



公司研究 | 深度报告 | 光线传媒 (300251.SZ)

全产业链布局拓宽增长空间, 动画电影深耕打造
自身品牌

报告要点

光线传媒是国内领先的影视集团，在横向的内容覆盖及纵向的产业链延伸两个维度同时布局，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。动画电影方面，光线工业化内容生产能力强，具备国内头部动画电影制作能力；真人电影方面，公司中低成本影片表现突出，在青春题材等细分电影赛道优势显著；公司亦积极布局内容衍生业务，拓宽动画IP商业模式，打开公司业绩增长新空间。公司拥有丰富内容储备，多部作品具备爆款潜力，伴随国漫崛起趋势，公司有望凭借其卓越的内容优势持续领跑电影赛道。

分析师及联系人



聂宇霄

SAC: S0490520060004



高超

SAC: S0490516080001



陆意

SAC: S0490522060002

光线传媒 (300251.SZ)

2022-07-31

全产业链布局拓宽增长空间，动画电影深耕打造自身品牌

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

光线传媒：全产业链布局的国内电影龙头

内容横向覆盖+产业纵向延伸，光线渐成领先影视集团。光线传媒是国内领先的影视集团，其业务以内容为核心、以影视为驱动，在横向的内容覆盖及纵向的产业链延伸两个维度同时布局，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。

公司主业表现稳健，新业务加速成长，财务表现居于行业前列。公司在影视领域核心竞争力明显，随着公司影视内容建设推进，艺人经纪和实景娱乐等新业务有望为公司打开新的增长空间。公司财务表现健康，资产质量较高，现金储备充足，盈利能力强。在疫情期间公司依然保持稳健的业绩表现，22H1 业绩再次证明公司行业领先的盈利能力。

动画电影：电影行业新兴赛道，有望持续高景气

相较真人电影，动画电影降本增效优势显著。与真人电影相比，动画电影具备以下优势：1) 演员成本相对可控；2) 动画电影长线成本优化效应显著，具备较长的生命周期；3) 动画电影在 IP 化方面具备优势，具有更多商业化想象空间；4) 动画电影受疫情冲击相对较小。

国漫崛起势不可挡，动画电影赛道或正处于上升期。近年来随着动画电影赛道资金的涌入和技术的提升，我国动画电影工业制作水准逐步提升，出现多部高质量且商业化成功的动画电影作品。受政策加持等原因，中国动画电影进入发展快车道，国产动画电影市场份额有所提升。

内容工业化生产优势显著，优质储备+业务拓展打开新空间

动画电影方面，光线工业化内容生产能力强，持续输出优质作品。光线传媒动画电影业务表现突出，已推出多部头部国漫电影作品。公司在动画电影赛道中具备以下优势：1) 公司在动画电影赛道参股众多动漫企业，与优质动画电影人才团队绑定，动画作品持续输出能力表现突出；2) 公司围绕动画电影赛道，战略布局动画电影全产业链；3) 加强内部动漫 IP 孵化，提升动画内容生产稳定性；4) 公司在电影领域出色的宣发能力助力其动画电影市场表现。

真人电影方面，公司中低成本影片表现突出，在青春题材等细分电影赛道优势显著。公司在真人电影赛道，聚焦喜剧、青春剧等中小成本赛道，坚持“青春战略”和以小博大策略；同时避开成本较高的知名导演，选择非著名或演员转行的新导演，并建立起人才培养和人才合作机制，联动艺人经纪业务，降低制作成本。

围绕产业链布局，公司开辟新增长曲线。公司通过控股猫眼，实现向下游票务和渠道环节的延伸，并有效利用猫眼数据优势为自身影视制作和宣发赋能。同时公司积极布局内容衍生业务，拓宽动画 IP 商业模式，打开公司业绩增长新空间。

未来展望：公司在真人电影和动画电影方面均有丰富储备，多款电影具备爆款潜力，有望逐步释放业绩增量。伴随疫情缓和消费复苏趋势，公司有望受益于行业转暖和市场修复。

盈利预测与投资建议：我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.46/10.37/12.45 亿元，对应 PE 分别为 32.84/23.63/19.67 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、公司电影上映进度或票房表现不及预期风险；
- 2、疫情反复对影视行业造成冲击的风险。

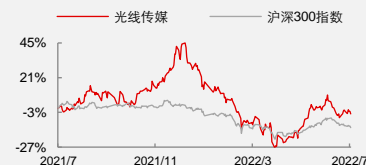
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.35
总股本(万股)	293,361
流通A股/B股(万股)	278,722/0
资产负债率	8.36%
每股净资产(元)	3.26
市盈率(当前)	-56.24
市净率(当前)	2.56
近12月最高/最低价(元)	13.14/6.20

注：股价为 2022 年 7 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

光线传媒：全产业链布局的国内电影龙头.....	6
内容横向覆盖+产业纵向延伸，光线渐成领先影视集团	6
主业表现稳健，新业务加速成长	8
动画电影：电影行业新兴赛道，有望持续高景气.....	9
相较真人电影，动画电影降本增效优势显著	9
国漫崛起势不可挡，动画电影赛道或正处于上升期	13
内容工业化生产优势显著，优质储备+业务拓展打开新空间	16
动画电影：工业化内容生产能力强，持续输出优质作品	16
真人电影：中低成本影片表现突出，细分赛道优势显著	20
非影视业务：围绕产业链布局，开辟新增长曲线.....	26
未来展望：内容储备丰富，有望受益于暑期档和电影行业复苏.....	28

图表目录

图 1：电影产业链结构.....	6
图 2：光线传媒业务覆盖影视、动漫及内容衍生等多个板块.....	7
图 3：公司发展历程	7
图 4：光线传媒营收分拆（单位：亿元）	8
图 5：光线传媒归母净利润（单位：亿元）及归母净利率（单位：%）	8
图 6：光线传媒商誉规模较小，减值风险较低	9
图 7：光线传媒货币资金及交易性金融资产储备充足.....	9
图 8：以华策影视为例，其公司电视剧销售毛利率 2019 年前总体呈下滑趋势.....	9
图 9：国产动画电影影史票房 Top10 中有多部系列 IP 作品（单位：亿元，截至 2022.7）	12
图 10：“熊出没”系列影片上映时间及票房（单位：亿元，截至 2022.7）	12
图 11：2018 年中国电影综合收入构成中，衍生品占比较低.....	12
图 12：《星球大战》系列创收中，票房收入仅占较小部分（单位：亿美元）	12
图 13：国产动画电影进入快速发展阶段，国漫崛起趋势已现.....	13
图 14：国产/进口动画电影数量（单位：部）	15
图 15：国产/进口动画电影票房占比.....	15
图 16：国产动画电影中神话电影改编更具备爆款潜力，诞生多部高票房影片（截至 2022.7）	15
图 17：《功夫熊猫 3》中方参与制作，但导演、编剧和艺术指导等内容和创意多由外方完成.....	16
图 18：国产动画电影中神话电影改编更具备爆款潜力，诞生多部高票房影片	16
图 19：2015-2021 光线产品线结构，动画为光线主力票房贡献者（截至 2021/11/21）	17
图 20：2015-2022 年部分光线主投主控动画电影一览（括号内为累计历史票房，截至 2022.7）	17
图 21：在国内影视公司中，光线传媒在动画电影领域具有领先实力（截至 2022.7）	17
图 22：光线传媒在动画电影赛道布局较 B 站、腾讯等龙头企业相对更加广泛，业内地位领先	18
图 23：光线传媒提供自建和投资，布局动漫上下游全产业链.....	19
图 24：公司推出的《一本漫画》APP 有望成为 IP“蓄水池”.....	19
图 25：《哪吒之魔童降世》片尾彩蛋环节与《姜子牙》的联动	20

图 26: 《哪吒之魔童降世》与《西游记之大圣归来》的联动宣传	20
图 27: 《哪吒之魔童降世》上线之后的排片和票房表现	20
图 28: 各年龄层 2019-2021 年观影人数占比	21
图 29: 各年龄分段 2019-2021 年观影人数占比	21
图 30: 2012-2021 年国产青春片票房 (单位: 亿元, 截至 2021/9/17)	23
图 31: 2012-2021 年国产青春片数量 (单位: 部, 截至 2021/9/17)	23
图 32: 2013-2021 年主出品青春片累计票房 TOP10 影视公司 (截至 2021/9/17)	23
图 33: 2013-2021 年主发行青春片累计票房 TOP10 影视公司 (截至 2021/9/17)	23
图 34: 2013-2021 年光线产品线结构 (截至 2021/9/17)	24
图 35: 2013-2022 年光线主投主控青春片项目一览 (括号内为累计历史票房, 截至 2022/7/9)	24
图 36: 猫眼娱乐股权结构, 光线系、腾讯系和美团系为其主要股东 (截至 2021/12/31)	26
图 37: 2022 年 1 月中国网民线上电影购票使用情况	26
图 38: 2022 年 1 月电影票务市场呈现出猫眼和淘票票两强格局	26
图 39: 猫眼能有效为影视上游的制作、宣发等环节赋能	27
图 40: 猫眼娱乐盈利状况逐步好转	27
图 41: 猫眼娱乐票务收入和非票收入均有显著提升	27
图 42: 光线传媒经纪及其他业务营收占比逐年提升 (单位: 亿元)	28
图 43: 迪士尼实景娱乐和衍生消费品在营收中的占比呈现上升趋势	28
图 44: 中国影片总产量 (单位: 部) 及同比增长	29
图 45: 全国电影票房收入 (单位: 亿元) 及同比增长	29
表 1: 分账票房中, 各参与方分成	6
表 2: 光线传媒各厂牌业务情况	7
表 3: 早期演员方成本在影视成本中占据较大比例	10
表 4: 广电总局和行业协会等多方出台多部举措限制演员薪酬	10
表 5: 2008-2021 年全球影片票房第一名中, 多部影片为动画电影 (红色底色为 IP 系列动画电影)	10
表 6: 衍生品销量最高的电影系列中, 有多部较“年轻”的动画 IP (截至 2022.7)	12
表 7: 动漫及动画电影领域的扶持政策	14
表 8: 各年龄段喜爱电影 TOP10 的类型 (标红为光线出品电影)	21
表 9: 2010-2022 年公司主控主投的真人电影 (截至 2022/7/9)	24
表 10: 公司旗下艺人参演的公司电影票房取得良好成绩 (截至 2022/7/9)	25
表 11: 公司多部电影作品有望近期上映 (截至 2022/7/10)	28

光线传媒：全产业链布局的国内电影龙头

内容横向覆盖+产业纵向延伸，光线渐成领先影视集团

电影产业分为制片、发行、放映和电影衍生品，其中制片、发行和放映是核心环节。电影制片为影视内容的提供方，发行则是电影的宣传、出售等环节。当前行业内制片与发行一体较为普遍，部分制片公司也会承担发行工作。放映方面，目前国内的放映的模式是品牌院线调度影院排片。此外，潮玩、实景娱乐等影视 IP 衍生商业模式亦在逐步成型。

图 1：电影产业链结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

除院线放映端外，制片和发行环节获取绝大多数票房分成。电影产出到放映后，票房依据一定比例分账。除去票房 5% 的国家电影事业发展专项资金以及 3.3% 的增值税及其附加，在可分账票房中，国产片在制片商分成 38% 到 43%，发行商分成 4% 到 6%；进口批片的制片分成在数十到数百万元不等，发行商分成 43%；进口分账片制片商 13% 到 20%，发行商分成 22% 到 28%。三者均是院线分成 3% 到 7%，影院分成 50% 到 52%。分账票房中，制片和发行获得较高的分账份额。

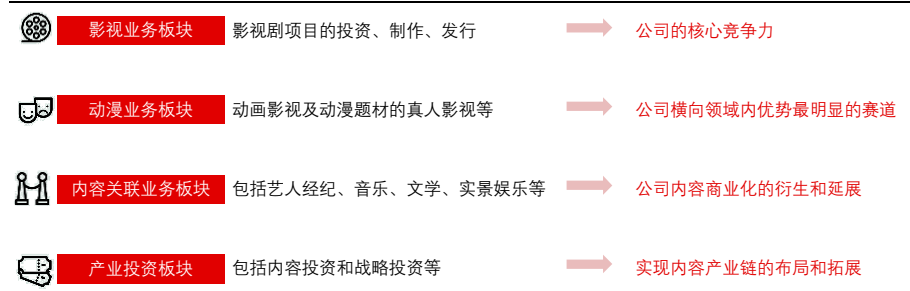
表 1：分账票房中，各参与方分成

分成	国产片	进口批片	进口分账片
制片	38%-43%	数十-数百万元不等	13-20%
发行	4-6%	43%	22-28%
院线	3-7%	3-7%	3-7%
影院	50-52%	50-52%	50-52%

资料来源：Wind，长江证券研究所

光线传媒是国内领先的影视集团，其业务以内容为核心、以影视为驱动，在横向的内容覆盖及纵向的产业链延伸两个维度同时布局。公司核心业务为投资、制作和发行影视剧项目，涵盖电影、电视剧（网剧）、动漫、音乐、文学、艺人经济、实景娱乐和产业投资等领域，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。

图 2：光线传媒业务覆盖影视、动漫及内容衍生等多个板块



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司紧跟传媒时代演变，成功实现业务转型和拓展，具备行业独到眼光与前瞻视野。公司在 2000 年注册成立北京光线广告有限公司成立，主做电视节目，在创立之初运营的《中国娱乐报道》（后更名《娱乐现场》）等主要电视节目截止 2011 年公司上市以覆盖全国 27 个省级电视频道的成绩。公司 2006 年开始进军电影行业，并取得优异票房表现，实现成功转型。2012 年进军电视剧行业，2016 年入股猫眼娱乐，从传统布局式发行转向互联网发行，实现业务和产业链的拓展。公司 2015 年成立彩条屋，开始布局动漫电影，2019 年公司出品发行的《哪吒》收获票房 50 亿，成为国产动画电影的代表作品之一，并逐步在动画电影赛道占据优势。近两年疫情波动，公司凭借自身青春片和动画电影优势，业绩保持稳定。

图 3：公司发展历程



资料来源：猫眼专业版，公司年报，公司招股书，长江证券研究所

光线传媒深耕影视内容行业，旗下拥有数个细分赛道独立品牌，在动画电影、青春电影等影视品类具备优势。公司拥有面向青春电影的“青春光线”和面向动画电影的“彩条屋”等独立部门，各部门聚焦自身赛道，有利于发挥其专业优势。此外，公司亦拥有宣传营销、艺人经纪和实景娱乐等独立部门，在影视内容产业链上下游深入布局。

表 2：光线传媒各厂牌业务情况

主要厂牌/部门	业务
光线影业	综合电影品牌
青春光线影业	年轻态电影、出版品牌

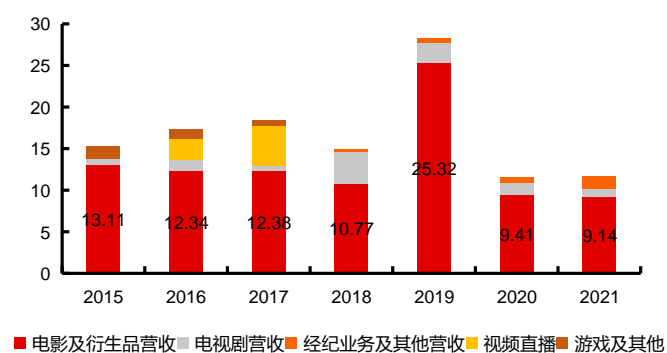
彩条屋影业	动漫电影、真人奇幻电影品牌
小森林影业	以“青春、热血、职场”的影视剧内容定位的品牌
五光十色影业	以涉猎多类型影视剧内容定位的品牌
英事达	宣传片、海报、MV、音乐等素材及宣发物料制作
易视网	光线互联网业务平台
光线经纪	光线艺人经纪业务
实景娱乐	电影主题公园项目、影视基地项目

资料来源：公司官网，长江证券研究所

主业表现稳健，新业务加速成长

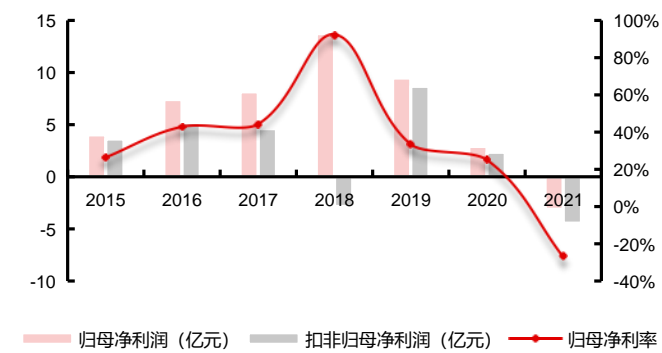
公司聚焦影视赛道，成功实现业务转型和拓展。公司影视业务为传统核心业务，公司在影视领域核心竞争力明显。受疫情影响，2020-2021 年公司业绩承压，2021 年公司实现营收 11.68 亿元，其中电影及衍生业务收入 9.14 亿元。公司在影视全产业链积极推进业务拓展，2021 年艺人经纪及内容相关业务实现营收 1.47 亿元，同比增长 130%。随着公司影视内容建设推进，艺人经纪和实景娱乐等新业务有望为公司打开新的增长空间。公司 2021 年实现营收 11.68 亿元，同比增长 0.74%。公司 2021 年取得归母净利润-3.12 亿元，该亏损系 2021 年非上市企业全面执行新准则后，公司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；但该影响不涉及公司目前的现金状况，不涉及公司主营业务及核心竞争力，不涉及公司日常项目的正常推进。剔除合伙企业公允价值变动影响后，公司实现归母净利润 6.73 亿元（不含减值准备），经营状况稳健。

图 4：光线传媒营收分拆（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

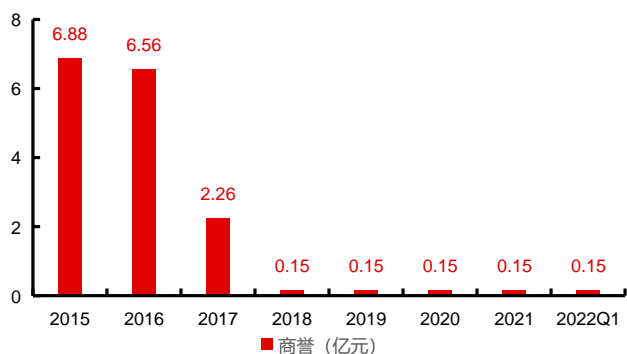
图 5：光线传媒归母净利润（单位：亿元）及归母净利率（单位：%）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

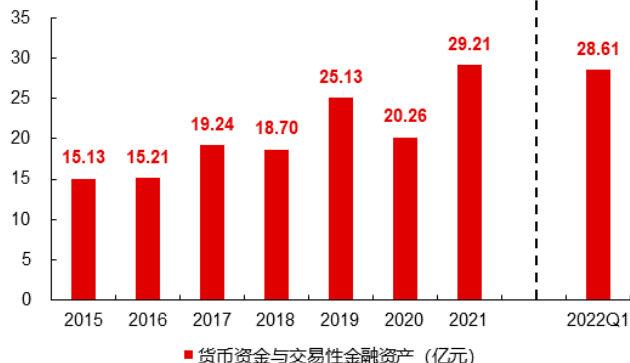
公司财务表现健康，资产质量较高，现金储备充足。截至 2022Q1，公司商誉规模仅 0.15 亿，减值风险小。此外，充足的资金有力支撑光线持续进行优质内容的投入。在市场目前优质内容供应普遍不足的背景下，光线的资金优势使其具备获得更多优质项目的投资机会，为其影视内容供给和公司稳健运营创造有利条件。

图 6：光线传媒商誉规模较小，减值风险较低



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：光线传媒货币资金及交易性金融资产储备充足



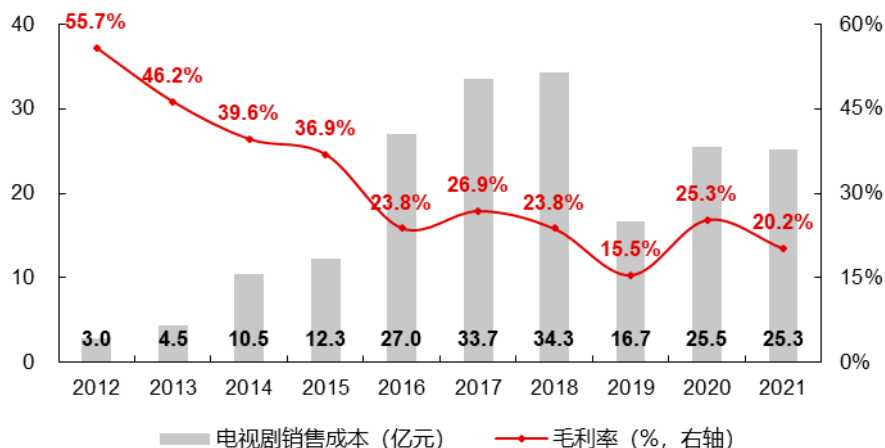
资料来源：公司公告，长江证券研究所

动画电影：电影行业新兴赛道，有望持续高景气 相较真人电影，动画电影降本增效优势显著

与传统的真人电影相比，或因动画电影在降低制作成本、实现 IP 化等方面具有优势，动画电影近年来逐渐受到市场重视，成为电影的重要新兴赛道。具体看来，动画电影在以下几个方面具备比较优势：

优势 1：演员成本相对可控，稳定性高，受演员“塌房”影响小。近几年来，随着剧本费用、演职人员劳务报酬、场景、道具、租赁费用等影视相关制作成本费用的提价，以及受影视公司为了提升作品质量从而加大投入并延长制作周期等因素影响，使得影视公司制作成本不断上升。以头部剧集制作公司华策影视为例，受演职人员等影视制作成本的提升，公司电视剧销售业务的毛利率在 2019 年以前总体呈现出下滑趋势。

图 8：以华策影视为例，其公司电视剧销售毛利率 2019 年前总体呈下滑趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

演员片酬为影视制作成本中的重要组成部分，多举措限薪后演员成本仍相对较高。根据相关公司公告披露的数据，在 2016-2018 年间，部分演员单片片酬或达数千万元。而近年来广电总局和行业协会等多方出台多部举措限制演员薪酬，例如要求严格执行每部电

视剧全部演员总片酬不得超过制作总成本 40%等。由此可判断，演员片酬仍在影视作品成本中占据较高比例。

表 3：早期演员方成本在影视成本中占据较大比例

时间	制片方 (影视公司)	影片/剧集名称	供应商	采购额 (万元)	供应商关联演员	该剧集确认收入 (万元)	该关联方采购额占剧 集收入比例
2016	新丽传媒	《如懿传》	天津欣喜相逢文化传播 有限公司	5,350.00	周迅		
2017	华策影视	《天盛长歌》	南京云鹰低飞影视文化 工作室	9,777.78	倪妮		
2017-2018	鼎龙文化	《幕后之王》	周冬雨影视文化传播新 沂工作室	7,264.15	周冬雨	50,527.67	14.4%

资料来源：公司公告，天眼查，长江证券研究所

表 4：广电总局和行业协会等多方出台多部举措限制演员薪酬

时间	发布单位/机构	政策/举措名称	具体内容
2017-9	中国广播电影电视社会组织 联合会电视制片委员会等	《关于电视剧网络 剧制作成本配置比 例的意见》	全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40% ，其中，主要演员不超过总 片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%
2018-8	爱奇艺、优酷、腾讯视频、正 午阳光、华策影视、柠萌影 业、慈文传媒、耀客传媒、新 丽传媒	《关于抑制不合理 片酬，抵制行业不 正之风的联合声 明》	三家视频网站和六大影视制作公司采购或制作的所有影视剧， 单个演员的 单集片酬（含税）不得超过 100 万元人民币，其总片酬（含税）最高不得 超过 5000 万元人民币
2020-4	中国电视剧制作产业协会	《关于厉行节约， 共克时艰，规范行 业秩序的倡议书》	一部电视剧、网络剧的 编剧、导演和男、女一号主演的酬金，各自最高不 得超过制作成本的 10% ，全体演员酬金不得超过制作成本的 40%
2021-9	北京市广播电视局	北京市广播电视局 多措并举加强电视 剧行业管理	演员片酬不合规的电视剧不进行内容审查
2022-2	国家广播电视总局	《“十四五”中国 电视剧发展规划》	坚决反对“天价片酬”， 严格执行每部电视剧全部演员总片酬不得超过制 作总成本 40%，主要演员片酬不得超过演员总片酬 70%的制作成本配置 比例规定

资料来源：中视网，澎湃新闻，中国电视剧制作产业协会官网，北京市广播电视局官网，国家广播电视总局官网，长江证券研究所

优势 2：动画电影系列化较容易，长线来看成本优化效应较真人电影更为显著，且部分动画电影具备较长的生命周期，持续贡献票房收益。虽然动画电影与真人电影相比在演员片酬等方面成本更低，但动画电影制作周期较长，前期的剧本创作和角色设定、中期的建模、动作绑定和角色动画以及后期的动画渲染等均对技术有较高要求，因此优质动画电影制作成本较高、周期较长。动画电影的角色建模等可以在后续系列作品中复用，因此制作系列动画电影能有效实现成本优化。2008-2021 年全球动画影片票房第一名中，多部影片为系列动画电影，整体上看，2008-2021 年全球动画影片票房第一名的回报率高于票房冠军影片整体回报率。

表 5：2008-2021 全球影片票房第一名中，多部影片为动画电影（红色底色为 IP 系列动画电影）

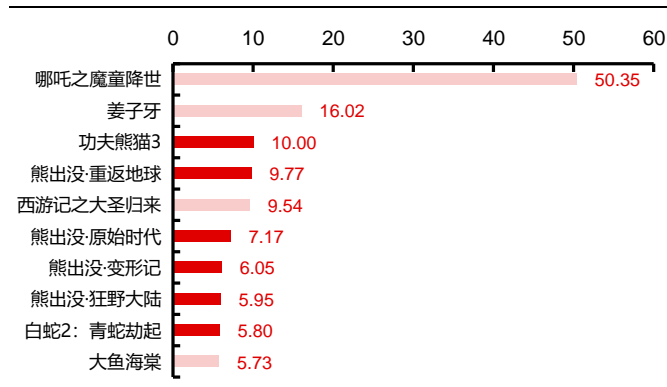
电影类型	年份	片名	全球票房 (亿美元)	成本预算 (亿美元)	回报率
全部电影	2008	蝙蝠侠：黑暗骑士	10.06	1.85	444%
	2009	阿凡达	28.47	2.37	1101%
	2010	玩具总动员 3	10.67	2.00	433%
	2011	哈利·波特与死亡圣器（下部）	13.42	2.50	437%

	2012	复仇者联盟	15.19	2.20	590%
	2013	冰雪奇缘	12.90	1.50	760%
	2014	变形金刚 4: 绝迹重生	11.04	2.10	426%
	2015	星球大战 7: 原力觉醒	20.68	2.45	744%
	2016	美国队长 3: 内战	11.53	2.50	361%
	2017	星球大战 8: 最后的绝地武士	13.33	2.00	566%
	2018	复仇者联盟 3: 无限战争	20.48	3.58	472%
	2019	复仇者联盟 4: 终局之战	27.98	3.56	686%
	2020	鬼灭之刃	5.04	0.16	3099%
	2021	蜘蛛侠: 英雄无归	19.01	2.00	851%
		平均	15.70	2.20	784%
动画电影	2008	功夫熊猫	6.32	1.30	375%
	2009	冰川时代 3	8.87	0.90	885%
	2010	玩具总动员 3	10.67	2.00	433%
	2011	功夫熊猫 2	6.66	1.50	344%
	2012	冰川时代 4	8.77	0.95	823%
	2013	冰雪奇缘	12.90	1.50	760%
	2014	超能陆战队	6.58	1.65	299%
	2015	小黄人大眼萌	11.59	0.74	1467%
	2016	海底总动员 2	10.29	2.00	414%
	2017	神偷奶爸 3	10.35	0.80	1193%
	2018	超人总动员 2	12.43	2.00	521%
	2019	狮子王 (重制)	16.57	2.60	537%
	2020	鬼灭之刃	5.04	0.16	3099%
	2021	欢乐好声音 2	4.11	0.85	384%
		平均	9.39	1.37	822%

资料来源: Wikipedia, 长江证券研究所

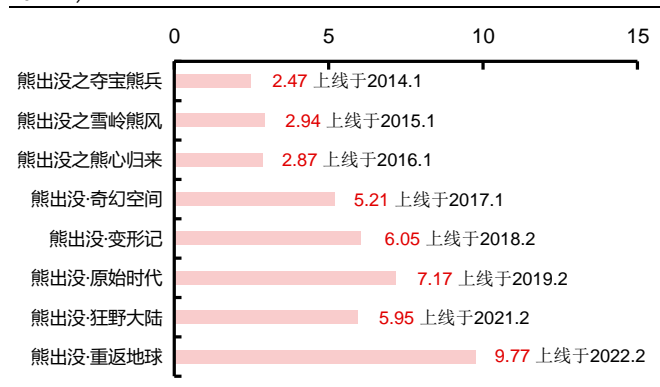
从国内动画电影市场来看,动画电影影史票房 Top10 影片中有多部系列影片,“熊出没”系列自 2014 年至今的 8 部影片票房总体呈现出上升趋势,系列 IP 价值在票房上得到体现。优质 IP 动画电影有望持续贡献优质作品。

图 9：国产动画电影影史票房 Top10 中有多部系列 IP 作品（单位：亿元，截至 2022.7）



资料来源：猫眼专业版，长江证券研究所

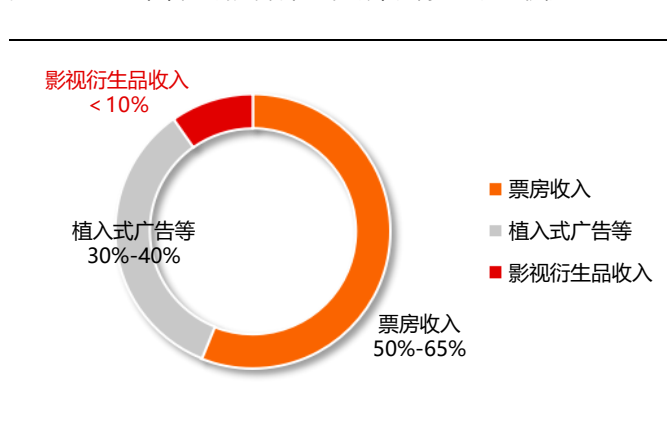
图 10：“熊出没”系列影片上映时间及票房（单位：亿元，截至 2022.7）



资料来源：猫眼专业版，长江证券研究所

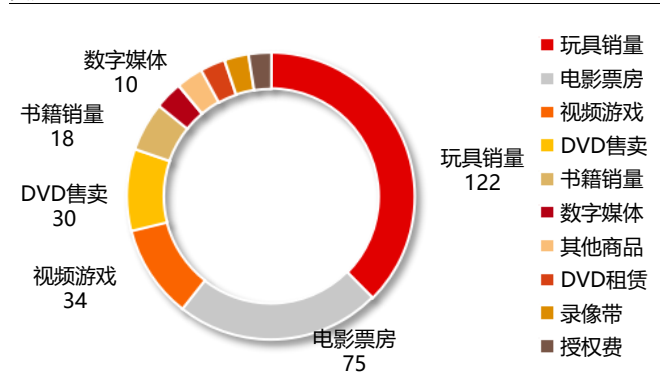
优势 3：动画电影在 IP 化方面具备优势，较易切入衍生品和实景娱乐赛道，具有商业化想象空间。根据前瞻产业研究院数据，2018 年我国 610 亿元的电影综合收入中，50% 到 65%来自票房收入，30%到 40%来自植入式广告，而影视衍生品收入低于 10%；而海外衍生品在电影行业中占比较高，以《星球大战》系列电影为例，其玩具累计销售额远高于电影票房。市场上热卖的电影衍生品中，动画电影占比较高，动画电影在拓展 IP 化、衍生品销售以及主题乐园等实景娱乐方面具备优势。

图 11：2018 年中国电影综合收入构成中，衍生品占比较低



资料来源：前瞻产业研究院，长江证券研究所

图 12：《星球大战》系列创收中，票房收入仅占较小部分（单位：亿美元）



资料来源：Statistic Brain，长江证券研究所

全球衍生品销量最高的电影中有多部动画电影作品，动画电影凭借相对较短的 IP 历史和较低的票房总额取得较好的衍生品销售，或可说明动画电影在 IP 营销和衍生品拓展方面的优势。

表 6：衍生品销量最高的电影系列中，有多部较“年轻”的动画 IP（截至 2022.7）

序号	系列电影名称	第一部上映年份	系列电影部数	全球总票房 (亿美元)	衍生收入 (亿美元)
1	星球大战	1977	14	103.32	320
2	赛车总动员	2006	3	14.03	100
3	玩具总动员	1995	4	30.42	90
4	哈利波特	2001	10	90.08	70

5	冰雪奇缘	2014	2	27.32	53
6	变形金刚	2007	6	48.44	30
7	蜘蛛侠	2002	9	82.59	13
8	复仇者联盟	2012	4	77.65	10
9	忍者神龟	1990	6	11.49	9
10	蝙蝠侠	1966	41	55.08	4.9
11	小黄人	2010	5	39.24	2.7

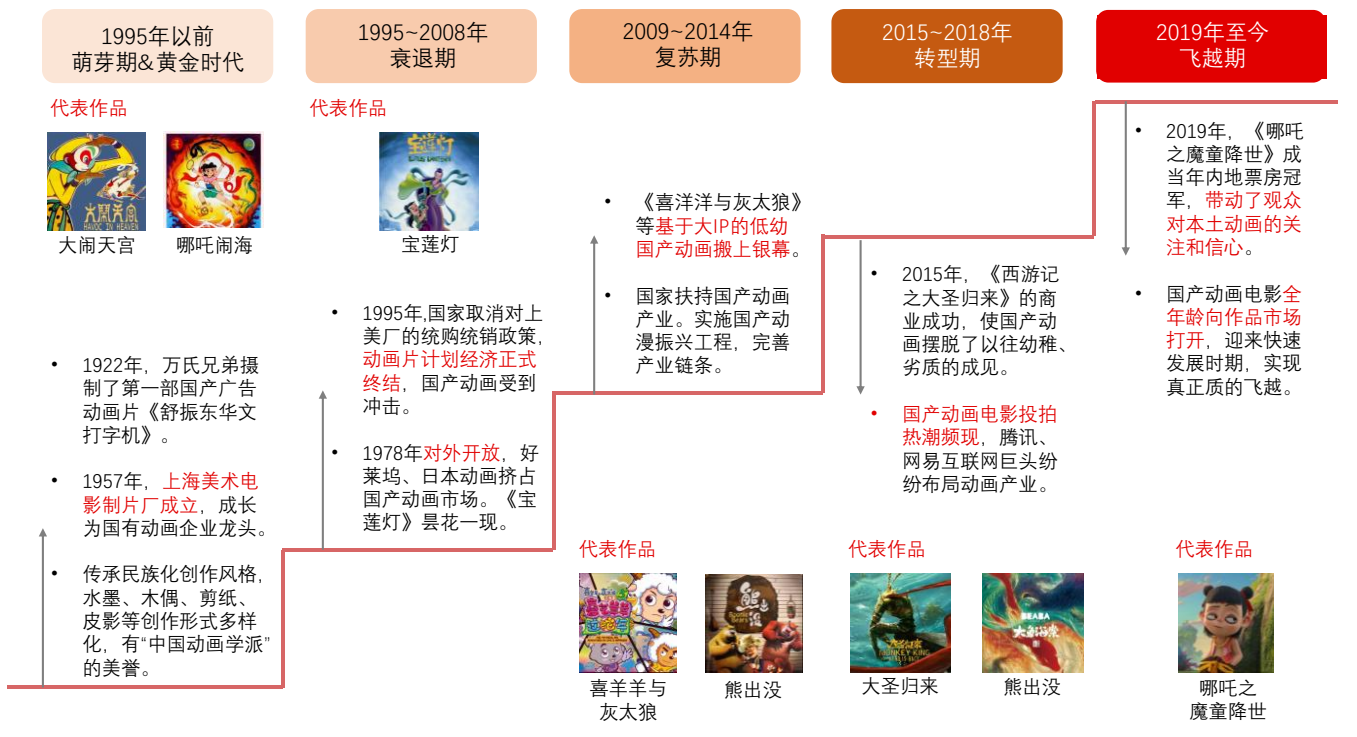
资料来源：Insider Monkey，猫眼专业版，长江证券研究所

优势 4：动画电影受疫情冲击相对较小。真人电影的拍摄制作受疫情影响较大，而动画电影的制作过程相对不易受疫情反复的影响，可以由动画制作者独立工作完成，因此与真人电影相比，动画电影在疫情下更易有稳定的内容产出。同时，由于疫情导致故事片整体相对受限，市场大片缺席，为动画电影的排片创造出有利条件。

国漫崛起势不可挡，动画电影赛道或正处于上升期

中国国产动画电影逐渐崛起，实现质的飞跃。国产动画市场在发展过程中，有相当长的一段时期并未形成成熟的发展标准和完整的工业体系，质量较低或较低龄化的动画电影作品占据市场主流。近年来随着动画电影赛道资金的涌入和技术的提升，我国动画电影工业制作水准逐步提升，出现多部高质量且商业化成功的动画电影作品。

图 13：国产动画电影进入快速发展阶段，国漫崛起趋势已现



资料来源：艺恩电影智库，艺恩娱数，中国日报，文化部，艾瑞咨询，猫眼专业版，长江证券研究所

政策加持，动画电影进入发展快车道。相关部门曾出台多个举措，加大对动画电影在政策、资金、人才上的扶持力度，推动动画电影的精品生产。而动画电影在继承和弘扬中华优秀传统文化、传承中华文化基因、讲好中国故事和坚定文化自信亦具备较强潜力。同时，国家文化产业发展规划提出促进动漫“全产业链”和“全年龄段”发展，具备产业链延伸和面向全年龄段输出内容能力的动画电影具备明显优势。

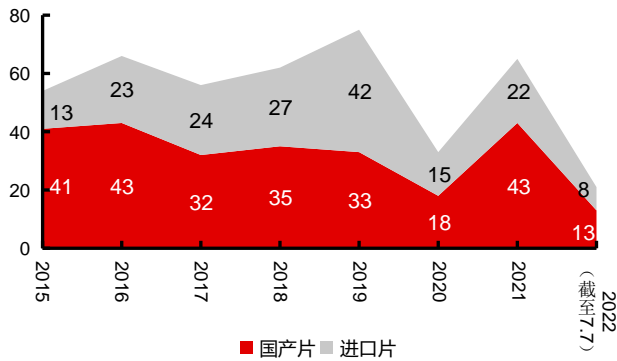
表 7：动漫及动画电影领域的扶持政策

时间	发布单位	政策/通知	主要内容
2006 年	国务院	《关于推动我国动漫产业发展的若干意见》	设立扶持动漫产业发展专项资金，鼓励动漫出版和播映机构增加国产动漫产品的播出比例，加大投融资支持力度。
2008 年	国务院	《文化部关于扶持我国动漫产业发展的若干意见》	扶持民族原创，构建相互支撑的动漫产业链。
2010 年	国家广播电视总局	《2010 年度国家广播电视总局部级社科研究项目立项名单》	《中国动画电影：历史、现状及产业发展对策研究》立项成功。
2011 年	文化部、广电总局、新闻出版总署等	《关于评选中国文化艺术政府奖首届动漫奖的通知》	设立最佳动画电影奖 3 个。坚持精神奖励和物质奖励相结合，以精神奖励为主的原则。
2012 年	文化部	《文化部关于公示“2011 国家动漫精品工程”评审结果的公告》	动画电影《西柏坡》《诺诺森林》入选 2011 国家动漫精品工程拟获扶持的名单。
2012 年	财政部和税务总局	《关于延续动漫产业增值税政策的通知》	实行税收优惠政策。
2012 年	文化部	《“十二五”时期国家动漫产业发展规划》	国产影视动画扶持项目，扶持原创动漫产品的创作生产。
2013 年	广电总局	《推动国产动漫电影发展的 9 项措施》	提出要增加对动画电影创作的扶持，对国产动画电影进行宣传推介和集中营销。
2014 年	文化部	《文化部关于公示“中国文化艺术政府奖第二届动漫奖”评审结果的公告》	《熊出没之夺宝熊兵》等 3 部动画电影获得最佳动画电影奖。
2015 年	文化部	《文化部文化产业司关于公布 2015 年弘扬社会主义核心价值观动漫扶持计划入选项目的通知》	确定《西游记之大圣归来》等 20 个产品类项目、《丝路公主》等 40 个创意类项目入选 2015 年弘扬社会主义核心价值观动漫扶持计划。
2017 年	文化部	《文化部“十三五”时期文化产业发展规划》	培育有竞争力的国产动漫品牌和骨干动漫企业，加大对优秀人才的扶持力度。
2018 年	文化部	《关于开展中国文化艺术政府奖第三届动漫奖评选工作的通知》	设置最佳动漫作品 11 个，动画电影可带票房数据参与评选。
2019 年	国家电影局	国家电影局召开影片《哪吒》研讨会	将进一步加大对动画电影在政策、资金、人才上的扶持力度，继续抓好动画电影的精品生产。
2019 年	广电总局	《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》	实施“新时代精品工程”，谋划实施好电视剧、纪录片、动画片、广播电视节目、网络视听节目等重点创作规划，完善优秀选题项目储备库，加大专项资金扶持力度。
2021 年	文旅部	《关于评选中国文化艺术政府奖第四届动漫奖的通知》	评选优秀电视动画片、动画电影等作品。各地对获奖单位和个人可给予地方配套奖励，加强宣传推广。
2021 年	文旅部	《文旅部“十四五”文化产业发展规划》	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。

资料来源：国务院官网，广电总局官网，文旅部官网，CCTV，艾瑞咨询，长江证券研究所

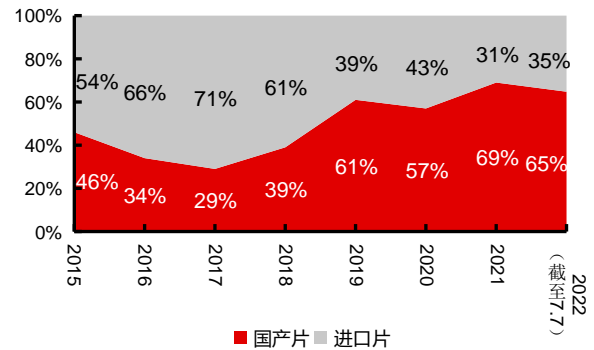
国产动画电影市场份额有所提升，爆款作品加速国产动画市场占有率。整体来看，近年来动画电影票房中，国产片的占比呈现出上升趋势，受《西游记之大圣归来》（2015）、《哪吒之魔童降世》（2019）等爆款驱动，相关年份国产片市占率提升显著。伴随国产动画电影质量提升和数量增长的共同影响，未来国产动画市场份额仍有进一步提升的空间。

图 14: 国产/进口动画电影数量 (单位: 部)



资料来源: 猫眼专业版, 艺恩, 长江证券研究所

图 15: 国产/进口动画电影票房占比



资料来源: 猫眼专业版, 艺恩, 长江证券研究所

国产动画电影具备以下几个特征:

特征 1: 中国具备丰富的可供 IP 化的历史故事, 多部头部动画电影取材于中国传统故事。我国传统动画电影曾诞生出多部取材于传统故事的优质作品, 例如上海美术电影制片厂曾创作出《大闹天宫》(1964)、《哪吒闹海》(1979)等多部经典动画电影作品。2015 年以来, 《西游记之大圣归来》《哪吒之魔童降世》以及《姜子牙》等取材于《西游记》《封神演义》等传统神话小说的优质动画电影亦取得良好市场表现。

图 16: 国产动画电影中神话电影改编更具备爆款潜力, 诞生多部高票房影片 (截至 2022.7)

	各票房体量部数	代表作品Top3					
		5亿以上	2-5亿	1-2亿	5千万-1亿	1千万-5千万	1千万以下
原创 60%	4	3	3	11	14	10	《熊出没》系列 2.47-9.77亿 《罗小黑战记》3.15亿 《新大头儿子和小头爸爸3》1.58亿
其他改编 4%	1			2	8	12	《大鱼海棠》5.73亿 《全职高手之巅峰荣耀》0.86亿 《新灰姑娘》0.61亿
传统神话改编 8%	4	2	1		4	8	《哪吒之魔童降世》50.35亿 《姜子牙》16.02亿 《西游记之大圣归来》9.54亿
文学改编 10%			1	1	3	4	《赛尔号大电影》系列 0.31-1.09亿 《豆福传》0.16亿 《妙先生》0.13亿
动漫改编 19%	1		5	9	40	89	《功夫熊猫3》10.00亿 《许愿神龙》1.68亿 《雪人奇缘》1.45亿

资料来源: 艺恩电影智库, 艺恩娱数, 猫眼专业版, 长江证券研究所

特征 2: 国产动画电影在制作技术等方面逐渐成长, 创意和内容方面或仍在追赶阶段。与海外动画电影相比, 中国动画电影长期以来在创意和内容方面存在能力缺失: 一方面,

中国曾长期为海外动画电影承担代工制作等环节，例如中期环节中的中间画环节，该环节较少涉及到艺术能力和创作能力的培养与积累。知名动画电影《功夫熊猫3》中，中方参与了电影制作环节，但其背后的导演、编剧和艺术指导等内容和创意多由外方完成；另一方面，国产电影仍未完全摆脱题材低龄化和过度依赖神话故事导致的题材单一化局面，在内容创新方面仍存在不足。

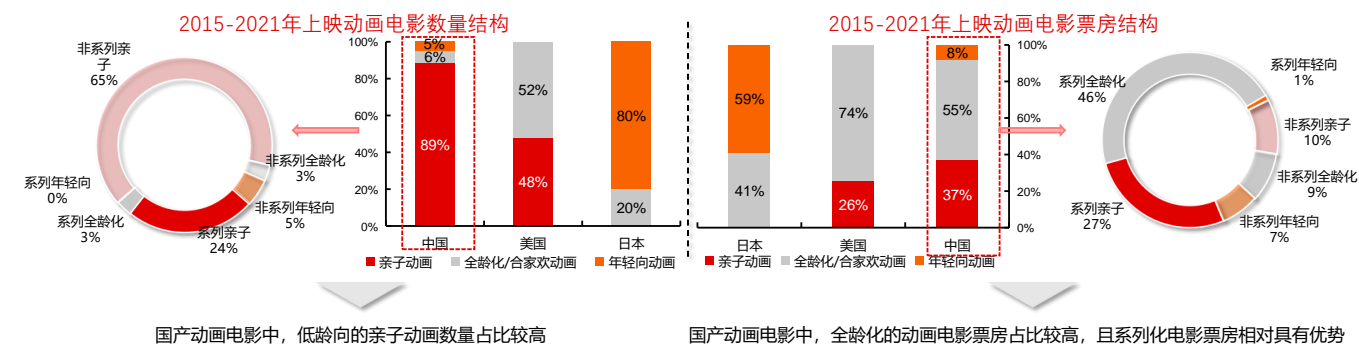
图 17: 《功夫熊猫 3》中方参与制作，但导演、编剧和艺术指导等内容和创意多由外方完成



资料来源: IMDb, 长江证券研究所

特征 3: 儿童向作品仍占据主流，全年龄向作品受市场青睐。近几年，国产动画电影从数量上看，仍以“熊出没”系列为代表的面向低龄的亲子动画为主，面向全年龄段和年轻观影群体的动画电影作品数量较少；但以《哪吒》和《你的名字》为代表的面向全年龄段和年轻观影群体的动画电影具有更强的票房号召力。

图 18: 国产动画电影中神话电影改编更具爆款潜力，诞生多部高票房影片



资料来源: 艺恩电影智库, 艺恩娱数, 猫眼专业版, 长江证券研究所

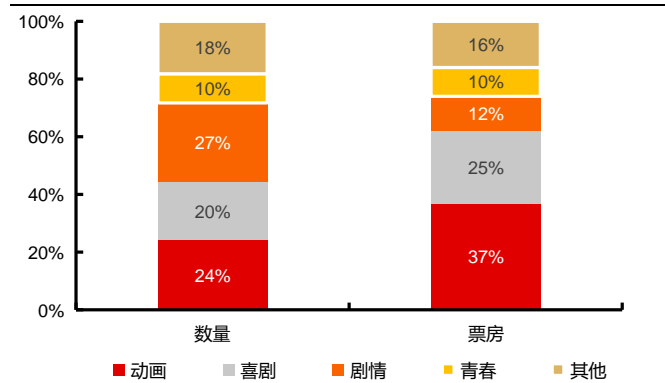
内容工业化生产优势显著，优质储备+业务拓展打开新空间

动画电影：工业化内容生产能力强，持续输出优质作品

光线传媒动画电影业务表现突出，推出多部头部国漫电影作品。光线 2015 年成立彩条屋影业，推出多部优质动画电影作品，其中《哪吒之魔童降世》和《姜子牙》位居国产动画电影票房前两位。光线针对国内动画电影的特征布局动画电影赛道：首先，光线针

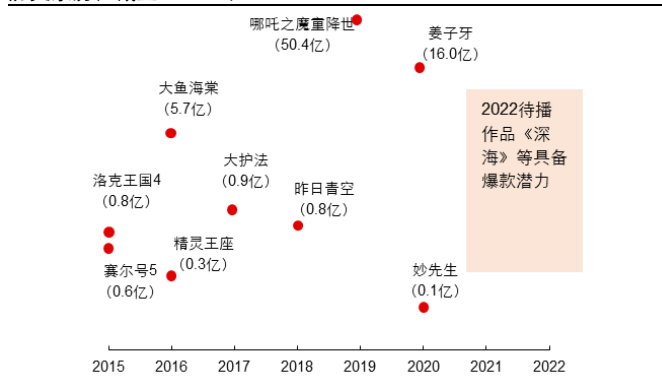
对国内传统神话 IP 门槛低、角色多样、故事情节丰富、国民知名度高及大众接受度高特征，推出多款传统神话故事 IP 改编的动漫电影作品，精准把握国内观众的观影喜好；其次，光线针对全年龄向作品拥有更强票房表现的特征，主攻全年龄向动画电影；最后，光线通过参股动漫企业、扶持动画人才以及内部孵化 IP 等多重举措，提升自身在动画创意和内容制作的能力。

图 19: 2015-2021 光线产品线结构，动画为光线主力票房贡献者（截至 2021/11/21）



资料来源: 艺恩, 长江证券研究所

图 20: 2015-2022 年部分光线主控动画电影一览（括号内为累计历史票房，截至 2022.7）



资料来源: 艺恩, 猫眼专业版 APP, 长江证券研究所

光线传媒为市场上为数不多深度覆盖动画电影赛道的上市公司，具备稀缺性。在国内主要动画电影出品厂商中，光线在动画电影数量、累计票房和作品影响力等方面均处于显著领先地位，实现与中国电影、万达影视及横店影视等影视赛道企业的差异化竞争，在动画电影领域彰显特色。

图 21: 在国内影视公司中，光线传媒在动画电影领域具有领先实力（截至 2022.7）

公司	累计票房 (亿元)	动画数量	代表作品Top2
光线影业	74.7	9	《哪吒之魔童降世》50.4亿、《姜子牙》16.0亿
华强动画	41.3	9	《熊出没》系列7部2-10亿、《侏之城》6993万
中影	20.1	7	《功夫熊猫3》10.0亿、《熊出没·重返地球》9.8亿
追光人	10.5	5	《白蛇·缘起》4.7亿、《新神榜·哪吒重生》4.6亿
横店影视	9.6	1	《西游记之大圣归来》9.6亿
追光影业	5.8	1	《白蛇2：青蛇劫起》5.8亿
基因映画	3.2	1	《罗小黑战记3.2亿》
上影集团	2.6	5	《阿凡提之奇缘历险》7842万、《黑猫警长之翡翠之星》7197万
万达影视	2.5	3	《新大头儿子和小头爸爸》1.6亿、《海底小纵队：火焰之环》5326万
环球数码	1.8	5	《潜艇总动员：海底两万里》7281万、《潜艇总动员5：时光宝盒》4709万

资料来源: 猫眼专业版, 艺恩, 长江证券研究所

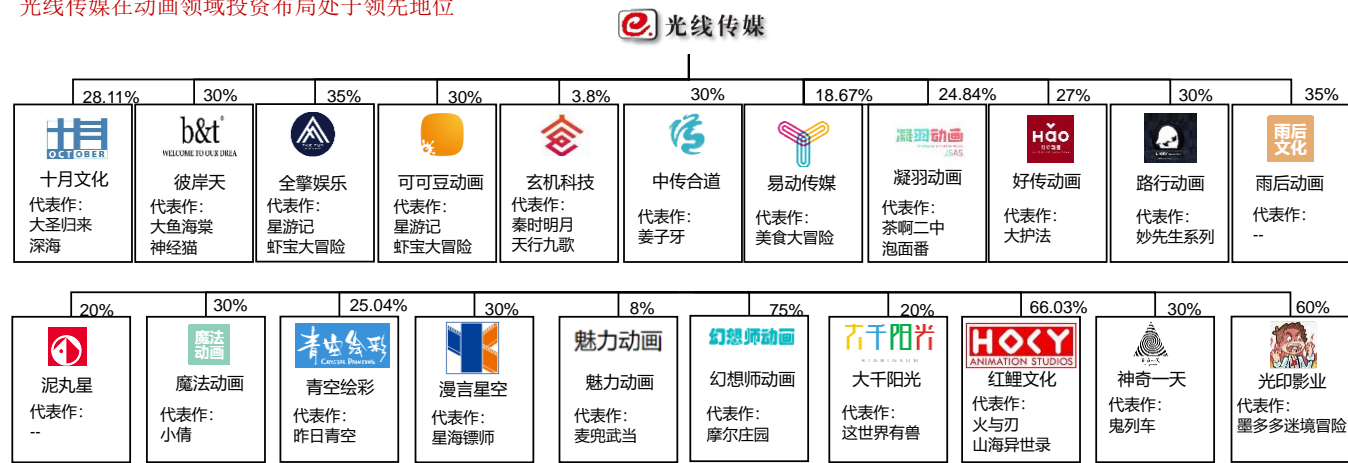
公司拥有行业领先的动画电影的工业化生产能力，光线的优质动画电影项目获取和动画产业全产业链布局均具有极强市场竞争力。具体来看，公司在动画电影赛道中具备以下优势：

优势 1：公司在动画电影赛道参股众多动漫企业，与优质动画电影人才团队绑定，动画作品持续输出能力表现突出。光线传媒组建了一批动画制作公司，为公司动画电影的制作提供有力保障。此外，光线传媒自 2015 年 7 月设立彩条屋以来，投资了众多国内一流的动漫产业链公司，公司旗下的参股动漫公司具有较强的优质动画内容生产能力，包括十月文化（《哪吒之魔童降世》合作方、《西游记之大圣归来》出品方）、可可豆动画（《哪吒之魔童降世》和《姜子牙》合作方）、大千阳光数字（《姜子牙》合作方）、中传合道（《姜子牙》合作方）、彼岸天（《大鱼海棠》合作方）、凝羽动画（《茶啊二中》合作方）、全擎娱乐（《冲出地球》合作方）等。这些公司多具备优质动画电影制作能力和爆款动画电影制作经验，有效为公司动画电影提供内容供给和业务合作。

公司亦与动画领域人才建立起深度绑定关系，助力公司动画电影持续发展。公司通过投资控股和合作建立工作室等方式与众多国内头部动画领域人才建立深入合作关系，在内容创意等方面建立起明显的行业护城河。

图 22：光线传媒在动画电影赛道布局较 B 站、腾讯等龙头企业相对更加广泛，业内地位领先

光线传媒在动画领域投资布局处于领先地位



部分腾讯、B 站在动画领域的投资



资料来源：天眼查，Wind，长江证券研究所

优势 2：公司围绕动画电影赛道，战略布局动画电影全产业链。公司依托其动画电影业务，战略布局动漫 IP、漫画 CP、动画电影制作、电影发行与票务以及动漫衍生品开发等动画全产业链。公司的产业链布局中，一方面通过对上游内容供应环节的投资，为公司动画电影内容产出提供保障，另一方面在下游实景娱乐和衍生品等环节的布局为公司

动画 IP 的商业化打开新的增长空间，亦延长了动画作品的生命周期。公司亦具备强大的动画电影产业链资源整合能力。公司出品的《哪吒之魔童降世》之制作团队涵盖 60 多家公司千余人专业团队，体现公司在动画电影领域卓越的资源整合能力。

图 23：光线传媒提供自建和投资，布局动漫上下游全产业链



资料来源：天眼查，光线传媒官网，公司公告，长江证券研究所

优势 3：加强内部动漫 IP 孵化，提升动画内容生产稳定性。公司于 2019 年推出了高品质的漫画 APP《一本漫画》，目标是从动画产业的源头开始创造内容，对原创内容进行扶持，借助公司各大影视厂牌之力，将漫画 IP 影视化并实现优质动漫内容商业化。《一本漫画》有望成为公司 IP 的“蓄水池”，为公司的动画电影业务提供稳定的内容来源。

图 24：公司推出的《一本漫画》APP 有望成为 IP “蓄水池”



资料来源：《一本漫画》APP，长江证券研究所

优势 4：公司在电影领域出色的宣发能力助力其动画电影市场表现。除了公司在动画电影内容生产领域的的能力，公司在内容消费端的发行和渠道等优势亦具备显著优势。以公司的动画电影代表作《哪吒之魔童降世》为例，该电影在上映之初联动国产动画爆款《西游记之大圣归来》和封神 IP 进行宣传，在电影彩蛋环节亦对公司电影《姜子牙》进行宣传推广，一套联动宣传在为《哪吒之魔童降世》作品造势的同时，亦强化了公司在动画领域的 IP 形象。此外，公司在电影上映前通过小规模点映助力口碑发酵，挽救《哪吒》起初在排片上的颓势。小规模点映一方面有利于影片口碑发酵和前期排片，另一方面亦有可能导致电影过早暴露缺陷或口碑两极分化从而影响后续票房表现。而《哪吒》凭借过硬的质量和光线出色的营销能力，使之在竞争激烈的暑期档突围而出。

图 25：《哪吒之魔童降世》片尾彩蛋环节与《姜子牙》的联动



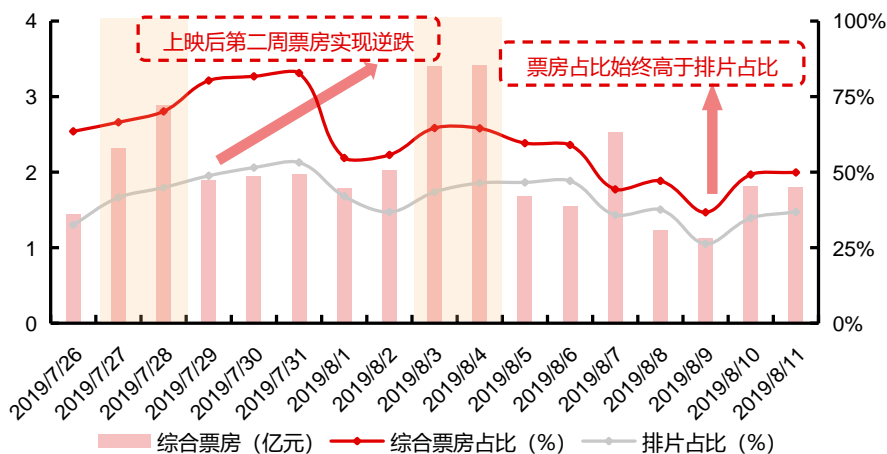
资料来源：《哪吒之魔童降世》，长江证券研究所

图 26：《哪吒之魔童降世》与《西游记之大圣归来》的联动宣传



资料来源：微博，长江证券研究所

图 27：《哪吒之魔童降世》上线之后的排片和票房表现



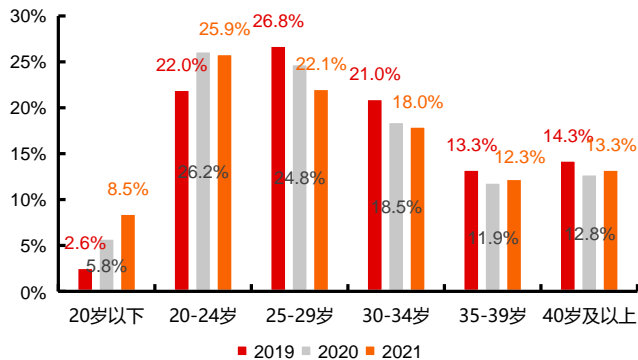
资料来源：猫眼专业版，长江证券研究所

真人电影：中低成本影片表现突出，细分赛道优势显著

中国电影市场整体结构年轻化，青春爱情以及动画电影符合青少年的需求。2019/2020/2021 年，观众在 20-34 岁之间占比总和分别为 69.8%、69.5%和 66.0%，超过 50%。而且从各年龄段来看，95 后和 00 后在电影市场上占比逐年增长，

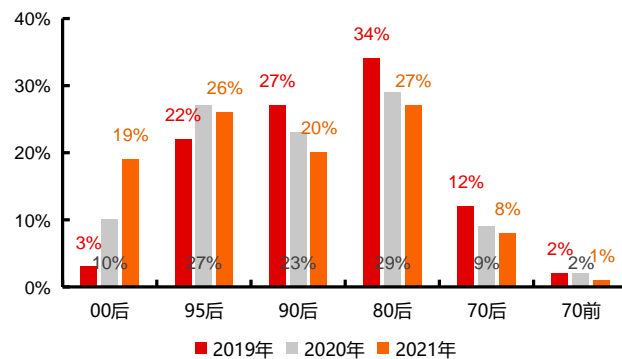
2019/2020/2021 年分别为 25%、37%和 45%。从发布的 2021 年各年龄段观影类型看，00 后和 90 后都更加偏向青春、爱情和动画类电影。

图 28: 各年龄层 2019-2021 年观影人数占比



资料来源: 猫眼研究院, 长江证券研究所

图 29: 各年龄分段 2019-2021 年观影人数占比



资料来源: 猫眼研究院, 长江证券研究所

表 8: 各年龄段喜爱电影 TOP10 的类型 (标红为光线出品电影)

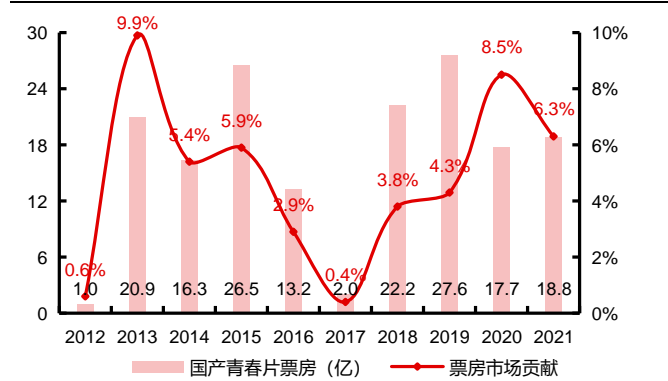
观众年龄段	2021 年 5000 万以上影片各代际人群占比/大盘均值 TOP10	类型	影片/大盘
00 后	我的青春有个你	青春/爱情	2.51
	你好世界	爱情/奇幻/动画	2.43
	我没谈完的那场恋爱	剧情/爱情/音乐	2.16
	盛夏未来	剧情/青春	2.08
	你的婚礼	爱情/剧情	2.07
	五个扑水的少年	剧情/喜剧/青春	1.87
	门锁	悬疑/犯罪/惊悚	1.84
	秘密访客	悬疑/犯罪/剧情	1.83
	燃野少年的天空	青春/歌舞/喜剧	1.82
	八月未央	爱情/剧情/青春	1.81
95 后	我要我们在一起	爱情/剧情	1.38
	八月未央	爱情/剧情/青春	1.34
	你的婚礼	爱情/剧情	1.33
	当男人恋爱时	爱情/剧情	1.33
	陪你很久很久	爱情/喜剧/剧情	1.30
	扬名立万	悬疑/喜剧/剧情	1.30
	扫黑·决战	犯罪/剧情/动作	1.30
	燃野少年的天空	青春/歌舞/喜剧	1.29
	大红包	喜剧	1.28
	误杀 2	剧情/犯罪/家庭	1.27
90 后	追虎擒龙	犯罪/剧情/动作	1.32
	大红包	喜剧	1.30
	人之怒	动作	1.25

	怒火·重案	动作	1.24
	大耳朵图图之霸王龙在行动	动画/喜剧/冒险	1.23
	速度与激情 9	动作/犯罪/冒险	1.19
	侍神令	奇幻	1.19
	守岛人	剧情/传记	1.18
	古董局中局	剧情/悬疑/冒险	1.18
	人潮汹涌	剧情/喜剧/爱情	1.17
	皮皮鲁与鲁西西之罐头小人	奇幻/喜剧/儿童	2.60
	海底小纵队：火焰之环	动画/奇幻/冒险	2.55
	熊出没：狂野大陆	喜剧/科幻/动画	2.48
	新大头儿子和小头爸爸 4 完美爸爸	动画	2.43
	猪猪侠大电影·恐龙日记	儿童/动画	2.43
80 后	贝肯熊 2：金牌特工	动画/喜剧/冒险	2.35
	大耳朵图图之霸王龙在行动	动画/喜剧/冒险	1.93
	宝可梦：皮卡丘和可可的冒险	动画	1.84
	夏日友晴天	动画/喜剧/冒险	1.81
	彼得兔 2：逃跑计划	动画/喜剧/冒险	1.79
	007：无暇赴死	动作/冒险	1.72
	铁道英雄	战争/剧情/动作	1.70
	长津湖	剧情/历史/战争	1.51
	悬崖之上	剧情/悬疑/动作	1.47
	皮皮鲁与鲁西西之罐头小人	奇幻/喜剧/儿童	1.37
70 后	1921	剧情/历史/战争	1.31
	我和我的父辈	剧情	1.30
	沙丘	科幻/冒险/动作	1.29
	爱情神话	爱情/剧情	1.28
	人之怒	动作	1.26
	爱情神话	爱情/剧情	2.39
	悬崖之上	剧情/悬疑/动作	2.28
	铁道英雄	战争/剧情/动作	2.18
	007：无暇赴死	动作/冒险	2.12
	长津湖	剧情/历史/战争	1.67
70 前	梅艳芳	剧情/传记/音乐	1.52
	人之怒	动作	1.39
	第十一回	剧情/喜剧/家庭	1.39
	守岛人	剧情/传记	1.37
	黑白魔女库伊拉	喜剧/犯罪	1.34

资料来源：猫眼研究院，长江证券研究所

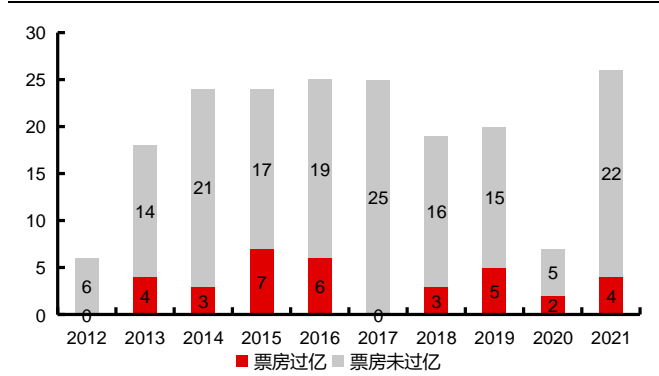
青春片相对成本较低，国产青春片抗风险能力强，不断提升深度和广度，仍具有较强票房号召力。2013年《致我们终将逝去的青春》创造7.2亿的票房，2013-2016年青春片整体票房在10-30亿元之间。近年来青春片打破套路，向现实题材的青春片转变，例如2019年上映的现实题材青春电影《少年的你》收获15.58亿票房。2020年以来在疫情影响下，国产青春电影仍能占据较高的市场票房份额。

图 30：2012-2021 年国产青春片票房（单位：亿元，截至 2021/9/17）



资料来源：艺恩，长江证券研究所（票房数据含有服务费）

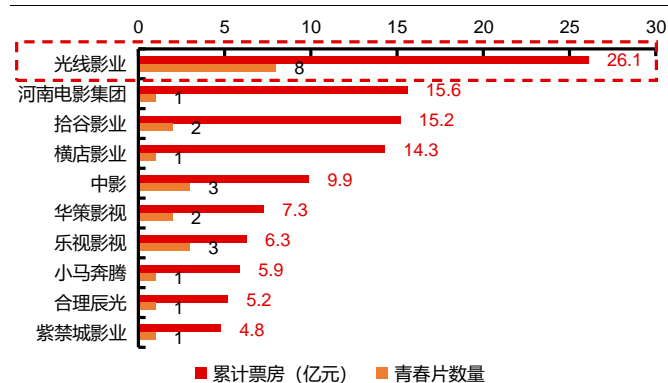
图 31：2012-2021 年国产青春片数量（单位：部，截至 2021/9/17）



资料来源：艺恩，长江证券研究所

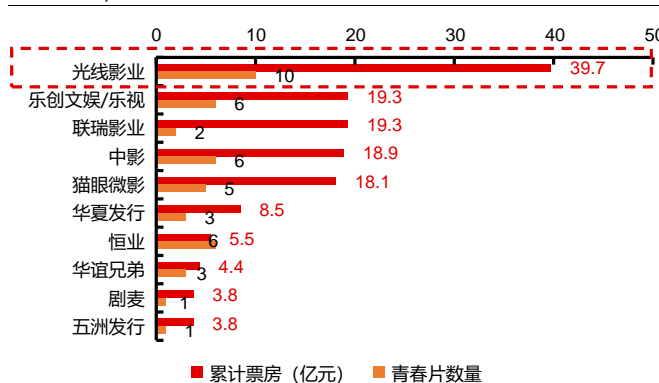
光线影业在青春片主出品和主发行上都是国内票房表现最优的影视公司，在青春电影赛道优势明显。2013-2021 在主出品和主发行的青春片累计票房上，光线影业分别以 26.1 亿元和 39.7 亿元居于榜首。光线在青春电影赛道具有稳定产出能力和较强票房号召力，在该领域处于市场领先地位。

图 32：2013-2021 主出品青春片累计票房 TOP10 影视公司（截至 2021/9/17）



资料来源：艺恩，长江证券研究所

图 33：2013-2021 主发行青春片累计票房 TOP10 影视公司（截至 2021/9/17）



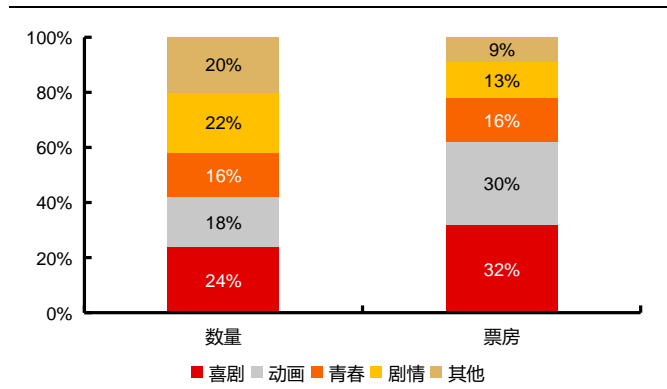
资料来源：艺恩，长江证券研究所

公司在青春电影赛道中具备以下优势：

优势 1：公司在真人电影赛道，聚焦喜剧、青春等中小成本赛道，坚持“青春战略”和以小博大策略。公司 2013-2021 年从数量和票房上可以看出，更加聚焦喜剧、动画、青春和剧情四大品类，公司在这种类型的电影上成功率较高。因此公司 2013 至今，每年至少一部主投主控的青春类电影，平均票房超过 3 亿元，其中不乏低成本高回报率的爆

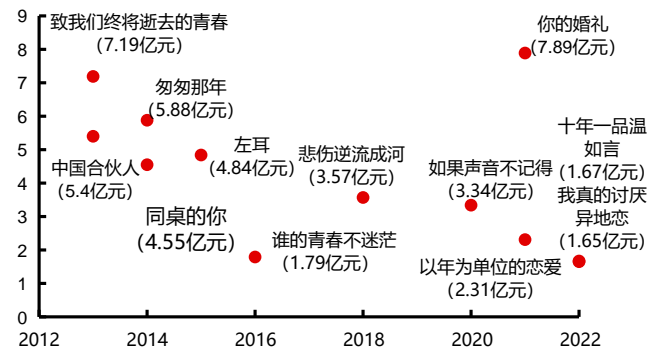
款青春片，例如《致青春》成本仅 6000 万，但收获超 7 亿票房，彰显公司在青春电影领域以小博大的能力。

图 34：2013-2021 光线产品线结构（截至 2021/9/17）



资料来源：艺恩，长江证券研究所

图 35：2013-2022 年光线主控青春片项目一览（括号内为累计历史票房，截至 2022/7/9）



资料来源：艺恩，猫眼专业版 APP，长江证券研究所

优势 2：优秀的影视人才培养和成本控制能力：公司避开成本较高的知名导演，选择非著名或演员转行的新导演，同时公司建立起人才培养和人才合作机制。在主控主投的真人电影中，公司倾向于选择徐峥、邓超和苏有朋等演员转行的新导演、经验丰富的香港导演陈庆嘉等和非知名的导演。这些导演成本相对较低，同时具备较强的内容生产能力。新导演本身可凭借流量和演技优势，或在执导过程中更得心应手，在宣传中自带票房号召，给公司带来较高的回报。此外，公司的人才培养和人才合作计划取得很大成效，通过多厂牌、多项目策略带动制片人的培养，使公司“培养 20 个优秀制片人”的计划得以顺利推进；公司签约了超过 60 个编剧和导演，与他们进行大量的项目合作，为公司的创作质量提供了有力保障。

表 9：2010-2022 年公司主控主投的真人电影（截至 2022/7/9）

电影名称	上映日期	主类型	累计综合票房(万)	导演
最强囍事	2011/1/31	喜剧/爱情	16715.5	陈庆嘉
极速天使	2011/12/27	剧情	2445.2	马楚成
伤心童话	2012/9/14	喜剧/爱情	1146.7	徐正超
人在囧途之泰囧	2012/12/12	喜剧/冒险/爱情	127095.8	徐峥
厨子戏子痞子	2013/3/29	剧情/喜剧/动作	27280.8	管虎
分手大师	2014/6/27	喜剧/爱情	66508.6	邓超/俞白眉
左耳	2015/4/24	爱情	48442	苏有朋
横冲直撞好莱坞	2015/6/26	喜剧/动作/剧情	32178.2	蒂姆·肯德尔/林诣彬
陪安东尼度过漫长岁月	2015/11/13	剧情/爱情	6257.6	秦小珍
谁的青春不迷茫	2016/4/22	剧情/爱情	17960.2	姚婷婷
从你的全世界路过	2016/9/29	喜剧/爱情	81333.7	张一白
嫌疑人 X 的献身	2017/3/31	剧情/爱情/悬疑	40185.6	苏有朋
悲伤逆流成河	2018/9/21	剧情/爱情/家庭	35742.2	落落
阳台上	2019/3/15	剧情	399.1	张猛

风中有朵雨做的云	2019/4/4	剧情/悬疑/犯罪	6499.8	娄烨
如果声音不记得	2020/12/4	爱情/青春/奇幻	33477.9	落落
你的婚礼	2021/4/30	爱情/剧情	78920.1	韩天
革命者	2021/7/1	剧情/历史	13691	徐展雄
以年为单位的恋爱	2021/12/31	剧情/爱情	23197	黎志
十年一品温如言	2022/2/14	剧情/爱情	16723.2	赵非
我真的讨厌异地恋	2022/4/29	爱情/青春/喜剧	16518.6	吴洋
五个扑水的少年	2022/5/28	剧情/喜剧/青春	6912.7	宋灏霖

资料来源：猫眼电影，长江证券研究所

优势 3：和艺人经纪业务联动，实现业务的有效协同，降低制作成本。多位公司旗下艺人参演公司主控主投的电影，例如年内上映的青春爱情题材电影《我是真的讨厌异地恋》《我们的样子像极了爱情》等公司电影均由公司艺人主演。公司的青春片内容制作成本相对较低，制作周期短且成功率较高，并通过自家艺人和新人导演进一步降低成本。公司目前的艺人已有一定的票房号召力，为公司青春爱情题材电影创造了独特优势。

表 10：公司旗下艺人参演的公司电影票房取得良好成绩（截至 2022/7/9）

艺人名字	参演公司电影	票房汇总（亿元）
丁禹兮	十年一品温如言	1.67
章若楠	你的婚礼、悲伤逆流成河、如果声音不记得、革命者	16.18
任敏	我是真的讨厌异地恋、十年一品温如言、悲伤逆流成河	6.90
辛云来	悲伤逆流成河、如果声音不记得、五个扑水的少年、十年一品温如言、革命者、我是真的讨厌异地恋	6.37
漆昱辰	十年一品温如言	1.67
吴俊霆	五个扑水的少年	0.69
朱丹妮	悲伤逆流成河	3.57
李孝谦	我是真的讨厌异地恋、五个扑水的少年、革命者	3.71
丁楠	十年一品温如言	1.67
修雨秀	我是真的讨厌异地恋	1.65
缪纪君	五个扑水的少年	0.69
王川	五个扑水的少年、十年一品温如言	2.36
孙美林	我是真的讨厌异地恋	1.65
马吟吟	左耳	4.84
郭姝彤	谁的青春不迷茫	1.79
丁冠森	谁的青春不迷茫	1.79
许童心	十年一品温如言	1.67

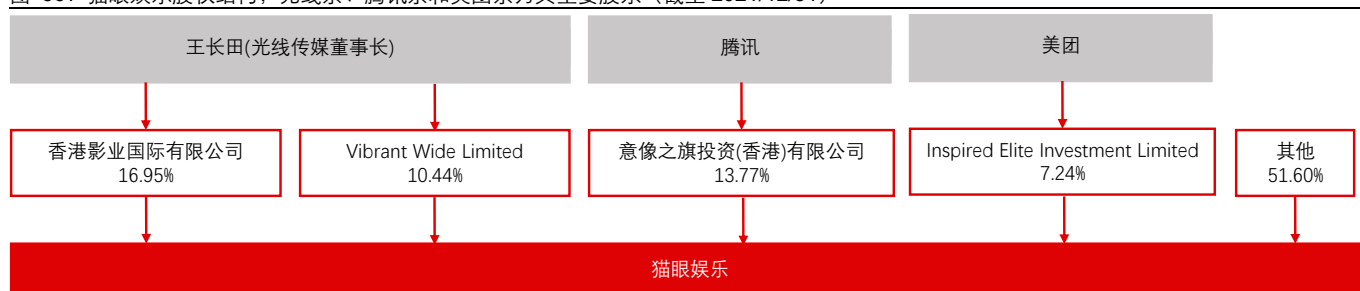
资料来源：公司官网，长江证券研究所

非影视业务：围绕产业链布局，开辟新增长曲线

控股猫眼，切入票务赛道，完善产业链布局。光线、腾讯与美团是猫眼娱乐的主要股东。

截至 2021 年底，光线传媒总裁王长田通过全资子公司 Vibrant Wide Limited 和香港影业国际分别持有猫眼娱乐 10.44% 和 16.95% 的股份，光线系成为猫眼娱乐第一大股东；腾讯通过其全资子公司意像之旗投资(香港)有限公司持有猫眼娱乐 13.77% 的股份，成为猫眼娱乐第二大股东；美团全资子公司 Inspired Elite Investments Limited 持有公司 7.24% 的股份。从股东结构来看，公司背靠腾讯美团的互联网资源，光线传媒与微影的影视行业积淀，拥有“互联网+内容”的强大基因。

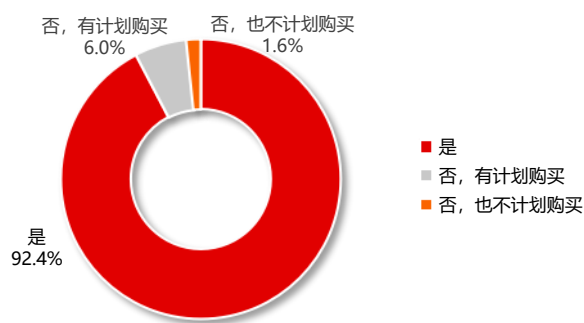
图 36：猫眼娱乐股权结构，光线系、腾讯系和美团系为其主要股东（截至 2021/12/31）



资料来源：Wind，同花顺，长江证券研究所

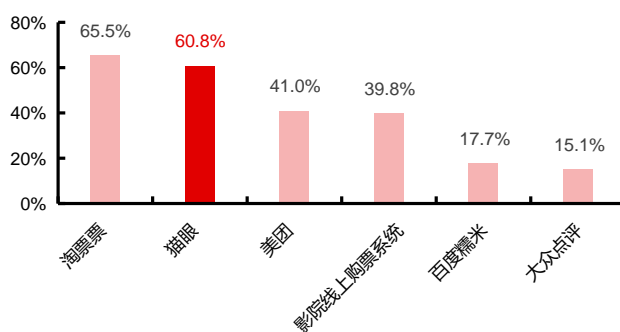
票务线上化趋势+市场份额领先，猫眼基石业务地位稳固。超过 90% 网民已养成线上购票习惯，且猫眼背靠腾讯、美团，获得顶级流量入口加持，拥有自有应用（猫眼电影）、腾讯系入口和美团系入口等渠道来源，猫眼在线上票务市场中占据较高市场份额。

图 37：2022 年 1 月中国网民线上电影购票使用情况



资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

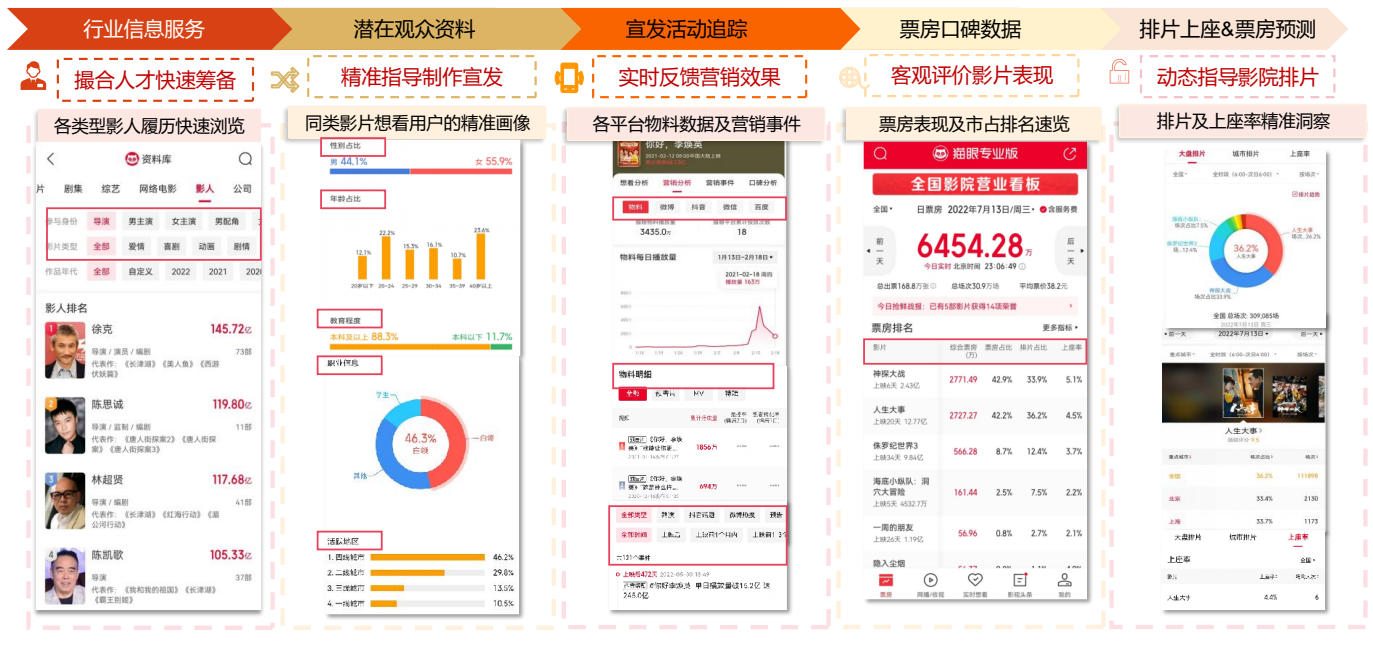
图 38：2022 年 1 月电影票务市场呈现出猫眼和淘票票两强格局



资料来源：艾媒咨询，长江证券研究所

猫眼业务向泛娱乐领域扩张，线上渠道入口+大数据优势助力光线内容制作与影片宣发，猫眼业绩的好转亦有望改善光线投资收益状况。随着行业竞争逐步理性化，行业票补的收缩，公司用户激励等销售费用状况有所改善，盈利状况得到好转。此外，除 To C 的在线娱乐票务业务外，猫眼亦向产业链上游延伸，电影投资开发和宣传发行等娱乐内容服务占比有所提升，同时公司亦强化 To B 业务，猫眼业绩有望保持较快增长，或能为光线带来良好投资收益。

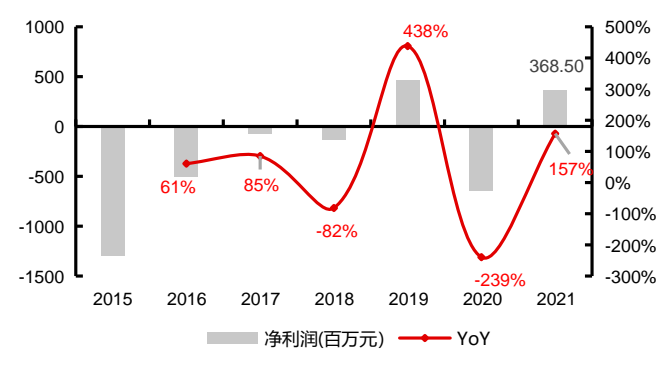
图 39: 猫眼能有效为影视上游的制作、宣发等环节赋能



资料来源: 猫眼专业版, 长江证券研究所

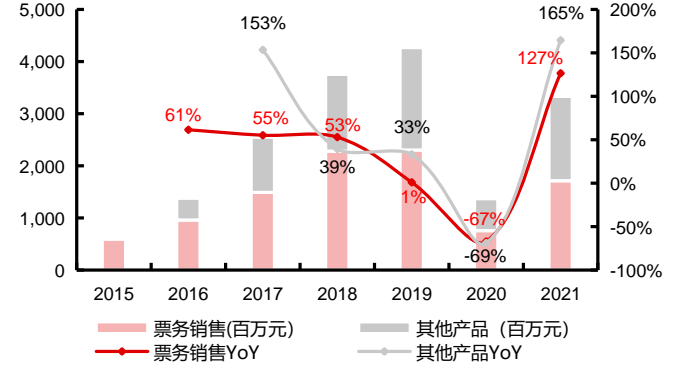
猫眼在在线票务业务上积累的用户数据优势, 依靠猫眼的数据和技术基础, 其人工智能大数据分析有利于获取精准用户画像, 为影片制片和发行方提供内容制作宣发上的指导; 同时猫眼利用强大地网接入影院优势, 获取排片上座率信息、结合影片票房口碑及用户画像, 提供排片指导和影片票房预测, 并建立强大影视行业数据库, 帮助电影制片和发行方提升项目筹备效率。猫眼有望与光线在内容制作和宣传发行方面实现协同。

图 40: 猫眼娱乐盈利状况逐步好转



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 41: 猫眼娱乐票务收入和非票收入均有显著提升

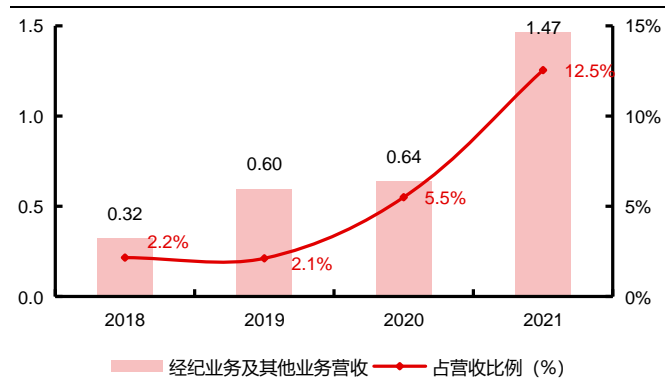


资料来源: Wind, 长江证券研究所

内容衍生业务拓宽动画 IP 商业模式, 打开公司业绩增长新空间。以同样从动画电影领域出身的迪士尼为例, 迪士尼经过多年成长, 其影视内容在营收中占比逐渐下降, 而以迪士尼乐园为代表的实景娱乐业务和以衍生品授权和开发为代表的消费品业务贡献了公司近半的营收。国内动画 IP 衍生市场仍处于发展初期, 未来仍具备较大增长潜力, 而光线在动画领域的持续投入有望为其 IP 衍生业务提供广阔发展空间。此外, 公司艺

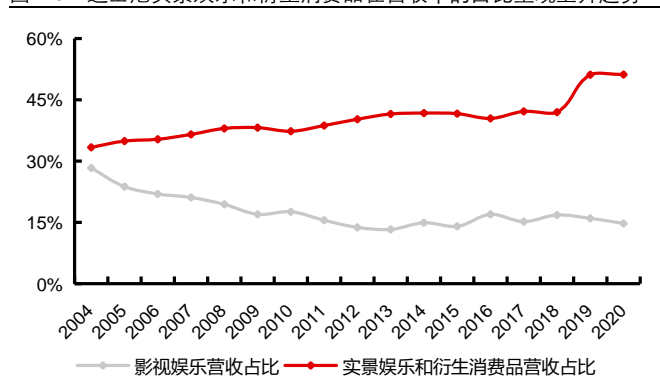
人的个人价值呈现突破式发展，优质艺人能够为公司带来更高效的回报，艺人经纪业务也日益成为公司业绩新的增长点，有望为公司贡献更多的利润。

图 42：光线传媒经纪及其他业务营收占比逐年提升（单位：亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 43：迪士尼实景娱乐和衍生消费品在营收中的占比呈现上升趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

未来展望：内容储备丰富，有望受益于暑期档和电影行业复苏

公司在真人电影和动画电影方面均有丰富储备，多款电影具备爆款潜力，有望逐步释放业绩增量。截至 2022 年 7 月，预计上映的电影中，重点关注《深海》等重磅作品的表现。《深海》的导演为《西游记之大圣归来》的导演田晓鹏，在制作电影上有过经验且有票房号召力。《深海》于 2015 年开机，经过导演多年剧本打磨，并与日本动画团队合作精心制作，有望于年内上映，该重磅作品具备爆款潜力，有望为公司带来较大业绩增量。

根据公司 2021 年报，公司拥有多部预计制作电影项目，现有《大鱼海棠 2》等 6 部电影处于制作中状态中，《哪吒 2》等 38 部作品处于前期策划中，目前处于不同阶段的项目达六七十个左右。公司目前储备和开工的项目数量处于行业领先地位，今年预计还会有 5 部以上真人电影开拍，5 部以上动画电影进入到前期制作阶段。未来几年公司希望每年具备上映条件的影片平均达到 15 部左右，有望逐步释放业绩增量。

动画电影方面，公司着力开发中国神话宇宙，打造自身品牌。公司目前规划了超过 30 个动画电影项目，这些项目会在未来超过 10 年的时间里逐步推进，进一步强化公司动画电影领域的竞争力。此外，公司围绕封神系列 IP，打造封神宇宙系列作品，提升自身动画品牌效应。成立了“光线动画”厂牌，主要进行中国神话宇宙的开发，目前已经取得重要成果，初步构建了神话宇宙的世界观和重点人物、事件的框架，中国神话宇宙的基础框架将会由几十部动画电影作品构成，有望在为公司动画电影持续提供优质内容的同时传播优秀传统文化。

表 11：公司多部电影作品有望近期上映（截至 2022/7/10）

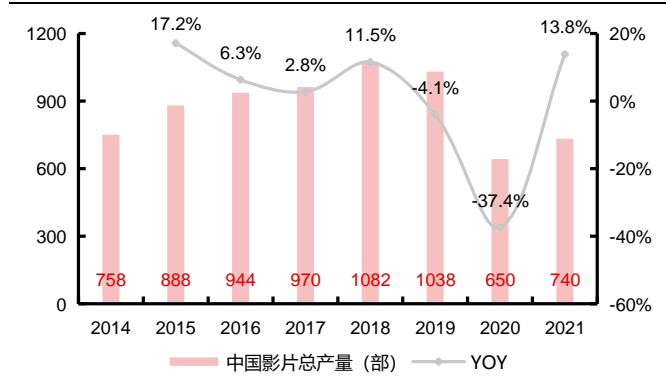
序号	电影名称（暂定）	（预计）上映时间	合作方式	进度	主要演职人员
1	冲出地球	2022 年 7 月 16 日	主投+发行	制作完成	导演：胡一泊
2	我们的样子像极了爱情	2022 年 8 月 4 日	主投+发行	制作中	监制：刘同；导演：王梓骏
3	深海	预计 2022 年内	主投+发行	已送审	导演：田晓鹏

4	新秩序	预计 2022 年内	参投	制作中	导演：马浴珂；主演：张家辉、阮经天、王大陆
5	茶啊二中	预计 2022 年内	主投+发行	已送审	导演：夏铭泽、闫凯
6	大雨	预计 2022 年内	参投+发行	制作中	导演：不思凡
7	扫黑·拨云见日	预计 2022 年内	主投+发行	制作中	导演：五百
8	坚如磐石	预计 2022 年内	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
12	我经过风暴	预计 2022 年内	参投+发行	制作中	导演：秦海燕；主演：佟丽娅、吴煜翰
13	中国乒乓	预计 2022 年内	参投	制作中	导演：俞白眉、邓超；主演：邓超等
14	交换人生	预计 2022 年内	参投	制作中	导演：苏伦
15	狼群	待定	参投+发行	制作中	导演：蒋丛；主演：张晋、李治廷
16	墨多多谜境冒险	待定	主投+发行	制作中	导演：王竞
17	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：公司公告，中国卡通网，长江证券研究所

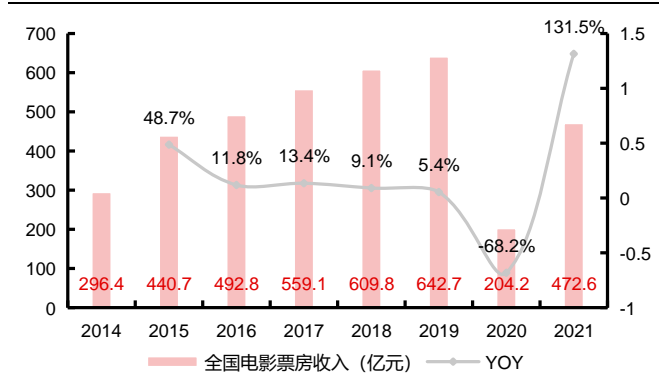
中国电影行业受疫情影响下滑，但后疫情时期弹性较大。中国影片总产量从 2014 年的 758 部，增长至 2018 年的 1082 部，2019 年和 2020 年有所下滑，在 2021 年再度恢复增长达到 740 部。全国电影票房收入从 2014 年 296.39 亿元增长至 2019 年的 642.66 亿元，2020 年下滑严重，2021 年恢复增长至 472.58 亿元。

图 44：中国影片总产量（单位：部）及同比增长



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

图 45：全国电影票房收入（单位：亿元）及同比增长



资料来源：智研咨询，长江证券研究所

公司后续储备产品较为丰富，2022 年预计上映主投主控电影数量超 2021 年，且《深海》等公司重磅作品具备爆款潜力，2022 年有望为公司带来较高业绩增量。公司在动画电影等细分赛道优势显著，项目储备数量居于行业领先地位，后续丰富项目储备为公司未来稳健成长提供坚实基础。伴随疫情趋缓和消费复苏，影视院线或迎来市场修复，公司有望受益于行业转暖。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.46/10.37/12.45 亿元，对应 PE 分别为 32.84/23.63/19.67 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1168	2052	2490	2841	货币资金	1138	1164	1039	2247
营业成本	721	1086	1293	1410	交易性金融资产	1784	2120	2288	2373
毛利	447	966	1197	1431	应收账款	329	190	440	278
%营业收入	38%	47%	48%	50%	存货	1182	1308	1490	1436
营业税金及附加	3	4	5	6	预付账款	143	146	204	231
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	133	308	238	407
销售费用	10	14	16	17	流动资产合计	4709	5236	5699	6972
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	4677	4752	4827	4902
管理费用	67	113	124	128	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	6%	6%	5%	5%	固定资产合计	25	24	22	21
研发费用	19	29	32	34	无形资产	2	1	1	1
%营业收入	2%	1%	1%	1%	商誉	15	15	15	15
财务费用	-42	0	0	0	递延所得税资产	81	81	81	81
%营业收入	-4%	0%	0%	0%	其他非流动资产	971	935	931	911
加: 资产减值损失	-481	-25	0	0	资产总计	10479	11044	11577	12904
信用减值损失	28	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
公允价值变动收益	13	0	0	0	应付款项	283	631	0	0
投资收益	-274	-41	50	57	预收账款	1	1	1	1
营业利润	-274	822	1143	1374	应付职工薪酬	21	43	52	56
%营业收入	-23%	40%	46%	48%	应交税费	106	123	149	170
营业外收支	26	11	14	17	其他流动负债	345	473	560	609
利润总额	-248	833	1158	1391	流动负债合计	756	1271	762	837
%营业收入	-21%	41%	46%	49%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	67	83	116	139	应付债券	0	0	0	0
净利润	-314	750	1042	1252	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-312	746	1037	1245	其他非流动负债	152	152	152	152
少数股东损益	-3	4	5	6	负债合计	908	1423	914	989
EPS (元)	-0.11	0.25	0.35	0.42	归属于母公司所有者权益	9554	9600	10637	11882
					少数股东权益	17	21	26	32
现金流量表 (百万元)					股东权益	9571	9621	10663	11915
	2021A	2022E	2023E	2024E	负债及股东权益	10479	11044	11577	12904
经营活动现金流净额	536	1108	25	1249					
取得投资收益收回现金	40	-41	50	57	基本指标				
长期股权投资	185	-50	-50	-50		2021A	2022E	2023E	2024E
资本性支出	-3	11	14	17	每股收益	-0.11	0.25	0.35	0.42
其他	-1538	-301	-164	-64	每股经营现金流	0.18	0.38	0.01	0.43
投资活动现金流净额	-1316	-381	-150	-41	市盈率	—	32.84	23.63	19.67
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.95	2.55	2.30	2.06
股权融资	0	-115	0	0	EV/EBITDA	85.78	26.31	21.48	16.93
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	总资产收益率	-3.0%	6.8%	9.0%	9.7%
筹资成本	-29	-585	0	0	净资产收益率	-3.3%	7.8%	9.7%	10.5%
其他	-7	0	0	0	净利率	-26.7%	36.3%	41.6%	43.8%
筹资活动现金流净额	-36	-700	0	0	资产负债率	8.7%	12.9%	7.9%	7.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-817	27	-125	1209	总资产周转率	0.12	0.19	0.22	0.23

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。