

博纳影业 (001330)

证券研究报告

2022年12月26日

全产业链布局，深耕主旋律赛道，防疫优化助推电影复苏

公司实现电影行业投资、发行、院线、影院全产业链打通。公司是国内首家从事电影发行业务的民营企业，不断向产业链上下游延伸。21年公司电影投资/发行/影院收入占比为46.5%/32.6%/27.5%（未去除分部间抵消收入）。投资发行端，公司主投代表作品有《长津湖》《长津湖之水门桥》《中国机长》《红海行动》等。影院院线端，公司不断完善下游终端平台，成立博纳电影院线有限公司，进一步夯实全产业链布局。全产业链布局使公司有效增强业务协同效率，降低业务潜在波动风险。

主旋律电影赛道优势明显，工业化电影制作水平领先。2018年开始，在年度电影排行榜前10名中，博纳影业主旋律电影票房收入占全部主旋律电影票房的55.3%，在国内主旋律电影市场中占据主导地位。公司在商业电影制作上已有成熟经验，规模化及体系化塑造成功方法论。股权结构稳定，此外明星张涵予/黄晓明/章子怡/陈保国亦持有公司0.31%/0.31%/0.19%/0.13%股份。公司与林超贤、尔冬升、刘伟强等多位知名导演保持长期稳定的合作关系，在行业核心资源上具有较强凝聚力。

投资影片表现优异，后续高质量影片储备丰富。公司的电影产品商业性与艺术性并重，累计出品影片超250部，其中16部影片票房超10亿元，75部影片票房超1亿元，累计总票房超600亿元，在中国电影历史票房榜前五名中占有四席。14年起推出“山河海三部曲”《智取威虎山》《湄公河行动》及《红海行动》，票房分别为8.84/11.8/36.51亿元。19年起推出“中国骄傲三部曲”《中国机长》《烈火英雄》及《决胜时刻》，累计票房近50亿元。21年起推出“中国胜利三部曲”《中国医生》《长津湖》《无名》，其中《长津湖》成为中国影史冠军。公司后续影片储备丰富，已披露影片十余部，其中谍战历史片《无名》正寻找合适档期定档。未来《红海行动2》《智取威虎山前传》《血战上甘岭》《汶川大地震》等电影亦正积极筹备。

全球电影市场持续回暖中，国内随防疫优化有望逐步复苏。截止11月5日，22年全球电影票房突破214亿美元（21年全球电影总票房）。海外电影市场已率先逐步复苏，北美/日本/英国/法国/德国/澳大利亚/墨西哥/中国内地票房分别恢复至2017-2019年平均票房的54.26%/60.73%/51.84%/52.83%/51.53%/62.08%/59.49%/43.62%。疫情间，国内影院建设持续推进，21年全国增加影院330家，增加银幕6667块。我们认为国内防疫政策持续优化及进口大片恢复引进有望带来国内电影市场的有效复苏。

投资建议：防疫优化及进口片引进有望带来影院票房回升，同时关注公司投资重点影片上线带来收益增量。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别0.88/5.90/7.33亿元。采用可比公司估值法，给予23年35倍PE，对应市值206.5亿元，目标价15.07元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：影院复工表现不及预期，影片票房不及预期，观众观影需求变化，影片审核进度不及预期，税收优惠政策变化，监管政策风险等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,609.71	3,123.59	2,314.95	3,572.05	4,077.33
增长率(%)	(48.34)	94.05	(25.89)	54.30	14.15
EBITDA(百万元)	253.63	804.46	477.37	1,033.86	1,209.41
归属母公司净利润(百万元)	190.69	362.68	88.24	589.77	732.75
增长率(%)	(39.44)	90.19	(75.67)	568.35	24.24
EPS(元/股)	0.14	0.26	0.06	0.43	0.53
市盈率(P/E)	83.04	43.66	179.44	26.85	21.61
市净率(P/B)	2.91	2.81	2.65	2.41	2.17
市销率(P/S)	9.84	5.07	6.84	4.43	3.88
EV/EBITDA	0.00	0.00	20.12	11.05	7.47

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/影视院线
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.52元
目标价格	15.07元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,374.52
流通A股股本(百万股)	274.90
A股总市值(百万元)	15,834.46
流通A股市值(百万元)	3,166.89
每股净资产(元)	5.00
资产负债率(%)	57.45
一年内最高/最低(元)	15.23/6.04

作者

孔蓉 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 影视行业龙头，业务全线布局	4
1.1. 深耕电影制片行业二十载，影视资源优势明显.....	4
1.2. 全产业链业务布局，多环节行业领先.....	6
1.2.1. 投资业务：细分主投参投业务，公司投资影片质量上乘.....	6
1.2.2. 发行业务：细分代理、买断及保底发行模式，公司发行板块全国领先.....	9
1.2.3. 院线业务：统筹影片放映安排，公司率先获取院线资质.....	10
1.2.4. 影院业务：售票业务贡献主要营收，持续加强自有影院建设.....	11
1.3. 疫情带来短期波动，公司运营整体稳健.....	12
2. 影视行业稳步发展，短期疫情扰动不改长期趋势	13
2.1. 多端驱动因素叠加，拉动行业疫后修复.....	13
2.2. 海外市场稳步恢复，国内市场复苏有望加快.....	15
2.3. 民营企业逐步发展壮大，影视产业化趋势明显.....	17
3. 深耕主旋律赛道，推进工业化发展	20
3.1. 多部主旋律电影票房口碑双收，聚集行业稀缺资源构建壁垒.....	20
3.2. 业务渗透全产业链，推动电影工业化生产.....	21
3.3. 优质 IP 资源丰富，持续推进电影出海.....	23
4. 盈利预测与估值	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：2003~2022 年大事记年表.....	4
图 2：公司股权结构图（截至 2022 年 8 月）.....	5
图 3：2019-2021 年公司主营业务收入(亿元).....	6
图 4：2019-2021 年各项业务毛利率情况.....	6
图 5：2017-2021 年投资业务收入及增速（亿元）.....	8
图 6：2019-2021 年主投业务和参投业务比例.....	8
图 7：发行业务具体内容.....	9
图 8：代理发行、买断发行及保底发行业务模式对比.....	10
图 9：2017-2021 年发行业务收入及增速（亿元）.....	10
图 10：2019-2021 年代理发行和买断保底发行占发行收入比例.....	10
图 11：2019-2021 年院线业务收入及增速（亿元）.....	10
图 12：截至 2021 年底，博纳影院旗下自有和加盟影院类型占比.....	10
图 13：影院业务具体内容.....	11
图 14：2017-2021 年影院业务收入及增速（亿元）.....	11
图 15：2019-2021 年公司旗下影院、银幕数量以及票房市占率.....	11

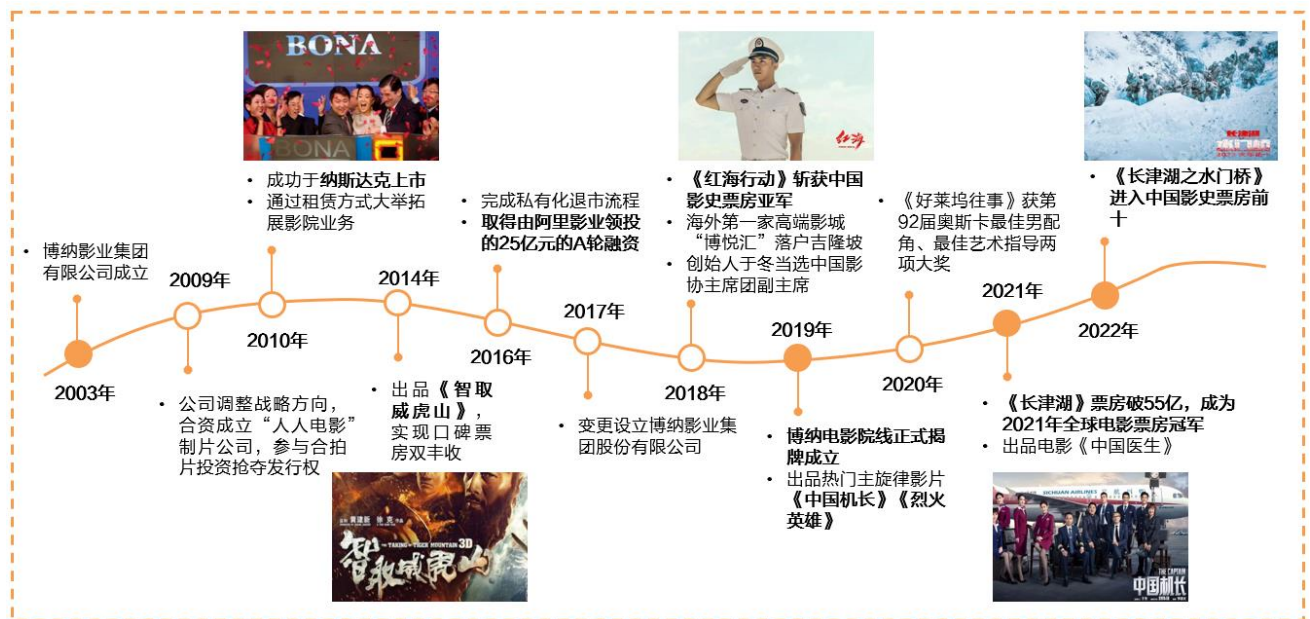
图 16: 公司主营业务收入及增速 (亿元)	12
图 17: 归母净利润及增速 (亿元)	12
图 18: 2017-2021 年公司毛利率和归母净利率	12
图 19: 2017-2021 年公司销售费用率、管理费用率及财务费用率	12
图 20: 2017-2021 年公司应收账款和应付账款周转天数对比	13
图 21: 2019-2021 年公司资产负债率、流动比率及速动比率对比	13
图 22: 2014A-2024E 中国影视行业市场规模	13
图 23: 2011-2021 年全国电影票房及增长率	13
图 24: 历年电影私募股权融资事件 (次)	15
图 25: 2017-2022 年全球主要电影市场票房情况	16
图 26: 2022 全球主要票房市场恢复情况	16
图 27: 中国影院和银幕数量增长趋势	17
图 28: 国内主要电影公司影院数量变化 (家)	17
图 29: 电影产业各环节关系示意图	17
图 30: 2016-2021 年国产电影数量及票房	18
图 31: 2017-2021 年国产电影数量及票房占比	18
图 32: 电影发行业务市场格局	19
图 33: 城市院线经营模式	19
图 34: 2000-2021 年主旋律电影数量统计 (部)	20
图 35: 2006-2021 年间主旋律电影票房统计 (亿元)	20
图 36: 2018-2022 年年度电影排行榜 Top10 中各公司主旋律电影占比	20
图 37: 同业主要公司的业务布局	22
图 38: 电影工业化中的两大重要要素	22
图 39: 博纳旗下文旅小镇	23
图 40: 收入拆分简表	24
图 41: 可比公司估值 (截至 2022/12/26)	25
表 1: 管理层团队介绍	5
表 2: 2019-2021 年公司投资并上映的主要影片情况	7
表 3: 截至 21 年 12 月 31 日公司投资即将上映的主要影片情况	8
表 4: 影视文化行业主要法律法规及政策	14
表 5: 公司与制片人、导演、演员的相关合作协议	21

1. 影视行业龙头，业务全线布局

1.1. 深耕电影制片行业二十载，影视资源优势明显

起始于电影发行业务，拓展至上下游全产业链。博纳影业集团有限公司成立于 2003 年，2017 年整体变更设立博纳影业集团股份有限公司（以下简称“公司”），并于 2022 年 8 月在深圳证券交易所主板上市。公司是国内首家从事电影发行业务的民营企业，不断向产业链上下游延伸，业务覆盖电影投资及发行、院线管理、影院经营及放映以及电影广告。公司的电影产品涵盖商业性与艺术性，累计出品影片超过 250 部，截至 2022 年，连续十余年每年出品影片数量位列中国民营电影公司第一。公司出品的《十月围城》《龙门飞甲》《一代宗师》等影片曾斩获中外电影节多个奖项，近年来，公司积极探索创作中国主旋律电影，推出的《长津湖》《长津湖之水门桥》《中国机长》《红海行动》等电影均取得理想的社会效益和经济效益。同时，公司不断完善下游终端平台，成立博纳电影院线有限公司，进一步夯实全产业链布局。

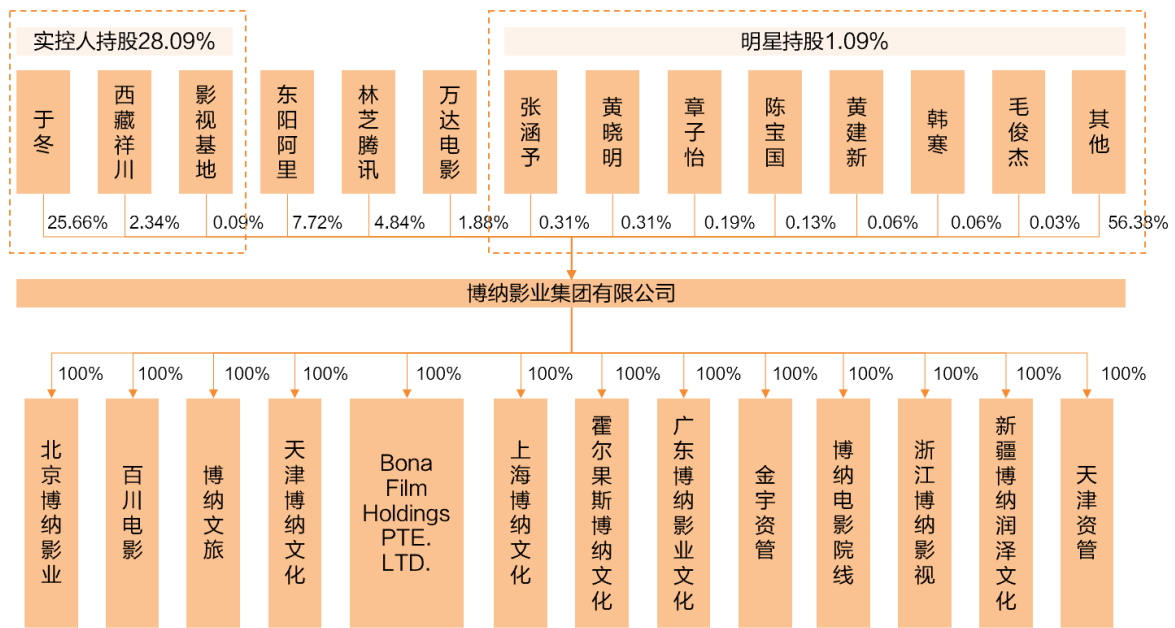
图 1：2003~2022 年大事记年表



资料来源：招股说明书，央视新闻公众号，博纳影业集团公众号，影视工业网公众号，娱乐独角兽公众号，市界公众号，澎湃新闻公众号，天风证券研究所

股权结构稳定，行业明星参股带来资源优势。于冬直接持有博纳影业 25.66%的股份，同时通过影视基地及西藏祥川持有博纳影业共计 2.43%的股份，合计控制博纳影业 28.09%的股份，是公司的实际控制人。公司其余股份均分散地由其他 38 名股东持有，其中信石元影、金石智娱、中信证投、青岛金石为同一控制下的关联方，合计持有发行人 13.28%的股份。西藏和合与天津桥斌为同一控制下的关联方，合计持有发行人 9.57%的股份。此外，明星持股帮助公司紧密绑定演员以及导演等市场稀缺资源，著名演员张涵予、黄晓明和章子怡分别持有公司 0.31%/0.31%/0.19%股份，著名导演韩寒等同样持有公司少数股份。

图 2：公司股权结构图（截至 2022 年 8 月）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

管理层教育背景亮眼，行业经验丰富。实控人于冬毕业于北京电影学院，深耕电影行业近 30 年，曾任职于北京电影制片厂和中国电影集团公司，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，是现任博纳影业董事长兼总经理。公司常务副总裁齐志和陈永雄分别毕业于北京大学和香港大学，于博纳影业任职 10 余年。行政总裁蒋德富毕业于北京电影学院和中央党校，曾在行业中的多个公司担任要职，拥有丰富的行业经验。

表 1：管理层团队介绍

姓名	年龄 (岁)	职位	简介
于冬	51	董事长、总经理	<ul style="list-style-type: none"> 北京电影学院学士学位，长江商学院 EMBA 硕士学位 曾任职于北京电影制片厂、中国电影集团公司 博纳影业创始人，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
齐志	41	董事、常务副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 北京大学国际政治专业法学及经济学双学士学位 曾就职于普华永道会计师事务所、Synnex, CGMA 全球特许管理会计师, ACMA 英国皇家特许管理会计师公会标准会员 2011 年至今历任博纳影业财务总监、首席财务官、董事职务
陈永雄	63	董事、常务副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 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 上海电影艺术学院客座教授；香港贸发局娱乐产业咨询委员会成员 曾担任 Asia Television Limited 节目总监、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
蒋德富	59	行政总裁	<ul style="list-style-type: none"> 北京电影学院学士学位，中央党校研究生院硕士学位 曾担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 2018 年加入博纳影业，先后担任副总裁、行政总裁
黄明芳	49	副总裁、董事会秘书	<ul style="list-style-type: none"> 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 曾担任强视传媒有限公司财务总监、董事、副总裁；武汉道博股份有限公司总裁助理 2016 年加入博纳影业担任副总裁、董事会秘书

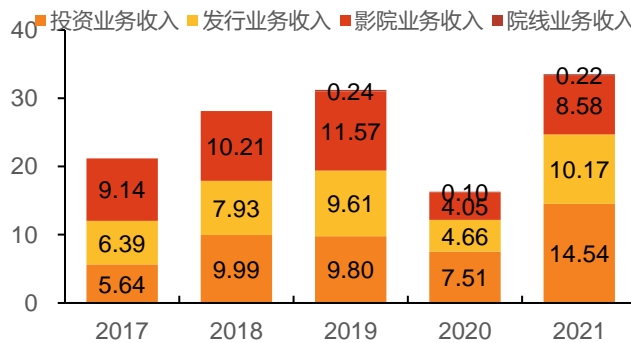
陈庆奕	49	副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 毕业于上海财经大学贸易经济专业 曾担任上海影城业务部副经理；北京百川电影发行有限公司总经理助理兼上海办事处主任 2016 年加入博纳影业担任副总裁
刘钦辉	51	财务总监	<ul style="list-style-type: none"> 中央党校经济管理专业学士学位 曾担任福建省中兴电影院线有限责任公司副总经理；福建万星电影发展有限公司副总经理兼财务总监；任福建省电影发行放映公司财务总监 2012 年加入博纳影业，先后担任财务副总监、财务总监
孙晨	45	副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 北京师范大学学士学位 曾担任北京紫禁城三联影业发行公司宣发业务经理； 2003 年加入博纳影业，先后担任宣传总监兼发行公司副总经理、总裁助理、副总裁
屠姗	40	副总裁	<ul style="list-style-type: none"> 北京交通大学学士学位 曾担任北京国安广告总公司人事行政总监； 2011 年加入博纳影业，先后担任人力行政总监及总裁办公室主任、副总裁

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 全产业链业务布局，多环节行业领先

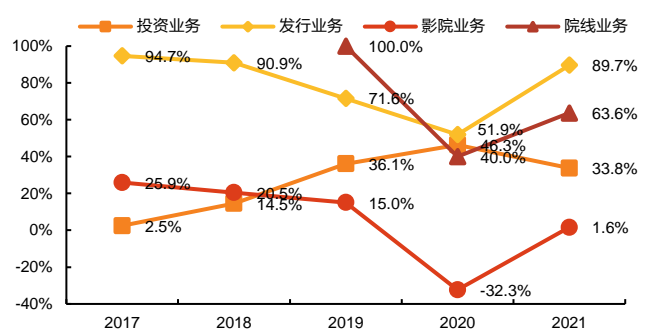
公司主营业务包括电影投资、发行、院线及影院业务。目前电影投资业务是公司的主要收入来源，2021 年收入为 14.54 亿元，发行业务和影院业务收入分别为 10.17 亿元及 8.58 亿元。毛利率端，公司投资业务毛利率随具体投资影片的市场表现而呈现一定的波动性；发行业务由于其业务特点，毛利率保持在较高水平，且波动较大；院线业务系 2019 年新增业务，当年尚无直接成本发生，其运营支出主要计入管理费用，因此毛利率暂为 100.00%；影院业务的毛利率受到整体竞争环境加剧以及公司新开影院较多的影响呈现下降趋势，2020 年，影院因疫情停业近半年，导致毛利率为负。

图 3：2019-2021 年公司主营业务收入(亿元)



资料来源：Wind、招股说明书，天风证券研究所，注：未去除分部间抵消部分收入

图 4：2019-2021 年各项业务毛利率情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2.1. 投资业务：细分主投参投业务，公司投资影片质量上乘

投资业务可细分为主投业务和参投业务。主投业务中，公司负责组织并监督影片创作生产的全过程。公司确定剧本后挑选导演或监制，并与导演或监制所属的承制公司制定预算计划。承制公司进行拍摄和后期制作，公司监督影片预算执行并吸纳其他投资方。参投业务中，公司投资由其他方发起的电影项目，并在影片上映后，按投资比例或协议约定比例获得影片收益。

表 2：2019-2021 年公司投资并上映的主要影片情况

影片列示	影片名称	上映日期	投资模式	票房 (亿元)	市场排名	主要获奖情况
	《长津湖之水门桥》	2022/2/1	主投	40.67	2022 年春节档票房冠军	第 17 届长春电影节最佳电影
	《长津湖》	2021/9/30	主投	57.75	中国影史票房冠军；2021 年全球票房亚军	第 16 届长春电影节最佳电影、第 13 届澳门国际电影节最佳影片等
	《中国医生》	2021/7/9	主投	13.28	2021 年暑期档票房冠军	第 34 届中国电影金鸡奖最佳音乐、第 16 届长春电影节评委会大奖、第 17 届中美电影节优秀电影等
	《中国机长》	2019/9/30	主投	29.12	中国影史上票房收入排名第 15 位；2019 年国产影片排名第 4 位	第 15 届中美电影节最佳电影、第 32 届东京国际电影节中国电影周最佳作品等
	《烈火英雄》	2019/8/1	主投	17.07	2019 年国产影片排名第 7 位	第 15 届中美电影节优秀电影、第 32 届东京国际电影节中国电影周最具实力演员奖
	《决胜时刻》	2019/9/20	主投	1.24	-	-
	《新神榜：哪吒重生》	2021/2/12	参投	4.56	-	-
	《我和我的父辈》	2021/9/30	参投	14.77	-	-
	《我和我的家乡》	2020/10/1	参投	28.29	-	-
	《我和我的祖国》	2019/9/30	参投	31.71	中国影史上票房收入排名第 12 位；2019 年国产影片排名第 3	第 3 届金色银幕奖最佳导演奖

					位
	《飞驰人生》	2019/2/5	参投	17.29	2019年春节档排名第3位、国产影片排名第8位
					第32届中国电影金鸡奖最佳剪辑(提名)、最佳录音(提名)
	《追龙II》	2019/6/6	参投	3.09	-

资料来源：招股说明书，猫眼专业版 APP，天风证券研究所

表 3：截至 21 年 12 月 31 日公司投资即将上映的主要影片情况

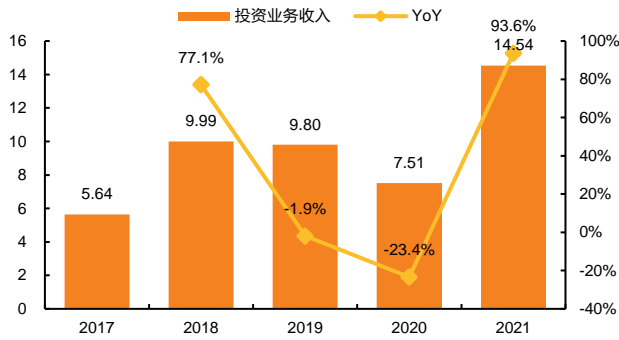
影片名称	上映进度	题材	主演阵容
《风再起时》	内容审查	犯罪	梁朝伟、郭富城
《无名》	2022 完成	谍战/历史	梁朝伟、王一博
《别叫我“赌神”》	技术审查	家庭	周润发、袁咏仪
《阿麦从军》	技术审查	古代历史	张天爱、林峯
《鬼吹灯之天星术》	技术审查	小说	张涵予、姜武、卢靖姗
《智齿》	内容审查	犯罪	林家栋、沈震轩
《时空热恋》	内容审查	都市爱情	黄晓明、李冰冰
《好家伙》	内容审查	喜剧	屈楚萧、万国鹏
《树说》	内容审查	惊悚	张一山、刘桦、丁志城
《遇神》	内容审查	奇幻/喜剧	文章、白客、邓家佳
《狂奔的老爸》	内容审查	励志/家庭	潘粤明、李彦锋、马苏
《少年时代》	2022 完成	文革历史/励志	刘昊然、陈飞宇
《神马岛》	2022 完成	奇幻/爱情	刘亮、白鸽

资料来源：招股说明书、Wind、天风证券研究所

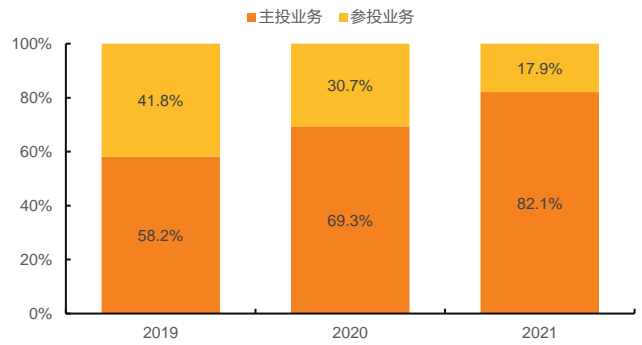
投资影片质量上乘，21 年收入占比近 50%。2019 至 2021 年间，业务端，公司投资上映了 20 部影片，累计实现票房收入 221.19 亿元，其中，票房超十亿元的国产影片 8 部，占全国票房超过十亿元国产影片总量的 26.67%，实现票房占比 30.27%；收入端，投资业务总收入分别为 9.8/7.5/14.5 亿元，营收占比分别为 31.5%/46.7%/46.5%，其中，主投业务营收分别为 5.7/5.2/11.9 亿元，参投业务营收分别为 4.1/2.3/2.6 亿元。

图 5：2017-2021 年投资业务收入及增速（亿元）

图 6：2019-2021 年主投业务和参投业务比例



资料来源: Wind、招股说明书, 天风证券研究所

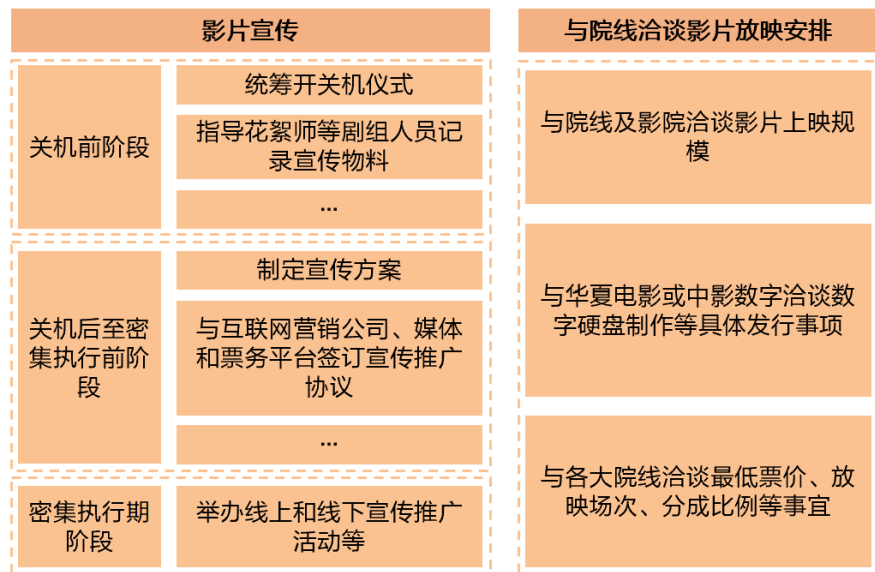


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

1.2.2. 发行业务：细分代理、买断及保底发行模式，公司发行板块全国领先

发行业务即在取得制片方的授权后，公司开展影片推广相关工作，包括影片宣传、与院线洽谈影片放映安排等。宣传工作包括统筹开机仪式、指导花絮师等剧组人员记录宣传物料等关机前阶段，制定宣传方案、与互联网营销公司、媒体和票务平台签订宣传推广协议等关机后至密集执行期阶段，以及举办线上和线下宣传推广活动等密集执行期阶段。影片放映安排方面，公司与院线及影院洽谈影片上映规模，与华夏电影或中影数字洽谈数字硬盘制作等具体发行事项，还需与各大院线洽谈最低票价、放映场次、分成比例等事宜。

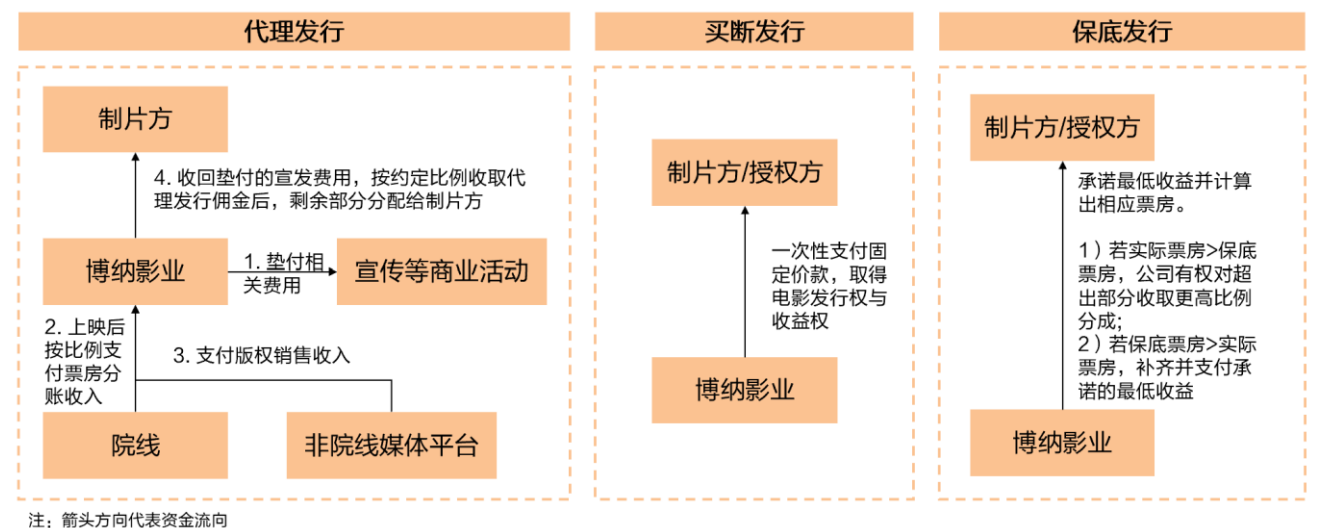
图 7：发行业务具体内容



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

发行业务可细分为代理、买断和保底三种发行模式。代理发行业务中，公司负责宣传推广工作并垫付宣发费用，影片上映后分别从院线取得影片票房分账收入和向非院线媒体平台收取的版权销售收入后，公司收回垫付的宣发费用，并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，其余票房分账收入分配至制片方。买断发行业务中，公司向电影制片方或其授权方一次性支付固定价款，以取得电影的发行权与收益权，在发行期间内无论影片收益如何都不再与电影制片方或授权方分享收益或由其承担亏损。在保底发行业务中，公司向电影制片方或其授权方承诺影片的最低收益（即保底金额），并依据保底金额计算出其保底票房，从而取得影片的发行权和收益权。当影片的实际票房超过保底票房时，公司有权按约定比例对超出部分收取更高比例的分成，当实际票房低于保底票房时，公司按照保底金额向制片方或授权方支付收益。

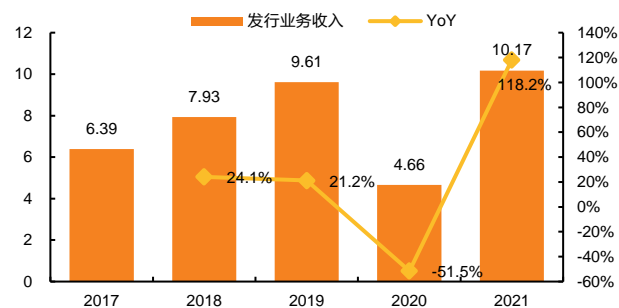
图 8：代理发行、买断发行及保底发行业务模式对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

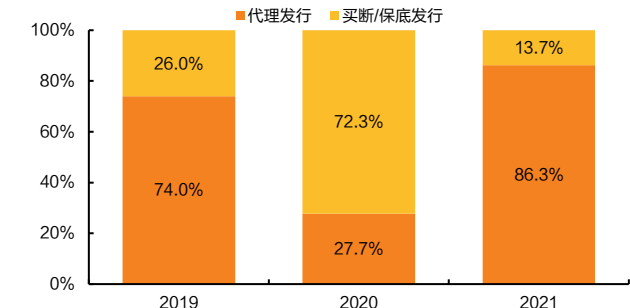
发行业务全国前三，21 年收入占比约为 33%。业务端，公司自成立以来已发行影片超过 250 部，成为了累计票房率先突破 400 亿元的民营电影发行公司。公司每年发行业务稳居民营发行公司前三名，2021 年公司发行国产影片 4 部，票房收入 75.62 亿元，占 2021 年国产电影票房收入的 18.94%。**收入端**，2019-2021 年发行业务营收分别为 9.6/4.7/10.2 亿元，营收占比为 30.8%/29.0%/32.6%，其中，代理发行营收分别为 7.1/1.3/8.8 亿元，买断/保底发行营收分别为 2.5/3.4/1.4 亿元。

图 9：2017-2021 年发行业务收入及增速（亿元）



资料来源：Wind、招股说明书，天风证券研究所

图 10：2019-2021 年代理发行和买断保底发行占发行收入比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

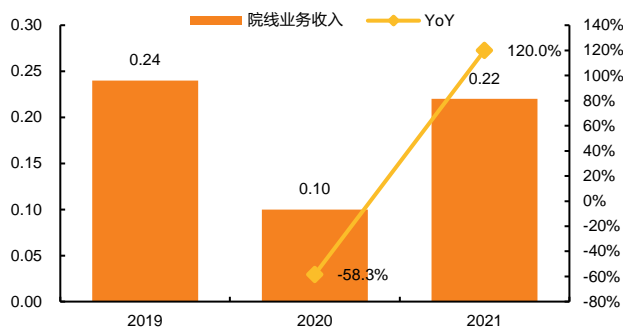
1.1.2.3. 院线业务：统筹影片放映安排，公司率先获取院线资质

院线向旗下影院提供影片资源，形成国家电影局、院线、影院三级影片供片制度。院线负责影片洽购，与影片发行方签订放映合同，取得影片一定时期内的在该院线所属影院的放映权。院线与影院签订影片分账协议，将获取的影片放映权下放到所属的影院，指导影院的排片计划，协调加盟影院实施阵地广告、发放宣传物资，并根据与加盟影院约定的分账比例和影院实际票房收入收取院线管理费。

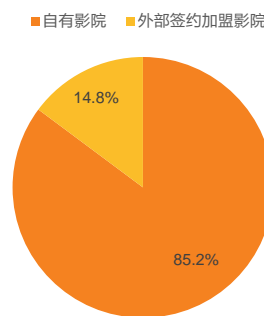
率先获得业务牌照，加盟影院百余家。业务端，博纳院线于 2019 年 2 月取得了《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》出台后的第一张电影院线牌照。截至 2021 年底，博纳院线旗下共有加盟影院 108 家，银幕 905 块。其中，资产联结型的自有影院共有 92 家，外部签约加盟影院共有 16 家。**收入端**，2019 至 2021 年，院线业务总收入分别为 0.24/0.10/0.22 亿元，营收占比分别为 0.8%/0.6%/0.7%。

图 11：2019-2021 年院线业务收入及增速（亿元）

图 12：截至 2021 年底，博纳影院旗下自有和加盟影院类型占比



资料来源: Wind、招股说明书, 天风证券研究所

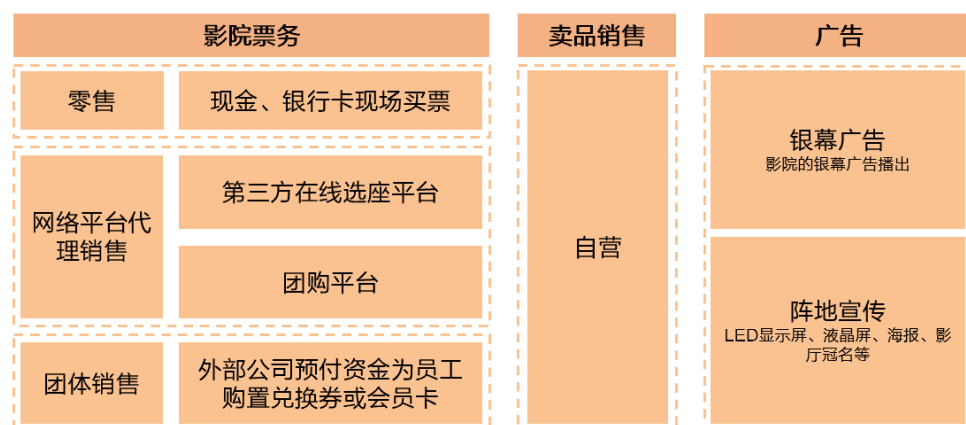


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

1.2.4. 影院业务: 售票业务贡献主要营收, 持续加强自有影院建设

影院业务收入来源主要包括售票、卖品销售及广告等。1) 影院票务销售主要分为零售、网络平台代理销售和团体销售三种模式。零售是观众直接使用现金、银行卡到影院现场购买电影票。网络平台代理又可分为第三方在线选座平台与团购平台两种, 观众可在影院授权的第三方平台购票观影。团体销售是指外部公司预付资金为员工提前购买电影兑换券或会员卡。2) 影院卖品以自营为主, 销售爆米花、饮料等。3) 影城广告经营类型以银幕广告和阵地宣传为主, 银幕广告由电影广告媒体公司竞标买断公司旗下影院的银幕广告播出时间, 阵地宣传的主要形式有 LED 显示屏、液晶屏、海报、影厅冠名等。

图 13: 影院业务具体内容

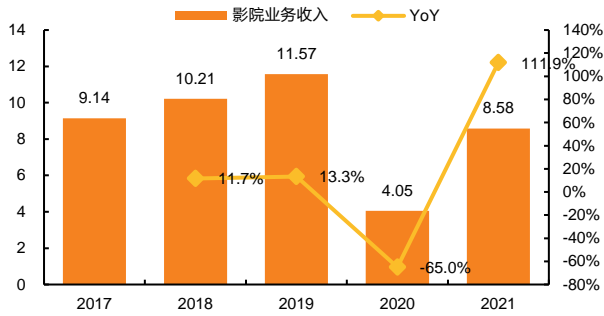


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

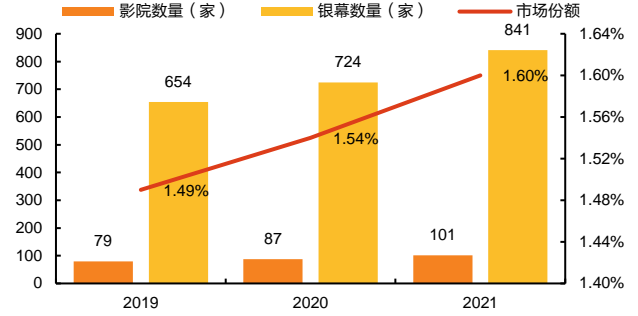
积极拓展自有影院数量, 21 年业务收入占比约 28%。业务端, 截至 2021 年底, 公司共拥有自有已开业影院 101 家 (包括海外影院 1 家), 银幕总数 841 块。2021 年, 公司旗下影院实现票房收入 7.51 亿元, 市场占有率为 1.60%, 位列国内影投公司第九名。收入端, 2019 至 2021 年, 影院业务总收入分别为 11.6/4.1/8.6 亿元, 营收占比分别为 37.1%/25.2%/27.5%, 其中, 电影放映业务营收分别为 9.0/3.1/7.1 亿元, 影院卖品业务营收分别为 1.0/0.3/0.7 亿元, 广告及其他业务营收分别为 1.6/0.7/0.8 亿元。

图 14: 2017-2021 年影院业务收入及增速 (亿元)

图 15: 2019-2021 年公司旗下影院、银幕数量以及票房市占率



资料来源: Wind、招股说明书, 天风证券研究所

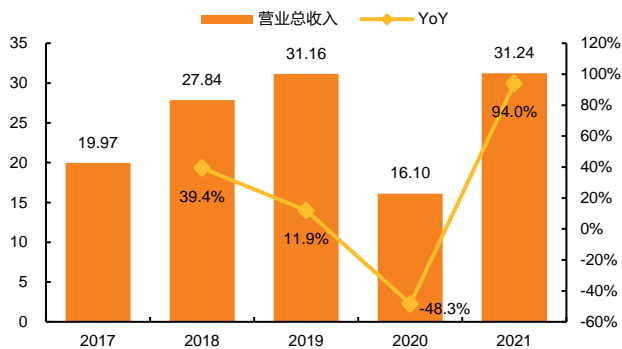


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

1.3. 疫情带来短期波动, 公司运营整体稳健

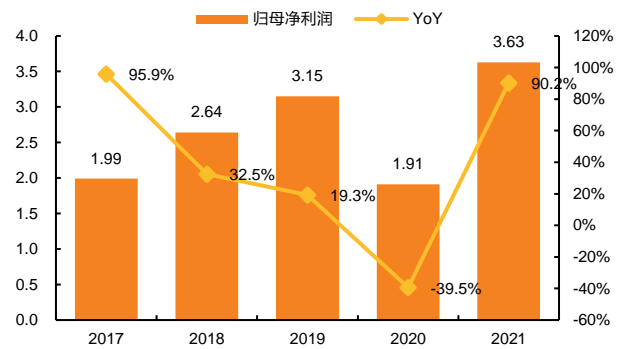
疫情冲击下营收短暂低迷, 疫情好转后彰显业务韧性。2020 年受新冠疫情影响, 公司整体营收大幅下滑, 主因 2020 年上半年影院几乎处于停工状态, 影院和院线收入下滑严重, 同时, 终端业务低迷向上传导至电影院线发行端, 进一步拉低整体营收。2021 年随着疫情好转, 公司整体营收快速反弹至 31.24 亿元, 已恢复至 2019 年同期水平。公司归母净利润与营收表现一致, 2021 年归母净利润达 3.63 亿元, 较 2019 年增长 15.2%。

图 16: 公司主营业务收入及增速 (亿元)



资料来源: Wind、招股说明书, 天风证券研究所

图 17: 归母净利润及增速 (亿元)

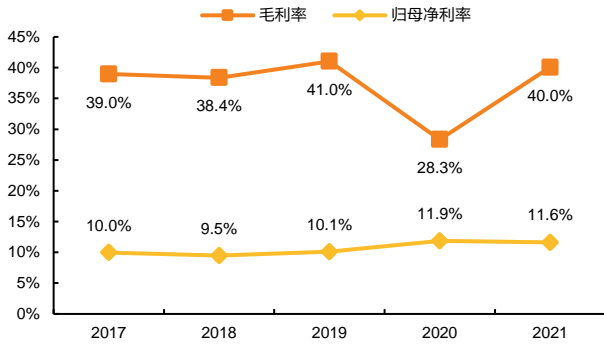


资料来源: Wind、招股说明书, 天风证券研究所

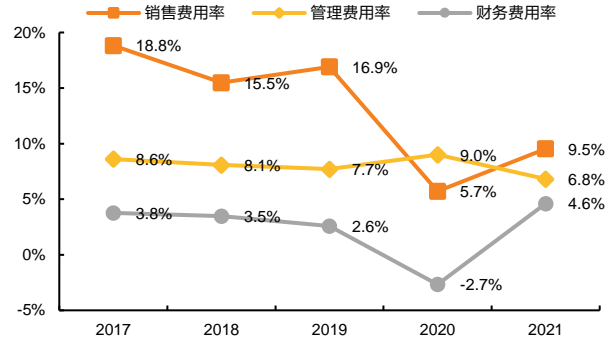
毛利率短期波动, 销售费用率随业务表现出现波动。2020 年, 公司毛利率出现明显下降主因影院因疫情停业半年导致影院业务毛利率为负, 同时, 保底发行的影片《叶问 4: 完结篇》以及《拆弹专家 2》拉低了发行业务毛利率。2021 年, 受益于境内影院恢复运营以及《长津湖》票房表现, 公司的影院业务及发行业务毛利率有所恢复。销售费用率出现大幅波动主因发行影片数量变动, 2020 年财务费用为负主因人民币升值产生了部分汇兑收益。

图 18: 2017-2021 年公司毛利率和归母净利润

图 19: 2017-2021 年公司销售费用率、管理费用率及财务费用率



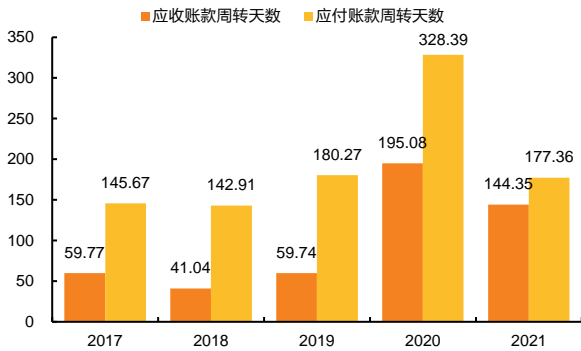
资料来源：Wind、招股说明书，天风证券研究所



资料来源：Wind、招股说明书，天风证券研究所

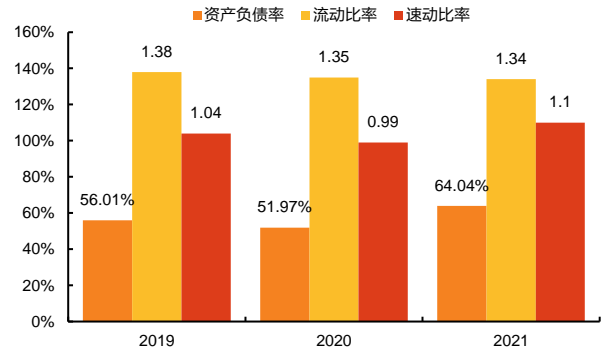
经营效率稳健，偿债能力可靠。历年来应收账款周转天数低于应付账款周转天数，公司的运营效率优良，营运资金链较为稳定。负债方面，公司的资产负债率保持在合理区间，流动比率和速动比率均保持在安全区间，公司的长期和短期偿债能力无明显压力。

图 20：2017-2021 年公司应收账款和应付账款周转天数对比



资料来源：Wind、招股说明书，天风证券研究所

图 21：2019-2021 年公司资产负债率、流动比率及速动比率对比



资料来源：Wind、招股说明书，天风证券研究所

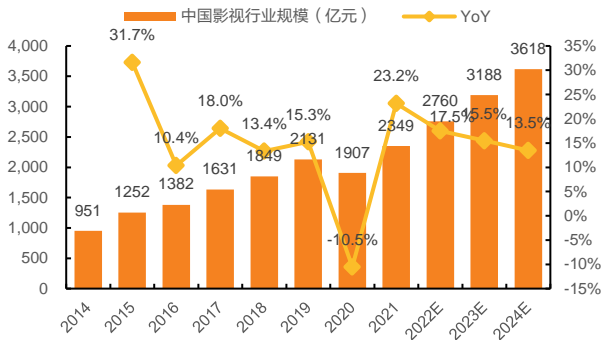
2. 影视行业稳步发展，短期疫情扰动不改长期趋势

2.1. 多端驱动因素叠加，拉动行业疫后修复

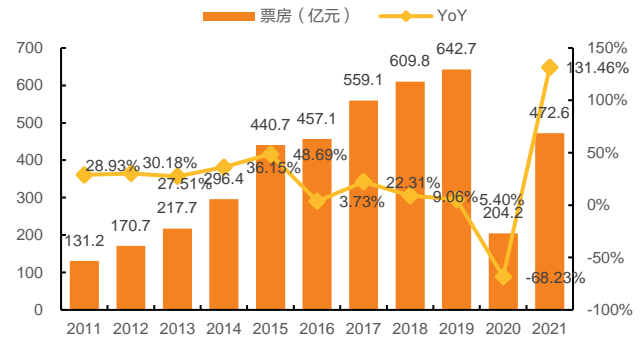
中国影视行业蓬勃发展，后疫情时代快速修复。根据艾媒咨询，2021 年中国影视行业市场规模为 2349 亿元，2016-2021 年均复合增长率为 11.2%，其中，电影票房为 472.58 亿元，2011-2021 年均复合增长率达 13.68%。2021 年全国影院共放映电影 1.23 亿场。2021 年全国电影票房恢复至 2019 年同期水平的 73.5%，蝉联全球票房冠军，其中，全球前十票房地区中，中国票房占比由 2020 年的 42.49% 上升至 50.32%，持续保持全球领先地位。

图 22：2014A-2024E 中国影视行业市场规模

图 23：2011-2021 年全国电影票房及增长率



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所；注：统计口径包括中国电影市场和影视剧市场



资料来源：中国电影发行放映协会、国家电影局、招股说明书，天风证券研究所；注：2016 年及以前票房数据不含服务费，2017 年较 2016 年的票房增速计算基础系不含服务费的票房数据。

供应端，国产电影制作产量质量双升，终端场所快速建设。电影制作供给方面，中国电影产量和质量均有所上升，2021 年度上映的国产影片数量达到 487 部，8 部国产影片进入当年票房收入前十大的影片行列，其中，《长津湖》以 57.75 亿元的票房成绩摘得中国影史票房榜桂冠，《你好，李焕英》以 54.13 亿元的票房成绩位列中国影史票房第三名。随着国内电影创作能力的提升，加之终端影院建设的发展，院线放映的优质影片数量有望持续增长，带动行业市场规模的进一步扩充。

监管端，政策陆续落地，规范化发展释放积极预期。据国家广电智库公众号，党的十八大以来，中央政府对包括影视业在内的文化产业愈发重视，国家广电总局相继出台了系列促进影视文化产业发展改革的政策文件，主要从内容制作、产业园区、区域协同、业态融合、配套政策五方面提供了引导。此外，政策动向还表现出对行业发展方向性和规范性的重视，以确保正确的政治方向、舆论导向和价值取向。政策态度的坚决、政策目标的明确以及政策措施不断靶向化，进一步表明国家对影视文化产业的重视，影视文化行业有望迎来积极的发展预期。

表 4：影视文化行业主要法律法规及政策

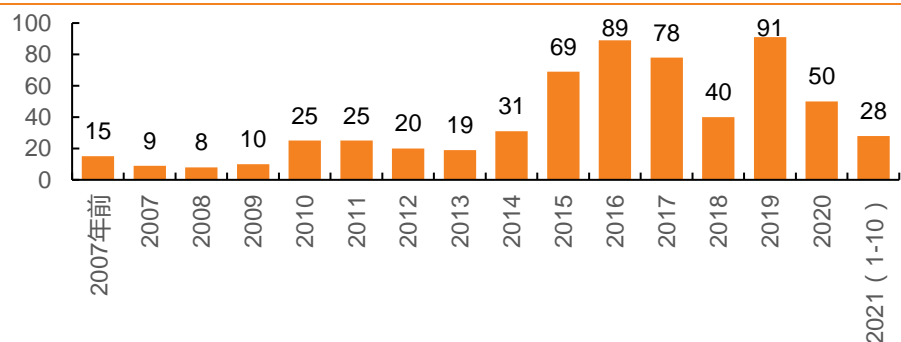
时间	文件名称	发文单位	主要内容
2014 年 5 月	《关于支持电影发展若干经济政策的通知》	财政部	加大电影精品专项资金支持力度，对电影产业实行金融支持政策，对电影产业实行税收优惠政策等。
2014 年 12 月	《关于进一步提高放映质量的通知》	广电总局	提高影院放映质量
2015 年 8 月	《国家电影事业发展专项资金征收使用管理办法》	财政部、广电总局	明确电影专项资金的征收、使用和管理办法。
2016 年 11 月	《中华人民共和国电影产业促进法》	2016 年 11 月 7 日第十二届全国人民代表大会常务委员会第二十四次会议	是我国文化产业领域的第一部法律文件，对电影创作、摄制、发行、放映、产业支持、保障及法律责任等分别作了详细规定。
2018 年 12 月	《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》	国家电影局	提出成立电影院线公司的条件，包括控股影院数量不少于 50 家或银幕数量不少于 300 块，控股影院上一年度合计票房收入不低于 5 亿元等
2021 年 9 月	《国家广播电视总局办公厅关于进一步加强文艺节目及其人员管理的通知》	广电总局	抵制违法失德人员，反对唯流量论，抵制泛娱乐化，抵制高价片酬，切实加强从业人员管理，开展专业权威文艺评论，充分发挥行业组织作用等。
2021 年 11 月	《“十四五”中国电影发展规划》	国家电影局	实施涵盖中国历史、党史、新中国史、改革开放史、社会主义发展史、现实题材、人物

			传记等方面的重点电影创作选题规划,扶持科幻电影和优秀动画电影创作生产,进一步提高资产联结型院线的市场集中度等。
2022年2月	《“十四五”中国电视剧发展规划》	广电总局	把党和国家大事要事、重大国家战略、中华优秀传统文化等作为重点选题领域,提高作品质量和制作工业化水平等。
2022年2月	《关于促进影视基地规范健康发展的意见》	广电总局、国家电影局、国家发展改革委、自然资源部、生态环境部、住房城乡建设部	影视主管部门要建立健全影视基地相关标准和规范,加强内容监管、行业指导、示范引领和宣传引导。

资料来源: 国家电影局、东莞市自然资源局、中国电影科技网、石屏县人民政府、中国政府网, 天风证券研究所

资本端, 电影行业长期资本稳定, 电影产业潜力可期。在疫情影响下, 面临自我整理阶段的中国电影产业市场融资情绪略显低迷, 但是从经常性投资者投资行为以及投资赛道类型方面仍展现了发展动能。根据清华大学国家金融研究院文创金融研究中心发布的《后疫情时代, (2020-2021)中国电影的投融资报告》, 首先从经常性投资者的投资行为来看, 截至2021年10月, 投资5家及以上企业的共有15家投资方, 累计投资119家企业。这15家投资方在2020年到2021年10月间, 共有10家参与了电影企业私募股权投资的投资, 头部投资方的持续投资行为从侧面证明了电影产业依然具有潜力。此外, 从投资赛道类型来看, 内容制作是接受投资最集中的赛道, 但2020年和2021年截至10月, 技术类企业连续两年融资数量占比约为21%, 相比于2019年有所提高, 这表明自2019年起技术类企业已经成为重要的电影融资赛道, 而电影产业的技术化创新也在为行业提升和业态革新酝酿动能。据文创金融研究中心统计数据, 截至2021年10月共发生607起电影产业私募融资事件, 包括了358家参与私募股权融资的电影企业和676家投资方。

图 24: 历年电影私募股权融资事件 (次)



资料来源: CV Source 数据库、文创金融研究中心、清华五道口公众号, 天风证券研究所

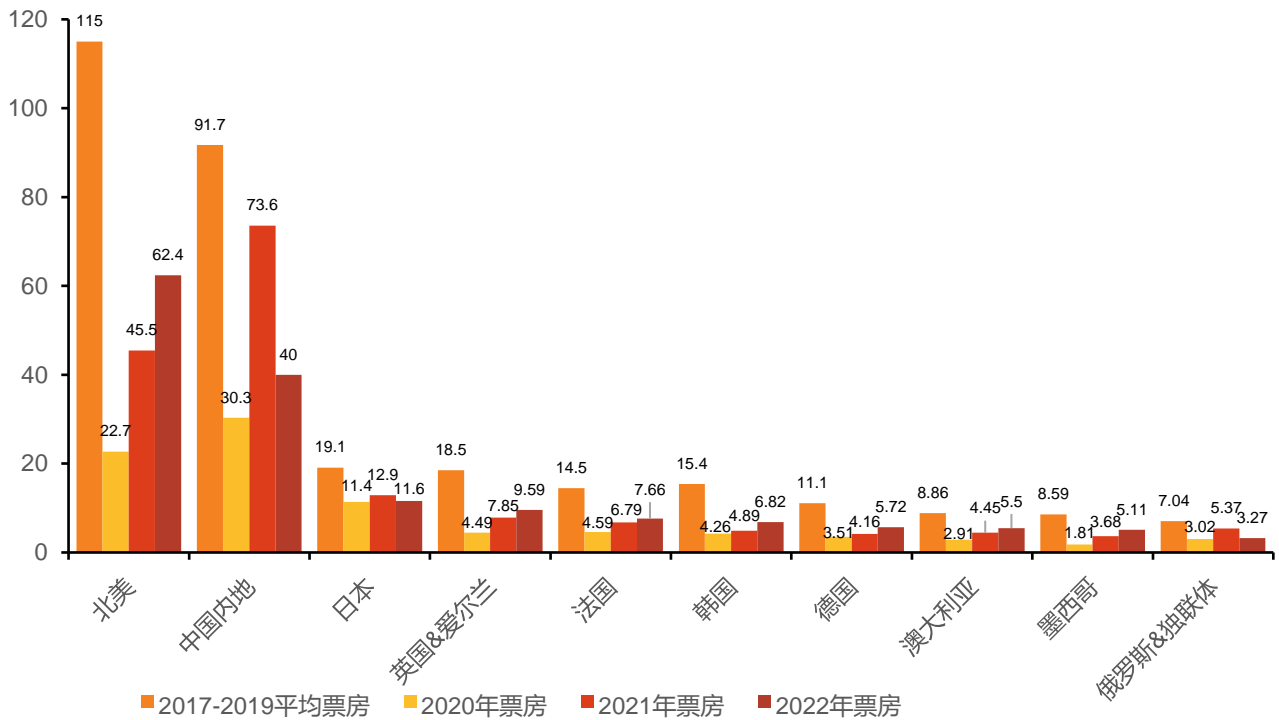
2.2. 海外市场稳步恢复, 国内市场复苏有望加快

全球大部地区电影市场基本平和, 处稳步回复状态。截止11月5日, 2022年全球电影票房正式突破214亿美元(2021年全球电影总票房)。而在11-12月,《黑豹2》《奇异世界》《阿凡达2:水之道》等重量级大作已经陆续上映, 票房可观, 更有《穿靴子的猫2》等预备上映, 据公众号电影情报处所整理的的数据, 预计将为今年单年创造30亿美元的总量, 助力今年年度大盘突破250亿美元。

23年好莱坞电影密集上映, 将助力全球电影市场持续复苏。对于全球票房贡献近半的好莱坞电影在2022年上映数量较少, 但2023年预计将推出多部A级好莱坞电影, 或成为2019年之后大片上映最密集的一年。预计2023年将上映《蚁人3》《沙赞2》《疾速追杀4》《超级马里奥》《银河护卫队3》《速度与激情10》《蜘蛛侠: 平行宇宙2》《变形金刚6》《闪电

侠》《夺宝奇兵 5》《碟中谍 7》《惊奇队长 2》《巨齿鲨 2》《沙丘 2》《海王 2》等 20 多部 A 级好莱坞电影，这将有助于提振行业信心，随疫情防控措施持续优化，在消费端和生产端的逐步复苏下，全球电影市场热度有望持续回暖。

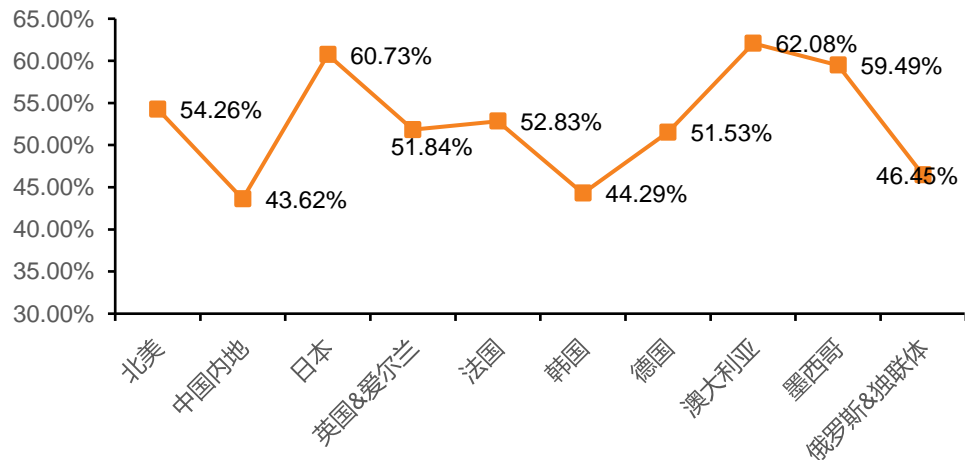
图 25：2017-2022 年全球主要电影市场票房情况



资料来源：电影情报处公众号，天风证券研究所。注:2022 年数据截止到 11 月 5 日；单位：亿美元。

海外电影市场率先修复，中国市场仍有较大修复空间。截止 22 年 11 月 5 日，日本市场票房恢复至 2017-2019 年平均票房（19.1 亿美元）的 60.73%，澳大利亚市场票房恢复至 2017-2019 年平均票房（8.86 亿美元）的 62.08%。北美市场以 62.4 亿美元位列全球第一的位置，是 2020-2021 年错失全球第一票仓之后北美市场的再次崛起。对比 2017-2019 年平均票房（115 亿美元）已经达到了 54.26%。据公众号电影情报处预计，《黑豹 2》《阿凡达 2》或将会有超 10 亿美元的票房表现，2022 年北美市场恢复程度也有望达到 70%以上。

图 26：2022 全球主要票房市场恢复情况

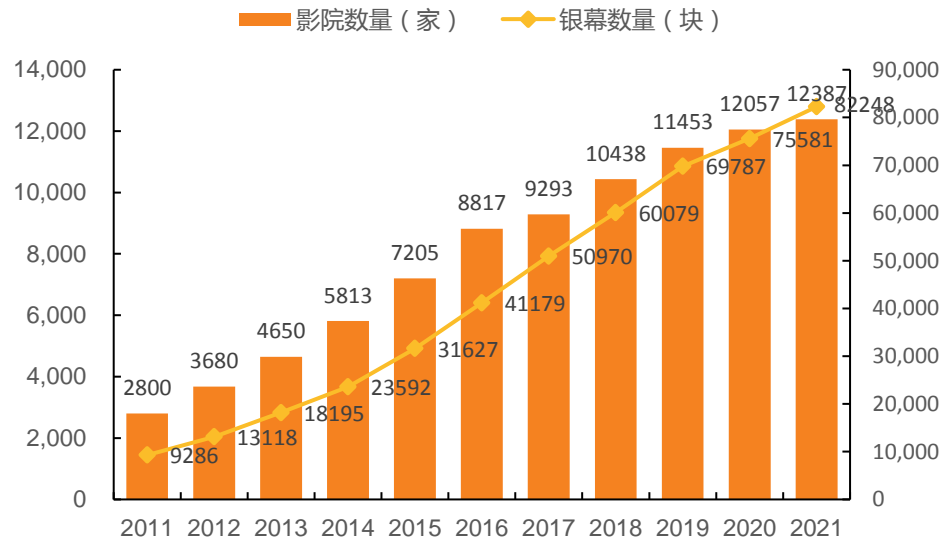


资料来源：电影情报处公众号，天风证券研究所。注:2022 年数据截止到 11 月 5 日。

国内影院终端供给方面仍持续增长。2019-2021 年，影院数量增长速度有所放缓。随疫情政策优化，观众观影需求的增长、新型影视技术应用普及等因素，国内影院建

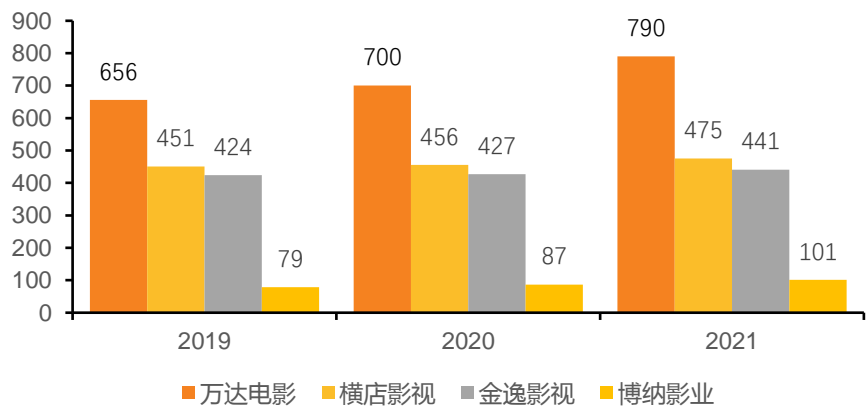
设有望逐渐恢复较快增长速度，21 年全国增加影院 330 家，增加银幕 6667 块，平均每天增加 18 块，银幕总数超过 8 万块。

图 27：中国影院和银幕数量增长趋势



资料来源：中国电影发行放映协会、国家电影局、招股说明书，天风证券研究所

图 28：国内主要电影公司影院数量变化（家）

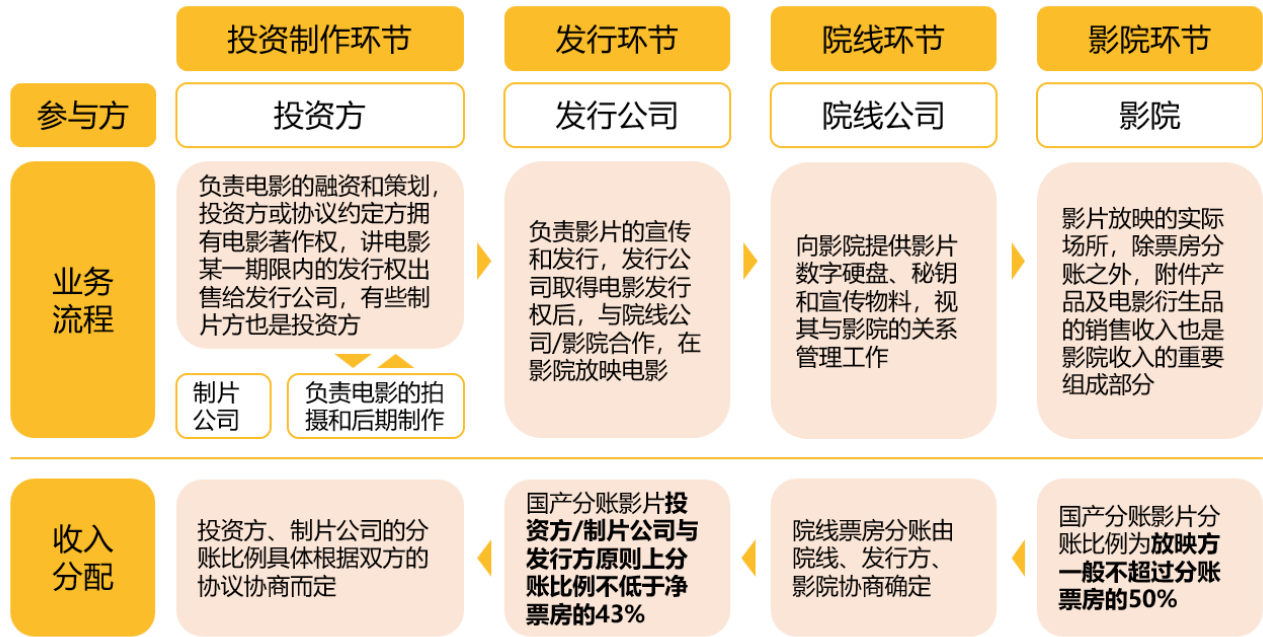


资料来源：各公司年报，天风证券研究所

2.3. 民营企业逐步发展壮大，影视产业市场化趋势明显

中国电影产业链的核心环节主要包括电影的投资制作、发行、院线及影院。投资方负责电影的融资和策划，投资方或协议约定方拥有电影著作权，将电影某一期内的发行权出售给发行公司。发行公司负责影片的宣传和发行，发行公司取得电影发行权后，与院线公司或影院合作，在影院放映电影。院线公司向影院提供影片数字硬盘、密钥和宣传物料等。影院是影片放映的实际场所，除票房分账之外，附件产品及电影衍生品的销售收入也是影院收入的重要组成部分。

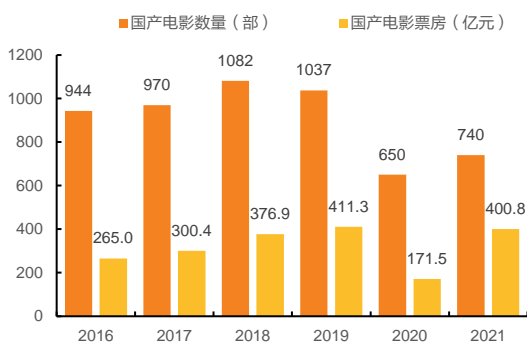
图 29：电影产业各环节关系示意图



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

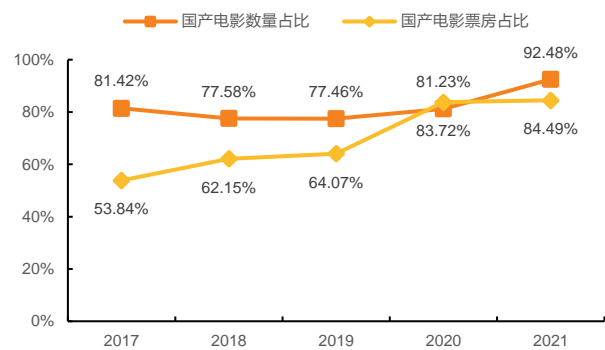
电影生产领域市场化程度较高, 国产电影市场占比明显提升。电影投资主体可以分为承担较多舆论宣传职能的国有电影单位(中影股份、上海电影等)和聚焦市场热点题材且市场收益相对较高民营电影公司(博纳影业、华谊兄弟、光线传媒等)。目前, 电影生产领域市场化程度已经较高, 民营电影公司占据较大的市场份额。在电影制作方面, 国产电影的产量和票房规模整体快速增长, 国产影片制作数量从2010年的526部增长到2019年的1037部, 国产影片票房从2010年的57.34亿元增长到2019年的411.75亿元。同时, 国产电影市场占比明显提升, 近5年国产电影的数量占比每年均在60%以上, 2021年国产电影票房占比增长至84.49%。

图 30: 2016-2021 年国产电影数量及票房



资料来源: 艺恩电影智库、艺恩娱数、文化产业参考公众号, 天风证券研究所

图 31: 2017-2021 年国产电影数量及票房占比



资料来源: 银幕穿越者公众号, 天风证券研究所

发行业务市场化程度有待提高, 民营公司主导国产电影发行市场。中国电影的发行业务长期在计划经济体制下运行, 市场化程度不高, 主要由国有电影企业经营。随着电影产业逐步向民营资本及外资开放, 民营企业凭借灵活的经营机制, 在发行业务领域中的市场份额呈现上升态势。从市场集中度和竞争格局上来看, 在进口电影发行业务环节, 中影集团和华夏电影处于垄断地位; 在国产电影发行业务环节, 民营电影发行公司占据了大部分的市场份额。

图 32：电影发行业务市场格局

国产影片发行	进口影片发行
市场化程度相对较高	市场化程度低
博纳影业、光线传媒、 万达电影、华谊兄弟等	相关业务被中影集团和 华夏电影垄断

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

采用以院线为主的一级发行，院线市场逐步向市场化靠拢。院线制的全面改革打破了过往按行政区划划分的计划供片模式，变单一的多层次发行为以院线为主的一级发行，发行公司和制片单位直接向院线供片，减少了发行层次，优化了产业结构。按照院线与旗下影院的关系，城市院线的经营模式可以分为纯资产联结、纯签约加盟以及资产联结与签约加盟并存三种模式。纯资产联结模式下，影院由院线直接投资兴建，影院资产归院线所有，实现对旗下影院的统一品牌、统一经营、统一管理、统一排片，是国外院线普遍采用的方式。纯签约加盟模式下，公司旗下影院和院线没有资产从属关系，只是以签约形式加入院线，资产模式相对较轻，是国内特有的院线形态。资产联结与签约加盟并存模式下，公司旗下部分影院由院线直接投资，影院资产归院线所有，但同时也鼓励加盟影院的进驻。截至 2021 年底，全国城市电影院线共 51 条，随着行业监管的不断放宽，以万达影视为代表的民营企业 and 以 UME 为代表的港资不断发展壮大，推动着院线市场的市场化水平。博纳院线于 2019 年 2 月取得了《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。

图 33：城市院线经营模式



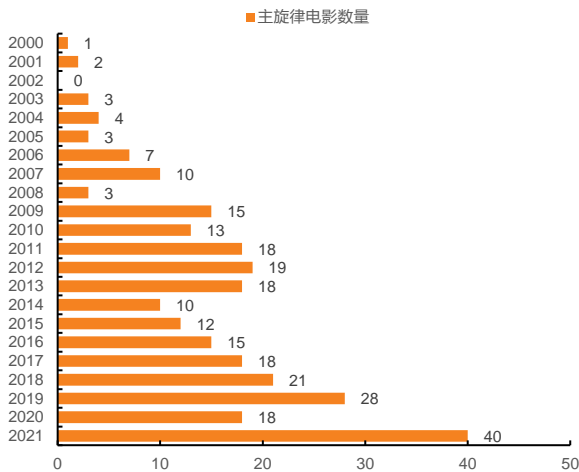
资料来源：招股说明书、太平洋电影网官网、中影数字官方微博、万达电影官方微博，天风证券研究所

3. 深耕主旋律赛道，推进工业化发展

3.1. 多部主旋律电影票房口碑双收，聚集行业稀缺资源构建壁垒

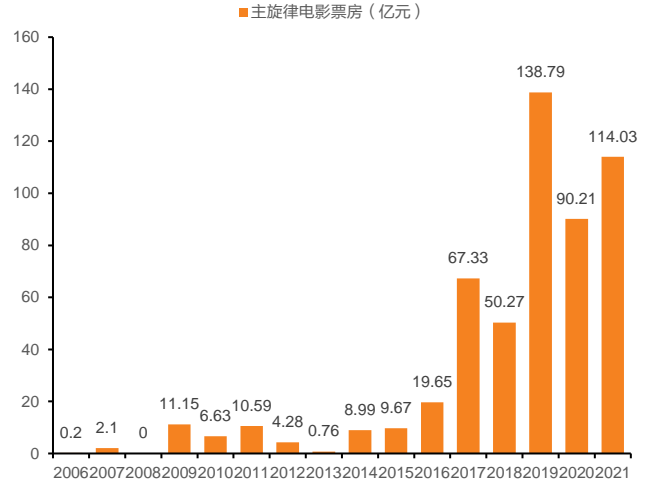
主旋律电影发展迅速，为国内票房增长注入新动力。1987 年主旋律电影概念首次被提出，1989 年上映的《开国大典》成为了主旋律电影的开篇之作，2009 年的《建国大业》拉开了主旋律电影商业化探索的序幕。新中国成立 70 周年以来，主旋律电影市场快速发展，2021 年主旋律电影数量达 40 部。主旋律电影票房方面，一方面影片数量增长贡献了部分票房增量，另一方面，《长津湖》《中国医生》等优质主旋律影片拉动票房增长，2021 年主旋律电影票房达 114.03 亿元。

图 34：2000-2021 年主旋律电影数量统计（部）



资料来源：豆瓣电影、澎湃，天风证券研究所

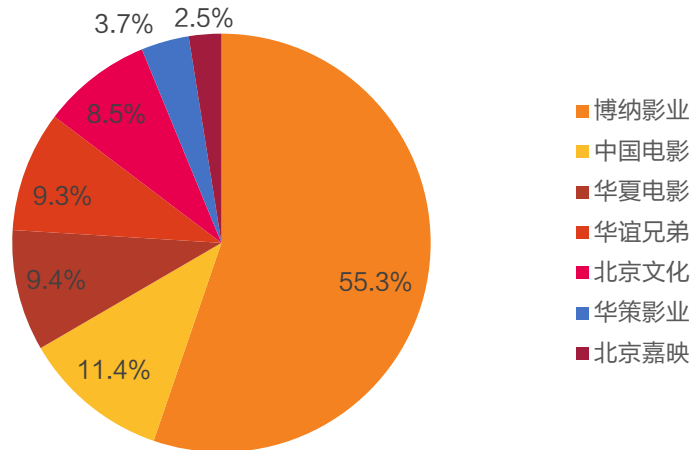
图 35：2006-2021 年间主旋律电影票房统计（亿元）



资料来源：灯塔数据、艺恩娱数、澎湃，天风证券研究所

博纳影业在国内主旋律赛道占据主导地位，先后产出多部优秀主旋律电影。自 2018 年以来，在年度电影排行榜前 10 名中，博纳影业主旋律电影票房收入占全部主旋律电影票房的 55.3%，在国内主旋律电影市场中占据主导地位。2014 年博纳影业推出了贺岁档电影《智取威虎山》，为博纳影业带来了 8.84 亿元的票房。此后，博纳影业开始更进一步探索主旋律电影商业化的道路，打造出了《湄公河行动》《红海行动》等高口碑电影。2019 年，博纳影业相继推出“中国骄傲三部曲”《中国机长》《烈火英雄》及《决胜时刻》，累计票房近 50 亿元。2021 年起，公司继续推出“中国胜利三部曲”《中国医生》《长津湖》《无名》，其中《长津湖》凭高质量和高口碑夺得中国影史冠军。

图 36：2018-2022 年年度电影排行榜 Top10 中各公司主旋律电影占比



资料来源：猫眼专业版，天风证券研究所

聚集导演和演员等稀缺资源，构建主旋律电影拍摄壁垒。导演方面，博纳与林超贤、尔冬升、刘伟强等多位知名导演保持长期稳定的合作关系，林超贤导演自 2013 年起与公司合作《湄公河行动》《红海行动》《长津湖》等影片，刘伟强导演自 2002 年起与公司合作《建军大业》《中国机长》《中国医生》等影片。艺人方面，张涵予、黄晓明各持有博纳 0.31% 股份，章子怡持有 0.19% 股份，陈宝国持有 0.13% 股份。其中张涵予在中国影视市场成功塑造出正派的硬汉形象，是主旋律电影的核心人选之一，其主演的《湄公河行动》《中国机长》《中国医生》《长津湖》分别实现票房 11.8/29.12/13.28/57.75 亿元，参演的《红海行动》实现票房 36.51 亿元。

表 5：公司与制片人、导演、演员的相关合作协议

合作方	合作内容	主要业绩
林超贤、梁凤英	合约期内为公司提供 5 部影片的编剧、导演、监制及制片管理服务	《红海行动》票房 36.51 亿；《湄公河行动》票房 11.8 亿；《激战》票房 1.18 亿；导演《长津湖》票房 57.75 亿
尔冬升	合约期内为公司担任 4 部院线电影的导演工作和 12 部院线电影的监制工作	导演《窃听风云 3》票房 3.09 亿
陈凯歌	合约期内为公司承担 5 部电影的导演工作	导演《长津湖》票房 57.75 亿，《少年时代》后期制作中
徐文光（艺名：徐克）	合约期内为公司制作 5 部独家合作影片	导演《智取威虎山》票房 8.84 亿；导演《长津湖》票房 57.75 亿；导演《长津湖之水门桥》票房 40.6 亿
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《建军大业》票房 4.03 亿；导演《中国机长》票房 29.12 亿；监制《烈火英雄》票房 17.07 亿；导演《中国医生》票房 13 亿
陈国辉	合约期内为公司担任 5 部电影的创作工作	导演《烈火英雄》票房 17.07 亿；导演《平凡英雄》票房 2.16 亿
张涵予	合约期内为公司提供 5 部院线影片的影视服务工作，其中 1 部为张涵予导演的影片	主演《湄公河行动》；参演《红海行动》；主演《中国机长》；主演《中国医生》；友情主演《长津湖》
刘德华	约定合约期内合作不少于 2 部影片	主演《澳门风云 III》《追龙》等影片
章子怡	合约期内为本公司承担 1 部电影的演员工作	主演《一代宗师》

资料来源：招股说明书、猫眼电影，天风证券研究所

3.2. 业务渗透全产业链，推动电影工业化生产

全产业链布局，逐步加强下游业务竞争力。公司的业务覆盖电影的投资、发行、院线及影院各个环节，打通了产业链上下游，全产业链布局使公司可以更有效控制风险，降低业务成本，减少业绩波动，同时实现各项业务之间的优势互补。电影的投资与发行业务互相促进，院线业务为上游的投资和发行业务、下游的影院业务提供良好衔接，影院能提供稳定持续的现金流，同时通过电影排片以及阵地宣传等支持公司的发行业务，并能够及时获得市场反馈信息，协助发行业务优化营销策略。博纳从发行业务起家，后期一方面通过与万达电影合作，另一方面积极建设院线和终端影院，不断提升在产业链下游的竞争力。

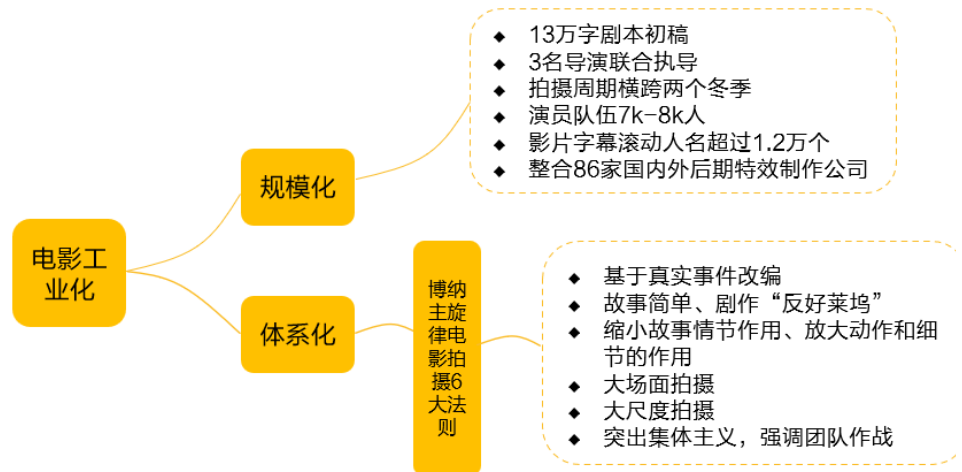
图 37：同业主要公司的业务布局

行业公司	业务覆盖范围			
中国电影	投资制作	发行	院线	影院
上海电影	投资制作	发行	院线	影院
万达电影	投资制作	发行	院线	影院
华谊兄弟	投资制作	发行	院线	影院
光线传媒	投资制作	发行	院线	影院
博纳影业	投资制作	发行	院线	影院

资料来源：招股说明书，天风证券研究所；注：深色为覆盖业务

逐步探索电影工业化，形成体系化主旋律电影拍摄法则。电影生产工业化的重要要素有制作规模化和体系化等，以电影《长津湖》为例，规模化方面，电影剧本初稿有 13 万字，由 3 名导演联合执导，拍摄周期横跨两个冬季，演员队伍达七八千人，影片字幕滚动人名超过 1.2 万个，整合了 86 家国内外后期特效制作公司，将实体特效技术与数字特效技术结合，丰富表现形式。体系化方面，公司拍摄主旋律电影形成了 6 条法则，分别为 1) 基于真实事件改编，2) 故事简单、剧作“反好莱坞”，3) 缩小故事情节作用、放大动作和细节的作用，4) 运用大场面拍摄，5) 采用大尺度拍摄，6) 通过群戏突出集体主义原则，强调团队作战。电影生产工业化有助于公司减少影片表现的不确定性，提高生产效率，并在观众群体中建立广泛的认同。

图 38：电影工业化中的两大重要要素



资料来源：影视大家公众号，电影工业智库公众号、文化产业动态公众号，天风证券研究所

3.3. 优质 IP 资源丰富，持续推进电影出海

公司积累了丰富 IP 资源，构建了东方文旅小镇。根据博纳影业招股书，随着版权保护力度的加大、内容付费习惯的养成以及新媒体平台或载体对优质内容需求的增加，优质版权内容的商业价值愈发显现。公司积累了丰富的自有 IP 资源及版权片库，如《十月围城》《澳门风云》《窃听风云》《追龙》《红海行动》等电影 IP，2019 年至 2021 年累计实现版权销售金额达 11.85 亿元。同时，公司成立品牌授权公司博纳优品，打通了电影投资、制片拍摄、商业植入、营销宣发、艺人经纪、衍生开发及院线终端放映等全环节，进一步开拓在 IP 端的商业空间。此外，公司与深汕特别合作建设东方影视城，通过影视产业延伸，构建东方影视城文旅小镇，形成电影实景化的创意旅游综合体。

图 39：博纳旗下文旅小镇



资料来源：文化旅游区官方公众号，天风证券研究所

公司早期开始布局电影出海，具有丰富海外发行渠道资源。公司发行的《龙门飞甲》创下了 2011 年中国影片海外销售最高记录，《激战》的海外发行成绩位列 2013 年前三甲，《湄公河行动》《红海行动》等多部影片在中国香港、新加坡、马来西亚，澳大利亚、美国、加拿大、英国等多个国家和地区上映。2022 年，《四海》和《长津湖之水门桥》于 2 月初在海外上映，与国内上映时间几乎同步。据中影影视国际版权交易平台不完全统计，截至 2021 年 12 月 31 日，53 部国产影片在 2021 年向海外 27 个国家和地区（含港澳台）的电影市场输出 149 部次，产生票房 29975.70 万元，其中影史冠军影片《长津湖》于 11 月登陆海

外，共收获 2000.86 万元。

4. 盈利预测与估值

营业收入：公司深耕主旋律电影热门赛道多年，先后推出《长津湖》《中国机长》等票房口碑双丰收的主旋律电影作品，积累了丰富的行业经验。在政策利好以及观众接受度不断提高的背景下，电影投资业务收入水平有望持续。同时，公司电影投资制作业务的工业化水平不断提高，未来影片的质量和生产效率有望得到进一步保障。此外，公司积极扩建并完善影院建设，不断提高终端市占率。我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 23.15/35.72/40.77 亿元，同比分别增长 -25.9%/54.3%/14.1%。

净利润：我们预计未来影院受疫情封控的影响有望减小，国内电影市场有望逐步恢复疫前水平并实现稳步增长，因此影院业务的毛利率有望逐步恢复。费用端，公司的管理费用维持稳定；随着电影市场的逐步恢复，发行推广费、服务费等相关销售费用或将迎来上涨；财务费用有望降低。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别 0.88/5.90/7.33 亿元。

图 40：收入拆分简表

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	3,116.16	1,609.71	3,123.59	2,314.95	3,572.05	4,077.33
(+/-%)		-48.3%	94.0%	-25.9%	54.3%	14.1%
归母净利润	314.91	190.69	362.68	88.24	589.77	732.75
(+/-%)		-39.4%	90.2%	-75.7%	568.4%	24.2%
毛利率	41.0%	28.4%	40.0%	40.5%	43.5%	43.0%
归母净利率	10.1%	11.8%	11.6%	3.8%	16.5%	18.0%
投资业务						
营业收入	979.98	751.19	1,453.58	972.67	1,447.31	1,570.14
(+/-%)		-23.3%	93.5%	-33.1%	48.8%	8.5%
占总营收比重	31.4%	46.7%	46.5%	42.0%	40.5%	38.5%
发行业务						
营业收入	960.91	466.09	1,016.80	656.16	1,033.79	1,121.53
(+/-%)		-51.5%	118.2%	-35.5%	57.6%	8.5%
占总营收比重	30.8%	29.0%	32.6%	28.3%	28.9%	27.5%
投资+发行业务毛利率	53.7%	48.5%	56.8%	58.0%	57.0%	57.0%
院线业务						
营业收入	24.00	9.62	21.64	46.13	67.20	82.54
(+/-%)		-59.9%	125.1%	113.1%	45.7%	22.8%
占总营收比重	0.8%	0.6%	0.7%	2.0%	1.9%	2.0%
毛利率	100.0%	33.7%	60.9%	62.0%	64.0%	64.0%
影院业务						
营业收入	1,157.16	405.11	858.48	840.00	1,223.75	1,503.13
(+/-%)		-65.0%	111.9%	-2.2%	45.7%	22.8%

占总营收比重	37.1%	25.2%	27.5%	36.3%	34.3%	36.9%
毛利率	15.1%	-32.2%	1.2%	3.0%	8.0%	15.0%
分部间抵扣	-58.7	-22.83	-251.44	-200	-200	-200
毛利率	21.5%	29.6%	80.7%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

估值方面, 我们采用中国电影、上海电影、万达电影、光线传媒以及华谊兄弟作为可比公司。公司业务完成全产业链布局, 其中投资业务在主旋律电影领域优势明显并逐步构建竞争壁垒。此外公司加大终端影院的投资建设。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别 0.88/5.90/7.33 亿元。采用可比公司估值法, 给予 23 年 35 倍 PE, 对应市值 206.5 亿元, 目标价 15.07 元。首次覆盖给予“买入”评级。

图 41: 可比公司估值 (截至 2022/12/26)

公司代码	股票简称	2022/12/26 收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600977.SH	中国电影	13.37	250	1.14	9.63	11.24	219.3	25.9	22.2
601595.SH	上海电影	11.02	49	-1.06	0.89	-	-46.6	55.5	-
002739.SZ	万达电影	14.24	310	-4.50	11.28	14.28	-68.98	27.52	21.73
300251.SZ	光线传媒	8.6	251.0	4.3	9.5	11.7	58.6	26.3	21.5
	估值中枢							33.8	
001330.SZ	博纳影业	11.52	158	2.34	5.46	6.42	67.8	29.0	24.7

资料来源: Wind, 天风证券研究所; 注: 盈利预测均来自 wind 一致预期

5. 风险提示

➤ 影院复工表现不及预期

受全国范围内新冠疫情不确定性影响, 影院复工表现可能不及预期。

➤ 影片票房不及预期, 观众观影需求变化

公司无法确保创作团队的主观判断与广大消费者不断变化的主观判断完全一致, 因此公司影视作品的市场需求仍具有一定的不可预见性, 影视作品的投资回报存在一定的不确定性风险。

➤ 影片审核进度不及预期

公司影片需要经过内容审核以及技术审核等阶段, 并需要根据反馈意见进行修改, 此过程所耗时间可能会与预期存在差异。

➤ 税收优惠政策变化

受益于《关于继续实施支持文化企业发展增值税政策的通知》等相关规定, 公司及子公司电影发行收入免征增值税。若未来国家产业政策或税收政策发生变化, 或公司不能持续获得相应资格, 将导致公司不能继续享受上述优惠政策, 公司将面临税收负担加重的风险。

➤ 监管政策风险

国家监管政策的变化具有不确定性, 可能对公司造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,682.58	1,438.94	925.98	1,428.82	1,630.93
应收票据及应收账款	999.65	1,470.98	329.54	2,448.72	722.54
预付账款	1,300.95	1,773.08	520.98	2,844.86	1,029.78
存货	1,601.29	1,289.00	852.12	2,289.34	1,327.00
其他	401.36	1,215.70	1,159.53	1,459.26	1,266.81
流动资产合计	5,985.83	7,187.70	3,788.16	10,471.01	5,977.06
长期股权投资	583.25	492.60	472.60	452.60	432.60
固定资产	663.99	1,299.17	1,383.45	1,457.74	1,522.03
在建工程	26.05	12.13	10.13	8.13	6.13
无形资产	0.27	15.24	22.70	29.67	36.14
其他	4,086.27	6,680.07	6,422.92	6,347.73	6,269.21
非流动资产合计	5,359.83	8,499.21	8,311.81	8,295.88	8,266.11
资产总计	11,345.66	15,686.90	12,099.97	18,766.88	14,243.17
短期借款	953.23	1,013.76	788.03	2,579.65	836.77
应付票据及应付账款	1,202.25	1,833.99	460.07	2,905.78	968.87
其他	2,186.42	2,388.22	1,674.11	3,075.88	2,038.11
流动负债合计	4,341.90	5,235.97	2,922.21	8,561.31	3,843.74
长期借款	1,305.27	1,721.21	200.00	632.79	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	145.77	2,955.46	3,000.00	3,000.00	3,000.00
非流动负债合计	1,451.04	4,676.66	3,200.00	3,632.79	3,100.00
负债合计	5,896.38	10,045.76	6,122.21	12,194.10	6,943.74
少数股东权益	7.39	0.84	(0.03)	(5.87)	(13.13)
股本	1,099.62	1,099.62	1,374.52	1,374.52	1,374.52
资本公积	2,977.89	2,981.37	2,981.37	2,981.37	2,981.37
留存收益	1,363.91	1,540.81	1,629.06	2,218.83	2,951.58
其他	0.47	18.51	(7.15)	3.94	5.10
股东权益合计	5,449.27	5,641.14	5,977.76	6,572.78	7,299.43
负债和股东权益总计	11,345.66	15,686.90	12,099.97	18,766.88	14,243.17

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	188.68	355.84	88.24	589.77	732.75
折旧摊销	162.88	177.44	118.25	128.75	139.25
财务费用	128.52	242.11	169.44	71.54	47.84
投资损失	37.15	31.98	10.00	10.00	10.00
营运资金变动	(1,526.86)	627.28	986.81	(2,242.34)	1,819.89
其它	653.78	0.59	(1.84)	(10.84)	(7.25)
经营活动现金流	(355.86)	1,435.25	1,370.89	(1,453.13)	2,742.47
资本支出	(12.25)	(2,107.34)	163.46	208.00	208.00
长期投资	(57.94)	(90.65)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
其他	767.13	600.81	(359.52)	(396.00)	(406.00)
投资活动现金流	696.94	(1,597.18)	(216.06)	(208.00)	(218.00)
债权融资	(143.81)	101.45	(1,917.04)	2,152.88	(2,323.52)
股权融资	40.88	21.51	249.25	11.09	1.16
其他	(233.87)	(173.89)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(336.81)	(50.94)	(1,667.79)	2,163.96	(2,322.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4.27	(212.87)	(512.96)	502.84	202.11

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,609.71	3,123.59	2,314.95	3,572.05	4,077.33
营业成本	1,153.40	1,873.08	1,376.44	2,019.51	2,324.79
营业税金及附加	13.94	38.02	28.18	43.48	49.63
销售费用	92.00	297.50	346.50	406.95	454.74
管理费用	145.32	213.30	213.75	202.00	188.01
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(42.62)	143.72	169.44	71.54	47.84
资产/信用减值损失	(55.11)	(94.18)	(40.00)	(40.00)	(40.00)
公允价值变动收益	(2.65)	0.86	(0.97)	(5.00)	0.00
投资净收益	(37.15)	(31.98)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
其他	123.20	114.89	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	219.37	568.38	129.68	773.58	962.32
营业外收入	0.62	13.88	3.00	10.00	10.00
营业外支出	4.01	75.26	13.00	5.00	5.00
利润总额	215.98	507.01	119.68	778.58	967.32
所得税	27.30	151.16	32.31	194.64	241.83
净利润	188.68	355.84	87.37	583.93	725.49
少数股东损益	(2.01)	(6.83)	(0.87)	(5.84)	(7.25)
归属于母公司净利润	190.69	362.68	88.24	589.77	732.75
每股收益(元)	0.14	0.26	0.06	0.43	0.53

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-48.34%	94.05%	-25.89%	54.30%	14.15%
营业利润	-49.18%	159.10%	-77.18%	496.51%	24.40%
归属于母公司净利润	-39.44%	90.19%	-75.67%	568.35%	24.24%
获利能力					
毛利率	28.35%	40.03%	40.54%	43.46%	42.98%
净利率	11.85%	11.61%	3.81%	16.51%	17.97%
ROE	3.50%	6.43%	1.48%	8.96%	10.02%
ROIC	6.39%	16.30%	59.39%	-251.27%	35.00%
偿债能力					
资产负债率	51.97%	64.04%	50.60%	64.98%	48.75%
净负债率	31.34%	38.94%	16.09%	40.83%	2.82%
流动比率	1.35	1.34	1.30	1.22	1.56
速动比率	0.99	1.10	1.00	0.96	1.21
营运能力					
应收账款周转率	1.87	2.53	2.57	2.57	2.57
存货周转率	0.98	2.16	2.16	2.27	2.25
总资产周转率	0.14	0.23	0.17	0.23	0.25
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.26	0.06	0.43	0.53
每股经营现金流	-0.26	1.04	1.00	-1.06	2.00
每股净资产	3.96	4.10	4.35	4.79	5.32
估值比率					
市盈率	83.04	43.66	179.44	26.85	21.61
市净率	2.91	2.81	2.65	2.41	2.17
EV/EBITDA	0.00	0.00	20.12	11.05	7.47
EV/EBIT	0.00	0.00	26.74	12.62	8.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com