

强于大市

传媒行业事件点评

博纳影业上市在即，全产业链布局的行业龙头

博纳影业首次公开发行普通股申请已获证监会许可核准，拟在深交所主板上市。公司主营业务包括电影投资、发行、院线及影院业务，覆盖了电影行业全产业链，尤其在电影投资和发行业务上处龙头地位。

报告要点

- **首次公开发行股票过审，筹资用于电影制作和影院项目。**博纳影业集团股份有限公司首次公开发行股票申请已获中国证监会许可核准。本次发行新股约 2.75 亿股，发行价格 5.03 元/股，预计募集资金净额约 12.4 亿元。募集资金将用于电影制作和电影院建设，其中电影项目投入约 10.3 亿元，拟投资 10 部影片，包括《智取威虎山前传》《红海行动 2》《无名》等；电影院项目投入约 2.1 亿元，拟新建 10 家影院。
- **电影制作发行龙头，全产业链布局。**博纳影业以发行起家，目前已实现对电影投资制作、发行、院线及影院全产业链布局。公司已累计出品影片超过 250 部，累计总票房超过 600 亿元，有 16 部影片票房超过 10 亿元。投资影片在中国电影历史票房榜前 15 名中占有 4 席，其中《长津湖》票房 57.75 亿，位居中国影史票房冠军。博纳拥有院线牌照，旗下加盟影院已达到 108 家。截至 2021 年末，公司自有已开业影院 101 家（包括海外影院 1 家），2021 年公司旗下影院票房收入 7.51 亿元，市场占有率 1.60%，位列国内影投公司第 9 名。
- **中国电影市场头部集中，档期竞争有所加剧。**根据国家电影局数据，国内电影票房 2011-2021 年的年均复合增长率达到 13.68%；2020 年全国影院因疫情停业半年，2021 年恢复趋势较好，22H1 部分地区受疫情影响较大。我们预计随着防控常态化，疫情对影院的边际影响将减弱。疫情同时影响了电影制作和大众娱乐习惯，影片供给有收缩的趋势，上映时间集中在四大重要档期：春节、暑期、国庆、贺岁档。根据猫眼电影，2021 年四大档期共计实现票房收入 223 亿元，占全年票房总额的 47.10%。影片档期竞争有所加剧，票房相应呈现出集中度高及季节性明显的特点。
- **博纳擅长主旋律商业片，具备多方面优势。**在观影需求和内容制作都向头部集中的趋势下，我们认为博纳具备较强的竞争实力：1) 全产业链布局，各业务相互促进；2) 具备成熟的主旋律题材商业片运作体系；3) 与行业内顶尖的制作人、导演和演员合作粘性强；4) 国际化发展势头强劲。未来公司计划每年以“三大片+三小片”的节奏上线新片，目前公司的影片储备充足，重要作品包括《无名》《三趟车》《神话 2》《红海行动 2：虎鲸行动》《智取威虎山前传》等。

投资建议

- 博纳影业在主旋律商业片赛道具备独特优势，全产业链布局；近 3 年财务表现健康，净利润率稳定在 10%-15% 左右；首次公开发行股票估值 69.13 亿元，对应 2021 年扣非后归母净利润的 PE 为 22.99 倍。建议重点关注。

评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑，疫情大范围爆发，内容审查风险，影片票房不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

传媒：互联网传媒

证券分析师：卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522010001

首次公开发行股票过审，筹资用于电影制作和影院项目

博纳影业集团股份有限公司首次公开发行普通股的申请已获中国证监会许可核准，股票简称“博纳影业”，股票代码“001330”。根据初步询价结果，协商确定本次发行新股 274,903,797 股，占发行后总股本的 20%，发行价格为 5.03 元/股，预计募集资金净额为 124,322.12 万元。以发行价计算，博纳影业首次公开发行估值为 69.13 亿元，对应 2021 年扣非后归母净利润的 PE 为 22.99 倍。

公司持股比例最高的股东为创始人、董事长于冬，发行后持股比例为 20.53%，此外东阳阿里巴巴影业、林芝腾讯科技、万达电影分别持有发行后股份的 6.18%/3.88%/1.50%。

图表 1. 博纳影业首次公开发行前和发行后的十大股东

序号	股东名称	发行前		发行后	
		所持股数	持股比例(%)	所持股数	持股比例(%)
1	于冬	28,222.89	25.66	28,222.89	20.53
2	西藏和合投资管理合伙企业（有限合伙）	9,418.77	8.57	9,418.77	6.85
3	浙江东阳阿里巴巴影业有限公司	8,492.81	7.72	8,492.81	6.18
4	信石元影（深圳）投资中心（有限合伙）	6,071.50	5.52	6,071.50	4.42
5	宁波兴证赛富股权投资合伙企业（有限合伙）	5,336.58	4.85	5,336.58	3.88
6	林芝腾讯科技有限公司	5,326.43	4.84	5,326.43	3.88
7	中信证券投资有限公司	5,154.45	4.69	5,154.45	3.75
8	浙江中泰创信投资管理有限公司	4,516.28	4.11	4,516.28	3.29
9	珠海聚沅股权投资合伙企业（有限合伙）	4,123.56	3.75	4,123.56	3.00
10	青岛海尔股权投资基金企业（有限合伙）	3,875.92	3.52	3,875.92	2.82

资料来源：博纳影业招股书，中银证券

约 12.4 亿元的募集资金净额将用于两个主要项目：电影制作和新建电影院。电影项目方面，公司拟投资 10 部影片，预计总资金需求 48 亿元；公司拟出资总额 16.8 亿元，其中使用募集资金约 10.3 亿元，其余使用自筹资金。预计分三年投入，第一年投入 7.4 亿元，第二年投入 4.9 亿元，第三年投入 4.5 亿元。

图表 2. 博纳影业首次公开发行募集资金用途

序号	项目名称	发行人总投资规模（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	博纳电影项目	168,000.00	103,361.00
2	博纳电影院项目	20,961.12	20,961.12
	合计	188,961.12	124,322.12

资料来源：博纳影业招股书，中银证券

图表 3. 博纳计划三年内投入 16.8 亿元制作 10 部电影项目

序号	电影	发行人投资金额	第一年投入	第二年投入	第三年投入
1	《智取威虎山前传》	24,500.00	24,500.00	-	-
2	《红海行动 2》	25,000.00	-	5,000.00	20,000.00
3	《虎鲸行动》	25,000.00	12,500.00	12,500.00	-
4	《反恐行动》	25,000.00	25,000.00	-	-
5	《血战上甘岭》	25,000.00	-	-	25,000.00
6	《克什米尔公主号》	12,000.00	-	12,000.00	-
7	《汶川大地震》	12,000.00	-	12,000.00	-
8	《一代枭雄》（《暗枪》）	7,500.00	-	7,500.00	-
9	《无名》	7,000.00	7,000.00	-	-
10	《少年时代》	5,000.00	5,000.00	-	-
	投资合计	168,000.00	74,000.00	49,000.00	45,000.00

资料来源：博纳影业招股书，中银证券

注：公司目前已就影片《智取威虎山前传》《汶川大地震》《一代枭雄》《虎鲸行动》《无名》《少年时代》投入部分自有资金。

电影院项目则拟在北京、重庆、宁波、长沙等一二线城市投资建设 10 家影院，使用募集资金约 2.1 亿元，分三年投入。建设设施包括 74 张普通银幕，6 套巨幕，3 套 IMAX 设备，9871 个普通坐席。这 10 家影院将通过租赁方式获得，其中 6 家已经签订了长期租赁合同或租赁意向协议。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 4. 博纳计划使用募集资金中的约 2.1 亿元建设 10 家影院

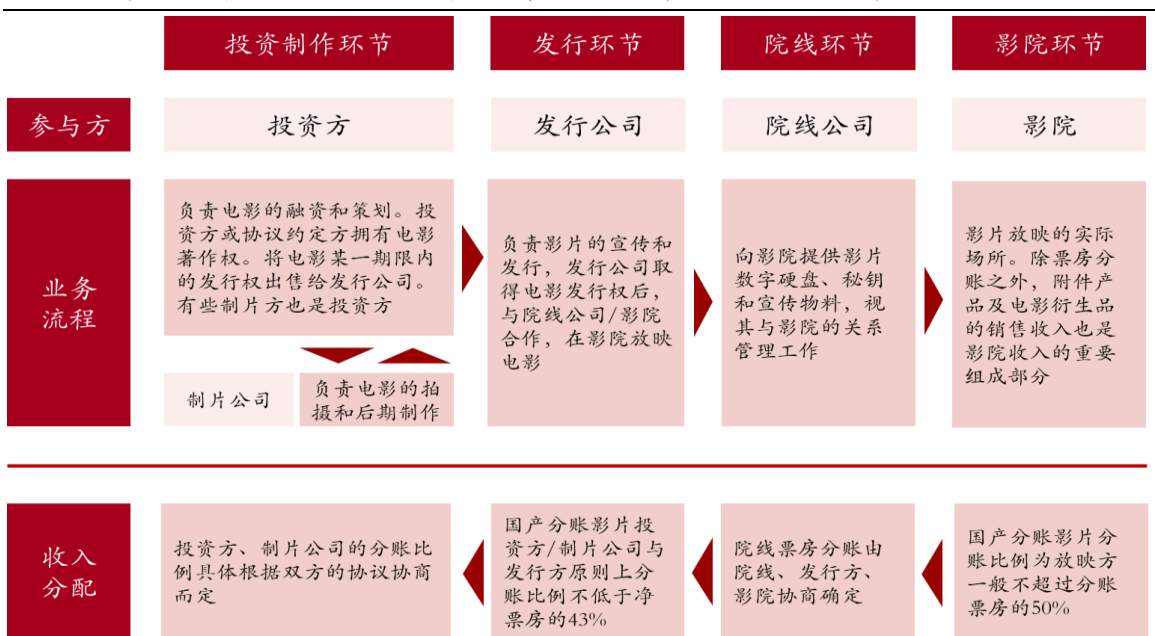
序号	影院	面积 (㎡)	普通银幕数 (张)	巨幕数量 (套)	IMAX 数量 (套)	普通坐席数 (席)	合计 (万元)
1	北京亦庄天街店	5,464.50	7	1	-	849	1,827.28
2	重庆高新天街店	4,365.00	6	1	-	798	1,776.36
3	南宁青秀天街店	4,917.06	8	1	-	1,220	2,291.71
4	宁波明楼天街店	5,387.42	8	1	-	957	1,942.56
5	长沙芙蓉天街店	5,044.00	7	-	1	1,110	2,450.60
6	海口龙湖天街店	6,880.69	10	1	1	1,530	3,610.48
7	昆明海伦堡店	4,264.00	7	1	-	955	1,879.99
8	南宁朝阳店	2,065.00	6	-	-	717	1,153.80
9	武汉永旺梦乐城店	5,951.00	7	-	1	980	2,631.37
10	北京魏公村店	2,978.00	8	-	-	755	1,396.95
合计		47,316.67	74	6	3	9,871	20,961.12

资料来源：博纳影业招股书，中银证券

电影制作发行龙头，全产业链布局

通常而言，电影行业的产业链主要包括四个大环节：投资制作、发行、院线、影院。在电影投资制作环节，出品方出资，并根据电影题材、剧本要求和档期，选择适合的承制公司，承制公司单独组建或与主投方共同组建电影制作团队，出品方将获取票房分账收益及版权收益，包括主投和参投两种方式。发行业务指向院线影院、互联网视频平台等播放渠道发行影片，也包含宣传推广工作，可分为代理发行和买断/保底发行；院线业务指对资产联结影院或签约加盟影院进行统一排片、统一经营管理等，遵循牌照制度管理；影院业务是为电影观众提供影片放映服务以及相关配套服务。

图表 5. 电影行业的产业链主要包括四个大环节：投资制作、发行、院线、影院



资料来源：博纳影业招股书，中银证券

博纳影业是国内首家从事电影发行业务的民营企业，以发行起家，目前的主营业务包括电影的投资、发行、院线及影院业务，已经实现了全产业链布局。其主要竞争对手中，同样覆盖全产业链的有中国电影股份有限公司（国有企业）以及万达电影股份有限公司（民营企业）。

图表 6. 中国电影行业头部公司中博纳、中影和万达覆盖了全产业链

序号	企业名称	产业链覆盖环节
1	中国电影股份有限公司	投资制作、发行、院线、影院
2	上海电影股份有限公司	发行、院线、影院
3	万达电影股份有限公司	投资制作、发行、院线、影院
4	华谊兄弟传媒股份有限公司	投资制作、发行、院线
5	光线传媒股份有限公司	投资制作、发行

资料来源：博纳影业招股书，中银证券

公司尤其在电影投资制作上具有强劲的实力，已累计出品影片超过 250 部，其中有 16 部影片票房超过 10 亿元，75 部影片票房超过 1 亿元，累计总票房超过 600 亿元。主投和参投的影片在中国电影历史票房榜前 15 名中占有 4 席：《长津湖》登顶中国影史票房总榜，《红海行动》《中国机长》分别位列第 9 和第 15 位，参投影片《我和我的祖国》位列第 12 位；《长津湖之水门桥》仍在公映中，暂列第 8 位。

图表 7. 中国内地影史票房排行榜 TOP15 中有四部影片是博纳影业出品

排名	片名	票房 (万元)	出品	发行
1	长津湖	577,523	北京博纳影业集团有限公司 中国人民解放军八一电影制片厂 华夏电影发行有限责任公司	浙江博纳影视制作有限公司 华夏电影发行有限责任公司 中国电影股份有限公司北京电影发行分公司
2	战狼 2	569,454	北京登峰国际文化传播有限公司 捷成世纪文化产业集团有限公司 春秋时代（霍尔果斯）影业有限公司	北京京西文化旅游股份有限公司 北京聚合影联文化传媒有限公司
3	你好，李焕英	541,308	北京京西文化旅游股份有限公司 上海儒意影视制作有限公司 天津猫眼微影文化传媒有限公司	中国电影股份有限公司 天津猫眼微影文化传媒有限公司 北京精彩时间文化传媒有限公司
4	哪吒之魔童降世	503,570	北京光线影业有限公司 霍尔果斯彩条屋影业有限公司 霍尔果斯可可豆动画影视有限公司	北京光线影业有限公司
5	流浪地球	468,674	中国电影股份有限公司 北京京西文化旅游股份有限公司 北京登峰国际文化传播有限公司	中国电影股份有限公司 北京京西文化旅游股份有限公司
6	唐人街探案 3	452,341	万达影视传媒有限公司 北京壹同传奇影视文化有限公司 中国电影股份有限公司	万达影视传媒有限公司 五洲电影发行有限公司
7	复仇者联盟 4：终局之战	425,013	-	中国电影股份有限公司 华特迪士尼影业集团 华夏电影发行有限责任公司
8	长津湖之水门桥	406,648	北京博纳影业集团有限公司 中国人民解放军八一电影制片厂 华夏电影发行有限责任公司	浙江博纳影视制作有限公司
9	红海行动	365,200	北京博纳影业集团有限公司 博纳影业集团股份有限公司 中国人民解放军海政电视艺术中心	霍尔果斯博纳文化传媒有限公司
10	唐人街探案 2	339,777	万达影视传媒有限公司 霍尔果斯骋亚影视文化传媒有限公司 中国电影股份有限公司	五洲电影发行有限公司
11	美人鱼	339,120	天津联瑞影业有限公司 中国电影股份有限公司 星辉海外有限公司	天津瑞联影业有限公司

资料来源：猫眼专业版，中银证券

续 图表 8. 中国内地影史票房排行榜 TOP15 中有四部影片是博纳影业出品

排名	片名	票房 (万元)	出品	发行
12	我和我的祖国	316,992	华夏电影发行有限责任公司 博纳影业集团股份有限公司 阿里巴巴影业集团有限公司	上海华桦文化传媒有限公司 (海外发行) 华夏电影发行有限责任公司 瑞联 (上海) 影业有限公司
13	八佰	311,076	华谊兄弟电影有限公司 北京七印象文化传媒有限公司	华谊兄弟电影有限公司 华影天下 (天津) 电影发行有限责任公司 阿里巴巴影业 (北京) 有限公司
14	我不是药神	310,002	霍尔果斯坏猴子影视文化传播有限公司 北京真乐道文化传播有限公司 欢喜传媒集团有限公司	北京京西文化旅游股份有限公司
15	中国机长	291,294	北京博纳影业集团有限公司 阿里巴巴影业 (北京) 有限公司 华夏电影发行有限责任公司	浙江博纳影视制作有限公司

资料来源: 猫眼专业版, 中银证券

除以上主旋律题材大片外, 博纳主投和参投的电影产品中不乏高艺术性、多类型题材的产品, 获奖数量在民营电影公司中位居前列。例如 2019 年上映的剧情片《地久天长》获第 69 届柏林国际电影节最佳女主角银熊奖、最佳男主角银熊奖, 是首部包揽柏林电影节“影帝+影后”的中国电影; 2015 年上映的犯罪题材电影《烈日灼心》获第 31 届中国电影金鸡奖最佳男主角; 《十月围城》《桃姐》《明月几时有》《一代宗师》《无双》均曾获得香港电影金像奖最佳电影奖项。

图表 9. 博纳影业主投和参投的电影中不乏高艺术性的获奖影片

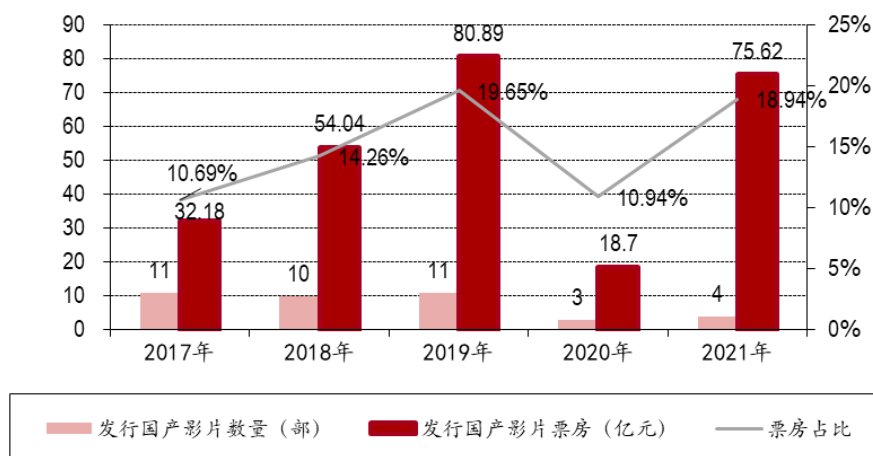
影片名称	主创阵容	内地票房 (万元)	主要奖项
地久天长	王小帅导演, 王景春、咏梅领衔主演	4,523	第 69 届柏林国际电影节最佳女主角银熊奖、最佳男主角银熊奖
烈日灼心	曹保平编剧并导演, 邓超、段奕宏、郭涛等主演	30,300	第 33 届大众电影百花奖最佳影片; 第 31 届中国电影金鸡奖最佳男主角
十月围城	陈德森导演, 陈可辛监制, 甄子丹、谢霆锋等主演	21,300	第 29 届香港电影金像奖最佳影片
桃姐	许鞍华导演, 刘德华、叶德嫻领衔主演	7,037	第 31 届香港电影金像奖最佳影片、最佳导演、最佳编剧、最佳男主角、最佳女主角; 第 48 届台湾电影金马奖最佳导演、最佳女主角、最佳男主角
明月几时有	许鞍华导演, 周迅、彭于晏、霍建华等领衔主演	6,349	第 36 届香港电影金像奖最佳导演、最佳电影
一代宗师	王家卫导演, 梁朝伟、章子怡、张震、宋慧乔等领衔主演	28,900	第 33 届香港电影金像奖最佳影片、最佳导演、最佳女主角、最佳编剧、最佳男配角、最佳剪辑、最佳原创音乐、最佳动作设计; 第 50 届台湾电影金马奖最佳女主角、最佳摄影奖
无双	庄文强执导, 周润发、郭富城、张静初、冯文娟领衔主演	127,300	第 38 届香港电影金像奖最佳电影、最佳导演、最佳编剧等

资料来源: 博纳招股书, 猫眼专业版, 中银证券

博纳还于 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 20th Century Fox 合作, 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, 同时通过参投获得了部分海外影片在国内的发行代理权。

影片发行方面, 博纳对国产电影以代理发行为主, 对进口影片以买断/保底发行为主, 公司主投影片均由公司发行。近 5 年来, 公司发行的国产影片票房占全国票房比例均在 10%-20%。2008 年投资控股了境外发行公司, 出口发行了多部华语电影: 《龙门飞甲》创下了 2011 年中国影片境外销售最高记录, 《激战》的境外发行成绩位列 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。

图表 10. 近 5 年公司发行的国产影片票房占中国内地票房比例均在 10%-20%



资料来源：博纳招股书，猫眼专业版，中银证券

院线和影院属于产业链下游的放映业务，为了控制电影的供片情况，监管部门要求影院必须加盟院线或与院线资产联结，形成国家电影局、院线、影院三级影片供片制度。2019年2月公司取得了《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12月末，博纳院线旗下加盟影院已达到108家，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。

影院经营方面，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。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9名。

图表 11. 2021 年公司旗下影院的票房收入市场占有率为 1.60%

项目	2021 年度	2020 年度	2019 年度
影院数量 (家)	101	87	79
银幕数量 (块)	841	724	654
票房收入 (亿元)	7.51	3.15	9.57
市场份额(%)	1.60	1.54	1.49

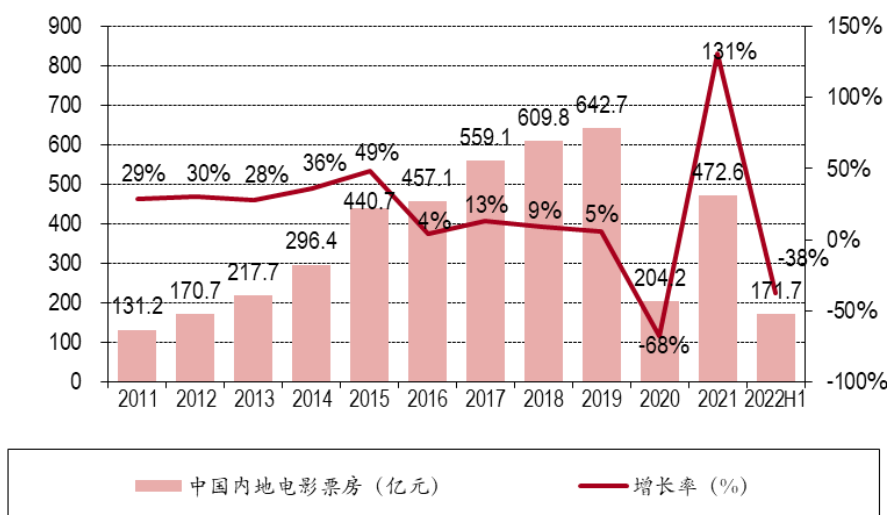
资料来源：博纳招股书，灯塔专业版，猫眼专业版，中银证券

中国电影市场头部集中，博纳具备多方面优势

近 10 年来中国电影市场稳步增长，根据国家电影局统计数据，国内电影票房从 2011 年的 131.15 亿元增长到 2021 年的 472.58 亿元，年均复合增长率达到 13.68%。观影人次从 2011 年的 3.28 亿增长到 2021 年的 11.67 亿，年均复合增长率达到 13.53%。2018 年国内电影票房首次突破 600 亿元，2020 年由于疫情冲击，国内影院停业半年，导致当年票房大幅下滑；2021 年国内电影总票房达到 472.58 亿元，恢复至 2019 年的 73.53%，其中国产电影票房为 399.27 亿元，占总票房的 84.49%。

根据猫眼数据，2022 年上半年由于部分地区疫情较为严重，尤其是上海、北京等大票仓城市的影院关闭时间较长，22H1 全国票房仅 171.7 亿元（21H1 全国票房 276 亿元，19H1 全国票房 313 亿元）。6 月开始，疫情防控进入常态化，各地影院逐步复工，暑期档有较多高质量影片上映，例如《人生大事》《独行月球》，进口影片《侏罗纪世界 3》等。截至 8 月 12 日，2022 年暑期档（6/1-8/31）票房已经达到 72.3 亿元，2021 年暑期档票房总计 73.81 亿元，总体来看，2022 年暑期档表现较好。我们预计随着疫情防控常态化、措施更加成熟完善，疫情对影院的边际影响将减弱，观影需求逐步恢复。

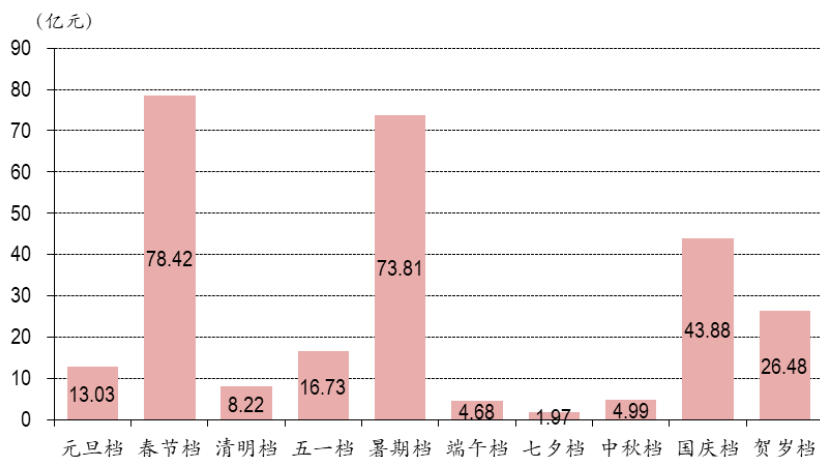
图表 12. 2020 年疫情以来中国内地电影票房处于震荡恢复阶段



资料来源：博纳招股书，国家电影局，猫眼专业版，中银证券

疫情同时影响了电影制作进度和大众的娱乐习惯，部分轻度的娱乐消遣可以由短视频和在线长视频满足，因此观众对电影内容的要求越来越高，影片供给有收缩的趋势。2021 年电影产量较 2019 年疫情前下降，全年创作生产各类电影 740 部，其中生产电影故事片 565 部。除了产量减少，影片上映的时间选择也越来越集中在四大重要档期：春节、暑期、国庆、贺岁档。根据猫眼电影专业版数据统计，2021 年四大档期共计实现票房收入 223 亿元，占全年票房总额的 47.10%。由于影片倾向于在重要档期扎堆上映，竞争有所加剧，票房相应呈现出集中度高及季节性明显的特点。

图表 13. 2021 年国内影片上映时间越来越集中在四大档期



资料来源：博纳招股书，猫眼专业版，中银证券

在观影需求和内容制作都向头部集中的趋势下，我们认为博纳作为全产业链布局，且在部分题材类型创作上有明显优势的公司具备较强的竞争实力。

1) 全产业链布局，各业务相互促进。

产业链上游的电影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，主投和参投影片共同扩大电影发行业务的市场份额；另一方面，公司在发行业务上深耕多年，对观众观影喜好和市场趋势有较为深入的理解，能够帮助公司在投资影片时做出更符合市场需求的判断。

产业链中游的院线业务是牌照制，具有较高的进入壁垒，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；院线统一管理自有以及加盟影院，发挥规模效应优势，提高旗下影院的议价能力，从而进一步降低运营成本。

产业链下游的影院业务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投资影片和发行业务，并能够及时获得市场反馈信息。

2) 具备成熟的主旋律题材商业片运作体系

纵观国内电影制作行业，尚未有能够将中国主流价值观题材与观影需求相结合，并且以工业化制作模式输出，获得稳定商业回报的公司。博纳已经通过一系列经典的主旋律题材电影证明了在这一赛道上的突出实力：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。“中国胜利三部曲”系列中已上映《长津湖》（中国影史票房冠军）和《中国医生》，计划 2022 年下半年上映《无名》。

图表 14. 博纳出品的一系列经典主旋律题材影片都获得了较好的商业回报

系列	影片名称	全国票房 (亿元)	影片类型
山河海三部曲	智取威虎山	8.8	战争
	湄公河行动	11.9	剧情/动作/犯罪
	红海行动	36.5	剧情/动作
中国骄傲三部曲	决胜时刻	1.2	传记/历史
	中国机长	29.1	剧情/传记/灾难
	烈火英雄	17.1	灾难/动作/剧情
中国胜利三部曲	长津湖	57.8	剧情/历史/战争
	中国医生	13.3	剧情/传记
	无名	尚未上映	谍战

资料来源：博纳招股书，猫眼专业版，中银证券

博纳具备成熟的主旋律题材电影制作发行的运作体系，在剧本构架上以真实事件、社会热点为背景，挖掘身处其中的“小人物”故事，而非仅仅聚焦名人或伟人事迹，传达普世价值观，引起观众共鸣。在制作环节，博纳实行“制作人中心制”，即以公司为主导，确定故事题材适合的影片类型（警匪、谍战、战争、文艺等），挑选风格化的导演，组建业内顶尖的制作团队，使用现代化拍摄技术手段完成制作。在发行方面，公司长久以来积累了丰富的市场宣传经验，建立了全国性的发行网络，叠加院线和影院优势，能够最大化影片的商业价值。

3) 与行业内顶尖的制作人、导演和演员合作粘性强

影视创作非常依赖人才团队，博纳与行业内众多优秀的编剧、监制、导演、演员等都建立了长期良好的合作关系，并进一步通过电影项目发展协议等方式加强合作。这些资源使得公司能够更好发挥“制作人中心制”，公司在主投项目中，能够根据影片的立意及内容最大程度地匹配合适的演职人员，同时也有助于公司获取优质的剧本、影片投资机会及发行权。而从另一方角度看，博纳能够给予这些人才的项目资源也具有稀缺性，包括主旋律题材剧本的选取、打磨、审核，发行和院线渠道，以及与相关文化宣传部门的统筹接洽等，人才团队脱离了博纳，较难获得这些资源优势。

子公司博纳娱乐同林超贤、梁凤英、尔冬升、陈凯歌、刘伟强、庄文强、徐克等著名导演均签署了合作协议，约定了对方在合约期内需要提供数部电影的导演或监制工作。

图表 15. 博纳影业与多位优秀华语导演签署了长期合作协议

重要业务合作方	合作内容	职业履历	主要合作影片
林超贤	Blue Bird Production Ltd 及其成员林超贤、梁凤英合约期内为公司提供五部影片的编剧、导演、监制及制片管理服务。	林超贤，中国香港导演，1998 年与陈嘉上联合执导警匪片《野兽刑警》，获第 18 届香港电影金像奖最佳导演奖；2008 年拍摄了警匪片《证人》；2010 年执导警匪片《线人》，该片获第 30 届香港电影金像奖最佳影片、最佳导演提名；2013 年拍摄动作电影《激战》，获第 33 届香港电影金像奖最佳导演提名；2014 年执导犯罪电影《魔警》，入围第 64 届柏林国际电影节全景单元。	《湄公河行动》《红海行动》《激战》《长津湖》
梁凤英		梁凤英，中国香港编剧、监制。1991 年跟王家卫导演合作，完成《阿飞正传》拍摄制作，至今已经担任 20 部电影的监制，并与林超贤、陈嘉上、王家卫、王晶等导演均有合作。	
尔冬升	尔冬升先生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。	尔冬升，中国香港导演、编剧、监制、演员。1993 年执导电影《新不了情》，凭借该片获得第 13 届香港电影金像奖最佳导演以及最佳编剧奖；2004 年凭借《旺角黑夜》获得第 24 届香港电影金像奖最佳编剧以及最佳导演奖；2007 年凭借电影《门徒》获得香港电影导演会最杰出导演奖。	《窃听风云 3》《武林怪兽》《我是路人甲》《海的尽头是草原》（尚未上映）
陈凯歌	陈凯歌先生合约期内，为公司承担五部电影的导演工作。	陈凯歌，中国内地导演。1993 年执导文艺片《霸王别姬》，该片是首部获得戛纳国际电影节金棕榈奖的中国电影；1998 年执导历史片《荆轲刺秦王》；2002 年凭借《和你在一起》获得第 22 届中国电影金鸡奖最佳导演；2010 年执导古装片《赵氏孤儿》；2015 年执导剧情片《道士下山》；2016 年 8 月执导剧情片《妖猫传》	《长津湖》《少年时代》（尚未上映）
陈伟强	约定刘伟强先生合约期内为公司及其关联公司担任 5 部电影的监制工作。	刘伟强，中国香港摄影师、导演。2002 年自组“基本映画制作公司”，制作《无间道》，凭借其夺得第 22 届香港电影金像奖最佳导演、最佳摄影等多项电影奖项。2006 年凭借电影《伤城》再次夺得香港电影金像奖最佳摄影。2014 年执导好莱坞电影《青龙复仇》。2016 年执导主旋律大片《建军大业》。	《建军大业》《武林怪兽》《烈火英雄》《中国机长》《中国医生》
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。	徐克，中国香港电影导演、编剧、监制、演员。2005 年，拍摄武侠电影《七剑》。2010 年拍摄古装悬疑电影《狄仁杰之通天帝国》，获得第 30 届香港电影金像奖最佳导演奖。2011 年执导武侠电影《龙门飞甲》。2014 年执导谍战动作电影《智取威虎山》，该片获得了第 35 届香港电影金像奖、第 30 届中国电影金鸡奖最佳导演奖。	《智取威虎山》《长津湖》《长津湖之水门桥》

资料来源：博纳招股书，中银证券

4) 国际化发展势头强劲

对于海外市场，公司在国产影片出口和进口影片投资发行方面都走在行业的前列，参投多部优质的好莱坞影片，积累了与海外头部电影公司合作的渠道资源，以及对海外观众审美趋势的深入了解。公司对于国际化业务的战略规划除了持续推进中国电影走向世界之外，还计划通过提供剧本策划、主投影片的方式，与好莱坞制作团队合作，直接面向海外发行高质量影片。

图表 16. 博纳影业参投了多部优质的好莱坞影片

影片名称	出品方	全球票房 (万美元)	奖项
比利·林恩的中场战事	美国索尼电影娱乐公司 博纳影业集团股份有限公司	3,093	第 21 届金卫星奖提名 第 20 届好莱坞电影奖
X 战警：天启	美国二十世纪福克斯电影公司 博纳影业集团股份有限公司	54,300	第 15 届美国视觉效果协会奖提名 第 43 届人民选择奖提名
猩球崛起 3：终极之战	美国二十世纪福克斯电影公司 博纳影业股份有限公司	49,000	第 90 届奥斯卡金像奖提名 第 71 届英国电影学院奖提名 第 21 届好莱坞电影奖
独立日：卷土重来	美国二十世纪福克斯电影公司 博纳影业股份有限公司	38,000	-
佩小姐的奇幻城堡	美国二十世纪福克斯电影公司 博纳影业股份有限公司	29,600	第 43 届人民选择奖提名 第 19 届美国服装设计公会奖提名 第 15 届美国视觉效果协会奖提名
异形：契约	美国二十世纪福克斯电影公司 博纳影业股份有限公司	23,200	第 22 届金卫星奖提名
马戏之王	美国二十世纪福克斯电影公司 博纳影业股份有限公司	43,490	第 90 届奥斯卡金像奖提名 第 75 届金球奖 第 42 届日本电影学院奖提名

资料来源：博纳招股书，猫眼电影专业版，百度百科，中银证券

未来公司计划每年以“三大片+三小片”的节奏上线新片，大片指主旋律、社会热点相关题材的商业大片，投资金额较大，选择在四大重要档期上映；三小片指投资规模较小但保持较高艺术性、高口碑的电影作品，通常以文艺片、剧情片为主。大片的制作周期一般长达 2 年，目前公司的影片储备充足，能够保证每年的新片上映节奏，主要影片包括《无名》（谍战片，梁朝伟、王一博主演），《三趟车》（动作喜剧，供港货物列车题材，刘德华、黄渤主演），《神话 2》（成龙主演），《红海行动 2：虎鲸行动》《智取威虎山前传》等。

公司财务数据摘要

图表 17. 博纳影业 2019-2022H1 利润表摘要（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022H1
营业收入	3116.16	1609.71	3123.59	1472.99
营业收入同比增长率(%)	12	(48)	94	82
营业总成本	2743.62	1362.04	2565.61	1240.33
营业利润	431.64	219.37	568.38	309.83
营业利润同比增长率(%)	61	(49)	159	517
利润总额	432.06	215.98	507.01	310.77
净利润	311.23	188.68	355.84	234.05
归属母公司股东的净利润	314.91	190.69	362.68	235.94
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	19	(39)	90	783
扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润	176.18	126.29	300.69	152.16
扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润同比增长率(%)	13	(28)	138	1124

资料来源：博纳招股书，中银证券

图表 18. 博纳影业 2019-2021 年业务收入分部 (单位: 百万元)

业务板块	业务类型	2021 年度		2020 年度		2019 年度	
		金额	占比(%)	金额	占比%	金额	占比(%)
投资	主投业务	1,189.2	38.1	520.9	32.4	568.1	18.2
	参投业务	264.3	8.5	230.3	14.3	411.9	13.2
	小计	1,453.6	46.5	751.2	46.7	980.0	31.5
发行	代理发行	878.0	28.1	130.3	8.1	706.5	22.7
	买断/保底发行	138.8	4.4	335.8	20.9	254.5	8.2
	小计	1,016.8	32.6	466.1	29.0	960.9	30.8
院线	院线管理	21.6	0.7	9.6	0.6	24.0	0.8
	小计	21.6	0.7	9.6	0.6	24.0	0.8
影院	电影放映	712.5	22.8	309.4	19.2	900.1	28.9
	影院卖品	65.5	2.1	25.0	1.6	101.1	3.3
	广告及其他	80.5	2.6	70.7	4.4	155.9	5.0
	小计	858.5	27.5	405.1	25.2	1157.2	37.1
其他		24.5	0.8	0.5	0.0	52.8	1.7
分部抵销		(251.4)	(8.1)	(22.8)	(1.4)	(58.7)	(1.9)
合计		3123.6	100.0	1609.7	100.0	3116.2	100.0

资料来源: 博纳招股书, 中银证券

图表 19. 博纳影业 2019-2022H1 资产负债表摘要 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021	2022H1
流动资产	7,013.2	5,985.8	7,187.7	6,882.5
固定资产	693.5	664.0	1,299.2	1,265.8
长期股权投资	641.2	583.3	492.6	486.7
资产合计	11,853.7	11,345.7	15,686.9	15,609.7
流动负债	5,090.5	4,445.4	5,369.1	5,124.1
非流动负债	1,549.0	1,451.0	4,676.7	4,648.9
负债合计	6,639.5	5,896.4	10,045.8	9,773.0
股东权益	5,214.1	5,449.3	5,641.1	5,836.7
归属母公司股东的权益	5,210.3	5,441.9	5,640.3	5,837.4
资本公积	2,977.9	2,977.9	2,981.4	2,981.4
盈余公积	66.1	78.5	94.9	94.9
未分配利润	1,107.2	1,285.4	1,445.9	1,681.8

资料来源: 博纳招股书, 中银证券

图表 20. 博纳影业 2019-2022H1 现金流量表摘要 (单位: 百万元)

	2019	2020	2021	2022H1
经营活动产生的现金流量	730.3	(355.9)	1,435.3	1,254.7
投资活动产生的现金流量	(909.1)	696.9	(1,597.2)	(65.1)
筹资活动产生的现金流量	(59.6)	(336.8)	(50.9)	(450.5)
现金及现金等价物净增加	(237.0)	(11.1)	(221.2)	741.6
期末现金及现金等价物余额	552.9	541.8	320.6	1,062.2

资料来源: 博纳招股书, 中银证券

图表 21. 博纳影业 2019-2022H1 财务指标摘要

	2019	2020	2021	2022H1
资产负债率(%)	56	52	64	63
总资产周转率(次)	0.28	0.14	0.23	0.09
净资产收益率-加权(%)	6	4	6	4
销售毛利率(%)	41	28	40	54
销售净利率(%)	10	12	11	16
每股收益-基本(元)	0.29	0.17	0.33	0.21

资料来源: 博纳招股书, 中银证券

附录图表 21. 电影制作和院线行业相关上市公司估值表

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值(亿元)	EPS 摊薄 (元/股)			PE (倍)		
				2020	2021	2022E	2020	2021	2022E
600977	中国电影	10.65	198.8	(0.30)	0.13	0.21	(35.50)	81.92	50.71
002739	万达电影	11.68	260.6	(2.99)	0.05	0.19	(3.91)	233.60	61.47
300133	华策影视	4.68	89.0	0.23	0.21	0.24	20.35	22.29	19.50
300251	光线传媒	9.10	267.0	0.10	(0.11)	0.27	91.00	(82.73)	33.70
603103	横店影视	13.72	87.0	(0.76)	0.02	0.28	(18.05)	686.00	49.00

资料来源: iFIND, 中银证券

注: 股价截止日 2022/8/12, 公司盈利预测来自同花顺一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371