

万达电影 (002739.SZ)

2024年第一季度利润增长3%，内容业务具备向上可能

增持

核心观点

电影市场复苏，公司2023年收入增长51%。1) 公司2023年收入146.2亿元，同比增长50.8%，主要由于电影市场整体的复苏以及春节档、暑期档的强势助力；归母净利润9.1亿元，扭亏为盈。毛利率27.7%，同比提升10.7个百分点，恢复至2019年的水平；费用率下降至接近2019年的水平，销售/管理/财务/研发费用率分别为4.9%/7.1%/5.5%/0.2%，分别同比-1.8/-3.8/-3.5/-0.1个百分点。2) 2024年第一季度，公司收入38.2亿元，同比增长1.7%；归母净利润3.3亿元，同比增长3.3%；毛利率为30.6%，同比下降0.1个百分点，费用率整体上升0.2个百分点至17.9%。

管理改善，影视业务增长迅速。1) 2023年7月，公司间接控股股东万达文化集团将49%股权转让予上海儒意影视制作有限公司，合计人民币22.6亿元，2023年12月，公司控股股东万达投资再次转让51%股权予儒意投资，合计人民币21.55亿元，公司实际控制人由王健林先生变更为柯利明先生，公司发展进入新阶段。2) 分业务看，2023年公司的观影/广告/商品餐饮/电影制作/电视剧制作/游戏发行收入分别为84.5/13.2/19.4/3.3/7.4/3.8亿，分别同比+56.9%/+8.3%/+39.6%/-12.1%/+388.5%/-2.6%，观影、广告、餐饮收入的增长主要得益于电影行业的复苏，电视剧制作业务强劲增长主要是由于《三大队》《画眉》《他是谁》《最灿烂的我们》等剧集的播出。

内容储备丰富，AI有望助力行业向上。1) 电影方面，除已经定档的《维和防暴队》《穿过月亮的旅行》《我才不要和你做朋友呢》及《白蛇：浮生》之外，《误杀3》《有朵云像你》《我们生活在南京》《骗骗喜欢你》等影片均按照计划拍摄和制作；电视剧方面，《错位》《四方馆》《我的阿勒泰》预计将于年内播出，《正青春》《检察官与少年》《黑夜告白》等剧集正在积极推进中。2) 从行业层面看，人工智能对影视行业产生积极影响，降本提效有助于优质产品的产能释放，同时有利于IP价值深化，对公司的院线及内容制作业务均有较大助力，此外公司还将通过AI技术实现营销物料和文案制作、排片等智能化运营，进一步提高管理效率。

风险提示：行业竞争加剧；内容制作、国内外院线业务经营波动。

投资建议：看好公司的院线端稳健成长和内容端的利润空间，维持“增持”评级。中国电影行业稳步复苏，公司院线市占率维持中国第一，儒意管理层入主提供内容端向上可能。由于行业景气及公司基本面显著向上，我们上调盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为14.7/17.1/19.5亿（原24年为12.8亿），对应24-26年PE为22/19/16x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,695	14,620	16,512	18,364	20,244
(+/-%)	-22.4%	50.8%	12.9%	11.2%	10.2%
净利润(百万元)	-1923	912	1472	1709	1954
(+/-%)	-1908.5%	-147.4%	61.4%	16.1%	14.3%
每股收益(元)	-0.88	0.42	0.68	0.78	0.90
EBIT Margin	-3.5%	12.6%	11.9%	12.5%	12.7%
净资产收益率(ROE)	-27.1%	11.4%	15.9%	16.1%	16.0%
市盈率(PE)	-16.6	35.0	21.7	18.7	16.3
EV/EBITDA	60.2	15.8	23.9	19.8	17.5
市净率(PB)	4.49	3.97	3.45	3.00	2.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·影视院线

证券分析师：张衡 021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉 021-61761058
chenyaorong@guosen.com.cn
S0980523100001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	14.56元
总市值/流通市值	31732/30690百万元
52周最高价/最低价	16.51/9.81元
近3个月日均成交额	530.99百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《万达电影(002739.SZ)-三季度利润转正，海外业务持续恢复》——2022-11-02
- 《万达电影(002739.SZ)-疫情致国内业绩亏损，海外影院恢复较好》——2022-09-01
- 《万达电影(002739.SZ)-疫情反复拖累业绩，静待线下复苏》——2022-05-09

电影市场复苏，公司 2023 年收入增长 51%。1) 公司 2023 年收入 146.2 亿元，同比增长 50.8%，主要由于电影市场整体的复苏以及春节档、暑期档的强势助力；归母净利润 9.1 亿元，扭亏为盈。2) 2024 年第一季度，公司收入 38.2 亿元，同比增长 1.7%；归母净利润 3.3 亿元，同比增长 3.3%。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



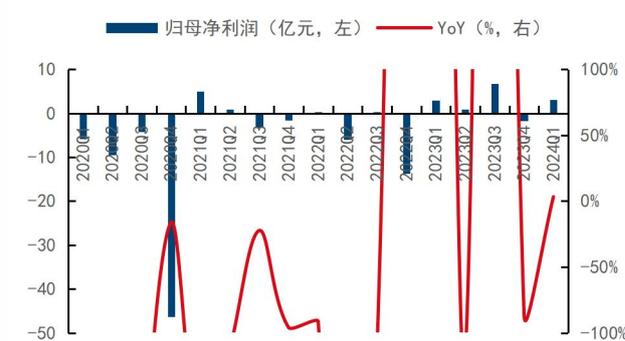
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

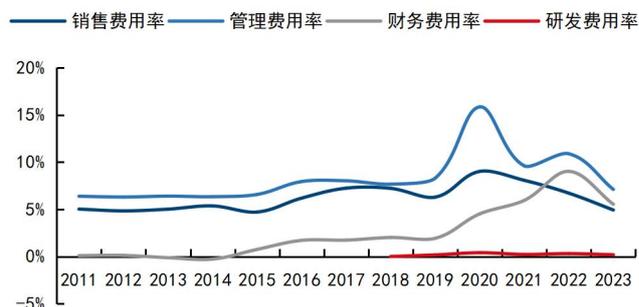
毛利率和费用率基本恢复至 2019 年的水平。1) 2023 年公司毛利率 27.7%，同比提升 10.7 个百分点，恢复至 2019 年的水平；费用率下降至接近 2019 年的水平，销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.9%/7.1%/5.5%/0.2%，分别同比-1.8/-3.8/-3.5/-0.1 个百分点。2) 2024 年第一季度毛利率为 30.6%，同比下降 0.1 个百分点，费用率整体上升 0.2 个百分点至 17.9%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.9%/7.3%/4.7%/0.1%，分别同比+1.0/+0.2/-0.9/-0.1 个百分点。

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况



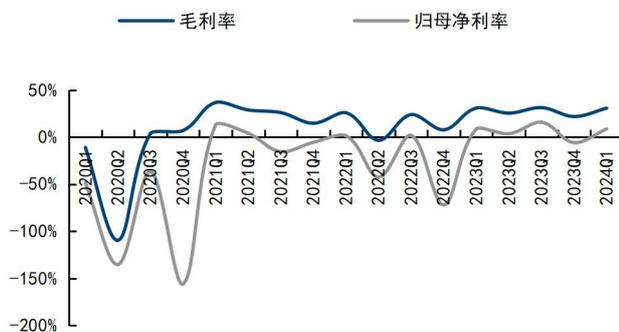
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司年度费用率变化情况



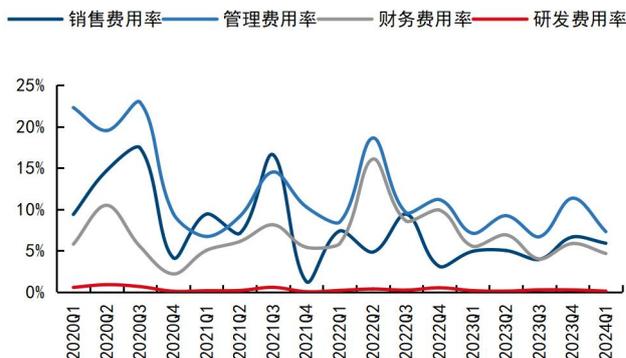
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司季度毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

管理改善，影视业务增长迅速。1) 2023年7月，公司间接控股股东万达文化集团将49%股权转让予上海儒意影视制作有限公司，合计人民币22.6亿元，2023年12月，公司控股股东万达投资再次转让51%股权予儒意投资，合计人民币21.55亿元，公司实际控制人由王健林先生变更为柯利明先生，公司发展进入新阶段。2) 分业务看，2023年公司的观影/广告/商品餐饮/电影制作/电视剧制作/游戏发行收入分别为84.5/13.2/19.4/3.3/7.4/3.8亿，分别同比+56.9%/+8.3%/+39.6%/-12.1%/+388.5%/-2.6%，观影、广告、餐饮收入的增长主要得益于电影行业的复苏，电视剧制作业务强劲增长主要是由于公司年内有4部剧集（《三大队》《画眉》《他是谁》《最灿烂的我们》）的播出。

内容储备丰富，AI有望助力行业向上。1) 内容储备方面，电影方面，除已经定档的《维和防暴队》《穿过月亮的旅行》《我才不要和你做朋友呢》及《白蛇：浮生》之外，《误杀3》《有朵云像你》《我们生活在南京》《骗骗喜欢你》等影片均按照计划拍摄和制作；电视剧方面，《错位》《四方馆》《我的阿勒泰》预计将于年内播出，《正青春》《检察官与少年》《黑夜告白》等剧集正在积极推进中。2) 从行业层面看，人工智能对影视行业产生积极影响，降本提效有助于优质产品的产能释放，同时有利于IP价值深化，对公司的院线及内容制作业务均有较大助力，此外公司还将通过AI技术实现营销物料和文案制作、排片等智能化

运营，进一步提高管理效率。

投资建议：看好公司的院线端稳健成长和内容端的利润空间，维持“增持”评级。中国电影行业稳步复苏，公司院线市占率维持中国第一，儒意管理层入主提供内容端向上可能。由于行业景气及公司基本面显著向上，我们上调盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 14.7/17.1/19.5 亿（原 24 年为 12.8 亿），对应 24-26 年 PE 为 22/19/16x，维持“增持”评级。

表1: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600977. SH	中国电影	增持	11.90	222	-0.12	0.14	0.40	(103)	84	30
601595. SH	上海电影	无评级	31.12	139	0.28	0.51	0.72	111	61	43
603103. SH	横店影视	无评级	16.38	104	0.26	0.53	0.62	63	31	26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3150	3158	4300	5035	5383	营业收入	9695	14620	16512	18364	20244
应收款项	1627	1985	3619	3019	3328	营业成本	8047	10571	11938	13222	14515
存货净额	1725	1494	2959	2537	2774	营业税金及附加	253	219	330	367	405
其他流动资产	1595	942	2642	2387	2632	销售费用	650	736	883	955	1113
流动资产合计	8097	7579	13520	12978	14117	管理费用	1055	1224	1355	1485	1593
固定资产	2355	1992	2642	3696	4656	研发费用	30	31	36	40	45
无形资产及其他	848	847	813	779	745	财务费用	874	794	246	286	270
投资性房地产	15330	14660	14660	14660	14660	投资收益	4	15	20	20	20
长期股权投资	76	47	49	51	53	资产减值及公允价值变动	399	273	50	50	50
资产总计	26707	25125	31684	32165	34231	其他收入	(988)	(517)	(36)	(40)	(45)
短期借款及交易性金融负债	4611	2410	4997	4500	4500	营业利润	(1767)	845	1793	2078	2374
应付款项	1287	1424	2631	2356	2576	营业外净收支	(59)	(20)	(10)	(8)	(7)
其他流动负债	3587	3538	4972	4691	4798	利润总额	(1826)	825	1783	2070	2367
流动负债合计	9485	7371	12599	11547	11874	所得税费用	132	(107)	267	311	355
长期借款及应付债券	2221	2156	2156	2156	2156	少数股东损益	(35)	20	43	50	58
其他长期负债	7784	7423	7503	7583	7663	归属于母公司净利润	(1923)	912	1472	1709	1954
长期负债合计	10005	9579	9659	9739	9819	现金流量表 (百万元)					
负债合计	19490	16950	22258	21286	21693	净利润	(1923)	912	1472	1709	1954
少数股东权益	120	145	189	239	297	资产减值准备	378	(126)	134	138	134
股东权益	7097	8030	9237	10639	12241	折旧摊销	1191	1256	301	392	490
负债和股东权益总计	26707	25125	31684	32165	34231	公允价值变动损失	(399)	(273)	(50)	(50)	(50)
关键财务与估值指标						财务费用	874	794	246	286	270
每股收益	(0.88)	0.42	0.68	0.78	0.90	营运资本变动	733	797	(1944)	939	(249)
每股红利	0.40	0.39	0.12	0.14	0.16	其它	(429)	128	(90)	(87)	(76)
每股净资产	3.26	3.68	4.24	4.88	5.62	经营活动现金流	(448)	2694	(178)	3041	2202
ROIC	-8.04%	9.59%	10%	10%	11%	资本开支	0	(951)	(1000)	(1500)	(1500)
ROE	-27.09%	11.36%	16%	16%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	28%	28%	28%	28%	投资活动现金流	(2)	(923)	(1002)	(1502)	(1502)
EBIT Margin	-3%	13%	12%	12%	13%	权益性融资	31	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	21%	14%	15%	15%	负债净变化	65	(65)	0	0	0
收入增长	-22%	51%	13%	11%	10%	支付股利、利息	(863)	(849)	(265)	(308)	(352)
净利润增长率	-1908%	-147%	61%	16%	14%	其它融资现金流	1138	64	2587	(497)	0
资产负债率	73%	68%	71%	67%	64%	融资活动现金流	(427)	(1763)	2322	(804)	(352)
股息率	2.7%	2.7%	0.8%	1.0%	1.1%	现金净变动	(877)	8	1142	735	349
P/E	(16.6)	35.0	21.7	18.7	16.3	货币资金的期初余额	4027	3150	3158	4300	5035
P/B	4.5	4.0	3.5	3.0	2.6	货币资金的期末余额	3150	3158	4300	5035	5383
EV/EBITDA	60.2	15.8	23.9	19.8	17.5	企业自由现金流	0	3179	(970)	1782	928
						权益自由现金流	0	3178	1408	1042	699

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032