

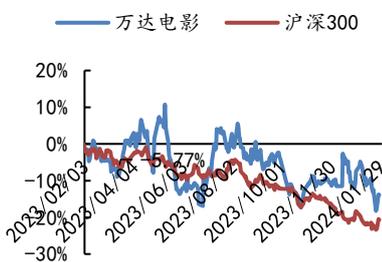
万达电影：全国最大影投方，持续释放经营杠杆

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-29

收盘价 (CNY)	11.97
近 12 个月最高/最低 (CNY)	15.98/11.26
总股本 (亿股)	21.79
流通股本 (亿股)	21.08
流通股比例 (%)	96.72
总市值 (亿元)	260.9
流通市值 (亿元)	252.3

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

- 公司点评：快手(1024.HK) 23Q4 前瞻：短剧+电商旺季共推收入稳增，利润释放有望超预期 2024-01-27
- 公司点评：爱奇艺(IQ.O) 23Q4 前瞻：短期收入受内容排播影响，预计利润稳定释放，利润率有望超预期 2024-01-27
- 全球科技 2024 年度策略(1)：传媒互联网：MR 及 AI 技术催化内容繁荣，互联网高质量经营 2024-01-15
- 行业深度：2024 年游戏行业极简投资手册 2024-01-14
- 行业深度：MR 技术突破升级，苹果 V P 打开赛道空间 2024-01-10
- 公司深度：英伟达：受益数据中心 AI 芯片高景气度，上游供应链响应快速 2024-01-04
- 公司深度：小米集团-W：制胜于生态，人车家链路全打通 2023-12-26
- 公司点评：美图公司：MiracleVision 4.0 版本推出，看好付费转化率进一步提升 2023-12-06

主要观点：

● 行业情况：23 年中国电影大盘显著修复，占全球票房比例创新高

拓普数据显示，2023 年中国电影市场总票房达 549.15 亿，同比增长 83.5%，基本恢复至 2017 年水平，全球票房贡献比例提升至 23.3%，不考虑 20-22 年宏观因素影响，该比例为历史新高。

拓普数据显示，2023 年中国电影市场观影人次 12.99 亿，同比增长 82.56%；放映场次 1.31 亿场，同比增长 28.08%，创下影史终端放映数量的最高水平。

● 公司情况：全国最大影投方，市占率遥遥领先，行业地位稳固

公司为全国最大的影投方，灯塔专业版数据显示，23 年公司影投市占率为行业第一，高达 15.5%，领先行业第二名横店影视 12pp。

2023 年 1-9 月，公司国内影院实现票房 62.2 亿元（不含服务费），同比增长 67.6%，较 2019 年同期增长 5.2%；观影人次 1.5 亿，同比增长 68.7%，较 2019 年同期增长 3.7%。

截至 2023 年 9 月 30 日，公司国内拥有已开业影院 877 家，7338 块银幕。其中直营影院 709 家，6159 块银幕；轻资产影院 168 家，1179 块银幕。前三季度公司累计（直营+轻资产）市场份额达 16.5%，经营效率持续提升，行业地位稳固。

● 股权变动：公司实际控制人变更，并引入有影视、游戏经验的新董事

12 月 12 日，万达电影发布公告，间接控股股东们拟将其合计持有的万达投资的 51% 股权转让予儒意投资，转让价款共计人民币 21.55 亿元。柯利明先生为儒意投资的实际控制人，交易完成后，儒意投资将持有万达投资 51% 股权，将通过万达投资间接控制万达电影 20% 股权，公司实际控制人由王健林先生变更为柯利明先生。

1 月 13 日，万达电影发布公告，公司控股股东北京万达投资有限公司提名陈曦和龚峤为公司第六届董事会非独立董事候选人，其中，陈曦具有深厚影视背景，2015 年加入上海儒意影视制作有限公司担任总裁，龚峤具有深厚游戏背景，为现任北京儒意景秀网络科技有限公司总经理。

● 投资建议

从行业 beta 侧考虑，23 年中国电影市场总票房达 549.15 亿，同比增长 83.5%，到 2035 年中国电影市场有望超 1100 亿，行业仍存在增长空间

从公司 alpha 侧考虑，公司实控人变更不改院线主业，并且，虽然部分万达广场被出售，但出于“买卖不破租赁”的行业规则，公司影院租金在 10 年内不会受到影响。预计 23-25 年公司总收入 141.36/154.29/168.90 亿元，同比增长 45.8%/9.1%/9.5%；预计 23-25 年公司实现归母净利润 11.78/14.79/15.9 亿元，同比扭亏为盈/+25.6%/+7.7%。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

电影大盘票房表现不及预期，租金变动风险，公司市占率不及预期风险，公司主投影片释放不及预期风险，同业竞争问题处理不及预期风险

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9695	14136	15429	16890
收入同比 (%)	-22.4%	45.8%	9.1%	9.5%
归属母公司净利润	-1923	1178	1479	1593
净利润同比 (%)	-1908.5%	161.3%	25.6%	7.7%
毛利率 (%)	17.0%	28.6%	26.9%	25.8%
ROE (%)	-27.1%	14.2%	15.2%	14.0%
每股收益 (元)	-0.87	0.54	0.68	0.73
P/E	—	22.77	18.13	16.84
P/B	4.30	3.24	2.75	2.36
EV/EBITDA	41.03	16.12	14.02	13.15

资料来源: WIND, 华安证券研究所

正文目录

1 公司简介：覆盖电影全产业链，全面布局线上平台和线下“会员+”体系	6
1.1 发展历程：打造制作、发行、放映全产业链，向轻资产转型	6
1.2 业务概况：以院线为主业，票房市占率全国第一	7
1.3 股权结构：实际控制人变更，并引入新董事	8
2 电影市场行业分析	10
2.1 行业市场规模：回归健康发展轨道	10
2.2 行业产业链格局：电影放映方拥有产业链较强话语权	13
2.3 行业发展趋势：新技术、新制度、新媒体出现，市场迎来新格局	15
2.3.1 LED 影院屏技术,或催生新业态	15
2.3.2 AI 推动影视内容制作效率提升	15
2.3.3 分线发行，有望重塑影视院线新格局	15
2.3.4 新媒体平台成为电影宣传新市场	16
2.3.5 电影市场逐步向三四线城市下沉	17
3 公司主营业务：覆盖电影投资、制作、发行、放映的全产业链业务能力	18
3.1 影视业务：影片供求端收入均稳健恢复，多渠道营销全面发力	18
3.1.1 电影放映	18
3.1.2 电影制作发行	20
3.1.3 电视剧制作发行	21
3.2 广告业务：广告业务稳步恢复，全年业绩有望持续改善	22
3.3 游戏发行	22
3.4 销售商品	23
4 盈利预测与估值分析	24
4.1 财务指标及核心假设	24
4.2 估值分析	27
风险提示：	27
财务报表与盈利预测	28

图表目录

图表 1 万达电影重要历史节点	7
图表 2 2018-23Q3 公司收入及同比 (亿元)	7
图表 3 2018-23Q3 公司归母净利润及同比 (百万元)	7
图表 4 2018-23Q3 公司营收结构	8
图表 5 万达电影股权结构	9
图表 6 2018-2023 Q1-Q4 中国电影总票房及同比增速	10
图表 7 2018-2023 Q1-Q4 中国电影观影人次及同比增速	10
图表 8 2017-2023 年全国营业影院数及同比增速	10
图表 9 2017-2023 年全国银幕数及同比增速	10
图表 10 2013-2023 年全球电影票房及中国电影票房占比	11
图表 11 14-22 年北美 vs 日本 vs 中国电影票房 (亿元)	11
图表 12 14-22 年北美 vs 日本 vs 中国观影人次 (亿次)	11
图表 13 14-22 年北美 vs 日本 vs 中国电影客单价 (元)	12
图表 14 14-22 年北美 vs 日本 vs 中国单银幕产出 (百万)	12
图表 15 2014-2022 年北美 vs 日本 vs 中国电影市场重要指标对比	12
图表 16 2014-2035 年中国电影市场规模预测	13
图表 17 中国电影产业链	14
图表 18 电影各环节分账比例	14
图表 19 上影集团与京东方签署战略合作协议	15
图表 20 中影股份携手奥拓电子	15
图表 21 动画短片《犬与少年》剧照	15
图表 22 动画电影《去你的岛》海报	15
图表 23 首批分线发行影片	16
图表 24 2023 年 7 月电影演出行业 APP 用户画像	16
图表 25 2020-2023 分账过千万网络电影 TOP10 社媒热度趋势	17
图表 26 2023 年 7 月电影封神第一部抖音官方号 受众用户画像	17
图表 27 2014-2023 年城市线级票房分布	17
图表 28 2014-2023 年城市线级人次分布	17
图表 29 2016-23H1 公司院线电影放映业务收入与同比	19
图表 30 2016-23H1 院线电影放映业务毛利与毛利率	19
图表 31 2018-23Q3 公司直营影院数量及银幕数	19
图表 32 2020-23Q3 公司轻资产影院数量及银幕数	19
图表 33 2020-23Q3 公司直营影院票房	19
图表 34 2018-2022 万达院线市占率 (直营+轻资产)	19
图表 35 23 年 TOP10 影投票房-含服务费 (亿元) 及其市占率	20
图表 36 2018-23Q3 境外影院数量及银幕数	20
图表 37 2019-2023H1 电影制作发行业务收入及同比增速	21
图表 38 2016-2023H1 电影制作发行业务毛利与毛利率	21
图表 39 2019-2023H1 电视剧制作发行业务收入及 YOY	21
图表 40 2019-2022 电视剧制作发行业务毛利与毛利率	21
图表 41 2016-2023H1 公司广告业务收入与同比增速	22
图表 42 2016-2022 公司广告业务毛利与毛利率	22

图表 43 2019-2023H1 公司游戏发行业务收入与同比增速	23
图表 44 2019-2022 公司游戏发行业务毛利与毛利率	23
图表 45 2016-2023H1 公司销售商品业务收入与同比增速	23
图表 46 2019-2023H1 公司销售商品业务毛利与毛利率	23
图表 47 2016-2023H1 公司营业收入及同比增速	24
图表 48 2016-2023H1 公司毛利润及毛利率	25
图表 49 2019-2023Q3 年万达电影期间费用情况	25
图表 50 2019-2023Q3 年万达电影期间费用率	25
图表 51 2019-23Q3 万达电影营业利润及营业利润率	26
图表 52 2019-23Q3 万达电影归母净利润及归母净利润率	26
图表 53 2018-2025 年万达电影重要财务指标及预测	26
图表 54 可比公司 23-25 年 WIND 一致预期	27

1 公司简介：覆盖电影全产业链，全面布局线上平台和线下“会员+”体系

万达电影股份有限公司是万达集团旗下的影院投资及运营商，2005年1月由原北京万达电影院线有限公司以整体变更方式在北京注册成立，2015年A股上市，2017年正式更名为万达电影。

公司主营业务包括影院投资建设，电影投资制作、发行、放映及相关衍生业务，电视剧制作及发行，游戏发行等。2009至2023年，万达电影的票房、观影人次、市场份额已连续十五年位居国内首位。

1.1 发展历程：打造制作、发行、放映全产业链，向轻资产转型

公司正式成立于2005年1月20日，由原北京万达电影院线有限公司以整体变更方式设立。2015年1月22日，公司在深圳证券交易所上市交易。

1) 2012年-2016年：高速发展阶段

2012年，万达集团以26亿美元成功购买了美国第二大影视公司AMC全部股权；2015年6月，万达院线全资收购澳洲第二大院线Hoyts公司；2016年1月，万达集团以35亿美元收购了拥有“魔兽”“金刚”等超强IP在手的好莱坞公司传奇影业，成为首个拥有好莱坞大型电影公司的中国企业；截至2016年末，银幕数量跃居全球第一。

2) 2017年-2022年：轻资产转型阶段

2017年5月9日，公司更名为万达电影股份有限公司；2016年7月，万达院线全资并购时光网，开始利用移动互联网将电影、电影推广与线下院线连接，正式进军衍生品市场；2018年2月5日，阿里巴巴集团、文投控股股份有限公司与万达集团签订战略投资协议，分别成为万达电影第二、第三大股东；2021年5月，万达集团基本清空AMC股权；2022年9月推出W+会员模式，绑定核心用户的同时提升服务品质及会员客群的观影体验。

3) 2023年7月至今：股权变动阶段

2023年7月10日，万达投资与陆丽丽女士签订了《股份转让协议》，万达投资及其一致行动人持股比例变动8.2593%；2023年7月17日，万达投资与其一致行动人莘县融智签署了《关于万达电影股份有限公司之股份转让协议》，莘县融智持有公司股份由公司总股本的2.07%增加到10.21%；2023年7月20日，公司的间接控股股东万达文化集团与上海儒意签订《股权转让协议》，将其持有的公司控股股东万达投资49%股权转让予上海儒意，权益变动完成后，上海儒意通过万达投资间接持有公司股份9.8%；2023年12月12日晚间，公司发布公告，万达文化集团、北京珩润及王健林与儒意投资签署《股权转让协议》，拟分别将其持有的万达投资20%、29.8%和1.2%股权（合计持有万达投资51%股权）转让予儒意投资，公司实际控制人由王健林变更为柯利明。

图表 1 万达电影重要历史节点



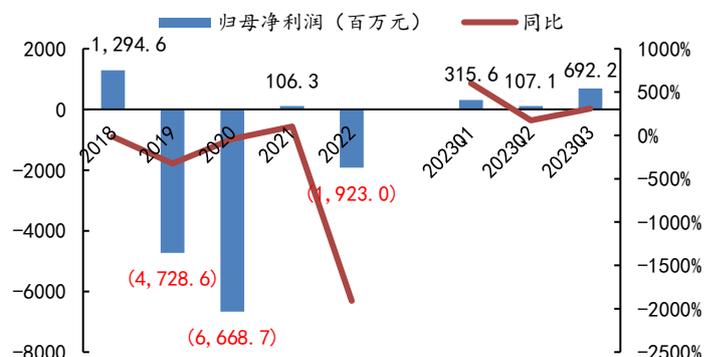
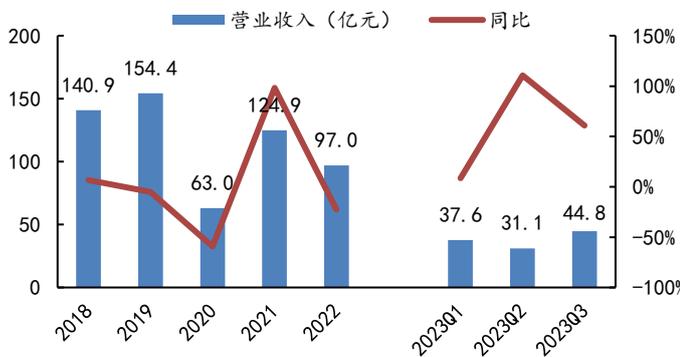
资料来源：公司官网，华安证券研究所整理

1.2 业务概况：以院线为主业，票房市占率全国第一

公司的主要产品或服务包括院线电影放映、广告业务、销售卖品、电影制作及发行、电视剧制作及发行、游戏发行和其他。2022年，公司实现营业收入96.95亿元，同比下降22.38%，主要系影院停业等因素影响；23年以来，随着电影行业加速复苏，经营业绩较上年同期实现较大增长，23年前三季度实现营收113.48亿元，同比增长46.98%，实现归母净利润11.15亿元，同比扭亏为盈。

图表 2 2018-23Q3 公司收入及同比 (亿元)

图表 3 2018-23Q3 公司归母净利润及同比 (百万元)



资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所

1) 院线电影放映：观影收入为公司主要营收来源。2022年公司实现票房43.9亿元（不含服务费），同比下降29.4%，观影人次1.1亿，较上年同期下降33%，公司票房和人次整体降幅低于全国平均水平，累计市场份额达到16.8%。截至2023年6月30日，公司国内拥有已开业影院857家，7203块银幕。2018-2022电影放映业务的营收占比分别为55.67%/59.10%/50.36%/56.64%/55.52%；

2) 广告业务：主要包括屏幕广告和阵地广告。2018-2022广告业务占收比分别是15.47%/12.64%/9.50%/8.45%/12.60%；

3) 销售卖品：卖品主要分为餐饮类产品和衍生品。2018-2022商品、餐饮销售

收入占收比分别是 11.47%/12.48%/10.74%/12.03%/14.37%;

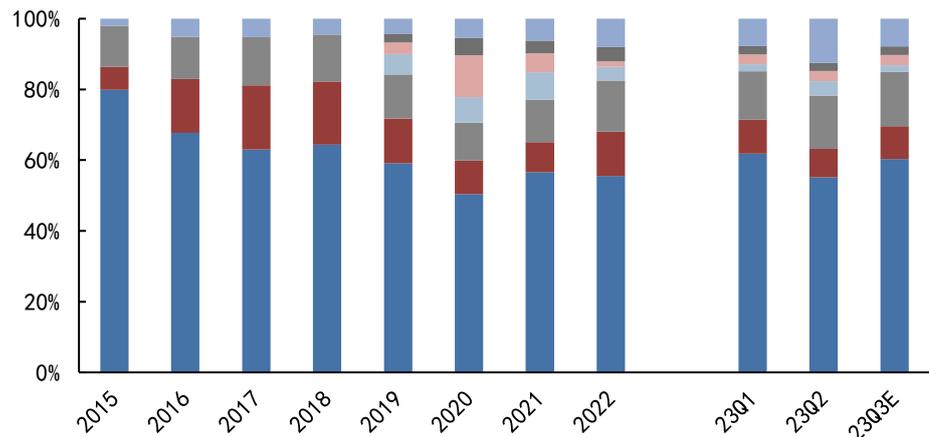
4) 电影制作及发行: 公司主要通过投资、制作电影, 取得影片的票房分账收益和衍生收入, 并获得利润。2022 年, 上映电影 7 部, 其中主控主投影片 6 部, 分别是《想见你》(票房 4.03 亿)、《哥, 你好》(票房 5.47 亿)、《外太空的莫扎特》(票房 2.23 亿)、《海底小纵队: 洞穴大冒险》(票房 0.78 亿)、《你是我的春天》(票房 0.31 亿)、《新大头儿子和小头爸爸 5》(票房 0.83 亿)。2019-2022 电影制作发行及相关业务占收比分别是 5.79%/7.25%/7.73%/3.92%。

5) 电视剧制作及发行: 公司主要通过投资、制作电视剧, 向电视台及新媒体平台销售电视剧版权取得版权销售收入及发行收入。2022 年电视剧播出 3 部, 分别是《谢谢你医生》、《沉香如屑》和《灿烂的季节》。2019-2022 电视剧制作发行及相关业务占收比分别是 3.23%/11.77%/5.38%/1.57%;

6) 游戏发行: 公司主要通过发行、运营网络游戏以获得游戏分成收入及利润, 具体游戏类型包括网页游戏和移动网络游戏。2022 年, 子公司互爱互动发行游戏 5 款, 新取得版号 3 款; 2023 年上半年, 推动《圣斗士星矢: 正义传说》《豪门足球风云》等在线产品长线运营。2019-2022 游戏发行及相关业务收入占收比分别是 2.55%/4.87%/3.55%/3.99%。

图表 4 2018-23Q3 公司营收结构

■ 院线电影放映收入占比 ■ 广告业务收入占比 ■ 销售卖品收入占比
■ 电影制作及发行收入占比 ■ 电视剧制作及发行收入占比 ■ 游戏发行收入占比
■ 其他



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所整理

1.3 股权结构: 实际控制人变更, 并引入新董事

1. 23 年 7 月发生 3 次股权转让: 2023 年 7 月 10 日, 公司发布公告, 控股股东北京万达投资拟向陆丽丽女士转让 8.26% 股份; 2023 年 7 月 17 日, 公司发布公告, 控股股东北京万达投资拟向莘县融智转让 8.14% 股份; 2023 年 7 月 20 日, 公司间接控股股东万达文化拟将其持有的公司控股股东万达投资 49% 的股权转让予上海儒意。

三笔转让完成后, 陆丽丽持有公司股份 8.26%, 莘县融智持有公司股份 10.21%, 上海儒意通过万达投资间接持有公司股份 9.8%, 万达文化通过万达投资间接持有公司股份 10.2%。

2. 23 年 12 月公司实控人发生变更: 2023 年 12 月 12 日, 万达文化集团、北京珩润及王健林先生与儒意投资签署《股权转让协议》, 拟分别将其持有的万达投资 20%、29.8% 和 1.2% 股权 (合计持有万达投资 51% 股权) 转让予儒意投资, 转让价款

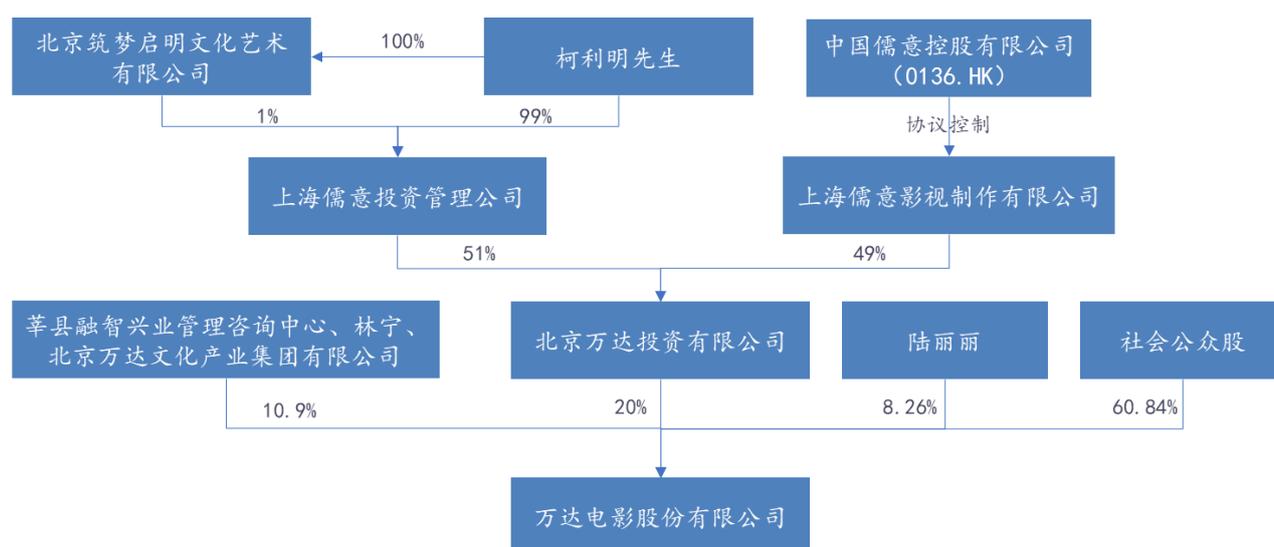
共计人民币 21.55 亿元。

柯利明先生全资控股儒意投资，且持有中国儒意 16.34% 的股份，中国儒意通过协议控制的上海儒意持有万达投资 49% 股权。本次交易后，公司控股股东仍为万达投资，儒意投资持有万达投资 51% 股权。柯利明先生通过上海儒意和儒意投资间接控制万达电影 20% 股权，公司实际控制人将变更为柯利明先生。

3. 董事会成员发生变更：1 月 13 日，万达电影发布公告，收到张霖和尹香今的书面离任申请。张霖申请辞去公司第六届董事会董事长等职务，辞职后将不再担任公司任何职务，公司董事、执行总裁陈洪涛先生代为履行董事长职务；尹香今申请辞去公司第六届董事会董事等职务，由于其离任将导致董事会成员低于法定最低人数，为保障董事会的正常运行，其离任申请自股东大会选举产生新任董事后生效。

同时，公司控股股东北京万达投资有限公司提名陈曦和龚峤为公司第六届董事会非独立董事候选人。陈曦 2015 年加入上海儒意影视制作有限公司担任总裁，2021 年起担任中国儒意控股有限公司执行董事；龚峤为现任北京儒意景秀网络科技有限公司总经理，曾任光宇游戏集团 COO、盛大游戏工作室总经理、奇虎三六零移动游戏事业部总经理、大连天神娱乐股份有限公司副总经理、中文在线集团股份有限公司游戏事业部总经理、NBA 体育文化发展有限责任公司战略顾问。

图表 5 万达电影股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

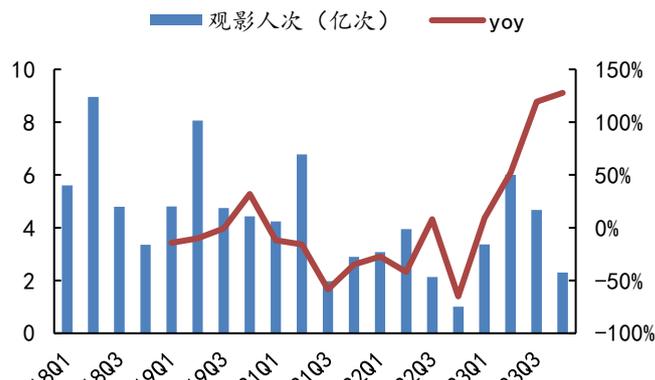
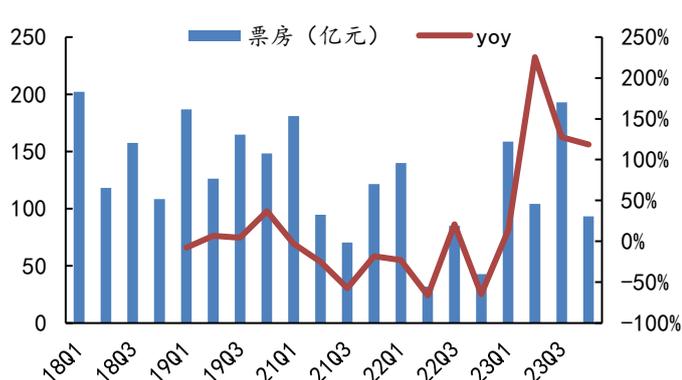
2 电影市场行业分析

2.1 行业市场规模：回归健康发展轨道

1. 中国电影市场现状：2023 年国内电影市场显著恢复，全年中国电影票房同比增长 83.48%，达 549.15 亿元（含服务费），各大档期表现存在分化。春节档强势回归，票房达 67.65 亿，居影史第二；暑期档票房达 206.2 亿，居影史第一；国庆档受出游、预售期缩短影响，27.35 亿票房，不及预期。24 年元旦档（2023.12.30-2024.1.1）总票房 15.33 亿，创中国影史元旦档票房、人次、场次新高。

图表 6 2018-2023 Q1-Q4 中国电影总票房及同比增速

图表 7 2018-2023 Q1-Q4 中国电影观影人次及同比增速

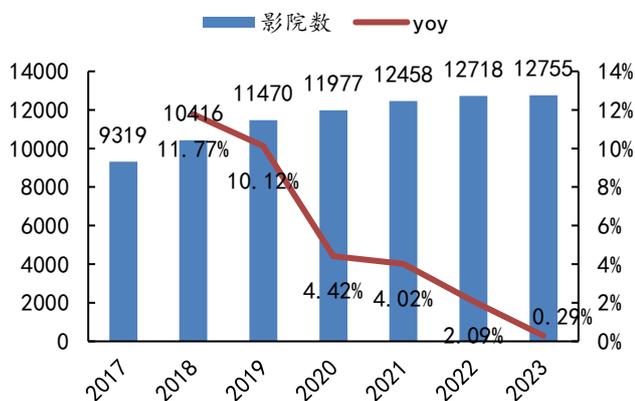


资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

图表 8 2017-2023 年全国营业影院数及同比增速

图表 9 2017-2023 年全国银幕数及同比增速



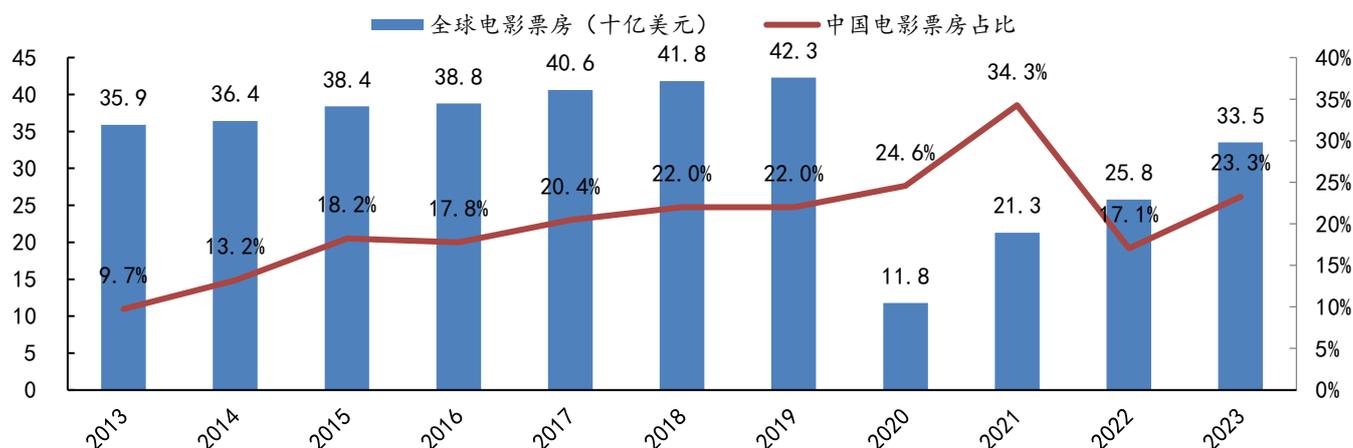
资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

2. 中国电影市场展望

拓普数据显示，23 年全球电影市场票房达 335 亿美元，同比增长 29.8%。北美一直是全球第一大电影市场，2018 年北美电影票房达到高峰，至 816 亿元人民币；从 2013 年中国开始成为全球第二大电影市场，且近些年赶超趋势较强，23 年与北美市场票房仅差 9.2%，贡献了全球电影票房的 23.3%，高于 2019 年的 22.0%。

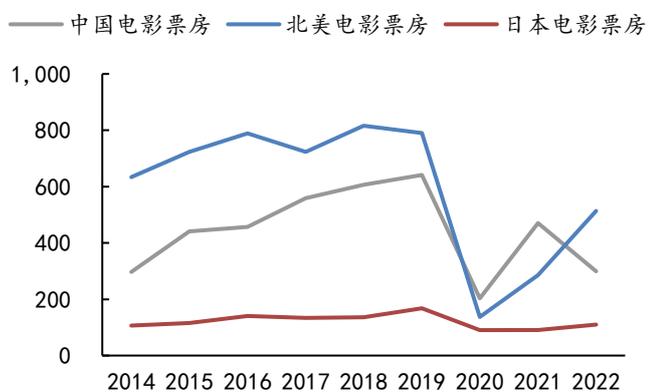
图表 10 2013-2023 年全球电影票房及中国电影票房占比



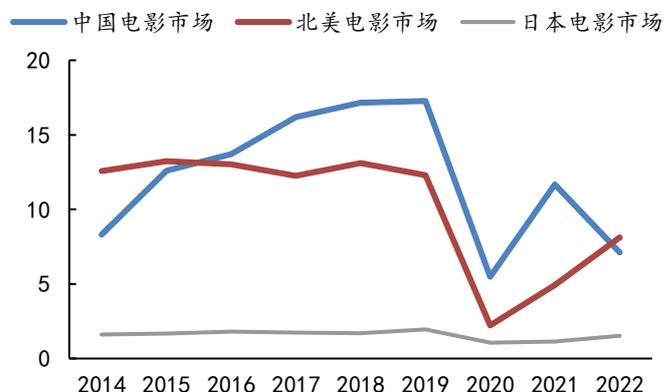
资料来源：拓普数据，华安证券研究所整理

与北美、日本电影市场相比，中国电影市场具备三大显著特征：低人均观影次数、低观影单价、低单银幕产出。电影票房=观影人次*观影单价=人口数*人均观影次数*观影单价，其中人均观影次数和观影单价相较于成熟电影市场均存在显著提升空间。

图表 11 14-22 年北美 vs 日本 vs 中国电影票房(亿元) 图表 12 14-22 年北美 vs 日本 vs 中国观影人次(亿次)

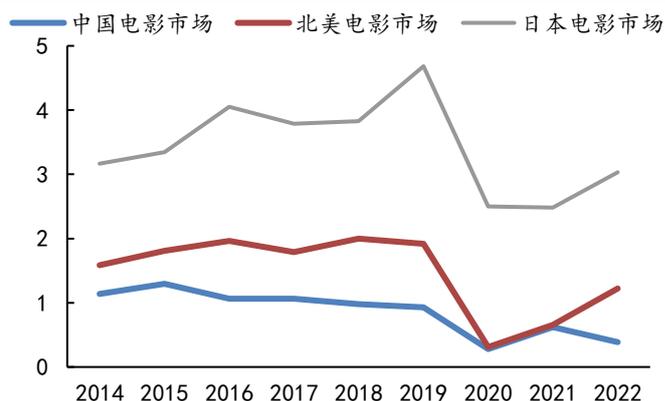
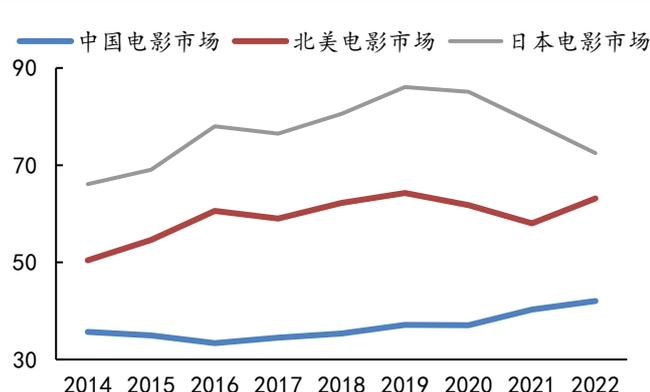


资料来源：statista，华安证券研究所



资料来源：statista，华安证券研究所

图表 13 14-22 年北美 vs 日本 vs 中国电影客单价(元) 图表 14 14-22 年北美 vs 日本 vs 中国单银幕产出(百万)



资料来源: statista, 华安证券研究所

资料来源: statista, 华安证券研究所

图表 15 2014-2022 年北美 vs 日本 vs 中国电影市场重要指标对比

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
总票房 (亿元人民币)										
北美	633.9	722.7	789.4	723.3	816.0	789.7	137.0	285.6	513.4	
日本	106.5	115.0	140.6	133.4	136.4	167.8	90.3	90.5	110.1	
中国	296.4	440.7	457.1	559.1	607.0	641.2	203.1	470.3	299.3	
总观影人次 (百万次)										
北美	1,257.2	1,323.3	1,302.6	1,225.6	1,311.3	1,228.8	221.8	492.3	812.8	
日本	161.1	166.6	180.2	174.5	169.2	194.9	106.1	114.8	152.0	
中国	830.0	1,260.0	1,370.0	1,620.0	1,716.0	1,727.0	548.0	1,167.0	712.0	
单人次票房收入 (元)										
北美	50.4	54.6	60.6	59.0	62.2	64.3	61.8	58.0	63.2	
日本	66.1	69.0	78.0	76.5	80.6	86.1	85.1	78.9	72.5	
中国	35.7	35.0	33.4	34.5	35.4	37.1	37.1	40.3	42.0	
人均观影次数 (次/年)	人均观影次数=总观影人次/总人口数									
北美	3.6	3.7	3.6	3.4	3.6	3.4	0.6	1.3	2.2	
日本	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.5	0.8	0.9	1.2	
中国	0.6	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	0.4	0.8	0.5	

资料来源: statista, 华安证券研究所

21 年 11 月 9 日国家电影局发布的《“十四五”中国电影发展规划》指出, 将努力实现每年重点推出 10 部左右叫好又叫座的电影精品力作, 每年票房过亿元国产影片达到 50 部左右。到 2025 年, 银幕总数超过 10 万块, 2035 年我国将建成电影强国。假设 2035 年单人次票房收入达 53 元, 人均观影人次达 1.5 次/年, 2035 年中国电影票房有望达 1117 亿。

图表 16 2014-2035 年中国电影市场规模预测

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
全国人口数 (亿)	13.68	13.75	13.83	13.90	13.95	14.00	14.12	14.13	14.12	14.11	14.10
YOY		0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.8%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
出生率	1.38%	1.20%	1.36%	1.26%	1.09%	1.04%	0.85%	0.75%	0.68%	0.67%	0.66%
死亡率	0.71%	0.71%	0.70%	0.71%	0.71%	0.71%	0.71%	0.72%	0.74%	0.73%	0.72%
总观影人次 (亿次)	8.30	12.60	13.70	16.20	17.16	17.27	5.48	11.67	7.12	13.0	14.2
YOY		51.8%	8.7%	18.2%	5.9%	0.6%	-68.3%	113.0%	-39.0%	82.4%	8.9%
人均观影次数 (次/)	0.6	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	0.4	0.8	0.5	0.9	1.0
YOY		51.1%	8.1%	17.6%	5.5%	0.3%	-68.5%	112.8%	-39.0%	82.6%	9.0%
单人次票房收入	35.7	35.0	33.4	34.5	35.4	37.1	37.1	40.3	42.0	42.3	43.3
YOY		-2.1%	-4.6%	3.4%	2.5%	5.0%	-0.2%	8.7%	4.3%	0.6%	2.5%
总票房 (亿元人民币)	296.4	440.7	457.1	559.1	607.0	641.2	203.1	470.3	299.3	549.2	613.2
YOY		48.7%	3.7%	22.3%	8.6%	5.6%	-68.3%	131.6%	-36.4%	83.5%	11.7%
	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
全国人口数 (亿)	14.09	14.08	14.07	14.06	14.06	14.05	14.04	14.03	14.02	14.01	14.00
YOY	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
出生率	0.65%	0.64%	0.63%	0.62%	0.61%	0.60%	0.59%	0.58%	0.57%	0.56%	0.55%
死亡率	0.71%	0.70%	0.69%	0.68%	0.67%	0.66%	0.65%	0.64%	0.63%	0.62%	0.61%
总观影人次 (亿次)	15.3	16.3	17.3	18.2	18.9	19.4	19.8	20.1	20.4	20.7	21.0
YOY	7.9%	6.9%	5.9%	4.9%	3.9%	2.9%	1.9%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
人均观影次数 (次/)	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
YOY	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
单人次票房收入	44.4	45.4	46.4	47.4	48.3	49.2	50.1	51.0	51.8	52.6	53.3
YOY	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%
总票房 (亿元人民币)	677.7	741.3	802.6	859.9	911.6	956.1	992.2	1,023.6	1,054.9	1,086.1	1,117.1
YOY	10.5%	9.4%	8.3%	7.1%	6.0%	4.9%	3.8%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%

资料来源：灯塔专业版，国家统计局，华安证券研究所测算

注：蓝色数据为第三方权威机构披露，黄色底为假设

2.2 行业产业链格局：电影放映方拥有产业链较强话语权

我国电影产业链包括投资制作-发行-院线-影院四大环节，主要收入来源是影院环节放映电影的票房收入。

1) **投资制作环节**：电影投资主体分为国有电影单位和民营电影公司。目前，中国的国有电影企业主要有中影股份、上海电影、长春电影集团、珠江电影集团等，民营电影公司包括博纳影业、华谊兄弟、光线传媒以及万达电影等。

2) **发行环节**：我国电影发行业务分为国产影片发行与进口影片发行。中影集团和华夏电影具有进口片发行专营资质，进口影片由中影集团和华夏电影发行，其他电影发行公司可以发行国产影片及协助推广进口影片。民营发行公司还包括万达电影、华谊兄弟、博纳影业、光线影业、五洲电影发行联盟等；此外，线上票务公司猫眼和阿里影业也在通过电影票务端资源切入影视产业链发行环节。

3) **院线环节**：截至 2022 年底，全国电影院线共 53 条。按照院线与旗下影院的关系，我国现有院线的经营模式有三类：

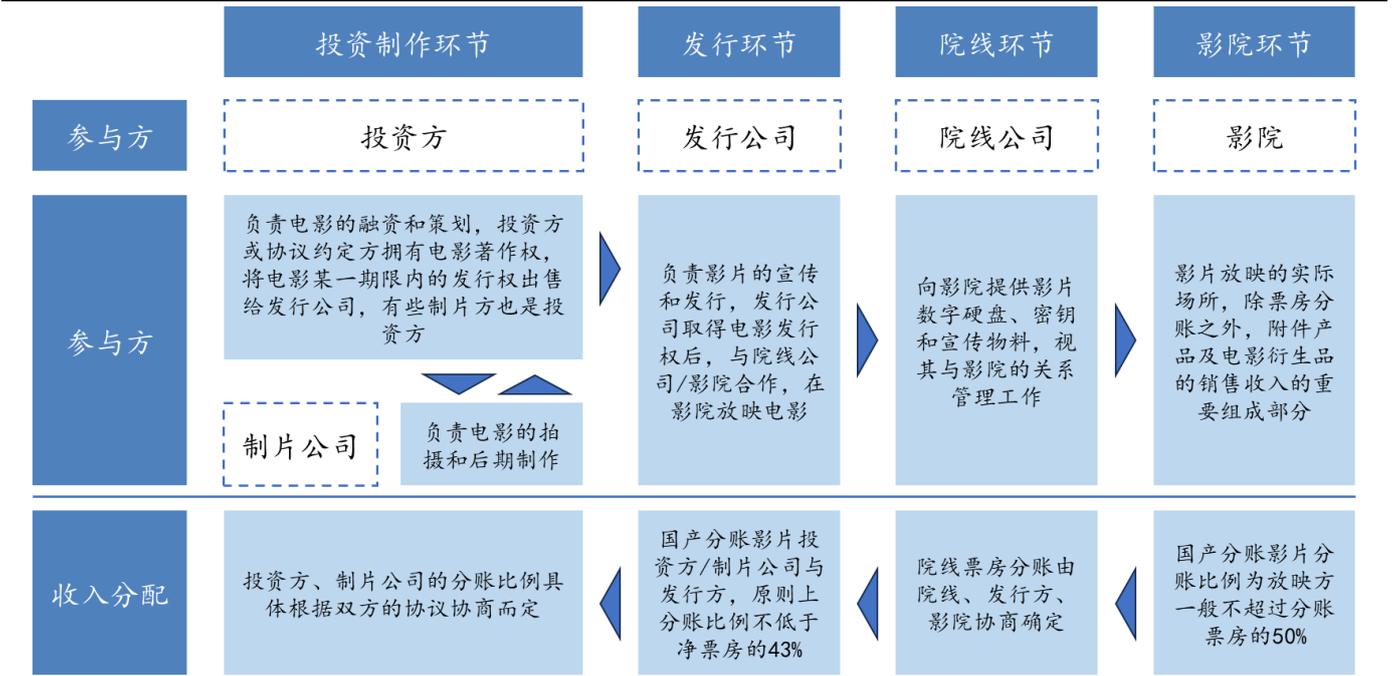
一是以万达电影为代表的资产联结，影院由院线直接投资兴建，影院资产归院线所有；

二是以华夏院线、中影数字为代表的签约加盟，旗下影院和院线没有资产从属关系，只是以签约形式加入院线；

三是以广州金逸珠江、太平洋院线为代表的资产联结与签约加盟并存模式，旗下部分影院由院线直接投资，影院资产归院线所有，但同时也鼓励加盟影院的进驻。

4) **影院环节**：影院投资（影投）是投资控股多家影院的管理公司，灯塔专业版数据显示，2023 年票房前 10 的影投公司拥有 35% 的市场份额，集中度较为分散。

图表 17 中国电影产业链



资料来源: 博纳影业招股说明书, 华安证券研究所整理

投资+制片-发行-院线-影院分成比例: 根据国家广电总局电影局关于国产影片分账比例的指导意见, 在电影票房分账过程中, 制片方、发行方、院线与影院在各类型影片下按照不同比例分账, 原则上电影放映方不超过 50%, 电影制作方和发行方不低于 43%。

图表 18 电影各环节分账比例

票房分账 (单位: 亿元)	总票房 A (不含服务费)							
	可分账票房 A1=91.7%						不可分账票房 A2=8.3%	
	“中影数字” 发行代理费B2	投资方	制片方	发行方	院线	影院	国家电影发展 专项基金	特别营业税
(通常)	If A1>6, (A1-6)*1%~3%	与制片方按照约定比例分账	(A1-B2)*28%	(A1-B2)*25%	(A1-B2)*7%	(A1-B2)*50%	A*5%	A*3.3%
(若发行方预付宣发费)			(A1-B2)*23%	(A1-B2)*20%				
(若发行方预付宣发费&制作费)			(A1-B2)*13%~18%	(A1-B2)*13%~18%				
(若发行方保底发行或买断发行)			保底费/买断费	支付片方保底费, 独享 (A1-B2)*43%				
(若为增加排片给影院让利)			(A1-B2)*26%	(A1-B2)*14%				
进口批片		协商	A1*52%	A1*18%	A1*30%			
进口分账片	0		A1*25~35%(外制片方)	A1*17%(中影、华夏)	A1*18%	A1*30%		

资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所整理

2.3 行业发展趋势：新技术、新制度、新媒体出现，市场迎来新格局

2.3.1 LED 影院屏技术，或催生新业态

上影集团与 BOE（京东方）、中影股份与奥拓电子已在 LED 影院屏技术签署合作。相较于传统放映机+幕布，LED 显示屏存在的优点：第一，显示技术的需求，许多大规模的 3D 场景对显示屏幕提出了日益严格的要求；第二，先进的显示技术，LED 显示屏能够使画面细节更加清晰、色彩更加生动。在 3D 放映和 HDR 实现方面具备显著优势，为观众呈现更为逼真和震撼的视觉体验；第三，影厅的多功能性，观众在黑暗环境下依然可以享受影片，有助于催生出影院餐厅、赛事直播、企业活动等新业态。

图表 19 上影集团与京东方签署战略合作协议



资料来源：投影时代网，华安证券研究所

图表 20 中影股份携手奥拓电子



资料来源：投影时代网，华安证券研究所

2.3.2 AI 推动影视内容制作效率提升

AI 模型在文本生成、图像生成、视频生成等方面开始落地，美国编剧工会正计划允许编剧使用 AI 辅助创作剧本。2023 年 1 月 31 日，Netflix（奈飞）还上线了首部由 AI 生成的动画短片——《犬与少年》；2023 年 3 月 22 日，光线传媒发布了首张由 AI 制作的动画电影《去你的岛》海报。

图表 21 动画短片《犬与少年》剧照



资料来源：网易新闻，华安证券研究所

图表 22 动画电影《去你的岛》海报



资料来源：北青网，华安证券研究所

2.3.3 分线发行，有望重塑影视院线新格局

分线发行是指部分影片由院线直接向影片方购买，然后根据与片方达成的合作

协议，只在承诺满足特定条件的影院放映。片方和影院可以根据待上映影片的特点、辐射区域以及受众喜好等因素灵活排片。相较于传统的统一供片方式，分线发行更有利于发挥市场机制，调整院线市场格局、提高市场效益：

- 1) 放映端的竞争将更为激烈，这有助于院线摆脱依赖市场份额的“大锅饭”模式，鼓励院线采取更具竞争力的策略。
- 2) 有助于中小型发行公司与发行端票务平台争夺市场话语权。
- 3) 大档期时代或将发生改变，电影制片方可能会更加灵活地选择发布影片的时间，不再过度受限于传统的繁忙档期。

图表 23 首批分线发行影片

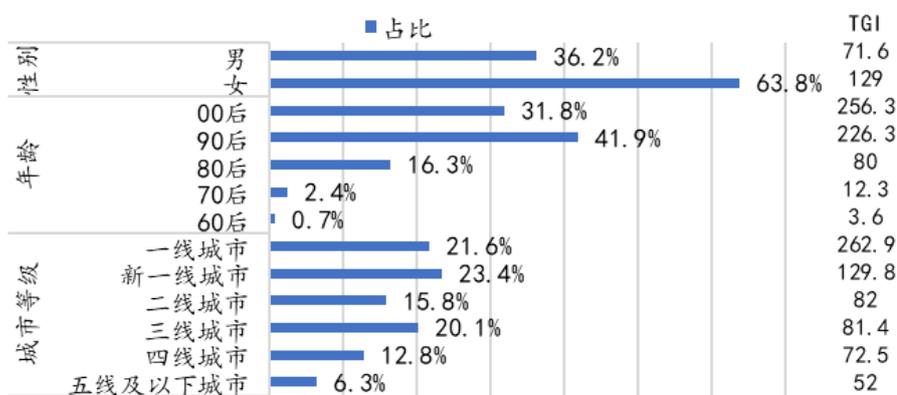
在团圆	没问题	红猪	小行星猎人
最后一夜	烽火糖田	跳水吧！少年郎	堡垒
国鼎魂	雪云	冰建王国	妈妈和七天的时间
百川东到海	仲肯	树说	A测试之爱情大冒险
日暮归乡	沉默笔录	密语者	寻秘自然：地球往事
你的婚礼	少女与马	人生大事（复映）	寻秘自然：无形之力

资料来源：中国电影报，证券时报，华安证券研究所整理

2.3.4 新媒体平台成为电影宣传新市场

1. 电影演出行业 APP 用户结构年轻化：暑期放假的影响，00 后和 90 后用户在观影人群中的占比超过七成，一线城市用户更倾向于线下观影。

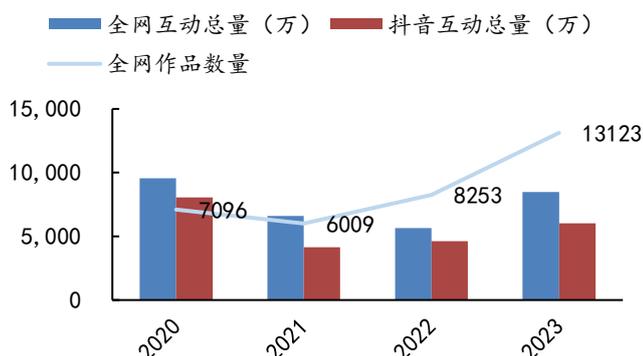
图表 24 2023 年 7 月电影演出行业 APP 用户画像



资料来源：QuestMobile GROWTH 用户画像标签数据库，华安证券研究所

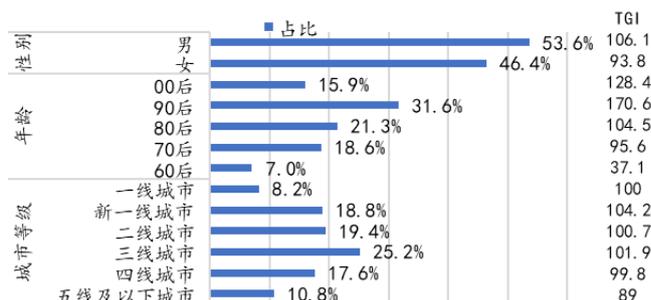
2. 抖音成为电影宣传重要平台，打开电影下沉市场：以短视频为主的内容传播价值被不断挖掘，抖音逐渐成为电影营销的“标配”场景，电影官方利用抖音短视频平台进行宣发营销，抖音电影官方号活跃用户规模庞大，电影逐渐形成了官方、KOL (Key Opinion Leader)、一般用户的三级传播主体结构，实现了传播话语权的“下放”。电影官方借助抖音平台庞大的用户池拓展受众，在收获年轻主流群体的同时，为触达 70、80 后及下沉市场人群提供更加精准快速的渠道。

图表 25 2020-2023 分账过千万网络电影 TOP10 社媒热度趋势



资料来源: 2023 腾讯娱乐白皮书, 华安证券研究所

图表 26 2023 年 7 月电影封神第一部抖音官方号受众用户画像

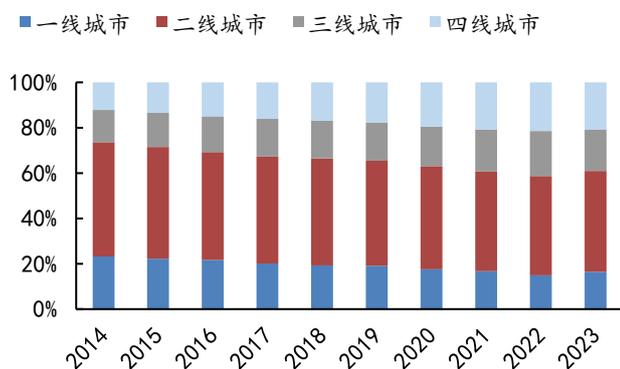


资料来源: QuestMobile, 华安证券研究所

2.3.5 电影市场逐步向三四线城市下沉

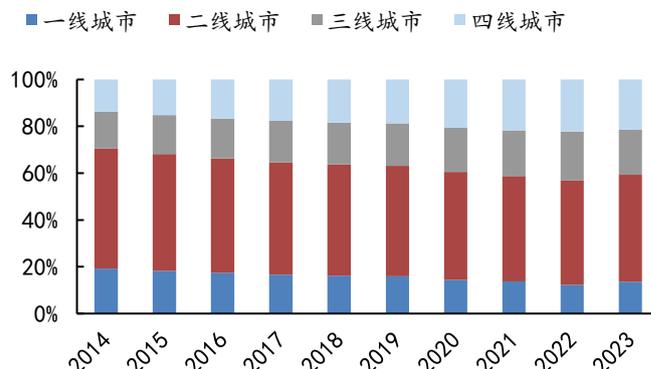
一、二线城市电影市场趋于饱和, 票房占比和观影人数占比逐年走低。三、四线城市电影票房占比和观影人次占比呈上升趋势, 亟需开发新的观影群体, 拓展市场容量, 下沉市场仍有增量空间。2023 年下沉市场三四线城市票房占比 40.8%, 较 2019 年更高。据猫眼专业版数据, 电影《我经过风暴》更多打动了下沉市场的观众, 其下沉市场票房占比近 5 成, 为暑期档最高。

图表 27 2014-2023 年城市线级票房分布



资料来源: 灯塔专业版, 华安证券研究所

图表 28 2014-2023 年城市线级人次分布



资料来源: 灯塔专业版, 华安证券研究所

3 公司主营业务：覆盖电影投资、制作、发行、放映的全产业链业务能力

万达电影主营业务可分为六大板块，院线电影放映、销售商品、发布广告、电影制作及发行、电视剧制作及发行、游戏发行。

1) 院线电影放映：通过各电影发行公司引进影片，根据市场情况向下属影院下达排映指导；

2) 销售商品：商品主要分为两大类，分别为餐饮类产品和衍生品。餐饮类产品指观影时观众选择食用的商品或特色礼盒，主要包括食品类和饮料类，衍生品包括与影片角色、剧情、道具相关的主题类纪念商品、动漫周边、潮玩手办等；

3) 发布广告：公司所经营的影院广告业务主要包括屏幕广告和阵地广告。屏幕广告指在电影正片前搭载的商业广告，在电影放映前播出；阵地广告指在实体影院相关媒介上播放、陈列的产品广告，主要包括灯箱广告（含LED、LCD电子屏）、喷绘广告、立牌等；

4) 电影制作及发行：公司主要通过投资、制作电影，取得影片的票房分账收益和衍生收入，并获得利润。公司根据投资发行策略、影片特点、题材和定位等因素对影片剧本进行开发或选择，并通过独家投资、主投或参投的方式参与影片制作；

5) 电视剧制作及发行：公司主要通过投资、制作电视剧，向电视台及新媒体平台销售电视剧版权取得版权销售收入及发行收入，并获得利润；

6) 游戏发行：公司主要通过发行、运营网络游戏以获得游戏分成收入及利润，具体游戏类型包括网页游戏和移动网络游戏。

3.1 影视业务：影片供求端收入均稳健恢复，多渠道营销全面发力

公司影视业务包括电影放映、电影制作发行、电视剧制作发行。

3.1.1 电影放映

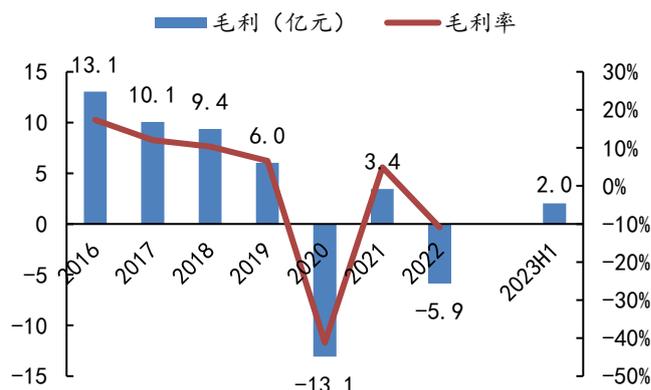
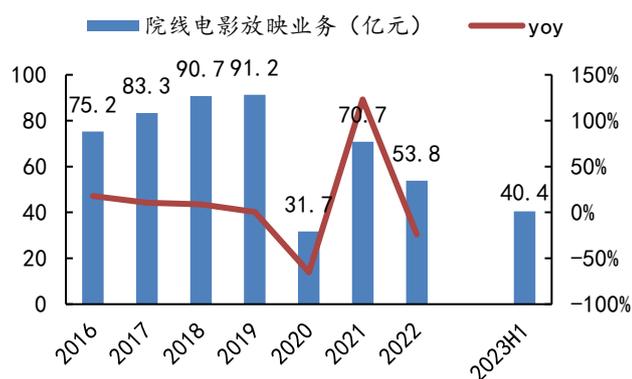
电影放映是公司的主要收入来源，主要是与影片发行公司签订影片发行放映分账合同，票务系统完成出票，确认票房收入的实现。

2020-2022 年公司电影放映收入分别为 31.71、70.75、53.83 亿元，2022 年院线电影放映业务收入同比下降 23.92%；2020-2022 年公司电影放映业务毛利为-13.07、3.45、-5.86，2022 年毛利率为-10.88%，主要系 2022 年受外部环境影响公司国内下属影院频繁停业，公司院线电影放映业务收入大幅减少。

2023H1，公司电影放映收入为 40.42 亿元，同比上升 35.72%，毛利为 2.03 亿元，毛利率为 5.02%，主要系电影市场经营秩序逐步恢复，在优质内容的带动下，观影热情不断提升。

图 表 29 2016-23H1 公 司 院 线 电 影 放 映 业 务 收 入 与 同 比

图 表 30 2016-23H1 院 线 电 影 放 映 业 务 毛 利 与 毛 利 率



资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

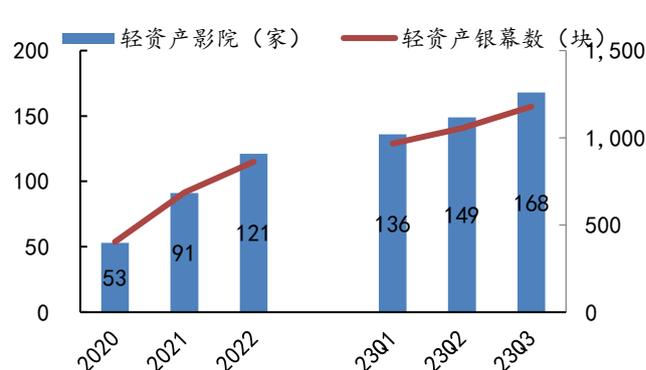
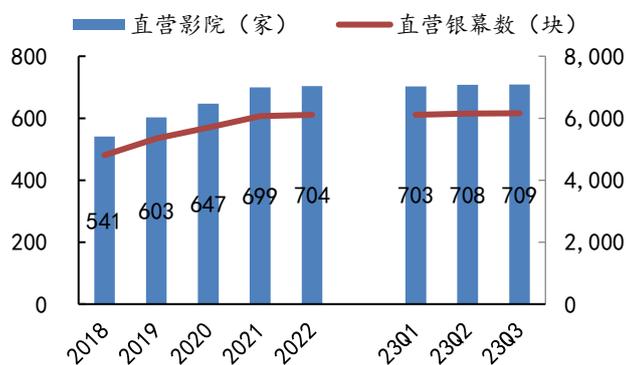
资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

1) 国内院线：2023 年 1-9 月，公司国内影院实现票房 62.2 亿元（不含服务费），同比增长 67.6%，较 2019 年同期增长 5.2%；观影人次 1.5 亿，同比增长 68.7%，较 2019 年同期增长 3.7%。

2020 年 6 月，公司正式开放“特许经营权”，全面开放加盟业务。截至 2023 年 9 月 30 日，公司国内拥有已开业影院 877 家，7338 块银幕。其中直营影院 709 家，6159 块银幕；轻资产影院 168 家，1179 块银幕。前三季度公司累计市场份额 16.5%，经营效率持续提升，行业地位稳固。

图 表 31 2018-23Q3 公 司 直 营 影 院 数 量 及 银 幕 数

图 表 32 2020-23Q3 公 司 轻 资 产 影 院 数 量 及 银 幕 数

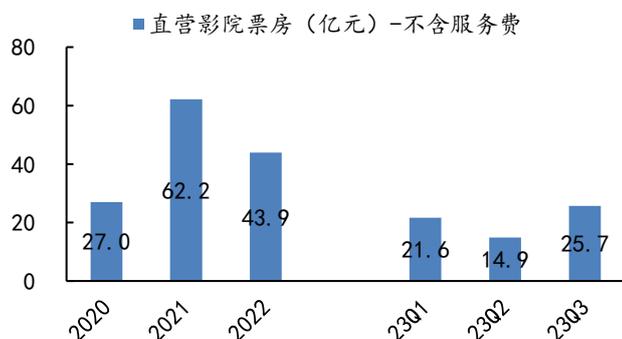


资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

图 表 33 2020-23Q3 公 司 直 营 影 院 票 房

图 表 34 2018-2022 万 达 院 线 市 占 率 (直 营 + 轻 资 产)



资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

灯塔专业版数据显示，23年万达影投实现票房（含服务费）85.07亿，市占率为行业第一，高达15.5%，领先行业第二名横店影视12pp。

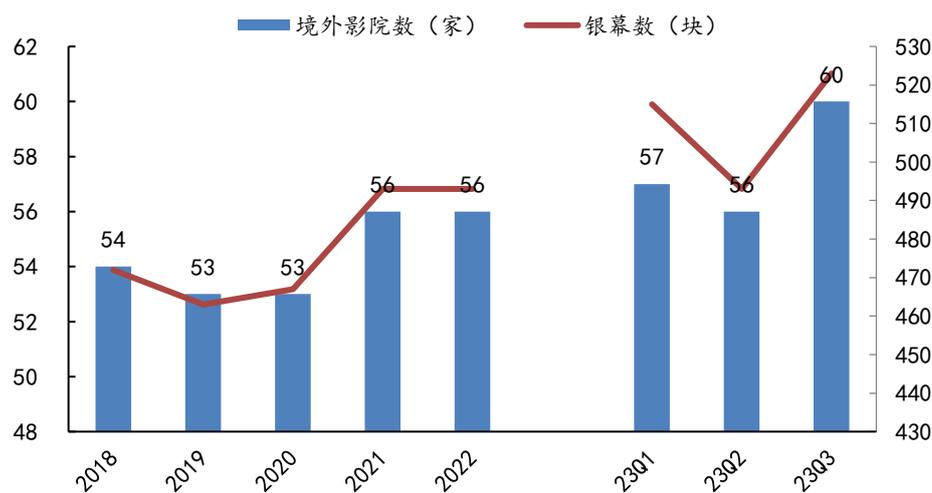
图表 35 23年TOP10影投票房-含服务费（亿元）及其市占率

	票房-含服务费（亿元）	市占率
万达	85.07	15.5%
横店	19.06	3.5%
CGV	13.93	2.5%
大地	13.67	2.5%
星轶	11.95	2.2%
金逸	11.95	2.2%
博纳	11.37	2.1%
中影	10.28	1.9%
幸福蓝海	9.06	1.6%
百老汇	6.77	1.2%

资料来源：灯塔专业版，华安证券研究所

2) 澳洲院线：公司下属澳洲院线1-9月实现票房2.35亿澳元，同比增长16.8%，观影人次1,290万，同比增长9%。截至2023年9月30日，公司拥有境外影院60家，523块银幕。

图表 36 2018-23Q3 境外影院数量及银幕数



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.1.2 电影制作发行

万达电影的电影制作发行收入主要包括三方面：

1) 电影片票房分账收入：在电影片完成摄制并经电影电视行政主管部门审查通过取得《电影片公映许可证》，电影片于影院上映后按双方确认的实际票房统计及相应的分账方法所计算的金额确认；

2) 电影版权收入：在电影片取得公映许可证，拷贝、播映带或其他载体已经交付，且购货方已取得版权的控制权，公司已取得收款权利时确认；

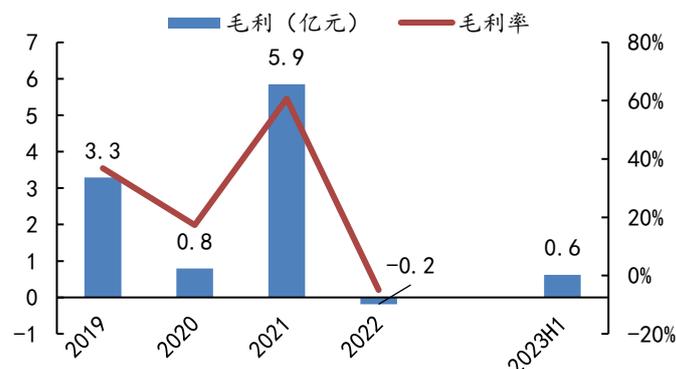
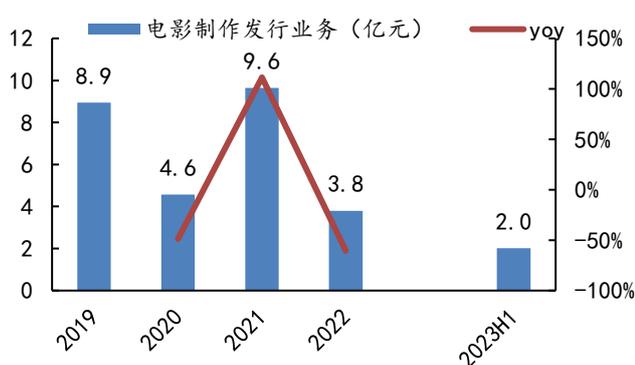
3) 电影制作/制片收入：电影完成摄制前采取全部或部分卖断，或者承诺给予影片首（播）映权等方式，预售影片发行权、放（播）映权或其他权利所取得的款项，待电影完成摄制并按合同约定提供给预付款人使用时，确认销售收入实现。

2020-2022年公司电影制作发行业务收入分别为4.57、9.65、3.8亿元，同比增速分别为-48.93%/111.35%/-60.61%。2022年增速下降，一方面是因为，部分影

片因市场变化未能按计划档期上映，错过了最佳上映时机；另一方面，极限定档下影片宣发周期大幅缩短，映前热度和开画票房不足，其他部分重点影片也未能如期在年内上映。

2023H1，公司电影制作发行收入为 2.02 亿元，同比增长 103.10%，毛利为 0.62 亿元，毛利率为 30.72%。影片数量和内容质量有较为明显的改善，市场供给逐步恢复至正常水平，共上映新片 243 部，较 2022 年同期增长 50.9%

图表 37 2019-2023H1 电影制作发行业务收入及同比增速 图表 38 2016-2023H1 电影制作发行业务毛利与毛利率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

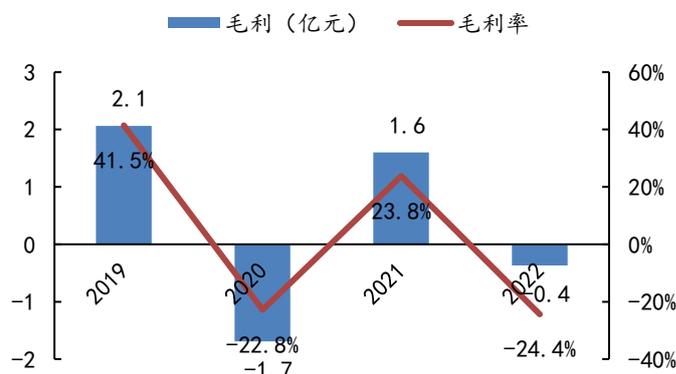
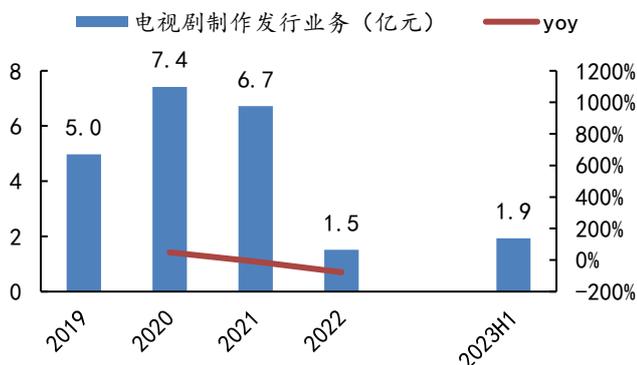
资料来源：公司财报，华安证券研究所

3.1.3 电视剧制作发行

电视剧制作发行收入主要是公司购入或摄制电视剧，并经电影电视行政主管部门审查通过，按合同约定将电视剧播映带或其他载体转移给购货方，取得相应收入。

2020-2022 年公司电视剧制作发行业务收入分别为 7.41、6.72、1.52 亿元，2022 年电视剧制作发行收入同比下降 77.40%；2020-2022 年公司电视剧制作发行业务毛利分别为-1.7、1.6、-0.4 亿元，毛利率分别为-22.8%、23.8%、-24.4%。一方面，部分剧集项目拍摄计划被迫延期、取消或拉长周期，导致整体内容产出不足，投资成本上升；另一方面，部分剧集发行进度推迟，未能按计划播出。

图表 39 2019-2023H1 电视剧制作发行业务收入及 yoy 图表 40 2019-2022 电视剧制作发行业务毛利与毛利率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所

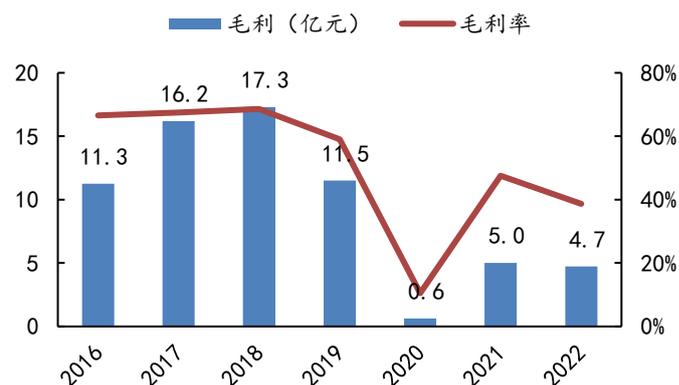
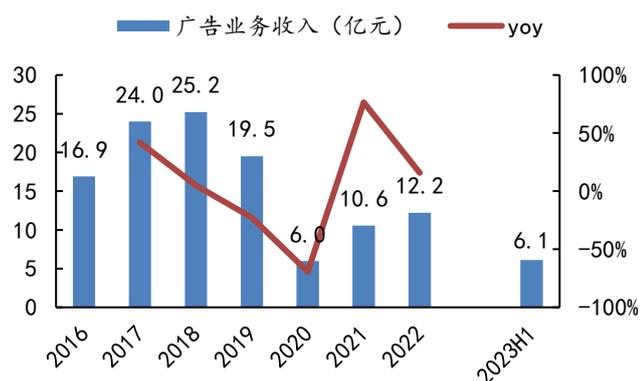
3.2 广告业务：广告业务稳步恢复，全年业绩有望持续改善

2020-2022 年公司广告业务收入为 5.98、10.55、12.22 亿元；2020-2022 年公司广告收入毛利分别为 0.63、5.02、4.72 亿元，毛利率分别为 10.50%、47.57%、38.66%。

2022 年，广告业务受到客观因素较大影响，但公司通过创新营销手段，提高广告投放放在关键档期和重点影片上的力度，全力拓展新的行业和客户群体，公司广告收入同比上升 15.80%；2023H1，公司广告业务收入为 6.10 亿元，同比上升 0.07%。

图表 41 2016-2023H1 公司广告业务收入与同比增速

图表 42 2016-2022 公司广告业务毛利与毛利率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所

3.3 游戏发行

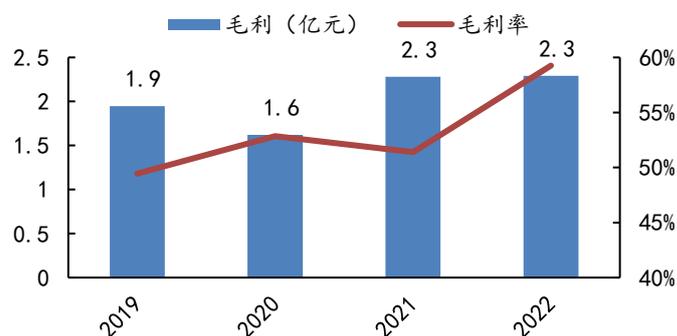
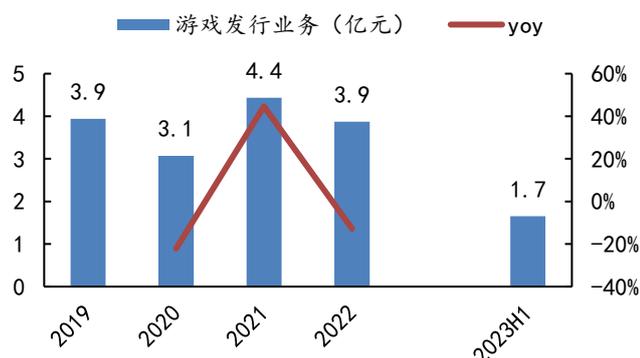
2020-2022 年公司游戏发行业务收入为 3.07、4.44、3.87 亿元；2020-2022 年游戏发行业务毛利分别为 1.62、2.28、2.29 亿元，毛利率分别为 52.86%、51.41%、59.26%；2023H1，公司游戏发行业务收入为 1.65 亿元，同比下降 3.29%。

万达电影的游戏发行业务包括两种模式：联合运营模式和授权运营模式。

1) **联合运营模式**：采用用户生命周期的收入确认模型，按照与合作运营方合作协议所计算的分成金额在双方核对无误后，将核对无误的游戏分成收入的金额按照用户生命周期分摊确认收入。用户生命周期即游戏内玩家从登录、正常游戏到流失的周期，公司根据游戏的历史数据及用户生命周期模型计算出平均该类别游戏的用户生命周期，然后按照该款游戏的用户生命周期天数进行分摊确认收入。

2) **授权运营模式**：按照与合作运营方合作协议所计算的分成金额在双方核对无误后确认收入。

图表 43 2019-2023H1 公司游戏发行业务收入与同比增速 图表 44 2019-2022 公司游戏发行业务毛利与毛利率



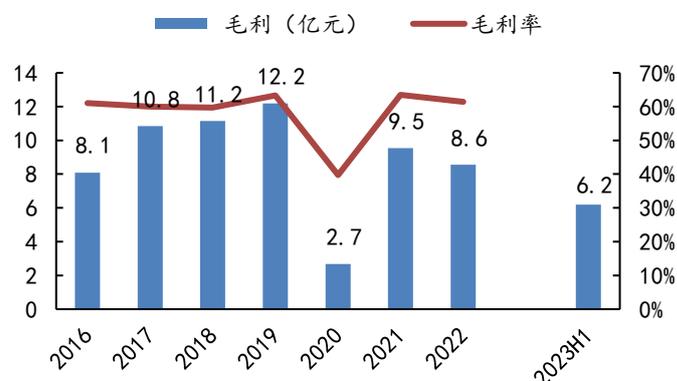
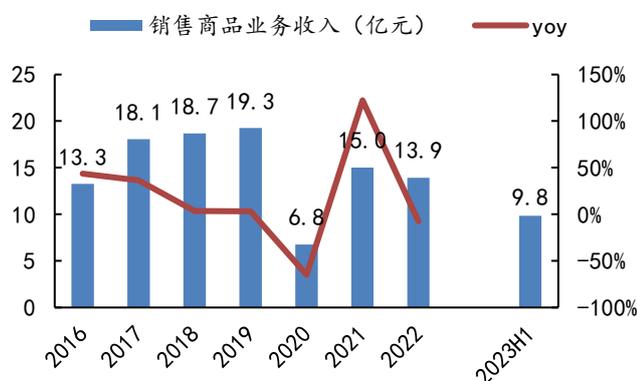
资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所

3.4 销售商品

2020-2022 年公司销售商品业务收入为 6.76、15.03、13.93 亿元，2022 年收入同比下降 7.31%；2020-2022 年毛利分别为 2.68、9.54、8.55 亿元，毛利率分别为 39.72%、63.49%、61.39%。2023H1，公司销售商品业务收入为 9.83 亿元，同比增长 30.61%，毛利为 6.19 亿元，毛利率为 62.94%。

图表 45 2016-2023H1 公司销售商品业务收入与同比增速 图表 46 2019-2023H1 公司销售商品业务毛利与毛利率



资料来源：公司财报，华安证券研究所

资料来源：公司财报，华安证券研究所

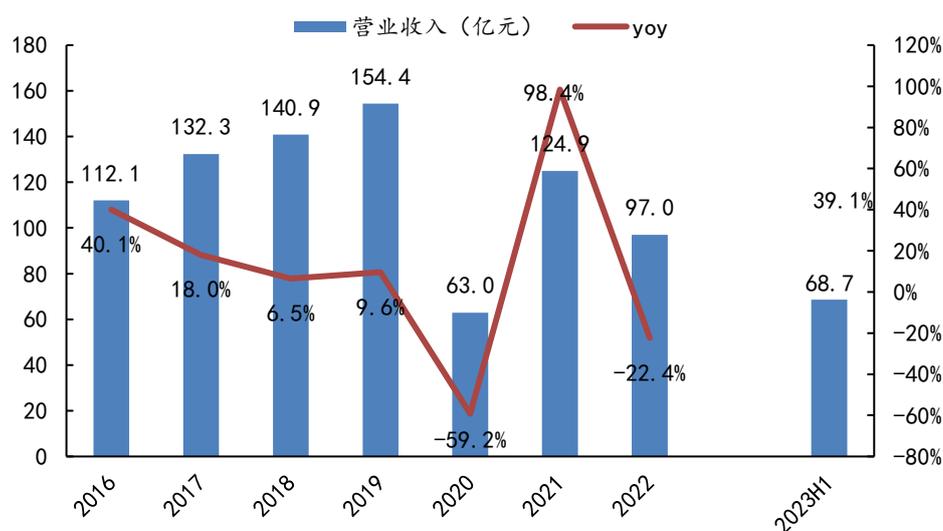
4 盈利预测与估值分析

4.1 财务指标及核心假设

1. 营业收入：收入扭亏为盈，有望快速恢复

2016-2022 年，万达电影营业收入受宏观因素影响较大。2016-2022 年依次录得年总营收为 112.09/132.29/140.88/154.35/62.95/124.90/96.95 亿元，同比变动 40.10%/18.02%/6.49%/9.56%/59.21%/98.40%/-22.38%。2023 年电影市场显著恢复，公司 23H1 营业收入为 68.69 亿元，同比增长 39.10%。

图表 47 2016-2023H1 公司营业收入及同比增速



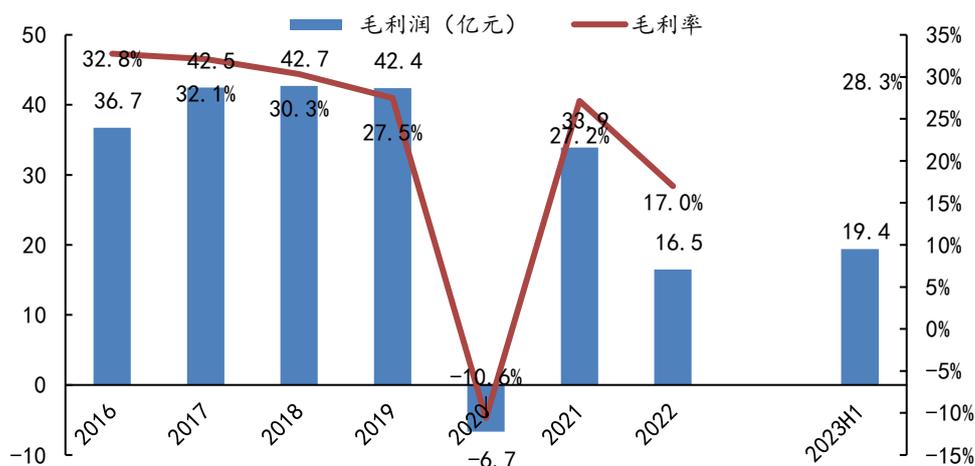
资料来源：公司财报，华安证券研究所

2. 盈利能力：多举措创收，增量收入潜力巨大

2022 年，公司努力应对宏观因素冲击，多举并措创收提效。持续推进异业合作和创新营销模式，加大商业广场联动，升级会员体系，打通会员权益，积极拓展大客户资源，努力提高票房收入，挖掘等更多海内外的优质 IP。线下通过影院+多种创新业态融合，线上继续扩大 W+ 付费会员规模提高会员粘性。

毛利润：2016-2022 年公司毛利润分别为 36.71/42.46/42.72/42.40/-6.68/33.92/16.49 亿元，毛利率分别为 32.75%/32.10%/30.32%/27.47%/-10.60%/27.15%/17.00%。2023 年，中国电影市场重回稳健运行轨道，春节档创影史第二佳绩，《满江红》和《流浪地球 2》两部影片票房突破 40 亿元，全年影片供给也较为充足。2023H1 公司毛利润为 19.41 亿元，毛利率达到 28.26%，显著高于 2022 年同期的 16.96%。

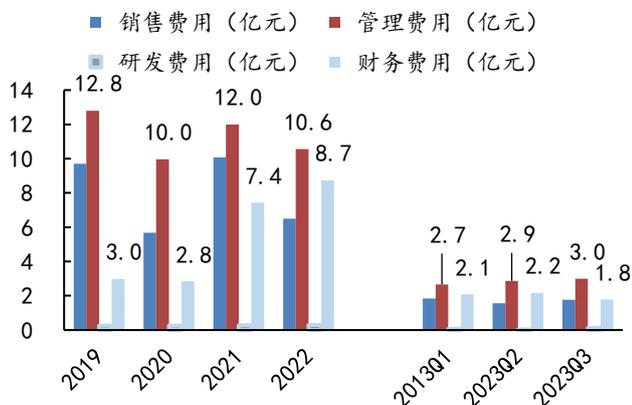
图表 48 2016-2023H1 公司毛利润及毛利率



资料来源: Wind, 公司财报, 华安证券研究所

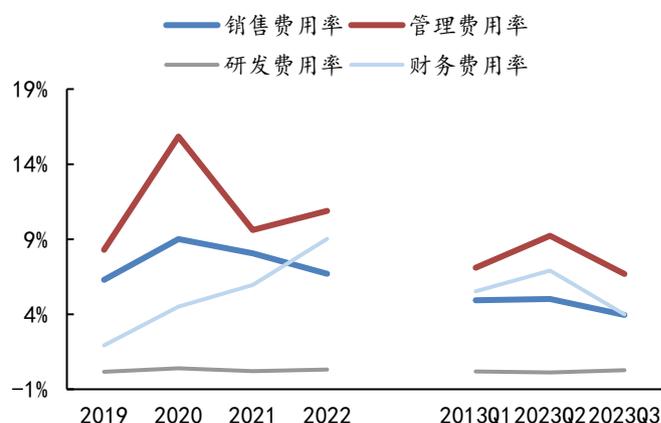
期间费用: 2020-2022 年, 公司销售费用率逐年递减, 管理费用占比较高。2022 年销售费用达到 6.50 亿元, 同比下降 35.45%; 2022 年管理费用达到 10.55 亿元, 同比下降 12.01%; 2022 年研发费用 0.30 亿元, 同比上升 8.94%; 2022 年财务费用达到 8.74 亿元, 同比增加 17.79%, 主要由于长期借款利息费用增加。随着 2023 年票房回暖, 23Q3 销售费用率/管理费用率/财务费用率已降至 3.95%/6.68%/4.00%。

图表 49 2019-2023Q3 年万达电影期间费用情况



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

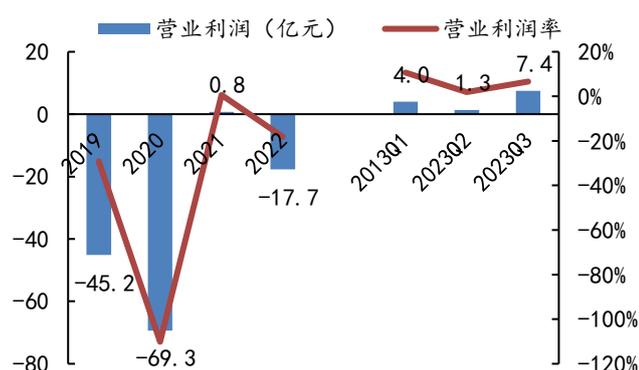
图表 50 2019-2023Q3 年万达电影期间费用率



资料来源: 公司财报, 华安证券研究所

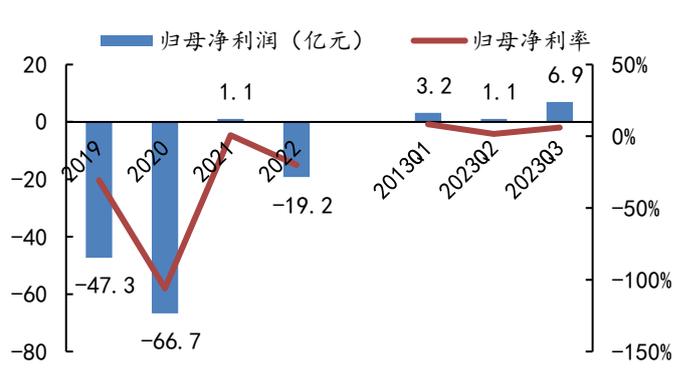
利润水平: 2022 年公司受电影放映业务低迷影响较大, 营业亏损 17.67 亿元, 归母净利润亏损 19.23 亿元。2023Q1 公司实现营业利润同比扭亏为盈, 达 4.01 亿元, 营业利润率达 10.67%; 同期归母净利润达 3.16 亿元, 归母净利率为 8.41%。2023 年市场升温, 23Q3 公司营业利润持续增长达 7.4 亿元, 营业利润率为 6.56%; 同期归母净利润达 6.9 亿元, 归母净利率为 6.10%。

图表 51 2019-23Q3 万达电影营业利润及营业利润率



资料来源: Wind, 公司财报, 华安证券研究所

图表 52 2019-23Q3 万达电影归母净利润及归母净利率



资料来源: Wind, 公司财报, 华安证券研究所

在 23-25 年中国电影大盘票房 549/616/665 亿假设的基础上, 我们预计 23-25 年公司总收入 141.36/ 154.29/168.90 亿元, 同比增长 45.8%/9.1%/9.5%; 预计 23-25 年公司实现归母净利润 11.78/14.77/15.9 亿元, 同比扭亏为盈/+25.4%/+7.6%。

图表 53 2018-2025 年万达电影重要财务指标及预测

(CNY, 亿元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	63.0	124.9	97.0	141.4	154.3	168.9
YOY	-59.21%	98.40%	-22.38%	45.81%	9.14%	9.47%
观影	31.7	70.7	53.8	84.9	98.1	109.1
YOY	-65.24%	123.14%	-23.92%	57.76%	15.50%	11.19%
占比	50.36%	56.64%	55.52%	60.07%	63.57%	64.57%
广告	6.0	10.6	12.2	12.5	15.0	17.3
YOY	-69.34%	76.48%	15.80%	2.39%	19.97%	15.00%
占比	9.50%	8.45%	12.60%	8.85%	9.73%	10.22%
商品、餐饮销售	6.8	15.0	13.9	22.0	26.0	29.5
YOY	-64.90%	122.33%	-7.31%	57.97%	18.38%	13.06%
占比	10.74%	12.03%	14.37%	15.56%	16.88%	17.44%
电影制作发行及相关业务	4.6	9.6	3.8	3.5	4.6	6.8
YOY	-48.93%	111.35%	-60.61%	-8.72%	33.43%	45.96%
占比	7.25%	7.73%	3.92%	2.45%	3.00%	4.00%
电视剧制作发行及相关业务	7.4	6.7	1.5	4.0	3.1	3.4
YOY	48.84%	-9.33%	-77.40%	161.64%	-22.35%	9.47%
占比	11.77%	5.38%	1.57%	2.81%	2.00%	2.00%
游戏发行及相关业务	3.1	4.4	3.9	3.5	5.4	5.9
YOY	-22.14%	44.65%	-12.81%	-10.30%	55.60%	9.47%
占比	4.87%	3.55%	3.99%	2.46%	3.50%	3.50%
其他	3.5	7.8	7.8	13.7	2.0	-2.9
YOY	-46.75%	124.15%	0.31%	75.39%	-85.11%	-243.34%
占比	5.50%	6.22%	8.04%	9.67%	1.32%	-1.73%
毛利润	-6.7	33.9	16.5	40.4	41.5	43.6
YOY	-115.75%	-608.00%	-51.39%	144.96%	2.68%	5.13%
毛利率	-10.60%	27.15%	17.00%	28.57%	26.88%	25.81%
归母净利润	-66.7	1.1	-19.2	11.8	14.8	15.9
YOY	41.03%	-101.59%	-1908.47%	161.27%	25.38%	7.65%
归母净利率	-1.1	0.0	-0.2	0.1	0.1	0.1

资料来源: Wind, 公司财报, 华安证券研究所测算

4.2 估值分析

采用可比公司估值法对公司进行估值，对应公司 23 年合理市值为 192.3 亿，首次覆盖，给予“买入”评级。

选取以电影业务为主的中国电影、光线传媒、博纳影业为可比公司，可比公司 24 年 WIND 一致预期 PE 的平均值为 22.5 X，给予公司 24 年 PE 22 X，对应合理市值为 325 亿元。

图表 54 可比公司 23-25 年 WIND 一致预期

公司简称	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
横店影视	26.56	30.15	33.03	2.83	3.79	4.4	36.1	27.0	23.4
光线传媒	16.79	23.70	27.46	6.46	10.51	12.3	36.6	22.5	19.3
博纳影业	23.51	31.61	38.12	0.69	4.26	5.51	127.6	20.8	16.1

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

电影大盘票房表现不及预期，租金变动风险，公司市占率不及预期风险，公司主投影片释放不及预期风险，同业竞争问题处理不及预期风险

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8097	7149	8204	11301	营业收入	9695	14136	15429	16890
现金	3150	-103	2991	3523	营业成本	8047	10098	11280	12527
应收账款	1349	3120	1552	3374	营业税金及附加	253	177	147	144
其他应收款	257	393	231	359	销售费用	650	658	656	684
预付账款	1077	847	833	800	管理费用	1055	1132	1081	1133
存货	1725	2374	2080	2727	财务费用	874	797	716	733
其他流动资产	539	518	518	518	资产减值损失	-399	0	0	0
非流动资产	18610	18327	18059	17777	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	76	85	95	104	投资净收益	4	3	3	3
固定资产	2209	1951	1688	1419	营业利润	-1767	1366	1608	1733
无形资产	848	833	818	803	营业外收入	11	11	12	13
其他非流动资产	15477	15457	15458	15450	营业外支出	70	149	77	84
资产总计	26707	25476	26264	29079	利润总额	-1826	1229	1543	1662
流动负债	9485	7062	6352	7555	所得税	132	36	46	49
短期借款	3670	3770	3870	3970	净利润	-1958	1193	1497	1612
应付账款	1287	2352	1587	2648	少数股东损益	-35	14	18	19
其他流动负债	4528	940	895	936	归属母公司净利润	-1923	1178	1479	1593
非流动负债	10005	10005	10005	10005	EBITDA	1017	2566	2734	2884
长期借款	2221	2221	2221	2221	EPS (元)	-0.87	0.54	0.68	0.73
其他非流动负债	7784	7784	7784	7784					
负债合计	19490	17067	16357	17559					
少数股东权益	120	134	152	171					
股本	2179	2179	2179	2179					
资本公积	10890	10890	10890	10890					
留存收益	-5972	-4794	-3314	-1721					
归属母公司股东权益	7097	8276	9755	11348					
负债和股东权益	26707	25476	26264	29079					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1194	-3094	3170	524
净利润	-1958	1193	1497	1612
折旧摊销	1807	377	383	389
财务费用	905	0	0	0
投资损失	-4	-3	-3	-3
营运资金变动	-461	-4812	1236	-1545
其他经营现金流	-593	6155	318	3228
投资活动现金流	-733	-208	-132	-133
资本支出	-733	-201	-125	-127
长期投资	0	-10	-10	-10
其他投资现金流	1	3	3	3
筹资活动现金流	-1689	50	55	142
短期借款	560	100	100	100
长期借款	65	0	0	0
普通股增加	-51	0	0	0
资本公积增加	51	0	0	0
其他筹资现金流	-2315	-50	-45	42
现金净增加额	-1197	-3252	3093	532

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-22.4%	45.8%	9.1%	9.5%
营业利润	-2382.2%	177.3%	17.7%	7.8%
归属于母公司净利润	-1908.5%	161.3%	25.6%	7.7%
获利能力				
毛利率 (%)	17.0%	28.6%	26.9%	25.8%
净利率 (%)	-19.8%	8.3%	9.6%	9.4%
ROE (%)	-27.1%	14.2%	15.2%	14.0%
ROIC (%)	-3.9%	9.3%	9.4%	9.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	73.0%	67.0%	62.3%	60.4%
净负债比率 (%)	270.1%	202.9%	165.1%	152.4%
流动比率	0.85	1.01	1.29	1.50
速动比率	0.50	0.48	0.75	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.54	0.60	0.61
应收账款周转率	6.07	6.28	6.51	6.75
应付账款周转率	5.38	5.55	5.73	5.92
每股指标 (元)				
每股收益	-0.87	0.54	0.68	0.73
每股经营现金流 (摊薄)	0.55	-1.42	1.45	0.24
每股净资产	3.26	3.80	4.48	5.21
估值比率				
P/E	—	22.77	18.13	16.84
P/B	4.30	3.24	2.75	2.36
EV/EBITDA	41.03	16.12	14.02	13.15

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015年水晶球第三名及2017年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。