

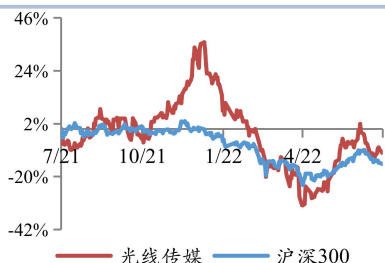
真人影视龙头，动画领域“质、量”齐抓坐稳行业头把交椅

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-07-26

收盘价（元）	8.36
近12个月最高/最低（元）	12.60/6.35
总股本（百万股）	2,934
流通股本（百万股）	2,787
流通股比例（%）	95.01
总市值（亿元）	245
流通市值（亿元）	233

公司价格与沪深300走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

1. 百度集团-SW (9888.HK) 22Q2 前瞻：短期承压，发力 AI，赋能百业 2022-07-22
2. 行业点评：游戏版号送审节奏有望提速，文化产品出海持续提高景气度 2022-07-22
3. 分众传媒 (002027.SZ)：受疫情扰动业绩短期承压，静待疫情后消费回暖业绩恢复 2022-07-20
4. 美团-W (3690.HK) 2Q2022 业绩前瞻：两大主业加速恢复，新业务高质量增长 2022-07-18
5. 行业点评：游戏版号发放常态化，行业有望迎来有序修复 2022-07-13
6. 携程集团-S 22Q1 点评：国内业务恢复领先行业，国际业务强势增长 2022-06-30
7. 百度集团-SW：深耕 AI 云计算和智能驾驶，老牌巨头再启航 2022-06-28

主要观点：

● 电影业务长期竞争优势不变，“以小博大”战略推动毛利率提升

光线传媒自 2015 年以后，几乎每年都会出品发行至少一部票房超过 10 亿元的电影，通过数十余年的经验积累，光线传媒已经渐渐找到了市场主流的内容偏好，凭借其灵敏的市场嗅觉及优秀的内容筛选能力，精品爆品层出不穷，光线传媒也凭此逐渐坐稳电影行业龙头地位，除此之外，光线传媒“以小博大”战略效果明显，低成本撬动高额收益，从而使得光线传媒电影业务毛利率领先于行业其他玩家。

● 上半年电影行业受高线城市疫情爆发影响严重，5 月之后迎来快速回暖

今年上半年高线城市疫情爆发后，行业再次迎来“寒冬”，3 月至 5 月国内观影人次与票房收入都出现断崖式下跌，但随着 5 月之后疫情得到有效管控，行业在 6 月份得到回暖，观影人次与票房收入下降趋势都得到大幅收窄，预计随疫情常态化管理后，今年下半年行业会进一步加快修复速度。

● 电视剧及网剧业务顺应行业趋势布局网剧，具备输出头部剧集能力

光线传媒电视剧及网剧业务凭借其二十余年的经验积累，已经具备了热门剧集的制作能力，此外，公司也在顺应行业趋势，业务布局主要以网剧为主，充分享受互联网流量红利。

● 高筑墙、广积粮，坐稳动画行业头把交椅

自 2019 年以来，公司制作发行了诸多国内现象级动画影片，如《哪吒之魔童降世》、《姜子牙》、《大鱼海棠》，在很大程度上为国产动画影片撕去了低幼、劣质的标签，此外，光线传媒在该领域“质、量”齐抓，目前储备的动画类影片充足，2022 年上映数量有望达到历史之最，按公司计划，以后每年都会推出约 2-3 部动画影片，其中不乏《哪吒 2》、《姜子牙 2》、《大鱼海棠 2》具备强大号召力的动画影片续作。

● 艺人经纪与公司影视业务产生协同效应，降本增效明显

经纪与其他业务发展速度明显，目前已成为公司第二大业务板块，艺人经纪方面，公司旗下多位艺人的知名度及商业价值持续提升，为公司带来了更多的影视业务、商务合作等资源和机会，此外，公司电影、电视剧/网剧及艺人经纪业务之间的协同效果日益增强，为公司影视剧业务发展降低了制作成本。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 营收为 20.81 亿元/25.18 亿元/28.82 亿元，归母净利润分别为 7.88 亿元/10.87 亿元/13.30 亿元。随着疫情得到有效控制，电影行业修复速度有望回升，公司主营业务有望随之回暖。我们看好公司通过数十余年的经验积累对市场主流内容偏好的把握能力，以及“以小博大”用低成本撬动高额收益的能力；同时看好动画电影的发展空间，公司在该领域“质、量”齐抓，动画类影片储备充足，建议关注年内《深海》的上映进展。公司稳居电影行业龙头，根据可比估值法，我们给予公司 2022 年 37.90x PE，对应合理股价

11.47 元人民币。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

疫情持续扰动导致行业恢复速度不及预期；票房不及预期；政策及监管环境趋严加大影视剧作品过审的风险

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1168	2081	2518	2882
收入同比 (%)	0.7%	78.2%	21.0%	14.5%
归属母公司净利润	-312	788	1087	1330
净利润同比 (%)	-207.1%	352.9%	37.9%	22.3%
毛利率 (%)	38.3%	57.5%	57.3%	57.2%
ROE (%)	-3.3%	8.2%	10.1%	11.0%
每股收益 (元)	-0.11	0.27	0.37	0.45
P/E	—	32.91	23.86	19.50
P/B	2.71	2.69	2.42	2.15
EV/EBITDA	58.23	22.46	18.80	14.85

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 光线传媒的基本情况.....	6
1.1 公司发展历程：从电视娱乐公司向电影公司成功转型.....	6
1.2 股权结构：核心员工持股计划发挥经营活力.....	7
1.3 业务布局：影视业务为根，经纪业务成第二大增长力.....	9
1.4 财务数据：净利受减值影响，主业竞争优势不变.....	10
2 电影：受疫情影响严重，2021 年已开启修复通道.....	12
2.1 电影大盘：国内票房市场坐稳全球第一，行业修复速度远超海外.....	12
2.2 发展趋势：国产电影成为市场主流，下沉市场规模逐步扩大.....	17
2.3 公司电影业务：行业龙头地位保持不变，疫情之下彰显韧性.....	18
3 动画电影：头部效应显著，“减量提质”趋势明显.....	24
3.1 动画电影大盘：国产片影响力逐步提升，国产动画占据国内主要市场.....	24
3.2 光线传媒动画电影：行业头号玩家，“质、量”齐抓保证内容持续输出.....	27
3.3 动画衍生品：长期看，未来具备广阔变现空间.....	31
4 电视剧及网剧：OTT 挤压有线电视市场空间，网剧成为电视剧行业主力军.....	32
4.1 电视剧及网剧大盘：作品数量有所收窄，行业逐渐向“精品化”发展.....	32
4.2 光线传媒电视剧及网剧：顺应大势布局网络剧，具备输出头部剧集能力.....	35
5 艺人经纪及其他：内部效应显著，为公司影视剧业务降本增效.....	38
6 产业投资：发展迅速，成为公司第二大业务板块.....	40
6.1 产业投资：股权投资拓展产业链触角，长期股权投资带来丰厚收益.....	40
6.2 猫眼：宣发阶段与公司电影业务可形成战略合作，在线票务市场回归理性，迎来利润收获期.....	41
7 盈利预测与估值.....	44
风险提示：.....	45
财务报表与盈利预测.....	46

图表目录

图表 1 光线传媒历史沿革.....	6
图表 2 光线传媒股权结构 (截至 2022 一季度)	7
图表 3 光线传媒十大股东.....	8
图表 4 第一期员工持股计划.....	8
图表 5 第二期员工持股计划.....	8
图表 6 光线传媒业务布局.....	9
图表 7 光线传媒营收 2015-2022Q1.....	10
图表 8 光线传媒营收结构 2015-2021.....	10
图表 9 毛利率同行业对比 2018-2022Q1.....	11
图表 10 净利率同行业对比 2018-2022Q1.....	11
图表 11 净利润及归母净利对比 2016-2022Q1.....	11
图表 12 费用率对比 2015-2022Q1.....	11
图表 13 管理费用率同行业对比 2018-2022Q1.....	12
图表 14 销售费用率同行业对比 2018-2022Q1.....	12
图表 15 国内电影产业链图谱.....	13
图表 16 全国电影票房收入 (亿元)	14
图表 17 中国与北美地区票房收入对比 (亿美元)	14
图表 18 中国 GDP/社零/电影票房增速对比.....	15
图表 19 中国观影人次 (亿人次)	15
图表 20 全国电影票房收入 (亿) 2022.1 月-7 月.....	15
图表 21 国内观影人次 (亿人次) 2022.1 月-7 月.....	15
图表 22 中国电影院银幕数 (块)	16
图表 23 中国电影平均票价 (元)	16
图表 24 近年来电影行业相关政策.....	16
图表 25 中国电影票房收入占比 (按城市等级分)	17
图表 26 中国电影票房收入 (按城市等级分:亿元)	17
图表 27 中国电影院数量占比 (按城市等级分)	18
图表 28 中国电影产量 (按片源分:部)	18
图表 29 中国电影票房收入占比 (按片源分)	18
图表 30 中国电影票房收入 (按片源分:亿元)	18
图表 31 中国电影产业链票房分账模式.....	19
图表 32 光线传媒电影类型.....	20
图表 33 光线传媒投资及发行的部分电影 (票房 10 亿元以上)	20
图表 34 光线传媒投资及发行的部分喜剧类电影.....	21
图表 35 光线传媒投资及发行的部分爱情类电影.....	21
图表 36 光线传媒电影业务收入 (亿元)	22
图表 37 光线传媒“以小博大”代表作.....	22
图表 38 行业主要玩家电影业务毛利率对比.....	23
图表 39 光线传媒 2022 年内有望上映的电影.....	23
图表 40 中国动画类电影票房收入 (亿元)	25

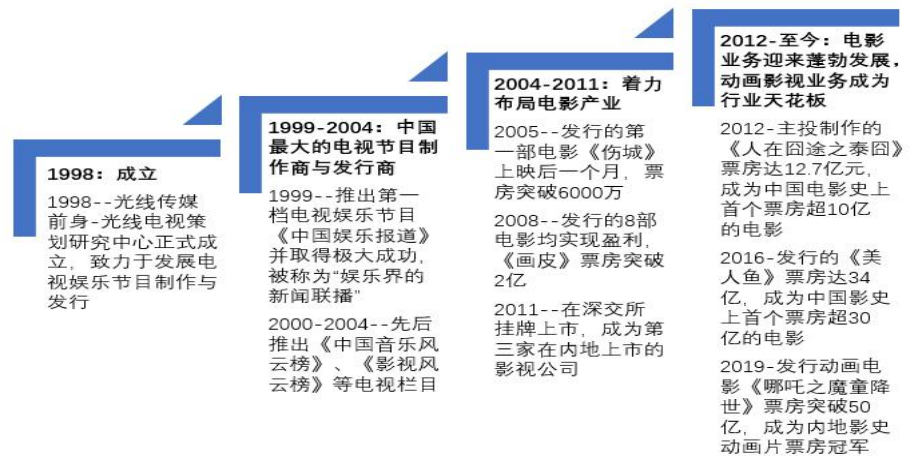
图表 41 中国电影票房收入结构 (按类型分)	25
图表 42 2021 年动画类影片票房榜 TOP5	25
图表 43 中国动画类电影数量 (按产地分: 部)	26
图表 44 中国动画类电影票房结构 (按产地分)	26
图表 45 中国动画类电影数量 (按票房收入分: 部)	26
图表 46 中国动画电影票房收入结构	27
图表 47 彩条屋部分投资企业	27
图表 48 光线传媒投资及发行的动画类电影 (2015-至今)	28
图表 49 光线传媒协助推广的引进动画类电影 (2015-至今)	28
图表 50 2015-2021 年主出品国产动画电影累计票房 TOP10 影视公司	28
图表 51 部分动画影片影票购买年龄分布	29
图表 52 动画类影片首日票房排行榜 TOP5	30
图表 53 光线传媒“封神宇宙”系列动画类电影预制项目	30
图表 54 光线传媒动画类电影项目规划	30
图表 55 中国二次元周边市场规模 (亿元)	31
图表 56 《哪吒之魔童降世》部分周边展示	31
图表 57 《大鱼海棠》部分周边展示	32
图表 58 一本漫画部分代表作展示	32
图表 59 全国制作发行电视剧部数 (部)	33
图表 60 全国电视剧备案数 (部)	33
图表 61 广播电视及网络视听收入 2019-2021	33
图表 62 电视剧及网络剧上线量对比	34
图表 63 互联网视频用户规模 (亿)	34
图表 64 互联网视频付费用户数 (亿)	34
图表 65 有线广播电视入户率	35
图表 66 有线广播电视与 OTT 用户规模	35
图表 67 光线传媒电视剧及网剧业务收入 (亿元)	36
图表 68 光线传媒部分电视剧及网剧作品 2019-2021	36
图表 69 光线传媒网剧预制项目	37
图表 70 艺人经纪及其他收入 (亿元)	38
图表 71 光线传媒旗下部分新生代艺人	38
图表 72 光线传媒旗下新生代艺人参与的公司投资发行的部分影视剧	39
图表 73 新导演计划代表人物及主要作品	39
图表 74 扬州·中国电影世界项目规划图	40
图表 75 光线传媒长期股权及其他权益投资工具 (亿元)	41
图表 76 光线传媒投资收益及占比	41
图表 77 国内在线票务市场图谱	42
图表 78 猫眼、淘票票 APP MAU (万人)	43
图表 79 猫眼、淘票票 APP DAU (万人)	43
图表 80 猫眼市占率 (按出票数计)	43
图表 81 猫眼销售费用及归母净利润对比 (亿元)	44
图表 82 可比公司估值表	45

1 光线传媒的基本情况

1.1 公司发展历程：从电视娱乐公司向电影公司成功转型

光线传媒成立于1998年，并且于2011年在深交所正式挂牌上市，成为继华谊兄弟、华策影视之后第三家在内地上市的影视公司，经过二十余年的发展，光线传媒已经实现了从电视节目公司至电影制作发行公司的成功转型。截至今日，光线传媒已经成为中国最大的民营传媒娱乐集团，涵盖了电影及电视剧的投资、制作发行，艺人经纪，实景娱乐等主营业务内容。

图表 1 光线传媒历史沿革



资料来源：华安证券研究所整理

1998—2004（致力于电视节目制作发行）：光线传媒成立之初前身为“光线电视策划研究中心”，致力于发展电视娱乐节目，1999年其制作的第一档节目《中国娱乐报道》自上线后一炮而红，自播出后三个月，《中国娱乐报道》平均收视率已然超过8%，覆盖了全国省市级电视台60余家，2000年初，该节目收视观众达3.15亿。自此之后，光线传媒陆续制作播出了《音乐风云榜》、《娱乐人物周刊》、《影视风云榜》等十余档综艺娱乐电视节目，光线传媒也因此成为了中国最大的电视节目制作商与发行商。

2005—2011（向电影业务逐步转型）：2005年，光线传媒开始涉猎电影领域，业务重心逐渐有所转变，2006年，光线传媒发行的第一部电影《伤城》仅上线一个月就获得了6000余万的票房收入，此次试水的成功正式拉开了光线传媒电影业务的序幕，也初步奠定了光线传媒在内地电影行业的领先地位，自此之后，电影业务逐渐成为了光线传媒的发展根基，多次出品发行了现象级的华语佳作，如《美人鱼》、《疯狂的外星人》、《唐人街探案2》、《我和我的祖国》等。

2012—至今（业务腾飞期）：2012年及2013年，光线传媒接连收购欢瑞世纪和

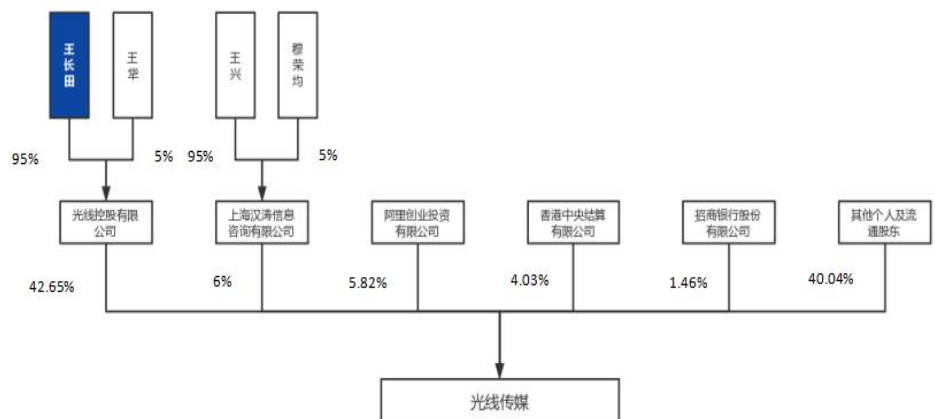
新丽传媒部分股权，也标志着光线传媒正式进军电视剧及网剧行业，为推动业务发展，光线传媒开展了数次针对电视剧及网剧的战略投资，截至2022年6月，光线传媒已经参投制作发行了共计24部剧集，如《我在未来等你》、《逆流而上的你》、《新世界》等。2015年，光线传媒宣布成立“彩条屋”，着力发展动画类影视，成为国内最早布局动画影视的公司之一，通过对上下游产业链的战略投资进行整合，光线传媒已经形成了从IP开发到动画影视制作发行的全方位布局，凭借这种先发优势，光线传媒现如今已经成为了国内动画影视行业的天花板，代表作如《大鱼海棠》、《哪吒之魔童降世》、《姜子牙》、《大护法》。除此之外，光线传媒也同时布局艺人经纪产业与产业投资等业务内容，形成了多元化的业务矩阵。

1.2 股权结构：核心员工持股计划发挥经营活力

光线传媒的产业迭代和战略升级主要来源于公司高层的过往经验与超前的市场感知。光线传媒的董事长兼CEO王长田先生于1998年毕业于复旦大学新闻系，随后被分配至全国人大常委办公厅新闻局。1995年，王长田先生加入北京电视台并与李德来先生（现光线传媒副总经理）共同推出一档新闻类电视栏目《北京特快》，播出仅一周，该栏目收视率就进入地方台收视率前三名。1997年因机缘巧合之下，王长田先生下定决心辞职创业，拥抱娱乐圈，于是在1998年创立了中国第一家专业电视策划与制作机构“北京光线电视策划研究中心”（现“光线传媒”）。公司从电视节目制作转向深耕电影、动画、电视剧产业，同时布局实景娱乐、产业投资、艺人经纪，每一次战略的调整和成功转型，都与王长田先生为代表的高层决策密不可分。

公司高层股权占优，其余股权较为分散，为高效决策提供支撑。光线传媒的实际控制人为董事长兼CEO王长田先生，持股比例为40.52%；王华与王长田为兄妹关系，王华直接和间接控股3.14%；杜莲英持股3.5%，与王长田为夫妻关系；王洪田与王长田为兄弟关系，持股0.84%，此部分股东可被认为一致行动人，共计持股比例为48%，而剩余股权较为分散，故这种相对稳定的持股结构在一定程度上保证了高层决策的独立性与高效性。

图表 2 光线传媒股权结构（截至 2022 一季度）



资料来源：Ifind，华安证券研究所

图表 3 光线传媒十大股东

股东	持股数	持股比例
光线控股有限公司	1,251,073,518	42.65%
汉涛信息咨询有限公司	176,016,506	6.00%
阿里创业投资有限公司	170,637,446	5.82%
香港中央结算有限公司	118,251,718	4.03%
李晓萍	107,547,580	3.67%
杜莲英	102,690,536	3.50%
李德来	87,621,524	2.99%
招商银行股份有限公司	42,687,464	1.46%
王华	29,633,600	1.01%
王洪田	24,543,340	0.84%
合计	2,110,703,232	71.97%

资料来源：Ifind，公司季报，华安证券研究所

员工持股计划有效绑定核心管理层，充分散发经营活力。光线传媒曾在 2020 年 4 月份与 2021 年 4 月份发布两期员工持股计划，第一期募集资金不超过 4622 万元，认购股票上限为 481.5 万股，占公司股本总额 0.16%，第二期募集资金不超过 1110 万元，认购股票上限为 97.28 万股，占公司股本总额 0.03%。员工持股计划可以有效地增强员工认同感，推动业务有效开展，调动公司高管与核心员工的积极性，利于公司中长期稳定发展。

图表 4 第一期员工持股计划

持有人	职务	最高认购份额（万份）	比例
李晓萍	董事、副总经理	287	6.21%
李德来	董事、副总经理	122	2.64%
侯俊	董事、董事会秘书	342	7.40%
曾艳	财务总监	186	4.02%
曹晓北	监事	342	7.40%
王鑫	监事	160	3.46%
其他符合标准参与的员工		3183	68.87%
合计（不超过）		4622	100%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 第二期员工持股计划

持有人	职务	最高认购份额（万份）	比例
侯俊	董事、董事会秘书	71	6.40%
曾艳	财务总监	72	6.5%
曹晓北	监事	71	6.41%
王鑫	监事	59	5.35%
其他符合标准参与的员工		836	75.34%
合计（不超过）		1110	100%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 业务布局：影视业务为根，经纪业务成第二大增长力

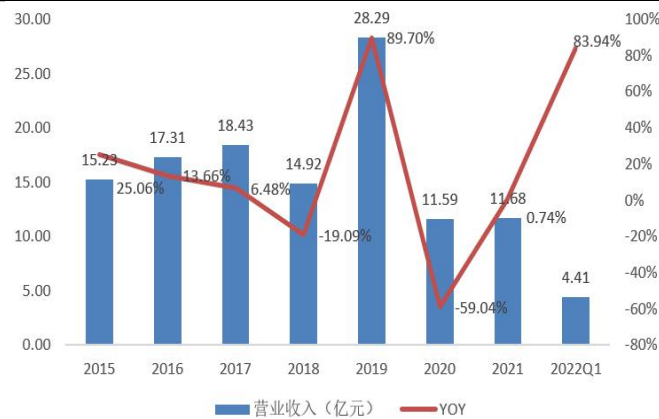
图表 6 光线传媒业务布局



资料来源：公司官网，Ifind，华安证券研究所

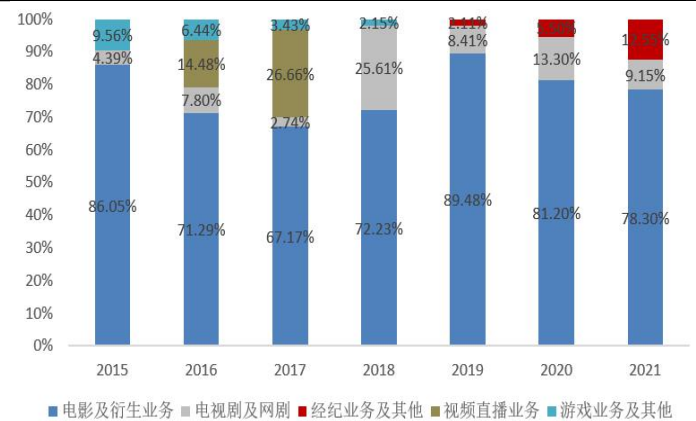
光线传媒的业务布局主要分为四类，分别是电影及衍生业务、电视剧及网剧业务、经纪业务及其他、产业投资业务。时至今日，影视业务已经成为光线传媒最具核心竞争力的业务内容，同时也是拉动其他业务板块增长的主要驱动力，这部分业务以影视剧的投资、制作和发行为主，以内容为核心提供满足大众精神文化需求的影视剧作品及衍生品。动漫板块优势尤为明显，主要内容包括动画影视以及动画题材的真人影视作品，2019年《哪吒之魔童降世》的横空出世也标志着光线传媒在动漫板块拥有着极为深度的发展潜力，该板块在提高公司利润率以及估值变化中具备高弹性特征。经纪业务及其它业务主要以艺人经纪业务和实景娱乐为主，可以与影视剧的制作和宣发产生协同效应，能够实现内部体系的良性互动，资源共享，降低成本。在产业投资业务方面，主要是对上下游产业链的股权投资，坚持以内容投资为核心，在一定程度上保障了公司在内容端的输送，丰富了内容产品线。

图表 7 光线传媒营收 2015-2022Q1



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 8 光线传媒营收结构 2015-2021



资料来源：公司财报，华安证券研究所

整体业务稳定发展，影视业务受宏观影响严重，疫情常态化下中短期有望恢复至疫情前水平。2015年至2019年，光线传媒的营业收入整体呈现上行趋势，说明公司主营业务发展稳健，这得益于公司多年来在影视行业的丰富积累及在衍生业务领域的布局和拓展，2018年公司营收14.92亿元，同比降低19.09%，这主要是由于自2018年起，子公司齐聚科技不再并入财务报表之中，所以视频直播业务收入部分的缺失造成了2018年收入的下降。2019年中国电影行业迎来了黄金年，爆款频出，光线传媒凭借《哪吒之魔童降世》、《疯狂的外星人》等优秀作品使得营收规模达到新高，2019年收入28.29亿元，实现同比增长89.70%。正当电影业务迎来欣欣向荣之际新冠病毒的突然爆发，新片上映延期撤档，影院暂停营业，导致较疫情前水平，光线传媒的营收规模在2020、2021年遭遇腰斩，同比增速分别为-59.04%/0.74%，而随着疫情的到有效控制，防疫政策常态化管理，2022年第一季度公司业务迎来大幅拉升，实现营收4.41亿元，较2021年同期水平增长83.94%，我们认为随着防疫政策的逐步放开，复工复产有序开展，公司收入有望在不久后会恢复到疫情前水平。

电影业务为根基，经纪及其他业务超越电视剧板块成为新增长驱动力。在公司收入结构中，电影及衍生业务占据绝对地位，在近三年中，电影板块作为公司业务核心，收入占比分别为89.48%/81.20%/78.30%，电视剧及网剧板块占比保持稳定，基本维持在10%左右，经纪及其他业务收入占比于2021年成功超越电视剧及网剧板块，成为了光线传媒第二大收入驱动力，这得益于公司旗下艺人的商业度逐步提升带来的影视业务及商务合作的机会，以及公司内电影、电视剧与艺人经纪之间的协同效应日益增强。

1.4 财务数据：净利受减值影响，主业竞争优势不变

财务水平较为稳定，毛利率与净利率均处于行业领先水平。光线传媒毛利率和净利率在同行业竞争对手之间均具备优势，虽受疫情影响严重，但毛利率与净利率水平表现依然亮眼，与同行业头部企业对比处于上游水平。公司2022Q1毛利率与净利率分别为25.83%和16.78%。

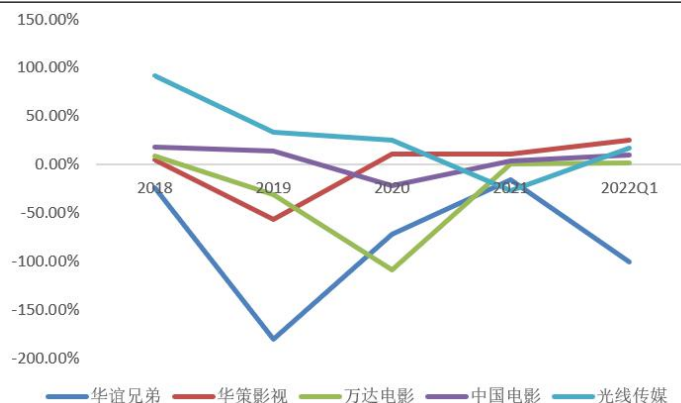
净利受到减值影响，主营业务竞争优势不变。在归母净利润方面，2021 年公司录得-3.12 亿元，同比降低-207.09%，2022Q1 录得 0.75 亿元，同比降低-62.41%，该亏损主要源于 2021 年非上市企业全面执行新准则后，光线传媒投资的两家合伙企业（华晟领势创投、华晟领飞股权投资）调整对其投资项目的核算方法导致其公允价值变动，从而对公司利润产生的不利影响，但这并不代表着公司核心竞争力和资金状况出现问题，公司基本面走向依然与行业趋势基本一致，若除去合伙企业公允价值变动影响（不含减值准备），公司于 2021 年归母净利润应为 6.73 亿元，2022Q1 归母净利润应为 1.51 亿元，依然能彰显在同行业之中优异的盈利能力。

图表 9 毛利率同行业对比 2018-2022Q1



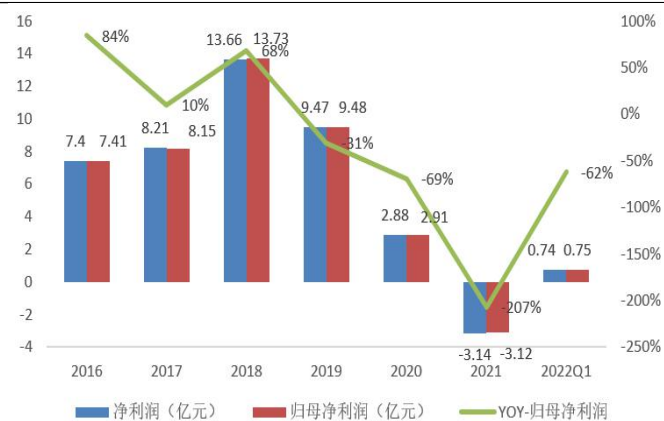
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 10 净利率同行业对比 2018-2022Q1



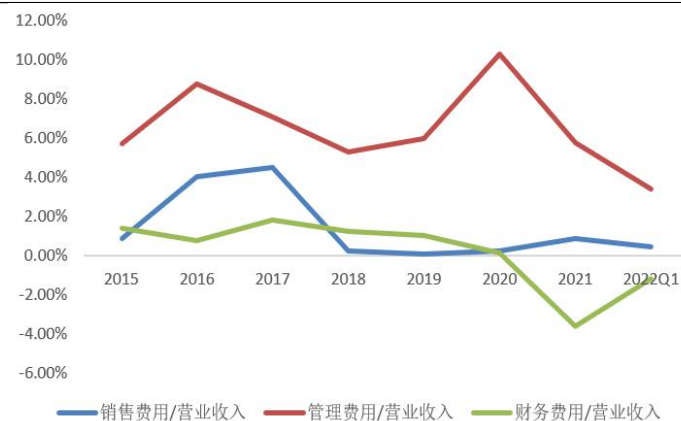
资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 11 净利润及归母净利润对比 2016-2022Q1



资料来源：公司财报，华安证券研究所

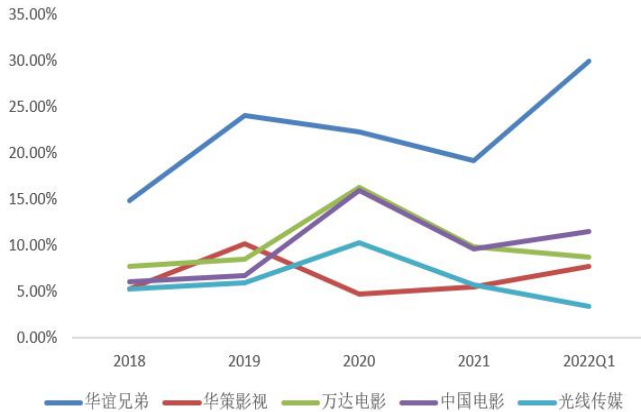
图表 12 费用率对比 2015-2022Q1



资料来源：公司财报，华安证券研究所

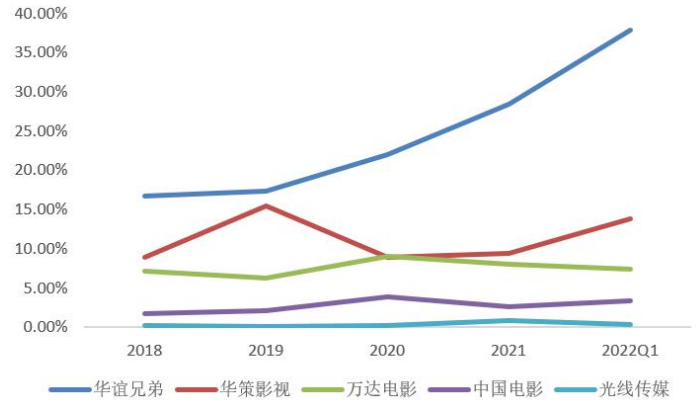
光线传媒具有优秀的费用控制能力，费用率低于行业头部玩家。公司费用控制能力表现良好，费率水平均处于行业低位，2022Q1 公司销售费用率、管理费用率分别为 0.42%/3.36%，与行业内可比公司差距较为明显。

图表 13 管理费用率同行业对比 2018-2022Q1



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 14 销售费用率同行业对比 2018-2022Q1



资料来源：公司财报，华安证券研究所

2 电影：受疫情影响严重，2021 年已开启修复通道

2.1 电影大盘：国内票房市场坐稳全球第一，行业修复速度远超海外

体制变革散发行业活力，产业数字化推动行业有序发展。中国的电影行业主要经历了三个阶段，在不同阶段中行业体制经历了更新迭代，民营企业的注入为电影行业散发了活力，互联网的崛起改变了电影行业的运作方式，推动电影行业步入更规范、向上的发展通道。

2000 之前（国有时代）：1980 年，文化部确认了经国务院认可的 16 家国有电影制片厂的故事片拍摄权，如北京电影制片厂、八一电影制片厂、上海电影制片厂等，中国“第五代”导演也在这个时期横空出世，但随着改革开放后，制片厂拍摄成本逐步提高，再加上当时实行统购统销政策，发行端收入并不能回流到制片厂，所以制片厂的发展步伐受到束缚。90 年代后期，国外好莱坞电影引入国内，凭借其优质的拍摄质量和独特的呈现形式，在进入内地市场后很快受到市场欢迎，虽然进口电影在一定程度上为增加片源、推动票房收入、培养电影消费者群体等方面起到了不可或缺的作用，但在另一方面却打压了国产片的市场，此时国有制片厂在发展的道路上举步维艰。

2000-2010（民营资本时代）：2003 年，《电影制片、发行、放映经营资格准入

暂行规定》颁布，政策允许国内公司、企业和其他经济组织合资或独立拍摄电影、设立电影制片公司、发行销售国产影片，加入院线或者独资组建院线。这一举措无疑降低了电影行业的准入门槛，促进了电影行业的多元化发展，所以在此阶段，国内一大批电影公司如雨后春笋般涌出，光线传媒、万达影业等民营企业争先进军影视领域，中国的电影行业正式进入高速发展黄金期。

2010-至今（互联网+时代）：随着互联网的高速发展以及移动时代的到来，作为一种新生力量，互联网融入到了电影产业链的各个阶段，在宣发端，可以通过大数据来完成精准营销，直击受众群体，颠覆了传统电影宣发的营销策略。与此同时，在线票务平台开始崛起，猫眼、淘票票等在线平台为消费者提供了更为方便的购票接入口，彻底改变了消费者的购票方式。在放映端，除了传统的院线影院放映，流媒体也成为了主要渠道之一，PC端、移动端均可通过流媒体为消费者提供更为便利的观影途径。

图表 15 国内电影产业链图谱



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

中国电影产业链主要分为三部分，即上游制片，中游宣发，下游院线影院，互联网产业发展后衍生出线上票务平台作为产业终端。

上游制片：上游端环节主要包括剧本的开发、立项和电影生产构成，剧本开发作为产业链起点，在很大程度上决定了电影最终的品质，制作方需要制作电影拍摄周期、关键宣发时间点及后续的发行计划。在立项阶段，制作方需选定导演、核心演员，结合投资预算、期望票房确定立项项目，与合作方签订投资发行合同及拍摄合

同，主投方需将影片报广电总局备案公示，通过后即会获得《摄制电影片许可证》，获得许可证后才可进行电影拍摄生产，除此之外还需要申请获得《电影制片制作资格准入许可》，在电影拍摄完成之后还需要获得《电影片公映许可证》，也就是所谓的“龙标”，才能进行影片的发行放映活动。

中游宣发：在获得《电影片公映许可证》后，宣发端需要组织宣发工作，包括组织各大院线影院进行试片、获取院线档期认可、推进影片宣传、与院线影院洽谈分账比例等。宣发方式主要分为传统方式及互联网发行两种，传统方式主要依赖于发行人与影院的长期合作推动业务进程，目前国内传统电影发行方主要包括华谊兄弟、博纳影业等为代表的自有院线发行方及无线传媒为代表的无院线发行方。互联网发行主要以互联网影视公司线上线下相结合的方式宣发，如猫眼、阿里影业等。

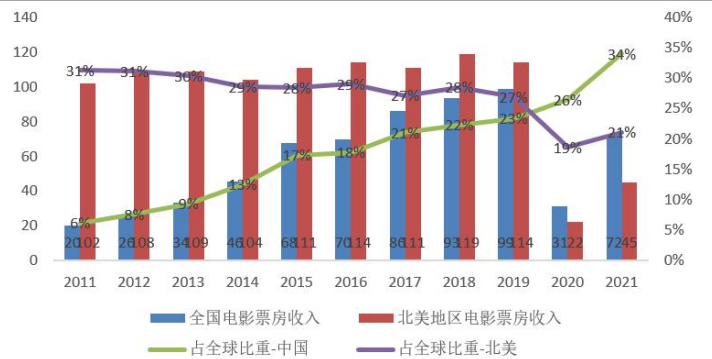
下游院线：截至 2021 年，中国有 50 条院线，院线需要负责对旗下影院就影片放映做出统一管理和安排。目前中国的院线与影院之间关系主要有两种，一种是资产联结，影院由院线直接投资设立，第二种是签约加盟，通过加盟协议约定分账比例。

图表 16 全国电影票房收入 (亿元)



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 17 中国与北美地区票房收入对比 (亿美元)

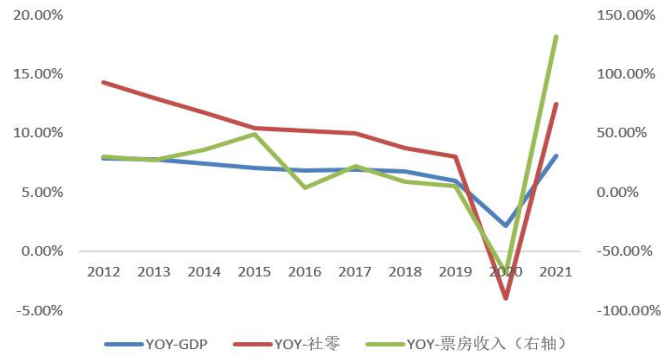


资料来源：WIND，华安证券研究所

疫情扰动下彰显韧性，中国电影市场反超北美成为全球第一，行业修复通道已开启，上行趋势已成定局。通过几十余年的行业变革，中国的电影行业已经向着多元化、成熟化在发展，自 2010 年之后，中国的电影票房收入与北美地区的差距愈来愈小，2020 年，中国票房收入成功超越北美地区并延续至今，中国成为了全球最大的电影票房市场，而这其中的原因主要有三，一方面，随着中国的电影产业链日臻完善、电影的内容及质量逐渐被市场认可，大众的消费意愿不断提高从而推动票房增长；其次，中国自千禧年之后，经济呈现高速增长姿态，大众生活水平得到显著提升，除物质生活得到保障外，电影成为了弥补大众精神文化需求的主要途径之一，所以经济基础决定了电影行业的发展趋势，2020 年疫情爆发，中国 GDP 同比只录得 2%，而随着疫情得到有效管控，2021 年中国 GDP 和社零增速实现触底反弹，GDP 增速为 8.10% 为近十年最高，随之带动了电影票房的翻倍增长，我们认为随着后疫情时代的到来，疫情管理常态化下，电影行业修复至疫情前水平指日可待；最后，中国的疫情管控要远优于北美地区，从而使得电影行业恢复速度迅速，在疫情发生之前，中国 2019 年票房收入已达 642.66 亿元，12 年至 19 年国内电影票房收入 CAGR 为 21%，疫情到来之后，影院停业，新片撤档延期，投资回款周期拉

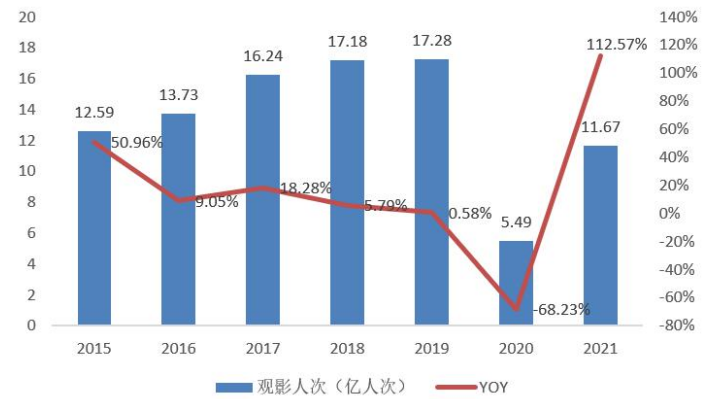
长，观众观影意愿降低，电影行业迎来“寒冬”，但随着疫情得到控制，国内电影行业复工复产速度远远快于国外，2021年总票房收入实现472.58亿元，同比增长131.46%，较疫情前2019年水平修复73.53%，观影人次实现11.67亿人次，同比增长112.57%，我们认为国内电影行业在2020年已经完成探底，行业有望快速回暖。

图表 18 中国 GDP/社零/电影票房增速对比



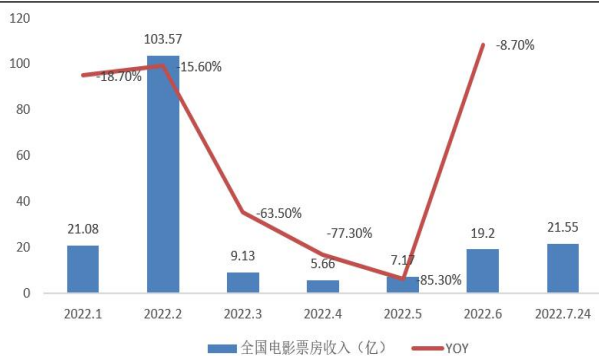
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 19 中国观影人次 (亿人次)



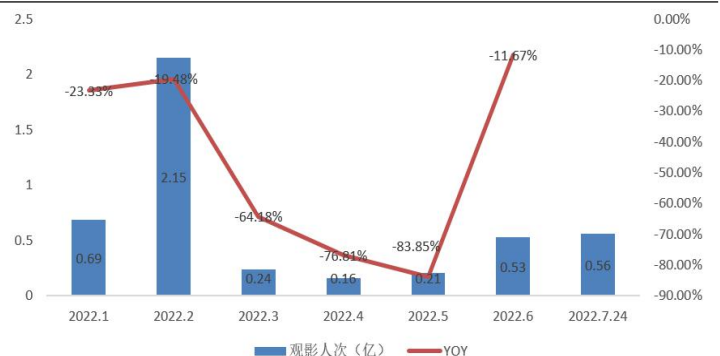
资料来源：WIND，灯塔专业版，华安证券研究所

图表 20 全国电影票房收入 (亿) 2022.1 月-7 月



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

图表 21 国内观影人次 (亿人次) 2022.1 月-7 月



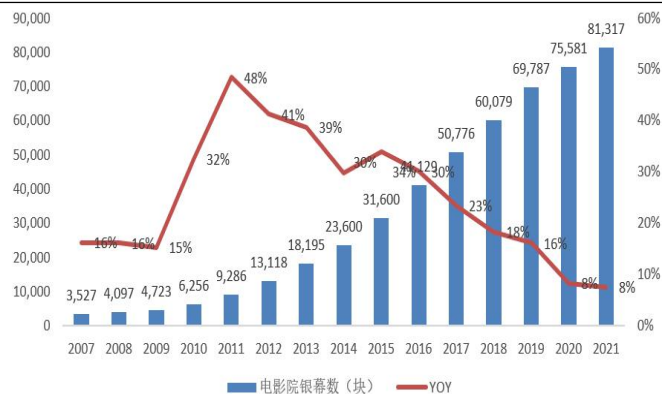
资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

今年上半年行业受高线城市疫情爆发影响较为严重，5月疫情有所好转后行业出现回暖趋势。上半年票房受疫情影响较大，5月份高线城市逐步放开后有所回暖。今年3月份开始，疫情在国内高线城市爆发，防控政策趋紧，导致3-5月份国内电影票房受到严重影响，3月-5月票房同比减少63.50%/77.30%/85.30%。5月之后疫情有所好转后，票房出现回暖，6月份票房同比下降幅度有所收窄，达-8.70%，截至7月24日，7月份票房较于6月份进一步提高，达21.55亿。观影人次与票房端变化趋势相同，3月-4月观影人次同比出现大幅度下降，分别为-64.18%/-76.81%/-83.85%，6月和7月份观影人次出现小幅回升，同比下降趋势有所减缓。

电影产业基设扩大行业发展空间，票价上行带动票房收入增长。据国家电影局统计，即便受疫情干扰状态下，2020年和2021年中国电影院银幕数依然均实现8%的同比增长，2021年银幕数突破8万块，位列世界第一。票价方面，自2015年以来，中国的电影平均票价整体呈上行趋势，2021年平均票价为40.29元，同比

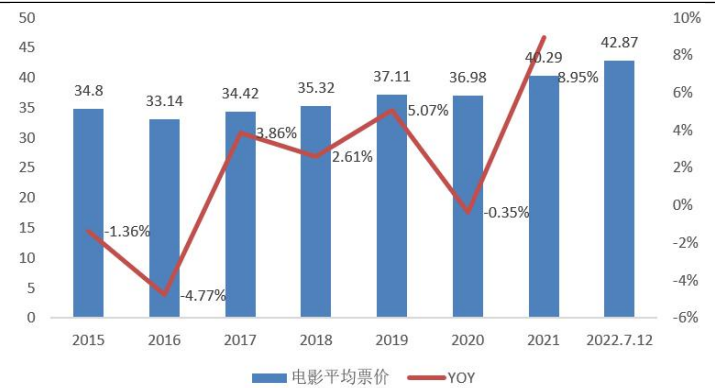
8.95%，2022 年（截至 7 月 12 日）平均票价达 42.87 元，除 2016 年及 2020 年之外，平均票价均实现正增长。

图表 22 中国电影院银幕数 (块)



资料来源：WIND，国家电影局，华安证券研究所

图表 23 中国电影平均票价 (元)



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

在政策方面，由于近年来受疫情影响，行业政策较为宽松，以引导性及纾困政策为主。财政部在 2021 年及 2022 年颁布三次纾困政策，除免除增值税外，还分批次分别给予各省市 2.7 亿元和 3.55 亿元以便支持电影事业发展。关于“十四五电影发展规划”中，国家对国产片票房占比与影院基础设施建设提出新的要求，总的来说，由于疫情影响，中国电影行业几乎处于停摆状态，为快速复苏电影行业，行业政策整体呈现宽松状态，便于激发行业活力，推动行业修复。

图表 24 近年来电影行业相关政策

时间	政策	政策内容
2022.7	《关于下达 2022 年国家电影事业发展专项资金补助地方资金预算的通知》	国家电影事业发展专项补助资金下达 31 个省份和新疆生产建设兵团 0.2796 亿元，加上提前下达的 3.2704 亿元，全年共计下达 3.55 亿元补助资金，支持国家电影事业发展。
2021.11	《“十四五”中国电影发展规划》	电影发行放映机制改革持续深化，市场规模稳居世界前列。国产影片年度票房占比保持在 55% 以上。到 2025 年银幕总数超过 10 万块，结构分布更加合理。电影产业链条延伸拓展，电影消费模式创新升级，电影综合收入稳步提高。
2021.8	《关于进一步加强非物质文化遗产保护工作的意见》	鼓励合理利用非物质文化遗产资源进行文艺创作和文创设计，提高品质和文化内涵。利用互联网平台，拓宽相关产品推广和销售渠道。鼓励非物质文化遗产相关企业拓展国际市场，支持其产品和服务出口。
2021.7	《关于下达 2021 年国家电影事业发展专项资金补助地方资金预算的通知》	政部印发《关于下达 2021 年国家电影事业发展专项资金补助地方资金预算的通知》此次向各省（自治区、直辖市）下达 2021 年国家电影事业发展专项资金补助地方资金合计约 2.7 亿元。
2020.7	《国家电影局关于在疫情防控常态化条件下有序推进电影院恢复开放的通知》	严格落实属地管理和行业管理责任。各地电影主管部门将关于恢复开放电影院的工作安排报当地党委和政府同意后，商当地疫情防控部门有序推进恢复营业。要制定疫情防控方案和应急预案，对复工电影院加强指导和巡查，密切关注电影院疫情防控

控及复工经营情况。

2020.5

《关于电影等行业税费支持政策的公告》

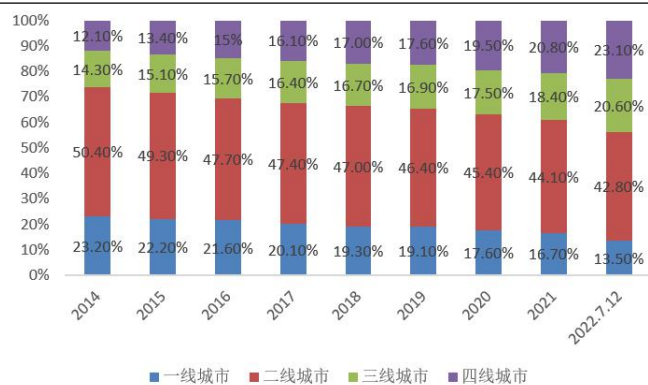
自2020年1月1日至2020年12月31日，对纳税人提供电影放映服务取得的收入免征增值税。《公告》明确，对电影行业企业2020年度发生的亏损，最长结转年限由5年延长至8年。

资料来源：政府官网，华安证券研究所

2.2 发展趋势：国产电影成为市场主流，下沉市场规模逐步扩大

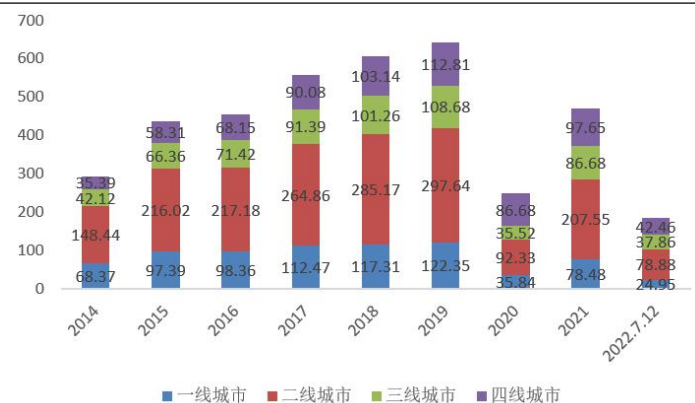
下沉市场规模逐步扩大，为行业带来新增长力。一二线城市一直是中国电影市场的中流砥柱，60%-70%的票房收入均来自于此，但随着电影院基础设施的建设，影院建设已经逐步下沉到县城甚至乡镇，与之而来的是三四线城市的电影票房收入逐步扩大，这也为中国电影行业添加了新驱动力，2021年，三四线城市票房收入成功超过一线城市，其中以四线城市增长速度最为瞩目，占比达到20.80%，一二线票房收入占比均有所收窄。

图表 25 中国电影票房收入占比（按城市等级分）



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

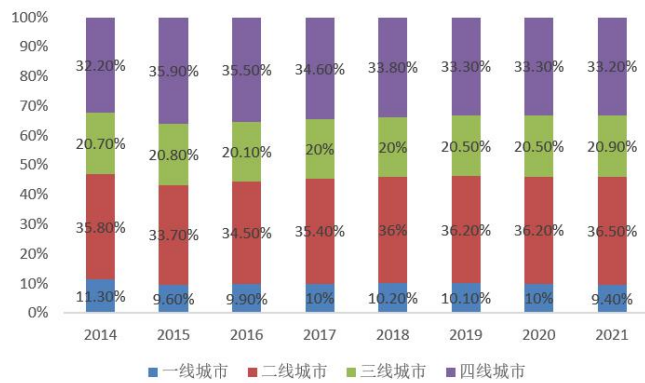
图表 26 中国电影票房收入（按城市等级分：亿元）



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

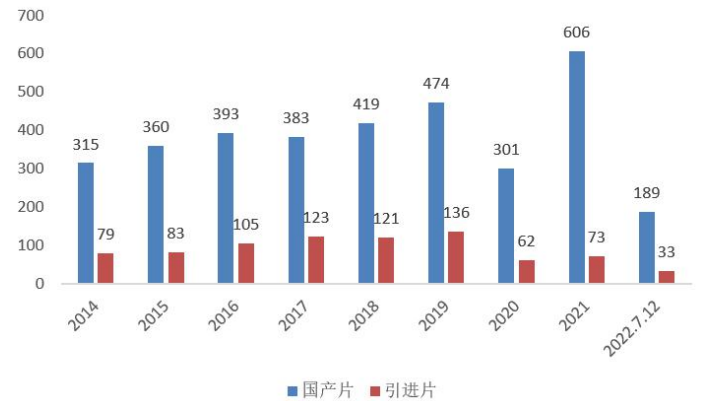
三四线城市影院数量占比高于票房收入占比，观影渗透率有望进一步提升。据灯塔数据统计，2021年三四线城市电影院数量占全国的20.9%和33.2%，而票房收入仅占18.4%和20.80%，说明影院使用渗透率仍有相对可观的上升空间。以二线城市为例，虽然一线城市的平均票价与低线城市拉开了档次上的差距，但二线城市的平均票价与三四线城市几乎持平，2021年二线城市仅用36.5%的影院数撬动了44.10%的票房收入，而三四线城市的票房收入对于影院数量来说却处于低位，所以，三四线城市在理论上依旧拥有良好的上升空间，影院使用效率有待进一步提升。

图表 27 中国电影院数量占比 (按城市等级分)



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

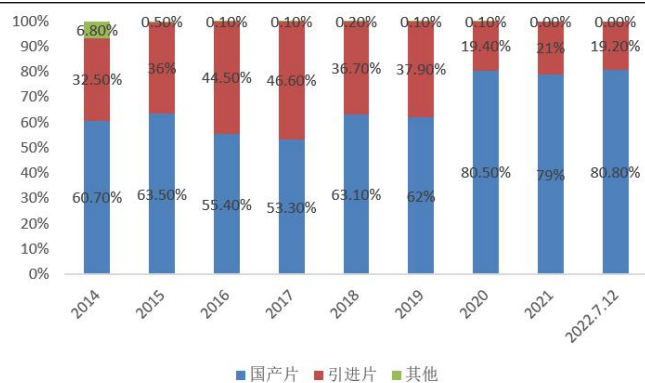
图表 28 中国电影产量 (按片源分:部)



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

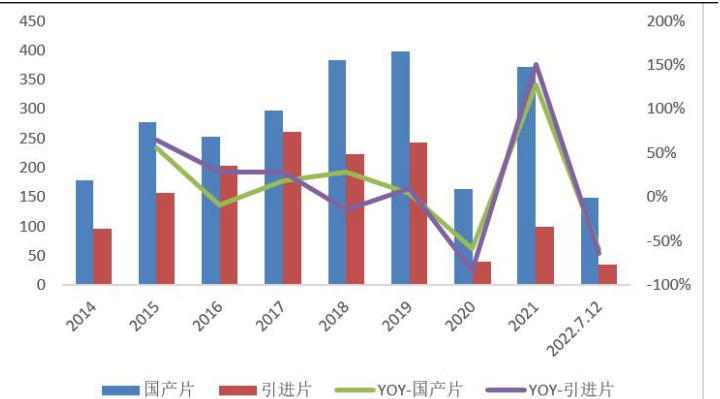
国产电影市场占有率逐渐扩大，供给端和需求端优势远超进口电影，说明国产电影内容更受国内市场认可。自 90 年代引入国外电影以来，引进片一度给予国产片极大的冲击性，先进的特效制作技术与新颖的内容使得国产影片在国内市场中举步维艰，国外电影凭借其优异的电影工业，无论在艺术质量还是技术质量上都领先于国产电影数十余年的发展水平。可随着中国电影工业的快速发展，也凭借其文化距离的优势，国产电影探索出了更能与本土观众产生感情共鸣的独特道路，加持优良的内容选择和制作水平在市场中迅速地引进片拉开差距，以《泰囧》为代表的国产喜剧电影以及《战狼 2》为代表的主旋律电影的成功为国产电影的发展道路提供了参考。在供给端，国产电影的生产数量远远高于引进片，这给予了本土观众更加多样的选择性，在需求端，国产电影的票房自 2020 年已经占据中国整个市场的八成以上，实现了对引进片的成功围剿。虽然国产电影在票房端取得了胜利，但在种类上较为单一，爆片依旧以喜剧片和主旋律为主，如何在其他类型的电影中取得成功依旧是国产电影所要面临的问题。

图表 29 中国电影票房收入占比 (按片源分)



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

图表 30 中国电影票房收入 (按片源分:亿元)



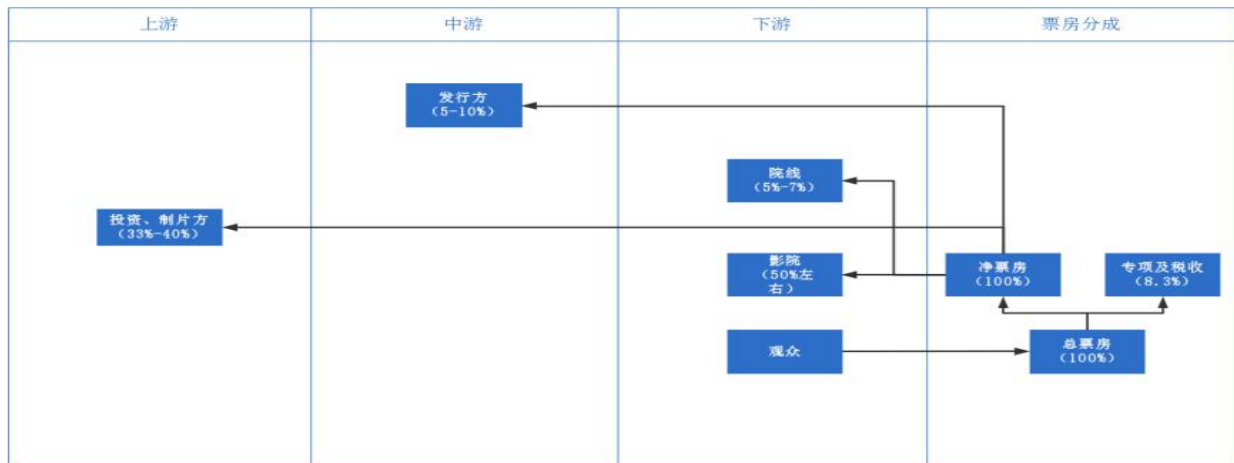
资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

2.3 公司电影业务：行业龙头地位保持不变，疫情之下彰显韧性

2005 年，广电总局颁布“两台合并”政策，主打电视娱乐节目的光线传媒在

利润端受到挤压，而此时国家已放开电影行业准入门槛，允许民营企业注入，在这种契机下，光线传媒开始进军电影产业。由于自身没有院线，所以光线传媒的电影业务主要涉及了产业链的中游和上游部分，即发行出品和投资制作。

图表 31 中国电影产业链票房分账模式

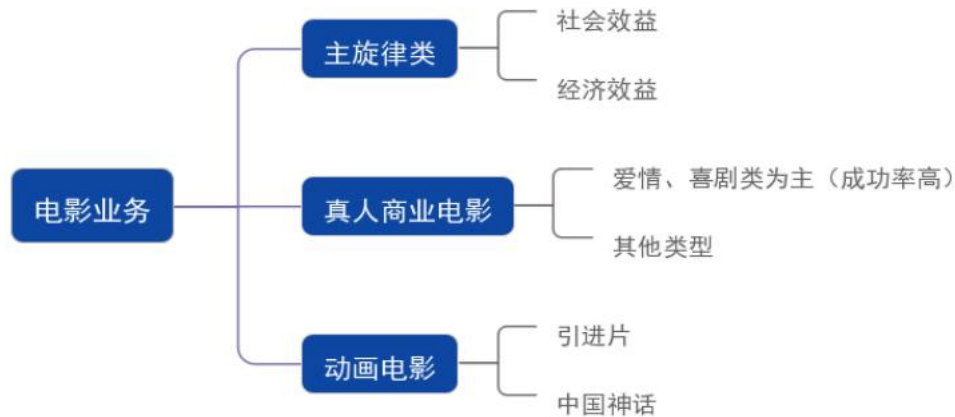


资料来源：华安证券研究所整理

在分账模式下，总票房收入要给予国家电影专项基金 5%，额外营业税 3.3%，如果总票房超过 6 亿元，需要额外缴纳 1%~2% 的代理费；下游端院线和影院可以拿到大部分票房分成，实际一般在 55%~57% 左右，其中影院分成不超过 50%，院线分成一般在 5%~7% 之间；中游端，发行方一般可分的总票房收入的 5%~10%；其余票房收入则属于投资方和制片方，一般在 33%~40% 之间。

光线传媒的电影业务主要聚集在三个板块：主旋律类、真人商业电影、动画类。主旋律类电影是指与国家大势紧密结合的重点项目、重点题材进行创作，充分发扬社会主义主旋律，实现经济效益与社会效益的双丰收，随着大众民族文化的认同感和自豪感的日益剧增，爱国主义高涨，主旋律类电影在近些年都取得了里程碑式的成功，如光线传媒参与出品发行的《我和我的祖国》、《八佰》、《金刚川》等。真人商业电影以爱情片和喜剧片为主，根据以往经验，此类电影更容易获得成功。动画类电影则以中国神话内容为主，“封神宇宙”系列如《哪吒》、《姜子牙》一经上映则迅速火遍市场，反响热烈，公司计划后续每年上线 2-3 部动画电影，目前动画类电影中，光线传媒已坐稳行业龙头地位。

图表 32 光线传媒电影类型



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 光线传媒投资及发行的部分电影（票房 10 亿元以上）

电影名称	参与方式	猫眼评分	票房（亿元）	上映时间	年度票房排名
《人再囧途之泰囧》	出品/发行	8.7	12.7	2012	1
《港囧》	出品/发行	8.4	16.11	2015	4
《寻龙诀》	联合出品	9.1	16.79	2015	3
《美人鱼》	出品/发行	9	33.91	2016	1
《唐人街探案2》	联合出品	9	33.97	2018	2
《疯狂的外星人》	出品/发行	8.5	22.13	2019	6
《我和我的祖国》	联合出品/发行	9.7	31.69	2019	4
《哪吒之魔童降世》	出品/发行	9.6	50.35	2019	1
《误杀》	出品/发行	9.4	13.33	2019	12
《八佰》	联合出品	9.2	31.1	2020	1
《姜子牙》	出品/发行	8.3	16.02	2020	3
《误杀2》	出品/联合发行	9	11.21	2021	10

资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所

市场嗅觉灵敏，能精确抓住主流偏好，爆品频出，容易出现现象级电影。2012 年，由光线传媒出品发行的《人再囧途之泰囧》上映后迅速火遍内地市场，总票房为 12.7 亿元，成为华语电影市场中第一部票房超 10 亿的电影，至此，中国电影也拉开了新的篇章。自 2015 年以后，光线传媒几乎每年都会出品发行至少一部票房超过 10 亿元的电影，通过数十余年的经验积累，光线传媒已经渐渐找到了市场主流的内容偏好，凭借其灵敏的市场嗅觉及优秀的内容筛选能力，精品爆品层出不穷，光线传媒也凭此逐渐坐稳电影行业龙头地位。

公司偏爱爱情、喜剧类电影，更符合大众口味，成功率高。自 2014 年以来，光线传媒每年都会参与投资发行数部爱情类和喜剧类电影，每年大约都有 2—5 部电影进入喜剧类和爱情类电影的票房前十，票房收入基本都在 4 亿元以上，成功率较高，此外，爱情类、喜剧类制作成本较其他类型影片低，所以相同票房下，回报收益率更高。

图表 34 光线传媒投资及发行的部分喜剧类电影

电影名称	参与方式	猫眼评分	票房 (亿元)	上映时间	喜剧类年度票房排名
《人再囧途之泰囧》	出品/发行	8.7	12.7	2012	1
《爸爸去哪儿》	出品/发行	8.4	6.69	2014	2
《恶棍天使》	出品/发行	8	6.48	2015	7
《港囧》	出品/发行	8.4	16.11	2015	1
《美人鱼》	出品/发行	9	33.91	2016	1
《缝纫机乐队》	出品/发行	9.2	4.59	2017	12
《大闹天竺》	出品/发行	7.4	7.56	2017	8
《一出好戏》	出品/发行	8.2	13.55	2018	5
《唐人街探案 2》	联合出品	9	33.97	2018	1
《疯狂的外星人》	出品/发行	8.5	22.13	2019	1
《人潮汹涌》	出品/发行	9	7.62	2021	4

资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所

图表 35 光线传媒投资及发行的部分爱情类电影

电影名称	参与方式	猫眼评分	票房 (亿元)	上映时间	爱情类年度票房排名
《致我们终将逝去的青春》	出品/发行	8.3	7.19	2013	1
《匆匆那年》	出品/发行	8	5.88	2014	4
《分手大师》	出品/发行	8.4	6.65	2014	2
《同桌的你》	出品/发行	8.5	4.55	2014	6
《左耳》	出品/发行	7.9	4.84	2015	4
《从你的全世界路过》	出品/发行	8.6	8.14	2016	2
《超时空同居》	出品/发行	8.7	9.03	2018	2
《悲伤逆流成河》	出品/发行	8.9	3.57	2018	6
《你的婚礼》	出品/发行	8	7.89	2021	2

资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所

疫情扰动下，光线传媒电影业务韧性十足，维持疫情前2018年水平。2019年对于光线传媒来说是极为成功的一年，在这一年，《哪吒之魔童降世》票房高达50.35亿，《疯狂的外星人》票房达22.13亿，《误杀》票房超10亿，此外光线传媒出品发行的其他电影有4部电影票房超过2亿，最终，光线传媒电影业务收入达到25.32亿元，实现同比增长134.99%。接踵而来的是被疫情严重影响的20和21年，但即便在宏观环境非常不利的条件下，光线传媒电影端业务收入依然超9亿元，与2018年水平几乎持平，充分彰显业务韧性，待疫情影响进一步缩小后，相信中短期内公司电影业务会出现反弹。

图表 36 光线传媒电影业务收入 (亿元)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

“以小博大”策略成果显著，电影业务毛利率高于行业竞争对手。首先，光线传媒在电影投资制作时并不盲目追求大制作大项目，而是喜欢“剑走偏锋”，以《泰囧》为例，当时国内“公路片”属于冷门电影类型，在当时的市场环境下并没有成功案例，而光线传媒开创了“公路片”先河，《泰囧》的大获成功也正式使得光线传媒跻身于国内电影行业一线梯队，这种“冷门”影片在发展初段投资成本都普遍较小；其次，光线传媒偏爱的喜剧片、爱情片本身制作成本较低，在抓住质量的同时，以小成本撬动高票房，从而使得毛利率高于行业水平，如《致青春》，作为“青春爱情类”代表影片，投资成本只有6000万元，票房却成功收割7.19亿元之多。

图表 37 光线传媒“以小博大”代表作

电影名称	制作成本	票房
《人再囧途之泰囧》	约 3000 万	12.7 亿
《致我们终将逝去的青春》	约 6000 万	7.19 亿
《匆匆那年》	约 4000 万	5.88 亿
《从你的全世界路过》	约 4000 万	8.14 亿
《哪吒》	约 6000 万	50.35 亿
《超时空同居》	约 4000 万	9.03 亿

资料来源：华安证券研究所整理

图表 38 行业主要玩家电影业务毛利率对比



资料来源：公司年报，华安证券研究所

年内计划上映电影众多，基本都以主投+发行方式参与，2022 年业绩有望实现大幅增长。虽然 2022 年疫情对行业影响仍较严重，但公司依旧储备众多年内计划上映电影资源，数量最高预计能达到 17 部，具体节奏公司将根据审批、市场和档期情况，适时推进影视剧项目的上映、播出，对于 2022 年电影业务收入我们持乐观态度。

图表 39 光线传媒 2022 年内有望上映的电影

电影名称	上映时间	参与方式	进度	主要演职人员	票房 (亿元)
《狙击手》	2022.2.1	主投/发行	已上映	导演：张艺谋	6.03
《十年一品温如言》	2022.2.1	主投/发行	已上映	导演：赵非	1.67
《我是真的讨厌异地恋》	2022.4.2	主投/发行	已上映	导演：吴洋、周男燊	1.65
《新秩序》	待定	参投	制作中	导演：马浴珂；主演：张家辉、阮经天、王大陆	
《我们的样子像极了爱情》	2022.8.4	主投/发行	制作中	监制：刘同；导演：王梓骏	
《深海》	待定	主投/发行	制作中	导演：田晓鹏	
《冲出地球》	2022.7.1	主投/发行	已上映	导演：胡一泊	
《茶啊二中》	待定	主投/发行	制作中	导演：夏铭泽、闫凯	
《大雨》	待定	主投/发行	制作中	导演：不思凡	
《扫黑-拨云见日》	待定	主投/发行	制作中	导演：五百	

《坚如磐石》	待定	主投/发行	制作中	导演：张艺谋；主演：雷佳音、张国立、于和伟、周冬雨
《我经过风暴》	待定	主投/发行	制作中	导演：秦海燕；主演：佟丽娅、吴昱翰
《中国乒乓》	待定	参投	制作中	导演：俞白眉、邓超；主演：邓超等
《交换人生》	待定	参投	制作中	导演：苏伦 主演：张小斐、雷佳音
《狼群》	待定	参投/发行	制作中	导演：蒋丛；主演：张晋、李治廷
《墨多多谜境冒险》	待定	主投/发行	制作中	导演：王竞
《至于苦难和阳光之间》	待定	主投/发行	制作中	主演：章宇

资料来源：公司年报，华安证券研究所

3 动画电影：头部效应显著，“减量提质”趋势明显

3.1 动画电影大盘：国产片影响力逐步提升，国产动画占据国内主要市场

1960-2000：中国动画电影的萌芽起始于上世纪 20 年代，真正进入发展时期是 60 年代以后，此时期的国产动画借鉴了传统的文化创作风格，以水墨、剪纸、皮影等呈现形式制作动画电影，代表作有《小蝌蚪找妈妈》、《哪吒闹海》、《大闹天宫》等，此阶段是国产动画电影第一个黄金时代。

2000-2010：进入到千禧年之后，来自日本、欧美等地区的动画电影给国产动画电影带来了非常大的冲击，国产动画无论是在表现形式、内容创新上都远远落后于引进电影，此阶段的国产动画电影进入了低谷期，国内动画电影市场以引进片为主，代表做有《狮子王》、《马达加斯加》。

2010-2015：随着电影工业水平的发展，国产动画电影开始陆续创作自有 IP，国产动画电影市场逐渐扩大，但此时的受众主要以低幼龄儿童为主，电影内容幼稚、制作水平较为低劣，代表做有《喜羊羊》系列、《熊出没》系列。

2015-2019：《西游记之大圣归来》的出现在中国动画电影史上具有划时代意义，该作品的横空出世给予了国内观众对于国产动画的信心，自《大圣归来》出世后，国产动画又陆续推出数部佳作，虽然在票房上并没有取得质的飞跃，但国产动画电影也在一定程度上摆脱了低幼、劣质等标签，代表作有《大圣归来》、《大鱼海棠》、《大护法》等。

2019-至今：2019 年，国产动画电影又出现一里程碑之作--《哪吒之魔童降世》，票房突破 50 亿元，票房位列华语影史第五位。该作品的大获成功彻底点燃了观众

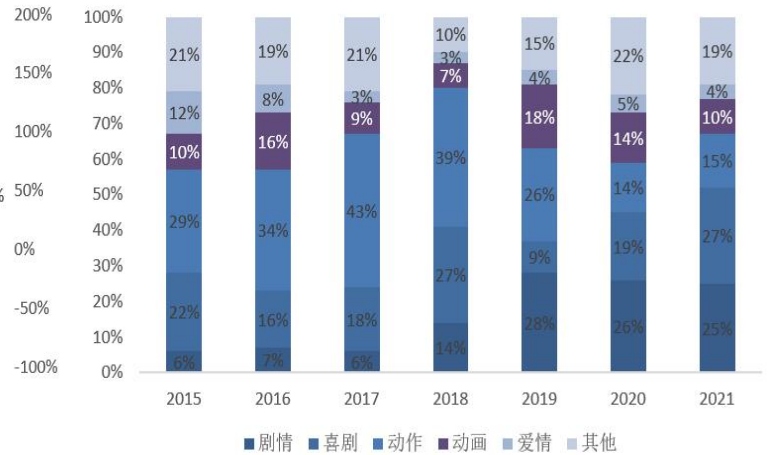
对于国产动画的热情，也标志着国产动画实现了阶梯式的飞跃，观众对于国产动画的期待出现了空前高涨，此时期的其他优秀代表作还有《姜子牙》、《白蛇》系列。

图表 40 中国动画类电影票房收入 (亿元)



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 41 中国电影票房收入结构 (按类型分)



资料来源：艺思数据，华安证券研究所

中国的动画电影之路发展较晚，制作水平参差不齐，这也导致动画电影的票房呈现不稳定、易波动等特性。自 2015、2016 年动画类电影出现高速增长后，由于优秀作品出现空档，2017 年及 2018 年动画类电影表现并不亮眼，均出现负增长状态，2019 年是中国动画电影行业最为辉煌的一年，除了《哪吒》的成功外，行业内还涌现出了一批优秀的动画电影作品，共有 17 部动画类电影作品年度票房超过 1 亿元，最终中国动画类电影票房总计达 117.7 亿元，同比 182%。

即便没有头部影片的出现，2021 年动画影片票房依旧实现大幅反弹，观众对国产动画影片认可度较高。2021 年行业内并没有出现 10 亿票房以上的动画电影，但动画类影片票房却出现大幅反弹，甚至超越了疫情前 2018 年水平，在动画类影片年度票房榜中，国产动画电影占据 Top5 中的 4 位。这说明国内本土观众已经对国产动画类电影抱有足够的期待和信心，我们预计待疫情恢复后，动画类电影尤其是国产动画影片票房会进一步提升。

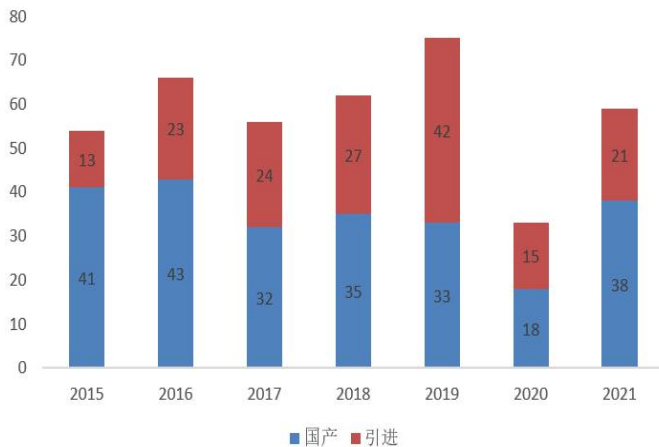
图表 42 2021 年动画类影片票房榜 Top5

电影名称	产地	票房
《熊出没-狂野大陆》	中国	5.95 亿
《白蛇2：青蛇劫起》	中国	5.80 亿
《新神榜：哪吒重生》	中国	4.56 亿
《哆啦A梦：伴我同行2》	日本	2.78 亿
《雄狮少年》	中国	2.50 亿

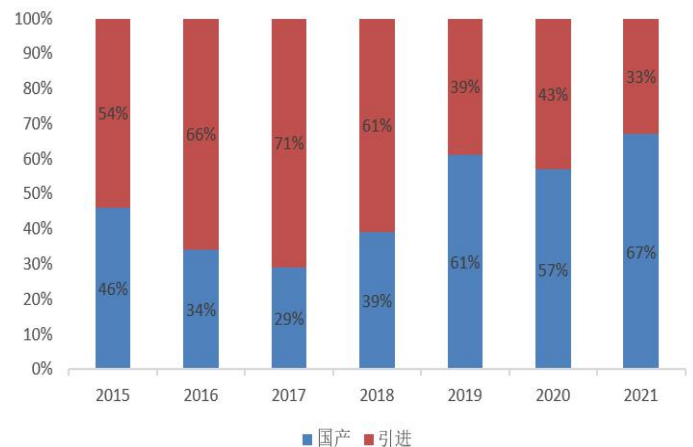
资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所

减量提质，低劣国产动画影片逐渐被清出，行业核心以“内容为王”。2015—2018年，国产动画电影数量一直高于引进片，但票房收入却与引进片差距甚大，引进片以少数电影数量包揽了约65%的票房收入，而自2019年之后，虽然国产动画影片数量有所减少，但票房收入却成功反超引进片，由此说明国产动画影片在影片质量上得到了提升，内容被本土观众广泛接受，引进片竞争优势被削弱，市场空间受到国产片挤压，自2019年以来，国产动画影片票房收入占比基本都维持在六成左右。

图表 43 中国动画类电影数量（按产地分：部）



图表 44 中国动画类电影票房结构（按产地分）



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

资料来源：艺恩数据，华安证券研究所

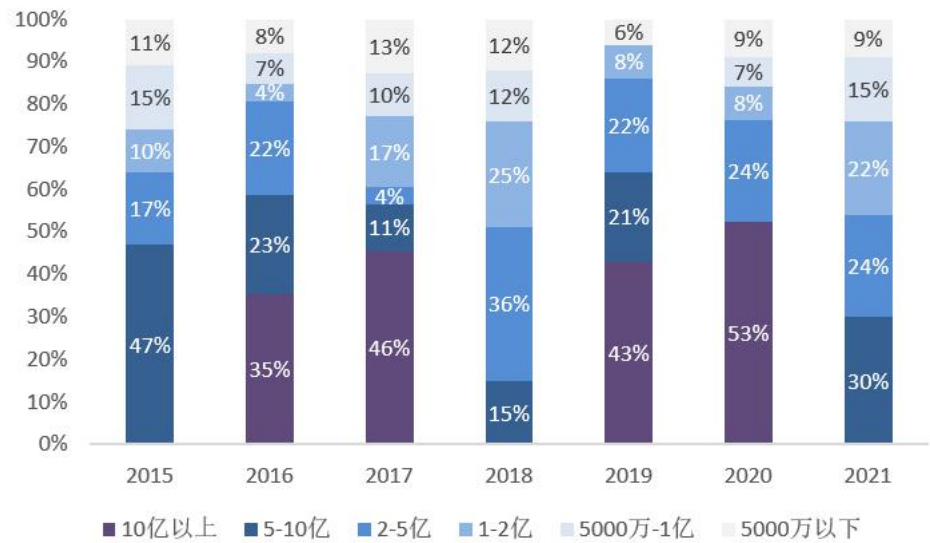
动画电影头部效应明显，腰部及尾部影片有广阔上升空间。中国动画电影市场票房收入较为集中，多分配在2亿元票房以上电影，中尾部影片市场空间较小，市场受单片影响较大。自2015年以来，2亿票房以上影片占比分别为64%、80%、61%、51%、86%、77%、54%，2亿票房以下占比较小，有比较明朗的渗透空间。

图表 45 中国动画类电影数量（按票房收入分：部）

票房	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
10 亿以上		2	2		1	1	
5-10 亿	3	3	1	1	3		2
2-5 亿	2	5	1	5	8	2	3
1-2 亿	3	3	6	7	7	2	6
5000 万-1 亿	9	7	7	7	1	3	8
5000 万以下	37	46	39	42	55	25	40
总计	54	66	56	62	75	33	59

资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

图表 46 中国动画电影票房收入结构

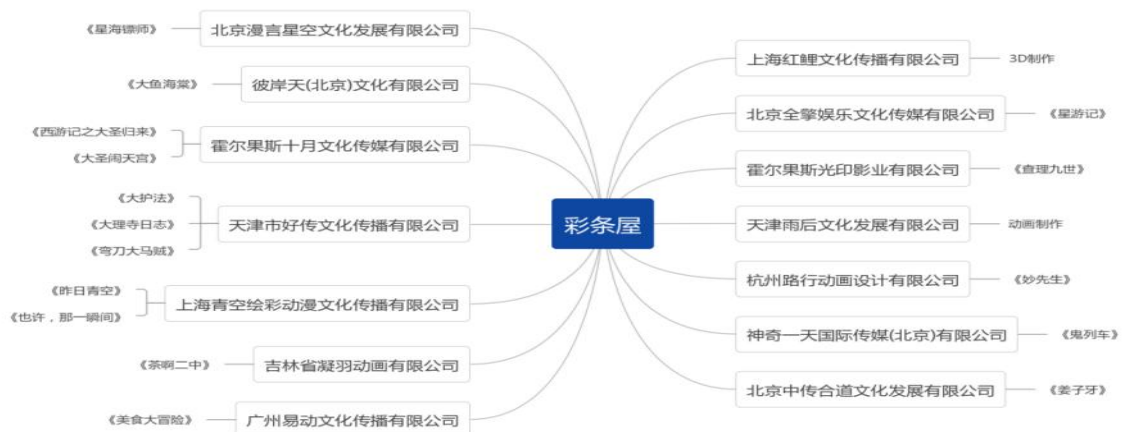


资料来源：艺恩数据，华安证券研究所

3.2 光线传媒动画电影：行业头号玩家，“质、量”齐抓保证内容持续输出

动画产业链布局广泛，具备稳定内容输出能力。为发展动画业务，光线传媒在2015年成立彩条屋，致力于动画电影的投资开发及制作、宣发、衍生品制作等。彩条屋于2015-2018年先后推出《大鱼海棠》、《大护法》、《昨日青空》等优秀国产动画影片，2019年其主控项目《哪吒之魔童降世》更是成为现象级影片名留青史。截至今日，彩条屋已投资数十家动画影视相关企业，涉猎领域包括二维和三维动画及IP衍生品制作，产业链覆盖广泛，为产出优质内容提供充分保障，除制作发行国产动画电影之外，对于优秀的引进动画类影片，光线传媒也参与协助推广。

图表 47 彩条屋部分投资企业



资料来源：公司官网，Ifind，华安证券研究所

图表 48 光线传媒投资及发行的动画类电影 (2015-至今)

时间	电影名称	猫眼评分	票房 (亿)	动画类票房排名
2015	《洛克王国 4: 出发! 巨人谷》	8.4	0.77	12
	《赛尔号大电影 5: 雷神崛起》	8.7	0.57	17
2016	《大鱼海棠》	8.4	5.73	4
	《精灵王座》	9.7	0.25	27
	《我叫 MT 之山口山战记》	7.7	0.12	38
	《果宝特攻之水果大逃亡》	8.3	0.08	42
2017	《大护法》	8.3	0.92	12
2018	《熊出没-变形记》	9.1	6.05	1
	《昨日青空》	8.5	0.84	13
	《大世界》	7.1	0.03	49
2019	《哪吒之魔童降世》	9.6	50.35	1
2020	《姜子牙》	8.3	16.03	1
	《妙先生》	7.8	0.13	15

资料来源: 猫眼专业版, 华安证券研究所

图表 49 光线传媒协助推广的引进动画类电影 (2015-至今)

时间	电影名称	猫眼评分	票房 (亿)	动画类票房排名
2016	《你的名字》	9.2	5.67	3
2017	《烟花》	5.7	0.79	13
2019	《天气之子》	9	2.89	9
2019	《千与千寻》	9.3	4.88	5
2020	《崖上的波妞》	9.1	0.28	11

资料来源: 猫眼专业版, 华安证券研究所

影片受众年龄跨度大, 行业龙头地位稳固, 行业内竞争对手与其有档次性差距。据艺恩数据统计, 光线传媒自 2015 年起, 作为主出品方推出的动画类影片累计票房已达 74.7 亿元, 是排名第二的华强动画的两倍有余, 与 2-10 名累计票房总和相当, 行业头号玩家地位极为稳固。其次光线传媒近年来制作的动画电影指向全年龄段, 受众更广, 可以更有效地支撑票房增长, 排名第二的《熊出没》系列购票年龄段集中在 30 岁以上, 说明是家长购票携带儿童观看, 20 岁-30 岁作为购买力更为强盛的年龄段受众较少。

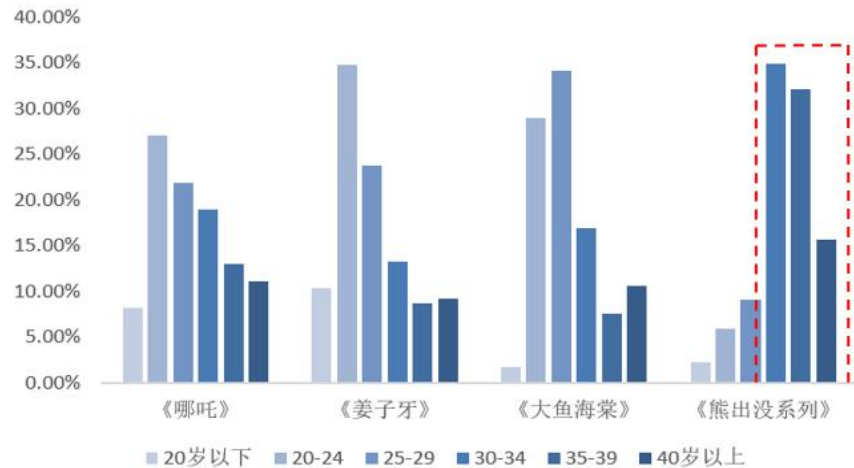
图表 50 2015-2021 年主出品国产动画电影累计票房 TOP10 影视公司

公司	累计票房	电影数量	代表作品	票房 (亿元)
光线传媒	74.7	9	《哪吒之魔童降世》	50.4
华强动画	31	7	《熊出没》系列	3-7
追光人	10.5	5	《白蛇: 缘起》	4.7
中国电影	10.3	6	《功夫熊猫 3》	10
横店影视	9.6	1	《西游记之大圣归来》	9.6

追光影业	5.8	1	《白蛇2：青蛇劫起》	5.8
基因映画	3.2	1	《罗小黑战记》	3.2
上影集团	2.6	5	《阿凡提之奇缘历险》	0.78
万达影视	2.5	3	《大头儿子和小头爸爸3》	1.6

资料来源：艺恩数据，华安证券研究所

图表 51 部分动画影片影票购买年龄分布



资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所

动画类电影制作成本较低，光线传媒凭借《哪吒》、《姜子牙》号召力，后续“封神宇宙”系列更易获得成功。动画电影制作虽在特效段付出成本较多，但对比真人电影，动画电影不需要支付演员片酬，所以总体成本要小于真人类影视作品，尤其是现在“流量当红”的时代，演员片酬能占到总制作成本的20%-40%，更甚者能超过一半以上，虽然自“限酬令”颁布后整体环境有所改善，但政策方向多针对于电视剧一侧，电影端依然存在天价片酬，动画电影在开发续作上制作成本也会进一步降低，可复制性更强，边际成本更低。此外，光线传媒也可以凭借《哪吒之魔童降世》、《姜子牙》的号召力，在未来推出续作和开发“封神宇宙”系列中更具优势。以《姜子牙》为例，《哪吒》在2019年受到热烈反响后，观众对于“中国神话”类动画影视抱有高度期待，2020年国庆档，光线传媒再次推出“封神宇宙”又一力作《姜子牙》，凭借《哪吒》的强势流量和号召力，《姜子牙》在上映首日就出现爆发式开局，一举成为中国动画类影史首日票房冠军，在此之后又接连打破动画类影史首周票房记录、最快破10亿动画电影等殊荣，虽然内容指向性偏于成人，后续票房与购票年龄层发生错配，导致尾端票房有所哑火，但最终依旧揽获票房共计16.02亿，位列中国动画类影片历史票房第二名，我们预测在接下来光线传媒继续推出“封神宇宙”系列动画后，反响程度依然会保持高涨，对票房端持积极乐观态度。

图表 52 动画类影片首日票房排行榜 TOP5

电影名称	首日票房 (亿)	首周票房 (亿)	累计票房 (亿)
《姜子牙》	3.61	10.36	16.02
《哪吒之魔童降世》	1.45	6.65	50.35
《神偷奶爸3》	1.38	4.41	10.38
《小黄人大眼萌》	1.17	3.17	4.36
《功夫熊猫3》	1.07	3.39	10.03

资料来源：猫眼专业版，艺恩数据，华安证券研究所

图表 53 光线传媒“封神宇宙”系列动画类电影预制项目

电影名称	工作进度	演职人员
《姜子牙2》	前期策划	待定
《哪吒2》	前期策划	导演：饺子
《西游记之大圣闹天宫》	前期策划	待定
《红孩儿》	前期策划	待定
《二郎神》	前期策划	编剧：邢嘉芸

资料来源：猫眼专业版，公司年报，华安证券研究所

高筑墙，广积粮，动画类影片储备充足，年内上映数量有望破历史之最。公司对中国以来的神话传说、故事典故、人物进行了详细的梳理，已经初步形成了中国神话宇宙的世界观和人物关系图谱，现有二三十部动画类电影现已有条不紊的在规划制作中，虽然动画类影片制作周期比真人影片长，但公司凭借其强大的动画产业链，目前多部动画影片预计能在年内上映，数量有望达到历史最多，预计今年动画影片票房收入较2021年会有所提高，后续按计划每年会推出2-3部动画影片。

图表 54 光线传媒动画类电影项目规划

电影名称	工作进度	演职人员
《冲出地球》	2022.7.16 已上映	导演：胡一泊
《深海》	预计年内上映	导演：田晓鹏
《茶啊二中》	预计年内上映	导演：夏铭泽、闫凯
《大雨》	预计年内上映	导演：不思凡
《凤凰》	预计年内上映	导演：毛启超
《西游记之大圣闹天宫》	预计年内上映	导演：田晓鹏
《最后的魁拔》	制作中	导演：王川
《相思》	制作中	不详
《小倩》	制作中	不详
《朔风》	制作中	不详
《大鱼海棠2》	制作中	导演：张春、梁旋
《八仙过大海》	前期策划中	不详
《大理寺日志》	前期策划中	导演：饺子
《哪吒2》	前期策划中	不详
《红孩儿》	前期策划中	不详
《姜子牙2》	前期策划中	不详
《二郎神》	前期策划中	编剧：邢嘉芸

注：表中上映日期根据公司公告及猫眼专业版发布信息收集而成，具体上映日期可能会发生变动

资料来源：猫眼专业版，公司年报，华安证券研究所

3.3 动画衍生品：长期看，未来具备广阔变现空间

光线传媒动画衍生品变现端受制于行业束缚，长期理论上存在广阔增长空间。随着电影消费习惯的建立，消费者对于电影衍生品的消费需求也在与日俱增，现阶段国内电影衍生品存在创意不足的行业通病，这极大的阻碍整个行业的发展，想真的打开电影衍生品市场，吸引到消费者的目光，除了要做足宣传以外，重点则是要提高产品的技术含量，吸取足够的创意灵感，赋予电影衍生品新的艺术生命，从而在根本上打破“复制、粘贴”的行业顽疾。在《哪吒：魔童降世》上映后，衍生品销售额迅速突破 1800 万，刷新了中国电影衍生品销售总额记录，虽然在行业内属于优秀水平，但对于超过 50 亿的票房量级以及作为国内现象级的动画电影来说仍不尽人意，相信随着行业整体水平的发展，在长期来看光线传媒在动画衍生品一端的收入会有所提高。

图表 55 中国二次元周边市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 56 《哪吒之魔童降世》部分周边展示



资料来源：淘宝，华安证券研究所

图表 57 《大鱼海棠》部分周边展示



资料来源：淘宝，华安证券研究所

“一本漫画”为光线传媒储备 IP 资源，同时对动画影片进行二次创作，提升 IP 影响力。2020 年 1 月，“彩条屋”宣布正式上线原创漫画 APP “一本漫画”，目标是将漫画作品影视化，即在作品的漫画阶段就考虑如何进行影视化呈现，为接下来创作动画类电影储备 IP 资源，此外，“一本漫画”还将对已上映的动画电影进行番外制作，持续提升 IP 影响力。截至 2020 年底，“一本漫画”共有 21 个作者进行漫画创作以及 47 部漫画上线。其中《救丙传》为动画电影《哪吒之魔童降世》的番外作，《妙先生之彼岸花》为动画电影《妙先生》的番外作，《大理寺日志》为动画电影《大理寺少卿游》的番外作。

图表 58 一本漫画部分代表作展示



资料来源：一本漫画，华安证券研究所

4 电视剧及网剧：OTT 挤压有线电视市场空间，网剧成为电视剧行业主力军

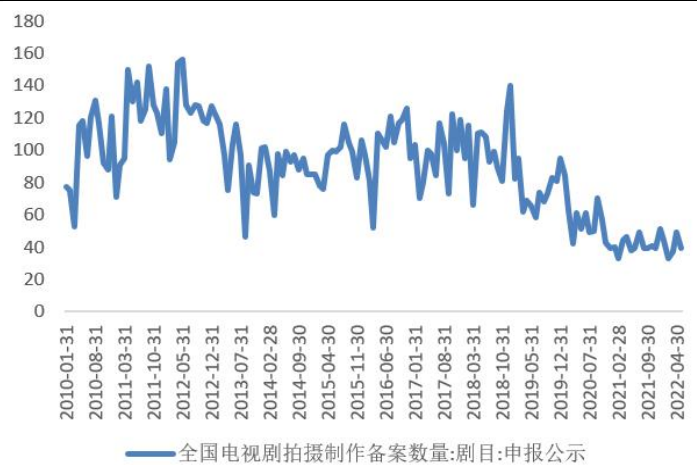
4.1 电视剧及网剧大盘：作品数量有所收窄，行业逐渐向“精品化”发展

行业产量持续出清，内容提质进展明显。受疫情冲击及行业调控等宏观因素影响，近年来电视剧发行量及备案数持续下跌，行业依旧延续“减量提质”趋势，据国家广电总局数据显示，2016至2021年国内电视剧发行量除2018年外均出现负增长状态，2019-2021年发行电视剧数量同比分别为-21.4%/-20.5%/-4.0%，2021年下降速度有所放缓。在电视剧备案数端，减量趋势自2010年以来一直持续，2015-2021CAGR为-13%，2021年电视剧备案数只有498部，同比-25.67%。即便电视剧发行及备案数一再降低，但广播电视和网络视听业务实际创收却一直在保持着较高增速增长趋势，尤其以网络视听业务收入增长尤为明显，这也在一定程度上证明，虽然电视剧数量有所减少，但内容质量上有较大提升，而电视剧行业重心也在逐步向网络化发展。

图表 59 全国制作发行电视剧部数 (部)



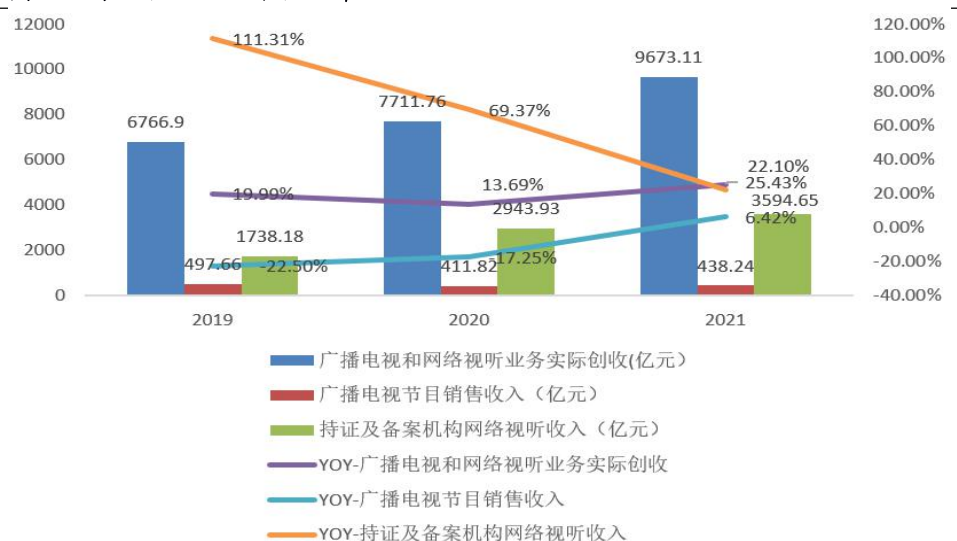
图表 60 全国电视剧备案数 (部)



资料来源: WIND, 华安证券研究所

资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 61 广播电视及网络视听收入 2019-2021

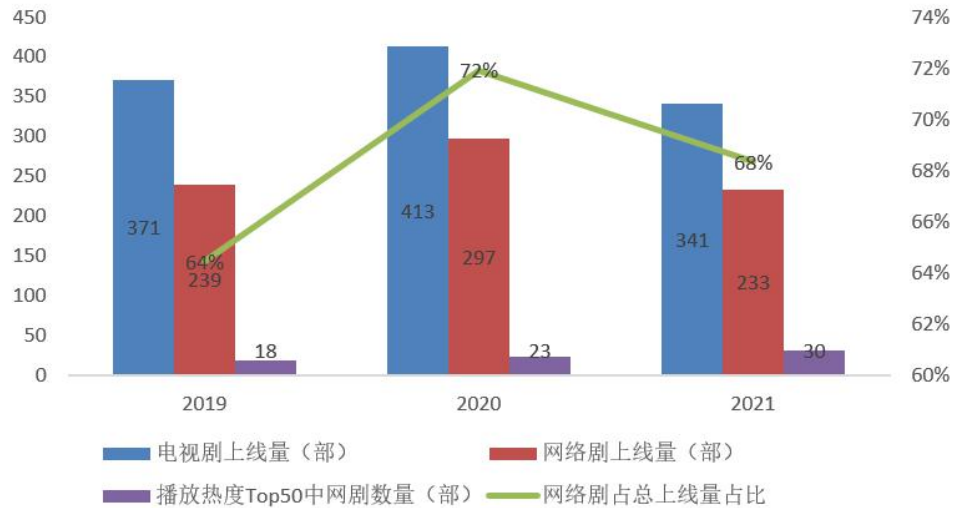


资料来源: 广电总局, 华安证券研究所

网剧已成为电视剧行业主力军，市占率保持稳定。2019至2021年，电视剧总

上线量分别为 371、413、341 部，其中平均有 68% 为网剧，占据总上线数的七成。在数量占据绝对优势的同时，网剧质量也在逐步提高，截至 2021 年，在电视剧播放热度 Top50 中，网剧共计 30 部，实现了从质量到数量的全方位领先。

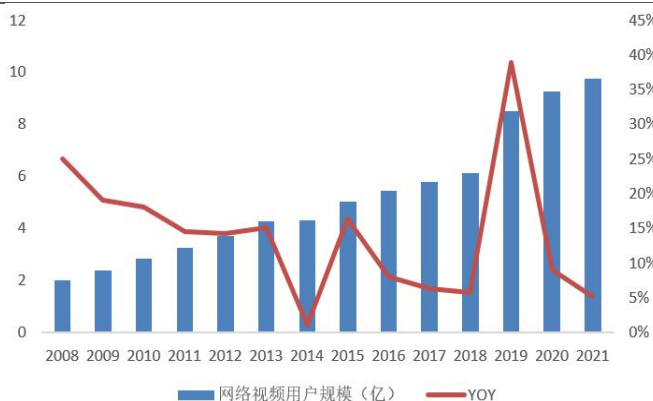
图表 62 电视剧及网络剧上线量对比



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

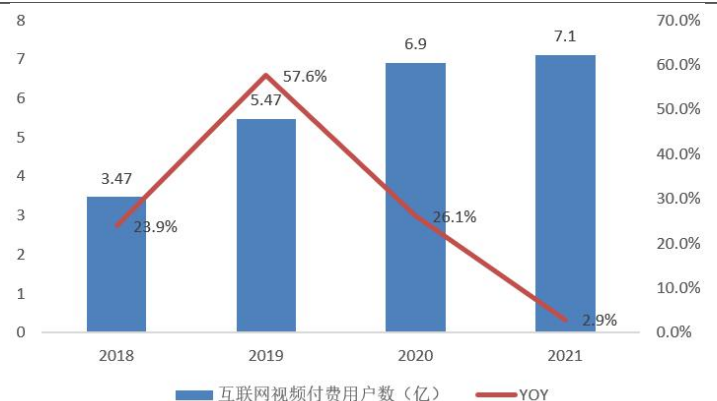
互联网电视 (OTT) 抢占有线广播电视市场，网络视频付费用户规模进一步扩大，共同为网剧发展提供坚实基础。近年来，中国互联网视频用户规模与付费用户规模有显著扩大，2021 年互联网付费用户数达 7.1 亿，2018-2021CAGR 达 26.95%。其次，从 BAT 到爱优腾，再到小米，还有老牌 OTT 玩家酷开科技、聚好看、虹魔方等，这些互联网企业积极布局 OTT 的背后，所反映的正是大屏在用户内容消费领域话语权的不断增强，OTT 凭借其更加优秀的方便性、互动性、可玩性，迅速抢占了有线电视市场，有线广播电视与互联网电视的用户规模正在不断拉大，据广电总局发布数据显示，2021 年互联网电视用户规模已达 10.83 亿户，同比增长 13%，而有线广播电视用户数只有 2.04 亿户，同比降低 2%，出现负增长。在用户和硬件设施的加持下，电视剧行业向网剧靠拢的发展趋势几乎成为必然趋势。

图表 63 互联网视频用户规模 (亿)



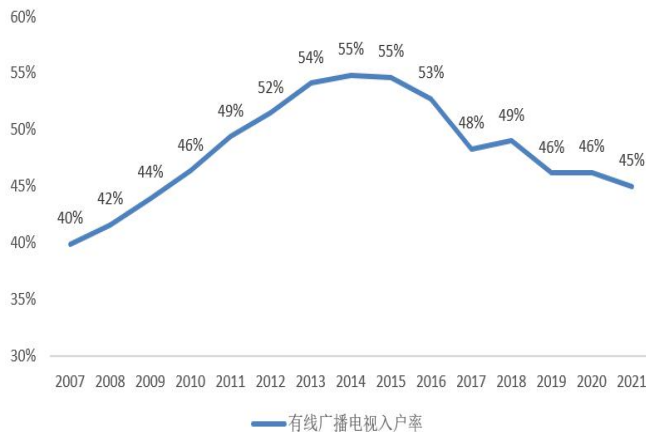
资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 64 互联网视频付费用户数 (亿)



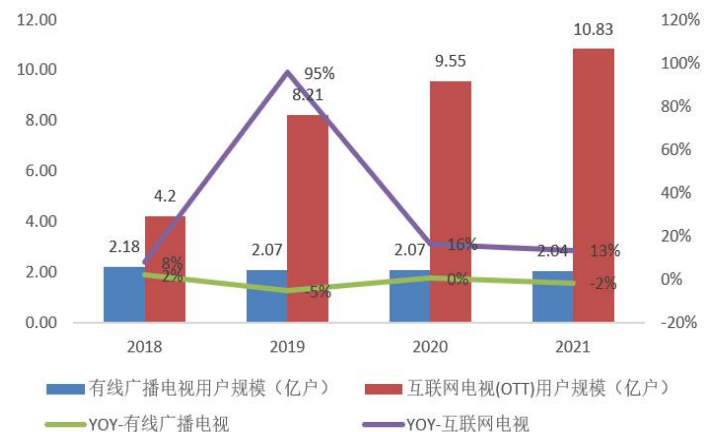
资料来源：广电总局，华安证券研究所

图表 65 有线广播电视入户率



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 66 有线广播电视与 OTT 用户规模



资料来源：广电总局，华安证券研究所

4.2 光线传媒电视剧及网剧：顺应大势布局网络剧，具备输出头部剧集能力

光线传媒自 2000 年初就开始涉足电视剧领域，迄今为止已有 20 年业务经验，但公司并未在电视剧业务中投入过多资源，业务重心依旧放在电影领域，光线传媒布局电视剧业务主要经过了三个运营战略的改变。

2000-2012 (试水期)：在 2000 年之初，光线传媒围绕电视剧领域曾以参投方式进行过小范围、低投入的尝试，2005 年光线传媒依靠持股公司-东方传奇进行电视剧的制作，在 2006-2010 年间，光线传媒共发行 12 部电视剧，其中 11 部由自主制作投资而成，但尝试电视剧制作并未给公司利润带来多大改变，业务收入不具备稳定性。

2012-2017 (初尝成功)：上市之后，光线传媒暂时停止了电视剧制作，而是再次转为参投方式进行试水，公司先后投资电视剧制作公司欢瑞世纪、新丽传媒进行电视剧合作，至 2015 年，公司开始参投网剧，并初尝胜利果实，2015 年光线传媒投资的欢瑞世纪出品的网剧《盗墓笔记》实现了 29 亿播放量，2016 年公司继续参投网剧《诛仙青云志》和《识汝不识丁》再获成功。

2017-至今 (业务发展期)：2017 年起，光线传媒开始由参投向主投过渡，并再次开始尝试制作，投资制作方向依旧以网剧为主，2018 年，公司在电视剧业务的战略转变发挥成效，《新笑傲江湖》、《爱国者》、《我的保姆手册》、《盗墓笔记 2》使得公司电视剧业务收入实现同比增长 656.37%，并自 2018 年后，电视剧业务收入逐渐稳定，疫情前均在 2 亿元以上，2020 和 2021 在疫情影响下，仍分别实现业务收入 1.54 亿元及 1.07 亿元。

图表 67 光线传媒电视剧及网剧业务收入 (亿元)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

《网络剧片发行许可证》加速行业出清，行业壁垒逐渐提高，光线传媒具备产出头部剧集能力，可形成核心竞争优势。2017 年国家新闻出版广电总局曾发布相关通知，要求网络视听节目与广播电视节目“同一标准、同一尺度”，时至今日，国家广播电视总局依规将国产网络剧片审查纳入行政许可事项管理，自 2022 年 6 月 1 日起，开始发放《网络剧片发行许可证》，网剧需得许可证后才能上线放映，在此之前，网剧只需备案即可，许可证的出现，代表着网络视听领域确立了更严格、更规范、更明晰的行业标准，也将促进网络视听内容的精品化，推动行业提质升级。《网络剧片发行许可证》的落地，在很大程度上会加速“低劣网剧”的淘汰，“内容至上”将成为行业内竞争力的关键因素，而光线传媒通过在电视剧领域二十余年的经验积累，现已具备了热门剧、优质剧的产出能力，更易形成核心竞争优势。

图表 68 光线传媒部分电视剧及网剧作品 2019-2021

时间	名称	播放平台	成就	播放量数据
2018	《爱国者》	优酷、爱奇艺、腾讯视频	/	累计播放量 10.18 亿
	《我的保姆手册》	优酷	播放量日冠 30 次	/
	《温暖的弦》	腾讯视频、优酷、芒果 TV	优酷播放量日冠 16 次，腾讯视频播放量日冠 23 次，芒果播放量日冠 30 次	播放量约 68 亿次
2019	《我在未来等你》	爱奇艺	/	最高播放市占 5.03%
	《遇见幸福》	爱奇艺、腾讯	爱奇艺日度热冠 16 次，腾讯视频播放量日冠 2 次	最高播放市占 4.83%

	《听雪楼》	腾讯视频	全网正片播放市占率日冠5次，腾讯视频播放量日冠13次	最高播放市占12.30%
	《逆流而上的你》	优酷、爱奇艺、腾讯视频	优酷热度日冠9次，腾讯视频播放量日冠14次	
2020	《新世界》	台网联播	全网正片播放市占率日冠11次，腾讯视频播放量日冠36次，爱奇艺热度日冠16次	最高播放市占12.30%
2021	《云顶天宫》	腾讯视频	/	最高播放市占5.73%
	《恨君不似江楼月》	芒果	芒果播放量日冠27次	最高播放市占1.91%

资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所

顺应行业趋势，主要布局网剧领域，享受互联网流量红利。随互联网的发展及5G网络的来临，享有渠道资源优势的网剧虽然起步晚但是发展迅速，除流量红利加持外，网剧过审门槛更低，制作成功率更高且形式更加多样，截至目前，公司的网剧业务发展迅速，诸多项目已取得实质性进展，其中，《山河枕》《春日宴》《拂玉鞍》《大理寺少卿游》等剧集已与相关视频平台达成合作，其他网络剧集项目如《她的小梨涡》《我的约会清单》《如果某天我孤独死去》《十九年间谋杀小叙》《照明商店》等项目也正在有序进行中。

图表 69 光线传媒网剧预制项目

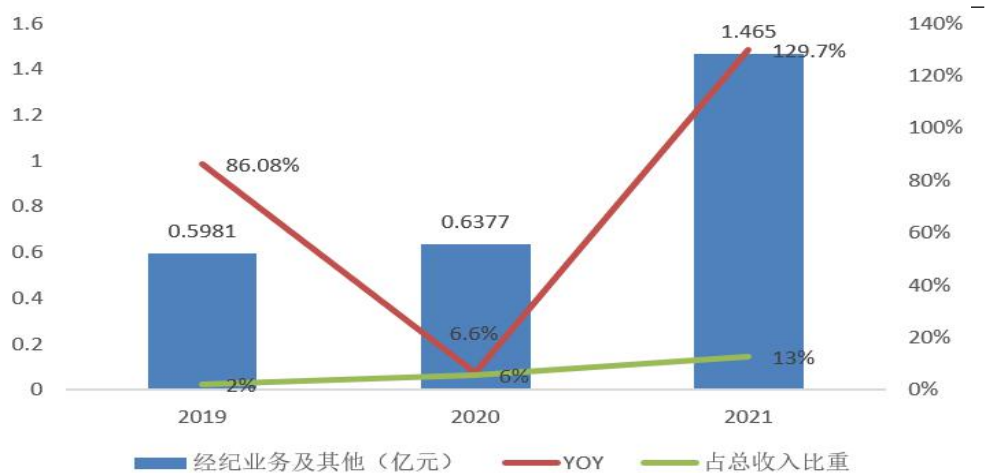
剧集名称	演职人员
山河月明 (原名江山纪)	导演：高希希
对的时间对的人	导演：周晓鹏
拂玉鞍 (原名刺斗士郡主)	导演：西岛；编剧：尹航；主演：吴俊霆、漆昱辰
大理寺少卿游	导演：王威
春日宴	待定
田螺有妇男	待定
君生我已老	待定
所有的乡愁都是因为馋	待定
她的小梨涡	待定
男神，你走开	待定
山河枕	待定
枕边有你	待定
殃神	待定
我的约会清单	待定
如果某天我孤独死去	待定
十九年间谋杀小叙	待定
照明商店	待定

资料来源：公司年报，华安证券研究所

5 艺人经纪及其他：内部效应显著，为公司影视剧业务降本增效

光线传媒的经纪及其他业务主要指的是公司的艺人经纪及实景娱乐业务，随着公司旗下艺人的热度持续攀升以及实景娱乐业务有条不紊的顺利进行，目前公司该业务保持着良好的发展态势，2021 年实现业务收入 1.47 亿元，同比增长 129.7%，收入占比达到了 13%，已经超越电视剧及网剧业务，成为公司第二大业务板块。

图表 70 艺人经纪及其他收入（亿元）



资料来源：扬州发布，华安证券研究所

旗下新生代艺人商业知名度持续提升，可与公司电影及电视剧业务产生协同效应，降低制作成本。公司近年来在影视剧制作中偏爱“小成本、新艺人”，贯彻“以小博大”战略，启用自家艺人参与影视剧制作可以有效降低制作成本，同时又能提升旗下艺人的商业价值与热度，进一步为公司带来了更多的影视业务、商务合作等资源和机会，从而形成强有力的飞轮效应。

图表 71 光线传媒旗下部分新生代艺人



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 72 光线传媒旗下新生代艺人参与的公司投资发行的部分影视剧

影视剧名称	公司艺人			
《十年一品温如言》	丁禹锡	任敏	漆昱辰	
《悲伤逆流成河》	章若楠	任敏	辛云来	朱丹妮
《五个扑水的少年》	李孝谦	辛云来	吴俊霆	王川
《我们的样子像极了爱情》	李孝谦	修雨秀	丁冠森	漆昱辰
《我是真的讨厌异地恋》	任敏	辛云来	李孝谦	修雨秀
《八分钟的温暖》	丁禹锡	朱丹妮		
《革命者》	章若楠	辛云来	李孝谦	
《拂玉鞍》	吴俊霆	漆昱辰	王川	

资料来源：猫眼专业版，华安证券研究所

新导演计划可发掘演员向导演的身份转变，为公司内容输出提供保证。自2011年开始，光线传媒就启动了新导演培养计划，推动了演员向导演的跨界转型，项目启动至今，光线传媒发掘培养了以徐峥、黄渤、邓超、赵薇等为代表的近20位新人导演。凭借光线传媒优秀的培养机制及独特的眼光，对于公司旗下新生代演员来说，实现从演员向导演的转变也存在较高的可行性。

图表 73 新导演计划代表人物及主要作品

导演	作品	光线传媒参与方式	累计票房（亿）
徐峥	《人在途之泰国》	出品/发行	12.71 亿
	《港囧》	出品/发行	16.11 亿
	《我和我的祖国》	联合出品/发行	31.70 亿
	《我和我的家乡》	子公司出品/发行	28.30 亿
	《我和我的父辈》	—	14.77 亿
赵薇	《致青春》	出品/发行	7.19 亿
黄渤	《一出好戏》	出品/发行	13.55 亿
邓超	《分手大师》	出品/发行	6.65 亿
	《恶棍天使》	出品/发行	6.49 亿
	《银河补习班》	出品	8.78 亿
	《我和我的家乡》	子公司出品	28.30 亿
	《中国乒乓》	出品/发行	暂未上映

资料来源：猫眼专业版，灯塔专业版，华安证券研究所

实景娱乐业务有序进展，将进一步完善公司的产业链布局，充分发挥公司内容相关业务与实景娱乐业务的协同效应。公司在实景娱乐业务板块的规划主要是参与了扬州·中国电影世界项目，该项目包含PPP项目及商业开发部分，公司将与政府平台公司及相关社会资本方共同出资成立各个板块的项目公司，由各项目公司负责推进项目的开发。公司对该项目的投资总体较少，主要是对各项目公司的资本金出资。公司将结合自身在影视、文旅等方面的优势和资源，为项目整体策划、业态布局、资源要素导入、文娱产业运营提供专业支持。目前扬州影视基地一期工程规划建设19个摄影棚，已完成17个棚混凝土结构封顶，同步进行钢结构、ALC声装屋

面板及墙面板安装；精品酒店完成主体结构封顶；超级水景基地室内拍摄棚、虚拟摄影棚、星级酒店、公寓酒店、综合楼等影棚区及附属配套的建设工作稳步推进中。2020 年底，扬州影视基地入选了江苏省广播电视和网络视听产业基地，并被列入江苏省“十四五”规划和 2035 远景目标，2021 年 3 月，被列入扬州“十四五”规划和 2035 远景目标，9 月被纳入江苏电影“十四五”行动计划中。

图表 74 扬州·中国电影世界项目规划图



资料来源：扬州发布，华安证券研究所

6 产业投资：发展迅速，成为公司第二大业务板块

6.1 产业投资：股权投资拓展产业链触角，长期股权投资带来丰厚收益

产业投资业务主要指光线传媒对其他公司及实体的股权投资，在股权投资方面均以内容投资和战略投资为核心，是公司拓展内容产业链、扩大并延伸业务触角、丰富内容产品线及来源的重要保障。目前公司在权益类投资力度较大，自 2018 年以来光线传媒的长期股权投资及其他权益投资工具均占据公司总资产的 50% 以上，截止到 2021 年一季度，公司的长期股权投资为 46.48 亿元，其他权益投资工具为 8.64 亿元，占总资产的 52.69%。

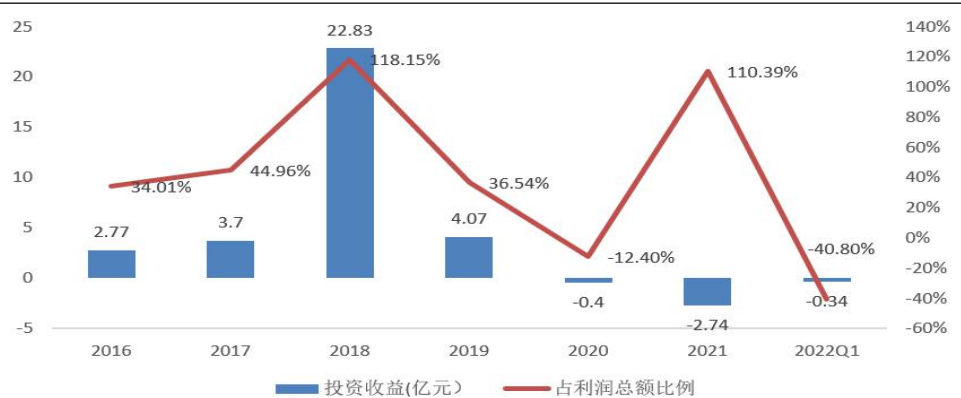
图表 75 光线传媒长期股权及其他权益投资工具 (亿元)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

投资收益在利润总额中占据重要部分，长期股权投资为公司带来丰厚收益。2016年至疫情之前，公司的投资收益在利润总额中均占据30%-45%之间（2018年除外），可见投资收益已成为公司总利润中的中流砥柱。2018年光线传媒投资收益高达22.83亿元，实现同比增长118.15%，这是由于出售新丽传媒股权引起的，2013年，公司为获得新丽传媒27.64%股份，支付了近8.29亿元，至2018年3月，公司又以33.17亿元的价格转让给了林芝腾讯科技，获得了5年3倍的投资收益。受疫情及经济疲软等宏观因素影响，2020年至今公司投资收益均出现亏损，净利润受其影响较大，预计随疫情有所恢复，公司投资收益会恢复到疫情前正常水平，从而带动公司利润增长。

图表 76 光线传媒投资收益及占比



资料来源：公司年报，华安证券研究所

6.2 猫眼：宣发阶段与公司电影业务可形成战略合作，在线票务市场回归理性，迎来利润收获期

2008年-2013年：随着移动互联网的普及，中国首个线上票务平台—格瓦拉成立并率先开启在线选座服务，在此之后，各票务服务商涌现在行业之中纷纷效仿，此

时主要玩家有蜘蛛电影、美团电影、QQ 电影票等，就此拉开了中国线上购票的主流趋势，在很大程度上解决了实地购票排队久，购票渠道单一等困境。

2014-2017 年：BAT 等互联网巨头利用资本优势纷纷抢占在线票务市场，淘宝电影、微影时代在此阶段成立，美团电影更名为猫眼电影并拆除独立运营，部分小票务厂商被清出，在线票务行业进入发展阶段。

2018-至今：时至今日，在线票务市场呈现两强争霸局面，猫眼和淘票票占据了行业绝大部分市场，为追求其差异性和拓展产业链布局，猫眼开启了“内部整合，全面深入上游产业”的战略计划，实现了电影制作、宣发、售票一体化全产业链布局，目前在线票务市场在出票端占据总出票数的 80% 以上，已彻底实现了购票场景的转变。

猫眼身为在线票务行业龙头，可在宣发阶段于光线传媒电影业务产生协同效应。根据光线传媒 2021 年年报显示，光线传媒直接持有天津猫眼微影文化传媒有限公司 16.95% 股份，猫眼作为国内在线票务行业的代表，可以在宣发端与光线传媒电影业务产生协同效应。猫眼娱乐的前身为美团网于 2012 年成立的娱乐部门，主要开展在线电影票务业务，2015 年猫眼娱乐成立独立法人实体天津猫眼微影文化传媒有限公司以承接在线票务业务，并开始尝试作为电影主控发行方开展业务。

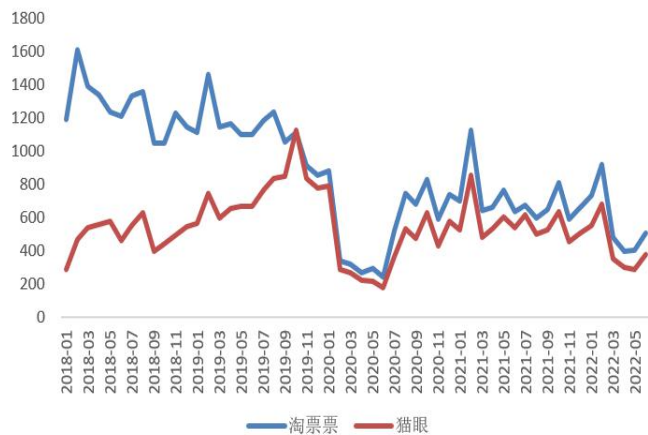
图表 77 国内在线票务市场图谱



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

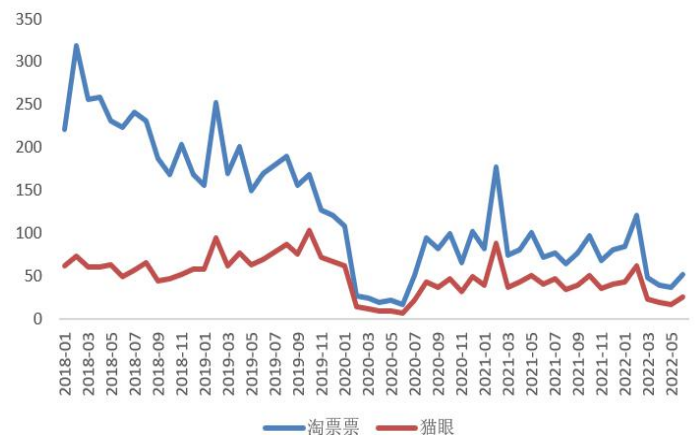
用户规模与淘票票差距逐渐变小，在出票市占率中更具优势。自疫情爆发后，由于观影意愿下降，导致在线票务行业使用用户出现断崖式下跌，猫眼 APP 与淘票票在用户规模及用户黏度上逐渐缩小了差距。在出票市占率中，自 2018 年以来猫眼市占率包揽行业出票数一半以上，毫无疑问的成为在线票务市场头号玩家。

图表 78 猫眼、淘票票 APP MAU (万人)



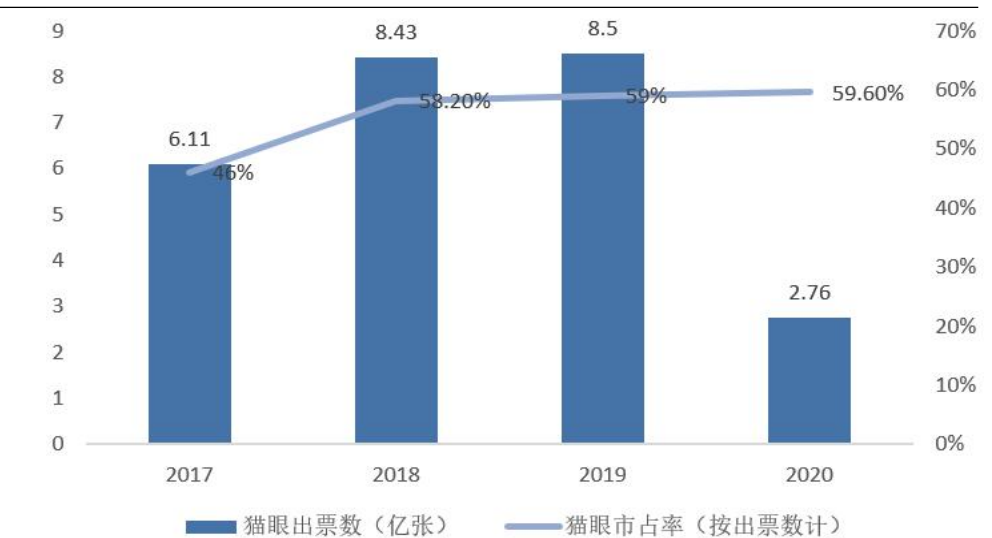
资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

图表 79 猫眼、淘票票 APP DAU (万人)



资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

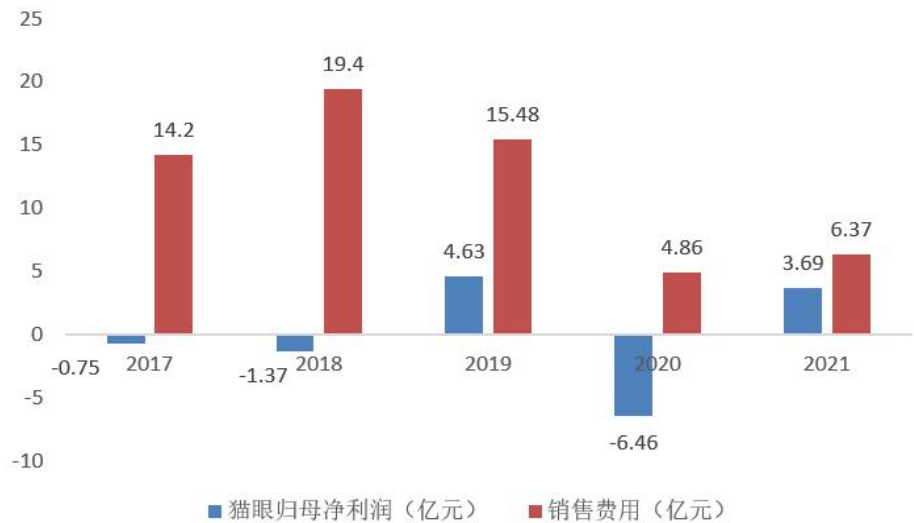
图表 80 猫眼市占率 (按出票数计)



资料来源: 艾媒咨询, 华安证券研究所

在线票务市场回归理性, 巨额补贴减少, 猫眼实现扭亏为盈。自电影在线购票和电影票团购试水成功后, 大小线上购票平台在市场浮现, 但为了抢占市场, 票务平台在票价方面出现票补乱战。一方面, 这让即使背靠互联网公司的票务平台也艰难前行, 同时也将一些小型票务平台淘汰出局; 另一方面, 票务平台的大手笔票补对电影终端造成了一定的威胁, 也对传统影院运营模式提出了巨大挑战。也正因为巨额补贴的存在, 猫眼早期一直处于亏损状态, 高昂的票补支出成为公司亏损的首要原因, 但自 2018 年以来随着市场地位的稳固, 猫眼开始以用户激励的方式进行票补为主, 2019 年猫眼实现了首次盈利, 我们预计随着后疫情时代的来临, 观影需求出现回暖, 猫眼的收入和利润都会出现大幅拉升。

图表 81 猫眼销售费用及归母净利润对比 (亿元)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

7 盈利预测与估值

电影及衍生品：公司作为电影行业龙头，在疫情影响之下依然保持着行业优秀的业务韧性，在疫情后续有所好转下，行业复工复产有条不紊进行，观影需求得到有效释放后，行业有望迎来大幅反弹。我们预计公司 2022 年将会上映 12-14 部影片，其中动画类影片上映数量有望达到历史之最，并且上映影片有半数之上皆为公司主投+发行身份参与，这将显著提高公司的电影业务的收入，此外，公司动画影片储备较多，以后将保持每年上映 2-3 部动画类影片。我们预计 2022-2024 年公司电影及衍生品业务收入增速为 82.01%/21.75%/13.78%，预计实现收入 16.64 亿元/20.26 亿元/23.05 亿元。

电视剧及网剧：公司目前在影视剧集方面已经积累了丰富的经验，近年来推出的剧集不乏热门制作，公司目前储备项目较多，其中，《山河枕》《春日宴》《拂玉鞍》《大理寺少卿游》（原名《大理寺日志》）等剧集已与相关视频平台达成合作，《拂玉鞍》已拍摄完成、待播出，上述剧集尚未到收入确认期。其他剧集项目如《她的小梨涡》《我的约会清单》《如果某天我孤独死去》《十九年间谋杀小叙》《照明商店》等项目均按照各自节奏顺利推进中。2022 年公司大概会上线 3 部影视剧集，收入端相较 2021 年会有较大拉升，我们预计 2022-2024 年公司电视剧及网剧业务收入增速分别为 49.95%/15.06%/12.71%，预计实现收入 1.60 亿元/1.84 亿元/2.08 亿元。

经纪及其他：艺人经纪及其他业务目前已经超越电视剧及网剧业务成为公司第二大板块业务，2021 年业务收入实现翻倍增长，一方面，公司旗下艺人的知名度及商业价值持续提升，为公司带来了更多的影视业务、商务合作等资源和机会，另一方面，公司在影视剧中启用了较多自家新艺人，在提升艺人热度的同时也能够降低影视剧制作成本。我们预计 2022-2024 年公司经纪及其他业务收入增速为 75%/20%/20%，预计实现收入 2.56 亿元/3.08 亿元/3.69 亿元。

图表 82 可比公司估值表

公司简称	净利润 (亿元)				营业收入 (亿元)				PE
	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2022E
华策影视	4.13	4.56	5.56	6.52	38.07	41.97	47.42	53.08	19.13
捷成股份	4.53	7.3	8.75	10.11	37.27	44.13	51.42	58.33	18.32
中国电影	2.25	3.88	8.06	10.14	58.16	60.91	79.29	93.29	53.69
万达电影	1.16	4.26	12.17	16.1	124.9	120.08	154.53	174.59	63.4
横店影视	0.14	2.6	3.6	4.43	23.66	26.61	32.24	36.03	34.98

资料来源：WIND，华安证券研究所

基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 营收为 20.81 亿元/25.18 亿元/28.82 亿元，归母净利润分别为 7.88 亿元/10.87 亿元/13.30 亿元。随着疫情得到有效控制，电影行业修复速度有望回升，公司主营业务有望随之回暖。我们看好公司通过数十余年的经验积累对市场主流内容偏好的把握能力，以及“以小博大”用低成本撬动高额收益的能力；同时看好动画电影的发展空间，公司在该领域“质、量”齐抓，动画类影片储备充足，建议关注年内《深海》的上映进展。公司稳居电影行业龙头，根据可比估值法，我们给予公司 2022 年 37.90x PE，对应合理股价 11.47 元人民币。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

疫情持续扰动导致行业恢复速度不及预期；票房不及预期；政策及监管环境趋严加大影视剧作品过审的风险

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4709	5566	6844	7939	营业收入	1168	2081	2518	2882
现金	1138	932	1055	3107	营业成本	721	885	1075	1234
应收账款	329	1006	1090	1184	营业税金及附加	3	5	5	4
其他应收款	104	456	482	375	销售费用	10	10	13	14
预付账款	143	119	183	246	管理费用	67	104	151	202
存货	1182	1237	2221	1210	财务费用	-42	-23	-19	-21
其他流动资产	1813	1816	1813	1817	资产减值损失	-481	-100	-100	-100
非流动资产	5770	5593	5556	5519	公允价值变动收益	13	0	0	0
长期投资	4677	4527	4477	4427	投资净收益	-274	-21	126	202
固定资产	25	23	21	19	营业利润	-274	918	1272	1564
无形资产	2	1	1	0	营业外收入	26	6	8	10
其他非流动资产	1067	1042	1057	1072	营业外支出	0	3	2	2
资产总计	10479	11159	12400	13457	利润总额	-248	921	1278	1572
流动负债	756	1344	1491	1212	所得税	67	129	185	236
短期借款	0	0	0	0	净利润	-314	792	1092	1336
应付账款	283	838	789	333	少数股东损益	-3	4	5	7
其他流动负债	473	506	702	878	归属母公司净利润	-312	788	1087	1330
非流动负债	152	152	152	152	EBITDA	427	1116	1327	1542
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
其他非流动负债	152	152	152	152	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	908	1496	1643	1364	成长能力				
少数股东权益	17	21	26	33	营业收入	0.7%	78.2%	21.0%	14.5%
股本	2934	2920	2920	2920	营业利润	-186.2%	435.6%	38.5%	23.0%
资本公积	1982	1881	1881	1881	归属于母公司净利润	-207.1%	352.9%	37.9%	22.3%
留存收益	4639	4843	5930	7260	获利能力				
归属母公司股东权益	9554	9643	10730	12061	毛利率 (%)	38.3%	57.5%	57.3%	57.2%
负债和股东权益	10479	11159	12400	13457	净利率 (%)	-26.7%	37.9%	43.2%	46.1%
现金流量表					ROE (%)	-3.3%	8.2%	10.1%	11.0%
单位:百万元					ROIC (%)	5.3%	9.9%	10.5%	10.8%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
经营活动现金流	536	335	-46	1805	资产负债率 (%)	8.7%	13.4%	13.2%	10.1%
净利润	-314	792	1092	1336	净负债比率 (%)	9.5%	15.5%	15.3%	11.3%
折旧摊销	25	0	0	0	流动比率	6.23	4.14	4.59	6.55
财务费用	-10	0	0	0	速动比率	4.44	3.11	2.96	5.33
投资损失	274	21	-126	-202	营运能力				
营运资金变动	120	-625	-1157	528	总资产周转率	0.12	0.19	0.21	0.22
其他经营现金流	8	1564	2394	951	应收账款周转率	2.43	3.01	2.29	2.43
投资活动现金流	-1316	159	169	247	应付账款周转率	2.20	1.58	1.32	2.20
资本支出	-3	5	8	10	每股指标 (元)				
长期投资	-1408	170	30	30	每股收益	-0.11	0.27	0.37	0.45
其他投资现金流	95	-16	131	207	每股经营现金流 (摊薄)	0.18	0.11	-0.02	0.62
筹资活动现金流	-36	-700	0	0	每股净资产	3.26	3.29	3.66	4.11
短期借款	0	0	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	—	32.91	23.86	19.50
普通股增加	0	-14	0	0	P/B	2.71	2.69	2.42	2.15
资本公积增加	-6	-101	0	0	EV/EBITDA	58.23	22.46	18.80	14.85
其他筹资现金流	-30	-585	0	0					
现金净增加额	-817	-205	123	2052					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持——未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性——未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持——未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入——未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持——未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性——未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持——未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出——未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级——因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，致使无法给出明确的投资评级。