

万达电影（002739）深度报告：重整旗鼓， 三大战略蓄势待发

评级：买入(维持)

姚蕾(证券分析师)
S0350521080006
yaol02@ghzq.com.cn

方博云(证券分析师)
S0350521120002
fangby@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
万达电影	-9.5%	-20.6%	-5.0%
沪深300	-4.1%	-1.7%	-9.9%

市场数据

2024/06/28

当前价格 (元)	12.09
52周价格区间 (元)	9.81-16.51
总市值 (百万)	26,348.57
流通市值 (百万)	25,483.77
总股本 (万股)	217,936.88
流通股本 (万股)	210,783.87
日均成交额 (百万)	277.75
近一月换手 (%)	0.98

相关报告

- 《万达电影 (002739) 2023年及2024Q1业绩点评：影院目标市占率20%，儒意协同赋能多元业务 (买入)*影视院线*姚蕾，方博云》——2024-05-04
- 《万达电影 (002739) 2023年三季度报点评：2023Q3业绩弹性释放，盈利能力较疫情前明显提升 (买入)*影视院线*姚蕾，方博云》——2023-11-01
- 《万达电影 (002739) 2023年中报点评：2023H1业绩强劲恢复，关注下半年业绩弹性 (买入)*影视院线*姚蕾，方博云，杨仁文》——2023-09-01

- ◆ **儒意系入股，管理层履新，产业链上下游资源有望联动，具备一定的向上估值弹性。**
- **院线龙头，布局电影全产业链。**公司成立于2005年，2015年上市，2019年收购万达影视95.8%股权，完成电影全产业链布局，并扩展至电视剧、游戏等业务，2009–2023年公司影院票房市占率均为全国第一。
- **实控人变更，管理层履新。**（1）2023年底，上海儒意/儒意投资接手万达投资100%股权，控股股东仍为万达投资（持股20%），儒意系掌舵人柯利明间接持有公司20%股权，成为实控人；第二、三大股东为莘县融智（万达文化集团旗下）、陆丽丽，分别持股10.21%/8.26%。（2）2024年初，董事会改组，中国儒意前执行董事陈曦任公司董事长兼总裁，分管影视内容、五洲发行及时光网业务；陈洪涛仍任公司董事/执行总裁，分管院线业务；王会武仍任公司董事/副总裁/董秘；中国儒意前高管龚峤/杨海分别任公司董事/监事会主席，龚峤分管公司游戏业务。
- ◆ **影院业务经营效率领先，新股东有望助力“影院市占率提升”、“提高内容板块产出能力”、“大力发展衍生品”三大战略。**
- **影院：**（1）**经营效率高，市占率提升。**据艺恩，2023年公司国内直营影院票房恢复至2019年的98%，优于大盘整体的84%；单影院/银幕票房恢复至2019年的80%/81%，恢复节奏优于大盘；市占率15.4%，较2019年提升2.24pct。公司与万达广场租约展期至2033年底，到期可延长10年。疫情后国内整体银幕增速显著下降，且进入整合期，公司保持稳健扩张，且在规模、成本端具有比较高的优势，经营效率领先，有望实现市占率持续提升。（2）**卖品业务强劲，盈利能力有望提升。**2017–2023年，公司卖品业务收入占影院相关业务（放映+卖品）平均为18.1%，高于其他头部影投。2023年公司单人次卖品收入9.4元，其中国内为6.9元，澳洲为38.9元，国内单人次卖品收入高于其他头部影投（4.0–5.8元）。未来公司将继续加大开发自研食品饮料和其他产品线，强化卖品业务，并依托时光网发展衍生品业务，开发自有IP衍生品且积极获取外部头部IP授权（Loopy、泡泡玛特旗下IP等）。
- **广告：**广告业务主要分为广告代理及影片投资、影片植入广告及影院相关广告业务。2016–2019年，广告收入增长较快，2018年达到高点25.2亿元，2023年为13.2亿元。2023年影院相关广告收入9.6亿元，其中国内影院广告收入0.8亿元，澳洲影院相关广告业务收入8.8亿元，Hoyts旗下Val Morgan为澳大利亚最大的数字广告屏公司；2023年广告代理业务收入3.6亿元。
- **影视：**新股东中国儒意以影视内容为核心，内容投资制作经验丰富，成功打造多部爆款内容。借助新股东在影视内容研发、制作及宣发的优势，公司有望实现资源共享和优势互补，制作更多优质作品，也可结合自身优势在影片发行领域发力。公司储备项目丰富，已定档《抓娃娃》《白蛇：浮生》《有朵云像你》《骗骗喜欢你》等，储备《误杀3》《转念花开》《唐探1900》等；剧集储备《四方馆》《错位》预计2024年播出，《我们正青春》《黑夜告白》制作中，《北京折叠》等孵化中。
- **游戏：**互爱互动专注游戏发行，持续推进出海策略，海外收入占比提升明显。公司2023年海外游戏收入1.2亿元，占整体游戏收入的32.4%。出海代表产品《圣斗士星矢：正义传说》2024年1月上线日本市场，最高位居日本iOS畅销榜第3名，2024年6月26日仍位居iOS畅销榜第50名，表现优秀。后续储备《暗影格斗3》《战斗法则》等产品。

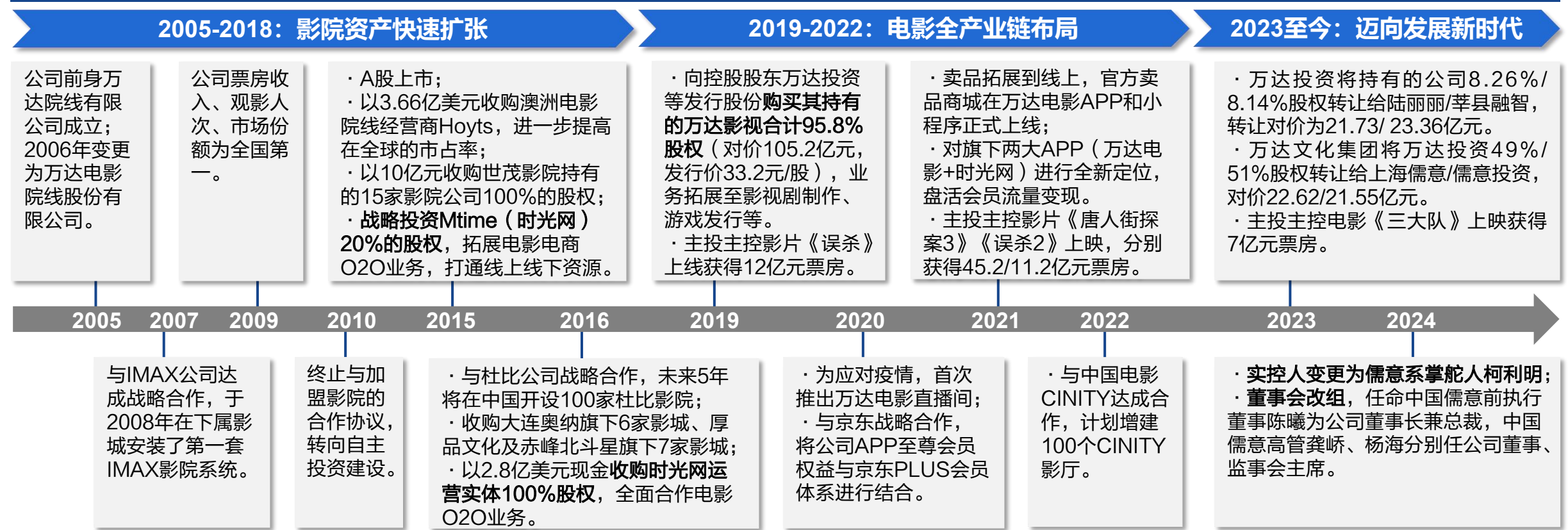
- ◆ **财务轻装上阵，业绩逐步修复。**（1）公司归母净利润在2017年达到高点15.2亿元，2019/2020年业绩受商誉减值及疫情影响，2023年归母净利润9.1亿元，恢复较好，公司放映、广告、内容板块均有向上空间。（2）经营活动现金净额保持在较高水平，2023年达44亿元，积极通过偿还长短期借款改善财务状况，2024Q1末长短期借款26.3亿元，较2023年末大幅减少。（3）截至2023年末，商誉账面价值43.75亿元，其中澳洲院线33.3亿元，万达影视板块8.6亿元，两块业务发展稳定向好。
- ◆ **政策支持，电影行业供给需求双复苏，渠道端有望出清整合。**（1）**政策：**多项电影发展相关政策颁布实施及国家电影局相关领导多次发表重要讲话，有望推动电影行业繁荣、高质量发展。（2）**供给：**国内影片备案/上映数量逐步恢复，内容类型呈现多元化；行业头部公司账上现金储备改善；重磅影片储备丰富，预计于2025年春节档开始释放，电影供给数量质量持续改善中。（3）**需求：**相较于北美成熟市场，中国疫后票房复苏更好；三到五线市场需求旺盛，票房份额占比持续提升，2023年三到五线市场票房（不含服务费）229.38亿元，已恢复至2019年的92%，好于大盘整体恢复情况；2023年中国城镇人口人均观影次数（1.4次）与北美发达市场（2.7次）仍有差距，随着票价占收入比例持续降低，观影人次有望持续增长。（4）**渠道：**2019年开始中国银幕增速放缓，中小影投出清，整合机会增加，单银幕产出有望迎来拐点。
- ◆ **盈利预测和投资评级：**公司为国内院线行业龙头，票房市占率稳步提升；新股东有望赋能公司三大战略，提升全产业链经营优势；公司财务轻装上阵，状况改善，业绩修复明显，各大业务板块均有向上空间。基于此，我们预计2024-2026年公司营业收入155.30/170.95/182.20亿元，归母净利润分别为12.13/15.69/18.25亿元，对应EPS为0.56/0.72/0.84元，PE为21.73/16.80/14.43X，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**票房恢复不及预期、电影开发进程不及预期、票房表现不及预期、成本控制不及预期、行业竞争加剧、人才流失、线下消费需求不及预期、资产/信用减值、估值中枢下移、数据来源不一致等风险。

一、股权：实控人变更，管理层履新

发展历程：电影行业龙头，实控人变更，迈向发展新时代

- 公司为电影行业龙头，前身万达院线于2005年成立，2015年在A股上市，业务范围从电影放映业务向上延伸至电影投资、制作、发行及相关衍生业务，全面覆盖电影全产业链，同时扩展至电视剧投资制作以及游戏发行运营等业务。
- ✓ 2005-2018年：多次收购国内影院资产，与IMAX、杜比等展开战略合作，强化电影放映能力，同时收购澳洲院线Hoyts，提高全球市占率；线上端通过收购时光网拓展电影电商O2O业务。国内直营影院银幕数从2011年末的693块增长至2018年末的4807块；2009-2023年，公司直营影院票房、市占率均位于全国第一，2018年国内直营影院市占率13.5%。
- ✓ 2019-2022年：收购万达影视95.8%股权，业务扩展至电影/电视剧的投资、制作以及游戏，覆盖电影全产业链，推出了《误杀》《唐探3》等爆款电影。
- ✓ 2023年至今：多次股权转让，实控人从王健林变更为柯利明，董事会改组+管理层履新，与新股东有望实现资源协同。

图表：公司发展历程



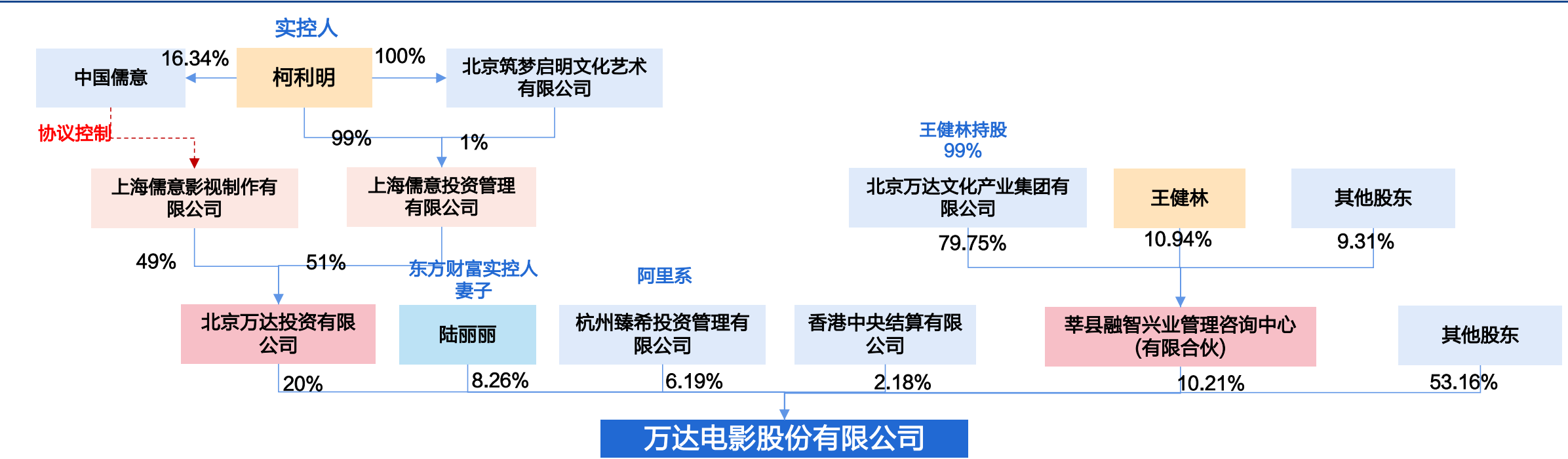
发展历程：多次收并购，整合产业链上下游资源

收购时间	标的公司	业务范围	买方	卖方	交易对价	转让比例 (%)	交易简介
万达电影历次收购重要资产情况：							
2015年11月	HG Holdco Pty Ltd	澳洲院线	万达电影	HG ANZ Holdco Limited	3.657亿美元	100	除股权外，交易对价还包括HG ANZ享有的对HG Holdco的债权的账面价值7000万澳元，年利率12%。
2015年12月	慕威时尚	广告营销	万达电影	逢宇峰、张龙、王宇新、马大鹏	12亿元	100	· 业绩承诺：承诺2015/2016年净利润不低于6000/7800万元。 · 完成情况：2015/2016年扣非归母净利润为6785/9881万元。
2015年12月	重庆世茂等15家公司	影院	万达电影	世茂影院	10亿元	100	—
2016年2月	大连奥纳	影院	万达电影	都兴平、都赫、琳熙置地	—	100	—
2016年2月	赤峰北斗星	影院	万达电影	北斗星	—	100	—
2016年2月	厚品文化	影院	万达电影	北斗星	—	100	—
2016年7月	时光网运营主体	在线票务平台、衍生品	万达电影	侯钟瑜、李龙、PiaoPlus (HK)Limited、Mtime Holdings,Ltd	2.8亿美元	100	—
2019年5月	万达影视	电影/剧集/游戏等内容业务	万达电影	万达投资、莘县融智等	105.2亿元	95.8	· 业绩承诺：2018-2021年扣非归母净利润不低于7.63/8.88/10.69/12.74亿元；由于疫情，2020/2021年业绩承诺延后至2021/2022年。 · 完成情况：2018-2022年扣非归母净利润7.99/3.01/-33.37/4.22/-7.14亿元。
万达影视历次收购重要资产情况：							
2016年5月	互爱互动	游戏发行	万达影视	互爱科技、互爱互动	25.89亿元	100	· 业绩承诺：2016/2017/2018年净利润不低于2.00/2.60/3.38亿元。 · 完成情况：2016/2017年互爱互动净利润为2.16/2.87亿元，顺利完成业绩承诺；2018年受到版号暂停等影响，净利润3.15亿元，未实现承诺。
2016年8月	骋亚影视	影视内容制作/发行	万达影视	陈思诚、陈胜奇、王海鹏	10.8亿元	100	—
2017年5月	新媒诚品	影视内容制作/发行	万达影视	尹香今、马宁	9.02亿元	99.1	· 业绩承诺：2016-2020年净利润不低于0.70/0.90/1.17/1.40/1.60亿元。 · 完成情况：2016-2018年新媒诚品实现归母净利润0.70/1.36/1.57亿元。

股权结构：儒意系合计持股20%，柯利明成实控人

- 儒意系以44.17亿元对价接手公司20%股权（均价10.1元/股），柯利明通过万达投资间接控制公司20%股权，成为公司实控人。
- 2023年7月，控股股东万达投资将公司8.26%/8.14%股权转让给陆丽丽（东方财富实际控制人妻子）/莘县融智，转让对价为21.73/23.36亿元，对应公司股价12.07/13.17元。
- 2023年7月，万达文化集团将万达投资49%股权转让给上海儒意，对价22.62亿元，对应股价10.59元/股；上海儒意由港股上市公司中国儒意协议控制，柯利明持有中国儒意16.34%股权。
- 2023年12月，万达文化集团等各方将万达投资的合计51%股权转让给儒意投资（柯利明100%持股），转让对价合计21.55亿元，对应股价9.69元/股。
- 截至2024Q1末，公司第一大股东为万达投资，持股20%；第二/三大股东分别为万达文化集团旗下莘县融智及东方财富实控人妻子陆丽丽，持股比例分别为10.21%/8.26%；其次阿里旗下臻希投资持有6.19%。

图表：万达电影股权结构（截至2024Q1末）



资料来源：同花顺，公司公告，国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

- 管理层履新，多位原儒意系高管在公司任职。2024年1月，公司董事会改组，中国儒意前执行董事、上海儒意前总裁陈曦任董事长兼总裁；原中国儒意旗下游戏厂牌儒意景秀总经理龚峤任董事；陈洪涛仍任董事/执行总裁，王会武仍任董事/副总裁/董秘；原儒虎添意影业总经理杨海任监事会主席及万达影视总经理。
- 董事长兼总裁陈曦具有丰富的影视制片经验丰富，投资制作《人再囧途之泰囧》《唐人街探案》《你好，李焕英》等电影，重点分管影视制作业务、五洲发行及时光网板块。执行总裁陈洪涛2000年加入万达集团，影院管理经验丰富，仍分管院线业务。董事龚峤具有多年游戏公司管理经验，分管游戏业务。

图表：公司董事、高管、监事（截至2024Q1末）

姓名	职务	年龄	学历背景	工作经历	工作职责
陈曦	董事长、总裁	42	中央戏剧学院表演专业学士，清华大学五道口金融学院金融EMBA	2012年创办影艺通传媒，2015年起历任上海儒意总裁、中国儒意执行董事。曾投资制作《人再囧途之泰囧》《煎饼侠》《唐人街探案》《缝纫机乐队》《动物世界》《送你一朵小红花》《你好，李焕英》等电影。	负责统筹公司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。
陈洪涛	董事、执行总裁	54	四川师范大学法学学士	2000年加入万达集团，先后在万达商管担任区域公司总经理、运营中心总经理等职位。	分管院线业务
王会武	董事、副总裁、董事会秘书	55	东北财经大学工商管理硕士	1994年获得中国注册会计师执业资格，曾在大连光华会计师事务所、大通证券工作。2004年加入万达集团，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。	分管证券及传媒业务
龚峤	董事	42	-	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，任天神娱乐股份副总经理；2018-2019年，任中文在线集团游戏事业部总经理；2020-2022年，任NBA体育文化发展公司战略顾问；2022年-2024年1月，任北京儒意景秀总经理。	分管游戏业务板块
黄朔	副总裁、财务负责人	55	北京大学会计硕士	分管财务成本中心。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年起曾任万达文化产业集团财务成本部副总经理等职位。	分管人财法工作
杨海	监事会主席	36	上海体育大学新闻学学士	2011年任乐视影业负责电影发行业务，2017年任阿里巴巴影业担任宣发总经理，2022年加入儒虎添意影业担任总经理，现任万达影视总经理。	-

公司架构：子公司分工明确，明确三大战略重点

- 除国内放映业务外，公司其他业务主要由各子公司分工进行：
 - ✓ 万达影视主要负责电视剧、电影、游戏业务，2023年营收/净利润分别为15.70/3.61亿元（2022年为10.37/-7.09亿元）。
 - ✓ HG Holdco Pty Ltd.为澳洲影院业务，2023年营收/净利润分别为30.77/0.80亿元（2022年为26.81/0.42亿元）。
 - ✓ 五洲发行为公司联营企业（持股比例44.5%），负责电影发行业务。
 - ✓ 时光网为公司票务平台，包括时光资讯、时光研究院、时光观影团、时光衍生品等，未来重点负责IP衍生品业务。
- 公司明确未来战略重点为提高影院市场份额、内容板块产出能力以及衍生品业务。

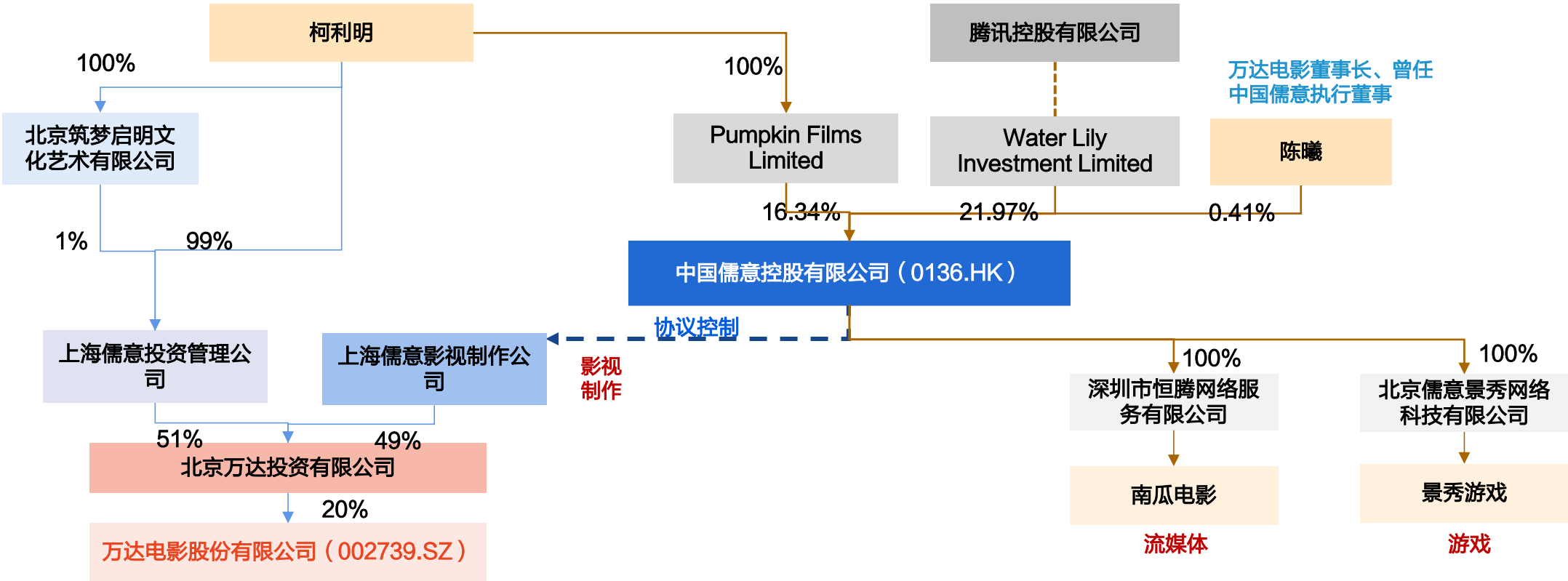
图表：公司重要子公司及联营企业（截至2023年）

业务范围	公司	参控关系	持股(%)	主营业务	业务范围	公司	参控关系	持股(%)	主营业务
国内电影放映	深圳华夏天泓影业投资有限公司、北京万达国际电影城有限公司、上海万达国际电影城有限公司等	全资子公司	100%	电影放映	游戏发行	霍尔果斯炫动网络科技有限公司	间接全资子公司	100%	游戏开发运营
	The Hoyts Corporation Pty Ltd	间接全资子公司	100%	电影放映		Hoolai Game株式会社	间接全资子公司	100%	游戏发行
	Salisbury Cinemas Pty Ltd	间接全资子公司	100%	电影放映		Hoolai Game Limited	间接全资子公司	100%	游戏发行
澳洲电影放映	HG Holdco Pty Ltd.	间接全资子公司	100%	影院运营、影片发行和广告		互爱互动(北京)科技有限公司	间接全资子公司	100%	游戏发行
影视投资、制作	万达影视传媒有限公司	控股子公司	95.77%	影视制作发行、游戏发行等	票务&衍生品	影时光网络技术（北京）有限公司	时光网运营实体	100%	在线票务、IP衍生品
	浙江东阳新媒诚品文化传媒	间接控股子公司	95.20%	电视剧制作，发行		动艺时光信息技术（北京）有限公司			在线票务、IP衍生品
	万达影业(香港)有限公司	间接全资子公司	100%	电影制作		北京影时光电子商务有限公司			在线票务、IP衍生品
	上海菁叹号文化传媒有限公司	间接全资子公司	100%	影视制作		北京动艺时光网络科技有限公司			在线票务、IP衍生品
	上海骋亚影视文化传媒有限公司	间接全资子公司	100%	影视剧制作发行、演艺经纪		苍穹互娱(天津)文化传播有限公司	联营企业	33%	IP开发销售
	霍尔果斯木桃文化有限公司	间接全资子公司	100%	电影制作	广告	北京万达传媒有限公司	全资子公司	100%	广告
	霍尔果斯万达电视剧制作	间接全资子公司	100%	影视剧制作		天津万达传媒有限公司	间接全资子公司	100%	广告
	霍尔果斯万影互联文化传媒	间接全资子公司	100%	影视剧制作		上海万达传媒有限公司	间接全资子公司	100%	广告
	万达影业(海南)有限公司	间接全资子公司	100%	影视剧制作		Hoyts Digital Cinemas(NZ)Limited	间接全资子公司	100%	广告
	霍尔果斯骋亚影视文化传媒	间接全资子公司	100%	影视剧制作发行、演艺经纪		Propaganda GEM Ltd	间接全资子公司	100%	植入广告
电影发行	万达影业(长春)有限公司	间接全资子公司	100%	影视制作	其他	天津普罗文化传播有限公司	间接全资子公司	100%	植入广告
	Hoyts Films Pty Ltd	间接全资子公司	100%	电影发行		广州万达影院管理有限公司	全资子公司	100%	游乐园服务
	珠海横琴万达电影院线有限公司	全资子公司	100%	电影发行		Hoyts Stream Pty Limited	间接全资子公司	100%	网络流媒体
	霍尔果斯万达电影院线有限公司	全资子公司	100%	电影发行		霍尔果斯浦瑞姆技术有限公司	间接全资子公司	100%	软件开发、技术服务
	五洲电影发行有限公司	联营企业	44.50%	电影发行		Auholdoco5Pty Ltd	间接全资子公司	100%	DVD 租赁

中国儒意：预计2026年底解决同业竞争问题

- 中国儒意第一大股东为腾讯，其次为柯利明。截至2023年末，公司董事会主席/执行董事柯利明通过个人全资公司Pumpkin Films间接持有中国儒意16.34%的股份，同时获授18.34亿股（对应15.83%股权）的认股权证，一旦行权则柯利明合计持股将达到27.77%，将成为中国儒意的第一大股东。目前中国儒意第一大股东为腾讯全资子公司Water Lily，持股21.97%。
- 中国儒意与公司将于股权转让完成起3年内（即2026年底）解决可能存在的同业竞争相关问题。

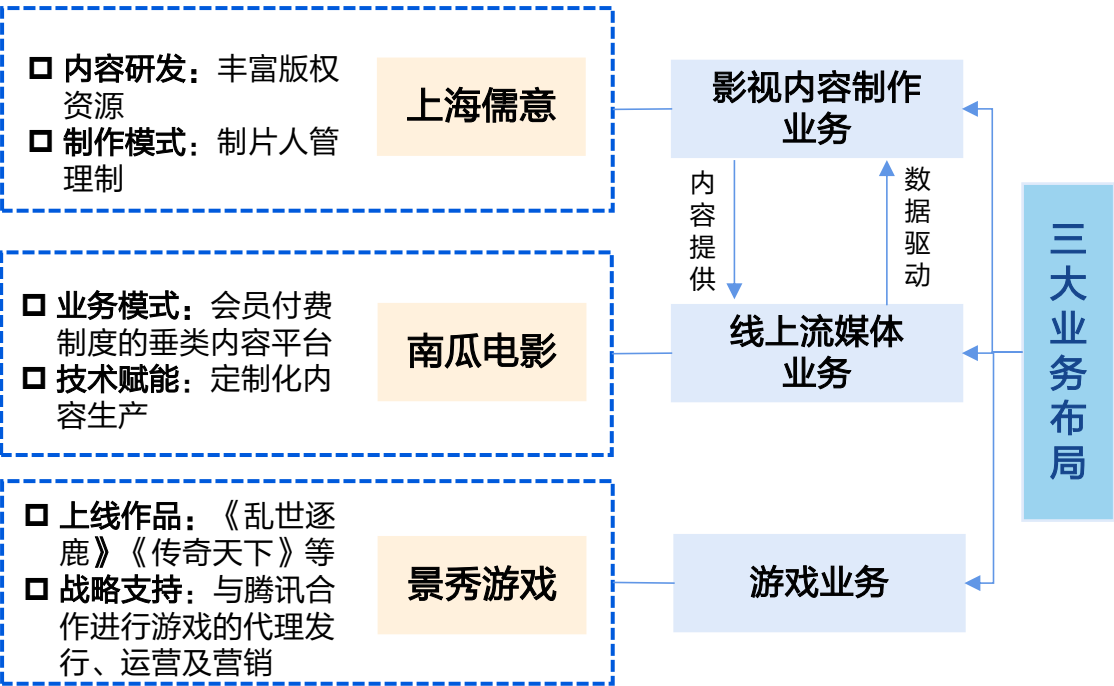
图表：中国儒意和万达电影的关系图（截至2023年末）



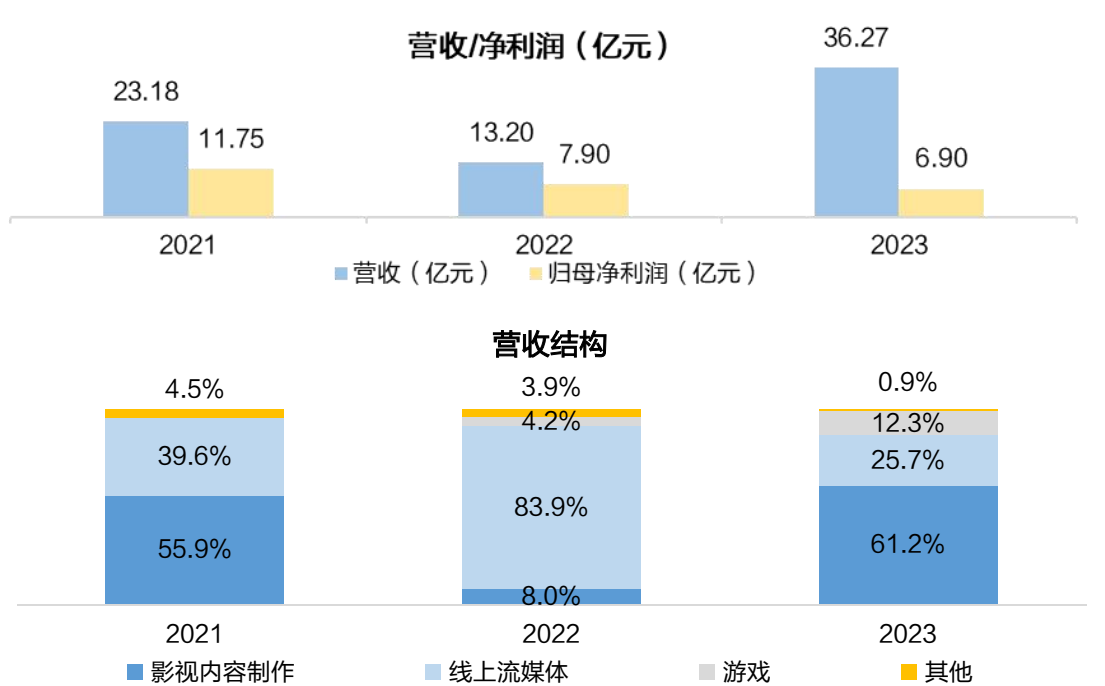
中国儒意：以影视内容业务为核心，布局流媒体、游戏等业务

- 儒意影业于2006年由柯利明创立，于2015年上线了流媒体平台南瓜电影；2020年10月，恒腾网络以72亿港元交易价格，通过发行新股及授予认股权证的方式全资收购儒意影业，其中认购股权分三批发行并设置了业绩对赌条件；2021年底恒大减持完恒腾网络股份；2022年初恒腾网络更名为中国儒意，并成立子公司景秀游戏，形成影视（上海儒意）、流媒体（南瓜电影）、游戏（景秀游戏）三大业务版图。
- 上海儒意孵化百余部影视作品，代表作有电影《你好，李焕英》《送你一朵小红花》；电视剧《北平无战事》《琅琊榜》等。
- 南瓜电影为垂直纯付费订阅制流媒体平台，截至2021年末累计注册会员7084万人，付费订阅用户2868万人，共有100万+影视版权。
- 景秀游戏是全球研运一体化综合性游戏公司，先后合作推出《乱世逐鹿》《传奇天下》等游戏，为行业内独家腾讯双平台战略合作伙伴，2023年2月与腾讯续签游戏合作协议，进一步扩展游戏代理发行合作等多元化合作；2024年5月，收购字节旗下游戏公司有爱互娱100%股权，对价2.59亿元。
- 中国儒意净利润较为稳健，影视内容制作和线上流媒体业务贡献主要营收。2023年中国儒意营收36.27亿元（影视内容制作/线上流媒体/游戏业务营收占比为61.2%/25.7%/12.3%），归母净利润6.9亿元。

图表：中国儒意业务布局



图表：中国儒意营收/净利润（亿元）及营收结构



资料来源：同花顺，儒意控股官网，中国儒意公告，36kr，国海证券研究所

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

- 儒意系入股有望从内容端赋能万达电影，强化内容优势，进一步完善万达电影全产业链布局。万达电影本身具有较强的影院渠道端优势，依托儒意内容端的强壁垒，各业务有望多点开花。
- ✓ 中国儒意影视内容投资制作经验丰富，拥有柯利明、张强等优秀电影人，与张艺谋、贾玲、大鹏等导演深度合作，成功投资多部爆款。中国儒意董事长柯利明、执行董事张强以及前执行董事陈曦均为电影业界资深影视制片人，制片经验丰富。自2020年起中国儒意每年均出品票房超10亿的爆款电影，2021年出品/发行的《你好，李焕英》票房超54亿元，2022年出品《独行月球》超30亿元，2023年主控的《热烈》《保你平安》等合计超16亿元。
- ✓ 储备内容丰富。2024年暑期档出品4部影片（《我才不要和你做朋友呢》已上映，《逆行人生》《白蛇：浮生》《抓娃娃》已定档）；剧集储备有《检察官与少年》《黑夜告白》《我与梦想谈恋爱》《我的岳父会武术》《遇见你——是我最好的时光》等。

图表：中国儒意参与投资/制作的电影（注：标红为公司主投电影）

电影	上线年份	类型	导演	公司参与角色	票房（亿元）	陈曦担任角色	柯利明担任角色
第二十条	2024	喜剧/剧情	张艺谋	出品	24.54	-	出品人
熊出没·逆转时空	2024	动画/喜剧	林汇达	出品	20.04	监制	出品人
热辣滚烫	2024	喜剧/剧情	贾玲	联合出品	34.60	-	联合出品人
飞驰人生2	2024	喜剧/剧情	韩寒	出品	33.98	总策划	出品人
热烈	2023	青春/运动	大鹏	出品/发行	9.13	总制片人	出品人
年会不能停	2023	剧情/喜剧	董润年	联合出品	12.92	联合出品人	联合出品人
消失的她	2023	悬疑/犯罪	崔睿/刘翔	联合出品	35.23	-	-
长空之王	2023	剧情/动作	刘晓世	联合出品	8.5	-	-
保你平安	2023	剧情/喜剧	大鹏	出品/发行	7	总制片人	-
交换人生	2023	喜剧/家庭	苏伦	出品/发行	3.93	出品人/总制片人	出品人
独行月球	2022	喜剧/科幻	张吃鱼	出品/联合发行	31.03	总监制	出品人
你好，李焕英	2021	喜剧	贾玲	出品/发行	54.13	总监制/总制片人	出品人/制片人
送你一朵小红花	2020	剧情/家庭	韩延	出品	14.32	监制	出品人
拆弹专家2	2020	动作/犯罪	邱礼涛	出品	13.14	-	-
缝纫机乐队	2017	剧情/喜剧	大鹏	出品	4.59	制片人	制片人
老男孩猛龙过江	2014	剧情	肖央	出品/联合出品	2.08	-	制片人

图表：中国儒意核心管理层

高管	从业经历
柯利明	现任中国儒意执行董事兼董事长，上海儒意行政总裁以及Pumpkin Films Limited行政总裁。曾任某对冲基金管理高级分析师。曾以投资者及制作人身份带领及投资《保你平安》《交换人生》《独行月球》《你好李焕英》《送你一朵小红花》等电影以及《情满九道弯》《老中医》《北平无战事》《琅琊榜》《芈月传》等电视剧。
张强	现任中国儒意执行董事，儒意欣欣影业任艺术总监，南瓜电影任首席内容官。曾任紫禁城影业总经理/董事长，北京电视台副总编，中国电影副总经理，阿里巴巴影业公司CEO等。曾参与制片《中国合伙人》《致我们终将逝去的青春》等电影。

图表：中国儒意储备影片

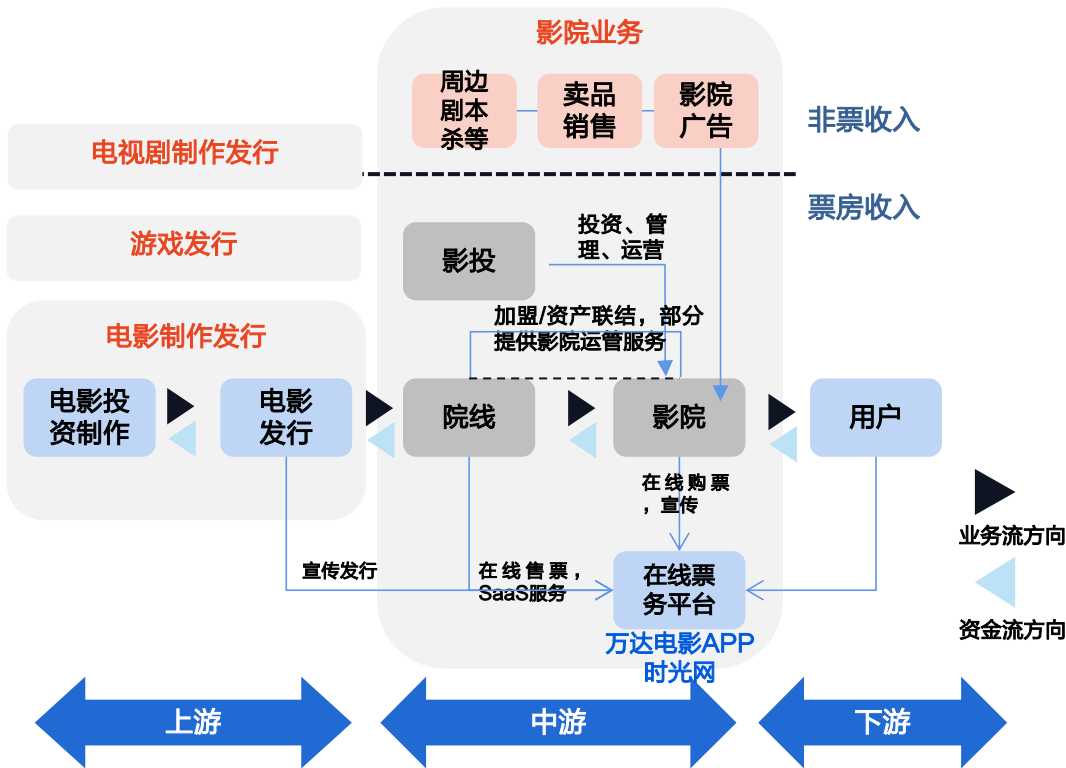
电影	类型	出品方	进展	参与方式
抓娃娃	喜剧/剧情	西虹胡同、万达、猫眼、儒意、阿里等	定档2024年7月18日	参投
逆行人生	剧情	儒意、淘票票	定档2024年8月9日	主投
白蛇：浮生	动画/喜剧	追光、万达、猫眼、儒意	定档2024年8月10日	主投
有朵云像你	爱情/剧情	万达、儒意、猫眼、横店	定档2024年12月31日	参投
骗骗喜欢你	爱情/喜剧	猫眼、儒意、万达	定档2024年12月31日	参投
西游记真假美猴王	动画/剧情	儒意	制作中	主投

二、业务：影院业务稳健修复，内容业务迎新发展

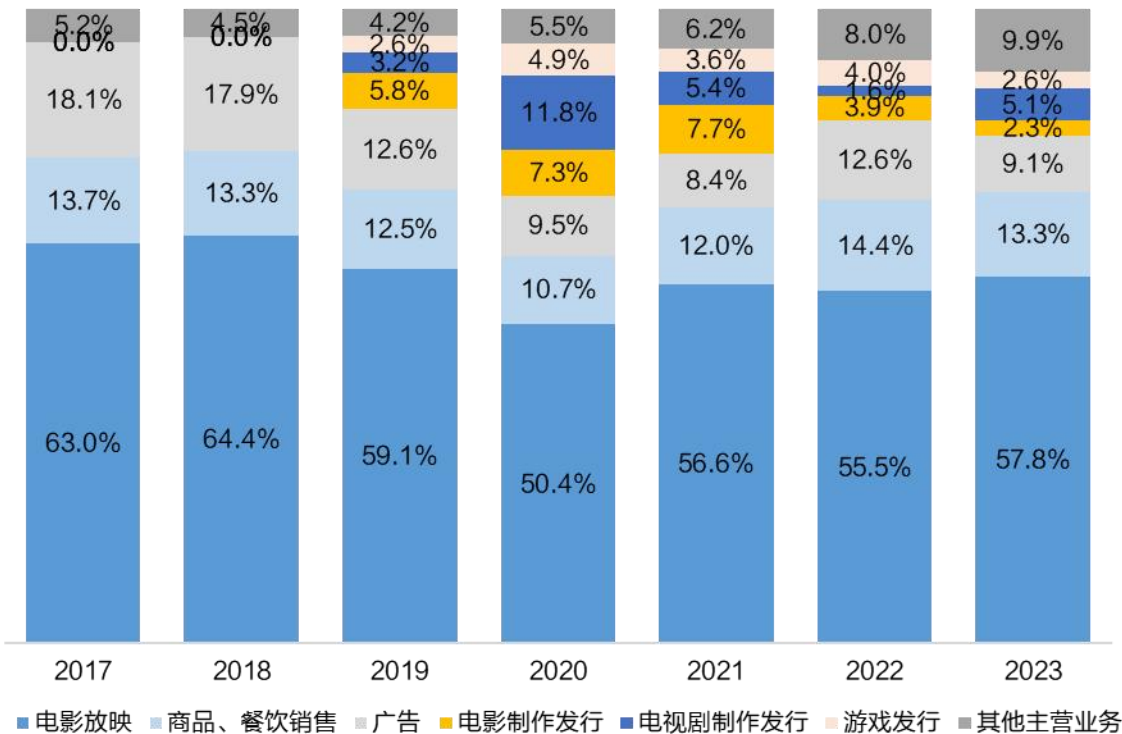
业务布局：以电影放映业务为基石的全产业链布局

- 业务从电影放映向上延伸至电影投资、制作和发行，全面覆盖电影全产业链，同时横向扩展电视剧、游戏等泛娱乐平台布局。公司票房业务营收占比50%-65%，卖品/广告业务收入占比10%-15%左右。2019年收购万达影视后，电影制作发行、电视剧投资制作、游戏发行业务稳健发展，占比分别为2%-8%、3%-5%、2.5%-5%左右。
- 充分发挥庞大院线终端、会员体系的显著优势以及电影行业上下游的协同效应，优化各方资源配置，提升公司综合竞争实力和盈利能力。
- 院线端：2009年至今，公司影院市占率已连续15年位居全国第一，已积累的自有会员资源、电影放映环节和衍生品销售环节对消费者观影和购买行为的理解与观察，能够为电影投资制作的决策提供有力的数据支持；
- 内容端：生产的优质电影内容配合高效的宣传发行，进一步促进终端电影放映，扩大公司会员规模。

图表：万达电影的全产业链布局



图表：公司收入结构



影院业务：国内影院收入占比超70%，澳洲院线盈利能力强，毛利率更高

- 疫情后公司国内影院业务整体营收恢复更好，澳洲院线毛利率更高。
- ✓ 2023年公司国内/澳洲影院业务营收98/30.8亿元，分别较2019年下降4.9%/增长5.9%，在整体影院业务收入中占比约为76%/24%。
- ✓ 除2020年及2022年，国内影院整体毛利率21%–34%左右，澳洲影院为29%–37%左右。2023年澳洲影院业务毛利率35.2%，已超2019年，而国内仍未回到2019年水平。
- ✓ 2023年国内影院放映业务毛利率3.2%，远低于澳洲的10.5%。
- ✓ 2023年国内/澳洲影院观影人次18972/1615万人，SPP（sales per person）分别为6.9/38.9元，国内卖品业务仍有较大的发展空间。
- 2019年公司国内影院净利润-19.35亿元，主要为收购影院计提了26.61亿元资产减值损失；2020/2022年受疫情影响净利润为负。2023年国内/澳洲影院净利润4.38/0.97亿元，仍在恢复中。

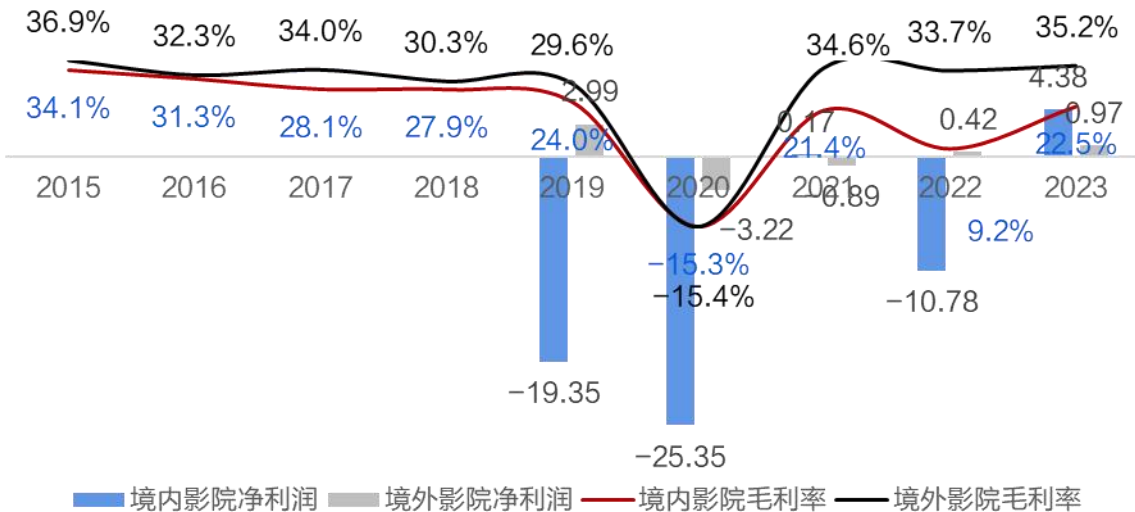
图表：公司境内/境外影院营业收入（亿元）



图表：2023年公司境内/境外影院收入拆分

收入分类	境内影院业务				境外影院业务			
	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利润 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利润 (亿元)	毛利率
电影放映	71.96	69.63	2.33	3.2%	12.49	11.17	1.31	10.5%
餐饮及卖品	13.10	4.28	8.82	67.3%	6.29	2.65	3.63	57.8%
广告	0.79	0.08	0.71	90.0%	8.80	5.97	2.83	32.1%
其他	10.38	1.22	9.15	88.2%	3.19	0.13	3.07	96.0%
合计	96.23	75.21	21.01	21.8%	30.77	19.93	10.84	35.2%

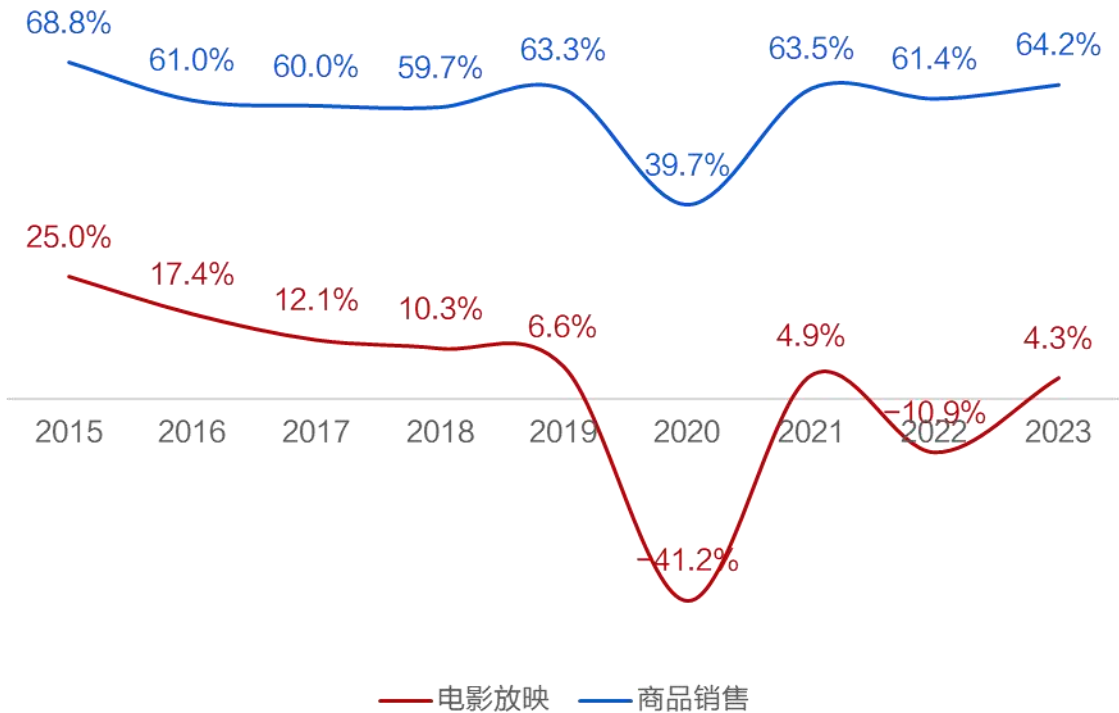
图表：公司境内/境外影院实现净利润（亿元）、毛利率



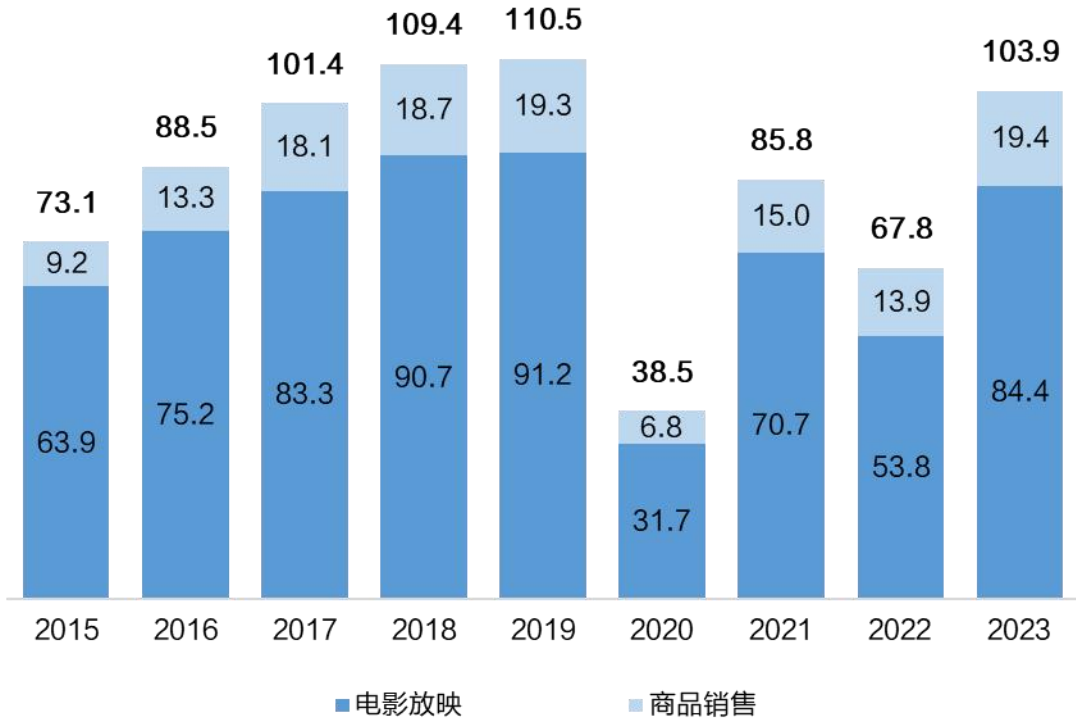
资料来源：同花顺，公司公告，国海证券研究所 注：此处境内/境外影院业务包括电影放映、卖品销售以及影院广告业务；部分数据不一致或因公司相关营业收入分解统计口径原因导致。

- 狭义的影院业务主要为电影放映、商品销售。相对低毛利的放映业务带来大量的观影人次，带动高毛利、盈利能力更强的卖品业务。
- ✓ 电影放映：收入与票房大盘直接相关。2015–2019年，公司影院快速扩张，电影放映收入从63.9亿元增长至91.2亿元，同时行业竞争加剧，毛利率大幅下降；疫情后2023年收入恢复至2019年的92.6%，毛利率4.3%，仍在持续恢复中。
- ✓ 商品销售：2015–2019年，商品销售收入从9.2亿元增长至19.3亿元，实现翻倍增长，占影院业务收入的13%–18%左右。2023年收入19.4亿元，创历史新高，占比18.7%，较2019年提升1.2pct。商品销售业务毛利率稳定在60%–65%左右。
- 公司海外影院广告收入中包含了澳大利亚最大的数字广告屏公司Val Morgan，因此将广告业务单独介绍。

图表：公司影院相关业务毛利率



图表：公司影院相关业务营收（亿元）

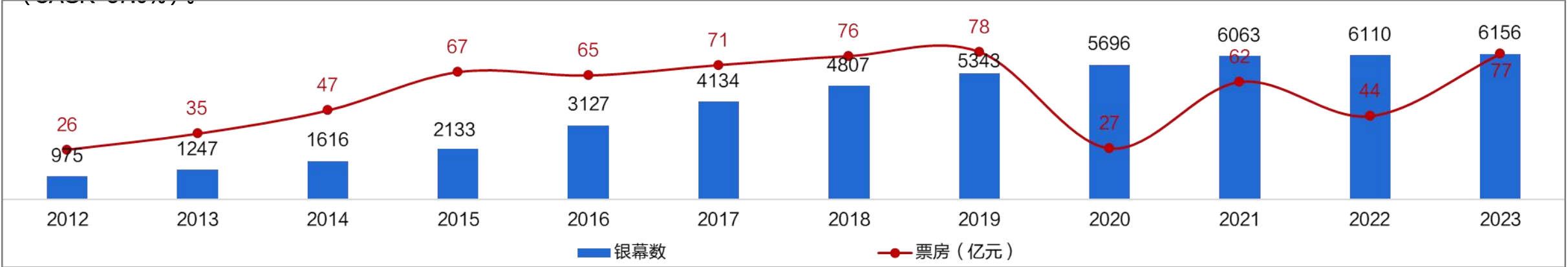


影院业务—国内：公司基本盘业务，2023年营收贡献超70%

公司国内影院/银幕快速扩张，2012-2015年银幕数从975块增长至2133块（CAGR+29.8%），直营影院数从112家到240家，票房从26亿元增长至67亿元（CAGR+37.0%）。

公司国内影院/银幕保持高速扩张，2015-2019年CAGR为+25.9%/+25.8%。行业竞争加剧，票房增速放缓（CAGR+3.8%）。

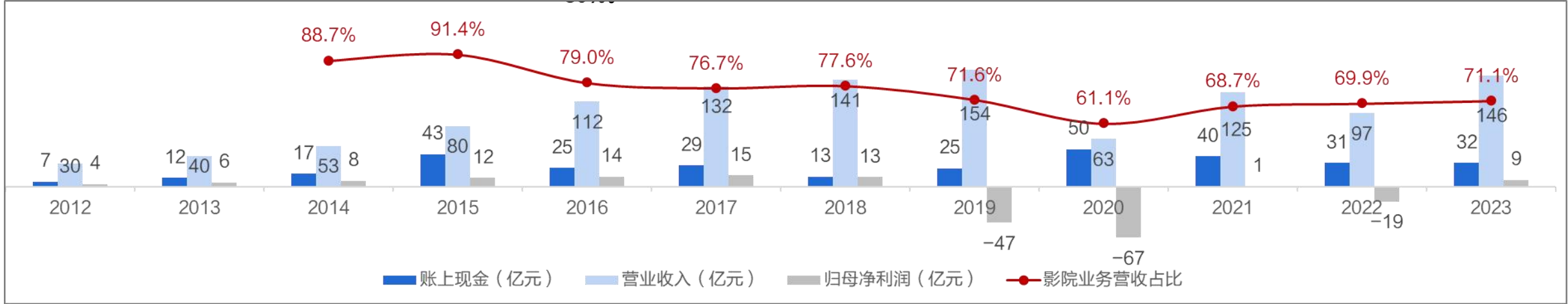
2020年起受疫情影响，公司国内影院/银幕扩张速度放缓，持续优化经营，降本增效。2023年复苏强劲，票房恢复至2019年的98%。



2012-2015年公司营收从30亿元增长至80亿元（CAGR+38.2%），归母净利润从4亿元增长至12亿元（CAGR+45.1%），账上现金从7亿元增长至43亿元。2015年影院业务营收占比超91%。

2015-2019年营收持续增长，增速放缓（CAGR+17.9%），高速扩张导致成本增加，净利润稳定，2019年由于商誉减值（56亿元）导致亏损；除2015年外，影院业务营收占比维持在70-80%。

2020年受疫情影响，公司营收骤降，2023年恢复至2019年的95%；2023年公司扭亏为盈。公司电影、电视剧制作以及游戏等多元业务发展，2023年影院业务占比下降至71%。



资料来源：同花顺，公司公告，艺恩，国海证券研究所

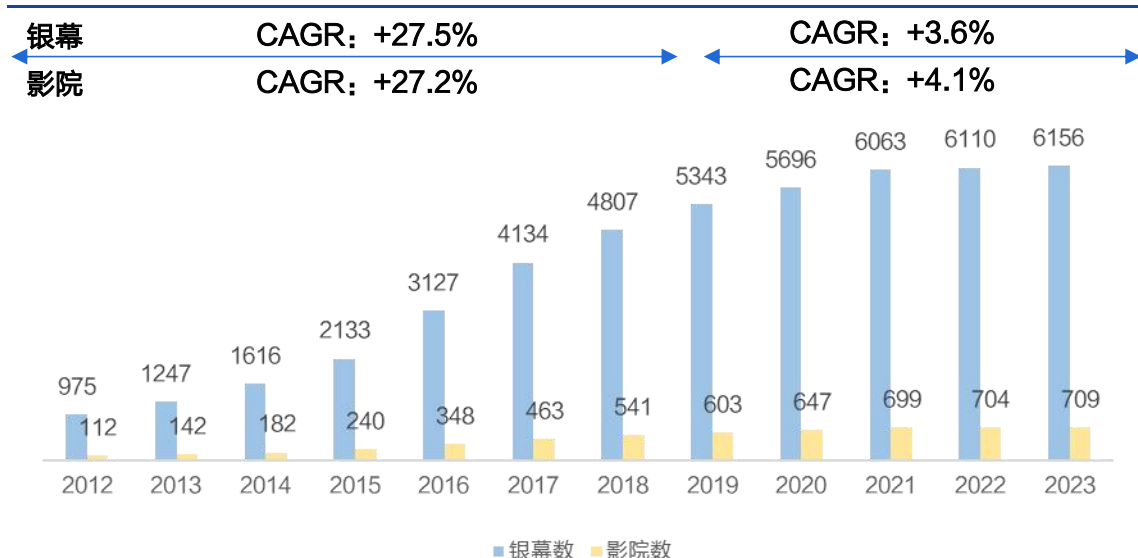
注：提及的影院均为公司直营影院，且票房不含服务费，此处影院业务为电影放映+卖品销售。

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

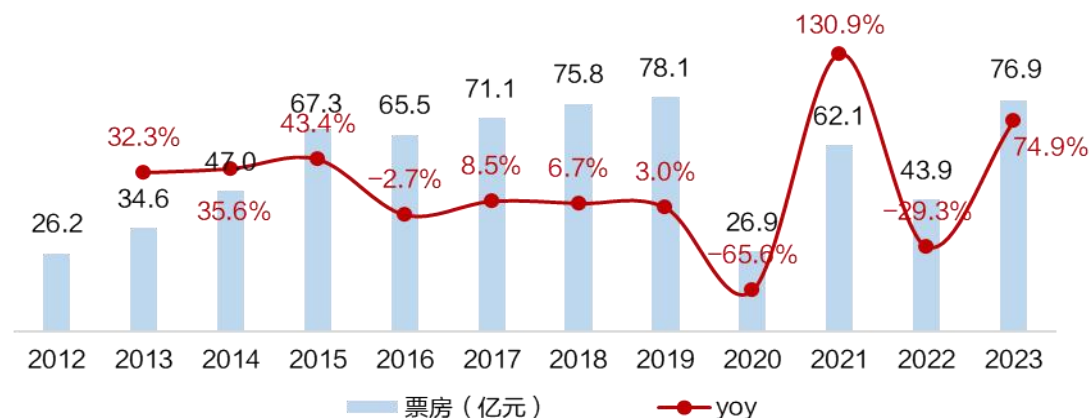
影院业务—国内：疫后影院扩张速度放缓，票房市占率目标20%

- 疫情后影院/银幕持续优化调整，扩张速度较行业仍更快。截至2023年末，公司在国内拥有直营影院/银幕为709家/6156块。2019-2023年CAGR分别为+4.1%/+3.6%（行业为+2.7%/+3.2%）
- 2023年直营影院票房恢复至接近2019年水平，优于大盘表现。根据艺恩，2012-2023年，公司直营影院票房CAGR为+10.3%；2023年为疫后复苏第1年，票房恢复至2019年的98%，优于大盘恢复水平（84%）。
- 市占率稳居第一且显著提升，未来目标20%。2009年开始，公司连续15年市占率位列全国第1。根据艺恩，2023年公司直营影院市占率15.4%（远高于第二名的3.6%），较2019年提升2.24pct，增幅远高于其他头部影投；未来有望持续扩大市场份额，公司目标是将市占率提升至20%以上。

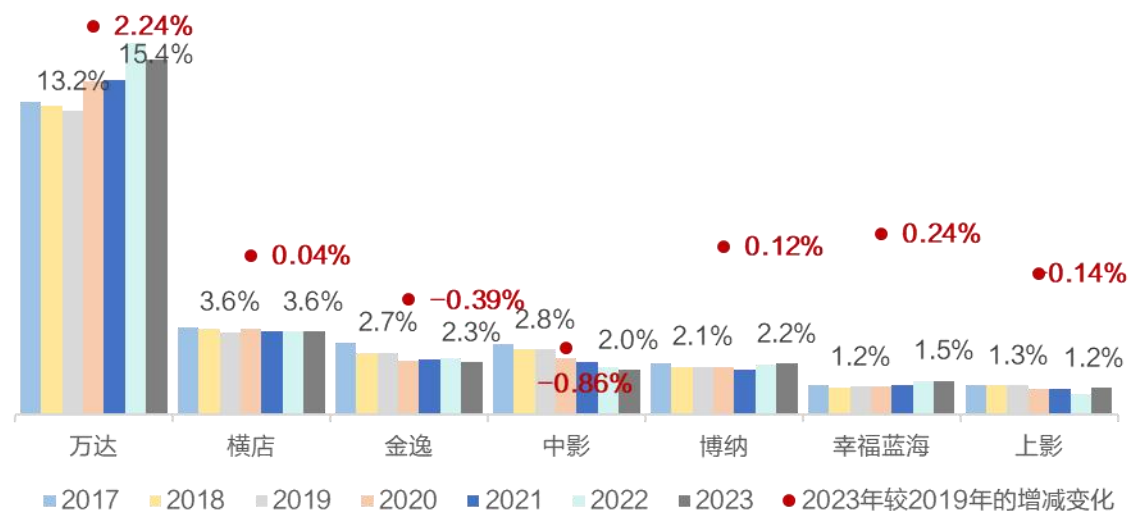
图表：公司国内直营影院数（家）、银幕数（块）



图表：公司国内直营影院票房（不含服务费）



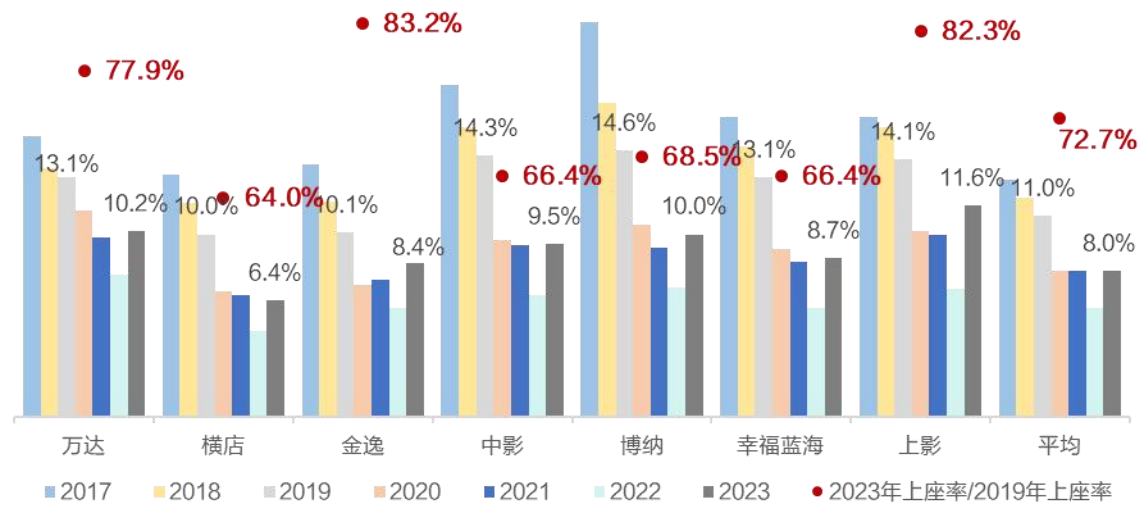
图表：头部影投公司市占率（不含服务费）



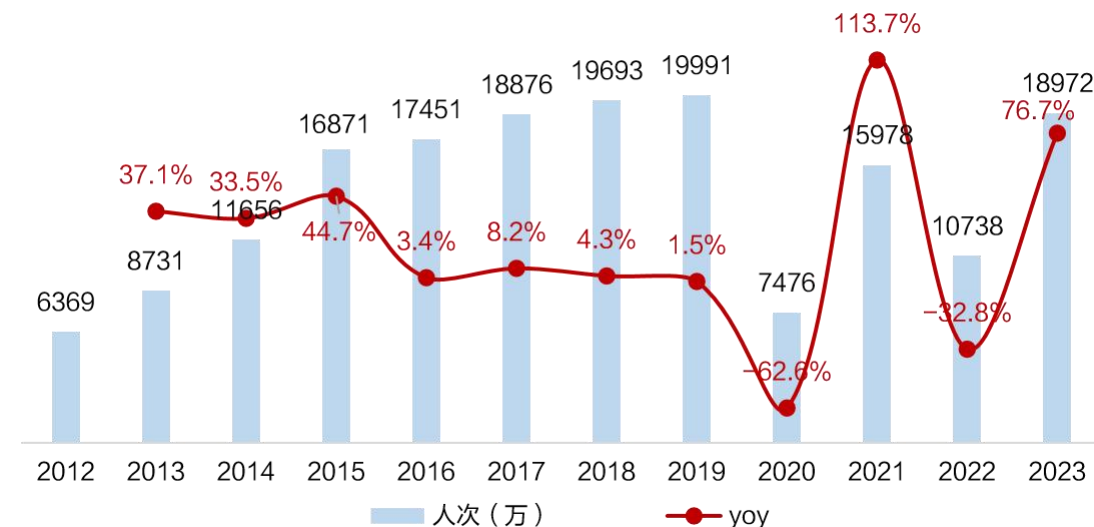
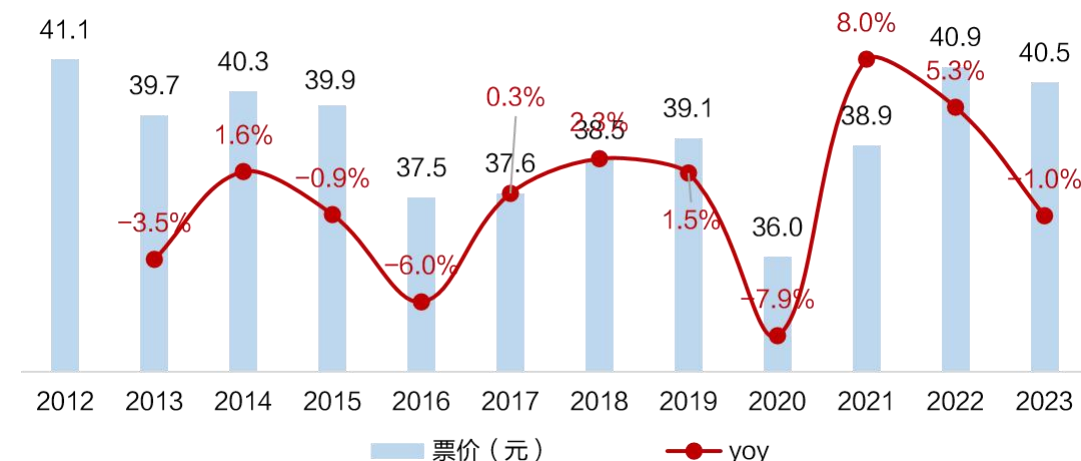
影院业务一国内：票价企稳，人次恢复优于大盘，影院经营效率较好

- 疫情后，公司影投票价企稳，观影人次恢复较好。根据艺恩，2023年公司影投平均票价为40.5元，YOY-1.0%，较2019年提升3.7%；而全国平均票价38.4元，相较于2019年提升了11.8%。2020-2023年，大盘票价约为公司的94%-95%，相较于2019年及之前的86%-88%，公司票价在疫情后涨幅不明显（或为下沉原因），使得观影人次恢复优于大盘。2023年，公司影投观影人次1.9亿，较2022年增长76.7%，恢复至2019年的95%，远优于大盘恢复水平（75%）。
- 上座率恢复优于大盘，影院经营效率较好。根据艺恩，2023年公司影投上座率为10.2%，位于行业领先水平，高于大盘的8%，且恢复到2019年的78%（大盘恢复至73%）。公司在疫情期间持续优化影院经营，通过线上线下的联合营销，拉动观影热情，提高影院的经营效率。

图表：头部影投上座率



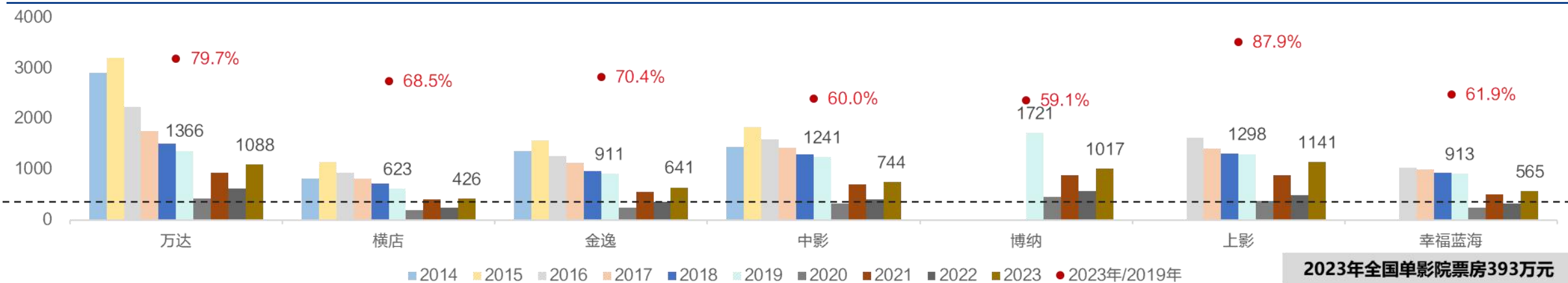
图表：公司国内影投人次、票价情况（不含服务费）



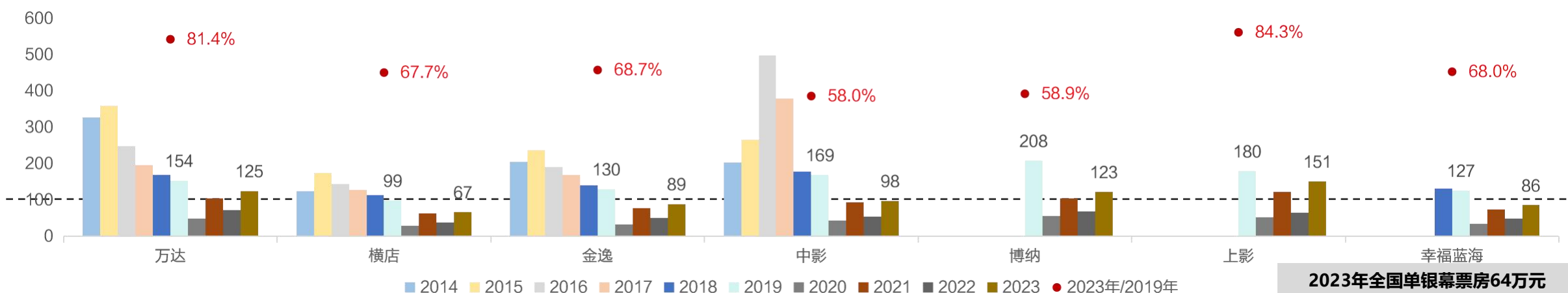
影院业务—国内：单影院/银幕产出恢复优于大盘

- 单银幕、单影院产出恢复优于大盘和其他头部影投。根据艺恩，2023年公司直营影院的单影院票房为1088万元（全国为393万元），恢复至2019年的80%，优于大盘恢复水平（73%）；2023年单银幕票房125万元（全国为64万元），恢复至2019年的81%（全国为71%）。

图表：头部影投直营影院的单影院票房（万元，不含服务费）



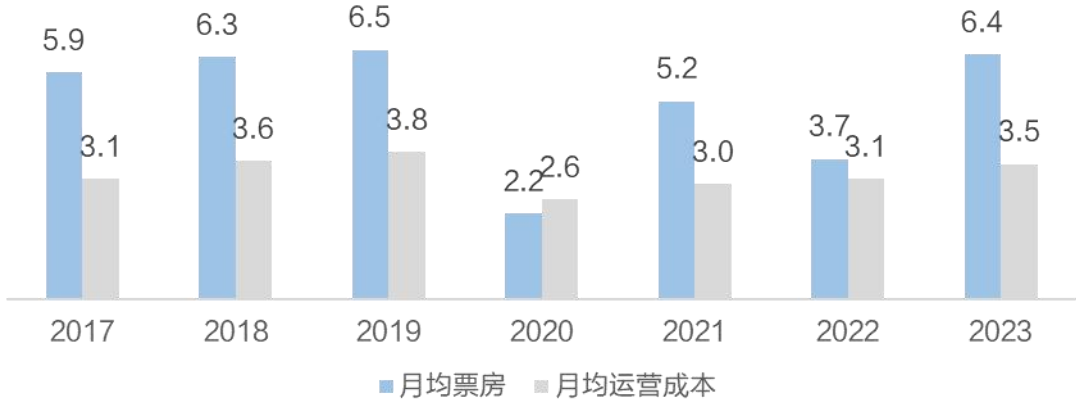
图表：头部影投直营银幕的单银幕票房（万元，不含服务费）



影院业务—国内：成本费用有所控制，经营状况好转

- 疫情后随着与商业地产租金合约的协商、人员的控制以及运营效率的提升，票房常态化之后影院端固定运营成本较疫情前有明显的下降。公司2023年月均票房达6.4亿元，略低于2019年的6.5亿元，扣除票房分账的可变成本后，2023年月均固定成本仅3.5亿元，远低于2019年的3.8亿元。
- ✓ **租金优势继续保持：**2023年12月底，公司与万达商管达成协议，可将目前存续的租赁合同展期至2033年底，并且到期后可延长10年，即未来20年万达广场内的影城租金仍为净票房收入的11%。2023年公司向万达商管租赁场地的费用约4.74亿元，较2019年仅增长2.2%。
- ✓ **物业管理费：**公司与万达商管约定的影院物业费为15-19元/平米/月，2023年物业管理费合计4.86亿元，疫情后基本较稳定。
- ✓ **单银幕营运人员数明显减少：**公司营运人员主要在影院，2023年单银幕营运人员约1.3人，而2018年为2.7人，大幅减少。

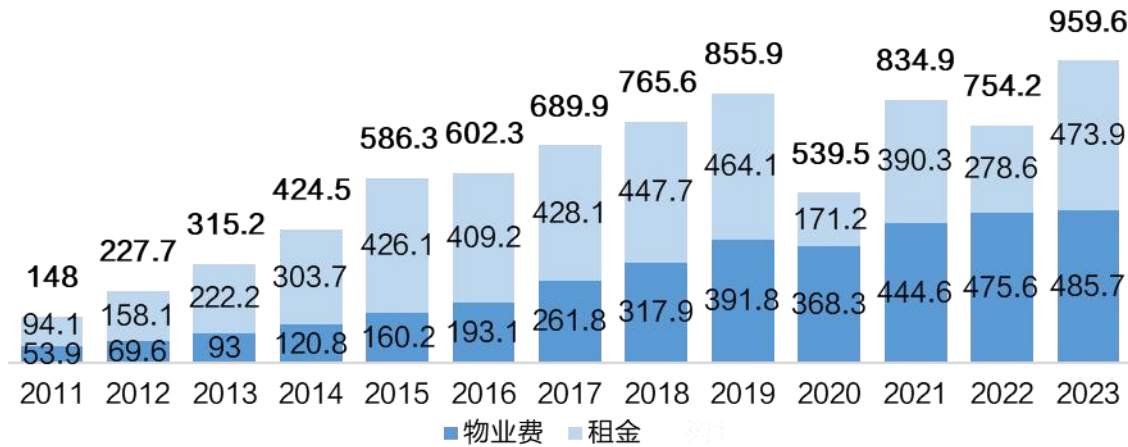
图表：万达影院月均票房（亿元，不含服务费）与固定运营成本（亿元）



注：固定运营成本假设为公司电影放映业务成本扣除票房分账（总票房的50%）；

资料来源：Wind，同花顺，艺恩，公司公告，公司招股说明书，国海证券研究所

图表：公司与关联方万达商管的物业费、租金等关联交易金额（百万元）



注：除影院外，还向万达商管租赁了写字楼作为办公场所，自2024年4月起不再租赁办公场所。

图表：公司营运员工数量及单银幕营运人员数（人次）

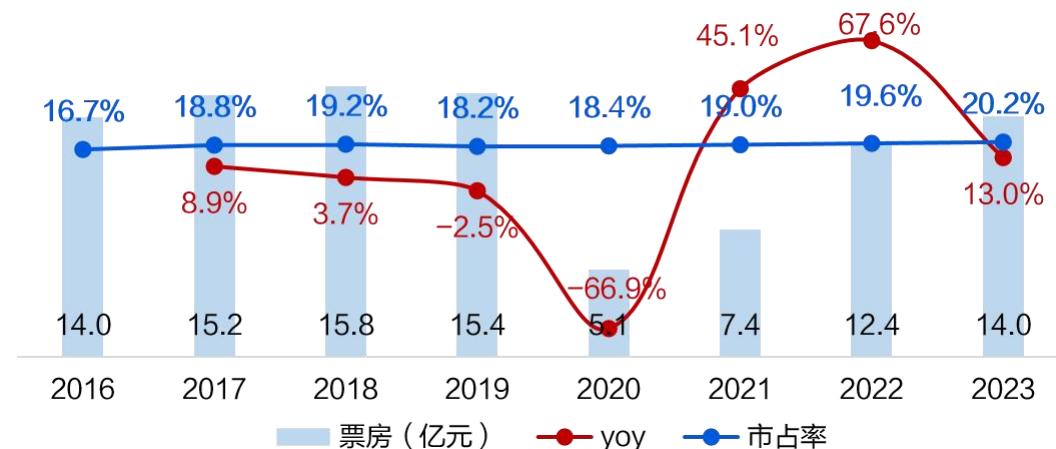


请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

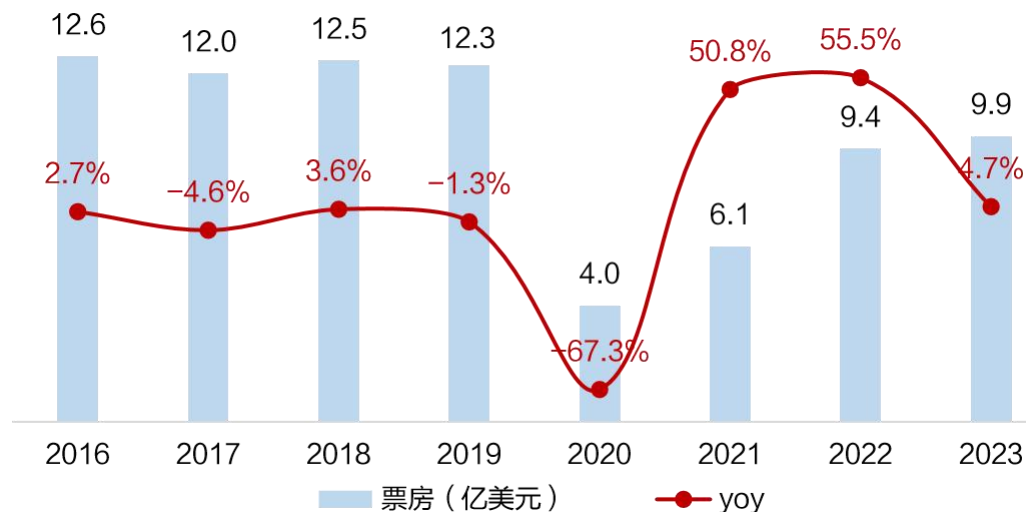
影院业务—澳洲：疫后票房修复，市占率提升

- 影院数/银幕数较稳定，2023年小幅扩张。公司澳洲院线（Hoyts）银幕数量从2015年的424块增长至2023年的529块，CAGR为+2.8%，低于国内影院扩张速度。截至2023年末，Hoyts拥有影院/银幕为61家/529块，较2019年增加8家/66块。
- 2023年票房恢复较好，疫情后市占率显著提升。2016–2019年，Hoyts票房稳定在14–16亿元左右；2023年票房14亿元，恢复至2019年的91%，优于大盘恢复水平（80%）。2016–2019年，Hoyts市占率波动稳定，2021年起市占率显著提升，2023年市占率20.2%，较2019年提升了2.0pct。
- 单银幕产出恢复。2023年公司澳洲院线单银幕票房274万元，恢复至2019年的83.2%。

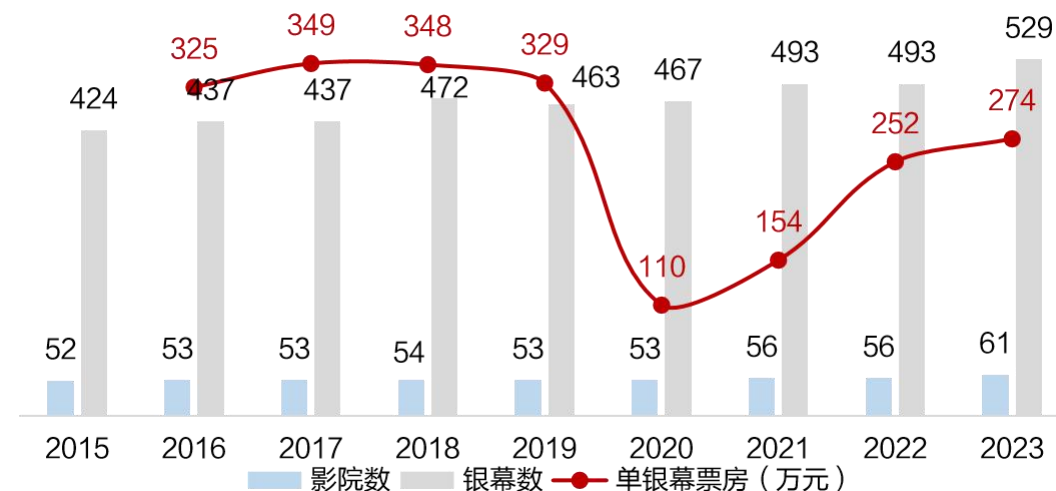
图表：Hoyts的票房（亿元）、市占率



图表：澳洲大盘票房（亿美元）及YOY



图表：Hoyts银幕/影院数以及单银幕产出



- 电影放映业务与大盘走势一致，非票业务考验影院核心盈利能力，公司卖品业务发展强劲：
 - ✓ 公司卖品业务收入占影院相关业务的比例较高，2017-2023年均值约18.1%，远高于其他头部影投。
 - ✓ 公司单人次卖品贡献值自2017年开始维持在8元以上，2017-2023年均值约9.1元，远高于其他头部影投；2023年为9.4元，其中国内为6.9元，澳洲为38.9元，国内单人次卖品收入高于其他头部影投。

图表：中国头部影院公司历年卖品业务收入占影院相关业务的比例

公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均值
万达电影	17.8%	17.1%	17.4%	17.6%	17.5%	20.6%	18.7%	18.1%
横店影视	11.3%	10.9%	10.5%	12.2%	12.8%			11.5%
金逸影视	10.2%	9.1%	9.8%	7.4%	8.8%	9.5%	8.8%	9.1%
博纳影业	10.0%	10.4%	12.0%	10.7%	12.2%			11.1%
上海电影	9.1%	7.2%	8.7%	5.1%	5.8%	8.2%	11.4%	7.9%

注：影院相关业务为电影放映业务和卖品业务；万达电影卖品业务包含澳洲

图表：中国头部影院公司单人次卖品收入（元）

公司	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均值
万达电影	8.6	8.5	8.7	8.3	8.9	11.4	9.4	9.1
横店影视	3.7	3.7	3.6	3.9	4.8			4.0
金逸影视	3.9	3.6	4.1	3.1	3.9	4.2	4.0	3.8
博纳影业	2.2	2.8	3.1	2.5	3.2			2.9
上海电影	3.8	3.2	3.9	2.3	2.9	4.4	5.8	3.8
幸福蓝海	4.2	4.1	4.1	3.0	3.4	4.1	4.1	3.8

- 卖品类非票业务持续创新，通过自研产品和IP衍生品打开非票业务空间。
- ✓ 继续加大开发自研食品饮料和其他产品线：2023年推出了自研食品饮料品牌“原始鲜言”，成功推出“西打”系列饮品，销量已超200万瓶；与“溜溜梅”联名推出品牌首款联名产品——“桃桃西打”和“莓莓西打”口味梅冻，与国潮文化IP《山海经》联名推出两款养生暖饮。2024年将进一步扩展自研商品的销售渠道，优先布局品质餐饮、会所、酒店等品质生活线下社交场景。
- ✓ 依托时光网重点发展IP衍生品业务：（1）深度开发公司自有IP的衍生品，如“包公系列”“西游系列”“白蛇系列”等动画电影IP以及“唐探”“误杀”等真人电影IP，目前已在全力打造白蛇衍生品线，将于电影上映前后推出。（2）不断进行外部IP获取，打造Loopy系列产品；与泡泡玛特达成战略合作，在30家万达影城打造BabyMolly主题门店，推出联名周边产品。

图表：公司联名推出的卖品

原始鲜言联名溜溜梅推出的梅冻和饮料



万达影城上线的LOOPY周边产品



联名泡泡玛特BabyMolly推出的周边产品



广告业务：疫情后广告营收稳步复苏，国内广告业务有较大修复空间

- 公司广告业务主要分为广告代理业务、影片植入广告业务及影院相关广告业务。2016-2019年广告收入增长较快，2018年达到高点25.2亿元；2020年由于疫情影响，广告收入明显下滑，2021-2023年持续复苏中。
- ✓ 广告代理及影片投资：主要是提供贴片广告、映前广告代理服务及好莱坞大片的影片投资和宣传推广业务。2016-2021年营收维持在9-13亿元；2020-2023年营收有所下降，维持在3-6亿元。
- ✓ 影片植入广告：2018年营收高点0.86亿元，2023年约80万元。
- ✓ 影院相关广告：2023年收入合计9.6亿元，其中2023年国内影院广告收入0.8亿元，我们认为具有较大的恢复空间；澳洲影院相关广告业务收入8.8亿元，主要因为Hoyts旗下Val Morgan为澳大利亚最大的数字广告屏公司，主营业务为影院/户外数字屏幕广告。

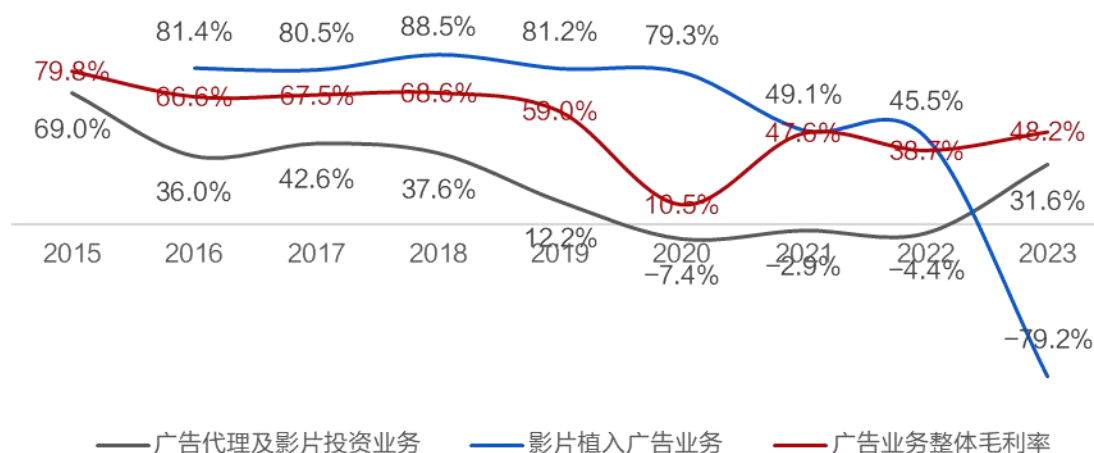
图表：广告代理及影片投资、影片植入广告业务收入（亿元）



图表：广告业务营收（亿元）及YOY



图表：广告业务毛利率

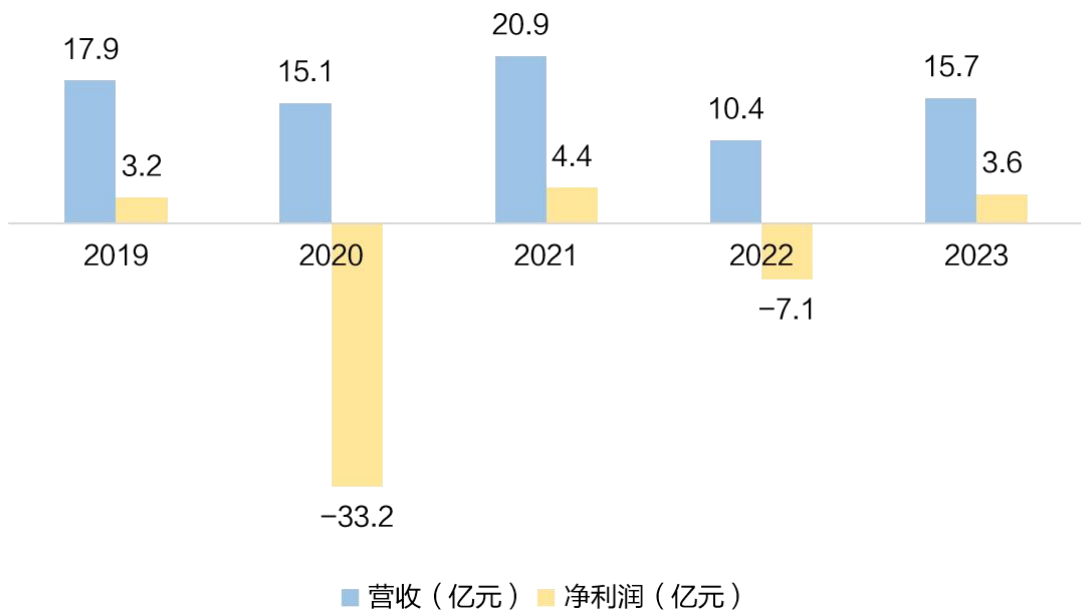


内容业务：收购万达影视，业务延伸至电影、电视剧、游戏等内容板块

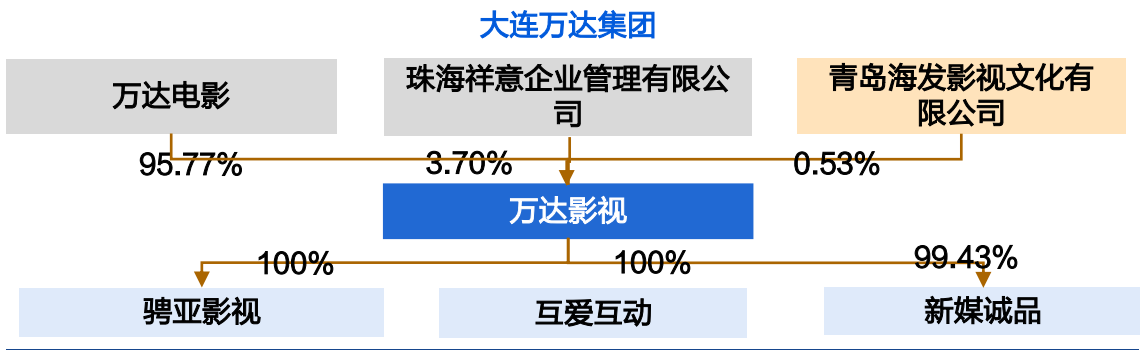


- 万达影视为公司内容业务主体，涵盖电影、电视剧的投资制作发行以及游戏发行三个板块。
- ✓ 万达影视成立于2011年，2016-2017年收购了互爱互动、骋亚影视、新媒诚品，涵盖游戏、电影、电视剧等板块。
- ✓ 公司于2019年发行股份收购万达影视95.8%股权（对价105.2亿元，发行价33.2元/股），卖方（万达投资、莘县融智、林宁等）承诺2018-2021年扣非归母净利润不低于7.63/8.88/10.69/12.74亿元，由于疫情，2020/2021年业绩承诺往后延至2021/2022年。2018/2019/2021/2022年万达影视累计实现扣非归母净利润8.08亿元，完成率20.2%。2019/2021年万达投资向公司补偿4375/5136万股股份；2022年未完成业绩承诺，截至2024年6月，尚未补偿股份。

图表：万达影视营收/净利润（亿元）



图表：万达影视公司架构（截至2024年6月26日）

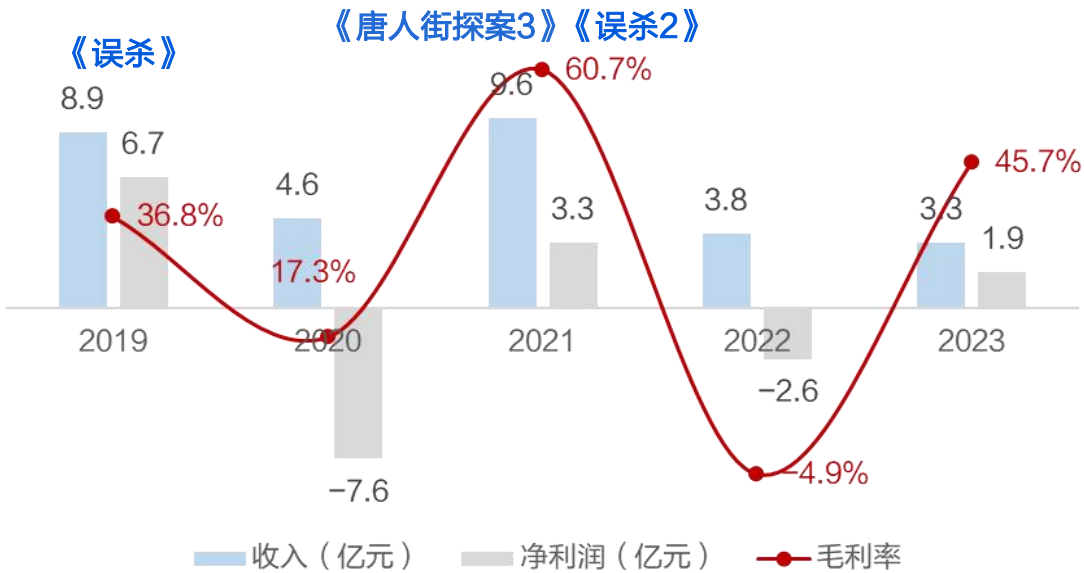


图表：万达影视业绩承诺及补偿情况

	2018	2019	2021	2022	累计
承诺扣非归母净利润（亿元）	7.63	8.88	10.69	12.74	39.94
实现扣非归母净利润（亿元）	7.99	3.01	4.22	-7.14	8.08
补偿注销股份数（万股）		4375.4	5135.6		
补偿主体		万达投资	万达投资		

- 注入万达影视资产，实现电影全产业链布局，投资出品多部爆款电影。
- ✓ 万达影视出品多部爆款，电影投资制作经验成熟。万达影视已制作出品百余部影片（如《唐人街探案2/3》《西游伏妖篇》《误杀1、2》等爆款），全球累计票房超670亿元；子公司骋亚影视前身为陈思诚工作室，制作的《唐人街探案》于2015年上映。
- ✓ 培养新导演项目招募和新编剧：于2017年发起“菁英+”计划，截至2023年末累计已签约导演11人、编剧超过100人；且与业内知名导演保持深入合作，包括贾玲《转念花开》、陈思诚“唐探”系列、路阳《我们生活在南京》等。
- ✓ 加强版权采购和库存管理，实现IP持续扩容创收：公司IP储备较为丰富，包括“唐探”、“误杀”、“想见你”等，其中“唐探”系列3部电影总票房达87.4亿元，并从电影逐渐延伸至电视剧，“唐探”系列两部网剧分别于2020年及2024年播出，延续IP热度，丰富IP内涵。公司将持续进行内容深耕以及系列电影、网剧等多元化开发，最大化IP价值。
- 电影业务波动较大，新管理层有望赋能。2021年，公司电影业务营收9.6亿元，主要系主投主控影片《唐人街探案3》《误杀2》上映，合计票房超56亿元，公司电影业务毛利率高达60.7%。近五年，公司电影业务毛利率波动相对较大，疫情影响下，还未形成稳定的投资制片体系和回报模式，预计在电影制片投资经验丰富的新管理层带领下，电影业务有望取得更加稳定的表现。

图表：公司电影投资、制作、发行业务的营收、净利润和毛利率



图表：万达影视历年投资的10亿元+票房电影（位于出品方前三）

电影	上映时间	类型	导演	演员	票房(亿元)	出品方	发行方
误杀2	2021年	剧情/犯罪	戴墨	肖央、任达华	11.21	万达影视、恒业影业、壹同	万达
唐人街探案3	2021年	喜剧/悬疑	陈思诚	王宝强、刘昊然	45.23	万达影视、壹同、中国电影	-
误杀	2019年	剧情/犯罪	柯汶利	肖央、谭卓	13.33	恒业影业、万达影视、中影	万达
唐人街探案2	2018年	喜剧/动作	陈思诚	王宝强、刘昊然	33.97	万达影视、骋亚影视	五洲电影
西游伏妖篇	2017年	喜剧/动作	徐克	林更新、姚晨	16.52	中国电影、万达影视、金逸	联瑞影业
寻龙诀	2015年	动作/冒险	乌尔善	陈坤、黄渤	16.79	万达影视	五洲电影
煎饼侠	2015年	喜剧	大鹏	大鹏、袁姗姗	11.6	万达影视、新丽传媒	华夏电影

内容业务—电影：与儒意协同，储备片单丰富

- 公司将加大电影投资力度，提升上游制作能力及内容板块产出能力，在影片发行端进一步发力，包括分线发行及院线阵地的营销和宣传等，同时借助儒意在影视内容研发、制作及宣发领域的优势实现资源共享和优势互补。
- ✓ 陈曦等高管上任后，为公司带来了优秀的制作人团队和丰富的制片管理经验，目前参与出品待开机的项目超15个，力争大档期均有影片上映。
- ✓ 参投《抓娃娃》定档7月18日，参投+主宣发《白蛇：浮生》定档8月10日、主投《有朵云像你》定档12月31日、参投《骗骗喜欢你》定档12月31日，储备有《误杀3》《转念花开》《唐探1900》《我们生活在南京》《点到为止》《寻她》等。

图表：公司重点储备电影

电影	类型	导演/编剧	主演	出品方	进展	参与方式
抓娃娃	喜剧/剧情	闫非	沈腾，马丽	西虹胡同、万达、猫眼、儒意、阿里影业等	定档7月18日（暑期档）	参投
白蛇：浮生	动画/喜剧	陈健喜	—	追光、万达、猫眼、淘票票、儒意	定档8月10日（暑期档）	参投+主宣发
默杀	犯罪/悬疑	柯汶利	王传君，张钧甯	猫眼、淘票票、万达	定档7月4日（暑期档）	参投
有朵云像你	爱情/剧情	姚婷婷	屈楚萧，王子文	万达、儒意、猫眼、横店	定档12月31日	主投
骗骗喜欢你	爱情/喜剧	苏彪	金晨，孙阳	猫眼、儒意、万达	定档12月31日	参投
误杀3	剧情/犯罪	陈思诚	肖央	问北文化、壹同、万达	2024年4月开机	主投
转念花开	剧情/犯罪	贾玲	贾玲，张小斐	万达	2024年3月开机	主投
点到为止	喜剧	张玄鹏	尹正，黄才伦	欢乐时光、万达、阿里	2023年10月杀青	主投
寻她	剧情	陈仕忠	舒淇，白客	菁叹号、万达、东申未来	2021年11月杀青	主投
寻龙诀：觅踪(天星术)	奇幻/冒险	西蒙·韦斯特	张涵予，姜武	万达、圣世互娱	2019年8月杀青	主投
寻龙诀2	冒险/悬疑	田里	—	万达	筹备中	主投
我们生活在南京	科幻/剧情	路阳	—	万达	筹备中	主投
唐探1900	剧情/喜剧	陈思诚	王宝强，刘昊然	壹同、万达	筹备中	主投

图表：公司其他已备案电影

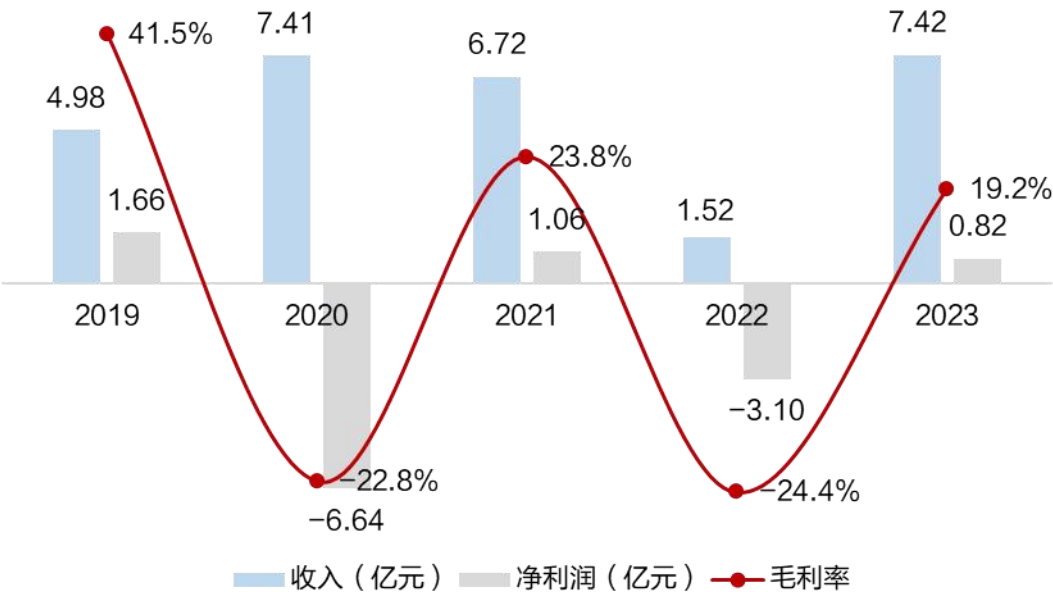
电影	备案时间	电影	备案时间	电影	备案时间	电影	备案时间	电影	备案时间	电影	备案时间
我的答案	2023	营救	2021	洗澡之王	2018	飞越黑龙江	2016	这个世界上的一切都是瘦子的	2015	钟馗送亲	2014
爱上另一个世界的你	2023	人间告白	2021	中法老爷车拉力赛	2018	雪乡历险	2016	随手转发正能量	2015	翱翔龙江	2014
肇事青春	2023	喜从天降	2021	守阙者	2018	百鸟衣传说	2016	玩命爱一个姑娘	2015	精灵侠	2014
光明之战	2023	嘿，哥们	2021	环太平洋2	2017	枪炮腰花	2016	龙江传奇	2015	灵剑封神	2014
给你一杯忘情水	2023	亚欧穿越	2019	追击日	2016	功夫机器人	2016	水漫金山	2015	女娲补天记	2014
最佳出价	2022	快把我哥带走3	2019	毕业进行时	2016	悟空闹天宫	2016	大叔同萌	2014	龙宫夺宝	2014
闯关	2022	折叠城市	2018	巢湖探秘	2016	无锁不能	2015	瓷梦江西	2014	星际旅行	2013
我比今天更爱你	2022	极乐之夜	2018	悟空闹天宫	2016	西洋	2015	梦翔安徽	2014	自然威力	2013

资料来源：公司公告，猫眼，国家电影局，同花顺，国海证券研究所

■ 电视剧投资制作稳步发展，储备剧集较多。

- ✓ 新媒诚品由资深影视制作人尹香今于2012年创立，主营为电视剧的投资、制作、发行及衍生业务，在电视剧题材选择、剧本开发、制作、发行方面积累了丰富的丰富资源，曾出品过《三大队》《与君歌》等剧集。
- ✓ 剧集内容持续稳定输出。2019-2023年平均每年播出电视剧7部，投资制作了《三大队》《隐秘而伟大》《唐人街探案1、2》《谢谢你医生》等剧集，储备有《四方馆》《错位》预计2024年播出，《我们正青春》已杀青，《黑夜告白》《检察官与少年》已开机；《黄卡》《北京折叠》《熟人作案》《大道朝天》等重点IP项目在孵化筹备中。
- ✓ 除2022年外，公司剧集收入稳定在5-7.5亿元左右，2023年收入创新高，毛利率19.2%。

图表：公司电视剧业务营收、净利润及毛利率

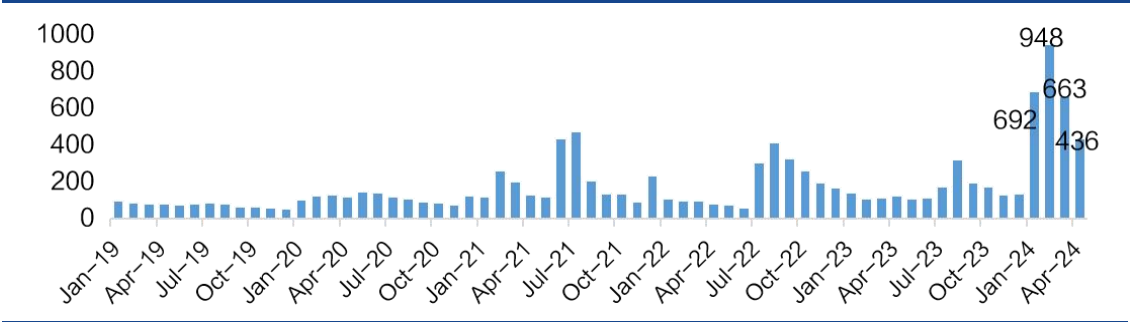


图表：公司储备剧集

剧集	类型	导演	演员	出品方	播出平台
四方馆	剧情/喜剧	赵启辰	檀健次, 周依然	爱奇艺、 万达 、新媒诚品	爱奇艺
错位 (原名: 交错的场景)	剧情/悬疑	郭映嘉	马伊琍, 佟大为	爱奇艺、 万达 、骋亚影视	爱奇艺
我们正青春	青春/励志	符策欣	周翊然、何蓝逗	万达	-
黑夜告白	悬疑/犯罪	王之	潘粤明, 王鹤棣	儒意 、优酷、 万达	优酷
检察官与少年	剧情	滕华涛	张小斐, 陈若轩	儒意 、悦凯、 万达	-

- 收购互动互爱，重点发展海外市场，产品储备丰富。
 - ✓ 互爱互动于2011年成立，同年发布了首款策略社交游戏《胡莱三国》，后推出《胡莱三国2》《葫芦兄弟：七子降妖》《圣斗士星矢：正义传说》《秦时明月：沧海》等游戏产品。
 - ✓ 开拓海外市场成绩显著：根据万达游戏CEO张宇，2018互爱互动海外收入占比不到10%，2023年达到30-40%。公司2023年海外游戏收入1.2亿元，占整体游戏收入的32.4%。出海代表产品《圣斗士星矢：正义传说》先后于2021年、2022年、2024年上线中国大陆、欧美、日本等地区。2024年1月18日在日本上线《圣斗士星矢：正义传说》，最高位居日本iOS畅销榜第3名，2024年6月26日仍位居iOS畅销榜第50名。后续《暗影格斗3》《战斗法则》等也将陆续在海内外市场上线。
 - ✓ 产品储备丰富：后续储备《暗影格斗3》《战斗法则》等产品将陆续在海内外市场上线；拥有《变形金刚》《JOJO的奇妙冒险》等IP。
- 营收较为平稳，盈利能力有所提升。2019-2023年公司游戏业务收入均超过3亿元，毛利率呈现稳步提升趋势。2020年净利润-18.8亿元，主要系计提商誉等资产减值18.7亿元；2023年净利润恢复至0.9亿元。

图表：互爱互动（Hoolai）海外整体月度净流水（万美元）

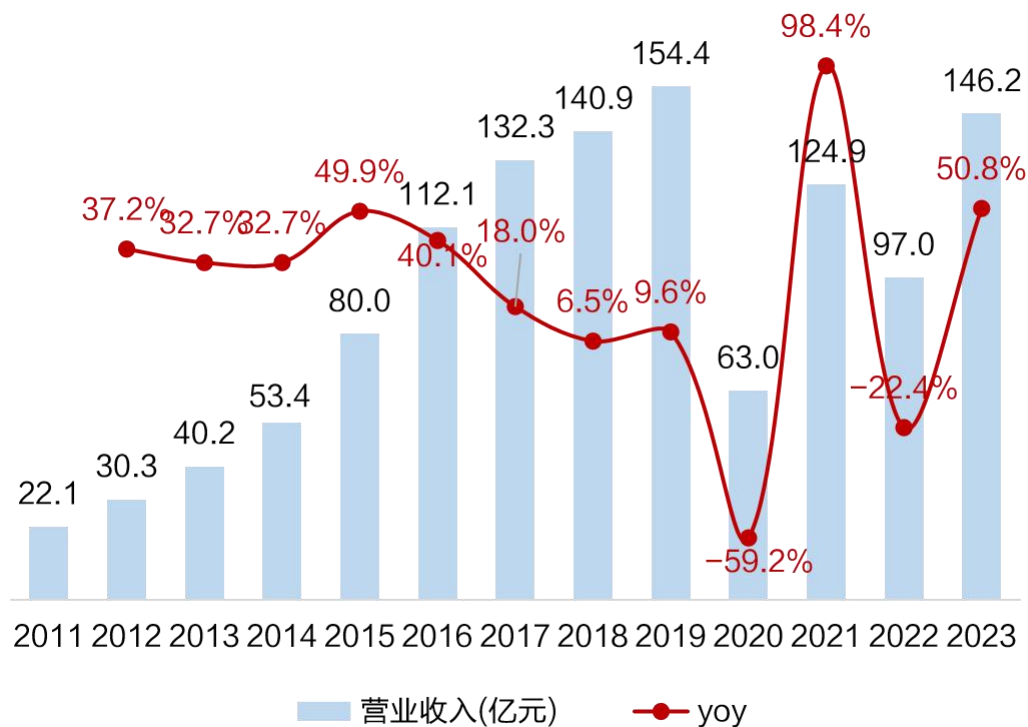


三、财务：轻装上阵，业绩逐步修复，具备向上增长弹性

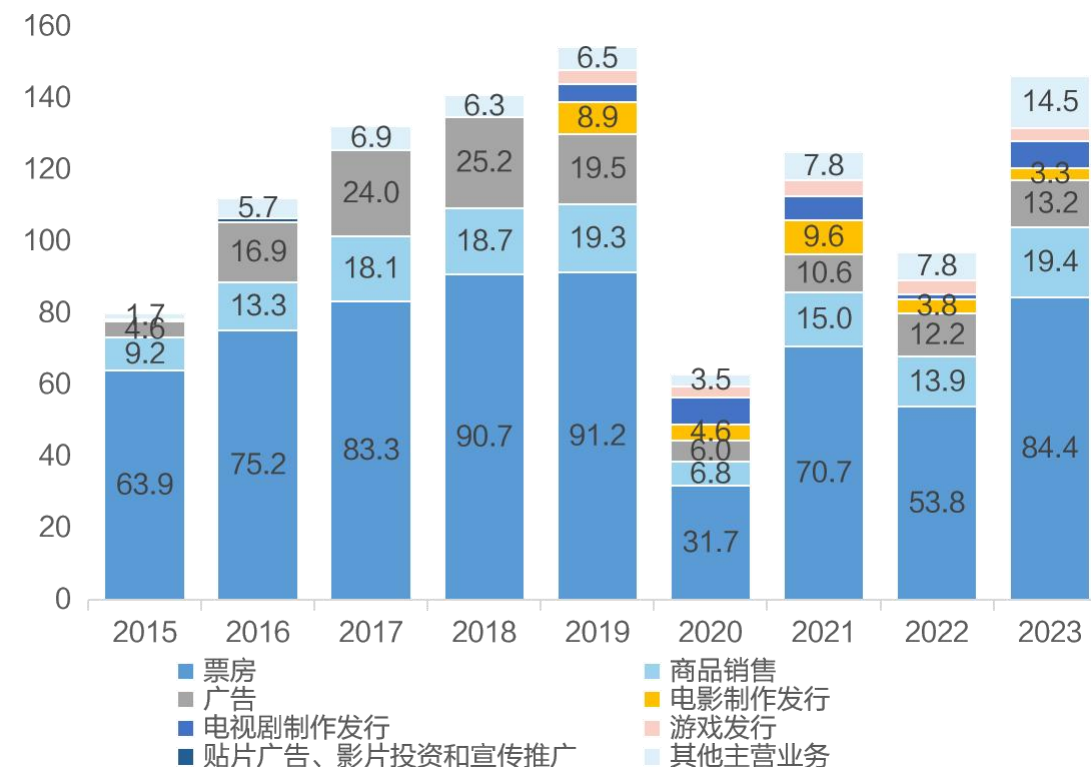
营收：2023年营收修复，影院业务贡献营收主体，疫后恢复较好

- 营收整体呈上升趋势，2023年恢复至历史次高。2011-2019年，公司营收从22.1亿元增长至154.4亿元（CAGR+27.5%）。2020/2022年，在疫情影响下影院营业率较低，营收明显下滑。2023年营收为146.2亿元，为历史第二高水平，恢复情况较好。
- 电影放映、商品销售及广告贡献营收主体，票房及商品销售营收恢复较好：
 - ✓ 2019-2023年电影放映业务营收占比稳定在50%-60%，商品销售收入占比在10%-15%，广告收入占比在8%-13%；
 - ✓ 2023年票房收入84.4亿元，恢复至2019年的92.6%，商品销售收入创历史新高。

图表：公司营收及同比增速



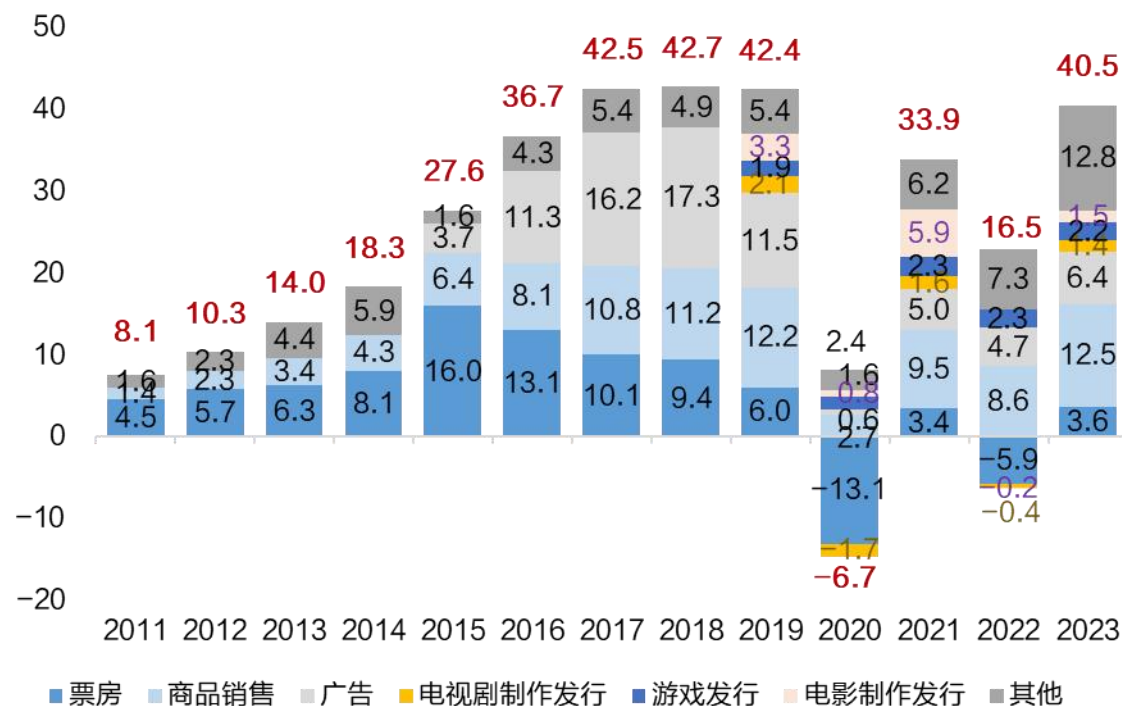
图表：公司各业务收入（亿元）



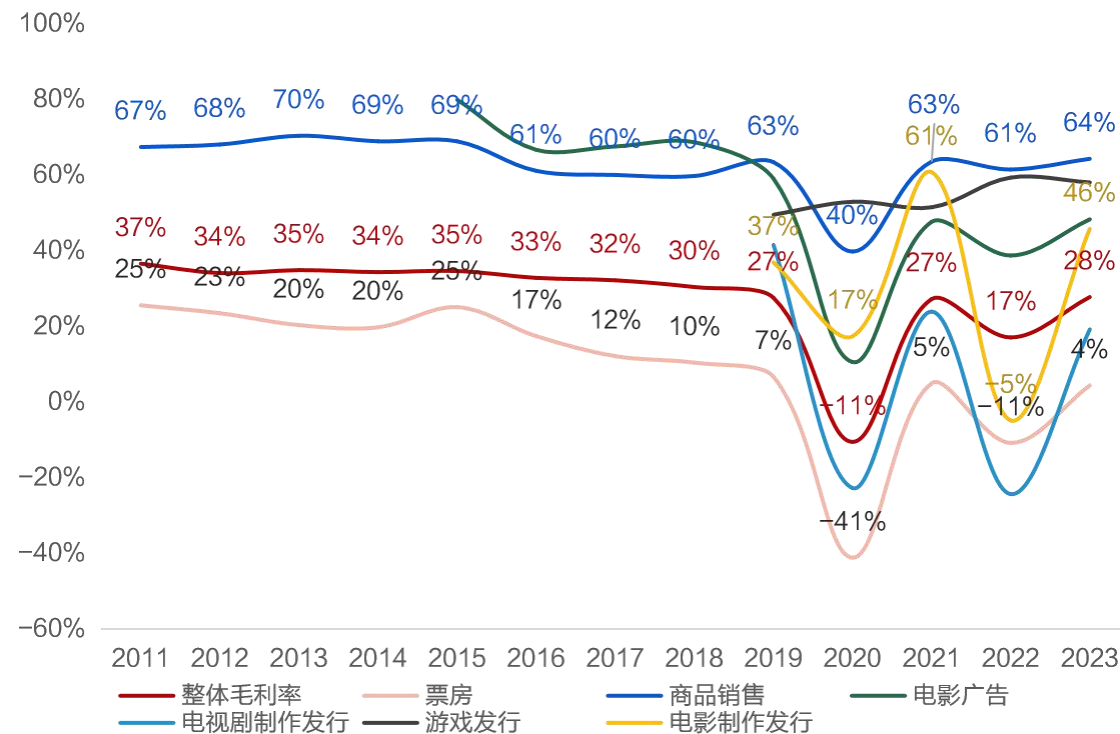
成本及毛利：毛利率恢复情况良好

- 毛利率恢复情况较好。2011-2018年，公司毛利率维持在30%以上，趋势略有下降，主要因为电影放映毛利率从25%下降至10%；2020年因疫情影响整体毛利率下滑明显；2023年毛利率达27.7%，较2019年提升0.2pct。
- ✓ 电影放映：2011-2015年，电影放映业务毛利率稳定在20%-25%左右；2016-2019年随着影院的加速扩张，行业竞争加剧，毛利率呈下降趋势。2020/2022年受疫情影响，毛利率为负；2023年毛利率转正，但离疫情前2019年的7%仍有差距。
- ✓ 商品销售：2011-2023年（除2020年）商品销售毛利率稳定在60%-70%左右，2023年为64.2%，超2019年水平。
- ✓ 内容业务：电影、电视剧制作/发行业务毛利率波动较大；游戏发行业务毛利率呈向上趋势。

图表：公司各业务毛利（亿元）



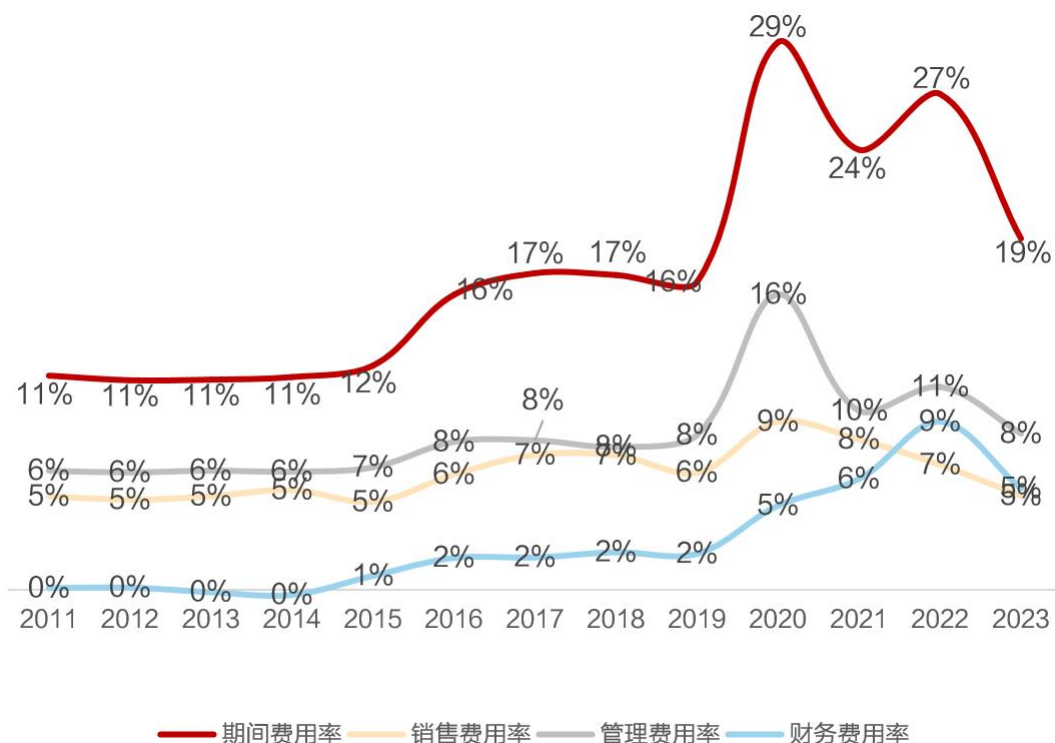
图表：公司主要业务毛利率



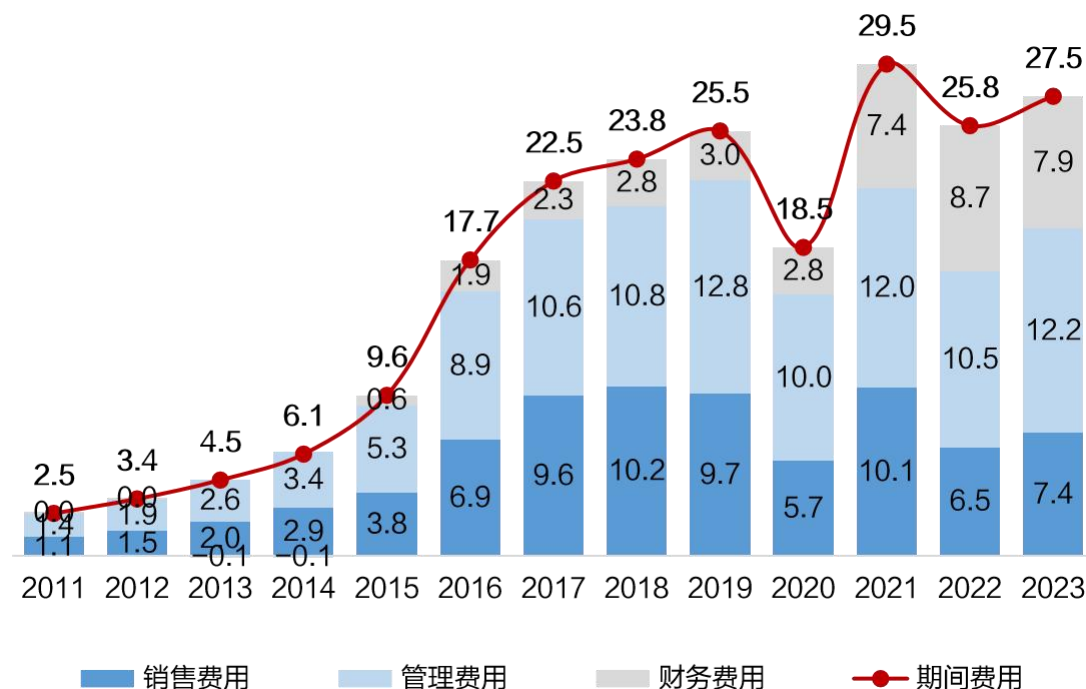
期间费用：剔除新租赁准则影响后，2023年期间费用率降至2019年水平

- 若不考虑2021年后新租赁准则的影响，2023年期间费用率逐渐降低至疫情前。2011-2015年期间费用率为11%-12%；2016-2018年，由于影院大幅扩张，销售/财务费用率均有所提升，2018年期间费用率增长至17%；2023年期间费用率为19.1%，相较于2019年增长了2.4pct，如不考虑2021年后新租赁准则的影响，则2023年期间费用率已降至2019年水平。
- ✓ **管理费用**：控制较好，2017年以来维持在10-13亿元，主要为员工薪酬，约占68%-77%；
- ✓ **销售费用**：下降较明显，2023年销售费用7.4亿元，较疫情前2019年减少了2.3亿元；
- ✓ **财务费用**：2021年前主要为利息支出，2016-2020年利息费用1-3亿元；2021年激增至7.8亿元，主要系执行新租赁准则，2021-2023年末确认融资费用摊销分别为5.04/4.85/4.71亿元，扣除未确认融资费用摊销的利息费用分别为2.78/3.69/3.56亿元。

图表：公司期间费用率情况



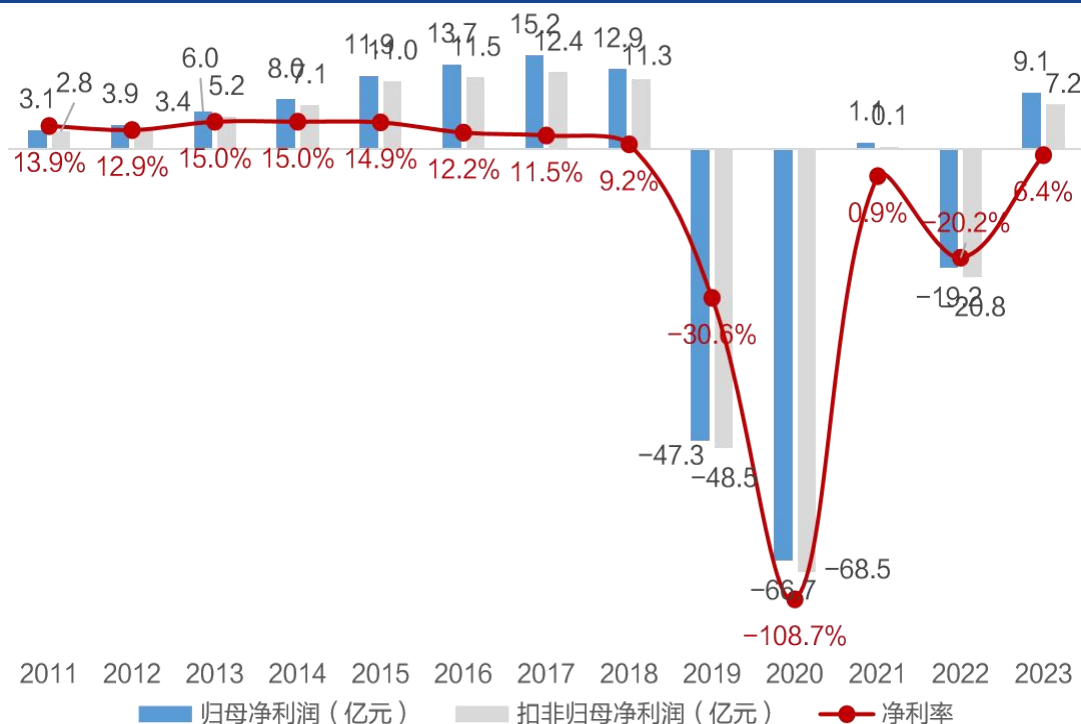
图表：公司期间费用（亿元）



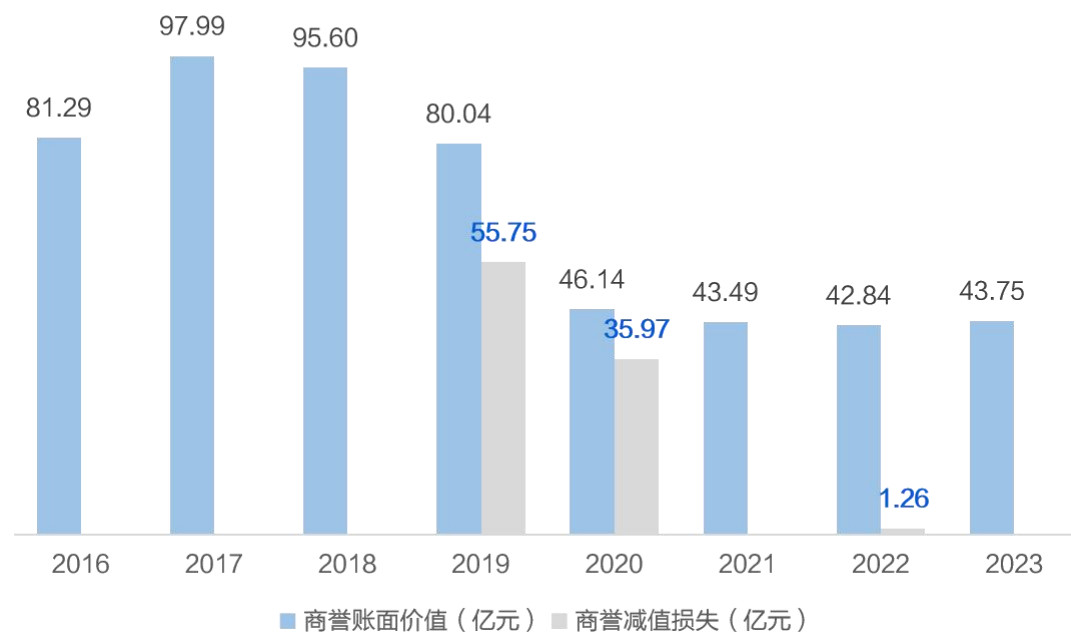
净利润：商誉包袱减轻，2023年归母净利润恢复较好

- 公司盈利能力修复迅速，2019/2020年大幅亏损主要因为商誉减值。
- ✓ 2011-2018年，归母净利润由3.1亿元增长至12.9亿元，2017年达到峰值15.2亿元，净利率为9%-15%。
- ✓ 2019年归母净利润为负，主要系计提商誉减值55.75亿元，其中时光网/万达传媒计提19.9/10.3亿元，其余主要为收购的影院减值。
- ✓ 2020年受疫情及减值影响归母净利润亦为负，计提商誉减值35.97亿元，互爱互动/骋亚影视/新媒诚品/时光网分别为18.7/6.6/3.9/2.0亿元。
- ✓ 2023年归母净利润为9.1亿元，由负转正。
- 2023年末公司商誉账面价值43.75亿元，澳洲院线公司HG Holdco Pty Ltd、互动互爱、新媒诚品、骋亚影视商誉分别为33.3/4.35/2.30/1.96亿元。

图表：归母净利润、扣非归母净利润、净利率



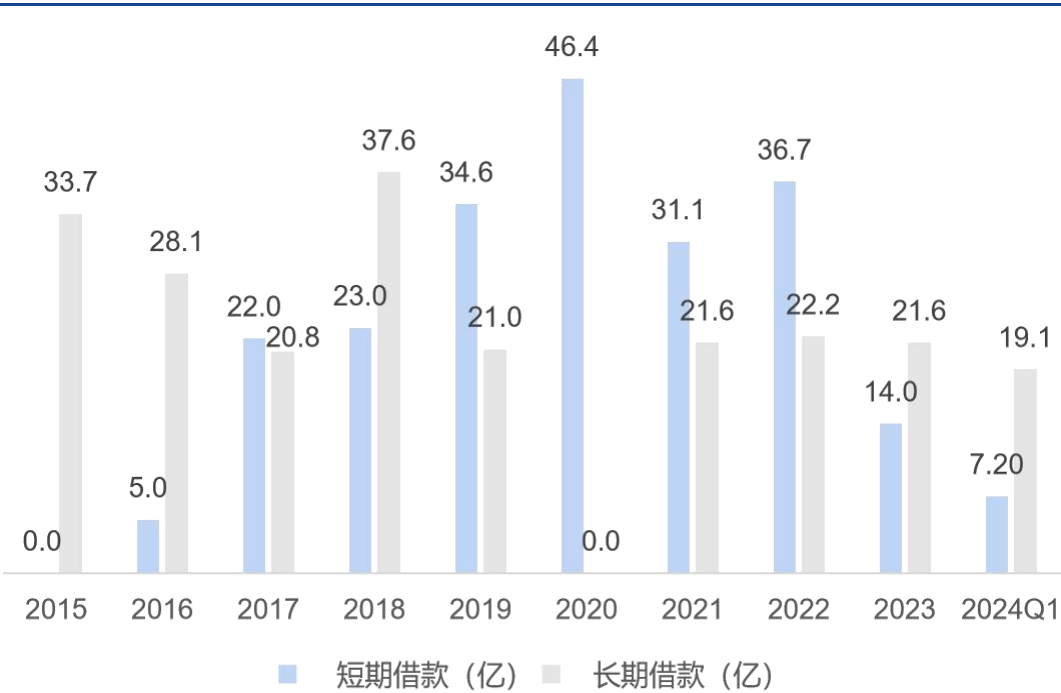
图表：商誉账面价值及减值损失（亿元）



偿债能力：短期借款降低，偿债能力较好

- 2020年起短期借款呈下降趋势，长期借款较为稳定，偿债能力较强。
- ✓ 短期借款：2015-2020年，公司短期借款不断增长，2020年达到46.4亿元，较2019年增加了11.8亿元，主要系为万达传媒、HG Holdco Pty Ltd.等提供了担保11.83亿元；2023年短期负债降至14.0亿元，2024Q1进一步降至7.2亿元。
- ✓ 长期借款：2015年，由于Hoyts当时的长期银行美元贷款利率较高且为浮动利率，为降低财务成本，Hoyts向澳新银行等银团贷款4.6亿澳元置换其原有的美元浮动利率贷款，因此公司长期借款维持较高的水平。2019-2023年末，长期借款维为21-22亿元左右；根据2023年年报，利率为5.5%-6.5%。2020年，长期借款将于一年内到期，因此重分类至一年内到期的非流动负债，长期借款降至0。2024Q1末，长期借款为19.1亿元。
- 2021-2023年，公司财务费用7.4/8.7/7.9亿元，主要为利息费用7.8/8.5/8.3亿元（其中扣除租赁负债未确认融资费用摊销金额的利息费用分别为2.78/3.69/3.56亿元）。2024Q1财务费用为1.8亿元。

图表：短期借款、长期借款（亿元）



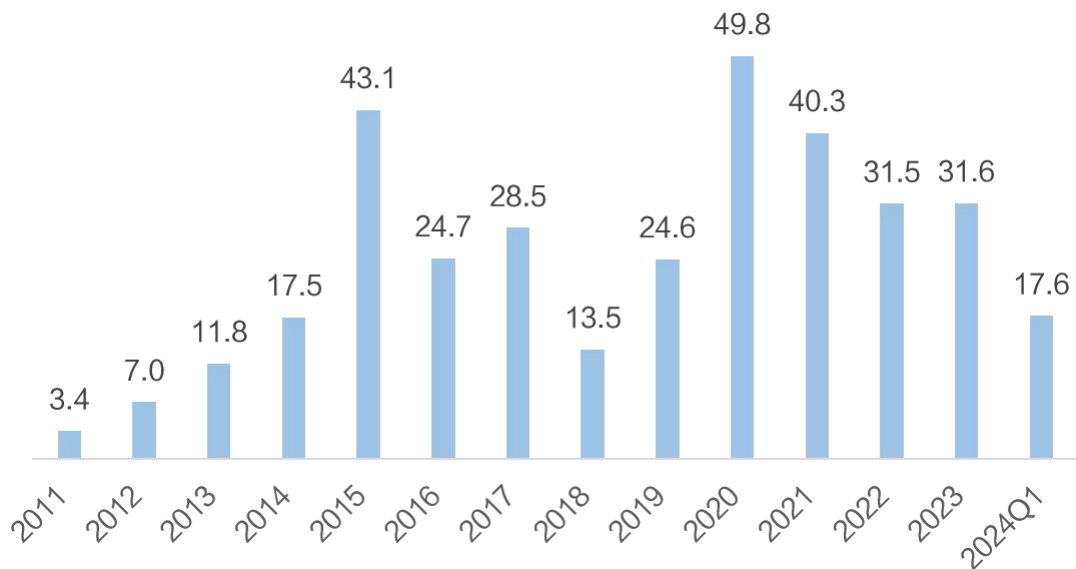
图表：财务费用明细（万元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
利息费用					3580	13418	23330	27356	29802	28811	78211	85444	82735
利息收入	-154	-188	-1172	-2227	-5369	-3323	-1966	-2225	-1335	-1336	-3913	-4064	-6054
汇兑损益					6507	5996	-1566	241	-237	-435	-1546	3614	466
其他	349	530	653	749	1251	3046	3109	2972	1491	1359	1432	2389	2255
合计	195	342	-519	-1478	5969	19137	22908	28345	29721	28398	74184	87383	79402

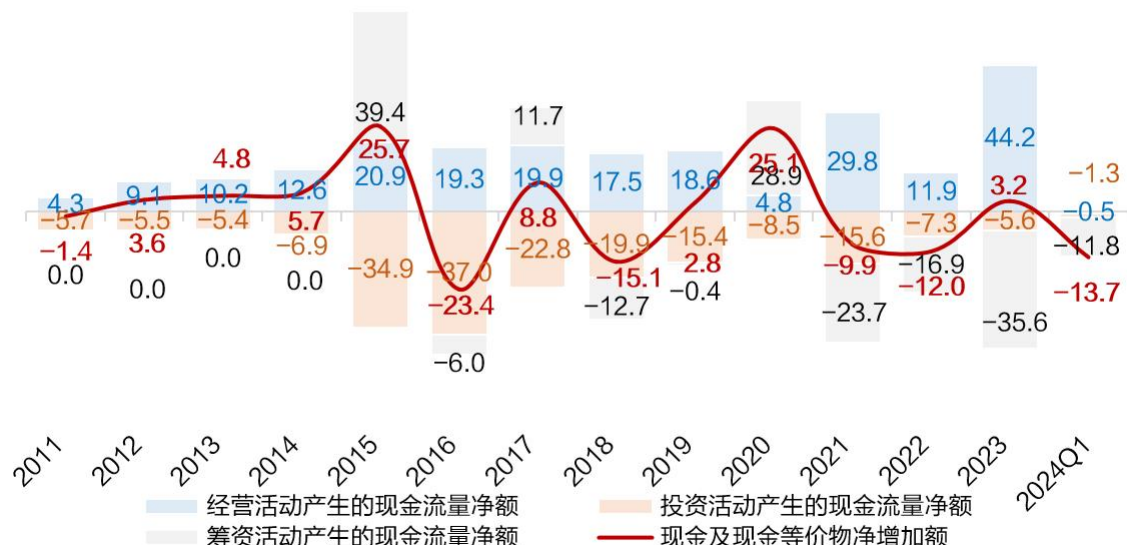
现金：货币资金充足，经营活动现金流情况较好

- 偿还借款及业务发展使2024Q1账面货币资金减少。2015年，货币资金增至43亿元，主要系营业收入增长以及上市募集资金；2016年同比减少42.62%，主要由于新建影城、收购影城/时光网/PropagandaGEMLtd.及偿还贷款；2020年同比大幅增加系募集资金。2023年末，货币资金为31.58亿元，2024Q1减少至17.6亿元，主要因为支付影片投资款及经营款项、偿还借款等。
- 经营活动现金流净额保持在较高水平：
 - ✓ 2015-2019年，经营活动现金流净额为17-21亿元；2020年因疫情原因大幅下降。2023年影院经营全面恢复，经营活动净现金流增至44.23亿元。
 - ✓ 2015-2019年，多次收并购，加之快速扩张大量购建影院等固定资产，导致投资活动现金流净流出15-37亿元；2020年开始，国内银幕增长放缓到10%以内，投资活动现金流支出显著减少。
 - ✓ 筹资活动现金流净额主要受到取得借款、偿还债务等影响。2023年公司偿还债务等分别支付现金38.7/8.5亿元，导致整体筹资活动现金净流出35.6亿元。

图表：货币资金（亿元）



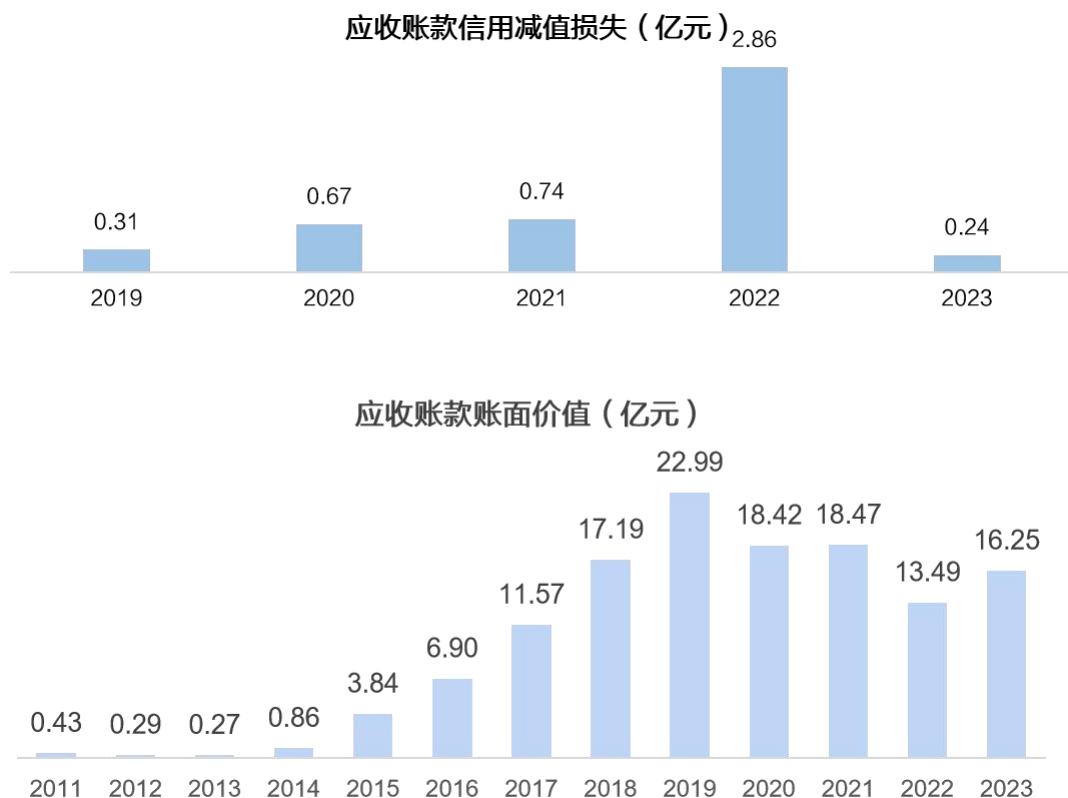
图表：经营/投资/筹资活动现金流净额以及现金及现金等价物净增加额（亿元）



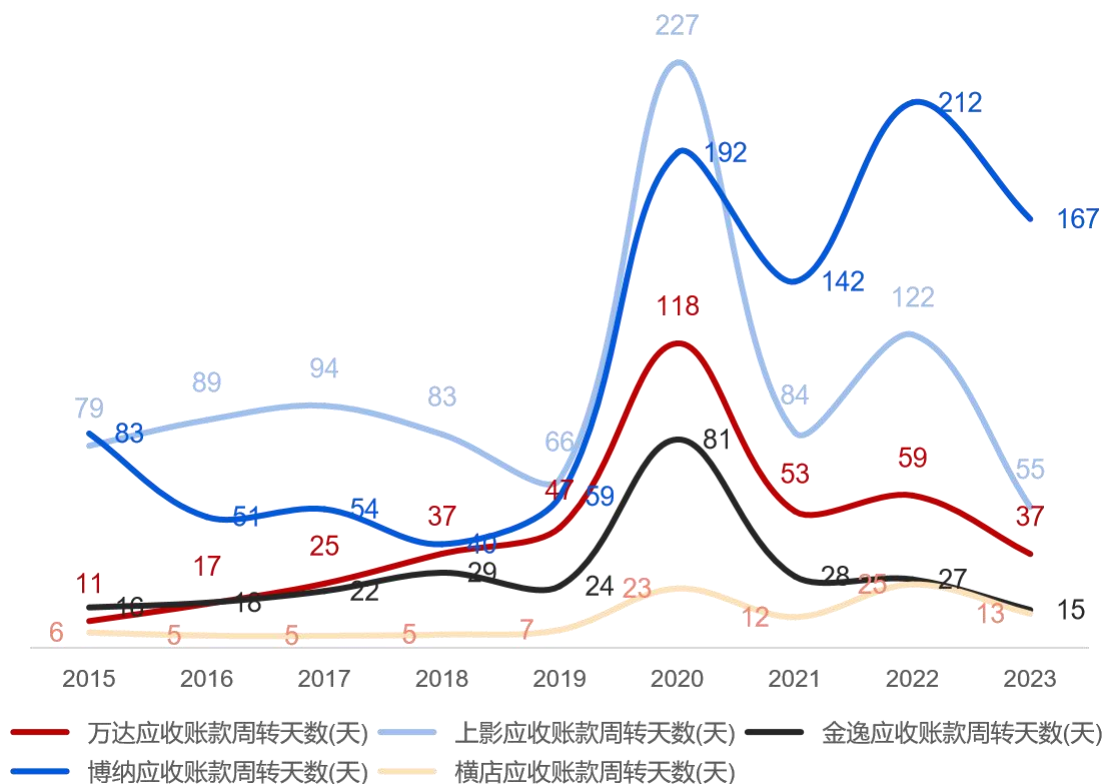
营运能力：应收账款周转良好，运营整体较好

- 2019–2022年，应收账款呈下降趋势，周转天数在可比公司中处于中游水平。2015–2019年，公司应收账款从3.84亿元提升到22.99亿元；自2020年呈现明显下降趋势，维持在20亿元以下；2023年为16.25亿元，其中一年以内到期的应收账款占比94.1%。公司应收账款周转天数较低，2017–2023年（除2020年）维持在35–60天左右；2020年应收账款周转天数118天，应收账款回款较慢，随后周转情况逐步向好，2023年应收账款周转天数已下降至37天，位于可比公司中处于中游水平。
- 应收账款信用减值损失除2022年外维持在较低水平，推测为2022年系疫情原因公司映前广告业务/电影业务/电视剧业务等部分回款不及预期。

图表：应收账款账面价值及应收账款信用减值损失



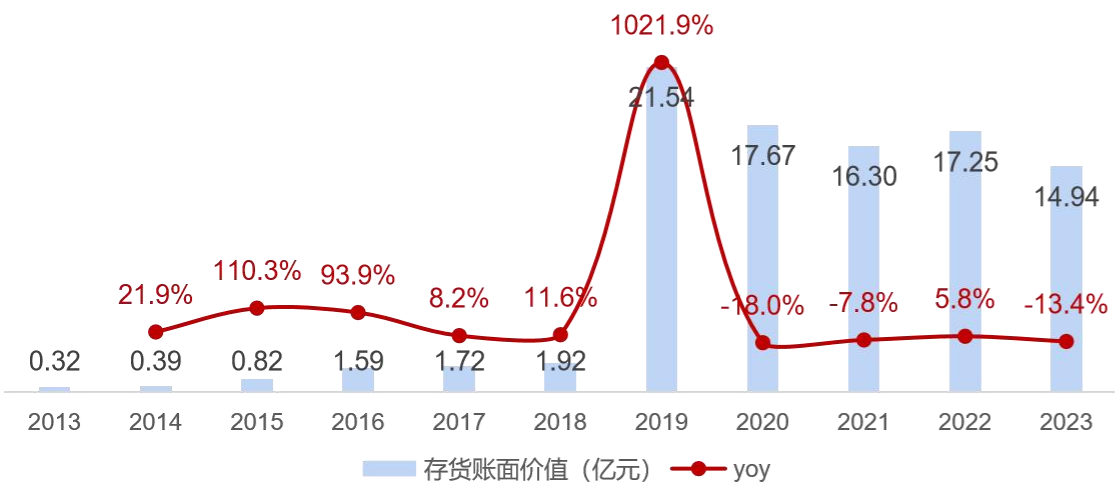
图表：同行业可比公司应收账款周转天数 (天)



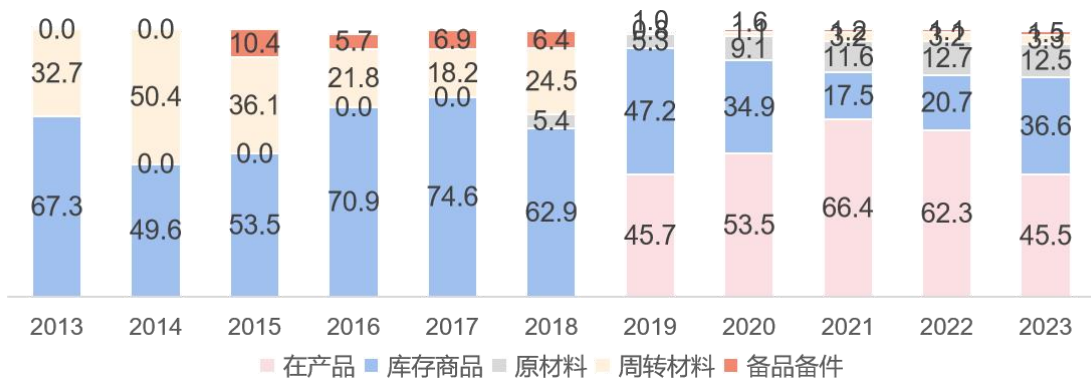
存货：在产品占比上升，存货周转加快

- 2019年以来，存货呈现下降趋势。2019年存货大幅增加至21.54亿元，主要系收购万达影视，新增了在产品、原材料等存货构成；2023年存货减少至14.94亿元，推测主要是《寻龙诀2》《维和防暴队》等影片。
- ✓ 在产品 and 原材料占比上升。在产品主要指尚在摄制中或已拍摄完成尚未取证的影视剧；原材料为在前期策划的电影/剧集，2018-2023年占比提升明显，彰显公司丰富内容储备。
- 存货周转天数近年呈下降趋势。2020年，受疫情影响公司影视内容延缓上线，导致存货周转天数大幅上升，2020年后逐步下降，2023年已降至55天。

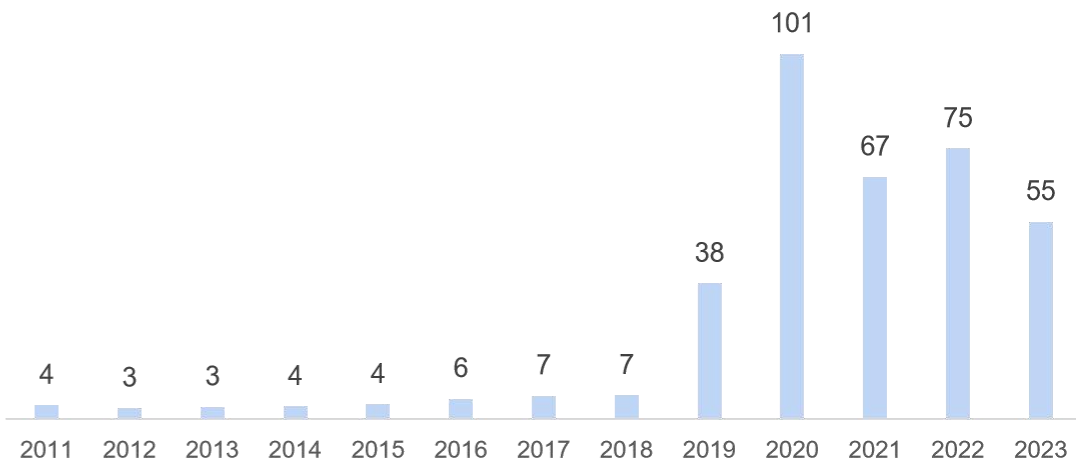
图表：存货账面价值及其同比增速



图表：存货构成情况 (%)



图表：存货周转天数 (天)



四、行业：供需复苏，影院渠道出清整合

- 多项电影发展相关政策颁布实施，为电影行业发展、规范治理等方面提供政策支持。
 - ✓ 2023年5月，财政部、国家电影局联合发布《关于阶段性免征国家电影事业发展专项资金政策的公告》，2023年5-10月免征国家电影事业发展专项资金；
 - ✓ 2023年7月，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2023年本，征求意见稿）》将电影产业纳入国家鼓励类产业目录；
 - ✓ 2024年5月，国家发展改革委等6部门发布《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》，提到实施电影产业高新促进行动，推动电影拍摄水平提质升级，提高电影制作整体水平，推进电影放映技术自主创新。
- 电影局相关领导多次发表重要讲话，谈及电影如何高质量发展。中宣部电影局常务副局长毛羽在2024文化强国建设高峰论坛“电影业高质量发展”分论坛上发表重要讲话，提及（1）推动电影创作繁荣活跃；（2）健全完善现代电影市场体系和产业体系；（3）尊重电影的管理规律等重要方向。

图表：电影行业相关政策

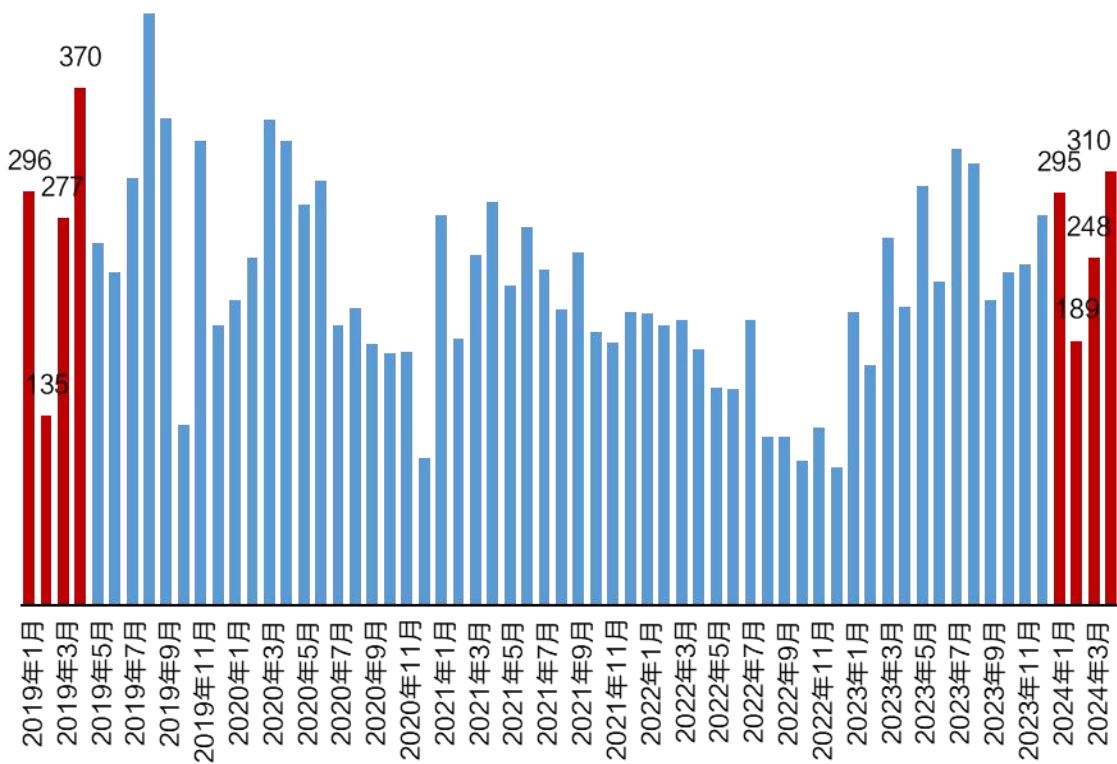
时间	文件名称	部门	相关内容
2024年5月	《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》	国家发展改革委、住房城乡建设部、文化和旅游部、国家电影局、广电总局、国家文物局	实施电影产业高新促进行动： ① 推动电影拍摄水平提质升级。推动重点电影基地（园区）硬件设施更新改造，探索制定高新技术格式电影标准化摄制技术与工艺流程。鼓励电影摄制相关企业和设备租赁公司升级符合高新技术格式要求的摄影器材、灯具、存储器等装备。 ② 提高电影制作整体水平。鼓励在电影视觉效果和后期制作中运用人工智能、虚拟拍摄、虚拟预演等新技术新装备。推动电影后期制作设备体系的升级改造，实现高新技术化和标准化。推动建立和升级云制作平台、云数据中心，夯实行业通用制作技术和算力底座。 ③ 推进电影放映技术自主创新。推广新一代影院装备系统，大规模实施影院LED屏放映系统更新计划，做强自主知识产权影院装备品牌，重塑电影放映业务形态，为观众提供更加舒适、便捷、丰富的电影消费服务。
2023年9月	《关于延续实施支持文化企业发展增值税政策的公告》	财政部、税务总局	延续实施支持文化企业发展增值税政策至2027年12月31日。对电影主管部门（包括中央、省、地市及县级）按照职能权限批准从事电影制片、发行、放映的电影集团公司（含成员企业）、电影制片厂及其他电影企业取得的销售电影拷贝（含数字拷贝）收入、转让电影版权（包括转让和许可使用）收入、电影发行收入以及在农村取得的电影放映收入，免征增值税。一般纳税人提供的城市电影放映服务，可以按现行政策规定，选择按照简易计税办法计算缴纳增值税。
2023年7月	《产业结构调整指导目录(2023年本，征求意见稿)》	国家发改委	电影产业被列入国家鼓励类产业目录 ，包括①电影数字化服务和监管技术开发及应用；②电影、广播电视和网络视听制作、发行、交易、播映、出版、衍生品开发、版权保护、监管及相关技术开发应用，互动视频、VR视频、沉浸式视频等高新视频开发和应用，超高清、云转播开发应用，高新视听产业基地（园区）建设。
2023年5月	《关于阶段性免征国家电影事业发展专项资金政策的公告》	财政部、国家电影局	自2023年5月1日至2023年10月31日免征国家电影事业发展专项资金。

图表：毛羽在“电影业高质量发展”分论坛上讲话内容

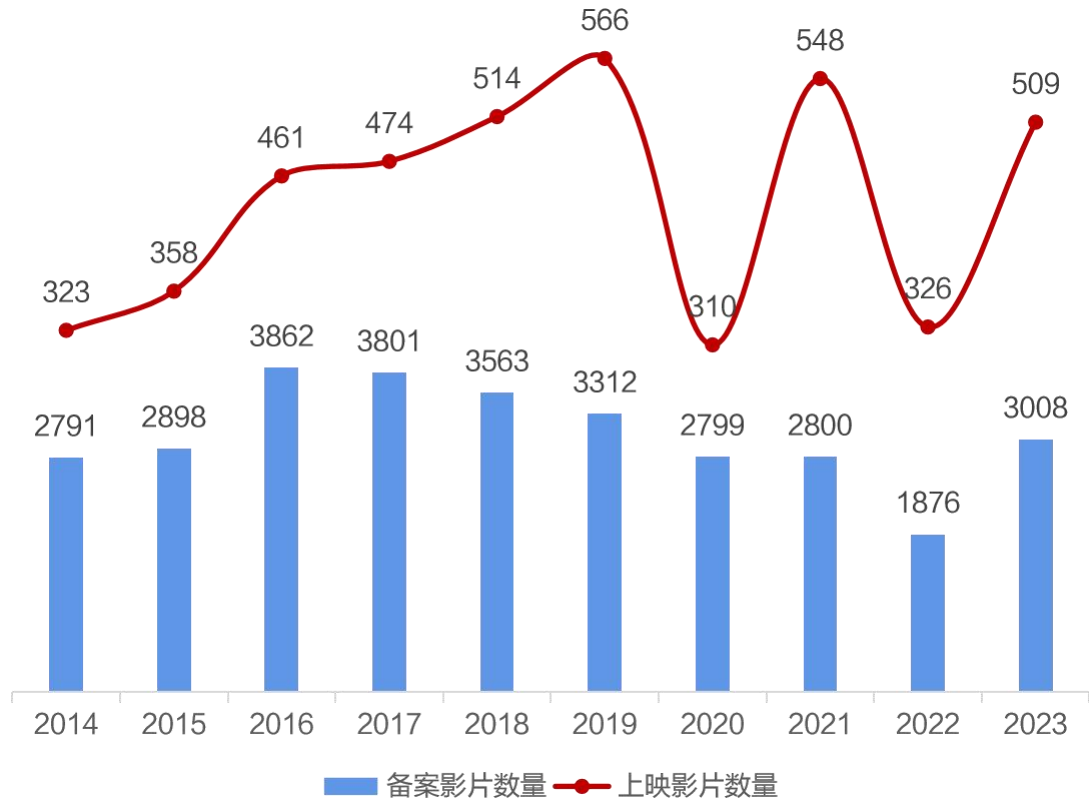
核心要点	具体内容
推动电影创作繁荣活跃	在题材、类型、内容、风格上努力探索、锐意创新；只要是传递真善美，弘扬主流价值的都是主旋律，都是创作上所鼓励和倡导的；尊重电影艺术规律，关注现实、时代、人民，讲述好生活中的喜怒哀乐。
健全完善现代电影市场体系和产业体系	①鼓励开展分线发行、多轮次发行、区域发行、分众发行等创新业务。希望每部电影都能按照自己的定位在其最合适的渠道、时间上发行放映，不必盲从地跟风扎堆所谓的大档期；各院线、影院脱离内容同质弊端，精耕细作。 ②深化电影发行放映机制改革。支持院线公司并购重组，推动资产联结型院线占据市场主导地位，院线要进一步完善管理制度，提高市场研究、组织影片的能力。 ③营造更加开放、公平、法制化的投资环境，吸引资本参加电影强国建设。 ④积极拥抱AI新机遇。 ⑤积极融入全球电影市场，加强中外电影合拍合作，调整、改革进口影片过去的防守政策。
尊重电影的管理规律	该管住的管住，该放开的放开，寓管理于服务之中。需要管理部门心中有对电影的爱和热情，帮助每一部电影安全进入市场，创造社会效益与经济效益双丰收。

- 国内电影供给层面逐渐好转，影片备案/上映数量有所恢复。
- ✓ 疫情使得2020年与2022年备案数量较上年明显下降，上映数量也仅有300部左右；积压影片在2021年与2023年逐渐释放，上映数量恢复至500部以上。
- ✓ 2023年疫情全面放开第一年，暑期档创历史新高，2023年中后月度备案数量呈现上行趋势，预计对应供给2024年及之后陆续释放。
- ✓ 据猫眼，2024年1-4月全国备案1042部影片，较2023年同期增长21.7%，恢复至2019年同期的96.7%。

图表：中国月度电影备案数量（部）



图表：中国历年电影备案与上映数量（部）



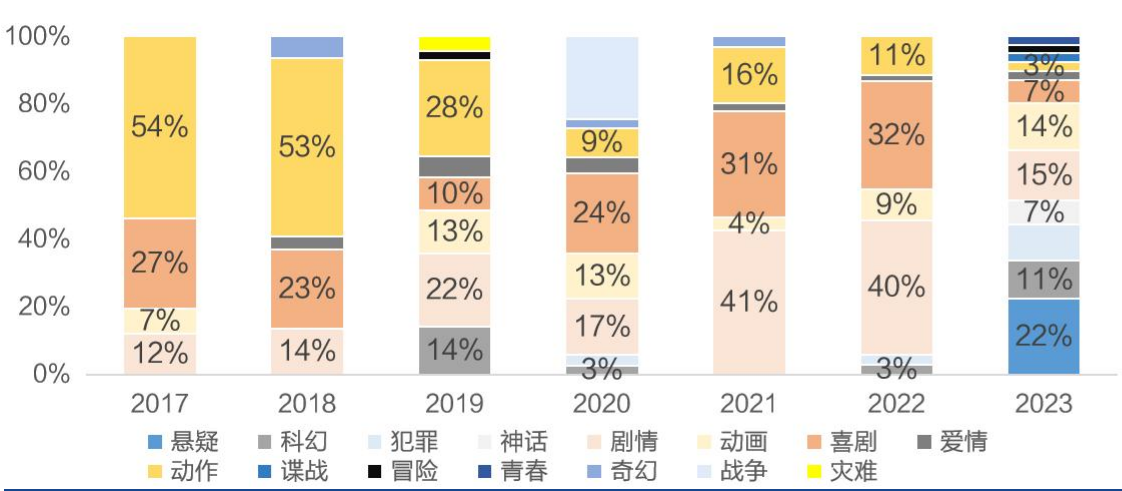
电影行业—供给：题材多元化，年轻的成熟商业片导演涌现

- 从内容类型看，疫情后整体呈现类型多元化。2017/2018年票房TOP20电影中仅存在4/5种类型，且2017年20部中动作/喜剧类型有10/5部，票房占比54%/27%；2023年票房TOP20电影中类型多达12种，票房占比较为分散。
- 年轻的成熟商业片导演涌现。在2021/2023年的票房TOP10影片中多位导演年龄低于45岁，如郭帆、申奥、韩延、易小星等，此外陈思诚、贾玲、王宝强等演员转型导演，有不错的票房表现。

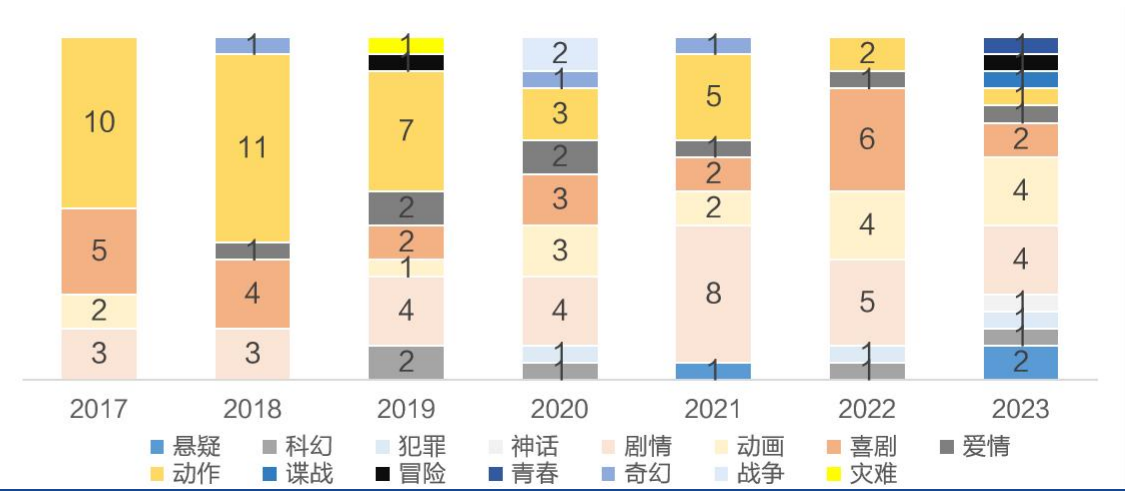
图表：2021年/2023年票房TOP10的影片（截至2023年末）

当年票房排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2023	影片名称	满江红	流浪地球2	孤注一掷	消失的她	封神1	八角笼中	长安三万里	熊出没	坚如磐石
	票房	45.4	40.3	38.5	35.2	26.3	22.1	18.2	14.9	13.5
	类型	古装剧情	科幻	犯罪剧情	犯罪悬疑	神话古装	剧情	动画	动画	剧情犯罪
	导演	张艺谋	郭帆	申奥	陈思诚	乌尔善	王宝强	谢君伟	林永长	张艺谋
	导演年龄	73	43	38	46	51	41	80后	-	73
2021	影片名称	长津湖	你好李焕英	唐人街探案3	我和我的父辈	速度与激情9	怒火·重案	中国医生	哥斯拉大战金刚	悬崖之上
	票房	57.7	54.1	45.2	14.8	13.9	13.3	13.28	12.32	11.9
	类型	战争剧情	喜剧	喜剧悬疑	剧情	进口动作	动作剧情	剧情	进口科幻	剧情悬疑
	导演	陈凯歌等	贾玲	陈思诚	吴京等	-	陈木胜	刘伟强	-	张艺谋
	导演年龄	-	41	46	49	-	-	63	-	73

图表：每年上映的票房TOP20影片的各类型占比



图表：每年上映的票房TOP20影片中各类型的数量



资料来源：猫眼，豆瓣电影，国海证券研究所

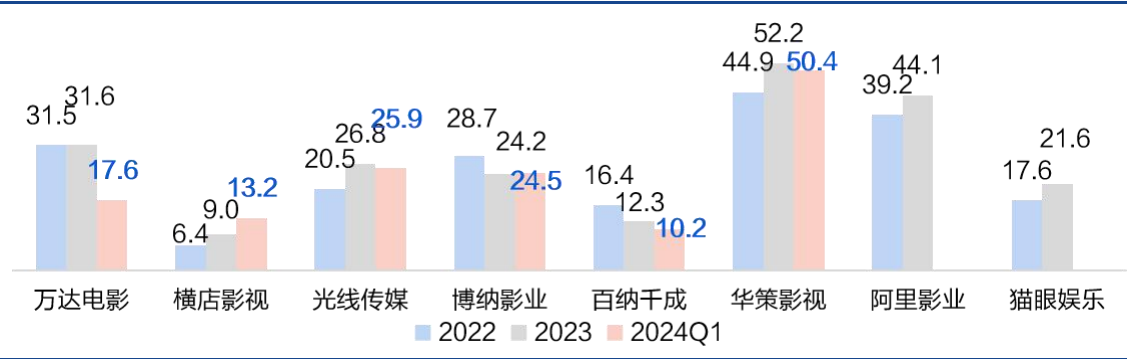
电影行业—供给：大片储备多，充足的资金储备为强劲竞争优势

- 行业公司库存消化，储备现金情况改善；计划于2025年上映的头部影片明确，优质影片供给有望带动观影需求增加。
- ✓ 据猫眼，截至6月23日，2024年暑期档已定档96部影片，包括《抓娃娃》《逆行人生》《白蛇：浮生》等；《哪吒之魔童闹海》《酱园弄》等待定档。
- ✓ 《蛟龙行动》《第十七条》《封神2》《克什米尔公主号》等影片预计于2025年上映；待映有《狂野时代》《敦煌英雄》《P计划》等。
- ✓ 2024Q1末，行业头部公司账上现金均超10亿元，影投公司放映业务预计带来较好的现金流入，有望支撑影片投资制作。

图表：2024年暑期档定档重要电影（截至2024年6月26日）

电影	上映时间	类型	导演	演员	出品方
野孩子	7月12日	剧情	殷若昕	王俊凯、邓家佳	上狮文化
传说	7月12日	剧情/动作	唐季礼	成龙，张艺兴	博纳
抓娃娃	7月18日	喜剧/剧情	闫飞	沈腾，马丽	西虹胡同，万达，猫眼，儒意，阿里
异人之下	7月26日	动作/爱情	乌尔善	胡先煦，娜然	新丽传媒，腾讯
从21世纪安全撤离	8月3日	科幻青春	李阳	张若昀，钟楚曦	申城国际，光线，欢喜首映
逆行人生	8月9日	剧情	徐峥	徐峥、辛芷蕾	上海儒意，麦特影业、淘票票
白蛇：浮生	8月10日	动画/喜剧	陈健喜	-	追光影业，万达、儒意
她的小梨涡	8月10日	喜剧/爱情	蔡聪	张哲华、漆昱辰	光线、青春光线、五光十色

图表：各公司货币资金加交易性金融资产合计金额（亿元）



图表：各公司储备的重要片单（截至2024年6月26日）

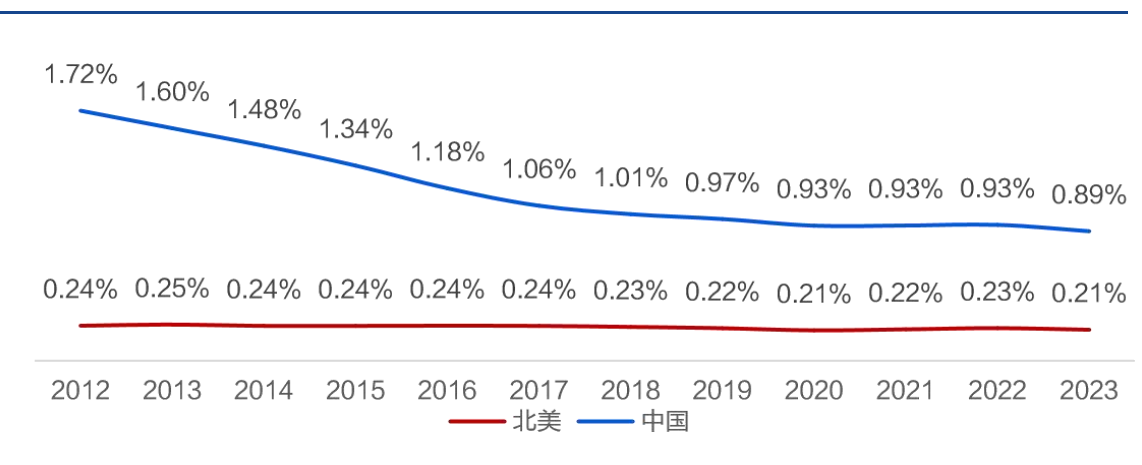
公司	电影名称	类型	导演	主演	进展	公司	电影名称	类型	导演	主演	进展
阿里	守阙者	剧情	唐唯瀚	古天乐、彭于晏、姜皓文	已杀青	百纳千成	敦煌英雄	古装动作	曹盾	章宇、窦骁	已杀青
	猎毒	犯罪动作	高子彬	杨紫、王千源等	已杀青		远大前程	喜剧剧情	徐磊	王传君、徐朝英	已杀青
	出入平安	剧情家庭	刘江江	肖央、阿云嘎等	已杀青		沙海之门	历史动作	吴有音	邓超、荣梓杉	已杀青
	独自·上场	剧情运动	陈可辛	胡歌、李娜等	已杀青	光线传媒	第十七条	剧情	-	-	预计2025年上映
	解密	剧情	陈思诚	刘昊然等	已杀青		三体	科幻剧情	张艺谋	-	筹备中
猫眼	即兴谋杀	悬疑犯罪	程亚楠	李庚希、邓家佳等	已杀青		胜券在握	剧情	刘循子墨	邓超，邓家佳等	预计2024年上映
	P计划	喜剧动作	张栾	成龙、魏翔、史策等	已杀青		人民的正义	剧情	李路	-	已杀青
	东方华尔街	剧情	邱礼涛	刘德华、欧豪	已杀青		三国的星空	动画剧情	于孟	-	预计2025年上映
	水饺皇后	剧情	刘伟强	马丽、惠英红、朱亚文等	筹备中	华策	误判	剧情动作	甄子丹	甄子丹、张智霖等	已杀青
	以父亲之名	动作悬疑	陈大明	张涵予、安洵等	筹备中		狂野时代	剧情科幻	毕赣	易烊千玺、舒淇	已开机
横店影视	美人鱼2	喜剧科幻	周星驰	林允、艾伦、邓超	已杀青	北京文化	刺杀小说家2	剧情动作	路阳	-	已开机
	射雕英雄传：侠之大者	武侠	徐克	肖战、庄达菲、梁家辉	已杀青		封神2	神话动作	乌尔善	娜然、黄曦彦等	预计2025年上映
博纳影业	蛟龙行动	剧情动作	林超贤	黄轩、于适、杜江	预计2025年上映	上狮文化	戴假发的人	犯罪剧情	董越	黄晓明、王影璐	已杀青
	人体大战	剧情动画	徐克	-	筹备中		负负得正	剧情爱情	温士培	朱一龙、邱天等	已杀青
	克什米尔公主号	剧情悬疑	刘伟强	-	预计2025年上映		北京进行时	剧情喜剧	宁浩	葛优、李雪琴	筹备中

资料来源：Wind，猫眼，大众日报，长江日报，1905网，南方周末，光线电影官方，CCTV6电影频道，南方娱乐网，万达电影生活公众号，新京报，新华网，澎湃新闻，华人影业CMCPICTURES，春风得意电影，新浪电影，国海证券研究所

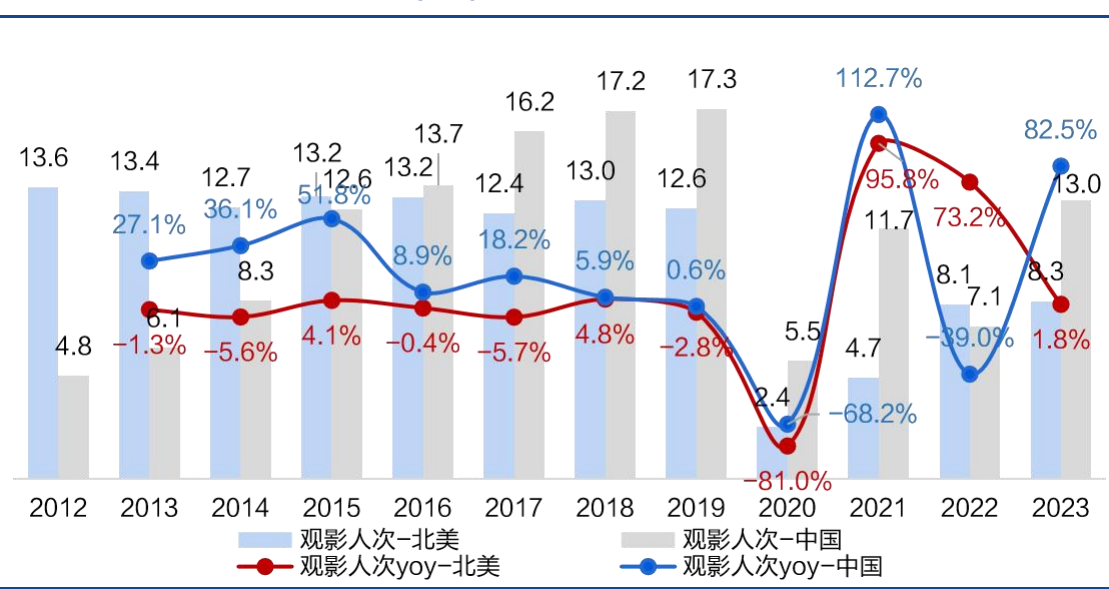
电影行业一需求：中国市场观影人次、票价均有提升空间

- 相较于北美成熟市场，中国观影人次在疫情前快速增长，疫情后恢复程度更好。中国城镇人口人均观影人次仍较低，长期看人次仍存在提升空间。
- ✓ 2012-2019年，北美市场观影人次基本无增长，中国高速增长（CAGR+20.1%）；2020年北美观影人次同比下降82%（降幅高于中国的68.2%），2023年恢复至2019年的67.7%（低于中国的75.2%）。
- ✓ 2012-2019年，北美城镇人口人均观影次数基本稳定在4-5次，中国自0.7次提升至2.0次；2020-2021年，北美市场骤降至0.7/1.4次，略高于中国；2023年中国恢复至2019年的71.3%，高于美国的65.9%，但中国城镇人口人均观影次数仍仅为美国的52%。
- ✓ 2012-2023年，中国月人均可支配收入CAGR为7.2%（美国3.9%）；平均票价/月人均可支配收入自1.72%下降至0.89%，但远高于美国，未来随着月人均可支配收入的持续增长及票价增速放缓，票价支付能力更强，人次有望提升。

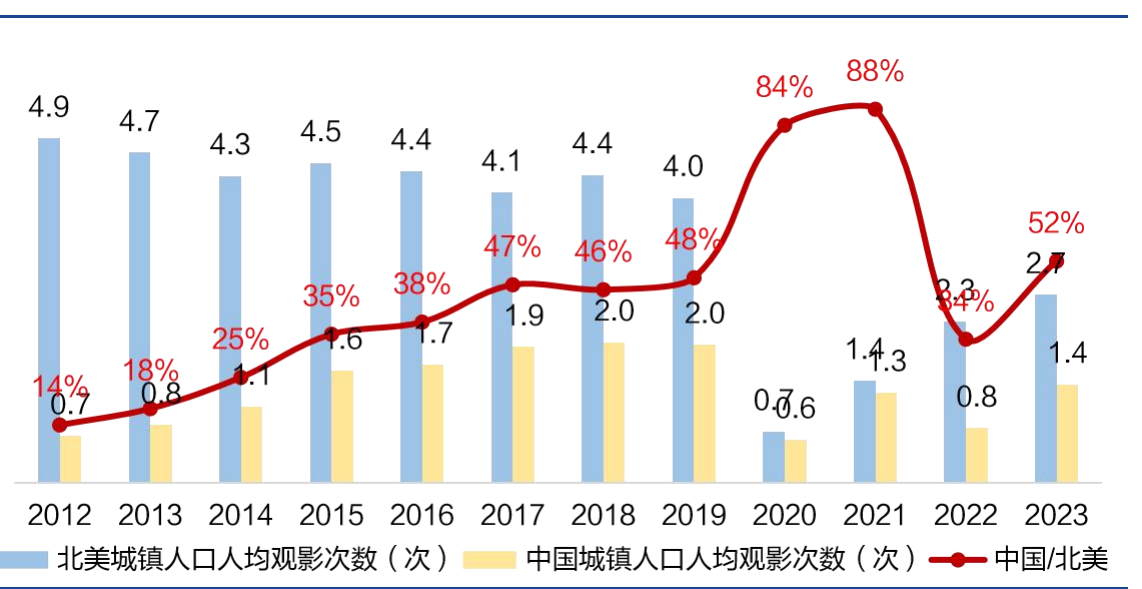
图表：北美和中国平均票价/月人均可支配收入



图表：中国/北美的观影人次（亿）及同比增速



图表：中国、北美的城镇人口人均观影次数

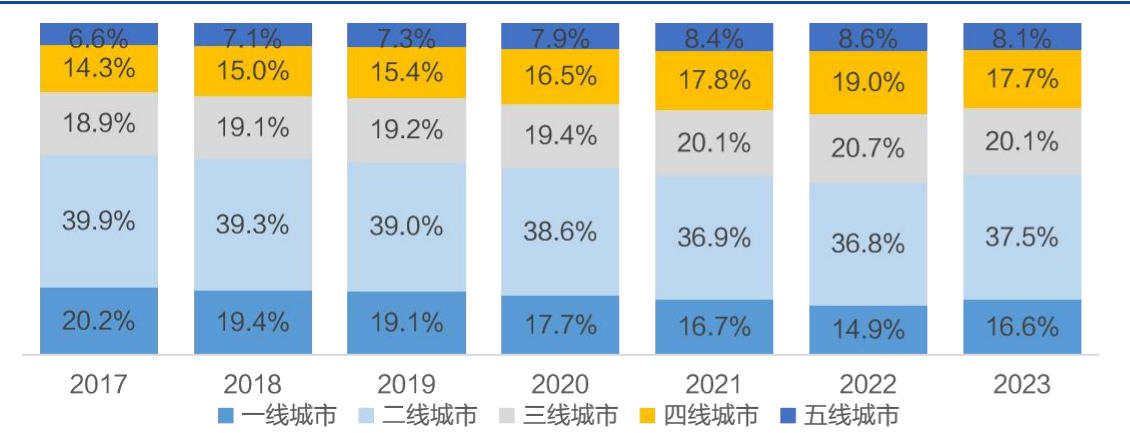


资料来源：Wind，艺恩，the numbers，中经数据，中国新闻网，国海证券研究所
注：北美数据仅包括美国及加拿大，加拿大2023年人口为假设口径（4000万人）

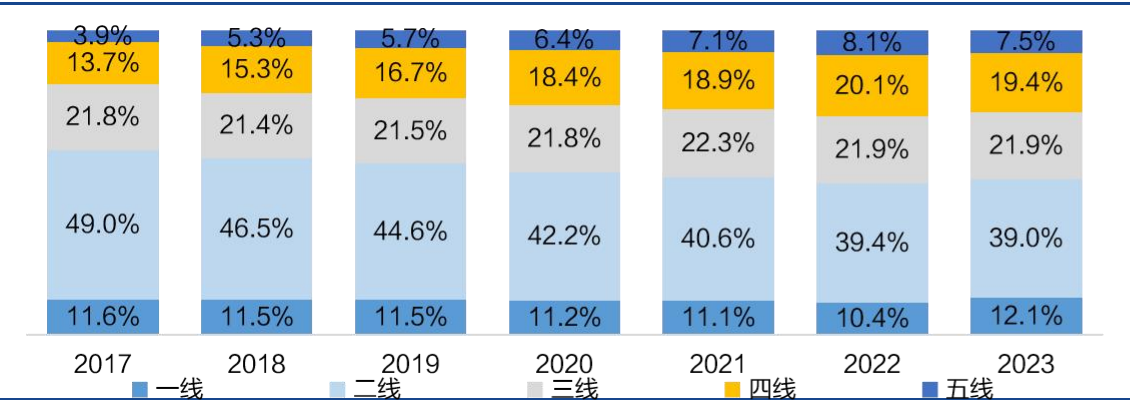
电影行业—需求：下沉市场仍具潜力，万达三至五线城市票房市占率提升较快

- 二、三线市场为观影主力军，三到五线城市票房占比持续提升，下沉市场仍具发展潜力。
- ✓ 据艺恩，2023年三至五线城市票房/观影人次合计占比为45.9%/47.8%，较2017年提升6.1/5.0pct，其中四线城市占比提升最为明显，分别提升3.4/2.7pct。
- ✓ 据艺恩，2017-2019年，三到五线城市票房逐年增加，2023年达到229.38亿元，已恢复至2019年的92%，高于大盘整体恢复情况（84%）。
- 万达重点布局二到四线城市，受益于下沉市场发展，有望进一步提升市占率。据艺恩，万达票房主要分布在二到四线城市，2017-2023年二到四线城市票房占比超80%；2017-2023年，万达三到五线城市票房占比从39%提升至49%，高于全国三到五线城市票房市占率的提升，占全国三到五线票房的份额从13.4%提升至16.4%。2023年万达三到五线票房37.6亿元，较2019年增长了9.6%。

图表：全国一到五线城市的票房（不含服务费）结构



图表：万达一到五线城市的票房（不含服务费）结构



图表：全国三到五线城市的票房（亿元，不含服务费）及YOY



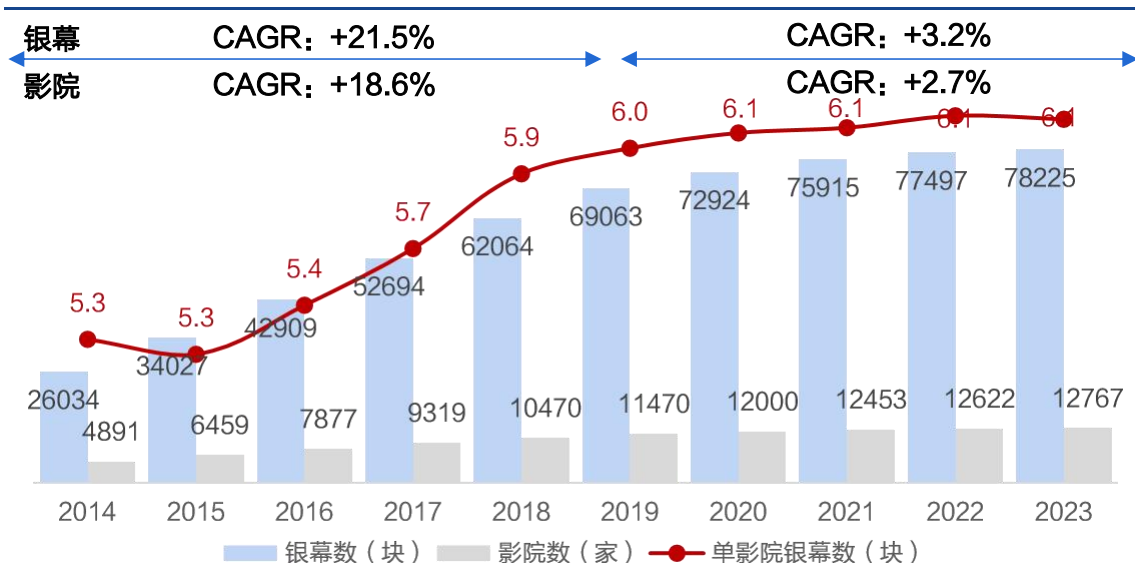
图表：万达三到五线城市的票房（亿元，不含服务费）及YOY



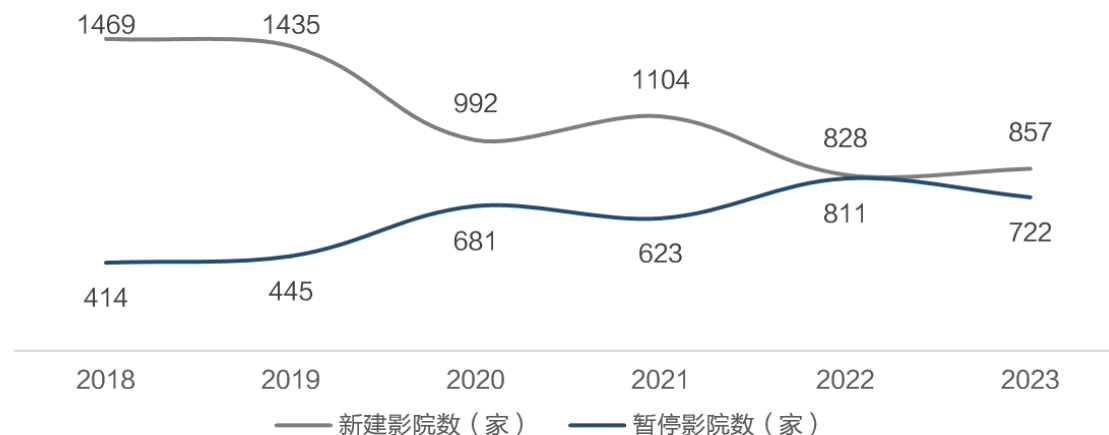
电影行业一渠道：中国银幕增速放缓，中小影投出清，渠道整合机会增加

- 国内影院/银幕持续优化调整，影院/银幕数增速逐步放缓。据灯塔，2014-2019年，影院/银幕数量保持双位数增长，CAGR分别为+18.6%/+21.5%；2020年起增速放缓至个位数（基本在5%以下），CAGR+2.7%/+3.2%。2020年起受疫情影响，影院营业率降低，2022H1降至40%左右，每年关停影院数保持在高位。据拓普，2022年关停影院数达811家，新建影院数828家，净增数量逐渐收窄。
- 相较于美国市场，中国影院行业集中度较低。2016年美国头部三家影院（AMC、Regal、Cinemark）票房市占率为47.5%（中国TOP3为24%）。据艺恩，2017-2023年，中国票房TOP3影投合计市占率稳定在22.5%左右，集中度较低。
- 随着疫情中小影投出清及票房增长放缓，头部影投整合机会增加。

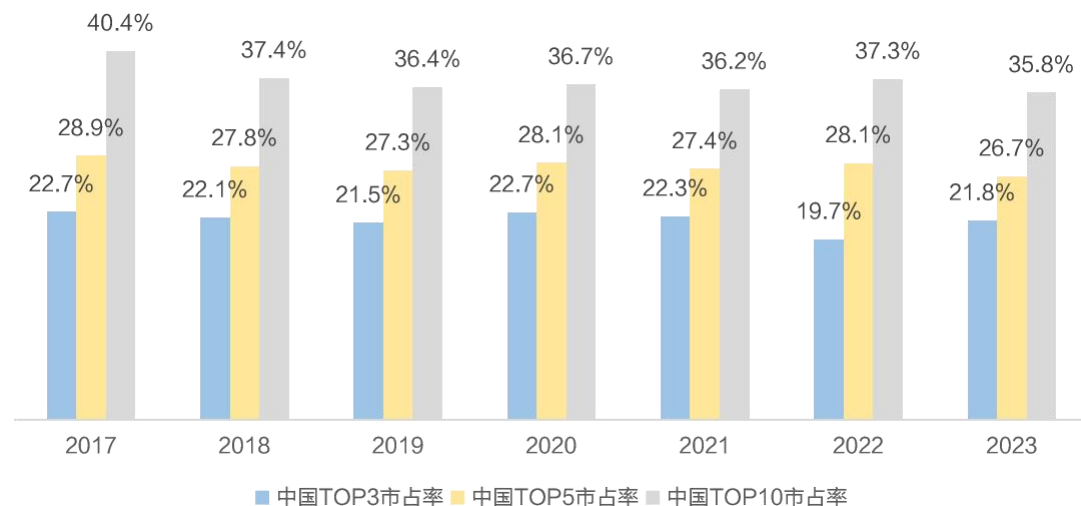
图表：中国影院数量、银幕数量、单影院银幕数量



图表：中国新建、暂停影院数



图表：中国影院市占率集中度情况



五、盈利预测、投资评级、风险提示

◆ **盈利预测和投资评级：** 公司为国内院线行业龙头，票房市占率稳步提升；新股东有望赋能公司三大战略，提升全产业链经营优势；公司财务轻装上阵，状况改善，业绩修复明显，各大业务板块均有向上空间。基于此，我们预计2024-2026年公司营业收入155.30/170.95/182.20亿元，归母净利润分别为12.13/15.69/18.25亿元，对应EPS为0.56/0.72/0.84元，PE为21.73/16.80/14.43X，维持“买入”评级。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14620	15530	17095	18220
增长率(%)	51	6	10	7
归母净利润（百万元）	912	1213	1569	1825
增长率(%)	147	33	29	16
摊薄每股收益（元）	0.42	0.56	0.72	0.84
ROE(%)	11	12	13	12
P/E	31.10	21.73	16.80	14.43
P/B	3.53	2.67	2.17	1.80
P/S	1.94	1.70	1.54	1.45
EV/EBITDA	10.24	8.75	7.37	6.25

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

万达电影盈利预测表



证券代码：002739

股价：12.09

投资评级：买入(维持)

日期：20240628

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				每股指标与估值				
2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
现金及现金等价物	3158	5123	8245	11677	营业收入	14620	15530	17095	18220	每股指标			
应收款项	1636	1403	1446	1447	营业成本	10571	11195	12315	13124	EPS			
存货净额	1494	1475	1560	1603	营业税金及附加	219	357	393	437	BVPS			
其他流动资产	1291	1260	1327	1372	销售费用	736	777	855	911	估值			
流动资产合计	7579	9260	12579	16098	管理费用	1224	1173	1274	1357	P/E			
固定资产	1958	1729	1444	1124	财务费用	794	615	522	415	P/B			
在建工程	34	47	59	71	其他费用/（-收入）	31	31	34	36	P/S			
无形资产及其他	15507	14649	14023	13523	营业利润	845	1305	1677	1947	财务指标			
长期股权投资	47	47	47	47	营业外净收支	-20	-22	-18	-17	2023A	2024E	2025E	2026E
资产总计	25125	25732	28151	30864	利润总额	825	1283	1659	1930	盈利能力			
短期借款	1401	801	601	501	所得税费用	-107	51	66	77	ROE			
应付款项	1424	1244	1368	1458	净利润	932	1231	1593	1853	毛利率			
合同负债	1700	1553	1709	1822	少数股东损益	20	18	24	28	期间费率			
其他流动负债	2846	2852	3028	3156	归属于母公司净利润	912	1213	1569	1825	销售净利率			
流动负债合计	7371	6451	6708	6937	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	成长能力			
长期借款及应付债券	2156	2096	2046	2026	经营活动现金流	4423	3662	4218	4374	收入增长率			
其他长期负债	7423	7157	7057	7007	净利润	912	1213	1569	1825	利润增长率			
长期负债合计	9579	9253	9103	9033	少数股东损益	20	18	24	28	营运能力			
负债合计	16950	15704	15811	15970	折旧摊销	1886	1765	1699	1655	总资产周转率			
股本	2179	2179	2179	2179	公允价值变动	0	0	0	0	应收账款周转率			
股东权益	8175	10028	12341	14894	营运资金变动	586	-252	80	62	存货周转率			
负债和股东权益总计	25125	25732	28151	30864	投资活动现金流	-557	-8	-111	-150	偿债能力			
					资本支出	-588	-276	-259	-278	资产负债率			
					长期投资	23	-20	-21	-22	流动比			
					其他	8	288	169	151	速动比			
					筹资活动现金流	-3560	-1707	-986	-792				
					债务融资	-2109	-905	-350	-170				
					权益融资	0	0	0	0				
					其它	-1451	-802	-636	-622				
					现金净增加额	321	1930	3122	3432				

- ◆ 票房恢复不及预期：全国大盘票房恢复程度不及预期，影响公司影院等业务；
- ◆ 电影开发进程不及预期：公司目前开发的电影推进时间不及预期，影响上映时间以及收入确认时间；
- ◆ 票房表现不及预期：公司上映的电影票房不及预期；
- ◆ 成本控制不及预期：公司电影制作中的制作成本、发行成本等的控制不及预期；
- ◆ 行业竞争加剧：行业中公司较多，各公司、各影片的竞争激烈；
- ◆ 人才流失：公司员工、人才等流失；
- ◆ 线下消费需求不及预期：电影院等线下消费需求不及预期，影响公司影院等业务；
- ◆ 资产/信用减值：存货、商誉等资产减值风险，应收账款等信用减值风险；
- ◆ 估值中枢下移：公司估值中枢下移；
- ◆ 数据来源不一致：报告中使用的艺恩、猫眼等第三方数据与公司年报披露数据存在小误差。

针对本报告中所引用的第三方数据的声明：本报告中部分数据来源于第三方数据平台（艺恩、猫眼等），或存在统计口径不一致问题，请以公司实际公告数据为准。

传媒小组介绍

姚蕾，传媒教育行业首席分析师，同济大学本科，香港大学硕士，从业9年，曾获新财富、水晶球、保险资产管理业最佳分析师。主要研究方向为游戏、视频、营销、潮玩、出版、教育、体育等赛道。

方博云，传媒教育行业分析师，西南财经大学本科，上海财经大学硕士，从业6年，主要研究方向为影视、潮玩、营销、泛娱乐等赛道。

分析师承诺

姚蕾, 方博云, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%～10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 传媒研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597