

中国儒意 (00136.HK)

多元化业务结构优化效果显著，游戏及流媒体业务支撑下收入利润表现稳健

公司发布 2024 年度业绩，收入 36.71 亿元，同比增加 1.2%；经调整净利润 12.51 亿元，同比增加 120%。

□ 优化多元化业务结构，营收利润表现稳健。公司 2024 年实现收入 36.71 亿元，同比增加 1.2%，毛利率 52%，经调整净利润 12.51 亿元，同比增加 120%，调整前净亏损 1.91 亿元，主要来自 2021 年收购 Virtual Cinema 所发行认股权证行使带来的公允价值变动亏损。细分板块中，1) 内容制作收入 1.27 亿元，同比减少 94%；2) 线上流媒体及广告营销收入 15.16 亿元，主要来自旗下流媒体平台南瓜电影，同比增加 63%；3) 游戏收入 19.92 亿元，主要来自旗下景秀游戏，同比增长 346%；4) 货品销售 3633 万元，同比增长 17%。电影投资制作及发行板块方面，尽管市场环境严峻，公司投资的多部影片均收获了良好的市场反馈，2024 年投资主控的《逆行人生》、参与出品的《误杀 3》、《骗骗喜欢你》、与追光动画联合出品的动画 IP 电影《白蛇：浮生》以及由沈腾、马丽主演的爆笑喜剧《抓娃娃》均表现优秀。

□ 游戏研运一体化落地，优质 IP 生态驱动收入爆发增长。24 年 3 月公司旗下景秀游戏上线《仙境传说：爱如初见》后迅速登顶免费榜，首月流水突破 1 亿元；7 月上线《世界启元》，公测首日登顶 iOS 免费榜第一。公司依托 AIGC 技术布局影游联动，预计今年推出互动游戏《晨昏线》，以及与万达电影携手打造的互动影游《千万别打开那扇门》。公司与腾讯旗下光子工作室及育碧达成合作，基于育碧知名 IP 开发发行《魔法门之英雄无敌：领主争霸》，预计今年开启商业化测试。项目储备方面，公司持续布局 SLG 赛道，2 月上线《荒野国度》，储备《群星纪元》《偃武》《龙石战争》等多款游戏。此外，公司此前公告向主要股东腾讯附属公司收购永航科技 30% 股权，目标公司核心资产包括《QQ 炫舞》《QQ 炫舞 2》及《QQ 炫舞手游》等游戏，积累数亿注册用户，预计股权转让完成后，公司在游戏领域的战略运营经验将得到有效补充。

□ 积极拥抱 AI 浪潮，发力自制短剧开拓增量市场空间。2024 年公司以南瓜电影平台为依托，借助 AI 能力，进一步提升内容个性化推荐效果，打造优质观影体验，同时与多家国际头部制片公司合作，引进优质影视版权，与多家新媒体平台建立良好合作关系，打造行业领先的影视内容账号集群，合作达人覆盖 2 亿以上活跃用户。通过将长视频内容进行轻量化改编，借助算法推荐机制实现跨平台传播，获得版权授权收益，同时推动长视频内容触达更多用户，形成规模化流量入口，助力付费会员规模增长。

□ 维持“增持”投资评级。公司旗下影视制作业务坚持制作人中心制，持续产出优质内容，与万达电影强强联合协同效应可期，2024 年行业环境等因素影响下内容制作业务承压，但游戏业务起量迅速，线上流媒体收入贡献提升显著，预计新兴消费兴起趋势下影游联动 IP 变现空间广阔。我们持续看好公司内容产出及盈利能力，预计 2025-2027 年公司营业收入有望达到 48.7/61.1/70.3 亿元，经调整净利润有望达 15.5/18.2/21.2 亿元，对应 PE 为 22.1/18.8/16.2x，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：游戏项目进展不及预期、影视项目上线进展不及预期、竞争加剧。

增持（维持）

TMT 及中小盘/传媒
目标估值：NA
当前股价：2.1 港元

基础数据

总股本（百万股）	15483
香港股（百万股）	15483
总市值（十亿港元）	32.5
香港股市值（十亿港元）	32.5
每股净资产（港元）	1.1
ROE（TTM）	-1.2
资产负债率	24.6%
主要股东	Pumpkin Films Limited
主要股东持股比例	29.808%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-22	-6	10
相对表现	-3	8	-9

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《中国儒意（00136）—内容+流媒体+游戏多栖发展，影游联动空间广阔》2024-09-06

顾佳 S1090513030002
gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
刘晓珊 研究助理
liuxiaoshan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3627	3671	4865	6121	7025
同比增长	175%	1%	33%	26%	15%
经调整归母净利润(百万元)	569	1251	1545	1817	2115
同比增长	121%	120%	24%	18%	16%
每股收益(元)	0.05	0.09	0.10	0.12	0.14
PE	45.0	25.3	22.1	18.8	16.2
PB	2.3	1.9	2.0	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6694	11022	11627	13589	15492
现金及现金等价物	570	3494	1935	1618	1881
交易性金融资产	111	871	871	871	871
其他短期投资	1176	0	0	0	0
应收账款及票据	2417	2957	3918	4931	5659
其它应收款	1157	1888	2502	3148	3613
存货	3	3	4	5	6
其他流动资产	1260	1809	2397	3016	3462
非流动资产	9987	10648	10798	10948	11098
长期投资	3438	3151	3151	3151	3151
固定资产	44	92	242	392	542
无形资产	4984	5223	5223	5223	5223
其他	1521	2182	2182	2182	2182
资产总计	16681	21670	22426	24537	26590
流动负债	3421	4362	4080	4958	5590
应付账款	357	836	1155	1454	1669
应交税金	523	682	682	682	682
短期借款	109	1221	0	0	0
其他	2431	1623	2243	2822	3239
长期负债	2224	976	976	976	976
长期借款	1646	480	480	480	480
其他	578	496	496	496	496
负债合计	5645	5338	5056	5934	6566
股本	223	273	273	273	273
储备	10815	16072	17156	18450	19894
少数股东权益	(2)	(13)	(59)	(119)	(142)
归属于母公司所有者权益	11038	16345	17429	18723	20167
负债及权益合计	16681	21670	22426	24537	26590

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	543				
净利润	690				
折旧与摊销	2002				
营运资本变动	(1693)				
其他非现金调整	(455)				
投资活动现金流	(3337)				
资本性支出	(60)				
出售资产获得的现金	0				
投资增减	2868				
其它	(1050)				
筹资活动现金流	2171				
债务增减	(145)				
股本增减	2314				
股利支付	0				
其它筹资	1				
其它调整	0				
现金净增加额	(620)	2924	(1559)	(317)	263

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	3627	3671	4865	6121	7025
主营收入	3627	3671	4865	6121	7025
营业成本	2466	1760	2432	3061	3513
毛利	1161	1911	2432	3061	3513
营业支出	318	490	730	918	1054
营业利润	843	1421	1703	2142	2459
利息支出	98	104	105	105	105
利息收入	93	110	110	110	110
权益性投资损益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他非经营性损益	(183)	(1355)	(150)	(150)	(150)
非经常项目损益	321	0	0	0	0
除税前利润	976	72	1557	1997	2314
所得税	293	278	234	300	347
少数股东损益	(7)	(15)	(47)	(60)	(23)
归属普通股股东净利润	683	(191)	1370	1757	1990
经调整归母净利润	569	1251	1545	1817	2115
EPS(元)	0.05	0.09	0.10	0.12	0.14

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	175%	1%	33%	26%	15%
营业利润	-1753%	69%	20%	26%	15%
净利润	121%	120%	24%	18%	16%
获利能力					
毛利率	32.0%	52.1%	50.0%	50.0%	50.0%
净利率	18.8%	-5.2%	28.2%	28.7%	28.3%
ROE	6.2%	-1.2%	7.9%	9.4%	9.9%
ROIC	4.1%	-2.8%	7.9%	9.4%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	33.8%	24.6%	22.5%	24.2%	24.7%
净负债比率	10.5%	7.8%	2.1%	2.0%	1.8%
流动比率	2.0	2.5	2.8	2.7	2.8
速动比率	2.0	2.5	2.8	2.7	2.8
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	1269.3	609.6	710.6	682.4	654.5
应收帐款周转率	1.5	0.9	0.9	0.8	0.8
应付帐款周转率	5.4	2.9	2.4	2.3	2.3
每股资料(元)					
每股收益	0.05	0.09	0.10	0.12	0.14
每股经营现金	0.05	0.00	0.02	0.03	0.07
每股净资产	0.95	1.14	1.13	1.21	1.30
每股股利	0.02	0.02	0.03	0.04	0.04
估值比率					
PE	45.0	25.3	22.1	18.8	16.2
PB	2.3	1.9	2.0	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券 注：公司 2024 年现金流量表暂未公布，表中数据以 NA 列示。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。