

2022年08月10日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 博纳影业 (001330) : 归来用内容丈量中国文化厚度

推荐 (首次)

投资要点

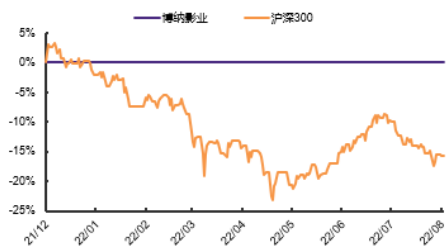
分析师：朱珠  
执业证书编号：S1050521110001  
电话：021-54967577  
邮箱：zhuzhu@cfsc.com.cn

## 基本数据

2022-08-10

当前股价 (元)	5.03
总市值 (亿元)	69.14
总股本 (百万股)	1374.5
流通股本 (百万股)	27.49
52周价格范围 (元)	0
日均成交额 (百万元)	0

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

### 博纳影业归来加码主业

博纳影业发行价5.03元，公开发行2.749亿股，发行后总股本13.745亿股登陆深交所；博纳影业是国内首家从事电影发行业务的民营企业，深耕影视行业多年，现已成为行业知名的全产业链布局的电影集团公司。公司的主营业务为电影的投资、发行、院线及影院业务。

本次预计募资净额12.43亿元用于电影项目与影院项目，加码内容与影院，前者占比高达80%；电影内容行业属资金密集型行业，资金实力是构建电影企业核心竞争力的重要因素，具有品牌优势及资金优势的企业有利于整合优质创作资源护航优质内容的持续稳定产出。

### 博纳影业内容端新主流大片产出带来的票房与社会影响力已超“美国大片”；院线牌照获批促全产业链发展

公司2019-2021年营收增速分别为11.9%、-48%、94%，2020年疫情后，外部事件也进一步加速行业洗牌；博纳的电影产品商业性与艺术性并重累计出品影片超过250部，2022年疫情再次压力测试，优质导演资源为高质量产出提供基础，参股上游补齐产业链各环节，博纳影业回A股后优质内容供给有望再续，助力电影大国走向电影强国。

博纳影业的院线牌照在2019年取得后，2021年其院线票房为7.35亿元，在疫情扰动中仍取得该成绩实属不易，在行业洗牌中博纳影业获取院线牌照，进一步说明，博纳影业的品牌效应及竞争力，手握院线牌照，也为后续发展夯实基础。

### 外部疫情压力测试 内部全产业链布局成共识 进入门槛渐升 市场集中度进一步提高

院线作为内容传播重要渠道之一，2020年、2022年均疫情阶段性影响，在高投入门槛趋势下，企业的竞争力在于产业链上下游的议价能力，内容产品的可持续输出等综合实力的较量；中长期看疫情加速市场出清，头部企业有望借助资本运作提升市场占有率，疫情影响致中小影投运营压力加大，进一步推高影院投资门槛，降低中小影投公司投资信心，加快市场洗牌，头部企业或品牌企业的市占率有望提升。

### 盈利预测

我们预计2022-2024年博纳影业营收分别为33.1亿元、37.8

亿元、41.6亿元，归母利润分别为3.54亿元、4.05亿元、4.75亿元（同比增速分别为-2.4%、14.3%、17.4%），2022年归母利润增速的假设主要由于2021年长津湖属于黑马冠军影片，同比看，2022年季度疫情致业绩波动，2022年仍需要看国庆档片单表现，博纳影业发行价5.03亿元，发行后总市值预计为69亿元，对应2022-2024年的PE分别为19.5倍、17.1倍、14.6倍，EPS为0.26元、0.29元、0.35元。

我们看好博纳影业归来，登陆A股后优质内容供给有望再续，助力电影大国走向电影强国，用中国故事丈量中国文化厚度，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

## ■ 风险提示

局部地区疫情带来板块波动；行业监管趋严的风险；市场竞争加剧的风险；假设部分的数据不具有可比性的风险；博纳影业业绩不及预期的风险；宏观经济波动的风险、募投项目进度不达预期、汇率波动的风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	3,124	3,311	3,779	4,157
增长率（%）	94.0%	6.0%	14.1%	10.0%
归母净利润（百万元）	363	354	405	475
增长率（%）	90.2%	-2.4%	14.3%	17.4%
摊薄每股收益（元）	0.33	0.26	0.29	0.35
ROE（%）	6.4%	6.1%	6.8%	7.7%

资料来源：Wind资讯、华鑫证券研究

## 正文目录

1、博纳归来.....	5
1.1、博纳影业加码主业促进产业升级.....	6
1.2、博纳影业主业之一：内容端中国故事主旋律+系列化.....	8
1.3、博纳影业主业之二：院线端获牌照促全产业链发展.....	10
1.4、博纳影业财务数据：疫情筑业绩底后疫情回暖可期.....	16
1.5、博纳影业竞争优势.....	22
1.6、博纳影业估值如何看？.....	23
2、院线行业的后疫情时代发展.....	26
2.1、院线拐点何时至.....	26
2.1、院线影院存在价值是什么？2025年银幕总数超10万块.....	28
3、评级及投资策略.....	29
4、风险提示.....	32

## 图表目录

图表1：公司股权结构.....	5
图表2：公司股权结构（截至2022年7月）.....	6
图表3：博纳影业上市募投资金及项目.....	7
图表4：博纳影业内容端出品的影片及成绩.....	8
图表5：博纳影业影业内容端资源之导演.....	9
图表6：2022年博纳影业内容端储备项目.....	9
图表7：博纳影业主营构成（上）、博纳影业旗下影院票房及影院数（下）.....	10
图表8：中国院线产业链.....	11
图表9：2015-2020年中国院线牌照家数及同比增速.....	12
图表10：2015-2021年博纳影业的影投票房及同比增速.....	12
图表11：2015-2020年中国影投排名.....	13
图表12：2016-2021年中国前三影投票房占总分账票房比例.....	14
图表13：博纳影业影院数量、银幕数、票房收入及市占率.....	14
图表14：博纳影业已开业的影院.....	15
图表15：2017-2021年博纳影业营收及同比增速（上）、博纳影业归母净利润及同比增速（下）.....	17
图表16：2017-2021年博纳影业销售毛利率、销售净利润走势.....	17
图表17：2017-2021年博纳影业各个业务收入占总营收比例走势.....	18
图表18：2017-2021年博纳影业第一大主业投资业务收入中主投收入及占比走势.....	19

图表19: 博纳影业主营分类之营收及同比增速 .....	21
图表20: 2017-2021年博纳影业销售毛利率、销售净利润走势 .....	21
图表21: 博纳影业估值假设 .....	24
图表22: 博纳影业、万达电影、横店影视三家对比 .....	24
图表23: 2012-2021年全国电影分账票房及同比增速 .....	26
图表24: 2009-2021年全国电影数据 (单银幕产出、票房、银幕数等同比增速) .....	27
图表25: 2009-2021年全国电影数据 (单银幕产出、票房、银幕数等同比增速) .....	28
图表26: 博纳影业盈利预测 .....	30

# 1、博纳归来

博纳影业集团股份有限公司（Bona Film Group Co., Ltd.）成立于 2003 年 8 月，注册地新疆，法人代表于冬（于冬个人直接持有博纳影业 25.66 股份，同时间接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 28.03% 的股份，是公司的实际控制人）。公司是国内首家从事电影发行业务的民营企业，深耕影视行业多年，现已成为行业知名的全产业链布局的电影集团公司。公司的主营业务为电影的投资、发行、院线及影院业务。

图表 1：公司股权结构



资料来源：博纳影业官方微博，华鑫证券研究

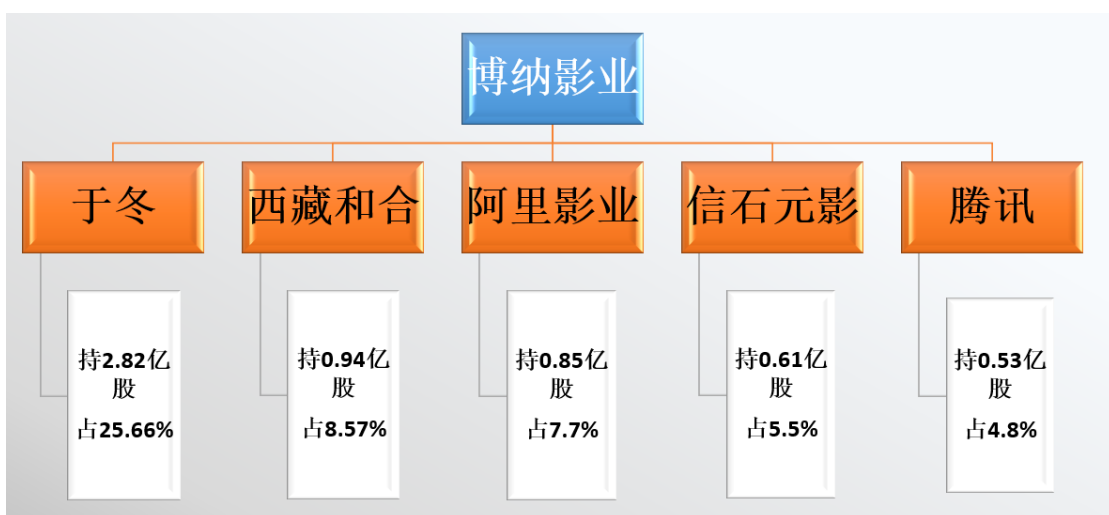
2010 年 BFG（Bona Film Group 博纳影业集团）在 11 月首次向美国证券交易委员会提交并公告 F-1 文件《特定外国私有发行人登记报告书》。2010 年 12 月 8 日，纳斯达克向美国证券交易委员会出具并公告《关于批准证券上市的证明书》，批准 BFG 的美国存托股份（American Depositary Shares，即 ADS）上市并登记，BFG 获批在纳斯达克上市交易其 ADS。2010 年 12 月 9 日，BFG 公告《自由撰写的招股说明书》，正式在纳斯达克上市交易其 ADS 共发行普通股 587 万股，发行价为每股 17 美元，总计融资 0.9979 亿美元。2015 年 6 月 12 日 BFG 收到私有化要约，以于冬为代表的买方财团收购 BFG。2016 年 4 月 8 日 BFG 完成私有化交易正式从纳斯达克退市，2017 年 10 月首次公开发行股票招股书说明，2019 年进行反馈意见，2020 年博纳影业再次更新招股书，2022 年 8 月 1 日证监会核准公司首次公开发行股票批复，博纳归来。

## 1.1、博纳影业加码主业促进产业升级

2022年8月博纳影业最新招股书指出公司拟本次公开发行2.749亿股（占发行后总股本20%，即发行后股本13.745亿股）登陆深交所，预计募资净额12.43亿元用于电影项目与影院项目，代码001330.SZ，8月8日发行价定为5.03元/股（即发行后总市值约为69.14亿元）。截至2022年7月，公司股东架构中持股比例超过5%的分别为于冬、西藏和合投资管理合伙企业、阿里巴巴影业、信石元影（深圳）投资中心持股比例分别为25.66%、8.57%、7.72%，腾讯持有4.8%。公司从事电影制作发行多年，在主业领域已通过多部优质作品证明，后续公司也有望借助上市巩固发展主业，并不断完善产业链，提高在影视投资、发行、放映及影视服务领域的整体实力，同时积极开拓电影衍生品、实景娱乐等新业务。

本次公开发行股票并上市，是博纳影业发展历程中的重要里程碑，是公司做强、做大的重要支撑和全新起点。博纳影业将以本次股票发行上市为契机，与资本市场有效结合，进一步加强对投资、发行、院线、影院等全产业链的布局，进一步提升行业竞争力和巩固行业地位，引领并推动电影产业发展，使公司发展成为世界级创新型全产业链的影视文化平台。

图表 2：公司股权结构（截至 2022 年 7 月）



资料来源：博纳影业招股说明书，华鑫证券研究

### ➤ 博纳影业募投项目：加码内容+影院前者占比高达80%+

本次公司总投资规模用于博纳电影项目及电影院项目分别为16.8亿元、2.1亿元，拟投入募投资金10.34亿元、2.1亿元。电影内容行业属资金密集型行业，资金实力是构建电影企业核心竞争力的重要因素，在用户时间有限下对优质内容的强体验需求持续提升，单个项目博弈爆款以及可持续的产出爆款的概率逐步减弱，具有品牌优势及资金优势的企业有利于整合优质创作资源护航优质内容的持续稳定产出。2018-2021年博纳影业投资发行影片分别为18部、19部、6部、4部，其中代表作如《红海行动》《中国机长》《我和我的家乡》《中国医生》《长津湖》等获得社会与商业价值双丰收。公司作为拥有全产业链的企业，已在电影行业深耕多年，通过本次募投资金加码主业，有利于公司进一步发起具有较强市场影响力的优质电影项目，进而进一步推高公司的品牌形象。

在2022年募投项目中，电影内容投入占比较高，但下游影院作为电影产业链的重要终端及媒介，博纳影业持续加码，截至2021年12月31日，公司旗下正式运营的自营影院达到101家，但相较万达电影、横店影视仍有差距，通过本次募投加码影院将有利于扩大博纳影业的影院规模，且将借助下游放映渠道保障公司发行业务取得影片发行权、提升议价能力，进一步巩固和提升产业链垂直一体化的协同发展优势，充分发挥下游影院放映终端对于上游业务的支持作用。2022年募投资金中拟2.096亿元用于影院项目10个，分别为北京亦庄、北京魏公、重庆高新、南宁青秀、宁波明楼、长沙芙蓉天街、海口龙湖、昆仑、武汉等涉及普通银幕数74张，巨幕6套及IMAX3套，合计83张银幕对应投入2.096亿元，平均单银幕产出252.5万元，该项目经济效益预计静态投资回收期9.6年，内部收益率（税后）为5.89%，预计投资回收期（税后）为9.62年，项目自2022年起开始实施，其中北京亦庄天街店、重庆高新天街店、宁波明楼天街店、长沙芙蓉天街店预计将于2022年内建设完毕并开业。

图表 3：博纳影业上市募投资金及项目

	项目名称	总投资规模（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
1	博纳电影项目	16.8	10.336
2	博纳电影院项目	2.096	2.096
	合计	18.896	12.4322
	拟投电影项目	拟投资金额（亿元）	
1	智取威虎山前传	2.45	
2	红海行动 2	2.5	
3	虎鲸行动	2.5	
4	反恐行动	2.5	
5	血战上甘岭	2.5	
6	克什米尔公主号	1.2	
7	汶川大地震	1.2	
8	一代枭雄（暗枪）	0.75	
9	无名	0.7	
10	少年时代	0.5	
	合计	10 部影片	16.8

资料来源：博纳影业招股说明书，华鑫证券研究

## 1.2、博纳影业主业之一：内容端中国故事主旋律+系列化

博纳影业凭借对真实事件、社会热点的敏锐判断，将宣传中国主流价值观与观影需求相结合，运用商业化的多类型电影创作方式，利用现代化的拍摄技术手段以及工业化的制作模式，采用市场化的发行方式打造一系列经典的主旋律题材电影，例如由《智取威虎山》《湄公河行动》和《红海行动》组成的“山河海三部曲”系列，以及由《决胜时刻》《中国机长》和《烈火英雄》组成的“中国骄傲三部曲”系列等。真实事件改编的主旋律题材电影，也取得良好的社会效益和经济效益，树立了公司良好的品牌形象；经过多年累积博纳影业对主旋律题材电影的成功商业化运作已成为公司的一大特色并为行业树立了新标杆。

图表 4：博纳影业内容端出品的影片及成绩

	名称	累计票房（亿元）	作品系列矩阵化
1	《智取威虎山》2014-12-23	8.83	山河海三部曲
2	《湄公河行动》2016-09-30	11.86	
3	《红海行动》2018-02-16	36.50	
4	《决胜时刻》2019-09-20	1.24	中国骄傲三部曲
5	《中国机长》2019-09-30	29.12	
6	《烈火英雄》2019-08-01	17.06	
7	《我和我的家乡》2020-10-01	28.29	
8	《拆弹专家 2》2020-12-14	13.14	
9	《中国医生》2021-07-09	13.28	
10	《长津湖》2021-09-30	57.75	
11	《长津湖之水门桥》2022-2-1	40.66	
合计		257.73 亿元	

资料来源：猫眼 app、博纳影业招股书，华鑫证券研究

### ➤ 博纳影业内容特色：主旋律+系列化+矩阵化成功运营作品成为特色之一

从历史片单中我们可以看出两个要点，第一，博纳影业的内容作品周期在1-2年；第二，博纳影业的内容作品呈现系列化、矩阵化，其中系列化（1-2年周期）、矩阵化（由《智取威虎山》《湄公河行动》和《红海行动》组成的“山河海三部曲”、由《决胜时刻》《中国机长》和《烈火英雄》组成的“中国骄傲三部曲”系列、献礼等维度）。

在内容端，博纳影业借助早期与众多内容产业链的各个要素建立良好合作关系，建立了自身较好的资源整合优势，如林超贤、尔冬升、刘伟强等导演（由于导演一生中

头部优质作品产出能力有限且各自擅长内容题材各异，进而多个优质导演的资源也奠定了多种内容题材门类的覆盖，也利于满足需求的多样性），也为博纳每年的高质量产出提供强大助力，构筑了公司长期发展基础。实事件改编的主旋律题材电影获得了优异的票房成绩和良好的观影口碑，取得良好的社会效益和经济效益，树立公司良好的品牌形象。经过多年积累，对主旋律题材电影的成功商业化运作已成为公司的一大特色，并积累大量成功经验，为行业树立新标杆，也通过电影方式表达中国故事，用优质内容丈量中国文化的厚度。

图表 5：博纳影业影业内容端资源之导演

资源	作品	时间
林超贤导演	合作《湄公河行动》《红海行动》等影片	2013 年起
尔冬升导演	合作《窃听风云 3》《三少爷的剑》等影片	2009 年起
韩寒导演	合作影片《后会无期》《乘风破浪》《飞驰人生》等影片	2014 年起
刘伟强导演	合作《建军大业》《中国机长》等影片	2002 年起

资料来源：猫眼 app、博纳影业招股书，华鑫证券研究

### ➤ 博纳影业内容片单储备

片单储备丰富，参投上游内容公司完善产业链，博纳影业回A股后优质内容供给有望再续，助力电影大国走向电影强国。2021年建党一百年博纳影业的献礼三部曲《长津湖》《中国医生》《无名》，其中《中国医生》将会是一部全景式展现中国抗疫的影片，《长津湖》为抗美援朝题材电影，《无名》聚焦地下党的谍战片，前两部已经上映并取得傲人成绩，后者《无名》拟2022年上映。

博纳的内容在新主流大片端带来的票房与社会影响力端已超过“美国大片”，博纳影业用现代电影的创作理念、科技力量、叙事语境来讲中国故事。经营多年来发展与累积，博纳的电影产品商业性与艺术性并重，已取得良好的社会效益和经济效益，累计出品影片超过250部。电影需要规模化的生产高质量电影，并结合全球发行渠道，博纳影业回A股后优质内容供给有望再续，助力电影大国走向电影强国。

图表 6：2022 年博纳影业内容端储备项目

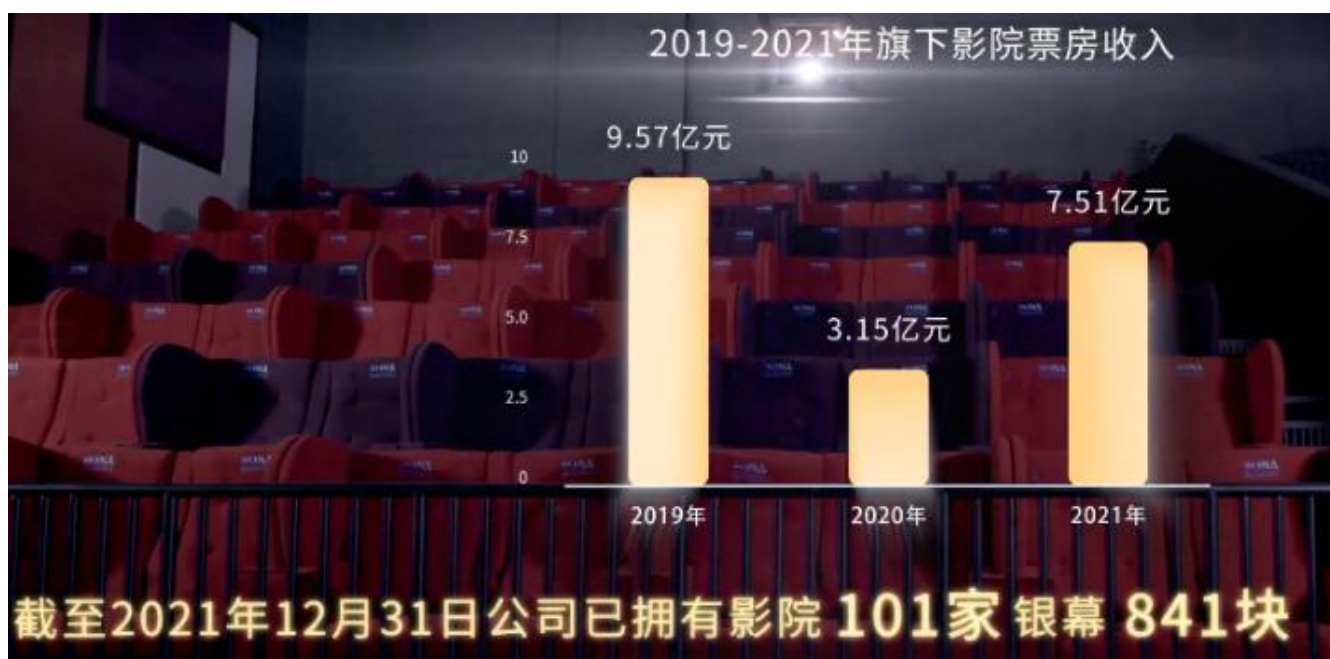
	导演/主演/类型	拟上线时间
《无名》	程耳/梁朝伟、王一博等/谍战	2022 年
《风再起时》	翁子光/郭富城、梁朝伟、杜鹃/犯罪、剧情、动作	2022 年
《阿麦从军》	张之亮/张天爱、孙毅/古装、历史	2022 年
《窃听风云 4》	尔冬升/作、惊悚、悬疑、犯罪	2022 年

资料来源：博纳影业招股书，华鑫证券研究

### 1.3、博纳影业主业之二：院线端获牌照促全产业链发展

公司作为一家全产业链布局的影视公司，业务板块主要包括电影业务、影院业务等。截至2021年12月31日，博纳影业旗下正式运营的自营影院达到101家。目前，博纳影院已覆盖了北、上、深等一线城市，以及四川、湖南、湖北、山东、江苏等主要省份。2021年公司自营影院贡献票房7.51亿元，占全国票房市场份额的1.6%。

图表 7：博纳影业主营构成（上）、博纳影业旗下影院票房及影院数（下）



资料来源：博纳影业招股书、全景网，华鑫证券研究

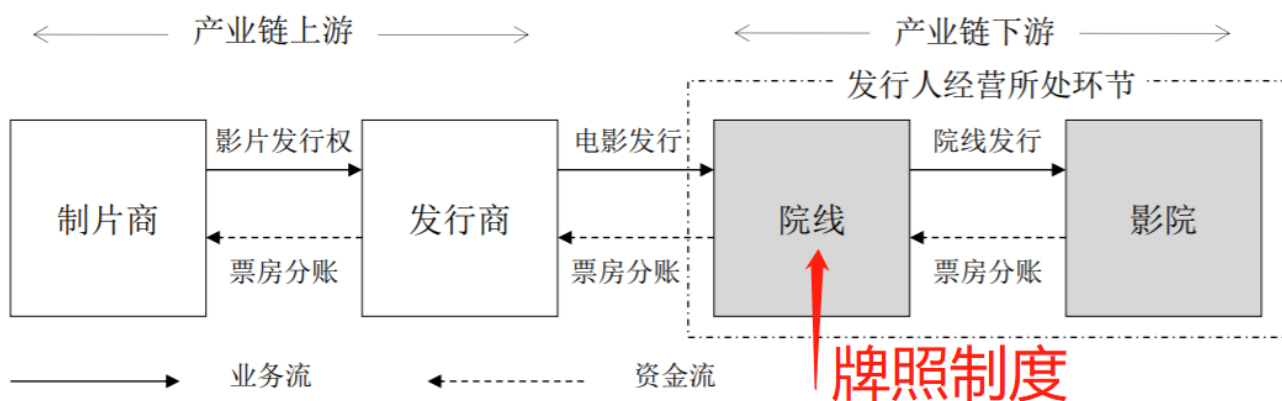
2019年2月，博纳影业取得《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》

请阅读最后一页重要免责声明

10

出台后的第一张电影院线牌照，进一步夯实博纳全产业链布局。院线制度建立前，中国的电影发行与影院业的地域现象较为严重，均按照行政区域供片，采取省、市、县逐级层层发行的发行放映模式，2002年为促进跨区域经营减少发行层次，增加发行渠道，在国家政策推动下，一批区域性院线和跨省院线组建，进而中国逐步建立起以院线为主的供片机制，使得影片收入在制片、发行、放映各环节上实现合理分配。中国对电影院线、影院行业实行许可制度，未经许可的任何单位与个人不得从事电影的发行与放映。2002年6月1日，全国首批30条电影院线正式成立运营，院线制全面改革打破了按行政区域划分的计划供片模式。

图表 8：中国院线产业链



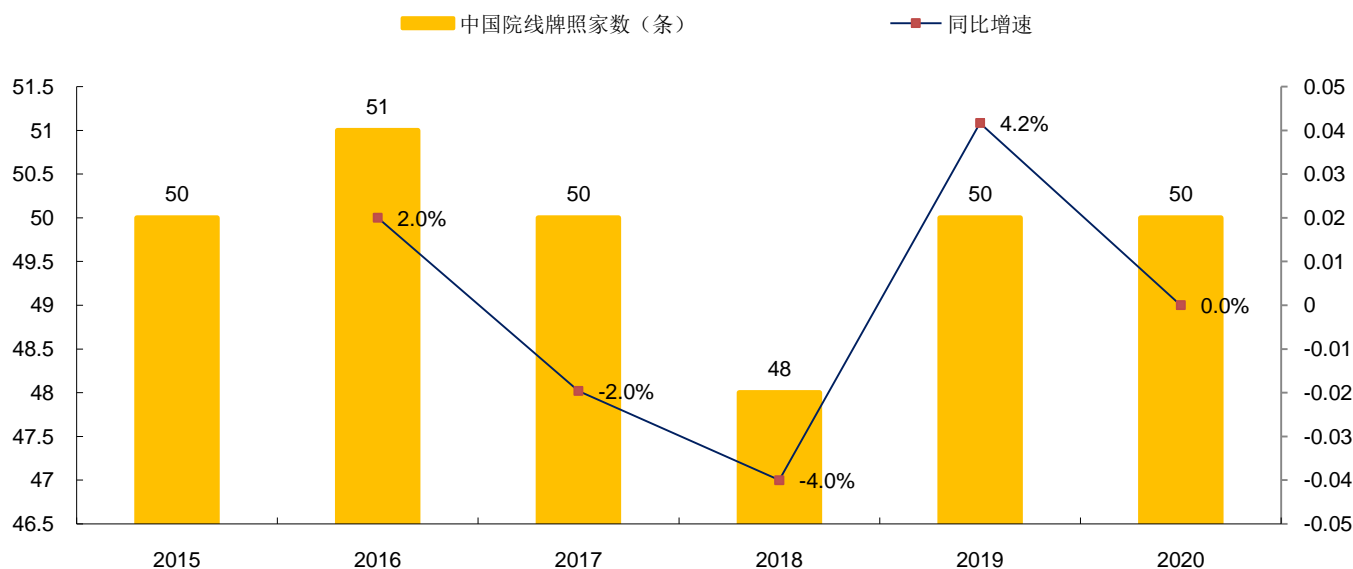
资料来源：万达电影招股说明书，华鑫证券研究

➤ 院线牌照制度：2021年院线票房5亿元占37.25% 行业洗牌优胜劣汰

据《2016中国电影市场报告》，截至2016年底，全国城市电影院线共48条，农村数字电影院线245条。2016-2018年院线牌照发放空白，直到2018年12月13日，国家电影局发布《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》的通知，其中提出，鼓励发展电影院线公司，按照“统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理”的要求，投资建设或收购电影院，扩大规模，加强管理，提升服务。

《意见》明确了成立电影院线公司需要具备的条件，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，进而截至2021年年底中国院线51条，但我们发现，据猫眼显示，2021年年底，在51条院线中，年度票房收入超过5亿元的为19条院线，基于2018年的5亿元票房的政策指引看，2021年全国院线票房超5亿元的占比为37.25%，从行业端看，院线的5亿元分水岭也间接为下一步中小影院、末端院线的整合治理提出了改革思路，市场优胜劣汰持续，如下图，我们看到院线牌照家数增速从2019年的4.2%下滑至2020年的0%，2020年的疫情也进一步加速了院线洗牌。博纳影业的院线牌照在2019年取得后，2021年其院线票房为7.35亿元，在疫情扰动中仍取得该成绩实属不易，在行业洗牌中，博纳影业获取院线牌照，进一步说明，博纳影业的品牌效应及竞争力，在审批制度下，手握院线牌照，也为后续发展夯实基础。

图表 9：2015-2020 年中国院线牌照家数及同比增速



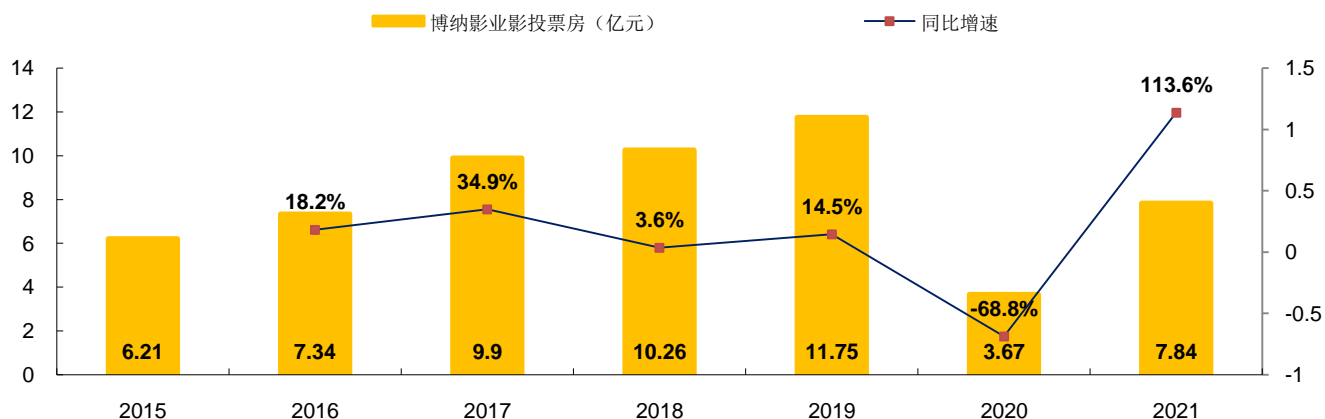
资料来源：猫眼 app，华鑫证券研究

➤ 博纳影业的影投在疫情中彰显韧性压力测试后其影投具较好反弹动能

我们统计了2015-2021年中国影投排名，博纳影业的影投排名从2015年的第12名爬升至2020年的第7名，2021年略下至第8名，博纳影业的影投票房从2015年的6.21亿元增加至2019年的11.75亿元，2020年由于疫情降至3.67亿元，2021年其影投票房反弹至2021年的7.84亿元，在外部的压力测试下，博纳影业的影投也凸显其韧性，在后疫情下其反弹动能也得以体现。

博纳影业的影投排名从10名左右逐步提升并维持在行业第7-8名位置，也间接说明原位置的影投在退出，同时，2016-2020年五年中TOP3的万达院线、大地影院、横店影视位置未变，也说明头部影投格局相对稳定，经历2020年以及2022年疫情的压力测试，2022年博纳影业通过登陆A股，募投资金逆势加码主业电影内容以及影院项目，也有利于其影投的规模进一步扩容。

图表 10：2015-2021 年博纳影业的影投票房及同比增速



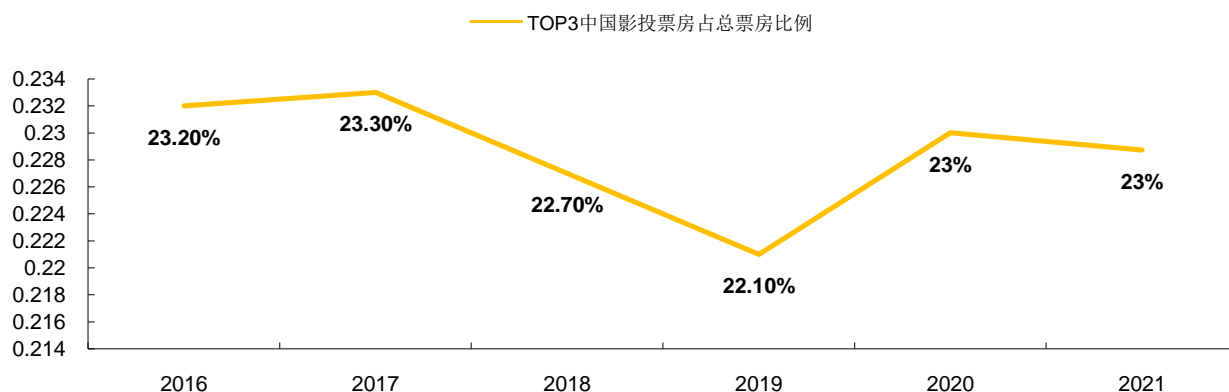
资料来源：猫眼 app，华鑫证券研究

图表 11：2015–2020 年中国影投排名

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1、万达院线	1、万达院线	1、万达院线	1、万达院线	1、万达院线	1、万达院线	1、万达院线
2、大地影院	2、大地影院	2、大地影院	2、大地影院	2、大地影院	2、大地影院	2、大地影院
3、金逸影视	3、横店影视	3、横店影视	3、横店影视	3、横店影视	3、横店影视	3、横店影视
4、横店院线	4、金逸影视	4、金逸影视	4、中影投资	4、CGV 影城	4、CGV 影城	4、CGV 影城
5、中影投资	5、中影投资	5、中影投资	5、CGV 影城	5、中影投资	5、中影投资	5、金逸影视
6、星美影城	6、星美影城	6、CGV 影城	6、金逸影视	6、金逸影视	6、金逸影视	6、中影投资
7、CGV 影城	7、CGV 影城	7、星美影城	7、耀莱影视	7、幸福蓝海	7、博纳影业	7、星轶影投
8、幸福蓝海	8、耀莱影视	8、耀莱影视	8、星美影城	8、博纳影业		8、博纳影业
12、博纳影业	11、博纳影业	11、博纳影业	12、博纳影业			

资料来源：猫眼 app，华鑫证券研究

图表 12: 2016-2021 年中国前三影投票房占总分账票房比例



资料来源: 猫眼 app, 华鑫证券研究

➤ **博纳影业: 2021年影院数量达101家票房市场份额从2019年的1.49%提升至2021年的1.6%**

截至2021年12月末, 博纳影业已在北京、上海、杭州、宁波、重庆等城市投资建成并管理101家五星级标准现代多厅影城, 银幕总数841块, 在全国重要电影票房市场中完成了初步业务布局。博纳影业票房市场份额从2019年的1.49%提升至2021年1.6%, 在后疫情压力测下, 博纳影业的票房市占率逆势提升。

图表 13: 博纳影业影院数量、银幕数、票房收入及市占率

项目	2019年	2020年	2021年
影院数量(家)	79	87	101
银幕数量(块)	654	724	841
单个影院平均银幕数(块)	8.28	8.32	8.33
票房收入(亿元)	9.57	3.15	7.51
市场份额	1.49%	1.54%	1.60%

资料来源: 猫眼 app、博纳影业招股书, 华鑫证券研究

2019年4月首家影院正式加盟博纳院线, 截至2021年12月末, 博纳院线旗下加盟影院共108家, 银幕905块, 其中资产联结型的自有影院92家, 外部签约加盟影院16家。博纳院线旗下加盟影院于2021年实现票房收入7.36亿元, 放映场次151.15万场, 年度观影人次超过1800万, 单银幕产出80.95万元。据拓普电影数据库显示2021年票房收入前500名的影院中, 博纳院线旗下加盟影院占16家。未来, 伴随自有影院数量和票房增长以及公司院线加盟业务的拓展, 博纳院线的市场份额及排名有望进一步提升。

图表 14：博纳影业已开业的影院



(北京悠唐店)

- ◆ 公司在北京投资建设的首家影院
- ◆ 位于东二环朝阳区核心繁华商圈
- ◆ 拥有双巨幕且全球仅有的五家之一能放映 120 帧高规格画面的影院
- ◆ 大陆接待明星举办首映礼最多的影院之一

- ◆ 公司升级影院品牌“博悦汇”首家门店
- ◆ 与复星集团达成战略合作的首家影院
- ◆ 位于上海外滩核心繁华地段
- ◆ 影院由国际著名设计师设计，风格高端大气



(上海外滩店)

- ◆ 与中粮大悦城达成战略合作的首家门店
- ◆ 法国风情小镇景观为主题的高端影院
- ◆ BONA ONE 品牌激光巨幕厅首次亮相入驻



(杭州大悦城店)



(重庆长嘉汇店)

- ◆ 与香港置地集团达成战略合作的首家门店
- ◆ 加盟博纳电影院线的首家影院

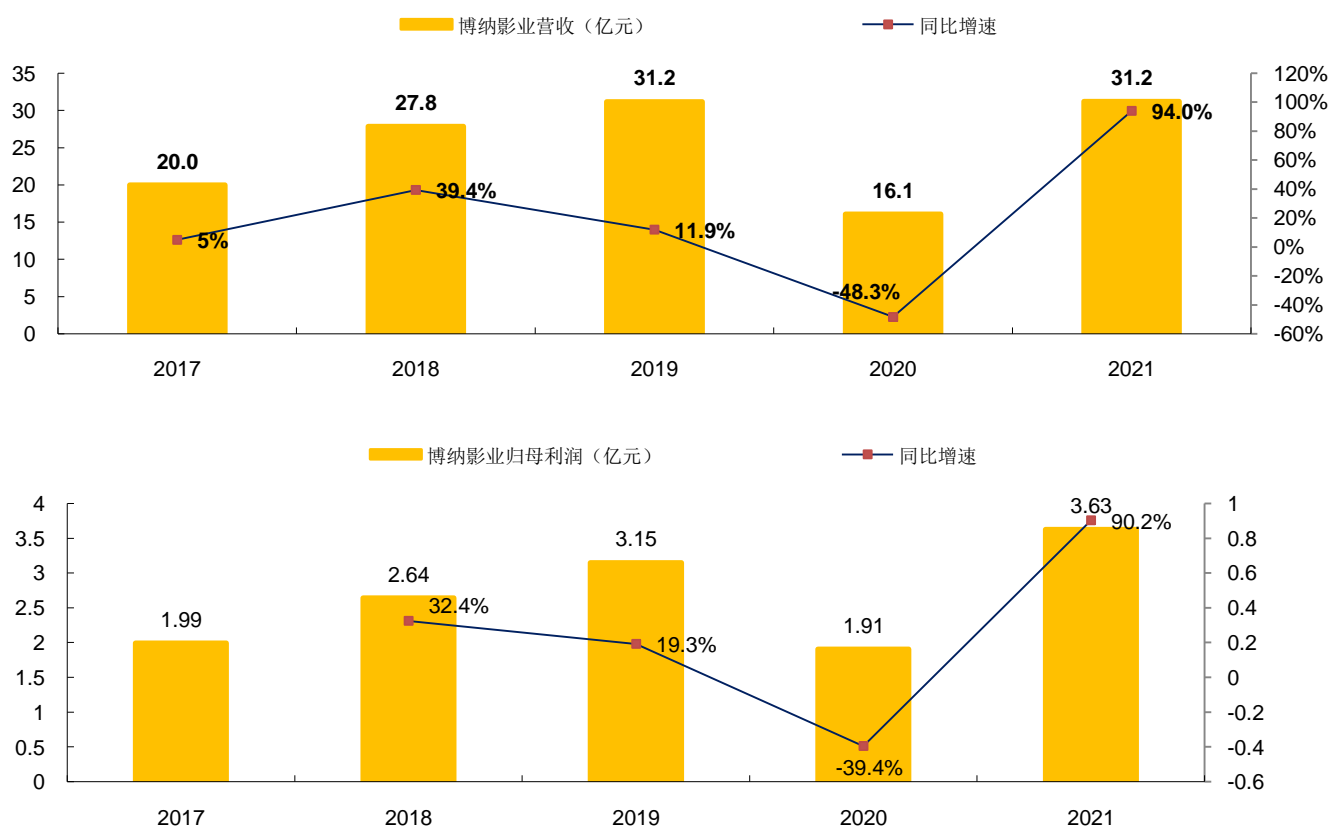
资料来源：博纳影业招股说明书，华鑫证券研究

## 1.4、博纳影业财务数据：疫情筑业绩底后疫情回暖可期

博纳影业财务数据看，营收端从2017年的19.97亿元增加至2021年31.23亿元（复合增速12%），归母净利润从2017年的1.99亿元增加至2021年3.63亿元（复合增速16%）。

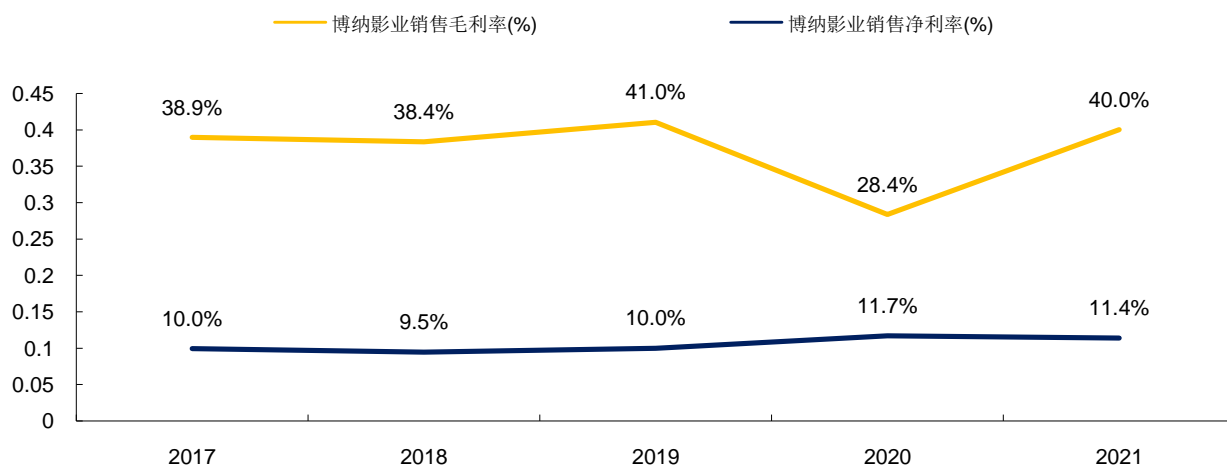
2020年博纳影业的营收与归母净利润下滑主要由于疫情的影响，压力测试下不改博纳长期在优质内容端的投入与打磨，在手储备项目丰富且上市后加码主业也为未来两三年公司的内容端业务发展奠定坚实基础。

图表 15: 2017-2021 年博纳影业营收及同比增速 (上)、博纳影业归母净利润及同比增速 (下)



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 16: 2017-2021 年博纳影业销售毛利率、销售净利润走势



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

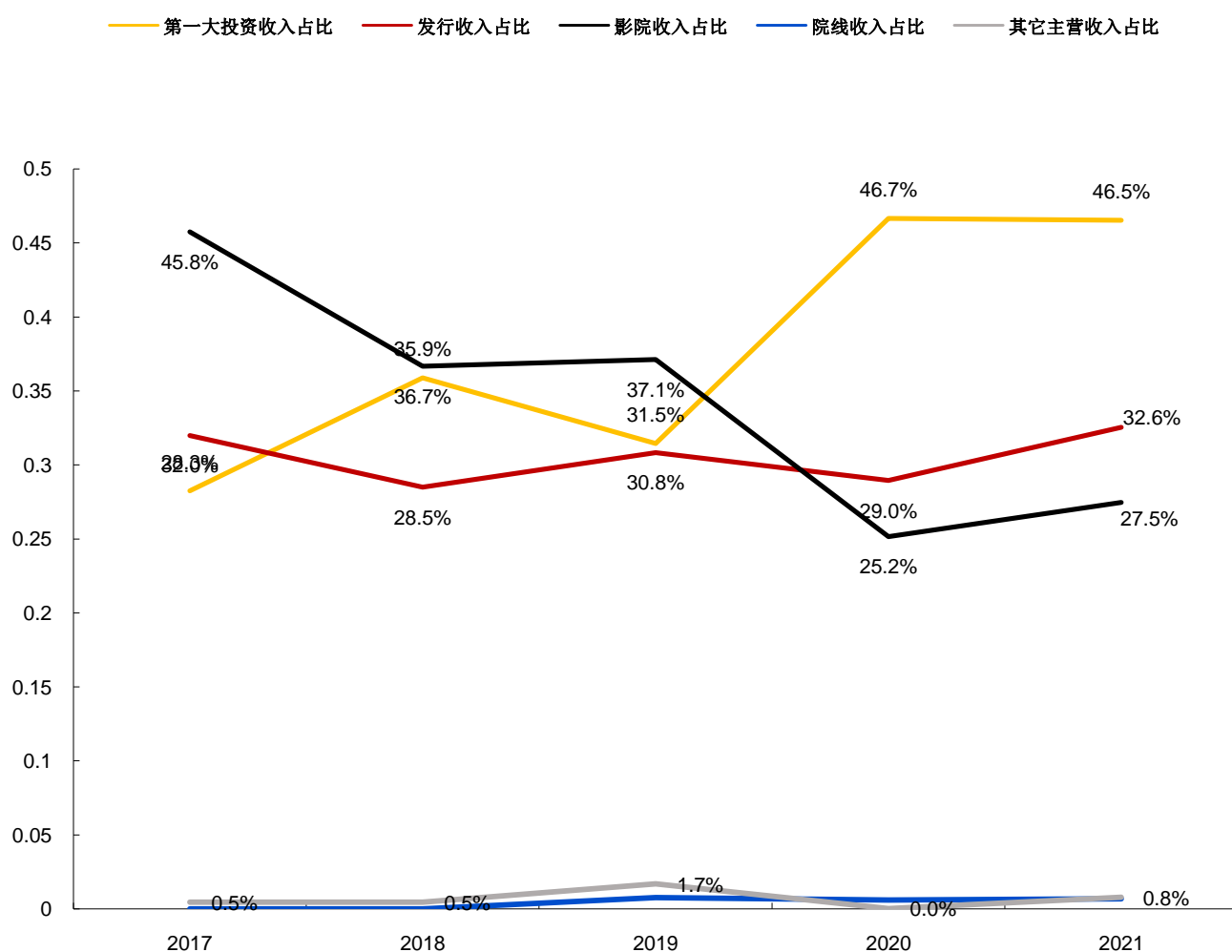
➢ 博纳影业主业分类看, 2021年公司营收第一主力投资 (主投收入为主), 第二营收主力发行

我们回顾博纳影业2017-2021年博纳影业营收结构, 公司第一大营收主力为投资业

请阅读最后一页重要免责声明

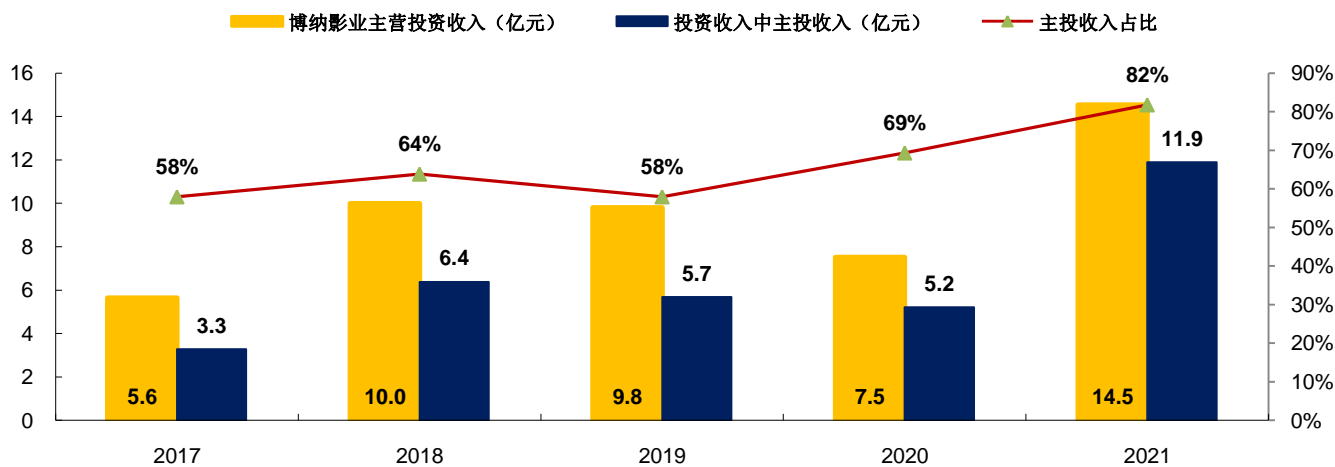
务，投资收入从2017年的5.6亿元增加至2021年14.5亿元（五年复合增速26.7%），其中第一大主营投资收入分为主投业务、参投业务，其中主投业务收入从2017年的3.27亿元增加至2021年的11.89亿元，占投资业务收入占比从2017年的58%提升至2021年的82%，在内容投资业务中主投影片为主，博纳影业的主投业务中由公司负责组织并监督影片创作生产的全过程，由公司提供题材并研究确定剧本后，根据剧本题材的风格特点，确定适合的导演或监制，并与导演或监制所属的承制公司签署承制协议，根据影片制作细节及质量要求确定具体影片预算计划，再由承制公司组建影片生产制作团队进行拍摄生产和后期制作等工作，公司作为主要投资方负责监督影片预算执行并吸纳其他投资方参与投资。

图表 17：2017-2021 年博纳影业各个业务收入占总营收比例走势



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 18：2017-2021 年博纳影业第一大主业投资业务收入中主投收入及占比走势



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

第二大营收主力为发行业务，发行收入从2017年的6.4亿元增加至2021年的10.2亿元（五年复合增速12.4%），发行业务包括代理发行、保底发行业务，代理发行业务中，一般由公司负责影片的宣传推广等工作并先行垫付宣发费，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；2019-2021年公司代理发行业务收入为7.06亿元、1.3亿万元、8.78亿元，占总业务收入的比重比分别为22.67%、8.09%、28.11%。

买断或保底发行业务中，公司承担更高的发行风险并可能获得更高的收益。在买断发行业务中，公司向电影制片方或其授权方一次性支付固定价款，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，公司按照保底金额向制片方或授权方支付收益。代理发行费率和买断/保底价格一般采取一片一议的方式；针对进口影片，公司主要采取买断发行的模式，即公司以固定的价格把影片的放映权从国外片商处买断，国外片商不再参与中国票房分成。针对国产影片，公司主要采取代理发行的模式，即公司向院线、影院和消费者推广影片并获得相应的发行代理费。

在第一大投资业务和第二大发行业务收入中，主要客户在2021年前三大分别为华夏电影发行、中国电影集团、ColumbiaPicturesIndustrie，占当期收入比例分别为48.08%、7.6%、4.15%。

第三大业务为影院收入（电影放映收入、卖品收入、广告及其他），2017-2019年博纳影业的影院收入均大于发行收入，2020-2021年发行收入超过影院收入成为第二大收入，博纳影业的影院收入从2017年的9.1亿元下降至2021年8.6亿元，疫情的波动对影院收入影响，因为影院业务板块收入主要分为电影放映收入、卖品收入、广告及其他收

入。其中，电影放映收入占比最大。随着电影院网络购票及在线选座业务快速发展，观众通过电影在线票务平台购买电影票，因此电影放映业务的主要客户为电影在线票务平台：天津猫眼微影文化传媒有限公司及其一致行动人（猫眼电影）、杭州淘票票影视文化有限公司（淘票票）、深圳市华宇讯科技有限公司（卖座网）等。

**第四大收入为院线**，由于博纳影业自2019年取得院线牌照，进而院线收入从2019年计入，2019-2021年博纳影业院线收入0.24亿元、0.096亿元、0.216亿元，2020年院线收入受疫情影响，院线业务收入主要系向加盟影院收取的院线管理费、推广服务费等。加盟公司院线的影院主要以公司的自营影院为主，因此院线业务板块的主要客户系公司的自营影院。截至2021年12月31日，公司院线旗下共有加盟影院108家。其中，自有影院92家，外部签约加盟影院16家。

公司影院业务板块收入主要分为电影放映收入、卖品收入、广告及其他收入。其中，电影放映收入占比最大（2019-2021年博纳影业的电影放映收入分别为9亿元、3亿元、7亿元，业务收入占比28.89%、19.2%、22.8%）。随着电影院网络购票及在线选座业务快速发展，越来越多的观众通过电影在线票务平台购买电影票，因此电影放映业务的主要客户为电影在线票务平台为天津猫眼微影文化传媒有限公司及其一致行动人（猫眼电影）、杭州淘票票影视文化有限公司（淘票票）、深圳市华宇讯科技有限公司（卖座网）等。

在经历2020年疫情带来的阶段性影响后，2021年营收增速均恢复到疫情前的2019年，也得益于2021年国庆档博纳影业出品的《长津湖》取得总票房57.75亿元（位列2021年年度冠军影片），为2021年业绩奠定深厚基础。长津湖系列影片《长津湖之水门桥》于2022年春节上映取得总票房40.6亿元增厚博纳影业2022年上半年业绩，2022年上半年博纳影业收入14.73亿元（同比增加81.89%），归母净利润2.36亿元（同比增加783.15%），扣非利润1.52亿元（同比增加1124.45%），营收与利润高增主要由于2021年同期无主投影片发行上映带来的低基数。

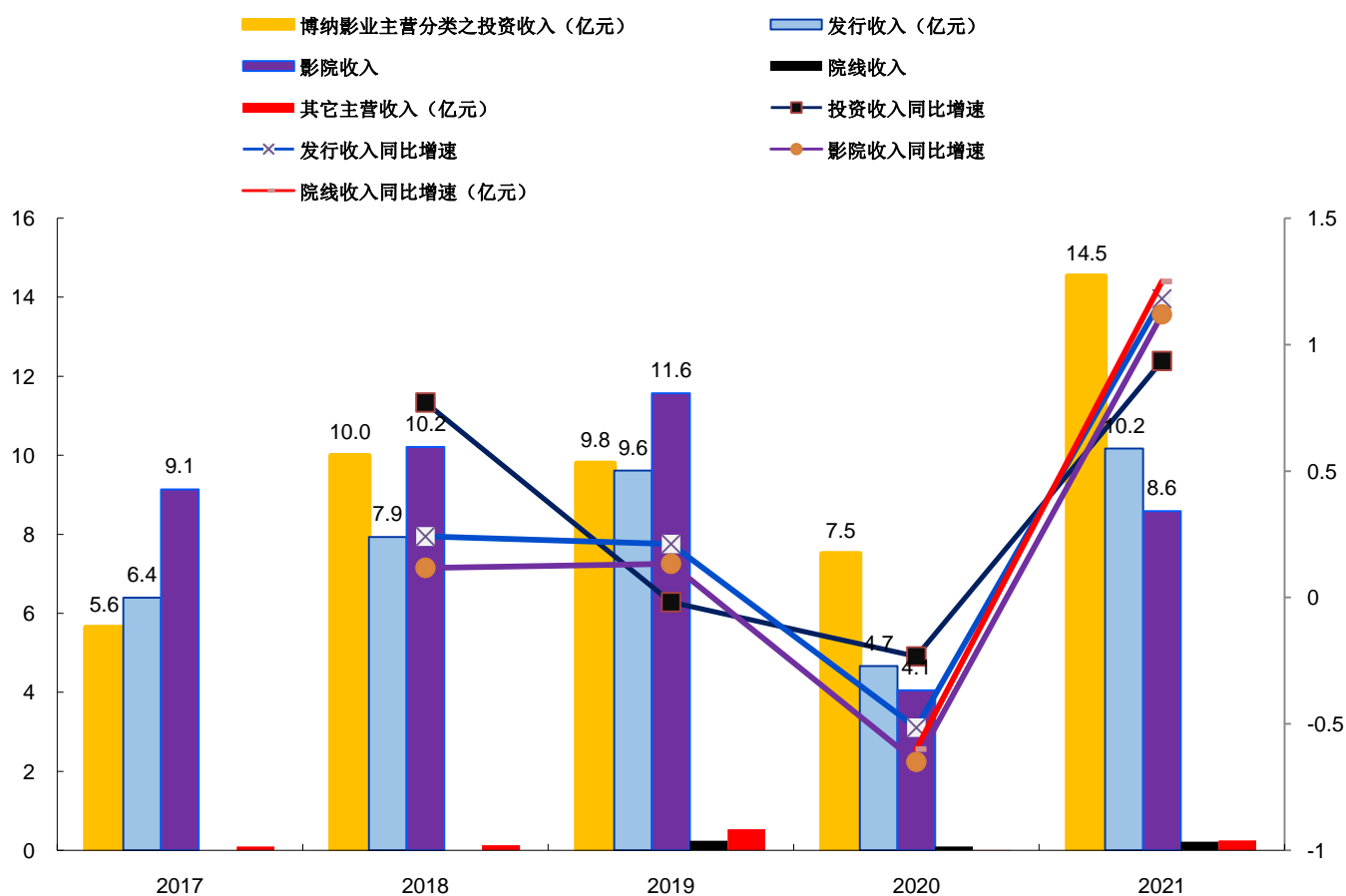
2022年前三季度博纳影业营收预计在21.54亿元~22.79亿元（同比增加56.4%~65.5%），归母净利润1.47亿元~2.37亿元（同比增加100%~223%），进而我们可倒算2021年前三季度博纳影业营收与归母净利润分别为13.77亿元、0.74亿元，进而2021年第四季度营收与归母净利润分为23.71亿元、2.89亿元，换言之，2021年博纳影业的营收、归母净利润呈现前低后高态势，主要得益于2021年国庆档博纳影业的《长津湖》于9月30日正式上映增厚其营收与归母净利润，2022年第四季度同比看，由于2022年《无名》拟上映未定档，若2022年国庆档定档，也有望助力2022年第四季度博纳影业营收与利润，但是否能超越《长津湖》仍需观察，由于2021年第四季度博纳影业营收、归母净利润高基数，2022年第四季度业绩增速仍需看影片供给及疫情波动的影响。

图表 19: 博纳影业主营分类之营收及同比增速

年度	主业 1: 投 资(亿 元)	投资收 入 YOY	主业 2: 发 行(亿 元)	发行收 入 YOY	主业 3: 影 院(亿 元)	影院 YOY	主业 4: 院 线(亿 元)	院线收 入 YOY	主业 5: 其 它(亿 元)	其它主 业收入 YOY
2017	5.6		6.4		9.1				0.094	101
2018	10.0	77%	7.9	24%	10.2	12%			0.128	841
2019	9.8	-2%	9.6	21%	11.6	13%	0.24		0.528	8.33
2020	7.5	-23%	4.7	-51%	4.1	-65%	0.096	-60%	0.005	7.51
2021	14.5	94%	10.2	118%	8.6	112%	0.216	125%	0.245	1.60%
5年 CAG R	26.7%	12.3%								

资料来源: wind 资讯、华鑫证券研究

图表 20: 2017-2021 年博纳影业销售毛利率、销售净利润走势



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

### 1.5、博纳影业竞争优势

**版权价值优势突出。**自上而下看,版权强国十四五规划顶层设计,版权是文化创意产业的核心要素,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;企业端,公司深耕于影视行业多年,积累了丰富的自有IP资源及版权片库,建立了强大的内容护城河,如《十月围城》《澳门风云》《窃听风云》《追龙》《红海行动》等著名电影IP。公司电影版权销售规模大,2019年至2021年公司累计实现版权销售金额11.85亿元。公司将持续加大自有优质IP的开发力度,同时也通过参与投资文化出版公司等方式加强IP资源的整合。公司持续版权盈利的方式包括:售卖版权片库中一定时期内的互联网平台、电视等渠道的播映权,并进一步拓宽优质IP的新媒体载体的变现渠道;对优质电影的IP进行电视剧剧等进行改编或者投拍其续集、系列电影等;对主题公园、消费商品、游戏等周边衍生领域进行IP授权。

归来,登陆A股,借力资本市场,有利于博纳影业全面强化公司在产业链各环节竞争实力,为实现业务发展战略和总体目标,针对公司各个业务板块经营的特点和优势,特制定具体发展计划,以此增强本公司的核心竞争力。

**国际化优势。**在国产影片出口和进口影片投资发行方面均取得显著的成绩。在国产影片出口方面，公司自2008年投资控股了海外发行公司，开展海外发行业务，发行的影片在海外市场取得了不俗的成绩：《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。在进口影片投资发行方面，公司于2015年在美国好莱坞设立电影投资公司，与好莱坞娱乐金融公司TSG及美国六大电影公司之一的20thCenturyFox合作，参与好莱坞的电影业务，获取更多优质海外影片资源，公司参与投资的好莱坞影片包括《比利·林恩的中场战事》《X战警：天启》《猩球崛起3：终极之战》《独立日：卷土重来》《佩小姐的奇幻城堡》《异形：契约》及《马戏之王》等。公司经过多年的积累，对海外电影市场有深入理解，并且积累了较为丰富的海外渠道资源，与海外合作方长期保持友好合作关系，每年受邀参加柏林、戛纳、威尼斯、多伦多、香港等全球各大电影市场的文化交流活动、展映销售及市场推广活动，以洽谈购买海外影片国内发行权，进一步推动国产电影的海外发行销售，加强中外合作影片的业务发展。

**全产业链布局优势。**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，实现稳健经营，同时实现各项业务之间的优势互补，充分发挥协同效应，资源良性互动，确保公司业务的全面、可持续发展，实现公司整体利益最大化。

**首先，电影的投资与发行业务互相促进。**一方面，公司主投的影片均由公司发行，公司可通过参投影片获取影片发行权，进一步扩大电影发行业务的市场份额；另一方面，作为国内民营电影发行的头部企业，在发行业务上多年的积淀使得公司对观众观影喜好和市场趋势有较为深入的理解，帮助公司在投资影片时做出更符合市场需求的判断。其次，院线业务为上游的投资和发行业务、下游的影院业务提供有力支持。

公司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；院线的统一管理可帮助下游的影院业务提升管理水平，增强公司的品牌影响力，也可以发挥规模效应优势，提高影院的议价能力，从而进一步降低运营成本。再次，影院能提供稳定持续的现金流，同时通过对电影排片以及阵地宣传等来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。

## 1.6、博纳影业估值如何看？

从估值角度，我们选择博纳影业核心主业投资业务为参考值（投资业务中分为主投与参投，主投占比为主，具有较强可控性），投资业务收入2020-2021年占总营收比例分别为46.7%、46.5%。

**假设1：**基于博纳影业第一大收入是投资业务，即我们假设投资（主投与参投）主业占总收入比例在2022-2025年分别为47.2%、48.8%、48.6%、49%；

**假设2：**博纳影业第一大主业，投资业务收入占全国分账票房比例在2020-2021年分别为4.04%、3.39%，我们假设2022-2025年该业务占全国分账票房比例分别为3.47%、3.48%、3.5%、3.6%；

**假设1和假设2的条件均是建立在，第一，博纳影业在行业内累积了成功运营主流电影作品能力；第二，博纳影业的电影项目取得的票房成绩已多次验证；第三，市后，**

募投资金主要用于电影项目，手握片单利于投资业务中主投的收入与利润的稳定。

**假设3：**全国分账票房在2019-2021年分别为594.52亿元、186.11亿元、428.63亿元，三年中疫情压力测试后票房回暖较快。2022年上半年虽疫情仍有波动，但2022年暑假档票房成绩再次验证电影市场的需求韧性，供给端仍具有较大提升空间。2022年博纳影业上市，也为电影市场优质内容作品的共计带来新增量，进而我们假设在2022年受疫情的背景下，叠加博纳影业的优质供给，全国分账票房为450亿元，2023-2025年分别为530亿元、580亿元、696亿元（同比增速分别为5%、17.8%、9.4%、20%）。

**假设3的数据是建立在，自上而下看，**国家电影局发布了《“十四五”中国电影发展规划》，聚焦建成电影强国远景目标，指出“十四五”时期电影发展要实现以下目标：努力实现市场和产业体系更加健全，电影发行放映机制改革持续深化，市场规模稳居世界前列，国产影片年度票房占比保持在55%以上，到2025年银幕总数超过10万块，单银幕产出若保守估算在70-80万元，即2025年全国票房预计为700亿元~800亿元，进而我们假设到2025年全国分账票房约为696亿元。

图表 21：博纳影业估值假设

	投资业务收入 (亿元)	第一大投资收入占比	博纳影业总营收 (亿元)	全国分账票房 (亿元)	全国分账票房 YOY	博纳影业投资收入占 全国分账票房占比	利润率	博纳影业归母 利润及预测 (亿元)	登陆 A 股市值 69.14 亿元对 应的 PE (倍)
2017	5.64	28.3%	19.97	524		1.08%	9.95%	1.99	34.8
2018	9.99	35.9%	27.84	565.84	8.0%	1.77%	9.47%	2.64	26.2
2019	9.80	31.5%	31.16	594.52	5.1%	1.65%	10.00%	3.1	22.2
2020	7.51	46.7%	16.10	186.11	-68.7%	4.04%	11.72%	1.9	36.7
2021	14.54	46.5%	31.24	428.63	130.3%	3.39%	11.39%	3.6	19.4
2022e	15.62	47.2%	33.11	450.0	5.0%	3.47%	10.7%	3.54	19.5
2023e	18.44	48.8%	37.80	530.0	17.8%	3.48%	10.7%	4.04	17.1
2024e	20.30	48.6%	41.75	580.0	9.4%	3.50%	11.38%	4.75	14.6
2025e	25.06	49.0%	51.13	696.0	20.0%	3.60%	11.00%	5.6	12.3

资料来源：博纳影业招股书，华鑫证券研究

\*注：2022年8月8日博纳影业发行价5.03元，对应总股本13.75亿股，发行后总市值约为69.14亿元

图表 22：博纳影业、万达电影、横店影视三家对比

	博纳影业 (001330)	横店影视 (603103)	万达电影 (002739)
2021 影投票房 (亿元)	7.84	15.58	62.64
2021 影投票房市占率	1.83%	3.63%	14.61%
2021 年已开业影院 (家)	101	475	790
其中自营影院 (家)		394 (占比 83%)	699 (占比 88%)
2021 年银幕数 (块)	841	2958	6750
其中自营银幕 (块)		2492 (占比 84%)	6063 (占比 90%)
最新市值 (亿元) 截至 8 月 9 日收盘	69.14	87	255
最新市值对应 2021 年归母净利润 PE (倍)	19	636 (疫情影响非常态化值) 28 (最新市值对应 2019 年归母净利润)	240 (疫情影响非常态化值) 22 (最新市值对应 2018 年常态化年的归母净利润, 2019-2020 年均亏损)
销售利润率 (%) 2020 年疫情影响	2018-2019 年销售利润率: 9.5、10	2018-2019 年销售利润率: 11、11.8	2018-2019 年销售利润率: 9.2、14.5

资料来源: 博纳影业招股书, 华鑫证券研究

\*2021 年由于疫情仍在波动, 致使万达电影、横店影视的利润水平非常态化正常值,

同时万达电影在 2019-2020 年期间进行商誉减值致其归母净利润在 2019-2020 年分别为-47 亿元、-67 亿元, 不具可参考性

综上, 对比万达电影、横店影视、博纳影业三家在产业链布局上相对完整, 在商业模式上虽可比性有参差, 每家在营收端各有侧重, 但总体在商业模式上可从影投布局、市占率、销售利润率、估值等维度比较。从估值角度看, 万达电影、横店影视最新市值对应 2021 年归母净利润的值, 由于受到疫情影响, 可参考性不高, 进而我们选择在非疫情影响下的常态化年份的利润, 如上表所示, 横店影视、万达电影最新市值对应 2018 年常态化归母净利润下的 PE 分别为 28 倍、22 倍, 我们取均值即 PE 为 25 倍, 博纳影业作为新股, 在 2022 年上市后, 可阶段性享估值溢价, 我们给予 2022 年 PE 在 30 倍, pe30x 的预期是基于新股博纳影业的内容投资端具有主旋律特色同时具有票房收入弹性, 对应下的 2022 年的市值为 106 亿元, 2023-2024 年常态化发展下给予 25 倍估值。

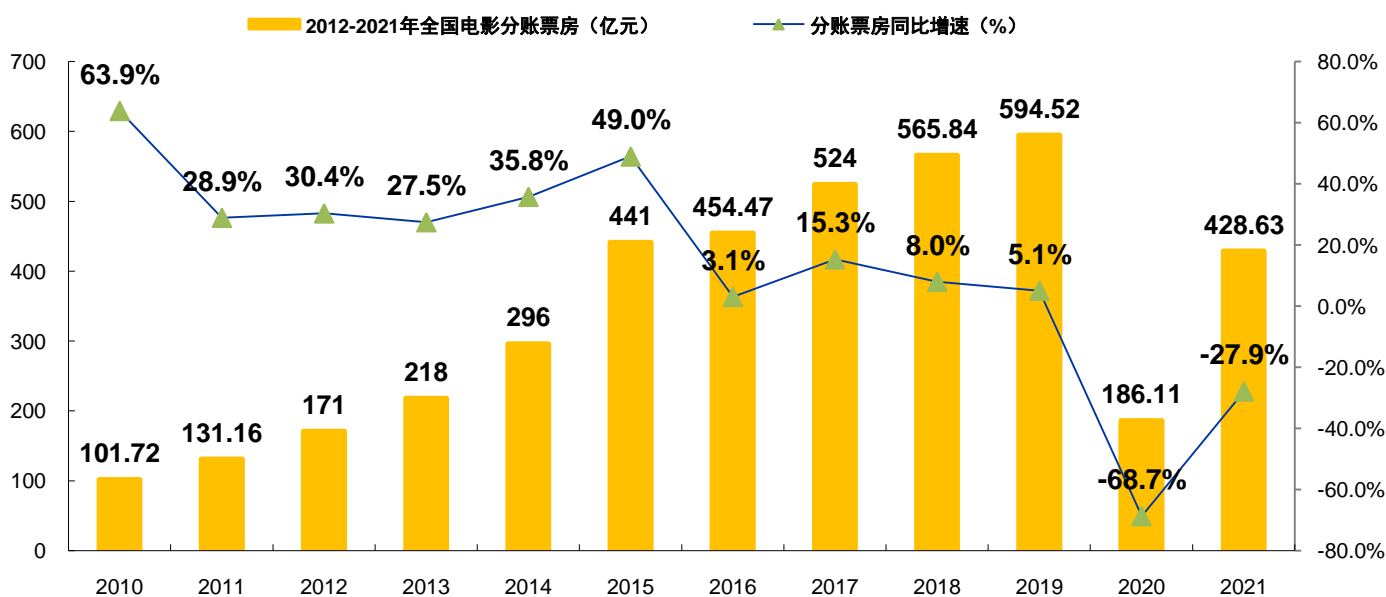
## 2、院线行业的后疫情时代发展

### 2.1、院线拐点何时至

2021年，虽国内疫情形势总体平稳，但江苏、河南、福建、内蒙古、辽宁、黑龙江等多地疫情出现反复，根据各地疫情防控要求和《国家电影局关于进一步加强当前电影院疫情防控工作的通知》，国内中高风险地区影院暂停营业，特别是第三季度疫情局部爆发，最多时全国约三分之一影院停业，部分影片拍摄及上映计划调整，作为全年最重要的档期之一的暑期档受到较为严重影响，整体票房较2019年同期减少，但受春节档、五一档、国庆档拉动，2021年整体稳中向好（如下图所示，2021年全年分账票房428.63亿元，相较疫情前的2019年下滑27.9%，跌幅收窄，2021年同比增加130%），也为疫情过后中国电影产业的稳健发展坚定了信心。

2021年，随着中国电影不断发展，以及海外疫情的持续影响，国产影片在数量和票房产出两方面均保持较大优势。2021年全年上映新片572部，其中国产影片529部，票房占比达到84.5%，成为中国电影市场主力军，重要性不断增强。国产影片题材更为丰富，剧情、喜剧、战争、动画、悬疑、爱情等多种题材丰富了市场观影选择，而主旋律与国民度较高的影片更能引发观众情感共鸣，数量及票房表现均呈稳步上升态势，其中博纳影业的《长津湖》登顶中国影史票房冠军，受海外疫情持续影响，进口影片数量明显减少，较2019年上映数量减少近一半，影片质量也有所下降，全年仅《速度与激情9》《哥斯拉大战金刚》两部影片票房过十亿元，进口影片整体票房占比下降至15.5%，对全国大盘票房未能形成有效补充，电影市场多元性不足。

图表 23：2012-2021 年全国电影分账票房及同比增速



资料来源：猫眼 app、华鑫证券研究

注：2021 年全国分账票房同比增加 130%，由于 2020 年受疫情影响，同比可行性较弱，故我们选择 2021 年对比 2019 年数据

行业端看，影院与银幕的增长是我国电影产业规模稳步发展的重要基础之一。银幕数量从2011年的9286块增长至2021年的82248块，年均复合增长率为24.37%（如下表所示）是民营影院的增长成为我国电影产业规模稳步发展的重要基础。电影行业属于资本密集型行业，电影的投资、宣传推广、影院建设等环节都需要大量的资金投入。从投资的角度来看，随着电影技术的迅速发展，制作影片所需要的投资规模越来越大，目前大制作影片的投资规模普遍超过亿元，这对行业的潜在进入者构成了较高的资金壁垒。从电影发行的角度来看，保底发行模式的出现和宣传推广的需求都对电影发行方的资金实力提出了更高的要求。从电影放映的角度来看，电影院的建设和运营成本也日益增高，影院投资方需要投入大量资金购买和建设现代化的电影放映技术和设备，从而满足3D和IMAX等高技术影片的放映需求。

2021年，后疫情时代观众档期观影意愿明显增加，重点影片倾向于集中选择档期上映，双向影响下电影市场“档期效应”加剧，春节档、五一档、国庆档等重点档期票房表现突出。2021年，电影市场“二八效应”更加显著，中腰部影片数量相对缺乏，头部影片票房集中度继续提高。

2020-2021年全国电影院银幕数增速回到个位数，行业出清继续加速，头部公司经营优势显现。2021年，因为疫情反复影响下经营压力加剧，国内影院数量增速持续放缓，2020-2021年全国电影院银幕数增速回到个位数，院经营效率分化，资金储备和运营效率存在劣势的影院仍面临较大的经营压力，在高投入门槛趋势下，企业的竞争力在于产业链上下游的议价能力，内容产品的可持续输出等综合实力的较量。

图表 24：2009-2021 年全国电影数据（单银幕产出、票房、银幕数等同比增速）

年度	单银幕票房产出 (万元)	单银幕票房产出同比增速	单影院票房产出 (万元)	单影院票房产出同比增速	年度	全国电影银幕数 (块)	全国电影银幕数YOY	全国分账票房 (亿元)	全国分账票房YOY	全国电影院数量 (个)	新增银幕数	新增银幕数YOY+	全国电影院YOY+
2009	131.40		465.57		2009	4723		62.06		1333			
2010	162.60	23.7%	617.98	32.74%	2010	6256	32.5%	101.72	64%	1646	1533		23.5%
2011	141.24	-13.1%	468.43	-24.20%	2011	9286	48.4%	131.16	29%	2800	3030	98%	70.1%
2012	130.36	-7.7%	464.67	-0.80%	2012	13118	41.3%	171	30%	3680	3832	26%	31.4%
2013	119.81	-8.1%	566.38	21.89%	2013	18195	38.7%	218	27%	3849	5077	32%	4.6%
2014	125.47	4.7%	608.30	7.40%	2014	23592	29.7%	296	36%	4866	5397	6%	26.4%
2015	139.44	11.1%	689.60	13.36%	2015	31627	34.1%	441	49%	6395	8035	49%	31.4%
2016	110.31	-20.9%	585.35	-15.12%	2016	41179	30.2%	454.23	3%	7760	9552	19%	21.3%
2017	103.17	-6.5%	556.35	-4.95%	2017	50776	23.3%	523.86	15%	9416	9597	0%	21.3%
2018	94.18	-8.7%	522.23	-6.13%	2018	60079	18.3%	565.84	8%	10835	9303	-3%	15.1%
2019	85.19	-9.5%	479.14	-8.25%	2019	69787	16.2%	594.52	5%	12408	9708	4%	14.5%
2020	24.62	-71.1%	141.79	-70.41%	2020	75581	8.3%	186.11	-69%	13126	5794	-40%	5.8%
2021	52.11	111.6%	301.83	112.88%	2021	82248	8.8%	428.63	130%	14201	6667	15%	8.2%

资料来源：猫眼 app、华鑫证券研究

### ► 2022年第二季度阶段性仍受疫情影响

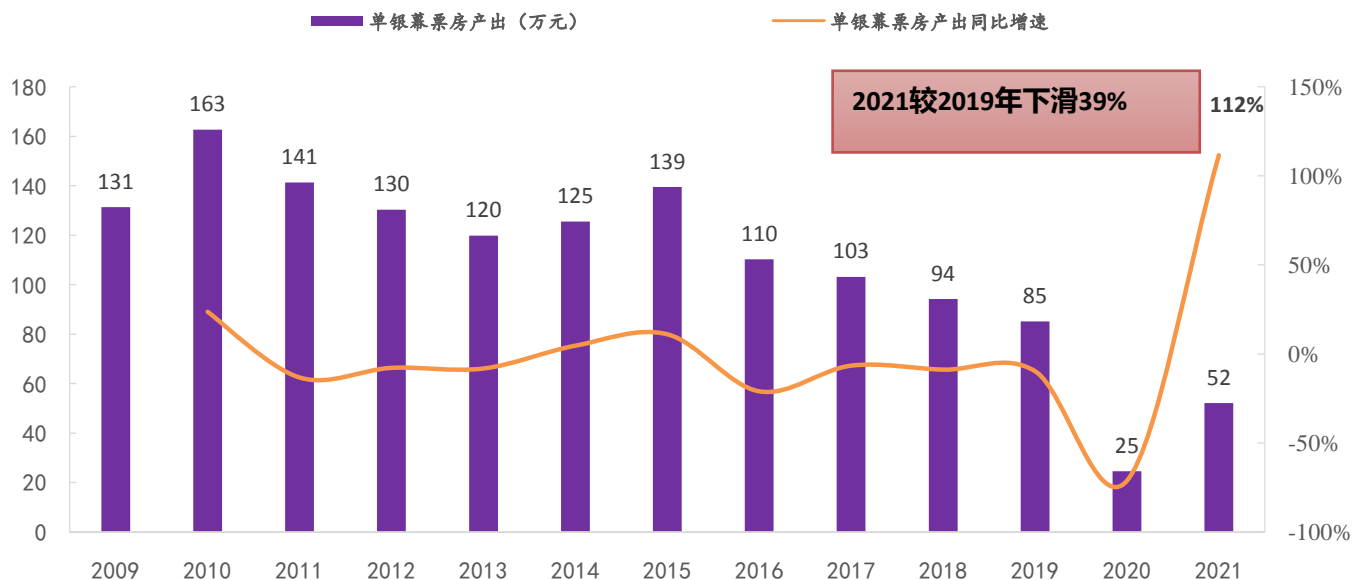
2022年3月18日，国家电影局发布关于从严抓好电影院疫情防控工作的通知，要求服从疫情防控工作大局，严格落实分区分级防控要求，中高风险地区电影院一律暂不开放，低风险地区电影院要按照属地防疫部署要求，营业电影院要严格执行上座率不超过75%的要求，压实属地管理责任和企业主体责任。2022年5月16日，上海宣布6月1日至6月中下旬，全面恢复上海全市正常生产生活秩序。2022年7月8日起，上海市电影院有序恢复开放，影院上座率限制在50%以内。院线的拐点是即单银幕产出同比增速与新增银幕同比增速的剪刀差，由于2020-2022年均受到疫情、后疫情的阶段性影响，其异常值较多致使其数值参考值较弱（例如2021年单银幕产出52万元，同比增加112%，但该数值

主要由于2020年低基数，2021年实际单银幕产出较2019年同期下滑39%，单银幕产出尚未恢复至疫情前数值水平，进而可参考意义较弱)

常态化下单银幕产出在80-100万元，异常值产出在20~50万元，异常值下形成的剪刀差不具有较强的参考值，院线的拐点仍需看，第一，疫情的进展及影响周期；第二，优质内容供给在推动观影人次提升进而助推单银幕产出同比实现常态化增速；第三，单银幕票房产出同比增速大于新增银幕增速进而形成剪刀差。

短期看，悲观预期渐消化，疫情控制后的观影需求已逐步回暖（2022年暑假档单月8月票房已在验证）；中长期看疫情加速市场出清，头部企业有望借助资本运作提升市场占有率。由于2020年疫情影响，影院运营压力加大，也进一步提高了影院投资门槛，降低中小影投公司投资信心，加快了市场整合速度。

图表 25：2009-2021 年全国电影数据（单银幕产出、票房、银幕数等同比增速）



资料来源：猫眼 app、华鑫证券研究

## 2.1、院线影院存在价值是什么？2025年银幕总数超10万块

在流媒体、短视频等各类新媒介融合下，用户休闲娱乐时间不断被娱乐产品与媒介分割，线下观影的需求是否会减弱？院线影院是否具有存在价值？企业端，我们看到，头部企业积极加码内容，横店影视在产业链上下游加码，上游加码内容，2020年12月，公司完成股权收购，影视制作及横店影业成为横店影视全资子公司，横店影视业务范围进一步拓宽至产业链上游的影视内容制作和发行，实现由“院线”向“电影公司”转型升级，推进横店影视全产业链战略布局，下游加码影投，2022年7月横店影视拟收购影投公司上海星轶影院管理有限公司（收购全部股权的交易价格不低于30亿元，交易签署正式协议的时间不得晚于2022年10月8日）。

**政策端**，2021年11月9日，国家电影局发布了《“十四五”中国电影发展规划》，聚焦建成电影强国远景目标，指出“十四五”时期电影发展要实现以下目标：努力实现市场和产业体系更加健全，电影发行放映机制改革持续深化，市场规模稳居世界前列，国产影片年度票房占比保持在55%以上，到2025年银幕总数超过10万块，结构分布更加合理，电影产业链条延伸拓展，电影消费模式创新升级，电影综合收入稳步提高。聚焦2035年建成电影强国的远景目标。2021年是“十四五”开局之年，中国电影发展仍然处于重要的战略机遇期，2022年第二季度受到一线部分城市疫情影响，致使院线经营承压，压力测试后，院线电影企业韧性凸显。

若10年周期看，新技术的产生驱动新体验经济，传统的影院的观影功能在10年后也许会被另一种体验所取代或者不是核心功能，但影院的物理存在是无法替代。内容是流动的，优质内容的分发渠道可线上也可线下，就如同余华、王小波、曹雪芹、马尔克斯、东野圭吾的作品可通过图书、电子书、音频变现传递，优质内容的精髓与影响力也是伴随传递技术的提升而放大。院线作为内容传播重要渠道之一，院线端的财务数据有望在基数效应、集中度双逻辑下支持利润释放；若从5-10年维度看（2025-2030），院线作为单一电影内容传播的属性预计在新技术驱动下实现升级，线上与线下的边界也将模糊与融合，内容分发体验方式也有望实现融合，助推线下院线市场的扩容。

### 3、评级及投资策略

首次覆盖，给予博纳影业（001330）推荐评级。后疫情时代行业加速出清，头部院线加码主业，市占率有望提升；博纳影业的上市，也让文化品牌类企业阵营扩大。

本次公开发行股票并上市，是博纳影业发展历程中的重要里程碑，是公司做强、做大的重要支撑和全新起点。博纳影业与资本市场有效结合，进一步加强对投资、发行、院线、影院等全产业链的布局，有利于提升行业竞争力和巩固行业地位，引领并推动电影产业发展，使公司发展成为**世界级创新型全产业链的影视文化平台**。我们预计2022-2024年博纳影业营收分别为33.1亿元、37.8亿元、41.6亿元，归母净利润分别为3.54亿元、4.05亿元、4.75亿元（同比增速分别为-2.4%、14.3%、17.4%），2022年归母净利润增速的假设主要由于2021年长津湖属于黑马冠军影片，同比看，2022年上半年疫情致业绩波动，2022年仍需要看国庆档表现进展，博纳影业发行价5.03亿元，发行后总市值预计为69亿元，对应2022-2024年的PE分别为19.5倍、17.1倍、14.6倍，eps分别为0.26元、0.29元、0.35元。

我们看好博纳影业归来，登陆A股后优质内容供给有望再续，助力电影大国走向电影强国，用中国故事丈量中国文化厚度，首次覆盖，进而推荐评级。

图表 26: 博纳影业盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入 (百万元)	3,124	3,311	3,779	4,157
增长率 (%)	94.0%	6.0%	14.1%	10.0%
归母净利润 (百万元)	363	354	405	475
增长率 (%)	90.2%	-2.4%	14.3%	17.4%
摊薄每股收益 (元)	0.33	0.26	0.29	0.35
ROE (%)	6.4%	6.1%	6.8%	7.7%

资料来源: Wind 资讯、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>3,124</b>	<b>3,311</b>	<b>3,779</b>	<b>4,157</b>
现金及现金等价物	1,439	1,613	1,630	1,636	营业成本	1,873	2,079	2,245	2,386
应收款	1,471	1,559	1,780	1,958	营业税金及附加	38	103	128	150
存货	1,289	1,502	1,633	1,745	销售费用	298	315	360	396
其他流动资产	2,989	3,116	3,434	3,691	管理费用	213	312	409	489
流动资产合计	7,188	7,790	8,477	9,030	财务费用	144	83	83	85
<b>非流动资产:</b>					研发费用	0	0	0	0
金融类资产	866	866	866	866	费用合计	655	710	852	969
固定资产	1,299	1,220	1,141	1,066	资产减值损失	-53	-8	-7	-4
在建工程	12	5	2	1	公允价值变动	1	7	5	9
无形资产	15	70	125	134	投资收益	-32	17	19	21
长期股权投资	493	493	493	493	<b>营业利润</b>	<b>568</b>	<b>452</b>	<b>584</b>	<b>686</b>
其他非流动资产	6,680	6,680	6,680	6,680	加: 营业外收入	14	4	2	3
非流动资产合计	8,499	8,468	8,441	8,374	减: 营业外支出	75	47	57	68
资产总计	<b>15,687</b>	<b>16,258</b>	<b>16,918</b>	<b>17,404</b>	<b>利润总额</b>	<b>507</b>	<b>409</b>	<b>529</b>	<b>621</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	151	61	132	155
短期借款	1,014	1,114	1,138	1,169	<b>净利润</b>	<b>356</b>	<b>347</b>	<b>397</b>	<b>466</b>
应付账款、票据	1,834	2,136	2,324	2,482	少数股东损益	-7	-7	-8	-9
其他流动负债	2,158	2,158	2,183	2,195	<b>归母净利润</b>	<b>363</b>	<b>354</b>	<b>405</b>	<b>475</b>
流动负债合计	5,369	5,793	6,084	6,329					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期借款	1,721	1,723	1,727	1,728	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	2,955	2,955	3,155	3,200	营业收入增长率	94.0%	6.0%	14.1%	10.0%
非流动负债合计	4,677	4,679	4,883	4,929	归母净利润增长率	90.2%	-2.4%	14.3%	17.4%
负债合计	10,046	10,472	10,967	11,258	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	40.0%	37.2%	40.6%	42.6%
股本	1,100	1,375	1,375	1,375	四项费用/营收	21.0%	21.4%	22.6%	23.3%
股东权益	5,641	5,786	5,952	6,146	净利率	11.4%	10.5%	10.5%	11.2%
负债和所有者权益	<b>15,687</b>	<b>16,258</b>	<b>16,918</b>	<b>17,404</b>	ROE	6.4%	6.1%	6.8%	7.7%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	资产负债率	64.0%	64.4%	64.8%	64.7%
净利润	356	347	397	466	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	-7	-7	-8	-9	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
折旧摊销	81	82	72	76	应收账款周转率	2.1	2.1	2.1	2.1
公允价值变动	1	7	5	9	存货周转率	1.5	1.5	1.5	1.5
营运资金变动	1004	-104	-403	-332	<b>每股数据 (元/股)</b>				
经营活动现金净流量	1435	325	64	210	EPS	0.33	0.26	0.29	0.35
投资活动现金净流量	-1597	87	81	76	P/E	15.3	19.5	17.1	14.6
筹资活动现金净流量	336	-100	-203	-240	P/S	1.8	2.1	1.8	1.7
现金流量净额	174	311	-58	47	P/B	1.0	1.2	1.2	1.1

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## 4、风险提示

- (1) 局部地区疫情带来板块波动；
- (2) 行业监管趋严的风险；
- (3) 市场竞争加剧的风险；
- (4) 假设部分的数据不具有可比性的风险；
- (5) 博纳影业业绩不及预期的风险；
- (6) 募投项目进度不达预期、汇率波动的风险；
- (7) 宏观经济波动的风险

## ■ 传媒新消费组简介

朱珠：会计学学士、商科硕士，拥有实业经营，wind第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。