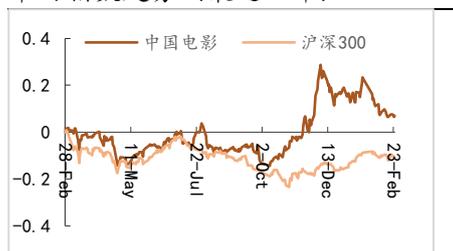


评级： 买入

李甜露  
 联席首席分析师  
 SAC 执证编号: S0110516090001  
 litianlu@sczq.com.cn  
 电话: 86-10-8115 2690

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

### 公司基本数据

最新收盘价 (元)	12.23
一年内最高/最低价 (元)	14.94/9.57
市盈率 (当前)	-509.51
市净率 (当前)	2.07
总股本 (亿股)	18.67
总市值 (亿元)	228.33

资料来源: 聚源数据

### 相关研究

·  
·  
·

### 核心观点

- **背靠中影集团行业地位卓然，全产业链覆盖协同优势显著，CINITY 加快全国布局。**控股股东中影集团直属国家广电总局，拥有国家级专业电影频道，是全国唯一拥有影片进口权的公司。我们认为，股东背景为公司在获取优质行业资源时形成有力背书，完整覆盖电影产业链的业务体系则保证了公司对投资项目的控制力。公司收购高新技术格式电影品牌 CINITY，已与多家院线公司达成战略合作，加快 CINITY 全国布局。
- **疫后复苏行业春风拂面，龙头受益加速内容创作出新。**需求端方面，春节档创历史第二高票房，疫后复苏有望逐步开启。供给端方面，我们预计 2023 年将是电影内容大年，前期未能上映的影片成为了未来行业复苏的优质内容储备，头部公司电影项目储备充足，制作发行流程有望加速推进。2023 年公司已定档影片包括：《宇宙探索编辑部》(4 月 1 日)；《人生路不熟》(4 月 28 日)。最引起市场关注的是预计将于国庆上映的抗美援朝题材影片《伟大的胜利》，该片公司为第一出品方，由陈凯歌导演。
- **主导国内电影发行市场，引进片供给复苏带来增长契机。**我们注意到公司发行业务连续实现数量和票房的双增长：2022 年春节档上映的 7 部影片均由公司出品或发行，发行业务潜力巨大。公司拥有进口分账影片发行权，随着海外优质供给充足叠加进口片引进数量有望提升的积极信号，公司海外影片的引进收入或将迎来更大幅度增长。近期公司引进的进口片陆续上映和定档，近期关注度较高的定档进口片包括《灌篮高手》(4 月 20 日) 等。
- **行业供需两端强力复苏，业绩改善预期强力。**我们研判后认为，公司作为极具行业领导力的中央企业，在目前的行业形势下具有更强的资源获得能力和抗风险能力，估值水平略高于其他行业内公司属于合理情况。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为-2.3/8.5/9.8 亿元，同比增加-142.5%/扭亏/14.2%，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为每股-0.11/0.40/0.46 元，对应 PE 为-111.18/30.58/26.59 倍。2023 年电影行业供需两端强力复苏，进口片加速引进，公司业绩改善预期强烈，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**国内宏观经济环境变化；电影内容审核制度变化；其他影响电影完片的因素

### 盈利预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	58.2	29.0	79.1	88.0
营收增速 (%)	97.2%	-50.1%	172.6%	11.3%
净利润 (亿元)	2.4	-2.3	8.5	9.8
净利润增速 (%)	-142.5%	-196.0%	-476.3%	14.2%
EPS(元/股)	0.13	(0.11)	0.40	0.46
PE	96.1	-114.9	30.5	26.7

资料来源: Wind, 首創證券

## 目录

<b>1</b>	<b>立足深厚行业积淀，追求央企时代担当</b> .....	<b>1</b>
1.1	历史积淀：背靠中影集团，服务国家文化战略.....	1
1.2	放眼未来：完整电影产业链强化协同，CINITY 引领放映技术革命.....	2
<b>2</b>	<b>行业趋势：疫后内容供给提速，龙头受益行业集中度提升</b> .....	<b>4</b>
2.1	供需环境：海内外影片储备充足，优质内容带动票房回暖.....	4
2.2	竞争格局：产业链各个环节集中度提升，国资龙头优势显著.....	7
2.3	政策指引：科技引领高质量发展，积极建设电影强国.....	8
<b>3</b>	<b>公司业务：把握行业转型机遇，板块协同共谋跨越式发展</b> .....	<b>9</b>
3.1	创作：多元创作格局下精品化成效明显，2023 年将出品多部优秀影片.....	9
3.2	发行：进口片引进发挥政策优势，国产片发行精准囊括头部爆款.....	10
3.3	放映：参控院线市占率领先，控股影院经营指标表现优异.....	11
3.4	科技：收购 CINITY 高新技术格式电影系统，放映机巨幕业务发展稳健.....	13
3.5	服务：中影制作基地助力中国影视创作，票务平台服务观众与影院.....	14
<b>4</b>	<b>财务分析：经营踏实稳健，兼具成长态势</b> .....	<b>15</b>
<b>5</b>	<b>盈利预测</b> .....	<b>18</b>
5.1	财务预测.....	18
5.2	公司估值及评级.....	18
<b>6</b>	<b>风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 插图目录

图 1	母公司中影集团控股及参股公司情况（2023 年 1 月）.....	1
图 2	公司前十大股东持股情况（2022 年 9 月）.....	2
图 3	公司六大业务板块.....	3
图 4	2011-2022 年全国电影总票房及同比增速.....	4
图 5	2015-2021 年中国电影产量.....	4
图 6	2013-2023 年春节档总票房.....	4
图 7	2020-2022 年美国月度票房及确诊人数情况.....	5
图 8	2020-2022 年日本周末票房数据.....	5
图 9	2017-2022 年全球票房 TOP10 中中美电影数量对比.....	6
图 10	2019-2021 年各体量影片票房、数量分布.....	6
图 11	2017-2021 年上映影片国产电影占比.....	7
图 12	2017-2021 年国产片、进口片票房占比.....	7
图 13	头部电影出品方投资电影的票房市占率.....	8
图 14	头部公司发行国产电影的票房市占率.....	8
图 15	2018-2022 年 TOP3 院线票房及占比.....	8
图 16	2018-2022 年头部院线票房市占率（%）.....	8
图 17	2017-2021 年公司出品电影数量、票房及市占率.....	9
图 18	公司出品电影入围当年票房排名前十的数量.....	9
图 19	2017-2021 年公司进口片发行数量、票房及市占率.....	10
图 20	2017-2021 年发行业务收入占比.....	10
图 21	2017-2021 年公司国产片发行数量、票房及市占率.....	11

图 22 公司参控股院线总票房及其市占率 .....	11
图 23 公司参控股院线历年新加盟影院和新增银幕数量 .....	11
图 24 公司控股影院、银幕的数量及同比增长 .....	12
图 25 公司控股影院票房及其市场份额 .....	12
图 26 控股影院单银幕产出与全国平均水平对比 .....	12
图 27 控股影院场均人次与全国平均水平对比 .....	12
图 28 公司已开业 CINITY 影厅数及累计制作 CINITY 版影片数量 .....	14
图 29 2017-2021 年中影巴可放映机市场占有率 .....	14
图 30 2017-2021 年公司中国巨幕影厅数及同比增幅 .....	14
图 31 公司制作基地制作服务作品数量 .....	15
图 32 2017-2021 公司营业收入及同比增速（亿元；%） .....	16
图 33 2017-2021 公司归母净利润及同比增速（亿元；%） .....	16
图 34 2017-2021 公司各项业务收入占比（%） .....	16
图 35 2017-2021 公司电影创作收入及同比增速(亿元；%) .....	16
图 36 2017-2021 公司营业收入及同比增速（亿元；%） .....	17
图 37 2017-2021 公司归母净利润及同比增速（亿元；%） .....	17
图 38 2019-2021 公司期间费用（单位：亿元） .....	17
图 39 2021 年同行业可比上市公司期间费用率（单位：%） .....	17
图 40 2017-2021 公司货币资金账面余额（亿元） .....	18
图 41 2017-2021 经营性现金流量净额及同比增速（亿元；%） .....	18

## 表格目录

表 1 公司主要子公司业务范围 .....	2
表 2 2021 年及 2022 年上半年公司各业务板块的创新举措 .....	3
表 3 2023 年北美电影市场重点影片 .....	7
表 4 公司参控股院线票房排名 .....	11
表 5 不同影厅观影指标对比 .....	13
表 6 2022-2024 年公司分业务收入预测 .....	18
表 7 可比公司估值对比（中国电影估值数据基于本团队预测，其他可比公司的 EPS、PE 基于万得一致预测） .....	19

# 1 立足深厚行业积淀，追求央企时代担当

## 1.1 历史积淀：背靠中影集团，服务国家文化战略

公司是经中共中央宣传部、国家新闻出版广电总局批准，由中影集团联合中视总公司、央广传媒、长影集团、江苏广电、歌华有线、电广传媒、中国联通等 7 家单位共同出资发起设立的股份有限公司，于 2010 年 12 月 9 日，2016 年 8 月正式在上海证券交易所上市。

在公司 2021-2025 年的战略规划期内，公司将以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻新发展理念，服务于繁荣文化产业、建设文化强国的国家战略，坚定不移走高质量发展之路，将公司建设成具有卓越竞争力和创新成长力的国有控股上市电影企业，做勇担当、善作为的行业引领者。

**控股股东中影集团行业地位卓然，深厚积淀助力上市公司多年发展。**公司控股股东中国电影集团公司（简称“中影集团”）的前身为成立于 1951 年的中国电影发行放映公司（中国电影输出输入公司），于 1992 年更名为中国电影发行放映输出输入公司，1995 年更名为中国电影公司。1998 年，经广电总局、国家经济贸易委员会、财政部等政府部门批复，以中国电影公司为集团母公司，北京电影制片厂、中国儿童电影制片厂、中国电影合作制片公司、中国电影器材公司、北京电影洗印录像技术厂等公司作为子公司，电影频道作为其他成员单位，共同组建中国电影集团公司。中影集团直属国家广电总局，拥有国家级专业电影频道，是全国唯一拥有影片进口权的公司。目前，中影集团在中国电影股份有限公司之外还有 30 家控股和参股公司，在电影的制作、发行、放映和出版领域都能够为公司提供资源优势。中影集团也是国家广播电影电视总局的直属企业，旗下子公司在政策支持和主导的项目上也具有资源优势。

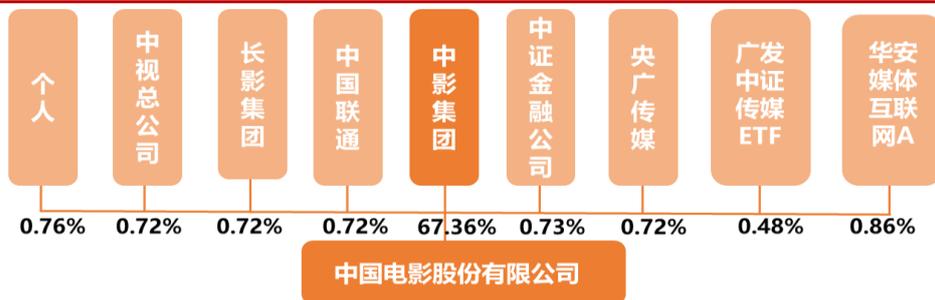
图 1 母公司中影集团控股及参股公司情况（2023 年 1 月）



资料来源：天眼查，首创证券

股权集中度较高，国资背景股东占比较大。公司设立之初，中影集团占股 93%，虽然截至 2022 年三季度，中影集团控股比例降至 67.36%，但仍然拥有公司的绝对控制权，是公司的控股股东和实际控制人。公司前十大股东大多数具有国资背景，持股比例达 73.07%。中影集团隶属于国家新闻出版广电总局，央广传媒是由中央广播电视台投资的国有独资公司，长影集团出资人为吉林省人民政府，中国联通股东为国务院国有资产监督管理委员会，中证金融公司则是由上交所、深交所共同发起设立的证券类金融机构。

图 2 公司前十大股东持股情况（2022 年 9 月）



资料来源：Wind，首创证券

## 1.2 放眼未来：完整电影产业链强化协同，CINITY 引领放映技术革命

深度覆盖国内电影产业链，协调各方资源强化控制力。公司拥有完整覆盖我国电影行业的产业链体系，四大传统业务板块包括影视制片、电影发行、电影放映、影视服务之间互相协同，为公司旗下项目在产业链各个环节的控制力提供保证。

- 公司的核心业务是电影创作，建有专业化的创作生产管理体系，包括项目开发、制片生产、商务合作的业务环节，创作品类包括电影、剧集、动画，以及网络电影、网剧等网生内容。2021 年，公司创作板块产生 11.58 亿元收入，约占营业收入的 20%，毛利率 0.74%。
- 公司的基石业务是电影发行，拥有国产与进口影片发行能力，建有电影发行服务、统计结算平台，在电影发行领域具有领先优势和稀缺资源。2021 年，公司发行板块产生 18.47 亿元收入，约占营业收入的 32%，毛利率 30.57%。
- 公司的阵地业务是电影放映，下属影城品牌为“中影国际影城”，下属控股院线公司 4 家，分别为中数院线、中影南方、中影星美和辽宁北方；参股院线公司 3 家，分别为新影联、四川太平洋和江苏东方。2021 年，公司放映板块产生 11.48 亿元收入，约占营业收入的 20%，毛利率 4.06%。
- 公司充分发挥在细分领域的专业化优势，为行业上下游合作伙伴提供专业服务，包括影视制作、电影票务、融资租赁等业务。主要通过旗下子公司中影基地、中影云和中影融资开展业务。2021 年，公司服务板块产生 2.20 亿元收入，约占营业收入的 4%，毛利率 23.40%。

截止 2022 年三季报，公司一共有 180 家参控股公司，其中 151 家公司属于影院管理类公司。主要的控股公司包括中数发展、中影器材、中影影投、中影基地、中影动画、中数院线、中影融资。

表 1 公司主要子公司业务范围

公司名称	主要业务范围
中数发展	国内外数字影片（节目）的发行放映
中影器材	电影机械及相关产品的销售；进出口业务；设备租赁；技术咨询、服务与开发
中影影投	项目投资；企业管理
中影基地	影视制作、影视服务、影视租赁
中影动画	电影摄制；版权转让与代理；著作权代理
中数院线	影片发行
中影融资	融资租赁、租赁业务

资料来源：公司年报，首创证券

**新形势下力求科技赋能，业务架构迎来新布局。**近年来，面对疫情冲击与行业挑战，公司贯彻科技创新战略，将“电影科技”明确在五年规划之中，确立了打造完整的高新技术格式电影产业链的新目标，不断引入新业务、优化业务布局。2021年公司完成对高新技术格式电影品牌 CINITY 相关公司股权的收购，影视器材业务脱离原服务业务板块，与 CINITY 放映系统一起构成科技业务板块。在设立创新板块之后，公司正式确立创作、发行、放映、科技、服务、创新六大业务板块布局，优先发展 CINITY 电影放映系统的同时，实施多项创新举措助推各业务长足发展。

表 2 2021 年及 2022 年上半年公司各业务板块的创新举措

业务板块	科技创新举措
发行板块	打造专业电影信息技术服务平台——中影华夏聚合平台、中影数字电影发行放映服务平台，以数字发行拉动放映。
放映板块	在自有影投中大力投放高格式电影放映系统——CINITY 影厅。
科技板块	高格式电影业务方面,中影 CINITY 研发 CINITY AMR 人工智能母版重制工艺,公司创新制定 CINITY 放映系统企业标准;电影器材业务方面,中影巴可新产品开发取得四项专利,为 CINITY 影厅开发 2K 数字放映机镜头、光学组件、智慧电箱。2022 年上半年,公司制作 CINITY 版中外影片 25 部,为《长津湖之水门桥》《奇迹·笨小孩》《月球陨落》制作 AMR 高帧版。中影巴可放映机新增销售 332 套,在报告期内全国新增银幕的市场占比为 51.72%,在小型第四代激光数字电影放映机产品研发上取得阶段性成果。中影器材积极拓展设备“托管+维保”业务,已与 UME、星轶、沃美等影投公司建立合作。
服务板块	中影基地成立 CINITY 技术实施专项小组,组织建设混录棚,策划建设影视云制作平台,满足 CINITY 高规格制作。在技术应用与研发方面,建设 LED 全数字虚拟摄影棚,探索全景画面虚实结合影像制作技术。

资料来源：公司年报，首创证券

图 3 公司六大业务板块



资料来源：公司年报，首创证券

## 2 行业趋势：疫后内容供给提速，龙头受益行业集中度提升

### 2.1 供需环境：海内外影片储备充足，优质内容带动票房回暖

行业低谷叠加新冠冲击，国内电影产能票房历经低谷。2020年新冠肺炎席卷全球，电影行业遭遇严重冲击。国内电影行业历经监管整顿和投资低迷，疫情冲击下供需双双乏力。在内容生产端，国产电影产量减少至650部，在放映端，当年票房锐减至204.17亿，仅为2019年的31.77%。2021年“动态清零”管控政策下，电影市场得到有序恢复，但2022年疫情严重反复，多地采取静默管理，多地电影院线相继关停，影片生产效率低下，票房产出大幅下降，2022年国内票房为300.67亿元，仅为2019年的46.8%。

图 4 2011-2022 年全国电影总票房及同比增速

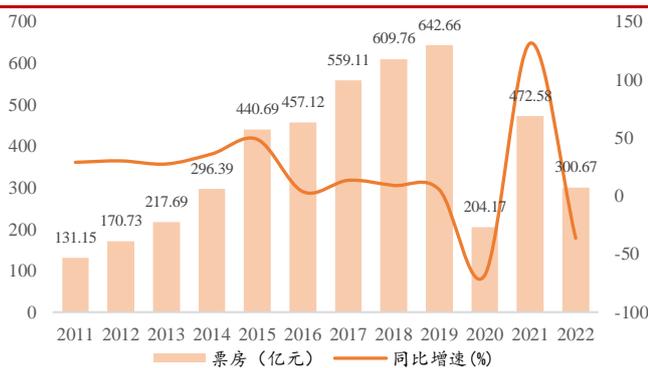


图 5 2015-2021 年中国电影产量



资料来源：国家电影局，首创证券

资料来源：国家电影局，首创证券

春节档创历史第二高票房，疫后复苏有望逐步开启。2022年12月疫情管控措施优化叠加《阿凡达·水之道》的上映在一定程度上带动了低迷的电影市场，但奥密克戎的快速传播阻碍了票房的恢复，诸多不适症状以及强传染性给群众造成了一定的恐慌，观影人数减少，《阿凡达·水之道》票房远不及预期。随着确诊人数到达峰值后进入下降阶段，阳性康复人群回归社会面活动，2023年春节档博得疫情防控优化后核心档期开门红，据国家电影局初步统计，2023年春节档（1月21日至1月27日）电影票房为67.58亿元，创下历史第二高的春节档票房成绩。头部电影表现优秀，《满江红》和《流浪地球2》档期票房均超20亿。

图 6 2013-2023 年春节档总票房

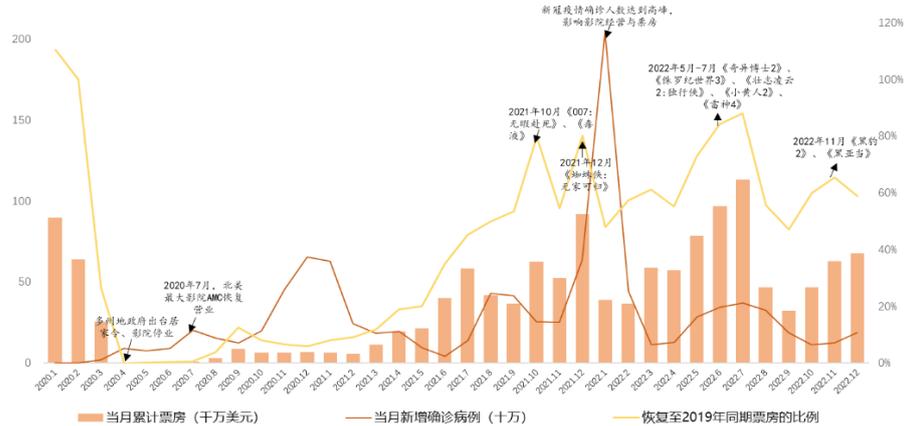


资料来源：猫眼专业版，首创证券

放开后海外票房市场皆有恢复，优质内容供给是票房回暖关键。在疫情管控逐渐放开后，美国和日本的票房市场都有所回暖。其中，美国2020-2022年年度票房分别为21.14亿美元、44.83亿美元、73.66亿美元，分别恢复至2019年的19%、39%和65%，从月度数据来看，美国2021年7月后票房恢复率稳定在45%以上，2022年基本恢复至疫情

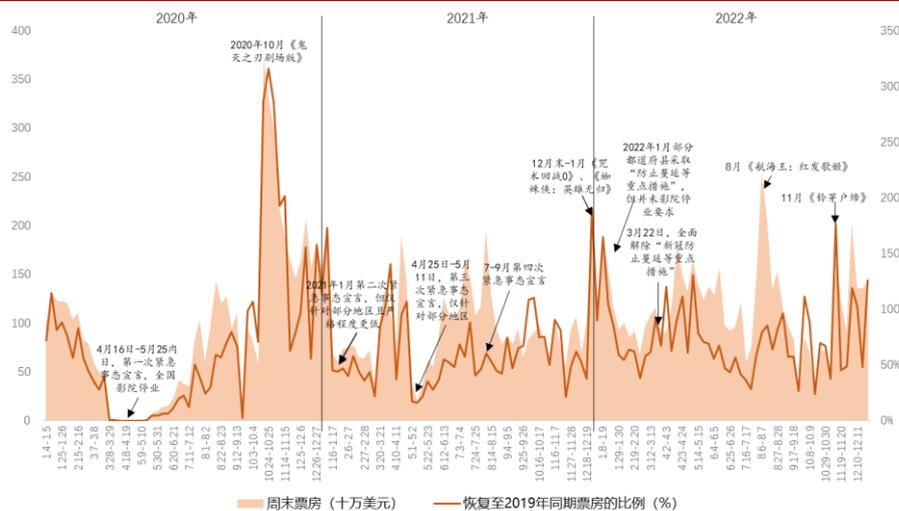
前60%的水平。日本2020-2022年周末票房分别为4.9亿美元、5.0亿美元、6.1亿美元，相对于疫情前2019年8.8亿美元的票房水平已经恢复了56%、57%和69%。同时，优质供给明显影响票房恢复水平，在2022年5月-7月、11月等佳片供给充足的月份能够看到美国票房较为完整的恢复，这一影响在日本更为明显，日本2020年43周票房恢复率超315%，主要得益于《鬼灭之刃：无限列车篇》的上映，在其他优质新片上映时，票房也屡创佳绩。

图7 2020-2022年美国月度票房及确诊人数情况



资料来源：Wind, Box Office mojo, 首创证券

图8 2020-2022年日本周末票房数据



资料来源：Wind, Box Office mojo, 首创证券

**国产电影工业化进程加速，疫后产能复苏迎内容大年。**中国电影商业制片范式不断革新，相关制片趋向标准化、流程化，相继推出多部里程碑式的现象级高票房作品，全球票房前十中，中国影片的数量逐渐提升。但在疫情反复下，近几年片方对内容储备的释放持谨慎态度，档期选择也更为保守，大档期电影扎堆的现象频出。另一方面，前期未能上映的影片成为了未来行业复苏的优质内容储备，头部公司电影项目储备充足。从题材上来看，近年来中国电影创作者致力于挖掘人民情感需求与精神追求，以真实历史和现实生活为蓝本，创作出大量题材各异的优质作品，其中书写家国情怀与民族精神的主旋律电影是其典型，该类题材融主流价值观于商业电影之中，市场反响良好，《长津湖之水门桥》、《长津湖》、《八佰》等影片占据当年票房排行榜首，“我和我的”系列电影、《中国机长》也都是当年票房的重要支撑。除此之外现实、科幻、动画等题材也不乏佳

作,《你好,李焕英》、《流浪地球》、《哪吒之魔童降世》皆创下票房佳绩,国产电影多元创新格局已初步形成,比如 2022 年有《独行月球》、《人生大事》、《这个杀手不太冷静》等多题材多内容的电影。

图 9 2017-2022 年全球票房 TOP10 中中美电影数量对比

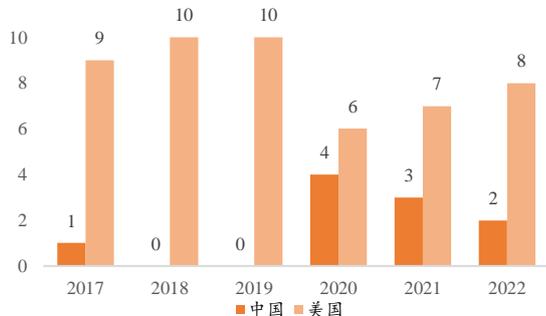


图 10 2019-2021 年各体量影片票房、数量分布



资料来源: Box Office Mojo, 首创证券

资料来源: 拓普数据, 猫眼, 首创证券

表 3 头部电影公司储备项目情况(截至 2023. 2. 21)

中国电影	<p>已定档:《宇宙探索编辑部》(2023.4.1)、《人生路不熟》(2023.4.28)、《伟大的胜利》(2023 年国庆档)</p> <p>待上映:《回廊亭》、《龙马精神》</p> <p>其他:《信仰无敌》、《圆梦星球》、《守龙者》、《群星闪耀时》、《时空弹幕》、《英雄虎胆》</p>
光线传媒	<p>待上映:《扫黑·拨云见日》、《这么多年》、《雷震子》、《茶啊二中》、《大雨》、</p> <p>其他:《坚如磐石》、《我经过风暴》、《交换人生》、《哪吒 2》、《西游记之大圣闹天宫》、《姜子牙 2》、《大鱼海棠 2》、《凤凰》、《最后的魁拔》、《八仙过大海》、《大理寺日志》、《相思》、《小倩》、《朔风》、《新秩序》</p>
万达电影	<p>已定档:《宇宙探索编辑部》(2023.4.1)</p> <p>待上映:《维和防暴队》、《倒数说爱你》</p> <p>其他:《天星术》、《寻她》、《申纪兰》、《寻龙诀 2》、《我才不要和你做朋友呢》、《三大队》、《折叠城市》、《神舟》、《唐人街探案 4》</p>
博纳影业	<p>其他:《智取威虎山前传》、《红海行动 2》、《虎鲸行动》、《反恐行动》、《血战上甘岭》、《克什米尔公主号》、《汶川大地震》、《一代枭雄》、《少年时代》、《狂奔的老爸》、《智齿》、《遇神》、《树说》、《鬼吹灯之天星术》、《时空热恋》、《好家伙》、《卫斯理》、《神雕侠侣》、《追龙 3》</p>
华谊兄弟	<p>已定档:《宇宙探索编辑部》(2023.4.1)</p> <p>待上映:《爱很美味》、《前任 4: 英年早婚》</p> <p>其他:《瞬息全宇宙》、《狗阵》、《美人鱼 2》、《749 局》</p>
横店影视	<p>已定档:《人生路不熟》(2023.4.28)</p> <p>待审或待上映:《超能一家人》、《龙马精神》、《拯救嫌疑人》、《目中无人 2》</p>
猫眼娱乐	<p>已定档:《宇宙探索编辑部》(2023.4.1)、《人生路不熟》(2023.4.28)、《检察风云》(2023.4.29)、《请别相信她》(2023.5.20)</p> <p>待审或待上映:《平原上的火焰》、《回廊亭》、《危机航线》、《八角笼中》、《温柔壳》、《长安三万里》、《舒克贝塔之五角飞碟》、《拯救嫌疑人》、《三贵情史》</p> <p>其他:《暗杀风暴》、《金手指》、《学爸》、《无所畏惧》、《被害人》、《人生会议》、《新纵横四海》、《我经过风暴》、《天才游戏》、《好运来》</p>

资料来源: 公司公告, 猫眼专业版

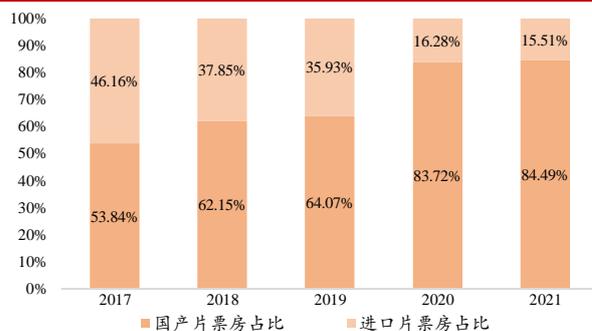
时隔三年引进漫威电影, 进口片有望丰富供给。2020 年以来, 受疫情影响, 海外影片拍摄存在困难, 发行策略也由偏重院线向发挥流媒体平台的作用转变, 导致海外影片供给减少。虽然好莱坞供给能力已逐渐恢复, 但过去两年多部重磅影片未获得引进资格。2022 年北美票房排名前三《壮志凌云 2》、《黑豹 2》、《奇异博士 2》均未被引进。好莱坞

坞影片的影迷忠诚度较高,能够有效带动国内市场非头部档期的票房,是调节淡季票房、缓解档期依赖的重要工具。在好莱坞影片缺失的三年中,春季档和暑期档的票房规模受到很大的限制。去年12月《阿凡达·水之道》上映,《黑豹2》和《蚁人3》相继定档2023年2月,《雷霆沙赞2》确认引进等都传递出海外影片引进数量有望提升的积极信号,随着海外疫情对内容生产的影响逐渐降低,北美已有多部重磅影片定档2023年,若得到引进将进一步丰富内容供给,提振国内票房。

图 11 2017-2021 年上映影片国产电影占比



图 12 2017-2021 年国产片、进口片票房占比



资料来源: 国家电影局, 首创证券

资料来源: 国家电影局, 首创证券

表 3 2023 年北美电影市场重点影片

片名	北美档期	片名	北美档期	片名	北美档期
魔力麦克 3: 最后之舞	2023/2/10	蜘蛛侠: 平行宇宙 2	2023/6/2	幽灵鬼屋	2023/8/11
蚁人 3: 量子狂热	2023/2/17	变形金刚 6: 超能勇士崛起	2023/6/9	蓝甲虫	2023/8/18
奎迪 3	2023/3/3	疯狂元素城	2023/6/16	修女 2	2023/9/8
惊声尖叫 6	2023/3/10	闪电侠	2023/6/23	敢死队 4	2023/9/22
雷霆沙赞! 众神之怒	2023/3/17	夺宝奇兵 5	2023/6/30	猎人克莱文	2023/10/6
疾速追杀 4	2023/3/24	潜伏 5: 黑暗领域	2023/7/7	电锯惊魂 10	2023/10/27
龙与地下城: 侠盗荣耀	2023/3/31	碟中谍 7: 致命清算	2023/7/14	沙丘 2	2023/11/3
超级马里奥兄弟大电影	2023/4/7	奥本海默	2023/7/21	心愿	2023/11/22
下一球成名	2023/4/21	芭比	2023/7/21	旺卡	2023/12/5
银河护卫队 3	2023/5/5	惊奇队长 2	2023/7/28	海王 2: 失落的王国	2023/12/25
速度与激情 10	2023/5/19	忍者神龟: 变种大乱斗	2023/8/4		
小美人鱼	2023/5/26	巨齿鲨 2: 深渊	2023/8/4		

资料来源: imdb, 首创证券

## 2.2 竞争格局: 产业链各个环节集中度提升, 国资龙头优势显著

**内容创作:** 行业整体面临投融资困境, 影片投资制作呈现头部效应和集群效应。电影属于资本密集型产业, 内容创作端是引入外界投资的重要环节, 电影项目的推进更是依赖资本驱动。疫情影响之下, 资本对电影产业热情消退, 行业面临投融资困境。在电影产业的资金面整体缺钱的情况下, 影片投资制作呈现出头部效应和集群效应, 头部公司的影片项目易获大量资金投入, 头部项目资金集中度越来越高, 同时上游龙头开始合力对电影项目进行加持, 开展联合投资, 一部电影身后的出品方和联合出品方时常有数家。由此头部电影出品公司主投参投的高质量项目比例提升, 出品电影票房市占率有望提升。2019-2021 年在四家头部出品方所投资的电影票房市占率的均值上, 中国电影以 28% 拔得头筹, 万达电影为 20%, 光线传媒、博纳影业也超过 10%。

**影片发行:** 进口电影发行权垄断, 国产电影发行承压上下游, “马太效应” 加剧。在进口电影发行业务环节, 由于中影集团和华夏电影具有进口片发行专营资质, 因此其

市场份额处于垄断地位。在国产电影发行环节，发行作为电影产业链的中间环节，面临疫情期间上下游产业传导而至的压力，上游内容生产受到冲击影响发行上映电影的数量和质量，下游大量影院关门停业导致待发影片的撤档、延期、积压，电影发行放映企业利润空间被压缩。行业内风险承受能力较低的中小企业面临破产危机，而中上游企业不但具备风险抵御能力，还有相对完善的产业链布局，能够从内容创作端舒缓发行压力，行业内强者愈强、弱者愈弱的“马太效应”加剧。中国电影凭借着长期经营积累的优势，在发行市场保持了行业领先优势和市场主导地位，2021年发行国产片占同期国产电影票房的78.59%。博纳作为民营发行公司，发行业务在受到冲击后迅速恢复，2021年票房市占比为18.94%，而2019年为19.65%。

图 13 头部电影出品方投资电影的票房市占率

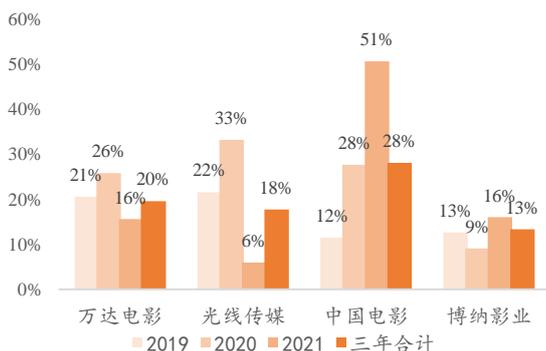


图 14 头部公司发行国产电影的票房市占率



资料来源：招股说明书，公司公告，首创证券

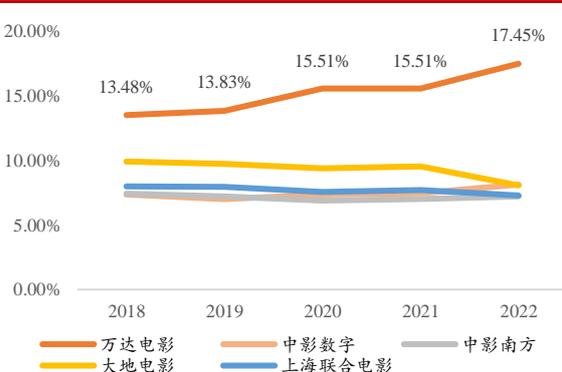
资料来源：招股说明书，公司公告，首创证券

**影片放映：疫情放大龙头企业优势，市场集中度提升。**近年来，受票房增速放缓和规模扩张带来竞争升级等因素的综合影响，影院单屏产出与盈利水平均出现下降，近几年影院建设方向已经趋向从求量向求质转变。新冠疫情更是加快了放映端结构性改革的进程，疫情期间影院反复关停重启，影院经营和管理风险突出，大量中小影院资金链断裂难以以为继，头部院线抗风险能力、品牌影响力和消费者忠诚度等优势则进一步凸显，再加上中上游院线公司抓住疫情带来的行业资源整合机会，依托自身较强的资金储备进行影院资产整合并购，头部院线的市场集中度进一步提高。2022年前三院线票房占比达33.61%，在过去四年间提升2.26个百分点，且呈逐年提升态势，万达通过开放影院加盟等方式，使市占率创新高，2022年累计票房市占率达17.45%，远高于其他头部院线。

图 15 2018-2022 年 TOP3 院线票房及占比



图 16 2018-2022 年头部院线票房市占率 (%)



资料来源：猫眼专业版，首创证券

资料来源：猫眼专业版，首创证券

### 2.3 政策指引：科技引领高质量发展，积极建设电影强国

发挥科技引领电影高质量发展的作用，加强关键技术研发。电影是技术进步的产物，

建立电影科技自主创新体系、加强攻克关键技术难题，构建具有现代化电影科技支撑的电影产业，是推动中国电影行业实现提质增效升级的重要支撑。党的二十大报告指出，要加快实施创新驱动发展战略，实现高水平科技自立自强。“十四五”电影发展规划专门提出“电影科技能力显著增强”这一发展目标，详述电影科技创新应从推动电影摄制提质升级、加快电影特效技术发展、推进数字影院技术自主创新和完善电影技术标准体系四方面具体落实。2022年8月印发的《“十四五”文化发展规划》也强调要用科技赋能文化产业，在影院放映、影视摄录、电影特效、高清制播、舞台演艺、智能印刷等高端文化装备技术领域攻克瓶颈技术。

2035年将建成电影强国，每年票房过亿国产电影达50部，票房占比保持在55%以上。2021年11月，国家电影局发布“十四五”中国电影发展规划，规划展望我国将于2035年建成电影强国，阐明我国在“十四五”时期电影发展要实现的目标为：在内容创作方面，保持电影产量稳定，完善多样化创作格局，实现电影质量显著提升，争取每年票房过亿的国产电影达50部，重点精品电影力作达10部；在发行放映方面，深化电影发行放映机制改革，到2025年达成银幕总数超过10万块、银幕结构分布更加合理的目标；在电影市场主体方面，激发各类主体活力，引导国有电影企业进一步做优做强，壮大民营电影企业。规划还详述了目标实现的具体配套措施，为建设电影强国提供坚实支撑。

### 3 公司业务：把握行业转型机遇，板块协同共谋跨越式发展

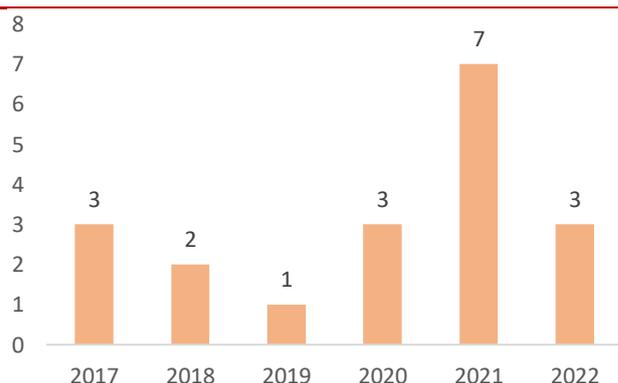
#### 3.1 创作：多元创作格局下精品化成效明显，2023年将出品多部优秀影片

影片出品转向精品化运作，票房市占率稳健高升。近几年来，公司在电影创作端推行“减量增质”，聚焦精品影片打造，已取得显著成效。从公司制作电影数量来看，2021年较2019年减少了10部，但票房市占率却由2019年的17.99%上升42.02个百分点至60.01%。同时，公司主参投的重点影片在同期国产电影票房中的排名逐渐升高，2019年公司出品影片入围当期票房前十的仅有1部，而这一指标在2021年飙升至了7部。《你好，李焕英》、《长津湖》等影片的成功展现了公司对市场需求的深刻了解和打造头部影片的能力，日后必会带动制作板块盈利水平提升。

图 17 2017-2021 年公司出品电影数量、票房及市占率



图 18 公司出品电影入围当年票房排名前十的数量



资料来源：公司公告，首創證券

资料来源：艺恩，首創證券

推进多类型多题材创作格局，主参投项目爆款频出。公司努力推进多元化创作格局，目前主要有三条创作主线：一是宣传家国精神、书写人民伟大历史创造的主旋律电影，如《长津湖》、《万里归途》等；二是现实题材电影，这类电影是直面社会矛盾、回应社会温暖与时代精神，比如反应疫情期间普通人守望相助的《穿过寒冬拥抱你》，抑或是表现当代社会普通家庭生活和亲情温暖的《关于我妈的一切》，还有荣登国内影史家庭题材票房冠军的《人生大事》；三是其他题材类型创作，保证影片多元化，比如动画电影

《最可爱的人》、纪实电影《保家卫国——抗美援朝光影纪实》，以及《唐人街探案3》、《独行月球》这类喜剧商业片。

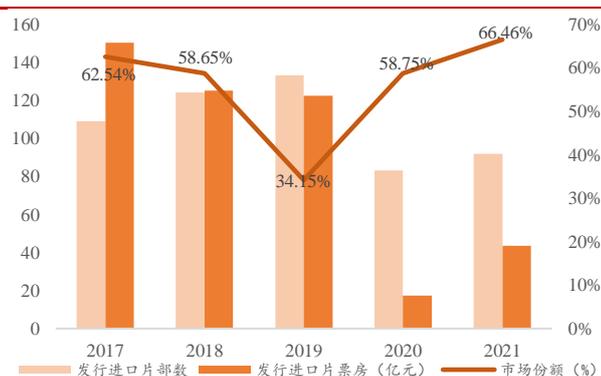
《伟大的胜利》定档国庆，宏伟巨制集结国内顶级阵容。2023 年公司已定档影片包括：3 月 18 日上映的亲情片《脐带》；4 月 1 日上映的科幻片《宇宙探索编辑部》，公司为主要出品方；4 月 28 日上映的喜剧《人生路不熟》，由公司参与出品。最引起市场关注的是预计将于国庆上映的抗美援朝题材影片《伟大的胜利》，该片公司为第一出品方，由陈凯歌导演。2023 年 1 月，中影集团党委书记、董事长傅若清在电影频道透露，抗美援朝题材电影《伟大的胜利》（暂定名）将于 2023 年国庆档上映，将全景式讲述“我们为什么要打这场仗”，阵容集结电影界半壁江山，是一部鸿篇巨制。

### 3.2 发行：进口片引进发挥政策优势，国产片发行精准囊括头部爆款

政策壁垒带来竞争优势，引进片供给复苏带来增长契机。根据《电影管理条例》、《关于改革进口影片供片机制的暂行办法》，我国进口影片管理按一家进口、两家发行的原则，由国家广电总局授权中影集团进出口分公司唯一承担境外影片的进口业务，影片报国家广电总局电影审查委员会审查通过并引进后，由中影集团进出口分公司负责向原中影集团电影发行分公司和华夏公司供片发行。进口影片包括配额有限的分账片和没有确定数量指标的买断片，两者皆需通过委托或联合中影及华夏发行，即中国电影和华夏公司拥有唯二的进口分账影片发行权，公司在境外电影方面的进口发行方面拥有比较明显的政策优势。2020 年以来，疫情和审核因素双重作用下，进口片发行数量与观影需求整体降低，进而冲击了公司进口片发行业务。后疫情时代，海外优质供给充足叠加进口片引进数量有望提升的积极信号，公司海外影片的引进收入或将迎来更大幅度增长。

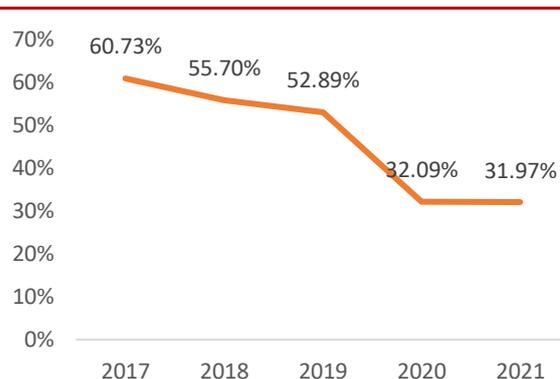
近期公司引进的进口片陆续上映和定档，包括《蚁人与黄蜂女》（2 月 17 日上映）、《印式英语》（2 月 24 日上映）、《雷霆沙赞！众神之怒》（3 月 17 日）、《梅根》（3 月 17 日）、《龙与地下城：侠盗荣耀》（3 月 31 日）、《哈里斯夫人闯巴黎》（3 月 31 日）、《名侦探柯南：贝克街的亡灵》（4 月 4 日）、《超级马力欧兄弟大电影》（4 月 5 日）、《灌篮高手》（4 月 20 日）、《天堂谷大冒险》（4 月 29 日）。

图 19 2017-2021 年公司进口片发行数量、票房及市占率



资料来源：公司公告，首创证券

图 20 2017-2021 年发行业务收入占比



资料来源：公司公告，首创证券

主导国内电影发行市场，牢牢把握精品资源优势。在疫情大背景下，公司国产片发行业务呈现逆势增长之态，2021 年公司国产影片发行业务表现远超疫情前水平，2021-2017 年国产片发行部数和发行票房总体上实现了双增。2021 年发行国产影片部数 619 部，相较于 2019 年增长了 10%，所发行国产片票房更是从 2019 年的 130.34 亿元增加 119% 至 2021 年的 285.57 亿元，在国产片票房市场中，公司市场份额提升至 78.59%。得益于龙头企业的优势及内容创作端的精品化运作，公司对爆款影片的获取能力较强，2020 年 2021 年年度票房排名前 10 影片中的 9 部均由公司主导或联合发行。公司参与发行的《长津湖》、《你好，李焕英》、《流浪地球》等影片是中国影史上口碑与票房皆具的爆款影片。2022 年春节档，2023 年春节档上映的 7 部主要影片均由公司出品或发行。

其中，硬科幻大片《流浪地球2》由公司主出品、主发行，《满江红》《无名》《熊出没·伴我“熊芯”》《中国乒乓之绝地反击》为公司参与出品并联合发行，《深海》《交换人生》为公司参与发行影片。

图 21 2017-2021 年公司国产片发行数量、票房及市占率



资料来源：公司公告，首创证券

### 3.3 放映：参控院线市占率领先，控股影院经营指标表现优异

参控股院线实力强劲，发展策略由规模扩张转向质量提升。公司下属有控股院线公司 4 家，分别为中影数字、中影南方、中影星美和辽宁北方；参股院线公司 3 家，分别为北京新影联、四川太平洋和江苏东方。公司在放映端具有明显的资源聚集优势，下属参股院线中影星美、中影数字常年位居院线票房排行前五，中影南方市占率排名稳定在前十以内。面对院线市占率略有下滑的情况，公司院线发展策略由高速增长转向高质量发展，2019 年公司参控股院线扩张速度明显放缓，新增银幕数在近两年来稳定在 1300 块左右，新加盟影院在 150 家上下浮动，截至 2021 年，公司旗下控参股院线和控股影院合计覆盖全国 20,687 块银幕和 260.15 万席座位，公司银幕市场占有率为 27.44%。

图 22 公司参控股院线总票房及其市占率



资料来源：公司公告，电影专资办，首创证券

图 23 公司参控股院线历年新加盟影院和新增银幕数量



资料来源：公司公告，首创证券

表 4 公司参控股院线票房排名

院线名称	2018	2019	2020	2021	2022
中影数字	5	5	4	4	2

中影星美	6	6	7	9	9
中影南方新干线	4	4	5	5	5
中影北方	20	19	19	18	18
四川太平洋	12	12	12	12	12
江苏东方	34	25	37	37	37
北京新影联	17	16	17	17	16

资料来源：猫眼专业版，首创证券

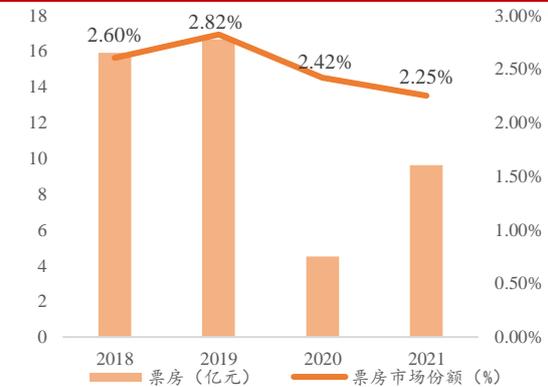
**控股影院规模稳定，经营注重影院管理。**对于自有影院，公司经营策略由“影院投资”转向“影院管理”，放缓影院扩张，并试图通过精细化、品牌化、信息化建设，提升影院的经营效力和盈利能力。近几年，公司审视评估成本及未来票房收益，对部分经营困难、效益较差的影院及时启动清算程序，2020、2021年分别关停了5家、9家控股影院，同时，对重点区域的优质影院资源进行投资建设，2021年新开设影院7家。公司影投规模达到稳定，2021年公司控股影院数为138家，银幕数量为1048块，与上年基本持平。在票房表现上，公司控股影院票房市占率稳定在2%左右，近年来微有下降。

图 24 公司控股影院、银幕的数量及同比增长



资料来源：公司公告，首创证券

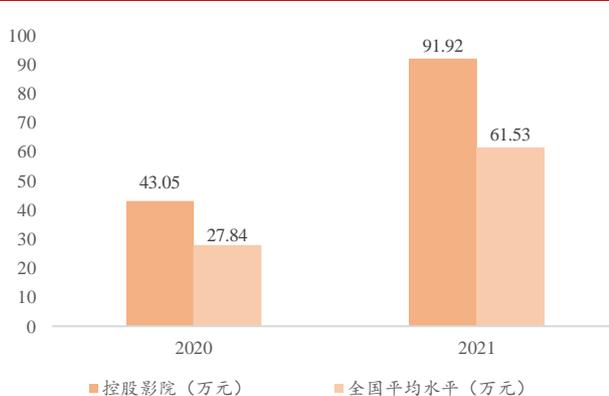
图 25 公司控股影院票房及其市场份额



资料来源：公司公告，首创证券

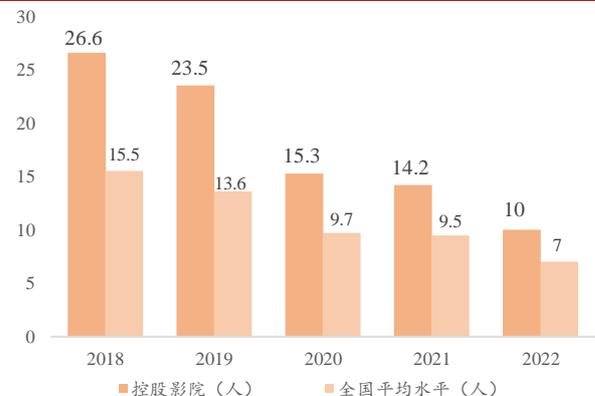
**控股影院经营指标高于全国平均水平。**公司控股影院单银幕产出和场均人次皆高于平均水平，但部分指标差距正在缩小。从单银幕产出来看，公司控股影院2021年单银幕产出为91.92万元，高于全国平均水平30.39万元，相较于2020年，两者之间的差距被进一步拉大。而场均人次这一指标却恰恰相反，公司控股影院场均人次逐年下滑，且与全国平均水平之间的差异正在逐渐缩小，但目前仍然高于全国平均水平。

图 26 控股影院单银幕产出与全国平均水平对比



资料来源：公司公告，首创证券

图 27 控股影院场均人次与全国平均水平对比



资料来源：猫眼专业版，首创证券

### 3.4 科技：收购 CINITY 高新技术格式电影系统，放映机巨幕业务发展稳健

响应政策号召，收购 CINITY 深化电影科技领域布局。为深刻落实“十四五”电影发展规划中提出的“探索制定高新技术格式电影标准化摄制技术与工艺流程，推进高新技术格式实践运用”目标，公司主动扛起国有电影企业主体责任，加大科技创新力度，努力打造高新技术格式电影产业链，CINITY 放映系统的应用与实践正是该产业链的构建基础。2019 年 8 月，由中国自主研发且有中国自主知识产权的高格式电影放映系统——CINITY 影院系统正式发布。2021 年 6 月公司完成对 CINITY 相关公司的股权收购，中影 CINITY、中影寰宇纳入公司的合并报表范围，CINITY 业务正式纳入公司科技板块，原有的中映巴可放映机、中国巨幕等业务也被归入该业务板块。

**融合高新技术，CINITY 将大幅提升观影体验。**CINITY 影院系统创造性地融合了 4K、3D、高亮度、高帧率、高动态范围、广色域、沉浸式声音七大高新技术，使电影画面更清晰、色彩更绚丽、影像更流畅，大幅度提升了影院放映的视听质量和观影体验，是当前电影放映领域的最高技术规格。在放映亮度方面，CINITY 可以达到 36fL 的 2D 放映亮度和 20-28fL 的 3D 放映亮度，是市场普通影厅实际 3D 放映亮度的 4-9 倍。CINITY 最高可支持 120 帧格式电影播放，而常规电影拍摄所使用的技术为“24 帧/秒”，这意味着观众在高新技术格式电影下捕捉到的运动细节是普通电影的 5 倍。CINITY 放映系统也为影院带来了良好的经济效益，据公司报道，CINITY 影厅的票房产出是全国单银幕票房产出的 2.5 倍。

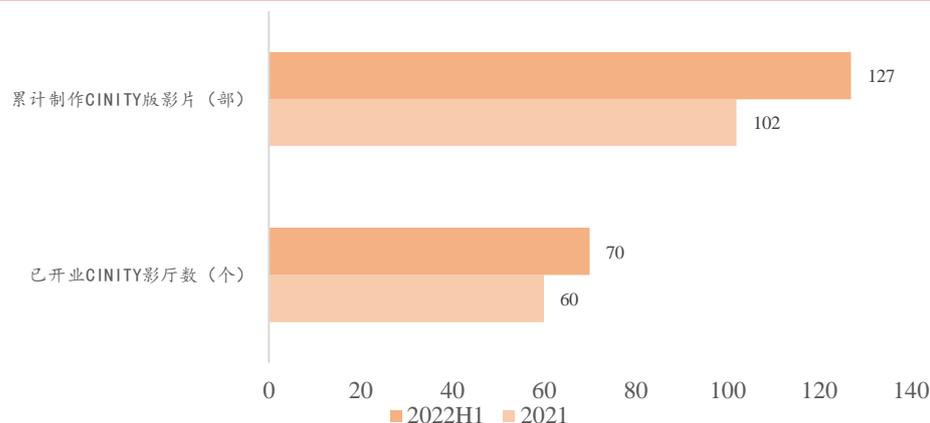
表 5 不同影厅观影指标对比

	数字 IMX Xenon	二代激光 IMAX Cola	杜比影院	中国巨幕激光 4K	CINITY
银幕长度	22m	22m	18m	22m	16m
2D 亮度	14FL	22FL	31FL	20FL	36FL
3D 亮度	4FL	14FL	14FL	10FL	28FL
分辨率	2K	4K	4K	4K	4K
对比度	2000:1	4000:1	100 万:1	/	6000:1
3D 技术	线偏振	圆偏振	分色	圆偏振	圆偏振
音频	5.0 声道	12.0 声道	杜比全景声	12.0 声道	5.0 声道

资料来源：上海市电影发行放映行业协会、万达传媒公众号、《中国电影市场》，首创证券

**积极抢占市场，创作端协同提升中影 CINITY 品牌影响力。**中影与多家院线公司达成战略合作，加快 CINITY 全国布局。2022 年中影 CINITY 与万达电影达成战略合作，万达电影将增建 100 个 CINITY 影厅，除此之外横店影视、完美世界、潇湘、珠江等多个院线也与中影 CINITY 签订了批量安装 CINITY 放映系统的框架协议。2022 年 6 月，已开业的 CINITY 影厅数以 16.7% 的速度增长到 70 家，同年 12 月中影 CINITY 开业影厅数已突破 100 家。同时，公司充分发挥全产业链布局优势，利用自身的影片生产能力推广 CINITY 技术，公司出品电影《夺冠》全片采用了 48 帧规格拍摄，为国内第一部高帧率拍摄影片，春节档爆款电影《流浪地球 2》的部分镜头也采用了 CINITY 电影技术要求和工艺。为了解决高指标影片片源不足的问题，公司也对已上映的电影制作了 CINITY 版影片，包括《唐人街探案 3》、《长津湖》《长津湖之水门桥》等。

图 28 公司已开业 CINITY 影厅数及累计制作 CINITY 版影片数量

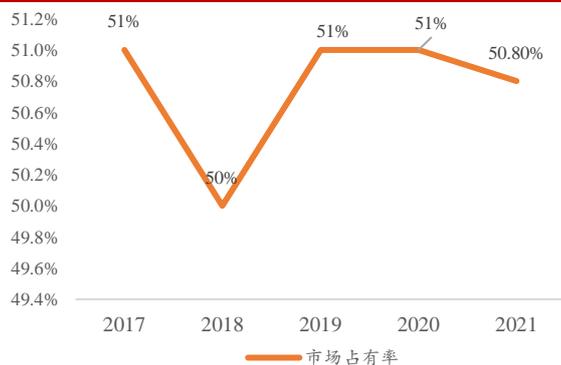


资料来源：公司公告，首创证券

中影巴可放映机市占率行业领先，积极开展新技术研发。中影巴可成立于 2011 年，由放映机市场巨头比利时巴可公司旗下两家子公司与中影器材合资成立，2018 年 7 月，公司之全资子公司中影器材完成对中影巴可 9% 股权的股权收购，中影巴可纳入公司的合并报表范围（51%）。中影巴可在国内数字放映机市场上常年保持领先，市场占有率连续 5 年保持在 50% 以上，2021 年中影巴可放映机在全国累计销售 40,162 套，市场占有率为 50.8%。在公司提升放映机市场保有量的同时，还积极推动新技术研发，配合中影 CINITY 进行高新技术格式电影产业链系列产品开发。2020 年中影巴可成功研发 25C+ 高亮激光数字放映机、中影巴可智慧放映二期项目；2021 年公司完成了 CINITY 高格式放映机、2K 机镜头及光学组件的开发，取得 4 项专利。

中国巨幕步入平稳发展阶段，布局扩展至海外。中国巨幕（CGS）是中国电影科研所和中影集团牵头开发的巨幕电影放映系统，2012 年 4 月投入商业运营，目前，中国巨幕系统更迭至第五代，并于 2020 年通过美国 DCI 认证，现已进入平稳发展阶段，规模扩张放缓。近五年来新增中国巨幕影厅数量逐渐减少，同比增幅逐年下降，2021 年正式投入运营的中国巨幕影厅为 367 家，与 2020 年持平。中国巨幕市场并不局限于国内，2018 年公司开始布局海外市场，截至 2021 年，美国、印尼、阿联酋等国家已有 30 个 CGS 影院。

图 29 2017-2021 年中影巴可放映机市场占有率



资料来源：公司公告，首创证券

图 30 2017-2021 年公司中国巨幕影厅数及同比增幅



资料来源：公司公告，首创证券

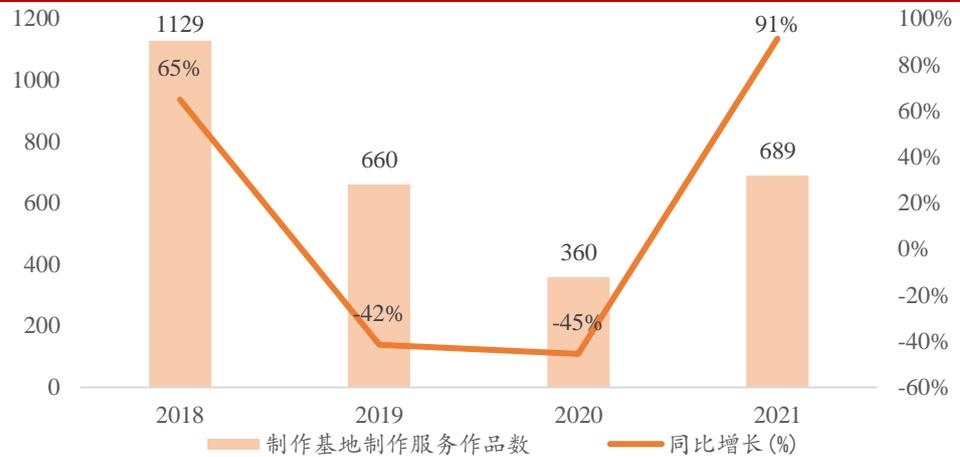
### 3.5 服务：中影制作基地助力中国影视创作，票务平台服务观众与影院

中影制作基地亚洲领先，持续改进技术与硬件。公司旗下的中影基地是亚洲地区规模最大、技术最先进、设施最完善的影视制作基地之一。近年来观众对影视作品的制作品质的要求逐步提升，公司也针对高水准制作需求，建成了 LED 全数字虚拟摄影棚，

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

改造升级了混录棚、云制作、数字化生产线，持续提升技术能力与服务质量。2021年，中影基地共计为689部影视作品提供了制作服务，包括364部电影、24部剧集、301部广告、纪录片等，较2020年360部同比增长91%，开始恢复增势。

图 31 公司制作基地制作服务作品数量



资料来源：公司公告, 首创证券

**中影云票务平台覆盖大量影院，平台规模稳步拓展。**中影云票务平台是连接观众(消费者)、影院票务系统和其他平台方，提供影票、卖品、衍生品、卡券等产品的线上购买与结算服务的在线票务平台。近年来平台规模稳步拓展，在影院端、用户端和对接平台方取得了长足发展。在影院端，2021年中影云平台已接入影院10,64家，超过全国电影市场总影院数的85%；在用户端，平台注册用户已达1317.26万，相较于2019年798.33万人的用户规模增长了65%；在其他平台端，平台对接第三方逐渐增多，功能服务日益完善，2021年中影云平台与工商银行、交通银行对接，完成了数字人民币的线上技术开发和测试，已正式上线运营。

#### 4 财务分析：经营踏实稳健，兼具成长态势

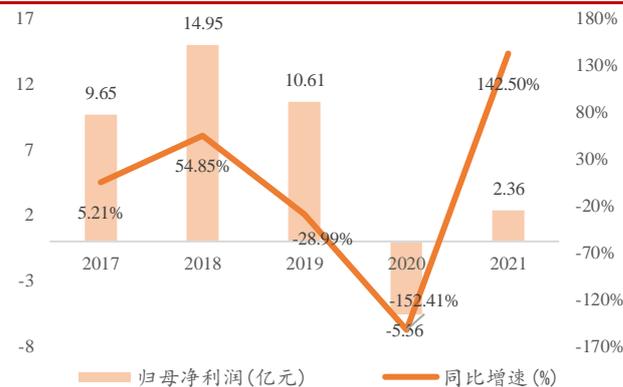
**出现新利润增长点，收入利润开始呈上升之势。**公司主营业务收入主要由创作、发行、放映、科技、服务五大板块构成，从各项业务营收占比来看，2019年之前电影发行是公司主要的收入来源，基本能够占其业务收入的55%-60%左右。2020-2021年，公司发行业务在疫情影响下承压电影行业上下游，影片供给数量与质量下滑、影院反复关停重启等都导致发行业务收入大幅锐减，该业务在营收中的占比降低至32%左右。主要收入来源大幅减少也影响了公司的营业收入和净利润，2020年原本保持相对稳定的营业收入同比下降了67.47%。与此同时，公司开始寻找新的利润增长点，2021年公司影片创作的精品化运作取得初步成功，该板块的营业收入远超疫情前的水平，在营收中的占比提升至20.04%。公司也开始布局电影科技领域，收购CINITY，期望科技业务增加营收。

图 32 2017-2021 公司营业收入及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，首创证券

图 33 2017-2021 公司归母净利润及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，首创证券

图 34 2017-2021 公司各项业务收入占比（%）



资料来源：公司公告，首创证券

图 35 2017-2021 公司电影创作收入及同比增速(亿元；%)



资料来源：公司公告，首创证券

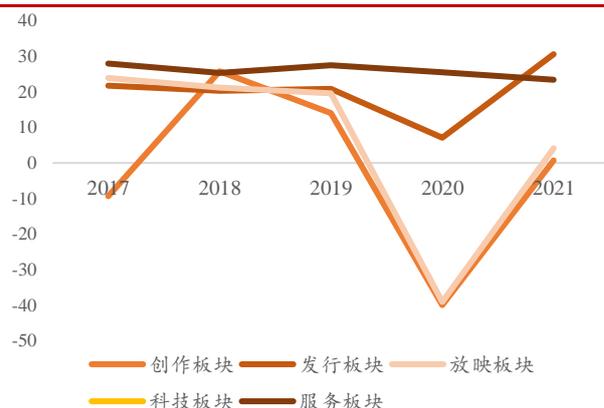
疫情前公司毛利率总体稳定，现处于迅速恢复阶段。2020 年之前，公司的毛利润及毛利率基本保持稳定，各业务板块毛利率也相对处于稳定状态。新冠疫情之下，公司精品化运作的大投资影片虽然取得了较高的市占率和当期票房排名，但远远不及预期，放映业务也在影院的反复关停之中深受影响，由此创作板块和放映板块的毛利率在 2020 年大幅下滑，进而影响到了公司整体的毛利率。2021 年疫情防控进入常态化，毛利率开始以较快的速度恢复，随着疫情防控政策优化，影院恢复正常营业，放映业务毛利率水平将恢复至原有水平，创作业务毛利率或将随着收入一起增长，公司毛利率有较大希望恢复甚至超过疫前水平。

图 36 2017-2021 公司营业收入及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，首创证券

图 37 2017-2021 公司归母净利润及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，首创证券

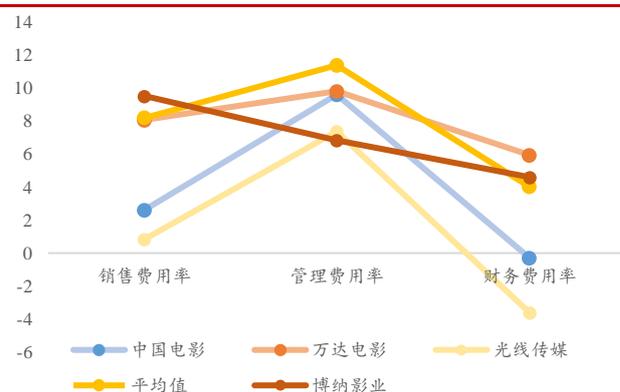
**期间费用管控能力强，费用率低于可比上市公司平均水平。**公司期间费用较为稳定，各年之间的金额差异不大，2021 年销售费用、管理费用金额基本与 2019 年持平，2020 年受疫情影响，各板块业务量下滑，进而导致这两项费用略微有所下降。同时，财务费用常为负数，说明公司利息收入大于利息支出，财务风险较小。与同行业上市公司相比，公司各项费用率低于平均水平，也低于万达电影、博纳影业，高于光线传媒。

图 38 2019-2021 公司期间费用（单位：亿元）



资料来源：公司公告，首创证券

图 39 2021 年同行业可比上市公司期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告，首创证券

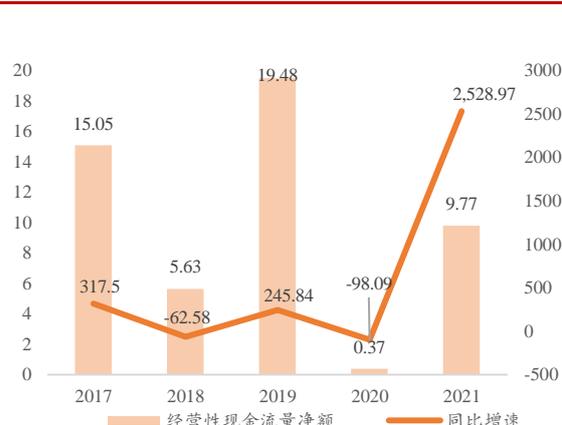
**货币资金充裕，经营性现金流净额常年为正，抗风险能力强。**2017-2021 年公司的经营性现金流净额皆为正数，2020 年公司经营性现金流净额大幅减少系受到新冠疫情疫情影响电影市场票房结算分账款整体减少所致，在公司发行业务逐渐恢复、创作业务获得成功的情况下，该金额有持续为正的潜力，2021 年该指标便以 2528.97% 的增速恢复至 9.77 亿元。公司良好的经营性现金流状况也使货币资金账面余额整体上趋于增长，除 2018 年、2020 年公司分别因分配大量股利、购置土地及理财产品导致货币资金减少，公司近五年账面余额保持在 60 亿以上，资金充足，拥有较强的风险抵御能力。

图 40 2017-2021 公司货币资金账面余额（亿元）



资料来源：公司公告，首创证券

图 41 2017-2021 经营性现金流量净额及同比增速（亿元；%）



资料来源：公司公告，首创证券

## 5 盈利预测

### 5.1 财务预测

基于对行业环境和公司经营的研判，我们为公司的盈利预测做出了五点假设：

假设一：23-24 年全国疫情防控保持放开，没有出现大面积二次感染现象，绝大多数影院保持正常运营，电影行业的需求和供给两端均有力复苏，主管部门对电影行业的鼓励和支持力度加大，全年票房大盘修复到 600 亿以上。

假设二：公司制片制作业务继续扩张，投资影片数量快速提升，23 年-24 年每年投资影片累计票房超过 260 亿，在大盘逐步恢复的背景下占国产电影票房比例维持在 43% 以上。

假设三：公司发行营销业务紧跟行业复苏，2023 年发行国产片票房恢复到 260 亿规模，约为 2021 年的九成；发行进口片累计票房恢复到 110 亿以上，约为 2019 年的九成。

假设四：公司控股影院数量保持稳定，23-24 年控股票房市占率约为 2.4%。非票收入大幅增长，非票占票房收入比例上升至 15%-16%。

假设五：公司 CINITY 影厅顺利扩展，23-24 年科技板块增速分别为 70% 和 50%。

假设六：2023 年-2024 年公司各业务板块均加大投入，毛利率回正。

基于收入假设和综合研判，公司未来三年各项业务收入、增速及毛利率的预测如下表所示：

表 6 2022-2024 年公司分业务收入预测

细分业务	收入 (亿元)			变化幅度			毛利率		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
制片制作	5.40	11.00	12.22	-53.36%	103.70%	11.05%	-27.64%	15.41%	14.69%
发行营销	10.93	42.65	46.22	-40.82%	290.23%	8.37%	6.09%	32.62%	32.62%
电影放映	7.40	15.90	16.72	-35.54%	114.87%	5.13%	-22.00%	25.62%	25.00%
影视服务	1.32	3.04	3.34	-40.00%	130.00%	10.00%	67.99%	76.34%	67.74%
科技	3.51	5.97	8.96	-75.00%	70.00%	50.00%	7.93%	2.51%	22.01%

资料来源：首创证券预测

### 5.2 公司估值及评级

我们选取了有主投主控能力的龙头电影作为可比公司。通过对比可比公司，我们认

为公司 23-24 年 PE 位于合理区间：基于 2023 年 2 月 24 日收盘价，三家可比公司 23 年 PE 在 24.8-26.1 倍之间，24 年 PE 在 19-20 倍左右，公司估值水平高于可比公司。公司作为极具行业领导力的中央企业，布局电影行业全产业链，在目前的行业形势下具有更强的资源获得能力和抗风险能力，估值水平略高于其他行业内公司属于合理情况。

表 7 可比公司估值对比（中国电影估值数据基于本团队预测，其他可比公司的 EPS、PE 基于万得一致预测）

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元) 2023/2/24	PE (TTM) 2023/2/24	EPS (元)			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
中国电影	600977.SH	228.33	12.23	-927.09	-0.11	0.40	0.46	-111.18	30.58	26.59
光线传媒	300521.SZ	225.01	7.67	-29.49	0.04	0.31	0.39	182.62	24.77	19.89
博纳影业	001330.SZ	139.10	10.12	37.15	0.08	0.40	0.51	121.34	25.32	19.93
万达电影	002739.SZ	294.21	13.50	-41.02	-0.40	0.52	0.67	-33.81	26.10	20.03

资料来源：Wind，首创证券预测

综上所述，我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 29.0/79.1/88.0 亿元，同比增加 50.1%/172.6%/11.3%，归母净利润分别为 -2.3/8.5/9.8 亿元，同比增加 -142.5%/扭亏/14.2%，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为每股 -0.11/0.40/0.46 元，对应 PE 为 -111.18/30.58/26.59 倍。2023 年电影行业供需两端强力复苏，进口片加速引进，公司业绩改善预期强烈，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6 风险提示

**国内宏观经济环境变化：**经济增速不及预期、可选消费价格提升等因素都会影响国民观影需求的正常释放；

**电影内容审核制度变化：**电影内容审批流程有可能较长，市场环境变化较快，延迟上映的影片有可能商业回报不及预期；

**其他影响电影完片的因素：**演职人员道德风险、拍摄设施损毁风险等。

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	12,271	7,507	9,683	10,094	经营活动现金流	999	446	-499	525
现金	6,836	4,211	2,653	2,165	净利润	225	-227	854	975
应收账款	2,688	1,278	3,532	3,985	折旧摊销	465	402	441	465
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	-18	-6	5	16
预付账款	206	130	240	267	投资损失	-70	-100	-77	-83
存货	1,438	946	1,928	2,233	营运资金变动	175	392	-1,978	-862
其他	1,093	937	1,317	1,429	其它	211	-23	281	38
非流动资产	6,977	5,206	5,339	5,368	投资活动现金流	-405	-607	-591	-544
长期投资	1,101	1,079	1,057	1,036	资本支出	-897	-539	-502	-462
固定资产	1,682	1,900	2,034	2,098	长期投资	31	-22	-22	-21
无形资产	819	737	664	597	其他	461	-46	-67	-61
其他	3,281	1,419	1,474	1,520	筹资活动现金流	-150	-2,464	-468	-469
资产总计	19,248	12,713	15,022	15,462	短期借款	135	-3	-1	1
流动负债	4,892	1,140	3,158	3,186	长期借款	135	-3	-1	1
短期借款	0	0	0	0	其他	-351	-2,139	-1,583	-1,525
应付账款	3,175	1,790	3,037	3,013	现金净增加额	423	-2,625	-1,558	-488
其他	738	790	764	777					
非流动负债	2,613	236	233	231	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	2,613	236	233	231	营业收入	97.2%	-50.1%	172.6%	11.3%
负债合计	7,505	1,376	3,391	3,417	营业利润	-157.6%	-197.6%	-475.4%	14.4%
少数股东权益	645	653	628	603	归属母公司净利润	-142.5%	-196.0%	-476.3%	14.2%
归属母公司股东权益	11,098	10,684	11,003	11,442	获利能力				
负债和股东权益	19,248	12,713	15,022	15,462	毛利率	17.5%	-3.7%	28.3%	29.1%
					净利率	3.9%	-7.6%	10.5%	10.8%
					ROE	2.0%	-2.0%	7.3%	8.1%
					ROIC	3.3%	-4.7%	16.9%	18.6%
					偿债能力				
					资产负债率	39.0%	25.2%	36.7%	36.4%
					净负债比率	23.5%	3.4%	3.2%	3.1%
					流动比率	2.5	6.6	3.1	3.2
					速动比率	2.2	5.8	2.5	2.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.2	0.5	0.6
					应收账款周转率	2.3	1.5	3.3	2.3
					应付账款周转率	1.6	1.2	2.3	2.1
					每股指标(元)				
					每股收益	0.13	-0.11	0.40	0.46
					每股经营现金	0.54	0.24	-0.27	0.28
					每股净资产	5.94	5.72	5.89	6.13
					估值比率				
					P/E	96.1	-114.9	30.5	26.7
					P/B	2.0	2.4	2.4	2.3

利润表 (百万元)				
	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,816	2,900	7,906	8,803
营业成本	4,799	3,006	5,666	6,245
营业税金及附加	80	35	95	106
营业费用	152	74	204	232
研发费用	71	43	79	88
管理费用	487	255	661	750
财务费用	-18	-6	5	16
资产减值损失	-14	-22	-20	-16
公允价值变动收益	23	23	23	23
投资净收益	70	77	54	59
营业利润	370	-361	1,355	1,551
营业外收入	18	19	19	19
营业外支出	19	17	15	14
利润总额	369	-359	1,359	1,556
所得税	144	-140	530	606
净利润	225	-219	829	950
少数股东损益	-11	8	-24	-25
归属母公司净利润	236	-227	853	975
EBITDA	817	37	1,805	2,037
EPS (元)	0.13	-0.11	0.40	0.46

## 分析师简介

李甜露，中国人民大学新闻与传播硕士，对外经济贸易大学经济学学士，2014 年加入首创证券，覆盖领域为互联网与文化传媒。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上  增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间  中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间  减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准  报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现  中性 行业与整体市场表现基本持平  看淡 行业弱于整体市场表现