

# 线上流媒体+线下院线布局， 渠道资源丰厚

## 核心观点

公司优势主要在以下三方面：

线上流媒体+线下院线形成独特渠道资源布局。公司尝试影游结合的内容创新，通过流媒体平台南瓜视频和同一实控人的万达电影形成线上线下渠道联动，发行资源丰富。

游戏自发行起步，收购研发团队，完善游戏业务线，且与腾讯深度合作，增厚优势。自 2024 年相继收购《红警》及相关开发团队、《QQ 炫舞》相关资产，完善自研游戏团队。储备《大奉打更人》《万古第一神》等网文改编手游有望贡献增量。

影视与万达协同，《长安的荔枝》定档暑期。作为制片人中心制的影视公司，拥有丰富出品经验，叠加万达电影的发行资源，把控电影从筹备制作到宣发上映的全流程。热门 IP《长安的荔枝》电影版已定档暑期，关注其他储备项目释放进展。

我们预计公司 2024-2026 年经调整归母净利润为 12.07/13.78/14.89 亿元，同比增长 24.74%/14.22%/8.01%，2025 年 3 月 21 日收盘价对应 PE 为 31.82/27.86/25.79 x，维持“买入”评级。

## 重要财务指标

|               | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 1,319.93 | 3,627.25 | 4,082.41 | 4,595.29 | 5,126.00 |
| 增长率(%)        | -43.06   | 174.81   | 12.55    | 12.56    | 11.55    |
| 经调整归母净利润(百万元) | 256.97   | 967.40   | 1,206.76 | 1,378.42 | 1,488.87 |
| 增长率(%)        | -45.34   | 276.46   | 24.74    | 14.22    | 8.01     |
| EPS(元/股，摊薄)   | 0.02     | 0.06     | 0.08     | 0.09     | 0.10     |
| P/E(倍)        | 149.43   | 39.69    | 31.82    | 27.86    | 25.79    |
| P/B(倍)        | 4.82     | 3.48     | 2.58     | 2.02     | 1.66     |

资料来源：wind，中信建投

## 中国儒意(0136.HK)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

蔡佳成

caijiacheng@csc.com.cn

010-56135149

SAC 编号:S1440524080008

发布日期：2025 年 03 月 23 日

当前股价：2.48 港元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月                          | 3 个月         | 12 个月        |
|-------------------------------|--------------|--------------|
| 7.36/2.43                     | -0.80/-20.93 | 42.53/-0.67  |
| 12 月最高/最低价(港元)                |              | 2.68/1.67    |
| 总股本(万股)                       |              | 1,548,344.16 |
| 流通 H 股(万股)                    |              | 1,548,344.16 |
| 总市值(亿港元)                      |              | 355.61       |
| 流通市值(亿港元)                     |              | 355.61       |
| 近 3 月日均成交量(万)                 |              | 5162.67      |
| 主要股东                          |              |              |
| Water Lily Investment Limited |              | 20.36%       |

## 股价表现



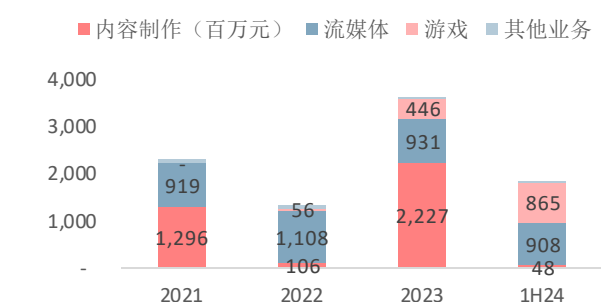
## 相关研究报告

## 一、线上线下媒体渠道布局独特

从影视制作向下游渠道拓展，已形成市场少有的线上线下资源布局：

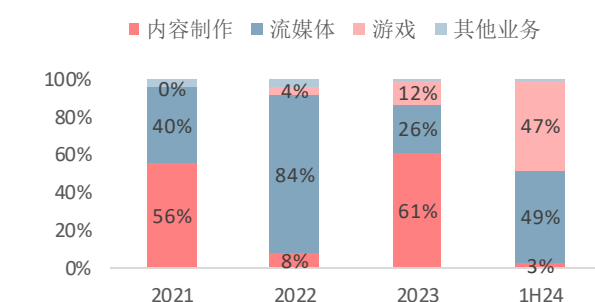
**1、线上流媒体：**无广告模式的线上流媒体平台南瓜电影，收入主要来自会员和转授影视版权。据公告，南瓜电影拥有腾讯的独家影视版权资源。据公司公告，2024 年上半年线上流媒体及广告营销业务收入为 9.08 亿元，占收入的 49.36%。

图表1：中国儒意各业务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

图表2：中国儒意各业务收入占比

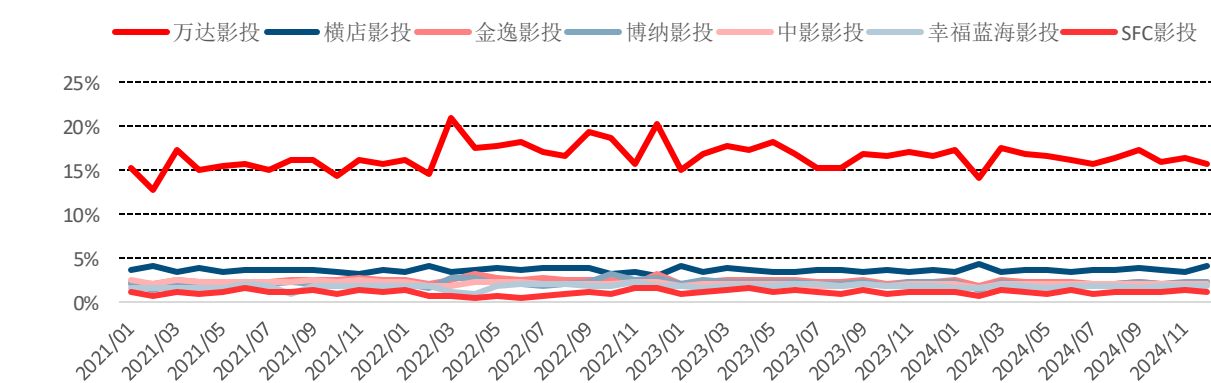


资料来源：公司公告，中信建投

**2、线下院线：**收购院线龙头万达电影股权，通过北京万达投资有限公司持有上市公司万达电影 10.11% 的股权，现与万达电影为同一实控人。自收购完成后，万达电影和中国儒意在影游产业发面形成多方合作。

**万达电影市占率稳居第一，受益一季度票房高增。**从票房市占率看，万达电影旗下影院的市占率稳居国内第一，每年的票房市占率在 15%+，约为第二大影院的四倍。2025 年春节档超预期的强劲表现下，一季度全国综合票房预计将超 250 亿元，同比增长超 50%，较前历史记录 2018 年一季度高约 20%。截至 3 月 21 日，万达影投一季度综合票房大 33.62 亿元，已较 2024 年一季度高 42.46%。同时公司是春节档票房亚军《唐探 1900》的出品方和主发方，该片票房达 35.30 亿元，预计也将为万达电影贡献 1+亿净利润。

图表3：国内主要上市院线公司票房市占率情况



资料来源：猫眼 APP，中信建投

## 二、影游产品：2025 年储备多个 IP 改编电影、游戏项目

展望全年影游储备，公司热门 IP 产品丰富。在公司出品的电影项目中，包含多部是由热门小说改编的电影版，例如马伯庸创作的热门小说《长安的荔枝》、两届中国科幻银河奖得主小说《我们生活在南京》等。游戏产品方面，公司储备由《大奉打更人》《万古第一神》等热门网文改编手游。

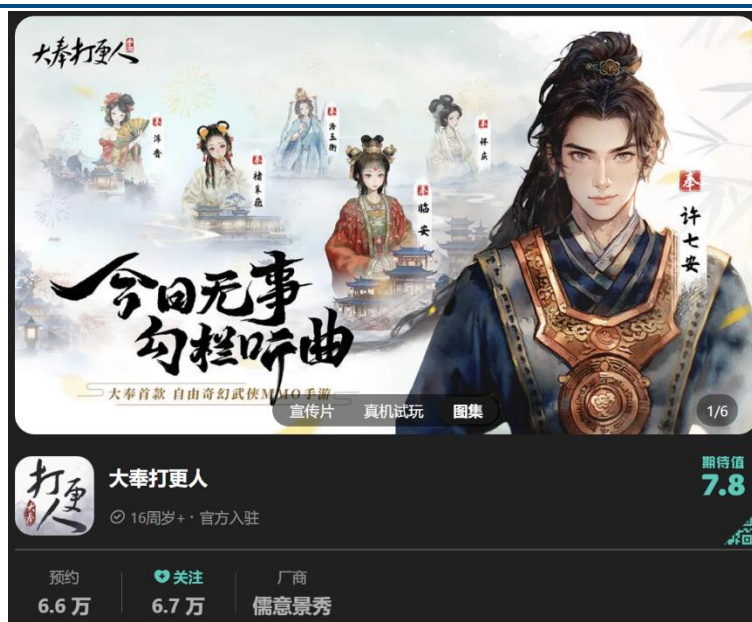
### 1、游戏：储备多个网文 IP 改编的游戏

1) 《大奉打更人》将由公司旗下景秀游戏发行。《大奉打更人》是阅文旗下起点中文网的探案与仙侠结合的网络小说，在平台的总收藏次数达 772 万次，位列收藏总榜第 7。2024 年底由其改编的同名剧集在 CCTV-8 和腾讯视频同步播出，是腾讯视频 2025 年第一部热度破 30000 的剧集。目前该 IP 的同名游戏已于 2024 年 2 月获得版号，已在预约中。

2) 获得《万古第一神》游戏改编权。据公告，公司与中文在线达成协议，获得网文 IP《万古第一神》的游戏改编权，预计将配合动画播映时间同步推出游戏。

2 次游戏收购，形成发行和自研的多线业务。2022 年公司正式进入游戏领域，成立景秀游戏，主营游戏发行业务，且与腾讯达成业务合作。例如在 2024 年 7 月由景秀发行的策略手游《世界启元》，就是由腾讯北极光工作室研发的产品。而 2024 年至今的 2 次并购让公司开启游戏自研业务。2024 年 5 月，公司宣布以 2.59 亿元人民币收购有爱互娱 100% 股权，获得《红警》游戏及相关开发团队。随后于 2025 年 1 月，公司以 8.25 亿元人民币收购北京永航科技有限公司 30% 的股权，核心资产包括《QQ 炫舞》《QQ 炫舞 2》《QQ 炫舞手游》等。

图表4：《大奉打更人》手游 TapTap 预约人数为 6.6 万



资料来源：TapTap，中信建投

## 2、电影：《长安的荔枝》已定档暑期

《长安的荔枝》已定档暑期。2024 年两家公司共同出品了《“骗骗”喜欢你》《误杀 3》《白蛇：浮生》等多部电影。中国儒意作为典型的制片人中心制的影视出品公司，拥有经验丰富的选片能力。而万达电影旗下拥有国内头部影视发行公司之一的五洲发行，万达影视旗下也有发行资源，万达影投覆盖全国的影院也是重要宣发渠道。因此在入股后，多数双方合作的电影是由万达电影作为主发方。2025 年，双方共同出品春节档亚军《唐探 1900》，万达电影依然是主发方。展望全年，双方还将共同出品的电影包括马伯庸热门 IP《长安的荔枝》的电影版、由曹保平导演和易烊千玺主演的《蛮荒禁地》等作品。其中《长安的荔枝》已定档暑期 7 月 25 日，儒意影视和万达电影均为出品方。

图表5：儒意影视储备电影项目

| 电影      | 类型    | 出品方       | 导演/演员         |
|---------|-------|-----------|---------------|
| 长安的荔枝   | 古装/喜剧 | 儒意影视/万达电影 | 大鹏（导演）        |
| 蛮荒禁地    | 剧情    | 儒意影视/万达电影 | 曹保平（导演）- 易烊千玺 |
| 我们生活在南京 | 科幻/剧情 | 儒意影视/万达电影 | 路阳（导演）        |

资料来源：公司公告，猫眼 APP，中信建投

**3、IP 衍生：**万达电影旗下的时光网拥有丰富衍生品发行资源，2024 年双方围绕共同出品的暑期动画电影《白蛇：浮生》，推出了一系列衍生品，例如马口铁吧唧、亚克力立牌、金属徽章等谷子类产品，以及电影中的油纸伞道具等。据万达电影董事长陈祉希的采访，目前儒意和万达电影正在合作开发《西游记真假美猴王》、包公系列动画电影等作品，且都将计划打造完整的衍生品体系。

## 三、腾讯的重要影游合作公司

**腾讯作为公司第二大股东，持股 15.94%。**据公告，2022 年至今，腾讯多次认购公司增发股份，募集资金主要用于发展及扩张电影及游戏业务。截至 2025 年 1 月末的最新一次增发完成后，腾讯通过全资子公司 Water Lily 持有公司 15.94% 的股份。

**腾讯与公司在影游业务方面达成深度合作。**据公告，2021 年，腾讯与公司达成协议，进行若干影视版权资源共享，腾讯有权根据内容播放时长占南瓜电影总播放时长的比例，收取分账收入。2022 年月，公司进入游戏领域并获得腾讯的技术服务和渠道推广支持。2023 年，公司获得腾讯的技术服务和渠道推广支持。**随着公司和腾讯在游戏发行合作的深入，儒意有望成为腾讯最大的外部发行合作方。**

**收购腾讯部分稳定利润游戏资产。**2025 年 1 月，公司收购北京永航科技有限公司 30% 的股权，核心资产系腾讯旗下的《QQ 炫舞》《QQ 炫舞 2》及《QQ 炫舞手游》等游戏。本次收购完成后，腾讯、儒意旗下全资子公司分别持有永航科技 70% 和 30% 的股份。预计公司每年将获得约 1-2 亿的稳定投资收益。

**投资建议：**

公司优势主要在以下三方面：

线上流媒体+线下院线形成独特渠道资源布局。公司尝试影游结合的内容创新，通过流媒体平台南瓜视频和同一实控人的万达电影形成线上线下渠道联动，发行资源丰富。

游戏自发行起步，收购研发团队，完善游戏业务线，且与腾讯深度合作，增厚优势。自 2024 年相继收购《红警》及相关开发团队、《QQ 炫舞》相关资产，完善自研游戏团队。储备《大奉打更人》《万古第一神》等网文改编手游有望贡献增量。

影视与万达协同，《长安的荔枝》定档暑期。作为制片人中心制的影视公司，拥有丰富出品经验，叠加万达电影的发行资源，把控电影从筹备制作到宣发上映的全流程。热门 IP《长安的荔枝》电影版已定档暑期，关注其他储备项目释放进展。

我们预计公司 2024-2026 年经调整归母净利润为 12.07/13.78/14.89 亿元，同比增长 24.74%/14.22%/8.01%，2025 年 3 月 21 日收盘价对应 PE 为 31.82/27.86/25.79 x，维持“买入”评级。

## 风险分析

拍摄进度不及预期导致无法如期上映的风险、影片未能如期上映的风险、影片票房不及预期的风险、进口片恢复引进不及预期的风险、面对剧本杀和其他线下娱乐活动竞争的风险、内容监管风险、影视剧侵权风险、生成式 AI 技术发展不及预期的风险、生成式 AI 相关法律法规完善不及预期的风险、生成式 AI 导致的造假风险、艺人道德风险、游戏业务开展不及预期的风险、影响互联网内容生态健康安全风险、企业风险识别与治理能力不足风险、用户审美取向发生变化的风险。

## 分析师介绍

### 杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2019年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第一名；2020年wind资讯传播与文化行业金牌分析师第二名；2020年新浪金麒麟评选传媒行业新锐分析师第二名。

### 蔡佳成

中信建投证券传媒互联网行业研究员，哥伦比亚大学硕士、波士顿大学学士，主要研究传媒互联网领域。



## 评级说明

| 投资评级标准                                                                                                                                                  |      | 评级   | 说明            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对涨幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                         |      | 增持   | 相对涨幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                         |      | 中性   | 相对涨幅-5%—5%之间  |
|                                                                                                                                                         |      | 减持   | 相对跌幅 5%—15%   |
|                                                                                                                                                         |      | 卖出   | 相对跌幅 15%以上    |
|                                                                                                                                                         | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上    |
|                                                                                                                                                         |      | 中性   | 相对涨幅-10-10%之间 |
|                                                                                                                                                         |      | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上    |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
电话:(8610) 56135088  
联系人:李祉瑶  
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
电话:(8621) 6882-1600  
联系人:翁起帆  
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
电话:(86755) 8252-1369  
联系人:曹莹  
邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话:(852) 3465-5600  
联系人:刘泓麟  
邮箱:charleneliu@csci.hk