

“新万达”启航，携手儒意强强联合

华泰研究

2024 年 6 月 19 日 | 中国内地

深度研究

文化娱乐

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

18.85

研究员 朱璐
SAC No. S0570520040004 zhujun016731@htsc.com
SFC No. BPX711 +(86) 10 6321 1166

研究员 周钊
SAC No. S0570517070006 zhouzhao@htsc.com
SFC No. BQA910 +(86) 10 5679 3958

基本数据

目标价(人民币)	18.85
收盘价(人民币 截至 6 月 18 日)	13.08
市值(人民币百万)	28,506
6 个月平均日成交额(人民币百万)	394.19
52 周价格范围(人民币)	10.02-16.10
BVPS(人民币)	3.78

股价走势图



资料来源: Wind

携手儒意, “新万达”启程

万达电影是国内电影行业龙头。23 年 12 月, 儒意投资接手控股股东万达投资 51% 股权, 24 年 4 月变更完成, 万达电影实控人变更为柯利明。我们认为“新万达”的发展战略或将依循: 1) 提升国内院线市占率, 目标为不低于 20%; 2) 推动内容业务做大做强; 3) 大力发展衍生品, 提高非票收入。我们看好儒意对万达的赋能, 有望为万达打开新的发展空间。我们预计公司 24-26 年归母净利润 14.17/17.84/20.13 亿元, 可比公司 24 年 Wind 一致预测平均 PE 28X, 考虑公司龙头地位(放映市占率第一, 运营效率高, 与儒意强强联合), 给予 24 年 29 倍 PE, 目标价 18.85 元, 维持“买入”评级。

院线龙头地位稳固, 并将寻求市场份额进一步提升, 目标至 20% 以上

万达电影国内院线业务是行业内龙头, 连续 15 年保持市场份额第一。23 年公司直营影院票房市场份额为 15.1%。携手儒意后, 公司计划提升国内院线市占率, 目标为不低于 20%。我们认为主要通过三种方式实现, 一是新建影城, 依托万达集团和其他优质商业体, 物色优质点位扩大直营影院数量; 二是加强自身建设, 丰富影城生态, 发展非票商业, 加强与各大平台联动, 动态调整票价, 精细化排片, 增强自身获客能力; 三是收购优质影城。疫情期间部分影城由于经营不善, 效益下滑较大, 但其自身拥有较好的商业地段, 若引入万达的领先管理经验, 有望改善其自身经营状况。

儒意赋能, 推动万达影视内容业务做大做强

儒意影业是国内影视制作龙头, 采取制片人中心制, 并与潜力新导演合作, 拥有行业领先的剧本研发、制作及宣发能力, 带动大多作品质量票房均有上佳表现。中国儒意旗下南瓜电影在 23 年成立 AI 科技实验室, 大力发展 AI 技术, 助力影视内容生产。通过强大品控力&AI, 儒意有望赋能万达内容业务做大做强。24 年已有优质项目落地, 《追风者》《我的阿勒泰》为近期万达和儒意合作的两部电视剧, 均为口碑出彩佳作。双方与追光影业合作的动画电影《白蛇: 浮生》也已定于暑期档 8 月 10 日上映。

大力发展衍生品, 时光网创新升级

万达旗下时光网为国内影视衍生品行业开创者和领头羊。23 年公司开发的 LOOPY 系列产品受到广泛喜爱。与泡泡玛特-Molly 达成授权合作的 baby-Molly 新系列衍生品已于 24 年 5 月上线全国万达影院。“新万达”将推进 IP 授权或共享, 依托公司院线阵地和新媒体直播矩阵, 通过 IP 运营、衍生品研发生产及销售提高非票房收入。公司已就暑期档电影《白蛇: 浮生》与儒意等展开合作, 打造衍生品, 后续也将对其他动画 IP 进行衍生品开发。

风险提示: 观影需求疲软、AI 技术风险、项目进展不及预期等。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	9,695	14,620	16,378	18,067	19,719
+/-%	(22.38)	50.79	12.03	10.31	9.14
归属母公司净利润(人民币百万)	(1,923)	912.24	1,417	1,784	2,013
+/-%	(1,908)	147.44	55.33	25.89	12.85
EPS(人民币, 最新摊薄)	(0.88)	0.42	0.65	0.82	0.92
ROE(%)	(27.13)	11.40	15.03	15.91	15.22
PE(倍)	(14.82)	31.25	20.12	15.98	14.16
PB(倍)	4.02	3.55	3.02	2.54	2.15
EV EBITDA(倍)	40.66	8.65	5.53	4.56	4.04

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

正文目录

核心投资逻辑.....	3
万达电影：业务贯穿电影全产业链的行业龙头	4
历史上收购做大业务布局，携手儒意“新万达”启程	4
业务覆盖院线、影视内容制作和衍生品等全产业链	4
财务：近年来精修内功，降本增效，各项财务指标持续回升.....	5
23 年以来电影行业呈稳健复苏态势，为业绩提供支撑	8
电影行业复苏态势良好	8
分线发行渐行渐近，有助于行业健康发展	9
AI 技术快速发展，赋能电影全产业链.....	10
携手儒意，“新万达”启程	11
股东变更，实际控制人变更为柯利明	11
中国儒意：国内领先的综合性文娱集团，影视制片龙头	12
南瓜电影：科技赋能的付费流媒体平台	12
儒意影业：国内头部影视制作公司	13
景秀游戏：全球游戏研运新贵	13
院线龙头地位稳固，将寻求市场份额继续提升，目标至 20%以上.....	14
儒意赋能，推动万达影视内容做大做强	19
万达影视：努力打造各类精品内容.....	19
儒意影业：影视制作龙头，品控能力强&大力研发 AI	20
大力推动 AI 研发，助力影视内容生产	22
儒意赋能，万达影视内容有望向前迈进	23
大力发展影视衍生品，时光网创新升级.....	24
影视衍生品市场大有可为，为优化电影行业回收结构的必然选择.....	24
时光网：国内电影衍生品行业开创与领导者	24
“儒意+万达”探索全主控 IP 商业潜力，大力挖掘衍生品成长机遇.....	25
盈利预测及估值	26
盈利预测核心假设	26
估值和目标价	28
风险提示.....	28

核心投资逻辑

万达电影是国内领先的电影全产业链龙头，业务覆盖产业上中下游，尤其国内院线业务，市占率长年位居行业第一。23 年下半年以来，其控股股东万达投资进行多轮股权转让，至 24 年 4 月 15 日，万达电影实控人已变更为柯利明，其同时也是港股上市公司中国儒意实控人。

中国儒意是国内领先的综合性文娱集团，在内容制作、AI 赋能上，均有突出实力。我们认为，万达携手儒意，将为万达揭开新的发展序幕。通过儒意的赋能，“新万达”的未来值得期待。我们认为“新万达”的未来发展战略或将依循：

- 1) **继续提升院线板块市场份额，目标为不低于 20%。**万达影院的管理和运营效率业界领先，公司将继续坚持做好经营管理并在市场份额上寻求进一步发展，市场份额目标为不低于 20%；
- 2) **提高内容板块产出能力，并提升内容质量，推动内容业务做大做强。**公司新任董事长陈曦在制片方面具有丰富的经验，而儒意影业在行业有丰富的资源，公司会借助新股东在影视内容研发、制作及宣发领域的优势实现资源共享和优势互补，制作出更多优质作品，增厚上游内容。公司也可结合自身优势在影片发行领域进一步发力；
- 3) **大力发展衍生品，改善电影商业回收结构，提高非票收入。**公司将利用时光网平台重点发展衍生品业务。时光网是公司重要的业务板块，包括时光资讯、时光研究院、时光评分、时光观影团、时光衍生品以及时光待拓展的项目。公司已经做了充分的市场调研，未来将会和具有 IP 储备丰富的优秀公司在更多优质 IP 上进行合作，重点发展衍生品业务，提高非票房收入。

我们与市场的不同之处：

市场认为在儒意与万达联合将实现强强联合，但可能见效较慢，需要较长时间。我们认为“新万达”的发展速度可能会超出预期：

- 1) 从占营收近 60%的放映业务来看，公司已提出要“继续提升院线板块市场份额，目标为不低于 20%”，而具体途径我们认为将有三种，包括新建影院、提升获客能力、收并购影院等，多管齐下有望帮助市占率快速提升；
- 2) 从内容业务来看，万达电影新任董事长陈曦原为中国儒意执行董事，为业内知名制片人，代表作包括《泰囧》《煎饼侠》《唐人街探案》《吉祥如意》《你好李焕英》《保你平安》等，拥有丰富的制片管理经验，品控能力强。电视剧方面，24 年万达已推出与儒意合作的《追风者》《我的阿勒泰》等，口碑和商业兼具。从储备项目上看，优质大作众多，电影上包括《误杀 3》、《唐探 1900》、《转念花开》等，另外参投如《白蛇：浮生》等；电视剧包括《四方馆》《错位》待播出，并在筹备多部剧集，包括《黑夜告白》、《熟人作案》、《大道朝天》、《检察官与少年》、《黄卡》。内容业务有望快速放量；
- 3) 从衍生品业务来看，时光网为业内知名的影视衍生品龙头。“新万达”将协调体系内各方资源，从 IP 孵化、产品设计、渠道建设等多方位大力发展衍生品业务，并发展多种经营业务，拉动非票业务增长，改善商业回收结构。目前已取得亮眼成绩。23 年，公司开发的 LOOPY 系列产品入围了 2024 亚洲授权业卓越大奖，今年春节档的奶龙系列也受到观众的广泛喜爱。同时时光网已与泡泡玛特-Molly 达成授权合作，首发 baby-Molly 新系列衍生品已于 24 年 5 月 1 日陆续上线全国万达影院和万达星选商城，并计划在下属部分万达影院打造 baby-Molly 主题门店。

万达电影：业务贯穿电影全产业链的行业龙头

万达电影股份有限公司前身为万达电影院线股份有限公司，成立于 2005 年，并于 2015 年 A 股上市，业务范围从产业链下游放映业务向上延伸至电影投资、制作和发行及相关衍生业务，覆盖电影全产业链。

历史上收购做大业务布局，携手儒意“新万达”启程

万达电影上市后，发展的重要节点如下：

1) 通过行业并购，实现产业快速布局

2015 年 6 月，万达院线全资收购澳洲第二大院线 Hoyts 公司；2016 年 7 月，万达院线全资并购时光网，开始利用移动互联网将电影、电影推广与线下院线连接，正式进军衍生品市场。

2) 收购万达影视，将影视制作业务纳入上市公司体内

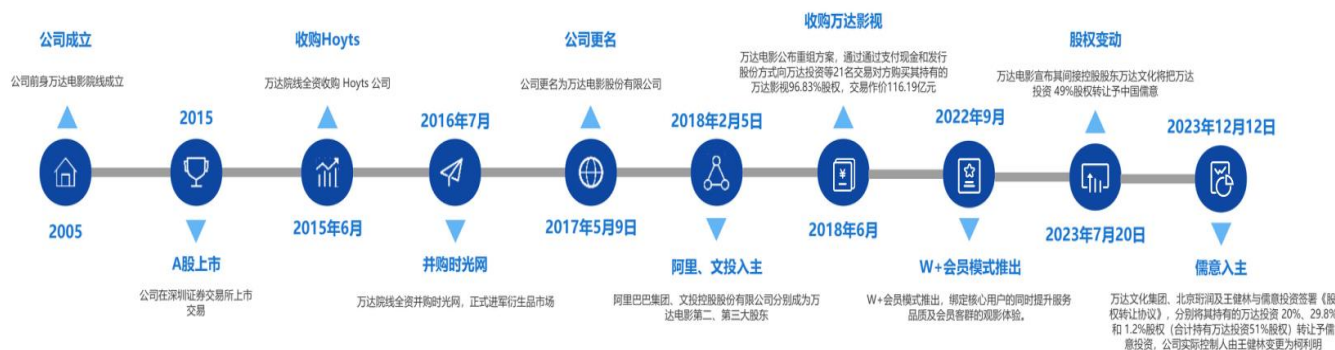
2018 年 2 月 5 日，阿里巴巴集团、文投控股股份有限公司与万达集团签订战略投资协议，分别成为万达电影第二、第三大股东；2018 年 6 月，万达电影公布重组方案，通过支付现金和发行股份方式向万达投资等 21 名交易对方购买其持有的万达影视 96.83% 股权，交易作价 116.19 亿元。

3) 携手儒意，新万达启程

2023 年下半年，万达投资陆续签署股份转让协议；2023 年 7 月 20 日，万达电影宣布其间接控股股东万达文化将把万达投资 49% 股权转让予上海儒意；2023 年 12 月 12 日，万达文化集团、北京珩润及王健林与儒意投资签署《股权转让协议》，分别将其持有的万达投资 20%、29.8% 和 1.2% 股权（合计持有万达投资 51% 股权）转让予儒意投资；本次控制权转让已于 2024 年 4 月 15 日完成，公司实际控制人变更为柯利明。

在此就上述各主体关系进行说明。中国儒意（全称中国儒意控股有限公司，港股上市，代码 0136.HK）为国内领先的综合性文娱集团。其董事长、实际控制人为柯利明。上海儒意（上海儒意影视制作有限公司）为中国儒意协议控制的下属公司，中国儒意拥有上海儒意 100% 的实际权益；儒意投资（上海儒意投资管理有限公司）实际控制人为柯利明，柯利明持有儒意投资 99% 股权。儒意投资与中国儒意无股权关系。

图表 1：2005-2024 年公司发展历程



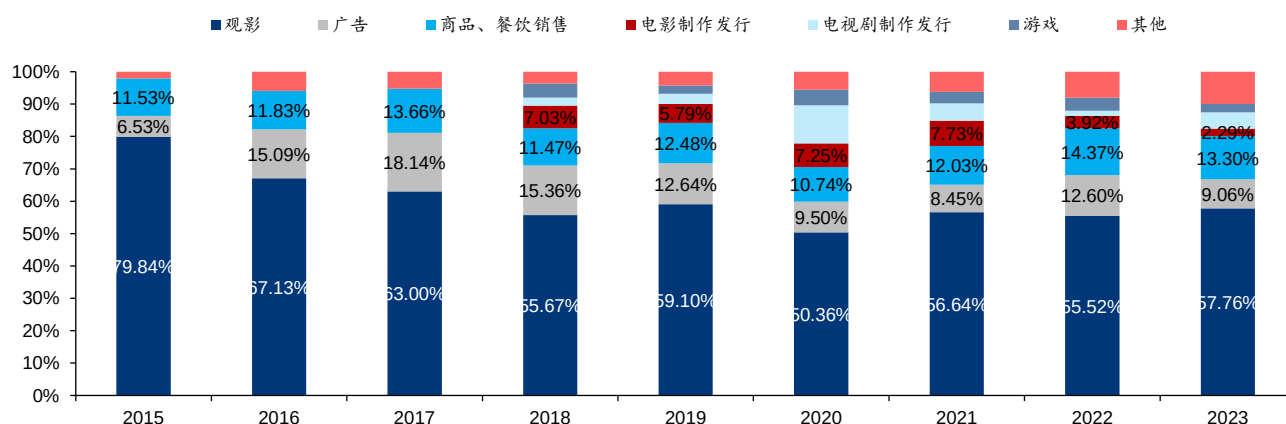
资料来源：公司官网、公司公告、华泰研究

业务覆盖院线、影视内容制作和衍生品等全产业链

2015 年，万达电影上市，主要产品或服务包括院线电影放映、广告、销售商品及餐饮。其中电影放映占比高达 79.84%，并在随后几年稳定在 65% 左右；2019 年，公司完成收购万达影视，新增电影投资制作、发行、放映及相关衍生业务以及电视剧制作及发行业务。公司业务覆盖电影全产业链。

截至 2023 年，观影收入仍为最主要营业收入，占比约为 58%。其次为商品及餐饮销售、广告，占比分别为 13.3%和 9%。

图表2：2015 年-2023 年公司主营业务收入占比



资料来源：公司年报、华泰研究

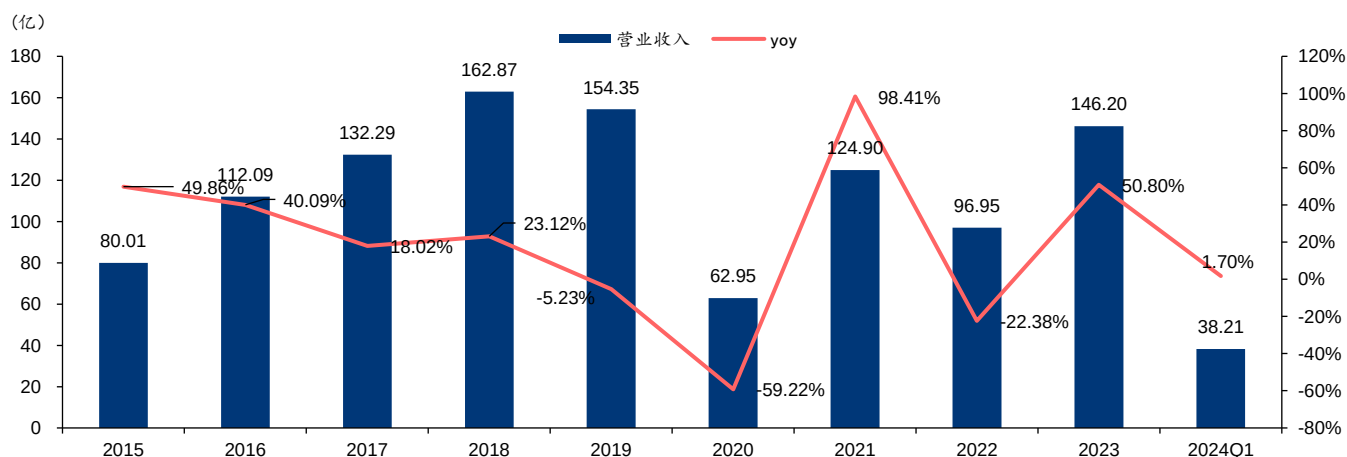
财务：近年来精修内功，降本增效，各项财务指标持续回升

我们统计了公司 2015-24Q1 的财务数据：

1、营收：2015 年至 18 年公司营业收入呈现逐步增长态势，主因：1）中国电影市场蓬勃发展，票房持续增长，从 15 年的 437.73 亿元增长至 18 年的 606.98 亿元；2）通过并购澳洲院线 Hoyts、时光网、万达影视，扩大业务布局，增加业绩来源。

2019 年营收略有下滑，主因电影市场增速放缓、影院竞争加剧、行业单银幕产出下降影响。2020 年之后营收主要受到疫情影响，行业票房波动较大。23 年电影行业复苏明显，公司营收大幅回升，各项业务基本回至正轨。据 23 年年报，23 年公司国内直营影院实现票房 75.6 亿元，恢复至 2019 年的 96.4%，较大盘恢复比例高 12.5pct。

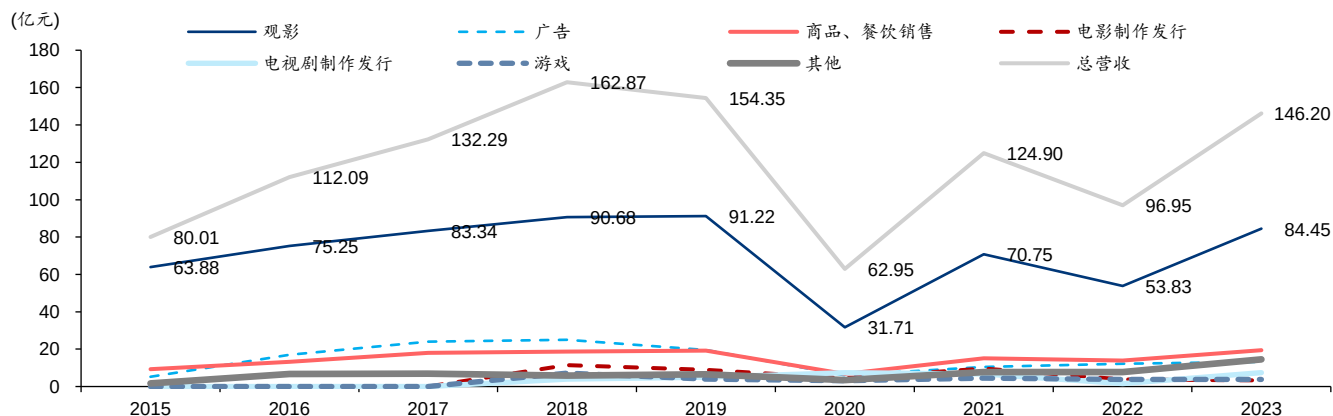
图表3：2015 年-2024Q1 公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind、华泰研究

分项业务营收上看，观影、广告、商品和餐饮销售总体上和总营收变化趋势接近，其中以观影营收构成总营收主要构成，两者变化趋势图接近。观影、广告、商品和餐饮销售三项业务的核心变量之一均为观影人次，因而营收走势总体上较为相近。电影和电视剧业务营收主要随项目上线而有所波动，如《唐人街探案 2》和《唐人街探案 3》分别于 18 年和 21 年上映，票房分别约为 34 亿和 45 亿，当年电影业务营收即较为突出。19 年的《误杀》上映，取得 13 亿票房，也使得当年电影业务营收较高。但总体上，电影、电视剧、游戏和其他业务营收体量均较小。

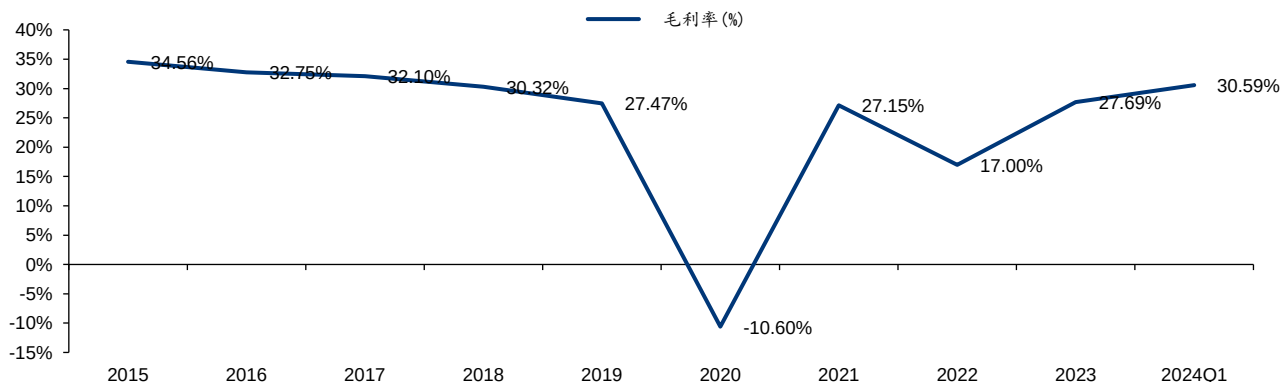
图表4：2015年-2023年公司分业务营收



资料来源：Wind、华泰研究

2、毛利率：2015至19年公司毛利率呈缓慢下降态势，主因虽然全国票房增长，但外来资本涌入，带动银幕增加，竞争日益激烈，单银幕产出持续下滑。20年毛利率大幅下降至-10.6%，主因疫情影响全国影院停业约半年，而放映业务成本较为刚性。21年后毛利率随全国电影市场票房变动而有所波动，但总体上呈持续提升态势，主因公司在疫情期间大力降本增效，积极推进降低房租物业、能耗费用等固定成本，带动刚性成本下降。

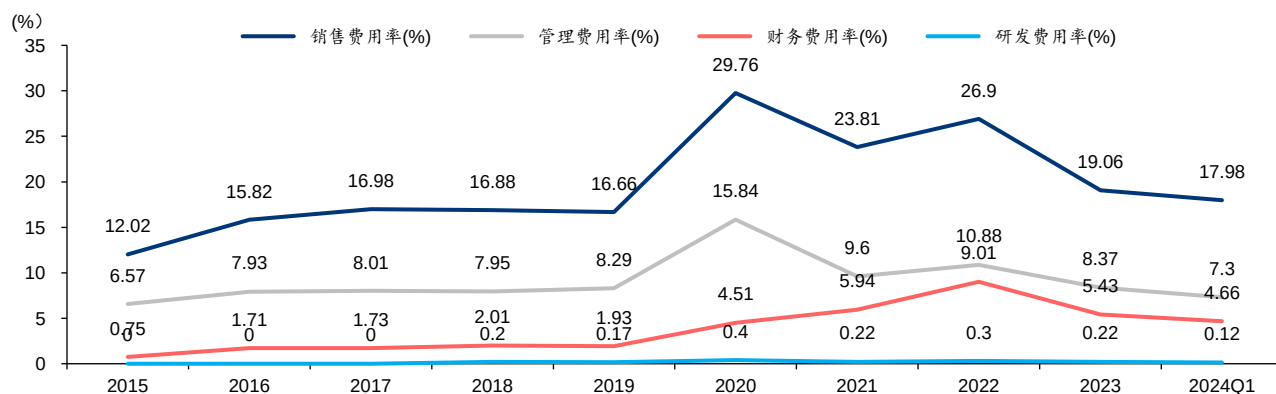
图表5：2015年-2024Q1公司毛利率



资料来源：Wind、华泰研究

3、各项费用率：2015-19年，各项费用率总体呈缓慢提升态势，主因市场竞争激烈。20年之后波动较大，主因营收端波动。22年之后各项费用率显著下滑，主因公司精修内功，大力降本增效。

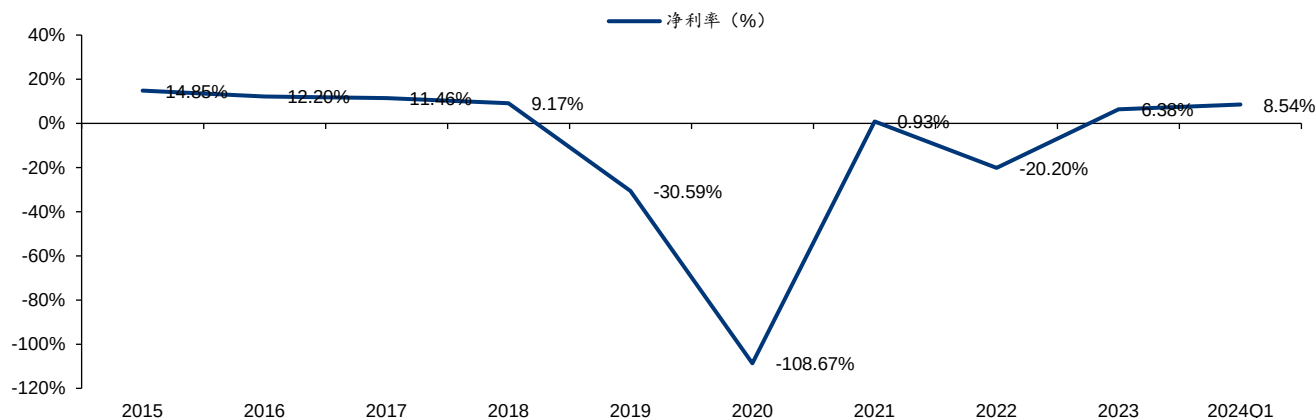
图表6：2015年-2024Q1公司各项费用率



资料来源：Wind、华泰研究

4、净利率：2015 年至 18 年净利率呈下降趋势，主因毛利率下滑和各项费用率提升。19 年为负，主因公司进行商誉减值测试并确认了减值损失。20 和 22 年为负也为商誉减值和其他资产减值损失影响。23 年以后净利率已回升为正，且 24Q1 较 23 年全年有所提升。

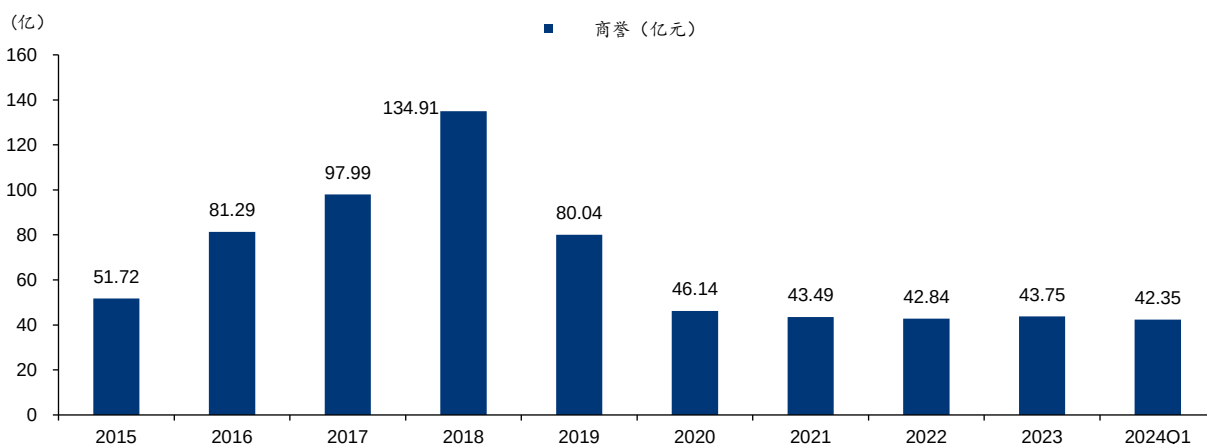
图表7：2015 年-2024Q1 公司净利率



资料来源：Wind、华泰研究

5、商誉：2015-18 年，公司商誉余额从 51.72 亿增至 134.91 亿，主因上市后公司并购导致，如收购澳洲 Hoyts 院线、时光网、慕威时尚、万达传媒、并购影城和收购万达影视等。19 年公司进行商誉减值测试，主要针对并购的影城、万达传媒（广告业务）和时光网等。19 年公司计提减值准备约 59 亿元，其中商誉减值约 55.7 亿元；20 年受疫情影响，计提减值准备约 44.8 亿元，其中商誉减值约 36 亿元，主要针对并购的影城、时光网和互爱互动（从事游戏业务的子公司）等。20 年以后，商誉余额基本保持平稳，其中主要包括澳洲 Hoyts 院线和互爱互动等，我们认为这两项业务目前运营稳定，暂不存在减值风险。

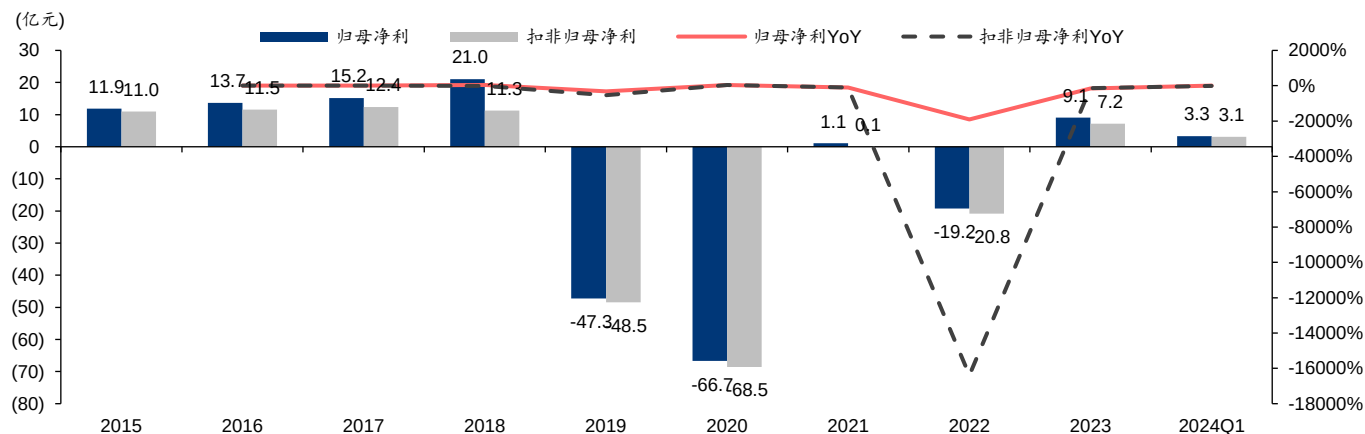
图表8：2015 年-2024Q1 公司商誉



资料来源：Wind、华泰研究

6、归母净利：由于上文所提及原因，2019 年至 22 年，公司归母净利和扣非归母净利波动较大，23 年行业复苏，公司经营回至正轨，净利润已大幅回升。

图表9：2015 年-2024Q1 公司归母净利润、扣非归母净利润及同比增速



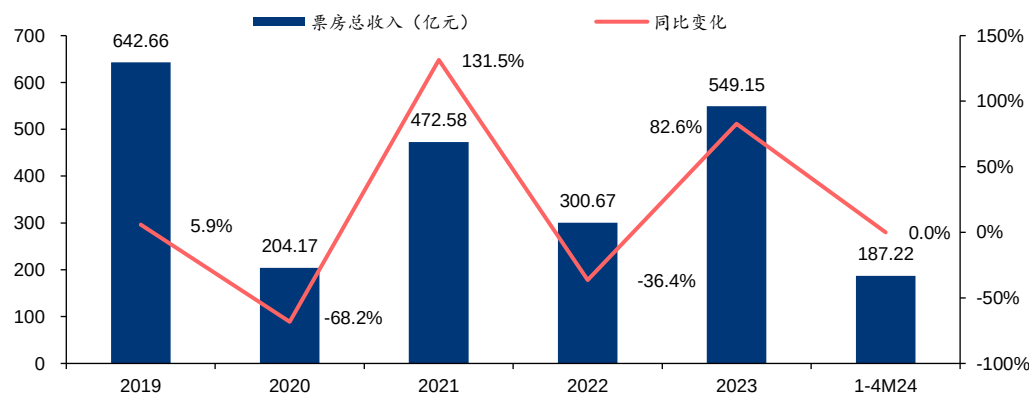
资料来源：Wind、华泰研究

23 年以来电影行业呈稳健复苏态势，为业绩提供支撑

电影行业复苏态势良好

2023 年以来电影行业呈稳健复苏态势。据国家电影局，23 年全国电影票房 549.15 亿元(含服务费)，同比增长 82.6%。据猫眼专业版，24 年 1-4 月全国总票房为 187.23 亿元，与 23 年 1-4 月基本持平。24 年春节档全国电影票房为 80.51 亿元，同比增长 19.01%，观影人次、场次和票房均创同档期纪录；元旦档、清明档票房也分别以 15.36 亿元与 8.42 亿元，创造同档期历史新高；五一档票房为 15.27 亿元，同比增长 0.39%，位列同档期历史第二。

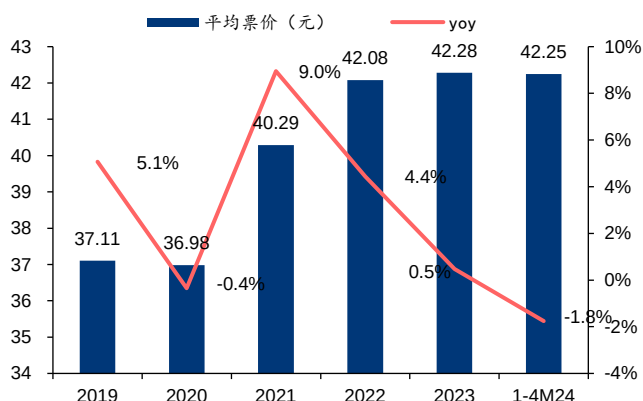
图表10：2019-2024 年 1-4 月全年票房及同比增速



资料来源：国家电影局、猫眼专业版、华泰研究

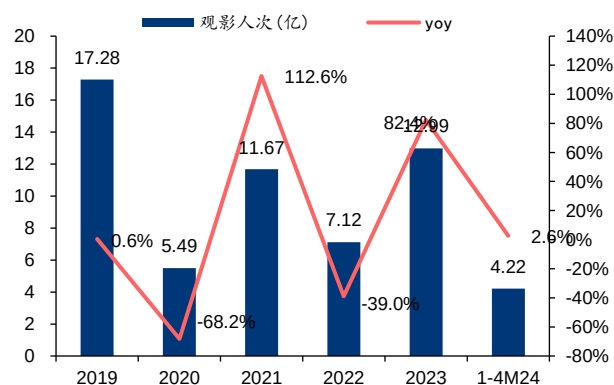
2020 年后平均票价上涨至 2022 年，之后基本保持平稳，观影人次有所波动。19-20 年平均票价较为平稳，21 年-22 年有所上涨，我们认为主要为对冲疫情带来的观影人数下滑，至 22 年后基本保持平稳。20-23 年，全国观影人次呈大幅度波动，主要受疫情管控及内容供给的影响；23 年行业迅速回暖，观影人次大幅回升，达 12.99 亿，同比增长 82.43%，创近 4 年内新高。

图表11: 2019-2024 年 1-4 月全国电影平均票价



资料来源: 灯塔专业版、华泰研究

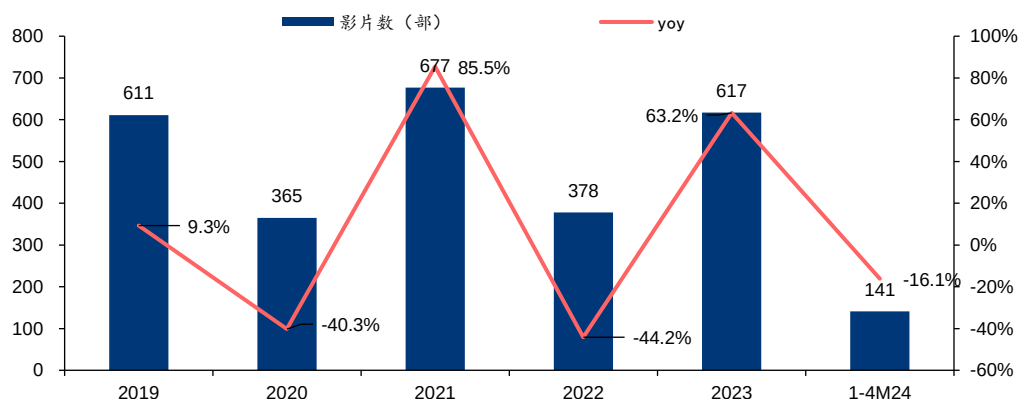
图表12: 2019-2024 年 1-4 月全国观影人次及同比增速



资料来源: 灯塔专业版、华泰研究

23 年影片较为充足, 24 年重点观察行业供给。23 年优质内容供给充足是电影大盘强势复苏的重要原因, 据灯塔专业版, 全年上映影片数达 617 部, 同比增长 63.2%, 全国备案立项影片数量亦稳步回升。24 年 1-4 月上映影片数为 141 部, 同比下降 16.1%, 主要由于 20-22 年由于疫情积压未映的电影集中在 23 年上映, 供给集中释放后, 出现短暂下滑。我们认为 24 年后续行业关键在于优质内容的供给丰富程度, 长线看, 行业已经形成较好的市场化调节机制, 内容供给依然将恢复至正常水平。

图表13: 2019-2024 年 1-4 月上映影片数



资料来源: 灯塔专业版、华泰研究

分线发行渐行渐近, 有助于行业健康发展

2021 年国家电影局发布《“十四五”中国电影发展规划》, 提出“鼓励开展分线发行、多轮次发行、区域发行、分众发行等创新业务”。不同于将影片发行到所有影院上映的“饱和发行”, 分线发行指的是根据影片的特性、观众群体等进行分类, 然后选择特定的院线上映。这种模式可以采取多种方式, 如分影院、分院线、分区域、分轮次等多种方式进行。

2023 年在第二十四届全国电影推介会暨第一届全国电影交易会上, 24 部实行分线发行的影片达成签约, 其中《一个和四个》《沉默笔录》《非诚勿扰 3》和重映片《你的婚礼》先后以分线发行方式上映。我们认为分线发行可以满足观众的多样化需求、提高影院和银幕的利用率, 有利于促进电影市场存量差异化, 改善影院经营, 也能够为更多中小体量影片、区域化电影以及艺术电影创造更多商业回报的机会, 形成真正的双向供需平衡。

AI 技术快速发展，赋能电影全产业链

23 年以来 AI 技术快速发展，并在影视行业快速落地。全球首部 AI 长篇电影《Our T2 Remake》、国内央视总台推出的首部文生视频 AI 动画《千秋诗颂》等作品引起行业较大关注。我们认为随着 AI 发展和迭代，AI 有望重塑并赋能影视行业制作，提高生产制作效率，从而带动行业规模做大。

图表14：全球首部 AI 长篇电影《Our T2 Remake》



资料来源：YouTube、华泰研究

图表15：央视总台推出的首部文生视频 AI 动画《千秋诗颂》



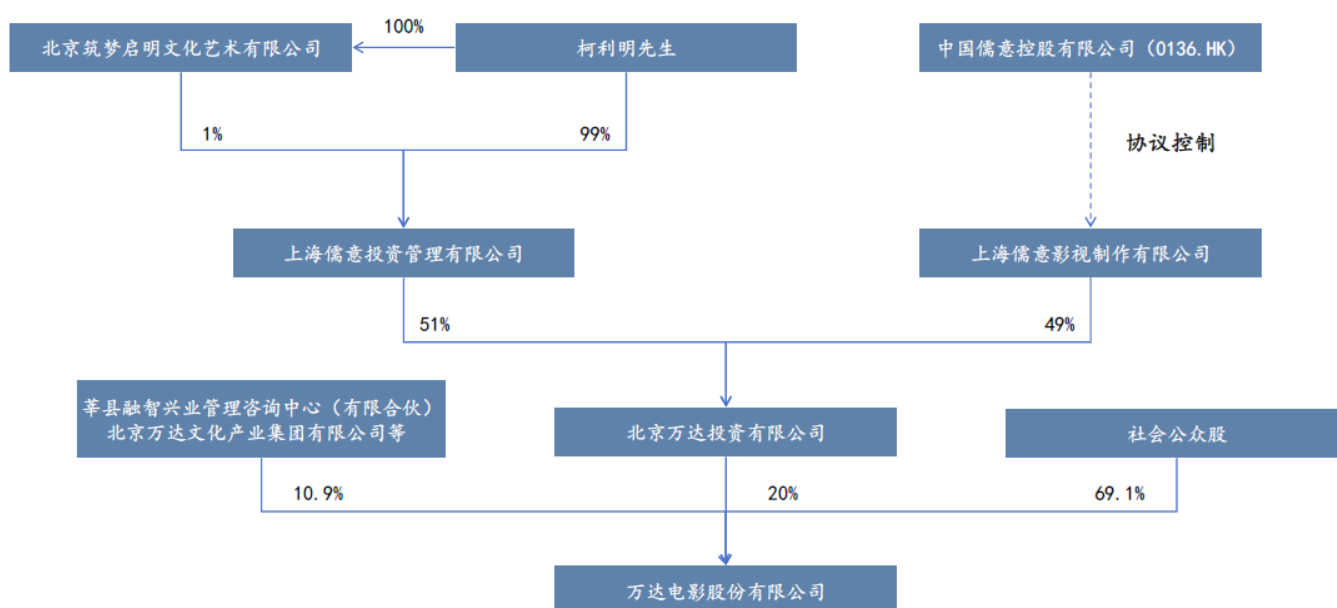
资料来源：央视、华泰研究

携手儒意，“新万达”启程

股东变更，实际控制人变更为柯利明

23 年 7 月 20 日，万达电影间接控股股东北京万达文化产业集团有限公司向上海儒意影视制作有限公司（为中国儒意协议控制的下属公司）协议转让其持有的万达投资 49% 股权。23 年 12 月 12 日，万达文化集团、北京珩润企业管理发展有限公司及王健林先生与上海儒意投资管理有限公司（由中国儒意董事长柯利明实控）签署股权转让协议，拟分别将其持有的万达电影控股股东北京万达投资有限公司 20%、29.8% 和 1.2% 股权（合计持有万达投资 51% 股权）转让予儒意投资。2024 年 4 月 15 日，北京万达文化产业集团有限公司和王健林先生向儒意投资转让其分别持有的万达投资 20% 股权和 1.2% 股权办理完成工商变更登记手续，公司实际控制人变更为柯利明先生。

图表16：万达电影股权结构（截至 2024 年 4 月 15 日）



资料来源：公司公告、华泰研究

股权转让完成后，儒意投资持有万达投资 51% 股权，柯利明为儒意投资的实际控制人；同时柯利明通过其全资企业间接持有香港上市公司中国儒意（中国儒意控股有限公司）总股本 16.34% 的股份，中国儒意通过协议控制的上海儒意影视制作有限公司持有万达投资 49% 股权。因此，柯利明通过万达投资间接控制万达电影 20% 股权，为公司实际控制人。

更换实控人后，原儒意高管团队携手原万达高管团队，通过多方面的合作实现资源共享和优势互补，充分发挥协同效应，引领公司的院线业务、影视业务、游戏业务进入新的发展阶段。根据公司公告：1) 董事长、总裁陈曦女士负责统筹万达电影整体业务发展，并重点分管影视制作业务板块、五洲发行及时光网板块；2) 董事、执行总裁陈洪涛先生将继续分管公司院线业务；3) 董事龚峤先生分管公司游戏业务板块。

图表17：万达电影最新高管团队

高管	职务	履历
柯利明	实际控制人	毕业于澳大利亚格里菲斯大学，于 2005 年获得风险管理学士学位,并于 2006 年获得货币银行学硕士学位。同时担任上海儒意影视制作有限公司的行政总裁以及 Pumpkin films limited 的行政总裁，曾经在对冲基金管理公司任高级分析师；2024 年 4 月成为万达电影股份有限公司实际控制人。
陈曦	董事长、总裁	毕业于中央戏剧学院，表演专业学士学位，清华大学五道口金融学院金融 EMBA。2012 年创办影艺通传媒，2015 年至 2024 年 1 月担任上海儒意影视制作有限公司总裁、中国儒意控股有限公司执行董事；2024 年 1 月担任万达电影股份有限公司法定代表人、董事长。
陈洪涛	董事、执行总裁	毕业于四川师范大学，法学学士学位。2000 年起历任万达商业管理公司成都区域公司总经理，万达商业管理公司高级总裁助理兼华西运营中心总经理，万达商业管理集团有限公司高级总裁助理兼西南运营中心总经理，万达商业管理集团有限公司首席总裁助理兼商业规划中心总经理。
龚峤	董事	2010-2014 年任盛大游戏工作室总经理；2014-2017 年任奇虎三六零移动游戏事业部总经理；2017-2018 年任大连天神娱乐股份有限公司副总经理；2018-2019 年任中文在线集团股份有限公司游戏事业部总经理；2020-2022 年任 NBA 体育文化发展有限责任公司战略顾问；2022-2024 年 1 月任北京儒意景秀网络科技有限公司总经理；2024 年 1 月担任万达电影股份有限公司非独立董事。
王会武	董事、副总裁、董事会秘书	毕业于东北财经大学，工商管理硕士学位，高级会计师。1994 年获得中国注册会计师执业资格，历任大连光华会计师事务所审计部经理，大通证券股份有限公司投资银行部区域投行负责人。2004 年起历任万达集团投资部副总经理，万达商业地产投资证券部副总经理。
黄朔	副总裁、财务负责人	毕业于北京大学光华管理学院，会计专业硕士学位，注册会计师。1995 年起历任北京当代商城实业有限公司财务部长助理、财务部长，2009 年起历任万达百货财务部总经理，万达集团财务部副总经理，北京大歌星副总经理，万达文化产业集团财务成本部副总经理。

资料来源：公司公告、华泰研究

中国儒意：国内领先的综合性文娱集团，影视制片龙头

中国儒意（全称中国儒意控股有限公司，港股上市，代码 0136.HK）是国内领先的综合性文娱集团。旗下主要包括儒意影业、南瓜电影和景秀游戏等业务单元。其中儒意影业为影视制作公司，凭借创意的剧本内容、精准的市场定位，专业的资源整合、标准化的制片管理和宣发，打造影视文化精品；南瓜电影为垂直纯付费订阅制流媒体平台，以服务用户为核心，专注垂直纯付费订阅会员制。公司于 2022 年进军游戏业务领域，成立景秀游戏公司，景秀游戏是行业内独家腾讯双平台战略合作伙伴，覆盖超过 8 亿以上用户。

南瓜电影：科技赋能的付费流媒体平台

南瓜电影是中国儒意旗下垂直纯付费订阅制流媒体平台，一直致力于以科技赋能精准算法以客户行为数据化分析用户数据，了解用户的风格、喜好、智能推荐为会员提供个性化内容“南瓜比你更懂你”。同时通过不断引进优质电影及头部新剧，为中国用户及喜欢中国题材影视剧的全球观众提供最优质的内容。2023 年，南瓜电影 AI 科技实验室成立，通过近一年的内部研发，在影视科技研究领域取得了显著进展，通过深度应用 AI 技术，实现了对剧本制作、角色塑造、场景设计、特效生成、音乐制作等多方面的技术革新。

图表18：南瓜电影官网页面



资料来源：南瓜电影官网，华泰研究

儒意影业：国内头部影视制作公司

儒意影业是一家专业的影视制作公司，拥有行业领先的研发、制作及宣发能力。从 2006 年成立至今，孵化了百余部影视作品，凭借极富创意的剧本内容、精准的市场定位，专业的资源整合、标准化的制片管理和宣发资源，成功打造出品了一系列影视文化精品，迅速成为行业内头部影视公司。

景秀游戏：全球游戏研运新贵

景秀游戏是一家坚持产品精品化、大制作的全球研运一体化综合性新型游戏公司。团队由有着多年丰富的移动游戏开发和发行经验的行业从业人员组成。景秀游戏为行业内独家腾讯双平台战略合作伙伴，覆盖超过 8 亿以上用户。景秀游戏成立于 2022 年 3 月 30 日。旨在打造全球领先的互动娱乐品牌。基于全球化的视野，景秀游戏立足于移动互联网时代，致力于为海内外用户提供更多优质的移动游戏，在全球游戏发行上持续探索更多可能性，开创全民互动娱乐新体验。

图表19：景秀游戏已上线游戏——乱世逐鹿



资料来源：中国儒意官网，华泰研究

图表20：仙境传说：爱如初见官网页面



资料来源：《仙境传说：爱如初见》官网，华泰研究

中国儒意是国内领先的综合性文娱集团，在内容制作、AI 赋能上，均有突出实力。我们认为，万达携手儒意，将为万达揭开新的发展序幕。通过儒意的赋能，实现强强联合，“新万达”的未来值得期待。我们认为“新万达”的未来发展战略将依循：

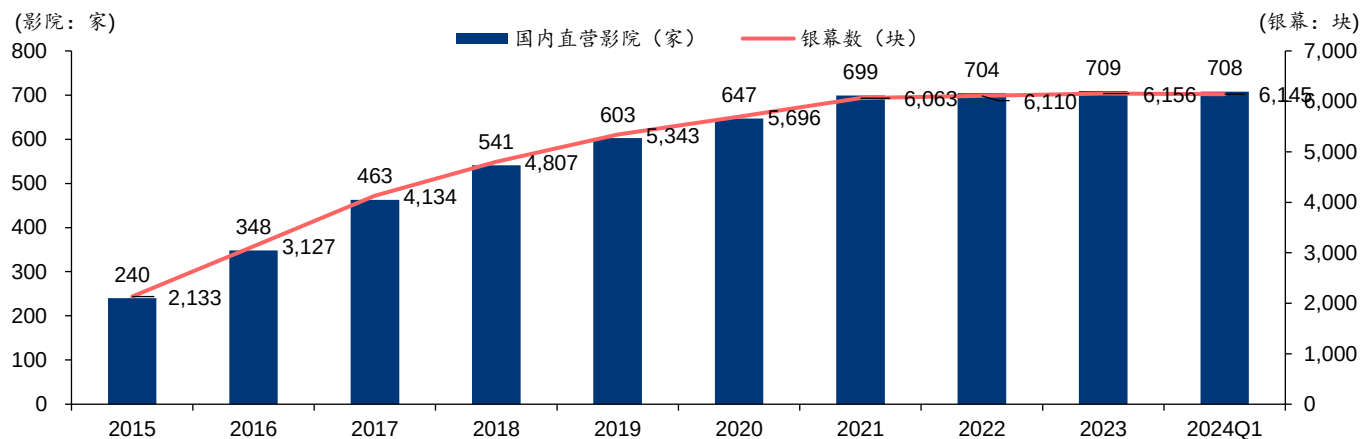
- 1) 继续提升院线板块市场份额，目标为不低于 20%。**万达影院的管理和运营效率业界领先，公司将继续坚持做好经营管理并在市场份额上寻求进一步发展，市场份额目标为不低于 20%；
- 2) 提高内容板块产出能力，并提升内容质量，推动内容业务做大做强。**公司新任董事长陈曦在制片方面具有丰富的经验，而儒意影业在行业有丰富的资源，公司会借助新股东在影视内容研发、制作及宣发领域的优势实现资源共享和优势互补，制作出更多优质作品，增厚上游内容。公司也可结合自身优势在影片发行领域进一步发力；
- 3) 大力发展衍生品，改善电影商业回收结构，提高非票收入。**公司将利用时光网平台重点发展衍生品业务。时光网是公司重要的业务板块，包括时光资讯、时光研究院、时光评分、时光观影团、时光衍生品以及时光待拓展的项目。公司已经做了充分的市场调研，未来将会和具有 IP 储备丰富的优秀公司在更多优质 IP 上进行合作，依托公司现有 900 多家影院，重点发展衍生品业务，提高非票房收入。

院线龙头地位稳固，将寻求市场份额继续提升，目标至 20%以上

万达电影积极拓展优质影院，在自营影院数和银幕数方面，具有领先优势。截至 2024 年 3 月 31 日，公司国内拥有已开业影院 929 家（较 23 年 Q1 末同比+10.7%，后同），7,720 块银幕（同比+9.1%），其中直营影院 708 家（同比+0.7%），6,145 块银幕（同比+0.6%）；轻资产影院 221 家，1,575 块银幕。此外，公司下属澳洲院线拥有境外影院 61 家，银幕 529 块。

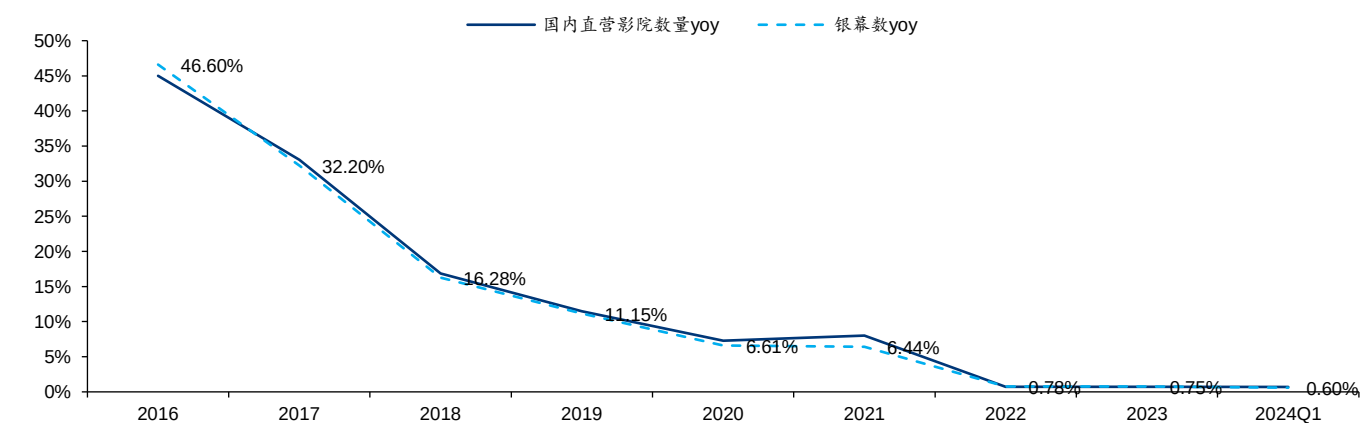
公司从 20 年开始发展轻资产影院业务，万达通过自身领先的运营效率和行业品牌赋能，帮助该类影院降本增效，但该类影院票房并不归属万达，万达仅收取管理收益，且对业绩贡献较小，我们后文统计相关数据时并未纳入。截至 2024 年 3 月 31 日，公司国内轻资产影院 221 家（同比+62.5%），1,575 块银幕（同比+63%）。

图表 21：2015-2024 年 Q1 万达电影国内直营影院与银幕数



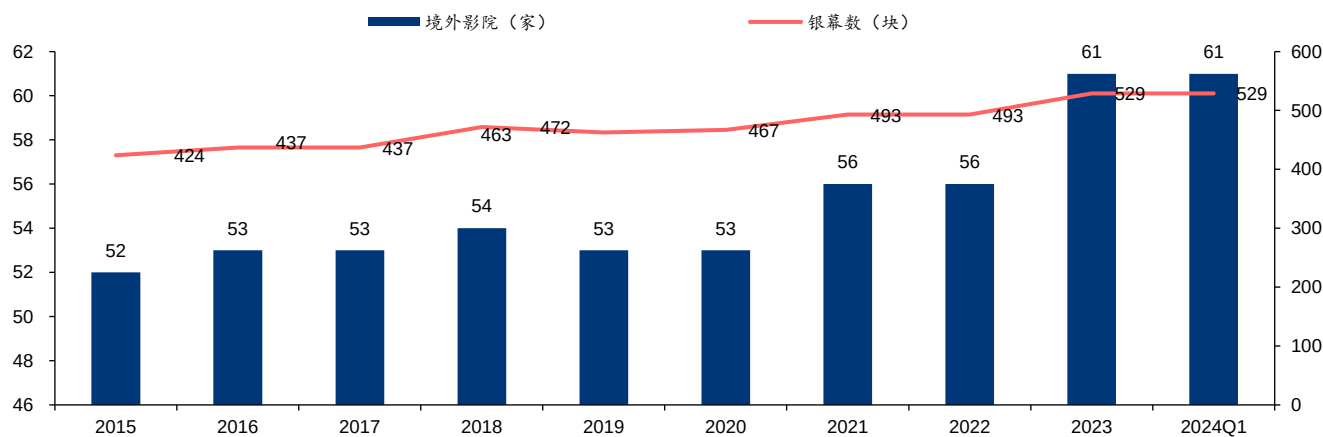
资料来源：公司年报、华泰研究

图表 22：2016-2024 年 Q1 万达电影国内直营影院与银幕增速



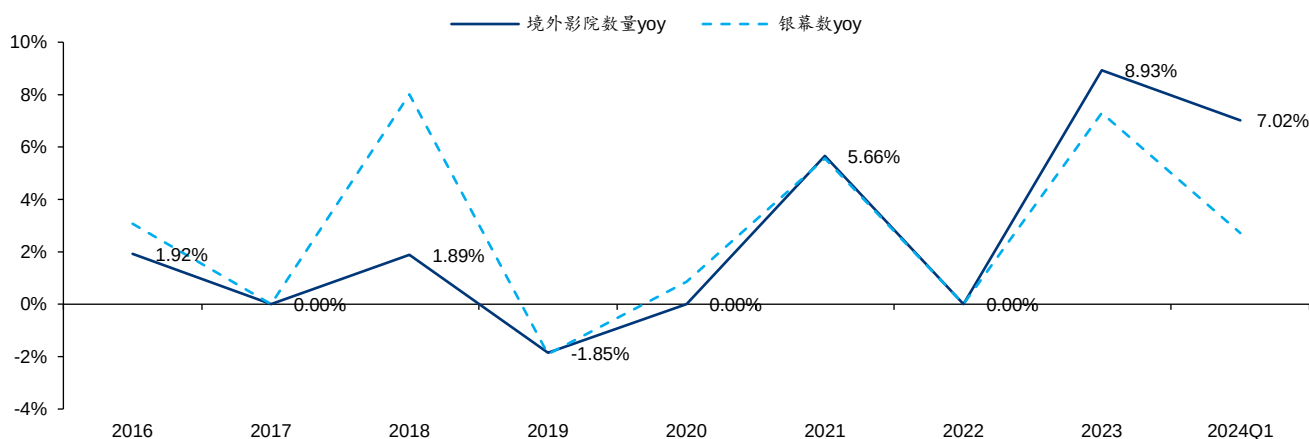
资料来源：公司年报、华泰研究

图表23：2015-2024 年 Q1 万达电影境外影院与银幕数



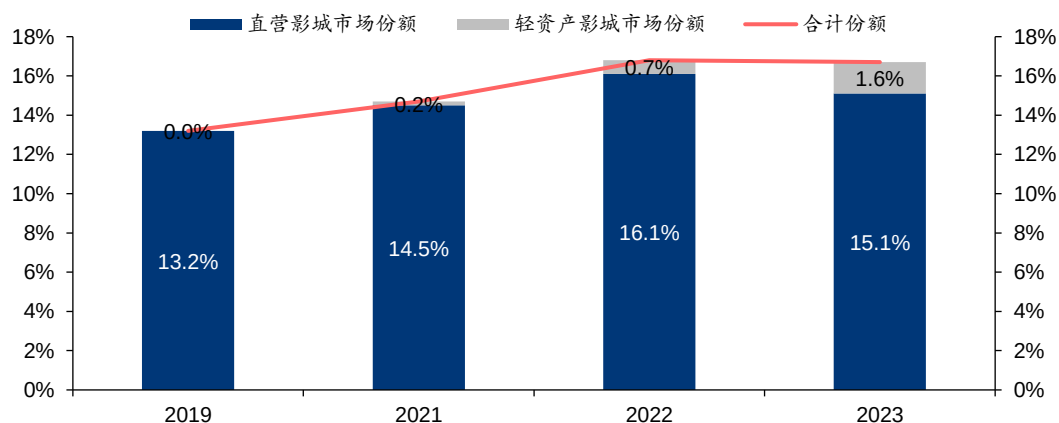
资料来源：公司年报、华泰研究

图表24：2016-2024 年 Q1 万达电影境外影院与银幕增速



资料来源：公司年报、华泰研究

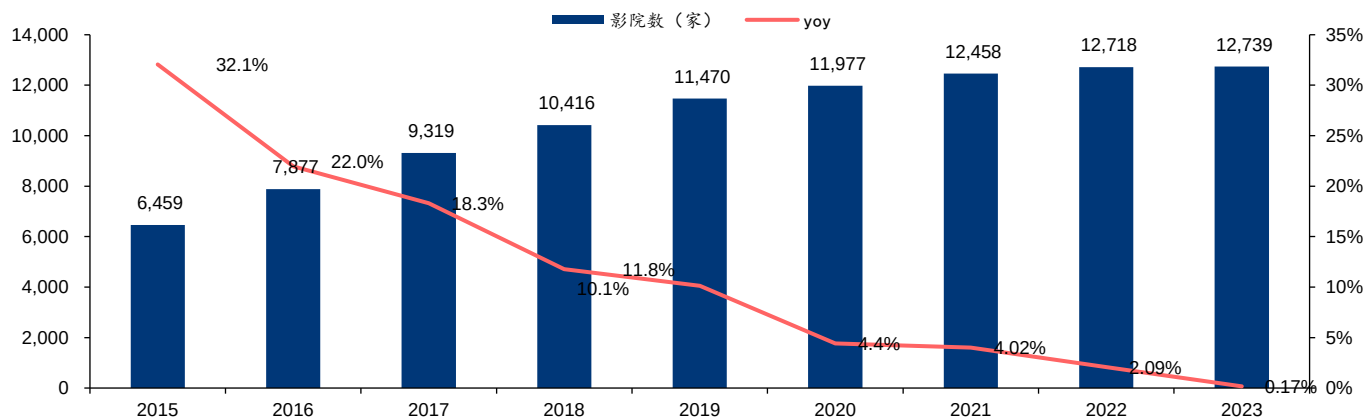
图表25：2019-2023 年万达直营影城&轻资产影城市场份额



资料来源：公司公告、猫眼专业版、华泰研究

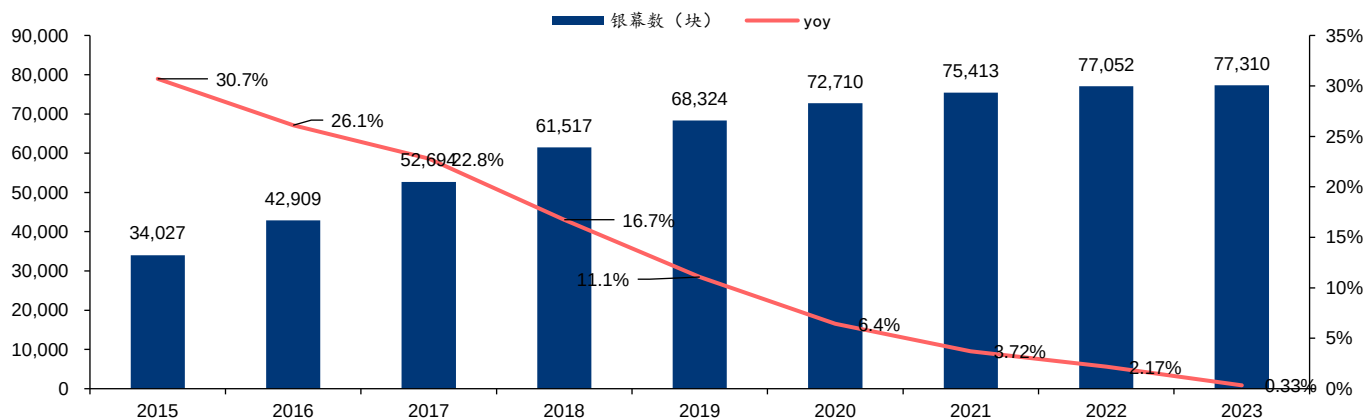
从银幕总量上看，全国已基本饱和，但存在结构性变化的可能，头部院线市占率有望提升。2015-2023 年，国内影院数量与银幕数量均呈增长趋势，但增速持续放缓。趋势与万达院线保持一致。总体上我们认为全国银幕数量已基本饱和，增速将保持低位，但存在结构性的变化，主要体现在部分经营效率较差的影院被淘汰或被收购，对头部院线如万达来说，这将是提高市占率的途径之一。

图表26：2015-2023 年全国影院数及同比变化



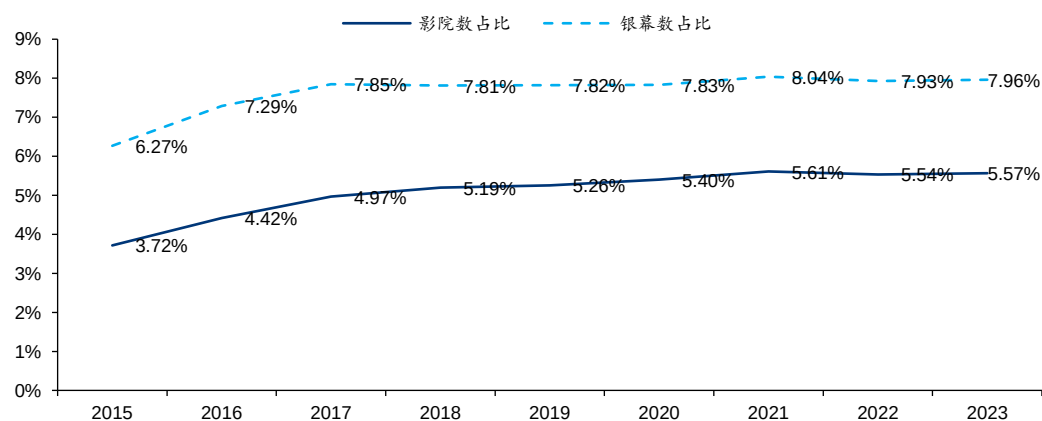
资料来源：灯塔专业版、华泰研究

图表27：2015-2023 年全国银幕数及同比变化



资料来源：灯塔专业版、华泰研究

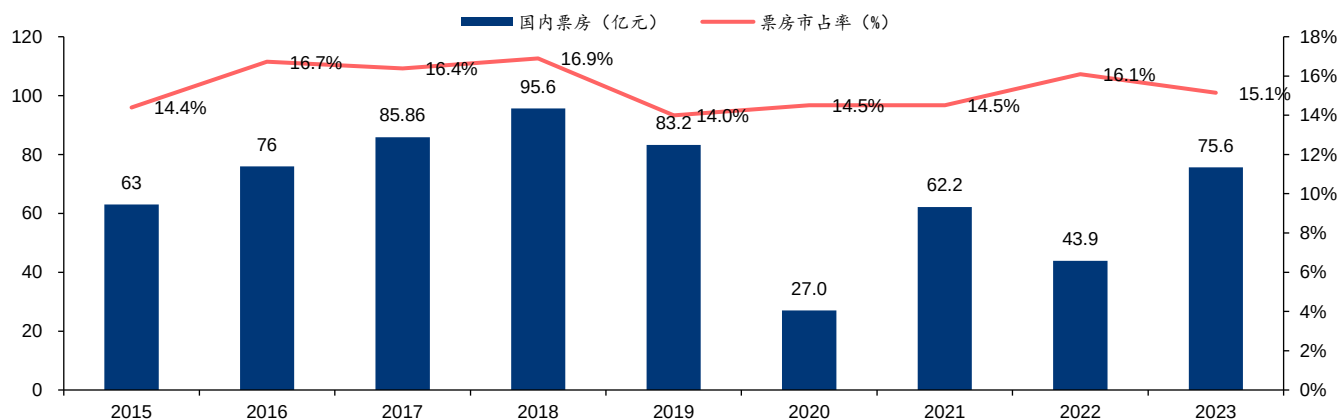
图表28：2015-2023 年万达直管影院&银幕占全国影院及银幕比



资料来源：灯塔专业版、公司公告、华泰研究

从影院&银幕数量占比看，万达市占率近年来较为平稳；但从票房占比来看，万达市占率自2020年后总体上保持提升，我们认为票房市占率是更重要的指标。根据公司年报，公司票房、观影人次、市场份额已连续十五年位居国内首位。19年之前，公司直营影院票房市占率略有波动，主因市场竞争较为激烈。19年之后至23年，总体上呈上升趋势，主因1) 疫情环境下公司作为头部院线抗压力较强，而部分尾部影院被淘汰；2) 公司积极构建优质观影环境，并设置各类游艺设施，并借助万达商场引流，获客能力较强。23年市场份额较22年下降主因23年行业恢复较好，观影人流充裕，溢出到万达之外的中部和尾部院线。

图表29：2015-2023年万达电影国内直营影院票房及市占率



资料来源：公司年报、猫眼专业版、华泰研究

公司经营效率在行业内领先。据23年年报，报告期内，凭借精细化管理能力和创新经营模式，万达影院品牌竞争力和优质影院数量不断提升，全国票房前10名影院中公司占据3席，40家万达影院跻身全国票房前100名；从单银幕产出角度看，23年万达影城单银幕产出为全国平均水平的1.85倍。公司直营影院整体盈利能力不断提升，放映终端实力进一步稳固。

非票业务持续创新，优化电影行业商业回收结构。2023年，公司非票业务聚焦可持续增长，坚持创新，非票房收入同比2019年增长超过10%。公司积极开辟商品赛道，从终端卖品业务升级为零售商品业务。推出自有饮料品牌“原始鲜言”系列产品，后续与国潮文化IP“山海经”联名推出养生暖饮“红谷龙咚 红豆薏米饮”、“黑谷龙咚 黑芝麻黑豆饮”，与“溜溜梅”联名推出“桃桃西打”/“莓莓西打口味梅冻”，持续加大开发自研食品饮料和其他产品线，推出更多新品牌新产品。

图表30：联名“山海经”推出养生暖饮



资料来源：公司官网、华泰研究

图表31：联名“溜溜梅”推出梅冻



资料来源：公司官网、华泰研究



线下影院+线上直播，商品销售渠道全面。公司不仅有 900 多家影城作为线下售卖场所，也已经建立起了有影响力的万达直播体系，拥有 35 个抖音直播账号，约 540 万粉丝，实现较好的线上销售收入。基于全面的销售渠道，随着公司产品品类不断丰富，未来非票收入有望持续提升。

携手儒意后，公司将通过多种方式寻求扩大公司市场份额，目标提升至 20% 以上。我们认为主要将通过三种方式实现：

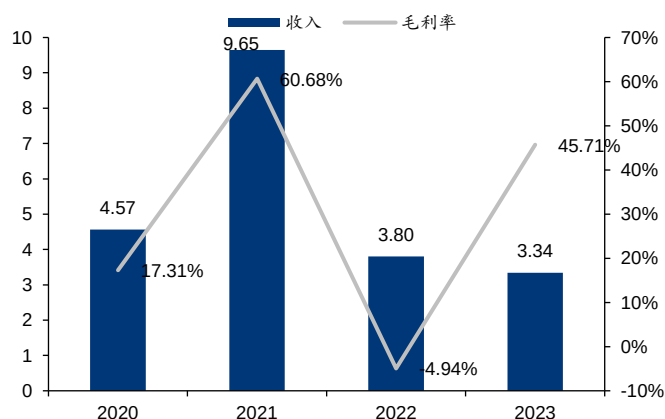
- 1、新建影院。依托万达集团或其他优质商业物业，挖掘优质点位，继续扩张直营影城；
- 2、打通万达内部体系，协调多方资源，丰富影城生态，发展非票商业，加强与各大平台联动，并通过科学动态调整票价，精细化排片，来增强自身获客能力。万达拥有国内领先的运营效率，这将其提升市场份额提供助力；
- 3、收购优质影城。疫情期间部分影城由于经营不善，效益下滑较大，但其自身拥有较好的商业地段，若引入万达的领先管理经验，有望改善其自身经营状况。另外，部分地产系影城也存在被以较高性价比价格收购的可能。

儒意赋能，推动万达影视内容做大做强

万达影视：努力打造各类精品内容

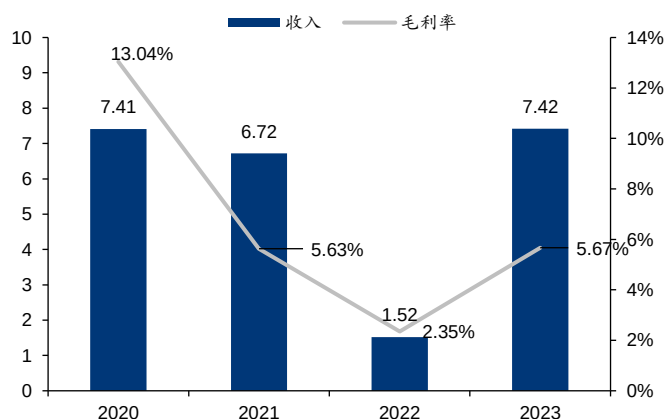
万达电影在 2019 年完成收购万达影视，从而拥有影视制作业务。公司电影和电视剧业务近年来营收和毛利率变动如下，总体看，公司影视业务规模较小，并随项目进度和上线时间、反响变化，营收和毛利率有所波动。

图表32： 20-23 年电影业务营收及毛利率（亿元/%）



资料来源：公司官网、华泰研究

图表33: 20-23 年电视剧业务营收及毛利率 (亿元/%)



资料来源：公司官网、华泰研究

电影业务，主要由万达影视子公司万达影业经营。经过多年积累，投资及制作多部票房优秀电影产品，具备行业领先的发行能力。并与多个影视工作室建立了良好的合作关系。近年来，主投主控了多部优质电影，包括《唐人街探案》《误杀》系列等。

图表34：近年万达影业出品的代表作

名称	票房（亿元）	猫眼评分
《唐人街探案 3》	45.23	8.8
《唐人街探案 2》	33.97	9.0
《误杀》	13.30	9.4
《误杀 2》	11.21	9.0
《唐人街探案》	8.23	9.0
《三大队》	7.05	9.3
《想见你》	4.03	8.7

资料来源：公司年报、猫眼专业版、华泰研究

图表35： 万达影业部分代表作品



资料来源：公司年报、猫眼专业版、华泰研究

电视剧业务，主要由万达影视子公司**新媒诚品**经营。新媒诚品坚持“精品化、多元化”的策略，打造多样精品内容。同时持定制化开发，以销定产，持续深化平台合作。出品的代表作包括《空降利刃》《激荡》《幸福，触手可及》《暮白首》《号手就位》《与君歌》等。23年出品的《三大队》为影剧联动的重点项目，同期开机拍摄，同步完片过审，年末联动上映和播出，获得市场重点关注。2023年签约销售7部剧集，完成制作待播6部，其中《仙剑奇侠传4》《南来北往》《明日的少年》等已于2024年Q1播出。

游戏业务主要由万达影视子公司**互爱互动**经营。公司游戏业务体量较小，近年来年营收大多维持在3-4亿之间。23年后，游戏版号供给恢复至常态化，互爱互动新发行上线游戏4款，取得版号4款，其中新产品《秦时明月：沧海》于23年8月上线以来表现较好，经过多轮测试降低不确定性，联合IP方整合营销，上线首月即实现盈利。互爱互动坚持推进出海战略，《天元突破》先后在东南亚和欧美发行，带动海外发行收入占比不断提升。与此同时，互爱互动持续挖掘产品特色，对已上线的《圣斗士星矢：正义传说》《疯狂坦克》等产品进行内容和版本更迭，加强线上营销推广，为公司贡献稳定收益。

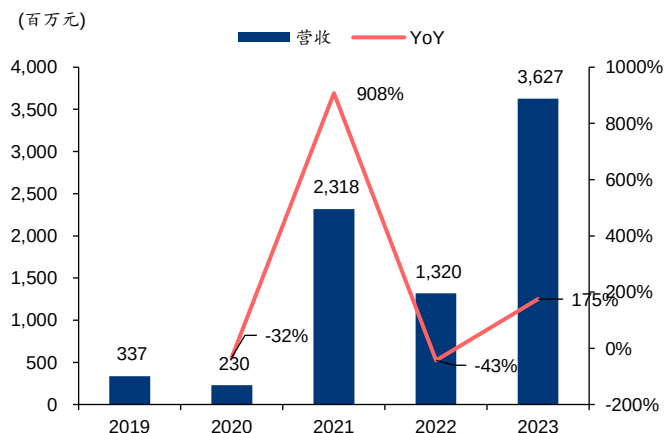
待映作品充足，待开机项目丰富。万达影视24年待映电影充足。其中出品的《接班人计划》由沈腾和马丽主演（儒意影视也有参投），已定档24年7月18日上映；参与出品的动画口碑系列佳作《白蛇·浮生》已定档8月10日暑期档；主投主控的《我才不要和你做朋友呢》定档6月8日端午档；主投影片《有朵云像你》、参投影片《骗骗喜欢你》开机即定档贺岁档。除此之外，《误杀3》《我们生活在南京》《唐探1900》等影片均按照计划拍摄和制作；电视剧方面，《错位》《四方馆》预计将于年内播出，《我们正青春》《检察官与少年》《黑夜告白》《熟人作案》《黄卡》等剧集正在积极推进中。

儒意影业：影视制作龙头，品控能力强&大力研发AI

儒意影业是国内影视制作龙头，近年来异军突起制作多部口碑优质、票房出彩的电影，已跃居行业一线。

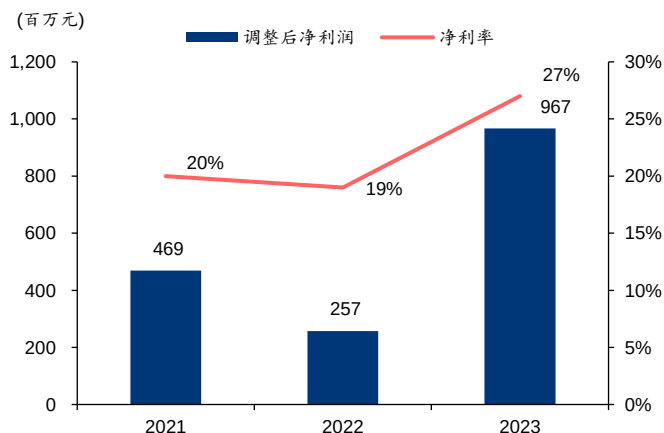
中国儒意从21年开始营收增长迅速，其中主要是儒意影业贡献。21年和23年，儒意影业的营收占比分别为56%和61%（22年由于电影大盘景气度不佳且无重要项目上线，营收占比下降为8%）；利润端，21年和23年儒意影业利润贡献均占主导，超出流媒体及游戏。22年由于上文提及原因亏损。

图表36：2019-2023年中国儒意营收及YoY



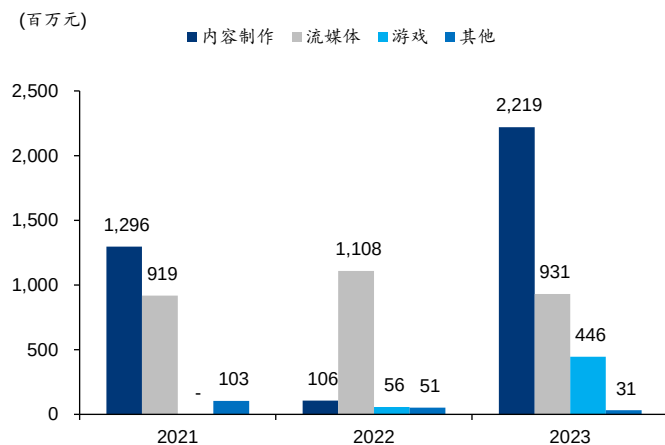
资料来源：公司公告、华泰研究

图表37：2021-2023年调整后净利润及净利率



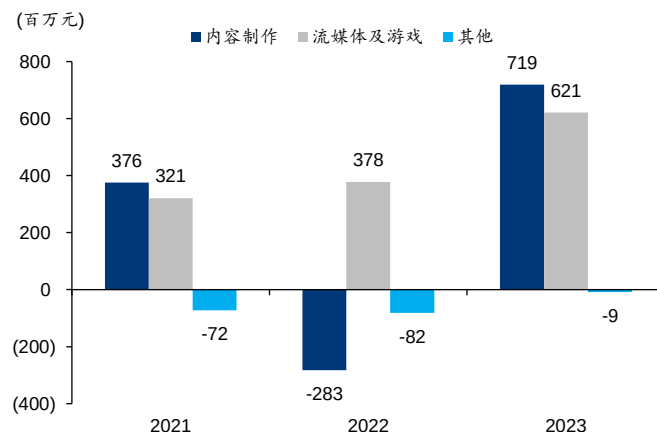
资料来源：公司公告、华泰研究

图表38：2021-2023 年中国儒意分业务营收



资料来源：公司公告、华泰研究

图表39：2021-2023 年中国儒意分业务经营利润



资料来源：公司公告、华泰研究

儒意影业采取制片人中心制，拥有多位优质制片人。制片人中心制源自好莱坞，它以制片人为整个影视项目的核心和主导。这种制度强调制片人在电影项目的策划、融资、制作、营销等各个环节中的关键作用。在制片人中心制下，制片人不仅负责筹集资金、组建团队、监督制作，还可能拥有对最终剪辑的决定权，以及选择宣发团队的权力。根据好莱坞经验，制片人获得了更多的权力，包括最终剪辑权、演员选择权和电影项目的营销权。这种制度使得电影成为了“系列化标准商品”，并推动了好莱坞电影产业的黄金时期。儒意影业管理层柯利明、陈曦、张强均为电影业界资深影视制片人，成功投资了制作多部电影，拥有业内领先的制片经验。

图表40：儒意影业制片人

姓名	职位	履历
柯利明	董事会主席 执行董事	曾以投资者制作人身份带领及投资《送你一朵小红花》、《你好，李焕英》、《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》等电影，以及《琅琊榜》、《芈月传》、《老中医》、《老酒馆》、《爱情的边疆》等电视剧
陈曦	已于 24 年离职就任万达电影毕业于中央戏剧学院表演系表演专业。作为制片人曾投资制作多个成功电影《你好，李焕英》、《独行月球》、《送你一朵小红花》、《动物世界》、《交换人生》、《缝纫机乐队》、《唐人街探案》等电影	
张强	执行董事	毕业于北京大学中文系。曾任北京紫禁城信都电视文化有限公司董事长兼总经理，北京电视台副总编辑，中国电影股份有限公司董事副总经理，阿里巴巴影业集团有限公司执行董事及行政总裁，在中国影视传媒行业拥有逾 25 年经验，代表作有《中国合伙人》、《致我们终将逝去的青春》及《狼图腾》等电影。

资料来源：公司公告、华泰研究

与优质潜力新人导演合作。在导演合作方面，儒意影业利用开放的签约模式来吸引有潜力的新人导演，合作过的新人导演有大鹏、贾玲、韩延、肖央、陈思诚等。

图表41：儒意合作的部分导演

导演代表	作品
贾玲	《你好，李焕英》《热辣滚烫》《转念花开》
大鹏	《保你平安》《热烈》《吉祥如意》《缝纫机乐队》
韩延	《送你一朵小红花》《动物世界》
陈思诚	《唐人街探案》系列

资料来源：公司公告、华泰研究

行业领先的剧本研发、制作及宣发能力，带动大多作品质量票房均有上佳表现。儒意出品或者联合出品的多部产品豆瓣评分高于 7 分，猫眼评分高于 9.2 分。电影方面，出品的《你好，李焕英》《保你平安》《热烈》均为近年来的口碑票房佳作；电视剧方面，凭借《北平无战事》《琅琊榜》《芈月传》等多部优秀作品，多次荣获飞天奖、金鹰奖、白玉兰奖等国内头部奖项。

内容制作能力经过多年探索和积累，方法论已日趋成熟，能力提升明显。我们梳理了儒意影业主投主控及参投的主要电影，可见其从 18 年之前主要以参投为主，18 年主投主控了《天气预爆》《动物世界》，口碑和票房都较为一般；20 年之后参投的电影票房体量迅速上升，出现多部几十亿票房作品，且口碑都有显著提升；23 年主投主控作品数量显著增加，其中《热烈》和《保你平安》均为大鹏导演作品，票房和口碑俱佳，推动当年内容制作营收大幅增长。2024 春节档，儒意参与的《第二十条》、《热辣滚烫》、《飞驰人生 2》、《熊出没·逆转时空》四部电影，占据了春节档票房排名前四。显示出其出色的内容出品能力。可见，公司内容制作能力也经历了一段时间的摸索，近来方法论日益成熟，主投主控电影数量增加，能力提升明显。

图表42：儒意影业主投主控/参投的部分电影

名称	年份	票房（亿元）	出品	猫眼评分	豆瓣评分
《唐人街探案》	2015	8.23	参投	9	7.7
《缝纫机乐队》	2017	4.59	参投	9.2	6.6
《三生三世十里桃花》	2017	5.35	参投	7.1	6.6
《天气预爆》	2018	1.23	主投主控	6.9	3.8
《动物世界》	2018	5.09	主投主控	8.5	7.2
《送你一朵小红花》	2020	14.32	参投	9.2	7.2
《你好，李焕英》	2021	54.13	参投	9.5	8.3
《独行月球》	2022	31.03	参投	9.2	6.6
《消失的她》	2023	35.23	参投	9.2	6.2
《热烈》	2023	9.13	主投主控	9.4	7.1
《保你平安》	2023	7	主投主控	9.3	7.6
《交换人生》	2023	3.93	主投主控	9.3	5
《年会不能停》	2023	12.92	参投	9.6	8.1
《热辣滚烫》	2024	34.6	参投	9.2	7.7
《飞驰人生 2》	2024	33.98	参投	9.5	7.7
《第二十条》	2024	24.54	参投	9.5	7.6
《熊出没·逆转时空》	2024	19.97	参投	9.4	6.9

资料来源：公司公告、猫眼专业版、豆瓣、华泰研究

图表43：儒意影业出品的部分电视剧

名称	年份	豆瓣评分
《追风者》	2024	7.8
《星汉灿烂 月升沧海》	2022	7.6
《北平无战事》	2014	9.0
《琅琊榜》	2015	9.4

资料来源：公司公告、豆瓣、华泰研究

大力推动 AI 研发，助力影视内容生产

中国儒意旗下南瓜电影在 23 年成立 AI 科技实验室，大力发展 AI 技术，公司认为其将在以下四个方面助力影视内容生产：

- 1) 剧本创作和改进：对剧本进行深度文本分析；微调模型参数生成对白和台词。
- 2) 角色塑造和演员选择：构建角色特征向量和演员特征向量，协助演员角色匹配；对演员的表演风格学习和模拟，生成虚拟角色表演数据，提供角色塑造参考。
- 3) 影视剧音乐创作：自动生成符合剧情氛围音乐作品；系统根据剧情需要自动生成背景音乐、主题曲等。
- 4) 场景设计与特效生成：模拟影视场景；生成符合剧情需求的虚拟场景；对特效进行高精度合成和渲染。

儒意赋能，万达影视内容有望向前迈进

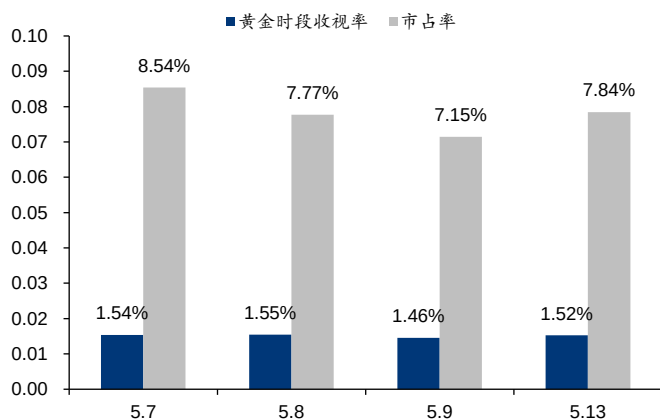
陈曦就任万达电影董事长，将为公司带来优秀的制作人团队和制片管理过程中的丰富经验，充分赋能万达影视制作业务，推动万达影视做大做强。双方将继续深耕公司原来已经和正在开发的 IP，并结合“菁英+”计划积极培养新锐导演及编剧。双方会加强业务协同，对于儒意主投主控的影片，释放一部份份额给对于项目有支持作用的影视公司或者宣发公司，而万达电影未来会把重点放在发行端，包括分线发行以及院线阵地的营销和宣传端等，公司对于儒意出品的电影是很好的投资及宣发的合作伙伴。双方会通过多方面的合作实现资源共享和优势互补，充分发挥协同效应。

儒意赋能的万达影视，已有优质项目落地。《追风者》《我的阿勒泰》为近期万达影视和儒意影视合作的两部电视剧，均为口碑出彩佳作，观众反响突出：

1、《我的阿勒泰》是由中央电视台、儒意影业、万达影业等联合出品，于 2024 年 5 月 7 日在央视一套黄金档、爱奇艺微尘剧场同步播出。是首部入围 2024 年第 7 届戛纳电视剧节最佳长剧集竞赛单元。第 1 集直播收视率达 1.9578%，登顶同一时段收视第一名。截至 5 月 9 日 10 时 02 分，该剧猫眼全网有效播放量破 1000 万。播出后豆瓣评分由 8.5 上升至 8.7 分；

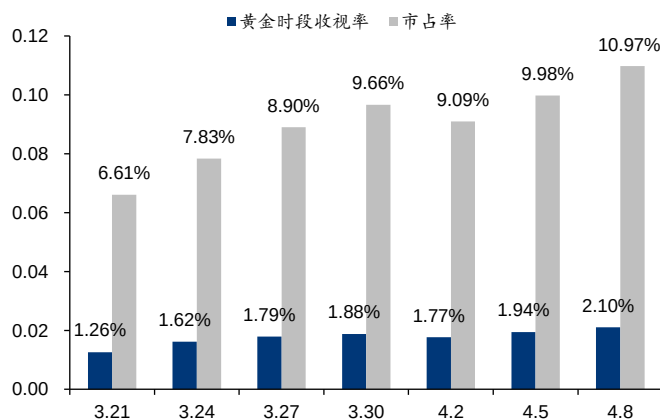
2、《追风者》是由中央电视台、儒意影业、万达影视等联合出品，于 2024 年 3 月 21 日在 CCTV-8 和爱奇艺首播，收获央视黄金时段收视第一。4 月 6 日，中央电视台综合频道二播。4 月 12 日，在浙江卫视三播。爱奇艺播出三天，热度突破 9000，刷新了站内热度最快破 9500 的纪录。收官前夕站内热度突破 10000，成为爱奇艺今年第一部破万剧。猫眼数据显示，截至 5 月 14 日，《追风者》的全网有效播放量已破 22.21 亿。在 CCTV-8 黄金档开播次日就登顶收视率总榜，收视率峰值超过 2.5%。豆瓣评分为 7.8 分。

图表44：《我的阿勒泰》首播收视率和市占率



资料来源：猫眼专业版、华泰研究

图表45：《追风者》首播收视率和市占率



资料来源：猫眼专业版、华泰研究

大力发展影视衍生品，时光网创新升级

时光网曾是中国最具影响力的电影媒体与电商服务平台。其拥有电影媒体门户、直播与电影衍生品电商业务。从影讯查询、在线订票与选座，到正版授权的电影衍生品，公司一直致力于“让电影遇见生活”。时光网从 2005 年创立，专注于服务电影行业，被万达电影收购后，Mtime 时光网发展重心已倾斜于发展影视衍生品业务，并已成为业内龙头。

影视衍生品市场大有可为，为优化电影行业回收结构的必然选择

中国电影产业回收结构是大部分依靠着票房，只有较少的部分依托衍生品回收，和北美存在较大差距。据国际许可产业协会（LIMA）2018 年全球许可市场调查报告显示，2013 年上线的《冰雪奇缘》6 年创造 113 亿美元收入，其中 95.75 亿美元来自衍生品，是票房的 7 倍。而中国电影衍生品发展仍处于起步阶段，2018 年中国电影衍生品收入占比不足 10%。

衍生品行业快速发展，需求持续增长。我国高度重视知识产权文化建设，影视衍生品市场版权意识也在持续增强，行业壁垒提高。同时年轻消费群体的需求增加，也对衍生品市场发展起到推动作用。此外，随着国内外影视作品的交流与合作加强，进口影视衍生品也逐渐进入中国市场，为市场规模的进一步扩大提供了可能。

影视衍生品市场正朝着多元化、个性化方向发展。一方面，衍生品种类不断丰富，从传统的服装、玩具扩展到家居用品、电子产品等多个领域；另一方面，衍生品设计越来越注重个性化和创意性，以满足不同消费者的独特需求。同时，随着科技的发展，虚拟现实、3D 打印技术等新技术也开始应用于影视衍生品的设计与生产中，为市场带来新的发展机遇。

时光网：国内电影衍生品行业开创与领导者

2015 年 1 月，时光网推出正版电影衍生品商城，覆盖了玩具模型等多个品类。2016 年，公司拿下了《魔兽》电影衍生品全品类的独家授权，品类丰富，映前周边销售超过亿元。2023 年，公司开发的 LOOPY 系列产品入围了 2024 亚洲授权业卓越大奖，今年春节档的奶龙系列也受到观众的广泛喜爱。同时时光网已与泡泡玛特-Molly 达成授权合作，首发 baby-Molly 新系列衍生品已于 24 年 5 月 1 日陆续上线全国万达影院和万达星选商城，并计划在下属部分万达影院打造 baby-Molly 主题门店。不仅如此，公司也聚焦自研项目 IP 衍生品，根据万达电影 23 年年报，公司目前已就暑期档电影《白蛇：浮生》与中国儒意等相关方展开合作打造衍生品线，后续也将对《西游记真假美猴王》等动画 IP 进行衍生品开发。

图表46: baby-Molly 新系列衍生品



资料来源：万达电影公众号、华泰研究

图表47: 《白蛇：浮生》首款海报



资料来源：万达电影公众号、华泰研究



“儒意+万达”探索全主控 IP 商业潜力，大力挖掘衍生品成长机遇

依托丰富 IP 资源和渠道优势，挖掘衍生品商业价值。根据万达电影 23 年年报，24 年公司将以时光网平台为基础，紧跟行业热点及动态，与市场 IP 资源丰富的公司深化合作，推进 IP 授权或共享，依托公司院线阵地和新媒体直播矩阵，通过 IP 运营、衍生品研发生产及销售提高非票房收入。

大力加强自身 IP 孵化，探索全主控 IP 商业潜力。万达电影公司旗下时光网已入局衍生品市场 8 年，主要收入来自于对已成熟 IP 的购买和运营，但自身 IP 孵化能力相对较弱，一定程度上限制了时光网在衍生品市场的发展。随着儒意内容资源的注入，我们认为时光网将拥有更多高质量的 IP，从而探索全主控 IP 的商业潜力。未来公司计划每一年或两年打造一部动画电影，并将 IP 授权给时光网，全面扩大时光网品牌影响力及盈利能力，提高公司非票收入，助力行业发展。儒意和万达参与出品的口碑动画系列佳作《白蛇：浮生》已定档 24 年 8 月 10 日上映，公司将以其为重点项目，探索衍生品业务的发展模式。

盈利预测及估值

盈利预测核心假设

我们预计 24-26 年归母净利 14.17/17.84/20.13 亿元。重要假设为：

1、 营收：

- a) 放映业务营收：基于，1)23 年以来电影行业持续回暖，24 年元旦档、春季档等票房均创历史新高，行业展现出良好的复苏态势，我们认为趋势仍将延续，中国电影总体票房近几年将保持持续增长；2) 万达院线作为国内院线龙头，23 年直营影院票房市占率已达 15.1%，公司在投资者交流公告中也披露未来计划将该份额提升至不低于 20%，我们认为通过新建影院、提升获客能力、收并购影院等，该目标有望达到。综上我们预计放映业务营收有望继续保持增长态势，但由于基数提升，增速可能将有所下降，我们预计 24-26 年放映业务营收增速为 8.18%/7.44%/6.11%；
- b) 商品销售业务：商品销售业务主要包括餐饮、衍生品等，重要影响因子为观影人次，同时商品种类的丰富程度、设计新颖度、定价的合理性也对该项业务收入有重要影响。考虑到“新万达”将大力发展衍生品业务，且已取得良好成效。23 年，公司开发的 LOOPY 系列产品入围了 2024 亚洲授权业卓越大奖，24 年春节档的奶龙系列也受到观众的广泛喜爱。同时时光网已与泡泡玛特-Molly 达成授权合作，首发 baby-Molly 新系列衍生品于 5 月 1 日陆续上线全国万达影院和万达星选商城。我们认为对衍生品业务的重视有望推动商品销售业务营收增长，以及其基数较小，该增速有望超过放映业务营收增速，我们预计 24-26 年商品销售业务营收增速为 20%/15%/15%；
- c) 影院广告业务：该业务主要影响因子为观影人次，以及宏观经济环境，综合判断我们预计 24-26 年影院广告业务营收增速与 23 年增速接近，为 8%/8%/8%；
- d) 电影制作业务：基于：1) 万达电影新任董事长陈曦原为中国儒意执行董事，为业内知名制片人，代表作包括《泰囧》《煎饼侠》《唐人街探案》《吉祥如意》《你好李焕英》《保你平安》等，拥有丰富的制片管理经验，品控能力强，有望为万达影视内容质量提升提供支撑；2) 储备项目较多。23 年万达影业主投主控电影包括《三大队》《想见你》；24 年万达影业主投主控电影有《维和防暴队》（五一已上映）《我才不要和你做朋友呢》（定档端午节），另外储备主投主控电影《误杀 3》、《唐探 1900》、《转念花开》等，另外参投如《白蛇：浮生》等多部电影。综上我们认为电影制作业务总体将保持较高增速，我们预计 24-26 年电影制作业务营收增速为 50%/30%/20%；
- e) 电视剧制作业务：23 年投资出品的 4 部电视剧在央视和主流视频平台播出，包括《三大队》《画眉》《他是谁》《最灿烂的我们》等，24 年已有《南来北往》《仙剑奇侠传 4》《明日的少年》《我的阿勒泰》《追风者》等播出，《四方馆》《错位》待播出，并在筹备多部剧集，包括《黑夜告白》、《熟人作案》、《大道朝天》、《检察官与少年》、《黄卡》等。综上我们预计 24-26 年电视剧制业务营收增速为 30%/20%/15%；
- f) 游戏业务：公司游戏业务体量较小，随着行业版号供给常态化，我们预计该业务保持平稳增速，预计 24-26 年游戏业务营收增速为 10%/10%/10%。

综上我们预计 24-26 年总营收为 163.78/180.67/197.19 亿元，增速为 12%/10.3%/9.1%。

图表48：盈利预测核心假设表（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	15,435	6,295	12,490	9,695	14,620	16,378	18,067	19,719
YoY	9.6%	-59.2%	98.4%	-22.4%	50.8%	12.0%	10.3%	9.1%
营业收入								
放映业务	9,122	3,171	7,075	5,383	8,445	9,136	9,816	10,416
YoY	0.60%	-65.24%	123.14%	-23.92%	56.89%	8.18%	7.44%	6.11%
商品销售业务	1,926	676	1,503	1,393	1,944	2,333	2,683	3,086
YoY	3.05%	-64.90%	122.33%	-7.31%	39.60%	20.01%	14.98%	15.02%
影院广告业务	1,950	598	1,055	1,222	1,324	1,430	1,544	1,668
YoY	-22.05%	-69.34%	76.48%	15.80%	8.35%	7.99%	8.02%	8.00%
电影制作业务	894	457	965	380	334	501	652	782
YoY	-21.97%	-48.93%	111.35%	-60.61%	-12.06%	50.00%	30.00%	20.00%
电视剧制作业务	498	741	672	152	742	965	1,157	1,331
YoY	25.93%	48.84%	-9.32%	-77.40%	388.51%	30.00%	20.00%	15.00%
游戏业务	394	307	444	387	377	414	456	501
YoY	-46.43%	-22.14%	44.65%	-12.81%	-2.63%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	651	347	777	779	1,454	1,599	1,759	1,935
YoY	3.11%	-46.75%	124.16%	0.31%	86.58%	10.00%	10.00%	10.00%
总毛利率	27.5%	-10.6%	27.2%	17.0%	27.7%	28.1%	29.1%	30.0%
分项毛利率								
放映业务	6.61%	-41.21%	4.87%	-10.88%	4.32%	5.00%	5.60%	6.00%
商品销售业务	63.33%	39.72%	63.49%	61.39%	64.21%	65.00%	65.00%	65.00%
影院广告业务	58.97%	10.50%	47.57%	38.66%	48.22%	48.50%	50.00%	50.20%
电影制作业务	36.84%	17.31%	60.68%	-4.94%	45.71%	50.00%	50.00%	50.00%
电视剧制作业务	41.46%	-22.81%	23.83%	-24.41%	19.15%	20.00%	20.00%	20.00%
游戏业务	49.44%	52.86%	51.41%	59.26%	57.97%	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务	82.42%	67.99%	79.44%	94.15%	88.28%	80.00%	80.00%	80.00%
期间费用率	16.66%	29.76%	23.81%	26.90%	19.06%	16.47%	15.56%	13.47%
销售费用率	6.28%	9.01%	8.06%	6.70%	5.03%	5.00%	5.00%	5.00%
管理费用率	8.29%	15.84%	9.60%	10.88%	8.37%	7.70%	7.50%	7.30%
研发费用率	0.17%	0.40%	0.22%	0.30%	0.22%	0.20%	0.20%	0.20%
净利率	-30.59%	-108.67%	0.93%	-20.20%	6.38%	8.83%	10.07%	10.42%
归母净利润	-4,729	-6,669	106	-1,923	912	1,417	1,784	2,013
YoY	-465.25%	-41.03%	101.59%	-1908.47%	147.44%	55.33%	25.89%	12.85%

资料来源：Wind、华泰研究预测

2、毛利率

- 放映业务毛利率：基于 1) 23 年以来电影行业持续回暖，我们认为趋势仍将延续，并且我们认为万达院线市占率也将持续提升，因而放映业务营收有望继续保持增长态势；2) 该业务具有经营杠杆效应，且疫情期间万达大力降本增效，精细化管理，也有助于经营杠杆的释放。综上，我们认为随着营收增长，毛利率将提升。15-23 年放映业务毛利率为 25.02%/17.35%/12.06%/10.33%/6.61%/-41.21%/4.87%/-10.88%/4.32%，15 年之后随着全国影院数量快速增加，带动对单体影院分流，单银幕产出下降，放映业务毛利率从 15 年的 25.02%下降至 19 年的 6.61%。20-22 年由于疫情等影响，毛利率大幅波动。23 年行业恢复趋势良好，毛利率回升至 4.32%，结合电影行业恢复进展及万达电影院线业务过往毛利率，我们综合预计 24-26 年放映业务毛利率为 5%/5.6%/6%；
- 商品销售业务：商品销售业务主要包括餐饮、衍生品等，近年来毛利率保持相对稳定，考虑近几年毛利率，我们预计 24-26 年商品销售业务毛利率为 65%/65%/65%；
- 影院广告业务：该业务同样具有经营杠杆效应，我们预计营收将保持增长，因而毛利率将随之提升，综合判断我们预计 24-26 年影院广告业务毛利率为 48.5%/50%/50.2%；
- 电影制作业务：电影制作业务毛利率主要取决于其票房成绩，票房亮眼时毛利率相对较高，因而近年来波动较大。我们认为儒意影业为国内影视制作业务佼佼者，拥有丰富的制片管理经验，品控能力强，综上我们预计 24-26 年电影制作业务毛利率为 50%/50%/50%；

- e) 电视剧制作业务:电视剧制作业务毛利率主要取决于播出方预算策略、市场竞争情况等,考虑到各大播出平台均在降本增效,我们以 23 年电视剧制作业务毛利率为基础,预计 24-26 年电视剧制作业务毛利率为 20%/20%/20%;
- f) 游戏业务:该业务体量较小,随着行业版号供给常态化,我们预计该业务保持平稳增速,但市场竞争也较为激烈,综合近年来毛利率,我们预计 24-26 年游戏业务毛利率为 50%/50%/50%。

综上所述我们预计 24-26 年综合毛利率为 28.1%/29.1%/30%。

3、期间费用率

- a) 销售费用率:销售费用主要包括与影院业务相关的广告促销、保安保洁、系统维护费等费用,23 年以前波动较大,主要因疫情影响,电影行业票房不稳定,造成费用率波动。23 年以来电影行业持续回暖,我们认为趋势仍将延续,行业已回至正轨,因而我们以 23 年为参考,预计 24-26 年销售费用率为 5%/5%/5%;
- b) 管理费用率:管理费用主要为职工薪酬,相对稳定,并且公司近年来在降本增效上做了大量工作,随着营收预计提升,我们预计 24-26 年管理费用率将保持下降态势,为 7.7%/7.5%/7.3%;
- c) 研发费用率:近年来研发费用主要为游戏数据支持系统研发,我们预计将保持稳定,24-26 年研发费用率为 0.2%/0.2%/0.2%。

综上所述我们预计 24-26 年期间费用率为 16.47%/15.56%/13.47%。

估值和目标价

我们选取有电影全产业链布局的博纳影业、横店影视和中国电影作为可比公司,三者均有院线和制片业务。可比公司 24 年 wind 一致预测 PE 平均估值为 28X,考虑公司龙头地位(放映市占率第一,经营效率高,携手儒意后有望提升业绩空间),给予公司 24 年 29 倍 PE,目标价 18.85 元,维持“买入”评级。

图表49: 可比公司估值表(截至 2023 年 6 月 18 日)

证券代码	证券简称	预期来源	总市值 (亿元)	PE			归母净利润(亿元)		
				23A	24E	25E	23A	24E	25E
001330 CH	博纳影业	Wind 一致预期	83.2	-15.0	27.3	17.1	-5.53	3.05	4.87
603103 CH	横店影视	Wind 一致预期	94.6	57.1	28.0	23.4	1.66	3.38	4.05
600977 CH	中国电影	Wind 一致预期	211.3	80.4	29.3	26.0	2.63	7.20	8.13
				平均	28X				

资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究

风险提示

- 1) 观影需求疲软。电影市场为内容行业,具有天然的波动性,存在内容不满足观众品味,而需求疲软的可能性;
- 2) AI 技术风险。AI 发展迅速,也会产生相应的风险,如果国家对 AI 使用作出限制,可能导致技术运用无法落地;
- 3) 项目进展不及预期。电影项目生产涉及主创团队协同、资金流调动、政策的监管等多方位影响,存在项目进展不及预期的可能,从而影响业绩表现。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,097	7,579	10,886	11,062	16,113
现金	3,150	3,158	4,802	4,766	9,011
应收账款	1,349	1,625	1,718	1,963	2,058
其他应收账款	257.13	349.38	403.76	384.31	498.52
预付账款	1,077	464.69	1,355	1,656	1,630
存货	1,725	1,494	2,094	1,807	2,394
其他流动资产	539.27	488.28	512.95	486.06	520.69
非流动资产	18,610	17,546	16,692	15,748	15,270
长期投资	75.69	47.33	79.33	144.33	226.33
固定投资	2,209	1,958	1,986	1,889	2,098
无形资产	848.43	847.02	758.15	634.02	523.43
其他非流动资产	15,477	14,694	13,868	13,080	12,422
资产总计	26,707	25,125	27,577	26,810	31,383
流动负债	9,485	7,371	8,888	6,826	9,806
短期借款	3,670	1,401	1,300	1,200	1,100
应付账款	1,287	1,424	2,150	1,409	2,592
其他流动负债	4,528	4,546	5,437	4,217	6,114
非流动负债	10,005	9,579	9,068	8,542	8,082
长期借款	2,221	2,156	1,635	1,114	653.52
其他非流动负债	7,784	7,423	7,433	7,428	7,428
负债合计	19,490	16,950	17,956	15,368	17,888
少数股东权益	119.59	145.26	174.18	210.59	251.67
股本	2,179	2,179	2,179	2,179	2,179
资本公积	10,890	10,890	10,890	10,890	10,890
留存公积	(5,876)	(4,964)	(3,518)	(1,698)	356.08
归属母公司股东权益	7,097	8,030	9,447	11,231	13,244
负债和股东权益	26,707	25,125	27,577	26,810	31,383

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	1,194	4,423	5,192	3,298	7,159
净利润	(1,958)	932.34	1,446	1,820	2,054
折旧摊销	1,807	1,886	2,613	3,141	2,666
财务费用	873.83	794.02	585.42	517.31	191.88
投资损失	(4.26)	(14.93)	(24.00)	(15.00)	(7.00)
营运资金变动	(460.58)	586.48	637.39	(2,056)	2,393
其他经营现金	936.09	239.14	(65.63)	(109.64)	(139.15)
投资活动现金	(732.70)	(557.05)	(1,749)	(2,164)	(2,142)
资本支出	(737.74)	(589.81)	(694.96)	(870.77)	(531.29)
长期投资	0.00	22.68	(32.00)	(65.00)	(82.00)
其他投资现金	5.04	10.09	(1,022)	(1,228)	(1,528)
筹资活动现金	(1,689)	(3,560)	(1,799)	(1,171)	(772.17)
短期借款	560.37	(2,269)	(101.39)	(100.00)	(100.00)
长期借款	65.49	(64.85)	(520.78)	(520.98)	(460.56)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	51.36	(0.23)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,367)	(1,226)	(1,177)	(549.65)	(211.61)
现金净增加额	(1,197)	320.94	1,644	(36.46)	4,246

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,695	14,620	16,378	18,067	19,719
营业成本	8,047	10,571	11,781	12,809	13,795
营业税金及附加	252.52	219.03	245.67	271.00	394.38
营业费用	650.00	736.00	818.91	903.35	985.94
管理费用	1,055	1,224	1,261	1,355	1,439
财务费用	873.83	794.02	585.42	517.31	191.88
资产减值损失	(398.87)	(272.63)	(81.89)	(90.33)	(197.19)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.26	14.93	24.00	15.00	7.00
营业利润	(1,767)	845.19	1,753	2,190	2,600
营业外收入	10.87	12.32	18.00	50.00	8.00
营业外支出	69.85	32.57	8.00	20.00	8.00
利润总额	(1,826)	824.94	1,763	2,220	2,600
所得税	132.27	(107.39)	317.39	399.55	546.01
净利润	(1,958)	932.34	1,446	1,820	2,054
少数股东损益	(35.12)	20.09	28.92	36.40	41.08
归属母公司净利润	(1,923)	912.24	1,417	1,784	2,013
EBITDA	795.16	3,478	4,929	5,842	5,419
EPS (人民币, 基本)	(0.87)	0.42	0.65	0.82	0.92

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	(22.38)	50.79	12.03	10.31	9.14
营业利润	(2,382)	147.84	107.44	24.89	18.74
归属母公司净利润	(1,908)	147.44	55.33	25.89	12.85
获利能力 (%)					
毛利率	17.00	27.69	28.07	29.10	30.04
净利率	(20.20)	6.38	8.83	10.07	10.42
ROE	(27.13)	11.40	15.03	15.91	15.22
ROIC	(10.20)	19.25	24.22	24.73	35.87
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.98	67.46	65.11	57.32	57.00
净负债比率 (%)	51.33	17.45	(14.88)	(17.90)	(50.94)
流动比率	0.85	1.03	1.22	1.62	1.64
速动比率	0.50	0.70	0.78	1.04	1.18
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.56	0.62	0.66	0.68
应收账款周转率	6.07	9.83	9.80	9.82	9.81
应付账款周转率	5.38	7.80	6.59	7.20	6.89
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(0.88)	0.42	0.65	0.82	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	2.03	2.38	1.51	3.29
每股净资产(最新摊薄)	3.26	3.68	4.33	5.15	6.08
估值比率					
PE (倍)	(14.82)	31.25	20.12	15.98	14.16
PB (倍)	4.02	3.55	3.02	2.54	2.15
EV EBITDA (倍)	40.66	8.65	5.53	4.56	4.04

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱璿、周钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司