

《哪吒2》超预期，从项目制估值向IP估值迈进

核心观点

开年《哪吒2》验证公司系列动画电影制作能力，以及IP打造能力。围绕IP，今年潮玩、卡牌等衍生业务有望贡献业绩增量。随着“中国神话宇宙”落地，丰富IP储备，是公司未来业绩再上一台阶且实现业绩稳定持续增长的基石。

展望25年，电影后续还有主投动画《三国的星空》，系列电影《第十七条》。结合稳固的经纪和版权业务，看好公司全年业绩增长。

过去市场对公司的担心主要基于1)整体电影市场需求及票房的波动，2)电影行业项目制所带来的业绩波动甚至亏损。但是随着《哪吒》系列的成功，以及《哪吒2》与泡泡玛特等多家公司在更大范围、更有计划的IP衍生授权，公司有望逐步走出项目制公司的估值体系。与当前市场主流的IP公司获得相对应的估值。

我们预计公司2024-2026年实现归母净利润4.05/14.30/15.03亿元，同比-3.05%/+252.96%/+5.11%，2025年1月27日收盘价对应PE为69.02/19.55/18.60x，维持买入评级。

重要财务指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	754.91	1,545.63	1,504.49	3,174.14	3,363.93
增长率(%)	-35.35	104.74	-2.66	110.98	5.98
净利润(百万元)	-712.89	417.81	405.06	1,429.72	1,502.81
增长率(%)	-128.72	158.61	-3.05	252.96	5.11
EPS(元/股，摊薄)	-0.24	0.14	0.14	0.49	0.51
P/E(倍)	-39.22	66.91	69.02	19.55	18.60
P/B(倍)	3.39	3.22	3.01	2.43	2.03

资料来源：iFind，中信建投

光线传媒(300251.SZ)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

蔡佳成

caijiacheng@csc.com.cn

010-56135149

SAC 编号:S1440524080008

发布日期：2025年02月04日

当前股价：9.53元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-0.63/3.71	11.33/12.82	18.39/6.69
12月最高/最低价(元)		10.76/6.53
总股本(万股)		293,360.84
流通A股(万股)		278,722.34
总市值(亿元)		279.57
流通市值(亿元)		265.62
近3月日均成交量(万)		5971.02
主要股东		
光线控股有限公司		37.40%

股价表现



相关研究报告

【中信建投影视院线】光线传媒
24.09.02 (300251):1H24 点评：项目储备丰富，
关注重磅定档进展

简评

2025 年春节档破纪录。截至 2 月 4 日下午 15:00，春节档全国综合票房达 90.76 亿元，已大幅超过历史最高记录，较去年同比已实现 13.2% 的增长；观影人次为 1.78 亿元，同样为历史新高，已较去年实现 9.2% 的增长。此外平均票价是近两年来首次出现回暖趋势，2025 年春节档平均票价为 51.0 元，同比增长 3.7%。

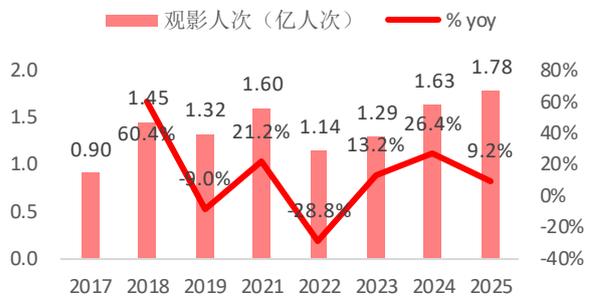
《哪吒 2》超预期，有望成中国影史票房冠军。从春节档单片结构看，《哪吒之魔童闹海》成为票房贡献主力，首次在春节档有单部电影票房贡献超 50%。截至 2 月 4 日下午 15:00，《哪吒 2》已达 45.62 亿元，位列中国影史票房榜第 6 位。而猫眼和灯塔都将该片的最终票房预测上调至 72 亿元，预计将大幅超过目前位列第一的《长津湖》，成为中国影史票房榜冠军（《长津湖》综合票房为 57.72 亿元）。

图表 1：历年春节档全国综合票房（亿元）



资料来源：猫眼专业版 APP，中信建投

图表 2：历年春节档观影人次（亿人次）



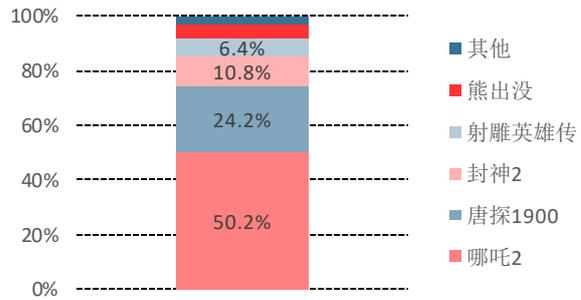
资料来源：猫眼专业版 APP，中信建投

图表 3：历年春节档平均票价（元）



资料来源：猫眼专业版 APP，中信建投

图表 4：2025 年春节档各电影票房占比



资料来源：猫眼专业版 APP，中信建投

《哪吒》IP 地位确立，商业价值有望大幅提升。《哪吒》系列第一部《哪吒之魔童降世》的票房为 50.35 亿元，已是中国票房最高的动画电影，而系列第二部预测票房超 70 亿元，进一步提升，正式确立由可可豆动画和光线传媒共同创作的《哪吒》这一国民 IP 的形象。因此《哪吒》IP 的商业价值也将大幅提升。

今年春节代言蒙牛、荣耀等国民品牌。2025 年初，蒙牛、荣耀的商业代言已在线上和线下广泛落地，预计代言收入将在光线传媒一季度财报中体现。其中哪吒与蒙牛品牌，及旗下的圣牧有机奶、未来星等多款产品发布春节营销物料。

衍生品有望成为增量，泡泡玛特合作手办已售罄。《哪吒》已提前布局衍生品赛道，目前已与多个品牌达成合作，包括泡泡玛特、万代南梦宫、集卡社等国内外头部手办、潮玩公司。其中在 1 月末，泡泡玛特推出《哪吒之魔童闹海》天生羁绊系列手办、抱抱系列搪胶脸毛绒玩具等产品，从天猫看，目前产品已售罄。同样据天猫，万代南梦宫官方商店已开启《哪吒之魔童闹海》中热门人物敖光的手办预售，售价为 329 元。

图表5： 泡泡玛特 X《哪吒之魔童闹海》手办



资料来源：天猫，中信建投

图表6： 《哪吒之魔童闹海》X 万代南梦宫的衍生品合作



资料来源：天猫，中信建投

图表7： 《哪吒之魔童闹海》X 集卡社的衍生品合作



资料来源：天猫，中信建投

综合以上，《哪吒 2》变现形式多样，利润空间增加。从一季度看，《哪吒 2》有望为光线传媒贡献超 10 亿元净利润，包括 1) 票房：猫眼预测最终票房为 72 亿元，若假设投资比例在 50-60%，预计可贡献 9.2-10 亿元净利润；2) 代言：签约蒙牛、荣耀，假设单品牌代言费 0.3-0.5 亿元，合计 0.6 到 1 亿元；3) 互联网版权：假设为 1-2 亿。

展望光线传媒全年产品，储备项目丰富，重点关注《第十七条》《三国的星空》等高预期电影。其中《三国的星空》由光线传媒、果麦文化和亨东影业共同出品，光线传媒预计是主要出品方。该片由易中天担任编剧和监制，是中国首部官宣的三国题材动画电影，预计将于 2025 年暑期档上映。与《第二十条》同系列的法律题材电影《第十七条》将于今年初开启拍摄和制作，预计将于 2025 年国庆档上映。从公司财报看，《第二十条》在获得 24.29 亿元票房的情况下，为公司贡献约 4 亿元净利润。

图表8： 公司待上映和制作中的电影储备

电影名称（暂定）	进度	主要演职人员
小倩	待上映	导演：毛启超
她的小梨涡	待上映	导演：蔡聪
透明侠侣	待上映	导演：章笛沙；主演：史策、王皓
第十七条	制作中	待定
“小”人物	制作中	主演：章宇、辛柏青、柳岩
莫尔道嘎	制作中	导演：曹金玲；主演：王传君、齐溪
墨多多谜境冒险	制作中	导演：王竞
四十四个涩柿子	制作中	导演/编剧：蔡成杰
大鱼海棠 2	制作中	待定
相思	制作中	待定
朔风	制作中	待定
非人哉	制作中	待定
去你的岛	制作中	导演：周浩然
三国的星空	制作中	编剧：易中天；导演：于孟
一生中最勇敢的瞬间	制作中	导演/编剧：王沐
朋友们	制作中	待定

资料来源：公司公告，中信建投

看 2025 年净利润预期：核心产品《哪吒之魔童闹海》超预期，据我们测算，预计贡献超 10 亿元净利润，而有望在国庆档上映的系列化电影《第十七条》有望对标前作《第二十条》，获得超 20 亿元票房的情况下贡献 3-4 亿元净利润。主营业务方面，影史内容还有三国题材动画电影《三国的星空》、女性题材的《独一无二》《花漾》等电影，此外还有稳健的经纪业务。合计看，我们预计光线传媒 2025 年净利润为 15 亿元。

看估值，《哪吒之魔童闹海》正式确立《哪吒》IP 的国民地位，既拓展了单 IP 变现潜力，又验证公司动画电影系列化运作能力。一方面对该 IP 而言，《哪吒 2》超预期将有效拓展该 IP 的商业化潜力，落地潮玩、卡牌、代言和游戏等各类衍生业务；另一方面对公司而言，《哪吒》系列的两部电影均进入中国电影票房前五，验证公司系列化动画电影的运作能力，是公司未来通过光线动画落地“中国神话宇宙”的重要基石。

从中长期公司在 IP 变现的潜力看，公司有望对标泡泡玛特、奥飞娱乐、上海电影等可比公司的估值，现阶段可享受更高估值溢价，而未来通过潮玩、游戏、代言等多种衍生业务兑现。截至 2025 年 2 月 4 日，根据三家可比公司的 2025 年 wind/彭博一致净利润预期计算，平均 PE 为 50.53x；如果剔除估值较高的奥飞娱乐，平均 PE 为 37.20x。我们认为光线传媒已具备打造国民 IP 的能力，且未来“中国神话宇宙”落地后，将进一步拓展公司的 IP 储备，也有望逐步消化现阶段的高估值。

过去市场对公司的担心主要基于两点。一方面是整体电影市场需求及票房的波动，一方面是电影行业项目制所带来的业绩波动甚至项目亏损。但是随着《哪吒 1》《哪吒 2》的成功，以及《哪吒 2》与泡泡玛特等多家公司在更大范围、更有计划的 IP 衍生商品授权，公司未来有望从项目制公司的估值体系中逐步走出。与当前市场主流的 IP 公司获得相对应的估值。

基于可比公司和光线传媒的 IP 变现潜力，我们认为公司的目标 PE 为 35-40x。

图表9： IP 公司估值情况

		市值	净利润			PE		
		亿人民币	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
9992.HK	泡泡玛特	1,275.81	30.72	44.48	55.47	41.54	28.68	23.00
002292.SZ	奥飞娱乐	144.32	0.17	1.87	2.66	836.64	77.18	54.21
601595.SH	上海电影	116.98	1.38	2.56	3.65	84.95	45.72	32.04
	平均					321.04	50.53	36.41

* 净利润预期采用 wind/彭博一致预期。

资料来源：wind，中信建投

投资建议：

开年重磅《哪吒 2》验证公司系列化动画电影的制作能力，以及打造国民 IP 的运作能力。预计今年公司就将落地潮玩、卡牌等业务 IP 衍生业务，并贡献业绩增量。在 IP 业务的基础上，我们看好公司在现阶段享受更高的估值，随着中长期“中国神话宇宙”落地，进一步丰富公司的 IP 池，既能通过现在的衍生品布局，又能通过中长期的游戏业务兑现业绩，现在的高估值也有望逐步消化。

展望 2025 年，电影业务后续还有主投动画电影《三国的星空》，法律题材系列化电影《第十七条》，女性向电影《独一无二》《花漾》等丰富储备。结合稳固的经纪和版权业务，看好公司全年业绩增长。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 4.05/14.30/15.03 亿元，同比-3.05%/+252.96%/+5.11%，2025 年 1 月 27 日收盘价对应 PE 为 69.02/19.55/18.60x，维持买入评级。

风险分析

全国电影市场表现不及预期的风险、动画电影制作进度不及预期导致无法如期上映的风险、真人电影拍摄进度不及预期导致无法如期上映的风险、宣发成本上涨的风险、内容监管风险、生成式 AI 在影视行业落地进度不及预期的风险、内容生产面临生成式 AI 竞争的风险、面对剧本杀和其他线下娱乐活动竞争的风险、影视剧版权侵权风险、参演艺人的道德和法律问题导致电影无法如期上映的风险、企业风险识别与治理能力不足风险、用户审美取向发生变化的风险。

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

蔡佳成

中信建投证券传媒互联网行业研究员，哥伦比亚大学硕士、波士顿大学学士，主要研究传媒互联网领域。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk