

万达电影 (002739.SZ)

优于大市

第三季度业绩受票房大盘拖累，看好票房修复带来业绩弹性

核心观点

公司业绩受到国内票房大盘拖累。1) 从行业层面来看，2024年国内票房表现平淡，公司探索影院经营新模式。前三季度国内票房347.4亿，同比-23.8%；第三季度国内票房108.6亿，同比-43.8%。2) 公司前三季度收入98.5亿，同比-13.2%，其中国内直营影院实现票房46.1亿(不含服务费)，同比-25.9%，市场份额14.7%；归母净利润1.7亿，同比-84.9%。单看第三季度，公司收入36.3亿，同比-19.0%；归母净利润0.6亿，同比-92.0%。

第三季度毛利率下滑10.8个百分点，费用率整体上升4.0个百分点。公司第三季度毛利率20.4%，同比下滑10.8个百分点，主要由于固定成本较高；归母净利率1.7%，同比下降14.0个百分点。费用率方面，公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为5.2%/8.6%/4.8%/0.3%，分别同比+1.3%/+1.9%/+0.8%/+0.04个百分点。

票房大盘有望企稳向上，内容端维持高质量产出。1) **院线端**，公司市占率维持15%并探索影院经营新模式，10月以来国内票房持续企稳向上。截至2024年9月30日，公司国内拥有已开业影院894家，其中直营影院707家，前三季度直营影院票房46.1亿元(市占率14.7%)。前三季度面对全国票房产出不足，公司积极采取措施应对，加强各业务板块协同，如开设“花花世界”爆米花专营店、与头部游戏《原神》多方面跨界联动合作，打造影院消费新场景。行业层面亦有望向上，10月票房36.2亿元，同比下降0.6%，有望持续企稳向上。2) **内容端**，公司Q3出品发行影片《抓娃娃》(总票房33.27亿)《白蛇：浮生》(总票房4.25亿)及参投影片《默杀》《出走的决心》等先后上映并取得了较好的投资收益，第四季度公司出品影片《那个不为人知的故事》《误杀3》《“骗骗”喜欢你》《有朵云像你》将上映。2025年《唐探1900》《蛮荒行记》、《寒战》系列将上映。3) **游戏端**，公司的长线产品《圣斗士星矢：正义传说》海外发行持续贡献稳定利润和新产品《暗影格斗3》8月上线后的良好表现带来业绩增量。

风险提示：行业竞争加剧；内容制作、国内外院线业务经营波动。

投资建议：看好票房大盘回暖以及公司的内容制作能力，维持“优于大市”评级。短期看2024年电影缺乏优质内容票房同比下滑，我们下调盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.4/15.8/17.6亿(原24-26年为14.7/17.1/19.5亿)，对应24-26年PE为75/16/15x，公司的院线资源丰富、内容制作能力强，看好2025年票房修复公司的业绩弹性，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,695	14,620	12,711	16,678	18,406
(+/-%)	-22.4%	50.8%	-13.1%	31.2%	10.4%
净利润(百万元)	-1923	912	344	1578	1764
(+/-%)	-1908.5%	-147.4%	-62.2%	358.1%	11.8%
每股收益(元)	-0.88	0.42	0.16	0.72	0.81
EBIT Margin	-3.5%	12.6%	5.6%	13.4%	13.3%
净资产收益率(ROE)	-27.1%	11.4%	4.1%	16.4%	16.0%
市盈率(PE)	-13.4	28.3	74.8	16.3	14.6
EV/EBITDA	53.0	13.8	46.3	17.9	16.1
市净率(PB)	3.63	3.21	3.10	2.68	2.33

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

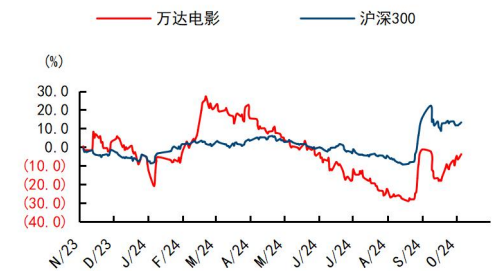
传媒·影视院线

证券分析师：张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn S0980517060002
 证券分析师：陈瑶蓉 021-61761058 chenyaorong@guosen.com.cn S0980523100001

基础数据

投资评级 合理估值 优于大市(维持)
 收盘价 12.18元
 总市值/流通市值 26545/25638百万元
 52周最高价/最低价 16.51/8.90元
 近3个月日均成交额 333.07百万元

市场走势



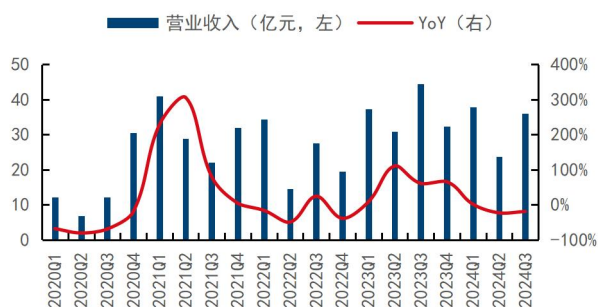
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《万达电影(002739.SZ)-2024年第一季度利润增长3%，内容业务具备向上可能》——2024-05-07

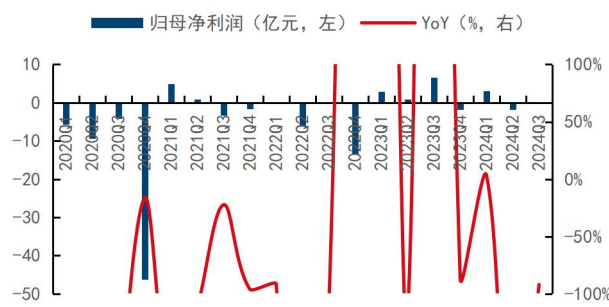
公司业绩受到国内票房大盘拖累。2024 年前三季度，公司收入 98.5 亿元，同比下降 13.2%；归母净利润 1.7 亿元，同比下降 84.9%，主要由于大盘表现平淡、1-9 月国内电影整体票房 347.4 亿元，同比下滑 23.8%。2024 年第三季度，公司收入 36.3 亿元，同比下降 19.0%；归母净利润 0.6 亿元，同比下降 92.0%，主要由于暑期档档期票房下滑 43.6%以及海外票房收入下滑。

图1：公司季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

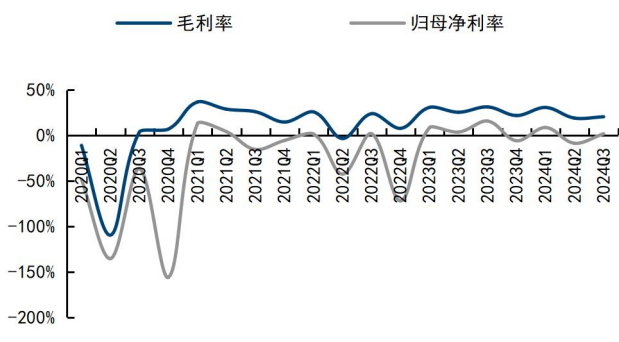
图2：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

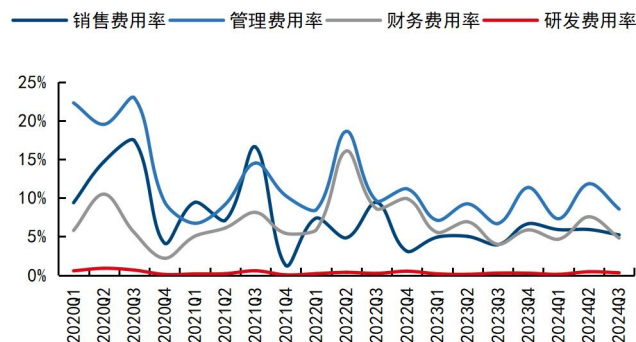
毛利率下滑 10.8 个百分点，费用率整体上升 4.0 个百分点。公司第三季度毛利率 20.4%，同比下滑 10.8 个百分点；归母净利率 1.7%，同比下降 14.0 个百分点。费用率方面，公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.2%/8.6%/4.8%/0.3%，分别同比+1.3/+1.9/+0.8/+0.04 个百分点。

图3：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

票房大盘有望企稳向上，内容端维持高质量产出。具体看：

1) **院线端**：1-9 月国内票房表现平淡，公司探索影院经营新模式。前三季度国内票房 347.4 亿元，同比下滑 23.8%；第三季度国内票房 108.6 亿元，同比下降 43.8%；10 月票房 36.2 亿元，同比下降 0.6%，有望持续企稳向上。前三季度面对全国票房产出不足，公司积极采取措施应对，加强各业务板块协同。公司结合各档期打造差异化营销活动，结合重点影片紧抓精准客群，拉动票房增长；公司持续探索影院经营新模式，首家“花花世界”爆米花专营店于 9 月 26 日亮相旗下寰映影城上海荟聚店，通过创新的风味食材和互动消费模式，打造可逛、可打卡的电影文化生活新空间，吸引更多年轻观众走进影院；9 月 20 日起，公司与头部游戏《原

神》在周边衍生品及主题套餐、W+会员卡、IMAX 主题影厅和映前广告等多方面开展跨界联动合作，提高衍生品销售收入的同时有效促进人次和票房转化，也是公司将传统影院打造为以观影为中心的消费新场景，实现大堂经济升级的全新尝试；与此同时，子公司时光网继续拓展 IP 衍生合作及运营，未来将与更多影视、游戏、潮牌等头部 IP 合作联名，从产品开发到品牌联动营销，进一步提高公司非票房收入。

2) 内容端：第三季度，公司继续保持稳定和高质量的内容产出，出品发行影片《抓娃娃》《白蛇：浮生》及参投影片《默杀》《出走的决心》等先后上映并取得了较好的投资收益，报告期内公司电影投资、制作与发行业务收入及利润同比实现增长。公司储备项目均按计划筹备或拍摄，出品影片《那个不为人知的故事》《误杀 3》《“骗骗”喜欢你》《有朵云像你》预计于第四季度上映，《唐探 1900》《蛮荒行记》、《寒战》系列、《千万别打开那扇门》《转念花开》等预计于 2025 年上映。

3) 游戏端：受益于长线产品《圣斗士星矢：正义传说》海外发行持续贡献稳定利润和新产品《暗影格斗 3》8 月上线后的良好表现，报告期内经营业绩较去年同期亦实现增长。

盈利预测及假设：

由于 2024 年电影行业缺乏头部影片、票房低于预期，预计公司 2024 年业绩将受票房大盘拖累，而 2025 年内容供给改善、票房有望修复。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 3.4/15.8/17.6 亿元（原为 14.7/17.1/19.5 亿）。具体看：

1) 公司的收入主要由观影收入、广告收入、商品餐饮、内容制作和游戏发行业务构成。2024 年公司的观影收入受到电影票房的影响，预计下滑 20%；2025 年内容供给改善，预计 2025/2026 年观影收入同比+40%/+11%；广告收入与观影人数等相关性较强，预计未来三年收入变化趋势与观影收入相近。商品餐饮方面，由于公司拓展 IP 衍生品以及爆米花店等品类以抵消观影收入的下滑，预计今年收入持平、2025/2026 年收入预计分别同比+30%/+12%。电影内容制作方面，公司今年上线的电影较少，2024 第四季度至 2025 年有《那个不为人知的故事》《误杀 3》《唐探》《寒战》系列等将上线，预计 2024-2026 年收入分别同比-20%/+40%/+15%。游戏方面，由于公司长线产品维持稳定、新产品 8 月上线表现良好，预计 2024-2026 年将维持 20% 以上的较快增长。综合来看，公司未来三年收入分别同比-13.1%/+31.2%/+10.4%。

2) 毛利率方面，由于 2024 年票房大盘平淡，观影、广告、餐饮、内容制作业务的毛利率均将受到较大的影响，而 2025-2026 年票房大盘修复后将有较强的反弹。游戏业务稳步向上，预计未来三年毛利率在 55%~60% 之间。综合来看，预计公司未来三年整体毛利率为 23.5%/29.0%/28.9%。

3) 费用率方面，公司的固定费用较多，预计今年收入下滑、销售/管理/研发/财务费用率将上升至 6.3%/9.0%/0.3%/1.8%；2025-2026 年票房修复后销售/管理/研发/财务费用率预计约为 5.2%/8.0%/0.2%/1.5%。

表1: 盈利预测及假设 (单位: 百万元)

收入	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026
分产品								
观影收入	9122	3171	7075	5383	8445	6756	9458	10498
广告收入	1950	598	1055	1222	1324	1059	1483	1661
商品餐饮	1926	676	1503	1393	1944	1944	2528	2831
电影制作发行	894	457	965	380	334	267	374	430
电视剧制作发行	498	741	672	152	742	764	772	780
游戏发行	394	307	444	387	377	452	565	678
其他	651	347	777	779	1454	1468	1498	1528
总收入	15435	6295	12490	9695	14620	12711	16678	18406
YoY								
观影收入	0.6%	-65.2%	123.1%	-23.9%	56.9%	-20.0%	40.0%	11.0%
广告收入	-22.1%	-69.3%	76.5%	15.8%	8.3%	-20.0%	40.0%	12.0%
商品餐饮	3.1%	-64.9%	122.3%	-7.3%	39.6%	0.0%	30.0%	12.0%
电影制作发行	-22.0%	-48.9%	111.3%	-60.6%	-12.1%	-20.0%	40.0%	15.0%
电视剧制作发行	25.9%	48.8%	-9.3%	-77.4%	388.5%	3.0%	1.0%	1.0%
游戏发行	-45.1%	-22.1%	44.6%	-12.8%	-2.6%	20.0%	25.0%	20.0%
其他	10.2%	-46.8%	124.2%	0.3%	86.6%	1.0%	2.0%	2.0%
总收入	-5.2%	-59.2%	98.4%	-22.4%	50.8%	-13.1%	31.2%	10.4%
毛利率								
					15.2%			
观影	6.6%	-41.2%	4.9%	-10.9%	4.3%	4.0%	5.5%	5.5%
广告	59.0%	10.5%	47.6%	38.7%	48.2%	30.0%	55.0%	55.0%
商品、餐饮销售	63.3%	39.7%	63.5%	61.4%	64.2%	45.0%	61.0%	61.5%
电影制作发行及相关业务	36.8%	17.3%	60.7%	-4.9%	45.7%	45.0%	60.0%	60.0%
电视剧制作发行及相关业务	41.5%	-22.8%	23.8%	-24.4%	19.2%	20.0%	25.0%	25.0%
游戏发行及相关业务	49.4%	52.9%	51.4%	59.3%	58.0%	55.0%	60.0%	60.0%
其他	82.4%	68.0%	79.4%	94.1%	88.3%	68.0%	80.0%	80.0%
总毛利率	27.5%	-10.6%	27.2%	17.0%	27.7%	23.5%	29.0%	28.9%
各项费用								
销售费用率	6.3%	9.0%	8.1%	6.7%	5.0%	6.3%	5.2%	5.2%
管理费用率	8.3%	14.3%	8.8%	9.8%	7.8%	9.0%	8.0%	8.0%
研发费用率	0.2%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
财务费用率	1.9%	5.9%	9.0%	5.4%	2.0%	1.8%	1.6%	1.4%
净利润								
归母净利润	-4729	-6669	106	-1923	912	344	1578	1764
YoY	-465.2%	41.0%	101.6%	-1908.5%	147.4%	-62.2%	358.1%	11.8%
归母净利润率	-30.6%	-105.9%	0.9%	-19.8%	6.2%	2.7%	9.5%	9.6%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测

投资建议: 看好票房大盘回暖以及公司的内容制作能力, 维持“优于大市”评级。短期看 2024 年电影缺乏优质内容票房同比下滑, 我们下调盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.4/15.8/17.6 亿(原 24-26 年为 14.7/17.1/19.5 亿), 对应 24-26 年 PE 为 75/16/15x, 公司的院线资源丰富、内容制作能力强, 看好 2025 年票房修复公司的业绩弹性, 维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	总市值		EPS				PE			
			昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
300251.SZ	光线传媒	优于大市	8.51	250	(0.24)	0.14	0.22	0.36	-35	60	39	23
601595.SH	上海电影	无评级	26.06	116	(0.75)	0.28	0.34	0.59	-35	92	77	44

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3150	3158	4300	4700	4900	营业收入	9695	14620	12711	16678	18406
应收款项	1627	1985	2786	2742	3026	营业成本	8047	10571	9728	11845	13092
存货净额	1725	1494	2396	2267	2494	营业税金及附加	253	219	254	334	368
其他流动资产	1595	942	2034	2168	2393	销售费用	650	736	801	867	957
流动资产合计	8097	7579	11515	11877	12812	管理费用	1055	1224	1178	1368	1506
固定资产	2355	1992	2572	3582	4498	研发费用	30	31	38	37	40
无形资产及其他	848	847	813	779	745	财务费用	874	794	252	308	299
投资性房地产	15330	14660	14660	14660	14660	投资收益	4	15	(3)	0	0
长期股权投资	76	47	49	51	53	资产减值及公允价值变动	399	273	(30)	0	0
资产总计	26707	25125	29609	30949	32768	其他收入	(988)	(517)	(38)	(37)	(40)
短期借款及交易性金融负债	4611	2410	5272	5089	5005	营业利润	(1767)	845	427	1919	2143
应付款项	1287	1424	2129	2105	2316	营业外净收支	(59)	(20)	(10)	(8)	(7)
其他流动负债	3587	3538	4081	4207	4321	利润总额	(1826)	825	417	1911	2136
流动负债合计	9485	7371	11482	11401	11642	所得税费用	132	(107)	63	287	320
长期借款及应付债券	2221	2156	2156	2156	2156	少数股东损益	(35)	20	10	47	52
其他长期负债	7784	7423	7503	7583	7663	归属于母公司净利润	(1923)	912	344	1578	1764
长期负债合计	10005	9579	9659	9739	9819	现金流量表 (百万元)					
负债合计	19490	16950	21141	21140	21461	净利润	(1923)	912	344	1578	1764
少数股东权益	120	145	155	202	254	资产减值准备	378	(126)	124	132	128
股东权益	7097	8030	8313	9607	11053	折旧摊销	1191	1256	301	392	490
负债和股东权益总计	26707	25125	29609	30949	32768	公允价值变动损失	(399)	(273)	30	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	874	794	252	308	299
每股收益	(0.88)	0.42	0.16	0.72	0.81	营运资本变动	733	797	(1341)	352	(202)
每股红利	0.40	0.39	0.03	0.13	0.15	其它	(429)	128	(114)	(85)	(76)
每股净资产	3.26	3.68	3.81	4.41	5.07	经营活动现金流	(448)	2694	(656)	2368	2104
ROIC	-8.04%	9.59%	3%	10%	10%	资本开支	0	(951)	(1000)	(1500)	(1500)
ROE	-27.09%	11.36%	4%	16%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	28%	23%	29%	29%	投资活动现金流	(2)	(923)	(1002)	(1502)	(1502)
EBIT Margin	-3%	13%	6%	13%	13%	权益性融资	31	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	21%	8%	16%	16%	负债净变化	65	(65)	0	0	0
收入增长	-22%	51%	-13%	31%	10%	支付股利、利息	(863)	(849)	(62)	(284)	(317)
净利润增长率	-1908%	-147%	-62%	358%	12%	其它融资现金流	1138	64	2862	(182)	(84)
资产负债率	73%	68%	72%	69%	66%	融资活动现金流	(427)	(1763)	2800	(466)	(402)
股息率	3.3%	3.3%	0.2%	1.1%	1.2%	现金净变动	(877)	8	1142	400	200
P/E	(13.4)	28.3	74.8	16.3	14.6	货币资金的期初余额	4027	3150	3158	4300	4700
P/B	3.6	3.2	3.1	2.7	2.3	货币资金的期末余额	3150	3158	4300	4700	4900
EV/EBITDA	53.0	13.8	46.3	17.9	16.1	企业自由现金流	0	3179	(1435)	1137	863
						权益自由现金流	0	3178	1213	693	525

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032