

证券研究报告

公司研究

公司点评

上海电影 (601595. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

冯翠婷 传媒互联网及海外 首席分析师

执业编号: S1500522010001

邮箱: fengcuiting@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

# 上海电影 (601595. SH)：2025 年有望成为内容大年，看好公司 IP 商业化逻辑加速验证

2024 年 11 月 11 日

事件：上海电影拥有的众多经典 IP 在游戏、商品玩具、文化文创等多方向近期增长加速，更新频出。例如：1) 11 月 5 日由上影元授权，大闹天宫 IP 和全球知名游戏《部落冲突》进行了重磅联动；2) 11 月 1 日，上影元授权《中国奇谭之鹅鹅鹅》联动“灵画师”给用户带来不一样的仙侠志怪；3) 上海电影与恺英网络共同研发运营的 IP 合作游戏“黑猫警长”，让玩家通过制定策略、塔防战斗等形式体验多重关卡；4) 上影元品首次亮相深圳礼品家居展，开始拓展 IP+文化礼品的 B 端布局；5) 上影元携手康师傅推出老坛酸菜面创意故事桶，联名包装一同亮相。6) 上海电影与德国百年玩具品牌摩比世界跨界融合，摩比世界将依托上影 IP 玩具定制与销售、海外渠道拓展等方面同公司开展深度合作。

点评：

- **内容院线业务：2025 年有望成为公司内容大年，2024 年电影市场大盘表现较弱导致公司内容院线业务承压，看好后续行业回暖给主业带来的业绩修复。**根据猫眼专业版数据，2024 年前三季度我国电影总票房实现 347.7 亿元，同比 2023 年同期的 455.77 亿元减少了 23.7%。其中，上海联合电影院线 2024 年前三季度实现累计分账票房 24.13 亿元，同比 2023 年同期的 34.13 亿元减少了 29.3%，2024 年前三季度，公司直营影院累计实现总票房 3.62 亿元，同比-30.4%。2024 年优质电影内容端供给不足导致线下观影需求有所下滑。2024 年年内仍有上影出品的优质内容待上映，如《爱情神话》的平行篇《好东西》已于 11 月 22 日定档上映，上海电影为主要出品方和发行方。展望 2025 年，电影春节档优质内容频出，我们看好 2025 年电影总票房的提升给内容及院线方带来的恢复。此外，IP 内容方面，公司参与动画电影《小妖怪的夏天：从前有座浪浪山》定档 2025 暑期档上映，番剧动画《中国奇谭》第二季我们也预计在 2025 年上线。
- **2024 年公司业绩受电影市场总体表现扰动，发布中期分红方案回馈股东。**2024 年前三季度公司实现营业收入 5.6 亿元，同比-11.1%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比-13.74%；实现扣非归母净利润 4381.68 万元，同比-33.76%。2024 年第三季度公司实现营收 1.79 亿元，同比-30.52%，环比+4.67%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比-34.68%，环比+66.87%；实现扣非归母净利润 74.09 万元，同比-98.27%，环比-94.91%。2024 年第三季度实现毛利率 19.1%，同比-7.75pct；实现归母净利率 21.43%，同比-1.36pct。公司发布 2024 年中期分红方案，以总股本 4.5 亿股为基数，向全体股东每 10 股发放现金红利 0.96 元（含税），预计共派发现金 4303 万元（含税），占比 2024 年前三季度公司归母净利润的 40.1%。

- **IP 业务：游戏、商品商业化稳步进行，AI+IP 探索新娱乐领域，2025 年有望实现 IP 变现加速。**IP 全产业链开发依赖于子公司上影元文化，在电商、游戏、空间、文旅等多领域进行 IP 拓展应用。2024 年上半年上影元实现净利润 2115.76 万元，2025 年有望实现高增。**1) 游戏授权：**2024 年上半年，公司与《光遇》《决战平安京》《永劫无间》《超能世界》《时光旅行社》《球球英雄》等多款多类型游戏开展联动，总传播曝光量超过 30 亿。《葫芦兄弟》与《永劫无间》联动官宣推文 7 日阅读量达 80W，抖音点赞 10W+，播放量 260W+；上影与恺英网络股份有限公司达成战略合作后，双方将共同推出首个 IP 合作项目《黑猫警长》授权游戏，我们预计有望在 25 年内向市场推出。**2) 商品授权：**截至 2023 年，上影 IP 授权商品 GMV 总量已超 10 亿元。2024 年公司与光明乳业、星巴克、必胜客、宝马、瑞幸、古茗、华莱士、中国邮政、京东、雀巢等知名品牌在食住行玩等领域展开 IP 授权联名合作。**3) IP+ 文创：**持续打造精品文创新品牌“上影元品”，开发了包括自研、联合开发、定制开发在内的上百款 SKU。通过入驻“小红书”“得物”平台，获得达人力荐，拓宽了文创产品的全电商平台和市场渠道。**4) AI+IP：**公司积极推进 IP 与互动影游、AI、MR 产业等新兴科技娱乐领域领先企业的合作，推动沉浸式互动体验的创新。7 月，公司携手国内头部 AI 公司上海阶跃星辰智能科技有限公司亮相世界人工智能大会，以经典 IP《葫芦兄弟》为载体，探索文生视频可控 IP 生成技术；8 月，公司联合互影科技、阅文集团、上影制作在游戏平台 Steam、微信小程序、QQ 小程序同步上线全球首款双人互动影游《谍影成双》。**5) IP 授权合作：**公司与德国百年玩具品牌摩比世界跨界融合，摩比世界将依托上影 IP 玩具定制与销售、海外渠道拓展等方面同公司开展深度合作。
- **盈利预测与投资建议：**IP 授权作为公司第二成长曲线，上影元收入加速，2023 年及 2024 年公司已成功验证 IP 在游戏品类、商品联名方面成功的可能性。同时，2025 年有望成为公司影视内容大年，《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，公司 IP 商业化之路有望于 2025 年开启加速。因 2024 年影视票房表现较弱，我们调整此前给予的 2024 年业绩预期。我们预计，公司 2024-2026 年营收分别为 8.00/10.74/13.10 亿元，同比增长 0.6%/34.2%/22.0%；归母净利润为 1.30/2.39/3.23 亿元，同比增长 2%/84.6%/35%，截至 2024 年 11 月 11 日，对应 PE 分别为 101.67/55.08/40.79x，维持“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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	430	795	800	1,074	1,310
同比(%)	-41.2%	85.1%	0.6%	34.2%	22.0%
归属母公司净利润	-328	127	130	239	323
同比(%)	-1600.6%	138.7%	2.0%	84.6%	35.0%

毛利率(%)	1.7%	22.8%	23.0%	28.0%	30.0%
ROE(%)	-20.5%	7.7%	7.3%	11.9%	13.8%
EPS (摊薄) (元)	-0.73	0.28	0.29	0.53	0.72
P/E	—	103.70	101.67	55.08	40.79
P/B	8.24	7.99	7.40	6.53	5.63

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 11 月 11 日收盘价

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1,509	1,613	1,431	2,029	2,470
货币资金	1,305	785	365	822	1,210
应收票据	0	0	5	1	5
应收账款	96	147	164	258	236
预付账款	11	11	13	16	18
存货	8	17	1	23	6
其他	89	654	884	910	995
<b>非流动资产</b>	1,450	1,358	1,643	1,528	1,458
长期股权投资	122	268	418	368	348
固定资产 (合计)	57	224	378	414	448
无形资产	42	47	48	50	52
其他	1,229	819	799	697	610
<b>资产总计</b>	2,959	2,971	3,075	3,558	3,928
<b>流动负债</b>	626	735	711	947	986
短期借款	10	10	8	8	7
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	186	226	218	353	310
其他	430	498	485	587	669
<b>非流动负债</b>	611	448	448	448	448
长期借款	0	0	0	0	0
其他	611	448	448	448	448
<b>负债合计</b>	1,237	1,183	1,159	1,395	1,434
少数股东权益	124	140	137	145	154
归属母公司股东 权益	1,599	1,648	1,778	2,017	2,340
<b>负债和股东权益</b>	2,959	2,971	3,075	3,558	3,928
<b>重要财务指标</b>					
					单位: 百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	430	795	800	1,074	1,310
同比(%)	-41.2%	85.1%	0.6%	34.2%	22.0%
归属母公司 净利润	-328	127	130	239	323
同比(%)	-1601%	138.7%	2.0%	84.6%	35.0%
毛利率(%)	1.7%	22.8%	23.0%	28.0%	30.0%
ROE(%)	-20.5%	7.7%	7.3%	11.9%	13.8%
EPS(摊薄)(元)	-0.73	0.28	0.29	0.53	0.72
P/E	—	103.70	101.67	55.08	40.79
P/B	8.24	7.99	7.40	6.53	5.63
EV/EBITDA	51.09	56.22	55.37	41.15	32.30

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	430	795	800	1,074	1,310
营业成本	422	614	616	773	917
营业税金及附加	1	3	2	3	4
销售费用	18	23	24	30	34
管理费用	88	86	64	75	85
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	11	4	-2	9	-3
减值损失合计	-222	0	-46	-37	-31
投资净收益	-6	9	17	21	26
其他	18	79	70	86	76
<b>营业利润</b>	-321	153	136	254	344
营业外收支	3	-1	0	7	9
<b>利润总额</b>	-318	152	136	261	353
所得税	16	7	10	14	21
<b>净利润</b>	-334	144	126	247	332
少数股东损益	-6	17	-3	8	9
<b>归属母公司净利润</b>	-328	127	130	239	323
EBITDA	86	202	242	314	388
EPS(当年)(元)	-0.73	0.28	0.29	0.53	0.72
<b>现金流量表</b>					
					单位: 百万元
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	90	245	192	454	424
净利润	-334	144	126	247	332
折旧摊销	162	115	112	73	79
财务费用	21	12	18	18	18
投资损失	6	-9	-17	-21	-26
营运资金变动	-8	55	-60	145	37
其它	243	-73	12	-8	-14
<b>投资活动现金流</b>	230	-280	-413	21	-18
资本支出	-68	-124	-80	-1	-14
长期投资	283	-182	-350	0	-30
其他	15	26	17	21	26
<b>筹资活动现金流</b>	-78	-102	-127	-18	-19
吸收投资	5	50	-56	0	0
借款	-5	0	-2	0	-1
支付利息或股息	0	-38	-69	-18	-18
现金净增加额	242	-138	-348	457	388

## 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。

**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。