

# 中国儒意 (00136.HK)

## 影视内容能力为基，游戏业务爆发式增长

2025年02月07日

买入 (首次)

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书: S0600123070071  
zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,319.93	3,627.25	5,725.22	7,017.78	8,163.05
同比(%)	(43.08)	174.81	57.84	22.58	16.32
归母净利润 (百万元)	789.53	689.76	794.00	1,988.90	2,356.67
同比(%)	(32.83)	(12.64)	15.11	150.49	18.49
Non-GAAP 净利润 (百万元)	256.97	967.40	1,280.62	2,134.83	2,506.31
同比(%)	(45.34)	276.46	32.38	66.70	17.40
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.05	0.05	0.06	0.14	0.16
P/E (现价最新摊薄)	43.15	49.39	42.91	17.13	14.46
PE (Non-GAAP)	122.08	32.43	24.50	14.70	12.52

### 股价走势



### 投资要点

■ **顺应时代趋势，业务边界不断拓展，从图书到影视再到游戏：**中国儒意自2009年以来走过了三个发展阶段。第一阶段是2009年至2013年，作为影视行业新入局者，以购买畅销书IP作为切入点，为影视剧制作打下了基础。在这一阶段，公司积累了评估和筛选IP的能力，以及用于评估导演能力的数据库。第二阶段为2013~2020年，公司基于电视剧制作能力，向电影领域拓展，成功推出了多部高票房电影。第三阶段为2021年至今：公司进一步拓展业务，一方面从影视制作向下游渠道拓展，推出了线上流媒体平台南瓜电影，并收购了万达电影的线下影院资产。另一方面，公司从影视向游戏业务拓展，借助腾讯的力量从游戏发行环节开始，逐步构建游戏研发能力。总体来看，儒意公司顺应时代趋势，不断拓展业务边界，从图书到影视再到游戏，实现了多元化发展。

■ **影视业务：善于制造爆款、发现爆款。**我们认为公司在制作和投资影视内容方面具有较强的业务壁垒，这一壁垒来自公司在过去十多年里的积累。从图书IP到电视剧制作再到电影出品，公司一步一个脚印，既延续了对于IP和影视爆款潜力的眼光，也将打造精品内容的能力逐步拓宽。这一能力得到了历年来的电视剧热度数据和电影票房数据验证。

■ **游戏业务：24年业绩爆发，看好后续产品 pipeline。**在游戏业务方面，与腾讯的合作为公司提供了坚实的基础，同时公司也在不断探索新的业务模式和市场机会，在游戏业务上展现出了强劲的增长势头和丰富的产品 pipeline。2023年起游戏业务快速增长。公司的游戏业务收入在2023年达到4.46亿元人民币，同比增长超过7倍。2024H1线上游戏业务收入同比增长1891.5%。2024年5月和7月，公司分别发行了《仙境传说：爱如初见》和《世界启元》两款游戏，均取得了不错的市场表现，有望推动公司游戏收入继续快速增长。除了游戏发行，公司也在积极布局自研游戏。一方面，2024年5月，公司宣布以2.59亿元人民币的价格收购有爱互娱100%的股权，取得了《红警》游戏及相关开发团队。另一方面，新游戏储备丰富，涵盖体育、二次元和历史文化等多个题材。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计中国儒意2024-2026年总收入分别为57/70/82亿元，收入增长源于新影视剧、游戏上线及线上流媒体业务发展。我们预计2024-2026年公司经调整净利润分别为13/21/25亿元人民币，当前股价对应2024-2026年PE分别为25/15/13倍。在可比公司方面，公司在内容制作业务方面和光线传媒、博纳影业、中国电影、华策影视有一定相似性，四家可比公司2024~2026年PE均值为58/29/24倍。而中国儒意的游戏代理发行业务，尚无可比公司，该业务增长较快和后续储备作品较多。因此，我们给予2025年20倍PE（经调整口径），对应合理市值为464亿港元（按照2025/2/5港币兑人民币汇率0.9208换算）。我们看好公司的优质内容出品能力以及后续的影视剧和游戏内容，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**政策变化风险，市场竞争加剧风险，消费者需求变化风险，技术变革风险。

### 市场数据

收盘价(港元)	2.56
一年最低/最高价	1.49/2.62
市净率(倍)	2.61
港股流通市值(百万港元)	36,707.65

### 基础数据

每股净资产(元)	0.98
资产负债率(%)	35.37
总股本(百万股)	14,338.93
流通股本(百万股)	14,338.93

### 相关研究

## 内容目录

1. 顺应时代趋势，业务边界不断拓展，从图书到影视再到游戏 .....	4
1.1. 2009 年~2013 年：储备畅销书 IP，布局电视剧投资 .....	4
1.2. 2013 年~2020 年：从电视剧向电影市场延伸，成功推出多部爆款作品 .....	7
1.3. 2021 年至今：影视剧业务从上游向下游延伸，游戏业务从下游向上游延伸 .....	10
2. 影视业务：善于制造爆款、发现爆款 .....	11
2.1. 优质的内容制作能力构筑核心竞争力 .....	11
2.2. 上下游一体化，渠道赋能精品内容 .....	15
3. 游戏业务：24H1 收入大增，看好后续产品 pipeline .....	16
3.1. 与腾讯合作关系稳定 .....	16
3.2. 收购有爱互娱，发力游戏自研，储备作品丰富 .....	18
3.3. 收购永航科技，有望增厚归母净利 .....	19
4. 盈利预测及投资评级 .....	20
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1:	《仙境传说: 爱如初见》游戏界面.....	17
图 2:	《世界启元》游戏界面.....	17
图 3:	《世界启元》游戏宣传活动.....	18
表 1:	儒意欣欣的作品著作权改编合同 (截至 2015 年 1 月) .....	5
表 2:	2013-2014 年 7 月儒意影业财务数据 .....	5
表 3:	2012-2014 年儒意影业前五大客户 .....	6
表 4:	2012-2014 年儒意影业前五大供应商 .....	7
表 5:	中国儒意参与制作/出品的电视剧作品 .....	8
表 6:	中国儒意参与出品/制作/发行/备案的电影作品 .....	9
表 7:	电影票房 TOP20 出品人 (按照出品电影总票房从高到低排序) .....	13
表 8:	柯利明参与制作/出品的电影票房 .....	14
表 9:	2021 年 2 月五大电影预测机构对《你好, 李焕英》的票房预测.....	15
表 10:	中国儒意 2022-2024H1 线上游戏服务收入 (百万元人民币) .....	16
表 11:	中国儒意游戏产品及储备情况.....	19
表 12:	永航科技 2021-2023 年财务表现 .....	19
表 13:	2021-2026E 中国儒意分业务收入及预测值 (百万元) .....	20
表 14:	2021-2026E 公司分业务税前利润及预测值 (百万元) .....	21
表 15:	2022-2026E 中国儒意净利润及预测 (百万元) .....	21
表 16:	影视行业可比公司收入、利润 (百万元人民币) 及估值倍数.....	22

## 1. 顺应时代趋势，业务边界不断拓展，从图书到影视再到游戏

中国儒意是一家以科技赋能的流媒体公司，主营业务包括影视内容制作、互联网流媒体以及游戏研运，2023年三块业务的收入占比分别为61%/26%/12%。其中影视内容制作业务已开展多年，曾出品多部优质影视内容。流媒体平台通过南瓜电影平台开展，主打无广告模式，收入主要来自付费会员订阅。随着影视行业经验积累，公司业务逐渐拓展至游戏板块。

自2009年成立以来，公司经历三个发展阶段。第一阶段是2009年至2013年，作为影视行业新入局者，以购买畅销书IP作为切入点，为影视剧制作打下了基础。在这一阶段，公司积累了评估和筛选IP的能力，以及用于评估导演能力的数据库。第二阶段为2013~2020年，公司基于电视剧制作能力，向电影领域拓展，成功推出了多部高票房电影，如《致青春》、《老男孩之猛龙过江》、《小时代3》和《唐人街探案》等。第三阶段为2021年至今，公司进一步拓展业务，一方面从影视制作向下游渠道拓展，推出了线上流媒体平台南瓜电影，并收购了万达电影的线下影院资产。另一方面，公司从影视向游戏业务拓展，借助腾讯的力量从游戏发行环节开始，逐步构建游戏研发能力。**顺应时代趋势，不断拓展业务边界，从图书到影视再到游戏，实现了多元化发展。**

### 1.1. 2009年~2013年：储备畅销书IP，布局电视剧投资

中国儒意的创始人柯利明，出生于湖北黄冈，初中毕业后前往澳大利亚，获得货币银行学硕士学位，此后进入金融行业工作。在中国香港 Persistent Hedge 对冲基金公司任职五年。2009年金融海啸席卷亚洲，柯利明决定投身影视行业。

儒意的前身是儒意广告，成立于2006年，由柯利明的哥哥柯久明成立，在2009年以前的主要业务是广告。2009年，柯利明加入公司后，公司更名为“北京儒意欣欣影业投资公司”（以下简称儒意欣欣）。

作为行业新入局者，公司缺乏资源、人脉和资金，因而选择从热门“IP”开始，成立了“儒意图书”公司，购买了一系列畅销书改编权。这也是受到美国“漫威”系列改编电影的大获成功的启发。而那时国内大部分人没有版权意识。截至2015年1月，儒意欣欣已与肖央、籽月、辛夷坞等导演、编剧和知名作家签订剧本外购协议及影视剧改编协议共42项，为未来若干电影的大卖奠定了基础。

表1: 儒意欣欣的作品著作权改编合同 (截至 2015 年 1 月)

序号	名称	原著作权人	使用范围
1	《镜》系列 (共6卷)	王洋 (沧月)	电影改编权, 摄制权
2	《七夜雪》	王洋 (沧月)	电影改编权, 摄制权
3	《夏有乔木 雅望天堂》 (共3卷)	薛赛男 (籽月)	改编剧本权, 摄制权, 修改权, 延展权
4	《原来》	蒋春玲 (辛夷坞)	影视改编权
5	《山月不知心底事》	蒋春玲 (辛夷坞)	影视改编权
6	《许我向你看》	蒋春玲 (辛夷坞)	影视改编权
7	《我在回忆里等你》	蒋春玲 (辛夷坞)	影视改编权
8	《回到明朝当王爷》	魏立军 (月关)	改编剧本权、摄制权、修改权
9	《大争之世》	魏立军 (月关)	改编剧本权、摄制权、修改权
10	《颠覆笑傲江湖》	魏立军 (月关)	改编剧本权、摄制权、修改权
11	《一路彩虹》	魏立军 (月关)	改编剧本权、摄制权、修改权
12	《狼神》	魏立军 (月关)	改编剧本权、摄制权、修改权
13	《三生三世 十里桃花》	吉琴琴	改编权、表演权、摄制权
14	《你若安好 便是晴天》	胥智慧	改编剧本权、摄制权、修改权、延展权
15	《梵事进化礼札》	刘明浩	改编剧本权、摄制权、修改权
16	《史上第一混乱》	上海玄霆娱乐	复制权、改编权、摄制权
17	《老公的秘密》	李奕安	电视剧改编权
18	《六朝纪事》	李艳华	电视剧及电影摄制改编权、其他各类作品改编权
19	《忧国》	黄士翔	电视剧剧本的改编权
20	《翅鬼》	双雪涛	改编剧本权、摄制权、修改权、延展权
21	《狼群》	李忠卫	改编剧本权、摄制权、修改权、延展权
22	《飞仙》	文琦	改编剧本权、摄制权、修改权、续写权、翻译权、广播权、信息网络传播权、表演权
23	《离婚365次》	浙江梦幻星生园	影视剧改编权

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2014 年 1-7 月, 儒意影业实现营收 3093 万元, 毛利率达 98%, 销售净利率达 56%; 各项指标均大幅超过 2013 年全年。

表2: 2013-2014 年 7 月儒意影业财务数据

万元人民币	2013年	2014年1-7月
营业收入	870	3093
营业成本	6	66
毛利润	864	3027
毛利率	99%	98%
营业利润	-79	2319
营业利润率	-9%	75%
销售净利润	-78	1729
销售净利率	-9%	56%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注：儒意影业营业收入主要为影视剧销售及其衍生收入。主要业务收入的确认方法如下：（1）电影票房分账收入在电影片完成摄制并经电影电视行政主管部门审查通过取得《电影片公映许可证》，电影片于院线、影院上映后按双方确认的实际票房统计及相应的分账方法所计算的金额确认；（2）电影版权收入：在影片取得《电影片公映许可证》、母带已经交付，且交易相关的经济利益很可能流入公司时确认。（3）电视剧销售收入在电视剧完成摄制并经电影电视行政主管部门审查通过取得国产《电视剧发行许可证》，电视剧拷贝、播映带和其他载体转移给购货方、相关经济利益很可能流入公司时确认。（4）电影、电视剧完成摄制前采取全部或部分卖断，或者承诺给予影片首(播)映权等方式，预售影片发行权、放(播)映权或其他权利所取得的款项，待电影、电视剧完成摄制并按合同约定提供给预付款人使用时，确认销售收入实现。

表3：2012-2014年儒意影业前五大客户

	排序	客户名称	金额 (万元)	收入来源
2014年	TOP1	北京春天融合影视文化有限责任公司	8104	电视剧《北平无战事》收入
	TOP2	北京华实海隆石油投资有限公司	3957	电影《致青春》分成收入
	TOP3	麦颂影视投资(上海)有限公司	1370	《小时代3》固定回报收入
	TOP4	优尼影视文化传媒(北京)有限公司	1261	《加油金多宝》固定回报收入及发行费收入
	TOP5	上海天悠影视传媒有限公司	1223	《佳恩别哭》境外剧引进收入
			<b>合计</b>	<b>15915</b>
2013年	TOP1	北京益生康健电子商务有限公司	269	展会策划收入
	TOP2	北京尚玺华奕文化传播有限公司	233	策划费收入
	TOP3	飞狐信息技术(天津)有限公司	105	剧本创作收入
	TOP4	浙江广播电视集团	63	电视剧《养母》收入
	TOP5	青海绿色创意文化传媒有限责任公司	48	《前期的车站》收入
			<b>合计</b>	<b>718</b>
2012年	TOP1	北京电视台	493	《前期的车站》收入
	TOP2	华视影视投资(北京)有限公司	370	版权费收入
	TOP3	中国国安文化传媒投资有限公司	224	《双城生活》收入
	TOP4	东阳霸王龙影视有限公司	202	《李春天的春天》收入
	TOP5	湖南绿色创意文化传媒有限责任公司	151	《前期的车站》收入
			<b>合计</b>	<b>1349</b>

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表4: 2012-2014 年儒意影业前五大供应商

	排序	客户名称	金额 (万元)	主要交易内容
2014年	TOP1	JNP Co., Ltd	2070	《夏有乔木雅望天堂1》承制作费用
	TOP2	北京尚玺华奕文化传播有限公司	1200	《老男孩之猛龙过江》宣传发行费用
	TOP3	上海湘水余波影视文化工作室	1070	《北平无战事》剧本创作
	TOP4	知彼 (上海) 文化传播工作室	1000	宣传推广服务费用
	TOP5	黄士翔	446	《忧国》改编及剧本创作
		<b>合计</b>	<b>5787</b>	
2013年	TOP1	天翔电影有限公司	1207	《老男孩之猛龙过江》制作费用
	TOP2	孙铎	131	《穿越青春》剧本创作
	TOP3	JNP Co., Ltd	100	《夏有乔木雅望天堂1》承制作费用
	TOP4	刘明洁	95	《梵事进化札记》改编及剧本创作
	TOP5	李艳华	60	《龙凤恋》剧本创作
		<b>合计</b>	<b>1593</b>	
2012年	TOP1	蒋春玲	24	《致青春》改编权

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在投资电视剧的过程中, 公司积累了对于影视内容的成本控制能力和盈利敏感性, 建立了独特的评估体系, 总结了热门 IP 的“八字诀”, 包括“生与死、贫与富、爱与恨、困与达”。以“八字诀”来审视一部作品, 若作品在大多数情况下符合标准且达到“7 分”以上, 会启动导演“数据库”程序。该数据库涵盖国内一线、二线及潜在导演, 列出每位导演的优缺点, 包括擅长拍摄人物还是叙事以及过往所售电视剧的收视率总体情况。通过这些数据可判断导演对项目的完成度以及在何种价格下能实现盈利。

## 1.2. 2013 年~2020 年: 从电视剧向电影市场延伸, 成功推出多部爆款作品

2011 年以后, 在线视频对电视收视形成替代效应, “台网联动”逐渐成为主流。

一方面, 2010-2015 年中国电视观众的平均到达率从 72% 下降至 62%, 观众规模与收视时长趋势性下降。2017 年 1 月, 爱奇艺、腾讯视频、优酷、乐视、芒果 TV 五个 APP 的月活跃用户总数超过 7 亿人, 移动视频成为主流市场。另一方面, 电视剧行业竞争激烈, 2009 年 1 月至 12 月 8 日中国电视剧总产量 11469 集、359 部。

在这一阶段, 熟悉了电视剧行业的儒意欣欣开始探索电影市场, 且成功推出了多部高票房电影。2013 年, 儒意欣欣出品第一部电影《致青春》, 从原著作者辛夷坞购得版权, 电影投资成本仅六千万左右, 而票房高达 7.2 亿元, 此后陆续出品了《老男孩之猛龙过江》(票房 2.1 亿元)《小时代 3》(票房 5.2 亿元)。

2015 年, 儒意联合出品了《唐人街探案》(以下简称《唐探》), 该片累计票房达 8.2 亿元。《唐探》的大卖得益于题材和宣发上的创新: 在题材上, 它并非纯推理片或喜剧片, 而是以推理作为故事主线架构, 融合了喜剧元素。

表5: 中国儒意参与制作/出品的电视剧作品

上线时间	作品名	公司参与模式	猫眼全网累计有效播放(亿)	猫眼全网最高热度(点)
2015/8/26	左手劈刀	制作		
2017/10/9	国民大生活	联合出品		3925
2018/5/8	爱情的边疆	出品		6275
2018/5/14	归去来	出品		6759
2018/11/6	原来你还在这里	联合出品、报备机构		7142
2019/2/21	老中医	出品		7593
2019/3/13	爱上北斗星男友	联合出品		8500
2019/8/26	老酒馆	出品		9353
2020/8/15	镜·双城	备案单位		
2021/3/20	大宋宫词	出品		9397
2021/4/25	风暴舞	联合出品		8987
2022/4/28	新居之约	出品	0.3	8888
2022/7/5	星汉灿烂·月生沧海	联合出品	2	9773
2023/2/17	情满九道弯	出品	0.4	7536
2023/7/5	我的人间烟火	出品	0.2	9706
2023/11/3	无所畏惧	报备机构	9.5	9491
2023/11/6	乐游原	联合出品	7.3	9736
2024/2/6	大唐狄公案	出品	11.5	9693
2024/3/21	追风者	联合出品	23.3	9770
2024/4/27	微暗之火	联合出品	4.7	9333
2024/5/7	我的阿勒泰	联合出品	3.1	9238
2024/9/30	虎鹤双行	联合出品	0.03	6082
预计2025年	许我向你看	备案单位	-	-
预计2025年	遇人不熟	联合出品	-	-
预计2025年	叶问与李小龙	备案单位	-	-

数据来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

表6: 中国儒意参与出品/制作/发行/备案的电影作品

上线时间	作品名	公司参与模式	票房 (亿)
2013/4/26	致我们终将逝去的青春	联合出品	7
2014/7/10	老男孩猛龙过江	出品	2
2014/7/17	小时代3	联合出品	5
2015/12/31	唐人街探案	联合出品	8.2
2016/7/8	致青春·原来你还在这里	出品、制作	3
2016/8/5	夏有乔木 雅望天堂	出品、制作	2
2017/7/21	父子雄兵	联合出品	1
2017/8/3	三生三世十里桃花	出品、备案单位	5
2017/9/29	缝纫机乐队	出品、制作	5
2018/6/29	动物世界	出品、备案单位	5
2018/11/10	吉祥	出品	金马影展上映
2018/12/21	天气预爆	出品、备案单位	1
2019/11/8	决战中途岛	联合出品	3
2020/12/31	送你一朵小红花	出品	14
2021/1/29	吉祥如意	出品、发行、制作	0
2021/2/12	你好，李焕英	出品、发行、宣传营销	54
2021/6/18	了不起的老爸	出品、联合发行、宣传营销	1
2022/7/29	独行月球	出品、联合发行	31
2023/1/22	交换人生	出品、发行、宣传营销、备案单位	4
2023/3/10	保你平安	出品、发行、宣传营销	7
2023/5/26	温柔壳	出品、备案单位	0
2023/6/22	消失的她	联合出品	35
2023/7/28	热烈	出品、发行、备案单位	9
2023/9/28	志愿军：雄兵出击	联合出品	9
2023/11/24	我本是高山	联合出品	1
2023/12/29	年会不能停！	联合出品	13
2024/2/10	飞驰人生2	出品	34
2024/2/10	第二十条	出品	25
2024/2/10	熊出没·逆转时空	出品	20
2024/2/10	热辣滚烫	联合出品	35
2024/6/8	我才不要和你做朋友呢	出品	2
2024/7/16	抓娃娃	出品	33
2024/8/9	逆行人生	出品、备案单位	4
2024/8/10	白蛇：浮生	出品	4
2024/9/30	志愿军：存亡之战	联合出品	12
2024/12/28	误杀3	出品	9
2024/12/31	骗骗喜欢你	出品	4
2025/1/29	唐探1900	出品	25
预计2025年	蛮荒禁地	出品	-
预计2025年	长安的荔枝	出品	-

数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所；注：《唐探1900》总票房为截至2025/2/5的数据

儒意影业从 2014 年到 2020 年期间，三次被收购而后三次被转手。到了 2020 年 10 月，恒腾网络以 72 亿港元全资收购儒意影业。恒腾网络背靠恒大集团和腾讯控股，是双方合资而成的互联网家居社区服务商，但由于运营不及预期，转战影视及流媒体赛道。以恒腾网络当时的财力，并不足以发起这身体量的并购，遂分三批发行股份进行收购。

被恒腾网络全盘收购，股份分三批对价支付，并伴有对赌协议。恒腾网络约定儒意影业在 2021 财年至 2023 财年，每年净利润分别达到 4 亿元、5 亿元、6 亿元以上，即可获得相应认购权。或在 2021 财年、2022 财年累计净利润达到 9 亿元，或三年累计净利润达到 15 亿元，亦可获得相应认购权。

2021 年，随着房地产市场的三道红线监管风暴，大批地产商陷入流动性危机，曾经大而不倒的恒大更是首当其冲。为了获得流动性，2021 年恒大先后三次向柯利明、腾讯、联合资源投资控股出售了所持有的恒腾网络股份。2021 年 11 月，随着恒大的离场，儒意影业实控人柯利明成为恒腾网络第一大股东，腾讯控股和联合资源投资控股分列第二、三大股东。

在恒大撤出后，腾讯从业务上为中国儒意的影视、游戏等业务赋能，资本上也数次增持股份。2021 年第二季度，腾讯控股与中国儒意达成协议进行若干影视版权资源共享。2022 年 1 月，中国儒意宣布进军游戏业务，获得腾讯的技术服务和渠道推广支持。此外，2022 年 1 月，腾讯通过 Water Lily 以 6 亿港元的价格认购中国儒意 6400 万股。2022 年 7 月，腾讯通过 Water Lily 以 2.4 港元每股认购中国儒意 1.63 亿增发股份。2023 年 7 月，中国儒意宣布拟募资 40 亿港元，其中 90% 拟用作发展及扩张电影及游戏业务，腾讯参与认购其中的 20%。

2024 年 1 月，中国儒意宣布与各认购方（阳光人寿及 TFI Investment）订立认购协议，认购方以认购价每股认购股份 2.4 港元配发及发行总计约 11.4 亿股认购股份；股份认购事项的所得款项总额约为 27.1 亿港元，其中约 90% 的募集资金拟用作集团业务的增长及扩张，包括内容制作、购买剧本及版权及购买影视节目版权，以及整合集团业务的上下游资源。

### 1.3. 2021 年至今：影视剧业务从上游向下游延伸，游戏业务从下游向上游延伸

**2021 年至今，公司从两个方向进行业务拓展，一是影视业务从过去的制作环节向下游渠道方拓展，推出了线上流媒体平台——南瓜电影、收购了线下影院资产——万达电影。第二个方向则是从影视向游戏业务拓展，作为游戏行业新人，先借助股东腾讯的力量，从游戏发行环节着手，而后逐步构建游戏研发能力。**

**线上流媒体平台——南瓜电影：**该平台向国内外主要领先版权供应商采购影视版权，多年来积累了大量优质影视版权。收入包括会员订阅收入、媒体广告收入以及转授影视版权收入。2021 年 4 月，南瓜电影与腾讯达成深度合作，获得了大量独家版权的影视作

品授权。根据恒腾网络公告，北京晓明与腾讯科技订立合作协议，根据协议，南瓜电影将获得腾讯独家版权的海量影视作品授权供会员观赏。双方的协议为期五年，至 2025 年 12 月 9 日止。腾讯科技有权以所提供内容的播放时长占南瓜电影总播放时长的比例，计算并收取南瓜电影会员分账收入。根据公告，2021 年~2023 年三个财年，预计每年最高关联交易金额分别为人民币 4100 万元、9950 万元、1.7 亿元。

**线下影院渠道——万达影院：**公司在 2023 年通过上海儒意投资万达电影，同时双方未来将加强业务协同。在电影产业中，影视制作公司与院线的合作关系不仅是商业合作，更是战略性举措，能为双方带来长期战略优势。万达电影是国内市场份额最大的院线。截至 2023 年 12 月 31 日，国内拥有已开业影院 905 家、7546 块银幕。作为头部院线公司，万达电影在市场洞察和定位方面有独特优势，这对影视制作公司的合作伙伴意义重大。

**从影视到游戏，从游戏发行到游戏自研：**公司的游戏业务成立于 2022 年，通过“景秀 JINGXIU”品牌开展。成立以来，收入快速增长，2023 年游戏业务收入 4.5 亿元人民币，同比增长超 7 倍；2024H1 游戏业务收入 8.7 亿元，同比增长超 18 倍，占公司整体收入的比例也从 2022 年的 4% 提升至 24H1 的 47%。2024 年迎来产品大年，公司分别于 2024 年 3 月和 7 月相继推出《仙境传说：爱如初见》及《世界启元》，有望推动收入继续快速增长。

## 2. 影视业务：善于制造爆款、发现爆款

在“内容为王”的时代，对优质影片的把控能力，是影企的核心竞争要素。儒意已构建起可持续验证的优质影片产出模式，筑牢了市场竞争壁垒。

根据猫眼专业版统计，2023 年中国儒意出品了《热烈》、《保你平安》、《交换人生》、《温柔壳》等电影，票房累计达 20 亿元；联合出品电影票房累计达 55.3 亿元。2024 年，公司出品了《飞驰人生 2》《第二十条》《抓娃娃》《逆行人生》《白蛇：浮生》《误杀 3》《骗骗喜欢你》等电影。电视剧方面，中国儒意 2023 年出品上映《情满九道弯》、《我的人间烟火》。2024 年上映《大唐狄公案》《追风者》《我的阿勒泰》等。

### 2.1. 优质的内容制作能力构筑核心竞争力

优质的内容制作能力是公司的核心竞争力之一。儒意影业采用制片人中心制，保证了影视作品的工业化制作流程和成本可控，同时也打造出了多部荣获国内顶级奖项的优秀作品。

制片人中心制和导演中心制是电影制作中的两种不同管理模式。在制片人中心制下，制片人拥有较高的权力和决策能力，负责整个项目的策划、融资、制作、宣发等环节。制片人需要在艺术创作和市场需求之间寻求平衡，确保项目的商业价值和艺术质量。这种模式在好莱坞较为常见，强调团队合作和项目管理。而在导演中心制下，导演是整个

制作团队的核心，拥有较大的创作自由度和决策权。导演不仅负责艺术创作，还可能参与到融资、选角、后期剪辑等环节。这种模式更强调导演的个人艺术追求和风格。

制片人更看重商业回报，从而会在项目的开发过程中，更看重类型的确定性、演员组合的市场反应、影片元素的商业性，更强调视觉和听觉感受，更重视故事的逻辑性和讲述的流畅。相比于个人审美和艺术表达，制片人更关注观众想要看到什么样的影片。这样的影片就更具备被观众认可的基础，避免成为某一个人的自嗨作品。

《中国电影报道》制片人张卫认为，在中国电影行业中，张艺谋、冯小刚等知名导演虽然创造了良好的口碑，打造了优质的品牌，但其电影作品个人艺术风格过于鲜明，难以“批量生产”。商业电影的制作是一个庞大复杂的系统工程。要想与好莱坞影片抗衡，形成健康可持续发展模式，不能将希望寄托在个别艺术家的身上，而应该培养一支专业化的常规军，分工明确，各司其职，生产一批具有可复制性、可批量生产的电影作品。

制片人中心制更有利于投资方的利益，更能保证影片的预算合理、拍摄周期不超。并把导演从日常的创作外事务中解放出来，专心用于创作。并且制片人还可以从全局出发，制定统一的项目开发、制作、营销、发行、海外、品牌延续的整体战略。

中国儒意拥有一支专业的人才团队，为公司的持续发展提供了坚实的保障。公司的创始团队理念相近，创立至今核心成员均未流失，显示出高稳定性。同时，公司主要制片人均有多年从业经验，对市场需求和题材选择有精准把握的能力。如前执行董事、现万达电影董事长陈祉希女士制作的影片票房已达上百亿。陈祉希拥有深厚的影视制片背景，自 2015 年加入儒意影业担任总裁以来，陆续投资制作了《热烈》《保你平安》《独行月球》《你好，李焕英》等优质影片，对市场需求和题材选择有精准把握的能力。执行董事张强先生拥有 25 年行业经验并曾出品《中国合伙人》《致我们终将逝去的青春》等知名影片。我们统计了票房 TOP20 出品人中，柯利明从总票房上排行第 8，而从单片票房维度排名第 3。

表7: 电影票房 TOP20 出品人 (按照出品电影总票房从高到低排序)

排名	姓名	出品电影数量 (部)	出品电影票房 (亿元)	单片平均票房 (亿元)
1	李捷	111	633	6
2	傅若清	80	601	8
3	郑志昊	92	570	6
4	于冬	62	441	7
5	王长田	29	361	12
6	焦宏奋	35	299	9
7	徐天福	50	294	6
8	<b>柯利明</b>	<b>20</b>	<b>287</b>	<b>14</b>
9	宋歌	24	246	10
10	樊路远	17	245	14
11	曾茂军	50	243	5
12	吴京	17	223	13
13	李晓萍	21	223	11
14	蔡元	40	218	5
15	喇培康	42	217	5
16	曹华益	42	214	5
17	张晨	13	212	16
18	陈胜奇	13	212	16
19	王中军	45	194	4
20	王易冰	17	193	11
	<b>top20平均值</b>	<b>41</b>	<b>306</b>	<b>7</b>

数据来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所; 注: 票房数据为截至 2025/2/6 数据

表8: 柯利明参与制作/出品的电影票房

上线时间	片名	类型	柯总担任	总票房(亿元)
2013/4/26	致我们终将逝去的青春	青春, 爱情	制片人	7.2
2014/7/10	老男孩猛龙过江	剧情	制片人	2.1
2014/7/17	小时代3: 刺金时代	爱情	制片人	5.2
2015/7/9	小时代4: 灵魂尽头	喜剧, 爱情	制片人	4.8
2015/11/20	一个勺子	剧情, 喜剧	制片人	0.2
2015/12/31	唐人街探案	喜剧, 动作, 悬疑	联合出品人, 联合制片人	8.2
2016/7/8	致青春·原来你还在这里	剧情, 爱情	出品人	3.4
2016/8/5	夏有乔木 雅望天堂	剧情, 爱情	出品人, 制片人	1.6
2016/12/30	情圣	喜剧, 爱情	出品人	6.6
2017/9/29	缝纫机乐队	剧情, 喜剧, 音乐	制片人	4.6
2018/12/21	天气预爆	剧情, 喜剧, 奇幻	出品人	1.2
2019/11/8	决战中途岛	剧情, 历史, 战争	执行制片人	2.9
2020/12/31	送你一朵小红花	剧情, 家庭	出品人	14.3
2021/1/29	吉祥如意	剧情, 家庭	制片人	0.1
2021/2/12	你好, 李焕英	喜剧	出品人, 制片人	54.1
2021/6/18	了不起的老爸	剧情, 喜剧, 运动	出品人	1.5
2023/1/22	交换人生	喜剧, 家庭	出品人	3.9
2023/7/28	热烈	青春, 运动, 喜剧	出品人	9.1
2023/9/28	志愿军: 雄兵出击	剧情, 历史, 战争	联合出品人	8.7
2023/12/29	年会不能停	喜剧, 剧情	联合出品人	12.9
2024/2/10	熊出没: 逆转时空	动画, 喜剧, 科幻	出品人	20.1
2024/2/10	飞驰人生2	喜剧, 剧情	出品人	34
2024/2/10	热辣滚烫	喜剧, 剧情	联合出品人	34.6
2024/2/10	第二十条	喜剧, 剧情, 家庭	出品人	24.54
2024/6/8	我才不要和你做朋友呢	喜剧, 青春	出品人	2
2024/7/16	抓娃娃	喜剧, 剧情	出品人	33.2
2024/8/9	逆行人生	剧情	出品人	3.6
2024/8/10	白蛇: 浮生	动画, 喜剧, 爱情	出品人	4
2024/9/30	志愿军: 存亡之战	剧情, 战争	联合出品人	12.06
2024/12/28	误杀3	犯罪, 悬疑, 剧情	出品人	9.3
2024/12/31	骗骗喜欢你	喜剧, 爱情	出品人	4.4
2025/1/29	唐探1900	喜剧, 动作, 悬疑	出品人	25.1

数据来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所; 注: 票房数据为截至 2025/2/6 数据

**我们以《你好, 李焕英》和《追风者》为例, 分析中国儒意的影视内容策略。**

《你好, 李焕英》在上映前, 市场对其预期并不高, 五大专业机构预测票房为 17~21 亿元。预期不高的原因主要有三方面, 首先, 中国的喜剧演员以男性为主, 贾玲是为数不多的女性喜剧演员; 第二, 贾玲此前虽出演过喜剧小品和综艺节目, 但作为导演和制片人还是首次, 业界担心其缺乏相关经验; 第三, 在《你好, 李焕英》之前, 喜剧电影并非国产电影里最卖座的类型。正是《你好, 李焕英》将国产喜剧片的票房天花板推高到了 50~60 亿区间。

而儒意深度参与了《你好, 李焕英》, 承担出品、发行、宣传营销的工作。《你好,

李焕英》的 15 亿元的保底由儒意影业和猫眼两家联手完成，其中儒意影业在前期发挥主导谈判作用，而猫眼则是在宣发上调动全渠道资源大力推广，加上影片本身的品质和社会话题度，共同成就了这部超级黑马之作。

**表9：2021 年 2 月五大电影预测机构对《你好，李焕英》的票房预测**

机构	预测时间	预测票房（亿元）
犀牛娱乐/毒奶电影	2021/2/8	19
电影情报处	2021/2/10	18.5
票房探照灯	2021/2/7	20.99
拓普数据	2021/2/9	17.00
电影票房 BAR	2021/1/26	18.00

数据来源：犀牛娱乐，电影情报处，票房探照灯，拓普数据，电影票房 BAR，东吴证券研究所

**2024 年，中国儒意推出爆款剧集《追风者》，不仅作为联合出品方，而是深度参与剧集制作过程。**

《追风者》主创在采访中表示，该剧创作历时六年，过程极其艰难。而陈祉希与儒意影业的入局、以王一博为首的主创加入，成为这部剧出现转机的关键。导演姚晓峰表示，“在陷入困境、迷茫的时候，陈祉希给予了最大的支持”。儒意不仅投入资金成为联合出品方，更重要是陈祉希作为总监制和联合出品人，在主创组盘上提供助力。2022 年下半年，王一博刚拍完儒意主控的《热烈》，制片人陈祉希将其推荐给制片人张书维和导演姚晓峰，顺利确定了合作意向。此外，《追风者》中饰演沈图南的王阳是陈祉希的多年好友。姚晓峰表示，当时演员班底组好之后，筹备比平常快了一倍，很快决定开拍。2023 年 1 月至 5 月，该剧在上海完成拍摄，之后便是后期剪辑、等待排播。最终在 2024 年 3 月 21 日以 6614 的热度破了爱奇艺 2024 年的首播纪录。

## 2.2. 上下游一体化，渠道赋能精品内容

**公司在 2023 年通过上海儒意投资万达电影，除了财务投资，二者更是在业务层面展开战略合作，有望带来协同效应。**

一方面，万达电影是国内市场份额最大的院线公司，其用户数据有助于中国儒意把握市场趋势，了解市场需求和观众喜好变化，及时调整影片定位和推广策略，以适应市场需求变化。截至 2023/12/31，万达电影在国内拥有已开业影院 905 家、7546 块银幕。万达电影丰富的观众数据，对观众喜好、消费行为、影院分布等方面有全面了解，有助于洞察市场变化和趋势、为影片市场定位提供参考。同时，中国儒意的制片人中心制和万达电影的“菁英+”电影人计划有望融合发展，为中国电影市场培养一批新锐导演、编剧及制片人。

另一方面，在 IP 赋能端，万达电影的 905 家院线是非常好的线下渠道，万达电影旗下时光网也有丰富的衍生品发行经验。中国儒意将把已储存的丰富 IP 资源与万达电

影加深合作，实现共赢。目前，就 2024 年暑期档动画片《白蛇：浮生》，双方已展开合作全力打造该动画片衍生品线。未来，希望通过 IP 运营、衍生品的研发生产和销售，扩大公司的品牌影响力和 IP 盈利能力。

中国儒意与万达电影的合作不仅局限于单一项目，而是建立长期合作关系，共同制定战略规划。通过双方持续合作，可以实现风险共担、利益共享，共同开拓市场，推动整个电影产业的健康发展。

### 3. 游戏业务：24H1 收入大增，看好后续产品 pipeline

在游戏业务方面，公司与腾讯建立了深入的合作关系，包括游戏代理发行合作、游戏共同运营合作及营销服务。2023 年 2 月，中国儒意与腾讯签订了游戏合作框架协议。2023 年 11 月，中国儒意公告上调与腾讯的游戏合作框架协议上限，将 2023 年应收腾讯代表公司的总金额上限从 7 亿元提升至 12 亿元。

**2023 年起游戏业务快速增长。**公司的游戏业务收入在 2023 年达到 4.46 亿元人民币，同比增幅超过 7 倍。2024 年上半年，线上游戏业务收入同比增长 1891.5%。2024 年 5 月和 7 月，公司分别发行了《仙境传说：爱如初见》和《世界启元》两款游戏，均取得了不错的市场表现，有望推动公司 2024 年下半年游戏收入继续快速增长。

除了游戏发行，公司也在积极布局自研游戏。一方面，2024 年 5 月，公司宣布以 2.59 亿元人民币的价格收购有爱互娱 100% 的股权，取得了《红警》游戏及相关开发团队。另一方面，公司新游戏储备丰富，涵盖体育、二次元和历史文化等多个题材。

与腾讯的合作为公司提供了坚实的基础，同时公司也在不断探索新的业务模式和市场机会，在游戏业务上展现出了强劲的增长势头和丰富的产品 pipeline。

#### 3.1. 与腾讯合作关系稳定

集团与腾讯深度合作，开展游戏代理发行合作、游戏共同运营合作及营销服务等多元化合作。2023 年 2 月，中国儒意与腾讯签订游戏合作框架协议，旗下景秀品牌就游戏代理发行开展合作。

表10：中国儒意 2022-2024H1 线上游戏服务收入（百万元人民币）

百万元人民币	2022A	2023A	2023H1	2023H2	2024H1
游戏业务收入	56	446	43	403	865
占总收入的比例	4%	12%	5%	14%	47%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图1: 《仙境传说: 爱如初见》游戏界面



数据来源: taptap, 东吴证券研究所

图2: 《世界启元》游戏界面



数据来源: taptap, 东吴证券研究所

**儒意游戏业务的飞速增长离不开腾讯的支持。**近年中国儒意已经为腾讯发行了一系列游戏。2023年2月,中国儒意与腾讯签订游戏合作框架协议,就游戏代理发行开展合作。2023年11月,中国儒意公告上调2023年游戏合作框架协议上限,将2023年应收腾讯代表公司的总金额上限从7亿元提升至12亿元。根据2023年财报,腾讯对中国儒意持股超过40%,是公司重要的控股股东,2023年为集团贡献15.36%的收入,也是中国儒意前五大客户之一。

2024年5月和7月,公司分别发行了《仙境传说: 爱如初见》、《世界启元》。根据点点数据预估,《世界启元》上线首周iOS端收入约176.4万美元;《仙境传说: 爱如初见》上线4个月iOS端收入约1698万美元。

策略手游《世界启元》由2K Games授权,腾讯北极光工作室研发,儒意景秀发行。游戏以《文明》IP为基础,将容纳所有策略游戏的题材和玩法。玩家文明发展到一定阶段后,可以体验空战玩法,构建海陆空立体作战体系。截至2024年5月,全网预约数已超过250万。游戏于2024年7月16日国服上线,根据gamelook,预估首月流水超1.5亿元人民币。两款游戏的市场定位明确,《仙境传说: 爱如初见》主要面向喜欢角色扮演的玩家,而《世界启元》则针对策略游戏爱好者。

**儒意有望成为腾讯“外部”最大发行商。**目前腾讯游戏的国内发行,正在形成两大格局:1)内部:以天美工作室为主,主要发行大DAU游戏(SLG、派对等)、横版射击、竞速等。此外,光子工作室主要负责发行射击、休闲竞技等品类。2)“外部”:以中国儒意为主,MMO、SLG、卡牌等腾讯相对不擅长的领域,或交给儒意发行。

中国儒意发行的游戏产品多元化,涵盖了SLG、MMORPG、卡牌等多个品类,展现了优秀的游戏发行能力。2024年5月,中国航空工业集团携自主研发的第五代隐形战机歼20亮相“中国品牌日”展台,并推出一系列文创产品,获大量围观。随后,歼20宣布与《世界启元》达成合作,吸引玩家广泛关注。联动不仅是外观上的,还包括深度

定制化内容：游戏中玩家可以组建歼 20 机队、指挥模拟空战，体验歼 20 的隐身能力、远程打击能力和信息化作战能力。游戏内歼 20 相关内容将完全免费，包括兵种单位、主城皮肤、赛季纪念卡等。除了歼 20，游戏还与歼 8II、055 型驱逐舰、东风-3 弹道导弹等大国重器进行联动。

图3: 《世界启元》游戏宣传活动



数据来源：游戏客栈，gamelook，东吴证券研究所

在游戏行业中，中国儒意作为后起之秀，与行业领先的游戏厂商相比，中国儒意的游戏业务起步较晚，但发展迅速。其竞争优势在于与腾讯的深度合作，借助腾讯强大的流量和技术支持，推出了多款热门手游。同时，中国儒意积极探索游戏自研。

### 3.2. 收购有爱互娱，发力游戏自研，储备作品丰富

过去一年，景秀游戏招兵买马，目前已组建专门的产品研发及发行团队。目前中国儒意旗下游戏业务包括三大业务板块——景秀游戏、互爱互动和有爱互娱。景秀游戏未来将聚焦 IP 游戏，深耕回合制策略类（SLG）、多人角色扮演（MMORPG）、卡牌等品类，并深度结合体育、二次元和历史文化题材等，进行差异化创新。

**收购有爱互娱：**2024 年 5 月，中国儒意宣布以 2.59 亿元人民币的价格收购有爱互娱 100% 的股权。有爱互娱是一家专注于二次元 RPG 和策略品类的移动游戏公司，其核心资产为《红警 OL》游戏的研发资产，该游戏 IP 源自美国 Electronic Arts 公司的知名单机游戏 IP 红色警戒（Red Alert），拥有深厚的市场基础和广泛的玩家群体。《红警 OL》项目在 2021-2023 年业绩表现稳定，并且基于模拟游戏生命周期，公司预计该项目未来依旧有可观的收益，其研发资产也将维持较高的商业价值。

此外，有爱互娱与腾讯有着深厚的合作关系，腾讯作为中国儒意的重要股东之一和合作伙伴，也在本次收购中扮演了重要角色。收购完成后，有爱互娱将成为中国儒意的间接全资子公司，其财务业绩、资产和负债将并入中国儒意集团财报。计划与影视业务合作，探索影游联动，推出结合真人影视的叙事互动类影游。

在游戏 IP 储备方面，儒意与中文在线达成协议，获得其知名 IP《万古第一神》的游戏改编权，并考虑配合该项目的动画播映时间推出游戏。同时，儒意正在与一家全球知名的体育品牌集团洽谈多款游戏的改编权。

**表11: 中国儒意游戏产品及储备情况**

游戏	进度	类型	出版单位	运营单位
《传奇天下》	2018年1月取得版号 2022年上线	移动游戏	华东师范大学电子音像出版社有限公司	上海数龙科技有限公司
《乱世逐鹿》	2020年8月取得版号 2022年上线	移动游戏	金报电子音像出版中心	北京攸乐科技有限公司
《战道》	2023年2月取得版号	移动游戏	上海商国网络科技发展有限公司	上海曲简网络科技有限公司
《荒野国度》	2023年11月取得版号， 预约中	移动、客户端	黑龙江龙华数字出版股份有限公司	成都瓦弄科技有限公司
《仙境传说：爱如初见》	2023年8月取得版号 2024年4月上线	移动游戏	华东师范大学电子音像出版社有限公司	北京儒意景秀网络科技有限公司
《世界启元》	2023年12月取得版号 2024年7月上线	移动游戏	湖北长江传媒数字出版有限公司	小明太极（湖北）国漫文化有限公司
《排球少年：新的征程》	2024年1月取得版号， 2024年10月上线	移动游戏	北京目标在线科技有限公司	北京目标在线科技有限公司
《大奉打更人》	2024年2月取得版号， 预约中	移动游戏	华东师范大学电子音像出版社有限公司	上海阅娱文化科技发展有限公司

数据来源：国家新闻出版署，公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 收购永航科技，有望增厚归母净利

2025年1月13日，中国儒意收购北京永航科技有限公司30%的股权。此次收购的总代价为8.25亿元人民币，其中包括7.4亿元现金，以及儒意以每股代价股份2.4港元的价格向腾讯或其指定方配发及发行约3667万股代价股份。北京永航科技有限公司的核心资产包括《QQ炫舞》、《QQ炫舞2》及《QQ炫舞手游》等游戏。于股权转让完成后，腾讯数码、北京景秀及Virtual Cinema Entertainment分别持有永航科技70%、约17%及13%股权。

**表12: 永航科技 2021-2023 年财务表现**

百万元人民币	2021年	2022年	2023年
营业收入	1190	1088	1171
yoy		-9%	8%
税前利润	731	60	550
yoy		-92%	821%
税前利润率	61%	5%	47%
税后利润	651	66	519
yoy		-90%	690%
税后利润率	55%	6%	44%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测及投资评级

我们预计公司在 2024-2026 年总收入分别为 57/70/82 亿元，收入快速增长主要系新的影视剧内容和新的游戏上线，以及线上流媒体业务的健康发展。分业务预测：内容制作业务 2024 年收入及利润率波动主要受项目结算周期影响，预计 25-26 年收入平稳增长。随着和腾讯合作的进一步深化，以及公司加大自研游戏布局，预计线上流媒体和线上游戏业务收入将实现较快增长。

表13: 2021-2026E 中国儒意分业务收入及预测值（百万元）

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>2318</b>	<b>1320</b>	<b>3627</b>	<b>5725</b>	<b>7018</b>	<b>8163</b>
yoy		-43%	175%	58%	23%	16%
<b>内容制作业务</b>	<b>1296</b>	<b>106</b>	<b>2227</b>	<b>2182</b>	<b>2509</b>	<b>2760</b>
yoy		-92%	2008%	-2%	15%	10%
收入占比	56%	8%	61%	38%	36%	34%
<b>线上流媒体及线上游戏业务</b>	<b>919</b>	<b>1164</b>	<b>1377</b>	<b>3506</b>	<b>4472</b>	<b>5366</b>
yoy		27%	18%	155%	28%	20%
收入占比	40%	88%	38%	61%	64%	66%
<b>其他业务</b>	<b>103</b>	<b>51</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>
yoy		-51%	-39%	19%	0%	0%
收入占比	4%	4%	1%	1%	1%	0%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计 2024-2026 年公司整体税前利润率分别为 22%/38%/39%，25 年利润率提升主要系高利润率的线上流媒体和线上游戏业务收入占比提升。分业务来看：

预计内容制作业务税前利润率保持平稳，2024-2026 年分别为 5%/15%/15%，24 年利润率波动主要系项目结算期的影响；线上流媒体和线上游戏业务此前以代理模式为主，随着公司加大自研游戏，研发投入或有所增加，预计 2024-2026 年税前利润率为 57%/50%/50%。

表14: 2021-2026E 公司分业务税前利润及预测值 (百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>公司整体税前利润</b>	<b>1315</b>	<b>850</b>	<b>976</b>	<b>1282</b>	<b>2679</b>	<b>3174</b>
yoy		-35%	15%	31%	109%	18%
税前利润率	57%	64%	27%	22%	38%	39%
<b>① 内容制作业务</b>	<b>376</b>	<b>-283</b>	<b>719</b>	<b>117</b>	<b>376</b>	<b>414</b>
yoy		-175%	-354%	-84%	222%	10%
税前利润率	29%	-268%	32%	5%	15%	15%
<b>② 线上流媒体和线上游戏业务</b>	<b>321</b>	<b>378</b>	<b>621</b>	<b>1994</b>	<b>2236</b>	<b>2683</b>
yoy		18%	64%	221%	12%	20%
税前利润率	35%	32%	45%	57%	50%	50%
<b>③ 其他业务</b>	<b>-72</b>	<b>-82</b>	<b>-9</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
yoy		15%	-90%	-76%	0%	0%
税前利润率	-70%	-162%	-27%	-6%	-6%	-6%
<b>①+②+③=分部合计税前利润</b>	<b>625</b>	<b>12</b>	<b>1331</b>	<b>2109</b>	<b>2610</b>	<b>3095</b>

数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

表15: 2022-2026E 中国儒意净利润及预测 (百万元)

百万元人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>分部合计税前利润</b>	<b>12</b>	<b>1331</b>	<b>2109</b>	<b>2610</b>	<b>3095</b>
减: 未分配公司开支	97	102	99	99	99
减: 未分配其他亏损 (负数表示收益)	-982	216	686	-210	-221
减: 未分配融资成本-净额	47	37	43	43	43
<b>集团整体税前利润</b>	<b>850</b>	<b>976</b>	<b>1282</b>	<b>2679</b>	<b>3174</b>
减: 所得税支出	62	293	488	670	793
实际税率	7%	30%	38%	25%	25%
<b>销售净利润</b>	<b>788</b>	<b>683</b>	<b>794</b>	<b>2009</b>	<b>2380</b>
加: 以股份为基础的薪酬开支	91	82	84	84	84
加: 推算利息开支	71	78	41	41	41
加: 或然应付代价公允价值变动	-989	124	590	0	0
加: 电影及电视节目版权减值	296	0	0	0	0
加: 按公允价值计入损益账之金融资产的公允价值变动 (不包括电影版权投资)	0	0	320	0	0
<b>经调整净利润</b>	<b>257</b>	<b>967</b>	<b>1281</b>	<b>2135</b>	<b>2506</b>

数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

将分部税前利润进行加总后, 扣除未分配公司开支、未分配其他亏损、未分配融资成本净额, 得到集团整体的税前利润。销售净利润和经调整净利润的 gap 主要在于或然应付代价公允价值变动和金融资产公允价值变动, 对于这两项, 我们按照 24H1 推算 24 全年的金额, 并预计 2025-2026 年为 0; 对于以股份为基础的薪酬开支, 我们按照 24H1 推算全年金额, 并预计 2025-2026 年绝对值保持稳定。

我们预计 2024-2026 年公司经调整净利润分别为 13/21/25 亿元人民币, 当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 25/15/13 倍。在可比公司方面, 公司在内容制作业务方面和光线传媒、博纳影业、中国电影、华策影视有一定相似性, 四家可比公司 2024~2026 年 PE 均值为 58/29/24 倍。而中国儒意的游戏代理发行业务, 尚无可比公司, 该业务增长较快和后续储备作品较多。因此, **我们给予 2025 年 20 倍 PE (经调整口径), 对应合理市值为 464 亿港元 (按照 2025/2/5 港币兑人民币汇率 0.9208 换算)。我们看好公司的优质内容出品能力以及后续的影视剧和游戏内容, 首次覆盖, 给予“买入”评级。**

表16: 影视行业可比公司收入、利润（百万元人民币）及估值倍数

百万元人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>					
光线传媒（300251）	755	1546	1654	2977	3275
yoy	-35%	105%	7%	80%	10%
博纳影业（001330）	2012	1608	1445	2946	3272
yoy	-36%	-20%	-10%	104%	11%
中国电影（600977）	2920	5334	4341	5730	6476
yoy	-50%	83%	-19%	32%	13%
华策影视（300133）	2475	2267	2402	2751	3007
yoy	-35%	-8%	6%	15%	9%
<b>归母净利润</b>					
光线传媒（300251）	-713	417	542	1021	1288
yoy	-	扭亏	30%	88%	26%
归母净利润率	-94%	27%	33%	34%	39%
博纳影业（001330）	-72	-553	-321	420	525
yoy	-120%	-	-	扭亏	25%
归母净利润率	-4%	-34%	-22%	14%	16%
中国电影（600977）	-215	263	315	694	798
yoy	-191%	扭亏	20%	扭亏	15%
归母净利润率	-7%	5%	7%	12%	12%
华策影视（300133）	403	382	403	478	520
yoy	1%	-5%	5%	19%	9%
归母净利润率	16%	17%	17%	17%	17%
<b>PE</b>					
光线传媒（300251）	-	95	73	39	31
博纳影业（001330）	-	-	-	17	13
中国电影（600977）	-	76	63	29	25
华策影视（300133）	36	38	36	31	28
<b>PE平均值</b>			<b>58</b>	<b>29</b>	<b>24</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：光线传媒和博纳影业业绩预测来自东吴证券研究所，中国电影和华策影视业绩预测为 Wind 一致预期。

注 2：市值为截至 2025/2/6 的收盘数据。

## 5. 风险提示

**政策变化风险：**政策变化可能对影视行业产生重大影响，例如影视审查制度的严格化、税收政策的调整等。

**市场竞争加剧风险：**市场竞争日益激烈，其他影视公司和流媒体平台不断推出新的作品和服务，争夺市场份额。游戏市场竞争激烈，新游戏层出不穷，用户需求变化快，对游戏研发和运营能力提出了更高的要求。

**消费者需求变化风险：**近年来，观众对影视内容的偏好呈现出多样化、个性化的趋势，对影视制作的质量和特效要求也越来越高。如果公司推出的内容不及消费者预期，则可能对业绩带来负面影响。

**技术变革风险：**技术变革可能带来不确定性，虽然 AI 赋能为影视创作带来了降本增效的机会，但也需要不断投入研发和创新，以适应技术的快速发展。

## 中国儒意三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,693.86</b>	<b>3,838.92</b>	<b>6,230.71</b>	<b>8,552.81</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,627.25</b>	<b>5,725.22</b>	<b>7,017.78</b>	<b>8,163.05</b>
现金及现金等价物	569.90	2,552.25	4,944.05	7,266.15	营业成本	2,466.26	2,780.81	3,690.65	4,210.02
应收账款及票据	2,417.09	0.00	0.00	0.00	销售费用	31.28	326.65	399.74	464.56
存货	2.90	0.00	0.00	0.00	管理费用	284.59	257.93	318.39	371.75
其他流动资产	3,703.97	1,286.67	1,286.67	1,286.67	研发费用	33.26	114.50	140.36	163.26
<b>非流动资产</b>	<b>9,987.30</b>	<b>10,289.17</b>	<b>11,087.54</b>	<b>11,145.91</b>	其他费用	1.80	0.00	0.00	0.00
固定资产	44.15	78.88	113.61	148.34	<b>经营利润</b>	<b>843.32</b>	<b>2,245.33</b>	<b>2,468.66</b>	<b>2,953.46</b>
商誉及无形资产	4,983.86	5,007.50	5,031.14	5,054.78	利息收入	92.90	0.00	0.00	0.00
长期投资	34.53	34.53	774.53	774.53	利息支出	97.93	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	3,403.55	3,403.55	3,403.55	3,403.55	其他收益	137.63	(961.10)	210.00	220.50
其他非流动资产	1,521.22	1,764.72	1,764.72	1,764.72	<b>利润总额</b>	<b>975.92</b>	<b>1,284.23</b>	<b>2,678.66</b>	<b>3,173.96</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,681.16</b>	<b>14,128.09</b>	<b>17,318.25</b>	<b>19,698.72</b>	所得税	293.38	489.07	669.66	793.49
<b>流动负债</b>	<b>3,420.97</b>	<b>108.91</b>	<b>108.91</b>	<b>108.91</b>	<b>净利润</b>	<b>682.54</b>	<b>795.16</b>	<b>2,008.99</b>	<b>2,380.47</b>
短期借款	108.91	108.91	108.91	108.91	少数股东损益	(7.22)	1.15	20.09	23.80
应付账款及票据	357.42	0.00	0.00	0.00	<b>归属母公司净利润</b>	<b>689.76</b>	<b>794.00</b>	<b>1,988.90</b>	<b>2,356.67</b>
其他	2,954.64	0.00	0.00	0.00	EBIT	980.95	1,284.23	2,678.66	3,173.96
<b>非流动负债</b>	<b>2,224.20</b>	<b>2,188.04</b>	<b>2,188.04</b>	<b>2,188.04</b>	EBITDA	2,982.46	1,284.23	2,678.66	3,173.96
长期借款	1,646.49	1,646.49	1,646.49	1,646.49					
其他	577.71	541.55	541.55	541.55					
<b>负债合计</b>	<b>5,645.17</b>	<b>2,296.95</b>	<b>2,296.95</b>	<b>2,296.95</b>					
股本	222.76	222.76	1,403.93	1,403.93	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	(1.56)	(0.40)	19.69	43.49	每股收益(元)	0.05	0.06	0.14	0.16
归属母公司股东权益	11,037.54	11,831.54	15,001.61	17,358.28	每股净资产(元)	0.95	0.82	1.04	1.21
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,681.16</b>	<b>14,128.09</b>	<b>17,318.25</b>	<b>19,698.72</b>	发行在外股份(百万股)	14,375.59	14,375.59	14,375.59	14,375.59
					ROIC(%)	6.09	6.03	13.23	13.25
					ROE(%)	6.25	6.71	13.26	13.58
					毛利率(%)	32.01	51.43	47.41	48.43
					销售净利率(%)	19.02	13.87	28.34	28.87
					资产负债率(%)	33.84	16.26	13.26	11.66
					收入增长率(%)	174.81	57.84	22.58	16.32
					销售净利润增长率(%)	(12.64)	15.11	150.49	18.49
					P/E	49.39	42.91	17.13	14.46
					P/B	2.49	2.88	2.27	1.96
					EV/EBITDA	7.12	25.91	11.53	9.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年2月5日的0.9208,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>