

万达电影 (002739.SZ)

强烈推荐 (维持)

院线龙头优势持续巩固，多元业务打开增长空间

TMT 及中小盘/传媒
目标估值: NA
当前股价: 11.03 元

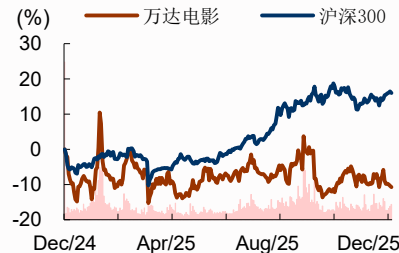
2025 年公司影片内容及院线表现均较好，且战略布局新消费进一步探索多元增长空间。公司后续储备影片阵容强大，参与影片包括《蛮荒禁地》《寒战 1994》《转念花开》《飞驰人生 3》《欢迎来龙餐馆》《惊蛰无声》《流浪地球 3》等，涵盖科幻、剧情、动画等多个热门题材。未来中国电影市场的储备量较大，经典 IP 续作《飞驰人生 3》已定档 2026 年春节档，大体量大制作影片《流浪地球 3》已定档 2027 年春节档，为后续大盘票房提供支撑，同时也将公司的院线业务带来弹性。公司以“超级娱乐空间”为核心，推动影院向综合娱乐空间转型，预计 2026 年底完成全激光影厅部署。公司将通过与好运椰、52TOYS、FURYU 等品牌的合作，加快培育非票业务，进一步拓展第二收入曲线。我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 138.45/152.30/161.44 亿元，同比增速分别为 12%/10%/6%；归母净利润分别为 8.30/10.97/12.34 亿元，同比增速分别为 188%/32%/12%，对应当前股价市盈率分别为 28.1/21.2/18.9 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

基础数据

总股本 (百万股)	2112
已上市流通股 (百万股)	2085
总市值 (十亿元)	23.3
流通市值 (十亿元)	23.0
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	-5.2
资产负债率	66.5%
主要股东	北京万达投资有限公司
主要股东持股比例	20.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-3	-12
相对表现	-6	-21	-28



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《万达电影 (002739) — 主业内容后续储备充足，持续探索新消费业务拉动未来增长》2025-09-03
- 《万达电影 (002739) — 25H1 业绩同比大幅增长，积极构建内容消费新生态，打造第二增长曲线》2025-07-17
- 《万达电影 (002739) — 举办“超级娱乐空间”战略发布会，打造影视院线新消费联动产业链》2025-06-21

- 院线龙头地位稳固，加大直营影院拓展力度。公司采用规模化直营与精细化运营，拥有超 700 家直营影院，覆盖全国 350 个城市，票房市占率连续 16 年全国第一；2025Q3 国内直营影院市占率 14.8%。全国 TOP100 影院占 51 席、TOP500 占 246 席，海外 62 家影院 (536 块银幕)，澳洲 Hoyts 市占率第一。并购整合与协同释放，2012-2016 年收购 AMC、Hoyts 等扩大全球规模，2025 年聚焦并购资产整合，联动内容出品与非票业务，归母净利润同比大幅增长，创新业态推动传统淡季非票收入增长。公司积极进行技术升级与场景创新，拥有国内 50% 以上 IMAX 银幕 (386 块)，特效影厅数量全国第一，计划 2026 年底完成五星级影城全激光影厅部署。未来，万达电影将继续加大直营影院的拓展力度。
- 影视项目储备充足，票房回报领先。公司后续储备影片阵容强大，参与影片包括《蛮荒禁地》《寒战 1994》《转念花开》《西游记真假美猴王》《包公传-铡美案》《飞驰人生 3》《欢迎来龙餐馆》《惊蛰无声》《流浪地球 3》《保你平安 2》等，涵盖科幻、剧情、动画等多个热门题材。未来中国电影市场的储备量较大，经典 IP 续作《飞驰人生 3》已定档 2026 年春节档，大体量大制作影片《流浪地球 3》已定档 2027 年春节档，为后续大盘票房提供支撑，同时也将公司的院线业务带来弹性。
- 新消费场景与 IP 场景化共振，拓展第二收入曲线。2026 年中国潮玩零售市场规模预计达 1101 亿元 (CAGR24%)，电影 IP 向衍生品与多元场景延伸，推动行业从“票房驱动”转向“多元收入结构”。公司以“超级娱乐空间”为核心，与《第五人格》《光与夜之恋》等头部 IP 联名，举办赛事、盛典等活动，累计吸引超 40 万年轻客群；公司推动影院向综合娱乐空间转型，预计 2026 年底完成全激光影厅部署。此外，公司将通过与好运椰、52TOYS、FURYU 等品牌的合作，加快培育非票业务，进一步拓展第二收入曲线。
- AI 赋能内容生产与营销，推动影视工业化效率提升与内容供给扩容。公司

顾佳 S1090513030002
gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
刘玉洁 S1090525100002
liuyujie1@cmschina.com.cn

搭建“电影+”线上平台，购票、会员、衍生品等全场景覆盖，依托分布式架构与 PB 级数据中台，构建总部-区域-影城三级 AI 智能决策体系，支撑精细化运营。AI 赋能产业应用于剧本创作、角色建模、特效制作等环节，提升内容生产效率。

- **维持“强烈推荐”投资评级。**2025 年公司影片内容及院线表现均较好，且战略布局新消费进一步探索多元增长空间。公司后续储备影片阵容强大，参与影片包括《蛮荒禁地》《寒战 1994》《转念花开》《飞驰人生 3》《欢迎来龙餐馆》《惊蛰无声》《流浪地球 3》等，涵盖科幻、剧情、动画等多个热门题材。未来中国电影市场的储备量较大，经典 IP 续作《飞驰人生 3》已定档 2026 年春节档，大体量大制作影片《流浪地球 3》已定档 2027 年春节档，为后续大盘票房提供支撑，同时也将为公司的院线业务带来弹性。公司以“超级娱乐空间”为核心，推动影院向综合娱乐空间转型，预计 2026 年底完成全激光影厅部署。公司将通过与好运椰、52TOYS、FURYU 等品牌的合作，加快培育非票业务，进一步拓展第二收入曲线。我们预计公司 25-27 年营业收入分别为 138.45/152.30/161.44 亿元，同比增速分别为 12%/10%/6%；归母净利润分别为 8.30/10.97/12.34 亿元，同比增速分别为 188%/32%/12%，对应当前股价市盈率分别为 28.1/21.2/18.9 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：优质影片供给不足的风险；影片投资收益不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	14620	12362	13845	15230	16144
同比增长	51%	-15%	12%	10%	6%
营业利润(百万元)	845	(826)	896	1174	1316
同比增长	148%	-198%	209%	31%	12%
归母净利润(百万元)	912	(940)	830	1097	1234
同比增长	147%	-203%	188%	32%	12%
每股收益(元)	0.43	-0.45	0.39	0.52	0.58
PE	25.5	-24.8	28.1	21.2	18.9
PB	2.9	3.4	3.1	2.8	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 规模化直营与技术升级并进，院线龙头优势持续巩固	4
1、规模化直营夯实龙头地位，精细化运营驱动份额提升	4
2、并购整合叠加模式升级，院线协同效应加速释放	4
3、技术升级叠加“超级娱乐空间”，释放影院空间价值	5
二、 头部电影兑现回报，项目储备夯实中长期弹性	6
1、头部项目持续兑现回报，票房表现领先行业	6
2、后续电影储备丰富，投资出品项目横跨多个档期	7
三、 情绪消费与 IP 场景化共振，驱动院线新消费升级	8
1、情绪消费与 IP 潮玩驱动院线新消费机遇	8
2、“超级娱乐空间”驱动 IP 场景化变现升级，拓展第二收入曲线	9
四、 创新产品研发推动数字化决策能力，AI 推动影视工业化效率提升与内容供给扩容	11
1、创新产品研发，推动数字化决策能力	11
2、AI 赋能内容生产与营销，推动影视工业化效率提升与内容供给扩容	11
五、 风险提示	12

图表目录

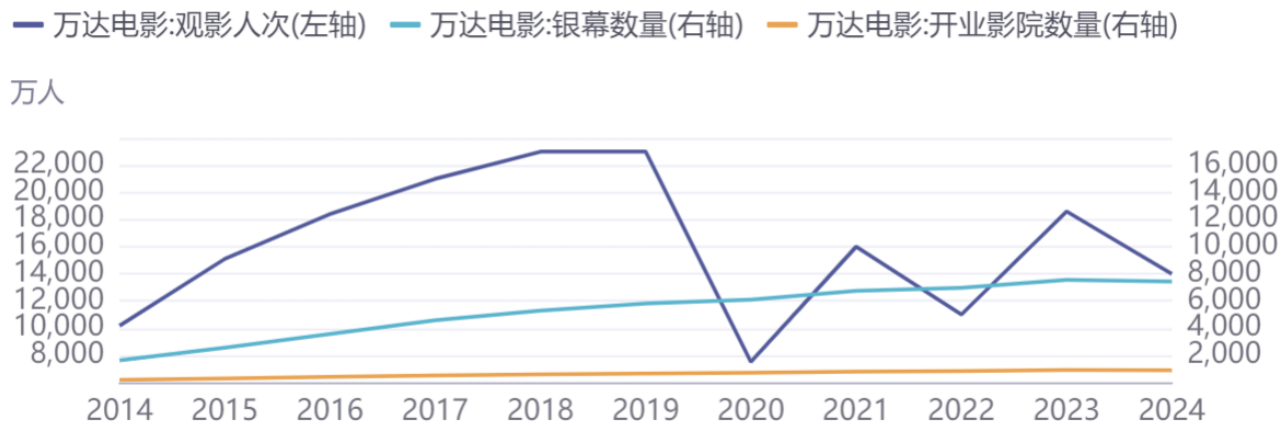
图 1: 万达电影院线规模与银幕数量发展	4
图 2: 万达电影院线扩张与银幕布局	5
图 3: 万达影城 IMAX 影厅	6
图 4: 《唐探 1900》海报	7
图 5: 《南京照相馆》海报	7
图 6: 储备影片信息	8
图 7: 万达电影“1+2+5”消费新场景	9
图 8: 万达电影“超级娱乐空间”新战略版图	9
图 9: 影时光首发“Rtime Link”数字确权平台	10
图 10: 万达电影旗下品牌“万茶”	10
图 11: 万达电影线上平台	11
附: 财务预测表	13

一、规模化直营与技术升级并进，院线龙头优势持续巩固

1、规模化直营夯实龙头地位，精细化运营驱动份额提升

规模化直营体系与特效厅结构优势叠加，推动公司院线市占率与经营质量同步提升。在行业集中度持续提升背景下，公司旗下影院采取直营连锁方式经营，截至目前公司拥有超过 700 家直营影院，覆盖全国 350 个城市，票房市场份额连续 16 年位列全国第一，万达电影作为龙头院线，市场地位保持稳固并边际强化。公司票房市占率稳步增长，2025 年第三季度国内直营影院市场份额提升至 14.8%。2025 年上半年公司国内直营影院实现票房 42.1 亿元（含服务费），同比增长 19.2%，观影人次 8,239 万，同比增长 9.6%，累计市场份额 14.4%。全国票房 TOP100 影院中公司占 51 席，较去年同期增加 4 席，TOP500 影院中公司占 246 席，较去年同期增加 30 席，其中省级冠军 18 家，市级冠军 167 家，海外拥有影院 62 家，536 块银幕，第二季度 Hoyts 澳洲地区市场份额排名第一，在当地市场占据重要地位。同时，公司新增会员数量同比增长约 40%，累计会员数量约 8,000 万，自渠票房占比提高至 37.6%，会员优势进一步巩固。此外，公司新媒体矩阵深度参与各业务的营销策划与执行，通过多平台协同运营助力公司品牌传播和用户触达，目前总账号数超过 380 个，粉丝数量超过 4500 万，行业影响力不断提升。

图 1 万达电影院线规模与银幕数量发展



资料来源：iFinD、招商证券

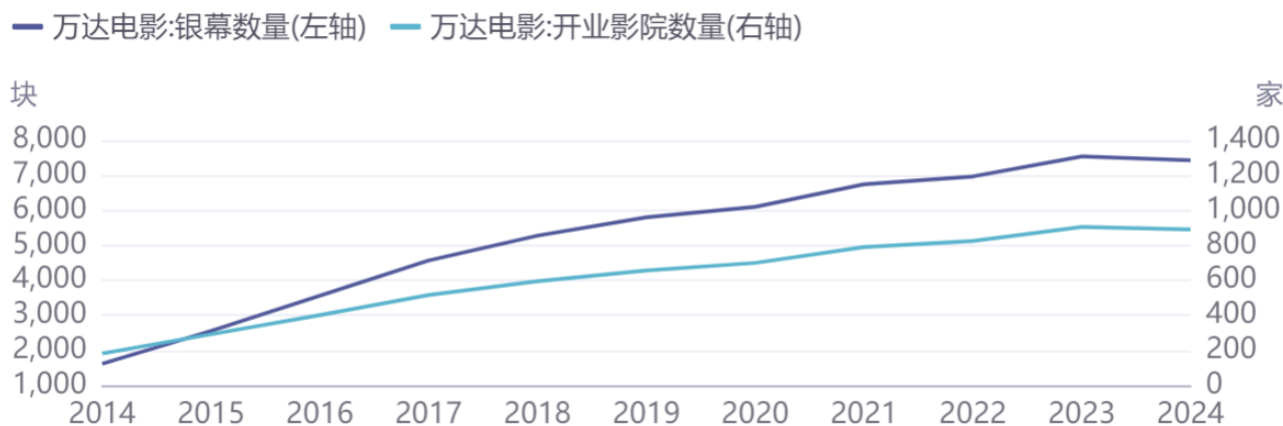
2、并购整合叠加模式升级，院线协同效应加速释放

万达电影通过长期院线收并购逐步奠定行业龙头地位。2012—2016 年间通过收购 AMC、Hoyts 等资产快速做大全球规模，2023 年以前已形成以直营影院为核心、覆盖全产业链的院线体系，历史并购为其规模与管理能力奠定基础。进入 2025 年，公司并未进行大规模新增并购，而是更强调并购资产的整合效率与模式升级，通过“新万达电影”体系将院线能力与内容出品、非票业务深度联动。

敬请阅读末页的重要说明

2025 年前三季度，公司国内直营影院市场份额提升至 14.8%，归母净利润同比大幅增长，显示并购资产在成本控制和盈利修复上的成效逐步显现；同时，公司依托既有院线并购基础推进“超级娱乐空间”战略，在 2025 年上半年通过新零售、二次元场景等创新业态，于传统淡季实现非票收入增长，相关模式已完成初步闭环并具备复制潜力。整体来看，万达电影在 2025 年通过对既有并购院线的深度整合与运营升级，推动并购价值从“规模扩张”向“效率与协同释放”阶段转化。

图 2 万达电影院线扩张与银幕布局



资料来源：iFinD、招商证券

3、技术升级叠加“超级娱乐空间”，释放影院空间价值

技术升级与场景化运营并进，持续强化影院差异化竞争力。作为拥有国内 50% 以上 IMAX 银幕且特效影厅数量位居全国第一的院线，公司 IMAX 制式优势凸显，其单厅产出同比增长 111%，票房市场份额达 58%。公司持续推进影院技术升级和高端影厅建设，计划于 2026 年底完成五星级影城全激光影厅部署，并重点布局 IMAX、CINITY、CINITY LED、杜比影院及自有 PRIME 巨幕等高规格放映体系，特效影厅数量位居全国第一，拥有国内 50% 以上的 IMAX 银幕。截至 2025 年 6 月 30 日，公司国内拥有已开业直营影院 705 家，6121 块银幕，拥有 IMAX 银幕 386 块，CINITY 银幕 51 块，杜比影院银幕 18 块。在行业特效厅票房和 IMAX 票房快速增长的趋势下，高端影厅已成为影院核心竞争力之一。为进一步强化影院运营效率，公司与 IMAX 达成战略合作安排，拟在未来三年内新建 25 家 IMAX 影城，并对现有 61 家 IMAX 影城进行系统性升级。与此同时，公司通过影院空间改造与场景化运营，深化“超级娱乐空间”战略，引入体育赛事、游戏、演唱会等多元内容，强化大堂经济和社交属性，提升会员黏性并吸引年轻客群回流。结合澳洲 Hoyts 院线稳健运营及广告业务增长，万达电影通过“技术+体验”与规模化连锁经营并行，持续夯实其在国内外影院市场的领先优势。这些措施旨在综合改善院线业务的盈利能力，并为未来的发展奠定基础。未来，万达影院将继续通过优化影院布局和提升服务品质，进一步巩固其市场地位。

图 3 万达影城 IMAX 影厅



资料来源：搜狐、招商证券

二、头部电影兑现回报，项目储备夯实中长期弹性

1、头部项目持续兑现回报，票房表现领先行业

公司近年电影投资以头部 IP 和重点档期项目为核心，参投影片票房表现突出。经典 IP《唐人街探案 3》《流浪地球 2》《唐探 1900》累计票房分别达到 45.23 亿元、40.43 亿元和 36.12 亿元，在春节档等核心档期持续贡献高额收益。2025 年公司投资出品的《哪吒之魔童闹海》《唐探 1900》《南京照相馆》《长安的荔枝》《熊出没·重启未来》《碟中谍 8：最终清算》等影片均实现盈利，并斩获多个重要档期票房冠军。其中《唐探 1900》凭借精良的制作水准及系列 IP 的积淀取得 36.1 亿元票房，获得上半年票房榜亚军；《南京照相馆》实现票房 30.2 亿元，斩获暑期档票房冠军；《长安的荔枝》实现票房 6.9 亿元，并获得第 38 届中国电影金鸡奖“最佳故事片”等 6 项提名。此外，公司投资出品的《奇遇》《封神第二部：战火西岐》《聊斋：兰若寺》《F1：狂飙飞车》《侏罗纪世界：重生》均表现优异，海外市场《我的世界大电影》《星际宝贝史迪奇》等影片票房表现较好，整体内容投资回报仍显著优于行业平均水平。

图 4: 《唐探 1900》海报



资料来源: 万达电影、招商证券

图 5: 《南京照相馆》海报



资料来源: 万达电影、招商证券

2、后续电影储备丰富，投资出品项目横跨多个档期

公司未来电影储备丰富,投资出品项目横跨多个档期,题材覆盖现实题材、科幻、动画与商业类型片。公司后续储备影片阵容强大,参与影片包括《蛮荒禁地》《寒战 1994》《转念花开》《西游记真假美猴王》《包公传-铡美案》等,参投影片包括《飞驰人生 3》《欢迎来龙餐馆》《惊蛰无声》《流浪地球 3》《保你平安 2》等,涵盖科幻、剧情、动画等多个热门题材。未来中国电影市场的储备量较大,经典 IP 续作《飞驰人生 3》已定档 2026 年春节档,大体量大制作影片《流浪地球 3》已定档 2027 年春节档,为后续大盘票房提供支撑,同时也将为公司院线业务带来弹性。在国产电影占据票房主导、头部影片驱动市场增长的行业背景下,公司通过持续加大优质项目储备和 IP 化布局,夯实了中长期内容供给能力与投资弹性。

图 6 储备影片信息

电影名	导演	演员	类型	参与公司
蛮荒禁地	曹保平	易烊千玺、段奕宏、欧豪、孙安可、黄渤、张译	犯罪、冒险、剧情	万达影视传媒有限公司、上海博纳文化传媒有限公司、上海儒意影视制作有限公司、北京标准映像文化传播有限公司
寒战1994	梁乐民	吴彦祖、吴慷仁、刘俊谦	犯罪、动作、剧情	万达影视传媒有限公司、上海儒意影视制作有限公司、无锡加雄影业有限公司、安乐影片有限公司
转念花开	贾玲	贾玲、张小斐、杨紫、张译、王骁	剧情、犯罪	万达影视传媒有限公司
流浪地球3	郭帆	吴京、刘德华、李雪健、屈楚萧、马丽、佟丽娅	科幻、冒险、灾难	-
保你平安2	大鹏	-	剧情、喜剧	-
西游记真假美猴王	赵霁、张科	六小龄童、马德华	动画、剧情、奇幻	万达影视传媒有限公司、上海儒意影视制作有限公司、北京随意门文化传媒有限公司
包公传-铡美案	黄家康	-	动画、剧情、奇幻	-
欢迎来到龙餐馆	文牧野	沈腾、蒋奇明	剧情、战争、喜剧	万达影视传媒有限公司、上海儒意影视制作有限公司、北京大麦影业有限公司、中国电影产业集团股份有限公司、坏猴子(上海)文化传播有限公司、北京上狮文化集团有限公司
惊蛰无声	张艺谋	易烊千玺、朱一龙、宋佳、雷佳音、杨幂、张译、刘诗诗	剧情	大麦娱乐(北京)有限公司、中中(北京)影业有限公司、北京黎枫文化发展有限公司
复仇的决心	袁子弹	-	剧情	-
飞驰人生3	韩寒	沈腾、尹正、黄景瑜、张本煜	剧情、喜剧	上海亭东影业有限公司、天津猫眼文化传媒有限公司、大麦娱乐(北京)有限公司、北京博纳影业集团有限公司、中国电影产业集团股份有限公司、浙江开心麻花影业有限公司、万达影视传媒有限公司、浙江横店影业有限公司

资料来源：猫眼专业版、招商证券

三、情绪消费与 IP 场景化共振，驱动院线新消费升级

1、情绪消费与 IP 潮玩驱动院线新消费机遇

情绪型消费与 IP 潮玩崛起，为院线新消费转型提供机遇。在消费需求由功能型向情绪型转变背景下，IP 潮玩市场持续高景气，《潮玩产业发展报告》预计 2026 年中国内地潮玩零售市场规模将达 1101 亿元，复合年均增长率 24%。在此背景下，电影 IP 的商业价值正由单一票房收入向衍生品与多元消费场景延伸。尽管当前票房仍是核心收入来源，但随着版权方、平台及消费习惯变化，IP 衍生与授权开发有望持续提升内容资产的生命周期价值，推动行业从“票房驱动”向“多元收入结构”转型。依托影院这一高频线下流量入口，万达电影具备整合 IP、内容与消费场景的天然优势，为后续新消费业务导入及协同扩张奠定基础。未来，公司将依托多元化内容布局与技术升级赋能，持续挖掘并释放观影人次的增长空间。

图 7：万达电影“1+2+5”消费新场景



资料来源：东方财富网、招商证券

图 8：万达电影“超级娱乐空间”新战略版图



资料来源：万达电影、招商证券

2、“超级娱乐空间”驱动 IP 场景化变现升级，拓展第二收入曲线

公司以“超级娱乐空间”为核心抓手，持续整合 IP 与多元内容，放大院线场景变现能力。2025 年以来，公司围绕二次元、游戏、潮玩等领域加速推进 IP 场景化运营，通过联名活动、主题市集、衍生品销售及跨界内容引入，构建“观影+社交+IP 消费”的复合场景，与《第五人格》《光与夜之恋》《恋与深空》等头部 IP 深度合作，4 月，公司与《第五人格》联合开展七周年影城活动；6 月，与《光与夜之恋》推出联名主题体验及 SELF GALA 红毯盛典，累计吸引超 40 万年轻客群走进影院，并通过体育赛事、演唱会、话剧等非电影内容持续丰富供给。2025 年上半年，公司旗下 6 家 IMAX 影院独家落地 2025 年 F1 西班牙大奖赛全球首场 IMAX 影院直播，并举办“第五人格全球总决赛”“西甲联赛”“苏超联赛”“话剧《林则徐》”“第十七届音乐盛典咪咕汇”等多样化活动。2025 年第三季度，“超级娱乐空间”战略逐步落地，通过“1+2+5”战略升级，结合动漫市集、主题衍生品与头部游戏 IP 联动，在暑期档与国庆档实现非票收入与票房转化双向增长，验证了“IP 聚合 + 场景运营”模式的可复制性。在此基础上，公司通过影时光打造“栖境”“MOMO & FRIENDS”等自有潮玩品牌，并与 52TOYS 等外部品牌协同发力，新消费业务对商品销售与广告收入形成有效支撑。公司将通过与好运椰、52TOYS、FURYU 等品牌的合作，加快培育非票业务，进一步拓展第二收入曲线。整体来看，公司正通过“IP 聚合 + 场景运营 + 渠道整合”模式，将影院由单一放映空间升级为综合娱乐与新消费承载平台，为非票收入与盈利结构优化打开中长期增长空间。

图 9：影时光首发“Rtime Link”数字确权平台



资料来源：万达电影、招商证券

万达电影的自有卖品品牌体系涵盖多个品类，主要分为茶饮、饮品和零食三大类，旨在通过多元化产品提升影院消费体验。茶饮品牌方面主要包括：万茶，于 2019 年底推出，主要在万达影城内以独立门店或与 COSTA 咖啡融合店的形式运营，定位为影院内的茶饮解决方案；饮品品牌方面，以自研系列为主，注重创新和健康趋势，包括：原始鲜言，2023 年推出的西打酒系列，如桃桃西打、柚柚西打等，采用微气泡口感，销量在上市四个月内突破 100 万瓶；该品牌还通过联名活动扩展产品线，例如与溜溜梅合作推出梅冻产品，以及联名山海经 IP 推出红豆薏米饮等养生暖饮；H2O TALKS 与水说，2025 年新推出的健康水饮品牌，专注于提供功能性或低糖水饮选择。零食品牌方面，主要包括：三口小时光 TimiSnack，是 2025 年发布的情绪零食系列，旨在通过零食满足消费者的情感化需求。

图 10：万达电影旗下品牌“万茶”



资料来源：小红书、招商证券

四、创新产品研发推动数字化决策能力，AI 推动影视工业化效率提升与内容供给扩容

1、创新产品研发，推动数字化决策能力

以自主可控的数智化底座为核心，构建覆盖总部—区域—影城的 AI 智能决策体系，全面提升经营效率。公司线上会员平台围绕“电影+”构建综合性娱乐生态，采用分布式架构以支持高并发处理，整合在线购票、会员服务、衍生品商城、影讯推送及互动社区等功能，实现线上线下全场景覆盖，形成完整的娱乐消费闭环。在此基础上，公司依托自主可控的数字化技术底座，打造行业领先的智能化经营管理平台，通过分布式微服务架构与 PB 级实时数据中台，结合 AI 智能体技术，实现总部—区域—影城三级管理体系的数据同步与智能协同，支撑精细化运营与科学决策。

图 11：万达电影线上平台



资料来源：万达电影、招商证券

2、AI 赋能内容生产与营销，推动影视工业化效率提升与内容供给扩容

AI 技术深度嵌入内容制作与营销环节，推动影视工业化效率提升与内容供给扩容。公司已将 AI 技术应用于剧本创作、角色建模和后期特效制作等多个核心环节，通过对大量剧本与影片数据的学习，辅助生成故事大纲与剧本初稿，显著提高创作效率并减轻编剧负担，同时提升角色设计多样性与特效制作质量。在电影营销与衍生品开发环节，公司亦积极引入 AI 技术，以提升制作效率与内容质量，巩固其在影视内容生产端的综合竞争力。

五、风险提示

（1）优质影片供给不足的风险。近年来国产影片和进口影片拍摄制作进度有所放缓，影片生产数量和备案数量均有所减少。同时随着观众对文化内容需求和欣赏水平的不断提高，票房向优质头部影片集中的趋势更加明显，因此可能存在优质影片供应不足影响票房收入的风险。

（2）影片投资收益不及预期的风险。因电影行业及产品的固有特点，公司影视项目存在一定投资风险。一方面公司根据自身专业判断结合对消费者需求分析等进行投资决策，但观众的观影习惯和偏好在不断变化，同时宣发效果、目标观影群体反馈、主创人员口碑等因素可能导致影片上映后票房未能达到预期；另一方面，近年来重要档期上映影片数量较多，竞争激烈，头部效应增加，可能对单部影片票房造成一定影响，而制片方可能也会根据同档期竞争情况和市场反馈再次评估影片是否上映，并作出调整档期或者暂时撤档的决定，进而导致公司实际票房收入与计划收入存在一定差异，因此可能存在公司影片投资收益不及预期的风险。

（3）市场竞争加剧的风险。虽然近两年受市场变化影响影院增速逐渐放缓，但随着竞争对手的跨区域扩张以及新的投资主体的陆续进入，影院数量短期内可能仍将增加，影院竞争仍然激烈。同时上游影视剧制作和发行也呈现出较为激烈的竞争态势，重要档期上映或集中播出的影视作品较多，影视剧内容同质化也较为明显，片方需要采取多种营销措施争取更多票房和收视率，因此公司面临市场竞争加剧的风险。

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	7579	7680	9055	10055	11628
现金	3158	3623	4742	5311	6582
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11	15	16	18	19
应收款项	1625	1310	1467	1614	1710
其它应收款	349	258	289	318	338
存货	1494	1484	1491	1640	1751
其他	942	990	1049	1154	1227
非流动资产	17546	15674	14498	13511	12680
长期股权投资	47	45	45	45	45
固定资产	1958	1745	1576	1441	1335
无形资产商誉	5222	4703	4233	3809	3428
其他	10319	9181	8644	8215	7871
资产总计	25125	23354	23553	23566	24308
流动负债	7371	7815	7301	6441	6250
短期借款	1401	2473	2900	1738	1322
应付账款	1424	1292	1299	1429	1525
预收账款	1836	1646	1654	1819	1942
其他	2709	2404	1448	1455	1461
长期负债	9579	8527	8527	8527	8527
长期借款	2156	1669	1669	1669	1669
其他	7423	6857	6857	6857	6857
负债合计	16950	16342	15827	14968	14777
股本	2179	2179	2112	2112	2112
资本公积金	10890	10890	10822	10822	10822
留存收益	(5039)	(6174)	(5345)	(4496)	(3591)
少数股东权益	145	118	136	161	188
归属于母公司所有者权益	8030	6895	7589	8438	9343
负债及权益合计	25125	23354	23553	23566	24308

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4423	1600	2559	2713	2699
净利润	932	(961)	848	1122	1262
折旧摊销	1886	1132	1369	1180	1023
财务费用	822	720	743	700	650
投资收益	(15)	(58)	(159)	(159)	(159)
营运资金变动	957	804	(242)	(129)	(77)
其它	(159)	(36)	0	0	0
投资活动现金流	(557)	(500)	(33)	(33)	(33)
资本支出	(590)	(507)	(193)	(193)	(193)
其他投资	33	8	159	159	159
筹资活动现金流	(3560)	(615)	(1407)	(2111)	(1395)
借款变动	(2407)	651	(529)	(1162)	(416)
普通股增加	0	0	(68)	0	0
资本公积增加	(0)	0	(68)	0	0
股利分配	0	0	0	(249)	(329)
其他	(1153)	(1266)	(743)	(700)	(650)
现金净增加额	306	486	1119	569	1271

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14620	12362	13845	15230	16144
营业成本	10571	9576	9622	10585	11300
营业税金及附加	219	330	208	228	242
营业费用	736	771	864	950	1007
管理费用	1224	1188	1331	1464	1552
研发费用	31	36	40	44	47
财务费用	794	702	743	700	650
资产减值损失	(355)	(744)	(300)	(243)	(188)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	141	101	101	101	101
投资收益	15	58	58	58	58
营业利润	845	(826)	896	1174	1316
营业外收入	12	13	13	13	13
营业外支出	33	49	49	49	49
利润总额	825	(862)	860	1138	1280
所得税	(107)	99	12	16	18
少数股东损益	20	(21)	18	24	27
归属于母公司净利润	912	(940)	830	1097	1234

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	51%	-15%	12%	10%	6%
营业利润	148%	-198%	209%	31%	12%
归母净利润	147%	-203%	188%	32%	12%
获利能力					
毛利率	27.7%	22.5%	30.5%	30.5%	30.0%
净利率	6.2%	-7.6%	6.0%	7.2%	7.6%
ROE	12.1%	-12.6%	11.5%	13.7%	13.9%
ROIC	13.9%	-1.1%	13.2%	15.2%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	67.5%	70.0%	67.2%	63.5%	60.8%
净负债比率	18.2%	21.8%	19.4%	14.5%	12.3%
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.6	1.9
速动比率	0.8	0.8	1.0	1.3	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	6.6	6.4	6.5	6.8	6.7
应收账款周转率	9.7	8.4	9.9	9.8	9.6
应付账款周转率	7.8	7.1	7.4	7.8	7.7
每股资料(元)					
EPS	0.43	-0.45	0.39	0.52	0.58
每股经营净现金	2.09	0.76	1.21	1.28	1.28
每股净资产	3.80	3.26	3.59	4.00	4.42
每股股利	0.00	0.00	0.12	0.16	0.18
估值比率					
PE	25.5	-24.8	28.1	21.2	18.9
PB	2.9	3.4	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	12.5	124.3	11.7	11.5	11.7

资料来源：公司数据、招商证券

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。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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。