

Animation movie leader to be re-evaluated in AI era

Buy (Maintain)

30 May 2023

Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	1,168	779	2,038	2,433
Growth (YoY %)	1%	-33%	161%	19%
Net profit (RMB mn)	-312	-681	790	975
Growth (YoY %)	-	-	-	23%
EPS (RMB)	-0.11	-0.23	0.27	0.33
P/E (X)	-	-	42.63	34.54

Key words: # new products, technologies, and clients

Investment Thesis

- **The production process of film and television is reshaped, particularly benefiting animation movies.** As a comprehensive form integrating audio, video, and text, the film and television industry is an ideal application scene for generative AI. From the perspective of value and path of AI application, we expect animation movies to benefit first. Compared with the one-to-two-year production cycle of live-action movies, animation movies take more time (3-4 years) and are more complex, with more obvious capacity constraints. We believe that generative AI technology can empower the early script creation, mid-term painting, and final-stage video editing/dubbing/video output of animation movies, breaking the capacity limit of animation movie production, and further opening the market potential by increasing the supply of high-quality animation movies.
- **Re-evaluation of high-quality IP: data value and derivative value.** 1) **Data value from 0 to 1:** Technically, high-quality data is necessary for the training of large models and can be monetized in the participation of large models through revenue sharing. 2) **Derivative value from 1 to 100:** Creatively, we expect IP to become the starting point and carrier for AIGC. For film and television IP, we expect it to increase subsequent monetization efficiency through generative AI technology, such as accelerating the development of series derivatives (such as games, toys, etc.), exploiting the derivative value of film and TV characters (such as making animation protagonists into virtual people for marketing, e-commerce, etc.), and producing other forms of content for monetization (adapting animation movies into games), thus improving the value of IP throughout its life cycle.
- **Beijing Enlight Media, animation movie leader, is likely to be re-evaluated in AI era.** (1) We are optimistic about the company's use of generative AI technology to empower its film and television business, especially in the creation of animation movies, while opening the monetization potential of existing high-quality IP. The company is deploying exploratory practices on AI technology internally and actively looking for the combination of content creation. It has also used the latest generative AI technology in animation movie-related work: when the company announced in March that it would launch the animation movie "Go to Your Island", it released the first concept poster made with Midjourney, stable diffusion, GPT4 and other technologies. (2) As a leader in the animation movie field, the company holds many high-quality IPs (such as Nezha, Jiang Ziya, Deep Sea, etc.), and we expect it to open monetization potential in the AI era. We expect Beijing Enlight Media, as an animation movie leader that actively embraces new AI technology, to maintain its advantage in the AI era.
- **Earnings Forecast & Rating:** We revise down the net profit of the company in 2022-2024 to Rmb-0.68/0.79/0.98bn, implying P/E at 43x/35x in 2023/2024. Considering its long-term growth potential, we initiate with the "Buy" rating.
- **Risks:** Lower-than-expected development of AI technology & infrastructure, failure of film projects, intensified market competition, content review risks.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	11.48
52-week Range (RMB)	6.05/11.76
P/B (X)	3.76
Market Cap (RMB mn)	33,677.82

Basic Data

BVPS (RMB)	3.05
Liabilities/assets (%)	8.42
Total Issued Shares (mn)	2,933.61
Shares outstanding (mn)	2,787.22

Related reports

《光线传媒(300251): 2021 年年报&2022 年一季报点评: 储备项目丰富, 期待 2022 年业绩回归》
2022-04-30

《光线传媒(300251): Q3 业绩表现靓丽, 后续电影项目储备丰富》

2019-10-29

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Liangwei Zhang (张良卫)**, **Liangjiu Zhou (周良玖)** and **Ruona Guo (郭若娜)**.

动画电影龙头，AI 时代价值重估

买入（维持）

2023 年 5 月 30 日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1,168	779	2,038	2,433
同比	1%	-33%	161%	19%
归属母公司净利润（百万元）	-312	-681	790	975
同比	-	-	-	23%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.11	-0.23	0.27	0.33
P/E（现价&最新股本摊薄）	-	-	42.63	34.54

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **影视生产过程重塑，动画电影尤其受益。**影视行业作为综合音频、视频、文本，是生成式 AI 的优质落地场景。我们认为从 AI 应用的价值和路径来看，动画电影有望率先受益。相比真人电影 1-2 年的生产周期，动画电影耗时更长（3-4 年），工程更复杂，产能限制更加明显。我们认为生成式 AI 技术有望赋能动画电影的前期剧本创作、中期作画、最后视频剪辑/配音/视频输出等多个环节，打破动画电影产能瓶颈，通过增加行业优质动画电影供给进一步打开市场空间。

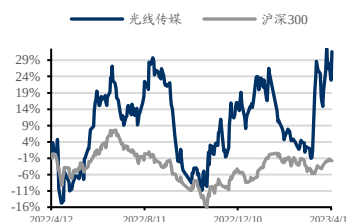
■ **优质 IP 价值重估：数据价值与衍生价值。**1) **数据价值从 0 到 1：**从技术上来看，高质量数据是大模型训练所必需的，有望通过分成等形式参与大模型变现。2) **衍生价值从 1 到 100：**从创意上来看，IP 有望成为 AIGC 的起点和载体。对于影视 IP，我们认为其有望通过生成式 AI 技术提高后续变现效率，如加快开发系列衍生品（如游戏、玩具等）、挖掘影视角色衍生价值（如将动画主角制作为虚拟人用于营销、电商等）、制作为其他形式内容进行变现（将动画电影改编为游戏）等，从而提高 IP 整个生命周期价值。

■ **光线传媒：动画电影龙头，AI 时代价值重估。**（1）我们看好公司通过生成式 AI 技术赋能影视业务，尤其是动画电影业务创作，同时打开存量优质 IP 变现空间。公司正在内部部署对 AI 技术的探索式实践，积极寻找与内容创作的结合点，并已在动画电影相关工作中运用最新生成式 AI 技术：3 月份公司在官宣将推出动画电影《去你的岛》的同时，放出了基于 midjourney、stable diffusion、GPT4 等技术制作的首张概念海报。（2）公司作为动画电影领域领头军，手握多个优质 IP（如《哪吒》、《姜子牙》、《深海》等），在 AI 时代亦有望打开变现价值。我们认为光线传媒这样积极拥抱 AI 新技术的影视龙头仍有望 AI 时代继续保持优势。

■ **盈利预测与投资评级：**22 年电影行业承压，公司大部分影片上映计划被推迟，公司预计 22 年归母净亏损为 -6.3 至 -7.3 亿元；剔除减值准备后归母净利润为 0.2 亿元至 1.2 亿元。公司 2023 年往后电影项目储备丰富，收入结构呈现优化趋势，但考虑 22 年疫情影响超过我们预期，我们将公司 22-24 年归母净利润由 10/12.5/15.2 亿元下调为 -6.8/7.9/9.8 亿元，对应 23-24 年 43/35 倍 PE，我们建议关注 AI 给公司带来中长期成长空间，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**AI 技术发展不完善、AI 基础设施不急预期、公司可能面临电影项目票房不佳的风险、可能面临市场竞争激烈和内容审核风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.48
一年最低/最高价	6.05/11.76
市净率(倍)	3.76
流通 A 股市值(百万元)	31,997.26
总市值(百万元)	33,677.82

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.05
资产负债率(% LF)	8.42
总股本(百万股)	2,933.61
流通 A 股(百万股)	2,787.22

相关研究

《光线传媒(300251): 2021 年年报&2022 年一季报点评: 储备项目丰富，期待 2022 年业绩回归》

2022-04-30

《光线传媒(300251): Q3 业绩表现靓丽，后续电影项目储备丰富》

2019-10-29

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢张良卫、周良玖和郭若娜的指导。

1. AI 时代，影视行业空间与 IP 价值均将重估

1.1. 影视生产过程重塑，动画电影尤其受益

过去一部影片的制作周期通常以年为单位，且拍摄、后期等团队规模庞大。以《独行月球》为例，金刚鼠幻想大草原一个镜头，后期制作长达 11 个月。与最新的生成式 AI 技术结合之后，影视行业有望迎来生产过程重塑，具体如何实现，我们在此前行业深度报告《AI 开启传媒变革，推进行业价值重估》中已通过多个案例做了详细分析。这里我们将着重强调影视板块中的某个特殊类目——**动画电影**。我们认为从 AI 应用的价值和路径来看，动画电影有望率先受益于这一轮生成式 AI 技术的突破。

1.2. 优质 IP 价值重估：数据价值与衍生价值

对于影视 IP，我们认为其有望通过生成式 AI 技术提高后续变现效率，如加快开发系列衍生品（如游戏、玩具等）、挖掘影视角色衍生价值（如将动画主角制作为虚拟人用于营销、电商等）、制作为其他形式内容进行变现（将动画电影改编为游戏）等，从而提高 IP 整个生命周期价值。

2. 光线传媒：动画电影龙头，AI 时代价值重估

公司已在动画电影相关工作中运用生成式 AI 技术。3 月公司在官宣将推出同名小说改编的动画电影《去你的岛》同时，发布 AI 制作的首张概念海报。海报设计用到图片生成 AI 工具以及 GPT4 模型：人类设计师给出设计理念与关键词，利用 ChatGPT 完善指令，再把指令输入到 Midjourney 中，生成图片后根据效果修改指令微调，再用 Stable Diffusion 调整局部效果，最终完成这张清新手绘风的概念海报。

已投资多家 AR/VR/视频技术公司，或有望在多模态 AI 发展中受益。2015 年以来，公司投资了 VR/AR 领域多家技术公司，包括极睿软件、卓研时代、当虹科技、七维科技等，随着生成式 AI 技术往多模态方向深入发展，AR/VR/视频编解码等相关技术或有望为公司影视创作继续赋能。

公司作为动画电影领域领头军，手握多个优质 IP，AI 时代有望打开变现价值。公司 2016 年成立动画电影厂牌“彩条屋”，至今出品的动画电影票房已超过 110 亿，包括头部动画电影《哪吒之魔童降世》（50 亿票房）、《姜子牙》（16 亿票房）、《西游记之大圣归来》（9+亿票房）、《深海》（9 亿票房）、《大鱼海棠》（4+亿票房）等。同时彩条屋投资超过 20 家动画公司，成为国内最大的动画电影公司。

结合以上分析，我们认为光线传媒这样积极拥抱 AI 新技术的影视龙头仍有望 AI 时代继续保持优势。市场担心生成式 AI 技术突破是否会带来生产平权，但我们认为龙头公司若能积极拥抱新技术、前瞻布局，仍有望延续优势。

1) 公司拥有规模化、精品化的内容矩阵，拥有优秀的管理、创作团队，拥有内容创

作、制作、宣传、发行的全链条，公司获取项目、资源的能力更强、机会更多。且电影还会涉及宣发等资金量要求较高的环节，龙头公司资金优势更明显。

2) 公司培养/合作多个优秀制片人/编剧/导演等。“培养 20 个优秀制片人”的计划进展顺利，同时签约了超过 60 个编剧和导演，目前已在多个项目上积累了成功且可复制的宝贵经验，在人才培养与合作上成效显著。生成式 AI 往往替代的重复性的低阶创意环节，编剧、导演等高阶创意人才很难完全由 AI 完成。

3) 公司可将自身存量优质动画等影视 IP 作为数据集进行模型预训练，从而有望实现更高的 AI 技术能力。

3. 盈利预测和投资建议

22 年，电影行业承压，公司大部分影片上映计划被推迟，直接影响公司业绩。公司预计 22 年归母净亏损为-6.3 至-7.3 亿元；扣非后归母净亏损为-7 亿元至-8 亿元；剔除减值准备后，归母净利润为 0.2 亿元至 1.2 亿元。

公司 2023 年往后电影项目储备丰富，收入结构呈现优化趋势，但考虑到 22 年疫情影响超过我们此前预期，我们将公司 22-24 年收入由 23.7/29.2/34.5 亿元下调至 7.8/20.4/24.3 亿元，23-24 年同比增长 161%/19%；22-24 年归母净利润由 10/12.5/15.2 亿元下调为-6.8/7.9/9.8 亿元，对应 23-24 年 43/35 倍 PE，我们建议关注 AI 给公司带来中长期成长空间，维持“买入”评级。

4. 风险提示

AI 技术发展不完善。若 AI 等技术发展不及预期，生成式 AI 应用场景受限，潜在市场规模或无法释放。

AI 基础设施不急预期。若 AI 基础设施不及预期，大模型训练或无法完成。

公司可能面临电影项目票房不佳的风险。观众的偏好具有较大波动性与不确定性，电影票房收入可能不达预期，影响公司电影板块与衍生品板块业务的增长。

可能面临市场竞争激烈和内容审核风险。电影市场竞争对手不断增加，有可能冲击公司的龙头地位；同时受行业政策影响，电影、电视剧等项目可能无法正常上映。

光线传媒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,709	4,439	5,451	6,464	营业总收入	1,168	779	2,038	2,433
货币资金及交易性金融资产	2,921	2,696	3,245	4,104	营业成本(含金融类)	721	638	1,233	1,444
经营性应收款项	472	354	662	751	税金及附加	3	1	3	4
存货	1,182	1,258	1,352	1,385	销售费用	10	5	10	10
合同资产	0	0	0	0	管理费用	67	55	61	68
其他流动资产	133	131	192	224	研发费用	19	16	31	32
非流动资产	5,770	6,043	6,033	6,024	财务费用	-42	-22	-37	-50
长期股权投资	4,677	4,662	4,662	4,662	加:其他收益	49	12	31	36
固定资产及使用权资产	101	92	84	76	投资净收益	-274	-23	35	24
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	13	0	0	0
无形资产	2	1	1	0	减值损失	-453	-750	0	0
商誉	15	15	15	15	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	5	4	3	营业利润	-274	-675	802	986
其他非流动资产	967	1,267	1,267	1,267	营业外净收支	26	3	4	4
资产总计	10,479	10,481	11,483	12,488	利润总额	-248	-672	806	990
流动负债	756	687	825	849	减:所得税	67	10	12	10
短期借款及一年内到期的非流动负债	10	22	22	22	净利润	-314	-682	794	980
经营性应付款项	284	190	223	222	减:少数股东损益	-3	-1	4	5
合同负债	310	383	432	433	归属母公司净利润	-312	-681	790	975
其他流动负债	151	92	148	172	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.11	-0.23	0.27	0.33
非流动负债	152	164	164	164	EBIT	402	-692	765	935
长期借款	0	22	22	22	EBITDA	427	-677	778	948
应付债券	0	0	0	0					
租赁负债	67	67	67	67					
其他非流动负债	85	75	75	75					
负债合计	908	851	989	1,013					
归属母公司股东权益	9,554	9,615	10,475	11,450					
少数股东权益	17	15	19	24					
所有者权益合计	9,571	9,630	10,494	11,474	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
负债和股东权益	10,479	10,481	11,483	12,488	毛利率(%)	38.27	18.17	39.47	40.63
					归母净利率(%)	-26.69	-87.33	38.77	40.09
					收入增长率(%)	0.74	-33.26	161.49	19.38
					归母净利润增长率(%)	-	-	-	23.45
					每股净资产(元)	3.26	3.28	3.57	3.90
					最新发行在外股份(百万股)	2,934	2,934	2,934	2,934
					ROIC(%)	5.46	-7.25	7.40	8.34
					ROE-摊薄(%)	-3.26	-7.08	7.54	8.52
					资产负债率(%)	8.67	8.12	8.61	8.11
					P/E (现价&最新股本摊薄)	-	-	42.63	34.54
					P/B (现价)	3.52	3.50	3.22	2.94
现金流量表 (百万元)									
	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	536	72	448	838					
投资活动现金流	-1,316	642	35	25					
筹资活动现金流	-36	11	66	-4					
现金净增加额	-817	725	549	859					
折旧和摊销	25	15	13	12					
资本开支	-3	5	4	4					
营运资本变动	120	21	-320	-121					

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

