

8 April 2024

Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

With scarce IP and development capabilities, SH Film's growth potential gradually materializes

Buy (Initiation)

Forecast & Valuation	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (RMB mn)	731.08	368.35	791.10	1,108.84	1,532.71
Growth (YoY %)	136.37%	-49.62%	114.77%	40.16%	38.23%
Net profit (RMB mn)	21.87	-334.80	123.98	259.44	418.47
Growth (YoY %)	105.07%	-1,630.74%	137.03%	109.27%	61.30%
EPS (RMB)	0.05	-0.75	0.28	0.58	0.93
P/E (X)	705.55	-	100.94	48.23	29.91

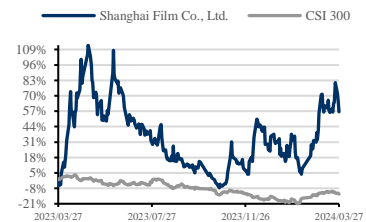
Source: Wind, Soochow Securities

Key words: # Economies of scale, # New product, technology, and clients

Investment Thesis

- **Key Points:** SH Film Co.'s strategic layout covers in-depth development of IP business, innovative upgrades in the theater business, and close collaboration with SH Film Group. These factors together form a solid foundation for the company's future growth.
- **With IP and cinema business advancing hand in hand, SH Film Co. developed jointly with SH Film Group.** The company's IP business not only represents the second growth curve but also drives cinema attendance and merchandise sales. SH Film Group is not only a major shareholder of SH Film Co. but also provides considerable support for its IP development. Conversely, the IP business of SH Film Co. also boosts the economic benefits of the group's cultural and tourism real estate.
- **The cinema business builds a foundation, with cinema renovation and film market recovery.** Alpha: Shanghai cinemas undergo renovation and upgrades, employing diversified marketing strategies to effectively increase box office and attendance while reducing operating costs and expanding profit margins. Additionally, the company's IP business contributes to the development of its existing cinema and merchandise business, and cinema business, in turn, amplifies the influence of IP. Beta: The box office performance during New Year's Day and Spring Festival in 2024 slightly exceeded expectations. As for the summer and National Day box office, the release of blockbuster films is likely to continue driving market growth; the proportion of Shanghai's film box office is also likely to increase with the rise in the proportion of imported films.
- **IP business is likely to become a lever for group resource integration.** Market concerns about the company's IP development mainly revolve around the difficulty in calculating IP monetization potential, the early release year of IP, and the uncertainty of IP renovation effects. However, we believe that precise errors are inferior to vague correctness. Instead of calculating the valuation of each IP, we should pay more attention to the company's IP strategy and the important significance of this business for the cinema business and the overall strategy of the group. Compared to short-term challenges, we should focus on long-term development space. The process of renovating old IPs and cultivating new IPs undoubtedly faces many challenges, but through matrix-based development, online and offline linkage, and multi-channel penetration, IPs are likely to gradually integrate into people's daily lives; AI is also likely to reduce the cost of IP development and monetization while enhancing productivity. Classic animated IPs not only have profound cultural connotations but also contain enormous commercial value, which can be innovated and extended through sequels, derivatives, cross-border cooperation, etc., bringing new growth drivers for the company.
- **Earnings Forecast & Rating:** We expect the net profit of the company in 2023-2025 to be Rmb120/260/420mn, corresponding to P/E at 101x/48x/30x. We initiate coverage with "Buy" rating.
- **Risks:** Lower-than-expected film box office performance, AI technology development, IP renovation and development.

Price Performance



Source: Wind

Market Data

Closing price (RMB)	27.92
52-week Range (RMB)	17.44/42.33
P/B (X)	7.60
Market Cap (RMB mn)	12,513.74

Source: Wind

Basic Data

BVPS (RMB)	3.67
Liabilities/assets (%)	40.21
Total Issued Shares (mn)	448.20
Shares outstanding (mn)	448.20

Source: Wind

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Liangwei Zhang (张良卫)**, **Liangjiu Zhou (周良玖)** and **Wenyu Zhang (张文雨)**.

上海电影 (601595)

具备稀缺 IP 及开发能力, 成长潜力有望逐步

2024 年 4 月 8 日

兑现

分析师
陈睿彬

买入 (首次)

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

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	-	100.94	48.23	29.91

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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 101/48/30 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



数据来源: Wind

市场数据

收盘价(元)	27.92
一年最低/最高价	17.44/42.33
市净率(倍)	7.60
流通 A 股市值(百万元)	12,513.74
总市值(百万元)	12,513.74

数据来源: Wind

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

数据来源: Wind

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢张良卫、周良玖、张文雨的指导。

1. 上影集团历史悠久，产业链布局全面

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。

上影集团不仅是上影股份的大股东，也是产业链的上游。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。上影集团与较多知名导演深度合作。上影集团的内容制作与上影股份的影院密切协作。

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。

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。

4. 盈利预测及投资建议

(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。

(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。

(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。

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。

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 101/48/30 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)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	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)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	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)	-	100.94	48.23	29.91
营运资本变动	9	10	48	110	P/B (现价)	9.80	7.63	6.58	5.39

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。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

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

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>