

万达电影 (002739)

 证券研究报告
 2024年05月07日

院线业务持续扩张，影视制作端发力显著

事件：2024年4月30日，万达电影发布2023年年度报告及2024年一季度报告。2023年，公司实现营业收入146.2亿元，同比增加50.79%；归母净利润9.1亿元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润7.2亿元，同比扭亏为盈；基本每股收益盈利0.42元。2024年一季度，公司实现营业收入38.2亿元，同比增加1.70%；归母净利润3.3亿元，同比增加3.25%；扣非归母净利润3.1亿元，同比减少15.31%。

电影大盘复苏叠加营销发力，公司院线主业持续增长。2023年公司线下影院观影票房收入为84.4亿元，同比变化+56.89%；毛利率为4.32%，同比变化+15.20pct。公司国内直营院线实现票房收入75.6亿元(不含服务费)，恢复至2019年的96.4%，高于大盘12.5pct；观影人次达1.86亿，恢复至2019年的92.7%，其中华北地区和西北地区票房超2019年同期；公司累计市场份额16.7%，保持行业第一。海外方面，2023年电影市场逐步恢复，《芭比》、《奥本海默》等影片票房表现突出，公司下属澳洲院线实现票房收入约14.01亿元，同比增长13%，观影人次1,615万，同比增长5.5%，经营业绩保持稳步提升。营销方面，公司积极开展线上线下营销业务，与各类游戏及科技知名品牌达成深度合作，并通过全新升级W+会员权益和丰富APP及小程序营销活动提升会员粘性和活跃度，线上自渠票房占比不断提升；非票业务方面，2023年公司非票房收入同比2019年增长超过10%。同时，子公司时光网持续强化IP获取及运营能力，聚焦自研项目，提高IP商业化价值及毛利。我们认为，随着电影市场逐步复苏和公司营销经营效率及IP转化率增强，公司院线主业及衍生品收入有望维持增长态势。

电影票房口碑双丰收，剧集业务增长显著。2023年，公司电影制作及发行业务实现营业收入3.3亿元，同比减少12.06%；电视剧制作及发行业务实现营业收入7.4亿元，同比增加388.51%。2023年，公司主控影片5部，其中电影《三大队》《想见你》分别取得票房7亿元、4亿元。同时，公司积极推进重点项目制作，与陈思诚导演、郭帆导演、贾玲导演等优秀主创保持长期良好的合作关系。我们认为，儒意在制片和内容制作领域的丰富经验能够加速公司在电影产业链上游布局的协同效果。电视剧方面，新媒诚品投资出品的4部剧集先后在央视和主流视频平台播出，其中《三大队》于年末联动上映和播出，获得市场重点关注，猫眼全网累计有效播放11.36亿；《画眉》《他是谁》和《最灿烂的我们》均取得较好的收视成绩和投资收益。同时，2023年公司签约销售7部剧集，完成制作待播6部，其中《仙剑奇侠传4》《南来北往》《明日的少年》等已于2024年一季度播出。我们认为，丰富的上下游资源和发行渠道有助于公司扩大在影视制作发行端的竞争优势，提升重点影片的参与度。

游戏上线提速，营销增强贡献稳定收益。2023年，公司子公司互爱互动发行上线游戏4款，取得版号4款，其中新产品《秦时明月：沧海》自8月份上线以来表现良好，上线首月即实现盈利。同时，互爱互动持续挖掘产品特色，对已上线的《疯狂坦克》等产品进行内容和版本更迭，加强线上营销推广，为公司贡献稳定收益，并将AI技术应用于游戏产品广告宣传素材制作，包括角色和场景的图片及视频素材等，实现降本增效。我们认为，伴随游戏市场的版号发行常态化及公司在内容和营销端的持续发力，公司游戏业务盈利规模有望进一步提升。

投资建议：考虑到24年整体电影大盘情况，以及儒意内容业务注入下利润端有望持续优化，我们调整公司2024-2026年营业收入分别为165.38/182.44/201.71亿元(24/25年前值分别为170.07/176.14亿元)，同比增速分别为13%/10%/11%，归母净利润分别为14.22/17.46/20.92亿元(24/25年前值分别为15.42/17.73亿元)，24-26年PE分别为22/18/15倍，维持“买入”评级。

风险提示：电影市场恢复进度不达预期，电影项目票房不达预期，影视项目推进延期，经营业绩波动下现金流风险，测算主观性风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,695.32	14,619.72	16,538.21	18,243.84	20,171.43
增长率(%)	(22.38)	50.79	13.12	10.31	10.57
EBITDA(百万元)	1,286.05	3,412.67	4,339.74	4,588.14	4,134.71
归属母公司净利润(百万元)	(1,923.00)	912.24	1,422.25	1,745.86	2,092.07
增长率(%)	(1,908.47)	(147.44)	55.91	22.75	19.83
EPS(元/股)	(0.88)	0.42	0.65	0.80	0.96
市盈率(P/E)	(16.50)	34.78	22.31	18.18	15.17
市净率(P/B)	4.47	3.95	3.37	2.84	2.39
市销率(P/S)	3.27	2.17	1.92	1.74	1.57
EV/EBITDA	18.09	5.76	4.78	3.92	3.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/影视院线
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	14.56元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,179.37
流通A股股本(百万股)	2,107.84
A股总市值(百万元)	31,731.61
流通A股市值(百万元)	30,690.13
每股净资产(元)	3.78
资产负债率(%)	65.27
一年内最高/最低(元)	16.51/9.81

作者

孔蓉	分析师
SAC执业证书编号:	S1110521020002
kongrong@tfzq.com	
曹睿	分析师
SAC执业证书编号:	S1110523020003
caorui@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《万达电影-公司点评:院线主业受益于大盘复苏，管理层变更或为内容及游戏业务提供向上空间》2024-03-23
- 《万达电影-季报点评:各业务板块恢复明显，储备项目稳步推进》2023-11-05
- 《万达电影-半年报点评:23H1点评：经营恢复好于行业，持续探索IP商业变现》2023-09-04

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,149.69	3,157.91	5,292.23	8,398.93	10,315.06	营业收入	9,695.32	14,619.72	16,538.21	18,243.84	20,171.43
应收票据及应收账款	1,369.69	1,636.01	2,979.29	2,112.00	3,423.10	营业成本	8,046.65	10,571.35	11,460.49	12,470.00	13,558.44
预付账款	1,077.02	464.69	1,378.10	627.02	1,749.01	营业税金及附加	252.52	219.03	391.96	499.88	649.52
存货	1,725.31	1,494.02	2,231.79	1,822.21	2,827.57	销售费用	650.00	736.00	818.64	861.11	883.51
其他	775.57	826.26	1,011.63	962.58	1,040.96	管理费用	1,054.52	1,224.39	1,104.75	1,215.04	1,482.60
流动资产合计	8,097.28	7,578.89	12,893.03	13,922.74	19,355.71	研发费用	29.53	31.44	35.57	39.23	43.38
长期股权投资	75.69	47.33	47.33	47.33	47.33	财务费用	873.83	794.02	759.50	776.76	768.13
固定资产	2,208.57	1,958.44	1,410.71	1,539.02	1,682.65	资产/信用减值损失	(776.84)	(420.44)	(528.57)	(528.57)	(528.57)
在建工程	146.91	33.99	33.99	33.99	33.99	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	848.43	847.02	758.73	670.44	582.14	投资净收益	4.26	14.93	(0.87)	(0.87)	(0.87)
其他	15,329.94	14,659.64	14,531.37	13,763.19	13,119.32	其他	1,327.73	603.81	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	18,609.54	17,546.43	16,782.14	16,053.97	15,465.44	营业利润	(1,766.87)	845.19	1,437.86	1,852.37	2,256.42
资产总计	26,706.83	25,125.32	29,437.99	28,918.68	33,686.49	营业外收入	10.87	12.32	56.07	50.97	40.63
短期借款	3,670.42	1,401.39	1,192.49	912.99	606.49	营业外支出	69.85	32.57	21.44	21.37	20.89
应付票据及应付账款	1,286.70	1,423.58	2,012.17	1,726.23	2,459.44	利润总额	(1,825.85)	824.94	1,472.48	1,881.97	2,276.16
其他	2,887.44	2,846.07	6,745.82	5,269.14	7,643.69	所得税	132.27	(107.39)	21.20	44.23	73.98
流动负债合计	7,844.57	5,671.04	9,950.48	7,908.36	10,709.62	净利润	(1,958.12)	932.34	1,451.28	1,837.74	2,202.18
长期借款	2,220.69	2,155.84	2,030.34	1,873.64	1,668.29	少数股东损益	(35.12)	20.09	29.03	91.89	110.11
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(1,923.00)	912.24	1,422.25	1,745.86	2,092.07
其他	7,783.83	7,423.22	7,875.09	7,694.05	7,664.12	每股收益(元)	(0.88)	0.42	0.65	0.80	0.96
非流动负债合计	10,004.52	9,579.06	9,905.43	9,567.69	9,332.41						
负债合计	19,489.84	16,949.96	19,855.91	17,476.04	20,042.03	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	119.59	145.26	174.29	266.18	376.29	成长能力					
股本	2,179.37	2,179.37	2,179.37	2,179.37	2,179.37	营业收入	-22.38%	50.79%	13.12%	10.31%	10.57%
资本公积	10,889.88	10,889.66	10,889.66	10,889.66	10,889.66	营业利润	-2382.21%	-147.84%	70.12%	28.83%	21.81%
留存收益	(5,876.27)	(4,964.02)	(3,541.77)	(1,795.91)	296.16	归属于母公司净利润	-1908.47%	-147.44%	55.91%	22.75%	19.83%
其他	(95.58)	(74.90)	(119.47)	(96.65)	(97.01)	获利能力					
股东权益合计	7,216.99	8,175.37	9,582.07	11,442.64	13,644.46	毛利率	17.00%	27.69%	30.70%	31.65%	32.78%
负债和股东权益总计	26,706.83	25,125.32	29,437.99	28,918.68	33,686.49	净利率	-19.83%	6.24%	8.60%	9.57%	10.37%
						ROE	-27.09%	11.36%	15.12%	15.62%	15.77%
						ROIC	287.39%	-1264.19%	-308.46%	-161.01%	-114.37%
						偿债能力					
						资产负债率	72.98%	67.46%	67.45%	60.43%	59.50%
						净负债率	51.02%	17.22%	-10.64%	-40.31%	-51.46%
						流动比率	0.85	1.03	1.30	1.76	1.81
						速动比率	0.67	0.83	1.07	1.53	1.54
						营运能力					
						应收账款周转率	5.99	9.73	7.17	7.17	7.29
						存货周转率	5.78	9.08	8.88	9.00	8.68
						总资产周转率	0.35	0.56	0.61	0.63	0.64
						每股指标(元)					
						每股收益	-0.88	0.42	0.65	0.80	0.96
						每股经营现金流	0.55	2.03	1.64	2.11	1.53
						每股净资产	3.26	3.68	4.32	5.13	6.09
						估值比率					
						市盈率	-16.50	34.78	22.31	18.18	15.17
						市净率	4.47	3.95	3.37	2.84	2.39
						EV/EBITDA	18.09	5.76	4.78	3.92	3.95
						EV/EBIT	245.54	9.11	6.63	5.06	4.14

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(1,958.12)	932.34	1,422.25	1,745.86	2,092.07
折旧摊销	1,807.23	1,886.24	1,214.93	1,031.57	182.72
财务费用	905.24	821.95	759.50	776.76	768.13
投资损失	(4.26)	(14.93)	0.87	0.87	0.87
营运资金变动	(222.79)	811.32	147.46	951.53	185.30
其它	666.88	(13.63)	29.03	91.89	110.11
经营活动现金流	1,194.18	4,423.29	3,574.04	4,598.46	3,339.20
资本支出	1,489.81	1,314.46	127.03	1,756.80	1,264.90
长期投资	2.43	(28.36)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,224.94)	(1,843.15)	(469.63)	(2,008.40)	(1,427.20)
投资活动现金流	(732.70)	(557.05)	(342.60)	(251.60)	(162.30)
债权融资	(506.74)	(3,060.54)	(1,052.55)	(1,262.98)	(1,260.42)
股权融资	92.35	20.46	(44.57)	22.82	(0.36)
其他	(1,275.03)	(520.09)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(1,689.42)	(3,560.17)	(1,097.12)	(1,240.16)	(1,260.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,227.94)	306.07	2,134.32	3,106.70	1,916.13

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com