

上海电影 (601595)

具备稀缺 IP 及开发能力, 成长潜力有望逐步兑现

买入 (首次)

2024 年 03 月 24 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071
zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	731.08	368.35	791.10	1,108.84	1,532.71
同比	136.37%	-49.62%	114.77%	40.16%	38.23%
归母净利润 (百万元)	21.87	-334.80	123.98	259.44	418.47
同比	105.07%	-1,630.74%	137.03%	109.27%	61.30%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.05	-0.75	0.28	0.58	0.93
P/E (现价&最新摊薄)	705.55	-	124.47	59.48	36.88

关键词: #规模经济 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **核心观点:** 上海电影战略布局涵盖 IP 业务的深度开发、院线业务的创新升级, 以及与上影集团的紧密协同。这些因素共同构成了公司未来增长的坚实基础。
- **IP 和影院主业齐头并进, 上市公司和上影集团协同发展。** 公司的 IP 业务不仅是第二增长曲线, 也能带动影院人流和卖品销售。上影集团不仅是上影股份的大股东, 也为上影集团的 IP 开发提供较多支持, 上市公司的 IP 业务反过来也拉动集团的文旅地产经济效益。
- **影院业务: 构建基本盘, 影城焕新升级和电影大盘复苏共振。** Alpha: 上海影城焕新升级, 采用多元化营销策略, 有效提升票房和观影人次, 降低经营成本, 增加利润空间。此外, 公司的 IP 业务有助于促进其现有的影院和卖品业务发展, 影院业务也反过来放大了 IP 的影响力。Beta: 2024 年元旦档和春节档票房表现略超预期, 展望暑期和国庆档, 重磅电影的上映有望推动大盘继续增长; 上海地区电影票房占比也有望随着进口片票房占比的提升而提升。
- **IP 业务: 有望成为集团资源整合的抓手, 潜力值得期待。** 市场对于公司 IP 开发的担忧主要在于, IP 变现空间难以计算、IP 诞生年份较早、IP 焕新效果尚不确定。但我们认为, 精确的错误, 不如模糊的正确, 相比于计算每一个 IP 的估值, 我们更应该关注公司的 IP 战略, 以及该业务对影院主业、对集团整体战略的重要意义。我们认为, 相比于短期的挑战, 更应着眼长期的发展空间, 老 IP 焕新和新 IP 培育的过程固然面临诸多挑战, 但通过矩阵式开发、线上线下联动、多渠道渗透的方式, IP 有望逐步渗透进人们的日常生活; AI 也有望降低 IP 开发和 IP 变现的成本并提升产能。经典动画 IP 不仅具有深厚的文化底蕴, 还蕴含着巨大的商业价值, 可以通过续作、衍生品、跨界合作等多种方式进行创新和延伸, 为公司带来新的增长点。
- **盈利预测与投资评级:** 我们认为上海电影作为上海地区的院线龙头, 有望受益于电影大盘的回暖。在行业的正 β 基础上, 公司基于“影院+”、“IP+”、“AI+”战略布局, 有望获得超过行业平均增速的正 α 。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.2/2.6/4.2 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 124/59/37 倍。我们认为公司 2025 年合理市值应为 204.9 亿元, 对应 PE 为 49 倍, 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 焕新及开发不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.43
一年最低/最高价	17.01/42.33
市净率(倍)	9.37
流通 A 股市值(百万元)	15,431.53
总市值(百万元)	15,431.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.67
资产负债率(% ,LF)	40.21
总股本(百万股)	448.20
流通 A 股(百万股)	448.20

相关研究

《上海电影(601595): 业绩稳定增长, 区域院线龙头地位稳固, 全产业链布局显成效》

2017-04-25

《上海电影(601595): 上海电影: 专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营, 掘金电影产业链》

2016-10-11

内容目录

1. 上影集团历史悠久，产业链布局全面	4
2. 影院主业：构建基本盘，影城焕新升级和电影大盘复苏共振	6
2.1. Beta: 23 年电影大盘显著复苏，24 年有望延续增长	6
2.2. Alpha: 影城焕新升级，打造“影院+”模式	7
3. IP 有望成为整合集团优质资产抓手，看好成长潜力	10
3.1. 集团内容及 IP 创作能力持续提升	12
3.2. 从线上走到线下，IP 有望进一步盘活线下资产	15
3.3. 从授权到自研，IP 有望助力产业链拓展	18
3.3.1. 商品授权：GMV 从 10 亿元到百亿元	18
3.3.2. 游戏联动及授权：经典 IP 带动游戏数据增长	18
3.3.3. 思考：和其他 IP 方相比，上影元 IP 的壁垒是什么？	21
3.4. 上影集团注重人才和 AI，构建 IP 底层驱动	24
4. 盈利预测及投资建议	29
5. 风险提示	33

图表目录

图 1:	2023 年中国电影大盘明显修复.....	7
图 2:	上海影城 SHO 《泰勒·斯威夫特演唱会》	9
图 3:	哪吒数智人登录上海影城 SHO.....	9
图 4:	上海影城 SHO 与众多品牌达成合作.....	9
图 5:	《中国奇谭》由 8 集风格各异的短片构成.....	13
图 6:	漫威 IP 的百度搜索指数趋势.....	14
图 7:	美影 IP 宇宙.....	14
图 8:	《中国奇谭》第二季动画海报.....	15
图 9:	美影厂 IP 亮相《2024 春节联欢晚会》	16
图 10:	美影厂和上影元相关账号.....	16
图 11:	SFC 上影影城主题影院.....	17
图 12:	葫芦兄弟现身人民广场地铁站和上海虹桥火车站.....	17
图 13:	《葫芦娃大作战》登上 2023 年 9 月微信小游戏消耗增长榜.....	19
图 14:	上影元联合出品两款互动影游.....	20
图 15:	美影厂为品牌方提供“一篮子 IP”	23
图 16:	超能世界 x 葫芦兄弟游戏合作.....	24
图 17:	《中国奇谭》读本会.....	25
图 18:	“iPAi 星球计划”立足 IP 资源，结合 AI 应用	26
图 19:	上影股份收入结构.....	29
图 20:	上海电影分业务收入（百万元）	29
图 21:	上海电影分业务收入同比增速.....	30
图 22:	2016-2023 年 SFC 市占率稳定在 1%左右.....	30
表 1:	上影集团控股的一级子公司.....	4
表 2:	上影股份前 10 大股东持股情况（截至 2023/9/30）	5
表 3:	2023 年 TOP10 院线票房及运营效率对比.....	10
表 4:	公司直营影院和联合院线各项数据增速高于全国大盘.....	10
表 5:	上影元运营的 60 个 IP 构成.....	11
表 6:	上影元 IP 获奖情况（部分）	12
表 7:	上影元 IP 游戏联动情况.....	19
表 8:	全球最有价值的 30 个 IP 中，仅一个形象 IP	22
表 9:	AI 赋能上影集团各业务线	27
表 10:	上影新视野文化产业数字化投资基金出资人及出资额.....	28
表 11:	上影股份卖品收入驱动力.....	31
表 12:	上海电影主营业务收入拆分及预测（百万元）	32
表 13:	可比公司业绩预测及估值表（截至 2024/3/22）	32

1. 上影集团历史悠久，产业链布局全面

上影集团顺应时代潮流而进。1992年，邓小平“南巡谈话”拉开了电影体制改革的序幕。同年，上海电影制片厂率先改制，上海影城正式对外开放，成为上海电影的标志性场所。1996年，上海电影电视集团成立，以上海电影制片厂为母体，联合上海电影技术厂、上海电影发展总公司、上海东方影视发行公司、上海新光影艺苑和上海银星假日酒店组成。2001年8月底，上海电影集团公司成立，由原上影集团、永乐集团、动画集团、译影厂、科影厂、上海影城等10家单位组成，形成了制片、发行、放映一条龙体系，实现电影产业的现代化、集约化、规模化。

在地方国有电影企业中，上影集团具备独特的地域优势、资源积累以及机制活力，形成了多片种的影视创作体系，跨区域发展的院线市场体系以及完整的影视技术体系。上影集团为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。以影视产品创作、生产、宣传、销售、发行、放映等为主营业务，不断拓展文旅、文商、文化生态产业链布局。

表1: 上影集团控股的一级子公司

公司	投资比例	设立日期	公司	投资比例	设立日期
上海上影电影制作有限公司	100%	1996/12	上影特艺影视技术(上海)有限公司	51%	2011/07
上海昊浦影视文化有限公司	100%	2010/10	上海海上影业影视制作有限公司	33%	2014/05
上海上影影视文化交流有限公司	100%	2016/04	上影元(上海)文化科技发展有限公司	84%	2022/10
上海电影股份有限公司	69%	1994/10	上海昆仑影业有限公司	51%	2004/02
上海电影艺术发展有限公司	100%	2013/12	上影寰亚文化发展(上海)有限公司	50%	2009/05
上影资产管理(上海)有限公司	58%	2020/08	上海电影集团影视传媒有限公司	41%	2013/01
上海永乐股份有限公司	93%	1993/03	上影新浪潮影业(上海)有限公司	40%	2016/07
上海美术电影制片厂有限公司	100%	1989/09	上海上影南国影业有限公司	48%	1996/06
上海美术设计有限公司	100%	1990/11	上海电影译制厂有限公司	100%	1990/09
上影互娱(上海)策划咨询有限公司	73%	2020/09	上海电影集团影视文化投资发展有限公司	35%	2013/06
上海电影制片厂有限公司	100%	1985/05	上海上影大耳朵图图影视传媒有限公司	90%	2006/04
上海电影技术厂有限公司	100%	1983/12	上海电影(集团)电视剧制作有限公司	51%	2006/08
上海上影文旅企业发展有限公司	83%	2021/01	上海上影英皇文化发展有限公司	50%	2006/05

上海电影股权投资基金管理有限公司	83%	2018/08	上海东影传媒有限公司	39%	1999/10
上海上影文化科技有限公司	100%	2020/10	上海上影安乐影业有限公司	51%	2016/09
上海电影发展有限公司	100%	1992/09	上海电影集团文化经纪有限公司	100%	2016/05
上海新光影艺苑有限公司	100%	1994/10	上海上影复星文化产业投资有限公司	69%	2014/11
上海上影电通影视文化传播有限公司	51%	2004/05			

数据来源：企业预警通，东吴证券研究所

2016年，上海电影股份有限公司上市，标志着向资本市场的迈进。上影股份涵盖了除制片以外完整的电影发行放映产业链，包括电影发行、院线、影院投资经营、电子票务和影视科技服务等。上市仪式上，王家卫、章子怡、赵薇、贾樟柯等电影圈大咖到场助阵。

上影集团不仅是上影股份的大股东，也是产业链的上游。

(1) 上影集团是上影股份的大股东。截至 2023/9/30，上影集团持有上影股份 69.2% 股份。

表2：上影股份前 10 大股东持股情况（截至 2023/9/30）

股东名称	股东性质	持股数量（万股）	持股比例(%)
上海电影（集团）有限公司	国有法人	31,023	69.22
上海精文投资有限公司	国有法人	898	2.00
中国建设银行股份有限公司-东方红启东三年持有期混合型证券投资基金	境内非国有法人	240	0.54
中国工商银行股份有限公司-中证上海国企交易型开放式指数证券投资基金	境内非国有法人	180	0.40
香港中央结算有限公司	境外法人	166	0.37
中国银行股份有限公司-嘉实文体娱乐股票型证券投资基金	境内非国有法人	141	0.31
长江证券股份有限公司	国有法人	120	0.27
中国银行股份有限公司-招商体育文化休闲股票型证券投资基金	境内非国有法人	119	0.27
中信证券股份有限公司	国有法人	105	0.23
陈平	境内自然人	102	0.23

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上影集团是上影股份的上游。

上影集团生产、发行和放映的垂直整合效果明显，其注重效益、开放合作、整合营销的能力居全国前列。上海电影制片厂、上海美术制片厂、上海电影译制厂在内容制作领域实力雄厚，孕育了许多中国经典 IP。自 1949 年成立至今，共拍摄 3870 多部故事片，获得数以百计的国家级和全球重大奖项；创作生产 3600 余部（集）动画影片；翻译

制作了外国电影 1500 多部。

上影集团与较多知名导演深度合作。比如，集团与贾樟柯先后合作推出了《世界》（2004）、《三峡好人》（2006）、《24 城记》（2008）和《海上传奇》（2010），获得多项国内外大奖；与王家卫合作出品《2046》《蓝莓之夜》；和陈可辛合作《如果·爱》、和关锦鹏合作《长恨歌》、和李安合作《色·戒》等。

上影集团的内容制作与上影股份的影院密切协作。比如，2019 年出品的《高考 1977》全国票房 1500 万元，其中，上海联和院线 700 多万元，占据 50% 的市场份额；《马兰花》全国票房约 1000 万元，联和院线票房近 500 万元，也占 45% 的份额。再比如，上影集团是《爱情神话》的主要出品方，旗下影院更在 2022 年元旦档给了该电影高达 40% 的排片率。

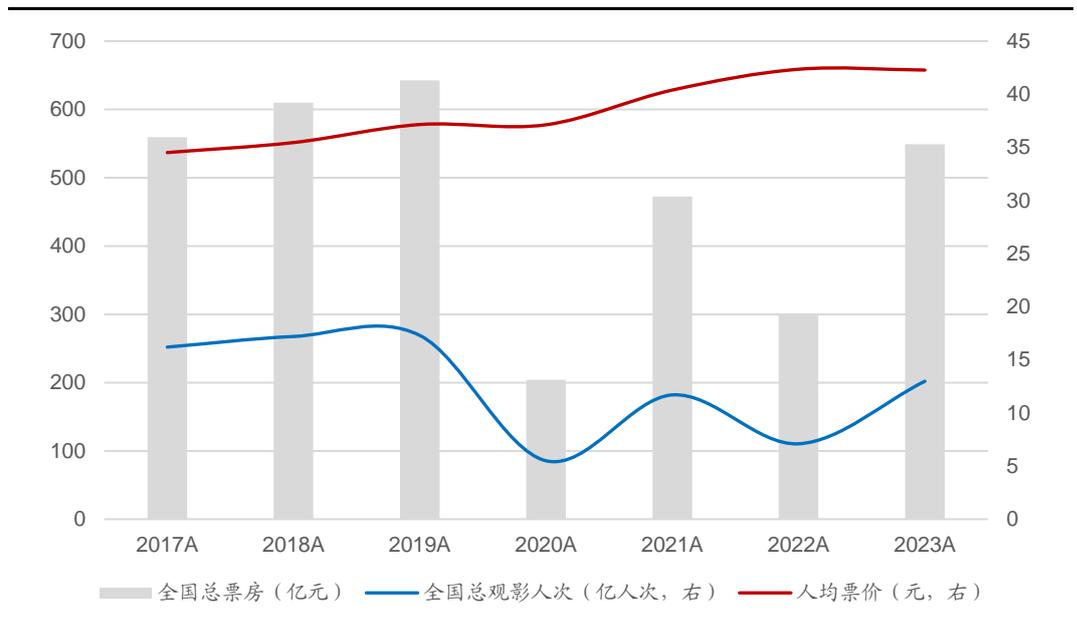
2. 影院主业：构建基本盘，影城焕新升级和电影大盘复苏共振

上影股份的主营业务涵盖四个方面：（1）电影院线业务，公司作为电影发行与影院放映的枢纽，负责统一供片并为加盟影院提供硬件与软件支持，以提高经营效率；（2）影院经营业务，包括为观众提供电影放映服务，以及餐饮、商品销售等增值服务，还有映前和场地广告经营；（3）电影发行业务，涉及影片的营销推广、排片洽谈、新媒体版权销售以及网络电影的投资与发行；（4）大 IP 开发业务，包括 IP 的全产业链开发，包括授权、整合营销、新消费和沉浸式娱乐体验，旨在挖掘和提升 IP 的商业价值，推出衍生产品，并通过跨界合作和社交媒体推广，扩大 IP 的影响力和收益。其中电影放映为主要收入来源，2018 年以来占比均在 69% 以上。

2.1. Beta：23 年电影大盘显著复苏，24 年有望延续增长

2023 年电影大盘显著修复，观影人次和人均票价均同比增长。2023 年中国电影市场表现出较强的复苏势头，全国电影总票房达到了 549 亿元（含服务费），较 2022/2021 年增长了 84%/17%，恢复至 2019 年的 85%；观影人次达 13.0 亿人，较 2022/2021 年增长 83%/11%，恢复至 2019 年的 75%；平均票价则为 42.3 元，较 2022/2021/2019 年增长 0.5%/4.9%/14%。尽管 2023 年没有达到 2018 年、2019 年 600 亿的水平，但放眼全球电影市场，中国电影市场票房恢复相对更加迅速。

图1：2023年中国电影大盘明显修复



数据来源：证券之星，东吴证券研究所

2024年电影大盘有望延续增长趋势。2024年伊始，两大电影档期——元旦和春节——均表现亮眼，元旦档期票房超过15亿元，春节档期更是突破80亿元，创下历史新高。我们认为优质内容将继续激发市场需求，进而推动电影行业继续恢复。

2.2. Alpha: 影城焕新升级，打造“影院+”模式

“轻资产+重资产”并重的模式。公司的院线签约影院有两类，其一是直营店，直营店的资产或与院线公司关联、或与院线公司的出资方关联，影院的人财物与院线公司具有资产联结；其二是加盟店，即影院的人财物与院线或院线资产方没有关联。加盟店与院线是签约关系，对于签约哪个院线公司拥有自主选择权，故与院线公司的关系是比较松散、合作期限视合同条款而定。院线要做大做强，除了投入资金建造直营店之外，重要的工作重点就是要吸引、整固加盟店。直营店是重资产，投入大、回本周期长，短时间内难以形成对院线的支撑。而加盟店是轻资产，院线运作的具有品牌效应、各类人才齐备、服务良好、加盟费低廉，凭借其软实力就有可能吸引到更多非资产链接影院加盟。

“华东一片，长江一线”的打法。影院投资方面，上海电影集团公司实施高端影院与经济型影院并行、区域重点与全国布局相结合的策略。一方面，根据“以上海为基地，以华东为重点，深入长江沿线”的发展思路，在全国主要城市的重要商圈实现合理布局。10多年来，公司对外投资设立的子公司数量不断增长，经营区域也进一步扩展至北京、西安、苏州、无锡、长沙、昆明等城市。另一方面，上海电影集团公司积极寻找中小城市的影院投资及经营机会，选择在三四线城市做社区电影院。

走平民化发展路径。加盟影院方面，上海联和院线广布中国各地，近至长三角，远到海南岛，院线遍布全国 100 多座城市的 500 多家影院。

敢领科技之先，成为“率先”的代名词。大光明电影院在 1958 年引进宽银幕和美国立体声音响系统，成为全国首家宽银幕和立体声特级影院，1985 年升级为全国首家四声道立体声电影院。东湖电影院于 1960 年改造后成为全国首家立体电影院。和平影都率先建成 IMAX 巨幕影院，引进加拿大设备。永乐电影城采用全自动和数字放映技术，成为全国首座数字电影城，并引进三维立体电影放映设备。先进设备提升观影体验，带动上座率和票房。2016 年上海影城引进科视放映机，专为《比利·林恩的中场战事》提供高质量放映，配备杜比全景声，一个月票房近 1100 万元。永华电影城更是中国第一家中外合资的影院，引进加拿大 IMAX（巨幕电影）商业超大银幕建造了和平 IMAX 影都。联和院线也走在行业前沿——率先运营 IMAX 商业巨幕，率先铺开 3D 设备，率先全面推广数字化放映，率先引进 120 帧/4K/3D 电影放映技术，许多“率先”不胜枚举。联和院线旗下有很多设施一流、技术含量领先、票房名列全国百强前列的影院。

影院转型“1+X”模式，顺应新消费趋势。早在 2021 年，王健儿就曾表示，影视上市公司依靠单一票房收入的时代过去了，影院需要寻找新的角色和定位。现代观影已从单一消费转变为与其他活动结合的综合体验，与第一代单厅大影院、第二代多厅影院不同，第三代影院是“1+X”模式，“1”是指电影，“X”是指在电影这个平台上设立的各种与电影相关的商店和休闲娱乐方式，集画廊、书店、碟吧、酒吧、免费游戏系统于一体的多元化休闲娱乐空间。

直营影城焕新升级，打造“影院+”模式。2022 年，全面启动上海影城焕新升级改造工作。上海电影艺术中心以上海影城为核心，联动银星酒店一期、二期以及新华路 200 号，打造以电影为核心，融合艺术、文化、娱乐、时尚为一体的多元生态区；积极探索“影院+”跨界破圈，引入更多品牌联名、跨界合作，并试点将“IP 周边”的快闪店常态化入驻 SFC 门店，线下快闪联动新片上映，让观众在观影之余带着衍生品回家。2023 年公司因地制宜、因区制宜、因店制宜，进一步提升影院终端经营坪效与资产质量。推动“影院+”规划落地，通过**电影+IP+周边+商圈**的结合，赋予消费者新的体验。2023 年公司影院举办电影派对、IP 衍生、首映礼、影院创新场景、购物节等“电影+”活动共计 50 余场，带动票房及非票业务快速增长，多次活动期间单店票房全国第一。2023 年 6 月上海影城发布了全新的品牌标识 SHO，推出亚洲首个“杜比剧场”，并积极引入更多品牌联名、跨界合作，扮演，周期性组织 SHO·路演秀、行业高峰论坛、行业闭门会等活动，打造以电影为核心，融合艺术、文化、娱乐、时尚为一体的生态区。同时，公司借助上影集团及合作伙伴的资源，在通过自主 IP 的研发、存量 IP 的赋能以及产品 IP 化开发，为影院渠道以及更广泛的市场提供更多特色产品和服务，促进影院渠道的发展、推动观影人群数量增长。

图2: 上海影城 SHO 《泰勒·斯威夫特演唱会》



数据来源: 上海影城公众号, 东吴证券研究所

图3: 哪吒数智人登录上海影城 SHO



数据来源: 上海影城公众号, 东吴证券研究所

图4: 上海影城 SHO 与众多品牌达成合作



数据来源: 上海影城公众号, 东吴证券研究所

公司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，加盟影院数量和票房规模在同行业中处于领先地位。联和院线可以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。针对不同需求的加盟客户，联和院线利用平台优势提供电影放映集成解决方案、放映耗材、放映光源升级方案、二手设备资源调配方案，最大程度解决加盟客户需求。联和院线在稳定头部影投公司合作的同时，积极发展优质影院加盟，通过授权加盟、首年票房预估等方式提高影院加盟的标准与质量。2023 年上海联合院线票房同比增长超一倍，增速为全院线第一，票房排名较 2022 年提升 1 名。而且上海联合院线运营效率较高，2023 年场均收益为 571 元，单影院产出为 683 万元，仅次于万达院线。

表3: 2023年TOP10院线票房及运营效率对比

排名	院线	票房(亿元)	票房份额	票房同比增速	场均收益(元)	单影院产出(万元)
1	万达院线	96	17.4%	83%	663	1,103
2	中影数字	48	8.7%	97%	393	475
3	上海联和	45	8.2%	106%	571	683
4	中影南方	41	7.4%	90%	406	451
5	大地院线	37	6.8%	54%	377	412
6	幸福蓝海	24	4.3%	81%	417	428
7	横店院线	23	4.3%	79%	358	468
8	金逸珠江	22	4.1%	72%	494	543
9	中影院线	19	3.5%	73%	412	483
10	华夏联合	17	3.2%	82%	367	427

数据来源: 拓普数据, 东吴证券研究所

公司 Alpha 和行业 Beta 的共振。2023 年公司直营影院和联合院线各项数据均有明显增长, 且增速高于全国大盘。直营影院“SFC 上影影城”方面, 2023 年含服务费总票房达 6.3 亿元, 市占率达 1.2%, 累计观影人次 1224.8 万人, 截至 2023 年底已开业 51 家影城、银幕总数 375 块。联和院线方面, 2023 年含服务费总票房达 44.8 亿元, 累计实现观影人次 9626.4 万, 截至 2023 年底加盟影院总数 796 家、银幕总数 5101 块。

表4: 公司直营影院和联合院线各项数据增速高于全国大盘

	SFC 直营影院			上影联和院线			全国大盘		
	2023	vs 2021	vs 2022	2023	vs 2021	vs 2022	2023	vs 2021	vs 2022
含服务费总票房(亿元)	6.3	+19.9%	+129.7%	44.8	+23.7%	+105.9%	549.15	+16.8%	+83.5%
市占率	1.20%	+0.05pct	+0.25pct	8.30%	+0.6pct	+1.0pct			
总观影人次(万人)	1224.8	+13.7%	+127.3%	9626.4	+17.8%	+104.4%	129900	+11.3%	+82.6%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. IP 有望成为整合集团优质资产抓手, 看好成长潜力

市场对于公司 IP 开发的担忧主要在于, IP 变现空间难以计算、IP 诞生年份较早、IP 焕新效果尚不确定。但我们认为, 精确的错误, 不如模糊的正确, 相比于计算每一个 IP 的估值, 我们更应该关注公司的 IP 战略, 以及该业务对影院主业、对集团整体战略的重要意义。我们认为, 相比于短期的挑战, 更应着眼长期的发展空间, 老 IP 焕新和新 IP 培育的过程固然面临诸多挑战, 但通过矩阵式开发、线上线下联动、多渠道渗透的方式, IP 有望逐步渗透进人们的日常生活; AI 也有望降低 IP 开发和 IP 变现的成本并提升产能。经典动画 IP 不仅具有深厚的文化底蕴, 还蕴含着巨大的商业价值, 可以通过续作、衍生品、跨界合作等多种方式进行创新和延伸, 为公司带来新的增长点。

IP 不仅是上影股份的增长动能，更是上影集团整体战略的重要一环。

2020 年，上影集团就将大 IP 开发列为五年核心战略，探索通过 IP 创造主题消费场景，打造“电影+衍生品+商业地产”的 IP 生态圈。上影所拥有的影视全产业链资源，都将以大 IP 思维推进原创内容的生产，完成对传统产业的赋能，搭建“IP 星球”。

2022 年，上影集团成立了上影元文化科技（即“上影元”），成立时，上影集团及美影厂分别持股 65%、35%。集团将 15 个故事片的 IP、15 个美影厂的 IP，按照 10+10（10 年授权经营+10 年优先续约）的模式经营。上影股份于 2023 年 5 月完成对上影元 51% 股权的收购及并表。这个收购是大 IP 开发的重要的一步——把原创的新 IP 和原有的 IP 打包成了一个市场主体，并植入了上市公司，意味着上影股份拥有了对上影集团优质 IP 的开发运营权，获得新的增长动能。

表5：上影元运营的 60 个 IP 构成

类别	片名
15 个独占影视 IP	《日出》《天云山传奇》《阿 Q 正传》《三毛从军记》《少爷的落难》《上海伦巴》《陈毅市长》《上海舞女》《阙里人家》《青春万岁》《上海纪事》《苦恼人的笑》《小街》《庐山恋》
15 个非独占影视 IP	《春风得意梅龙镇》《等到满山红叶时》《午夜两点》《对岸的战争》《长恨歌》《江城奇事》《子夜》《蓝色档案》《假女真情》《上海新娘》《极地营救》《渡江侦察记》《人约黄昏》《说好不分手》《拯救爱情》
15 个独占动画 IP	《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《哪吒闹海》《天书奇谭》《九色鹿》《雪孩子》《邈邈大王奇遇记》《宝莲灯》《熊猫百货商店》《三个和尚》《阿凡提的故事》《山水情》《鹬蚌相争》《我为歌狂系列》
15 个非独占动画 IP	《没头脑和不高兴》《魔方大厦》《中国奇谭》《舒克和贝塔》《骄傲的将军》《超级肥皂》《小蝌蚪找妈妈》《牧笛》《鹿铃》《渔童》《金色的海螺》《猪八戒吃西瓜》《狐狸打猎人》《猴子捞月》《西岳奇童》

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

市场对于公司 IP 开发的担忧主要在于，IP 变现空间难以计算、IP 诞生年份较早、IP 焕新效果尚不确定。我们看好公司的 IP 战略，以及该业务对影院主业、对集团整体战略的重要意义。

我们认为，老 IP 焕新和新 IP 培育的过程固然面临诸多挑战，但通过矩阵式开发、线上线下联动、多渠道渗透的方式，IP 有望逐步渗透进人们的日常生活；AI 也有望降低 IP 开发和 IP 变现的成本并提升产能。经典动画 IP 不仅具有深厚的文化底蕴，还蕴含着巨大的商业价值，可以通过续作、衍生品、跨界合作等多种方式进行创新和延伸，为公司带来新的增长点。具体分析：

3.1. 集团内容及 IP 创作能力持续提升

上影集团拥有大量的影视作品储备，是历史积淀下来的珍贵资产。其中上海美术电影制片厂是中国动画学派的摇篮，已创作 600+部动画片，拥有众多经典 IP；上海电影制片厂已创作 870+部故事片；上海译制片厂已译制 1600+部作品。一座上美厂，半部国漫史。美影厂的经典 IP 有着广泛的观众认知基础，中国动漫市场的现状决定卡通形象需要较长的培育期，美影厂曾经创造的经典形象是尤为宝贵的资源。2012 年，时任美影厂厂长钱建平透露，曾经有机构评估，美影厂的 11 个经典卡通形象价值 17 亿元。

表6: 上影元 IP 获奖情况 (部分)

IP	导演	概况
《大闹天宫》	万籁鸣 唐澄	《大闹天宫》上集 1961 年完成，下集 1964 年完成。1983 年 6 月巴黎放映，吸引近 10 万观众。法国《人道报》和《世界报》均认为该片是动画杰作，展现中国传统艺术风格。影片获奖无数，包括 1962 年捷克卡罗维发利电影节特别奖，1963 年百花奖最佳美术片，1978 年伦敦电影节最佳影片奖，1980 年全国少年儿童创作评奖委员会一等奖，1982 年厄瓜多尔国际儿童电影节三等奖。
《小蝌蚪找妈妈》	特伟 钱家骏 唐澄	《小蝌蚪找妈妈》是中国第一部水墨动画，其中的动物造型取自国画大师齐白石的作品《蛙声十里出山泉》。该片一上映便轰动世界：从瑞士洛迦诺到法国安纳西等电影节，获得荣誉无数。曾获第十四届洛迦诺国际电影节短片银帆奖、第一届《大众电影》“百花奖”最佳美术片奖、法国第四届安纳西国际动画节短片特别奖、第四届戛纳国际电影节荣誉奖、第三届南斯拉夫萨格勒布国际动画电影节一等奖等。
《哪吒闹海》	严定宪 王树忱 徐景达	《哪吒闹海》是我国第一部大型彩色宽银幕动画长片，在国内外各大电影节上均获得过多个奖项，1980 年获得大众电影百花奖最佳动画电影奖，1980 年成为第一部在戛纳电影节参展的国产动画，1983 年获得菲律宾马尼拉国际电影节特别奖。
《九色鹿》	钱家骏 戴铁郎	根据敦煌莫高窟 257 洞内壁画《鹿王本生》故事改编，具有中国古代佛教绘画的风格。其传奇的故事和唯美画面成为很多人儿童时代的记忆。该片曾于 1986 年在加拿大汉弥尔顿国际动画电影节上获特别荣誉奖。
《巴山夜雨》	吴贻弓 吴永刚	《巴山夜雨》是上海电影制片厂出品的剧情片，由吴永刚、吴贻弓执导，李志舆、张瑜主演，于 1980 年上映。获奖情况：该片获得第 1 届中国电影金鸡奖、最佳故事片、最佳导演(提名)、最佳编剧、最佳男主角(提名)、最佳女主角。
《日出》	于本正	于 1985 年上映。该片根据曹禺的同名话剧改编，该片获得第 6 届中国电影金鸡奖、最佳故事片(提名)、最佳编剧、最佳女配角、第 9 届大众电影百花奖最佳故事片、最佳女演员、最佳女配角。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

除了由美影厂和上影集团授权的 IP，上影元也在持续创造新的 IP，丰富 IP 矩阵，比如《中国奇谭》、敖五家族。《中国奇谭》由上海美术电影制片厂主导创作、与 b 站联合出品，速达、朱贝宁总监制，陈廖宇总导演，打造了 8 个根植于中国传统文化的独立故事，以现代语境讲中国故事。上线以来，《中国奇谭》累计播放量超 3 亿次，全网热搜超 530 个，豆瓣评分达 9.6 分，已斩获国内外近 20 个奖项。如“金熊猫奖”最佳动画片奖、“白玉兰奖”最佳动画剧本奖、“金龙奖”最佳系列动画奖金奖、“金海豚奖”最佳系列动画片金奖和“金猴奖”综合奖动画系列片金奖，《中国奇谭》之《鹅鹅鹅》入围萨格勒布国际动画节 WORLD PANORAMA 单元，《中国奇谭》之《小满》《小卖部》荣获 2023 IAFFF“动物·未来·生态影展”荣誉提及奖，《中国奇谭》之《小妖怪的夏天》《鹅鹅鹅》《小满》《小卖部》入围纽约亚洲电影节 Narrative Shorts Showcase - Animation 单元。

图5：《中国奇谭》由 8 集风格各异的短片构成

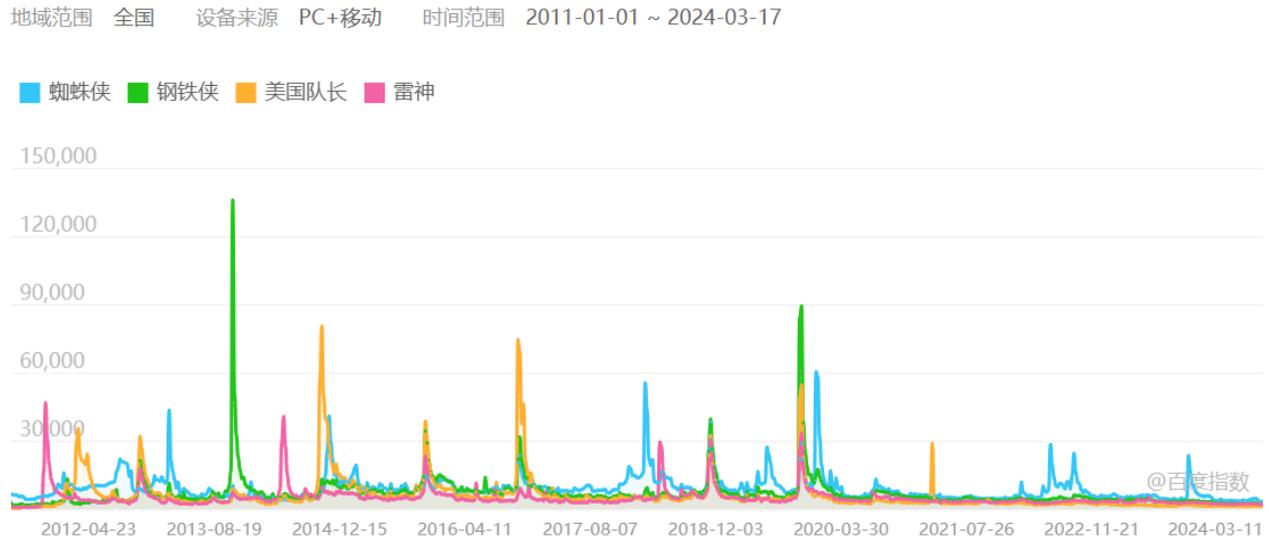


数据来源：上海影城公众号，东吴证券研究所

上影集团采用新旧 IP 联动的矩阵式打法。一方面可以重新激活经典老 IP，吸引原有的忠实粉丝的同时，通过新颖的表现形式和故事线吸引新一代观众；另一方面，还能够借助老 IP 的知名度和影响力，帮助新 IP 迅速获得市场关注，实现快速破圈。以漫威为例，每一部新影片上映时，都会带动之前的 IP 热一波。比如，2019 年《复仇者联盟 4》热映，钢铁侠、美国队长、蜘蛛侠等个体 IP，关注度都大涨。

矩阵式打法可以丰富角色的关系，加深观众对角色的印象。各个角色间的互动不仅增强了 IP 的叙事深度，也为商业化合作提供了更多可能性。这种商业模式类似于《创造 101》《火箭少女》等选秀节目的运营策略，通过集合多个 IP 的力量，不仅分散了单一 IP 的市场风险，还提升了整体的市场影响力。

图6: 漫威 IP 的百度搜索指数趋势



数据来源: 百度指数, 东吴证券研究所

上影集团旗下有两大 IP 宇宙: 美影宇宙、奇谭宇宙。

(1) **美影宇宙: 基于美影厂经典动画 IP。**2021 年, 美影厂推出轻松搞笑动画番剧《美影大乐园》, 一共 31 集, 每集 3 分钟左右, 集合了很多 IP 人物,《葫芦娃》里的蝎子精、蛇妖, 葫芦娃七兄弟;《黑猫警长》里的黑猫警长、一只耳、达达警官;《哪吒闹海》里的哪吒三太子,《天书奇谭》里的蛋生,《九色鹿》里的鹿,《大闹天宫》里的王母娘娘等等。

图7: 美影 IP 宇宙



数据来源: 数英, 东吴证券研究所

(2) **奇谭宇宙: 即基于《中国奇谭》的系列动画片和大电影。**作为上影集团“十四五”精品内容战略与大 IP 开发战略融合发展的重要项目,《中国奇谭》将打造的是一个有广度、有深度的 IP 宇宙, 每一个 IP 都有不同的发展规划。第一季动画已于 2023 年推

出，第二季于 2023 年 9 月启动制作，并于 2023 年 11 月完成所有前期筹备工作。相比于第一季，第二季的故事数量更多、资金投入更大，创作团队也将更加丰富，不仅有熟悉导演的回归，也有新鲜血液的加入。

图8: 《中国奇谭》第二季动画海报



数据来源：中国奇谭官方微博，东吴证券研究所

公司正致力于一系列 IP 内容的焕新，计划在未来几年内，每年更新两部经典 IP 内容。例如，由忻钰坤导演执导的真人版《遗愿大王》于 2023 年 11 月启动。《葫芦兄弟》动画续集也正在制作中，短视频官方账号已陆续上线。《小妖怪的夏天》的大电影已经投入制作，或在 2025 年上线。美影厂还有多部作品正在全力制作中，包括《燃比娃》《新雪孩子》《大耳朵图图》《火焰山》一系列动画新作。其中，《斑羚飞渡》片长达 90 分钟，预计将于 2024 年上映。

随着上影集团以《爱情神话》《繁花》为代表的“海派盛宴计划”的启动，上影股份也将积极参与后续海派 IP 的整合开发。

3.2. 从线上走到线下，IP 有望进一步盘活线下资产

上影通过线上和线下多重渠道提升 IP 的影响力。线上渠道包括抖音账号、微博账号、动画剧集、短视频、公益宣传片，线下渠道包括影院、城市空间、乐园等。

(1) 线上：通过长短视频平台、公益宣传等方式扩大知名度。

①公益宣传。美影厂的 IP 以各种各样的形式与国家大事和公益宣传结合起来，合作方包括春晚联欢晚会、冬奥会、《人民日报》、新华社、中国消防、国安工作室、浙江省血液中心等机构。

图9: 美影厂 IP 亮相《2024 春节联欢晚会》



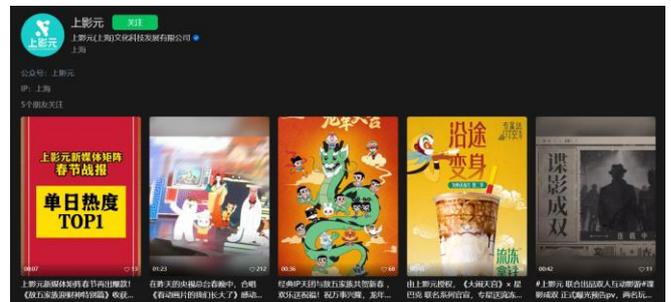
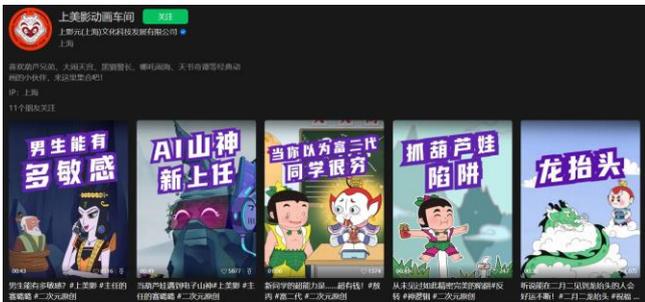
数据来源: 上影元公众号, 东吴证券研究所

②短视频平台。在年轻人聚集的社交短视频平台, 美影厂和上影元也做了全渠道的覆盖, 推出短视频、条漫、表情包, 跟年轻群体的习惯相融合。

图10: 美影厂和上影元相关账号

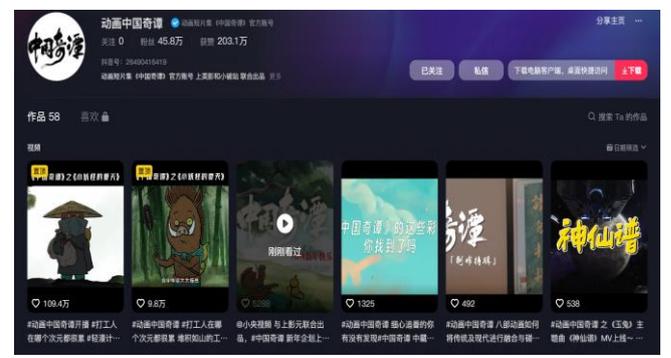
上美影微信视频号

上影元微信视频号



葫芦兄弟抖音账号

中国奇谭抖音账号



数据来源: 微信视频号, 抖音, 东吴证券研究所

(2) 线下：上影元 IP 走入影院、城市空间、乐园。

①IP+影院。2023 年 12 月，上影元在发布“IP 影院合作者计划”，将与全国排名第三的上影·联和院线 774 家影院深度合作。我们认为，“IP+影院”模式既可以提升经典 IP 的曝光率和知名度，也有助于影院吸引客流量、提升 IP 相关卖品收入，对于上海电影的 IP 业务和影院业务均有促进作用。

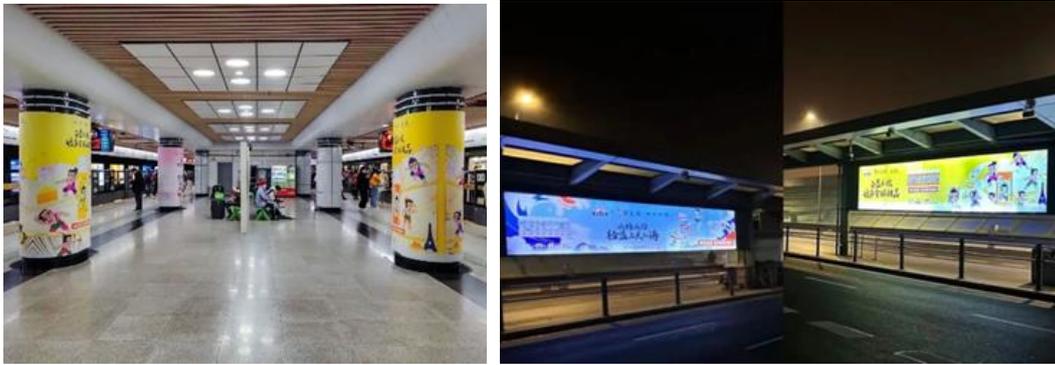
图11: SFC 上影影城主题影院



数据来源：上海电影公众号，东吴证券研究所

②IP+城市空间：除了主题影院，上影元 IP 也在走入城市空间。2023 年 11 月，上影元与国贸控股的“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，开发更具文化特色的商旅空间，探索以影视 IP 引领文旅发展。春节期间，在上海，从热门商圈到潮流街区，都能看到经典动画 IP 的身影。

图12: 葫芦兄弟现身人民广场地铁站和上海虹桥火车站



数据来源：上海电影公众号，东吴证券研究所

③IP+影视乐园：2022 年，上影集团计划将旗下的经典动画 IP 引入上海影视乐园，打造线下的“上美影大乐园”，预计 2024 年推出。让《大闹天宫》《小蝌蚪找妈妈》《黑猫警长》《宝莲灯》这些国民 IP 走进沉浸式影视乐园，让游客可以与经典角色进行互动。

3.3. 从授权到自研，IP 有望助力产业链拓展

IP 商业化不仅可以获得经济效益，更重要的是可以让经典 IP 焕发活力。IP 的创作和商业化变现是一个内部循环链，通过创作优秀的作品，创造出优质的 IP，用这些 IP 去进行版权的销售，然后来再反哺创作。

上影元 IP 变现包括商品、游戏、自营产品三方面。

3.3.1. 商品授权：GMV 从 10 亿元到百亿元

2023 年上影元共合作项目共 73 个，其中包括光明乳业、百胜集团、京东、星巴克中国、雀巢咖啡、中信出版等行业内头部公司；2023 年获 10+ 个营销类奖项。2023 年，上影 IP 授权商品 GMV 总量已超 10 亿元。未来三年，公司希望实现 IP 合作产品涉足 5 大领域、30 个行业、500 个以上品牌，落地全国 30 个省份，合作商品 GMV 超百亿元。

中国品牌授权合作中，较为通行的模式是“保底+分成”，分成比例通常为 5%~18%，取决于厂商和 IP 情况，由承担更大风险的厂商拿大头。此外，还有 OEM 模式，即厂商仅做代工，无须向授权方支付版权费；从设计到生产和销售也许会有厂商的参与，但费用和 risk 都由 IP 版权方承担。

我们假设 IP 授权分成比例为 8%（粗略估计，保底金额包括在内），则 2023 年商品授权收入或为 0.8 亿元，未来三年商品授权累计收入或达 8 亿元左右。我们假设 2024-2026 每年收入分别为 1.5/2.5/4 亿元。

3.3.2. 游戏联动及授权：经典 IP 带动游戏数据增长

2023 年国内小程序游戏市场快速增长至 300 多亿元（DataEye 数据），并且较多游戏开始尝试联动经典 IP。比如《咸鱼之王》联动《喜剧之王》《长江七号》等周星驰电影，以及基于《仙剑》IP 的《仙剑奇侠传之新的开始》、基于《葫芦兄弟》IP 的《葫芦娃大作战》、基于《斗罗大陆》IP 的《斗罗大陆之武魂觉醒》。一方面，IP 联动有助于让产品击中传统买量无法覆盖的用户，起到让游戏扩圈的作用；另一方面，IP 联动有助于提升用户付费，经济自理的大龄玩家有意愿为喜爱的 IP 付费；此外，IP 联动有助于推动小游戏成为爆款。

上影元 IP 与各类型游戏开展联动合作，有效带动付费及播放、下载等数据。合作方包括《蛋仔派对》《大话西游》《摩尔庄园》《塔防精灵》《三国吧兄弟》等；与游戏厂商合作开发基于经典动画 IP 的游戏，如《葫芦娃大作战》《葫芦娃各显神通》等，在微信小程序游戏端表现亮眼，成功验证经典动画 IP 在轻型游戏端联动价值。

表7: 上影元 IP 游戏联动情况

上线日期	IP	游戏	联动形式
2024/2/9	《葫芦兄弟》	《超能世界》	葫芦兄弟穿越时空，来到超能大陆开启“葫闹新春”、“神娃降世”、“葫芦兄弟主题王者争霸赛”活动
2024/2/1	《大闹天宫》	《球球英雄》	基于大闹天宫形象的道具
2024/2/1	《大闹天宫》	《决战! 平安京》	悟空联动限定皮肤“齐天大圣”
2024/1/15	《九色鹿》	《光遇》	《光遇》九色鹿季
2024/1/12	《中国奇谭》	《蛋仔派对》	游戏内基于狐狸公子、兔仙、小猪妖 IP 的“奇谭寻梦”活动
2023/8/24	《中国奇谭》	《桃源深处有人家》	小猪妖从浪浪山来到萝萝山，与小萝卜度过难忘的夏天
2023 年	《中国奇谭》	《山海镜花》	《中国奇谭之鹅鹅鹅》与《山海镜花》联动，创新奇谭玩法，开启神荒宇宙
2023 年	《葫芦兄弟》	《三国吧兄弟》	7 个葫芦娃，为玩家提供能力加持
2023 年	《葫芦兄弟》	《塔防精灵》	多位葫芦兄弟将化身为塔防英雄，携手塔防拯救爷爷

数据来源: 上影集团公众号, 东吴证券研究所

图13: 《葫芦娃大作战》登上 2023 年 9 月微信小游戏消耗增长榜



数据来源: DataEye, 东吴证券研究所

根据游戏葡萄估计, 排名微信小游戏畅销榜第十到二十名的小游戏每款游戏的月流水或在 2000~3000 万元不等; 则年化流水为 2.4~3.6 亿元。2015 年日本 A 级 IP 的授权费为 300 万元签字费+5~8%不等的分成收入。由于游戏大多与动画类 IP 进行联动, 而与真人影视 IP 联动的案例比较少。保守估计下, 我们假设公司仅对其 30 个动画 IP 进行授权, 假设对应游戏年流水为 1 亿元, 并假设分成比例为 7% (粗略估计下, 已包含签字费), 则 30 个 IP 每年可贡献授权收入 $30 \times 1 \times 7\% \sim 2$ 亿元。

公司也在布局基于 IP 的自研游戏。2024/1/15 由上影制作、上影元、互影科技和阅文集团联合出品的双人互动影游《谍影成双》正式公布。这是上影元在互动影游领域作出的首次尝试。《谍影成双》是一个双人联机游戏，两位用户分别扮演两个角色，其互动会共同影响故事走向。2024/1/27，上影集团旗下的上海上影电影制作有限公司宣布，将基于《新世界》线下互动剧 IP，与上影元、互影科技、MR 公司 Holovis 共同打造一款线上互动影视游戏《代号：新世界》，将线下“演出+游戏”的模式，复刻到线上“影视+游戏”的模式。我们以 Steam 互动游戏《完蛋！我被美女包围了！》作为类比，该游戏 2023 年销售收入约为 8000 万元。考虑到《完蛋》的火爆出圈可能具有个体效应，我们假设《谍影成双》和《新世界》的销售收入分别为 2000 万元。

图 14：上影元联合出品两款互动影游



数据来源：上影元公众号，东吴证券研究所

自营产品方面：2023 年上线 IP 文创周边 SKU 超 500 个，全年销售收入达千万元级别。由上影元推出“上影元品”的四款新产品获得 2023 “上海礼物”品牌商品认证，同时荣获年度新品奖；推出自研爆款“网红蛤蟆”系列产品；《大闹天宫》豆豆眼珍藏盲盒手办等正式上线。我们预计 2024-2026 年自营产品销售收入仍能保持双位数增长。

3.3.3. 思考：和其他 IP 方相比，上影元 IP 的壁垒是什么？

和其他 IP 方相比，上影元 IP 的壁垒是什么？我们认为，上影元 IP 的壁垒在于有故事、有历史、有关联、有场景。而且，作为上影集团的大 IP 开发平台，上影元在 IP 获取、IP 培育方面具有天然的资源 and 人才优势，并且能够借助上影集团旗下的影城影院、影视乐园等线下场景持续破圈。

2023 年被授权方在选择 IP 时趋于理性，更追求性价比，希望 IP 授权能够立竿见影地提升销售收入。市场上的头部 IP 和中腰部 IP 之间的差距越来越大。头部的 IP 更容易获得品牌方的青睐。我们认为，上影元的 IP 因其高识别度、差异化特征和情感表达，相对于其他中小 IP 更容易出圈。

上影元 IP 有故事、有历史、有矩阵。相比于形象型 IP，内容型 IP 具有更长的生命周期。“媒体特许经营产品畅销榜”显示，全球最有价值的 30 个 IP 中，形象 IP 只有 Hello Kitty 一个，其他都为内容 IP，这表明形象 IP 大多难以穿越周期。原因在于，内容 IP 依附于电影、动漫、游戏等内容产品上，每个 IP 都有自己的传播故事。而故事给了 IP 极大的延展空间，比如可以引入新的人物，或者把某一角色，延伸打造成新的 IP。以漫威来说，其所有角色置入同一世界观，各个英雄系列既有自己的故事线，比如《钢铁侠》《美国队长》等系列（仅前两部），又相互交集、互动——《复仇者联盟》系列等。如此，不仅可以相互曝光提高单个 IP 的影响力，也能拓宽边界——你可能会为了所喜爱的人物，去关注整个漫威 IP 通过内容、故事，内容 IP 矩阵能形成协同效应。但形象 IP 则“空有其表，没有灵魂”。

表8: 全球最有价值的 30 个 IP 中, 仅一个形象 IP

排名	IP 系列	诞生年份	总收入 (亿美元)	原始媒体	IP 拥有方	IP 类型
1	精灵宝可梦	1996	1090	电子游戏	宝可梦公司; 任天堂	内容 IP
2	Hello Kitty	1974	885	礼品形象	三丽鸥	形象 IP
3	米老鼠和他的朋友们	1928	829	动画片	华特迪士尼	内容 IP
4	维尼熊	1924	810	图书	华特迪士尼	内容 IP
5	星球大战	1977	694	电影	华特迪士尼	内容 IP
6	迪士尼公主	2000	464	动画电影	华特迪士尼	内容 IP
7	面包超人	1973	449	漫画	FROEBEL 馆	内容 IP
8	漫威电影宇宙	2008	362	电影	华特迪士尼; 索尼; 环球影业	内容 IP
9	马里奥	1981	348	电子游戏	任天堂	内容 IP
10	哈利波特	1997	322	小说	UK 罗琳; 华纳兄弟	内容 IP
11	变形金刚	1984	296	动画系列	孩之宝; Takara Tomy	内容 IP
12	芭比娃娃	1987	292	动画片	美泰	内容 IP
13	蜘蛛侠	1962	286	漫画	华特迪士尼; 索尼	内容 IP
14	蝙蝠侠	1939	277	漫画	DC 娱乐	内容 IP
15	龙珠	1984	277	漫画	鸟山明; 集英社; 东映动画; 万代南梦宫	内容 IP
16	使命召唤	2003	270	电子游戏	动视暴雪	内容 IP
17	高达	1979	253	动漫	万代南梦宫	内容 IP
18	玩具总动员	1995	220	动画电影	华特迪士尼	内容 IP
19	汽车总动员	2006	218	动画	华特迪士尼	内容 IP
20	指环王	1937	200	小说	托尔金庄园; 华纳兄弟	内容 IP
21	游戏王	1996	171	漫画	高桥和英; 集英社; Konami	内容 IP
22	花生系列	1950	161	漫画	索尼; Peanuts Worldwide LLC	内容 IP
23	爱冒险的朵拉	2000	158	动画	哥伦比亚广播公司	内容 IP
24	超级战队/恐龙战队	1975	156	动画	孩之宝; 东映	内容 IP
25	辛普森一家	1987	156	动画系列	十二世纪影业	内容 IP
26	吃豆人	1980	154	电子游戏	万代南梦宫	内容 IP
27	狮子王	1994	154	动画片	华特迪士尼	内容 IP
28	忍者神龟	1984	154	漫画	哥伦比亚广播公司	内容 IP
29	地下城与勇士	2005	153	电子游戏	腾讯: Nexon	内容 IP
30	复仇者联盟	1963	153	漫画	华特迪士尼	内容 IP

数据来源: 洞见数据研究院, 东吴证券研究所

注: 统计时间为 2022/1/3

采用“田忌赛马”的 IP 运营策略。由于其 IP 资源有强有弱、需要时间成长，因而适合采用差异化的打法。其 IP 分为核心 IP、潜力 IP 和新兴 IP 三类：对于核心 IP，着力于维持品牌影响力，并与各品类的头部品牌进行授权合作；潜力 IP，则集中资源进行市场推广，并与被授权商一起共建品牌，助力其成长为长青 IP；新兴 IP，以建立市场知晓度为主，不急于进行过多的授权合作，以免过早透支 IP 价值。

“一篮子 IP”对品牌具有较大吸引力。2022 年 6 月，美影厂与 QQ 浏览器合作百年动画长卷，将 25 个经典动画 IP 放到 H5 中，供观众互动探索。2022 年 9 月，邀请周深演唱百年纪念曲《美美》，串起 21 部经典动画。和蚂蚁森林的合作，选取 7 部作品中的 8 个角色，示范绿色生活的正确打开方式，于是有了太乙真人骑单车、七仙女坐地铁、将军刷步数、孙悟空自带餐具等名场面。

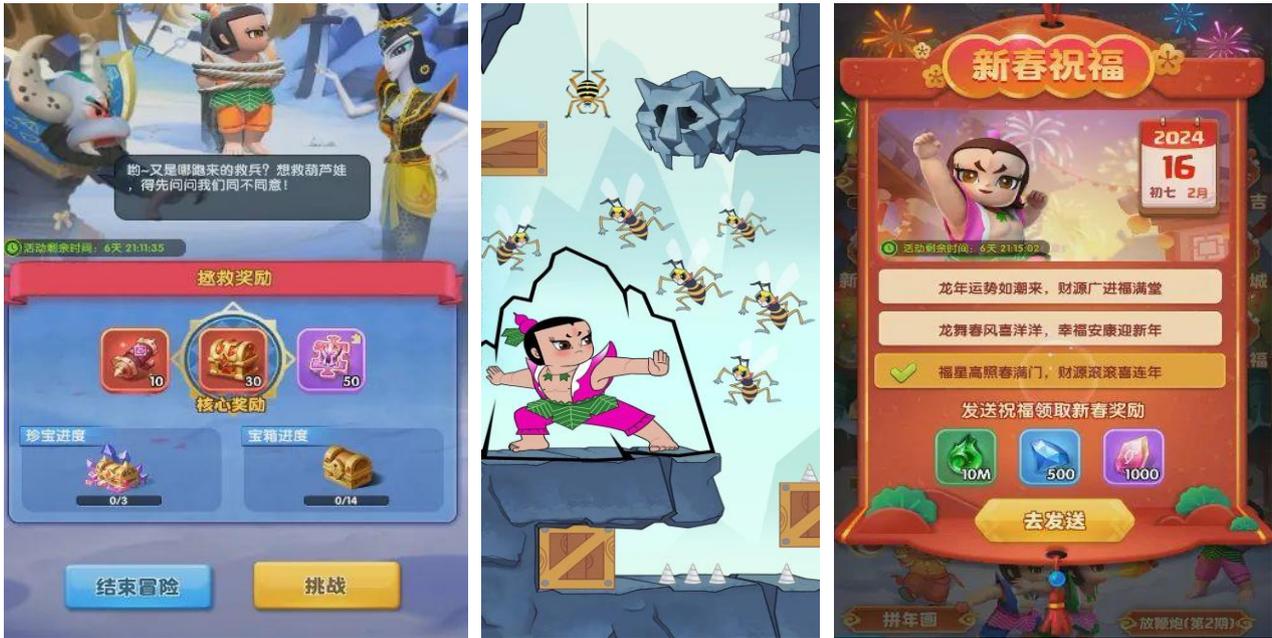
图 15：美影厂为品牌方提供“一篮子 IP”



数据来源：数英，东吴证券研究所

不仅提供形象联动，而是将 IP 与游戏进行深度融合。比如《超能世界》与“葫芦兄弟”IP 的联动，在美术、剧情、玩法等多个方面都有体现：美术上，游戏为玩家定制了 IP 联动角色“神力葫芦娃”和“金刚葫芦娃”。剧情上，游戏讲述了葫芦七兄弟穿越到超能大陆，展开冒险的故事，而这一故事在游戏中的各个部分，如新春活动、英雄召唤、人物传记和挑战关卡等，都有所体现。除了主线剧情，还在游戏副本中定制了“葫芦兄弟”主题的限时关卡，融入原著“拯救爷爷”的桥段。玩法上，推出了葫芦兄弟定制版小游戏副玩法。将葫芦兄弟与新春佳节相结合，推出了“画糖人”、“拼福娃”等小游戏，还允许玩家在聊天频道中互发葫芦兄弟主题红包。

图16: 超能世界 x 葫芦兄弟游戏合作



数据来源：游戏陀螺，东吴证券研究所

3.4. 上影集团注重人才和 AI，构建 IP 底层驱动

不论是 IP 的开发还是运营，人才都是核心生产力。未来，IP 的长线发展离不开人才。对于 IP 而言，只有打造一个能够持续吸引人才、留住人才、培养人才的平台，才能实现 IP 森林的长青。而 AI，则是赋能人才的技术和工具，可以放大创意的价值，实现创意的量产，降低从创意到成型产品的耗时、耗力。

上影集团注重人才引进。上影集团在“十四五”规划中，明确表示了要吸引 50 位中青年英才，100 位青年新锐人才，300 位后备役人才。

美影厂汇聚了一批动画行业的资深艺术家和专业人士，其经验和智慧是美影厂宝贵的财富，对于吸引和培养新一代动画人才具有重要意义。美影厂艺委会中有多名已经退休的上美影老艺术家，涵盖编剧、导演、艺术家、原画设计等前辈。对于美影厂正在制作的一些作品，从每部影片的立项、创意、编剧到整个的美术设计至成片，艺委会的不同成员都会来参与打分和提建议。每一个导演都有自己更擅长的方向，因此当美影厂在相关方面遇到困难时，这些老艺术家们便会以顾问或者主创人员的身份加入项目组。例如，《斑羚飞渡》不但邀请了老厂长常光希的加入，还邀请到曾参与水墨动画制作的老前辈孙总青、韩美林担任艺术顾问。

图17: 《中国奇谭》读本会



数据来源：数英，东吴证券研究所

美影厂在 2023 年 7 月开启**动画导演营地计划**，行业前辈传授创作经验，并一同打磨故事创意；其中优秀作品还将纳入上美影项目计划片单，实现商业动画的完整落地创作。美影厂也与高校合作，共同开展电影特效美术人才培养项目，旨在培养一批应用型特效美术高端人才。通过这种方式，**打造涵盖老中青三代的人才梯队，传承经典、与时俱进。**

除了内部培养，美影厂也积极寻找外部合作伙伴，利用外部资源丰富人才库。例如，《中国奇谭》的总导演陈廖宇具有丰富的动画行业经验，了解许多动画人才及其擅长的风格；多位分集导演是通过项目制加入的。

我们认为 2024 或是 AI 电影元年。2024 年 2 月，OpenAI 和谷歌在同一天发布文生视频模型，相较于此前的文生视频模型，在时长、一致性、上下文长度等方面有着显著突破。不仅技术有所突破，AI 也正在逐步嵌入影视行业的工作流。比如 Adobe 公司的 Premiere Pro 软件已引入 AI 技术，可以根据用户的选择和编辑习惯，自动完成视频剪辑和后期处理。近期，AI 视频持续出圈，今年 2 月，AI 动画片《千秋诗颂》在 CCTV-1 播出；3 月，一部“完全由 AI 制作的开创性长篇电影”在洛杉矶首映。我们认为，AI 和 MR 等新技术不仅正在重塑影视内容的生产和消费方式，而且在不断拓宽影视艺术的表现边界，将为全行业降本增效，并放大 IP 价值。

影视行业中，动画电影或率先受益于 AI 技术发展。AI 技术为动画电影打开了广阔的创新空间。通过 AI，可以添加虚拟演员、构建模型、实现音画同步，以及开发衍生产品。AI 不仅仅是一种提高效率和降低成本的工具，更重要的是，它极大地扩展了创意实现的可能性。

公司高度重视 AI 技术布局。2024 年 2 月，上海电影发布 iPAi 星球计划，立足 IP 资源，结合 AI 应用。

图18: “iPAi 星球计划”立足 IP 资源，结合 AI 应用



数据来源：上海证券报，东吴证券研究所

以“iPAi 星球计划”为抓手，主攻 IP 内容焕新和 IP 商业开发两大方向。自 2024 年起，将加速 AI 对内容创作、影视制作等各项业务的赋能，实现内容焕新 3 年大提速，将保持每年 2 部以上优质 IP 内容焕新作品，重塑超级动画厂牌。为旗下海量 IP 实现产品多元化放量，上海电影“大基建工程”已箭在弦上，并正式成立数字业务中心，牵头整合上影制作等集团旗下公司资源，进行 IP 数字资产化，并联合运营合作伙伴等外部生态，推动 AI 技术应用研发和算力搭建。上影股份还将依托上影元旗下众多 IP，重点发力游戏赛道，通过授权、联合开发、投资入股等方式加紧重点布局 IP+游戏等热门内容赛道，未来也将自主研发 IP 原生游戏，在长周期里持续释放已积累的内容能力价值。

表9: AI 赋能上影集团各业务线

业务线	AI 布局
上影股份	打造了葫芦兄弟数字人；与上海电影译制厂、喜马拉雅合作，共同成立了上海喜上眉梢科技文化有限公司，首个原创项目《魔都奇谭》借助 AI 将上译厂老艺术家的声音与现代配音演员的声音进行融合，将叶塞尼亚、佐罗、功夫熊猫等经典角色的声音跨越时空。
美影厂	探索“AI+动画”创作方向，开发中国学派的 AI 动画大模型
上译厂	探索“AI+有声”创作方向
上海电影技术厂 (包括吴浦影视基地)	探索“影视基地+AI”一站式解决方案
上海影视乐园	探索 VR、AR+文旅实景体验方式
上美设计公司	探索 AI 数字展陈+IP 行业先例

数据来源：东方网，东吴证券研究所

美影厂是中国动画学派的发祥地，为研发中国学派的 AI 动画大模型奠定了基础。

1957 年，美影厂正式从上海电影制片厂独立，集结了万古蟾、万籁鸣、特伟、钱家骏、戴铁郎、严定宪等动画工作者，迎来第一个创作高峰。据统计，上美影厂成立之后仅用了短短八年的时间，就摄制了 105 部影片，其中动画片 40 部、木偶片 37 部、剪纸片 16 部、折纸片 3 部。其中多部影片享誉国际，以探索民族风格为主题的“中国动画学派”也在这一时期开始形成。成立一年左右，美影厂推出了剪纸片《猪八戒吃西瓜》《渔童》、折纸片《聪明的鸭子》等作品，推出了童话题材的《没头脑和不高兴》(1962)、写实题材的《草原英雄小姐妹》(1964)、水墨动画《小蝌蚪找妈妈》。水墨动画让齐白石画中的蝌蚪、鸡、虾、乌龟等山水画形象从静物走向动态，形成了一种全新的中国动画美术。

1957 年特伟提出中国动画要走民族风格之路后，“中国动画学派”的创作特征逐渐清晰：题材上，中国动画学派的作品大多数起源于中国古代的神话、民俗、寓言、小说等，具有浓厚的东方神秘主义气质；造型上，借鉴了中国传统艺术形式，例如传统绘画、壁画、版画等，突出中华民族含蓄、生动的审美特点；美术风格上，比起外国动画对生活环境再现的强调，中国动画的美术背景则注重写意与留白，通过散点透视等技巧来强调“虚化”，并赋予画面更大的想象空间。

训练数据是决定 AI 大模型能力的关键因素之一，而美影厂具有大量珍贵的美术素材。比如，《宝莲灯》全片长约 80 分钟，共绘制 15 万余幅画面；《大脑天宫》上下集共绘制了 15.4 万多幅图画，胶片长达 1 万多尺；《哪吒闹海》胶片共长 5700 余尺，画稿 5 万多张。这些素材不仅数量众多，而且风格各异、场景丰富，凝结了优秀的艺术家前辈的心血，具有独特的艺术价值。

通过设立和运作基金，积极探索文化科技创新。上海电影通过利用其上市公司的投融资优势，研究并探讨运用更多元化的资本市场工具，以支持内容创新、线上平台建设和线下沉浸式体验项目的产业化。公司下设的基金主要有：(1) 上影吴中基金：于 2021 年设立，募集资金人民币 10 亿，上影股份、上影资管、吴中金融、吴中投资基金、吴中产业基金及云锦资本认缴比例分别为 10.5%、19.5%、29.9%、20%、20%和 0.1%。基金将依托公司产业布局、战略规划及资源整合优势，积极探索产业升级及融合，以母基金及直投并行的方式，聚焦文化创意及科技创新领域，围绕电影娱乐投资方向，场景及“影院+”进行战略投资，推动产业整合的同时，投资于赋能线下文娱业态、助力实现跨界融合的科技、消费类股权投资等，以产融结合的方式驱动区域内文化产业的融合发展与多元合作。(2) 上影新视野基金：由上影股份与子公司上影资管及北高峰资本等共同发起设立，于 2023 年 6 月备案登记，基金总规模不高于人民币 10 亿元，首期募集认缴出资总额不低于人民币 5 亿元，其中上影股份、上影资管分别认缴出资 1.05 亿元、1.95 亿元。2023 年 12 月，上影新视野基金在上海影城 SHO 举办首场路演活动，涵盖线下 IP 沉浸式空间、IP 主题影游联动、VR/AR 数字内容开发制作、智能制造等新兴赛道，以及游戏、微短剧等热点方向。

表10：上影新视野文化产业数字化投资基金出资人及出资额

股东名称	认缴出资额（万元）
上海电影股份有限公司	10,500
上影资产管理（上海）有限公司	19,500
厦门国贸产业有限公司	10,000
上银国际股权投资基金管理（深圳）有限公司	9,900
珠海北高峰私募股权投资管理有限公司	100
合计	50,000

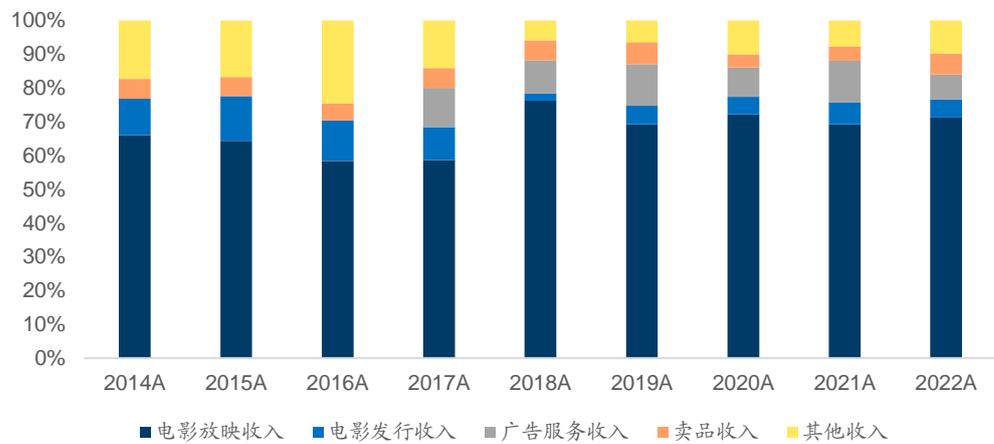
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此外，上影集团于 2022 年收购**昊浦影视基地**，启动建设高科技影视基地，致力于打造国际顶尖的数字化影视工作室，促进公司在数字产业的创新，包括大型 IP 开发与数字产业化融合，以及探索虚拟拍摄技术。昊浦基地已承接《繁花》等项目，同时首部全虚拟制作影片《极地救援》也正推进中。

4. 盈利预测及投资建议

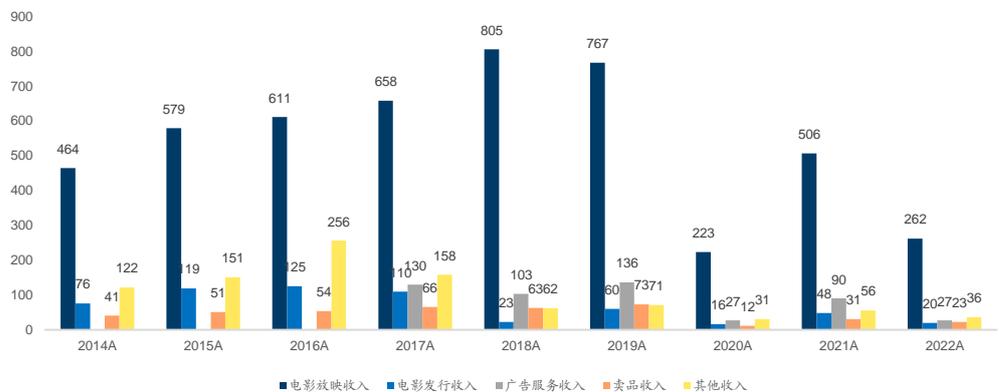
从收入确认口径来看，收入分为五个方面：(1) 电影放映收入，即直营影院售出的电影票总额。如果是预售电影卡券，则会等到用户实际使用时或者卡券过期三个月后，再确认收入。此外，公司还会从和电影发行商、其他电影院的分成协议中得到一部分放映收入。(2) 电影发行收入：公司提供发行服务并取得票房收入中的分成。(3) 广告服务收入：当电影院或相关公司提供广告服务，比如在电影放映前播放广告，他们会根据合同约定的时间和价格，在提供服务的期间内确认收入。(4) 卖品销售收入：电影院卖爆米花、饮料、周边等商品取得的收入。(5) 其他收入：包括IP业务、举办展览活动、版权代理及销售、融资租赁和出租物业等方式获得的收入。

图19：上影股份收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

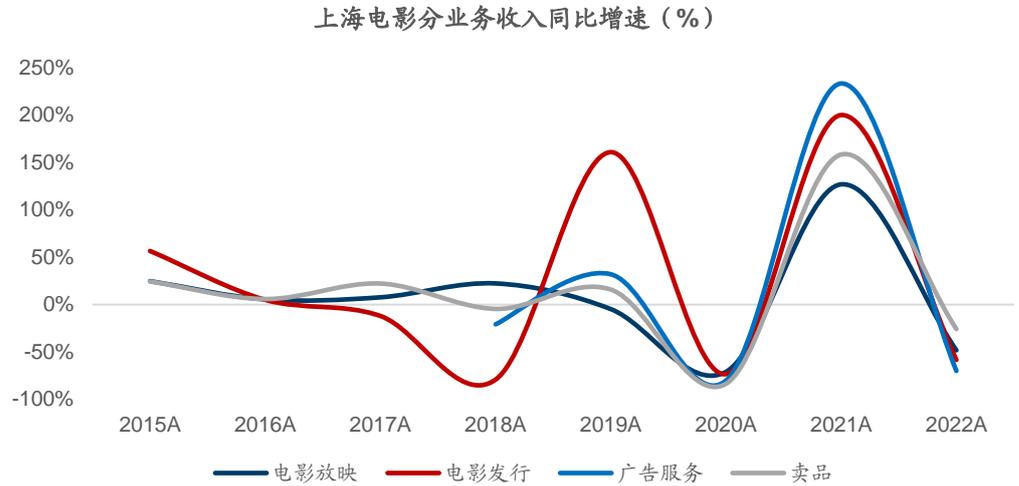
图20：上海电影分业务收入（百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

收入受什么因素影响？从各业务收入增速来看，电影发行收入波动较大，而电影放映、广告服务、卖品三项收入的增速趋势相对一致。

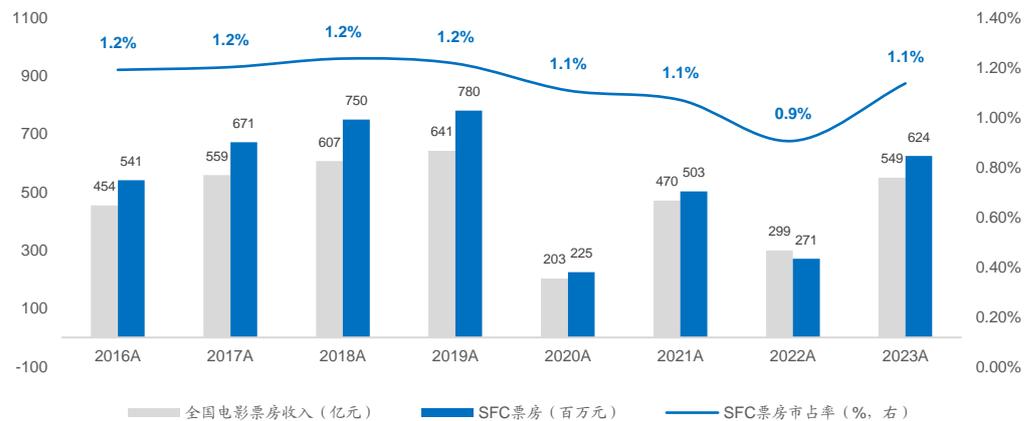
图21：上海电影分业务收入同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

(1) 电影放映收入。由于 SFC 票房市占率稳定在 1%左右，因此电影放映收入基本上取决于全国电影大盘表现。我们假设 2024-2026 年全国电影票房大盘增速为 5%，并假设 SFC 票房市占率每年提升 0.1pct，据此估算 2024-2026 年公司的电影放映收入。

图22：2016-2023 年 SFC 市占率稳定在 1%左右



数据来源：猫眼，东吴证券研究所

注：票房数据均为不含服务费口径

(2) **广告服务收入**。同时取决于广告行业整体预算和 SFC 广告销售情况。2020-2022 年由于电影行业整体疲软，叠加广告主收缩预算，公司的广告服务收入显著低于 2019 年。我们假设 2024-2026 年公司广告收入增速为 39%/28%/23%，高于其放映收入增速，主要系人次增长和单人次贡献广告收入增长的双重驱动。

(3) **卖品收入=观影人次×单人次卖品收入**。其中观影人次主要取决于上海地区电影大盘，而单人次卖品收入则稳定在 4 元左右（2020-2021 年除外），占电影票价的 9%~10%；我们认为随着公司推进 IP 主题影院模式和 IP 衍生品业务，未来这一比例有望提升至 10%以上。

表11: 上影股份卖品收入驱动力

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
上影股份卖品收入（百万元）	66	63	73	12	31	23
SFC 观影人次（百万人）	16	18	17	5	10	5
单人次卖品收入（元）	4	4	4	2	3	4
单人次卖品收入占平均票价	10%	9%	10%	6%	7%	9%

数据来源：Wind，猫眼，东吴证券研究所

(4) **IP 相关业务收入**。在第三章中，我们对 IP 相关的授权和自营品业务进行了分析和预测，总结如下：**我们预计 2023 年公司 IP 相关收入为 1 亿元左右，其中商品授权收入占大头；并认为 2025 年 IP 相关收入或增长至 6 亿元左右。**需要注意的是，这一预测的假设是：公司仅对 30 部动画进行商业化，并且每部动画只对一个 IP 角色进行商业化。而实际上，如果真人 IP 得以开发、如果其他经典 IP 也被上影元收购、如果上影元创造出更多新的 IP、如果每部动画里的 n 个角色都进行充分授权，则实际收入有可能超过这一估计值。

表12: 上海电影主营业务收入拆分及预测 (百万元)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
营业总收入	309	731	368	791	1109	1533	2145
yoy	-72%	137%	-50%	115%	40%	38%	40%
电影放映	223	506	262	550	629	713	805
yoy	-71%	127%	-48%	110%	14%	13%	13%
收入占比	72%	69%	71%	70%	57%	47%	38%
电影发行	16	48	20	22	26	30	33
yoy	-73%	200%	-58%	10%	20%	15%	10%
收入占比	5%	7%	5%	3%	2%	2%	2%
广告服务	27	90	27	37	51	66	81
yoy	-80%	233%	-70%	36%	39%	28%	23%
收入占比	9%	12%	7%	5%	5%	4%	4%
卖品	12	31	23	47	65	88	112
yoy	-84%	158%	-26%	105%	39%	34%	28%
收入占比	4%	4%	6%	6%	6%	6%	5%
其他	31	56	36	135	337	636	1113
yoy	-56%	81%	-36%	275%	150%	89%	75%
收入占比	10%	8%	10%	17%	30%	41%	52%
其中: 大IP收入		56	60	96	298	597	1074
收入占比		8%	16%	12%	27%	39%	50%
除IP授权收入以外的其他收入		56	36	39	39	39	39
yoy					0%	0%	0%
收入占比		8%	10%	5%	3%	3%	2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2023 年总收入为公司公告的实际值, 分业务收入为我们的预测值

注 2: 大 IP 收入包含 IP 授权及联动收入、自研 IP 游戏收入、IP 自营产品收入、IP 大电影收入

我们认为公司的 IP 业务或迎来较快增长, 2025 年对整体收入的贡献或达到 50% 左右, 同时带动传统影院业务的人流和人均消费增长。因此我们选取以 IP 作为主要业务的奥飞娱乐、中文在线作为可比公司, 2025 年 PE 平均值为 73.5 倍。

表13: 可比公司业绩预测及估值表 (截至 2024/3/22)

公司	股票代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (现价&每股归母净利润摊薄)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
奥飞娱乐	002292.SZ	126.4	-1.7	1.2	2.3	3.3	-	104.2	55.0	38.1
中文在线	300364.SZ	249.3	-3.6	1.3	1.8	2.3	-	187.4	140.0	108.9
奥飞娱乐和中文在线均值							-	145.8	97.5	73.5

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 奥飞娱乐业绩预测来自 Wind 一致预期, 中文在线业绩预测来自东吴证券研究所

我们认为上海电影作为上海地区的院线龙头, 有望受益于电影大盘的回暖。在行业的正 β 基础上, 公司基于“影院+”、“IP+”、“AI+”战略布局, 有望获得超过行业平均增速的正 α 。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.2/2.6/4.2 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 124/59/37 倍。我们认为公司 2025 年合理市值应为 204.9 亿元, 对应 PE 为 49 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

电影票房表现不及预期：电影票房取决于影片的内容质量、市场营销策略、以及观众口味变化等多种因素，并且可能受到国内外电影市场竞争加剧、流媒体平台分流等因素的挑战。

AI 技术发展不及预期：将 AI 技术应用于内容创作和影片制作的进展速度可能不如预期那样迅速。AI 技术在影视制作中的应用可能面临技术难题、高昂的研发成本以及人才短缺等问题。

IP 焕新及开发不及预期：IP 的商业化过程复杂，需要精准的市场定位、创新的商业模式和有效的营销手段。IP 衍生品开发、跨界合作以及线上线下融合等方面的效果可能不及预期。

上海电影三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,456	1,665	2,298	3,243	营业总收入	368	791	1,109	1,533
货币资金及交易性金融资产	1,316	1,307	1,810	2,576	营业成本(含金融类)	408	588	714	944
经营性应收款项	106	224	311	429	税金及附加	1	2	2	3
存货	3	16	19	25	销售费用	5	19	27	23
合同资产	0	0	0	0	管理费用	73	73	114	142
其他流动资产	31	119	159	213	研发费用	0	2	11	15
非流动资产	1,450	1,477	1,309	1,125	财务费用	11	(1)	(1)	(14)
长期股权投资	122	122	122	122	加:其他收益	23	9	33	46
固定资产及使用权资产	382	394	254	113	投资净收益	(6)	12	17	23
在建工程	52	52	52	52	公允价值变动	(24)	0	0	0
无形资产	42	40	38	36	减值损失	(221)	4	4	4
商誉	13	13	13	13	资产处置收益	18	24	33	46
长期待摊费用	110	110	110	110	营业利润	(338)	156	329	538
其他非流动资产	729	745	720	679	营业外净收支	3	(2)	(2)	(2)
资产总计	2,906	3,142	3,608	4,367	利润总额	(335)	153	327	536
流动负债	620	774	953	1,241	减:所得税	12	18	39	64
短期借款及一年内到期的非流动负债	177	103	103	103	净利润	(347)	135	288	472
经营性应付款项	187	298	363	481	减:少数股东损益	(12)	11	28	53
合同负债	127	174	244	337	归属母公司净利润	(335)	124	259	418
其他流动负债	129	200	243	320	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.75)	0.28	0.58	0.93
非流动负债	611	613	613	613	EBIT	(94)	152	326	523
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	68	191	355	552
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	(10.65)	25.65	35.62	38.43
租赁负债	586	586	586	586	归母净利率(%)	(90.89)	15.67	23.40	27.30
其他非流动负债	25	27	27	27	收入增长率(%)	(49.62)	114.77	40.16	38.23
负债合计	1,231	1,387	1,566	1,854	归母净利润增长率(%)	(1,630.74)	137.03	109.27	61.30
归属母公司股东权益	1,575	1,642	1,902	2,320					
少数股东权益	101	112	140	193					
所有者权益合计	1,675	1,754	2,042	2,513					
负债和股东权益	2,906	3,142	3,608	4,367					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	95	182	369	613	每股净资产(元)	3.51	3.66	4.24	5.18
投资活动现金流	230	(23)	168	187	最新发行在外股份(百万股)	448	448	448	448
筹资活动现金流	(88)	(165)	(30)	(30)	ROIC(%)	(3.61)	5.49	11.08	15.50
现金净增加额	237	(6)	507	770	ROE-摊薄(%)	(21.26)	7.55	13.64	18.03
折旧和摊销	162	38	29	29	资产负债率(%)	42.35	44.17	43.41	42.45
资本开支	(68)	(23)	149	162	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	124.47	59.48	36.88
营运资本变动	9	10	48	110	P/B(现价)	9.80	9.40	8.11	6.65

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

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>