

博纳影业(001330)

传媒

发布时间: 2023-03-27

证券研究报告 / 公司深度报告

主旋律电影龙头，全产业链布局协同发展

买入

首次覆盖

报告摘要:

把握主旋律影片，成就电影龙头。博纳影业从电影发行起家，多年来对上下游持续布局，公司董事及高管从业多年，具有丰富的经验和履历，能够有效保证投资成功率。2022年前三季度公司实现营业收入17.76亿元，同比增长28.98%，近几年得益于对主旋律题材电影的成功把握，公司营收利润持续增长，且保持着较为稳定的毛利率水平，随着影院恢复，盈利能力有望进一步提升。

全产业链布局，上下游协同。公司的核心优势在于对全产业链布局，上下游间形成了较强的协同作用。投资业务方面，公司拥有丰富的演员和导演资源，对主旋律题材的投资成功率较高；发行业务方面，作为首家从事电影发行的民营企业，具备规模化和全渠道发行能力，较强的投资和发行能力相互协同使得公司取得了《长津湖》等多部电影的成功。下游方面，公司影院稳步扩张，近几年市占率持续提升，截至2021年末，公司共拥有自有已开业影院101家，布局影院能为公司的现金流稳定性提供支撑，同时也能够在宣发、排片上反哺上游投资和发行业务。

主旋律题材地位稳固，博纳储备丰富未来可期。1) 电影市场正处疫后复苏，2023年春节档票房超67亿反映出观众观影需求仍存，在供给端边际改善的背景下，优质内容供给能够持续推动市场的修复，我们预计2023年国内电影市场票房有望达到502~558亿元。2) 主旋律题材经历多年发展，2007年后在商业化制作加持下焕发第二春，目前已成为市场核心品类，博纳、中影、华夏、阿里具备较强竞争力。长期来看，我们认为，主旋律电影受益于政策加持和国庆档优势，基本盘稳固，观众反感的是内容质量低下而不是主旋律题材，随着类型的创新和泛化，主旋律有望保持其市场地位。3) 博纳作为主旋律龙头，储备丰富，并在积极探索主旋律电影的新形式，我们看好其在这一题材下持续保持竞争优势。

投资建议:我们认为，公司具备内容供给上的优秀竞争力和全产业链布局优势，预计2022-2024年公司归母净利润分别为-0.65/4.50/7.66亿元，参考同业可比公司，给予公司40x PE，对应目标价为13.2元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:项目上线进度不及预期、票房表现不及预期、竞争加剧

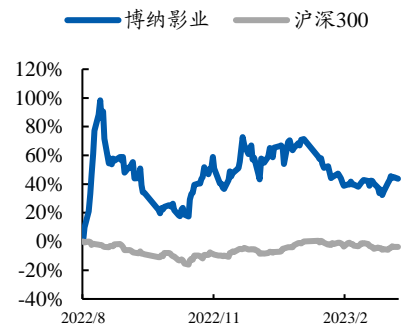
财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,610	3,124	2,086	3,080	4,192
(+/-)%	-48.34%	94.05%	-33.21%	47.63%	36.12%
归属母公司净利润	191	363	-65	450	766
(+/-)%	-39.44%	90.19%	-117.89%	792.82%	70.32%
每股收益(元)	0.17	0.33	-0.05	0.33	0.56
市盈率	0.00	0.00	—	31.83	18.69
市净率	0.00	0.00	2.10	1.97	1.78
净资产收益率(%)	3.58%	6.66%	-0.95%	6.19%	9.53%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	1,100	1,100	1,375	1,375	1,375

股票数据

2023/03/27

6个月目标价(元)	
收盘价(元)	10.41
12个月股价区间(元)	7.24~14.36
总市值(百万元)	14,308.74
总股本(百万股)	1,375
A股(百万股)	1,375
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	15

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	4%	-13%	
相对收益	4%	-16%	

相关报告

《2023年春节档点评: 优质内容带动需求复苏, 电影市场取得开门红》

--20230129

《直播电商&潮玩: 把握宏观环境修复下的弹性标的》

--20230111

《游戏: 供给推动行业复苏, 需求仍有成长空间》

--20230106

证券分析师: 钱熠然

执业证书编号: S0550522080001

021-20363237 qianyr@nesc.cn

研究助理: 张昊晨

执业证书编号: S0550122060036

021-61001595 zhanghc@nesc.cn

目 录

1.	博纳影业：把握主旋律影片，成就电影龙头	4
1.1.	公司概况：从电影发行起家，全产业链布局	4
1.2.	财务分析：营收利润持续增长，多业务增强毛利率稳定性	6
2.	核心优势：全产业链布局，上下游协同	9
2.1.	投资：演员、导演资源丰富，成功把握主旋律题材	9
2.2.	发行：与投资业务充分协同，规模化全渠道发行能力领先	12
2.3.	影院+院线：影院稳步扩张，反哺上游投资发行	14
3.	主旋律题材地位稳固，博纳储备丰富未来可期	16
3.1.	电影市场现状：观影需求仍存，供给端迎来边际改善	16
3.1.1.	内容端：疫情等因素下供给收缩有望迎来边际改善	17
3.1.2.	渠道端：影院整体保持稳定，疫情三年格局变化有限	18
3.1.3.	大盘展望：2023 年国内电影市场票房有望达到 502~558 亿元	19
3.2.	主旋律影片：商业化制作加持下迎来爆发期，核心题材地位稳定	20
3.2.1.	发展历程：类型由来已久，商业元素融入焕发主旋律第二春	20
3.2.2.	主旋律已成核心电影品类，中影、博纳、华夏、阿里具备较强竞争力	21
3.2.3.	如何看待主旋律电影未来发展？	23
3.3.	博纳影业：以主旋律为核心，做多元化创新突破	25
4.	盈利预测&估值	27
4.1.	盈利预测	27
4.2.	估值	27
5.	投资建议	28
6.	风险提示	28

图表目录

图 1:	博纳影业发展历程	4
图 2:	博纳影业股东结构&一级子公司结构	5
图 3:	主要董事会成员&高管履历	6
图 4:	博纳影业 2017-2021 年、2021 前三季度、2022 前三季度营业收入（亿元）	6
图 5:	博纳影业 2017-2021 年收入拆分（亿元）	6
图 6:	博纳影业 2017-2021 年、2021 前三季度、2022 前三季度归母净利润（亿元）	7
图 7:	博纳影业 2017-2022 年前三季度毛利率	7
图 8:	博纳影业 2017-2021 年分业务毛利率	7
图 9:	博纳影业 2017-2022 前三季度费用率	8
图 10:	博纳影业 2017-2022 年前三季度经营活动产生的现金流量净额（亿元）	8
图 11:	2017-2021 年公司主投和参投业务收入及增速	9

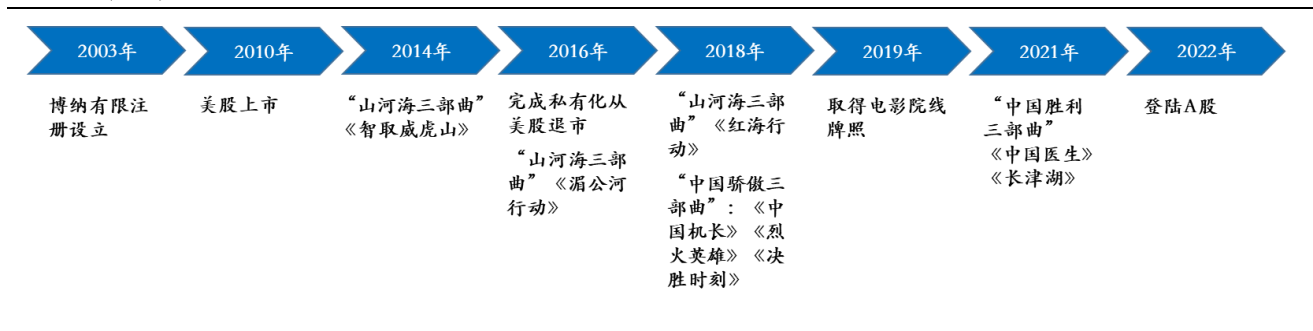
图 12: 2017-2021 年公司主投及参投业务占比和毛利率情况	10
图 13: 2011-2022 年博纳出品主旋律影片票房 (亿元)	10
图 14: 公司与知名导演、演员通过签署协议加强合作	11
图 15: 2017-2021 年博纳影业发行国产影片数量、票房情况	12
图 16: 2017-2021 年博纳影业发行业务收入情况 (亿元)	13
图 17: 2017-2021 年博纳影业发行业务构成及毛利率情况	13
图 18: 2017-2022 年博纳影业主要发行影片情况	13
图 19: 2017-2021 年博纳发行影片中由博纳主投/参投的影片票房占比	14
图 20: 2017-2021 年博纳影业院线&影院收入	14
图 21: 2017-2022 年博纳影业影院及银幕数	14
图 22: 博纳影投 2017-2022 年票房及市占率	15
图 23: 2021 年博纳影院数量城市分布	15
图 24: 2017-2021 年博纳影业影院收入构成	15
图 25: 2017-2021 年博纳影投观影人次和卖品业务人均消费	15
图 26: 2017-2021 年电影行业上下游公司应收账款周转天数对比 (疫情影响较重的 2020 年已删除)	16
图 27: 2017-2023 年全年票房及春节档票房表现 (单位: 亿元, 含服务费, 下同)	17
图 28: 2017-2023 年全年及春节档平均票价	17
图 29: 2017-2023 年全年及春节档观影人次	17
图 30: 2017-2022 年国产和进口电影票房	18
图 31: 2017-2022 年国产和进口电影数量	18
图 32: 2023 年定档重点影片情况 (截至 2023-3-13)	18
图 33: 2014-2023 年影院及银幕数	19
图 34: 2017-2022 年电影票房各线城市比例	19
图 35: 2017-2022 年影投、院线公司 CR10	19
图 36: 2019-2022 年影投公司市占率 top10	19
图 37: 主旋律电影发展历程及国内电影市场票房 (亿元)	21
图 38: 2011-2022 年 TOP50 影片票房占比	21
图 39: 2011-2022 年 TOP50 影片中主旋律电影票房及占比	22
图 40: 2011-2022 年 TOP50 影片中主旋律影片票房及主要出品方	22
图 41: 2011-2022 年 TOP50 影片中各公司主旋律影片总计票房表现	23
图 42: 电影行业政策与主旋律题材相关表述	23
图 43: 2012-2022 年国庆档票房 (不含服务费) 及占全年票房比例	24
图 44: 优质主旋律电影&剧集	25
图 45: 《海的尽头是草原》剧照	26
图 46: 极具导演风格化的《无名》海报	26
图 47: 博纳影业后续内容储备	26
表 1: 博纳影业部分主旋律电影投资成本及其他信息	11
表 2: 2023 年票房预测 (亿元)	20
表 3: 博纳影业盈利预测	27
表 4: 可比公司估值	28

1. 博纳影业：把握主旋律影片，成就电影龙头

1.1. 公司概况：从电影发行起家，全产业链布局

从电影发行起家，全产业链布局。博纳影业成立于2003年，前身北京博纳文化成立于1999年，公司以发行业务起家，是国内首家从事电影发行业务的民营企业，多年来从发行向产业链上下游延伸，在2019年取得了《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》出台后的第一张电影院线牌照后，现在已经覆盖了包括电影投资、发行、院线及影院的全产业链业务。多年来公司累计出品影片超过250部，其中16部票房超过10亿元，过亿元票房的电影超过75部，累计总票房超过600亿元，近几年成功把握住主旋律题材电影，市场份额持续提升，其主投主控的《长津湖》更是以57.75亿元的票房成绩稳坐中国影史票房冠军宝座。院线影院方面，截至2021年末，博纳院线旗下加盟影院已达到108家，加盟影院2021年实现票房收入合计7.36亿元，观影人次超过1853万，旗下自有影院101家，银幕841块，覆盖北京、上海、杭州、宁波、重庆等城市。

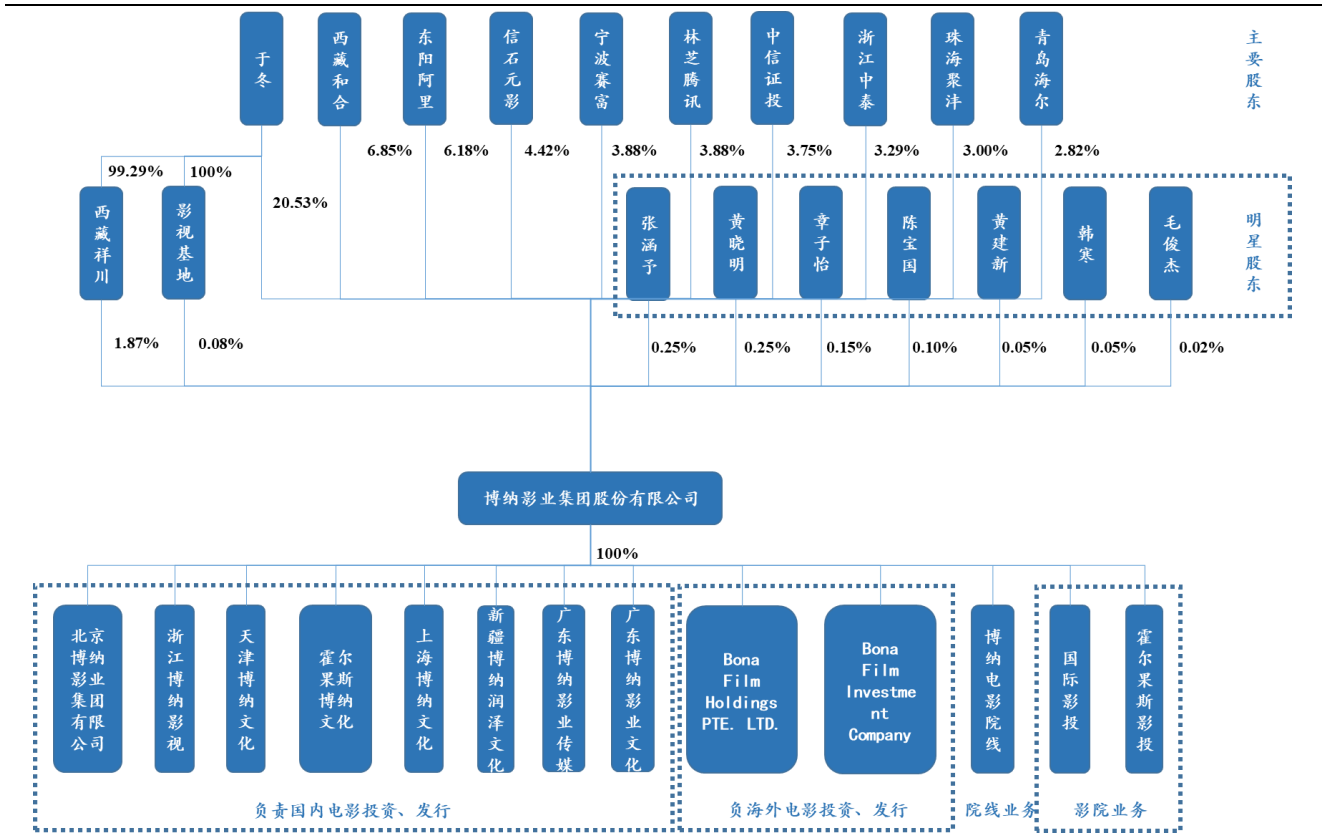
图 1：博纳影业发展历程



数据来源：招股说明书，东北证券

公司控股股东、实际控制人于冬直接持股 20.53%。同时通过西藏祥川（于冬持股 99.29%）、影视（于冬持股 100%）基地分别持有 1.87%、0.08% 股份，主要股东中阿里持股 6.18%，腾讯持股 3.88%，同时包括张涵予、黄晓明、章子怡、陈宝国、黄建新、韩寒、毛俊杰在内的明星股东也持有一定股份，公司通过此方式与优秀演员、导演保持长期合作关系。子公司构成上，一级子公司浙江博纳影视制作有限公司、天津博纳文化传媒有限公司、霍尔果斯博纳文化传媒有限公司和上海博纳文化传媒有限公司等负责电影投资、发行业务，博纳电影院线有限公司在 2019 年取得院线经营资质后负责院线业务，北京博纳国际影院投资管理有限公司、霍尔果斯博纳影院管理有限公司负责影院管理。

图 2：博纳影业股东结构&一级子公司结构



数据来源：招股说明书，东北证券

公司董事及高管从业多年，具有丰富的经验和履历。创始人于冬曾在 1994 年至 1999 年任职于北京电影制片厂，1999 年至 2000 年任职于中国电影集团公司，高管团队中行政总裁蒋德富曾任北京电影制片厂宣发处副处长，中国电影集团公司、北京中影营销有限公司副总经理及部门总经理、万达影视传媒有限公司总经理；副总裁陈庆奕曾任上海影城业务部副经理、北京百川电影发行有限公司总经理助理兼上海办事处主任等；副总裁孙晨曾任北京紫禁城三联影业发行公司宣发业务经理、博纳影业宣传总监、博纳影业宣传总监兼发行公司副总经理。团队成员具有丰富行业从业经验，积累了丰厚的行业资源，确保公司在开展电影投资、发行等活动中具有较高的成功率。

图 3: 主要董事会成员&高管履历

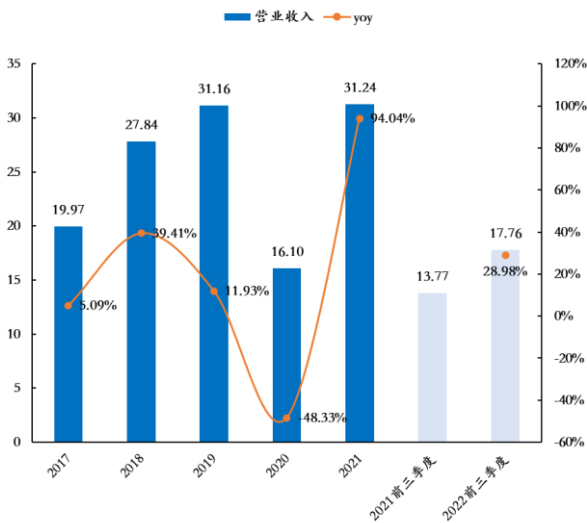
姓名	职务	履历
于冬	董事长、总经理	1971年生，北京电影学院学士学位，长江商学院DBA工商管理博士在读。1994年至1999年任职于北京电影制片厂；1999年至2000年任职于中国电影集团公司，之后创立博纳影业。现任中国电影基金会副理事长、中国电影制片人协会副理事长及中国电影著作权人协会副会长等社会职务。
孙焱	董事	1983年生，哥伦比亚大学公共管理硕士学位。曾任职于中信证券股份有限公司、金石投资，2017年5月起任职于中信证券股份有限公司。
陈永雄	董事、常务副总裁	1959年生，澳大利亚塔斯马尼亚大学文学硕士学位，香港大学电子商务和互联网技术硕士学位、工商管理硕士学位。曾任电讯盈科副总裁、寰亚控股总经理，2008年至今历任博纳影业董事、常务副总裁。
齐志	董事、常务副总裁	1981年生，北京大学国际政治专业法学及经济学双学士学位，清华大学五道口金融学院金融EMBA在读。2011年至今历任博纳影业财务总监、首席财务官、董事职务。
李坚	董事（宁波赛富提名）	1968年生，美国阿默斯特学院哲学文学学士学位。2012年至今任中国军王控股有限公司非执行董事。现任博纳影业董事。
尹雷	董事（东阳阿里提名）	1977年生，美国芝加哥大学工商管理硕士学位。曾任上海影视传媒股份有限公司董事、北京悦凯影视传媒有限公司董事，自2017年1月至今任海南阿里巴巴影业投资管理有限公司经理、法定代表人。
蒋德富	行政总裁	1963年生，北京电影学院学士学位，中央党校研究生院硕士学位。曾任北京电影制片厂宣发处处长；中国电影集团公司、北京中影营销有限公司副总经理及部门总经理、万达影视传媒有限公司总经理；自2018年6月起任博纳影业副总裁；自2020年1月至今任博纳影业行政总裁。
黄明芳	副总裁、董事会秘书	1973年生，北京师范大学经济学学士学位，北京大学工商管理硕士学位。曾任强视传媒有限公司财务总监、董事、副总裁，2016年4月至今任博纳影业副总裁、董事会秘书。
陈庆奕	副总裁	1973年生，毕业于上海财经大学贸易经济专业。曾任上海影城业务部副经理、北京百川电影发行有限公司总经理助理兼上海办事处主任；自2016年11月至今任博纳影业副总裁。
刘钦辉	财务总监	1971年生，中央党校经济管理专业学士学位。曾任福建省中兴电影院线有限责任公司副总经理、福建万星电影发展有限公司副总经理兼财务总监、福建省电影发行放映公司财务总监。自2012年5月起任博纳影业财务副总监，自2016年4月至今任博纳影业财务总监。
孙晨	副总裁	1977年生，北京师范大学学士学位。曾任北京紫禁城三联影业发行公司宣发业务经理、博纳影业宣传总监、博纳影业宣传总监兼发行公司副总经理；2019年至2021年11月任博纳影业总裁助理；2021年11月至今担任博纳影业副总裁。
屠姗	副总裁	1982年生，北京交通大学学士学位。曾任北京国安广告总公司人事行政总监，博纳影业人力行政总监及总裁办公室主任，2021年11月至今任博纳影业副总裁。

数据来源：招股说明书，东北证券

1.2. 财务分析：营收利润持续增长，多业务增强毛利率稳定性

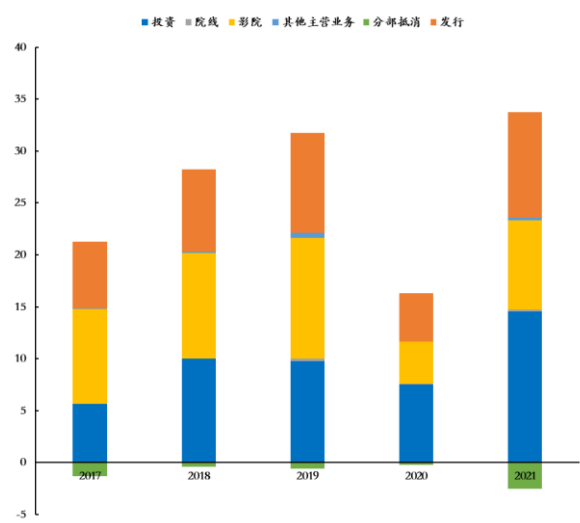
收入：投资发行占主导，把握主旋律题材收入稳步增长。不考虑疫情影响严重的2020年公司近几年收入保持增长趋势，2022年前三季度实现营业收入17.76亿元，同比增长28.98%，公司近几年对主旋律题材影片的投资发行带来了收入的持续性增长，2021年收入结构中投资和发行业务占比79%，随着下游影院经营的恢复和公司对于主旋律影片的把握度提升，看好公司的长期增长动能。

图 4: 博纳影业 2017-2021 年、2021 前三季度、2022 前三季度营业收入（亿元）



数据来源：wind，东北证券

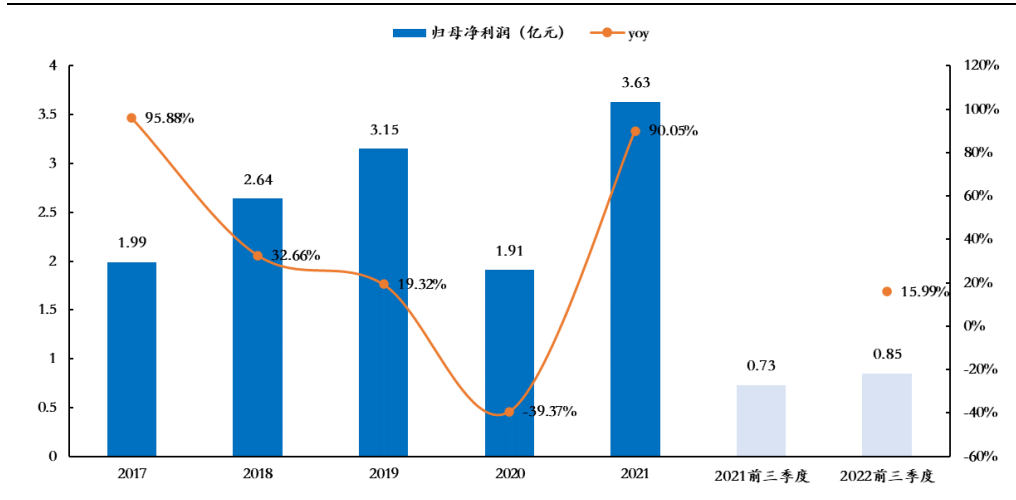
图 5: 博纳影业 2017-2021 年收入拆分（亿元）



数据来源：wind，东北证券

利润：保持增长势头，毛利率水平较为稳定。公司 2021 年归母净利润为 3.63 亿元，相比 2019 年增长 15.2%，与收入增长的趋势基本保持一致，同样得益于公司对主旋律影片的投资和发行。预计未来随着疫情影响消除后影院盈利能力回暖，以及公司在主旋律电影投资、发行上不断提升成功率，公司整体的盈利能力有望进一步提升。

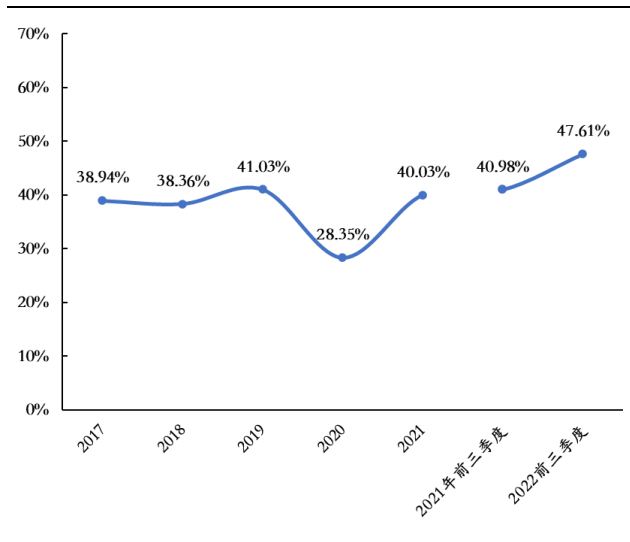
图 6：博纳影业 2017-2021 年、2021 前三季度、2022 前三季度归母净利润（亿元）



数据来源：wind，东北证券

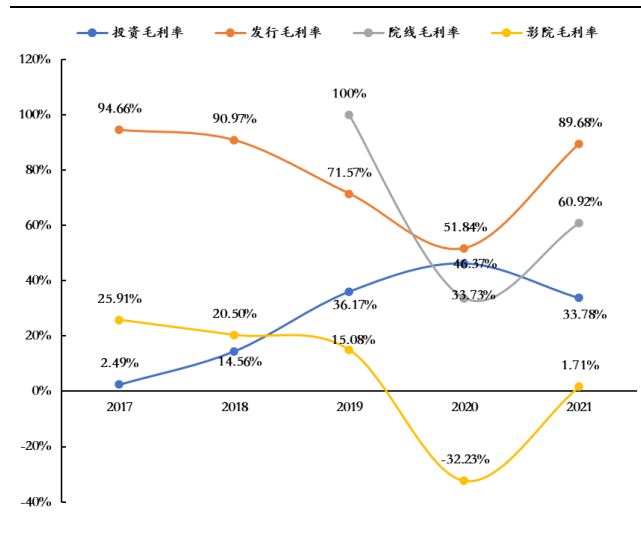
毛利率方面，2021 年公司毛利率为 40.03%，除去疫情影响较为严重的 2020 年后，整体毛利率水平较为稳定。从结构上看，2021 年发行业务毛利率为 89.68%，主要是发行相关的费用计入了销售费用导致的，院线毛利率为 60.92%，其成本主要包括向影城采购广告资源、在线选座接入费等，电影投资业务近几年随着公司对主旋律电影的成功把握，毛利率水平持续提升，从 2017 年的 2.49% 达到 2021 年的 33.78%，影城业务的毛利率则受疫情影响，2021 年仅为 1.71%，预计随着影响的逐渐消除有望持续回升。

图 7：博纳影业 2017-2022 年前三季度毛利率



数据来源：wind，东北证券

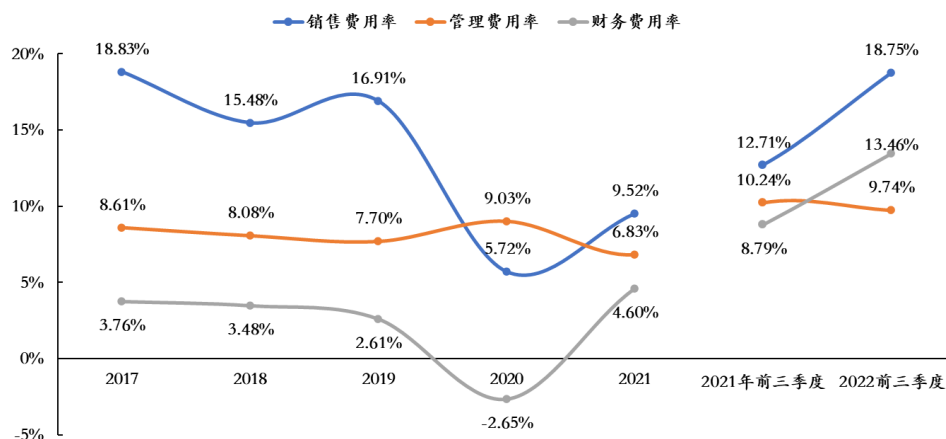
图 8：博纳影业 2017-2021 年分业务毛利率



数据来源：wind，东北证券

费用率：受多因素影响变化较大。公司的销售费用率近几年变化较大，2022 年前三季度为 18.75%，同比增长 6.04pcts，主要原因在于销售费用由电影发行相关费用构成，在疫情影响下，影片体量、上映数量、市场竞争等因素都会使得销售费用产生较大波动。公司管理费用率相对较为稳定，近几年一直维持在 8%左右，2022 年前三季度为 9.74%。

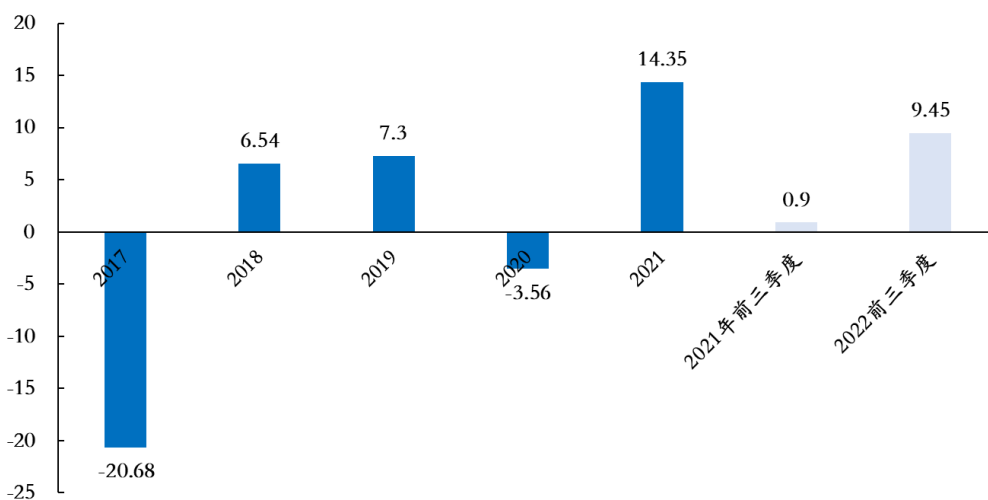
图 9：博纳影业 2017-2022 前三季度费用率



数据来源：wind，东北证券

现金流：保持正向现金流水平，影院布局有望降低波动性。除 2020 年外，近几年在公司成功的电影投资和发行下，均取得了正向的现金流水平。2021 年公司经营活动产生的现金流量净额为 14.35 亿元，但前三季度仅为 0.9 亿元，主要系四季度《长津湖》上映带来较大贡献，这也反映出公司主业为电影投资与发行，现金流情况与电影的上映节奏相关性较强，稳定性相对较差，但随着全产业链布局的推进，下游影院业务能够保证持续的现金流水平，随着疫情影响消除，公司的现金流情况将更为稳定。

图 10：博纳影业 2017-2022 年前三季度经营活动产生的现金流量净额（亿元）



数据来源：wind，东北证券

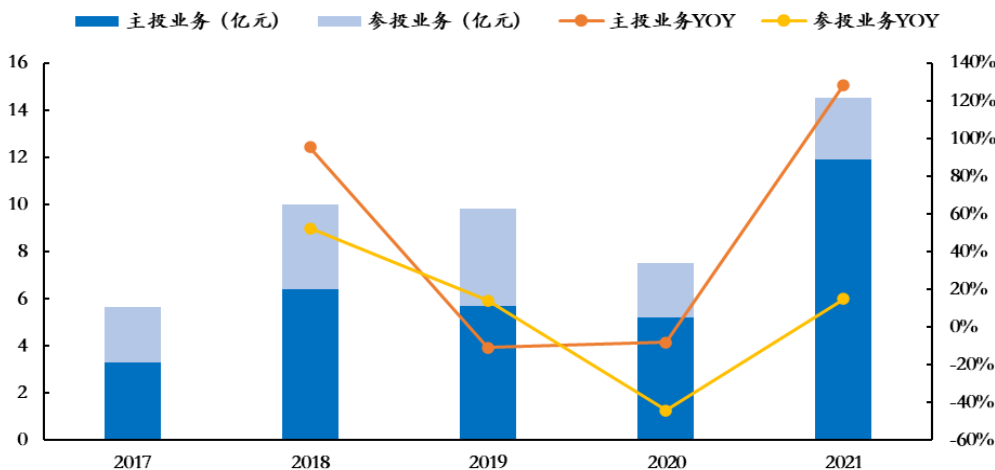
2. 核心优势：全产业链布局，上下游协同

我们认为，博纳影业的核心优势在于对全产业链布局，上下游间形成了较强的协同作用。1) 投资和发行的强协同作用，对于发行业务，同时布局投资业务有利于公司及早期锁定头部影片的发行权，获取话语权，巩固发行优势。对投资业务，发行亦可反哺投资，公司拥有多年电影发行经验，对观众观影需求和市场反馈的把控更为合理，帮助公司在影片投资、制作上做出正确的选择判断。2) 下游影院院线和上游投资、发行业务也能够形成较强的协同作用，影院为排片、宣发提供了前沿阵地，同时作为下游影院更接近观众，能够更好把握观众需求，为发行、制片等上游业务提供更多的数据分析与依据，此外，利用排片资源可以参投优质影片，反哺投资业务

2.1. 投资：演员、导演资源丰富，成功把握主旋律题材

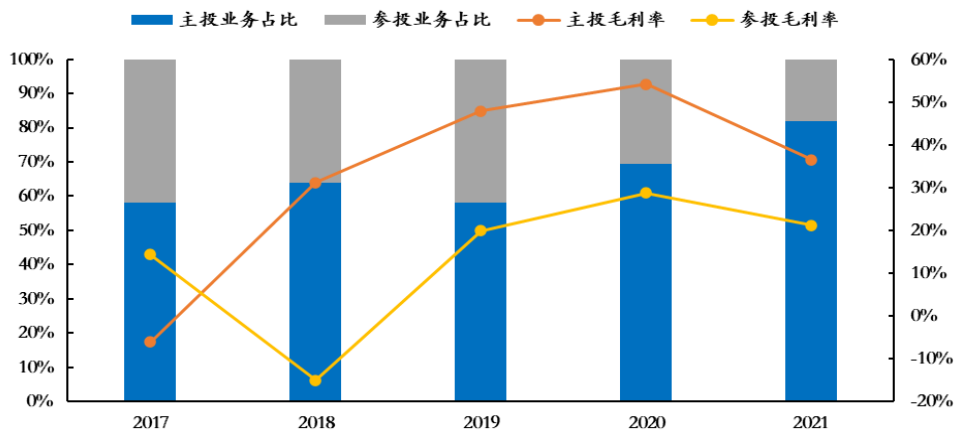
主投主控主旋律影片具备较高成功率。博纳影业的投资业务包括主投和参投，主投业务中公司作为发起人和主要投资人，会全方面把控电影的投资及制作计划，具体拍摄和后期则由外聘公司完成，参投业务则指的是由公司投资其他方发起的电影项目。在公司发展早期博纳影业就开始从发行业务向投资延伸，2004年就出品了电影《美人草》，并在此后凭借较强的发行能力不断实现两业务的协同。2021年公司投资业务收入14.54亿元，同比增长93.6%，其中主投业务实现收入11.89亿元，同比增长128.2%，参投业务实现收入2.64亿元，同比增长14.8%。近几年，公司成功把握了主旋律电影投资，主投业务占比持续提升，高于参投业务的毛利率也表明公司对这一类型影片的投资成功率。

图 11: 2017-2021 年公司主投和参投业务收入及增速



数据来源：招股说明书，东北证券

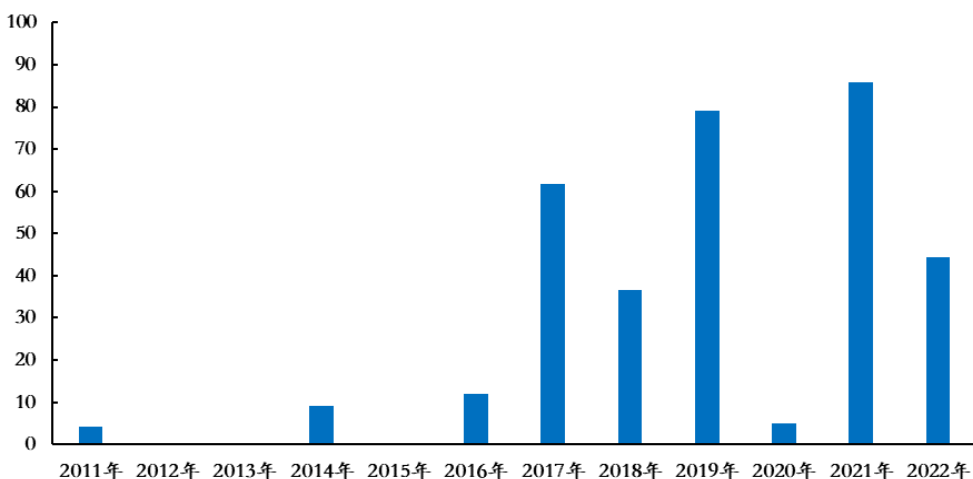
图 12: 2017-2021 年公司主投及参投业务占比和毛利率情况



数据来源: 招股说明书, 东北证券

率先探索主旋律+商业化制作的模式，高举高打确立进入壁垒。2009 年主旋律题材电影迎来拐点，明星阵容+商业化制作成为主旋律影片的新方向，反映历史事件的三部影片《建国大业》《十月围城》《南京！南京！》跻身当年票房榜前十。其中《十月围城》由博纳参与投资发行，实现票房 2.9 亿元，影片引入了诸多知名香港内地明星，包括甄子丹、王学圻、谢霆锋、梁家辉、李宇春、任达华、胡军、黎明、范冰冰、曾志伟、李嘉欣、张学友等。此后博纳不断复制这一成功模式，陆续推出了《智取威虎山》《红海行动》《长津湖》等兼具商业化和价值表达的主旋律影片，将过去《开国大典》《邓小平》等相对纪录片形式的主旋律内容通过观众更加喜闻乐见的形式进行表达。而这一模式下高举高打的特点，也使得其投资门槛较高，普通的出品方很难进入，需要自身资金实力较为雄厚同时能够吸引足够的出资人才能保证影片的顺利制作上映。

图 13: 2011-2022 年博纳出品主旋律影片票房 (亿元)



数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

表 1: 博纳影业部分主旋律电影投资成本及其他信息

电影名	上映时间	导演	演员	博纳投资成本 (亿元)
长津湖	2021/9/30	陈凯歌、徐克、林超贤	吴京、易烊千玺、段奕宏、朱亚文、李晨、胡军、张涵予、黄轩、欧豪	7.3
中国机长	2019/9/30	刘伟强	张涵予、欧豪、杜江、袁泉、张天爱、李沁、朱亚文、李现等	1.15
烈火英雄	2019/8/1	陈国辉	黄晓明、杜江、谭卓、杨紫、欧豪、侯勇	1.00
红海行动	2018/2/16	林超贤	张译、黄景瑜、海清、杜江、张涵予、任达华、蒋璐霞、尹昉	1.32
智取威虎山前传	筹拍中			2.45 (计划)
红海行动 2	筹拍中			2.5 (计划)
反恐行动	筹拍中			2.5 (计划)
上甘岭 (电视剧)	筹拍中			2.5 (计划)

数据来源: 猫眼专业版, 招股说明书, 东北证券 (注: 成本为博纳投资成本而非影片总成本)

演员、导演资源丰富, 保证影片质量和商业化表现。公司在成立初期就致力于香港电影的内地发行, 与大量优秀香港导演、演员形成了良好的合作关系, 同时还随着投资业务的持续发展, 与内地优秀演员也建立了持续的合作, 包括徐克、林超贤、刘伟强、刘德华、章子怡等。这些对商业片有丰富把控能力的导演以及具备较强影响力的明星演员对于主旋律电影实现商业化制作产生了极大的帮助。

图 14: 公司与知名导演、演员通过签署协议加强合作

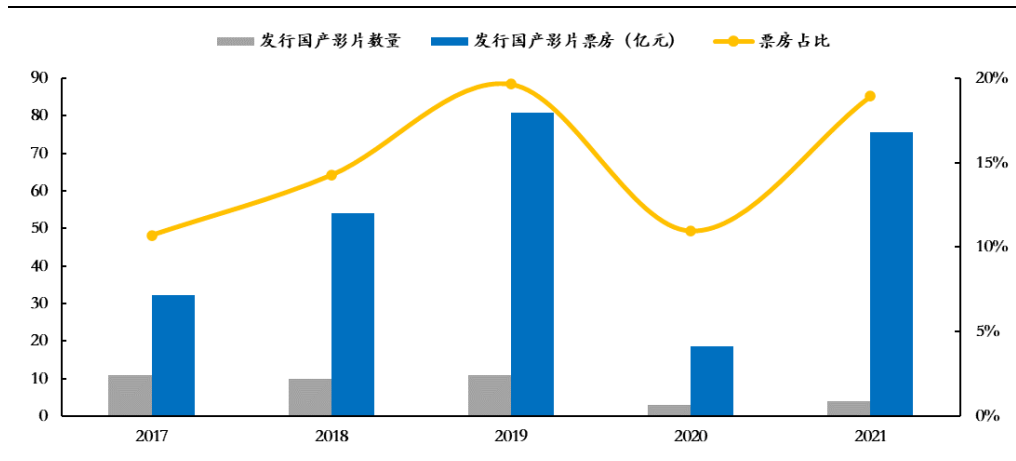
姓名	合作关系	主要成绩
林超贤	二者在合约期内为公司提供五部影片的编剧、导演等服务	《红海行动》36.51亿元 《湄公河行动》11.8亿元 《激战》1.18亿元 《长津湖》57.75亿元
梁凤英		
尔冬升	合约期内为公司担任四部院线电影的导演工作和十二部院线电影的监制工作	监制《窃听风云3》3.09亿元 导演《我是路人甲》6319.3万元 导演《海的尽头是草原》3611.6万元 监制《武林怪兽》7966万元 导演《长津湖》57.75亿元 导演《少年时代》正在后期制作中
陈凯歌	合约期内为公司承担五部电影的导演工作	导演《建军大业》4.03亿元 导演《中国机长》29.12亿元 导演《中国医生》13亿元 监制《烈火英雄》17.07亿元
刘伟强	合约期内为公司及其关联公司担任5部电影的监制工作	导演《窃听风云3》3.09亿元 导演并监制《无双》12.74亿元
庄文强	约定合约期内二八九八有限公司委派庄文强参与发展一部高素质电影项目	导演《窃听风云3》3.09亿元 导演并监制《无双》12.74亿元
章子怡	约定合约期内为本公司承担一部电影的演员工作	主演《一代宗师》2.89亿元
陈宝国	约定合约期内为公司承担电影电视剧的演员工作	参演《湄公河行动》11.8亿元
张涵予	合约期内为公司提供五部院线影片的影视服务工作, 其中一部为张涵予导演的影片	主演《湄公河行动》11.8亿元 参演《红海行动》36.51亿元 主演《中国机长》29.12亿元 主演《中国医生》13亿元 友情主演《长津湖》57.75亿元
刘德华	约定合约期内与刘德华合作不少于2部影片	主演《澳门风云III》 主演《追龙》
徐克	约定在合约期内徐克导演为公司制作5部独家合作影片	导演《智取威虎山》8.84亿元 导演《长津湖》57.75亿元 导演《长津湖之水门桥》40.6亿元
陈国辉	约定在合约期内陈国辉为公司担任5部电影的创作工作	导演《烈火英雄》17.07亿元 导演《平凡英雄》2.15亿元

数据来源: 招股说明书, 东北证券

2.2. 发行：与投资业务充分协同，规模化全渠道发行能力领先

首家电影发行民营企业，具备规模化和全渠道发行能力。公司从发行业务起家，1999 年于冬创建了北京博纳文化交流有限公司并获得了国家广电总局颁发的第一块“电影发行牌照”，成为中国第一家民营电影发行公司。自成立以来，公司已发行影片超过 250 部。2017 年以来，除 2020 年受疫情影响有所下滑，公司发行国产影片票房总额及票房占比整体呈现上升趋势，2021 年发行国产影片票房 75.62 亿元，占总票房收入 18.94%。每年发行业务稳居民营发行公司前三名，是首家累计票房突破 400 亿元的民营电影发行公司。公司发行的影片题材丰富、类型多样，全面覆盖了国内各个重要档期，取得了优异的票房成绩及良好的市场口碑，其中 2021 年《长津湖》以 57.8 亿元的总票房刷新了内地影史总票房记录。在发行人员方面，截至 2021 年，公司共有影视发行宣传人员 105 人，占总体员工约 6%。

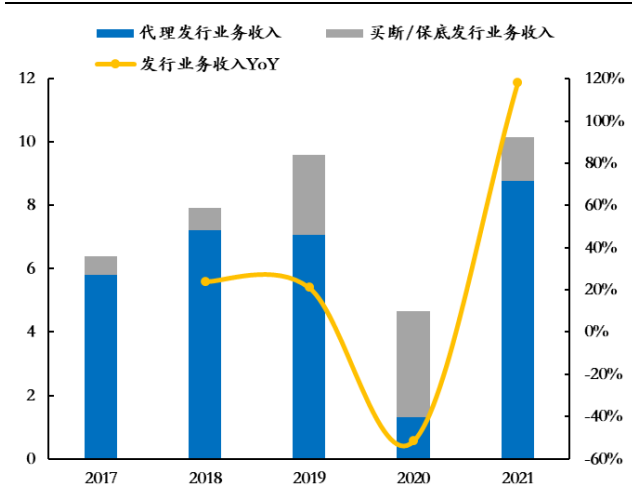
图 15：2017-2021 年博纳影业发行国产影片数量、票房情况



数据来源：招股说明书，东北证券

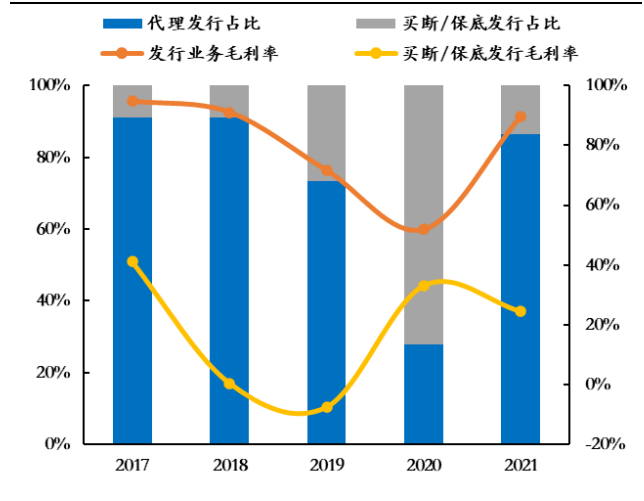
收入与票房趋势基本相同，代理发行为主要方式。得益于《长津湖》和《中国医生》等发行电影的高票房收入，公司 2021 年实现发行业务收入 10.17 亿元，同比增长 118.2%，在疫情影响仍存的时期展现出较强的韧性。发行业务包括代理发行和买断/保底发行两种模式，2017-2021 年，公司代理发行占发行业务收入比例除 2020 年外均超过 70%，为主要的发行模式。代理发行业务中，公司作为电影的代理发行方收取票房分账及版权销售收入的一定比例作为代理发行佣金，并按照净额法确认收入，因此无营业成本，毛利率高；在买断/保底发行业务中，公司为取得电影的全部发行权与收益权需向主投资方交付约定的买断/保底金额，承担更高的发行风险以此获得更高的发行收益。

图 16: 2017-2021 年博纳影业发行业务收入情况(亿元)



数据来源: 招股说明书, 东北证券

图 17: 2017-2021 年博纳影业发行业务构成及毛利率情况



数据来源: 招股说明书, 东北证券

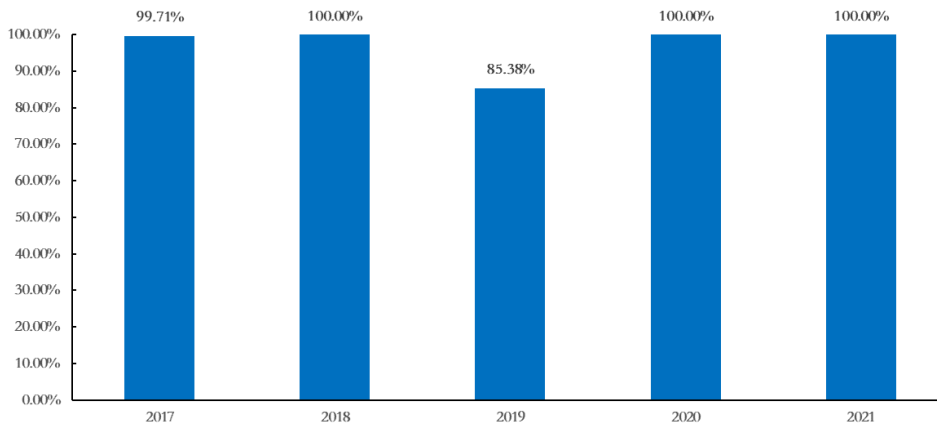
图 18: 2017-2022 年博纳影业主要发行影片情况

影片名称	上映日期	票房 (亿元)	发行形式	导演	主演	豆瓣评分	猫眼评分	淘票票评分
《长津湖》	2021/9/30	57.8	代理发行	陈凯歌/徐克	吴京/易烊千玺	7.4	9.5	9.5
《长津湖之水门桥》	2022/2/1	40.67	代理发行	徐克	吴京/易烊千玺/朱亚文	7.2	9.6	9.6
《红海行动》	2018/2/16	36.52	代理发行	林超贤	张译/黄景瑜/海清	8.2	9.4	9.3
《中国机长》	2019/9/30	29.1	代理发行	刘伟强	张涵予/欧豪/杜江	6.6	9.4	9.3
《飞驰人生》	2019/2/5	17.28	代理发行	韩寒	沈腾/黄景瑜/尹正	6.9	8.8	8.6
《烈火英雄》	2019/8/1	17.1	代理发行	陈国辉	黄晓明/杜江/谭卓	6.4	9.4	9.2
《中国医生》	2021/7/9	13.3	代理发行	刘伟强	张涵予/袁泉/朱亚文	6.9	9.3	9
《拆弹专家2》	2020/12/24	13.1	买断/保底发行	邱礼涛	刘德华/刘青云/倪妮	7.4	9.3	8.9
《无双》	2018/9/30	12.73	代理发行	庄文强	周润发/郭富城/张静初	8	8.9	8.8
《叶问4: 完结篇》	2019/12/20	11.8	买断/保底发行	叶伟信	甄子丹/吴樾/吴建豪	6.8	9.3	8.9
《乘风破浪》	2017/1/28	10.46	代理发行	韩寒	邓超/彭于晏/赵丽颖	6.8	8.7	8.7
《追龙》	2017/9/30	5.75	代理发行	关智耀/王晶	甄子丹/刘德华/姜皓文/郑则仕	7.2	9.0	8.8
《四海》	2022/2/1	5.42	代理发行	韩寒	刘昊然/刘浩存/沈腾	5.3	8.6	8.9
《杀破狼·贪狼》	2017/8/17	5.22	代理发行	叶伟信	古天乐/吴樾/托尼·贾/林家栋	7.0	8.5	8.5
《紧急救援》	2020/12/18	4.9	代理发行	林超贤	彭于晏/王彦霖/辛芷蕾	5.9	9.2	9.1
《新神榜: 哪吒重生》	2021/2/12	4.56	代理发行	赵霁	杨天翔/张赫/宣晓明	6.8	8.8	9
《建军大业》	2017/7/27	4.04	代理发行	刘伟强	刘烨/朱亚文/黄志忠/王景春/欧豪	—	9.1	8.8
《拆弹专家》	2017/4/28	4	代理发行	邱礼涛	刘德华/姜武/宋佳/吴卓羲/姜皓文	6.2	9	8.8
《追龙II》	2019/6/6	3.09	代理发行	王晶/关智耀	梁家辉/古天乐/林家栋	5.4	8.1	8
《决战中途岛》	2019/11/8	2.94	买断/保底发行	罗兰·艾默里奇	艾德·斯克林/帕特里克·威尔森/伍迪·哈里森	7.5	9	8.8
《帕丁顿熊2》	2017/12/8	2.06	买断/保底发行	保罗·金	本·威士肖/杜江/休·格兰特	8	9.1	9
《大师兄》	2018/8/24	1.46	代理发行	阚家伟	甄子丹/陈乔恩/喻亢	5.1	8.6	8.4
《决胜时刻》	2019/9/20	1.24	代理发行	黄建新/宁海强	唐国强/刘劲/黄景瑜	6.4	9.1	9
《幸福马上来》	2018/6/8	1.01	代理发行	冯巩/崔俊杰	冯巩/毛俊杰/刘昊然/牛莉/贾玲	3.7	7.2	7.6
《马戏之王》	2018/2/1	1.01	代理发行	迈克尔·格雷西	休·杰克曼/米歇尔·威廉姆斯/扎克·埃夫隆/赞达亚	7.7	8.9	8.8

数据来源: 招股说明书, 豆瓣, 猫眼, 淘票票, 东北证券 (数据截至 2023-2-27)

立足发行优势, 协同投资业务发展。博纳近几年的发行影片均为自身主投、参投影片, 对于发行业务, 同时布局投资业务有利于公司及早期锁定头部影片的发行权, 获取话语权, 巩固发行优势。对投资业务, 发行亦可反哺投资, 公司拥有多年电影发行经验, 对观众观影需求和市场反馈的把控更为合理, 帮助公司在影片投资、制作上做出正确的选择判断。

图 19：2017-2021 年博纳发行影片中由博纳主投/参投的影片票房占比

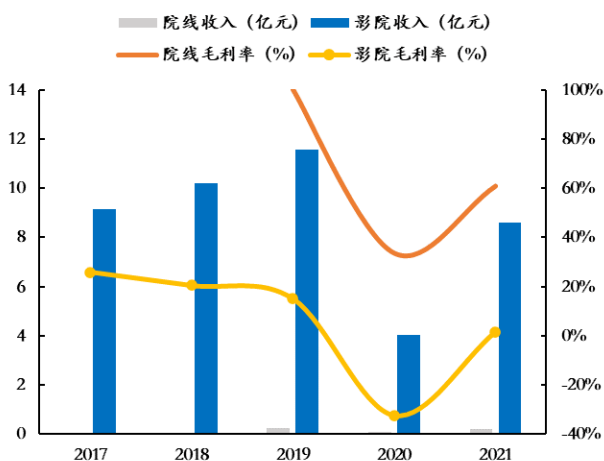


数据来源：招股说明书，东北证券

2.3. 影院+院线：影院稳步扩张，反哺上游投资发行

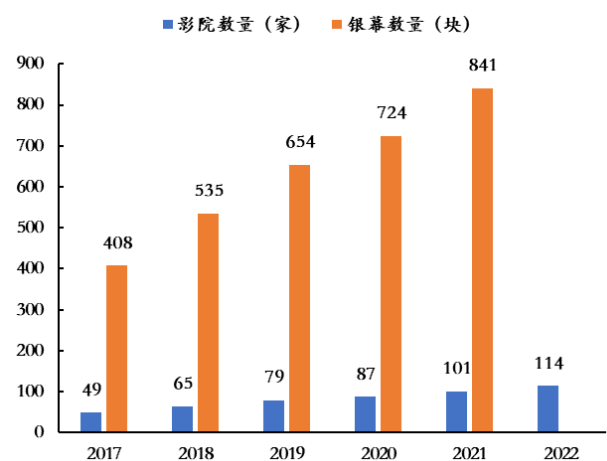
影院业务定位高端，市占率稳步上升。院线业务方面，公司于2019年2月18日取得国家电影局颁发的《关于同意成立博纳电影院线有限公司的批复》，获得电影院线资质，对以资产联结或者签约加盟方式加入院线的影院进行统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理。截至2021年末，博纳院线旗下共108家加盟影院，905块银幕，其中自有影院92家，外部加盟16家。**影院业务方面**，公司的影院经营业务战略较为清晰，定位高端精品影院，目前主要集中在北京、上海、浙江、广东等一二线城市，已经形成在重要电影市场重点布局的区位优势，并且在跨区域布局方面取得实质性进展。截至2021年12月末，公司共拥有自有已开业影院101家（包括海外影院1家），银幕总数841块。2022年，公司旗下影院实现票房收入6.28亿元，市场占有率为2.10%，同比提升0.22pcts，排名第七。

图 20：2017-2021 年博纳影业院线&影院收入



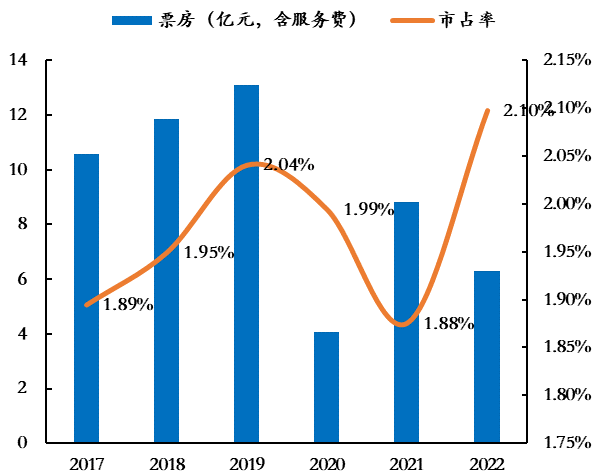
数据来源：招股说明书，东北证券

图 21：2017-2022 年博纳影业影院及银幕数



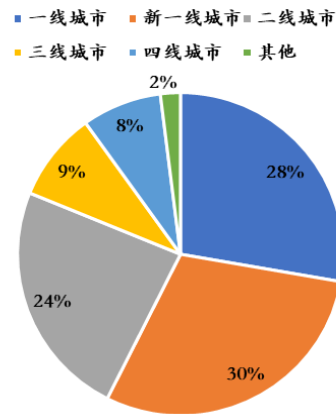
数据来源：招股说明书，猫眼专业版，东北证券（2022年影院数为2022-12-31博纳影投旗下产生票房收入的影院数）

图 22: 博纳影投 2017-2022 年票房及市占率



数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

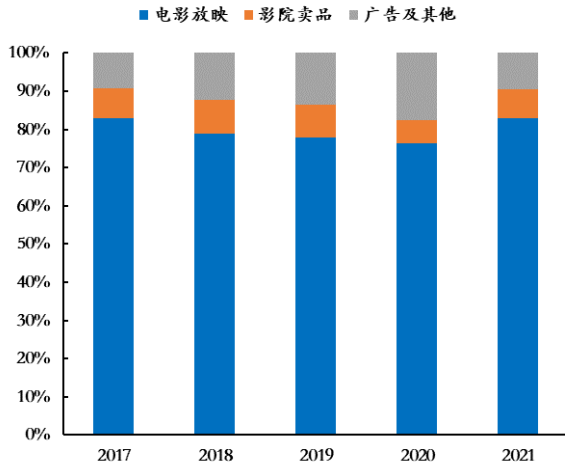
图 23: 2021 年博纳影院数量城市分布



数据来源: 招股说明书, 东北证券

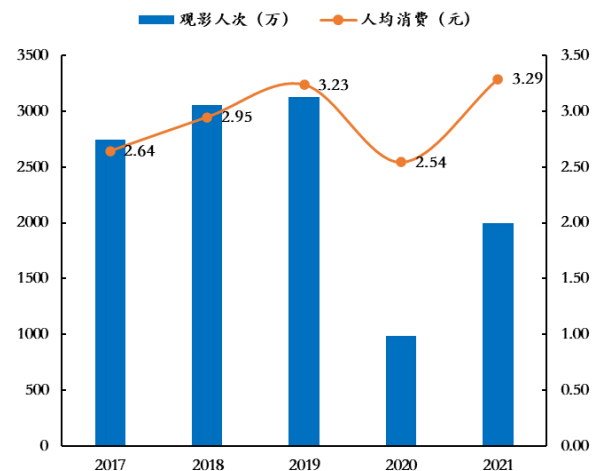
影院业务构成来看, 票房收入占比 80%左右, 其余收入由卖品和广告等收入贡献, 卖品业务来看, 除受疫情影响较大的 2020 年外, 近几年公司的人均消费金额不断提升, 2021 年达到 3.29 元, 行业龙头万达电影 2021 年卖品业务人均消费为 8.87 元, 相比之下博纳仍有较大提升空间。

图 24: 2017-2021 年博纳影业影院收入构成



数据来源: 招股说明书, 东北证券

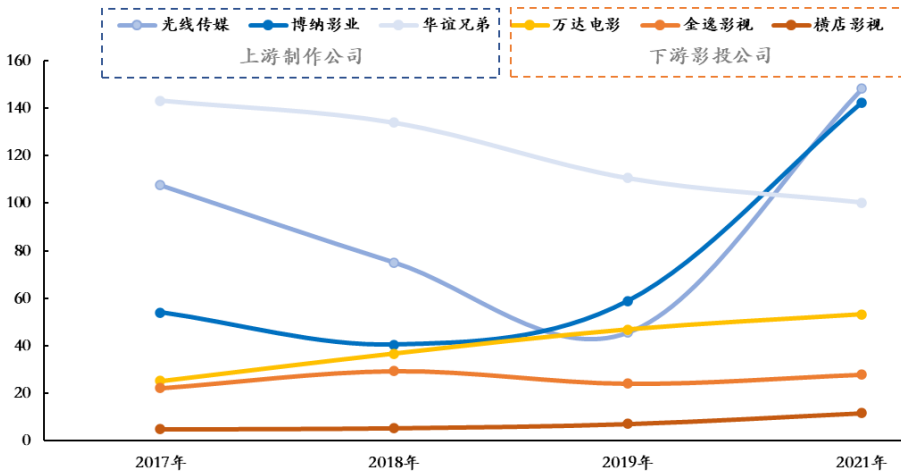
图 25: 2017-2021 年博纳影投观影人次和卖品业务人均消费



数据来源: 招股说明书, 猫眼专业版, 东北证券

布局影院业务有利于降低回款周期较长带来的现金流压力。上游内容制作方通常回款周期较长, 以头部公司光线传媒、博纳影业、华谊兄弟为例, 其 2021 年应收账款周转天数为 148、142、100 天, 对现金流造成较大压力。而下游公司面向消费者, 回款周期较短, 向下游进行业务延伸能够有效帮助公司获取较为稳健的现金流水平, 万达电影、金逸影视、横店影视 2021 年应收账款周转天数为 53、28、12 天, 优势明显。

图 26: 2017-2021 年电影行业上下游公司应收账款周转天数对比 (疫情影响较重的 2020 年已删除)



数据来源: wind, 东北证券

下游与上游协同, 通过排片、宣发反哺上游。

1) 增强发行能力, 为排片、宣发提供前沿阵地。由于电影发行是对排片资源的争夺, 而排片资源都掌握在院线和电影院手中, 所以公司旗下拥有自己的影院可以增强自己的发行能力、垄断更多的发行资源并节省一部分排片费。公司还可以通过自己旗下影院进行宣发活动, 例如举办首映礼等。

2) 下游影院更接近观众, 能够更好把握观众需求。公司旗下拥有自己的影院能够真实、及时的掌握观众的喜好进而有利于自己的下一次创作, 为其提供更多的数据分析与依据, 得到市场真实的反馈, 帮助公司在投资影片及宣发时做出更符合市场需求的判断。

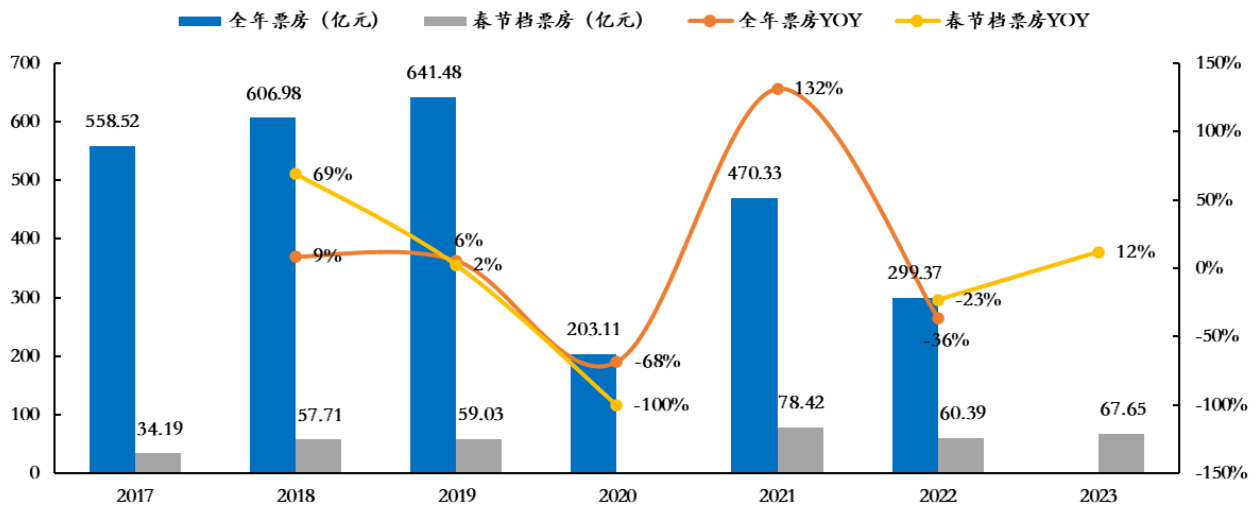
3) 利用排片资源可以参投优质影片, 反哺投资业务。拥有了一定的影城基数后, 公司可以利用院线排片资源优势获得对优秀电影项目的投资机会和话语权, 去参投一些优质的影片, 进一步扩大电影发行业务的市场份额。

3. 主旋律题材地位稳固, 博纳储备丰富未来可期

3.1. 电影市场现状: 观影需求仍存, 供给端迎来边际改善

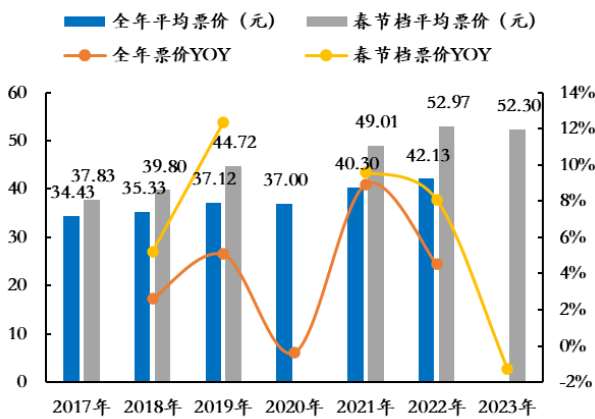
票价增长放缓, 优质内容驱动观影人次疫后复苏。根据猫眼专业版数据, 受疫情影响, 2022 年全国电影票房 (含服务费) 仅为 299.37 亿元, 同比下降 36%, 拆分来看, 观影人次为 7.10 亿, 同比下降 39%, 平均票价为 42.13 元, 同比增长 4.5%。进入 2023 年, 随着疫情影响逐渐消除, 春节档在优质内容驱动下取得了亮眼成绩, 票房达到 67.65 亿元, 同比增长 12%, 其中平均票价为 52.3 元, 同比下降 1.3%, 观影人次 1.29 亿, 同比增长 13.5%。我们认为, 在疫情三年影院艰难求生的过程中票价有较大的涨幅, 结合 2023 年春节档票价小幅下降的表现, 预计全年票价的增长趋势也将放缓, 以此吸引更多观众重新走进影院。

图 27: 2017-2023 年全年票房及春节档票房表现 (单位: 亿元, 含服务费, 下同)



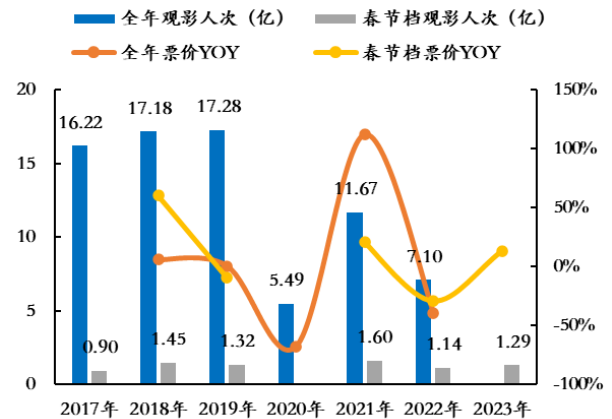
数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

图 28: 2017-2023 年全年及春节档平均票价



数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

图 29: 2017-2023 年全年及春节档观影人次

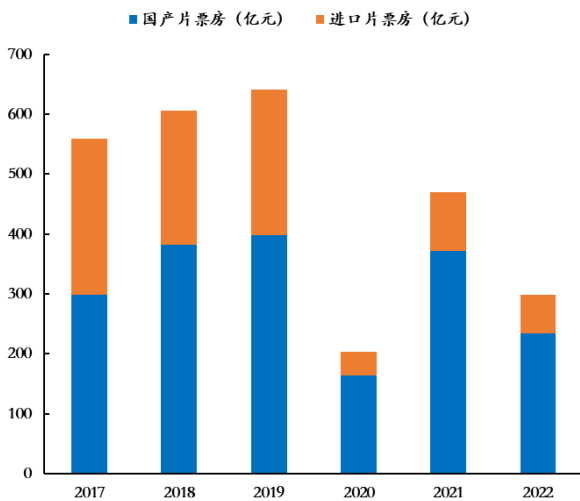


数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

3.1.1. 内容端: 疫情等因素下供给收缩有望迎来边际改善

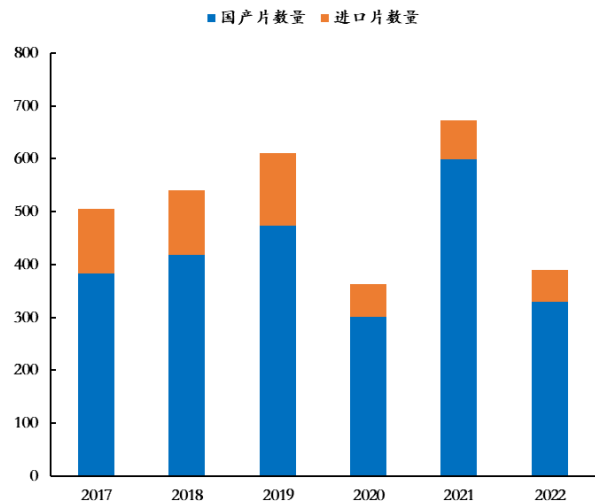
疫情冲击内容供给, 进口片数量大幅下滑。三年疫情对海内外的电影拍摄都造成了一定影响, 进口片数量占比从 2019 年的 22% 下滑至 2022 年的 15%, 票房占比从 38% 下滑至 22%, 2022 年叠加进口片和本土片的不足, 电影市场供给端受到较大冲击, 数量上仅为接近 2020 年水平。

图 30: 2017-2022 年国产和进口电影票房



数据来源: 灯塔专业版, 东北证券

图 31: 2017-2022 年国产和进口电影数量



数据来源: 灯塔专业版, 东北证券

春节前后多部影片提前定档, 供给迎来边际改善。2023 年春节前后市场迎来多部影片提前定档, 本土影片中《回廊亭》(定档 3.10) 曾定档 2022 年 3 月,《保你平安》(定档 3.10) 曾定档 2022 年五一、元旦档,《长空之王》(定档 4.28) 曾定档 2022 国庆档, 呈现出存量消化的状态, 且相比 2022 年提前较长时间定档为宣发留足充分空间, 能够更好激发观影需求。进口片中漫威《黑豹》《蚁人》的引入为时隔三年多之后首次登陆内地大银幕, 供给端迎来边际改善。

图 32: 2023 年定档重点影片情况 (截至 2023-3-13)

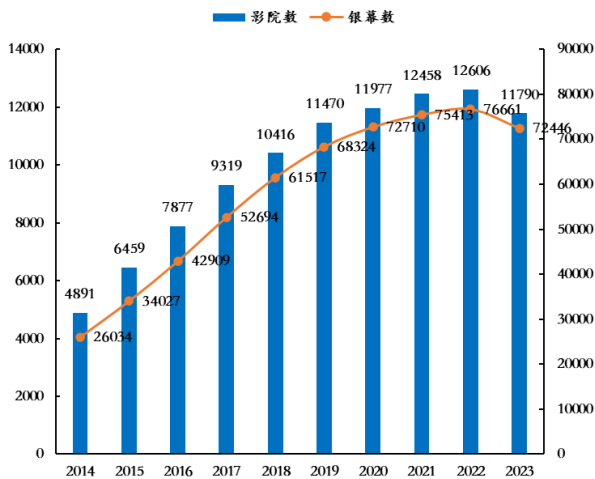
电影名称	导演	主演	出品方	发行方	电影类型	定档时间
雷霆沙赞! 众神之怒	大卫·F·桑德伯格	扎克瑞·莱维	DC娱乐、华纳兄弟电视公司	中影	奇幻、冒险、动作	2023/3/17
转世之缘	新海诚			中影	动画	2023/3/24
不止不休	王晶	白客、苗苗、张颂文	新画面影业、暖流文化、猫眼、联瑞		剧情	2023/3/24
龙与地下城: 侠盗荣耀	约翰·巴顿西斯科·戴利、乔纳森·戴利、乔纳森·戴利	克里斯·派恩、米歇尔·罗德里格兹、雷吉-让·佩吉、贾斯汀·史密斯	派拉蒙影业	中影、华夏	冒险、奇幻	2023/3/31
宇宙探索编辑部	孔大山	杨皓宇、艾丽娅、蒋奇明	中影、新线影业、猫眼、万达、华人影业、华敏、淘票票	猫眼	科幻、喜剧	2023/4/1
名侦探柯南: 贝克街的亡灵	儿玉兼嗣				动画	2023/4/4
超级马力欧兄弟大电影	亚伦·霍瓦斯、德里克·桑塔尼	克里斯·帕拉特(主要配音)	环球影业、任天堂		喜剧、爱情、科幻、动画	2023/4/5
龙马精神	王子	成龙、刘浩春、郭麒麟	阿里、海润影业、横店、中影		喜剧、动作、剧情	2023/4/7
绝地追击	邱礼涛	欧豪、谷嘉诚、俞灏明	爱奇艺、悠世影业		动作、灾难、犯罪	2023/4/7
深藏不露	井上雄彦	川流枫、宫城良田、三井孝		中影	动画、动作、剧情	2023/4/20
长空之王	刘伟世	王一博、胡军、周冬雨	音乐影业、阿里、中影、博纳	阿里、淘票票、京东影业、华夏	动作、动作、剧情	2023/4/28
人生路不熟	易小星	乔杉、范丞丞、马丽	音乐影业、上海淘票票、北京破壳而出、猫眼、中影、横店		喜剧、剧情	2023/4/28
惊天救援	彭顺	杜江、王千源、佟丽娅	亚太华影、寰宇城、联瑞		剧情、灾难	2023/4/28
长沙夜生活	张翼	尹昉、张婧仪	潇湘电影、嘉映文化、中影、淘票票		剧情	2023/4/28
倒数说爱你	林政德	陈飞宇、周也、赵小棠	万达		爱情、奇幻	2023/4/28
警察风云	袁志峰	黄景瑜、白百何、王丽坤	中国人民警察学院、文投控股、猫眼(联合出品)	猫眼、华夏等	剧情、犯罪	2023/4/29
请别相信她	杨沅翰	黄若楠、关晓彤、吴彦姝	天地、猫眼、金逸		喜剧、爱情	2023/5/30
这么多年	李行青	张新成、孙千	光线		青春、爱情	2023/5/30
我爱你!	陈廷	倪大红、惠英红、梁家辉	联瑞、横店、中影		剧情、爱情	2023/6/21
消失的她	陈桢、刘翔	朱一龙、倪妮、文咏珊	北京安门传奇、上海淘票票、上影(联合出品)		悬疑、犯罪	2023/6/22
扫毒: 人在江湖	邱礼涛	古天乐、郭富城、刘青云	寰宇、人间指南、联瑞、横店(联合出品)	人间指南、寰宇	动作、犯罪、剧情	2023/7/28

数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

3.1.2. 渠道端: 影院整体保持稳定, 疫情三年格局变化有限

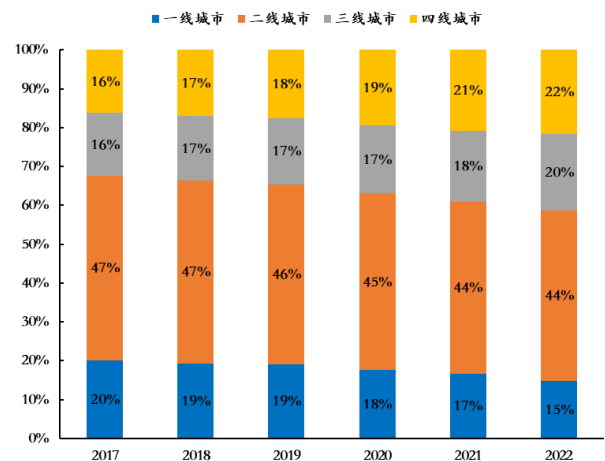
影院数呈现韧性, 渠道持续下沉。从影院数量上看, 疫情三年总数并未产生较为明显的下滑, 体现出一定韧性。我们认为, 疫情期间出清的影院主要是票房贡献有限、经营压力较大、体量较小的影院(影厅数少), 对大盘的影响有限。另一方面, 三四线城市的票房占比提升至 42%, 对比 2019 年提升 7pcts, 渠道下沉的趋势一直在延续, 下沉市场也在电影宣发当中扮演越来越重要的角色。

图 33: 2014-2023 年影院及银幕数



数据来源: 灯塔专业版, 东北证券 (截至 2023-2-27)

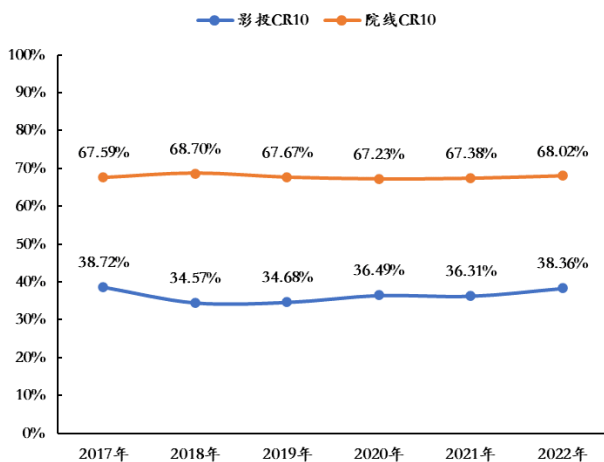
图 34: 2017-2022 年电影票房各线城市比例



数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

院线格局基本稳定, 影投集中度提升, 万达一枝独秀。2022 年影投公司 CR10 进一步提升至 38.36%, 具体来看, 万达保持其行业龙头地位并且持续拉开差距, 2022 年市占率达到 16.68%, 博纳则维持其市场地位稳定, 疫情期间大地、中影受冲击较为严重, 市占率有所下滑。

图 35: 2017-2022 年影投、院线公司 CR10



数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

图 36: 2019-2022 年影投公司市占率 top10

排名	2019年		2020年		2021年		2022年	
	影投公司	市占率	影投公司	市占率	影投公司	市占率	影投公司	市占率
1	万达影投	12.93%	万达影投	14.73%	万达影投	14.78%	万达影投	16.68%
2	大地影投	3.96%	大地影投	4.00%	大地影投	3.80%	横店影投	3.79%
3	横店影投	3.43%	横店影投	3.83%	横店影投	3.73%	大地影投	3.34%
4	CGV影投	2.71%	CGV影投	2.87%	CGV影投	2.64%	CGV影投	2.53%
5	中影影投	2.71%	中影影投	2.42%	金逸影投	2.37%	金逸影投	2.47%
6	金逸影投	2.57%	金逸影投	2.27%	中影影投	2.26%	星轶影投	2.23%
7	博纳影投	2.04%	博纳影投	1.99%	博纳影投	1.88%	博纳影投	2.10%
8	幸福蓝海影投	1.64%	幸福蓝海影投	1.60%	星轶影投	1.85%	中影影投	2.03%
9	百老汇影投	1.42%	百老汇影投	1.43%	幸福蓝海影投	1.71%	幸福蓝海影投	1.91%
10	UME影投	1.26%	UME影投	1.35%	百老汇影投	1.30%	百老汇影投	1.29%

数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

3.1.3. 大盘展望: 2023 年国内电影市场票房有望达到 502~558 亿元

在此前的报告中, 我们参考海外市场疫情后表现, 认为 2023 年国内票房有望达到 434~488 亿元。在春节后电影市场较为良好的表现下, 我们认为, 观众的观影需求仍存, 好的内容能够激发观众潜在的观影需求, 考虑到春节以来电影市场供给端持续的边际改善, 我们上调此前预期, 预计 2023 年国内电影市场票房有望达到 502~558 亿元。

1) 票价: 参考 2019-2022 年国内平均票价为 37.12/37.00/40.30/42.13 元, 预计 2023

年票价提升空间较为有限，市场需要通过适当降低票价吸引观众重回影院，因此假设全年平均票价中性下为 42 元；

2) **观影人次**：2019-2021 年国内观影人次为 17.28/5.49/11.67/7.10 亿，此前我们参考韩国市场，预计 2023 年国内观影人次有望恢复至 2019 年的 65%，而考虑到 2023 年春节期间观影人次达到接近 2019 年水平，我们上调全年观影人次预期，中性情况下恢复至 2023 年的 73%。

表 2：2023 年票房预测（亿元）

		2019 年	恢复程度		2023 年		
平均票价（元）		41	41.5	42	42.5	43	
		67%	11.58	475	480	486	492
观影人次（亿）	17.28	70%	12.10	496	502	508	514
		73%	12.61	517	523	530	536
		76%	13.13	538	545	552	558
		79%	13.65	560	567	573	580

数据来源：猫眼专业版，东北证券

3.2. 主旋律影片：商业化制作加持下迎来爆发期，核心题材地位稳定

3.2.1. 发展历程：类型由来已久，商业元素融入焕发主旋律第二春

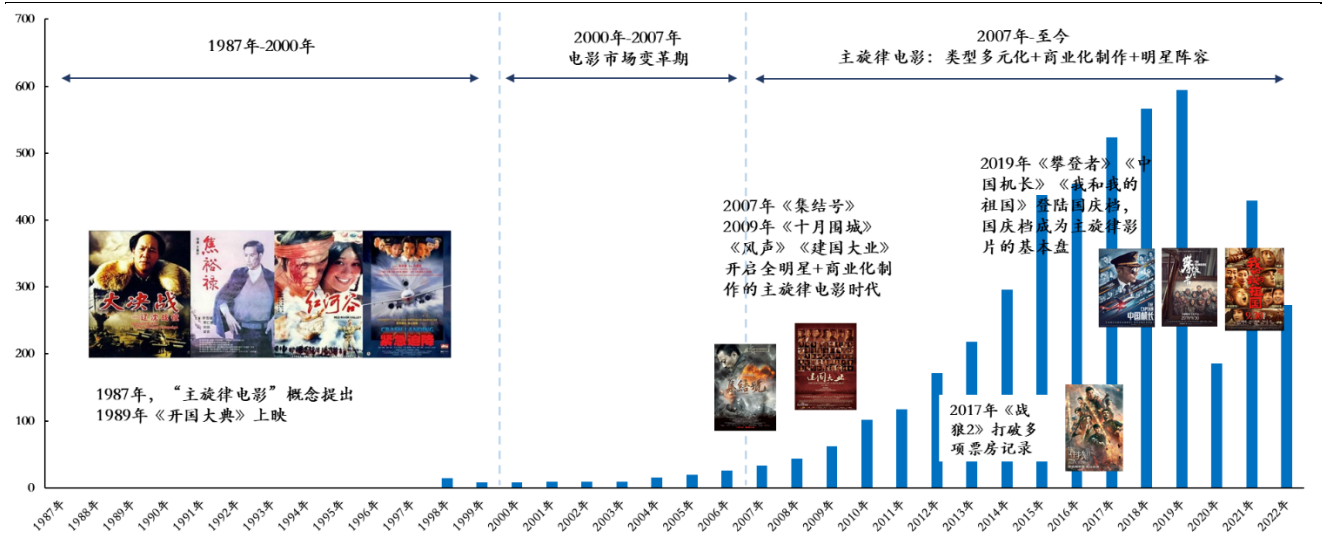
第一阶段（1987-2000 年）：1987 年 3 月，国务院电影局在全国故事片创作会议上提出“突出‘主旋律’，坚持多样化”的口号，由此，主旋律电影的名称被正式提出。同年，创作了两部重大革命历史题材影片《彭大将军》《巍巍昆仑》等。1989 年，作为建国 40 周年献礼之作的《开国大典》诞生，成为主旋律电影的标志性作品。这一时期的主旋律电影主要包括四类：1) 重大革命历史题材，如《大决战》系列（包括《辽沈战役》《淮海战役》《平津战役》）；2) 人物传记类影片，如《毛泽东和他的儿子》《周恩来》《焦裕禄》等；3) 艺术化风格鲜明的作品，有《红河谷》《黄河绝恋》，4) 现代电影技术打造的高科技主旋律电影，包括《紧急迫降》《横空出世》《冲天飞豹》等。

第二阶段（2000-2007 年）：2000 年后，随着进口大片的快速涌入，以《英雄》为代表的国产电影开始向商业片靠拢，国内电影市场开始进入变革期，这一时期传统的传记、重大革命历史题材电影票房受商业片挤占较为严重，主旋律电影需要重新寻找适合大众口味的表现形式。

第三阶段（2007 年后）：2007 年起，主旋律电影开始逐步进入新的繁荣期，2007 年的《集结号》、2009 年的《风声》《十月围城》《南京！南京！》开始将主旋律题材与商业片结合，并取得了相当不错的效果。而 2009 年推出的《建国大业》集结百位明星，实现票房 4.2 亿，正式将“主旋律”这个题材推向市场。此后，主旋律电影在商业制作上不断加码，形成了明星阵容+大制作的模式，并且在此基础上诞生了多种类型的影片，与第一阶段的影片相比，1) 历史革命题材在制作和演员阵容上做了全面提升，代表作品有《建国大业》《建党伟业》《建军大业》等；2) 聚焦个人的影片转向“小人物”，如《中国机长》《战狼 2》《万里归途》等；3) 类型上增加了《夺

冠》《中国乒乓》等体育题材，并且《流浪地球2》这种科幻类型影片也加入了中国的精神和价值观传达，“主旋律”开始成为一种更加泛化的影片类型。

图 37: 主旋律电影发展历程及国内电影市场票房 (亿元)

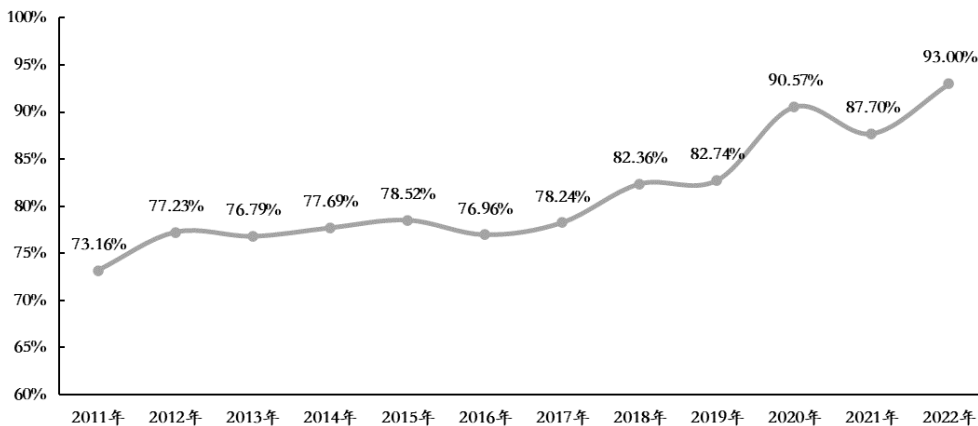


数据来源: 豆瓣, 猫眼专业版, 国家广电总局, 中国传媒产业发展报告, 东北证券

3.2.2. 主旋律已成核心电影品类，中影、博纳、华夏、阿里具备较强竞争力

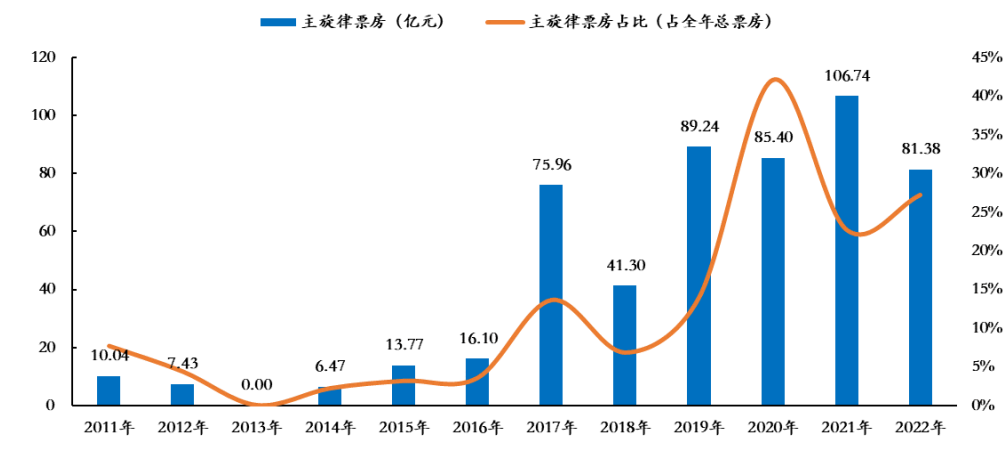
主旋律影片已成市场核心品类，中影、博纳、华夏、阿里具备较强竞争力。根据票房数据，历年电影市场票房 TOP50 的影片在疫情前大约占比 80%左右，疫情后上升到 90%，基本能代替市场的表现。因此，我们以历年前 50 影片为基础观察主旋律电影的变化情况，在 2022 年，国内票房进入前 50 的主旋律电影达到总票房达到 81.38 亿元，占当年总票房的 27.2%，是当前市场的核心品类。从公司格局来看，中影、博纳、华夏、阿里作为主出品方，从 2011-2022 年均取得了超过 200 亿元的主旋律电影票房，由于主旋律电影当前的制作模式对资源、投入等条件要求较高，具备一定进入壁垒，随着疫情冲击下中小公司出清，头部公司的市场地位将进一步得到加强。

图 38: 2011-2022 年 TOP50 影片票房占比



数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

图 39: 2011-2022 年 TOP50 影片中主旋律电影票房及占比



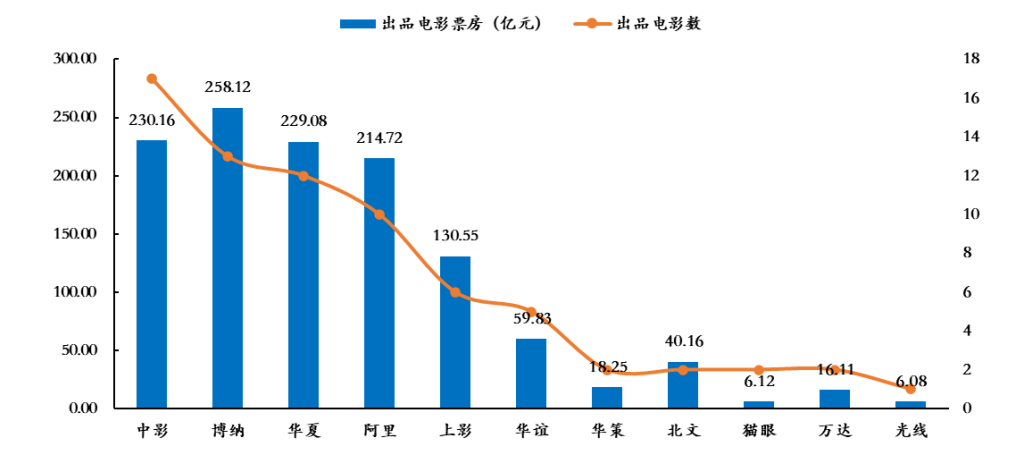
数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

图 40: 2011-2022 年 TOP50 影片中主旋律影片票房及主要出品方

电影名	年份	票房 (亿元)	主要出品方
金陵十三钗	2011	4.50	新画面影业
建党伟业	2011	4.06	中影
杨善洲	2011	0.83	紫禁城影业、云南电影、电影频道节目制作中心
飞天	2011	0.65	八一电影制片厂
一九四二	2012	3.69	华谊
听风者	2012	2.32	万达、浙江全球影业(华策)、美亚
金陵十三钗	2012	1.42	新画面影业
智取威虎山	2014	4.52	博纳
太平轮(上)	2014	1.95	小马奔腾、乐视、华谊、中影、游族
战狼	2015	5.43	春秋时代、登峰国际文化、南京军区政治部电视艺术中心、武汉传奇人影视
智取威虎山	2015	4.27	博纳
百团大战	2015	4.07	八一电影制片厂、中影、紫禁城影业
湄公河行动	2016	11.82	博纳
铁道飞虎	2016	4.28	上影、耀莱
战狼2	2017	56.84	登峰国际文化、捷成、春秋时代、朝凤影业、橙子映像
芳华	2017	11.87	东阳美拉、华谊、爱奇艺、耀莱、北文、八一制片厂
建军大业	2017	4.06	中影、博纳、南昌广播电视台、八一制片厂、三次元影业、寰亚
空天猎	2017	3.19	解放军空军政治部电视艺术中心、春秋时代
红海行动	2018	36.50	博纳、解放军海军政治部电视艺术中心、星梦工厂、英皇
厉害了, 我的国	2018	4.80	中央电视台、中影
我和我的祖国	2019	32.23	华夏、博纳、阿里
中国机长	2019	29.03	博纳、阿里、华夏
烈火英雄	2019	17.03	博纳、亚太华影、哥伦比亚、阿里、华夏
攀登者	2019	10.95	上影
八佰	2020	31.10	华谊、七印象
我和我的家乡	2020	28.29	北文、中影、坏猴子、黎枫文化、万荣企业管理咨询中心、拾谷影业、真乐道文化、壹同传奇、西虹市影视、橙子映像
金刚川	2020	11.22	中影、七印象、郭帆影业、自由酷鲸、华夏、华谊
夺冠	2020	8.36	嘉映春天、我们制作、华夏、欢喜、阿里、联瑞、中影、峨眉电影、浙江影视、文投、拾谷影业
紧急救援	2020	4.38	人民交通出版社、中视时尚、英皇、腾讯、博纳、高德云图、猫眼
我为你牺牲	2020	1.06	长江电影、腾讯、锐东文化、亚细亚影视、海映天岚、电影频道、湖北电影、湖北广电、长江出版、天享影业、众星华彩
秀美人生	2020	0.53	广西文化产业集团、广西投资集团、识君影视、广西电影
我和我的祖国	2020	0.46	华夏、博纳、阿里
长津湖	2021	57.72	博纳、八一制片厂、华夏、中影、上影、阿里、登峰国际文化
我和我的父辈	2021	14.76	中影、三次元影业、拾谷影业、登峰国际文化、青怡影视、真乐道文化、开心麻花影业
中国医生	2021	13.28	博纳、珠江电影、中影、华夏、阿里、长江电影
悬崖之上	2021	11.90	中影、英皇、上影、华夏
1921	2021	5.03	腾讯、上影、三次元影业、中影、华夏
扫黑·决战	2021	4.05	爱奇艺、中影
长津湖之水门桥	2022	40.67	博纳、八一制片厂、华夏、中影、上影、阿里、登峰国际文化
万里归途	2022	15.93	华策、一怡以艺文化、横店、郭帆影业、自由酷鲸
奇迹·笨小孩	2022	13.79	坏猴子、梦将军影业、深圳广播电影、中影、阿里、万达、上狮、麦特影业
狙击手	2022	6.08	光线、精彩时间、云蒸影业、爱奇艺、黎枫文化、锋尚、和之文化、长影集团
平凡英雄	2022	2.15	博纳、天山电影、南航、中影、华夏、阿里、通盈投资集团
扫黑行动	2022	1.74	保利影业、中广天启、长安出版、文投、猫眼、瀚凯文化、乐享华悦文化、耀莱、之江电影、嘉凰传媒、二月鸟文化、燕塞旅游
钢铁意志	2022	1.02	北方联合影视

数据来源: 猫眼专业版, 东北证券

图 41: 2011-2022 年 TOP50 影片中各公司主旋律影片总计票房表现



数据来源: 猫眼专业版, 东北证券 (注: 仅考虑各公司作为主要出品方下的票房表现)

3.2.3. 如何看待主旋律电影未来发展?

1) 政策支持+国庆档优势, 基本盘稳固

政策端强调主旋律题材核心地位。在 2021 年印发的《“十四五”中国电影发展规划》中关于发展目标的表述提到“展望 2035 年,我国将建成电影强国,中国电影实现高质量发展,电影创作生产能力显著增强,彰显中国精神、中国价值、中国力量、中国美学的精品力作不断涌现,以国产影片为主导的电影市场规模全球领先”。**关于内容创作方面,**《规划》提出“进一步完善重大革命和历史题材电影的创作领导工作机制。围绕庆祝中国共产党成立 100 周年、迎接党的二十大胜利召开、纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年等重要时间节点,精心组织好重点影片的创作生产,推出更多讴歌党、讴歌祖国、讴歌人民、讴歌英雄的精品力作,传承红色基因,赓续精神血脉。”并强调“完善电影创作生产整体布局,弘扬主旋律、提倡多样化,稳定产量、优化结构。加强现实题材创作,着重反映改革开放以来特别是党的十八大以来,党带领人民创造美好生活的伟大历程和人民的精神风貌”。

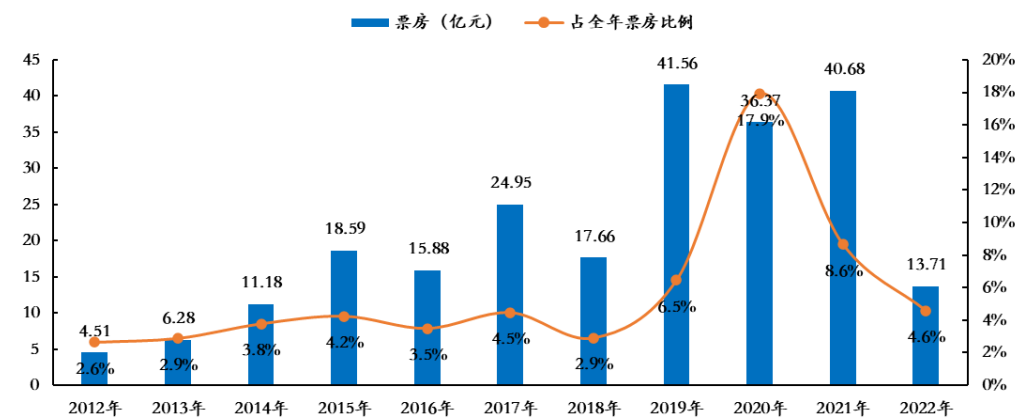
图 42: 电影行业政策与主旋律题材相关表述

时间	政策	发布部门	主旋律相关内容
2017年	《中华人民共和国电影产业促进法》	全国人大常委会	第三十六条 国家支持下列电影的创作、摄制: (一) 传播中华优秀传统文化、弘扬社会主义核心价值观的重大题材电影; (二) 促进未成年人健康成长的电影; (三) 展现艺术创新成果、促进艺术进步的电影; (四) 推动科学教育事业发展和科学技术普及的电影; (五) 其他符合国家支持政策的电影。
2017年	《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》	中共中央办公厅、国务院办公厅	“抓好中国梦和爱国主义主题文艺创作,讲好国家民族宏大故事,讲好百姓身边日常故事。”
2021年	《“十四五”电影发展规划》	国家电影局	“展望 2035 年,我国将建成电影强国,中国电影实现高质量发展,电影创作生产能力显著增强,彰显中国精神、中国价值、中国力量、中国美学的精品力作不断涌现,以国产影片为主导的电影市场规模全球领先” “进一步完善重大革命和历史题材电影的创作领导工作机制。围绕庆祝中国共产党成立 100 周年、迎接党的二十大胜利召开、纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年等重要时间节点,精心组织好重点影片的创作生产,推出更多讴歌党、讴歌祖国、讴歌人民、讴歌英雄的精品力作,传承红色基因,赓续精神血脉。” “完善电影创作生产整体布局,弘扬主旋律、提倡多样化,稳定产量、优化结构。加强现实题材创作,着重反映改革开放以来特别是党的十八大以来,党带领人民创造美好生活的伟大历程和人民的精神风貌”

数据来源: 国家电影局, 东北证券

主旋律电影具备国庆档期基本盘。据猫眼专业版，不考虑受疫情等因素影响较为严重的 2022 年，近几年国庆档电影票房整体呈上升趋势，2019 年随着《我和我的祖国》《中国机长》《攀登者》三部献礼大作登陆国庆，市场票房体量从 20 亿左右扩容至 40 亿左右，约占全年主旋律电影票房的一半左右。我们认为，国庆档作为下半年最重要的档期，主旋律电影具备天然的主题优势，拥有较为稳健的票房基本盘。此外，商业属性较强的影片还有望争取如春节档、暑期档等大档期，因此，主旋律未来仍有望保持其市场核心品类的地位。

图 43：2012-2022 年国庆档票房（不含服务费）及占全年票房比例



数据来源：猫眼专业版，东北证券

2) 优质内容需求长期存在，影响观众喜好的是质量而不是题材

优质主旋律电影、剧集均能实现口碑和市场表现双丰收。1) **电影方面**，具有代表性的作品如 56.94 亿票房的《战狼 2》，36.52 亿票房的《红海行动》，15.93 亿票房的《万里归途》依靠精良的制作和商业化元素，均在取得亮眼票房成绩的同时收获对影片质量的高度评价。2) **剧集方面**，近几年涌现出大量优质主旋律题材作品，凭借精良的制作和演员精湛的演技收获了口碑和播放量，如反映历史事件、聚焦英雄人物或大时代背景下的小人物的《觉醒年代》《山海情》《功勋》等，以扫黑除恶为主题的《狂飙》2 月更是收获了 58 亿正片有效播放量（云合数据）。这些作品均反映出主旋律题材本身并不是决定观众喜好的关键因素，市场仍然遵循内容为王的规律，平衡好主旋律和商业化就能够取得亮眼的播出表现。

图 44: 优质主旋律电影&剧集

名称	题材	上线时间		票房 (亿元)	豆瓣评分
战狼2	战争动作	2017-7-27		56.94	7.1
红海行动	撤侨	2018-2-16		36.52	8.2
我和我的祖国	历史事件	2019-9-30		31.70	7.6
长津湖	抗美援朝	2021-9-30		57.75	7.4
长津湖之水门桥	抗美援朝	2022-2-1		40.67	7.2
万里归途	撤侨	2022-9-30		15.93	7.4
名称	题材	上线时间	上线平台	播放量指数/播放市占率 (上映首月)	豆瓣评分
大江大河2	90年代国企改革	2020-12-20	全平台	637.9/10%	8.8
山海情	扶贫	2021-1-12	全平台	452.3/6.4%	9.2
觉醒年代	革命历史	2021-2-1	爱奇艺、优酷	289.3/2.1%	9.3
扫黑风暴	扫黑	2021-8-9	腾讯视频	656.1/14.5%	7.1
功勋	英雄人物	2021-9-26	全平台	468.3/8.6%	9.0
超越	冬奥	2022-1-9	全平台	260.3/1.7%	8.0
人世间	社会变迁	2022-1-28	爱奇艺	472.5/7.7%	8.5
警察荣誉	警察	2022-5-28	爱奇艺	397.9/5.4%	8.5
县委大院	基层干部	2022-12-7	腾讯视频、爱奇艺	424.3/8.2%	6.7
狂飙	扫黑	2023-1-14	爱奇艺	710.1/24.7%	8.5

数据来源: 猫眼专业版, 豆瓣, 艺恩, 东北证券 (截至 2023-3-6)

3) 主旋律走向创新, 泛主旋律有望拓宽品类天花板

回顾主旋律电影发展历程, 从 90 年代至今逐渐在相对说教式的内容中不断注入契合市场变化的新元素, 为这一品类取得了突破, 随着市占率的持续提升, 主旋律电影需要寻找到新的内容创新点。

i) 从过去关注宏大历史事件描述的《长津湖》等转向关注历史背景下小人物的故事, 或在影片类型上尝试更多元素, 如 2023 年春节档上映的博纳影业出品的《无名》, 无论是导演风格还是故事内容都与传统主旋律有较大差异。

ii) 泛化主旋律的概念, 打开市场天花板。如 2023 年春节档上映的《流浪地球 2》, 虽然是科幻题材影片, 但是在这一题材下传达出中国的价值观, 同样可以被视为“泛主旋律”题材的电影, 这一类型的电影说教属性更弱, 更容易潜移默化传递出我们的精神属性, 有望成为未来主旋律电影的新方向。

3.3. 博纳影业: 以主旋律为核心, 做多元化创新突破

把握商业和艺术, 实现类型多元化创新突破。在通过《红海行动》《长津湖》等作品证明自己在主旋律商业大片上的成功后, 博纳影业没有放弃对其他主旋律类型的探索, 2022 年上映的《海的尽头是草原》讲述的是“三千孤儿入内蒙”的故事, 类型上一改博纳以往高举高打的方式, 以文艺故事片的形式呈现, 尽管票房整体表现一般, 但反映出博纳愿意走出舒适区, 为主旋律题材寻求更多的表现形式。2023 年春节上映的《无名》则是聚焦小人物, 导演程耳以其独特的叙事方式进行呈现, 作为“中国胜利三部曲”之一, 与《中国医生》《长津湖》做到了类型上的创新。

图 45:《海的尽头是草原》剧照



数据来源: 豆瓣, 东北证券

图 46: 极具导演风格化的《无名》海报



数据来源: 豆瓣, 东北证券

后续储备丰富, 主旋律为核心同时兼顾多影片类型。根据博纳影业招股书和国家电影局备案信息, 目前公司储备较为丰富, 其中核心的主旋律题材已有《爆裂点》《智取威虎山》《红海行动2》《一代枭雄》4部作品完成电影局备案, 计划投资2.5亿元的抗美援朝献礼剧《上甘岭》也正处于制作中, 预计将于2023年内上映。此外, 在其他类型方面, 根据公司招股书中披露的截止2021年末预付款影片情况来看, 包括盗墓题材的《鬼吹灯之天星术》、励志类型的《狂奔的老爸》、爱情题材的《时空热恋》等多类型影片均处于审查中, 过审后上映表现值得期待。

图 47: 博纳影业后续内容储备

名称	状态	题材	主要演职人员	公司计划投资金额
爆裂点	已备案	缉毒	导演: 唐唯瀚; 监制: 林超贤; 主演: 张家辉、陈伟霆等	
传说	已备案	《神话》续作	导演: 唐季礼; 主演: 成龙、李晨、娜扎、张艺兴	
智取威虎山前传	已备案	解放军剿匪		2.45亿元
红海行动2	已备案	撤侨		2.5亿元
一代枭雄	已备案	历史背景	导演: 林超贤; 主演: 彭于晏、张家辉	0.75亿元
反恐行动				2.5亿元
克什米尔公主号		政治暗杀		1.2亿元
少年时代		文革人物成长		0.5亿元
汶川大地震		灾难		1.2亿元
上甘岭 (剧集)		抗美援朝		2.5亿元
阿麦从军	已完成内容审查, 正在进行技术审查	历史	导演: 张之亮; 主演: 张天爱、林峯	
别叫我“赌神”	已完成内容审查, 正在进行技术审查	温情	导演: 潘耀明; 主演: 周润发、袁咏仪	
狂奔的老爸	已申报内容审查, 根据国家电影局意见要求进行修改	励志	导演: 李鹏程; 主演: 潘粤明、李彦锋、王小利、马苏	
智齿	已申报内容审查, 根据国家电影局意见要求进行修改	犯罪悬疑	导演: 郑保瑞; 主演: 林家栋、沈震轩	
遇神	已申报内容审查, 根据国家电影局意见要求进行修改	奇幻	导演: 杜鹏; 主演: 文章、白客、邓家佳、马苏、何蓝迪	
树说	已申报内容审查, 根据国家电影局意见要求进行修改	惊悚	导演: 孟奇; 主演: 丁志城、张一山、刘桦	
鬼吹灯之天星术	已完成内容审查, 正在进行技术审查	盗墓	主演: 张涵予、姜武、卢靖姗	
时空热恋	已申报内容审查, 根据国家电影局意见要求进行修改	爱情	导演: 陈国辉	
好家伙	已申报内容审查, 根据国家电影局意见要求进行修改	喜剧	导演: 朱青阳, 主演: 屈楚萧、万国	
神马岛	2022年拍摄完成	奇幻	监制: 刘德华; 导演: 关信辉; 主演: 刘亮、白鸽	
卫斯理	预计2024-2025年开工	科幻		
神雕侠侣	预计2024-2025年开工	武侠	导演: 徐克; 监制: 施南生	
封神传奇2	预计2023-2024年开工	奇幻神话	导演: 许安、杨龙澄	
追龙3	待定	黑帮争斗	导演: 王晶; 主演: 刘德华	
遗失的帝国	预计2023-2024年开工	盗墓	编剧: 邹静之	
热血沸腾	预计2024-2025年开工	运动励志	导演: 李光耀	
国家行动	预计2023-2024年开工	扫黑	导演: 尔冬升	
国色天香	预计2023-2024年开工	历史	导演: 尹力; 主演: 章子怡 (暂定)	

数据来源: 招股说明书, 国家电影局, 东北证券

4. 盈利预测&估值

4.1. 盈利预测

我们认为，2022年在疫情影响下公司业绩收到一定冲击，但长期来看，公司内容供给上的竞争力和全产业链布局的优势有望凸显。上游业务方面，我们基于公司丰富的内容储备和拍摄计划，假设投资业务2022-2024年实现收入9.26/13.58/17.83亿元，同比增长-36%/47%/31%，发行业务方面2022-2024年有望实现收入4.52/4.20/7.50亿元，同比增长-56%/-7%/79%。下游业务方面，我们认为，由于影院开拓的高投入，预计公司仍将保持稳定的扩张趋势，假设2022-2024年影院业务实现收入分别为6.64/12.42/15.88亿元，同比增长-23%/87%/28%。由于上下游业务均具有较强的利润弹性，随着市场的复苏，2023年公司有望重新取得较好的业绩表现，预计2022-2024年公司归母净利润分别为-0.65/4.50/7.66亿元。

表 3: 博纳影业盈利预测

单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,123.59	2,086.12	3,079.83	4,192.19
yoy	94%	-33%	48%	36%
投资	1,453.58	926.14	1,358.33	1,783.33
yoy	94%	-36%	47%	31%
发行	1,016.80	452.12	420.00	750.00
yoy	118%	-56%	-7%	79%
院线	21.64	16.59	30.14	38.05
yoy	125%	-23%	82%	26%
影院	858.48	664.29	1,241.68	1,588.16
yoy	112%	-23%	87%	28%
毛利率	40%	31%	35%	41%
销售费用率	10%	17%	10%	13%
管理费用率	7%	10%	8%	7%
归母净利润	362.68	-64.89	449.55	765.67
Yoy	90%	-118%	793%	70%

数据来源：公司财报，东北证券

4.2. 估值

我们采用 PE 进行估值，选择可比公司万达电影、光线传媒、中国电影、上海电影，得到 2023 年平均 PE 为 45x，考虑到公司在主旋律电影领域的竞争力和全产业链布局的协同作用，给予公司 40x 估值，对应目标价为 13.2 元。

表 4: 可比公司估值

	EPS (元)			股价 (元)	PE		
	2022E	2023E	2024E		2022E	2023E	2024E
万达电影	-0.52	0.50	0.68	14.20	-	28.40	20.88
光线传媒	0.02	0.31	0.38	9.30	465.00	30.00	24.47
中国电影	-0.06	0.52	0.61	14.03	-	26.98	23.00
上海电影	-0.24	0.20	0.28	18.99	-	94.95	67.82
平均						45.08	34.04

数据来源: wind, 东北证券 (截至 2023-3-27, EPS 来自 wind 一致预期)

5. 投资建议

我们认为, 公司具备内容供给上的优秀竞争力和全产业链布局优势, 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为-0.65/4.29/7.66 亿元, 参考同业可比公司, 给予公司 40x PE, 对应目标价为 13.2 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 受审核、演员等因素影响, 项目上线进度不及预期;
- 2) 主旋律题材受观众反感度提升, 票房表现不及预期;
- 3) 竞争加剧, 同业公司抢占主旋律题材份额;
- 4) 影院经营不善亏损加剧

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,439	3,142	2,489	4,011
交易性金融资产	866	866	866	866
应收款项	1,471	11	2,391	1,060
存货	1,289	1,598	2,393	2,326
其他流动资产	2,123	1,727	2,608	2,955
流动资产合计	7,188	7,344	10,746	11,219
可供出售金融资产				
长期投资净额	493	450	389	329
固定资产	1,299	1,662	1,947	2,228
无形资产	15	23	31	41
商誉	76	114	158	205
非流动资产合计	8,499	8,284	7,880	7,433
资产总计	15,687	15,627	18,626	18,651
短期借款	1,014	1,057	1,106	1,155
应付款项	1,834	941	2,909	1,692
预收款项	363	140	227	330
一年内到期的非流动负债	901	901	901	901
流动负债合计	5,369	4,130	6,687	5,958
长期借款	1,721	1,721	1,721	1,721
其他长期负债	2,955	2,955	2,955	2,955
长期负债合计	4,677	4,677	4,677	4,677
负债合计	10,046	8,807	11,363	10,635
归属于母公司股东权益合计	5,640	6,819	7,268	8,034
少数股东权益	1	2	-5	-17
负债和股东权益总计	15,687	15,627	18,626	18,651

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,124	2,086	3,080	4,192
营业成本	1,873	1,440	2,002	2,455
营业税金及附加	38	25	36	50
资产减值损失	-53	0	0	0
销售费用	298	360	320	540
管理费用	213	209	231	272
财务费用	144	0	0	0
公允价值变动净收益	1	0	0	0
投资净收益	-32	-27	-42	-54
营业利润	568	-84	582	1,003
营业外收支净额	-61	0	0	0
利润总额	507	-84	582	1,003
所得税	151	-20	139	249
净利润	356	-64	443	754
归属于母公司净利润	363	-65	450	766
少数股东损益	-7	1	-7	-12

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	356	-64	443	754
资产减值准备	94	200	0	0
折旧及摊销	420	763	917	1,012
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	242	0	0	0
投资损失	32	27	42	54
运营资本变动	257	64	-1,548	273
其他	34	0	0	0
经营活动净现金流量	1,435	992	-146	2,093
投资活动净现金流量	-1,597	-576	-556	-619
融资活动净现金流量	-51	1,287	49	49
企业自由现金流	-250	699	-730	1,455

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标				
每股收益 (元)	0.33	-0.05	0.33	0.56
每股净资产 (元)	5.13	4.96	5.29	5.84
每股经营性现金流量 (元)	1.31	0.72	-0.11	1.52
成长性指标				
营业收入增长率	94.0%	-33.2%	47.6%	36.1%
净利润增长率	90.2%	-117.9%	792.8%	70.3%
盈利能力指标				
毛利率	40.0%	31.0%	35.0%	41.4%
净利润率	11.6%	-3.1%	14.6%	18.3%
运营效率指标				
应收账款周转天数	142.37	145.14	152.09	148.15
存货周转天数	277.75	360.87	358.74	345.95
偿债能力指标				
资产负债率	64.0%	56.4%	61.0%	57.0%
流动比率	1.34	1.78	1.61	1.88
速动比率	0.75	1.03	0.94	1.08
费用率指标				
销售费用率	9.5%	17.3%	10.4%	12.9%
管理费用率	6.8%	10.0%	7.5%	6.5%
财务费用率	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%
分红指标				
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标				
P/E (倍)	0.00	—	31.83	18.69
P/B (倍)	0.00	2.10	1.97	1.78
P/S (倍)	0.00	6.86	4.65	3.41
净资产收益率	6.7%	-1.0%	6.2%	9.5%

资料来源：东北证券

研究团队简介:

钱熠然: 伦敦政治经济学院发展研究硕士, 浙江大学文学&管理学本科, 现任东北证券传媒行业分析师。

张昊晨: 上海财经大学金融硕士, 上海财经大学数学与应用数学本科。现任东北证券传媒行业研究助理, 2022 年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下简称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下简称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn