



买入 (首次)

所属行业: 传媒/影视院线
当前价格(元): 10.40

证券分析师

马笑

资格编号: S0120522100002

邮箱: maxiao@tebon.com.cn

研究助理

王梅卿

邮箱: wangmq@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.31	-16.80	-25.39
相对涨幅(%)	-2.33	-11.36	-16.38

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

万达电影(002739.SZ)首次覆盖: 儒意加持院线龙头迎来价值重估, AI 赋能 IP 拓展带来长期增长

投资要点

- 儒意入主后, 内容业务有望爆发。**儒意的主要业务涵盖影视、流媒体平台、游戏, 在内容方面长期深耕。复盘公司过往主投影片, 我们认为, 此前万达影视在内容创作方面有一定的能力, 但是对于内容和档期的把控, 依旧有提高的空间。借助儒意资源, 公司有望夯实人才团队, 增强外部合作: 1) 人才助力。陈曦董事长上任后为公司带来了优秀的制作人团队和制片管理过程中的丰富经验。同时, 坚持推进制片人中心制, 科学化管理制作经营, 保证作品投资预期。我们认为, 内容行业的核心在于“人”, 制作团队加盟后, 直接补强了公司的内容生产力。2) 内容合作。对于儒意出品的电影, 公司可以优先投资并进行主宣发, 有望进一步获得份额收益。后续片单方面, 24 年档期储备丰富。暑期档方面, 主投《我才不要和你做朋友呢》,《抓娃娃》; 主宣发及参投电影《白蛇: 浮生》; 参投《默杀》、《异人之下》、《解密》;《误杀 3》《有朵云像你》《“骗骗”喜欢你》等影片也预计将于年内上映。储备影片还包括与贾玲导演合作的《转念花开》、IP 系列电影《唐探 1900》、《我们生活在南京》等。
- 下游院线维持龙头地位, 目标市占 20%。**行业方面, 展望 2024 年, 我们认为: 1) 国产影片持续发力, 进口片积极引进, 有望形成优质内容供给与观影需求的正向循环; 2) 短视频等新媒体渠道的宣发以及话题讨论进一步带动非核心观影人群的需求; 3) 下游院线影院集中度提高, 利好龙头企业。4) 分线发行若有望落地, 公司在内容与渠道端的优势有望进一步放大。公司将通过合理规划, 继续拓展院线市场份额, 目标市占率 20%。一是大力拓展直营影院, 并进行提质升级, 寻求和市场优质商业地产开发商合作开业; 二是在统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理的原则下发展轻资产业务, 最终目标将市场份额提升至 20% 以上。变更股东后, 影院租金优势中期内有希望维持, 有利于其后续影院扩张。
- 游戏方面, “重塑经典 IP, 进军全球市场”。**公司挑选“圣斗士星矢”“变形金刚”等经典 IP, 目标为年龄相对偏大的男性, 锁定核心粉丝。同时, 海外重心为欧美+日本, 与国内玩家消费习惯有差异, 出海流水有望走出长尾。儒意入主后, 有望优势资源共享, 拓宽业务布局。我们认为, 儒意在游戏方面的优势资源在于: 1) 人才团队。景秀游戏负责人龚峤从事游戏行业 20 年经验丰富。2) 与腾讯的战略合作。若后续互爱互动有望通过儒意, 直接或间接地与腾讯合作, 或能在内容、渠道等各方面补强。Pipeline 方面,《暗影格斗 3》《战斗法则》等将陆续在海内外市场上线;《天元突破红莲螺岩》《我为歌狂之旋律重启》等已获国内版号。后续 IP 储备方面, 目前互爱互动拥有《变形金刚》《JOJO 的奇妙冒险》等 IP。优质 IP 储备丰富, 有望实现长线发展。
- 自有 IP 衍生品开发延伸产业链, AI 有望反哺院线, 贡献长期逻辑。**公司将利用时光网平台重点发展衍生品业务。以往主力 IP 多来自内容方授权, 缺乏自有 IP; 随着儒意内容资源的注入, 时光网在衍生品市场直切 IP 源头。借力万达电影现有线上线下降地, 打通销售链路。线下渠道方面, 全国万达影城均为潜在的展示橱窗及卖品柜台, 且结合在映影片, 场景化氛围进一步提升消费体验, 进一步提升线下卖品 SPP, 且具备可复制性。AI 视频方面, 伴随技术层面模型的迭代和应用层面工作流的优化, AI 在影视领域的可用性有望提升, 电影生产有望进一步提质增效, 从供给端驱动大盘增长, 对影院终端产生积极影响。同时, 儒意旗下南瓜电影在 AI 制作方面不断尝试并取得一定进展。若未来能制作出优秀的 AI 电影作品在院线上映, 有望促进提升万达院线的票房收入。
- 盈利预测与投资建议:** 我们认为, 传统业务方面, 得益于票房大盘增长以及市占率提升, 观影收入有望可持续增长; 电影、电视剧、游戏等内容板块, 一方面管理层团队变更后有望在内容端投入增加, 且凭借其经验进一步提升回报率, 同时

与儒意内容端的协同有望进一步增厚收入空间。新业务方面，IP 与 AI 贡献长期逻辑，进一步抬升估值天花板。预计 24-26 年，公司营业收入为 152.23/166.28/179.12 亿元，同比 4%/9%/8%；归母净利润 9.42/10.63/11.83 亿元，同比 3.3%/12.8%/11.3%；对应 PE 为 24.17/21.42/19.26 倍。公司是院线行业龙头，内容业务有望在 24 年迎来变革，进一步提升业绩弹性，且 IP 与 AI 赋能给予公司长期成长性。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**相关政策变化风险，核心团队离职风险，影片无法如期上映等。

股票数据

总股本(百万股):	2,179.37
流通 A 股(百万股):	2,107.84
52 周内股价区间(元):	10.02-16.10
总市值(百万元):	22,665.44
总资产(百万元):	24,117.83
每股净资产(元):	3.78

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,695	14,620	15,223	16,628	17,912
(+/-)YOY(%)	-22.4%	50.8%	4.1%	9.2%	7.7%
净利润(百万元)	-1,923	912	942	1,063	1,183
(+/-)YOY(%)	-1908.5%	147.4%	3.3%	12.8%	11.3%
全面摊薄 EPS(元)	-0.88	0.42	0.43	0.49	0.54
毛利率(%)	17.0%	27.7%	25.8%	25.5%	25.2%
净资产收益率(%)	-27.1%	11.4%	10.7%	10.7%	10.7%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 国内影院龙头，儒意入主迎来内容价值重估	6
1.1. 院线影院起家，依托渠道优势布局全产业链	6
1.2. 儒意通过万达投资，间接成为公司控股股东	6
1.3. 营业收入逐步恢复，管理费用持续下降	7
1.4. 公司管理层变更为影视背景，注入内容基因	9
2. 儒意入主后，内容业务有望爆发	10
2.1. 儒意内容基因注入，团队入驻及业务协同双轮驱动	10
2.2. 电影：核心团队补强提升效能，参与影片数量与质量有望提升	12
2.3. 游戏：以 IP 为基石，拓展游戏出海	14
3. 渠道布局维持龙头地位，目标市占 20%	16
3.1. 行业：24 年大盘开局表现优异，行业集中度提升利好龙头	16
3.2. 票房收入：积极扩张目标市占 20%，成本优势有望延续	18
3.3. 非票业务：广告业务行业复苏，卖品业务推陈出新	19
4. 开发自有 IP 衍生品开发延伸产业链，AI 有望反哺院线加持内容生成	20
4.1. IP：以时光网为基础，IP 全链条打通	20
4.2. AI：Sora 引领文生视频技术升级，电影供给端有望蓬勃发展	22
5. 盈利预测	23
6. 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司上市以来, 从院线公司拓展为全产业链布局.....	6
图 2: 公司实控人为柯利明 (截至 24Q1)	7
图 3: 2023 年, 公司营业收入 146.20 亿元, 同比增长 50.79%.....	7
图 4: 2019-2023 年公司主营业务收入拆分 (单位: %)	8
图 5: 2019-2023 年公司主营业务毛利率 (单位:%)	8
图 6: 23 年, 销售与管理费用额低于 2019 年 (单位: 亿元)	8
图 7: 22 年后, 公司三项费用率逐步降低 (单位: %)	8
图 8: 公司后续商誉风险较小 (单位: 亿元)	9
图 9: 2023 年公司归母净利润 9.12 亿元, 同比扭亏为盈.....	9
图 10: 南瓜电影 AR 眼镜发布图.....	12
图 11: 2023 年, 公司电影制作发行及相关业务收入约为 3.34 亿元, 同比-12%	12
图 12: 好莱坞中等投资电影项目组织架构图.....	14
图 13: 部分互爱互动游戏.....	15
图 14: 2019 年-2023 年全国总票房 (亿元)	17
图 15: 2018 年-2023 年影投市场集中度 (%)	17
图 16: 2023 年新建影院 857 家.....	17
图 17: 2023 年新建银幕数量 4880 块	17
图 18: 2023 年公司影投票房大幅增长	18
图 19: 公司国内院线以资产联结影院为主, 轻资产影院数略有上升 (单位: 家)	18
图 20: 2023 年, 公司国内影院累计市场份额 16.7%	19
图 21: 2022 年 1 月-2023 年 12 月影院视频广告月度花费变化.....	20
图 22: 推出自有品牌“西打”系列.....	20
图 23: 儒意电影《西游记真假美猴王》官宣时已布局衍生品开发	21
图 24: 部分 IP 将开发衍生品.....	21
图 25: 五一期间, 30 家万达影城打造 Baby Molly 主题门店.....	22
表 1: 公司管理层介绍 (截至 2024/03)	10
表 2: 2022-2024 儒意参与影片及票房	10
表 3: 儒意与腾讯 2023 年游戏合作框架协议	11
表 4: 南瓜电影 AI 科技实验室在内容生产领域发力.....	11
表 5: 部分公司重点影片梳理 (截至 2024/8/14)	13

表 6: 部分影视上市公司董事长担任制片人	13
表 7: 23-24 年公司获得的版号 (截至 2024/07)	16
表 8: 若票房大盘达到 650 亿元, 公司市占率达到 20%, 较 23 年有 46% 的增长空间 .	19
表 9: 收入预测 (单位: 亿元)	23
表 10: 可比公司估值	23

1. 国内影院龙头，儒意入主迎来内容价值重估

1.1. 院线影院起家，依托渠道优势布局全产业链

公司上市初期是一家自主投资建设及运营管理影院的电影院线公司。早期万达院线旗下的影院均为直营，且基本位于万达广场内。因此，一方面商场成功聚拢了人气，另一方面帮助万达院线快速打响了招牌，并遍布全国。2009年，万达院线便以超过8亿人民币的年度票房收入首次成为国内第一。

此后，公司进军上游内容行业以及下游衍生品等。2016年，收购时光网布局IP衍生品。2019年，发行股份购买万达影视95.77%的股权，万达影视子公司包括互爱互动（游戏）、新媒诚品（电视剧）、万达影业（电影）、五洲发行（发行）等，与公司此前的院线业务形成有效联动。

2023年7月20日，万达文化集团与儒意影视签署了《股权转让协议》，万达文化集团拟将其持有的万达投资49%股权转让予儒意影视。

2023年12月12日，王健林先生等拟分别将其持有的公司控股股东万达投资合计51%股权转让予儒意投资，转让价款共计人民币21.55亿元；2024年4月已变更完成工商变更登记手续。

图 1：公司上市以来，从院线公司拓展为全产业链布局

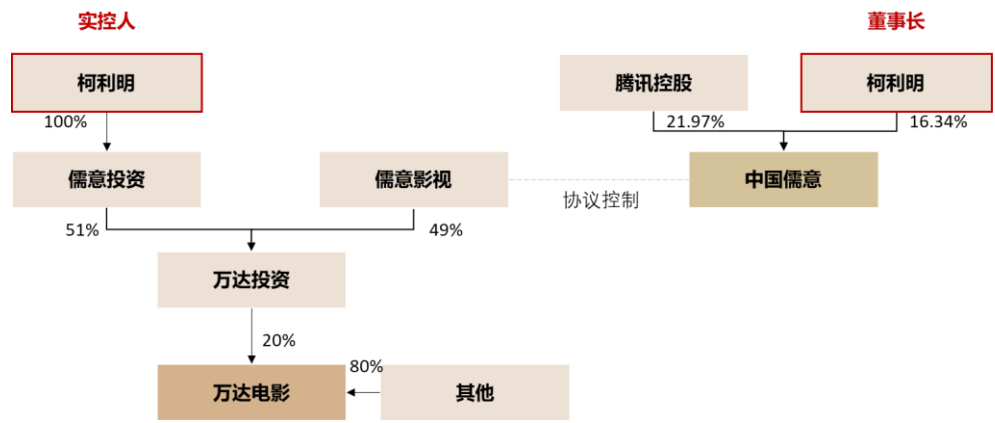
上市前	2012年-2016年 院线横向扩张	2016年-至今 产业链纵向延伸	2023年 公司控股股东股权变更
2005年1月20日：前身万达院线注册成立 2009年：以超过8亿人民币的年度票房收入首次成为国内第一。 2012年：开业突破100家 2015年：A股上市	2012年：以26亿美元并购AMC（2021年完全清空股份） 2015年：收购世茂影城、慕威时尚、澳洲第二大院线Hoyts 2017年：正式更名为万达电影 2020年：万达院线开放特许经营加盟权	2016年：收购时光网 2019年：发行股份购买万达影视95.7683%的股权，万达影视子公司包括【互爱互动、新媒诚品、万达影业、五洲发行等】	2023年7月：万达文化集团将其持有的公司控股股东万达投资49%股权转让予上海儒意。 2023年12月12日，王健林先生等拟分别将其持有的公司控股股东万达投资合计51%股权转让予儒意投资；2024年4月已变更完成工商变更登记手续。

资料来源：公司官网，《万达院线：关于收购时光网股权的补充公告》《万达院线：关于股份购买资产暨关联交易报告书》等公司公告，界面新闻，毒眸等，德邦研究所

1.2. 儒意通过万达投资，间接成为公司控股股东

公司控股股东万达投资变更为由儒意控股，实控人变更为柯利明先生。万达电影的第一大股东为北京万达投资有限公司，而儒意影视收购北京万达投资有限公司股份，实际控制人由王健林先生变更为柯利明先生。此次收购完成后，儒意投资和儒意影视合计持有万达投资100%股权；万达投资持有万达电影的20%股权。

图 2：公司实控人为柯利明（截至 24Q1）



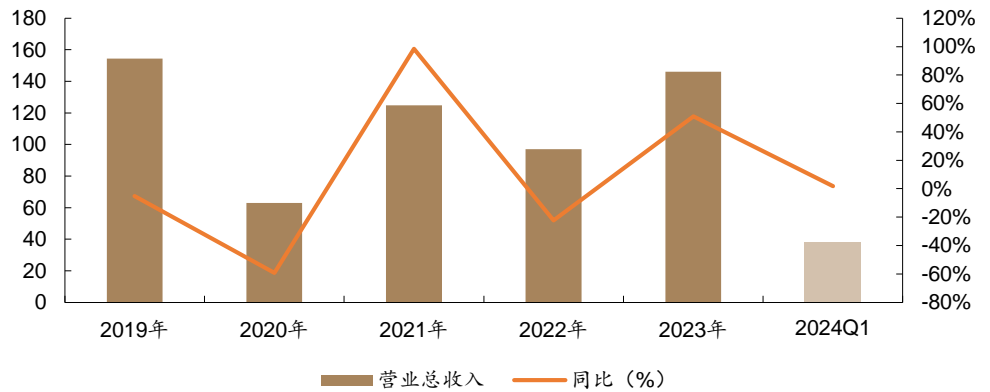
资料来源：iFind,《万达电影:关于间接控股股东股权转让完成暨公司控制权变更的公告》，德邦研究所

儒意被誉为影视圈黑马，近年来出品了多款爆款影视作品，包括票房超过 50 亿的《你好李焕英》、票房 31 亿的《独行月球》，以及 23 年暑期档爆款《消失的她》等。24 年春节档，公司参与的《第二十条》、《热辣滚烫》、《飞驰人生 2》、《熊出没·逆转时空》四部电影，占据了春节档票房排名前四。凭借儒意在内容方面的长期积累，公司有望在发行、院线端以及 IP 衍生等方面与兄弟公司充分协同。

1.3. 营业收入逐步恢复，管理费用持续下降

2023 年，公司实现营业收入 146.20 亿元，同比增长 50.79%；归母净利润 9.12 亿元，实现扭亏为盈。2024Q1，营业收入 38.21 亿元，同比+2%。

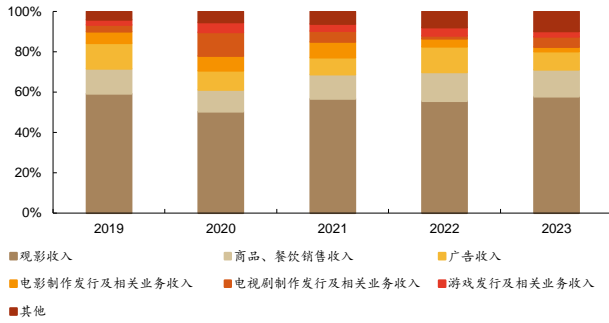
图 3：2023 年，公司营业收入 146.20 亿元，同比增长 50.79%



资料来源：iFind, 公司公告, 德邦研究所

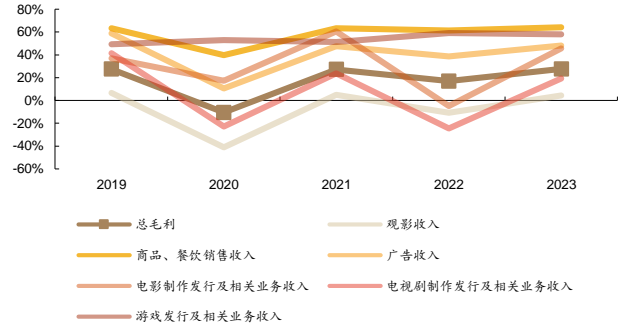
院线影院为公司的核心业务，观影、商品餐饮销售及广告收入合计占公司总营业收入约为 80%。2023 年观影收入达 84.4 亿元，同比增长 56.89%，主要得益 23 年院线影院恢复正常经营；广告服务收入/商品餐饮销售收入分别为 13.24/19.44 亿元，分别同比增长 8.35%/39.60%。

图 4：2019-2023 年公司主营业务收入拆分 (单位：%)



资料来源：iFind, 公司公告, 德邦研究所

图 5：2019-2023 年公司主营业务毛利率 (单位：%)

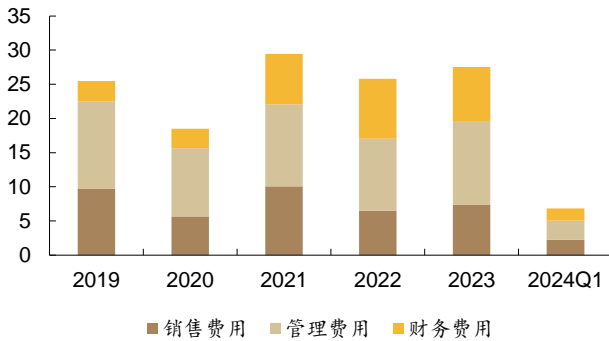


资料来源：iFind, 公司公告, 德邦研究所

2020 年以来, 公司持续推进租金物业费减免, 降低建设成本、采购成本、人工成本以及各项费用支出, 同时评估关店亏损影院, 提高经营效率。

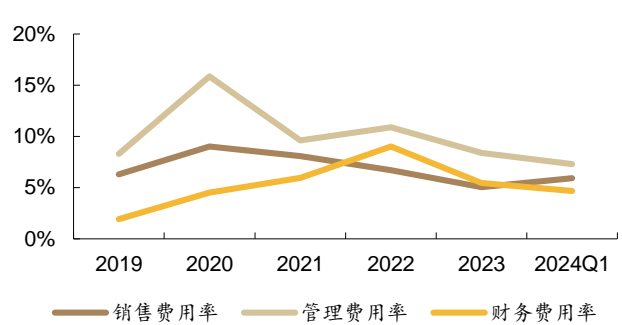
降费控费效果显著, 销售与管理费用率逐步降低。公司 20-22 年整体费用率较高, 主要是由于营收基数较低。20 年与 22 年由于影院暂停经营, 规模效应减弱, 虽然销售与营销费用有显著下降, 但费用率提升。23 年恢复正常经营后, 销售费用额与费用率依旧低于 19 年; 管理费用额低于 19 年, 费用率基本持平。财务费用较 19 年增加主要是由于: 1) 21 年执行新租赁准则; 2) 美元升值导致汇兑损失增加。

图 6：23 年, 销售与管理费用额低于 2019 年 (单位：亿元)



资料来源：iFind, 公司公告, 德邦研究所

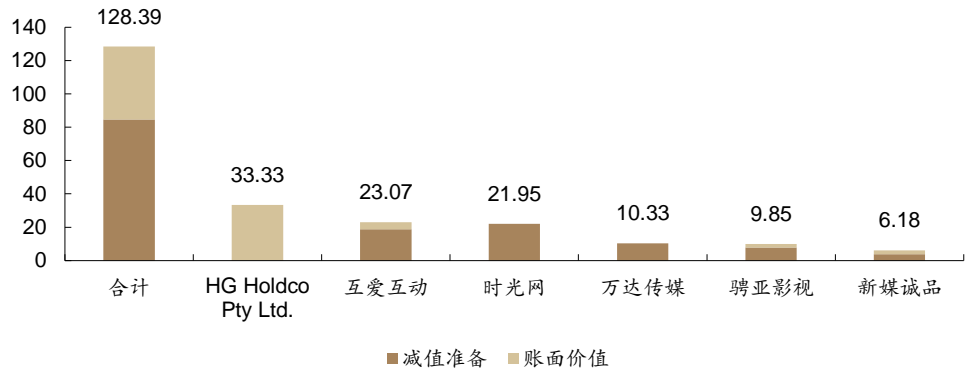
图 7：22 年后, 公司三项费用率逐步降低 (单位：%)



资料来源：iFind, 公司公告, 德邦研究所

公司后续商誉减值风险较小。截至 23 年底, 公司商誉的账面价值约为 43.75 亿元, 主要来源于 HG Holdco Pty Ltd., 目前经营状况良好。时光网、万达传媒等已基本减值完毕。

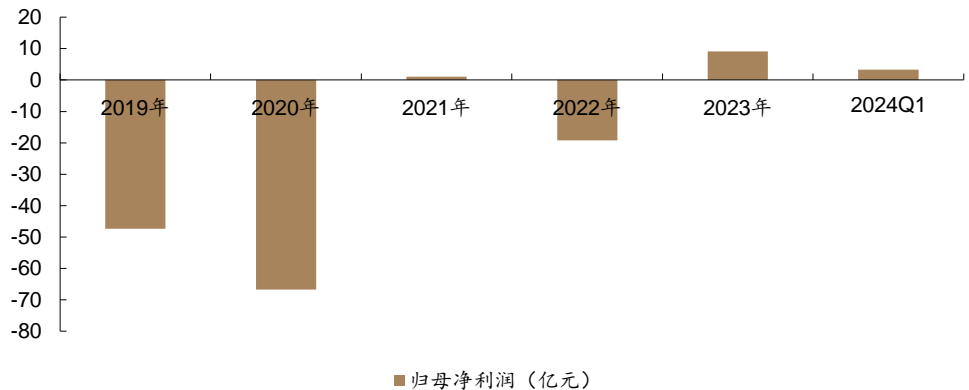
图 8：公司后续商誉风险较小（单位：亿元）



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所
注：截至 2023 年年报

2023 年，公司归母净利润 9.12 亿元，同比扭亏为盈，主要得益于电影行业的整体恢复。2024Q1 归母净利润实现 3.26 亿元，同比增长 3.25%。我们认为，公司经营已基本正常化，后续有望在行业恢复和公司经营进一步改善的合力推动下，维持增长趋势。

图 9：2023 年公司归母净利润 9.12 亿元，同比扭亏为盈



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

1.4. 公司管理层变更为影视背景，注入内容基因

管理层发生重大变化，公司发展或迎新变局。董事长陈曦历任上海儒意影视制作有限公司总裁、中国儒意控股有限公司执行董事；现任万达电影股份有限公司董事长、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。陈曦进入影视圈的第一个身份是演员，后转型做制片人，担任制片人和监制的作品有：《热烈》、《保你平安》、《你好，李焕英》、《吉祥如意》、《动物世界》、《唐人街探案》、《泰囧》等。我们认为，陈曦女士在电影制作领域有丰富的经验和资源，有望带动公司内容板块更上一层楼。

董事、执行总裁陈洪涛先生将继续分管公司院线业务，传统院线业务有望继续维持龙头地位。董事龚峤先生分管公司游戏业务板块，曾任北京儒意景秀网络科技有限公司总经理，且拥有丰富游戏行业经验。董事、副总裁、董事会秘书王会武先生分管公司证券及传媒业务；副总裁、财务负责人黄朔先生分管公司人财法工作。

表 1: 公司管理层介绍 (截至 2024/03)

姓名	职务	任职日期	个人简历
陈曦	董事长、董事、总裁	2024/01/29	历任上海儒意影视制作有限公司总裁、中国儒意控股有限公司执行董事。现任万达电影股份有限公司董事长、总裁。2024 年 1 月起任万达电影股份有限公司董事长、总裁。
陈洪涛	董事、执行总裁	2021/12/10	历任成都万达广场商业管理有限公司总经理，万达商业管理公司成都区域公司总经理，万达商业管理公司高级总裁助理兼华西运营中心总经理，万达商业管理集团有限公司高级总裁助理兼西南运营中心总经理，万达商业管理集团有限公司首席总裁助理兼商业规划中心总经理。2021 年 12 月起任万达电影股份有限公司董事。
王会武	董事、副总裁、董秘	2014/7/18	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。2014 年 7 月起任万达电影股份有限公司董事。
龚峤	董事	2024/1/29	历任盛大游戏工作室总经理、奇虎三六零移动游戏事业部总经理、大连天神娱乐股份有限公司副总经理、中文在线集团股份有限公司游戏事业部总经理、NBA 体育文化发展有限责任公司战略顾问。2024 年 1 月起任万达电影股份有限公司董事。
汤欣	独立董事	2023/6/30	历任中国证券监督管理委员会第一、二届并购重组审核委员会委员，现兼任最高人民法院执行特邀咨询专家、上海证券交易所上市委员会委员、深圳证券交易所法律专业咨询委员会委员、中国上市公司协会独立董事委员会主任委员、中国证券投资基金业协会法制工作委员会委员、中国上市公司协会学术顾问委员会委员。2023 年 6 月起任万达电影股份有限公司独立董事。
祁怀锦	独立董事	2018/12/12	历任长沙湖南大学财务处主管会计、中央财经大学会计系助教、中央财经大学会计系讲师、中央财经大学会计系副教授、中央财经大学会计学院硕士生导师、中央财经大学会计系副主任、中央财经大学会计系副主任。2018 年 12 月起任天津友发钢管集团股份有限公司独立董事。

资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

2. 儒意入主后，内容业务有望爆发

公司电影业务全面覆盖电影全产业链，是覆盖电影投资、制作、发行、放映全产业链的电影公司。此前，公司的主要优势在于下游院线端，儒意入主后有望补强内容与发行端，进一步提高在产业链中的议价权。

2.1. 儒意内容基因注入，团队入驻及业务协同双轮驱动

儒意的主要业务涵盖影视、流媒体平台、游戏，在内容方面长期深耕。1) 影视：儒意影业作为旗下专业影视剧制作品牌，拥有行业领先的内容研发、影片制作及宣发能力。2) 流媒体：南瓜电影作为旗下线上流媒体、垂类内容平台，会员付费为核心的商业模式。3) 游戏：‘景秀 JINGXIU’为旗下游戏业务品牌，2022 年度正式进军游戏业务领域，22 年 5 月推出第一款游戏。

影视方面，借助儒意资源，公司有望夯实人才团队，增强外部合作：1) 人才助力。陈曦董事长上任后为公司带来了优秀的制作人团队和制片管理过程中的丰富经验，继续深耕公司原来已经和正在开发的 IP，并结合“菁英+”计划积极培养新锐导演及编剧。我们认为，内容行业的核心在于“人”，制作团队加盟后，直接补强了公司的内容生产力。2) 内容合作。对于儒意出品的电影，公司可以优先投资并进行主宣发，有望进一步获得份额收益。从儒意此前参与的影片来看，质量较高，多部影片票房高达 30 亿以上。因此，后续若公司可以借力儒意参与优质影片，电影内容板块收入有望上一层楼。

表 2: 2022-2024 儒意参与影片及票房

片名	上映时间	票房 (亿元)
独行月球	2022/7/29	31.03
交换人生	2023/1/22	3.93
保你平安	2023/3/10	7
温柔壳	2023/5/26	0.17
消失的她	2023/6/22	35.23
热烈	2023/7/28	9.13
志愿军：雄兵出击	2023/9/28	8.68
我本是高山	2023/11/24	1

年会不能停!	2023/12/29	12.92
热辣滚烫	2024/2/10	34.60
飞驰人生 2	2024/2/10	33.98
第二十条	2024/2/10	24.54
熊出没·逆转时空	2024/2/10	20.06
我才不要和你做朋友呢	2024/6/8	2.03
抓娃娃	2024/7/16	-
逆行人生	2024/8/9	-
白蛇：浮生	2024/8/10	-
“骗骗”喜欢你	2024/12/31	-

资料来源：猫眼专业版，德邦研究所 注：加粗为 30 亿以上票房影片；截至 2024/08/08

游戏方面，优势资源共享，拓宽业务布局。公司旗下互爱互动有望与儒意游戏实现优质产品的产品线合作。**我们认为，儒意在游戏方面的优势资源在于：1) 人才团队。**景秀游戏负责人龚峤从事游戏行业 20 年经验丰富，领域涉足开发运营、电子竞技与行业投资；同时腾讯互动娱乐高管杨明进驻中国儒意董事会，为游戏业务迅速崛起提供保障。**2) 与腾讯的战略合作。**景秀游戏为行业内独家腾讯双平台战略合作伙伴，覆盖超过 8 亿以上用户。2023 年，儒意与腾讯订立了游戏合作框架协议。**我们认为，腾讯为国内游戏厂商龙头，若后续互爱互动有望通过儒意，直接或间接地与腾讯合作，或能在内容、渠道等各方面补强。**

表 3：儒意与腾讯 2023 年游戏合作框架协议

合作模式	概述
发行合作	腾讯代表公司同意授权北京景秀作为独家代理发行方；或若干平台上的发行方，发行及运营合作产品。
共同运营合作	腾讯代表公司及北京景秀同意就共同发行及运营合作产品，而订约方应按订约方之间所约定，基于实际需要负责管理各平台上的费用结算
营销服务	北京景秀同意向腾讯代表公司提供营销及推广服务。

资料来源：《中国儒意：修订有关二零二三年游戏合作框架协议之持续关连交易之现有年度上限》，德邦研究所

流媒体方面，与腾讯合作加强内容生态，AI、AR 引领影视革新。南瓜电影截至 2021 年底累计注册会员达 7084 万。内容方面，2021 年腾讯与其深度合作，给予更多独家版权影视作品授权。

南瓜电影领先科技引领 AI 时代下影视革新之路。1) 精准推荐：南瓜电影一直致力于以科技赋能精准算法以用户行为数据化分析用户数据，了解用户的风格、喜好，智能推荐为会员提供个性化内容‘南瓜比你更懂你’。**2) 内容生产：**南瓜电影 AI 科技实验室在 2023 年成立，通过近一年的内部研发，在影视科技研发领域取得了显著进展，通过深度应用 AI 技术，实现了对剧本创作、角色塑造、场景设计、特效生成、音乐创作等多个方面的技术革新。

表 4：南瓜电影 AI 科技实验室在内容生产领域发力

领域	技术	应用
剧本创作和改进	自然语言处理技术	对剧本进行深度文本分析
	词向量表示、情感分析以及剧情流预测	系统能够识别出剧本中的情感高潮、转折点以及潜在剧情线索
	生成式预训练模型	通过微调模型参数，使其能够生成符合剧本风格和主题要求的对白和台词，极大地丰富了剧本的创作空间。
角色塑造与演员选择	计算机视觉和机器学习技术	对演员的面部表情、肢体语言以及声音特征进行多维度的分析，通过构建角色特征向量和演员特征向量，实现了角色与演员之间的精准匹配
	深度学习算法	对演员的表演风格进行学习和模拟，生成虚拟角色的表演数据，为导演提供更为丰富的角色塑造参考
影视剧音乐创作	音乐生成算法和深度学习模型	自动生成符合剧情氛围的音乐作品
场景设计与特效生成	三维建模、渲染以及物理引擎等技术	对影视场景的逼真模拟

深度学习算法
计算机图形学(CG)技术

通过对真实世界场景的学习，系统能够自动生成符合剧情需求的虚拟场景
对特效进行高精度合成和渲染

资料来源：中国儒意 2023 年度业绩公告，德邦研究所

AR 方面，2023 年 11 月南瓜电影研制首款 AR 眼镜发售，该产品配有 3D 观影智能终端，基于阿里云云原生 Serverless、AI 等技术打造，独家加载南瓜电影自有海量正版影视资源，一键切换 3D 模式，实时体验三维立体效果，3.5 小时持续使用，7 天超长待机，并支持远程设备管理，自带 32G 存储空间且支持外接 TF 存储卡，可以同时存储超百部高清电影。未来还可能增加全景摄像头，技术创新与突破已在行业前列。

图 10：南瓜电影 AR 眼镜发布图

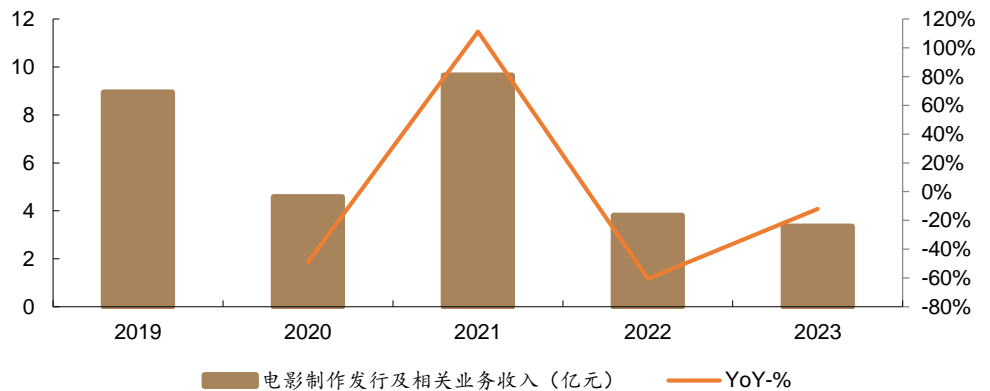


资料来源：南瓜电影官网，德邦研究所

2.2. 电影：核心团队补强提升效能，参与影片数量与质量有望提升

2023 年，公司电影制作发行及相关业务收入约为 3.34 亿元，同比-12%。公司主投主控影片 5 部，其中《三大队》取得票房 7 亿元；《想见你》跨年上映取得票房 4 亿元，海外发行也实现较好的收入。此外，参与投资的《流浪地球 2》《孤注一掷》《热烈》《前任 4》等多部电影获得票房口碑双丰收。

图 11：2023 年，公司电影制作发行及相关业务收入约为 3.34 亿元，同比-12%



资料来源：公司历年年报，iFind，德邦研究所

复盘公司过往主投影片，整体来看，与顶尖影视内容制作公司相比，一是有一定爆品生产能力，但可持续性不够强。例如，推出了“唐探”系列等优质 IP，且生命周期较长，但也存在部分项目票房不及预期。二是重大档期主投项目参与

度不够高，以参投为主。因此，我们认为，此前万达影视在内容创作方面有一定的能力，但是对于内容和档期的把控，依旧有提高的空间。

表 5：部分公司重点影片梳理（截至 2024/8/14）

年份	上映日期	影片名称	参与情况	总票房	年份	上映日期	影片名称	公司参与	总票房
2024	2024/8/10	白蛇：浮生	参投，主宣发	2.17 亿元	2021	2021/12/17	误杀 2	主投主控	11.21 亿元
	2024/8/3	解密	参投	3.04 亿元		2021/9/30	我和我的父辈	参投	14.77 亿元
	2024/7/26	异人之下	参投	1.18 亿元		2021/9/30	皮皮鲁与鲁西西之罐头小人	主投主控	5784.4 万元
	2024/7/16	抓娃娃	主投	30.36 亿元		2021/9/9	陪你很久很久	主投主控	9257.3 万
	2024/7/3	默杀	参投	13.38 亿元		2021/8/6	我的父亲焦裕禄	主投主控	3458.3 万元
	2024/6/8	我才不要和你做朋友呢	主投	2.03 亿元		2021/7/16	二哥来了怎么办	主投	3051.1 万元
	2024/5/1	穿过月亮的旅行	参投	4583.5 万元		2021/7/9	新大头儿子和小头爸爸 4 完美爸爸	主投主控	9330.4 万元
	2024/5/1	维和防暴队	主投主控	5.11 亿元		2021/2/12	唐人街探案 3	主投主控	45.23 亿元
	2024/2/10	第二十条	参投	24.54 亿元		2021/1/8	海底小纵队：火焰之环	主投主控	5326.3 万元
2024/2/10	熊出没·逆转时空	参投	20.06 亿元	2020	2020/10/30	月半爱丽丝	参投	2847.9 万元	
2023	2023/12/15	三大队	主投主控	7.05 亿元	2020	2020/10/23	金刚川	参投	11.27 亿元
	2023/12/8	瞒天过海	参投	1.66 亿元	2020/10/1	我和我的家乡	参投	28.29 亿元	
	2023/11/10	无价之宝	参投	1.37 亿元	2019/12/20	叶问 4	参投	11.81 亿元	
	2023/9/28	前任 4：英年早婚	参投	10.12 亿元	2019/12/13	误杀	参投	13.33 亿元	
	2023/9/28	志愿军：雄兵出击	参投	8.68 亿元	2019/12/6	南方车站的聚会	参投	2.02 亿元	
	2023/9/28	好像也没那么热血沸腾	参投	1.75 亿元	2019/11/8	受益人	参投	2.19 亿元	
	2023/8/8	孤注一掷	参投	38.48 亿元	2019/9/30	我和我的祖国	参投	31.7 亿元	
	2023/7/28	热烈	参投	9.13 亿元	2019/9/30	中国机长	参投	29.13 亿元	
	2023/6/28	申纪兰	参投	482 万元	2019/9/12	小小的愿望	主投主控	2.86 亿元	
	2023/4/28	倒数说爱你	参投	2637 万元	2019/8/16	沉默的证人	主投	1.81 亿元	
	2023/4/1	宇宙探索编辑部	参投	6720.1 万元	2019/8/16	全职高手之巅峰荣耀	主投	8563.9 万元	
	2023/1/22	熊出没·伴我“熊芯”	参投	14.95 亿元	2019	2019/8/2	赛尔号大电影 7：疯狂机器城	参投	3149.7 万元
2023/1/22	流浪地球 2	参投	40.29 亿元	2019	2019/8/1	烈火英雄	参投	17.06 亿元	
2022	2022/12/24	想见你	主投	4.03 亿元	2019	2019/7/19	未来机器城	参投	1687.4 万元
	2022/10/1	新大头儿子和小头爸爸 5：我的外星朋友	主投主控	8277.6 万元	2019/6/13	绝杀慕尼黑	主投主控	9181.1 万元	
	2022/9/30	万里归途	参投	15.93 亿元	2019/4/19	如影随心	参投	2367.8 万元	
	2022/9/9	哥，你好	主投主控	5.47 亿元	2019/4/4	反贪风暴 4	参投	7.99 亿元	
	2022/7/15	外太空的莫扎特	主投	2.23 亿元	2019/3/29	人间·喜剧	主投	6321 万元	
	2022/7/9	海底小纵队：洞穴大冒险	主投	7762 万元	2019/3/22	老师·好	参投	3.55 亿元	
	2022/7/1	你是我的春天	主投主控	3064.3 万元	2019/3/15	过春天	主投	1014.6 万元	
	2022/6/24	人生大事	参投	17.13 亿元	2019/2/14	一吻定情	参投	1.73 亿元	
	2022/2/1	奇迹·笨小孩	参投	13.79 亿元	2019/2/5	熊出没·原始时代	参投	7.17 亿元	
	2022/2/1	熊出没·重返地球	参投	9.77 亿元	2019/2/5	飞驰人生	参投	17.28 亿元	

资料来源：公司公告，猫眼专业版，德邦研究所

我们认为，新董事长制片人背景出生，优秀制片人加盟，自上而下的内容投资体系，有望提升优质内容输出密度。根据猫眼专业版，截至 24 年 5 月底，董事长陈曦制片电影数量达到 11 部，票房合计超 97 亿元，多次与大鹏、陈思诚等导演合作。盘点国内头部影视上市公司，公司董事长大多担任制片人等角色，因此对于影视内容的制作与商业化都有深入的理解。同时，若更多优秀制片人团队加盟，公司并行项目数量有望增加，进一步提升内容生产效能。

表 6：部分影视上市公司董事长担任制片人

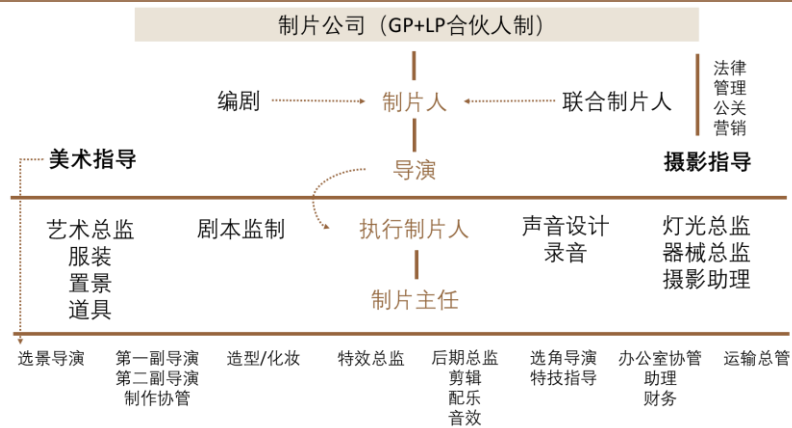
证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	董事长	角色
------	------	----------	-----	----

002739.SZ	万达电影	273.51	陈曦	出品人/制片人/监制
300251.SZ	光线传媒	246.72	王长田	制片人/监制
600977.SH	中国电影	200.52	傅若清	制片人/出品人
300133.SZ	华策影视	109.69	赵依芳	制片人/监制
601595.SH	上海电影	86.64	王健儿	制片人/出品人
002292.SZ	奥飞娱乐	85.47	蔡东青	导演/制片人
603103.SH	横店影视	86.89	徐天福	出品人
001330.SZ	博纳影业	73.26	于冬	出品人/制片人
300027.SZ	华谊兄弟	45.22	王忠军	制片人
300291.SZ	百纳千成	37.77	方刚	制片人

资料来源：iFind，猫眼专业版，德邦研究所 注：市值截至 2024/6/25

复制“儒意”模式，坚持推进制片人中心制，科学化管理制作经营，保证作品投资预期。制片人中心制，指制片人代表出品人或投资人的利益，对制作经营的全过程进行科学化的管理，以保证其所制作出的产品能达到投资者预期目的的一种管理机制。制片人控制了整个生产程序：从决定影片投产方案、购买剧本的文学素材版权、组织撰写电影剧本、筹集资金，到安排资金的预算、与主创人员谈判及签订合同，批准制作预算，一直到监督影片制作完成，销售以后的最后利润分配。“制片人中心制”在国外成熟市场已成常态，儒意是较早践行制片人中心制的企业之一。

图 12：好莱坞中等投资电影项目组织架构图



资料来源：骨朵网络影视公众号，德邦研究所

将“制片人中心制”引入万达，有望提升投资影片的“胜率”。针对公司而言，在全流程化的每一个流程端，除了满足导演的创作需求之外，其他由公司把控，包括产品立项、内容品质、艺术创作以及审美等方面把控都非常严格，保证每一部作品的质量。我们认为，内容行业本身具备不确定性，而推行制片人中心制，配合专业的制片人团队，通过对制作环节的把控，可以一定程度上抹平项目成果与预期之间的偏差，起到了对作品下限托底的作用，提高“胜率”。

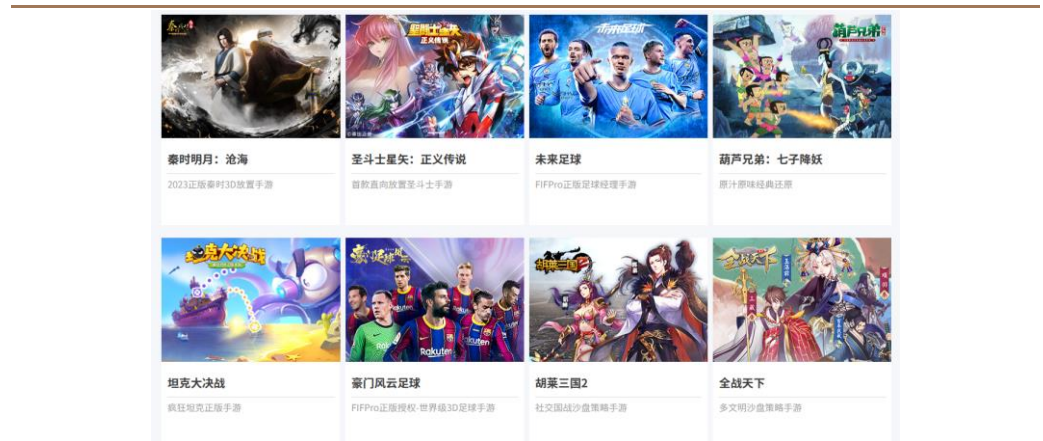
后续片单方面，24 年档期储备丰富。暑期档方面，主投《我才不要和你做朋友呢》，《抓娃娃》；主宣发及参投电影《白蛇：浮生》；参投《默杀》、《异人之下》、《解密》；《误杀 3》《有朵云像你》《“骗骗”喜欢你》等影片也预计将于年内上映。储备影片还包括与贾玲导演合作的《转念花开》、IP 系列电影《唐探 1900》、《我们生活在南京》等。

2.3. 游戏：以 IP 为基石，拓展游戏出海

万达院线游戏（互爱互动）是万达公司旗下集网络游戏运营和服务为一体的全资子公司，有着多款成功 IP 改编项目。互爱互动原为互爱科技旗下发行线，2016 年被拆分并打包卖给万达电影，通过新品牌“万达院线游戏”继续发展相关业务。互爱科技保留研发业务，以胡莱游戏的品牌进行自主运营，并与万达院线游戏保持密切的合作关系。例如，万达院线游戏拿下的大 IP 授权，不少交由胡莱游戏定制研发，再由万达院线游戏做全球发行。

2023 年，万达院线游戏新发行上线游戏 4 款，取得版号 4 款，其中新产品《秦时明月：沧海》于 2023 年 8 月上线以来表现较好，上线首月即实现盈利。

图 13：部分互爱互动游戏



资料来源：公司官网，德邦研究所

万达院线游戏的产品策略是，“重塑经典 IP，进军全球市场”。

战略一：出海

2023 年全年互爱互动的海外收入实现较大增长，从 2019 年占公司游戏总收入的 8%，在 2023 年提升到 30% 以上。2024 年 1 月 18 日，《圣斗士星矢：正义传说》上线日本市场，市场反响火爆——在日本上线当天即登顶下载榜首位，并迅速攀升至 App Store 畅销榜 TOP3、Google Play 畅销榜 TOP4。2 月便获得超 1000 万美元的流水，《圣斗士星矢：正义传说》有望贡献较大业绩增量，后续《全职法师：猎人大师》《战斗法则》等游戏也将陆续在海内外市场上线。

战略方面，公司将海外重心从单欧美增加成欧美+日本。公司认为，卡牌游戏和体育题材是能在日本有所作为的两个赛道，且是万达院线游戏所擅长的领域，此前公司曾推出《豪门足球风云》这类成熟产品。

欧美及日本玩家，与国内玩家消费习惯有差异，出海流水有望走出长尾。根据竞核公众号，以《圣斗士星矢：正义传说》为例：1) 国内玩家习惯前置消费，担心游戏进度会赶不上大部队，养成了在进入游戏第一时间花钱的习惯。因此，流水峰值在初期，随后就是一段持续的下滑期，直至降到一个比较稳定的阶段。2) 欧美市场玩家前期付费意愿低，需要经过一段时间的体验，对游戏内容建立起信任后才会好转。因此，容易呈现初期流水不高，但后续的日流水曲线呈现出一个持续向上的态势，一个多月后才达到日流水峰值。3) 日本市场整体非常稳定，因为日本玩家虽然进入门槛较高，但忠诚度较高，且有着自己的付费习惯，需要靠产品去慢慢磨合的用户群。因此，对于出海游戏而言，一旦前期玩家基础

培养好，后期留存较好，游戏生命周期相对更长。

此外，海外测试结果有望反哺国内游戏。公司后续的产品基本会采取先在海外测试的策略。当在国内发布一个游戏，在某个渠道上测试可能依然看不到产品的完整数据。一方面是样本太少，另一方面是无法看到游戏的持续收费的能力。因此，公司可以将海外投放当成一次大型的计费测试。

例如，《圣斗士星矢：正义传说》先后经历了欧美发行、国内发行和日本发行，而国内发行首月流水过亿，一定程度上归功于此前的海外上线。根据万达院线游戏张宇的采访，《圣斗士星矢：正义传说》经历了几个阶段的测试：1) 从谷歌买量，通过定义测试用户的性别、年龄和爱好等标签，使其接近国内买量的用户、iOS 用户的质量。2) 招募“核心粉丝”。3) 海外正式上线。结合国内几千人的测试，公司拥有了较为健全的游戏数据模型，因此可以更好的把控营销投放预算。

战略二：IP 改编

IP 改编游戏的底层逻辑是，基于 IP 的粉丝基础，为游戏带来更大的用户基础。在擅长的玩法框架下，将 IP 最大的特色融合进来，进一步扩展内容形态。

挑选经典 IP，锁定核心粉丝。例如，《圣斗士星矢：正义传说》目标受众为年龄相对偏大的男性。根据竞核，《圣斗士星矢：正义传说》的日本用户中，有 72% 的人年龄在 40 岁及以上，甚至 50 岁及以上的玩家也超过了 10%。对比圣斗士 IP 近 40 年的历史，游戏基本是网罗了该 IP 最骨灰、最核心的一批粉丝。

Pipeline 方面，《暗影格斗 3》《战斗法则》等将陆续在海内外市场上线；《天元突破红莲螺岩》《我为歌狂之旋律重启》等已获国内版号。后续 IP 储备方面，目前互爱互动拥有《变形金刚》《JOJO 的奇妙冒险》等 IP。优质 IP 储备丰富，且主要锚定中年男性，拥有较高的 IP 粘性与较强的付费能力，游戏业务有望实现长线发展。

表 7：23-24 年公司获得的版号（截至 2024/07）

游戏名称	出版单位	运营单位	时间
天元突破红莲螺岩	互爱互动（北京）科技有限公司	互爱互动（北京）科技有限公司	2024/2/1
英雄传说：闪之轨迹 3	上海电子出版有限公司	互爱互动（北京）科技有限公司	2023/12/21
我为歌狂之旋律重启	互爱互动（北京）科技有限公司	互爱互动（北京）科技有限公司	2023/10/25
暗影格斗 3	上海电子出版有限公司	互爱互动（北京）科技有限公司	2023/8/25
全职法师：猎人大师	互爱互动（北京）科技有限公司	互爱互动（北京）科技有限公司	2023/7/24

资料来源：国家新闻出版署，德邦研究所

3. 渠道布局维持龙头地位，目标市占 20%

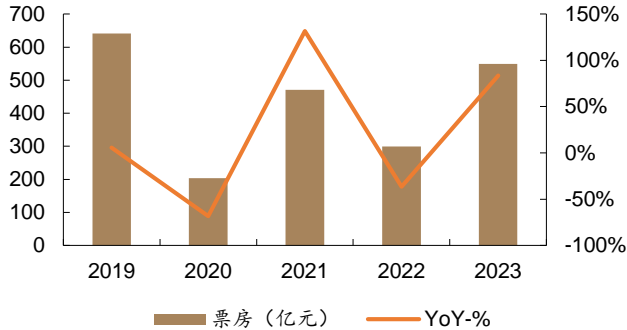
3.1. 行业：24 年大盘开局表现优异，行业集中度提升利好龙头

2023 年，中国电影行业迅速回暖。根据拓普数据，2023 年中国内地电影市场总票房 549.15 亿，同比 2022 年增长 83.5%，基本恢复至 2017 年水平。观影人次 12.99 亿，同比增长 82.56%；放映场次 1.31 亿场，同比增长 28.08%，作为疫情后的开局之年，创下影史终端放映数量的最高水平。

行业内部“洗牌”的节奏加快，头部院线公司有更多机会整合做强。影院票

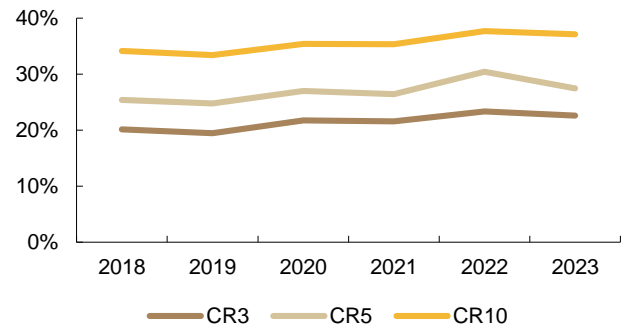
房集中度同比明显提升,根据拓普数据,2023年票房300万以上影院数量占比48%较2022年的26%有明显增长。影投方面,23年市场集中度较疫情前有所增加,或主要由于疫情带来的行业出清。院线方面,截至24年初全国共有49条城市院线,较22年8月减少2条。

图 14: 2019 年-2023 年全国总票房 (亿元)



资料来源: iFind, 德邦研究所

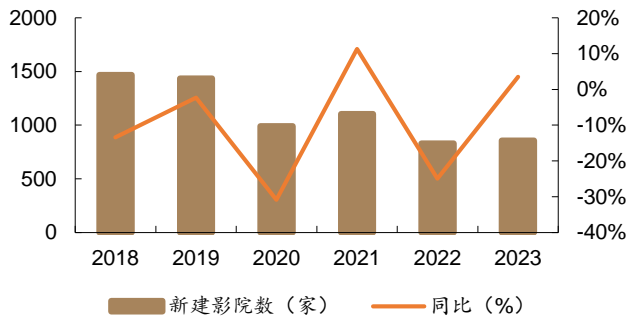
图 15: 2018 年-2023 年影投市场集中度 (%)



资料来源: 猫眼专业版, 德邦研究所

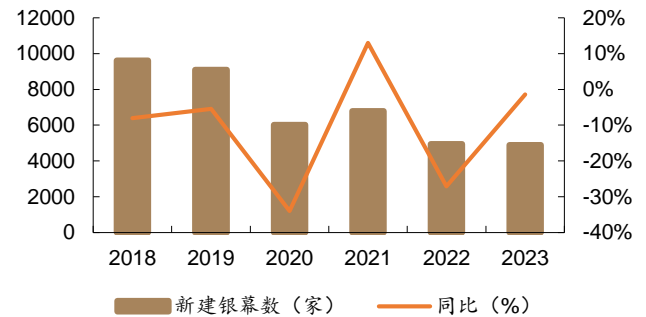
自 2020 年后,影院新建持续趋缓,因此更趋于成熟市场的存量竞争。2023 年在映影院数 1.28 万家,同比仅增长 1.1%。影院新建数量逐渐缩减,2023 年新建影院 857 家,同比 2022 年增长 3.5%,而 2018-2019 年,新建影院数量均超过 1400 家。2023 年新建银幕数量 4880 块,较 2022 年小幅减少 70 块,数量仅为 2019 年疫情前的 53.6%。

图 16: 2023 年新建影院 857 家



资料来源: 拓普数据, 德邦研究所

图 17: 2023 年新建银幕数量 4880 块



资料来源: 拓普数据, 德邦研究所

若推行分线发行,优质内容与渠道优势有望进一步放大,公司有望进一步受益。对于优质公司和优质内容,分线发行提供了一个非常好的发行模式及阵地,1)能够让好的影片根据影片类型及规模在市场上精准的找到对应观众人群,最大限度的释放票房;2)可以让青年导演的影片有更多影院阵地播放,为行业输出更多的人才;3)片方可以选择只在合规经营的优质影院放映,从而提升优质影院的上座率及单银幕产出。公司集优质内容、发行、院线于一体,长远来看有望从分线发行模式中受益。公司表示将会积极推广分线发行,也会服务分线发行,目前分线发行已经在规划当中。

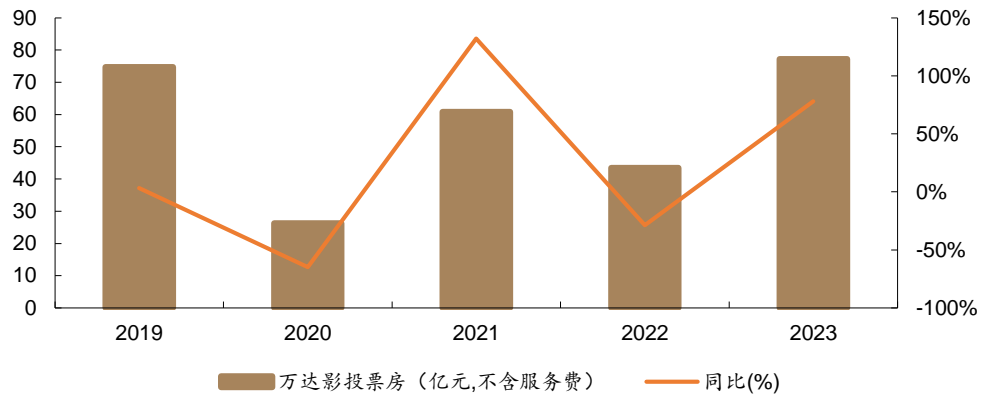
展望 2024 年,我们认为:1)国产影片持续发力,进口片积极引进,有望形成优质内容供给与观影需求的正向循环;2)短视频等新媒体渠道的宣发以及话题讨论进一步带动非核心观影人群的需求;3)下游院线影院集中度提高,利好

龙头企业。4) 分线发行若有望落地, 公司在内容与渠道端的优势有望进一步放大。

3.2. 票房收入: 积极扩张目标市占 20%, 成本优势有望延续

2023 年, 公司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%, 同比增长 72.2%; 观影人次 1.86 亿, 恢复至 2019 年的 92.7%; 累计市场份额 16.7%, 其中直营影院市场份额为 15.1%, 较 2019 年增长 2pct., 单银幕产出为全国平均水平的 1.85 倍。

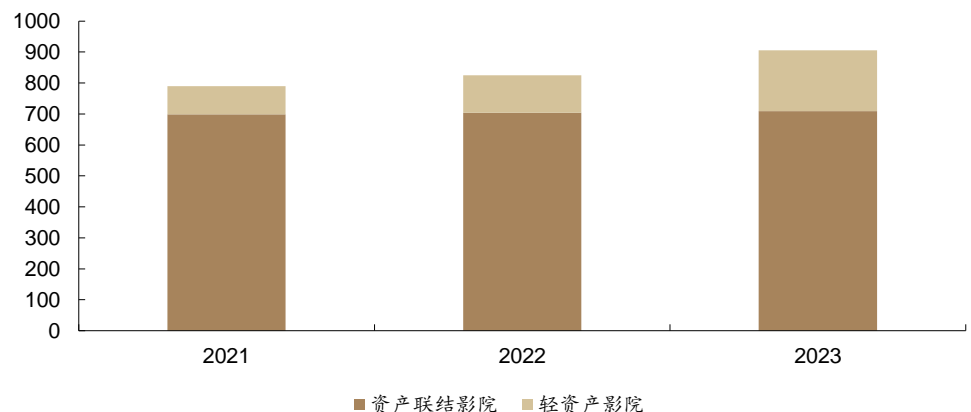
图 18: 2023 年公司影投票房大幅增长



资料来源: 猫眼专业版, 德邦研究所

公司是国内领先的影院投资及运营商, 票房、观影人次、市场份额已连续十四年位居国内首位。公司目前与旗下大部分影院为纯资产联结关系, 采取直营连锁方式经营; 同时为应对市场环境变化, 公司快速拓展轻资产影院。截至 2023 年底, 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。

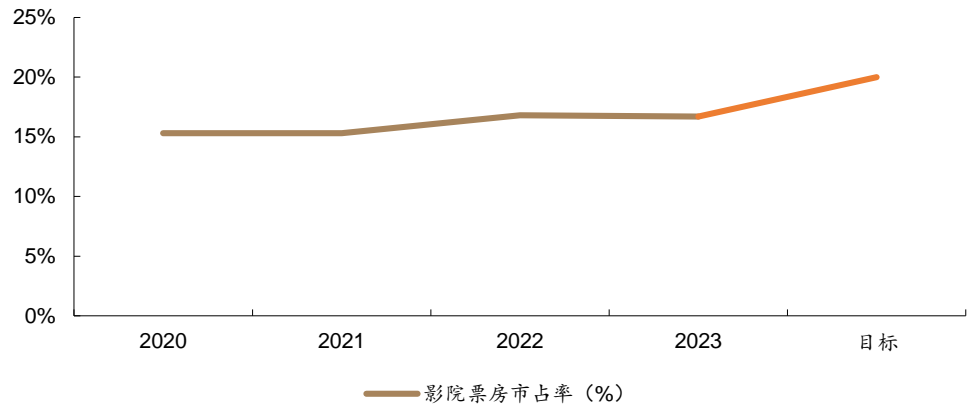
图 19: 公司国内院线以资产联结影院为主, 轻资产影院数略有上升 (单位: 家)



资料来源: 公司历年年报, 德邦研究所

公司将通过合理规划, 继续拓展院线市场份额, 目标市占率 20%。一是大力拓展直营影院, 并进行提质升级, 寻求和市场优质商业地产开发商合作开业; 二是在统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理的原则下发展轻资产业务, 最终目标将市场份额提升至 20% 以上。

图 20: 2023 年, 公司国内影院累计市场份额 16.7%



资料来源: 公司历年年报、公司投资者关系活动表, 德邦研究所

表 8: 若票房大盘达到 650 亿元, 公司市占率达到 20%, 较 23 年有 46% 的增长空间

公司国内票房 (亿元, 不含服务费)	市占率	票房大盘 (含服务费)					增长空间 (%)	市占率	票房大盘 (含服务费)				
		550	575	600	625	650			550	575	600	625	650
16%		74.9	78.3	81.7	85.1	88.5	16%	-1%	4%	8%	13%	17%	
17%		79.5	83.1	86.8	90.4	94.0	17%	5%	10%	15%	20%	24%	
18%		84.2	88.0	91.9	95.7	99.5	18%	11%	16%	22%	27%	32%	
19%		88.9	92.9	97.0	101.0	105.0	19%	18%	23%	28%	34%	39%	
20%		93.6	97.8	102.1	106.3	110.6	20%	24%	29%	35%	41%	46%	

资料来源: 公司公告, 猫眼专业版, 德邦研究所测算 注: 服务费根据公司 23 年业绩预告口径推算

变更股东后, 影院租金优势中期内有望维持。我们认为, 公司的核心优势主要是租金。依托万达的商业地产, 公司下属万达店影院的租金为净票房的 11%, 其他同业公司多为 13% 左右, 因此具备租金优势。其他成本方面, 我们认为如分账成本、人工成本、折旧及摊销等, 行业内差异较小, 因此, 公司的盈亏平衡点处于行业内较低水平, 利润空间更厚。

公司股权变更后, 万达商管与万达电影 (含分公司与子公司), 存续的租赁合同剩余期限不低于 10 年, 并且 10 年租期到期后可再延长 10 年; 若现有租赁合同剩余年限不足 10 年的, 以换签合同或签署补充协议的形式将租赁合同期限调整为不低于 10 年, 且合同到期后可续展 10 年。且所有自有产权的项目在同等条件下优先与万达电影合作, 租金参照同级别万达广场的标准予以约定。因此, 中短期内, 公司有望维持其成本优势, 有利于其后续影院扩张。

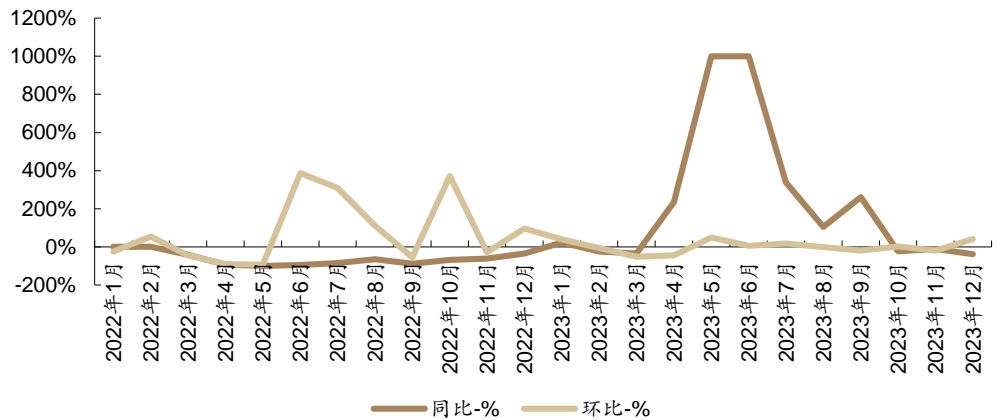
3.3. 非票业务: 广告业务行业复苏, 卖品业务推陈出新

2023 年, 公司非票业务聚焦可持续增长, 坚持创新, 非票房收入同比 2019 年增长超过 10%。

广告大盘随宏观经济恢复, 影院广告投放随人流量提升。根据 CTR 媒介资讯, 2023 年全国广告市场同比上涨 6.0%, 其中影院视频广告花费明显复苏。公司映前广告 23 年恢复情况良好, 24 年以来进一步恢复, 前两个月广告收入较去年同期实现较为明显的增长。映前广告与观影人次及票房规模息息相关, 2024 年 1-3 月电影市场的持续复苏已经吸引更多品牌方投入映前广告进行宣传, 预计

公司 2024 年映前广告收入会实现进一步增长。

图 21: 2022 年 1 月-2023 年 12 月影院视频广告月度花费变化



资料来源: CTR 公众号, 德邦研究所

卖品方面, 推出自有品牌进一步衍生产业链。推出自有品牌“西打”系列饮品, 上市后口碑及销售情况非常好, 上市满四个月, 销量突破 100 万瓶。自首款产品桃桃西打上市以来, 该系列相继推出柚柚、苹苹、荔荔与葡萄西打四款产品。公司会继续加大开发自研食品饮料和其他产品线, 推出更多新品牌新产品。

图 22: 推出自有品牌“西打”系列



资料来源: 万达集团官网, 德邦研究所

渠道端, 线上线下共同发力。线下方面, 饮品是影院卖品消费的重要产品之一, 基于影院渠道, 自有品牌有望迅速破圈; 线上方面, 公司已经建立起有影响力的万达直播体系, 拥有 35 个抖音直播账号, 约 540 万粉丝, 实现较好的线上销售收入。线上与线下联动有望进一步提升非票业务收入。

4. 开发自有 IP 衍生品开发延伸产业链, AI 有望反哺院线加持内容生成

4.1. IP: 以时光网为基础, IP 全链条打通

公司将利用时光网平台重点发展衍生品业务。时光网本身具备 8 年之久的衍生品市场布局, 具备 IP 授权、生产及售卖的全产业链布局。作为全体系 IP 服务公司, 时光网具备了从 IP 获取开始到渠道销售运营为止的全体系操作能力。

IP 来源方面，伴随儒意内容资源的注入，时光网在衍生品市场直切 IP 源头。公司对于 IP 的获取主要有 2 种方式：1) 自研 IP。如“包公系列”“西游系列”“白蛇系列”等动画电影，及“唐探”系列、“误杀”系列、《我们生活在南京》《折叠城市》等悬疑/科幻类电影。其中，我们认为动画有望成为衍生品开发的重点赛道之一，针对暑期档上映的《白蛇：浮生》，公司目前正在全力打造白蛇衍生品线。未来计划每一年或两年打造一部动画电影，并将 IP 授权给时光网，因此后续 IP 供给具备可持续性。2) 与头部网文公司合作，进行大 IP 的影视化、游戏化改编。我们认为，由于儒意的股东之一为腾讯，因此公司通过儒意，后续存在与腾讯以及关联的阅文集团建立联系的可能性。腾讯旗下拥有大量的游戏、影视 IP 积累，阅文是龙头网文 IP 公司，因此若公司成功与其牵线，后续潜在 IP 合作项目前景广阔。

图 23：儒意电影《西游记真假美猴王》官宣时已布局衍生品开发



资料来源：微博：电影西游记真假美猴王，德邦研究所

IP 商业化方面，目前已展开多项自有及第三方衍生品开发，借力万达电影现有线上线下阵地，打通销售链路。

图 24：部分 IP 将开发衍生品

IP 类型	案例			
影视 IP	哆啦 A 梦	漫威	蜡笔小新	熊出没
	迪士尼	侏罗纪	封神	功夫熊猫
其他 IP	Loopy	奶龙	卡皮巴拉	Baby Molly
	悲伤蛙			



资料来源：万达星选商城小程序，德邦研究所

线下渠道方面，全国万达影城均为潜在的展示橱窗及卖品柜台，场景化氛围进一步提升消费体验。公司联动近期热映电影，在影院内设立巡展/快闪店/主题陈列等场景，提升影院 IP 属性及趣味性，并通过观众与 IP 道具/衍生品的互动，拉长 IP 在市场上的存活时间。五一期间，时光网与泡泡玛特达成授权合作，在 30 家万达影城打造 Baby Molly 主题门店，增强用户转化。

我们认为，场景化渠道有望进一步提升线下卖品 SPP，且具备可复制性。一方面，影片热映期间，将观影场景与 IP 周边消费场景放入同一空间，进一步提升从粉丝到消费者的转化，提高点购率；另一方面，热门 IP 快闪店有望吸引 IP 粉丝前往影院打卡，在相似条件下，消费者选择公司旗下影院的意愿提升，增加观影人次。

图 25：五一期间，30 家万达影城打造 Baby Molly 主题门店



资料来源：万达电影公众号，德邦研究所

线上方面，小程序“万达星选商城”以“潮流”“IP”为核心，推出各类 IP 潮玩稀缺产品以及与热映影片紧密结合的“真星推荐好物”，打造独特的商业价值。

长期来看，时光网有望整合成为面向 C 端的综合平台。除衍生品外，其他业务包括时光资讯、时光研究院、时光评分、时光观影团以及时光待拓展的项目。

4.2. AI: Sora 引领文生视频技术升级，电影供给端有望蓬勃发展

技术方面，Sora 引领一致性突破，AI 视频逐渐靠近“成品级”水准。Sora 的一致性的突破体现在三个方面：3D 一致性、长期连续性、对象永恒性。同时真实性方面，当与物理世界产生互动，Sora 有时可以模拟一些影响世界状态的简单动作。虽然目前 Sora 的模拟尚有局限，不能准确地模拟许多基本交互的物理现象，但我们认为未来有望不断趋近真实场景，而这也意味着 AI 性能的强化正在为 AI 在影视领域的应用落地打下基础。

近期“类 Sora”模型密集发布，且国内外在视频大模型研发方面进度平齐。国内方面，快手可灵采用了与 Sora 相似的 DiT 架构，目前支持文生视频与图生视频功能，已开放版本生成时长为 10s；同时发布了业内领先的视频续写功能，可为已生成的视频提供便捷的一键续写和连续多次续写，将视频最长可延伸至约 3 分钟。此外，新增了首尾帧控制（图生视频）和镜头控制（暂只支持文生视频），

进一步提升视频生成的可控性。从效果上看，生成的视频不仅运动幅度大且合理，还能模拟物理世界特性，具备强大的概念组合能力和想象力。快手可灵已在海外出圈，表明其效果在全球处于领先地位。

我们认为，1) 国产视频大模型技术领先，应用端有望受益。2) 伴随技术层面模型的迭代和应用层面工作流的优化，AI 在影视领域的可用性有望提升，电影生产有望进一步提质增效，从供给端驱动大盘增长，对影院终端产生积极影响。同时，儒意旗下南瓜电影在 AI 制作方面不断尝试并取得一定进展。若未来能制作出优秀的 AI 电影作品在院线上映，有望提升万达院线的票房收入。

5. 盈利预测

我们认为，传统业务方面，伴随票房大盘增长以及公司市占率提升，观影收入有望可持续增长；电影、电视剧、游戏等内容板块，一方面管理层团队变更后有望在内容端投入增加，且凭借其经验进一步提升回报率，同时与儒意内容端的协同有望进一步增厚收入空间。新业务方面，IP 与 AI 贡献长期逻辑，有望进一步抬升估值天花板。预计 24-26 年，公司营业收入为 152.23/166.28/179.12 亿元，同比 4%/9%/8%；归母净利润 9.42/10.63/11.83 亿元，同比 3.3%/12.8%/11.3%。

表 9：收入预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入：	62.95	124.90	96.95	146.20	152.23	166.28	179.12
——YoY(%)	-59%	98%	-22%	51%	4%	9%	8%
观影收入	31.71	70.75	53.83	84.45	84.14	92.73	101.02
——YoY(%)	-65%	123%	-24%	57%	0%	10%	9%
商品、餐饮销售收入	6.76	15.03	13.93	19.44	16.03	17.45	18.43
——YoY(%)	-65%	122%	-7%	40%	-18%	9%	6%
广告收入	5.98	10.55	12.22	13.24	16.40	17.60	18.38
——YoY(%)	-69%	76%	16%	8%	24%	7%	4%
电影制作发行及相关业务收入	4.57	9.65	3.80	3.34	7.02	7.50	8.00
——YoY(%)	-49%	111%	-61%	-12%	110%	7%	7%
电视剧制作发行及相关业务收入	7.41	6.72	1.52	7.42	6.00	6.00	6.00
——YoY(%)	49%	-9%	-77%	389%	-19%	0%	0%
游戏发行及相关业务收入	3.07	4.44	3.87	3.77	8.10	10.22	12.26
——YoY(%)	-22%	45%	-13%	-3%	115%	26%	20%
其他	3.47	7.77	7.79	14.54	14.54	14.78	15.03
——YoY(%)	-47%	124%	0%	87%	0%	2%	2%

资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所预测

我们选取影视公司作为可比公司进行估值，24-26 年可比公司平均 PE 约为 24.26/19.18/16.55 倍；公司盈利预测对应 PE 为 24.17/21.42/19.26 倍。公司是院线行业龙头，内容业务有望在 24 年迎来变革，进一步提升业绩弹性，且 IP 与 AI 赋能给予公司长期成长性。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 10：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	一致预期净利润 (亿元)			一致预期 EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600977.SH	中国电影	198	7.20	8.13	9.30	0.39	0.44	0.44	27.52	24.38	21.32
300251.SZ	光线传媒	212	10.78	12.14	13.70	0.37	0.41	0.41	19.71	17.49	15.51
601595.SH	上海电影*	81	2.60	3.54	4.38	0.28	0.58	0.79	31.15	22.88	18.49

603103.SH	横店影视	79	3.38	4.05	4.69	0.53	0.64	0.64	23.54	19.62	16.95
001330.SZ	博纳影业*	59	3.06	5.13	5.66	0.22	0.37	0.41	19.37	11.55	10.47
平均值									24.26	19.18	16.55
002739.SZ	万达电影*	228	9.42	10.63	11.83	0.43	0.49	0.54	24.17	21.42	19.26

资料来源: iFind, 德邦研究所 注: 收盘价截至 2024/8/12; *为德邦研究所预期

6. 风险提示

相关政策变化风险: 包括但不限于部分类型的影片、游戏受到监管政策改变影响, 限制其上映/上线。

核心团队离职风险: 公司当前内容优势的核心是团队, 包括电影制片人等。若团队离职, 则公司的内容业务或将受挫。

影片无法如期上映: 部分影片可能存在因主观或客观因素, 无法在预期时间上映, 从而影响公司业绩确认节奏。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.43	0.49	0.54
每股净资产	3.68	4.05	4.54	5.08
每股经营现金流	2.03	1.63	1.72	1.78
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	31.10	24.17	21.42	19.26
P/B	3.53	2.58	2.30	2.06
P/S	1.56	1.50	1.37	1.27
EV/EBITDA	10.24	8.88	7.95	7.18
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	27.7%	25.8%	25.5%	25.2%
净利润率	6.4%	6.3%	6.5%	6.6%
净资产收益率	11.4%	10.7%	10.7%	10.7%
资产回报率	3.6%	3.6%	3.9%	4.1%
投资回报率	9.8%	7.4%	7.5%	7.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	50.8%	4.1%	9.2%	7.7%
EBIT 增长率	317.9%	-12.2%	4.9%	2.6%
净利润增长率	147.4%	3.3%	12.8%	11.3%
偿债能力指标				
资产负债率	67.5%	65.4%	63.0%	60.6%
流动比率	1.0	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.7	0.8	1.0	1.2
现金比率	0.4	0.6	0.7	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	36.6	39.2	38.3	38.6
存货周转天数	54.8	48.8	47.8	48.1
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	7.0	7.4	7.4	7.5

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	912	942	1,063	1,183
少数股东损益	20	19	22	0
非现金支出	2,307	1,849	1,932	1,991
非经营收益	598	644	630	612
营运资金变动	586	93	100	94
经营活动现金流	4,423	3,548	3,747	3,879
资产	-588	-981	-970	-970
投资	23	0	0	0
其他	8	-279	-300	-300
投资活动现金流	-557	-1,260	-1,270	-1,270
债权募资	-2,109	-285	-300	-300
股权募资	0	0	0	0
其他	-1,451	-760	-610	-592
融资活动现金流	-3,560	-1,045	-910	-892
现金净流量	321	1,226	1,567	1,717

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 12 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14,620	15,223	16,628	17,912
营业成本	10,571	11,299	12,384	13,402
毛利率%	27.7%	25.8%	25.5%	25.2%
营业税金及附加	219	304	333	358
营业税金率%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	736	837	915	985
营业费用率%	5.0%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	1,224	1,324	1,447	1,558
管理费用率%	8.4%	8.7%	8.7%	8.7%
研发费用	31	69	87	104
研发费用率%	0.2%	0.5%	0.5%	0.6%
EBIT	1,721	1,510	1,585	1,626
财务费用	794	549	500	443
财务费用率%	5.4%	3.6%	3.0%	2.5%
资产减值损失	-273	0	0	0
投资收益	15	0	0	0
营业利润	845	982	1,105	1,203
营业外收支	-20	-20	-20	-20
利润总额	825	962	1,085	1,183
EBITDA	3,607	3,359	3,517	3,616
所得税	-107	0	0	0
有效所得税率%	-13.0%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东损益	20	19	22	0
归属母公司所有者净利润	912	942	1,063	1,183

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,158	4,384	5,951	7,669
应收账款及应收票据	1,636	1,704	1,861	2,005
存货	1,494	1,569	1,720	1,861
其它流动资产	1,291	1,366	1,450	1,528
流动资产合计	7,579	9,023	10,982	13,063
长期股权投资	47	47	47	47
固定资产	1,958	2,171	2,344	2,437
在建工程	34	22	16	63
无形资产	847	897	947	1,017
非流动资产合计	17,546	16,941	16,259	15,519
资产总计	25,125	25,965	27,242	28,581
短期借款	1,401	1,401	1,401	1,401
应付票据及应付账款	1,424	1,569	1,720	1,861
预收账款	137	152	166	179
其它流动负债	4,409	4,575	4,902	5,205
流动负债合计	7,371	7,698	8,190	8,647
长期借款	2,156	2,156	2,156	2,156
其它长期负债	7,423	7,117	6,817	6,517
非流动负债合计	9,579	9,273	8,973	8,673
负债总计	16,950	16,971	17,163	17,320
实收资本	2,179	2,179	2,179	2,179
普通股股东权益	8,030	8,830	9,893	11,075
少数股东权益	145	164	186	186
负债和所有者权益合计	25,125	25,965	27,242	28,581

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。7年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒互联网/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师；2023年界面荣耀分析师传媒第一名；2023年21世纪金牌分析师传媒互联网第5名，港股与海外第5名。

王梅卿，2022年加入德邦证券研究所传媒互联网海外组。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。