

2024年05月12日
中国电影(600977.SH)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

影视

龙头担当，行稳致远

■ **中国电影：全产业链布局，龙头地位牢不可破。**中国电影成立于2010年，中影集团为股改上市将历史积淀的制作、发行、放映、服务等各板块的优质资源以股权转让形式让渡至中国电影旗下，由此中国电影形成涵盖影视制片制作、电影发行营销、电影放映及影视服务等业务板块的全产业链业务布局。2021年，公司对业务体系重新布局，正式形成创作、发行、放映、科技、服务、创新六大板块业务架构，全面打造面向未来的核心竞争力。

■ **创作、发行、放映三大板块为核心优势板块，市占率维持高位。**创作板块：拥有丰富的内容投控经验，2023年公司主导或参与出品的影片票房占比国产电影票房的58.45%。发行板块：进口片&国产片参与度双高，2023年公司主导或参与发行的影片票房占比同期票房总额的82.93%（其中国产片市占率85.54%、进口片市占率68.90%）。放映板块：2023年控参股影院实现票房占比同期票房总额的25.20%，合计覆盖全国21,577块银幕、银幕数市占率为27.91%。

■ **科技+服务+创新三大板块紧密衔接优势板块，规模效应带动下快速成长。**科技板块：力推CINITY国产高格式电影系统，技术已获得国际认可，与中外商业大片合作密切，“中影综合业务服务平台”完成基础构架开发，已签约院线49条、接入影院3,500家。服务板块：2023年中影基地共计为443部影视作品提供制作服务，中影云平台注册用户1,545.23万，已接入影院11,190家，超过全国电影市场总影院数的85%。创新板块：中国科幻电影乐园正在筹建中。

■ **受益电影市场复苏，顺周期修复与央企价值重估并举。**公司将受益于1) 电影大盘的持续复苏，业务有望顺周期修复；2) 内容供给增加，公司拥有进口片发行牌照优势，受益进口片发行增量；3) 公司作为传媒类头部央企，肩负中国电影工业壮大使命，有望受益央企价值重估。

■ **投资建议：**预计公司2024-2026年收入为61.48/70.43/80.58亿元，归母净利润为6.50/7.78/8.81亿元，成长性突出。给予增持-A投资评级，6个月目标价为14.0元，相当于2024年40x的动态市盈率。

■ **风险提示：**市场复苏不及预期，进口片引进不及预期，电影票房不及预期。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,919.8	5,333.7	6,147.7	7,042.9	8,058.0
净利润	-214.9	263.0	649.9	778.1	880.8
每股收益(元)	-0.12	0.14	0.35	0.42	0.47
每股净资产(元)	5.79	5.94	6.26	6.66	7.11

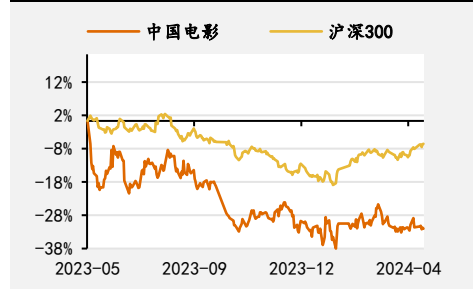
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	-102.5	83.8	33.9	28.3	25.0
市净率(倍)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
净利润率	-7.4%	4.9%	10.6%	11.0%	10.9%
净资产收益率	-2.0%	2.4%	5.6%	6.3%	6.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%
ROIC	-27.6%	26.1%	-164.4%	17.7%	-79.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

投资评级	增持-A 维持评级
6个月目标价	14.0元
股价(2024-05-10)	11.83元

交易数据	
总市值(百万元)	22,086.61
流通市值(百万元)	22,086.61
总股本(百万股)	1,867.00
流通股本(百万股)	1,867.00
12个月价格区间	10.79/19.31元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.3	-11.2	-24.3
绝对收益	1.3	-2.2	-32.6

焦娟 分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

王晶晶 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524040002

wangjj6@essence.com.cn

相关报告

业绩稳健修复，关注下半年 2023-07-14

业绩弹性

中国电影：疫情带来业绩波 2022-04-29

动，关注后续电影市场行情修复

目 录

1. 回顾与展望：强势复苏仍是主线，2024 年票房预计重回 600 亿	4
2. 中国电影：全产业链布局，龙头地位超然	7
2.1. 历史沿革：持续整合优质资源，强化全产业链布局	7
2.2. 财务分析：受益市场复苏，经营数据向好	9
3. 竞争优势：六大板块协同发展，高筑龙头核心壁垒	11
3.1. 创作板块：聚焦重点题材，创作规模与品质持续提升	11
3.1.1. 主投项目：主旋律片增光添彩，科幻电影加速工业化进程	11
3.1.2. 参投项目：爆款成功率高，出品影片数量&票房断层领先	11
3.1.3. 影片储备：重点关注《射雕英雄传：侠之大者》《志愿军 2》等	12
3.2. 发行板块：基石稳固，领头分线发行彰显国企担当	12
3.2.1. 进口片&国产片：发行影片票房占比稳居第一	12
3.2.2. 分线发行：担当“领头羊”，开拓“增量盘”	13
3.3. 放映&科技板块：扩大市场份额，优化经营指标	14
3.3.1. 放映：以技术赋能影院，吸纳优质院线资产	14
3.3.2. 科技：CINITY 持续升级，从国产替代到技术出海	15
3.4. 服务&创新板块：拓宽产业版图，探索新质生产力	17
3.4.1. 服务：稀缺数字制作基地资源领先行业	17
3.4.2. 创新：虚实并进，探索中国科幻乐园与 AIGC 应用	18
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	21

目 录

图 1. 2010-2023 年中国电影票房（亿元）及观影人次（亿次）变化	4
图 2. 中国电影发展历程	7
图 3. 中国电影创作+发行+放映+科技+服务+创新六大业务板块	8
图 4. 中国电影产业链上下游分布情况	8
图 5. 2018-2023 年公司营业收入（亿元）及同比增速	9
图 6. 2018-2023 年公司归母净利润（亿元）及同比增速	9
图 7. 2018-2023 年公司收入结构变化	10
图 8. 2020-2022 年发行、放映、服务板块收入受损严重	10
图 9. 2018-2023 年公司各项业务毛利率变化	10
图 10. 2018-2023 年公司期间费用率变化	10
图 11. 主旋律片-故事流	11
图 12. 科幻电影-技术流	11
图 13. 饱和发行 VS 分线发行	14
图 14. 院线制运营模式的三种类型	15
图 15. 2022 -2023 年 IMAX、中国巨幕、CINITY、DOLBY 票房（亿元）及同比增速	16
图 16. 高帧率电影：《双子杀手》、《阿凡达·水之道》、《流浪地球 2》	17
图 17. 中国影视制作基地分类	18
表 1：2024 年元旦档 VS 历年元旦档	5
表 2：2024 年春节档 VS 历年春节档	5
表 3：2024 年清明档 VS 历年清明档	5
表 4：2024 年五一档 VS 历年五一档	5



表 5: 乐观、中性、悲观三种假设下 2024 年国内电影预测票房	6
表 6: 2018-2023 年公司出品影片占比国产电影票房份额变化	12
表 7: 2024 年已上映及待上映重点电影片单	12
表 8: 2018-2023 年公司发行影片占比国产电影票房份额变化	13
表 9: 2018-2023 年公司控参股院线票房收入占比及银幕市占率	15
表 10: IMAX DOLBY CINITY 技术参数对比	16
表 11: 公司分业务收入及毛利率预测	19
表 12: 可比公司估值表	20

1. 回顾与展望：强势复苏仍是主线，2024 年票房预计重回 600 亿

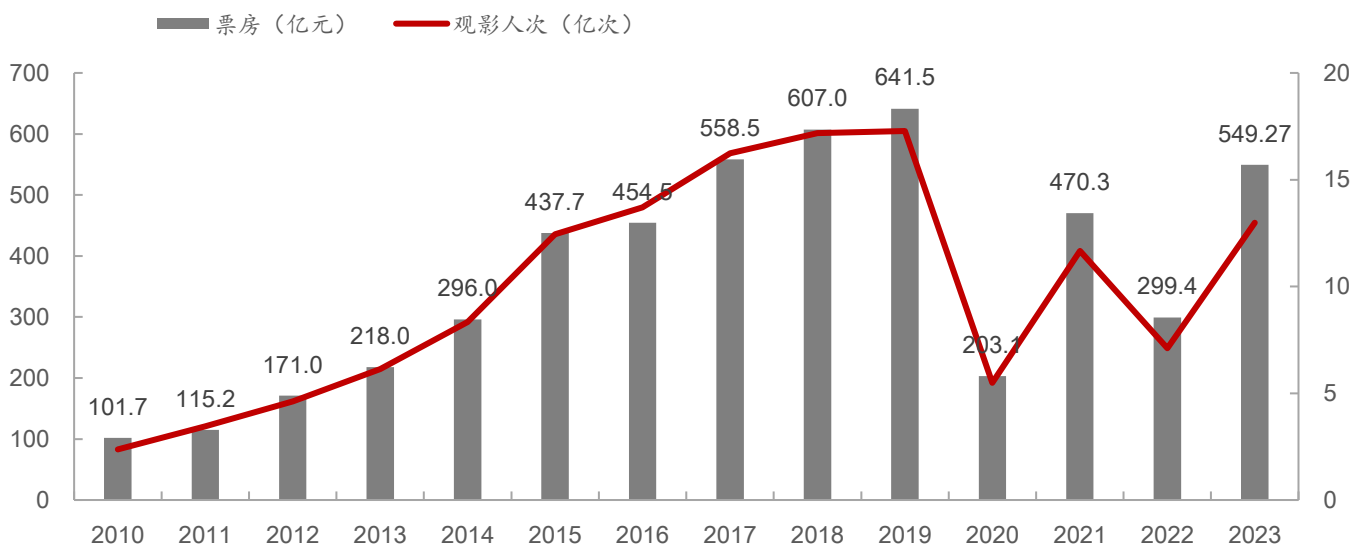
回顾中国电影行业过去十年，疫情为最大变数，前后叙事逻辑截然不同。我们将 2019 年作为基准年，这一年是疫情开始的前一年，也是中国电影票房达到峰值的一年。2019 年之前（疫前时代），电影行业整体呈现向上增长态势，平均票价基本维持在 35 元左右，观影人次的增长是决定电影票房增长的核心指标。其中，2011-2015 年，观影人次从 3.45 亿次增长至 12.45 亿次，年增速均在 30% 以上。2016-2019 年，观影人次的增长明显放缓，2018 年、2019 年仅有位数增速 5.9%、0.6%，分别为 17.18 亿次、17.28 亿次；陷入增长瓶颈后，中国电影行业逐渐由流量驱动转向内容驱动，同时开始积极探索向好莱坞看齐的电影制作工业化。

这一转型升级过程被疫情中断，2020-2022 年持续三年基本是中断-复苏-再中断-再复苏的往复，延续至 2023-2024 年，复苏仍然是中国电影行业的主线。但疫情对用户的娱乐消费习惯影响深远，2023 年及之后（疫后时代），用户对线上的短视频、直播等，对线下的剧本杀、VR 体验等的娱乐消费习惯已经养成，电影作为娱乐消费品的吸引力有所下滑。因此，我们认为当前电影行业的首要任务是争取观众的回流，即观影人次的恢复及增长对电影行业的长远发展至关重要。

结合各年票房及观影人次数据看，2023 年中国电影行业的复苏显著，观影需求与内容供给均显示出较强韧性。

- 2013-2015 年：国内电影行业在技术更迭与资本漫灌的双重驱动下高速增长。2013 年票房突破 200 亿、2014 年票房直逼 300 亿、2015 年票房突破 400 亿。
- 2016-2019 年：行业增速放缓，企业竞争加剧，逐渐由流量驱动转为内容驱动。2019 年，现象级影片《战狼 2》上映，单部影片斩获 56.94 亿票房，跻身中国影视票房排行榜首位。这一年的票房达到 641.5 亿，为历年以来最高值。
- 2020-2022 年：疫情冲击下，电影行业供需两端的生产经营均中断。2020 年、2022 年两影院停工时间较长导致票房腰斩；2021 年，夹缝中求生存，《长津湖》上映后打破此前《战狼 2》的记录，创下 57.75 亿票房。
- 2023 年：疫后电影行业全面复工复产的第一年，票房及观影人次为 549.27 亿、12.99 亿次，恢复到 2019 年的 85.6%、75.2%，平均票价相比 2019 年上涨 14.0%、达 42.3 元。

图1. 2010-2023 年中国电影票房（亿元）及观影人次（亿次）变化



资料来源：猫眼专业版，国投证券研究中心整理

进入 2024 年，强势复苏仍是电影行业主线。2024 年的元旦档（15.36 亿）、春节档（80.51 亿）、清明档（8.42 亿）均刷新中国影史同档期票房纪录，刚刚结束的五一档（15.69 亿）也取得仅次于 2021 年的同期票房规模，进一步印证线下观影需求的持续复苏。同时在供给端，电影拍摄工作全面恢复，头部影片供给数量及质量趋于稳定。

表1：2024 年元旦档 VS 历年元旦档

年份	票房 (亿)	观影人次 (万)	场次 (万)	平均票价 (元)	票房 Top3 电影
2023 年 12/30-2024 年 1/1	15.36	3669.2	141.9	41.8	《一闪一闪亮晶晶》（6.1 亿）《年会不能停！》（2.34 亿）《金手指》（2.2 亿）
2022 年 12/30-2023 年 1/1	5.55	1263.1	100.8	43.9	《阿凡达：水之道》（2.8 亿）《想见你》（1.24 亿）《绝望主夫》（1.21 亿）
2021 年 1/1-1/3	13.03	3419.7	120.1	38.1	《送你一朵小红花》（5.25 亿）《温暖的抱抱》（3.29 亿）《拆弹专家 2》（2.2 亿）
2019 年 12/30-2020 年 1/1	10.02	2771.4	106.8	36.1	《来电狂响》（2.85 亿）《地球最后的夜晚》（2.77 亿）《海王》（1.48 亿）

资料来源：猫眼专业版，国投证券研究中心整理

表2：2024 年春节档 VS 历年春节档

年份	票房 (亿)	观影人次 (亿)	场次 (万)	平均票价 (元)	票房 Top3 电影
2024 年 2/10-2/17	80.51	1.36	395.4	49.1	《热辣滚烫》（27.24 亿）《飞驰人生 2》（24.03 亿）《熊出没·逆转时空》（13.92 亿）
2023 年 1/21-1/27	67.65	1.29	266.6	52.3	《满江红》（26.08 亿）《流浪地球 2》（21.66 亿）《熊出没·伴我“熊芯”》（7.48 亿）
2021 年 2/11-2/17	78.42	1.60	287.5	48.8	《唐人街探案 3》（35.61 亿）《你好，李焕英》（27.29 亿）《刺杀小说家》（5.40 亿）
2019 年 2/4-2/10	59.03	1.32	292.1	44.6	《流浪地球》（20.32 亿）《疯狂的外星人》（14.62 亿）《飞驰人生》（10.54 亿）

资料来源：猫眼专业版，国投证券研究中心

表3：2024 年清明档 VS 历年清明档

年份	票房 (亿)	观影人次 (万)	场次 (万)	平均票价 (元)	票房 Top3 电影
2024 年 4/4-4/6	8.42	2107.3	138.2	39.9	《你想活出怎样的人生》（3.9 亿）《哥斯拉大战金刚 2：帝国崛起》（2.37 亿）《功夫熊猫 4》（0.48 亿）
2023 年 4/5-4/5	1.97	535.5	38.9	36.7	《铃芽之旅》（0.51 亿）《忠犬八公》（0.37 亿）《超级马力欧兄弟大电影》（0.32 亿）
2021 年 4/3-4/5	8.22	2231.5	123.3	36.8	《我的姐姐》（3.8 亿）《哥斯拉大战金刚》（3.0 亿）《西游记之再世妖王》（0.55 亿）
2019 年 4/5-4/7	6.98	2004.4	109.8	34.8	《反贪风暴 4》（2.68 亿）《雷霆沙赞》（1.99 亿）《调音师》（0.72 亿）

资料来源：猫眼专业版，国投证券研究中心

表4：2024 年五一档 VS 历年五一档

年份	票房 (亿)	观影人次 (万)	场次 (万)	平均票价 (元)	票房 Top3 电影
2024 年 5/1-5/5	15.69	3606.20	240.6	40.4	《维和防暴队》（4.1 亿）《末路狂花钱》（3.9 亿）《九龙城寨之围城》（3.2 亿）
2023 年 4/29-5/3	15.21	3255.38	185.45	40.4	《人生路不熟》（5.1 亿）《长空之王》（4.7 亿）《这么多年》（1.7 亿）
2021 年 5/1-5/5	16.73	3875.71	183.13	37.8	《你的婚礼》（5.1 亿）《悬崖之上》（5.0 亿）《秘密访客》（1.9 亿）
2019 年 5/1-5/4	15.27	3509.36	126.45	43.5	《复联 4》（12.2 亿）《何以为家》（1.24 亿）《下一任：前任》（0.9 亿）

资料来源：猫眼专业版，国投证券研究中心

注：2020 年、2022 年疫情原因影院大规模关闭，仅选取 2019 年、2021 年、2023 年、2024 年的数据。

展望后续，我们看好优质内容供给修复后观影需求的持续释放，进而驱动中国电影票房强劲复苏。2024年上半年黄金档期除整体票房数据格外亮眼外，观影人次也均接近甚至超过历年档期最高水平，持续验证中国电影行业的强势复苏逻辑。参考2023年42.3元的平均票价，2019年17.28亿次的观影人次，我们对2024年票房数据作出乐观、中性、悲观三种假设，预测出2024年国内电影票房区间584.8-657.8亿，其中中性及乐观假设下2024年票房均有望重回600亿大关。

表5：乐观、中性、悲观三种假设下2024年国内电影预测票房

		乐观	中性	悲观
指标拆分	参考值	假设观影人次恢复到2019年的90%，平均票价与2023年持平	假设观影人次恢复到2019年的85%，平均票价与2023年持平	假设观影人次恢复到2019年的80%，平均票价与2023年持平
观影人次(亿)	17.28	15.55	14.69	13.82
平均票价(元)	42.3	42.3	42.3	42.3
票房(亿)		657.8	621.3	584.8

资料来源：国投证券研究中心测算

注：票价数据具有一定延续性，故参考最近年份2023年的平均票价，观影人次则以最高年份的2019年作为可参考的最大值。

2. 中国电影：全产业链布局，龙头地位超然

2.1. 历史沿革：持续整合优质资源，强化全产业链布局

中国电影股份有限公司（简称“中国电影”，股票代码：600977）成立于2010年，由中国电影集团公司联合中视总公司、央广传媒、长影集团、江苏广电、歌华有线、电广传媒、中国联通7家战略投资单位共同发起设立。**成立之初即具备全产业链资源禀赋**：中国电影成立之初，中影集团为股改上市将历史积淀的制作、发行、放映、服务等各板块的优质资源以股权转让形式让渡至中国电影旗下，由此中国电影形成影视制片制作、电影发行营销、电影放映及影视服务四大业务板块的全产业链业务布局。

2016年8月9日，中国电影在上海证券交易所主板上市，成为第一家登陆A股市场的电影国企。上市之后，**加速整合电影产业链上下游优质资源**：2016年，公司收购大连华成70%股权，进一步强化放映板块的市场竞争力。2018年，公司全资子公司中影器材收购巴可中国持有的中影巴可9%股权实现间接控股，增强在影视服务领域的竞争优势，有助于推进数字放映设备的国产化进程。2021年，公司收购华夏北京（现更名中影CINITY）80%股权、华夏寰宇（现更名中影寰宇）51%股权，将CINITY业务正式纳入公司科技板块。始于2021年，公司对业务体系重新布局，形成创作、发行、放映、科技、服务、创新六大板块业务架构，全面打造面向未来的核心竞争力。

2023年之后，中国电影市场历经疫情期间的停摆与疫后的复苏，票房重回500亿规模。公司**实干担当，发挥“领头羊”作用**：一是积极落实电影局部署，探索分线发行新模式，中影“预约放映”产品首批覆盖2个平台、6家影投、影院近千家，上线以来投放影片32部、预约成功8,000余场，形成对首轮放映的有效补充；二是在文艺融合、丰富供给方向上开展探索，联合国家话剧院开创“话剧进影院”新模式，丰富影院的应用场景。

图2. 中国电影发展历程



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

六大业务板块协同发展，行业龙头地位牢不可破。中国电影布局创作、发行、放映、科技、服务、创新六大业务板块。其中，**创作、发行、放映三大板块为核心优势板块，市占率维持高位，龙头地位稳固。**2023年1)创作板块：公司主导或参与出品的影片票房占比国产电影票房的58.45%；2)发行板块：主导或参与发行的影片票房占比同期票房总额的82.93%（其中国产片市占率85.54%、进口片市占率68.90%）；3)放映板块：控参股影院实现票房占比同期票房总额的25.20%，合计覆盖全国21,577块银幕、银幕数市占率为27.91%。

科技+服务+创新三大板块紧密衔接优势板块，规模效应带动下快速成长。2023年4)科技板块：国内已开业CINITY影厅157个，已上映CINITY版影片258部，中影巴可放映机全年新增销售1,659套，在同期全国新增银幕市场占比59%，“中影综合业务服务平台”完成基础构架开发，已签约院线49条、接入影院3,500家；5)服务板块：中影基地共计为443部影视作品提供制作服务，中影云平台注册用户1,545.23万，已接入影院11,190家，超过全国电影市场总影院数的85%。6)创新板块：公司已与中青旅签署战略合作协议，计划在北京市怀柔区筹建“中国科幻电影乐园”，以系列科幻电影IP为核心打造旅游娱乐园区。

图3. 中国电影创作+发行+放映+科技+服务+创新六大业务板块



创作+发行+放映：优势板块，细分龙头，市场集中度高

	2020	2021	2022	2023
创作板块市占率	33.14%	60.01%	56.88%	58.45%
发行板块市占率-国产片	48.29%	78.59%	81.56%	85.54%
发行板块市占率-进口片	58.75%	66.46%	57.13%	68.90%
放映板块市占率	24.11%	24.00%	24.56%	25.20%
银幕数市占率	26.87%	27.44%	27.91%	27.91%

科技+服务+创新：紧密衔接优势板块，受益于规模效应快速增长

2023	
科技板块：	国内已开业CINITY影厅157个，已上映CINITY版影片258部
服务板块：	中影基地为443部影视作品提供制作服务，中影云平台注册用户1,545.23万，已接入影院11,190家
创新板块：	正在北京市怀柔区筹建“中国科幻电影乐园”

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

分析竞争格局，国有电影企业占据产业链优势地位。随着中国电影市场的蓬勃发展，产业链分工细化，行业进入者增加，除国有企业外民营企业与互联网公司逐渐成为有力竞争者。公司完善的产业链布局为影视作品的制片制作、发行与放映提供强大而完善的平台，有利于全产业链的规模化与集约化经营，同时也使得公司能够保持在各个环节对影视产品的控制力。

上游制作与发行环节，相比差异化竞争的民营企业与重数据分析的互联网背景公司，以中国电影为代表的国有电影公司主要立足于中国特色文化与主流价值观的传扬。下游放映环节，公司旗下有4条控股院线、3条参股院线，放映票房市占率与银幕数市占率常年在20%以上。

图4. 中国电影产业链上下游分布情况



资料来源：中国电影招股说明书，各公司官网，国投证券研究中心

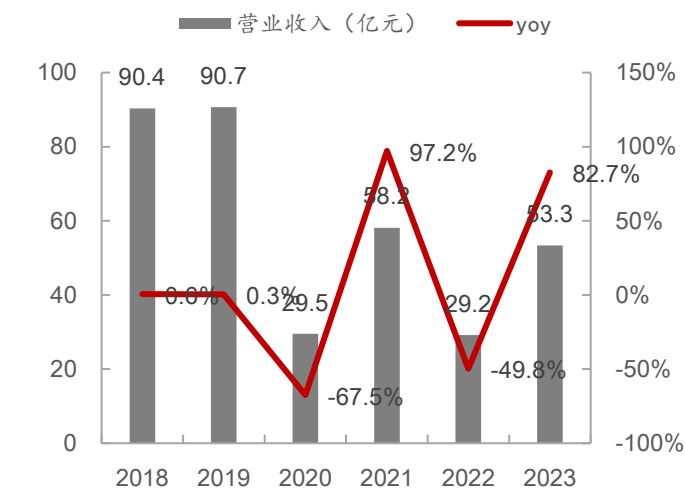
2.2. 财务分析：受益市场复苏，经营数据向好

彻底走出疫情阴霾，电影产业强劲复苏。据国家电影局发布数据，2023年全国电影总票房为549.15亿元，同比增长82.64%，恢复至2019年的85.45%。其中，国产片票房为460.05亿元，占全国票房总额的83.77%，超越2019年的411.75亿元，创历史新高；进口影片票房为89.1亿元，占全国票房总额的16.23%。

受益于复苏大势，公司各核心业务板块经营数据向好。2023年公司营业收入53.3亿元，同比增长82.7%，恢复至2019年的58.7%；归母净利润2.6亿元，同比扭亏为盈，恢复到2019年的24.5%。具体到各业务板块看：

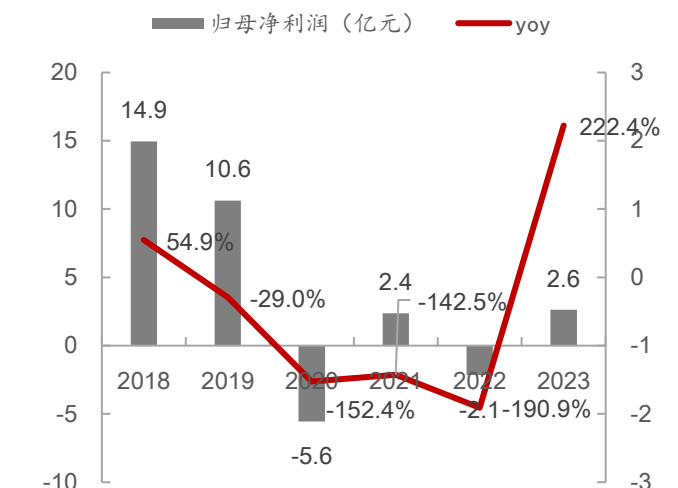
- **创作板块：**2023年公司主导或参与出品并投放市场的影片共37部，累计实现票房268.89亿元，占全国同期国产电影票房总额的58.45%；公司出品影片在国产影片票房前十中占据6位，其中，电影《满江红》《人生路不熟》《孤注一掷》分别取得春节档、五一档、暑期档的票房冠军；公司主导出品的《流浪地球2》成为国内评分最高的科幻电影，在海外40多个国家和地区上映，全球总票房达6亿美元，打破多项海外票房纪录。
- **发行板块：**2023年公司共发行影片570部，实现票房413.97亿元，占全国票房总额的82.93%，市场份额稳固，其中，国产影片票房占比85.5%、进口影片票房占比68.9%。全国票房前十影片中9部为公司主导或参与发行，“中影发行”的领先优势依然突出。
- **放映板块：**2023年公司参控股院线和控股影院覆盖银幕21577块，座位270.91万个，银幕市场占有率为27.91%，与2022年基本持平。2023年公司旗下控参股院线实现总票房138.4亿元，观影人次共3.34亿；在全国票房前十院线中，中数院线、中影南方和中影院线分列第2名、第4名和第9名，院线旗下20家影院跻身全国影院票房百强。

图5. 2018-2023年公司营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图6. 2018-2023年公司归母净利润（亿元）及同比增速



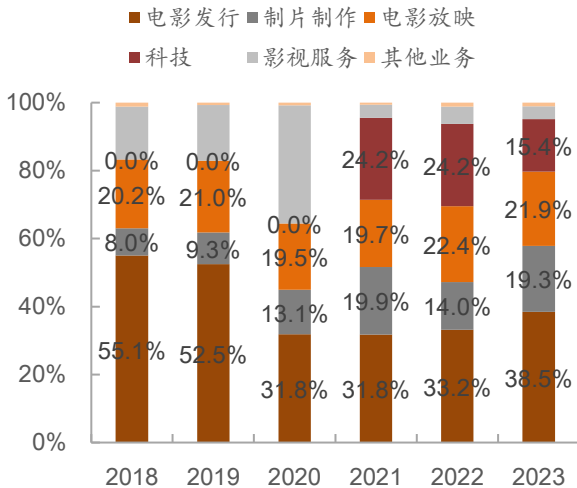
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

业务体系重新布局后，收入结构更加均衡。2020年及之前，公司收入由影视制片制作、电影发行营销、电影放映及影视服务四大业务板块构成。2021年之后，公司对业务体系重新布局，形成创作、发行、放映、科技、服务、创新六大板块业务架构。其中，前后变动较大的为服务与科技板块。

- **服务板块：**2020年及之前包括影视器材业务、其他影视服务业务及拓展业务；2021年之后是影视制作服务、票务平台业务、融资租赁服务。
- **科技板块：**新增业务板块，2021年之后，影视器材业务（原归属影视服务板块）分割出来与收购的CNITY相关业务合并共同构成科技板块。

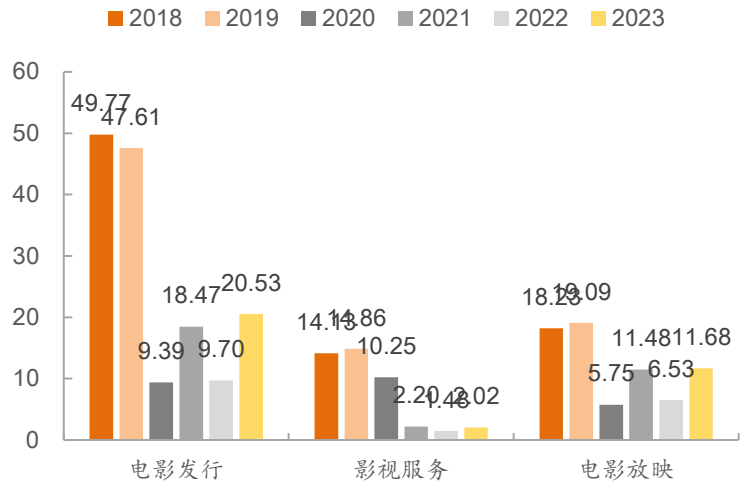
业务重分类后，即 2021-2023 年的收入结构中，电影发行业务收入占比最高、维持在 30% 以上，2023 年达 38.5%，但相比 2018-2019 年 50% 以上的占比仍有较大差距；电影放映业务收入占比较为稳定，围绕 20% 上下小幅波动；制片制作业务收入占比波动较大，2021 年、2023 年占比超 19%、2022 年仅 14%；科技板块的重要性有所强化，2021 年、2022 年在其他板块受损严重的情况下占比达 24% 以上，2023 年回落至 15.4%。

图7. 2018-2023 年公司收入结构变化



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图8. 2020-2022 年发行、放映、服务板块收入受损严重

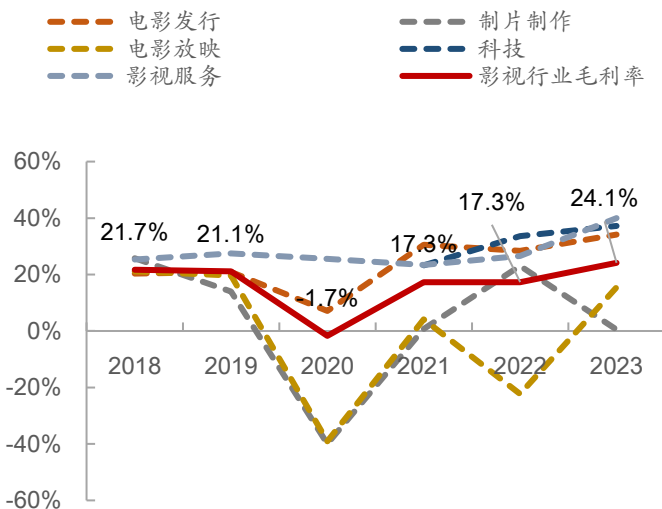


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

影视业务毛利率达到历年同期最高水平，分项业务毛利率明显回升。2023 年公司影视业务毛利率为 24.1%，达到历年同期的最高水平，同比提升 6.8pct，相比 2019 年同期提升 3.0pct；其中发行/放映/科技/服务板块毛利率分别同比提升 5.8pct/37.8pct/3.6pct/13.4pct。

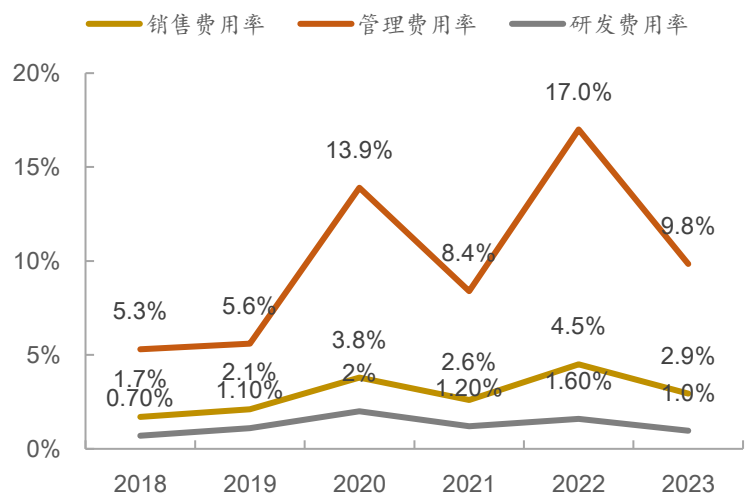
费用率方面，2023 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 2.9%/9.8%/1.0%，同比下滑 1.6pct/7.2pct/0.6pct，2022 年期间费率偏高主要由于疫情致使收入承压而费用开支具备一定刚性，2023 年各项期间费率回落至正常区间。

图9. 2018-2023 年公司各项业务毛利率变化



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图10. 2018-2023 年公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

3. 竞争优势：六大板块协同发展，高筑龙头核心壁垒

3.1. 创作板块：聚焦重点题材，创作规模与品质持续提升

3.1.1. 主投项目：主旋律片增光添彩，科幻电影加速工业化进程

国内电影市场崛起历程中，热门影片题材、类型几经更迭。2010年，以警匪片、喜剧片为代表的香港电影，以酷炫特效闻名的好莱坞大片是主流商业电影的范式。2013-2015年，青春题材+流量明星的套路屡试不爽。2015年之后，题材空前丰富，喜剧、悬疑、剧情等多种类型百花齐放。2017年，《战狼2》横空出世，带动起主旋律影片大潮；2019年，《流浪地球》上映，刷新国产科幻的最高水准。

公司聚焦主旋律片故事流+科幻电影技术流，收获丰硕成果。一是以“小人物”的创新视角叙事宏大历史故事的主旋律影片。中国电影不断尝新、不断突破，在“命题作文”中平衡市场喜好，开辟国产影片全新赛道。自2019年《我和我的祖国》以来，公司持续加码主旋律电影，在参与出品的《我和我的父辈》《悬崖之上》《扫黑·决战》《长津湖》《中国医生》等多个项目中都取得了不错的票房成绩。

二是以“重工业”的技术制作班底突破传统世界观桎梏的科幻电影。其中，中国电影主导出品的科幻大片《流浪地球2》上映首日即打破32项纪录，成为国内评分最高的科幻电影，在海内外掀起观影热潮，进入中国影史票房榜前十。

图11. 主旋律片-故事流



图12. 科幻电影-技术流



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

资料来源：公司官网，国投证券研究中心

3.1.2. 参投项目：爆款成功率高，出品影片数量&票房断层领先

头部强强合作，公司产出爆款影片的成功率较高。2023年，公司出品影片在国产影片票房前十中占据6位，其中电影《满江红》《人生路不熟》《孤注一掷》分别取得当年春节档、五一档、暑期档的票房冠军。2024年春节档，票房前四《热辣滚烫》、《飞驰人生2》、《第二十条》、《熊出没·逆转时空》均为中国电影主导或参与出品。2024年五一档，中国电影参与出品票房第二《末路狂花钱》、第四《间谍过家家 代号：白》、第五《哈尔的移动城堡》。

“中影出品”逐渐建立品牌效应，市场影响力逐步提升。公司出品影片票房收入占比国产电影票房的份额明显提升。2020年之前，公司出品影片票房收入占比国产电影票房总额的30%以下；2021年，这一数据达到高峰的60.01%。中影出品的影响力持续攀升，2022年、2023年，

公司出品影片票房收入占比国产电影票房总额的 56.88%、58.45%，相比 2018 年、2019 年提升 30+pct。

表6：2018-2023 年公司出品影片占比国产电影票房份额变化

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
票房收入（亿元）	81.33	74.06	56.64	239.6	145.1	268.89
占比国产电影票房总额	21.46%	17.99%	33.14%	60.01%	56.88%	58.45%
出品影片	《唐人街探案 2》《捉妖记 2》《无问西东》	《流浪地球》《最好的我们》《误杀》《新喜剧之王》	《我和我的家乡》《一点就到家》《夺冠》《急先锋》《蓝色防线》	《悬崖之上》《峰爆》《我和我的父辈》《长津湖》《你好，李焕英》《唐人街探案 3》	《长津湖之水门桥》《暗恋·橘生淮南》《独行月球》《万里归途》	《满江红》《人生路不熟》《孤注一掷》《流浪地球 2》

资料来源：公司公告，国投证券研究中心整理

3.1.3. 影片储备：重点关注《射雕英雄传：侠之大者》《志愿军 2》等

2024 年春节档与五一档已收官，公司参与出品的《热辣滚烫》《飞驰人生 2》《第二十条》《末路狂花钱》等，均斩获亮眼票房表现。展望 2024 年下半年，3 部重点储备影片《射雕英雄传：侠之大者》《志愿军 2》《白蛇：浮生》涵盖武侠、主旋律、动画等不同类型，主创阵容豪华。

- 《射雕英雄传：侠之大者》：由徐克执导，肖战、庄达菲主演，中国电影主导出品。目前已经杀青，正在进行后期制作，影片将于 2024 年上映，并计划在全球同步上映。契合金庸先生诞辰百年的特殊时间点，上线前腾讯出品的网络系列剧《金庸武侠世界》已经开始预热。预计在金庸武侠宇宙与国内知名导演的号召力下，《射雕英雄传：侠之大者》将取得优异票房。
- 《志愿军 2》：由陈凯歌执导，朱一龙、张子枫等主演，预计 2024 年上映。公司擅长主旋律题材，前作《志愿军：雄兵出击》取得 8.68 亿票房，预计《志愿军 2》有望延续前作辉煌。
- 《白蛇：浮生》：追光动画“白蛇系列”第三部，中国电影参与出品，预计 2024/8/10 上线。前作《白蛇：缘起》、《白蛇 2：青蛇劫起》票房与口碑双丰收，分别取得 4.68 亿、5.80 亿票房，9.3 分、9.0 分猫眼评分。基于“白蛇系列”的粉丝基础看好《白蛇：浮生》的后续表现。

表7：2024 年已上映及待上映重点电影片单

电影名称	类型	主创阵容	项目进度	上映档期	票房（亿）
热辣滚烫	喜剧/剧情	导演 贾玲，主演 贾玲、雷佳音、张小斐	已上映	春节档	34.60
第二十条	剧情/家庭	导演 张艺谋，主演 雷佳音、马丽、赵丽颖	已上映	春节档	24.54
飞驰人生 2	喜剧/剧情	导演 韩寒，主演 沈腾、范丞丞、尹正	已上映	春节档	33.98
熊出没·逆转时空	动画电影	-	已上映	春节档	19.96
我们一起摇太阳	剧情/爱情	导演 韩延，主演 彭昱畅、李庚希	已上映	2024-3-30	2.75
末路狂花钱	喜剧/剧情	导演 乌日娜，主演 贾冰、谭卓、小沈阳	已上映	五一档	4.11
白蛇：浮生	动画电影	追光动画	待上映	预计 2024/8/10	-
射雕英雄传：侠之大者	武侠	导演 徐克，主演 肖战、庄达菲	待上映	预计 2024 年上映	-
志愿军 2	历史/战争	导演 陈凯歌，主演 朱一龙、张子枫、辛柏青	待上映	预计 2024 年上映	-

资料来源：公司公告，猫眼专业版，国投证券研究中心整理

3.2. 发行板块：基石稳固，领头分线发行彰显国企担当

3.2.1. 进口片&国产片：发行影片票房占比稳居第一

进口片发行：针对海外进口片，中国电影市场遵循“一家进口，两家发行”的发行模式，即由中国电影进口片源，再交由中国电影或华夏电影发行。其发行数量原则上两家公司各占进

口分账影片配额的 50%，在操作上由两家公司依据具体情况协商安排发行工作，可采取双方共同发行或轮流发行等方式。

国产片发行：公司拥有强大的影片发行能力，建有高效精准的集电影宣发服务、密钥管理、统计结算全功能一体化平台，在国内电影发行领域具有领先优势。

公司发行影片票房收入占比国产电影票房的份额明显提升。2020 年之前，公司发行影片票房收入占比国产电影票房总额的 50% 以下；2021-2023 年，这一数据持续攀升，分别达 78.59%、81.56%、85.54%，充分说明中国电影在国产电影发行领域的市场主导地位。2023 全年公司主控发行影片多达 45 部，其中春节档主发影片《满江红》《流浪地球 2》《熊出没：伴我“熊芯”》取得档期票房前三；暑期档主发影片《孤注一掷》撑起档期下半程票房，《热烈》《巨齿鲨 2：深渊》《学爸》《我经过风暴》等多题材、多类型影片丰富市场供给，助力市场复苏；国庆档主发影片《前任 4：英年早婚》《志愿军：雄兵出击》分获档期亚季军。

公司发行影片票房收入占比进口电影票房的份额与华夏电影平分秋色或略胜一筹。基于海外进口片“一家进口，两家发行”的发行模式，中国电影进口片票房占比基本处于 50%-60% 区间。

表8：2018-2023 年公司发行影片占比国产电影票房份额变化

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国产影片票房（亿元）	131.55	130.34	75.57	285.57	189.54	360.08
占比国产影片票房总额	40.23%	34.15%	48.29%	78.59%	81.56%	85.54%
进口影片票房（亿元）	125.04	122.27	17.38	43.39	23.1	53.89
占比进口影片票房总额	58.65%	57.51%	58.75%	66.46%	57.13%	68.90%
发行影片	《唐人街探案 2》《我不是药神》《复仇者联盟 3：无限战争》	《流浪地球》《复仇者联盟 4：终局之战》《速度与激情：特别行动》	《我和我的家乡》《一点就到家》《金剛川》《夺冠》	《悬崖之上》《峰爆》《我和我的父辈》《长津湖》《你好，李焕英》《唐人街探案 3》	《长津湖之水门桥》《暗恋·橘生淮南》《独行月球》《万里归途》	《满江红》《流浪地球 2》《熊出没：伴我“熊芯”》《孤注一掷》《我经过风暴》《志愿军：雄兵出击》

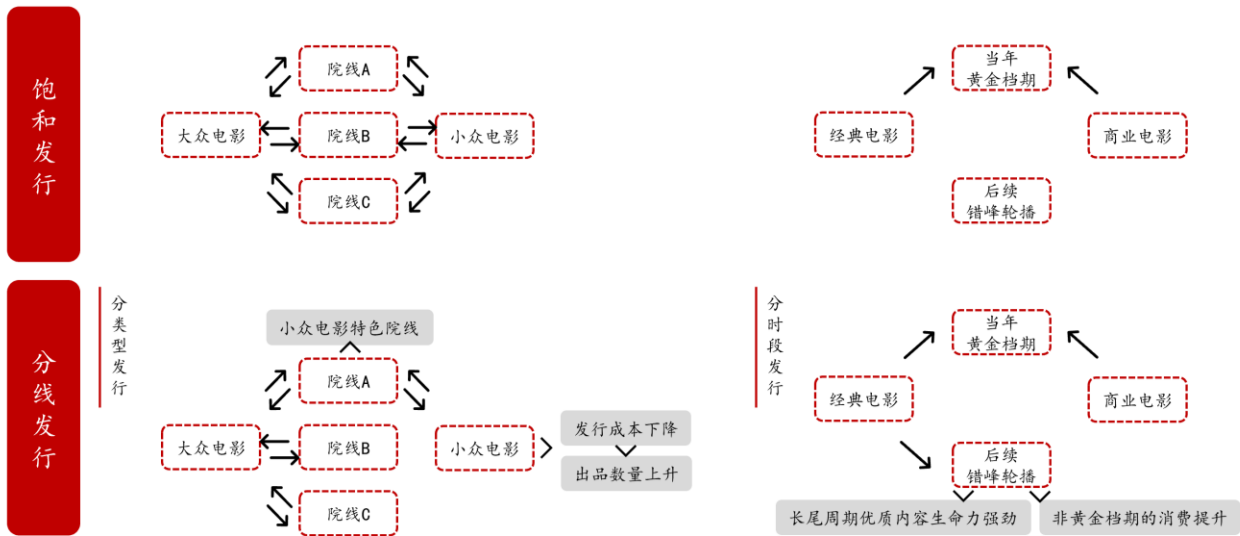
资料来源：公司公告，国投证券研究中心整理

3.2.2. 分线发行：担当“领头羊”，开拓“增量盘”

分线发行是通往分众发行的必经之路。分线发行作为成熟电影市场的特征，是通向国家电影局在《“十四五”中国电影发展规划》中提到的终局：分众发行的必经之路。“后疫情时代”电影市场的萎靡不振，分线发行所带来的影院特色化有望进一步打开电影市场利润空间，通过小众文艺电影吸引小众观影人群，加之独特的影院氛围，鼓励影院的差异化市场竞争。同时通过缩减发行费用，仅在拥有特定客群的适配影院，鼓励小众文艺影片发展。虽相比饱和和发行容易损失小部分客流，但极大缩减中小电影的发行费用，利于电影创作行业的百花齐放。

中国电影领头分线发行，推行预约放映进一步丰富分线发行内涵，彰显国企担当。中国电影作为电影界的领头羊，率先响应“分线发行”号召，推行《再团圆》、《没问题》等电影。同时在分线发行的基础上，于 2023 年 10 月推出预约放映，依托猫眼的互联网平台，通过“提前预约”、“组队拼场”等方式进一步打开电影的二级放映市场。通过后续错峰轮播，在长尾周期中充分释放优质内容生命力，在非黄金档期提升观影消费，弱化档期概念，实现放映资源利用的最大化。

图13. 饱和发行 VS 分线发行



资料来源：国投证券研究中心

3.3. 放映&科技板块：扩大市场份额，优化经营指标

3.3.1. 放映：以技术赋能影院，吸纳优质院线资产

中国电影放映市场实行院线制，即发行方直接向院线发行影片，再由院线统一向旗下影院供片的模式。院线根据自身特色，分为资产联结型、签约加盟型及混合型。

- **资产联结型：**也称直营型。如万达电影，由院线直接投资或建设影院，并对旗下影院进行统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理。属于“重资产”运营模式，通常对旗下影院管控能力较强，院线分账比例较高。
- **签约加盟型：**也称加盟型。如大地院线，院线与影院之间通过签订加盟合同建立合作关系。院线公司主要负责统一排片，加盟影院拥有一定的经营自主权。属于“轻资产”运营模式，对旗下影院管控能力较弱，院线分账比例较低。
- **混合型：**如中国电影，部分直营，部分加盟的混合形态。对旗下影院管控能力及其分账比例标准不一。

中国电影以放映技术为核心赋能影院，与旗下影院形成强绑定关系。不同于万达电影通过直营型的“重资产”模式所形成的强管控，中国电影为混合型运营模式，向旗下影院提供自研放映系统、并起草发布行业放映标准统一放映标准，以放映技术为核心，赋能影院的同时掌握话语权，使其与旗下影院有更强的绑定关系。

图14. 院线制运营模式的三种类型

	资产联结/直营型	签约加盟/加盟型	混合型
定义	直接投资或建设影院，并对这些影院进行统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理	与影院之间通过签订加盟合同建立合作关系。院线公司主要负责统一排片，加盟影院拥有一定的经营自主权	部分直营，部分加盟 *中影股份向旗下影院提供自研的放映系统、起草并发布的行业放映标准
院线管控能力	较强	较弱	不一 (中影股份较强)
院线分账比例	较高	较低	不一
代表院线			

资料来源：中国电影招股说明书，国投证券研究中心

公司控、参股优质院线资源，银幕市占率稳步增长。截至 2023 年底，公司旗下共有营业控股影院 127 家，银幕 957 块；公司旗下控参股院线和控股影院合计覆盖全国 21,577 块银幕和 270.91 万席座位，公司银幕市场占有率为 27.91%。

中国电影拥有四条控股院线，三条参股院线，均属于优质院线资源。控股院线分别为中影数字（北京）、中影南方、中影电影（原中影星美）、辽宁北方，前三条分别是 2023 年院线票房排名前 2、4、9 名。三条参股院线分别为北京新影联、四川太平洋、江苏东方，前两条分别是 2023 年院线票房分省市排名前 2、1 名。

表9：2018-2023 年公司控参股院线票房收入占比及银幕市占率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
控、参股院线	4 条控股院线、3 条参股院线	控股院线分别为中影数字（北京）、中影南方、中影电影（原中影星美）、辽宁北方 参股院线分别为北京新影联、四川太平洋、江苏东方				
控参股院线票房收入（亿元）	165.43	164.33	48.97	112.88	73.52	138.4
占比全国票房总额	27.25%	25.62%	24.11%	24.00%	24.56%	25.20%
控参股院线银幕总数（块）	17358	18353	19371	20687	21577	21577
银幕市场占有率	28.89%	26.30%	26.87%	27.44%	27.91%	27.91%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心整理

3.3.2. 科技：CINITY 持续升级，从国产替代到技术出海

中国电影自研 CINITY 放映系统性能比肩一线。CINITY 放映系统是集合各种科技的特色放映系统，自 2019 年发布，中国电影每年持续推陈出新，进一步优化 CINITY 特色放映系统，从高帧率格式电影到 LED 巨屏放映系统，塑造“高帧率”、“高亮度”的差异化特色，逐步缩小与海外龙头差距，打造极致性价比。

2023 年 6 月，公司发布的“中影 CINITY LED 电影屏放映系统”在显示端升级迭代，其核心技术世界领先，成为全球首款支持 4K 120 帧高格式的影院 LED 电影屏放映产品。不同于以往的金属幕布，LED 屏在直显技术及高动态范围上优势明显，国产替代的更优成本将为旗下影院在中高端放映市场释放更大空间。

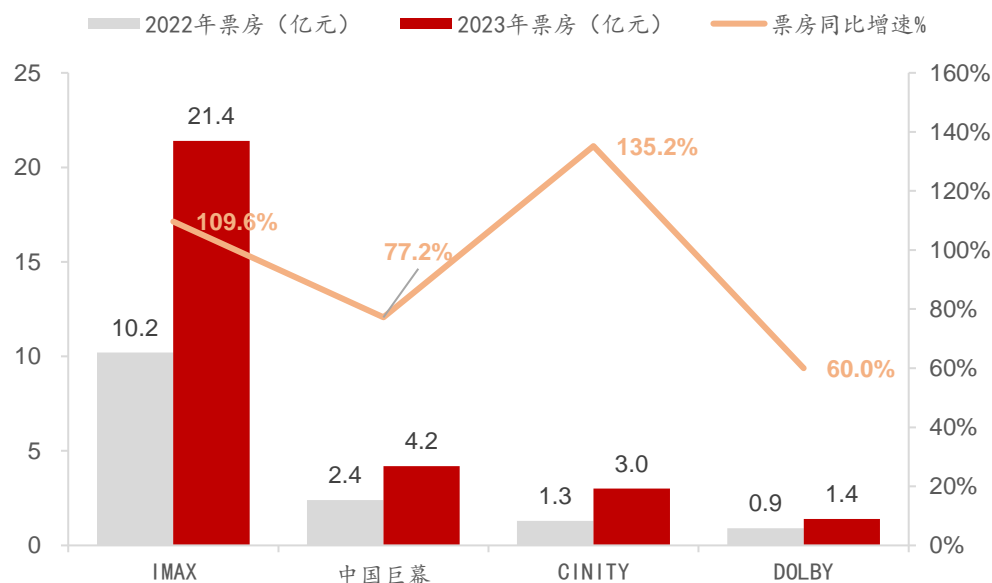
表10: IMAX DOLBY CINITY 技术参数对比

指标	IMAX	DOLBY	CINITY
分辨率	2K (激光系统支持 4K)	2K (高端款支持 4K)	4K
画幅	1.43:1	1.85:1	1.85:1
帧率	28 帧/秒 (激光系统支持 48 帧/秒)	24 帧/秒 (可支持 120 帧/秒)	120 帧/秒
亮度	3D: 14 FL	2D/3D: 31 FL	2D: 36 FL; 3D: 28 FL
对比度	8000:1	1000000:1	1000000:1 (LED 屏)
音效	5.1 或 6.1 声道	DOLBY 全景声 (相当于 3D 音效)	沉浸式声音系统 (相当于 3D 音效)
3D 技术	线性偏振技术	波长多路复用技术	线性偏振技术
造价	数字 IMAX: 800-1000 万元 激光 IMAX: 2000 万元+	/	/

资料来源: 澎湃新闻, 犀牛娱乐, 界面新闻, 国投证券研究中心

瞄准核心放映科技的国产替代机遇, 中影 CINITY 放映系统快速放量。据公司公告, 国内已开业 CINITY 影厅 157 个, 已安装待开业影厅 6 个, 海外已开业 CINITY 影厅 8 个。已上映 CINITY 版影片 258 部, 其中高帧率影片 31 部, 包括《流浪地球 2》《孤注一掷》《年会不能停》等主流大片。2023 年 IMAX、中国巨幕、CINITY、DOLBY 春节档票房分别为 2.30 亿元、0.61 亿元、0.28 亿元、0.16 亿元。自 2019 年发布以来, CINITY 放映系统快速放量, 增速位居市场首位。

图15. 2022 -2023 年 IMAX、中国巨幕、CINITY、DOLBY 票房 (亿元) 及同比增速



资料来源: 拓普数据, 国投证券研究中心

从国产替代到技术出海, CINITY 放映系统成为西班牙市占率第一放映系统。据公司公告, 2023 年 6 月, 中影 CINITY 与西班牙 Odeon 院线签署了 6 套 CINITY 影院系统建设协议, 成为西班牙影厅数量排名第一的高端放映品牌。具有自主知识产权的中影 CINITY 高新技术格式电影系统综合应用了电影前沿科技, 凭借硬核技术品质、极致放映呈现, 备受欧洲影院市场瞩目。从国产替代到技术出海, 中国电影持续产品迭代, 逐渐迈向世界放映市场竞争舞台。

以内容端为牵引, CINITY 三步走打造 CINITY 高帧率电影全产业链生态。据公司公告, CINITY 品牌的发展计划分为三个阶段:

- 第一阶段: 快速实现市场覆盖率的提升和品牌影响力的增强。CINITY 计划初步形成 500 块以上的银幕覆盖。

- 第二阶段：围绕 CINITY 品牌向产业链的拍摄、制作等各个环节进行延伸。
- 第三阶段：持续推动新技术的发展潮流，制定和建立高新技术格式电影产业链的标准体系，并推动相关技术的全球化推广及应用。

以《阿凡达·水之道》、《流浪地球 2》为代表，内容端生态初具雏形。《流浪地球 2》之后，《伟大的胜利·抗美援朝》（暂定名）等影片也采用了 CINITY 的制作技术和工艺，《速度与激情 10》《沙丘 2》等越来越多的影片将采用 CINITY 的高新技术格式进行高帧率版本制作和放映。同一时间，中影 CINITY 放映系统成为了《阿凡达：水之道》中国首映式及官方活动的独家放映技术合作伙伴。通过此次合作，CINITY 已经将好莱坞六大制片方全部覆盖，并在全球范围内建立了合作关系。

图16. 高帧率电影：《双子杀手》、《阿凡达·水之道》、《流浪地球 2》



资料来源：东方文娱，国投证券研究中心

3.4. 服务&创新板块：拓宽产业版图，探索新质生产力

3.4.1. 服务：稀缺数字制作基地资源领先行业

稀缺数字制作基地资源，中国电影领先行业。中国影视制作基地分为五类，风光人文型（如河北怀来天漠影视基地）、场景文旅型（西安白鹿原、闯关东影视基地）、外景服务型（如横店影视城）、影棚制作型（如中影数字基地、东方影都）和科技赋能型（如无锡国家数字电影产业园）。其中，可提供全天候专业拍摄的影棚制作型和科技赋能型基地仅占 18%，为内地稀缺资源。中影数字基地作为国内规模领先，设备先进的制作基地，拥有绝佳的技术优势，领先行业。

图17. 中国影视制作基地分类

					
	风光人文型	场景文旅型	外景服务型	影棚制作型	科技赋能型
定义	依托于独特的自然风光和旅游景点，为影视拍摄提供场景的影视基地	依托于某一部或几部影视剧的拍摄而建造外景并由此形成了旅游资源的影视基地	依托某一部或多部影视作品的拍摄而建成外景后，拓展剧组接待业务的影视基地	以提供各种摄影棚内的实景拍摄、数字拍摄和后期制作服务为主业，辅以部分外景服务或文旅服务的影视基地	依托5G网络、云计算、人工智能等新基建，搭建影视产业全流程云端平台的影视基地
建成难度	较简单	较简单	较难	难	难
占比	20%	45%	17%	14%	4%
代表基地	河北怀来天漠影视基地	西安白鹿原影视基地、 闯关东影视基地	横店影视城	中影数字制作基地、 东方影都	无锡国家数字电影产业园 (二期在建)

资料来源：《当代电影》，国投证券研究中心

3.4.2. 创新：虚实并进，探索中国科幻乐园与 AIGC 应用

中国科幻乐园拓宽产业链版图，或将成为创收新动能。中国传统电影产业链中，票房收入为主要盈利来源。但比照西方发达国家电影产业链，如美国迪士尼公司，其旗下品牌“迪士尼乐园”的营收约占总营收的 36%。国内，华强方特与“熊出没”等 IP 合作，旗下乐园近年来营收快速增长，实现规模拓张。现今中国电影行业发展放缓，版权衍生市场如大型主题公园及周边产品，成为创收新动能。2023 年 5 月，据中国电影公告，中国电影计划筹建中国科幻电影乐园，将以系列科幻电影 IP 为核心，打造具奇幻性、冒险性、体验性、互动性的旅游娱乐园区。

“中影·神思、幻境”积极探索 AIGC、元宇宙新质产业应用。电影制作端，近年来随着人工智能和元宇宙的兴起，挑战传统电影制作技术，引发新一轮的电影科技革命。目前中国电影市场对于两个方向采取技术跟进策略，或在海外此轮 AI 和元宇宙风潮下进一步加快产业化应用。

- “中影·幻境”对标前沿 3D 内容制作。**“中影·幻境”基于全景三维空间投射原理，解决了多相机实拍与 CG 画面之间的曲面拼接与投射等诸多技术问题，结合了无人机搭载多相机实景拍摄与大量 CG 制作，从而实现了应用创新。其创造性地运用了“摄影机内特效制作”理念，将智能 LED 显示、摄影机空间定位、虚拟拍摄、动作捕捉、智能灯光、实时抠像、实时调色以及引擎渲染等多个系统进行了融合，拥有远高于传统拍摄流程的效率优势。在“中影·幻境”平台之上，从制作端，中国电影自研“基于高精度数字孪生的 VR 影片制作技术”，将“数字孪生”（Cyber Physical）技术应用到 VR 影片的制作中以达到高写实、高精度效果的制作技术。从拍摄端，研发“超高清沉浸式特种影院摄制技术”以 360 度全视角、超高清、全景沉浸式方式进行拍摄，并与后期制作技术相结合，展示出全视角特种影片效果。
- “中影·神思”利用 AI 模型实现影像的高效修复。**“中影·神思”专门用于高品质视觉内容生成、分辨率提升、动态范围提升、帧速率提升、画质增强、自动修复、老电影黑白上色、自动立体转制、自动抠像补像、声音识别、人声分割、VR、AR 等辐射影视全产业链场景。“中影·神思”创新利用大数据、深度学习、生成对抗网络算法，把人类艺术家的艺术审美转化为数字模型，实现了人工智能在图像处理系统中的应用，可以对现实世界中实际影视项目的图像视频素材进行去场纹、修复、提升分辨率、增强画质等自动处理，效率及质量均优于原本繁琐、易出现失误的传统处理方法。

4. 盈利预测与估值

收入预测：公司主营业务包括发行、创作、放映、科技、服务、创新六大板块，看好发行与放映板块的顺周期修复，创作板块的增效提优质作品迭出。

- 1) **发行板块（电影发行）：**电影行业需求与供给两端均强势复苏，票房大盘持续修复，公司国产影片与进口片供给正常化，预计 2024-2026 年电影发行收入增速为 15.5%、15.5%、15.5%；
- 2) **创作板块（制片制作）：**公司持续扩张制片制作业务，投资影片数量提升，预计 2024-2026 年制片制作收入增速为 15.0%、10.5%、8.5%；
- 3) **放映板块（电影放映）：**控股影院数量相对稳定，预计 2024-2026 年电影放映收入增速为 15.5%、15.5%、15.5%；
- 4) **科技板块：**CINITY 影厅数量持续增加，预计 2024-2026 年科技板块收入增速为 10.5%、10.5%、10.5%；
- 5) **影视服务：**中影基地业务全面恢复，预计 2024-2026 年影视服务收入增速为 35.0%、35.0%、35.0%；
- 6) **其他业务：**相对稳定，预计 2024-2026 年其他业务收入增速为 5.0%、5.0%、5.0%。

预计公司 2024-2026 年营业收入为 61.48 亿元、70.43 亿元、80.58 亿元，同比增速为 15.3%、14.6%、14.4%。

毛利率预测：公司各项业务经营区域稳定，预计 2024-2026 年毛利率水平与 2023 年保持一致，为 24.50%、24.50%、24.50%。

费用率预测：各项经营稳定，控费能力强，各项费用率稳中有降。

- 1) **销售费用率：**预计 2024-2026 年销售费用率为 2.80%、2.80%、2.50%；
- 2) **管理费用率：**预计 2024-2026 年管理费用率为 8.00%、7.50%、7.50%；
- 3) **研发费用率：**预计 2024-2026 年研发费用率为 0.96%、0.96%、0.96%。

预计公司 2024-2026 年归母净利润为 6.50 亿元、7.78 亿元、8.81 亿元，同比增速为 147.1%、19.7%、13.2%。

表11：公司分业务收入及毛利率预测

单位：亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电影发行	18.5	9.7	20.5	23.7	27.4	31.6
yoy	96.8%	-47.5%	111.7%	15.5%	15.5%	15.5%
制片制作	11.6	4.1	10.3	11.9	13.1	14.2
yoy	199.5%	-64.7%	152.6%	15.0%	10.5%	8.5%
电影放映	11.5	6.5	11.7	13.5	15.6	18.0
yoy	99.6%	-43.1%	78.9%	15.5%	15.5%	15.5%
科技	14.0	7.1	8.2	9.1	10.0	11.1
yoy		-49.7%	16.4%	10.5%	10.5%	10.5%
影视服务	2.2	1.5	2.0	2.7	3.7	5.0
yoy	-78.5%	-32.8%	36.7%	35.0%	35.0%	35.0%
其他业务	0.4	0.3	0.6	0.6	0.6	0.7
yoy	56.0%	-8.4%	62.9%	5.0%	5.0%	5.0%
收入合计	58.16	29.20	53.34	61.48	70.43	80.58
yoy	97.2%	-49.8%	82.7%	15.3%	14.6%	14.4%
毛利率(%)	17.5%	17.9%	24.49%	24.50%	24.50%	24.50%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心预测

我们选取 4 家电影上市公司作为可比对象，包括万达电影、光线传媒、上海电影、博纳影业。考虑到中国电影作为行业龙头，故给予其一定估值溢价。给予对应 2024 年 40 倍 PE，对应目标价 14.0 元，增持-A 评级。

表12：可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
002739.SZ	万达电影	307.9	11.5	14.8	17.1	26.8	20.8	18.0
300251.SZ	光线传媒	281.3	5.71	10.17	11.7	49.3	27.7	24.0
601595.SH	上海电影	131.7	1.24	2.43	3.45	106.2	54.2	38.2
001330.SZ	博纳影业	99.0	-1.04	4.14	5.64	-95.2	23.9	17.5
		均值				21.8	31.6	24.4
600977.SH	中国电影	223.7	2.63	6.50	7.78	85.1	34.4	28.7

资料来源：Wind，国投证券研究中心（注：市值数据截至 2024 年 5 月 7 日收盘，中国电影由国投证券研究中心预测，其余公司盈利预测取自 wind 一致预期），国投证券研究中心

5. 风险提示

电影市场复苏不及预期。公司主营业务高度依赖国内电影市场的复苏，若复苏情况不及预期，会对公司经营造成较大影响。

进口片常态化引进不及预期。中国电影与华夏电影是国内唯二两家具有进口影片全国发行权的机构，进口片收入占据公司整体收入重要地位。若进口片引进不及预期，会影响公司影片发行收入。

电影内容上映票房不及预期。公司近年来出品影片数量不断增长，影片口碑与票房重要性逐步凸显。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,919.8	5,333.7	6,147.7	7,042.9	8,058.0	成长性					
减:营业成本	2,398.3	4,027.7	4,641.5	5,317.4	6,083.8	营业收入增长率	-49.8%	82.7%	15.3%	14.6%	14.4%
营业税费	54.3	77.4	61.5	70.4	80.6	营业利润增长率	-174.8%	-261.0%	-80.7%	19.6%	13.7%
销售费用	132.5	156.7	172.1	197.2	201.5	净利润增长率	-190.9%	-222.4%	-147.1%	19.7%	13.2%
管理费用	497.2	524.7	491.8	528.2	604.4	EBITDA 增长率	-145.1%	-279.3%	-149.0%	15.7%	11.3%
研发费用	47.2	51.2	59.0	67.6	77.4	EBIT 增长率	-404.7%	-141.9%	-299.9%	19.7%	13.7%
财务费用	-22.9	-57.9	-12.3	-14.1	-16.1	NOPLAT 增长率	-255.7%	-178.5%	-156.3%	19.7%	13.7%
加:资产/信用减值损失	-298.4	-332.9	-50.0	-50.0	-50.0	投资资本增长率	-17.2%	-140.7%	-1,209.2%	-125.5%	-474.9%
公允价值变动收益	5.5	17.8	32.4	52.0	54.6	净资产增长率	-4.0%	2.8%	5.4%	6.5%	6.8%
投资和汇兑收益	29.4	17.4	89.0	85.3	63.9						
营业利润	-276.7	445.6	805.4	963.3	1,095.0	利润率					
加:营业外净收支	16.5	-4.4	3.7	5.3	1.5	毛利率	17.9%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
利润总额	-260.2	441.2	809.1	968.6	1,096.6	营业利润率	-9.5%	8.4%	13.1%	13.7%	13.6%
减:所得税	30.7	141.9	121.4	145.3	164.5	净利润率	-7.4%	4.9%	10.6%	11.0%	10.9%
净利润	-214.9	263.0	649.9	778.1	880.8	EBITDA/营业收入	-7.6%	7.5%	16.2%	16.3%	15.9%
						EBIT/营业收入	-16.2%	3.7%	12.9%	13.5%	13.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	196	100	81	63	48
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-6	-41	91	68	55
货币资金	6,426.6	7,249.0	3,123.7	9,551.1	4,880.6	流动资产周转天数	1,440	815	837	856	839
交易性金融资产	778.7	1,518.1	1,550.4	1,602.4	1,657.0	应收帐款周转天数	273	121	273	273	273
应收帐款	1,559.0	2,024.9	7,303.2	3,383.3	8,843.4	存货周转天数	205	119	131	146	138
应收票据	10.3	3.9	22.9	9.7	27.7	总资产周转天数	2,246	1,222	1,178	1,142	1,078
预付帐款	138.0	91.9	359.5	157.6	434.0	投资资本周转天数	137	20	121	87	71
存货	1,880.1	1,655.3	2,806.8	2,905.0	3,286.9						
其他流动资产	293.7	533.4	344.1	390.4	422.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	-2.0%	2.4%	5.6%	6.3%	6.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-1.7%	1.6%	3.2%	3.5%	3.8%
长期股权投资	533.5	505.0	505.0	505.0	505.0	ROIC	-27.6%	26.1%	-164.4%	17.7%	-79.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,499.1	1,468.0	1,314.4	1,160.8	1,007.2	销售费用率	4.5%	2.9%	2.8%	2.8%	2.5%
在建工程	37.4	54.8	54.8	54.8	54.8	管理费用率	17.0%	9.8%	8.0%	7.5%	7.5%
无形资产	773.3	724.1	676.9	629.6	582.4	研发费用率	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	3,257.5	3,186.0	3,151.1	3,116.1	3,092.8	财务费用率	-0.8%	-1.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产总额	17,187.1	19,014.5	21,213.0	23,466.0	24,794.5	四费/营业收入	22.4%	12.7%	11.6%	11.1%	10.8%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	2,699.0	4,071.3	5,268.3	7,057.8	7,492.7	资产负债率	34.4%	39.1%	42.4%	44.6%	44.0%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	52.5%	64.1%	73.8%	80.5%	78.5%
其他流动负债	1,097.5	1,118.5	1,123.6	1,285.9	1,168.7	流动比率	2.92	2.52	2.43	2.16	2.26
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.42	2.20	1.99	1.81	1.88
其他非流动负债	2,118.8	2,239.8	2,612.8	2,118.8	2,239.8	利息保障倍数	20.67	-3.43	64.50	67.39	66.95
负债总额	5,915.3	7,429.7	9,004.7	10,462.5	10,901.3	分红指标					
少数股东权益	455.3	492.5	528.4	572.9	623.1	DPS(元)	-	-	0.04	0.01	0.02
股本	1,867.0	1,867.0	1,867.0	1,867.0	1,867.0	分红比率	0.0%	0.0%	10.5%	3.5%	4.7%
留存收益	8,955.5	9,231.4	9,812.9	10,563.6	11,403.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%
股东权益	11,271.8	11,584.8	12,208.3	13,003.5	13,893.3						
						现金流量表					
						(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	-290.9	299.4	649.9	778.1	880.8
						加:折旧和摊销	345.7	271.8	200.8	200.8	200.8
						资产减值准备	82.4	175.1	-	-	-
						公允价值变动损失	-5.5	-17.8	32.4	52.0	54.6
						财务费用	84.4	74.2	-12.3	-14.1	-16.1
						投资收益	-29.4	-17.4	-89.0	-85.3	-63.9
						少数股东损益	-75.9	36.4	37.8	45.3	51.3
						营运资金的变动	-1,079.2	1,110.6	-5,128.5	5,542.7	-5,675.7
						经营活动产生现金流量	-99.4	1,979.0	-4,308.9	6,519.5	-4,568.2
						投资活动产生现金流量	-54.3	-931.2	229.0	-74.9	-76.0
						融资活动产生现金流量	-267.1	-200.4	-45.4	-17.2	-26.3
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	-0.12	0.14	0.35	0.42	0.47
						BVPS(元)	5.79	5.94	6.26	6.66	7.11
						PE(X)	-102.5	83.8	33.9	28.3	25.0
						PB(X)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
						P/FCF	-1,525.4	13.1	-5.1	3.4	-4.8
						P/S	7.5	4.1	3.6	3.1	2.7
						EV/EBITDA	-70.0	28.4	15.0	7.3	10.2
						CAGR(%)	-241.5%	46.0%	-45.1%	-241.5%	-46.0%
						PEG	0.4	1.8	-0.8	-0.1	-0.5
						ROIC/WACC	-2.6	2.5	-15.8	1.7	-7.6
						REP	-5.9	-11.0	-0.2	-4.3	-0.4

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034