



# 万达电影 (002739.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 院线龙头地位稳固,携手儒意焕新启航

### 投资逻辑

24年7月起供给改善或推动票房转好,中长期看好供给拉动票房增长。1) 1H24票房同降9%,Q1同增4%,Q2同降28.7%,主要系供给平淡,旅游、演唱会等挤压观影需求;公司H1业绩因此承压,预计H1归母净利润1.0-1.3亿,Q2亏损2.0-2.3亿。但7月《默杀》《抓娃娃》相继上映推升暑期档热度,《白蛇:浮生》等将于8月上映,《危机航线》等定档国庆,24年待定影片包括《哪吒2》等,H2票房有望较Q2改善。2) 目前票房较19年约有15%的缺口,供给向好有望拉升票房,23年、24年1-5月国产片备案数月均约250、265部,高于20-22年,保障后续供给;海外影片供给亦稳步回升。院线龙头强者恒强,非票业务有待深挖。1) 据猫眼,公司市占率15-16%,较19年提升约3pct,主要系行业调整期公司与万达广场绑定的优势突显,22年与万达商管签署协议未来10年租金比例不变,成本优势延续;且经营效率提升,平均单银幕营运人员不到2人。2) 公司国内人均非票收入低,约8元,19-21年因公司积极拓展自营茶饮、衍生品、举办脱口秀等演出而增长,22-23年因消费较疲软而下滑。展望后续,我们认为衍生品等卖品、影城空间利用潜力较大。院线业务24年受Q2拖累,但H2有望改善,我们预计全年观影/卖品/广告收入同比-5%/-0.2%/-6.5%;展望后续,公司目标市占20%+,随票房增长、市占提升,院线业务增长可期。携手儒意,内容业务再上新台阶可期。1) 23年底儒意成为公司控股股东,管理层履新,董事长重点关注电影、剧集及衍生品。2) 万达影视、儒意均深耕内容,协同性高:①24年上映的《追风者》《我的阿勒泰》《抓娃娃》、即将上映的《白蛇:浮生》为二者共同参与,后续儒意出品的电影、剧集,公司可优先投资并主宣发。我们预计24年电影制作发行高增,收入同增202.1%,电视剧制作发行表现稳健,收入同降7.6%。3) 互爱互动持续拓展海外,23年海外收入占比30%+,19年不到8%,1H24《圣斗士星矢》上线日本后表现较好,《暗影格斗3》等有望今年上线。我们预计24年游戏收入稳增,同增10.7%,后续有望携手儒意推出更多高质量产品。

### 投资建议

预计24-26年归母净利润8.1/13.3/16.2亿,PE为27.8/17.0/14.0X。虑及24年业绩受Q2拖累,当前时点基于25年业绩估值,给予PE 24X,目标价14.68元。首次覆盖,给予“买入”评级。

### 风险提示

观影需求、影片供给不及预期;内容上线、表现不及预期;与儒意协同效应不及预期;存货或商誉减值风险;大股东质押风险。

传媒与互联网组

分析师:陈泽敏(执业S1130524020004)

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师:陆意(执业S1130522080009)

luyi5@gjzq.com.cn

联系人:马晓婷

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价(人民币):10.37元

目标价(人民币):14.68元



### 公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,695	14,620	14,544	15,881	17,031
营业收入增长率	-22.38%	50.79%	-0.51%	9.19%	7.24%
归母净利润(百万元)	-1,923	912	812	1,333	1,618
归母净利润增长率	-1908.47%	-147.44%	-10.94%	64.07%	21.41%
摊薄每股收益(元)	-0.88	0.42	0.37	0.61	0.74
每股经营性现金流净额	0.55	2.03	1.22	1.39	1.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	-27.09%	11.36%	9.18%	13.09%	13.71%
P/E	-15.87	31.11	27.82	16.95	13.96
P/B	4.30	3.53	2.55	2.22	1.91

来源:公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、万达电影：从院线龙头到纵向覆盖全产业链的泛娱乐公司.....	5
1.1 业务布局：基于院线业务拓展全产业链.....	5
1.2 收入：票房及卖品业务恢复，影院广告弱恢复.....	6
1.3 盈利：经营效率提高+业绩弹性大，盈利水平提升.....	8
二、院线：龙头地位稳固，成本优势突出.....	10
2.1、影片供给为票房表现的重要驱动，24 年 Q2 承压，7 月起供给改善.....	10
2.2、票房后续展望：较 19 年有 15%左右的缺口，中长期看好供给向好推动票房增长.....	12
2.3、行业集中度提高，公司龙头地位稳固，成本优势延续.....	14
2.4、深挖卖品销售+多元利用影城，有望通过非票业务打开影城创收空间.....	17
三、影视剧制作：大股东和管理层更换带来新机遇，片单丰富.....	18
3.1、万达影视深耕内容制作发行，经验丰富，重视人才储备.....	18
3.2、与新股东儒意强协同，新任董事长为知名制片人，业务焕发新活力可期.....	19
四、游戏：互爱互动海外市场发力，借力大股东可期.....	21
五、盈利预测与投资建议.....	22
5.1 盈利预测.....	22
5.2 投资建议.....	25
六、风险提示.....	25

## 图表目录

图表 1： 电影产业链票房分账情况：影院放映+院线发行票房分账比例合计 57%.....	5
图表 2： 公司发展历程和全产业链布局：基于影院放映业务逐步布局影视全产业链.....	6
图表 3： 公司营收结构：影院放映相关占比 80%以上.....	6
图表 4： 公司票房、商品销售与观影人次正相关.....	6
图表 5： 分媒体广告花费同比变化：影院视频广告呈弱修复态势.....	7
图表 6： 公司电影制作发行收入受影片上映节奏、表现影响，波动较大.....	7
图表 7： 公司电视剧制作发行收入受影片上映节奏、表现影响，波动较大.....	7
图表 8： 公司游戏业务收入稳定在 3.0-4.5 亿之间.....	8
图表 9： 公司归母净利润及净利率：外部扰动因素消退，23 年及 1Q24 盈利水平提升受益于票房表现不错... ..	8
图表 10： 2019、2020、2022 年大额商誉减值加重净利润增长压力.....	8
图表 11： 公司毛利（百万元）结构：电影发行、放映相关业务贡献 50%左右的毛利.....	9
图表 12： 公司与万达商管关联交易租金占观影收入的比例较稳定.....	9
图表 13： 与万达商管关联交易物业费近几年稳步增长，与观影收入关系不大.....	9
图表 14： 2023 年及 1Q24 公司毛利率水平回升.....	9



图表 15: 公司平均每银幕营运人员减少 .....	10
图表 16: 公司费率: 1Q24 销售及管理费率低于 19 年水平 .....	10
图表 17: 23 年观影人次恢复明显, 1H24 小幅下滑 .....	10
图表 18: 23 年票房增长显著, 1H24 小幅下滑 .....	10
图表 19: 节日档票房占 19 年比例: 24 年元旦、春节档超过 19 年, 但五一档表现平淡 .....	11
图表 20: 节日档观影人次占 19 年比例: 24 年元旦、春节档超过 19 年, 但五一档表现平淡 .....	11
图表 21: 23 年及 24 年上半年上映影片数量超过 19 年 .....	11
图表 22: 1H24 票房 TOP5 均为 Q1 上映影片, 票房占上半年比例合计超过 50% .....	11
图表 23: 2024 年 7 月 1 日起上映或定档影片梳理: 7 月起供给改善 .....	11
图表 24: 23 年国产片数量超过 19 年, 引进片数量未完全恢复 .....	13
图表 25: 23 年国产片票房超过 19 年, 引进片票房未完全恢复 .....	13
图表 26: 国内备案影片数量恢复到 19 年水平 .....	13
图表 27: 2018-23 年票房 TOP10 影片题材: 多元化趋势 .....	13
图表 28: 票房 TOP10 中进口片票房占比下滑明显 .....	14
图表 29: 票房 TOP10 中进口片占比淡季较高 .....	14
图表 30: 影投市场集中度稳中有升 .....	15
图表 31: 院线市场集中度显著提高 .....	15
图表 32: 万达电影毛利率整体高于 A 股主要院线公司 .....	15
图表 33: 股权变动前, 王健林持有北京万达投资 51% 股份 .....	16
图表 34: 股权变动后, 柯利明成公司实控人 .....	16
图表 35: 22 年公司与万达商管签署房屋租赁和物业服务补充协议, 固定未来 10 年内租金比例 .....	16
图表 36: 万达影投市占率多年处于行业第一且稳中有升 .....	16
图表 37: 万达院线市占率多年处于行业第一且稳中有升 .....	16
图表 38: 公司国内影院数 (家) 在国内市场占比逐渐提高 .....	17
图表 39: 公司直营影院数量及比例高 .....	17
图表 40: 公司国内人均非票收入较低 .....	17
图表 41: 公司通过推出自有饮料品牌、发展衍生品等潮玩、跨界合作、开展演出/剧本杀等方式积极拓展非票业务 .....	18
图表 42: 万达影视及其子公司制作发行唐探系列、误杀系列等电影 .....	18
图表 43: 万达影视及其子公司制作发行唐探系列、《三大队》等剧集 .....	19
图表 44: 儒意出品了《你好, 李焕英》《送你一朵小红花》等影片 .....	19
图表 45: 儒意出品了《我的阿勒泰》《追风者》《大宋宫词》等剧集 .....	19
图表 46: 公司管理层分工明确, 董事长、总裁陈曦为知名制片人, 重点分管影视制作、五洲发行及时光网板块 .....	20
图表 47: 公司 2024 电影、电视剧内容片单丰富 .....	20



图表 48: 互爱互动 2011 年成立, 游戏发行为主, 持续发力海外市场.....	21
图表 49: 《世界启元》上线以来位于 iOS 游戏畅销榜前 10.....	22
图表 50: 万达电影收入拆分.....	23
图表 51: 公司毛利率拆分.....	24
图表 52: 公司期间费率预测.....	24
图表 53: 可比公司估值.....	25

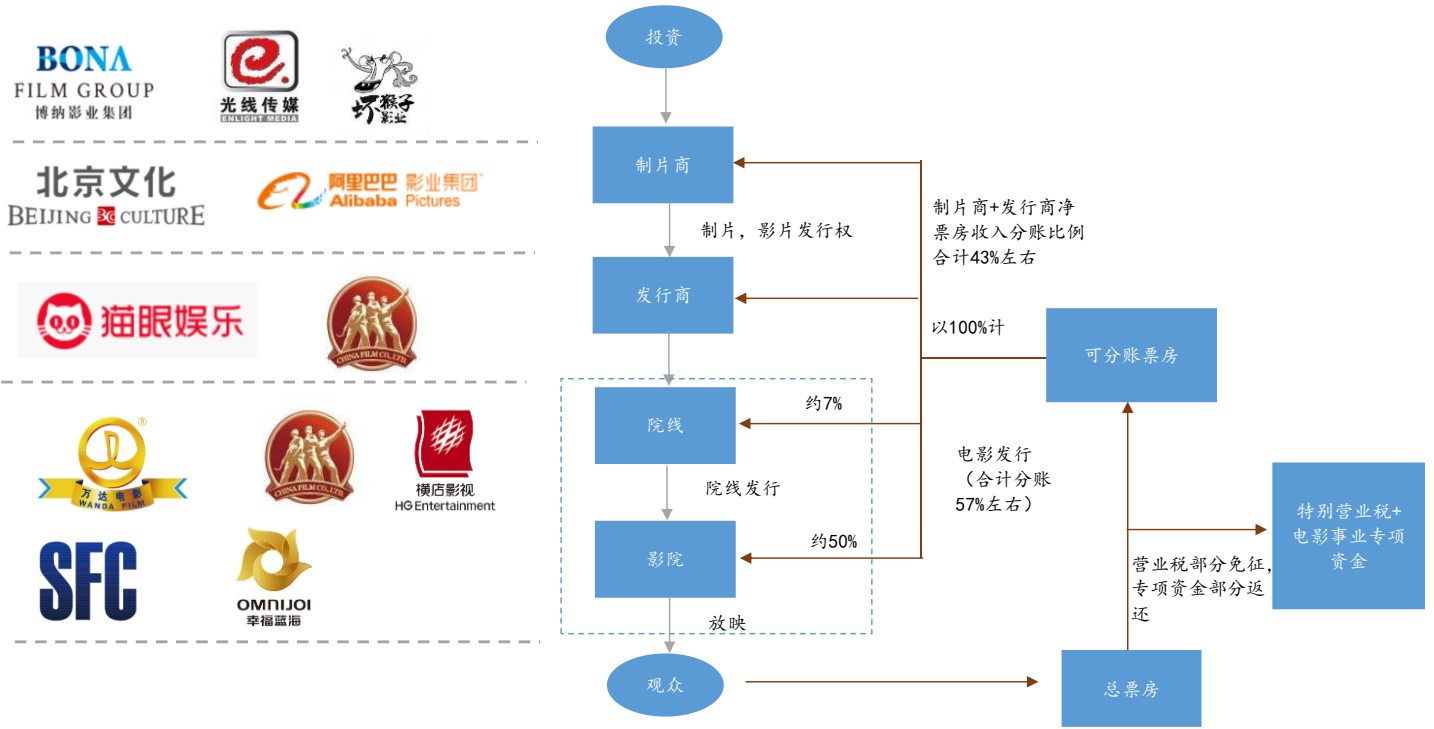


## 一、万达电影：从院线龙头到纵向覆盖全产业链的泛娱乐公司

### 1.1 业务布局：基于院线业务拓展全产业链

- 发展历程：公司院线业务起家，通过收并购从院线发展至泛娱乐全产业链平台。公司最初以院线发行及影院放映锁定了分账比例较高的环节（影院放映+院线发行环节分账票房占可分账票房的比例为合计 57%）。后续公司通过外延发展和内生增长搭建五大业务平台：院线终端、传媒营销、线上业务、影视剧和影游互动。

图表1：电影产业链票房分账情况：影院放映+院线发行票房分账比例合计 57%

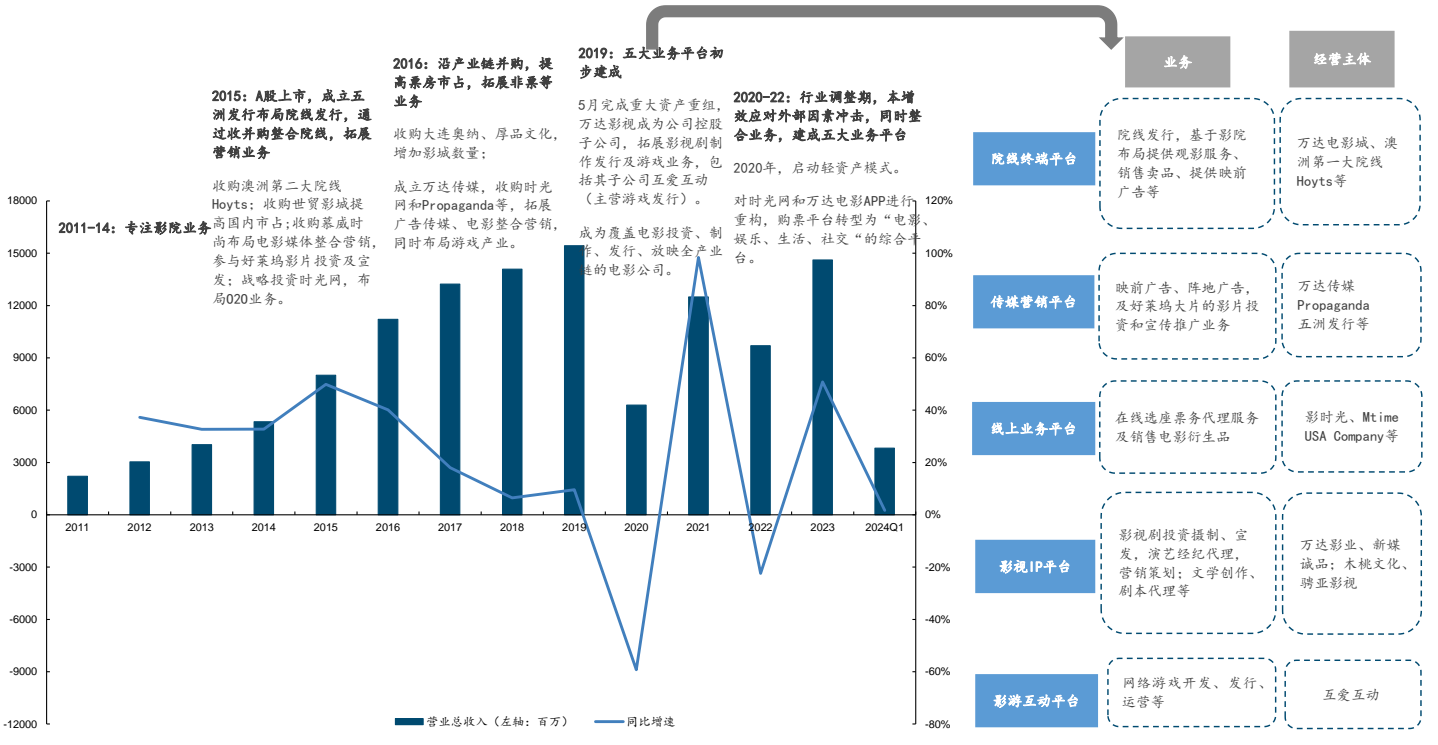


来源：万达电影招股说明书，各公司公告，国金证券研究所

- 我们将公司业务和业绩发展分为 4 阶段：
  - 1) 快速成长期（成立-14 年）：行业快速扩张，公司 2005 年成立，自 2009 年起，票房收入、市场份额持续位于行业首位，在此期间规模也快速扩大；
  - 2) 通过收并购提高市占、拓展产业布局（2015-19 年）：2015 年初，公司上市。此段时间票房规模持续扩大，但随基数提高，行业增速放缓；影院经过扩建、收并购，竞争激烈，市场往头部公司集中，公司收购了世贸影城、大连奥纳等影城或院线以提高票房市场份额。同时公司沿产业链收购慕威时尚、时光网、万达传媒等公司，布局传媒营销、观影 020、影视剧制作发行及游戏发行业务。产业链布局完善，公司体量扩大，同时也积累了较大规模商誉（截至 18 年末，商誉 134.9 亿元），为减值埋下隐患；
  - 3) 经营受外部因素扰动，业绩承压（2020-22 年）：2020 年开始线下观影活动受公共卫生事件影响，公司业绩随票房收缩而降低，21 年冲击减弱，公司收入 124.9 亿，同比涨幅达 98.4%，回升明显，但较 19 年下降 19.1%；22 年线下观影再度受到外部因素干扰，业绩承压，全年收入 96.95 亿元，同比下降 22.38%；
  - 4) 业绩回暖，实控人更换开启新征程（2023-至今）：23 年线下观影活动逐渐恢复正常，行业供给、需求共同发力，观影人数增加带动票房、卖品等主要业务收入增加，公司业绩迅速回升，23 年收入 146.2 亿，同增 50.79%，恢复至 19 年营收的 94.7%。23 年底控股股东万达投资股东更换为儒意投资，公司实控人变更为柯利明，新任董事长兼总裁陈曦（中国儒意前任董事）已到位，管理层履新，新股东在内容端与公司协同性较强。



图2：公司发展历程和全产业链布局：基于影院放映业务逐步布局影视全产业链

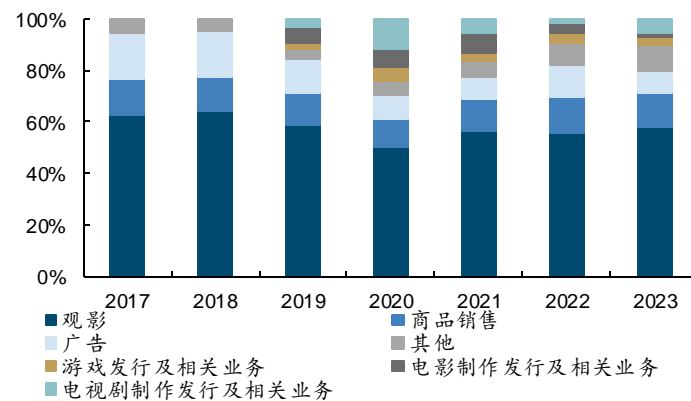


来源：公司公告，ifind，国金证券研究所

1.2 收入：票房及卖品业务恢复，影院广告弱恢复

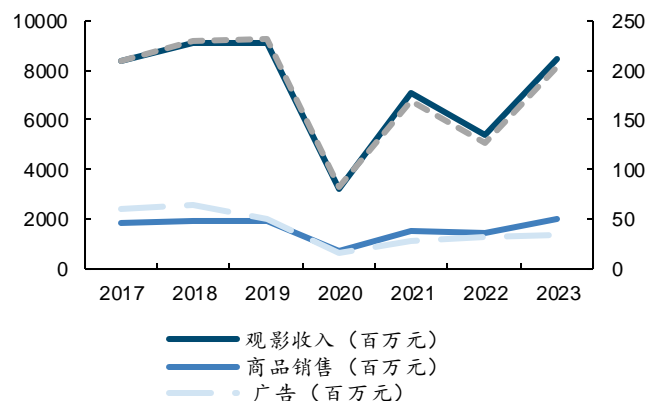
- 票房及卖品业务随观影人次恢复而修复，影院广告修复仍面临一定压力。24年Q1收入同比+1.7%至38.2亿，预计主要系24年Q1票房稳步增长，同比+3.96%。
- 1) 公司80%以上收入是院线相关业务，包括票房收入、商品销售和广告。其中票房及商品销售收入与观影人次息息相关，广告业务主要为映前广告、阵地广告，影响收入的核心因素是影院流量及广告主预算。剩余的20%左右的收入主要为电影、电视剧制作、发行，跟内容排播直接相关，因而收入波动较大。
- 2) 随观影人次提升，公司观影、商品销售收入显著回升，23年两个业务收入分别增至84.4亿元/19.4亿元，同比增速为56.9%/39.6%。其中，2019-23年，商品销售占比从12.5%提升至13.3%，我们认为主要系公司积极拓展衍生品等卖品。23年广告收入同比+8.3%至13.2亿元，占比从19年的12.6%降至23年的9.1%，呈现弱修复态势，我们认为主要原因在于当前广告主更重视效果，投至品牌广告的预算降低，CTR数据显示23年1-5月影院视频广告同比增速低于其他户外广告，23年下半年票房表现较好的基础上，全年影院视频广告增速快于其他户外广告，24年1-5月影院视频广告同比降低6%，而梯媒呈现双位数的同比增速。

图3：公司营收结构：影院放映相关占比80%以上



来源：公司公告，国金证券研究所

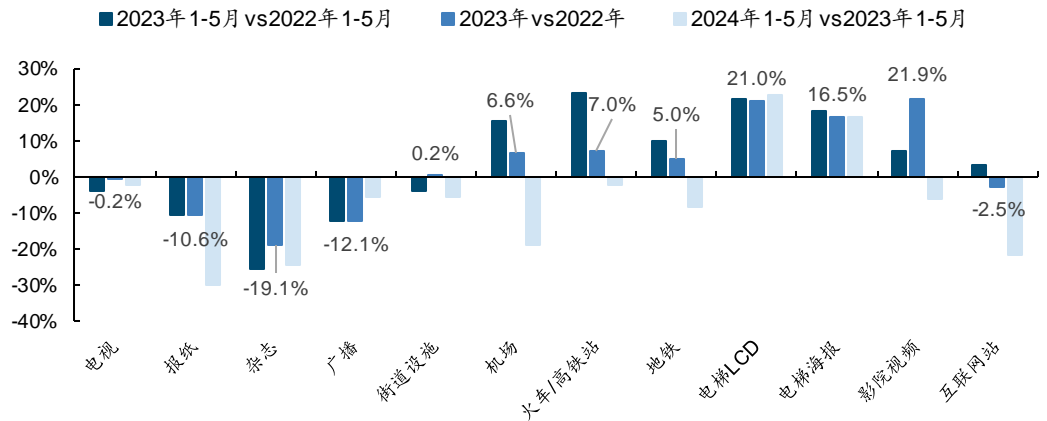
图4：公司票房、商品销售与观影人次正相关



来源：公司公告，国金证券研究所



图表5: 分媒体广告花费同比变化: 影院视频广告呈弱修复态势

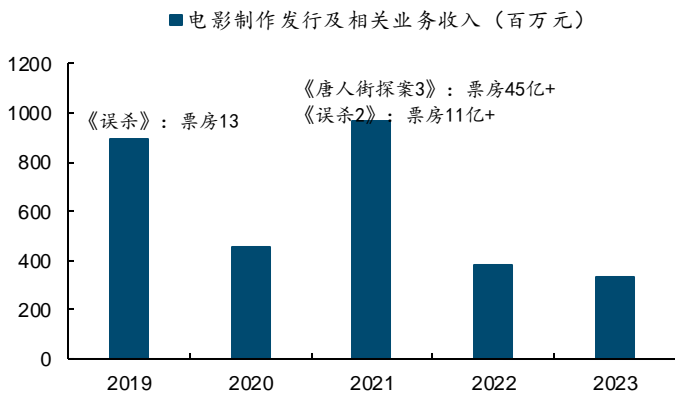


来源: CTR 媒介智讯, 国金证券研究所

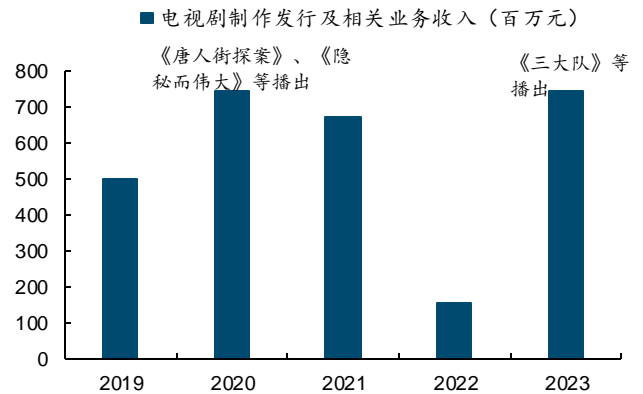
- 3) 内容业务与当年内容上映节奏、表现直接相关, 电影、电视剧制作发行收入波动较大, 游戏业务收入相对稳定。①电影: 近5年收入在3.2-10.0亿波动, 19、21年收入较高, 主要系当年上映的《误杀》(2019)、《唐人街探案3》《误杀2》(2021)票房表现突出; ②电视剧: 近5年收入在2.5-9.5亿波动, 其中2020、23年收入较高, 主要系当年上映的剧集较多, 且《唐人街探案》(2019)、《三大队》(2023)表现较好。③游戏: 近5年收入较稳定, 基本在3.0-4.5亿的区间, 21年收入增长44.65%, 主要系当年动新发行游戏8款, 在中国内地、中国港澳台、东南亚地区成功发行了《圣斗士星矢》。互爱互动持续拓展海外地区, 23年公司游戏业务海外市场收入占比超过30%。

图表6: 公司电影制作发行收入受影片上映节奏、表现影响, 波动较大

图表7: 公司电视剧制作发行收入受影片上映节奏、表现影响, 波动较大



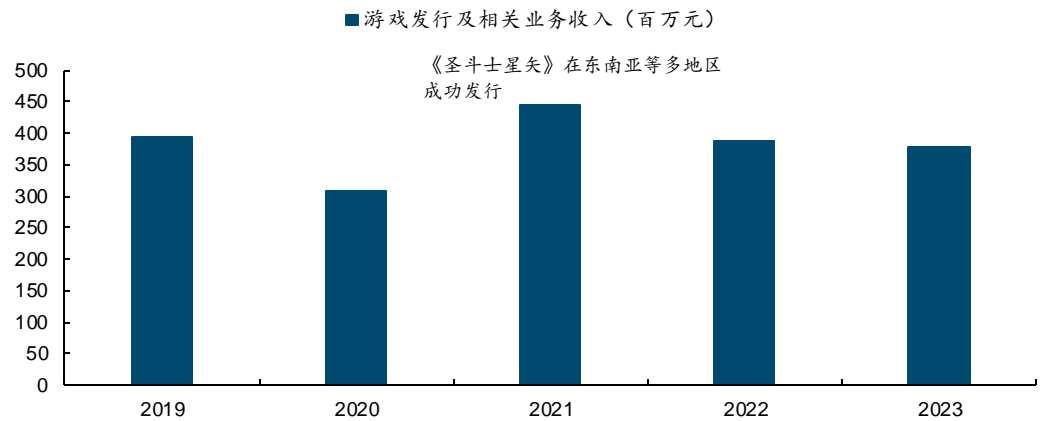
来源: 公司公告, 猫眼专业版, 国金证券研究所



来源: 公司公告, 猫眼专业版, 国金证券研究所



图表8: 公司游戏业务收入稳定在3.0-4.5亿之间



来源: 公司公告, 国金证券研究所

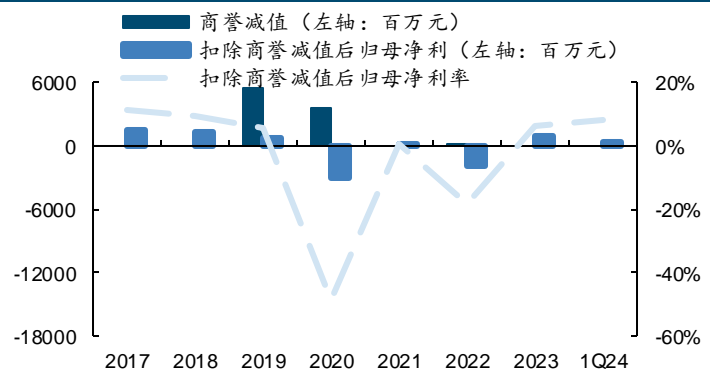
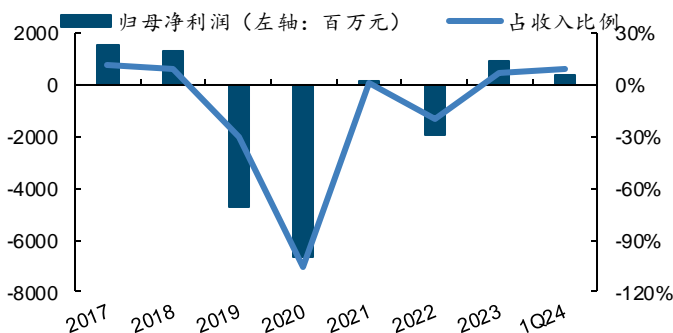
### 1.3 盈利: 经营效率提高+业绩弹性大, 盈利水平提升

■ 23 年轻装上阵, 现已回归正常经营, 盈利水平随票房表现而波动。

- 1) 2019、2020、2022 年公司净利润大幅下滑, 主要系线下活动受限叠加大额商誉减值。①19 年公司归母净亏损 47.3 亿, 主要由于大额商誉减值所致, 公司旗下 50 余家公司发生 55.8 亿商誉减值损失致净亏损, 时光网资产组商誉减值 19.9 亿, 主要系影视市场下滑、管理层更迭、业务结构调整等原因, 新开拓渠道尚需时间培养, 收入和利润均未达预期; 万达传媒商誉减值 10.3 亿, 主要由于国家宏观经济及行业状况的整体影响, 广告业务资产组首次出现经营亏损。扣除商誉减值影响, 19 年归母净利率为 5.5%。②20 年归母净亏损 66.7 亿, 主要系线下活动受限和商誉减值的双重影响, 当年净亏损率超 100%, 20 余家公司发生 36.0 亿商誉减值损失, 其中互爱互动发生 18.72 亿, 主要系中国游戏市场销售收入和用户规模增长放缓而头部公司不断挤压中小游戏公司的生存空间; ③经过 2 年的大额计提后, 21 年末计提商誉减值, 同时当年经营较为正常, 盈利水平回升; ④22 年亏损主要系线下活动再次受限, 影片供需均受到冲击, 同时当年进行小额商誉减值, 主要为聘亚影视计提 1.26 亿, 该公司影院放映业务、映前广告业务、影视剧制作与发行业务经营业绩不及预期。
- 2) 现已回归正常经营, 净利润随票房表现而波动, 24 年上半年因 Q2 票房平淡而承压。经过 19-20 年的大额商誉减值, 23 年公司轻装上阵; 同时, 20-22 年电影行业处于调整期, 公司持续降本增效提高经营效率; 23 年票房显著回升, 公司归母净利润 9.12 亿, 同比扭亏, 1Q24 归母净利润同比+3.3%至 3.3 亿元, 稳步增长; 公司预计 24 年上半年净利润 1.0-1.3 亿元, 同比下降 69.3%-76.4%, Q2 亏损 2.0-2.3 亿元, 主要系 2Q24 票房表现平淡所致, 猫眼数据显示 2Q24 票房 74.2 亿, 同比-28.7%。

图表9: 公司归母净利润及净利率: 外部扰动因素消退, 23 年及 1Q24 盈利水平提升受益于票房表现不错

图表10: 2019、2020、2022 年大额商誉减值加重净利润增长压力



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所



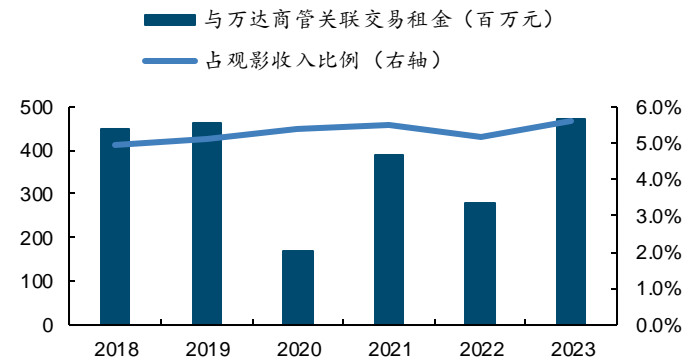
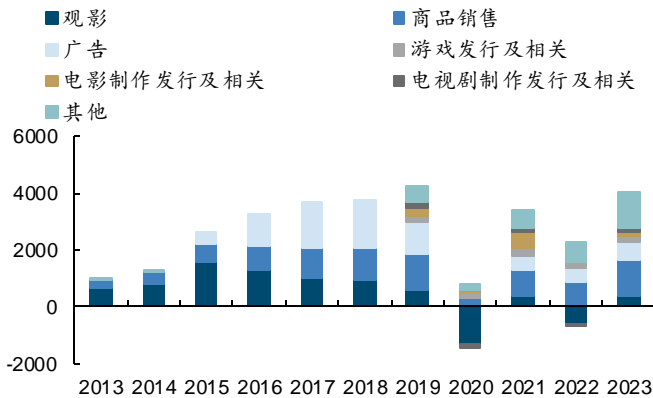


■ 毛利率：随票房大盘修复和经营效率提高而回升。

■ 1) 公司刚性成本占比较大，业绩高弹性、波动较大。正常经营情况下，半数以上毛利由影院放映相关业务贡献，该部分贡献 80% 以上收入，其具有经营杠杆较高的特性，收入下滑时，经营性净利润降幅更大，同样地，收入增长时，经营性净利润涨幅更高。根据招股书，电影发行、放映的营业成本主要为分账成本、房屋租赁、折旧及摊销、职工薪酬、物业管理费，其中分账成本、部分房屋租赁成本为可变成本，分别约为可分账票房的 43%、净票房收入的 11%；折旧摊销、职工薪酬、物业管理费较刚性，据公司招股书，这三项成本占收入比约为 15%–22%，物业费以与万达商管的关联交易为例，收取标准为影城每月 15–19 元/平方米，与观影收入关联不大。影院广告和卖品业务的营业成本均不包含影城租金等费用，整体毛利率较高。电影、电视剧制作及发行营业成本主要为投资、制作成本，与当年上线的内容收入、成本关联度较大。

图表11：公司毛利（百万元）结构：电影发行、放映相关业务贡献 50%左右的毛利

图表12：公司与万达商管关联交易租金占观影收入的比例较稳定

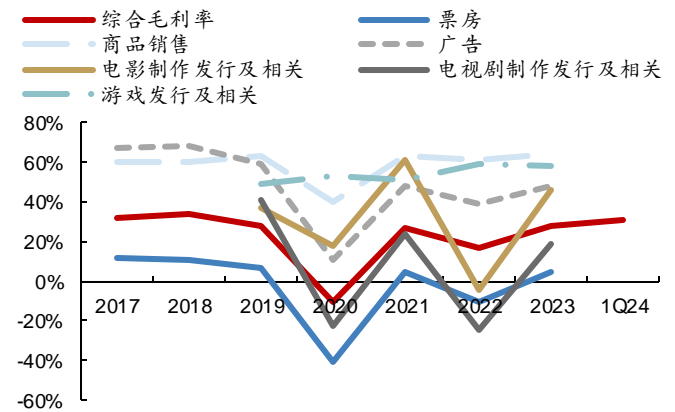
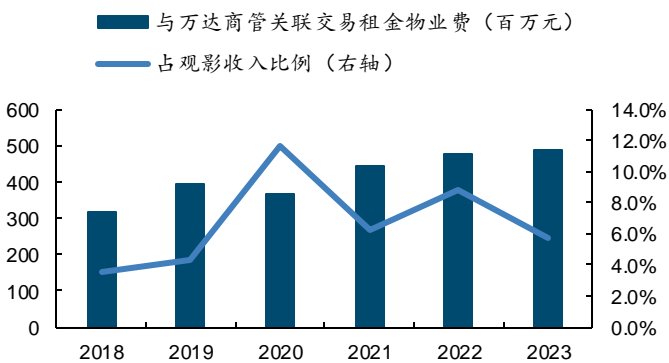


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表13：与万达商管关联交易物业费近几年稳步增长，与观影收入关系不大

图表14：2023 年及 1Q24 公司毛利率水平回升



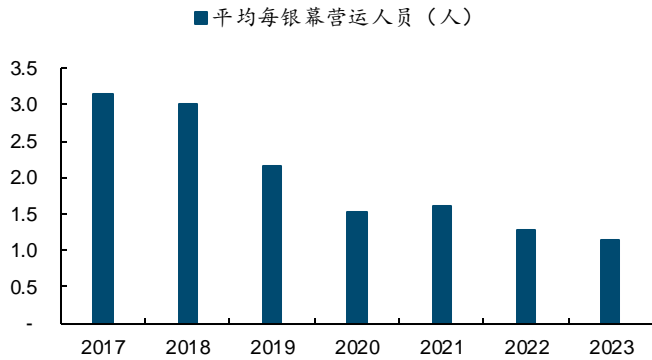
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 2) 随票房恢复、降本增效效果显现，23 年、1Q24 公司综合毛利率为 27.7%、30.6%，超过 19 年水平。2020、22 年综合毛利率为负，主要系当年票房降幅较大，高经营杠杆下，观影业务毛利率随收入下滑而下降，电影和电视剧制作、排播也受到冲击，相关业务盈利承压。23 年及 1Q24，线下观影回暖，观影人次提升，影视剧制作回归正常，积压的内容 23 年释放，供需均回暖；同时公司持续降本增效提高经营效率，23 年平均单银幕所需营运人员降至约 1 人，较 17 年减少 2 人。

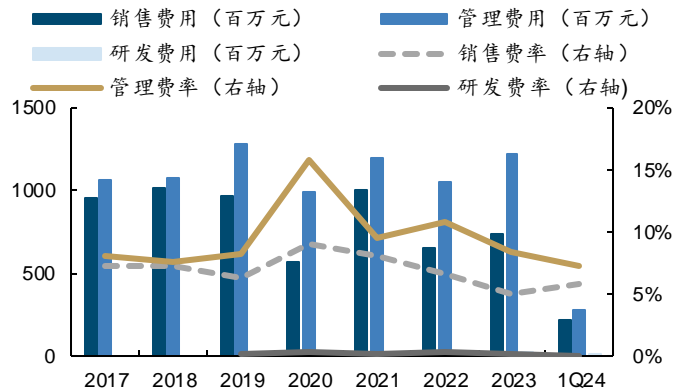


图表15: 公司平均每银幕营运人员减少



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表16: 公司费率: 1Q24 销售及管理费率先于 19 年水平



来源: 公司公告, 国金证券研究所

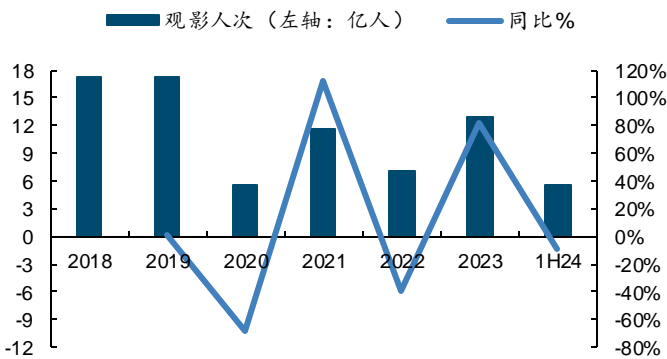
- 费用率: 23 年、1Q24 期间费用率低于 19 年前的水平。公司销售费用主要为印刷制作、广告促销费用, 清洁、保安费, 职工薪酬, 系统维护费; 管理费用主要为职工薪酬, 折旧摊销; 研发费用为游戏数据支持系统研发, 该费用率较低, 不到 0.5%。19 年之前期间费率稳中有降, 2020-22 年由于公共卫生事件扰动, 销售费率波动较大, 管理费率先升后降, 期间公司不断优化内部流程, 加强管控各项费用支出, 2023、1Q24 的期间费率低于 19 年前的水平, 1Q24 销售、管理、研发费率分别为 5.9%、7.3%、0.12%。

## 二、院线: 龙头地位稳固, 成本优势突出

### 2.1、影片供给为票房表现的重要驱动, 24 年 Q2 承压, 7 月起供给改善

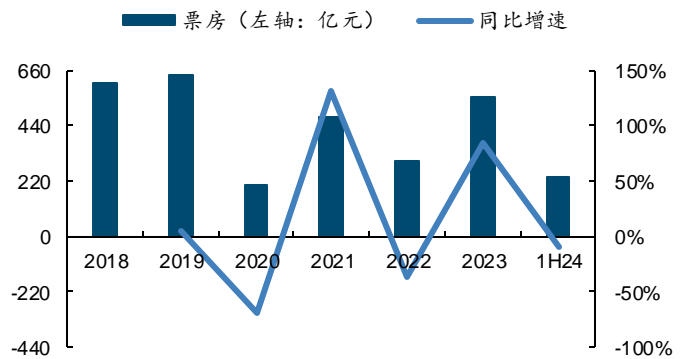
- 行业供需修复, 已回到正常经营阶段, 供给是催化票房增长的核心因素。线下观影需求恢复, 票房、观影人次均有所回升, 但和 19 年还有一定差距, 23 年观影人次、上座率和票房均已超过 21 年水平, 分别恢复至 19 年的 75.2%、76.1%、85.7%, 其中重要档期恢复程度高于其他时间, 23 年暑期档表现超预期, 主要系线下活动已不受限, 重要档期及 23 年暑期档供给优异。

图表17: 23 年观影人次恢复明显, 1H24 小幅下滑



来源: 灯塔专业版, 国金证券研究所

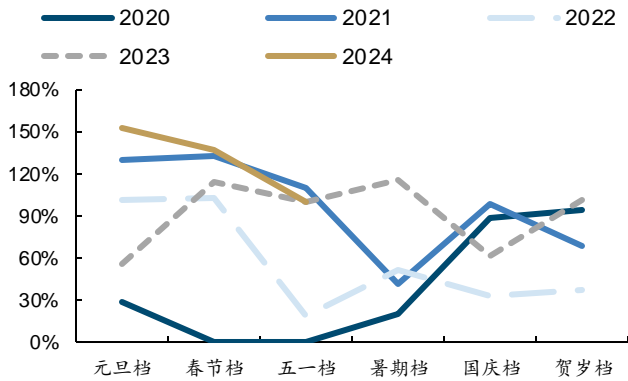
图表18: 23 年票房增长显著, 1H24 小幅下滑



来源: 灯塔专业版, 国金证券研究所

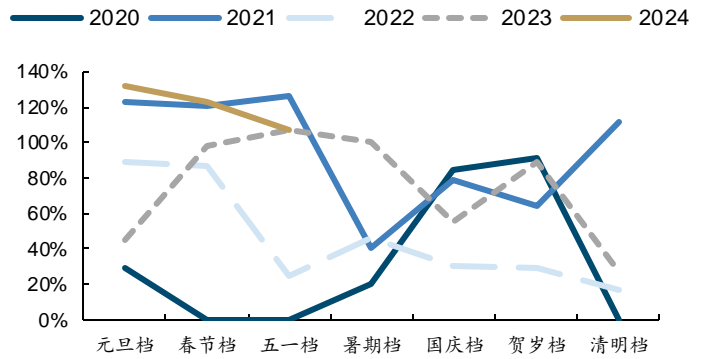


图表19: 节日档票房占19年比例: 24年元旦、春节档超过19年, 但五一档表现平淡



来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

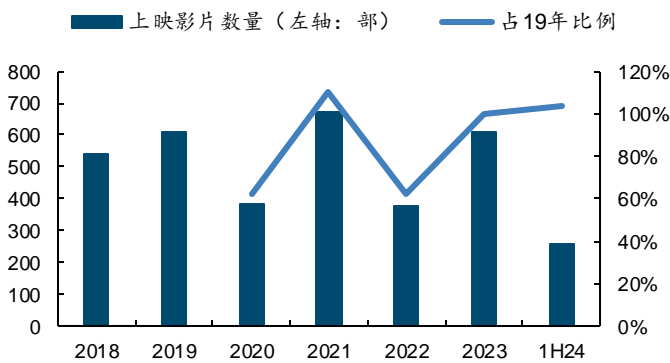
图表20: 节日档观影人次占19年比例: 24年元旦、春节档超过19年, 但五一档表现平淡



来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

- 1H24 票房小幅下滑系受 Q2 表现拖累, Q2 票房同比-28.7%。24 年元旦档、春节档票房、观影人次已超过 19 年水平, 但五一档及淡季票房较平淡, 1H24 票房 TOP5 均为 Q1 上映影片, 票房占上半年比例合计超过 50%, 我们预计主要系 Q2 票房号召力高的影片不足, 及以演唱会、旅游为代表的线下娱乐方式仍在释放积压的需求, 这些线下娱乐方式对观影需求造成一定挤压。

图表21: 23年及24年上半年上映影片数量超过19年



来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

图表22: 1H24 票房 TOP5 均为 Q1 上映影片, 票房占上半年比例合计超过 50%

1H24 票房 TOP5 影片			
片名	上映时间	票房 (亿元)	票房占比
热辣滚烫	2024/2/10	34.6	14.5%
飞驰人生2	2024/2/10	33.99	14.2%
第二十条	2024/2/10	24.54	10.3%
熊出没·逆转时空	2024/2/10	20.07	8.4%
年会不能停!	2023/12/29	10.61	4.4%

来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

- 24 年下半年影片供给改善, 有望带动票房表现优于 24 年 Q2。24 年 6 月暑期档票房较平淡, 7-8 月定档的影片数量增多、题材丰富, 不乏票房号召力较强的主创人员参与的影片, 随《默杀》《抓娃娃》的播出, 7 月暑期档热度提升, 据猫眼专业版, 7 月 1 日-24 日, 票房 41.0 亿元, 较 6 月同期增长 141.8%, 暑期待上映影片包括《白蛇: 浮生》《解密》《异人之下》等, 保障后续票房表现。展望 Q4, 目前定档 24 年国庆档的包括《危机航线》《出入平安》《新大头儿子和小头爸爸 6: 迷你大冒险》《P 计划》, 有望 24 年上线的包括《哪吒之魔童闹海》《酱园弄》等。展望 25 年, 《蛟龙行动》《第十七条》等影片已锁定 25 年重要档期。

图表23: 2024年7月1日起上映或定档影片梳理: 7月起供给改善

影片名称	上映时间	题材	主创人员
默杀	7月3日	犯罪、悬疑	柯汶利 (导演); 王传君、张钧甯、吴镇宇 (主演)
欢迎来到我身边	7月5日	喜剧、爱情	宋灏霖 (导演); 于适、王影璐 (主演)
伞少女	7月6日	动画、奇幻	沈杰 (导演); 聂曦映、谷江山 (主演)
传说	7月10日	剧情、奇幻	唐季礼 (导演); 成龙、张艺兴、古力娜扎 (主演)
神偷奶爸4	7月12日	喜剧、动画	克里斯·雷纳德 (导演); 史蒂夫·卡瑞尔、大鹏、克里斯汀·韦格 (主演)
落凡尘	7月12日	动画	钟鼎 (导演); 李昕、刘校妤、刘琮 (主演)



影片名称	上映时间	题材	主创人员
二郎神之深海蛟龙	7月13日	动画	王君(导演); 齐克建、梁晓强、陶洪泽(主演)
抓娃娃	7月16日	喜剧、剧情	闫飞、彭大魔(导演); 沈腾、马丽、史彭元(主演)
喜羊羊与灰太狼之守护	7月19日	动画、冒险	黄俊铭、陈力进(导演); 祖晴、张琳、梁颖(主演)
死侍与金刚狼	7月26日	动作、科幻	肖恩·利维(导演); 瑞安·雷诺兹、休·杰克曼(主演)
异人之下	7月26日	动作、奇幻	乌尔善(导演); 胡先煦、李宛妲、冯绍峰(主演)
蓝色禁区: 凇	7月26日	动画、运动	石川俊介(导演); 岛崎信长、内田雄马(主演)
红楼梦之金玉良缘	7月26日	剧情	胡玫(导演); 林鹏、卢燕、边程(主演)
倒仓	7月27日	青春、剧情	张裕笛(导演); 边程、周美君(主演)
解密	8月3日	剧情	陈思诚(导演); 刘昊然、约翰·库萨克、陈道明(主演)
从21世纪安全撤离	8月3日	科幻、青春、喜剧	李阳(导演); 张若昀、钟楚曦、宋洋(主演)
我们永远是我们	8月3日	爱情、剧情	夏孟(导演); 米咪、陈昕葳、姚弛(主演)
逆行人生	8月9日	剧情	徐峥(导演); 徐峥、辛芷蕾、王骁(主演)
白蛇: 浮生	8月10日	动画、喜剧、爱情	陈健喜、李佳错(导演); 杨天翔、张喆、唐小喜(主演)
负负得正	8月10日	爱情、剧情	温仕培(导演); 朱一龙、邱天、蒋奇明(主演)
加班惊魂	8月10日	恐怖、惊悚	丁大海(导演); 鲍李宁、孙琰清、南伏龙(主演)
她的小梨涡	8月10日	喜剧、爱情	蔡聪(导演); 张哲华、漆昱辰、李宗恒(主演)
航海王: 强者天下	8月23日	动画、冒险	境宗久(导演); 冈村明美、矢口真里、长岛雄一(主演)
危机航线	9月30日	犯罪、动作、灾难	彭顺(导演); 刘德华、张子枫、屈楚萧(主演)
出入平安	9月30日	剧情、家庭、灾难	刘江江(导演); 肖央、阿云嘎、古力娜扎(主演)
新大头儿子和小头爸爸6: 迷你大冒险	10月1日	喜剧、动画	刘可欣(导演); 鞠萍、任鲁豫、陈怡(主演)
P计划	10月1日	喜剧、动作、冒险	张栾(导演); 成龙、魏翔、史策(主演)
“骗骗”喜欢你	12月31日	爱情、喜剧	苏彪(导演); 金晨、孙阳、李雪琴(主演)
有朵云像你	12月31日	爱情、剧情、奇幻	姚婷婷(导演); 屈楚萧、王子文(主演)
野孩子	2024 待定	剧情	殷若昕(导演); 王俊凯、邓家佳、陈永胜(主演)
平原上的火焰	2024 待定	爱情、犯罪	张骥(导演); 周冬雨、刘昊然、梅婷(主演)
酱园弄	2024 待定	剧情、犯罪	陈可辛(导演); 章子怡、王传君、易烊千玺(主演)
射雕英雄传: 侠之大者	2024 待定	武侠	徐克(导演); 肖战、庄达菲、梁家辉(主演)
哪吒之魔童闹海	2024 待定	动画	饺子(导演)
绑架游戏	2024 待定	剧情、悬疑、犯罪	张哲(导演); 彭昱畅、胡冰卿、姚橹(主演)
那个不为人知的故事	2024 待定	爱情	张岩(导演); 邱泽、郎月婷(主演)

来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所, 注: 上述梳理为自7月1日起的部分影片, 2024 待定影片统计范围为想看人数10万人以上的影片

## 2.2、票房后续展望: 较19年有15%左右的缺口, 中长期看好供给向好推动票房增长

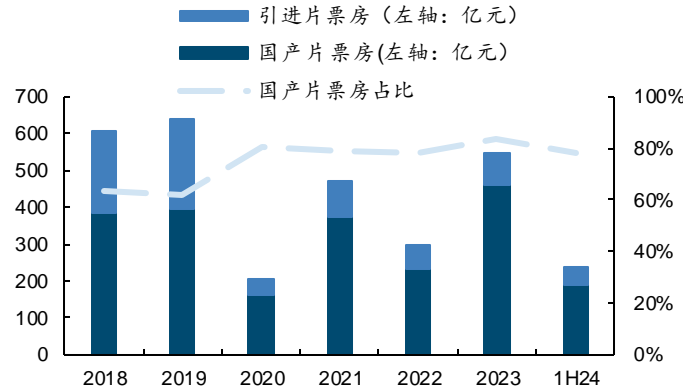
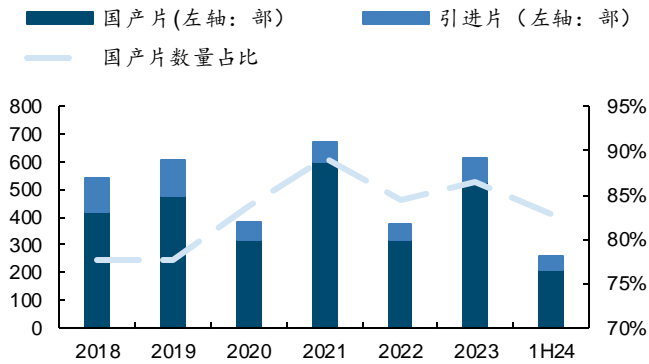
- 国内票房较19年仍有15%左右的缺口, 缺口补足及后续进一步增长看供给情况。23年票房549亿, 约为19年票房的85.7%, 当年影片供给暑期档集中释放催化票房进一步修复; 而24年上半年票房承压的主要原因之一为Q2影片供给不足, 仅为19年同期的76.3%。我们认为, 目前国内票房进一步增长的核心驱动在于影片供给。
- 国产片备案数量恢复, 为后续影片上映做储备; 题材多点开花, 质量有望进一步提升。①21年国产片上映数量、票房已创新高(21年599部, 23年票房459亿), 国产片供给和备案立项均已恢复, 23年平均每个月备案立项约250部, 24年1-5月平均约265部, 高于2020-22年, 按照一部影片制作周期2年计算, 保障25年及以后的影片供给。②近几年题材切换, 但整体呈现多元化趋势。2018-23年票房TOP10题材发生了较大变化, 18年是科幻、喜剧居多, 进口片占比较大; 19年多点开花, 中国神话动画《哪吒之魔童降世》、中国硬科幻《流浪地球》为黑马影片, TOP10涵盖了主旋律、剧情、喜剧、科幻等题材; 20-22年主旋律、喜剧题材占比较高, 但具体题材屡有创新; 23年票房TOP10影片包括反诈、反腐反贪等现实主义题材(《消失的她》《孤注一掷》《坚如磐石》)、中国神话史诗《封神第一部》, 及剧情片《满江红》《八角笼中》、历史动画片《长安三万里》等。我们认为, 国家政策鼓励文化产业发展,



现实主义题材影片大受欢迎也从侧面反映了题材受限减弱，动画电影、硬科幻电影表明国产片在持续突破舒适圈，看好中长期国产片质量提升。

图表24: 23年国产片数量超过19年，引进片数量未完全恢复

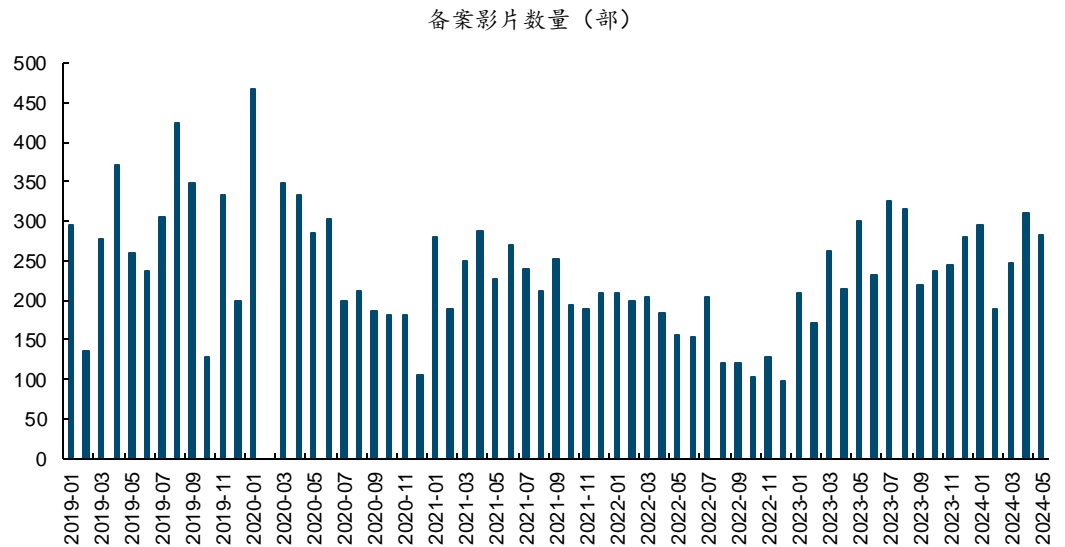
图表25: 23年国产片票房超过19年，引进片票房未完全恢复



来源：灯塔专业版，国金证券研究所

来源：灯塔专业版，国金证券研究所

图表26: 国内备案影片数量恢复到19年水平



来源：国家电影局，猫眼专业版，国金证券研究所

图表27: 2018-23年票房TOP10影片题材：多元化趋势

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	红海行动 (剧情、动作)	哪吒之魔童降世 (动画、中国神话)	八佰 (战争、主旋律)	长津湖 (战争、主旋律)	长津湖之水门桥 (战争、主旋律)	满江红 (喜剧、剧情、悬疑)
2	唐人街探案2 (喜剧、悬疑)	流浪地球 (中国科幻)	我和我的家乡 (喜剧、主旋律)	你好，李焕英 (喜剧)	独行月球 (喜剧、科幻)	流浪地球2 (中国科幻)
3	我不是药神 (剧情、喜剧)	复仇者联盟4：终局之战 (动作、科幻)	姜子牙 (动画、中国神话)	唐人街探案3 (喜剧、悬疑)	这个杀手不太冷静 (喜剧)	孤注一掷 (犯罪、剧情、反诈)
4	西虹市首富 (喜剧)	我和我的祖国 (剧情、主旋律)	金刚川 (战争、主旋律)	我和我的父辈 (剧情、主旋律)	人生大事 (剧情、家庭)	消失的她 (悬疑、剧情、现实主义)
5	复仇者联盟3：无限战争 (动作、科幻)	中国机长 (剧情、传记)	夺冠 (剧情、中国女排)	速度与激情9 (动作)	万里归途 (战争、主旋律)	封神第一部 (神话、史诗)
6	捉妖记2 (喜剧、奇幻)	疯狂的外星人 (喜剧)	拆弹专家2 (动作、怒火·重案 (动作)	奇迹·笨小孩 (剧	八角笼中 (剧情)	



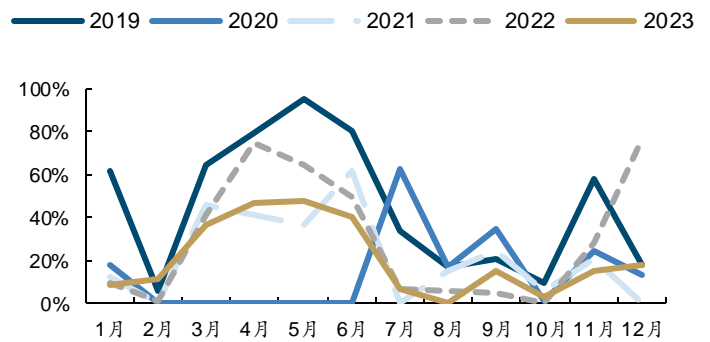
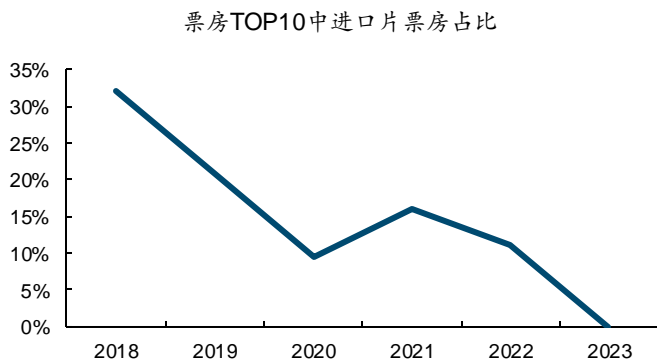
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
7	毒液：致命守护者（科幻）	飞驰人生（喜剧、动作）	除暴（动作、剧情）	中国医生（剧情、主旋律）	侏罗纪世界3（动作、科幻）	长安三万里（动画、历史）
8	海王（动作、科幻）	烈火英雄（动作、剧情）	宠爱（喜剧、剧情）	哥斯拉大战金刚（动作、科幻）	熊出没·重返地球（动画、科幻）	熊出没·伴我“熊芯”（动画、喜剧）
9	侏罗纪世界2（动作、科幻）	少年的你（青春、剧情、校园霸凌）	我在时间尽头等你（爱情、奇幻）	送你一朵小红花（剧情、家庭）	阿凡达·水之道（科幻、动作）	坚如磐石（剧情、悬疑，反腐反贪）
10	前任3：再见前任（喜剧、爱情）	速度与激情：特别行动（动作）	误杀（剧情、犯罪）	悬崖之上（悬疑、动作、主旋律）	明日战记（动作、科幻）	人生路不熟（喜剧、剧情）

来源：猫眼专业版，国金证券研究所

- 进口片供给、票房修复空间较大，较19年票房缺口超过150亿。2019-1H24，进口片数量、票房占比均显著下滑，23年进口片票房90.7亿，较19年减少了152.6亿；进口片的票房号召力大幅减弱，TOP10影片中进口片票房占比从18年的32%降至22年的11%，23年票房TOP10中无进口片，其中，淡季进口片票房占比较高，主要系制片方有信心的国产电影更多会考虑重要档期上映，以充分挖掘票房潜力。我们认为进口片票房缺口较大的主要原因在于海外影片供给弱修复，据IMDbPro统计，23年北美院线共上映587部影片，远低于19年的910部，但较前三年不到500部的数目稍有提升；同时，近几年国内电影市场票房号召力较高的影片为泛主旋律和泛现实主义题材，进口片内容对国内观影喜好的适配度降低，尤其是在观影人群逐渐下沉的背景下。展望后续，我们认为，虽然流媒体对海外电影供给、票房恢复造成一定压力，但大制作仍会从商业化、艺术性等角度出发，优先登录院线，海外影片发行数量有望延续23年的稳步增长的趋势逐步提高，进口片缺口的弥补有望带动淡季票房提升，提高淡季票房恢复程度。

图表28：票房TOP10中进口片票房占比下滑明显

图表29：票房TOP10中进口片占比淡季较高



来源：猫眼专业版，国金证券研究所

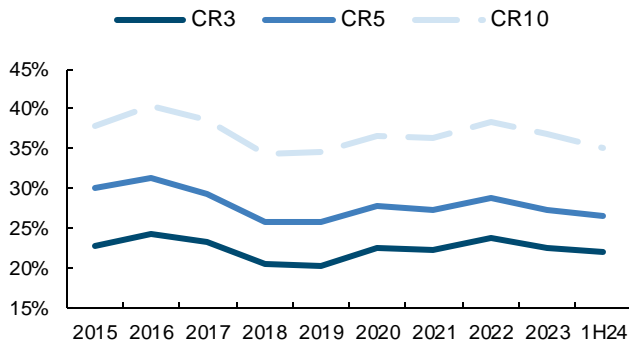
来源：猫眼专业版，国金证券研究所

### 2.3、行业集中度提高，公司龙头地位稳固，成本优势延续

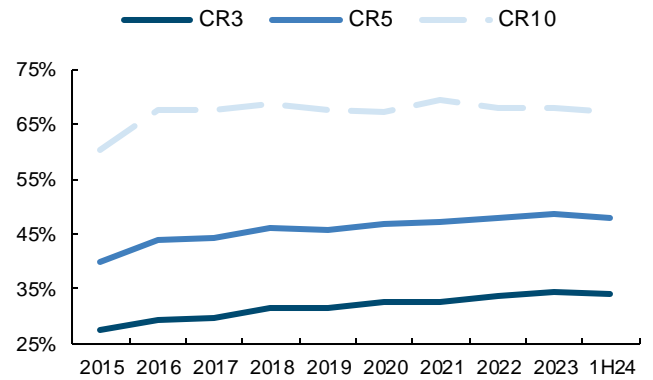
- 头部院线、影投市占率稳中有升。按票房计，2019-23年影投/院线CR5从26%/46%提高到28%/48%，CR3从20%/31%提高到23%/34%，行业集中度提高，我们认为主要系头部院线、影院在规模效应、经营成本、消费者认知度等方面具备优势，抗风险能力更强。



图表30：影投市场集中度稳中有升



图表31：院线市场集中度显著提高

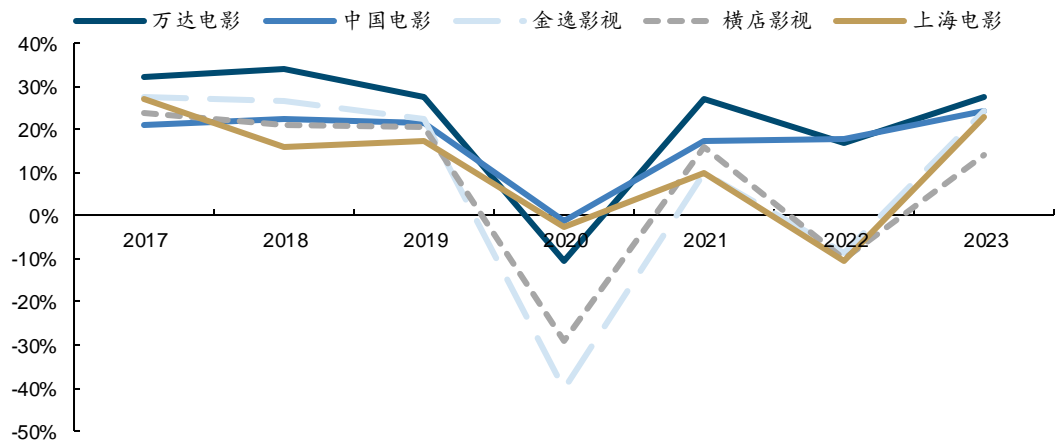


来源：猫眼专业版，国金证券研究所

来源：猫眼专业版，国金证券研究所

- 公司自建影城数量较多，自建影城与万达广场深度绑定，具有区位、人流保障，租赁长期、稳定，行业调整期龙头地位进一步稳固。
- 1) 公司自建影院与万达广场有协同效应，在长期稳定租赁及万达广场区位、人流保障下，公司能保持较高的自有影院占比（23年占比78.3%），且成本优势明显。万达影城可变营业成本比例较高，以租金为例，业内常见租金缴纳方式为票房的一定比例、保底和票房的一定比例孰高、固定租金+浮动分成、固定租金，而万达广场的万达影城租金多年为净票房收入的11%；加之公司大力发展毛利率较高的非票业务、影视剧制作、游戏业务，综合毛利率水平整体高于A股主要院线公司。

图表32：万达电影毛利率整体高于A股主要院线公司

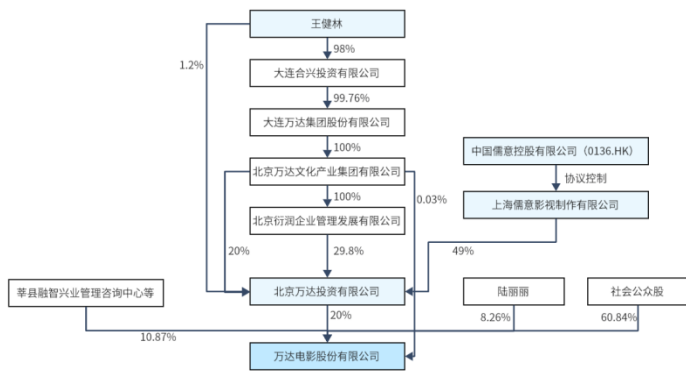


来源：ifind，国金证券研究所

- 2) 公司与万达商管已续约，预计大股东更换不影响成本优势延续。23年底，儒意投资接手公司大股东万达投资51%股权，柯利明成为公司实控人。市场对大股东变更后，公司与万达广场绑定带来的选址、成本等优势是否仍可延续产生疑问。从签约情况看，我们认为该优势仍将继续延续。根据公司23年5月的投资者问答，公司与万达商管于12年7月1日签署《房屋租赁与物业服务框架协议》，公司下属万达广场内的影城租金标准为净票房收入的11%，租赁期限为自影城开业之日起20年，协议约定每10年重新评估市场租金水平，根据上述框架协议约定和市场环境变化，公司与万达商管集团于22年12月签署了《关于之补充协议》，自22年7月1日起的未来10年内，双方维持11%的租金比例保持不变。

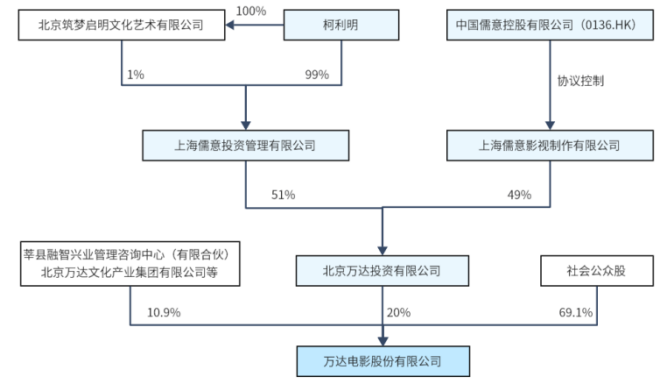


图表33: 股权变动前, 王健林持有北京万达投资 51%股份



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表34: 股权变动后, 柯利明成公司实控人



来源: 公司年报, 国金证券研究所

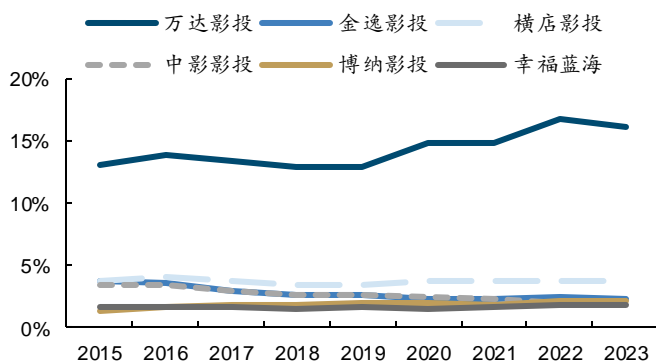
图表35: 22 年公司与万达商管签署房屋租赁和物业服务补充协议, 固定未来 10 年内租金比例

根据公司与万达商管集团于 2012 年 7 月 1 日签署的《房屋租赁与物业服务框架协议》, 公司下属万达广场内的影城租金标准为净票房收入的 11%, 租赁期限为自影城开业之日起 20 年。协议约定, 每十年重新评估市场租金水平。根据上述框架协议约定和市场环境变化, 公司与万达商管集团于 2022 年 12 月签署了《关于<房屋租赁与物业服务框架协议>之补充协议》, 自 2022 年 7 月 1 日起的未来 10 年内, 双方维持 11% 的租金比例保持不变。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

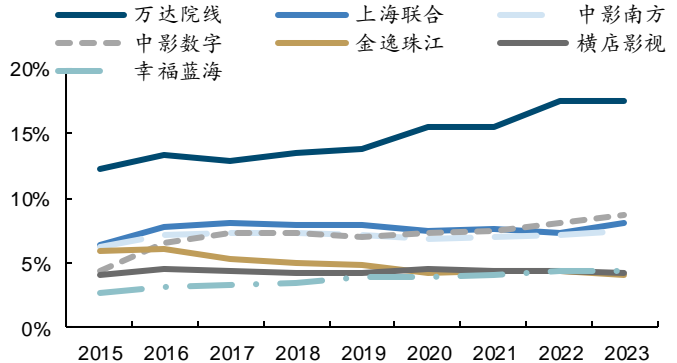
- 3) 公司龙头地位进一步稳固。①按票房计, 万达院线/影投均连续多年为国内院线/影投首位, 且市场份额提升明显, 1H24 年院线/影投分别较 19 年提升 3.5/2.7pct, 达到 17.3%/15.6%; ②按影院数量计, 公司直营影城数量数量及占比高, 23 年直营影城 709 家, 占比 78%+, 均处于行业前列。

图表36: 万达影投市占率多年处于行业第一且稳中有升



来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

图表37: 万达院线市占率多年处于行业第一且稳中有升

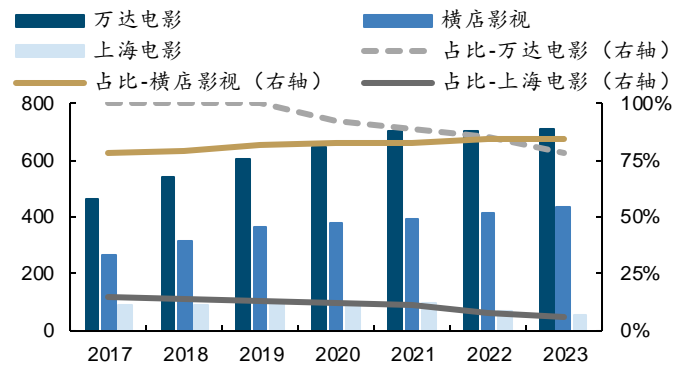
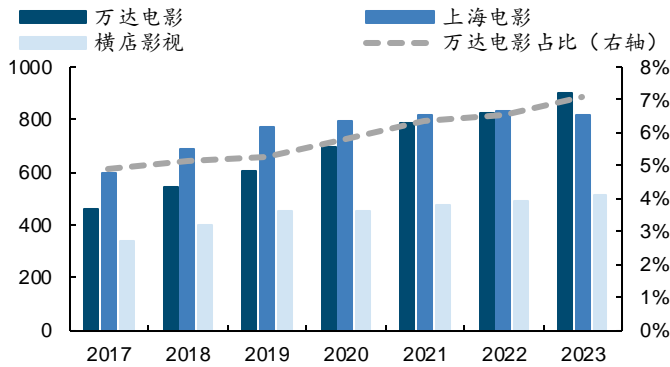


来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所





图表38: 公司国内影院数(家)在国内市场占比逐渐提高 图表39: 公司直营影院数量及比例高



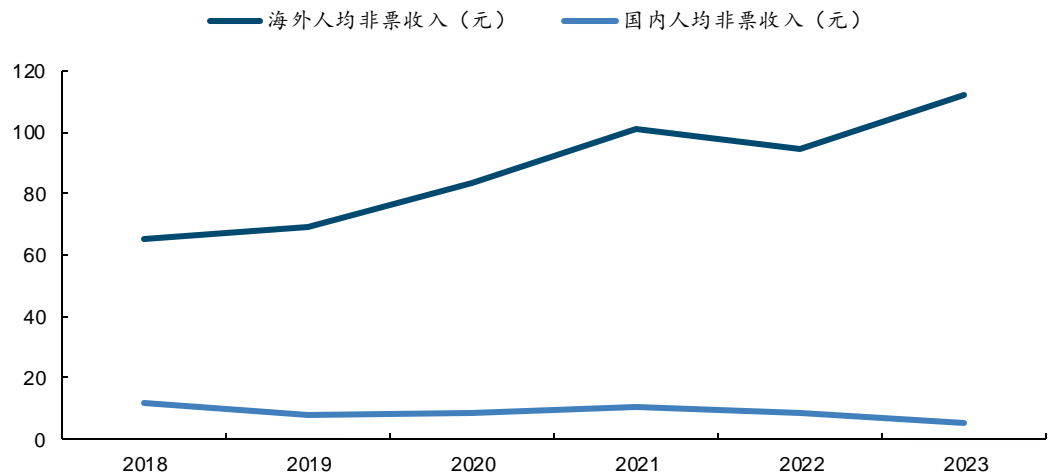
来源: 各公司财报, 拓普数据, 国金证券研究所

来源: 各公司财报, 拓普数据, 国金证券研究所

## 2.4、深挖卖品销售+多元利用影城, 有望通过非票业务打开影城创收空间

- 国内影城非票业务增长空间较大, 卖品、场地利用均有提升潜力。我们根据公司公告数据大致估算, 2018-23年公司海外每观影人次非票销售额高于50元人民币, 21、23年超过100元, 国内市场每观影人次非票销售额不到10元, 其中19-21年逐年增长, 预计主要系公司通过衍生品、举办脱口秀等演出等方式挖掘影城创收潜力, 22-23年有所下滑, 预计一方面原因在于经济弱复苏, 消费相对疲软, 影院广告也在弱修复, 另一方面原因在于计算误差, 计算国内非票收入时未扣减海外游戏业务收入。

图表40: 公司国内人均非票收入较低



来源: 公司公告, 国金证券研究所, 注: 海外人均非票收入=海外收入/海外观影人次, 国内人均非票收入=(观影收入+商品、餐饮销售收入+广告收入-海外收入)/国内观影人次, 该测算方式未考虑游戏等其他业务海外收入, 但公司这些业务占收入比例较大, 所以存在一定误差。

- 1) 积极拓展衍生品、影城场地租赁等非票业务深挖影城利用潜力。公司持续探索如何拓展非票业务, 从收购时光网推动线上线下融合到自创茶饮品, 从常规餐饮到打造影视动漫、国风国器、大国重器和潮流手办四大赛道(21年提出), 引进、研发盲盒等潮玩, 升级卖品; 2020-22年期间, 线下观影活动受限的情况下, 公司积极寻找新方式挖掘影城商业化空间, 在各地的影城举办相声、脱口秀等演出或活动。24年时光网与泡泡玛特-Molly达成授权合作, 首发baby-Molly新系列衍生品于5月1日陆续上线全国万达影院和万达星选商城, 并计划在下属部分万达影院打造baby-Molly主题门店, 同时, 公司已就暑期档电影《白蛇: 浮生》与相关方展开合作打造衍生品线, 后续也将对《西游记真假美猴王》等动画IP进行衍生品开发, 结合公司宣发布局提高衍生品影响力。
- 2) 新股东儒意与公司在衍生品方面有协同作用。公司有望借力其带来的“包公系列”、“西游系列”、“白蛇系列”等动画电影IP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。

图表41：公司通过推出自有饮料品牌、发展衍生品等潮玩、跨界合作、开展演出/剧本杀等方式积极拓展非票业务

非票业务布局	
2017	全新上线万达电影 APP6.0，推出智能取票机影立方；与 COSTA 开展战略合作，全面布局咖啡业务；创新“融合营销”新理念；创新衍生品业务，实现时光网、“衍生π”线上与线下融合新格局；打造万达电影专属的“爆米花节”。
2018	创新打造“朕要看电影”、“大片季”、“爆米花节”、“百日观影节”等专属 IP 活动；跨界合作故宫食品、哈根达斯等品牌，推出特色衍生品。
2019	先后举办“朕要看电影”、万达 IMAX 大片季、“万影杯”挑战赛、第三届“爆米花节”以及“百日观影节”五大活动，与良品铺子达成战略合作；咖啡、自创茶饮收入、多经收入等较去年同期均有所增长。
2021	<b>卖品：</b> 明确时光网衍生品业务方向，打造影视动漫、国风国器、大国重器和潮流手办四大赛道，引进和研发包括盲盒在内的多种潮流新品，升级卖品品类和品项；与哈根达斯、良品铺子等多个品牌联名打造万达影院专属产品。 <b>影城空间利用：</b> 在北京、上海、成都、重庆多地影城举办相声、脱口秀、亲子舞台剧、剧本杀等不同类型的演出及活动
2022	<b>卖品：</b> 逐步放开区域选品规则，支持各区域积极引进特色产品，开拓销售渠道；时光网继续聚焦 IP 研发和储备，保障影院 IP 授权和衍生品供应，针对不同档期深挖爆款潜质产品，自主开发推出吾皇万睡玩偶、如虎添翼挂件等衍生品。 <b>影城空间利用：</b> 继续拓展各类演出、剧本杀、赛事直播等业务，利用影院的放映资源、内容资源、场地资源开展电影研学活动。
2023	<b>卖品：</b> 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。 <u>公司自有饮料品牌“原始鲜言”西打系列产品全新落地</u> ，上线以来销量不断增长；持续开拓区域和大客户定制联名商品， <b>精细化匹配客群产品线，拓展销售渠道和营销模式。</b> 子公司时光网持续强化对 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，打造 Loopy 系列产品，凭借抖音营销出圈实现粉丝和品牌消费者的深度转化。 <b>影城空间利用：</b> 全面开展现场演出、研学、赛事转播、音乐会转播、IP 展览、会议等多种业务。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 3) 预计后续影院广告稳步发展。结合前文分析，广告市场与经济大盘正相关，影院广告主要为映前广告、阵地广告，作为品牌广告，较难直接量化投放效果，影院广告弱复苏中。经济增速放缓背景下，我们预计影院广告将在当前基础上稳步发展，若影片供给、票房较好，则映前广告或将表现突出。

### 三、影视剧制作：大股东和管理层更换带来新机遇，片单丰富

#### 3.1、万达影视深耕内容制作发行，经验丰富，重视人才储备

- 公司内容业务经营主体主要为万达影视传媒，其深耕影视剧制作多年，在产业资源、人次培养、内容制作方面均积累了丰富的经验。
  - 1) 公司于 19 年收购万达影视，万达影视 2011 年成立，2014 年万达影视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成立电影发行公司五洲发行，2016-17 年收购了骋亚影视、新媒诚品、互爱互动，业务布局涵盖电影、电视剧、游戏，多年深耕积累了较多行业资源。其中，骋亚影视为导演陈思成和制片人李亚平共同成立，16 年陈思成退股，万达影视 100% 持股，23 年 11 月骋亚影视投资壹同传奇，持股 5%，该公司实控人为陈思成父亲。
  - 2) 制作发行了唐探系列、误杀系列等高票房、高口碑影片和唐探系列、《三大队》等剧集。2017 年开始，万达影视率先在行业里开展新导演、新编剧培养计划——“菁英+电影人计划”发掘和培养影视行业各专业人才，鼓励新生电影创作力量，截至目前，“菁英+”计划累计已签约 11 名导演，签约青年编剧超过 100 名，成为后续持续输出内容的储备力量。

图表42：万达影视及其子公司制作发行唐探系列、误杀系列等电影

片名	上映时间	导演	主演	票房
我才不要和你做朋友呢	2024/6/8	何念	庄达菲、陈昊宇	2.03 亿
维和防暴队	2024/5/1	李达超	黄景瑜、王一博	5.11 亿
三大队	2023/12/15	戴墨	张译、李晨、魏晨	7.05 亿
误杀 2	2021/12/17	戴墨	肖央、任达华	11.21 亿
唐人街探案 3	2021/2/12	陈思诚	王宝强、刘昊然、妻夫木聪	45.23 亿



片名	上映时间	导演	主演	票房
误杀	2019/12/13	柯汶利	肖央、谭卓	13.33 亿
唐人街探案 2	2018/2/16	陈思诚	王宝强、刘昊然、肖央	33.97 亿
西游伏妖篇	2017/1/28	徐克	林更新、姚晨	16.52 亿
唐人街探案	2015/12/31	陈思诚	王宝强、刘昊然	8.23 亿
寻龙诀	2015/12/28	乌尔善	陈坤、黄渤、舒淇	16.79 亿
煎饼侠	2015/7/17	大鹏	大鹏、袁姗姗	11.60 亿
北京爱情故事	2014/2/14	陈思诚	梁家辉、刘嘉玲	4.06 亿

来源：猫眼专业版，公司公告，国金证券研究所，注：上述影片为不完全梳理，是万达影视为前三出品方的影片

图表43：万达影视及其子公司制作发行唐探系列、《三大队》等剧集

片名	开播时间	开播平台	导演	主演	公司出品主体
我的阿勒泰	2024/5/7	CCTV-1、CCTV-8、江苏卫视、爱奇艺	滕丛丛	周依然、于适、马伊琍	万达影视传媒
追风者	2024/3/21	CCTV-8、浙江卫视、爱奇艺	姚晓峰	王一博、李沁	万达影视传媒
唐人街探案 2	2024/2/29	爱奇艺	姚文逸、王天尉	邱泽、张艺上	万达影视传媒、骋亚影视
三大队	2023/12/21	东方卫视、爱奇艺	邢键钧	秦昊、李乃文、陈明昊	新媒诚品
创业年代	2020/9/27	CCTV-1、腾讯视频、爱奇艺、优酷、芒果TV	林柯	冯绍峰、袁姗姗	万达影视传媒
幸福，触手可及	2020/5/19	腾讯视频、爱奇艺、优酷	沈阳	黄景瑜、迪丽热巴	万达影视传媒、新媒诚品
唐人街探案	2020/1/1	爱奇艺	柯汶利、戴墨等	邱泽、张钧甯	万达影视传媒、骋亚影视

来源：猫眼专业版，公司公告，国金证券研究所，注：上述剧集为不完全梳理

### 3.2、与新股东儒意强协同，新任董事长为知名制片人，业务焕发新活力可期

- 儒意影视剧制作、发行经验丰富，新任董事长陈曦为业内知名制片人，原中国儒意执行董事，与公司内容业务有较强的协同性。
  - 1) 儒意影业（中国儒意影视剧业务经营主体）从 2006 年成立至今，孵化了百余部影视作品，主控或牵头电影包括《热烈》《保你平安》《交换人生》《送你一朵小红花》《你好，李焕英》等影片，与大鹏、贾玲、韩延等导演多次合作，出品了《我的人间烟火》《大宋宫词》《追风者》《我的阿勒泰》等剧集。

图表44：儒意出品了《你好，李焕英》《送你一朵小红花》等影片

片名	上映时间	导演	主演	票房
热烈	2023/7/28	大鹏	黄渤、王一博	9.13 亿
保你平安	2023/3/10	大鹏	大鹏、李雪琴	7 亿
交换人生	2023/1/22	苏伦	雷佳音、张小斐	3.93 亿
独行月球	2022/7/29	张吃鱼	沈腾、马丽	31.03 亿
你好，李焕英	2021/2/12	贾玲	贾玲、张小斐	54.13 亿
送你一朵小红花	2020/12/31	韩延	易烊千玺、刘浩存	14.32 亿
动物世界	2018/6/29	韩延	李易峰、周冬雨	5.09 亿
缝纫机乐队	2017/9/29	大鹏	大鹏、乔杉	4.59 亿
夏有乔木 雅望天堂	2016/8/5	赵真奎	韩庚、卢杉、周元	1.56 亿
致青春·原来你还在这里	2016/7/8	周拓如	刘亦菲、金世佳、李沁	3.36 亿

来源：猫眼专业版，公司公告，国金证券研究所，注：上述影片为不完全梳理，是中国儒意为主要出品方的影片

图表45：儒意出品了《我的阿勒泰》《追风者》《大宋宫词》等剧集

片名	开播时间	开播平台	导演	主演
----	------	------	----	----



片名	开播时间	开播平台	导演	主演
我的阿勒泰	2024/5/7	CCTV-1、CCTV-8、江苏卫视、爱奇艺	滕丛丛	周依然、于适、马伊琍
微暗之火	2024/4/27	CCTV-8、优酷	姚晓峰	童谣、张新成
追风者	2024/3/21	CCTV-8、浙江卫视、爱奇艺	姚晓峰	王一博、李沁
我的人间烟火	2023/7/5	湖南卫视、芒果TV、咪咕视频	李木戈	杨洋、王楚然
大宋宫词	2021/3/20	江苏卫视、腾讯视频、爱奇艺、优酷	李少红	刘涛、周渝民、归亚蕾
老中医	2019/2/21	爱奇艺、优酷	毛卫宁、张彤	陈宝国、冯远征
归去来	2018/5/14	爱奇艺、优酷	刘江	唐嫣、罗晋
爱情的边疆	2018/5/8	腾讯视频、爱奇艺、优酷、芒果TV	毛卫宁、张彤	殷桃、王雷

来源：猫眼专业版，公司公告，国金证券研究所

- 2) 管理层分工明确。董事长、总裁陈曦重点分管影视制作业务板块、五洲发行及时光网板块，董事、执行总裁陈洪涛继续分管院线业务，董事龚峤分管游戏业务。董事长陈曦为业内知名制片人，投资出品了《泰囧》《煎饼侠》，15年加入儒意影业后投资制作了《热烈》《保你平安》《独行月球》《你好，李焕英》等影片，投资制片经验及产业资源丰富。

图表46：公司管理层分工明确，董事长、总裁陈曦为知名制片人，重点分管影视制作、五洲发行及时光网板块

姓名	职位	负责业务	履历
陈曦	董事长、总裁	统筹万达电影整体业务发展，并重点分管影视制作业务板块、五洲发行及时光网板块	艺名陈祉希，毕业于中央戏剧学院2000级表演系。清华大学五道口金融学院金融EMBA。2012年从台前转幕后创办影艺通传媒，投资出品《泰囧》《煎饼侠》并担任制片人。2015年加入儒意影业担任总裁，期间投资制作了《热烈》《保你平安》《独行月球》《你好，李焕英》《吉祥如意》《动物世界》《缝纫机乐队》《唐人街探案》等。2021年担任中国儒意控股有限公司执行董事。2024年1月担任万达电影股份有限公司董事长兼总裁。
陈洪涛	董事、执行总裁	继续分管公司院线业务	2000年起历任万达商管成都区域总经理，万达商管高级总裁助理兼华西运营中心总经理，万达商管高级总裁助理兼西南运营中心总经理，万达商管首席总裁助理兼商业规划中心总经理。
龚峤	董事	分管公司游戏业务板块	2010-14年任盛大游戏工作室总经理；14-17年任奇虎三六零移动游戏事业部总经理；17-18年任大连天神娱乐副总经理；18-19年任中文在线游戏事业部总经理；20-22年任NBA体育文化发展有限责任公司战略顾问；22-24年1月任北京儒意景秀总经理。

来源：公司公告，猫眼，国金证券研究所

- 儒意与公司强协同，有望助力公司影视剧制作发行业务上新台阶，目前协同效应已显现。1) 今年已上映的《追风者》《我的阿勒泰》《抓娃娃》，即将上映的《白蛇：浮生》均为儒意和公司共同出品或参投，据公司回投资者问答，**儒意出品的电影及电视剧，公司可以优先投资并进行主宣发**，公司会借助新股东在影视内容研发、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。2) 此外，据详式权益变动报告书，公司现任控股股东及实控人柯利明先生承诺，自股权转让完成起3年内，对于其旗下现有可能与上市公司存在同业竞争的情形，将持续采取积极有效措施，妥善解决相关事项。
- 公司内容储备丰富。24年公司出品、发行或参投的影片《异人之下》《解密》《“骗骗”喜欢你》及电视剧《四方馆》将上线，目前储备的电影包括与贾玲导演合作的《转念花开》、IP系列电影《误杀3》《唐探1900》《点到为止》《寻她》等，剧集包括《检察官与少年》《黑夜告白》等。

图表47：公司2024电影、电视剧内容片单丰富

2024 已播出						2024 待播					
片名	题材	主创人员	参与方式	上映时间	备注	片名	题材	主创人员	参与方式	上映时间	备注
电影 维和防暴队	动作、剧情	导演：李达超；主演：黄景瑜、王一博、钟楚曦	主投主控	5.1	票房5.11亿	异人之下	奇幻、动作、剧情	导演：乌尔善；主演：胡先煦、李宛妲、冯绍峰	联合出品	7.26	-



电视剧	穿过月亮的旅行	爱情、剧情	导演：李蔚然； 主演：张子枫、胡先煦、仁科	出品	5.1	票房 0.46 亿	解密	剧情	导演：陈思诚；主 演：刘昊然、陈道明	联合出品	8.3	想看人数 14.6 万
	我才不要和你做朋友呢	喜剧、青春	导演：何念；主 演：庄达菲、陈昊宇、王皓	主投 主控	6.8	票房 2.03 亿	白蛇：浮生	动画、 喜剧、 爱情	导演：陈健喜、李 佳锜；主演：杨天翔、张喆、唐小喜	出品	8.10	想看人数 43.3 万
	默杀	犯罪、 悬疑、 剧情	导演：柯汶利； 主演：王传君、张钧甯、吴镇宇	出品	7.3	-	有多云像你	爱情、 剧情、 奇幻	导演：姚婷婷；主 演：屈楚萧、王子文	出品	12.31	想看人数 0.4 万
	抓娃娃	喜剧、 剧情	导演：闫非、彭 大魔；主演：沈腾、马丽、史彭元	出品	7.16	-	“骗骗”喜欢你	爱情、 喜剧	导演：苏彪；主演： 金晨、孙阳、李雪琴	出品	12.31	想看人数 5.0 万
	仙剑奇侠传 4	剧情、 奇幻	导演：杨玄；主 演：鞠婧祎、陈哲远、茅子俊	联合 出品	1.17	爱奇艺 独播	四方馆	剧情、 喜剧、 古装	导演：赵启辰；主 演：檀健次、周依然、杜淳、阚清子	出品	2024	爱奇艺独播
	南来北往	年代、 爱情、 亲情	导演：郑晓龙、 刘璋牧；主演：白敬亭、丁勇岱、金晨	联合 出品	2.6	台网联 播（爱 奇艺）						
	追风者	动作、 年代、 谍战	导演：姚晓峰； 主演：王一博、李沁、王阳	联合 出品	3.21	台网联 播（爱 奇艺）						
	我的阿勒泰	剧情	导演：滕丛丛； 主演：马伊琍、周依然、于适	联合 出品	5.7	台网联 播（爱 奇艺）						
	错位	剧情、 悬疑、 犯罪	导演：郭映嘉； 主演：马伊琍、佟大为、高至霆	联合 出品	7.11	爱奇艺 独播						

来源：公司公告，猫眼，国金证券研究所，注：数据取自 7 月 29 日

#### 四、游戏：互爱互动海外市场发力，借力大股东可期

- **互爱互动持续发力海外市场，海外收入占比显著提升。**互爱互动 2011 年成立，主营游戏发行和运营，曾成功发行多款产品，也成功从页游转到手游发行，曾发行的体量较大的页游为《胡莱三国》《斩仙》(ARPG)等，手游端曾发行《胡莱三国》、《全民斩仙》(仙侠类 ARPG 手游)、《火柴人联盟》、《中超风云》(体育游戏)、《盗墓风云》(ARPG)、《小小军团合战三国》(经营策略类)、《豪门足球风云》(足球类)、《胡莱三国 2》(策略类)等。海外市场拓展方面，19 年新发行 5 款游戏，收入前 10 的游戏 6 款海外发行，当年海外游戏收入占比不到 8%，2020-至今，公司持续开拓海外市场，海外发行收入提升明显，23 年占比提升到 30%以上，24 年 1 月 18 日《圣斗士星矢：正义传说》于日本上线后，迅速攀升至 AppStore 畅销榜 TOP3、GooglePlay 畅销榜 TOP4。
- 24 年互爱互动还计划在海内外发行《暗影格斗 3》《全职法师：猎人大师》《末日曙光》《我为歌狂之旋律重启》等新产品。

图表48：互爱互动 2011 年成立，游戏发行为主，持续发力海外市场

发行游戏梳理	
2011	《胡莱三国》页游及手游，其中页游 DAU 峰值接近 500 万。
2012	ARPG 页游《斩仙》，月流水破 4000 万。
2013	页游《梵天之怒》，最高月流水超 3000 万；手游《新神曲》



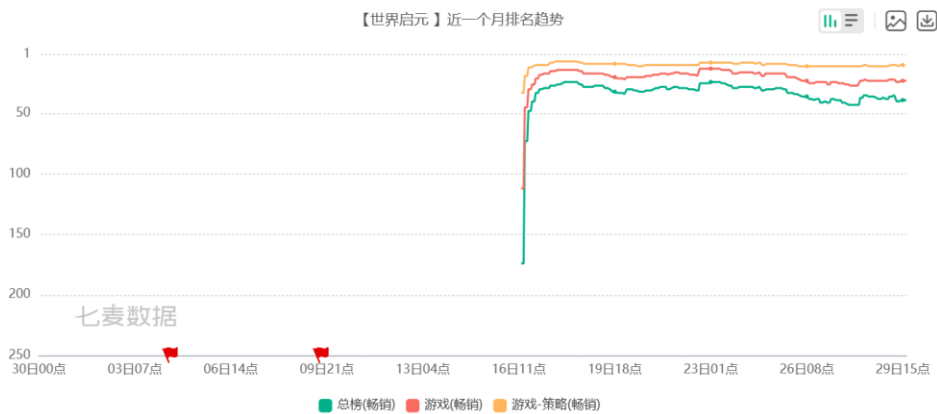
发行游戏梳理

2014	仙侠类 ARPG 手游《全民斩仙》。
2015	发行手游《火柴人联盟》、体育类手游《中超风云》。
2016	ARPG 手游《盗墓风云》、经营策略类手游《小小军团合战三国》。
2017	体育类手游《豪门足球风云》、策略类《胡莱三国 2》、《射雕英雄传》。
2019	新发行 5 款游戏，年收入前 10 的游戏中有 6 款进行了全球化的海外发行实践。
2020	新发行 7 款游戏，国内游戏 5 款，海外游戏 2 款，包括《葫芦兄弟：七子降妖》《时空之旅》《无尽战记》《仙魔尘缘》《全民冠军足球》等。
2021	新发行 8 款游戏，继续发力境外市场，在中国港澳台、东南亚地区成功发行了《圣斗士星矢》《关于我转生成史莱姆这档事》《全战天下》等产品。
2022	新发行 5 款游戏，《圣斗士星矢：正义传说》在欧美地区发行，海外自主发行收入逐步提升。
2023	新发行 4 款游戏，《秦时明月：沧海》于 23 年 8 月上线以来表现较好，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	互爱互动将继续拓展海外市场，努力提高海外发行收入占比，其中《圣斗士星矢：正义传说》自 1 月在日本上线后取得较好成绩，带动互爱互动跻身 2 月中国游戏厂商及应用出海收入排行榜前 30，《暗影格斗 3》《全职法师：猎人大师》《末日曙光》《我为歌狂之旋律重启》等新产品预计先后在海内外市场上市。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **互爱互动有望与儒意在游戏领域合作。**中国儒意旗下游戏业务品牌为“景秀 JINGXIU”，与大股东腾讯控股有良好合作关系，24 年 5 月发布公告收购有爱互娱（核心资产为《红警 OL》）100% 股权，深化游戏业务布局。儒意景秀运营了《乱世逐鹿》《传奇天下》《仙境传说：爱如初见》，腾讯北极光工作室研发、中国儒意代理发行的文明正版 IP 策略游戏《世界启元》已于 24 年 7 月 16 日全平台公测，目前位于 iOS 游戏畅销榜前 10。据公司回投资者问答，在游戏方面，公司旗下互爱互动会与儒意景秀实现优质游戏产品的 IP、渠道及发行区域合作，增厚游戏利润规模。我们认为，儒意游戏业务现已拥有景秀、有爱互娱主体，且与大股东腾讯建立了良好合作关系，互爱互动主营游戏发行环节，有望通过儒意获得更多、更优质游戏产品的发行。

图表49：《世界启元》上线以来位于 iOS 游戏畅销榜前 10



来源：七麦，国金证券研究所，注：数据取自 2024 年 7 月 29 日

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

- 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 145.44/158.81/170.31 亿元，同比 -0.51%/+9.19%/+7.24%；归母净利润分别为 8.12/13.32/16.18 亿元，分别同比 -10.94%/+64.07%/+21.41%。主要假设如下：
- 营业收入：
  - 1) 观影收入：24 年上半年国内票房同比下滑 9%左右，暑期档热度提升较去年同期晚，预计国内观影收入有所下滑，海外观影收入保持稳健，预计 24 年观影



收入小幅下滑，同比-5.1%。目前电影行业票房受供给影响较大，由于 25、26 年的排片未定，基于当前观影需求、供给均恢复的现状线性外推，预计 24 年票房基数较低下，25 年增速较高，26 年增速放缓，公司目标市占率是 20% 以上，在当前行业发展较成熟的背景下，预计市占率将逐步小幅提升，故预计公司 25-26 年观影收入同比+12.4%、+6.0%。

- 2) 商品、餐饮销售收入：该业务收入与观影人次正相关，结合前文 24 年票房预测及消费降级的趋势，预计 24 年国内卖品销售承受一定压力，海外发展相对稳健，故预计 24 年该业务收入同比-9.6%。与观影收入预测分析类似，预计 25-26 年该业务收入同比+11.9%、+7.2%。
- 3) 广告收入：主要是映前、阵地广告，与经济及票房表现关联度均较高，预计后续将延续弱修复的态势，故保守估计 24-26 年收入同比-6.4%、+8.0%、+5.0%。
- 4) 电影制作发行及相关业务收入：24 年已上映公司出品或发行的《维和防暴队》《穿过月亮的旅行》《我才不要和你做朋友呢》《默杀》《抓娃娃》，后续还将上映《白蛇：浮生》《异人之下》《解密》《有朵云像你》《“骗骗”喜欢你》等影片，其中猫眼预计《默杀》票房约 13.98 亿，《抓娃娃》票房 33.47 亿，预计 24 年下半年该业务收入快速增长，结合票房预期预计该业务全年收入 10.1 亿元，同比+202.1%。该业务与电影上映节奏、表现直接相关，目前储备影片《转念花开》《误杀 3》等，但 25、26 年的档期未定，故基于往年出品电影节奏及儒意带来的赋能，预计 25-26 年收入在儒意成为大股东前的基础上有所增长，分别为 7.6、9.0 亿元。
- 5) 电视剧制作发行及相关业务收入：24 年已上映《仙剑奇侠传 4》《南来北往》《追风者》《我的阿勒泰》《错位》，后续还将上映《四方馆》，根据这些剧集的市场表现预计 24 年收入为 6.9 亿元，同比下降 7.6%。公司旗下新媒诚品、骋亚影视等主体持续产出剧集，目前储备了《检察官与少年》《黑夜告白》等剧集，同时儒意将带来助力，预计 25-26 年播出电视剧数量、质量有所提升，收入也随之增长，分别为 7.8、8.8 亿元。
- 6) 游戏发行及相关业务收入：主要由子公司互爱互动经营，发行为主，每年发行新游数量基本在 5-8 款的区间，持续发力海外市场，24 年 1 月《圣斗士星矢》在日本市场表现优异，故预计 24 年收入同比+10.7%至 4.2 亿元。虑及公司积累了越来越多的海外市场成功发行经验，儒意与公司在游戏业务方面协同性也较强，预计 25-26 年收入稳步增长，均同比+10%。
- 7) 其他：主要是票务平台返点、宣发返点、轻资产影院管理费用等组成，预计与票房表现、加盟影城数量变化相关，故保守估计 24 年该业务有所下滑，为-2.1%，25-26 年恢复增长，分别同比+10%、+8%。

图表50：万达电影收入拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	9,695.32	14,619.72	14,544.46	15,881.20	17,030.59
同比%	-22.38%	50.79%	-0.51%	9.19%	7.24%
其中：					
观影收入	5,382.58	8,444.74	8,011.78	9,005.20	9,543.54
同比%	-23.92%	56.89%	-5.13%	12.40%	5.98%
商品、餐饮销售收入	1,392.87	1,944.40	1,757.88	1,967.10	2,108.81
同比%	-7.31%	39.60%	-9.59%	11.90%	7.20%
广告收入	1,221.88	1,323.90	1,239.41	1,338.56	1,405.49
同比%	15.80%	8.35%	-6.38%	8.00%	5.00%
电影制作发行及相关业务收入	380.04	334.22	1,009.53	762.61	899.88
同比%	-60.61%	-12.06%	202.05%	-24.46%	18.00%
电视剧制作发行及相关业务收入	151.88	741.98	685.60	783.44	877.45
同比%	-77.40%	388.51%	-7.60%	14.27%	12.00%
游戏发行及相关业务收入	386.92	376.76	417.10	458.81	504.69
同比%	-12.81%	-2.63%	10.71%	10.00%	10.00%
其他	779.15	1,453.73	1,423.17	1,565.49	1,690.73



	2022	2023	2024E	2025E	2026E
同比%	0.31%	86.58%	-2.10%	10.00%	8.00%

来源: ifind, 公司公告, 国金证券研究所

- 毛利率: 预计 2024-26 年综合毛利率为 28.5%、30.8%、32.0%，主营业务预测如下:
  - 1) 观影: 刚性成本占比较高, 预计 24 年观影业务毛利率随收入承压而承压, 毛利率较 23 年有所降低。展望 25-26 年, 预计供给带动票房稳步增长, 加之公司市占率逐步提升, 预计毛利率随收入规模扩大而提高, 分别为 8.93%、10.32%。
  - 2) 商品、餐饮销售: 由于 24 年上半年观影人次增长层压, 预计全年面临一定压力, 同时消费整体较疲软, 预计 24 年人均卖品收入增长承压, 毛利率随之有所下滑, 为 60.5%; 25-26 年预计随观影人次增长, 卖品销售增长, 毛利率提升, 分别为 62.95%、63.71%。
  - 3) 广告: 该业务与经济大盘、影院流量关联度较大, 处于弱修复中, 预计在 23 年的基础上稳中有升, 24-26 年分别为 48.3%、48.5%、48.5%。
  - 4) 电影、电视剧制作发行及相关业务: 儒意赋能下, 24 年电影、电视剧片单丰富, 已上映的《维和防暴队》《默杀》《抓娃娃》(电影)、《我的阿勒泰》《追分者》《错位》(电视剧) 表现优异, 待上映《白蛇: 浮生》《解密》《四方馆》内容较优质, 故预计 24 年毛利率有所提升。虑及目前 25-26 年片单未发布, 但儒意赋能的确定性较高, 强强联手下, 预计 25-26 年毛利率稳健。
  - 4) 游戏发行及相关业务: 公司专注发行业务, 持续开拓海外市场, 并取得成绩, 加之与儒意的协同作用, 24 年《圣斗士星矢》日本市场表现优秀, 预计 24 年毛利率有所增长, 25-26 年保持稳健。
  - 5) 其他: 毛利率一直较高, 结合历史表现和行业预测线性外推, 保守估计 24-26 年稳定在 88.5% 的水平。

图表51: 公司毛利率拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
综合毛利率	17.00%	27.69%	28.47%	30.83%	31.96%
其中:					
观影	-10.88%	4.32%	4.27%	8.93%	10.32%
商品、餐饮销售	61.39%	64.22%	60.51%	62.95%	63.71%
广告	38.66%	48.22%	48.27%	48.50%	48.50%
电影制作发行及相关业务	-4.94%	45.71%	49.49%	50.00%	50.00%
电视剧制作发行及相关业务	-24.41%	19.15%	19.74%	22.00%	22.00%
游戏发行及相关业务	59.26%	57.97%	58.00%	58.00%	58.00%
其他	94.15%	88.28%	88.50%	88.50%	88.50%

来源: ifind, 国金证券研究所

- 费率: 1) 销售费用主要为印刷制作、广告宣传费和职工薪酬, 随着制作发行电影、电视剧数量的增加, 预计销售费用增速较快, 24 年观影收入增长承压, 故预计 24 年销售费率有所增长, 为 5.29%, 25-26 年随着收入规模增加, 效率提高而小幅下滑, 分别为 5.19%、5.14%。2) 管理费用主要为职工薪酬、折旧及摊销, 预计 24 年随收入增长承压而小幅提高, 为 8.66%, 25-26 年随着收入规模增加, 效率提高而小幅下滑, 分别为 8.39%、8.20%。3) 研发费用为游戏研发费用, 预计随游戏业务增长而增加, 结合前文游戏业务收入增速快于总收入增速的预测, 预计 24-26 年研发费率保持稳定, 分别为 0.24%、0.24%、0.25%。

图表52: 公司期间费率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费率	6.70%	5.03%	5.29%	5.19%	5.14%
管理费率	10.88%	8.37%	8.66%	8.39%	8.20%
研发费率	0.30%	0.22%	0.24%	0.24%	0.25%

来源: ifind, 国金证券研究所





## 5.2 投资建议

- 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.12/13.33/16.18 亿元，分别同比 -10.94%/+64.07%/+21.41%，对应 PE 为 27.8/17.0/14.0X。公司院线龙头地位稳固，但 24 年上半年票房表现平淡，业绩承压，公司预计 24 年上半年归母净利润 1.0-1.3 亿元，虑及 7 月起暑期档热度提升，公司参与的影片票房预期较好，预计全年归母净利润同比小幅下降。基于各业务正常运营线性外推，同时考虑公司与儒意的强协同作用，估计 25-26 年保持较高增速。
- 我们选取中国电影、横店影视、上海电影为可比公司，于院线、影视剧制作发行等业务与公司具备一定可比性。虑及 24 年 H1 归母净利润同比降幅较大，拖累全年业绩增长，故在当前时点基于 25 年业绩进行估值，25 年可比公司 PE 中位值为 23.7X，均值 22.5X，考虑到公司市占行业第一位置稳固，儒意成为大股东后协同效应明显，给予公司一定溢价，给予 25 年 PE 24X，对应市值 319.9 亿元，对应股价 14.68 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表53：可比公司估值

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
600977.SH	中国电影	193.61	-2.15	2.63	7.11	8.16	9.09	-118.14	86.90	27.25	23.72	21.30
603103.SH	横店影视	78.13	-3.17	1.66	3.29	3.98	4.60	-29.45	67.99	23.78	19.62	16.97
601595.SH	上海电影	81.80	-3.35	1.27	2.35	3.37	4.27	-14.69	91.17	34.87	24.30	19.17
中位数								-29.45	86.90	27.25	23.72	19.17
均值								-54.09	82.02	28.63	22.54	19.15
002739.SZ	万达电影	226.00	-19.23	9.12	8.12	13.33	16.18	-15.87	31.11	27.82	16.95	13.96

来源：ifind，国金证券研究所，注：数据日期为 2024 年 7 月 29 日，万达电影 24-26 年数据为国金证券研究所预测

## 六、风险提示

- 观影需求不及预期风险：线下观影活动与旅游、演唱会、演出等线下活动均为可选娱乐方式，存在竞争关系，旅游、演唱会等需求增加可能会挤压观影需求，进而影响观影人次。
- 影片供给不及预期风险：内容供给数量、质量、是否符合市场口味均存在一定不确定性，在当下电影行业处于成熟期的阶段，供给对票房的驱动较为重要，若供给不及预期则将直接影响票房表现。
- 内容上线节奏、表现不及预期风险：电影、剧集、游戏内容的供给会直接影响公司业绩，若内容上线数量、质量、上线后表现不及预期，则将直接影响业绩表现。
- 与儒意协同效应不及预期风险。我们对于公司后续业绩表现的预测基于与儒意的协同效应能较顺畅地于业务端体现，若协同不及预期，则会影响业绩增速。
- 存货或商誉减值风险。未顺利播出或上映的内容形成存货，公司商誉超 40 亿，若市场表现一般，则存货和商誉均存在减值风险，进而影响公司净利润。
- 大股东质押风险。公司第一大股东万达投资股权质押比例 51%，第二大股东股权质押 29.01%，面临一定风险，比如股价下跌到一定程度可能会被强制平仓或强制买卖。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	12,490	9,695	14,620	14,544	15,881	17,031
增长率		-22.4%	50.8%	-0.5%	9.2%	7.2%
主营业务成本	-9,099	-8,047	-10,571	-10,404	-10,985	-11,588
%销售收入	72.8%	83.0%	72.3%	71.5%	69.2%	68.0%
毛利	3,392	1,649	4,048	4,141	4,897	5,442
%销售收入	27.2%	17.0%	27.7%	28.5%	30.8%	32.0%
营业税金及附加	-330	-253	-219	-364	-397	-426
%销售收入	2.6%	2.6%	1.5%	2.5%	2.5%	2.5%
销售费用	-1,007	-650	-736	-769	-825	-875
%销售收入	8.1%	6.7%	5.0%	5.3%	5.2%	5.1%
管理费用	-1,199	-1,055	-1,224	-1,259	-1,332	-1,397
%销售收入	9.6%	10.9%	8.4%	8.7%	8.4%	8.2%
研发费用	-27	-30	-31	-35	-38	-42
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	829	-338	1,838	1,714	2,304	2,703
%销售收入	6.6%	n.a	12.6%	11.8%	14.5%	15.9%
财务费用	-742	-874	-794	-812	-794	-852
%销售收入	5.9%	9.0%	5.4%	5.6%	5.0%	5.0%
资产减值损失	-20	-399	-273	-22	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	4	15	2	0	0
%税前利润	n.a	-0.2%	1.8%	0.2%	0.0%	0.0%
营业利润	77	-1,767	845	1,012	1,653	2,005
营业利润率	0.6%	n.a	5.8%	7.0%	10.4%	11.8%
营业外收支	-5	-59	-20	-15	-16	-17
税前利润	72	-1,826	825	998	1,637	1,988
利润率	0.6%	n.a	5.6%	6.9%	10.3%	11.7%
所得税	44	-132	107	-165	-270	-328
所得税率	-60.8%	n.a	-13.0%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润	116	-1,958	932	833	1,367	1,660
少数股东损益	10	-35	20	21	34	41
归属于母公司的净利润	106	-1,923	912	812	1,333	1,618
净利率	0.9%	n.a	6.2%	5.6%	8.4%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	116	-1,958	932	833	1,367	1,660
少数股东损益	10	-35	20	21	34	41
非现金支出	1,850	2,584	2,307	669	657	665
非经营收益	700	1,029	598	997	868	939
营运资金变动	315	-461	586	168	137	77
经营活动现金净流	2,981	1,194	4,423	2,667	3,029	3,341
资本开支	-1,558	-733	-588	-494	-461	-462
投资	-4	0	23	-5	-5	-5
其他	0	1	8	2	0	0
投资活动现金净流	-1,563	-733	-557	-497	-466	-467
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-958	-239	-2,109	-837	-160	-502
其他	-1,416	-1,450	-1,451	-871	-852	-921
筹资活动现金净流	-2,374	-1,689	-3,560	-1,709	-1,012	-1,423
现金净流量	-987	-1,197	321	461	1,550	1,450

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,027	3,150	3,158	2,521	3,093	3,667
应收款项	2,110	1,627	1,985	1,905	1,930	2,071
存货	1,630	1,725	1,494	1,568	1,655	1,746
其他流动资产	1,645	1,595	942	968	1,049	1,079
流动资产	9,413	8,097	7,579	6,962	7,728	8,564
%总资产	32.3%	30.3%	30.2%	28.4%	30.4%	32.5%
长期投资	276	314	225	235	245	255
固定资产	2,601	2,355	1,992	2,007	2,019	2,026
%总资产	8.9%	8.8%	7.9%	8.2%	7.9%	7.7%
无形资产	8,982	8,629	8,393	8,482	8,518	8,550
非流动资产	19,747	18,610	17,546	17,576	17,675	17,765
%总资产	67.7%	69.7%	69.8%	71.6%	69.6%	67.5%
资产总计	29,160	26,707	25,125	24,538	25,402	26,329
短期借款	4,310	4,611	2,410	1,785	1,575	523
应付款项	3,150	2,618	2,539	2,786	2,943	3,173
其他流动负债	2,051	2,256	2,422	2,355	2,520	2,810
流动负债	9,510	9,485	7,371	6,926	7,038	6,506
长期贷款	2,155	2,221	2,156	1,956	2,006	2,056
其他长期负债	8,418	7,784	7,423	6,643	5,973	5,716
负债	20,084	19,490	16,950	15,525	15,016	14,278
普通股股东权益	8,928	7,097	8,030	8,848	10,186	11,809
其中：股本	2,231	2,179	2,179	2,179	2,179	2,179
未分配利润	-4,514	-6,437	-5,525	-4,713	-3,380	-1,761
少数股东权益	148	120	145	166	200	242
负债股东权益合计	29,160	26,707	25,125	24,538	25,402	26,329

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.048	-0.882	0.419	0.373	0.612	0.743
每股净资产	4.002	3.257	3.685	4.060	4.674	5.419
每股经营现金净流	1.336	0.548	2.030	1.224	1.390	1.533
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.19%	-27.09%	11.36%	9.18%	13.09%	13.71%
总资产收益率	0.36%	-7.20%	3.63%	3.31%	5.25%	6.15%
投入资本收益率	8.57%	-2.58%	16.29%	11.22%	13.77%	14.92%
增长率						
主营业务收入增长率	98.40%	-22.38%	50.79%	-0.51%	9.19%	7.24%
EBIT 增长率	N/A	-140.78%	-643.80%	-6.72%	34.44%	17.31%
净利润增长率	-101.59%	-1908.47%	-147.44%	-10.94%	64.07%	21.41%
总资产增长率	24.22%	-8.41%	-5.92%	-2.34%	3.52%	3.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.9	60.2	37.1	40.0	37.0	37.0
存货周转天数	68.1	76.1	55.6	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	67.2	67.8	46.8	54.0	54.0	53.0
固定资产周转天数	72.9	83.1	48.9	49.4	45.4	42.4
偿债能力						
净负债/股东权益	26.86%	51.02%	17.22%	13.53%	4.69%	-4.88%
EBIT 利息保障倍数	1.1	-0.4	2.3	2.1	2.9	3.2
资产负债率	68.88%	72.98%	67.46%	63.27%	59.11%	54.23%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	16	28	58	103
增持	0	2	4	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.11	1.13	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究