

中国电影（600977）深度研究报告

稀缺电影央企，受益三条主线催化有望迎来成长新篇章

- ❖ **中国电影是全产业布局的央企龙头。**中国电影成立于2010年，母公司为中影集团（中宣部直属单位），是传媒文化类的头部央企。公司较早实现电影全产业链布局，截止目前拥有发行、创作、放映、科技、服务、创新六大板块。其中发行+创作+放映+科技贡献绝大部分收入，1)发行板块贡献收入大头（22H1营收占比约41%），主要包括进口片及部分国产片发行；2)放映板块（22H1营收占比约24%，包括影院投资+电影院线）基本维稳；3)创作板块（22H1营收占比约14%），电影/剧集内容生产为主；4)科技板块（22H1营收占比约15%，电影器材收入，中影巴可&中影巨幕&CINITY等）增长迅速。
- ❖ **进口发行壁垒深厚，创作板块与科技板块体现积极变化。**1) **发行板块：**公司是国内唯二承担进口片发行的公司之一，进口片发行业务壁垒深厚，收入主要随进口片票房波动。此外，公司也承担部分国产电影发行，贡献收入弹性。2) **创作板块：**公司产出票房超20亿头部电影已达13部。未来将积极发力主投主控，同时将在主投主控框架下积极蓄力主流商业片+类型片的多元化发展。公司过去有丰富的内容投制经验，且已有部分较为成功主控影片产出（主旋律&商业片&类型片皆有涉足），战略加持下有望实现主投主控能力的迅速提升，进一步改善创作板块毛利率并贡献较大利润弹性。3) **科技板块：**力推CINITY国产高格式电影系统，技术已获得国际认可，与中外商业大片合作密切，已有一定市场认知，有望在疫后实现较快增长。当前已与万达电影、横店影视达成战略合作。此外，公司也拥有优质的影院与院线资产，有望在疫后困境反转。
- ❖ **受益三条主线催化，公司业务兼具成长性+确定性。**展望23年，公司将受益1)疫后电影大盘复苏，业务有望顺周期修复。我们预计中性情况下，23年电影大盘票房可达553亿，恢复至19年大盘的86%，公司全产业链业务有望跟随大盘实现顺周期修复；2)内容供给增加。公司拥有进口片发行牌照优势，受益进口片发行增量。假设23年电影大盘为553亿，进口片票房占比恢复至近似19年同期水平（约35%），有望为公司贡献7.7亿利润增量；3)公司作为传媒类头部央企，有望受益国企价值重估。
- ❖ **投资建议：**我们看好公司疫后全产业链的顺周期修复机会，进口片供给增多为公司带来较明确的进口片发行增量。同时公司23年起也积极发力主投主控内容及CINITY高格式电影系统的推广，有望贡献较大业绩弹性。此外，公司作为传媒类头部央企，有望享受国企价值重估利好。我们预计公司2022/23/24年归母净利润分别为-2.32/8.81/10.93亿元，同比增速-198%/480%/24%，当前股价对应-114/30/24倍PE，参考可比公司（博纳影业、上海电影、万达电影、横店影视）23年平均PE估值，考虑到公司进口发行业务修复更具确定性+内容及科技板块积极变化，我们给予公司2023年35-40倍PE，目标市值308-352亿元，对应目标价16.52-18.88元，首次覆盖，予以“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**疫后复苏不及预期；进口片票房不及预期；《谅解备忘录》影响公司发行分成；内容上线表现不及预期

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	5,816	3,455	7,312	8,910
同比增速(%)	97.2%	-40.6%	111.6%	21.9%
归母净利润(百万)	236	-232	881	1,093
同比增速(%)	142.5%	-198.2%	479.8%	24.0%
每股盈利(元)	0.13	-0.12	0.47	0.59
市盈率(倍)	112	-114	30	24
市净率(倍)	2.4	2.5	2.3	2.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年3月23日收盘价

推荐（首次）

目标价区间：16.52-18.88元

当前价：14.17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)	186,700.00
已上市流通股(万股)	186,700.00
总市值(亿元)	264.55
流通市值(亿元)	264.55
资产负债率(%)	37.63
每股净资产(元)	5.90
12个月内最高/最低价	14.70/9.77

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

我们认为，市场对中国电影价值认识存在一定不足。本报告认为公司基本面优质，且公司发展战略积极（开始发力主投主控+力推 CINITY），同时 23 年受疫后复苏+内容供给增多+国企价值重估三条主线催化，业绩兼具确定性与成长性。本文对上述观点进行详细阐述，并对 23 年公司进口片发行利润贡献进行测算。

投资逻辑

中国电影作为传媒类头部央企，基本面优质且体现积极变化。1）作为唯二拥有进口片发行牌照的公司，进口片发行业务壁垒；2）公司过往亦具备丰富的内容投控经历，且效果颇丰。当前积极发力主投主控，有望进一步提升创作板块毛利率与利润弹性；3）公司当前力推 CINITY，作为最新的国产高格式电影系统，已具备一定市场认知度，有望贡献向上业绩弹性。此外，公司也拥有较为稳定的影院与院线资产，有望实现全产业链协同复苏。公司 23 年受益疫后复苏+内容供给增多+国企价值重估三条主线催化，有望实现顺周期修复，业绩兼具确定性与向上弹性。

关键假设、估值与盈利预测

我们看好公司全渠道业务的顺周期修复，1）发行板块：进口片供给增多带来进口分账片发行业务修复，此外国产影片+进口批片发行提供部分增量；2）创作板块：春节档主投影片《流浪地球 2》已实现较好票房，为今年创作业务提供一定安全垫。公司当前从战略层面发力主投主控，看好公司内容制作能力提升带动创作板块收入及毛利率提升。此外，看好放映板块的顺周期修复，以及行业景气度好转背景下 CINITY 高格式电影系统的成长性。我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 -2.32/8.81/10.93 亿元，同比增速 -198%/480%/24%，当前股价对应 -114/30/24 倍 PE，参考可比公司（博纳影业、上海电影、万达电影、横店影视）23 年平均 PE 估值，考虑到公司进口发行业务修复更具确定性+内容及科技板块积极变化，我们给予公司 2023 年 35-40 倍 PE，目标市值 308-352 亿元，对应目标价 16.52-18.88 元，首次覆盖，予以“推荐”评级。

目 录

一、中国电影：进口发行优势明显，创作与科技板块孕育新机	6
（一）中国电影：全产业链龙头	6
1、业务结构：拥有发行+放映+创作+科技+服务+创新六大板块	6
2、传媒类头部央企，股权结构较为集中	7
（二）发行板块：进口片发行具备高行政壁垒	8
（三）创作板块：重点发力主投主控，期待后续业绩弹性	10
（四）科技板块：力推 CINITY 高格式放映系统.....	13
（五）放映业务：受疫情影响扩张速度放缓，疫后有望迎来顺周期修复.....	14
二、受益三条主线催化，公司业绩兼具确定性与成长性	16
（一）疫后放开带动电影大盘复苏，公司业绩有望顺周期修复	16
（二）内容供给增加，公司进口片发行业务修复确定性较强	17
1、行业侧：影片供给增加，进口片有望贡献 20% 增量	17
2、公司侧：进口发行有望贡献近 7.7 亿利润增量	19
（三）央企龙头，受益国企价值重估	20
三、财务分析：受疫情影响业绩短期承压，发行业务占大头；在手现金流充沛	21
四、投资建议：进口发行业务修复确定性较强，发力主投主控+CINITY 成长性打开想象空间	23

图表目录

图表 1	公司业务架构	7
图表 2	公司股权结构	7
图表 3	公司管理层介绍	8
图表 4	公司发行收入概况	9
图表 5	公司进口片发行票房及占比（亿元，%）	9
图表 6	公司国产片发行票房及占比（亿元，%）	9
图表 7	票房分账比例	10
图表 8	公司创作板块收入、增速及毛利率（亿元，%）	10
图表 9	公司投资影片数	11
图表 10	公司投资影片票房及市占率（亿元，%）	11
图表 11	公司投资的票房超 20 亿的影片	11
图表 12	公司重点主投影片梳理	12
图表 13	公司储备影片	13
图表 14	公司科技板块业务布局	13
图表 15	中国主流特殊电影银幕存量(截至 2021 年底)	14
图表 16	特殊放映技术对比	14
图表 17	公司控股影院数量及增速	15
图表 18	公司控股影院票房及市占率（亿元，%）	15
图表 19	公司旗下控股&参股院线票房及市占率（不含服务费）	15
图表 20	2023 年票房敏感性分析（含服务费）	16
图表 21	截止 2023 年 3 月 19 日票房大盘相较 19 年恢复进度	17
图表 22	迪士尼出品或发行的进口影片数量（部）	18
图表 23	国产片及进口片影片数量占比（%）	18
图表 24	2023 年 1 月起定档的进口影片梳理	18
图表 25	2021-2023 年 Q1 进口片票房与占比（亿元，%）	19
图表 26	国产片及进口片影片票房占比（%）	19
图表 27	进口分账片利润测算（亿元）	20
图表 28	政府发言中关注国企改革表述	20
图表 29	公司营业收入（亿元，%）	21
图表 30	公司营收结构	21
图表 31	公司分业务毛利率（%）	21
图表 32	公司毛利率与净利率（%）	21
图表 33	公司费率（%）	22

图表 34	公司归母净利润（亿元，%）	22
图表 35	公司资产负债率（%）	22
图表 36	公司现金持有情况（亿元）	22
图表 37	中国电影营收拆分及预测（亿元，%）	23
图表 38	可比公司估值表	24

一、中国电影：进口发行优势明显，创作与科技板块孕育新机

（一）中国电影：全产业链龙头

1、业务结构：拥有发行+放映+创作+科技+服务+创新六大板块

中国电影成立于2010年，由中国电影集团公司联合7家战略投资单位共同发起设立。2016年8月9日挂牌上市。公司是业内为数不多的全产业链布局的龙头公司，业务包括创作、发行、放映、科技、服务、创新六大板块。其中，发行、放映、创作及科技板块构成公司绝大部分收入，也是我们后文分析的重点板块。

- **发行板块：贡献收入大头，22H1 营收占比为 41%。**主要包括进口影片发行、国产影片发行、电影宣传及版权经营等业务。
- **放映板块：22H1 营收占比为 24%，主要包括影院投资和电影院线两大块业务。**1) 影院投资方面，公司主要采用全资、控股的影院投资模式，下属影城品牌为“中影国际影城”；2) 电影院线方面，公司控股4家院线公司（中数院线、中影南方、中影星美和辽宁北方）+参股3家院线公司（新影联、四川太平洋和江苏东方）。
- **创作板块：22H1 营收占比为 14%，**主要包括项目开发、制片生产、商务合作等业务，品类包括电影、剧集、动画等，以电影为主。
- **科技板块：22H1 营收占比为 15%，**包括电影器材+技术服务业务，主要产品包括中影巴可放映机、中国巨幕放映系统、中影环球 TMS 与智慧放映系统，以及近期力推的 CINITY 高格式电影放映系统。
- **服务板块：22H1 营收占比为 5%，**包括1) 影视制作业务（中影基地）；2) 票务平台业务（中影云平台）；3) 融资租赁业务（中影融资）。
- **创新板块：主要包括新业态开发与新产品孵化。**

图表 1 公司业务架构

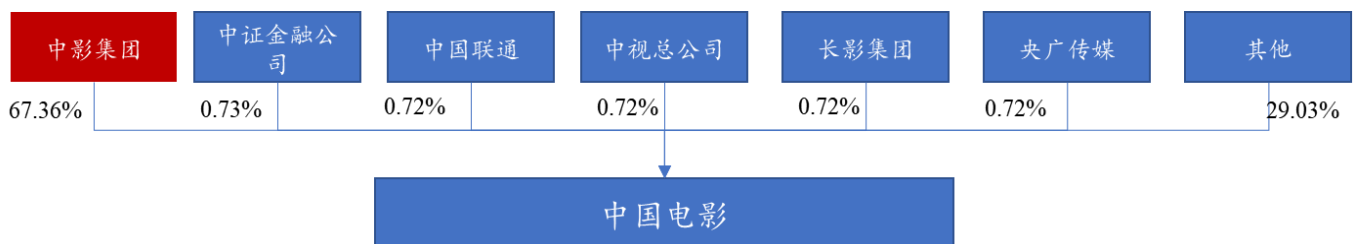


资料来源：公司财报，华创证券

2、传媒类头部央企，股权结构较为集中

公司股权结构较为集中，母公司为中影集团。公司实控人为中影集团，是中宣部直属单位，截至 22Q3 其持股为 67.36%，股权结构较为集中。此外，中国联通、中视总公司、长影集团、央广传媒等国有法人也持有公司部分，但都未超过 1%。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司财报，华创证券；截至 2022Q3

管理层经验丰富，对集团文化认同感强。公司管理层皆具备丰富的业内工作经验，且多数曾在中影集团体系内任职，对集团文化认同感较强。

其中，公司董事长傅若清此前在中国电影器材有限责任公司以及华夏电影发行有限责任公司皆有任职经历，具备电影放映技术背景。同时也曾参与出品《长津湖》、《捉妖记 2》、《湄公河行动》、《智取威虎山》、《滚蛋吧！肿瘤君》等多部类型丰富的优质影片，内容创作经验也较为丰富。

图表 3 公司管理层介绍

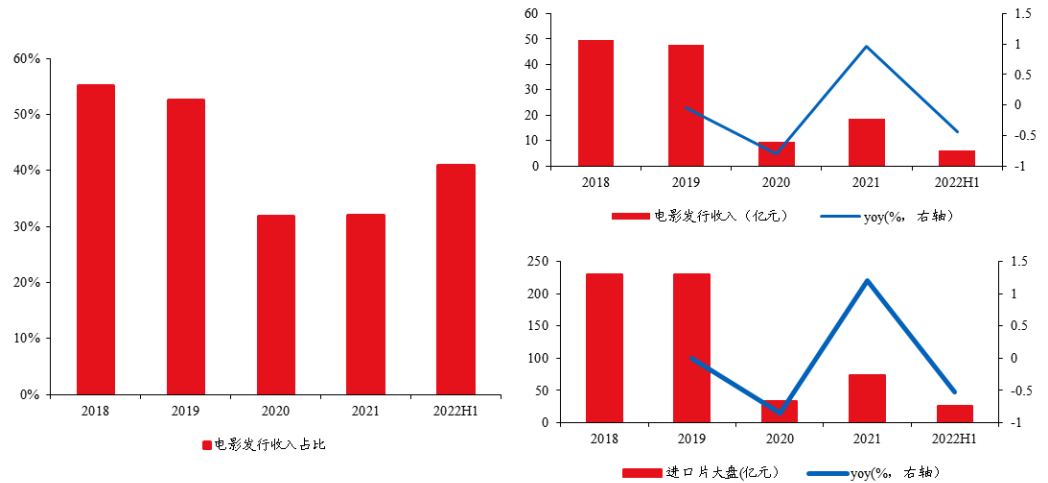
	职务	履历
傅若清	全国政协委员、公司董事长、总经理	工商管理硕士,教授级高级工程师,中宣部文化名家暨“四个一批”人才 历任中国电影器材有限责任公司经理,华夏电影发行有限责任公司董事长,中影集团党委副书记,副董事长,公司副董事长 2019年9月至今任公司总经理,2022年7月至今任公司董事长,中影集团党委书记,董事长.
任月	董事	法学硕士,高级经济师,中宣部文化名家暨“四个一批”人才 历任中影集团进出口分公司副经理,香港银都机构有限公司董事,副总经理 2018年4月至今任公司董事会秘书,副总经理,2019年9月至今任公司董事,2019年10月至今任中影集团党委委员.
王蓓	董事	会计硕士,高级会计师,中央国家机关会计领军人才,中国注册会计师,中国法律职业资格,中国注册税务师,国际注册内审师 CIA,美国注册管理会计师 CMA,英国国际会计师 AAIA,英国注册财务会计师 AFA,澳大利亚公共会计师 IPA 历任中国电影器材有限责任公司副总经理,公司综合办公室副主任,中影集团财务部主任,公司监事 2020年8月至今任公司财务总监,2020年11月至今任公司董事,2021年8月至今任中影集团党委委员.
卜树升	董事	会计硕士,高级会计师,中国注册会计师,注册内审师,注册税务师,一级企业人力资源管理师 历任公司审计部主任,中影影院投资有限公司经理,公司企业管理部主任,公司监事 2021年8月至今任公司副总经理,2021年12月至今任公司董事.
陈哲新	董事	高级政工师 历任中影集团综合办公室副主任,党委办公室主任,法务中心负责人,股权处负责人; 2021年8月至今任中影集团党委委员,副总经理.

资料来源: wind, 华创证券

（二）发行板块：进口片发行具备高壁垒

电影发行是公司的基石业务，进口片发行壁垒较高。发行业务是公司第一大收入来源。根据我国现行的海外电影“一家进口，两家发行”政策，中影集团是唯一承担境外影片的进口业务的公司，华夏和中国电影是唯一两家发行商，因此公司具备进口片发行的牌照优势。此外，公司还有部分国产影片发行及版权运营等业务，主要为部分国产影片数字发行分账（享受一定票房分账，分账比例不定）+影视版权销售/采购/管理等+电影宣发等。公司发行收入与进口电影大盘高度相关，也一定程度表明进口片发行或占大头。

图表 4 公司发行收入概况

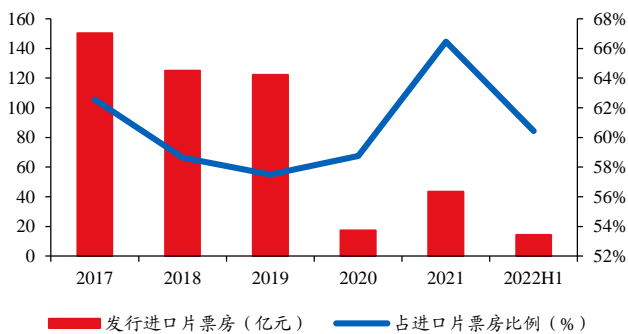


资料来源：公司财报，华创证券

进口分账片发行业务主要随进口片票房波动。公司是唯二承担进口片发行业务的公司之一，该业务具备较高的壁垒。据往年数据，公司所承担发行的进口片约占进口大盘的50%-65%，比例较为稳定；同时进口分账片分账比例较为固定，因此公司该部分收入与利润的结构关系较为确定，核心变量则为进口分账片引进数量（每年有进口分账片的配额限制）及票房表现。

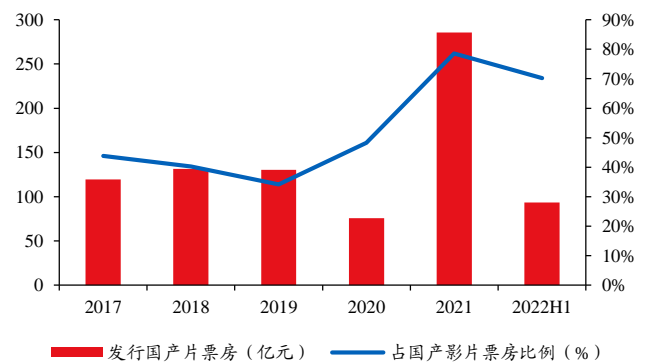
进口批片与国产影片收入的利润弹性较大。进口批片一般由国内发行公司以数十万到数百人民币不等的价格买断内地发行权，制片方并不参与票房分成，但公司参与发行的批片数及票房表现皆较难预估；而国产影片分账比例也具备较高不确定性，与项目情况息息相关，因此进口批片与国产影片的发行业绩不确定性大于进口分账片，以贡献弹性为主。

图表 5 公司进口片发行票房及占比（亿元，%）



资料来源：公司财报，华创证券

图表 6 公司国产片发行票房及占比（亿元，%）



资料来源：公司财报，华创证券

图表 7 票房分账比例

图 国产票房分账比例示意图：

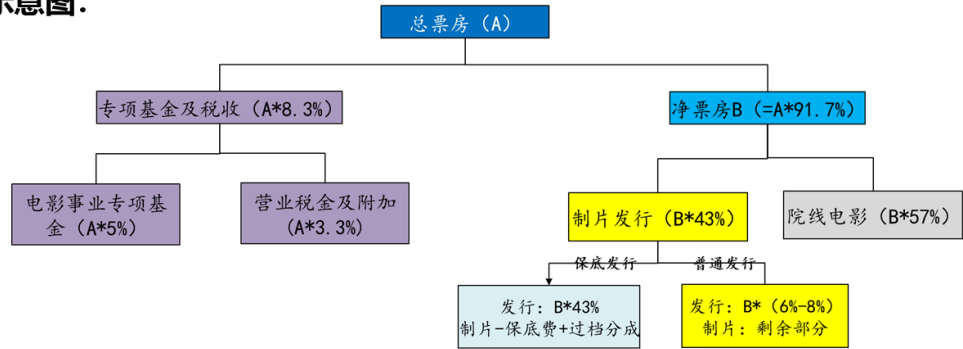
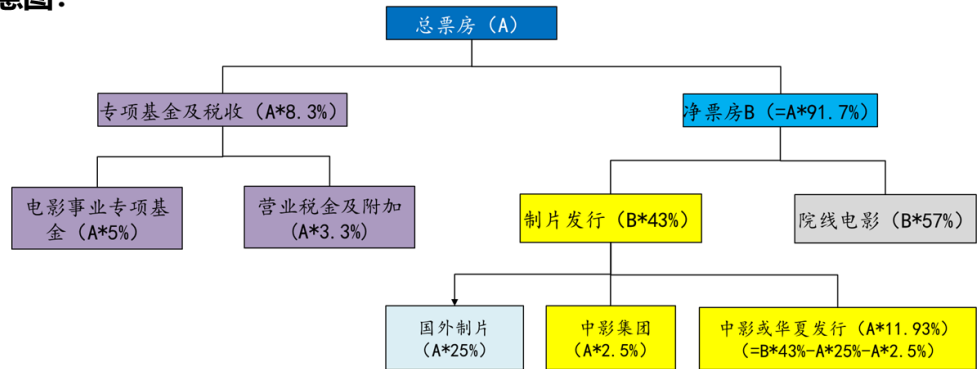


图 进口片分账比例示意图：



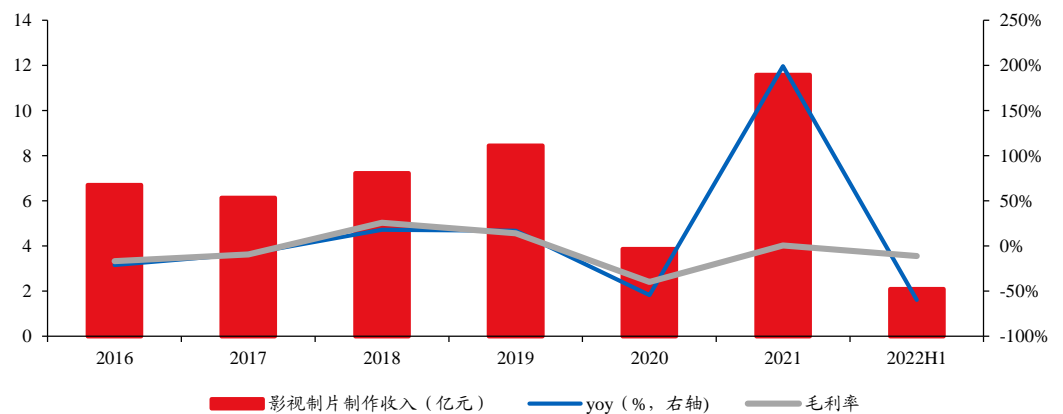
备注：进口片分为分账片和买断片；买断片为国内片方以固定价格买断，国外片方不参与分成。上述进口片分账示意图未考虑进口增值税及预提所得税

资料来源：公司招股说明书，华创证券整理

（三）创作板块：重点发力主投主控，期待后续业绩弹性

以年维度看，受单片收益影响大，业绩有所波动。回溯公司过往制片业务收入，受单片表现影响，业绩有所波动。2021 年公司创作板块实现收入 11.58 亿元 (yoy+199%)，主要系公司当年参投《长津湖》、《你好，李焕英》、《唐人街探案 3》等影片表现较好。22H1 实现收入 2.1 亿元 (yoy-60%)，疫情影响项目表现，下滑明显。毛利率看，19 年由于主投影片《流浪地球》表现较好，毛利率水平较高；近两年受疫情影响+主投影片较少，毛利率有所回落。

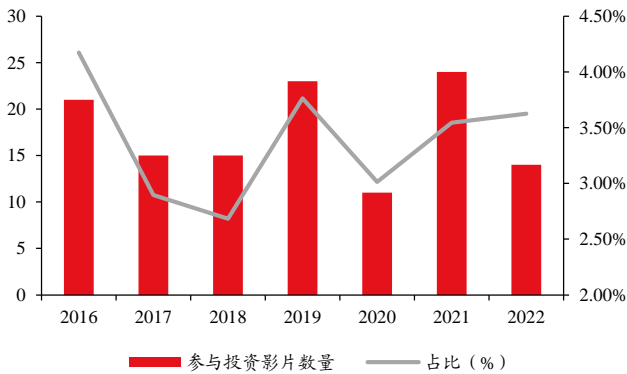
图表 8 公司创作板块收入、增速及毛利率（亿元，%）



资料来源：wind，华创证券

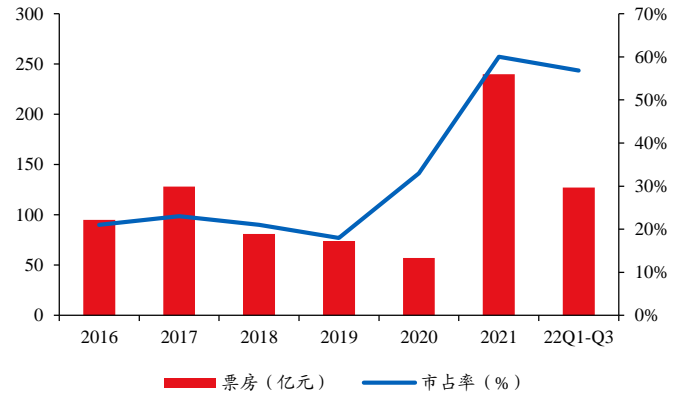
以年维度看，供给压制下公司投资影片票房市占率显著提升。公司每年主投和参投的影片数量皆保持较高水平，投资影片的票房市占率在 20 年后出现明显提升（20 年之前基本在 20% 左右），我们推测可能的原因在于疫情后大盘供给减少，但公司仍保持相对稳健的内容投资数量，且部分影片表现较好（e.g.:《长津湖》、《你好，李焕英》等），带动低基数的市占率大幅提升。

图表 9 公司投资影片数



资料来源：公司公告，灯塔专业版，华创证券

图表 10 公司投资影片票房及市占率（亿元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

单片角度看，爆款内容产出频率加快，投资能力提升。复盘公司过往单片投资履历，公司主旋律电影与商业片皆有所建树，历年投资影片票房超 20 亿的已达 13 部，其中参投 10 部，主投 3 部（《流浪地球》46.86 亿元+《流浪地球 2》39.79 亿元+《美人鱼》33.91 亿元）。并进一步从时间角度看，公司 20 年之前基本维持一年产出一款爆款的节奏，而 21 年至今公司产出爆款内容数已达 7 部（且主旋律电影占比有所提升），头部内容的产出频率明显加快，一定程度上表明公司投资能力提升。

图表 11 公司投资的票房超 20 亿的影片

影片	投资方式	上线时间	票房 (亿元)	影片类型
长津湖	参投	2021/9/30	57.75	主旋律
战狼 2	参投	2017/7/27	56.94	主旋律
你好，李焕英	参投	2021/2/12	54.13	商业片
流浪地球	主投	2019/2/15	46.86	商业片
满江红	参投	2023/1/22	45.4	商业片
唐人街探案 3	参投	2021/2/12	45.23	商业片
长津湖之水门桥	参投	2022/2/1	40.67	主旋律
流浪地球 2	主投	2023/1/22	39.79	商业片
唐人街探案 2	参投	2018/2/16	33.97	商业片
美人鱼	主投	2016/2/8	33.91	商业片
独行月球	参投	2022/7/29	31.03	商业片
我和我的家乡	参投	2020/2/1	28.29	主旋律
捉妖记 2	参投	2015/7/16	22.37	商业片

资料来源：猫眼专业版，华创证券

公司拟将发力主投主控，做优做精主流商业片+丰富类型片+培养原创人才三线齐驱，或将带来更高业绩弹性。

- **投资方式角度**，公司拟发力主投主控影片，我们认为这对公司长期发展意义重大，一方面，若公司主投主控影片表现较好，则将贡献更高的利润和毛利率水平，为公司未来发展注入更高弹性；另一方面，将与公司发行、院线业务实现更好协同。公司对主投主控影片掌控力更强，或可优先锁定影片发行权，亦可通过发行及排片经验积累反哺公司制片决策。
- **内容类型角度**，主投主控框架下公司对内容类型的选择灵活性更高，公司拟实现主流商业大片+类型片的多元化发展。一方面，坚持大档期+头部主流商业化影片投入，符合公司头部央企定位，有利于提升市场影响力；另一方面，公司也将积极挖掘多样类型片（谍战、喜剧、青春、爱情、家庭等），优质的中小体量的类型片也是贡献利润弹性的重要来源。例如公司 21 年五一档上映的主投类型片《悬崖之上》（中型体量，谍战题材+未使用流量明星）即录得了 11.91 亿元票房。此外，公司也将在主投主控背景下积极挖掘和培养年轻创作人才，丰富公司创作人才储备。
- **数量角度看**，公司对内容储备及上线节奏也有所规定。公司预计每年上映 20-30 部公司出品或参与出品的影片，同时每年保持处于不同创作阶段的原创项目储备 50 部以上，产能较为稳定。

回溯公司过往主投经历，也能发现公司主流商业片+类型片多元布局的思路，并且部分主投影片已取得较好成绩，包括科幻大片“流浪地球”系列、主旋律电影《我和我的父辈》、《金刚川》等，以及中型体量类型片《峰爆》、《悬崖之上》、《穿越寒冬拥抱你》等。我们认为，公司此前已拥有广泛的内容投资经历+部分主投主控影片成绩出色，未来重点发力下有望持续进步，可持续关注后续创作板块进展。

图表 12 公司重点主投影片梳理

影片	上映时间	类型	票房（亿）
流浪地球2	2023/1/22	科幻	37.79
暗恋·橘生淮南	2022/6/2	爱情	1.35
穿越寒冬拥抱你	2021/12/31	爱情	9.36
我和我的父辈	2021/9/30	主旋律	14.77
关于我妈的一切	2021/9/19	剧情	1.5
峰爆	2021/9/17	灾难/动作	4.38
悬崖之上	2021/4/30	悬疑/动作	11.91
金刚川	2020/10/23	主旋律	11.26
最好的我们	2019/6/6	爱情	4.17
流浪地球	2019/2/5	科幻/冒险/灾难	47.87
建军大业	2017/7/28	主旋律	4.07

资料来源：猫眼专业版，华创证券

展望 23 年，《流浪地球 2》表现较好，后续内容储备丰富。公司已上线的主投春节档影片《流浪地球 2》票房已达 40 亿，表现良好。此外，公司仍储备较多影片待上映，包括《伟大的战争》、《宇宙探索编辑部》、《长空之王》、《龙马精神》等，若出现大爆款，则可带来更多业绩向上弹性。

图表 13 公司储备影片

影片	类型	导演	主演	参与程度	定档时间
回廊亭	犯罪、悬疑、爱情	来牧宽	任素汐、刘敏涛、李传缨	出品	3月10日
保你平安	喜剧	大鹏	大鹏、李雪琴、尹正	出品	3月10日
宇宙探索编辑部	科幻、喜剧	孔大山	杨皓宇、艾丽娅、蒋奇明	出品	4月1日
龙马精神	喜剧、动作	杨子	成龙、刘浩存、郭麒麟	出品	4月7日
爱很美味	爱情	陈正道等	李纯、张含韵、王菊	出品	4月15日
长空之王	动作	刘晓世	王一博、胡军、周冬雨	出品	4月28日
我爱你！	爱情	韩延	倪大红、惠英红、梁家辉	出品	6月21日
热烈	街舞题材	大鹏	黄渤、王一博	出品	2023
超能一家人	喜剧 科幻	宋阳	艾伦/沈腾	主出品	2023
伟大的战争.抗美援朝	剧情	陈凯歌	张颂文、章子怡、张子枫	出品	2023

资料来源：猫眼专业版，华创证券

（四）科技板块：力推 CINITY 高格式放映系统

传统电影领域，中影巴可市占率稳定。一方面，公司成立了中影光峰布局放映激光光源，目前主要产品为 ALPD 激光电影放映机。另一方面，公司也在下游成立了中影巴可放映机，根据 19-21 年财报数据，中影巴可放映机市占率稳定在 50% 上下，我们预测中影巴可目前全市场新增影院市占率稳居第一。截至 22Q3，公司累积销售中影巴可放映机 40721 个，其中 22Q1-Q3 在同期全国新增银幕市场占比为 51.46%。

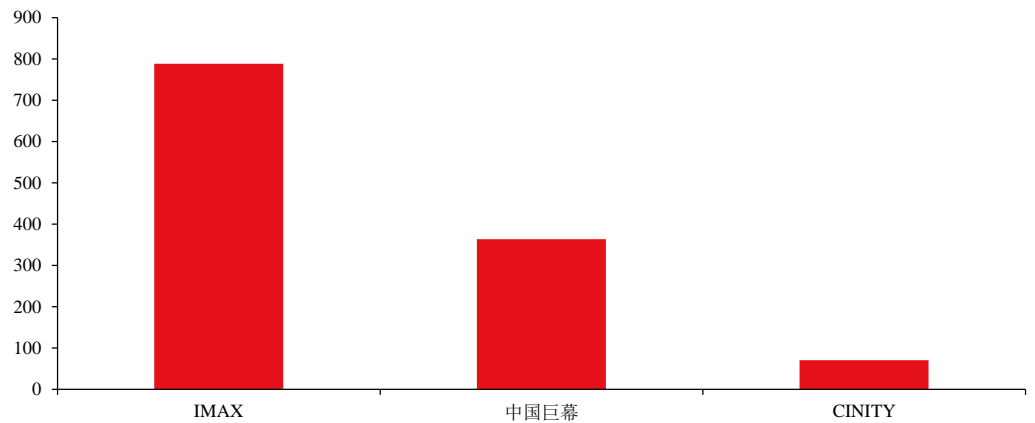
图表 14 公司科技板块业务布局

	运营实体	相关合作公司	主要产品
传统电影	中影光峰	光峰科技	ALPD 激光电影放映机 (光峰科技提供激光光源)
	中影巴可	巴可(比利时)	激光数字电影放映机
特殊电影	CINITY	华夏电影	CINITY 放映系统
	中影数字巨幕	-	CGS 中国巨幕放映系统

资料来源：公司公告，华创证券

高格式放映领域，布局 CGS 中国巨幕和 CINITY 等高格式放映系统。其中 CINITY 是最新品牌，由华夏电影 2019 年推出，中国电影在 2021 年成为其运营公司的控股股东，是公司目前主推的高格式电影系统之一。截至 2022Q3，国内已正式运营 CINITY 影厅 71 个，已完成安装待开业 3 个，累计制作 CINITY 版影片 143 部；国内已开业中国巨幕影厅 363 个，海外安装 CGS 影厅 33 个，但都距 IMAX 国内数量有较大距离。

图表 15 中国主流特殊电影银幕存量(截至 2021 年底)



资料来源：IMAX CHINA 公司财报，中国电影公司财报，华创证券

CINITY 是最新的国产高格式电影系统，与中外商业大片合作密切，有望在疫后实现快速增长。 CINITY 支持放映 4K 分辨率、120 帧的 3D 影片，综合应用了 4K、3D、高帧率(HFR)、高亮度 match、高动态范围(HDR)、广色域(WCG)、沉浸式声音(Immersive Sound)等高新技术。当前已在国际上有一定认可度，CINITY 荣获欧洲电影博览会（CineEurope）授予的“特别技术成就奖”，并成为《阿凡达》全新重制版及《阿凡达：水之道》国内大型庆典活动的独家放映技术合作伙伴。展望后续，CINITY 作为公司当前力推方案，技术具备国际认可度，与中外商业大片合作也形成了一定市场认知，已具备推广拓展的必要条件。未来随着行业复苏，优质电影带动高品质观影需求提升，有望实带动该业务快速增长。当前万达电影、横店影视已与 CINITY 达成战略合作，将分别增建 100 间和 20+间 CINITY 影厅，可持续关注后续进展。

图表 16 特殊放映技术对比

	IMAX	中国巨幕	CINITY	杜比
技术及特点	4K、高动态范围、3D DMR 转制技术	弧形银幕；特有音响系统及母版制作工艺，支持多种高端沉浸式多维声音格式；专有激光数字放映系统配合专利图像优化技术，激光版可实现 3D 放映 10fL+的亮度，色彩空间和感知分辨率优质。	4K 分辨率、120 帧的 3D 影片，综合应用了 4K、3D、高帧率(HFR)、高亮度 match、高动态范围(HDR)、广色域(WCG)、沉浸式声音(Immersive Sound)等	融合 Dolby Atmos (杜比全景声)、Dolby Vision、IDolby
进入国内/推出时间	2004	2011	2019	2016

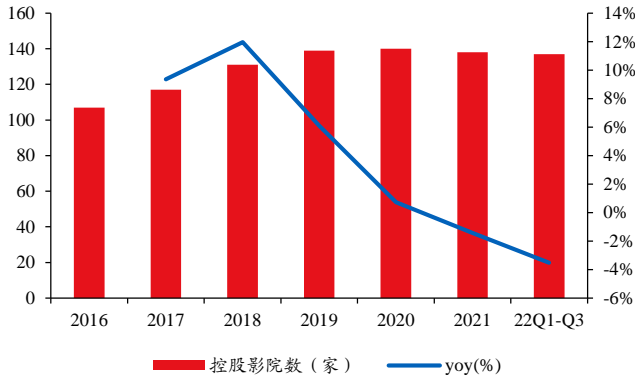
资料来源：中国巨幕官网，央广网，上海市电影发行放映行业协会，华创证券整理

此外，也应重视 CINITY 对公司内容创作业务的反哺作用。相较于原有影片是通过后期制作达到 CINITY 放映标准，公司当前会直接使用 CINITY 摄影机进行拍摄，来满足 CINITY 放映要求，制作技术的进步也提升了公司影片的开发效率，助力于工业化体系的完善。

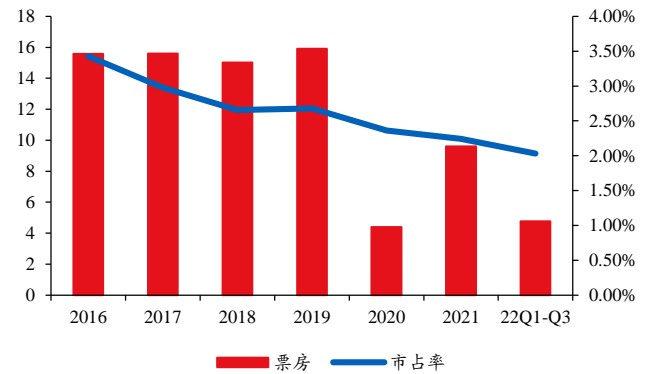
（五）放映业务：受疫情影响扩张速度放缓，疫后有望迎来顺周期修复

影院投资业务：扩张速度放缓，市占率小幅下滑。 此前受疫情影响，公司自有控股影院增速放缓，截止 22Q3，公司拥有控股影院 137 家，同比下滑 4%；同时受扩张速度放缓

影响,公司控股影院票房市占率也小幅下滑。22Q1-Q3 录得票房 4.76 亿元(不含服务费),市占率为 2.03% (19 年市占率为 2.58%)。

图表 17 公司控股影院数量及增速


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 18 公司控股影院票房及市占率 (亿元, %)


资料来源: 公司公告, 华创证券

下属院线票房市占率位居前列。公司拥有四条控股院线和三条参股院线, 掌握全国 20% 的影院和票房。截至 2022Q3, 公司旗下控参股院线和控股影院合计覆盖全国 21,282 块银幕和 267.18 万席座位, 经测算, 公司多院线银幕市场占有率总计约为 28.04%。

图表 19 公司旗下控股&参股院线票房及市占率 (不含服务费)

亿元, %	2018 年	市占率	2019 年	市占率	2020 年	市占率	2021 年	市占率	2022 年	市占率
中影数字院线 (控股)	41.22	7.28%	41.76	7.02%	13.86	7.45%	32.35	7.55%	22.48	8.24%
中影南方新干线 (控股)	42.01	7.42%	42.75	7.19%	12.83	6.89%	29.9	6.98%	19.73	7.23%
中影星美 (控股)	36.37	6.43%	31.46	5.29%	7.87	4.23%	17.19	4.01%	10.2	3.74%
四川太平洋 (参股)	16.32	2.88%	17.57	2.96%	4.78	2.57%	10.95	2.55%	6.44	2.36%
北京新影联 (参股)	9.5	1.68%	9.66	1.62%	2.88	1.55%	5.99	1.40%	4.26	1.56%
辽宁北方 (控股)	6.82	1.21%	7.34	1.23%	2.33	1.25%	5.36	1.25%	3.6	1.32%
江苏东方 (参股)	2.26	0.40%	2.34	0.39%	0.79	0.43%	1.81	0.42%	1.08	0.40%

资料来源: 猫眼专业版, 华创证券

展望后续, 随着疫情管制放开, 线下影院营业率逐步恢复正常, 影院院线有望与行业协同复苏。同时, 考虑到国内电影业务已基本进入成熟期, 且疫情放开后预计仍会对大盘恢复进度等存在担忧, 因此推测中短期影院扩张速度仍维持中低速进行, 中短期建议着重关注顺周期修复进展。

二、受益三条主线催化，公司业绩兼具确定性与成长性

（一）疫后放开带动电影大盘复苏，公司业绩有望顺周期修复

随着疫情管控的放开以及首轮感染高峰的过去，预计线下场景复苏+消费力修复将是2023年的主基调。电影作为线下主要娱乐消费场景之一，此前压制大盘的影院关停+疫情扰动影片定档+消费者线下观影意愿不足等因素都已消解，预计23年电影大盘复苏明显。

我们采用两种方式对23年大盘进行预测，并假设为进口片引进恢复至接近于19年水平。中性假设下，预计23年电影大盘（含服务费）票房为553亿元

方法一：以春节档票房占比倒推全年大盘

春节档是电影全年最重要的档期之一，且占大盘全年份额也较高，基于此进行预测有一定合理性。根据猫眼专业版数据，19/21/22年春节档前六日票房（含服务费）为59/78/60亿元，占全年大盘的9%/17%/20%，近两年春节档占比提升主要受疫中全年票房疲软影响。我们假设23年随着疫情放开，春节档票房占比较21/22年有所下降，但仍略高于19年水平，假设保守/中性/乐观情况下，春节档票房占全年比例为14%/12%/10%，对应全年大盘分别为482/562/675亿元。

方法二：基于观影人次*平均票价进行敏感性分析

观影人次：根据猫眼专业版数据，20-22年观影人次分别为5.49/11.67/7.11亿人，相较于19年恢复32%/68%/41%。23年随着疫情放开，影院关停及社交隔离对观影需求影响降到最低，我们基于春节档观影人次占全年大盘的比重，并考虑疫情反复对观影需求的影响进行预测。我们假设保守/中性/乐观情况下，观影人次恢复至19年的65%/75%/85%。

平均票价：根据猫眼专业版数据，19-22年年平均票价分别为37/37/40/42元，平均票价呈上升趋势，再考虑今年春节档平均票价略有下降，我们假设保守/中性/乐观情形下平均票价为40/42/44元。

票房：预计在保守/中性/乐观情形下23年大盘票房分别为449/544/646亿元，同比19年恢复至70%/85%/101%。

将上述两种方法进行平均，预计在保守/中性/乐观情形下23年大盘票房分别为466/553/661亿元。

图表 20 2023 年票房敏感性分析（含服务费）

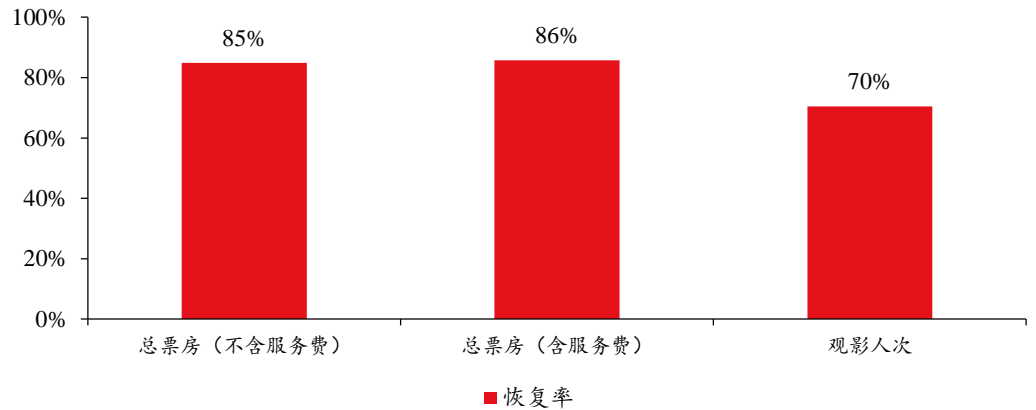
方法一								
		2018	2019	2021	2022	保守	中性	乐观
		2023						
春节档前六天(含服务费, 亿元)		57	59	78	60	67.46		
年票房		607	641	470	299	482	562	675
春节档前六日票房占比		9%	9%	17%	20%	14%	12%	10%

方法二												
		票房（含服务费，亿元）					票房相较于19年恢复程度（%）					
		观影人次相较于19年恢复程度					观影人次相较于19年恢复程度					
		65%	70%	75%	80%	85%	65%	70%	75%	80%	85%	
平均票价	40	449	484	518	553	588	40	70%	75%	81%	86%	92%
	41	461	496	531	567	602	41	72%	77%	83%	88%	94%
	42	472	508	544	581	617	42	74%	79%	85%	91%	96%
	43	483	520	557	594	632	43	75%	81%	87%	93%	98%
	44	494	532	570	608	646	44	77%	83%	89%	95%	101%

资料来源：猫眼专业版，华创证券测算

截止目前，大盘复苏符合预期。23年春节档共实现67亿，为2011年至今春节档票房榜第二名，验证线下观影需求恢复。截至3月19日，23年电影大盘实现票房（不含服务费）137亿元，观影总人次3.13亿人；19年同期电影票房为162亿，观影总人次为4.4亿人，票房大盘（不含服务费）已恢复约85%，观影人次已恢复约70%，复苏进度基本符合我们预期。

图表 21 截止 2023 年 3 月 19 日票房大盘相较 19 年恢复进度



资料来源：猫眼专业版，华创证券

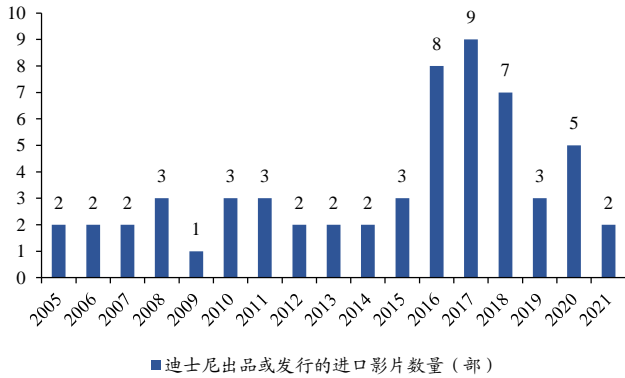
公司侧有望实现多业务协同复苏。截至目前，行业修复逻辑仍在持续兑现，公司是业内少量拥有的全产业链的龙头公司之一，拥有投资制片-影片发行-电影放映的全产业链业务，公司业绩有望实现顺周期业绩修复，其中发行业务与院线业务修复逻辑更为顺畅。

（二）内容供给增加，公司进口片发行业务修复确定性较强

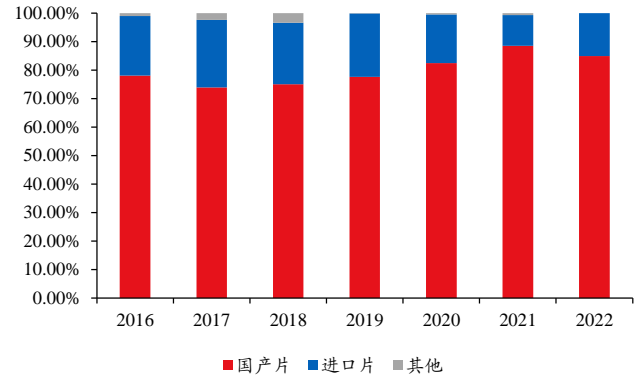
1、行业侧：影片供给增加，进口片有望贡献 20%增量

电影内容侧看，一方面，影片整体上线进度加快，内容侧厂商普遍受益；另一方面，进口片引进数量增多，带动公司进口片发行业务修复。

进口片引进有增加趋势。22年10月以前，受国际形势等因素影响，进口片引进有所减少。22年11月起陆续有进口片定档上线，《阿凡达2》于12月16日于国内上映，距上部迪士尼影片被引进已过去11月之久（《魔法满屋》定档22年1月7日，票房仅达7668万）；23年1月，亦有多部漫威电影（《黑豹2》、《蚁人与黄蜂女：量子狂潮》、《雷霆沙赞2》等）时隔近4年再次引进。截至3月10日，已有近25部进口片确认引进与定档。

图表 22 迪士尼出品或发行的进口影片数量（部）


资料来源：金融界，华创证券

图表 23 国产片及进口片影片数量占比（%）


资料来源：灯塔专业版，华创证券；注：按影片新映时间统计

图表 24 2023 年 1 月起定档的进口影片梳理

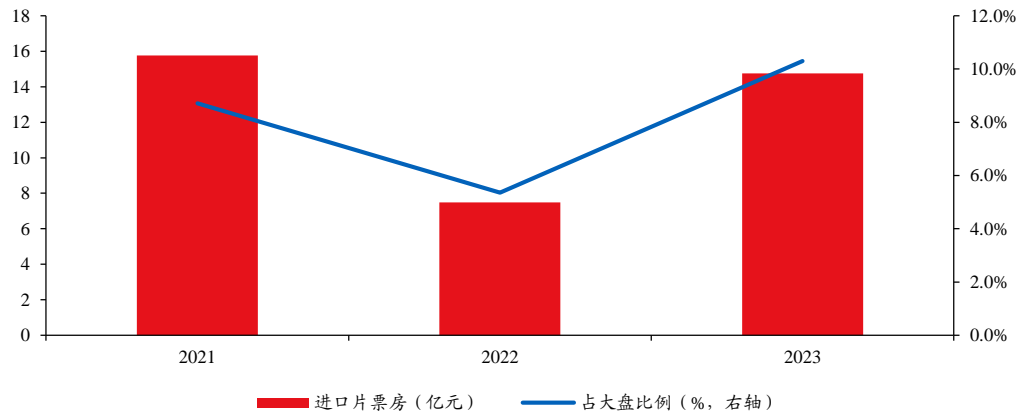
引进片名称	产地	类型	上映时间	票房 (万元)	想看人数 (人)
龙珠超：超级人造人	日本	动画	2023/1/6	1115.1	
女生规则	印度	悬疑	2023/1/6	266.7	
黑豹 2	美国	奇幻/冒险	2023/2/7	10622.2	
蚁人与黄蜂女：量子狂潮	美国	科幻/冒险	2023/2/17	26304.8	
毒舌律师	香港	喜剧	2023/2/24	14408.2	
印式英语	印度	剧情/历史	2023/2/24	99.9	
困在心绪里的儿子	英国	剧情	2023/2/24	168.8	
雷霆沙赞 2	美国	奇幻/冒险	2023/3/17	-	49203
梅根	美国	科幻/惊悚	2023/3/17	-	26198
铃芽之旅	日本	动画	2023/3/24	-	548640
生无可恋的奥托	美国	喜剧	2023/3/24	-	2652
龙与地下城：侠盗荣耀	美国	动作、奇幻、冒险	2023/3/31	-	17997
哈里斯夫人闯巴黎	法国	喜剧	2023/3/31	-	3600
逃出白垩纪	美国	动作/惊悚	2023/3/31	-	2616
一杯上路	泰国	爱情	2023/4/1	-	1342
名侦探柯南：贝克街的亡灵	日本	动画	2023/4/4	-	128839
超级马力欧兄弟大电影	美国/日本	动画	2023/4/5	-	13767
稍微想起一些	日本	爱情	2023/4/14	-	1234
达荷美女战士	美国、加拿大	动作	2023/4/14	-	588
鳄鱼莱莱	美国	家庭	2023/4/15	-	3141
灌篮高手	日本	动画	2023/4/20	-	333614
天堂谷大冒险	德国	动画	2023/4/29	-	2788
余生那些年	日本	爱情	2023/5/20	-	15612

天空之城	日本	动画	2023/6/1	-	34888
进球吧！少年	法国	励志、运动	2023/6/17	-	465

资料来源：猫眼专业版，华创证券

当前进口片票房已呈现复苏态势，后续仍有增量空间。截至3月9日，23年进口片实现票房约15亿（yoy+97%），占大盘比例约为10%（yoy+4.95pct），相较于22年已呈现较为明显的复苏态势，且已与21Q1全季票房相当。此外，我们通过梳理进口片排期发现，仍有较多进口片拟在3月9日之后上线，其中不乏新海诚新作《铃芽之旅》，市场期待值较高，有望为23Q1进口片票房贡献较大增量。

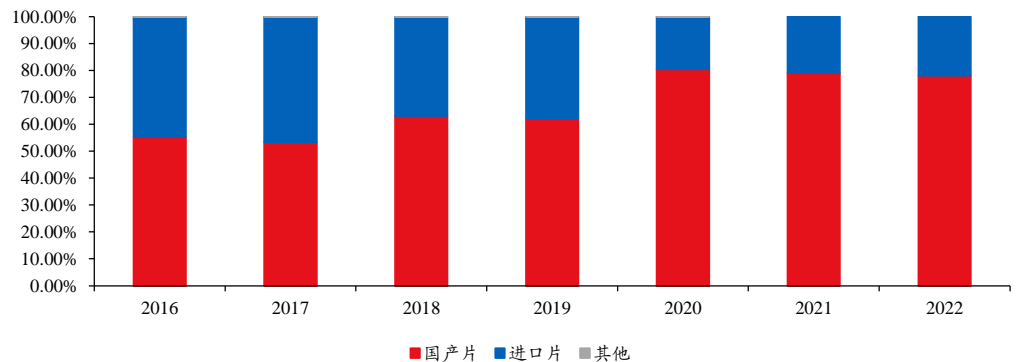
图表 25 2021-2023 年 Q1 进口片票房与占比（亿元，%）



资料来源：拓普数据，灯塔专业版，华创证券；其中23年数据截至23年3月9日

我们认为乐观情况下，23年进口片引进有望恢复至接近19年水平，对标此前票房占比（16-19年进口片票房占比约40%，22年占比约22%），有望贡献约15%-20%票房增量。

图表 26 国产片及进口片影片票房占比 (%)



资料来源：灯塔专业版，华创证券；注：数据截至2022-12-31

2、公司侧：进口发行有望贡献近7.7亿利润增量

中影是国内唯二拥有进口片发行牌照的公司，受益进口内容供给增加，进口发行业务有望修复。我们以进口分账片（占进口票房大盘的绝大部分）为例进行利润测算。

延续上文测算结果，我们中性假设23年国内电影票房为553亿，进口片票房恢复至35%左右水平，中影进口影片发行占比约为55%。

据分账规则：

- 归属中影收入=进口影片分账票房*（1-电影专项基金-税金及附加）*发行方分成*中影占比=553亿*35%*（1-5%-3.3%）*43%*55%=42亿元
- 归属中影成本=外国片方分成（~25%）+税收(~4.66%)+中影集团票房分成（~2.5%）=34.24亿元
- 进口分账片贡献利润=7.74亿元

图表 27 进口分账片利润测算（亿元）

各利益方	分账票房	电影专项基金	税收及附加	外国片方分成	预提所得税	进口增值税	集团进出口	影院及院线分成	中影营收	中影占比	中影分账成本
分账片 (2015年后规则)	A	A*5%	A*3.3%	A*25%	A*2.78%	A*1.88%	A*2.5%	A*91.7%*57%	A*91.7%*43%*中影占比	--	外国片方+税收+集团进出口
2023E	193.55	10	6.39	48	5.38	3.64	4.84	101.17	41.98	55%	34.24

资料来源：华创证券测算

我们测算公司作为进口分账片发行方可获得约 7.7 亿利润，且进口发行具备较高行政壁垒，因此进口片发行业务利润具备较强确定性。此外，进口买断片和部分国产影片仍可贡献部分增量业绩。

（三）央企龙头，受益国企价值重估

政策侧，23 年开启新一轮国企改革周期，公司作为头部央企，有望受益国企价值重估。股东层面看，公司控股股东为中影集团，中影集团为中宣部直属单位，是传媒文化类头部央企。业务层面看，电影是承担文化宣传、社会主义核心价值观宣传的重要窗口，公司承担文化宣传、展现国企竞争力的重任，有望享受国家价值重估利好。

图表 28 政府发言中关注国企改革表述

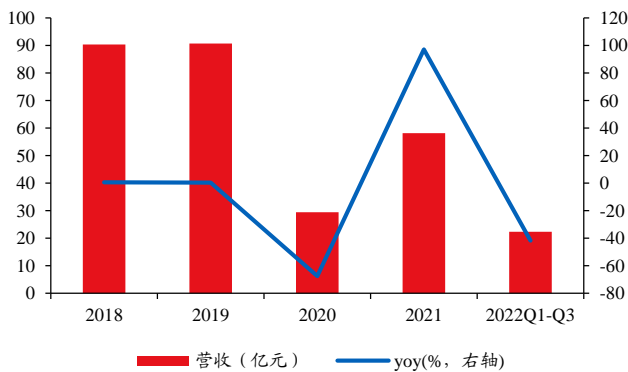
时间	内容
2022 年 5 月 27 日	国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，指出部分央企存在价值实现与价值创造不匹配的问题。并提出要聚焦于央企控股上市公司的高质量发展问题，致力于“打造一批核心竞争力强、市场影响力大的旗舰型龙头上市公司，培育一批专业优势明显、品牌质量突出的专业化领航上市公司”，并以 3 年为目标，要求在 2024 年全面验收评价。
2022 年 11 月 21 日	证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上对如何建设“中国特色现代资本市场”进行了详细阐述。他提出，“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。
2023 年 3 月 3 日	国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。国资委党委书记、主任张玉卓强调，要牢牢把握做强做优做大国有资本和国有企业这一根本目标，用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径，将央企把价值创造理念贯穿于企业经营决策全过程，落实央企股权激励方案、提升研发强度、落实“一利五率”为代表的业绩考核体系
2023 年 3 月 5 日	《政府工作报告》指出，国企改革三年行动成效突出，“深化国资国企改革，提高国企核心竞争力”是今年工作重点，2023 年全年主要目标任务是“一增一稳四提升”（即确保利润总额增速高于全国 GDP 增速，资产负债率总体保持稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升）。

资料来源：国资委官网，新华社，每日经济新闻，华创证券整理

三、财务分析：受疫情影响业绩短期承压，发行业务占大头；在手现金流充沛

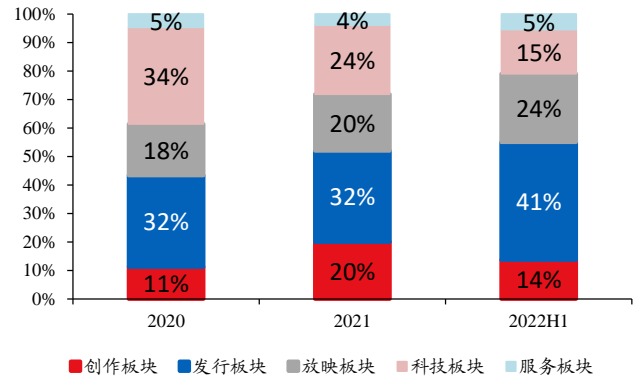
公司近两年收入受疫情影响较大。公司 22Q1-Q3 实现收入 22.32 亿元，同比下滑 42%，主要系疫情扰动全业务承压。收入结构看，发行业务为公司第一大收入来源（20/21/22H1 占比分别为 32%/32%/41%）；其次为放映业务，21 年收入占比为 20%。公司创作板块业务比重波动上升，受单片表现影响较大。此外，公司自 20 年起披露科技板块收入，21 年科技板块收入提升系收购 CINITY 相关公司并表影响。

图表 29 公司营业收入（亿元，%）



资料来源: wind, 华创证券

图表 30 公司营收结构

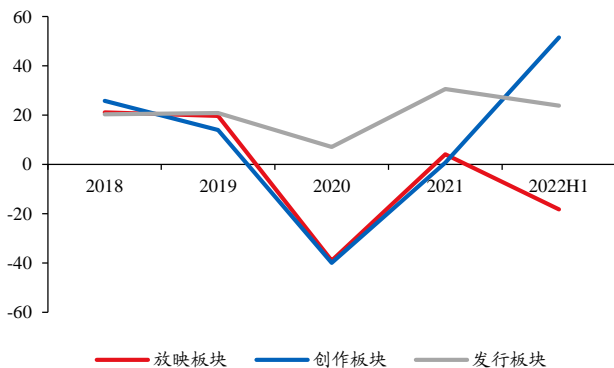


资料来源: wind, 华创证券

毛利率与净利率受疫情影响有所波动。公司此前毛利率基本稳定在 20%-23% 之间，但 20 年受疫情影响下滑明显，21 年疫情缓和后有上升趋势，22 年虽受疫情影响，但上半年参投项目《长津湖水门桥》等影片表现较好，一定程度上弥补了放映业务（影院&院线）毛利率的下滑。净利率也呈现了较明显的受疫情影响趋势。

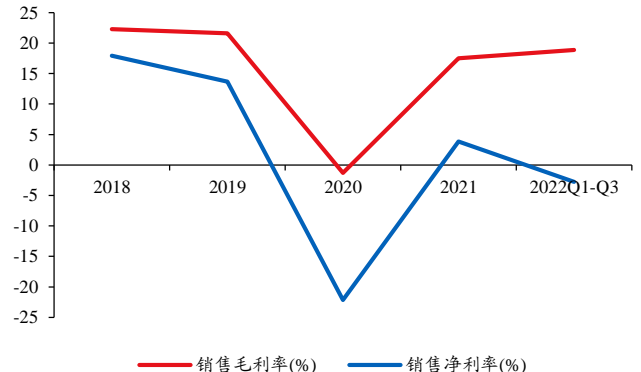
分业务看，公司发行业务毛利率基本稳定，创作板块毛利率受单片影响有所波动，放映板块毛利率受疫情影响较为明显（20/22 年下滑明显）。

图表 31 公司分业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 华创证券

图表 32 公司毛利率与净利率 (%)



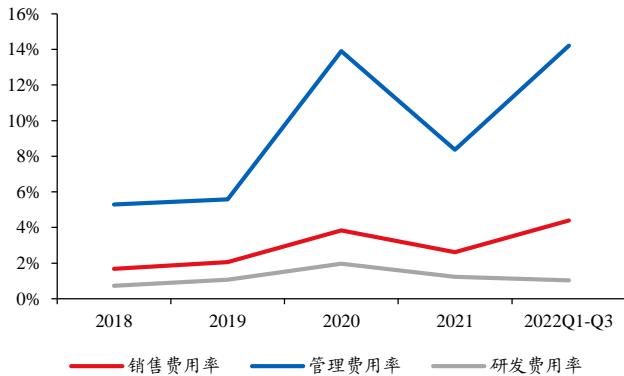
资料来源: wind, 华创证券

销售费率与研发费率基本维稳，管理费上升。纵观 18-22 前三季度费率趋势，销售费率基本维持在 2%-4% 之间，研发费率稳定在 1% 上下；而管理费上升趋势较为明显，

主要系职工薪酬支出偏刚性，而疫情后公司收入下降明显，带动管理费率提升，预计随着后续收入端逐渐修复，管理费率有望回落至正常水平。

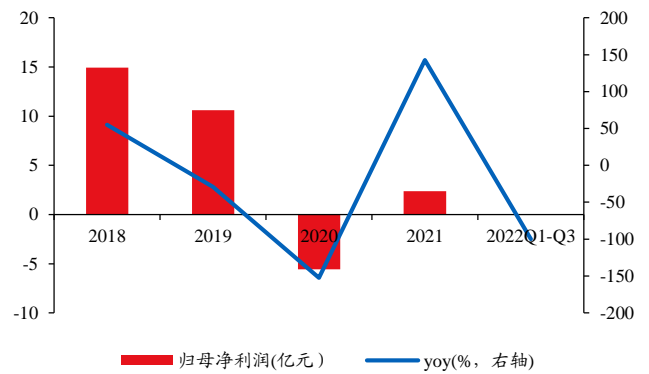
利润端短期承压。受疫情影响，公司 20 年归母净利润近 10 年来首次转负，实现归母净亏损 5.6 亿元。22Q1-Q3 公司实现归母净利润 0.01 亿元，同比下滑 100%，受疫情影响明显。

图表 33 公司费率 (%)



资料来源: wind, 华创证券

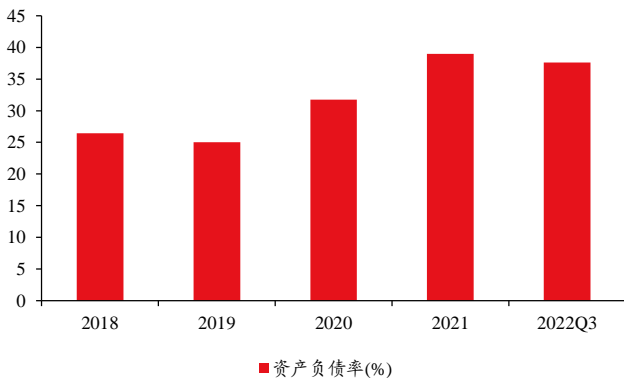
图表 34 公司归母净利润 (亿元, %)



资料来源: wind, 华创证券

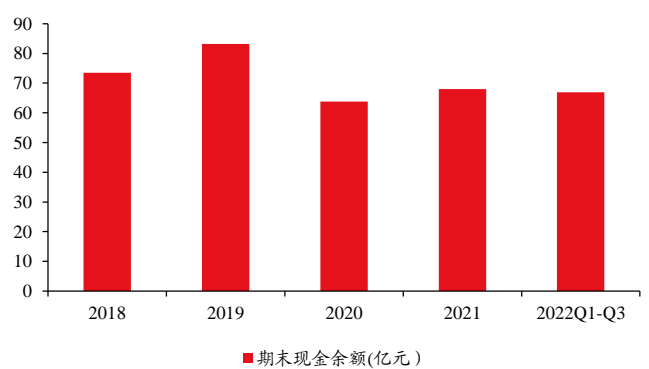
公司资产质量较好, 现金流充沛。资本结构角度, 公司 20 年至今资产负债率维持在 25%-40% 左右, 基本保持稳定。现金流角度, 截止 22Q3, 公司期末现金余额已达 66.95 亿元, 在手现金流充沛。

图表 35 公司资产负债率 (%)



资料来源: wind, 华创证券

图表 36 公司现金持有情况 (亿元)



资料来源: wind, 华创证券

四、投资建议：进口发行业务修复确定性较强，发力主投主控+CINITY 成长性打开想象空间

收入端：我们看好公司全渠道业务的顺周期修复。1) 发行板块：进口片供给增多带来进口分账片发行业务的确定性修复，此外国产影片+进口批片发行提供部分增量，预计 23 年有明显修复；2) 创作板块：春节档主投影片《流浪地球 2》已实现较好票房，为今年创作业务提供一定安全垫。同时公司当前从战略层面发力主投主控，有望带动创作板块收入及毛利率提升，但受影片制作周期影响，或在 24 年业绩兑现更为明显。此外，看好放映板块的顺周期修复，以及行业景气度好转背景下 CINITY 的成长性。

成本端：1) 创作板块受益发力主投主控带动毛利率提升；2) 疫后影院恢复正常经营，放映板块毛利率有望重新回正。3) 影片发行分成比例规定未出现明显变化，预计发行板块毛利率维稳；4) 科技板块稳步推进中影巴可、中国巨幕及 CINITY 放映技术，销售模型未出现明显改变，预计科技板块毛利率基本维稳。

我们预计公司 2022/23/24 年归母净利润分别为 -2.32/8.81/10.93 亿元，同比增速 -198%/480%/24%，当前股价对应 -114/30/24 倍 PE。

我们采用相对估值法进行估值，公司作为电影产业链龙头，主要选取也进行全产业链布局的博纳影业、上海电影、万达电影、横店影视作为可比公司。可比公司 23 年平均 PE 为 42X，考虑到公司进口发行业务修复更具确定性+内容及科技板块积极变化，我们给予公司 2023 年 35-40 倍 PE，目标市值 308-352 亿元，对应目标价 16.52-18.88 元，首次覆盖，予以“推荐”评级。

图表 37 中国电影营收拆分及预测（亿元，%）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
创作板块收入	8.45	3.87	11.58	5.27	6.13	7.35
yoy		-54%	200%	-54%	16%	20%
发行板块收入	47.61	9.39	18.47	11.05	35.77	49.04
yoy		-80%	97%	-40%	224%	37%
放映板块收入	19.09	5.75	11.48	6.84	14.11	16.38
yoy		-70%	100%	-40%	106%	16%
科技板块收入		9.94	14.05	8.34	9.51	11.41
yoy			41%	-41%	14%	20%
服务板块收入	14.86	10.25	2.20	4.81	4.00	4.00
总收入	90.68	29.50	58.16	34.55	73.12	89.10
yoy		-67%	97%	-41%	112%	22%
创作板块成本	7.27	5.26	11.49	4.48	4.90	5.00
毛利率	14%	-36%	1%	15%	20%	32%
发行业务成本	37.61	8.77	12.82	7.69	25.04	34.33
毛利率	21%	7%	31%	30%	30%	30%
电影放映成本	15.27	8.37	11.01	7.18	12.00	13.10
毛利率	20%	-46%	4%	-5%	15%	20%

科技板块成本		7.23	10.78	6.25	7.13	8.56
毛利率		27%	23%	25%	25%	25%
其他成本	18	5	10	7	8	8
总成本	78.64	34.78	55.75	32.40	57.07	68.98
yoy		-56%	60%	-42%	76%	21%
总毛利率	13%	-18%	4%	6%	22%	23%

资料来源：公司公告，华创证券预测

图表 38 可比公司估值表

	市值 (百万元)	调整后归母净利润 (百万元)			YoY		PE		PEG	
		2021A	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
博纳影业	14,487	363	115	550	-68%	379%	126	26	-1.85	0.07
万达电影	30,032	106	-1,138	1,089	-1171%	196%	-26	28	0.02	0.14
上海电影	7,409	22	-106	89	-585%	184%	-70	83	0.12	0.45
横店影视	9,627	14	-317	331	-2422%	204%	-30	29	0.01	0.14

资料来源：wind，华创证券（截至 2023/3/22，利润预测采用 wind 一致预期）

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,836	7,065	7,708	8,610
应收票据	10	18	24	31
应收账款	2,688	1,663	1,645	1,604
预付账款	206	157	257	370
存货	1,438	1,029	1,900	2,535
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,093	769	929	1,072
流动资产合计	12,271	10,701	12,463	14,222
其他长期投资	45	27	56	69
长期股权投资	1,101	800	1,100	1,100
固定资产	1,682	1,560	1,506	1,490
在建工程	49	49	29	19
无形资产	819	837	854	868
其他非流动资产	3,281	3,288	3,294	3,299
非流动资产合计	6,977	6,561	6,839	6,845
资产合计	19,248	17,262	19,302	21,067
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	3,175	1,683	2,568	3,104
预收款项	89	179	326	321
合同负债	542	322	682	831
其他应付款	738	738	738	738
一年内到期的非流动负债	149	149	149	149
其他流动负债	199	157	312	388
流动负债合计	4,892	3,228	4,775	5,531
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,613	2,613	2,147	2,247
非流动负债合计	2,613	2,613	2,147	2,247
负债合计	7,505	5,841	6,922	7,778
归属母公司所有者权益	11,098	10,796	11,678	12,492
少数股东权益	645	625	702	797
所有者权益合计	11,743	11,421	12,380	13,289
负债和股东权益	19,248	17,262	19,302	21,067

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	977	-51	1,436	1,210
现金收益	673	129	1,313	1,544
存货影响	114	409	-871	-635
经营性应收影响	-305	1,095	-58	-49
经营性应付影响	202	-1,403	1,031	532
其他影响	293	-281	20	-182
投资活动现金流	-405	227	-630	-370
资本支出	-897	-295	-325	-366
股权投资	-31	301	-300	0
其他长期资产变化	523	221	-5	-4
融资活动现金流	-150	53	-163	62
借款增加	135	0	0	0
股利及利息支付	-67	-20	-393	-472
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-218	73	230	534

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,816	3,455	7,312	8,910
营业成本	4,799	3,240	5,707	6,898
税金及附加	80	47	95	116
销售费用	152	104	154	187
管理费用	487	401	380	445
研发费用	71	62	73	89
财务费用	-18	-18	-28	-21
信用减值损失	-151	-50	-30	-30
资产减值损失	-14	-30	-30	-30
公允价值变动收益	23	40	55	70
投资收益	70	30	100	110
其他收益	200	160	170	180
营业利润	370	-211	1,226	1,526
营业外收入	18	19	25	24
营业外支出	19	7	7	7
利润总额	369	-199	1,244	1,543
所得税	144	53	286	355
净利润	225	-252	958	1,188
少数股东损益	-11	-20	77	95
归属母公司净利润	236	-232	881	1,093
NOPLAT	215	-275	936	1,172
EPS(摊薄) (元)	0.13	-0.12	0.47	0.59

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	97.2%	-40.6%	111.6%	21.9%
EBIT 增长率	144.2%	-161.6%	661.2%	25.2%
归母净利润增长率	142.5%	-198.2%	479.8%	24.0%
获利能力				
毛利率	17.5%	6.2%	22.0%	22.6%
净利率	3.9%	-7.3%	13.1%	13.3%
ROE	2.0%	-2.0%	7.1%	8.2%
ROIC	3.3%	-2.1%	10.7%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	39.0%	33.8%	35.9%	36.9%
债务权益比	23.5%	24.2%	18.6%	18.0%
流动比率	2.5	3.3	2.6	2.6
速动比率	2.2	3.0	2.2	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.2	0.4	0.4
应收账款周转天数	156	227	81	66
应付账款周转天数	227	270	134	148
存货周转天数	112	137	92	116
每股指标(元)				
每股收益	0.13	-0.12	0.47	0.59
每股经营现金流	0.52	-0.03	0.77	0.65
每股净资产	5.94	5.78	6.25	6.69
估值比率				
P/E	112	-114	30	24
P/B	2	3	2	2
EV/EBITDA	60	269	31	26

传媒组团队介绍

组长、首席研究员：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。

分析师：张静雯

中国人民大学硕士。曾就职民生证券，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名。2021 年加入华创证券研究所。

研究员：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

研究员：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

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
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	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
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	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
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@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	高级销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@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	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@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	资深销售经理	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(基准指数沪深 300)

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