



Research and  
Development Center

# “IP+AI” 新战略开拓成长空间

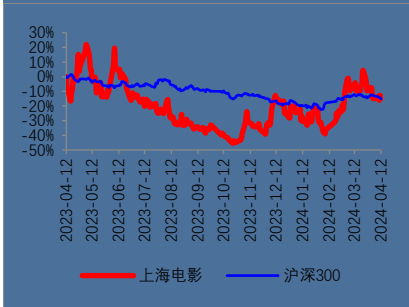
— 上海电影（601595.SH）深度报告

2024年4月22日

传媒互联网及海外行业分析师 冯翠婷

S1500522010001

fengcuiting@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**上海电影 (601595. SH)**
**投资评级 买入**
**上次评级**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	26.02
52周内股价	17.44-42.33
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅	-9.0%
(%)	
总股本(亿股)	4.48
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	116.6

资料来源: 聚源, 信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编: 100031

# 上海电影 (601595. SH): “IP+AI” 新战略开拓成长空间

2024 年 4 月 22 日

**报告内容摘要:**

◆**背靠上影集团, 资源导入丰富, 电影发行与放映全产业链布局, 协同效应较优。**上海国资委为公司实际控制人, 股权结构稳定, 上影集团在影视储备、人才培养、IP 资源协同上优势明显, 集团内部资源高效利用, 给上市公司上海电影注入成长活力。董事长王健儿历任杭州市委对外宣传办公室主任、华数传媒董事长等资历深厚。同时, 国务院国资委 2024 年重点部署强调以“六个着力”推进国资央企改革发展, 起到现代化创新、推动国企高质量发展的作用。上海电影主业布局电影发行、放映等业务, 影院区位优势明显, 公司下属上海联和院线票房长期位列排行前三名, 市占率稳定在 8% 上下, 直营影院一二线城市核心点位部署较多, SFC 上影影城在华东区域优势明显, 有望跟随电影市场协同复苏。

◆**iNEW 新战略发布, 以“iPAi 星球计划”为抓手, 结合 AI 主攻 IP 内容焕新和 IP 商业化, 打造 AI+IP 在影视行业的全新重点战略布局。**截至 2023 年, 上影 IP 授权商品 GMV 总量已超 10 亿元。未来三年, 上影力争实现 IP 合作产品涉足 5 大领域、30 个行业、500 个以上品牌, 落地全国 30 个省份, 合作商品 GMV 超百亿元目标。线下以影院为基本盘打造内容、电商供应链和文旅基地, 线上以打造会员电商平台作为流量入口, 推动 IP 在多行业商业化扩张。上美影 (AI+动画)、上译厂 (AI+有声)、上海电影技术厂 (AI+影视基地)、上海影视乐园 (VR、AR+文旅实景)、上美设计公司 (AI 数字展陈+IP)。继 Sora 掀起影视行业震荡以来, 上海电影迅速响应 AI 浪潮, 启动“全球 AI 电影马拉松大赛”, 迭代 AI 技术和人才储备。

◆**IP 业务: 目前以游戏授权+商品授权为主, 成长空间较大。**2023 年 5 月完成上影元文化 51% 的股权收购, 并给予其授权 IP 对于“消费”和“电影+”以及虚拟现实等新业态的探索。游戏 IP 授权模式可分为: 1) 预付固定版金+版权收益流水分成; 2) 固定版金; 3) 纯版权收益流水分成。2023 年公司授权游戏类品牌 24 个, 合作网易、腾讯、巨人、鹰角等知名游戏大厂, 原生游戏《葫芦娃大作战》以经典动画为基础, 融合创新玩法, 在微信小游戏畅销榜排名位列前三十。同时联动了《三国吧兄弟》《塔防精灵》《途游捕鱼》等游戏。基于固定版金+流水分成模式假设, 行业流水分成平均比例在 5%-10% 之间, 我们推测单一授权小游戏公司收入可达到 1500 万元, 后续更多游戏授权及分成比例上升有望持续提供业绩弹性。

◆**盈利预测与投资评级:**在影院放映与发行业务方面, 上海电影主业收入有望跟随电影市场稳步复苏增长, 线下影城票房市占率稳中向上, 点位区域优势显著, 广告和卖品业务同样有望跟随观影人次的提升和广告主预算的恢复而逐步增长。IP 授权作为公司第二成长曲线, 2023 年已成功验证在游戏品类、商品联名方面成功的可能性, IP 授权市场空间广阔, 有望给公司带来收入上的另一增长。同时, 《小妖怪的夏天》和《中国奇谭》2 的上映也有望给公司 IP 带来关注度和收入。我们预计, 公司 2023-2025 年营收分别为 7.91/11.03/14.11 亿元, 同比增长 114.7%/39.4%/27.9%; 归母净利润为 1.24/2.47/3.48 亿元, 同比扭亏为盈/98.8%/41.3%。截至 2024 年 4 月 19 日, 上海电影 24-25 年对应 PE 分别为 47.32、33.5 倍。根据上海电影所分业务不同, 我们选取上海电影在影视院线端估值对标万达电影、横店影视, 在 IP 估值端对标中文在线、奥飞娱乐, 其 2024 年预测 PE 平均值分别为 24.28 倍、69.31 倍。

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

由于上海电影在 IP 端的优势，我们给予上海电影综合 55 倍 PE 估值水平，对应 2024、2025 年目标价分别为 30.24、42.72 元。我们认为上海电影由于其院线优势地位以及优质 IP 内容授权空间、全面布局 AI+影视等，有望给公司带来更高的成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**电影市场票房不及预期风险、IP 授权变现不及预期风险。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	731	368	791	1,103	1,411
增长率 YoY %	136.4%	-49.6%	114.7%	39.4%	27.9%
归属母公司净利润 (百万元)	22	-335	124	246	348
增长率 YoY%	105.1%	-1630.7%	137.0%	98.8%	41.3%
毛利率%	10.1%	-10.7%	25.0%	27.0%	30.0%
净资产收益率 ROE%	1.1%	-21.3%	9.1%	15.3%	17.7%
EPS(摊薄)(元)	0.05	-0.75	0.28	0.55	0.78
市盈率 P/E(倍)	533.21	—	94.07	47.32	33.50
市净率 P/B(倍)	6.04	7.41	8.53	7.22	5.94

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 04 月 19 日收盘价

## 目录

一、上海电影：全产业链入局电影行业，布局“IP+AI”业务	6
（一）历史沿革：打造电影发行全产业链，探索“影院+”业态	7
（二）股权与管理层：上海电影为国资控股，股权结构稳定，集团资源注入	10
（三）经营业绩：电影发行与放映为公司主业，盈利能力逐渐修复	12
二、电影市场概况：优质影片带来总票房回暖	16
（一）中国电影产业链：由上而下的产业链，由下而上的分账模式	16
（二）中国电影行业：从稳定增长到疫后恢复	18
（三）上海电影：上海区域电影龙头，享受一线城市运营红利	23
三、大 IP 开发战略：IP 授权带来新的市场空间	28
（一）上海电影：IP+授权开启新业务	28
（二）品牌授权行业：国内逐渐发展，授权零售仍为 IP 主要变现方式	33
四、盈利预测与估值	36
五、风险因素	38

## 表目录

表 1：公司董事长及高管概况，团队来自政治、法律、传媒、金融、会计等领域	11
表 2：2019-2024 年电影春节档票房数据	21
表 3：2024 年电影上映清单	22
表 4：上影元文化 IP 持有情况	28
表 5：上影元 IP 授权梳理	29
表 6：授权 IP+游戏的流水测算	35
表 7：公司收入拆分预测	37
表 8：同行业公司估值比较（截至 2024 年 4 月 12 日）	38

## 图目录

图 1：上海电影历史沿革	7
图 2：上影院线 23 年上映的部分影片	8
图 3：上海电影 2023 上半年发行的三部影片	9
图 4：上影 IP 与京东推出的大电影《小妖怪的夏天》	9
图 5：上海电影股权结构	10
图 6：上影元文化持有的部分 IP	10
图 7：上海电影主要参股控股公司情况	11
图 8：2018-2023 年公司营业收入及同比情况	12
图 9：2021Q1-2023Q4 公司营业收入（亿元）及环比增速情况	12
图 10：2018-2022 年公司主营业务收入构成	13
图 12：2018-2022 年公司分业务毛利率情况	13
图 13：2018-2022 年公司主营业务成本构成	14
图 14：2018-2023Q4 公司归母净利润（亿元）	14
图 15：2021Q1-2023Q3 公司毛利率变化	15
图 16：2021Q1-2023Q3 公司三大费用率情况	15
图 17：中国电影产业链概况	16
图 18：中国电影发行模式	16
图 19：中国电影分账模式	17
图 20：上海电影在产业链中位置	17
图 21：2012-2022 年中国电影票房收入及观影人次	18
图 22：2012-2022 年全国银幕数量及新增银幕数量（块）	18
图 23：2012-2022 年中国电影产量（部）情况	19
图 24：2012-2022 年中国各品类电影产量（部）情况	19
图 25：2012-2022 年中国各品类电影占比情况	19
图 26：2023 年 1-12 月中国电影票房（亿元）及同比增长率	20
图 27：2024 年元旦档票房创 2017 年来新高（单位：亿元）	20
图 28：2019-2024 年春节档票房（亿元）及同比增速	21
图 29：2019-2024 年清明档票房（亿元）及同比增速	22
图 30：上海电影 2019-2023 年直营影院收入及市占率情况（2023 年数据含服务费）	24
图 31：上海电影 2019-2023 年直营影院营业家数及银幕数	24
图 32：上海电影 2019-2023 年联合院线收入及市占率情况（2023 年含服务费）	24
图 33：上海电影 2019-2023 年院线加盟影院家数及银幕数	25
图 34：上海联和电影院线票房于全国票房占比变化	25
图 35：中国分城市票房收入（亿元）	26

图 36: 中国分城市票房收入占比 .....	26
图 37: 中国分城市影院数(家) .....	26
图 38: 第 25 届上海国际电影节开幕 .....	27
图 39: SHO 国际新媒体艺术节 .....	27
图 40: 上影元 IP+京东 .....	30
图 41: 上影元 IP+文创 .....	30
图 42: 上影元 IP+演出艺术 .....	31
图 43: 上影 IP+游戏 .....	31
图 44: 上影元葫芦兄弟 IP 授权微信小游戏《塔防精灵》 .....	32
图 45: 上影元 IP+城市 .....	32
图 46: 上影“iPAi 星球计划” .....	33
图 47: 中国授权商品销售额及同比情况 .....	34
图 48: 中国品牌授权行业 IP 类型分布 .....	34
图 49: 中国品牌授权行业 IP 地域分布 .....	35
图 50: 《大闹天宫》与星巴克联名、莫里斯安携手上影元五大 IP .....	36

## 投资聚焦

**影视院线业务：**2023 年电影市场开启复苏态势，23 年暑期档、24 年元旦档、春节档、清明档期票房均创历史新高，优质国产影片供给充足，进口影片票房回暖，带动观影需求较为旺盛。上海电影影院区位优势明显，公司下属上海联和院线票房长期位列排行前三名，市占率稳定在 8% 上下，直营影院一二线城市核心点位部署较多，SFC 上影影城在华东区域优势明显，有望跟随电影市场协同复苏。

**IP 授权业务：**上影元文化成立于 2022 年 10 月，上影元文化拥有其发起股东方的 60 部作品的著作财产权及许可商标的商标专用权授权许可，其包含上影集团和美影厂各 30 部独占许可和非独占许可作。2023 年，上海电影在“影院+”和“IP+”上做出了新的探索，其对“大 IP 开发”市场主体上影元完成 51% 的股权收购。IP 授权作为公司第二成长曲线，2023 年已成功验证在游戏品类、商品联名方面成功的可能性，IP 授权市场空间广阔，有望给公司带来收入上的另一级别增长，2023-2025 年 IP 业务收入 CAGR 复合增速有望超过 150%。同时，《小妖怪的夏天》和《中国奇谭》2 的上映也有望给公司 IP 带来关注度和收入。

**AI+影视：**iNEW 新战略发布，以“iPAi 星球计划”为抓手，结合 AI 主攻 IP 内容焕新和 IP 商业化，打造 AI+IP 在影视行业的全新重点战略布局。重点布局：上美影（AI+动画）、上译厂（AI+有声）、上海电影技术厂（AI+影视基地）、上海影视乐园（VR、AR+文旅实景）、上美设计公司（AI 数字展陈+IP）。同时，公司积极推动全球方位内的 AI+影视探索，启动“全球 AI 电影马拉松大赛”，10 万美金奖金池助力 IP 二创，在全球范围内发掘和寻找优质 AI 影视创投项目，赋能公司业务发展。

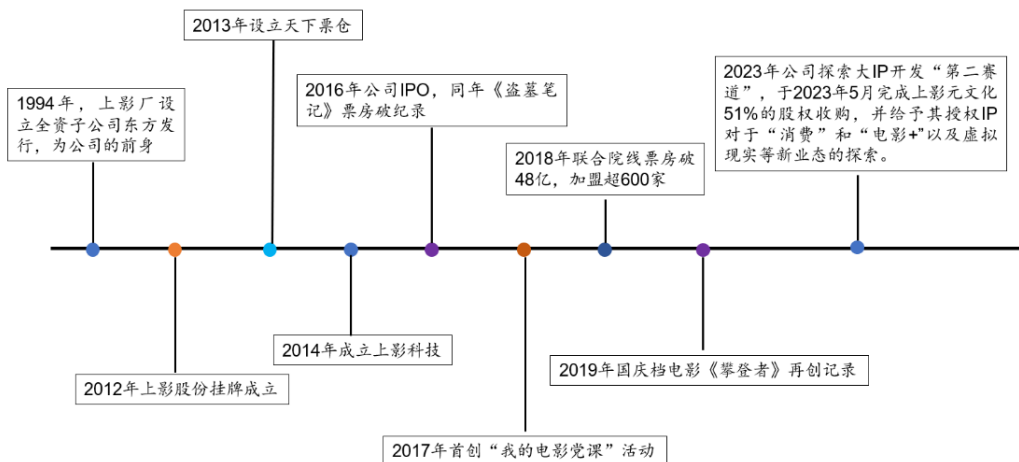
## 一、上海电影：全产业链入局电影行业，布局“IP+AI”业务

### （一）历史沿革：打造电影发行全产业链，探索“影院+”业态

上海电影基于自身“专业化发行公司+综合型院线+高端影院经营”的电影主营业务，积极探索大IP开发业务。上海电影股份有限公司（以下或称上海电影、上影股份）成立于2012年，前身为上海东方影视发行有限责任公司（下称东方发行），是国内早期领先的专业化电影发行公司。同时自2023年起，在电影主营业务的“第一赛道”外，公司开始立足IP+AIGC业态，探索大IP开发的“第二赛道”。自成立以来，上海电影也经历了多次的资产重组过程，纵观上海电影的历史沿革，可以分为三个阶段：

- 1) **资产重组阶段：**1994年，上海电影的前身东方发行作为上影厂的全资子公司被设立，负责电影发行放映、影视出版发行等业务。2010年，上海电影制片厂将东方发行的100%股权无偿转让给上影集团。2012年，上影集团与精文投资共同给东方发行增资，同年7月东方发行变更为股份有限公司，改制为上海电影股份有限公司。2013年，公司成立“天下票仓”平台来经营影院网络代理售票，观众可以登录天下票仓来订票。次年，公司成立上影影视科技发展有限公司（下称上影科技）来进行影像科技等技术开发、转让、咨询和技术服务。
- 2) **业绩发展阶段：**2016年，上海电影在A股主板IPO上市，同年公司发行的《盗墓笔记》票房突破10亿元，上海影城东方巨幕厅在《比利·林恩的中场战事》4K/3D/120帧版本放映期间单月单厅实现票房2101.9万元，创造当时的记录。次年，公司精心策划“2017我的电影党课”系列活动，弘扬社会主义核心价值观，实现经济和社会效益的双丰收，并在2018年继续承办“2018我的电影党课”系列活动并获得更好反馈。2018年联合院线实现票房48.54亿元，市场占有率8%，排名全国第三。2019年公司发行的国庆档献礼片《攀登者》也是斩获近11亿元票房。2020年，在新冠疫情的影响下，公司停业近180天，但在联合院线票房上仍有14.08亿元，占有市场7.57%，位居全国第三。
- 3) **新业态探索阶段：**2023年以来，上海电影在自身的电影发行、放映主营业务外，也在积极探索“影院+”的新业态。2023年公司“影院+”战略规划落地，通过“电影+IP+周边+商圈”的形式对“看电影”这一消费行为赋予新的体验，截至2023年6月30日，公司影院也举办了超过50余场诸如电影派对、IP衍生、首映礼、购物街等活动。此外，在IP业务方面，公司于2023年5月完成上影元文化51%的股权收购纳入公司报表范畴，并给予其授权IP对于“消费”和“电影+”以及虚拟现实等新业态的探索。

图 1：上海电影历史沿革

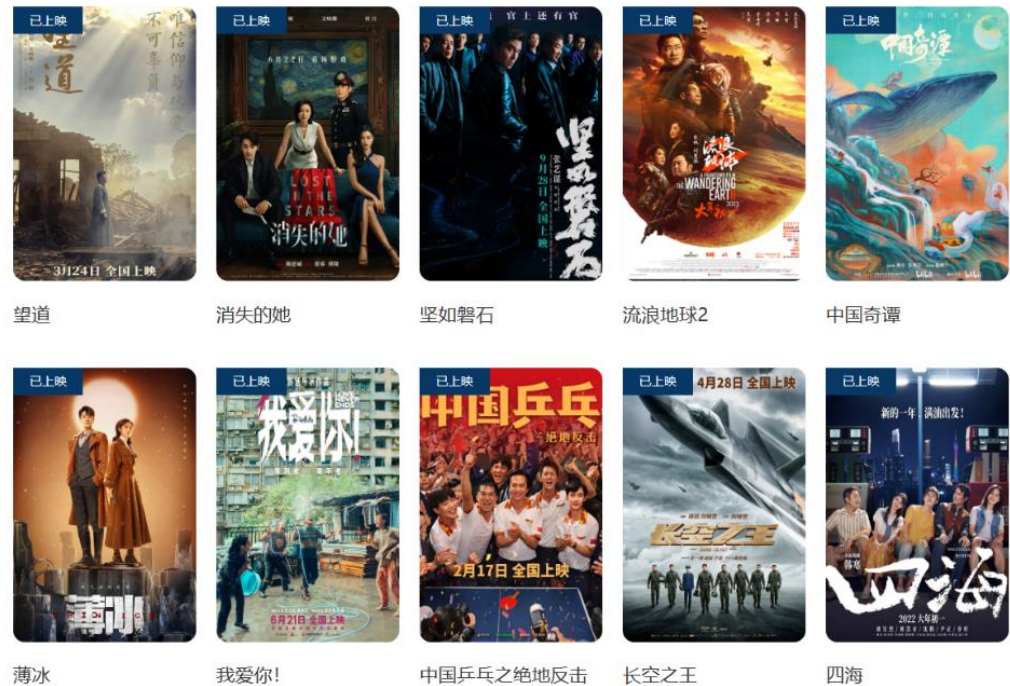


资料来源：公司官网、公司公告，信达证券研发中心

历经十余年，上海电影目前已有四大业务：**电影院线业务、影院经营业务、电影发行业务和大 IP 开发业务。**

电影院线业务为电影发行及影院放映之间的桥梁，主要负责对加入院线的影院进行统一供片并提供硬件设施及其软件服务的支持，借此提升影院的经营水平。在此业务中，在取得分账票房后院线会和影院、发行方和制片方进行分账。根据公司的经营业绩报告，截至 2023 年底，上影已开业直营影院“SFC 上影影城”51 家，银幕总数为 375 块，联和院线旗下加盟影院总数为 796 家，银幕总数为 5,101 块。

图 2：2023 年上影参与出品的影片



资料来源：上影集团官网，信达证券研发中心

影院经营业务即主要为观众提供影片放映业务并从事餐饮、卖品、衍生品等电影增值服务，以及映前广告、影院广告等广告经营业务。在上海电影的财务报表中，这一方面的业务由电影放映收入、卖品收入以及广告服务收入体现。同时，公司直营影院也超过 50 家，并在 2023 年开始探索“影院+”规划，拓宽电影之外的消费行为。上海影城打造“SHO 未来·路演秀场”，周期性组织 SHO·路演秀等活动，提供上海电影的产业应用场景。

电影发行业务主要为院线影片的营销推广策略、院线排片工作洽谈、版权售卖以及网络电影的投资宣发等工作。电影发行公司从电影制作公司中获得电影宣传发行权，再与院线公司、宣传公司等合作在合作影院以及平台渠道进行放映。此业务在上海电影的财务报表中以电影发行收入一栏体现。公司在 2023 上半年度参与发行了《中国乒乓与绝地反击》《敦煌女儿》《望道》三部电影，总计票房 1.77 亿，占同期票房总额的 1.8%。

图 3：上海电影 2023 上半年发行的三部影片



《敦煌女儿》海报

《望道》海报

《中国乒乓之绝地反击》海报

资料来源：上影集团官网，信达证券研发中心

大 IP 开发业务主要依赖于公司的 IP 全产业链开发运营平台——上影元文化，公司的业务板块涵盖 IP 版权、整合营销、新消费以及沉浸式娱乐体验等。此方面业务在公司的财务报表中合并并在电影发行收入一栏。2023 年 5 月公司收购上影元文化，以此为基础开始授权 IP 的开发。公司 IP 的授权分为三个方面：商品化授权，如与麦当劳等企业进行联动；游戏联动，如公司与网易《蛋仔派对》等游戏展开联动合作；营销授权，如与京东平台以《小妖怪的夏天》IP 推出京东大电影、衍生品等服务。

图 4：上影 IP 与京东推出的大电影《小妖怪的夏天》

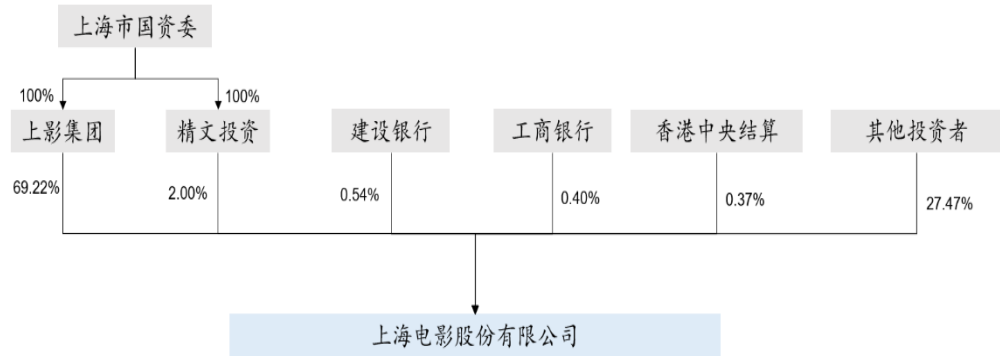


资料来源：鲸梦 whaledream，信达证券研发中心

## （二）股权与管理层：上海电影为国资控股，股权结构稳定，集团资源注入

截至 2023 年 9 月 30 日，上海电影的第一大股东和第二大股东为上影集团（69.22%股权）和精文投资（2.00%），此二家公司均为上海国资委 100% 控股。上海国资委为公司的控股股东、实际控制人，自 2021 年以来，上影集团便未曾对 69.22% 的股权进行任何变动，上海电影的股权结构稳定。

图 5：上海电影股权结构

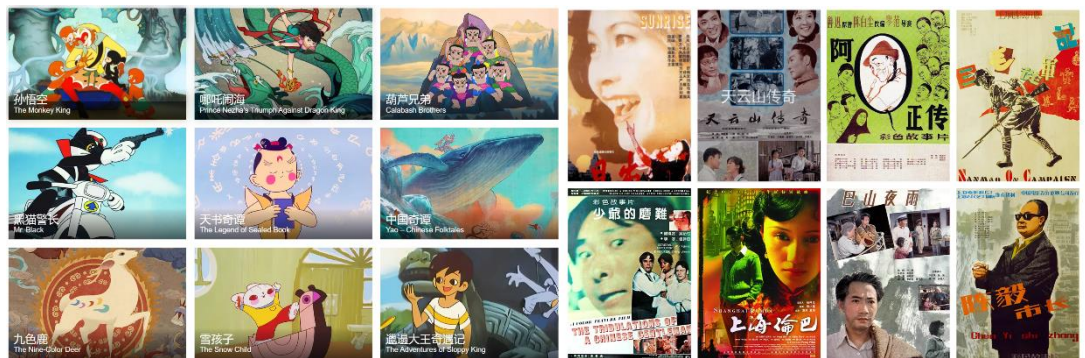


资料来源：iFind，信达证券研发中心

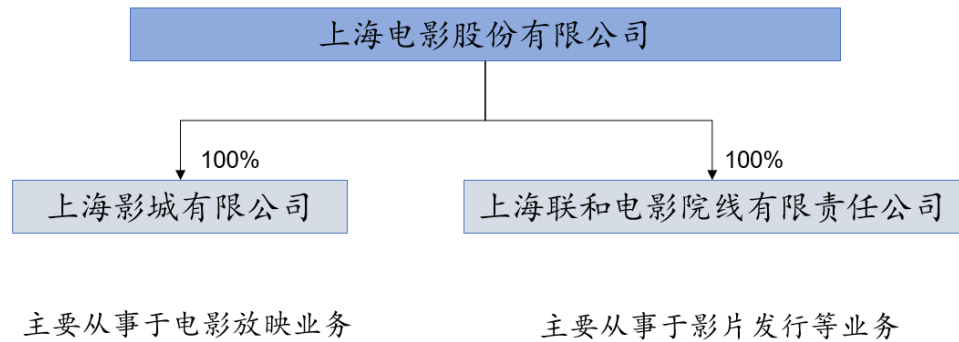
上海电影主要控股参股公司为上海影城有限公司与上海联和电影院线有限责任公司，两家公司均为上海电影 100% 控股，分别从事于电影放映与影片发行等业务。截至 2023 年 6 月 30 日，公司旗下控股公司有 75 家，与 2022 年年报发生变化的即为上海电影在 2023 年 5 月出资收购了上影元(上海)文化科技发展有限公司 51% 的股权，授权其 60 部 IP 来挖掘 IP 潜力，提升价值与知名度，探索新消费与新场景，推动 IP 的数字化发展。

上影元文化也是上影集团“大 IP 开发”战略中的 IP 全产业链开发运营平台，着重打造 IP 全产业链的开发运营，深度发掘发扬有着动画“中国学派”基因 IP 的美学风格及人文价值，在新时代语境和多业务形态来焕新 IP 活力之外积极探索在新生代下的爆款 IP 内容。截至 2023H1，上影元文化运营众多的动画 IP 及真人影视版权，包括 2023 年开年火热的《中国奇谭》及《大闹天宫》《葫芦兄弟》等经典动画作品和《日出》《阿 Q 正传》等影视作品，覆盖全年龄段的人群，我们认为在未来“数字化”“新消费”“大文旅”等 IP 应用场景有着较大的融合潜力。

图 6：上影元文化持有的部分 IP



资料来源：上影元文化，信达证券研发中心

**图 7：上海电影主要参股控股公司情况**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司现有董事会 9 人，高管 4 人。公司管理层来自政治、法律、传媒、金融、会计、编导等界，团队履历丰富，经验充足。

**表 1：公司董事长及高管概况，团队来自政治、法律、传媒、金融、会计等领域**

姓名	性别	职务	个人简历
王健儿	男	董事长、董事	52 岁，香港理工大学工商管理学硕士。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，华数数字电视传媒集团有限公司暨华数传媒股份有限公司（000156）党委书记、董事长。2018 年 1 月至 2019 年 10 月任上海电影（集团）有限公司党委副书记、总裁。自 2019 年 10 月起任上海电影（集团）有限公司党委书记、董事长。自 2020 年 5 月起任上海电影股份有限公司董事长。
王隽	女	副董事长、董事	49 岁伦敦城市大学国际传媒与发展硕士。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，上海文化广播影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 月起任上海电影（集团）有限公司党委副书记、总裁。自 2021 年 9 月起任上海电影股份有限公司副董事长。
戴运	男	董事/总经理	41 岁，英国牛津布鲁克斯大学理学硕士。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，历任上海电影股份有限公司战略发展部总监、公司副总经理、兼任上海电影股份有限公司董事会秘书。自 2018 年 7 月起任上海电影股份有限公司董事，自 2021 年 9 月起任上海电影股份有限公司总经理。
李早	女	董事/副总经理	39 岁，南京师范大学影视编导专业本科学历。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责任公司副总经理，苏州舞之动画股份有限公司创投部总经理、制片人。2018 年 8 月至 2020 年 9 月任上海美术电影制片厂有限公司总经理（厂长）助理、市场营销部主任；2020 年 9 月至 2022 年 7 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 月起任上海电影股份有限公司副总经理，自 2023 年 6 月起任上影元（上海）文化科技发展有限公司总经理。
杨莹	女	董事	39 岁清华大学法学院法学硕士。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。自 2019 年 9 月起任上海精文投资有限公司法律事务部主任。
赵国平	男	财务总监	44 岁，本科学历，硕士学位，中国注册会计师（CICPA）、高级会计师、英国特许管理会计师（CIMA）、全球特许管理会计师（CGMA）。曾任上海铁路局桃浦站会计、财务负责人，上海铁路局北郎站财务部副部长，静安区建设和交通委员会财务科副科长，上海开开（集团）有限公司计划财务部副经理、审计监察部经理、计划财务部经理（兼任投资管理部经理），上海开开实业股份有限公司副总经理，上海奔曜科技有限公司财务总监。

刘林 男 董事 36岁，上海财经大学工商管理硕士学历。2012年8月至2017年7月任申银万国投资有限公司高级投资经理，2017年7月至2021年6月任浙江华策影视股份有限公司战略投资中心投资总监，2021年6月至今任上影互娱（上海）策划咨询有限公司总经理助理，2022年8月至今任上海电影股份有限公司战略投资部总经理。

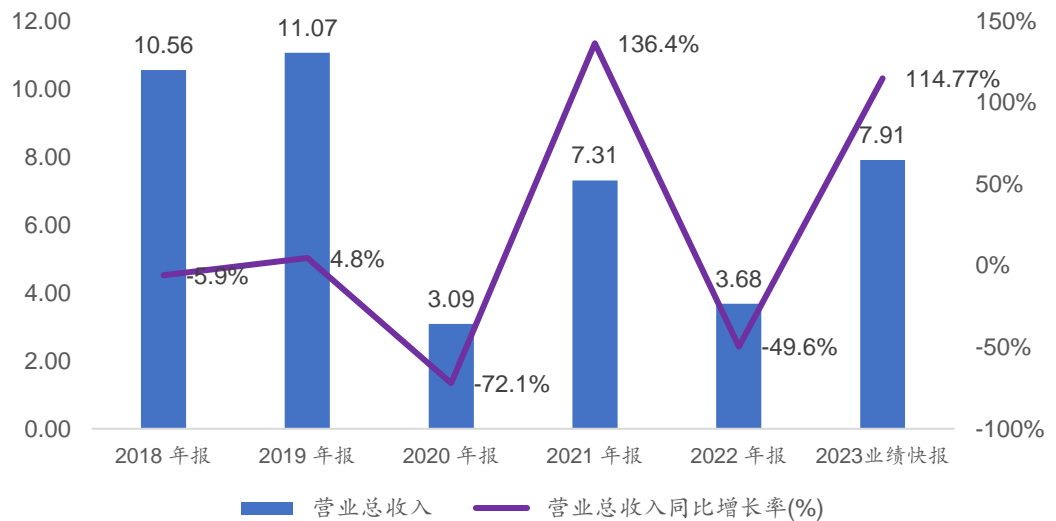
资料来源：iFind，信达证券研究中心

### （三）经营业绩：电影发行与放映为公司主业，盈利能力逐渐修复

#### 1、收入端

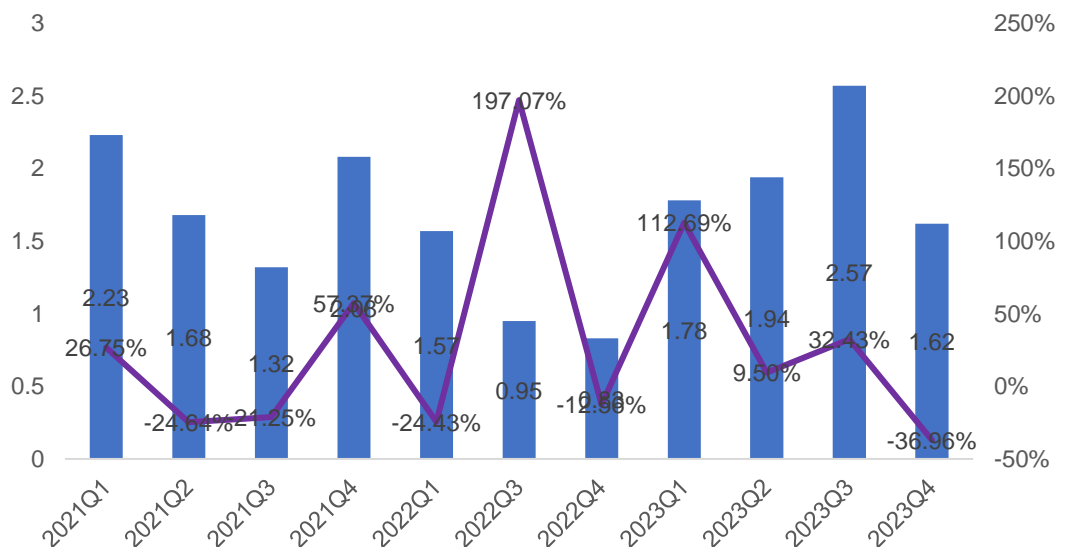
从收入端来看，公司在2020年后收入波动加大，主要系不可控因素所导致的行业寒冬影响，公司在2020-2022三年间收入较之2018、2019两年度有着明显的下滑。从公司最新披露的2023年业绩快报来看，2023年公司营业收入为7.91亿元，同比增长114.77%。自近三年的收入情况来看，公司的收入水平已经从23年开始呈现修复态势。

图8：2018-2023年公司营业收入（亿元）及同比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

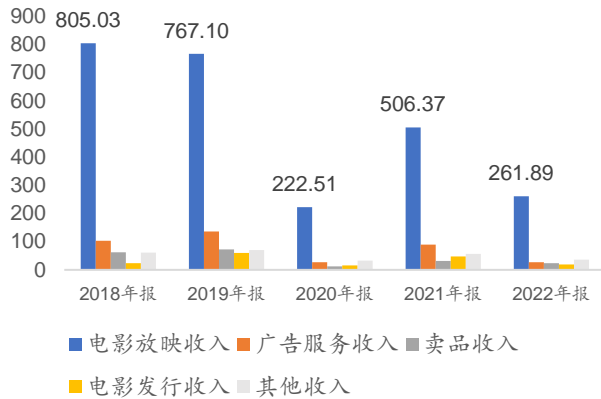
图9：2021Q1-2023Q4公司逐季度营业收入（亿元）及环比增速情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

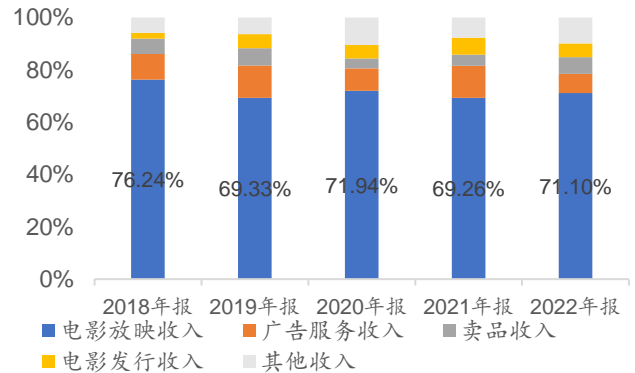
而分业务来看，电影放映业务一直是公司主要的收入来源，占比近 70% 上下，尽管受到不可控影响，2020-2022 年公司的经营情况受挫，电影放映业务的收入也直线下滑，但随着 2023 年以来行业回暖，或可期待未来影院为公司稳健贡献收入。

图 10: 2018-2022 年公司主营业务收入构成



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

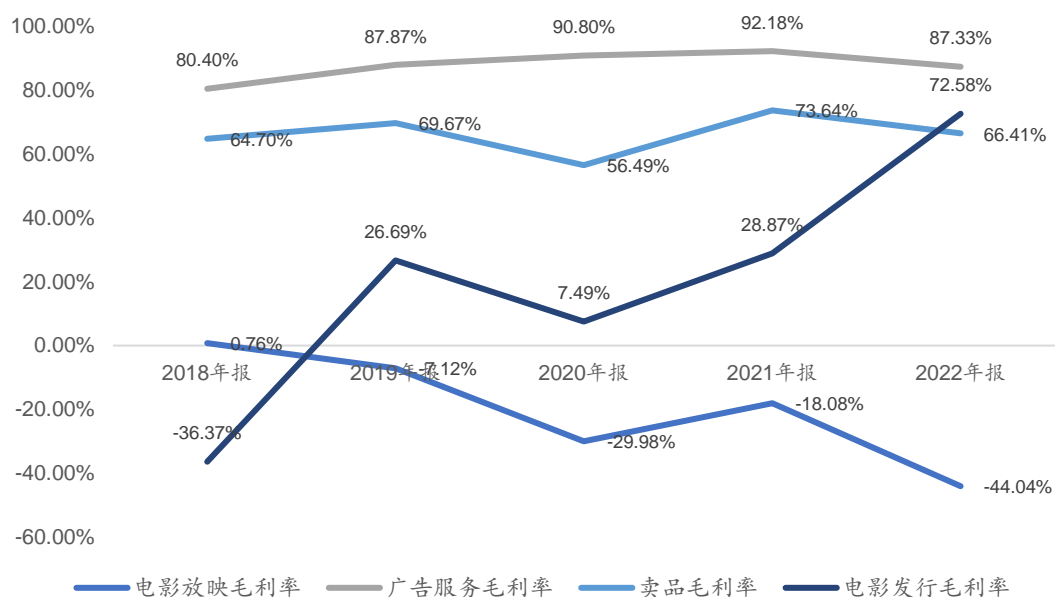
图 11: 2018-2022 年公司主营业务收入构成 (占比)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

公司分业务的毛利率中，广告服务业务的毛利率最高，2018-2022 年分别为 80.40%、87.87%、90.80%、92.18%、87.33%。而电影放映业务虽有着 70% 上下的收入占比，但其毛利率较低，2020-2022 年分别为 -29.98%、-18.08%、-44.04%。电影放映业务中，人员和场地的租赁费为主要成本，而电影的票房分账和消费者的线下附加产品消费为主要的收入来源，而在疫情影响下，消费者居家不出，影院人流量较低，影院的收入有所下滑，而租赁成本等固定成本却近乎难以变动，这也造就了在不可控因素影响下公司主营业务电影放映业务的毛利率较低。

图 12: 2018-2022 年公司分业务毛利率情况

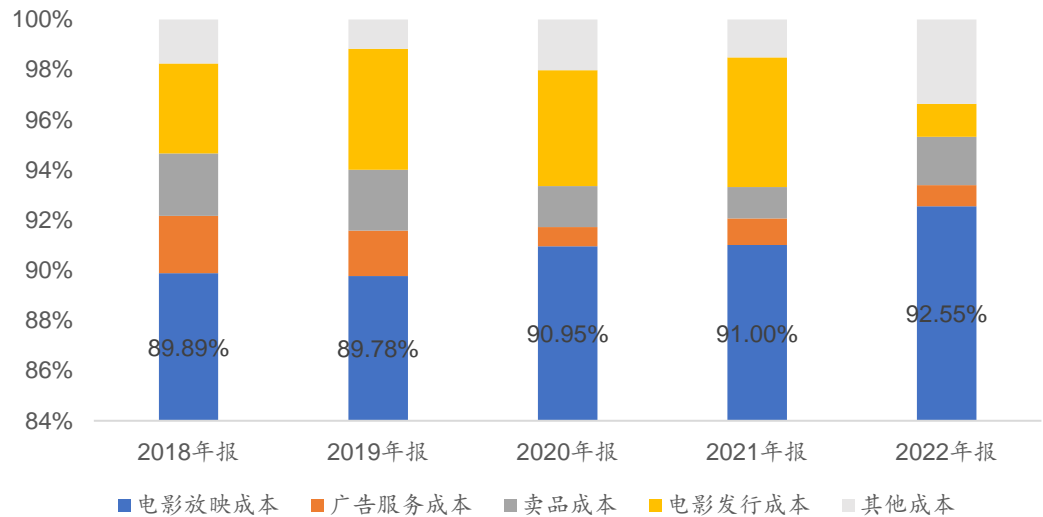


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

## 2、成本端

从成本端来看，上海电影的电影放映成本占据了主营业务成本的近九成左右，自 2018 年至 2022 年，电影放映业务的成本占总营业成本的比例分别为 89.89%、89.78%、90.95%、91.00%、92.55%，整体呈现增长的趋势。而电影放映的成本也主要来源于影院及相关的增值服务。

图 13：2018-2022 年公司主营业务成本构成

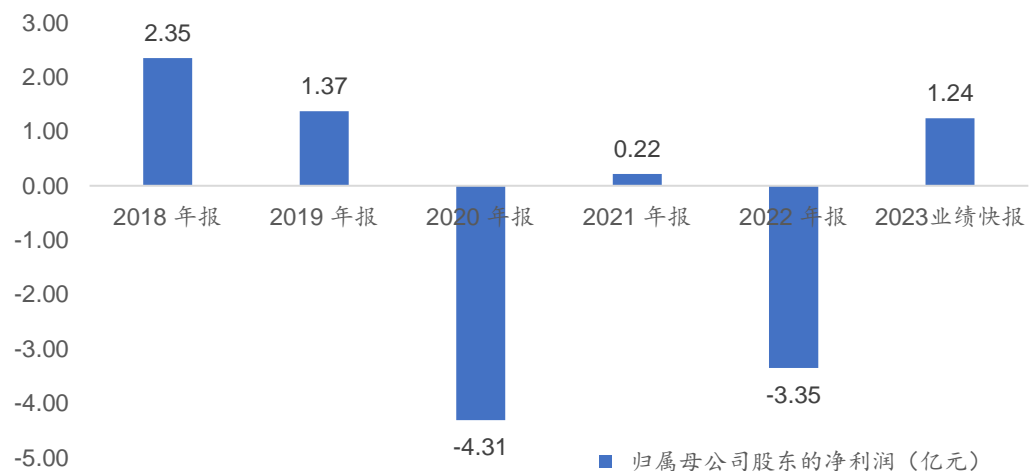


资料来源：iFind，信达证券研发中心

## 3、利润端

从利润端来看，上海电影近年归母净利润也随着公司经营情况而发生波动，在 2020 年-2022 年有较大波动，在 2023 年有所回升。2023 年，公司预计实现归母净利润 1.24 亿元，扭亏为盈。而 2022 年的归母净利润下降也与当年上海受不可控因素影响下资产减值 2.22 亿元有关，线下影城人流稀少，业务开展不足。2022 年公司的归母净利润为-3.35 亿元，同比下降 1630.7%。

图 14：2018-2023 年公司归母净利润（亿元）

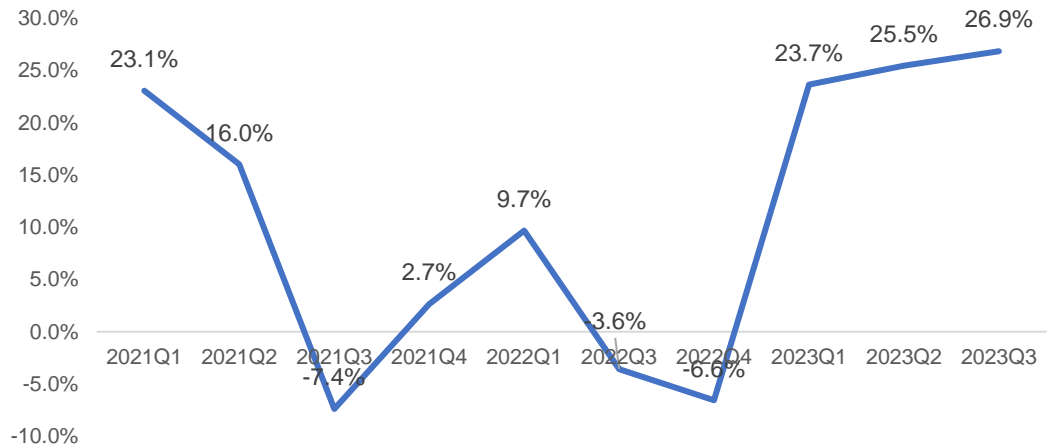


资料来源：iFind，信达证券研发中心

#### 4、毛利率及费用率

21Q1-23Q3，公司的毛利率总体呈现“先降后升”的情况，在 2022Q2 达到最低-141.8%，这也与 2022 年 Q2 上海线下影城人流不足有关，但此情况仅在 2022Q2 出现，2022 三季度和四季度毛利率水平较之二季度有着明显的下降收窄，而自 2023 年以来，上海电影的毛利率也开始回归 20% 以上，2023 年第一季度至第三季度公司的毛利率分别为 23.7%/25.5%/26.9%，逐步回升到 2021 年的相关水准，公司的盈利能力在疫情后有着一一定的恢复。

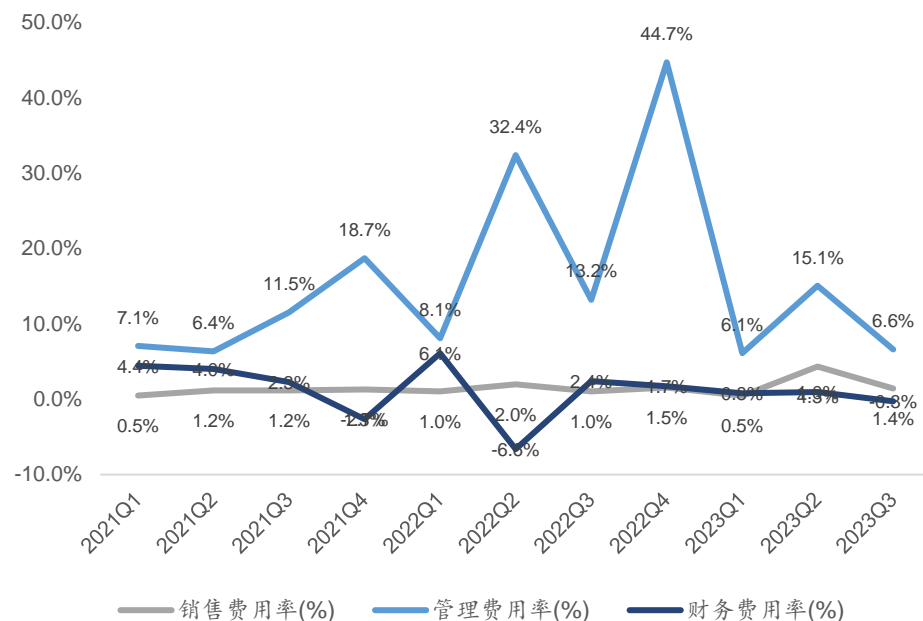
图 15：2021Q1-2023Q3 公司毛利率变化（剔除 22Q2 极端值影响）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

而在三大费用中，销售费用率在近三年保持稳定，在 0.5%-4.3% 之间浮动，管理费用率在 2022 年期间波动较大，在 2022 年第四季度达到 44.7%，这也与在疫情下公司严格控制自身的行政支出有关，而财务费用率相比之下波动幅度较小。

图 16：2021Q1-2023Q3 公司三大费用率情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

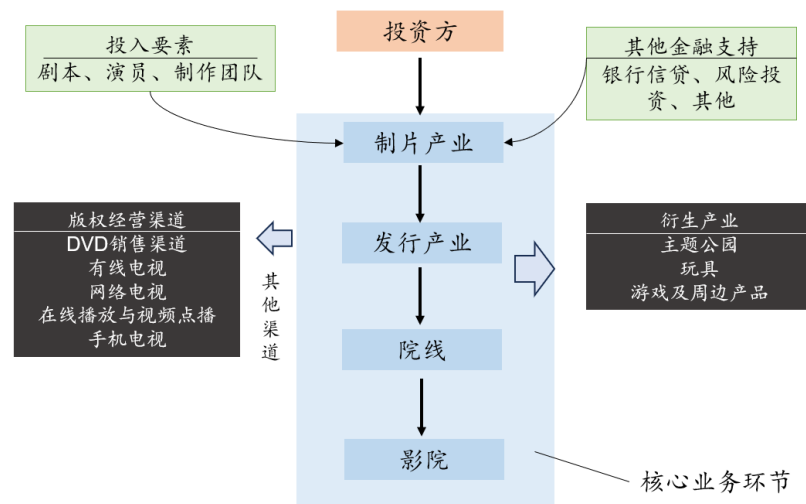
## 二、电影市场概况：优质影片带来总票房回暖

### （一）中国电影产业链：由上而下的产业链，由下而上的分账模式

中国电影产业核心业务环节包括电影制片、发行、院线和影院等，此外，电影产业还包括电影投融资以及电影音像制品等其他渠道版权经营业务，与核心业务环节结合，形成完整的“大电影”产业。

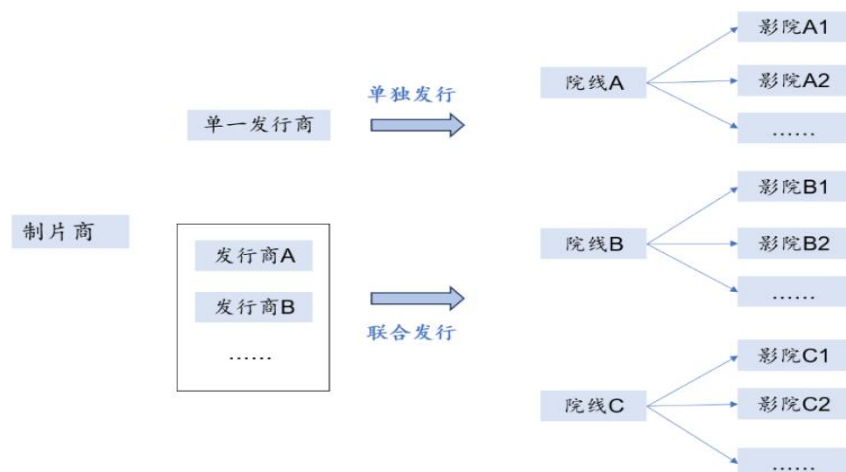
从业务流程来看，中国电影产业分为制片、发行、院线、影院放映四个流程，这也是中国电影产业链的核心业务环节。影视制作机构/团队根据前期投资方的金融支持和相关的投入要素如剧本、演员、制作团队等来制作国产电影片源或向境外电影制作、发行机构获取进口电影片源；电影发行机构获得制片机构的片源后向合作院线供片，发行方式可为单独发行，也可为联合发行；院线在已有供片基础下对旗下影院进行排片；影院通过电影放映服务与消费者直接接触并获得影片票房。

图 17：中国电影产业链概况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 18：中国电影发行模式

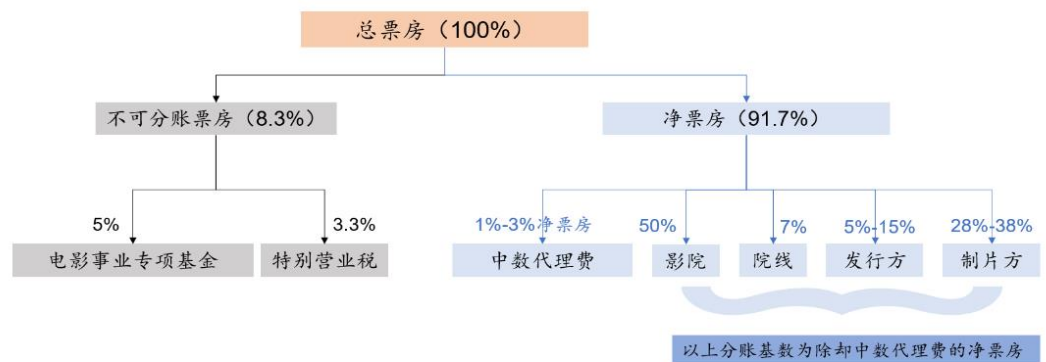


资料来源：万达电影招股说明书，信达证券研发中心

从收入分配来看，电影产业以票房收入为主要收入来源，也由其衍生产业如主题公园、玩具、游戏及周边产品等贡献收入。产业链各个环节的收入均为分账收入。与产业链方向相反，收入端先从影院开始，影院通过为消费者提供电影放映业务取得票房收入，在扣除国家电影事业发展专项资金和与院线约定的适用流转税和附加后，定期或者以单部影片由影院作为起始环节自下而上进行票房分账。而处在产业链中下游的发行、放映环节相对于制作环节而言风险更小、收入更为稳定，故在以票房收入作为电影产业主要来源的情况下会处于产业链中相对强势的地位。

细分来看，影院提供观影服务所获取的所有票房总额（简称总票房）要向国家缴纳5%的电影事业专项资金，其次要缴纳3.3%的特别营业税（增值税），这两项由影院从总票房中直接扣划并缴纳。此两项也可以称为“不可分账票房”，剩下的91.7%即为“可分账票房”或称为“净票房”。进入分账环节后，中影数字会征缴净票房的1%-3%作为发行代理费，简称“中数代理费”。再之后的票房影院分成50%，院线分成7%，制片方和发行方合计分成43%。一般来说，发行方会和制片方约定收取5-15%作为发行代理费用，剩下的那一部分归属于制片方。

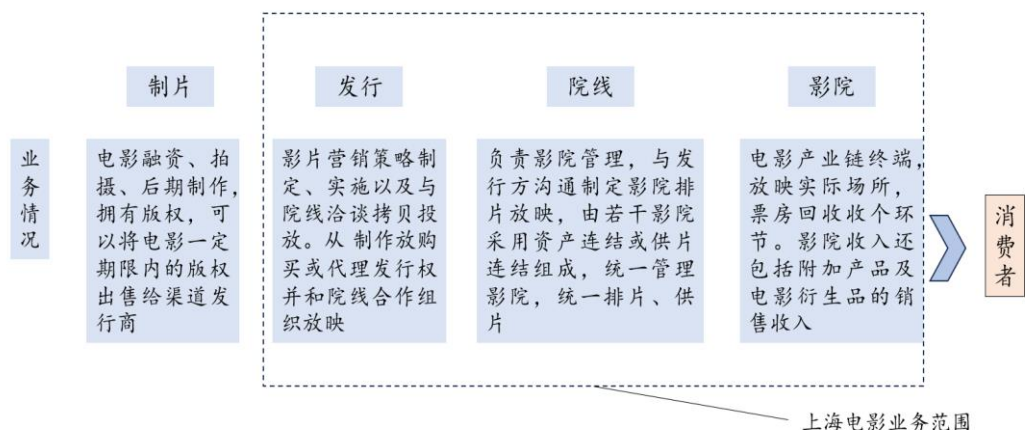
图 19：中国电影分账模式



资料来源：嘉宝电影投资平台，信达证券研发中心

上海电影业务覆盖范围主要在电影的发行、院线和放映上，电影的内容制作则由其控股股东上影集团负责。因此在收入分配中主要获得的是院线、影院、发行三方的分账收入。

图 20：上海电影在产业链中位置



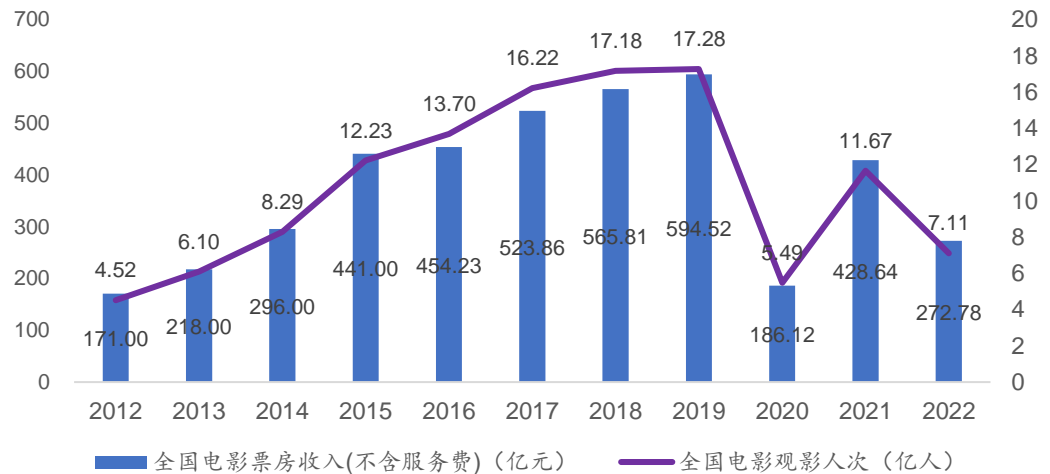
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

## （二）中国电影行业：从稳定增长到疫后恢复

1. 自 2012 年以来，中国电影行业经历一段稳定增长的时期（2012-2019 年）和一段受挫时期（2020-2022 年）。

2012 年，全国电影票房收入（不含服务费）为 171 亿元，全国观影人次为 4.52 亿人。全国票房收入和观影人次自 2012 年至 2019 年均保持着稳定的增长，截至 2019 年，全国电影票房收入已接近 600 亿元，较 2012 年增长 247.67%；全国电影观影人数为 17.28 亿人，较之 2012 年增长 282.30%。

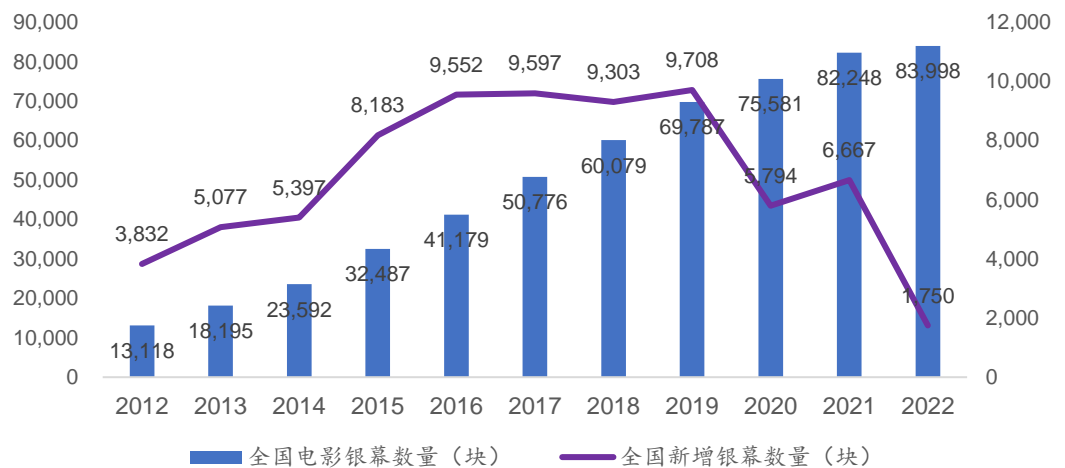
图 21：2012-2022 年中国电影票房收入（左轴）及观影人次（右轴）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

据国家统计局数据，全国的银幕数量在 2012 年至 2022 年都有所增长，在 2012-2019 年有着明显的增长，银幕全国总数自 13118 块上升到 2019 年的 69787 块。在 2020-2022 疫情三年间也有所提升，直至 2022 年 12 月 31 日，全国已有 83998 块银幕。2020-2022 年新增银幕数量明显低于之前，2022 年全国新增银幕数量仅 1750 块，占当年银幕总数的 2.1%。

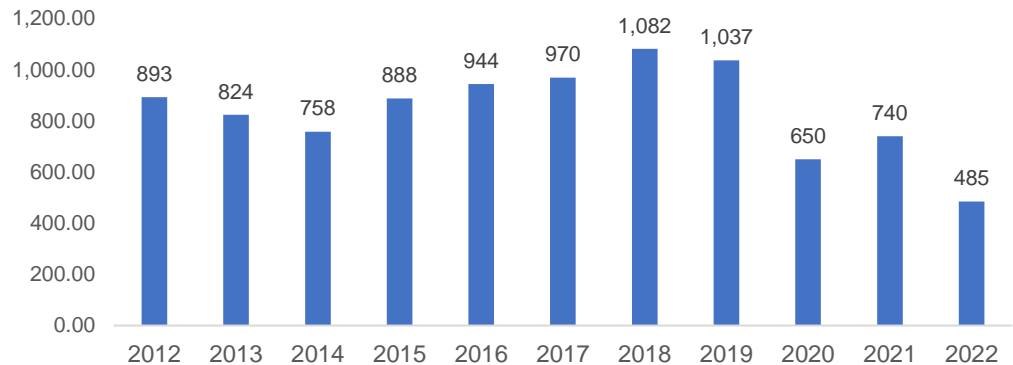
图 22:2012-2022 年全国银幕数量（左轴）及新增银幕数量（块）（右轴）



资料来源：国家统计局，国家广播电视总局，信达证券研发中心

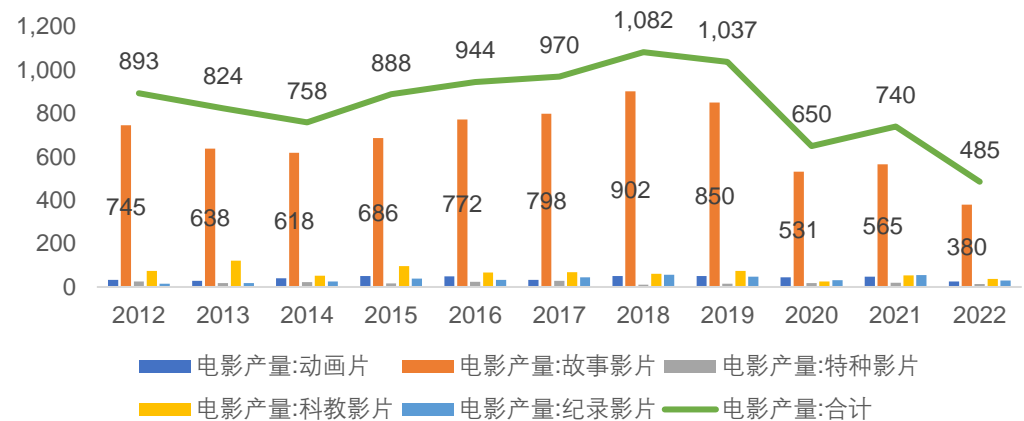
从电影产量来看，中国电影产量在 2012-2019 年间处在一个相对浮动的范围，总体在 750-1100 部之间变动，自 2020 年开始下降，在 2022 年达到底部仅 485 部，这也与疫情期间电影开机、拍摄受阻有关。从电影细分品类来看，每年的电影产量主要是故事影片和科幻影片，而此两种电影 2020-2022 年间产量也在下降，故事影片为最，在 2022 年仅 380 部，电影产量的下降也主要由于故事影片产量骤减。

图 23:2012-2022 年中国电影产量（部）情况



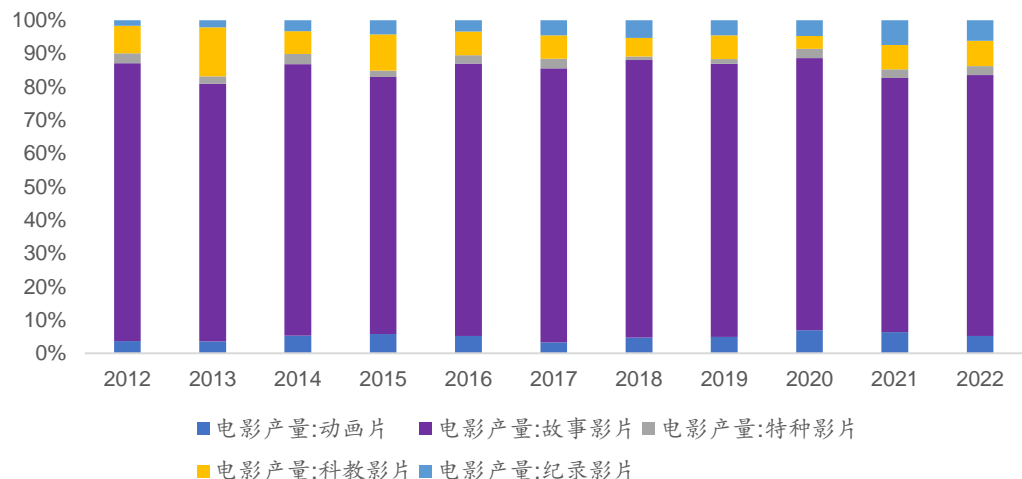
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 24:2012-2022 年中国各品类电影产量（部）情况



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 25:2012-2022 年中国各品类电影占比情况

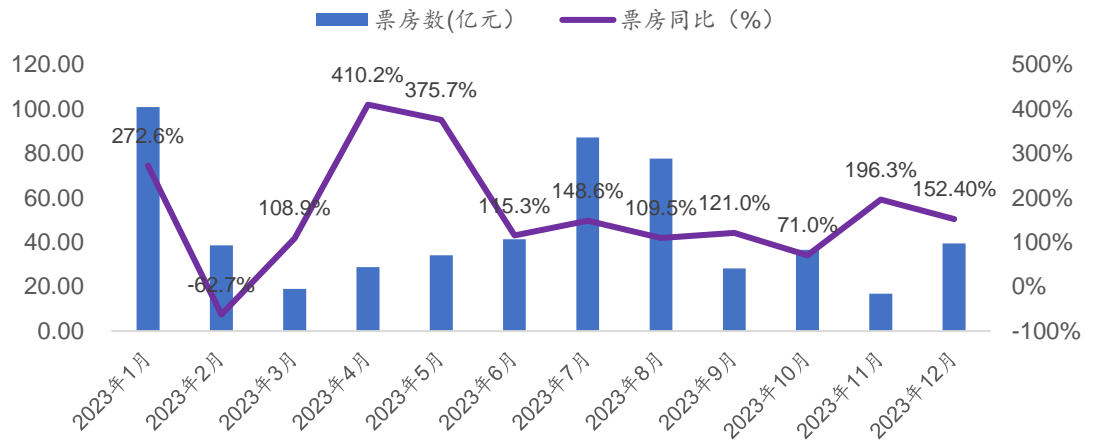


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

## 2. 自 2023 年起中国电影市场回暖

据灯塔专业版数据，2023 年以来中国电影票房较之 2022 年有着不错的提升。2023 年 1 月中国票房数为 100.88 亿元，同比增长 272.6%。除却 2023 年 2 月同比有着 62.7% 的下降外，2023 年其余月份较之 2022 年均有着不错的同比增长，其中 2023 年 4 月及 5 月更是有着逾 300% 的增长。

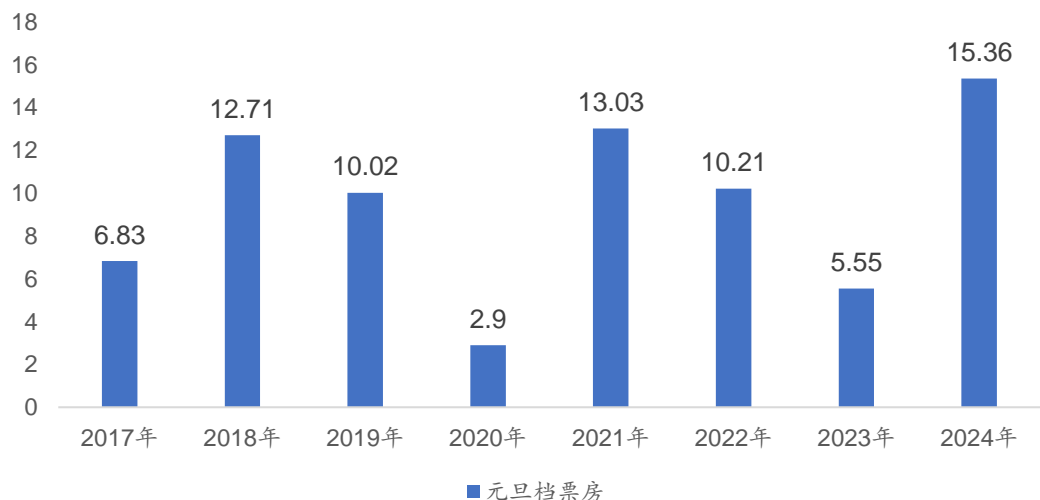
图 26:2023 年 1-12 月中国电影票房 (亿元) 及同比增长率



资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

24 年元旦档表现 (12.30-01.01)：截至 2024 年 1 月 1 日元旦档期实现票房 15.36 亿元，近几年除 2020 年之外元旦档期票房在 10 亿元上下波动，24 年元旦档期创历史新高，其中《一闪一闪亮星星》实现票房 6.1 亿元，《年会不能停!》实现票房 2.34 亿元，《金手指》实现票房 2.2 亿元，《潜行》实现票房 1.73 亿元，《非诚勿扰 3》实现票房 0.55 亿元，档期内票房占比分别为 39.6%/15.2%/14.3%/11.3%/3.5%，为 24 年全年电影票房增长打下良好的基础。

图 27: 2024 年元旦档票房创 2017 年来新高 (单位: 亿元)



资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

24 年电影春节档票房 80.16 亿元也创历史新高。票房前 4 名影片分别为：《热辣滚烫》27.24 亿元，《飞驰人生 2》24.04 亿元，《熊出没·逆转时空》13.92 亿元，《第二十条》13.4 亿元。

注：2024 年春节档官方档期时间为 02.10-02.17，为大年初一至初八，共计 8 天。根据过往年份电影春节档的档期定义，往年春节档档期为大年三十至初六结束，共计 7 天。因此为保证对比准确性，我们抽取 2024 年春节档前七天（02.10-02.16）票房数据为统一口径进行同向对比。

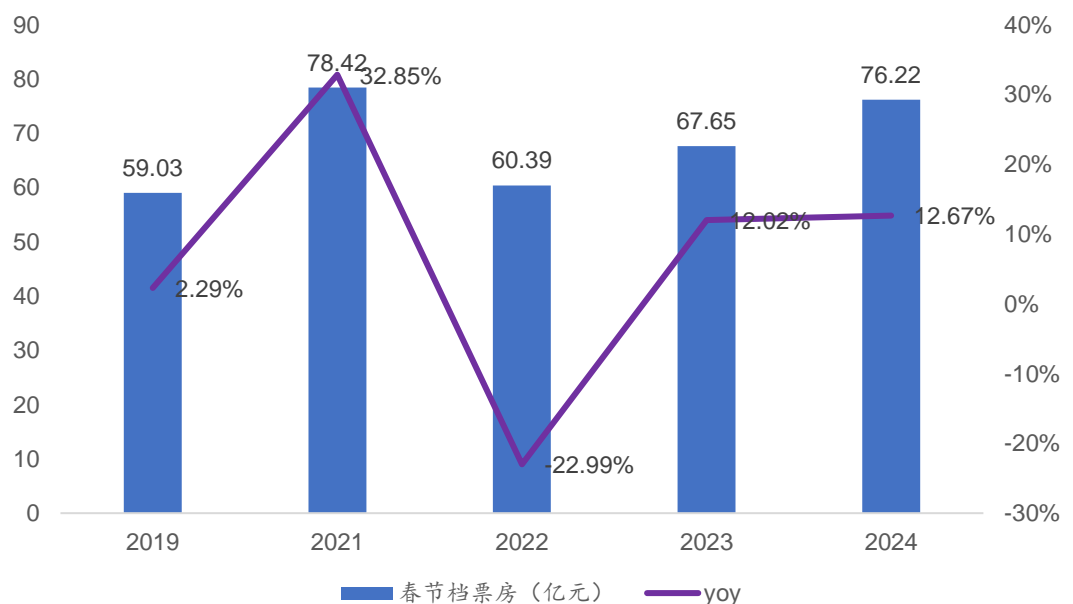
表 2: 2019-2024 年电影春节档票房数据

年份	起止时间	阴历日期	天数	票房 (亿元)	档期票房占比
2019	2.4-2.10	年三十至年初六	7	59.03	9.2%
2021	2.11-2.17	年三十至年初六	7	78.42	16.7%
2022	1.31-2.6	年三十至年初六	7	60.39	20.2%
2023	1.21-1.27	年三十至年初六	7	67.65	12.3%
2024	2.10-2.16	年初一至初七	7	76.22	

资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心 (2024 年票房统计时间截至 2 月 17 日 0: 00)

根据猫眼专业版数据，2024 年 2 月 10 日至 2024 年 2 月 16 日（截至 2 月 17 日 0: 00），全国春节档电影总票房（含服务费）实现 76.22 亿元，同比 2023 年增长幅度为 12.67%，总票房进入影史前二，仅次于 2021 年 78.42 亿元。若按照 24 年春节档官方定义为 8 天时长，则 24 年春节档创历史新高。

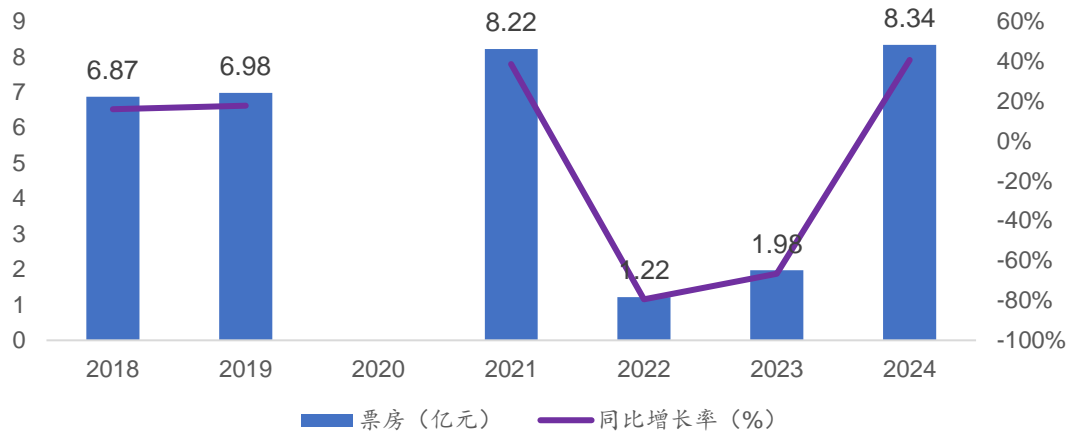
图 28: 2019-2024 年春节档票房 (亿元) 及同比增速



资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

而 2024 年的清明档期也较往年有着相当幅度的上升，以 8.34 亿元的票房斩获中国影史清明档票房的最高记录，清明票房排名前五分别是《你想活出怎样的人生》3.88 亿；《哥斯拉大战金刚 2：帝国崛起》2.34 亿；《功夫熊猫 4》0.48 亿；《草木人间》0.44 亿；《黄雀在后!》0.39 亿。

图 29: 2019-2024 年清明档票房（亿元）及同比增速



资料来源：灯塔专业版，信达证券研发中心

经过中国电影的发展，随着观影人群的电影消费要求不断提升，中国的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。根据灯塔专业版，2024 年电影储备情况如下所示，而还有许多知名的影片如《云边有个小卖部》《射雕英雄传：侠之大者》《大鱼海棠 2》等还未确定档期，可以看出中国电影市场的后续储备仍旧充足，不过优质、内容为王的相关影片仍旧是市场和观众所期待的。

表 3: 2024 年电影上映清单

上映时间	电影名称	电影类别
2024-02-10	热辣滚烫	喜剧, 剧情
2024-02-10	飞驰人生 2	喜剧, 剧情
2024-02-10	第二十条	喜剧, 剧情, 家庭
2024-02-10	熊出没·逆转时空	动画, 喜剧, 科幻
2024-02-23	阿盖尔：神秘特工	奇幻, 动作
2024-03-01	周处除三害	动作, 犯罪, 悬疑
2024-03-01	奥本海默	剧情, 传记, 历史
2024-03-01	沙丘	科幻, 冒险, 动作
2024-03-08	沙丘 2	科幻, 动作, 冒险, 剧情
2024-03-15	灿烂的她	剧情, 家庭
2024-03-22	功夫熊猫 4	动画, 动作, 冒险
2024-03-29	哥斯拉大战金刚 2：帝国崛起	动作, 冒险, 科幻
2024-03-30	我们一起摇太阳	爱情, 剧情, 家庭
2024-03-30	银河写手	喜剧, 剧情
2024-04-03	你想活出怎样的人生	剧情, 奇幻, 动画

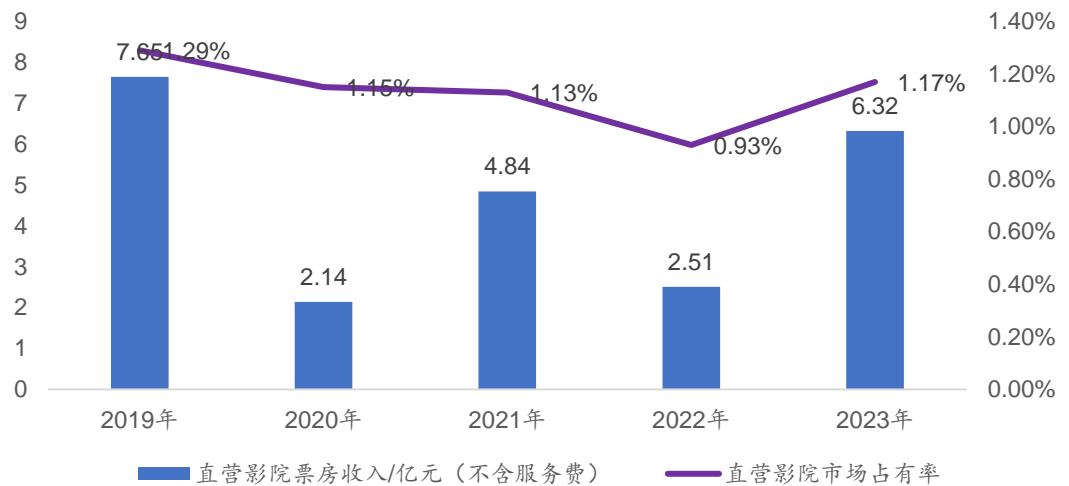
2024-04-03	草木人间	剧情, 犯罪
2024-04-30	哈尔滨的城堡	爱情, 动画, 奇幻
2024-04-30	小倩	动画, 爱情
2024-05-01	维和防暴队	动作, 剧情
2024-05-01	没有一顿火锅解决不了的事	剧情, 悬疑, 喜剧
2024-05-10	猩球崛起: 新世界	科幻, 动作
2024-08-10	白蛇: 浮生	动画, 喜剧, 爱情
待定	射雕英雄传: 侠之大者	武侠
待定	大鱼海棠 2	动画, 奇幻
待定	云边有个小卖部	剧情, 爱情
待定	平原上的火焰	爱情, 犯罪
待定	封神第二部	奇幻, 战争, 古装
待定	猎毒	犯罪, 动作, 剧情
待定	小小的我	剧情
待定	刺猬	剧情, 喜剧, 家庭
待定	传说	剧情, 动作, 冒险, 奇幻
待定	绑架游戏	剧情, 悬疑, 犯罪
待定	三个字	剧情
待定	人·鱼	剧情
待定	透明侠侣	喜剧, 奇幻
待定	狂野时代	剧情, 科幻
待定	野孩子	剧情

资料来源: 灯塔专业版, 信达证券研发中心

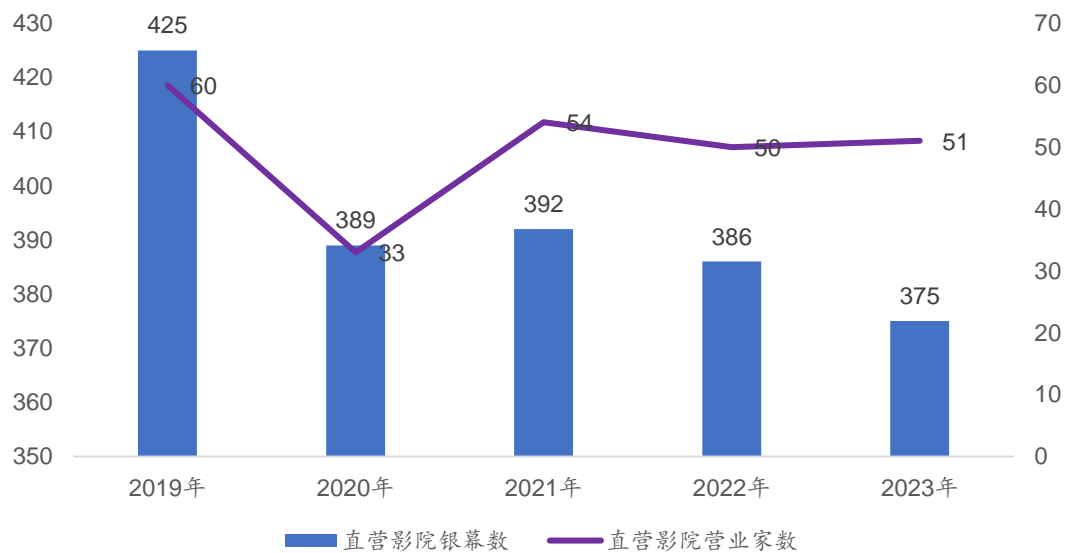
### (三) 上海电影: 上海区域电影龙头, 享受一线城市运营红利

上海电影自从成立以来一直从事于电影的“发行、院线、影院”业务, 并于 2023 年开始探索大 IP 开发业务。暨公司在 2023 年 5 月收购上影元文化以来, 公司进入“电影发行放映与大 IP 开发运营双轮驱动发展模式。”

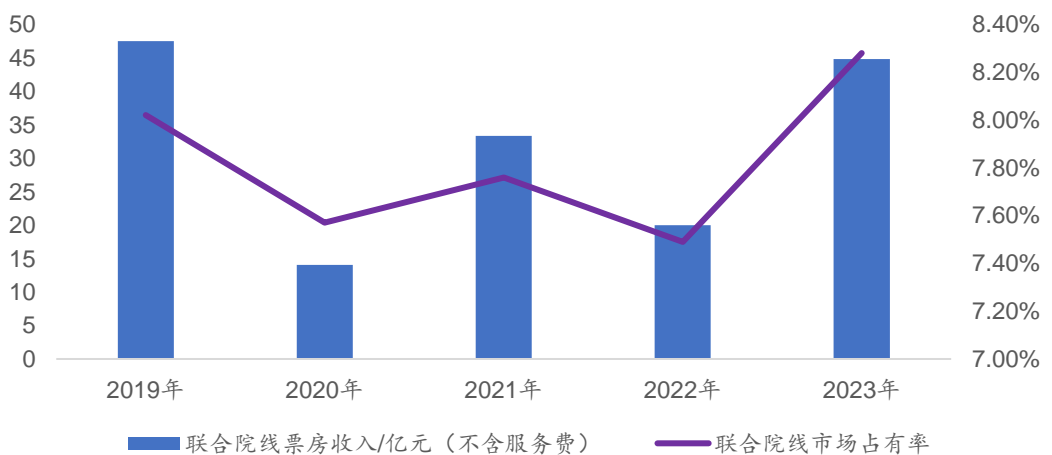
单从电影发行放映业务来看, 截至 2023 年末, 公司的直营影院累计实现票房 6.32 亿元 (含服务费), 同比 2022 年增长 129.71%, 2021 年增长 19.87%。市场占有率为 1.17%, 较 2022 年同期+0.25pct, 较 2021 年同期+0.05pct; 累计实现观影人次 1,224.76 万, 同比 2022 年上升 127.34%, 同比 2021 年上升 13.72%。截至 2023 年底, 公司共拥有已开业直营影院“SFC 上影影城”51 家, 银幕总数为 375 块。公司下属联和院线累计实现票房 44.83 亿元 (含服务费), 同比 2022 年增长 105.90%, 同比 2021 年增长 23.69%; 市占率为 8.28%, 较 2022 年同期提升 1.01 个百分点, 较 2021 年同期提升 0.57 个百分点; 累计实现观影人次 9,626.44 万, 同比 2022 年上升 104.38%, 同比 2021 年上升 17.79%。截至 23 年底, 联和院线旗下加盟影院总数为 796 家, 银幕总数为 5101 块。

**图 30：2019-2023 年公司直营影院收入及市占率情况（2023 年数据含服务费，右轴）**


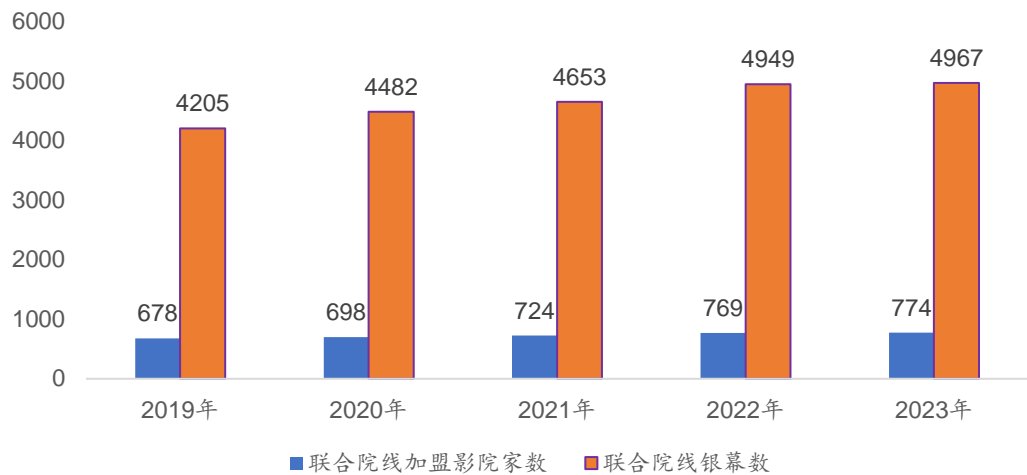
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 31：2019-2023 年公司直营影院营业家数（右轴）及银幕数**


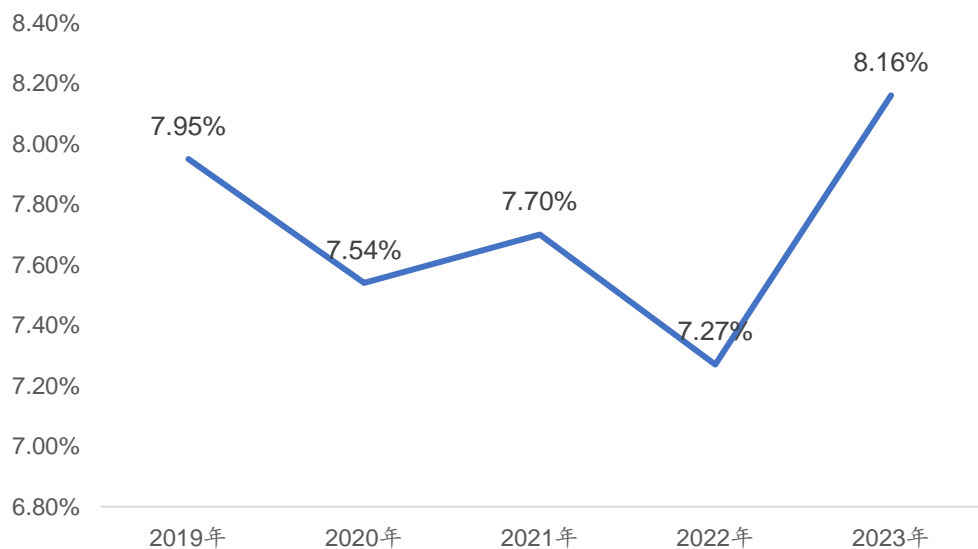
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 32：2019-2023 年公司联合院线收入及市占率情况（2023 年含服务费）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 33：2019-2023 年公司院线加盟影院家数及银幕数**


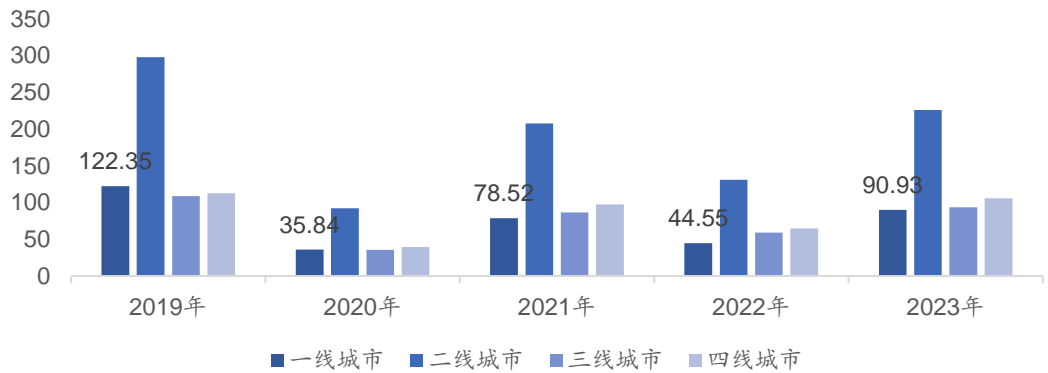
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 34：2019-2023 年公司上海联和电影院线票房占全国票房占比变化**


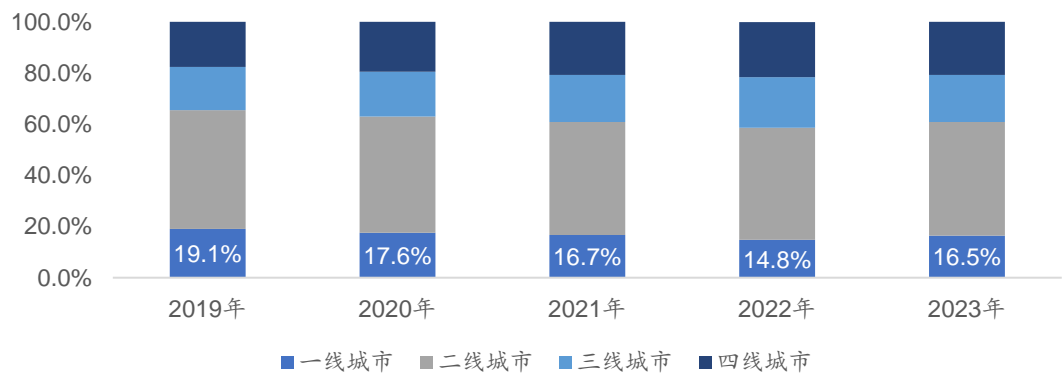
资料来源：猫眼专业版，信达证券研发中心

### （1）一线城市运营，享有区位优势

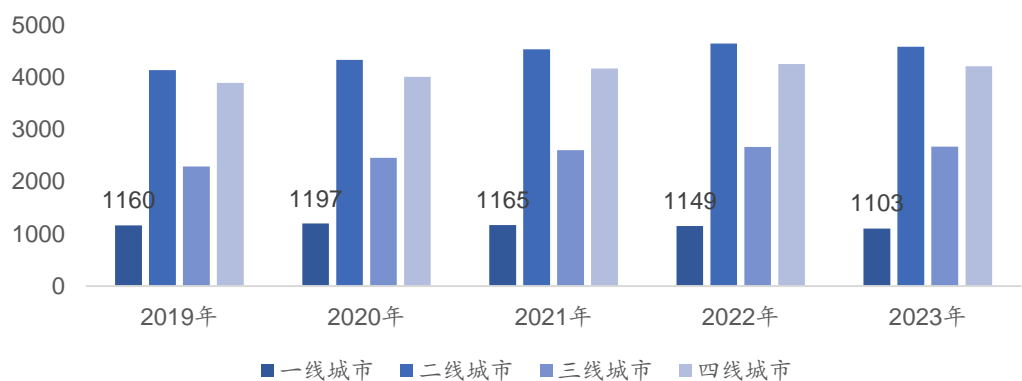
公司位于一线城市上海，在上海区域内是电影行业的龙头企业，公司直营影院“SFC 上影城”也与上海本身的电影业务情况息息相关。根据灯塔专业版数据，2023年一线城市的票房收入（含服务费）为 90.93 亿元，较之 2020-2022 年有着明显的回升，也恢复至 2019 年一线城市票房 122.35 亿元的 73.5%。票房占比方面，尽管一线城市有所下降，但仍在 15% 上下浮动。在影院数量上，在近五年，一线城市也稳定在 1100 家影院以上。

**图 35: 中国分城市票房收入 (亿元)**


资料来源: 灯塔专业版, 信达证券研发中心

**图 36: 中国分城市票房收入占比**


资料来源: 灯塔专业版, 信达证券研发中心

**图 37: 中国分城市影院数 (家)**


资料来源: 灯塔专业版, 信达证券研发中心

## (2) 控股股东支持, 文化传播资源丰富

上海电影的控股股东上影集团在电影行业内表现领先, 拍摄故事片 870 余部, 创作动画片逾 600 部, 翻译 1500 部以上外国电影, 成为外国电影进入中国的最重要桥梁之一。上

影集团以影视产品创作、生产、宣传、销售、发行、放映等为主营业务，不断拓展文旅、文商、文化物业等影视相关产业，构建起覆盖创作、拍摄、制作、宣发、销售、放映和周边产品的影视全产业链。

同时，作为国际化大都市的上海，其也是中国电影对外交流的枢纽。2023年6月9日，第25届上海国际电影节在上海大剧院开幕，以影会友，文明互鉴，共襄光影盛会。此外，上海国际电影节的辐射力不断增强，近年来，上海国际电影节主动走出上海，让更多的人分享中外光影硕果。第25届电影节期间，“‘一带一路’电影周”将继续前往长三角地区，在南京、苏州、杭州、宁波、合肥五座城市的六座影院展映来自“一带一路”沿线国家的最新优秀电影。

图 38: 第 25 届上海国际电影节开幕



资料来源：上海国际电影节，信达证券研发中心

图 39: SHO 国际新媒体艺术节



资料来源：上影集团官网，信达证券研发中心

### 三、大 IP 开发战略：IP 授权带来新的市场空间

#### (一) 上海电影：IP+授权开启新业务

2023 年，上海电影在“影院+”和“IP+”上做出了新的探索，其对“大 IP 开发”市场主体上影元完成 51% 的股权收购，开辟出上市公司的第二赛道，开始打造中国本土的 IP 开发体系。2023 年 12 月 14 日，上影元在上影·联合院线 2023 年度伙伴大会上发布“IP 影院合作者计划”，上影元将与全国排名第三的上影·联合院线的 774 家影院深度合作，重塑“人、货、场”的新型玩法。

上影元文化成立于 2022 年 10 月，由上影集团与其实际控制的上海美术电影制片厂共同设立。上影元文化拥有其发起股东方的 60 部作品的著作财产权及许可商标的商标专用权授权许可，其包含上影集团和美影厂各 30 部独占许可和非独占许可作品，上影独占许可其中有着《阿 Q 正传》、《三毛从军记》、《庐山恋》等经典影视作品，也有如《大闹天宫》《葫芦兄弟》《黑猫警长》《阿凡提的故事》《天书奇谈》《小蝌蚪找妈妈》《九色鹿》《哪吒闹海》等承载记忆的动画作品。

表 4: 上影元文化 IP 持有情况

上影集团		美影厂	
独占许可	非独占许可	独占许可	非独占许可
日出	春风得意梅龙镇	大闹天宫	没头脑和不高兴
天云山传奇	等到满山红叶时	葫芦兄弟	魔方大厦
阿 Q 正传	午夜两点	黑猫警长	中国奇谭
三毛从军记	对岸的战争	哪吒闹海	舒克和贝塔
少爷的磨难	长恨歌	天书奇谈	骄傲的将军
上海伦巴	江城奇事	九色鹿	超级肥皂
巴山夜雨	子夜	雪孩子	小蝌蚪找妈妈
陈毅市长	蓝色档案	邋遢大王奇遇记	牧笛
上海舞女	假女真情	我为歌狂系列	鹿铃
阙里人家	上海新娘	宝莲灯	渔童
青春万岁	极地营救	熊猫百货商店	金色的海螺
上海纪事	渡江侦察记	三个和尚	猪八戒吃西瓜
苦恼人的笑	人约黄昏	阿凡提的故事	狐狸打猎人
小街	说好不分手	山水情	猴子捞月
庐山恋	拯救爱情	鹬蚌相争	西岳奇童

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

上影元文化是上影集团大 IP 开发战略的主体，独家运营众多动画 IP 及真人影视版权，业务涵盖 IP 孵化与管理、授权类合作、商品化业务、空间与体验、跨界艺术合作及 IP+AIGC 领域探索等多领域，其授权业务板块覆盖食品饮料、3C 数码、鞋服配、潮流玩具、家居生活、金融、美妆护肤、宠物用品等众多行业。

**表 5: 上影元 IP 授权梳理 (注释: 不完全统计)**

上海电影IP授权情况					
分类	时间	授权品牌类型	品牌名称	涉及IP	活动简介
游戏	2022/1/9	游戏	鹰角《明日方舟》	九色鹿	游戏联动限定角色
	2022/6/29	游戏	腾讯《QQ飞车》	葫芦兄弟	游戏联动
	2023/1/15	游戏	网易《光遇》	九色鹿	游戏联动
	2023/6/1	游戏	淘米网络《摩尔庄园》	黑猫警长	游戏联动
	2023/6/22	游戏	网易《蛋仔派对》	中国奇谭	游戏联动
	2023/8/24	游戏	腾讯《桃源深处有人家》	中国奇谭之小妖怪的夏天	游戏联动
	2023/8/25	游戏	游族网络《山海镜花》	中国奇谭之鹅鹅鹅	游戏联动
	2023/11/12	游戏	《三国吧兄弟》	葫芦兄弟	游戏联动
	2023/12/8	游戏	《塔防精灵》	葫芦兄弟	游戏联动
	2024/1/12	游戏	网易《蛋仔派对》(返场)	中国奇谭	游戏联动
	2024/2/1	游戏	《星球英雄》	大闹天宫	游戏联动
	2024/2/1	游戏	网易《决战!平安京》	大闹天宫	游戏联动
2024/2/9	游戏	冰川网络《超能世界》	葫芦兄弟	游戏联动	
食品饮料	2022/12/24	食品饮料	王小卤	葫芦兄弟	创意短片 联名包装
	2023/2/22	食品饮料	奈雪的茶	中国奇谭之小妖怪的夏天	限定新品饮品x2 联名周边(贴纸等) 3家主题店(北上深)
	2023/5/14	影院	上影影城(SFC)	小蝌蚪找妈妈	联名设计杯 爆米花可乐联名包装
	2023/9/11	餐饮	肯德基(中国)	猴子捞月	限定新品蛋糕、饮品
	2023/11/13	食品饮料	雀巢咖啡	黑猫警长	联名主题杯 联名包装
	2024/1/15	食品饮料	光明乳业莫斯利安	大闹天宫 黑猫警长 葫芦兄弟 哪吒闹海 雪孩子	创意短片 联名包装
	2024/1/16	餐饮	星巴克(中国)	大闹天宫	星巴克中国联名首个动画IP 推出联名饮品、周边
	2024/1/22	餐饮	必胜客	大闹天宫 葫芦兄弟 哪吒闹海 天书奇谭	推出限定玩具
潮流消费	2022/6/6	家居	tbh野兽派家居	大闹天宫	推出限定主题家居服、浴袍、花瓶套
	2023/4/16	出版业	中信出版社	中国奇谭	推出绘本、典藏版、立体书
	2023/6/18	电商	京东	中国奇谭之小妖怪的夏天	推出《JOY与猪妖》礼盒 联动京东平台各个品牌进行618活动
	2023/8/1	潮玩	PUPU	大闹天宫 哪吒闹海 葫芦兄弟	推出主题盲盒玩具
	2023/8/4	传媒	模言文化	中国奇谭之小妖怪的夏天	推出浪浪山打工妖盲盒
	2023/9/5	服装	BEASTER	葫芦兄弟	推出限定主题服饰
	2023/10/9	艺术	铜师傅	大闹天宫	推出限定主题黄铜摆件
	2023/11/11	护肤	薇诺娜	大闹天宫	创意视频TVC 推出合作礼盒
文旅	2023/6/8	影院	上海影城	中国奇谭	快闪店
	2023/7/28	潮玩	QTX潮玩展	大闹天宫 哪吒闹海 葫芦兄弟 黑猫警长	打造潮玩摊位A70
	2023/9/26	商区	上海龙华会	中国奇谭之鹅鹅鹅	线下展览快闪店
	2023-11	商区	北京喜隆多	大闹天宫 九色鹿	双IP主题展
	2023/11/3	城市建设	国贸控股	哪吒闹海	在厦门联合打造上美影奇幻乐园·哪吒闹海特展
	2023/12/25	商区	青岛乐客城	大闹天宫	打造大闹天宫系列展“悟空来也”
	2024/1/26	商区	上海南丰城	大闹天宫 哪吒闹海 葫芦兄弟	打造新春游乐园
	2024/2/9	央视	春晚	上影元IP	推出合唱节目《看动画片的我们长大了》
公益治安等	2023/7/19	医疗	上海血液中心	大闹天宫	献血礼包, 周边产品
	2023/8/4	公益	红十字会嫣然天使基金	大闹天宫	公益衍生品
	2024/1/10	公安	上海公安	黑猫警长	反诈宣传片

资料来源: 上影元、上海电影公众号, 信达证券研发中心

## 1) IP+电商

依托自身丰富且经典的诸多 IP，上影元 IP 运营已卓有成效。IP 授权业务上，上影元在 2023 年“6·18”期间携《小妖怪的夏天》IP 与京东进行了深度合作，并且共同推出了品牌宣传片、促销 TVC，以及两款限定礼盒，通过“IP+创新表达”，探索国风 IP 和动画美学在新国潮趋势下的创新合作模式。2023 年“6·18”期间，上影元合作京东推出的两款限定礼盒，在各大社交平台热议出圈。京东 20 周年纪念礼盒、上影元与京东自有品牌京东京造推出的「猪」事顺利粽」联名礼盒，都成了备受追捧的限定款。

图 40：上影元 IP+京东



资料来源：上影元文化官网，信达证券研发中心

## 2) IP+文创

上影元基于自身 IP 进行产品开发，目前上影元已经推出了诸多 IP 特色的文创产品，如孙悟空的潮玩手办、小泡蛋与大闹天宫 IP 推出的齐天大圣茶器礼盒、九色鹿丝巾、没头脑与不高兴鼠标垫、孙悟空手账本乃至葫芦兄弟饮料等，产品类别多样，尽显创意和经典 IP 的再设计。

图 41：上影元 IP+文创



资料来源：上影元文化官网，信达证券研发中心

### 3) IP+空间

上影元还将 IP 与空间和活动结合，打造主题场景用于漫展、演出等，如《中国奇谭》小卖部、上海 LEC 授权展、盛泽小满节等。上影元还将自有 IP 用于跨界艺术合作，发起“艺术元计划”，为具有鲜明艺术风格的创作者、艺术家提供更为广阔的发展空间；整合艺术家创新力、IP 影响力、品牌传播力，共创国潮美学的全新价值体系和美学表达形式。

图 42: 上影元 IP+演出艺术



《中国奇谭》小卖部线下快闪



上影元亮相LEC



盛泽小满节



艺术元计划

资料来源：上影元文化官网，信达证券研发中心

### 4) IP+游戏

上影元也与诸多游戏展开过联动，即推出相关的活动，如动画 IP《葫芦兄弟》跨界联动三国吧兄弟，将动画 IP 与主流割草类游戏相结合，游戏上线仅 3 日，公众号平台阅读量达 10w+，公众号付费率相较联动前一周提升约 30%；视频号、抖音平台播放量累计达 10w，比联动前一周提升达 50%；微博话题阅读量 105w+联动上线当天抖音福利观看人次累计 1w+，联动上线后 1 周抖音直播间观看人次相对上周提升 50%。此外《中国奇谭》的鹅鹅鹅也与游戏《山海镜花》联动，《中国奇谭》在 2023 年 7 月也与当时火热的《蛋仔派对》联动。

图 43: 上影 IP+游戏

《葫芦兄弟》联动《三国吧兄弟》



《中国奇谭》鹅鹅鹅联动《山海镜花》



《中国奇谭》联动《蛋仔派对》

资料来源：上影元文化官网，信达证券研发中心

由上影元授权,《葫芦兄弟》×《塔防精灵》联动活动于 12 月 5 日正式开启,葫芦兄弟与塔防英雄共闯难关联手救爷爷经典动画与热门游戏的跨界组合共同开启挑战之旅。

图 44: 上影元葫芦兄弟 IP 授权微信小游戏《塔防精灵》



资料来源: 上影元公众号, 信达证券研发中心

2024 年, 由互影科技, 阅文集团, 上影元和上影制作联合出品的双人互动影游《谍影成双》正式发布海报及核心剧情。这是上影集团旗下的大 IP 开发主体上影元在互动影游领域作出的首次尝试。《谍影成双》是一个创新型双人联机的叙事作品。两位玩家的选择会共同影响故事走向, 创造双人独特的情感体验。在选择中了解彼此, 在配合中培养默契, 双人联机模式为年轻用户们提供了增进感情, 寻找“搭子”的又一全新娱乐方式。《谍影成双》与上海影视乐园中的沉浸式庄园戏剧项目《新世界》来源于同一时代背景。未来, 依托《新世界》IP 的成功开发, 上影集团将有望深度挖掘 IP 开发价值, 利用现有资源, 扩大 IP 开发广度, 形成 IP 内容与科技融合在线上线下联动的新模式。

### 5) IP+文旅

此外, 2023 年 11 月 3 日, 上影元与与国贸控股的“文商旅地标”国贸地产商产文旅公司签署了战略合作深化协议。双方基于 IP 引领文旅创新发展理念, 开发更具文化特色的商旅空间。此前, 上影旗下上海上影电影制作有限公司与国贸控股集团旗下国贸地产商产文旅已联手打造首个老厦门骑楼生活情景体验街区——骑楼影巷, 该项目在 2023 年 11 月 3 日与哪吒特展同步亮相园博苑。

图 45: 上影元 IP+城市



资料来源: 上影元公众号, 信达证券研发中心

## 6) IP+AI

2024年2月29日，上海电影在上海影城SHO发布iNEW新战略，以“iPAi星球计划”为抓手，结合AI主攻IP内容焕新和IP商业化，打造AI+IP在影视行业的全新重点战略布局。三大先导行动：探索中国动画学派AI模型、发起全球创造者计划聚焦AI在短剧和影视垂直领域的应用开发、IP+AI赋能商业开发计划来加速AI对海量IP储备的商业化放量。截至2023年，上影IP授权商品GMV总量已超10亿元。未来三年，上影力争实现IP合作产品涉足5大领域、30个行业、500个以上品牌，落地全国30个省份，合作商品GMV超百亿元目标。线下以影院为基本盘打造内容、电商供应链和文旅基地，线上以打造会员电商平台作为流量入口，推动IP在多行业商业化扩张。上美影（AI+动画）、上译厂（AI+有声）、上海电影技术厂（AI+影视基地）、上海影视乐园（VR、AR+文旅实景）、上美设计公司（AI数字展陈+IP）。

图 46：上影“iPAi星球计划”

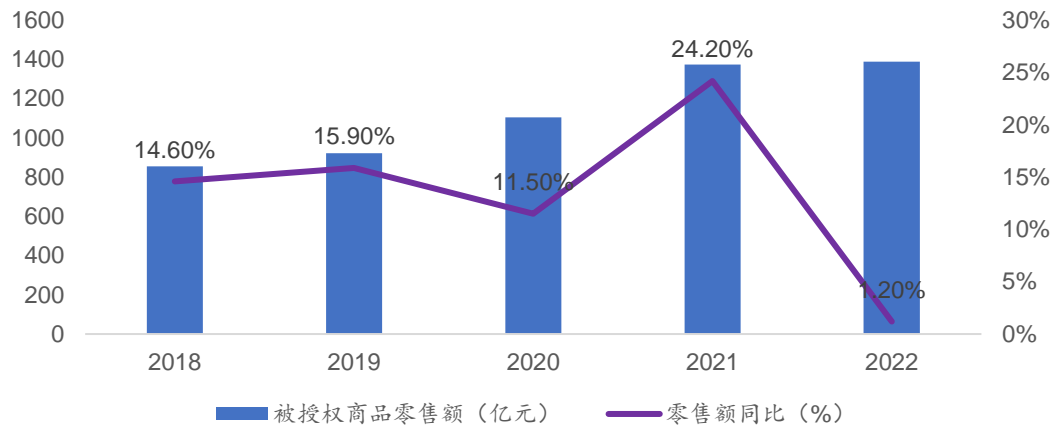


资料来源：上影集团公众号，信达证券研发中心

2024.04.29-2024.05.19，上海电影“全球AI电影马拉松大赛”洛杉矶宣布启动，10万美金奖金池助力IP二创，在全球范围内发掘和寻找优质AI影视创投项目，招募全球AI+影视方向人才，建立AI合作生态。本次全球AI电影马拉松大赛由上海电影股份有限公司携手上影新视野基金及青年电影创作者平台filMarathon共同主办，上影旗下美术电影制片厂、上影元公司、上影昊浦影视基地作为大赛协办方，将从制片生产、IP合作、产业基地赋能等方向推动“影视+AI”及“IP+AI”合作落地，为上影IP出海注入新动力。中美电影节组委会作为海外协办方，将与上影携手推动中美电影人在AI电影领域的交流与合作。

## （二）品牌授权行业：国内逐渐发展，授权零售仍为IP主要变现方式

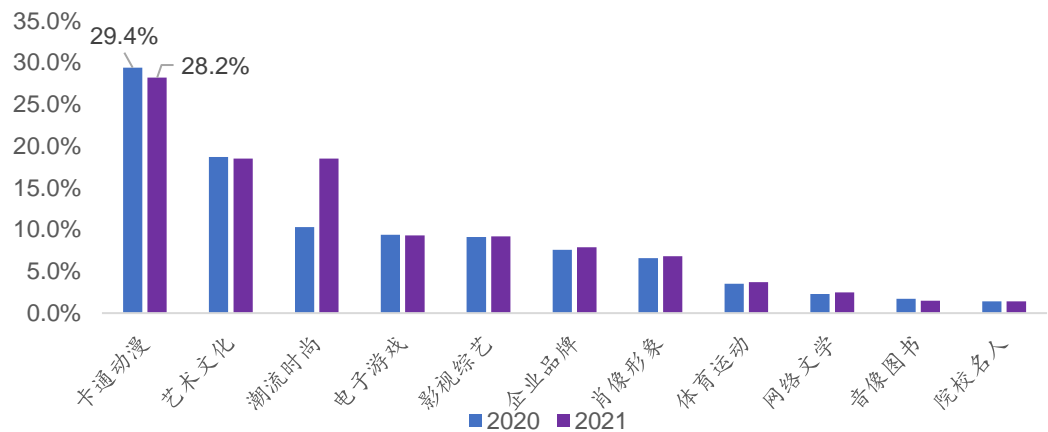
根据中国玩协发布的《中国品牌授权行业发展白皮书》（以下简称《白皮书》），自2018年至2022年全国授权商品零售规模持续增长，由2018年的856亿元增长至2022年的1390亿元，相较于2018年增长了62.38%。

**图 47：中国授权商品销售额及同比情况**


资料来源：中国玩具和婴童用品协会，信达证券研发中心

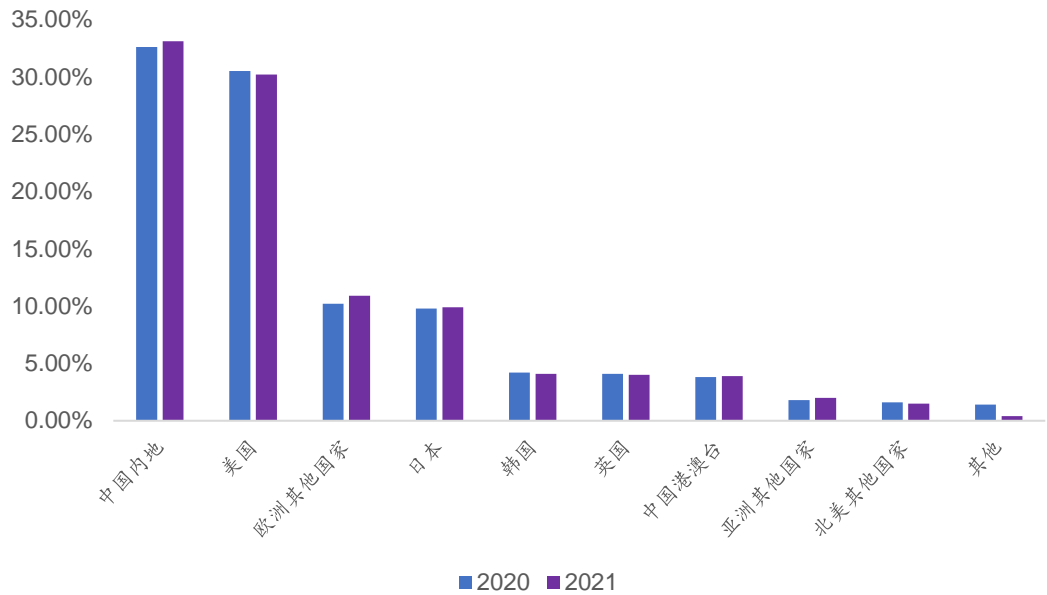
根据 2023 年《白皮书》，五年间授权商品零售额和授权金持续增长，2022 年小幅增长，授权商在授权合作期限、合作模式、授权金收取模式上都更加成熟，被授权方对于 IP 授权的价值认知、合作时间以及合作 IP 数量上均有所提升，2023 年消费者对于购买 IP 授权产品的支出意愿更加乐观。

2022 年《白皮书》显示，2021 年从品牌授权市场的 IP 类型分布来看，娱乐类 IP（卡通动漫、影视综艺、电子游戏、肖像形象、网络文学、音像图书等）仍是主要的 IP 类型，其中卡通动漫占比最高，为 28.2%。

**图 48：中国品牌授权行业 IP 类型分布**


资料来源：中国玩协，信达证券研发中心

同时从地区来看，2021 年活跃在中国授权市场上的 IP 主要涉及九个区域，其中中国大陆和美国的 IP 占主流。中国大陆在 2020 年占比为 32.6%，在 2021 年占比为 33.1%，与中国港澳台加总后，中国 IP 占比为 36.4%（2020 年），37.0%（2021 年）。可以看出，随着中国国内品牌授权行业的发展，中国本土的国产 IP 有望在国内有更大的市场规模。

**图 49: 中国品牌授权行业 IP 地域分布**


资料来源: 中国玩协, 信达证券研发中心

### IP+游戏授权空间推算:

游戏工作室在开展 IP 合作时, 一般有几种商业模式选择: 1) 预付固定版金+版权收益流水分成; 2) 固定版金; 3) 纯版权收益流水分成。同时, 根据微信公开课分享的数据, 在超过 30 万微信小游戏开发者之中, 30 人以下的小团队占了 80%。在 2023 年, 有 70+ 团队旗下小游戏 DAU (日活跃用户) 过百万, 超过 100 个团队实现季度流水超千万元。

以上海电影葫芦兄弟 ip 授权制作的微信小游戏为例, 假设采取固定版金+版权收益流水分成模式, 自 23 年下半年上线后流水达到过排行榜前三十。根据其流水排名, 假设其年流水至少在 2 亿元, 按照行业惯例 5%-10% 的授权流水分成, 则上影在《葫芦娃大作战》微信小游戏上的收益为 2 亿元\*7.5%=1500 万元上下 (包含固定版金)。若未来每年在游戏授权方面有 5-10 款, 则此块业务给公司带来的营收贡献有望过亿元。

**表 6: 授权 IP+游戏的流水测算**

授权游戏年流水 (亿元) / 流水分成比例	1	1.25	1.5	1.75	2
5%	0.05	0.0625	0.075	0.0875	0.1
6%	0.06	0.075	0.09	0.105	0.12
7%	0.07	0.0875	0.105	0.1225	0.14
8%	0.08	0.1	0.12	0.14	0.16
9%	0.09	0.1125	0.135	0.1575	0.18
10%	0.1	0.125	0.15	0.175	0.2

资料来源: 信达证券研发中心

在商品授权方面，截至 2023 年上影 IP 授权商品 GMV 总量已超 10 亿元。未来三年，上影力争实现 IP 合作产品涉足 5 大领域、30 个行业、500 个以上品牌，落地全国 30 个省份，合作商品 GMV 超百亿元目标。

从以上六大 IP 的表现方式来看，授权和零售销售仍是当前 IP 变现的主流方式。而上海电影及旗下的上影元也正是采取诸多授权及零售来将自身的 IP 变现。1 月 16 日，上影元 IP 《大闹天宫》与咖啡品牌星巴克联名，在专星送平台上推出流冻拿铁，这也是星巴克中国饮品首次与动画形象联名。同时，恰逢中国农历龙年春节来临之际，光明乳业旗下莫里斯安夜携手上美影经典动画《大闹天宫》《黑猫警长》《葫芦兄弟》《哪吒闹海》《雪孩子》五大 IP 图片通过创意短片、联名包装等形式演绎醇正的中国年民俗文化。新春特别动画短片《醇正中国年》也于 1 月 15 日上线，带领观众体验安徽鱼灯、吉林冬捕、广东醒狮、河南打铁花等醇正年俗的独特魅力。

图 50：《大闹天宫》与星巴克联名、莫里斯安携手上影元五大 IP



资料来源：上影元公众号，信达证券研发中心

可以看出，上海电影的 IP 业务在 2023 年刚刚起步，现在正值蓬勃发展的阶段。当下，IP 仍旧以授权和零售为主来进行变现，而上影元也是基于此将自有 IP 授权获得授权金，同时销售自己的 IP 联名【上影元品】系列。同时现在中国的品牌授权行业也仍在发展中，中国本土的 IP 热度在逐渐上升，可以期待上海电影的授权变现能力提升，为公司的业务增长提供动力。

## 四、盈利预测与估值

### 关键假设

- 1) 电影放映业务：2023 年电影市场复苏趋势较好，2024 年元旦档、春节档、清明档期票房均创历史新高，公司电影放映业务收入有望跟随电影市场持续稳健增长，预计该业务增速有望略好于市场平均增速。我们预计 2023-2025 年公司电影放映收入增速分别为 128.3%、12%、11%。

- 2) 电影发行业务: 2024 年公司主出品和参与出品了目前定档的影片《拼桌》《银河写手》，后续《小妖怪的夏天》大电影预计会驱动公司发行业务增长。我们预计 2023-2025 年公司电影发行业务收入增速分别为 12.7%、40%、25%。
- 3) 广告业务: 主要取决于电影市场恢复程度，主要依赖于观影人次、广告主投放广告预算等因素影响，我们认为随着 2023 年电影市场的恢复，公司广告业务有望稳健复苏。我们预计 2023-2025 年公司广告业务收入增速分别为 47.3%、8%、6%。
- 4) 卖品业务: 类似广告业务，恢复程度主要取决于观影人次、上影线下 IP+空间活动等影响因素，我们预计 2023-2025 年公司卖品业务收入增速分别为 6.8%、10%、8%。
- 5) IP 业务: 因公司暂未将 IP 授权业务收入划分为单一业务口径，暂时单独说明。IP 业务是上影后续的第二增长曲线，截至 2023 年公司授权 IP 商品的 GMV 达到 10 亿元，公司预计未来三年可达到 100 亿元。根据游戏授权、商品授权和其他授权拆分预测，我们预计 2024-2025 年公司 IP 业务收入增速分别为 295%、73.3%。
- 6) 其他业务: 我们预计 2023-2025 年其他业务收入增速分别为-17.5%、5%、5%。

表 7: 公司收入拆分预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	731.08	368.35	791.00	1,102.76	1,410.50
yoy	136.4%	-49.6%	114.7%	39.4%	27.9%
电影放映收入	506.37	261.89	598.00	669.76	743.43
yoy	127.6%	-48.3%	128.3%	12%	11%
电影发行收入	47.79	19.51	22.00	30.80	38.50
yoy	200.7%	-59.2%	12.7%	40%	25%
广告收入	89.74	27.15	40.00	43.20	45.79
yoy	237.4%	-69.7%	47.3%	8%	6%
卖品收入	31.10	23.41	25.00	27.50	29.70
yoy	160.7%	-24.7%	6.8%	10%	8%
其他收入	56.09	36.38	30.00	31.50	33.08
yoy	73.3%	-35.1%	-17.5%	5%	5%
IP 收入			76.00	300.00	520.00
yoy				294.7%	73.3%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

在影院放映与发行业务方面，上海电影主业收入有望跟随电影市场稳步复苏增长，线下影城票房市占率稳中向上，点位区域优势显著，广告和卖品业务同样有望跟随观影人次的提升和广告主预算的恢复而逐步增长。

IP 授权作为公司第二成长曲线，2023 年已成功验证在游戏品类、商品联名方面成功的可能性，IP 授权市场空间广阔，有望给公司带来收入上的另一级别增长，2023-2025 年 IP 业务收入 CAGR 复合增速有望超过 150%。同时，《小妖怪的夏天》和《中国奇谭》2 的上映也有望给公司 IP 带来关注度和收入。根据 IP 类可比公司中文在线、奥飞娱乐等公司未来估值，我们认为上海电影由于其高质量 IP、授权的范围行业较广，预计未来给公司带来的潜在收入增量较高，可给予其较高 PE 估值水平。

我们预计，公司 2023-2025 年营收分别为 7.91/11.03/14.11 亿元，同比增长 114.7%/39.4%/27.9%；归母净利润为 1.24/2.47/3.48 亿元，同比扭亏为盈 /98.8%/41.3%。截至 2024 年 4 月 19 日，上海电影 24-25 年对应 PE 分别为 47.32、33.5 倍。根据上海电影所分业务不同，我们选取上海电影在影视院线端估值对标万达电影、横店影视，在 IP 估值端对标中文在线、奥飞娱乐，其 2024 年预测 PE 平均值分别为 24.28 倍、69.31 倍。由于上海电影在 IP 端的优势，我们给予上海电影综合 55 倍 PE 估值水平，对应 2024、2025 年目标价分别为 30.24、42.72 元。我们认为上海电影由于其院线优势地位以及优质 IP 内容授权空间、全面布局 AI+影视等，有望给公司带来更高的成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 8: 同行业公司估值比较 (截至 2024 年 4 月 19 日)**

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				市盈率	
			22A	23E	24E	25E	24E	25E
002739.SZ	万达电影	325.6	-1923.0	1154.1	1490.6	1720.7	21.84	18.92
603103.SH	横店影视	95.51	-317.4	165.9	357.6	429.9	26.71	22.22
	平均值						24.28	20.57
002292.SZ	奥飞娱乐	91.83	-171.6	121.2	230.2	331.7	39.89	27.68
300364.SZ	中文在线	168.62	-362.0	123.5	170.8	227.2	98.72	74.21
	平均值						69.31	50.95
601595.SH	上海电影	116.62	-334.8	124.0	246.46	348.17	47.32	33.5

资料来源: iFind, 信达证券研发中心 (iFind 盈利一致预测)

## 五、风险因素

**电影市场票房不及预期风险:** 如果影片内容大众接受认可度较低、票房较低，公司作为院线头部公司，收入可能受到电影市场票房影响，广告及卖品收入可能受到观影客流量影响；

**IP 授权变现不及预期风险:** 公司拥有众多经典真人+动画 IP，IP 影响力存在下降风险，可能会对公司 IP 授权收入产生影响。

		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	1,567	1,456	1,004	1,506	1,918	
货币资金	1,021	1,258	418	771	1,047	
应收票据	6	0	10	5	14	
应收账款	154	95	212	336	357	
预付账款	11	10	18	21	27	
存货	2	3	5	5	8	
其他	373	89	341	368	466	
<b>非流动资产</b>	1,893	1,450	1,848	1,840	1,826	
长期股权投资	153	122	272	222	202	
固定资产(合计)	106	57	212	185	159	
无形资产	44	42	40	38	36	
其他	1,591	1,229	1,324	1,395	1,429	
<b>资产总计</b>	3,461	2,906	2,852	3,347	3,745	
<b>流动负债</b>	624	620	789	1,070	1,158	
短期借款	15	10	8	8	7	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	204	186	243	417	383	
其他	405	424	538	645	768	
<b>非流动负债</b>	794	611	611	611	611	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	794	611	611	611	611	
<b>负债合计</b>	1,418	1,231	1,400	1,681	1,769	
少数股东权益	112	101	84	51	13	
归属母公司股东权益	1,931	1,575	1,368	1,614	1,963	
<b>负债和股东权益</b>	3,461	2,906	2,852	3,347	3,745	

		单位:百万 元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	731	368	791	1,103	1,411	
同比(%)	136.4%	-49.6%	114.7%	39.4%	27.9%	
归属母公司净利润	22	-335	124	246	348	
同比(%)	105.1%	-1630.7%	137.0%	98.8%	41.3%	
毛利率(%)	10.1%	-10.7%	25.0%	27.0%	30.0%	
ROE%	1.1%	-21.3%	9.1%	15.3%	17.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.05	-0.75	0.28	0.55	0.78	
P/E	533.21	—	94.07	47.32	33.50	
P/B	6.04	7.41	8.53	7.22	5.94	
EV/EBITDA	22.78	64.63	32.17	24.19	20.79	

		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	731	368	791	1,103	1,411	
营业成本	657	408	593	805	987	
营业税金及附加	1	1	2	3	3	
销售费用	7	5	10	10	14	
管理费用	81	73	63	72	92	
研发费用	0	0	0	0	0	
财务费用	14	11	-8	13	4	
减值损失合计	-16	-222	-95	-103	-103	
投资净收益	30	-6	17	33	28	
其他	42	18	64	88	82	
<b>营业利润</b>	26	-338	116	219	316	
营业外收支	-10	3	0	7	9	
<b>利润总额</b>	17	-335	116	226	325	
所得税	3	12	8	12	15	
<b>净利润</b>	14	-347	108	213	310	
少数股东损益	-8	-12	-16	-33	-38	
<b>归属母公司净利润</b>	22	-335	124	246	348	
EBITDA	207	68	373	482	547	
EPS(当年)(元)	0.05	-0.75	0.28	0.55	0.78	

		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	264	95	379	662	555	
净利润	14	-347	108	213	310	
折旧摊销	203	162	215	218	191	
财务费用	46	21	24	24	24	
投资损失	-30	6	-17	-33	-28	
营运资金变动	40	9	-17	182	3	
其它	-10	243	66	57	55	
<b>投资活动现金流</b>	-785	230	-683	-285	-254	
资本支出	-55	-68	-350	-318	-252	
长期投资	-803	283	-350	0	-30	
其他	74	15	17	33	28	
<b>筹资活动现金流</b>	-62	-88	-82	-24	-25	
吸收投资	131	1	-56	0	0	
借款	15	0	-2	0	-1	
支付利息或股息	-2	0	-24	-24	-24	
<b>现金流净增加额</b>	-582	237	-386	353	276	

## 研究团队简介

**冯翠婷**，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获21年东方财富Choice金牌分析师第一、Wind金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20年Wind金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

**凤超**，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有5年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

**刘旺**，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业3年，创业5年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

**李依韩**，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。中国农业大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，覆盖互联网板块。曾任职于华创证券，所在团队曾入围2021年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021年21世纪金牌分析师第四名，2021年金麒麟奖第五名，2021年水晶球评比入围。

**白云汉**，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。美国康涅狄格大学金融硕士，曾任职于腾讯系创业公司投资部，一级市场从业2年。后任职于私募基金担任研究员，二级市场从业3年，覆盖传媒互联网赛道。2023年加入信达证券研发中心，目前主要专注于美股研究以及结合海外映射对A股、港股的覆盖。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。