

# 上海电影（601595）

证券研究报告

2024年04月25日

## 影业为基 IP 为翼，集团赋能发展可期

**公司背景：“电影发行放映+大 IP 开发运营”双轮驱动，影院主业稳健发展，新增 IP 业务助力收入增量**

上海电影正式成立于 2012 年，具备完整的“发行+院线+高端影院”电影产业链。2023 年收购上影元 51% 股权，获得了 60 个经典动画及真人影视作品的运营版权，进入电影发行放映与大 IP 开发运营双轮驱动发展模式。目前，上海电影主营业务涵盖电影发行、电影院线、影院管理、大 IP 开发。

**电影发行放映业务稳健发展：票务板块直营、加盟单银幕票房产出远超行业均值，发行板块加码精品、深耕 IP 内容**

票务板块，公司直营影院主要分布在高线城市，依托区位优势人均票价高于行业平均；加盟影院持续扩张，联和票房在公司上市后一直稳居全国前四，且作为头部院线，有望受益于向龙头集中的行业趋势，市占率有望提升。发行板块，公司深度参与 IP 内容开发创作，后续借助集团资源赋能，公司对重点影片的参与数量及份额有望提升。

**大 IP 开发运营业务变现增量可观：授权板块大客户年框化提升 ARPU；衍生品板块填补国风内容 IP 品类空缺，线上网店热销、线下借助影院资源售卖；空间板块 IP 陈设效果吸睛，AI 技术融入文旅商业业态**

授权板块，商品及营销授权形式多样化助力新用户获取，年框协议在绑定高价值客户的同时或有效缩短项目落地周期，在单客户平均价值及合作频次提升的驱动下 IP 授权业务潜力有望进一步释放；游戏授权带来长期的流水分成，预计稳态每年贡献 1.9-4.9 亿收入。衍生品板块，线上主要渠道为头部电商，上美影网店物流及服务评分更优，粉丝增量空间大；线下主要依托影院门店打造购物场景，节省专门设店成本；且 IP 内容上卡位稀缺国风内容 IP 衍生品，粉丝忠诚度高、生命周期长。空间板块，节假日时期的大型商圈、展览效果吸睛，深受市场认可；同时线下沉浸式布展也有助于扩大 IP 品牌影响力，提升粉丝对 IP 的认同感，提高 IP 消费意愿。此外公司注重新赛道孵化，重点投资“IP+新赛道”，AI 新技术与 IP 产业链形成合力。

### 盈利预测及投资建议

预计公司 2023/2024/2025 年营收分别为 7.91/10.22/12.16 亿元，归属母公司净利润为 1.24/2.18/3.24 亿元。我们认为，公司影院主业稳健、一线城市影院市占率优势突出，且有潜在市占率提升的逻辑；新增大 IP 开发运营业务带来收入增量及估值弹性。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

**风险提示：**IP 商业化不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；网络媒体竞争的风险；优质内容供给不足的风险；IP 授权游戏的流水分成比例不及预期的风险；23 年业绩预告仅为初步核算结果，具体数据以公司正式发布的 23 年年报为准；测算具有一定主观性，仅供参考。

### 投资评级

行业	传媒/影视院线
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	28.7 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	448.20
流通 A 股股本(百万股)	448.20
A 股总市值(百万元)	12,863.34
流通 A 股市值(百万元)	12,863.34
每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	40.21
一年内最高/最低(元)	42.33/17.44

### 作者

孔蓉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002	
kongrong@tfzq.com	
曹睿	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523020003	
caorui@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	731.08	368.35	791.20	1,021.55	1,215.54
增长率(%)	136.37	(49.62)	114.80	29.11	18.99
EBITDA(百万元)	63.68	105.73	191.33	287.00	399.02
归属母公司净利润(百万元)	21.87	(334.80)	124.06	218.17	324.07
增长率(%)	(105.07)	(1,630.74)	(137.05)	75.86	48.54
EPS(元/股)	0.05	(0.75)	0.28	0.49	0.72
市盈率(P/E)	588.13	(38.42)	103.69	58.96	39.69
市净率(P/B)	6.66	8.17	7.51	6.67	5.72
市销率(P/S)	17.59	34.92	16.26	12.59	10.58
EV/EBITDA	34.38	25.66	56.30	35.85	24.87

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 上海电影：影业为基 IP 为翼，集团赋能发展可期</b>	<b>5</b>
1.1. 发展历程：“发行+院线+高端影院”全产业链布局，构建 IP 运营第二曲线	5
1.2. 股权架构：背靠上海国资委，上影集团控股并赋能	5
1.3. 公司治理：管理团队经验丰富	6
1.4. 业务结构：电影发行放映为主业，2023 年新增大 IP 开发运营业务	7
1.4.1. 收入及毛利率情况：2023 年公司业绩大幅增长，毛利率显著改善	8
1.4.2. 费用率及盈利情况：费用率恢复至疫前水平，全年盈利扭亏为盈	8
1.5. 股价复盘：大盘票房等影视板块 $\beta$ 影响，IP+AI 等 $\alpha$ 催化叠加	9
<b>2. 电影主业：票务板块量价齐升，发行板块加码精品</b>	<b>10</b>
2.1. 行业：大盘票房显著复苏，行业集中度提升	11
2.2. 影院板块：直营影院布局以上海为主，单银幕票房产出表现优异	13
2.2.1. 影院板块：均价优于行业均值，特色影厅与“影院+”增大影城吸引力	14
2.3. 院线板块：加盟影院数量持续增加，市占率保持行业前列	15
2.4. 发行板块：2024 年公司参与作品质量提升，看好 IP 创作的持续性与创造力	15
2.4.1. 发行板块：依托集团资源优势，优质作品的参与度有望进一步提升	16
<b>3. IP 业务：商品、游戏授权-衍生品-空间-新赛道孵化全产业链运营，变现增量可观</b>	<b>17</b>
3.1. 上影元文化 IP：优质 IP 受众基数大，商业变现能力强	18
3.2. 商品及营销授权：领域拓展增加客户数量，年框化提升 ARPU	19
3.2.1. 商品及营销授权：建设新媒体矩阵+丰富图库，提升 IP 授权业务竞争力	20
3.3. 游戏联动及授权：国风美学吸引年轻群体，IP 角色丰富游戏体验	21
3.3.1. 游戏授权收入测算：预计稳态每年贡献 1.9-4.9 亿	22
3.4. 衍生品板块：全年收入千万量级，线上网店热销，线下借助影院资源带动售卖	23
3.4.1. 衍生品竞争力拆解：粉丝基数可观，填补国风内容 IP 品类空缺	24
3.5. 空间数字化开发：IP 美陈效果吸睛，AI 融入文商旅业态	25
3.6. 新赛道孵化：重点投资“IP+新赛道”，AI 技术催化加快	25
<b>4. 盈利预测</b>	<b>26</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1：上海电影发展历程	5
图 2：上海电影股权结构（截至 2023 年三季报）	6
图 3：上影集团部分优质子公司与上影股份形成协同（截至 2024/3/15）	6
图 4：公司管理层简介	6
图 5：公司收入拆分及主要占比（亿元，%）	7
图 6：公司业务及其竞争优势	7
图 7：2023 年公司营收回升	8

图 8: 公司各业务及综合毛利率情况	8
图 9: 2023 年公司毛利率重回良性增长通道	8
图 10: 公司归母净利润及同比情况 (亿元, %)	9
图 11: 公司费用率情况 (%)	9
图 12: 公司股价催化因素及影响事件	9
图 13: 公司股价及行业走势	10
图 14: 公司各业务收入占比	10
图 15: 公司电影放映+广告+卖品收入及毛利率	11
图 16: 公司电影发行收入及毛利率	11
图 17: 全国电影票房情况(亿元,%)	11
图 18: 内地上映影片数量 (部)	11
图 19: 2018-2023 年院线集中度持续攀升(亿元)	11
图 20: 全国影院数及屏幕数增速趋缓 (个,块)	11
图 21: 全国观影人次及平均票价	12
图 22: 方法一: 春节档累计票房/春节档票房占全年份额	12
图 23: 方法二: 观影人次 x 平均票价	12
图 24: 公司直营影院票房及市占率 (亿元, %)	13
图 25: 2018-2023 年公司直营影院银幕数与影院数 (块, 家)	13
图 26: 公司直营、加盟影院单银幕票房产出 (万元)	13
图 27: 公司影院主要布局在上海地区(截至 2024 年 3 月 17 日)	13
图 28: 直营影院票价高于全国均价超 20%	14
图 29: 上海影城 SHO 0 号厅天幕	14
图 30: 放映现场	14
图 31: 公司直营及加盟影院数量	15
图 32: 公司院线票房及市占率	15
图 33: 公司发行板块收入情况	16
图 34: 上影股份近年参与的电影作品 (截至 2024/4/9)	16
图 35: 《中国奇谭》B 站播放量破 3 亿 (截至 2024/3/19)	16
图 36: 《中国奇谭》豆瓣 25.87 万人评分 8.7 (截至 2024/3/19)	16
图 37: 上影集团近年参与的电影作品 (截至 2024/3/19)	16
图 38: 公司及集团储备的影视作品 (截至 2024/3/19)	17
图 39: 上影元的股权结构	18
图 40: 大 IP 开发运营业务细分板块	18
图 41: 上影集团与上美影无偿向上影元文化转让共 60 个 IP	18
图 42: 中国 IP 授权行业的市场规模(按零售价值计), 单位: 亿元	19
图 43: 公司 2023 年重点商业授权项目	20
图 44: 公司 2024 年重点商业授权项目	20
图 45: 公司 “IP+服务” 矩阵	20
图 46: 上影元开放多个岗位持续热招	20
图 47: 水墨、经典手稿、Q 版、波普风格	20
图 48: 公司重点游戏联动项目	21

图 49: 阴阳师延续上美影水墨艺术灵感.....	21
图 50: 《光·遇》改编敦煌壁画《鹿王本生》.....	21
图 51: 公司重点游戏授权项目.....	22
图 52: 单个游戏年授权收入测算 (亿元).....	22
图 53: 所有游戏年授权收入测算 (亿元).....	22
图 54: 上海影城 SHO 《中国奇谭》主题店.....	23
图 55: IP 衍生品淘宝旗舰店对比 (截至 2024/3/20).....	23
图 56: 公司 IP 衍生品分类及基本信息汇总 (截至 2024/3/20).....	23
图 57: 日本各大头部 IP 公司 2023 年收入情况.....	24
图 58: 公司 IP 具备内容底蕴、沉淀时间长 (截至 2024/3/20).....	24
图 59: 厦门园博苑哪吒 45 周年特展.....	25
图 60: 《中国奇谭》走进盛泽小满节.....	25
图 61: 上海南丰城齐乐龙龙大团圆展.....	25
图 62: “哪吒·幻影 SHO” 数智人.....	25
图 63: AI 融入公司空间数字化业务.....	25
图 64: 新视野基金资金构成 (截至 2024/4/9).....	26
图 65: 2023 年 12 月上影新视野基金首场路演项目 pipeline.....	26
图 66: 周期性征集 “科技+艺术” 的前沿项目.....	26
图 67: 2024 年 2 月 29 日 iNEW 战略发布会.....	26
图 68: 影院票房及放映收入预测.....	27
表 1: 公司头部特色影城.....	14
表 2: 电影产业链收入分配.....	15
表 3: 公司各业务收入 (百万元, 含预测).....	27
表 4: 主要财务信息预测.....	27

## 1. 上海电影：影业为基 IP 为翼，集团赋能发展可期

### 1.1. 发展历程：“发行+院线+高端影院”全产业链布局，构建 IP 运营第二曲线

公司前身东方发行经过多次集团资产注入，成为业内少数形成电影发行放映全产业链的电影企业。1994 年 10 月，公司前身上海东方影视发行有限责任公司成立，主要从事影视发行业务。2010 年 12 月，上影集团将其所持有的上海影城 100% 股权、成都影城 90% 股权、昆明影城 90% 股权、南京影城 51% 股权等影院控制权无偿划转至东方发行。2012 年 6 月，集团子公司永乐股份将其所持联和院线 60% 股权和上海农村数字院线 40% 股权转让至东方发行。截至 2012 年 6 月，东方发行已具备“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。

2012 年公司正式成立，2016 年上交所上市。2012 年 7 月，上海电影股份有限公司挂牌成立，由上影集团与精文投资作为发起人将东方发行进行整体改制设立而成。2013 年 11 月，子公司天下票仓成立，是提供在线票务、网上营销和电子商务服务在内的电影市场网络平台。2016 年 8 月，上海电影于上海证券交易所完成 IPO 上市，成为国内首批实现在 A 股主板上市的国有电影企业之一。

2023 年收购上影元，打造 IP 第二增长曲线。公司持续贯彻上影集团以“精品内容、大 IP 开发、数字化转型”为核心的“十四五”战略规划，2023 年 5 月完成上影元（上海）文化科技发展有限公司（以下简称“上影元”）51% 股权的收购并将其并表，获得了《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》等经典动画作品，以及《女篮五号》《城南旧事》《芙蓉镇》等经典真人影视共 60 个作品的运营版权，正式进入电影发行放映与大 IP 开发运营双轮驱动发展模式。

图 1：上海电影发展历程

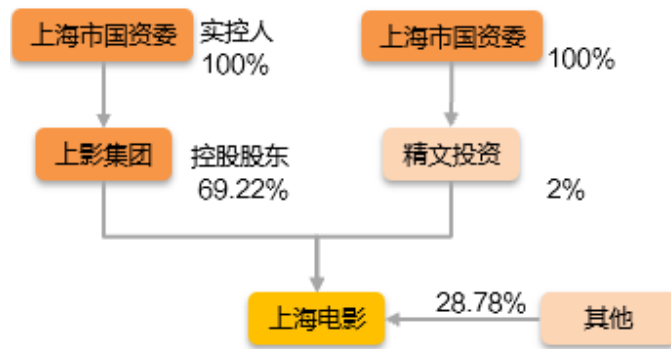


资料来源：上海电影公司公告，上海电影官网，上海电影招股书，天风证券研究所

### 1.2. 股权架构：背靠上海国资委，上影集团控股并赋能

上影集团为控股股东，上海国资委为实控人。截至 2023 年三季报，上影集团持股 69.22%，上海国资委为公司实际控制人。

图 2：上海电影股权结构（截至 2023 年三季度）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

公司是上影集团旗下唯一上市公司，集团资源持续赋能。

1) **集团内容资产丰富。**上影集团为国有独资企业，是中国最具规模和实力的现代电影集团之一，自 1949 年成立以来积累了 870 多部电影、600 多部（集）动画、1500 余部译制片等丰富内容资源。集团持续打造“海派盛宴计划”锻造海派精品影视，多部作品顺利推进，《拼桌》已于 2023 年 11 月杀青、《爱情神话》平行篇《好东西》并已于 2024 年 3 月开机，公司有望积极参与集团后续系列海派 IP 的整合开发。

2) **集团旗下公司业务协同赋能。**集团的控股子公司包含上影厂、上美影、上海译制厂等中国老牌影视企业，覆盖制片、演艺、译制、技术、展陈等业务资源。公司已成立 iPAI 数字业务中心，牵头整合上影制作等集团资源、推动 AI 技术应用研发和算力搭建，上美影“AI+动画”、上译厂“AI+有声”、上技厂“AI+影视基地”、上海影视乐园“VR、AR+文旅”、上美设“AI 数字展陈+IP”，助力 IP 产品多元化放量。

图 3：上影集团部分优质子公司与上影股份形成协同（截至 2024/3/15）

公司名称	集团持股比例	公司名称	集团持股比例
上海电影译制厂有限公司	100.00%	上海上影安乐影业有限公司	51.00%
上海美术设计有限公司	100.00%	上影寰亚文化发展(上海)有限公司	50.00%
上海美术电影制片厂有限公司	100.00%	上海上影英皇文化发展有限公司	50.00%
上海电影技术厂有限公司	100.00%	上海上影南国影业有限公司	48.00%
上海电影发展有限公司	100.00%	上海平安娱乐有限公司 (已注销)	41.13%
上海上影电影制作有限公司	100.00%	上海电影集团影视传媒有限公司	40.80%
上海电影制片厂有限公司	100.00%	上影新浪潮影业(上海)有限公司	40.00%
上海银星会展有限公司 (已注销)	100.00%	上海东影传媒有限公司	39.33%
上海上影文化科技有限公司	100.00%	上海电影股权投资基金管理有限公司	36.00%
上海电影艺术发展有限公司	100.00%	上海电影集团影视文化投资发展有限公司	35.00%
上海上影影视文化交流有限公司	100.00%	上海海上影业影视制作有限公司	33.33%
上海电影集团文化经纪有限公司	100.00%	上影资产管理(上海)有限公司	30.00%
上海新光艺苑有限公司	100.00%	上海吴浦影视文化有限公司	25.05%
上海梦影酒楼有限公司 (已注销)	100.00%	上海上影威秀娱乐有限公司 (已注销)	25.00%
上海永乐股份有限公司	92.95%	上海上影大顺影视制作有限公司 (已注销)	25.00%
上海上影大耳朵图图影视传媒有限公司	90.00%	上海上影磐石文化产业投资管理有限公司	20.00%
上海电影股份有限公司	69.22%	上海上影五龙动漫软件制作有限公司 (已注销)	15.00%
上影特艺影视技术(上海)有限公司	51.00%	上影元(上海)文化科技发展有限公司	14.00%
上海昆仑影业公司	51.00%	上海上影文旅企业发展有限公司	10.00%
上海上影电通影视文化传播有限公司	51.00%	上影互娱(上海)策划咨询有限公司	4.00%
上海电影(集团)电视剧制作有限公司	51.00%	北京九州同映数字电影院线有限公司	1.67%

资料来源：爱企查，公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 公司治理：管理团队经验丰富

管理团队在传媒广电、影视制片、资产管理、投资运营各有深厚背景及丰富资源，相关经验形成合力，共领公司发展。

市场化绩效改革调动员工积极性。2021 年传统主业受疫情影响，公司推行绩效改革，推行市场化考核机制，卖品激励、团体票激励、非票收入激励等制度调动影院一线的积极性、创造力，2023 年公司一线员工人均收入显著提升，较 2022 年增长 46.53%。

图 4：公司管理层简介

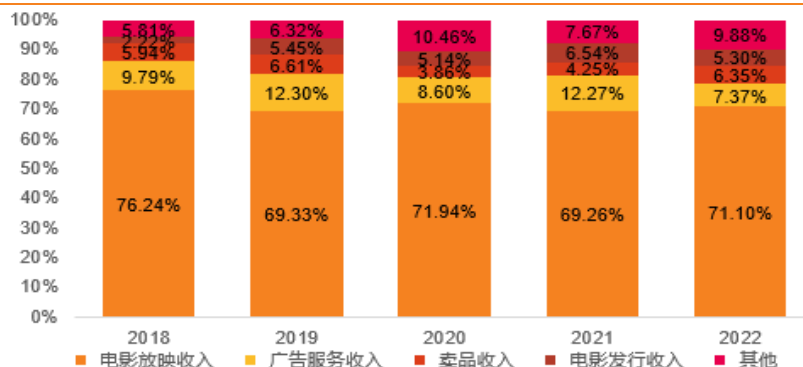
职务	姓名	简介
董事长	王健儿先生	历任中共建德市委常委、纪委书记、宣传部长，中共杭州市委外宣办（新闻办）主任、市委宣传部副部长、市网信办主任，华数传媒党委书记、董事长。自2019年10月起任上影集团党委书记、董事长；自2020年5月起任公司董事长。
副董事长	王隽女士	历任上海电影电视（集团）公司办公室副主任，上海市广播电影电视局外事处副处长，上海文化广播电视集团对外事务部主任，中国上海国际艺术节中心总裁。自2019年10月起任上影集团党委副书记、总裁。
董事	吴嘉麟先生	历任上海平安娱乐有限公司财务部会计，上海永乐股份有限公司经济运行部主管，上影集团资产管理部主管，上影集团资产管理部主任。自2020年3月起任上影集团投资管理部主任；自2018年7月起任公司监事。
董事、总经理	戴运先生	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月起任本公司战略发展部总监。自2018年1月起任本公司副总经理，2018年3月起兼任本公司董事会秘书，2021年9月起任本公司总经理。
董事	杨莹女士	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，上海飞乐音响股份有限公司法务部法务经理、副总经理、总经理。现任上海精文投资有限公司法律事务部主任。自2022年12月起任公司董事。
副总经理	李早女士	历任上海上影大耳朵图图影视传媒有限公司市场营销总监、执行制片人，国视通讯(上海)有限公司影视栏目主编，华闻糖心动漫投资有限公司公司副总经理，苏州舞之动画股份有限公司创投部总经理、制片人。2020年9月至2022年6月，任上海美术电影制片厂有限公司副总经理(副厂长)，自2022年7月起任公司副总经理。
战投部总经理、董事会秘书	刘林鹤先生	历任申银万国投资有限公司高级投资经理，浙江华策影视股份有限公司战略投资中心投资总监。自2021年6月起任上影互娱(上海)策划咨询有限公司总经理助理，2022年8月起兼任公司战略投资部总经理，2023年7月起任公司董事会秘书。

资料来源：上海电影官网，天风证券研究所

### 1.4. 业务结构：电影发行放映为主业，2023 年新增大 IP 开发运营业务

上海电影以发行-院线-影院为主业。公司具备“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，分为电影发行、院线经营、影院经营三大业务板块。电影放映为核心业务板块，2022 年该板块收入占总营收的 71.1%。

图 5：公司收入拆分及主要占比（亿元，%）



资料来源：iFinD，公司财报，天风证券研究所

2023 年收购上影元，新增大 IP 开发业务。2023 年 5 月，公司收购上影元 51% 股权并完成并表，正式进入电影发行放映与大 IP 开发运营双轮驱动发展模式。IP 业务涵盖商品及营销授权、游戏联动及授权、衍生品及空间数字化开发。随 IP 业务落地放量，有望增大业绩弹性。

图 6：公司业务及其竞争优势

业务名称	业务内容	上海电影的竞争优势	其他竞争对手
1) 电影发行	主要包括影片的营销推广策略制定、实施及与院线洽谈排片方案等工作	公司上下游垂直一体化的协同发展优势突出。公司拥有的综合型院线作为发行公司与影院之间的重要桥梁，能够利用下游影院的渠道资源，有效支撑发行公司获得影片发行权，并根据市场情况协助发行公司调整营销策略，增强公司在发行业务的议价能力。	中国电影、光线传媒、博纳影业、万达电影、华谊兄弟
2) 电影院线	主要为旗下联和院线的经营管理	联和院线票房在上市后一直稳居全国前四。2023 年公司下属联和院线市占率 8.28%，全国 49 条院线中排名第三。 1) 协助影院进行数字放映设备升级等硬件支持以及提供票房分析等软件服务。 2) 借助与上游发行公司之间紧密合作关系，院线公司能为影院争取优质片源拷贝并提供排片、票房分析、影片宣发等服务，从而吸引影院加盟、提升影院运营效率。	万达电影、中国电影、博纳影业、幸福蓝海、横店影视
3) 影院管理	主要为直营影院“SFC 上影影城”的经营管理	公司影院布局以高线城市为主，银幕票房产出高于行业平均。公司已经在包括上海在内的全国重要电影票房市场中形成了业务布局，区位优势突出。公司拥有一批长期从事影院投资建设的专业人员，并与美国 EPT 成立合资公司，在影院的选址方面具有一套完整的项目评价体系，区分高端影院及经济型影院，结合重点城市及二三线城市的市场布局情况，合理推进影院投资建设规模，确保影院投资的收益。	中国电影、博纳影业、万达电影、华谊兄弟
4) 大 IP 开发	IP 业务涵盖商品及营销授权、游戏联动及授权、衍生品及空间数字化开发	2023 年公司 IP 授权商品 GMV 总量超 10 亿，全年合作项目达 73 个，新增 S 级项目合作 5 个，其中包括光明乳业、百胜集团、京东、星巴克中国、雀巢咖啡、中信出版等行业巨头。	泡泡玛特、Top Toy、Sanrio、万代南梦宫、圆谷 fields 集团、任天堂

资料来源：上海电影公司公告，上海电影招股书，博纳影业招股书，上影元微信公众号，Boss直聘，猫眼专业版APP等，天风证券研究所

### 1.4.1. 收入及毛利率情况：2023 年公司业绩大幅增长，毛利率显著改善

**2023 年收入随票务大盘复苏逐步改善。**根据公司 2023 年度业绩快报，2023 年营业总收入 7.91 亿元，上年同期重述后同比增长 84.11%。2020/2021/2022 年营业收入为 3.09/7.31/3.68 亿元，同比变动-72.05%/136.37%/-49.62%。公司主业为电影发行放映，收入主体为线下影院，2020-2022 年收入体量缩减主要受疫情影响。

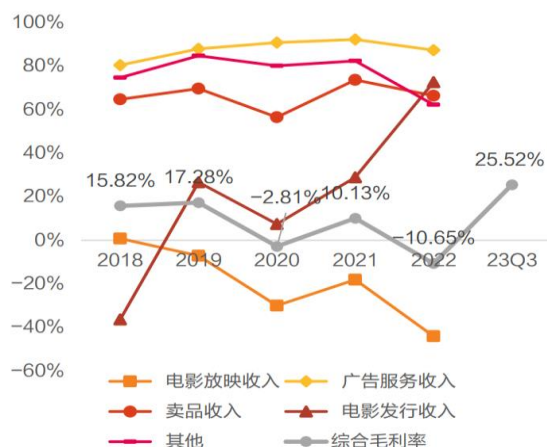
图 7：2023 年公司营收回升



资料来源：iFinD，公司财报，天风证券研究所

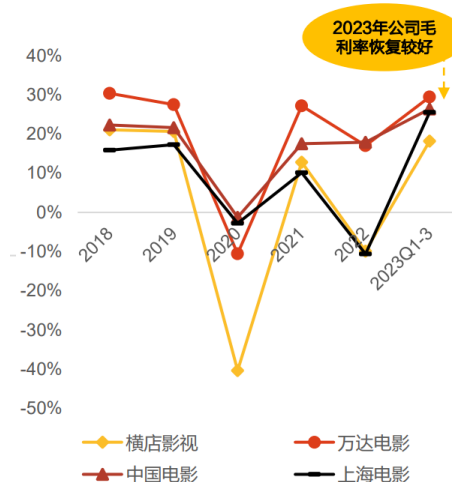
**毛利率显著改善，IP 业务有望驱动毛利率提升。**2023 年前三季度公司综合毛利率 25.5%，同比增加 37.37pct，且高于疫情前 2018/2019 年 15.8%/17.3% 的毛利率水平；2020/2021/2022 年综合毛利率为 -2.81%/10.13%/-10.65%，同比变动 -20.10pct/12.94pct/-20.78pct。我们认为，未来随影厅焕新与“影院+”业务提升广告价值和卖品销量，公司毛利率具备上行空间。

图 8：公司各业务及综合毛利率情况



资料来源：iFinD，公司财报，天风证券研究所

图 9：2023 年公司毛利率重回良性增长通道



资料来源：iFinD，公司财报，天风证券研究所

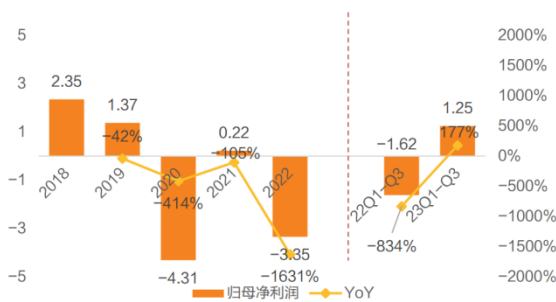
### 1.4.2. 费用率及盈利情况：费用率恢复至疫前水平，全年盈利扭亏为盈



**管理费用率波动较大，销售/财务费用率相对稳定。**2023 年前三季度，公司销售、管理及财务费用率分别为 2.05%/9.09%/0.41%，同比 2022 前三季度 0.91pct/-3.46pct/-3.02pct。2023 年前三季度，公司管理费用率优化至疫前水平，主因公司积极谈判将部分影院租赁条款改为纯提成、减少了租金成本，且收入随票务大盘复苏而改善。2020 年管理费用率偏高，主要因为将影院租金物业/折旧摊销/人工成本从营业成本重分类至管理费用，且同年收入受疫情影响缩减。

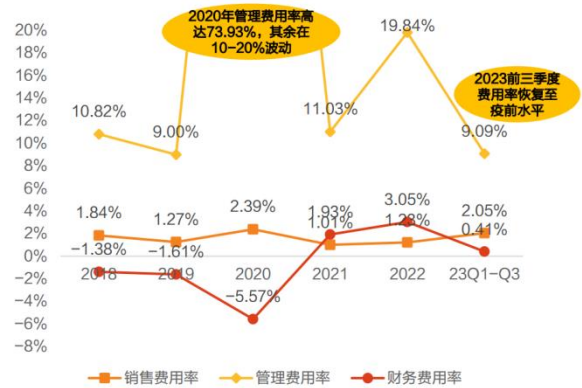
**2023 年公司归母净利润 1.24 亿元，同比扭亏为盈。**根据业绩快报，2023 归属于上市公司股东净利润 1.24 亿元，我们认为主要驱动是 1)2023 年电影市场复苏，大盘恢复增长；2)发行放映业务降本增效，收入结构上，影城焕新、异业合作、会员营销等多种举措拉动票房和人次、带动广告及卖品增长；费用上，部分影院租赁条款改为纯提成，减少了租金成本；3)大 IP 开发业务发力。

图 10：公司归母净利润及同比情况（亿元，%）



资料来源：iFinD，公司财报，天风证券研究所

图 11：公司费用率情况（%）



资料来源：iFinD，公司财报，天风证券研究所

### 1.5. 股价复盘：大盘票房等影视板块 $\beta$ 影响，IP+AI 等 $\alpha$ 催化叠加

$\alpha$ ：公司股价在 2020 年 5 月、2023 年 3 月/12 月走出区别于影视指数的独立行情。主要受益于董事长变更、收购上影元开拓 IP 板块带来的业绩增量预期、热剧《繁花》带来的热度以及公司 AI 应用进展。

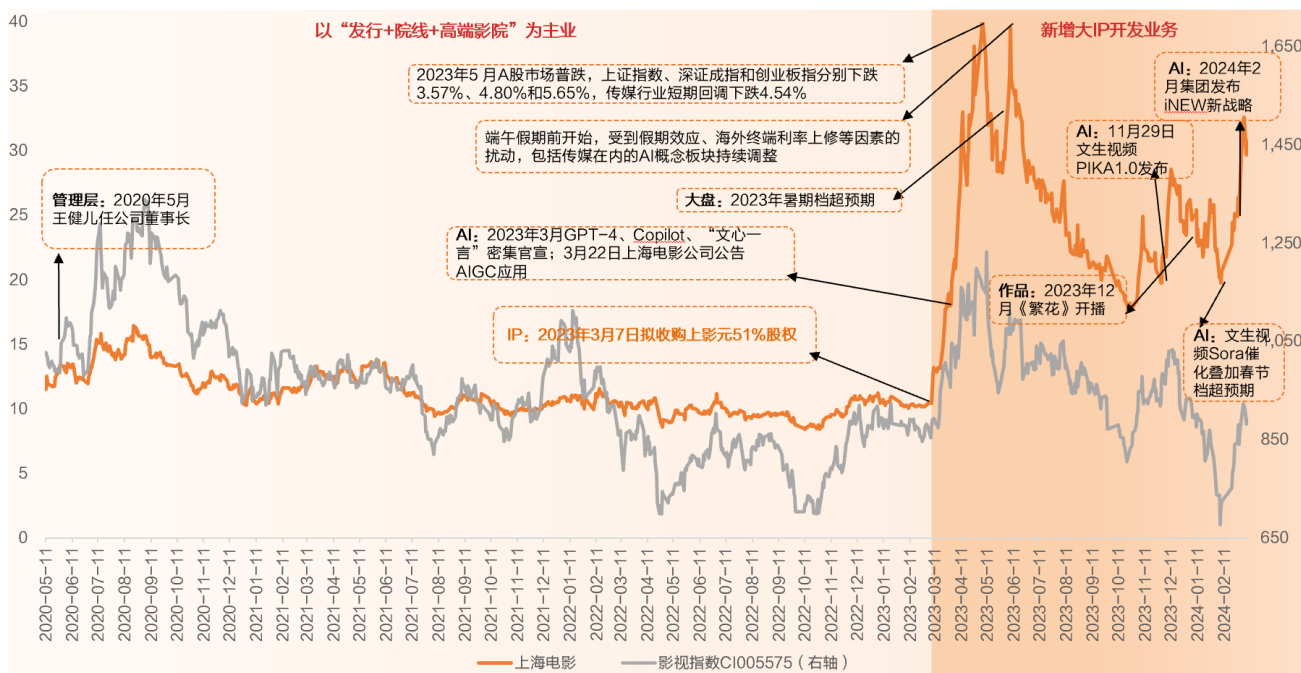
$\beta$ ：23 年 3 月中旬 GPT-4 发布、23 年 11 月文生视频 PIKA1.0 发布、24 年 2 月文生视频 Sora AI 多模态的多轮催化；以及 23 年暑期档、24 年春节档较好的票房表现影响。

图 12：公司股价催化因素及影响事件

时间	催化因素	事件	基准日	截止日	公司股价涨跌幅	影视指数涨跌幅
2020/05/30	管理层	2020年5月11日原董事长退休离任，5月30日起上影集团党委书记、董事长王健儿任公司董事长	2020/05/11	2020/06/11	15.95%	2.96%
2023/03/07	IP	2023.3.7晚间，上海电影公司公告称拟收购上影元51%股权	2023/03/07	2023/04/07	140.92%	15.63%
2023/03/22	AI及公司应用	2023年3月中旬GPT-4发布、微软推出办公“智能副驾”Microsoft 365 Copilot、百度正式发布大语言模型“文心一言”；3月22日公司称AIGC应用在IP结合、影视融合、宣发三方面	2023/03/22	2023/04/10	67.70%	10.37%
2023/04/12	AI	2023.4.12晚间公告公司AI业务尚处初步探索阶段，新技术增量短期难以在短期业绩上兑现，降本增效的程度和节奏待观察，股价三天下跌17.12%	2023/04/12	2023/04/17	-17.12%	-5.05%
2023/06/06	大盘	截至6月6日17时，23年暑期档（6月1日至8月31日）定档影片已达72部，票房近5.3亿元（含预售）；受消息提振，影视指数十日上涨17.29%，公司股价同涨26.54%	2023/05/24	2023/06/06	26.54%	17.29%
2023/11/29	AI	23.11.29文生视频PIKA1.0发布	2023/11/29	2023/12/11	44.47%	11.63%
2023/12/27	作品	2023.12.27《繁花》开播，央视八套峰值收视率突破2.6%，带动股价上涨10.46%	2023/12/27	2024/01/02	10.46%	3.15%
2024/02/16	AI	文生视频Sora催化叠加春节档超预期，股价较节前上涨23.82%	2024/02/07	2024/02/20	23.82%	10.21%
2024/02/29	AI应用、IP	上海电影发布iNEW新战略，加速布局AI影视垂直领域，主攻IP内容焕新和IP商业开发两大方向	2024/02/28	2024/03/05	28.85%	9.20%

资料来源: iFinD, 上海电影公司公告, 新浪财经, 纽约时报中文网, 微软官网, 央视网等, 天风证券研究所

图 13: 公司股价及行业走势

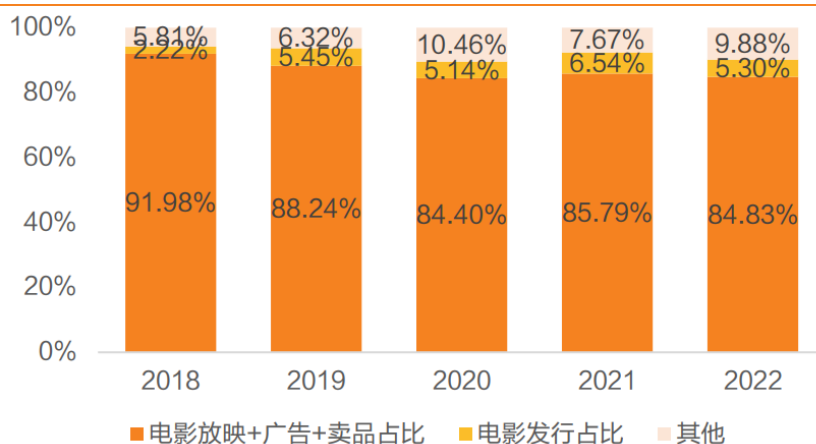


资料来源: iFinD, 上海电影公司公告, 新浪财经, 纽约时报中文网, 金融界, 微软官网, 央视网等, 天风证券研究所

## 2. 电影主业: 票务板块量价齐升, 发行板块加码精品

公司具备“专业化发行+综合型院线+高端影院经营”的完整电影产业链, 分为电影发行(计入财报中的电影发行收入)、院线管理(计入电影发行收入)、影院经营(对应电影放映、卖品、广告服务收入)三大业务板块。

图 14: 公司各业务收入占比



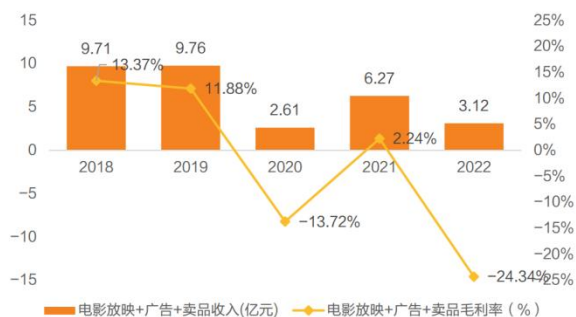
资料来源: iFinD, 公司财报, 天风证券研究所

电影院线业务占收入超八成。2020/2021/2022 年电影放映+广告+卖品收入分别为 2.61/6.27/3.12 亿元, 同比-73.26%/+140.27%/-50.18%, 占当年营业收入比重 84.40%/85.79%/84.83%。

公司发行业务基本维持稳定。2020/2021/2022 年发行收入分别为 0.16/0.48/0.20 亿元,

同比-73.63%/+200.67%/-59.17%，占当年营业收入比重 5.14%/6.54%/5.30%。

图 15：公司电影放映+广告+卖品收入及毛利率



资料来源：iFinD，公司财报，天风证券研究所

图 16：公司电影发行收入及毛利率

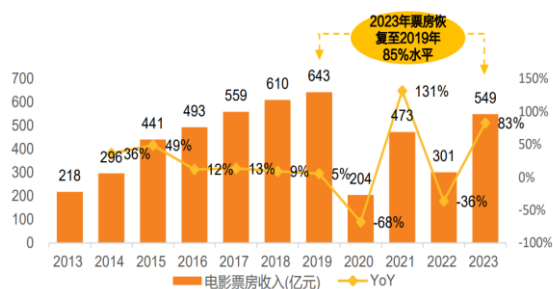


资料来源：iFinD，公司财报，天风证券研究所

## 2.1. 行业：大盘票房显著复苏，行业集中度提升

2023 年大盘票房显著复苏至 2019 年 85%。2019 年之前国内电影市场总票房持续上行，于 2019 年达到 642.66 亿高点；2020-2022 年新冠疫情影响总票房情况。2023 年，供给端，往年积压项目和进口片常态化、新内容供给较为充沛、题材丰富；需求端，伴随防疫政策优化、线下活动常态化，观影习惯恢复；2023 年全年电影票房 549.15 亿元，同比增加 82.64%，恢复至 2019 年的 85% 水平。

图 17：全国电影票房情况(亿元,%)



资料来源：iFinD，天风证券研究所

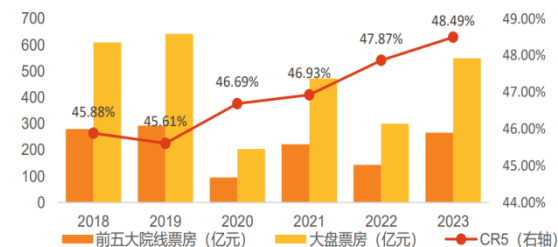
图 18：内地上映影片数量(部)



资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

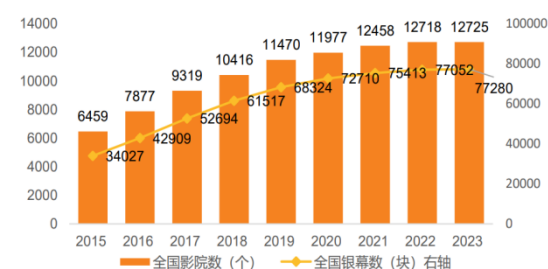
院线方面，行业集中度持续提升。疫情下行业出清，截至 2023 年底全国共有 49 条院线，较 22 年减少 2 条。2023 前五大院线票房占比 48.49%，较疫情前 2019 年上升 2.88pct，集中度提升。且全国影院数及屏幕数增速趋缓，公司作为头部院线，有望受益于向龙头集中的行业趋势，市占率有望提升。

图 19：2018-2023 年院线集中度持续攀升(亿元)



资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

图 20：全国影院数及屏幕数增速趋缓(个,块)

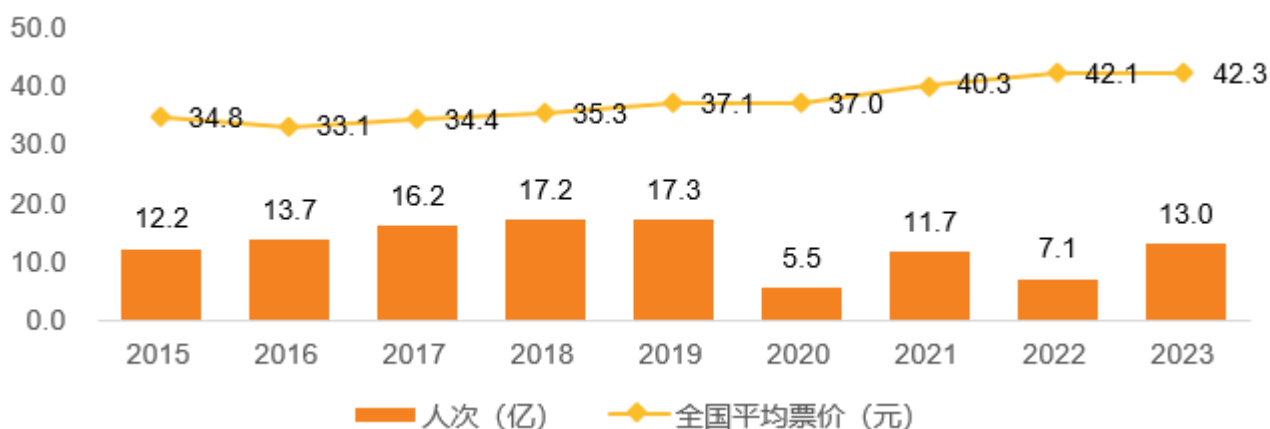


资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

2024 年春节档票房超预期突破 80 亿创新高，优质影片和观影需求有望带动全年大盘增

长。2024 年春节档期间（2 月 10 日-2 月 17 日）累计实现票房 80.51 亿元，同比增长 19.01%（2023 年同期 67.65 亿元），累计观影人次 1.63 亿，创历史新高。

图 21：全国观影人次及平均票价



资料来源：iFinD，灯塔专业版 APP，天风证券研究所

2024 年随着供需共振，细分题材的多样化满足不同观影需求，结合短视频等新媒体宣发进一步渗透非核心观影人群，我们认为中性偏乐观的情况下，2024 年全年大盘票房约 580-613 亿元。

我们采用两种方式对 2024 年大盘进行预测：

**方法一：春节档前六日累计票房/全年票房份额。**我们认为，春节档作为行业全年最重要的档期之一，参考 2018/2019/2023 的中枢水平，近年占大盘全年份额在 11% 波动。

图 22：方法一：春节档累计票房/春节档票房占全年份额

2024年春节档前六日票房 (亿元)	占全年票房大盘比例				
	12.5%	12.0%	11.5%	11.0%	10.5%
64.65	517.20	538.75	562.17	587.73	615.71

	春节档票房 (亿元)	全年票房 (亿元)	YoY 春节档	春节档占比
2017	33.80	559.11		6.05%
2018	56.94	609.76	9%	9.34%
2019	58.40	642.66	129%	9.09%
2020	-	204.17	-	-
2021	78.22	472.58		16.55%
2022	60.39	300.67	-23%	20.09%
2023	67.58	549.15	12%	12.31%

资料来源：iFinD，灯塔专业版 APP，天风证券研究所

**方法二：观影人次 x 平均票价。**我们认为，春节档的观影人次作为全年观影高峰，占全年人次比例近年在 10% 波动。2023 年人均观影频次明显回升，全年观影人次升至 13 亿，全国平均票价增至 42.3 元；随 2024 年观影习惯持续恢复，预计 2024 全年观影人次上升至 12-14 亿人，平均票价继续上涨至 43 元左右。

图 23：方法二：观影人次 x 平均票价

2024年春节档前 六日观影人次 (亿人)	占全年票房大盘比例				
	11.0%	10.5%	10.0%	9.5%	9.0%
1.3	11.8	12.4	13.0	13.7	14.4

平均票价(元)	11.8	12.4	13.0	13.7	14.4
41	484.5	507.6	533.0	561.1	592.2
41.5	490.5	513.8	539.5	567.9	599.4
42	496.4	520.0	546.0	574.7	606.7
42.5	502.3	526.2	552.5	581.6	613.9
43	508.2	532.4	559.0	588.4	621.1

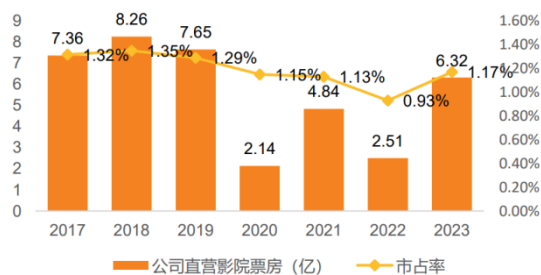
资料来源: iFinD, 灯塔专业版 APP, 天风证券研究所

## 2.2. 影院板块: 直营影院布局以上海为主, 单银幕票房产出表现优异

2023年直营影院票房恢复性增长。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%; 市占率升至1.17%, 较2022年同期提升0.25pct, 距2017-2019的水平仍有差距。

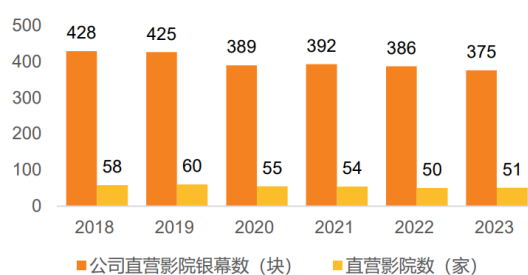
从供给端(单银幕票房\*银幕数)看, 公司直营单银幕票房产出远超行业均值, 银幕数相对稳定。截至2024年3月17日, 公司直营影院51家, 其中24家在上海, 其他分布在新一线和二线城市。2023年底直营影院银幕数375块, 2018-2023年公司自营、加盟影院单银幕票房产出均超行业平均, 尤其2023年直营单银幕票房产出高于行业平均产值137%。

图 24: 公司直营影院票房及市占率 (亿元, %)



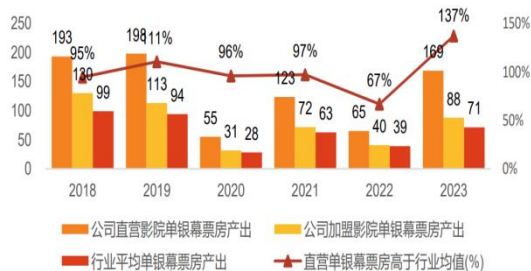
资料来源: iFinD, 公司财报, 天风证券研究所

图 25: 2018-2023 年公司直营影院银幕数与影院数 (块, 家)



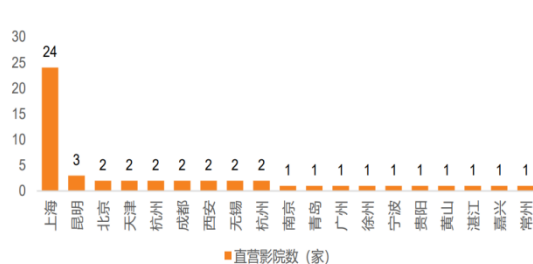
资料来源: iFinD, 公司财报, 天风证券研究所

图 26: 公司直营、加盟影院单银幕票房产出 (万元)



资料来源: iFinD, 公司财报, 灯塔专业版 APP, 天风证券研究所

图 27: 公司影院主要布局在上海地区(截至 2024 年 3 月 17 日)

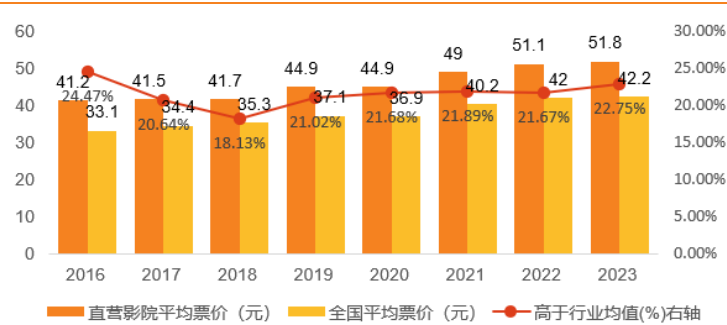


资料来源: 猫眼专业版 APP, 天风证券研究所

### 2.2.1. 影院板块：均价优于行业均值，特色影厅与“影院+”增大影城吸引力

依托高线城市区位优势，公司直营影院人均票价高于行业平均。2023 年平均票价（含服务费）为 51.8 元，超全国均价 22.75%。

图 28：直营影院票价高于全国均价超 20%



资料来源：灯塔专业版 APP，天风证券研究所

持续焕新高端特色影厅，有望提升人均票价。公司持续焕新影城，进一步增大影城吸引力，带动票房提升。23 年 11 月-24 年 1 月上海影城 SHO 蝉联上海地区票房第一。上影影城（港汇永华 IMAX 店）实现上海地区 2023 年全年票房第一。

图 29：上海影城 SHO0 号厅天幕



资料来源：新浪财经，天风证券研究所

图 30：放映现场



资料来源：上海电影公众号，天风证券研究所

拓宽收入来源：“影院+”模式帮助影院提升日常人流热度，增加广告、卖品收入。公司持续拓展影院功能，转变为复合娱乐消费社交场所。“影院+音乐会”“影院+游戏”《英雄联盟》全球总决赛转播等活动有助于提升影城影响力、提高广告收入。“影院+IP”系列周边入驻全国各地 SFC 上影影城门店增加卖品收入，例如《中国奇谭》主题店落地上海影城 SHO、时光网开发《葫芦兄弟》影院爆米花桶及互动饮料杯。

表 1：公司头部特色影城

影院名称	特色	23年平均票价(元)	23年票房(万元)
上海影城·SHO	23 年 6 月焕新升级，1 号厅上海杜比剧场适配最新技术的特效影片；2 号厅可伸缩活动座椅系统打造沉浸式空间；5、6 号厅配备 4K 高对比度 HDR 放映技术，满足评委、导演等专业人群的观影需求	80.4	2368.1
港汇永华 IMAX 店	22 年 10 月焕新升级，以电影元素“丛林星战”为装修场景；与丝芙兰合作推出花园试妆角，与沙龙、直播等活动结合。	81.3	4286.3
徐汇日月光店	引入柯南系列、奥特曼系列以及新世纪福音战士系列周边“快闪店”，为区域内首家	61.2	1830.9
LaLaport 上海金桥店	2021 年 10 月开业，配置 LUXE 杜比全景巨幕厅、4DX SCREEN 沉浸式 4D 影厅	64.2	1642.7

资料来源：猫眼专业版 APP，新浪财经，上影集团微信公众号，天风证券研究所

### 2.3. 院线板块：加盟影院数量持续增加，市占率保持行业前列

**加盟影院持续扩张。**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%。2021/2022/2023 年加盟影院数量分别为 724/ 769/ 796 家，同比增长 3.72%/ 6.22%/ 3.51%；加盟影院银幕总数为 4653/ 4949/ 5101 块。

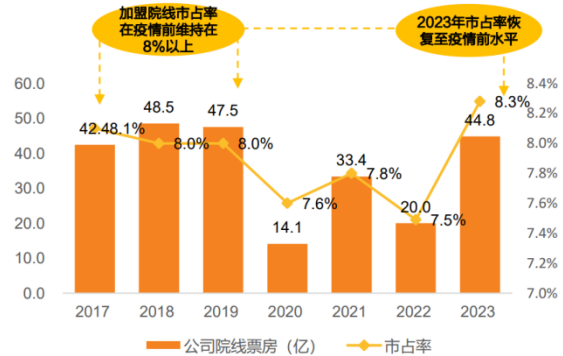
**联和院线的票房在公司上市后一直稳居全国前四，市占率较为稳定，2023 年相对 2017/2019 年略有提升。**公司下属联和院线是国内成立最早、规模最大的电影院线之一，为旗下加盟影院提供盘面数据分析、排片指导、管理输出和个性化服务。2023 年受益于大盘恢复、联和院线利用头部平台优势提供电影放映集成解决方案、放映耗材、放映光源升级方案、二手设备资源调配方案，最大程度解决加盟客户需求，吸引其他院线的加盟商加入，市占率提升至 8.28%，较 2022 年同期提升 1.01pct，在全国 49 条院线中排名第三。

图 31：公司直营及加盟影院数量



资料来源：iFinD，公司财报，天风证券研究所

图 32：公司院线票房及市占率



资料来源：iFinD，公司财报，天风证券研究所

表 2：电影产业链收入分配

环节	制片	发行	院线	影院
业务	包括电影的融资，拍摄和后期制作。制片公司拥有电影版权，将电影某期限内的版权出售给渠道发行商。	上影联和充分发挥上影集团制片优势及上影股份影院、院线渠道优势，同时利用其他股东资源优势，持续丰富片单储备，参与头部影片宣发。	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，拥有良好的业界口碑和品牌美誉度，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。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。	影院是电影产业链中最为重要的一个终端，是影片放映的实际场所和票房回收的首个环节，包含票房分账、附加产品及电影衍生产品的销售收入。
一般分配比例	制片方与发行方协商	不低于分账票房的 43%	院线票房分账由院线、发行方、影院协商确定	不超过分账票房的 50%

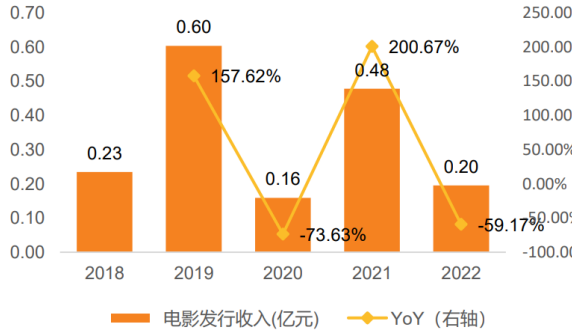
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.4. 发行板块：2024 年公司参与作品质量提升，看好 IP 创作的持续性与创造力

**发行板块收入贡献较小，看好后续提升空间。**2020/2021/2022 年公司发行收入为 0.16/0.48/0.20 亿元，同比-73.63%/200.67%/-59.17%。2023 年参与发行影片共 4

部，分别为《中国乒乓之绝地反击》《敦煌女儿》《望道》《超级英雄美猴王：齐天儿》，票房共计 1.87 亿。其中公司主发行电影《望道》获内地清明节历史片票房冠军，是全国党建学习观影活动首选。2024 年公司参与电影的票房成绩有所提升，春节档已联合出品 2 部热门电影《热辣滚烫》《熊出没·逆转时空》。

图 33：公司发行板块收入情况



资料来源：iFinD，公司财报，天风证券研究所

图 34：上影股份近年参与的电影作品（截至 2024/4/9）

项目名称	票房(亿)	参与方式	上映年份
<b>2022年合计</b>	<b>0.13</b>		
疯了！桂宝之三星夺宝	0.13	发行	2022
<b>2023年合计</b>	<b>1.87</b>		
敦煌女儿	0.01	发行	2023
望道	0.81	发行	2023
超级英雄美猴王：齐天儿	0.05	发行	2023
中国乒乓之绝地反击	1	联合发行	2023
<b>2024年合计</b>	<b>54.49</b>		
家有儿女之神犬当家	0.0051	联合发行	2024
银河写手	0.0414	联合发行	2024
热辣滚烫	34.60	联合出品	2024
熊出没逆转时空	19.84	联合出品	2024

资料来源：猫眼专业版 APP，天风证券研究所

公司深度参与 IP 内容开发创作。2023 年 7 月公司聚焦“精品内容”战略，实施“头部精品、腰部黑马、网红爆款”三三制战术，通过控股公司上影元直接参与优质内容资产开发。2023 年 9 月已参与现象级作品《中国奇谭》第二季的制作和《小妖怪的夏天》大电影的开发，优质作品具备持续性与创造力，看好公司未来的 IP 开发、出品能力。

图 35：《中国奇谭》B 站播放量破 3 亿（截至 2024/3/19）



资料来源：哔哩哔哩官网，天风证券研究所

图 36：《中国奇谭》豆瓣 25.87 万人评分 8.7（截至 2024/3/19）



资料来源：豆瓣，天风证券研究所

### 2.4.1. 发行板块：依托集团资源优势，优质作品的参与度有望进一步提升

借助集团资源赋能，公司对重点影片的参与数量及份额有望提升。2022/2023 年上影集团参与电影作品数量分别为 4/10 部，合计票房 64.25/106.20 亿元，分别占比当年总票房 21.37%/19.34%。控股股东上影集团发行出品能力较强，近年参与多部头部影片。公司及集团影视作品储备丰富、进展顺利。我们认为，依托集团资源优势，公司未来在优质影片的参与度仍有较大提升空间。

图 37：上影集团近年参与的电影作品（截至 2024/3/19）



项目名称	票房 (亿)	参与方式	上映年份
<b>2022年合计</b>	<b>64.25</b>		
外太空的莫扎特	2.23	出品	2022
长津湖之水门桥	40.67	出品	2022
万里归途	15.93	联合出品	2022
四海	5.42	联合出品	2022
<b>2023年合计</b>	<b>106.20</b>		
我爱你!	4.27	出品	2023
中国乒乓之绝地反击	1	联合出品	2023
消失的她	35.24	联合出品	2023
长空之王	8.5	联合出品	2023
流浪地球2	40.29	联合出品	2023
再见, 李可乐	2.41	出品	2022
坚如磐石	13.51	出品	2022
望道	0.81	出品	2023
力量密码	0.17	出品	2023
过山榜	0.0027	出品	2023
<b>2024年合计</b>	<b>33.70</b>		
飞驰人生2	33.7	出品	2024
银河写手	0.0013	出品	2024

资料来源: 猫眼专业版 APP, 天风证券研究所

图 38: 公司及集团储备的影视作品 (截至 2024/3/19)

类型	名称	参与方	参与方式	预计上映年份	所属战略板块
真人	晴雅集2泷夜曲	上影股份、上影集团	出品、发行	2024	-
	拼桌	上影集团	出品	2024	海派IP、新人新作
	英雄扶志	上影集团	出品	2024	-
	梁祝绮缘	上影集团	出品	2024	-
	锁麟囊2021	上影集团	出品	2024	-
	脱口而出	上影集团	出品、制作	2024	-
	猎狐行动	上影集团	出品	2024	-
	天堂行动	上影集团	出品、发行	2025	-
	逍遥游	上影集团	制作	2023年完成制作	腰部黑马、新人新作
	同学好	上影集团	制作	2023年完成拍摄	腰部黑马、新人新作
	好愿在人间	上影集团	制作	2023年完成拍摄	腰部黑马、新人新作
	归去来辞	上影集团	制作	2023年完成后制作	腰部黑马、新人新作
	生息之地	上影集团	制作	2023年4月开机	腰部黑马、新人新作
	剧集	密档	上影集团	出品	2024年将开拍
爱情神话2 (别名: 好东西)		上狮影业	出品	2024年3月开机	海派IP
斑羚飞渡		上美影	出品	2024	腰部IP焕新
动画	新雪孩子	上美影	制作	2023年3月已开始制作	腰部IP焕新
	邈邈大王	上美影	制作	2023年11月启动制作	腰部IP焕新
	小妖怪的夏天	上美影、上影元	出品	正在制作	网红爆款
	中国奇谭2	上美影、上影元	出品	正在制作	网红爆款

资料来源: 上影集团微信公众号, 上海证券报, 灯塔专业版 APP, 猫眼专业版 APP 等, 天风证券研究所

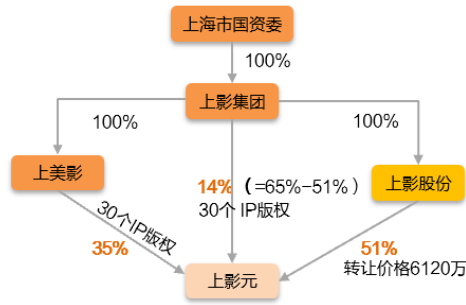
### 3. IP 业务: 商品、游戏授权-衍生品-空间-新赛道孵化全产业链运营, 变现增量可观

公司收购上影元 51% 股权, 开拓 IP 开发运营板块。上影元运营 60 部动画及真人影视 IP

资产（截至 2023 年 3 月），收购上影元后，公司拥有经典动画《葫芦兄弟》《黑猫警长》《九色鹿》《天书奇谭》等，以及经典影视《日出》《阿 Q 正传》《庐山恋》《三毛从军记》等 60 部作品的著作财产权（复制权、发行权、表演权、广播权、改编权<不含电影、电视等影视类改编>、翻译权、汇编权、展览权等，不含展映播映权）及许可商标的商标专用权，正式进入电影发行放映与大 IP 开发运营双主业发展模式，业务板块涵盖商品及营销授权、游戏联动及授权、衍生品及空间数字化开发。

2023 年 5 月完成对上影元的收购及并表。2023 年 3 月 6 日，公司与控股股东上影集团签署收购上影集团所持有上影元文化 51% 股权的协议，收购价格为人民币 6120.24 万元。2023 年 5 月 16 日完成收购并将上影元并表。

图 39：上影元的股权结构



资料来源：公司公告，爱企查，天风证券研究所

图 40：大 IP 开发运营业务细分板块

板块名称	商品及营销授权	游戏联动及授权	衍生品	空间数字化开发
代表业务	《大闹天宫》《黑猫警长》《葫芦兄弟》《雪孩子》《哪吒闹海》五大 IP 授权光明莫斯科安打造 24 年春节营销	授权大梦龙途开发原生小程序游戏葫芦娃大作战	联合 PUPU 推出系列国潮手办	公司与国贸地产商产文旅公司合作将影视 IP 引进商业文旅项目，首发项目骑楼影巷已于 2023 年 11 月开业
示意图				

资料来源：上影元微信公众号，上影集团官网，TapTap，新浪福建，天风证券研究所

### 3.1. 上影元文化 IP：优质 IP 受众基数大，商业变现能力强

上影元 IP 矩阵覆盖全年龄段，商业变现能力强。业务方面，目前变现集中于超头部 IP（葫芦兄弟、大闹天宫、黑猫警长、哪吒闹海、中国奇谭）以及头部 IP（天书奇谭、九色鹿）的变现。焕新方面，中短篇以“奇谭宇宙”为核心，《中国奇谭 2》2023 年 9 月开始制作，《中国奇谭之小妖怪的夏天》预计 2025 年完成制作；长篇作品优先焕新腰部 IP，《新雪孩子》2023 年 3 月已开始制作，《邈邈大王》2023 年 11 月启动制作，《斑羚飞渡》预计 2024 年上映。

根据模拟报表，上影集团与上美影授权上影元的 IP 知识产权于 2021 年实现营业收入 5,637.53 万元，净利润 882.28 万元；2022 年实现营业收入 6,017.21 万元，净利润 1,452.62 万元。

图 41：上影集团与上美影无偿向上影元文化转让共 60 个 IP

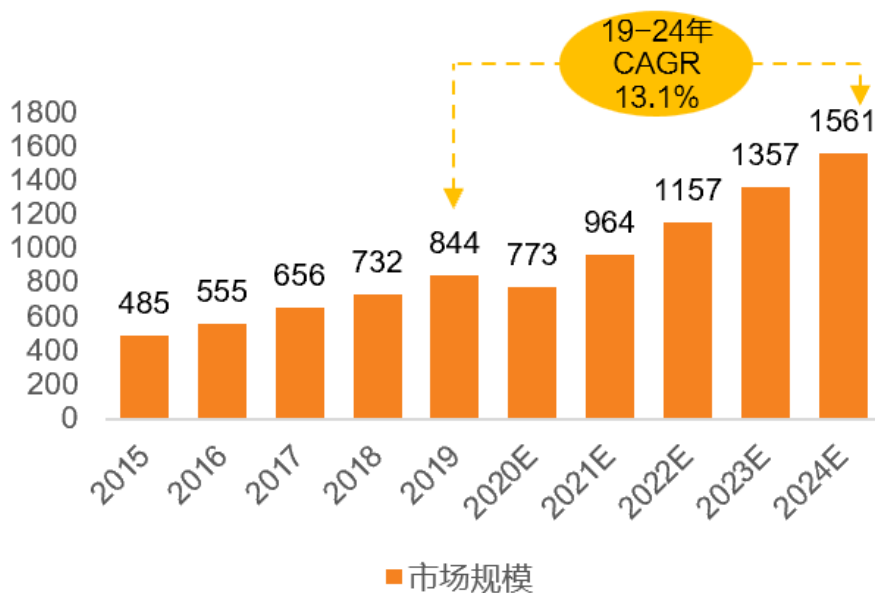
上美影 授权30个动画IP	起头部IP (5个)	头部IP (2个)	腰部IP及其改编进展	待开发IP
	<p><b>1.葫芦兄弟(含葫芦小金刚)</b> 2023年抖音“葫芦兄弟官方”粉丝量超150万、与光明莫斯科安24年春节全案营销合作</p> <p><b>2.大闹天宫(含金猴降妖)</b> 23年以来授权超15次, 包括必胜客、星巴克、光明三个S级项目</p> <p><b>3.黑猫警长(含翡翠之星)</b> 授权大客户光明、雀巢等</p> <p><b>4.哪吒闹海</b> 23年以来授权超7次, 包括必胜客、光明全案S级项目</p> <p><b>5.中国奇谭</b> 首部B站播放量3亿, 全网热搜超530个, 25万观众豆瓣评分最高9.6, 获第28届上海电视节白玉兰最佳动画剧本奖; 《中国奇谭2》2023年9月开始制作《中国奇谭之小妖怪的夏天》预计2025年完成制作</p>	<p><b>1.天书奇谭(精修版)</b> 授权必胜客推出新春限定玩具;</p> <p><b>2.九色鹿</b> 与大客户网易联动头部社交冒险游戏《光遇》</p>	<p><b>1.雪孩子</b> 《新雪孩子》2023年3月已开始制作</p> <p><b>2.逍遥大王奇遇记</b> 翻新大电影《逍遥大王》2023年11月启动制作</p>	<p>我为歌狂系列、宝莲灯、熊猫百货商店、三个和尚、阿凡提的故事(含阿凡提之奇缘历险)、山水情鹧鸪相争、没头脑和不高兴、魔方大厦、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(上下)</p>
上影集团 授权30个真人影视IP	<p>日出、天云山传奇、阿Q正传、三毛从军记、少爷的磨难、上海伦巴、巴山夜雨、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、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</p>			

资料来源: iFinD, 上海电影公司公告, 上影元微信公众号, 上影元官网等, 天风证券研究所

### 3.2. 商品及营销授权: 领域拓展增加客户数量, 年框化提升 ARPU

**IP 授权市场空间广阔。**根据弗若斯特沙利文报告, 中国 IP 授权行业前景广阔, 预测市场规模 2024 年将达人民币 1561 亿元, 2019-2024 年 CAGR13.1%。

图 42: 中国 IP 授权行业的市场规模(按零售价值计), 单位: 亿元



资料来源: 泡泡玛特招股书, 天风证券研究所

**授权形式多样化助力新用户获取, 深挖存量大客户价值, 公司 IP 授权业务潜力有望释放。**2023 年公司 IP 授权商品 GMV 总量超 10 亿, 上影元全年合作项目达 73 个, 新增 S 级项目合作 5 个, 其中包括光明乳业、百胜集团、京东、星巴克中国、雀巢咖啡、中信出版等行业巨头。

**被授权方数量:**2023 年, 公司合作被授权方主要集中在餐饮、服饰, 2024 年扩张至图书、潮玩领域。我们认为, 随着被授权方行业多样性的丰富, 被授权方数量有望提升。

**单客户平均价值:**2023 年, 公司合作项目多为一次性短周期。2024 年公司把原本松散的大客户合作逐步加深绑定、增强项目持续性和连贯性、有望提升 ARPU。例如 2024 春节

向光明乳业授权经典 IP 并负责全案营销、增多服务内容，从联名包装、新春手工周边、热门商圈广告多维度玩转春节营销。我们认为，通过大量授权，公司 IP 持续增添曝光、获得更多流量，有望吸引潜在客户；深度绑定存量高价值客户或有效缩短项目落地周期，在单客户平均价值及合作频次提升的驱动下 IP 授权业务潜力有望进一步释放。

图 43：公司 2023 年重点商业授权项目

序号	日期	内容	涉及IP	所属业务板块	客户	所属领域	备注
1	1/11	梦之蓝X上美影2023联名纪念酒	大闹天宫	商品授权	梦之蓝	食品饮料	
2	2/22	奈雪的茶 x 中国奇谭 猪猪奶茶	中国奇谭	商品授权	奈雪的茶	食品饮料	
3	3/6	上海表X大闹天宫腕表	大闹天宫	商品授权	上海表	电子数码	
4	4/28	十三余X中国奇谭	中国奇谭	商品授权	十三余	服饰鞋包	
5	6/17	京东x《小妖怪的夏天》	中国奇谭	营销授权	京东		深度合作、整合营销、S级项目
6	8/4	盐津铺子X大闹天宫“麻辣棒”	大闹天宫	商品授权	盐津铺子	食品饮料	
7	8/8	Tims x 上美影 冰拿铁	牧笛	商品授权	Tims	食品饮料	
8	8/31	葫芦兄弟 x BEASTER	葫芦兄弟	商品授权	BEASTER	服饰鞋包	
9	9/12	黑猫警长 x 雀巢咖啡盲盒	黑猫警长	商品授权	雀巢咖啡	食品饮料	S级项目
10	11/5	薇诺娜“不负遇见，致敬经典”短片	大闹天宫、哪吒闹海	营销授权	薇诺娜	美妆护肤	

资料来源：中国经济网，上影元微信公众号等，天风证券研究所

图 44：公司 2024 年重点商业授权项目

序号	日期	内容	涉及IP	所属业务板块	客户	所属领域	备注
1	1/9	《大闹天宫》x 星巴克	大闹天宫	营销授权 商品授权	星巴克	食品饮料	整合营销、S级项目
2	1/15	五大IP x 光明莫斯利安酸奶	大闹天宫、黑猫警长、葫芦兄弟、哪吒闹海、小妖怪、吉孩子、	营销授权 商品授权	光明	食品饮料	全案设计、S级项目
3	1/16	大闹天宫 x 星巴克流动拿铁	大闹天宫	商品授权	星巴克	食品饮料	
4	1/22	必胜客新春限定玩具	大闹天宫、哪吒闹海、葫芦兄弟、天书奇谭	营销授权 商品授权	必胜客	潮流玩具	S级项目
5	1/31	喜茶x繁花	繁花	营销授权 商品授权	喜茶	食品饮料	
6	2/6	上影元 x 中信出版《中国奇谭》立体书	中国奇谭	商品授权	中信出版	图书出版	S级项目

资料来源：新浪财经，上影元微信公众号等，天风证券研究所

### 3.2.1. 商品及营销授权：建设新媒体矩阵+丰富图库，提升 IP 授权业务竞争力

我们认为，客户在选择联名对象时看中 IP 自身的热度，以及内容更新速度、图库丰富度。

截至 2023 年底 IP 新媒体矩阵粉丝突破 450 万，IP 全网热度带动销量转化效率。2023 年抖音“葫芦兄弟官方”粉丝量超 150 万，快手“上美影动画车间”账号粉丝量突破 100 万，“动画中国奇谭”微博、抖音粉丝总量超 64 万，爆款作品最高点赞量达 160 万。公司通过自媒体渠道联动运营为客户宣传引流，例如，经典 IP 黑猫警长携手雀巢咖啡推出黑猫礼盒，抖音话题累计获得 4.5 亿次播放量。同时上影元持续招聘授权、产品、供应链、品牌策划相关人才。随 IP 运营能力加强、“IP+服务”矩阵完善、抖音更新速度加快，高净值大客户黏性预计增强。

图 45：公司“IP+服务”矩阵



资料来源：上影元官网，天风证券研究所

图 46：上影元开放多个岗位持续热招

资料来源：Boss 直聘，天风证券研究所

图库风格多样，适配客户不同需求。上影元已开发超 20 套多样视觉风格，包括水墨、经典手稿、Q 版、波普风格等，配合客户国风、现代等各式风格要求。同时针对重要宣传时点，开发节庆节气、民俗主题视觉应用及海报，拓展经典 IP 形象、以满足客户的不同使用场景。

图 47：水墨、经典手稿、Q 版、波普风格



资料来源：上影元微信公众号，天风证券研究所

### 3.3. 游戏联动及授权：国风美学吸引年轻群体，IP 角色丰富游戏体验

游戏合作分为联动和授权两种合作方式。联动对象主要为成熟游戏，使用公司 IP 形象制作新的皮肤、场景、技能，客户需求为阶段性引流、通过期间活动获取用户，要求相对较少，可同时联动多部游戏。授权（更深度）对象主要使用公司 IP 的角色形象、剧情内容，开发完全基于 IP 世界的原生游戏，公司参与被授权方的长期流水分成。

**联动类：**客户均为知名游戏大厂，包括网易、腾讯、淘米、游族等。国风 IP 角色的形象、技能、场景与国产游戏天然契合、吸引玩家。例如《寻道大千》联动《中国奇谭之小妖怪的夏天》，加入小猪妖、青蛙怪、乌鸦怪新角色；《球球英雄》联动《大闹天宫》，齐天大圣球球具有“定海神针”、“分身术”。

图 48：公司重点游戏联动项目

联动时间	项目名称	涉及IP
2023/1/17	跑跑卡丁车官方竞速版x葫芦兄弟	葫芦兄弟
2023/5/20	大话西游与葫芦兄弟	葫芦兄弟
2023/5/26	《黑猫警长》×《摩尔庄园》	黑猫警长
2023/6/21	《中国奇谭》×《蛋仔派对》	中国奇谭
2023/7/4	赛尔号×大闹天宫	大闹天宫
2023/8/22	《中国奇谭之小妖怪的夏天》×《桃源深处有人家》	中国奇谭
2023/8/31	《小妖怪的夏天》×《月圆之夜》	中国奇谭
2023/9/15	《中国奇谭之鹅鹅鹅》×《山海镜花》	中国奇谭
2023/12/6	塔防精灵X葫芦兄弟	葫芦兄弟
2023/12/15	《光·遇》X上美影《九色鹿》	九色鹿
2023/12/19	决战平安京联动大闹天宫	大闹天宫
2024/2/1	游众网络《球球英雄》联动大闹天宫	大闹天宫
2024/2/8	《葫芦兄弟》×《超能世界》	葫芦兄弟

资料来源：上影元微信公众号，跑跑卡丁车官方竞速版微信公众号，TapTap，九游，游族等，天风证券研究所

图 49：阴阳师延续上美影水墨艺术灵感

图 50：《光·遇》改编敦煌壁画《鹿王本生》



资料来源：《阴阳师》手游官网，天风证券研究所



资料来源：《光遇》手游官网，天风证券研究所

**授权类：以葫芦兄弟 IP 为主**，授权客户包括四九游、唯加互动、大梦龙途、众漫娱。葫芦兄弟多样的人物角色及充实的剧情内容为授权改编提供了丰富素材，经典打斗场景吸引粉丝。其中四九游发行的《葫芦娃》2017 年流水可达 6.32 亿元，MAU 最高接近 350 万，ARPU 值超过 600 元/人。IP 授权游戏可带来长期的流水分成，参考腾讯游戏频道公众号，IP 授权游戏的流水分成比例约为 5%–10%。

图 51：公司重点游戏授权项目

游戏上线时间	游戏名称	开发方名称	涉及IP
2016/4/15	葫芦娃	广州四九游网络科技有限公司	葫芦兄弟
2022/1/20	葫芦兄弟七子降妖	北京唯加互动网络科技有限公司	葫芦兄弟
2022/11/17	葫芦娃各显神通	上海众漫娱网络科技有限公司	葫芦兄弟
2023/12/6	葫芦娃大作战	深圳市大梦龙途文化传播有限公司	葫芦兄弟

资料来源：手游那点事微信公众号，TapTap，九游，天风证券研究所

### 3.3.1. 游戏授权收入测算：预计稳态每年贡献 1.9-4.9 亿

**上海电影 IP 游戏授权长期稳态收入敏感性分析测算：每年可贡献 1.9–4.9 亿收入增量。**

1) **授权游戏数量**：20–36，假设同一时间内 1 个 IP 平均授权 2–4 款游戏，暂时仅考虑上影元旗下 9 个头部腰部 IP，则同一时间内至多授权 36 款游戏。

2) **IP 授权方分成比例**：假设 IP 授权方分成比例为 5%–10%。参考腾讯游戏频道公众号，IP 授权游戏的流水分成比例约为 5%–10%；《三体》IP 授权游族网络用于游戏开发等，游戏流水分成比例为 7%。

3) **流水**：根据上市游戏公司 2022 年业绩报披露的 63 款游戏的年流水数据，去掉极值取平均数、中位数，假设单一游戏年均流水为 1–2 亿元。

图 52：单个游戏年授权收入测算（亿元）

图 53：所有游戏年授权收入测算（亿元）

单个游戏年流水					
0.09	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00
5.00%	0.05	0.06	0.08	0.09	0.10
6.25%	0.06	0.08	0.09	0.11	0.13
7.50%	0.08	0.09	0.11	0.13	0.15
8.75%	0.09	0.11	0.13	0.15	0.18
10.00%	0.10	0.13	0.15	0.18	0.20

单个游戏年授权收入					
2.25	0.05	0.08	0.11	0.15	0.20
20	1.00	1.56	2.25	3.06	4.00
24	1.20	1.88	2.70	3.68	4.80
28	1.40	2.19	3.15	4.29	5.60
32	1.60	2.50	3.60	4.90	6.40
36	1.80	2.81	4.05	5.51	7.20

资料来源：腾讯游戏频道公众号，游戏新知公众号，天风证券研究所

资料来源：腾讯游戏频道公众号，游戏新知公众号，天风证券研究所

### 3.4. 衍生品板块：全年收入千万量级，线上网店热销，线下借助影院资源带动售卖

2023 年衍生品全年销售收入步入千万量级，线上线下一渠道布局销售。线上主要渠道为头部电商，包括淘宝“上美影旗舰店”、京东“上美影玩具旗舰店”、“上影元品”微信小程序。与其他 IP 衍生品淘宝旗舰店相比，上美影网店物流及服务评分更优，粉丝增量空间大。最热销产品大闹天宫毛绒公仔销量 4000+；孙悟空哪吒黑猫警长葫芦娃手办销量 3000+，复购率 23%。线下主要依托影院门店打造购物场景，节省专门设店成本。例如《中国奇谭》爆款文创入驻全国各地的 SFC 上影影城，在上海、北京、西安、天津、昆明、成都、贵阳等地的影院门店率先开启线下销售。2023 年 12 月上影元发布“IP 影院合作者计划”与全国市占率第三的上影联和院线 774 家影院合作开设文创衍生品销售场地。

公司 IP 产品品类齐全、价格带宽泛。上影元围绕 60 个经典 IP 形象、结合热点打造“上影元品 SHFILM INFIMITIES”系列文创产品，“衣食住行玩”全品类布局。2023 年 IP 文创周边 500+SKU，价格带横跨 6-458 元，为消费者提供丰富选择。

图 54：上海影城 SHO 《中国奇谭》主题店



资料来源：上美影官网，天风证券研究所

图 55：IP 衍生品淘宝旗舰店对比（截至 2024/3/20）

店名	粉丝数（万）	产品与描述是否相符	物流评分	服务态度评分
上美影旗舰店	32.8	4.8	4.9	4.9
泡泡玛特旗舰店	624.6	4.8	4.8	4.8
万代官方旗舰店	205.9	4.8	4.8	4.8
三丽鸥官方旗舰店	130	4.8	4.9	4.8

资料来源：淘宝 APP，天风证券研究所

图 56：公司 IP 衍生品分类及基本信息汇总（截至 2024/3/20）

分类	潮玩手办	办公文具	家居收纳	数码3C	饰品穿搭	食品饮料
价格带（元）	29-458	6-99	15-458	26-229	20-329	36-144
热销产品	最热销产品大闹天宫毛绒公仔、孙悟空哪吒黑猫警长葫芦娃手办销量分别为4000+、3000+	天书奇谭书签销量500+，雪孩子便签夹销量300+	大闹天宫、黑猫警长零钱包销量500+	孙悟空手机支架热销1000+	黑猫警长徽章已售500+，葫芦娃短袖销量100+	孙悟空、哪吒、葫芦娃汽水销量200+
图片						

资料来源：淘宝 APP，天风证券研究所；注：价格及销量仅供参考

### 3.4.1. 衍生品竞争力拆解：粉丝基数可观，填补国风内容 IP 品类空缺

国内实体 IP 衍生品相对日本起步较晚，市场前景广阔。2023 年日本各大头部 IP 保持大幅增收增益，IP 市场增量可观。根据弗若斯特沙利文报告，中国潮流玩具市场规模由 2017 年的人民币 108 亿元增至 2021 年的人民币 345 亿元，年复合增长率为 33.7%；预计 2022 年至 2026 年的年复合增长率为 24.0%。

图 57：日本各大头部 IP 公司 2023 年收入情况

IP名称	所属公司	2023年销售成绩
龙珠、机动战士高达、海贼王、假面骑士火影忍者、面包超人、超级战队、光之美少女	万代南梦宫	收入10189.37亿日元，同比增长1.47%
Hello Kitty、玉桂狗、酷洛米	三丽鸥	收入934.24亿日元，同比增长41.93%
奥特曼	圆谷制作株式会社	收入102.81亿日元，同比增长20.06%
超级马里奥、宝可梦、塞尔达传说	任天堂	IP业务收入（包含影像内容、智能设备端收费、版权收入）873亿日元，同比增长66.6%

资料来源：文创潮微信公众号，天风证券研究所

IP 产品核心竞争力除了前述下游销售渠道的广度，还包括粉丝基数及购买力，以及上游 IP 资源丰富度带来的产品广度。

粉丝基础方面，上影元 60 个老 IP 来源均为经典影视作品，覆盖全年龄段人群，是多代人的童年记忆，国民度高、受众人群基数大。我们认为，上影元粉丝忠诚度高、生命周期长，已经过长期市场验证，上美影资源协同改编启动成本低，有望获品牌方青睐。

IP 内容方面，我们认为，公司内容上卡位稀缺国风内容 IP 衍生品，与头部潮玩品牌不构成直接竞对关系。IP 衍生品消费者主要是年轻群体，产品背后的艺术文化内涵是一种悦己和寻找共鸣的情感出口。而目前潮流玩具零售市场的热门 IP 多为非内容 IP，其背后缺乏内容背景支撑，稀缺的国风内容 IP 衍生品市场有较大增长潜力。公司拥有 60 个老 IP 以及全新原创 IP “敖五家族”；泡泡玛特 IP 包括热门的 Molly、DIMOO 和 Skull Panda；十二栋文化 IP 主要来自于热门表情包，如长草颜团子、Gon 的早獭、符录和制冷少女，均与上影元国风 IP 不存在风格重叠，伴随公司老 IP 焕新、新 IP 研发，有望带来阶段性热度、推高销量。

图 58：公司 IP 具备内容底蕴、沉淀时间长（截至 2024/3/20）

公司	IP类别	IP数量	经典IP	创作时间	IP沉淀时间（年）	对应市值	单IP估值
上海电影	内容IP	61	葫芦兄弟	1986	38	-	-
泡泡玛特	非内容IP	71 (不包括非独家IP)	Molly	2006	18	约300亿元	约4亿元
Sanrio	非内容IP	450	Hello Kitty	1974	50	约170亿元	约0.4亿元

资料来源：上影元微信公众号，Mtime 时光网微信公众号，征探财经公众号等，天风证券研究所



### 3.5. 空间数字化开发：IP 美陈效果吸睛，AI 融入文商旅业态

打造 IP 元素主题场景。空间数字化开发板块主要内容为授权主题乐园、商业综合体、公共空间、实体店铺使用 IP 元素打造主题场景，用 IP 为漫展、快闪、演出等活动提升客流量和曝光度。尤其节假日时期的大型商圈、展览效果吸睛，深受市场认可。同时线下沉浸式布展也有助于扩大 IP 品牌影响力，提升粉丝对 IP 的认同感，提高消费意愿。

图 59：厦门园博苑哪吒 45 周年特展



资料来源：厦门网，天风证券研究所

图 60：《中国奇谭》走进盛泽小满节



资料来源：上影元官网，天风证券研究所

图 61：上海南丰城齐乐龙龙大团圆展



资料来源：上影元微信公众号，天风证券研究所

图 62：“哪吒·幻影 SHO”数智人



资料来源：上影集团微信公众号，天风证券研究所

AI 技术融入线下空间业态。数智人、AR、声音技术等 AI 技术均有应用，数智人为 IP 传播提供了新载体，AR 技术复现 IP 增大曝光，声音+AI 应用于文商旅基地建设。

图 63：AI 融入公司空间数字化业务

领域	合作方	内容	影响
IP数智人	蔚领时代（实时云渲染解决方案提供商，客户覆盖政府及游戏、文化、科技等领域公司）	上影元与蔚领时代建立了“IP+AIGC创新生态合作”，首个落地产品“哪吒·幻影 SHO”数智人于2023年9月落地上海影视乐园，用户与哪吒的实时对话、同框合影互动带来了全新互动体验。	为IP传播提供了新载体
IP+AR	2024年春晚	《看动画片的我们长大了》节目通过AR技术让齐天大圣、哪吒、葫芦兄弟、黑猫警长、小猪妖等三十余角色与各行代表同框拜年。该节目卡通动画部分由上海电影、上影元文化统筹并授权，平均收视率达34.1%、位列整体节目TOP3，全网热搜话题浏览量超6亿。	预计增大曝光、带动订单量价齐增
声音+AI	喜马拉雅	公司与喜马拉雅成立合资的喜上眉梢科技公司，通过声音进行全IP深度规划和探索。首个原创作品《魔都奇谭》已亮相，采集了上译厂老艺术家的声音和现代语言艺术家的声音，并融合了调制开发的智能人声。合作孵化中的项目包括《花亦山心之月》《动物派对》，打造有声产品矩阵。	孵化IP作品，可赋能文商旅基地建设

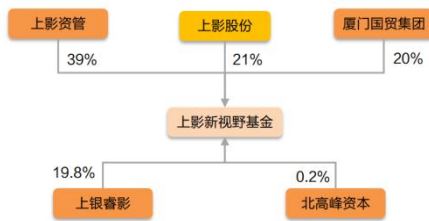
资料来源：上影集团官网，上影元微信公众号，上影集团微信公众号，蔚领时代官网，天风证券研究所

### 3.6. 新赛道孵化：重点投资“IP+新赛道”，AI 技术催化加快

**重点投资“IP+新赛道”，AI 新技术与IP 产业链形成合力。**2023 年 3 月上影资管、上影股份、北高峰资本等共同发起设立上影新视野基金。2023 年 6 月，新视野基金宣布与上海电影艺术中心共同发起“文创+科创”加速器计划，未来 3 年内 3 亿投资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。

**积极拥抱 AI 技术，助力 IP 制作降本增效。**2024 年 2 月 29 日公司发布 iNEW 新战略，启动中国动画学派大模型训练、加速布局 AI 影视垂直领域、内容焕新提速至每年 2 部以上优质 IP 作品，有望受益于新技术在影视创作、3D 领域视频的优势，提升 IP 价值。并成立 iPAi 数字业务中心进行 IP 数字资产化，推动 AI 技术应用研发和算力搭建，助力国风动画素材库及老上海片等数字资产实现产品多元化放量。

图 64：新视野基金资金构成（截至 2024/4/9）



资料来源：爱企查，天风证券研究所

图 65：2023 年 12 月上影新视野基金首场路演项目 pipeline

项目内容	对公司业务的赋能作用
投资增材制造技术	快速准确地实现影视道具、IP 文创从设计到制造的全过程，满足柔性化生产与个性化定制
投资线下 IP 沉浸式空间	为 IP 的吸引力、消费力和品牌传播力提供最佳空间体验
投资热门短剧和游戏赛道	为众多上影经典 IP 焕新提供全新的快速实施路径

资料来源：上海证券报，天风证券研究所

图 66：周期性征集“科技+艺术”的前沿项目



资料来源：上影集团微信公众号，天风证券研究所

图 67：2024 年 2 月 29 日 iNEW 战略发布会



资料来源：上影集团微信公众号，天风证券研究所

## 4. 盈利预测

**电影放映收入：**2021-2023 年公司直营影院+联和院线市占率分别为 8.1%/7.5%/9.3%，对应票房 38.20/22.52/51.15 亿元。我们预计 2024-2025 年公司市占率提升至 9.36%/9.44%，及全国票房继续恢复至 600/640 亿元。我们预计 2023-2025 年电影放映收入为 6.14/7.30/8.04 亿元，同比增加 134.4%/19.0%/10.1%。

**广告服务收入：**随着电影大盘复苏，以及“影院+”策略提高影院广告价值，预计 2023-2025 年广告收入为 0.50/ 0.73 /0.96 亿元，同比增加 85.0%/45.0%/32.0%。

**卖品收入：**影院人流量复苏，有望显著带动卖品收入增加，预计 2023-2025 年卖品收入为 0.44 /0.62/ 0.78 亿元，同比增加 86.0%/43.0%/25.0%。

**电影发行收入：**公司联和院线市占率保持领先地位，且依托集团资源优势、优质影片参与度提升空间大，预计 2023-2025 年电影发行收入 0.24/0.30/0.36 亿元，同比增加 21.0%/27.0%/20.0%。

图 68：影院票房及放映收入预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总票房 (亿)	642.66	204.17	472.58	300.67	549.15	600	640
影院票房 (含服务费)	55.17	16.22	38.20	22.52	51.15	56.2	60.4
直营	7.65	2.14	4.84	2.51	6.32		
联合	47.52	14.08	33.36	20.01	44.83		
市占率	8.6%	7.9%	8.1%	7.5%	9.3%	9.36%	9.44%
放映收入	7.67	2.23	5.06	2.62	6.14	7.30	8.04
放映收入占票房比重	13.9%	13.7%	13.3%	11.6%	12.0%	13.0%	13.3%

资料来源：公司年报、天风证券研究所

表 3：公司各业务收入（百万元，含预测）

项目	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营收 (百万元)	1106.5	309.3	731.1	368.4	791.2	1021.6	1215.5
YoY (%)	-	-72.05%	136.37%	-49.62%	114.80%	29.11%	18.99%
电影放映	767.10	222.51	506.37	261.89	613.80	730.42	803.91
YoY (%)	-	-70.99%	127.57%	-48.28%	134.37%	19.00%	10.06%
广告服务	136.11	26.60	89.74	27.15	50.23	72.84	96.15
YoY (%)	-	-80.46%	237.39%	-69.74%	85.00%	45.00%	32.00%
卖品	73.13	11.93	31.10	23.41	43.54	62.26	77.83
YoY (%)	-	-83.69%	160.74%	-24.73%	86.00%	43.00%	25.00%
电影发行	60.27	15.89	47.79	19.51	23.61	29.98	35.98
YoY (%)	-	-73.63%	200.67%	-59.17%	21.00%	27.00%	20.00%
其他	69.91	32.37	56.09	36.38	60.02	126.05	201.68
YoY (%)	-	-53.70%	73.30%	-35.14%	65.00%	110.00%	60.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

预计公司 2023/2024/2025 年营收分别为 7.91/10.22/12.16 亿元，归属母公司净利润为 1.24/2.18/3.24 亿元。我们认为，公司影院主业稳健、一线城市影院市占率优势突出，且有潜在市占率提升的逻辑；新增大 IP 开发运营业务带来收入增量及估值弹性。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 4：主要财务信息预测

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	731	368	791	1022	1216
同比增长	136%	-50%	115%	29%	19%
营业利润 (百万元)	26	-338	155	246	361
同比增长	-106%	-1382%	-146%	59%	47%
归母净利润 (百万元)	22	-335	124	218	324
同比增长	-105%	-1631%	-137%	76%	49%
每股收益 (元)	0.05	-0.75	0.28	0.49	0.72
PE	577.27	-37.71	101.77	57.87	38.96

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 1、**IP 商业化不及预期的风险。**IP 变现的决定因素主要为粉丝基数及购买力、上游 IP 资源持续更新带来的产品焕新速度、下游销售渠道的广度。若粉丝黏性、IP 焕新、下游渠道扩张不及预期，随 IP 市场扩张吸引新玩家持续进入带来竞争加剧，一定程度上影响公司 IP 的市场份额。
- 2、**市场竞争加剧的风险。**近年来我国影视产业快速发展，随着资本、人才的不断涌入，市场主体更加丰富与多元，市场竞争程度日益激烈。公司虽然已形成“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的电影发行放映产业链的综合竞争优势，但仍无法避免行业竞争加剧可能产生的市场风险。预计短期内影院终端同质化竞争局面可能进一步加剧，逐步进入存量竞争的时代。
- 3、**网络媒体竞争的风险。**院线电影作为消费时间较长的文娱形态，随着短视频、直播等内容形态的快速发展不断抢夺消费者有限的娱乐消费时间，可能导致影院行业恢复不及预期，票房收入恢复疫前水平所需的时间周期存在不确定性。
- 4、**优质内容供给不足的风险。**随着观影人群的电影消费要求不断提升，中国电影市场已逐步从依托影院数量的增长而增长，转变为由内容驱动发展的新形态，优质内容成为观影人群的核心驱动力。公司主营的电影发行及放映业务处于电影产业链的中下游，业务发展情况与优质内容的供给高度相关，观众的观影热情受片源的数量与质量影响。现阶段档期效应愈发显著，头部影片集中于重点档期上映，优质片源供给全年可能出现档期集中的趋势，导致非重要档期可能出现缺乏优质片源供给的情况。
- 5、**IP 授权游戏的流水分成比例不及预期的风险。**游戏授权收入测算以现有授权数量及对应 IP 数量作为参考，结合行业 IP 授权分成比例为标准进行测算。
- 6、**23 年业绩预告仅为初步核算结果，具体数据以公司正式发布的 23 年年报为准。**
- 7、**测算具有一定主观性，仅供参考。**盈利预测涉及对电影大盘票房的测算，测算具有一定主观性，仅供参考。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,021.39	1,257.84	1,266.73	1,737.74	2,085.81
应收票据及应收账款	159.75	95.13	423.62	366.31	422.70
预付账款	11.48	10.38	22.22	16.75	25.76
存货	1.62	3.09	5.50	6.32	3.97
其他	373.23	89.33	161.96	109.78	184.95
<b>流动资产合计</b>	<b>1,567.48</b>	<b>1,455.76</b>	<b>1,880.02</b>	<b>2,236.90</b>	<b>2,723.20</b>
长期股权投资	153.25	122.33	122.33	122.33	122.33
固定资产	105.53	57.06	36.02	14.97	0.00
在建工程	1.49	51.83	51.83	51.83	51.83
无形资产	43.87	42.22	40.73	39.23	37.73
其他	1,589.06	1,176.75	981.20	1,034.44	1,106.95
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,893.20</b>	<b>1,450.20</b>	<b>1,232.11</b>	<b>1,262.81</b>	<b>1,318.85</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,460.68</b>	<b>2,905.96</b>	<b>3,112.13</b>	<b>3,499.71</b>	<b>4,042.05</b>
短期借款	14.94	9.99	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	203.91	185.64	369.11	309.79	422.33
其他	266.65	297.43	499.92	635.13	615.43
<b>流动负债合计</b>	<b>485.50</b>	<b>493.06</b>	<b>869.04</b>	<b>944.92</b>	<b>1,037.76</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	793.92	611.02	409.14	476.83	572.73
<b>非流动负债合计</b>	<b>793.92</b>	<b>611.02</b>	<b>409.14</b>	<b>476.83</b>	<b>572.73</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,417.65</b>	<b>1,230.77</b>	<b>1,278.18</b>	<b>1,421.75</b>	<b>1,610.49</b>
少数股东权益	112.18	100.60	121.96	149.54	182.36
股本	448.20	448.20	448.20	448.20	448.20
资本公积	754.88	754.88	754.88	754.88	754.88
留存收益	490.16	155.37	279.42	497.59	821.66
其他	237.61	216.15	229.48	227.75	224.46
<b>股东权益合计</b>	<b>2,043.03</b>	<b>1,675.19</b>	<b>1,833.95</b>	<b>2,077.96</b>	<b>2,431.56</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,460.68</b>	<b>2,905.96</b>	<b>3,112.13</b>	<b>3,499.71</b>	<b>4,042.05</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	14.12	(346.87)	124.06	218.17	324.07
折旧摊销	87.48	71.08	22.54	22.54	16.47
财务费用	46.31	21.10	15.82	20.43	24.31
投资损失	(29.91)	5.74	(79.12)	(102.16)	(121.55)
营运资金变动	(28.06)	155.12	(77.62)	189.78	(43.90)
其它	174.12	188.44	21.36	27.58	32.82
<b>经营活动现金流</b>	<b>264.05</b>	<b>94.60</b>	<b>27.04</b>	<b>376.34</b>	<b>232.21</b>
资本支出	(709.38)	175.01	201.88	(67.69)	(95.90)
长期投资	(10.05)	(30.91)	0.00	0.00	0.00
其他	(65.23)	85.96	(125.62)	171.73	217.61
<b>投资活动现金流</b>	<b>(784.65)</b>	<b>230.05</b>	<b>76.25</b>	<b>104.05</b>	<b>121.71</b>
债权融资	60.69	22.31	(107.74)	(7.64)	(2.56)
股权融资	2.93	(21.46)	13.33	(1.73)	(3.29)
其他	(125.16)	(88.88)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(61.54)</b>	<b>(88.03)</b>	<b>(94.41)</b>	<b>(9.38)</b>	<b>(5.85)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	14.53	10.29	10.96
<b>现金净增加额</b>	<b>(582.15)</b>	<b>236.63</b>	<b>23.42</b>	<b>481.30</b>	<b>359.03</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>731.08</b>	<b>368.35</b>	<b>791.20</b>	<b>1,021.55</b>	<b>1,215.54</b>
营业成本	657.05	407.58	617.86	732.53	802.47
营业税金及附加	1.35	0.85	1.46	1.89	2.25
销售费用	7.41	4.52	7.91	10.22	12.16
管理费用	80.62	73.06	87.03	122.59	145.86
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	14.13	11.22	15.82	20.43	24.31
资产/信用减值损失	(16.67)	(220.92)	1.64	2.12	2.52
公允价值变动收益	(7.51)	(24.21)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.91	(5.74)	93.65	112.45	132.52
其他	(61.60)	460.30	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>26.40</b>	<b>(338.34)</b>	<b>156.40</b>	<b>248.47</b>	<b>363.52</b>
营业外收入	5.32	7.46	4.93	5.90	6.10
营业外支出	15.04	4.13	8.25	(4.31)	(6.06)
<b>利润总额</b>	<b>16.68</b>	<b>(335.01)</b>	<b>153.07</b>	<b>258.68</b>	<b>375.67</b>
所得税	2.56	11.86	7.65	12.93	18.78
<b>净利润</b>	<b>14.12</b>	<b>(346.87)</b>	<b>145.42</b>	<b>245.75</b>	<b>356.89</b>
少数股东损益	(7.76)	(12.08)	21.36	27.58	32.82
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>21.87</b>	<b>(334.80)</b>	<b>124.06</b>	<b>218.17</b>	<b>324.07</b>
每股收益(元)	0.05	(0.75)	0.28	0.49	0.72

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	136.37%	-49.62%	114.80%	29.11%	18.99%
营业利润	-105.82%	-1381.83%	-146.22%	58.87%	46.31%
归属于母公司净利润	-105.07%	-1630.74%	-137.05%	75.86%	48.54%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.13%	-10.65%	21.91%	28.29%	33.98%
净利率	2.99%	-90.89%	15.68%	21.36%	26.66%
ROE	1.13%	-21.26%	7.25%	11.31%	14.41%
ROIC	-103.53%	46.41%	-25.99%	-67.42%	-57.17%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.96%	42.35%	41.07%	40.62%	39.84%
净负债率	-42.97%	-64.52%	-64.43%	-78.92%	-80.86%
流动比率	2.51	2.35	2.16	2.37	2.62
速动比率	2.51	2.34	2.16	2.36	2.62
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.21	2.89	3.05	2.59	3.08
存货周转率	229.82	156.17	184.14	172.91	236.24
总资产周转率	0.23	0.12	0.26	0.31	0.32
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.05	-0.75	0.28	0.49	0.72
每股经营现金流	0.59	0.21	0.06	0.84	0.52
每股净资产	4.31	3.51	3.82	4.30	5.02
<b>估值比率</b>					
市盈率	588.13	-38.42	103.69	58.96	39.69
市净率	6.66	8.17	7.51	6.67	5.72
EV/EBITDA	34.38	25.66	56.30	35.85	24.87
EV/EBIT	96.75	36.55	63.82	38.91	25.94

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com