

2024年06月29日
万达电影(002739.SZ)

SDIC

 **公司深度分析**

证券研究报告

影视

院线龙头强者恒强，内容互补如虎添翼

目 儒意成为实控方，院线发行（渠道）与电影投资（内容）强强联合。儒意的顶尖内容制作能力与万达电影的线下影院渠道互为补充，公司步入全新发展阶段后将（1）继续拓展院线板块市场份额：在保障影院质量和盈利能力的前提下继续大力拓展直营影院，并对直营影院提质升级；同时公司也会在统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理的原则下发展轻资产业务；（2）不断提高内容板块产出能力：公司会借助儒意在影视内容研发、制作及宣发领域的优势实现资源共享和优势互补，制作出更多优质作品，增厚上游内容。

目 院线板块：轻重并举提升份额，持续积极拓展优质影院。2023年，公司积极寻找和筛选优质项目，重点拓展旗下高端品牌寰映影院，确保项目质量和盈利能力，全年新开业直营影院7家。与此同时，为降低资本支出、提高院线市场份额，公司继续发展优质轻资产影院，新开业轻资产影院79家，新签约项目约156个，项目发展规模和经营质量均稳步提升。截至2023年末，公司国内拥有已开业影院905家，7546块银幕，其中直营影院709家，6156块银幕，轻资产影院196家，1390块银幕；公司澳洲院线拥有影院61家，529块银幕。

目 内容板块：影剧游“三驾马车”驱动，步入内容收获之年。公司将在电影院基本盘的基础上，以内容为王，将内容做大做强，其中万达影视主要定位精品院线电影的创作，新媒诚品聚焦精品电视剧集的开发，互爱互动主要负责海内外游戏的发行。2024年，影、剧、游步入丰产期预计将带动内容板块收入提升。

目 投资建议：我们预计公司2024-2026年的营业收入为162.86亿元、178.80亿元、194.57亿元，归母净利润为14.00亿元、16.97亿元、19.77亿元，EPS为0.64元、0.78元、0.91元。院线板块轻重并举扩增影院数量，目标将市场份额提升到20%以上，内容板块借助于儒意行业顶尖的内容制作能力，电影&电视剧的出品能力有望再上台阶。我们给予公司2024年25倍的PE估值，对应目标价为16.0元，首次覆盖给予“增持-A”评级。

目 风险提示：电影票房不及预期，业务整合不及预期，影院行业竞争加剧，假设为与计算不及预期，影视行业监管政策变化等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	9,695.3	14,619.7	16,285.8	17,880.4	19,456.9
净利润	-1,923.0	912.2	1,400.1	1,696.7	1,976.8
每股收益(元)	-0.88	0.42	0.64	0.78	0.91
每股净资产(元)	3.26	3.68	4.36	5.14	6.05

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	-14.2	30.0	19.5	16.1	13.8
市净率(倍)	3.9	3.4	2.9	2.4	2.1
净利润率	-19.8%	6.2%	8.6%	9.5%	10.2%
净资产收益率	-27.1%	11.4%	14.7%	15.1%	15.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	287.4%	-1,264.2%	-324.4%	-254.4%	-118.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

投资评级

增持-A
首次评级

6个月目标价

16.0元

股价(2024-06-28)

12.09元

交易数据

总市值(百万元)	26,348.57
流通市值(百万元)	25,483.77
总股本(百万股)	2,179.37
流通股本(百万股)	2,107.84
12个月价格区间	10.02/16.1元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.4	-18.9	4.9
绝对收益	-9.5	-20.6	-5.0

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

王晶晶

分析师

SAC 执业证书编号：S1450524040002

wangjj6@essence.com.cn

相关报告

目 录

1. 万达电影：院线龙头强者恒强，内容互补如虎添翼	4
1.1. 主营业务：影院相关业务强势复苏，2023 年扭亏为盈	4
1.2. 股权结构：儒意入主，院线发行与电影投资强强联合	6
2. 院线板块：加固院线龙头地位，重点关注资产质量	9
2.1. 规模优势突出，直营影院市占率第一，院线市占率第二	9
2.2. 经营效率领先，观影人次与票价具备上行空间	10
2.3. 非票业务出彩，卖品及广告创收能力强	14
3. 内容板块：强化内容出品能力，增厚上游内容产出	16
3.1. 电影&电视剧：产业链资源整合加速，出品能力跃升可期	16
3.2. 游戏：借力出海大势，新游海外表现亮眼	17
3.3. AI：助力产业效率提升，利好内容供给	18
4. 盈利预测	19
5. 风险提示	21

目 录

图 1. 2019-2023 年万达电影各业务板块收入分布	4
图 2. 2019-2023 年票房、商品销售及电影广告收入及同比增速	5
图 3. 2019-2023 年票房、商品销售及电影广告贡献毛利润及毛利率	5
图 4. 2019-2023 年公司营业收入及同比增速	6
图 5. 2019-2023 年公司归母净利润及毛利率	6
图 6. 万达电影变更实控人后的股权结构（截至 2024 年一季报）	7
图 7. 2019-2023 年万达院线分账票房收入及同比增速	11
图 8. 2019-2023 年万达院线观影人次及同比增速	11
图 9. 2019-2023 年全国票房分城市占比	12
图 10. 2019-2023 年万达院线票房分城市占比	12
图 11. 万达院线场均人次、平均票价对比市场平均水平	12
图 12. 电影票价构成	13
图 13. 2019-2023 年部分特效厅品牌票房	14
图 14. 2022 年万达电影 IMAX 大中华区市占率	14
图 15. 《白蛇：浮生》定档暑期档	17
图 16. 《维和防暴队》上映五一档	17
图 17. 《追风者》豆瓣评分 7.8	17
图 18. 改编自李娟同名散文集的《我的阿勒泰》	17
图 19. 全球首部 AI 长篇电影《Our T2 Remake》	18
图 20. 国内 AI 动画短片《西游记-猴王问世》	18
表 1: 万达电影变更实控人后的高管团队履历	7
表 2: 2016-2023 年公司影院数量（家）及银幕数（块）	9
表 3: 2015-2023 年万达影投市占率稳居第一（以分账票房计）	10
表 4: 2015-2023 年万达院线市占率位居第二（以分账票房计）	10
表 5: 2016-2023 年公司直投影院单银幕票房、单影院观影人次及平均票价	11
表 6: 2019-2023 年国内特效厅数量及票房占比	13
表 7: 2023 年 TOP10 院线综合服务费率情况	14
表 8: 2016-2023 年公司非票收入及 ARPU	15

表 9: 2019-2023 年公司电影及电视剧制作发行情况	16
表 10: 互爱互动游戏产品矩阵	18
表 11: 公司细分业务收入预测	19
表 12: 可比公司估值表	20

1. 万达电影：院线龙头强者恒强，内容互补如虎添翼

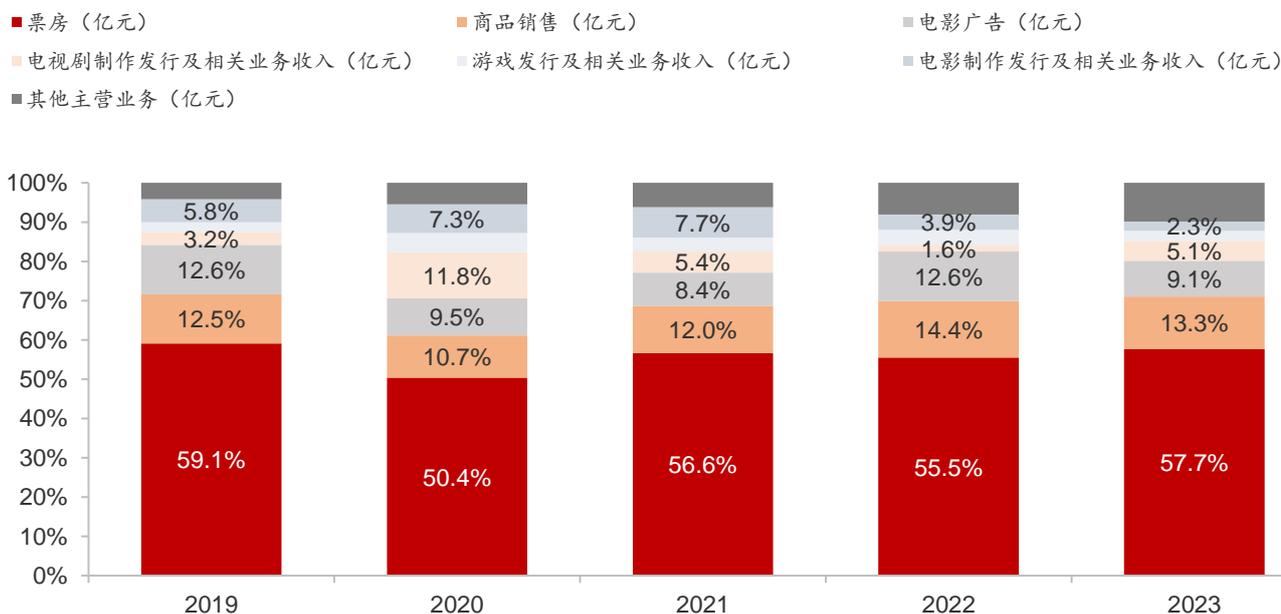
1.1. 主营业务：影院相关业务强势复苏，2023 年扭亏为盈

万达电影股份有限公司（002739.SZ）成立于 2005 年，前身为万达院线，2015 年万达院线成功实现深交所主板上市，成为我国院线第一股。基于整合电影产业链资源及打造包括院线终端平台、传媒营销平台、影视 IP 平台、线上业务平台、影游互动平台在内的五大业务平台的战略思维，2017 年公司正式更名为万达电影。依托于万达广场的优质业态支持，业内一流的规模化、标准化院线运营能力及全球领先水准的放映技术，公司实现院线电影放映业务规模的快速扩张，迅速成为院线行业领军企业。2018 年通过资产重组将万达影视装入上市公司体内，业务布局从下游电影放映向上延伸到电影投资、制作与发行，形成覆盖电影全产业链的业务版图，并新增电视剧制作与发行、网络游戏研发与发行等业务。

全产业链布局构筑宽广护城河，渠道 X 内容正向循环。公司通过整合并购、战略合作等方式实现院线的横向快速扩张，也积极纵向覆盖电影全产业链，不断扩大影视产业版图。目前，公司已形成覆盖电影投资、制作、发行、放映的全产业链布局，儒意入主后更是实现渠道与内容强强联合，进一步提升公司在国内电影产业的影响力与综合实力。一方面，通过院线电影放映业务，公司能够对消费者观影行为进行深入洞察与分析，更好地把握消费者观影类型需求与影片偏好变化趋势，从而为电影投资制作决策提供有力的数据支持；另一方面，贴合消费者需求偏好的优质影视作品能够进一步推动放映业务增长，形成良好的正循环业务闭环。

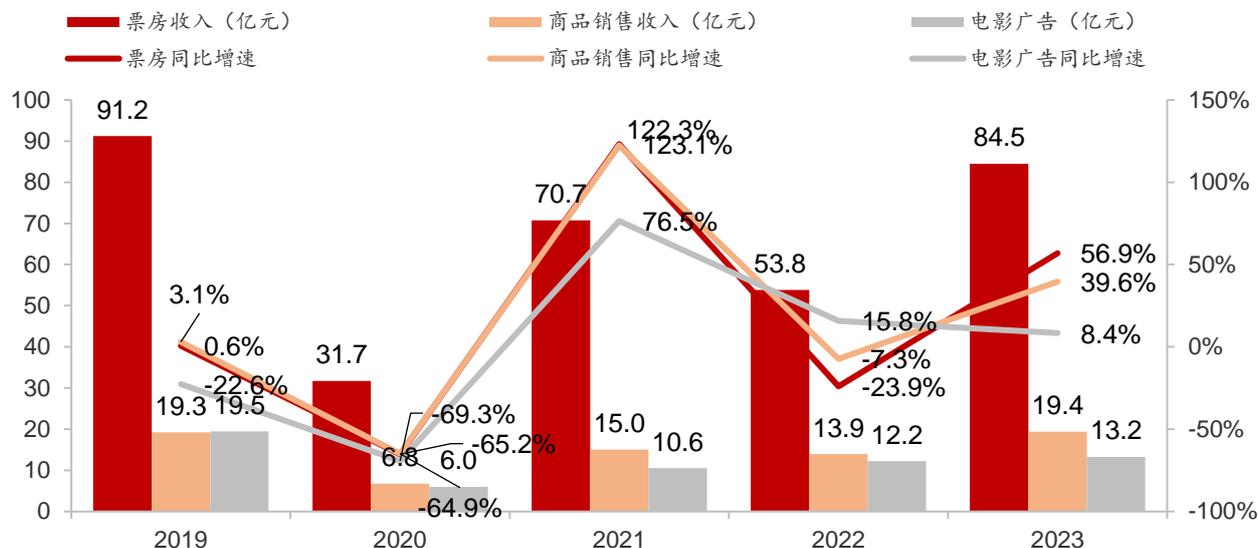
影院相关业务与电影电视剧制作发行为收入基石。（1）影院相关业务收入来源包括票房以及商品销售、电影广告等非票业务，影院相关业务收入占比营业总收入的 80%左右，其中非票业务占比影院相关业务收入的 30%以上。2023 年公司票房收入、商品销售收入、电影广告收入达 84.5 亿元、19.4 亿元、13.2 亿元，同比增长 56.9%、39.6%、8.4%。（2）电影制作宣发的运营主体为万达影视，2018 年 11 月通过发行股份购买资产的方式装入上市公司。影片发行主要由万达影视的联营公司五洲发行执行，五洲发行是由万达影视主导，联合大地时代电影发行、广州金逸影视传媒、横店电影院线共同投资的以电影发行、营销策划为一体的电影发行公司。该项业务收入受当年上映影片票房影响较大。（3）电视剧业务的运营主体为新媒诚品，是万达影视的控股子公司。（4）游戏业务的运营主体为互爱互动，是万达影视的控股子公司。（5）其他主营业务包括影厅租赁、设备租赁、影厅冠名收入等。

图1. 2019-2023 年万达电影各业务板块收入分布



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

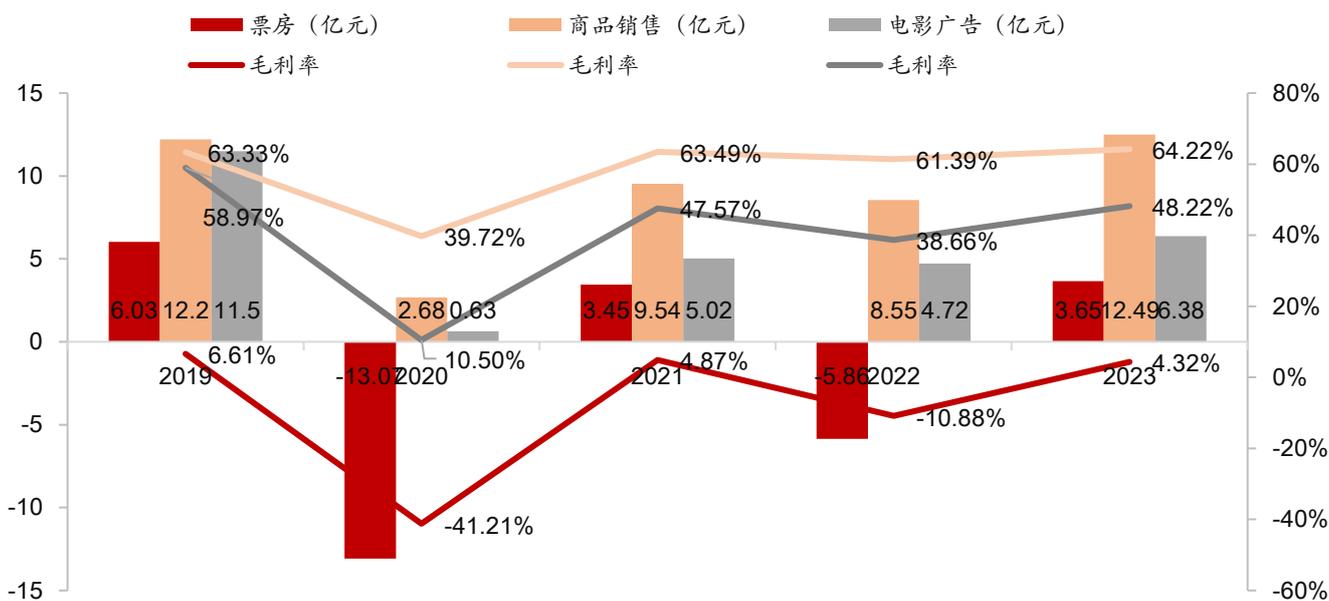
图2. 2019-2023 年票房、商品销售及电影广告收入及同比增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

非票业务贡献毛利润大头，毛利率显著高于票房业务。从毛利润贡献度来看，商品销售>电影广告>票房。以尚未受到疫情干扰的2019年为基准，票房、商品销售、电影广告贡献毛利润6.03亿元、12.2亿元、11.5亿元，毛利率分别为6.61%、63.33%、58.97%。2020-2022年影院大面积停工停产，受到最大影响的票房业务2020年与2022年毛利润大额亏损，但商品销售收入显示出较强刚性，2021年与2022年贡献毛利润9.54亿元、8.55亿元。从毛利率水平来看，非票业务毛利率显著高于票房业务，但票房业务是整个影院相关业务的基石，非票业务也是在票房业务的基础上开展的。票房业务核算的成本包括：(1)分账成本：按照现行票房分账规则，影院和院线需向制片方和发行方支付净票房的43%；(2)固定成本：包括租金、物业费、职工薪酬、折旧摊销、其他固定成本等，万达店影院的租金为净票房的11%。

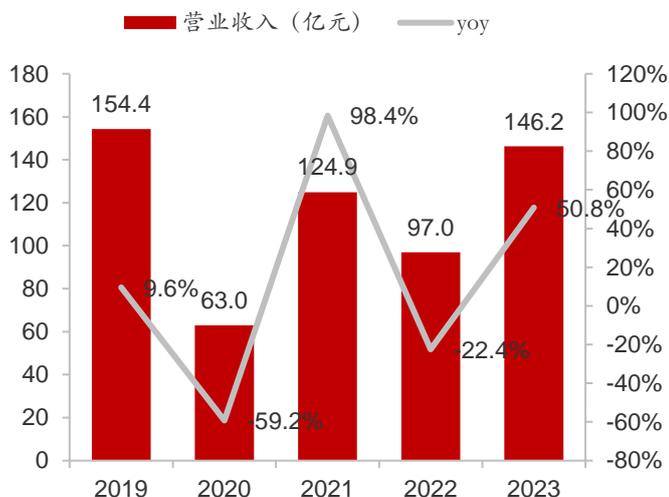
图3. 2019-2023 年票房、商品销售及电影广告贡献毛利润及毛利率



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

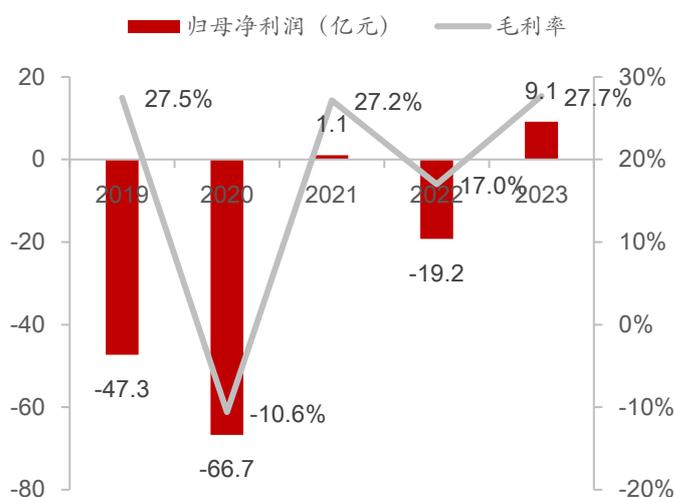
受益于线下放映市场回暖，2023 年实现扭亏为盈。公司业务结构中影院相关业务占据重要地位，其经营状况与票房大盘息息相关，2020 年以来业绩波动较大。2023 年，国内电影市场强势复苏，整体表现超预期；国内电影市场票房 549.15 亿元，同比增长 83.4%；观影人次 12.99 亿，同比增长 82.5%。2023 年，公司实现营业收入 146.20 亿元，同比增长 50.8%，恢复至 2019 年的 94.6%；其中，国内影院实现票房收入 75.6 亿元（不含服务费），同比增长 72.2%，恢复至 2019 年的 96.4%；观影人次 1.86 亿，同比增长 69.1%，恢复至 2019 年的 92.7%。2023 年，公司扭亏为盈，实现归母净利润 9.1 亿元，扣非归母净利润 7.2 亿元。此外，澳洲院线经营稳定，2023 年实现票房收入 14.01 亿元（含税），同比增长 13%，观影人次 1615 万，同比增长 5.5%。

图4. 2019-2023 年公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图5. 2019-2023 年公司归母净利润及毛利率



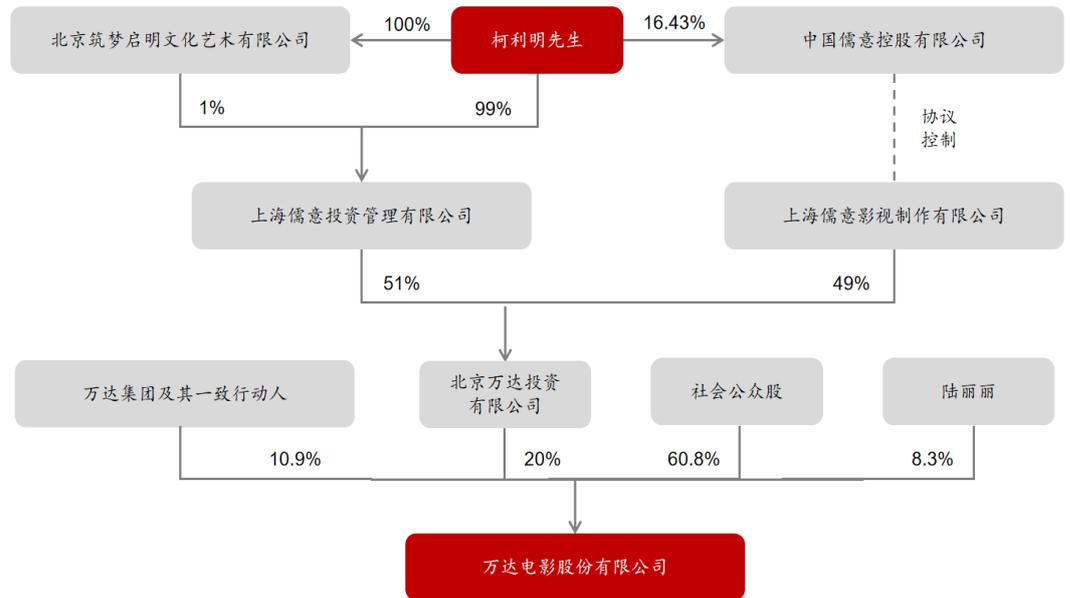
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

1.2. 股权结构：儒意入主，院线发行与电影投资强强联合

根据公司公告：(1) 2023 年 7 月 10 日，万达投资与陆丽丽女士签署股份转让协议，以 21.726 亿元的价格转让 1.80 亿股的万达电影股份，对应转让价格为 12.07 元/股。(2) 2023 年 7 月 20 日，万达集团与上海儒意（中国儒意全资子公司）签署股权转让协议，以 22.62 亿元的价格转让万达投资的 49% 股权，对应万达电影股份的转让价格为 10.59 元/股。(3) 2023 年 12 月 12 日，万达集团、北京珩润、王健林先生与儒意投资签署股权转让协议，以 21.55 亿元的价格转让万达投资的 51% 股权，对应万达电影股份的转让价格为 9.69 元/股。

儒意影业入主，实控人转换完成。2024 年 4 月 15 日，万达电影的间接控股股东完成股权转让，万达电影的实际控制人由王健林先生变更为柯利明先生。截至目前，万达电影的控股股东万达投资直接持有万达电影的 20% 股权，实控人柯利明先生通过儒意投资（柯利明先生全资企业）持有万达投资的 51% 股权、通过中国儒意（香港上市公司，柯利明先生间接持股 16.34%）持有万达投资的 49% 股权。此外，陆丽丽女士持有万达电影的 8.26% 股权。

图6. 万达电影变更实控人后的股权结构（截至 2024 年一季度）



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

万达电影完成实控人变更后，原万达高管团队和原儒意高管团队重组，预计将带领公司的院线业务、影视业务、游戏业务步入全新的发展阶段。

- 实际控制人：柯利明先生具备金融投资与影视制片的双重背景，创立儒意影业后深耕影视行业，成功出品包括《致青春》《琅琊榜》《芈月传》在内的一系列作品。
- 影视制作业务：现任董事长兼总裁陈曦女士分管，陈曦女士为业内知名制片人，此前担任上海儒意的总裁，曾作为制片人投资制作了《人再囧途之泰囧》、《煎饼侠》、《唐人街探案》、《动物世界》、《送你一朵小红花》、《你好，李焕英》等优质影片。
- 院线业务：继续由执行总裁陈洪涛先生分管。陈洪涛先生自 2000 年加入万达集团、2021 年加入万达电影，非常熟悉万达商管和万达影院。
- 游戏业务：由龚峤先生分管，龚峤先生此前担任儒意景秀的总经理，曾在盛大游戏、奇虎三六零、天神娱乐、中文在线等公司分管游戏业务。

表1：万达电影变更实控人后的高管团队履历

姓名	职位	分管业务	履历
柯利明	实际控制人	-	毕业于澳大利亚格里菲斯大学，金融硕士 历任香港 Persistent Hedge 对冲基金管理公司高级分析师、华视影视投资（北京）有限公司总经理 2009 年，收购晴空碧水 100% 股权并更名为儒意影业 2021 年至今，担任中国儒意（0136.HK）董事长
陈曦	董事长/总裁	统筹整体发展，重点分管影视制作业务	毕业于中央戏剧学院，表演专业学士学位，清华大学五道口金融学院金融 EMBA 2013-2010 年，演员 2010 年开始担任制片人，投资制作了《人再囧途之泰囧》、《煎饼侠》、《唐人街探案》、《动物世界》、《送你一朵小红花》、《你好，李焕英》等优质影片 2015 年，加入儒意影业并担任总经理 2024 年 1 月，加入万达电影并担任董事长、总裁
陈洪涛	董事/执行总裁	分管院线业务	毕业于四川师范大学，法学学士 2000 年，加入万达集团，曾任万达商管首席总裁助理兼商业规划中心总经理 2021 年，加入万达电影并担任执行总裁
龚峤	董事	分管游戏业务	2006-2010 年，担任光宇游戏集团 COO 2010-2014 年，担任盛大游戏工作室总经理

2014-2017 年，担任奇虎三六零移动游戏事业部总经理
 2017-2018 年，担任天神娱乐副总经理
 2018-2019 年，担任中文在线游戏事业部总经理
 2020-2022 年，担任 NBA 体育文化发展有限责任公司战略顾问
 2022-2024 年，加入中国儒意并担任儒意景秀总经理
 2024 年 1 月，加入万达电影

王会武

董事/副
总裁/董
秘分管证券及
传媒业务

毕业于东北财经大学，工商管理硕士学位，高级会计师
 历任大连光华会计师事务所审计部经理，大通证券股份有限公司投资银行部区域投行负责人
 2004 年加入万达集团，历任万达集团投资部副总经理，万达商业地产投资证券部副总经理
 2014 年，加入万达电影，现任副总裁、董事会秘书

黄朔

副总裁/
财务负
责人分管人事、
财务、法律
工作

毕业于北京大学光华管理学院，会计专业硕士学位，会计师
 2009 年，加入万达集团，曾任万达集团财务部副总经理
 2016 年，加入万达电影，现任副总裁、财务负责人

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

中国儒意成为万达电影实控方，院线发行（渠道）与电影投资（内容）强强联合。中国儒意的业务板块与万达电影互为补充，其中（1）儒意影业为上游影视制作公司，初期内容嗅觉灵敏，出品数部电影电视剧票房佳作，后期以制片人角色深入前端制作，电影票房及电视剧收视表现优异。2024 年春节档公司参与出品的《第二十条》、《热辣滚烫》、《飞驰人生 2》、《熊出没·逆转时空》四部电影占据票房榜前四。（2）儒意景秀主攻游戏业务，背靠腾讯的技术服务与渠道拓展，已发布游戏《乱世逐鹿》、《传奇天下》等。（3）南瓜电影为线上流媒体平台，通过效仿海外 Netflix 纯付费、无广告运营模式，提供全球海量优质作品。渠道与内容强强联合后，万达电影有望在电影产业链上占据更为有利地位与更大话语权。

此外，儒意与万达双方秉持对电影产业未来发展的相似观点，即向制片人中心制、工业化转型的产业发展方向。制片人中心制，不同于中国电影行业传统的导演中心制，以负责平衡艺术与商务的制片人为中心，形成电影制作团队，并负责影片的高质量生产制作。电影工业化转型意味着打造电影创作、制作环节的标准化流程，把关电影制作质量，提高电影产业制作效率，保障投资效益。

公司未来主要战略方向包括：（1）继续拓展院线板块市场份额：在保障影院质量和盈利能力的前提下继续大力拓展直营影院，并对直营影院提质升级；同时公司也会在统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理的原则下发展轻资产业务。（2）不断提高内容板块产出能力：公司会借助儒意在影视内容研发、制作及宣发领域的优势实现资源共享和优势互补，制作出更多优质作品，增厚上游内容。公司也将结合自身优势在影片发行领域进一步发力。（3）公司将利用时光网平台重点发展衍生品业务。时光网是公司重要的业务板块，包括时光资讯、时光研究院、时光评分、时光观影团、时光衍生品，并依托现有影院资源，重点发展衍生品业务及非票业务，提高非票收入。

2. 院线板块：加固院线龙头地位，重点关注资产质量

2.1. 规模优势突出，直营影院市占率第一，院线市占率第二

万达电影与旗下大部分影院为资产联结关系，也称直营型，采取直营连锁方式经营，由院线直接投资或建设影院，并对旗下影院进行统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理。属于“重资产”运营模式，通常对旗下影院管控能力较强，院线分账比例较高。在国内电影市场的上行周期，万达直营影院以优质影院资产获得遥遥领先的市场份额并积累良好口碑。后疫情时代，电影市场进入下行周期，直营型影院的重资产投入负担较大，公司快速拓展轻资产影院，也称签约加盟型，院线与影院之间通过签订加盟合同建立合作关系。院线公司主要负责统一排片，加盟影院拥有一定的经营自主权，属于“轻资产”运营模式。

2023年，万达电影院线板块业务快速恢复，国内直营影院实现票房75.6亿元（不含服务费），恢复至2019年的96.4%；观影人次1.86亿，恢复至2019年的92.7%。凭借精细化管理能力和创新经营模式，万达影院品牌竞争力和优质影院数量不断提升，全国票房前10名影院中公司占据3席，40家万达影院跻身全国票房前100名，公司直营影院整体盈利能力不断提升，放映终端实力进一步稳固。

轻重并举提升份额，持续积极拓展优质影院。2023年，公司积极寻找和筛选优质项目，重点拓展旗下高端品牌寰映影院，确保项目质量和盈利能力，全年新开业直营影院7家。与此同时，为降低资本支出、提高院线市场份额，公司继续发展优质轻资产影院，新开业轻资产影院79家，新签约项目约156个，项目发展规模和经营质量均稳步提升。截至2023年12月31日，公司国内拥有已开业影院905家，7,546块银幕，其中直营影院709家，6,156块银幕，轻资产影院196家，1,390块银幕；公司澳洲院线拥有影院61家，529块银幕。

预期市占率稳步提升，重点关注影院资产质量。在国内电影行业复苏阶段，虽然市场份额很重要，但盈利能力更重要，因此公司目前侧重于影院的经营和创收，投资侧重最优质的影院、地段和商业广场，其余可以采取品牌输出模式，减少投资规模，从而更游刃有余地规划资产。目前直投影院主要定位在一线和新一线城市的标杆项目，结合当地经济发展产生聚拢效应，今后也将在这些区域加大开发力度。其余区域将采取轻资产投资模式，并将当地客群引流至线上APP及小程序，助力公司全国性布局规划。2016-2023年，据猫眼专业版统计，按照分账票房计（不含服务费），万达直投影院市占率由13%左右增长至15%以上；万达院线市占率也从13%上升至2023年的16.8%。

表2：2016-2023年公司影院数量（家）及银幕数（块）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国内影院数量（家）	348	463	541	603	700	790	825	905
直营影院（家）	348	463	541	603	647	699	704	709
净增（家）		115	78	62	44	52	5	5
轻资产影院（家）					53	91	121	196
国内银幕数量（块）	3,127	4,134	4,807	5,343	6,099	6,750	6,972	7,546
直营影院（块）	3,127	4,134	4,807	5,343	5,696	6,063	6,110	6,156
单影院银幕数（块）	8.99	8.93	8.89	8.86	8.80	8.67	8.68	8.68
轻资产影院（块）					403	687	862	1390
单影院银幕数（块）					7.60	7.55	7.12	7.09
境外影院数量（家）	53	53	54	53	53	56	56	61
境外银幕数量（块）	437	437	472	463	467	493	493	529

资料来源：公司公告，国投证券研究中心整理

表3：2015-2023 年万达影投市占率稳居第一（以分账票房计）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
万达影投	12.8%	13.4%	12.8%	12.8%	12.6%	14.1%	14.2%	16.0%	15.5%
横店影投	3.4%	3.7%	3.5%	3.4%	3.4%	3.6%	3.5%	3.6%	3.6%
CGV 影投	1.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.8%	2.6%	2.5%	2.7%
星轶影投	-	0.2%	0.3%	0.5%	0.8%	1.3%	1.9%	2.2%	2.4%
金逸影投	3.2%	3.1%	2.6%	2.3%	2.3%	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%
大地影投	2.4%	2.7%	2.9%	2.9%	3.0%	3.1%	2.9%	2.6%	2.2%
博纳影投	2.1%	2.2%	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	2.1%	2.2%
中影影投	3.1%	3.2%	2.8%	2.6%	2.6%	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%
幸福蓝海	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.5%	1.6%	1.8%	1.9%
百老汇影投	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%

资料来源：猫眼专业版，国投证券研究中心整理

表4：2015-2023 年万达院线市占率位居第二（以分账票房计）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国电影院线	20.1%	22.7%	23.0%	22.3%	20.7%	19.8%	19.8%	20.5%	21.1%
万达院线	12.2%	13.4%	13.0%	13.6%	13.7%	15.1%	15.2%	16.9%	16.8%
上海联合院线	6.4%	7.8%	8.0%	7.9%	7.9%	7.6%	7.7%	7.3%	8.2%
大地院线	7.4%	8.1%	8.6%	9.9%	9.8%	9.7%	9.5%	8.0%	6.7%
幸福蓝海院线	2.8%	3.1%	3.2%	3.4%	4.0%	4.0%	4.1%	4.4%	4.3%
横店院线	4.1%	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%
金逸院线	6.0%	6.1%	5.4%	4.9%	4.8%	4.1%	4.3%	4.3%	4.1%
华夏联合院线	2.6%	3.2%	3.4%	3.5%	3.7%	3.5%	3.5%	3.2%	3.2%
浙江时代院线	3.2%	3.2%	3.0%	3.1%	3.0%	2.9%	2.9%	3.1%	3.1%
博纳院线	-	-	-	-	0.8%	1.6%	1.7%	2.1%	2.3%

资料来源：猫眼专业版，国投证券研究中心整理

2.2. 经营效率领先，观影人次与票价具备上行空间

万达电影直投影院经营效率行业领先。在对旗下直营影院管理方面，公司形成了强大的管控能力，高效的执行能力，规模化的运营能力和创新的营销能力，能保证影院在各方面的统一，经营效率显著高于行业平均水平；在对轻资产影院管理方面，公司通过提供全过程、全业务、全整合的降本、保质、增效、赋能服务，从而提升轻资产影院盈利能力和公司收益水平。

从直投影院的经营数据看，2016-2023 年公司单银幕票房与单银幕观影人次均高于全国影院平均 100%以上，2023 年单银幕票房达 1245 万/年（高于全国影院平均 188%）、单银幕观影人次达 26.94 万/家（高于全国影院平均 164%），分别恢复到 2019 年的 92%、85%；与此同时，公司直投影院平均票价与全国影院平均票价数据相差不大。

表5: 2016-2023 年公司直投影院单银幕票房、单影院观影人次及平均票价

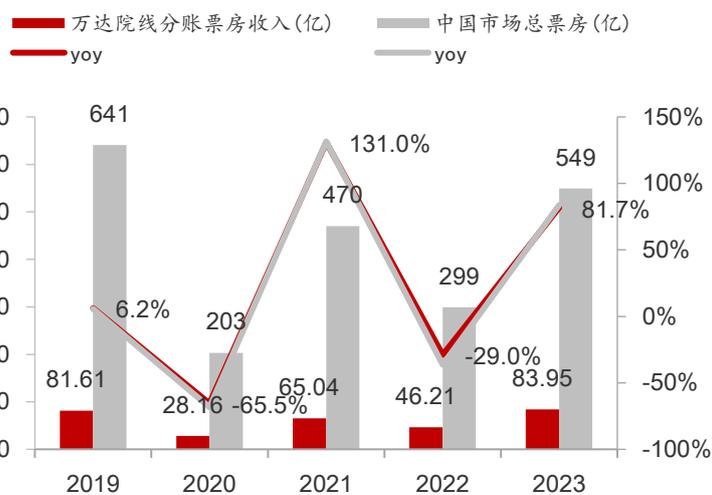
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
直投影院(家)	348	463	541	603	647	699	704	709
直投影院票房(亿)	60.97	70.67	76.98	81.18	29.38	68.36	49.19	88.25
单银幕票房(万/年)	1752	1526	1423	1346	454	978	699	1245
高于全国影院平均	240%	154%	145%	140%	168%	159%	193%	188%
观影人次(亿)	1.61	1.77	1.87	1.91	0.73	1.56	1.06	1.91
单影院观影人次(万/家)	46.26	38.23	34.57	31.67	11.26	22.32	15.06	26.94
高于全国影院平均	198%	119%	110%	110%	146%	138%	166%	164%
平均票价(元)	38.0	40.0	41.3	42.6	40.3	43.7	46.4	46.2
高于全国影院平均	15%	16%	17%	15%	9%	8%	10%	9%

资料来源:猫眼专业版,国投证券研究中心整理

注:按照总票房计(含服务费),只考虑万达直投影院未考虑轻资产影院

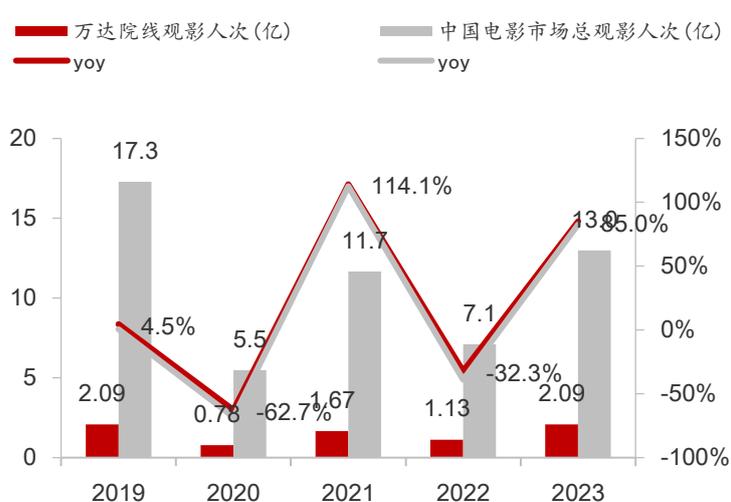
从“量价”逻辑来看,票房收入取决于观影人次的“量”及平均票价的“价”。从票房收入、观影人次来看,近五年万达电影分账票房收入、观影人次增速较大程度依赖于中国市场总票房、总观影人次情况。2023年,中国电影市场进入快速恢复上行区间,带动万达院线分账票房收入、观影人次双双上升,分别为84.0亿元、2.1亿次。

图7. 2019-2023 年万达院线分账票房收入及同比增速



资料来源:猫眼专业版,国投证券研究中心

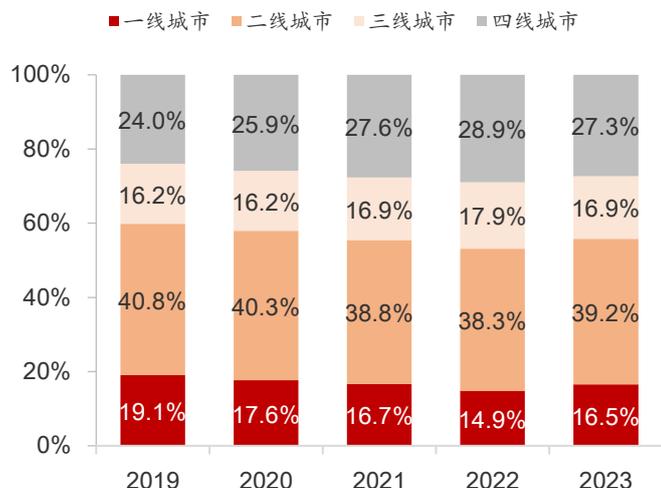
图8. 2019-2023 年万达院线观影人次及同比增速



资料来源:猫眼专业版,国投证券研究中心

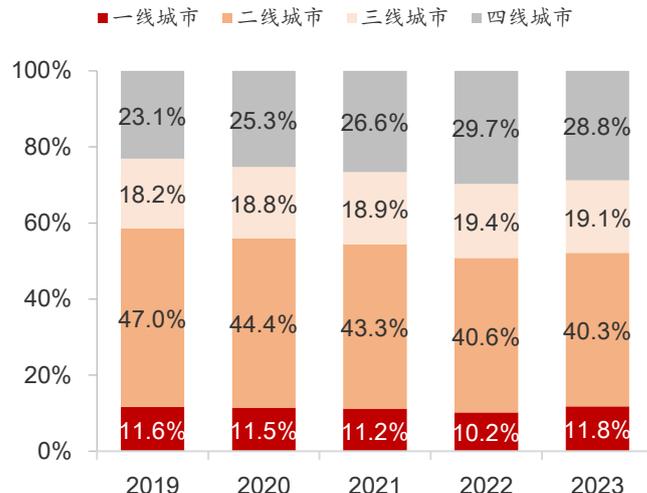
“量”的增长逻辑在于,万达院线顺应放映市场新趋势,前瞻性布局下沉市场。分城市来看,近五年以四线城市为代表的下沉市场票房逐步爬升,从2019年的24.0%上升至2023年的27.3%。下沉市场成为票房新增量。对比全国票房分城市占比,万达院线抓住市场新机遇,持续拓展三、四线城市票房份额,分别从2019年的18.2%、23.1%上升至2023年的19.1%、28.8%,实现观影人次的进一步突破。

图9. 2019-2023 年全国票房分城市占比



资料来源：猫眼专业版，国投证券研究中心

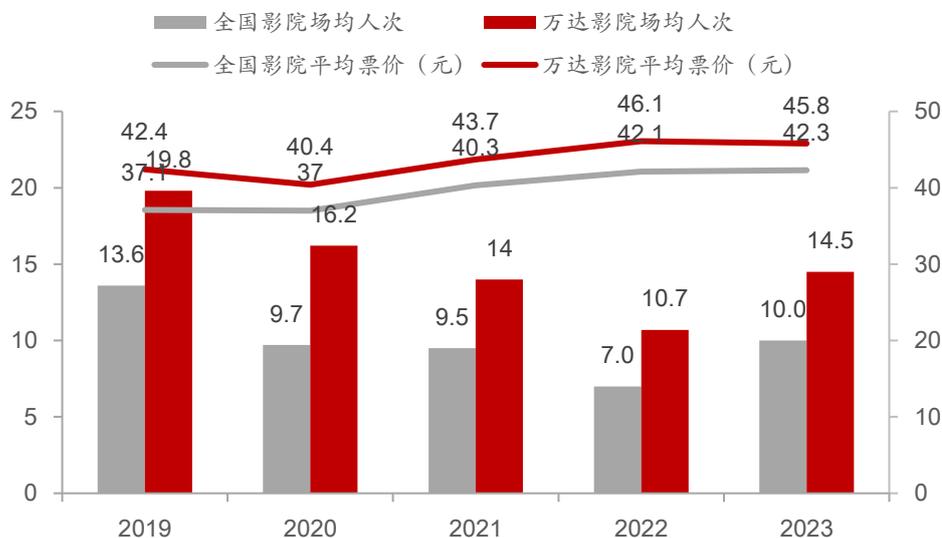
图10. 2019-2023 年万达院线票房分城市占比



资料来源：猫眼专业版，国投证券研究中心

从场均人次来看，近五年万达电影场均人次均高于全国均值，品牌拥有较强虹吸效应。2023年，万达电影、全国场均人次分别为 14.5 人次、10.0 人次。从平均票价来看，近五年万达电影平均票价均高于全国均值，品牌拥有较强溢价能力。2023 年，万达电影、全国平均票价分别为 45.8 元、42.3 元。

图11. 万达院线场均人次、平均票价对比市场平均水平

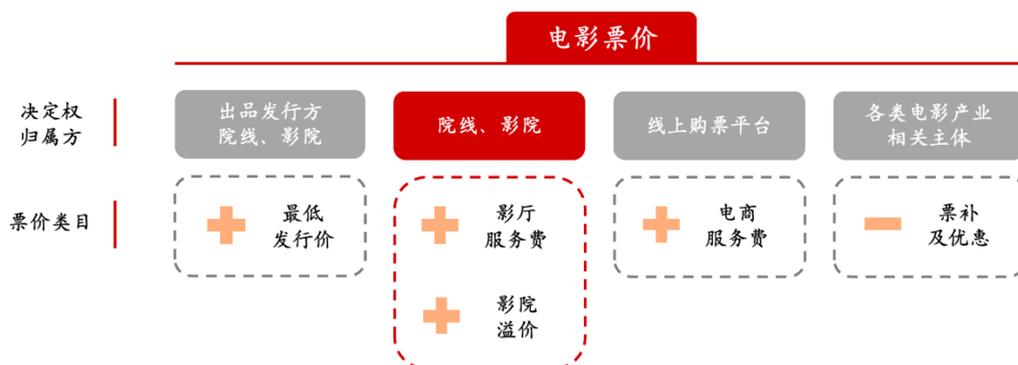


资料来源：猫眼专业版，国投证券研究中心

“价”的提升逻辑在于万达电影较强的综合溢价能力。电影票价主要由四大部分构成：(1) 最低发行价：由电影出品方、发行方、影院协商决定；(2) 电商服务费：由线上购票平台决定；(3) 票补及优惠，与其他类目不同，为减价项；(4) 影院服务费用，由院线、影院决定，分为影院溢价和影厅服务费。

依托万达广场强大的线下网络，及其对城市观影人群的虹吸效应，万达旗下影院溢价能力较强。其中，影院溢价为影院根据自身品牌效应，结合不同城市、不同地段、不同时间所产生的费用。而万达电影依托万达广场的强大线下网络，对城市观影人群有较强虹吸效应，具备品牌价值，影院溢价能力较强。

图12. 电影票价构成



资料来源：国投证券研究中心整理

影厅服务费的溢价体现在对特效影厅的绝对市场占有。2023年，市场数量占比12.2%的特效厅贡献了市场票房的20.3%，且近五年该比例维持在20%左右。特效厅所带来的视觉效果吸引观众观看高制作的海内外“大片”，对票房有聚集效应。这主要由于一般影厅服务同质化程度较高，其服务费维持在3-5元不等。而特效影厅种类繁多，如IMAX、中国巨幕等以巨幅屏幕为特色，如杜比影厅以全景音效为特色，如CINITY影厅以高帧率放映为特色。特效影厅虽没有统一的服务费收费标准，但各类影厅特色鲜明，具备较强定价话语权。

表6：2019-2023年国内特效厅数量及票房占比

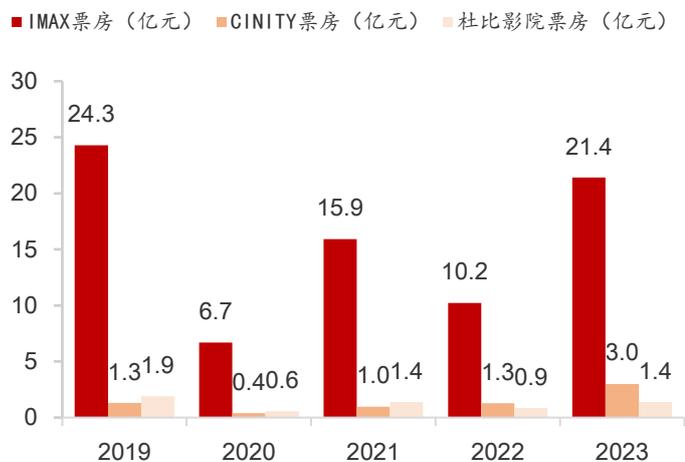
	2019	2020	2021	2022	2023
特效厅数量(个)	7473	8089	8664	8907	9520
特效厅数量占比	10.90%	11.20%	11.50%	11.60%	12.20%
特效厅票房(亿元)	126.5	39.2	91.9	56.4	111.4
特效厅票房占比	19.70%	19.30%	19.50%	18.80%	20.30%

资料来源：拓普数据，国投证券研究中心整理

公司与世界放映技术领先的IMAX公司、杜比公司以及中国电影集团均已达成战略合作，公司也拥有自有高端巨幕品牌PRIME，采用世界领先的银幕、声音、放映技术和设备，汇集前沿科技，创新观影体验，保持公司放映技术、品质处于国内外领先地位。截至2023年12月31日，公司已投入运营的IMAX银幕381块，CINITY银幕50块以及PRIME银幕138块，并且是全国拥有IMAX银幕数量最多的院线；同时公司拥有领先的数字化、智能化、科技化、一体化的连锁影院管理能力，通过五大应用系统实现连锁运营科学化和智慧化。

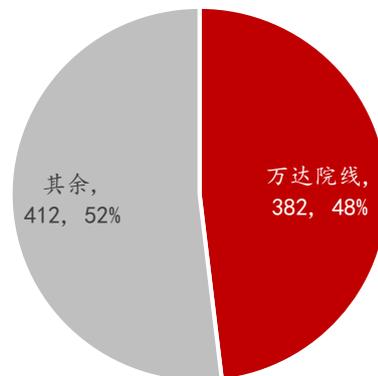
IMAX为国内特效厅品牌票房断层龙头，万达电影IMAX国内市占率近半。在各特效厅品牌中，IMAX凭借超大尺寸屏幕抢先市场。2023年，全国IMAX、CINITY、杜比影院票房分别为21.4亿元、3.0亿元、1.4亿元，其中IMAX为国内特效厅品牌票房断层龙头。而2022年万达电影IMAX国内市占率为48%，接近一半。

图13. 2019-2023 年部分特效厅品牌票房



资料来源：拓普数据，国投证券研究中心

图14. 2022 年万达电影 IMAX 大中华区市占率



资料来源：IMAX China 2022 财报，万达电影 2022 年年报，国投证券研究中心

影院服务费加上影院溢价的双重加持下，万达电影综合服务费率位居市场第一。疫情承压下，为覆盖高额租金成本，放映市场影院服务费加速上升。2023 年，万达院线综合服务费为 5.6 元/张，较 2022 年的 5.4 元/张，小幅提升 3.7%。

表7：2023 年 TOP10 院线综合服务费率情况

排名	院线名称	平均票价 (元) (含服务费)	平均票价 (元) (不含服务费)	2023 年服务费 (元)	2022 年服务费 (元)	同比增速
1	万达院线	45.8	40.2	5.6	5.4	3.7%
2	中影数字	41.9	38.6	3.3	3.1	6.5%
3	上海联和	46.6	42.8	3.8	3.7	2.7%
4	中影南方	41.3	37.8	3.5	3.4	2.9%
5	大地院线	40.5	36.6	3.9	3.9	0.0%
6	幸福蓝海	41.4	37.8	3.6	3.2	12.5%
7	横店院线	40.8	36.3	4.5	5	-10.0%
8	金逸珠江	42.6	38.4	4.2	3.8	10.5%
9	中影院线	40.7	37.6	3.1	2.9	6.9%
10	华夏联合	40.4	37.2	3.2	3.1	3.2%

资料来源：猫眼专业版，国投证券研究中心

2.3. 非票业务出彩，卖品及广告创收能力强

公司非票收入主要由商品销售收入与广告收入两部分构成，与院线票房存在一定正相关性、同时是影院创收能力的重要体现。2023 年，公司非票收入达 32.68 亿元，恢复到 2019 年的 84%、2018 年的 75%。基于万达电影的规模优势、卖品和广告业务的专业服务能力，公司非票收入达到观影收入的 30% 以上，2023 年达 38.7%、2022 年达 48.6%。

商品业务方面，公司全新搭建以创新商品、创新营销、创新场景为核心的特色商品模式，积极开辟商品赛道，从终端卖品业务升级为零售商品业务。

广告业务方面，公司聚焦重点档期和重点影片，夯实业绩基础，加强大客户投放管理，确保业绩稳定，同时积极拓展签约新客户，力争业绩增量。

表8：2016-2023 年公司非票收入及 ARPU

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国内非票收入 (亿)	30.18	42.08	43.89	38.76	12.74	25.58	26.15	32.68
ARPU (元)	18.86	23.25	21.95	18.55	16.32	15.32	23.14	15.64
	yoy	23.3%	-5.6%	-15.5%	-12.0%	-6.2%	51.1%	-32.4%
非票收入/国内票房	27.3%	32.9%	32.2%	42.5%	40.2%	36.2%	48.6%	38.7%
商品销售收入 (亿)	13.26	18.08	18.69	19.26	6.76	15.03	13.93	19.44
SSP (元)	8.29	9.99	9.35	9.22	8.66	9.00	12.33	9.30
广告收入 (亿)	16.92	24	25.2	19.5	5.98	10.55	12.22	13.24
ARPU (元)	10.58	13.26	12.60	9.33	7.66	6.32	10.81	6.33

资料来源：公司公告，猫眼专业版，国投证券研究中心

公司商品销售收入可分为餐饮类和衍生品类。**餐饮类：着力打造原创饮品品牌“原始鲜言”，进一步打开利润空间。**影院为影片配套饮品、小食等供观影期间食用。公司自有饮料品牌“原始鲜言”西打系列产品全新落地，上线以来销量不断增长，同时持续开拓区域和大客户定制联名商品，精细化匹配客群产品线，拓展销售渠道和营销模式，助力商品收入实现较大幅度提升。

衍生品类：整合优质资源，创新业务模式。公司将利用时光网平台重点发展衍生品业务。时光网是公司重要的业务板块，包括时光资讯、时光研究院、时光评分、时光观影团、时光衍生品，并依托现有影院资源，重点发展衍生品业务及非票业务，提高非票收入。时光网还将持续强化对 IP 的获取及运营，提供潮流 IP、电影周边一站式解决方案，聚焦自研项目，提高 IP 产品的商业化价值及毛利。2024 年，时光网洞察市场热度打造 Loopy 系列产品，凭借抖音营销出圈实现了粉丝和品牌消费者的深度转化，并入围了 2024 亚洲授权业卓越大奖。

此外，公司将借力新股东儒意带来的“包公系列”、“西游系列”、“白蛇系列”等动画电影 IP，重点发展衍生品业务。通过 IP 运营、衍生品研发生产及销售矩阵，不断扩大时光网品牌影响力及盈利能力，提高公司非票收入。

3. 内容板块：强化内容出品能力，增厚上游内容产出

3.1. 电影&电视剧：产业链资源整合加速，出品能力跃升可期

“三驾马车”+“四大战略”融合发展，驱动内容步入收获之年。公司对内容板块的三家公司万达影视、新媒诚品、骋亚影视进行了重新梳理和定位，并全面打通，将使公司与长视频平台在电影、电视剧的采购上沟通更为顺畅，IP 也能够更好影剧联动。其中：(1) 万达影视将主要定位精品院线电影的创作，(2) 新媒诚品聚焦精品电视剧集的开发，(3) 骋亚影视聚焦网生内容。

除了上述“三驾马车”，公司还提出“四大战略”，并贯穿到公司电影、电视剧和网剧的创作：

(1) 精品：主投主控，讲好中国本土故事；(2) 类型：多元融合，精准洞察观众需求；(2) 系列：持续产能、保证品质、降低风险；(4) 时尚：合作赋能、强强联手、共建产业。

万达电影的内容板块上将“三驾马车、四大战略”融合发展。公司将在电影院基本盘的基础上，以内容为王，将内容做大做强。过去几年公司在内容上进行了深入布局，2024 年已有丰厚体量的电影、电视剧和网剧储备，有望步入影视内容的收获之年。

表9：2019-2023 年公司电影及电视剧制作发行情况

	2019	2020	2021	2022	2023
电影制作发行收入(亿)	8.94	4.57	9.65	3.80	3.34
电视剧制作发行收入(亿)	4.98	7.41	6.72	1.52	7.42
电影(主投主控)	过春天	误杀(13.3亿)	唐人街探案3(45.2亿)	哥，你好(5.5亿)	三大队(7亿)
	沉默的证人		误杀2(11.2亿)	大头儿子小头爸爸5	想见你(4亿)
	人间喜剧			海底小纵队2	
	绝杀慕尼黑				
	小小的愿望				
电视剧	空降利刃	绿水青山带笑颜	妈妈在等你	沉香如屑	三大队
	激荡	幸福，触手可及	号手就位	灿烂的季节	画眉
		怪你过分美丽	与君歌		他是谁
				最灿烂的我们	

资料来源：公司公告，国投证券研究中心整理

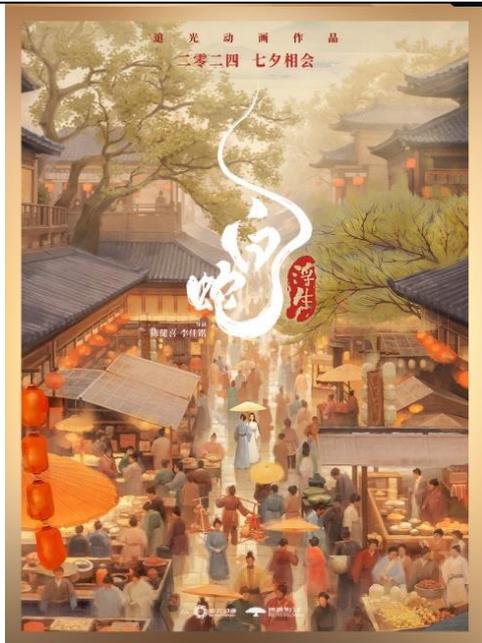
电影项目加速储备，投资眼光稳健。公司过往电影投资成绩亮眼，主投或参投多部票房超 10 亿影片，包括主投的《唐人街探案》《唐人街探案 2》，《误杀》《误杀 2》，参投的《飞驰人生》《西游伏妖篇》《夏洛特烦恼》等。目前万达影视聚焦精品院线电影的创作，核心产品包括《唐人街探案》《鬼吹灯》等超级系列 IP 电影，以及科幻、悬疑犯罪、情感青春、亲子动画等丰富多元的强类型影片。2024 年，公司参投的《熊出没·逆转时空》在春节档上映，主投的《维和防暴队》在五一档上映，《我才不要和你做朋友呢》在暑期档上映，主宣发的《白蛇：浮生》定档在 8 月 10 日(七夕档)。此外，《误杀 3》《我们生活在南京》《唐探 1900》等影片均在按照计划拍摄和制作，未来将根据题材类型、受众群体、制作周期等因素择机上映。

电视剧项目发力，逐步进入丰产期。新媒诚品以“台网剧+精品网剧”作为核心战略布局，多元并举协同发展，内容流量双向赋能。加入万达电影后，新媒诚品实现了快速增长，近年以来业绩和产出作品均有亮眼表现，已出品《鹿鼎记》《唐人街探案》《沉香如屑·沉香重华》《三大队》等优质剧集。2024 年，《追风者》和《我的阿勒泰》已播出，均取得较好的口碑和收视成绩；《四方馆》《错位》(原名《交错的场景》)待播出；《我们正青春》正在后期制作，《黑夜告白》《检察官与少年》正在拍摄中；《黄卡》《北京折叠》《熟人作案》《大道朝天》等重点 IP 项目都在孵化筹备。

儒意入主后，公司电影&电视剧制作业务有望价值重估。儒意影业实控人柯利明先生曾投资及出品《保你平安》《交换人生》《独行月球》《你好李焕英》等爆款电影及《北平 无战事》

《琅琊榜》《芈月传》《咱们相爱吧》等头部电视剧；董事长陈曦女士曾参投徐峥首部执导影片《人在囧途之泰囧》（超 12 亿票房，刷新当年票房冠军纪录），与大鹏合作电影《煎饼侠》（11.59 亿票房），也参与《唐人街探案》《你好，李焕英》《消失的她》等多部爆款影片，累计票房超百亿。子公司万达影视、新媒诚品整体内容制作能力仍有提升空间。此次儒意入股后，在头部电影制作/投资人的带领下，公司在电影&电视剧制作与发行领域的资源和制作实力有望显著增强。

图15. 《白蛇：浮生》定档暑期档



资料来源：电影《白蛇：浮生》官方微博

图16. 《维和防暴队》上映五一档



资料来源：电影《维和防暴队》官方微博

图17. 《追风者》豆瓣评分 7.8



资料来源：电视剧《追风者》官方微博

图18. 改编自李娟同名散文集的《我的阿勒泰》



资料来源：电视剧《我的阿勒泰》官方微博

3.2. 游戏：借力出海大势，新游海外表现亮眼

聚焦出海+IP，提升海外收入占比。万达电影于 2016 年 26 亿收购互爱互动(胡莱游戏)进军游戏板块，后更名为万达院线游戏。互爱互动坚持推进出海战略，《天元突破》先后在东南亚和欧美发行，带动海外发行收入占比不断提升。2024 年 1 月 18 日，在日本上线《圣斗士星矢：正义传说》，成为 App Store 畅销榜 TOP3、Google Play 畅销榜 TOP4。同时互爱互动持续挖掘产品特色，对已上线的《圣斗士星矢：正义传说》《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。后续《暗影格斗 3》《战斗法则》《全职法师：猎人大师》等也将陆续在海内外市场上线，互爱互动拥有《变形金刚》《JOJO 的奇妙冒险》等知名 IP，预计公司将加大海外市场拓展力度，提升海外收入占比。

在业务协同方面，互爱互动将与万达院线、时光网进行更多合作，同时也将推进与业内头部公司在 IP、渠道及发行区域合作，持续拓展业务规模，提高公司盈利能力。

表10: 互爱互动游戏产品矩阵

名称	类型	推出时间
秦时明月：沧海	卡牌放置	20230809
未来足球	体育竞技	20221123
圣斗士星矢：正义传说	卡牌	20210622
全战天下	SLG	2021 年
葫芦兄弟：七子降妖	卡牌放置	20200115
坦克大决战	休闲竞技	20190117
天书奇谈	2D 回合制角色扮演	2018 年
胡莱三国 2	策略	20170620
豪门风云足球	卡牌放置	2017 年
神仙劫	角色扮演 ARPG	20131202
斩仙	ARPG	20121129
胡莱三国	战争策略	20110813

资料来源：公司官网，国投证券研究中心整理

3.3. AI：助力产业效率提升，利好内容供给

2023 年以来，AI 快速发展并逐渐渗透各行业领域，也对影视文化行业产生了积极深远的影响。中长期来看，AI 有利于全行业的提效降本，实现优质作品产能释放，同时有利于 IP 价值的深化。随着 AI 向多模态发展和应用到内容生产的多个场景，影视行业作为综合音频、视频、文本，是生成式 AI 的优质落地场景，特别是在 2024 年 OpenAI 发布 SORA 视频生成大模型之后，视频技术将更加成熟，行业影视制作效率有望得到较大提升。

- 近期全球视频生成模型和应用产品陆续推出，驱动 AI 影视逐渐落地，全球首部 AI 长篇小说电影《Our T2 Remake》、国内《西游记》AI 影视动画短片系列等影视作品引起行业较大关注。预计随着科技不断发展和迭代，AI 应用落地有望提速并重塑影视行业制作流程，进一步推动影视动画制作、游戏开发、广告设计等业务拓展创意思路，提高生产制作效率。而 AI 助力上游内容的大幅产出也将为终端影院产生积极影响。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。

图19. 全球首部 AI 长篇电影《Our T2 Remake》



资料来源：Luma

图20. 国内 AI 动画短片《西游记-猴王问世》



资料来源：Bilibili, AI 疯人院

4. 盈利预测

影院相关业务：(1) 票房收入：增长引擎来源于两个方面，一是国内电影市场大盘回升，二是公司轻重并举扩增影院数量提升市占率。预计 2024-2026 年国内电影票房回升至 590.60 亿元、633.79 亿元、677.78 亿元，万达直投影院市占率提升至 15.2%、15.3%、15.4%，预计 2024-2026 年公司票房收入（国内+海外）为 98.77 亿元、104.97 亿元、112.38 亿元，影院常态化经营后毛利率为 13.2%、13.2%、13.7%。

(2) 商品销售收入：观影人次向疫情前水平靠拢，客单价稳健增长，预计 2024-2026 年公司商品销售收入为 25.66 亿元、30.33 亿元、32.93 亿元，毛利率维持在 65.0%。

(3) 电影广告收入：品牌主投放需求复苏，预计 2024-2026 年公司电影广告收入为 22.24 亿元、24.96 亿元、27.80 亿元，毛利率显著回升至 55.0%。

内容相关业务：(1) 电影制作发行收入：公司储备的电影项目包括《白蛇：浮生》、《有朵云像你》、《骗骗喜欢你》、《误杀 3》、《唐探 1900》、《我们生活在南京》等。我们预计 2024-2026 年公司电影制作发行收入为 5.0 亿元、6.0 亿元、8.0 亿元，毛利率保持在 45%。

(2) 电视剧制作发行收入：公司参与/筹备的剧集项目有《四方馆》、《错位》（原名《交错的场景》）、《交错的场景》、《我们正青春》、《黑夜告白》、《检察官与少年》、《黄卡》、《北京折叠》、《熟人作案》、《大道朝天》等。我们预计 2024-2026 年公司电视剧制作与发行收入为 7.5 亿元、8.5 亿元、9.0 亿元，毛利率保持在 25%。

(3) 游戏发行收入：2024 年初公司在日本发行的《圣斗士星矢：正义传说》流水表现亮眼，公司还计划在海内外发行《暗影格斗 3》、《全职法师：猎人大师》、《我为歌狂之旋律重启》等游戏项目。我们预计 2024-2026 年公司游戏发行收入为 3.67 亿元、4.04 亿元、4.45 亿元，毛利率保持在 58%。

表11：公司细分业务收入预测

单位：亿元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
院线板块								
国内票房	641.48	203.12	470.34	299.39	549.27	590.60	633.79	677.78
yoy		-68.3%	131.6%	-36.3%	83.5%	7.5%	7.3%	6.9%
直投影院市占率	12.6%	14.1%	14.2%	16.0%	15.1%	15.2%	15.3%	15.4%
票房收入	91.22	31.71	70.75	53.83	84.45	98.77	104.97	112.38
yoy		-65.2%	123.1%	-23.9%	56.9%	17.0%	6.3%	7.1%
毛利率	6.61%	-41.21%	4.87%	-10.88%	4.32%	13.2%	13.2%	13.7%
商品销售收入	19.26	6.76	15.03	13.93	19.44	25.66	30.33	32.93
yoy		-64.9%	122.3%	-7.3%	39.6%	32.0%	18.2%	8.6%
毛利率	63.33%	39.72%	63.49%	61.39%	64.22%	65.00%	65.00%	65.00%
电影广告收入	19.5	5.98	10.55	12.22	13.24	22.24	24.96	27.80
yoy		-69.3%	76.4%	15.8%	8.3%	68.0%	12.2%	11.4%
毛利率	58.97%	10.50%	47.57%	38.66%	48.22%	55.00%	55.00%	55.00%
内容板块								
电影制作发行收入	8.94	4.57	9.65	3.8	3.34	5.0	6.0	8.0
yoy		-48.9%	111.2%	-60.6%	-12.1%	49.7%	20.0%	33.3%
毛利率	36.84%	17.31%	60.68%	-4.94%	45.71%	45.0%	45.0%	45.0%
电视剧制作发行收入	4.98	7.41	6.72	1.52	7.42	7.5	8.5	9.0
yoy		48.8%	-9.3%	-77.4%	388.2%	1.1%	13.3%	5.9%
毛利率	41.46%	-22.81%	23.83%	-24.41%	19.15%	25%	25%	25%
游戏发行收入	8.94	4.57	9.65	3.8	3.34	3.67	4.04	4.45
yoy		-48.9%	111.2%	-60.6%	-12.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	49.44%	52.86%	51.41%	59.26%	57.97%	58.0%	58.0%	58.0%

资料来源：公司公告，猫眼专业版，国投证券研究中心整理

儒意入主后，院线板块维持原有管理团队以及与万达商管的续存合作关系，目标将市场份额提升到 20% 以上，而内容板块借助于儒意行业顶尖的内容制作能力，电影&电视剧的出品能力有望再上台阶。我们预计公司 2024-2026 年的营业收入为 162.86 亿元、178.80 亿元、194.57 亿元，归母净利润为 14.00 亿元、16.97 亿元、19.77 亿元，EPS 为 0.64 元、0.78 元、0.91 元。

我们选取 4 家电影上市公司作为可比对象，包括中国电影、光线传媒、上海电影、博纳影业。考虑到万达电影作为行业龙头，给予其对应 2024 年 25 倍 PE，对应目标价为 16.0 元，首次覆盖给予“增持-A”评级。

表12：可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600977.SH	中国电影	201	2.63	6.50	7.78	76.4	30.9	25.8
300251.SZ	光线传媒	247	4.17	20.72	12.09	59.2	11.9	20.4
601595.SH	上海电影	89	1.27	2.30	3.25	70.1	38.7	27.4
001330.SZ	博纳影业	74	-5.52	3.05	4.89		24.3	15.1
		均值				68.6	26.5	22.2
002739.SZ	万达电影	263	9.12	14.00	16.97	28.8	18.8	15.5

资料来源：Wind，国投证券研究中心

注：市值数据是 2024/6/28 收盘数据，2023 年归母净利润数据来源各公司公告，2024-2025 年归母净利润数据中国电影是国投证券研究中心预测，其余公司为 wind 一致预期。

5. 风险提示

电影票房不及预期。

公司的核心收入来源为影院票房收入。但因电影行业及产品的固有特点，影视项目存在一定投资风险。一方面公司根据自身专业判断结合对消费者需求分析等进行投资决策，但观众的观影习惯和偏好在不断变化，同时宣发效果、目标观影群体反馈、主创人员口碑等因素可能导致影片上映后票房未能达到预期。

业务整合不及预期。

公司实控人变更为儒意后，原万达高管团队和原儒意高管团队重组，预计将带领公司的院线业务、影视业务、游戏业务步入全新的发展阶段。但万达院线与儒意内容的业务协同仍具备一定不确定性，可能会对公司的业务发展造成影响。

影院行业竞争加剧。

一直以来影院行业受到资本高度关注，影院数量呈现出快速增长的趋势，各大院线陆续进入资本市场。虽然近两年受市场变化影响影院增速逐渐放缓，但随着竞争对手的跨区域扩张以及新的投资主体的陆续进入，影院数量短期内可能仍将增加导致影院竞争进一步加剧。

假设与计算不及预期。

盈利预测中对公司细分业务收入增速及毛利率假设存在过高或过低的可能性，或将导致盈利预测与实际情况发生偏差。

影视行业监管政策变化。

我国对广播电影电视行业等具有意识形态特殊属性的重要产业监督管理较为严格，若行业监管政策发生变化可能对公司经营造成影响。

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034