

万达电影 (002739)

新时代、新班子，院线龙头价值重估

买入 (首次)

2024年03月18日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 郭若娜

执业证书: S0600122080017
guorn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	12,490	9,695	14,353	16,216	18,131
同比	98.40%	-22.38%	48.04%	12.97%	11.81%
归母净利润 (百万元)	106.33	-1,923.00	1,139.57	1,452.49	1,849.91
同比	101.59%	-1,908.47%	-	27.46%	27.36%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.05	-0.88	0.52	0.67	0.85
P/E (现价&最新摊薄)	283.86	-	26.49	20.78	16.32

关键词: #实控人变化

投资要点

■ **引言: 院线龙头如何能价值重估?** 疫后院线公司重回正常经营轨道, 23年末儒意投资拟入股万达电影, 随后万达电影实控人及董事长变更, 公司发展掀开新篇章; 24年初SORA发布, AI新技术或将给影视行业带来新的变量。我们认为公司核心价值或将迎来重估, 成为具备利润安全垫(影院业务)、向下减值风险可控, 同时又具有向上期权的标的。

■ **国内影院业务复盘: 盈利能力领先, 顺风收获份额。** 1) 14~15年: 行业高速增长期, 银幕扩张驱动为主, 万达电影作为行业龙头, 年利润最高近11亿元。2) 16~19年: 行业增速放缓, 逐渐转向内容质量驱动, 竞争加剧, 公司盈利能力下滑, 年利润峰值12亿元。3) 20~22年: 疫情成最大变量, 票房减少, 供给加速出清; 公司盈利能力受损, 但院线票房份额从19年14%提升至22年17%。4) 23年之后: 逐步回到常态化阶段, 但观影需求仍未完全修复(23年国产片观影人次低于19年, 一线城市在银幕数减少前提下, 单银幕人次只有2019年的64%), 公司利润仍有空间。

■ **份额与利润仍有潜力, 潜在利润空间或达30亿元。** 基于对电影行业内生需求修复的判断以及内容大小年的假设, 我们中性预计国内电影观影人次空间近17亿次。公司竞争优势明显, 在政策支持下, 可借鉴海外院线龙头成长路径, 通过自建影院及加大对优质影院的整合并购进一步提高市场份额。公司观影人次提升后有望放大运营杠杆, 同时优化高毛利率的广告、商品销售等业务, 潜在利润空间进一步提高, 中性场景中, 我们预计公司国内影院业务潜在税后利润空间有望达到30亿元。再加上海外影院常态化下每年贡献2.5-3亿净利润, 影院业务有望为公司提供利润安全垫和稳健现金流。

■ **儒意入股+AI带来向上期权, 向下减值风险可控。** 1) 24年初儒意投资控股万达电影, 柯利明先生成公司实控人, 陈曦女士成为公司董事长。顶尖电影制作/投资人带队, 公司电影制作业务资源和制作实力有望增强, 该业务后续收入及盈利能力或给市场带来惊喜。2) AI技术赋能下中腰部影片供给有望丰富, 驱动行业需求增长。AI新技术或与行业分线发行新趋势共同重塑供需局面, 通过更加精细化的、区域化的电影内容发行挖掘潜在观影需求。公司作为院线龙头和影视制作方有望从中受益。3) 截至2023/6/30, 万达影视商誉价值剩余8.6亿元, 减值风险可控。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司23/24/25年归母净利润实现11/15/18亿元, 归母净利率分别为8%/9%/10%。考虑到公司作为国内院线龙头, 且市占率和利润释放仍有空间, 儒意入股有望为公司电影制作业务注入活力, 我们给予公司2024年17倍EV/EBITDA(介于行业平均水平和美国院线龙头之间), 对应市值目标457亿元人民币, 首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 票房不及预期, AI技术发展不及预期, 商誉减值风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.85
一年最低/最高价	9.81/15.98
市净率(倍)	3.73
流通A股市值(百万元)	29,193.57
总市值(百万元)	30,184.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.71
资产负债率(% ,LF)	68.84
总股本(百万股)	2,179.37
流通A股(百万股)	2,107.84

相关研究

《万达电影(002739): 2020年年报&21Q1》

2021-04-30

《万达电影(002739): 疫情及减值扩大亏损, 短期关注《唐探3》业绩弹性, 长期市占率有望持续提升》

2021-02-02

内容目录

引言：院线龙头如何能价值重估？	5
1. 国内影院业务复盘：盈利能力领先，逆风收获份额	5
2. 份额与利润仍有潜力，潜在利润空间或达 30 亿元	13
2.1. 观影人次：看好内生需求修复，高质量扩张驱动增长	13
2.2. 影院利润：强运营杠杆下，潜在利润空间达 30 亿元	17
3. 儒意入股 + AI 带来向上期权，向下减值风险可控	18
3.1. 向上期权：儒意入股，AI 变革，内容与渠道共振	18
3.2. 向下风险：商誉减值已充分计提，风险可控	21
4. 盈利预测与投资建议	22
5. 风险提示	24

图表目录

图 1:	公司业绩历史复盘: 收入及盈利能力与电影大盘票房表现正相关.....	5
图 2:	2015 年之前, 国内电影行业银幕数量与单银幕票房同时提升.....	6
图 3:	万达电影市占率变化.....	6
图 4:	2016 年之后, 电影票房开始进入内容驱动时代, 头部效应明显.....	6
图 5:	2016-2019 年行业影院关停比例逐年提高.....	7
图 6:	2015-2019 年院线 CR8 份额呈现提升趋势.....	7
图 7:	头部影投的影院数量及扩张速度对比 (家).....	7
图 8:	2019 年万达电影院线市占率相比 2015 年有所提升.....	7
图 9:	2015-2019 年公司影城相关业务收入实现较快增长 (百万元).....	8
图 10:	2015-2019 年万达电影国内单银幕票房和票价保持高于行业的水平.....	8
图 11:	公司国内单影院票房业务毛利率测算框架 (柱状图单位: 百万元).....	8
图 12:	2015-2019 年头部院线电影放映业务毛利率下滑.....	9
图 13:	2016-2019 年万达电影利润率整体下滑.....	9
图 14:	2020-2022 年院线 CR8 份额进一步提升.....	9
图 15:	2020-2022 年万达电影份额进一步提升.....	9
图 16:	2020-2022 年万达影院收入和影城增长趋势.....	10
图 17:	万达电影疫情期间盈利能力受损 (百万元).....	10
图 18:	2023 年后票房及观影人次与 2019 年对比.....	11
图 19:	国产片 23 年分账票房约为 2019 年的 1.14 倍, 但主要来自分账票价贡献 (人次和票价为右轴).....	11
图 20:	2023 年中高体量及腰部影片仍然匮乏 (单位: 部).....	11
图 21:	历年票房头部电影观影人次和豆瓣评分对比.....	11
图 22:	一二线城市 2023 年影院数量继续减少 (家).....	12
图 23:	一线城市单银幕观影人次和上座率还有修复空间.....	12
图 24:	公司 2023 年票房收入恢复到 2019 年的 97%, 观影人次恢复到 93%.....	12
图 25:	2023H1 公司单人次广告收入约为 2019 年的 75% (元).....	13
图 26:	万达电影 2023 年前三季度盈利能力好于 2019 年同期.....	13
图 27:	历年 TOP10 电影观影人次变化 (万人).....	14
图 28:	国内电影观影人次相比 2015 年的累计增速.....	14
图 29:	2024 年元旦档和春节档观影人次再创新高 (万次).....	15
图 30:	AMC2016 年底收购 Carmike, 2017 年票房市占率显著提升 (座; 百万元; 百万次).....	16
图 31:	外延并购阶段性影响 AMC 利润 (百万元).....	16
图 32:	相比北美院线龙头 AMC 美国市场表现, 万达电影商品销售收入占比还有提升空间.....	17
图 33:	我们中性预计公司国内影院业务税后利润弹性可达 30 亿元 (亿元).....	18
图 34:	公司国外业务疫情前年化收入贡献稳定在 30 亿元左右 (亿元).....	18
图 35:	公司国外业务疫情前年化毛利润贡献 8-10 亿元左右.....	18
图 36:	儒意入股后公司股权结构.....	19
图 37:	公司电影制作发行及相关业务分部收入及净利润表现 (亿元).....	21
图 38:	截至 2023/6/30, 万达影视资产在万达电影账面价值 (亿元).....	22
图 39:	公司其它商誉账面价值分布 (亿元).....	22
图 40:	万达电影企业倍数历史波动区间.....	24

表 1: 国内电影观影人次大盘空间预测 (亿次)	14
表 2: 2024 年预计上映的热门电影.....	15
表 3: 通过积极扩张, 我们中性预计 5 年时间万达电影观影人次可达 3.5 亿次, 市占率可达 20.2%	17
表 4: 公司管理层新班子中曾在儒意担任职位的高管.....	19
表 5: 儒意影视出品/联合出品的优质电影内容	20
表 6: 公司分业务收入及利润预测 (百万元)	22
表 7: 院线公司企业倍数估值对比 (亿元)	23

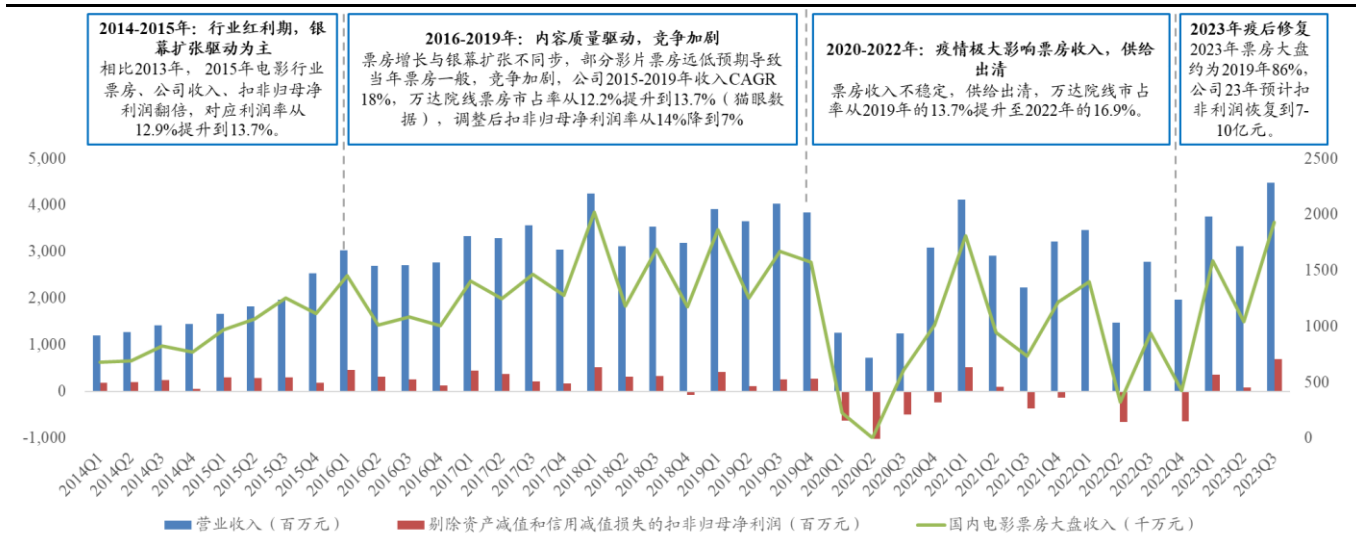
引言：院线龙头如何能价值重估？

疫情褪去的 2023 年，以万达电影为代表的一众院线公司重回正常经营轨道，取得亮眼的票房和业绩表现。2023 年末，上海儒意投资拟入股万达电影，随后万达电影实控人及董事长变更，公司发展掀开新的篇章。2024 年初，OPENAI 的视频生成大模型 SORA 发布，AI 新技术或将给影视行业带来新的变量。在后疫情和 AI 新时代，在公司管理层发生重大变动的背景下，我们认为公司核心价值或将迎来重估，成为具备利润安全垫（影院业务）、向下减值风险可控，同时又具有向上期权的标的。

1. 国内影院业务复盘：盈利能力领先，顺风收获份额

公司主业为影院业务，2023H1 影院的票房、广告、商品销售业务合计收入占公司总收入的 82%，且主要来自国内影院。公司发展历史基本反映了国内影院行业主要矛盾变化，以公司业绩最早可追溯的 2014Q1 开始，可以大致划分为四个阶段：

图1：公司业绩历史复盘：收入及盈利能力与电影大盘票房表现正相关

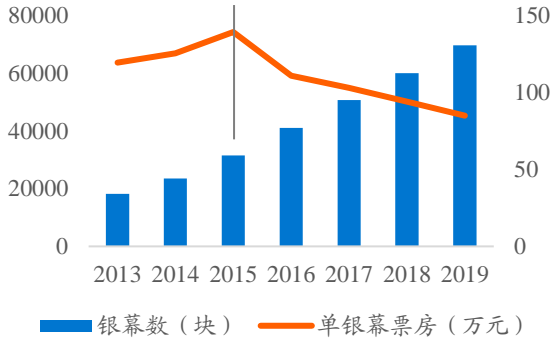


数据来源：公司公告，国家新闻出版广电总局，东吴证券研究所。注：调整后扣非归母净利润即柱状图中利润指标国内电影大盘收入为右轴。

(1) 2014-2015 年—红利：行业高速成长期，银幕扩张驱动为主，万达高质量扩张，年利润最高近 11 亿元。

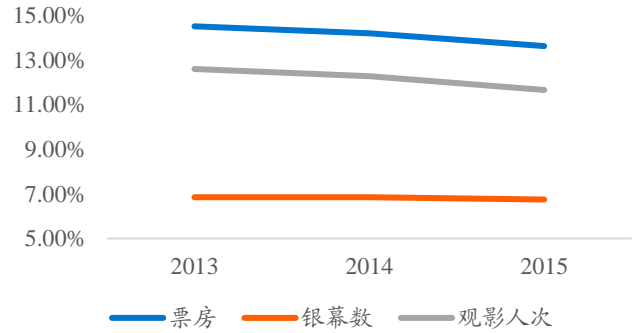
此阶段国内电影行业处在高速发展期，银幕数与单银幕产出双升，相比 2013 年，2015 年电影银幕数和单银幕票房分别增长 74%和 17%，行业票房及观影人次实现翻倍。公司作为行业龙头保持高质量扩张，单银幕票房远高于行业（2015 年 282 万元 VS 行业水平 139 万元），实现收入与利润率双升。相比 2013 年，公司 2015 年票房收入增速与行业票房增速接近，扣非归母净利率从 12.95%略微提升到 13.71%，实现 11 亿元扣非归母净利润。（单银幕票房均按期末银幕数计算）

图2: 2015年之前, 国内电影行业银幕数量与单银幕票房同时提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所。注: 单银幕票房为右轴。

图3: 万达电影市占率变化

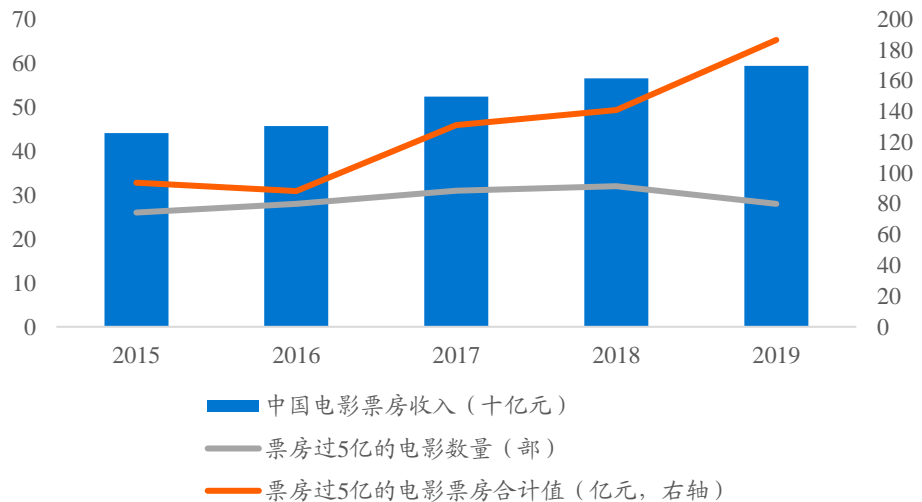


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

(2) 2016~2019年—内卷: 行业增速放缓, 逐渐转向内容质量驱动, 竞争加剧, 公司盈利能力下滑, 年利润峰值超12亿元。

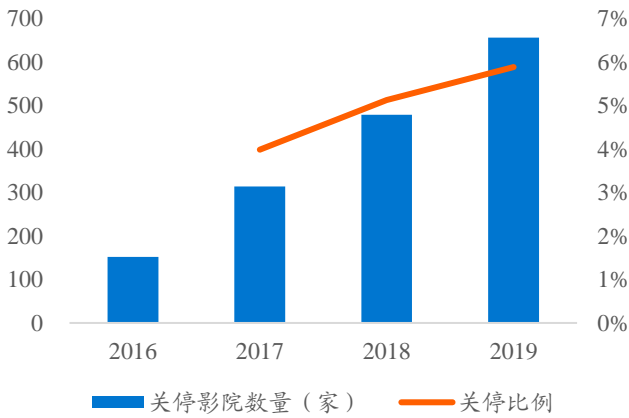
2016年及之后银幕数继续扩张, 但单银幕票房开始下降, 行业逐步由银幕拉动票房向内容驱动票房转变。部分年份重点影片票房不及预期导致当年票房一般, 如2016年观影人次yoy仅9%; 反之, 2017年受到《战狼2》《速度与激情8》等爆款拉动, 行业观影人次yoy+18%。行业呈现非线性增长, 开始受头部内容影响表现出“大小年”周期特征。行业增速放缓但影院数量仍在扩张, 同质化竞争愈加激烈, 尾部影院开始逐步退出, 大规模并购整合出现, 头部玩家份额提升, 尤其是18-19年愈加明显。

图4: 2016年之后, 电影票房开始进入内容驱动时代, 头部效应明显



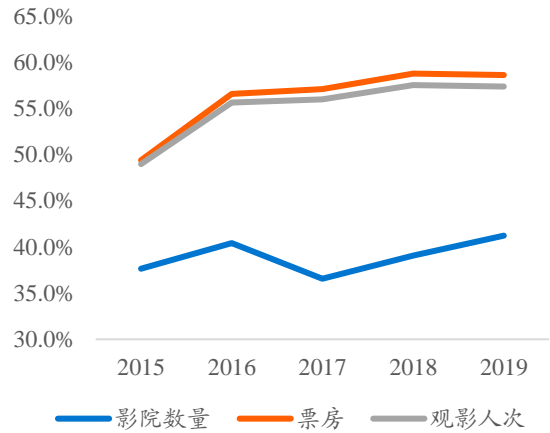
数据来源: 猫眼专业版, 公司公告, 东吴证券研究所

图5：2016-2019 年行业影院关停比例逐年提高



数据来源：猫眼数据，智研咨询，东吴证券研究所。注：
关停比例=当年关停影院数量/上一年影院数量

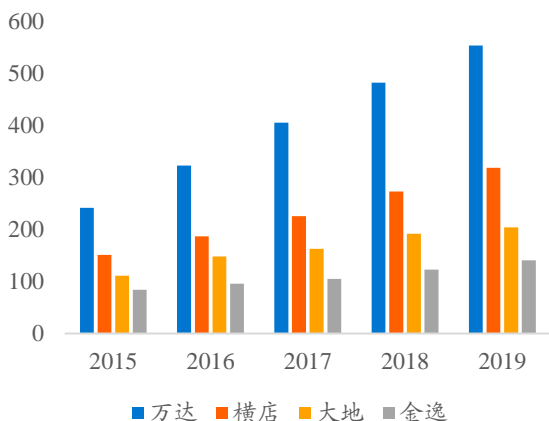
图6：2015-2019 年院线 CR8 份额呈现提升趋势



数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所
注：CR8：统计 2023 年票房前 8 名的院线。

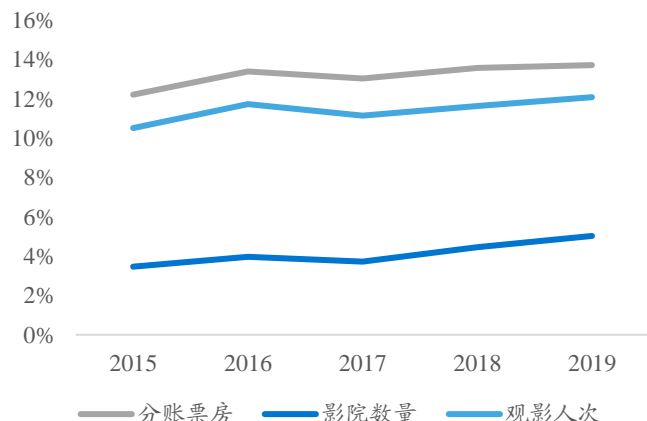
万达电影 2015 年开始通过自建影城+外部收购方式加速扩张，到 2019 年，国内影院数量已增加至 603 家，2015-2019 年 CAGR 26%；推动票房增长至 83 亿元，2015-2019 年 CAGR 8%（观影人次 CAGR 9%），院线票房市占率提升 1.5pct 到 2019 年的 14.02%（猫眼数据），广告、商品销售等影城业务亦实现较快增长。同时公司致力于保持领先的放映技术、品质，为观众提供高品质的观影服务，连锁运营能力亦领先同行，票价和单银幕票房长期高于行业平均水平，为公司盈利水平提供更好保障。

图7：头部影投的影院数量及扩张速度对比（家）



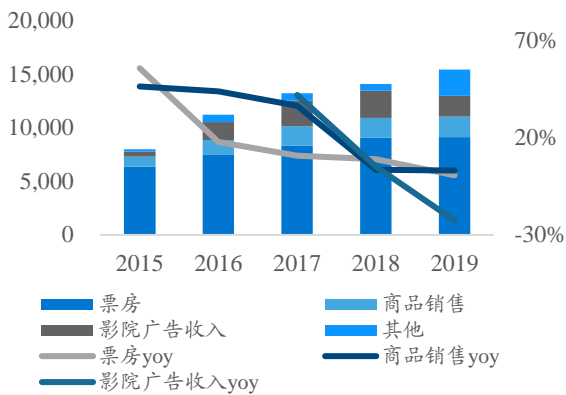
数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图8：2019 年万达电影院线市占率相比 2015 年有所提升



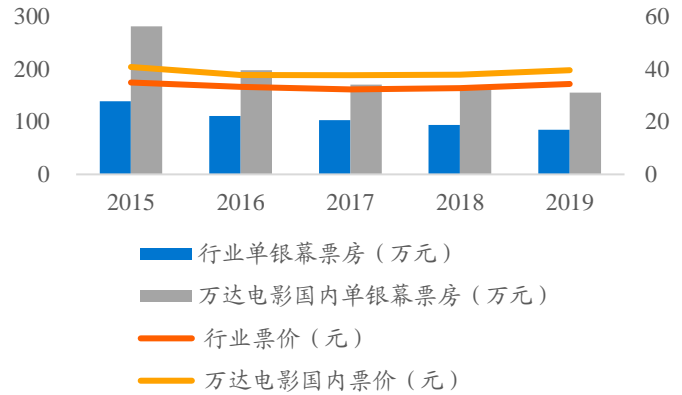
数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图9：2015-2019 年公司影城相关业务收入实现较快增长（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：包含国内和海外影院收入

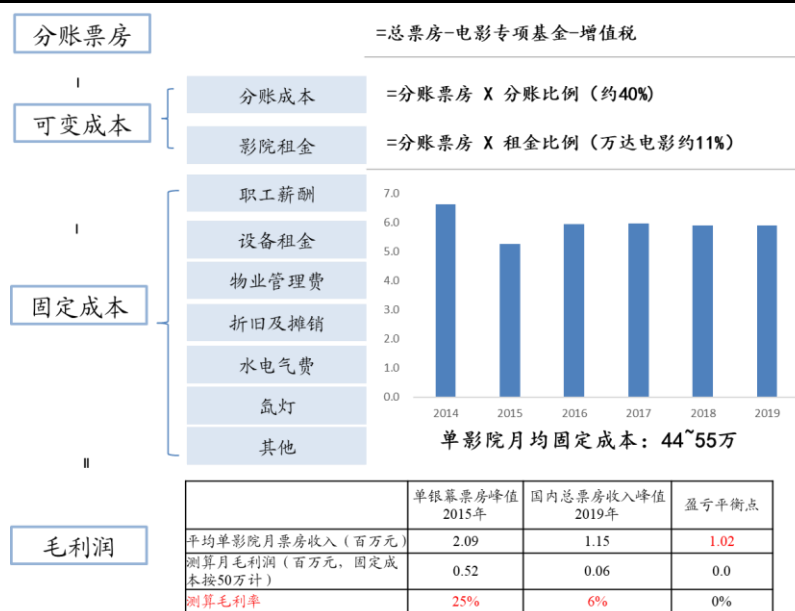
图10：2015-2019 年万达电影国内单银幕票房和票价保持高于行业的水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所。注：票价指标为右轴。

快速扩张影城+竞争加剧带来阶段性盈利能力下行。与其他线下业务相似，影院业务有较多的固定成本，如影城装修费摊销、员工工资等等，具有明显的经营杠杆，新开影院产出爬坡期对应毛利率爬坡。我们粗略测算此阶段公司平均单影院盈亏平衡点约在月票房收入 100 万元左右。2016 年起主动加速扩张+行业影院覆盖密度提升使得公司单银幕票房下降明显，票房业务毛利率亦从 2015 年的 25% 降至 2019 年的 6.6%。尽管高毛利率业务的商品销售和广告业务贡献增加，公司总体毛利率仍从 2015 年的 34.6% 下降到 2019 年的 27.5%，剔除资产减值和信用减值损失的扣非归母净利润率从 14% 降到 7%。这一点行业其他玩家亦出现类似情况。

图11：公司国内单影院票房业务毛利率测算框架（柱状图单位：百万元）

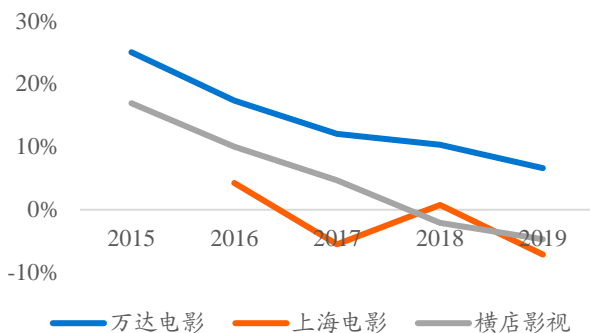


数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

注：1) 单影院月均固定成本通过公司票房业务毛利润倒推得到，口径中包含境内和境外影院数据，因而测算毛利率与公司票房业务毛利率存在差异；2) 平均单影院月票房收入=公司国内影院票房收入/国内影院数量；3) 涉及影院数量的计算均选取期末影院总数。

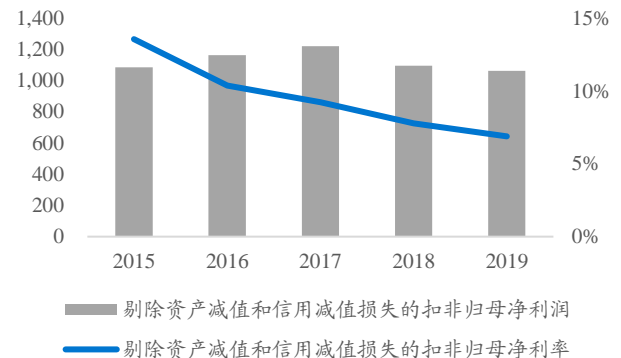
此阶段公司利润峰值出现在 2017 年：内容大年（行业票房 539 亿元，同比增速 18%），商品销售（与观影人次正相关）和影院广告收入在票房收入中的占比合计值达 50%，公司影院相关业务贡献 37 亿毛利润，整体扣非归母净利润达 12.4 亿元。

图12：2015-2019 年头部院线电影放映业务毛利率下滑



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：2016-2019 年万达电影利润率整体下滑

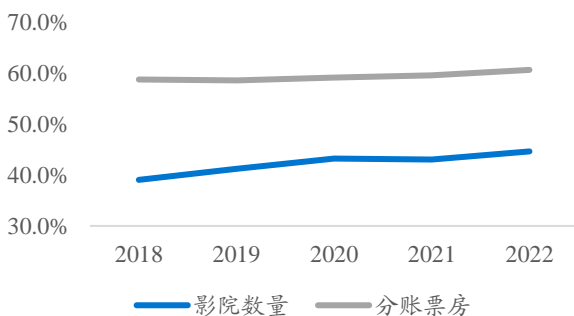


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(3) 2020~2022 年—逆风：疫情成最大变量，票房受到线下人流减少的负面影响，供给加速出清，公司盈利能力受损但份额显著提升。

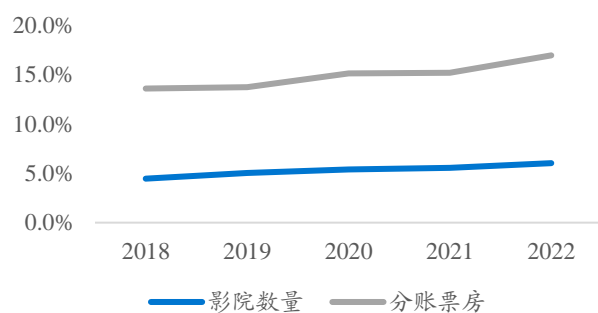
新冠肺炎疫情极大影响此阶段行业票房收入，2020/2021/2022 年行业观影人次分别为 2019 年的 25%/65%/43%，票房分别为 162/470/308 亿元（国家新闻出版广电总局数据）。现金流大幅缩减下资金储备不足和运营效率不高的影院经营压力加剧，行业供给出清加速，根据猫眼数据，行业 CR8 院线影院数量市占率从 2019 年的 41%提升到 2022 年的近 45%，其中龙头万达院线市占率从 2019 年的 5%提升至 2022 年的 6%；行业 CR8 院线票房市占率从 2019 年的 59%提升到 2022 年的近 61%，其中万达院线市占率从 2019 年的 14%提升至 2022 年的 17%。

图14：2020-2022 年院线 CR8 份额进一步提升



数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所
注：CR8：统计 2023 年票房前 8 名的院线

图15：2020-2022 年万达电影份额进一步提升



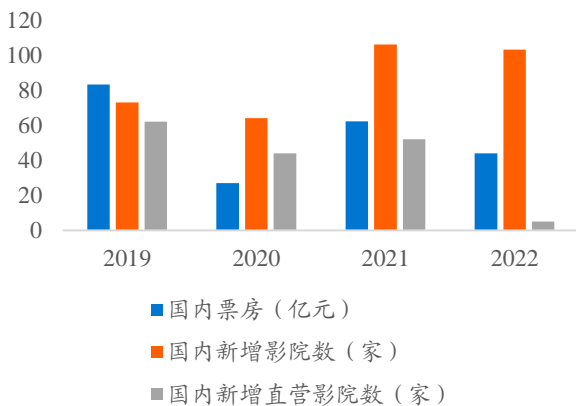
数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

份额的提升亦离不开公司的努力自救。行业出清的同时公司在影院数量上保持稳步增长，且重点关注资产质量而非规模，侧重最优质的影院、地段和商业广场，直投影院从每年 50-60 家缩减到 10-20 家，主要定位在一线和新一线城市的标杆项目，并在 2022 年关闭 33 家亏损的影院。另一方面公司经营能力持续提升：针对重点影片、重点档期推出各类独家营销活动；与京东、苏宁、中国联通等企业跨界合作打通会员权益，有效拉动人次和票房增长。

此阶段公司在影城商业模式上进行重要突破：2020 年 6 月正式对外开放特许经营加盟权，通过向具备可持续经营能力的优质加盟影城输出万达品牌、管理系统和管理体系，以此保持公司份额领先。影院在加盟后票房产出有所提高，双赢局面推动公司特许经营加盟影院在 2020/2021/2022 年分别达 53/91/121 家，单影院票房虽然低于直营影院，但弥补公司在部分城市区域布局空白点，强化当地市场占有率，保持市场优势。

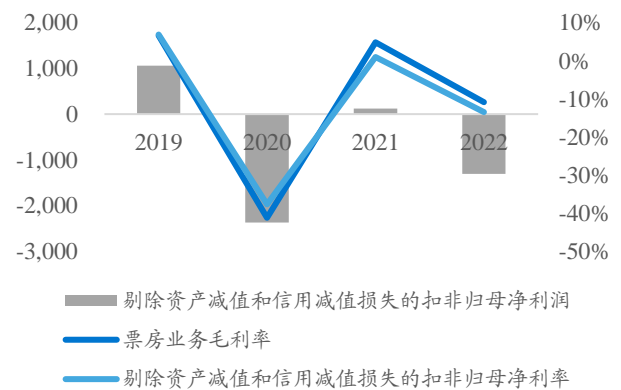
盈利能力上，疫情期间公司通过影院租金减免、加强影院排班管控、关闭部分低效亏损影城等方式缓解盈利压力，但由于较强的运营杠杆，票房收入大幅下降极大影响公司的盈利能力（新租赁准则亦有部分负面影响，如 2021 年执行新租赁准则减少公司 2021 年年度净利润约 1.5 亿元）。公司 2021 年票房收入约为 2019 年的 78%，票房业务毛利润只有 2019 年的 57%，整体剔除资产减值和信用减值损失的扣非归母净利润只有 2019 年的 11%；受疫情影响较大的 2020 和 2022 年剔除资产减值和信用减值损失的扣非归母净亏损分别达 24 和 13 亿元。

图 16: 2020-2022 年万达影院收入和影城增长趋势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 17: 万达电影疫情期间盈利能力受损 (百万元)



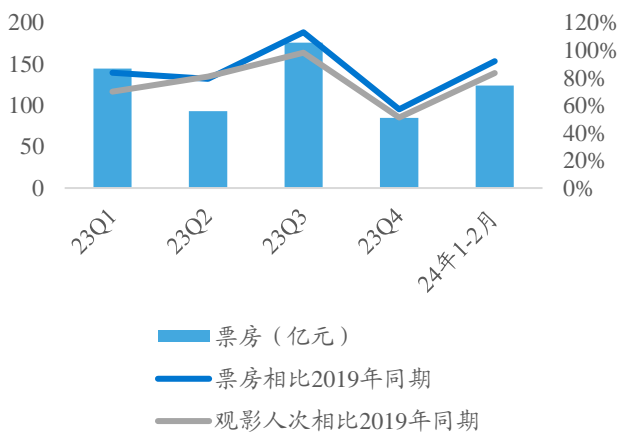
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(4) 2023 年之后—新生：逐步回到常态化阶段，但观影需求仍未完全修复，公司利润仍有空间。

进入 2023 年，疫情影响褪去，票房大盘实现 549 亿元，恢复到 2019 年的 86%，观影人次恢复到 2019 年的 75%，其中国庆档头部电影表现不及预期对全年票房产生了负面影响；票价相比 2019 年提升了 14%。

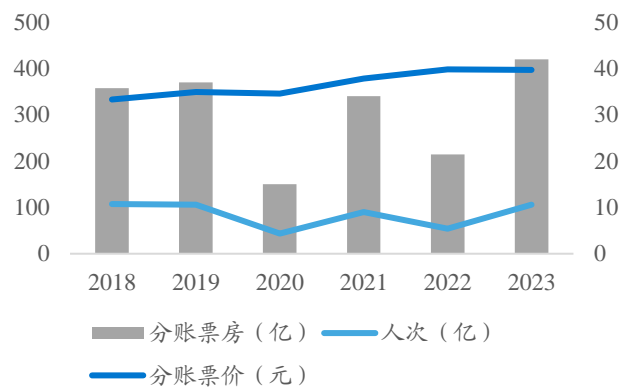
关于 2023 年票房的真实修复程度，若单看国产电影票房已超过 2019 年，增长了 12%，部分投资者担心在引进片供给不足的情况下，国内电影票房增长空间有限。但国产片 2023 年票房相比 2019 年的提升基本来自票价提升的贡献，观影人次仍略低于 2019 年。若进一步观察影片结构，我们发现相比 2019 年，一方面中腰部影片供给仍未完全修复（疫情期间中小制片方抗风险能力弱，产出降低），另一方面头部影片的质量较弱，内容供给质量还有提升空间。我们认为这将成为行业后续观影人次提升、票房行业突破 600 亿大关的重要驱动，特别是其中腰部影片供给的增加，我们认为有望直接受益于 AI 视频等新技术发展（我们将在本文第三部分展开）。

图18: 2023 年后票房及观影人次与 2019 年对比



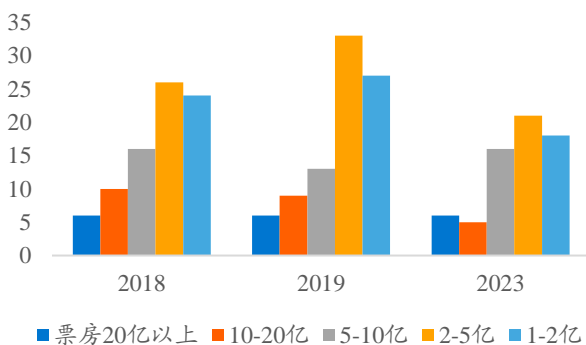
数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图19: 国产片 23 年分账票房约为 2019 年的 1.14 倍，但主要来自分账票价贡献（人次和票价为右轴）



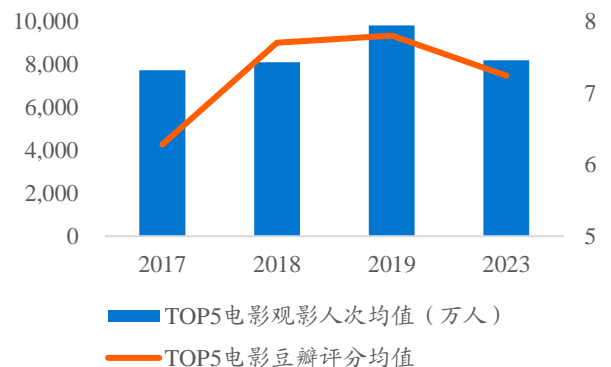
数据来源：灯塔专业版，东吴证券研究所

图20: 2023 年中高体量及腰部影片仍然匮乏(单位:部)



数据来源：拓普研究院，东吴证券研究所

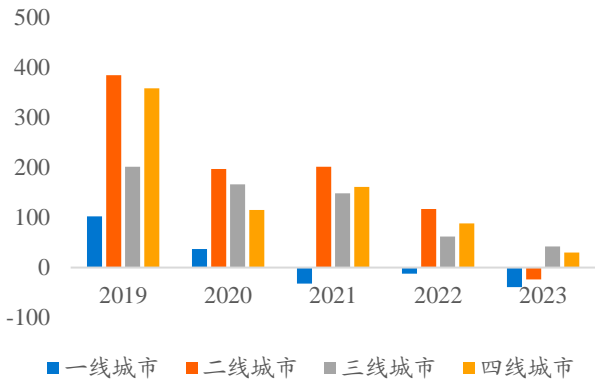
图21: 历年票房头部电影观影人次和豆瓣评分对比



数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

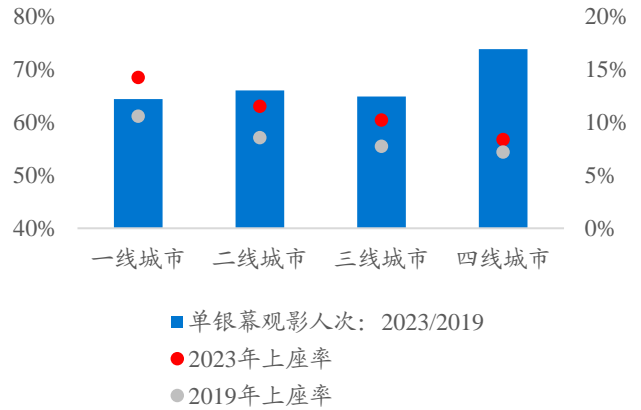
从不同人群消费需求的角度来看，国内电影行业也还未充分修复。与 2019 年相比，一线城市 2023 年影院和银幕数量减少的前提下，单银幕人次只有 2019 年的 64%；而二三四线城市在影院数量增加的前提下，单银幕人次分别为 2019 年的 66%/65%/74%。我们认为高线城市的观影需求仍未完全修复。

图22: 一二线城市 2023 年影院数量继续减少 (家)



数据来源: 灯塔专业版, 东吴证券研究所
注: 影院数统计当年有票房产出的影院。

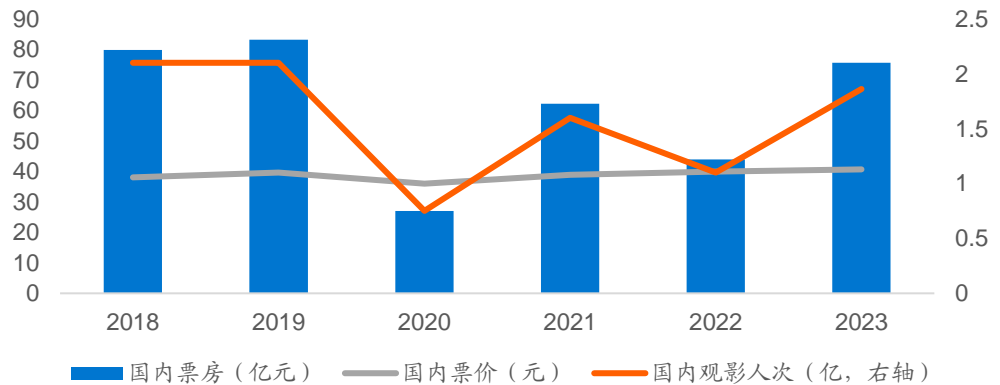
图23: 一线城市单银幕观影人次和上座率还有修复空间



数据来源: 灯塔专业版, 东吴证券研究所。注: 上座率为右轴

万达电影 2023 年国内票房收入恢复到 2019 年的 97%; 观影人次恢复到 2019 年的约 93%, 份额相比 2022 年保持稳定。公司影院数量相比 2019 年提升 42%, 银幕数量提升 35%; 单银幕票房约为 2019 年的 67%, 其中票价相比 2019 年增长 3%, 单银幕观影人次约为 2019 年的 66%, 与行业情况相似。

图24: 公司 2023 年票房收入恢复到 2019 年的 97%, 观影人次恢复到 93%

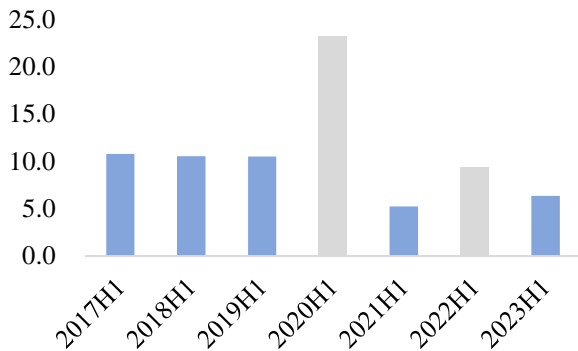


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

前期降本增效效果显现, 利润率超过 2019 年。虽然公司收入未完全修复, 但 2023 年前三季度毛利率以及剔除资产减值和信用减值损失的扣非归母净利率已好于 2019 年同期水平。近年来公司坚持降本增效, 积极推动降低各类固定成本和运营费用, 成本管控效果也持续显现, 公司经营效率明显提升。根据我们测算, 假设分账比例和租金比例为分账票房的 40%和 11%不变, 2023H1 公司影院票房业务其他成本支出从 2019H1 的 20 亿元下降至 16 亿元, 单影院其他成本支出从 2019H1 的 540 万元下降至 350 万元(影院数量计算口径包含境内境外直营影院数量, 与实际情况可能存在误差);

2023 年前三季度销售费率/管理费/研发费率相比 2019 年同期下降了 0.9/0.6/0.06pct。考虑到未来票房增长的运营杠杆明显，高毛利率的广告业务尚未完全修复，公司未来利润弹性可期。

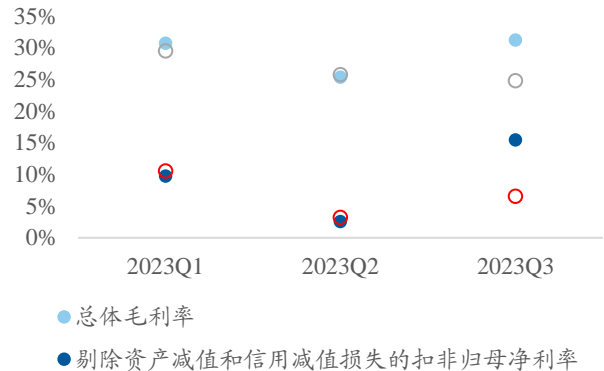
图25: 2023H1公司单人次广告收入约为2019年的75% (元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 2020H1 和 2022H1 为异常值, 观影人次大幅减少但广告收入相对稳定, 因而单人次广告收入较高。

图26: 万达电影2023年前三季度盈利能力好于2019年同期



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 灰色和红色圈图分别为 2019 年同期的毛利率和剔除资产减值和信用减值损失的扣非归母净利率。

2. 份额与利润仍有潜力, 潜在利润空间或达 30 亿元

公司影院业务收入/利润主要来自三大业务: 票房、商品销售、映前广告。其中前两者与观影人次直接正相关, 映前广告相对滞后于观影人次的发展 (广告主需结合票房及消费市场的表现进行投放)。正如前文提到的影院运营杠杆, 观影人次作为影响收入的重要变量, 对公司影院业务业绩弹性至关重要; 同时, 广告等高毛利率业务发展亦有望贡献增量利润。

2.1. 观影人次: 看好内生需求修复, 高质量扩张驱动增长

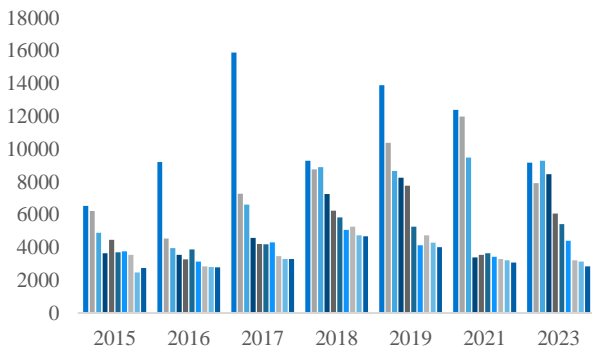
相对于其他线下消费, 电影行业天生自带强内容属性, 顶级作品对当年票房大盘增速能起到不小的影响。但内容经济效益的预测误差极大, 爆款是很难被预判的, 因此市场对当年电影行业票房的判断往往相对被动。这里我们尝试将电影的线下消费属性与内容属性区隔, 拆解行业需求内生增长及爆款带来的脉冲效应。

我们认为 TOP2 以后的电影数据可反映需求内生增长, TOP2 电影决定票房高度。

一般来说, 爆款效应主要体现在头部电影, 越头部的电影观影人次不同年份之间波动极大, 如当年 TOP1 的电影 2015 年 6.5 千万人次, 而 2017 年近 1.6 亿人次。中腰部电影内容质量带来的观影人次波动性相对较小。通过拆解, 我们发现 TOP2 以后的电影总观影人次在 2016-2021 年增长与旅游人次增长高度一致 (2019、2023 年有所偏离, 我们认为前者可能受当年票价提升影响, 后者受放开后线下多种娱乐方式分流、消费能力未完全恢复等因素影响), 而后者可衡量线下服务型消费需求表现。因此, 我们认为 TOP2 以后的电影大盘的增长可一定程度上代表行业需求的内生增长, 而 TOP2 电

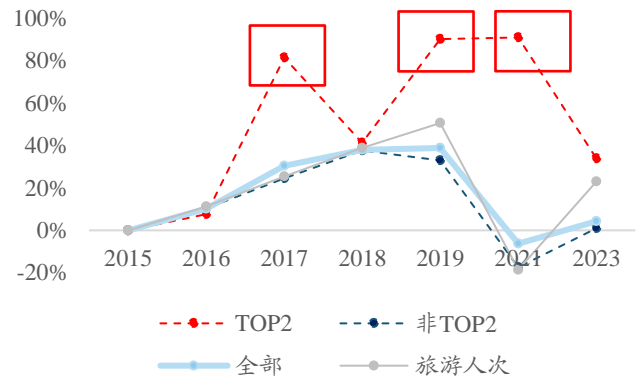
影爆款人次数据为优质供给激发的额外需求，决定当年电影大盘高度。

图27: 历年 TOP10 电影观影人次变化 (万人)



数据来源: 猫眼, 东吴证券研究所

图28: 国内电影观影人次相比 2015 年的累计增速



数据来源: 猫眼, WIND, 东吴证券研究所

注: 1) 考虑到 2020 和 2022 年线下消费受到较大影响, 作为异常值剔除; 2) 2017~2023 年 TOP2 电影观影人次在大盘中占比分别为 14%/11%/14%/21%/13%, 除 2021 年外波动不大, 因此我们认为头部挤压效应相对有限。

我们结合内生需求空间及内容大小年进行了不同场景市场空间测算, 中性预计电影观影人次空间可近 17 亿次。不同场景假设如下:

内生需求空间测算: 1) **中性情景~15 亿次。**我们认为电影作为一种提供优质内容体验的线下娱乐方式, 具有其独特价值, 内生需求未来有望逐渐恢复到接近 2019 年水平 (2019 年 14.9 亿次); 2) **悲观情景~13 亿次。**我们假设短视频等各种新型娱乐形态永久性挤压电影需求, 内生需求难以回到疫情前高度; 3) **乐观情景~17 亿次。**国民娱乐消费有望随着经济水平提高而提高, 而电影作为重要的线下娱乐消费方式, 我们假设内生需求相比 2019 年仍有小幅增长空间, 我们假设观影人次空间在 17 亿次左右。

爆款增量空间测算: 1) **中性情景~2.4 亿次,**当年爆款内容观影人次假设不创新高, 为历年最高值, 即 2021 年的 2.4 亿次。2) **内容小年~1.7 亿次,**爆款内容观影人次与 2023 年接近, 约为 1.7 亿次。3) **内容大年~3 亿次,**我们假设 TOP1 和 TOP2 爆款内容观影人次分别创新高 (历史峰值分别为 1.6 和 1.2 亿次), 达 3 亿次。

表1: 国内电影观影人次大盘空间预测 (亿次)

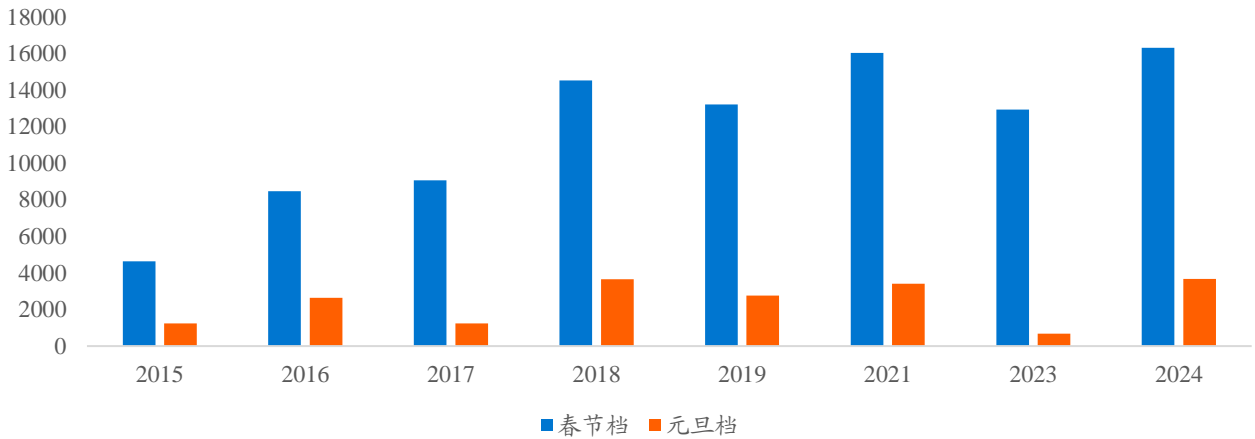
	悲观	中性	乐观
需求内生增长-TOP2 以后电影观影人次	13	15	17
供给驱动需求-TOP2 电影观影人次	1.7	2.4	3.0
总观影人次	14.7	17.4	20

数据来源: 东吴证券研究所测算

2024 年春节元旦档表现亮眼, 我们看好全年票房再创新高。展望 2024 年, 已结束的元旦档、春节档观影人次创历史新高, 《热辣滚烫》(34 亿元)、《飞驰人生》(33 亿

元)、《第二十条》(24 亿元)等电影表现亮眼。而正在热映的《沙丘 2》、后续即将上映的电影《红毯先生》、《灿烂的她》、《平原上的火焰》、动画片《白蛇:浮生》、《哪吒 2》、引进片《功夫熊猫 4》、《哥斯拉大战金刚 2: 帝国崛起》等均值得期待,我们看好优质内容推动全年票房再创历史新高。

图29: 2024 年元旦档和春节档观影人次再创新高(万次)



数据来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

表2: 2024 年预计上映的热门电影

电影	预计上映时间	类型	猫眼想看人数(万人)	导演	主演	前作票房表现
红毯先生	3/15	喜剧	17.08	宁浩	刘德华/单立	-
灿烂的她	3/15	家庭	16.07	徐伟	惠英红/刘浩存	-
功夫熊猫 4	3/22	动画	19.03	迈克·米切尔/斯蒂芬妮·斯汀	-	2008/6/20 功夫熊猫 1 1.86 亿元 2011/5/28 功夫熊猫 2 6.11 亿元 2016/1/29 功夫熊猫 3 10 亿元
哥斯拉大战金刚 2: 帝国崛起	3/29	科幻	25.40	亚当·温加德	丽贝卡·豪尔/丹·史蒂文斯	2021/3/26 12.32 亿元
我们一起摇太阳	3/30	爱情	31.26	韩延	彭昱畅/李庚希	-
黄雀在后!	4/3	悬疑	15.60	徐伟/何文超	冯绍峰/陶虹	-
二郎神之深海蛟龙	7/13	动画	12.30	王君	-	-
白蛇: 浮生	待定	动画	14.40	陈健喜/李佳锴	-	2019/1/11 白蛇缘起 4.68 亿元 2021/7/23 白蛇 2 5.8 亿元
平原上的火焰	待定	爱情	37.20	张骥	周冬雨/刘昊然	-
维和防暴队	待定	动作	36.94	李达超	黄景瑜/王一博	-
云边有个小卖部	待定	爱情	29.48	张嘉佳	彭昱畅/周也	-
危机航线	待定	犯罪	12.57	彭顺	刘德华/张子枫	-

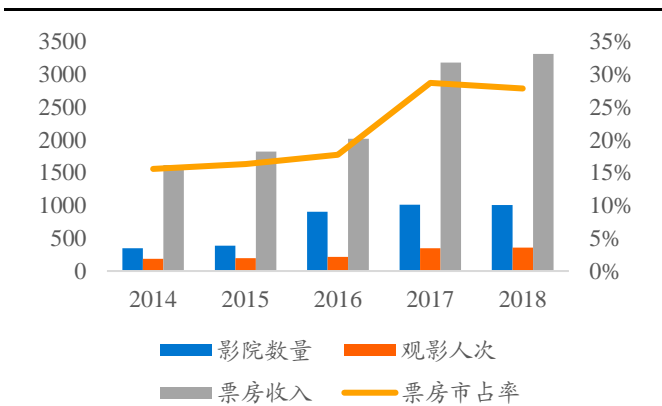
绑架游戏	待定	悬疑	12.00	张哲	彭昱畅 / 胡冰卿	-
射雕英雄传：侠之大者	待定	武侠	9.49	徐克	肖战 / 庄达菲	-
哪吒之魔童闹海	待定	动画	8.36	饺子	-	-

数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所。注：标红为进口片；想看人数统计至 2024/3/9。

对于公司而言，收购优质影院或为提升份额有效方式。根据猫眼专业版数据，我们测算得 2023 年万达院线票房和观影人次市占率分别为 16.8%和 16.1%。

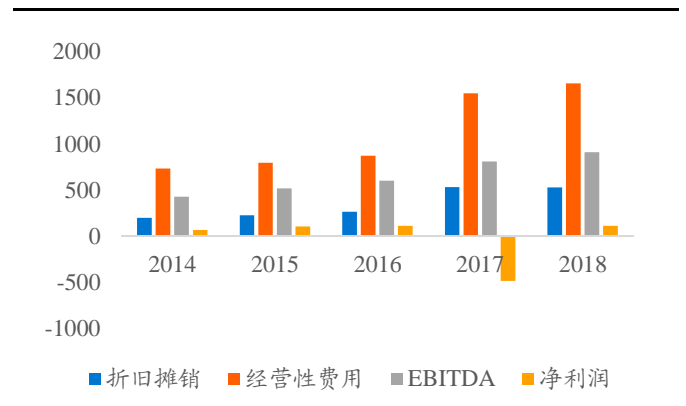
(1) 参考海外院线龙头成长曲线，整合并购是龙头重要扩张方式。与全球院线票房集中度相比，万达电影集中度并不算高，如美国和欧洲龙头院线份额 25%以上，澳洲龙头院线份额 30%左右。以美国院线龙头 AMC 为例（2012 年被万达集团并购），2016 年 12 月收购北美排名第四的院线 Carmike Cinemas，次年一跃成为北美最大院线公司，票房份额从 2016 年的 18%提升到 2017 年的 29%；但由于影院经营性费用和折扣摊销和增加，2017 年净利润有所影响，但 2018 年即又恢复常态利润水平，EBITDA 则持续创新高。

图30: AMC2016 年底收购 Carmike, 2017 年票房市占率显著提升 (座; 百万元; 百万次)



数据来源：bloomberg, box office mojo, 东吴证券研究所

图31: 外延并购阶段性影响 AMC 利润 (百万元)



数据来源：bloomberg, 东吴证券研究所

(2) 政策支持。2021 年国家电影局发布的《“十四五”中国电影发展规划》中明确提到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，对不符合现行准入条件的院线实行退出，显著提高产业集中度。万达电影在品牌形象、观影品质、资金实力等方面具备明显优势，疫情特殊时期限制公司外部并购动作，随着电影市场回归常态化发展，公司有望通过对国内优质影院的整合并购进一步提高市场份额，我们预计观影人次增速会明显快于行业水平。

以 2023 年万达电影国内直营银幕数为基数 (6,156 块)，我们中性假设若公司每年通过自建、并购等方式扩张直营影院数量 80 家左右，单影院银幕数量和 2023 年保持一致，单银幕人次略低于 2019 年水平 (108 次/日)，3~5 年时间观影人次可达 3.0~3.5 亿次。在上文我们测算的中性场景行业观影人次空间中，市占率可从 2023 年的 16.1%

提升到 20.2%。

表3: 通过积极扩张, 我们中性预计 5 年时间万达电影观影人次可达 3.5 亿次, 市占率可达 20.2%

银幕数量(块)	悲观-8327	中性-9629	乐观-10497
单银幕观影人次	每年新增 50 家影院	每年新增 80 家影院	每年新增 100 家影院
悲观-90	2.74	3.16	3.45
中性-100	3.04	3.51	3.83
乐观-110, 约 2019 年水平	3.34	3.87	4.21

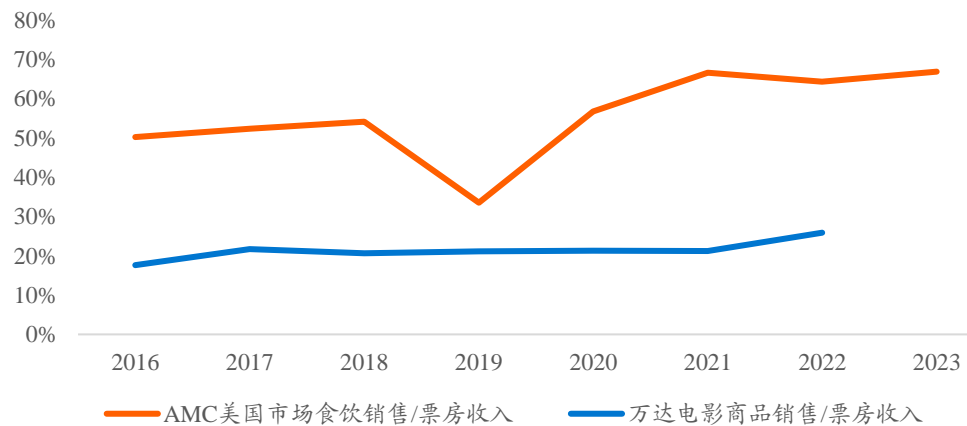
数据来源: 东吴证券研究所测算

2.2. 影院利润: 强运营杠杆下, 潜在利润空间达 30 亿元

我们看好公司观影人次提升放大运营杠杆, 同时优化高毛利率的广告、商品销售等业务, 潜在利润空间进一步提高。在上文测算的公司观影人次中性场景中, 我们预计公司国内影院业务潜在税后利润空间有望达到 30 亿元。

收入端: 1) 票价: 我们假设相比 2023 年略微增长; 2) 广告: 映前广告恢复有一定滞后性, 2023 年尚未完全修复, 同时考虑到其他媒体渠道兴起对广告市场的分流, 我们中性假设稳态单人次广告收入略低于 2019 年水平。3) 商品销售: 随着人次的不断恢复和公司卖品业务的不断创新(如特产礼盒、电影周边及衍生品等创新产品), 未来亦有望借力儒意与更多 IP 方合作, 商品销售业务收入在票房收入中的占比有望进一步提升, 我们假设商品销售收入在票房中的占比可达 30%水平。

图32: 相比北美院线龙头 AMC 美国市场表现, 万达电影商品销售收入占比还有提升空间



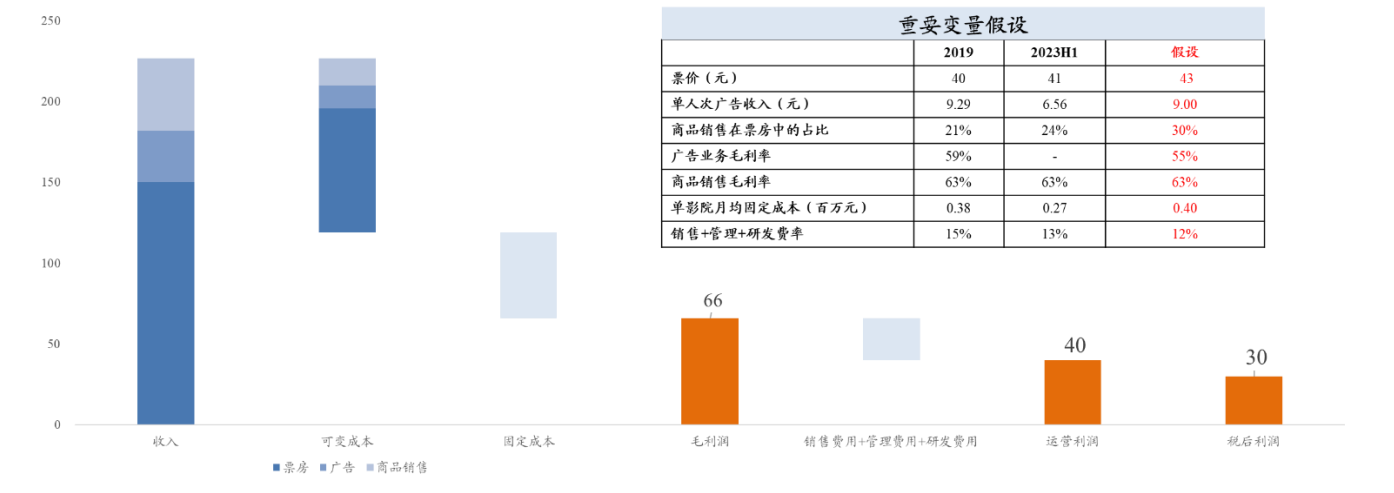
数据来源: bloomberg, 公司公告, 东吴证券研究所

成本端: 1) 可变成本: 我们将票房分账、影院租金、商品销售和广告业务的成本均计入可变成本, 其中票房分账和影院租金假设始终为票房的 51% (40%+11%), 商品销售成本在收入中的占比保持稳定, 广告业务成本在收入中的占比低于 2019 年水平; 2) 固定成本: 延续我们在本文第一部分中关于影院固定成本的计算, 同时考虑 CPI 增

长、公司管理效率提高等因素，我们假设稳态单影院固定成本略高于 2023H1 但低于 2019 年，单月约 40 万元；3) 费用：通过运营优化、技术系统能力提升等方式，我们假设销售费用率、管理费用率和研发费用率合计值略低于公司 2023H1 整体水平。

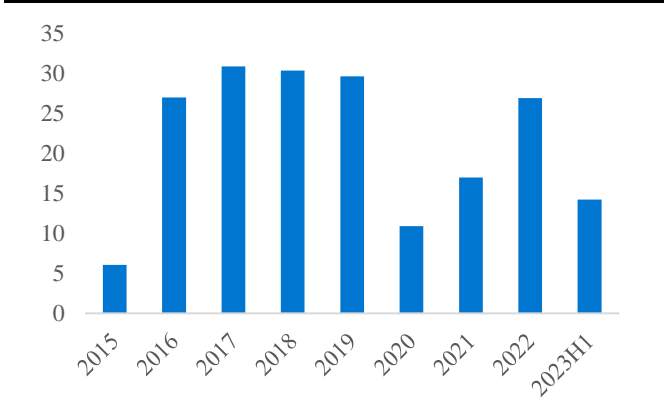
观影人次乐观场景中，税后利润有望达 42 亿元；而在悲观场景中，税后利润亦有 17 亿元。若再考虑公司海外影院常态化下每年可贡献 2.5-3 亿净利润，我们看好公司影院业务持续提供利润安全垫和稳健现金流。

图33: 我们中性预计公司国内影院业务税后利润弹性可达 30 亿元 (亿元)



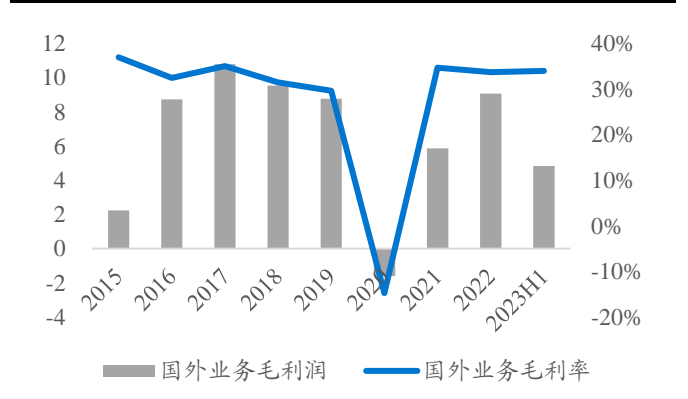
数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

图34: 公司国外业务疫情前年化收入贡献稳定在 30 亿元左右 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35: 公司国外业务疫情前年化毛利润贡献 8-10 亿元左右



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 儒意入股 + AI 带来向上期权，向下减值风险可控

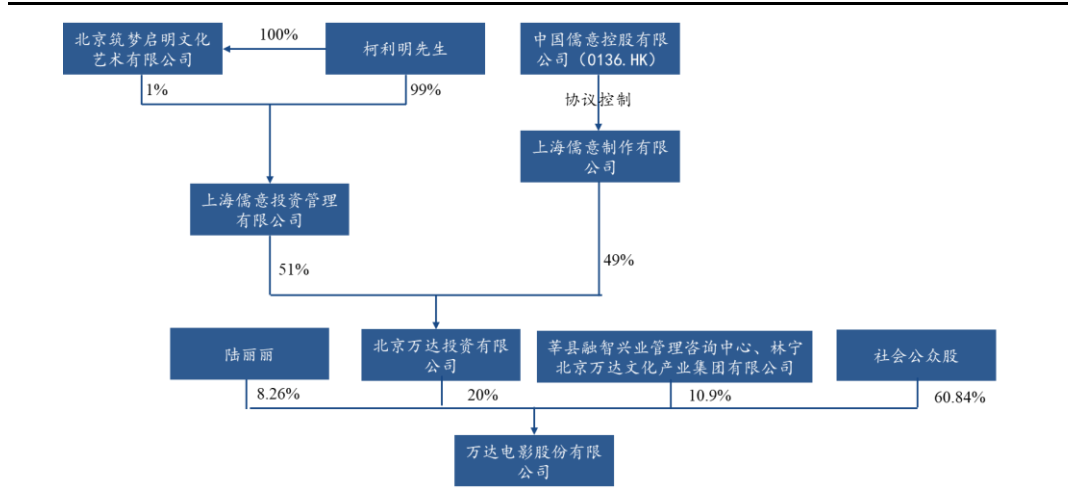
3.1. 向上期权：儒意入股，AI 变革，内容与渠道共振

(1) 儒意入股万达电影，公司内容业务迎新机

儒意投资入股万达电影，柯利明先生成公司实控人。2023 年 12 月北京万达文化

产业集团有限公司、北京珩润及王健林先生与儒意投资签署股权转让协议，拟分别将其持有的公司控股股东万达投资 51%股权转让予儒意投资，儒意投资为柯利明先生全资控股的公司，转让成功后儒柯利明先生通过儒意投资间接控制万达电影 20%股权，公司实际控制人将变更为柯利明先生。根据 24 年 1 月公告，儒意公司总裁陈曦女士成为公司第六届董事会董事长。

图36: 儒意入股后公司股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表4: 公司管理层新班子中曾在儒意担任职位的高管

姓名	职务	任职日期	主要经历
陈曦	董事长、董事、总裁、战略委员会主任	2024/1/29	毕业于中央戏剧学院 2000 级表演系，清华大学五道口金融学院金融 EMBA。2012 年创办影艺通传媒，2015 年起历任上海儒意影视制作有限公司总裁、中国儒意控股有限公司执行董事。 曾任光宇游戏集团 COO、盛大游戏工作室总经理、奇虎三六零移动游戏事业部总经理、大连天神娱乐股份有限公司副总经理、中文在线集团股份有限公司游戏事业部总经理、NBA 体育文化发展有限责任公司战略顾问、北京儒意景秀网络科技有限公司总经理。
龚峤	董事，薪酬与考核委员会委员	2024/1/29	毕业于上海体育大学，新闻学专业学士学位。2011 年加入乐视影业负责电影发行业务，2017 年加入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。
杨海	监事会主席，监事	2024/1/29	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

顶尖电影制作/投资人带队。中国儒意旗下的儒意影业是国内顶尖影视内容制作方，以 2024 年春节为例，票房 TOP3 电影均为儒意影视出品或联合出品作品，充分彰显公司强大的内容制作及资源。儒意影业背后实控人柯利明先生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》等爆款电影及《北平无战事》《琅琊榜》《半月传》《咱们相爱吧》等头部电视剧；执行董事陈曦女士电影投

资履历亮眼，曾参投徐峥首部执导影片《人在囧途之泰囧》（3000万元成本，超12亿元票房，刷新当年票房冠军纪录），与大鹏合作电影《煎饼侠》（5000万成本11.59亿元票房），也参与《唐人街探案》《你好，李焕英》《消失的她》等爆款影片，累计票房超百亿。

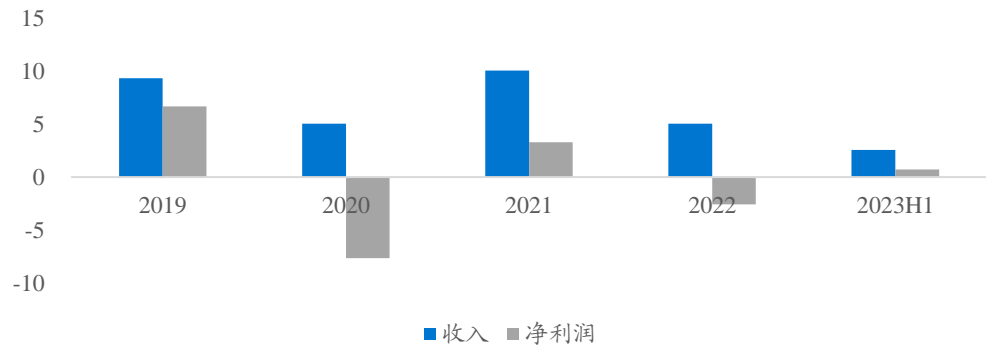
表5：儒意影视出品/联合出品的优质电影内容

电影名称	儒意影视出品/联合出品	上映时间	票房（亿元）
飞驰人生 2	出品	2024/2/10	33.59
第二十条	出品	2024/2/10	24.07
熊出没·逆转时空	出品	2024/2/11	19.50
热烈	出品	2023/7/28	9.13
保你平安	出品	2023/3/10	7.00
交换人生	出品	2023/1/22	3.93
独行月球	出品	2022/7/29	31.03
了不起的老爸	出品	2021/6/18	1.48
你好，李焕英	出品	2021/2/12	54.13
送你一朵小红花	出品	2020/12/31	14.32
天气预爆	出品	2018/12/31	1.23
动物世界	出品	2018/6/29	5.09
缝纫机乐队	出品	2017/9/29	4.59
三生三世十里桃花	出品	2017/8/3	5.35
夏有乔木 雅望天堂	出品	2016/8/5	1.56
致青春·原来你还在这里	出品	2016/7/8	3.36
热辣滚烫	联合出品	2024/2/10	34.49
年会不能停！	联合出品	2023/12/29	12.92
我本是高山	联合出品	2023/11/24	1.00
志愿军：雄兵出击	联合出品	2023/9/28	8.68
消失的她	联合出品	2023/6/22	35.23
决战中途岛	联合出品	2019/11/8	2.94
父子雄兵	联合出品	2017/7/21	1.25
唐人街探案	联合出品	2015/12/31	8.23

数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所。标红为票房超过20亿元的电影。

公司电影制作业务有望价值重估。公司子公司万达影视出品/联合出品的电影作品较多，2023年出品的《三大队》上映也取得较好票房成绩（7亿元），但整体内容制作能力仍有提升空间。此次儒意入股后，在头部电影制作/投资人的带领下，公司在电影制作领域的资源和制作实力有望增强，该业务后续收入及盈利能力或给市场带来惊喜。

图37: 公司电影制作发行及相关业务分部收入及净利润表现 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

(2) AI 革命重塑内容供需, 院线龙头有望受益

正如我们在 2023/3 发布的行业深度报告《AI 开启传媒变革, 推进行业价值重估》和 2023/4 发布的个股深度报告《光线传媒: 动画电影龙头, AI 时代价值重估》中所分析的, 影视行业作为综合音频、视频、文本, 是生成式 AI 的优质落地场景, 特别是在 2024 年 OPENAI 发布 SORA 视频生成大模型之后, 生成式 AI 对影视行业的改造速度与深度或超过市场预期。

前文我们提及 2023 年中腰部影片供给仍未完全修复, **AI 技术赋能下中腰部影片供给有望丰富, 更好补充非档期内容, 驱动行业需求增长**。生成式 AI 带来技术平权有望降低中腰部制作商制作成本, 从而增强其抗风险能力, 优秀的创意有望更高效落地。以视频生成工具 runway 为例, 传统视频后期团队一个资深编辑后期制作费用 250 美元/小时, 一个只负责抠图的编辑费用 60-80 美元/小时, 而 Runway 可为其节省几个小时甚至几天的工作。AI 新技术或与行业分线发行新趋势共同重塑供需局面, 通过更加精细化的、区域化的电影内容发行挖掘潜在观影需求。**公司作为院线龙头有望从中受益**。此外, 公司影视内容制作业务有望利用 AI 技术降本增效, 实现更好的盈利能力。

3.2. 向下风险: 商誉减值已充分计提, 风险可控

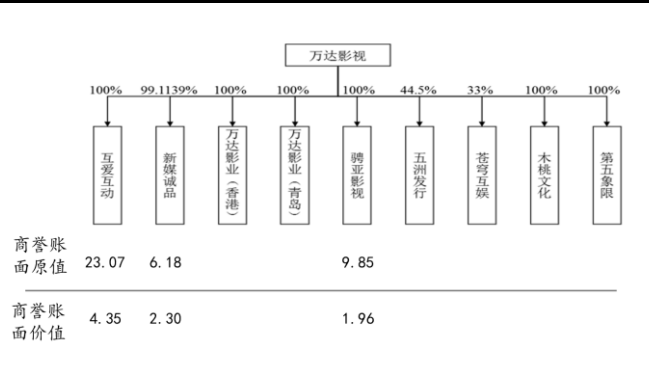
截至 2023/6/30, 我们测算得万达影视商誉价值剩余 8.6 亿元, 减值风险可控。2019 年公司收购万达影视, 增加 39 亿商誉, 主要来自互爱互动、新媒诚品和骋亚影视, 截至 2023/6/30, 该部分商誉只剩 8.62 亿元, 其中互爱互动和新媒诚品业绩有一定支撑, 总体减值风险可控。

- 互爱互动: 游戏公司, 23H2 自研手游《我为歌狂之旋律重启》、代运营进口游戏《英雄传说: 闪之轨迹 3》相继获得版号。
- 新媒诚品: 电视剧《交错的情景》《三大队》《南来北往》《四方馆》、分账剧

集《暗影侦探》和《明日少年》已拍摄完成。

其他资产：海外院线 Hoyts 品牌影响力及经营情况比较稳定，资产质量较高，商誉减值风险较小。

图38: 截至 2023/6/30, 万达影视资产在万达电影账面价值 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

图39: 公司其它商誉账面价值分布 (亿元)

资产	商誉账面价值 (亿元)	简介
HG Holdco Pty Ltd.	33.02	澳洲领先的电影院线运营商之一，无减值风险
Motivate Val Morgan Cinema Advertising FZ LLC	1.17	阿联酋广告公司
Active Media Group Pty Ltd	0.57	澳大利亚广告公司
其他	0.04	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023/2024/2025 年收入分别实现 143.53/162.2/181.3 亿元，同比增长 48%/13%/12%；归母净利润实现 11.40/14.52/18.50 亿元，同比增长 159%/27%/27%，归母净利率分别为 8%/9%/10%。其中重要假设如下：

1) 票房业务：我们预计 2023/2024/2025 年实现收入 89.61/101.25/112.40 亿元，同比增长 66%/13%/11%，毛利率分别为 5.5%/5.8%/6.3%；

2) 广告业务：我们预计 2023/2024/2025 年实现收入 13.44/16.20/19.11 亿元，同比增长 10%/21%/18%，毛利率分别为 50%/52%/53%；

3) 商品销售业务：我们预计 2023/2024/2025 年实现收入 21.51/25.31/30.24 亿元，同比增长 54%/18%/19%，毛利率保持在 63%；

4) 其他业务我们预计收入同比增速保持 12%/2%/1%，其中的电影制作业务在儒意入股后或有较大弹性，但保守起见我们暂不考虑该影响。

5) 我们预计 2023/2024/2025 年销售费用率分别为 4.45%/4.20%/4.20%，管理费用率分别为 7.41%/6.80%/6.80%，研发费用率分别为 0.22%/0.18%/0.18%。

表6: 公司分业务收入及利润预测 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
公司总收入	9,695	14,353	16,216	18,131
票房	5,383	8,961	10,126	11,240
电影广告业务	1,222	1,344	1,620	1,911
商品销售	1,393	2,151	2,531	3,024

游戏发行及相关业务收入	387	331	341	344
电视剧制作发行及相关业务收入	152	387	398	402
电影制作发行及相关业务收入	380	380	399	411
其他主营业务	779	800	800	800
总收入同比增速	-22%	48%	13%	12%
票房	-24%	66%	13%	11%
电影广告业务	16%	10%	21%	18%
商品销售	-7%	54%	18%	19%
游戏发行及相关业务收入	-13%	-15%	3%	1%
电视剧制作发行及相关业务收入	-77%	155%	3%	1%
电影制作发行及相关业务收入	-61%	0%	5%	3%
其他主营业务	0%	3%	0%	0%
总体毛利率	17%	27%	27%	27%
票房	-11%	6%	6%	6%
电影广告业务	39%	50%	52%	53%
商品销售	61%	63%	63%	63%
游戏发行及相关业务收入	59%	60%	60%	60%
电视剧制作发行及相关业务收入	-24%	30%	30%	30%
电影制作发行及相关业务收入	-5%	65%	65%	65%
其他主营业务	94%	95%	95%	95%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

估值层面，考虑到公司主业影院业务的重资产模式，折旧摊销较多，为了更好反映公司价值，我们采用 EV/EBITDA 估值方式，并对比了国内外主要的院线上市公司，基于 2024/3/15 收盘价，公司 2023/2024 年 EV/EBITDA 估值约为 14/12 倍，低于美国成熟院线龙头 AMC FY2024 18 倍水平（彭博一致预期），也基本处于历史低点。考虑到公司同样作为国内院线龙头，且市占率和利润释放仍有空间，儒意入股有望为公司电影制作业务注入活力，我们给予公司 2024 年 17 倍 EV/EBITDA（介于行业平均水平和美国院线龙头之间），对应市值目标 457 亿元人民币，首次覆盖给予“买入”评级。

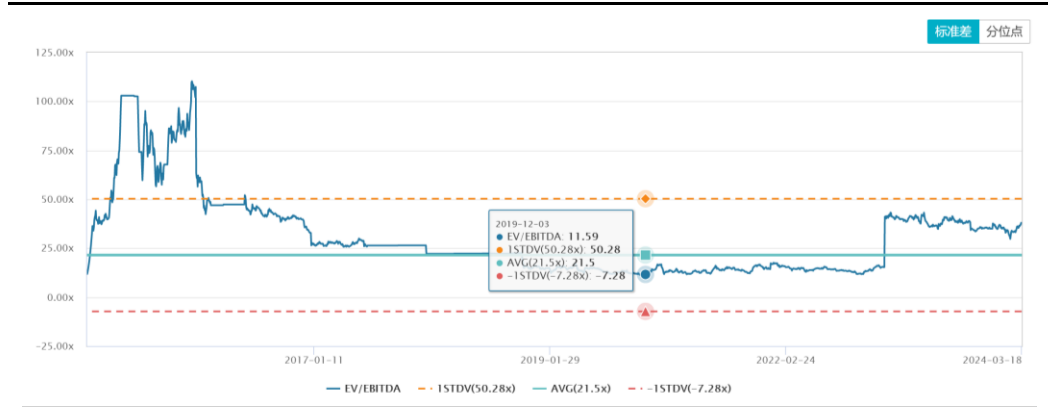
表7：院线公司企业倍数估值对比（亿元）

证券代码	证券名称	市值	EBITDA			EV/EBITDA		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
A 股								
601595.SH	上海电影	132.94	0.68	3.67	4.29	-	36.14	30.92
600977.SH	中国电影	227.77	2.64	10.37	14.25	59.29	14.49	10.54
603103.SH	横店影视	97.60	3.07	7.3	9.43	35.66	16.96	11.76
美股								
			FY2023A	FY2024E		FY2023A	FY2024E	
AMC.N	AMC	11.69		4.26	2.78		14.43	17.69
CNK.N	CINEMARK	22.3		5.94	5.69		7.61	8.26
行业均值			2.13	6.31	7.29	47.47	17.93	15.83

002739.SZ 万达电影 301.84 10.17 27.58 30.83 40.71 14.27 11.97

数据来源：bloomberg，东吴证券研究所预测。注：1) 收盘价统计至截至 2024/3/15 数据；2) A 股公司单位为人民币，美股公司单位为美元；3) 横店影视 2023 年为财报数据，2024 年为预测数据；4) 万达电影为我们预测数据，其他为彭博一致预期。

图40：万达电影企业倍数历史波动区间



数据来源：WIND，东吴证券研究所

5. 风险提示

公司可能面临电影项目票房不佳的风险。观众的偏好具有较大波动性与不确定性，电影票房收入可能不达预期，影响公司电影板块与衍生品板块业务的增长。

AI 技术发展不完善。若 AI 等技术发展不及预期，生成式 AI 应用场景受限，潜在市场规模或无法释放。

商誉减值风险。公司旗下万达影视和海外院线若进一步计提减值，会影响公司阶段性利润。

万达电影三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,097	10,162	12,773	15,810	营业总收入	9,695	14,353	16,216	18,131
货币资金及交易性金融资产	3,150	4,552	6,951	9,852	营业成本(含金融类)	8,047	10,512	11,848	13,151
经营性应收款项	2,447	2,865	3,009	3,103	税金及附加	253	172	162	181
存货	1,725	1,898	1,975	2,009	销售费用	650	638	681	762
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,055	1,064	1,103	1,233
其他流动资产	776	848	839	845	研发费用	30	32	29	33
非流动资产	18,610	17,673	16,672	15,690	财务费用	874	799	765	736
长期股权投资	76	76	76	76	加:其他收益	180	324	97	109
固定资产及使用权资产	9,003	8,308	7,617	6,944	投资净收益	4	2	2	2
在建工程	147	167	167	167	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	848	798	747	697	减值损失	(777)	(185)	(191)	(191)
商誉	4,284	4,344	4,344	4,344	资产处置收益	38	40	41	45
长期待摊费用	3,497	3,237	2,978	2,718	营业利润	(1,767)	1,318	1,577	2,001
其他非流动资产	755	744	744	744	营业外净收支	(59)	(129)	(30)	(30)
资产总计	26,707	27,836	29,446	31,499	利润总额	(1,826)	1,188	1,547	1,971
流动负债	9,485	9,448	9,447	9,489	减:所得税	132	35	77	99
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,611	4,095	4,095	4,095	净利润	(1,958)	1,153	1,470	1,872
经营性应付款项	1,424	1,632	1,643	1,624	减:少数股东损益	(35)	14	17	22
合同负债	1,641	1,579	1,459	1,451	归属母公司净利润	(1,923)	1,140	1,452	1,850
其他流动负债	1,809	2,142	2,250	2,319	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.88)	0.52	0.67	0.85
非流动负债	10,005	9,974	9,924	9,874	EBIT	(790)	1,987	2,312	2,707
长期借款	2,221	2,271	2,321	2,371	EBITDA	1,017	2,758	3,083	3,480
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.00	26.76	26.94	27.47
租赁负债	7,550	7,350	7,250	7,150	归母净利率(%)	(19.83)	7.94	8.96	10.20
其他非流动负债	234	353	353	353	收入增长率(%)	(22.38)	48.04	12.97	11.81
负债合计	19,490	19,421	19,371	19,363	归母净利润增长率(%)	(1,908.47)	-	27.46	27.36
归属母公司股东权益	7,097	8,281	9,924	11,964					
少数股东权益	120	133	151	173					
所有者权益合计	7,217	8,415	10,075	12,137					
负债和股东权益	26,707	27,836	29,446	31,499					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,194	2,845	3,018	3,531	每股净资产(元)	3.26	3.80	4.55	5.49
投资活动现金流	(733)	79	241	226	最新发行在外股份(百万股)	2,179	2,179	2,179	2,179
筹资活动现金流	(1,689)	(1,507)	(860)	(856)	ROIC(%)	(3.74)	8.82	9.58	10.39
现金净增加额	(1,197)	1,402	2,399	2,901	ROE-摊薄(%)	(27.09)	13.76	14.64	15.46
折旧和摊销	1,807	771	771	773	资产负债率(%)	72.98	69.77	65.79	61.47
资本开支	(733)	(206)	(19)	(35)	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	26.49	20.78	16.32
营运资本变动	(461)	(185)	(212)	(94)	P/B(现价)	4.25	3.64	3.04	2.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>