

信义山证汇通天下

证券研究报告

影视

上海电影 (601595.SH)

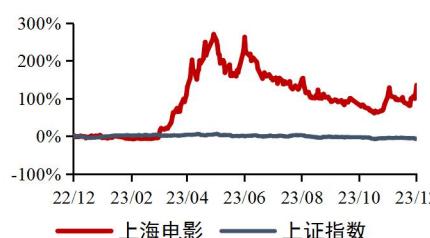
买入-A(首次)

电影主业稳步复苏，IP 运营开辟新赛道

2023 年 12 月 7 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据: 2023 年 12 月 7 日

收盘价 (元):	25.67
总股本 (亿股):	4.48
流通股本 (亿股):	4.48
流通市值 (亿元):	115.05

基础数据: 2023 年 9 月 30 日

每股净资产 (元):	3.96
每股资本公积 (元):	1.56
每股未分配利润 (元):	0.35

资料来源: 最闻

分析师:

潘宁河

执业登记编码: S0760523110001

邮箱: panninghe@sxzq.com

王德坤

执业登记编码: S0760523090001

邮箱: wangdekun@sxzq.com

投资要点:

- **公司简介:** 上影集团旗下唯一上市公司。公司主营影院放映、电影院线及发行业务, 2023 年 3 月收购控股股东持有的上影元 51% 股权, 切入大 IP 开发业务。2023 年前三季度, 公司实现营收 6.29 亿元、同比+88.2%、恢复至 2019 年同期的 78.0%, 归母净利润 1.25 亿元、同比扭亏为盈、恢复至 2019 年同期的 102.3%, 电影市场整体复苏促进业绩好转。
- **IP 开发业务前景广阔。** 公司拥有 30 部独占 IP、30 部非独占 IP, IP 储备丰富, 且多为大师级主创团队创作的经典 IP, 角色丰满、故事线丰富、世界观完备, 因此流传度较广、受众众多。2023 年以来, 公司确立“IP+商品化授权”、“IP+游戏互动”及“IP+营销授权”三大 IP 业务开展模式, 收效良好。我们预计 2023-2025 年 IP 业务收入将达 0.6 亿元、2.3 亿元及 3.6 亿元, 成为公司总收入的重要增量。
- **电影主业稳步复苏。** 美国、日本等国际电影市场发展表明, 疫后电影市场复苏有持续动力。据普华永道预计, 未来 5 年我国电影票房收入复合增速超 20%。展望未来, 我们预计在电影市场复苏带动下, 及公司提效经营背景下, 公司电影业务亦稳步复苏, 复苏节奏与市场整体基本一致。
- **投资建议:** 我们认为在 IP 业务增长、电影业务复苏和股东优质资源支持下, 公司业绩将收获良好表现。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.59 亿元、2.86 亿元及 3.74 亿元, 同比+147.6%、+79.7% 及 +30.8%, ROE、毛利率等指标稳步改善。首次覆盖, 给予“买入-A”评级。
- **风险提示:** IP 开发业务不及预期, 电影主业复苏不及预期等。

财务数据与估值:

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	731	368	877	1,179	1,458
YoY(%)	136.4	-49.6	138.0	34.5	23.7
净利润(百万元)	22	-335	159	286	374
YoY(%)	105.1	-1630.7	147.6	79.7	30.8
毛利率(%)	10.1	-10.7	22.6	31.2	34.0
EPS(摊薄/元)	0.05	-0.75	0.36	0.64	0.84
ROE(%)	0.7	-20.7	9.6	14.1	15.6
P/E(倍)	405.5	-26.5	55.7	31.0	23.7
P/B(倍)	4.6	5.6	5.1	4.4	3.7
净利率(%)	3.0	-90.9	18.2	24.3	25.7

资料来源: 最闻, 山西证券研究所



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明





目录

1. 公司简介.....	6
1.1 上影集团旗下唯一上市公司，积极开辟 IP 业务新赛道.....	6
1.2 业务细分及财务表现.....	7
2. 大 IP 业务：时间沉淀知名度，大 IP 焕发新生.....	10
2.1 上影元 IP 储备丰富，公司变现方式收效良好.....	10
2.1.1 IP+商品化授权.....	11
2.1.2 IP+游戏联动.....	11
2.1.3 IP+营销授权.....	12
2.2 IP 变现战略的核心：差异化.....	13
2.3 IP 市场发展：好的 IP 能够穿越时间，形成持久贡献.....	17
2.4 公司旗下 IP：大师杰作，历久弥新.....	21
3. 电影业务：疫后复苏是趋势，多重规划促增长.....	24
3.1 全国电影大盘：从复苏到增长.....	24
3.2 公司电影业务：乘势而起，因时而变.....	26
3.2.1 影院放映业务.....	26
3.2.2 电影院线和发行业务.....	29
4. 投资建议.....	30
4.1 盈利预测.....	30
4.2 投资建议.....	31
风险提示.....	34

图表目录

图 1： 上海电影股权结构图.....	6
图 2： 公司营收及增速（百万元）.....	8



图 3: 公司归母净利润及增速 (百万元)	8
图 4: 各业务收入占比.....	9
图 5: 各业务毛利率走势.....	9
图 6: 公司整体毛利率.....	9
图 7: 《猴子捞月》联名 KFC.....	11
图 8: 《黑猫警长》联名雀巢咖啡.....	11
图 9: 《葫芦兄弟》与《大话西游》联动.....	12
图 10: 《中国奇谭》与《蛋仔派对》联动.....	12
图 11: 京东与《小妖怪的夏天》联动.....	12
图 12: 薇诺娜与《大闹天宫》联动.....	12
图 13: 当前 IP 授权业务的主要合作模式.....	13
图 14: IP 授权商授权金收取模式.....	13
图 15: 2022 年企业授权商品零售额较 2021 年变化.....	14
图 16: 授权商品与其他同类商品的销售额差别.....	14
图 17: 消费者购买 IP 授权产品年度支出金额分布.....	14
图 18: 消费者在 IP 授权商品上的支出意愿分布.....	14
图 19: 《葫芦娃大作战》界面：从左至右依次为游戏首页、英雄合成回合和战斗回合	15
图 20: 《葫芦娃大作战》微信小程序中各葫芦娃的简介（从左至右依次为大娃至七娃）	16
图 21: 《葫芦娃大作战》在微信塔防类小游戏人气榜中名列前茅.....	17
图 22: 迪士尼分部收入 (亿美元)	20
图 23: 迪士尼毛利率.....	20
图 24: 迪士尼营业收入及增速 (亿美元)	21
图 25: 迪士尼归母净利润及增速 (亿美元)	21



图 26: 《中国奇谭》第二季宣传图.....	23
图 27: 《小妖怪的夏天》大电影概念图.....	23
图 28: 日本电影票房占 2019 年同期票房比重.....	24
图 29: 美国电影票房占 2019 年同期票房比重.....	24
图 30: 中国电影票房占 2019 年同期票房比重.....	25
图 31: 放映场次、观影人次逐步恢复（万场、万人）.....	25
图 32: 中国、美国电影票房收入对比（百万美元）.....	26
图 33: 中国、美国观影人次对比（百万人次）.....	26
图 34: 公司直营影院数量及银幕数（个）.....	27
图 35: 公司直营影院票房及观影人次（亿元、万人）.....	27
图 36: 公司直营影院票房市占率.....	27
图 37: 单块银幕广告服务收入（万元）.....	28
图 38: 单人次卖品收入（元）.....	28
图 39: 时光代理人在 SFC 进行线下点映.....	28
图 40: SFC 影城为 LOL S13 总决赛合作院线.....	28
图 41: 上海影城全新升级.....	29
图 42: 联和院线下属影院和银幕数（个）.....	29
图 43: 联和院线票房收入及市占率（亿元）.....	29
图 44: 可比公司 PS (TTM) 对比.....	32
表 1: 上影集团旗下部分资产，其中影视类资产有望和上海电影实现协同发展.....	7
表 2: 美影厂及上影集团授予上影元的 IP.....	10
表 3: 2022 全球最具价值 IP 排行榜.....	18



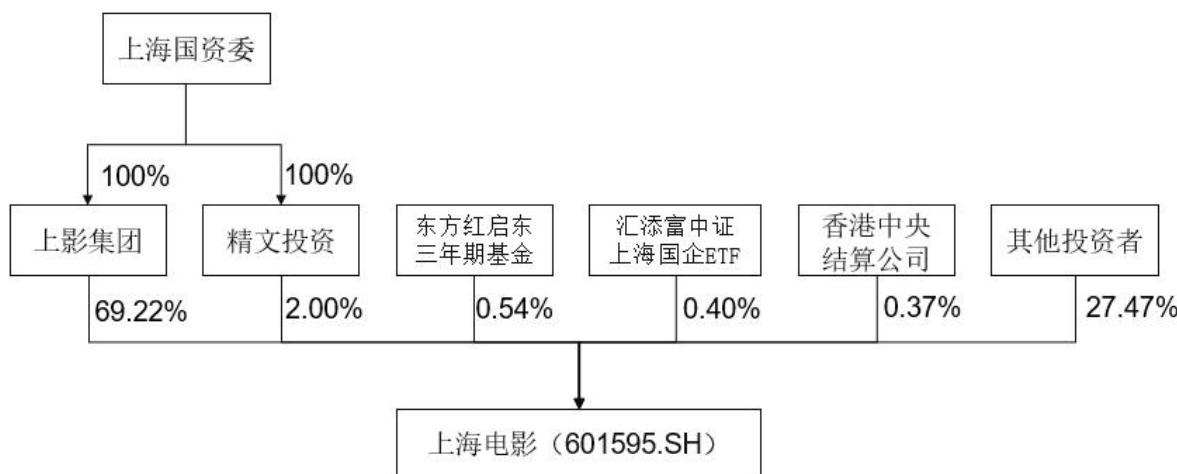
表 4: 21 世纪以来迪士尼收购的视频/电影/动画公司.....	19
表 5: 公司旗下部分经典 IP 的主创团队和获奖记录.....	21
表 6: 2023 年中国电影票房排行榜及世界电影排行榜.....	25
表 7: 公司分部业务收入及净利润预测（百万元）.....	31
表 8: 可比公司估值对比.....	33

1. 公司简介

1.1 上影集团旗下唯一上市公司，积极开辟 IP 业务新赛道

上海电影系上影集团旗下唯一上市公司。截至目前，上影集团持有公司 69.22% 股份，为公司控股股东。公司前身为 1994 年 10 月成立的东方影视发行有限责任公司，2012 年 7 月整体变更设立为股份有限公司，2016 年 8 月在上交所上市。成立以来，公司持续在电影领域深耕，当前主营业务已囊括电影发行、院线和影院放映等。2023 年 3 月，公司收购股东上影集团持有的上影元文化 51% 股权，进军大 IP 开发业务。一方面，公司电影主业在市场整体复苏趋势下稳固发展；另一方面，公司依托股东优质资源投入及集团系兄弟公司协同发展，拓展新赛道，逐步打开新的增长空间。

图 1：上海电影股权结构图



资料来源：Wind，公司 2023 年三季报，山西证券研究所

上影集团业务遍及影视行业全产业链，能够为公司业务发展提供充分支持。集团主要资产和业务可以分为四类：

- 1) 发行和放映相关资产和业务。这部分已基本注入上市公司上海电影。
- 2) 影视制作相关资产和业务。包括上海电影制片厂、上海美术电影制片厂、上海电影译制厂、上海电影技术厂、上海电影（集团）电视剧制作公司、上海上影英皇文化等众多公司。
- 3) 媒体经营相关资产和业务。包括上海《东方电影》杂志社、上海《卡通王》杂志社、上海电影音像出版社等公司。
- 4) 其他资产。包括上海东娱影视乐园、上海美术设计公司、上影森升布景制作等公司。

表 1：上影集团旗下部分资产，其中影视类资产有望和上海电影实现协同发展

公司名称	上影集团持股比例	公司名称	上影集团持股比例
上海电影制片厂	100%	上海上影电影制作有限公司	100%
上海美术电影制片厂	100%	上海电影(集团)电视剧制作公司	51%
上海电影译制厂	100%	上影寰亚文化发展(上海)公司	50%
上海电影技术厂	100%	上海电影集团影视传媒有限公司	40.8%
上海上影英皇文化发展有限公司	100%	上海美术设计有限公司	100%
上海上影文化科技有限公司	100%	上影特艺影视技术(上海)公司	51%
上海电影艺术发展有限公司	100%	上海永乐股份有限公司	92.95%
上海上影影视文化交流有限公司	100%	其他众多公司和业务

资料来源：Wind，山西证券研究所

上影集团在公司成长过程中倾注了较多资源。在公司整体变更设立为股份公司前，上影集团出于消除旗下公司同业竞争、减少关联交易的考虑，将集团发行和放映资产集中注入公司前身东方发行。2023年3月，上影集团向公司出售上影元文化51%股权，再度为公司开拓新赛道提供有力支持。

1.2 业务细分及财务表现

公司当前主营业务包括：

1) 影院放映。公司以“SFC 上影影城”标准产品为基础，结合电影+IP+周边+商圈，以布局“影院+”规划谋求差异化发展。截至2023Q3末，公司在全国拥有51家直营影院、375块银幕。2023年前三季度直营影院累计票房5.25亿元、市占率1.15%，累计观影人次1007万、恢复至2019年同期的72.8%。影院放映收入主要为影院收取的票房款，当前收入占比约70%。

2) 电影院线。公司下属的联和院线是国内成立最早、规模最大的院线之一，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。截至2023Q3末，联和院线旗下加盟影院共774家，银幕总数4967块。2023年前三季度联和院线累计票房37.2亿元、市占率8.16%，累计观影人次7924万、恢复至2019年同期的82.9%。院线收入主要通过与发行公司及影院分账取得。

3) 电影发行。公司主要负责为发行影片制定及实施营销推广策略、与院线洽谈排片方案等工作。发行收入主要通过与制片方、院线公司及影院分账取得。

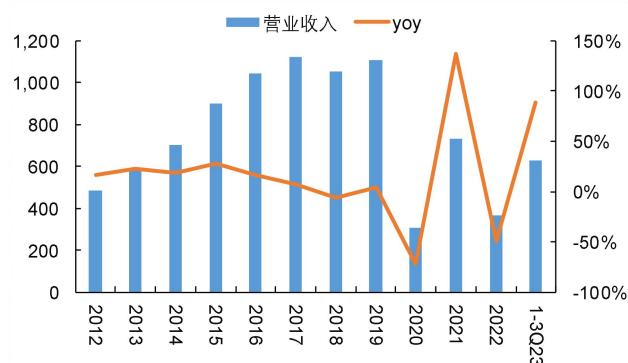
4) 大IP开发。公司结合控股子公司上影元丰富的IP储备，确立“IP+商业”战略，2023

年以来已经成功落地“IP 营销授权”、“IP 游戏联动” 和“IP 商品化授权”等方案，并已取得良好成效。未来，公司 IP 业务还将涉足商业美陈、互动娱乐、特展、大文旅等项目，有利于扩大 IP 影响力，提升 IP 价值。IP 变现方式一般以保底授权费+流水抽成为主。

除以上主营业务外，公司还经营包括映前广告、场地广告、影院餐饮、卖品等衍生业务。

早期电影市场发展较快时，公司营收及净利润皆呈良好增长态势。2017 年起，国内电影市场竞争日趋激烈，公司电影相关主业营收增速下滑，业绩表现不佳。2020 年至 2022 年的疫情反复使公司电影主业再遭重创。2023 年以来，伴随电影市场秩序恢复和公司拓展新赛道，营收及净利润表现明显复苏。2023 年前三季度，公司实现营收 6.29 亿元、同比+88.2%、恢复至 2019 年同期的 78.0%，归母净利润 1.25 亿元、同比扭亏为盈、恢复至 2019 年同期的 102.3%。

图 2：公司营收及增速（百万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速（百万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

细分业务来看，按公司报表口径，2022 年公司影院放映/电影发行/广告服务/卖品/其他业务等各项业务营收占比分别为 71.1%/5.3%/7.4%/6.4%/9.9%，收入结构在近年来保持稳定。

各细分业务的毛利率差异较大，主因各主营业务模式差异较大。具体来看：

1) 影院放映业务：收入主要为影院收取的票房款，成本主要为票房分账款及专项资金、影院场地及播放设施的折旧摊销等，业务开展需要投入较多固定成本，业务模式更偏向于“重资产”类型，所以毛利率偏低。疫情期间，票房收入受严重影响，但固定成本仍需支出，因此放映业务毛利率显著下滑。

2) 电影发行业务：收入主要为与制片方、院线公司和影院的分账款，成本主要为人员的工资支出，业务开展无需投入较多固定成本，以可变成本为主，业务模式更偏向于“轻资产”类型，所以毛利率较高。2018 年公司发行业务毛利率骤降，主因当年发行团队管理架构调整

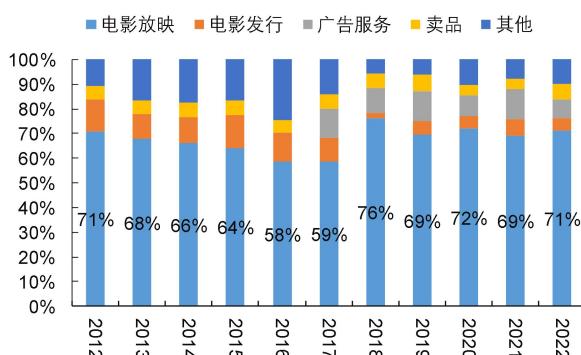


及发行片目较少。2022年，发行业务毛利率已恢复至70%左右，与以往正常经营年份相当。

3) 广告及卖品业务：属于影院经营的衍生业务，基本没有较大的固定成本投入，边际成本较低，边际收益良好，所以毛利率较高。广告业务毛利率约90%，卖品业务毛利率处60%-70%。

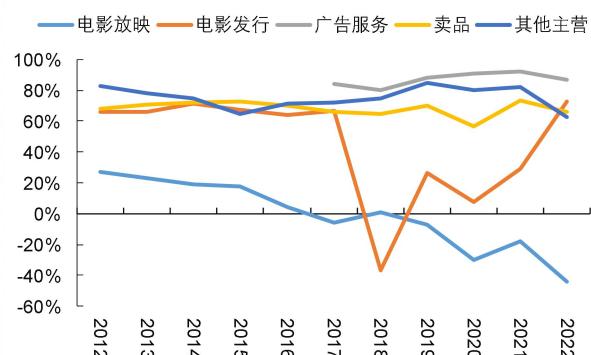
2023年前三季度，疫情对公司经营的影响基本消除，公司毛利率升至25.4%，升幅显著。

图4：各业务收入占比



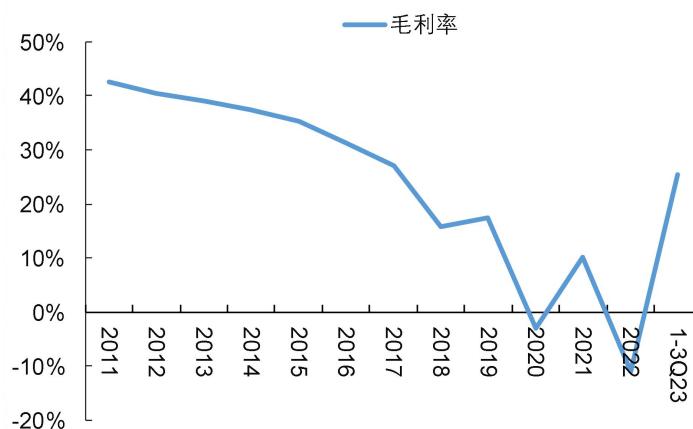
资料来源：Wind，山西证券研究所

图5：各业务毛利率走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图6：公司整体毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 大 IP 业务：时间沉淀知名度，大 IP 焕发新生

2.1 上影元 IP 储备丰富，公司变现方式收效良好

2023 年 3 月 8 日，公司公告收购控股股东上影集团持有的上影元文化 51% 股权，正式开辟 IP 业务赛道。上影元成立于 2022 年 10 月，定位为整个上影集团大 IP 全产业链开发运营平台，成立时由上影集团与上海美术电影制片厂联合授权 60 部优质作品商业运营权利，授权期 10 年，到期优先续约 10 年。上影元运营的 IP 版权包括《大闹天宫》、《葫芦兄弟》、《黑猫警长》、《天书奇谭》等经典动画作品和 2023 年开年爆火的《中国奇谭》，以及《日出》、《阿 Q 正传》、《庐山恋》和《三毛从军记》等经典影视作品，IP 数量众多，覆盖全年龄段人群，与“数字化”“新消费”、“大文旅”等新场景融合潜能较大。

表 2：美影厂及上影集团授予上影元的 IP

序号	美影厂授权		集团授权		
	独占许可	非独占许可	序号	独占许可	非独占许可
1	大闹天宫（含金猴降妖）	没头脑和不高兴	1	日出	春风得意梅龙镇
2	葫芦兄弟（含葫芦小金刚）	魔方大厦	2	天云山传奇	等到满山红叶时
3	黑猫警长（含翡翠之星）	中国奇谭	3	阿 Q 正传	午夜两点
4	哪吒闹海	舒克和贝塔	4	三毛从军记	对岸的战争
5	天书奇谭（精修版）	骄傲的将军	5	少爷的磨难	长恨歌
6	九色鹿	超级肥皂	6	上海伦巴	江城奇事
7	雪孩子	小蝌蚪找妈妈	7	巴山夜雨	子夜
8	邋遢大王奇遇记	牧笛	8	陈毅市长	蓝色档案
9	我为歌狂系列	鹿铃	9	上海舞女	假女真情
10	宝莲灯	渔童	10	阙里人家	上海新娘
11	熊猫百货商店	金色的海螺	11	青春万岁	极地营救
12	三个和尚	猪八戒吃西瓜	12	上海纪事	渡江侦察记
13	阿凡提的故事	狐狸打猎人	13	苦恼人的笑	人约黄昏
14	山水情	猴子捞月	14	小街	说好不分手
15	鹬蚌相争	西岳奇童（上下）	15	庐山恋	拯救爱情

资料来源：《上海电影（集团）有限公司拟将其持有的上影元（上海）文化科技发展有限公司 51% 股权协议转让给上海电影股份有限公司涉及的上影元（上海）文化科技发展有限公司股东全部权益价值评估资产评估报告》，山西证券研究所

公司依托上影元的 IP 储备，迅速启动“IP+商品化授权”、“IP+游戏联动”及“IP+营销授权”三种方式对 IP 进行变现，截至目前收效良好。此外，公司还借助“电影+”场景融合及沉



浸体验、虚拟显示交互等衍生业务，在线下增加与 IP 受众的互动，既能增强受众对 IP 的认同感，又能进一步扩大 IP 的品牌影响力。

2.1.1 IP+商品化授权

“IP+商品化授权”是最基础的 IP 开发业务，公司将旗下 IP 形象直接授予商品方使用，基本不需要将 IP 与商家产品特性相结合进行再创作。截至目前，公司旗下《大闹天宫》、《葫芦兄弟》、《黑猫警长》等经典 IP 与麦当劳、KFC、雀巢咖啡以及浦发银行万事达卡、中信集团出版社等在大众衣食住行等方面全方位开展合作，覆盖食品饮料、服饰鞋帽、潮流玩具、家居生活、金融及图书藏品等多领域。

图 7：《猴子捞月》联名 KFC



资料来源：上影集团官方微信，山西证券研究所

图 8：《黑猫警长》联名雀巢咖啡



资料来源：上影集团官方微信，山西证券研究所

2.1.2 IP+游戏联动

“IP+游戏联动”模式下，公司将旗下 IP 授予游戏厂商使用，游戏厂商一般需要结合 IP 的形象和属性以及游戏本身的玩法进行再创作，从而达到利用 IP 吸引客户流量、提升用户体验的目的，这一特点在开发与 IP 相关的微信小游戏时尤其明显。截至目前，公司旗下经典 IP 与网易旗下《蛋仔派对》、人气游戏 IP《大话西游》，淘米科技《摩尔庄园》手游，游族《山海镜花》、《桃源深处有人家》等多款游戏开展联动合作。除了与知名游戏联动外，公司也与微信小程序游戏开发商有深入合作，开发基于公司 IP 的独立小游戏，代表游戏包括《葫芦娃大作战》等。



图 9：《葫芦兄弟》与《大话西游》联动



资料来源：大话西游手游官方微信，山西证券研究所

图 10：《中国奇谭》与《蛋仔派对》联动



资料来源：蛋仔派对官方微信，山西证券研究所

2.1.3 IP+营销授权

“IP+营销授权”模式下，公司IP形象、属性和故事线与商家产品特点相结合，创作出新的视频、图片等宣传产品，IP意在加强终端消费者对商家产品特性的理解。代表产品包括《中国奇谭》中的《小妖怪的夏天》IP在京东“6.18”期间开展多维度合作，推出京东大电影，IP专属衍生品；《大闹天宫》、《哪吒闹海》等IP在“双11”期间与国产护肤品牌薇诺娜合作，推出宣传视频、联名套装礼盒等。

图 11：京东与《小妖怪的夏天》联动



资料来源：京东官方微信，山西证券研究所

图 12：薇诺娜与《大闹天宫》联动



资料来源：上影元官方微信，山西证券研究所

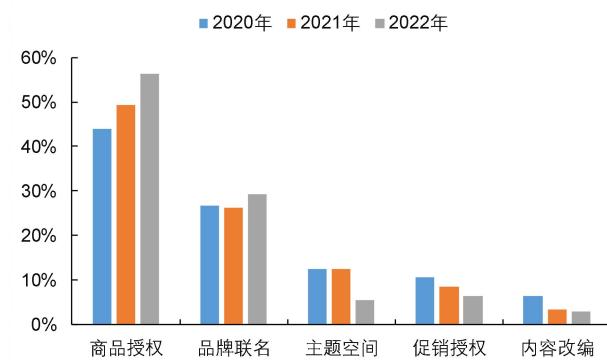


2.2 IP 变现战略的核心：差异化

公司 IP 开发业务战略基本囊括了当下 IP 变现手段。我们认为，商品、游戏及影视在有 IP 融入后，能够让客户感知到差异化，并愿意为之付费，是 IP 能够变现的核心。IP 开业务需要用经典形象、经典故事触达客户，才能达到 IP 价值、商品特性或品牌理念、用户情感强关联的效果。我们可以简单地将 IP 开发业务分为上中下游三个环节：

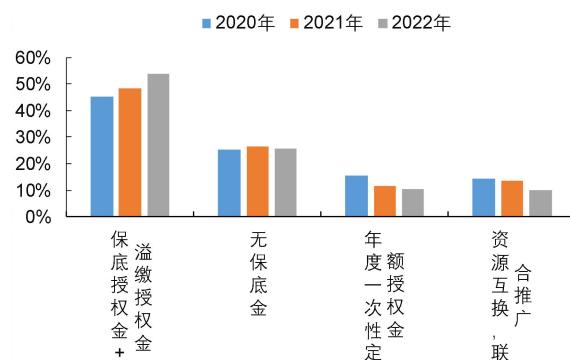
1) 上游：**IP 生产方和授权方，负责 IP 的创作。**IP 完成创作后，通过影视、文学、游戏等媒介传播，形成知名度，而后便可通过商品授权、品牌联名等方式进行变现。据《2023 中国品牌授权行业发展白皮书》¹（以下简称《白皮书》），当前 IP 授权业务合作模式包括商品授权、品牌联名、主题空间、促销授权和内容改编，其中又以商品授权和品牌联名为主，2022 年二者占比分别为 56.2%、29.2%，并且近三年基本都能保持升势。商品授权和品牌联名类似于 IP “贴牌”，无需再对 IP 进行加工，变现方式更高效，因此占比较高。IP 授权方收取报酬的形式以授权金为主，2022 年占比达 64.2%²。此外，也有部分厂商采取资源互换、联合推广的模式，2022 年占比为 10.2%。

图 13：当前 IP 授权业务的主要合作模式



资料来源：《2023 中国品牌授权行业发展白皮书》，
CLE 中国授权展微信公众号，山西证券研究所

图 14：IP 授权商授权金收取模式



资料来源：《2023 中国品牌授权行业发展白皮书》，
CLE 中国授权展微信公众号，山西证券研究所

2) 中游：**IP 使用方，商家将 IP 运用在商品或服务中，谋求销量增加或定价提升，最终实现销售额扩大。**据《白皮书》，纵向对比来看，2022 年约 44.3% 的企业的授权商品零售额较 2021 年有所提升，21.2% 保持不变，34.5% 有所下降。更重要的是，横向对比来看，2022 年约

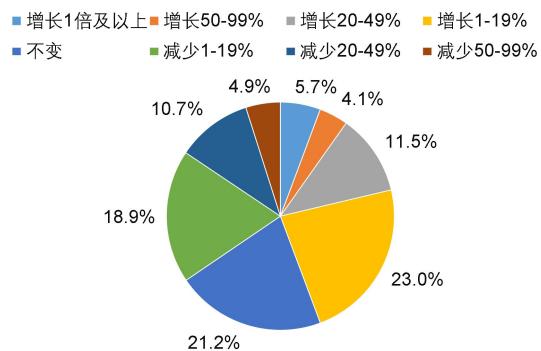
¹ 由中国轻工业协会指导，中国玩具和婴童协会编写。

² 保底授权金+溢缴授权金 53.9% 与年度一次性定额授权金 10.3% 之和。



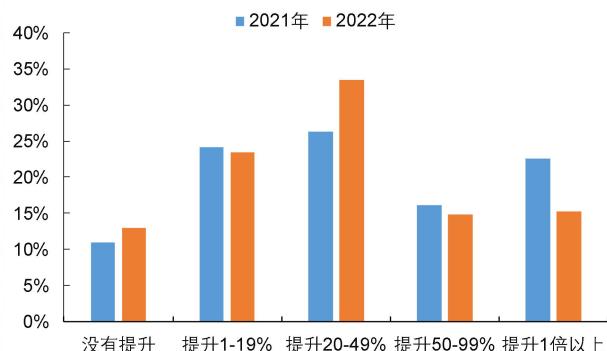
87.1%的授权商品销售额较其他同类商品更高，仅 12.9%没有提升，并且这一比例在近两年保持稳定，较充分地说明了 IP 加持对商品销售的正面作用。

图 15：2022 年企业授权商品零售额较 2021 年变化



资料来源：《2023 中国品牌授权行业发展白皮书》，
CLE 中国授权展微信公众号，山西证券研究所

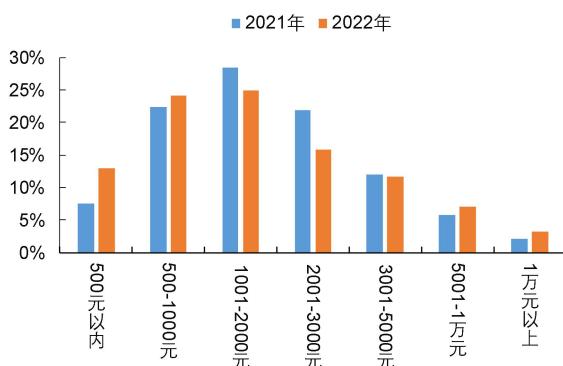
图 16：授权商品与其他同类商品的销售额差别



资料来源：《2023 中国品牌授权行业发展白皮书》，
CLE 中国授权展微信公众号，山西证券研究所

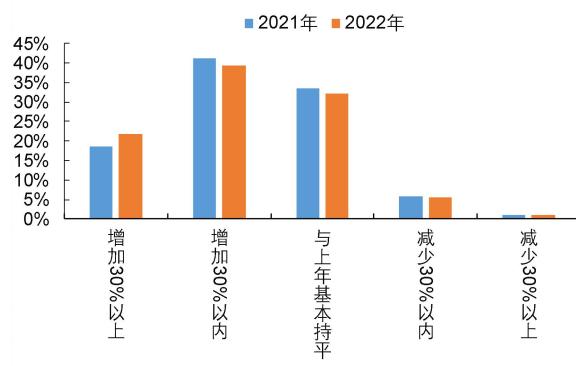
3) 下游：终端消费者，通过购买有 IP 加持过的商品或服务，产品使用价值有所提升，消费体验有所升级。据《白皮书》，2022 年消费者在 IP 授权商品上的支出意愿有所提升，其中愿意将支出提升 30%以上的消费者占比为 21.8%、较 2021 年提升 3.3pct。2022 年消费中购买 IP 授权产品支出金额有所分化，支出金额在 500 元以内、5001-1 万元及 1 万元以上的消费者占比明显增加。

图 17：消费者购买 IP 授权产品年度支出金额分布



资料来源：《2023 中国品牌授权行业发展白皮书》，
CLE 中国授权展微信公众号，山西证券研究所

图 18：消费者在 IP 授权商品上的支出意愿分布



资料来源：《2023 中国品牌授权行业发展白皮书》，
CLE 中国授权展微信公众号，山西证券研究所

综上，IP 产业链在我国正不断完善。IP 加持使得产品或服务形成差异化，推动最终变现。

为便于理解 IP 加持如何形成差异化，我们以公司《葫芦兄弟》IP 为基础开发的微信小游戏《葫芦娃大作战》为例简析。此游戏的玩法类似于连连看和塔防相结合，是一款回合制游戏：

1) 在英雄合成回合，玩家可在限定步数以内，通过将棋盘内的 3-5 个低级英雄连成一线来合成一个高级英雄，高级英雄的攻击、防御、技能等属性均显著强于低级英雄。限定步数用完后，游戏便进入战斗回合。

2) 在战斗回合，棋盘里的所有英雄需要施放各自技能打退棋盘上方妖怪的进攻，如果妖怪突破英雄的防线，防线后的家园便会因此损失生命值。

如果回合结束后，妖怪在抵达家园前被全部消灭或家园生命值没有归零，则玩家本回合胜利，游戏进入下一回合。通常连续 15-20 回合后，大的关卡便可通过，玩家可进入下一关，难度也随之升级。如果回合结束后，家园生命值归零，则玩家失败，可以通过重启本关卡游戏，并从本关卡第一回合起重新开始游戏。

游戏首页，玩家可以进行充值、召唤新英雄、刷副本、领取礼物等操作。

图 19：《葫芦娃大作战》界面：从左至右依次为游戏首页、英雄合成回合和战斗回合



资料来源：《葫芦娃大作战》微信小游戏，山西证券研究所

《葫芦娃大作战》这款游戏玩法与其他小游戏大体类似，但是《葫芦兄弟》IP 的加持确实让游戏体验增色许多，也是这款游戏与众不同的关键所在。游戏中的各个英雄，尤其是与葫芦娃相关的英雄，其形象与技能基本能与动画片原著中相对应：

1) 大娃：原著中为大力士，游戏中基础技能为大力飞拳（拳头攻击），进阶技能为泰山压顶（举起石块扔向敌人）。

2) 二娃：原著中为千里眼顺风耳，游戏中基础技能为正义凝视（电眼激光射击敌人），进阶技能为电火雷光（每次发出电眼激光时连续射击 2 次，伤害大幅提升）。

3) 三娃：原著中为铜头铁臂、刀枪不入，游戏中基础技能为金刚指（施展金刚指法攻击敌人）、铁头冲顶（发动铁头冲锋冲入敌军阵列，造成范围伤害），进阶技能为铜头铁臂（形成一个能包裹住周围友军的金钟罩，罩内友军受敌人伤害减少）。

4) 四娃：原著中为火娃，能吞吐烈火，也能使用霹雳攻击。游戏中基础技能为炎之呼吸（向敌人喷射火球）、叱雷（向敌人劈下雷电），进阶技能为御火术（喷出的火球在敌阵中弹射，造成范围伤害）、天地雷劫（以一定几率连续劈下两道雷电）。

5) 五娃：原著中为水娃，能吞吐江河之水。游戏中基础技能为唤潮法术（向敌人喷出浪潮，造成范围伤害）、霜冻之心（受到五娃攻击的敌人会有一定几率被冰冻），进阶技能为巨浪涌动（五娃召唤巨浪攻击敌人，伤害提升、攻击范围扩大）。

6) 六娃：原著中有隐身法，游戏中基础技能为星光灵体（六娃每攻击 2 次后便进入隐身虚化状态，化作星光体攻击最近的 1 名敌人，伤害提升），进阶技能为疾风追袭（六娃星光体有几率连续袭击多名敌人）、星光闪击（六娃星光体击中敌人时造成范围伤害）。

7) 七娃：原著中拥有紫色宝葫芦，能炼化所有生物。游戏中基础技能为伴生葫芦（七娃的宝葫芦可以每隔一段时间吸收一只小妖），进阶技能为飞火术（当宝葫芦吸收受到灼烧伤害的妖怪时，能将其炼化为火球，然后七娃立即向敌阵喷射火球，穿透攻击路径上的所有敌人，造成大范围伤害）、飞霜术（与飞火术类似，只不过灼烧状态改为冰冻状态、火球改为冰球）。

图 20：《葫芦娃大作战》微信小程序中各葫芦娃的简介（从左至右依次为大娃至七娃）



资料来源：《葫芦娃大作战》微信小游戏，山西证券研究所

具体来看，玩家对游戏玩法比较熟悉，容易上手；《葫芦兄弟》IP 自带的流量较足，能够

吸引用户进入小游戏；游戏中各个英雄的技能接近原著中的设定，能触动用户情怀，使其获得升级体验，有助于提升用户粘性。如此，因为《葫芦兄弟》IP 的加持，这款游戏本身也变得更加立体，可以充分区别于市面上其他的连连看及塔防类游戏，也便实现了差异化。

事实证明，《葫芦兄弟》IP 加持也着实有效。《葫芦娃大作战》在微信塔防类小游戏人气榜中名列前茅。

图 21：《葫芦娃大作战》在微信塔防类小游戏人气榜中名列前茅



资料来源：微信游戏官方微博，山西证券研究所。数据截至 2023.11.28

2.3 IP 市场发展：好的 IP 能够穿越时间，形成持久贡献

对于 IP 开发业务，市场最担心的是业务的持续性。我们认为，除了 IP 相关产品价格等市场因素外，IP 开发业务持续性最核心的一点是 IP 本身要有持续性，能够持续获得用户的青睐。具体来看，首先，IP 角色本身的丰满程度，包括形象、属性、背景故事等等，要能打动客群，这直接影响了 IP 的受众是否广泛。此外，IP 所处世界观的完备程度也极为重要，要能引发客群的情感共鸣，这直接影响了 IP 价值可以挖掘的深度和变现方式的多样性。纵观当今仍然流行的经典 IP，莫不是经历时间检验过的、IP 角色丰满的、IP 世界观完备的，也正因为如此，好的 IP 才能穿越时间，持续发挥自身价值。

据维基百科发布的全球最具价值 IP 排行榜，可以发现，总收入靠前的 IP 基本符合前述特点。我们还发现，21 世纪初前后才诞生的宝可梦、漫威电影宇宙和哈利波特等 IP 已然冲进价



值排行榜前列。这些IP虽然诞生时间较短，但是背景故事完善、IP角色丰满，可供挖掘的潜力较大，变现方式也更加丰富。

表3：2022全球最具价值IP排行榜

排名	IP	诞生年份	总收入	收入来源分类	原创媒体	版权方
1	宝可梦	1996	1000亿美元	授权商品 671.45 亿美元 电子游戏 195.33 亿美元 卡片游戏 121.3 亿美元 电影票房 17.56 亿美元 漫画杂志 14.52 亿美元 动画应收 8.63 亿美元 漫画单行本 0.724 亿美元	电子游戏	任天堂（商标权） 宝可梦公司（版权）
2	Hello Kitty	1974	860亿美元	授权商品 858.32 亿美元 漫画杂志 0.23 亿美元 音乐 CD 0.03 亿美元	卡通角色	三丽鸥
3	小熊维尼	1924	760亿美元	零售销售 761.9 亿美元 DVD 和光碟 0.59 亿美元 电影票房 4.6 亿美元	图书	迪士尼
4	米老鼠&朋友们	1928	740亿美元	零售销售 731.15 亿美元 电影票房 4.574 亿美元 VHS&DVD 2.8 亿美元	动画	迪士尼
5	星球大战	1977	700亿美元	授权商品 422.17 亿美元 电影票房 103.12 亿美元 家庭影视 90.57 亿美元 电子游戏 60.3 亿美元 书籍销售 18.2 亿美元 电视收入 2.8 亿美元	电影	卢卡斯影业（迪士尼）
6	面包超人	1973	560亿美元	零售销售 564.04 亿美元 电影票房 0.67 亿美元 儿童博物馆 0.25 亿美元	漫画	Froebel-kan
7	迪士尼公主	2000	460亿美元	零售销售 463.31 亿美元 家庭娱乐 0.147 亿美元	动画	迪士尼
8	Jump Comics	1968	400亿美元	Manga magazines 270.03 亿美元 漫画卷 128.11 亿美元 电子游戏 2.17 亿美元	杂志	集英社
9	超级马里奥	1981	380亿美元	电子游戏 324 亿美元 授权商品 43.23 亿美元 漫画杂志 15.99 亿美元 电影票房 0.21 亿美元	电子游戏	任天堂
10	漫威电影宇宙	2008	350亿美元	电影票房 225.94 亿美元 授权商品 72.28 亿美元	漫威影业	迪士尼 索尼影业（蜘蛛



排名	IP	诞生年份	总收入	收入来源分类	原创媒体	版权方
				家庭娱乐 52.54 亿美元 漫画卷 0.052 亿美元		侠电影) 环球影业(无敌 浩克)
11	魔法世界（哈 利·波特）	1997	320 亿美元	电影票房 91.94 亿美元 授权商品 83.18 亿美元 书籍销售 77.43 亿美元 动画营收 39.66 亿美元 电子游戏 15.55 亿美元 电视收入 10 亿美元 舞台剧 1.08 亿美元	小说	J.K.罗琳(书籍) 华纳兄弟(电 影)
12	变形金刚	1984	300 亿美元	授权商品 122.03 亿美元 电影票房 48.53 亿美元 家庭娱乐 8.74 亿美元	动画	多美 孩之宝
13	蜘蛛人	1962	290 亿美元	授权商品 158.8 亿美元 电影票房 72.36 亿美元 家庭影视销售 22.32 亿美 元 电子游戏 16.5 亿美元 漫画销售 10.74 亿美元 电视收入 8.8 亿美元 弹珠机销售 3.08 亿美元	漫画	漫威娱乐(迪士 尼) 索尼(影视)
14	蝙蝠侠	1939	280 亿美元	零售销售 213.29 亿美元 家庭影视 12.12 亿美元 电影票房 60.59 亿美元 电视收入 3.4 亿美元	漫画	DC 漫画

资料来源：维基百科，山西证券研究所。因篇幅所限，仅列示前 14 名

IP 业务的持续性，能使得 IP 运营公司获得持续且良好的财务表现。以迪士尼为例，迪士尼现已成为一家综合娱乐集团，业务遍及媒体网络、乐园和度假区、影视娱乐、消费品等。迪士尼旗下运营有米老鼠&朋友们、迪士尼公主系列、狮子王等众多经典 IP，此外，迪士尼还通过并购皮克斯动画、漫威影业、卢卡斯电影、20 世纪福克斯等公司，将漫威宇宙、星球大战、X 战警及阿凡达等众多知名 IP 全部纳入麾下。

表 4：21 世纪以来迪士尼收购的视频/电影/动画公司

披露日期	交易标的	标的简介
2020-02-02	Hulu 33% 股权	Hulu 是美国一家视频流媒体，内容包括电影、电视和剪辑，旗下拥有成瘾剂量、豪斯医生等经典美剧
2019-03-21	20th Century Fox 公司股权	20 世纪福克斯是原好莱坞八大电影公司之一，旗下拥有 X 战警、阿凡达、异形、铁血战士、死侍、神奇四侠、冰河世纪等众多知名 IP



披露日期	交易标的	标的简介
2012-11-01	卢卡斯电影 100%股权	卢卡斯电影是一家美国电影公司，旗下拥有星球大战、夺宝奇兵等经典 IP
2010-01-02	Marvel Entertainment Inc 100%股权	漫威是美国漫画巨头，旗下拥有蜘蛛侠、钢铁侠、金刚狼、美国队长、绿巨人、雷神托尔、黑寡妇、黑豹、蚁人等众多知名 IP
2006-01-23	Pixar Animation Studio 公司股权	皮克斯动画是美国一家动画设计公司，旗下拥有玩具总动员、超人总动员、赛车总动员、机器人总动员等众多知名 IP

资料来源：Wind，百度百科，山西证券研究所

借助 IP 的影响力和乐园、消费品周边、影视等变现媒介，迪士尼营收迭创新高。2004 年至 2023 年，迪士尼营收复合增速 5.7%、毛利复合增速 11.1%。2004 年至疫情前的 2019 年，营收复合增速 5.6%、毛利复合增速 13.6%。迪士尼收入主要分为两大类：媒体及娱乐内容分发（电影、电视及视频网站等）、乐园服务及消费品（主题乐园、零售品等），2023 年前者收入占比 64.0%、后者占比 36.0%。疫情爆发前，乐园服务及消费品收入占比从 2004 年的 33.4% 提升至 2019 年的 49.7%，升幅显著，体现了乐园及消费品等变现场景对公司营收的支撑作用，也体现了公司旗下 IP 的持续变现能力。

图 22：迪士尼分部收入（亿美元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：迪士尼毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

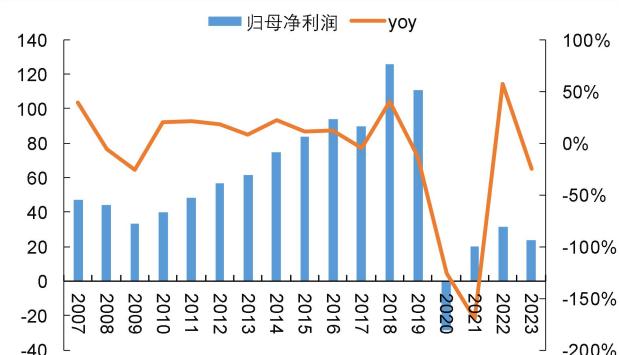


图 24：迪士尼营业收入及增速（亿美元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：迪士尼归母净利润及增速（亿美元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2.4 公司旗下 IP：大师杰作，历久弥新

回到公司旗下 IP，大部分经典 IP 角色本身是丰满的，世界观也是较为完备的，因此我们认为公司 IP 开发业务持续性较强。

公司旗下众多经典 IP 皆出自当代大师级人物之手，其形象设计、背景故事较完善，流传度较广。我们梳理了部分经典 IP 的主创团队（导演、美术/动画设计、编剧、作曲），其中不乏声震中外的大师，比如导演万籁鸣（《大闹天宫》导演、世界动画大师、中国动画电影创始人、世界著名导演）、严定宪（《哪吒闹海》导演、国家一级导演、上美影第二任厂长、中国动画学会副会长），美术/动画设计师张光宇（《大闹天宫》美术设计、中央工艺美术学院教授、现代中国装饰艺术奠基人之一）、张仃（《哪吒闹海》美术设计、著名国画家、中央工艺美术学院院长&教授），编剧曲建方（《阿凡提的故事》编剧、亚洲动画艺术中心名誉主任、中国电影协会动画电影工作委员会副主席），作曲吴应炬（《大闹天宫》及《葫芦兄弟》作曲、国家一级作曲家、原上美影作曲组组长、中国电影音乐协会常务理事）、金复载（《哪吒闹海》及《宝莲灯》作曲、中国电影音乐协会副会长、文化部精品工程评选委员会委员）。

表 5：公司旗下部分经典 IP 的主创团队和获奖记录

IP 名称	导演	美术/动画设计	编剧	作曲/配乐	获奖记录
大闹天宫	万籁鸣（世界动画大师、中国动画电影创始人、世界著名导演）	张光宇（中央工艺美术学院教授、现代中国装饰艺术的奠基人之一）	《西游记》改编	吴应炬（国家一级作曲家、原上美影作曲组组长、中	第 2 届百花奖最佳动画电影； 第 22 届伦敦电影节最佳影片奖； 第 2 次全国少年儿童文艺创作



IP 名称	导演	美术/动画设计	编剧	作曲/配乐	获奖记录
	唐澄（中国内地动画导演、编剧、设计师）	严定宪（国家一级导演、上美影第二任厂长、中国动画学会副会长）		国电影音乐协会常务理事）	评奖委员会一等奖；新时代国际电影节·金扬花奖
葫芦兄弟	胡进庆（上美影一级导演、“葫芦娃之父”）	吴云初（国家一级美术设计师、国家一级动作设计师）	姚忠礼（《葫芦兄弟》编剧）	吴应炬（同前）	1988 年广播影视 1986—1987 年优秀影片奖；1989 年获第 3 届中国儿童少年电影童牛奖系列片奖；首届中国影视动画节展播三等奖；埃及开罗国际儿童电影节三等奖
	葛桂云（上美影二级动作设计师）	沈如东（《葫芦兄弟》美术设计师）	杨玉良（《葫芦兄弟》编剧）		
	周克勤（上美影原厂长）		胡进庆（同前）		
哪吒闹海	王树忱（中国动画导演、编剧、美术设计）	张仃（著名国画家、漫画家、中国文联委员、中国美术协会常务理事、中央工艺美术学院院长&教授）	王树忱（同前）	金复载（中国电影音乐协会副会长、中国音乐剧研究会副会长、文化部精品工程评选委员会委员等）	1980 年百花奖最佳动画电影；文化部 1979 年优秀影片奖；1983 年菲律宾马尼拉国际电影节特别奖；新时代国际电影节·金扬花奖
	严定宪（同前）				
	徐景达（中国动画导演、编剧、中国影协第五届理事）	阎善春（中国导演、动作指导、美术指导）			
天书奇谭	王树忱（同前）	秦一真（上美影美术设计）	王树忱（同前）	吴应炬（同前）	1983 年上美影优秀造型奖
	钱运达（中国动画导演、编剧、美术设计）	马克宣（中国动画特效师、美术设计师、导演）	包蕾（现代剧作家、童话作家、儿童文学家）		
宝莲灯	常光希（中国动画美术设计师、特效师、导演、编剧）	彭戈、朱敏、陶孝友、钟汉超、李晓、韩秋芳、陈向民等众多美术/动画/特效设计师	王大为（上美影编剧）	金复载（同前）	第 19 届金鸡奖最佳美术片奖；第 6 届华表奖优秀美术片奖；第 9 届童牛奖优秀美术片奖
				董为杰（国家一级作曲家、中国影视音乐协会理事）	
阿凡提的故事	曲建方（国际动画协会会员、亚洲动画艺术中心名誉主任、中国电影协会动画电影工作委员会副主席）	曲建方（同前）	凌纾（上美影一级编剧）	金复载（同前）	1979 年文化部优秀美术片奖；第 3 届百花奖最佳美术片奖；1991 年美国芝加哥国际儿童电影节一等奖
		阿翁（《阿凡提的故事》美术设计）	曲建方（同前）	周吉（新疆艺术研究所所长、中国传统	

IP 名称	导演	美术/动画设计	编剧	作曲/配乐	获奖记录
	靳夕(中国动画导演、编剧、作家) 刘蕙仪 (上美影二级导演)			音乐协会副会长、新疆音协副主席)	

资料来源：百度百科，山西证券研究所。因篇幅所限，部分 IP 的主创团队和获奖记录未全部列示

此外，公司不断开拓，积极扩张新的 IP 版图。截至目前，公司 IP 开发业务计划包括 IP 扩容、IP 开发和 IP 焕新。IP 扩容是指丰富拓展现有 IP 宇宙的角色和故事线，目前规划有《中国奇谭》第二季和《小妖怪的夏天》大电影。IP 开发是指开发新的 IP 角色及故事线，目前公司已与中国科幻领域“四大天王”之一的何夕达成合作，未来将共同开发科幻 IP 宇宙。IP 焕新是指基于公司的经典老 IP 重新制作影视等内容，公司计划拍摄真人电影《邋遢大王》(《邋遢大王奇遇记》IP)，导演为忻钰坤(《心迷宫》、《爆裂无声》等悬疑片导演)。

需要特别说明的是，《中国奇谭》系列证明了公司开发新 IP 的创作能力和深厚底蕴。截至 11 月底，《中国奇谭》B 站播放量已经突破 3 亿，流传度足以媲美于公司旗下的经典 IP，“奇谭宇宙”IP 也将成为公司未来 IP 开发的重点。

AI 技术为公司 IP 开发提供充分助力。公司 IP 基本是以动画或影视创建的，AI 工具一方面可以使得公司在创作新内容时更加高效，另一方面在 IP 进行商业化运营时能提供更多方式。在集团支持下，公司未来计划以上影元为主体开展 AIGC 项目试点合作，并通过旗下上影新视野基金和战投资金投资“文创+科创”相关企业，链接创新技术和 IP 储备，提升竞争力。

我们预期公司 IP 开发计划将逐步形成新的催化，带动公司 IP 开发业务持续向好发展。

图 26：《中国奇谭》第二季宣传图



资料来源：上影元官方微信，山西证券研究所

图 27：《小妖怪的夏天》大电影概念图



资料来源：上影元官方微信，山西证券研究所

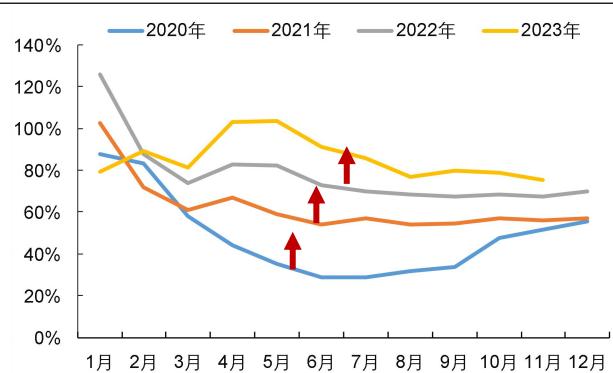


3. 电影业务：疫后复苏是趋势，多重规划促增长

3.1 全国电影大盘：从复苏到增长

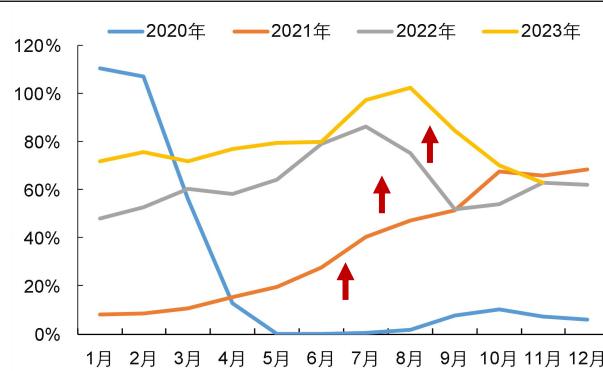
电影市场的疫后复苏是世界趋势。2020 年以来，疫情对世界电影市场冲击巨大，但伴随疫情消退，电影市场也呈现稳步复苏态势。我们以疫情后每年各个时间段的累计票房占 2019 年同期累计票房的比重来分析电影市场的复苏程度，发现美国、日本等全球主要电影市场，疫后复苏趋势较为明显。日本 2020 年、2021 年、2022 年及 2023 年前 11 月的累计票房占 2019 年同期票房比重为 55.7%、57.0%、69.9% 及 75.1%，全年票房复苏趋势较好，并且年中各时间段的复苏形势好于全年。美国 2020 年、2021 年、2022 年及 2023 年前 11 月的累计票房占 2019 年同期票房比重为 6.2%、68.5%、62.0% 及 62.9%，全年票房复苏趋势不及年中各时间段明显。

图 28：日本电影票房占 2019 年同期票房比重



资料来源：Box Office Mojo，山西证券研究所

图 29：美国电影票房占 2019 年同期票房比重



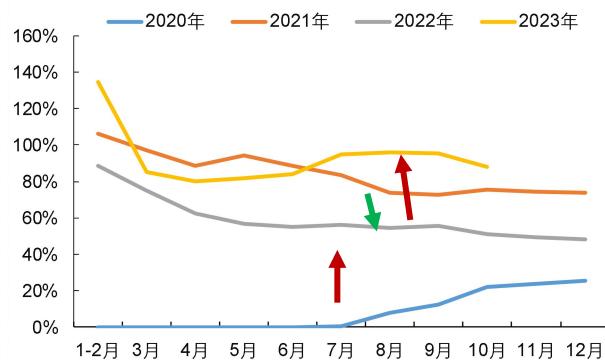
资料来源：Box Office Mojo，山西证券研究所

我国因为在 2022 年遭遇疫情反复，电影市场复苏趋势被打断。早在 2021 年时，我国电影市场复苏趋势在世界上较为领先，当年电影票房恢复至 2019 年的 74.0%，远高于美国、日本等主要电影市场。2022 年上海疫情封城及全国各地疫情点状爆发背景下，影院经营受到严重影响，全年票房跌至 2019 年同期的 48.5%。

2023 年开年以来，我国电影市场保持着良好的复苏节奏，“春节档”、“暑期档”等热门档期票房复苏尤其明显。截至 2023 年 10 月，我国电影票房已达 560.16 亿元、恢复至 2019 年同期的 87.9%。此外，放映场次、观影人次也表现出了较好的恢复趋势，2023 年截至目前，观影人次已经基本持平于 2021 年。

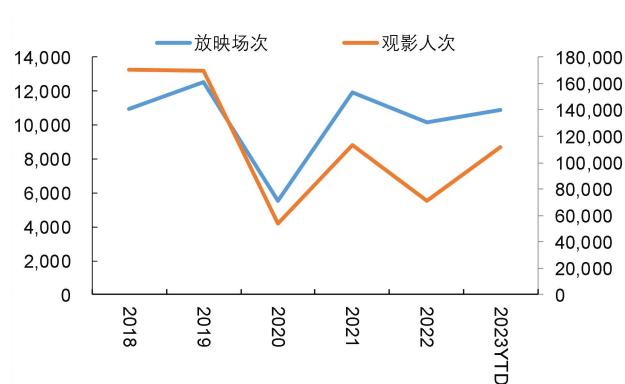


图 30：中国电影票房占 2019 年同期票房比重



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 31：放映场次、观影人次逐步恢复（万场、万人）



资料来源：Wind，山西证券研究所

优质国产内容供给也是促进市场回暖的重要因素。2023 年中国电影票房排行榜中，前 10 名均为国产电影，且满江红（票房 45.44 亿元人民币、约 6.49 亿美元）、流浪地球 2（票房 40.29 亿元人民币、约 5.76 亿美元）也进入了 2023 年世界票房排行榜前 10 名。中国国产电影已经成为票房的主要贡献者。

表 6：2023 年中国电影票房排行榜及世界电影排行榜

中国票房排行榜			世界票房排行榜		
排名	影片	票房（亿人民币）	排名	影片	票房（亿美元）
1	满江红	45.44	1	Barbie	14.42
2	流浪地球 2	40.29	2	The Super Mario Bros. Movie	13.62
3	孤注一掷	38.48	3	Oppenheimer	9.51
4	消失的她	35.23	4	Guardians of the Galaxy Vol. 3	8.46
5	封神第一部	26.34	5	Fast X	7.05
6	八角笼中	22.07	6	Spider-Man: Across the Spider-Verse	6.91
7	长安三万里	18.24	7	满江红	6.49
8	熊出没·伴我“熊芯”	14.95	8	流浪地球 2	5.76
9	坚如磐石	13.49	9	The Little Mermaid	5.70
10	人生路不熟	11.84	10	Mission: Impossible - Dead Reckoning	5.68

资料来源：猫眼专业版 APP, Box Office Mojo, 山西证券研究所

伴随电影市场秩序恢复，我国电影市场规模有望实现较快增长。据普华永道《2023-2027 媒体行业展望》，中国电影票房收入在 2022 年至 2027 年的复合增速将达到 23.77%，且 2027 年票房收入将达到约 132 亿美元、票房全球市占率上升至约 27% (vs2018 年约 24%)、年度观影人次将达到 18.32 亿人次。此外，中国电影票房收入将在约 2024-2025 年超越美国，中国也



将据此成为全球第一大电影市场。中国电影制造能力不断提升，影片供给增长稳定，电影基建不断完善，国际影响力逐步扩大，未来中国电影市场将回归稳定增长。

图 32：中国、美国电影票房收入对比（百万美元）



资料来源：普华永道《2023-2027 媒体行业展望》，
山西证券研究所

图 33：中国、美国观影人次对比（百万人次）



资料来源：普华永道《2023-2027 媒体行业展望》，
山西证券研究所

3.2 公司电影业务：乘势而起，因时而变

国内电影市场从复苏到增长可期，公司电影主业有望受益于这一行业趋势。此外，公司也在围绕电影市场变化，寻求新的业务开展模式，与时俱进，提升影院业务经营效率。公司电影业务主体为三块：影院放映、电影院线和电影发行。此外，公司还经营映前广告、场地广告、卖品等影院衍生业务。

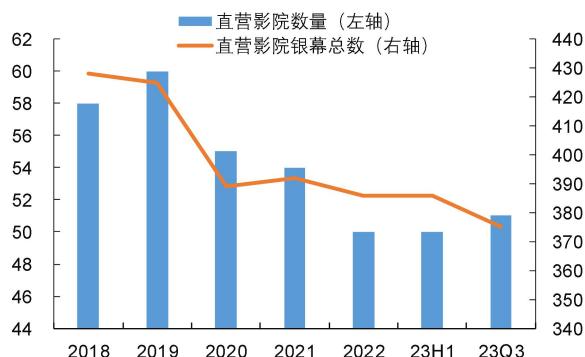
3.2.1 影院放映业务

公司影院放映业务收入主要源自旗下的直营影院 SFC 上影影城。截至 2023Q3 末，公司旗下直营影院数量共 51 家、银幕总数 375 块，自 2022 年以来均保持稳定。2023 年前三季度，公司直营影院票房收入 5.25 亿元、同比+137.2%、恢复至 2019 年同期的 82.2%，观影人次 1007 万、同比+126.8%、恢复至 2019 年同期的 72.8%。

2023 年以来，公司影院和银幕数量未显著增加，但是票房复苏明显，我们认为是受到电影行业复苏带动，单个影院、单块银幕产出明显增加。公司直营影院票房市占率常年维持在 1.1% 左右，2022 年受疫情冲击跌破 1%、降至 0.93%，2023 年前三季度又恢复至 1.15%。

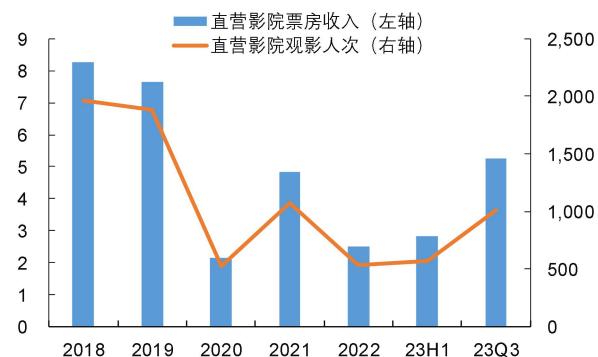


图 34：公司直营影院数量及银幕数（个）



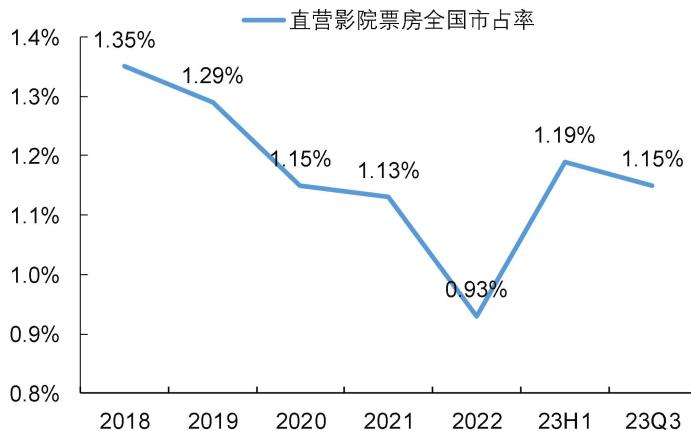
资料来源：公司 2018-22 年年报及 2023 年中报、三季报，山西证券研究所

图 35：公司直营影院票房及观影人次（亿元、万人）



资料来源：公司 2018-22 年年报及 2023 年中报、三季报，山西证券研究所

图 36：公司直营影院票房市占率

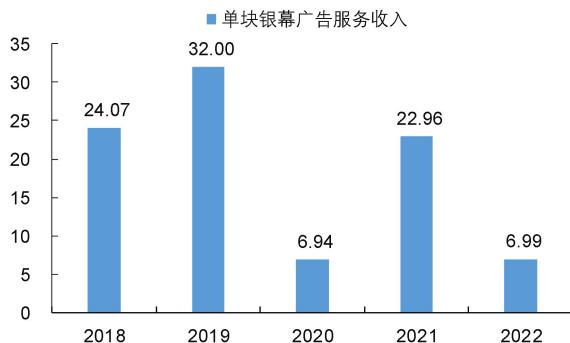


资料来源：公司 2018-22 年年报及 2023 年中报、三季报，山西证券研究所

此外，衍生业务方面，公司单块银幕的广告业务收入、单人次的卖品收入在非疫情的正常经营年份整体振幅不大，因此衍生业务收入还是与公司影院的扩张节奏直接相关。2018 年以来，单块银幕的广告服务年度收入在 23-33 万元之间，单人次的年度卖品收入在 3 元左右。

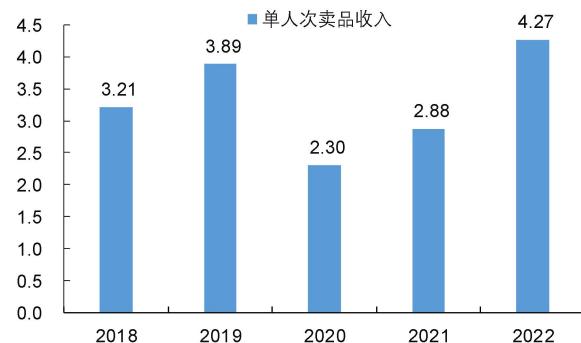


图 37：单块银幕广告服务收入（万元）



资料来源：公司 2018-22 年年报，山西证券研究所

图 38：单人次卖品收入（元）



资料来源：公司 2018-22 年年报，山西证券研究所

业务创新方面，公司以“影院+”为指导，主要措施包括提升影院利用效率和影城焕新。

首先是提升影院利用效率。公司在影院未排片时，积极与其他视频媒介合作，创造边际收益。2023 年 6 月，《时光代理人》第二季在 SFC 上影影城举行线下点映，来自全国各地的 5000 余名粉丝参与。此外，SFC 上影影城亦为影竞联盟成员之一，重要的电子竞技直播比赛，影院也会转播。比如 2023 年 11 月举行的英雄联盟 S13 总决赛，上影影城便为直播合作影院之一。

图 39：时光代理人在 SFC 进行线下点映



资料来源：SFC EVENTS，山西证券研究所

图 40：SFC 影城为 LOL S13 总决赛合作院线



资料来源：影竞联盟微信小程序，山西证券研究所

影城焕新方面，公司以“SHO”品牌重塑上海影城，并在业界引起较强反响。上海影城以影院为基础，积极探索 IP+业务模式。在焕新发布日当天，公司宣布投入 3 亿元用于支持文化产业前沿科技项目的孵化和落地，聚焦 AIGC、大数据、VR/MR/AR、元宇宙等技术，以及科技与 IP 融合的创新体验场景。上海影城定位于电影首映地+品牌首发地+艺术首秀地，焕新后



的上海影城 1 号厅升级为“上海杜比剧场”，能容纳千人，为亚洲首个杜比剧场。除电影放映业务外，上海影城还将周期性组织 SHO · 路演秀、行业高峰论坛、行业闭门会等活动，进一步提升影院利用效率。

图 41：上海影城全新升级

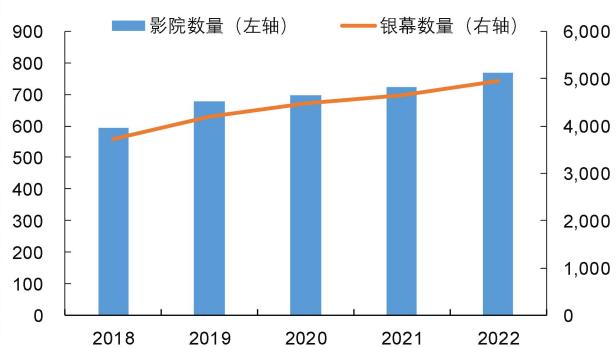


资料来源：上海电影官方微信，山西证券研究所

3.2.2 电影院线和发行业务

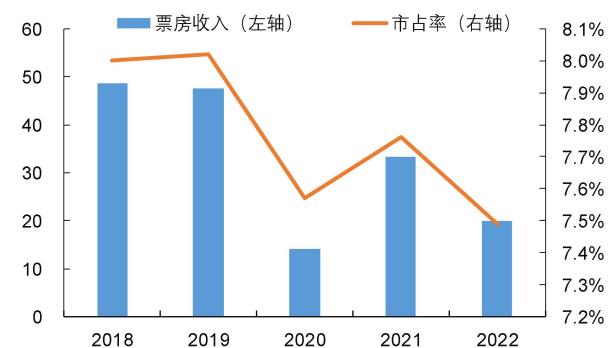
公司院线及发行业务与电影市场整体复苏节奏大致接近。公司旗下联和院线下属影院数量和银幕数量稳步增长，市占率保持 7%-8% 区间。伴随电影市场整体复苏，院线及发行业务料将为公司收入增长提供助力。

图 42：联和院线下属影院和银幕数（个）



资料来源：公司 2018-22 年年报，山西证券研究所

图 43：联和院线票房收入及市占率（亿元）



资料来源：公司 2018-22 年年报，山西证券研究所

4. 投资建议

4.1 盈利预测

核心假设：

1) 电影放映业务：我们预计公司影院数量未来小幅增加，而单个影院票房收入在电影市场复苏下呈现较快增长。预计 2023 年至 2025 年公司电影放映业务收入分别为 5.86 亿元、6.96 亿元及 8.18 亿元，同比+123.8%、+18.6% 及 +17.6%，增速与电影市场整体大致接近。

2) 电影发行业务：我们预计电影市场秩序恢复下，公司发行业务增速保持平稳。2023 年至 2025 年公司电影发行业务收入分别为 0.57 亿元、0.63 亿元及 0.69 亿元，同比+185.5%、+10.0% 及 +10.0%。

3) 广告服务收入：非疫情的正常经营年份单块银幕广告服务收入基本处于 20-30 万元区间，2023 年至 2025 年，我们预计这一数据将逐年由 22 万元³恢复至 24 万元。此外，伴随公司影院数量小幅增加，银幕总数也将小幅增加。因此，预计 2023 年至 2025 年广告服务收入分别为 0.84 亿元、0.90 亿元及 0.97 亿元，同比+211.7%、+6.6% 及 +8.4%。

4) 卖品收入：卖品收入与影院人流量直接相关。鉴于电影市场复苏，我们预计票房收入增长将主要由观影人次增长带动，因此观影人次与票房收入增速应大致接近。此外，我们预计人均消费将小幅提升。如此则卖品收入增速略高于放映收入。预计 2023 年至 2025 年卖品收入分别为 0.40 亿元、0.49 亿元及 0.59 亿元，同比+130.6%、+21.6% 及 20.5%。

5) 其他主营业务：大 IP 开发业务是主要增量。预计 2023 年至 2025 年，大 IP 开发业务收入分别为 0.6 亿元、2.3 亿元及 3.6 亿元，带动其他主营业务收入分别增长至 0.96 亿元、2.66 亿元及 3.96 亿元，同比+166.7%、+177.1% 及 +48.9%。

在上述假设下，我们预计 2023 年至 2025 年营业收入分别为 8.77 亿元、11.79 亿元及 14.58 亿元，同比+138.0%、+34.5% 及 +23.7%。

我们假设各主营业务的毛利率与过去非疫情正常经营的四个年度⁴平均值大致接近，但其他主营业务在大 IP 业务占比提升下毛利率有所提升。预计 2023 年至 2025 年公司毛利率分别为 22.6%、31.2% 及 34.0%。

³ 参考 2021 年数据。

⁴ 即 2017 年、2018 年、2019 年及 2021 年。



我们假设公司费用率与过去非疫情正常经营的四个年度⁵平均值大致接近。预计 2023 年至 2025 年公司归母净利润分别为 1.59 亿元、2.86 亿元及 3.74 亿元，同比扭亏、+79.7% 及 +30.8%。

表 7：公司分部业务收入及净利润预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电影放映	506	262	586	696	818
yoy	126.9%	-48.2%	123.8%	18.6%	17.6%
电影发行	48	20	57	63	69
yoy	200.0%	-58.3%	185.5%	10.0%	10.0%
广告服务收入	90	27	84	90	97
yoy	233.3%	-70.0%	211.7%	6.6%	8.4%
卖品收入	31	23	53	65	78
yoy	158.3%	-25.8%	130.6%	21.6%	20.5%
其他主营业务	56	36	96	266	396
yoy	75.0%	-35.7%	166.7%	177.1%	48.9%
其中：大 IP 开发业务			60	230	360
yoy			-	283.3%	56.5%
营业收入	731	368	877	1179	1458
yoy	136.6%	-49.7%	138.2%	34.5%	23.7%
毛利率	10.1%	-10.7%	22.6%	31.2%	34.0%
归母净利润	22	-335	159	286	374
yoy	105.1%	-1630.7%	147.6%	79.7%	30.8%

资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 投资建议

大 IP 开发业务增长较快。公司旗下 IP 储备丰富，且多为大师级主创团队创作的经典 IP，角色丰满、故事线丰富、世界观完备，因此流传度较广、受众众多。我们认为公司拥有的这类好的 IP 能够穿越时间，持续发挥自身价值。2023 年以来，公司确立“IP+商品化授权”、“IP+游戏互动”及“IP+营销授权”三大 IP 业务开展模式，收效良好。展望未来，我们预计公司 IP 扩容、IP 开发和 IP 焕新将逐步形成新的催化，带动公司 IP 开发业务持续向好发展。

电影业务稳步复苏。美国、日本等国际电影市场发展表明，疫后电影市场复苏有持续动力。据普华永道预计，在市场秩序恢复、内容供给增长背景下，未来 5 年我国电影票房收入复合增

⁵ 即 2017 年、2018 年、2019 年及 2021 年。

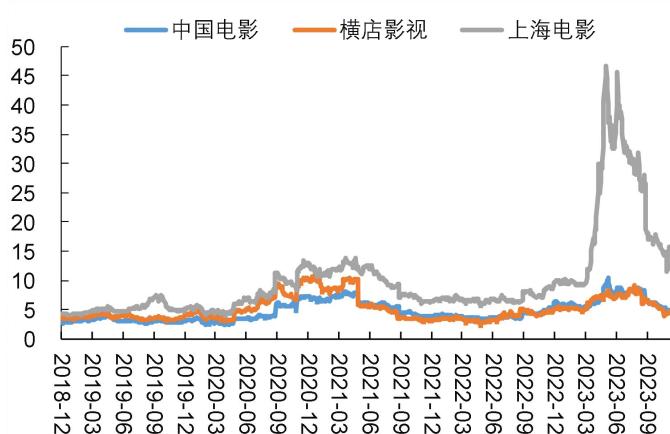
速将超 20%。2023 年以来，公司影院放映业务及影院衍生品业务均呈现复苏趋势。展望未来，我们预计在电影市场复苏带动下，及公司提效经营背景下，公司电影业务将稳步复苏，复苏节奏与市场整体基本一致。

集团优质资源赋能。公司是上影集团旗下唯一上市公司，自公司设立以来，集团倾注了大量资源，包括最开始的放映及发行相关资产，以及 2023 年公司收购的上影元文化等。上影集团旗下资产和遍及电影全产业链，代表资产包括上海电影制片厂、上海美术电影制片厂及上海译制片厂等，将来亦能够和上市公司相关业务发生较大的协同效应。

鉴于公司业务未来将由电影主业和大 IP 开发业务双轮驱动，且这两项业务差异较大，因此公司估值采用分部估值较合适。

对于电影主业，我们以中国电影（国内电影龙头公司之一，主营制片、放映、发行等业务）、横店影视（电影区域龙头，主营电影放映和制片等业务）为可比公司。就三家公司的历史 PS (TTM) 估值比较，我们可以发现上海电影估值略高于可比公司，我们认为公司具有的股东优势和区位优势给这种估值溢价提供了支撑。近 5 年以来，即使不考虑公司 IP 业务公告后的估值提升，公司 PS (TTM) 均值约为可比公司的 1.5x。出于谨慎考虑，我们认为公司 2024E PS 达到可比公司均值的 1.3x 是较为稳妥的。

图 44：可比公司 PS (TTM) 对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 8：可比公司估值对比

代码	公司名称	总市值（亿元）	PS (TTM)		
			2023E	2024E	2025E
600977.SH	中国电影	236.92	3.83	3.14	2.67
603103.SH	横店影视	112.76	4.24	3.74	3.41
	可比公司均值	-	4.04	3.44	3.04

资料来源：Wind，山西证券研究所。数据截至 2023.12.3

对于大 IP 开发业务，由于 A 股并没有完全可比的公司，我们选取同样经营 IP 业务的 H 股公司泡泡玛特为可比公司。泡泡玛特当前市值约 310.1 亿港币、约 282.3 亿人民币，其 2022 年报显示，公司 12 个自有 IP 收入占比 65.0%、25 个独家 IP 收入占比 13.9%、56 个非独家 IP 收入占比 11.9%，对应单个自有 IP 市值约 15.3 亿人民币、单个独家 IP 市值约 1.6 亿人民币、单个非独家 IP 市值约 0.6 亿人民币。与泡泡玛特相比，我们认为公司旗下 IP：1) 投入新的商业化运营，可能需要面临再开发等情形，需要重新增加投入，因此毛利率可能会降低；2) 公司 IP 业务伊始，未来 IP 业务还需面临较多不确定性。出于谨慎考虑，我们认为公司旗下动画独占 IP 单个市值 5 亿元、真人影视独占 IP 单个市值 1 亿元、非独占 IP 单个市值 0.5 亿元，公司 IP 业务带来的市值增长空间较为可观。

综上，我们预计公司市值仍有较大增长空间。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示

IP 开发业务进度不及预期。当前我国 IP 相关商品和服务品类众多，各类 IP 层出不穷，公司 IP 商业化运营尚在起步阶段，目前仅有少数 IP 投入运营，后续面临的不确定性依然较大。如果公司 IP 开发业务发展不如预期，公司业绩增速亦将低于预期。

新 IP 开发成果不及预期。公司现有 IP 储备多为之前美影厂和集团旗下的经典 IP，目前仅《中国奇谭》系列为影响力较大的新 IP。如果公司后续新 IP 开发成果不及预期，公司 IP 运营业务的持续性将受到负面影响。

国内电影市场复苏不及预期。电影消费亦属于可选消费类别，2023 年以来我国电影市场复苏有赖于疫情影响消除和影片供给充足等因素。如果未来居民在电影上的消费减少，电影市场整体市场规模缩减，公司电影主业亦将受到负面影响。

公司电影业务收入市占率下滑的风险。我国电影市场发展逐步趋于成熟，竞争日趋激烈，如果公司电影主业市占率下滑，公司电影主业收入增速将低于预期。



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1567	1456	1396	1664	1959
现金	1021	1258	828	983	1171
应收票据及应收账款	160	95	234	314	389
预付账款	11	10	25	33	41
存货	2	3	5	7	8
其他流动资产	373	89	304	327	350
非流动资产	1893	1450	1907	2114	2290
长期投资	153	122	294	338	387
固定资产	106	57	127	153	160
无形资产	44	42	39	35	31
其他非流动资产	1591	1229	1446	1588	1712
资产总计	3461	2906	3302	3778	4248
流动负债	624	620	741	873	1031
短期借款	15	10	10	11	12
应付票据及应付账款	204	186	309	369	438
其他流动负债	405	424	422	493	582
非流动负债	794	611	710	764	685
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	794	611	710	764	685
负债合计	1418	1231	1450	1637	1717
少数股东权益	112	101	118	133	153
股本	448	448	448	448	448
资本公积	755	755	755	755	755
留存收益	490	155	332	634	1028
归属母公司股东权益	1931	1575	1734	2007	2379
负债和股东权益	3461	2906	3302	3778	4248

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	731	368	877	1179	1458
营业成本	657	408	679	810	962
营业税金及附加	1	1	4	6	7
营业费用	7	5	13	16	19
管理费用	81	73	88	106	131
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	14	11	-31	-27	-32
资产减值损失	-17	-221	0	0	0
公允价值变动收益	-8	-24	36	40	44
投资净收益	30	-6	15	16	18
营业利润	26	-338	213	364	479
营业外收入	5	7	1	1	2
营业外支出	15	4	1	1	2
利润总额	17	-335	213	364	479
所得税	3	12	36	63	85
税后利润	14	-347	177	301	394
少数股东损益	-8	-12	18	15	20
归属母公司净利润	22	-335	159	286	374
EBITDA	74	-301	257	449	590

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	136.4	-49.6	138.0	34.5	23.7
营业利润(%)	105.8	-1381.8	162.8	71.4	31.4
归属于母公司净利润(%)	105.1	-1630.7	147.6	79.7	30.8
盈利能力					
毛利率(%)	10.1	-10.7	22.6	31.2	34.0
净利率(%)	3.0	-90.9	18.2	24.3	25.7
ROE(%)	0.7	-20.7	9.6	14.1	15.6
ROIC(%)	-0.4	-16.4	6.3	10.1	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	41.0	42.4	43.9	43.3	40.4
流动比率	2.5	2.3	1.9	1.9	1.9
速动比率	2.4	2.3	1.8	1.8	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	4.2	2.9	5.3	4.3	4.2
应付账款周转率	2.4	2.1	2.7	2.4	2.4
估值比率					
P/E	405.5	-26.5	55.7	31.0	23.7
P/B	4.6	5.6	5.1	4.4	3.7
EV/EBITDA	114.8	-28.0	33.4	18.9	14.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

