

上海电影（601595）深度研究报告

老牌电影国企，IP+AI 赋能新成长

- ❖ **老牌电影国企，电影业务为基，积极蓄力大 IP 方向。**公司是国内老牌电影国企，实控人为上海国资委，控股股东为上影集团（公司为集团下唯一上市公司，集团体内仍有较多优质资产，包括上影厂、上美影、上海译制厂等，解决同业竞争或为大势所趋，有望持续赋能公司产业链延展）。公司目前主要包括电影+IP 两大业务，其中 1）电影业务为核心基本盘，包括电影放映（23 年营收占比 69%）、发行（占比 4%）、映前广告（占比 4.8%）、卖品（占比 8.9%）等；2）大 IP 业务为当前重点蓄力方向，23 年 5 月完成上影元 51%股权收购，上市公司手握众多 IP 积极布局大 IP 开发，23 年 IP 版权+其他（其中部分为 IP 相关业务）收入占比达 13.1%。
- ❖ **电影业务：稳定基本盘。**1）行业维度：24 年受供给周期影响略承压，期待 25 年产品大年；2）影院业务：公司直营影院立足上海，辐射高线城市，当前影院经营效率全国领先。23 年影投市占率约为 1.14%，后续有望保持稳定。此外，公司积极探索“影院+”新模式焕新影院活力；3）院线业务：公司旗下上海联和电影院线票房市占率稳定全国前列；4）发行业务：当前体量较小，展望后续我们认为公司发行板块有望较大提升空间。一方面，有望发挥控股股东的优势资源，提升头部影片参与度；另一方面，大 IP 战略加持下公司有望继续加深 IP 内容开发创作程度，公司已参与现象级作品《中国奇谭》第二季的制作和《小妖怪的夏天》大电影的开发，期待后续产品落地。
- ❖ **大 IP 业务：积极蓄力，长期想象空间大。**国内 IP 业务蓬勃发展，对标海外国内 IP 业务渗透率仍有较大提升空间。公司 23 年 3 月宣布拟收购控股股东所持有上影元 51%的股权，收购完成后公司拥有了集团 60 个优质 IP 开发运营权，包括葫芦兄弟、大闹天宫、黑猫警长、哪吒闹海、中国奇谭等。此后大 IP 也成为公司重要战略方向，公司积极推进 IP 焕新&变现。一方面将积极推动经典 IP 内容焕新，如积极开发 IP 相关短视频内容，提升 IP 影响力；另一方面积极布局 IP 变现，当前主要包括商品及营销授权、游戏联动及授权、文创产品、数字化开发等，当前各领域皆有合作，长期空间巨大。
- ❖ **积极拥抱 AIGC，IP 价值有望进一步放大。**24 年 2 月 29 日公司发布 iNEW 新战略，宣布 1）探索中国动画学派大模型训练，牵头成立研发共同体，加速布局 AI 影视垂直领域；2）发起全球 AI 创造者计划：启动先导项目“上影 AI 电影马拉松大赛”，吸纳 AI 影视全球人才；3）成立 iPAi 数字业务中心进行 IP 数字资产化，推动 AI 技术应用研发和算力搭建；4）集团旗下多子公司皆积极布局 AI，共同赋能公司发展，有望进一步放大 IP 价值。
- ❖ **投资建议：**我们看好公司后续主业稳健+IP 业务增长，预测公司 24-26 年的营业收入分别为 8.65/11.80/14.75 亿元，同比增长 9%/36%/25%；2024/25/26 年归母净利润分别为 1.59/2.63/3.54 亿元，同比增速 25%/66%/35%，当前股价对应 52/32/24 倍 PE，首次覆盖，给与“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济持续承压；IP 业务不及预期；电影票房表现不及预期

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	795	865	1,180	1,475
同比增速(%)	115.9%	8.8%	36.3%	25.0%
归母净利润(百万)	127	159	263	354
同比增速(%)	137.9%	25.1%	65.6%	34.6%
每股盈利(元)	0.28	0.35	0.59	0.79
市盈率(倍)	66	52	32	24
市净率(倍)	5.1	4.7	4.3	3.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2024 年 9 月 5 日收盘价

推荐（首次）

当前价：18.82 元

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

电话：010-63214660

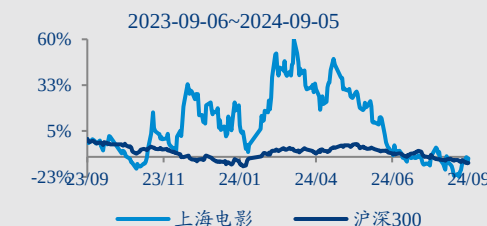
邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

公司基本数据

总股本(万股)	44,820.00
已上市流通股(万股)	44,820.00
总市值(亿元)	84.35
流通市值(亿元)	84.35
资产负债率(%)	35.13
每股净资产(元)	3.72
12 个月内最高/最低价	34.43/16.43

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

本文对公司业务进行拆解，我们认为公司基本盘稳健+新业务想象空间巨大，且后续仍有集团注入预期，具备高成长性逻辑。此外，本文对 IP 业务进行详细探讨，并尝试测算 IP 业务所带来的潜在业绩增量空间。

投资逻辑

我们认为公司主业稳健+新业务想象空间巨大，且后续仍有集团注入预期，具备高成长性逻辑。1）主业电影业务（影院&院线&发行）稳健，一方面公司市占率稳定情况下有望受益大盘复苏，另一方面发行板块有望参与度提升，后续有望展现更大弹性；2）积极蓄力 IP 业务，长期想象空间巨大。公司 23 年收购上影元后，拥有了集团 60 个优质 IP 开发运营权，包括葫芦兄弟、大闹天宫、黑猫警长、哪吒闹海、中国奇谭等，公司后续积极推动 IP 焕新及授权，长期空间巨大。此外，公司是上影集团旗下唯一上市公司，集团内仍有较多优质资产未在上市公司体内，包括上影厂、上美影、上海译制厂等，且与上市公司业务有较强关联性。解决同业竞争或为大势所趋，有望持续赋能公司产业链延展。

关键假设、估值与盈利预测

我们看好公司后续主业修复+IP 业务增长，预测公司 24-26 年的营业收入分别为 8.65/11.80/14.75 亿元，同比增长 9%/36%/25%；2024/25/26 年归母净利润分别为 1.59/2.63/3.54 亿元，同比增速 25%/66%/35%，当前股价对应 52/32/24 倍 PE。

目 录

一、 上海电影：全产业链电影龙头	6
（一）发展历程：打造发行-院线-放映全产业链，IP+AIGC 新方向发力	6
（二）股权结构与管理层：国资实控+股权集中，管理团队经验广泛丰富	6
（三）财务分析：走出阴霾，看好后续长期增长	9
二、 电影业务：稳定基本盘，期待发行弹性	11
（一） 行业：24 年受供给周期影响略承压，期待 25 年产品大年	11
（二） 电影：影院&院线稳定基本盘，期待发行弹性	13
1、 影院：稳定基本盘，积极探索“影院+”新模式焕新活力	13
2、 院线：市占率行业领先，加盟影院持续扩张	14
3、 电影发行：当前体量较小，期待后续参与度提升	15
三、 大 IP 业务：手握众多经典 IP，重点发力方向，打开长期想象空间	17
（一） 国内 IP 市场方兴未艾，对标海外空间巨大	17
1、 国内 IP 市场稳步发展，当前以商品授权为主	17
2、 对标海外，我国 IP 产业仍有较大发展空间	18
（二） 公司手握众多经典 IP，积极推进大 IP 开发运营战略	19
1、 大 IP 战略一大步：背靠集团收购上影元，手握众多经典 IP 开发运营权	19
2、 收购之后：IP 焕新&变现，齐头并进	21
a) 焕新：长短结合，新老结合，IP 业务持续壮大重要前提	21
b) 变现：授权与自营相结合，长期想象空间大	23
四、 积极拥抱 AI 技术，有望进一步放大 IP 价值	28
五、 盈利预测与投资建议	29
六、 风险提示	31

图表目录

图表 1	公司股权结构（2024H1）	6
图表 2	上影集团参股/控股公司	7
图表 3	公司管理层介绍	7
图表 4	公司营业收入（亿元，%）	9
图表 5	公司营收结构（%）	9
图表 6	公司销售毛利率&净利率（%）	9
图表 7	公司分业务毛利率（%）	9
图表 8	公司费率（%）	10
图表 9	公司归母净利润及其增速（亿元，%）	10
图表 10	电影大盘票房（亿元，%，含服务费）	11
图表 11	大盘观影人次（亿元，%）	11
图表 12	2019-2024 年电影月票房（含服务费，亿元）	11
图表 13	全国影院数（家）	12
图表 14	全国银幕数（块）	12
图表 15	一、二线城市票房（亿元，%，含服务费）	12
图表 16	三、四线城市票房（亿元，%，含服务费）	12
图表 17	各线城市票房占比（%，含服务费）	12
图表 18	各线城市票房同比增长（%，含服务费）	12
图表 19	公司直营影院及银幕数	13
图表 20	公司直营影院地区分布（截至 24/9/1）	13
图表 21	公司直营影院票房及市占率（亿元，%）	13
图表 22	公司直营影院&行业单银幕产出（百万元）	13
图表 23	上海影城 SHO 坂本龙一&久石让改编音乐会	14
图表 24	上海杜比剧场流川枫千人专场	14
图表 25	公司旗下联和院线加盟影院及银幕数	15
图表 26	联和院线票房（不含服务费，亿元，%）	15
图表 27	各院线公司票房市占率（含服务费，%）	15
图表 28	各院线公司平均票价（含服务费，元）	15
图表 29	公司参与的电影项目	16
图表 30	《中国奇谭》	16
图表 31	《小妖怪的夏天》大电影	16
图表 32	全国授权商品零售额（亿元，%）	17
图表 33	全国品牌授权金（亿元，%）	17

图表 34	授权业务合作模式占比	17
图表 35	品牌授权商授权金收取模式构成	17
图表 36	2023 年 IP 受众结构	18
图表 37	IP 授权带动销售提升占比分布	18
图表 38	三丽鸥 IP 衍生品	18
图表 39	三丽鸥收入（亿日元，%）	18
图表 40	日本动画角色商品产业规模及占社零比例	19
图表 41	中国 IP 授权商品零售额及占社零比例	19
图表 42	上影元股权结构	19
图表 43	上影元运营的 60 个 IP 构成	20
图表 44	上影元模拟财务报表（亿元）	20
图表 45	上影元 IP 群像	20
图表 46	公司 IP 变现维度	21
图表 47	IP 新媒体运营矩阵	22
图表 48	中国奇谭 1/2	23
图表 49	《小妖怪的夏天》大电影	23
图表 50	IP x 光明莫斯利安酸奶	23
图表 51	大闹天宫 x 星巴克流动拿铁	23
图表 52	2023-2024 年 IP 商品&营销授权重点项目梳理	24
图表 53	《葫芦娃大作战》游戏海报	25
图表 54	《中国奇谭》x《蛋仔派对》	25
图表 55	上影元 IPx 游戏授权/联动项目	25
图表 56	2022 年中国文娱 IP 市场收入来源分布	26
图表 57	2022 年中国移动游戏 IP 市场收入分布	26
图表 58	淘宝上美影旗舰店&上影元品小程序	27
图表 59	上影元文创产品	27
图表 60	上美影奇幻乐园·哪吒闹海特展	27
图表 61	“哪吒·幻影 SHO”数智人产品	27
图表 62	公司 I-NEW 焕新发布会	28
图表 63	AI 马拉松电影大赛	28
图表 64	集团 AI 布局	28
图表 65	公司盈利预测	29

一、上海电影：全产业链电影龙头

上海电影扎根上影集团，形成了“专业化发行公司+综合性院线+高端影院经营”的完整全产业链，目前主营业务主要包括电影放映、电影院线、电影发行、大 IP 及其他业务。其中 1) 电影放映：基石业务，23 年营收占比为 69%，占公司收入大头；2) 电影院线：对以资产联结或者供片联结方式加入院线的影院进行统一管理、统一供片，23 年营收占比约 6.8%；3) 电影发行：主要包括影片的营销推广策略制定、实施及与院线洽谈排片方案等工作，23 年占比 4.15%；4) 其他：包括广告、卖品、IP 授权等业务，以 23 年为例其卖品/广告/版权/其他收入分别占比为 8.8%/4.8%/5.1%/8%。

（一）发展历程：打造发行-院线-放映全产业链，IP+AIGC 新方向发力

复盘公司发展历程，我们认为主要分为以下三个阶段：

第一阶段（1994-2016）：发行公司起家，建设发行、院线、放映、票务一体化综合性产业链。1994 年 10 月上影前身上海东方影视发行有限责任公司成立，主要从事发行放映、影视出版等业务。2010 年 12 月东方发行由上影厂划拨至上影集团，影院规模不断扩张。2012 年 7 月上海电影股份有限公司成立，2013 年 11 月在线票务平台“天下票仓”成立。

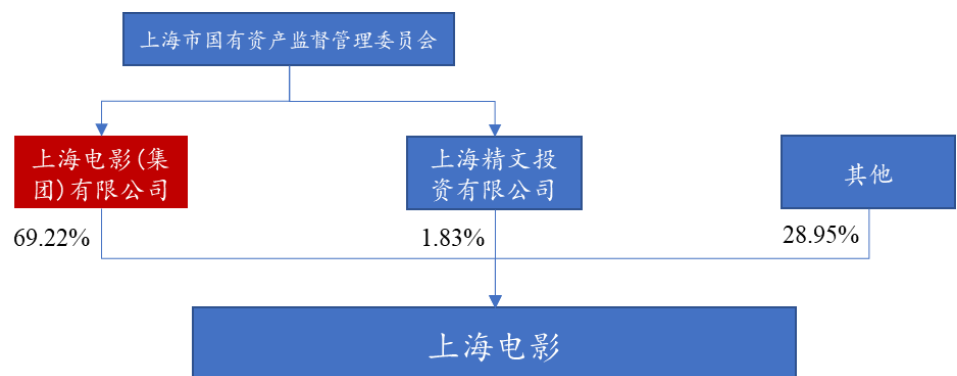
第二阶段（2016-2020）：上交所上市，深耕全产业各领域。2016 年 8 月，公司在上海证券交易所上市。此后发行多部表现良好的影视作品，包括 2016 年的《盗墓笔记》、2019 年的《攀登者》（11 亿元）等。

第三阶段（2020-至今）：“AI 遇见 IP”——AI 数字化转型+大 IP 开发新赛道。2020 年上影出资 5 亿元收购吴淞影视基地，启动上影高科技影视基地建设，打造上影科创中心，“数字化转型”位列核心战略之一。2022 年 10 月上影联合上海美术电影制片厂有限公司出资成立上影元文化，拥有《中国奇谭》《大闹天宫》《葫芦兄弟》等 60 个知名影视 IP 的运营权。2023 年 6 月上海影城焕新归来，定位“电影+”AIGC 前沿场景承载地。

（二）股权结构与管理层：国资实控+股权集中，管理团队经验广泛丰富

国资实控，股权结构集中。截至 2024Q1，公司控股股东为上海电影（集团）有限公司（持有 69.22%的股权），上海市国有资产监督管理委员会为实际控制人。上海精文投资有限公司持有 1.83%的股权，而其余前十大股东各持股不超过 0.9%，股权结构高度集中。

图表 1 公司股权结构（2024H1）



资料来源：wind，公司财报，华创证券

公司是上影集团旗下唯一上市公司，集团内仍有较多优质资产未在上市公司体内，包括

上影厂、上美影、上海译制厂等，且与上市公司业务有较强关联性。展望后续，解决同业竞争或为大势所趋，有望持续赋能公司产业链延展。

图表 2 上影集团参股/控股公司

参股/控股公司名称	集团占股（%）	参股/控股公司名称	集团占股（%）
上海电影译制厂有限公司	100%	上海上影安乐影业业有限公司	51%
上海新光影艺苑有限公司	100%	上海电影(集团)电视剧制作有限公司	51%
上海电影制片厂有限公司	100%	上影寰亚文化发展(上海)有限公司	50%
上海电影技术厂有限公司	100%	上海上影英皇文化发展有限公司	50%
上海电影发展有限公司	100%	上海上影南国影业业有限公司	48%
上海上影电影制作有限公司	100%	上海电影集团影视传媒有限公司	40.80%
上海美术设计有限公司	100%	上影新浪潮影业(上海)有限公司	40%
上海上影文化科技有限公司	100%	上海东影传媒有限公司	39.33%
上海电影艺术发展有限公司	100%	上海电影股权投资基金管理有限公司	36%
上海上影影视文化交流有限公司	100%	上海电影集团影视文化投资发展有限公司	35%
上海电影集团文化经纪有限公司	100%	上海海上影业影视制作有限公司	33.33%
上海美术电影制片厂有限公司	100%	上影资产管理(上海)有限公司	30%
上海永乐股份有限公司	92.95%	上海昊浦影视文化有限公司	25.05%
上海上影大耳朵图图影视传媒有限公司	90%	上海上影磐石文化产业投资管理有限公司	20%
上影特艺影视技术(上海)有限公司	51%	上影元(上海)文化科技发展有限公司	14%
上海电影(集团)电视剧制作有限公司	51%	上海上影文旅企业发展有限公司	10%
上海上影电通影视文化传播有限公司	51%	上影互娱(上海)策划咨询有限公司	4%
北京九州同映数字电影院线有限公司	1.67%		

资料来源：wind，天眼查，华创证券

高管团队稳定，从业范围广泛、经验丰富。公司管理层皆为本科及以上学历，多为硕士，涉及工商管理、传媒发展、影视编导等多元而具有相关性的行业，且具有大量海外交流经历，经验丰富。公司董事长王健儿有市委宣传部等单位的工作经历，曾任华数数字电视传媒集团有限公司董事会董事长职务，在影视传媒相关行业经验丰富，引领公司洞察行业时代潮流。

图表 3 公司管理层介绍

姓名	职务	履历
王隽	董事长	女，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 月起任本公司副董事长。
戴运	董事、总经理	男，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，历任公司战略发展部总监、公司副总经理、兼任公司董事会秘书。自 2018 年 7 月起任本公司董事，自 2021 年 9 月起任公司总经理。
吴嘉麟	董事	男，上海理工大学工商管理硕士。历任上海平安娱乐有限公司财务部会计，上海永乐股份有限公司经济运行部主管，上海电影（集团）有限公司资产管理部主管，上海电影（集团）有

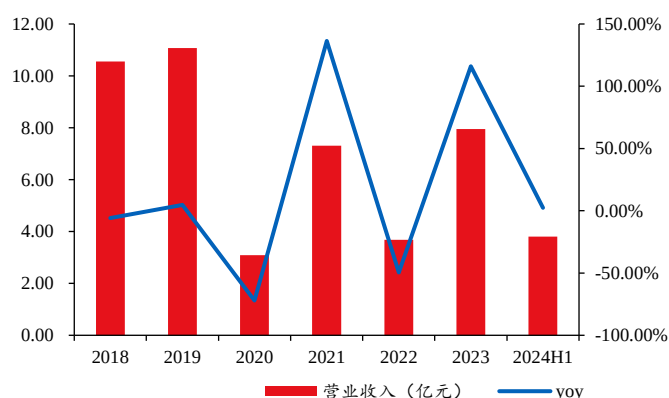
		限公司资产管理部主任。自 2020 年 3 月起任上海电影（集团）有限公司投资管理部主任。自 2018 年 7 月起任本公司监事。自 2021 年 9 月起任本公司董事。
杨莹	董事	女，清华大学法学院法学硕士。历任上海市徐汇区司法局法宣科副主任科员、办公室副主任，上海飞乐音响股份有限公司法务部法务经理、副总经理、总经理。自 2019 年 9 月起任上海精文投资有限公司法律事务部主任。自 2022 年 12 月起任本公司非独立董事。
李早	副总经理	女，南京师范大学影视编导专业本科学历。历任上海上影大耳朵图图影视传媒有限公司市场营销总监、执行制片人，国视通讯（上海）有限公司影视栏目主编，华闻糖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；自 2020 年 9 月起，上海美术电影制片厂有限公司副总经理（副厂长）。自 2022 年 7 月起任公司副总经理。
赵国平	财务总监	男，中国国籍，1979 年出生，中共党员，无境外永久居留权，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（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，上海铁路局北郊站财务部副部长，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。
刘林鹤	董事会秘书	男，中国国籍，1987 年出生，无境外永久居留权，上海财经大学工商管理硕士学历。2012 年 8 月至 2017 年 7 月任中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：公司财报，wind，上影集团公众号，华创证券

（三）财务分析：走出阴霾，看好后续长期增长

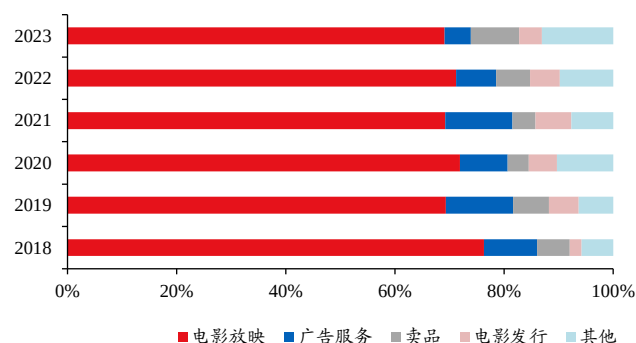
营收重回增长，IP 为新亮点。公司 20-22 年营收受疫情影响波动相对较大，23 年重回增长，23 年实现营收 7.95 亿元（YOY+116%）；24H1 持续复苏，24H1 实现营收 3.81 亿元（YOY+2.4%）。**营收结构方面**，1）电影放映是核心主业，营收占比维持在 70%左右；2）其次为广告+卖品+电影发行业务，23 年其营收占比分别为 4.8%/8.9%/4.1%；3）IP 业务：自 2023 年收购上影元而正式布局“大 IP 开发”战略后，公司拥有 60 余 IP 版权，在影视作品、商品授权、卖品等方面发力，23 年授权业务营收 0.41 亿元，占总营收 5.12%，后续占比有望不断提升。

图表 4 公司营业收入（亿元，%）



资料来源：公司财报，华创证券

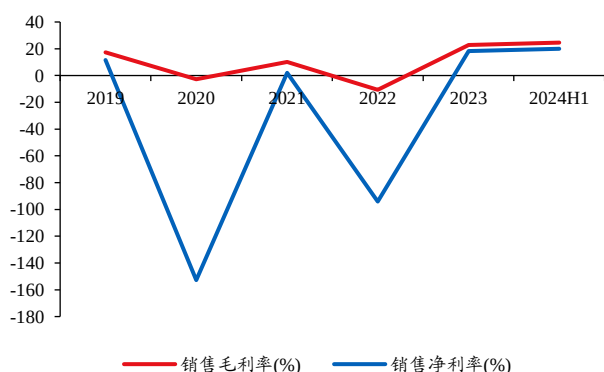
图表 5 公司营收结构（%）



资料来源：公司财报，华创证券

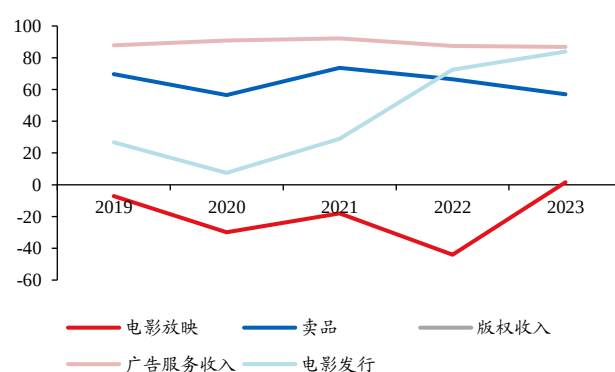
18-19 年公司毛利率稳定上升（15.82%至 17.28%），20-22 年受疫情影响波动较大，23 年受益大盘复苏重新回正，23/24H1 毛利率分别为 22.83%/24.6%，毛利率提升主要系影院业务恢复正常经营+高毛利 IP 授权业务占比提升。展望后续，随着 IP 业务进一步发展，公司毛利率有望继续上升。

图表 6 公司销售毛利率&净利率（%）



资料来源：公司财报，华创证券

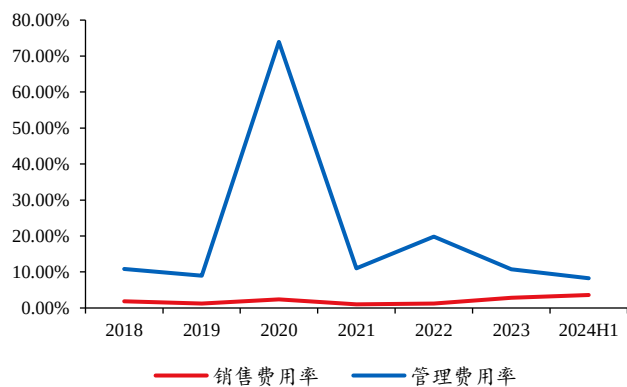
图表 7 公司分业务毛利率（%）



资料来源：公司财报，华创证券

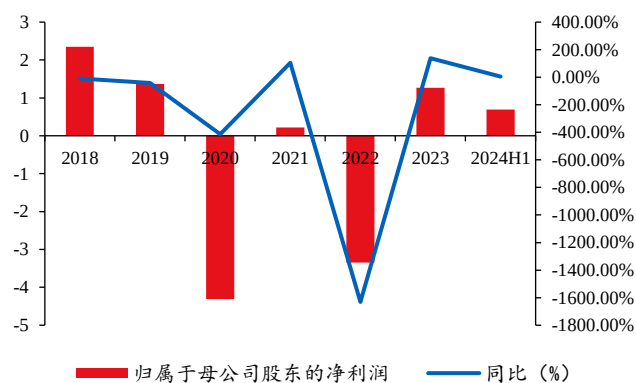
费率相对稳定。公司的销售费率和财务费率相对稳定，基本在 3%之内浮动；管理费 20 年上升主要系收入下降但薪酬等支出相对刚性，21 年快速恢复至疫情前 10%左右的水平，此后基本稳定。**利润端 23 年回正，24H1 稳步增长。**18 年公司归母净利润 2.35 亿元表现良好，20-22 年归母净利润受疫情影响波动较大，但 23 年已实现回正，23/24H1 分别实现归母净利润 1.27/0.69 亿元，分别 YOY+138%/5%。

图表 8 公司费率（%）



资料来源：公司财报，华创证券

图表 9 公司归母净利润及其增速（亿元，%）



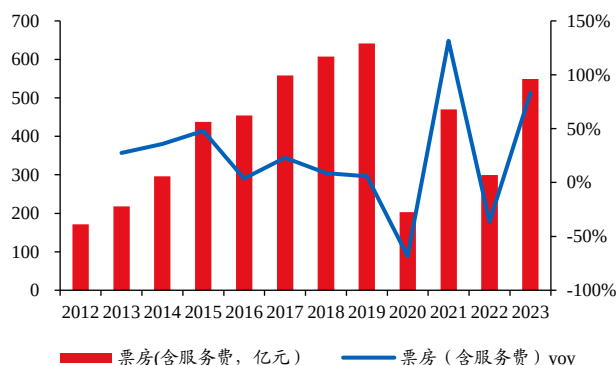
资料来源：公司财报，华创证券

二、电影业务：稳定基本盘，期待发行弹性

（一）行业：24 年受供给周期影响略承压，期待 25 年产品大年

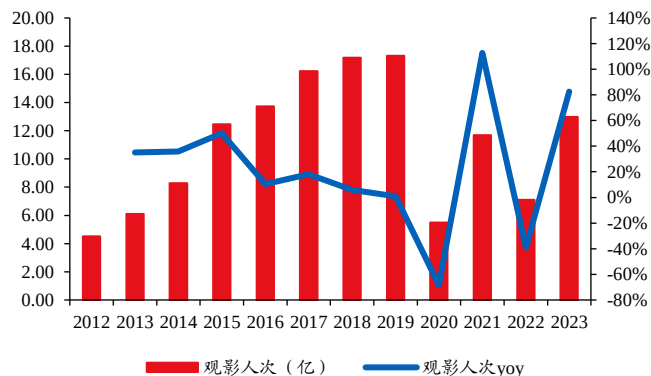
电影产业复苏。20-22 年行业受疫情影响有所波动，23 年行业进入复苏周期，23 年大盘实现票房（含服务费）549.25 亿元，已恢复至 19 年的 86%。

图表 10 电影大盘票房（亿元，%，含服务费）



资料来源：猫眼专业版，华创证券

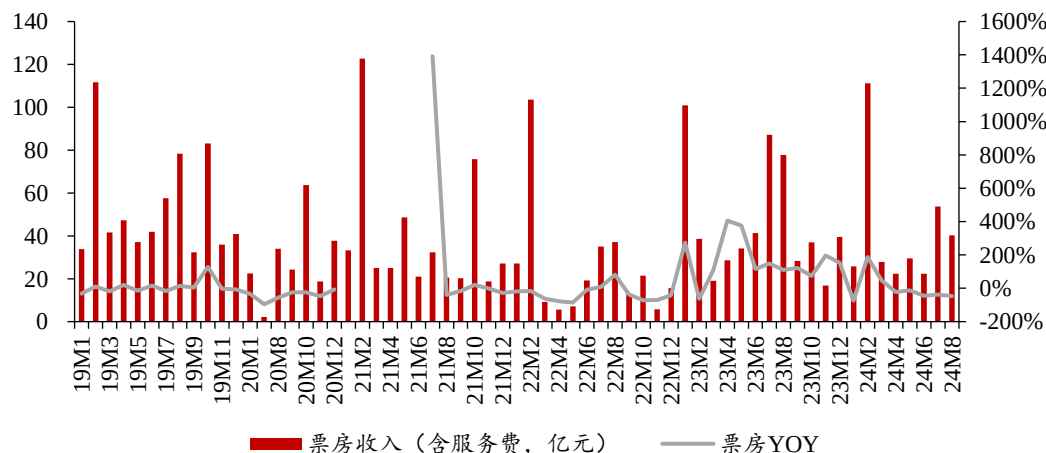
图表 11 大盘观影人次（亿元，%）



资料来源：猫眼专业版，华创证券

2024 年供给降速，全年大盘有压力，但 25 年值得期待。23 年受积压影片释放+审核宽松等影响为产品大年，但 24 年受制作周期影响供给释放略降速，因此 24 年优质供给弱于 23 年。截至 8/31，24 年电影大盘共实现票房 333 亿元，YOY-22%，预计全年大盘有一定压力较大。此外，25 年有望进入新一轮产品释放周期，建议关注低基数下行业修复。

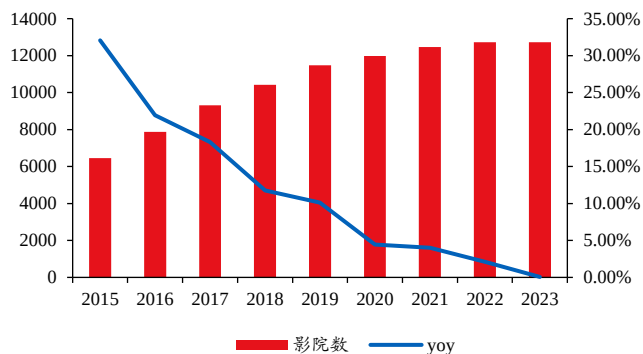
图表 12 2019-2024 年电影月票房（含服务费，亿元）



资料来源：华创证券

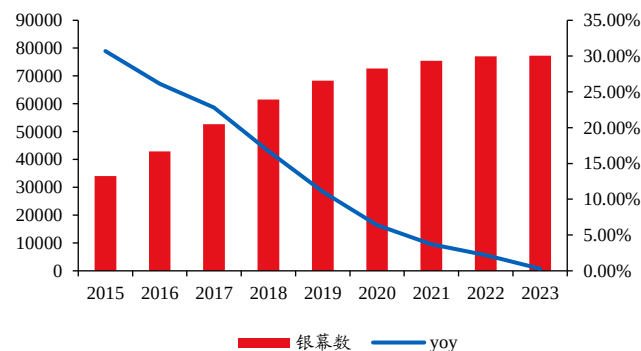
渠道看：影院扩张增速显著放缓。20 年后，随着电影市场走向成熟+受外部因素影响，影院扩张及银幕新建速度显著下降，当前保持小个位数增长。

图表 13 全国影院数（家）



资料来源：灯塔专业版，华创证券

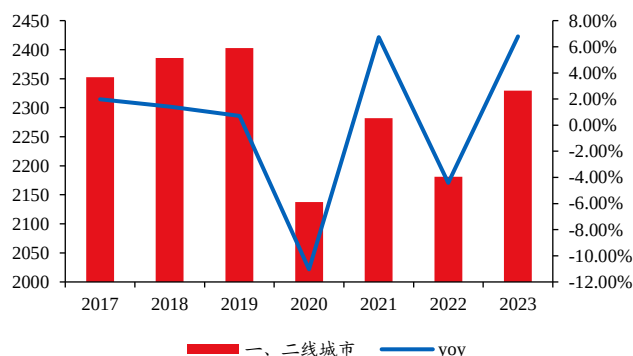
图表 14 全国银幕数（块）



资料来源：灯塔专业版，华创证券

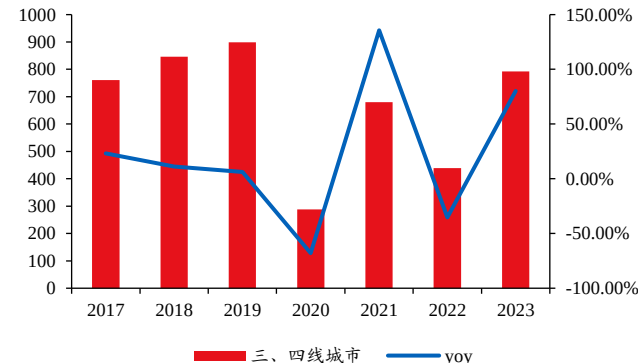
分区域看，三四线城市票房占比提升。一、二线城市与三、四线城市的院线票房波动轨迹相似，但三四线城市票房占比逐年递增，当前已接近半数（17年38.79%VS23年44.23%），且三四线城市票房疫后恢复弹性明显更大。

图表 15 一、二线城市票房（亿元，%，含服务费）



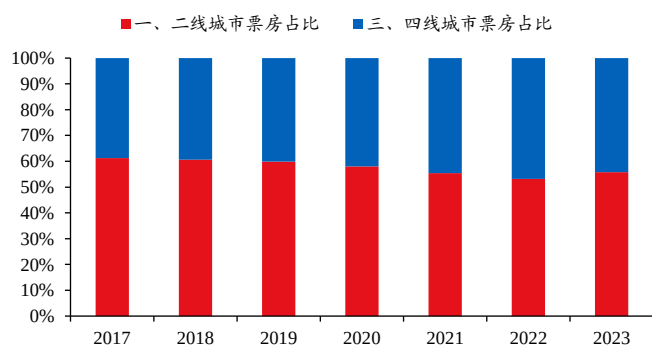
资料来源：猫眼专业版，华创证券

图表 16 三、四线城市票房（亿元，%，含服务费）



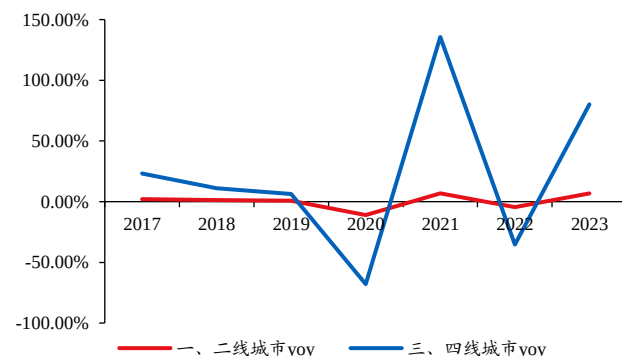
资料来源：猫眼专业版，华创证券

图表 17 各线城市票房占比（%，含服务费）



资料来源：猫眼专业版，华创证券

图表 18 各线城市票房同比增长（%，含服务费）



资料来源：猫眼专业版，华创证券

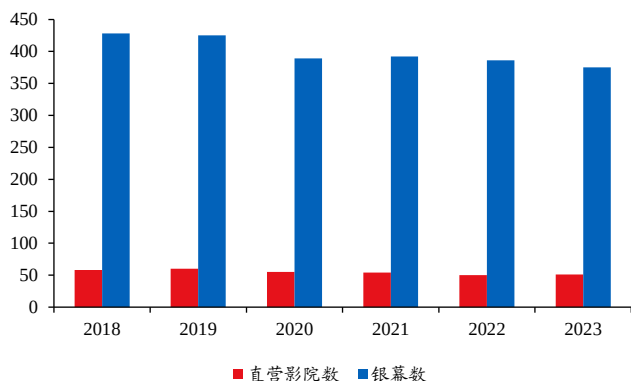
（二）电影：影院&院线稳定基本盘，期待发行弹性

公司电影业务分为三大板块：影院经营、电影院线、电影发行。影院经营主要为电影放映+卖品+广告等业务。电影院线主要包括联和院线为其加盟影院提供的各种增值业务。电影发行主要包括影片的投资、宣发等业务。

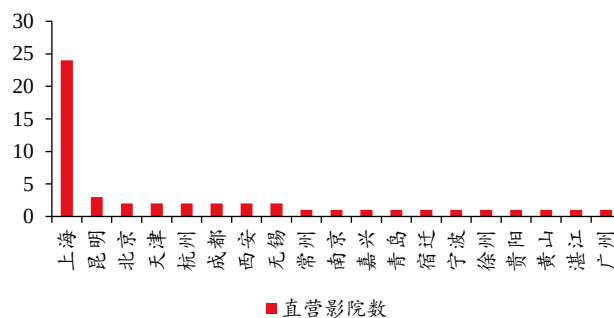
1、影院：稳定基本盘，积极探索“影院+”新模式焕新活力

直营影院立足上海，辐射高线城市，经营效率高于同业。截至 24/9/1，公司共有直营影院 50 家，主要分布在上海及其他一二线城市，所处区位优势居民整体消费能力较强。影院业务作为公司的基本盘，疫情期间积极开展优化调整，汰换/关停部分经营坪效较低的影院，不断提升影院整体经营质量。1）市占率维度看，基于猫眼专业版口径，公司 23 年影投实现票房（含服务费）6.24 亿元，市占率约为 1.14%，同比 21/22 年提升 0.07/0.23pct；其中 21 年至今上海区域公司直营影院票房市占率第二；2）单银幕维度：单银幕产出高于同行，2018-2023 年公司直营影院单银幕票房产出均超行业平均，经营效率全国领先。

图表 19 公司直营影院及银幕数



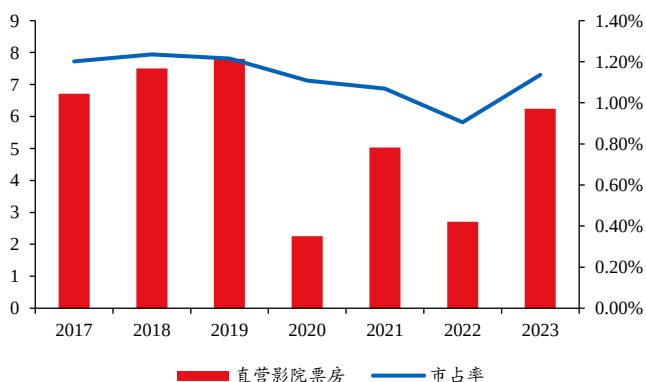
图表 20 公司直营影院地区分布（截至 24/9/1）



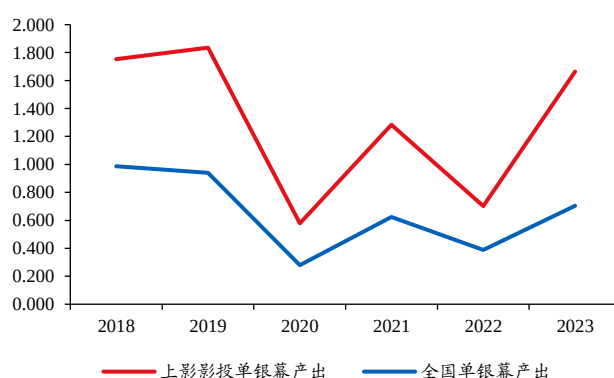
资料来源：公司财报，华创证券

资料来源：猫眼专业版，华创证券整理统计

图表 21 公司直营影院票房及市占率（亿元，%）



图表 22 公司直营影院&行业单银幕产出（百万元）



资料来源：公司财报，华创证券

资料来源：猫眼专业版，灯塔专业版，华创证券

积极探索“影院+”新模式，焕新影院活力。公司基于已有的线下影院渠道资源，积极探索“电影+IP+周边+商圈”的“影院+”模式，截至 2023 年 6 月 30 日，公司影院已成功举办超 50 余场活动（包括电影派对、IP 衍生、首映礼等），同时也积极引入周期性组织 SHO·路演秀、行业高峰论坛、行业闭门会等活动。整体成效显著，其中上海影城 SHO 自 6 月 8 日焕新升级开业以来，打造属于上海乃至全球电影人的“电影+”文化社交集享地，陆续举办电影派对、首映礼、IP 衍生、共创影展、主题影院、音乐会、购物节等“电影+”活动近 100 场，上影影城（港汇永华 IMAX 店）实现上海地区 2023 年全年票房第一。第二十六届上海国际电影节期间，举办各类见面会、首映礼 48 场，服务了 6.5 万来自全球的影迷观众；打造出“千人场”活动品牌，紧紧依托影片 IP，组织超过 30 场“千人场”包场活动。此外，公司与京东方科技集团拟在 LED 数字创新显示、影视文化、内容创作等多领域，打造以 LED 屏为核心的全新影院视听体验，已在美罗城有落地。

图表 23 上海影城 SHO 坂本龙一&久石让改编音乐会



资料来源：上海电影公众号，华创证券

图表 24 上海杜比剧场流川枫千人专场



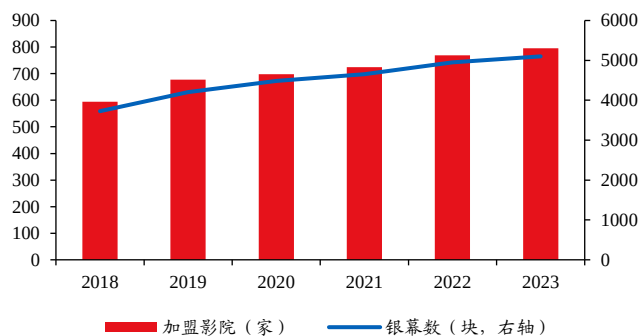
资料来源：上海电影公众号，华创证券

该模式带来了什么？1）拓宽影院非票收入来源，盘活线下资源；2）赋能 IP 等新业务发展，正如我们前文所说，公司影院基本坐落于一二线/新一线城市，本身即具备较强的区位优势，公司后续基于影院开展 IP 线下活动，有望产生高效协同。以上海影城 SHO、上影影城（港汇永华 IMAX 店）为例，其 23 年平均票价分别为 80.4 元（YOY+25%）/81.3 元（同比基本持平），远高于公司直营影院平均票价 51.8 元。

2、院线：市占率行业领先，加盟影院持续扩张

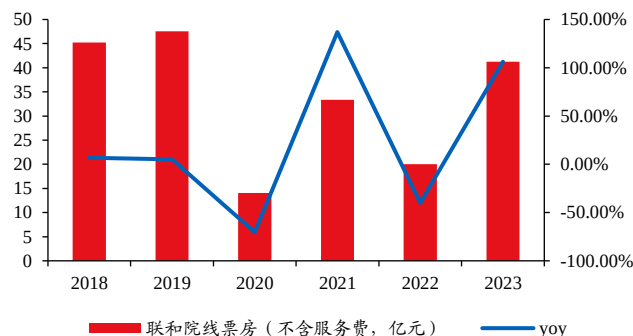
公司下属的联和院线是国内头部电影院线之一，其加盟影院数量和票房规模在同行业中始终处于领先地位。近年来加盟影院和银幕数量保持稳定增长，21/22/23 年加盟影院数量分别为 724/769/796 家，YOY+3.7%/6.2%/3.5%，加盟影院银幕总数为 4653/4949/5101 块，基本保持稳定增长。

图表 25 公司旗下联和院线加盟影院及银幕数



资料来源：猫眼专业版，华创证券

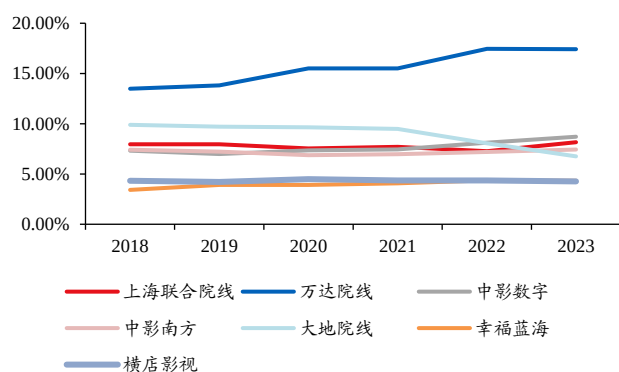
图表 26 联和院线票房（不含服务费，亿元，%）



资料来源：猫眼专业版，华创证券

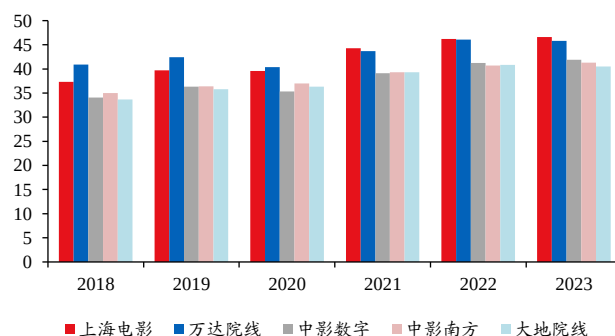
市占率看，上海联和电影院线票房市占率保持前列。2018-2023 年，联和院线的票房市占率（含服务费）基本保持全国第三，在 7%-9% 之间浮动，23 年系上海影城焕新、影院银幕的扩张及上影元 IP 创造线下增量等原因，票房市占率小幅提升至 8.16%。此外，联和院线平均票价较高。

图表 27 各院线公司票房市占率（含服务费，%）



资料来源：猫眼专业版，华创证券测算

图表 28 各院线公司平均票价（含服务费，元）



资料来源：猫眼专业版，华创证券

3、电影发行：当前体量较小，期待后续参与度提升

当前发行业务体量较小，后续仍有较大提升空间。20/21/22/23 年公司发行收入为 0.16/0.48/0.20/0.33 亿元，占公司营收比例约 5%/7%/5%/4%。展望后续，我们认为公司发行板块有望较大提升空间。一方面，有望发挥控股股东的优势资源，提升头部影片宣发参与度；另一方面，大 IP 战略加持下公司有望继续加深 IP 内容开发创作程度。

公司将聚焦“精品内容”战略，实施“头部精品、腰部黑马、网红爆款”的“三三制战术”，期待后续弹性。1) 头部精品：抓大作品、搞大制作、出大 IP，包括参与《长津湖》、《悬崖之上》、《流浪地球》、《消失的她》等头部项目；2) 腰部黑马：主要由上影的“新人新作”计划构成，目前已有《逍遥游》等三部电影完成拍摄，方言电影《生息之地》也已开机；3) 网红爆款：瞄准网生内容赛道，美影厂与 B 站曾合作推出动画片《中国奇谭》。2023 年 9 月已参与现象级作品《中国奇谭》第二季的制作和《小妖怪的夏天》大电影的开发，期待后续产品落地。

图表 29 公司参与的电影项目

	项目名称	票房（亿元）	参与方式
2022 年	疯了！桂宝之三星夺宝	0.13	发行
2023 年	敦煌女儿	0.01	发行
	望道	0.82	发行
	超级英雄美猴王:齐天儿	0.05	发行
2024 年	家有儿女之神犬当家	0.01	联合发行
	银河写手	0.04	联合发行
	热辣滚烫	34.6	联合出品
	熊出没逆转时空	19.84	上影元联合出品

资料来源：猫眼专业版，华创证券

图表 30 《中国奇谭》


资料来源：数英 DIGITALING 公众号，华创证券

图表 31 《小妖怪的夏天》大电影


资料来源：豆瓣，华创证券

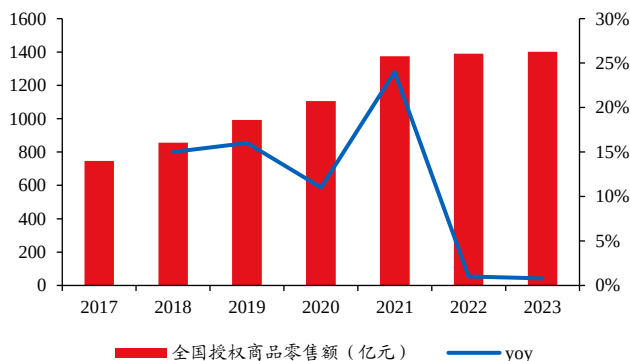
三、大 IP 业务：手握众多经典 IP，重点发力方向，打开长期想象空间

（一）国内 IP 市场方兴未艾，对标海外空间巨大

1、国内 IP 市场稳步发展，当前以商品授权为主

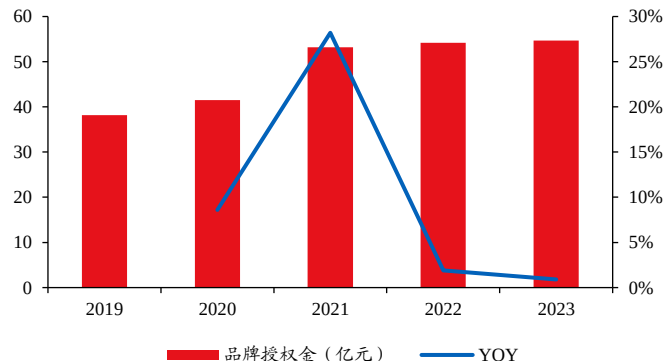
国内 IP 授权市场稳步发展。在悦己型消费趋势下，IP 市场蓬勃发展。1) GMV 维度：2023 年中国年度授权商品零售额为 1401 亿元（YOY+0.8%），18-23 年 CAGR 达 10%；2) 授权金维度：与 GMV 趋势类似，2023 年中国年度授权金已达 54.7 亿元，同比增长 0.9%。

图表 32 全国授权商品零售额（亿元，%）



资料来源：各年度中国玩协《中国品牌授权行业发展白皮书》，转引自 CLE 中国授权展公众号，动漫资源，前瞻网，中商情报网等，华创证券整理

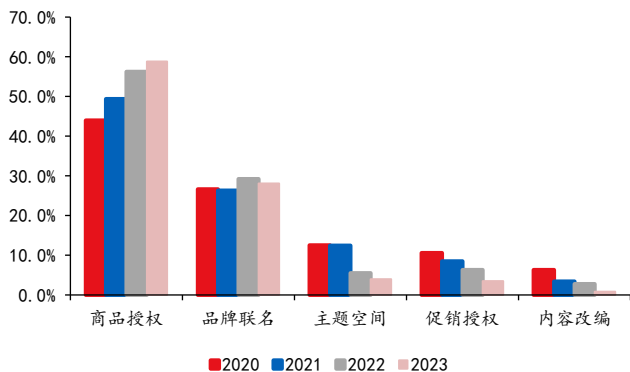
图表 33 全国品牌授权金（亿元，%）



资料来源：各年度中国玩协《中国品牌授权行业发展白皮书》，转引自 CLE 中国授权展公众号，中商情报网等，华创证券整理

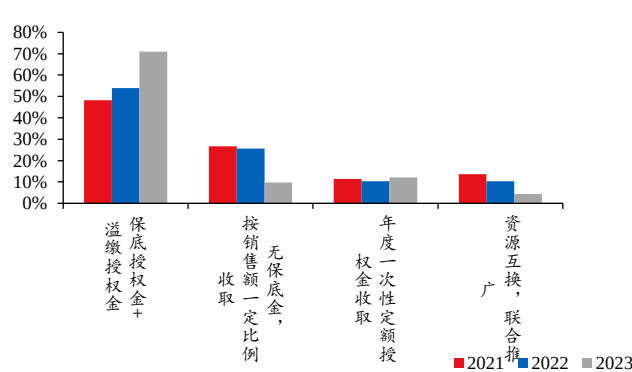
业务合作模式看，全国 IP 业务由商品授权主导（23 年占 58.8%），且近年有增长趋势；品牌联名位居其次，占据近 30% 体量。授权金收取模式看，2023 年保底授权金+溢缴授权金是最主要的授权金收取方式，占比达 71%（YOY+17.1pct）。

图表 34 授权业务合作模式占比



资料来源：中国玩协《<2024 中国品牌授权行业发展白皮书>发布》，华创证券

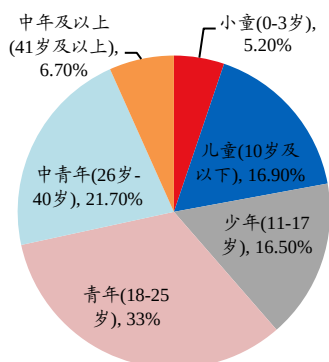
图表 35 品牌授权商授权金收取模式构成



资料来源：中国玩协《<2024 中国品牌授权行业发展白皮书>发布》，华创证券

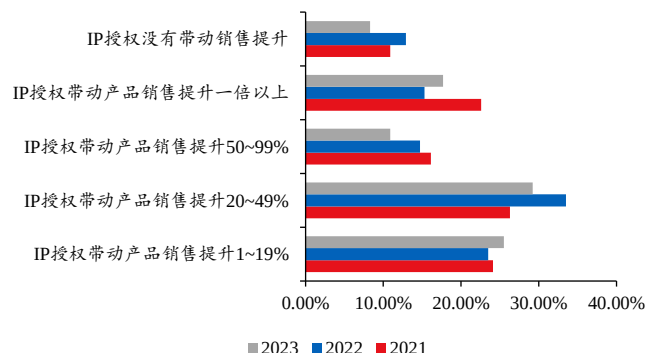
当前国内 IP 受众以中青年为主。根据中国玩协报告，2023 年 IP 受众主力军青年+中青年占比达 54.7%，为国内 IP 核心受众。IP 授权将有效带动商品销售提升。2023 年被授权商认为 IP 授权带动销售提升 1%-19%/一倍以上的占比比上年提高 2/2.4pct。

图表 36 2023 年 IP 受众结构



资料来源：中国玩协《<2024 中国品牌授权行业发展白皮书>发布》，华创证券

图表 37 IP 授权带动销售提升占比分布



资料来源：中国玩协《<2024 中国品牌授权行业发展白皮书>发布》，华创证券

2、对标海外，我国 IP 产业仍有较大发展空间

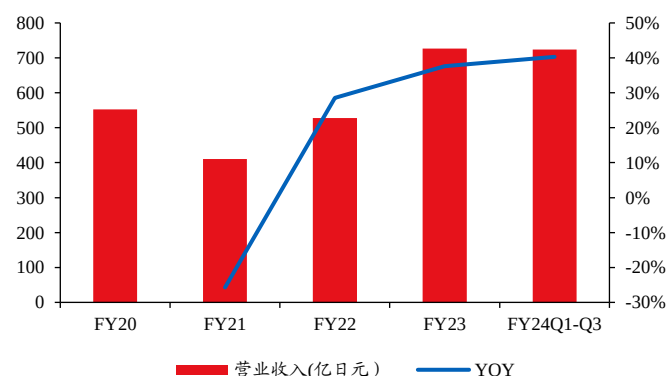
我们主要选取与我国文化类似、IP 市场较为发达的日本作为对标。低欲望社会下，以动画 IP 为代表精神文化消费崛起。日本自上世纪 90 年代起步入经济相对增速放缓的阶段，居民降低物欲消费的同时不断提升精神文化消费的比重，“Otaku”（御宅）文化兴起。根据日本动画协会数据，2002-2021 年间，日本动画角色商品市场规模由 4350 亿日元增至 6631 亿日元。国内也涌现出较多优质 IP 公司，包括万代、三丽鸥、圆谷 Fields（奥特曼）、任天堂（超级马里奥与宝可梦）等，其 IP 业务都长青稳定发展。

图表 38 三丽鸥 IP 衍生品



资料来源：IP 授权说，华创证券

图表 39 三丽鸥收入（亿日元，%）



资料来源：wind，华创证券

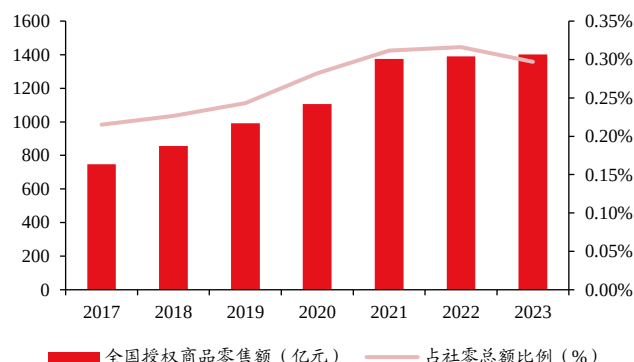
对标日本，国内 IP 业务渗透率仍有较大提升空间。根据日本动画协会，2022 年日本动画 IP 商品产业规模达 6693 亿日元(YOY+1%)，占日本社零(商业销售额)总额的 0.43%；而国内 23 年 IP 授权商品零售额仅占社零总额的 0.3%，仍有接近 50%的占比提升空间。

图表 40 日本动画角色商品产业规模及占社零比例



资料来源：日本动画协会 转引自三文娱 infic 《344 亿元规模的日本动画角色商品市场，有哪些趋势？》，wind，华创证券

图表 41 中国 IP 授权商品零售额及占社零比例



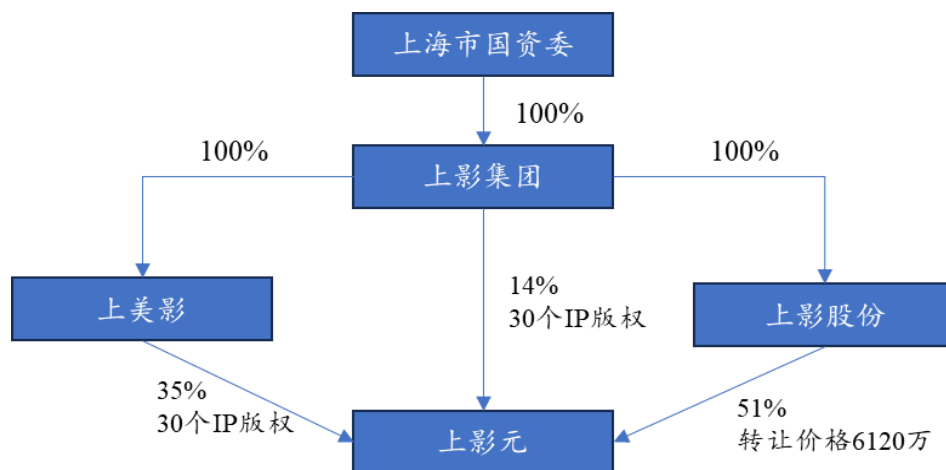
资料来源：中国玩协，wind，华创证券

（二）公司手握众多经典 IP，积极推进大 IP 开发运营战略

1、大 IP 战略一大步：背靠集团收购上影元，手握众多经典 IP 开发运营权

大 IP 开发为集团核心战略，20 年起即有布局。上影集团拥有大量经典 IP 储备，目前上影集团拥有 800 多部电视剧、820 多部电影、500 多部动画片积累，其中上海美术电影制片厂是中国动画学派的摇篮，拥有众多经典 IP，一座上美厂，半部国漫史。上影集团早在 2020 年制定的《“十四五”发展战略规划纲要》中即提出“大 IP 开发为今后五年核心战略”，探索通过 IP 创造主题消费场景，打造“电影+衍生品+娱乐地产”的 IP 生态圈。上影拥有的影视全产业链资源，都将以“大 IP”思维推进原创内容的生产与再生产，完成对传统产业的赋能，搭建上影的“IP 星球”。此后，2022 年 10 月上影集团和美影厂联合成立上影元文化，其中上影集团/美影厂分别持股 65%/35%，将其定位为“上影大 IP 开发的市场主体”，运营葫芦兄弟、大闹天宫、黑猫警长、哪吒闹海、中国奇谭等 60 余个上影旗下影视 IP 的版权，授权期 10 年，到期后上影元文化可优先续约 10 年；业务板块涵盖 IP 开发与运营的全链路。

图表 42 上影元股权结构



资料来源：公司公告，天眼查，华创证券

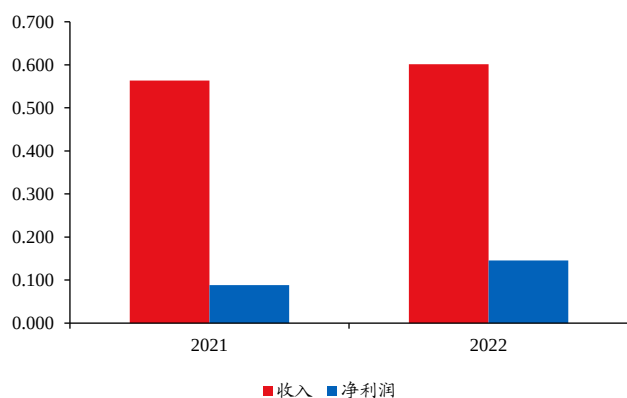
注入上市公司，开启新增长动能。上海电影于 2023 年 3 月宣布拟收购控股股东上影集团所持有上影元文化 51% 的股权，转让价格为 6120.24 万元，5 月完成收购及并表，这意味着上市公司拥有了集团 60 个优质 IP 的开发运营权，而“大 IP 开发与运营”也正式成为上市公司后续重要战略方向。根据模拟报表，上影集团与上美影授权上影元的 IP 知识产权于 2021 年实现营业收入 0.56 亿元，净利润 882 万元；2022 年实现营业收入 0.6 亿元，净利润 1453 万元。

图表 43 上影元运营的 60 个 IP 构成

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

资料来源：公司公告，华创证券

图表 44 上影元模拟财务报表（亿元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 45 上影元 IP 群像



资料来源：数英 DIGITALING 公众号，华创证券

2、收购之后：IP 焕新&变现，齐头并进

随着上影元并购完成，公司也日益梳理清晰 IP 业务思路，即包括两大方向+两大渠道

- **两大方向：焕新&变现。**公司后续一方面将积极推动经典 IP 内容焕新，丰富 IP 内容，唤起新共鸣；另一方面积极布局 IP 授权及衍生品变现等，充分挖掘 IP 价值，当前公司 IP 变现主要包括商品及营销授权、游戏联动及授权、文创产品、数字化开发四大维度。

图表 46 公司 IP 变现维度

IP 变现维度	举例
商品及营销授权	
游戏联动及授权	
文创产品	
数字化开发	

资料来源：公司财报，上影集团，华创证券

- **两大渠道：线上+线下深度融合。**1) 线上：公司积极基于短视频平台布局经典 IP 焕新与变现，包括创立经典 IP 抖音账号、上新长内容、上架经典 IP 文创电商平台等；2) 线下：积极利用已有线下渠道优势，2023 年 12 月正式启动“IP 影院合作计划”，通过线上线下深度融合方式推进“IP+影院”业务。

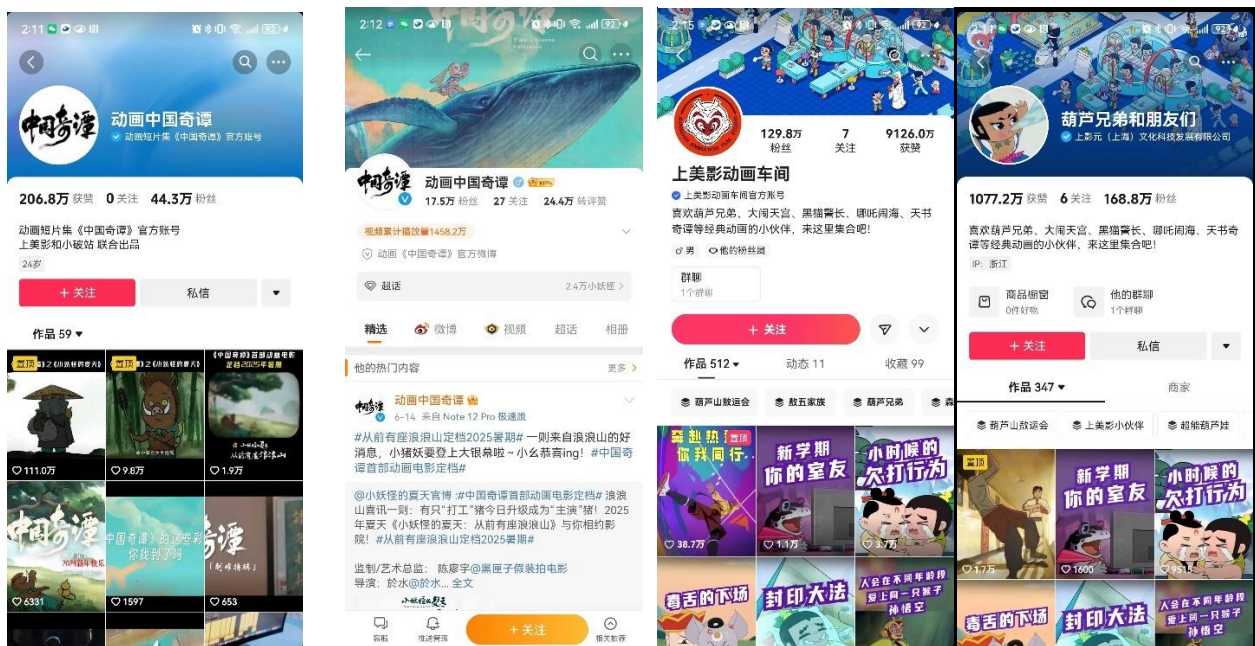
a) 焕新：长短结合，新老结合，IP 业务持续壮大重要前提

发力短视频营销：丰富 IP 角色形象，带动 IP 热度。21 年起公司即于抖音开设“葫芦兄弟官方”账号，在老 IP 世界观下以短视频的方式不断为 IP 注入更多内容及关注度。后续

随着某一 IP 热度起量，公司考虑或采取“热带冷”（短视频内容中进行 IP 结合，用高热度 IP 带动低热度 IP）等方式对 IP 进行结合，实现 IP 整体热度提升。截至目前，公司主要拥有四大线上新媒体运营平台，包括抖音《葫芦兄弟和朋友们》（粉丝数 168.8 万）、快手《上美影动画车间》（粉丝数 129.8 万）、抖音《动画中国奇谭》（粉丝数 44.3 万）、微博《动画中国奇谭》（粉丝数 17.5 万），累计粉丝突破 340 万。

春节期间，上影元推出《救五家族迎财神特别篇》，发布后迅速登上快手热榜 top1，短视频播放量累计近 4000 万；齐天大圣、哪吒、葫芦兄弟、黑猫警长、小猪妖等 30+动画角色与各行业代表亮相央视 2024 春节联欢晚会之歌舞类节目《看动画片的我们长大了》，平均收视率达 34.1%，整体节目收视率 TOP3、歌舞类节目收视率 TOP2，全网话题浏览量、播放量超 6 亿。

图表 47 IP 新媒体运营矩阵



资料来源：各抖音、快手、微博账号，华创证券

深耕 IP 宇宙挖掘：优质的长内容是丰富 IP 内核无法跨越的重要途径。公司一方面基于高频的短视频内容维持 IP 热度，另一方面深入 IP 宇宙新故事、新内容、新世界观创作，储备较多优质长内容待上线。2023 年元旦由上美影出品、上影元运营的《中国奇谭》推出，累计播放量超 3 亿，豆瓣评分 8.7 分。

展望后续，公司计划未来几年内每年焕新两部经典 IP 内容，当前《中国奇谭》第二季和《小妖怪的夏天》（已定档 25 年暑期）大电影由上影元作为主发起方已正式启动制作，有望 25 年上映，《葫芦兄弟》动画续集、真人版《邋遢大王》等其他经典 IP 影视化改编已启动。美影厂的《斑羚飞渡》《再见雪孩子》《燃比娃》《大耳朵图图》《火焰山》等动画内容也在积极制作中。此外，随着上影集团以《爱情神话》《繁花》为代表的“海派盛宴计划”的启动，公司也将积极参与后续海派 IP 的整合开发。

图表 48 中国奇谭 1/2



资料来源：豆瓣，华创证券

图表 49 《小妖怪的夏天》大电影



资料来源：济南时报，华创证券

b) 变现：授权与自营相结合，长期想象空间大

商品及营销授权：2023 年上影元授权合作项目达 73 个，其中新增 S 级项目合作 5 个（包括联动光明乳业、百胜集团、京东、星巴克中国、雀巢咖啡、中信出版等行业巨头），全年 IP 授权商品 GMV 总量超 10 亿元。展望后续，公司将积极发力 IP 授权，力争未来三年实现 IP 合作产品涉足 5 大领域、30 个行业、500 个以上品牌，落地 30 个省份，合作商品 GMV 超百亿元目标。

我们进一步梳理 23-24 年合作品牌，可以发现不乏大盘有重复合作项目（包括光明、中信出版、星巴克等），我们认为这一定程度上体现了品牌方认可了上影元经典 IP 价值，后续有望继续加大合作深度与广度，一方面有望提升单项目 ARPU 值，另一方面深度绑定高 ARPU 客户或有效缩短项目落地周期，IP 授权业务潜力有望进一步释放。

图表 50 IP x 光明莫斯利安酸奶



资料来源：上影元公众号，华创证券

图表 51 大闹天宫 x 星巴克流动拿铁



资料来源：上影元公众号，华创证券

更进一步，我们对公司商品授权业务进行简单测算。我们基于中国玩协发布的《2024 中国品牌授权行业发展白皮书》，国内授权主要采取保底授权金+分成作为常用收入方式，且进一步根据品牌授权金/全国授权商品零售额估算出分成比例（23 年约为 4%）。公司商品授权收入=商品授权 GMV*分成比例，其中商品授权 GMV 以未来三年的百亿为基数，分成比例约为 4%，测算得未来三年公司商品授权收入有望达 4 亿元。

图表 52 2023-2024 年 IP 商品&营销授权重点项目梳理

时间	内容	涉及 IP	合作形式	合作领域
2023 年重点合作项目				
1 月 3 日	梦之蓝 X 上美影 2023 联名纪念酒	大闹天宫	商品授权	食品饮料
2 月 23 日	奈雪的茶 x 中国奇谭 猪猪奶茶	中国奇谭	商品授权	食品饮料
3 月 11 日	上海表 X 大闹天宫腕表	大闹天宫	商品授权	电子数码
5 月 16 日	盐津铺子 X 大闹天宫“麻辣棒”	大闹天宫	商品授权	食品饮料
6 月 10 日	中国奇谭 X 中信出版	中国奇谭	商品授权	文化出版
6 月 17 日	京东 x 《小妖怪的夏天》	中国奇谭	营销授权	电商
8 月 9 日	Tims x 上美影 水墨拿铁	牧笛	商品授权	食品饮料
8 月 31 日	葫芦兄弟 X BEASTER	葫芦兄弟	商品授权	服饰鞋包
9 月 11 日	大闹天宫 X 铜师傅	大闹天宫	商品授权	文创产品
9 月 12 日	黑猫警长 x 雀巢咖啡百盒	黑猫警长	商品授权	食品饮料
9 月 12 日	猴子捞月 X 肯德基	猴子捞月	营销授权	食品饮料
10 月 20 日	薇诺娜“不负遇见，致敬经典”短片	大闹天宫哪吒闹海	营销授权	美妆护肤
2024 年已公布重点合作项目				
1 月 9 日	《大闹天宫》x 星巴克	大闹天宫	营销授权 商品授权	食品饮料
1 月 15 日	五大 IPx 光明莫斯利安酸奶	大闹天宫、黑猫警长、葫芦兄弟、哪吒闹海、雪孩子	营销授权 商品授权	食品饮料
1 月 16 日	大闹天宫 x 星巴克流动拿铁	大闹天宫	商品授权	食品饮料
1 月 22 日	必胜客新春限定玩具	大闹天宫、哪吒闹海、葫芦兄弟、天书奇谭	营销授权 商品授权	潮流玩具
1 月 31 日	喜茶 x 繁花	繁花	营销授权 商品授权	食品饮料
2 月 6 日	上影元 x 中信出版《中国奇谭》立体书	中国奇谭	商品授权	图书出版
5 月 18 日	葫芦兄弟 x 华莱士	葫芦兄弟	营销授权	食品饮料
6 月 1 日	大闹天宫 x 纽崔莱	大闹天宫	营销授权	医疗健康
7 月 1 日	大闹天宫 x 瑞幸咖啡	大闹天宫	商品授权 营销授权	食品饮料
8 月 2 日	葫芦兄弟 x 古茗茶饮	葫芦兄弟	商品授权 营销授权	食品饮料

资料来源：上影元公众号，上影元微博，XN 知酒，中国质量新闻网，腕表之家，红网，中国证券报，观察者网，华创证券

游戏联动及授权：当前公司 IP 与游戏结合主要包括两大方式 1）授权：以 IP 角色形象、剧情内容、世界观等为基础，塑造以 IP 为核心的游戏内容体系。当前授权以葫芦娃 IP 为主，一般盈利模型为收取保底授权费用+游戏流水分成（分成比例一般为 5%-10%）。当前已授权游戏包括《葫芦娃大作战》（国风 Roguelike 手游，23 年 12 月初正式上线，）、《葫芦娃各显神通》等；后续公司将积极开展游戏 IP 授权，已与恺英网络等公司进行洽谈，双方将共同推出首个 IP 合作项目《黑猫警长》授权游戏（放置塔防游戏）。当前公司已有两款 IP 授权游戏拿到版号（葫芦娃&我为歌狂 IP），期待后续利润贡献；2）联动：IP 参与程度低于授权，主要与联动游戏开启限定活动，以收取保证金为主。公司当前已与《蛋

仔派对》、《大话西游》、《决战！平安京》等多款游戏开展联动合作，联动对象以大厂为主，包括网易、腾讯等，有望进一步增强 IP 影响力。

IP 授权效果显著，验证经典 IP 价值：1）授权：《葫芦娃大作战》《葫芦娃各显神通》等微信小程序游戏端表现亮眼；2）联动：《葫芦兄弟》与《三国吧兄弟》的联动游戏上线仅 3 日，其公众号平台阅读量达 10 万，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 10 万，比联动前一周提升达 50%；微博话题阅读量超过 105 万，联动上线当天抖音福利观看人次累计 1 万以上，联动上线后 1 周抖音直播间观看人次相对上周提升 50%，游戏社区平台 Tap Tap 累计阅读量超 10 万，联动上线当日游戏下载量突破当月新高，礼包购买人次同比联动前一周提升 50%，其中葫芦娃幻化礼包购买次数超 2 万。

图表 53 《葫芦娃大作战》游戏海报



资料来源：电视猫《葫芦娃大作战》，华创证券

图表 54 《中国奇谭》x《蛋仔派对》



资料来源：上影集团公众号，华创证券

图表 55 上影元 IPx 游戏授权/联动项目

时间	游戏授权项目
2022/1/20	葫芦兄弟七子降妖
2022/10/18	葫芦娃各显神通
2023/12/6	葫芦娃大作战
2024/8/30	黑猫警长
时间	联动项目
2023/1/17	跑跑卡丁车官方竞速版 x 葫芦兄弟
2023/5/20	大话西游与葫芦兄弟
2023/6/21	《中国奇谭》x《蛋仔派对》
2023/7/4	赛尔号 x 大闹天宫
2023/8/24	《中国奇谭之小妖怪的夏天》x《桃源深处有人家》
2023/8/25	《中国奇谭之鹅鹅鹅》x《山海镜花》
2023/9/29	《小妖怪的夏天》x《月圆之夜》
2023/12/5	塔防精灵 X 葫芦兄弟
2023/12/16	《光·遇》X 上美影《九色鹿》
2023/12/19	决战平安京联动大闹天宫

2023/12/29	《葫芦兄弟》X 三国吧兄弟
2024/2/1	游众网络《球球英雄》联动大闹天宫
2024/2/8	《葫芦兄弟》x《超能世界》
2024/6/11	葫芦兄弟 x 永劫无间
2024/7/9	上美影 x 逆水寒
2024/8/7	大闹天宫 x 决战！平安京

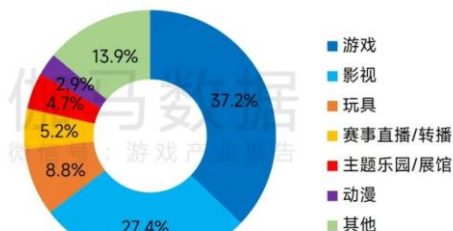
资料来源：上影元，风趣游戏，跑跑卡丁车官方竞速版，游戏陀螺，极目新闻等，华创证券

游戏是 IP 授权的重要方向，长期看商业化空间巨大。根据伽马数据统计，游戏与影视是国内文娱 IP 营收的主要途径，其中游戏收入占文娱 IP 市场总营收的 37.2%，IP 改编移动游戏可以有效帮助各类 IP 提升变现能力。

我们对游戏授权业务空间进行简单测算，假设如下1) 假设我们对上影元旗下 15 个独占动画 IP 进行授权，平均每款 IP 授权 2 款游戏；2) 假设每款游戏年流水 2 亿元（根据游戏葡萄估计，排名微信小游戏畅销榜第十到二十名的小游戏每款游戏的月流水或在 2000~3000 万元不等；则年化流水为 2.4~3.6 亿元。），根据游戏日报披露游戏 IP 流水分成比例为 5%-10%（这里假设分成比例为 7.5%）。综合上述假设，预计公司 IP 游戏授权年化收入为 4.5 亿元。

图表 56 2022 年中国文娱 IP 市场收入来源分布

2022年中国文娱IP市场收入来源分布

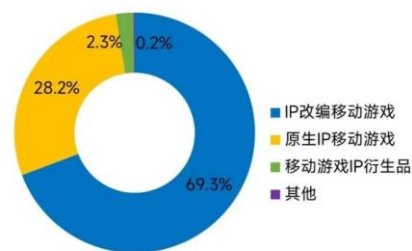


数据来源：伽马数据（CNG）

资料来源：伽马数据，华创证券

图表 57 2022 年中国移动游戏 IP 市场收入分布

2022年中国移动游戏IP市场收入分布



数据来源：伽马数据（CNG）

资料来源：伽马数据，华创证券

自营文创产品：公司依托经典 IP 积极布局自营文创品，打造精品文创新品牌“上影元品”，其中线上渠道包括淘宝“上美影旗舰店”、京东“上美影玩具旗舰店”、“上影元品”微信小程序，线下主要依托影院门店销售文创产品，已在上海、北京、西安、天津、昆明、成都、贵阳等地开启售卖。

其中不乏爆款文创产品跑出，包括爆款“网红蛤蟆”系列产品、《葫芦兄弟》爆款人气角色“赖格宝”系列周边、《大闹天宫》新春系列及龙年限定新品、《中国奇谭》文创周边系列等。

图表 58 淘宝上美影旗舰店&上影元品小程序



资料来源：淘宝，微信小程序，华创证券

图表 59 上影元文创产品



资料来源：上影元品微信小程序，华创证券

定位国风内容 IP 衍生，长期想象空间巨大。相较于国内其他流行的 IP（泡泡玛特等），公司旗下 IP 的独特优势在于是国内稀缺的国风内容向 IP。一座上美厂，半部国漫史，上影元 IP 本身即携带大量故事情节、人物性格，且伴随国内多代人群长大，国民度高，具备来自童年的情感共鸣。因此，公司的 IP 更具备内容及粉丝基础优势，有望带来更低的获客成本及更高的购买意愿，长期想象空间巨大。

数字化开发：与文旅场景积极结合，有望持续放大 IP 价值。除传统授权外，公司也积极运用新技术等赋能 IP 主题场景打造，有望进一步放大 IP 价值。包括公司打造“哪吒·幻影 SHO”数智人产品，赋能文旅场景；与云渲染、数字人、算力服务等领域头部企业合作，推进沉浸式互动创新合作内容，共同探索数字文娱跨界融合的多元创新合作模式；2023 年金鸡节期间，在厦门园博苑落地“上美影奇幻乐园·哪吒闹海特展”，实现影视 IP 与城市空间融合发展。

图表 60 上美影奇幻乐园·哪吒闹海特展



资料来源：厦门园博苑 海上大观园，华创证券

图表 61 “哪吒·幻影 SHO”数智人产品



资料来源：上影元，华创证券

四、积极拥抱 AI 技术，有望进一步放大 IP 价值

2024 年 2 月 29 日公司发布 iNEW 新战略，宣布 1）探索中国动画学派大模型训练，牵头成立研发共同体，加大 AI 技术攻坚，加速布局 AI 影视垂直领域；2）发起全球 AI 创造者计划：启动先导项目“上影 AI 电影马拉松大赛”，聚焦 AI 在短剧和影视垂直领域应用开发，吸纳 AI 影视的全球技术型、创意型人才；3）成立 IPAI 数字业务中心进行 IP 数字资产化，推动 AI 技术应用研发和算力搭建，助力国风动画素材库及老上海片等数字资产放量；4）集团旗下多子公司皆积极布局 AI（上美影重点探索 AI+动画，上译厂探索 AI+有声方向，上海电影技术厂探索“影视基地+AI”等），共同赋能公司发展，有望进一步放大 IP 价值。

此外，2023 年 3 月上影资管、上影股份、北高峰资本等共同发起设立上影新视野基金，同年 6 月新视野基金宣布与上海电影艺术中心共同发起“文创+科创”加速器计划，未来 3 年内计划以 3 亿资金投资文化产业链上下游的创新型企业，包含 AIGC、大数据、web3.0、VR/AR/MR、“元宇宙”等前沿科技。

图表 62 公司 I-NEW 焕新发布会



资料来源：上海电影公众号，华创证券

图表 63 AI 马拉松电影大赛



资料来源：filMarathon48 小时电影马拉松公众号，华创证券

图表 64 集团 AI 布局

业务线	AI 布局
上影股份	打造了葫芦兄弟数字人;与上海电影译制厂、喜马拉雅合作，共同成立了上海喜上眉梢科技文化有限公司，首个原创项目《魔都奇谭》借助 AI 将上译厂老艺术家的声音与现代配音演员的声音进行融合，将叶塞尼亚、佐罗、功夫熊猫等经典角色的声音跨越时空。
上美影	重点探索“AI+动画”创作方向，探索中国动画学派大模型训练
上译厂	重点探索“AI+有声”创作方向
上海电影技术厂	重点探索“影视基地+AI”一站式解决方案
上海影视乐园	重点探索 VR、AR+文旅实景体验方式
上美设计公司	重点探索 AI 数字展陈+IP 行业先例

资料来源：上影集团、上海证券报，华创证券

五、盈利预测与投资建议

收入端：我们预计 1) 电影放映：24 年年内大盘略承压，预计该业务受到部分影响；2) 卖品：一方面大盘略承压，另一方面公司积极实施 IP+影院战略，后续有望在影院售卖更多 IP 衍生品具备一定稀缺性，有望带动该业务增速好于同业；3) 广告：受宏观影响广告业务呈现弱复苏；4) 电影发行：公司后续有望加大内容参与程度，有望带动该业务稳定增长；5) 版权：受益公司发力大 IP 业务，预计该业务保持较快增长；6) 其他收入：根据预测其他收入中包含较多 IP 相关收入，受益公司发力大 IP 业务，预计该业务保持较快增长。

成本端：1) 电影放映：24 年大盘承压，预计毛利率有所压制；但 25 年起有望重回正常水平。2) 卖品：随着 IP 衍生品销售增加，预计卖品毛利率小幅提升；3) 广告业务：业务未发生明显变化，预计毛利率基本稳定；4) 电影发行：主要跟随单片波动；5) 版权&其他业务：受益公司发力大 IP 业务，预计毛利率维持高位。

我们预计公司 2024/25/26 年归母净利润分别为 1.59/2.63/3.54 亿元，同比增速 25%/66%/35%，当前股价对应 52/32/24 倍 PE。

图表 65 公司盈利预测

亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10.56	11.07	3.09	7.31	3.68	7.95	8.65	11.80	14.75
YOY		5%	-72%	137%	-50%	116%	9%	36%	25%
总毛利率	16%	17%	-3%	10%	-11%	23%	28%	35%	39%
电影放映	8.05	7.67	2.23	5.06	2.62	5.5	4.95	5.75	6.32
YOY		-5%	-71%	127%	-48%	110%	-10%	16%	10%
毛利率	1%	-7%	-30%	-18%	-44%	2%	0%	2%	2%
卖品	0.63	0.73	0.12	0.31	0.23	0.7	0.83	1.22	1.68
YOY		16%	-84%	158%	-26%	204%	18%	47%	38%
毛利率	65%	70%	56%	74%	66%	57%	57%	57%	57%
广告服务收入	1.03	1.36	0.27	0.9	0.27	0.38	0.35	0.40	0.43
YOY		32%	-80%	233%	-70%	41%	-8%	14%	9%
毛利率	80%	88%	91%	92%	87%	87%	87%	87%	87%
电影发行	0.005	0.364	0.090	0.314	0.100	0.124	0.143	0.171	0.202
YOY		6968%	-75%	250%	-68%	24%	15%	20%	18%
毛利率	-36%	27%	7%	29%	73%	84%	20%	20%	20%
版权收入						0.41	0.9	1.8	2.6
YOY						-12.79%	130%	90%	45%

毛利率						84%	84%	84%	84%
其他主营业 务	0.61	0.7	0.32	0.56	0.36	0.63	1.3	2.3	3.3
YOY		15%	-54%	75%	-36%	75%	100%	80%	45%
毛利率	75%	85%	80%	82%	62%	60%	60%	60%	60%

资料来源：wind，华创证券预测

六、风险提示

宏观经济持续承压：若宏观经济承压，或将影响用户文娱消费（电影/IP）等信心；

IP 业务不及预期：若 IP 业务进展不及预期，或将影响公司 IP 等新业务收入/利润兑现进度；

电影票房表现不及预期：若电影大盘票房表现不及预期，将影响公司影院/院线业务利润情况。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	785	1,326	1,494	1,789
应收票据	0	3	3	2
应收账款	147	184	261	330
预付账款	11	11	13	15
存货	17	8	10	14
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	654	511	568	653
流动资产合计	1,613	2,042	2,349	2,804
其他长期投资	2	3	3	4
长期股权投资	268	268	268	268
固定资产	224	230	233	238
在建工程	5	15	25	35
无形资产	47	43	41	38
其他非流动资产	811	796	784	775
非流动资产合计	1,358	1,355	1,355	1,358
资产合计	2,971	3,397	3,704	4,162
短期借款	10	10	10	10
应付票据	0	6	8	9
应付账款	226	348	327	409
预收款项	3	3	4	5
合同负债	155	168	229	287
其他应付款	144	144	144	144
一年内到期的非流动负债	125	125	125	125
其他流动负债	71	198	194	173
流动负债合计	735	1,004	1,042	1,163
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	448	448	448	448
非流动负债合计	448	448	448	448
负债合计	1,183	1,451	1,490	1,611
归属母公司所有者权益	1,648	1,756	1,955	2,204
少数股东权益	140	190	259	347
所有者权益合计	1,789	1,946	2,214	2,551
负债和股东权益	2,971	3,397	3,704	4,162

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	245	403	264	456
现金收益	202	240	360	467
存货影响	-13	8	-2	-4
经营性应收影响	-52	-44	-85	-75
经营性应付影响	111	128	-19	85
其他影响	-2	71	10	-17
投资活动现金流	-280	-28	-21	-17
资本支出	-178	-70	-66	-66
股权投资	-146	0	0	0
其他长期资产变化	44	42	45	49
融资活动现金流	-102	166	-75	-144
借款增加	-42	0	0	0
股利及利息支付	-38	-98	-150	-197
股东融资	50	50	50	50
其他影响	-73	215	26	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	795	865	1,180	1,475
营业成本	614	625	772	907
税金及附加	3	2	3	4
销售费用	23	26	35	44
管理费用	86	97	132	165
研发费用	0	0	0	0
财务费用	4	1	5	11
信用减值损失	4	4	4	4
资产减值损失	0	5	5	5
公允价值变动收益	27	28	28	28
投资收益	9	10	15	12
其他收益	13	13	13	13
营业利润	153	190	312	422
营业外收入	0	1	4	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	152	190	315	423
所得税	7	9	15	21
净利润	144	181	299	402
少数股东损益	17	22	36	48
归属母公司净利润	127	159	263	354
NOPLAT	148	182	304	413
EPS(摊薄)（元）	0.28	0.35	0.59	0.79

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	115.9%	8.8%	36.3%	25.0%
EBIT 增长率	148.2%	22.4%	67.5%	35.6%
归母净利润增长率	137.9%	25.1%	65.6%	34.6%
获利能力				
毛利率	22.8%	27.8%	34.5%	38.5%
净利率	18.2%	20.9%	25.4%	27.3%
ROE	7.7%	9.0%	13.5%	16.1%
ROIC	21.9%	18.2%	25.0%	28.1%
偿债能力				
资产负债率	39.8%	42.7%	40.2%	38.7%
债务权益比	32.6%	30.0%	26.3%	22.9%
流动比率	2.2	2.0	2.3	2.4
速动比率	2.2	2.0	2.2	2.4
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转天数	55	69	68	72
应付账款周转天数	121	166	157	146
存货周转天数	6	7	4	5
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.35	0.59	0.79
每股经营现金流	0.55	0.90	0.59	1.02
每股净资产	3.68	3.92	4.36	4.92
估值比率				
P/E	66	52	32	24
P/B	5	5	4	4
EV/EBITDA	41	35	23	18

传媒组团队介绍

组长、首席分析师：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

联席首席分析师：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

分析师：刘文轩

威斯康星大学麦迪逊分校硕士，2024 年加入华创研究所，曾任职于德邦研究所。2023 年所在团队获得 21 世纪金牌分析师传媒互联网第五名，港股及海外市场第五名。

分析师：赵海楠

复旦大学硕士。曾任职于浙商证券研究所，2023 年所在团队获得 Wind 第 11 届金牌分析师传媒第二名。2024 年加入华创证券研究所。

研究员：郭子萱

哥伦比亚大学硕士。曾任职于瑞银证券，2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：吴婧

上海交通大学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522