

中国电影(600977)

报告日期: 2026年05月29日

《流浪地球3》等大片上映可期，超过2年的特大项目兑现期

——中国电影首次覆盖报告

投资要点

- **一句话逻辑：“确定性底盘 + 高弹性期权”。**2026年看进口片修复带动发行板块回暖，2027-2028年看《流浪地球3》上下部接力释放，中国电影将从“平台稳态估值”切换到“内容大年弹性估值”。
- **超预期的点（一）：2026年并非纯粹“过渡年”，进口片可能先抬升盈利中枢**
 2026年，北美定档的头部IP续作明显丰富，包括《玩具总动员5》、《蜘蛛侠：崭新之日》、《复仇者联盟5：毁灭之日》、《小黄人大眼萌3》、《饥饿游戏：收获日出》、《沙丘3》等，尤其票房潜力。中国电影作为进口片发行核心平台，2025年已实现进口片发行票房份额64.8%，因此2026年进口片若维持高供给，公司发行板块收入与利润有望先于创作板块修复。
- **超预期的点（二）：《流浪地球3》不是单片弹性，而是两年维度的连续弹性**
 《流浪地球3》上部已经定档2027年2月6日（春节档），而下部有望在2028年上映。这一定档结构的关键意义在于，市场通常只把它当作2027年的一次性事件，但实际上它更可能形成2027-2028两年连续释放。前两部作品已经验证该IP的票房天花板：《流浪地球》2019年票房46.87亿元，《流浪地球2》2023年票房40.43亿元，累计超过87亿元。作为《流浪地球3》上下部的主出品方，中国电影有望跨两个会计年度实现创作、发行、放映多环节超预期收益。这也是本文最大的核心判断之一。
- **与众不同的认识**
 （1）市场低估了中国电影作为A股唯一拥有进口片发行牌照的电影企业的稀缺性。26年的投资逻辑并非只是“看有没有大爆国产片”，而是看进口片供给回升时，公司能否先兑现发行利润。26年并非空窗期，而是利润底盘重估期。
 （2）市场低估了公司利润弹性来自“低基数 + 主控项目”。公司25年净利基数较低，后续项目正常兑现，利润增速会非常陡峭。公司正处在项目驱动型上修区间，对票房与定档更敏感，股价通常也更容易围绕催化而非当期业绩运行。
 （3）市场往往忽视《流浪地球3》上下部的延展性。若下部在2028年上映，则公司盈利弹性并非2027年一次性释放，而是有望延续到2028年，这对估值框架的影响很大。如果市场只看27单年峰值，往往会把中国电影按“事件性交易”处理；但若接受“上下部跨年兑现”的假设，则公司更接近连续两年高景气内容周期，估值切换空间更大。
- **与前不同的认识：并非“稳健平台型公司”，未来两年更应按弹性内容股理解**
 过去中国电影更多被当作产业链平台公司定价，看点在行业地位和稳健经营；但从当前项目节奏看，2026-2028年更应把它视作“平台底盘上的弹性内容股”。因为在平台业务相对稳住的基础上，决定利润上限的不是影院数、不是CINITY影厅数，而是头部主控影片兑现节奏。
- **检验与催化：**（1）《玩具总动员5》、《蜘蛛侠：崭新之日》、《复仇者联盟5》等是否顺利引进、档期是否落在暑期/贺岁档；（2）26年下半年《流浪地球3》官宣杀青、首支正式预告、想看人数、社媒热度；（3）《流浪地球3》上下部最终定档及排片等。
- **盈利预测与估值**
 我们预计公司26-28年营收分别为53.44亿元、67.90亿元、72.85亿元，归母净利润分别为4.29亿元、6.82亿元、8.25亿元，分别对应同比增长268%、59%、21%，对应估值为63x/39x/33x。根据可比公司估值法，光线传媒等可比公司27年PE估值中枢44x，考虑到公司2025-2027年归母净利润CAGR约141%，远高于行业平均水平，我们给予公司2027年50倍PE估值溢价，对应目标价18.5元，对应目标市值为345亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

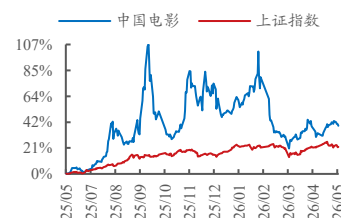
投资评级：买入(首次)

分析师：冯翠婷
 执业证书号：S1230525010001
 fengcuiting@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 14.40
总市值(百万元)	26,884.80
总股本(百万股)	1,867.00

股票走势图



相关报告

□ 风险提示

影片定档与上映节奏不及预期、票房不及预期、进口片引进不及预期、创作成本、投资比例、利润确认不确定性风险等。

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4833.13	5344.00	6790.00	7285.00
(+/-) (%)	5.65%	10.57%	27.06%	7.29%
归母净利润	116.54	428.70	682.06	824.88
(+/-) (%)	-17.03%	267.85%	59.10%	20.94%
每股收益(元)	0.06	0.23	0.37	0.44
P/E	230.69	62.71	39.42	32.59

资料来源：浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计公司 26-28 年营收分别为 53.44 亿元、67.90 亿元、72.85 亿元，归母净利润分别为 4.29 亿元、6.82 亿元、8.25 亿元，分别对应同比增长 268%、59%、21%，对应估值为 63x/39x/33x。根据可比公司估值法，光线传媒等可比公司 27 年 PE 估值中枢 44x，考虑到公司 2025-2027 年归母净利润 CAGR 约 141%，远高于行业平均水平，我们给予公司 2027 年 50 倍 PE 估值溢价，对应目标价 18.5 元，对应目标市值为 345 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

● 关键假设

- (1) 26 年《玩具总动员 5》、《蜘蛛侠：崭新之日》、《复仇者联盟 5》进口片引进；
- (2) 27 年春节档（或其他档期）《流浪地球 3》上部顺利上映；
- (3) 《流浪地球 3》下部将定档于 27 年暑期档或 28 年春节档

● 我们与市场的观点的差异

我们认为，市场低估了中国电影作为 A 股唯一拥有进口片发行牌照的电影企业的稀缺性、“低基数+主控项目”的弹性、《流浪地球 3》上下部的延展性等。

● 股价上涨的催化因素

- (1) 《玩具总动员 5》、《蜘蛛侠：崭新之日》、《复仇者联盟 5》等是否顺利引进、档期是否落在暑期/贺岁档；
- (2) 26 年下半年《流浪地球 3》官宣杀青、首支正式预告、想看人数、社媒热度；
- (3) 《流浪地球 3》上下部最终定档及排片等。

● 风险提示

- 影片定档与上映节奏不及预期。如果《流浪地球 3》下部如果《流浪地球 3》下部未能如期在 2028 年上映，则市场对连续两年弹性的预期会被压缩。
- 票房不及预期。前作成功并不意味着续作一定复制，尤其 2026 年春节档已显示头部档期也会受供给质量和口碑影响。
- 进口片引进不及预期。虽然 2026 年北美片单丰富，但能否顺利引进、何时定档、排片是否理想仍有不确定性。
- 创作成本、投资比例、利润确认不确定性风险。我们正文部分对《流浪地球 3》上部进行了敏感性分析测算，但创作成本、投资比例、利润确认存在假设不确定性风险。

正文目录

1 公司介绍	5
1.1 公司简介与历史沿革	5
1.2 股权结构及高管介绍	5
1.3 财务分析	6
2 行业分析	8
2.1 中国电影市场概况	8
2.2 进口片市场分析	9
2.3 暑期档市场特征及展望	10
3 投资要点	12
3.1 2026 年暑期档弹性	12
3.2 《复仇者联盟 5》——26 年贺岁档进口片核心催化	13
3.3 《流浪地球 3》上下部——不仅是单片弹性，而是两年维度的连续弹性	13
4 盈利预测与投资建议	14
4.1 收入分拆预测	14
4.2 费用率、净利率假设	16
4.3 盈利预测及投资建议	17
5 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司营业收入 (单位: 亿元) 及同比变化.....	6
图 2: 公司归母净利润 (单位: 亿元) 及同比变化.....	6
图 3: 2023-2025 分板块收入和毛利率 (单位: 亿元)	7
图 4: 公司资产负债表科目变动情况 (单位: 亿元)	7
图 5: 公司费用变动情况 (单位: 亿元)	7
图 6: 2023-2025 扣非归母净利润 (单位: 亿元)	8
图 7: 2023-2026 至今全国票房及同比变化.....	8
图 8: 电影票房分账模式图解.....	9
图 9: 中国电影市场 2021-2025 年国产片与进口片票房占比变化.....	10
图 10: 2026 暑期档定档或可能定档国产片	11
图 11: 2026 暑期具有较高确定性的引进进口片	11
图 12: 2022-2025 暑期档票房变动情况.....	11
图 13: 核心催化剂影片《复仇者联盟 5》北美 12 月 18 日上映、《流浪地球 3 上部》定档 27 年春节档	13
表 1: 中国电影主要股东信息.....	5
表 2: 中国电影出品或发行电影的相关前作及票房一览.....	12
表 3: 2026 暑期档中国电影相关电影	12
表 4: 收入和毛利率假设 (分业务拆分) (单位: 百万元)	14
表 5: 费用率和净利率假设 (单位: 百万元)	16
表 6: 可比公司估值表 (单位: 亿元)	17
表附录: 三大报表预测值.....	19

1 公司介绍

1.1 公司简介与历史沿革

中国电影产业集团股份有限公司（下面简称：中国电影）是我国电影行业中综合实力最强、产业链最完整、品牌影响力最广的领军企业。公司于 2016 年 8 月在上海证券交易所上市（股票代码：600977.SH）。关键发展节点：2016 年上交所上市；2019 年《流浪地球》开启中国科幻电影元年；连续 18 年荣获“全国文化企业 30 强”，连续 8 年获上海证券交易所 A 级评价；2025 年推出全球首个通过 DCI 最新认证的 CLED 放映系统，在高端电影放映领域实现“换道超车”。

公司作为电影行业全产业链龙头，拥有进口发行业务构筑核心壁垒。公司是我国电影行业产业链最完整的领军企业，业务覆盖创作、发行、放映、科技、服务和创新六大板块。其核心壁垒在于其在进口影片发行领域的领先地位，是国内拥有进口片全国发行权的两家公司之一。2025 年，公司发行进口影片 147 部，累计票房占全国同期进口影片票房总额的 64.76%。这一独特优势保证了公司在电影市场中稳定的收入来源和行业话语权。

科技创新驱动，CINITY 高格式系统打造新增长极。公司自主研发的 CINITY 高格式电影系统是其关键技术优势，融合了 4K、3D、高帧率等多项前沿技术。截至 2025 年末，国内已开业 CINITY 影厅 248 个，海外开业和在建 26 个。其 CLED 放映系统成为全球首个通过 DCI 最新认证的产品，并获得《阿凡达》导演詹姆斯·卡梅隆的高度评价，为技术出海和品牌全球化推广奠定基础。科技板块的持续创新和市场拓展，有望为公司带来超越传统业务的增长弹性。

“国家队”地位稳固，主投主控项目储备丰富。作为行业“国家队”，公司在主旋律和头部商业大片的投资制作中扮演核心角色。2025 年公司主导或参与出品影片 39 部，累计票房 146.04 亿元，占同期国产片总票房的 35.37%。公司项目储备丰富，目前在开发项目近 90 部，包括备受市场期待的硬科幻大片《流浪地球 3》（已定档 2027 年春节档）以及围绕建军百年等重要节点的重点影片，保障了未来几年优质内容的持续供给能力。

1.2 股权结构及高管介绍

公司实际控制人为中影集团（国有法人），持股 67.36%，为公司控股股东。前十大股东中，中国联通、中国国际电视总公司、长影集团等均为国有法人，合计持股比例超过 70%。央企背景使公司在进口片发行资质、政策资源获取等方面享有显著优势。

表1：中国电影主要股东信息

股东名称	股东性质	持股比例
中国电影集团公司	国有法人	67.36%
中国联合网络通信集团	国有法人	0.72%
中国国际电视总公司	国有法人	0.72%
长影集团有限责任公司	国有法人	0.72%
央广传媒集团	国有法人	0.47%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

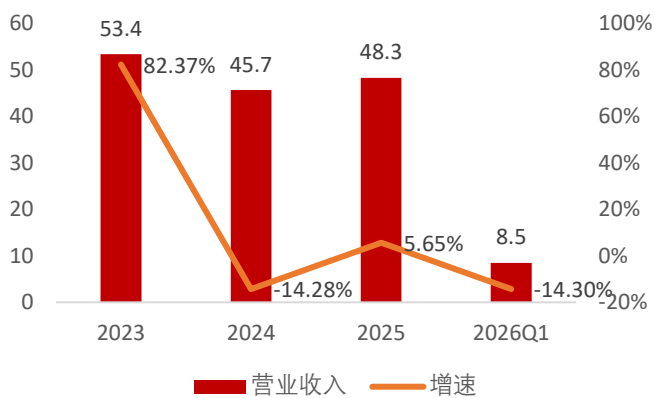
5月26日公司公告称，董事长傅若清因年龄原因于2026年5月25日离任，不再担任董事及战略与社会责任委员会主任委员，但仍继续担任艺术委员会主任委员。目前公司副董事长、总经理为李现曾，男，1975年12月出生，中国国籍，法学硕士，2025年7月至今任中国电影集团公司党委副书记、副董事长、总经理，2025年8月至今任中国电影产业集团股份有限公司总经理。

1.3 财务分析

回顾过去三年，23年公司受益于行业修复，经营数据显著反弹。23年全年实现营业收入53.4亿元（调整后），同比增长82.37%，实现归母净利润2.62亿元，同比增长221.98%。这一阶段的核心背景是全国电影票房在22年低基数后恢复，行业供给恢复、影院上座率改善、头部内容拉动明显，使公司发行、放映、创作三条主线同步修复。

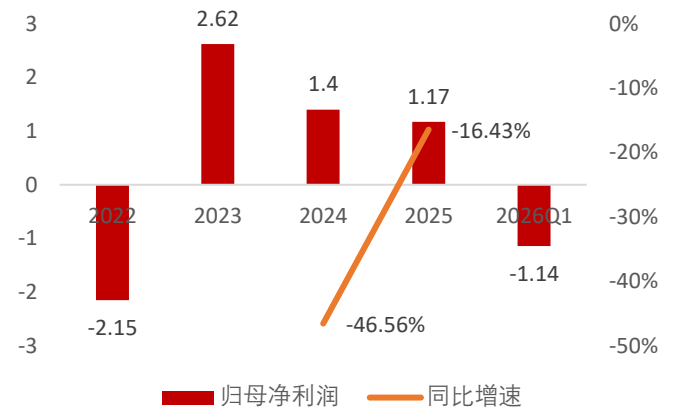
24-25年公司进入蛰伏期，对储备影片加大投入，影响创作业务毛利率及整体业绩表现。公司24年全年营收45.75亿元，同比下降14.28%，归母净利润1.40亿元，同比下降46.56%，利润降幅显著高于收入降幅；25年全年实现营收48.33亿元，同比增长5.65%，但归母净利润仅1.17亿元，同比再降17.03%。

图1：公司营业收入（单位：亿元）及同比变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图2：公司归母净利润（单位：亿元）及同比变化



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

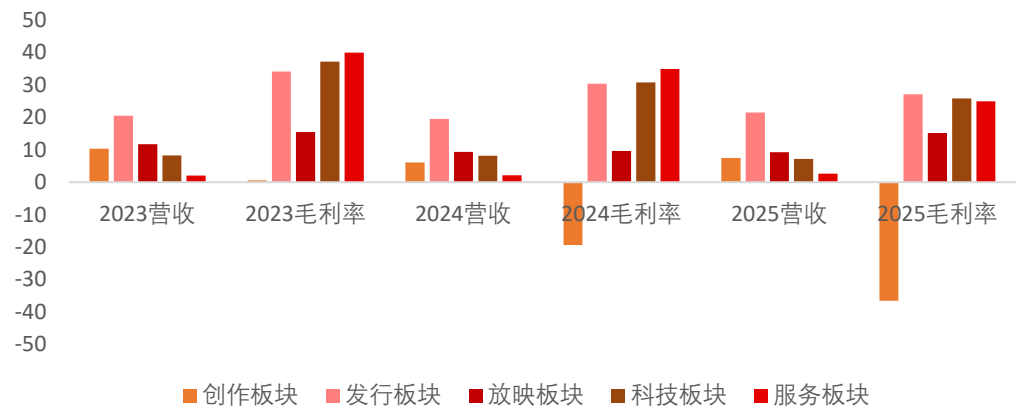
公司核心业务板块覆盖电影全产业链，23-25年各板块收入及毛利率数据如下。

创作板块：2025年公司主导或参与出品并投放市场的电影共39部，累计实现票房146.04亿元，占全国同期国产电影票房总额的35.37%。公司出品影片在国产影片票房前十中占据5位，其中《南京照相馆》获暑期档票房冠军，《志愿军：浴血和平》获国庆档票房冠军。由公司主导或参与出品的影片持续兑现，虽然有《南京照相馆》等优先表现的产品，但板块处于负毛利扩张，影响公司利润表现。2023年创作收入约10.31亿元，2024年仍为6.09亿元，2025年增长至7.48亿元，同比增长22.89%；但毛利率却从2024年的-19.34%进一步恶化至-36.55%。反映公司部分项目投资回报率偏低、内容成本摊销压力较大、单片盈利不确定性增强，也反映电影行业“头部集中、腰部失速”的结构性变化。

发行板块：2025年公司共发行影片616部，实现票房365.93亿元，占全国票房总额的78.38%。其中发行国产影片469部，票房303.6亿元（占国产片81.92%）；发行进口影片147部，票房62.33亿元（占进口片64.76%）。市场份额占比高，主力军作用凸显。从分部结构看，发行板块始终是公司收入和利润的核心支柱。2023-2025年发行收入分别约为20.53亿元、19.50亿元、21.44亿元；2025年收入占比达到44.36%，继续维持第一大板块位置。

科技板块: 公司自主研发的4K/120帧CLED放映系统(10米/20米/23米)成为全球首个通过DCI最新认证的产品。截至2025年末,国内已开业CINITY影厅248个(其中CLED影厅67个),海外开业和在建总计26个。中影巴可放映机已累计销售46,891套。科技收入从2023年约8.22亿元到2024年8.16亿元基本持平,再到2025年下降至7.17亿元;科技毛利率由2023年37.21%、2024年30.77%降至2025年25.78%,科技板块业务承压一定程度与电影行业表现有关。

图3: 2023-2025分板块收入和毛利率(单位:亿元)

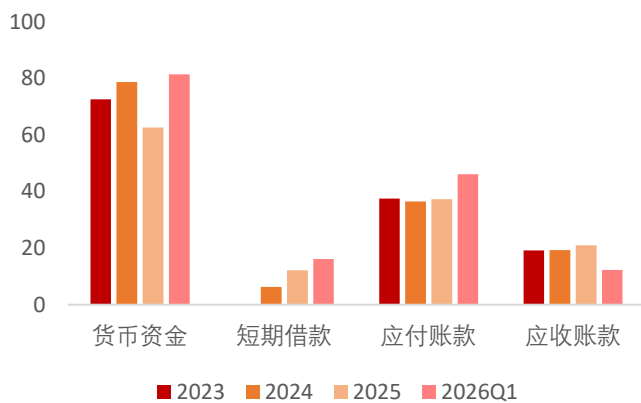


资料来源:公司公告,浙商证券研究所

公司费用控制基本保持稳定,无法对冲毛利率下滑。2025年公司销售/管理/研发费用率分别为3.56%/10.51%/1.34%,管理费用率虽略有优化,但整体不足以抵消创作亏损拖累。

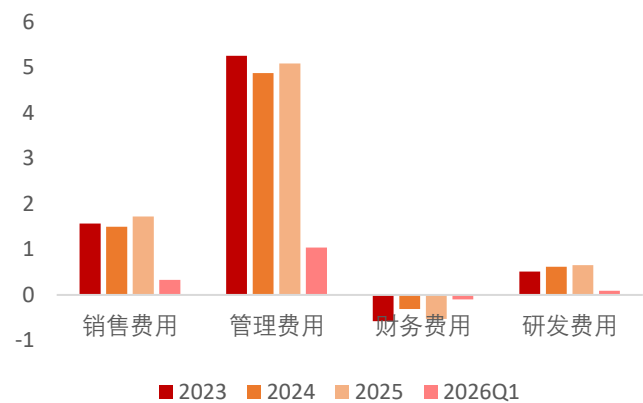
资产负债表稳健,具有一定安全边际。2023-2025年公司资产负债率分别为39.07%、39.10%、39.62%,基本维持稳定。

图4: 公司资产负债表科目变动情况(单位:亿元)



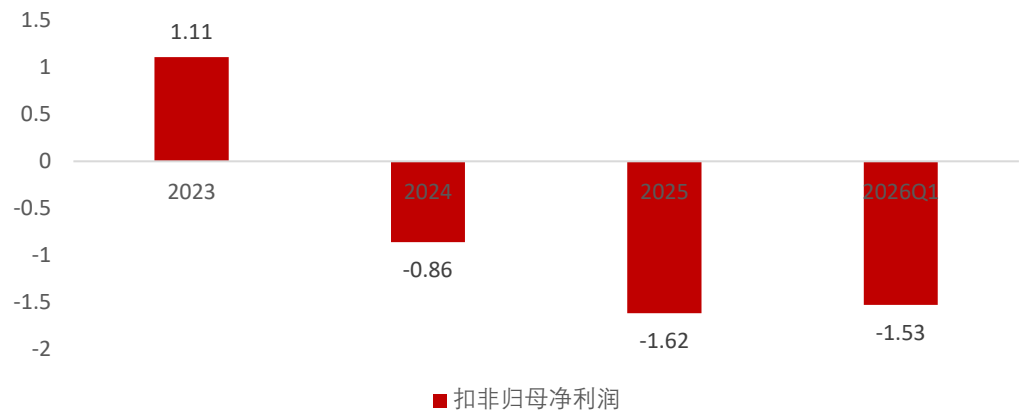
资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图5: 公司费用变动情况(单位:亿元)



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图6: 2023-2025 扣非归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

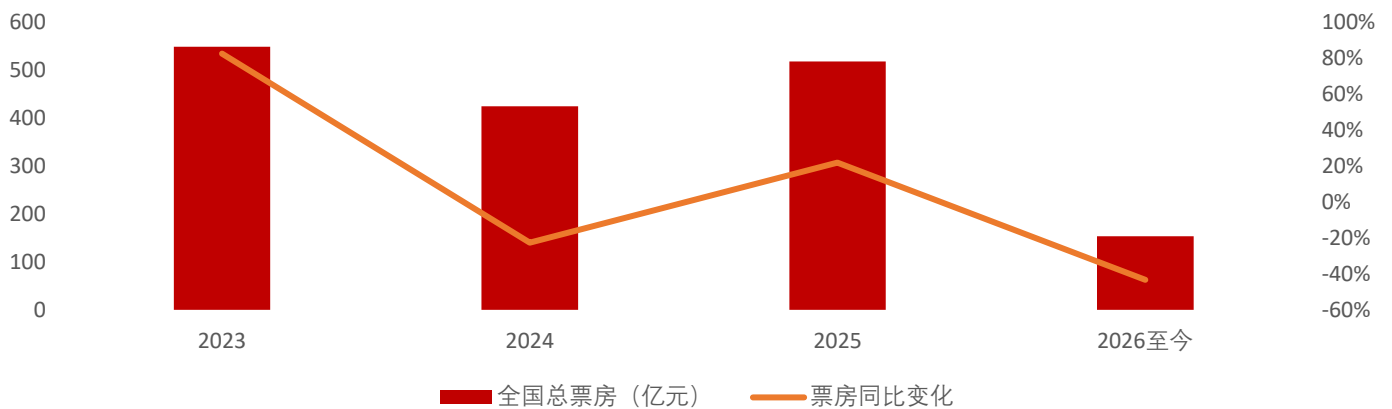
2 行业分析

2.1 中国电影市场概况

据国家电影局数据, 2025 年全国电影总票房为 518.32 亿元, 同比增长 21.95%, 恢复态势明确。其中国产片票房 412.93 亿元 (占比 79.67%), 进口片票房 105.39 亿元 (占比 20.33%)。全年票房过亿元影片共 51 部, 春节档以 95.15 亿元票房创历史新高。

观影需求明显回暖: 2025 年全国电影市场平均票价 41.87 元, 与去年基本持平; 城市院线观影人次 12.38 亿, 同比增长 22.57%; 场均上座率由 5.68% 升至 7.24%。截至 2025 年底, 城市院线银幕总数达 93,187 块, 稳居全球第一。

图7: 2023-2026 至今全国票房及同比变化

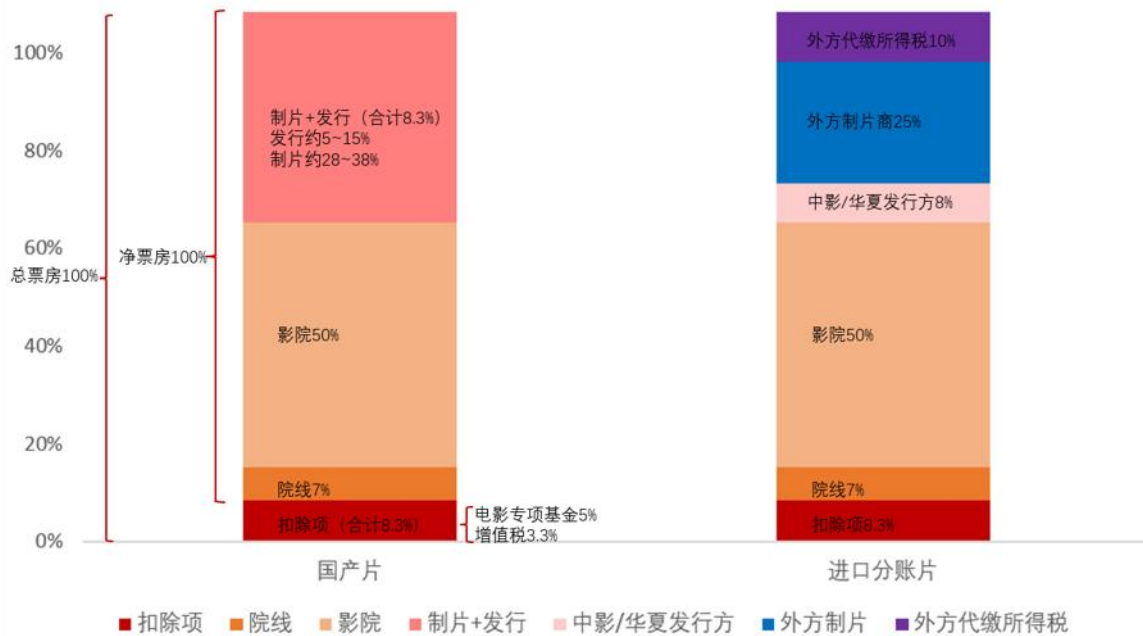


资料来源: 国家电影局, 猫眼专业版, 浙商证券研究所

电影产业的票房分账机制, 是理解行业价值链的核心。电影行业的基础链条通常被概括为上游制片、中游发行、下游院线/影院。所有影片收入先缴纳 5% 电影发展专项基金和 3.3% 增值税, 剩余 91.7% 为净票房。在国产分账影片中, 主流惯例是院线+影院合计约 57%, 制片方与发行方合计约 43%, 其中影院通常约 50%、院线约 7%。进口片则有更复杂的分账结构。分账片与买断片的本质区别在于外方制片商是否参与国内票房分账。根据中国

电影招股说明书显示，进口分账片按净票房口径，外方制片方约 25%，中影/华夏约 18%（含外方代缴所得税 10%），即最终分成比例为 8%。进口片发行环节的牌照价值极高，发行公司特别是中影/华夏类主体在进口片链条中的议价权明显强于国产片普通代理发行。

图8：电影票房分账模式图解



资料来源：公司招股说明书，科技快报，艾瑞咨询，浙商证券研究所

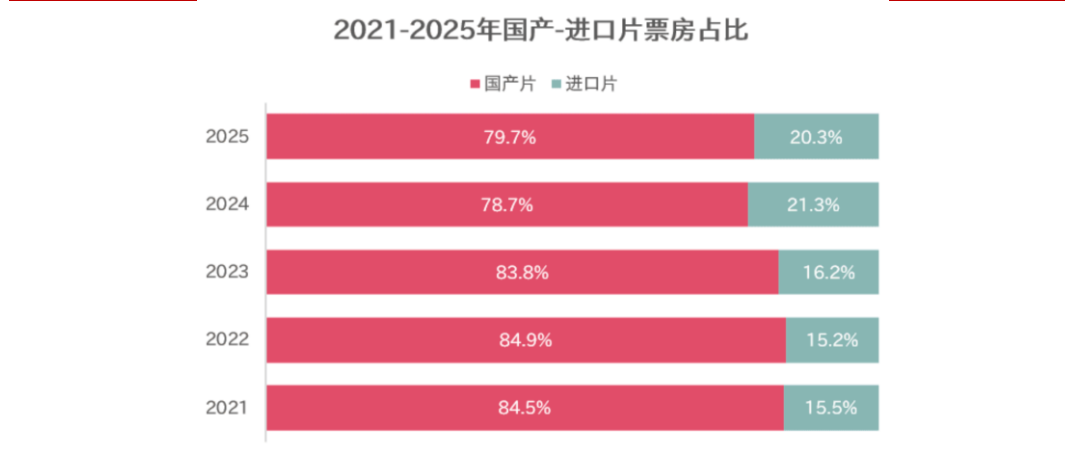
2.2 进口片市场分析

进口片票房约占整体票房 20%，格局趋向稳定。近年来，2016-2025 年中国电影市场国产片占比总体上行。国产片票房占比从特殊时期后进一步维持在 83%-85% 区间。2020 年是重要的分水岭，特殊时期加速了国产片主导地位的确立。2024 年进口片份额出现回暖迹象，表明市场在逐步恢复常态，但国产片依然占据绝对优势。市场结构由早期的“五五开”逐渐演变为国产片主导的“八二开”格局，未来或将维持在这一区间波动。

进口片发行资质具有较高政策壁垒，目前仅中国电影和华夏电影两家公司拥有进口片发行资质，双寡头格局稳定。进口片引进权由中影集团电影进出口公司独家持有，发行权归属中影和华夏两家公司，民营公司可通过合作参与发行。进口片又分为进口分账大片及批片，其中批片（即进口买断片）。

2026-2027 年重点进口片有望为公司发行业务贡献增量。目前在北美已定档的重点影片包括《奥德赛》、《揭秘日》、《玩具总动员 5》、《蜘蛛侠：崭新之日》、《饥饿游戏：收获日出》、《复仇者联盟 5》、《沙丘 3》等。

图9： 中国电影市场 2021-2025 年国产片与进口片票房占比变化



资料来源：猫眼，浙商证券研究所

2.3 暑期档市场特征及展望

暑期档容量：暑期档（6-8月）是全年最重要的电影档期之一。2025年暑期档票房119.66亿元，观影人次3.21亿，同比分别增长2.76%和12.75%。暑期档作为全年周期最长的电影档期，头部影片集中释放，备受电影业界及全国观众瞩目。

2026年暑期档已定档或可能定档影片（按定档时间排序）：

- 《玩具总动员5》（已定档6月19日）：中国电影引进，迪士尼皮克斯经典系列
- 《四渡》（已定档6月26日）：刘烨、于适等主演，博纳影业主投主控，红军长征题材（26年是红军长征90周年）。
- 《三国第一部：争洛阳》（已定档7月10日）：追光动画/大麦/中影参与出品。
- 《澎湖海战》（已定档7月25日）：幸福蓝海参与出品，王学圻、易烱千玺、赵丽颖等主演，郑保瑞执导。
- 《欢迎来龙餐馆》（暑期有望定档）：大麦/中影/儒意/博纳/北文等参与出品，沈腾、蒋奇明等主演，文牧野导演。
- 《转念花开》（暑期有望定档）：儒意影业主投主控，贾玲导演并主演。

进口片方面：《奥德赛》、《揭秘日》、《玩具总动员5》、《蜘蛛侠4》等暑期档北美上映，国内引进确定性较高。2026年暑期档头部影片供给数量和质量均优于去年同期，叠加观众观影需求持续回暖，票房有望实现持续增长。

图10: 2026 暑期档定档或可能定档国产片



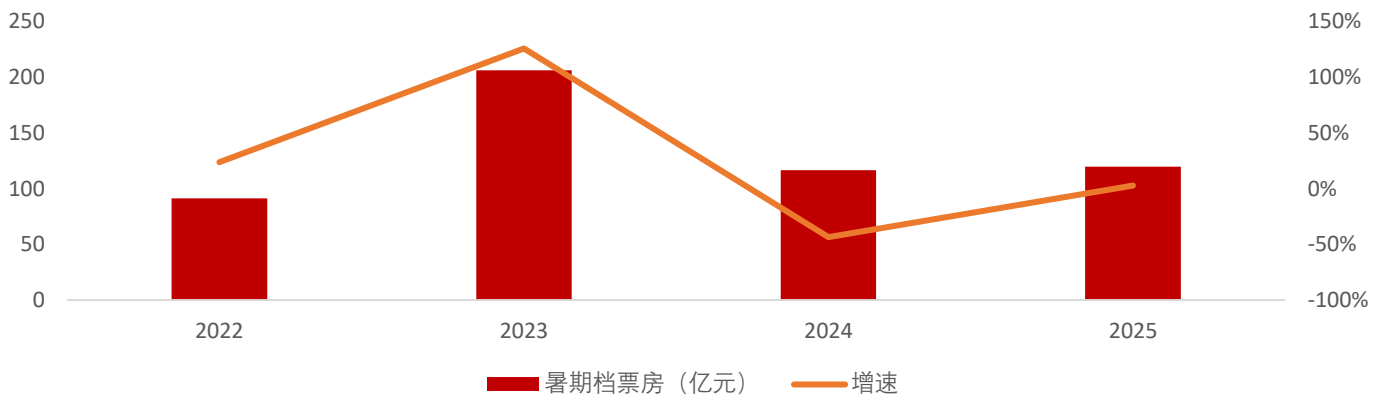
资料来源: 猫眼专业版, 浙商证券研究所

图11: 2026 暑期档具有较高确定性的引进进口片



资料来源: 猫眼专业版, 浙商证券研究所

图12: 2022-2025 暑期档票房变动情况



资料来源: 国家电影局, 浙商证券研究所

表2: 中国电影出品或发行电影的相关前作及票房一览

电影名称	上映日期	票房(单位: 亿元)
玩具总动员	1995.11.22 美国上映	未在国内上映
玩具总动员 2	1999.11.24 美国上映	未在国内上映
玩具总动员 3	2010.6.16 中国大陆上映	1.17
玩具总动员 4	2019.6.21 中国大陆上映	2.00
疯狂动物城 1	2016.3.4 中国大陆上映	15.38
疯狂动物城 2	2025.11.26 中国大陆上映	45.94
复仇者联盟 1	2012.5.5 中国大陆上映	5.68
复仇者联盟 2	2015.5.12 中国大陆上映	14.61
复仇者联盟 3	2018.5.11 中国大陆上映	23.90
复仇者联盟 4	2019.4.24 中国大陆上映	42.50
流浪地球	2019.2.5 中国大陆上映	46.87
流浪地球 2	2023.1.22 中国大陆上映	40.43

资料来源: 猫眼专业版, 浙商证券研究所

3 投资要点

3.1 2026 年暑期档弹性

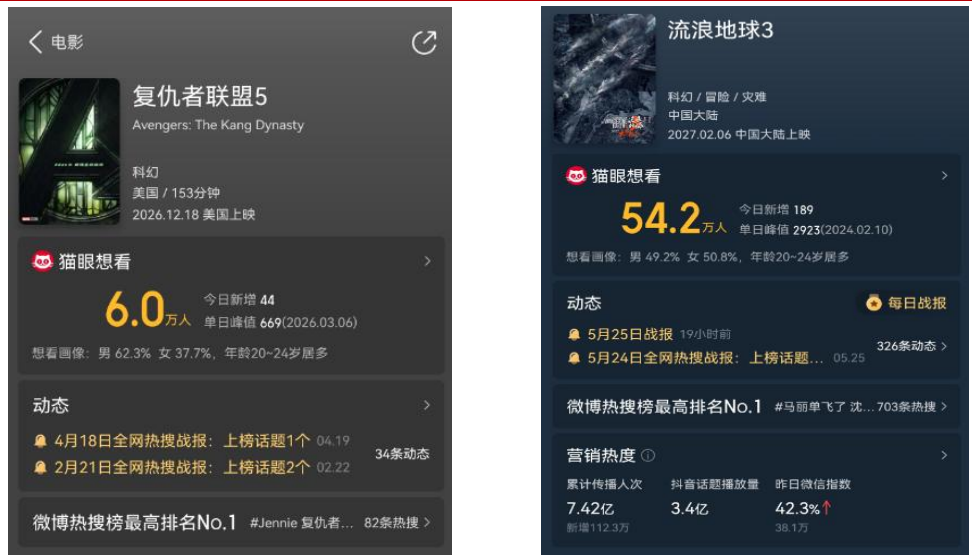
暑期档票房回暖对公司创作+发行双板块的拉动逻辑清晰: 创作方面, 公司参投影片票房表现直接影响投资收益; 发行方面, 无论国产片还是进口片, 公司均作为发行方收取发行代理费, 受益于整体档期票房大盘增长。

表3: 2026 暑期档中国电影相关电影

影片	定档时间	公司角色	看点
《三国第一部: 争洛阳》	2026 年 7 月 10 日	联合出品	追光动画, 已定档
《欢迎来龙餐馆》	暑期有望定档	联合出品	沈腾/文牧野, 爆款潜力
《玩具总动员 5》	2026 年 6 月 19 日	进口发行	迪士尼皮克斯经典续作
《小黄人大眼萌 3》	2026 年 7 月 3 日	进口发行	经典 IP 萌趣归来
《蜘蛛侠: 崭新之日》	北美 7 月 31 日	进口发行	漫威 IP, 票房潜力大

资料来源: 猫眼专业版, 浙商证券研究所

图13: 核心催化剂影片《复仇者联盟5》北美12月18日上映、《流浪地球3上部》定档27年春节档



资料来源: 猫眼专业版, 浙商证券研究所

3.2 《复仇者联盟5》——26年贺岁档进口片核心催化

漫威重磅回归, 北美定档2026年12月18日。前作《复仇者联盟4》国内票房42.5亿元。公司作为唯二进口片发行商直接受益, 引进确定性高。假设国内票房15-30亿元, 公司作为发行方按约定比例收取发行代理费, 有望贡献可观利润增量。

3.3 《流浪地球3》上下部——不仅是单片弹性, 而是两年维度的连续弹性

《流浪地球3》上部已定档2027年春节档(2月6日), 中国电影主出品。前作票房回顾: 《流浪地球》(2019)46.9亿元, 《流浪地球2》(2023)40.43亿元, 均位列中国影史票房前列。

《流浪地球3》下部有望在2028年上映。这一定档结构的关键意义在于, 市场通常只把它当作2027年的一次性事件, 但实际上它更可能形成2027-2028两年连续释放。前两部作品已经验证该IP的票房天花板: 《流浪地球》2019年票房46.87亿元, 《流浪地球2》2023年票房40.43亿元, 累计超过87亿元。

作为《流浪地球3》上下部的主出品方, 中国电影有望跨两个会计年度实现创作、发行、放映多环节超预期收益。这也是本文最大的核心判断之一。

4 盈利预测与投资建议

4.1 收入分拆预测

表4: 收入和毛利率假设(分业务拆分)(单位:百万元)

项目	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4833.11	5344.00	6790.00	7285.00
YOY		10.57%	27.06%	7.29%
创作板块	748.05	810.00	2,000.00	2,200.00
YOY		8.28%	146.91%	10.00%
营业成本	1,021.44	810.00	1,520.00	1,600.00
毛利率	-36.55%	0.00%	24.00%	27.27%
发行板块	2,144.12	2,355.00	2,400.00	2,450.00
YOY		9.84%	1.91%	2.08%
营业成本	1,561.94	1,624.95	1,650.00	1,685.00
毛利率	27.15%	31.00%	31.25%	31.22%
放映板块	925.65	1,060.00	1,150.00	1,280.00
YOY		14.51%	8.49%	11.30%
营业成本	785.54	826.80	908.50	998.00
毛利率	15.14%	22.00%	21.00%	22.03%
科技板块	707.09	800.00	880.00	950.00
YOY		13.14%	10.00%	7.95%
营业成本	524.81	544.00	598.40	646.00
毛利率	25.78%	32.00%	32.00%	32.00%
服务板块	263.34	275.00	310.00	350.00
YOY		4.43%	12.73%	12.90%
营业成本	197.69	187.00	210.80	238.00
毛利率	24.93%	32.00%	32.00%	32.00%
其他	44.86	44.00	50.00	55.00
YOY		-1.92%	13.64%	10.00%
营业成本	28.07	22.00	25.00	27.50
毛利率	37.43%	50.00%	50.00%	50.00%
营业成本合计	4119.49	4014.75	4912.70	5194.50
毛利合计	713.62	1329.25	1877.30	2090.50
毛利率	14.77%	24.87%	27.65%	28.70%

资料来源: iFind, 浙商证券研究所

我们基于公司各业务板块的经营特征及行业景气度, 对公司 26-28 年收入进行分项预测。我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 53.44 亿元、67.90 亿元、72.85 亿元, 同比增长 10.6%、27.1%、7.3%。

(1) 创作板块: 27-28 年系《流浪地球 3》上下部的驱动跨越式增长。

创作板块是公司利润弹性的核心来源。2025 年创作板块收入 7.48 亿元, 受行业景气下行

及项目结算周期影响，毛利率为-36.5%。展望 2026-2028 年：

- **2026 年：**预计创作板块收入 8.10 亿元，同比增长 8.3%。毛利率修复至 0%，较上年改善 36.5 个百分点，主要受益于暑期档《四渡》、《三国第一部：争洛阳》、《欢迎来龙餐馆》（暂未定档）等参与出品重点影片结算，以及行业整体回暖带动单片投资回报改善。但全年尚无超大体量项目上映，毛利率修复至盈亏平衡为合理预期。
- **2027 年：**预计创作板块收入 20 亿元，同比大幅增长 147%，为各板块中增速最高。核心驱动力来自《流浪地球 3》（已定档 2027 年春节档）。参考前作表现——《流浪地球》（2019）票房 46.9 亿元、《流浪地球 2》（2023）票房 40.43 亿元，毛利率大幅提升至 24%，反映超大体量项目的规模效应。
- **2028 年：**预计创作板块收入 22.00 亿元，同比增长 10%，主要来源于《流浪地球 3》下部的预计定档，下部是该系列的终章，预计毛利率维持在 27% 的较高水平。

(2) 发行板块：进口片回暖提供稳健基本盘。

发行板块是公司收入的“压舱石”，具备显著政策壁垒（唯二进口片发行资质）。2025 年发行业务收入 21.44 亿元，毛利率 27.2%。

- **2026 年：**预计发行业务收入 23.55 亿元，同比增长 9.8%。增长驱动力包括：（1）2026 年进口片 Pipeline 丰富，《复仇者联盟 5》（北美定档 12 月 18 日）、《蜘蛛侠：崭新之日》（7 月 31 日）、《玩具总动员 5》（6 月 19 日）等重磅影片有望引进；（2）国产片发行保持稳健，暑期档、国庆档头部影片储备充足。毛利率维持在 31.0%，较上年提升 3.5 个百分点，主要受益于进口分账片发行费率相对稳定及发行规模效应。
- **2027-2028 年：**预计发行业务收入分别为 24.00 亿元、24.50 亿元，同比增长 1.9%、2.1%，稳健假设主要系因为 2026 年高基数及进口片引进节奏的不确定性，但整体仍将保持稳健增长。毛利率维持在 31%-31.3% 水平。

(3) 放映板块：行业复苏带动景气度回升

放映板块（影院业务）直接受益于观影人次恢复。2025 年放映板块收入 9.26 亿元，毛利率 15.1%。

- **2026-2028 年：**预计放映板块收入分别为 10.60 亿元、11.50 亿元、12.80 亿元，同比增长 14.5%、8.5%、11.3%。增长逻辑：（1）2026 年暑期档、国庆档头部影片供给充足，带动场均人次及上座率提升；（2）公司控股影院 121 家、银幕 914 块，产能利用率逐步恢复；（3）平均票价温和上涨。毛利率分别为 22.0%、21.0%、22.0%，较 2025 年显著改善，主要受益于票房回暖带来的经营杠杆释放。

(4) 科技板块：CINITY 技术壁垒持续巩固

科技板块是公司的战略增长极。2025 年科技板块收入 7.07 亿元，毛利率 25.8%。

- **2026-2028 年：**预计科技板块收入分别为 8.00 亿元、8.80 亿元、9.50 亿元，同比增长 13.1%、10.0%、8.0%。增长驱动力：（1）CINITY 影厅持续扩张，预计 2026 年突破 300 个（含 CLED 影厅 100 个），较当前 248 个显著增加；（2）海外订单拓展，当前海外开业和在建总计 26 个 CINITY 影厅，增长空间广阔；（3）4K/120 帧 CLED 放映系统作为全球首个 DCI 认证产品，技术领先性确立，竞争格局良好。毛利率维持在 32.0%，受益于高端放映设备的高附加值。

(5) 服务板块及其他

- **服务板块：**预计 2026-2028 年收入分别为 2.75 亿元、3.10 亿元、3.50 亿元，同比增长 4.4%、12.7%、12.9%，毛利率维持 32.0%。
- **其他：**预计 2026-2028 年收入分别为 0.44 亿元、0.50 亿元、0.55 亿元，毛利率 50%。

4.2 费用率、净利率假设

我们假设各项费用假设基本保持稳健，净利率修复主要由于超大项目兑现期毛利率上升所致。25年公司整体毛利率14.8%，同比下降5.2个百分点，主要受创作板块毛利率-36.5%拖累。展望2026-2028年，随着行业景气度回升及《流浪地球3》上下部等大体量项目释放，整体毛利率有望显著修复。

表5：费用率和净利率假设（单位：百万元）

项目	2025A	2026E	2027E	2028E
税金及附加	31.00	34.74	44.14	47.35
销售费用	172.05	176.00	220.00	230.00
销售费用率	3.56%	3.29%	3.24%	3.16%
管理费用	507.94	508.00	510.00	512.00
管理费用率	10.51%	9.51%	7.51%	7.03%
研发费用	64.56	65.00	66.00	67.00
研发费用率	1.34%	1.22%	0.97%	0.92%
其他收益	159.50	160.00	160.00	160.00
投资收益	147.00	150.00	150.00	150.00
归母净利润	116.54	428.70	682.06	824.88
归母净利率	2.41%	8.02%	10.05%	11.32%
归母净利增速	-17.03%	267.85%	59.10%	20.94%

资料来源：iFind，浙商证券研究所

4.3 盈利预测及投资建议

基于上述收入、毛利率、费用率假设，我们预计公司 26-28 年营收分别为 53.44 亿元、67.90 亿元、72.85 亿元，归母净利分别为 4.29 亿元、6.82 亿元、8.25 亿元，分别对应同比增长 268%、59%、21%，对应估值为 63x/39x/33x。核心在于：（1）2026 年进口大片带动发行业务收入增长、毛利率修复驱动利润释放；（2）27-28 年《流浪地球 3》带来超过 2 年的跨越式增长。

公司作为电影行业全产业链龙头，具备发行、放映、创作、科技等多板块协同优势。考虑到中国电影 2025-2027E 归母净利润 CAGR 约 141%，显著高于可比公司中值 46%，且 2027 年为创作板块（《流浪地球 3》等重磅项目）大幅放量后的第一年，系公司未来两年投资核心逻辑。因此选取 2027 年作为估值基准年，给予 50 倍 PE（略高于可比公司 2027E 中值 44x，反映高成长性溢价）。

$$\text{目标价} = 2027\text{E EPS} \times 50x = 0.37 \text{ 元} \times 50 = 18.5 \text{ 元}$$

$$\text{目标市值} = 18.5 \text{ 元} \times 18.67 \text{ 亿股} = 345 \text{ 亿元}$$

根据可比公司估值法，我们将光线传媒、华策影视、博纳影业、横店影视、奥飞娱乐、上海电影作为可比公司。选取影视行业可比公司，2027 年 PE 中值约 44x，考虑到公司 2025-2027 年归母净利润 CAGR 约 141%，远高于行业平均水平，给予公司 2027 年 50 倍 PE 估值溢价，对应目标价 18.5 元，对应目标市值为 345 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：可比公司估值表（单位：亿元）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (25A)	归母净利润 (26E)	归母净利润 (27E)	CAGR (25-27E)	P/E (26E)	P/E (27E)
300251.SZ	光线传媒	377.55	16.72	9.30	11.81	-15.96%	40.75	31.98
300133.SZ	华策影视	162.96	1.91	3.51	4.09	46.33%	46.45	39.83
001330.SZ	横店影视	136.61	1.59	3.03	3.56	49.63%	45.19	38.37
603103.SH	博纳影业	123.71	-14.64	1.65	2.28	NM	75.19	48.15
002292.SZ	奥飞娱乐	111.20	0.72	1.36	1.89	62.02%	81.78	59.00
601595.SH	上海电影	94.97	1.13	1.18	1.61	19.36%	80.21	58.95
	中值	130.16	1.36	2.34	2.92	46.33%	60.82	43.99
	平均值	167.83	1.24	3.34	4.21	32.28%	61.60	46.05

资料来源：iFind，浙商证券研究所，数据截至 20260528 收盘后

5 风险提示

- 影片定档与上映节奏不及预期。如果《流浪地球3》下部未能如期在2028年上映，则市场对连续两年弹性的预期会被压缩。
- 票房不及预期。前作成功并不意味着续作一定复制，尤其2026年春节档已显示头部档期也会受供给质量和口碑影响。
- 进口片引进不及预期。虽然2026年北美片单丰富，但能否顺利引进、何时定档、排片是否理想仍有不确定性。
- 创作成本、投资比例、利润确认不确定性风险。我们正文部分对《流浪地球3》上部进行了敏感性分析测算，但创作成本、投资比例、利润确认存在假设不确定性风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	14,280	15,218	17,318	18,014
现金	6,259	7,520	8,980	9,555
交易性金融资产	4,542	4,542	4,542	4,542
应收账款	1,363	1,455	1,811	1,898
其它应收款	89	98	125	134
预付账款	80	78	96	101
存货	1,472	1,353	1,591	1,610
其他	476	173	174	174
非流动资产	4,824	4,244	3,743	3,575
金融资产类	663	663	663	663
长期投资	349	349	349	349
固定资产	1,463	1,346	1,229	1,112
无形资产	674	625	575	524
在建工程	2	2	1	1
其他	1,673	1,260	926	926
资产总计	19,104	19,463	21,061	21,589
流动负债	5,927	6,029	7,194	7,197
短期借款	1,218	1,218	1,218	1,218
应付款项	3,730	3,803	4,653	4,704
预收账款	24	27	121	0
其他	954	982	1,202	1,275
非流动负债	1,643	1,632	1,632	1,632
长期借款	0	0	0	0
其他	1,643	1,632	1,632	1,632
负债合计	7,570	7,661	8,826	8,828
少数股东权益	430	489	582	694
归属母公司股东权	11,104	11,313	11,654	12,066
负债和股东权益	19,104	19,463	21,061	21,589

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,833	5,344	6,790	7,285
营业成本	4,119	4,015	4,913	5,195
营业税金及附加	62	35	44	47
营业费用	172	176	220	230
管理费用	508	508	510	512
研发费用	65	65	66	67
财务费用	(53)	47	41	34
资产减值损失	(82)	(82)	(82)	(82)
公允价值变动损益	48	0	0	0
投资净收益	147	150	150	150
其他经营收益	159	160	160	160
营业利润	211	689	1,187	1,392
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	212	689	1,187	1,392
所得税	81	202	412	454
净利润	132	487	775	937
少数股东损益	15	58	93	112
归属母公司净利润	117	429	682	825
EBITDA	346	1,296	1,730	1,593
EPS (最新摊薄)	0.06	0.23	0.37	0.44

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	5.65%	10.57%	27.06%	7.29%
营业利润	-14.46%	227.44%	72.24%	17.21%
归属母公司净利润	-17.03%	267.85%	59.10%	20.94%
获利能力				
毛利率	14.77%	24.87%	27.65%	28.70%
净利率	2.41%	8.02%	10.05%	11.32%
ROE	1.05%	3.79%	5.85%	6.84%
ROIC	-0.05%	3.73%	5.57%	6.44%

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	206	1,107	1,716	901
净利润	132	487	775	937
折旧摊销	357	559	502	168
财务费用	74	79	79	79
投资损失	(147)	(150)	(150)	(150)
营运资金变动	(304)	4	392	(252)
其它	95	128	119	119
投资活动现金流	(2,088)	473	164	165
资本支出	(193)	14	14	15
长期投资	(2,002)	0	0	0
其他	106	459	150	150
筹资活动现金流	297	(316)	(420)	(491)
短期借款	592	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(295)	(316)	(420)	(491)
现金净增加额	(1,589)	1,261	1,461	575

偿债能力

资产负债率	39.62%	39.36%	41.90%	40.89%
净负债比率	-35.44%	-45.46%	-55.78%	-57.99%
流动比率	2.41	2.52	2.41	2.50
速动比率	2.07	2.26	2.15	2.24

营运能力

总资产周转率	0.25	0.28	0.34	0.34
应收账款周转率	3.77	3.80	4.17	3.94
应付账款周转率	1.12	1.09	1.22	1.14

每股指标(元)

每股收益	0.06	0.23	0.37	0.44
每股经营现金	0.11	0.59	0.92	0.48
每股净资产	5.95	6.06	6.24	6.46

估值比率

P/E	230.69	62.71	39.42	32.59
P/B	2.42	2.38	2.31	2.23
EV/EBITDA	73.11	16.61	11.59	12.23

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>