行	16.03
《我们的样子像极了爱情》	2022/8/4	待映	剧情/爱情	王梓骏	李孝谦/漆昱辰/林俊毅	主投+发行	7.84
《新秩序》	2022	制作中	犯罪/动作	马浴柯	张家辉/阮经天/王大陆	参投	3.62
《扫黑·拨云见日》	2022	制作中	犯罪/动作	五百	肖央/范丞丞	主投+发行	-
《坚如磐石》	2022	已送审	动作/警匪	张艺谋	雷佳音/张国立/于和伟	主投+发行	0.72
《我经过风暴》	2022	制作中	剧情/家庭	秦海燕	佟丽娅/吴煜翰	参投+发行	0.38
《中国乒乓》	2022	制作中	剧情/运动	俞白眉/邓超	邓超/许魏洲/段博文	参投	0.11
《交换人生》	2022	制作中	喜剧/奇幻	苏伦	张小斐/雷佳音	参投	0.01
《深海》	2022	已送审	科幻/动画	田晓鹏	-	主投+发行	0.65
《茶啊二中》	2022	已送审	动画/校园	夏铭泽/闫凯	-	主投+发行	-
《大雨》	2022	制作中	动画/冒险	不思凡	-	参投+发行	-

资料来源：国家电影总局，公司年报，猫眼，兴业证券经济与金融研究院整理

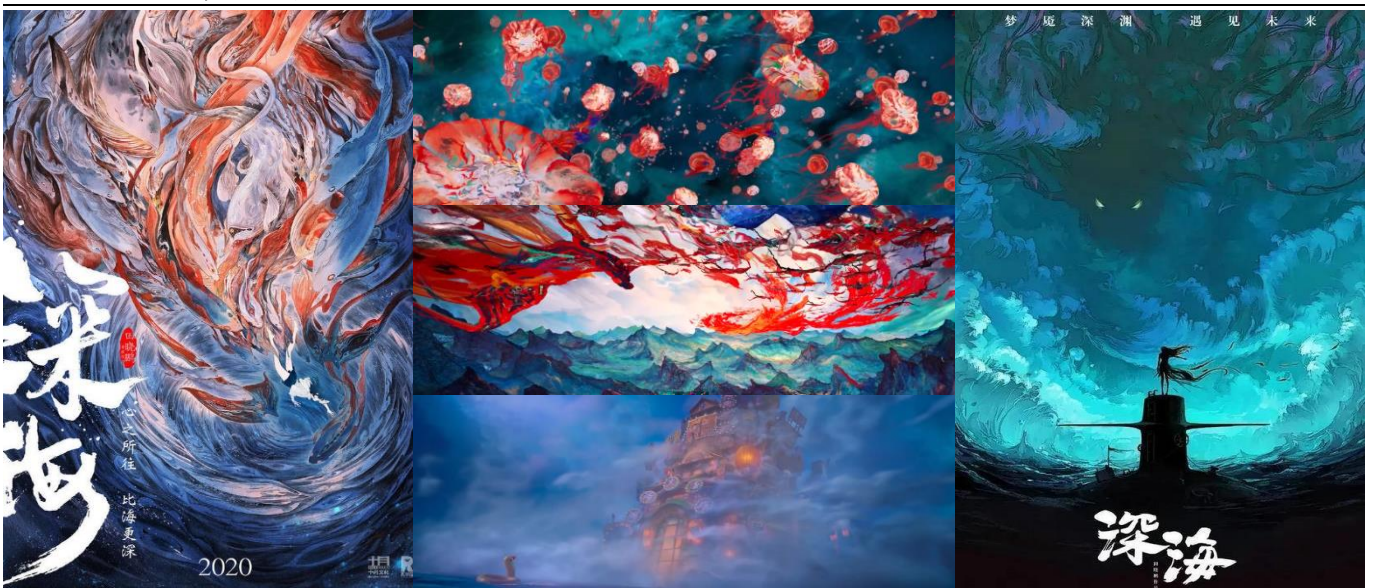
数量和质量均有保障，电影业务有望持续发力。根据公司公告，2022年公司预计制作的电影共有44部，包含《大鱼海棠2》《西游记之大圣闹天宫》《哪吒2》《姜子牙2》《谁的青春不迷茫2》《三体》《大理寺日志》《白夜行》等作品，一方面，影片储备数量充足，另一方面，公司已经拥有的动画IP续集均由原班人马打造，

影片质量有保障。根据猫眼，截至7月15日，公司的储备片单中，猫眼想看人数突破一万的电影有《大鱼海棠2》《冲出地球》《最后的魁拔》《我们的样子像极了爱情》《新秩序》《哪吒2》和《凤凰》，以公司擅长的动画和青春题材为主，成功率较高，且多由公司主投主控，有望带动公司业绩复苏。

4.2、耗时七年打磨，《深海》票房可期

原创动画《深海》历时七年打磨，主创叠加题材有望提振票房。2022下半年，公司最重磅的产品是科幻悬疑题材的三维动画电影《深海》。《深海》由彩条屋旗下的十月文化承制，由《大圣归来》导演田晓鹏执导，影片于2015年备案、耗时7年打磨。不同于以往的神话IP，《深海》是田晓鹏构思多年的成人向原创动画，用独特的东方美学演绎了一个现代背景的奇幻故事，讲述了一位少女在神秘海底世界中追寻探索，邂逅一段独特生命旅程的故事。公司此前的《大鱼海棠》《姜子牙》等作品已经打开了国产成人向动画市场，并积累了一定的粉丝基础，本次推出《深海》，有望进一步拓展受众。目前发布的剧照水墨色彩浓厚、物料细节精美，彰显了成人向国漫的品质。成人向的定位、新颖的题材、导演的加持、细节的把控和长期的打磨，使得《深海》备受关注。根据百度指数，2022年6月初以来，“深海”一词的搜索指数呈现上升趋势，热度较高的关键词有“深海电影”“姜子牙彩蛋”“姜子牙动画电影”“暑期档电影”“田晓鹏”“大圣闹天宫”等，可见影片前期的营销与导演和《姜子牙》的关联度较高，凭借《西游记之大圣归来》和《姜子牙》的流量红利以及影片内容题材的独特性，预计《深海》的前期票房可观，随着影片口碑发酵，《深海》的票房有望再创辉煌。

图 54、动画电影《深海》剧照



资料来源：十月文化公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、全产业链布局，协同效应增强

联动产业链上下游，拓宽内容变现渠道。根据前瞻产业研究院《2021-2026年卡通及动漫玩具行业市场深度分析及发展策略研究报告》，动漫产业70%以上的利润来自于IP的衍生开发，衍生品销售以及主题乐园的建设运营等是产值的主要来源，而授权衍生品生产与开发是成本回收的主要途径之一。因此，公司布局上下游产业有望加强业务间协同效应、增厚业绩。一方面，光线储备了大量优质IP，且具备打造爆款动画电影作品的实力，另一方面，光线投资了下游的IP衍生企业（如全线实景文化）和实景娱乐项目，有利于延长优质IP的生命周期，充分发挥内容的价值。未来，随着储备动画电影陆续上映，以及“扬州·中国电影世界项目”和其他实景娱乐项目陆续落地，公司的上游内容业务与下游衍生业务的协同效应将进一步加强。

网文改编剧集储备充足，同步利好经纪业务。根据公告，2022年，公司的电视剧/网剧储备充足，合计有9部剧集，较往年显著提升。题材层面，以公司擅长的古装爱情剧为主，以犯罪悬疑剧为辅。IP层面，储备剧集均改编于小说/漫画，其中，热门网文/小说改编的剧集占比67%，改编自漫画的剧集占比33%，IP改编剧的粉丝基础好，成功概率高，如由漫画《大理寺日志》改编、由赵露思和丁禹兮主演的古装剧《大理寺少卿游》未播先火。此外，虽然大部分剧集尚未公布演员，但是根据公司近年来的剧集演员和电影演员推断，由公司旗下的艺人参演的可能性较高。预计2022年公司的剧集收入将显著增加，且将同步提升公司的影视经纪业务收入，全产业链布局下，协同效应进一步增强。

表 13、光线储备电视剧片单

IP 来源	电视剧名	进度	类型
晋江文学城同名网文	《山河枕》	已与视频平台达成合作	古装/爱情
同名小说	《春日宴》	已与视频平台达成合作	古装/爱情
同名小说	《拂玉鞍》	待播	古装/爱情
漫画《大理寺日志》	《大理寺少卿游》	已与视频平台达成合作	古装/探案/爱情
晋江文学城同名网文	《她的小梨涡》	推进中	都市/爱情
网文《我的约会 Excel》	《我的约会清单》	推进中	都市/爱情
一本漫画同名漫画	《如果某天我孤独死去》	推进中	剧情/情感
小说《19年间谋杀小叙》	《十九年间谋杀小叙》	推进中	犯罪/悬疑
快看漫画同名漫画	《照明商店》	推进中	惊悚/悬疑

资料来源：公司公告，猫眼，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测与估值

光线传媒作为中国最大的民营传媒娱乐集团和动画电影行业龙头，未来大有可为：

①后疫情时代，全国各地影院加快复工复产，影片供给将快速修复，前期推迟的观影需求将逐步释放，在头部影片的带动下，我国电影市场将迎来强劲复苏；同时，影片的头部效应凸显，影片口碑对票房的影响力不断提升，影片制作经验丰富、优质项目储备充足的龙头企业优势有望扩大；②国产动画电影，作为合家欢观影场景的重要选择，承担着讲好中华文明故事、弘扬中华民族精神、彰显东方美学的重大使命。在传统文化保护政策和文化产业数字化战略的支持下，在国潮复兴和国漫崛起的呼声下，在爆款动画电影的拉动下，有望迎来黄金时代，掌握优质 IP、制作能力突出的龙头企业将脱颖而出；③动画电影行业长周期、高风险、高投入、高产出的特质，决定了行业集中度相对较高，新进入者威胁较低。行业引领者光线传媒凭借完善的产业链布局、开放的合作模式、深厚的文化积淀、充足的内容储备、头部的制作团队、强大的宣发网络，构筑出深厚的动画电影护城河。公司的精准研判和逆势布局有望为公司在国漫复苏中抢占先机，提升市场份额。

核心假设：

电影及衍生业务：2022 年公司项目储备充足，全年有望上映 14 部影片，高于 2020 年和 2021 年同期水平，题材多样，想象空间较大，且公司主投+发行的影片占比超过 60%，有利于维持较高的分账水平。2022 年公司动画电影上映数量有望创历史新高，包含重磅影片《深海》《茶啊二中》《冲出地球》《大雨》，考虑到公司的动画电影票房爆发力较强，预计将显著增加 2022 年电影及衍生业务的收入。同时，公司影片备案数量逆势增长，多部封神 IP 动画电影续作已经完成备案，均由原班人马打造，影片质量、口碑和票房均有保障，将为公司创造新的增长点。考虑到公司因疫情推迟上映的优质影片有望于下半年陆续登陆荧幕，且以公司擅长的题材为主，将显著增加公司的业绩弹性，预计 2022-2024 年公司电影及衍生业务营收增速分别为 85.00%/23.00%/15.00%，毛利率分别为 60.00%/58.00%/56.00%。

经纪及其他业务：公司的艺人经纪业务发展势头良好，2021 年利润较 2020 年同期大幅增长。公司旗下艺人参演公司主投的电影/电视剧，知名度和商业价值持续提升，一方面为公司带来更多的影视业务、商务合作等资源和机会，另一方面，加强了公司电影、电视剧/网剧及艺人经纪业务之间的协同效应，预计未来公司的艺人经纪及其他业务的收入和利润将稳步提升。预计 2022-2024 年公司经纪及其他业务营收增速分别为 75.00%/20.00%/15.00%，毛利率分别为 50.00%/51.00%/52.00%。

电视剧和网剧业务：公司在影视制作领域具备丰富经验，近年来，公司的网剧业务发展迅速，题材多样，制作精良，成本相对可控。公司的储备片单中，IP 改编剧占据主导，粉丝基础好，成功概率高。2022 年，公司将在擅长的古装爱情题材上集中发力，如《大理寺少卿游》《拂玉鞍》《山河枕》《春日宴》等，古装爱情剧集的市场热度较高，预计将显著增加公司的电视剧/网剧业务收入，此外，悬疑题材的《十九年间谋杀小叙》《照明商店》也在推进中，此类题材相对稀缺，想象空

间较大。预计 2022-2024 年公司电视剧和网剧业务营收增速分别为 55.00%/15.00%/10.00%，毛利率分别为 40.00%、35.00%、35.00%。

表 14、公司盈利预测假设

年份		2021	2022E	2023E	2024E
电影及衍生业务	主营业务收入(百万元)	914.30	1691.46	2080.49	2392.56
	同比增长率	-2.86%	85.00%	23.00%	15.00%
	毛利率	36.34%	60.00%	58.00%	56.00%
经纪业务及其他	主营业务收入(百万元)	146.50	256.38	307.65	353.80
	同比增长率	129.73%	75.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	51.28%	50.00%	51.00%	52.00%
电视剧和网剧业务	主营业务收入(百万元)	106.88	165.66	190.51	209.56
	同比增长率	-30.65%	55.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	37.03%	40.00%	35.00%	35.00%
营业费用 / 主营业务收入		0.84%	0.45%	0.50%	0.60%
管理费用 / 主营业务收入		5.75%	5.60%	6.00%	6.50%
财务费用 / 主营业务收入		-3.62%	-1.35%	-1.64%	-2.56%
实际税率		-26.84%	17.00%	17.00%	17.00%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

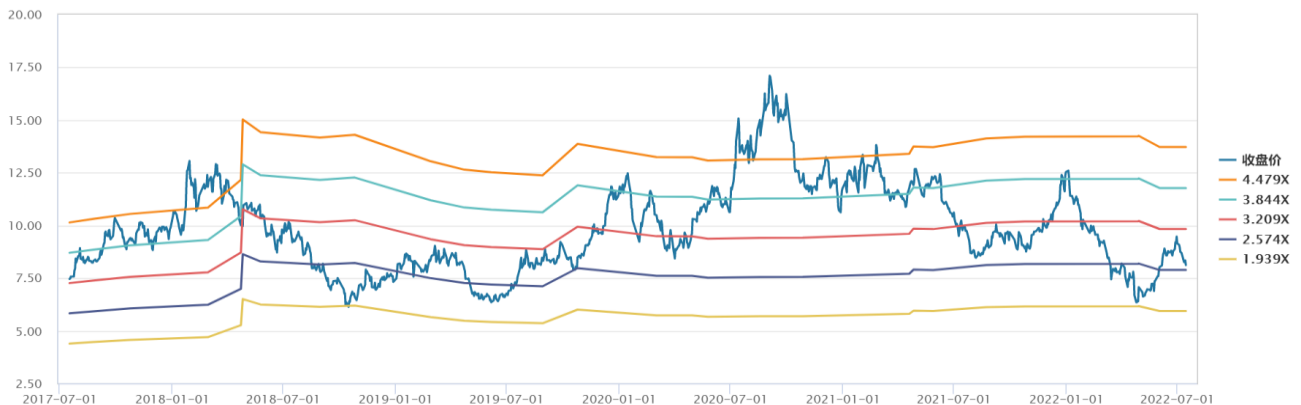
表 15、公司盈利预测结果 (PB 对应 2022 年 7 月 15 日收盘价)

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1168	2113	2579	2956
增长率	0.7%	81.0%	22.0%	14.6%
营业利润(百万元)	-274	968	1274	1558
增长率	-186.2%	454.0%	31.6%	22.2%
归母净利润(百万元)	-312	805	1058	1290
增长率	-207.1%	358.3%	31.4%	21.9%
最新摊薄每股收益(元)	-0.11	0.27	0.36	0.44
每股净资产(元)	3.26	3.31	3.68	4.12
市盈率(倍)	-76.4	29.6	22.5	18.5
市净率(倍)	2.5	2.5	2.2	2.0

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

公司目前 PB 估值处于相对较低区间：

图 55、光线传媒 PB-BAND (截至 2022.7.15)



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

盈利预测: 动画电影未来空间广阔, 公司市场份额遥遥领先, 优质项目储备充足, 制作和宣发经验丰富, 未来大有可为。结合当前行业及公司情况, 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 8.05/10.58/12.90 亿元, 对应当前股价 (2022 年 7 月 15 日) 的 PE 分别为 29.6/22.5/18.5 倍, 维持“**审慎增持**”评级。

6、风险提示

(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。根据《广播电视管理条例》《电影管理条例》和《电视剧内容管理规定》《电影产业促进法》等, 国家对影视剧的制作、进口、发行等环节实行许可制度, 违反该等政策将受到相关行政主管部门的通报批评、限期整顿、没收违法所得、罚款等处罚, 情节严重的还将被吊销相关许可证甚至市场禁入。

(2) 影视作品销售的市场风险

文化产品是否为市场和广大观众所需要及喜爱、是否能够畅销并取得良好票房或收视率、能否取得丰厚投资回报均存在一定的不确定性。新产品可能因为定位不准确、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。

(3) 作品内容审查或审核风险

电影方面, 国家实行电影剧本 (梗概) 备案和电影片审查制度, 未经备案的电影剧本 (梗概) 不得拍摄, 未经审查通过的电影片不得发行、放映、进口、出口, 公司面临着电影作品审查的风险。电视剧方面, 公司面临着电视剧作品审查的风险。游戏方面, 国家实行移动游戏内容审核制度, 《国家新闻出版广电总局办公厅关于移动游戏出版服务管理的通知》自 2016 年 7 月 1 日起实施, 未经审核通过的移动游戏不得上网出版运营, 因此公司面临着移动游戏作品内容审核的风险。

(4) 侵权盗版的风险

侵权盗版现象在世界范围内屡禁不止, 尤其是随着互联网的普及, 盗版影视作品在网络上泛滥成灾。尽管近年来政府有关部门通过逐步完善知识产权保护体系、加强打击盗版执法力度等措施, 在保护知识产权方面取得了明显的成效, 但打击盗版侵权、规范市场秩序仍然是一个长期的过程, 因此, 公司在一定时期内仍将面临影视作品遭受盗版侵害的风险。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4709	4993	6003	7391	营业收入	1168	2113	2579	2956
货币资金	1138	1400	2045	3047	营业成本	721	904	1148	1359
交易性金融资产	1784	1784	1784	1784	税金及附加	3	5	6	7
应收票据及应收账款	329	225	270	311	销售费用	10	10	13	18
预付款项	143	127	161	190	管理费用	67	118	155	192
存货	1182	1167	1482	1754	研发费用	19	20	20	21
其他	133	290	263	305	财务费用	-42	-29	-42	-76
非流动资产	5770	5913	5861	5863	其他收益	49	38	41	42
长期股权投资	4677	4805	4772	4767	投资收益	-274	-81	-47	10
固定资产	25	39	53	67	公允价值变动收益	13	9	10	10
在建工程	0	0	0	0	信用减值损失	28	-32	-25	-18
无形资产	2	0	-1	-2	资产减值损失	-481	-50	16	80
商誉	15	15	15	15	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	-5	-18	-31	营业利润	-274	968	1274	1558
其他	1044	1058	1040	1047	营业外收入	26	16	18	19
资产总计	10479	10905	11864	13255	营业外支出	0	2	1	1
流动负债	756	1006	885	962	利润总额	-248	983	1292	1575
短期借款	0	232	0	0	所得税	67	167	220	268
应付票据及应付账款	283	355.38	451.36	534.05	净利润	-314	816	1072	1307
其他	473	418	433	428	少数股东损益	-3	11	14	17
非流动负债	152	154	153	154	归属母公司净利润	-312	805	1058	1290
长期借款	0	0	0	0	EPS(元)	-0.11	0.27	0.36	0.44
其他	152	154	153	154					
负债合计	908	1160	1038	1116	主要财务比率				
股本	2934	2934	2934	2934	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
资本公积	1982	1982	1982	1982	成长性				
未分配利润	4285	4503	5561	6851	营业收入增长率	0.7%	81.0%	22.0%	14.6%
少数股东权益	17	28	42	59	营业利润增长率	-186.2%	454.0%	31.6%	22.2%
股东权益合计	9571	9745	10826	12138	归母净利润增长率	-207.1%	358.3%	31.4%	21.9%
负债及权益合计	10479	10905	11864	13255	盈利能力				
					毛利率	38.3%	57.2%	55.5%	54.0%
					净利率	-26.9%	38.6%	41.6%	44.2%
					ROE	-3.3%	8.3%	9.8%	10.7%
					偿债能力				
					资产负债率	8.7%	10.6%	8.8%	8.4%
					流动比率	6.23	4.96	6.79	7.68
					速动比率	4.66	3.80	5.11	5.86
					营运能力				
					资产周转率	11.5%	19.8%	22.7%	23.5%
					应收账款周转率	181.0%	523.8%	732.8%	712.1%
					存货周转率	57%	66%	75%	72%
					每股资料(元)				
					每股收益	-0.11	0.27	0.36	0.44
					每股经营现金	0.18	0.30	0.28	0.31
					每股净资产	3.26	3.31	3.68	4.12
					估值比率(倍)				
					PE	-76.4	29.6	22.5	18.5
					PB	2.5	2.5	2.2	2.0

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	-312	805	1058	1290
折旧和摊销	13	-6	-6	-6
资产减值准备	453	-72	76	59
资产处置损失	0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	-13	-9	-10	-10
财务费用	-10	-29	-42	-76
投资损失	274	81	47	-10
少数股东损益	-3	11	14	17
营运资金的变动	120	135	-333	-349
经营活动产生现金流量	536	875	817	912
投资活动产生现金流量	-1316	-221	8	10
融资活动产生现金流量	-36	-391	-182	81
现金净变动	-817	263	644	1003
现金的期初余额	1925	1138	1400	2045
现金的期末余额	1108	1400	2045	3047

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn