

8 April 2024

Reassessing value of leading cinema chains in the new era and new leadership

Buy (Initiation)

Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue (RMB mn)	12,490	9,695	14,353	16,216	18,131
Growth (YoY %)	98.40%	-22.38%	48.04%	12.97%	11.81%
Net profit (RMB mn)	106.33	-1,923.00	1,139.57	1,452.49	1,849.91
Growth (YoY %)	101.59%	-1,908.47%	-	27.46%	27.36%
EPS (RMB)	0.05	-0.88	0.52	0.67	0.85
P/E (X)	283.86	-	28.84	22.62	17.77

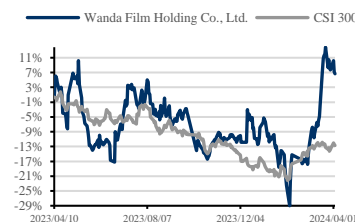
Source: Wind, Soochow Securities

Key words: # Changes in actual controller

Investment Thesis

- Introduction: How can leading cinema chains be revalued?** After the pandemic, cinema companies are returning to normal operations. By the end of 2023, Ruyi Capital plans to acquire a stake in Wanda Film, followed by changes in Wanda Film's controlling shareholders and chairman. This marks a new chapter in the company's development. In early 2024, SORA was launched, bringing new variables to the film industry through AI technology. We believe the core value of the company may be reassessed, becoming a target with both profits (cinema business) and controllable downside risk, while also possessing upside potential.
- Potential for market share and profit growth with profit is likely to reach RMB3.0bn.** With the assumption of internal demand recovery in the film industry and the cycle of contents, we neutrally estimate a potential of nearly 1.7 billion cinema viewings in China. With obvious competitive advantages and policy support, the company can follow the growth path of overseas cinema leaders, further increasing market share through self-built cinemas and M&A of high-quality cinemas. After the increase in cinema viewings, operational leverage is likely to be magnified, and potential profit may further increase as the company optimizes high-margin businesses such as advertising and merchandise sales. In a neutral scenario, we expect the potential post-tax profit of the company's domestic cinema business to reach RMB3.0bn. Coupled with the normal contribution of RMB0.25-0.3bn net profit from overseas cinemas annually, the cinema business is likely to provide profit and stable cash flow for the company.
- Controllable downside risk with Ruyi capital's stake + AI bringing upward potential.** 1) In early 2024, Ruyi Capital acquired a controlling stake in Wanda Film, with Mr. Ke Liming becoming the actual controller and Ms. Chen Xi the chairman. With top film production/investment personnel leading the way, the company's film production business resources and strength are likely to strengthen, bringing potential surprises to the market in terms of future revenue and profitability. 2) AI technology is likely to enrich the mid-to-low-end film supply, driving industry demand growth. AI's new technology, together with the new trend of branch-line distribution in the industry, may reshape the supply-demand situation, tapping into potential film viewing demand through more refined and localized film content distribution. The company, as a leading cinema chain and film producer, is likely to benefit. 3) As of June 30, 2023, Wanda Film's goodwill value remaining is RMB860mn, with controllable impairment risk.
- Earnings Forecast & Rating:** We expect the net profit of the company in 2023-2025 to be RMB1.1/1.5/1.8bn, with NPM of 8%/9%/10%. We initiate coverage with "Buy" rating.
- Risks:** Lower-than-expected box office performance and AI technology development, goodwill impairment risk.

Price Performance



Source: Wind

Market Data

Closing price (RMB)	15.08
52-week Range (RMB)	9.81/16.51
P/B (X)	4.07
Market Cap (RMB mn)	32,864.88

Source: Wind

Basic Data

BVPS (RMB)	3.71
Liabilities/assets (%)	68.84
Total Issued Shares (mn)	2,179.37
Shares outstanding (mn)	2,107.84

Source: Wind

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Liangwei Zhang (张良卫)**, **Liangjiu Zhou (周良玖)** and **Ruona Guo (郭若娜)**.

万达电影 (002739)

新时代、新班子，院线龙头价值重估

2024年4月8日

买入 (首次)

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	12,490	9,695	14,353	16,216	18,131
同比	98.40%	-22.38%	48.04%	12.97%	11.81%
归母净利润 (百万元)	106.33	-1,923.00	1,139.57	1,452.49	1,849.91
同比	101.59%	-1,908.47%	-	27.46%	27.36%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.05	-0.88	0.52	0.67	0.85
P/E (现价&最新摊薄)	283.86	-	28.84	22.62	17.77

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

关键词: #实控人变化

投资要点

- **引言: 院线龙头如何能价值重估?** 疫后院线公司重回正常经营轨道, 23年末儒意投资拟入股万达电影, 随后万达电影实控人及董事长变更, 公司发展掀开新篇章; 24年初SORA发布, AI新技术或将给影视行业带来新的变量。我们认为公司核心价值或将迎来重估, 成为具备利润安全垫(影院业务)、向下减值风险可控, 同时又具有向上期权的标的。
- **国内影院业务复盘: 盈利能力领先, 逆风收获份额。** 1) 14~15年: 行业高速增长期, 银幕扩张驱动为主, 万达电影作为行业龙头, 年利润最高近11亿元。2) 16~19年: 行业增速放缓, 逐渐转向内容质量驱动, 竞争加剧, 公司盈利能力下滑, 年利润峰值12亿元。3) 20~22年: 疫情成最大变量, 票房减少, 供给加速出清; 公司盈利能力受损, 但院线票房份额从19年14%提升至22年17%。4) 23年之后: 逐步回到常态化阶段, 但观影需求仍未完全修复(23年国产片观影人次低于19年, 一线城市在银幕数减少前提下, 单银幕人次只有2019年的64%), 公司利润仍有空间。
- **份额与利润仍有潜力, 潜在利润空间或达30亿元。** 基于对电影行业内生需求修复的判断以及内容大小年的假设, 我们中性预计国内电影观影人次空间近17亿次。公司竞争优势明显, 在政策支持下, 可借鉴海外院线龙头成长路径, 通过自建影院及加大对优质影院的整合并购进一步提高市场份额。公司观影人次提升后有望放大运营杠杆, 同时优化高毛利率的广告、商品销售等业务, 潜在利润空间进一步提高, 中性场景中, 我们预计公司国内影院业务潜在税后利润空间有望达到30亿元。再加上海外影院常态化下每年贡献2.5-3亿净利润, 影院业务有望为公司提供利润安全垫和稳健现金流。
- **儒意入股+AI带来向上期权, 向下减值风险可控。** 1) 24年初儒意投资控股万达电影, 柯利明先生成公司实控人, 陈曦女士成为公司董事长。顶尖电影制作/投资人带队, 公司电影制作业务资源和制作实力有望增强, 该业务后续收入及盈利能力或给市场带来惊喜。2) AI技术赋能下中腰部影片供给有望丰富, 驱动行业需求增长。AI新技术或与行业分线发行新趋势共同重塑供需局面, 通过更加精细化的、区域化的电影内容发行挖掘潜在观影需求。公司作为院线龙头和影视制作方有望从中受益。3) 截至2023/6/30, 万达影视商誉价值剩余8.6亿元, 减值风险可控。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司23/24/25年归母净利润实现11/15/18亿元, 归母净利率分别为8%/9%/10%。考虑到公司作为国内院线龙头, 且市占率和利润释放仍有空间, 儒意入股有望为公司电影制作业务注入活力, 我们给予公司2024年17倍EV/EBITDA(介于行业平均水平和美国院线龙头之间), 对应市值目标457亿元人民币, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 票房不及预期, AI技术发展不及预期, 商誉减值风险

股价走势



数据来源: Wind

市场数据

收盘价(元)	15.08
一年最低/最高价	9.81/16.51
市净率(倍)	4.07
流通A股市值(百万元)	31,786.21
总市值(百万元)	32,864.88

数据来源: Wind

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.71
资产负债率(% ,LF)	68.84
总股本(百万股)	2,179.37
流通A股(百万股)	2,107.84

数据来源: Wind

相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢张良卫、周良玖、郭若娜的指导。

1. 国内影院业务复盘：盈利能力领先，逆风收获份额

公司主业为影院业务，2023H1 影院的票房、广告、商品销售业务合计收入占公司总收入的 82%，且主要来自国内影院。公司发展历史基本反映了国内影院行业主要矛盾变化，以公司业绩最早可追溯的 2014Q1 开始，可以大致划分为四个阶段：（1）2014~2015 年—红利：行业高速成长期，银幕扩张驱动为主，万达高质量扩张，年利润最高近 11 亿元。（2）2016~2019 年—内卷：行业增速放缓，逐渐转向内容质量驱动，竞争加剧，公司盈利能力下滑，年利润峰值超 12 亿元。（3）2020~2022 年—逆风：疫情成最大变量，票房受到线下人流减少的负面影响，供给加速出清，公司盈利能力受损但份额显著提升。（4）2023 年之后—新生：逐步回到常态化阶段，但观影需求仍未完全修复，公司利润仍有空间。

2. 份额与利润仍有潜力，潜在利润空间或达 30 亿元

公司影院业务收入/利润主要来自三大业务：票房、商品销售、映前广告。其中前两者与观影人次直接正相关，映前广告相对滞后于观影人次的发展（广告主需结合票房及消费市场的表现进行投放）。正如前文提到的影院运营杠杆，观影人次作为影响收入的重要变量，对公司影院业务业绩弹性至关重要；同时，广告等高毛利率业务发展亦有望贡献增量利润。

3. 儒意入股 + AI 带来向上期权，向下减值风险可控

儒意投资入股万达电影，柯利明先生成公司实控人。顶尖电影制作/投资人带队。中国儒意旗下的儒意影业是国内顶尖影视内容制作方，以 2024 年春节为例，票房 TOP3 电影均为儒意影视出品或联合出品作品，充分彰显公司强大的内容制作及资源。公司电影制作业务有望价值重估。

前文我们提及 2023 年中腰部影片供给仍未完全修复，AI 技术赋能下中腰部影片供给有望丰富，更好补充非档期内容，驱动行业需求增长。生成式 AI 带来技术平权有望降低中腰部制作商制作成本，从而增强其抗风险能力，优秀的创意有望更高效落地。以视频生成工具 runway 为例，传统视频后期团队一个资深编辑后期制作费用 250 美元/小时，一个只负责抠图的编辑费用 60-80 美元/小时，而 Runway 可为其节省几个小时甚至几天的工作。AI 新技术或与行业分线发行新趋势共同重塑供需局面，通过更加精细化的、区域化的电影内容发行挖掘潜在观影需求。公司作为院线龙头有望从中受益。此外，公司影视内容制作业务有望利用 AI 技术降本增效，实现更好的盈利能力。

截至 2023/6/30，我们测算得万达影视商誉价值剩余 8.6 亿元，减值风险可控。2019 年公司收购万达影视，增加 39 亿商誉，主要来自互爱互动、新媒诚品和骋亚影视，截至 2023/6/30，该部分商誉只剩 8.62 亿元，其中互爱互动和新媒诚品业绩有一定支撑，总体减值风险可控。

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023/2024/2025 年收入分别实现 143.53/162.2/181.3 亿元，同比增长 48%/13%/12%；归母净利润实现 11.40/14.52/18.50 亿元，同比增长 159%/27%/27%，归母净利率分别为 8%/9%/10%。其中重要假设如下：

1) 票房业务：我们预计 2023/2024/2025 年实现收入 89.61/101.25/112.40 亿元，同比增长 66%/13%/11%，毛利率分别为 5.5%/5.8%/6.3%；

2) 广告业务：我们预计 2023/2024/2025 年实现收入 13.44/16.20/19.11 亿元，同比增长 10%/21%/18%，毛利率分别为 50%/52%/53%；

3) 商品销售业务：我们预计 2023/2024/2025 年实现收入 21.51/25.31/30.24 亿元，同比增长 54%/18%/19%，毛利率保持在 63%；

4) 其他业务我们预计收入同比增速保持 12%/2%/1%，其中的电影制作业务在儒意入股后或有较大弹性，但保守起见我们暂不考虑该影响。

5) 我们预计 2023/2024/2025 年销售费用率分别为 4.45%/4.20%/4.20%，管理费用率分别为 7.41%/6.80%/6.80%，研发费用率分别为 0.22%/0.18%/0.18%。

考虑到公司同样作为国内院线龙头，且市占率和利润释放仍有空间，儒意入股有望为公司电影制作业务注入活力，我们给予公司 2024 年 17 倍 EV/EBITDA（介于行业平均水平 and 美国院线龙头之间），对应市值目标 457 亿元人民币，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

公司可能面临电影项目票房不佳的风险。观众的偏好具有较大波动性与不确定性，电影票房收入可能不达预期，影响公司电影板块与衍生品板块业务的增长。

AI 技术发展不完善。若 AI 等技术发展不及预期，生成式 AI 应用场景受限，潜在市场规模或无法释放。

商誉减值风险。公司旗下万达影视和海外院线若进一步计提减值，会影响公司阶段性利润。

万达电影三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,097	10,162	12,773	15,810	营业总收入	9,695	14,353	16,216	18,131
货币资金及交易性金融资产	3,150	4,552	6,951	9,852	营业成本(含金融类)	8,047	10,512	11,848	13,151
经营性应收款项	2,447	2,865	3,009	3,103	税金及附加	253	172	162	181
存货	1,725	1,898	1,975	2,009	销售费用	650	638	681	762
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,055	1,064	1,103	1,233
其他流动资产	776	848	839	845	研发费用	30	32	29	33
非流动资产	18,610	17,673	16,672	15,690	财务费用	874	799	765	736
长期股权投资	76	76	76	76	加:其他收益	180	324	97	109
固定资产及使用权资产	9,003	8,308	7,617	6,944	投资净收益	4	2	2	2
在建工程	147	167	167	167	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	848	798	747	697	减值损失	(777)	(185)	(191)	(191)
商誉	4,284	4,344	4,344	4,344	资产处置收益	38	40	41	45
长期待摊费用	3,497	3,237	2,978	2,718	营业利润	(1,767)	1,318	1,577	2,001
其他非流动资产	755	744	744	744	营业外净收支	(59)	(129)	(30)	(30)
资产总计	26,707	27,836	29,446	31,499	利润总额	(1,826)	1,188	1,547	1,971
流动负债	9,485	9,448	9,447	9,489	减:所得税	132	35	77	99
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,611	4,095	4,095	4,095	净利润	(1,958)	1,153	1,470	1,872
经营性应付款项	1,424	1,632	1,643	1,624	减:少数股东损益	(35)	14	17	22
合同负债	1,641	1,579	1,459	1,451	归属母公司净利润	(1,923)	1,140	1,452	1,850
其他流动负债	1,809	2,142	2,250	2,319	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.88)	0.52	0.67	0.85
非流动负债	10,005	9,974	9,924	9,874	EBIT	(790)	1,987	2,312	2,707
长期借款	2,221	2,271	2,321	2,371	EBITDA	1,017	2,758	3,083	3,480
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.00	26.76	26.94	27.47
租赁负债	7,550	7,350	7,250	7,150	归母净利率(%)	(19.83)	7.94	8.96	10.20
其他非流动负债	234	353	353	353	收入增长率(%)	(22.38)	48.04	12.97	11.81
负债合计	19,490	19,421	19,371	19,363	归母净利润增长率(%)	(1,908.47)	-	27.46	27.36
归属母公司股东权益	7,097	8,281	9,924	11,964					
少数股东权益	120	133	151	173					
所有者权益合计	7,217	8,415	10,075	12,137					
负债和股东权益	26,707	27,836	29,446	31,499					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,194	2,845	3,018	3,531	每股净资产(元)	3.26	3.80	4.55	5.49
投资活动现金流	(733)	79	241	226	最新发行在外股份(百万股)	2,179	2,179	2,179	2,179
筹资活动现金流	(1,689)	(1,507)	(860)	(856)	ROIC(%)	(3.74)	8.82	9.58	10.39
现金净增加额	(1,197)	1,402	2,399	2,901	ROE-摊薄(%)	(27.09)	13.76	14.64	15.46
折旧和摊销	1,807	771	771	773	资产负债率(%)	72.98	69.77	65.79	61.47
资本开支	(733)	(206)	(19)	(35)	P/E (现价&最新股本摊薄)	-	28.84	22.62	17.77
营运资本变动	(461)	(185)	(212)	(94)	P/B (现价)	4.25	3.96	3.31	2.74

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>