



中国儒意 (00136.HK)

增持 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

“内生+外延”驱动游戏增长，深耕

影视产业持续强化优势

投资逻辑

游戏：内生+外延协力，大股东腾讯赋能，高增可期。1) 22 年正式布局游戏业务，当年 1 月、次年 2 月与腾讯签订合作协议，腾讯赋能下，公司游戏业务快速成长。2) 24 年 7 月收购有爱互娱 100% 股权，其 21-22 年净利 289.1、442.9 万元，近 3 年业绩稳健，借此游戏业务上新台阶，并进入自研自发阶段，自研《红警：荣耀》拟今年全球上线测试；25 年 1 月公告称拟收购北京永航 30% 股权，其核心资产为长青游戏 QQ 炫舞系列，23 年净利润约 5.2 亿元，收购完成将增厚公司利润。3) 在营主力《仙境传说：爱如初见》《世界启元》《红警 OL》表现稳健，25 年已上线《荒野国度》《群星纪元》，并储备多款 SLG、IP 改编游戏，游戏业务有望继续增长。

流媒体：聚焦垂类内容，与万达电影内容、线下影城高度协同。1) 流媒体平台南瓜电影聚焦电影电视剧，与大股东腾讯、多家国际头部制片公司合作，引进优质版权，主要通过会员服务、版权转售多元变现，重视新媒体宣发矩阵，获得版权收益的同时为平台引流，24 年线上流媒体及广告营销收入 15.2 亿/同增 62.8%。2) 23 年 12 月投资万达电影，二者已共同投资《抓娃娃》《唐探 1900》等内容；万达票房市占率 15%+，多年行业第一，优质的线下影城渠道及内容制作能力与公司影视布局协同，有望强化公司优势和行业地位。

影视剧制作：善于发现市场需求及新生代潜力，储备丰富。1) 公司深耕十余年，采取制片人中心制，工业化制片经验丰富，重视通过互联网数据分析市场需求，基于互联网推广，从选题、营销等方面满足市场需求，第一部电影《致我们终将逝去的青春》13 年上映，为当年票房第二；敢于启用新生代，公司参与影片约 50% 为导演所执导影片的前 3 部（统计猫眼专业版显示公司排名出品方前 5 的影片）。2) 25 年投资影片《唐探 1900》《熊出没·重启未来》已上映，《人生开门红》《长安的荔枝》定档 25 年五一、暑期，《聊斋：兰若寺》等影片、《遇人不熟》等剧集有望年内播出。

盈利预测、估值和评级

预计 25-27 归母净利 15.8/18.3/21.0 亿，PE 为 18/16/14X，给予 25 年 PE 21X，目标价 2.30 港元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

内容上线节奏、表现、分成比例不及预期，行业竞争加剧，金融资产公允价值波动，坏账风险，关联交易风险，行业监管风险。

海外和传媒互联网组

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

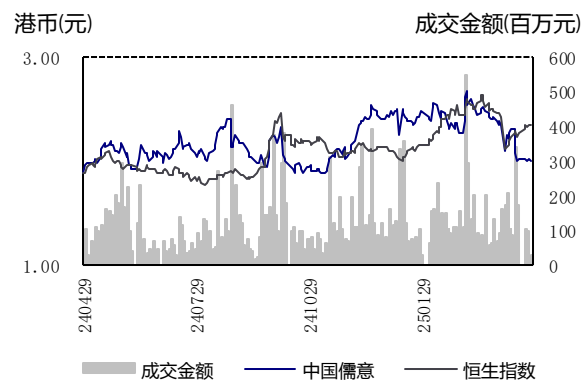
liyongjian@gjzq.com.cn

分析师：马晓婷 (执业 S1130524070006)

maxiaoting@gjzq.com.cn

市价 (港币)：2.010 元

目标价 (港币)：2.30 元



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,627	3,671	5,187	6,147	7,011
营业收入增长率	174.81%	1.20%	41.31%	18.51%	14.05%
归母净利润(百万元)	690	-191	1,578	1,830	2,099
归母净利润增长率	-12.64%	-127.62%	928.41%	15.97%	14.68%
摊薄每股收益(元)	0.04	-0.01	0.10	0.12	0.14
每股经营性现金流净额	0.05	0.04	0.04	0.07	0.12
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.25%	-1.17%	8.81%	9.27%	9.61%
P/E	36.15	-185.35	18.36	15.83	13.80
P/B	1.69	2.00	1.62	1.47	1.33

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、中国儒意：内生+外延协力，搭建影视剧制作+垂类流媒体平台+游戏三大业务板块.....	4
1.1 收入：影视剧制作随产品线波动，流媒体业务稳健增长，游戏通过内生+外延协力快速增长.....	5
1.2 盈利：经调整净利润快速增长，盈利水平稳步提升.....	6
二、影视剧：挖掘市场需求及新生代潜力，投资万达电影，形成线上线下分发渠道协同的布局.....	7
2.1 管理层深入影视剧产业，采用制片人中心制，挖掘市场需求及新生代潜力.....	7
2.2 南瓜电影专注垂类内容，挖掘版权商业价值，积极拥抱 AI 提高分发精准度、内容制作效率.....	10
2.3 大股东腾讯赋能，丰富内容版权库.....	11
2.4 投资万达电影，强化内容制作能力，布局线下影院提高内容分发优势.....	12
三、游戏：“内生+外延”驱动快速增长，产品储备丰富保障后续业绩.....	13
3.1 内生增长+大股东腾讯赋能+对外收购，游戏业务快速成长，从发行拓展为自研自发.....	13
3.2 产品储备丰富，保障后续增长.....	14
四、盈利预测.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议.....	18
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：公司发展历程：储备畅销书版权，出品电视剧→进军电影行业→搭建垂类流媒体平台→布局游戏业务.....	4
图表 2：内容制作收入波动相对较大：预计主要系影视剧上线节奏及表现影响.....	5
图表 3：线上流媒体及广告营销业务 24 年快速增长.....	5
图表 4：游戏业务收入快速增长.....	6
图表 5：收入结构：游戏业务占比显著提升.....	6
图表 6：内容成本、折旧及摊销为主要营业成本.....	6
图表 7：公司归母净利润及净利率变动：2021-24 年有所下滑，主要系非经影响较大.....	6
图表 8：经调整净利润规模扩大，净利率提高.....	7
图表 9：平均而言，公司每年出品 2-3 部电视剧、2-3 部电影，2023-24 年出品数量均呈现显著增长的态势..	8
图表 10：公司影视剧制作采取制片人中心制.....	8
图表 11：公司作为前五出品方参与的影片梳理：50%左右为导演所执导影片的前 3 部（按时间顺序）.....	8
图表 12：公司出品豆瓣评分 7.0 分以上的电视剧梳理：占出品电视剧数量的比例超 1/3.....	9
图表 13：片单梳理：《唐探 1900》等投资影片已于 2025 年上映，后续电影、电视剧储备丰富.....	9
图表 14：南瓜 VS 腾爱优芒首页：前者聚焦电影电视剧，后者内容生态更多元，除涵盖长视频外，还纳入中短视	



频、直播、游戏等内容.....	11
图表 15: 公司股权架构: 腾讯控股为公司第二大股东.....	12
图表 16: 投资万达电影后, 公司与其携手参与多部影视剧作品.....	12
图表 17: 从影投、院线 2 个口径看, 万达电影票房市占率多年保持第一, 且呈稳健提升态势.....	13
图表 18: 万达电影国内影院数量稳健提升.....	13
图表 19: 公司于游戏领域与大股东腾讯签订合作协议.....	13
图表 20: 儒意景秀发行游戏梳理: 发行→自研自发.....	14
图表 21: 北京永航业绩稳健, 公司收购其 30% 股权后, 利润将增厚.....	14
图表 22: 儒意景秀在营主力游戏产品整体表现稳健.....	15
图表 23: 近 3 年《红警 0L》iOS 游戏畅销榜排名基本在 TOP50-100 波动.....	15
图表 24: 近 3 年《QQ 炫舞手游》iOS 游戏畅销榜排名基本围绕 50 名左右波动.....	16
图表 25: 2025 年公司已发行 2 款游戏, 储备产品丰富.....	16
图表 26: 中国儒意收入拆分 (单位: 百万元)	17
图表 27: 公司期间费率预测.....	18
图表 28: 可比公司估值.....	18



一、中国儒意：内生+外延协力，搭建影视剧制作+垂类流媒体平台+游戏三大业务板块

经过内生增长+外延收并购，公司搭建影视+垂类流媒体+游戏的业务板块。我们按照业务拓展情况将公司发展历程划分为4段：

- 2009-2013：挖掘图书版权，出品多部电视剧，与辛夷坞等作家建立长期合作关系。1) 09年，儒意影业正式进入影视剧行业，当年公司董事长柯利明先生加盟儒意广告（儒意影业前身）后，其更名为北京儒意欣欣影业投资有限公司，主业由广告变为影视剧制作。09-13年，儒意影业策划出品《双城生活》《李春天的春天》等7部电视剧；同时储备《夏有乔木，雅望天堂》系列、《三生三世十里桃花》等畅销书版权。
- 2013-2015：进军电影行业，并初步设立垂类流媒体平台南瓜电影。13年，儒意影业出品策划的畅销书改编电影《致我们终将逝去的青春》上映，以7.2亿内地票房取得当年内地票房排行第二的成绩，成功进军电影行业，凭借该部电影，儒意影业2014年1-7月收入超3000万，净利润超过400万；13-15年，儒意影业策划出品了《老男孩之猛男过江》《小时代3》《唐人街探案》《小时代4》等影视剧作品，从电影剧本、主创人员来看，儒意影业是挖掘畅销书影视化价值及新生代力量的先行者。2015年，垂直类会员订阅制流媒体平台南瓜电影初步上线。

图表1：公司发展历程：储备畅销书版权，出品电视剧→进军电影行业→搭建垂类流媒体平台→布局游戏业务



来源：公司公告，国金证券研究所，注：2013、2014年1-7月数据为儒意影业收入，2017-2019年为内容制作及流媒体服务收入，2021-2024年为中国儒意总收入



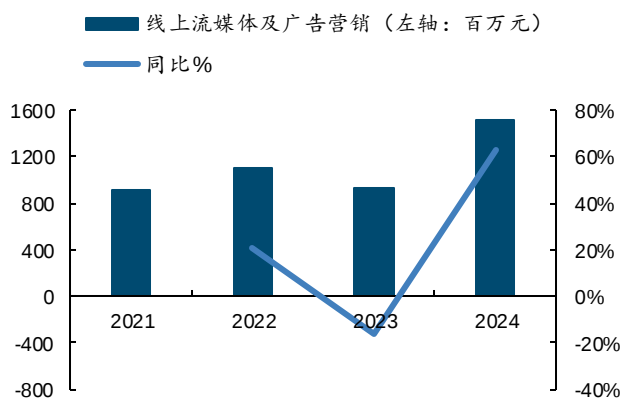
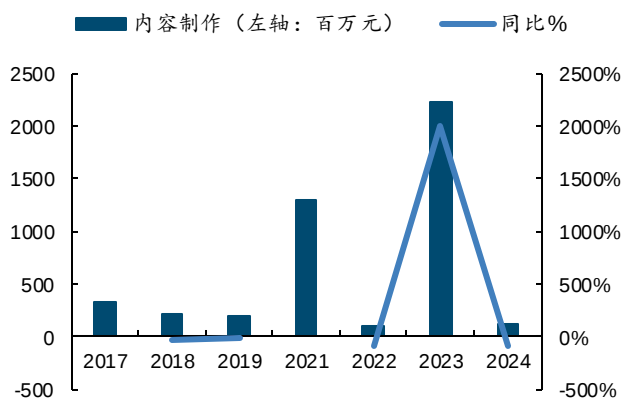
- 2015-2021：深化影视剧布局，影视剧制作、流媒体业务创收均取得较大幅度增长，并通过恒腾网络上市。1) 2015-21 年，儒意影业策划出品了《缝纫机乐队》《动物世界》《你好，李焕英》等电影、《北平无战事》《归去来》《老酒馆》《镜·双城》等电视剧，2017-21 年，南瓜电影注册会员数从 103.85 万增至 7084 万，付费订阅会员数从 27.247 万增至 2868 万。21 年公司内容制作及流媒体业务收入 22.15 亿元，净利润 6.97 亿元。2) 2021 年，恒腾网络收购 Virtual Cinema 附属公司（包括儒意影业及南瓜电影所营运者）全部股权，其中，恒腾网络原两大股东为腾讯集团和中国恒大。
- 2021 年至今：“内生+外延”驱动，深化影视剧产业布局，拓展游戏业务。1) 影视剧：持续产出内容，控股万达电影，布局电影线下分发渠道。①2021 年以来，公司出品策划了《你好，李焕英》《独行月球》《年会不能停》《抓娃娃》《白蛇：浮生》《唐探 1900》等电影；《我的人间烟火》《我的阿勒泰》《追风者》等电视剧；②2021 年，于影视剧领域与腾讯达成合作；③2023 年，12 月投资万达电影，形成“南瓜电影+万达院线”线上线下影视剧内容分发渠道的布局。2) 游戏：从发行逐步转向自研自发自发。①2022 年正式进军游戏业务，旗下游戏品牌景秀于 2022 年 5 月 16 日推出第一款游戏—三国策略卡牌手游《乱世逐鹿》，同年 7 月 26 日推出传奇 IP MMO《传奇天下》；2024 年发行《仙境传说：爱如初见》《世界启元》；②2022 上半年，全面启动与腾讯集团在游戏业务方面的合作；③2024 年 7 月，收购有爱互娱 100%股权，旗下《红色警戒 OL》为长青 SLG 项目，借助此项收购，儒意景秀正式开启自研自发自发阶段；④2025 年 1 月，公司公告称拟收购北京永航 30%股权，其核心产品为《QQ 炫舞》系列游戏。

1.1 收入：影视剧制作随产品线波动，流媒体业务稳健增长，游戏通过内生+外延协力快速增长

内容制作收入波动较大，主要系影视剧上线节奏及表现影响。2017-24 年，公司内容制作收入波动较大，其中 21 年为 12.96 亿元，收入较高主要系儒意影业牵头出品了《送你一朵小红花》《你好，李焕英》《拆弹专家 2》等多部电影及《霞光》《大宋宫词》2 部电视剧，其中，《你好，李焕英》累计票房超过 50 亿；22 年较低主要系公共卫生事件影响所致，23 年该业务收入达到 22.19 亿元的峰值，主要系公共卫生事件爆发期间，公司及时调整业务策略，加强内容储备，23 年电影行业供需双恢复的情况下，公司参与出品发行的影片数量同比大幅提升，累计实现票房 75.54 亿元人民币，主控电影《交换人生》《保你平安》《热烈》等均获得良好观众口碑，联合出品《消失的她》《年会不能停》等取得不错的票房成绩；出品的电视剧《情满九道湾》《我的人间烟火》也带来一定贡献。

图表2：内容制作收入波动相对较大：预计主要系影视剧
上线节奏及表现影响

图表3：线上流媒体及广告营销业务 24 年快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所，注：2020 年该项收入未单独披露，注：2017-2019 年根据收购 Virtual Cinema 的公告计算所得，内容制作收入=票房收入份
额+播出电视节目版权

来源：公司公告，国金证券研究所，注：2021 年该项业务单独披露为线上流媒体
业务

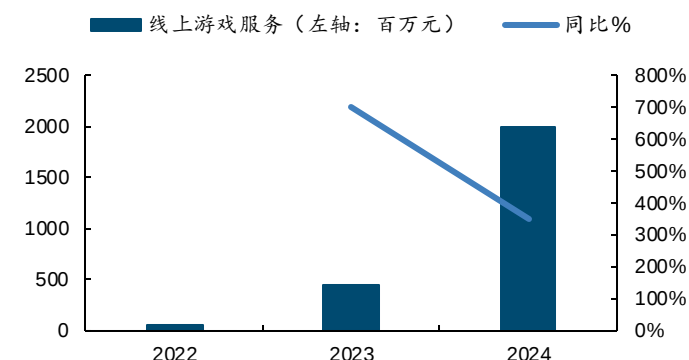
24 年线上流媒体及广告营销业务快速增长。2021-24 年该业务收入从 9.19 亿元增至 15.16 亿元，预计主要系公司旗下南瓜电影内容版权持续丰富，引进优质影视版权，并推动版权价值多元化变现，包括积极拓展新媒体宣发矩阵，与多家新媒体平台建立良好合作关系，打造影视内容账号集群，集群上的合作达人覆盖超过 2 亿以上活跃用户，获得版权收益的同时为南瓜电影引流。



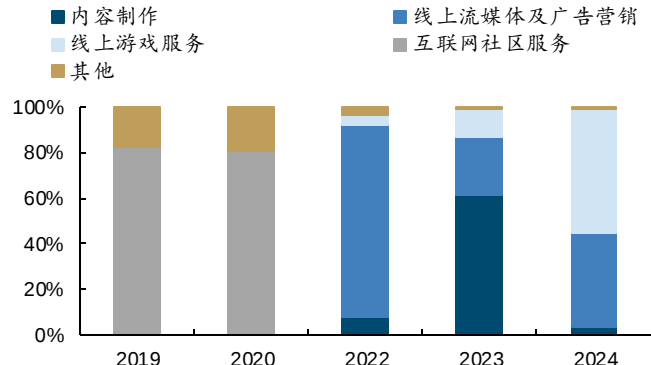
内生+外延协力，游戏业务从发行逐步拓展为自研自发，收入显著增长。2022 年公司旗下游戏厂牌景秀从游戏发行出发，进入游戏行业，当年发行《乱世逐鹿》《传奇天下》2 款游戏，收入 0.56 亿元，借助自身的团队扩张、与腾讯于游戏业务的合作、收购有爱互娱 100% 股权，游戏业务快速扩张，至 24 年，收入增至 19.9 亿元，占总营收比例升至 54.26%，当年成功发行《仙境传说：爱如初见》《世界启元》等游戏。

图表4：游戏业务收入快速增长

图表5：收入结构：游戏业务占比显著提升



来源：公司公告，国金证券研究所



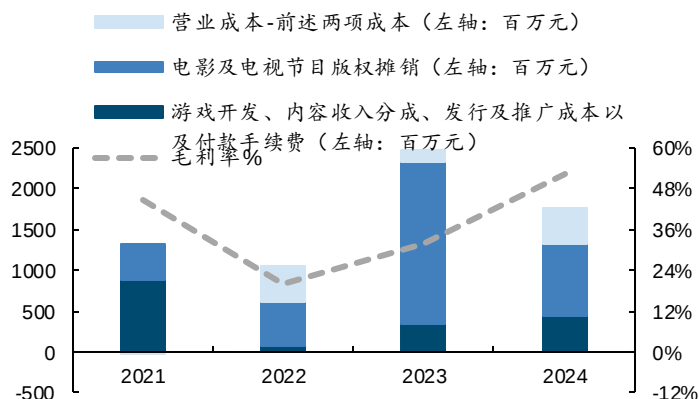
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 盈利：经调整净利润快速增长，盈利水平稳步提升

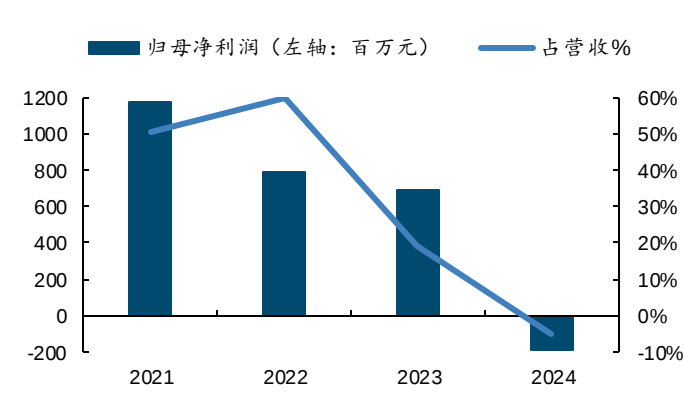
2022-24 年毛利率稳步提升。公司主营业务成本主要为内容成本、人工成本、折旧及摊销成本，2022-2024 年公司毛利率稳步从 19.8% 升至 52.0%，预计主要系毛利率波动相对较小的游戏业务收入占比提高，同时公司对于内容制作业务的成本控制更优所致。

图表6：内容成本、折旧及摊销为主要营业成本

图表7：公司归母净利润及净利率变动：2021-24 年有所下滑，主要系非经影响较大



来源：公司公告，国金证券研究所，注：营业成本-前述两项成本=营业成本-电影及电视节目版权摊销-游戏开发、内容收入分成、发行及推广成本及付款手续费



来源：公司公告，国金证券研究所

2021-24 年，公司归母净利润下滑，主要系非经影响；经调整净利润快速增长，盈利水平稳步提升。

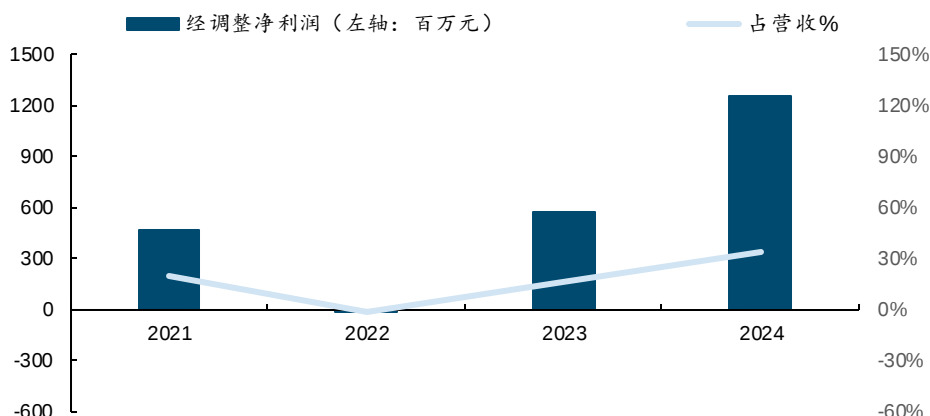
- 1) 21-24 年公司归母净利润从 11.75 亿元降至-1.91 亿元，占营收比从+50.70%降至-5.19%。主要系非经影响所致。根据公司财报，影响 21-24 年归母净利润的非经因素主要为股份薪酬、或然应付代价的公允价值变动、按公允价值计入损益的金融资产公允价值变动，其中：①或然应付代价的产生主要由于 2021 年公司收购 Virtual Cinema 全部已发行股份，收购代价除股份支付外，分三批认股权证支付，各批次认股权证行使条件分别为 2021、2022、2023 财政年度 Virtual Cinema 税后净利润等于或高于 4.0、5.0、6.0 亿元，其变动受股价波动、预期波幅、达成表现目标的加权概率共同影响，21-24 年或然应付代价公允价值变动对净利润的影响分别为+3.62、+9.89、-1.24、-11.21 亿元，其中 22 年主要由于公司股价下跌，23 年主要由于股价下跌及 Virtual Cinema 成功达成目标，24 年主要由于公司股价上升，截至 24 年底，或然应付代价为 0，预计后续对公司净利润不再造成影响。②根据公司 2024 年报，按公允价值计入损益



的金融资产主要包括上市股本证券投资、电影版权投资、非上市基金投资、非上市公司投资、非上市债券投资，其中 23 年公司通过与北京万达文化产业集团有限公司的股权订立股权转让协议，持有北京万达投资有限公司的 49% 的股份，造成当年按公允价值计入损益的金融资产，后续公允价值波动或将影响公司归母净利润。

- 2) 21-24 年，公司经调整净利润从 4.7 亿元增至 12.5 亿元，占营收比从 20.2% 增至 34.1%，整体呈稳步提升态势，与毛利率的波动态势一致。

图表8：经调整净利润规模扩大，净利率提高



来源：公司公告，国金证券研究所，注：经调整净利润=经调整净利润=税后净利润-以股份为基础的薪酬开支-或然应付代价的公允价值变动-推算利息开支-按公允价值计入损益的金融资产公允价值变动，21-22 年的数据为按此公式调整过的数据

二、影视剧：挖掘市场需求及新生代潜力，投资万达电影，形成线上线下分发渠道协同的布局

2.1 管理层深入影视剧产业，采用制片人中心制，挖掘市场需求及新生代潜力

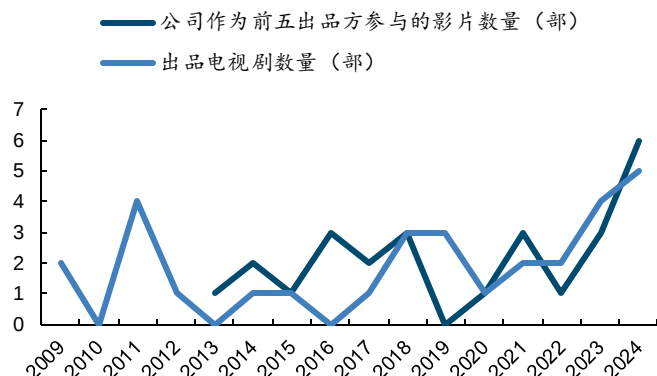
管理层深入影视剧产业，积累了行业 know-how。

- 1) 执行董事兼董事长柯利明先生 09 年入行，虽非科班出身，但参与多部影片、电视剧的制作，行业经验丰富。根据公司 2024 年报，柯利明先生 41 岁，05 年获得风险管理学士学位，06 年获得货币银行学硕士学位，曾在对冲基金管理公司任高级分析师；曾以投资者及制片人身份带领及投资《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》等电影及《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》等电视剧。
- 2) 公司前执行董事陈曦制片经验丰富。其毕业于中央戏剧学院，2015-24 年 1 月任公司执行董事、上海儒意影视制作有限公司总裁，现任万达电影董事长、总裁，具备多年投资经验且为资深制片人，投资制作多部成功电影，代表作品包括《人再囧途之泰囧》《煎饼侠》《唐人街探案》《缝纫机乐队》《你好，李焕英》等。

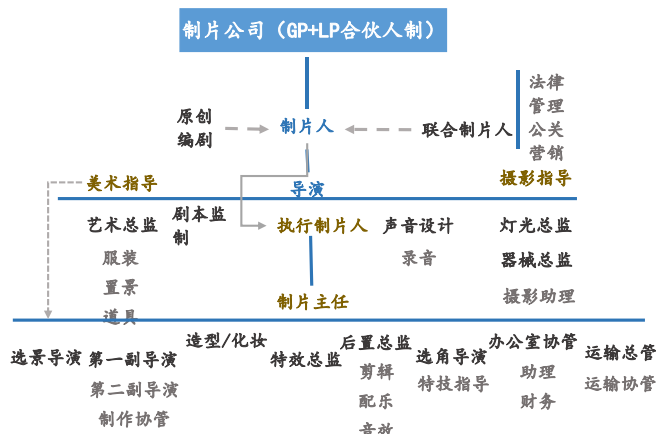
公司影视剧制作采用制片人中心制，工业化制片经验丰富。我们认为，制片人中心制相比导演中心制，更以市场需求为导向，商业化、工业化程度更高。制片人的职责包括前期剧本统筹、前期筹备、组建摄制组（包括演职人员以及摄制器材的合同签订）、摄制资金成本核算、财务审核；执行拍摄生产、后期制作；协助投资方国内外发行和国内外申报参奖等工作，是影视剧制作的核心人员之一，且承担较强的统筹责任。制片人中心制更易统筹整个剧组的工作，同时由于制片人承担成本核算的责任，制片人中心制更易控制成本。此外，自 2021 年通过恒腾网络上市以来，公司内容制作板块产能有所释放，2023-24 年投资影片及出品电视剧数量均显著增长。



图表9：平均而言，公司每年出品2-3部电视剧、2-3部电影，2023-24年出品数量均呈现显著增长的态势



图表10：公司影视剧制作采取制片人中心制



来源：猫眼专业版，公司公告，国金证券研究所

来源：知乎，国金证券研究所绘制

回顾公司制作影视剧，重视且擅长挖掘市场需求及新生代潜力。

- 1) 初进入影视行业时（09年推出第一部电视剧），由于受到资金等因素的限制，为减少资金压力、分散投资风险，同时整合多方的优势资源，所投拍的影视剧均采取了与他人联合拍摄的方式，并根据投资协议确定各方对影视剧作品收益的分配，具体分为立项拍摄（执行制片方）和联合拍摄（非执行制片方）两种形式。此时，公司在拍摄过程中多担任制片角色，积累了丰富的经验。
- 2) 内容为先，擅长挖掘市场需求。公司设立之初即定位精品内容，通过互联网数据分析把握观众关注的点，包括高收视率作品、畅销小说等，并基于互联网进行影视作品迅速推广，从题材选择、市场营销等方面契合、挖掘市场需求，为第一部爆款电影《致我们终将逝去的青春》的出现打下基础，后续公司也出品/制片了《唐人街探案》《缝纫机乐队》《你好，李焕英》《热辣滚烫》等高票房电影；以及《我的阿勒泰》《追风者》等爆款电视剧，公司出品的电视剧中，超过1/3豆瓣评分7.0分以上。
- 3) 挖掘新生代潜力。从公司作为排名前五出品方参与的影片看，50%左右的影片为导演所执导影片的前3部。其中《致我们终将逝去的青春》《你好，李焕英》等均为导演的首部执导作品，公司长期合作的肖央、大鹏等演职人员均是自其演艺生涯早期即开始合作。我们认为，新人演职人员的成本较低但经验较少，长期挖掘、启用需要较强的魄力和定力，内容质量、商业化价值的前期保障相对较少，但押宝成功后的回报也较大，影视剧行业源源不断有新人进入，秉持内容为先的基础上，拥抱新生代中长期能够持续保持活力。

图表11：公司作为前五出品方参与的影片梳理：50%左右为导演所执导影片的前3部（按时间顺序）

	上映时间	票房（亿元）	主创人员	导演的第几部执导影片 （不包括网络电影）
致我们终将逝去的青春	2013/4/26	7.19	赵又廷、韩庚、杨子姗等	1
老男孩猛龙过江	2014/7/10	2.08	肖央（导演）；肖央、王大利等	4
小时代3：刺金时代	2014/7/17	5.20	郭敬明（导演）；杨幂、郭采洁等	3
一个勺子	2015/11/20	0.22	陈建斌（导演）；陈建斌、蒋勤勤、王学兵等	1
致青春·原来你还在这里	2016/7/8	3.36	周拓如（导演）；刘亦菲、金世佳、李沁	2
夏有乔木 雅望天堂	2016/8/5	1.56	赵真奎（导演）；韩庚、卢杉、周元等	国内第一部
情圣	2016/12/30	6.57	宋晓飞、董旭（导演）；肖央、闫妮等	1
三生三世十里桃花	2017/8/3	5.35	赵小丁、安东尼·拉默里纳拉（导演）；刘亦菲、杨洋等	1
缝纫机乐队	2017/9/29	4.59	大鹏（导演）；大鹏、乔杉、古力娜扎等	2
动物世界	2018/6/29	5.09	韩延（导演）；李易峰、周冬雨等	12，其第2部票房破亿的影



上映时间	票房（亿元）	主创人员	导演的第几部执导影片 （不包括网络电影）
吉祥	2018/11/10	金马影展上映 大鹏（导演）；王吉祥、刘陆等	3
天气预爆	2018/12/21	1.23 肖央（导演）；肖央、杜鹃、常远	5
送你一朵小红花	2020/12/31	14.32 韩延（导演）；易烱千玺、刘浩存等	14
吉祥如意	2021/1/29	0.14 大鹏（导演）；王吉祥、大鹏、刘陆等	4
你好，李焕英	2021/2/12	54.13 贾玲（导演）；贾玲、张小斐等	1
了不起的老爸	2021/6/18	1.48 周青元（导演）；王砚辉、张宥浩等	国内第2部
独行月球	2022/7/29	31.03 张吃鱼（导演）；沈腾、马丽、常远	2
交换人生	2023/1/22	3.93 苏伦（导演）；雷佳音、张小斐、张宥浩等	3
保你平安	2023/3/10	7.00 大鹏（导演）；大鹏、李雪琴、尹正等	5
溫柔壳	2023/5/26	0.17 王沐（导演）；王子文、尹昉、咏梅等	1
第二十条	2024/2/10	24.29 张艺谋（导演）；雷佳音、马丽、赵丽颖等	-
我才不要和你做朋友呢	2024/6/8	2.04 何念（导演）；庄达菲、陈昊宇、王皓等	2
抓娃娃	2024/7/16	33.27 闫非、彭大魔（导演）；沈腾、马丽、史彭元等	4
逆行人生	2024/8/9	3.59 徐峥（导演）；史力嘉、徐峥、辛芷蕾等	6
误杀3	2024/12/28	9.33 甘剑宇（导演）；肖央、佟丽娅、段奕宏等	4
” 骗骗 “喜欢你	2024/12/31	4.45 苏彪（导演）；金晨、孙阳、李雪琴等	1
唐探 1900	2025/1/29	35.73 陈思诚、戴墨（导演）；王宝强、刘昊然等	8
热烈	2025/4/3	9.27 大鹏（导演）；黄渤、王一博、刘敏涛等	6

来源：猫眼专业版，国金证券研究所

图表12：公司出品豆瓣评分 7.0 分以上的电视剧梳理：占出品电视剧数量的比例超 1/3

	播出时间	豆瓣评分
相伴	2009/9/1	7.3
铁齿铜牙纪晓岚 4	2009/7/17	7.7
王海涛今年四十一	2010/4/21	7.3
李春天的春天	2011/7/20	8.4
前妻的车站	2011/4	7.2
北平无战事	2014/10/6	8.9
老酒馆	2019/8/26	7.0
星汉灿烂·月生沧海	2022/7/5	7.7
我的阿勒泰	2024/5/7	8.9
微暗之火	2024/4/27	7.1
追风者	2024/3/21	7.8

来源：猫眼专业版，豆瓣，公司公告，国金证券研究所整理

投资影片《唐探 1900》等已于 25 年上映，后续电影电视剧储备丰富，保障后续内容板块业绩。1)《热烈》2025 年 4 月 3 日重映，目前累计票房已超过 9 亿，《人生开门红》《长安的荔枝》已分别定档 2025 年五一档、暑期档；2) 2025 待播内容题材丰富，电影涵盖喜剧、科幻、爱情、动画等，电视剧涵盖爱情、现实主义、主旋律，结合主创人员、想看人数，关注《长安的荔枝》《聊斋兰若寺》等影片、《检察官与少年》《遇人不熟》《黑夜告白》等电视剧。

图表13：片单梳理：《唐探 1900》等投资影片已于 2025 年上映，后续电影、电视剧储备丰富

影视剧名称	上映时间	主创人员	题材	备注
电影 唐探 1900	2025 年 1 月 29 日	陈思诚、戴墨（导演）；王宝强、刘昊然、周润发等	喜剧、动作、悬疑	票房 35.86 亿



熊出没·重启未来	2025 年 1 月 29 日	林永长、瞿才佳 (导演)	动画、喜剧、科幻	票房 8.11 亿
热烈	2025 年 4 月 3 日重映	大鹏 (导演); 黄渤、王一博、刘敏涛等	青春、励志	票房 9 亿+
人生开门红	定档 2025 年 5 月 1 日	易小星 (导演); 常远、邓家佳、王耀庆	喜剧	想看人数 5.60 万
长安的荔枝	定档 2025 年 7 月 25 日	大鹏 (导演); 大鹏	古装、喜剧	想看人数 16.97 万
蜜荒禁地	预计 2025	曹保平 (导演); 易烊千玺	-	想看人数 3.22 万
聊斋: 兰若寺	预计 2025	崔月梅、刘源等 (导演)	动画、奇幻	想看人数 1.51 万
有朵云像你	预计 2025	姚婷婷 (导演); 屈楚萧、王子文	爱情、奇幻	想看人数 1.6 万
我们生活在南京	储备	路阳 (导演)、王红卫 (监制)、陈祉希 (总制片人)	科幻	同名小说改编
许我向你看	预计 2025	辛夷坞 (编剧, 原著作者)	爱情	爱奇艺独播, 改编自同名小说
遇人不熟	预计 2025	车逸亮 (导演); 蔡文静、陈靖可、赵一博	穿越、爱情	爱奇艺独播, 已杀青, 改编自小说《半熟》
叶问与李小龙	预计 2025	范小天 (导演); 元华、梁小龙、罗海琼	剧情, 传记	-
检察官与少年	预计 2025	滕华涛、刘大年 (导演); 张小斐、陈若轩、余嘉诚	聚焦检察工作	爱奇艺独播
黑夜告白	储备	王之 (导演); 潘粤明、王鹤棣 (双男主)、任敏	现实主义刑侦悬疑	-
万古最强宗	储备	程浩 (导演); 彭昱畅、万鹏、陈鹤一	古装仙侠喜剧	网络剧
古装玄幻剧集《大道朝天》等进入筹备阶段。				

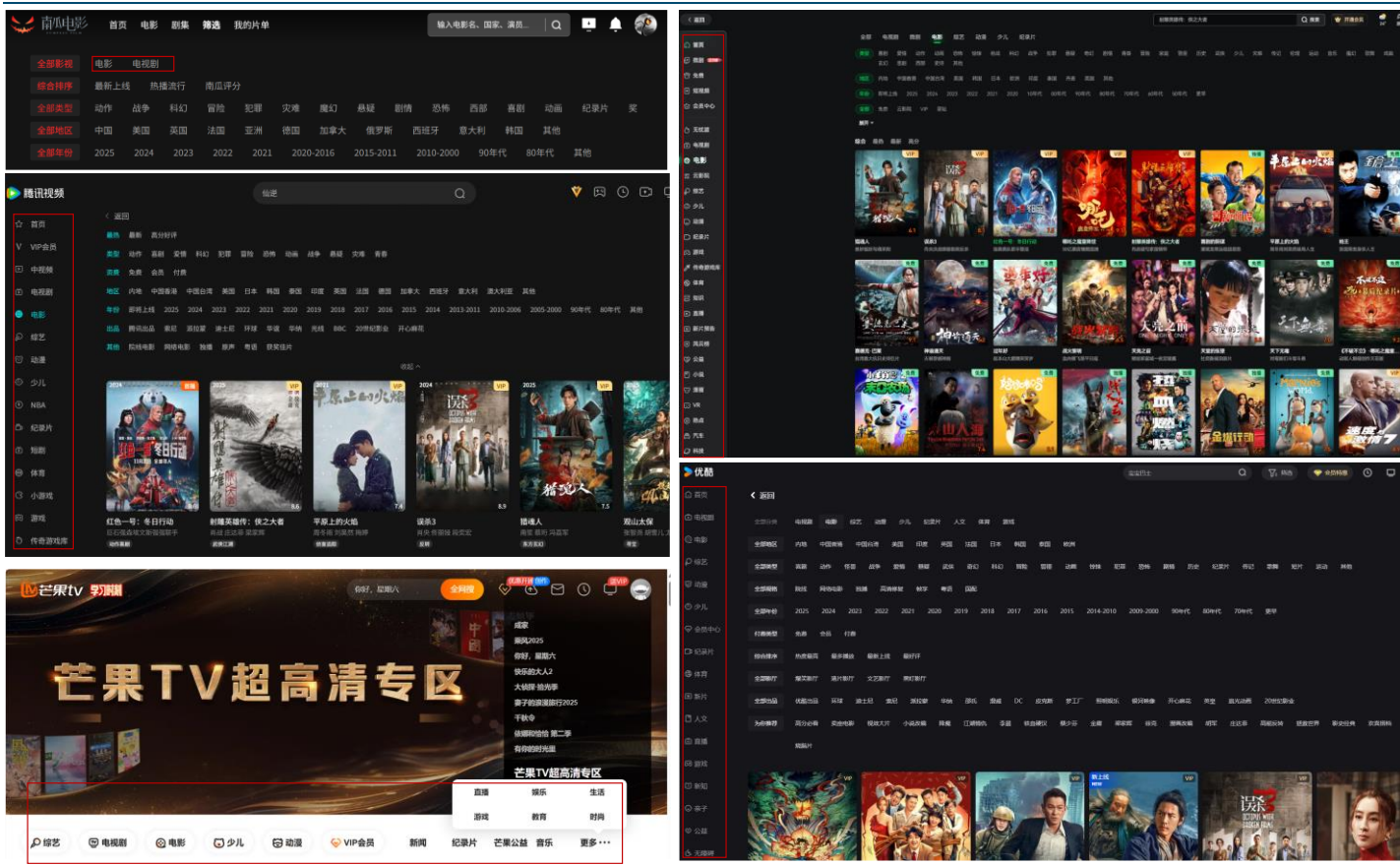
来源: 猫眼专业版, 公司公告, 国金证券研究所

2.2 南瓜电影专注垂类内容, 挖掘版权商业价值, 积极拥抱 AI 提高分发精准度、内容制作效率

对比其他长视频平台, 南瓜电影更加聚焦电影、电视剧内容。腾讯视频、爱奇艺、优酷视频、芒果 TV 内容除电影、电视剧、综艺等长视频外, 还单独列出动漫、少儿、游戏、直播等入口, 其中, 腾讯视频单独列出中视频, 爱奇艺单独列出短视频; 而南瓜电影内容聚焦电影、电视剧。腾爱优芒更像货架式长视频平台, 而南瓜专注垂类长视频内容分发, 与大股东腾讯、多家国际头部制片公司合作, 引进优质版权, 进行差异化竞争。



图表14：南瓜 VS 腾爱优芒首页：前者聚焦电影电视剧，后者内容生态更多元，除涵盖长视频外，还纳入中短视频、直播、游戏等内容



来源：南瓜电影、腾讯视频、爱奇艺、优酷视频、芒果TV网页版，国金证券研究所

南瓜电影采取付费会员、版权授权等多元方式变现，并积极拥抱AI，以实现科技的赋能。公司线上流媒体服务业务依托于南瓜电影平台，通过南瓜电影为用户提供会员服务、线上展示广告服务（为企业客户在南瓜平台展示的媒体广告）、宣传顾问服务，同时向企业客户转售电影及电视节目版权。

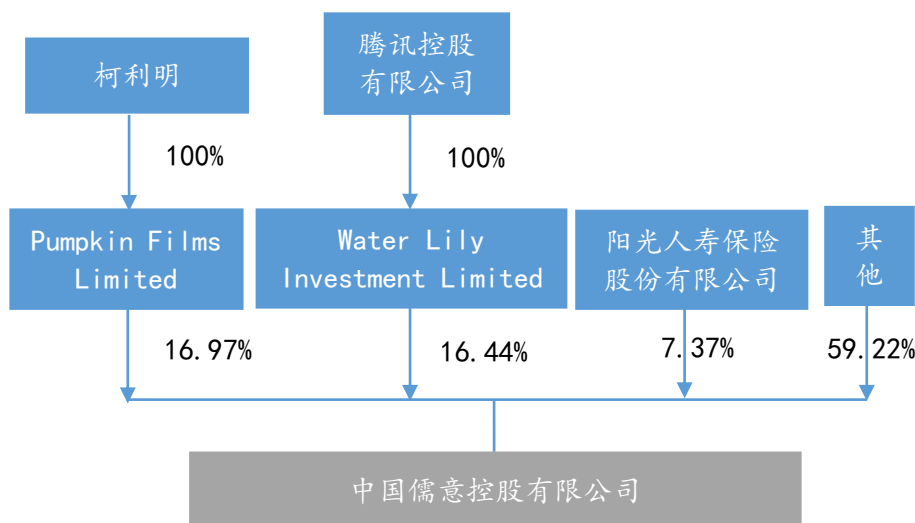
- 1) 拓展新媒体宣发矩阵，释放版权商业化价值的同时为平台引流。据公司公告，公司与多家新媒体平台建立良好合作关系，打造影视内容账号集群，集群合作达人覆盖超过2亿活跃用户。通过将长视频内容二创、跨平台传播，获得版权收益的同时，为南瓜电影引流，助力付费会员增长，结合前文线上流媒体及广告营销业务收入的分析，预计南瓜电影板块业绩贡献稳健增长。
- 2) 拥抱AI助力精准推荐及内容制作。通过近两年的研究与研发，公司AI布局一方面能更精准为用户分发内容，另一方面能为编剧提供灵感和创意，通过AI为剧本创作提供意见，提高剧本质量，同时公司在积极开拓AI自制短剧赛道，通过AI推动内容制作降本增效。

2.3 大股东腾讯赋能，丰富内容版权库

腾讯为公司第二大股东，21年即与公司在内容版权合作方面达成协议。21年4月19日，北京晓明（南瓜电影运营主体）与腾讯科技（北京）有限公司签订合作协议，腾讯科技提供目标影视作品，由北京晓明在南瓜电影平台向南瓜电影会员提供内容播放服务，北京晓明使用授权内容仅限于中国大陆境内，北京晓明对腾讯科技所授权的版权内容在合作协议中列明的授权期限内享有非独家、不可授权的信息网络转授权。据此，腾讯科技北京晓明收取南瓜电影的会员分账收入。我们认为，腾讯于文娱板块布局深入，腾讯视频为国内长视频平台龙头之一，内容版权丰富，与南瓜电影的合作为后者带来较大赋能。



图表15：公司股权架构：腾讯控股为公司第二大股东



来源：公司公告，国金证券研究所，注：上图列示持股 5%以上股东

2.4 投资万达电影，强化内容制作能力，布局线下影院提高内容分发优势

23 年 12 月公司通过上海儒意投资万达电影，二者于内容制作、内容分发方面均有较强的协同效应。公司通过与北京万达文化产业集团有限公司的股权订立股权转让协议，持有北京万达投资有限公司 49% 的股份，而万达投资持有万达电影 20% 股权。

- 自投资万达电影后，二者携手参与多部电视剧、电影。24 年至今，二者共同参与投资《抓娃娃》《误杀 3》《唐探 1900》等多部影片，其中 2 部影片票房超过 30 亿，共同投资的电视剧《追风者》《我的阿勒泰》豆瓣评分均超过 7 分。根据万达电影和公司影视剧储备，后续将共同投资《人生开门红》《长安的荔枝》《有朵云像你》《聊斋：兰若寺》《蛮荒禁地》等电影、《遇人不熟》等电视剧，呈现出较强的协同效应。

图表16：投资万达电影后，公司与其携手参与多部影视剧作品

影片名称	上映时间	票房（亿元）
熊出没·逆转时空	2024/2/10	19.84
我才不要和你做朋友呢	2024/6/8	2.04
抓娃娃	2024/7/16	33.27
白蛇：浮生	2024/8/10	4.25
误杀 3	2024/12/28	9.33
“骗骗”喜欢你	2024/12/31	4.45
唐探 1900	2025/1/29	35.88
熊出没·重启未来	2025/1/29	8.12
人生开门红	定档 2025 年 5 月 1 日	-
长安的荔枝	定档 2025 年 7 月 26 日	-
有朵云像你	预计 2025	-
蛮荒禁地	预计 2025	-
聊斋：兰若寺	预计 2025	-
电视剧名称	上映时间	豆瓣评分
追风者	2024/3/1	7.8
我的阿勒泰	2024/5/7	8.9
遇人不熟	预计 2025	-

来源：猫眼专业版，豆瓣，国金证券研究所

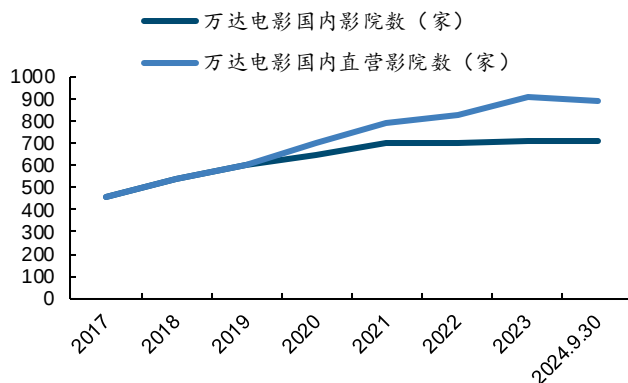
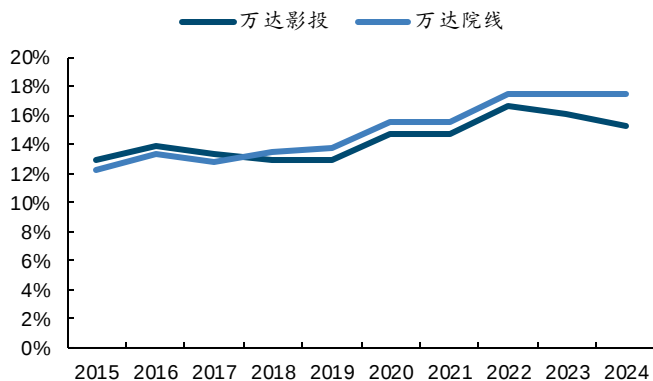
- 万达电影多年稳居院线龙一，拥有优质的影视内容线下分发渠道，与公司内容制作、



流媒体平台均有较强的协同效应。2015-24 年，万达电影市占率始终位于第一，且整体呈现平稳提升的态势，从影投口径看，24 年万达电影票房占比 15.3%，从院线口径看，其市占率为 17.5%；其国内影院数量也保持稳步提升态势，至 24 年 9 月 30 日，万达电影国内影城 894 家，较 17 年增加 434 家。我们认为，从商业价值、影响力的角度看，当前院线仍是电影会率先上映的渠道，而万达电影多年龙一地位，叠加公司于影视剧产业的优势，强强联合下，公司于影视剧行业的地位、话语权有望增强。

图表17：从影投、院线 2 个口径看，万达电影票房市占率多年保持第一，且呈稳健提升态势

图表18：万达电影国内影院数量稳健提升



来源：猫眼专业版，国金证券研究所

来源：万达电影公司公告，国金证券研究所

三、游戏：“内生+外延”驱动快速增长，产品储备丰富保障后续业绩

3.1 内生增长+大股东腾讯赋能+对外收购，游戏业务快速成长，从发行拓展为自研自发行

儒意景秀布局游戏之初即与大股东腾讯签订合作协议，获得大股东赋能。公司 2022 年布局游戏业务，当年 1 月与大股东腾讯控股的附属公司——深圳市腾讯计算机系统有限公司，订立为期 3 年的持续关联交易协议，首款独代游戏《传奇天下》即与腾讯计算机合作，彼时的合作主要在于腾讯计算机向儒意景秀旗下游戏产品提供技术服务和渠道推广服务；2023 年 2 月，儒意景秀与腾讯计算机签订 2023 年游戏合作框架协议，合作内容扩展至发行、运营合作游戏产品及营销服务（儒意景秀提供），2024 年 7 月公司发行的文明 IP 游戏《世界启元》即为腾讯极光工作室研发。

图表19：公司于游戏领域与大股东腾讯签订合作协议

协议主题	签订协议时间	协议约定期限	协议具体内容
与腾讯计算机合作有关游戏技术及渠道推广服务之持续关联交易	2022 年 1 月 10 日	3 年	景秀网络与腾讯控股的附属公司深圳市腾讯计算机系统有限公司订立持续关联交易协议，双方同意由腾讯计算机于中国内地向景秀网络就集团旗下游戏产品提供技术服务和渠道推广服务，景秀网络向腾讯计算机支付相应的服务费。彼时，公司正在洽谈多款代理游戏产品，此多款游戏产品亦会基于该协议合作。其中首款公司独代的《传奇天下》已与腾讯计算机敲定合作。
2023 年游戏合作框架协议	2023 年 2 月 22 日	3 年	1) 由北京景秀发行及运营合作产品。腾讯代表公司同意授权北京景秀作为独家代理方或若干平台上的发行方，发行及运营合作产品。2) 由腾讯代表公司与北京景秀共同发行及运营游戏。3) 由北京景秀提供营销服务。北京景秀同意向腾讯代表公司提供营销及推广服务，通过影游联动，利用其影视领域优势，为推广合作产品制定特定营销计划，包括但不限于设计并执行游戏的营销方案、推广策划、制作影视内容等，腾讯代表公司向北京景秀支付相关费用。

来源：公司公告，国金证券研究所

23 年逐步搭建起自身研发、发行团队，明确游戏发展方向。布局游戏业务后，公司逐渐建起产品研发及发行团队，明确未来将继续扩展更多 IP 的协同发行与研发，深耕自身有



一定积累且空间较大的 SLG、MMO 及卡牌等品类，结合体育、二次元、历史文化等题材，结合后续研发发行的游戏产品来看，公司持续执行该战略。

图表20：儒意景秀发行游戏梳理：发行→自研自发

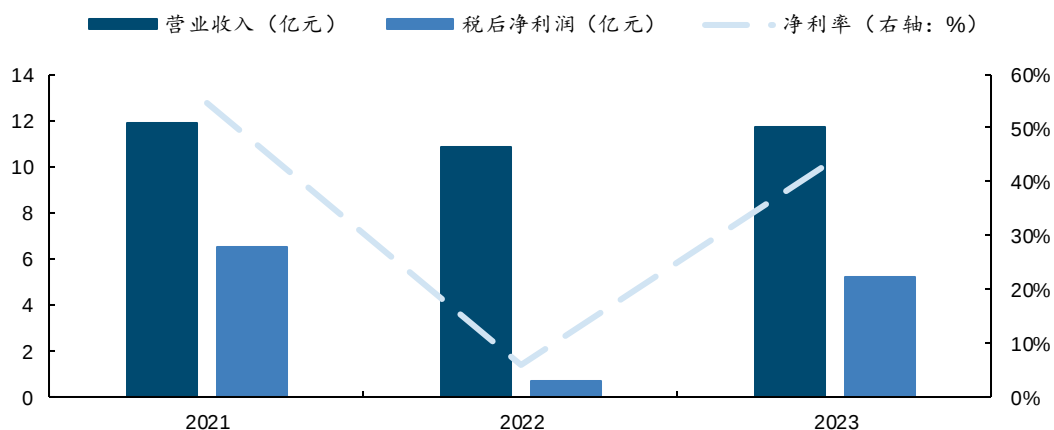
	上线时间	游戏类型	自研 or 代理
乱世逐鹿	2022 年 5 月 26 日	三国策略卡牌手游	独代
传奇天下	2022 年 7 月 26 日	传奇 IP，MMO	独代
仙境传说：爱如初见	2024 年 3 月 26 日	《仙境传说》IP，MMO	代理
世界启元	2024 年 7 月 16 日	文明 IP，SLG，腾讯北极光工作室研发	代理
排球少年：新的征程	2024 年 10 月 24 日	体育，剧情卡牌	代理
晨昏线	2025 年 2 月 7 日	互动影游	-
荒野国度	2025 年 2 月 27 日	SLG	代理
群星纪元	2025 年 4 月 17 日	SLG，异星机甲战争	代理
红警：荣耀	计划 2025 全球上线测试	SLG，红警 IP	自研

来源：公司公告，七麦数据，steamdb，国金证券研究所整理

24 年收购有爱互娱 100%股权增厚游戏业绩，并正式进入自研自发阶段。2024 年 5 月，公司与相关卖方就收购拥有丰富 SLG 经验的《红警 OL》项目团队——北京有爱互娱科技有限公司订立股权转让协议，代价 2.59 亿元人民币，有爱互娱的核心资产为《红警 OL》，收购前的三年里，《红警 OL》项目业绩表现稳定，2021-22 年有爱互娱税后净利润为 289.14、442.88 万元人民币。收购完成直接增厚游戏业绩的同时，公司与 EA 就《红警》系列 IP 达成进一步合作，收购于 2024 年 7 月完成后，意味着儒意景秀正式进入游戏自研自发阶段，并能在《红警》系列 IP 上继续开发商品，公司自主研发的《红警：荣耀》计划于 2025 年全球范围上线测试。

25 年初收购北京永航 30%股权，有望再度增厚游戏业务利润。2025 年 1 月 13 日，公司向主要股东腾讯控股的附属公司收购其持有的北京永航 30%股权，代价 8.25 亿元人民币。北京永航核心资产包括《QQ 炫舞》《QQ 炫舞 2》及《QQ 炫舞手游》等游戏，2021-23 年北京永航营收约 10-12 亿，税后净利润约 5-6 亿，整体经营稳健，其中 22 年税后净利润较低主要系处置全资附属公司产生一次性亏损 3.2 亿元。

图表21：北京永航业绩稳健，公司收购其 30%股权后，利润将增厚



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 产品储备丰富，保障后续增长

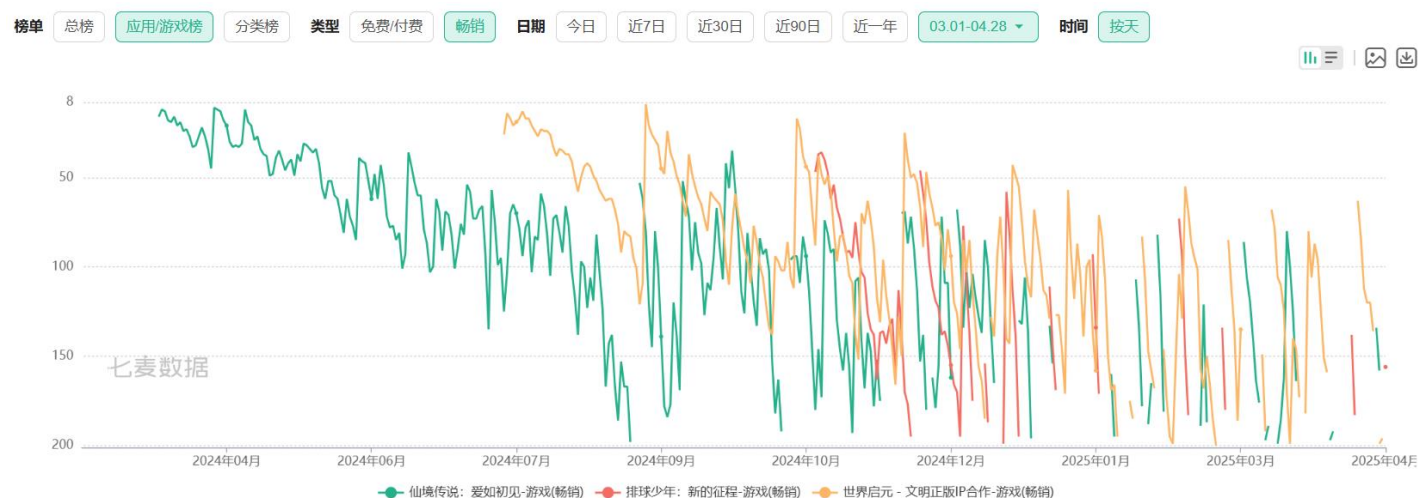
在营主力产品表现稳健。

- 儒意景秀在营主力游戏《仙境传说：爱如初见》《世界启元》《排球少年：新的征程》近期 iOS 游戏畅销榜排名整体稳健。据七麦，《仙境传说：爱如初见》24 年 3 月上线后，iOS 游戏畅销榜排名自然下滑，当前基本位于 TOP200，首月排名整体在 TOP30 左右；《世界启元》24 年 7 月上线，首月 iOS 游戏畅销榜排名整体在 TOP30 左右，当前



也位于 TOP20;《排球少年：新的征程》24 年 10 月上线，首月排名低于前两款游戏，当前排名与前两款相当。

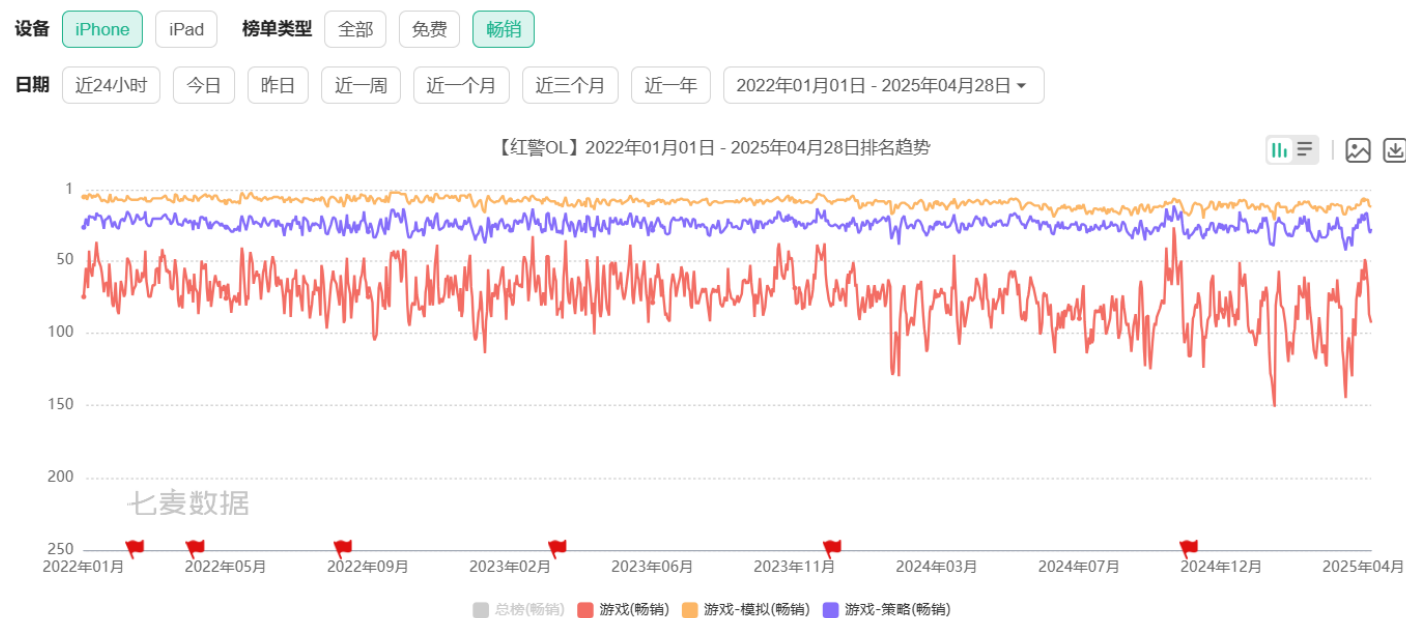
图表22：儒意景秀在营主力游戏产品整体表现稳健



来源：七麦数据，国金证券研究所，注：上图截取日期为 2025 年 4 月 28 日

- 《红警 0L》及《QQ 炫舞》系列长线运营，iOS 游戏畅销榜排名靠前且较稳健。据七麦数据，《红警 0L》近 3 年 iOS 游戏畅销榜排名基本在 50-100 名之间，中值大概 75 名，该游戏 18 年 10 月转上架，已运营 6 年多；《QQ 炫舞手游》近 3 年 iOS 游戏畅销榜排名围绕 50 名波动，中值大概 40 名，该游戏 18 年 3 月转上架，已运营 7 年多，这两款游戏均表现出较强的长青游戏特点。

图表23：近 3 年《红警 0L》iOS 游戏畅销榜排名基本在 TOP50-100 波动



来源：七麦数据，国金证券研究所，注：上图截取日期为 2025 年 4 月 28 日



图表24：近3年《QQ炫舞手游》iOS游戏畅销榜排名基本围绕50名左右波动



来源：七麦数据，国金证券研究所，注：上图截取日期为2025年4月28日

25年2月上线《荒野国度》，4月上线《群星纪元》，储备产品丰富+已正式进入自研自发行阶段，后续游戏业务增长可期。

- 25年已上线游戏：2月27日，公司代理游戏《荒野国度》上线，首周位于iOS游戏畅销榜60名左右，异星机甲战争策略游戏《群星机甲》4月17日公测，七麦数据显示，4月18日-28日，iOS游戏畅销榜排名中值约为40名，最高曾至第11名，这两款新品今年有望贡献业绩增量。
- 储备多款SLG、IP改编游戏。SLG游戏《偃武》《龙石战争》均已获得版号，且进入测试阶段，其中，《龙石战争》引入COC、类自走棋机制实现玩法创新；公司自研《红警：荣耀》计划2025全球上线测试；公司与腾讯光子工作室、育碧达成合作，基于育碧IP《魔法门之英雄无敌》系列开发并发行《魔法门之英雄无敌：领主争霸》，该游戏计划2025年商业化测试；此外，公司不断强化IP改编能力，储备有2款NBA合作游戏、1款基于韩国知名IP《饼干人》开发的游戏，及2款小说改编游戏储备。

图表25：2025年公司已发行2款游戏，储备产品丰富

	上线时间	游戏类型	自研 or 代理
荒野国度	2025年2月27日	SLG	代理
群星纪元	2025年4月17日	SLG，异星机甲战争	代理
红警：荣耀	计划2025全球上线测试	SLG，红警IP	自研
魔法门之英雄无敌：领主争霸	计划2025商业化测试	育碧IP《魔法门之英雄无敌》	代理
偃武	已获得版号，2024年12月25日演武测试	SLG，三国题材	代理
龙石战争	已获得版号，2025年3月27日龙腾测试	沙盘塔防策略SLG	代理
千万别打开那扇门	预计2025	互动影游	-
NBA合作游戏2款	储备	-	-
基于韩国知名IP《饼干人》的游戏	储备	-	-
小说《大奉打更人》改编	储备	开放世界MMO，武侠	-
小说《万古第一神》改编	储备	-	-

来源：公司公告，七麦数据，《偃武》公众号，《龙石战争》公众号，国金证券研究所梳理



四、盈利预测

4.1 盈利预测

- 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 51.9/61.5/70.1 亿元，同比 +41.3%/+18.5%/+14.1%，归母净利润分别为 15.8/18.3/20.1 亿元，25 年同比由亏转赢，26-27 年分别同比+16.0%/14.7%。主要假设如下：
- 营业收入：
 - 1) 内容制作：与投资内容上线节奏、上线后表现及公司投资比例直接相关，从历史数据看，每年波动幅度较大，24 年的下滑预计主要系虽然投资内容较多，但 24 年票房整体表现显著不及 23 年，且公司投资比例较 23 年有所降低。25 年公司投资内容中，已上映《唐探 1900》《熊出没·重启未来》《热烈》，合计票房超过 40 亿，其中《热烈》为重映影片，储备内容中，《人生开门红》定档 25 年五一档，《长安的荔枝》定档 25 年暑期档，《蛮荒禁地》《聊斋：兰若寺》《有朵云像你》等影片有望 25 年上映，《遇人不熟》《检察官与少年》等电视剧有望 25 年播出，其中《遇人不熟》为小说改编作品，24 年低基数下，预计 25 年内容制作板块收入增速较快。此外，公司储备《我们生活在南京》等影片，《黑夜告白》《许我向你看》等电视剧，结合近 2 年公司推出电视剧、电影的数量（大概 3-5 部），及公司采用制片人中心制，工业化制片能力较强，与万达电影协同效应明显，谨慎估计 26-27 年内容制作收入在 25 年的基础上稳健增长。预计 2025-27 年公司内容制作业务收入为 3.5、4.0、4.5 亿元，同比+175.6%、15.0%、12.0%。
 - 2) 线上流媒体及广告营销：该业务 24 年快速增长，预计主要系南瓜电影通过付费会员变现的同时，与新媒体平台合作，运营新媒体矩阵实现版权的多元化变现。虑及南瓜电影持续挖掘内容版权价值，通过新媒体账号矩阵引流，并积极拥抱 AI 提高推送精准度、赋能内容制作，且大股东腾讯赋能、与万达电影协同，但 24 年收入基数较大，故谨慎估计 2025-27 年收入稳健增长，分别为 18.3、21.1、23.6 亿元，同比+21.0%、15.0%、12.0%。
 - 3) 线上游戏服务：2022 年正式布局游戏业务，经过 2-3 年的沉淀，公司逐渐搭建起研发发行团队，且 2024 年公司收购有爱互娱 100% 股权（24 年 7 月完成收购），大股东腾讯持续赋能，该业务收入快速增长。当前公司主要在营产品为《仙境传说：爱如初见》《世界启元》《排球少年：新的征程》，iOS 畅销榜排名基本在 TOP200，通过有爱互娱纳入的《红警》系列游戏表现很稳健，《红警 OL 手游》iOS 游戏畅销榜排名中值大概在 80 名左右，作为长青 IP 游戏，预计将稳健贡献收入；25 年公司已推出 2 款 SLG 游戏《荒野国度》《群星纪元》，仍处于前期买量阶段，预计今年贡献增量；公司储备有《僵武》《龙石战争》《红警：荣耀》等 SLG 游戏，前两款已开启测试，同时多款体育题材游戏及 IP 改编游戏在储备中，保障后续业绩持续增长，结合今年较为丰富的产品线，预计 25 年游戏收入保持高增速，同比+48.8%至 29.6 亿元，自研《红警：荣耀》等储备产品陆续上线后，为后续业绩贡献增量，预计 26-27 年增速较 25 年下滑，但仍保持双位数增长，26-27 年分别同比+21.3%、+15.6%，至 36.0、41.6 亿元。

图表26：中国儒意收入拆分（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收	3,627.25	3,670.76	5,187.30	6,147.45	7,010.94
同比%		1.20%	41.31%	18.51%	14.05%
其中：					
内容制作	2,219.11	127.04	350.18	402.71	451.03
同比%		-94.28%	175.64%	15.00%	12.00%
线上流媒体及广告营销	930.87	1,515.67	1,834.51	2,109.68	2,362.85
同比%		62.82%	21.04%	15.00%	12.00%
线上游戏服务	446.29	1,991.72	2,964.47	3,595.00	4,155.00
同比%		346.28%	48.84%	21.27%	15.58%
综合毛利率	32.01%	52.04%	51.52%	50.79%	51.38%

来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

- 毛利率：预计 2025-26 年综合毛利率为 51.52%、50.79%、51.38%。公司主要营业成本



为游戏开发、内容收入分成、电影及电视节目版权摊销、折旧等项目。考虑到 24 年收购有爱互娱后公司游戏业务正式进入自研自发阶段，此前公司代理发行游戏为主，预计随着后续公司自主发行游戏流水占比提升，及储备 IP 改编游戏上线，游戏分成成本将提升；影视剧制作分成成本预计随收入增长而稳步提升；25 年 4 月公司发布发行 2030 年到期的 23.41 亿港元的可转债，资金更加充分后，预计内容版权的外采将增加，相应摊销成本提升，因而预计 25-26 年公司毛利率将有所下降，随着成本控制能力进一步提升，所发行内容的商业化价值进一步体现，毛利率将有所回升。

- 费率：1) 销售费率：25 年公司已发行两款 SLG 游戏，储备影视剧、游戏内容均较丰富，营销推广支出将增加，预计 25-27 年销售费率为 6.85%，增幅较大，26-27 年小幅增长，6.88%、6.93%。2) 管理费：24-25 年公司陆续进行了收购有爱互娱 100% 股权、收购北京永航 30% 股权、发行可转债等动作，预计相关开支增加，但结合前文分析，公司收入规模增速较快，预计 25-27 年管理费有所下降，分别为 7.01%、6.50%、6.16%。

图表27：公司期间费率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费率	0.86%	4.41%	6.85%	6.88%	6.93%
管理费	7.85%	8.95%	7.01%	6.50%	6.16%

来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

- 投资收益（使用权益法入账的分占联营公司亏损/收益）：25 年 1 月公司发布公告称拟收购北京永航 30% 股权，若收购完成预计将为公司带来投资收益，增厚公司利润。北京永航核心资产为 QQ 炫舞系列，2021-23 年税后净利润为 6.5、3.9（加回因处置一家全资附属公司产生的一次性亏损 3.2 亿元）、5.2 亿元，结合前文分析，《QQ 炫舞手游》为长青游戏，当前 iOS 游戏畅销榜排名稳健，预计 25-27 年北京永航税后净利润稳健，呈小幅下滑态势，故预计公司 2025-27 年投资收益为 1.5、1.4、1.3 亿元。
- 所得税率：24 年税前净利 0.72 亿元，所得税支出 2.78 亿元，主要系不可扣税开支 2.07 亿元。根据公司 2024 年报，除一家附属公司于 2024 年可享受高新技术企业适用的 15% 优惠税率外，公司就中国业务的所得税拨备，按适用税率 25% 计算，因此谨慎估计 2025-27 年公司所得税率为 25%。

4.2 投资建议

- 预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 15.8/18.3/21.0 亿元（未考虑金融资产公允价值变动），25 年同比由亏转赢，26-27 年分别同比+16.0%/14.7%，对应 PE 为 18.4、15.8、13.8X。我们从公司影视剧制作、流媒体平台、游戏 3 个业务布局选取可比公司，分别选择万达电影、光线传媒、华策影视、阿里影业；芒果超媒；恺英网络、神州泰岳。25 年可比公司 PE 中位值为 22.3X，均值 21.0X，给予公司 25 年 PE 21X，对应市值 331.5 亿元（356.9 亿港元，采用汇率 1 港币=0.9288 元人民币），对应股价 2.14 元（2.30 港元）。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表28：可比公司估值

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
002739.SZ	万达电影	244.33	9.12	0.00	15.78	17.62	0.00	-15.87	31.11	15.48	13.87	n.a
300251.SZ	光线传媒	556.80	4.18	2.92	24.96	12.26	13.99	-33.54	66.28	22.31	45.43	39.79
300133.SZ	华策影视	132.89	3.82	2.43	4.44	4.94	5.68	27.71	35.91	29.93	26.90	23.40
1060.HK	阿里影业	137.35	-2.91	2.85	6.15	8.11	9.26	-47.18	48.23	22.32	16.93	14.83
300413.SZ	芒果超媒	428.96	35.56	13.64	18.05	20.26	21.81	12.06	31.44	23.76	21.17	19.67
002517.SZ	恺英网络	360.20	14.62	16.28	21.44	24.18	27.47	24.64	22.12	16.80	14.89	13.11
300002.SZ	神州泰岳	214.90	8.87	14.28	13.12	14.61	15.95	24.22	15.05	16.39	14.71	13.47
中位数								12.06	31.44	22.31	16.93	17.25
均值								-1.13	35.73	21.00	21.98	20.71
0136.HK	中国儒意	289.73	6.90	-1.91	15.78	18.30	20.99	21.90	26.51	18.36	15.83	13.80

来源：ifind，国金证券研究所，注：数据日期为 2025 年 4 月 28 日，中国儒意 2025-27 年净利润为国金证券研究所预测，其余为 ifind 一致预期，其中，阿里影业为 90 天一致预期，其余均为 30 天一致预期；万达电影 24 年年报尚未发布，无 27 年净利润一致预期



五、风险提示

- 内容上线节奏、表现、分成比例不及预期风险。结合前文收入分析，公司内容制作及游戏业务表现均与上线电影、剧集、游戏内容的数量、表现直接相关，而内容上线的数量及上线的表现均无法准确预测，且公司的票房收入份额、游戏流水分成比例也无法准确预测，因而存在收入预测不达预期的风险。此外，若线下观影需求不及预期，也将影响公司投资影片的表现，进而影响业绩。
- 行业竞争加剧风险。影视剧、流媒体、游戏行业参与者众多，行业均较成熟但市场规模仍然较大，各公司、内容之间的竞争较激烈。其中，影视剧、游戏发行均较为重视营销推广，结合已上市游戏公司的营销推广支出情况，游戏买量的推广支出金额较大，而公司历史上销售费用金额较低，进入自研自发阶段后，销售费用或将增长，激烈的行业竞争下存在销售费用预测低于实际推广费用的可能性。
- 金融资产公允价值波动风险。公司 2024 年报显示按公允价值计入损益的金融资产合计接近 40 亿，公允价值波动将影响影响公司净利润表现。
- 坏账损失风险。据公司公告，2024 年应收贸易款项及票据金额为 29.57 亿元，该项主要由于提供内容制作、线上游戏及线上流媒体服务产生，其中应收第三方贸易款项 19.60 亿元，应收关联方贸易款项 12.94 亿元，减值拨备 0.30 亿元，若款项收回不及预期，或需计提坏账，进而影响公司业绩表现和后续经营。
- 关联交易风险。据公司财报，2023、2024 年公司线上游戏及线上流媒体以及广告及游戏服务与第二大股东腾讯集团关联交易金额为 11.39、15.12 亿元，游戏推广及其他开支与腾讯集团、万达电影集团（被投上市公司）合计关联交易金额 0.00、0.93 亿元，游戏发行渠道费用与腾讯集团关联交易金额 0.23、1.33 亿元。关联交易金额较大，存在一定风险。
- 行业监管风险。游戏、影视作为文化板块，一直受到较强的监管。若游戏、影视剧内容审核出现问题，或游戏版号获取不及预期，或其他方面触及行业监管，则将影响公司业绩表现和估值。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,320	3,627	3,671	5,187	6,147	7,011
增长率	-43.1%	174.8%	1.2%	41.3%	18.5%	14.0%
主营业务成本	1,058	2,466	1,760	2,515	3,025	3,409
%销售收入	80.2%	68.0%	48.0%	48.5%	49.2%	48.6%
毛利	262	1,161	1,910	2,672	3,122	3,602
%销售收入	19.8%	32.0%	52.0%	51.5%	50.8%	51.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	61	31	162	355	423	486
%销售收入	4.6%	0.9%	4.4%	6.8%	6.9%	6.9%
管理费用	252	285	329	364	400	432
%销售收入	19.1%	7.8%	9.0%	7.0%	6.5%	6.2%
研发费用	28	33	0	0	0	0
%销售收入	2.1%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-79	812	1,420	1,968	2,314	2,698
%销售收入	n.a	22.4%	38.7%	37.9%	37.6%	38.5%
财务费用	32	5	-7	17	6	21
%销售收入	2.5%	0.1%	-0.2%	0.3%	0.1%	0.3%
投资收益	-2	-1	0	150	138	127
%税前利润	n.a	n.a	n.a	7.1%	5.6%	4.5%
营业利润	-111	805	1,427	1,950	2,307	2,677
营业利润率	-8.4%	22.2%	38.9%	37.6%	37.5%	38.2%
营业外收支						
税前利润	850	976	72	2,100	2,445	2,804
利润率	64.4%	26.9%	2.0%	40.5%	39.8%	40.0%
所得税	62	293	278	525	611	701
所得税率	7.3%	30.1%	388.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	788	683	-207	1,575	1,834	2,103
少数股东损益	-2	-7	-16	-3	4	4
归属于母公司的净利润	790	690	-191	1,578	1,830	2,099
净利率	59.8%	19.0%	n.a	30.4%	29.8%	29.9%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	790	690	-191	1,578	1,830	2,099
少数股东损益	-2	-7	-16	-3	4	4
非现金支出	-2,416	-455	1,595	-48	17	36
非经营收益						
营运资金变动	744	-1,693	-1,807	-876	-834	-274
经营活动现金净流	-323	543	517	670	1,031	1,879
资本开支	-2	-60	-18	-60	-24	-60
投资	-438	-2,228	1,363	-1,950	-80	-80
其他	-912	-1,050	-1,742	150	138	127
投资活动现金净流	-1,351	-3,337	-396	-1,860	34	-13
股权募资	1,640	2,314	2,925	0	0	0
债权募资	37	-145	-149	2,200	200	200
其他	0	1	0	-105	-151	-159
筹资活动现金净流	1,676	2,171	2,776	2,095	49	41
现金净流量	50	-620	2,924	906	1,113	1,907

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,190	570	3,494	4,399	5,513	7,420
应收款项	1,249	3,575	4,845	5,302	6,324	7,023
存货	1	3	3	3	4	4
其他流动资产	2,761	2,547	2,680	3,298	3,403	3,575
流动资产	5,201	6,694	11,022	13,003	15,243	18,022
%总资产	39.3%	40.1%	50.9%	51.3%	55.2%	59.3%
长期投资	35	34	34	859	859	859
固定资产	9	44	92	115	102	123
%总资产	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
无形资产	4,960	4,984	5,223	5,243	5,263	5,283
非流动资产	8,018	9,987	10,648	12,342	12,348	12,390
%总资产	60.7%	59.9%	49.1%	48.7%	44.8%	40.7%
资产总计	13,219	16,681	21,671	25,344	27,591	30,412
短期借款	50	109	1,221	1,421	1,521	1,621
应付款项	560	357	836	601	609	755
其他流动负债	1,431	2,955	2,305	2,438	2,643	3,015
流动负债	2,042	3,421	4,362	4,460	4,773	5,390
长期贷款	1,720	1,646	480	2,480	2,580	2,680
其他长期负债	1,482	578	496	496	496	496
负债	5,244	5,645	5,338	7,436	7,849	8,567
普通股股东权益	7,971	11,038	16,345	17,924	19,754	21,853
其中：股本	194	223	273	273	273	273
未分配利润	7,969	11,026	16,308	17,887	19,717	21,816
少数股东权益	4	-2	-13	-16	-12	-8
负债股东权益合计	13,219	16,681	21,671	25,344	27,591	30,412

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.08	0.06	-0.01	0.10	0.12	0.14
每股净资产	0.80	0.95	1.14	1.15	1.27	1.41
每股经营现金净流	-0.03	0.05	0.04	0.04	0.07	0.12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	9.90%	6.25%	-1.17%	8.81%	9.27%	9.61%
总资产收益率	5.97%	4.13%	-0.88%	6.23%	6.63%	6.90%
投入资本收益率	-0.75%	4.44%	-22.70%	6.77%	7.28%	7.74%
增长率						
主营业务收入增长率	-43.06%	174.81%	1.20%	41.31%	18.51%	14.05%
EBIT 增长率	-112.65%	1131.27%	74.92%	38.56%	17.59%	16.62%
净利润增长率	-32.83%	-12.64%	-127.62%	928.41%	15.97%	14.68%
总资产增长率	24.47%	26.19%	29.91%	16.95%	8.87%	10.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	272.4	166.4	263.5	218.2	214.3	214.3
存货周转天数	0.6	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4
应付账款周转天数	103.9	67.0	122.0	102.9	72.0	72.0
固定资产周转天数	2.5	2.7	6.7	7.2	6.4	5.8
偿债能力						
净负债/股东权益	24.62%	14.97%	-13.27%	-6.55%	-10.98%	-18.10%
EBIT 利息保障倍数	-2.4	161.4	-212.9	113.4	359.8	128.2
资产负债率	39.67%	33.84%	24.63%	29.34%	28.45%	28.17%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究