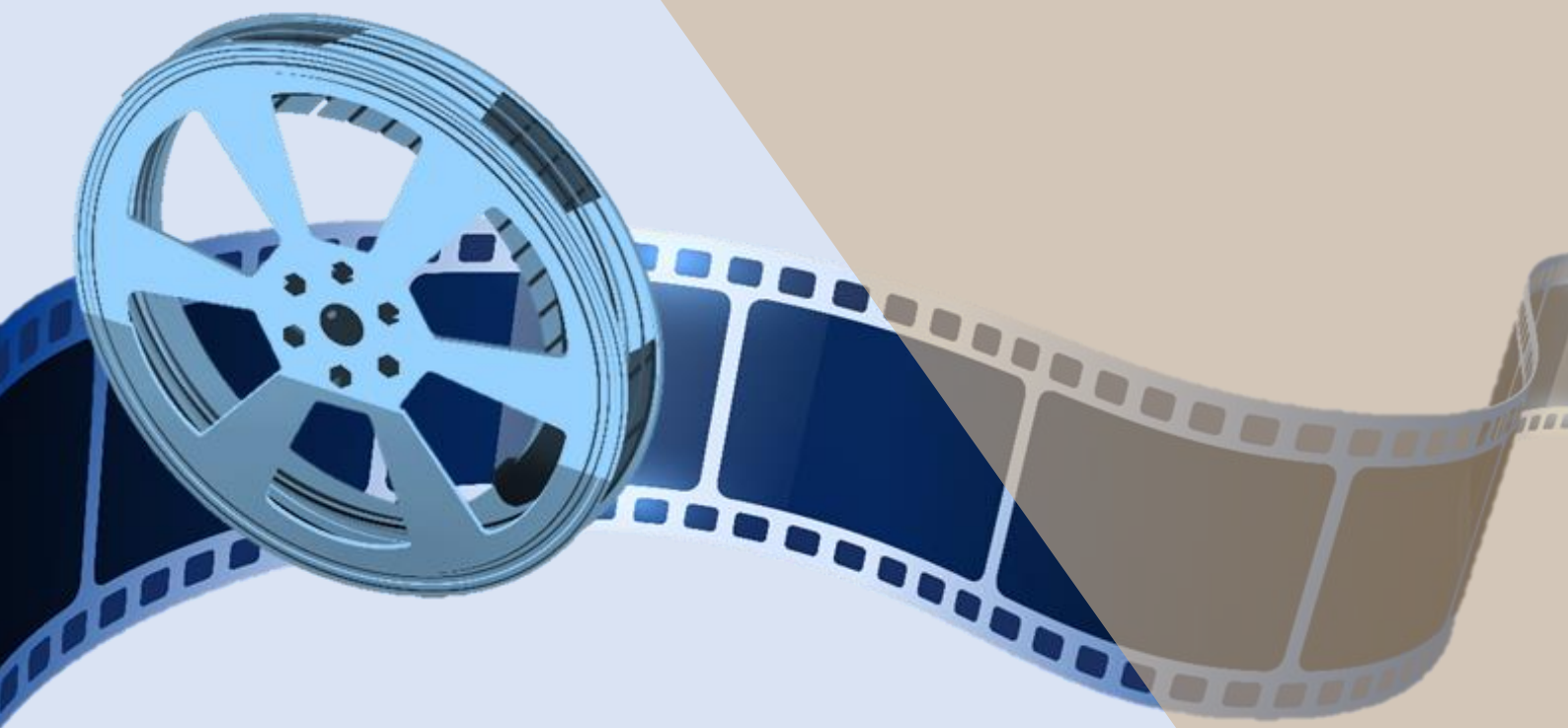




建银国际
CCB International

中国电影行业

精选优质影片和公司



景怡, CFA

(852) 3911 8024

jessiejing@ccbintl.com

陈咏娴, CFA

(852) 3911 8271

cathychan@ccbintl.com

中国电影行业

精选优质影片和公司

景怡, CFA

(852) 3911 8024

jessiejing@ccbintl.com

陈咏娴, CFA

(852) 3911 8271

cathychan@ccbintl.com

- 多样化的内容和技术升级吸引观众重返大银幕
- 看好市场份额增长的行业领军者
- 行业首选：万达电影 (002739 CH) 和猫眼娱乐 (1896 HK)

首次覆盖中国电影行业。尽管家庭娱乐方式的兴起继续对观影人次造成压力，但我们看到中国电影行业正呈现出几大趋势，这些趋势支持我们对 2024-2026 年中国电影票房年均复合增长率 6% 的预测。我们看到：(1) 观影人群中占主要比例的 Z 世代观众偏爱更多元、写实的内容，(2) 技术升级使得观众在影院能够获得家庭流媒体难以比拟的体验，(3) 国产电影越来越受欢迎，为上游国产电影出品公司提供了更多机会。我们认为万达电影 (002739 CH) 和猫眼娱乐 (1896 HK) 是这些趋势的主要受益者，在未来几年有望跑赢行业。

赢得 Z 世代观众。占中国人口约 20% 的 Z 世代已成为拉动国内消费的主要力量。这批电影观众拥有相当大的消费能力。因此，国内电影制片公司一直致力于迎合 Z 世代的观影偏好。Z 世代更青睐多元、写实且生动的影视作品，而非脱离现实的题材。这种转变带来了电影制作成本的上升。然而，值得庆幸的是，在观众需求日新月异的当下，技术创新有望帮助电影制片公司降低成本，从而使这种娱乐形式保持亲民的价格水平。

技术升级吸引观众重返大银幕。电影行业最新的技术升级之一无疑是 AIGC 在剧本创作、场景开发、后期制作以及其他电影制作流程中的应用。AIGC 有可能彻底重塑电影供给侧，缩短制作周期，提升制作质量，并带来更高的经济效益。在影院基础设施与设备层面，激光放映系统、全景屏幕、杜比全景声音频系统以及 4D 动感座椅等尖端技术提供了卓越的画质、逼真的效果和纯净的音频，有助于为观众营造更加沉浸式的观影体验——这是家庭流媒体难以比拟的。

国产电影越来越受欢迎。近年来，国产电影的热度持续高涨，对国内电影票房的贡献率已从疫情前的大约 55%-65%，显著上升至 2020 年至 2023 年的 85%。我们相信，随着中国电影制作水平的不断提高，包括更多的虚拟元素、更丰富多样的故事题材，这一积极的趋势将会得以延续。随着讲好中国故事、彰显中华文化的国产作品的崛起，以及一系列扶持政策的加持，我们认为国产电影前景光明。

温和的行业增长前景。尽管 2024 年上半年中国电影票房表现不佳 (同比下降 9%)，但我们预计，在头部电影上映的推动下，下半年票房将逐步回暖。暑期档影片的多样性和高质量令人期待。除了 7 月成功上映的《抓娃娃》之外，《解密》和《逆行人生》

也将于 8 月上映，预计将激发观众的观影热情。我们预测 2024 年下半年票房将反弹 8%，使得全年票房与去年持平，达到 549 亿元人民币。鉴于电影的生产周期通常为 12 至 18 个月，随着全面放开后电影生产的正常化，我们预计从 2025 年开始，电影供应量将会加速增长。因此，我们预计 2025 年和 2026 年的票房将温和增长，分别达到 605 亿元和 648 亿元，同比增长 10% 和 7%。

精选市场份额增长者。基于我们对行业温和增长的展望，我们看好那些在上述趋势中处于有利位置的公司。我们首次覆盖万达电影 (002739 CH)，中国最大的影院运营商，和猫眼娱乐 (1896 HK)，中国最大的在线电影票务平台，并给予这两家公司“优于大市”评级，鉴于他们在各自领域的领先地位，以及他们在上游制片/发行业务中的成功扩展。我们首次覆盖光线传媒 (300251 CH) 并给予该股票“中性”评级，因为其重点电影项目上映时间存在不确定性。

催化剂：(1) 票房超出预期的热门影片的推出，(2) 由 AIGC 及其他科技创新所带来的显著价值提升，(3) 宏观环境复苏刺激消费增长。**风险：**(1) 来自在线娱乐的竞争加剧；(2) 宏观经济复苏缓慢；(3) 应用 AIGC 技术可能引发的法律纠纷。

中国电影板块估值

公司	建银国际 证券 评级*	股价 (本币)**	目标价 (本币)	12 个月 上行 空间 (%)	市值 (美元 百万)	2025F 每股收益 增长 (%)	2025F 市盈率 (倍)
万达电影	○	10.45	14.40	37.8	3,131	80.4	16.0
光线传媒	N	7.24	7.80	7.7	2,920	72.0	18.5
猫眼娱乐	○	8.23	11.50	39.3	1,221	11.8	7.2

* 建银国际证券评级：○ = 优于大市，N = 中性，U = 弱于大市

** 基于 2024 年 7 月 24 日收市价

资料来源：Refinitiv Datastream，建银国际证券预测

投资概览

预计中国电影行业将温和增长。尽管 2024 年上半年中国电影票房表现低迷 (同比下降 9%)，我们预计随着一系列重磅影片的上映，今年下半年票房将逐步回暖。我们认为，一系列多样化且高质量的暑期档电影将会推动下半年的电影票房增长 8%，从而使得全年票房与去年持平，达到 549 亿元人民币。鉴于电影的制作周期通常为 12 至 18 个月，并假设电影生产在全面放开后恢复正常，我们预计从 2025 年开始，电影供应量将会加速增长。因此，我们预测 2025 年和 2026 年的票房将分别同比增长 10% 和 7%，达到 605 亿元和 648 亿元人民币。

多样化的观影偏好促使内容供应更加多元化。占中国人口约 20% 的 Z 世代已成为拉动国内消费的主要力量。电影制片公司敏锐地捕捉到了这一年轻群体的巨大经济潜力，并观察到 Z 世代观众倾向于追求更具多元性、现实性和文化共鸣的内容。这一趋势也解释了改编自中国神话故事的国产动画电影数量正在增加的背后原因。为了迎合 Z 世代多样化的观影偏好，市场需要提供更为丰富的内容选择。

技术升级吸引观众重返大银幕。我们预计，技术升级将重塑中国电影行业，为观众提供更加沉浸式的体验，进而吸引他们重回电影院。在电影制作层面，人工智能已开始被广泛应用于剧本创作、场景设计及后期制作等多个环节，这不仅能够显著缩短制作周期、降低制作成本，还极大地丰富了影片的内容。此外，先进的放映技术、音效系统与动感座椅进一步提升了观众的观影体验，这种体验是家庭流媒体服务难以比拟的。

分线发行促进了内容的多样性。分线发行意味着一部影片不再由全国院线统一放映，而是可以根据不同的影院和地区特性进行有针对性的选择性上映。在此过程中，某些类型的影片会被安排在最适合它们特性的影院放映。这种方式突显了不同影院之间的差异化，要求每家影院根据自身的独特定位来决定放映何种类型的电影。此外，分线发行还能更灵活地安排电影的上映时间，不再局限于在节假日旺季集中上映。通过分线发行，片方可以延长影片的放映周期，影院也能丰富淡季的内容供应，有助于培养观众的观影习惯。

首次覆盖中国电影行业。我们预计 2024 年至 2026 年中国电影票房的年均复合增长率为 6%。基于温和的行业增长前景，我们看好有能力扩大市场份额的公司。鉴于万达电影(002739 CH)，中国最大的影院运营商，和猫眼娱乐(1896 HK)，中国最大的在线电影票务平台，在其各自领域的领先地位，以及他们在上游制片/发行业务中的成功扩展，我们赋予这两家公司“优于大市”的评级。考虑到光线传媒(300251 CH)重点项目上映时间存在不确定性，我们将该公司的评级定为“中性”。

催化剂：(1) 票房超出预期的热门影片的推出，(2) 由 AIGC 及其他科技创新所带来的显著价值提升，(3) 宏观环境复苏刺激消费增长。

风险：(1) 来自在线娱乐的竞争加剧；(2) 宏观经济复苏缓慢；(3) 应用 AIGC 技术可能引发的法律纠纷。

评级定义：

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提及的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提及的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文章内容有任何疑问，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。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评

估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2024。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼

电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097