

2025年4月22日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

重磅影片即将上映，优质内容陆续释放
增持（维持）

| 盈利预测与估值 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|---------|---------|----------|--------|
| 营业总收入（百万港元） | 34.18 | 440.10 | 1,015.79 | 555.43 |
| 同比（%） | -97.44 | 1187.59 | 130.81 | -45.32 |
| 归母净利润（百万港元） | -260.82 | 2.23 | 241.93 | 20.44 |
| 同比（%） | -263.90 | 100.85 | 10755.18 | -91.55 |
| 每股收益-最新股本摊薄（港元/股） | -0.07 | 0.00 | 0.07 | 0.01 |
| P/E（现价&最新股本摊薄） | -5.54 | 648.06 | 5.97 | 70.65 |

数据来源：iFinD，东吴证券（香港）

投资要点

■ **短期业绩承压，优质内容释放下有望实现困境反转。**2024年，欢喜传媒实现营收/归母净利润0.34/-2.61亿港元，主因2024年内上映的《红毯先生》等影片市场反馈平淡、票房未达预期，叠加多部重磅影片延期上映、未能贡献收益，导致公司业绩大幅下滑。展望未来，随着《酱园弄》、《独自·上场》、《戏台》等重磅项目于2025年陆续上映，公司业绩有望改善；同时，公司宣布将与张艺谋导演再次合作、筹备拍摄《满江红2》，旨在延续2023年现象级作品《满江红》（2023年总票房冠军）的成功。

■ **《戏台》：喜剧经典IP影视化，陈佩斯黄渤联手打造票房黑马。**《戏台》由陈佩斯执导并主演，黄渤、姜武、尹正等实力派演员联袂出演，改编自豆瓣9.2分同名话剧IP，讲述军阀混战背景下戏班遭遇权力与市井冲突的荒诞故事。作为陈佩斯阔别大银幕多年后的回归之作，影片凭借其深厚的喜剧创作底蕴与黄渤的国民号召力，叠加话剧版超百场巡演积累的口碑基础，有望复制《满江红》的破圈效应。

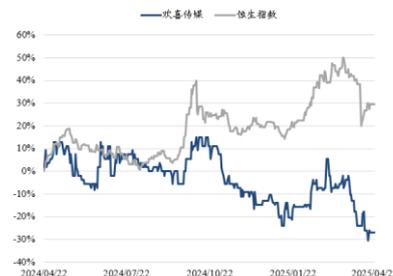
■ **《酱园弄》：全明星阵容奠定观众基础，打造品质标杆。**《酱园弄》由陈可辛执导，章子怡、雷佳音领衔主演，集结易烱千玺、赵丽颖、杨幂、王传君等30余位明星，改编自民国四大奇案“酱园弄杀夫案”，以悬疑视角探讨时代洪流下的个体命运。影片筹备长达7年，剧本历经数稿打磨，导演合伙人制下陈可辛深度参与创作，保障内容质量与艺术表达。该片已于2024年5月24日在戛纳电影节首映，成为继《卧虎藏龙》《十面埋伏》和《归来》后近十年首部入围戛纳电影节非竞赛展映单元的华语影片，充分彰显国际认可。

■ **《满江红2》：张艺谋再执续作，有望突破非动画电影票房天花板。**作为欢喜传媒核心IP的延续，《满江红2》依托前作45.44亿票房与88.4分观众满意度的基础，延续张艺谋导演的“作者风格+商业叙事”优势，计划于2025年底开拍、2026年上映。影片将保留原班创作团队，并在悬疑叙事中融入更深刻的历史隐喻与视觉革新，进一步强化IP的艺术价值与商业潜力。从市场接受度来看，观众对优质IP的忠诚度持续攀升，而《满江红》已形成“高口碑+强话题度”的品牌效应，续作通过导演合伙人制绑定张艺谋创作权益，叠加欢喜首映与哔哩哔哩、字节跳动等平台的全渠道宣发协同，有望突破非动画电影票房天花板。

■ **盈利预测与投资评级：**我们看好公司“内容为王”策略，在“导演合伙人制度”下优质内容推出速度不断加快；同时，继续发展“欢喜首映”在线视频平台，通过优化内容生态，汇聚全球影视佳作，同时融入集团投资出品的优质电影，并与各大互联网娱乐企业深度合作，吸引更广泛的用户群。我们预计，2025-2027年欢喜传媒营业收入将同比+1188%/+131%/-45%至4.4/10.2/5.6亿港元，对应归母净利润2.2/241.9/20.4百万港元，我们看好公司的影片储备和产品布局，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**电影票房表现不及预期，AI技术发展不及预期。

股价走势



数据来源：iFinD

市场数据

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价(港元) | 0.395 |
| 一年最低/最高价 | 0.355/0.650 |
| 市净率(倍) | 1.25 |
| 港股流通市值(百万港元) | 1,444.31 |

数据来源：iFinD

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(港元) | 0.316 |
| 资本负债率(%) | 40.74 |
| 总股本(百万股) | 3,656.47 |
| 流通股本(百万股) | 3,656.47 |

数据来源：iFinD

相关研究

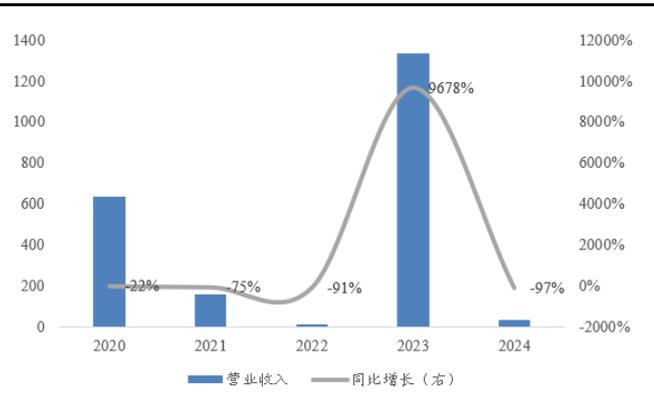
《欢喜传媒：影视创新先锋，内容与平台并重》

2024-06-25

1. 重磅影片即将上映，优质内容陆续释放

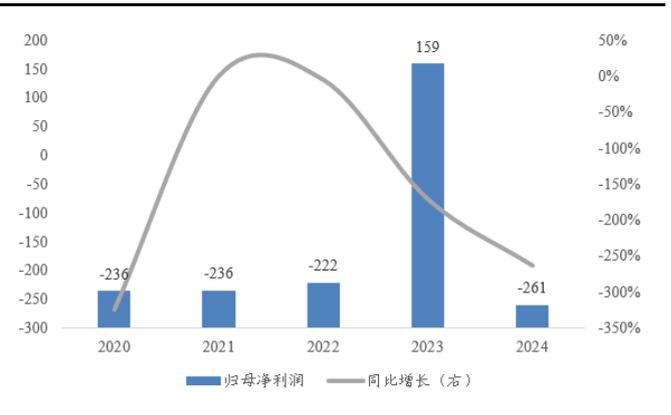
短期业绩承压，优质内容释放下有望实现困境反转。2024 年，欢喜传媒实现营业收入/归母净利润 0.34/-2.61 亿港元，主因 2024 年内上映的《红毯先生》等影片市场反馈平淡、票房未达预期，叠加多部重磅影片延期上映、未能贡献收益，导致公司业绩大幅下滑。展望未来，随着《酱园弄》、《独自·上场》、《戏台》等重磅项目于 2025 年陆续上映，公司业绩有望改善；同时，公司宣布将与张艺谋导演再次合作、筹备拍摄《满江红 2》，旨在延续 2023 年现象级作品《满江红》（2023 年总票房冠军）的成功。

图1: 公司营业收入情况 (百万港元, %)



数据来源: iFinD, 东吴证券 (香港)

图2: 公司归母净利润情况 (百万港元, %)



数据来源: iFinD, 东吴证券 (香港)

《戏台》：喜剧经典 IP 影视化，陈佩斯黄渤联手打造票房黑马。《戏台》由陈佩斯执导并主演，黄渤、姜武、尹正等实力派演员联袂出演，改编自豆瓣 9.2 分同名话剧 IP，讲述军阀混战背景下戏班遭遇权力与市井冲突的荒诞故事。作为陈佩斯阔别大银幕多年后的回归之作，影片凭借其深厚的喜剧创作底蕴与黄渤的国民号召力，叠加话剧版超百场巡演积累的口碑基础，有望复制《满江红》的破圈效应。

图3: 《戏台》贴片预告及概念海报



数据来源: 豆瓣, 东吴证券 (香港)

《酱园弄》：全明星阵容奠定观众基础，打造品质标杆。《酱园弄》由陈可辛执导，章子怡、雷佳音领衔主演，集结易烱千玺、赵丽颖、杨幂、王传君等 30 余位明星，改编自民国四大奇案“酱园弄杀夫案”，以悬疑视角探讨时代洪流下的个体命运。影片筹备长达 7 年，剧本历经数稿打磨，导演合伙人制下陈可辛深度参与创作，保障内容质量与艺术表达。该片已于 2024 年 5 月 24 日在戛纳电影节首映，成为继《卧虎藏龙》《十面埋伏》和《归来》后近十年首部入围戛纳电影节非竞赛展映单元的华语影片，充分彰显国际认可。

图4：《酱园弄》全明星阵容奠定观众基础



数据来源：豆瓣，东吴证券（香港）

《满江红 2》：张艺谋再执续作，有望突破非动画电影票房天花板。作为欢喜传媒核心 IP 的延续，《满江红 2》依托前作 45.44 亿票房与 88.4 分观众满意度的基础，延续张艺谋导演的“作者风格+商业叙事”优势，计划于 2025 年底开拍、2026 年上映。影片将保留原班创作团队，并在悬疑叙事中融入更深刻的历史隐喻与视觉革新，进一步强化 IP 的艺术价值与商业潜力。从市场接受度来看，观众对优质 IP 的忠诚度持续攀升，而《满江红》已形成“高口碑+强话题度”的品牌效应，续作通过导演合伙人制绑定张艺谋创作权益，叠加欢喜首映与哔哩哔哩、字节跳动等平台的全渠道宣发协同，有望突破非动画电影票房天花板。

整体来看，公司持续深化“内容为王”战略，通过“导演合伙人制”绑定张艺谋、陈可辛、宁浩等股东导演及黄渤、贾樟柯等签约创作者，形成覆盖喜剧、悬疑、历史等多元题材的优质内容矩阵。中短期内公司业绩承压，但随着重磅影片的陆续上映，公司业绩有望实现困境反转。

2. 盈利预测与投资建议

我们看好公司“内容为王”策略，在“导演合伙人制度”下优质内容推出速度不断加快；同时，继续发展“欢喜首映”在线视频平台，通过优化内容生态，汇聚全球影视佳作，同时融入集团投资出品的优质电影，并与各大互联网娱乐企业深度合作，吸引更多广泛的用户群。我们预计，2025-2027 年欢喜传媒营业收入将同比+1188%/+131%/-45%至 4.4/10.2/5.6 亿港元，对应归母净利润 2.2/241.9/20.4 百万港元，我们看好公司的影片储备和产品布局，维持“增持”评级。

3. 风险提示

电影票房表现不及预期：电影票房取决于影片的内容质量、市场营销策略、以及观众口味变化等多种因素，并且可能受到国内外电影市场竞争加剧、在线视频平台分流等因素的挑战。

AI 技术发展不及预期：将 AI 技术应用于内容创作和影片制作的进展速度可能不如预期那样迅速。AI 技术在影视制作中的应用可能面临技术难题、高昂的研发成本以及人才短缺等问题。

欢喜传媒 (1003.HK) 三大财务预测表

| 资产负债表 (百万港元) | | | | | 利润表 (百万港元) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 1,201 | 1,167 | 2,109 | 1,540 | 销售收入 | 34 | 440 | 1,016 | 555 |
| 现金 | 145 | 44 | 102 | 254 | 销售成本 | 219 | 177 | 294 | 189 |
| 应收账款 | 42 | 60 | 111 | 91 | 其他营业费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 928 | 835 | 1,385 | 892 | 销售费用 | 84 | 137 | 246 | 183 |
| 其他流动资产 | 86 | 228 | 511 | 302 | 管理费用 | 122 | 77 | 148 | 102 |
| 非流动资产 | 747 | 686 | 626 | 565 | 财务费用 | -2 | 8 | 21 | 19 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1 | 1 | 1 | 1 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 362 | 302 | 241 | 181 | 营业利润 | -389 | 42 | 307 | 62 |
| 其他非流动资产 | 383 | 383 | 383 | 383 | 其他非经营损益 | 117 | -39 | -39 | -39 |
| 资产总计 | 1,948 | 1,853 | 2,735 | 2,105 | 税前利润 | -272 | 2 | 268 | 23 |
| 流动负债 | 727 | 555 | 1,104 | 453 | 所得税 | -11 | 0 | 26 | 2 |
| 短期借款 | 0 | 184 | 416 | 0 | 净利润 | -261 | 2 | 242 | 20 |
| 应付账款 | 96 | 58 | 81 | 83 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 631 | 313 | 608 | 370 | 归母净利润 | -261 | 2 | 242 | 20 |
| 非流动负债 | 66 | 142 | 232 | 232 | EBITDA | -274 | 71 | 349 | 102 |
| 长期借款 | 42 | 118 | 208 | 208 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 24 | 24 | 24 | 24 | | | | | |
| 负债合计 | 794 | 697 | 1,337 | 686 | 重要财务与估值指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(港元) | -0.07 | 0.00 | 0.07 | 0.01 |
| 归属母公司股东权益 | 1,154 | 1,157 | 1,399 | 1,419 | 每股净资产(港元) | 0.32 | 0.32 | 0.38 | 0.39 |
| 负债和股东权益 | 1,948 | 1,853 | 2,735 | 2,105 | 每股经营现金流 | 0.00 | -0.09 | -0.06 | 0.17 |
| | | | | | ROIC(%) | -29.38 | 4.60 | 20.58 | 3.79 |
| | | | | | ROE(%) | -22.59 | 0.19 | 17.30 | 1.44 |
| | | | | | 毛利率(%) | -541.65 | 59.74 | 71.07 | 65.92 |
| | | | | | 销售净利率(%) | -763.07 | 0.51 | 23.82 | 3.68 |
| | | | | | 资产负债率(%) | 40.74 | 37.59 | 48.87 | 32.58 |
| | | | | | 收入增长率(%) | -97.44 | 1,187.59 | 130.81 | -45.32 |
| | | | | | 净利润增长率(%) | -263.90 | 100.85 | 10,755.18 | -91.55 |
| | | | | | P/E | -5.54 | 648.06 | 5.97 | 70.65 |
| | | | | | P/B | 1.25 | 1.25 | 1.03 | 1.02 |

数据来源: iFind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

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

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>