

IP 全链路变现提速，AI/XR 科技赋能打开第二成长曲线

投资要点

- **投资逻辑：**1) 公司由传统院线龙头升级为“院线基本盘+IP 运营+AI/XR 赋能”复合平台，2023 年并表上影元、2025 年持股升至 70%，增长由对电影大盘的单一依赖切换为“票房现金流+IP 长尾收益”双引擎；2) 上影元已跑通 IP 全链路闭环，2026H1 IP 授权收入 9,972.7 万元、同比+148.9%，高毛利、轻资产、可复制，是估值重塑的关键支点；3) AI/XR 赋能内容提效与“第二放映空间”，叠加“一院一品”再造院线场景，三者协同共振。
- **上影元已初步跑通 IP 全链路闭环，高毛利第二曲线加速兑现。**公司获上影集团与上美影联合授权 60 部作品商业运营权（10 年+优先续约 10 年），形成“上美影 30+动漫 IP+上影集团 30+真人电影 IP”双授权池；2025 年上影元营收 2.8 亿元、净利润 1.1 亿元，同比分别+203.5%、+309.7%，2026H1 IP 授权收入（知识产权转授权及影视片制作）9,972.7 万元、同比+148.9%，知识产权转授权毛利率长期维持 84%-91%。变现端已形成商品及营销授权、文创、联名零售、游戏联动、线下沉浸五类路径，以《浪浪山小妖怪》为例，内地票房 17.19 亿元、衍生品销售 2.5 亿元、终端 GMV 超 25 亿元。
- **AI、XR 系统性嵌入内容创作与线下体验，“第二放映空间”打开长期成长空间。**公司已形成“IP 资源+技术伙伴+产业平台+资本协同”框架：AI 端联合即梦 AI 内测 Seedance 2.5、携手火山引擎打造 AIGC 短片，并与智象未来共建 AIGC 影视联合实验室，纯 AIGC 宣传片从脚本到成片约 15 天、部分项目制作周期缩短近半、成本压缩近七成；XR 端《浪浪山小妖怪：幻境奇旅》布局全国 100+ 场馆、体验人次超 3.6 万，《妖你同行 XR》落地 24 个省市、超 60 家商业综合体，2026 年与歌尔创客合作落地《大闹天宫》XR 沉浸式体验展。
- **“一院一品”推动院线主业非票增长与场景入口再造。**院线由标准化放映终端转向“内容+场景+消费”复合入口：联和院线 2025 年末拥有 849 家加盟影院、5415 块银幕，票房 41.5 亿元、全国第 4、市占率 8.0%，2026H1 市占率同比提升 0.36 个百分点；直营端上海影城 SHO 2026H1 成为全国单影院票房第一，SFC 美罗城影院非票收入占比超 30%。2025 年商品收入 0.8 亿元、同比+26.0%，毛利率约 47.5%，显著高于放映业务，非票成为利润结构优化来源。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.7/1.4/1.9 亿元，对应 PE 为 182/89/68 倍。考虑到公司拥有《大闹天宫》《葫芦兄弟》《中国奇谭》《浪浪山小妖怪》等经典国漫 IP、上影元 IP 商业化加速，以及 AI/XR 科技赋能打开长期成长空间，建议积极关注。
- **风险提示：**行业监管政策变化风险、全国电影票房大盘恢复不及预期风险、IP 内容开发与商业化不及预期风险、非票业务拓展不及预期风险、新业务与产融投资落地不及预期风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	918.34	739.93	930.11	1089.45
增长率	33.02%	-19.43%	25.70%	17.13%
归属母公司净利润(百万元)	112.90	70.60	144.78	187.86
增长率	25.38%	-37.47%	105.08%	29.76%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.16	0.32	0.42
净资产收益率 ROE	7.90%	5.19%	9.69%	11.33%
PE	114	182	89	68
PB	7.63	8.48	7.80	7.12

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：苟宇睿

执业证号：S1250524030001

邮箱：gyr@swsc.com.cn

分析师：潘妍洁

执业证号：S1250525100002

电话：023-65796461

邮箱：panyj@swsc.com.cn

分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：023-67791663

邮箱：liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.48
流通 A 股(亿股)	4.48
52 周内股价区间(元)	15.75-35.78
总市值(亿元)	128.19
总资产(亿元)	29.31
每股净资产(元)	3.73

相关研究

目 录

1 公司概况：发行放映全产业链国资电影龙头，IP 运营打开第二增长曲线	1
1.1 公司发展历程：从东方发行到 A 股国资电影平台，再到“影院+IP”双轮驱动	1
1.2 股权结构：上海市国资委实控，上影集团绝对控股，股权集中稳定	1
1.3 公司业务：院线与影院夯实基本盘，宣发与 IP 商业化抬升盈利质量	2
1.4 基本面：疫情后盈利中枢抬升，2026H1 收入与利润同比回落	4
2 行业分析：票房修复与存量竞争并行，政策推动“影院+”与发行放映升级	6
2.1 行业景气：2025 年大盘修复，2026H1 出现回落，内容与档期主导波动	6
2.2 政策环境：法治框架稳固，消费刺激、差异化发行与技术规范并行	7
3 公司分析：IP 全链路变现、AI/XR 赋能与院线价值重构	8
3.1 上影元 IP 全链路开发：从版权池到高毛利第二曲线	8
3.2 AI+XR 科技赋能：内容提效与“第二放映空间”	10
3.3 院线主业“一院一品”：非票增长与场景入口再造	11
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 相对估值	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司股权情况 (截至 2026/6/30)	2
图 2: 西岸水岸电影节	2
图 3: 联和万物旗舰店	2
图 4: 上海影城 SHO 现场图	3
图 5: 影院活动图	3
图 6: 《浪浪山小妖怪》	4
图 7: 2021-2026H1 营业收入及增速	5
图 8: 2021-2026H1 归母净利润及增速	5
图 9: 2021-2026H1 毛利率及净利率	5
图 10: 2021-2026H1 公司费用率情况	5
图 11: 2024-2025 年电影票房与观影人次情况	6
图 12: 2024-2025 年城市院线净增银幕数和银幕总数	6
图 13: 上影元部分动画 IP	8
图 14: 2023-2026H1 上影元营业收入和净利润	9
图 15: 2023-2026H1 知识产权转授权业务收入及毛利率	9
图 16: 《浪浪山小妖怪: 妖你同行 XR》现场图 1	11
图 17: 《浪浪山小妖怪: 妖你同行 XR》现场图 2	11
图 18: 赛事转播	12
图 19: IP 快闪活动	12
图 20: 《菜肉馄饨》: 公司实践“电影+”生态与城市文化生活融合的创新案例	12

表 目 录

表 1: 2025 年行业政策方向和内容	7
表 2: 上影元股权整合与经营兑现进展	9
表 3: 上影元 IP 全链路主要落地路径	10
表 4: 上海电影 AI 科技合作与应用进展	10
表 5: 分业务收入及毛利率	14
表 6: 可比公司估值	15
附表: 财务预测与估值	16

1 公司概况：发行放映全产业链国资电影龙头，IP 运营打开第二增长曲线

1.1 公司发展历程：从东方发行到 A 股国资电影平台，再到“影院+IP”双轮驱动

上海电影是国内首批登陆 A 股主板的国有电影企业之一。公司背靠上海电影（集团）有限公司，致力于为消费者提供高品质电影娱乐生活方式，主营电影院线、影院经营、电影发行与 IP 运营。公司前身为 1994 年 10 月由上海电影制片厂出资设立的上海东方影视发行有限责任公司，早期以电影发行放映、影视出版发行及影视广告代理等业务起步，是全国较早由制片厂经营的专业影视发行主体。2010 年 12 月，东方发行由上影厂划拨至上影集团；2010 年至 2012 年间，上影集团通过多次无偿划转及协议转让，将下属电影发行、院线及影院资产整合纳入东方发行，并重组上海超极电影世界、杭州影城等，2014 年进一步收购上海华威影城等终端资产，逐步形成“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的完整发行放映产业链。

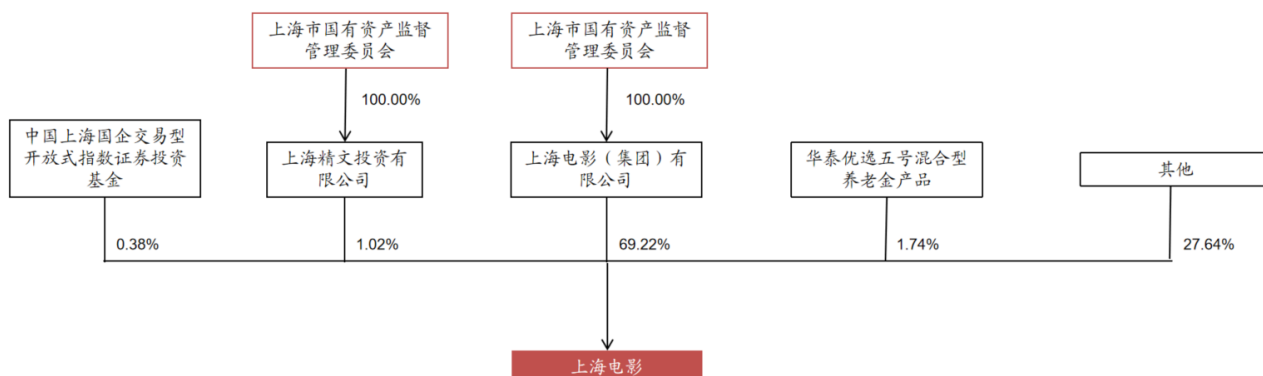
2012 年 7 月 31 日，公司由上影集团与上海精文投资有限公司共同发起，整体变更为上海电影股份有限公司。此后公司继续完善渠道与数字化能力：2013 年 11 月成立自有在线票务平台“天下票仓”，2015 年 6 月与浙江时代电影大世界等联合发起“四海电影发行联盟”。2016 年 8 月 17 日，公司在上海证券交易所主板上市，成为国内首批实现 A 股主板上市的国有电影企业之一，上市后持续深耕发行、联和院线与 SFC 上影影城网络，并发行《盗墓笔记》《攀登者》等代表性项目。

2020 年以来，公司在稳住影院基本盘的同时，向大 IP 开发与数字化转型延伸。上影集团与上海美术电影制片厂共同设立上影元文化科技平台，无偿获得《中国奇谭》《葫芦兄弟》《大闹天宫》《黑猫警长》《天书奇谭》等约 60 个知名影视 IP 运营权；2023 年公司收购上影元 51% 股权，将 IP 全产业链开发并入上市公司；2024-2025 年又以现金分别收购上影集团持有的 14%、上美影持有的 5% 股权，收购对价分别为 4,879.00 万元、1,742.50 万元，交易完成后公司对上影元持股升至 70%、上美影持股 30%，上影集团不再直接持股上影元。由此，公司由传统发行放映主体演进为“电影宣发+院线影院+IP 商业化”协同发展的国资电影产业平台，并积极结合 AI/XR/MLED 等技术探索“文化+科技+消费”生态。

1.2 股权结构：上海市国资委实控，上影集团绝对控股，股权集中稳定

公司实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会，控股股东为上海电影（集团）有限公司，控制权路径清晰、国资属性突出。截至 2026 年 6 月 30 日，公司总股本 4.482 亿股，上影集团直接持股比例约 69.22%，为第一大股东。上影集团是国内历史悠久、产业链较为完整的综合性电影文化集团，覆盖影视创作生产、宣传发行放映及文旅文商等板块，旗下包括上影厂、美影厂、译制厂等重要内容资产，与上市公司在内容供给、IP 授权、影城场景及宣发协同方面具备持续赋能空间。此外，上海精文投资有限公司持股约 1.02%，位列前十大股东前列；其余股东多为养老金、保险资管、指数基金及自然人，单户持股比例均较低，公司整体控制权稳定。

图 1：公司股权情况（截至 2026/6/30）



数据来源：公司公告、wind，西南证券整理

1.3 公司业务：院线与影院夯实基本盘，宣发与 IP 商业化抬升盈利质量

公司主业可概括为电影院线、影院经营、电影发行与 IP 运营（知识产权转授权及影视片相关）四大板块，并探索“影院+”非票业态与科技观影体验。在控股股东上影集团支持下，公司结合 AI/XR/MLED 等前沿技术，发挥电影宣发、院线经营、IP 运营等核心引擎，着力增强盈利能力，打造“文化+科技+消费”生态。

电影院线。院线是连接电影发行与影院放映的业务枢纽，负责加盟影院统一供片，并提供软硬件支持、排片指导、数据分析与管理输出等服务，通过“联和万物”等创新赋能体系突破传统边界。公司下属联和院线是国内成立较早、规模领先的院线之一，加盟影院数量与票房长期位居行业前列。截至 2025 年末，联和院线加盟影院总数为 849 家，银幕总数为 5,415 块，累计实现票房 41.46 亿元（含服务费），位居全国第 4，市占率为 8.00%，累计实现观影人次 9,055.79 万。2026 年上半年，联和院线实现票房 13.76 亿元（含服务费），位列全国第四，票房同比下降 37.82%，但市占率同比提升 0.36 个百分点，显示大盘承压环境下份额韧性仍在。

图 2：西岸水岸电影节



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：联和万物旗舰店



数据来源：公司公告，西南证券整理

影院经营。影院经营以影片放映为核心，同步开展卖品餐饮、衍生品销售及映前、场地广告等业务，并对外输出影院设计咨询、建设与经营管理服务；品牌上以“SFC 上影影城”为主，深耕上海及长三角、辐射全国，强调单银幕产出与坪效。截至 2025 年末，公司共拥有已开业直营影院“SFC 上影影城”52 家，银幕总数 377 块，累计实现票房 5.43 亿元（含服务费），市占率为 1.05%。2026 年上半年直营 SFC 上影影城票房 1.82 亿元（含服务费），同比下降 33.28%，但市占率同比提升 0.12 个百分点；上海影城 SHO 单影院票房表现全国第一，公司推进 CrystalOne 永华·晶曜厅 LED 电影屏、XR 虚拟影厅试点及影元社 HAPPY MALL 等“影院+IP+消费”场景，落实“一院一品、一店一策”。

图 4：上海影城 SHO 现场图



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：影院活动图



数据来源：公司公告，西南证券整理

电影发行。电影发行业务涵盖院线影片营销推广策略制定与实施、排片洽谈、新媒体版权售卖，以及电影投资与宣发等；公司取得宣发权益后，联动院线、宣发合作方及平台渠道落地放映。收入确认上，若公司在交易中属于代理人，通常按与制片、院线及影院分账协议，在扣除制片方应得分账后以净额确认发行收入。依托上影集团制片积淀与内容储备，公司推动分线、分众、分区域差异化发行，并将宣发前移至创作协同与 IP 衍生规划，力求把票房转化为长尾 IP 资产。2025 年《浪浪山小妖怪》自 4 月定档暑期以来，相关话题在微博、抖音等多平台热搜登榜，中国内地票房达 17.19 亿元，问鼎中国影史二维动画票房冠军，传播覆盖超 54 亿人次、总曝光量突破百亿；海外发行方面，该影片相继登陆澳大利亚、新西兰、马来西亚、北美等全球多个国家与地区，连续两周登顶越南票房冠军，跻身华语电影在越南票房前五。通过多渠道、多平台协同，推动“浪浪山”从国内现象级 IP 向全球性文化品牌升级。2026 年上半年，公司推动宣发全链条前置布局，建立分线、分众、分区域差异化发行机制。依托北京总部投入运营，强化内容统筹与资源整合。创新“电影+城市空间”营销模式，围绕重点影片《密档》打造“密档客堂间”石库门沉浸式场景，沉淀本土影片精准营销路径。统筹首部宣纸手绘动画长片《燃比娃》等影片宣发，推进国产动画海外传播。

图 6: 《浪浪山小妖怪》



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

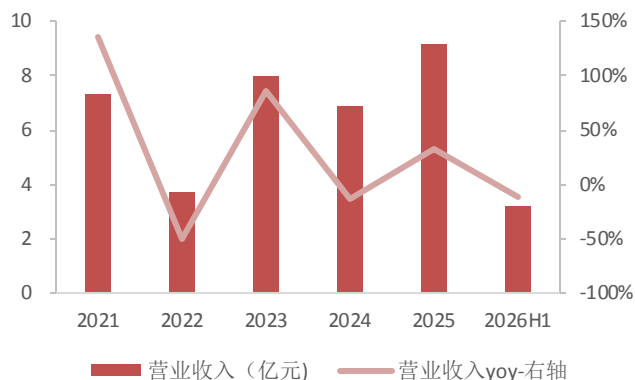
IP 商业化（上影元）。上影元作为 IP 全产业链开发运营平台，业务覆盖 IP 孵化焕新、授权、整合营销、新消费及沉浸式娱乐体验，运营《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《天书奇谭》《中国奇谭》等覆盖全年龄段的经典与新锐 IP，通过衍生品、主题空间、跨界联名等提升综合收益，并与直营影院场景形成闭环。公司持股上影元已提升至 70%，IP 业务对合并报表的贡献与战略权重同步上升。

从收入结构看，电影放映仍是体量最大的基本盘，但高毛利的知识产权转授权、影视作品分账及份额转让等业务抬升了综合盈利质量。2024 年按产品口径，主营业务收入合计约 6.90 亿元，其中电影放映约 4.54 亿元、知识产权转授权约 0.66 亿元、商品约 0.61 亿元、广告服务约 0.42 亿元、其他约 0.47 亿元、电影发行（含版权代理及销售）约 0.20 亿元，综合毛利率约 23.4%，放映毛利率为负、授权与广告毛利率显著偏高。2025 年主营业务收入合计约 9.18 亿元，电影放映约 5.16 亿元（毛利率约 3.4%），影视作品分账及份额转让约 1.69 亿元（毛利率约 78.1%），知识产权转授权约 0.76 亿元（毛利率约 88.6%），商品约 0.77 亿元，电影发行约 0.22 亿元，广告服务约 0.14 亿元，其他约 0.45 亿元，综合毛利率升至约 33.5%。2026 年上半年按行业/产品分部，电影放映及其他收入约 2.01 亿元、知识产权转授权及影视片制作约 1.00 亿元、电影院线约 0.19 亿元、电影发行约 0.13 亿元，分部抵销后合计收入约 3.17 亿元，综合毛利率约 21.4%。整体而言，公司正从“票房单一依赖”的渠道型企业，向“院线影院基本盘+宣发协同+IP 高附加值”的复合文化消费平台演进。

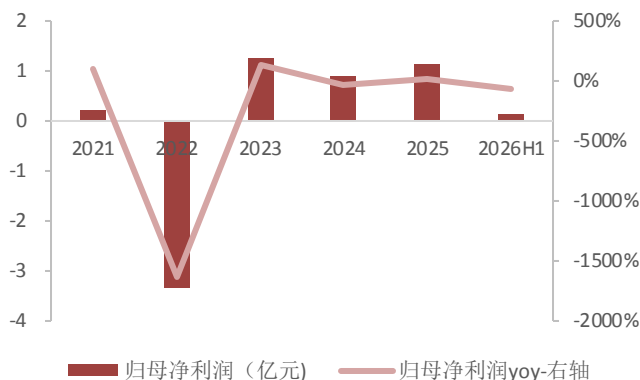
1.4 基本面：疫情后盈利中枢抬升，2026H1 收入与利润同比回落

疫情后收入与利润中枢抬升，2025 年营收与归母净利创阶段高点；2026H1 同比回落。公司营业收入 2021 年为 7.31 亿元（同比+136.4%），2022 年受疫情冲击回落至 3.68 亿元（同比-49.6%），2023 年随影院与发行活动修复反弹至 7.95 亿元（同比+85.1%），2024 年小幅回落至 6.90 亿元（同比-13.2%），2025 年再扩张至 9.18 亿元（同比+33.0%），较 2021 年增长约 25.6%。归母净利润方面，2021 年约 0.22 亿元；2022 年大幅亏损约 3.35

亿元；2023 年扭亏为盈至约 1.27 亿元；2024 年回落至约 0.90 亿元（同比-29.1%）；2025 年回升至约 1.13 亿元（同比+25.4%），形成阶段高点。进入 2026 年上半年，公司实现营业收入约 3.17 亿元，同比-12.4%；归母净利润约 0.15 亿元，同比-71.6%，收入与利润较上年同期均有所回落，主因电影档期与项目确认节奏影响，半年度业绩波动仍较大。

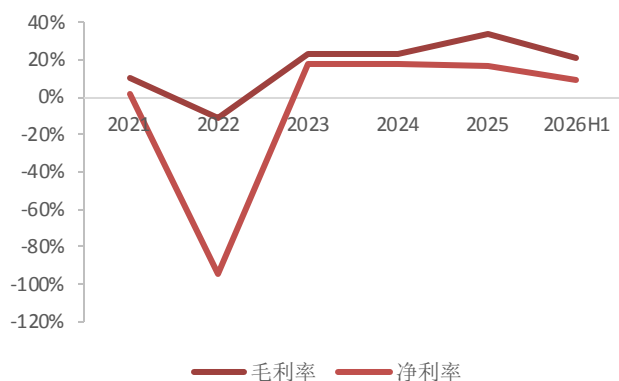
图 7：2021-2026H1 营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

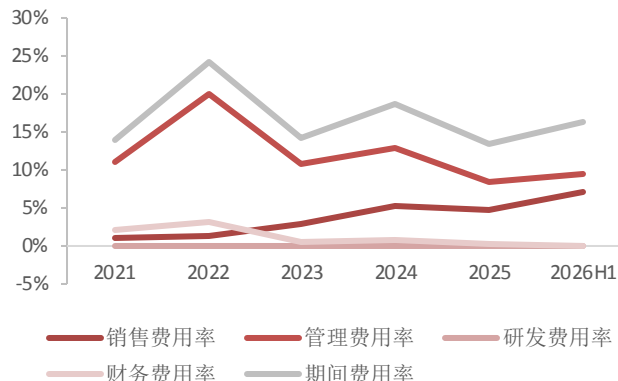
图 8：2021-2026H1 归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

毛利率自 2023 年起中枢抬升，2025 年升至约 33.5%；期间费用率整体可控，销售费用率近年有所抬升。盈利能力方面，综合毛利率 2021-2025 年分别为 10.1%、-10.7%、22.8%、23.4%、33.5%，2022 年因疫情冲击出现负毛利，2023 年起随业务结构与负荷修复回到 20% 以上，2025 年进一步抬升至约 33.5%；2026H1 毛利率约 21.4%，较 2025H1 的约 25.2% 有所回落。净利率 2021-2025 年分别为 1.9%、-94.2%、18.2%、17.5%、16.3%，扭亏后维持双位数水平，2025 年略低于 2023-2024 年；2026H1 净利率约 9.6%。费用率方面，销售费用率 2021-2025 年分别为 1.0%、1.2%、2.9%、5.0%、4.7%，2024-2025 年较早期明显抬升；管理费用率分别为 11.0%、19.8%、10.8%、12.8%、8.3%，2022 年冲高后总体回落，2025 年降至约 8.3%；研发费用率各期均为 0；财务费用率分别为 1.9%、3.0%、0.5%、0.7%、0.2%，呈下行趋势。期间费用率 2021-2025 年分别为 14.0%、24.1%、14.2%、18.5%、13.2%，2025 年回落至约 13.2%；2026H1 销售/管理/财务费用率分别约 7.0%/9.3%/-0.2%，期间费用率约 16.2%，半年度销售费用率高于全年中枢，对净利率形成一定挤压。

图 9：2021-2026H1 毛利率及净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2021-2026H1 公司费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

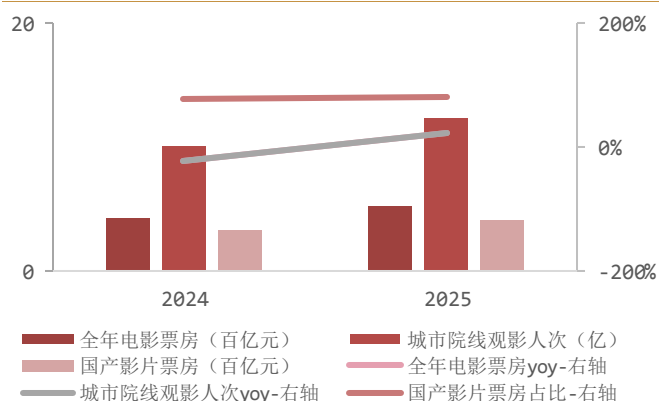
2 行业分析：票房修复与存量竞争并行，政策推动“影院+”与发行放映升级

2.1 行业景气：2025 年大盘修复，2026H1 出现回落，内容与档期主导波动

据国家电影局统计，2024 年全国电影票房 425.02 亿元，国产影片票房 334.39 亿元、占比 78.68%，城市院线观影人次 10.1 亿；全年票房过亿元影片 79 部（国产 55 部）；共生产故事影片 612 部、影片总产量 873 部；城市院线净增银幕 4658 块，银幕总数达 90968 块。银幕规模保持全球领先、票房体量位居世界前列的格局延续，但相较疫后修复高峰年份，2024 年大盘承压，市场对优质内容与重点档期的依赖进一步显性化。

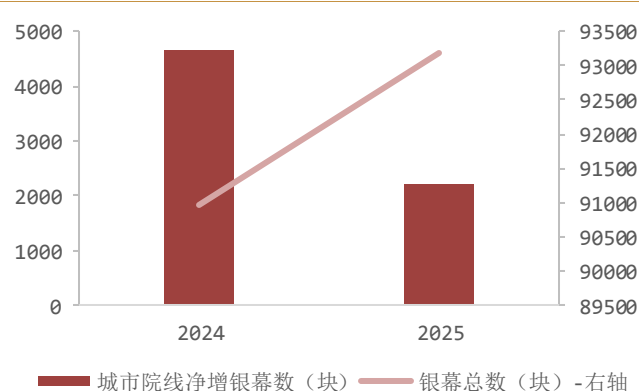
2025 年大盘明显修复。国家电影局数据显示，全年电影票房 518.32 亿元，同比增长 21.95%；城市院线观影人次 12.38 亿，同比增长 22.57%；国产影片票房 412.93 亿元，占比 79.67%；全年城市院线净增银幕 2219 块，银幕总数 93187 块；共生产故事影片 511 部、影片总产量 764 部；票房过亿元影片 51 部（国产 33 部）。银幕净增较 2024 年放缓，终端扩张进入“增量减速、存量提质”阶段，票房增长更多由内容拉动而非单纯铺网驱动。同时，虽然上映影片数量有所减少，但单片效能提升，平均票价约 41.9 元、上座率与场均人次改善，反映惠民措施与口碑内容共振下的观影转化。

图 11：2024-2025 年电影票房与观影人次情况



数据来源：国家电影局，西南证券整理

图 12：2024-2025 年城市院线净增银幕数和银幕总数



数据来源：国家电影局，西南证券整理

2026 年上半年行业景气出现回落。2026 年上半年期间，全国上映电影 200 部，与去年同期 201 部基本持平；全国电影票房 173.56 亿元，较上年同期 292.31 亿元下降 40.62%；观影人次 4.21 亿，同比下降 34.32%；平均票价 41.1 元，同比下降 9.87%；上座率约 4.77%，较去年同期 7.41%下降 2.64 个百分点；场均人次 5.8 人，较去年同期 9 人下降 35.56%。国产电影票房 144.5 亿元、占全国 83.3%，进口影片票房 29.0 亿元、占比 16.7%。2026 年上半期间的春节等重要档期规模收缩是渠道端承压的核心外部变量。

2.2 政策环境：法治框架稳固，消费刺激、差异化发行与技术规范并行

2025 年国家及地方政府延续了通过政策引导推动电影产业高质量发展的思路：一是以虚拟现实电影和 LED 影厅为突破口推动技术迭代与产业升级；二是通过港澳投资开放深化跨境合作；三是通过大规模消费补贴和跨业联动激发市场活力。

表 1：2025 年行业政策方向和内容

政策方向	具体措施
技术创新与产业升级	虚拟现实电影纳入管理扶持范围。 2025 年 3 月 21 日，国家电影局发布《关于促进虚拟现实电影有序发展的通知》，将虚拟现实电影纳入电影管理和扶持范围，明确其可享受现有电影精品、影院放映、新技术新工艺应用推广等资助政策，并优化备案审查程序以提升审批效率。
	LED 影厅发展规范出台。 2025 年 6 月 23 日，国家电影局发布《关于发展和规范数字电影 LED（发光二极管）影厅的通知》，首次将 LED 影厅明确定位为“电影放映技术的重大变革”“中国电影工业提质升级、实现高质量发展，推动实现电影强国目标的重要科技创新”。通知从建设标准、设备认证、验收检测、资金支持等方面作出系统规范，并鼓励制作 LED 影厅专属发行版本。
	专项资金支持先进技术设备。 2025 年 8 月，北京市电影局发布的电影专项资金申报通知中，明确将 LED 屏电影放映系统、高新技术格式电影放映系统、激光光源放映机、沉浸式音频系统等纳入资助范围，体现政策对影院技术升级的实际支持。
跨境合作与产业开放	放开港澳投资电影制作业务。 2025 年 5 月 26 日，国家电影局发布《港澳服务提供者投资电影制作业务管理规定》，允许港澳服务提供者在内地设立独资电影制作公司，业务范围覆盖全类型制作，并首次允许港澳投资公司作为“第一出品单位”提交立项和审查申请。
消费激励与市场活力	跨年惠民消费季延续。 2024 年 12 月推出的“跨年贺岁喜迎新春——全国电影惠民消费季”政策持续发力，覆盖元旦、春节等重要档期，激发岁末年初电影市场消费活力。 “中国电影消费年”启动。 2025 年 4 月，国家电影局联合中央广播电视总台启动“中国电影消费年”，打出促进消费“组合拳”：观影补贴：中国工商银行、中国建设银行、中国银联、猫眼、淘票票等平台预计全年合计投入不少于 10 亿元观影优惠补贴；档期覆盖：持续开展“周末一起看电影”等促销活动，覆盖五一档、暑期档、国庆档等重点档期；跨业联动：联合铁路、民航、国产邮轮“爱达·魔都”号打造“跟着电影游中国”“跟着电影去旅游”主题航班、专列和航次，构建“海陆空”沉浸式光影之旅。

数据来源：公司公告，西南证券整理

2026 年国家及地方政府围绕扩大内需、提振消费、促进产业转型升级的总体思路，出台了一系列支持电影市场复苏与高质量发展的政策措施，着力激发市场活力、推动业态创新、优化产业生态。2 月 12 日，国家电影局、商务部、中央广播电视总台联合启动“电影经济促进年”专项行动，鼓励各地开展各具特色的电影经济促进活动，积极扩大观影消费，以“电影+”进一步释放消费潜力、促进消费升级，赋能经济社会发展。7 月 3 日，国家电影局、国家市场监督管理总局联合印发《关于促进电影院多样化经营繁荣发展电影院文化的通知》，围绕推动电影院业态创新、模式创新、服务创新提出三方面十条举措，旨在在进一步激发电影院经营活力，将电影院打造成为集观影、社交、娱乐、消费于一体的综合性文化体验空间。

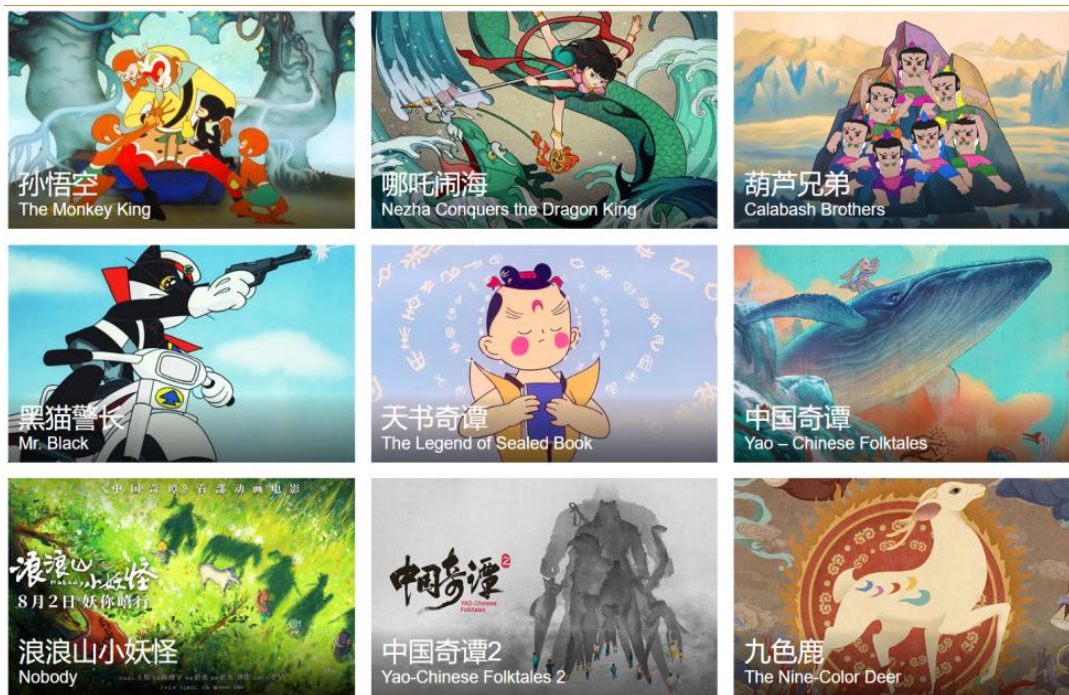
3 公司分析：IP 全链路变现、AI/VR 赋能与院线价值重构

公司已由传统院线龙头升级为“院线基本盘+IP 运营+AI/VR 赋能”的复合平台。2023 年并表上影元、2025 年持股升至 70%，将 60 个经典 IP 与上市平台深度绑定；同步推进即梦 AI、火山引擎、智象未来等科技合作，并以“一院一品”改造直营与联和院线场景。

3.1 上影元 IP 全链路开发：从版权池到高毛利第二曲线

上影元的核心价值，不在“持有多少经典 IP”，而在于已初步跑通“内容焕新—流量聚合—授权变现—场景延展—技术再放大”的全链路闭环。公司增长逻辑正从传统院线对电影大盘的单一依赖，切换为“票房现金流+IP 长尾收益”双引擎；在行业波动仍大的背景下，IP 业务高毛利、轻资产、可复制特征，是估值体系重塑的关键支点。

图 13：上影元部分动画 IP



数据来源：公司官网，西南证券整理

底层资源来自稀缺而成体系的版权池。上影元由上影集团与上美影联合授权 60 部优秀作品商业运营权，授权期 10 年、到期享有优先续约 10 年权利，覆盖《中国奇谭》《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《天书奇谭》《哪吒闹海》及《庐山恋》等动画与真人经典，形成跨年龄、跨题材、跨媒介的 IP 矩阵。资本层面，公司 2023 年 5 月以 6120.24 万元收购上影元 51% 股权，2025 年进一步将持股提升至 70%（上美影持股 30%、上影集团不再直接持股）。

版权池的“厚度”体现在“双授权池”的结构上：上影元的核心内容底盘由上美影 30+ 动漫 IP 与上影集团 30+ 真人电影 IP 两大授权池共同构成，形成动画与影视、经典与真人互补的资产组合。其中，上美影授权池以经典动画为主，既包括《大闹天宫》、《葫芦兄弟》、《黑猫警长》、《哪吒闹海》、《天书奇谭》、《九色鹿》等已具备国民认知的“台柱 IP”，

也覆盖《雪孩子》、《阿凡提的故事》、《宝莲灯》、《舒克和贝塔》、《遭遇大王奇遇记》、《我为歌狂》、《没头脑和不高兴》等可二次开发的储备角色；上影集团授权池则以真人电影资源为主，代表作品包括《三毛从军记》、《庐山恋》、《阿 Q 正传》、《长恨歌》等，并向《巴山夜雨》、《蓝色档案》等经典片库延伸。两大池子在题材、受众与媒介形态上互补，为授权联名、文创开发、影游联动与线下沉浸场景提供了“多点开花”的选择空间。

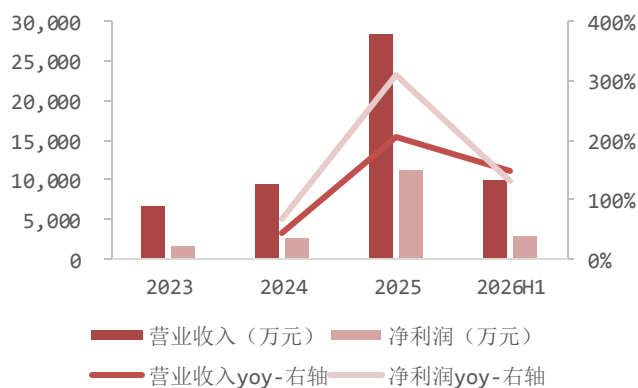
表 2：上影元股权整合与经营兑现进展

时间	事项	关键结果
2022.10	上影元成立，承接上影集团与上美影 IP 运营权	获 60 部作品商业运营权（10 年+优先续约 10 年）
2023.5	上海电影收购上影元 51% 股权并并表	对价 6120.24 万元，整体估值约 1.2 亿元，正式并表
2023	上影元经营加速起量	营收 6576.40 万元，净利润 1658.53 万元
2024	IP 开发继续兑现	营收 9386.52 万元，净利润 2750.20 万元
2025	上海电影完成再收购，持股升至 70%	上美影 30%，上影集团不再直接持股

数据来源：公司公告，西南证券整理

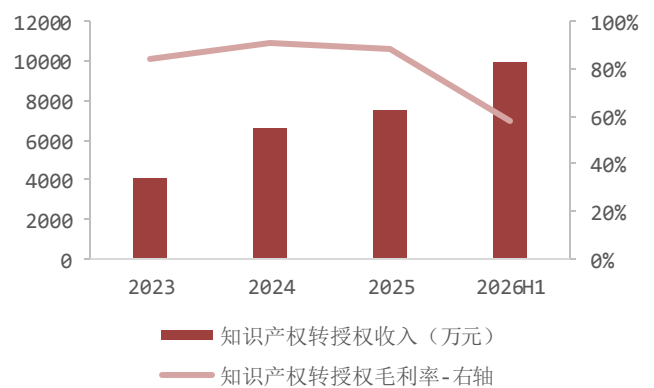
经营兑现已进入加速期。并表后上影元 2023 年营收 6576.40 万元、净利润 1658.53 万元，2024 年营收 9386.52 万元、净利润 2750.20 万元；2025 年收入已达到 28491.7 万元（同比增速 203.5%）、净利润 11267.3 万元（同比增速 309.7%）；2026H1 收入和净利润同比增速分别达到了 148.9% 和 129.5%。公司口径下，知识产权转授权收入 2023/2024/2025 年分别约 4066.7/6618.2/7566.9 万元，毛利率长期维持在 84%-91% 高位；2026H1 IP 授权收入达 9972.7 万元，同比增长 148.9%，毛利 5751.4 万元，同比增长 90.6%，即便毛利率回落至 57.7%，仍显著高于同期放映业务。

图 14：2023-2026H1 上影元营业收入和净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2023-2026H1 知识产权转授权业务收入及毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

增长并非依赖单一爆款，而是“焕新+变现”双轮方法论。内容端以短视频矩阵常态化焕新经典角色，并推进《中国奇谭 2》《小妖怪的夏天》等中长内容开发；商业端已形成商品及营销授权、文创产品、自营及联名零售、游戏联动、线下空间与沉浸体验五类变现路径。2023 年上影元联动光明乳业、百胜中国、京东、星巴克中国、雀巢咖啡、中信出版等行业巨头在衣食住行等领域展开 IP 授权联名合作，全年合作项目全网声量超 67.8 亿；2024 年公司“上影元品”累计开品近 500 款，覆盖潮流玩具、文创礼品、家居百货、商务礼品等多个品类，渠道覆盖天猫、京东、抖音、得物及影院、文旅等线下场景；2025 年上影元业务再次快速发展，以《浪浪山小妖怪》为例，内地票房 17.19 亿元的同时，合作品牌 60+、衍生

及自研文创超 800 款，衍生品销售金额突破 2.5 亿元、终端 GMV 超 25 亿元，验证“内容投资+发行放映+IP 运营”全链路共振。

表 3：上影元 IP 全链路主要落地路径

变现路径	主要内容
商品及营销授权	品牌联名、快消/汽车/咖啡等
文创产品	潮玩、礼品、家居等
自营及联名零售	线上旗舰+线下影院/文旅
游戏联动/授权	主机/手游等内容合作
线下空间与沉浸体验	快闪、展陈、XR

数据来源：公司公告，西南证券整理

综合来看，上影元已具备三层清晰信号：资产端 60 部 IP+长期续约奠定稀缺供给；经营端收入利润连续高增证明商业链条打通；战略端通过焕新、授权、文创、游戏、文旅与 AI 融合构建可复利生态。对上海电影而言，这既是第二增长曲线，也是公司从传统电影股切换为“内容消费 IP 平台”的核心变量。

3.2 AI+XR 科技赋能：内容提效与“第二放映空间”

上海电影第二成长曲线的关键在于已把 AI、XR、MLED 等技术系统性嵌入“内容创作—IP 焕新—线下体验—硬件终端—院线场景升级”全链路。公司已形成“IP 资源+技术伙伴+产业平台+资本协同”的立体框架，科技赋能逐步转化为生产效率、IP 生命周期延长与新消费场景扩容。

AI 合作已逐步走向能力建设。2025 年 3 月公司与字节跳动即梦 AI 达成战略合作，落地“AI 动画创作周”，以《大闹天宫》《宝莲灯》等经典 IP 探索传统动画重构；同年联合即梦 AI、火山引擎发起“未来影像计划”并在釜山电影节 InnoAsia 单元举办 AI 电影国际峰会。2026 年合作深入生产层：联合即梦 AI 内测 Seedance 2.5，并携手火山引擎打造《葫芦兄弟》短片及《童梦护卫队》AIGC 共创；6 月与智象未来战略投资合作并共建 AIGC 影视联合实验室，探索经典 IP 的 AI 改编、AI 短剧/动画及大屏制片标准。即梦偏工具与流量、火山偏模型与算力、智象补工业化 workflow，三者叠加使布局从创意试验走向产业级生产体系。

表 4：上海电影 AI 科技合作与应用进展

时间	合作方/事项	定位	意义
2025.3	即梦 AI 战略合作+AI 动画创作周	工具+流量入口	经典 IP AI 重构与传播
2025	未来影像计划/釜山 InnoAsia 峰会	行业平台组织	从使用者走向组织者
2026	Seedance 2.5 +《葫芦兄弟》短片	生产层验证	角色一致性与动画 workflow
2026.6	智象未来+AIGC 联合实验室	工业化制片	短剧/动画/大屏标准

数据来源：公司公告，西南证券整理

AI 的第一层价值是降本增效与授权转化提速。上影数智承接深圳河套发展署国际版贺岁宣传片，全片纯 AIGC 制作，从脚本到成片约 15 天；生态侧上影昊浦智慧产业社区建成虚拟拍摄棚与影视行业专属算力池，部分项目制作周期较传统模式缩短近半、成本压缩近七成。管理层指出，动画片制作周期过去“动辄以年计算”，AI 显著缩短图文到视频生产节奏，文生图/文生视频亦为授权业务提供展示素材，抬升拓展效率与长尾收益。2025 年公司经典动

画短视频矩阵全网粉丝超 570 万、总播放量 10 亿+, 支撑全年 150+合作项目、IP 总曝光超 182 亿, AI 正在加速焕新与分发飞轮。

XR 打开“第二放映空间”, 把观影延伸为可互动、可复玩的沉浸消费。2025 年公司推出虚拟现实影片《浪浪山小妖怪: 幻境奇旅》, 开创“电影+XR”先例, 布局全国 100+场馆、体验人次超 3.6 万; 后续《浪浪山小妖怪: 妖你同行 XR》落地 24 个省市、超 60 家商业综合体。2026 年上影元与歌尔创客深度合作, 落地《大闹天宫》XR 沉浸式体验展。其战略意义在于: 延长内容消费生命周期、重构影院与商业体引流模式、提高经典 IP 空间化变现能力。硬件与基础设施方面, 京东方与上影集团成立“上影东方”, 16K 超高清内容实验室揭牌; 2026H1 公司完成 CrystalOne 永华·晶曜厅 LED 电影屏投用并推进 XR 虚拟影厅多城试点, 影院空间有望从低频观影场升级为高频线下娱乐综合体的一部分。

图 16: 《浪浪山小妖怪: 妖你同行 XR》现场图 1



数据来源: 澎湃新闻, 西南证券整理

图 17: 《浪浪山小妖怪: 妖你同行 XR》现场图 2



数据来源: 上海证券报·中国证券网, 西南证券整理

3.3 院线主业“一院一品”: 非票增长与场景入口再造

院线主业的核心变化, 不是简单的票房修复, 而是从标准化放映终端转向“内容+场景+消费”复合入口。直营端推行“一院一品、一店一策”, 结合区位、客群、商圈与 IP 资源差异化经营; 院线端把整合营销、衍生零售、委托经营、商业联动等产品线向加盟影院输出, 使非票增长具备体系化复制基础。

渠道基本盘稳固。联和院线 2025 年末拥有 849 家加盟影院、5415 块银幕, 票房 41.46 亿元, 全国第 4、市占率 8.00%; 2026H1 在行业承压下仍实现票房 13.76 亿元、全国第 4, 市占率同比提升 0.36 个百分点。直营端 2025 年票房 5.43 亿元、市占率 1.05%, 上海影城 SHO 票房位列上海第一、全国第二; 2026H1 进一步成为全国单影院票房第一。2025 年影院商品收入 0.77 亿元, 同比+25.98%, 增速快于放映; 2026H1 全国票房同比下滑约 40.6%、公司直营票房同比下滑约 33.3%的情况下, 市占率仍同比提升。作为公司打造的全国首家动漫主题影院, SFC 美罗城影院 2026 年上半年的非票收入占比已超过 30%。

上海影城 SHO 是“一院一品”标杆: 通过影展、首映礼、IP 快闪、音乐会、品牌发布等高密度活动, 把影院升级为城市文化社交节点。2025 年主题活动与社群互动超 200 场, 上海国际电影节期间见面会、首映礼 46 场, 服务影迷超 7 万人。大堂、候场区、主题厅与周边零售成为可被品牌定制、可承接活动的复合商业界面, 收入逐步从“票房抽成”扩展为

“场地运营+品牌联名+活动服务+衍生零售”。2025 年商品收入毛利率约 47.47%，虽因衍生品成本有所回落，仍远好于电影放映业务约 3.41%的毛利率，非票不仅是增量，更是利润结构优化来源。

图 18：赛事转播



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：IP 快闪活动



数据来源：公司公告，西南证券整理

院线正从传统通道升级为赋能平台。2026H1 联和院线落地 SFCine+联和万物旗舰店，搭建常态化 IP 活动矩阵，孵化 SFCsound 厂牌，探索特色放映、声音剧场与互动配音。单店模型上，模式有望拉长停留时间、提升非黄金时段利用率、提高客单价与复购；宣发协同上，《菜肉馄饨》等案例显示可用较低排片撬动区域票房，并将观影流量外溢至本地商业消费。“一院一品”有望将院线从低毛利、强周期、重档期依赖模式，改造成具备消费延展性与抗波动能力的复合场景平台，与 IP、AI 共同构成公司价值重构的第三支柱。

图 20：《菜肉馄饨》：公司实践“电影+”生态与城市文化生活融合的创新案例



数据来源：公司公告，西南证券整理

整体来看，上影元依托经典 IP 资产，打造具备可验证性的高毛利第二增长曲线；AI、XR 技术赋能内容再生产及线下沉浸式体验，成为内容生产效率与消费场景的核心放大器；“一院一品”战略推动院线由传统放映渠道升级为承接 IP 落地、科技应用的流量基础设施。三者协同共振，支撑上海电影由依赖院线行业增速，转向依托 IP 资产+AI 能力获取业绩。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：全国电影票房大盘决定放映业务基本盘，公司联和院线稳居全国第四、直营 SFC 上影影城市占率逆势提升，但 2026H1 全国票房同比-40.62%、公司放映收入 2.01 亿元同比-31.8%，短期承压；随 2027-2028 年内容供给修复与档期影片回暖，放映板块有望回归与大盘同步的温和增长。我们预计 2026-2028 年，电影放映营业收入同比变动率分别为-22.5% / +12.5% / +11.0%，假设毛利率为-2.0% / 3.5% / 4.0%。

假设 2：映前广告合同变更导致 2025 年广告服务收入同比-66.11%，该板块体量已明显收缩、基数较低；随影院上座与屏幕广告位价值企稳，后续有望低速恢复。我们预计 2026-2028 年，广告服务营业收入同比变动率分别为-19.0% / +8.0% / +8.0%，假设毛利率为 88.0% / 88.5% / 89.0%。

假设 3：公司发行片单以主控 / 参投档期影片为主，单片定档与票房波动较大，2026H1 发行业务收入 1,306.91 万元、同比-32.2%、毛利率 47.9%；随《千里·江山图》等储备片单陆续释放，收入有望温和回升，但节奏与毛利率仍受单片表现影响。我们预计 2026-2028 年，电影发行业务收入同比变动率分别为-6.0% / +10.0% / +10.0%，假设毛利率为 60.0% / 65.0% / 67.0%。

假设 4：公司以“电影+IP”重构影院场景营销，卖品与衍生品为非票业务核心，2025 年卖品收入 0.77 亿元、同比+25.98%、毛利率 47.47%；随 IP 衍生品上新与影院场景融合深化、规模效应摊薄采购成本，品类收入延续较高增长、毛利率小幅抬升。我们预计 2026-2028 年，商品营业收入同比变动率分别为-13.5% / +20.0% / +18.0%，假设毛利率为 48.0% / 48.5% / 49.0%。

假设 5：上影元是公司 IP 全产业链运营平台，2026H1 IP 授权收入 9,973 万元、同比+148.9%，新增百事、伊利等头部品牌授权项目 19 个，终端 GMV 约 9.5 亿元，商业化进入放量期；但 2026H1 IP 毛利率 57.7%、同比-17.7pp，反映影视片制作等内容投入加大、业务结构下沉，后续随授权占比回升毛利率稳步修复。我们预计 2026-2028 年，知识产权授权营业收入同比变动率分别为+90.0% / +30.0% / +20.0%，假设毛利率为 59.0% / 61.0% / 63.0%。

假设 6：影视作品分账及份额转让业务收入主要来自自主投主控影片的票房分账与份额转让，2025 年因《浪浪山小妖怪》带动基数偏高；2026 年缺少年度级爆款、收入或出现回落，但随片单储备与优质内容供给恢复（如《千里·江山图》、《斑羚飞渡》等预计将在 2027 年推出），2027-2028 年业绩有望逐步修复。我们预计 2026-2028 年，影视作品分账及份

额转让营业收入同比变动率分别为 -70.0% / +150.0% / +40.0%，假设毛利率为 62.0% / 69.0% / 71.0%。

假设 7：其他业务以影院关联服务、文旅场景及少量多元经营为主，规模小、增速平稳，随影院非票生态扩容小幅增长。我们预计 2026-2028 年，其他营业收入同比变动率分别为 +5.0% / +10.0% / +8.0%，假设毛利率为 50.0% / 52.0% / 54.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
电影放映	收入	516.1	400.0	450.0	499.5
	增速	13.6%	-22.5%	12.5%	11.0%
	毛利率	3.4%	-2.0%	3.5%	4.0%
广告服务	收入	14.2	11.5	12.4	13.4
	增速	-66.1%	-19.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	89.0%	88.0%	88.5%	89.0%
电影发行	收入	21.7	20.4	22.4	24.7
	增速	9.8%	-6.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	70.6%	60.0%	65.0%	67.0%
商品	收入	76.7	66.3	79.6	93.9
	增速	25.9%	-13.5%	20.0%	18.0%
	毛利率	47.5%	48.0%	48.5%	49.0%
知识产权转授权	收入	75.7	143.8	187.0	224.4
	增速	14.4%	90.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	88.6%	59.0%	61.0%	63.0%
影视作品分账及份额转让	收入	169.1	50.7	126.8	177.6
	增速	-17.7%	-70.0%	150.0%	40.0%
	毛利率	78.1%	62.0%	69.0%	71.0%
其他	收入	44.9	47.1	51.9	56.0
	增速	-17.7%	5.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	59.2%	50.0%	52.0%	54.0%
合计	收入	918.3	739.9	930.1	1089.5
	增速	33.0%	-19.4%	25.7%	17.1%
	毛利率	33.5%	25.1%	33.2%	36.0%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

在考虑所处行业与数据可及性的前提下，我们选取了同样处于影视院线及 IP 衍生赛道的光线传媒、儒意电影、中国电影和奥飞娱乐作为可比公司。2026-2028 年，可比公司平均估值为 64/40/35 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 7.4/9.3/10.9 亿元，yoy 为 -19.4%/25.7%/17.1%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.7/1.4/1.9 亿元，对应 PE

为 182/89/68 倍。考虑到公司拥有《大闹天宫》《葫芦兄弟》《中国奇谭》《浪浪山小妖怪》等经典国漫 IP、上影元 IP 商业化加速，以及 AI/XR 科技赋能打开长期成长空间，建议积极关注。

表 6：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002739.SZ	儒意电影	175.49	8.31	0.24	0.38	0.55	0.66	34.63	21.87	15.11	12.59
300251.SZ	光线传媒	346.46	11.81	0.57	0.19	0.34	0.41	20.72	62.16	34.74	28.80
600977.SH	中国电影	267.54	14.33	0.06	0.14	0.30	0.34	238.83	102.36	47.77	42.15
002292.SZ	奥飞娱乐	137.37	9.29	0.05	0.13	0.15	0.17	185.80	71.46	61.93	54.65
平均值								119.99	64.46	39.89	34.55
601595.SH	上海电影	128.19	28.60	0.25	0.16	0.32	0.42	113.54	181.58	88.54	68.23

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 10 月 20 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，上海电影来自西南证券盈利预测

5 风险提示

行业监管政策变化风险、全国电影票房大盘恢复不及预期风险、IP 内容开发与商业化不及预期风险、非票业务拓展不及预期风险、新业务与产融投资落地不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	918.34	739.93	930.11	1089.45	净利润	149.36	90.51	185.61	240.85
营业成本	610.77	553.84	621.64	697.30	折旧与摊销	56.85	43.56	43.56	43.56
营业税金及附加	4.30	3.60	4.63	5.33	财务费用	1.58	1.48	2.79	2.18
销售费用	43.37	48.10	46.51	52.29	资产减值损失	-11.78	4.00	4.00	5.00
管理费用	76.27	63.63	65.11	71.90	经营营运资本变动	293.13	-163.72	-12.78	11.68
财务费用	1.58	1.48	2.79	2.18	其他	61.04	-30.88	0.96	-6.64
资产减值损失	-11.78	-4.00	-4.00	-5.00	经营活动现金流净额	550.19	-55.05	224.14	296.63
投资收益	11.58	15.00	18.00	20.00	资本支出	14.59	70.00	70.00	70.00
公允价值变动损益	-5.28	3.00	4.00	4.00	其他	10.11	106.13	42.63	27.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	24.70	176.13	112.63	97.23
营业利润	199.63	83.29	207.44	279.45	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.11	29.85	24.58	21.61	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	199.53	113.13	232.02	301.06	股权融资	-47.08	0.00	0.00	0.00
所得税	50.16	22.63	46.40	60.21	支付股利	-45.27	-22.58	-14.12	-28.96
净利润	149.36	90.51	185.61	240.85	其他	-88.14	-318.83	-4.79	-2.18
少数股东损益	36.47	19.91	40.83	52.99	筹资活动现金流净额	-180.49	-341.41	-18.91	-31.13
归属母公司股东净利润	112.90	70.60	144.78	187.86	现金流量净额	394.40	-220.33	317.86	362.73
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	844.63	624.29	942.15	1304.88	成长能力				
应收和预付款项	263.21	184.37	236.40	279.33	销售收入增长率	33.02%	-19.43%	25.70%	17.13%
存货	50.05	45.12	50.99	57.54	营业利润增长率	58.85%	-58.28%	149.07%	34.71%
其他流动资产	313.47	225.68	209.91	210.75	净利润增长率	23.77%	-39.40%	105.08%	29.76%
长期股权投资	270.58	270.58	270.58	270.58	EBITDA 增长率	36.07%	-50.28%	97.77%	28.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	202.06	165.68	129.29	92.91	毛利率	33.49%	25.15%	33.17%	36.00%
无形资产和开发支出	53.85	-17.42	-88.68	-159.94	三费率	13.20%	15.30%	12.30%	11.60%
其他非流动资产	1156.60	1145.79	1139.88	1133.97	净利率	16.26%	12.23%	19.96%	22.11%
资产总计	3154.44	2644.09	2890.52	3190.01	ROE	7.90%	5.19%	9.69%	11.33%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.73%	3.42%	6.42%	7.55%
应付和预收款项	294.71	248.34	281.54	320.34	ROIC	6.65%	4.21%	8.80%	10.48%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.10%	17.34%	27.29%	29.85%
其他负债	969.15	652.52	694.26	743.06	营运能力				
负债合计	1263.86	900.87	975.80	1063.40	总资产周转率	0.31	0.26	0.34	0.36
股本	448.20	448.20	448.20	448.20	固定资产周转率	4.39	4.03	6.31	9.82
资本公积	645.70	645.70	645.70	645.70	应收账款周转率	3.08	2.38	3.02	2.91
留存收益	369.83	417.84	548.50	707.41	存货周转率	13.02	10.99	12.22	12.22
归属母公司股东权益	1679.00	1511.74	1642.40	1801.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	243.82%	—	—	—
少数股东权益	211.58	231.49	272.32	325.31	资本结构				
股东权益合计	1890.58	1743.23	1914.72	2126.61	资产负债率	40.07%	34.07%	33.76%	33.34%
负债和股东权益合计	3154.44	2644.09	2890.52	3190.01	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.50	1.75	2.08	2.37
					速动比率	1.45	1.67	2.00	2.30
					股利支付率	40.10%	31.98%	9.75%	15.41%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.16	0.32	0.42
					每股净资产	3.75	3.37	3.66	4.02
					每股经营现金	1.23	-0.12	0.50	0.66
					每股股利	0.10	0.05	0.03	0.06
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	258.06	128.32	253.79	325.18					
PE	113.54	181.58	88.54	68.23					
PB	7.63	8.48	7.80	7.12					
PS	13.96	17.32	13.78	11.77					
EV/EBITDA	42.10	85.00	41.80	31.51					
股息率	0.35%	0.18%	0.11%	0.23%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周珏	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn