

儒意电影 (002739.SZ)

2025 年收入同增 2%，看好公司渠道端优势和内容端潜力

优于大市

核心观点

2025 年收入同比增长 2.3%，2026 年第一季度收入下滑但好于行业。1) 2025 年，公司实现营业收入 126.5 亿元，同比+2.3%，主要得益于头部影片带动电影行业景气度；归母净利润 5.1 亿元，扭亏为盈，符合此前业绩预告区间（4.8~5.5 亿）。2) 2026 年第一季度，电影市场受去年高基数和内容供给结构的影响，全国电影总票房同比下滑 51.3%；公司营业收入 30.0 亿元，同比-36.3%，表现好于行业；归母净利润 8691.5 万元，同比-89.5%，其中渠道端承压、内容端参投的春节档影片表现强劲。

渠道龙头地位稳固，内容端逆风盈利。1) 2025 年国内直营影院票房 76.78 亿元（+18.53%），市占率 14.7%，连续 17 年行业第一；海外 Hoyts 经营业绩翻倍。2) 澳洲市场份额实现突破。2025 年 Hoyts 院线通过调整排片和定价策略，提升品牌认知度，实现票房 3.01 澳元（+4.51%），累计市场份额首次位列澳大利亚第一。3) 内容端，2025 年万达影视参与投资、发行影片 13 部，年度累计票房突破 100 亿元；剧集方面，完成《暗影侦探》在爱奇艺的上线以及《万古最强宗》《耀眼》《龙骨焚箱》《一路灿烂》等的拍摄。

非票业务拓宽成长空间，潮玩业务潜力较大。1) 现制餐饮方面，公司以“爆米花+可乐+衍生品”为核心，叠加头部 IP 联名活动，增加商业化收入。2) 公司成功孵化地“三口小时光”和“H20TALKS 与水说”两个自有品牌，并持续完善从选品到供应链的闭环管理，并逐步搭建新媒体和电商品牌，为未来自有品牌布局全渠道打下基础。3) 潮玩方面，公司与《光与夜之恋》《鸣潮》等游戏 IP、《哪吒之魔童闹海》《浪浪山小妖怪》《疯狂动物城 2》等影视 IP 以及“黄油小熊”“三丽鸥”“呆萌町”等潮流 IP 合作开发衍生品，结合线下影院和线上平台的主题活动放大 IP 影响力、带动衍生品销售稳步增长。此外，公司还战略投资 IP 玩具品牌 52TOYS 并开展战略合作。实现互利共赢。

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。

投资建议：看好公司渠道端的优势和内容端的潜力，维持“优于大市”评级。电影行业短期内内容供给短缺、行业票房增长动力不足，我们下调 2026-2027 年盈利预测、新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 8.0/10.2/11.8 亿元，对应 PE 为 26/20/18x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	12,362	12,647	11,800	13,891	14,724
(+/-%)	-15.4%	2.3%	-6.7%	17.7%	6.0%
净利润(百万元)	-940	514	795	1021	1183
(+/-%)	-203.0%	-154.7%	54.7%	28.4%	15.9%
每股收益(元)	-0.43	0.24	0.38	0.48	0.56
EBIT Margin	3.7%	9.5%	11.4%	12.4%	12.5%
净资产收益率 (ROE)	-13.6%	6.9%	9.8%	11.4%	11.9%
市盈率 (PE)	-22.8	40.5	26.2	20.4	17.6
EV/EBITDA	40.0	15.9	28.3	21.7	19.8
市净率 (PB)	3.11	2.77	2.55	2.31	2.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

传媒·影视院线

证券分析师：张衡 021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉 021-61761058
chenyaraong@guosen.com.cn
S0980523100001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.11 元
总市值/流通市值	21350/21230 百万元
52 周最高价/最低价	13.87/9.29 元
近 3 个月日均成交额	688.47 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《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》——2025-03-31
《万达电影 (002739.SZ) - 第三季度业绩受票房大盘拖累，看好票房修复带来业绩弹性》——2024-11-05
《万达电影 (002739.SZ) - 2024 年第一季度利润增长 3%，内容业务具备向上可能》——2024-05-07

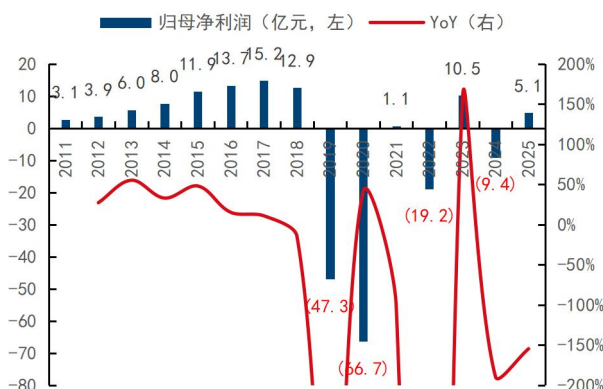
2025 年收入同比增长 2.3%，2026 年第一季度收入下滑但好于行业。1) 2025 年，公司实现营业收入 126.5 亿元，同比+2.3%，主要得益于头部影片带动电影行业景气度；归母净利润 5.1 亿元，扭亏为盈，符合此前业绩预告区间（4.8~5.5 亿）。2) 2026 年第一季度，电影市场受去年高基数和内容供给结构的影响，全国电影总票房同比下滑 51.3%；公司营业收入 30.0 亿元，同比-36.3%，表现好于行业；归母净利润 8691.5 万元，同比-89.5%，其中渠道端承压、内容端参投的春节档影片表现强劲。

图1: 万达电影年度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



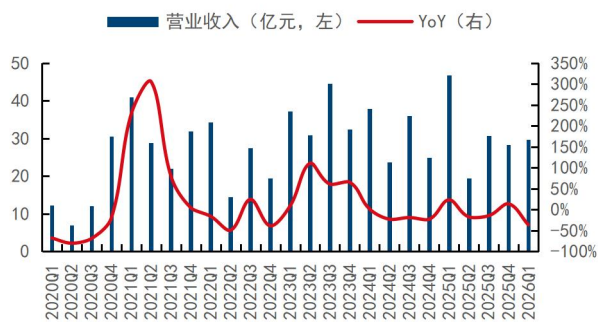
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 万达电影年度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



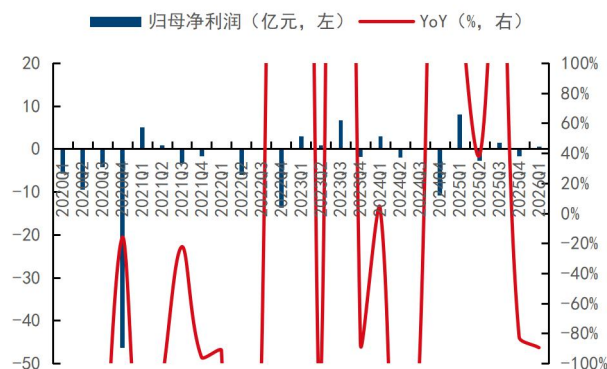
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 万达电影单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

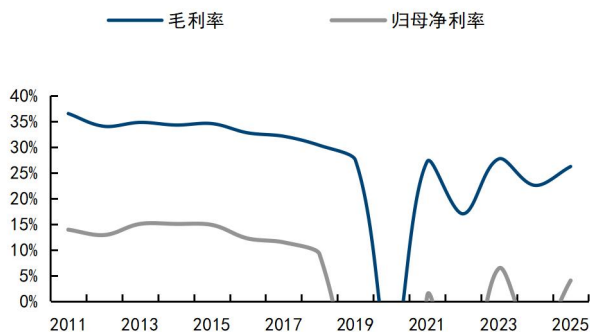
图4: 万达电影单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

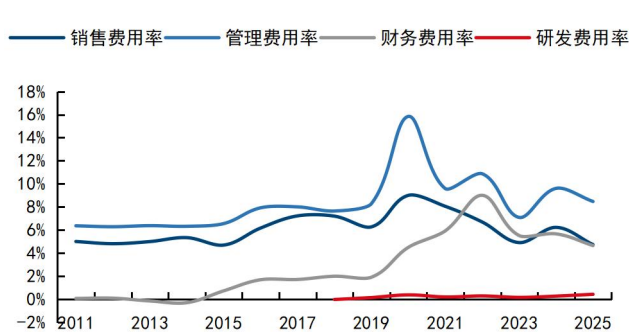
2025 年行业景气毛利率回升 3.7 个百分点，费用率整体下降 3.5 个百分点。2025 年公司毛利率同比提升 3.7 个百分点至 26.2%，主要由于 2025 年行业票房景气度回升；销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.8%/8.5%/4.7%/0.5%，分别同比 -1.5%/-1.1%/-1.0%/+0.2 个百分点。

图5: 万达电影毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 万达电影三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

渠道龙头地位稳固，内容端逆风盈利。 1) 2025 年国内直营影院票房 76.78 亿元 (+18.53%)，市占率 14.7%，连续 17 年行业第一；海外 Hoyts 经营业绩翻倍。2) 澳洲市场份额实现突破。2025 年 Hoyts 院线通过调整排片和定价策略，提升品牌认知度，实现票房 3.01 澳元 (+4.51%)，累计市场份额首次位列澳大利亚第一。3) 内容端，2025 年万达影视参与投资、发行影片 13 部，年度累计票房突破 100 亿元；剧集方面，完成《暗影侦探》在爱奇艺的上线以及目《万古最强宗》《耀眼》《龙骨焚箱》《一路灿烂》等的开机拍摄。

非票业务拓宽成长空间，潮玩业务潜力较大。 1) 现制餐饮方面，公司以“爆米花+可乐+衍生品”为核心，叠加头部 IP 联名活动，增加商业化收入。2) 公司成功孵化地“三口小时光”和“H20TALKS 与水说”两个自有品牌，并持续完善从选品到供应链的闭环管理，并逐步搭建新媒体和电商品牌，为未来自有品牌布局全渠道打下基础。3) 潮玩方面，公司与《光与夜之恋》《鸣潮》等游戏 IP、《哪吒之魔童闹海》《浪浪山小妖怪》《疯狂动物城 2》等影视 IP 以及“黄油小熊”“三丽鸥”“呆萌町”等潮流 IP 合作开发衍生品，结合线下影院和线上平台的主题活动放大 IP 影响力、带动衍生品销售稳步增长。此外，公司还战略投资 IP 玩具品牌 52TOYS 并开展战略合作，实现互利共赢。

盈利预测及其假设条件:

我们下调盈利预测,预计公司 2026-2028 年收入分别为 118.0/138.9/151.8 亿(原 2026 年预测为 180.7 亿),分别同比-6.7%/+17.7%/+6.0%,2026-2028 年归母净利润分别为 8.0/10.2/11.8 亿(原 2026 年预测为 17.6 亿),同比增长 54.7%/28.4%/15.9%。具体说明如下:

1) 收入假设: 公司的收入主要来自观影收入、广告收入、影视制作发行、游戏发行和其他收入。1.1) 观影收入和广告收入与电影行业整体内容供给相关性较强,公司实行“超级娱乐空间”战略,提升旗下院线坪效,预计下滑幅度好于行业。但由于行业整体内容供给不足景气度较低,我们预计公司观影收入和广告收入 26-28 年增长率分别为-10%/+20%/+10%。1.2) 影视业务方面,公司管理层的内容制作和投资能力较强,2025 年参投影片 13 部累计票房 100 亿以上,预计未来内容端相较行业有一定超额收益。此外,2025 年有 4 部重点剧集完成拍摄即将上线,预计 26-28 年收入增长率分别为 5%/12%/10%。1.3) 游戏业务方面,公司的《圣斗士星矢》《秦时明月:沧海》等重点项目将持续精细化运营,还将重点孵化 10

余款 IP 游戏产品，此外还新签 5 款 IP 作为后续发展储备资源，由于新游上线时间具有一定不确定性，预计 26-28 年游戏发行业务收入分别同比增长 10%/8%/5%。综合来看，公司 26-28 年收入预计同比-6.7%/+17.7%/+9.3%。

2) 毛利率假设：公司的观影收入、广告收入、影视制作、游戏发行业务的毛利率差异较大。2.1) 观影收入的毛利率随行业票房波动较大，预计 26 年随行业景气度下行毛利率降至 11.0%，27-28 年电影内容供给回暖预计恢复至 12.5%-12.7%左右。2.2) 影院广告的毛利率也随行业票房波动，预计 26-28 年毛利率分别为 55%/57%/57%。2.3) 影视制作的毛利率近年在 52%~58%之间，假设 26-28 年基本维持 25 年的水平，毛利率在 54%左右。2.4) 游戏发行业务的毛利率近年在 90%左右，假设 26-28 年该业务毛利率维持在 90%左右。综合来看，公司 26-28 年整体毛利率分别为 26.4%/27.0%/26.9%。

3) 费用率假设：

3.1) 销售费用率：公司的销售费用主要为院线运营的费用，近年在 6~7 亿元左右，预计未来 3 年销售费用金额基本维持，对应的销售费用率在 4.5%~4.8%之间。

3.2) 管理费用率：公司的管理费用主要为管理人员工资，2025 年公司降本提效之下管理人员工资已下降 14%，预计未来 3 年管理费用率将下降至 7.5%左右。

3.3) 研发费用率：公司的研发费用率占比较低，近年在 0.3%~0.4%之间，预计未来 3 年维持 0.3%~0.4%的水平。

3.4) 财务费用率：公司的财务费用率近年在 5%~6%左右，主要由于澳洲院线产生的利息费用较高，公司持续优化财务结构，预计未来 3 年财务费用率将降至 3%~4%左右。

综上所述，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 8.0/10.2/11.8 亿。

表1：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	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
分产品							
观影收入	6775	10389	8232	9324	8392	10070	11077
广告收入	1222	1324	1278	1118	1007	1208	1329
影视制作	532	1076	961	458	481	539	593
游戏发行	387	377	583	377	414	447	470
其他	779	1454	1307	1369	1506	1627	1708
总收入	9695	14620	12362	12647	11800	13891	15176
YoY							
观影收入	-21.0%	53.3%	-20.8%	13.3%	-10.0%	20.0%	10.0%
广告收入	15.8%	8.3%	-3.5%	-12.5%	-10.0%	20.0%	10.0%
影视制作	-67.5%	102.3%	-10.7%	-52.3%	5.0%	12.0%	10.0%
游戏发行	-12.8%	-2.6%	54.7%	-35.4%	10.0%	8.0%	5.0%
其他	0.3%	86.6%	-10.1%	4.7%	10.0%	8.0%	5.0%
总收入	-22.4%	50.8%	-15.4%	2.3%	-6.7%	17.7%	9.3%
毛利率							
观影收入	4.0%	15.5%	6.1%	12.7%	11.0%	12.5%	12.7%
广告收入	38.7%	48.2%	60.7%	57.4%	55.0%	57.0%	57.0%
影视制作	-10.5%	27.4%	13.7%	11.3%	11.8%	15.0%	15.0%
游戏发行	59.3%	58.0%	52.0%	54.2%	54.0%	54.2%	54.0%
其他	94.1%	88.3%	82.1%	90.1%	90.0%	91.0%	92.0%
总毛利率	17.0%	27.7%	22.5%	26.2%	26.4%	27.0%	26.9%
各项费用							
销售费用	650	736	771	600	566	632	683
管理费用	947	1136	1111	1009	897	1042	1123

研发费用	30	31	36	57	41	46	46
财务费用	874	794	702	590	416	533	471
各项费用率							
销售费用率	6.7%	5.0%	6.2%	4.7%	4.8%	4.6%	4.5%
管理费用率	9.8%	7.8%	9.0%	8.0%	7.6%	7.5%	7.4%
研发费用率	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
财务费用率	9.0%	5.4%	5.7%	4.7%	3.5%	3.8%	3.1%
净利润							
归母净利润	-1923	912	-940	514	795	1021	1183
YoY	-1908.5%	147.4%	203.0%	154.7%	54.7%	28.4%	15.9%
归母净利率	-19.8%	6.2%	-7.6%	4.1%	6.7%	7.4%	7.8%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理预测

投资建议：看好公司渠道端的优势和内容端的潜力，维持“优于大市”评级。电影行业短期内内容供给短缺、行业票房增长动力不足，我们下调 2026-2027 年盈利预测、新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 8.0/10.2/11.8 亿元，对应 PE 为 26/20/18x，维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
002739.SZ	儒意电影	优于大市	9.85	208	-0.43	0.24	0.38	0.48	-22.8	40.5	26.2	20.4
300251.SZ	光线传媒	优于大市	14.78	434	0.1	0.57	0.32	0.41	94.8	28.7	46.1	36.2

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：光线传媒预测来自 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3623	3271	10636	9473	9084	营业收入	12362	12647	11800	13891	14724
应收款项	1583	1142	970	1142	1210	营业成本	9576	9333	8687	10140	10768
存货净额	1484	1722	1675	1955	2072	营业税金及附加	330	377	236	278	294
其他流动资产	990	954	1888	1806	1914	销售费用	771	600	566	632	663
流动资产合计	7680	8695	16774	15980	15886	管理费用	1188	1072	927	1072	1120
固定资产	1765	1526	1778	2021	2227	研发费用	36	57	41	46	44
无形资产及其他	749	760	730	699	669	财务费用	702	590	416	533	457
投资性房地产	13115	12298	12298	12298	12298	投资收益	58	15	0	0	0
长期股权投资	45	152	154	156	158	资产减值及公允价值变动	667	192	0	0	0
资产总计	23354	23431	31733	31154	31238	其他收入	(1345)	(234)	(41)	(46)	(44)
短期借款及交易性金融负债	3429	3671	11200	9000	8000	营业利润	(826)	648	926	1190	1378
应付款项	1292	1268	1268	1480	1569	营业外净收支	(36)	(38)	0	0	0
其他流动负债	3094	3010	3059	3560	3516	利润总额	(862)	610	926	1190	1378
流动负债合计	7815	7948	15526	14040	13085	所得税费用	99	101	139	178	207
长期借款及应付债券	1669	1482	1482	1482	1482	少数股东损益	(21)	(5)	(8)	(10)	(12)
其他长期负债	6857	6405	6485	6565	6645	归属于母公司净利润	(940)	514	795	1021	1183
长期负债合计	8527	7887	7967	8047	8127	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	16342	15835	23493	22086	21212	净利润	(940)	514	795	1021	1183
少数股东权益	118	96	88	78	66	资产减值准备	522	(608)	47	21	27
股东权益	6895	7500	8152	8990	9960	折旧摊销	484	1090	222	256	287
负债和股东权益总计	23354	23431	31733	31154	31238	公允价值变动损失	(667)	(192)	0	0	0
						财务费用	702	590	416	533	457
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	1291	(115)	(538)	445	(142)
每股收益	(0.43)	0.24	0.38	0.48	0.56	其它	(560)	609	(55)	(31)	(38)
每股红利	0.34	0.29	0.07	0.09	0.10	经营活动现金流	130	1298	471	1712	1316
每股净资产	3.16	3.55	3.86	4.26	4.72	资本开支	0	(371)	(490)	(490)	(490)
ROIC	-1.48%	4.93%	7%	9%	10%	其它投资现金流	0	(1606)	0	0	0
ROE	-13.63%	6.85%	10%	11%	12%	投资活动现金流	2	(2083)	(492)	(492)	(492)
毛利率	23%	26%	26%	27%	27%	权益性融资	(25)	0	0	0	0
EBIT Margin	4%	10%	11%	12%	12%	负债净变化	(487)	(187)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	18%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(737)	(619)	(143)	(184)	(213)
收入增长	-15%	2%	-7%	18%	6%	其它融资现金流	2807	2046	7529	(2200)	(1000)
净利润增长率	-203%	-155%	55%	28%	16%	融资活动现金流	333	432	7386	(2384)	(1213)
资产负债率	70%	68%	74%	71%	68%	现金净变动	466	(352)	7365	(1164)	(388)
股息率	3.5%	3.0%	0.7%	0.9%	1.0%	货币资金的期初余额	3158	3623	3271	10636	9473
P/E	(22.8)	40.5	26.2	20.4	17.6	货币资金的期末余额	3623	3271	10636	9473	9084
P/B	3.1	2.8	2.6	2.3	2.1	企业自由现金流	0	1612	334	1675	1215
EV/EBITDA	40.0	15.9	28.3	21.7	19.8	权益自由现金流	0	3471	7510	(978)	(174)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

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

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

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门、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所提及的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 层
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