

300251.SZ

买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 8.55

板块评级：强于大市

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.1	(6.4)	(19.2)	(2.1)
相对深圳成指	9.2	(1.0)	(12.5)	17.2

发行股数(百万)	2,933.61
流通股(百万)	2,787.22
总市值(人民币 百万)	25,082.35
3个月日均交易额(人民币 百万)	315.03
主要股东	
光线控股有限公司	37.4

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以2024年6月24日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

传媒：影院院线

证券分析师：卢翌

(8621)20328754

yil.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522010001

## 光线传媒

## 国内影视龙头公司，动画电影领域领军者

光线传媒是影视娱乐领域的领军企业，以其优秀的内容创作能力和多元化的业务布局为核心，不断拓展市场份额，推动内容生态的全方位发展，四大业务板块均展现出强劲的增长潜力。首次覆盖，给予买入评级。

## 支撑评级的要点

- **影视巨头领航未来，全方位布局展现无限潜能。**光线传媒作为国内领先的传媒影视娱乐集团，其主要业务分为影视业务、动漫业务、内容关联业务和产业投资四大板块。公司以影视业务为核心，凭借自身优秀的项目判断能力、卓越的团队执行力以及出色的影视推广能力，努力实现公司收入和净利润的稳定增长。同时，公司还在横向内容拓展和纵向产业链深化两方面同步发力，致力于打造全方位的内容生态。
- **动画电影领域领军者，打造中国文化 IP。**光线传媒凭借其在动画电影领域的卓越实力，通过主导投资和核心控制策略，成功打造了众多具有广泛影响力的作品，塑造了本土动画电影的独特风格。公司拥有彩条屋和光线动画两大核心业务线，通过内部资源整合提升制作效率，每年稳定输出 2-3 部高质量作品，未来有望打造出“中国神话宇宙”系列精品 IP。同时，公司积极拥抱新技术，探索 AI 技术在动画制作中的应用，持续推动行业创新。随着 AI 技术的融入和产能的逐步释放，动画厂牌不断增强动画电影的制作能力，动画业务将迎来更快速增长。
- **多品牌优势助力影视，全方位解锁内容新纪元。**光线传媒坚持深耕影视领域，电影业务票房收入持续保持领先地位，自 2015 年起每年几乎都能推出一部票房破 10 亿元的电影，持续引领市场发展方向。公司始终坚持“小投入大回报”的战略，通过较低的成本实现高收益，尤其在特定领域展现出明显的竞争优势，使得电影业务的毛利率在行业中处于领先地位。同时，电视剧及网剧、内容关联业务及产业投资业务等多元化布局，进一步巩固行业地位，强化内容产业链，推动公司快速发展。
- **营收规模稳健增长，归母净利润扭亏为盈。**随着市场逐渐复苏，光线传媒凭借其丰富的项目储备和有序的上映计划，有望实现营业收入的持续增长。特色业务模式和费用控制策略使得公司常年保持较低的费用率，有利于进一步提升盈利能力。长期来看，我们预测公司的综合毛利率将逐步稳定在 49% 左右。2023 年归母净利润扭亏为盈，随着未来优质储备片源的持续释放，我们预计公司的净利润将继续稳健提升。

## 估值

- 公司主营业务为影视及相关产业，业绩弹性较大，我们采用 PE 估值法。可比公司 2024/25/26 年 PE 平均值为 26.86/ 20.86/ 17.95 倍，考虑到公司主投主控优势明显，储备影片丰厚，动画 IP 持续布局，公司核心电影业务未来有望继续保持强劲增长，我们预计 2024/25/26 光线传媒的归母净利润 10.15/11.73/13.75 亿元，对应 PE **24.70/ 21.39/18.24** 倍，2024 年 PE 小于可比公司平均值。首次覆盖，给予**买入**评级。

## 评级面临的主要风险

- 宏观经济增速放缓，影响公司整体收入；内容行业监管趋势变化；AI 落地实际情况不确定；重磅产品推出后表现或不及预期。

## 投资摘要

年结日：12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	755	1,546	2,538	2,815	3,269
变动(%)	(35.35)	104.74	64.22	10.90	16.13
归属母公司净利润(百万元)	(712.89)	417.81	1,015.49	1,172.56	1,375.22
变动(%)	(128.72)	/	143.05	15.47	17.28
每股收益(人民币)	(0.24)	0.14	0.35	0.40	0.47
市盈率(P/E)	(35.63)	61.07	24.70	21.39	18.24
市净率(P/B)	3.04	2.89	2.59	2.31	2.05

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 目录

<b>国内影视民企龙头，聚焦内容制作</b> .....	<b>5</b>
从电视节目制作起家到影视产业龙头 .....	5
股权集中度较高，战略合作方入股 .....	6
高管具备丰富的影视制作经验，管理层构成稳定 .....	7
财务状况稳健，供给快速恢复.....	7
<b>中国动漫产业蓬勃发展，光线打造本土文化 IP</b> .....	<b>10</b>
动漫产业规模稳步增长, IP 衍生创造价值 .....	10
动画电影领域龙头，致力于打造中国文化 IP .....	12
<b>真人影视佳作频出，毛利率领先同业</b> .....	<b>14</b>
电影业务多厂牌优势凸显，持续多方位开发内容 .....	14
剧集板块多元化发展，储备丰富 .....	16
<b>全面布局内容产业链，构建 IP 生态</b> .....	<b>18</b>
内容关联业务整合自有资源，重视自有 IP 的开发 .....	18
围绕内容主业战略投资，稳固优势地位.....	19
<b>盈利预测及估值</b> .....	<b>21</b>
盈利预测.....	21
<b>估值</b> .....	<b>23</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

股价表现 .....	1
投资摘要 .....	1
图表 1. 公司主营业务介绍 .....	5
图表 2. 公司发展历程 .....	6
图表 3. 公司股权结构 .....	7
图表 4. 公司主要高管履历 .....	7
图表 5. 公司历年营收情况（单位：亿元） .....	8
图表 6. 公司历年归母净利润情况（单位：亿元） .....	8
图表 7. 公司各业务营收分布 .....	9
图表 8. 公司分地区营收占比 .....	9
图表 9. 公司费用情况（单位：亿元） .....	9
图表 10. 公司费用率情况 .....	9
图表 11. 2013-2023 年中国动漫产业总产值情况 .....	10
图表 12. 2017-2023 年中国动漫衍生品市场规模情况 .....	10
图表 13. 动画制作产业链参与公司 .....	10
图表 14. 授权业务的主要合作模式 .....	11
图表 15. 受访消费者购买授权产品年度支出金额 .....	11
图表 16. IP 授权产业链及参与者 .....	11
图表 17. 公司出品的动画电影（截至 2024 年 6 月 6 日） .....	12
图表 18. 公司动画布局 .....	13
图表 19. 公司动画电影储备 .....	13
图表 20. 公司旗下涉及真人电影业务厂牌 .....	14
图表 21. 光线传媒出品发行的部分真人电影（票房 10 亿元以上）（截至 2024 年 6 月 6 日） .....	15
图表 22. 行业主要竞争者电影业务毛利率对比 .....	16
图表 23. 光线传媒代表性低成本高收益的真人电影（截至 2024 年 6 月 6 日） .....	16
图表 24. 光线传媒近期电视剧及网剧储备 .....	17
图表 25. 公司旗下主要艺人及作品 .....	18
图表 26. 2019-2023 年艺人经纪业务收入及其收入占比、毛利率 .....	18
图表 27. 光线传媒投资收益及其占比 .....	19
图表 28. 公司部分投资企业 .....	20
图表 29. 光线传媒营业收入预测 .....	21
图表 30. 光线传媒毛利率情况 .....	22
图表 31. 光线传媒各项费用率预测 .....	22
图表 32. 光线传媒归母净利润及归母净利率预测 .....	22
图表 33. 光线传媒财务数据预测 .....	22

图表 34.光线传媒可比公司估值表.....	23
损益表(人民币 百万) .....	25
资产负债表(人民币 百万).....	25
现金流量表(人民币 百万).....	25
主要比率 (%).....	25

## 国内影视民企龙头，聚焦内容制作

光线传媒是国内领先的传媒影视娱乐集团，主要业务是影视项目的投资、制作、发行。公司注重横向拓宽内容领域覆盖面，内容覆盖广度在国内领先，规模化、高品质、精品化的内容矩阵成为公司持续产出优秀作品、培养内容生态、获得优质资源的坚实基础；同时，公司也持续纵向延伸产业链，在保持影视业务的核心竞争力的基础上，将业务扩展到动漫、内容关联业务和产业投资领域，推进业务板块之间的优势互补、互促共进。

公司有四大内容板块：**影视业务板块、动漫业务板块、内容关联业务板块和产业投资板块**。其中，影视业务板块包括电影和电视剧（网剧），是公司的核心业务板块，投资、制作、宣传、发行了多部高质量、有影响力的影片，连续多年居国产片年度总票房首位；动漫业务板块包括动画影视以及动漫题材的真人影视，公司在出品、发行多部优秀动画影片后，也已建立团队制作原创动画，发展潜力大；内容关联业务板块包括艺人经纪、音乐、文学、实景娱乐等，完善的内容生态有利于其他业务的培养和发展；产业投资板块是以内容投资和战略投资为核心，有助于推进公司的产业链一体化和业务多元化。

图表 1. 公司主营业务介绍

主营业务	主要产品	具体功能
电影及衍生业务	电影	聚焦影视项目的投资、制作、发行，目前主要立足于 <b>产业链中的内容生产环节</b> 。
	动漫	投资近 <b>20家国内一流的动漫团队</b> 。拥有光线影业、光线动画、青春光线影业、彩条屋影业、五光十色影业、迷你光线影业、小森林影业、光线经纪、英事达等多个 <b>旗下厂牌</b> ，其中光线动画开发了“中国神话宇宙”体系。组建 <b>内部动画制作团队</b> ，拥有第一条动画制作产线。
电视剧及网剧业务	电视剧	多元发展电视剧业务，主出品《风再起时》、《新世界》等电视剧，在湖南卫视、东方卫视、北京卫视等平台播出。
	网剧	<b>积极进行 IP 开发与改编</b> ，投资制作播出《我在未来等你》《大理寺少卿游》《拂玉鞍》《八分钟的温暖》《笑傲江湖》等剧集。
经纪业务及其他	艺人经纪	已签约任敏、丁禹兮、章若楠、孙千等 <b>20余位青年演员</b> ，夏日入侵企画、张郁梓等乐队歌手、音乐创作人， <b>70余位编剧导演</b> ，成为 <b>国内最优质的新生代艺人培养平台之一</b> 。
	实景娱乐、音乐、文学等	于扬州市建立“光线电影世界”扬州影视基地，完善影视制作产业链，有望成为 <b>国内领先的影视拍摄基地</b> 。
产业投资	产业投资	投资包括猫眼娱乐、橙子映像、十月文化、彼岸天、天津好传等 <b>70多家以内容产业为主的公司</b> 。

资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

### 从电视节目制作起家到影视产业龙头

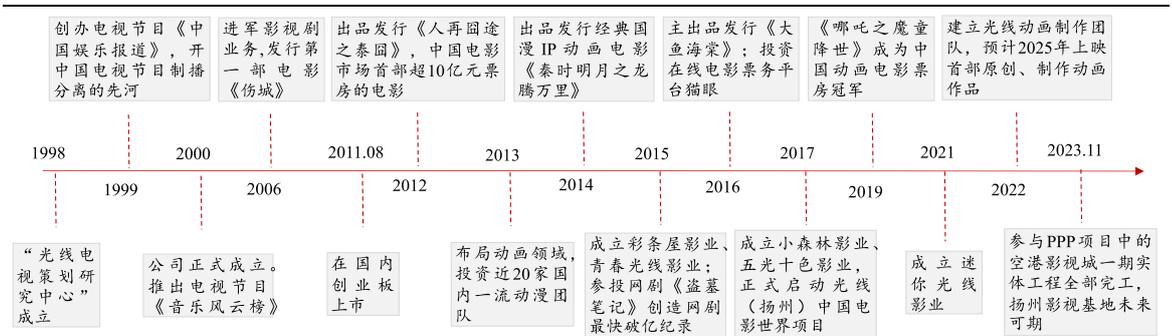
**制作电视节目起家，重视内容质量。**光线传媒的前身“光线电视策划研究中心”成立于1998年。1999年，光线创办了《中国娱乐报道》，开启了中国电视节目制播分离的先河。2000年，北京光线广告有限公司成立，后更名为北京光线传媒有限公司，2009年改制为股份有限公司。2000年，公司推出了备受赞誉的音乐类电视节目《音乐风云榜》，其颁奖盛典的舞台具备高水准和广泛影响力，被誉为“中国的格莱美”。此后，公司继续推出了《最佳现场》《影视风云榜》等多档优秀节目，逐渐巩固了其在民营电视节目制作和发行领域的领先地位。

**进军影视剧市场，志在高端内容生产。**2006年，公司开始涉猎影视剧业务，发行了第一部电影《伤城》，业务重心从电视节目向电影转移。2011年8月，光线传媒在创业板上市。2012年，公司出品发行的《人再囧途之泰囧》成为中国电影市场上第一部票房超10亿元的电影。2015年，公司的全资子公司青春光线影业成立，主要从事电影制作、宣发及版权开发等内容管理业务，影视业务不断扩张。同年，开始参投网剧并初获成功，投资的网剧《盗墓笔记》创造了网剧最快破亿纪录。2017年春成立小森林影业，定位为“青春、热血、职场”的影视剧内容，向完整产业链条模型进发。2021年成立迷你光线影业，以现实题材创作以小见大、广而精、细而沉的原创内容。

**布局动画领域发展，多厂牌齐进新潜力。**2013年切入动画业务，投资近20家国内一流的动漫团队。2014年出品发行动画电影《秦时明月之龙腾万里》，此后陆续打造多个经典国漫IP。2015年成立彩条屋影业，主打快乐奇幻风格的高品质动画电影。2016年主出品发行《大鱼海棠》，成为扭转国产动画影片劣质、低幼评价的一面旗帜。2017年成立五光十色影业，专业团队从事影视剧开发制作工作，涉猎影剧类型多样。2019年制作出品的动画影片《哪吒之魔童降世》票房达50.35亿元，成为中国影史动画电影票房冠军。2022年建立光线动画制作团队，着手启动“中国神话宇宙”项目，预计在2024年迎来第一部作品《小倩》的上映，2025年上映首部原创、制作动画作品。2023年成立北京光线动画有限公司，专注动画电影全流程制作，剑指一流原创内容与国际水准动作电影。

**推进纵向产业链延伸，夯实影视优势地位。**公司持续投资和并购艺人经纪、版权、音乐、视频科技等业务，2016年，投资在线电影票务平台猫眼，探索下游产业链扩展。参与电影主题公园、影视基地项目发展实景娱乐等领域，打造高竞争力影视产业生态链。2017年12月，与扬州市江都区人民政府签署合作框架协议，正式启动光线（扬州）中国电影世界项目。2023年11月，参与的扬州市空港新城影视文旅产业基地片区开发建设PPP项目中的空港影视城一期实体工程全部完工。同时，投资70多家以内容产业为主的公司，稳步实现横向内容覆盖。光线以“跨平台、全娱乐、全产业链内容投资、制作、营销”为发展战略，正朝着具有国际竞争力的传媒娱乐集团持续奋进。

图表 2. 公司发展历程



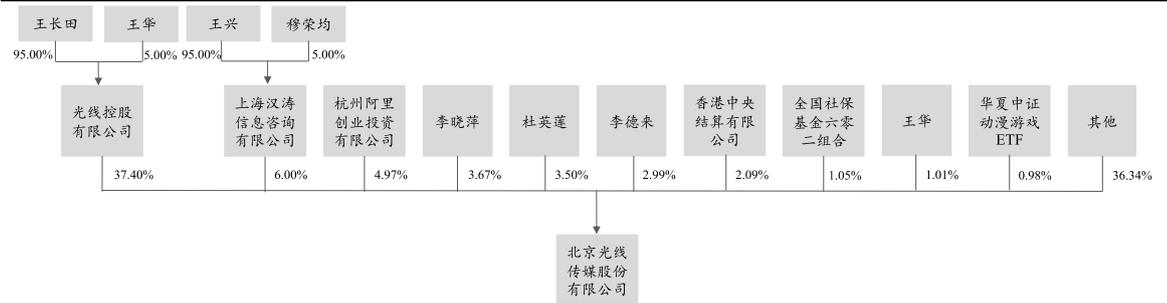
资料来源：公司官网，中银证券

## 股权集中度较高，战略合作方入股

公司的股权集中度较高。公司2024年第一季度报告显示，公司实控人王长田先生通过持有光线控股95.00%的股份间接持有公司35.53%的股份；王长田先生的妹妹王华持有光线控股5.00%的股份并直接持有公司1.01%的股份，合计持有公司2.88%的股份；王长田先生的妻子杜英莲持有公司3.50%的股份；公司前十大股东合计持股比例为63.66%，前十大股东中王氏家族合计持股比例为41.91%，股权集中度较高。

阿里创投于2015年成为公司的股东，同年，阿里与光线传媒达成了为期三年的战略合作，但合作到期后并未续约，股东权益经过数次变动，截至2024年5月，阿里创投一共持有光线传媒5.00%的股份。三快科技拥有美团、大众点评、美团外卖等应用，2016年5月，三快科技以其持有的猫眼文化28.8%的股权置换了光线传媒6.00%的股份，美团与光线传媒达成战略合作，光线传媒也通过持股猫眼电影完善了其在影视娱乐产业的布局，2020年11月，“大众点评网”的运营方汉涛信息受让三快科技持有的公司6.00%的股份。

图表 3. 公司股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

## 高管具备丰富的影视制作经验，管理层构成稳定

公司董事长王长田先生在建立光线电视之前，历任全国人大常委会办公厅新闻局干部、《中华工商时报》记者及市场新闻部副主任、北京电视台《北京特快》栏目总策划，创办光线传媒后，王长田先生带领公司快速发展，抓住了电影、动漫等风口。公司其他高管也在业内工作经验丰富，现任副总经理李晓萍、李德来于公司成立之初加入公司，李德来也曾在 1995 年与王长田先生共同创办《北京特快》，自公司上市以来，核心管理人员构成较为稳定。

图表 4. 公司主要高管履历

高管姓名	高管职务	介绍
王长田	董事长、总经理	1965 年出生，1988 年毕业于复旦大学新闻系。历任全国人大常委会办公厅新闻局干部、《中华工商时报》记者及市场新闻部副主任、北京电视台《北京特快》总策划，于 1998 年创办光线传媒前身“北京光线电视策划研究中心”，2000 年光线传媒成立以来，任公司董事长兼总经理。
李晓萍	董事、副总经理	1974 年出生，毕业于宁夏大学物理系。历任北京健农电视技术公司广告制作部总监，中央电视台经济部《经济半小时》形象总设计。2000 年加入公司。
李德来	董事、副总经理	毕业于中国人民大学新闻系。历任《经济日报》记者、央视《经济半小时》策划、《中国财经报道》主编等，2000 年加入公司。
陈少晖	董事	毕业于哈佛大学商学院，硕士研究生学历。曾任职于腾讯产业共赢基金、中经合集团和科尔尼管理咨询公司，拥有超过 10 年的金融投资和战略管理经验；现任美团首席财务官、高级副总裁，分管财务平台、战略与投资平台，并任公司董事。
李捷	董事	毕业于天津大学系统管理学院技术经济与系统工程系，持有中欧国际工商学院 EMBA 学位、香港大学 OHRM 硕士课程文凭。曾就职于优酷土豆，并曾任阿里影业高级副总裁、淘票票总裁；现任阿里文娱电影演出业务总裁、公司董事。
侯俊	董事、董事会秘书、投资总经理	毕业于中国人民大学，获法学硕士学位。加入公司前任方正集团 IT 事业部法务经理，2010 年 5 月加入公司，曾任公司职工代表监事法务总监，现任公司董事、董事会秘书、投资总经理。
曾艳	财务总监	硕士研究生学历。加入公司前曾任和讯网财务报告经理、乐视金融高级财务经理。2016 年 9 月加入公司，现任公司财务总监。

资料来源：公司公告，中银证券

## 财务状况稳健，供给快速恢复

2018 年至 2023 年，公司营收分别为 14.92/28.29/11.59/11.68/7.55/15.46 亿元。2022 年，受到行业影响，公司部分影片上映时间推迟，票房表现受到影响，营收有所下滑，但公司的影片上映数量仍处于行业前列且项目储备库丰富，为后续反弹提供内容基础。2023 年，公司的影片供给快速恢复至正常水平，上映影片有《深海》《满江红》《交换人生》《中国乒乓之绝地反击》《这么多年》《茶啊二中》《我经过风暴》《坚如磐石》《照明商店》《怒潮》《你的婚礼》（重映）等，全年总票房约 84.60 亿元，电影业务的快速恢复拉动公司营收增长。

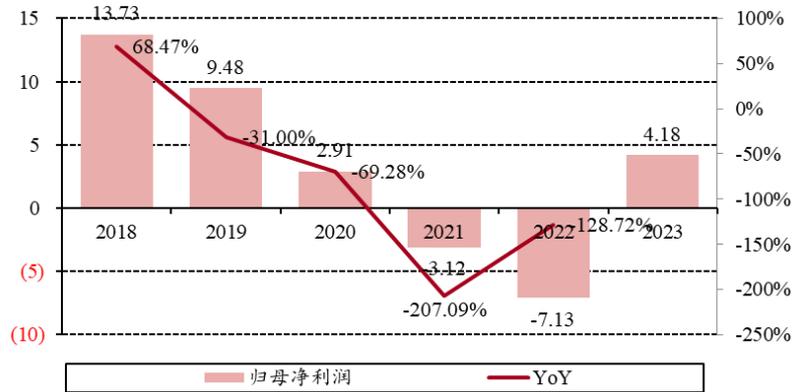
图表 5. 公司历年营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中银证券

2018 年至 2023 年, 公司的归母净利润分别为 13.73/9.48/2.91/-3.12/-7.13/4.18 亿元。历经 2021 年和 2022 年的亏损, 进入 2023 年后, 随着电影市场的回暖和公司优秀作品储备的有序释放, 公司的经营情况快速恢复, 2023 年, 公司取得归母净利润 4.18 亿元, 同比实现扭亏为盈, 主要系公司电影业务恢复以及经纪业务向好发展。

图表 6. 公司历年归母净利润情况 (单位: 亿元)

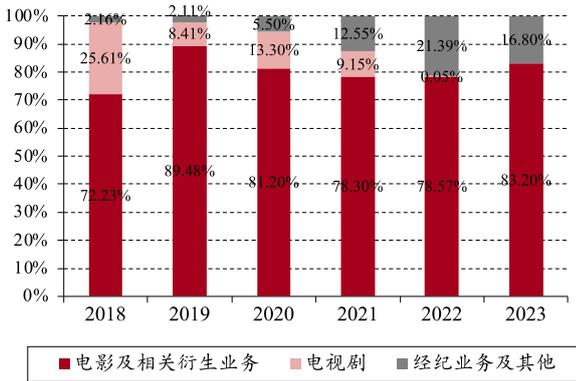


资料来源: 公司公告, 中银证券

2023 年, 公司的电影及相关衍生业务营收 12.86 亿元, 同比增长 116.81%, 业务收入占比提升至 83.20%, 公司在 2023 年上映的十部电影票房均过亿, 电影数量和质量双双提升推动公司电影业务收入和利润的提升; 经纪及其他业务营收占比 16.80%, 2018-2022 年, 公司的经纪及其他业务占比稳步提升, 2023 年该业务仍保持平稳增长, 内容相关业务有助于公司挖掘潜在的商业机会, 实现业务互促; 2023 年报告期内, 电视剧和网剧业务未确认收入。但根据 2024 年第一季度的公告内容, 该业务的收入和利润都实现了大幅增长。网剧《大理寺少卿游》已于 2024 年 2 月上线, 并迅速获得了广泛关注。同时, 古装轻喜剧《拂玉鞍》也已列入视频平台的播出计划, 预计将在 2024 年上线。

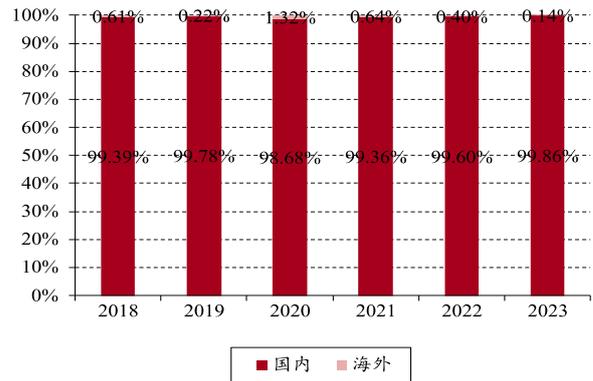
分地区看, 公司绝大部分的收入来源于国内, 2023 年, 公司的国内收入占比为 99.86%, 海外收入体量较小。

图表 7. 公司各业务营收分布



资料来源：公司公告，中银证券

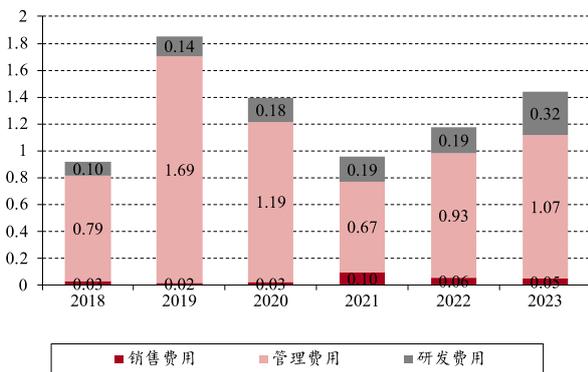
图表 8. 公司分地区营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

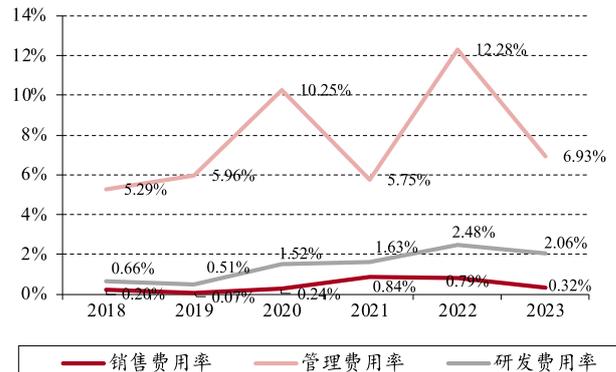
费用方面，管理费用占比较高且费用率波动较大，销售费用率和研发费用率相对稳定。公司于 2020 年和 2022 年计提剧本及版权损失费 2701.08、3163.50 万元，较其他年份增加较多，管理费用率也相应提升，除去该项费用后，2020 年和 2022 年的管理费用率分别为 7.92% 和 8.09%，差异缩小，此外，2020-2021 年，管理费用中占比最大的人工费用降低。2023 年，管理费用率降为 6.93%。

图表 9. 公司费用情况 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 10. 公司费用率情况



资料来源：公司公告，中银证券

## 中国动漫产业蓬勃发展，光线打造本土文化 IP

### 动漫产业规模稳步增长，IP 衍生创造价值

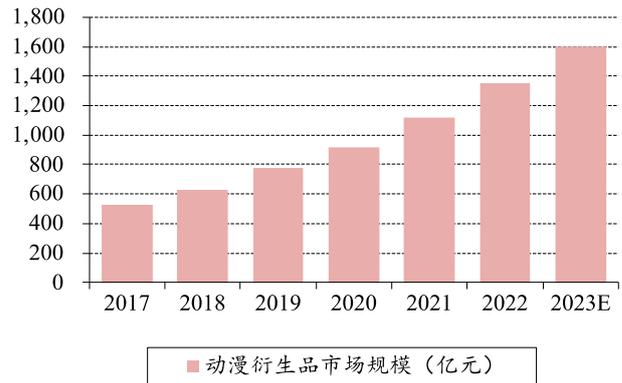
中国动漫产业市场规模稳步增长，无论是在动漫作品的创作数量、观众群体的扩大，还是衍生品市场的蓬勃发展等方面，均展现出了强劲的增长动力。根据共研产业咨询数据，2021 年中国动漫产业总产值已攀升至约 2500 亿元，2023 年有望突破 3000 亿元；动漫衍生品市场 2022 年接近 1400 亿元，2023 年预计达到 1600 亿元。

图表 11. 2013-2023 年中国动漫产业总产值情况



资料来源：共研产业咨询，中银证券

图表 12. 2017-2023 年中国动漫衍生品市场规模情况



资料来源：共研产业咨询，中银证券

**动漫 IP 衍生内容可创造较大价值。**中国动漫制作产业链上游负责技术与内容供应，中游聚焦核心制作，下游环节不仅涉及动画的发行和放映，更涵盖了衍生品运营和 IP 授权。在衍生品运营方面，下游环节汇聚了众多市场参与者，通过开发各类衍生品实现 IP 价值的最大化。同时，IP 授权作为下游环节的重要组成部分，使得动画制作产业链得以进一步延伸，与各行业进行跨界合作，共同推动动画作品的市场表现。下游的布局深度和广度是产业链价值实现的关键所在。

图表 13. 动画制作产业链参与公司



资料来源：公司官网，前瞻网，中银证券

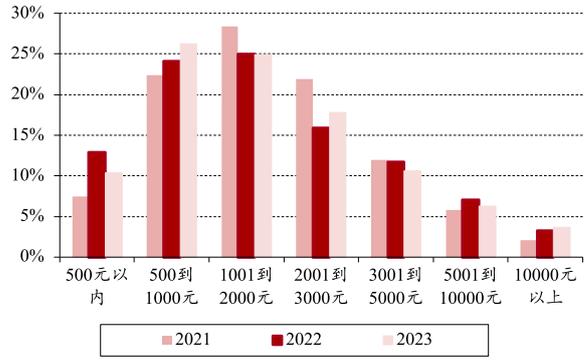
中国玩具和婴童用品协会发布的《2024 中国品牌授权行业发展白皮书》显示，2023 年中国年度授权商品零售额为 1401 亿元，同比增长 0.8%；2023 年中国年度授权金为 54.7 亿元，同比增长 0.9%。2023 年，中国消费者购买授权产品的年度支出在 2001-3000 元的占比比上年提高了 1.9%，有 25.6% 的消费者愿意比前一年多投入 30% 以上的资金用于购买授权产品；其中，被授权商认为 IP 授权带动销售提升一倍以上的占比比上年提高 2.4%。

图表 14. 授权业务的主要合作模式



资料来源：中国玩具和婴童用品协会《2024 中国品牌授权行业发展白皮书》，中银证券

图表 15. 受访消费者购买授权产品年度支出金额

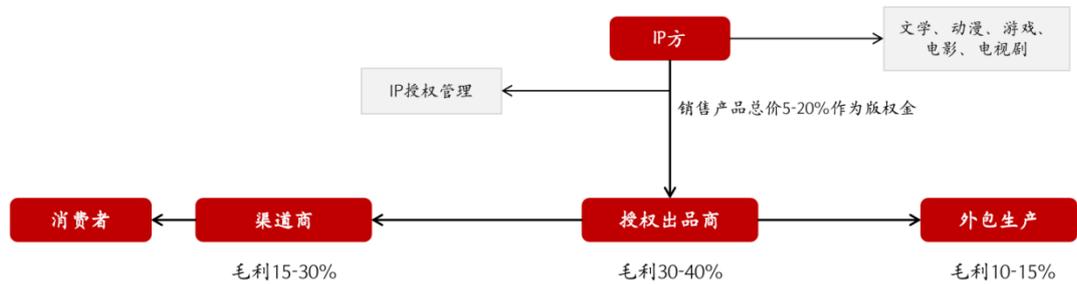


资料来源：中国玩具和婴童用品协会《2024 中国品牌授权行业发展白皮书》，中银证券

IP 衍生产业的主要参与者包括：上游 IP 方（文学、动漫、游戏、影视剧）、IP 授权运营管理方；中游的授权出品方，其中包括不同的品类，如轻周边、手办、3C、服装、玩具等；生产商分为 OEM 和自产自销两类；再到下游平台、渠道商，主要分为线上渠道和线下渠道。

IP 授权产业链的起始环节由 IP 方（即知识产权所有者）发起，他们拥有文学、动漫、游戏、影视剧等形式的原创内容。这些 IP 方通过正式的授权协议，将某一特定的 IP 元素或形象的开发和使用权授予授权出品商。授权出品商随后基于这一授权，设计并开发出与 IP 相关的衍生品。在设计完成后，这些产品会外包给生产商进行加工生产。最终，授权出品商通过自身的销售渠道或合作的线上线下平台，将产品推向市场，销售给消费者。

图表 16. IP 授权产业链及参与者



资料来源：三川汇文化产业公众号，中银证券

## 动画电影领域龙头，致力于打造中国文化 IP

光线传媒自 2013 年布局动画业务，于 2015 年成立彩条屋，出品发行多部高口碑高回报动画电影。公司旗下的彩条屋投资了 20 多家动画公司，包括十月文化、彼岸天、全擎娱乐、可可豆动画、玄机科技、颜开文化、凝羽动画、中传合道、易动传媒、青空绘彩、幻想师动画、红鲤文化等，涵盖了三维动画、二维动画、漫画、游戏、版权等领域，业务布局不断扩大。2022 年，公司成立光线动画并组建内部动画团队，以加大对自有原创作品的投入力度，提升内容制作全流程的生产效率。此外，公司也积极探索 AI 在内容创作和动画制作领域的应用，王长田先生在公司内部信中表示，掌握新技术、新手段将是公司的核心竞争力之一，AI 技术将与内容创作发生实质性结合，提升生产效率和品质，公司也已付诸实践。公司的动画电影以主投主控为主，为公司带来了丰厚回报，高质量的内容、优质的制作水平、对观众喜好的精准把控为公司提高主投主控动画电影成功率提供了保障。

**动画电影领域龙头，持续巩固业务优势。**公司的动漫业务在横向领域内优势突出，现象级作品频出，并形成了本土动画电影的特色。彩条屋自 2016 年起出品了多部优秀动画影片，其中 2016 年上映的《大鱼海棠》票房 5.74 亿，2018 年上映的《熊出没变形记》票房 6.06 亿，2019 年上映的《哪吒之魔童降世》票房 50.36 亿，是中国电影史上票房最高的动画电影，2020 年上映的《姜子牙》票房 16.03 亿，2023 年上映的《深海》、《茶啊二中》票房分别为 9.20 亿、3.84 亿，目前《哪吒之魔童闹海》《西游记之大圣闹天宫》《姜子牙 2》《大鱼海棠 2》等多部电影在推进中。此外，光线动画的首部作品《小倩》预计于 2024 年上映，另有一批项目在推进中，神话宇宙体系储备逐渐丰富。

图表 17. 公司出品的动画电影（截至 2024 年 6 月 6 日）

电影名称	上映日期	累计票房 (万元)	出品方	发行方	类型
赛尔号大电影 4 之圣魔之战	2014/7/10	6,217.8	光线影业、淘米动画、江苏省广等	光线影业	剧情/动画/家庭/冒险
秦时明月之龙腾万里	2014/8/8	5,954.7	光线影业、玄机科技、骏梦网络等	光线影业	动画/冒险/奇幻
赛尔号大电影 5: 雷神崛起	2015/7/23	5,652.2	光线影业、淘米动画、爱奇艺等	光线影业	动画/剧情/冒险
果宝特攻之水果大逃亡	2016/1/23	833.5	光线影业、蓝狐文化、彩条屋等	光线影业	动画/冒险/喜剧
我叫 MT 之山口山战记	2016/6/17	1,213.4	光线影业、彩条屋、动感光播等	猫眼微影	喜剧/动画/冒险
大鱼海棠	2016/7/8	57,377.7	光线影业、彼岸天、彩条屋	光线影业	剧情/动画/奇幻
精灵王座	2016/8/19	2,508.9	光线影业、彩条屋、米家文化	光线影业	动画/冒险/奇幻
大护法	2017/7/13	8,761.3	光线影业、好传文化、彩条屋	猫眼微影	动画/冒险/奇幻
大世界	2018/1/12	262.5	哪吒兄弟、嘉映影业、彩条屋等	光线影业	喜剧/动画/犯罪
熊出没：变形记	2018/2/16	60,551.7	华强方特、光线影业、彩条屋等	光线影业	喜剧/动画/冒险
昨日青空	2018/10/26	8,382.9	光线影业、彩条屋、路行动画等	光线影业	剧情/动画
哪吒之魔童降世	2019/7/26	503,569.7	光线影业、彩条屋、可可豆、十月文化	光线影业	动画/喜剧/奇幻
妙先生	2020/7/31	1,313.8	光线影业、彩条屋、路行动画	光线影业	动画/奇幻/冒险
姜子牙	2020/10/1	160,302.1	光线影业、彩条屋中传合道、可可豆	光线影业、猫眼微影	动画/动作/冒险
冲出地球	2022/7/16	1,006.0	光线影业、彩条屋、全擎娱乐等	光线影业	动画/科幻/冒险/3D
深海	2023/1/22	91,952.6	十月文化、光线影业、彩条屋等	光线影业	动画/奇幻
茶啊二中	2023/7/14	38,424.2	光线影业、彩条屋、凝羽动画等	光线影业	剧情/动画
大雨	2024/1/12	1,729.2	今涂影业、华人影业、彩条屋、光线影业	光线影业	冒险/动画/奇幻

资料来源：公司年报，猫眼专业版，中银证券整理

光线传媒的动画电影制作主要是由彩条屋和光线动画两条业务线推动，每年可生产 2-3 部电影且产能正在持续提高。彩条屋影业成立于 2015 年，正逢国内动画电影工业化的初期，彩条屋的主要业务是动画电影的投资、开发、制作、发行，其动画风格以快乐奇幻为主，彩条屋已投资 20 余个国内优秀动画电影团队，覆盖了动画电影产业链中的各个环节。2022 年，为了出品光线自有的动画电影、提升动画电影产能，光线传媒成立了光线动画，光线动画更侧重于动画电影全流程制作，前期专注于开发中国神话宇宙内容体系，目前已有多部储备作品。光线动画的内容风格明晰、针对性强，依托于公司内部强大的内容资源，有望打造出中国神话宇宙类精品 IP。光线动画的团队由公司内部组建，有助于降低沟通成本、缩短制作周期，便于公司内部资源的整合，公司在制作时的自主性以及 IP 的把控力都将有所提升。

图表 18. 公司动画布局

公司名称	业务定位	持股比例(%)	取得方式
霍尔果斯彩条屋影业有限公司	动漫电影、真人奇幻电影	100.00	设立
北京彩条屋科技有限公司		100.00	设立
成都光线动画有限公司	专注于动画电影全流程	100.00	设立
北京光线动画有限公司		100.00	设立

资料来源：公司年报，公司官网，中银证券整理

通过持续对外投资，光线传媒的动画电影体系不断发展壮大，现已成为国内最大的动画电影公司，且持续保持并扩大在动画电影领域的领先优势。完备的动画电影体系也可以支持大体量作品的制作，在《哪吒之魔童降世》的制作过程中，实际有 1600 余人参与制作，最初设计的哪吒形象超过 100 版，全片最初有 5000 多个镜头，成片中有约 2000 个镜头，其中有 1318 个特效镜头，分包给 20 多个特效团队协作完成。

截至 2024 年一季度，公司公布了十余部预计筹备、制作的动画电影项目，包括系列电影续集《哪吒之魔童闹海》《西游记之大圣闹天宫》《茶啊二中 2》《姜子牙 2》《大鱼海棠 2》，以及多部具备中国文化特色的动画电影新作，其中《哪吒之魔童闹海》《小倩》将于 2024 年上映。《哪吒之魔童闹海》仍由《哪吒之魔童降世》的导演杨宇（饺子）执导，剧情将续接上部片尾彩蛋“哪吒、敖丙将重塑肉身”，有了首部《哪吒》的观众基础和良好口碑，《哪吒之魔童闹海》在官方微博宣发时即登上热搜，上映后有望复刻前作佳绩。《小倩》改编自《聊斋志异》中的《聂小倩》，是光线动画首部影片，由魔法动画创始人毛启超执导，或将相较于老版《小倩》有内容和制作上的创新。

图表 19. 公司动画电影储备

电影名称	导演	进展
茶啊二中 2	待定	前期策划
哪吒之魔童闹海	饺子	制作中，预计 2024 年暑期上映
西游记之大圣闹天宫	田晓鹏	前期策划
姜子牙 2	待定	前期策划
大鱼海棠 2	张春、梁旋	制作中
朔风	待定	制作中
最后的魁拔	王川	前期策划
八仙过大海	待定	前期策划
大理寺日志	待定	前期策划
相思	待定	制作中
小倩	毛启超	已完成，预计 2024 年择机上映
红孩儿	待定	制作中
二郎神	待定	前期策划
去你的岛	周浩然	制作中
罗刹海市	待定	前期策划
三国的星空	于孟	制作中
妲己	待定	前期策划

资料来源：公司公告，投资者互动交流信息，猫眼专业版，中银证券整理

公司高度重视 AI 技术在动画电影领域中的应用，并已在公司内部部署对 AI 技术的探索式实践，积极寻找 AI 技术与内容创作相结合的切入点。2023 年 3 月 19 日，董事长王长田先生发布一封公司内部信称，光线传媒海外动画制作团队已经开始探索 Chat GPT 在业务上的应用，并表示未来可能会根据需要强化海外团队以便与海外领先软件对接。

在国内，光线传媒也参与了百度“文心一言”的测试，并尝试在影视细分领域进行 AI 技术的开发和应用。王长田先生指出，与真人电影相比，动画电影的制作更多依赖于数字和技术工具，因此以 AI 为代表的新技术的进步对动画电影制作的帮助会更快、更显著。AI 的运用或将进一步扩大公司在动画和影视领域内的领先优势。AI 技术作为一种新质生产力，其在电影制作上的应用带来的积极变化主要体现在提高制作效率上。据王长田先生预测，AI 的应用有望使电影制作效率提升 30% 以上，尤其是在动画电影领域，这将极大缓解产能不足的问题。此外，AI 技术也将有助于降低制作成本，即使降低 20% 的成本，对总体亏损的内容生产环节而言，也就能扭亏为盈。尽管目前，AI 技术在中国电影业的应用尚处于起步阶段，AI 软件在行业中的初步应用效果尚不显著，但王长田先生认为在未来 1—2 年内，随着技术的不断成熟，AI 对电影业的影响将逐渐清晰。

## 真人影视佳作频出，毛利率领先同业

### 电影业务多厂牌优势凸显，持续多方位开发内容

光线传媒的电影业务最初由光线影业及其子公司开展，主要是从事电影的投资和发行业务。公司于 2004 年 10 月率先成立光线影业，其首部影片《伤城》上映一个月就突破 6000 万元票房，为公司电影行业发展打下了坚实的基础。此后光线传媒又陆续于 2015 年成立了青春光线和彩条屋，于 2017 年成立小森林影业和五光十色影业，于 2021 年和 2022 年分别成立迷你光线影业和光线动画等厂牌。

各厂牌的功能和定位不尽相同，多样化的品牌充分保证公司影片的数量，可以为公司提供青春、喜剧、爱情、悬疑、主旋律等不同类型的高品质电影。当前涉及真人电影业务的厂牌主要有光线影业、青春光线、五光十色、小森林、迷你光线等，公司充分利用扁平化的管理模式，近年来产出了如《一出好戏》《疯狂的外星人》《我和我的祖国》《满江红》《坚如磐石》等数部国产佳作。

图表 20. 公司旗下涉及真人电影业务厂牌

厂牌名称	成立时间	主营业务	代表作品
光线影业	2004	综合电影品牌	《伤城》《人再囧途之泰囧》 《满江红》《我和我的祖国》
青春光线	2015	年轻态电影、出版品牌	《疯狂的外星人》《误杀》《一出好戏》《超时空同居》《你的婚礼》《从你的全世界路过》等
小森林影业	2017	以“青春、热血、职场”内容定位的品牌	《十年一品温如言》《我是真的讨厌异地恋》《我们的样子像极了爱情》等
五光十色影业	2017	涉猎多类型影视剧内容定位的品牌，包括校园青春、古装爱情、武侠传奇和犯罪推理等	《悲伤逆流成河》《如果声音不记得》等
迷你光线影业	2021	以现实题材为基底、原创内容为核心的综合类影视品牌	《第二十条》
英事达	2006	电影长片剪辑、电影音乐制作、 电影预告制作等	—

资料来源：公司公告，公司官网，猫眼专业版，中银证券

**市场洞察力敏锐，口碑回报双收电影频出。**2012 年，光线传媒精心打造的《人再囧途之泰囧》一经上映便迅速席卷内地市场，总票房高达 12.71 亿元，成为华语电影史上首部票房突破 10 亿的影片。光线传媒凭借其在影视行业中的深厚底蕴和对市场趋势的敏锐洞察，自 2015 年起几乎每年都能推出一部票房超过 10 亿元的电影佳作，不断引领着电影市场的发展方向。

公司擅长都市爱情、喜剧以及悬疑剧情等题材，拥有许多高票房电影，如喜剧和爱情类电影《美人鱼》累计票房 33.91 亿元，悬疑和喜剧类电影《唐人街探案 2》累计票房 33.98 亿元，2023 年上映的《满江红》电影累计票房 45.44 亿元。公司通过持续探索、创作更多类型的电影，在电影制作上并不局限于某一种风格或题材的舒适区，而是力求在各个领域都有所突破，为观众提供多样化的选择。例如，光线传媒突破了以往擅长题材而转向挖掘能够引发市场关注和热议的话题，在 2024 年春节档推出聚焦于“正当防卫”这一法律议题的电影《第二十条》，以其精良的制作和深刻的内涵成功吸引了广泛关注，实现了口碑与票房的双丰收。正是通过多年经验积累，光线传媒精准地捕捉到了市场大众的观影偏好，高口碑高回报佳作不断涌现，逐渐稳固了其在电影行业的领军地位。

图表 21. 光线传媒出品发行的部分真人电影（票房 10 亿元以上）（截至 2024 年 6 月 6 日）

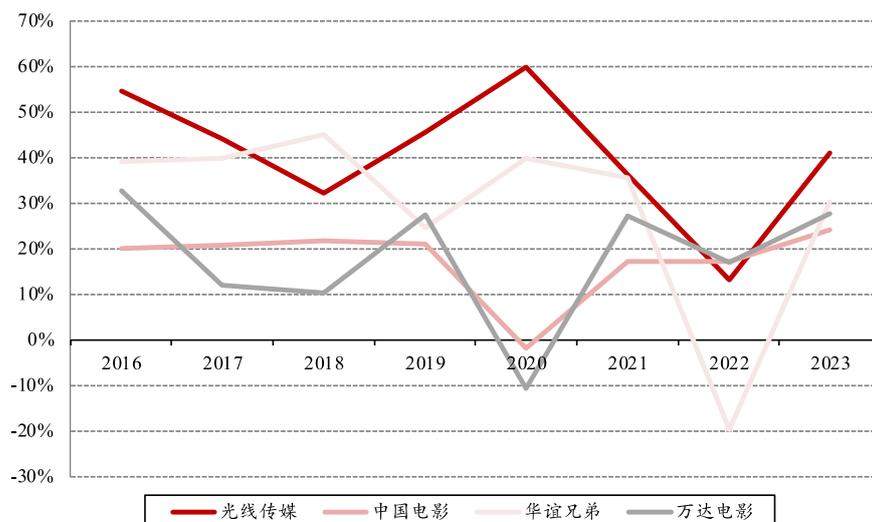
电影名称	上映日期	累计票房 (亿元)	出品方	发行方	类型
人再囧途之泰囧	2012/12/12	12.71	光线影业、北京影艺通 影视文化传媒等	光线影业等	喜剧/冒险/爱情
港囧	2015/09/25	16.11	光线影业、欢喜传媒集 团等	光线影业等	喜剧/爱情/动作
寻龙诀	2015/12/18	16.80	万达影业、华谊兄弟、 光线影业等	五洲电影等	动作/冒险/奇幻
美人鱼	2016/02/08	33.91	中国电影、光线影业、 上海电影等	天津联瑞影业等	喜剧/爱情/科幻
唐人街探案 2	2018/02/16	33.98	万达影业、青春光线、 浙江横店等	五洲电影等	喜剧/动作/悬疑
一出好戏	2018/08/10	13.55	光线影业、青春光线等	光线影业等	剧情/喜剧
疯狂的外星人	2019/02/05	22.13	光线影业、青春光线等	光线影业等	剧情/喜剧/科幻
我和我的祖国	2019/09/30	31.70	华夏电影、阿里巴巴影 业、光线影业等	光线影业等	剧情
误杀	2019/12/13	13.33	恒业影业、中国电影、 光线影业等	青春光线等	剧情/犯罪
八佰	2020/08/21	31.11	华谊兄弟、光线影业等	华谊兄弟等	剧情/战争/历史
金刚川	2020/10/23	11.27	中国电影、华谊兄弟、 光线传媒等	光线影业等	战争/剧情/历史
误杀 2	2021/12/17	11.21	万达影视、光线影业等	光线影业等	剧情/犯罪/家庭
满江红	2023/01/22	45.44	欢喜传媒、光线影业、 开心麻花等	猫眼微影等	悬疑/喜剧/剧情
坚如磐石	2023/09/28	13.52	光线影业、青春光线等	光线影业	剧情/犯罪/悬疑
第二十条	2024/02/10	24.55	光线影业、青春光线、 迷你光线等	光线影业	喜剧/剧情/家庭

资料来源：公司公告，猫眼专业版，中银证券整理

**贯彻低成本、高收益战略，特定领域展现显著竞争力。**在真人电影领域，光线传媒专注于青春爱情类电影的精细打造，这类小体量影片在创作生产过程中更易实现工业化和规模化，风险相对较低，且在保障投资回报率方面展现出明显优势。通过持续推出类似的电影项目，得以用较低的成本实现较高收益，使得其电影业务的毛利率在行业中处于领先地位。

例如，公司于 2018 年推出爱情奇幻电影《超时空同居》上映后拿下 16 日的单日票房冠军，首映综合票房接近 9 亿元，最终累计票房达 9.03 亿元。2021 年光线传媒推出的低成本爱情片《你的婚礼》在上映仅六天内就突破了 6 亿的票房，首映综合票房最终高达 7.89 亿元；并于 2023 年 12 月重新上映，是中国首部分线发行电影，最终票房实现 8.23 亿元。这种旺盛的生命力和持续的价值，无疑将在更长的周期内、在更多的维度上为公司带来长线效益。这些成功的案例充分凸显了光线传媒在真人电影领域的显著优势。

图表 22. 行业主要竞争者电影业务毛利率对比



资料来源：公司公告，中银证券整理

图表 23. 光线传媒代表性低成本高收益的真人电影（截至 2024 年 6 月 6 日）



资料来源：公司官网，猫眼专业版，中银证券整理

## 剧集板块多元化发展，储备丰富

电视剧及网剧业务是公司多元化发展的重要组成部分。光线传媒自 2000 年初便涉足电视剧领域，在剧集业务方面起初以参投为主。自 2017 年起，公司加大了对剧集业务的投入，逐渐由参投转变为主投、主控的角色。公司成功出品了如《爱国者》《新笑傲江湖》和《新世界》等佳作，展现了在剧集制作与发行方面的卓越实力。历经二十多年的经验沉淀，如今已拥有制作热门剧集的强大实力。

公司紧跟行业和市场发展趋势，逐步实现向网剧业务的重心转移，充分把握互联网流量的优势，实现了业务的广泛布局和深度发展。截至 2024 年一季度，公司已拥有多个储备项目，古装轻喜剧《拂玉鞍》正处于视频平台排播状态，有望于 2024 年内播出；《山河枕》正处于拍摄中；《春日宴》《我的约会清单》等剧集也正处在不断优化、积极推进的过程。

图表 24. 光线传媒近期电视剧及网剧储备

电视剧及网剧名称	演职人员
拂玉鞍	导演：西岛；编剧：尹航；主演：吴俊霆、漆昱辰
对的时间对的人	导演：周晓鹏
我的约会清单	待定
山河枕	导演：周靖韬；演员：宋茜、丁禹兮
友谊旅馆	待定
君生我已老	待定
如果某天我孤独死去	待定
春日宴	待定

资料来源：公司公告，猫眼专业版，中银证券整理

## 全面布局内容产业链，构建 IP 生态

### 内容关联业务整合自有资源，重视自有 IP 的开发

内容关联业务板块是光线传媒业务发展的多维展现，涵盖了艺人经纪、音乐、文学以及实景娱乐等多个领域。这些板块作为光线传媒的重要组成部分，不仅为公司带来了稳定的收入来源，更在拓展内容业务边界、实现内容业务与关联业务的紧密结合方面发挥了关键作用。

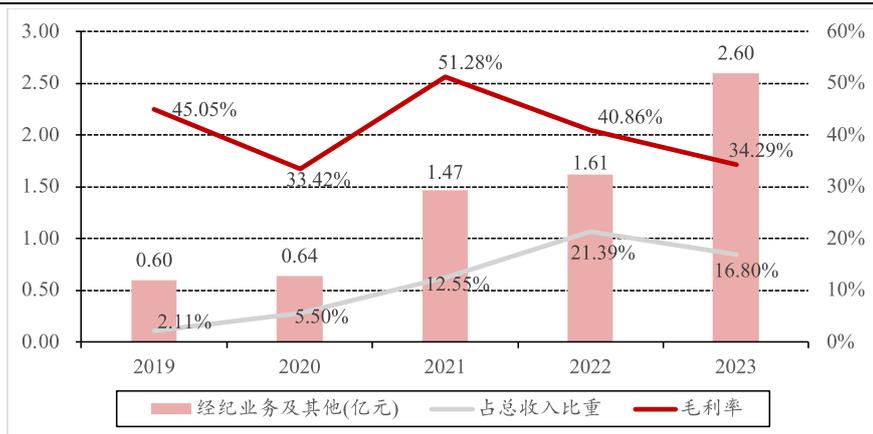
艺人经纪业务收入占比持续攀升，市场上竞争力提升。近年来艺人经纪业务为公司发掘并培养了众多优秀艺人，他们的出色表现不仅丰富了公司的影视资源，也提升了整体品牌形象。公司已成功签约多组艺人，公司旗下艺人如任敏、丁禹兮、章若楠、孙千、辛云来等，均在公司推出的院线电影中担纲主演。凭借公司多年的专注努力，加之公司电影和网络剧业务的持续繁荣，自 2019 年至 2023 年，光线传媒公司旗下的艺人经纪及其他业务的营业收入分别为 0.60/0.64/1.47/1.61/2.60 亿元，呈现出持续稳健的增长态势，营收占比基本保持提升态势。公司艺人经纪业务的商业影响力正在稳步提升，与公司影视业务形成良好的协同效应。

图表 25. 公司旗下主要艺人及作品

艺人	出生年份	代表作品	储备作品
丁禹兮	1995	电影《十年一品温如言》；网剧《月光变奏曲》《传闻中的陈芊芊》《韞色过浓》《大理寺少卿游》等	电影《天才游戏》；网剧《永夜星河》
任敏	1999	电影《悲伤逆流成河正品温如言》《我是真的讨厌异地恋》；电视剧《清平乐》《玉骨遥》《大理寺少卿游》等	电视剧《五行世家》《群星闪耀时》
章若楠	1996	电影《悲伤逆流成河》《你的婚礼》《如果声音不记得》；电视剧《谁都渴望遇见你》《凭栏一片风云起》等	网剧《爱情遇上达尔文》《凡人歌》
孙千	1997	电影《以年为单位的恋爱》《照明商店》；电视剧《我在他乡挺好的》《流星花园》；网剧《快把我哥带走》《风吹半夏》等	电视剧《冬至》《迎风》
辛云来	1994	电影《我是真的讨厌异地恋》《五个扑水的少年》；网剧《我要和你做兄弟》《我在未来等你》《与凤行》等	电视剧《半熟男女》《您好，岳父大人》
吴俊霆	2001	电影《五个扑水的少年》《这么多年》；网剧《时光与他，恰是正好》等	电视剧《子夜归》《拂玉鞍》

资料来源：猫眼专业版，公司官网，中银证券整理

图表 26. 2019-2023 年艺人经纪业务收入及其收入占比、毛利率



资料来源：公司公告，中银证券整理

公司整合丰富的 IP 资源，为旗下演员提供了宝贵的成长机会，也为公司带来了可观的营收补充。光线传媒自 2017 年起实行主投主控的业务运营战略，深刻重视自有 IP 的开发，无论是母公司还是旗下光线影业、青春光线等厂牌，都积极推进自有 IP 剧集的制作，出品了多部优质作品。目前，光线传媒储备的电视剧及网剧项目丰富，全力推进多个 IP 开发项目，如《拂玉鞍》《照明商店》等。与此同时，公司还通过“三二一计划”，不仅注重内部人才的培养和成长，还积极从外部吸引和签约专业人才，以形成一支与公司业务发展相匹配的人才队伍。

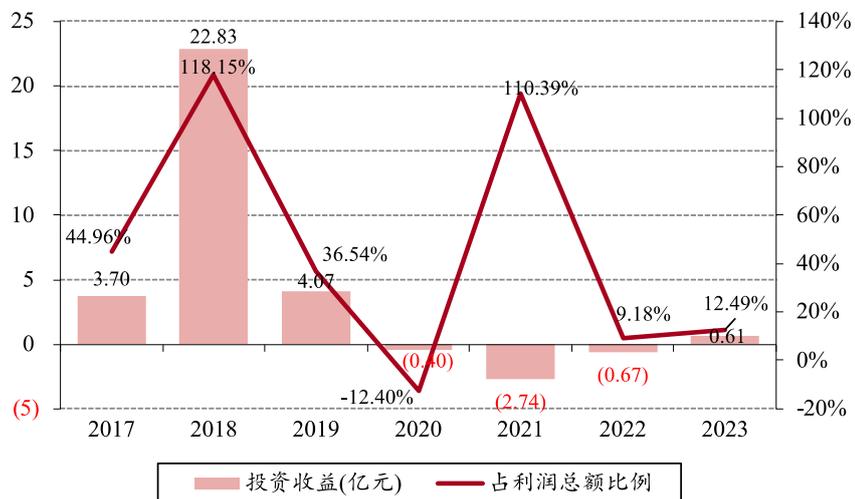
未来，光线传媒将继续挖掘各类热门 IP，包括文学、动漫、游戏等多个领域，通过精心策划和制作，将这些 IP 打造成网剧作品，以丰富多样的内容满足观众需求。这些剧集项目不仅展现了公司在业务板块多元化发展上的积极实践，也为旗下艺人提供了更多展示才华的舞台，共同推动公司娱乐产业的蓬勃发展。

## 围绕内容主业战略投资，稳固优势地位

产业投资板块是公司资本布局的重要组成部分，主要聚焦于对其他公司及实体的股权投资。其核心在于内容投资和战略投资，这两大支柱共同构成了公司内容产业链布局的基础。公司的产业投资业务始终坚定以“内容”为核心进行战略布局。

随着市场环境的持续优化，产业复苏具备坚实基础，公司投资的部分企业也迎来了经营状况的迅速回暖。总体来看，公司的投资业务表现卓越，2023 年投资收益达 0.61 亿元占利润总额比例达 12.49%，较去年同期实现了显著增长，呈现出强劲的发展势头。

图表 27. 光线传媒投资收益及其占比



资料来源：公司公告，中银证券整理

**多样化投资布局，投资成绩斐然。**公司致力于实现全产业链的协同效果，投资的业务领域横跨影视、动漫、游戏、计算机技术以及股权投资等多个领域。公司于 2016 年投资猫眼文化，2023 年直接持有猫眼微影的股权比例达到 16.87%，通过这一系列的战略布局与精准投资，光线传媒在电影行业打下了更为坚实的基础，稳固自身在产业链上游的制作地位，更成功扩展了产业链下游的覆盖范围。

在影视制作发行领域，光线传媒投资了橙子映像、小森林影业、十月文化和可可豆动画等多家企业，参与第一部票房超过 50 亿元的动画电影《哪吒之魔童降世》的制作。这些投资策略有助于公司更好地整合行业资源，实现全产业链的协同发展和效益最大化。

图表 28. 公司部分投资企业

板块	公司	业务	参控关系	持股比例(%)
影视	山南光启影视	与阅文集团合资设立，负责影视策划；影视文化信息咨询；影视项目的投资管理	联营企业	60.00
	霍尔果斯小森林影业	电影制作；广播电视节目制作、经营、发行	联营企业	51.00
	明星影业	电影摄制，影视策划，影视文化信息咨询	合营企业	50.00
	锋芒文化	影视制作公司，代表作《逆袭》、《上瘾》等	联营企业	39.00
	霍尔果斯大魔王	电影摄制、发行；广播电视节目制作、经营、发行	联营企业	35.00
	霍尔果斯十月文化	广播电视节目制作、经营、发行；影视策划；影视项目的投资；设计、制作、代理、发布广告；动漫画制作、美术设计；电影发行	联营企业	28.11
	橙子映像	电影、电视剧、综艺、动画等节目的制作发行；艺人经纪	联营企业	27.00
	开火文化	广播电视节目制作	联营企业	20.00
	二十四文化	广播电视节目制作；动画片、专题片、电视综艺	联营企业	10.00
	演出票务	猫眼微影	电视剧、电影等制作、发行；演出票务图文设计、制作	联营企业
动画	霍尔果斯可可互动画影视	广播电视节目制作、经营、发行；动画片、动画电影、漫画、动漫衍生品等设计、制作	联营企业	30.00
	魅力动画	动画电影开发与制作；电视制作（2D/3D）；多媒体、影视广告制作、发行综艺、动画片、广播剧、电视剧；图书、报刊、电子出版物、音像制品批发与零售	联营企业	8.00
	玄机科技	游戏设计制作；动漫及衍生产品设计服务；数字动漫制作；软件开发	联营企业	3.80
游戏	仙海网络	游戏设计制作；动漫及衍生产品设计服务；数字动漫制作；软件开发	子公司	100.00
VR	七维视觉	计算机视觉、图形图像、视频处理及人机交互技术	联营企业	16.63
计算机科技	嘉皓信息	信息科技、计算机科技、电子科技领域内的技术开发、技术服务	联营企业	40.00
	当虹科技	大视频领域、提供智能视频解决方案与视频云服务的国家技术	联营企业	7.90
投资	华晟股权投资	股权投资管理	联营企业	20.00
	华晟信选	创业投资管理，投资咨询，财务咨询	联营企业	20.00

资料来源：公司官网，ifind，中银证券整理

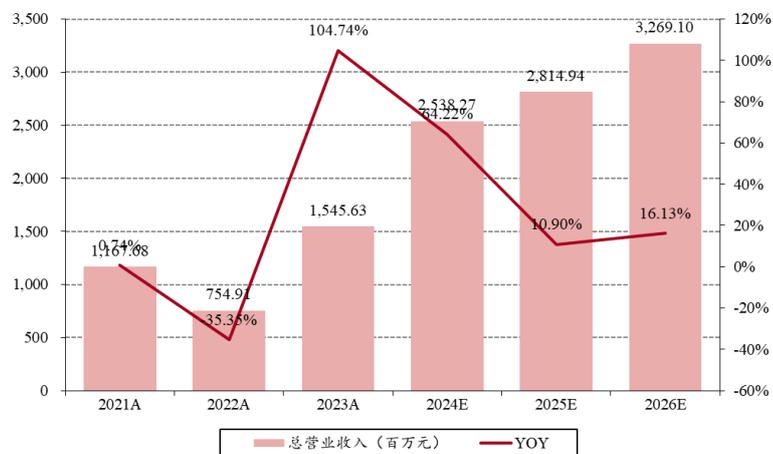
## 盈利预测及估值

### 盈利预测

光线传媒作为国内知名的传媒公司，其业务范围广泛，不仅涉足电影、电视剧的制作，还涵盖了经纪业务等多个领域，展现出了其多元化的经营策略，营收规模在行业中处于相对领先地位。

我们预期 2024 年国内电影市场仍具备复苏潜力，电影及衍生业务方面，2024 年公司动画电影重点储备有《哪吒之魔童闹海》《小倩》，真人电影中已上映的《第二十条》票房表现优异，《扫黑·决不放弃》也已于 6 月上映，预计这些项目储备能够帮助公司实现业务收入的较快增长。经纪业务及其他方面，我们预计该业务维持平稳增长态势。整体而言，我们预计光线传媒在 2024/25/26 年总收入为 25.38/28.15/32.69 亿元，同比增速为 64.22%/10.90%/16.13%。

图表 29. 光线传媒营业收入预测

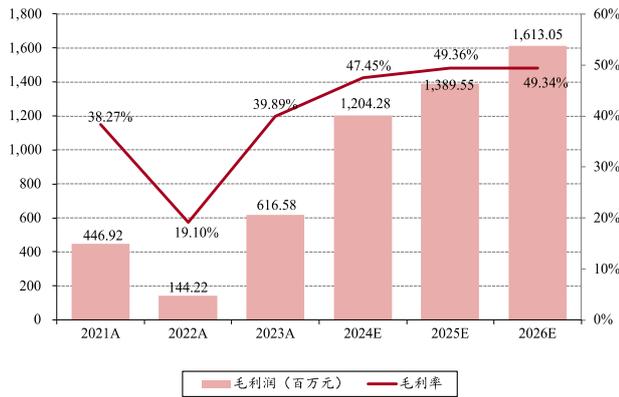


资料来源：公司公告，中银证券预测

尽管光线传媒的毛利润和毛利率经历了一些波动，但预计未来整体将趋于平稳。2021 年后由于疫情和行业内的挑战，公司部分电影的上映计划推迟影响了票房收入与毛利。公司通过适时的业务调整和对市场变化的快速适应，电影及衍生业务已回归正常发展阶段。结合公司丰富的产品序列，我们预计光线传媒电影及衍生业务毛利率将逐步回归疫情前水平，远期来看公司的综合毛利率将逐步稳定在 49% 左右。

费用方面，得益于特色业务模式和费用控制策略，公司各项费用率均低于 15%，预计光线传媒销售、研发费用率将逐步下降并维持在低位。财务费用率预计将继续维持在较低水平，这将有助于公司提升整体的盈利能力。通过持续的业务调整 and 成本优化，光线传媒有望在未来实现更稳定的财务表现。

图表 30. 光线传媒毛利率情况



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 31. 光线传媒各项费用率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

尽管近几年受到行业整体萎缩的影响，光线传媒归属于母公司的净利率连续 2 年出现负值。然而 2023 年光线传媒成功实现归母净利润扭亏为盈，归属于母公司的净利润达到 4.18 亿元，未来随着优质储备片源的持续释放，公司的净利润有望继续稳健提升。我们预计 2024/25/26 年归母净利润分别为 10.15/11.73/13.75 亿元，同比增速为 143.05%/15.47%/17.28%。

图表 32. 光线传媒归母净利润及归母净利率预测



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 33. 光线传媒财务数据预测

(人民币 百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	754.91	1,545.63	2,538.27	2,814.94	3,269.10
电影及衍生业务	593.11	1,285.93	2,239.61	2,456.55	2,839.03
电视剧	0.36	0.00	0.00	0.00	0.00
经纪业务及其他	161.44	259.70	298.66	358.39	430.07
毛利润	144.22	616.58	1,204.28	1,389.55	1,613.05
毛利率 (%)	19.10	39.89	47.45	49.36	49.34
销售费用率 (%)	0.79	0.32	0.80	0.70	0.70
管理费用率 (%)	12.28	6.93	5.00	5.00	5.00
财务费用率 (%)	(3.35)	(2.72)	(1.89)	(2.25)	(2.80)
研发费用率 (%)	2.48	2.06	1.50	1.20	1.20
归属于母公司净利润	(712.89)	417.81	1,015.49	1,172.56	1,375.22

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 估值

光线传媒作为国内领先的传媒影视娱乐集团，以电影制作发行业务为核心业务，动画电影优势显著，内容品质优良。由于公司业绩情况主要依赖影片市场表现，所处电影行业弹性较大，因此对于光线传媒的估值，我们采用了 PE 估值法。

我们选取具有主投主控能力的龙头电影公司上海电影、横店影视、中国电影、万达电影、博纳影视、华策影视作为可比公司。可比公司 2024/25/26 年 PE 平均值为 26.86/ 20.86/ 17.95 倍，考虑到 2024 年春节档《第二十条》票房表现亮眼，暑期档有望上映《哪吒之魔童降世》续作《哪吒之魔童闹海》，全年储备影片丰厚，中国神话宇宙动画系列 IP 持续布局，加之 AI 技术持续发展，有望赋能公司后续产能，我们预计 2024/25/26 光线传媒的归母净利润 10.15/11.73/13.75 亿元，对应 PE 24.70/ 21.39/18.24 倍，2024 年 PE 小于可比公司均值。考虑到公司 2024 年度产品储备丰富且质量较高，具备业绩弹性，此外整体行业有复苏趋势并有望持续受益于 AIGC 相关概念催化，首次覆盖，给予买入评级。

图表 34.光线传媒可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (人民币, 亿元)				PE (倍)		
				2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601595.SH	上海电影	19.65	88.07	1.27	2.25	3.32	4.28	39.19	26.51	20.56
603103.SH	横店影视	13.65	86.57	1.66	3.29	3.98	4.60	26.35	21.73	18.81
600977.SH	中国电影	10.80	201.64	2.63	7.11	8.16	9.09	28.38	24.70	22.18
002739.SZ	万达电影	12.48	271.99	9.12	14.14	17.03	19.90	19.24	15.97	13.67
001330.SZ	博纳影业	5.47	75.19	-5.53	3.14	4.99	5.78	23.94	15.07	13.00
300133.SZ	华策影视	5.77	109.69	3.82	4.56	5.17	5.63	24.07	21.20	19.49
<b>平均值</b>								<b>26.86</b>	<b>20.86</b>	<b>17.95</b>
<b>300251.SZ</b>	<b>光线传媒</b>	<b>8.55</b>	<b>250.82</b>	<b>4.18</b>	<b>10.15</b>	<b>11.73</b>	<b>13.75</b>	<b>24.70</b>	<b>21.39</b>	<b>18.24</b>

资料来源：盈利预测来自 iFinD 一致预期，光线传媒、上海电影盈利预测为中银证券预测

注：收盘价时间为北京时间 2024 年 6 月 24 日收盘

## 风险提示

宏观经济增速放缓，居民消费意愿和水平下滑，考虑到影视娱乐相关业务与宏观消费环境相关度高，或影响公司整体收入。

内容行业监管趋势变化，影响公司开展相关业务。

AI 开发成本高，落地实际情况不确定，或应用表现不及预期，影响公司长期持续增长。

内容产品实际表现须市场验证，重磅产品推出后表现或不及预期。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	755	1,546	2,538	2,815	3,269
营业成本	611	929	1,334	1,425	1,656
<b>毛利</b>	<b>144</b>	<b>617</b>	<b>1,204</b>	<b>1,390</b>	<b>1,613</b>
税金及附加	2	2	5	6	7
销售费用	6	5	20	20	23
管理费用	93	107	127	141	163
研发费用	19	32	38	34	39
财务费用	(25)	(42)	(48)	(63)	(92)
息税前利润 (EBIT)	(60)	411	1,090	1,260	1,463
其他收益	26	29	76	70	82
投资收益	(67)	61	51	56	65
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	4	2	0	0	0
信用减值损失	(22)	(74)	0	0	0
资产减值损失	(719)	(40)	0	0	0
资产处置收益	0	(0)	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>(728)</b>	<b>491</b>	<b>1,189</b>	<b>1,380</b>	<b>1,620</b>
营业外收支	3	1	10	5	5
利润总额	(725)	492	1,199	1,384	1,625
所得税	(1)	73	180	208	244
少数股东损益	(11)	1	4	4	5
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>(713)</b>	<b>418</b>	<b>1,015</b>	<b>1,173</b>	<b>1,375</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,949	2,482	3,239	4,658	6,526
应收账款	199	349	1,061	1,128	1,051
其他应收款	56	60	81	76	106
存货	1,192	1,255	1,314	1,407	1,487
其他流动资产	284	392	524	561	627
<b>流动资产</b>	<b>3,681</b>	<b>4,538</b>	<b>6,221</b>	<b>7,829</b>	<b>9,799</b>
长期股权投资	3,843	3,730	3,351	2,898	2,482
固定资产	23	21	18	16	14
无形资产	1	1	0	0	(0)
商誉	15	15	15	15	15
其他非流动资产	1,505	1,627	1,864	1,973	2,147
<b>非流动资产</b>	<b>5,387</b>	<b>5,394</b>	<b>5,249</b>	<b>4,903</b>	<b>4,658</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,068</b>	<b>9,932</b>	<b>11,470</b>	<b>12,732</b>	<b>14,457</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	152	600	696	718	908
其他应付款	16	12	28	28	34
其他流动负债	480	464	870	934	1,081
<b>流动负债</b>	<b>648</b>	<b>1,076</b>	<b>1,595</b>	<b>1,681</b>	<b>2,023</b>
长期借款	12	0	0	0	0
其他长期负债	143	170	170	170	170
<b>负债</b>	<b>804</b>	<b>1,246</b>	<b>1,764</b>	<b>1,850</b>	<b>2,193</b>
资本公积	1,971	1,986	1,986	1,986	1,986
其他综合收益	89	190	190	190	190
归母所有者权益	8,258	8,679	9,694	10,867	12,243
少数股东权益	6	8	11	16	21
所有者权益合计	8,264	8,686	9,705	10,882	12,264
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,068</b>	<b>9,932</b>	<b>11,470</b>	<b>12,732</b>	<b>14,457</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	(713)	418	1,015	1,173	1,375
少数股东损益	(11)	1	4	4	5
非现金支出	766	120	14	14	14
非经营收益	55	(69)	(59)	(59)	(69)
营运资金变动	(104)	158	(433)	(129)	216
<b>经营活动现金净流</b>	<b>(7)</b>	<b>642</b>	<b>541</b>	<b>1,003</b>	<b>1,542</b>
资本开支	(3)	(4)	(21)	(8)	(16)
投资	1,519	78	187	369	278
其他	46	0	51	56	65
<b>投资活动现金净流</b>	<b>1,562</b>	<b>74</b>	<b>217</b>	<b>417</b>	<b>327</b>
股权融资	0	0	0	0	0
债权融资	32	(20)	0	0	0
其他	(752)	(162)	(2)	(2)	(2)
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>(720)</b>	<b>(182)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>	<b>(2)</b>
<b>现金净流量</b>	<b>839</b>	<b>534</b>	<b>757</b>	<b>1,419</b>	<b>1,869</b>
期初现金	1,108	1,946	2,481	3,238	4,656
期末现金	1,946	2,481	3,238	4,656	6,525

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率	(8.63)	4.81	10.48	10.79	11.23
总资产收益率	(7.86)	4.21	8.85	9.21	9.51
投入资本收益率	(0.71)	4.00	9.47	9.78	10.08
<b>成长能力</b>					
营业总收入增长率	(35.35)	104.74	64.22	10.90	16.13
EBIT 增长率	(114.86)	471.13	165.30	15.60	16.08
归母净利润增长率	(128.72)	/	143.05	15.47	17.28
总资产增长率	(13.47)	9.53	15.48	11.01	13.54
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	126	81	100	140	120
存货周转天数	700	474	350	350	320
应付账款周转天数	128	233	175	179	177
总资产周转天数	4,661	2,213	1,518	1,548	1,497
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	8.86	12.54	15.38	14.53	15.17
流动比率	5.68	4.22	3.90	4.66	4.84
速动比率	3.56	2.87	2.87	3.61	3.90
EBIT 利息保障倍数	(16.71)	98.49	687.42	794.63	922.40

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371