

上海电影：盈利能力显著改善，IP+AI 带来广阔想象空间

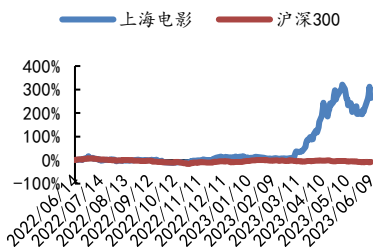
投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-06-12

主要观点：

收盘价 (CNY)	34.99
近 12 个月最高/最低 (CNY)	42.33/8.31
总股本 (百万股)	448
流通股本 (百万股)	448
流通股比例 (%)	100
总市值 (亿元)	156.8
流通市值 (亿元)	156.8

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

- 公司点评：快手：23Q1 收入端全面超预期，集团层面首次盈利 2023-06-07
- 行业点评：苹果开拓性 MR 新品发布，持续催化传媒行业内容生态型企业向好 2023-06-07
- 公司点评：哔哩哔哩-W：经调整归母净利润亏损显著收窄，营收符合预期，多款新游定档暑期 2023-06-07
- 公司点评：爱奇艺：会员规模创历史新高，丰富内容储备推动高质量增长 2023-06-07
- 行业点评：教育行业点评：AIGC 助力教育个性化，政策引导科学教育 2023-06-04
- 公司点评：美团-W：1Q23 业绩前瞻，盈利能力大幅改善，即时零售持续发力 2023-05-22
- 公司点评：快手-W：23Q1 收入与利润均有望超预期，商业化能力有望持续提升 2023-05-21
- 公司深度：爱奇艺：坚持原创降本增效成果显著，AI 赋能打开广阔想象空间 2023-05-16

● 行业情况：优质内容供给充沛，23 年五一档票房为影史第三高

1) 供给侧：2023 年优质影片丰富，诸多海外热门影片定档，包括《灌篮高手》（4 月 20 日上映，上映后 5 天票房破 4 亿）、《银河护卫队 3》（5 月 5 日上映，截至 6 月 12 日票房 6.0 亿）、《变形金刚：超能勇士崛起》（6 月 9 日上映，截至 6 月 12 日票房 2.8 亿），《闪电侠》（定档于 6 月 16 日）；国内也有《满江红》（1 月 22 日上映，票房 45.4 亿）、《流浪地球 2》（1 月 22 日上映，票房 40.3 亿）、《无名》（1 月 22 日上映，票房 9.3 亿）等热门影片。

2) 需求侧：23 年电影票房有所回暖，灯塔专业版数据显示，23Q1 中国电影票房达 158.6 亿，同比增长 13.5%；23 年五一档票房达 15.21 亿，为影史第三高，仅次于 21 年的 16.74 亿和 19 年的 15.27 亿。

3) 政策侧：5 月 21 日，财政部、国家电影局发布《关于阶段性免征国家电影事业发展专项资金政策的公告》，2023 年 5 月 1 日至 2023 年 10 月 31 日免征国家电影事业发展专项资金。此次免征期长达 6 个月，涵盖五一、暑期、国庆等多个票房产出能力较强的档期，有望推动电影产业加快复苏。

● 公司情况：基本面稳健，盈利能力显著改善

公司为上海国资委实控的国企，现已形成“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的完整电影发行放映产业链，主营业务包括影院经营、院线经营、电影发行。22 年公司旗下联和院线累计实现票房 20.01 亿元（不含服务费），市场占有率为 7.49%，全国排名第四。

23Q1 公司部分影院租赁条款改为纯提成形式，显著降低租金成本，盈利能力得到显著改善，23Q1 毛利率达 23.7%，同比提升 14.0pp，环比提升 30.3pp。

● 收购上影元文化 51% 股权，丰富 IP 矩阵并布局 IP+业务

2022 年 10 月成立的上影元由上海电影（集团）有限公司及上海美术电影制片厂有限公司共同投资设立，集团与美影厂以无偿方式向上影元转让独占许可与非独占许可各 30 个，授权 10 年至 2032 年。独占许可 IP 包括大闹天宫、葫芦兄弟、黑猫警长等，独占许可包括没头脑和不高兴、中国奇谭、舒克和贝塔等经典 IP。收购上影元后，公司 IP 矩阵得到显著丰富，业务有望持续向产业链上游深入。

首先，6 月 8 日《中国奇谭（第二季）》正式启动，其中热门短片《小妖怪的夏天》将推出院线大电影并已启动制作，上影元将从开发阶段开始为《中国奇谭（第二季）》和《小妖怪的夏天》量身打造 IP 运营策略，形成上影集团原创开发、上影元运营的模式，未来上影集团会推出覆盖全产业链的“奇谭宇宙”；

其次，上影元发布“艺术元计划”，持续发掘有创造力的艺术家，从而形成创作者、作品、市场之间的良性循环；

最后，上影元发布“IP+商业”的合作战略，宣布与中信出版集

团、PICO、森宝积木 AREA-X、网易游戏等启动“IP+商业”合作，例如，上影元已携手中信出版推出新书《中国奇谭（典藏版）》。

● 上海影城全面焕新，上市公司将充分发挥与上影集团的协同效应

上海电影控股股东为上影集团，上影集团以影视创作、生产、宣传、销售、发行、放映等为主营业务，上影集团“十四五战略”确定了“精品内容、大 IP 开发和数字化转型”三大核心战略，而 IP+AIGC，正是上影大 IP 开发和数字化转型战略的结合。2023 影视+产业大会上，上影集团党委书记、董事长，上影股份董事长王健儿强调了技术与 IP 结合的紧迫性，表示将积极调动上影集团资源与生态优势，推动 IP+技术驱动下的电影产业升级。

未来，上影元有望与上影集团旗下的上海影城、上海影视乐园、及其他 IP 持续发挥协同效应。例如，6 月 8 日起，《中国奇谭》沉浸式快闪打卡区和“小卖部”主题店将登陆焕新升级后的上海影城，售卖《中国奇谭》的新品手办、精美周边，由上影元独家运营的孙悟空、黑猫警长、葫芦兄弟等经典 IP 的周边也会在此上架出售。

● 与喜马拉雅等共同出资成立公司，以 AI+广播剧形式孵化 IP

6 月 2 日公司发布公告，拟与上海喜马拉雅科技有限公司、上海电影译制厂有限公司、上海睿炫投资有限公司共同出资设立上海喜上眉梢科技文化有限公司，探索以声音为载体，结合 AI 技术孵化大 IP 的途径。

该公司业务线囊括了有声剧、广播剧、影视动画、游戏、衍生产品、IP 孵化、人才培养等领域，将通过声音进行全 IP 深度规划和探索。目前喜上眉梢的首个原创作品《魔都奇谭》已亮相，《花亦山心之月》《动物派对》等项目在合作孵化中。

● 投资建议

在不考虑上影元文化带来的增量收入与利润的情况下，预计 23-25 年公司总收入为 802/951/1113 百万，同比增长 117.8%/18.5%/17.0%；预计 23-25 年公司归母净利润为 172/241/314 百万，同比增长 151.5%/40.0%/30.0%。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

电影票房表现不及预期，AI 技术发展不及预期，IP 转化不及预期

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	368	802	951	1113
收入同比 (%)	-49.6%	117.8%	18.5%	17.0%
归属母公司净利润	-335	172	241	314
净利润同比 (%)	-1630.7%	151.5%	40.0%	30.0%
毛利率 (%)	-10.7%	30.3%	33.3%	35.5%
ROE (%)	-21.3%	9.9%	12.1%	13.6%
每股收益 (元)	-0.75	0.38	0.54	0.70
P/E	—	91.01	65.00	50.02
P/B	3.12	8.98	7.89	6.81
EV/EBITDA	64.63	108.88	73.42	54.60

资料来源：WIND，华安证券研究所

正文目录

1 公司简介：发行+院线+影院一体化，并具备丰富 IP 储备的国资电影企业.....	6
1.1 发展历程：打造发行放映全产业链，深化大 IP 开发战略.....	6
1.2 业务概况：22 年收入承压，23Q1 收入与利润回暖显著.....	7
1.3 股权结构：国资控股，控股股东上影集团积极推进资源协同.....	8
2 电影市场行业分析.....	9
2.1 行业发展历程：现处于螺旋上升阶段.....	9
2.2 电影行业产业链格局：全产业链整合趋势明显.....	9
2.3 行业发展现状：22 年票房承压，23 年以来回暖明显.....	11
2.4 23 年内容供给端丰富，拉动电影行业整体恢复.....	11
3 公司主营业务：集影院、院线、发行于一体.....	14
3.1 影院经营：区域经营增加灵活性，院管合一提高经营效率.....	14
3.1.1 电影放映.....	14
3.1.2 广告服务业务.....	15
3.1.3 卖品业务.....	15
3.2 电影发行：构筑线上宣发竞争力，进一步优化发行结构.....	16
3.2.1 代理发行.....	17
3.2.2 院线经营.....	17
4 公司新业务分析：收购上影元文化 51% 股权，切入文化消费行业.....	18
4.1 IP 储备丰富——15 个独占动画 IP + 15 个非独占动画 IP + 15 个独占真人 IP + 15 个非独占真人 IP.....	18
4.2 IP 如何变现——IP+文商旅、IP+文创、IP+消费品品牌.....	19
4.3 IP 变现空间有多大——以全球最赚钱的 50 个 IP 及泡泡玛特为例.....	23
5 盈利预测与估值分析.....	28
5.1 财务指标及核心假设.....	28
5.2 估值分析.....	31
风险提示：.....	31
财务报表与盈利预测.....	32

图表目录

图表 1 上海电影重要历史节点	6
图表 2 2018-23Q1 公司收入及同比	7
图表 3 2018-23Q1 公司归母净利润及同比	7
图表 4 2018-23Q1 公司营收结构 (亿元)	8
图表 5 上海电影股权结构	8
图表 6 中国电影行业发展历程	9
图表 7 电影行业上中下游主要流程图	10
图表 8 国产片产业链各环节分成比例	10
图表 9 2017-2022 年观影人次增长情况	11
图表 10 2017-2022 年单人次票房收入	11
图表 11 2017-2022 年全国营业银幕与放映情况	11
图表 12 18Q1-23Q1 中国电影季度票房及同比变动	12
图表 13 2023 年已上映电影及票房	12
图表 14 2023 年未上映电影排期	13
图表 15 2018-2022 上海电影放映业务收入与同比增速	14
图表 16 2018-2022 上海电影广告服务收入与同比增速	15
图表 17 2018-2022 上海电影卖品收入与同比增速	15
图表 18 2018-2022 上海电影其它收入与同比增速	16
图表 19 2018-2022 上海电影发行业务收入与同比增速	16
图表 20 上影元旗下的 IP	18
图表 21 美影厂及上影集团授权给上影元的 60 个 IP	19
图表 22 《中国奇谭》“小满”艺术装置设计图	19
图表 23 《中国奇谭》“小满”艺术装置设计图	19
图表 24 盛泽镇蚕花里·江南小满历史文化街区	20
图表 25 盛泽镇蚕花里·江南小满历史文化街区	20
图表 26 “东航那杯茶”金银花陈皮白茶	20
图表 27 “东航那杯茶”白桃乌龙泡茶	20
图表 28 SFC 上影影城推出“小蝌蚪找妈妈”合作款设计杯	20
图表 29 《中国奇谭》文创将入驻 SFC 上影影城	21
图表 30 《中国奇谭》沉浸式快闪打卡区和“小卖部”主题店	21
图表 31 《中国奇谭 (典藏版)》新书首发式	22
图表 32 中信书店《中国奇谭》主题陈列	22
图表 33 上海表携手上美影, 推出联名限量款手表“FAB CHRONO·大闹天宫”	23
图表 34 梦之蓝联名上美影, 推出“梦之蓝 X 上美影 2023 联名纪念酒”	23
图表 35 全球最赚钱的 50 个 IP (收入单位: 亿美元)	24
图表 36 2017-2022 年泡泡玛特 IP 收入情况	27
图表 37 2018-2023Q1 公司营业收入及同比增速	28
图表 38 2018-2023Q1 公司毛利润及毛利率	28
图表 39 2018-2023Q1 年上海电影期间费用情况	29
图表 40 2018-2023Q1 年上海电影期间费用率	29
图表 41 2018-2023Q1 上海电影营业利润及营业利润率	29
图表 42 2018-2023Q1 上海电影归母净利润及归母净利润率	29

图表 43 2023-2025 年上海电影盈利能力预测	30
图表 44 可比公司 22-24 年 WIND 一致预期 PE	31
图表 45 上海电影 IP 运营业务估值 (亿元)	31

1 公司简介：发行+院线+影院一体化，并具备丰富 IP 储备的国资电影企业

上海电影是国内老牌电影集团上影集团旗下的专业电影公司，2012年由上影集团和精文投资共同投资设立，公司旨在致力于“为广大消费者提供高品质的电影娱乐生活方式”。2016年8月，上海电影在上海证券交易所上市，是国内首批实现在A股主板上市的国有电影企业，也是行业中少见的拥有“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的完整电影发行放映全产业链和自有在线票务平台“天下票仓”的电影企业。

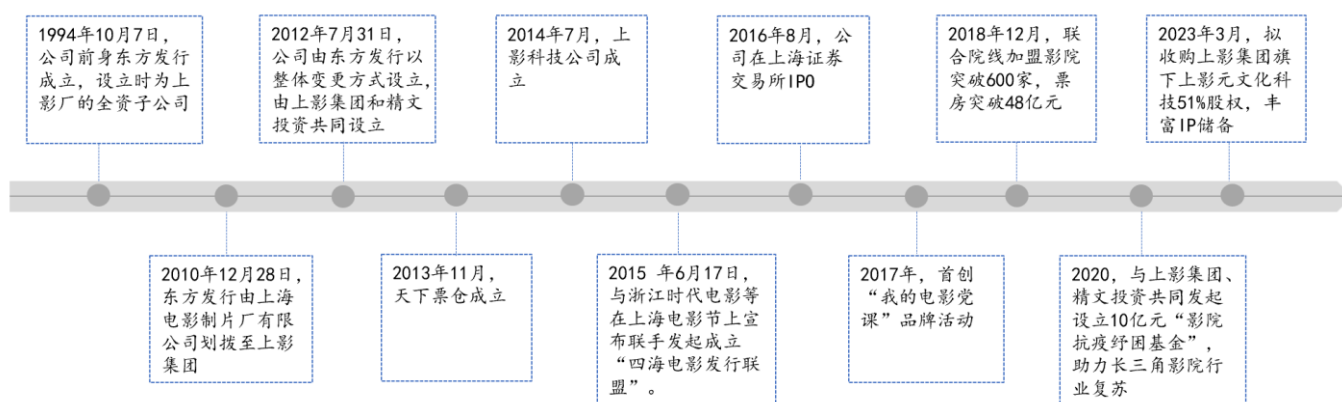
1.1 发展历程：打造发行放映全产业链，深化大 IP 开发战略

公司正式成立于2012年7月31日，由上海电影（集团）有限公司和上海精文投资有限公司共同发起设立。公司的前身为上海东方影视发行有限责任公司，原本为上影厂的全资子公司，主营电影发行放映、影视出版发行、影视广告代理发布等。2010年12月28日，东方发行由上海电影制片厂有限公司划拨至上影集团。2010年和2012年上影集团将其下属子公司拥有的电影发行及放映资产通过三次无偿划转的方式整合纳入东方发行，向整合产业链迈进了一大步；此外，2012年上影集团控股的永乐股份将其下属电影发行及放映资产通过协议转让方式纳入东方发行；2012年公司重组上海超极电影世界、杭州影城以及2014年收购上海华威影城等。公司最终成为国内少有的，拥有“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的完整电影发行放映全产业链的电影企业。

2013年11月12日，公司自有在线票务平台“天下票仓”成立，2015年6月17日，公司与浙江时代电影大世界有限公司等四家影视公司联合成立“四海电影发行联盟”。2016年8月，在上海证券交易所上市，成为国内首批实现在A股主板上市的国有电影企业。

2023年，为推进其“大IP开发”战略，上海电影拟收购控股股东上影集团所持有的上影元文化科技51%股权，获得包括《中国奇谭》《庐山恋》《大闹天空》等60部IP的许可授权。

图表 1 上海电影重要历史节点

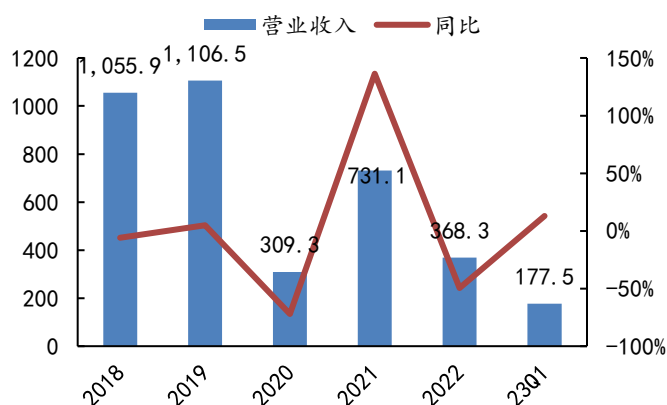


资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

1.2 业务概况：22 年收入承压，23Q1 收入与利润回暖显著

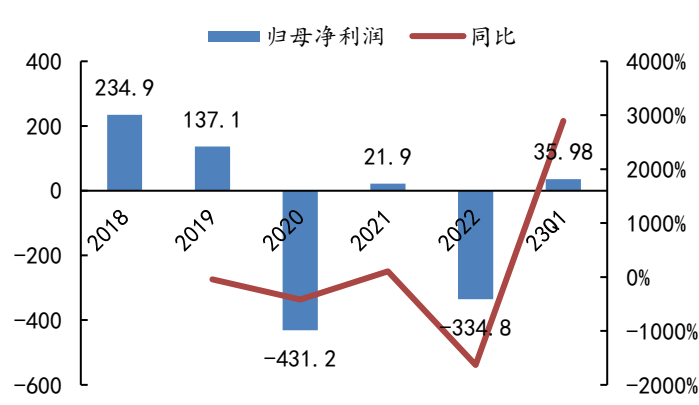
公司的主营业务为电影发行及放映业务，具体包括电影发行和版权销售、院线经营以及影院投资、开发和经营业务、广告营销、技术服务等，在电影发行及放映业务的各个领域均具有领先的市场地位。2022 年，公司实现营业收入 3.68 亿元，同比下降 49.62%，主要系宏观经济等因素影响。23 年一季度，在低基数情况下，营收和净利润实现双增长，23Q1 实现营收 1.78 亿元，同比增长 12.9%，实现归母净利润 0.36 亿元，同比增长 2894.58%。

图表 2 2018-23Q1 公司收入及同比 (百万元)



资料来源：公司财报，华安证券研究所

图表 3 2018-23Q1 公司归母净利润及同比 (百万元)



资料来源：公司财报，华安证券研究所

公司的业务包括电影放映、电影发行（含版权代理及销售）、广告、卖品和其他。

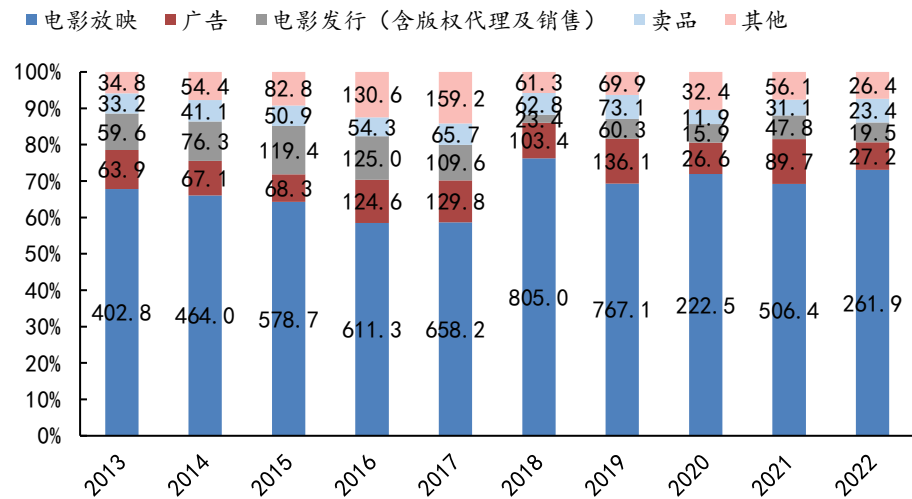
电影放映收入为公司主要营收来源，以影院实现的票款收入全额计入主营收入，2022 年公司共拥有资产联结影院 65 家，银幕总数为 386 块，2018-2022 年电影放映业务的营收占比分别为 76.2%/69.3%/71.9%/69.3%/71.1%；

电影发行（含版权代理及销售）业务包括电影发行收入及院线经营收入，发行和院线分别与下属影院签订分账协议，确定分账比例，依据各影院实际取得的净票房收入分别计算应取得分账款，并且在扣除制片应得分账款后以净额计入收入，2018-2022 年电影发行（含版权代理及销售）业务占收比分别是 2.2%/5.4%/5.1%/6.5%/5.3%；

广告业务指的是映前广告与贴片广告，2018-2022 年广告业务占收比分别是 9.8%/12.3%/8.6%/12.3%/7.4%；

卖品指的是销售饮料、食物、电影衍生产品等产生的收入，2018-2022 年卖品业务占收比分别是 5.9%/6.6%/3.9%/4.3%/6.4%；

图表 4 2018-23Q1 公司营收结构 (亿元)

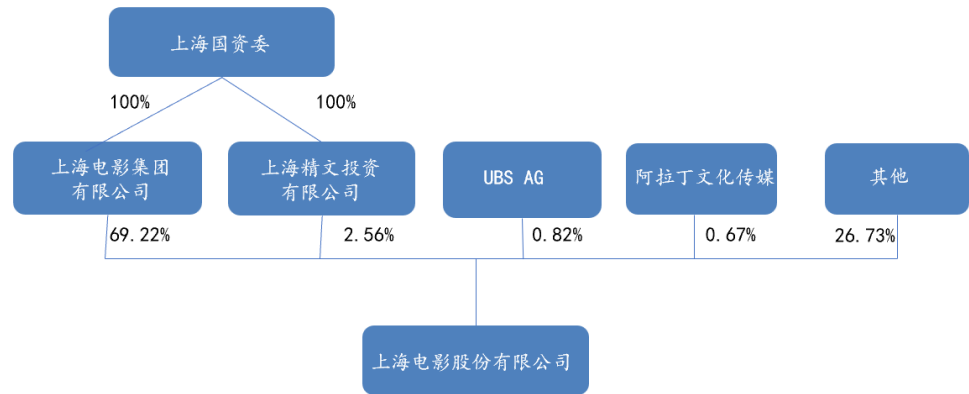


资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

1.3 股权结构：国资控股，控股股东上影集团积极推进资源协同

公司由国资控股，股权结构稳定。上海电影控股股东为上影集团，实际控制人为上海国资委，其控股股东上影集团是国内产业链最为完整、历史最为悠久、行业影响力最大的综合性电影文化集团之一。上影集团与上美影共同设立上影元文化，以此作为“大 IP 开发”战略中全产业链开发运营平台，拥有众多优质 IP 资源，23 年上海电影拟收购其 51% 股权，将受益于上影元丰富的 IP 资源。

图表 5 上海电影股权结构



资料来源：公司年报（截至 22 年 12 月 31 日），华安证券研究所整理

2 电影市场行业分析

2.1 行业发展历程：现处于螺旋上升阶段

中国电影行业发展历程经历了以下四个阶段：

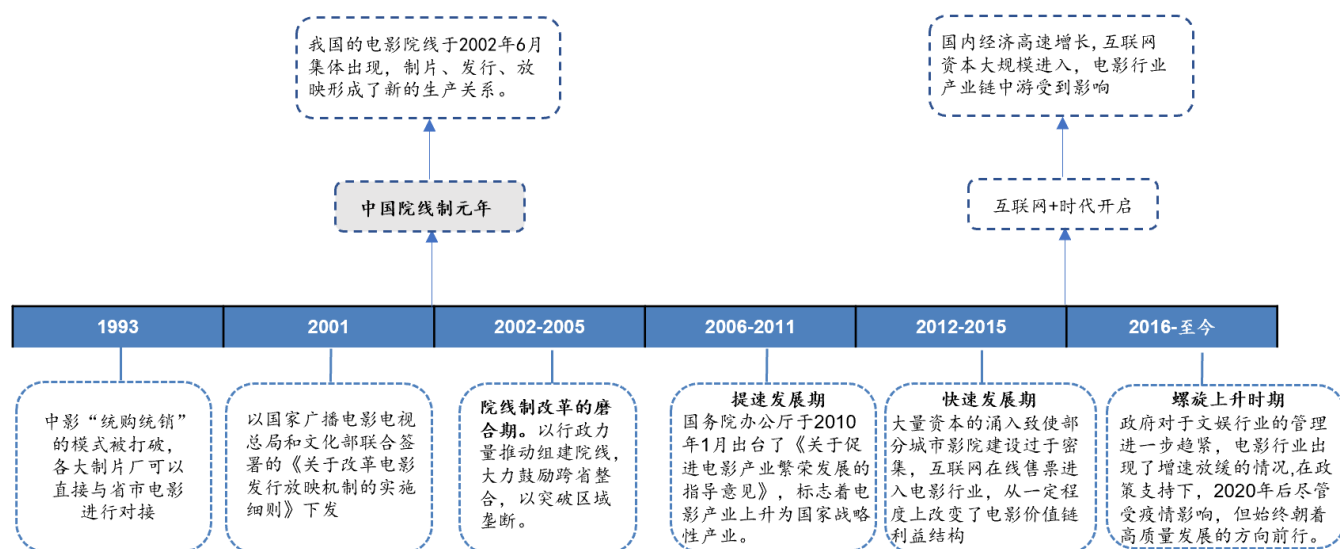
磨合期（2002-2005）：我国的电影院线于2002年6月集体出现，此阶段中主要是推动组建院线、突破区域垄断。

发展期（2006-2011）：国家对电影行业关注度提高，国务院出台的《关于促进电影产业繁荣发展的指导意见》标志着电影产业上升为国家战略性产业，各地也逐渐出台配套设施；从电影院线角度而言，在政策支持下，院线管理水平进一步提升。

爆发期（2012-2016）：大量资本的涌入导致城市影院建设过于密集，影院租金与经营成本直线上升，甚至出现恶性竞争，扰乱市场秩序；互联网在线售票方式逐渐进入电影行业，一定程度上改变了电影的价值链利益结构。

螺旋上升期（2017-至今）：2017年之后，政府对于文娱行业的监管进一步加紧，业外资本的撤离步伐加快，电影行业出现了增速放缓的情况。但在政策的支持下，尽管2020年之后电影行业受到宏观经济因素影响，但始终保持着高质量发展的方向。

图表6 中国电影行业发展历程

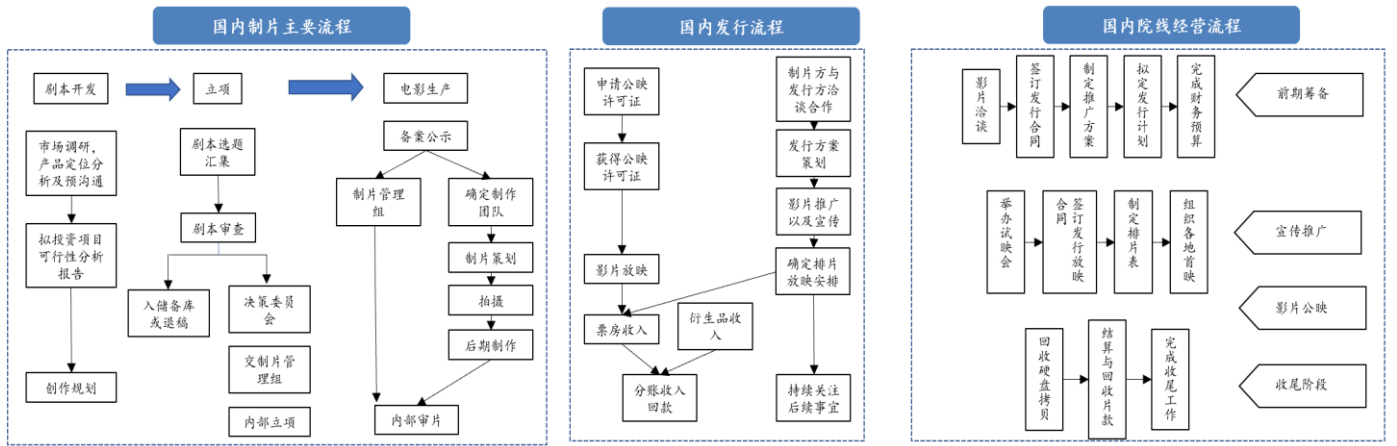


资料来源：中国艺术报，华安证券研究所整理

2.2 电影行业产业链格局：全产业链整合趋势明显

我国电影产业链包括：上游制片-中游发行-下游院线及影院三大环节，主要收入来源是下游影院放映电影所产生的票房收入。为了通过整合全产业链资源以强化盈利能力和对产业链各资源要素的控制能力，以此发挥各产业环节的协同效应、增强市场竞争力，国内电影行业中实力较强的企业纷纷开始全面介入上游的内容制作、中游的宣传发行、下游的院线影院终端放映和衍生品产业投资之中，整个电影产业链的整合趋势日益明显。

图表 7 电影行业上中下游主要流程图



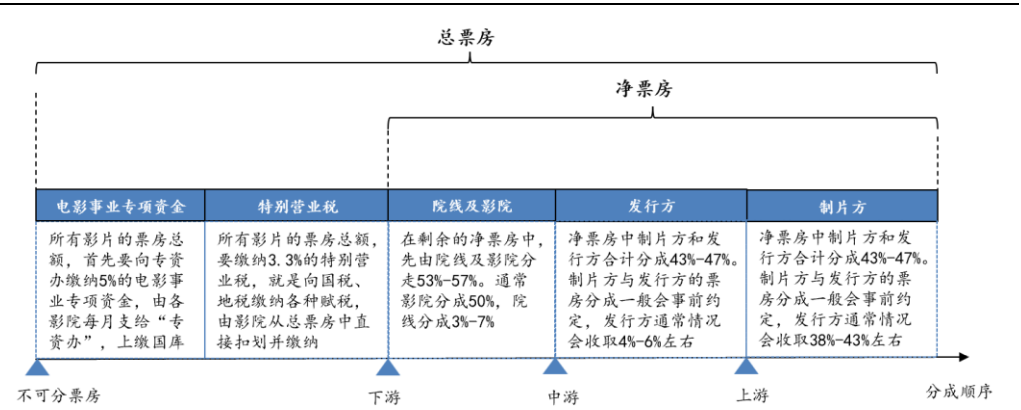
资料来源：万达招股说明书，华安证券研究所

上游制片领域：竞争激烈，影片数量持续增长。电影产业链上游是制片环节，主要包括剧本开发、立项、电影生产构成。根据《电影管理条例》和其他相关规定，电影行业制片领域涉及的监管准入措施主要包括电影制片制作资格准入许可、电影摄制行政许可、电影内容审查许可三大方面。由于准入门槛相对较低，国内制片领域的竞争相对比较激烈。

中游发行环节：互联网发行逐渐强势。电影产业链中游是发行环节，主要是根据影片获取公映许可证和上映档期的情况，组织电影宣传和发行工作，完成影片公映以及衍生品销售等工作。国产电影的发行可以由国内任意发行公司完成，而进口电影只有中国电影、华夏电影两家公司具有引进和发行权。由于中国电影行业的发展历程较短，尚未产生垄断级别的电影制片公司，且龙头公司的体量小于美国电影巨头，不足以支撑起“制片+发行”一体化的模式，因此国内制片方对于专业发行公司的依赖性较强。以猫眼为代表的互联网发行公司已经形成了较为先进与成熟的互联网发展模式，具有较强的平台优势，迅速在分散的发行市场获得市场份额。

电影产业链下游：集中度持续提升。电影产业链下游是院线及影院环节。目前国内院线与其下属影院的关系分作两类，即资产联结与签约加盟。资产联结即影院通过院线或者其控股方直接投资设立，而签约加盟是院线与影院通过签署加盟协议，约定分账比例进而建立合作关系。由于院线有牌照准入壁垒，因此近年来国内院线数量基本保持稳定，竞争格局基本清晰，院线公司集中度较高，前五竞争格局稳定，Top2 市占率也在逐步提升。

图表 8 国产片产业链各环节分成比例



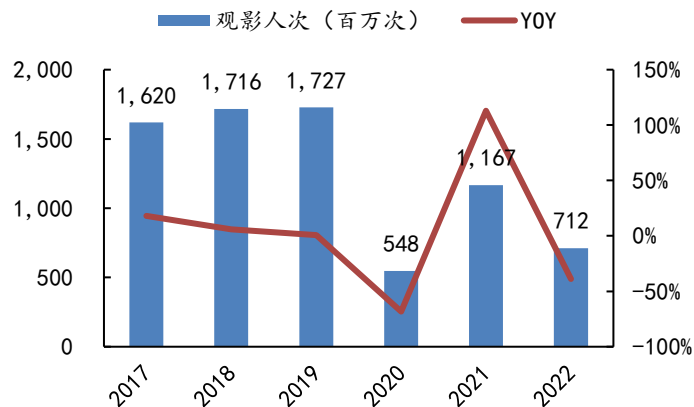
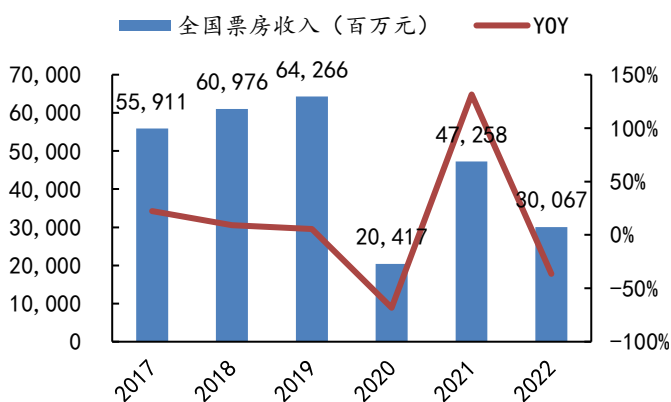
资料来源：华安证券研究所整理

2.3 行业发展现状：22 年票房承压，23 年以来回暖明显

22 年影院营业与电影拍摄受到影响，国家电影局数据显示，2022 年全国票房下跌 36%；22 年底影院逐渐恢复至正常运营，再加上影片供给的修复、进口优质影片的引进，23 年以来电影市场回暖明显。

图表 9 2017-2022 年中国影院票房收入情况

图表 10 2017-2022 年观影人次增长情况



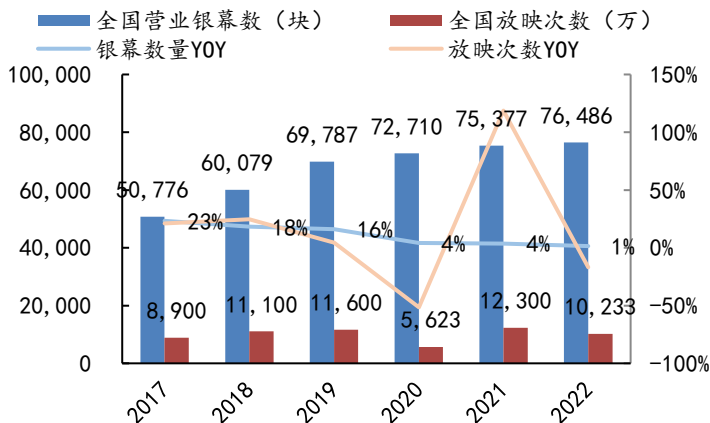
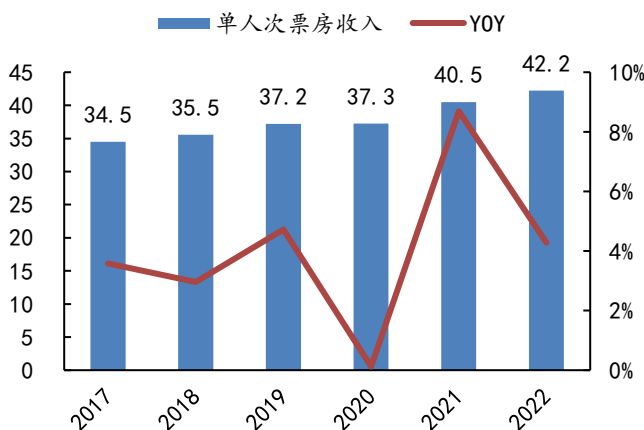
资料来源：国家电影局，华安证券研究所

资料来源：国家电影局，华安证券研究所

2022 年观影人次下降，单人次票房收入稳定上升，全国放映次数略有下降。根据国家电影局数据，2022 年全年观影人次 7.12 亿人，同比下降约 40%，降幅与票房降幅基本持平；单人次票价保持稳定增长，同比上升 4% 达 42 元。全国银幕数量在仍保持小幅增长，2020/2021/2022 增速分别为 4%/4%/1%。

图表 11 2017-2022 年单人次票房收入 (元)

图表 12 2017-2022 年全国营业银幕与放映情况



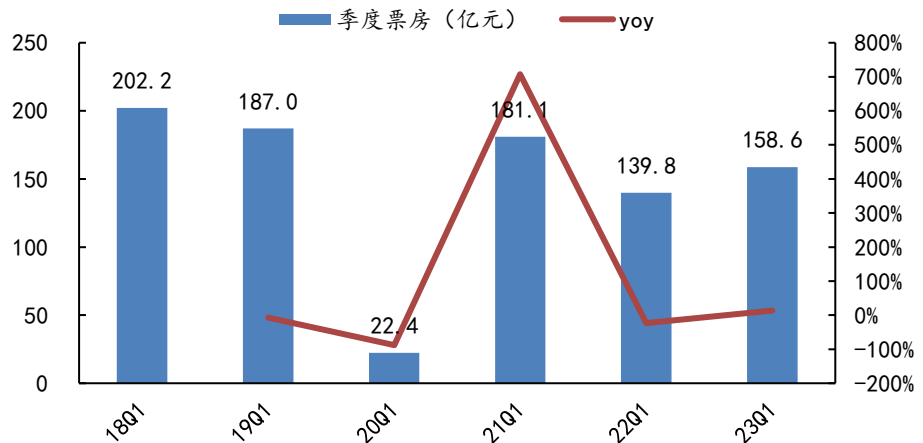
资料来源：国家电影局，华安证券研究所

资料来源：国家电影局，灯塔 app，华安证券研究所

2.4 23 年内容供给端丰富，拉动电影行业整体恢复

随着观影环境改善与影院营业率的回升，内容端的供给日益丰富。随着政策的放松与影院逐渐复苏，往期所积压得优质电影重新在 2023 年定档，本年度内容供给较为充足。灯塔专业版数据显示，23Q1 中国电影票房达 158.6 亿，同比增长 13.5%；23 年五一档票房达 15.21 亿，为影史第三高，仅次于 21 年的 16.74 亿和 19 年的 15.27 亿。

图表 13 18Q1-23Q1 中国电影季度票房及同比变动



资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所整理

2023 年有诸多海外热门影片定档，包括灌篮高手（4 月 20 日上映，上映后 5 天票房破 4 亿）、银河护卫队 3（5 月 5 日上映，截至 6 月 12 日票房 6.0 亿）、变形金刚：超能勇士崛起（6 月 9 日上映，截至 6 月 12 日票房 2.8 亿），闪电侠（定档于 6 月 16 日）；国内也有《满江红》（1 月 22 日上映，票房 45.4 亿）、《流浪地球 2》（1 月 22 日上映，票房 40.3 亿）、《无名》（1 月 22 日上映，票房 9.3 亿）等热门影片。

图表 14 2023 年已上映电影及票房

2023 年已播出电影票房（数据截至 6 月 12 日）											
公司	电影名称	公司参与环节	上线日期	真人/动画	票房 (亿)	公司	电影名称	公司参与环节	上线日期	真人/动画	票房 (亿)
中国电影	交换人生	联合发行/硬盘制作	2023-1-22	真人	3.9	上海电影	流浪地球2	联合出品	2023-1-22	真人	40.3
	深海	联合发行	2023-1-22	动画	9.2		蚁人与黄蜂女：量子狂潮	译制	2023-2-17	动画	2.7
	无名	出品/联合发行	2023-1-22	真人	9.3		中国乒乓之绝地反击	出品	2023-2-17	真人	1.0
	流浪地球2	出品/发行/制作/硬盘制作	2023-1-22	真人	40.3		望道	出品/发行/制作	2023-3-24	真人	0.6
	熊出没·伴我“熊芯”	出品/发行/硬盘制作	2023-1-22	动画	15.0		平家物语：犬王	译制	2023-4-7	动画	0.0
	满江红	出品/发行	2023-1-22	真人	45.4		长空之王	联合出品	2023-4-28	真人	8.3
	黑豹2	译制/发行	2023-2-27	真人	1.1		蜘蛛侠：纵横宇宙	译制	2023-6-2	动画	2.4
	中国乒乓之绝地反击	出品/联合发行/硬盘制作	2023-2-17	真人	1.0		流浪地球2	联合出品	2023-1-22	真人	40.3
	蚁人与黄蜂女：量子狂潮	发行/硬盘制作	2023-2-17	动画	2.7		熊出没·伴我“熊芯”	出品	2023-1-22	动画	15.0
	回廊亭	发行/硬盘制作	2023-3-10	真人	2.1		保你平安	出品/联合发行	2023-3-10	真人	6.9
	保你平安	出品/发行/硬盘制作	2023-3-10	真人	6.9	龙马精神	出品	2023-4-7	真人	2.1	
	轻拳之旅	发行/译制/硬盘制作	2023-3-24	真人	7.8	爱很美味	出品	2023-4-15	真人	0.1	
	龙马精神	出品/联合发行/硬盘制作	2023-4-7	真人	2.1	人生路不熟	出品	2023-4-28	真人	10.8	
	灌篮高手	发行/译制/硬盘制作	2023-4-20	动画	4.8	不虚此行	出品	2023-6-10	真人	0.0	
	长沙夜生活	出品/发行	2023-4-28	真人	1.9	交换人生	出品	2023-1-22	真人	3.9	
	倒数说爱你	发行	2023-4-28	真人	2.6	深海	出品/发行	2023-1-22	动画	9.2	
	惊天救援	发行/硬盘制作	2023-4-28	真人	4.2	满江红	出品	2023-1-22	真人	45.4	
	这么多年	出品/联合发行	2023-4-28	真人	2.9	中国乒乓之绝地反击	出品	2023-2-17	真人	1.0	
	长空之王	出品/联合发行	2023-4-28	真人	8.2	这么多年	出品/发行	2023-4-28	真人	3.0	
	人生路不熟	出品/联合发行/硬盘制作	2023-4-28	真人	10.8	满江红	出品/发行	2023-1-22	真人	45.4	
征程之星火	发行/硬盘制作	2023-5-4	真人	0.0	交换人生	联合出品	2023-1-22	真人	3.9		
银河护卫队3	发行/译制/硬盘制作	2023-5-5	真人	5.9	熊出没·伴我“熊芯”	联合出品	2023-1-22	动画	15.0		
速度与激情10	发行/译制/硬盘制作	2023-5-17	真人	8.9	流浪地球2	联合发行	2023-1-22	动画	40.3		
北京2022	发行	2023-5-19	真人	0.0	风再起时		2023-2-5	真人	0.4		
请别相信她	发行/硬盘制作	2023-5-20	真人	0.5	不能流泪的悲伤		2023-2-14	真人	0.6		
造梦之家	发行/译制/硬盘制作	2023-5-23	真人	0.0	中国乒乓之绝地反击	出品/联合发行	2023-2-17	真人	1.0		
温柔壳	发行/硬盘制作	2023-5-26	真人	0.1	保你平安	出品/联合发行	2023-3-10	真人	7.0		
小美人鱼	发行/译制/硬盘制作	2023-5-26	真人	0.2	回廊亭	出品/发行	2023-3-10	真人	2.0		
刀剑神域进击篇	发行/译制	2023-5-26	动画	0.3	不止不休	出品/发行/其他	2023-3-24	真人	0.6		
哆啦A梦：大雄与天空的理想乡	发行/译制	2023-6-1	动画	1.0	忠犬八公	联合发行	2023-3-31	真人	2.8		
天空之城	发行/译制/硬盘制作	2023-6-1	动画	1.1	宇宙探索编辑部	出品/发行	2023-4-1	真人	0.6		
蜘蛛侠：纵横宇宙	发行	2023-6-2	动画	2.4	人生路不熟	出品/发行	2023-4-28	真人	10.8		
万湖会议	发行/译制	2023-6-9	真人	0.0	长空之王	联合发行/联合出品	2023-4-28	真人	8.3		
变形金刚：超能勇士崛起	发行/译制	2023-6-9	真人	2.8	检察风云	发行/联合出品	2023-4-29	真人	0.6		
流浪地球2	联合出品	2023-1-22	真人	40.3	请别相信她	出品/发行	2023-5-20	真人	0.5		
熊出没·伴我“熊芯”	出品	2023-1-22	动画	15.0	温柔壳	出品/发行	2023-5-26	真人	0.2		
万达电影											

资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所整理

图表 15 2023 年末上映电影排期

2023 年待播出电影影片 (数据截至 6 月 12 日)

公司	电影名称	公司参与环节	拟上线日期	真人/动画	公司	电影名称	公司参与环节	拟上线日期	真人/动画
中国电影	疯狂元素城	发行/译制	2023-6-16	真人	上海电影	长空之王	联合出品	2023-4-28	真人
	闪电侠	发行/译制	2023-6-16	真人		消失的她	联合出品	2023-6-22	真人
	透明侠侣	联合发行	2023-6-30	真人		猎狐行动	出品/联合出品		真人
	长安三万里	出品	2023-7-8	动画		天堂行动	出品/发行		真人
	超能一家人	出品/发行	2023-7-21	真人		长安诡事传	出品		真人
	热烈	出品	2023-7-28	真人		力量密码	出品	2023-7-1	真人
	巨齿鲨：深渊	出品	2023-8-4	真人	猫眼娱乐	棉花糖和云朵妈妈	出品/发行	2023-7-1	动画
	念念相忘	出品	2023-8-22	真人		长安三万里	出品/联合发行	2023-7-8	动画
	红猪	发行/译制		动画		超能一家人	出品	2023-7-21	真人
	前任4：英年早婚	出品		真人		我才不要和你做朋友呢	出品		真人
	河边的错误	出品		真人		拯救嫌疑人	出品/发行	2023-11-11	真人
	地平线 2	发行		真人		危机航线	出品		真人
志愿军：雄兵出击	出品	2023-10-1	真人	被害人		出品/发行		真人	
万达电影	倒数说爱你	出品/制作	2023-4-28	真人		封神第一部	发行/其他	2023-7-20	真人
	我才不要和你做朋友呢	出品		真人		八角笼中	出品/发行/其他	2023-7-6	真人
	无价之宝	联合出品		真人		消失的她	联合出品		真人
	天星术	出品		真人	念念相忘	出品	2023-8-22	真人	
	寻她	出品		真人	三贵情史	出品	2023-9-9	真人	
光线影业	维和防暴队	出品		真人	横店影视	我爱你！	出品	2023-6-21	真人
	扫毒3：人在天涯		2023-7-28	真人		超能一家人	联合出品	2023-7-21	真人
	这么多年	出品/发行	2023-4-28	真人		扫毒3：人在天涯	联合出品	2023-7-28	真人
	我经过风暴	出品	2023-5-26	真人		拯救嫌疑人	出品		真人
	透明侠侣	出品	2023-6-30	真人		不虚此行	出品	2023-6-10	真人
	茶啊二中	出品	2023-7-14	动画		绑架游戏	出品		真人
	扫黑·拨云见日	出品		真人		念念相忘	出品	2023-8-22	真人
	坚若磐石	出品		真人		射雕英雄传：侠之大者	出品		真人
	雷震子			动画		二郎神之深海蛟龙	出品/发行		动画
	大雨			动画		闭嘴！爱吧	出品/联合出品		真人

资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所整理

政策层面，5月21日，财政部、国家电影局发布《关于阶段性免征国家电影事业发展专项资金政策的公告》，2023年5月1日至2023年10月31日免征国家电影事业发展专项资金。此次免征期长达6个月，涵盖五一、暑期、国庆等多个票房产出能力较强的档期，有望推动电影产业加快复苏。

3 公司主营业务：集影院、院线、发行于一体

上海电影主营业务可分为三大板块，影院经营、院线经营和代理发行。

1) 影院经营业务：主要指的是电影观众提供影片放映服务，此外还包括卖品、衍生品销售等增值服务，以及映前广告、场地广告等影院广告经营业务；

2) 院线经营业务：院线是电影发行及影院放映之间的桥梁，院线经营指的是对以资产联结或者供片联结方式加入院线的影院进行统一管理、统一供片；

3) 代理发行业务：发行公司先从制作公司手中取得电影的发行权，然后与院线公司达成合作，从而在合作院线的影院中放映电影。发行业务主要指的是影片营销推广策略的制定、实施及与院线洽谈排片方案等。

3.1 影院经营：区域经营增加灵活性，院管合一提高经营效率

公司的影院经营业务主要指的是影片放映服务、卖品和衍生品销售等增值服务、映前广告和场地广告等影院广告业务。

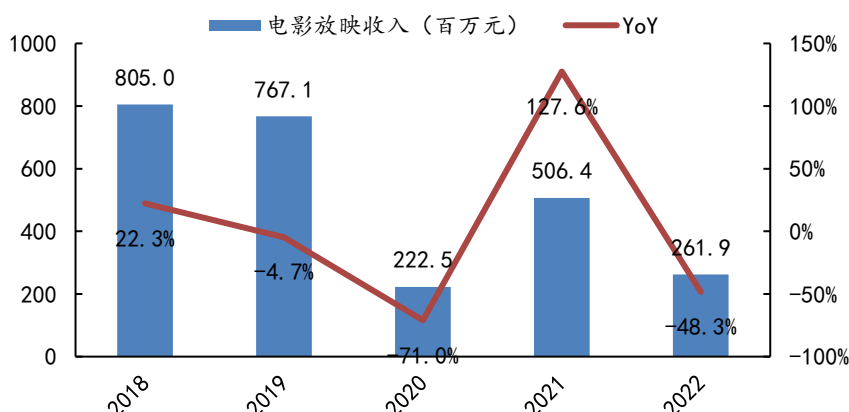
截至 2022 年底，公司拥有联结影院 65 家，其中正常营业的直营影院有 50 家，银幕总数为 386 块；全年直营影院累计实现票房 2.51 亿元（不含服务费），同比下降 48.05%，较 2020 年度上升 17.66%，市占率达 0.93%；全年观影人次达 538.74 万，同比下降 49.98%，较 2020 年度上升 3.42%。

2022 年上海电影逐步将影管公司与联和院线进行合并，实现院管合一。此外，上海电影建立“区域化”运营机制，积极设立区域公司，增加区域“影院+”业务开展的自主权与灵活性，进一步提升“SFC 上影影城”的市场竞争力。

3.1.1 电影放映

上海电影的电影放映业务收入主要为下属控股影院销售电影票收取的票款，即观众通过各种方式购买电影票。2020-2022 年公司电影放映业务收入分别为 2.23、5.06、2.62 亿元，2022 年电影放映收入较去年减少 48.28%，主要系 2022 年上海地区影院停业以及全国电影大盘较去年大幅下降，导致公司放映收入大幅减少。

图表 16 2018-2022 上海电影放映业务收入与同比增速

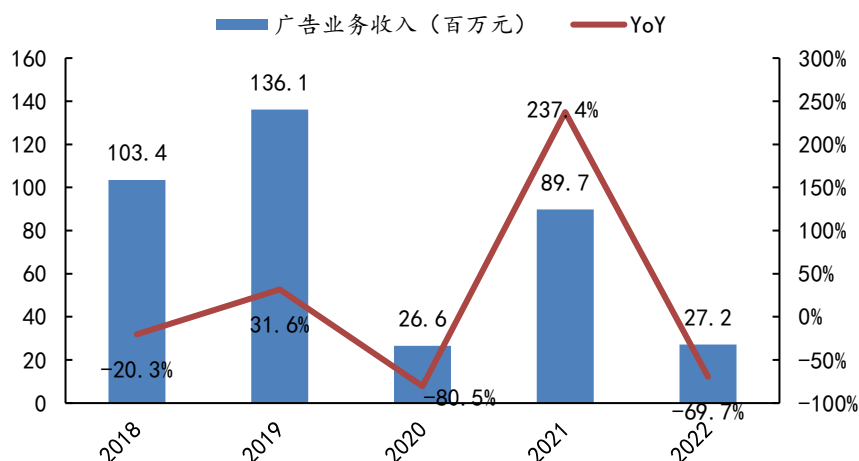


资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

3.1.2 广告服务业务

上海电影的广告服务收入主要为映前广告与贴片广告等收入。2020-2022 年公司广告服务收入分别为 26.6、89.7、27.2 百万元，2022 年广告收入同比下降 69.7%，主要系 2022 年内影院停业期间贴片广告暂停放映。

图表 17 2018-2022 上海电影广告服务收入与同比增速

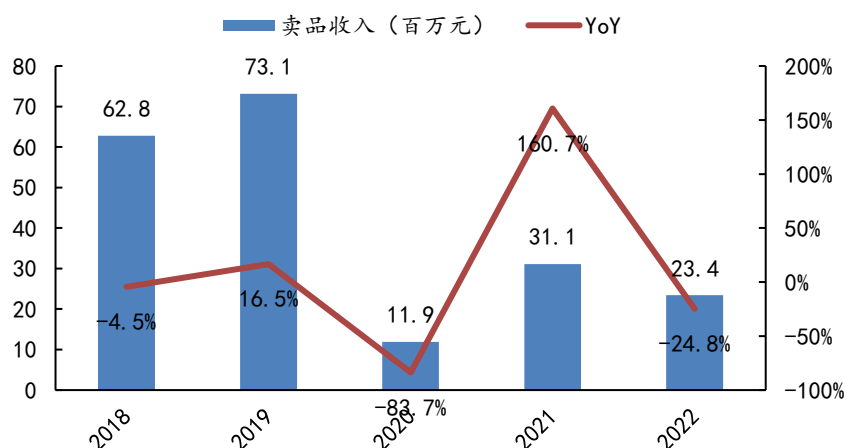


资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

3.1.3 卖品业务

上海电影的卖品主要是销售饮料、食物、电影衍生产品等产生的收入。2020-2022 年公司卖品收入分别为 11.9、31.1、23.4 百万元，2022 年卖品收入同比下降 24.8%，主要因影院停业期间观影消费同比上年大幅减少。

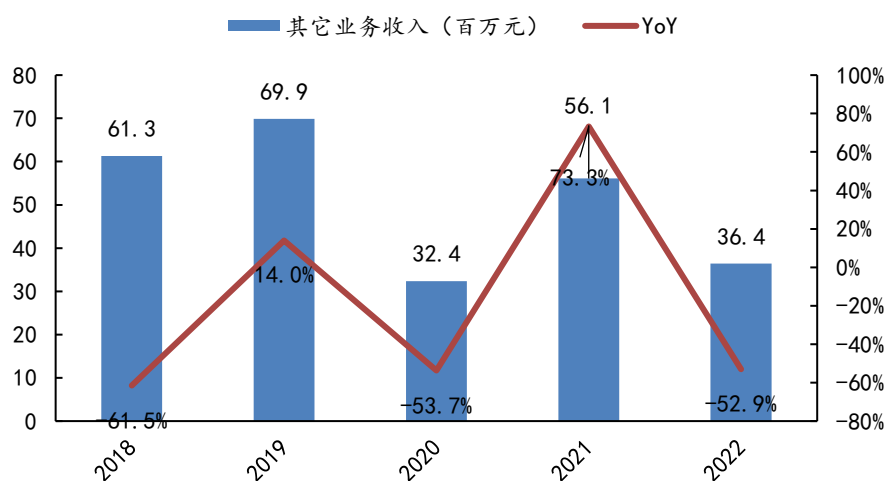
图表 18 2018-2022 上海电影卖品收入与同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

2020-2022 年公司其它收入分别为 32.4、56.1、36.4 百万元，2022 年其他收入同比下降 52.9%，主要系 2022 年上半年影院停业期间，相关的租赁及服务收入减少。

图表 19 2018-2022 上海电影其它收入与同比增速



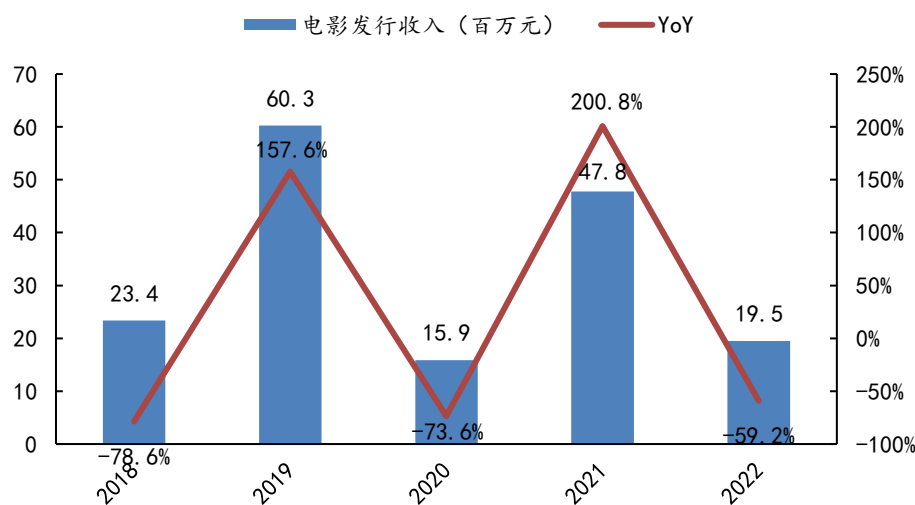
资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

3.2 电影发行：构筑线上宣发竞争力，进一步优化发行结构

上海电影发行业务的前身为 1994 年成立的上海东方影视发行有限公司，是全国最早从事市场化电影发行业务、累计发行影片最多的专业化电影发行公司之一。

公司的院线经营收入及代理发行收入统一归属于电影发行板块。2020-2022 年，上海电影发行业务收入分别为 1589 万、4779 万和 1951 万元，2022 年收入较去年减少 59.17%，主要系受行业因素影响，代理发行影片同比上年减少，期内主发影片包括《敦煌女儿》、《大城大楼》，因发行过程中严格控制各项成本费用，在收入减少的情况下毛利率显著上升。

图表 20 2018-2022 上海电影发行业务收入与同比增速



资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

3.2.1 代理发行

代理发行业务主要包括制定、实施影片的营销推广策略以及与院线洽谈排片方案等工作，具体流程为上海电影先从制作公司手中取得电影发行权，然后与院线公司达成合作，并最终在合作院线的影院放映电影。此外，电影发行业务还包括电影版权的经营与代理授权等。在代理发行时，公司以代理佣金的方式参与影院票房收入的分账。

2022年，上海电影共参与3部影片的投资与发行，分别为《人生大事》、《疯了！桂宝之三星夺宝》、《超级英雄美猴王：齐天儿》，累计实现院线票房17.3亿元，约占同期全国市场份额5.8%。此外，上海电影在2022年以多元化的合作模式参与投资《排爆手》、《特级英雄黄继光》、《中国青年》等网络电影，并继续寻找新院线电影项目以及推进其他网络电影合作。后续上海电影将继续推进重点储备项目的影片发行的筹备工作，同时将积极对接头部影片，以更灵活的合作模式参与更多项目的投资及发行工作，构筑线上宣发核心竞争力，进一步优化收入结构。

3.2.2 院线经营

院线经营业务主要负责对以资产联结或者供片联结方式加入院线的影院进行统一管理、统一供片，而院线公司也会对院线内的加盟影院提供硬件设施及软件服务的支持，提升影院经营水平。

上海电影下属的联和院线是国内成立最早、规模最大的电影院线之一，其加盟影院数量和票房规模在同行业中始终处于领先地位。联和院线拥有良好的业界口碑和品牌美誉度，随着加盟影院数量的不断提升，已成为国内独树一帜的优质电影院线，为旗下加盟影院提供专业化数据分析、排片指导、管理输出和个性化服务。

2022年全年，上海电影旗下联和院线累计实现票房20.01亿元（不含服务费），同比下降35.27%，较2020年度上升276.36%，市场占有率为7.49%，全国排名第四；全年累计实现观影人次4,707.7万。

截至2022年12月31日，联和院线旗下加盟影院总数为769家，银幕总数为4,949块，座位数为70.9万个，覆盖全国30省201市。未来，联和院线将继续进行业务创新，以此进一步优化联和院线的抗风险能力、提升行业影响力。

在院线发行方面，上海电影下属联和院线根据影院基本情况、院线服务成本以及影片情况、放映轮次等因素，来合理确定院线与影院之间的分账比例。

4 公司新业务分析：收购上影元文化 51%股权，切入文化消费行业

3月8日公司发布公告，上海电影与控股股东上影集团签署协议，将收购上影集团所持有得上影元文化的51%股权，转让价格为6120.24万元；5月15日公司发布公告，表示已就此次收购完成与股东上影集团的全部交割手续，上影元文化将于本月起正式纳入上海电影合并报表范畴。对上影元的收购，将助力公司拓展IP运营业务板块，不仅能强化与控股股东上影集团优势资源及业务的协同效应，还能进一步提升公司的盈利能力与市场竞争力，以IP切入文化消费市场。

4.1 IP 储备丰富——15 个独占动画 IP + 15 个非独占动画 IP + 15 个独占真人 IP + 15 个非独占真人 IP

上影元成立于2022年10月18日，是上海电影控股股东上影集团与其实际控制的上海美术电影制片厂有限公司共同发起设立的企业，收购前，上影集团与上美影分别持股65%/35%。

上影集团与上美影共向其授权许可了60部作品享有的著作财产权（复制权、发行权、表演权、广播权、展览权等，不含展映放映权）及许可商标的商标专用权，授权期为自2022年10月18日起的10年，到期后上影元文化可优先续约10年。完成该授权后，上影元成为拥有众多IP无形资产运营权的、具备独立市场竞争力的版权运营公司。

图表 21 上影元旗下的 IP



资料来源：上影集团官方微信公众号，华安证券研究所整理

其中，上影集团授权其15部排他独占许可作品、15部普通非独占许可作品，上美影授权其15部独占许可作品及许可商标、15部普通许可作品及许可商标，包括《大闹天宫》、《葫芦兄弟》、《黑猫警长》、《中国奇谭》、《没头脑和不高兴》、《小蝌蚪找妈妈》等知名IP。

图表 22 美影厂及上影集团授权给上影元的 60 个 IP

美影厂授权许可作品及许可商标 (动画 IP)		集团授权许可作品及许可商标 (真人 IP)	
独占许可	非独占许可	独占许可	非独占许可
大闹天宫 (含金猴降妖)	没头脑和不高兴	日出	春风得意梅龙镇
葫芦兄弟 (含葫芦小金刚)	魔方大厦	天云山传奇	等到满山红叶时
黑猫警长 (含翡翠之星)	中国奇谭	阿Q正传	午夜两点
哪吒闹海	舒克和贝塔	三毛从军记	对岸的战争
天书奇谭 (精修版)	骄傲的将军	少爷的磨难	长恨歌
九色鹿	超级肥皂	上海伦巴	江城奇事
雪孩子	小蚂蚁找妈妈	巴山夜雨	子夜
遭遇大王奇遇记	牧笛	陈毅市长	蓝色档案
我为歌狂系列	鹿铃	上海舞女	假女真情
宝莲灯	渔童	闾里人家	上海新娘
熊猫百货商店	金色的海螺	青春万岁	极地营救
三个和尚	猪八戒吃西瓜	上海纪事	渡江侦察记
阿凡提的故事 (含阿凡提之奇缘历险)	狐狸打猎人	苦恼人的笑	人约黄昏
山水情	猴子捞月	小街	说好不分手
鹬蚌相争	西岳奇童 (上下)	庐山恋	拯救爱情

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

根据模拟报表，上影集团与上美影授权上影元的 IP 知识产权于 2021 年度累计实现营业收入 5637.53 万元，实现营业利润 1176.38 万元，实现净利润 882.28 万元；于 2022 年度累计实现营业收入 6017.21 万元，实现营业利润 1936.83 万元，实现净利润 1452.62 万元。

4.2 IP 如何变现——IP+文商旅、IP+文创、IP+消费品品牌

1、IP+文商旅，助力城市街区改造升级

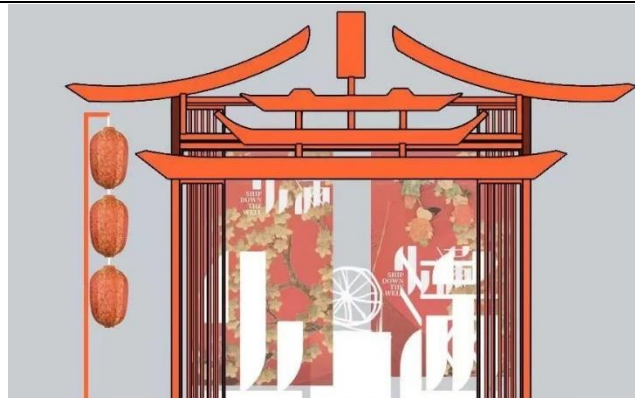
1) 苏州盛泽首届小满节：5 月 21 日，正值小满节气，《中国奇谭》中的《小满》走进苏州盛泽，以“小满”的娃娃形象、盛泽的桥、江南的水为主要元素，设计出《中国奇谭》“小满”主题艺术装置，这也是以“织云绣锦、小满盛泽”为主题的 2023 年盛泽丝绸旅游文化节蚕花里系列活动的一部分。

图表 23 《中国奇谭》“小满”艺术装置设计图



资料来源：上影集团公众号，华安证券研究所

图表 24 《中国奇谭》“小满”艺术装置设计图



资料来源：上影集团公众号，华安证券研究所

盛泽镇蚕花里·江南小满历史文化街区，是上影参与的城市更新项目。此次上影元文化在此引入《中国奇谭》“小满”IP，是上影“大 IP 开发”结合文商旅，开展的一次有关“上影 IP 赋能城市更新”的重要探索。

图表 25 盛泽镇蚕花里·江南小满历史文化街区



资料来源：上影集团公众号，华安证券研究所

图表 26 盛泽镇蚕花里·江南小满历史文化街区



资料来源：上影集团公众号，华安证券研究所

2) **东航那杯茶联名款**：“东航那杯茶”与上海美术电影制片厂联名，相继推出金银花陈皮白茶和白桃乌龙泡茶。其中，金银花陈皮白茶以国漫“金猴降妖”中的唐三藏法师人物形象为主题，白桃乌龙茶则选用齐天大圣孙悟空的经典形象。

图表 27 “东航那杯茶”金银花陈皮白茶



资料来源：上影集团公众号，华安证券研究所

图表 28 “东航那杯茶”白桃乌龙泡茶



资料来源：上影集团公众号，华安证券研究所

2、IP+文创，助力城市街区改造升级

1) **爆米花+可乐杯**：5月14日母亲节到来之际，SFC上影影城将推出“小蝌蚪找妈妈”合作款设计杯，这款合作款设计杯，是今年3月8日上影股份发布拟收购上影元文化的公告以来，双方首次在上影影城合作上线新品。

图表 29 SFC 上影影城推出“小蝌蚪找妈妈”合作款设计杯



资料来源：上影集团官方微信公众号，华安证券研究所整理

2) 文创(冰箱贴、胸针、水杯、玩偶、书籍等): 由上影元文化策划开发的《中国奇谭》文创, 将与“小蝌蚪找妈妈”合作款设计杯同期入驻全国各地的 SFC 上影影城, 在上海、北京、西安、天津、昆明、成都、贵阳等地的影院门店率先开启线下销售。

图表 30 《中国奇谭》文创将入驻 SFC 上影影城



资料来源: 上影集团官方微信公众号, 华安证券研究所整理

6月8日-6月23日期间, 《中国奇谭》沉浸式快闪打卡区和“小卖部”主题店将登陆焕新升级后的上海影城, 《中国奇谭》的新品手办、周边都将在这里进行线下售卖。由上影元独家运营的孙悟空、黑猫警长、葫芦兄弟等经典 IP 的周边也会在此上架出售。

图表 31 《中国奇谭》沉浸式快闪打卡区和“小卖部”主题店



资料来源: 上影集团官方微信公众号, 华安证券研究所整理

6月9日，上海影城 SHO 举办了由动画短片集《中国奇谭》改编的《中国奇谭（典藏版）》新书首发式，该书由上影元文化携手中信出版集团发布，完整收录了动画里八个风格各异的奇幻故事，运用水墨、3D、传统手绘、剪纸、偶定格动画等八种独具匠心的艺术手法呈现。

图表 32 《中国奇谭（典藏版）》新书首发式



资料来源：上影集团官方微信公众号，华安证券研究所整理

6月9日，中信书店深圳机场店也配合《中国奇谭》上市，变身一日《中国奇谭》专门店，一日一书，全店仅陈列与出售上美影 IP 以及相关产品；整个 6 月，中信书店北京核心商场城市店合生汇店将做《中国奇谭》主题陈列区；此外，全国近百家重点零售书店为《中国奇谭》重点陈列。

图表 33 中信书店《中国奇谭》主题陈列

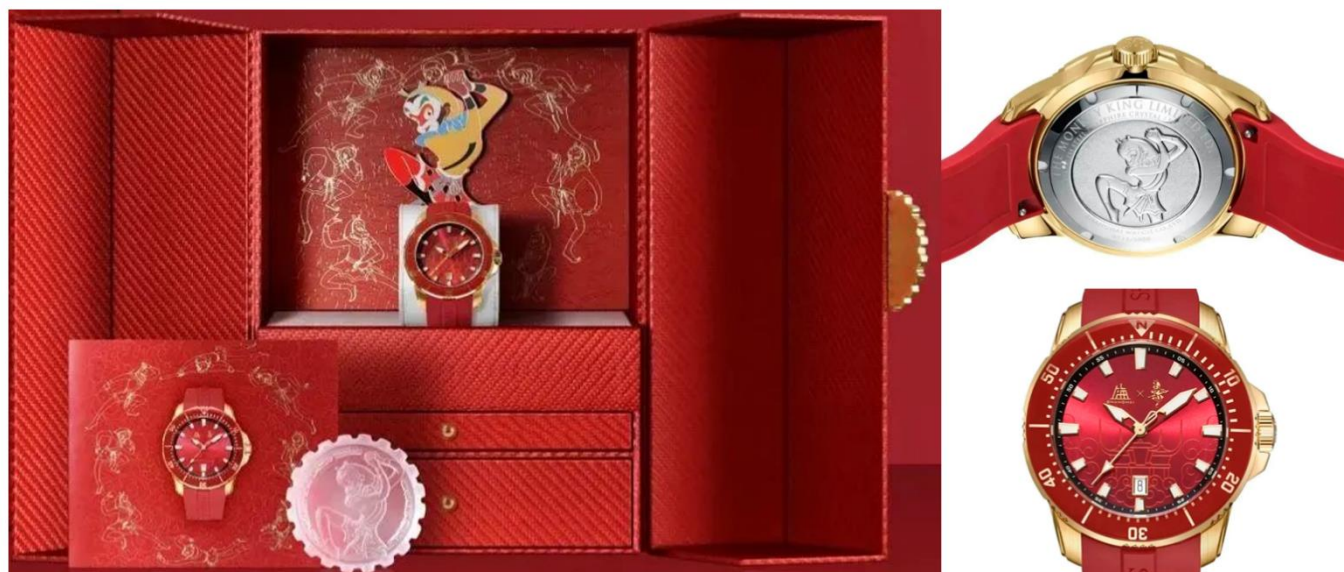


资料来源：上影集团官方微信公众号，华安证券研究所整理

3. IP+消费品品牌

1) 上海表联名：23 年 3 月，上海表携手上美影，推出《大闹天宫》联名限量款手表“FAB CHRONO·大闹天宫”，将上海表蕴含的东方美学与上美影动画中展现的中国传统文化精髓巧妙融合。

图表 34 上海表携手上美影，推出联名限量款手表“FAB CHRONO·大闹天宫”



资料来源：上影集团官方微信公众号，华安证券研究所整理

2) 梦之蓝联名：23 年元旦，梦之蓝联名上美影，推出“梦之蓝 X 上美影 2023 联名纪念酒”产品，多款经典 IP 形象出现在瓶身背面。

图表 35 梦之蓝联名上美影，推出“梦之蓝 X 上美影 2023 联名纪念酒”



资料来源：上影集团官方微信公众号，华安证券研究所整理

4.3 IP 变现空间有多大——以全球最赚钱的 50 个 IP 及泡泡玛特为例

WikiMili 数据显示，全球最赚钱的 50 个 IP 中，4 个 IP 年收入超 500 亿美元，32 个 IP 年收入超 100 亿美元，收入来源包括零售（玩偶）、衍生品（手办、水杯、书包等）、票房等，由此可见知名 IP 的变现能力。

图表 36 全球最赚钱的 50 个 IP (收入单位: 亿美元)

排名	IP 系列	诞生年份	总收入	分类收入	IP 来源媒体	IP 拥有方
1	维尼熊	1924	737	零售: 734.5	图书	华特迪士尼
				光盘: 0.59		
				票房: 2.14		
2	精灵宝可梦	1996	710	衍生品: 692	电子游戏	宝可梦公司; 任天堂
				票房: 18.5		
3	米老鼠和他的朋友们	1928	667	零售: 659.7	动画片	华特迪士尼
				票房: 4.57		
				光盘&录像带: 2.8		
4	星球大战	1977	650	衍生商品销售: 422.17	电影	卢卡斯影业 (华特迪士尼)
				票房: 103.16		
				家庭视频: 63.66		
				电子游戏: 40.10		
				图书: 18.2		
				电视收入: 2.8		
5	迪士尼公主	2000	460	零售: 463.31	动画电影	华特迪士尼
				家庭娱乐: 0.15		
6	面包超人	1973	448	零售: 447.6	漫画 (绘本)	FROEBEL 馆 (凸版印刷集团)
				票房: 0.67		
				博物馆: 0.15		
7	漫威电影宇宙 (MCU)	2008	404	票房: 279.82	电影	华特迪士尼; 索尼 (蜘蛛侠); 环球影业 (绿巨人)
				衍生品: 72.28		
				家庭娱乐: 52.54		
8	哈利波特	1997	320	票房: 96.91	小说	JK 罗琳 (书籍); 华纳兄弟 (电影)
				衍生品: 71.1		
				图书销售: 77		
				家庭娱乐: 40.28		
				电子游戏: 25		
				电视收入: 10		
				Studio Tour: 4.36		
舞台演出: 1.74						
9	使命召唤	2003	300	电子游戏: 190	电子游戏	动视暴雪
10	变形金刚	1984	296	衍生品: 117.52	动画系列	孩之宝; Takara Tomy
				票房: 48.53		
				家庭娱乐: 8.74		
11	蝙蝠侠	1939	280	零售: 213.29	漫画	DC 娱乐
				家庭娱乐: 12.12		
				票房: 60.59		
				电视收入: 3.40		
12	汽车总动员	2006	218	衍生品: 191.14	动画	华特迪士尼
				票房: 20.26		
				光盘: 6.54		
13	地下城勇士	2005	200	电子游戏: 200	电子游戏	腾讯; Nexon
14	芭比娃娃	1987	194	衍生品: 174.7	动画片	美泰
				家庭娱乐: 19.88		
				票房: 0.05		

15	hello kitty	1974	182	衍生品 182	卡通形象	三丽鸥
				票房: 0.0006		
16	乐一通	1930	175	零售: 170.77	动画	华纳兄弟
				票房: 2.99		
				家庭娱乐: 2.09		
17	龙珠	1984	172	衍生品: 76.87	漫画	鸟山明 集英社(漫画); 东映动画(动画); 万代南梦宫(游戏)
				电子游戏: 60		
				家庭娱乐: 22.18		
				集换式卡牌: 4.6		
18	游戏王	1996	163	票房: 8.37	漫画	集英社; Konami
				集换式卡牌 111.61		
				衍生品: 50		
				电子游戏: 2.13		
19	爱冒险的朵拉	2000	158	票房: 0.39	动画	Nickelodeon
				零售: 154.13		
				家庭娱乐: 2.5		
20	辛普森一家	1987	156	票房: 1.18	动画系列	二十世纪影业(华特迪士尼)
				衍生品: 70.73		
				电视广告: 57.6		
				电视节目: 11.5		
				家庭娱乐: 10.91		
21	吃豆人	1980	154	票房: 5.27	电子游戏	万代南梦宫
				电子游戏: 144.07		
				衍生品: 10		
22	狮子王	1994	153	音乐: 0.32	动画电影	华特迪士尼
				音乐剧: 82.52		
				衍生品: 30		
				票房: 26.25		
23	复仇者联盟	1963	153	家庭娱乐: 15	漫画	漫威(华特迪士尼)
				票房: 77.65		
				衍生品: 69.28		
				光盘: 4.59		
24	忍者神龟	1984	150	漫画销售: 1.31	漫画	Nickelodeon
				衍生品: 132		
				票房: 11.5		
				电子游戏: 4.5		
25	玩具总动员	1995	145	光盘 1.54	动画电影	华特迪士尼
				零售: 110		
				票房: 30.44		
				录像带: 2.9		
26	邦德	1953	144	光盘: 2.5	小说	Jonathan Cape(书籍); 米高梅影业(电影)
				票房: 78.79		
				家庭视频: 30.6		
				衍生品: 30.6		
				电子游戏 5		

27	太空侵略者	1978	139	电子游戏: 139.3	电子游戏	TAITO(Square Enix)
				音乐: 0.0005		
28	冰雪奇缘	2013	137	衍生品: 105.88	动画电影	华特迪士尼
				票房: 27		
				光盘: 3.91		
				音乐剧: 0.82		
29	海绵宝宝	1999	134	零售: 130	动画	哥伦比亚广播公司
				票房: 4.57		
30	史努比(花生漫画)	1950	133	零售: 130.9	漫画	索尼; WildBrain
				票房: 2.5		
				光盘: 0.35		
31	美少女战士	1991	130	衍生品: 130	漫画	竹内直子; 讲谈社(漫画); 东映漫画(动画)
				票房: 0.42		
32	海贼王	1997	118	衍生品: 55.14	漫画	尾田荣一郎; 集英社; 万代南梦宫
				电子游戏: 28.88		
				家庭娱乐: 28.65		
				票房: 5.28		
33	街头霸王	1987	108	电子游戏: 106.1	电子游戏	卡普空
				票房&家庭视频: 2.11		
34	星际迷航	1966	106	零售: 47.53	电视剧	派拉蒙
				电视: 23		
				票房: 22.66		
				录像带: 10		
				光盘: 3.26		
35	轻松熊	2003	100	衍生品: 100	漫画	San-X
36	怪物弹珠	2013	100	手机游戏: 100	手机游戏	Mixi
37	托马斯和他的朋友	1945	94.8	零售: 94.57	图书	Egmont Group; Mattel
				票房: 0.2		
38	芝麻街	1955	919	衍生品: 85.39	动画系列	The Muppets Studio(华特迪士尼); 芝麻街工作室
				票房: 4.78		
				电视: 0.96		
				光盘: 0.71		
				票房: 5.27		
				电子游戏: 2.41		
39	光之美少女	2004	87.8	衍生品: 85.51	动画	东映; 朝日电视台; 万代
				票房: 1.61		
				电子游戏: 0.67		
40	鬼灭之刃	2016	87.4	零售: 87.4	漫画	吾峠呼世晴; 集英社; 东宝(电影)
41	超级战队(恐龙战队)	1975	87	衍生品: 84.7	电视系列	孩之宝; 东映; 万代
				票房: 2.18		
				电子游戏: 0.15		
				电视广告: 57.6		
				电视节目: 11.5		
				家庭娱乐: 10.91		
				票房: 5.27		
				电子游戏: 2.41		

42	小黄人	2010	83.6	衍生品 39.5	动画电影	照明娱乐；环球影业
				票房 37.2		
				光盘 6.86		
43	加勒比海盗	2003	79.1	票房 45.24	电影	华特迪士尼
				家庭娱乐 17.81		
				衍生品 16		
44	少年骇客	2005	78.5	零售 78.53	动画系列	Cartoon Network
45	奥特曼	1966	74	衍生品 74	电视系列	圆古制作
46	哆啦 A 梦	1969	72.9	衍生品 55.92	漫画	藤子·F·不二雄；小学馆
				票房 17		
47	侏罗纪公园	1990	72.8	票房 48.92	小说	Alfred A. Knopf (小说)；环球影业；Amblin
				衍生品：17.06		
				家庭视频 6.78		
48	速度与激情	2001	72	票房 66.12	电影	环球影业
				家庭娱乐 5.94		
49	熊本熊	2010	71.7	零售 71	卡通形象	日本熊本县
				电影 0.65		
50	汪汪队记大功	2013	70	零售 70	动画	Spin Master

资料来源：WikiMili，华安证券研究所整理

注：信息统计截止 2022 年 12 月 29 日

此外，泡泡玛特招股说明书显示，截至 2020 年 6 月 30 日，泡泡玛特共运营 93 个 IP，包括 12 个自有 IP、25 个独家 IP 及 56 个非独家 IP，22 年分别贡献了公司总收入的 65.0%/13.8%/11.9%，其中 SKULLPANDA、MOLLY、DIMOO 这 3 个自有 IP 贡献了公司总收入的 48.3%。公司主要通过盲盒、手办、BJD、衍生品等潮流玩具产品，来实现 IP 的运营及变现。盲盒、手办、BJD、衍生品产品的平均售价，分别为 47 元、258 元、342 元和 29 元。

图表 37 2017-2022 年泡泡玛特 IP 收入情况

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1. 自有 IP	41	215.7	627	979.9	2586.8	3000.8
1) SKULLPANDA	-	-	-	39.1	595.3	851.6
2) MOLLY	41	213.9	456	356.9	705.1	802.2
3) DIMOO	-	-	100.1	315.2	566.7	577.9
4) Bunny	-	-	-	60.9	167.9	-
5) 小甜豆	-	-	-	28.9	161.5	147.9
6) 小野	-	-	-	-	52.3	140.8
2. 独家 IP	4.8	106.2	579.4	711.9	770.5	639
1) THE MONSTERS	-	-	107.8	204.8	304.4	263
2) PUCKY	-	75.1	315.3	300	182.2	119.1
3. 非独家 IP	-	18	280	444.4	620.5	550.3
总收入	158.1	514.5	1,683.4	2,513.5	4,490.7	4,617.3

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所整理

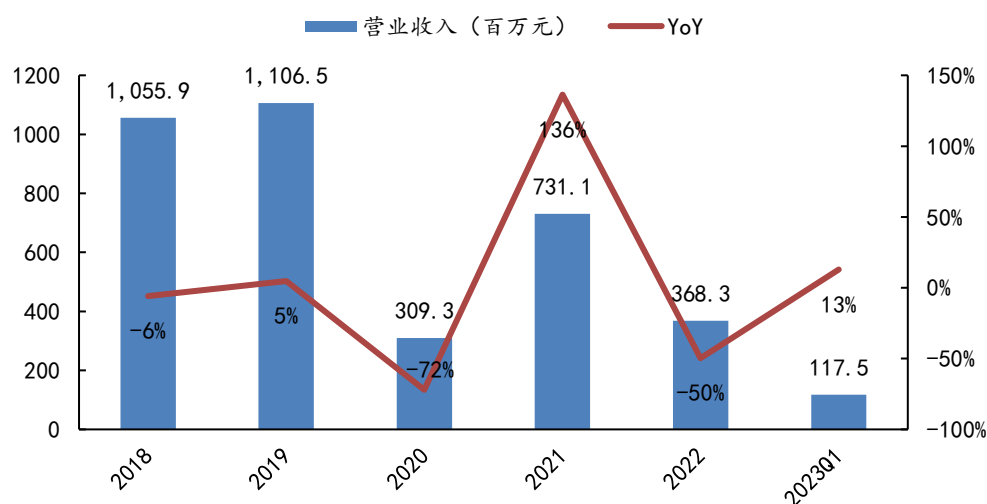
5 盈利预测与估值分析

5.1 财务指标及核心假设

1. 营业收入：收入好于同期，有望快速恢复

2018-2022 年，上海电影总营业收入受宏观因素影响较大。2018/2019/2020/2021/2022 依次录得年总营收为 10.6/11.1/3.1/7.3/3.7 亿元，同比变动-6%/5%/-72%/136%/-50%。

图表 38 2018-2023Q1 公司营业收入及同比增速

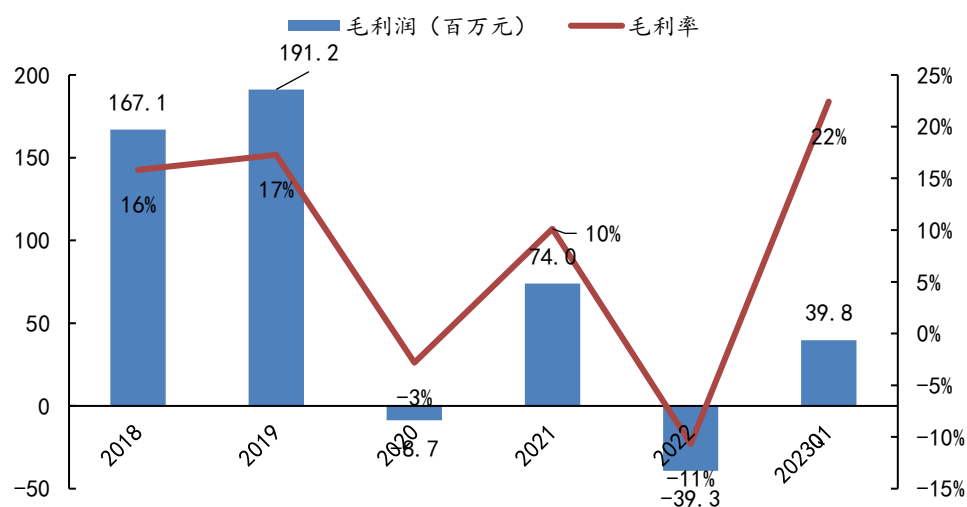


资料来源：Wind，公司财报，华安证券研究所

2. 盈利能力：内容 IP 齐头并进，增量收入潜力巨大

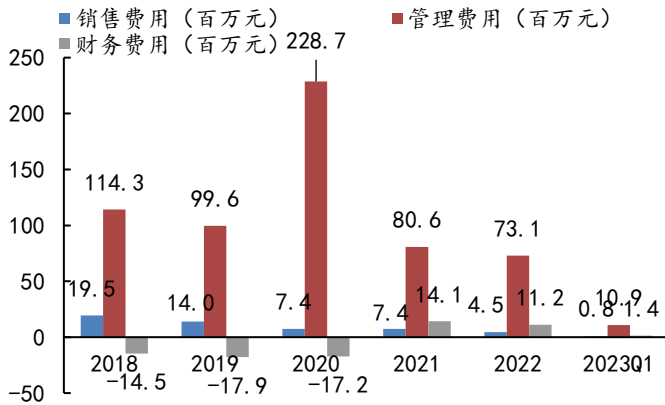
2022 年公司提出“精品内容、大 IP 开发、产业转型”三大核心战略，其中“大 IP 开发”和“数字化”已在 2022 年初现成效。公司所获授权的优质 IP 运营开发潜力巨大，优质 IP 与公司的终端渠道资源在“数字化”战略下进一步融合后有望为公司带来增量收益。2023Q1 公司毛利率达到 22%，显著高于去年同期的 10%。

图表 39 2018-2023Q1 公司毛利润及毛利率

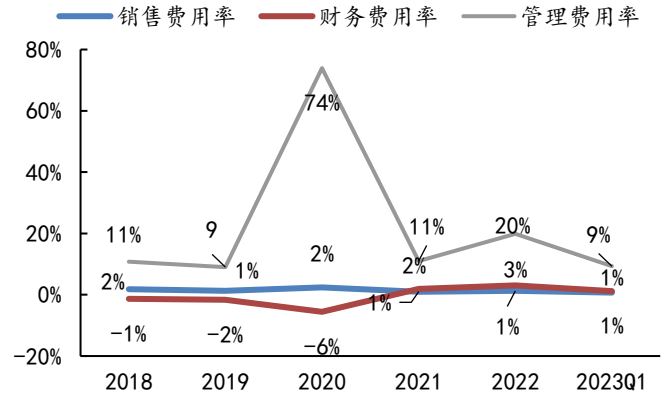


资料来源：Wind，公司财报，华安证券研究所

期间费用：2019-2022 年，公司销售费用逐年递减，管理费用占比较高。2022 年销售费用达到 452 万元，同比下降 39.01%；2022 年管理费用达到 7306 万元，同比下降 9.37%；2022 年财务费用达到 1122 万元，同比下降 20.56%，主要由于租赁负债利息费用正常减少。随着 2023Q1 政策放开下票房的显著回暖，23Q1 销售费率/管理费/财务费用已降至 1%/9%/1%。

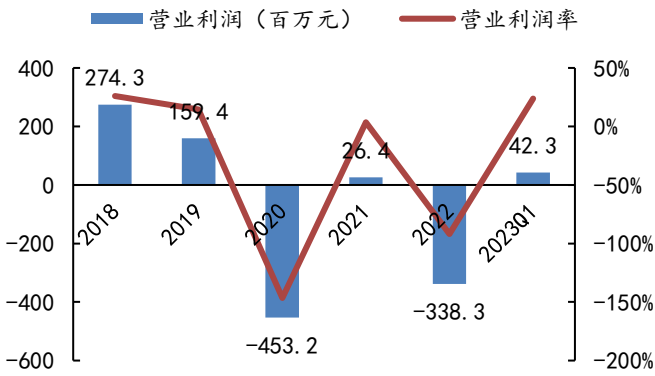
图表 40 2018-2023Q1 年上海电影期间费用情况


资料来源：Wind，公司财报，华安证券研究所

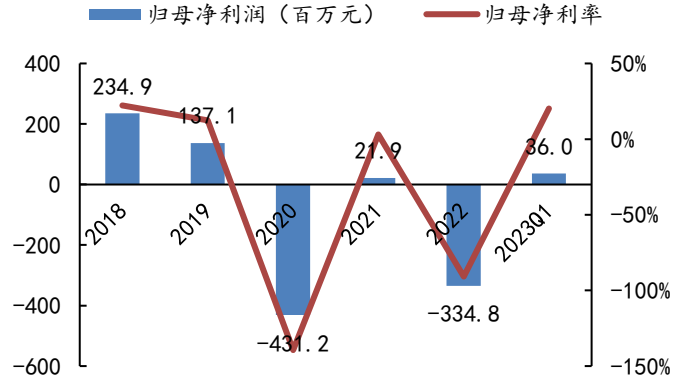
图表 41 2018-2023Q1 年上海电影期间费用率


资料来源：Wind，公司财报，华安证券研究所

利润水平：2022 年公司受电影放映业务低迷影响较大，营业亏损 3.38 亿元，归母净利润亏损 3.35 亿元。2023Q1 公司实现营业利润同比扭亏为盈，达 0.42 亿元，营业利润率达 23.8%；同期归母净利润达 0.36 亿元，归母净利润率为 20.2%。

图表 42 2018-2023Q1 上海电影营业利润及营业利润率


资料来源：Wind，公司财报，华安证券研究所

图表 43 2018-2023Q1 上海电影归母净利润及归母净利润率


资料来源：Wind，公司财报，华安证券研究所

在不考虑上影元带来的增量收入的情况下，随着电影票房的逐渐复苏，我们预计 23-25 年公司总收入为 802.4/951.0/1112.8 百万元，同比增长 118%/19%/17%，预计 23-25 年公司归母净利润为 172.3/241.3/313.5 百万元，同比增长 151.5%/40.0%/30.0%。

图表 44 2023-2025 年上海电影盈利能力预测

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	309.3	731.1	368.3	802.4	951.0	1,112.8
YOY	-72.0%	136.4%	-49.6%	117.9%	18.5%	17.0%
电影放映	222.5	506.4	261.9	522.1	610.1	710.9
占收比	71.9%	69.3%	71.1%	65.1%	64.2%	63.9%
YOY	-71.0%	127.6%	-48.3%	99.3%	16.9%	16.5%
广告	26.6	89.7	27.2	109.2	124.6	138.9
占收比	8.6%	12.3%	7.4%	13.6%	13.1%	12.5%
YOY	-80.5%	237.4%	-69.7%	301.3%	14.2%	11.5%
电影发行(含版权代理及销售)	15.9	47.8	19.5	62.6	85.8	113.0
占收比	5.1%	6.5%	5.3%	7.8%	9.0%	10.2%
YOY	-73.6%	200.8%	-59.2%	221.1%	37.1%	31.6%
卖品	11.9	31.1	23.4	52.6	66.0	76.9
占收比	3.9%	4.3%	6.4%	6.6%	6.9%	6.9%
YOY	-83.7%	160.7%	-24.8%	124.8%	25.4%	16.5%
其他	32.4	56.1	26.4	55.9	64.4	73.1
占收比	10.5%	7.7%	7.2%	7.0%	6.8%	6.6%
YOY	-53.7%	73.3%	-52.9%	111.8%	15.1%	13.6%
毛利润	-8.7	74.0	-39.3	242.9	316.3	394.7
YOY	-104.5%	-950.9%	-153.1%	-718.0%	30.2%	24.8%
毛利率	-2.8%	10.1%	-10.7%	30.3%	33.3%	35.5%
销售费用	7.4	7.4	4.5	7.4	7.9	8.1
占收比	2.4%	1.0%	1.2%	0.9%	0.8%	0.7%
管理费用	228.7	80.6	73.1	95.0	103.0	115.0
占收比	73.9%	11.0%	19.8%	11.8%	10.8%	10.3%
营业利润	-453.2	26.4	-338.3	180.3	250.8	324.7
营业利润率	-146.5%	3.6%	-91.9%	22.5%	26.4%	29.2%
YOY	-384.3%	105.8%	-1381.6%	153.3%	39.1%	29.5%
归母净利润	-431.2	21.9	-334.8	172.3	241.3	313.5
归母净利率	-139.4%	3.0%	-90.9%	21.5%	25.4%	28.2%
YOY	-414.4%	105.1%	-1630.8%	151.5%	40.0%	30.0%

资料来源：Wind，公司财报，华安证券研究所测算

5.2 估值分析

采用可比公司估值法和 SOTP 估值法对公司进行估值，对应公司 23 年合理市值为 192.3 亿，首次覆盖，给予“买入”评级。

1) 主营业务：选取以电影业务为主的中国电影（业务涵盖影视制片制作、电影发行、电影放映及影视服务四大业务板块）、华策影视（剧集出品头部厂牌）以及光线传媒（中国最大的民营传媒娱乐集团）为可比公司，可比公司 23 年 WIND 一致预期 PE 的平均值为 33.3 X，考虑到公司相比于可比公司，仍处于快速增长阶段，故给予主营业务上海电影 23 年 PE 35 X，对应合理市值为 60.3 亿元。

图表 45 可比公司 22-24 年 WIND 一致预期 PE

公司简称	收入 (百万元)			归母净利润 (百万元)			PE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中国电影	6,680.72	8,356.24	9,693.75	818.48	1,129.92	1,312.17	34.42	24.94	21.48
华策影视	3,597.82	4,301.65	4,752.45	525.74	649.21	725.85	29.16	23.48	21.04
光线传媒	1,970.85	2,421.89	2,796.25	742.41	1,025.81	1,190.86	36.41	26.44	22.65

资料来源：Wind，华安证券研究所

2) IP 运营业务：对标泡泡玛特，泡泡玛特有 12 个自有 IP、25 个独家 IP 及 56 个非独家 IP，22 年分别贡献了公司总收入的 65.0%/13.8%/11.9%，市值 223.6 亿，计算可得自有 IP、独家 IP 及非独家 IP 的单 IP 市值为 12.11、1.23、0.48 亿元。考虑泡泡玛特直接销售手办，IP 变现能力更强，我们认为，上影元独占动画 IP 的单 IP 市值为 7 亿，独占真人 IP 的单 IP 市值为 1 亿（考虑到真人影视剧/电影 IP 变现场景不如动画 IP 广阔），非独占 IP 的单 IP 市值为 0.4 亿，对应 IP 运营业务的合理市值为 132 亿元。

图表 46 上海电影 IP 运营业务估值 (亿元)

	单 IP 价值 (亿元)	IP 个数	对应市值 (亿元)
独占动画 IP	7.00	15	105
独占真人 IP	1.00	15	15
非独占 IP	0.40	30	12
合计			132.00

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

电影票房表现不及预期，AI 技术发展不及预期，IP 转化不及预期

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1456	1684	1943	2271	营业收入	368	802	951	1113
现金	1258	1353	1524	1756	营业成本	408	560	635	718
应收账款	95	213	255	302	营业税金及附加	1	2	2	3
其他应收款	14	22	26	30	销售费用	5	7	8	8
预付账款	10	11	13	14	管理费用	73	95	103	115
存货	3	-37	-44	-52	财务费用	11	6	10	11
其他流动资产	76	122	169	220	资产减值损失	-222	-40	-48	-56
非流动资产	1450	1450	1450	1450	公允价值变动收益	-24	1	1	1
长期投资	122	122	122	122	投资净收益	-6	16	19	22
固定资产	57	57	57	57	营业利润	-338	180	251	325
无形资产	42	42	42	42	营业外收入	7	8	10	11
其他非流动资产	1229	1229	1229	1229	营业外支出	4	8	10	11
资产总计	2906	3134	3393	3721	利润总额	-335	180	251	325
流动负债	620	692	729	765	所得税	12	24	29	33
短期借款	10	10	10	10	净利润	-347	156	222	291
应付账款	186	230	261	295	少数股东损益	-12	-16	-19	-22
其他流动负债	424	452	458	460	归属母公司净利润	-335	172	241	314
非流动负债	611	611	611	611	EBITDA	68	139	203	269
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.75	0.38	0.54	0.70
其他非流动负债	611	611	611	611					
负债合计	1231	1303	1340	1376					
少数股东权益	101	85	66	43					
股本	448	448	448	448					
资本公积	755	755	755	755					
留存收益	372	544	785	1099					
归属母公司股东权益	1575	1747	1988	2302					
负债和股东权益	2906	3134	3393	3721					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	95	89	154	205
净利润	-335	172	241	314
折旧摊销	162	0	0	0
财务费用	21	0	0	0
投资损失	6	-16	-19	-22
营运资金变动	9	-51	-49	-64
其他经营现金流	-113	207	271	356
投资活动现金流	230	6	17	28
资本支出	-68	40	48	56
长期投资	283	-51	-51	-51
其他投资现金流	15	17	20	23
筹资活动现金流	-88	0	0	0
短期借款	-5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-83	0	0	0
现金净增加额	237	95	171	232

成长能力				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	-49.6%	117.8%	18.5%	17.0%
营业利润	-1381.8%	153.3%	39.1%	29.5%
归属于母公司净利润	-1630.7%	151.5%	40.0%	30.0%
获利能力	获利能力			
毛利率 (%)	-10.7%	30.3%	33.3%	35.5%
净利率 (%)	-90.9%	21.5%	25.4%	28.2%
ROE (%)	-21.3%	9.9%	12.1%	13.6%
ROIC (%)	-4.0%	4.6%	6.4%	7.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.4%	41.6%	39.5%	37.0%
净负债比率 (%)	73.5%	71.1%	65.2%	58.7%
流动比率	2.35	2.43	2.67	2.97
速动比率	2.32	2.47	2.71	3.02
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.26	0.28	0.30
应收账款周转率	3.87	3.77	3.73	3.69
应付账款周转率	2.20	2.43	2.43	2.43
每股指标 (元)				
每股收益	-0.75	0.38	0.54	0.70
每股经营现金流(薄)	0.21	0.20	0.34	0.46
每股净资产	3.51	3.90	4.44	5.14
估值比率				
P/E	—	91.01	65.00	50.02
P/B	3.12	8.98	7.89	6.81
EV/EBITDA	64.63	108.88	73.42	54.60

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。