

# 万达电影 (002739.SZ)

供给修复带动行业向上，内容渠道有望共同驱动成长

公司研究 · 深度报告

传媒 · 院线

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：张衡  
021-60875160  
[zhangheng2@guosen.com.cn](mailto:zhangheng2@guosen.com.cn)  
S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉  
021-61761058  
[chenyaorong@guosen.com.cn](mailto:chenyaorong@guosen.com.cn)  
S0980523100001

# 报告摘要



**公司概况：影视全产业链布局，新团队赋能新起点。**1) 从发展历程上看，万达电影成立于2005年，现已形成院线、影投全球化布局，受新冠疫情及收并购影响，公司在2020~2022年进入低谷，2023年随着影视行业恢复，公司营收复苏、利润回正，2023年12月儒意影视通过2次转让获得万达电影100%股权，2024年1月柯利明、陈曦等新管理层正式入主万达开启业务新阶段。2) 从财务表现来看，公司业绩受票房市场周期影响明显：2011~2019年增长较快，2020~2022年波动较大表现不佳，2023年票房回暖公司收入和利润率大幅恢复；2024年受行业票房下行影响，公司业绩下滑明显。

**行业分析：供给端压制需求释放，新科技落地与IP商业化变现打开新空间。**1) 2024年电影票房同比下滑22%，高经营杠杆的影视上市公司特别是院线行业业绩均表现较差，主要是由于24年影片供给较少；2) 2023年以来电影备案数量重新上行、2025年开始有望进入国产电影大年，带动票房市场向上；3) 短期看2025年春节档票房创新高、《哪吒2》带动观影需求持续释放。中长期看，国产内容质量提升、IP衍生品、出海以及AI技术加持有望推动电影行业向上。

**业务介绍：院线为公司主要的收入来源，内容业务波动较大。**1) 院线为公司的主要收入来源，2024年市占率17.5%保持全国第一；院线业务的经营杠杆较高，收入和业绩随行业票房波动，近年观影收入规模在50~90亿之间。2) 内容制作业务年收入规模在4~8亿，收入规模和毛利率波动较大。3) 游戏发行业务收入规模在3~4.5亿元之间，毛利率在50%~60%之间，游戏出海具有较大的潜力。4) 公司商品餐饮业务的收入规模接近20亿元，毛利率在50%~65%之间。5) 广告业务近年受到大环境影响，21~23年逐步复苏，2024年受票房大盘影响。

**成长分析：院线、内容业务均有向上可能，看好行业复苏带来业绩弹性。**1) 股权层面，中国儒意控股股东柯利明取代万达集团成为公司实际控制人，在摆脱万达集团地产业务负面影响之后，业务有望重新进入扩张通道。2) 行业层面，2025年初《哪吒2》票房和观影人次均创新高，国产优质影片的推出有望持续推动行业复苏。3) 中国儒意在电影内容制作及IP运营方面优势显著，入主万达后影视内容及游戏业务值得期待，AI也为内容业务带来降本提效的可能。4) 电影市场在新内容周期带动下将持续复苏，高经营杠杆属性以及卖品、广告市场滞后复苏带来更大业绩弹性。

**投资建议：看好行业复苏下公司的院线端稳健成长和内容端的利润空间，维持“优于大市”评级。**从行业层面来看，中国电影行业内容供给有望恢复，观影需求将复苏。从公司层面来看，公司院线市占率维持中国第一，货币资金充足有望持续提升市占率；新股东及管理团队过往制片成绩优秀、为内容端带来向上可能。我们看好行业景气度及公司基本面改善，维持盈利预测，预计公司2024~2026年归母净利润分别为-8.9/15.8/17.6亿元，对应2024~2026年PE为-28/16/14x，目标价15.2~15.9元，隐含30%~40%的成长空间，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**观影需求波动的风险、优质影片供应不足的风险、监管风险、商誉减值风险、大股东减持风险、经营风险。

- [ 01 ] 公司概况：影视全产业链布局，新团队赋能新起点
- [ 02 ] 行业分析：供给端压制需求释放，科技与IP打开新空间
- [ 03 ] 业务介绍：院线市占率全国第一，内容端弹性大
- [ 04 ] 成长分析：院线、内容业务均有向上可能，看好行业复苏带来业绩弹性
- [ 05 ] 盈利预测与投资建议



# 1. 公司概况：影视全产业链布局，新团队赋能新起点

# 公司成立于2005年，全产业链布局影视行业



**公司成立于2005年，已形成院线、影投全产业链布局。** 1) 2005~2015年快速发展期：2005年由原北京万达电影院线有限公司以整体变更的方式成立，2015年1月，公司上市。2012~2016年公司进行了多项外延并购，2012年公司以26亿美元的对价购买了的AMC（美国第二大影视公司）的全部股权，2015年6月公司以9亿澳元（约合45.44亿元人民币）的对价收购了Hoyts（澳洲第二大院线公司），2016年1月，公司以35亿美元的价格收购了好莱坞传奇影业。2) 2016~2019年转型期：2016年7月，公司以2.8亿美金对价购买时光网全部的股份，利用移动互联网将电影推广与线下院线链接，正式进军衍生品市场；2018年2月，阿里巴巴集团、文投控股与万达集团签订战略投资协议，成为公司的第二、第三大股东，本次战略合作的主要目的是为万达电影引进具有战略价值的股东，凭借两家战略投资者与万达电影之间的互补效应收获长期利好。3) 2020~2022年低谷期：2020~2022年疫情对全球出行造成了影响，公司收入下滑较为严重，2021年5月，公司以14.76亿美元的价格出售AMC的股权；

**大股东股权变更进入发展阶段。** 2023年至今股权变更期：2023年7月，公司间接控股股东万达文化集团将49%股权转让予上海儒意影视制作有限公司，合计人民币22.6亿元，2023年12月，公司控股股东万达投资再次转让51%股权予儒意投资，合计人民币21.55亿元，公司实际控制人由王健林先生变更为柯利明先生。

图：公司发展历程图



资料来源：万达电影官网，国信证券经济研究所整理

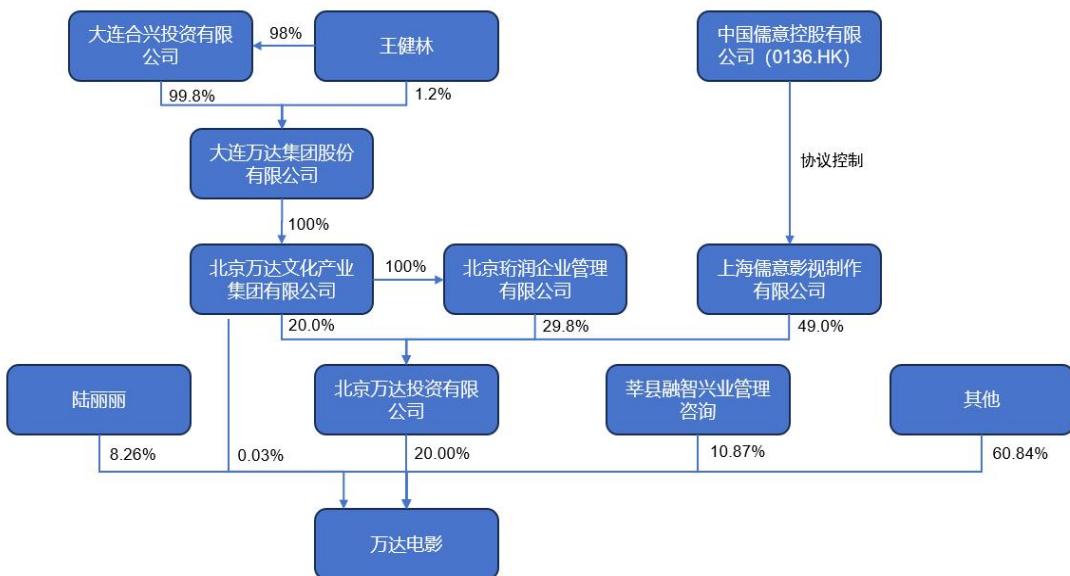
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 大股东股权变更进入发展阶段

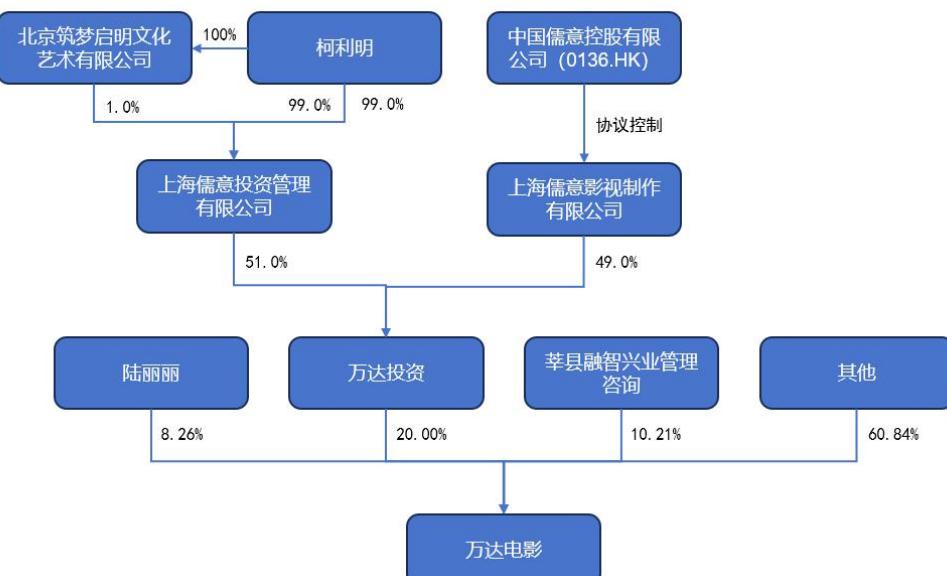


**大股东股权变更进入发展阶段。**2023年7月，公司间接控股股东万达文化集团将49%股权转让予上海儒意影视制作有限公司，合计人民币22.6亿元，2023年12月，公司控股股东万达投资再次转让51%股权予儒意投资，合计人民币21.55亿元，公司实际控制人由王健林先生变更为柯利明先生，公司发展进入新阶段。

图：公司股权关系图（变更前）



图：公司股权关系图（变更后）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 新实控人团队影投历史表现卓越



**新实控人团队在影视内容等领域既往表现卓越。**柯利明先生2011年成立北京儒意欣欣文化发展有限公司，相继推出《致我们终将逝去的青春》、《匆匆那年》、《爱情公寓》等，通过该公司为儒意影业发掘大量影视剧项目版权，主导投资并担任制片人的电影包括《你好，李焕英》、《送你一朵小红花》、《缝纫机乐队》、《致我们终将逝去的青春》等，投资的《琅琊榜》、《芈月传》、《北平无战事》等剧集接连斩获“白玉兰奖”、“金鹰奖”、“飞天奖”等奖项，2021年荣获第三十届华鼎奖·致敬伟大征程全国优秀电影制片人。

现董事长陈曦女士（艺名：陈祉希）毕业于中央戏剧学院，2010年开始担任电影制片人，热衷挖掘新锐导演，先后与徐峥、董成鹏、陈思诚等青年导演合作《人再囧途之泰囧》、《煎饼侠》、《唐人街探案》等，其个人制片电影累计票房突破百亿，2023年12月起任万达电影股份有限公司董事长兼总裁。2024年12月在《好莱坞报道》年度评选中获“亚洲年度电影制片人”奖项，是首位斩获该奖项的中国影人。

表：柯利明、陈曦主导投资的电影概况

| 影片名          | 总票房(亿元) | 上映时间        |
|--------------|---------|-------------|
| 《抓娃娃》        | 33.27   | 2024年7月16日  |
| 《热烈》         | 9.13    | 2023年7月28日  |
| 《你好，李焕英》     | 54.13   | 2021年2月12日  |
| 《送你一朵小红花》    | 14.32   | 2020年12月31日 |
| 《缝纫机乐队》      | 4.57    | 2017年9月29日  |
| 《致我们终将逝去的青春》 | 7.26    | 2013年4月26日  |
| 《人再囧途之泰囧》    | 12.72   | 2012年12月12日 |
| 《煎饼侠》        | 11.59   | 2015年7月17日  |
| 《唐人街探案》      | 8.19    | 2015年12月31日 |

数据来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# 过往业绩受到疫情、收并购等影响，2023年回归正轨

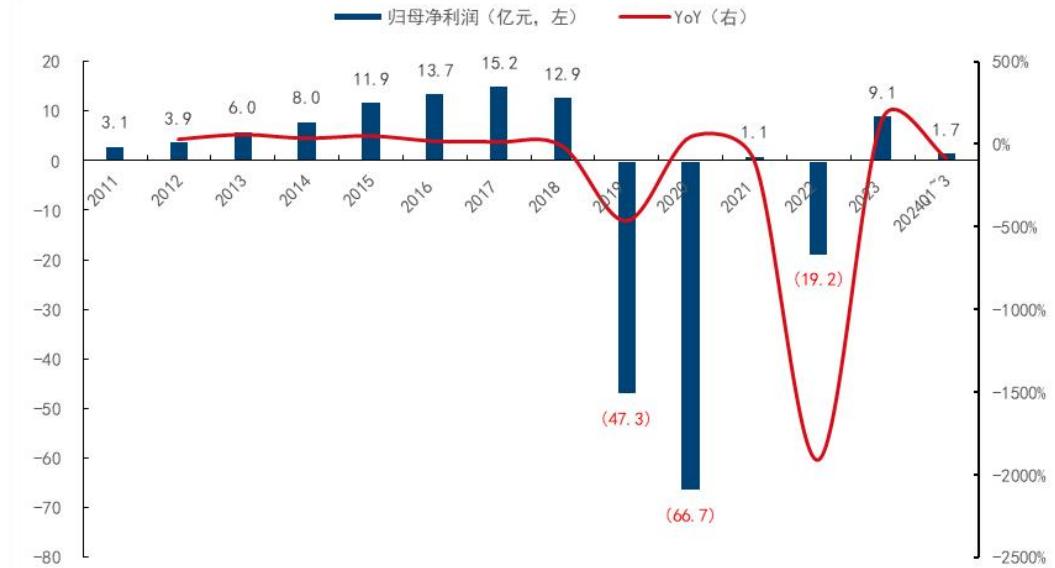


2023年开始收入重回增长轨道，利润回正。1) 公司的营业收入在2011~2019年增长较快，从2011年的22.1亿元提升至2019年的154.4亿元，CAGR8为27.5%，先后收购美国AMC、澳洲Hoyts、传奇影业扩展事业版图；2020~2022年波动较大，主要受疫情下中国整体票房表现不佳（2020-2022年的票房分别为2019年的31.7%/73.3%/46.7%）和2021年出售AMC股权的影响；2023年票房大幅回暖，公司收入146.2亿元，同比增长50.8%；2024年前三季度由于票房大盘的拖累，公司收入下滑13.2%至98.5亿元；2) 从利润端来看，公司2011~2017年利润增长较快，从2011年的3.1亿元提升至2017年的15.2亿元，CAGR6为25.7%；2018年净利润12.9亿元，同比下滑14.6%；2019~2022年经营波动利润表现不佳；2023年归母净利润9.1亿元，扭亏为盈；2024年前三季度利润下滑84.9%至1.7亿元，主要由于行业票房不景气。

图：公司营业收入及变化情况



图：公司归母净利润及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

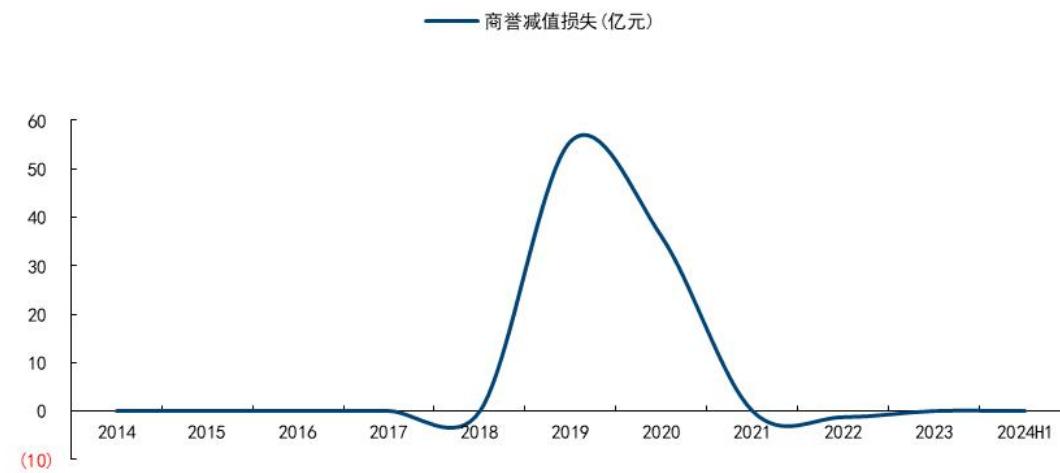
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 过往业绩受到疫情、收并购等影响，2023年回归正轨

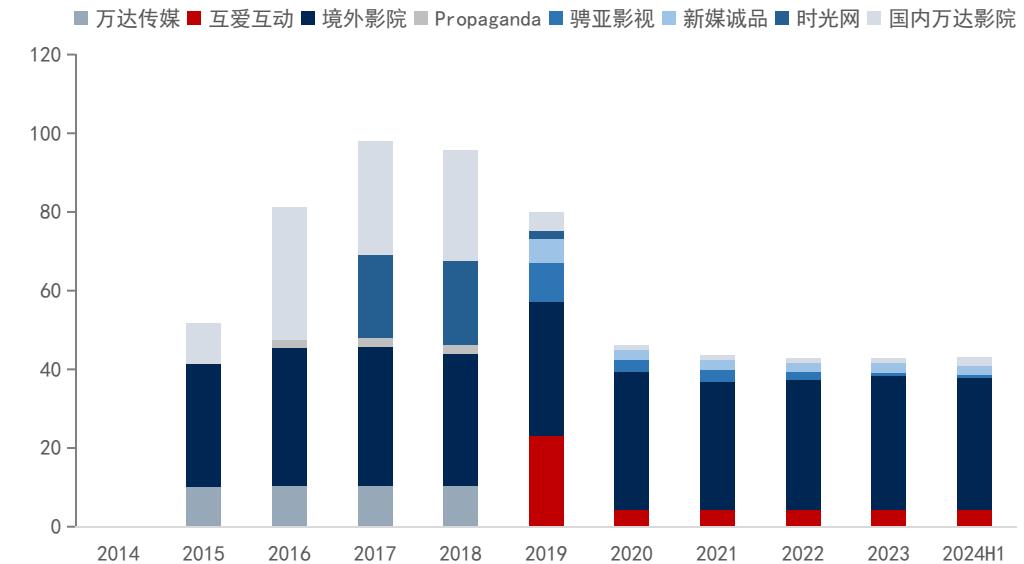


2019~2020年利润受商誉减值影响较大，截至2024年6月末商誉净额为43.18亿元。3) 公司的商誉减值准备增加曾对2019~2021年的利润造成较大的影响，2019~2020年商誉减值损失主要是由于万达传媒、Propaganda广告、时光网和国内万达影院的经营与国内外疫情防控政策相关性较高，具有不确定性；2022~2023年商誉减值损失主要来自骋亚影视，主要由于疫情防控拉长了电影内容的制作和发行周期。4) 公司商誉形成的原因主要为2015~2019年进行了多轮并购，主要包括万达传媒、互爱互动、境外影院、Propaganda广告、骋亚影视、新媒诚品、时光网以及国内万达影院。截至2024年6月末，公司的商誉净额为43.18亿元，主要包括境外影院、互爱互动、骋亚影视、新媒诚品和国内万达影院，目前海内外电影市场内容供给恢复、观影需求也随之复苏，游戏和影视剧制作发行业务也运营平稳，产生大额商誉减值损失的可能性较小。

图：公司历年商誉减值损失及变化



图：公司历年商誉净值分拆



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

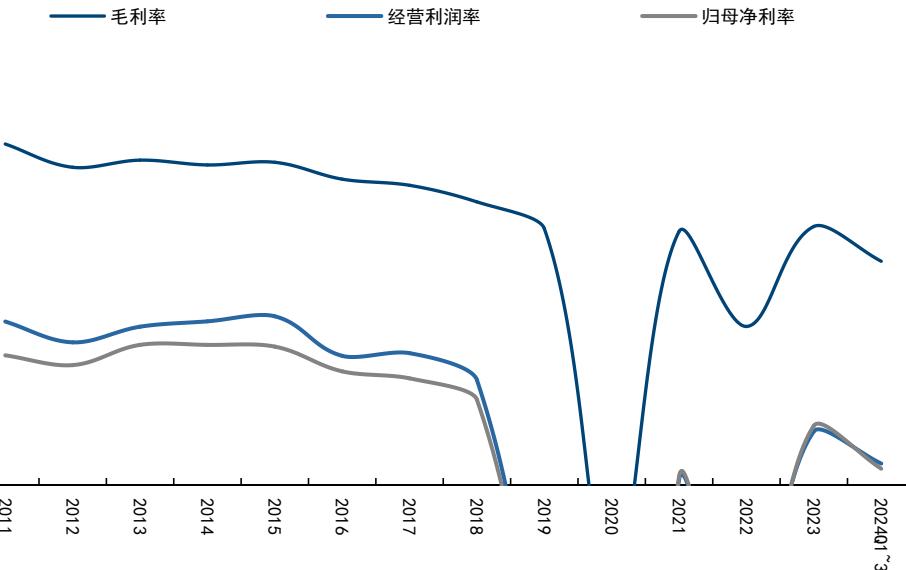
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 公司2023年经营稳定，2024年以来利润率受行业票房影响

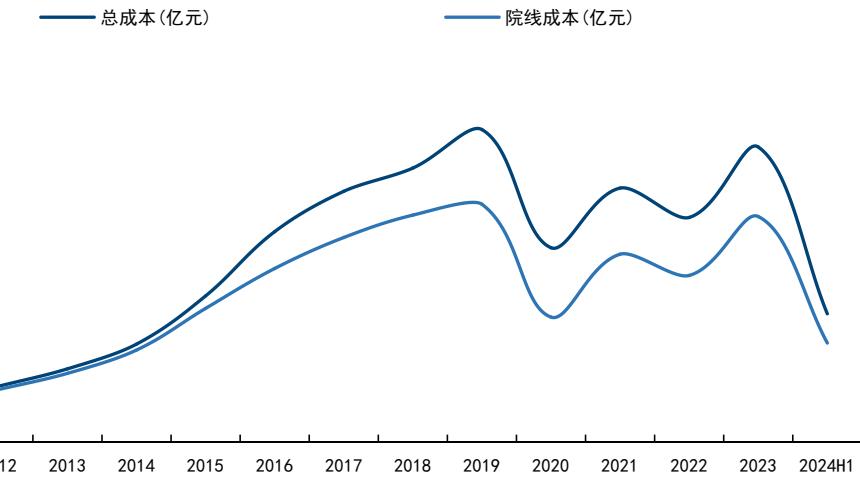


**高经营杠杆下毛利率及净利率受行业票房影响明显。**1) 由于较高的经营杠杆，毛利率受票房大盘影响显著：影院运营需要较高的固定成本，如场地租金、设备折旧、水电费等，因此公司的利润变动幅度大于收入变动幅度。2011~2019年公司收入处于稳步增长期，毛利率在30%左右；2020年、2022年公司经营受到疫情干扰毛利率波动较大，2023年管控放开后公司收入恢复增长，毛利率回升至27.7%，恢复至2019年的水平；2024年前三季度，毛利率下滑至24.0%。

图：公司利润率及变化情况



图：公司营业成本及变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

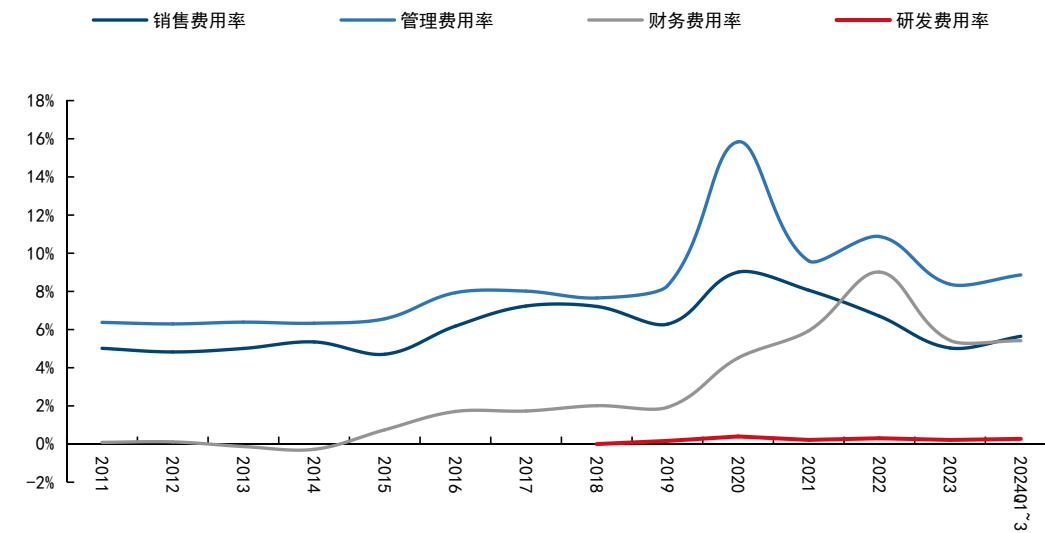
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 公司2023年经营稳定，2024年以来利润率受行业票房影响

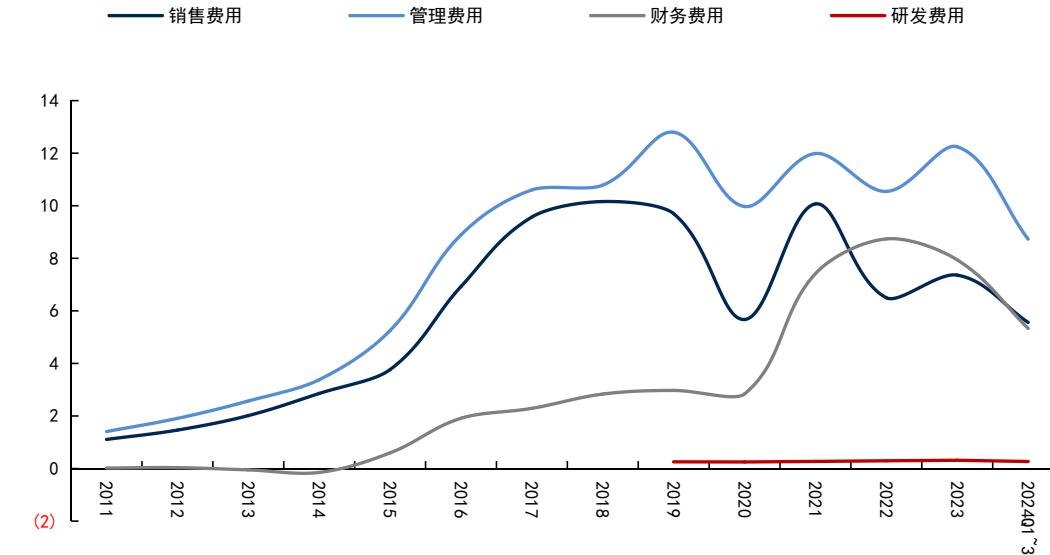


高经营杠杆下毛利率及净利率受行业票房影响明显。2) 公司的费用较为刚性，也是净利率波动较大的原因。2011~2019年整体费用率在10%~16%，2016年起财务费用上升主要由于收购Hoyts公司银行借款利息费用增加；2020~2022年由于疫情影响出行受限，公司收入下滑而销售、管理费用较为刚性，费用率增加；2021年起执行新租赁准则，财务费用上升至7~8亿元。伴随疫情管控的放松，观影需求得以释放，公司主营业务收入快速回升，2023年整体费用率恢复至20%以下，与2019年接近，2024年前三季度行业票房下滑，费用率增加至20.2%。

图：公司费用率及变化情况



图：公司费用金额及变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



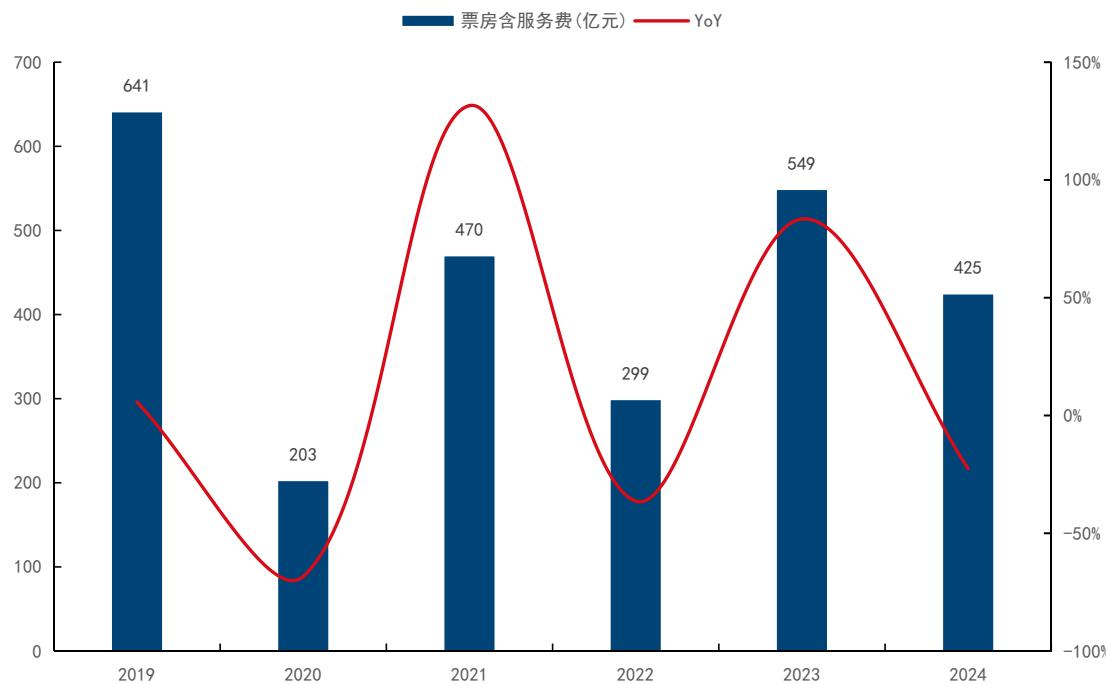
## 2. 行业分析：供给端压制需求释放，科技与IP打开新空间

# 2024年全年电影票房市场下滑明显

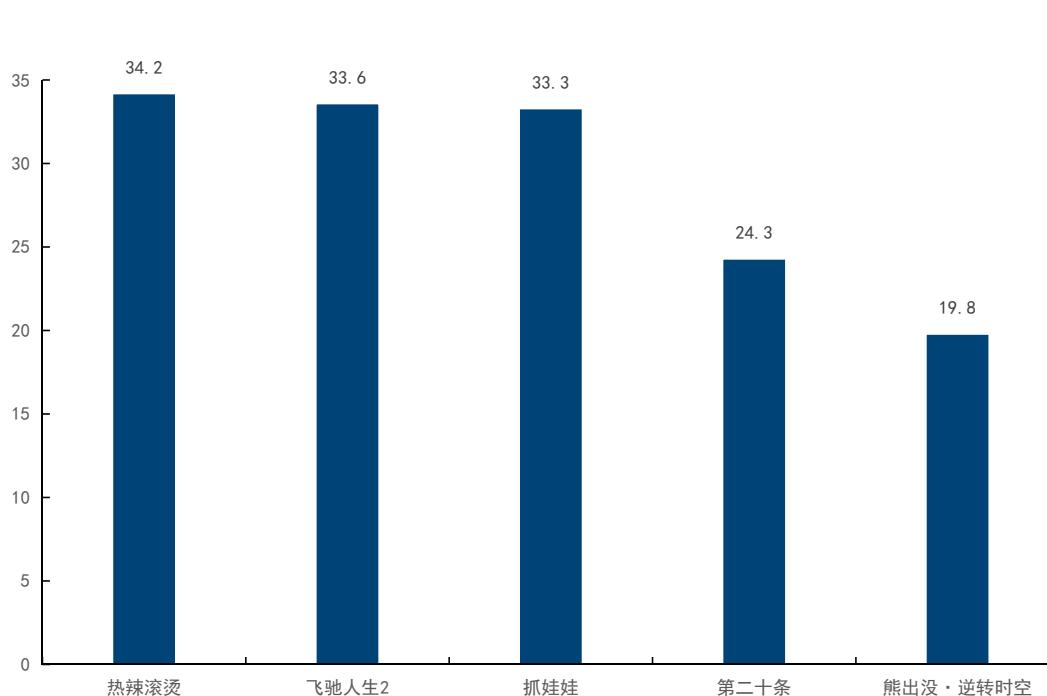


- 2024年全年票房425.02亿元，同比下降22.6%，主要由于缺乏具有号召力的新片上映。
- 从单片表现来看，2024年票房前五分别为《热辣滚烫》（总票房34.2亿元，春节档）、《飞驰人生2》（总票房33.6亿元，春节档）、《抓娃娃》（总票房33.3亿元，暑期档）、《第二十条》（总票房24.3亿元，春节档）、《熊出没·逆转时空》（总票房19.8亿元，春节档）。

图：全年电影票房及增速（票房含服务费，单位亿元）



图：全年电影票房榜单（单位：亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

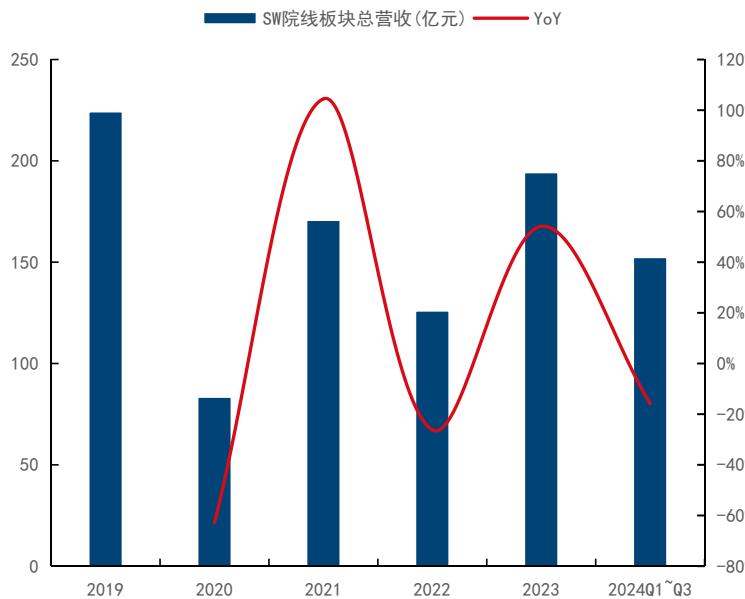
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# 高经营杠杆下24年影视上市公司业绩表现较差

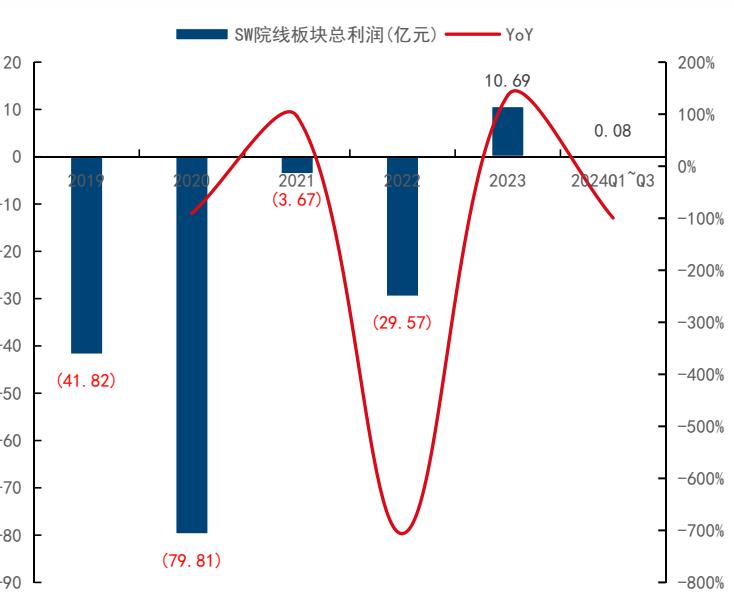


影院经营杠杆较高，2024年票房欠佳上市公司业绩表现较差。影视院线上市公司的主要收入来源为电影放映收入、商品收入和广告收入，均与观影人次相关性较强；而影院的固定成本，如场地租金、水电费较为刚性，经营杠杆较高。在2024年票房大盘不景气的情况下高经营杠杆的院线公司业绩表现较差，2024年前三季度SW院线板块总营收下滑16%而利润大幅下滑；而从业绩预告情况来看，主要院线上市公司的净利润均有不同程度的下滑。

图：SW院线板块总营收及变化（单位：亿元）



图：SW院线板块总营收及变化（单位：亿元）



表：院线上市公司2024年业绩预告情况

| 公司名称 | 业绩预告情况   |
|------|--|
| 万达电影 | 预计2024年亏损8.5亿元至9.5亿元，主要是计提了较高的资产减值，剔除后经营亏损1亿元至1.5亿元。           |
| 横店影视 | 预计2024年归属于上市公司股东的净利润为-1.20亿元至-9000万元，净利润同比下降172.35%至154.26%。   |
| 金逸影视 | 2024年预计扣非归母净利润报亏2亿元至3亿元。                                       |
| 博纳影业 | 预计2024年归母净利亏损6.37亿元至8.81亿元，旗下影院票房收入7.2亿元（不含服务费），较2023年下降31.2%。 |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

# 缺乏有号召力的国产影片供给是票房下滑的主要原因

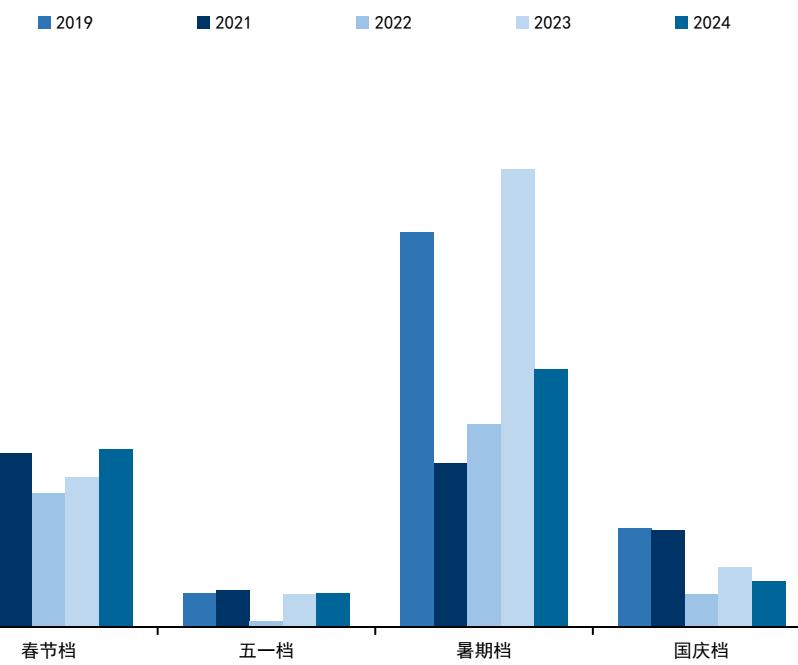


- 2024年票房低迷的主要原因是缺乏有号召力的头部国产影片。2023年票房大盘景气度较高，主要是由《满江红》（票房45.4亿元）《流浪地球2》（票房40.3亿元）《孤注一掷》（票房38.5亿元）等国产头部影片所带动；而2024年头部影片票房在35亿元以下，如《热辣滚烫》《飞驰人生2》等。
- 从历史重要档期表现来看，2023年春节档、五一档、暑期档、国庆档票房表现均超过2019年，2023全年票房强劲恢复；而2024年的暑期档和国庆档表现欠佳导致全年票房下滑。

表：2023-2024年票房前十影片基本情况

| 2023年票房前十影片  |          |       |       | 2024年票房前十影片     |          |       |      |
|--------------|----------|-------|-------|-----------------|----------|-------|------|
| 电影名称         | 类型       | 票房(亿) | 票房占比  | 电影名称            | 类型       | 票房(亿) | 票房占比 |
| 《满江红》        | 悬疑/喜剧/剧情 | 45.44 | 8.20% | 《热辣滚烫》          | 喜剧/剧情    | 34.17 | 8.0% |
| 《流浪地球2》      | 科幻/冒险/灾难 | 40.29 | 7.30% | 《飞驰人生2》         | 喜剧/剧情    | 33.61 | 7.9% |
| 《孤注一掷》       | 犯罪/剧情    | 38.49 | 7.00% | 《抓娃娃》           | 喜剧/剧情    | 33.28 | 7.8% |
| 《消失的她》       | 犯罪/剧情    | 35.23 | 6.40% | 《第二十条》          | 喜剧/剧情/家庭 | 24.29 | 5.7% |
| 《封神第一部》      | 神话/动作/史诗 | 26.34 | 4.70% | 《熊出没·逆转时空》      | 动画/喜剧/科幻 | 19.84 | 4.6% |
| 《八角笼中》       | 剧情       | 22.07 | 4.00% | 《默杀》            | 犯罪/悬疑/剧情 | 13.51 | 3.1% |
| 《长安三万里》      | 动画/历史    | 18.24 | 3.30% | 《志愿军：存亡之战》      | 剧情/战争    | 12.07 | 2.8% |
| 《熊出没·伴我“熊芯”》 | 动画/喜剧/科幻 | 14.95 | 2.70% | 《年会不能停！》        | 喜剧/剧情/家庭 | 10.61 | 2.4% |
| 《坚如磐石》       | 剧情/犯罪/悬疑 | 13.52 | 2.40% | 《哥斯拉大战金刚2：帝国崛起》 | 动作/冒险/科幻 | 9.57  | 2.2% |
| 《人生路不熟》      | 喜剧/剧情    | 11.85 | 2.10% | 《你想活出怎样的人生》     | 剧情/奇幻/动画 | 7.92  | 1.8% |
| 《前任4：英年早婚》   | 爱情/喜剧    | 10.12 | 1.80% | 《异形：夺命舰》        | 科幻/惊悚    | 7.86  | 1.8% |

图：主要档期历史表现（单位：亿元）



资料来源：wind, 国信证券经济研究所整理

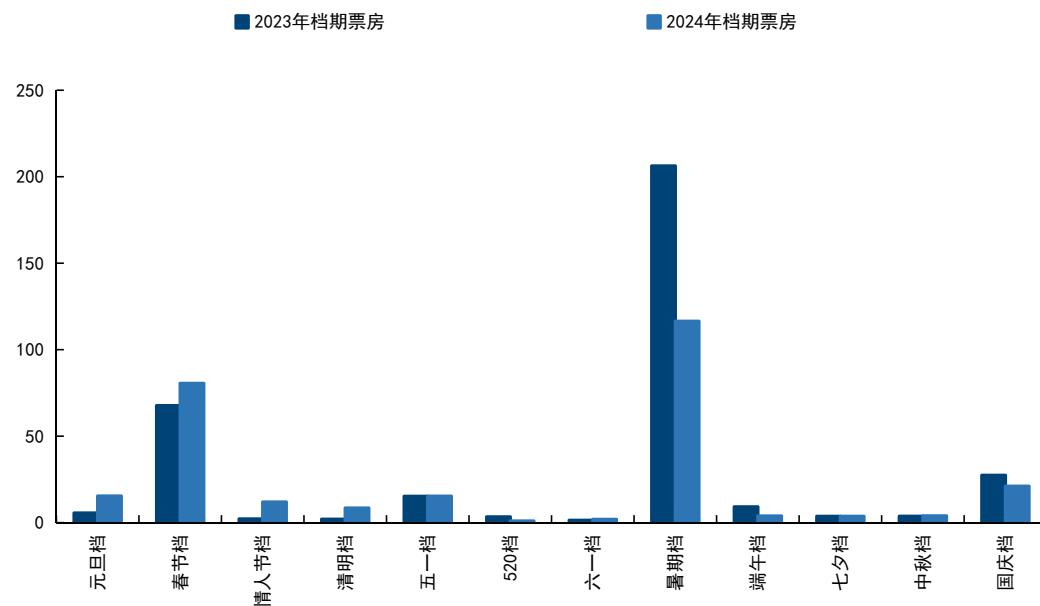
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# 分档期看，2024年暑期档开始票房下滑



分档期来看，2024年上半年重要档期票房同比有增长，而暑期档开始由于优质新片较少票房下滑。从各档期的票房表现来看：1) 2024年元旦档/春节档/清明档票房分别同比+177%/+19%/+330%，观影人次分别同比+191%/+27%/+294%，2024年暑期档/端午档/国庆档票房分别同比-44%/-58%/-23%，观影人次分别同比-44%/-57%/-20%，主要由于缺乏具有号召力的头部影片。2) 从头部影片来看，2023年重要档期如春节档、暑期档、五一档、国庆档均有较为重磅的头部影片播出；而2024年头部影片集中在春节档和清明档，2024暑期档仅有2部影片进入全年票房前十。

图：2023-2024年档期情况（含服务费）（单位：亿元）



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

表：2023-2024年票房前十影片所处档期对比

| 2023年票房前十影片  |           |      | 2024年票房前十影片     |            |      |
|--------------|-----------|------|-----------------|------------|------|
| 电影名称         | 上映日期      | 所处档期 | 电影名称            | 上映日期       | 所处档期 |
| 《满江红》        | 2023/1/22 | 春节档  | 《热辣滚烫》          | 2024/2/10  | 春节档  |
| 《流浪地球2》      | 2023/1/22 | 春节档  | 《飞驰人生2》         | 2024/2/10  | 春节档  |
| 《孤注一掷》       | 2023/8/8  | 暑期档  | 《抓娃娃》           | 2024/7/16  | 暑期档  |
| 《消失的她》       | 2023/6/22 | 暑期档  | 《第二十条》          | 2024/2/10  | 春节档  |
| 《封神第一部》      | 2023/7/20 | 暑期档  | 《熊出没·逆转时空》      | 2024/7/3   | 春节档  |
| 《八角笼中》       | 2023/7/6  | 暑期档  | 《默杀》            | 2024/9/30  | 国庆档  |
| 《长安三万里》      | 2023/7/8  | 暑期档  | 《志愿军：存亡之战》      | 2024/9/30  | 国庆档  |
| 《熊出没·伴我“熊芯”》 | 2023/1/22 | 春节档  | 《年会不能停！》        | 2023/12/29 | 跨年档  |
| 《坚如磐石》       | 2023/9/28 | 国庆档  | 《哥斯拉大战金刚2：帝国崛起》 | 2024/3/29  | 清明档  |
| 《人生路不熟》      | 2023/4/28 | 五一档  | 《你想活出怎样的人生》     | 2024/4/3   | 清明档  |
| 《前任4：英年早婚》   | 2023/9/28 | 国庆档  | 《异形：夺命舰》        | 2024/8/16  | 暑期档  |

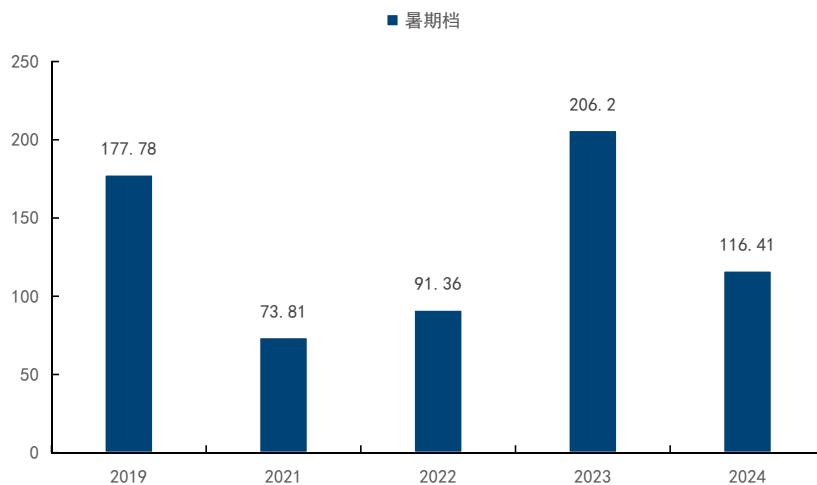
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# 2024年暑期档开始新片供给匮乏致票房下滑



2024年暑期档票房下滑显著，主要由于头部影片缺乏号召力所致。3) 暑期档为全年之中较为重要的档期，往年表现较好的暑期档票房在200亿元左右。对比2024年与2023年暑期档的片单来看，2023年暑期档有5部档期票房超过10亿元的影片，其中有4部的档期票房在20亿以上；而2024年暑期档仅有1部影片档期票房在20亿元以上。

图：历年暑期档票房（含服务费）（单位：亿元）



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

表：2024年暑期档头部影片档期票房及占比

| 影片名称      | 档期名称 | 档期票房（亿元） | 档期票房占比（%） |
|-----------|------|----------|-----------|
| 《抓娃娃》     | 暑期档  | 32.54    | 27.90%    |
| 《默杀》      | 暑期档  | 13.50    | 11.50%    |
| 《异形：夺命舰》  | 暑期档  | 6.42     | 5.50%     |
| 《云边有个小卖部》 | 暑期档  | 4.99     | 4.20%     |
| 《死侍与金刚狼》  | 暑期档  | 4.27     | 3.60%     |
| 《神偷奶爸4》   | 暑期档  | 4.08     | 3.50%     |

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

表：2023年暑期档头部影片档期票房及占比

| 影片名称    | 档期名称 | 档期票房（亿元） | 档期票房占比（%） |
|---------|------|----------|-----------|
| 《孤注一掷》  | 暑期档  | 35.27    | 17.10%    |
| 《消失的她》  | 暑期档  | 35.23    | 17.00%    |
| 《封神第一部》 | 暑期档  | 24.82    | 12.00%    |
| 《八角笼中》  | 暑期档  | 22.04    | 10.60%    |
| 《长安三万里》 | 暑期档  | 17.99    | 8.70%     |
| 《热烈》    | 暑期档  | 8.95     | 4.30%     |

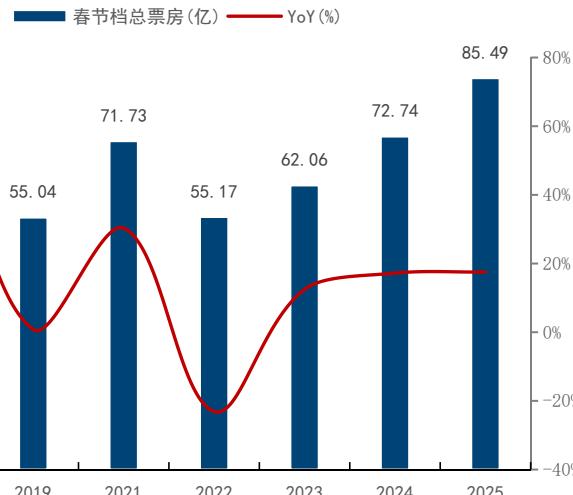
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# 短期看，2025年春节档票房新高，《哪吒2》推动观影需求释放

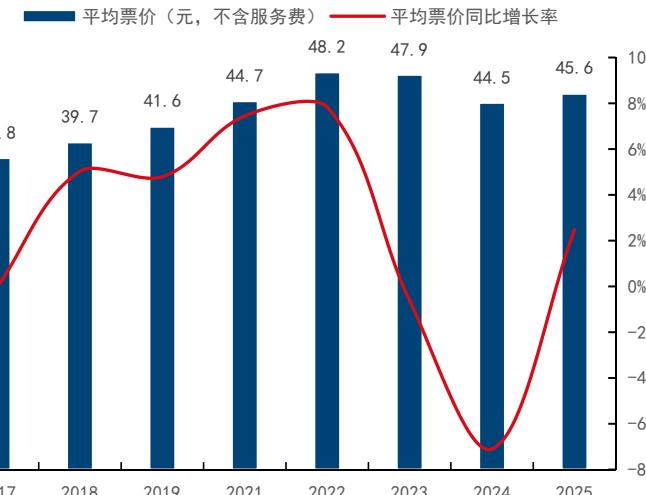


2025年中国春节档分账票房85.49亿（不含服务费），在较高的基数之上同比增加6.64%，录得中国春节档影史第一高。2025年春节档比去年少一天，但优质内容释放拉动观影需求，实现量价齐升，为全年电影市场的加速回暖奠定良好基础。拆分量价来看，2025年春节档平均票价45.6元，同比提升2.47%；平均观影人次为1.87亿，同比增长14.72%，呈现量价齐升的趋势。我们认为量价齐升的主要原因在于：1) 本次春节档的影片内容质量较高，带动了观影人次的提升。2) 本次春节档《哪吒2》《封神2》均为特效大片，对单价有提升作用。

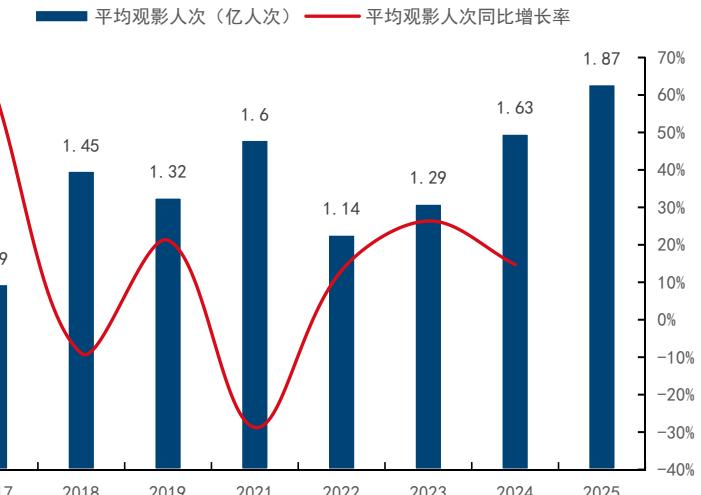
图：历年春节档票房情况（不含服务费）



图：春节档平均票价变化（不含服务费）



图：春节档平均观影人次变化



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

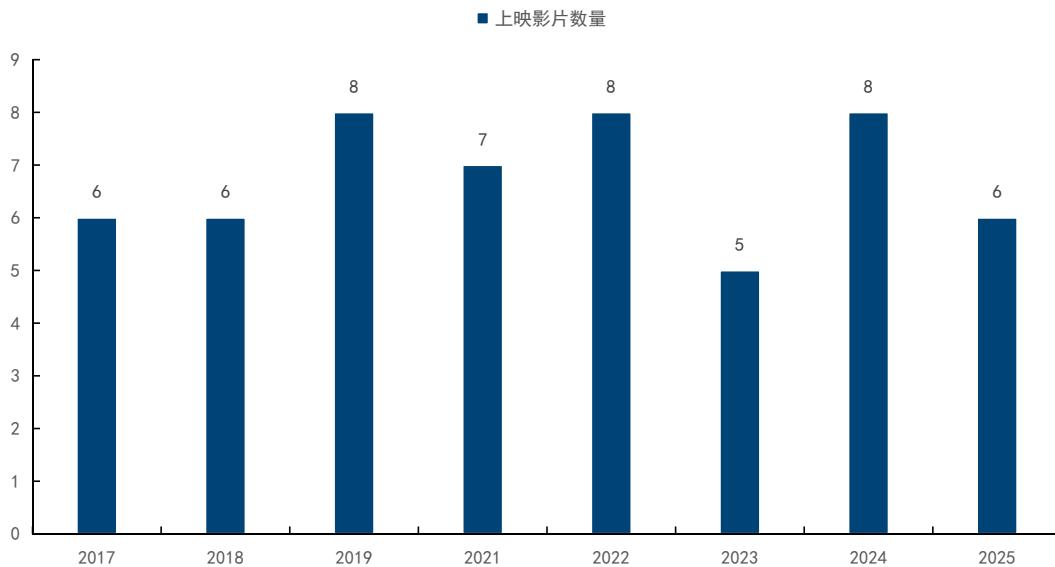
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# 短期看，2025年春节档票房新高，《哪吒2》推动观影需求释放



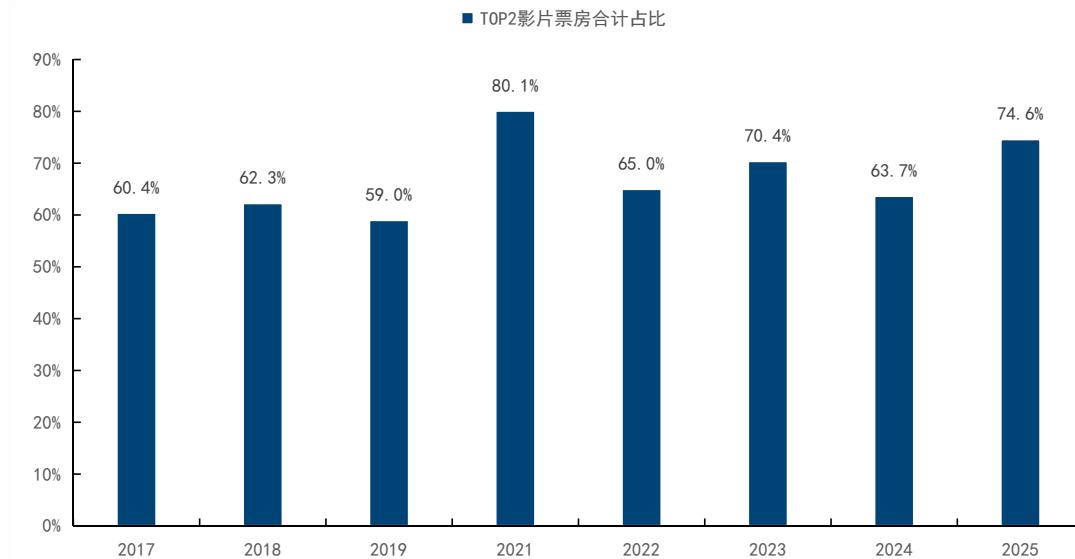
内容端头部效应明显，优质影片为吸引消费者的关键因素。从片单来看，2025年春节档上映电影数量相对不足，但是在《哪吒之魔童闹海》等头部大片的带动下观影需求释放，创造了历史最好成绩。2025年春节档共有6部影片上映，《哪吒之魔童闹海》为特效大片，拉动观影人次仍创新高；从集中度看TOP2影片票房贡献超70%，说明内容质量为吸引观影者的关键因素。

图：历年春节档上映影片数量



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

图：历年春节档Top2影片票房占比



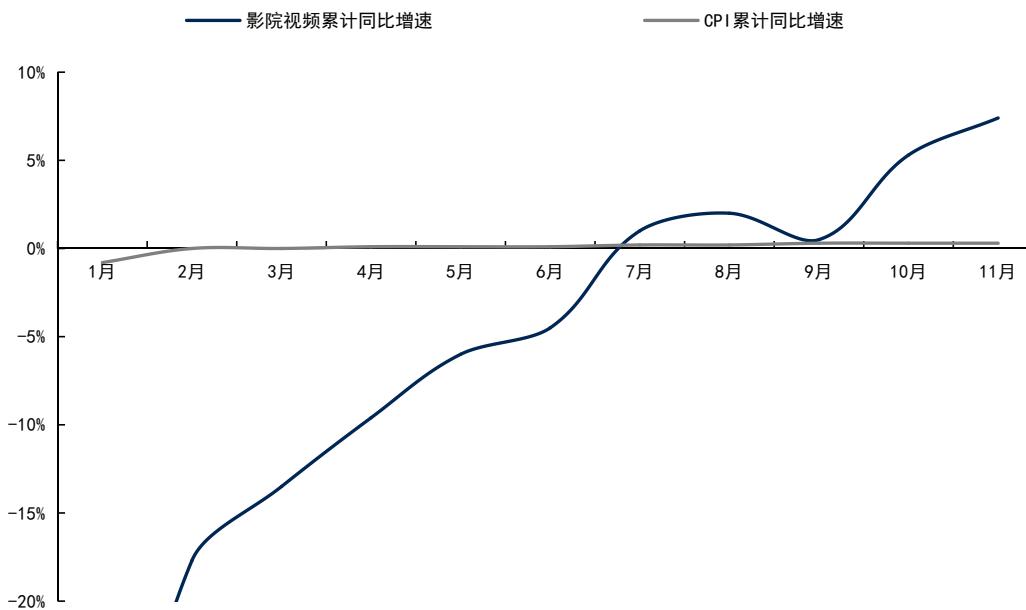
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# 短期看，影院广告市场有望底部复苏

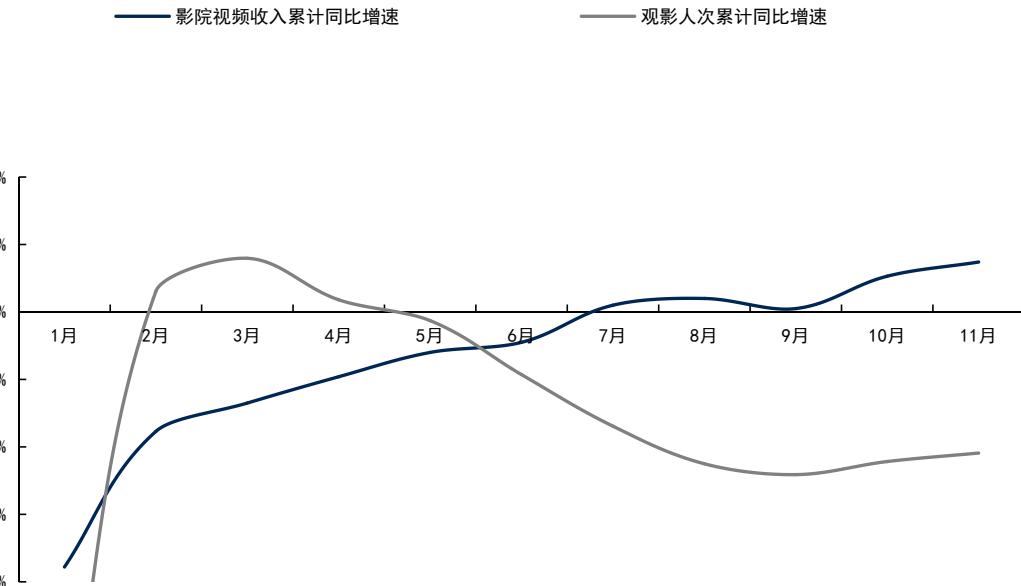


- 广告行业的收入规模与宏观经济形势高度相关。当宏观经济经济低迷时，居民消费能力低、广告主投放意愿和能力较弱；而经济复苏时，广告主信心恢复，投放意愿将提升。
- 影院广告市场受宏观及观影人次影响，且弹性较大。当月度CPI出现负增长或增速低迷时影院广告的收入增速基本出现双位数下滑；而当CPI增长加快时影院广告收入恢复正增长。影院视频广告收入增速与观影人次的变化趋势也基本一致。

图：影院视频广告收入和CPI累计增速变化比较



图：影院视频广告收入和观影收入累计增速变化比较



资料来源：CTR、Wind，国信证券经济研究所整理

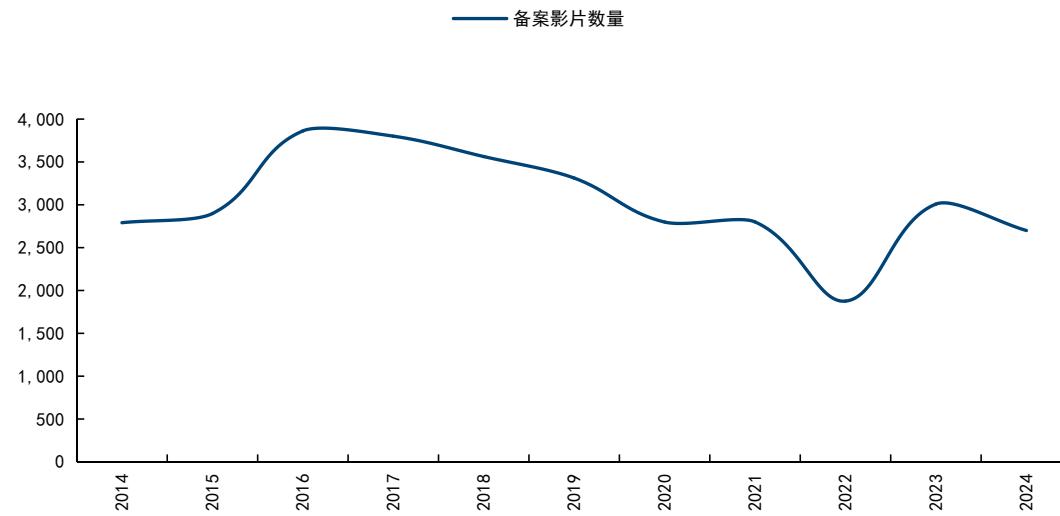
资料来源：CTR、Wind，国信证券经济研究所整理

# 中期展望：电影备案数量充足，内容供给有望持续向上

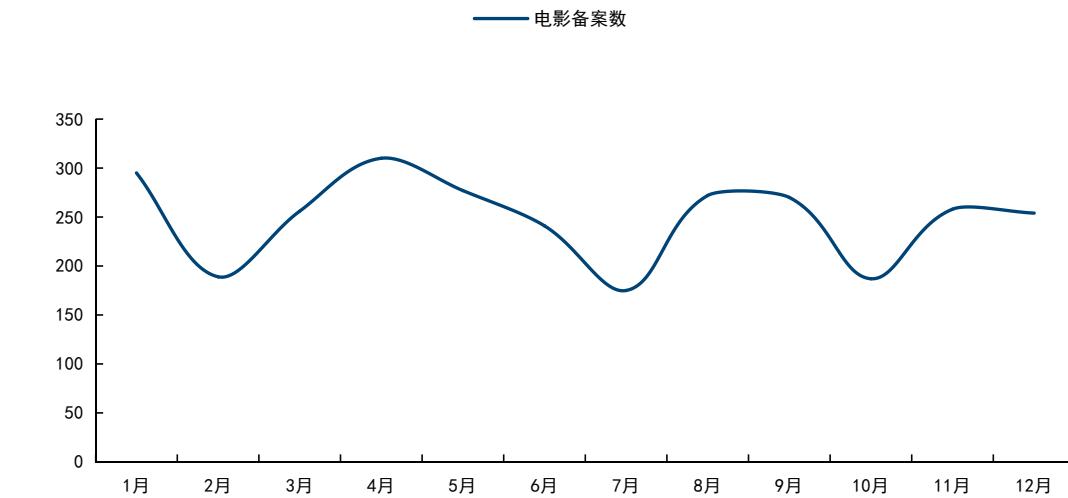


2024年电影备案数较多，行业内容储备充足。近年电影行业备案数量回升，2022年电影备案数下降至1876部，2023年回升至3000部以上，2024年备案数超过2700部。

图：2014-2024年中国电影备案数变化



图：2024年月度中国电影备案数变化



资料来源：国家电影局，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

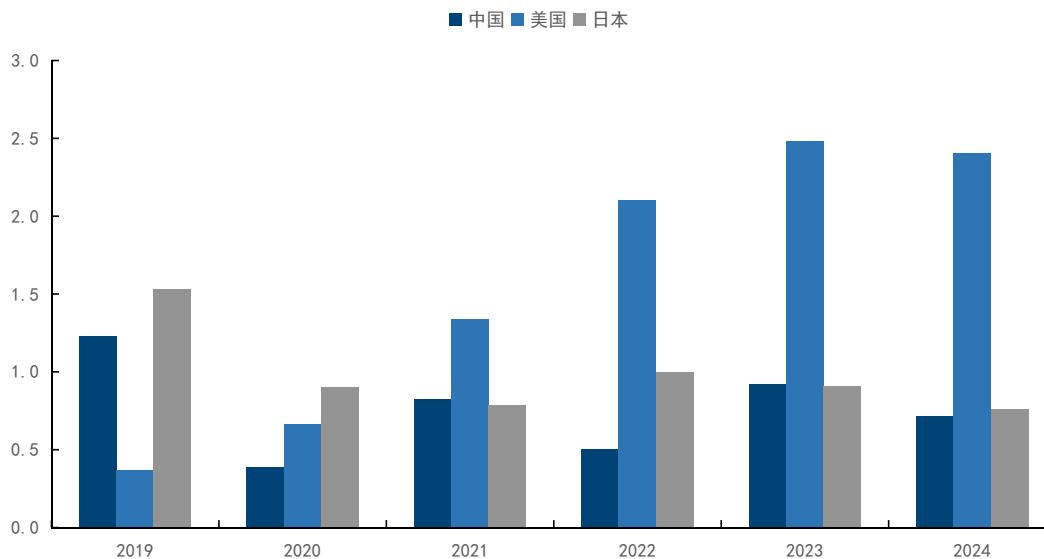
资料来源：国家电影局，国信证券经济研究所整理

# 中长期展望：对比海外，观影人次和票价提升空间充足

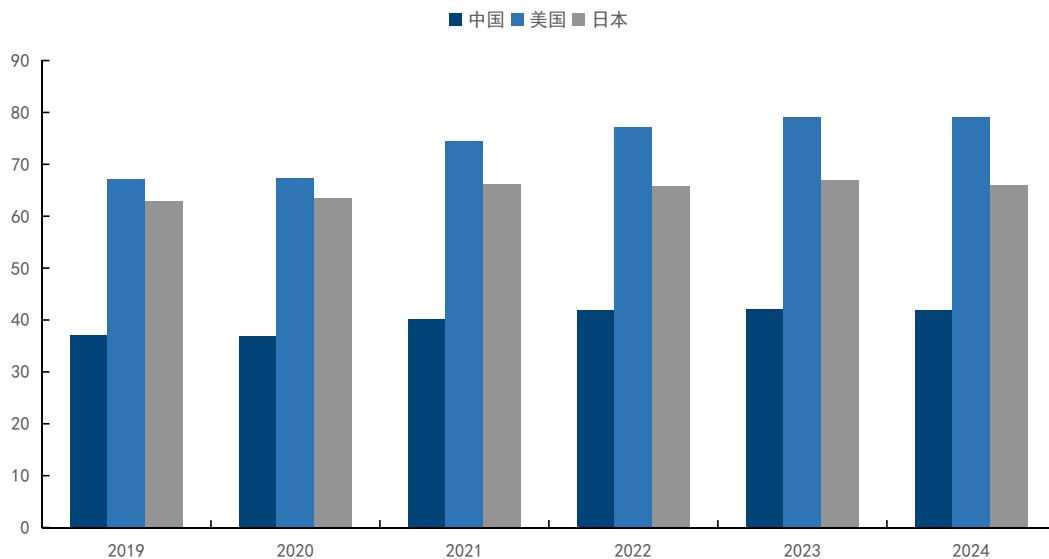


对比海外，中国的观影人次和票价还有较大的提升空间。1) 与海外相比，中国的观影人次还有较大的提升空间。2024年中国的观影人次10.09亿人，平均每人每年观影次数为0.7次，而美国/日本的平均每人每年观影次数分别为2.4/0.8次左右；2) 票价方面，中国电影平均票价近年维持在35~45元之间，而美国/日本的平均票价分别为79/66元，还有50%以上的差距。

图：中美日人均年观影次数对比（单位：每人每年）



图：中美日票价对比（单位：元）



资料来源：猫眼专业版、box office，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

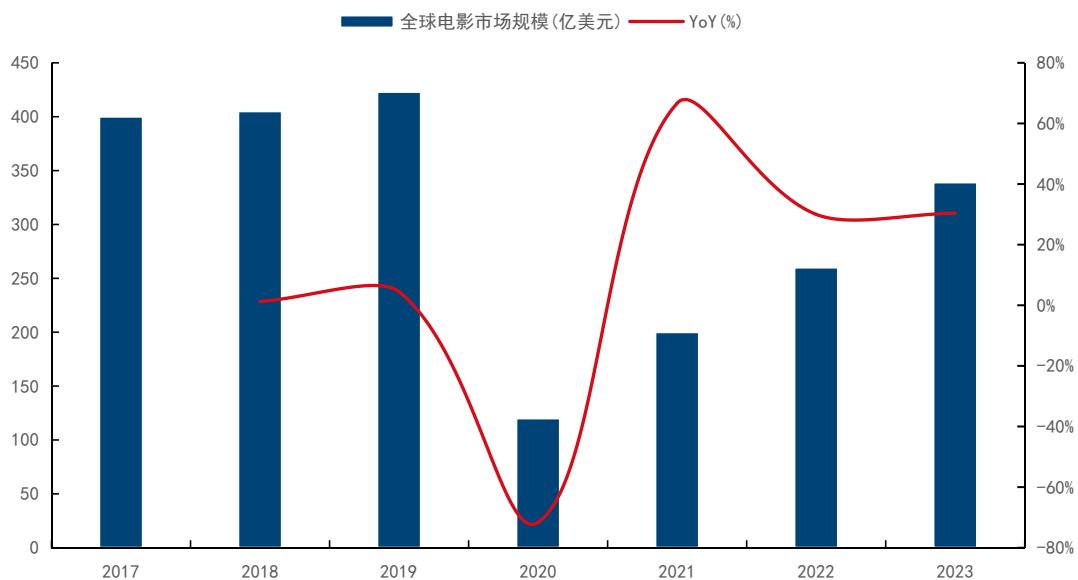
资料来源：猫眼专业版、box office，国信证券经济研究所整理

# 中长期展望：出海打开长期成长空间



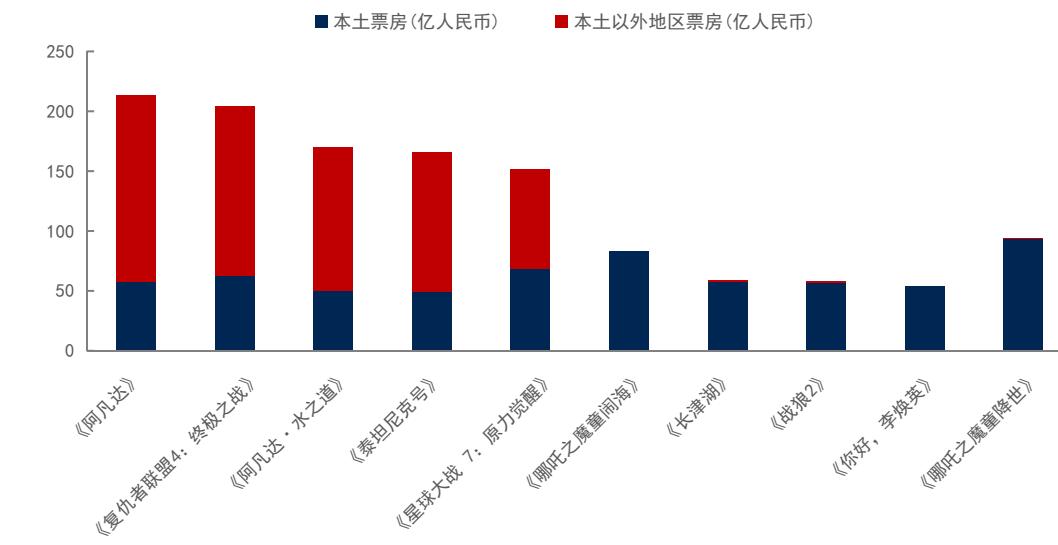
- 全球电影市场空间广阔。**近年来全球电影市场规模在300~400亿美元（约合人民币2400~2900亿元）之间，而中国市场在其中的占比约为15%~20%，出海空间十分广阔。
- 中国电影出海还有较大的成长空间。**海外头部影片的全球票房总额高达20亿美元以上，其中美国以外地区的票房占比超过50%；而中国头部电影的票房基本海外票房占比仅为个位数。近年来国内优质影片涌现，说明国内具备制作优质影片的能力，如《哪吒之魔童闹海》《长津湖》《战狼》《你好，李焕英》等，中国电影具备较好的出海基础。

图：全球电影市场规模



资料来源：前瞻产业研究所，国信证券经济研究所整理

图：全球、国内TOP5电影票房分布对比



资料来源：猫眼专业版、BOX Office，国信证券经济研究所整理

# 中长期展望：多元变现提升内容变现及渠道经营坪效



- 影院内的潮玩销售有望推动经营坪效提升。电影本身具有强大的IP效应，影院可以借助热门电影的IP推出相关潮玩，能吸引大量粉丝购买。此外，潮玩与电影的联名合作也越来越普遍，借助双方的粉电影院的潮玩销售有望拉动年轻群体的观影需求丝基础和影响力，能创造出更大的市场需求。2025年春节期间，《哪吒之魔童闹海》的周边销售火爆，泡泡玛特天猫官方旗舰店《哪吒》手办销量超过3万，目前已售罄下架，证明电影类IP潮玩需求旺盛；如果影院能推出IP潮玩产品，或将推动经营坪效的提升。

图：泡泡玛特官方旗舰店《哪吒之魔童闹海》周边销售情况



图：万达影院销售潮玩



资料来源：淘宝官方旗舰店，国信证券经济研究所整理

资料来源：新浪网，国信证券经济研究所整理

# 中长期展望：AI技术的快速进步有望推动电影行业的长期繁荣



**AI技术进步推动电影行业降本增效，有望推动电影行业长期繁荣。** 1) AI技术使电影的编剧、内容制作、宣发等环节的效率快速提升。编剧环节，AI可以生成故事、编排情节；在内容制作环节，AI文生视频模型已经能生成数十秒的高清视频，海内外模型价格新低且能力提升速度快，目前的AI技术对电影的补帧、特效制作等方面均有较好的效果。在宣发环节，公司不断完善大数据管理平台赋能经营，通过AI技术实现营销物料和文案制作、排片等智能化运营，进一步提高管理效率。2) 中长期来看，AI技术有望使得电影生产流程更为标准化，且上游内容将更为充足、丰富，将持续推动电影行业的繁荣。

图：Sora生成视频



图：即梦AI生成视频



资料来源：OpenAI官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：即梦AI官网，国信证券经济研究所整理



### 3. 业务介绍：院线市占率全国第一，内容制作业务 弹性较大

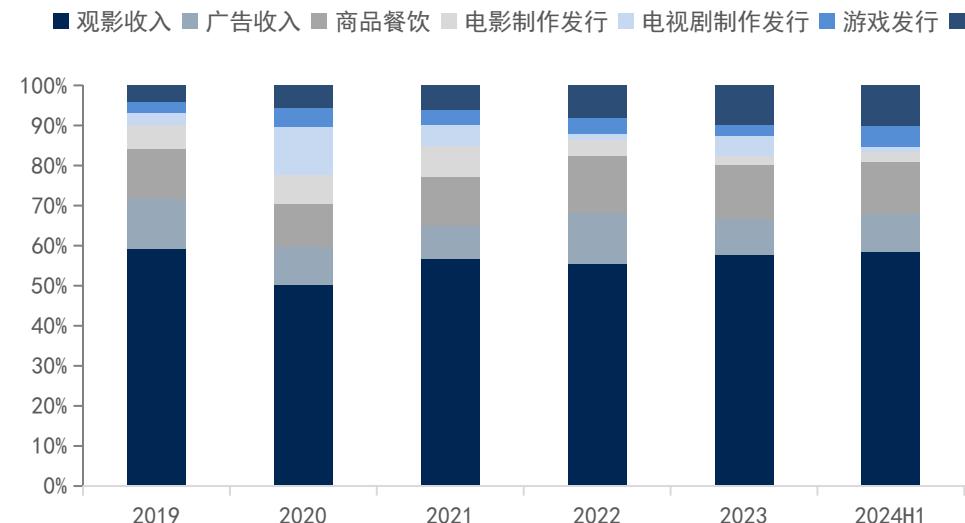
# 观影收入为公司的主要收入来源，内容业务占比不足10%



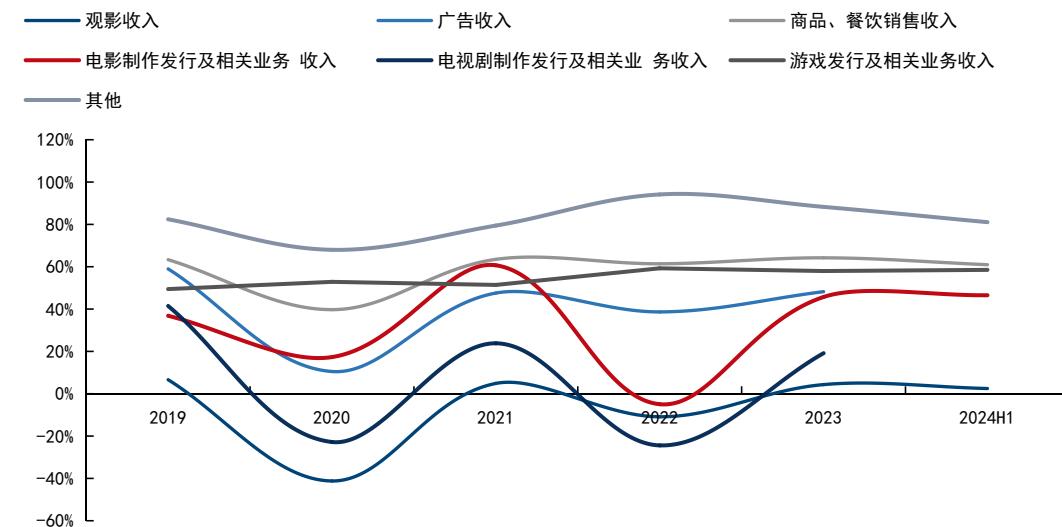
票房收入为主要收入来源，内容收入占比不到10%。从收入结构来看，2023年营业收入146.2亿元，其中内容制作（电影制作+电视剧制作）、票房收入、商品、餐饮销售收入、游戏发行、影院广告收入分别占比7.4%/57.8%/13.3%/2.6%/9.1%，2024上半年收入占比分别为3.5%/58.5%/13.1%/5.3%/9.4%。

**院线毛利率低，内容业务毛利率随产品周期波动。**毛利率分业务看：1) 院线和商品餐饮的毛利率与观影人次高度相关。院线毛利率在疫情客流下降时降至-10%~40%；2023至2024上半年随着客流提升，毛利率恢复至2%~5%之间。商品餐饮毛利率在2020~2022年下降至39.7%，2021~2023年恢复至60%以上的水平。影院广告的毛利率在2020年降至10.5%，2021~2023年恢复至30%~50%之间。2) 公司内容制作业务与内容生产周期以及票房表现高度相关，毛利率波动较大，2023至2024上半年恢复至45%以上。3) 游戏发行业务的毛利率稳定在50%-60%的水平。

图：公司收入结构及变化情况（%）



图：公司各项业务的毛利率情况（%）



资料来源：Choice、公司公告，国信证券经济研究所整理

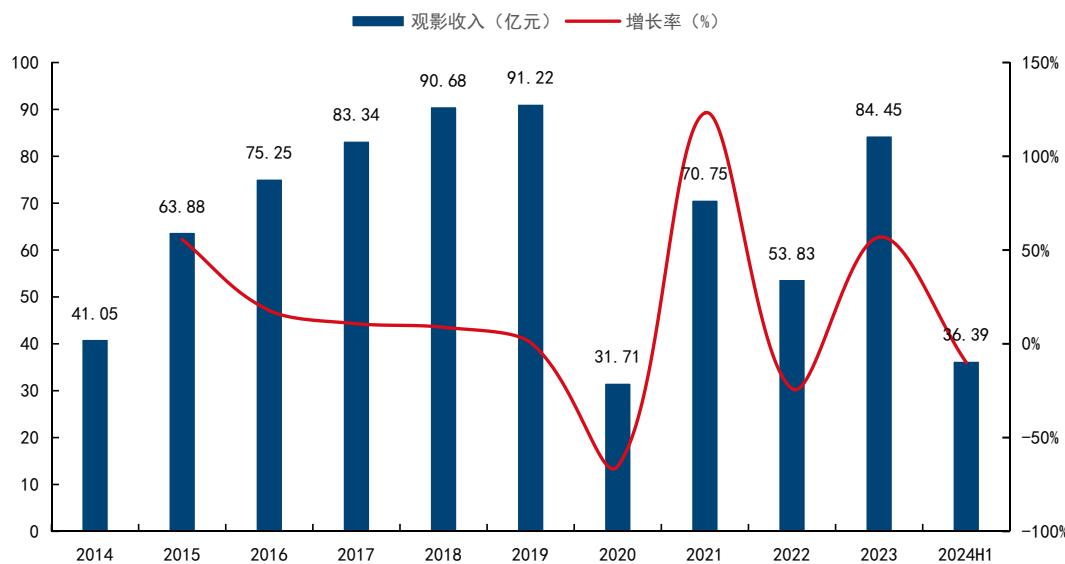
资料来源：Choice、公司公告，国信证券经济研究所整理

# 院线端市占率全国第一，仍有向上空间

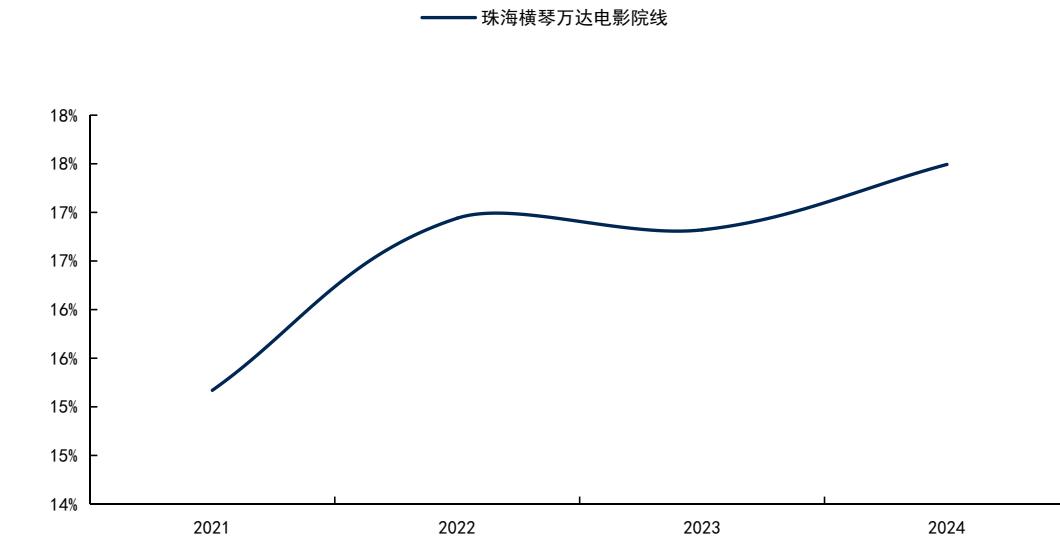


万达院线端市占率提升，龙头地位稳固。1) 观影收入方面，2019年收入达到91.2亿元，2020~2022年均受新冠疫情影响较大；2023年伴随疫情管控放松和市场加速回暖，2023年观影收入已达84.5亿元，恢复至2019年的92%；2024上半年观影收入36.4亿元，同比下滑10.0%。2) 院线端市占率稳中有升。近年，万达院线市占率呈提升趋势，从2021年的15.2%提升至2024年的17.5%，维持国内第一位。

图：公司历年观影收入及变化情况



图：院线端历年市占率情况



资料来源：公司公告、Choice，国信证券经济研究所整理

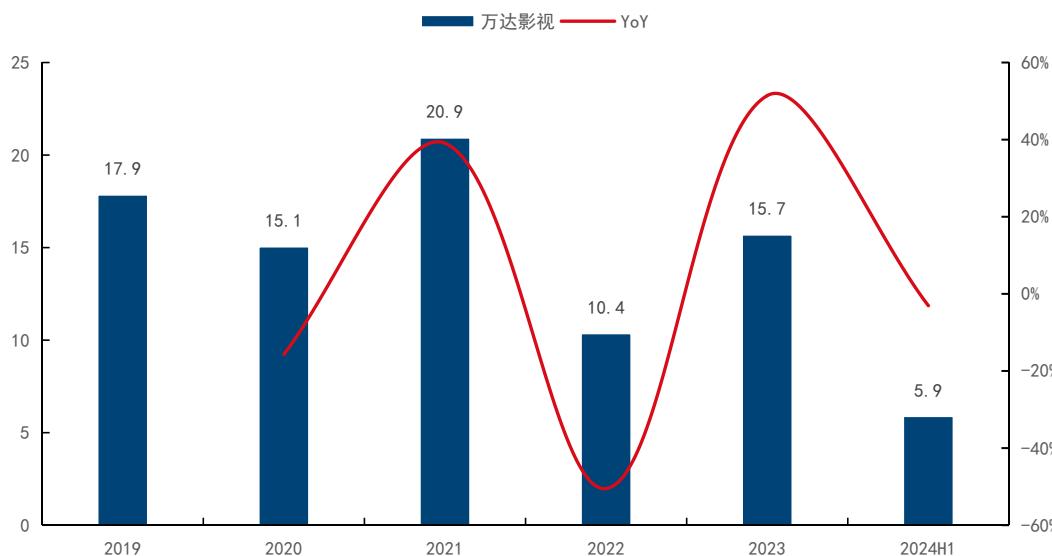
资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# 内容制作业务收入波动性较大，仍有向上空间

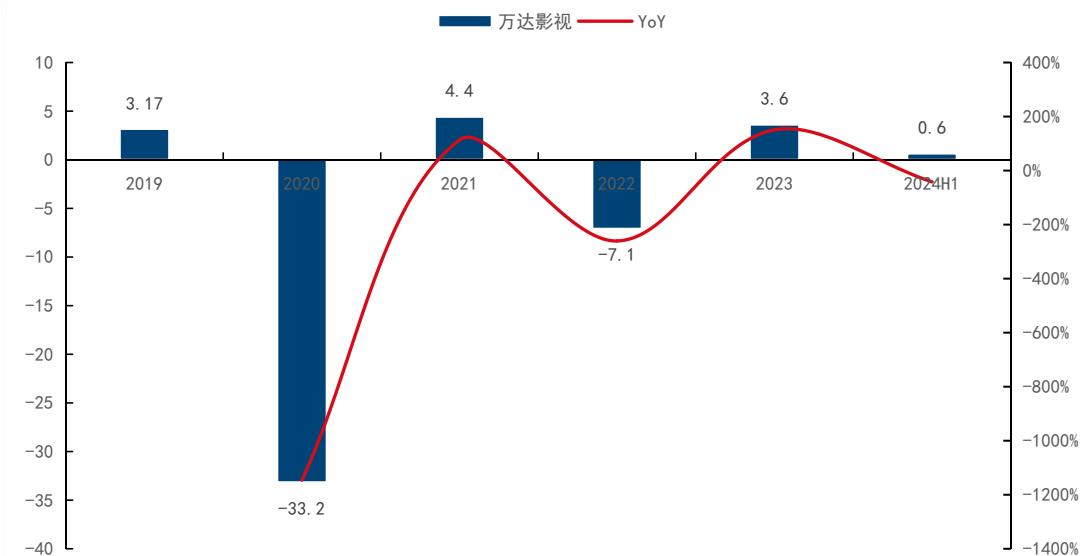


内容制作业务处于低位，提升空间较大。公司的电影和电视剧制作业务主要由控股子公司万达影视和新媒诚品开展，万达影视从2019年5月开始成为上市公司的控股子公司，业务涵盖电影和电视剧的投资、制作、发行以及游戏的发行和运营。从财务表现上来看，内容制作业务的波动性较大，万达影视2019~2021年收入在15~20亿元之间，2020年收入下滑至10.4亿元，2023年收入为15.7亿元；万达影视的净利率在17%~23%左右。

图：万达影视收入及变化情况（单位：亿元、%）



图：万达影视净利润及变化情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

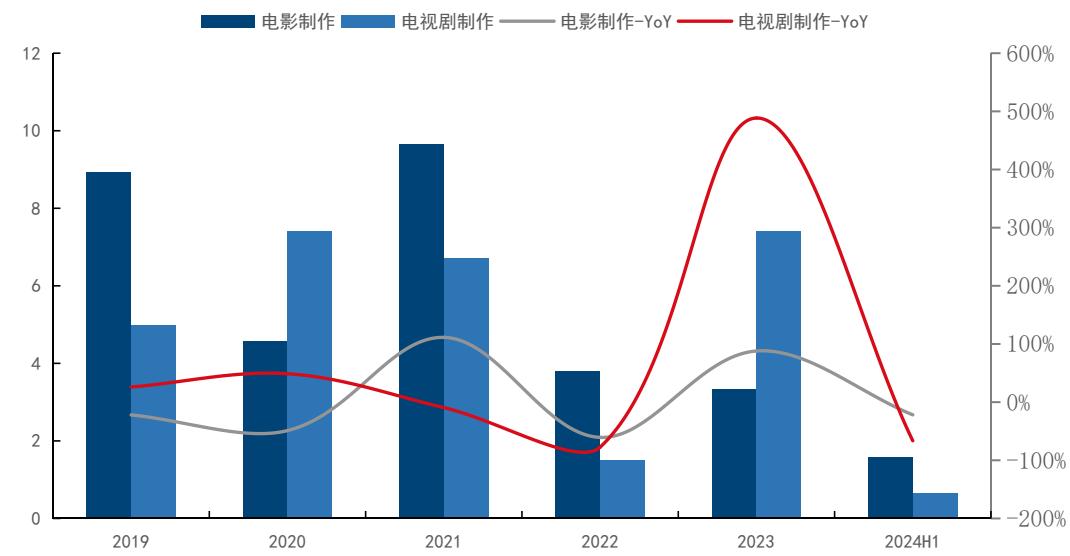
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 内容制作业务收入波动性较大，仍有向上空间

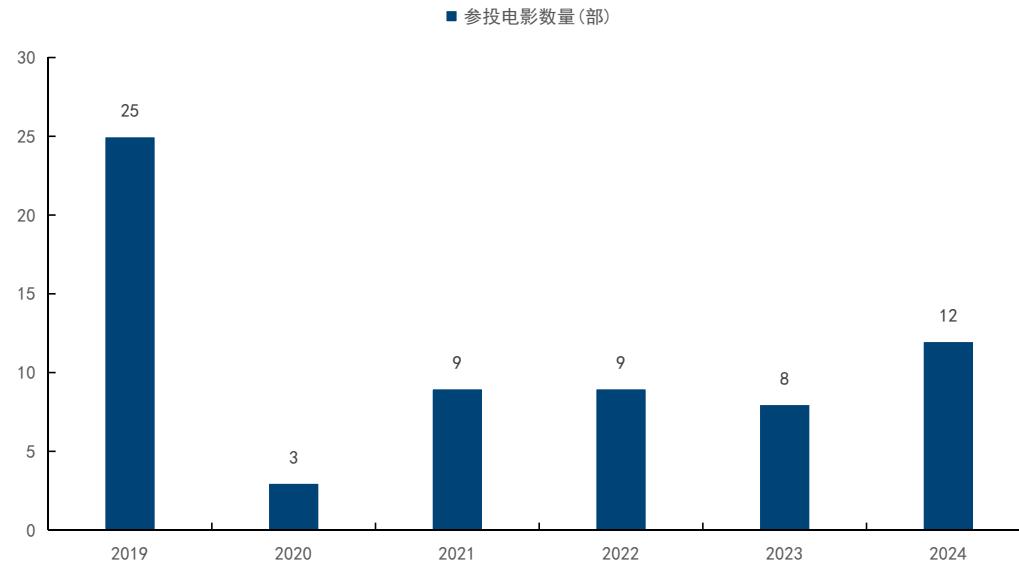


**电影、电视剧业务的收入随产品周期波动。**电影业务在2019、2021年收入为9~10亿元，而2020、2022年的收入在4~5亿元左右，2023年收入3.3亿元，主要受参投影片上映进度和票房表现的影响；电视剧制作业务的收入在2019~2021年收入在4~7亿元之间，2022年下降至1.5亿元，2023年回升至7.4亿元，主要由于《三大队》《画眉》《他是谁》和《最灿烂的我们》等取得较好的收视成绩和投资收益；2024年上半年万达影视收入5.9亿，其中公司主投的《维和防暴队》和《我才不要和你做朋友呢》分别取得票房5.11亿元和2.03亿元，2024年公司参投电影数量12部，其中《抓娃娃》《默杀》等取得较高的票房成绩。

图：公司电影制作、电视剧制作收入及变化情况（单位：亿元、%）



图：万达影视参投电影（单位：部）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

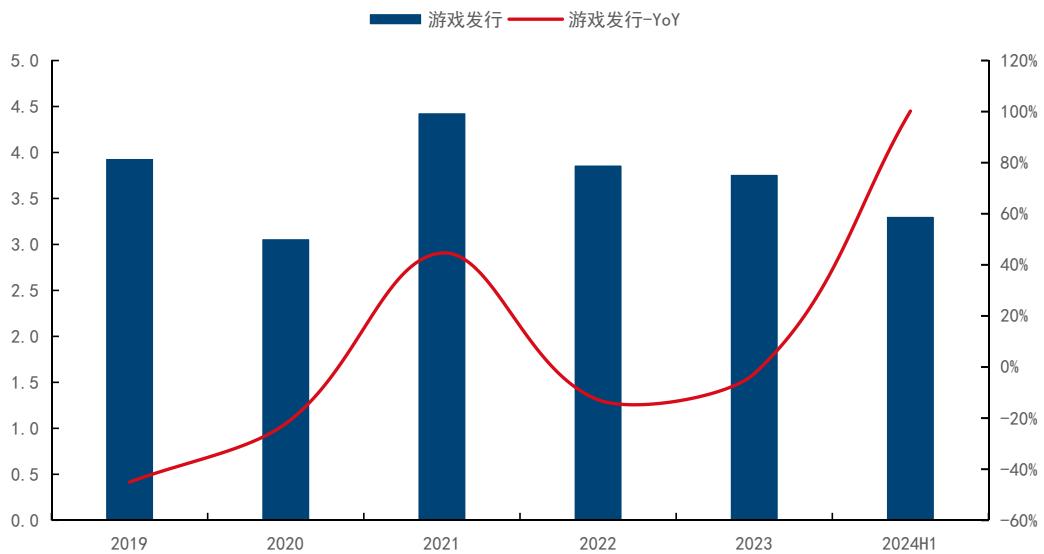
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 互爱互动在全球范围内发行和运营游戏，2024年收入快速提升

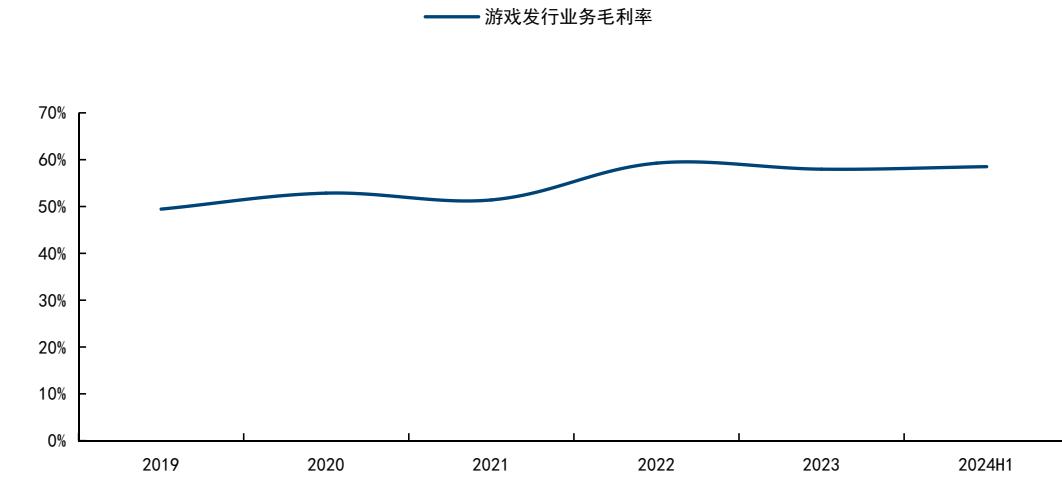


游戏发行业务有联合运营和授权运营两种模式。公司的游戏发行业务主要由子公司互爱互动开展。从财务表现看，公司游戏发行业务2019~2023年收入规模在3.0~4.5亿元之间，2024上半年收入3.8亿元，同比提升100.2%；毛利率在50%~60%之间。公司近年发行的游戏主要包括《圣斗士星矢：正义传说》《葫芦兄弟：七子降妖》《葫芦娃奇幻世界》《秦时明月：沧海》《虚树迷宫》等；公司在全球范围内运营游戏，通过在广州、深圳、成都、香港、美国、日本、越南、台湾等地的全资子公司自主运营，将游戏授权至韩国、越南、土耳其、东南亚及其他俄语地区等多个国家和地区的主要游戏运营商。

图：公司游戏发行与运营收入及变化情况（单位：亿元、%）



图：公司游戏发行与运营毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

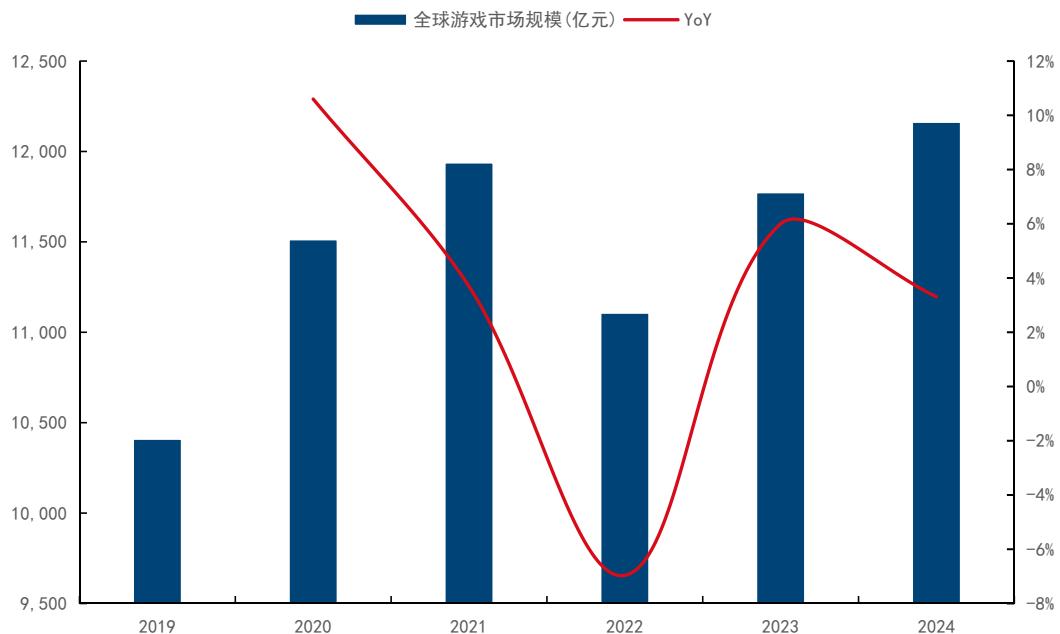
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 近年游戏出海市场表现良好，中国游戏在全球市场的影响力提升

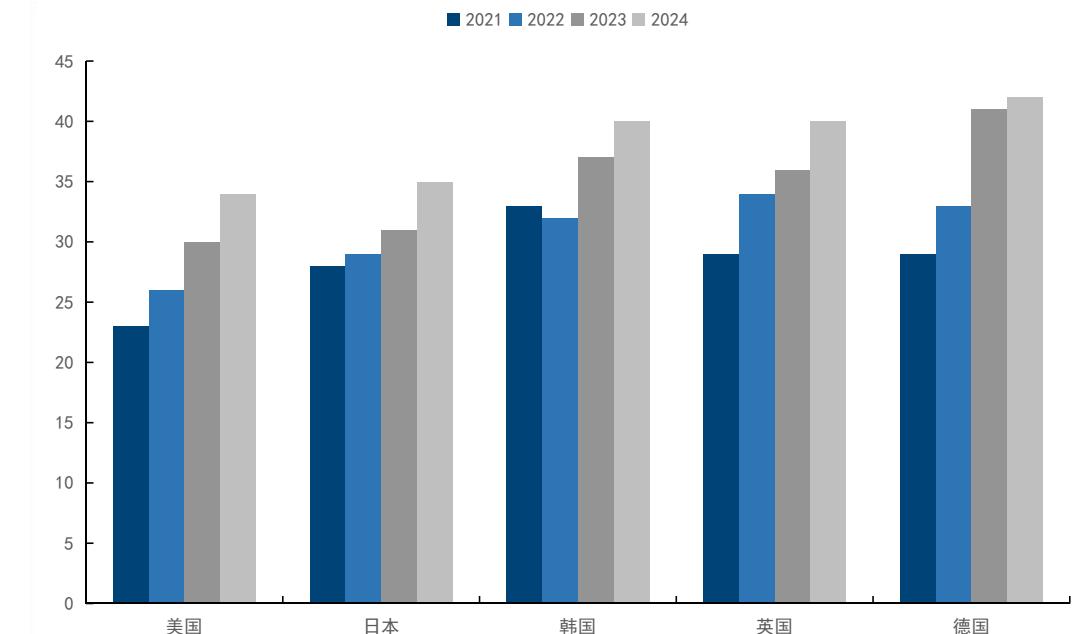


**游戏出海市场持续表现良好。**1) 全球游戏市场持续增长，中国厂商表现出色。2024年全球游戏市场规模为12163.35亿元，同比增长3.31%，其中，中国自主研发游戏在海外市场的实际销售额为185.6亿美元（约合人民币1183亿元）。在全球重要市场流水TOP100的产品中，国产移动游戏产品数量达到30~40个，说明中国游戏在全球游戏市场具备较强的影响力。

图：全球游戏市场规模与变化情况



图：重要移动游戏市场流水TOP100产品中中国移动游戏数量



资料来源：音数协游戏工委、伽马数据，国信证券经济研究所整理

资料来源：音数协游戏工委、伽马数据，国信证券经济研究所整理

# 近年游戏出海市场表现良好，中国游戏在全球市场的影响力提升



近年，游戏出海市场持续表现良好。2) 中国头部游戏厂商和游戏产品表现突出。据Sensor Tower，2024年12月共34个中国厂商入围全球手游发行商收入榜TOP100，合计吸金18.2亿美元，占本期全球TOP100手游发行商收入33.4%，排名前五的发行商为腾讯、点点互动、网易、米哈游、叠纸网络。从产品端看，《Whiteout Survival》《PUBG Mobile》《使命召唤手游》等表现较好。

图：2024年12月中国手游厂商出海收入榜



图：2024年12月中国手游出海收入榜



资料来源：sensor tower，国信证券经济研究所整理

资料来源：sensor tower，国信证券经济研究所整理

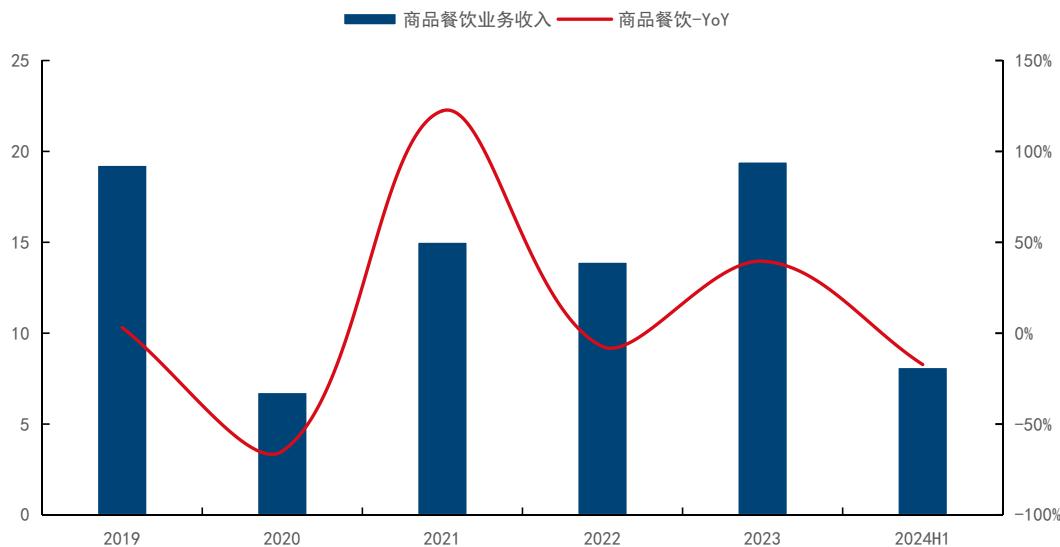
# 商品餐饮业务2023年随票房复苏，2024上半年毛利率在60%以上



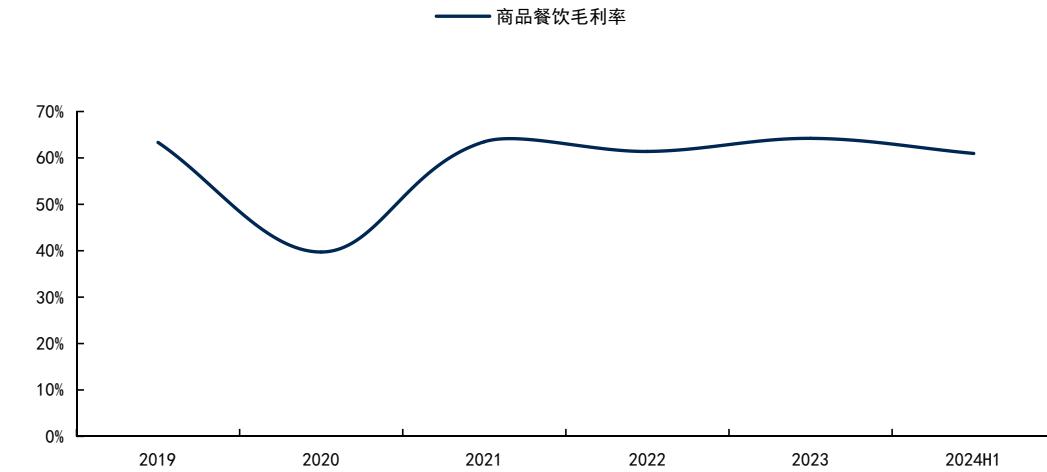
公司的商品餐饮业务主要分为餐饮类产品和衍生品。餐饮类产品指观影时观众选择食用的商品或特色礼盒，主要包括食品类和饮料类，衍生品包括与影片角色、剧情、道具相关的主题类纪念商品、动漫周边、潮玩手办等。因此商品餐饮的销售和观影人次相关性较大。

从财务表现来看，公司的商品餐饮业务在2023年有较大幅的恢复，2024上半年由于春节档后观影人次持续性不佳，收入有17.2%的下滑。

图：公司商品餐饮业务及变化情况（单位：亿元、%）



图：公司商品餐饮业务毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

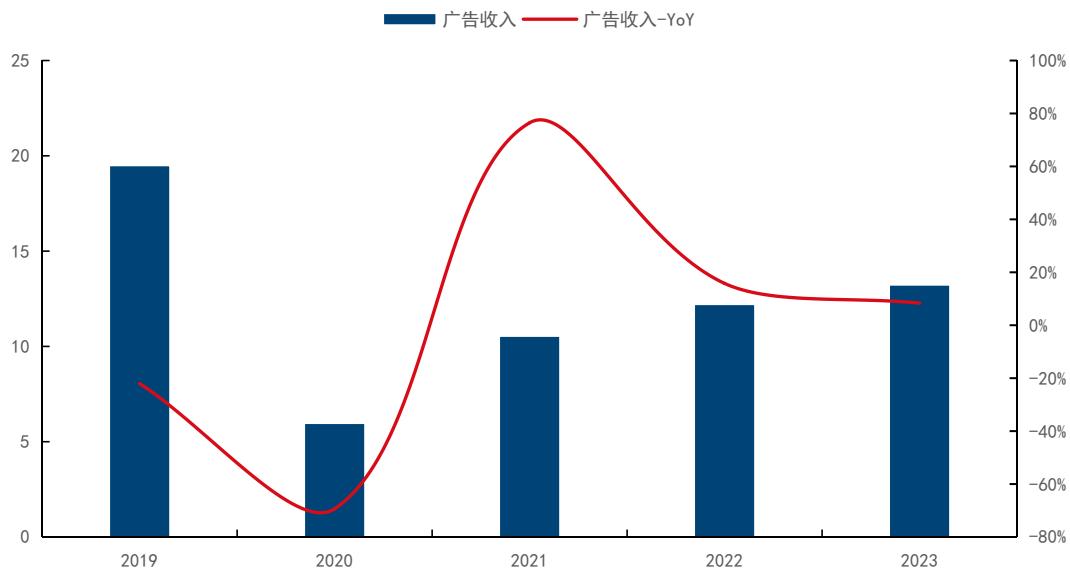
# 广告业务主要包括屏幕广告和阵地广告，受行业票房影响



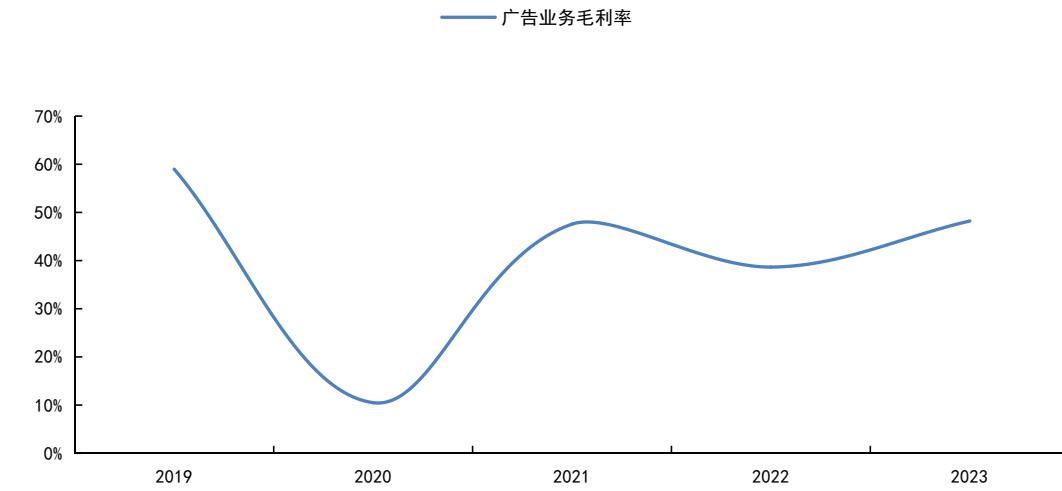
公司的影院广告业务主要包括屏幕广告和阵地广告。屏幕广告指在电影正片前搭载的商业广告，在电影放映前播出；阵地广告指在实体影院相关媒介上播放、陈列的产品广告，主要包括灯箱广告（含LED、LCD电子屏）、喷绘广告、立牌等。

**广告业务受大环境影响明显，2023年收入基本同比持平。**从财务表现看，公司广告收入在2020年受到较大影响，收入下降69.3%至6.0亿元，毛利率也下降至11%；2021、2022、2023年广告业务逐步复苏，2023年广告毛利率回升至48%，2024年上半年广告业务受宏观环境和行业票房的影响，收入占比下滑。

图：公司广告业务及变化情况（单位：亿元、%）



图：公司广告业务毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



4. 成长分析：院线、内容业务均有向上可能，看好行业复苏带来业绩弹性

# 儒意管理层入主，内容端向上空间充足



新实控人团队具备行业领先的内容制作和宣发能力，入主万达有望打开内容端向上空间。儒意影业的代表作主要包括《你好，李焕英》（总票房54.2亿元）《热辣滚烫》（总票房34.6亿元）《飞驰人生2》（总票房34.6亿元）《送你一朵小红花》（总票房14.3亿元，2021元旦档票房冠军）《独行月球》（总票房31.0亿元）等。

表：2019–2024年中国儒意参投影片情况

| 影片名      | 上线时间       | 总票房（亿元） |
|----------|------------|---------|
| 第二十条     | 2/10/2024  | 24.51   |
| 热辣滚烫     | 2/10/2024  | 34.6    |
| 飞驰人生2    | 2/10/2024  | 33.96   |
| 熊出没·逆转时空 | 2/10/2024  | 19.84   |
| 我本是高山    | 11/24/2023 | 1.00    |
| 志愿军：雄兵出击 | 9/28/2023  | 8.68    |
| 交换人生     | 1/22/2023  | 3.93    |
| 保你平安     | 3/10/2023  | 7.00    |
| 热烈       | 7/28/2023  | 9.13    |
| 消失的她     | 6/22/2023  | 35.23   |
| 年会不能听停   | 12/29/2023 | 12.92   |
| 温柔壳      | 5/26/2023  | 0.17    |
| 独行月球     | 7/29/2022  | 31.03   |
| 你好，李焕英   | 2/12/2021  | 54.13   |
| 吉祥如意     | 1/29/2021  | 0.14    |
| 了不起的老爸   | 6/18/2021  | 1.48    |
| 送你一朵小红花  | 12/31/2020 | 14.32   |
| 决战中途岛    | 11/8/2019  | 2.94    |

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

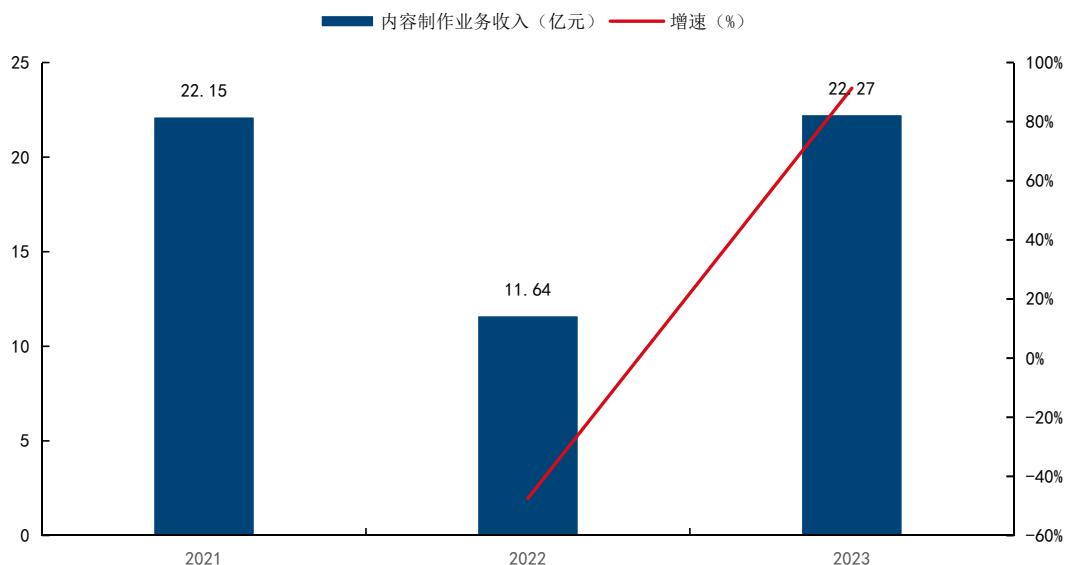
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 儒意管理层入主，内容端向上空间充足

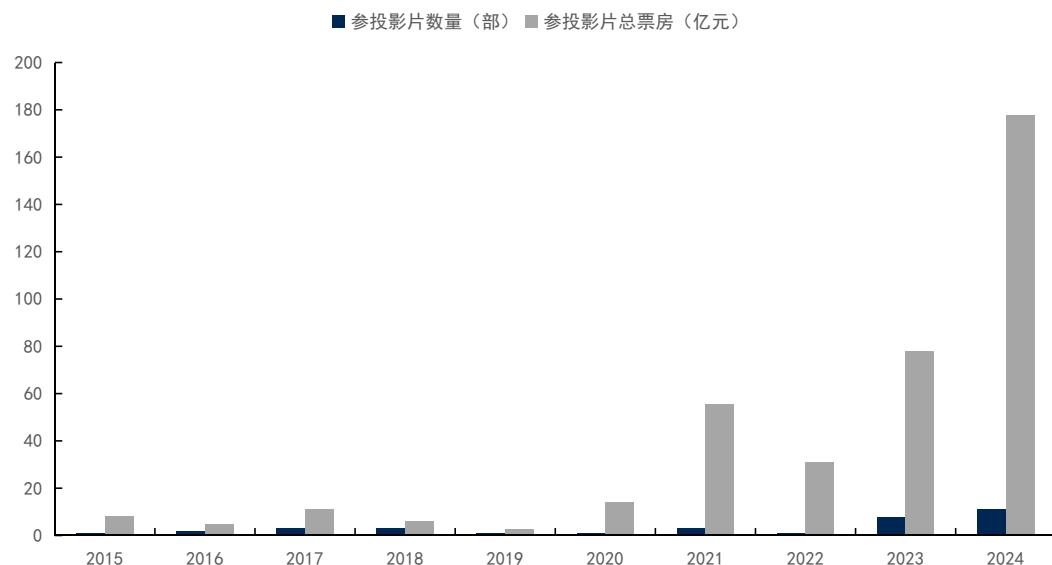


中国儒意内容制作业务年收入规模超过20亿元，参投影片总票房屡创新高彰显公司内容制作实力。从财务表现来看，2021-2023年儒意的内容制作业务收入分别为22.2/11.6/22.3亿元。2024年中国儒意参投影片增长至11部，合计票房171亿元，从数量到质量上都创新高。

图：中国儒意历年内容制作业务收入及变化情况



图：中国儒意历年参投影片情况



资料来源：公司公告、Choice，国信证券经济研究所整理

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# 中国儒意入主，内容端向上空间充足



柯利明、陈曦、张强均为知名影视制作人，有多部出色的代表作。具体看：

柯利明先生主导投资、出品、创作的作品包括《第二十条》《热辣滚烫》《飞驰人生2》《年会不能停》《你好，李焕英》《送你一朵小红花》等电影以及《老酒馆》《琅琊榜》《芈月传》等电视剧。其中，2021年春节档上映的《你好，李焕英》取得54.13亿元票房，位列中国影视票房榜第3名，近两年的作品《独行月球》《飞驰人生2》《热辣滚烫》分别取得票房31.03/33.96/34.60亿元，位列中国影史票房榜第20/16/14名，其担任出品、制片的电影总票房296.82亿元。

陈曦女士代表作包括《你好，李焕英》《唐人街探案3》《飞驰人生2》《独行月球》《送你一朵小红花》《年会不能停》《煎饼侠》等，担任出品、制片、监制的电影总票房达293.22亿元。

张强先生代表作包括《七月与安生》《中国合伙人》《小时代3：刺金时代》《百团大战》《101次求婚》等，2013年上映的《中国合伙人》取得5.4亿元票房，猫眼评分8.9、豆瓣评分7.6，其担任制片及监制的电影总票房28.96亿元。

表：中国儒意主要制片人作品情况

| 影视制片人代表    | 电影代表作品   | 电视剧代表作品  |
|------------|--|--|
| 柯利明        | 《第二十条》《热辣滚烫》《飞驰人生2》《熊出没·逆转时空》《热烈》《年会不能停》《保你平安》《交换人生》《独行月球》《你好，李焕英》《送你一朵小红花》《动物世界》《缝纫机乐队》《致青春·原来你还在这里》《致我们终将逝去的青春》《老男孩猛龙过江》 | 《情满九道弯》《老中医》《老酒馆》《爱情的边疆》《北平无战事》《琅琊榜》《芈月传》《咱们相爱吧》 |
| 陈曦（艺名：陈祉希） | 《维和防暴队》《飞驰人生2》《熊出没·逆转时空》《年会不能停》《热烈》《保你平安》《交换人生》《独行月球》《唐人街探案3》《你好，李焕英》《送你一朵小红花》《煎饼侠》《人在囧途之泰囧》《唐人街探案》《缝纫机乐队》                 | 《一代枭雄》《我的阿勒泰》                                    |
| 张强         | 《逆行人生》《七月与安生》《小时代3：刺金时代》《中国合伙人》《致我们终将逝去的青春》《狼图腾》《101次求婚》《百团大战》   | 《天下无贼》《铁梨花》                                      |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 新管理层入主前，公司的内容端业绩波动较大



万达电影过往内容端业绩波动较大。电影方面，主控主投的《唐人街探案3》票房达45.2亿，参投的《流浪地球2》、《孤注一掷》票房分别达40.3亿和38.4亿。过去3年中，公司参投的票房未过亿的影片有9部，其中主控主投的《倒数说爱你》票房为2637万。

表：万达往年参投电影项目一览表

| 影片名称         | 上映时间       | 参与方式 | 票房(万)    | 题材       | 导演           | 演职人员                                   |
|--------------|------------|------|----------|----------|--------------|--|
| 《倒数说爱你》      | 2023.4.28  | 主投主控 | 2637     | 爱情/奇幻    | 林孝谦          | 陈飞宇、周也、赵小棠、孙天宇                         |
| 《三大队》        | 2023.12.15 | 主投主控 | 70571.3  | 剧情/犯罪    | 戴墨           | 张译、李晨、魏晨、曹炳琨、王晓、张子贤                    |
| 《想见你》        | 2022.12.24 | 主投主控 | 40361.5  | 爱情/悬疑/奇幻 | 黄天仁          | 柯佳嬿、许光汉、施柏宇                            |
| 《唐人街探案3》     | 2021.2.12  | 主投主控 | 452355.5 | 喜剧/悬疑    | 陈思诚          | 王宝强、刘昊然、妻夫木聪、托尼·贾、长泽雅美                 |
| 《海底小纵队：火焰杯》  | 2021.1.8   | 主投主控 | 5326.3   | 动画/奇幻/冒险 | 周沁、布莱尔西蒙斯    | 郭盛、苏侯、方宇、曹凯、周湘宁、张璐、汤水雨、严明、武媛媛、徐畅繁      |
| 《大头儿子和小头爸爸4》 | 2021.7.9   | 主投主控 | 9330.4   | 动画/奇幻/冒险 | 何澄、刘可欣       | 陈怡、董浩、鞠萍、陈苏、耿晨晨                        |
| 《罐头小人》       | 2021.9.30  | 主投主控 | 5784.4   | 奇幻/喜剧/儿童 | 于飞           | 洪悦熙、庄则熙、于书瑶、温淳棣、刘向卿、李淏东、朱近桐、田雨、刘一莹、白瑶等 |
| 《陪你很久很久》     | 2021.9.9   | 主投主控 | 9257.3   | 爱情/喜剧/剧情 | 赖孟杰          | 李淳、邵雨薇、蔡瑞雪                             |
| 《误杀2》        | 2021.12.17 | 主投主控 | 112143.1 | 剧情/犯罪/家庭 | 戴墨           | 肖央、任达华、文咏珊、陈雨锶、宋洋、姜皓文                  |
| 《奇迹：笨小孩》     | 2022.2.1   | 参投   | 137933.9 | 剧情       | 文牧野          | 烊千玺、田雨、齐溪、公磊、许君聪、黄尧、陈哈琳、巩金国            |
| 《熊出没：重返地球》   | 2022.2.1   | 参投   | 97771.9  | 动画/剧情/科幻 | 林汇达          | -                                      |
| 《万里归途》       | 2022.9.30  | 参投   | 159322.7 | 剧情/战争    | 饶晓志          | 张译、王俊凯、殷桃、成泰燊、张子贤、陈昊宇、王迅、万茜            |
| 《流浪地球2》      | 2023.1.22  | 参投   | 402914.6 | 科幻/冒险/灾难 | 郭帆           | 吴京、刘德华、李雪健、沙溢、宁理、王智、朱颜曼滋               |
| 《孤注一掷》       | 2023.8.8   | 参投   | 384884.6 | 犯罪/剧情    | 申奥           | 张艺兴、金晨、咏梅、王传君、王大陆、周也                   |
| 《热烈》         | 2023.7.28  | 参投   | 91330.7  | 青春/运动/喜剧 | 大鹏           | 黄渤、王一博、刘敏涛、岳云鹏、小沈阳                     |
| 《前任4》        | 2023.9.28  | 参投   | 101228.9 | 爱情/喜剧    | 田羽生          | 韩庚、郑恺、于文文、刘雅瑟、曾梦雪                      |
| 《我和我的父辈》     | 2021.9.30  | 参投   | 147725   | 剧情       | 吴京、章子怡、徐峥、沈腾 | 京、吴磊、张天爱、黄轩、袁近辉、章子怡、徐峥、韩昊霖、宋佳、沈腾、洪烈、马丽 |

数据来源：公司公告、猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# 万达影视擅长精品电视剧的打造，参投项目逐渐增加



电视剧方面，万达影视擅长精品内容的打造。电视剧方面，猫眼热度超过9500的有8部，其中《沉香如屑》热度达到9835.65；猫眼热度低于7500的有7部。从数量上来看，万达影视2024年参投的电视剧项目共5部，相比往年有所增加。

表：万达近年参投电视剧项目一览表

| 电视剧名称    | 播出时间       | 参与方式    | 猫眼热度    | 题材          | 导演      | 演职人员  |
|----------|------------|---------|---------|-------------|---------|---|
| 《他是谁》    | 2023.3.14  | 出品      | 9788.91 | 犯罪、涉案、悬疑、剧情 | 鲍成志     | 杨紫、成毅、张睿、孟子义、朱泳腾、徐恺宁、李欣泽、韩承羽、傅方俊、李彧、朱丽岚、沈晓海、林源、叶晞月、谷雪儿            |
| 《最灿烂的我们》 | 2023.8.30  | 出品      | 6246.39 | 剧情、爱情、都市    | 梁胜权     | 张译、陈雨锶  |
| 《画眉》     | 2013.12.12 | 出品      | 8562.77 | 剧情、谍战、悬疑、民国 | 曾晓欣     | 李易峰、陈星旭、张馨予、肖央、段博文、董春辉、王大奇、于波、姜彤、范雷、淳于珊珊、章若楠、于震、杜源、章申、石兆琪、朱凌雾、汪影馨 |
| 《三大队》    | 2023.12.29 | 出品      | 9458.36 | 悬疑、动作、犯罪    | 邢健钧     | 白敬亭、丁勇岱、金晨、刘冠麟、刘钧、左小青、姜妍、胡可                                       |
| 《仙剑奇侠传4》 | 2024.1.17  | 出品      | 9570    | 古装、仙侠、言情    | 杨玄、黄堃   | 杨幂、白宇、王一楠、李解、李东恒、姜瑞佳、郭晓婷  |
| 《南来北往》   | 2024.2.6   | 联合出品    | 9732.32 | 年代、情感       | 郑晓龙、刘璋牧 | 成毅、张予曦、韩栋、宣璐、何晟铭、习雪、杨肸子、李俊逸、傅方俊等                                  |
| 《明天的少年》  | 2024.1.26  | 出品      | 6719.03 | 青春、喜剧       | 明焱      | 鞠婧祎、陈哲远、茅子俊、毛晓慧   |
| 《追风者》    | 2024.3.21  | 联合出品    | 5847.26 | 革命、历史       | 姚晓峰     | 陈星旭、张婧仪、林彦俊、陈欣予、蔡宇航   |
| 《谢谢你医生》  | 2022.11.4  | 出品      | 9731.33 | 医疗、情感       | 张睿、俞波   | 秦昊、李乃文、陈明昊、马吟吟  |
| 《沉香如屑》   | 2022.7.20  | 联合出品    | 9835.65 | 古装          | 郭虎、任海涛  | 曾舜晞、梁洁、樊治欣、刘洛汐、李九霖、李欣泽  |
| 《灿烂的季节》  | 2022.12.12 | 出品      | 7342.38 | 年代、情感       | 孟亮      | 彭小苒、刘学义、菅纫姿   |
| 《妈妈在等你》  | 2021.3.14  | 出品      | 4948.05 | 年代、亲情       | 孟亮      | 闫妮、王砚辉、张逸杰、翟潇闻、李春嫒、戴燕妮、秦牛正威、王子睿、刘恩尚、刘硕、李子璇、邓超元                    |
| 《号手就位》   | 2021.4.13  | 出品      | 9785.6  | 剧情、军旅       | 李路、张寒冰  | 王放、马藜、韩明霖、高洋、闻雨、高杨  |
| 《与君歌》    | 2021.8.8   | 出品      | 9645.5  | 古装、悬疑、爱情    | 刘国楠、赵立军 | 鲁诺、马藜、吴其江、邵伟桐、崔心心、辛雨锡、陶珞依   |
| 《雁归西窗月》  | 2021.5.20  | 出品      | 8836.92 | 古装、爱情       | 孙恺凯     | 吴宇恒、周彦辰、杨胖子   |
| 《亲爱的爸妈》  | 2021.8.10  | 报备机构    | 8550.42 | 剧情、家庭       | 史成业、王瑞新 | 佟梦实、王鹤润、刘潮、何瑞贤、何美璇、陈芋桦、蓉蓉、翁虹、邱心志、王咨越、颜景瑶、常媛、骏声、刘瑜峰                |
| 《一见倾心》   | 2021.11.9  | 制作、报备机构 | 9528.3  | 民国、言情       | 张谦      | 张天爱、盛一伦、关晓彤、郑伊健、吕佳容   |
| 《亲爱的孩子们》 | 2021.12.2  | 出品      | 7018.86 | 都市          | 孟亮      | 王一博、李沁、王阳、张天阳   |
| 《一念时光》   | 2021.12.30 | 出品      | 6640.56 | 都市、情感       | 任海曜、陈淑良 | 张延、宋佳伦  |

数据来源：公司公告、猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 万达电影2024参投电影数量增长，内容端持续做强



万达电影2024年参投电影较多，《抓娃娃》《默杀》等票房表现较好。公司2024年参投电影有13部，其中暑期档上映的《抓娃娃》和《默杀》票房分别为33.3亿和13.5亿。

表：万达2024年出品电影项目一览表

| 影片名称         | 上线时间       | 总票房  | 题材          | 导演      | 演职人员                           |
|--------------|------------|------|-------------|---------|--------------------------------|
| 《维和防暴队》      | 2024/5/1   | 5.1  | 动作/公安       | 李达超     | 黄景瑜、王一博、钟楚曦、欧豪、朱亚文、谷嘉诚、赵华为、木兰等 |
| 《穿过月亮的旅行》    | 2024/5/1   | 0.5  | 剧情/爱情       | 李蔚然     | 张子枫、胡先煦、仁科、长江、黄小蕾、赵小棠等         |
| 《斗破苍穹3：除恶》   | 2024/5/2   | 0.03 | 奇幻/冒险       | 赵小丁     | 马伯骞、李九霄、高曙光等                   |
| 《我才不要和你做朋友呢》 | 2024/6/8   | 2.0  | 剧情/喜剧       | 何念      | 庄达菲、陈昊宇、王皓、毕雯珺、贾冰等             |
| 《唤醒者》        | 2024/5/2   | 0.1  | 剧情          | 刘耿维     | 宣言、姜寒、杜雨宸等                     |
| 《默杀》         | 2024/7/3   | 13.5 | 犯罪/悬疑/剧情    | 柯汶利     | 王传君、张钧甯、吴镇宇、王圣迪、蔡明、金世杰等        |
| 《抓娃娃》        | 2024/7/16  | 33.3 | 喜剧/剧情       | 闫非、彭大魔  | 沈腾、马丽、史彭元、萨日娜、肖帛辰等             |
| 《异人之下》       | 2024/7/26  | 1.2  | 奇幻/动作/剧情    | 乌尔善     | 胡先煦、李宛妲、冯绍峰、乔振宇、宋宁峰、娜然等        |
| 《白蛇：浮生》      | 2024/8/10  | 4.3  | 喜剧/爱情/动画/奇幻 | 陈健喜、李佳锐 | 杨天翔、张喆、唐小喜等                    |
| 《出走的决心》      | 2024/9/15  | 1.2  | 剧情/家庭       | 尹丽川     | 咏梅、姜武、吴倩等                      |
| 《那个不为人知的故事》  | 2024/11/9  | 1.1  | 爱情/剧情       | 张岩      | 邱泽、郎月婷、李孝谦等                    |
| 《误杀3》        | 2024/12/28 | 7.5  | 犯罪/悬疑/剧情    | 甘剑宇     | 肖央、佟丽娅、段奕宏等                    |
| 《骗骗喜欢你》      | 2024/12/31 | 3.3  | 爱情/喜剧       | 苏彪      | 金晨、孙阳、李雪琴、王皓、王耀庆等              |

数据来源：公司公告、猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 万达电影2024年参投的电视剧《追风者》《四方馆》热度较高



万达电影2024年出品《追风者》《四方馆》《我的阿勒泰》等优质电视剧。公司2024年参投并已经播出的电视剧包括《追风者》、《四方馆》、《我的阿勒泰》等，全网累计播放分别为23.8、9.2、3.2亿次，说明公司具备持续打造精品电视剧的能力。

表：万达2024年参投电视剧项目一览表

| 电视剧名称    | 上线时间      | 参与方式 | 题材          | 导演      | 演职人员                                   | 全网累计播放(亿次) |
|----------|-----------|------|-------------|---------|--|------------|
| 《四方馆》    | 2024/8/23 | 出品   | 剧情/喜剧/古装    | 赵启辰     | 檀健次、周依然、杜淳                             | 9.15       |
| 《错位》     | 2024/7/11 | 联合出品 | 剧情/悬疑/犯罪    | 郭映嘉     | 马伊琍、佟大为、高至霆                            | 6.07       |
| 《我的阿勒泰》  | 2024/5/7  | 联合出品 | 生活/剧情/爱情    | 滕丛丛     | 马伊琍、周依然、于适、蒋奇明、闫佩伦、黄晓娟、阿力木江、阿丽玛、海拉提·哈木 | 3.23       |
| 《乘风踏浪》   | 2024/3/29 | 联合出品 | 电视剧/年代      | 张思麟     | 乔杉、杨子姗、刘佳                              | 3.39       |
| 《追风者》    | 2024/3/21 | 联合出品 | 动作/年代/谍战/剧情 | 姚晓峰     | 王一博、李沁、王阳、张天阳                          | 23.77      |
| 《唐人街探案2》 | 2024/2/29 | 联合出品 | 悬疑/剧情/犯罪    | 姚文逸、王天尉 | 邱泽、张艺上、熊黛林                             | 5.54       |

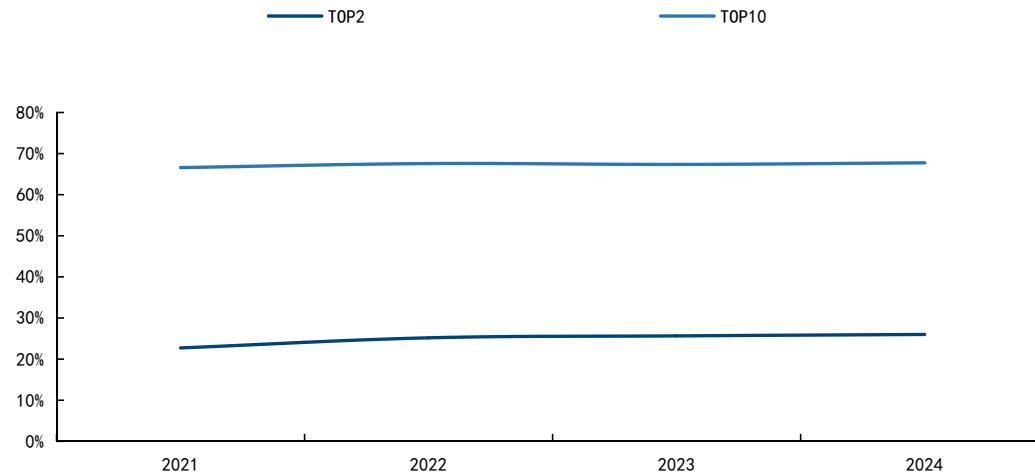
数据来源：公司公告、猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# 院线端市占率全国第一，仍有扩张空间

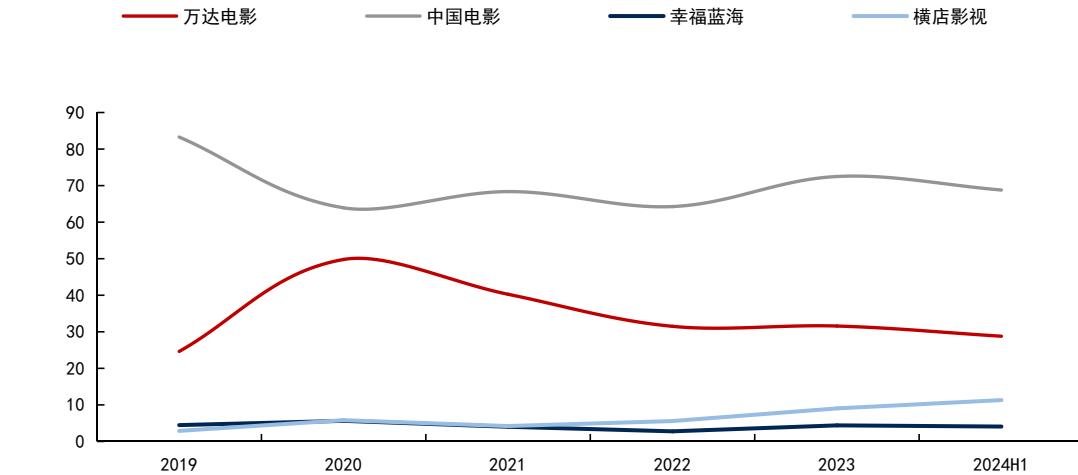


院线行业竞争加剧，中长期市场份额有望持续集中，万达现金准备充裕。院线行业竞争激烈，TOP10的市占率在60%~66%之间波动，市场份额逐渐向TOP2公司集中，从2021年的22%提升至2024年初的25%左右，其中万达院线的市占率在16%~17%位列全国第一。整体来看，院线行业的市场份额逐步向中小院线加速出清，万达在货币资金方面储备充足，截至2024年6月末公司货币资金余额28.8亿元，其中境外款项为6.9亿元、境内银行存款预计超过20亿元。

图：院线端历年头部公司市占率TOP2及TOP10情况



图：万达电影的货币资金十分充足，在行业内属于领先水平



资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 《唐探1900》已取得较好票房成绩，2025年内容端有望持续发力



《唐探1900》已取得较好票房成绩，内容端有望向上。1) 从已播出的影片来看，《唐探1900》、《熊出没·重启未来》截至2月14日的累计票房分别为30.92、7.05亿元，预计总票房为36.07、7.67亿元。2) 从片单来看，《长安的荔枝》、《蛮荒禁地》等热度较高，电影、电视剧项目较多，内容端在年内有望持续发力。

表：万达2025年电影、电视剧片单一览表(截至2025年2月14日)

| 电影         |           |      |             |        |              |        |
|------------|-----------|------|-------------|--------|--------------|--------|
| 影片名称       | 进度        | 参与方式 | 题材          | 导演     | 演职人员         | 猫眼想看人数 |
| 《熊出没·重启未来》 | 已上映       | 出品   | 动画/科幻/喜剧/爱情 | 林永长    | 张伟、熊大、张秉君    | -      |
| 《唐探1900》   | 已上映       | 出品   | 喜剧/动作/悬疑    | 陈思诚、戴墨 | 王宝强、刘昊然、周润发  | -      |
| 《长安的荔枝》    | 预计2025年上映 | 出品   | 剧情/古装/喜剧    | 大鹏     | 梁超、王雨甜、庄达菲   | 111406 |
| 《蛮荒禁地》     | 预计2025年上映 | 出品   | -           | 曹保平    | 易烊千玺等        | 17920  |
| 《有朵云像你》    | 预计2025年上映 | 出品   | 爱情/剧情/奇幻    | 姚婷婷    | 屈楚萧、王子文      | 14365  |
| 《奇遇》       | 预计2025年上映 | 出品   | 喜剧          | 马多     | 贾冰、王皓        | 4937   |
| 《西洋历险》     | 预计2025年上映 |      | 动作/冒险       | -      | -            | -      |
| 电视剧        |           |      |             |        |              |        |
| 电视剧名称      | 进度        | 参与方式 | 题材          | 导演     | 演职人员         | 猫眼想看人数 |
| 遇人不熟       | 预计2025年上线 | 联合出品 | 都市/奇幻       | 车亮逸    | 蔡文静、陈靖可、赵一博等 | -      |

数据来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

# AI技术进步，内容制作、发行业务有望持续降本增效



**AI技术进步，公司的内容、游戏发行业务有望持续降本增效，长期有望实现电影制作流程的标准化。** 1) 公司目前电影制作成本较高，AI技术已为内容制作带来投入成本及制作周期等多方面的降本增效，提升了电影的质量及叙事能力。AI作品的制作将会形成标准化及流程化，未来有很多具备内容原创能力的人及公司可以借助AI，在更短时间和低成本内制作出高质量作品；2) 公司的子公司互爱互动在游戏的发行环节使用AI工具制作素材进行投放，提高出片成功率，实现降本增效。

图：AI在影视领域的应用



资料来源：搜狐，国信证券经济研究所整理

图：万达电影表示已用AI进行游戏宣传材料制作



资料来源：界面新闻，国信证券经济研究所整理

# IP衍生品助力影院渠道多元变现



春节期间万达影院《哪吒》周边销售火爆，初步印证IP衍生品对院线坪效的推动作用。万达影院销售的《哪吒》衍生品主要有爆米花桶、可乐杯、钥匙扣、发箍、卡片、杯子、盲盒、哪吒和敖丙套盒等，销售情况火爆。春节期间多家影院表示，《哪吒》周边产品在初一、初四已经全部售空。此外，一些商家在电商平台已开启影院正版周边预售，单款3天加购人数超过3000人，商品为预售，发货周期为15~30天左右。

图：万达影院销售《哪吒》爆米花桶、饮料等



图：哪吒爆米花桶



哪吒之魔童闹海爆米花桶  
玩偶水杯电影周边太乙真

¥39.9 1万+人看过

每300减40 分期免息 12期

本月上新6件 加贝贝玩具店 >

哪吒之魔童闹海电影院周  
边玩偶

品牌新客补贴，当日有效

¥39.9 首单价 10万+人看过

首单直降2元 每300减40

资料来源：界面新闻，国信证券经济研究所整理

资料来源：搜狐，国信证券经济研究所整理



## 5. 盈利预测

## 盈利预测假设

公司的业务主要由观影收入、广告、餐饮、电影制作、电视剧制作、游戏发行和其他业务构成。分业务来看收入和毛利率：

1) 观影业务：行业层面，2024年国内电影票房425亿，同比下滑23%；2025年《哪吒2》上映火爆印证了头部影片对观影需求的拉动，2025~2026年国内和进口影片内容储备丰富，行业票房有望达到550/570亿元左右。公司层面，近年院线端市占率在15%~20%左右，假设2024~2026年市占率在17%~19%的水平，那么2024~2026年观影收入分别为65.7/95.4/98.3亿元，分别同比-22.2%/+45.3%/+3.0%。

毛利率方面，由于院线的固定成本较高，2024年收入下滑幅度较大毛利率预计为-5.6%左右；2025~2026年票房恢复，票房和租金分账成本增加但固定成本维持不变，预计毛利率分别为8.3%/9.2%。

2) 影院广告：影院广告业务与宏观经济环境、观影人次相关性较高，2024年广告收入受到宏观环境冲击、2025~2026年预计随着经济和电影行业票房改善有所恢复，预计2024~2026年收入分别同比-20%/+50%/+5%。毛利率方面，广告的营业成本相对较低，预计2024~2026年毛利率分别为50%/55%/55%。

3) 商品餐饮：商品餐饮收入与观影人次关联性较高，预计影院广告业务2024~2026年收入增速与观影业务相同，分别同比-22.2%/45.3%/3.0%。毛利率方面，商品餐饮的毛利率近年基本维持在60%以上，预计2024~2026年毛利率均为64.2%。

4) 游戏发行：游戏出海近年景气度较高，新管理层将对游戏业务加大投入、2024上半年收入同比增长100%，预计2024~2026年收入增速分别为100%/80%/20%。毛利率方面，游戏发行的毛利率近年稳定在60%左右，预计2024~2026年毛利率为58%~60%。

综合来看，预计公司2024~2026年收入分别为122.1/172.7/180.7亿元，分别同比-16.5%/+41.5%/+4.7%；毛利率分别为23.8%/31.3%/31.6%。

## 盈利预测假设

### 费用率假设：

- 1) 销售费用：公司的销售费用主要由印刷及广告促销费、职工薪酬、清洁保安费构成，刚性费用较多，2024年票房下滑预计销售费用率上升至6.3%左右，2025-2026年销售费用率预计恢复到5.5%左右的水平。
- 2) 管理费用：公司的管理费用中占比较高的是管理人员工资，2024上半年公司人员有一定优化，预计2024年管理费用金额下降至11.0亿元左右、管理费用率约为9.0%，2025-2026年预计管理费用金额恢复增长、管理费用率在7.5%左右的水平。
- 3) 研发费用：公司的研发费用占比较小，历年来占比不足1%，我们预计公司2024~2026年研发费用率为0.3%/0.3%/0.3%。
- 4) 财务费用：公司的财务费用主要是利息费用，预计未来财务费用金额基本稳定在7~8亿元左右，预计2024~2026年财务费用率为6.4%/4.5%/4.1%。

**资产减值假设：**由于2024年影视行业复苏不达预期，据业绩公告，公司计提减值准备为7~8亿元；预计2025-2026年电影行业内容供给修复、行业票房预计恢复增长，资产减值在-0.5~0.5亿元之间。

**子公司利润情况说明：**公司的主要海外子公司为HG Holdco，主要负责澳洲Hoyts院线的运营，该子公司收入规模在25~30亿元左右，除疫情期间净利率在9%~16%之间波动，与国内院线较为接近。

综上所述，我们预计公司2024~2026年归母净利润分别为-8.9/15.8/17.6亿元。

# 盈利预测



表：公司分产品收入增长、毛利率及费用率情况（单位：百万元、%）

| 收入             | 2019    | 2020    | 2021   | 2022     | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E |
|----------------|---------|---------|--------|----------|--------|--------|--------|-------|
| 分产品            |         |         |        |          |        |        |        |       |
| 观影收入           | 9122    | 3171    | 7075   | 5383     | 8445   | 6568   | 9543   | 9829  |
| 广告收入           | 1950    | 598     | 1055   | 1222     | 1324   | 1059   | 1589   | 1668  |
| 商品餐饮           | 1926    | 676     | 1503   | 1393     | 1944   | 1512   | 2197   | 2263  |
| 电影制作发行         | 894     | 457     | 965    | 380      | 334    | 267    | 374    | 430   |
| 电视剧制作发行        | 498     | 741     | 672    | 152      | 742    | 594    | 831    | 956   |
| 游戏发行           | 394     | 307     | 444    | 387      | 377    | 754    | 1281   | 1473  |
| 其他             | 651     | 347     | 777    | 779      | 1454   | 1454   | 1454   | 1454  |
| 总收入            | 15435   | 6295    | 12490  | 9695     | 14620  | 12207  | 17269  | 18073 |
| YoY            |         |         |        |          |        |        |        |       |
| 观影收入           | 0.6%    | -65.2%  | 123.1% | -23.9%   | 56.9%  | -22.2% | 45.3%  | 3.0%  |
| 广告收入           | -22.1%  | -69.3%  | 76.5%  | 15.8%    | 8.3%   | -20.0% | 50.0%  | 5.0%  |
| 商品餐饮           | 3.1%    | -64.9%  | 122.3% | -7.3%    | 39.6%  | -22.2% | 45.3%  | 3.0%  |
| 电影制作发行         | -22.0%  | -48.9%  | 111.3% | -60.6%   | -12.1% | -20.0% | 40.0%  | 15.0% |
| 电视剧制作发行        | 25.9%   | 48.8%   | -9.3%  | -77.4%   | 388.5% | -20.0% | 40.0%  | 15.0% |
| 游戏发行           | -45.1%  | -22.1%  | 44.6%  | -12.8%   | -2.6%  | 100.0% | 70.0%  | 15.0% |
| 其他             | 10.2%   | -46.8%  | 124.2% | 0.3%     | 86.6%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%  |
| 总收入            | -5.2%   | -59.2%  | 98.4%  | -22.4%   | 50.8%  | -16.5% | 41.5%  | 4.7%  |
| 毛利率            |         |         |        |          |        |        |        |       |
| 观影收入           | 6.6%    | -41.2%  | 4.9%   | -10.9%   | 4.3%   | -5.6%  | 8.3%   | 9.2%  |
| 广告收入           | 59.0%   | 10.5%   | 47.6%  | 38.7%    | 48.2%  | 50.0%  | 55.0%  | 55.0% |
| 商品、餐饮销售收入      | 63.3%   | 39.7%   | 63.5%  | 61.4%    | 64.2%  | 64.2%  | 64.2%  | 64.2% |
| 电影制作发行及相关业务收入  | 36.8%   | 17.3%   | 60.7%  | -4.9%    | 45.7%  | 20.0%  | 50.0%  | 50.0% |
| 电视剧制作发行及相关业务收入 | 41.5%   | -22.8%  | 23.8%  | -24.4%   | 19.2%  | 19.0%  | 20.0%  | 20.0% |
| 游戏发行及相关业务收入    | 49.4%   | 52.9%   | 51.4%  | 59.3%    | 58.0%  | 58.0%  | 60.0%  | 59.0% |
| 其他             | 82.4%   | 68.0%   | 79.4%  | 94.1%    | 88.3%  | 80.0%  | 80.0%  | 80.0% |
| 总毛利率           | -27.7%  | -81.7%  | -26.7% | -44.6%   | -27.6% | 23.8%  | 31.1%  | 31.6% |
| 各项费用           |         |         |        |          |        |        |        |       |
| 销售费用           | 970     | 567     | 1007   | 650      | 736    | 769    | 950    | 1001  |
| 管理费用           | 1280    | 898     | 1103   | 947      | 1136   | 1099   | 1295   | 1355  |
| 研发费用           | 26      | 25      | 27     | 30       | 31     | 37     | 52     | 54    |
| 财务费用           | 297     | 374     | 742    | 874      | 794    | 782    | 785    | 739   |
| 各项费用率          |         |         |        |          |        |        |        |       |
| 销售费用率          | 6.3%    | 9.0%    | 8.1%   | 6.7%     | 5.0%   | 6.3%   | 5.5%   | 5.5%  |
| 管理费用率          | 8.3%    | 14.3%   | 8.8%   | 9.8%     | 7.8%   | 9.0%   | 7.5%   | 7.5%  |
| 研发费用率          | 0.2%    | 0.4%    | 0.2%   | 0.3%     | 0.2%   | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%  |
| 财务费用率          | 1.9%    | 5.9%    | 5.9%   | 9.0%     | 5.4%   | 6.4%   | 4.5%   | 4.1%  |
| 净利润            |         |         |        |          |        |        |        |       |
| 归母净利润          | -4729   | -6669   | 106    | -1923    | 912    | -890   | 1578   | 1762  |
| YoY            | -465.2% | 41.0%   | 101.6% | -1908.5% | 147.4% | --     | 277.3% | 11.7% |
| 归母净利率          | -30.6%  | -105.9% | 0.9%   | -19.8%   | 6.2%   | -7.3%  | 9.1%   | 9.7%  |

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理、预测、假设

# 估值与投资建议



绝对估值：15.0-16.5元

表：公司盈利预测假设条件（%）

|             | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E  | 2026E  |
|-------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入增长率     | -22.38% | 50.79%  | -16.50% | 41.46% | 4.66%  |
| 营业成本/营业收入   | 83.00%  | 72.31%  | 76.25%  | 68.95% | 68.39% |
| 管理费用/营业收入   | 9.77%   | 7.77%   | 9.00%   | 7.50%  | 7.55%  |
| 销售费用/销售收入   | 6.70%   | 5.03%   | 6.30%   | 5.50%  | 5.54%  |
| 营业税及附加/营业收入 | 2.60%   | 1.50%   | 2.00%   | 2.00%  | 2.00%  |
| 所得税税率       | -7.24%  | -13.02% | -10.00% | 15.00% | 15.00% |
| 股利分配比率      | -44.89% | 93.07%  | 18.00%  | 18.00% | 18.00% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表：资本成本假设

|              |       |             |        |
|--------------|-------|-------------|--------|
| 无杠杆Beta      | 1.12  | T           | 15.00% |
| 无风险利率        | 2.50% | Ka          | 9.00%  |
| 股票风险溢价       | 5.80% | 有杠杆Beta     | 1.35   |
| 公司股价（元）      | 11.64 | Ke          | 10.33% |
| 发行在外股数（百万）   | 2179  | E/(D+E)     | 80.53% |
| 股票市值(E, 百万元) | 24649 | D/(D+E)     | 19.47% |
| 债务总额(D, 百万元) | 13645 | WACC        | 9.20%  |
| Kd           | 5.30% | 永续增长率（10年后） | 2.0%   |

资料来源：国信证券经济研究所假设

# 估值与投资建议

绝对估值：14.8-17.1元

表：FCFF估值表

|                | 2024E     | 2025E   | 2026E   |
|----------------|-----------|---------|---------|
| EBIT           | 694.7     | 2,664.0 | 2,884.9 |
| 所得税税率          | -10.00%   | 15.00%  | 15.00%  |
| EBIT*(1-所得税税率) | 764.2     | 2,264.4 | 2,452.2 |
| 折旧与摊销          | 847.8     | 949.9   | 1,047.9 |
| 营运资金的净变动       | (1,738.0) | 32.9    | (366.1) |
| 资本性投资          | (589.8)   | (589.8) | (589.8) |
| FCFF           | (715.8)   | 2,657.4 | 2,544.1 |
| PV(FCFF)       | (655.6)   | 2,228.7 | 1,953.9 |
| 核心企业价值（人民币百万元） | 40,728.5  |         |         |
| 减：净债务          | 6,110.4   |         |         |
| 股票价值（人民币百万元）   | 34,618.1  |         |         |
| 每股价值（港元）       | 15.88     |         |         |

资料来源：国信证券经济研究所预测

表：盈利预测的敏感性分析（元）

| 折现率变化   |      | 8.7%  | 8.9%  | 9.20% | 9.4%  | 9.7%  |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 永续增长率变化 | 2.8% | 19.17 | 18.18 | 17.27 | 16.43 | 15.65 |
|         | 2.5% | 18.56 | 17.63 | 16.77 | 15.98 | 15.24 |
|         | 2.3% | 18.00 | 17.13 | 16.31 | 15.56 | 14.85 |
|         | 2.0% | 17.49 | 16.66 | 15.88 | 15.17 | 14.49 |
|         | 1.8% | 17.01 | 16.22 | 15.49 | 14.80 | 14.16 |
|         | 1.5% | 16.56 | 15.81 | 15.11 | 14.46 | 13.84 |
|         | 1.3% | 16.15 | 15.43 | 14.76 | 14.13 | 13.55 |

资料来源：国信证券经济研究所分析



# 估值与投资建议



相对估值：15.2-15.9元

公司的主要同类公司有：中国电影、上海电影、横店影视、光线传媒。中国电影、上海电影、横店影视的主营业务为电影的内容制作、发行和放映，与公司的业务布局较为相似；光线传媒的业务主要为内容制作，与公司的电影及电视剧投资业务类似。

考虑到公司具备院线、内容制作等全产业链布局，竞争力较强，儒意入主叠加行业复苏有望实现快速增长，给予2025年21-22倍的估值较为合理，对应股价区间为15.2-15.9元。

表：可比公司估值及成长性对比

| 公司<br>代码  | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 昨收盘<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS<br>2024E | EPS<br>2025E | PE<br>2024E | PE<br>2025E | g<br>24E~25E |
|-----------|----------|----------|------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|
| 002739.SZ | 万达电影     | 优于大市     | 11.64      | 244         | 0.08         | 0.55         | 137         | 21          | 544%         |
| 600977.SH | 中国电影     | 无评级      | 10.8       | 202         | 0.16         | 0.33         | 67          | 32          | 107%         |
| 601595.SH | 上海电影     | 无评级      | 27.56      | 124         | 0.30         | 0.57         | 92          | 48          | 92%          |
| 603103.SH | 横店影视     | 无评级      | 13.17      | 84          | (0.15)       | 0.36         | (88)        | 36          | 343%         |
| 300251.SZ | 光线传媒     | 优于大市     | 21.41      | 628         | 0.17         | 0.41         | 124         | 53          | 135%         |

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司估值均来自wind一致预期；横店影视2024年报已公布，其余公司均未公布2024年报

# 估值与投资建议



| 资产负债表（百万元）            | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 利润表（百万元）          | 2022          | 2023        | 2024E         | 2025E        | 2026E        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|-------------|---------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物              | 3150         | 3158         | 3100         | 3187         | 4777         | 营业收入              | 9695          | 14620       | 12207         | 17269        | 18073        |
| 应收款项                  | 1627         | 1985         | 2676         | 2839         | 2971         | 营业成本              | 8047          | 10571       | 9308          | 11906        | 12359        |
| 存货净额                  | 1725         | 1494         | 2160         | 2178         | 2249         | 营业税金及附加           | 253           | 219         | 244           | 345          | 361          |
| 其他流动资产                | 1595         | 942          | 1953         | 2245         | 2350         | 销售费用              | 650           | 736         | 769           | 950          | 1001         |
| <b>流动资产合计</b>         | <b>8097</b>  | <b>7579</b>  | <b>9889</b>  | <b>10449</b> | <b>12347</b> | 管理费用              | 1055          | 1224        | 1155          | 1352         | 1412         |
| 固定资产                  | 2355         | 1992         | 1180         | 954          | 616          | 研发费用              | 30            | 31          | 37            | 52           | 54           |
| 无形资产及其他               | 848          | 847          | 791          | 734          | 678          | 财务费用              | 874           | 794         | 782           | 785          | 739          |
| 投资性房地产                | 15330        | 14660        | 14660        | 14660        | 14660        | 投资收益              | 4             | 15          | 0             | 0            | 0            |
| 长期股权投资                | 76           | 47           | 49           | 51           | 53           | 资产减值及公允价值变动       | 399           | 273         | (740)         | 40           | (5)          |
| <b>资产总计</b>           | <b>26707</b> | <b>25125</b> | <b>26568</b> | <b>26848</b> | <b>28354</b> | 其他收入              | (988)         | (517)       | (37)          | (52)         | (54)         |
| 短期借款及交易性金融负债          | 4611         | 2410         | 4004         | 2400         | 2400         | 营业利润              | (1767)        | 845         | (827)         | 1919         | 2141         |
| 应付款项                  | 1287         | 1424         | 1920         | 2023         | 2089         | 营业外净收支            | (59)          | (20)        | 0             | (8)          | (7)          |
| 其他流动负债                | 3587         | 3538         | 3720         | 4081         | 3944         | <b>利润总额</b>       | <b>(1826)</b> | <b>825</b>  | <b>(827)</b>  | <b>1911</b>  | <b>2134</b>  |
| <b>流动负债合计</b>         | <b>9485</b>  | <b>7371</b>  | <b>9644</b>  | <b>8503</b>  | <b>8433</b>  | 所得税费用             | 132           | (107)       | 83            | 287          | 320          |
| 长期借款及应付债券             | 2221         | 2156         | 2156         | 2156         | 2156         | 少数股东损益            | (35)          | 20          | (20)          | 47           | 52           |
| 其他长期负债                | 7784         | 7423         | 7503         | 7583         | 7663         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>(1923)</b> | <b>912</b>  | <b>(890)</b>  | <b>1578</b>  | <b>1762</b>  |
| <b>长期负债合计</b>         | <b>10005</b> | <b>9579</b>  | <b>9659</b>  | <b>9739</b>  | <b>9819</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2022</b>   | <b>2023</b> | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |
| <b>负债合计</b>           | <b>19490</b> | <b>16950</b> | <b>19303</b> | <b>18243</b> | <b>18252</b> | <b>净利润</b>        | <b>(1923)</b> | <b>912</b>  | <b>(890)</b>  | <b>1578</b>  | <b>1762</b>  |
| 少数股东权益                | 120          | 145          | 125          | 172          | 224          | 资产减值准备            | 378           | (126)       | (129)         | (38)         | (69)         |
| 股东权益                  | 7097         | 8030         | 7140         | 8434         | 9878         | 折旧摊销              | 1191          | 1256        | 848           | 950          | 1048         |
| <b>负债和股东权益总计</b>      | <b>26707</b> | <b>25125</b> | <b>26568</b> | <b>26848</b> | <b>28354</b> | 公允价值变动损失          | (399)         | (273)       | 740           | (40)         | 5            |
| <b>关键财务与估值指标</b>      | <b>2022</b>  | <b>2023</b>  | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 财务费用              | 874           | 794         | 782           | 785          | 739          |
| 每股收益                  | -0.88        | 0.42         | -0.41        | 0.72         | 0.81         | 营运资本变动            | 733           | 797         | (1738)        | 33           | (367)        |
| 每股红利                  | 0.40         | 0.39         | 0.00         | 0.13         | 0.15         | 其它                | (429)         | 128         | 109           | 84           | 121          |
| 每股净资产                 | 3.26         | 3.68         | 3.28         | 3.87         | 4.53         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(448)</b>  | <b>2694</b> | <b>(1060)</b> | <b>2567</b>  | <b>2499</b>  |
| ROIC                  | -8.04%       | 9.59%        | 0%           | 12%          | 14%          | 资本开支              | 0             | (951)       | (590)         | (590)        | (590)        |
| ROE                   | -27.09%      | 11.36%       | -12%         | 19%          | 18%          | 其它投资现金流           | 0             | 0           | 0             | 0            | 0            |
| 毛利率                   | 17%          | 28%          | 24%          | 31%          | 32%          | 投资活动现金流           | (2)           | (923)       | (592)         | (592)        | (592)        |
| EBIT Margin           | -3%          | 13%          | 6%           | 15%          | 16%          | 权益性融资             | 31            | 0           | 0             | 0            | 0            |
| EBITDA Margin         | 9%           | 21%          | 13%          | 21%          | 22%          | 负债净变化             | 65            | (65)        | 0             | 0            | 0            |
| 收入增长                  | -22%         | 51%          | -17%         | 41%          | 5%           | 支付股利、利息           | (863)         | (849)       | 0             | (284)        | (317)        |
| 净利润增长率                | -1908%       | -147%        | --           | -277%        | 12%          | 其它融资现金流           | 1138          | 64          | 1594          | (1604)       | 0            |
| 资产负债率                 | 73%          | 68%          | 73%          | 69%          | 65%          | <b>融资活动现金流</b>    | (427)         | (1763)      | 1594          | (1888)       | (317)        |
| 息率                    | 3.4%         | 3.4%         | 0.0%         | 1.1%         | 1.3%         | 现金净变动             | (877)         | 8           | (58)          | 87           | 1590         |
| P/E                   | -13.1        | 27.6         | -28.3        | 15.9         | 14.3         | 货币资金的期初余额         | 4027          | 3150        | 3158          | 3100         | 3187         |
| P/B                   | 3.5          | 3.1          | 3.5          | 3.0          | 2.5          | 货币资金的期末余额         | 3150          | 3158        | 3100          | 3187         | 4777         |
| EV/EBITDA             | 52.3         | 13.6         | 28.8         | 12.0         | 11.0         | 企业自由现金流           | 0             | 3179        | (716)         | 2657         | 2543         |
| 资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 |              |              |              |              |              | 权益自由现金流           | 0             | 3178        | 18            | 386          | 1914         |

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

- 一、观影需求波动的风险。公司院线端经营杠杆较大，如果观影人次波动导致收入大幅下降，对利润将产生较大的影响。
- 二、优质影片供应不足的风险。2023-2024年电影备案数量较多、内容储备丰富，但优质影片较为稀缺，如果接下来的重要档期缺乏优质国产、进口电影，将对电影市场整体票房收入产生较为负面的影响。
- 三、监管风险。电影的制片、发行、放映工作受到国家广播电影电视总局（简称“广电总局”）的监管，如果监管趋严，将对电影的上映、盈利、供给造成负面影响。
- 四、商誉减值风险。公司历史上曾有多轮并购，商誉较高，从历史上来看商誉减值曾影响业绩。截至2024年三季度末，公司商誉为43.7亿元，仍有一定的商誉减值风险。
- 五、大股东减持风险。公司于2025年2月17日披露了《关于持股5%以上股东减持股份的预披露公告》，公司持股5%以上的股东莘县融智计划在公告披露之日起15个交易日后的3个月内通过集中竞价及大宗交易方式减持公司股份累计不超过6335.3万股，即不超过公司总股本的3.00%。大股东减持可能在短期内对公司股价造成一定波动。

## 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在15.2-15.9元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价5.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的中国电影、上海电影、横店影视、光线传媒的相对估值指标进行比较，选取了可比公司2025年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司经营管理明显向上，未来成长性强，给予公司25年21-22倍PE估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

## 盈利预测的风险

我们假设公司24-26年收入分别同比-16.5%/+41.5%/+4.7%，可能存在对观影人次及票价预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。

我们预计公司24-26年毛利率分别为23.8%/31.1%/31.6%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

## 经营风险

- 一、公司管理能力不足的风险：公司的新管理层于2024年1月入主万达，而公司的业务涉及院线运营、电影及电视剧制作、游戏发行等环节，业务规模较大，可能存在一定的管理能力不足的风险。
- 二、院线端扩张不及预期的风险：院线行业目前处于中小院线出清的整合期，公司目前在院线端的市占率维持第一、账面现金充足，有望并购一些中小院线，但收并购的不确定性较大，存在一定风险。
- 三、内容制作业务利润不及预期的风险：电影制作的收入和利润取决于票房。如果票房不及预期，将对公司的内容制作业务利润产生较大的不利影响。
- 四、行业竞争加剧的风险：国内电影行业竞争较为激烈，公司市场份额目前位列第一。如果行业竞争进一步加剧，公司的行业地位将受到挑战。

# 免责声明



## 国信证券投资评级

| 投资评级标准  | 类别     | 级别   | 说明                    |
|---|--------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|   |        | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|   |        | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|   |        | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|   | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|   |        | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|   |        | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上  |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046    总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032