

中国电影 (600977)

证券研究报告

2023年03月31日

电影全产业链龙头，国企担当行稳致远

中影集团控股，电影全产业链布局的文化国企

公司成立于2010年12月，于2016年8月在上海证券交易所上市。经过多年发展，现已形成电影创作、宣传发行、影院管理、技术研发等覆盖全产业链的产业链体系。目前公司主营业务包括创作、发行、放映、科技、服务、创新六大板块，其中国产片和进口片的发行业务为第一大收入来源，2021年贡献收入超3成；受益于科技板块高格式电影CINITY、电影器材业务等的稳步扩张，科技板块收入增长明显，2021年已超过放映板块成为第二大收入支柱。公司控股股东为中影集团，稳健发展充分彰显国企担当。

行业回暖趋势明显，景气度提升

2023年电影市场呈现回暖趋势，从供需两侧看，一方面政策端伴随防疫政策优化、线下活动常态化，观众观影需求有望回暖；另一方面内容端就目前已定档影片内容来看，往年积压项目和新内容供应下，内容供给较为充沛、题材丰富，以及进口片常态化回归，票房缺口有望补足。

全产业链布局下充分受益于行业回暖，业绩有望实现触底反弹

1) 放映板块：短期票房回暖、影院正常经营直接驱动放映收入修复。影投方面，公司控股影院扩张速度放缓，更注重单屏精细化运营；院线方面，2022年全国票房前十院线中，中数院线/中影南方/中影星美分列第2/5/9名，保持领先优势；

2) 发行板块：进口片引进贡献中长期业绩弹性。公司在进口片引进上享有政策红利，进口片发行收入为发行板块主要收入来源；

3) 创作板块：核心影片主控把握，制片业务稳健推进。公司近几年制片业务亮眼，主控出品《流浪地球2》(2023)、《我和我的父辈》(2021)、《金川川》(2020)均获得优异票房成绩，在主旋律影片创作上形成方法论；

4) 科技板块：研发推广高技术格式电影系统，占领技术发展制高点。公司2021年完成对CINITY相关股权收购，积极推动高格式电影技术对成本、效率的优化作用。

投资建议：我们预测2022-2024年公司营业收入为36.57/64.58/80.04亿元，同比变动-37.1%/76.6%/23.9%。2022-2024年归母净利润为-2.20/9.57/11.28亿元。考虑到公司国有文化企业性质，以及在电影行业全产业链布局优势，有望充分受益于票房回暖、行业景气度提升，同时CINITY科技板块拓展势头较佳，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：电影市场恢复不及预期；进口片常态化引进不及预期；电影内容上映票房不及预期；政策监管风险；第三方数据准确性风险。

投资评级

行业	传媒/影视院线
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	14.02元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,867.00
流通A股股本(百万股)	1,867.00
A股总市值(百万元)	26,175.34
流通A股市值(百万元)	26,175.34
每股净资产(元)	5.90
资产负债率(%)	37.63
一年内最高/最低(元)	14.94/9.61

作者

孔蓉 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

张爽 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

朱骏楠 分析师
SAC执业证书编号：S1110523010002
zhuqinnan@tfzq.com

金沐阳 联系人
jinmuyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,949.61	5,815.60	3,656.93	6,458.47	8,004.22
增长率(%)	(67.47)	97.16	(37.12)	76.61	23.93
EBITDA(百万元)	201.55	744.22	165.10	1,455.04	1,678.86
归属母公司净利润(百万元)	(556.26)	236.39	(219.84)	957.29	1,127.60
增长率(%)	(152.41)	(142.50)	(193.00)	(535.45)	17.79
EPS(元/股)	(0.30)	0.13	(0.12)	0.51	0.60
市盈率(P/E)	(47.06)	110.73	(119.07)	27.34	23.21
市净率(P/B)	2.41	2.36	2.41	2.25	2.08
市销率(P/S)	8.87	4.50	7.16	4.05	3.27
EV/EBITDA	74.59	18.86	97.55	10.27	8.05

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 全产业链覆盖的影业龙头，行稳致远的担当国企.....	4
1.1. 电影全产业链布局的文化国企.....	4
1.2. 财务分析：疫情三年业绩承压，有望迎来业绩曙光.....	4
2. 受益于行业回暖，业绩有望实现触底反弹.....	6
2.1. 放映板块：短期票房回暖、影院正常经营驱动业务修复、平稳过渡疫情特殊期，高市占率下有望充分受益于票房回暖.....	6
2.2. 发行板块：发行领域龙头，进口片引进贡献中长期业绩弹性.....	8
2.3. 创作板块：核心影片主控把握，制片业务稳健推进.....	10
2.4. 科技板块：研发推广高技术格式电影系统，占领技术发展制高点.....	12
3. 盈利预测与估值.....	14
4. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构和业务情况.....	4
图 3：公司营业收入情况.....	5
图 4：22H1 公司业务收入构成（亿元）.....	5
图 5：公司各业务收入占比情况.....	5
图 6：公司各业务毛利率情况.....	5
图 7：公司费用率情况.....	5
图 8：公司归母净利润情况.....	5
图 9：公司控股、加盟影院数.....	6
图 10：公司控股影院票房分布.....	6
图 11：公司银幕数和市占率.....	6
图 12：公司控股、加盟影院单银幕票房产出.....	6
图 13：公司控股影院票房和市占率.....	7
图 14：2022 年影投 Top10.....	7
图 15：公司院线票房和市占率.....	7
图 16：2022 年院线 Top10.....	7
图 17：公司发行的国产片、进口片票房和市占率情况.....	8
图 18：国产片和进口片产业链各环节分账情况.....	9
图 19：2018-2022 年进口分账片、买断片票房情况.....	9
图 20：公司发行收入同比增速和进口片票房同比增速走势基本一致.....	9
图 21：公司影视制片业务收入、毛利率情况.....	11
图 22：公司出品并投放影片票房和市占率情况.....	11
图 23：2018-2022 年公司主投或参投影片票房 TOP5.....	11

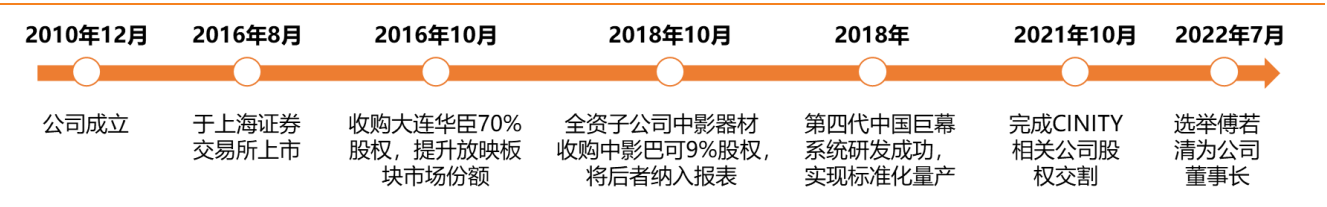
图 24: 公司在 CINITY 高新技术格式电影上的产业链布局	12
图 25: CINITY 影厅累计数 (个, 截至 2022Q3)	12
图 26: 中国巨幕影厅数量 (个)	13
图 27: 中国巨幕影厅在特殊影厅中的票房市占率	13
图 28: 公司各业务收入和毛利率情况 (含预测)	15
表 1: 疫情影响下影院的上座率、放映场次有所受限	7
表 2: 已定档影片 (截至 3 月 31 日)	8
表 3: 好莱坞定档影片 (截至 2023 年 3 月 31 日)	10
表 4: 公司部分影片 pipeline	11
表 5: CINITY、IMAX、中国巨幕对比	12
表 6: 公司财报中关于放映机业务的描述	13
表 7: 国产片、进口片票房、中影发行影片票房预测	14
表 8: 公司放映板块影院数、银幕数、单影院银幕数、单银幕票房产出情况	14

1. 全产业链覆盖的影业龙头，行稳致远的担当国企

1.1. 电影全产业链布局的文化国企

中国电影行业龙头，完整覆盖电影行业的产业链体系。中国电影成立于 2010 年 12 月，于 2016 年 8 月在上海证券交易所上市。经过多年发展，公司已形成电影创作、宣传发行、影院管理、技术研发等覆盖全行业的产业链体系，在各环节领域保持对影视产品的影响力，综合实力优势明显。

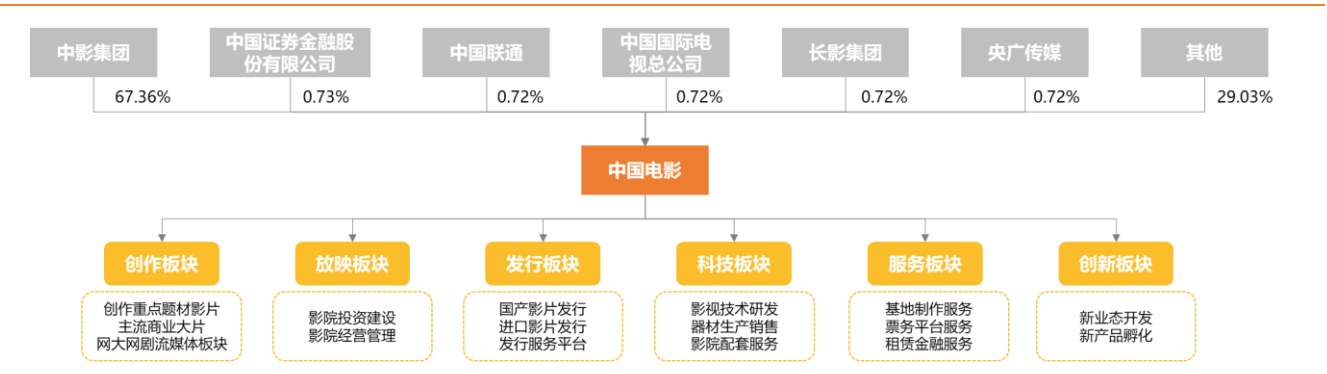
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

截至 2022 年第三季度，中影集团持股 67.36%，为第一大股东。公司由中影集团、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 8 家单位发起设立。截至 2022 年第三季度，中影集团持股 67.36%，中国联通、中视总公司、长影集团、央广传媒各持股 0.72%。公司业务包括创作、放映、发行、科技、服务、创新六大板块，产业链布局完善有利于公司规模化发展与集约化经营。

图 2：公司股权结构和业务情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：持股比例截至 22Q3。

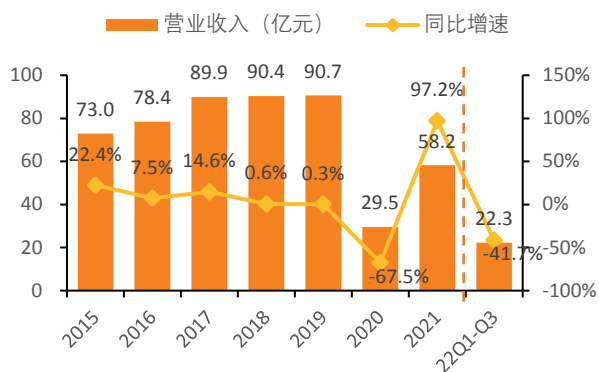
1.2. 财务分析：疫情三年业绩承压，有望迎来业绩曙光

行业受疫情影响较大，公司业绩相对承压。疫情三年对电影行业负面影响较大，从电影大盘看，根据艺恩数据，2020/2021/2022 年电影市场票房（含服务费）分别为 203/470/300 亿元，同比 2019 年分别下滑 68.4%/26.7%/53.3%。行业趋势下，公司整体营收短期承压，2020/2021 年公司营收较 2019 年同比下滑 67.5%/35.9%，2022 年前三季度公司实现营收 22.3 亿元，同比下降 41.7%。根据公司业绩预告，2022 年实现归属于上市公司股东的净利润为 -2~-2.4 亿元。

从收入构成看，2022 上半年公司发行业务收入占比超 4 成，为第一大收入来源，发行收入占比较 2019 年前有所下降，我们判断或是由于进口片引进数量减少导致进口片发行收入减少，2022 年上半年公司发行进口影片 35 部，票房 14.21 亿元，对比 2019 年同期公司发行进口片 80 部，票房达 85.13 亿元。放映板块和创作板块收入在 2019 年前保持相对稳定趋势。2020 年公司调整业务收入口径，独立出科技板块和服务板块，科技板块主要包括 CINITY 等高格式电影业务和中影巴可放映机、中国巨幕放映系统等电影器材业务，为 2021 年第二大收入来源。服务板块包括影视制作、电影票务、融资租赁等业务。

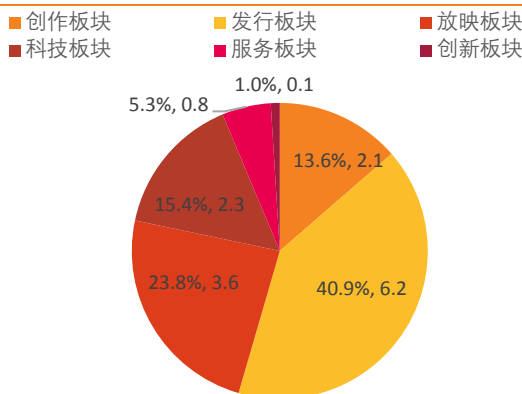
从各业务毛利率看，除影视制片制作业务有较大波动性，疫情前公司各项业务毛利率较为稳定，影视服务业务的毛利率相对较高，公司综合毛利率在 30%左右。

图 3：公司营业收入情况



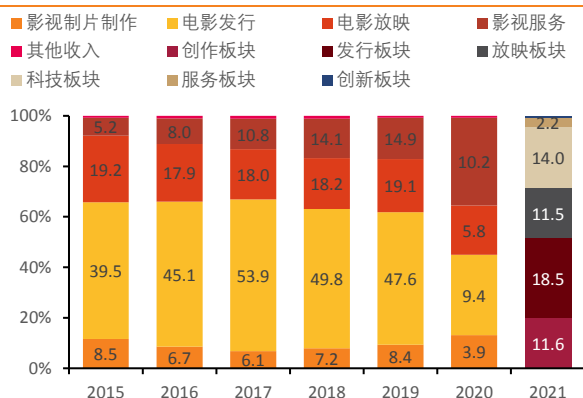
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：22H1 公司业务收入构成 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

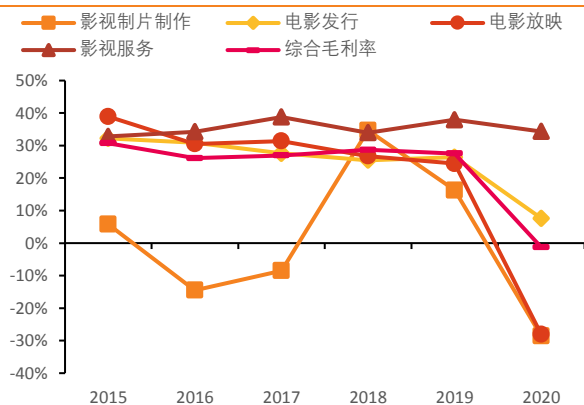
图 5：公司各业务收入占比情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2021 年公司业务收入口径变更。

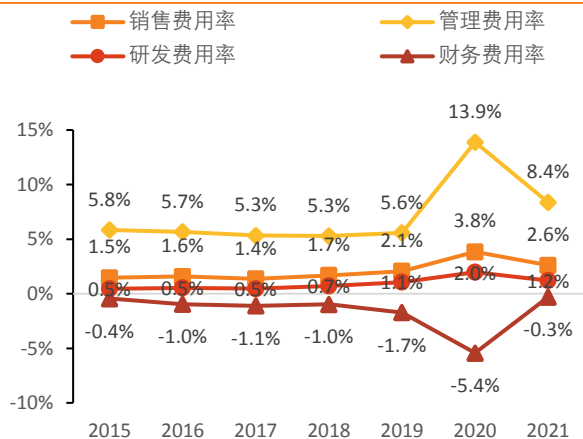
图 6：公司各业务毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

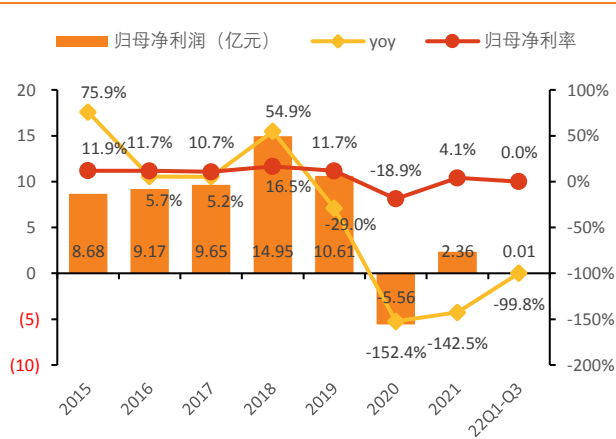
费用率相对稳定，利润端有待行业回暖逐渐修复。费用端，2019 年前公司费用率情况较为稳定，其中管理费用率约 5%-6%，销售费用率约 1%-2%，研发费用率约 0.5%-1%，疫情后公司费用率有明显抬升。利润端，2022 年公司业绩预告归母净利润亏损为 2.0-2.4 亿元，主要系疫情期间由于影院关停、影片上映延期、设备销售进度放缓，公司营收大幅下滑且需承担较大的固定成本和刚性支出。随着疫情防控政策的持续优化，2023 年公司各项业务已逐步得到恢复。

图 7：公司费用率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

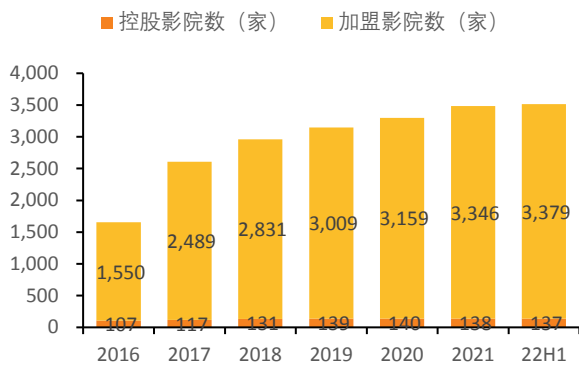
2. 受益于行业回暖，业绩有望实现触底反弹

2.1. 放映板块：短期票房回暖、影院正常经营驱动业务修复、平稳过渡疫情特殊期，高市占率下有望充分受益于票房回暖

公司放映板块包括影院投资、电影院线两条业务线。影院投资上，公司控股影院进入存量运营时期，更注重影院经营效益的提升，控股影院的单银幕票房产出高于行业平均；院线业务上，公司控股的4条院线中，中影数字院线、中影南方新干线、中影星美均为市占率top10，经营指标居于行业领先。

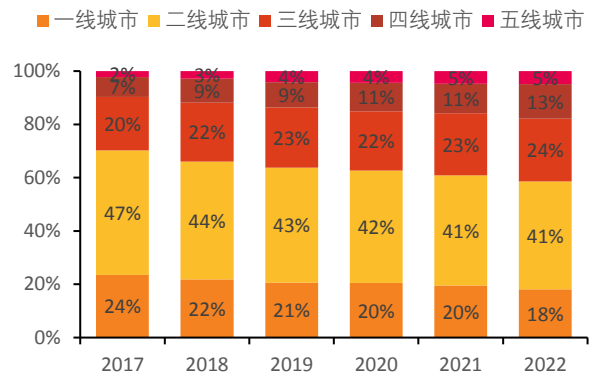
疫情影响下影院扩张有所放缓，存量精细化运营。从影院数看，公司影院扩张自2020年起步调有所放缓，截至22H1，公司共有控股影院137家，加盟影院数3379家。从控股影院的票房分布看，超8成的票房来自于三线以上城市，近年来四、五线城市的票房占比有所扩大。

图 9：公司控股、加盟影院数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

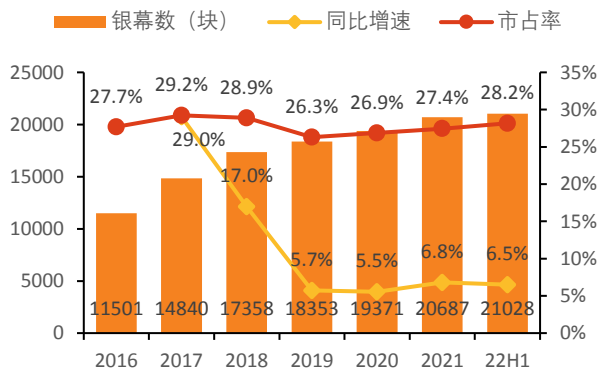
图 10：公司控股影院票房分布



资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

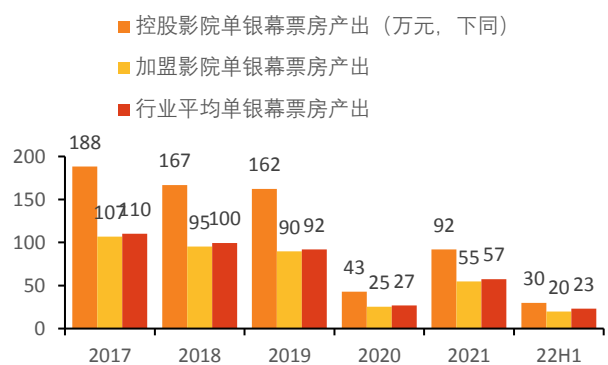
银幕数市占率有所提升，控股影院单银幕产出优于行业平均。公司银幕扩张速度自2019年开始维持在6%左右，而市占率呈现稳步提高的趋势。截至22Q3，公司共有银幕数2.1万块，市占率达28.0%。从单银幕票房产出看，单银幕票房产出整体呈下降趋势，主要系票房增速小于银幕扩张速度，横向对比看加盟影院单银幕票房产出与行业平均水平基本持平，而控股影院单银幕票房产出则超行业平均。

图 11：公司银幕数和市占率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

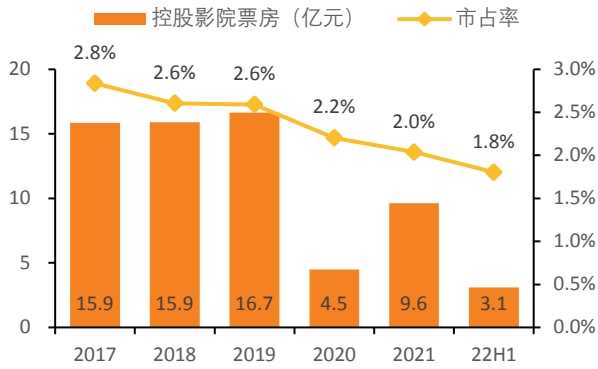
图 12：公司控股、加盟影院单银幕票房产出



资料来源：公司公告，天风证券研究所

影投、院线业务均保持业内前列。控股影院方面，票房市占率自2017年以来有所下滑，尤其在疫情后降幅进一步扩大，至22H1控股影院市占率为1.8%。根据艺恩数据2022年票房情况，公司影投中影影院投资票房为6.1亿元，市占率达2.0%，排名同比下降2位。加盟影院方面，院线市占率在疫情三年相对稳定，维持在24%左右。2022年，公司控股院线中影数字院线、中影南方新干线、中影星美的市占率分别为8.1%、7.2%、3.7%。

图 13：公司控股影院票房和市占率



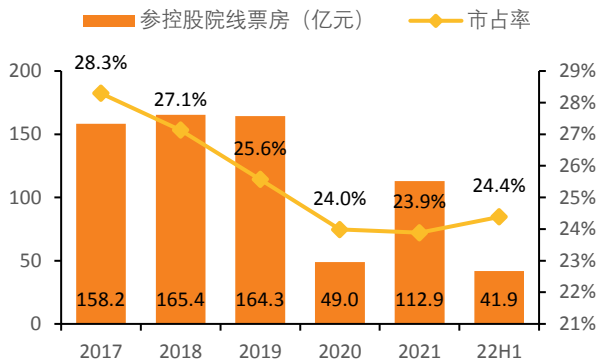
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：2022 年影投 Top10

排名	影投名称	票房 (亿元)	市占率	排名同比变动
1	万达电影	49.8	16.6%	→ 0
2	横店院线	11.4	3.8%	↑ 1
3	大地影院	10.5	3.5%	↓ -1
4	GVC影城投资公司	7.8	2.6%	→ 0
5	金逸影视	7.5	2.5%	→ 0
6	上海星轶影院	6.7	2.2%	↑ 2
7	博纳影院投资	6.4	2.1%	→ 0
8	中影影院投资	6.1	2.0%	↓ -2
9	幸福蓝海影院发展	4.4	1.5%	↑ 1
10	香港百老汇	3.8	1.3%	↓ -1

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

图 15：公司院线票房和市占率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：2022 年院线 Top10

排名	院线名称	票房 (亿元)	市占率	排名同比变动
1	万达院线	52.8	17.6%	→ 0
2	中影数字院线	24.3	8.1%	↑ 2
3	大地院线	24.1	8.0%	↓ -1
4	上海联和院线	21.8	7.3%	↓ -1
5	中影南方新干线	21.5	7.2%	→ 0
6	横店院线	13.1	4.4%	→ 1
7	广州金逸珠江	13.1	4.4%	↓ -1
8	江苏幸福蓝海院线	13.1	4.4%	→ 0
9	中影星美	11.0	3.7%	→ 0
10	华夏联合	9.5	3.2%	→ 0

资料来源：艺恩数据，天风证券研究所

我们认为，防疫政策优化下，下游放映渠道影院逐渐回归正常经营，公司放映业务将受益于内容常态化供给、大盘票房回暖。政策端，伴随防疫政策优化，影院恢复正常经营；内容端，就目前已定档影片内容来看，往年积压项目和新内容供应下，内容供给较为充沛、题材丰富，以及进口片常态化回归，票房增长具有弹性。政策+内容双向促进下，放映业务有望逐渐修复。

表 1：疫情影响下影院的上座率、放映场次有所受限

时间	相关单位	相关文件	政策要求
2020年7月	国家电影局	《关于在疫情防控常态化条件下有序推进电影院恢复开放的通知》	交叉隔座售票，每场上座率不得超过30%
2020年8月	中国电影发行放映协会	《电影放映场所恢复开放疫情防控指南》(第二版)	每场上座率不得超过50%，适当延长单厅场与场的间隔时间
2020年9月	中国电影发行放映协会	《电影放映场所恢复开放疫情防控指南》(第三版)	原则上每场上座率不得超过75%
2021年8月	国家电影局	《关于进一步加强当前电影院疫情防控工作的通知》	低风险地区电影院上座率不得高于75%，中高风险地区电影院暂不开放
2022年3月	国家电影局	《关于从严抓好电影院疫情防控工作的通知》	严格执行上座率不超过75%、延长场间休息时间等要求

资料来源：国家电影局，中国政府网，上海发布公众号，德州文化旅游公众号，天风证券研究所

表 2：已定档影片（截至 3 月 31 日）

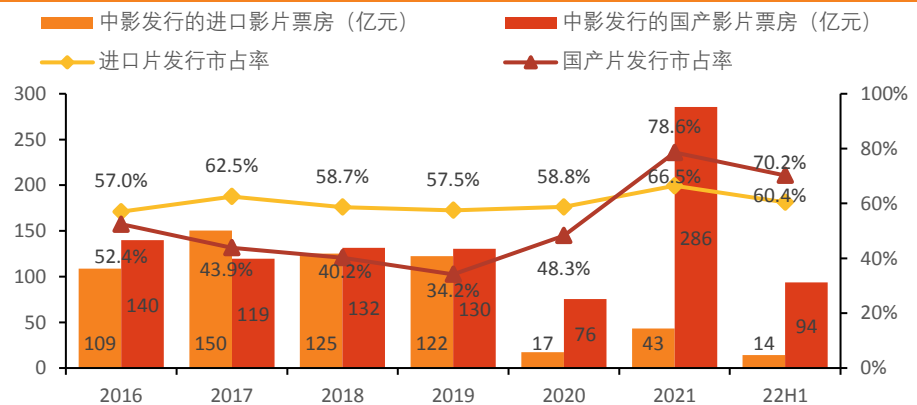
序号	影片名称	上映时间	国别	类型	序号	影片名称	上映时间	国别	类型
1	不能错过的只有你	2023/4/1	国产	爱情/剧情	32	长空之王	2023/4/28	国产	剧情/动作
2	宇宙探索编辑部	2023/4/1	国产	喜剧/科幻	33	人生路不熟	2023/4/28	国产	喜剧/剧情
3	青蛙王国之奇幻女王历险	2023/4/1	国产	动画	34	倒数说爱你	2023/4/28	国产	爱情/奇幻
4	一杯上路	2023/4/1	国产	爱情/剧情	35	惊天救援	2023/4/28	国产	灾难/动作/剧情
5	梦想森林	2023/4/1	国产	剧情/家庭/儿童	36	长沙夜生活	2023/4/28	国产	剧情
6	草台班子：套路奇兵	2023/4/3	国产	喜剧/剧情	37	翦伯赞	2023/4/28	国产	剧情/历史
7	泰坦尼克号	2023/4/3	进口	剧情/爱情/灾难	38	检察风云	2023/4/29	国产	剧情/犯罪
8	名侦探柯南：贝克街的亡灵	2023/4/4	进口	动画/悬疑/冒险	39	天竺谷大冒险	2023/4/29	进口	动画/冒险/合家欢
9	超级马力欧兄弟大电影	2023/4/5	进口	动作/喜剧	40	新猪猪侠大电影 超级赛车	2023/4/29	国产	动画/冒险/儿童
10	村里来的年轻人	2023/4/6	国产	剧情/戏曲	41	宇宙护卫队：风暴力量	2023/4/29	国产	动画/冒险
11	龙马精神	2023/4/7	国产	喜剧/动作	42	超萌时空宝贝	2023/4/29	国产	动画
12	绝地追击	2023/4/7	国产	动作/灾难	43	魔幻奇缘之宝石公主	2023/4/29	国产	喜剧/动画/奇幻
13	平家物语：犬王	2023/4/7	进口	动画/音乐/奇幻	44	银河护卫队3	2023/5/5	进口	动作/冒险
14	燃烧的巴黎圣母院	2023/4/7	进口	剧情	45	平民窟之王	2023/5/12	国产	剧情/动作/悬疑
15	第三声钟响	2023/4/7	国产	喜剧/爱情	46	请别相信她	2023/5/20	国产	喜剧/爱情
16	冠军	2023/4/7	国产	剧情/青春/励志	47	这么多年	2023/5/20	国产	悬疑/犯罪
17	大旅行	2023/4/8	进口	动画/冒险/家庭/儿童	48	凌晨两点半2	2023/5/20	国产	恐怖/悬疑
18	枣香女人（戏曲豫剧）	2023/4/10	国产	剧情	49	余生那些年	2023/5/20	进口	剧情/爱情
19	路上	2023/4/10	国产	剧情/爱情/音乐/纪录片	50	大桥小乔	2023/5/20	国产	剧情
20	倍儿喜欢你	2023/4/14	国产	爱情/喜剧	51	川流不“熄”	2023/5/26	国产	剧情/家庭
21	暴风	2023/4/14	国产	剧情/动作/悬疑	52	天空之城	2023/6/1	进口	动画/奇幻/冒险
22	怨偶铠甲	2023/4/14	国产	恐怖/惊悚/动作	53	煞面迷影	2023/6/9	国产	恐怖/惊悚/悬疑
23	稍微想起一些	2023/4/14	进口	爱情	54	喷呐客	2023/6/11	国产	剧情/传记/历史
24	达荷美女战士	2023/4/14	进口	动作/剧情	55	追你而来	2023/6/16	国产	喜剧/动作
25	爱很美味	2023/4/15	国产	剧情/爱情	56	进球吧！少年	2023/6/17	国产	剧情/励志/合家欢/运动
26	鳄鱼菜菜	2023/4/15	进口	家庭/剧情/动画	57	我爱你！	2023/6/21	国产	剧情/爱情
27	深海危机	2023/4/15	国产	战争/动作/剧情	58	消失的她	2023/6/22	国产	悬疑/犯罪
28	亭亭如盖	2023/4/15	国产	剧情/家庭	59	此生有约	2023/6/28	国产	剧情/农村/励志
29	少年日记	2023/4/15	国产	剧情/喜剧/家庭	60	透明侠侣	2023/6/30	国产	喜剧/奇幻
30	灌篮高手	2023/4/20	进口	动画/动作/喜剧/剧情	61	忠爱无言2	2023/7/7	国产	剧情/家庭/动物
31	再看我一眼	2023/4/22	国产	剧情	62	扫毒3：人在天涯	2023/7/28	国产	动作/犯罪/剧情

资料来源：猫眼专业版 app，天风证券研究所

2.2. 发行板块：发行领域龙头，进口片引进贡献中长期业绩弹性

发行业务保持业内领先地位。公司发行业务主要开展国产与进口影片发行，包括电影宣传、电影发行、版权经营等业务环节。公司凭借强大的电影发行营销能力以及广泛的院线与影院渠道资源，实现电影发行业务市场份额长期保持行业领先。22H1 公司在国产片、进口片发行上的市占率达 70.2%、60.4%。

图 17：公司发行的国产片、进口片票房和市占率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：进口片发行市占率=中影发行的进口影片票房/中国进口片票房总额，国产片同上

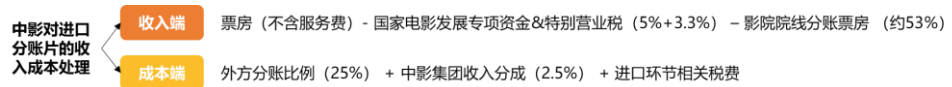
国产片发行上，公司广泛参与，受益于国产电影票房基数增长。行业惯例来看，发行方在

国产片的分账比例约 14%，此外公司旗下全资子公司中影数字收取 1%-3%的代理费。

进口片发行上，公司拥有牌照优势，形成政策性壁垒。我国在海外片进口上实行“一家进口、两家发行”的政策，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进口业务，由后者负责向中影集团电影发行分公司和华夏电影发行公司两家供片发行。从进口片各环节的票房分账情况看，对于分账片，公司作为发行方可获得 16%左右的净票房分账，买断片可获得 48%左右的净票房分账。会计处理上，中影将进口分账片在发行环节取得的票房分账款计入发行收入，同时将需支付中影集团的票房分账款核算为进口影片发行成本，其中包含进口分账影片外方分账比例 25%、中影集团的票房收入分成 2.5%和进口环节的相关税费。

图 18：国产片和进口片产业链各环节分账情况

	国产片	进口分账片	进口买断片
专资办票房数据（不含服务费）	100%	100%	100%
不可分账票房			
国家电影发展专项资金	5%	5%	5%
特别营业税	3.3%	3.3%	3.3%
可分账票房			
投资/制片方	25%~26%	32%	协商
发行方	14%	16%	48%
院线	6.5%	<16.5%	17%
影院	44%~46%	>27.5%	28%
中影代理费	1%~3%	-	1%~3%

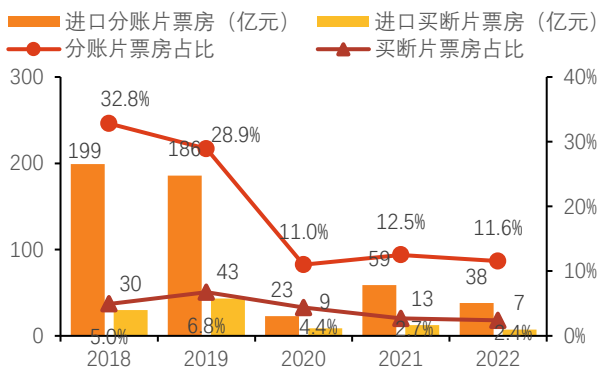


资料来源：艾瑞网，头豹研究院，公司公告，天风证券研究所

注：此分账比例为行业一般情况，且为营改增之前的分账情况，具体视合同细则会有调整

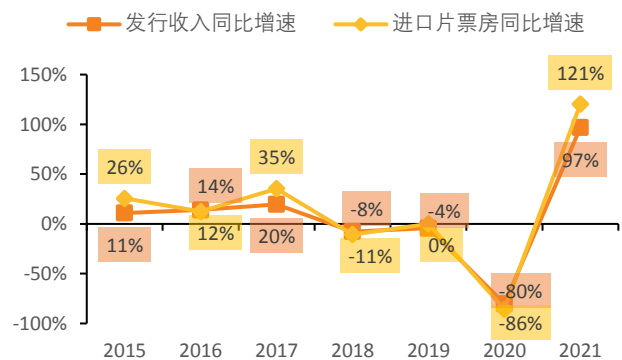
疫情后进口片票房占比缩减，公司发行收入增速与进口片票房增速呈正相关关系。疫情影响下国外影片产能受到影响，2019-2022 年北美影片上映数量分别为 792/334/407/453 部，整体呈现恢复趋势但和疫前相比仍存在一定差距。从国内进口片引进数量看，2019-2022 年引进分账片数量分别为 36/19/25/21 部，引进买断片数量分别为 87/40/42/32 部。从进口片票房占比看，2022 年分账片和买断片占票房比重分别为 11.6%/2.4%，而 2019 年分别为 28.9%/6.8%。影片同步上映率相较 2019 年也有大幅下降（同步标准定为提前北美上映或与北美公映日期相差 3 天内的影片），2022 年影片同步上映率仅 23.8%，而 2019 年为 58.3%。公司发行收入增速与进口片票房增速呈正相关关系，在进口片票房缺口下，公司发行业务也受到较大影响，2021 年发行收入 18.47 亿元，仅为 2019 年的约四成。

图 19：2018-2022 年进口分账片、买断片票房情况



资料来源：院线电影资料库公众号，天风证券研究所

图 20：公司发行收入同比增速和进口片票房同比增速走势基本一致



资料来源：公司公告，天风证券研究所

国产片票房奠定基本盘，进口片常态化引进贡献业绩弹性。国产片方面，2021 年国产片票房 399 亿元，已基本恢复至疫前水平，国产片票房占比也从 2019 年 64.1%大幅提升至 2022 年的 84.5%。公司通过广泛参与国产片发行，奠定国产片发行收入基本盘。我们认为业绩增量更多来自于进口片的常态化引进，进口片方面伴随好莱坞产能逐渐恢复、进口片常态化引进，公司发行收入有望得到修复。从目前已定档的进口影片看，既有回归的漫威影片《黑豹 2》、《蚁人与黄蜂女：量子狂潮》，也有恐怖惊悚题材电影《梅根》，题材呈现多样化趋势，电影行业进口片供给逐步恢复常态，公司的发行收入也有望增厚。

表 3：好莱坞定档影片（截至 2023 年 3 月 31 日）

序号	影片名称	出品公司	北美上映时间	序号	影片名称	出品公司	北美上映时间
1	龙与地下城：侠盗荣耀	派拉蒙影业	2023/3/31	33	歪心狼对阵	华纳兄弟	2023/7/21
2	危急迫降	米高梅电影公司	2023/4/5	34	惊奇队长2	迪士尼影业	2023/7/28
3	超级马力欧兄弟大电影	环球影业	2023/4/7	35	巨齿鲨2：深渊	华纳兄弟	2023/8/4
4	圣乔治骑士	迪士尼影业	2023/4/7	36	忍者神龟	派拉蒙影业	2023/8/4
5	教皇的驱魔师	索尼影业	2023/4/7	37	幽灵鬼屋	迪士尼影业	2023/8/11
6	美丽的灾难	华纳兄弟	2023/4/12	38	头号赛车手	索尼影业	2023/8/11
7	雷恩菲尔德	环球影业	2023/4/14	39	得墨忒耳号的最后航程	环球影业	2023/8/11
8	鬼玩人崛起	华纳兄弟	2023/4/21	40	挑战者	米高梅电影公司	2023/8/11
9	盟约	米高梅电影公司	2023/4/21	41	蓝甲虫	华纳兄弟	2023/8/18
10	上帝在吗？我是玛格丽特	狮门影业	2023/4/28	42	白鸟：奇迹	狮门影业	2023/8/25
11	文明社会	环球影业	2023/4/28	43	恐龙	派拉蒙影业	2023/8/25
12	告别十二岁	索尼影业	2023/4/28	44	伸冤人3	索尼影业	2023/9/1
13	银河护卫队3	迪士尼影业	2023/5/5	45	修女2	华纳兄弟	2023/9/8
14	短信情缘	索尼影业	2023/5/12	46	威尼斯鬼魅	迪士尼影业	2023/9/15
15	读书会2：下一章	环球影业	2023/5/12	47	敢死队4	狮门影业	2023/9/22
16	速度与激情10	环球影业	2023/5/19	48	下一球成名	迪士尼影业	2023/9/22
17	小美人鱼	迪士尼影业	2023/5/26	49	猎人克莱文	索尼影业	2023/10/6
18	关于我的父亲	狮门影业	2023/5/26	50	真爱	迪士尼影业	2023/10/6
19	蜘蛛侠：平行宇宙2	索尼影业	2023/6/2	51	驱魔人	环球影业	2023/10/13
20	柜魔	迪士尼影业	2023/6/2	52	汪汪队立大功大电影2	派拉蒙影业	2023/10/13
21	变形金刚：超能勇士崛起	派拉蒙影业	2023/6/9	53	电锯惊魂10	狮门影业	2023/10/27
22	闪电侠	华纳兄弟	2023/6/16	54	沙丘2	华纳兄弟	2023/11/3
23	疯狂元素城	迪士尼影业	2023/6/16	55	鸣鸟与蛇之歌	狮门影业	2023/11/17
24	黑色	狮门影业	2023/6/16	56	魔发精灵3	环球影业	2023/11/17
25	小行星城	环球影业	2023/6/21	57	Wish	迪士尼影业	2023/11/22
26	不要见怪	索尼影业	2023/6/23	58	旺卡	华纳兄弟	2023/12/15
27	夺宝奇兵5	派拉蒙影业	2023/6/30	59	小精灵3	华纳兄弟	2023/12/15
28	哈罗德和紫色蜡笔	索尼影业	2023/6/30	60	紫色	华纳兄弟	2023/12/20
29	潜伏5：黑暗领域	索尼影业	2023/7/7	61	迁徙	环球影业	2023/12/22
30	碟中谍7：致命清算（上）	派拉蒙影业	2023/7/14	62	海王2：失落的王国	华纳兄弟	2023/12/25
31	奥本海默	环球影业	2023/7/21	63	亡灵	索尼影业	2024/1/12
32	芭比	华纳兄弟	2023/7/21	64	老虎的学徒	派拉蒙影业	2024/1/19

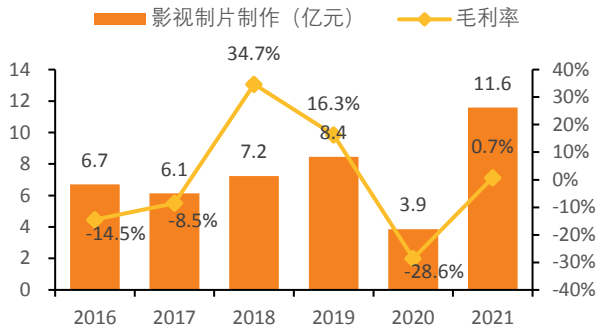
资料来源：IMDb，天风证券研究所

2.3. 创作板块：核心影片主控把握，制片业务稳健推进

公司制片收入整体较为稳健，出品影片的票房市占率较疫情前有所提升。产能上，公司每年保持 2-4 部左右的主投影片，收入端也相对稳健。2021 年公司业务口径调整后，原影视制片制作中的制作收入调整到服务板块，制片收入涵盖在创作板块中。在业务口径有所收窄的情况下，创作板块收入创历史新高达 11.6 亿元。从毛利率来看，制片制作业务毛利率具有一定波动性，主要受当年上映影片票房成绩和投资成本影响。自 2020 年来公司出品影片的市占率较疫情前也显著提升，2021 年公司出品并投放影片的票房市占率达 60%，

2022 年前三季度为 56.8%。

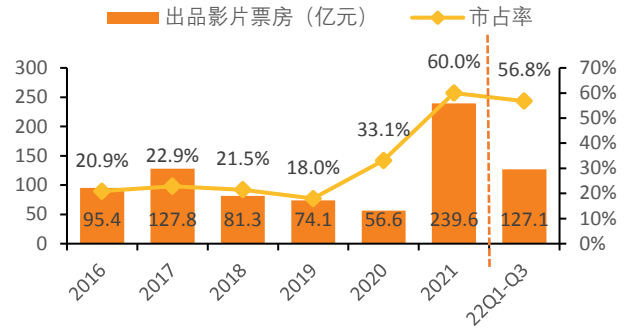
图 21：公司影视制片业务收入、毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：因业务口径调整，2021 年影视制片制作收入实为创作板块收入。

图 22：公司出品并投放影片票房和市占率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

把握国产电影景气度提升机会，主投或参投影片票房成绩亮眼。公司制片业务基本形成以重点影片为核心，多种成本体量和多种类型题材影片并重的生产格局，尤其疫情后国产电影成为票房支柱，公司除了把控大体量的主旋律影片外，积极投资各类重要影片，覆盖多类题材以降低单一题材的投资风险。

图 23：2018-2022 年公司主投或参投影片票房 TOP5

排名	影片名称	上映日期	累计票房 (亿元)	公司角色	排名	影片名称	上映日期	累计票房 (亿元)	公司角色
2018年					2021年				
1	唐人街探案2	2018/2/16	33.97	参投出品	1	长津湖	2021/9/30	57.42	参投出品
2	捉妖记2	2018/2/16	22.37	参投出品	2	你好，李焕英	2021/2/12	54.13	参投出品
3	无问西东	2018/1/12	7.54	参投出品	3	唐人街探案3	2021/2/12	45.23	参投出品
4	西游记女儿国	2018/2/16	7.27	参投出品	4	我和我的父辈	2021/9/30	14.75	主投出品
5	厉害了，我的国	2018/3/2	4.8	主投出品	5	中国医生	2021/7/9	13.28	参投出品
2019年					2022年				
1	流浪地球	2019/2/5	46.86	主投出品	1	长津湖之水门桥	2022/2/1	40.67	参投出品
2	误杀	2019/12/13	13.33	参投出品	2	独行月球	2022/7/29	31.03	参投出品
3	新喜剧之王	2019/2/5	6.27	参投出品	3	人生大事	2022/6/24	17.12	参投出品
4	最好的我们	2019/6/6	4.17	主投出品	4	万里归途	2022/9/30	15.93	参投出品
5	小小的愿望	2019/9/13	2.86	参投出品	5	奇迹·笨小孩	2022/2/1	13.79	参投出品

资料来源：公司公告，猫眼专业版 app，天风证券研究所

公司后续影片 pipeline 内容可期。2023 年公司计划上映《宇宙探索编辑部》《长空之王》《伟大的战争·抗美援朝》等影片，题材包括科幻、喜剧、历史等覆盖面较广。储备项目有《群星闪耀时》《天才翻译家》，制片业务稳步推进保证内容有序上线。

表 4：公司部分影片 pipeline

序号	影片名称	拟上映时间	题材	导演	演员	出品情况
1	宇宙探索编辑部	2023/4/1	科幻/喜剧	孔大山	杨浩宇/艾丽娅/蒋奇明	参投
2	长空之王	2023/4/28	动作	刘晓世	王一博/胡军/周冬雨	参投
3	人生路不熟	2023/4/28	喜剧	易小星	乔杉/范丞丞/马丽	参投
4	我爱你！	2023/6/21	爱情	韩延	倪大红/惠英红/梁家辉	参投
5	热烈	2023	剧情	大鹏	黄渤/王一博	参投
6	伟大的战争·抗美援朝	2023	剧情	陈凯歌	张颂文/章子怡/张子枫	主投
7	脐带	-	家庭	乔思雪	巴德玛/伊德尔	参投
8	群星闪耀时	-	科幻	章笛沙	李现/高圆圆/任敏	主投
9	天才翻译家	-	剧情	-	-	主投

资料来源：猫眼专业版 app，天风证券研究所

2.4. 科技板块：研发推广高技术格式电影系统，占领技术发展制高点

公司科技业务主要包括高格式电影业务和电影器材业务。2021年4月公司发布的《中国电影发展战略规划纲要（2021-2025年）》提到针对科技板块，要构建电影科技产学研用体系，推动新一轮产业升级。

CINITY 稳步扩张，借重磅影片打响市场知名度。2021年公司完成对CINITY相关公司的股权收购，将高格式电影业务纳入公司科技板块。CINITY融合了4K、3D、高亮度、高帧率、高动态范围、广色域、沉浸式声音七大电影放映领域的高新技术，提供更为沉浸式的观影体验，相较IMAX的造价成本更有优势，影院经营端的压力相对更小。2019年10月李安电影《双子杀手》上映，万达、金逸、博纳三家院线分别安装20套CINITY系统提供基础设施支撑。2022年12月《阿凡达：水之道》和2023年春节档《流浪地球2》上映，影片与CINITY的适配性也为CINITY扩张提供机遇。

表 5：CINITY、IMAX、中国巨幕对比

	CINITY	IMAX	中国巨幕
国内推出时间	2019年	2004年	2012年
银幕尺寸	宽度不小于14米	22米*16米	20米*12米
放映机类型	4K激光放映机	2台高亮度的4K激光放映机	两台亮度非常高的巴可4万流明的数字放映机
音效	无具体规格	12.1声道的音频系统	11.1立体环绕声
放映影片格式	兼容常规影片放映	IMAX摄制影片/转制影片	兼容常规影片放映
投资成本	单厅成本约500万元	单厅成本约700万元	约为IMAX的一半（350万元）
付费模式	销售、租赁、依据票房分成等	买断、纯分成或混合分成	买断
国内影院数量	71个（截至22Q3）	794个（截至2022年底）	363个（截至22Q3）

资料来源：上海市电影发行放映行业协会，36氪，朗影技术公众号，娱乐资本论公众号，CINITY公众号，原力全感视听空间公众号，中国电影市场等，天风证券研究所

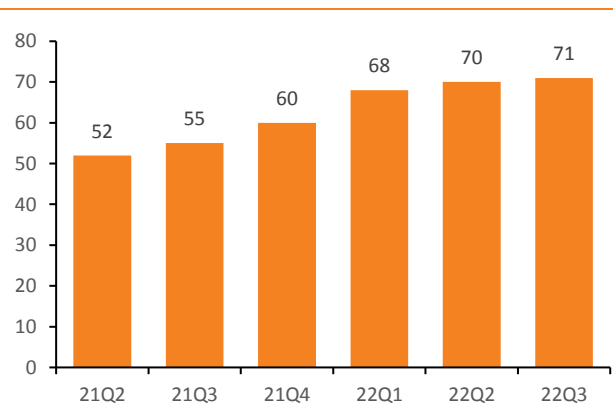
加快 CINITY 高新技术格式电影产业链布局，构建核心竞争力。公司着眼于前期拍摄创作、后期制作制版技术服务、终端新型显示技术及沉浸式声场技术等探索，对CINITY产业链内容进行完善和延展。影片制作侧，截至2022年12月底，CINITY使用AMR制版工艺共制作120帧版影片13部，包括《明日之战》《唐人街探案3》《金刚川》《怒火·重案》《峰爆》《我和我的父辈》《长津湖》《误杀2》等影片。终端放映侧，截至22Q3，国内已正式运营CINITY影厅71个，已完成安装待开业3个。CINITY已和横店影视达成全方位战略合作，将在全国新建20余个CINITY影厅。2022年12月，中影CINITY与万达电影宣布达成重要战略合作，万达电影将增建100个CINITY影厅。

图 24：公司在 CINITY 高新技术格式电影上的产业链布局



资料来源：中国电影市场公众号，天风证券研究所

图 25：CINITY 影厅累计数（个，截至 2022Q3）

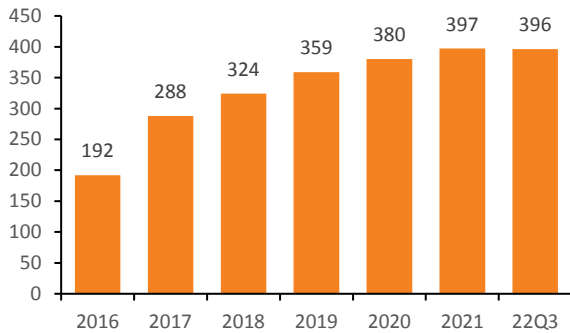


资料来源：公司公告，天风证券研究所

中国巨幕扩张速度放缓，进入成果回收期。早期中国巨幕凭借高性价比实现快速扩张，2016-2019年中国巨幕数量CAGR为23.2%，2019年后中国巨幕增速放缓，截至22Q3，国内已开业中国巨幕影厅363个，海外安装CGS影厅33个。从票房占比看，2021年中国

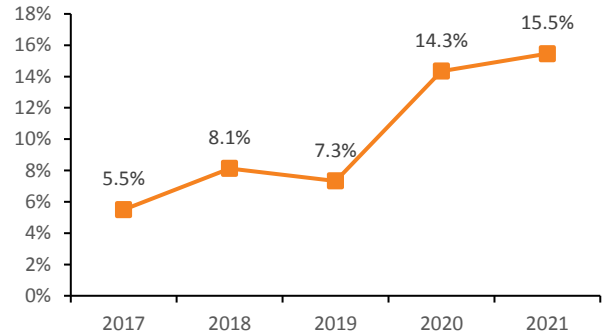
巨幕影厅在特殊厅中的票房占比为 15.5%。

图 26：中国巨幕影厅数量（个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：中国巨幕影厅在特殊影厅中的票房市占率



资料来源：时光网，天风证券研究所

激光放映机市占率领先。电影放映机方面，根据公司财报描述，中影巴可放映机市占率常年保持 50%以上。截至 2022 上半年，中影巴可放映机累计销售 40494 台。

表 6：公司财报中关于放映机业务的描述

报告期	公司放映机相关描述
2016年报	ALPD 激光放映设备已投放市场3000套，激光放映机的授权计时服务超过500万小时。中影巴可2K放映机全年销售量同比增长46%， 市场占有率稳居国内第一。
2017年报	“中影巴可”销售放映机5,779台，累计达到32,637台， 市场占有率超过51% 。国内推广的“中影光锋”激光光源超过7,000套，约占全国银幕总数的14%。
2018年报	中影巴可放映机在全国已安装近31,500套，市场占有率超过50%；ALPD 激光光源在国内安装上线已超过13,000套， 占全国激光放映设备总量的90% 、全国银幕总数的20%。
2019年报	中影巴可放映机在全国已安装约37,000套， 市场占有率51% 。
2020年报	中影巴可放映机已累计销售约37,386套，在全国已安装约33,942套， 市场占有率51% 。
2021年报	中影巴可优化产供销流程， 保障产能在80%以上 。2021年中影巴可放映机新增销售2,776套，在全国新增银幕中， 中影巴可的市场占比为50.8% 。截至2021年末，中影巴可放映机已累计销售40,162套。
2022半年报	中影巴可放映机新增销售332套， 22H1全国新增银幕的市场占比为51.72% ；中影巴可放映机累计销售40,494套。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

公司主营业务分为创作、发行、放映、科技、服务、创新六大板块：

(1) **创作板块：**我们预测公司 2022-2024 年创作板块收入为 3.36/7.28/7.71 亿元，同比变动 -71.0%/+116.9%/5.9%，毛利率分别为 20%/36%/25%。2023 年公司有主投影片《流浪地球 2》《伟大的战争·抗美援朝》上映，截至 3 月 23 日《流浪地球 2》实现票房 40.18 亿元，《伟大的战争·抗美援朝》参照同类影片《长津湖》(票房 57.75 亿元)、《长津湖之水门桥》(票房 40.67 亿元)，在 2022 年无重磅主投作品导致相对低基数下，预计 2023 年创作板块将有较大增长。

(2) **发行板块：**我们预测公司 2022-2024 年发行板块收入为 11.12/27.97/36.90 亿元，同比变动 -39.8%/+151.4%/+31.9%，毛利率分别为 25%/31%/30%。公司发行收入主要来自于进口片和国产片发行，进口片方面，疫情前进口片票房比重超 35%，疫情后占比下降至约 15%，2023 年我们判断进口片有望逐渐恢复常态化引进，2023/2024 年进口片票房占比预计为 30%/30%。

表 7：国产片、进口片票房、中影发行影片票房预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
国产电影票房(亿元,下同)	378.97	411.75	170.93	399.27	255.11	381.10	426.83
占总票房比重	62%	64%	84%	85%	75%	70%	70%
中影发行的国产影片票房	131.55	130.34	75.57	285.57	127.56	171.49	192.07
占国产票房比重	35%	32%	44%	50%	45%	45%	45%
进口电影票房	230.79	230.91	33.24	73.31	45.56	127.03	182.93
占总票房比重	38%	36%	16%	15%	25%	30%	30%
中影发行的进口影片票房	125.04	122.27	17.38	43.39	25.06	69.87	100.61
占进口票房比重	54%	53%	52%	55%	55%	55%	55%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

(3) **放映板块：**我们预测 2022-2024 年放映板块收入为 9.13/14.32/18.13 亿元，同比变动 -20.5%/+56.9%/+26.6%，毛利率为 -30%/20%/20%。我们认为 2023 年放映收入增长主要得益于大盘回暖，影院扩建速度放缓而更注重精细化运营下，单银幕票房产出降幅有望得到改善。

表 8：公司放映板块影院数、银幕数、单影院银幕数、单银幕票房产出情况

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
影院放映收入							
影院数(家)	131	139	140	138	138	139	140
yoy	12.0%	6.1%	0.7%	-1.4%	0.0%	0.7%	0.7%
银幕数量(个)	952	1,026	1,045	1,048	1,048	1,055	1,063
单影院银幕数(个)	7.3	7.4	7.5	7.6	7.6	7.6	7.6
单银幕票房产出(百万元)	1.70	1.60	0.40	0.90	0.74	1.14	1.44
院线收入							
影院数(家)	2,831	3,009	3,159	3,346	3,513	3,689	3,837
yoy	13.7%	6.3%	5.0%	5.9%	5.0%	5.0%	4.0%
银幕数量(个)	17,339	18,331	19,350	20,664	21,697	22,782	23,693
单影院银幕数(个)	6.1	6.1	6.1	6.2	6.2	6.2	6.2
单银幕票房产出(百万元)	1.00	0.90	0.30	0.50	0.40	0.60	0.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

(4) **科技板块**：我们预测 2022-2024 年公司科技板块收入为 10.74/12.36/14.27 亿元，同比变动-23.6%/+15.1%/+15.4%，主要来自于 CINITY 高格式电影系统和相关产品带来业绩增量。

(5) **服务板块**：我们预测 2022-2024 年公司服务板块收入为 1.84/2.27/2.64 亿元，同比变动-16.5%/+23.3%/+16.6%。

(6) **创新板块**：我们预测 2022-2024 年公司创新板块收入为 0.38/0.39/0.40 亿元，同比变动+2%/+2%/+2%。

图 28：公司各业务收入和毛利率情况（含预测）

百万元人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
创作板块	330	1158	336	728	771
yoy	-57.6%	250.5%	-71.0%	116.9%	5.9%
毛利率	-36.0%	0.7%	20.0%	36.0%	25.0%
放映板块	526	1148	913	1432	1813
yoy	-72.5%	118.4%	-20.5%	56.9%	26.6%
毛利率	-45.7%	4.1%	-30.0%	20.0%	20.0%
发行板块	939	1847	1112	2797	3690
yoy	-80.3%	96.8%	-39.8%	151.4%	31.9%
毛利率	6.6%	30.6%	25.0%	31.0%	30.0%
科技板块	994	1405	1074	1236	1427
yoy	-26.0%	41.3%	-23.6%	15.1%	15.4%
毛利率	27.2%	23.3%	25.0%	25.0%	25.0%
服务板块	134	220	184	227	264
yoy	-35.5%	63.8%	-16.5%	23.3%	16.6%
毛利率	-18.2%	23.4%	20.0%	25.0%	25.0%
创新板块	24	38	38	39	40
yoy	-64.2%	56.0%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	53.2%	50.0%	50.0%	55.0%	55.0%

资料来源：wind，天风证券研究所

综上，我们预测 2022-2024 年公司营业收入为 36.57/64.58/80.04 亿元，同比变动-37.1%/76.6%/23.9%。2022-2024 年归母净利润为-2.20/9.57/11.28 亿元。考虑到公司国有文化企业性质，以及在电影行业全产业链布局优势，有望充分受益于票房回暖、行业景气度提升，同时 CINITY 科技板块拓展势头较佳，首次覆盖给予“买入”评级。

4. 风险提示

- (1) 电影市场恢复不及预期。公司各项业务均受行业景气度影响，电影市场票房恢复不及预期将直接影响公司各项业务开展。
- (2) 进口片常态化引进不及预期。公司发行业务收入中进口片引进贡献较大体量，若进口片引进不及预期，发行收入缺口无法得到补足。
- (3) 电影内容上映票房不及预期。公司创作板块收入较大程度受参与影片票房成绩影响，若参与内容票房不及预期，创作板块收入有下降风险。
- (4) 政策监管风险。电影行业属于内容产业，本身受到行业的强监管。若政策方面对内容审核趋严，一定程度上会影响公司生产经营活动。
- (5) 第三方数据准确性风险。本报告数据来源包括第三方统计数据，可能具有一定的误差。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,392.30	6,836.21	7,101.01	8,347.21	9,798.87
应收票据及应收账款	2,350.44	2,697.36	1,359.09	361.79	1,770.97
预付账款	233.22	205.54	190.14	76.56	261.26
存货	1,551.31	1,437.72	1,181.08	455.40	1,617.46
其他	934.06	1,093.70	1,151.05	1,041.56	1,105.31
流动资产合计	11,461.34	12,270.53	10,982.37	10,282.52	14,553.87
长期股权投资	1,069.53	1,100.68	1,100.68	1,100.68	1,100.68
固定资产	1,848.20	1,682.60	1,146.89	688.28	220.45
在建工程	73.99	49.12	34.12	34.12	34.12
无形资产	196.59	819.15	738.13	657.12	576.11
其他	2,165.08	3,325.69	3,221.33	3,116.98	3,111.11
非流动资产合计	5,353.39	6,977.23	6,241.16	5,597.19	5,042.47
资产总计	16,814.73	19,247.77	17,223.53	15,879.71	19,596.34
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	2,863.40	3,175.48	1,335.09	251.45	1,758.15
其他	1,171.76	1,173.99	1,763.33	755.54	1,963.58
流动负债合计	4,035.15	4,349.47	3,098.42	1,006.99	3,721.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	677.78	2,612.84	2,612.84	2,612.84	2,612.84
非流动负债合计	677.78	2,612.84	2,612.84	2,612.84	2,612.84
负债合计	5,339.25	7,504.56	5,711.25	3,619.83	6,334.57
少数股东权益	613.88	645.19	633.67	633.74	658.73
股本	1,867.00	1,867.00	1,867.00	1,867.00	1,867.00
资本公积	4,391.53	4,391.53	4,391.53	4,391.53	4,391.53
留存收益	4,608.11	4,844.50	4,624.66	5,372.49	6,349.34
其他	(5.04)	(5.02)	(4.60)	(4.88)	(4.83)
股东权益合计	11,475.48	11,743.21	11,512.27	12,259.88	13,261.77
负债和股东权益总计	16,814.73	19,247.77	17,223.53	15,879.71	19,596.34

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(653.78)	225.22	(219.84)	957.29	1,127.60
折旧摊销	553.55	465.34	332.88	314.90	294.56
财务费用	1.60	103.21	(19.25)	(20.79)	(21.83)
投资损失	(36.88)	(70.08)	(56.06)	(63.07)	(59.57)
营运资金变动	(1,039.53)	591.38	(122.05)	(22.43)	(82.80)
其它	1,212.22	(337.69)	2.43	18.68	45.11
经营活动现金流	37.18	977.39	(81.90)	1,184.58	1,303.06
资本支出	28.14	(1,132.78)	(298.85)	(224.72)	(254.28)
长期投资	105.27	31.15	0.00	0.00	0.00
其他	(1,343.24)	696.85	625.87	475.33	535.60
投资活动现金流	(1,209.83)	(404.79)	327.02	250.61	281.31
债权融资	144.94	152.05	19.25	20.79	21.83
股权融资	18.69	(74.66)	0.42	(209.78)	(154.54)
其他	(930.46)	(227.04)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(766.84)	(149.64)	19.67	(188.98)	(132.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,939.49)	422.97	264.79	1,246.21	1,451.66

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,949.61	5,815.60	3,656.93	6,458.47	8,004.22
营业成本	2,987.41	4,798.57	3,261.16	4,655.81	5,897.32
营业税金及附加	44.14	79.98	47.54	83.96	104.05
销售费用	113.25	151.78	127.99	148.54	144.08
管理费用	409.86	487.16	402.26	419.80	440.23
研发费用	58.15	70.88	73.14	96.88	120.06
财务费用	(160.10)	(17.50)	(19.25)	(20.79)	(21.83)
资产/信用减值损失	(402.60)	(165.26)	(258.62)	(55.00)	(10.00)
公允价值变动收益	67.69	23.24	13.94	18.59	16.27
投资净收益	36.88	70.08	56.06	63.07	59.57
其他	437.35	(53.37)	(117.11)	(157.18)	(137.14)
营业利润	(642.42)	370.03	(307.40)	1,258.11	1,523.29
营业外收入	10.39	17.95	18.85	18.40	18.62
营业外支出	3.05	18.97	19.92	0.00	0.00
利润总额	(635.08)	369.01	(308.48)	1,276.51	1,541.91
所得税	18.70	143.79	(77.12)	319.13	385.48
净利润	(653.78)	225.22	(231.36)	957.38	1,156.43
少数股东损益	(97.52)	(11.17)	(11.52)	0.09	28.84
归属于母公司净利润	(556.26)	236.39	(219.84)	957.29	1,127.60
每股收益(元)	(0.30)	0.13	(0.12)	0.51	0.60

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-67.47%	97.16%	-37.12%	76.61%	23.93%
营业利润	-138.14%	-157.60%	-183.07%	-509.27%	21.08%
归属于母公司净利润	-152.41%	-142.50%	-193.00%	-535.45%	17.79%
获利能力					
毛利率	-1.28%	17.49%	10.82%	27.91%	26.32%
净利率	-18.86%	4.06%	-6.01%	14.82%	14.09%
ROE	-5.12%	2.13%	-2.02%	8.23%	8.95%
ROIC	-25.66%	8.17%	-20.16%	114.58%	283.61%
偿债能力					
资产负债率	31.75%	38.99%	33.16%	22.80%	32.33%
净负债率	-55.57%	-56.94%	-60.38%	-66.87%	-72.76%
流动比率	2.46	2.51	3.54	10.21	3.91
速动比率	2.13	2.21	3.16	9.76	3.48
营运能力					
应收账款周转率	1.48	2.30	1.80	7.51	7.51
存货周转率	2.01	3.89	2.79	7.89	7.72
总资产周转率	0.17	0.32	0.20	0.39	0.45
每股指标(元)					
每股收益	-0.30	0.13	-0.12	0.51	0.60
每股经营现金流	0.02	0.52	-0.04	0.63	0.70
每股净资产	5.82	5.94	5.83	6.23	6.75
估值比率					
市盈率	-47.06	110.73	-119.07	27.34	23.21
市净率	2.41	2.36	2.41	2.25	2.08
EV/EBITDA	74.59	18.86	97.55	10.27	8.05
EV/EBIT	-68.06	34.57	-96.00	13.11	9.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com