

## 上海电影 (601595.SH) 优质内容叠加 AI 赋能, 大 IP 开发扬帆启航

2024 年 03 月 31 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

方光照 (分析师)

田鹏 (分析师)

fangguangzhao@kysec.cn

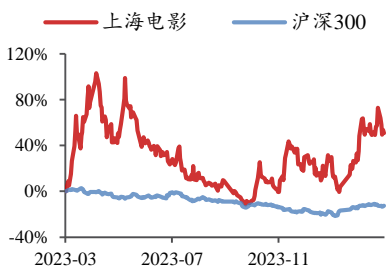
tianpeng@kysec.cn

证书编号: S0790520030004

证书编号: S0790523090001

日期	2024/3/29
当前股价(元)	30.00
一年最高最低(元)	42.33/17.44
总市值(亿元)	134.46
流通市值(亿元)	134.46
总股本(亿股)	4.48
流通股本(亿股)	4.48
近 3 个月换手率(%)	255.3

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### ● 电影主业稳固, 大 IP 开发打开成长空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司作为上海地区龙头影视公司, 电影主业经营稳健, 受益电影大盘复苏。大 IP 业务顺利推进, 通过商品化授权、游戏联动与授权、营销授权等开展多元化变现, 叠加 AI 赋能, IP 开发及变现效率有望大幅提升。我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.91/10.98/13.93 亿元, 归母净利润分别为 1.24/2.37/3.45 亿元, EPS 分别为 0.28/0.53/0.77 元, 当前股价对应 PE 分别为 108.4/56.8/39.0 倍。我们看好 AI 赋能与 IP 变现驱动公司长期成长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### ● IP 储备丰富叠加 AIGC 赋能, IP 运营与开发商业化或加快

**IP 内容焕新:** (1) **结合 AIGC 数据, 夯实经典 IP:** 探索中国动画学派 AI 大模型, 发布“全球创业者计划”, 基于技术和人才加速 IP 内容焕新, 计划未来每年推出 2 部以上 IP 焕新作品。(2) **打造 IP 宇宙, 丰富上影 IP 星球:** 公司“奇谭宇宙”持续扩容, 储备内容包括《中国奇谭》第二季、《小妖怪的夏天》大电影等。此外, 公司推出“救五家族”原创 IP。**IP 商业化开发:** (1) **IP 商品及营销授权:** 2023 年上影 IP 授权商品 GMV 超 10 亿元, 未来 3 年目标为 IP 合作涉足 5 大领域、30 大行业、500 个以上品牌, 落地 30 个省份, 合作商品 GMV 超百亿元。(2) **“IP+游戏”:** 公司通过授权、联合开发、投资入股等方式, 加速“IP+游戏”商业化布局, 基于《葫芦兄弟》IP 授权的《葫芦娃大作战》小游戏截至 2024 年 1 月维持畅销榜前 30 名, 后续更多游戏授权或贡献可观业绩弹性。此外, 公司未来将自主研发 IP 原生游戏, 或进一步打开 IP 变现空间。

### ● 旗下院线市占率提升, 拟发行片单储备丰富, 或受益于电影市场复苏

2023 年全国电影票房达 549.15 亿, 同比+83.5%, 电影市场快速回暖, 2024 年春节档票房达 80.16 亿元, 创春节档票房新高。公司旗下联和院线在疫情期间逆势扩张, 影院数量与银幕数持续提升, 2023Q1-Q3 市占率达 8.16%, 超过 2019 年水平, 公司作为院线龙头或更加受益于行业复苏。展望公司后续片单, 优质电影储备丰富, 电影业务或持续回暖。

### ● 风险提示: IP 商业化进度不及预期, 影视内容表现不及预期等。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	731	368	791	1,098	1,393
YOY(%)	136.4	-49.6	114.8	38.8	26.9
归母净利润(百万元)	22	-335	124	237	345
YOY(%)	105.1	-1630.7	137.0	91.0	45.5
毛利率(%)	10.1	-10.7	25.5	31.2	34.7
净利率(%)	3.0	-90.9	15.7	21.6	24.7
ROE(%)	0.7	-20.1	6.0	10.2	12.4
EPS(摊薄/元)	0.05	-0.75	0.28	0.53	0.77
P/E(倍)	614.8	-40.2	108.4	56.8	39.0
P/B(倍)	7.0	8.4	7.8	6.9	5.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 电影发行放映与大 IP 开发双轮驱动 .....	4
1.1、 发展历程：前身为东方发行，从事专业化电影发行与放映 .....	4
1.2、 股权结构：控股集团产业与 IP 资源丰富，为公司大 IP 开发赋能 .....	4
1.3、 主营业务：电影发行与放映为基本盘，加速布局“AI+IP”新业务 .....	5
1.4、 财务状况：行业复苏后票房回升，公司盈利能力好转 .....	6
2、 依托上影元，开辟 IP 开发第二增长曲线 .....	7
2.1、 多维度 IP 开发业务启航 .....	7
2.1.1、 商品及营销授权 .....	9
2.1.2、 游戏联动与授权 .....	10
2.1.3、 衍生品 .....	12
2.2、 发布 iNEW 新战略，AIGC 技术或赋能 IP 内容焕新与商业开发加速 .....	13
3、 电影业务复苏趋势明显，多重规划促增长 .....	14
3.1、 影院业务：旗下院线影院与银幕数量稳步增长，影院业务或持续回暖 .....	14
3.2、 电影发行：经典 IP 持续焕新，后续 IP 影片储备丰富，电影发行业务或回暖 .....	16
4、 盈利预测与投资建议 .....	17
4.1、 关键假设 .....	17
4.2、 估值 .....	18
4.3、 投资建议 .....	18
5、 风险提示 .....	18
附：财务预测摘要 .....	19

## 图表目录

图 1： 公司为上海影视行业龙头 .....	4
图 2： 公司实际控制人为上海市国资委 .....	5
图 3： 公司主营业务为电影放映发行及 IP 开发 .....	6
图 4： 2023 年公司营业收入显著增长 .....	6
图 5： 2023 年公司净利润扭亏为盈 .....	6
图 6： 2023 年 Q1-Q3 公司毛利率与净利率由负转正 .....	7
图 7： 2023 年 Q1-Q3 管理费用率有所下降 .....	7
图 8： 电影放映业务为公司最主要收入来源（百万元） .....	7
图 9： 电影发行业务的毛利率快速提升 .....	7
图 10： 美影厂授权 IP 模拟财务测算中，IP 收入与净利润增长明显 .....	8
图 11： 公司《猴子捞月》IP 与肯德基开展授权合作 .....	9
图 12： 公司《黑猫警长》IP 与雀巢咖啡开展授权合作 .....	9
图 13： 公司《中国奇谭》与京东开展营销授权合作 .....	10
图 14： 公司《大闹天宫》与薇诺娜开展营销授权合作 .....	10
图 15： 公司经典 IP 与多款游戏展开联动合作 .....	11
图 16： 公司原生 IP 游戏《葫芦娃大作战》表现优异 .....	11
图 17： 《中国奇谭》文创产品销售火爆 .....	12
图 18： 公司进行了 IP 潮玩拓展 .....	12
图 19： 公司发布 iPAI 星球计划 .....	13
图 20： 2023Q1-Q3 公司直营影院票房及市占率明显回升 .....	14

图 21: 上海影城打造东方巨幕厅 .....	14
图 22: 2019 年以来, 联和院线票房受电影大盘影响有所波动, 2023Q1-Q3 市占率提升明显 .....	15
图 23: 2023Q1-Q3 联和院线票房市占率提升明显 .....	15
图 24: 2019 年以来, 联和院线加盟影院数量稳步提升, 单影院票房 2023Q1-Q3 提升明显 .....	15
图 25: 2019 年以来, 联和院线银幕数量整体呈增长趋势, 单银幕票房 2023Q1-Q3 明显修复 .....	15
图 26: 公司联合影院渠道打造水墨风格 IP 专属包装 .....	16
图 27: 《中国奇谭》主题快闪店落地上海影城 SHO .....	16
表 1: 公司获得美影厂和上影集团 60 个 IP 授权 .....	8
表 2: 预计单个游戏 IP 授权年收入范围为 0.06-0.3 亿元 (单位: 亿元) .....	12
表 3: 预计 IP 与游戏联动年收入范围为 0.24-3 亿元 (单位: 亿元) .....	12
表 4: 公司整合集团资源, 探索 AI 技术应用 .....	13
表 5: 公司拟参投、发行影片储备丰富 .....	16
表 6: 预计公司营业收入保持持续增长 .....	17
表 7: 基于长期成长性, 公司估值具备吸引力 .....	18

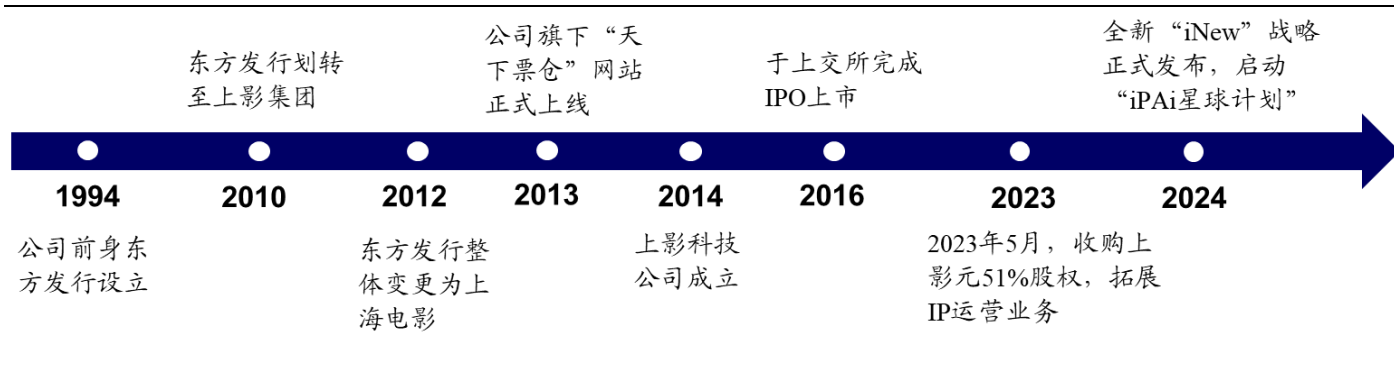
## 1、电影发行放映与大 IP 开发双轮驱动

### 1.1、发展历程：前身为东方发行，从事专业化电影发行与放映

公司系全国最早从事市场化电影发行业务的公司之一。下属联和院线为全国票房排名前列的院线，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。

公司前身为东方发行，1994 年，于中国电影产业改革之初，由原上海电影制片厂宣发部独立组建而成，企业性质为国有企业，是全国第一家由制片厂经营的影视发行公司。2010 年 12 月，上海电影制片厂将东方发行 100% 股权通过国有产权无偿划拨程序，全部划转至上影集团。2012 年公司由东方发行以整体变更方式设立股份有限公司，由上影集团和精文投资共同发起设立。2016 年 8 月 17 日公司在上交所上市，是国内第一批上市的国有影视企业。2023 年，公司完成对上影元 51% 股权的收购，开辟 IP 开发的新赛道。2024 年，公司发布全新的“iNew”战略，启动“iPAi 星球计划”，加速布局 AI 影视垂直领域。

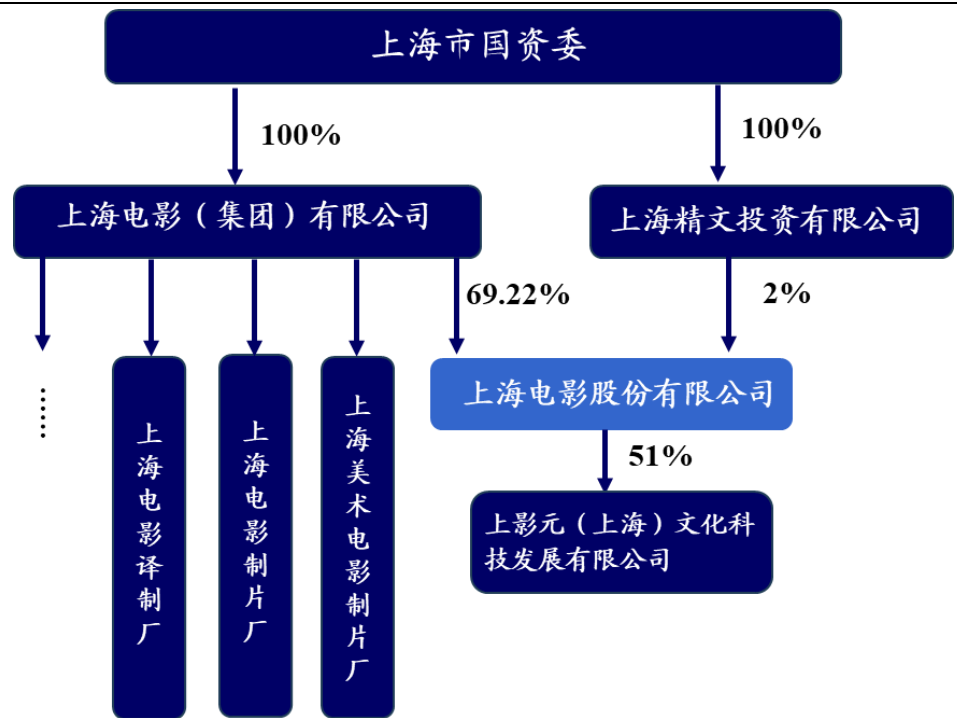
图1：公司为上海影视行业龙头



资料来源：公司官网、上海电影公众号、开源证券研究所

### 1.2、股权结构：控股集团产业与 IP 资源丰富，为公司大 IP 开发赋能

公司实控人为上海国资委，控股集团上影集团拥有丰富产业链资源。公司实际控制人为上海市国资委。截至 2023Q3，公司第一大股东为上影集团，持股比例为 69.22%，上影集团是本行业产业链最为完整的综合性影业集团之一，在制片、制作、影视基地和影视技术等领域均拥有成熟的行业经验，上影集团拥有上海美术电影制片厂、上海电影制片厂、上海电影译制厂在内的多家子公司。上美影是中国历史悠久、片库量丰富、知识产权众多的美术电影制片基地，曾创作《大闹天宫》、《宝莲灯》等经典作品。2023 年，公司完成对上影元 51% 股权的收购，上影元独家运营着上影集团众多动画 IP 及真人影视版权，是上影集团 IP 开发业务的战略主体。

**图2：公司实际控制人为上海市国资委**


资料来源：公司公告、Wind、开源证券研究所（备注：截至 2023Q3）

### 1.3、主营业务：电影发行与放映为基本盘，加速布局“AI+IP”新业务

公司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。2023 年起切入大 IP 开发业务。

**(1) 院线经营业务：**院线经营系电影发行及影院放映之间的桥梁，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供片。上海联和电影院线有限责任公司成立于 2002 年，是上海电影的全资子公司，是中国最大的电影院线之一，其加盟影院数量和票房规模在同行业中始终处于领先地位。截至 2023Q3，联和院线旗下加盟影院总数为 774 家，银幕总数为 4967 块。

**(2) 影院管理业务：**影院是电影产业链中最为重要的一个终端。影院经营业务主要为电影观众提供影片放映服务，同时还从事餐饮、衍生品销售等增值服务以及影院广告经营业务。“SFC 上影影城”为公司旗下直营影院，截至 2023Q3，公司共拥有已开业直营影院 51 家，银幕总数为 375 块。

**(3) 电影发行业务：**电影发行业务主要包括影片的营销推广策略制定、实施及与院线洽谈拷贝投放等工作。公司在 2023 年参与发行了《中国乒乓之绝地反击》《敦煌女儿》《望道》等 3 部影片，其中《望道》获得第 36 届东京国际电影节“评委会大奖”、“最佳导演奖”“最佳男主角奖”。

**(4) 大 IP 开发业务：**公司于 2023 年 5 月完成对上影元（上海）文化科技发展有限公司 51% 股权的收购及并表，切入大 IP 开发业务。上影元旗下拥有上美影以及上海电影集团授予的 60 部作品的著作财产权：包括上美影的《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》的独占许可以及上影集团的《庐山恋》《阿 Q 正传》的独占许可。上影元围绕 IP 全产业链开发运营，在商品及营销授权、游戏联动及授权、衍生品等领域稳健发力，在经典 IP 内容焕新、数字化开发等领域积极拓展。随着 2024 年公



司发布“iNew”战略，AI将加速对海量IP储备的商业化放量。

图3：公司主营业务为电影放映发行及IP开发

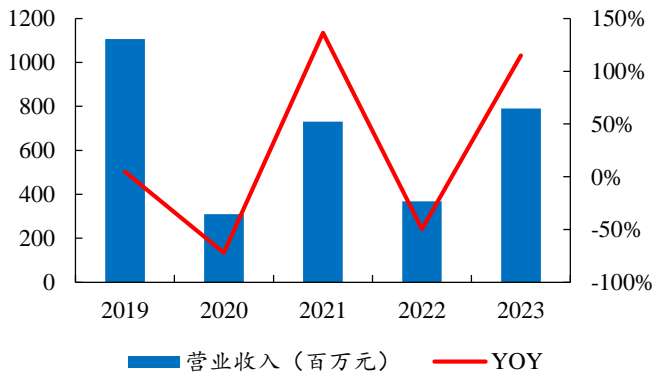


资料来源：公司官网、上影集团公众号、上影元公众号、开源证券研究所

### 1.4、财务状况：行业复苏后票房回升，公司盈利能力好转

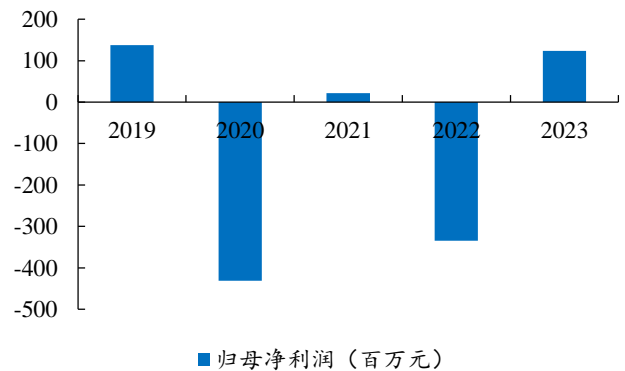
随着电影行业复苏和公司业务拓展，盈利能力显著提升。2023年电影行业复苏，全国电影总票房达549.15亿元，同比2022年增长82.6%，同时公司积极和物业方进行租金条款谈判实现降本增效，且在合并上影元后新业务IP开发的收入增加，公司经营情况显著好转，2023年营收为7.91亿元，同比增长114.77%；归母净利润扭亏为盈，达1.24亿元。

图4：2023年公司营业收入显著增长



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：2023年数据来自公司业绩快报）

图5：2023年公司净利润扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：2023年数据来自公司业绩快报）

公司毛利率和净利率由负转正，销售费用率有所增长，管理费用率呈下降趋势。2023年 Q1-3 毛利率为 25.52%，净利率为 22.35%。从期间费用率来看，销售费用率在 2023 年 Q1-Q3 同比上升主要系新业务拓展带来推广投放加大所致；2023 年 Q1-3 管理费用率同比下降主要系收入增速较高所致。

图6：2023 年 Q1-Q3 公司毛利率与净利率由负转正

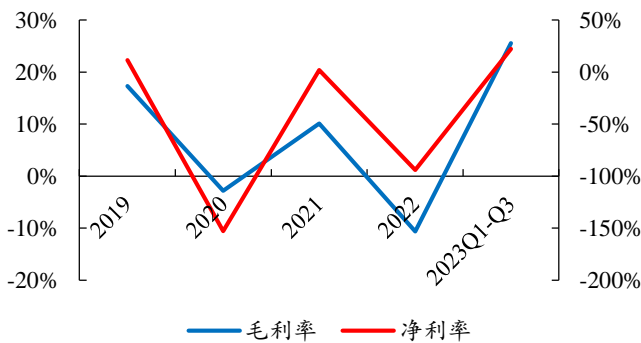
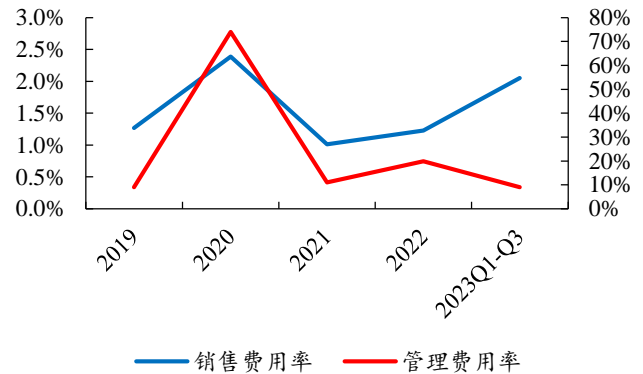


图7：2023 年 Q1-Q3 管理费用率有所下降

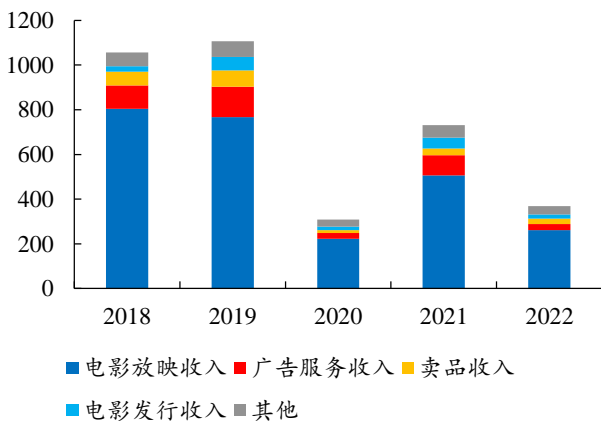


数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：左轴为毛利率，右轴为净利率）

数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：左轴为销售费用率，右轴为管理费用率）

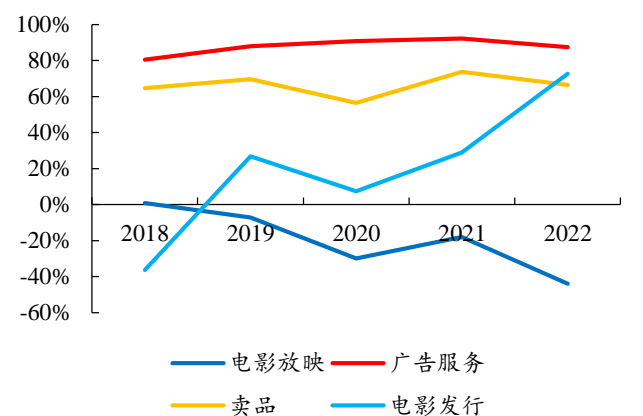
电影放映收入为公司收入基本盘，广告服务收入占比有所下降。公司电影放映收入占总营业收入的占比最大且较为稳定，从 2018 至 2022 年保持在 70%左右，广告服务收入占比从 2021 年的 12.27%下降到 2022 年的 7.37%。从各业务毛利率来看，广告服务业务和卖品业务的毛利率最高，且保持稳定，电影放映业务的毛利率呈下降趋势，从 2020 年起电影发行业务的毛利率快速增长，2022 年达 72.58%。

图8：电影放映业务为公司最主要收入来源（百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：电影发行业务的毛利率快速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、依托上影元，开辟 IP 开发第二增长曲线

### 2.1、多维度 IP 开发业务启航

公司获得丰富优质 IP，开启大 IP 开发业务。公司获取的上影集团和美影厂授权的 60 个 IP 作品中，包括原创动画 IP 《中国奇谭》及《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《哪吒脑海》等耳熟能详美影厂经典动画 IP，也包括《日出》《阿 Q 正传》《三毛从军记》等上影经典影视 IP。公司 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。

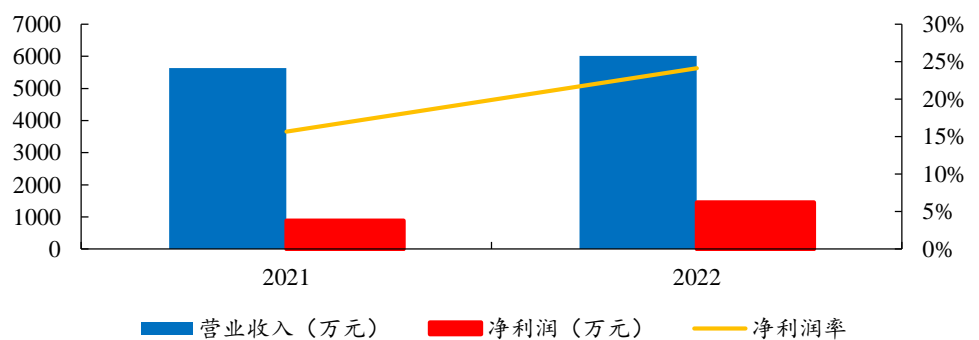
表1: 公司获得美影厂和上影集团 60 个 IP 授权

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

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**IP 商业化进程已开启，并入上市公司后 IP 价值有望加速释放。**上影元围绕 IP 全产业链开发运营，在商品及营销授权、游戏联动及授权、衍生品等领域稳健发力，在经典 IP 内容焕新、数字化开发等领域积极拓展。其中，《中国奇谭》于 2023 年元旦正式推出，已在独播平台 B 站实现 3.1 亿的播放量与近 584 万的追番人数，8.4 万人打出 9.9 分；豆瓣评分达 8.7。上影元旗下 IP 在正式授权许可于上影元文化前，曾成功实现众多 IP 联名异业合作，合作品牌涵盖快消、汽车、3C、家居、游戏、美妆、服装等消费者衣食住行各领域，合作的知名品牌包括肯德基、麦当劳、百度、京东、支付宝、美团、上汽大众、腾讯游戏等。据公司公告，根据达成收购时对美影厂授权 IP 的模拟财务测算，美影厂授权的 IP 知识产权 2021 年度实现营业收入 5637.53 万元，实现净利润 882.28 万元；2022 年实现营业收入 6017.21 万元（同比 +6.7%），实现净利润 1452.62 万元（同比 +64.6%），业绩高速增长同时也展现了经典 IP 可观的商业变现价值。

图10: 美影厂授权 IP 模拟财务测算中，IP 收入与净利润增长明显



数据来源: 公司公告、开源证券研究所



## 2.1.1、商品及营销授权

基于已有 IP 影视形象，公司可以低成本开展商品化授权。2023 年上影 IP 授权商品 GMV 超 10 亿元，公司旗下《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》等经典 IP 与麦当劳、百胜（中国）旗下 KFC 及必胜客、雀巢咖啡、奶茶头部品牌奈雪的茶、休闲零食品牌王小卤、盐津铺子、浦发银行万事达卡、中信出版集团等在大众衣食住行全方位展开合作，覆盖食品饮料、服饰鞋帽、潮流玩具、家居生活、数码家电、金融、汽车、图书藏品、宠物周边等多领域。2023 年公司《黑猫警长》授权雀巢咖啡，帮助雀巢 1+2 取得有史以来最好营销成绩，抖音挑战赛总曝光超 10.37 亿。

图11：公司《猴子捞月》IP 与肯德基开展授权合作



资料来源：上影元公众号

图12：公司《黑猫警长》IP 与雀巢咖啡开展授权合作



资料来源：上影元公众号

与众多知名品牌开展营销授权合作。公司与京东平台就 2023 年“618”大促 20 周年以《中国奇谭》中的《小妖怪的夏天》IP 展开多维度合作，推出京东大电影、线上渠道多样化宣推、IP 专属衍生品，全网曝光超 2.3 亿。2023 年双十一期间，公司合作知名护肤品牌薇诺娜，推出《大闹天宫》x 薇诺娜联合营销系列活动，共同打造“不负遇见”系列 TVC，并推出合作礼盒，助力薇诺娜斩获天猫美妆行业“双十一”全周期国货新锐护肤榜单亚军。

图13：公司《中国奇谭》与京东开展营销授权合作



资料来源：上影元公众号

图14：公司《大闹天宫》与薇诺娜开展营销授权合作



资料来源：上影元公众号

公司经典动画 IP 主要受众为 70 后至 90 后，该群体目前为主力消费群体，IP 商品及营销价值大，可为合作品牌带来较高流量，且 IP 形象的品牌适用性强，随着商品及营销授权业务拓展，以及后续的 IP 内容焕新带来的关注度提升，IP 合作商品 GMV 及合作品牌数量有望快速增长，为公司贡献增量业绩。

### 2.1.2、游戏联动与授权

公司与游戏品牌合作主要分为联动与授权，IP 联动为游戏公司采用 IP 特定形象在一定时间内在游戏内使用，一般支付固定的 IP 联动授权费用。IP 授权为公司将 IP 授权给游戏厂商使用，游戏厂商基于 IP 开发游戏，并与 IP 方进行流水分成，一般分成比例为流水的 5-10%。目前公司旗下经典 IP 已与网易游戏旗下《蛋仔派对》、人气游戏 IP 《大话西游》，腾讯旗下手游《跑跑卡丁车》，淘米科技《赛尔号》手游、《摩尔庄园》手游，游族新游《山海静花》、休闲类模拟经营游戏《桃源深处有人家》等多款多类型游戏开展联动合作，截至 2023 年，授权游戏品牌 24 个。此外，公司还和游戏厂商深度合作，开发了基于经典 IP 的手游及小游戏《葫芦娃大作战》，《葫芦娃大作战》小游戏 2023 年 12 月上线首月稳居小游戏畅销榜前 30。



图15: 公司经典 IP 与多款游戏展开联动合作



资料来源: 上影元公众号

图16: 公司原生 IP 游戏《葫芦娃大作战》表现优异



资料来源: 微信游戏

短期来看，IP+游戏联动与授权有望为公司带来 0.3-6 亿元的年收入增量。基于公司现有 30 部的动画 IP，我们对公司 IP 游戏联动与收入业务进行收入测算。

假设：

(1) 游戏授权与游戏联动业务互不冲突。

(2) 根据行业惯例，授权游戏流水分成比例为 5%-10%，假设授权游戏的年流水为 1.2-3 亿元。

(3) 参考行业惯例，假设单个 IP 游戏联动的收入为 0.008-0.02 亿元。基于公司 30 个动画 IP，假设年 IP 联动数量为 30-150 款。

根据测算，单个游戏 IP 授权的年收入范围约为 0.06-0.3 亿元，若一年有 10 款 IP 授权游戏，则收入为 0.6-3 亿元。IP 与游戏联动年收入范围为 0.24-3 亿元。则游戏联动与授权业务年收入可达 0.84-6 亿元。若 IP 授权拓展到更大体量游戏，收入空间有

望进一步提升。

表2: 预计单个游戏 IP 授权年收入范围为 0.06-0.3 亿元 (单位: 亿元)

授权游戏年流水 (亿元) → 流水分成比例 ↓	1.2	1.5	2	2.5	3
5%	0.06	0.075	0.1	0.125	0.15
6%	0.072	0.09	0.12	0.15	0.18
7%	0.084	0.105	0.14	0.175	0.21
8%	0.096	0.12	0.16	0.2	0.24
9%	0.108	0.135	0.18	0.225	0.27
10%	0.12	0.15	0.2	0.25	0.3

数据来源: 开源证券研究所

表3: 预计 IP 与游戏联动年收入范围为 0.24-3 亿元 (单位: 亿元)

IP 联动价格 (亿元) → 联动游戏数量 (款) ↓	0.008	0.01	0.012	0.015	0.02
30	0.24	0.3	0.36	0.45	0.6
50	0.4	0.5	0.6	0.75	1
100	0.8	1	1.2	1.5	2
150	1.2	1.5	1.8	2.25	3

数据来源: 开源证券研究所

### 2.1.3、衍生品

优质内容激发用户衍生品需求。2023 年 1 月, 上影元推出《中国奇谭》第五集《小满》的木刻版画套装、《小蝌蚪找妈妈》新春礼盒等爆款衍生品, 据上影集团, 2023 春节期间, 上影元的线上销售渠道访客数量同比增长 30%, 线上及线下文创产品销售额同比增长 45%。我们认为, 基于公司丰富优质 IP, 随着商业化开发进程加速, 以及 IP 焕新内容不断推出所带动的对 IP 衍生品需求增长, IP 衍生品的商业化空间或进一步打开。

图17: 《中国奇谭》文创产品销售火爆



资料来源: 上影元公众号

图18: 公司进行了 IP 潮玩拓展



资料来源: 上影元公众号



## 2.2、发布 iNEW 新战略, AIGC 技术或赋能 IP 内容焕新与商业开发加速

2024 年 2 月, 公司发布 iNEW 新战略, 探索中国动画学派 AI 大模型, 加速 AI 对内容创作、影视制作等各项业务的赋能, 并发布“全球创业者计划”, 基于技术和人才加速 IP 内容焕新, 计划未来每年推出 2 部以上 IP 焕新作品。2023 年上影 IP 授权商品 GMV 超 10 亿元, 未来 3 年目标 IP 合作涉足 5 大领域、30 大行业、500 个以上品牌, 落地 30 个省份, 合作商品 GMV 超百亿元。此外, 公司通过授权、联合开发、投资入股等方式, 加速 IP+游戏商业化布局, 未来将自主研发 IP 原生游戏, 将游戏纳入公司业务体系, 或进一步释放 IP 变现价值。

图19: 公司发布 iPAI 星球计划



资料来源: 上海电影公众号

“大基建工程”, 实现 IP 产品多元化放量、产业多元化扩张。公司线下以影院为基本盘, 以多个区域总部为抓手, 重点打造内容基地、电商基地、供应链基地和文旅基地等。线上以打造会员电商系统, 整合集团化渠道资源以及丰富的上下游跨产业资源, 实现持续搭建和拓展行业化网络, 在电影、游戏科技、空间、消费、文创领域、推动 IP 商业链路实现一体化扩张。“大基建工程”有望带动上影集团全产业链各环节资源与公司双向赋能, 提升一体化协同水平。目前公司已经成立 iPAI 数字业务中心, 将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。

表4: 公司整合集团资源, 探索 AI 技术应用

上影集团内公司	AI 探索方向
上美影	中国超级动画厂牌, 将重点探索“AI+动画”创作方向
上译厂	经典声音厂牌, 将重点探索“AI+有声”创作方向
上海电影技术厂	上海电影技术厂(包括吴淞影视基地)将重点探索“影视基地+AI”一站式解决方案
上海影视乐园	将重点探索 VR、AR+文旅实景体验方式
上美设计公司	将重点探索 AI 数字展陈+IP 行业先列

资料来源: 上海电影公众号

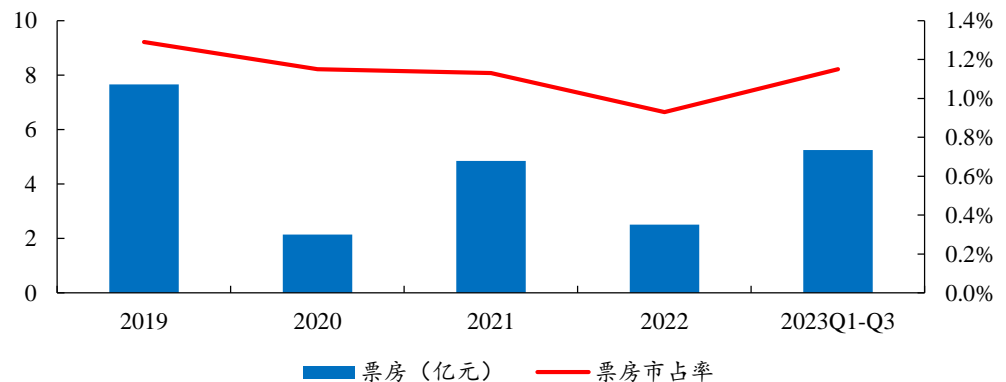


### 3、电影业务复苏趋势明显，多重规划促增长

#### 3.1、影院业务：旗下院线影院与银幕数量稳步增长，影院业务或持续回暖

直营影院高质量发展，票房及市占率明显回升。截至 2023Q3，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，我们认为或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20：2023Q1-Q3 公司直营影院票房及市占率明显回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司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 SHO 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。

图21：上海影城打造东方巨幕厅

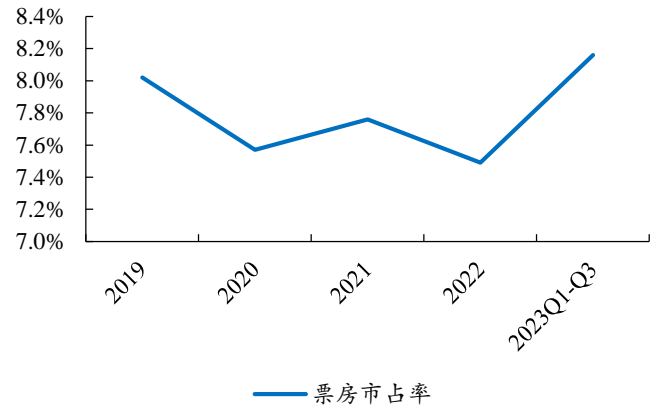
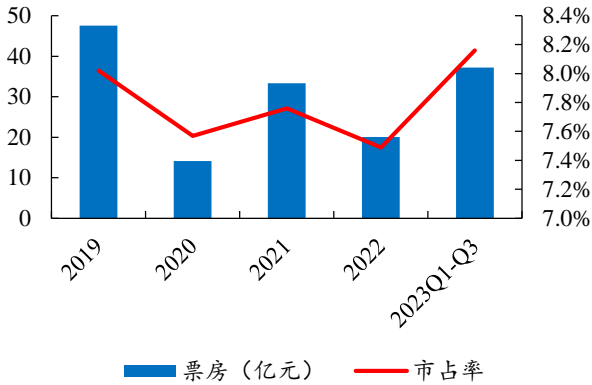


资料来源：大众点评 APP

院线业务随电影市场大盘逐步复苏，或继续回暖。2019年以来，公司旗下联和院线受电影大盘影响，票房有所波动，但2023年Q1-Q3票房修复明显，票房达37.2亿元，已超过2021年全年，市占率达到8.16%，超过2019年水平，单影院票房与单银幕票房也明显回升。同时，在全国电影票房波动较大的背景下，联和院线影院数量和银幕数量实现逆势扩张，2023Q1-Q3加盟影院数量达774家，比2022年增加5家，银幕数量达4967块，比2022年增加18块。

图22：2019年以来，联和院线票房受电影大盘影响有所波动，2023Q1-Q3市占率提升明显

图23：2023Q1-Q3联和院线票房市占率提升明显

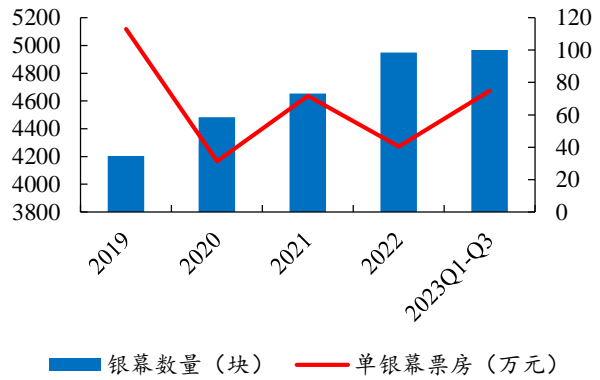
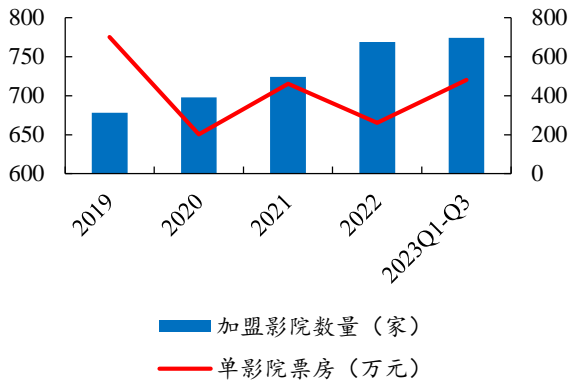


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：2019年以来，联和院线加盟影院数量稳步提升，单影院票房2023Q1-Q3提升明显

图25：2019年以来，联和院线银幕数量整体呈增长趋势，单银幕票房2023Q1-Q3明显修复



数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注：左轴为加盟影院数量，右轴为单影院票房）

数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注：左轴为银幕数量，右轴为单银幕票房）

开创“IP+影院”创新创新模式，以IP引爆旗下影院空间潜力。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。

**图26：公司联合影院渠道打造水墨风格 IP 专属包装**


资料来源：上影元公众号

**图27：《中国奇谭》主题快闪店落地上海影城 SHO**


资料来源：上影元公众号

### 3.2、电影发行：经典 IP 持续焕新，后续 IP 影片储备丰富，电影发行业务或回暖

近年来，受市场波动及公司灵活调整电影发行策略的影响，公司参与发的影片数量与票房整体有所下滑，但其中不乏口碑与票房双丰收的头部影片，如《流浪地球》（累计票房 46.87 亿）、《攀登者》（累计票房 11.04 亿）、《晴雅集》（累计票房 4.51 亿）。随着电影大盘回暖，公司或加大电影发行布局，储备的动画电影有《小妖怪的夏天》《遇遇大王》《新雪孩子》等，包括新创 IP 和经典 IP 内容焕新，此外公司正在制作《中国奇谭》第二季，“奇谭宇宙”持续扩容。公司储备的真人电影包括《拼桌》《爱情神话 2》等，海派文化电影为公司特色内容，此前已推出包括电影《爱情神话》、剧集《繁花》等海派文化系列影视内容，取得不俗的票房或收视表现，《爱情神话》、《繁花》豆瓣评分分别高达 8.1 和 8.7，积累了高口碑，新的海派电影有望继续延续良好表现，一系列优质储备影片陆续上映有望带动公司电影发行业务加速回暖。

**表5：公司拟参投、发行影片储备丰富**

时间	参投、发行影片	上映时间	票房（亿元）	类型	备注
2022 年	《人生大事》	2022.06.24	17.12	剧情、家庭	
	《疯了！桂宝之三星夺宝》	2022.07.29	0.13	动画	
	《超级英雄美猴王：齐天儿》	2023.07.29 中国大陆上影	0.05	动画	
2023 年	《中国乒乓之绝地反击》	2023.02.17	1	剧情、运动	
	《敦煌女儿》	2023.03.08	0.007	传记、戏曲	
	《望道》	2023.03.24	0.81	剧情、革命、历史	
储备项目	《小妖怪的夏天》			剧情、动画、喜剧	基于《中国奇谭》第一集《小妖怪的夏天》制作的动画大电影，此外公司储备项目包括《中国奇谭》第二季，奇谭宇宙持续扩容
	《遇遇大王》			剧情、喜剧	由知名导演忻钰坤执导，都市科幻题材
	《斑羚飞渡》			动画	中国首部水墨动画电影
	《新雪孩子》			剧情、动画	
	《拼桌》			爱情	海派电影，由江疏影、王传军、郑云龙等主演

时间	参投、发行影片	上映时间	票房（亿元）	类型	备注
	《爱情神话2》			剧情、喜剧、爱情	海派电影，前作《爱情神话》曾收获2.6亿票房
	《密档》			剧情	
	《千里江山图》				

资料来源：猫眼专业版 APP、上影集团公众号、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

**(1) 电影放映：**随电影行业复苏，以及公司票房市占率提升，电影放映收入有望保持持续增长，我们预计 2023-2025 年公司电影放映收入增速分别 131.74%、12.69%、11.66%。

**(2) 电影发行：**公司拟参投及发行影片储备丰富，后续《小妖怪的夏天》等重磅影片 2024-2025 年上线或驱动收入快速增长，我们预计 2023-2025 年公司电影发行收入增速分别为 13.48%、137.13%、174.29%。

**(3) 广告服务及卖品：**随电影行业复苏及观影人次增加，广告投放需求及卖品收入或相应增加，我们预计 2023-2025 年公司广告服务收入增速分别为 45.56%、17.13%、19.08%。2023-2025 年公司卖品收入增速分别为 41.66%、59.51%、38.24%。

**(4) IP 业务：**随上影元并表及 IP 商业化进程加速，公司 IP 业务收入或保持快速增长，我们预计 2024-2025 年公司 IP 业务收入增速分别为 181.25%、36.36%。

**表6：预计公司营业收入保持持续增长**

单位：(亿元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>7.31</b>	<b>3.68</b>	<b>7.91</b>	<b>10.98</b>	<b>13.93</b>
YOY	136.37%	-49.62%	114.77%	38.81%	26.89%
<b>电影放映</b>	<b>5.06</b>	<b>2.62</b>	<b>6.07</b>	<b>6.84</b>	<b>7.64</b>
YOY	127.57%	-48.28%	131.74%	12.69%	11.66%
<b>电影发行</b>	<b>0.48</b>	<b>0.20</b>	<b>0.22</b>	<b>0.53</b>	<b>1.44</b>
YOY	200.76%	-59.18%	13.48%	137.13%	174.29%
<b>广告服务</b>	<b>0.90</b>	<b>0.27</b>	<b>0.40</b>	<b>0.46</b>	<b>0.55</b>
YOY	237.37%	-69.75%	45.56%	17.13%	19.08%
<b>卖品</b>	<b>0.31</b>	<b>0.23</b>	<b>0.33</b>	<b>0.53</b>	<b>0.73</b>
YOY	160.69%	-24.73%	41.66%	59.51%	38.24%
<b>IP 业务</b>			<b>0.88</b>	<b>2.48</b>	<b>3.38</b>
YOY				181.25%	36.36%
<b>其他业务</b>	<b>0.56</b>	<b>0.36</b>	<b>0.01</b>	<b>0.15</b>	<b>0.20</b>
YOY	73.28%	-35.14%	-96.18%	979.14%	33.33%
<b>综合毛利率</b>	<b>10.13%</b>	<b>-10.65%</b>	<b>25.48%</b>	<b>31.22%</b>	<b>34.75%</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所



## 4.2、估值

我们采用 PE 和 PEG 相对估值法,公司主要业务为影院及院线管理、电影发行、IP 开发等,因此选取中国电影、横店影视、奥飞娱乐、光线传媒等院线管理、电影发行、IP 开发等龙头公司作为可比公司。基于 2024 年 3 月 29 日收盘价,以 2019 年净利润为业绩基准,公司 PEG(2025E)为 2.34,低于 3.34 的可比公司平均 PEG(2025E),估值具有吸引力。

表7: 基于长期成长性,公司估值具备吸引力

股票代码	公司名称	收盘价	当前市值 (亿)	基期净利润 (2019A, 亿)	预测净利润 (2025E, 亿)	2019-2025 年净 利润 CAGR	PE (2025E)	PEG(2025E)
600977.SH	中国电影	12.18	227	10.61	8.76	-3.14%	25.95	-
603103.SH	横店影视	15.84	100	3.10	4.55	6.60%	22.08	3.34
002292.SZ	奥飞娱乐	7.31	108	1.20	3.14	17.39%	34.42	1.98
300251.SZ	光线传媒	10.68	313	9.48	11.72	3.60%	26.73	7.43
平均值							<b>24.01</b>	<b>3.34</b>
<b>601595.SH</b>	<b>上海电影</b>	<b>30.00</b>	<b>134</b>	<b>1.37</b>	<b>3.45</b>	<b>16.64%</b>	<b>38.97</b>	<b>2.34</b>

数据来源: Wind、开源证券研究所(中国电影、横店影视、光线传媒 2025 年盈利预测采用 Wind 一致预期,奥飞娱乐、上海电影 2025 年盈利预测采用开源证券研究所预测数据)

## 4.3、投资建议

公司影视主业经营稳健,或将受益电影大盘复苏。公司 2023 年 5 月收购上影元 51%股份后,大 IP 业务顺利推进,通过商品与营销授权、游戏联动与授权、IP 衍生品等开展多元化变现。2023 年公司 IP 授权的多款小游戏上线,包括《葫芦娃大作战》《塔防精灵》等,其中《葫芦娃大作战》曾进入畅销榜前 30,表现亮眼。叠加 AIGC 对影视内容的持续赋能,IP 开发及变现效率有望大幅提升,大 IP 业务有望构成公司第二增长曲线。我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 7.91/10.98/13.93 亿元,归母净利润分别为 1.24/2.37/3.45 亿元,EPS 分别为 0.28/0.53/0.77 元,当前股价对应 PE 分别为 108.4/56.8/39.0 倍。我们看好 AI 赋能与 IP 变现驱动公司长期成长,首次覆盖,给予“买入”评级。

## 5、风险提示

(1) **IP 商业化进度不及预期:** 若 IP 商业化开发进展不及预期,可能导致 IP 开业业务收入增速不及预期。

(2) **影视内容表现不及预期:** 若 IP 影视内容票房及播放量等表现不及预期,可能影响电影发行业务及 IP 开发业务收入。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1567	1519	1363	1592	2048
现金	1021	1313	1198	1438	1840
应收票据及应收账款	160	96	0	0	0
其他应收款	13	14	44	36	66
预付账款	11	10	37	29	54
存货	2	8	6	11	9
其他流动资产	360	78	78	78	78
<b>非流动资产</b>	1893	1450	1457	1401	1319
长期投资	153	122	96	81	70
固定资产	106	57	147	185	202
无形资产	44	42	39	35	31
其他非流动资产	1591	1229	1175	1100	1017
<b>资产总计</b>	3461	2969	2820	2993	3367
<b>流动负债</b>	624	628	370	347	436
短期借款	15	10	10	10	10
应付票据及应付账款	204	186	0	0	0
其他流动负债	405	432	360	337	426
<b>非流动负债</b>	794	611	611	611	611
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	794	611	611	611	611
<b>负债合计</b>	1418	1239	981	958	1047
少数股东权益	112	127	113	85	28
股本	448	448	448	448	448
资本公积	755	760	760	760	760
留存收益	490	178	288	496	785
<b>归属母公司股东权益</b>	1931	1602	1726	1951	2292
<b>负债和股东权益</b>	3461	2969	2820	2993	3367

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	264	95	73	216	363
净利润	14	-347	110	208	288
折旧摊销	87	71	50	73	93
财务费用	14	11	3	16	21
投资损失	-30	6	-33	-42	-44
营运资金变动	40	9	-108	-107	-105
其他经营现金流	138	344	51	68	109
<b>投资活动现金流</b>	-785	230	-18	52	64
资本支出	58	70	83	33	23
长期投资	-806	283	26	16	11
其他投资现金流	80	17	39	69	76
<b>筹资活动现金流</b>	-62	-88	-170	-29	-24
短期借款	-43	-5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	5	0	0	0
其他筹资现金流	-19	-88	-170	-29	-24
<b>现金净增加额</b>	-582	237	-115	240	402

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	731	368	791	1098	1393
营业成本	657	408	590	755	909
营业税金及附加	1	1	3	3	4
销售费用	7	5	8	11	14
管理费用	81	73	79	99	111
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	14	11	3	16	21
资产减值损失	-16	-222	0	0	0
其他收益	21	23	28	26	25
公允价值变动收益	-8	-24	-5	13	14
投资净收益	30	-6	33	42	44
资产处置收益	29	18	11	14	18
<b>营业利润</b>	26	-338	119	215	293
营业外收入	5	7	4	5	5
营业外支出	15	4	10	5	4
<b>利润总额</b>	17	-335	113	214	294
所得税	3	12	3	6	6
<b>净利润</b>	14	-347	110	208	288
少数股东损益	-8	-12	-14	-29	-56
<b>归属母公司净利润</b>	22	-335	124	237	345
EBITDA	74	-303	127	249	339
EPS(元)	0.05	-0.75	0.28	0.53	0.77

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	136.4	-49.6	114.8	38.8	26.9
营业利润(%)	105.8	-1381.8	135.3	79.8	36.4
归属于母公司净利润(%)	105.1	-1630.7	137.0	91.0	45.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.1	-10.7	25.5	31.2	34.7
净利率(%)	3.0	-90.9	15.7	21.6	24.7
ROE(%)	0.7	-20.1	6.0	10.2	12.4
ROIC(%)	-0.5	-21.6	4.2	8.6	10.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.0	41.7	34.8	32.0	31.1
净负债比率(%)	-41.9	-64.9	-63.8	-69.5	-78.3
流动比率	2.5	2.4	3.7	4.6	4.7
速动比率	2.4	2.4	3.5	4.4	4.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.1	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	4.3	3.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.0	2.1	6.4	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.05	-0.75	0.28	0.53	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.21	0.16	0.48	0.81
每股净资产(最新摊薄)	4.31	3.58	3.85	4.35	5.11
<b>估值比率</b>					
P/E	614.8	-40.2	108.4	56.8	39.0
P/B	7.0	8.4	7.8	6.9	5.9
EV/EBITDA	166.6	-40.9	97.3	48.4	34.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn