

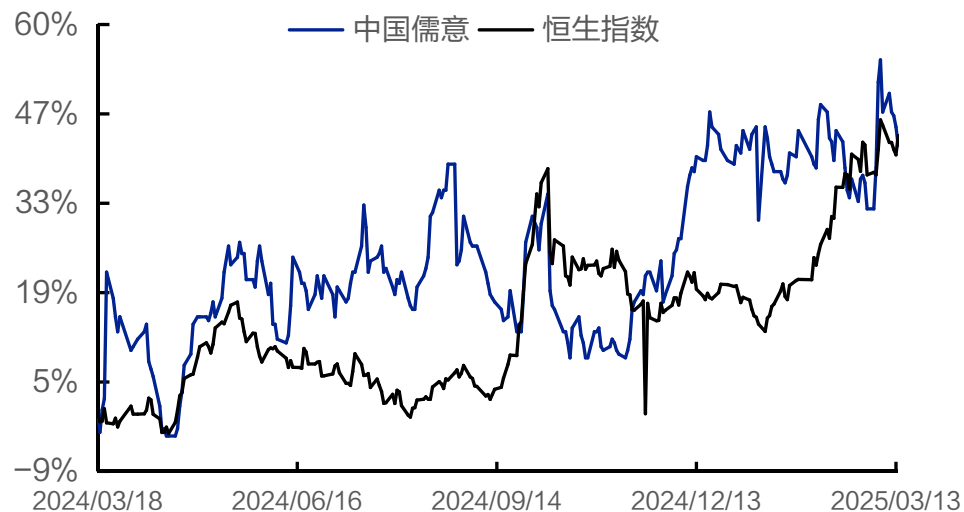
中国儒意 (0136. HK) 公司深度： 影视业务深入发展，游戏构筑新增长

评级：买入(首次覆盖)

杨仁文(证券分析师)
S0350521120001
yangrw@ghzq.com.cn

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

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
中国儒意	0.4%	2.5%	55.3%
恒生指数	6.8%	22.6%	44.4%

市场数据

2025/03/17

当前价格 (港元)	2.47
52周价格区间 (港元)	1.61-2.68
总市值 (百万港元)	38,244.10
流通市值 (百万港元)	38,244.10
总股本 (万股)	1,548,344.16
流通股本 (万股)	1,548,344.16
日均成交额 (百万港元)	59.42
近一月换手 (%)	4.83

本报告核心讨论以下问题：中国儒意是如何发展起来的？核心业务是如何发展起来的？业务的核心壁垒是什么？怎么看三大业务板块以后的发展？游戏为什么能够高增长以及能否维持高增速？

核心观点：

- ◆ **中国儒意：持续扩展业务范围，构建影视、流媒体、游戏三大业务版图。** 公司前身为马斯葛集团，2015年被恒大与腾讯以7.5亿港元收购，改名为恒腾网络；2020年末，以72亿港元收购了儒意影业，更名为中国儒意。儒意影业前期从广告业务转向图书策划运营，后切入电视剧、电影投资制作和流媒体业务，被恒腾网络收购后新布局游戏业务，已形成影视、流媒体、游戏三大业务版图。截至2025年1月底，董事长/执行总裁柯利明持股18.32%、腾讯持股17.75%，为公司第一、二大股东。
- ◆ **影视：精品内容制造机，在发展中构建起可持续验证的优质影片产出模式。**（1）公司成功投资了《你好李焕英》《抓娃娃》等多部爆款电影及《北平无战事》《琅琊榜》《芈月传》等精品剧集，2023年收入达到22.19亿元，投资效益显著。储备有《蛮荒行记》《长安的荔枝》《我们生活在南京》等头部电影以及《黑夜告白》《检察官与少年》《与晋长安》等剧集。（2）策划图书起家，深耕优质图书出版与版权转化，在业内首创图书与影视联动多元深度合作模式，沉淀了IP选择能力，成功将《致青春》《芈月传》等图书IP开发成爆款影视内容。（3）较早践行“制片人中心制”，董事长柯利明、执行董事张强均为电影业界资深影视制片人，搭建了自成体系的制片人管理制度，更注重影片的商业价值、市场效益以及工业化程度。（4）重视人才的挖掘和扶持，前瞻性挖掘了大鹏、贾玲、陈思诚、徐峥等潜力导演。（5）2023年7月儒意影视收购万达电影9.8%的股权，在渠道端和内容端有望实现业务协同、多点开花。
- ◆ **流媒体：南瓜电影为国内领先的纯会员订阅制流媒体，积极布局AI应用，经营稳健。** 发展始于2015年，2021-2023年流媒体营收维持在9-11亿元左右。南瓜电影内容品类逐步拓展，现已涵盖科幻、动作等14个品类，拥有100万+影视版权。截至2022H1末，南瓜电影注册会员数/付费用户数7745/3367万人，相较于2017年增长73/124倍，付费用户与ARPU存在增长空间。此外，积极布局AI，成立AI科技实验室，探索AI在剧本创作、角色塑造、场景设计、特效生成等方向的应用。

- ◆ **游戏：深耕SLG、IP改编赛道，发展仅3年时间，业务实现爆发增长，有望构筑第二增长曲线。**（1）2022年成立儒意景秀品牌，切入游戏业务，已发行《乱世逐鹿》《排球少年》《仙境传说》等6款游戏。2024H1公司游戏业务爆发式增长，营收达8.65亿元，同比增长1892%，收入占比从2023年的12%提升至47%。（2）与腾讯在代理发行、推广、运营等方面建立深度合作关系，有望成为腾讯外部核心发行商。（3）收购有爱互娱100%股权和永航科技30%股权，有爱互娱旗下有《红警OL》《放置少女》等优质游戏资产，强化公司自研能力，永航科技长线运营游戏《QQ炫舞》等，已积累数亿注册用户，有望增厚公司业绩。（4）公司储备大IP改编游戏值得期待，《大奉打更人》预计于2025年3月上线，官网预约数已超750万，其他储备有《偃武》《群星纪元》等。
- ◆ **财务状况较好，盈利能力明显提升。**公司收入相对稳健，影视内容制作、线上流媒体、游戏贡献核心收入，2024H1占比分别为2.6%/49.4%/47.0%，同比-77.8/+37.5/+41.6pct，其中影视内容制作受产品上线节奏及市场表现影响，波动较为明显。毛利率呈稳步提升趋势，2023年及2024H1毛利率逐步提升至32%/68.7%。盈利能力显著提升，2022/2023年及2024H1，经调整净利润分别为2.57/9.67/8.63亿元，2023年及2024H1分别同比增长276.5%/374%。
- ◆ **盈利预测和投资评级：**公司为行业领先的影视内容公司，在发展中构建起可持续验证的优质影片产出模式，多次制作爆款内容。随着电影行业的稳步复苏，影视业务预计将持续增长。游戏业务高速发展，储备产品值得期待，有望构筑第二增长曲线。我们预计公司2024-2026年营业收入为41.26/58.36/71.80亿元，归母净利润为-2.35/11.04/14.05亿元，经调整净利润为11.50/14.03/17.01亿元，对应经调整PE为29/24/20X。基于此，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**电影开发进程不及预期、票房表现不及预期、游戏产品上线节奏不及预期、成本控制不及预期、行业竞争加剧、线下消费需求不及预期、金融资产公允价值波动较大、估值中枢下移、政策监管风险、数据来源不一致等。

一、中国儒意：深耕影视、游戏、流媒体三大业务板块	6	四、游戏：自研+发行两手抓，构筑新增长曲线	27
1.1 中国儒意：以影视内容制作为核心，流媒体业务稳健、游戏业务增长快		4.1 收入高速增长，储备大IP改编游戏值得期待	
1.2 发展历程：从马斯葛集团到恒腾网络、中国儒意，确定三大业务布局		4.2 收购有爱互娱，增强研发实力	
1.3 管理团队：核心人员拥有数十年影视行业经验		4.3 与腾讯在代理发行、运营、营销等方向深度合作	
1.4 股权结构：柯利明/腾讯为第一/二大股东，有望与腾讯业务协同发展		4.4 收购QQ炫舞背后公司永航科技30%股权，有望增厚公司业绩	
1.5 配发股份：多次募资主要用于影视、游戏等业务发展扩张			
二、影视：布局较早、较深，业内领先的影视内容供给方	13	五、财务：财务状况较好，盈利能力提升	33
2.1 电影：精品内容产出能力优异，已构建起成熟的内容产出方法论		5.1 收入：三大业务并驾齐驱，游戏业务增势迅猛	
2.1.1 电影：策划图书起家，在图书版权的开发中沉淀了IP能力		5.2 成本及毛利：毛利率呈稳步提升趋势，影视摊销为核心成本	
2.1.2 电影：采用制作人中心制，追求成本可控、盈利空间可观		5.3 费用：控制较好，费用率总体呈波动下降趋势	
2.1.3 电影：高管为资深制片人，前瞻性挖掘潜力导演		5.4 净利润：经调整净利润率稳健提升	
2.1.4 电影：牵手万达，向产业链上游衍生，整合资源，加强协同		5.5 现金：货币资金充足，经营活动现金流情况转好	
2.1.5 电影：储备片单丰富，IP、导演、演员阵容值得期待			
2.2 剧集：爆款精品剧集制造机		六、盈利预测、投资评级、风险提示	39
三、南瓜电影：国内领先的垂直会员订阅制流媒体，经营稳健	22	6.1 盈利预测与投资评级	
3.1 定位纯会员订阅制，付费用户增长快		6.2 风险提示	
3.2 内容版权不断扩展，与腾讯战略合作			
3.3 强社区属性，成立AI实验室，积极部署AI应用			

一、中国儒意：深耕影视、游戏、流媒体三大业务板块

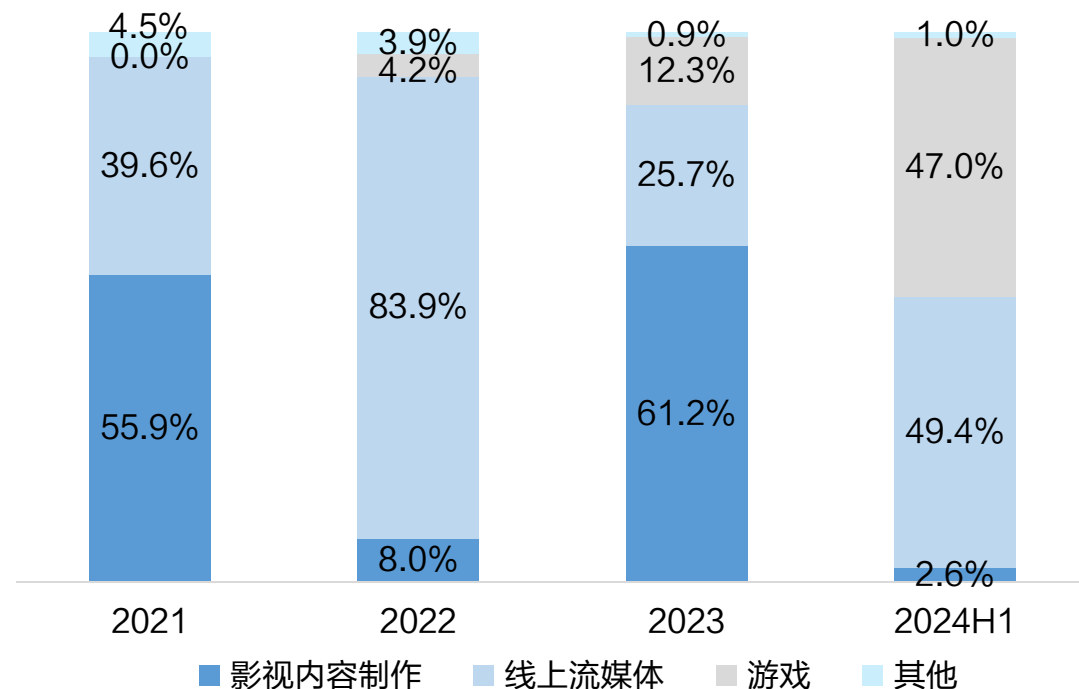
1.1 中国儒意：以影视内容制作为核心，流媒体业务稳健、游戏业务增长快

- 中国儒意是一家以科技赋能的流媒体公司，涵盖影视（儒意影视）、流媒体（南瓜电影）、游戏（景秀游戏）三大业务版图，影视内容制作和线上流媒体业务贡献主要营收，游戏业务增长迅速，有望成为第二增长曲线。2023年公司营收36.27亿元，其中影视内容制作/线上流媒体/游戏业务营收占比为61.2%/25.7%/12.3%，游戏业务收入同比增长703%，占比提升8.1pct。
- 影视内容制作：孵化百余部影视作品，爆款打造能力强，代表作有电影《抓娃娃》《你好，李焕英》等；电视剧《北平无战事》《琅琊榜》等。
- 线上流媒体：南瓜电影为国内领先的垂直会员订阅制流媒体，截至2021年末注册会员7084万人，付费用户2868万人，共有100万+影视版权。
- 游戏：坚持精品化、大制作，拥有研发、运营一体化体系，先后发行《乱世逐鹿》《传奇天下》《排球少年》等游戏，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。

图表：中国儒意业务布局



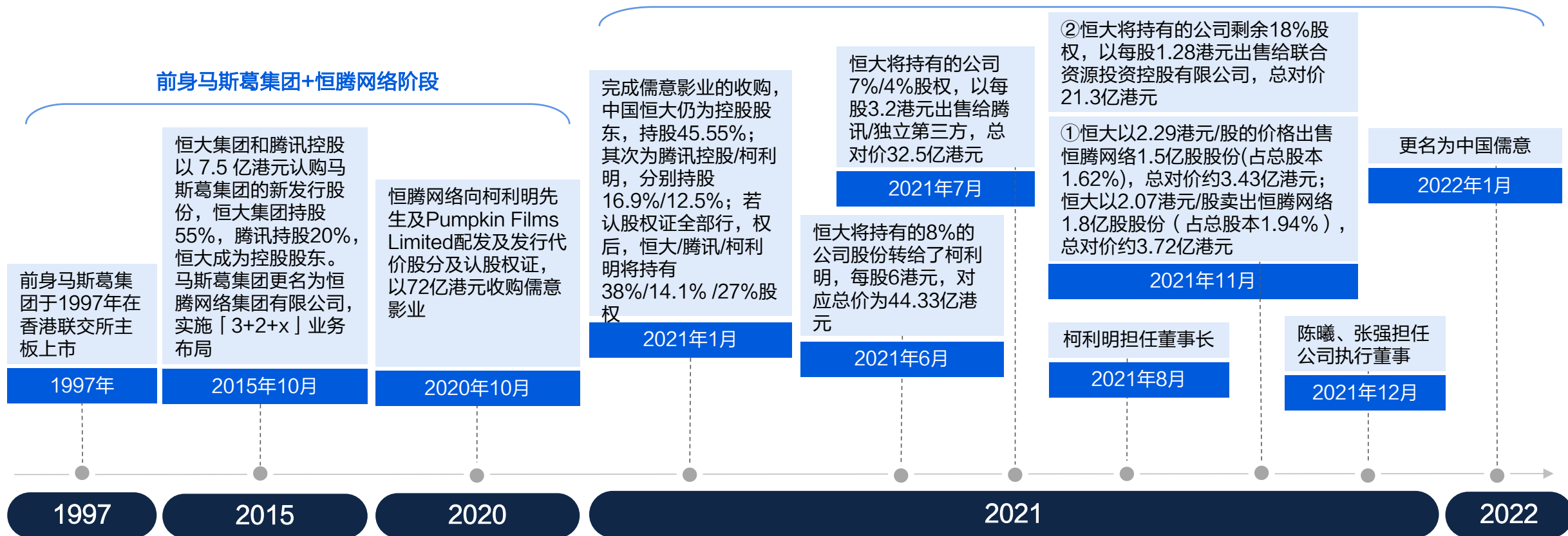
图表：中国儒意营收结构



1.2 发展历程：从马斯葛集团到恒腾网络、中国儒意，业务已确定为三大布局

- **前身马斯葛集团+恒腾网络阶段：**公司前身为马斯葛集团，是一家投资控股公司，于1997年在香港联交所主板上市，主业为太阳能电池用多晶硅业务。2015年，恒大与腾讯联合以7.5亿港元认购了马斯葛集团新发行股份，恒大持股55%，腾讯持股20%，公司改名为恒腾网络，业务转向【3+2+X】业务布局，涵盖物业服务、邻里社交、生活服务三大基础板块以及互联网家居、社区金融两大增值板块。
- **中国儒意阶段：**2020年，恒腾网络通过配发及发行股份及认购股权方式，以72亿港元对价收购儒意影业。2021年1月，恒腾网络完成对儒意影业的收购，恒大/腾讯/柯利明持股45.55%/16.9%/12.5%，2021年6-11月，恒大将持有的全部股权陆续转让给柯利明、腾讯、联合资源投资等。截至2021年底，柯利明/腾讯持有20.5%/19.7%，成为第一/二大股东，柯利明担任董事长。2022年1月公司更名为中国儒意。

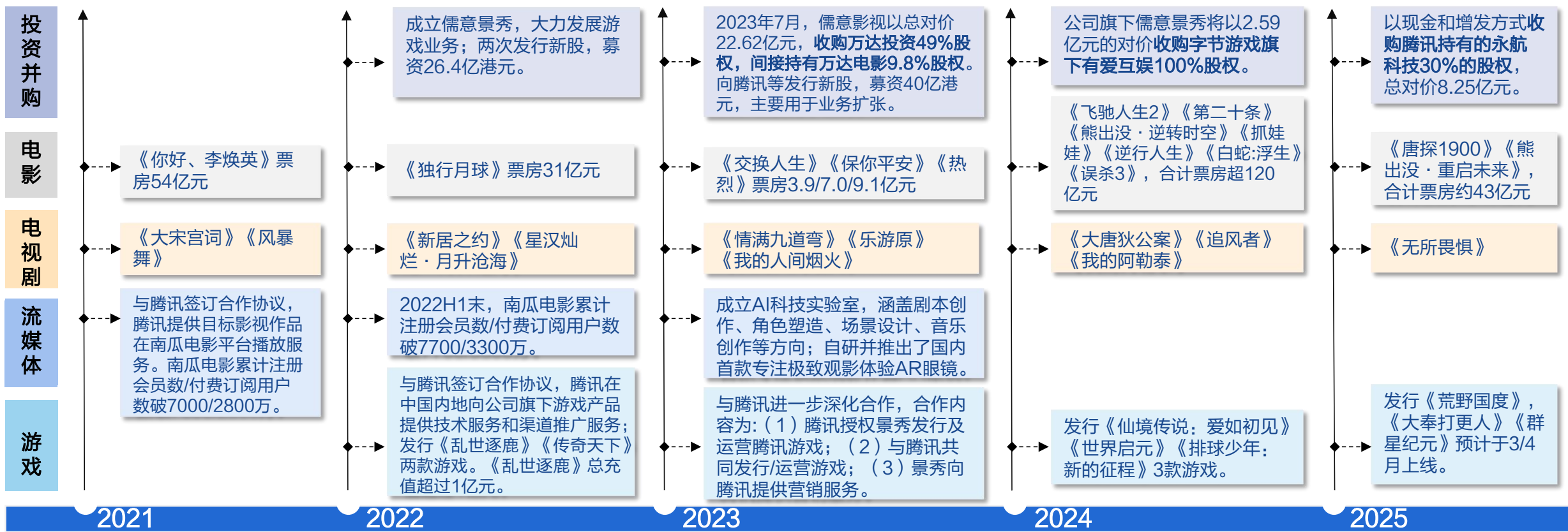
图表：公司股权变更历史



1.2 发展历程：多次资本运作，影视制作、流媒体、游戏业务多点开花

- 2020年前业务扩张路径：“广告-图书策划-电视剧投资-电影-流媒体”。儒意前身为儒意广告，成立于2006年，创始人为柯久明（柯利明哥哥）。2009年，柯利明加入后，公司更名为儒意欣欣影业，柯利明和柯久明分别持有20%、80%的股权，发展起图书策划业务，后从图书业务扩展至电视剧/电影投资业务，2013-2020年间投资制作了《致青春》《老男孩猛龙过江》《小时代3》《唐人街探案》《缝纫机乐队》等电影以及《北平无战事》《琅琊榜》《芈月传》等电视剧。2015年推出了南瓜电影APP，开展流媒体业务。
- 2020年被恒腾网络收购后，公司加大对外投资，强化发展影视制作、流媒体业务，布局游戏业务。游戏业务方面，2022年成立儒意景秀，布局游戏业务，与腾讯在游戏发行、推广等方面深度合作；2024年收购有爱互娱100%股权强化自研能力；2025年收购永航科技30%股权。影视业务方面，2023年收购万达投资49%股权，向产业链下游延伸。2021-2024年，出品了《你好、李焕英》《独行月球》《抓娃娃》等爆款电影。

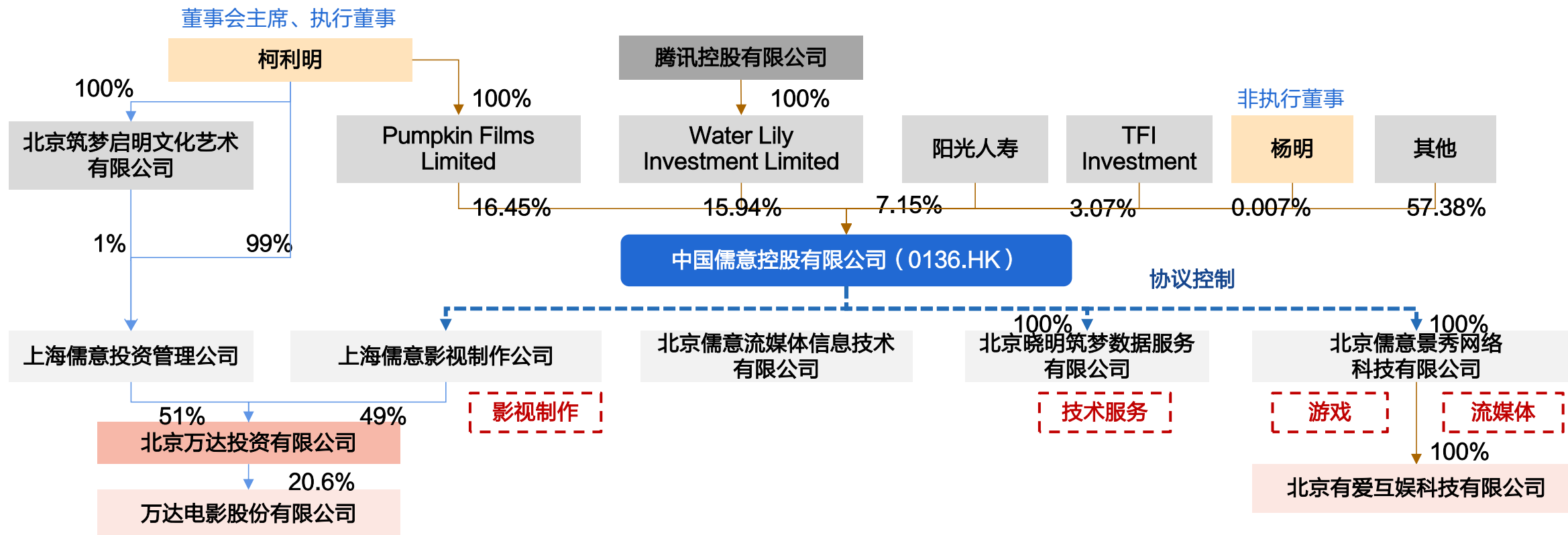
图表：中国儒意影视制作、流媒体、游戏业务多点开花



1.3 股权结构：柯利明/腾讯为第一/二大股東，有望与腾讯业务协同发展

- 公司董事会主席兼执行董事柯利明为第一大股东，腾讯为第二大股东。截至2025年1月底，柯利明通过个人全资公司Pumpkin Films间接持有公司18.32%的股份，为第一大股东。腾讯全资子公司Water Lily持股17.75%，为公司第二大股东。
- 2025年1月，公司向阳光人寿、TFI Investment以认购价每股2.37港元配发及发行11.45亿股；天风国际证券与期货有限公司作为配售代理，最多能够以每股2.37港元的价格配售4.9亿股，募资总额约11.63亿港元。完成本次认购和配售后，柯利明将持股16.45%，腾讯将持股15.94%，仍为公司第一、二大股東；阳光人寿、TFI Investment将持股7.15%、3.07%。

图表：股权结构（假设最新股权交割及配售完成）



1.4 管理团队：核心人员拥有数十年影视行业经验

- 柯利明兼具财务投资经验和影视制作经验。公司董事会主席、执行董事柯利明同时担任儒意影视行政总裁以及南瓜电影行政总裁，拥有卓越的影视投资能力，在公司发展初期果断切入影视行业，曾以投资人以及制作人身份带领及投资《致我们终将逝去的青春》《独行月球》《你好，李焕英》《缝纫机乐队》等电影以及《琅琊榜》《芈月传》《北平无战事》《爱情的边疆》等电视剧，策划推出大热神曲《小苹果》，引发全民热潮。
- 执行董事张强为著名影视制片人，在中国影视传媒行业拥有逾26年经验，曾在北京紫禁城影业、北京电视台、中国电影、阿里影业等任职，参与投资了《中国合伙人》《致我们终将逝去的青春》《狼图腾》等电影。

图表：公司管理层介绍

姓名	年龄	职务	学历背景	工作经历	持股比例
柯利明	41	董事会主席、执行董事	格里菲斯大学风险管理学士、格里菲斯大学货币银行学硕士	知名电影制作人，行内知名电影营销专家 ，于2021年8月获委任为公司执行董事兼董事长，同时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。曾以投资者及制作人身份带领及投资《热烈》、《年会不能停》、《交换人生》、《独行月球》、《你好李焕英》、《送你一朵小红花》、《缝纫机乐队》、《致我们终将逝去的青春》、《老男孩猛龙过江》等电影以及《情满九道弯》、《老酒馆》、《爱情的边疆》、《北平无战事》、《琅琊榜》、《芈月传》、《咱们相爱吧》等电视剧。	16.45%
张强	61	执行董事	北京大学文学学士、北京电影学院电影美学硕士	著名影视制片人，在中国影视传媒行业拥有逾26年经验 ，于2021年12月获委任为公司执行董事，同时任南瓜电影首席内容官。曾任北京紫禁城影业公司总经理、董事长，北京电视台副总编，中国电影股份有限公司副总经理，阿里巴巴影业CEO，北京儒意欣欣影业投资有限公司艺术总监。2010年代，任阿里巴巴影业集团有限公司执行董事及行政总裁，代表作有《中国合伙人》《致我们终将逝去的青春》《狼图腾》等电影。	0.06%
杨明	43	非执行董事	武汉大学管理学硕士	于2023年6月，委任为公司非执行董事。2006年7月，加入腾讯控股有限公司，先后负责多个腾讯重点业务，带领《英雄联盟》游戏成长为全民电竞游戏，带领《地下城与勇士创新世纪》游戏团队取得业务突破；2023年8月，获委任为创梦天地科技控股有限公司非执行董事； 现任腾讯互动娱乐事业群国内发行线负责人 。	0.007%
方家俊	50	公司秘书	香港大学法律学士、伦敦大学银行及金融法法律硕士	于2015年10月，获委任为公司秘书。2001年，成为中国香港合资格执业律师，现为中国香港律师会会员；曾担任苏格兰皇家银行投资银行业务董事，专注合并及收购与权益股本市场集资，还担任过盛德律师事务所及欧华律师事务所的律师。	

1.5 配发股份：多次募资主要用于影视、游戏等业务发展扩张

- 2022年以来公司多次配发股份，募集资金用于影视、游戏等业务发展扩张及补充运营资金。
- 2022年1月、2022年7月，向腾讯等发行1.2/9.75亿股（占比1.3%/9.4%），分别募集3/23.4亿港元，用于业务发展扩张及补充运营资金。
- 2023年7月，向腾讯等发行25亿股（占比19.99%），募资40亿港元，其中11.3亿港元用于电影及线上游戏业务发展及扩展游戏业务发展及扩张、24.7亿港元用于拓展影视产业链（如收购万达投资等）。
- 2025年1月，向阳光人寿、TFI Investment配发及发行11.45亿股（占比7.16%），募资约27.12亿港元；天风国际证券与期货有限公司作为配售代理，最多能够配售4.9亿股（占比3.07%），募资约11.63亿港元。合计募资38.7亿港元，其中34.8亿港元用于公司业务增长及扩张，包括内容制作、购买剧本及版权及购买影视节目版权，以及整合公司业务的上下游资源。

图表：公司历次发行股份梳理

公告时间	发行总股 份(万股)	发行价 (港元)	认购人	认购完成后 持股比例	认购股数 (万股)	所得款(亿 港元)	所得款总额 (亿港元)	资金用途
2022/1/26	12000	2.5	Water Lily	20.13%	6400	1.6	3.0	①用作公司一般营运资金；②用于本集团业务发展及扩张。
			刘学恒	0.60%	5600	1.4		
2022/7/14	97500	2.4	Water Lily	19.80%	16250	3.9	23.4	①用作公司一般营运资金；②用于本集团业务发展及扩张。
			阳光人寿	4.72%	48750	11.7		
			中国汉地	3.15%	32500	7.8		
2023/7/4	250000	1.6	刘学恒（通过Century Spirit）	4.29%	50000	8.0	40.0	①28%（约11.31亿港元）用于公司的电影及线上游戏业务发展及扩展游戏业务发展及扩张；②62%（约24.69亿港元）用于拓展影视产业链，主要涉及收购北京万达投资有限公司49%的股份；③10%（约4亿港元）用作公司一般营运资金用途。
			Cubtract Ventures	4.36%	50000	8.0		
			誉山	4.00%	50000	8.0		
			成万发展	4.00%	50000	8.0		
			Water Lily	20.36%	50000	8.0		
2025/1/28	163502	2.37	阳光人寿	7.15%	65401	15.5	38.7	①90%（约34.83亿港元）用作公司业务增长及扩张，包括内容制作、购买剧本及版权及购买影视节目版权，以及整合公司业务的上下游资源；②10%（约3.87亿港元）用作公司一般营运资金用途。
			TFI Investment	3.07%	49051	11.6		
			天风国际（代理配售）	3.07%	49051	11.6		

二、影视：布局较早、较深，业内领先的影视内容供给方

2.1 电影：精品内容产出能力优异，已构建起成熟的内容产出方法论

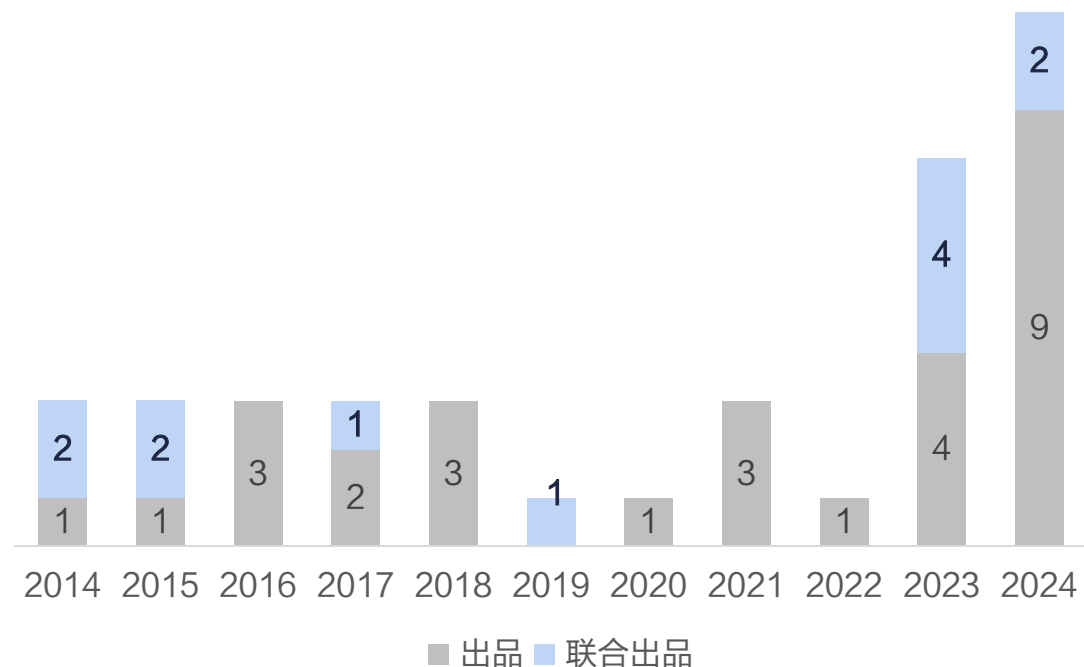
■ 公司出品多部爆款影片，精品内容产出能力优异，已构建起可持续验证的优质影片产出模式。

➢ 公司是一家行业领先的专业影视制作公司，在剧本创作、影视制作、影视宣发、资源整合方向具有较强竞争优势。儒意影业于2006年成立，已孵化了百余部影视作品，代表作包括《你好李焕英》（票房54亿元）、《抓娃娃》（票房33.3亿元）、《送你一朵小红花》《第二十条》等。

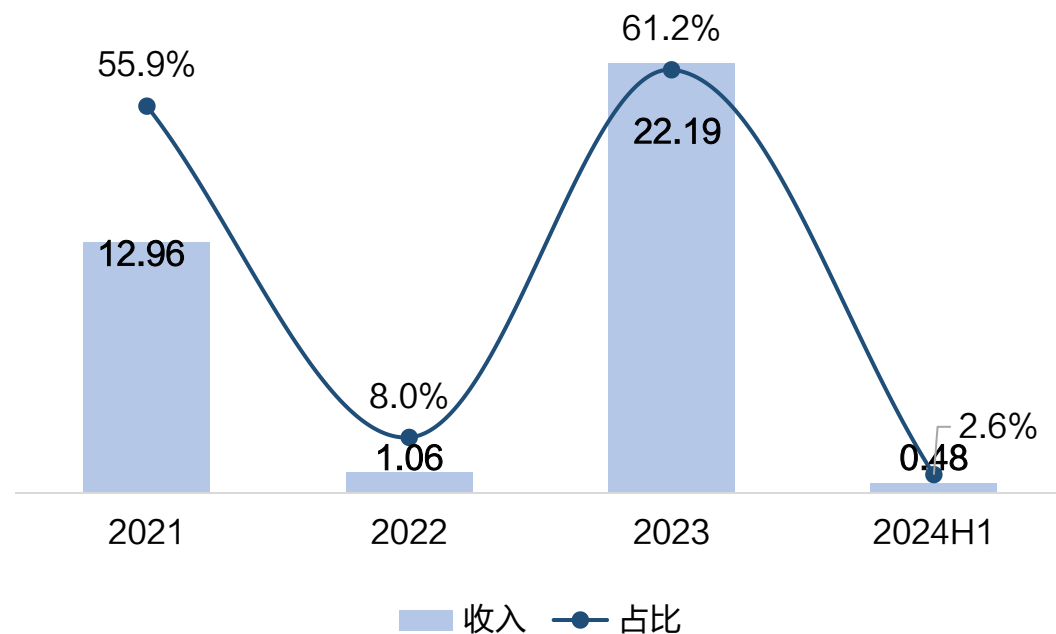
➢ 被恒腾网络收购后产能明显扩张。2023、2024年出品以及联合出品电影为8、11部，而在2021年前每年约为3部。

■ 受影视内容排播节奏和内容表现的影响，公司影视内容制作业务收入波动较为明显。2021/2023年影视内容制作业务收入12.96/22.19亿元，主要系《你好、李焕英》《热烈》《保你平安》等影片贡献；2022年及2024H1，整体电影市场较为疲软，公司上映影片较少，影响收入表现。

图表：公司每年出品/联合出品的电影数量（部）



图表：影视内容制作业务的收入（亿元）及占比



2.1 电影：投资多部爆款电影

图表：公司每年出品/联合出品的票房超过2亿元电影（豆瓣评分截至2025年3月5日）

C	上映时间	类型	导演	主演	公司参与	票房	出品方	豆瓣评分
	2013/4/26	爱情/青春	赵薇	赵又廷、韩庚	联合出品	7.19	华视影视、中国电影、华视娱乐	6.5
	2014/7/10	剧情	肖央	肖央、王太利	出品	2.08	乐视影业、 儒意欣欣 、优酷	5.8
	2014/7/17	爱情	郭敬明	杨幂、柯震东	出品	5.2	-	4.8
	2015/7/9	喜剧/爱情	郭敬明	杨幂、郭采洁	联合出品	4.84	和力辰光、乐视影业、华策影视	5.1
	2015/12/31	喜剧/动作	陈思诚	王宝强、刘昊然	联合出品	8.23	万达影视、骋亚影视	7.7
	2016/7/8	剧情/爱情	周拓如	刘亦菲、金世佳	出品	3.36	华影、 儒意影视	4.4
	2016/12/30	喜剧/爱情	宋晓飞、董旭	肖央、闫妮	出品	6.57	新丽传媒、 儒意接盘侠 、万达影视、猫眼	6.0
	2017/1/30	古装/爱情	赵小丁、安东尼	刘亦菲、杨洋	出品	5.35	光线影业、阿里影业、 儒意影视	4.0
	2017/9/29	剧情/喜剧	大鹏	大鹏、乔杉	出品	4.59	他城影业、 儒意影视 、万达影视	6.6
动物世界	2018/6/29	动作/悬疑	韩延	李易峰、迈克尔	出品	5.09	儒意影视 、火龙果影视、青春光线、腾讯	7.2
	2019/11/8	剧情/历史	罗兰·艾默里奇	艾德·斯克林	联合出品	2.94	中心城邦影片、Centropolis	7.5
	2020/12/31	剧情/家庭	韩延	易烱千玺、刘浩存	出品	14.32	横店影业、联瑞影业、 儒意影视 、中影、猫眼	7.2
	2021/2/12	喜剧	贾玲	贾玲、张小斐	出品	54.13	北京文化、 儒意影视 、猫眼、横店影业、阿里影业	7.7
	2022/7/29	喜剧/科幻	张吃鱼	沈腾、马丽	出品	31.03	开心麻花影业、中影、阿里影业、 儒意影视 、猫眼	6.6
交换人生	2023/1/22	喜剧/家庭	苏伦	雷佳音、张小斐	出品	3.93	儒意影视 、阿里影业、光线影业	5
保你平安	2023/3/10	剧情/喜剧	大鹏	大鹏、李雪琴	出品	7.00	儒意影视 、他城影业、猫眼、淘票票、中影	7.6
	2023/6/22	悬疑/犯罪	崔睿、刘翔	朱一龙、倪妮	联合出品	35.23	壹同传奇影视、淘票票	6.1
热烈	2023/7/28	青春/运动	大鹏	黄渤、王一博	出品	9.13	儒意影视 、他城影业、淘票票、中影、万达电影、猫眼	7.1
	2023/9/28	剧情/历史	陈凯歌	唐国强、王砚辉	联合出品	8.68	中影创意、中影、八一电影制片厂、博纳影业	6.9
	2023/12/29	喜剧/剧情	董润年	大鹏、白客	联合出品	12.92	嘉映春天影业、华影、猫眼、中影、淘票票	8.1
	2024/2/10	喜剧/剧情	韩寒	沈腾、范丞丞	出品	33.60	亭东影业、淘票票、猫眼、博纳、中影、开心麻花、横店、 儒意影视	7.6
	2024/2/10	喜剧/剧情	张艺谋	雷佳音、马丽	出品	24.29	光线影业、最高人民检察院影视中心、 儒意影视 、中影、开心麻花	7.5
	2024/2/10	喜剧/剧情	贾玲	贾玲、雷佳音	联合出品	34.17	新丽传媒、中影、阿里影业	7.5
	2024/2/10	动画/喜剧	林汇达	谭笑、张茗	出品	19.83	华强方特、横店影业、中影、猫眼、万达电影、 儒意影视	6.9
	2024/6/8	喜剧/青春	何念	庄达菲、陈昊宇	出品	2.04	万达影视、猫眼、 儒意影视 、横店影业、华强方特	8.1
	2024/7/16	喜剧/剧情	闫非、彭大魔	沈腾、马丽	出品	33.27	西虹胡同、万达影视、猫眼、开心麻花、 儒意影视 、阿里影业、中影	7.1
逆行人生	2024/8/9	剧情	徐峥	史力嘉、徐峥	出品	3.59	儒意影视 、淘票票、中影、猫眼	6.6
	2024/8/10	动画/喜剧	陈健喜、李佳锴	张喆、杨天翔	出品	4.25	追光影业、万达影视、猫眼、淘票票、中影、 儒意影视 、横店影业	7
	2024/9/30	剧情/战争	陈凯歌	朱一龙、辛柏青	联合出品	12.06	中影、八一电影制片厂、博纳影业	6.7
	2024/12/28	犯罪/悬疑	甘剑宇	肖央、佟丽娅	出品	9.31	壹同传奇影视、万达影视、淘票票、 儒意影视	6.2
	2024/12/31	喜剧/爱情	苏彪	金晨、孙阳	出品	4.44	猫眼、 儒意影视 、万达影视、他城影业	6.7

2.1.1 电影：策划图书起家，在图书版权的开发中沉淀了IP能力

- 儒意以策划图书起家，重视IP版权建设与价值开发，首创图书与影视联动多元深度合作模式。我们认为发展早期在图书策划业务中公司沉淀了对IP的评估、孵化、营销宣传等能力，助力后续公司影视内容制作业务发展。
- 儒意的前身是儒意广告，成立于2006年，主要从事广告业务；于2009年柯利明加入公司后，改名为儒意欣欣，扩展至策划图书业务，拥有青春文学、大众文艺以及影视联动书三大产品线，旗下拥有《致青春》《我们最好的十年》《琅琊榜》《北平无战事》《纸牌屋》等图书版权。儒意欣欣本质上是一家以出版为依托，以IP生产和孵化为核心的内容服务商和提供商。
- 儒意欣欣注重版权建设，深耕优质图书出版与版权转化。进行作者全方位、全版权运营（图书、数字、影视、网剧、手游、海外输出等）；在业内率先成立了IP版权部门，进行内部IP孵化、外部版权代理等专业性工作，最大化开发图书版权价值。
- 在业内首创图书与影视联动多元深度合作模式。2009年起，公司已策划投资了《琅琊榜》《北平无战事》《铁齿铜牙纪晓岚4》《养母》《李春天的春天》《刀客家族的女人》等优质电视剧。

图表：儒意欣欣财务数据

	2013	2014E	2015E
营业收入（百万元）	8.7	200.2	317.3
电影	-	70.6	179.6
电视剧	1.5	90.2	133.5
广告	0.4	0.6	-
其它	6.8	0.2	-
电视剧引入	-	38.6	4.3
营业成本（百万元）	0.1	88.1	132.7
毛利率（%）	99.4%	56.0%	58.2%
归母净利润（百万元）	-0.8	74.3	128.5
归母净利率（%）	-9.2%	37.1%	40.5%

注：预测节点为2014年9月

图表：儒意影业旗下拥有的图书版权

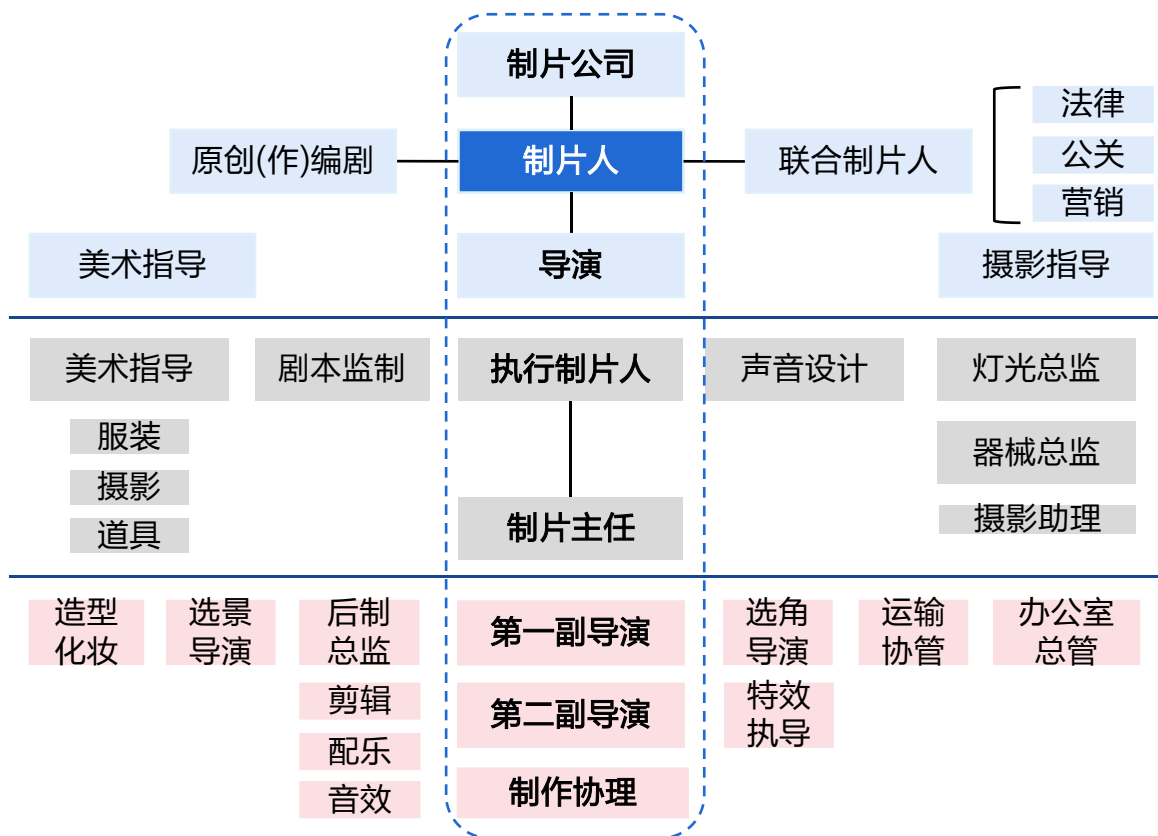
名称	原著作权人	使用范围
《镜》系列(共6卷)	王洋(沧月)	电影改编权, 摄制权
《七夜雪》	王洋(沧月)	电影改编权, 摄制权
《夏有乔木 雅望天堂》(共3卷)	薛赛男(籽月)	改编剧本权, 摄制权, 修改权, 延展权
《原来》	蒋春玲(辛夷坞)	影视改编权
《山月不知心底事》	蒋春玲(辛夷坞)	影视改编权
《许我向你看》	蒋春玲(辛夷坞)	影视改编权
《我在回忆里等你》	蒋春玲(辛夷坞)	影视改编权
《回到明朝当王爷》	魏立军(月关)	改编剧本权、摄制权、修改权
《大争之世》	魏立军(月关)	改编剧本权、摄制权、修改权
《三生三世 十里桃花》	吉琴琴	改编权、表演权、摄制权
《你若安好 便是晴天》	蛋智慧	改编剧本权、摄制权、修改权、延展权
《六朝纪事》	李艳华	电视剧及电影摄制改编权、其他各类作品改编权
《忧国》	黄士翔	电视剧剧本的改编权

2.1.2 电影：采用制作人中心制，追求成本可控、盈利空间可观

- 公司影视制作遵从“制片人中心制”，追求成本可控、盈利空间可观、工业化制作流程可复制。制片人中心制在国外成熟市场广泛应用，强调制片人在电影制作中的绝对决策地位，更注重影片的商业价值和市场效益；而导演中心制则更加强调导演的艺术表达和个人风格。公司是较早践行制片人中心制的企业之一，搭建了自成体系的制片人管理制度，强调通过独特的内容研发角度、成熟的工业化生产流程以及标准化的制片管理体系，最高效地服务导演和主创。

图表：“制片人中心制”图解

“制片人—导演—执行制片—制片主任—副导演”的双矩阵结构



图表：制片人中心制vs导演中心制

01

制片人中心制

- 制片人在电影制作中拥有最高的决策权。制片人负责筹措资金、制定预算、选择剧本和组建摄制组，并在拍摄过程中对导演的艺术创作进行监督和控制。
- 更注重影片的商业价值和市场效益，以满足观众需求、获取最大利润为主要目标。倾向于选择成熟的商业题材和类型，采用流行的叙事模式和视觉风格，强调影片的娱乐性和可观赏性。
- 制片人职责：前期需要负责筛选电影项目；中期需要监督拍摄进度和成本控制，确保影片按照预算和计划进行拍摄；后期需要主导影片的发行、营销等工作，制定营销策略和发行策略。

02

导演中心制

- 强调导演在电影创作中的核心地位。导演负责整体的艺术创作，包括剧本改编、拍摄和后期制作，拥有最终的裁决权。
- 更强调艺术表达和导演个人风格，追求影片的艺术性、思想性和创新性，注重通过电影传达自己对社会、人生、人性等方面的思考和感悟，可能会采用独特的叙事手法、表现形式或艺术风格，不太受商业因素的束缚。
- 导演职责：前期参与剧本创作或对剧本进行修改完善；中期指导演员表演，把控拍摄现场的艺术氛围和创作方向；后期负责影片的剪辑工作。

2.1.3 电影：高管为资深制片人，前瞻性挖掘潜力导演

- 公司董事长柯利明、执行董事张强、前任执行董事陈曦（陈祉希）均为电影业界资深影视制片人，重视人才的挖掘和扶持，前瞻性挖掘了大鹏、贾玲、陈思诚、徐峥等演员转型导演以及程耳、韩延、路阳等新锐导演潜力，成功投资多部爆款。
- 柯利明在早期曾担任赵薇、肖央、陈建斌等处女作的制片人，而由柯利明主导策划了大电影《老男孩猛龙过江》以及背后的宣传曲《小苹果》，《小苹果》迅速成为全民“无限循环”广场舞和“洗脑神曲”。
- 陈祉希从演员转型制片人，具有丰富的影视制片经验，曾担任徐峥/大鹏/陈思诚/贾玲处女作的制片人，票房大卖；作为制片人与大鹏合作了6部电影，合计票房超30亿，绑定颇深。与程耳、韩延、路阳等新锐导演合作，挖掘创作潜力。
- 较早切入喜剧/剧情题材，深度合作喜剧演员（贾玲、大鹏、李雪琴等），跑通喜剧赛道商业化模式，以小成本喜剧收获高票房收益。

图表：陈祉希作为制片人的部分电影

电影	上映时间	类型	导演	职位	票房（亿元）	陈祉希参与角色	陈祉希担任角色
边境风云	2012/8/17	剧情/犯罪	程耳	新锐导演	0.29	-	制片人
人在囧途之泰囧	2012/12/12	喜剧/冒险	徐峥	演员转导演	12.70	-	制片人
煎饼侠	2015/7/17	喜剧	大鹏	演员转导演	11.60	-	制片人
唐人街探案	2015/12/31	喜剧/动作	陈思诚	演员转导演	8.23	出品	制片人
缝纫机乐队	2017/9/29	剧情/喜剧	大鹏	演员转导演	4.59	出品	制片人
动物世界	2018/6/29	动作/悬疑	韩延	新锐导演	5.09	出品	制片人
吉祥	2018/11/10	剧情/家庭	大鹏	演员转导演	-	出品	制片人
送你一朵小红花	2020/12/31	剧情/家庭	韩延	新锐导演	14.32	出品	监制
吉祥如意	2021/1/29	剧情/家庭	大鹏	演员转导演	0.14	出品	制片人
你好，李焕英	2021/2/12	喜剧	贾玲	演员转导演	54.13	出品	总制片人
独行月球	2022/7/29	喜剧/科幻	张吃鱼	新锐导演	31.03	出品	总监制
交换人生	2023/1/22	喜剧/家庭	苏伦	新锐导演	3.93	出品	总制片人
保你平安	2023/3/10	剧情/喜剧	大鹏	演员转导演	7.00	出品	总制片人
热烈	2023/7/28	青春/运动	大鹏	演员转导演	9.13	出品	总制片人
飞驰人生2	2024/2/10	喜剧/剧情	韩寒	作家转导演	33.60	出品	总策划
我才不要和你做朋友呢	2024/6/8	喜剧/青春	何念	新锐导演	2.04	出品	总监制
我们生活在南京	筹备中	科幻/剧情	路阳	新锐导演	未上映	-	总制片人

注：蓝色底色为导演的处女作

图表：柯利明作为制片人的部分电影

电影	上映时间	类型	导演	职位	票房（亿元）	柯利明参与角色	陈曦参与角色
致我们终将逝去的青春	2013/4/26	爱情/青春	赵薇	演员转导演	7.19	制片人	出品
老男孩猛龙过江	2014/7/10	剧情	肖央	歌手转导演	2.08	制片人	出品
小时代3	2014/7/17	爱情	郭敬明	作家转导演	5.2	制片人	出品
小时代4	2015/7/9	喜剧/爱情	郭敬明	作家转导演	4.84	制片人	出品
一个勺子	2015/11/20	剧情/喜剧	陈建斌	演员转导演	0.23	制片人	出品
唐人街探案	2015/12/31	喜剧/动作	陈思诚	演员转导演	8.23	联合制片人	出品
缝纫机乐队	2017/9/29	剧情/喜剧	大鹏	演员转导演	4.59	制片人	出品
吉祥如意	2021/1/29	剧情/家庭	大鹏	演员转导演	0.14	制片人	出品
你好，李焕英	2021/2/12	喜剧	贾玲	演员转导演	54.13	制片人	出品

2.1.4 电影：牵手万达，向产业链上游衍生，整合资源，加强协同

- 儒意系以44.17亿元对价接手万达投资100%股权，儒意影视通过万达投资间接控制万达电影9.8%股权，柯利明成为万达电影实控人。
 - 2023年7月，万达文化集团将万达投资49%股权以22.62亿元转让给儒意影视（由中国儒意协议控制），万达投资持有万达电影20%股权。
 - 2023年12月，万达文化集团等各方将万达投资的51%股权以21.55亿元转让给儒意投资（柯利明100%持股），柯利明成为万达电影实控人。
 - 中国儒意前执行董事、儒意影视前总裁陈曦（陈祉曦）任万达电影董事长兼总裁；原儒虎添意影业总经理杨海任万达影视总经理。
- 收购万达投资完善公司全产业链布局，双方业务有望协同、多点开花。渠道端，万达电影为国内影投第一，截至2024Q3末，国内直营影院/银幕为707家/6149块，2024年影投票房市占率为14.9%；且积累了自有会员资源、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力；内容端，万达电影曾孵化出《唐探》、《误杀》等系列爆款单元，电影投资制作经营成熟，双方有望实现资源共享。

图表：公司和万达电影出品的影片（收购万达投资后）

电影	上映时间	类型	导演	票房（亿元）	出品方	发行方
我才不要和你做朋友呢	2024/6/8	喜剧/青春	何念	2.04	万达、猫眼、儒意	万达、猫眼
抓娃娃	2024/7/16	喜剧/剧情	闫非、彭大魔	33.27	西虹胡同、万达、猫眼、开心麻花、儒意	万达、猫眼
白蛇：浮生	2024/8/10	动画/喜剧	陈健喜、李佳锴	4.25	追光影业、万达、猫眼、淘票票、中影、儒意	万达
误杀3	2024/12/28	犯罪/悬疑	甘剑宇	9.32	壹同传奇、万达、淘票票、儒意	万达、壹同
“骗骗”喜欢你	2024/12/31	喜剧/爱情	苏彪	4.45	猫眼、儒意、万达、他城影业	猫眼
唐探1900	2025/1/29	喜剧/动作	陈思诚、戴墨	34.39	壹同、万达、猫眼、儒意	万达、猫眼、壹同

图表：公司前高管在万达电影履职情况（截至2025年3月17日）

姓名	职务	年龄	学历背景	工作经历
陈曦	董事长、总裁	43	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年起历任儒意影视总裁、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。
龚峤	董事	43	-	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。
杨海	监事会主席	37	上海体育大学新闻学学士	2011年在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。

2.1.5 电影：储备片单丰富，IP、导演、演员阵容值得期待

■ 公司储备片单丰富，《蛮荒禁地》（曹保平导演、易烱千玺、黄渤等主演）、《长安的荔枝》（大鹏导演，定档2025年7月25日）、《我们生活在南京》（路阳导演，大热科幻IP）等；此外，有望与万达电影资源协同，参与投资片单，万达电影储备有《转念花开》《寒战1994》等影片。

图表：公司储备电影片单（标蓝为核心影片）

电影	进展	类型	导演	编剧	主演	出品方
离婚365次	2014年备案	剧情	-	陈聪	-	北京儒意
单身狗的自我修养	2015年备案	剧情	-	万颖	-	-
愁富者联盟	2015年备案	剧情	-	刘宣岐	-	-
敢问路在何方	2015年备案	奇幻	韩延	刘宣岐、许佳春	六小龄童、马德华	-
代号白云	2015年备案	剧情	-	刘智奇	刘智奇	-
晋阳三尺雪	2016年备案	科幻	韩轶	汪超	-	拉近影业
人人都爱查尔斯	2016年备案	科幻	钱宁黄	汪超	大鹏、杨幂、张若昀	拉近影业
自生塔	2024年备案	喜剧/家庭	周侯衡	周侯衡	-	-
了不起的喜央央	2021年备案	剧情	-	张玥珊	-	-
从告白、到告别	2021年备案	剧情/爱情	-	郝文玲	-	-
人生整理师	2023年备案	剧情	-	杨爽	-	-
那家伙的一生	2023年备案	-	-	张乙	井柏然、文琪	-
全职儿女	2023年备案	剧情	-	刘子琪	-	-
包公传-铡美案	2023年备案	动画	昊楚圻	昊楚圻	-	-
包公传-喋血帽妖传	2023年备案	动画	昊楚圻	昊楚圻	-	-
包公传-猫鼠同盟	2023年备案	动画	昊楚圻	昊楚圻	-	-
西游记真假美猴王	2023年备案	动画/奇幻	赵霁、张科	李宇阳	六小龄童、马德华	-
我和妈妈的三十岁男友	2024年备案	-	-	王一舟	-	-
鉴男恋爱手册	2024年备案	-	-	侯晨伟	-	-
千万别打开那扇门	2025年备案	-	-	姚京川、罗汝洁	-	-
一只叫薛定谔的猫	筹备中	动画/奇幻	宋岳峰	-	-	儒意、友梦、上章鱼文化
淑女的品格	筹备中	-	-	-	-	-
我们生活在南京	筹备中	科幻/剧情	路阳	-	-	万达、儒意、自由酷鲸
倒戈刺	筹备中	剧情/喜剧	王学博	-	井柏然、李荣浩	儒意、突燃影业、猫眼、元气互娱
蛮荒禁地	预计2025年	-	曹保平	-	易烱千玺、黄渤、张译	万达、博纳、儒意、猫眼
长安的荔枝	定档2025年7月25日	剧情/古装	大鹏	-	-	爱美影视、猫眼、儒意、万达、他城影业

2.2 剧集：爆款精品剧集制造机

■ 公司较早切入电视剧业务，早期以参投为主。2014年开始加大电视剧业务投入，利用前期积累的图书IP资源，采用高举高打模式，与大导演（孔笙、郑晓龙等）、大编剧（刘和平、高满堂等）、大团队（侯鸿亮团队）合作，推出了《北平无战事》《琅琊榜》《芈月传》等多部精品剧集，斩获了飞天奖、白玉兰、金鹰等多项荣誉。近年来，公司推出了《追风者》《我的阿勒泰》等高评分、高热度电视剧。储备有剧集《黑夜告白》已杀青，《检察官与少年》《与晋长安》《非我倾城》《神探宋医官》《汉相张良》《我与梦想谈恋爱》等筹备中。

图表：公司投资的电视剧项目

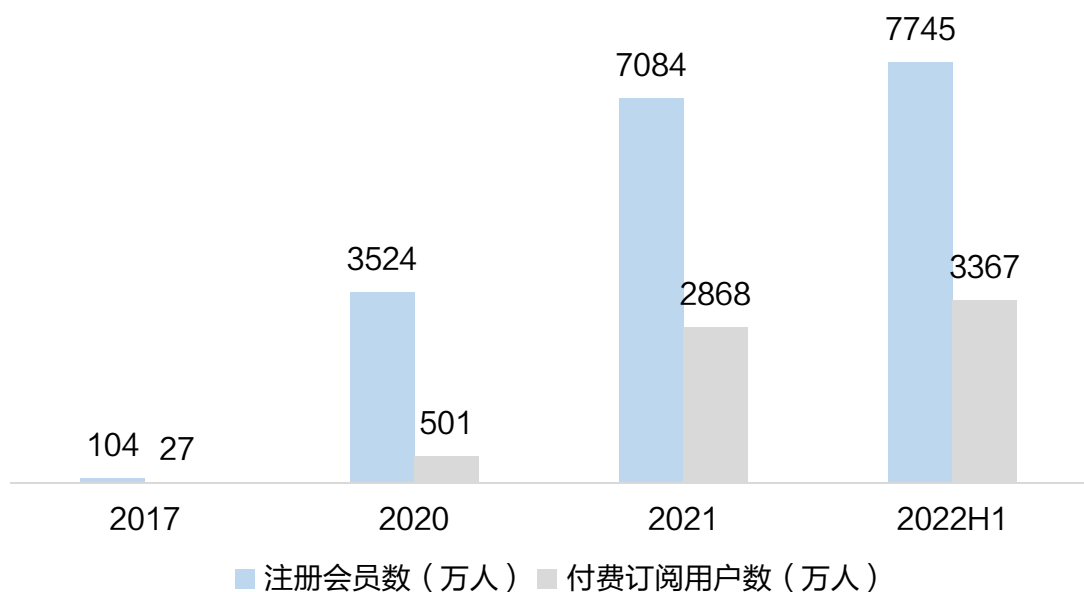
名称	上线时间	类型	导演	编剧	主演	上线平台	豆瓣评分	获奖情况
北平无战事	2014/10/6	军旅/战争	孔笙、李雪等	刘和平等	刘烨、陈宝国	腾讯视频、优酷	8.9	飞天4项、白玉兰1项、金鹰1项
左手劈刀	2015/8/26	军旅/战争	连奕名、李印	王学伟、赵小飞	管乐、斯琴高娃	腾讯视频、优酷、爱奇艺、搜狐视频	4.7	-
琅琊榜	2015/9/19	古装/历史	孔笙	海宴	胡歌、刘涛、王凯	北京卫视、东方卫视、爱奇艺、腾讯视频、优酷	9.4	飞天2项、白玉兰3项、金鹰2项
芈月传	2015/11/30	传奇/古装	郑晓龙	蒋胜男、王小平	孙俪、黄轩	腾讯视频、芒果TV、乐视视频	6.2	白玉兰3项、金鹰3项
国民大生活	2017/10/9	爱情/都市	夏晓昀	王丽萍、鲁琦	郑恺、袁姗姗	腾讯视频、爱奇艺	4.1	-
爱情的边疆	2018/5/8	年代/爱情	毛卫宁、张彤	高满堂、李洲	殷桃、王雷	腾讯视频、优酷、爱奇艺、芒果TV	6.7	白玉兰2项
归去来	2018/5/14	爱情/都市	刘江	高璇、任宝茹	唐嫣、罗晋	优酷、爱奇艺	5.3	白玉兰3项（提名）
原来你还在这里	2018/11/6	爱情/都市	林玉芬、余翠华	金国栋	杨子姗、韩东君	优酷	6.7	-
老中医	2019/2/21	年代/传奇	毛卫宁、张彤	高满堂、李洲	陈宝国、冯远征	优酷、爱奇艺	5.8	-
老酒馆	2019/8/26	年代/传奇	刘江	高满堂、李洲	陈宝国、秦海璐	江苏卫视	7.0	飞天3项、白玉兰1项、金鹰3项（提名）
大宋宫词	2021/3/20	古装/爱情	李少红	张永琛、赵小鹏等	刘涛、周渝民	江苏卫视、腾讯视频、优酷、爱奇艺	3.8	-
新居之约	2022/4/28	爱情/都市	余淳	相月红	潘粤明、王鸥	cctv-1、腾讯视频	5.6	-
星汉灿烂·月升沧海	2022/7/5	古装/剧情	费振翔	-	吴磊、赵露思	北京卫视、江苏卫视、腾讯视频	7.7	-
情满九道弯	2023/2/17	剧情	刘家成	王之理	韩东君、热依扎	湖南卫视、优酷	5.1	-
乐游原	2023/11/6	剧情/爱情	郑伟文	匪我思存	许凯、景甜	腾讯视频	6.9	-
大唐狄公案	2024/2/6	悬疑/古装	李云亮、侯京龙等	京榆等	周一围、王丽坤	CCTV-8、优酷	5.3	-
追风者	2024/3/21	剧情/动作	姚晓峰、李宁	翁良平	王一博、李沁	CCTV-8、浙江卫视、爱奇艺	7.8	白玉兰奖3项（提名）、金鹰奖1项（提名）
微暗之火	2024/4/27	剧情/悬疑	姚晓峰	毛云飞	童瑶、张新成	CCTV-8、优酷	7.1	-
我的阿勒泰	2024/5/7	剧情	滕丛丛	滕丛丛、彭奕宁	马伊琍、周依然	CCTV-1、CCTV-8、北京卫视、江苏卫视、爱奇艺	8.9	-
无所畏惧	2025/1/26	剧情/都市	谭嘉言	赵冬苓	热依扎、王阳	CCTV-8、浙江卫视、爱奇艺	6.6	-

三、流媒体：国内领先的垂直会员订阅制流媒体，经营稳健

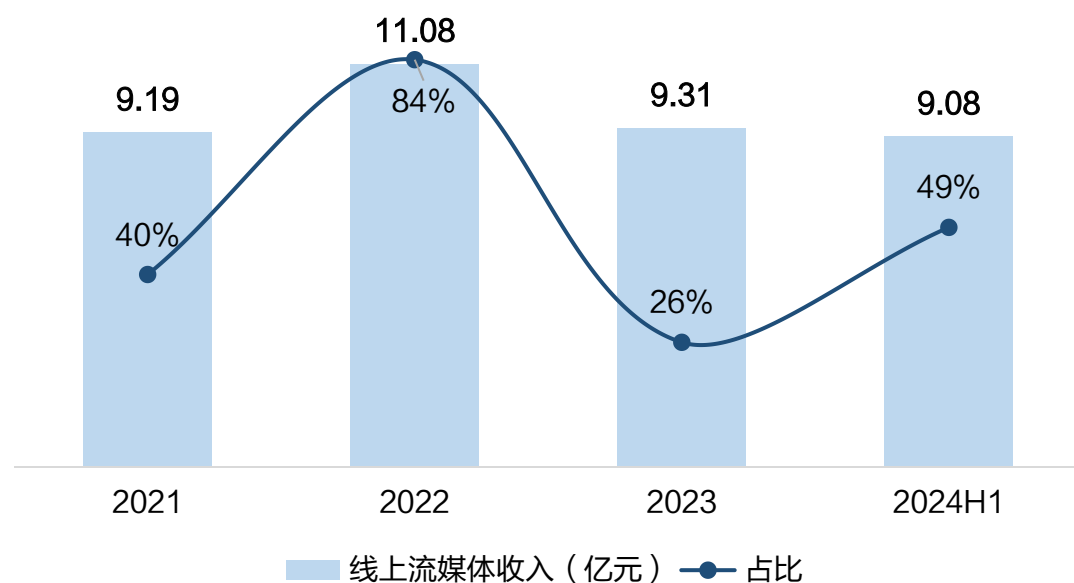
3.1 定位纯会员订阅制，付费用户增长快

- 南瓜电影以“中国版Netflix”为定位，采用纯付费、无广告的商业模式，为国内领先的会员订阅制长视频平台。南瓜电影收入稳健，2021-2023年维持在9-11亿元左右，2024H1与2023年全年水平相当。
- **商业模式：**效仿Netflix，采用纯会员订阅制度，无广告、纯付费入口，此外部分电影内容设置了点播模式，需单独付费才能观看，单片价格12元或16个南瓜籽，南瓜籽通过观影、发布影评、开通会员等方式获取，仅用于观看点播内容。而国内主流的视频平台采用会员订阅+广告服务的商业模式，如芒果TV/爱奇艺2023年的广告收入占比约为33%/20%。
- **会员数量：**截至2022H1末，南瓜电影注册会员数7745万人、付费用户数3367万人，同比增长25%/37%，而2017年末仅104/27万人。付费会员数量增长较快，但相较于国内其他长视频平台而言，南瓜电影会员数量仍较低，2021年末奈飞、腾讯视频、爱奇艺、芒果TV为2.22/1.24/0.97/0.5亿，为南瓜电影的7.7/4.3/3.4/1.8倍，未来南瓜电影会员数仍有增长空间。

图表：南瓜电影注册会员数以及付费订阅用户数



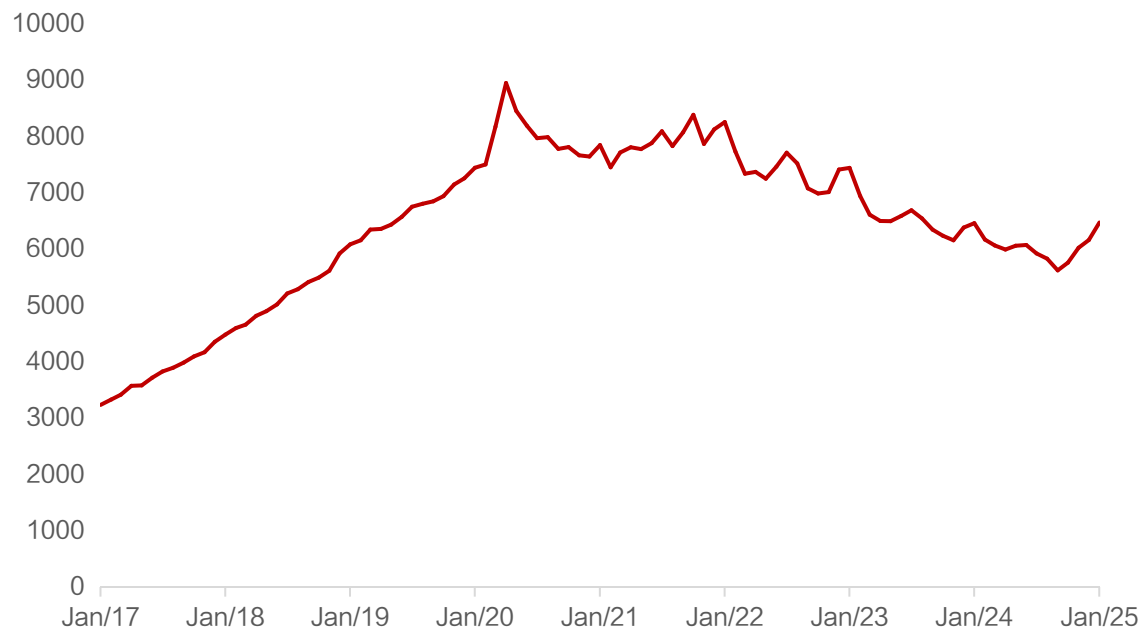
图表：线上流媒体收入（亿元）及占比



3.1 定位纯会员订阅制，付费用户增长快

- **定价策略：**南瓜电影会员定价相对较低，前期推广折扣活动较多。根据统计，目前南瓜电影有三种定价模式：月卡15元、季卡45元、年卡165元，新注册会员可免费赠送7天会员，而国内主流视频平台一般月卡为30元，季卡78元，为南瓜电影的2/1.7倍。而奈飞目前在美国地区采取3种定价模式：Standard with Ads 7.99美元、Standard 17.99美元、Premium 24.99美元，定价较高。国内四大主流视频平台定价模式更加多元，除了VIP会员外，还推出了连续包月/季/年以及SVIP等会员模式。
- **活跃用户：**根据SnsorTower，南瓜电影日活数十万级别，2022年开始出现明显下滑，2024年开始企稳，月均DAU维持在9万左右；而奈飞日活千万级别，2022出现短暂下滑后，维持在6000万左右。
- **ARPU：**根据测算，2022H1南瓜电影月均ARPU约为3元，而2022年芒果TV的月均ARPU约为6元（约2倍），奈飞约为12美元（近30倍）。

图表：奈飞的月均DAU（万）



注：Sensor Tower数据仅统计ios和谷歌应用商店渠道

图表：主流视频平台会员价格对比（*为含折扣）

视频平台	会员类型	月卡（元）	季卡（元）	年卡（元）
南瓜电影	极享会员	15	45	165
优酷	VIP会员	30	78	118*
腾讯视频	VIP会员	30	60	178
爱奇艺	黄金VIP	30	78	198*
芒果TV	会员	30	78	248

奈飞会员类型	Standard with Ads	Standard	Premium
会员价格（美元）	7.99	17.99	24.99

注：带*数据表明该价格为折扣后的优惠价

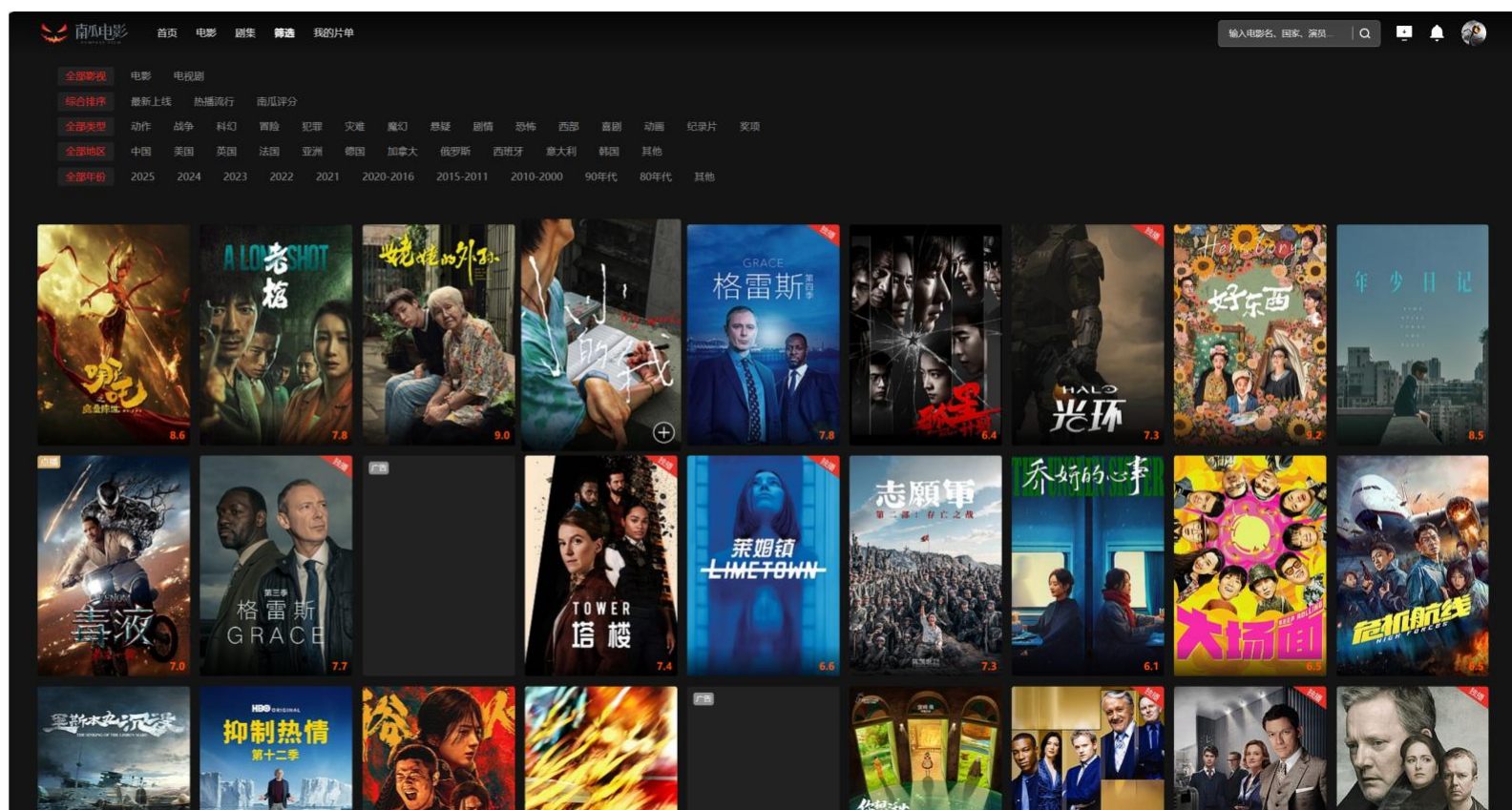
3.2 内容版权不断扩展，与股东腾讯战略合作

- 腾讯加持、扩大内容版权。南瓜电影在成立之初走差异化路线，主打英美剧、国外恐怖电影的“惊悚恐怖专题电影”的长视频平台。2021年，儒意影业被收购后，南瓜电影内容品类开始向外拓展，现已涵盖科幻、动作、战争、犯罪等14个品类，拥有100万+影视版权。公司于2021年4月与腾讯签署合作协议，即日起至2025年12月腾讯向南瓜电影平台提供目标影视作品，采取会员收入分账方式结算，预计2021/2022/2023年每年最高交易金额为4100/9950/16950万元。

图表：南瓜电影APP



图表：南瓜电影官网



3.3 强社区属性，成立AI实验室，积极部署AI应用

- 定位为“南瓜比你更懂你”，打造电影社区，强互动性。（1）南瓜电影一直致力于以科技赋能精准算法以用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，定位为“南瓜比你更懂你”。（2）打造电影社区，互动性强。在APP设置了影评大厅、趣点等功能，可以关注自己感兴趣的用户，在影评大厅可以与其他用户进行交流；用户也可以根据喜好和观影习惯自建片单。此外，设置南瓜籽规则，通过发布影评、充值会员、观影等可获取南瓜籽，可以兑换点播影片。
- 科技赋能，提升用户体验。2023年成立AI科技实验室，可通过应用AI技术，完成剧本创作、角色塑造、场景设计、特效生成、音乐创作等。2023年10月，推出了国内首款专注极致观影体验AR眼镜，由南瓜电影自主研发，定价3499元，配有专注于电影的3D观影智能终端。

图表：南瓜电影APP



图表：南瓜电影AI科技实验室布局方向

布局方向	具体内容
剧本创作和改 进	通过词向量表示、情感分析以及剧情流预测等算法，让系统能够识别出剧本中的情感高潮、转折点以及潜在剧情线索；通过引入生成式预训练模型，生成符合剧本风格和主题要求的对白和台词，极大地丰富了剧本的创作空间。
角色塑造与演 员选择	运用计算机视觉和机器学习技术，对演员的面部表情、肢体语言以及声音特征进行多维度的分析，通过构建角色特征向量和演员特征向量，实现了角色与演员之间的精准匹配。通过3D建模创作出接近演员本尊的虚拟人，配合模型驱动，可以进行一定范围的虚拟人实景互动。
影视剧音乐创 作	利用音乐生成算法和深度学习模型，自动生成符合剧情氛围的音乐作品。通过对大量音乐数据的分析和学习，系统能够掌握不同风格、情感的音乐特征，并根据剧情需要自动生成背景音乐、主题曲等。
场景设计与特 效生成	借助三维建模、渲染以及物理引擎等技术，实现了对影视场景的逼真模拟。此外，还利用计算机图形学（CG）技术，对特效进行高精度合成和渲染，为观众带来震撼的视觉效果。

四、游戏：自研+发行两手抓，构筑新增长曲线

4.1 收入高速增长，储备大IP改编游戏值得期待

■ 深耕SLG赛道和IP改编的研运一体化的综合型游戏公司，发展仅3年时间，业务实现快速增长。

- 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，于2022年3月成立，2024年收购了有爱互娱100%股权，增强研发实力。游戏业务快速发展，2024H1公司游戏业务收入8.65亿元（YOY+1892%），收入占比从2023年的12%提升至47%。
- 2022年发行了2款游戏（4X策略《乱世逐鹿-风起三国》、MMORPG《传奇天下》）。上线后不到2个月，《乱世逐鹿-风起三国》累计注册达134万，充值超1亿元。2024年发行了3款游戏（MMORPG《仙境传说：爱如初见》、4X策略《世界启元》、街机体育《排球少年：新的征程》），根据Sensor Tower，这三款游戏预估净流水为1717/1321/237万美元。

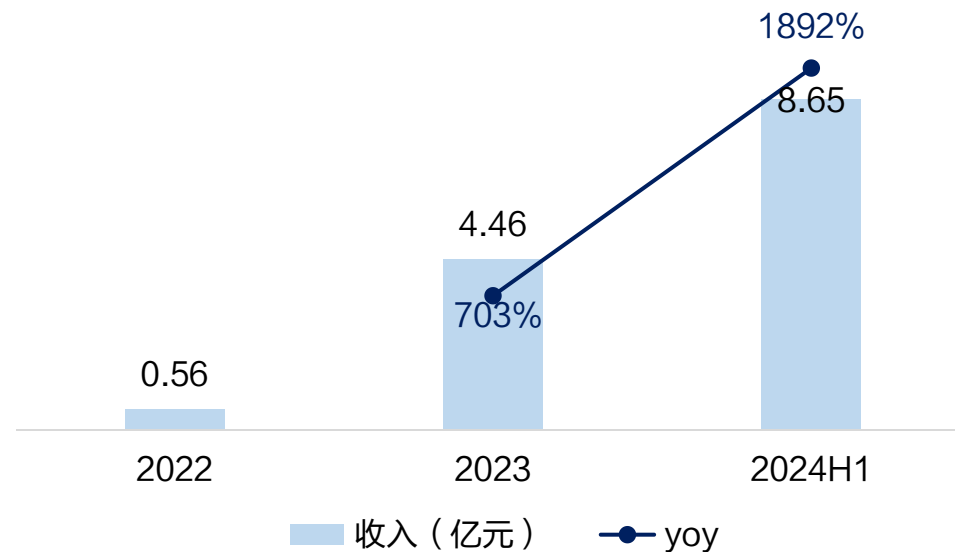
■ 储备大IP改编游戏值得期待。英雄主题赛季制战争策略游戏《荒野国度》已于2025年2月底上线，官网预约数超500万。自由奇幻武侠MMO游戏《大奉打更人》预计于2025年3月上线，官网预约数已超750万；星际科幻题材战争策略游戏《群星纪元》预计于2025年4月上线。

图表：公司已发行游戏和储备游戏

已发行游戏	上线时间	类型	发行地区	研发商	下载量(万)	净流水(万美元)
乱世逐鹿-风起三国	2022/5/19	4X策略	中国大陆	TopJoy (腾讯持股30%)	41	974
传奇天下	2022/6/28	MMORPG	中国大陆	盛趣游戏北斗工作室 (腾讯持股10%)	22	277
仙境传说：爱如初见	2024/3/25	MMORPG	中国大陆	欢乐互娱	80	1717
世界启元	2024/7/15	4X策略	中国大陆	腾讯北极光工作室	125	1321
排球少年：新的征程	2024/11/6	街机体育	中国大陆	火帧工作室 (腾讯持股10%)	61	237
荒野国度	2025/2/27	英雄战争策略	中国大陆	圆桌工作室	-	-

储备游戏	预计上线时间	类型	研发商	官网预约(万)
大奉打更人	2025/3/19	自由奇幻武侠MMO游戏	成都时雨互娱	757
群星纪元	2025/4/17	星际科幻题材战争策略游戏	卡布姆游戏 (腾讯持股20%)	-
偃武	-	三国战阵对抗即时战略手游	广州彩蛋游戏 (腾讯持股25%)	22

图表：公司游戏业务收入（亿元）及YOY



注：下载量和净流水数据截至2025年1月31日，官网预约数截至2025年2月27日，Sensor Tower数据仅统计ios和谷歌应用商店渠道，且净流水扣除30%渠道分成。

4.1 收入高速增长，储备大IP改编游戏值得期待

图表：净流水（万美元）

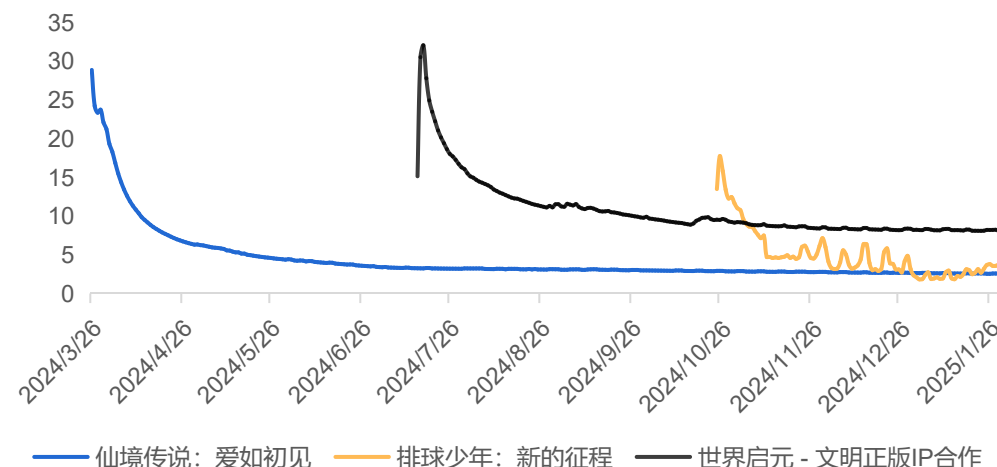
游戏	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
乱世逐鹿-风起三国	482.81	194.10	88.67	56.78	55.17	42.25	25.40	22.40	5.10	1.21	-
仙境传说：爱如初见	-	-	-	-	-	-	-	161.14	963.09	340.73	222.58
排球少年：新的征程	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	201.49
世界启元	-	-	-	-	-	-	-	-	-	840.75	389.51
传奇天下	-	162.08	42.62	24.75	17.30	8.88	3.65	3.86	3.15	7.75	2.54

图表：下载量（万）

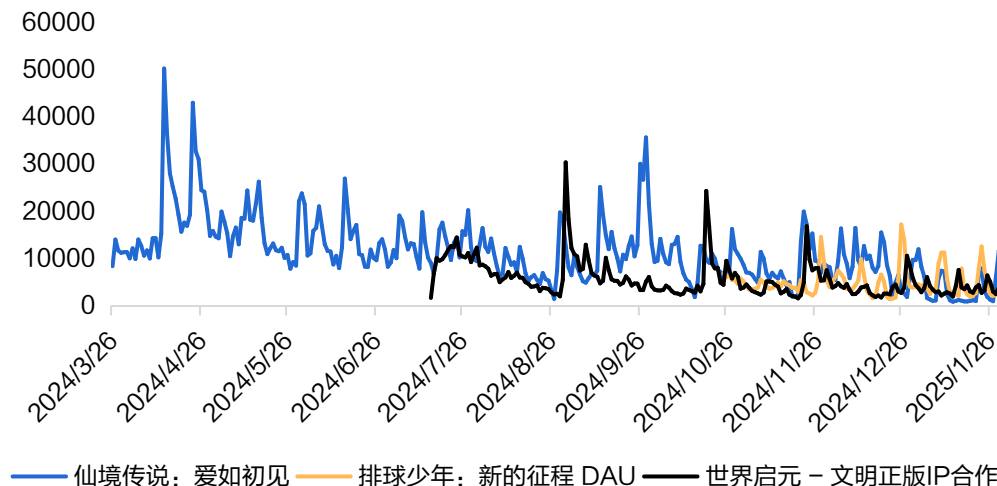
游戏	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
乱世逐鹿-风起三国	32.76	3.88	2.24	1.05	0.63	0.23	0.15	0.12	0.12	0.06	-
仙境传说：爱如初见	-	-	-	-	-	-	-	64.53	13.20	1.48	0.53
排球少年：新的征程	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	59.57
世界启元	-	-	-	-	-	-	-	-	-	106.37	15.46
传奇天下	-	18.62	1.17	0.64	0.65	0.21	0.22	-	-	-	0.01

注：全部数据截至2025年1月31日，Sensor Tower数据仅统计ios和谷歌应用商店渠道，且净流水扣除了30%渠道分成

图表：DAU（万）



图表：ARPPDAU（美元）

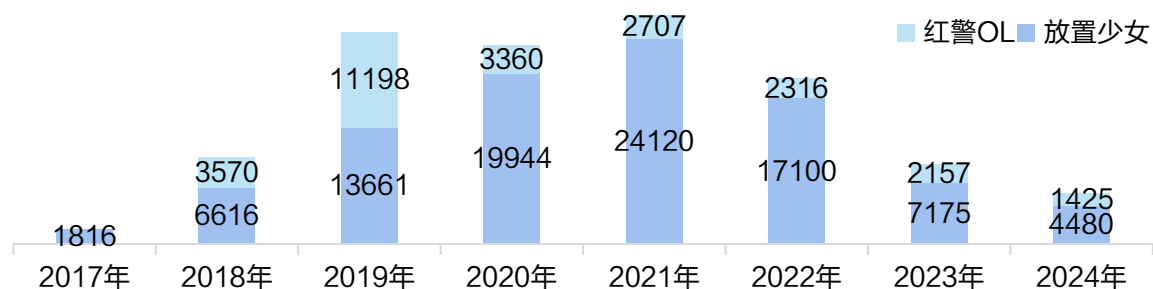


4.2 收购有爱互娱，增强研发实力

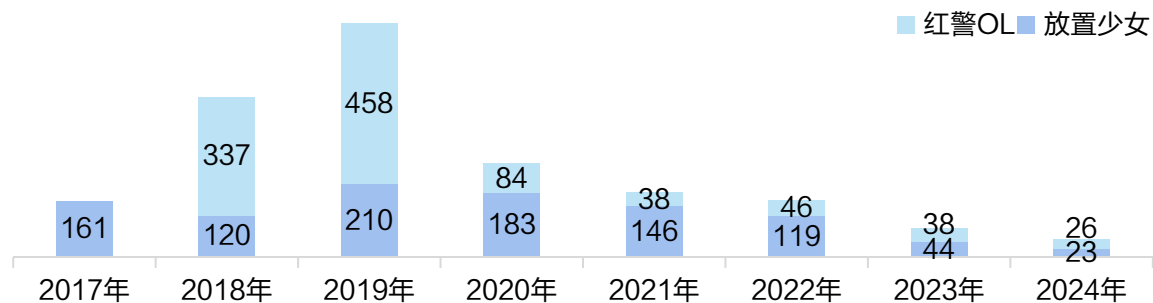
■ 2024年5月，公司以2.59亿元的对价收购字节旗下公司有爱互娱100%股权。

- ✓ 有爱互娱于2011年成立，是集研发、运营、发行业务为一体的综合型移动游戏公司，主攻二次元RPG和策略游戏品类，旗下有《放置少女》《红警OL》《我欲封天》《全民挂机》等游戏，2021/2022年除税后利润443/289万元。
- ✓ SLG游戏《红警OL》于2018年10月上线，由腾讯发行，是唯一获得EA正版授权的红警手游，长期保持在畅销榜前100名，建立了稳固的用户盘，是一款长线运营的优质产品。根据Sensor Tower，截至2025年1月底，《红警OL》累计净流水2.54亿美元。
- ✓ 二次元放置RPG手游《放置少女》于2017年3月上线，由公司自行发行，主攻日本市场，曾多次登顶日本卡牌游戏免费榜，验证了有爱互娱的海外发行能力。根据Sensor Tower，截至2025年1月底，《放置少女》累计净流水9.2亿美元。

图表：净流水（万美元）

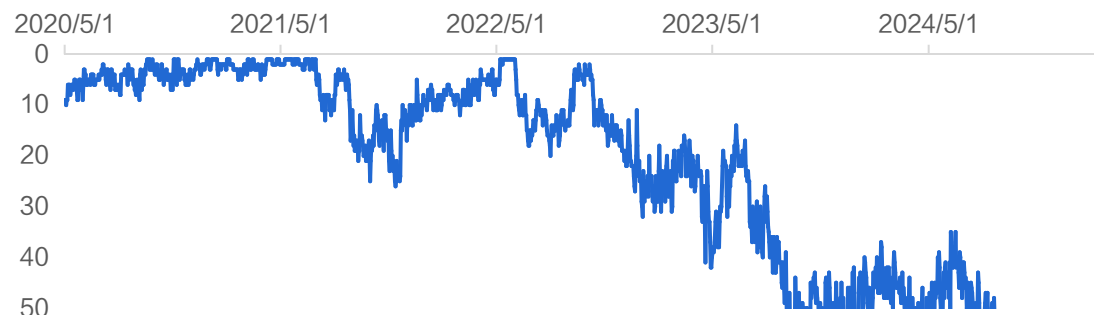


图表：下载量（万）

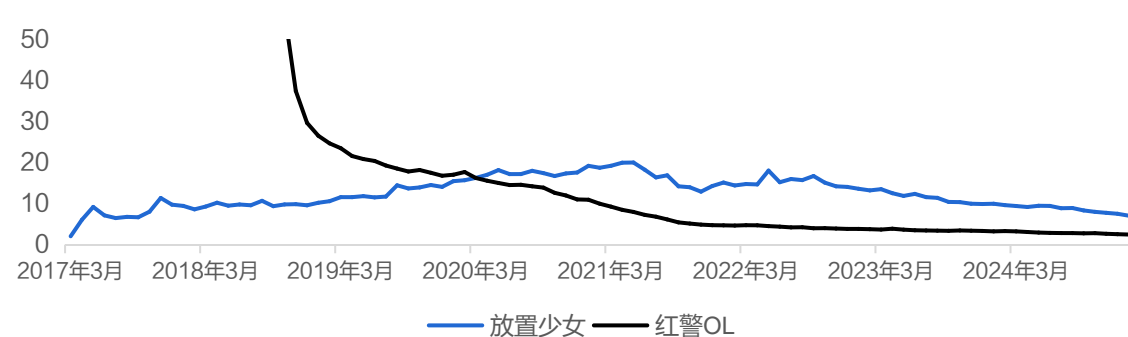


注：Sensor Tower数据仅统计ios和谷歌应用商店渠道，且净流水扣除了30%渠道分成

图表：《放置少女》日本iOS端卡牌游戏（免费）榜排名



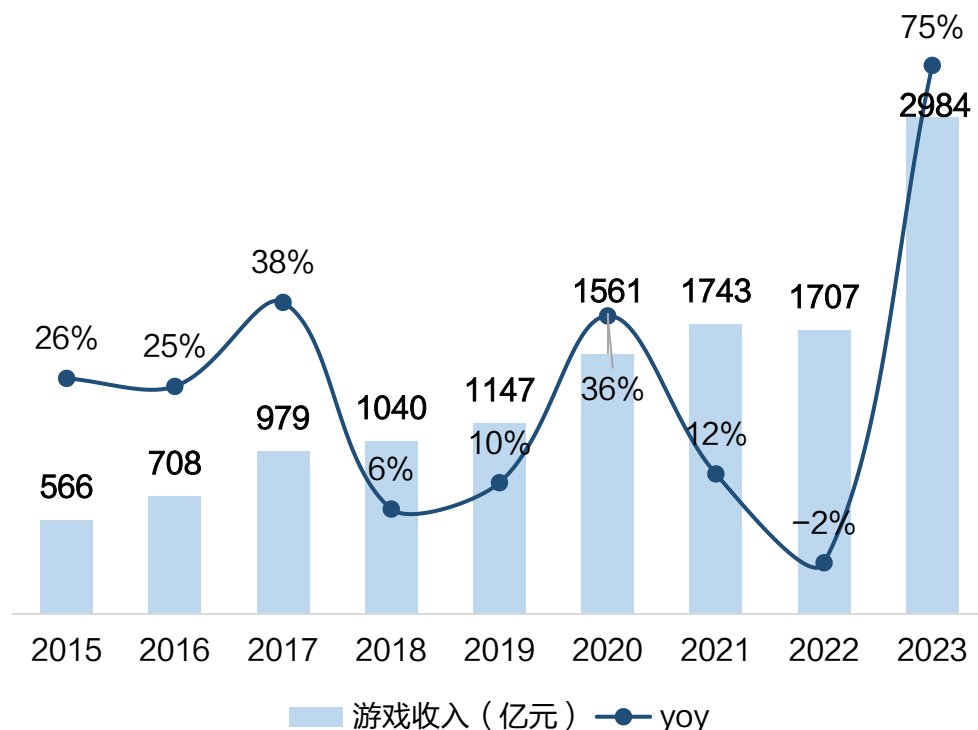
图表：月均DAU（万）



4.3 与腾讯在代理发行、运营、营销等方向深度合作

- 与腾讯在代理发行、运营、营销等方向深度合作，公司已发行的6款游戏中有3款为腾讯投资公司研发、1款为腾讯工作室自研。
 - 2022年1月，景秀游戏与腾讯签订为期3年的合作协议，约定腾讯于中国内地向公司旗下游戏产品提供技术服务和渠道推广服务，首款合作游戏为《传奇天下》。2022-2024年每年合作金额上限分别为3/4/5亿元。2023年2月，进一步深化合作，合作内容为：（1）腾讯授权景秀发行及运营腾讯游戏；（2）与腾讯共同发行/运营游戏；（3）景秀向腾讯提供营销服务。2023-2025年每年公司应付腾讯总额上限10亿元、应收腾讯总额上限7亿元，后调整2023-2025年应收上限为12/13/13亿元。
- 腾讯旗下游戏的发行工作主要由天美、光子等内部研发工作室承担，此外还包括景秀等外部团队，儒意有望成为腾讯外部核心发行商。

图表：腾讯游戏业务收入及yoy



图表：腾讯储备游戏

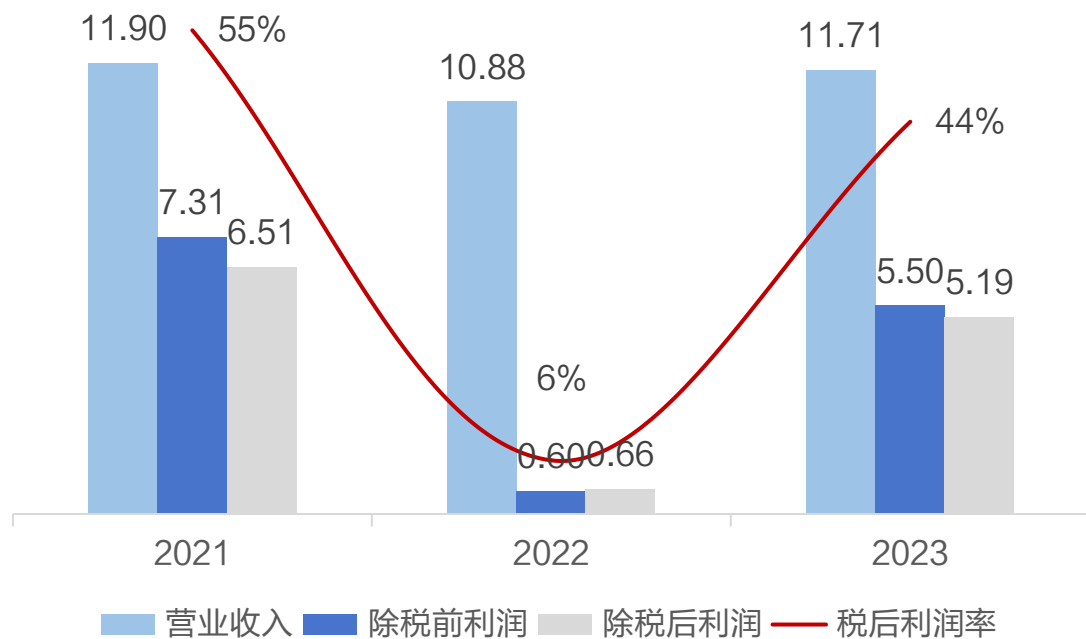
主要产品	类型	题材	上线地区	版号获取	玩法留存测试	付费测试
王者荣耀：世界	开放世界	王者IP	全球	✓	✓	
星之破晓	英雄动作	王者IP	国内	✓	✓	
洛克王国：世界	开放世界 收集+冒险	洛克王国IP	国内	✓	✓	✓
逆战：未来	合作闯关射击	逆战IP	国内	✓	✓	
美职篮全明星	篮球竞技	NBA授权	国内	✓	✓	✓
热血美职篮	篮球实时竞技	NBA授权	国内	✓	✓	
异人之下	3D动作	国漫IP	国内	✓		
彩虹六号	战术射击	育碧授权	国内	✓		
洛克人11	动作+平台	CAPCOM授权	国内	✓		

4.4 收购QQ炫舞背后公司永航科技30%股权，有望增厚公司业绩

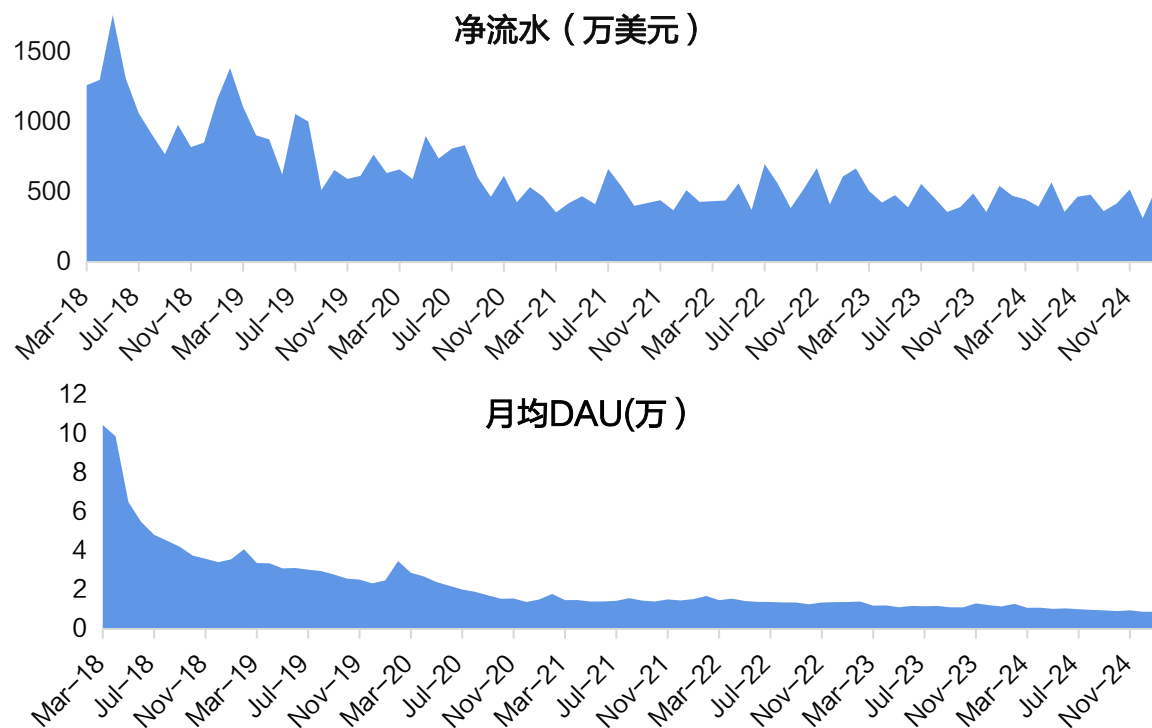
■ 收购腾讯旗下永航科技30%股权，有望增厚公司业绩。

- 2025年1月，公司以现金和增发股份方式收购永航科技30%的股权，总对价8.25亿元。在收购前腾讯持有永航科技99.13%股权，剩余0.87%由创始团队西藏永航持有；收购后腾讯、北京景秀、Virtual Cinema Entertainment分别持有70%、17.2%、12.8%股权。
- 永航科技核心资产包括《QQ炫舞》《QQ炫舞2》及《QQ炫舞手游》等游戏，QQ炫舞IP已累计数亿注册用户，是中国国内音乐舞蹈类游戏的领军者。2021-2023年，永航科技税后利润分别为6.51/0.66/5.19亿元。《QQ炫舞手游》于2018年3月上线，根据Sensor Tower，截至2025年1月底，累计下载量1167万次、净流水4.77亿美元，DAU虽有所下降，但仍维持在3万左右。

图表：永航科技收入、除税前利润、除税后利润（亿元）



图表：《QQ炫舞手游》净流水及月均DAU



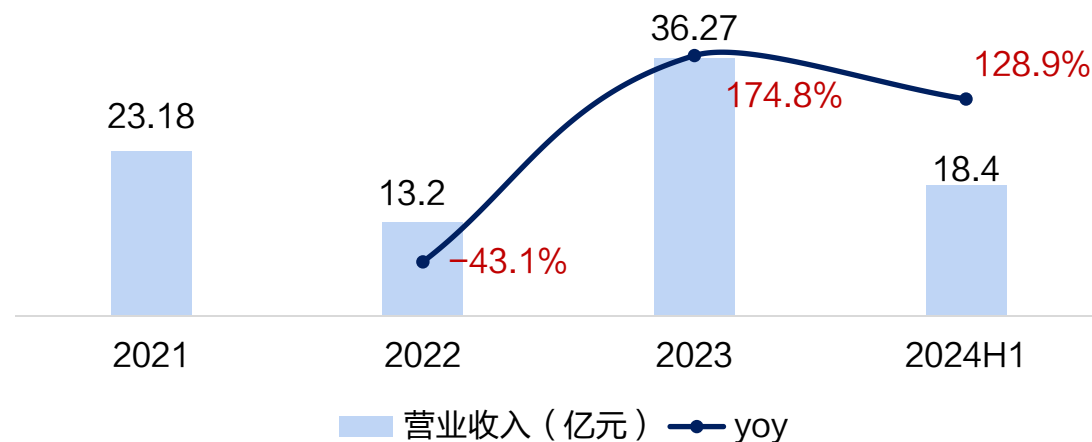
注：Sensor Tower数据仅统计ios和谷歌应用商店渠道

五、财务：财务状况较好，盈利能力提升

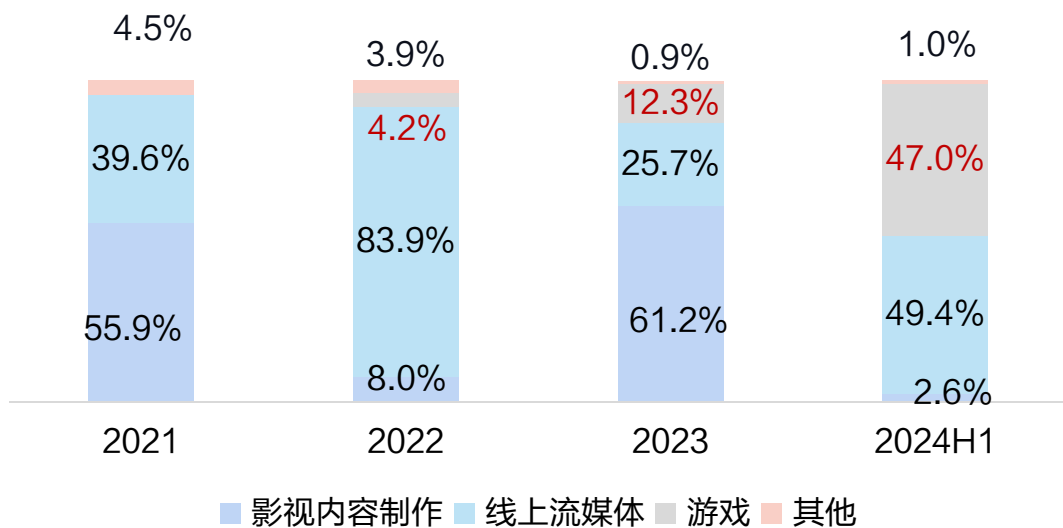
5.1 收入：三大业务并驾齐驱，游戏业务增势迅猛

- 公司收入相对稳健，影视内容制作、线上流媒体、游戏贡献核心收入，游戏增长较快。
- 2022年，收入同比下降43.1%，主要系疫情影响下影视行业步入寒冬，公司出品并上映电影仅《独行月球》1部，影视内容制作收入同比下滑了92%。2023年收入同比增长了175%，主要系投资了《消失的她》《年会不能停》等电影，票房收益较好，影视内容制作业务收入同比增长了2000%+至22亿。
- 线上流媒体收入较稳健。2021-2023年营收平稳维持在9-11亿元；2024H1营收9.08亿元，占比49.4%。
- 游戏业务增势迅猛。2022年切入游戏业务，2023年营收同比增长703%；2024H1同比增长1891.5%，占比提升至47.0%。

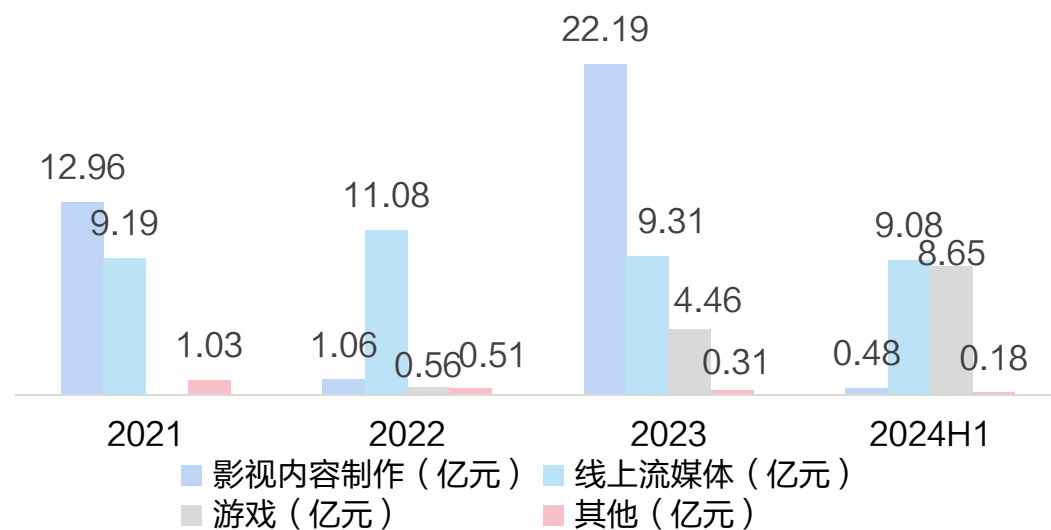
图表：公司营业收入（亿元）及yoy



图表：按业务种类区分收入占比 (%)



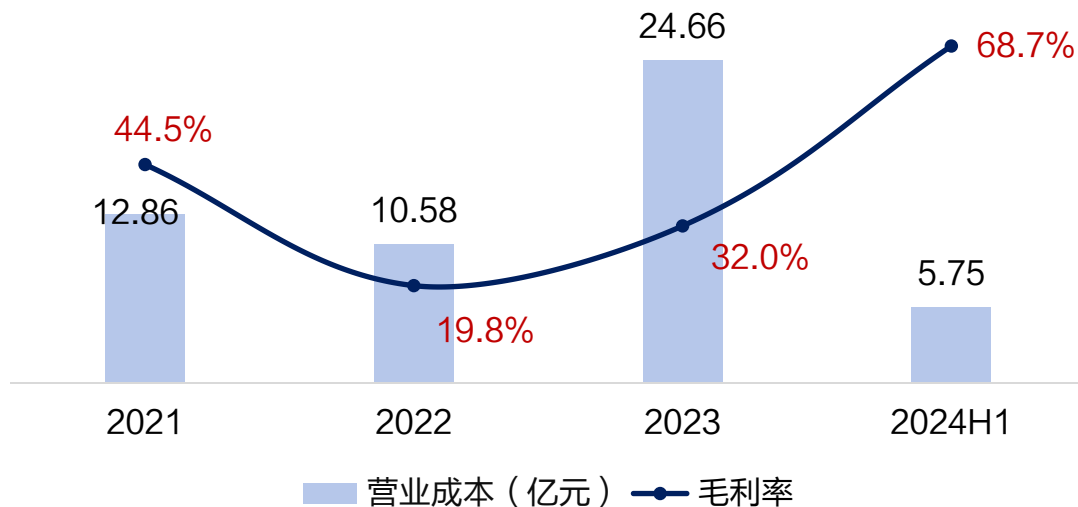
图表：按业务种类区分收入（亿元）



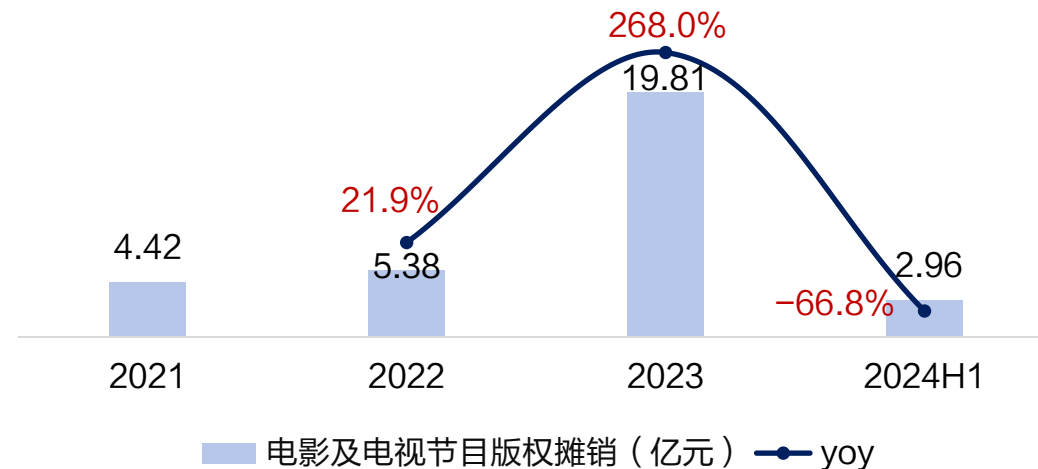
5.2 成本及毛利：毛利率呈稳步提升趋势，影视版权等摊销为核心成本

- **毛利率呈稳步提升趋势。**2022年因疫情影响公司整体毛利率下滑明显，后迅速修复，呈稳步提升趋势。2023年及2024H1毛利率逐步提升至32%/68.7%。
- **成本开支较好，占收入的比例显著下降，主要来自影视版权等摊销、职工薪酬、游戏开发。**2024H1，影视版权等摊销、游戏开发+内容收入分成+发行及推广成本、雇员福利开支（包括董事薪酬）占营收之比分别为16.3%/15.6%/7.2%。

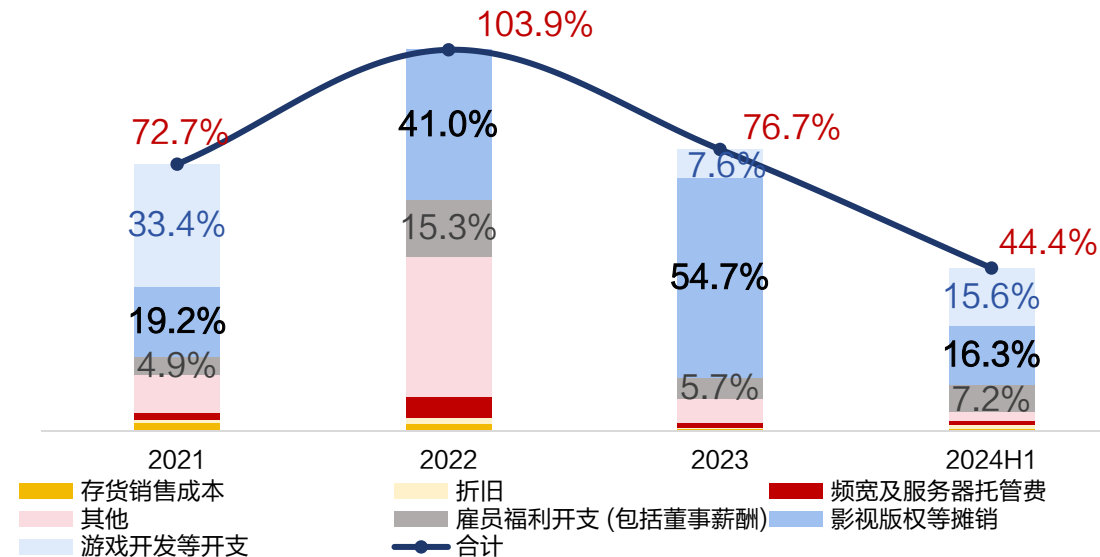
图表：公司营业成本（亿元）及毛利率



图表：电影及电视节目版权摊销费用（亿元）及yoy



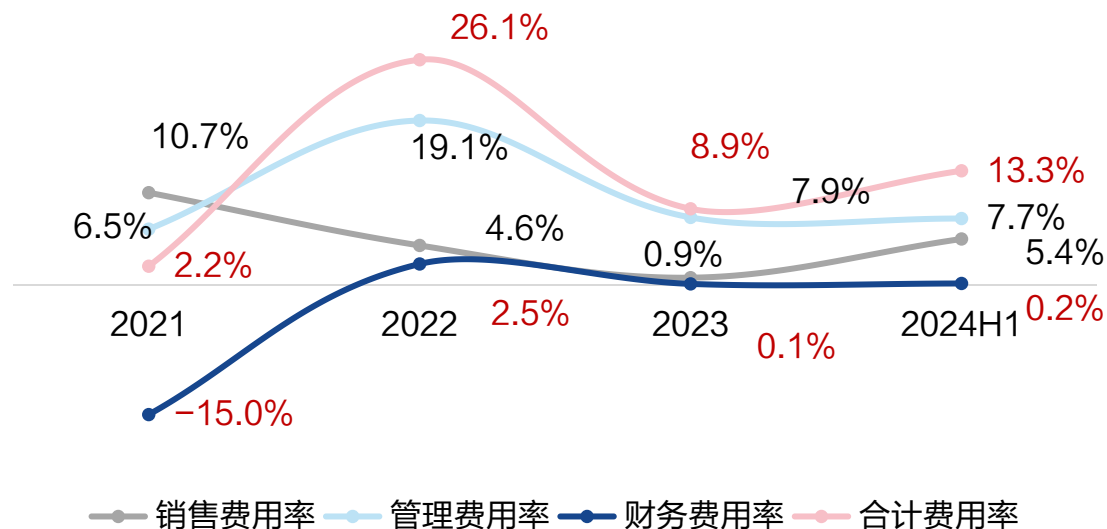
图表：公司开支构成收入占比



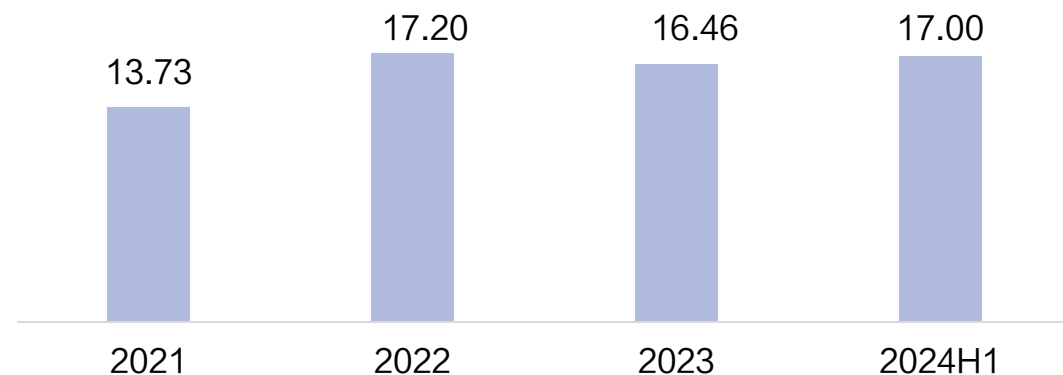
5.3 费用：控制较好，费用率总体呈波动下降趋势

- 期间费用率总体呈波动下降趋势。2021/2022/2023年及2024H1，期间费用率分别为2.2%/26.1%/8.9%/13.3%。
- 2022/2023年及2024H1，管理费用占整体费用比例为73.0%/88.7%/58.3%，管理费用率为19.1%/7.9%/7.7%，基本稳健。
- 2022/2023年及2024H1，销售费用占整体费用比例为17.6%/9.7%/40.3%，销售费用率为4.6%/0.9%/5.4%，基本稳健。
- 财务费用控制较好，2023年、2024H1财务费用率为0.1%/0.2%。公司长期借款稳定维持在17亿元左右，利息开支维持在0.5-0.9亿元左右。财务收入主要为应收电影及电视节目版权投资、向第三方贷款及其他应收关联方款项的利息收益，2024H1约为0.4亿元。

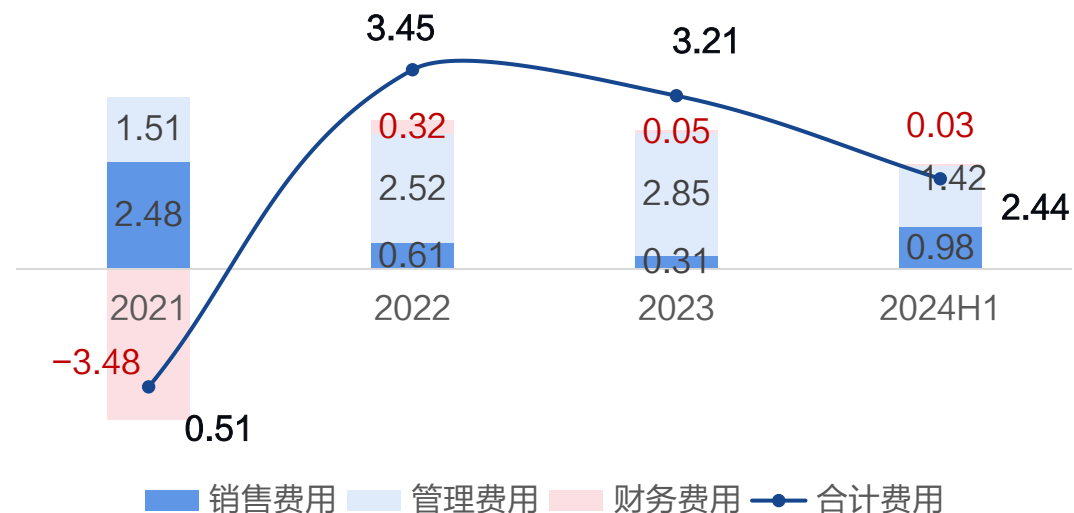
图表：公司期间费用构



图表：长期借款（亿元）



图表：期间费用（亿元）



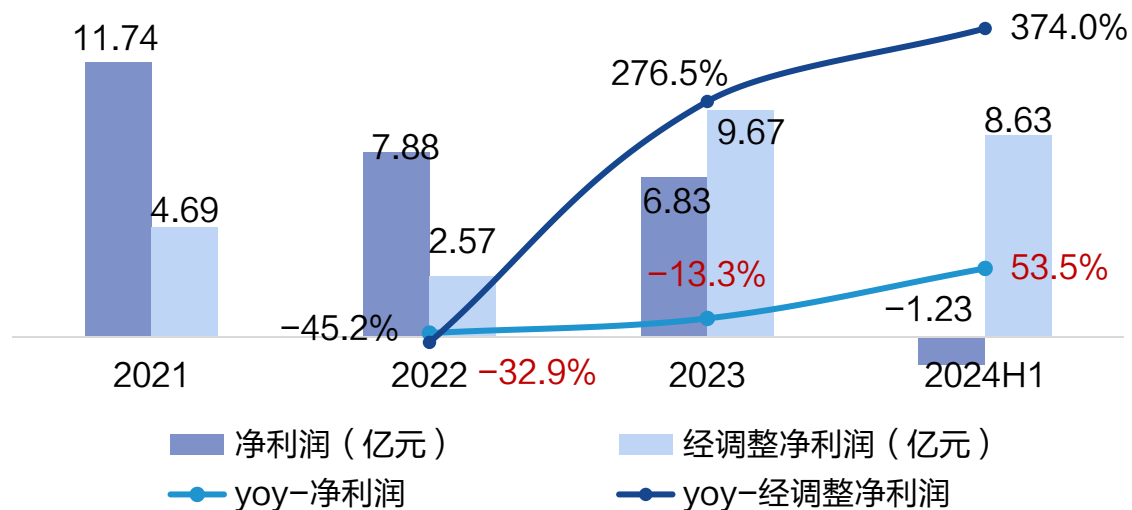
5.4 净利润：经调整净利润率稳健提升

- **经调整净利润率稳健提升。**2021/2022/2023年及2024H1，经调整净利润分别为4.69/2.57/9.67/8.63亿元，2023年及2024H1同比增长276.5%/374%。2022-2023年及2024H1，经调整净利率为19.5%/26.6%/46.9%，稳步提升。2024H1，净利润-1.23亿元，主要系金融资产的公允价值变动损失3.2亿元以及或然应付代价公平值变动-5.9亿元。

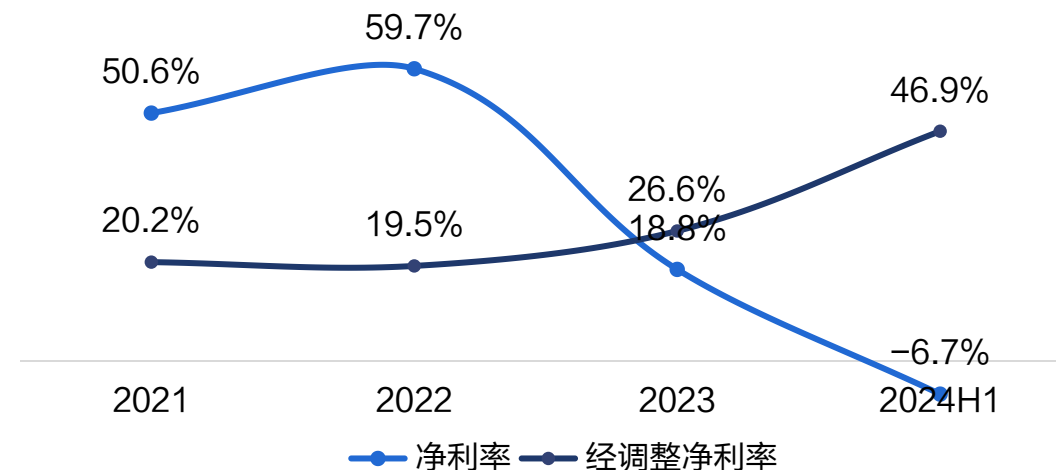
图表：净利润调整为经调整净利润（百万元）

	2021	2022	2023	2024H1	2023H1
净利润	1174	788	683	-123	-264
以股分为基础的薪酬开支	9	91	82	34	39
推算利息收益	-373				
推算利息开支	23	71	78	41	38
或然应付代价公平值变动	-362	-989	124	590	-187
电影及电视节目版权减值		296			
金融资产的公允价值变动				320	58
经调整净利润	469	257	967	863	-315

图表：净利润/经调整净利润（亿元）及yoy



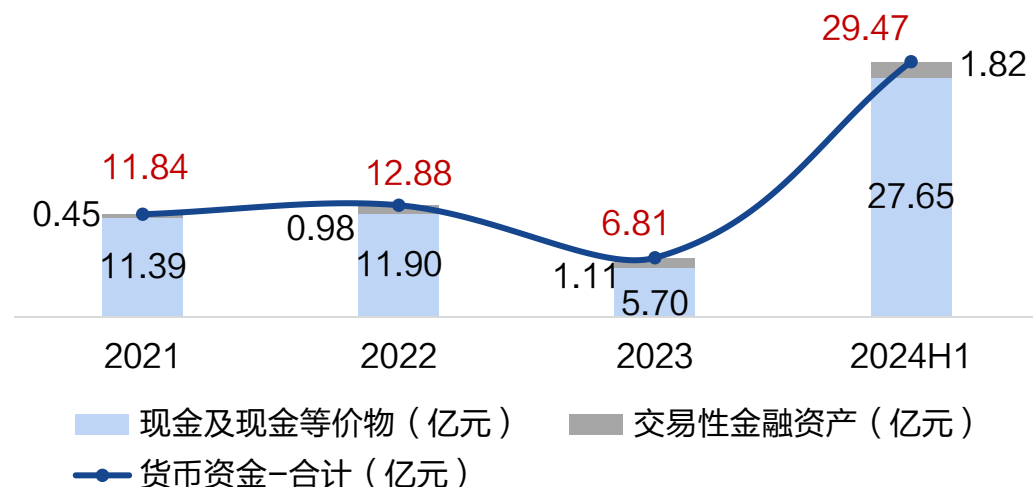
图表：净利率、经调整净利率



5.5 现金：货币资金充足，经营活动现金流情况转好

- 货币资金储备充足，2024H1公司现金及现金等价物+交易性金融资产合计近30亿元。
- 2023年经营活动产生的现金流量净额由负转正，2024H1达到1.99亿元，同比增长265.87%。
- 2021-2023年，公司融资活动产生的现金流量净额维持在16-22亿元，主要系多次配发股份，筹集资金支持业务扩张。
- 2023年，投资活动产生的现金流量净额-33.4亿元，主要系公司受控制结构实体儒意影视以对价22.62亿元收购万达投资49%股权。

图表：账上货币资金情况



图表：现金流情况 (亿元)

	2021	2022	2023	2024H1
经营活动产生的现金流量净额	-14.67	-3.23	5.43	1.99
YOY	-524.93%	-	-	265.87%
投资活动产生的现金流量净额	-1.35	-13.51	-33.37	6.06
YOY	-696.74%	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	17.1	16.76	21.71	13.83
YOY	12495.09%	-1.98%	29.51%	17522.08%
现金及现金等价物净增加额	-4.3	1.08	-7	0.02
YOY	145.17%	-	-28576.28%	-

六、盈利预测、投资评级及风险提示

- ◆ **盈利预测和投资评级：** 公司为行业领先的影视内容公司，在发展中构建起可持续验证的优质影片产出模式，多次制作爆款内容。随着电影行业的稳步复苏，影视业务预计将持续增长。游戏业务高速发展，储备产品值得期待，有望构筑第二增长曲线。我们预计公司2024-2026年营业收入为41.26/58.36/71.80亿元，归母净利润为-2.35/11.04/14.05亿元，经调整净利润为11.50/14.03/17.01亿元，对应经调整PE为29/24/20X。基于此，首次覆盖，给予“买入”评级。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3627	4126	5836	7180
增长率(%)	175	14	41	23
归母净利润（百万元）	690	-235	1104	1405
增长率(%)	-13	-134	570	27
经调整净利润（百万元）	967	1150	1403	1701
增长率(%)	276	19	22	21
摊薄每股收益（元）	0.05	-0.02	0.07	0.09
ROE(%)	6	-2	8	9
经调整PE	19	29	24	20
P/E	24	-	31	24
P/B	2	3	2	2
P/S	5	8	6	5
EV/EBITDA	7	314	19	15

盈利预测表

证券代码： 0136.HK

股价： 2.47

投资评级： 买入(首次覆盖)

日期： 20250317

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	570	483	3679	5238	营业收入	3627	4126	5836	7180	每股指标				
应收款项	2417	2292	3242	3590	营业成本	2466	2691	3719	4553	EPS	0.07	-0.02	0.07	0.09
存货净额	3	3	4	5	营业税金及附加					BVPS	0.95	0.73	0.96	1.05
其他流动资产	3704	4058	4657	5087	销售费用	31	165	233	287	估值				
流动资产合计	6694	6836	11583	13920	管理费用	285	297	409	517	P/E	24.3	-	30.5	24.0
固定资产	44	50	52	54	财务费用	5	-32	-25	-55	P/B	1.7	3.1	2.4	2.2
在建工程					其他费用/(-收入)	2	0	0	0	P/S	5.1	8.2	5.8	4.7
无形资产及其他	4984	5065	5236	5489	营业利润	843	931	1418	1751	财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	34	34	34	34	营业外净收支					盈利能力				
资产总计	16681	16854	21673	24265	利润总额	976	-279	1286	1636	ROE	6%	-2%	8%	9%
短期借款	109	169	189	209	所得税费用	293	-42	193	245	毛利率	32%	35%	36%	37%
应付款项	357	299	413	506	净利润	683	-237	1093	1391	期间费率	10%	12%	12%	12%
预收帐款					少数股东损益	-7	-2	-11	-14	销售净利率	19%	-6%	19%	20%
其他流动负债	2955	3343	4613	5674	归属于母公司净利润	690	-235	1104	1405	成长能力				
流动负债合计	3421	3811	5215	6389	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	收入增长率	175%	14%	41%	23%
长期借款及应付债券	1646	1696	1716	1736	经营活动现金流	543	1706	1679	2532	利润增长率	-13%	-134%	570%	27%
其他长期负债	578	542	542	542	净利润	690	-235	1104	1405	营运能力				
长期负债合计	2224	2238	2258	2278	少数股东权益	-7	-2	-11	-14	总资产周转率	0.24	0.25	0.30	0.31
负债合计	5645	6049	7473	8667	折旧摊销	2002	423	433	451	应收账款周转率	2.16	1.75	2.11	2.10
股东权益	11036	10805	14201	15598	公允价值变动	-448	1330	249	264	存货周转率	1269.31	887.53	986.74	936.20
负债和股东权益总计	16681	16854	21673	24265	营运资金变动	-1693	191	-96	426	偿债能力				
					投资活动现金流	-3337	-1822	-733	-926	资产负债率	34%	36%	34%	36%
					资本支出	-60	-510	-606	-706	流动比	1.96	1.79	2.22	2.18
					长期投资	-2228	210	30	-50	速动比	1.59	1.41	1.88	1.90
					其他	-1050	-1522	-157	-170					
					筹资活动现金流	2171	22	2244	-53					
					债务融资	-145	110	40	40					
					权益融资	2314	0	2296	0					
					其它	1	-88	-92	-93					
					现金净增加额	-620	-87	3197	1559					

资料来源: Wind, 国家外汇管理局, 国海证券研究所

注: 除股价货币单位为港元外, 其他货币单位均为人民币(汇率: 1港元=0.92元人民币 日期: 20250317)

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

- ◆ **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；
- ◆ **游戏产品上线节奏不及预期：**公司储备游戏产品未按照预期时间上线；
- ◆ **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；
- ◆ **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；
- ◆ **金融资产公允价值波动较大：**影响公司经调整净利润
- ◆ **估值中枢下移：**公司估值中枢下移；
- ◆ **政策监管风险：**影视、游戏行业本身受到相关机构的监管；
- ◆ **数据来源不一致：**报告中使用的猫眼等第三方数据与公司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（猫眼、SensorTower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。

产业研究小组介绍

杨仁文，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、Wind等最佳分析师第一名。
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

杨仁文，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R4，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