



买入 (首次)

所属行业: 传媒/影视院线
当前价格(元): 22.59

证券分析师

马笑

资格编号: S0120522100002

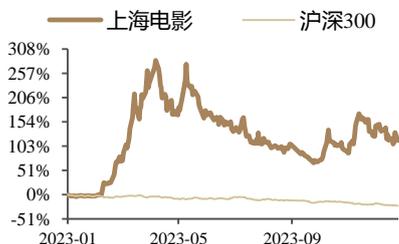
邮箱: maxiao@tebon.com.cn

研究助理

王梅卿

邮箱: wangmq@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.22	4.68	24.39
相对涨幅(%)	-13.86	14.79	32.70

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

上海电影(601595.SH)首次覆盖: 背靠上影集团, IP 业务繁花盛开

投资要点

- 以内容为基础, 延伸下游 IP 运营业务, 增厚营收空间。**23 年 3 月, 公司发布公告称, 将收购上影集团所持有上影元文化 51% 股权, 转让价格为人民币 6,120.24 万元。上影元文化由上影集团和上海美术电影制片厂共同出资成立, 拥有 60 多个知名影视 IP 的运营权, 包括《中国奇谭》《大闹天宫》《葫芦兄弟》《哪吒闹海》《黑猫警长》《邋遢大王奇遇记》等。**展望未来, 上影元将在多个方面进行发力:**
 - 1) 打造 IP 宇宙:** 未来上影集团会推出覆盖全产业链的“奇谭宇宙”。目前《中国奇谭》第二季已经完成了所有的前期筹备工作;《小妖怪的夏天》大电影已经完成了前期开发。
 - 2) IP+艺术:** 官宣与多位艺术家的合作, 未来将持续发掘有创造力的艺术家。
 - 3) IP+AIGC:** AIGC 新浪潮下, 打造了上影知名 IP 葫芦娃, 小猪妖以及上影著名电影艺术家谢晋的数字人形象。
 - 4) IP+文旅:** 上影元与国贸地产商产文旅公司签署了战略合作深化协议。以厦门园博苑为起点, 继续探索“IP+文旅”的创新模式。此外, 上影新视野基金与上海电影艺术中心, 共同发起了“文创+科创”加速器计划, 将在未来 3 年内投入 3 亿资金, 支持文化产业前沿科技项目的孵化和落地, 将重点关注文化产业链上下游的创新型企业, 包含 AIGC、大数据、web3.0、VR/AR/MR、“元宇宙”等前沿科技, 以及科技与 IP 融合的创新体验场景。**商业化方面,**
 - 1) IP 衍生品:** 伴随《中国奇谭》的播出, 根据久谦数据, 23 年 1 月天猫上美影旗舰店的销售额达到将近 60 万, 其中小妖怪的夏天冰箱贴单月销售额约 9 万元。**IP 带来的衍生品商业化前景广阔,**一方面, 经典 IP 维持基本盘, 另一方面, 有望伴随新 IP 的推出或老 IP 的翻新, 阶段性产生热度, 推高销量, 贡献增量。
 - 2) IP 授权:** 游戏方面有望成为 IP 商业化的核心领域, 卡通人物的形象/地图场景与游戏天然契合, 可与游戏进行联动。此外, 基于《葫芦兄弟》IP 官方授权的《葫芦娃大作战》, 为国风 Roguelike 手游, 游戏创新融合了卡牌战斗、棋盘塔防。游戏于 23 年 12 月初正式上线, 截至 24 年 1 月初排名微信畅销小游戏 30 名。参考腾讯游戏频道公众号, 优质 IP 授权游戏的流水分账比例约为 5%-10%, 有望为公司进一步贡献业绩弹性。
- 院线影院集中度提升, 公司作为龙头有望受益。**传统院线影院方面, 展望 2024 年, 我们认为:
 - 1) 国产影片持续发力, 有望形成优质内容供给与观影需求的正向循环;
 - 2) 短视频等新媒体渠道的宣发以及话题讨论进一步带动非核心观影人群的需求;
 - 3) 下游院线影院集中度提高, 利好龙头企业。**院线业务方面,**2023 年, 公司下属联和院线累计实现票房 44.83 亿元 (含服务费), 同比增长 105.90%, 市占率为 8.28%, 较 2022 年同期提升 1.01pct。**上影元将与联和院线 774 家影院深度合作, 重塑影院逻辑下“人、货、场”的新潮玩法。****直营影院方面,**2023 年, 公司直营影院累计实现票房 6.32 亿元 (含服务费), 同比 2022 年增长 129.71%; 市占率为 1.17%。SFC 上影影城通过投资巨幕厅, 尝试气味厅等方式, 不断加强自身影厅竞争力, 有望进一步提升高端影院的票价。
- 盈利预测与投资建议:** 我们认为, 公司电影相关业务有望稳步增长, 一方面, 受益于行业的持续复苏; 另一方面, 在行业集中度提升的背景下, 公司院线与影院的市占率有望提升, “IP+影院”新模式有望进一步增加客流量。同时, 后续《小妖怪的夏天》大电影以及《中国奇谭 2》的上线, 有望增加上影元收入。此外, 伴随公司 IP 的运营与商业化, 有望逐步开始贡献收入, 包括 IP 授权、IP 衍生品等。预计 23-25 年, 公司营业收入为 8.04/10.86/12.86 亿元, 同比 118%/35%/18%; 归母净利润 1.59/2.64/3.70 亿元, 同比扭亏为盈/66%/40%。公司 24 -25 年对应 PE 为 38.38/27.34 倍。公司是院线行业龙头, 且 IP 与 AI 赋能有望给予公司长期成长性。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。
- 风险提示:** 商业化不及预期, 受经济周期影响的风险, 行业政策变化风险等。

股票数据

总股本(百万股):	448.20
流通 A 股(百万股):	448.20
52 周内股价区间(元):	10.08-40.42
总市值(百万元):	10,124.84
总资产(百万元):	2,967.56
每股净资产(元):	3.67

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	731	368	804	1,086	1,286
(+/-)YOY(%)	136.4%	-49.6%	118.3%	35.1%	18.4%
净利润(百万元)	22	-335	159	264	370
(+/-)YOY(%)	105.1%	-1630.7%	147.6%	65.5%	40.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.05	-0.75	0.36	0.59	0.83
毛利率(%)	10.1%	-10.7%	23.8%	30.5%	34.4%
净资产收益率(%)	1.1%	-21.3%	9.5%	13.6%	16.0%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 背靠上影集团，打造院线龙头	6
1.1. 布局电影发行放映全产业链的电影企业	6
1.2. 公司由国有法人控股，大股东持股比例稳定	6
1.3. 营业收入逐步恢复，管理费用下降显著	8
1.4. 公司管理层相关经验丰富	10
2. 布局发行放映产业链的老牌电影企业	11
2.1. 行业：疫后复苏强劲；行业集中度提升利好龙头	11
2.2. 院线经营业务：联和院线保持行业龙头，加盟影院逆势扩张	13
2.3. 影院经营业务：主要目标一二线城市，有望随疫后复苏经营改善	14
2.4. 电影发行业务：三三制战术	16
3. 以内容为基础，延伸下游 IP 运营业务，增厚营收空间	17
3.1. 国内 IP 市场有望增长，动漫 IP 仍有较大空间	17
3.2. 收购上影元文化，有望通过 IP 运营与商业化进一步增厚业绩	19
3.2.1. IP 打造与运营	20
3.2.2. IP 商业化	21
4. 盈利预测	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司实控人为上海国资委 (截至 23Q3)	7
图 3: 上影集团部分子公司 (截至 23/12)	7
图 4: 部分上美影动画作品	8
图 5: 2023Q1-3 实现营业收入 6.29 亿元, 同比增长 88.24%	9
图 6: 电影放映收入占总营业收入比重较大 (单位: %)	9
图 7: 电影发行毛利率显著上升, 22 年达到 72.58% (单位: %)	9
图 8: 2019-2023Q1-3, 公司管理费用持续下降	10
图 9: 2023 年前三季度归母净利润 1.2 亿元	10
图 10: 电影行业各环节及分账比例	11
图 11: 2019 年-2023 年全国总票房 (亿元)	12
图 12: 2018 年-2023 年影投市场集中度 (%)	12
图 13: 2023 年新建影院 857 家	12
图 14: 2023 年新建银幕数量 4880 块	12
图 15: 2023 年特效厅数量已达 9520 个	13
图 16: 2023 年特效厅全年票房 111.4 亿, 占比达到 20.3%	13
图 17: 公司院线以加盟影院为主, 资产联结影院占比逐渐降低	13
图 18: 联合院线旗下银幕数逆势扩张, 2023 年超 5100 块	14
图 19: 2023 年, 联和院线累计实现票房 44.83 亿元 (含服务费), 市占率为 8.28%, 超越疫情前	14
图 20: 2023 年公司直营影院票房大幅增长	15
图 21: 直营影院数量维持在 50 家左右	15
图 22: 23 年直营影院票房市占率基本恢复至疫情前水平	15
图 23: 公司直营影院主要分布在一二线城市 (截至 24/1/5; 单位: 家)	15
图 24: 2022 年电影发行收入 0.20 亿元, 同比下降 58.3%	17
图 25: 2022 年, 我国文娱 IP 市场规模 4656.2 亿元, 同比下降 5.7%	17
图 26: 2022 年, 原生类型为影视的 IP 占比达 22%	18
图 27: 2022 年, 游戏、影视与玩具是 IP 营收的主要途径	18
图 28: 美国为 IP 原产地的衍生品收入与内容收入之比约为 4 倍	18
图 29: 我国以动漫 IP 授权商品为主的娱乐/人物授权商品零售额 2020 年已超过 80 亿美元	19
图 30: 《中国奇谭》第二季作品概念图	20

图 31:《小妖怪的夏天》大电影概念图	20
图 32:《中国奇谭》IP 衍生品	22
图 33: 近一年天猫上美影旗舰店销售额 (单位: 万元)	22
图 34:《葫芦娃大作战》	24
表 1: 公司管理层简介	10
表 2: 上影元 IP	19
表 3: 中国奇谭 IP 在多领域与知名品牌达成合作	22
表 4: 上影 IP 游戏联动	23
表 5: 收入预测 (单位: 亿元)	24
表 6: 可比公司估值	24

1. 背靠上影集团，打造院线龙头

1.1. 布局电影发行放映全产业链的电影企业

1994年10月，公司前身东方发行成立，主要从事电影发行业务。上海电影成立于2012年7月，经中共上海市委宣传部批准，上海电影有限公司与上海精文投资有限公司作为发起人将上海东方影视发行有限责任公司进行整体改制并在上海注册成立。2013年11月，子公司天下票仓成立并提供网络平台经营影院网络代理售票业务。2016年8月，上海电影于上海证券交易所完成IPO上市。2023年5月，上海电影完成收购上影集团旗下上影元文化科技51%股权，丰富公司IP储备。

公司形成了以影院及渠道运营为“第一赛道”、以电影及内容宣发为“第二赛道”、以大IP开发为“第三赛道”的战略，收购上影元文化并将其并表是公司发展大IP开发的重要布局之一。

图 1：公司发展历程

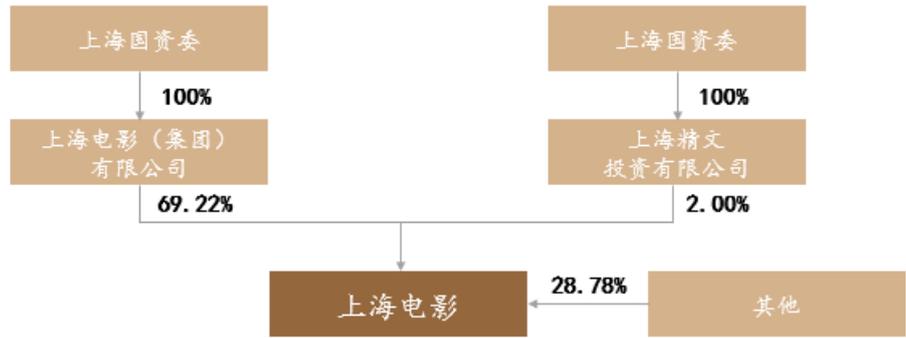


资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

1.2. 公司由国有法人控股，大股东持股比例稳定

公司由上海电影（集团）有限公司控股，为国有法人，持股比例 69.22%。上海电影的实际控制人为上海国资委，第一大股东为上影集团，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。

图 2：公司实控人为上海国资委（截至 23Q3）

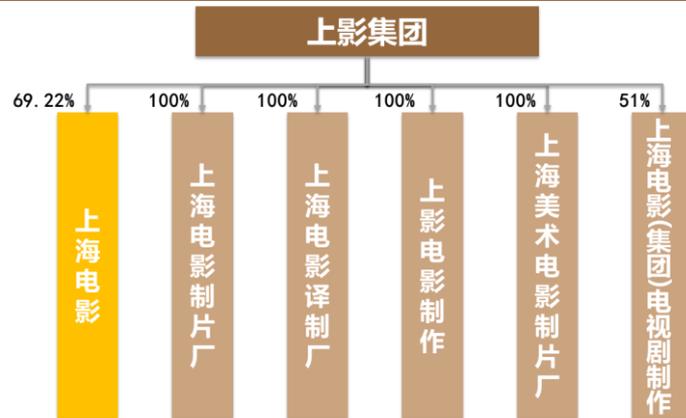


资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

上影集团旗下拥有上影厂、上美影、上海译制厂等中国老牌影视企业，70 余年间积淀了 870 多部电影、600 多部（集）动画、1500 余部译制片等丰厚内容资源。

控股股东整合内部资源，于 2023 年 5 月进行股权转让，上海电影收购上影集团所持有的上影元文化 51% 股权，获得包括《中国奇谭》《大闹天空》等 60 部 IP 的许可授权。凭借上影厂、上美影在内容方面的长期积累，公司有望在发行、院线端以及 IP 衍生等方面与兄弟公司充分协同。

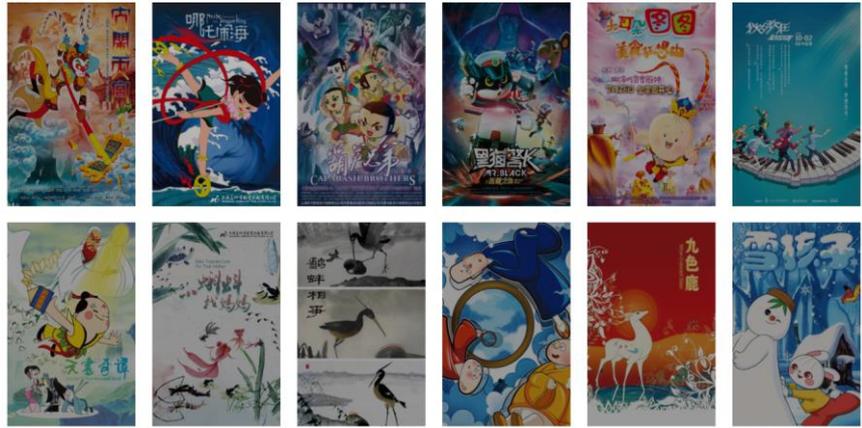
图 3：上影集团部分子公司（截至 23/12）



资料来源：iFind，德邦研究所

上美影成立于 1957 年 4 月，是中国历史悠久、片库量丰富、知识产权众多的国有动画企业，创作了《大闹天宫》、《小蝌蚪找妈妈》、《黑猫警长》、《葫芦兄弟》、《大耳朵图图》等 500 多部伴随了几代中国人成长的经典作品。

图 4：部分上美影动画作品



资料来源：上美影公司官网，德邦研究所

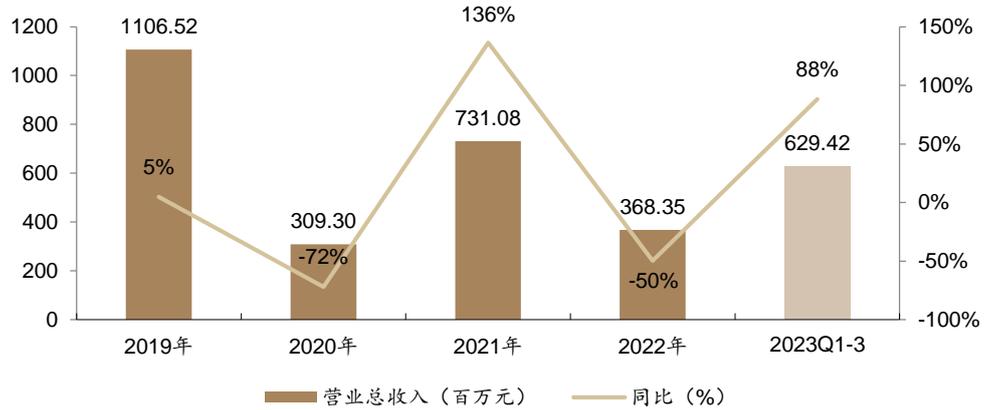
“民族化”的审美与思想，铸就中式动画厂牌，如今上美影结合“新中式”审美与当代价值共鸣再出发。1957 年成立的时候，首任厂长特伟提出的创作目标是“探民族风格之路”。1) 审美：创造了无数个中国动画史的“第一次”，剪纸片《猪八戒吃西瓜》、水墨片《小蝌蚪找妈妈》、彩色长片《大闹天宫》等等，以及木偶、皮影、泥塑等等元素熔于一炉。2) 思想：《大闹天宫》《西游记》等等讲述英雄、孝道的作品，深度结合了彼时观众的价值认同，甚至一直影响到了今天的流行文化。

《中国奇谭》的成功，得益“中国传统+当代共鸣”，与上美影的文化积淀一脉相承，未来有望推出更多优秀作品。审美方面，《中国奇谭》其实更接近一种“新中式”审美。比如《小妖怪的夏天》是二维手绘加水墨山水背景，《鹅鹅鹅》则是水墨写意与黑白默片的结合，甚至还给人物抹上了巴斯特·基顿的黑眼圈。思想方面，取材于《西游记》的《小妖怪的夏天》，引发了当代“打工人”的普遍共鸣；以《鹤笼书生》故事为原型的《鹅鹅鹅》，对爱与欲望形而上的人性探讨。

1.3. 营业收入逐步恢复，管理费用下降显著

2023Q1-3 实现营业收入 6.29 亿元，同比增长 88.24%；归母净利润 1.25 亿元，同比扭亏为盈。2023 年 Q3 收入已超过 2021 年同期水平。2022 年营业收入 3.68 亿元，同比下降 49.62%；归母净利润-3.35 亿元，同比下降 1,630.74%。2022 年营业收入主要下降原因为行业受到疫情影响，年内上海地区影院停业数月，全国电影大盘同样远低于上年同期。

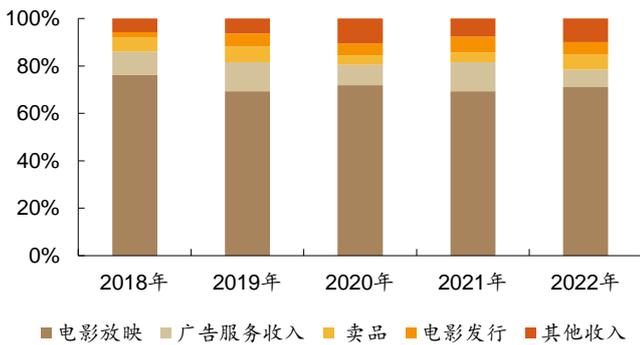
图 5: 2023Q1-3 实现营业收入 6.29 亿元, 同比增长 88.24%



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

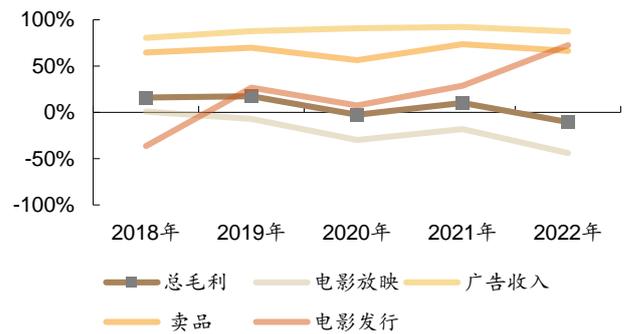
电影放映为公司的第一大核心业务, 占公司总营业收入约为 70%。2022 年电影放映收入达 2.62 亿元, 同比下降 48.28%, 主要原因是 22 年上海地区影院停业, 全国电影大盘亦远低于 2021 年; 卖品收入、广告收入、电影发行及其他收入均受到影院停业直接影响, 收入分别为 0.23 亿元、0.27 亿元、0.20 亿元和 0.36 亿元, 分别同比下降 24.73%、69.74%、59.17%和 35.14%。

图 6: 电影放映收入占总营业收入比重较大 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

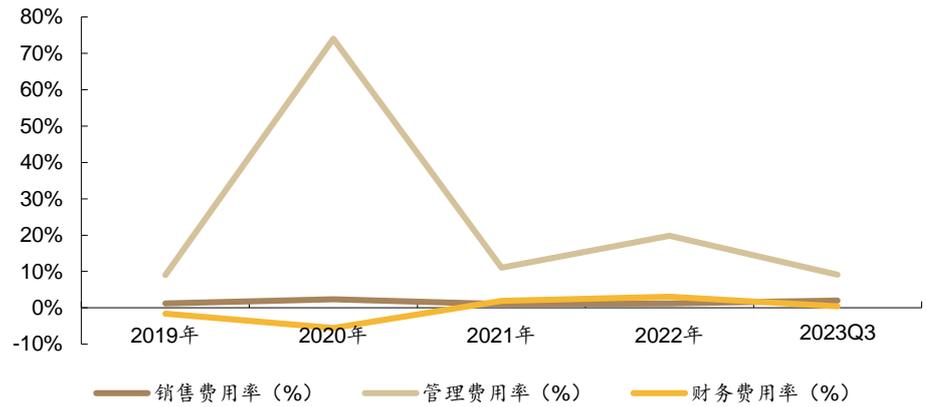
图 7: 电影发行毛利率显著上升, 22 年达到 72.58% (单位: %)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司降本增效效果显著, 管理费用持续下降。2023Q1-3 管理费用为 0.57 亿元, 管理费用率为 9.09%, 2022 年管理费用 0.73 亿元, 疫情前 2019 年整体管理费用体量接近 1 亿元。销售费用与主要经营业务电影放映成正相关, 2022 年费用为 0.05 亿元, 同比下降 39.01%。

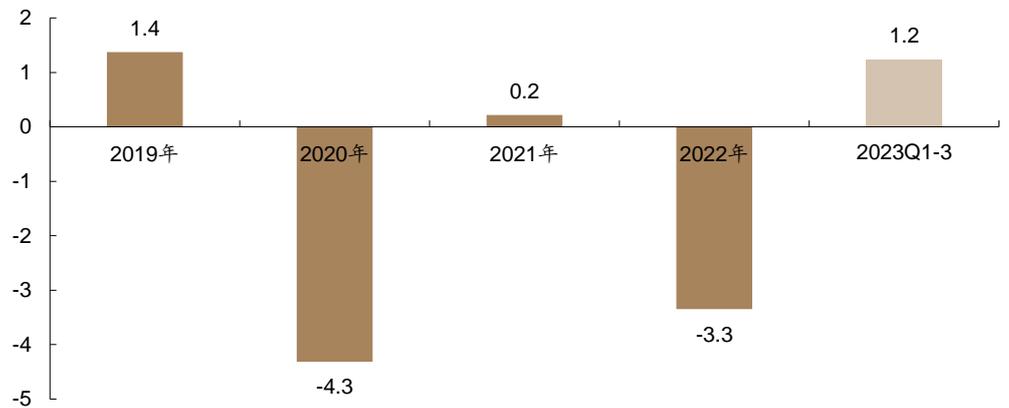
图 8: 2019-2023Q1-3, 公司管理费用持续下降



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

2023 年前三季度, 公司归母净利润 1.2 亿元, 同比扭亏为盈, 主要得益于电影行业的整体恢复。

图 9: 2023 年前三季度归母净利润 1.2 亿元



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

1.4. 公司管理层相关经验丰富

公司管理层深耕影视行业, 背景各异有望形成优势互补。董事长王健儿历任中共建德市委常委, 纪委书记, 宣传部长, 中共杭州市委外宣办(新闻办)主任, 市委宣传部副部长, 市网信办主任, 华数传媒党委书记, 董事长。

表 1: 公司管理层简介

姓名	职务	任职日期	学历	简介
王健儿	董事长, 董事	2020/05/29	硕士	历任中共建德市委常委, 纪委书记, 宣传部长, 中共杭州市委外宣办(新闻办)主任, 市委宣传部副部长, 市网信办主任, 华数传媒党委书记, 董事长。2018 年 1 月至 2019 年 10 月任上影集团党委副书记, 总裁。自 2019 年 10 月起任上影集团党委书记, 董事长
王隽	副董事长, 董事	2021/09/27	硕士	历任上海电影电视(集团)公司办公室副主任, 上海市广播电影电视局外事处副处长, 上海文化广播影视集团对外事务部主任, 中国上海国际艺术节中心总裁。自 2019 年 10 月起任上海电影(集团)有限公司党委副书记, 总裁。
戴运	董事、总经理	2018/07/26	硕士	曾就职于英国普瑞克投资集团金融财务部, 日本瑞穗证券株式会社上海代表处, 申银万国证券研究所, 申银万国证券股份有限公司投资银行部。自 2014 年 2 月起任公司战略发展部总监。自 2018 年 1 月起任公司副总经理, 2018 年 3 月起兼任公司董事会秘书, 2018 年 7 月起任公司董事。
吴嘉麟	董事	2021/09/27	硕士	历任上海平安娱乐财务部会计, 上海永乐股份经济运行部主管, 上影集团资产管理部主管、主任。自 2020 年 3 月起任上海电影(集团)有限公司投资管理部主任。自 2018 年 7 月起任公司监事。
杨莹	董事	2022/12/29	硕士	历任上海市徐汇区司法局法宣科副主任科员, 办公室副主任, 上海飞乐音响法务部法务经理, 副总经理, 总经理。自 2019 年 9 月起任上海精文投资法律事务部主任。
李早	董事、副总经理	2023/10/20	本科	历任上海上影大耳朵图影影视传媒市场营销总监, 执行制片人, 国视通讯影视栏目主编, 华闻糖心动漫投资

				副总经理，苏州舞之动画创投部总经理，制片人。2018年8月至2020年9月任上美影总经理(厂长)助理，市场营销部主任;2020年9月至2022年7月任上美影副总经理(副厂长);自2022年7月起任公司副总经理，自2023年6月起任上影元总经理。
丁伟晓	独立董事	2018/07/26	硕士	现任国浩律师集团上海律所合伙人，上海市华东政法大学律师学院特聘教授，上海国际仲裁中心仲裁员，上海市仲裁委员会仲裁员
施继元	独立董事	2018/07/26	博士	现任上海立信会计金融学院金融学院教授，上海金融学会理事
张新	独立董事	2018/07/26	博士	现任复旦大学管理学院会计学系副主任，副教授，博士生导师，复旦大学管理学院国际商务硕士(DDIM)项目学术主任

资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

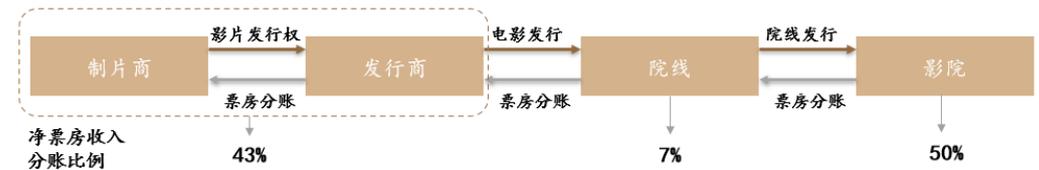
2. 布局发行放映产业链的老牌电影企业

公司形成了“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。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、影院投资、开发和经营、广告营销、技术服务等。

电影行业的上游是制片商和发行商，在票房收入在净收入基础上，分账比例约为43%。在发行业务过程中，公司一般通过代理发行佣金形式参与票房分账，一般采用一片一议的方式。对于预期票房市场前景较好的大制作影片，代理佣金费率往往较低，但有助于保持公司领先的市场地位，且最终收益亦较为可观；对于小制作的影片，通常要求取得全国独家发行权，且代理佣金比例会有所提高。

电影行业的下游包括院线和影院，院线的主要工作是对旗下的影院进行统一管理、统一排片、统一供片。院线分账比例约为7%，影院分账比例约为50%。签约加盟模式下，当多家院线都在争取某家优质影院加入时，院线往往会向影院让利，收取较低的分账比例。

图 10: 电影行业各环节及分账比例



资料来源: 万达影院招股说明书, 德邦研究所

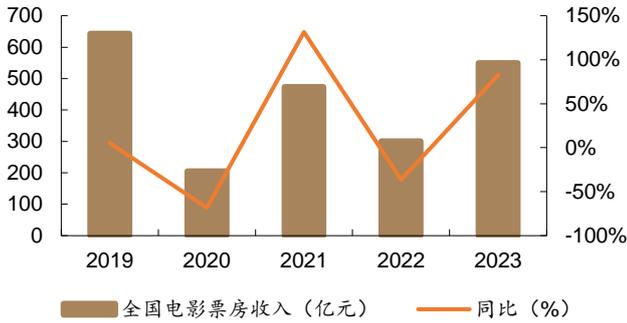
2.1. 行业: 疫后复苏强劲; 行业集中度提升利好龙头

疫情后中国电影行业迅速回暖，根据拓普数据，2023年中国内地电影市场总票房549.15亿，同比2022年增长83.5%，基本恢复至2017年水平。观影人次12.99亿，同比增长82.56%；放映场次1.31亿场，同比增长28.08%，作为疫情后的开局之年，创下影史终端放映数量的最高水平。

行业内部“洗牌”的节奏加快，头部院线公司有更多机会整合做强。影院票房集中度同比明显提升，2023年票房300万以上影院数量占比48%，较2022年的26%有明显增长。影投方面，23年市场集中度较疫情前有所增加，或主要

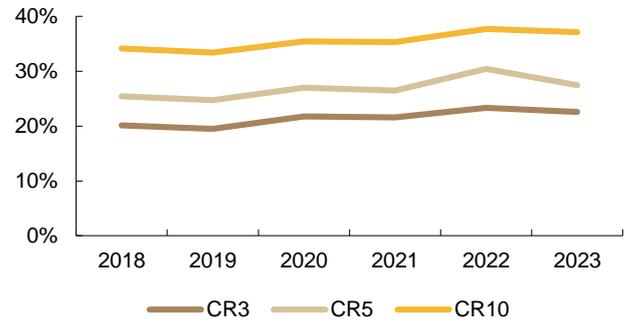
由于疫情带来的行业出清。院线方面，截至 24 年初全国共有 49 条城市院线，较 22 年减少 2 条。

图 11：2019 年-2023 年全国总票房（亿元）



资料来源：iFind，国家统计局，拓普数据，德邦研究所

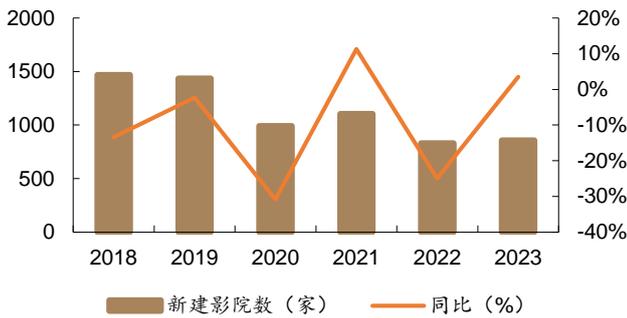
图 12：2018 年-2023 年影投市场集中度 (%)



资料来源：猫眼专业版，德邦研究所 注：2023 年截至时间为 12 月 25 日

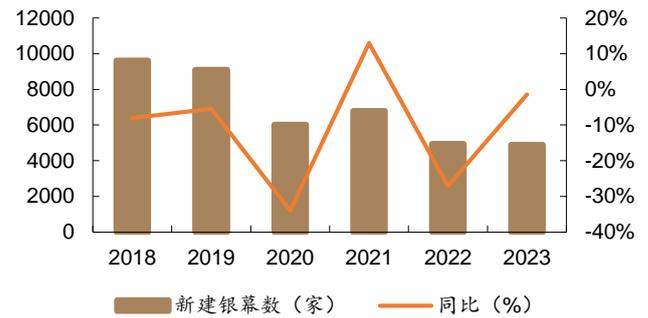
自 2020 年后，影院新建持续趋缓。2023 年在映影院数 1.28 万家，同比仅增长 1.1%。影院新建数量逐渐缩减，2023 年新建影院 857 家，同比 2022 年增长 3.5%，而 2018-2019 年，新建影院数量均超过 1400 家。2023 年新建银幕数量 4880 块，较 2022 年小幅减少 70 块，数量仅为 2019 年疫情前的 53.6%。

图 13：2023 年新建影院 857 家



资料来源：拓普数据，德邦研究所

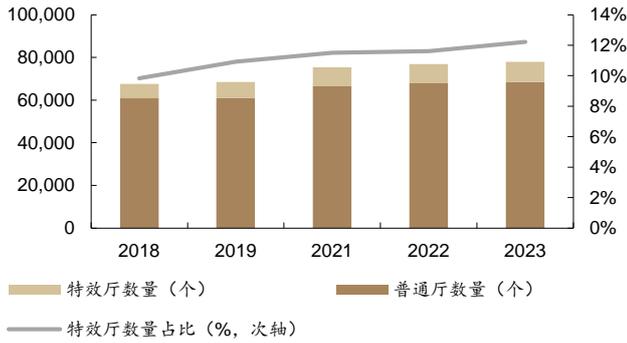
图 14：2023 年新建银幕数量 4880 块



资料来源：拓普数据，德邦研究所

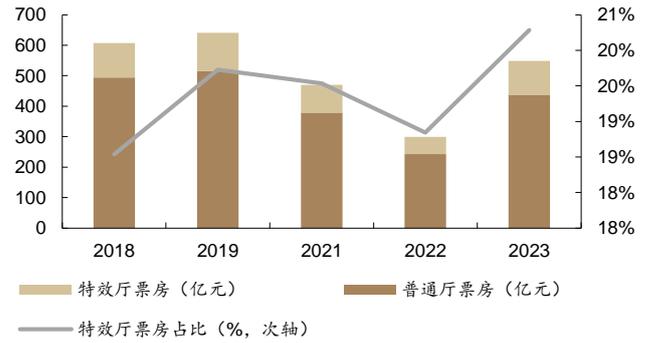
特效厅的占比逐年增加，影院逐步高端化，有望带动票价提升；特效厅在上座率和收益方面与普通厅保持着较高增益水平。2023 年特效厅数量已达 9520 个，占全国总影厅数的 12.2%。2023 年特效厅全年票房 111.4 亿，占比达到 20.3%，同比 2022 年大幅增长 97.5%。2023 年巨幕厅票房 79.68 亿，票房市占率保持高位，LED 厅票房同比增幅最为明显。

图 15: 2023 年特效厅数量已达 9520 个



资料来源: 拓普数据, 德邦研究所

图 16: 2023 年特效厅全年票房 111.4 亿, 占比达到 20.3%



资料来源: 拓普数据, 德邦研究所

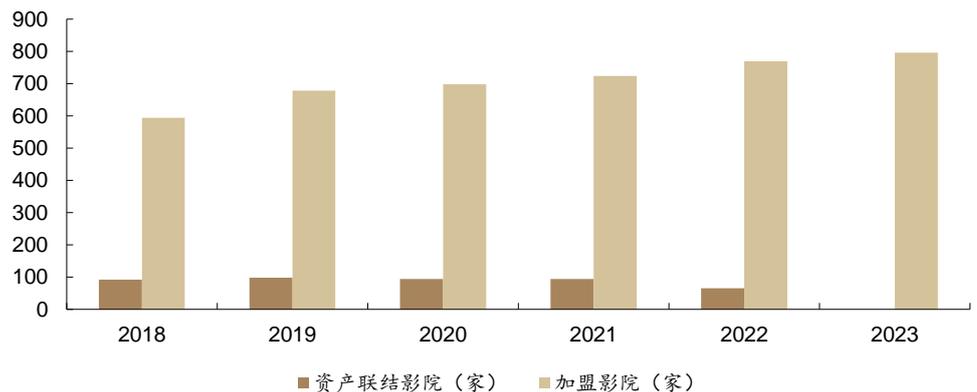
展望 2024 年, 我们认为: 1) 国产影片持续发力, 有望形成优质内容供给与观影需求的正向循环; 2) 短视频等新媒体渠道的宣发以及话题讨论进一步带动非核心观影人群的需求; 3) 下游院线影院集中度提高, 利好龙头企业。

2.2. 院线经营业务: 联和院线保持行业龙头, 加盟影院逆势扩张

公司下属联和院线是国内成立最早、规模最大的电影院线之一, 公司的加盟影院数量和票房规模始终保持业内领先地位。联和院线目前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。

2023 年, 公司下属联和院线累计实现票房 44.83 亿元 (含服务费), 同比增长 105.90%, 市占率为 8.28%, 较 2022 年同期提升 1.01pct, 已超越疫情前 2018-2019 年水平。截至 23 年底, 联和院线旗下加盟影院总数为 796 家, 银幕总数为 5,101 块。

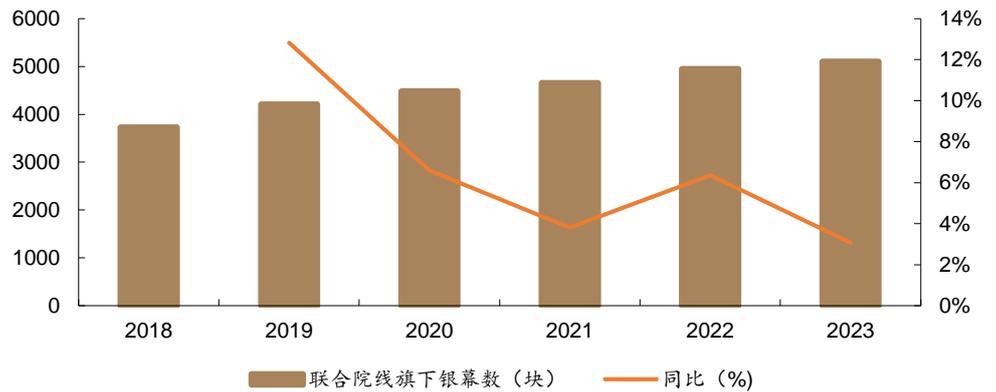
图 17: 公司院线以加盟影院为主, 资产联结影院占比逐渐降低



资料来源: 公司公告, 德邦研究所 注: 2023 年资产联结影院数量尚未披露

公司通过合理规划、深度挖掘市场潜力。一是通过多元化加盟定制方案来积极开拓新影院; 二是对存续影院进行资源整合, 通过存量影院转增、老影院新开优化项目等方式, 努力维持联和院线的市场规模并进一步提升院线质量。

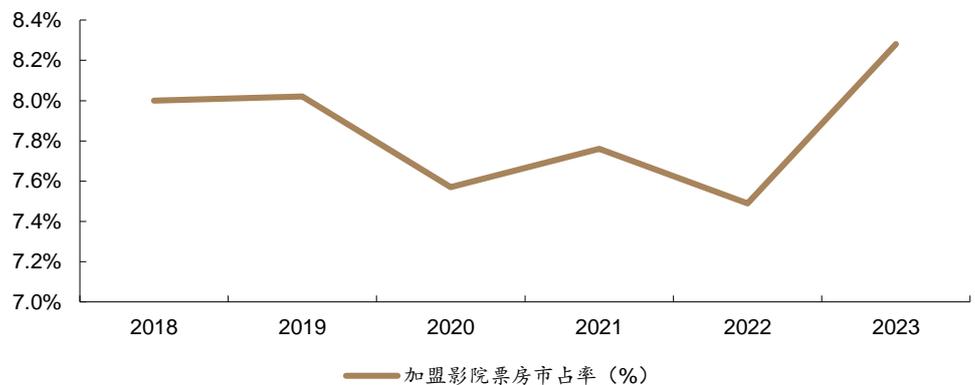
图 18: 联合院线旗下银幕数逆势扩张, 2023 年起 5100 块



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

2020-2022 年受疫情影响, 全国总票房收入波动较大, 公司加盟影院票房收入也随之波动, 但市占率整体呈较为稳定。2018-2022 年公司加盟影院票房收入市占率维持在 7%-9% 左右, 主要得益于两点原因: 1) 公司逆势布局影院, 持续增加银幕数量; 2) 公司院线旗下教育院线和农村院线进行了充分的结合, 积极为加盟影院提供包括片方及异业合作资源、广告营销资源、非票业务资源等增值服务, 与加盟影院形成更紧密的合作关系, 提升了其抗风险能力、提升行业影响力。

图 19: 2023 年, 联和院线累计实现票房 44.83 亿元 (含服务费), 市占率为 8.28%, 超越疫情前



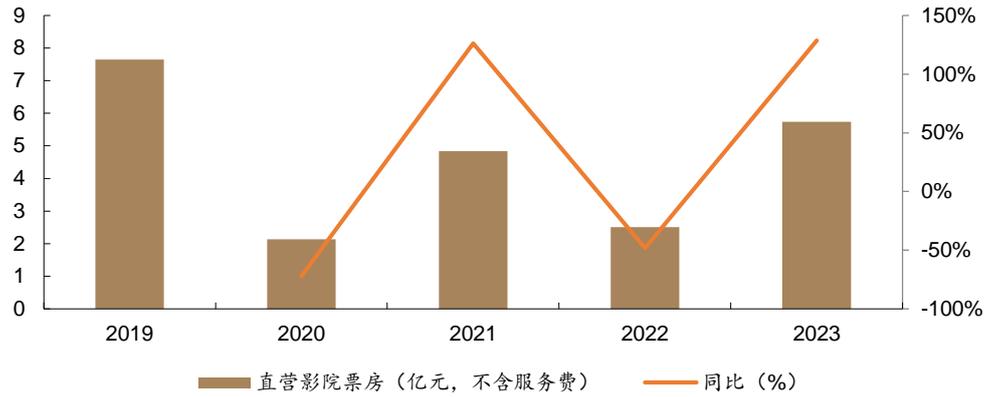
资料来源: 公司公告, 德邦研究所 注: 2019-2022 票房收入口径为不含服务费

IP 加持下, 影院角色有望重构。上影元将与联和院线 774 家影院深度合作, 重塑影院逻辑下“人、货、场”的新潮玩法。上影元 IP 将为影院创造全新线下增量, 打造新空间、新流量、新热点。联和院线也将引进上影元 IP, 结合影院商品、互动娱乐等消费新场景, 共同捕捉电影行业趋势动向。

2.3. 影院经营业务: 主要目标一二线城市, 有望随疫后复苏经营改善

2023 年, 公司直营影院累计实现票房 6.32 亿元 (含服务费), 同比 2022 年增长 129.71%; 市占率为 1.17%, 较 2022 年同期提升 0.25 pct; 累计实现观影人次 1,224.76 万, 同比 2022 年上升 127.34%。

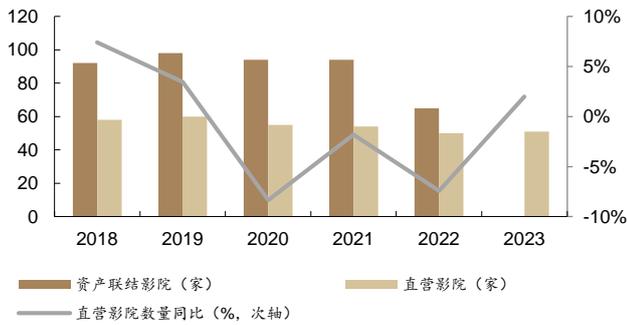
图 20: 2023 年公司直营影院票房大幅增长



资料来源: 公司公告, 猫眼专业版, 德邦研究所

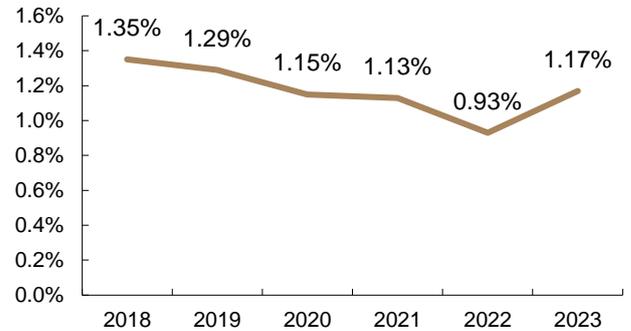
截至 23 年底, 公司共拥有已开业直营影院“SFC 上影影城”51 家, 银幕总数为 375 块。

图 21: 直营影院数量维持在 50 家左右



资料来源: 公司公告, 德邦研究所 注: 2023 年资产联结影院数量未披露

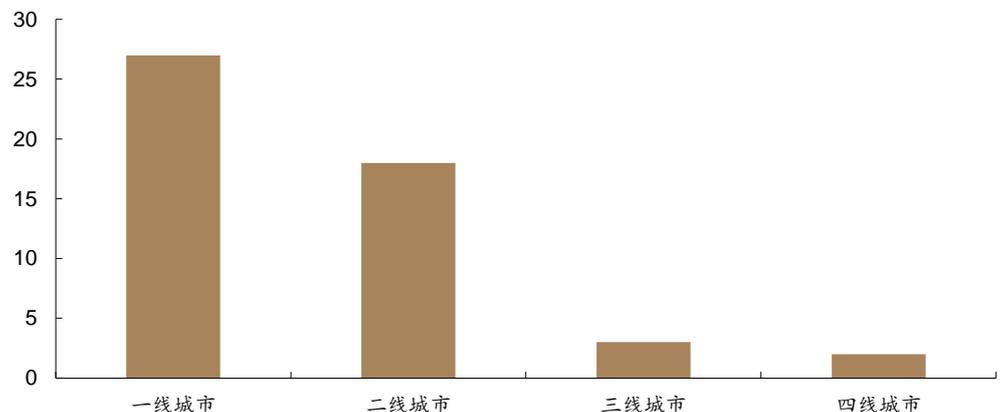
图 22: 23 年直营影院票房市占率基本恢复至疫情前水平



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司直营影院主要分布在一二线城市, 大部分为较高端的影院, 因此我们认为未来增长空间或主要基于“价”的逻辑。从影院分布来看, 直营影院有 24 家在上海, 其他主要分布在新一线和二线城市。从票价来看, 2023 年平均票价 (不含服务费) 为 47.7 元, 高于全国平均的 38.4 元, 其中有 2 家影院平均票价超 75 元。

图 23: 公司直营影院主要分布在一二线城市 (截至 24/1/5; 单位: 家)



资料来源: 猫眼专业版, 德邦研究所

全力推进特色影院的打造，进一步提升“SFC 上影影城”的市场竞争力。以上海影城为例，打造“东方巨幕厅”为影迷提供东方巨幕 4K 双机激光放映系统，屏幕大小约为 23 米*10.24 米，提供杜比全景声，相较于普通的放映系统和屏幕大小约 11.3 米*4.7 米，带给影迷极致的观影体验。SFC 上影影城通过投资巨幕厅，尝试气味厅等方式，不断加强自身影厅竞争力，有望进一步提升高端影院的票价。

此外，公司致力于构建“影院+”复合娱乐消费业态，实现“电影+”的产业生态布局。以上海影城 SHO 为例，化身为中国首个数字化电影艺术中心，不仅观影体验全面提升，还将举办文化展演、时尚秀场等精彩活动。1) 作为上海国际电影节主会场；2) 外广场的“第 8 号放映厅”，包括室外光影秀演，以及美食美酒；3) 大片特别场次，包括包场、首映、见面会。

2.4. 电影发行业务：三三制战术

23H1 上影联和参与发行影片共 3 部，分别为《中国乒乓之绝地反击》《敦煌女儿》《望道》，票房分别为 1 亿、74.9 万、7,630.4 万，三部影片总计票房 1.77 亿，约占同期票房总额的 1.8%。

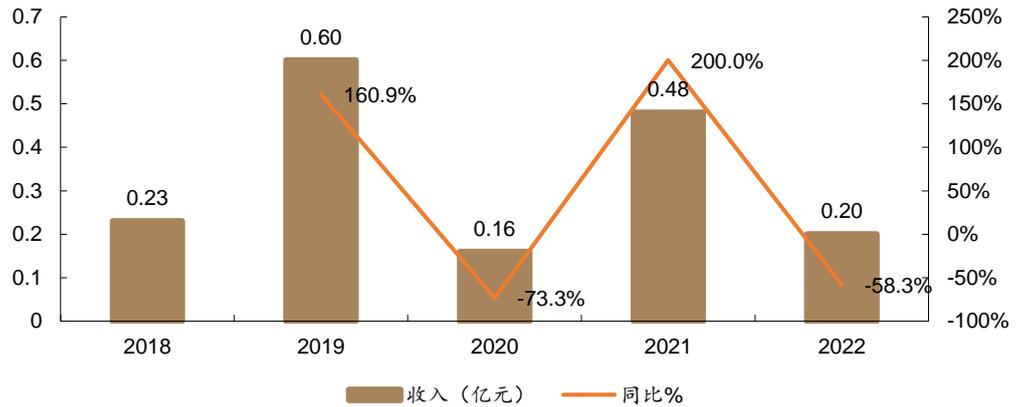
优质剧本和优秀导演是上影参与投资出品的两杆标尺；聚焦“精品内容”战略，上影将实施“头部精品、腰部黑马、网红爆款”的“三三制战术”。上影积极发挥布局电影全产业链的优势，打造更细分、更优秀的发行业务，落实公司三大转型计划里的“铸造精品内容”。

精品项目是公司的内容创作的“第一方阵”，“抓大作品、搞大制作、出大 IP”。2021 年公司参与《长津湖》、《悬崖之上》等多部主旋律爆款电影，打响上影出品的品牌；与国内多位知名电影人有着密切合作联系，《消失的她》的导演陈思诚也是上影长期深度合作的导演之一。

“第二方阵”主要由上影的“新人新作”计划构成，为“腰部黑马”突围而出创造条件。其中，《逍遥游》获得平遥国际电影展“添翼计划奖”；《好愿在人间》参与金鸡电影创投大会获奖。

“第三方阵”为网生内容赛道，逐步开始发力。近年网络电影发力，以创新选材及过硬的影片质量获得了影迷的好评与关注，网络电影精品化、类型化趋势显现。据公司官方公众号，网络电影单片分账票房已经超过 5600 万元，平台方预计“短期内将破亿元”，公司以多元化的合作模式参与投资网络电影《排爆手》《特级英雄黄继光》《中国青年》，并继续寻找新院线电影项目和推进其他网络电影合作；上海美术电影制片厂与 B 站合作的动画片《中国奇谭》已成为年度爆款。

图 24：2022 年电影发行收入 0.20 亿元，同比下降 58.3%



资料来源：公司年报，Wind，德邦研究所

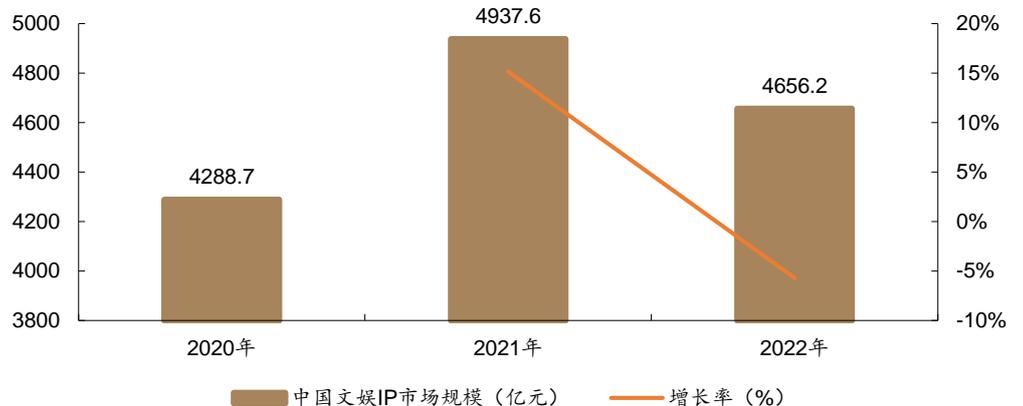
随着网络电影的行业迅速发展，上影积极探索线上业务。网络电影优势在于：1) 公司可以通过优质运营延长网络电影生命周期，提升整体分账票房；2) 网络电影收入随规模快速提升。网络电影分账模式不同于传统院线电影，主要以内容分成和广告分成两部分组成，结算周期短、票房数据透明并且实现线上结算。

3. 以内容为基础，延伸下游 IP 运营业务，增厚营收空间

3.1. 国内 IP 市场有望增长，动漫 IP 仍有较大空间

根据国际授权业协会 2022 年，全球授权商品及服务零售额增长至 3408 亿美元，较 2021 年增长 8.02%，在零售、娱乐、体育等多个类别中，授权商品的全球销售额持续增长。根据伽马数据，2022 年，我国文娱 IP 市场规模 4656.2 亿元，同比下降 5.7%，自“十三五”规划以来，我国网络文化创作生产得到大力推动，中国文娱 IP 市场也得到了繁荣发展，2022 年虽然受宏观因素影响，市场规模出现负增长，但在“十四五”规划的继续推动下，中国文娱 IP 市场将快速恢复增长态势。

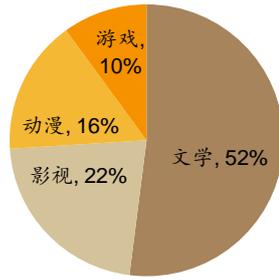
图 25：2022 年，我国文娱 IP 市场规模 4656.2 亿元，同比下降 5.7%



资料来源：伽马数据，德邦研究所

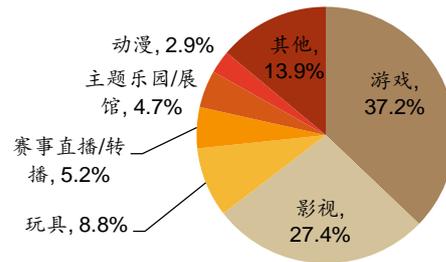
根据伽马数据，从 IP 源头来看，原生类型为影视的 IP 占比达 22%，仅次于文学。从文娱 IP 收入来源上来看，游戏、影视与玩具是 IP 营收的主要途径。

图 26：2022 年，原生类型为影视的 IP 占比达 22%



资料来源：伽马数据，德邦研究所

图 27：2022 年，游戏、影视与玩具是 IP 营收的主要途径



资料来源：伽马数据，德邦研究所

与美、日相比，国内影视 IP 衍生品尚有较大发展空间。目前国内影视公司的收入来源主要还是内容收入，衍生品收入占比较小。对标海外，根据艾媒咨询测算，美国为 IP 原产地的衍生品收入与内容收入之比约为 4 倍，而日本、英国衍生品收入则略大于内容收入。因此，我国的影视 IP 衍生品有较大发展空间。

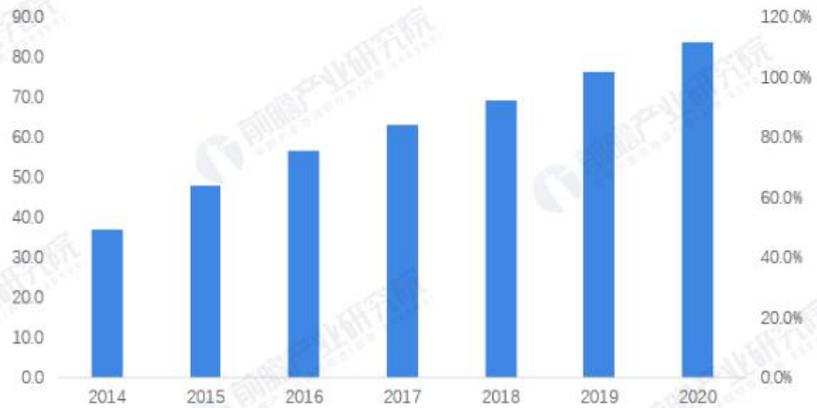
图 28：美国为 IP 原产地的衍生品收入与内容收入之比约为 4 倍

IP 产地	IP 系列	美国		日本		IP 产地	IP 系列	其他	
		内容收入 billion USD	衍生品收入 billion USD	内容收入 billion USD	衍生品收入 billion USD			内容收入 billion USD	衍生品收入 billion USD
美国	漫威宇宙	22.5	5.4	4.2 倍	1.2 倍	英国	维尼小熊	59.5	15.5
美国	蜘蛛侠	10.1	14.8			日本	马里奥	30.3	4.3
美国	星球大战	9.5	40.3			日本	精灵宝可梦	18.9	64.1
美国	蝙蝠侠	5.0	20.2			英国	哈利波特	16.9	7.3
美国	玩具总动员	2.8	17.5			日本	海贼王	11.8	5.9
美国	迪士尼公主	2.6	44.6			日本	七龙珠	7.8	5.7
美国	汽车总动员	2.0	19.1			日本	游戏王	4.0	4.5
美国	米奇老鼠	0.7	69.6	日本	北斗神拳	2.5	0.0		
						日本	面包超人	0.7	60.2
						日本	高达	0.3	13.1

资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

从动漫细分领域来看，行业内企业逐步认识到动漫衍生品领域投资收益高、风险小，是动漫产业链中利润最高的环节。根据前瞻产业研究院，我国以动漫 IP 授权商品为主的娱乐/人物授权商品零售额从 2014 年的 37 亿美元迅速增长到 2018 年的 69 亿美元，2020 年已超过 80 亿美元，约占我国动漫产业总产值的四分之一。但我国动漫衍生品行业发展与发展成熟的国家相比仍有较大差距。根据日本动画协会数据，2020 年日本动画商品化及游戏市场规模占日本本土动画产业产值比重已超 70%。

图 29：我国以动漫 IP 授权商品为主的娱乐/人物授权商品零售额 2020 年已超过 80 亿美元



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

随着国产影视 IP 的不断壮大，IP 衍生品的市场不断成熟，公司 IP 衍生品运营业务有望成为营收新增量。

3.2. 收购上影元文化，有望通过 IP 运营与商业化进一步增厚业绩

收购上影元文化，拓展 IP 运营业务。23 年 3 月，公司发布公告称，将收购上影集团所持有上影元文化 51% 股权，转让价格为人民币 6,120.24 万元。此次收购有助于公司拓展 IP 运营业务板块，强化与控股股东优势资源及业务协同，进一步提升公司盈利能力与市场竞争力，助力公司转型升级。

上影元文化由上影集团和上海美术电影制片厂共同出资成立，拥有 60 多个知名影视 IP 的运营权，其中既包括《中国奇谭》《大闹天宫》《葫芦兄弟》《哪吒闹海》《黑猫警长》《邈邈大王奇遇记》等美影厂经典动画 IP，也有《三毛从军记》等上影经典影视 IP。此前，这些 IP 就曾多次成功实现品牌跨界合作，合作品牌涵盖快消、汽车、3C、家居、游戏、美妆、服装等领域。

表 2：上影元 IP

美影厂授权许可作品及许可商标			集团授权许可作品及许可商标		
独占许可			独家		
片名	年份	豆瓣评分	片名	年份	豆瓣/IMDb 评分
大闹天宫 (含金猴降妖)	1961	9.4	日出	1985	7.4
葫芦兄弟 (含葫芦小金刚)	1986	9.1	天云山传奇	1980	7.9
黑猫警长 (含翡翠之星)	1984	8.8	阿 Q 正传	1981	8.6
哪吒闹海	1979	9.2	三毛从军记	1992	8.5
天书奇谭 (精修版)	1983	9.2	少爷的磨难	1987	7.3
九色鹿	1981	8.9	上海伦巴	2006	6.3
雪孩子	1980	9.0	巴山夜雨	1980	7.7
邈邈大王奇遇记	1987	8.7	陈毅市长	1981	7.0
我为歌狂系列	2001	8.4	上海舞女	1989	6.6
宝莲灯	1999	8.5	闾里人家	1992	8.3
熊猫百货商店	1979	8.2	青春万岁	1983	7.3
三个和尚	1980	8.8	上海纪事	1998	5.6
阿凡提的故事 (含阿凡提之奇缘历险)	1979	9.2	苦恼人的笑	1979	7.8
山水情	1988	9.4	小街	1981	8.2
鹬蚌相争	1984	8.2	庐山恋	1980	7.6

非独占许可			非独家		
片名	年份	豆瓣评分	片名	年份	豆瓣评分
没头脑和不高兴	1962	8.8	春风得意梅龙镇	1998	6.7
魔方大厦	1990	8.8	等到满山红叶时	1980	7.4
中国奇谭	2023	8.7	午夜两点	1987	7.3
舒克和贝塔	1989	8.8	对岸的战争	2008	7.5
骄傲的将军	1956	8.3	长恨歌	2005	6.6
超级肥皂	1986	9.0	江城奇事	1990	8.2
小蝌蚪找妈妈	1960	8.9	子夜	1981	6.9
牧笛	1963	9.0	蓝色档案	1980	6.9
鹿铃	1982	8.9	假女真情	1990	6.9
渔童	1959	8.8	上海新娘	1997	7.0
金色的海螺	1963	8.4	极地营救	2002	5.0
猪八戒吃西瓜	1958	7.7	渡江侦察记	1974	6.8
狐狸打猎人	1978	8.1	人约黄昏	1995	7.1
猴子捞月	1981	8.1	说好不分手	1999	6.0
西岳奇童(上下)	2006	7.5	拯救爱情	2001	5.8

资料来源：公司公告，豆瓣官网，德邦研究所整理 注：评分截至 23/12

3.2.1. IP 打造与运营

展望未来，上影元将在多个方面进行发力：

1) 打造 IP 宇宙：

奇谭宇宙：公司希望将《中国奇谭》打造成新时代本土原创 IP 宇宙，未来上影集团会推出覆盖全产业链的“奇谭宇宙”。目前《中国奇谭》第二季已经完成了所有的前期筹备工作，第二季的短片的数量将不止 8 个，由新的血液加入的同时，部分参加过第一季的导演，如《鹅鹅鹅》的导演胡睿、《林林》的导演杨木、《小满》的导演之一陈莲华，将加入第二季开始新的动画探索。《小妖怪的夏天》大电影已经完成了前期开发，在整体品质、艺术表达等多方面都会有更高的追求、更大的提升。未来有望通过上影元文化和上影股份平台的双重优势，在更多 IP 衍生场景实现落地，呈现出长期的影响力，满足受众的各类精神文娱需求。

图 30：《中国奇谭》第二季作品概念图



资料来源：上影元公众号，德邦研究所

图 31：《小妖怪的夏天》大电影概念图



资料来源：上影元公众号，德邦研究所

科幻 IP 宇宙：何夕与上影签署战略合作，共同开发科幻 IP 宇宙。何夕是中国科幻领域公认“四大天王”之一，从事科幻创作超过三十年，用近三十部作品构建系列，他笔下的人物“何夕”已经成为中国科幻领域的重要符号，代表作

包括《伤心者》《异域》等。

2) IP+艺术:

上影元发布了“艺术元计划”，并官宣与多位艺术家的合作，未来将持续发掘有创造力的艺术家。因《中国奇谭》系列而被观众熟知的导演胡睿（《鹤，鹤，鹤》）、杨木（《林林》）、顾杨（《小卖部》）成为“艺术元计划”首批合作艺术家。

3) IP+AIGC:

上影元与中信出版集团、OUTPUT、PANO、蔚领时代、PICO、49 游戏、森宝积木 AREA-X、网易游戏一同启动“IP+商业”合作，期待在未来紧跟 AIGC 的时代大潮，将科技与艺术量化融合，以“IP+科技”的形式，触达新生代消费者，共同探索新技术、新产品、新场景、新体验。AIGC 新浪潮下，打造了上影知名 IP 葫芦娃，小猪妖以及上影著名电影艺术家谢晋的数字人形象。未来，随着集团层面在 AI 投资以及技术方面的不断布局，有望在 IP+AIGC 领域不断创新。

上影股份有限公司、上海喜马拉雅科技有限公司、上海电影译制厂有限公司拟成立的上海喜上眉梢科技文化有限公司，将致力探索以声音为载体，结合 AI 技术孵化大 IP 的途径。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、人才培养等多个领域。目前喜上眉梢的首个原创作品《魔都奇谭》已亮相。

4) IP+文商旅:

根据上影元公众号，上影元与厦门国贸的“文商旅地标”——国贸地产商产文旅公司签署了战略合作深化协议。以厦门园博苑为起点，继续探索“IP+文商旅”的创新模式，持续打造优质文化场景，打造文商旅融合发展的标杆。未来，上影元将不断结合 AIGC 等新技术、将 IP 融入到衣、食、住、行、玩等丰富场景之中，让 IP 的文化和美学内涵走进大众的生活。

此外，上影新视野基金与上海电影艺术中心，共同发起了“文创+科创”加速器计划，将在未来 3 年内投入 3 亿资金，支持文化产业前沿科技项目的孵化和落地，将重点关注文化产业链上下游的创新型企业，包含 AIGC、大数据、web3.0、VR/AR/MR、“元宇宙”等前沿科技，以及科技与 IP 融合的创新体验场景。

3.2.2. IP 商业化

2023 年开年，上影旗下美影厂担任第一出品方的《中国奇谭》凭借 9.9/10 的高评分，超过 2.4 亿的播放量，成为国内热门动画。上影元文化为《中国奇谭》策划开发的多款 IP 衍生周边，凭借深度切合 IP 主题的精巧设计，迅速成为高速售罄的“爆款”产品。产品类型包括常规的摆件、冰箱贴、钥匙扣等，还包括与剧情关联度较高的“鹅鹅鹅”套娃。

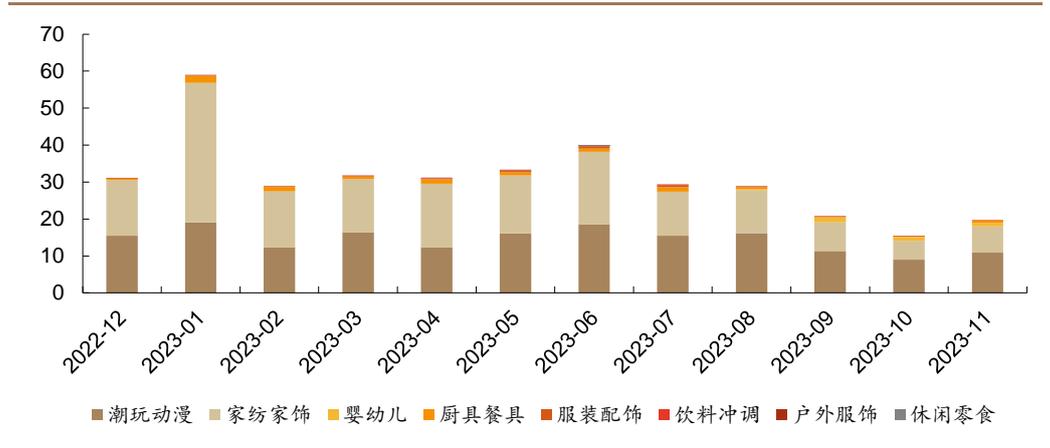
图 32: 《中国奇谭》IP 衍生品



资料来源: 淘宝: 上美影旗舰店, 德邦研究所

伴随《中国奇谭》的播出, 根据久谦数据, 23 年 1 月天猫上美影旗舰店的销售额达到将近 60 万, 其中小妖怪的夏天冰箱贴单月销售额约 9 万元。同时, 经典 IP 产品保持着强大的生命力, 近 12 个月销售额排名前五的产品为大闹天宫/黑猫警长等经典 IP 的玩偶、手办等。**由此可见, IP 带来的衍生品商业化前景广阔, 一方面, 经典 IP 维持基本盘, 另一方面, 有望伴随新 IP 的推出或老 IP 的翻新, 阶段性产生热度, 推高销量, 贡献增量。**

图 33: 近一年天猫上美影旗舰店销售额 (单位: 万元)



资料来源: 久谦, 德邦研究所

同时, 上影元文化还在《中国奇谭》IP 授权方面与十余家知名品牌达成合作, 实现了口碑与商业的双丰收, 更为上影对“中国奇谭”IP 的长线开发积蓄了势能。

表 3: 中国奇谭 IP 在多领域与知名品牌达成合作

合作领域	合作品牌	产品
餐饮	奈雪的茶	浪浪山猪猪老白茶系列
服饰	十三余	十三余X中国奇谭联名华服
金融	浦发银行	浦发万事达卡中国奇谭主题信用卡

资料来源: 微博: 奈雪的茶、网易蛋仔派对等, 剑侠风云公众号, 德邦研究所

游戏方面有望成为 IP 商业化的核心领域, 卡通人物的形象/地图场景与游戏天然契合, 可与游戏进行联动。

表 4: 上影 IP 游戏联动

IP	合作游戏	游戏类型	联动方式	海报/界面
《中国奇谭之鹅鹅鹅》	《山海镜花》	回合制 RPG	人物抽卡	
《中国奇谭之小妖怪的夏天》	《桃源深处有人家》	模拟经营	建筑、头像、装扮等	
《中国奇谭》	《蛋仔派对》	派对游戏	奇谭任务、限定外观、惊喜配饰等	
《黑猫警长》	《摩尔庄园》	模拟经营	广场观影	

资料来源：上影集团公众号，德邦研究所

此外，基于《葫芦兄弟》IP 官方授权的《葫芦娃大作战》，为国风 Roguelike 手游，游戏创新融合了卡牌战斗、棋盘塔防。游戏于 23 年 12 月初正式上线，截至 24 年 1 月初排名微信畅销小游戏 30 名。参考腾讯游戏频道公众号，优质 IP 授权游戏的流水分账比例约为 5%-10%，有望为公司进一步贡献业绩弹性。

图 34:《葫芦娃大作战》



资料来源: bilibili 游戏, 德邦研究所

4. 盈利预测

我们认为, 公司电影相关业务有望稳步增长, 一方面, 受益于行业的持续复苏; 另一方面, 在行业集中度提升的背景下, 公司院线与影院的市占率有望提升, “IP+影院”新模式有望进一步增加客流量。同时, 后续《小妖怪的夏天》大电影以及《中国奇谭 2》的上线, 有望增加上影元收入。此外, 伴随公司 IP 的运营与商业化, 有望逐步开始贡献收入, 包括 IP 授权、IP 衍生品等。预计 23-25 年, 公司营业收入为 8.04/10.86/12.86 亿元, 同比 118%/35%/18%; 归母净利润 1.59/2.64/3.70 亿元, 同比扭亏为盈/66%/40%。

表 5: 收入预测 (单位: 亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11.07	3.09	7.31	3.68	8.04	10.86	12.86
YoY-%	5%	-72%	136%	-50%	118%	35%	18%
电影放映收入	7.67	2.23	5.06	2.62	6.03	7.81	8.74
YoY-%	-5%	-71%	128%	-48%	130%	30%	12%
广告服务收入	1.36	0.27	0.90	0.27	0.67	0.93	1.19
YoY-%	32%	-80%	237%	-70%	148%	38%	28%
卖品收入	0.73	0.12	0.31	0.23	0.55	0.78	0.93
YoY-%	17%	-84%	161%	-25%	135%	41%	21%
电影发行收入	0.60	0.16	0.48	0.20	0.24	0.42	0.43
YoY-%	158%	-74%	201%	-59%	25%	71%	3%
其他	0.70	0.32	0.56	0.36	0.55	0.93	1.58
YoY-%	14%	-54%	73%	-35%	50%	70%	70%

资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所预测

我们选取影视公司作为可比公司进行估值, 24-25 年可比公司平均 PE 约为 26/22 倍。公司 24-25 年对应 PE 为 38.38/27.34 倍。公司是院线行业龙头, 且 IP 与 AI 赋能有望给予公司长期成长性。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

表 6: 可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)			EPS			PE		
		前复权	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
603103.SH	横店影视	15.57	0.45	0.60	0.69	34.89	26.05	22.56		
002739.SZ	万达电影	11.50	0.56	0.70	0.78	20.72	16.42	14.74		
600977.SH	中国电影	10.98	0.45	0.55	0.63	24.61	19.95	17.37		

001330.SZ	博纳影业	6.27	0.05	0.31	0.40	124.16	20.25	15.66
002292.SZ	奥飞娱乐	6.78	0.09	0.19	0.25	72.44	35.82	26.66
300251.SZ	光线传媒	7.63	0.22	0.36	0.42	34.28	21.18	18.15
平均						51.85	23.28	19.19
601595.SH	上海电影	22.59	0.36	0.59	0.83	63.52	38.38	27.34

资料来源: iFind, 德邦研究所 注: 收盘价截至 2024/1/22, 可比公司估值均为 iFind 一致预期; 上海电影采用德邦研究所预期

5. 风险提示

商业化不及预期, 受经济周期影响的风险, 行业政策变化风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	-0.75	0.36	0.59	0.83
每股净资产	3.51	3.74	4.33	5.16
每股经营现金流	0.21	0.73	1.02	1.15
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	—	63.52	38.38	27.34
P/B	3.12	6.03	5.21	4.38
P/S	27.49	12.59	9.32	7.87
EV/EBITDA	64.63	28.04	21.39	16.51
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	-10.7%	23.8%	30.5%	34.4%
净利润率	-94.2%	19.8%	24.3%	28.8%
净资产收益率	-21.3%	9.5%	13.6%	16.0%
资产回报率	-11.5%	5.4%	8.1%	10.3%
投资回报率	-4.0%	7.9%	11.6%	14.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-49.6%	118.3%	35.1%	18.4%
EBIT 增长率	-2289.1%	306.6%	53.0%	35.4%
净利润增长率	-1630.7%	147.6%	65.5%	40.4%
偿债能力指标				
资产负债率	42.4%	40.3%	37.6%	33.2%
流动比率	2.3	1.9	1.7	1.8
速动比率	2.3	1.9	1.7	1.7
现金比率	2.0	1.4	1.3	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	121.8	71.3	87.0	92.2
存货周转天数	2.1	1.9	1.8	1.9
总资产周转率	0.1	0.3	0.3	0.4
固定资产周转率	4.5	4.8	3.2	2.9

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-335	159	264	370
少数股东损益	-12	0	0	0
非现金支出	383	149	142	147
非经营收益	49	-31	-36	-54
营运资金变动	9	48	86	54
经营活动现金流	95	325	456	518
资产	-68	-135	-151	-151
投资	283	0	0	0
其他	15	-75	-46	-36
投资活动现金流	230	-210	-197	-187
债权募资	-5	-225	-150	-150
股权募资	1	-56	0	0
其他	-84	-29	-18	-11
融资活动现金流	-88	-310	-168	-161
现金净流量	237	-194	91	170

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 22 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	368	804	1,086	1,286
营业成本	408	613	755	844
毛利率%	-10.7%	23.8%	30.5%	34.4%
营业税金及附加	1	2	2	3
营业税金率%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
营业费用	5	8	11	13
营业费用率%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	73	92	130	154
管理费用率%	19.8%	11.5%	12.0%	12.0%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	-94	193	296	400
财务费用	11	26	18	11
财务费用率%	3.0%	3.2%	1.7%	0.8%
资产减值损失	-222	0	0	0
投资收益	-6	40	54	64
营业利润	-338	168	278	390
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	-335	168	278	390
EBITDA	68	342	438	547
所得税	12	8	14	19
有效所得税率%	-3.5%	5.0%	5.0%	5.0%
少数股东损益	-12	0	0	0
归属母公司所有者净利润	-335	159	264	370

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,258	1,063	1,155	1,325
应收账款及应收票据	95	229	309	366
存货	3	3	4	5
其它流动资产	100	110	121	128
流动资产合计	1,456	1,406	1,589	1,824
长期股权投资	122	122	122	122
固定资产	57	279	393	499
在建工程	52	10	6	6
无形资产	42	41	40	39
非流动资产合计	1,450	1,574	1,683	1,787
资产总计	2,906	2,979	3,271	3,611
短期借款	10	10	10	10
应付票据及应付账款	186	255	315	352
预收账款	1	4	5	6
其它流动负债	423	468	586	667
流动负债合计	620	738	916	1,035
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	611	463	313	163
非流动负债合计	611	463	313	163
负债总计	1,231	1,201	1,229	1,198
实收资本	448	448	448	448
普通股股东权益	1,575	1,678	1,942	2,312
少数股东权益	101	101	101	101
负债和所有者权益合计	2,906	2,979	3,271	3,611

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

王梅卿，2022年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；	
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；	
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。	

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。