

博纳影业 (001330.SZ)

主旋律电影扛旗者，登陆 A 股开启新篇章

公司以电影发行为起点，历经 20 年已完成电影全产业链布局。博纳影业于 1999 年创立，累计出品影片超过 250 部，累计总票房超过 600 亿元，出品《长津湖》《中国医生》《红海行动》等优质影片。公司主营电影的投资、发行、院线、影院业务。2017-2019 年公司营业收入 CAGR 为 24.90%。2020 年受疫情影响营业收入下降，2021 年营收已恢复疫情前水平。公司创始人于东合计控制博纳影业 28.09% 的股份，是公司的实际控制人。其他持股人包括张涵予、黄晓明、章子怡等明星股东和其他投资机构。

主旋律电影标杆，导演及演员资源丰富，项目储备充足。除疫情特殊影响的 2020 年，公司近年每年稳定输出 3-4 部主旋律影片，据猫眼专业版数据，2014-2021 年博纳影业主投并上映票房过亿的主旋律影片共 11 部，累计实现票房收入 211.59 亿元，公司参与的主旋律影片票房 2019 年和 2021 年市占率约 80%。主旋律影片相较于其他类型片的特点表现在：1) 制作成本较高需要跨机构合作，一般多个出品方参与；2) 头部项目具备较大的票房体量及较高投资收益率。公司作为民营企业有更高的灵活度，同时深度绑定明星及导演资源，制片经验丰富，能力已被多次验证，我们认为凭借以上优势公司项目成功概率较大，有望持续成为头部并获得较高收益率。目前影片储备包括《红海行动 2》《血战上甘岭》等系列影片续集，同时也包括《一代枭雄》《无名》《少年时代》等新题材主旋律影片，丰富储备保障公司中短期业绩，资源优势及项目经验形成护城河助力长期发展。

影院业务上座率高，发行业务占比稳定贡献持续现金流。1) 影院业务：2019 年 2 月博纳影业取得电影院线牌照，截至 2021 年底公司自有已开业影院 101 家（包括海外影院 1 家），银幕总数 841 块。2019-2021 年公司票房收入市场份额从 2019 年的 1.49% 稳步提升至 2021 年的 1.60%，公司在影投公司中的排名始终保持在行业前十名。公司电影院选址主要集中在经济实力较强地区的商业中心，区域优势叠加高运营效率使得 2019-2021 年公司上座率始终高于市场整体上座率 2pct 左右。2) 发行业务：自成立以来公司已发行影片超过 250 部，成为累计票房率先突破 600 亿元的民营电影发行公司，2021 年公司发行国产影片累计票房收入 75.62 亿元，占 2021 年国产电影票房收入的 18.94%。发行收入占比每年约 30% 左右，毛利率水平较高但波动大，2019-2021 年分别为 72%/52%/90%。公司在发行市场深耕多年份额稳定，预计高毛利发行业务将持续贡献现金流。

风险提示：新冠疫情的不利影响、影视作品不被市场认可、税收政策变化& 税收秩序规范风险。

股票信息

行业	影视院线
发行价格	5.03
合理估值	23.00

发行数据

总股本(万股)	122,179
发行数量(万股)	27,490
网下发行(万股)	24,741
网上发行(万股)	2,749
保荐机构	华龙证券股份有限公司
发行日期	2022/08/09
发行方式	网下询价, 上网定价

作者

分析师 顾晟

执业证书编号: S0680519100003

邮箱: gusheng@gszq.com

分析师 吴珺

执业证书编号: S0680521010001

邮箱: wujun@gszq.com

内容目录

1. 公司概况：民营综合电影集团，明星持股资源领先	4
1.1 民营电影企业，有条不紊完成全产业链布局	4
1.2 股权结构：明星持股深度绑定资源，创始人为公司实控人	5
1.3 营收受疫情影响，分部业务毛利率平滑综合毛利率	6
2. 电影强国建设持续推进，疫情后国内电影市场逐步复苏	9
2.1 “十四五”提出建成电影强国的远景目标	9
2.2 疫情后国内电影市场回暖，国产电影趁势而起	11
3. 公司看点：主旋律电影标杆企业，布局电影全产业链	14
3.1 深度布局主旋律电影，票房口碑稳居第一梯队	14
3.1.1 公司主控主旋律电影表现：票房及口碑均领先	14
3.1.2 主旋律电影特点：成本投入高，票房体量大，头部项目投资收益率高	16
3.1.3 类型片可持续性探讨：项目充足中短期业绩无忧，资源及经验保证长期成功率	17
3.2 全产业链布局：充分整合并深挖现有行业资源	19
3.2.1 投资业务：收入占比上升，主投及参投影片均表现出色	20
3.2.2 发行业务：首家获得电影发行公司牌照的民营企业	22
3.2.3 院线和影院业务：区域选址优势和设备优势带来高上座率	25
风险提示	30

图表目录

图表 1: 博纳影业主营业务	4
图表 2: 博纳发展历程	5
图表 3: 博纳股权结构	5
图表 4: 博纳管理层	6
图表 5: 博纳影业营业收入及增速	7
图表 6: 博纳影业归母净利润及增速	7
图表 7: 博纳影业营业收入结构	7
图表 8: 博纳影业各业务毛利率	7
图表 9: 博纳影业费用率	8
图表 10: 博纳影业经营现金流情况	8
图表 11: 应收账款的账面余额构成	8
图表 12: 相关指导建议	9
图表 13: 主旋律电影发展	10
图表 14: 国家电影精品专项资金代表性项目	11
图表 15: 2019-2021 年全球主要市场年度票房	12
图表 16: 国产影片票房收入情况	12
图表 17: 2017-2021 年国内影片上映情况	12
图表 18: 市场影院数量及增速	13
图表 19: 市场银幕数量及增速	13
图表 20: 2022.6-2022.7 票房情况	13
图表 21: 博纳主旋律电影布局	14
图表 22: 博纳主旋律电影票房情况	15
图表 23: 票房过亿主旋律电影出品公司的票房占比	15
图表 24: 票房过亿主旋律电影出品公司的影片数量占比	15

图表 25: 电影《红海行动》获奖情况.....	16
图表 26: 2017-2021 年主旋律电影票房前十.....	16
图表 27: 博纳部分主旋律影片毛利率.....	17
图表 28: 博纳影业影片投资机会.....	17
图表 29: 博纳影业待上映、待制作的项目.....	18
图表 30: 博纳影业主要合作方及内容.....	19
图表 31: 电影行业产业链.....	20
图表 32: 博纳投资业务收入及毛利情况.....	20
图表 33: 博纳主投业务收入情况.....	21
图表 34: 2019-2021 年博纳代表性主投影片.....	21
图表 35: 博纳参投业务收入情况.....	22
图表 36: 2019-2021 年博纳代表性参投影片.....	22
图表 37: 博纳代表性发行影片.....	23
图表 38: 博纳影业发行国产影片数量及票房情况.....	23
图表 39: 博纳发行业务收入及毛利率.....	23
图表 40: 代理发行业务的收入及占比.....	24
图表 41: 2019-2021 年博纳影业代理发行并上映的主要影片.....	24
图表 42: 保底发行业务的收入和毛利率.....	25
图表 43: 2019-2021 年博纳影业保底发行并上映的主要影片.....	25
图表 44: 博纳自有影院数量情况.....	26
图表 45: 博纳自有银幕数量情况.....	26
图表 46: 博纳电影院投资计划.....	26
图表 47: 博纳影院投资计划.....	27
图表 48: 2019-2021 年博纳票房收入及市场份额.....	27
图表 49: 2019-2021 年影投公司的票房排名及占比.....	28
图表 50: 2019-2021 年市场及博纳的上座率情况.....	28
图表 51: 2019-2021 年博纳影业影院业务收入及毛利率.....	29
图表 52: 影院业务中各项收入占比.....	29
图表 53: 影院业务中各项毛利率.....	29

1. 公司概况：民营综合电影集团，明星持股资源领先

1.1 民营电影企业，有条不紊完成全产业链布局

博纳影业于 1999 年创立，是国内首家从事电影发行业务的民营企业，以电影发行为起点，历经 20 年已完成电影全产业链布局。公司累计出品影片超过 250 部，累计总票房超过 600 亿元，出品《长津湖》《中国医生》《红海行动》等优质影片。

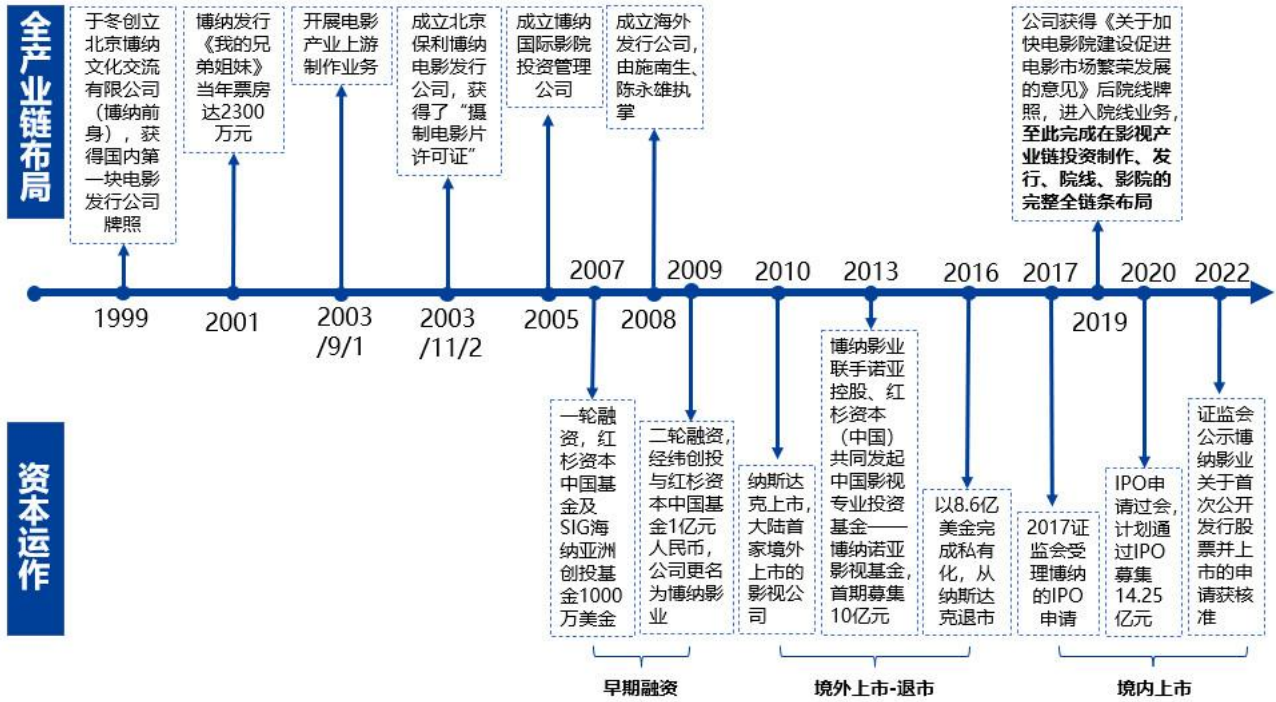
图表 1：博纳影业主营业务

主营业务	业务介绍	2019年度 业务收入 (亿元)	收入占比	2021年 度业务收 入(亿元)	收入占比	代表作品/现状 (截至2021年底)
投资业务	通过投资影片获取影片的票房分账收益及版权收益，包括主投和参投两种方式	9.8	31.45%	14.53	46.54%	主投电影《长津湖》 主投电影《中国机长》 参投电影《我和我的父辈》 参投电影《我和我的祖国》
发行业务	宣传推广电影，并向院线、影院及互联网视频平台等播放渠道发行影片，根据取得发行权的方式分为代理发行和买断/保底发行	9.61	30.84%	10.17	32.55%	代理发行电影《长津湖》 代理发行电影《中国医生》 买断/保底发行电影《拆弹专家2》 买断/保底发行电影《叶问4：完结篇》
院线业务	对资产联结影院或签约加盟影院进行统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理	0.24	0.77%	0.22	0.69%	旗下共有加盟影院108家，银幕905块。加盟影院当年实现票房收入合计7.36亿元，年度观影人次合计突破1800万
影院业务	为电影观众提供影片放映服务以及相关配套服务	11.57	37.14%	8.58	27.48%	公司共有101家影院、841块银幕，获得7.51亿票房收入，约占1.60%市场份额

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

发展历程：以发行业务起家，逐步完成电影全产业链布局。博纳前身为北京博纳文化交流有限公司，于 1999 年获得国内第一块电影发行公司牌照，2001 年发行《我的兄弟姐妹》，当年票房达 2300 万元。随着在电影行业的不断深耕，博纳在 2003 年获得“摄制电影片许可证”进军电影制作业务，2005 年成立博纳国际影院投资管理公司、2019 年获得院线牌照，完成影视产业链投资制作、发行、院线、影院的全链条布局。

图表 2: 博纳发展历程

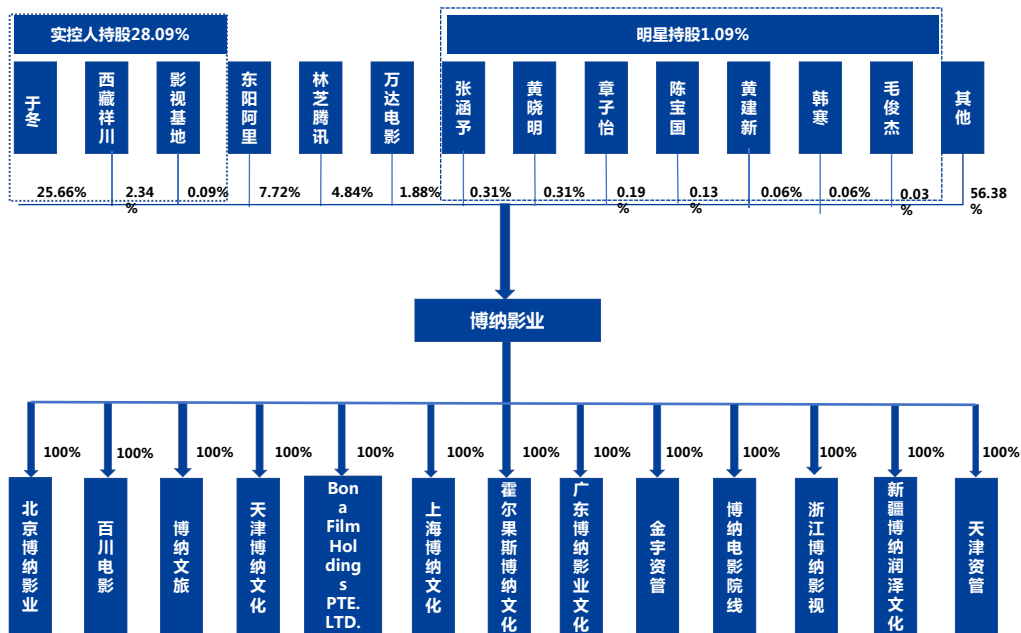


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

1.2 股权结构: 明星持股深度绑定资源, 创始人为公司实控人

截至招股说明书签署日, 博纳影业创始人于冬合计控制博纳影业 28.09%的股份, 是公司的实际控制人。其他持股人包括张涵予、黄晓明、章子怡等明星股东和林芝腾讯、东阳阿里等持股机构。

图表 3: 博纳股权结构



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司管理层科班出身，深耕影视行业、经验丰富。博纳影业创始人于东是毕业于北京电影学院的专业电影人，于1999年创立北京博纳文化交流有限公司，现任董事长兼总经理。行政总裁蒋德富和常务副总裁陈永雄均拥有超过20年影视行业相关经验，主持博纳影业多项电影业务，副总裁兼董事会秘书黄明芳则拥有超过20年财务管理经验及超过10年的影视行业相关经验。

图表4: 博纳管理层

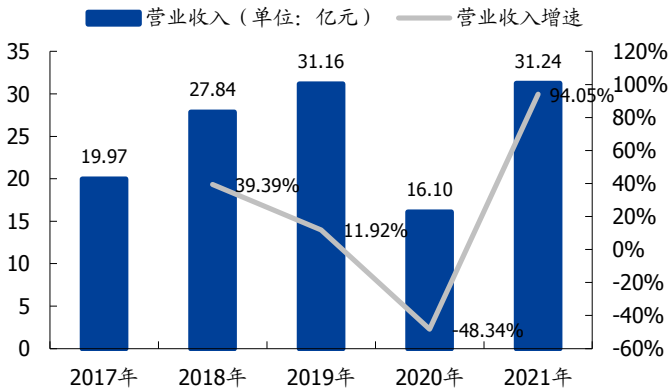
 <p>于东 创始人、董事长兼 总经理 北京电影学院-长江 商学院DBA在读</p> <ul style="list-style-type: none"> • 现任中国电影家协会副主席、中国电影制片人协会副理事长、中国发行放映协会副会长、中国电影著作权人协会副会长、中国电影基金会副理事长、北京电影家协会副主席、广州市大湾区文化交流促进中心理事长。 • 国家荣誉：中国文化产业年度人物、全国宣传文化系统“四个一批”人才等。 • 其他奖项：《Hollywood Reporter》亚洲最具影响力的电影人、《Variety》全球娱乐行业最具影响力商业领袖500人、亚洲电影博览会“Icon Award”大奖，第11、12届中美电影节最佳年度制片人，亚洲影视协会“中美电影合作领军人物”。 	 <p>蒋德富 行政总裁 北京电影学院影视 金融</p> <ul style="list-style-type: none"> • 自1994年起曾先后任职北京电影制片厂宣发处常务副处长、中影集团影视分公司、发行分公司、中影数字院线公司副总经理、中国电影（集团）股份电影营销策划分公司总经理、中国电影（集团）股份公司新闻发言人、万达文化集团高级总裁助理兼万达影视传媒有限公司总经理。 • 2018年入职博纳影业集团，历任集团高级副总裁，现任行政总裁。 • 主持营销宣传、发行、制作了《梅兰芳》《赤壁》《长津湖》系列等中外百余部影片，在影片开发制作、宣传发行、营销策划等整合产业运营方面有着丰富的经验。
 <p>陈永雄 常务副总裁 澳大利亚塔斯马尼亚大学文学硕士、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</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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。 • 1993年至1999年任Asia Television Limited节目总监；自1999年至2002年任电讯盈科副总裁；自2002年至2007年担任寰亚控股总经。 • 2008年入职博纳影业集团，现任博纳影业集团董事、常务副总裁。 • 主导了博纳影业对《火星救援》《X战警：天启》等好莱坞影片的投资，积极策划并参与了好莱坞对中国电影的改编，如《无间道》等。拥有超过20年的电影发行和娱乐业经验。 	 <p>黄明芳 副总裁、董事会秘书 北京大学工商管理硕 士</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2012年2月至2016年3月历任强视传媒有限公司财务总监、董事、副总裁；2015年6月至2016年3月兼任武汉道博股份有限公司总裁助理。 • 2016年入职博纳影业集团，现任博纳影业集团副总裁、董事会秘书。 • 拥有20余年的财务管理经验，同时拥有10余年影视行业的财务管理和资本市场运作的经历和经验。

资料来源：博纳官网，国盛证券研究所

1.3 营收受疫情影响，分部业务毛利率平滑综合毛利率

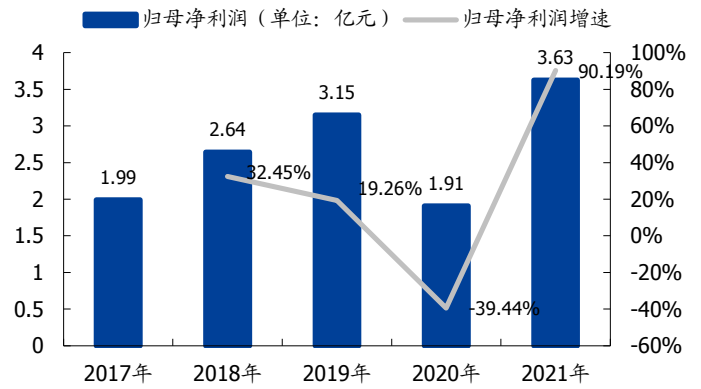
公司营收稳步增长韧性强，疫情影响后已迅速恢复。2017-2019年公司营业收入和归母净利润持续上升，营业收入从2017年的19.97亿元上升至2019年的31.16亿元，2017-2019年的CAGR为24.90%。归母净利润从1.99亿元上升至3.15亿元，2017-2019年的CAGR为25.68%。2020年受疫情影响公司被迫暂停拍摄工作、推迟相关电影发行档期，院线经营同步暂停，营业收入下降至16.10亿元，归母净利润下降至1.91亿元。2021年国内电影市场逐渐复苏，营业收入和归母净利润分别为31.24亿元和3.63亿元，增速分别为94.05%和90.19%，（较2019年的增速分别提高了142.39%和129.63%），已恢复疫情前盈利水平。

图表 5: 博纳影业营业收入及增速



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 6: 博纳影业归母净利润及增速

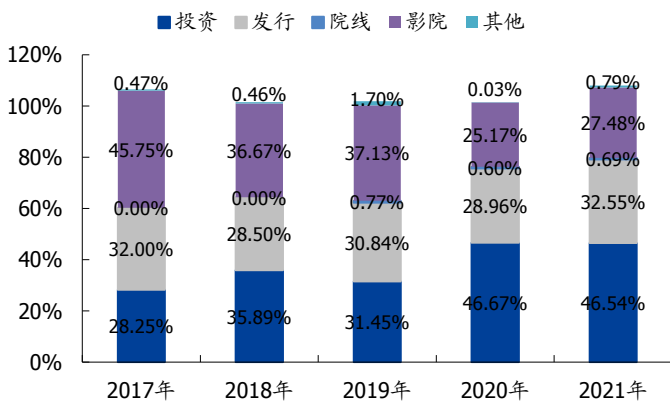


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

发行业务占比约 3 成较为稳定, 影院及出品业务受疫情影响占比波动大。从收入结构上看, 2017-2019 年公司的投资、发行、影院三大主营业务占比相近且占比年变化较小。2020 年疫情爆发后, 影院基本处于停业状态, 影院业务的收入占比下降至 25.17%, 公司顺应市场需求, 对网络视频平台等其他渠道的版权授权增加, 投资业务的收入占比上升至 46.67%。

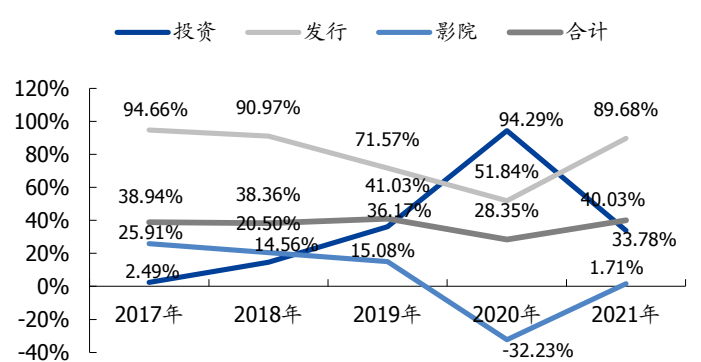
投资业务毛利率保持较高水平, 在疫情时期平滑公司综合毛利率。公司 2017-2019 年投资和发行业务毛利率稳定, 投资毛利率从 2.49% 上升至 36.17%。公司 2017-2021 年综合毛利率较为稳定, 主要由于 2020 年疫情时期投资业务毛利率大幅上升至 94.29%, 与影院业务、发行业务的毛利率下降形成反向变动, 而 2021 年公司发行、影院业务的毛利率上升时投资毛利率回落至 33.78%, 平滑了综合毛利率的波动。

图表 7: 博纳影业营业收入结构



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 8: 博纳影业各业务毛利率



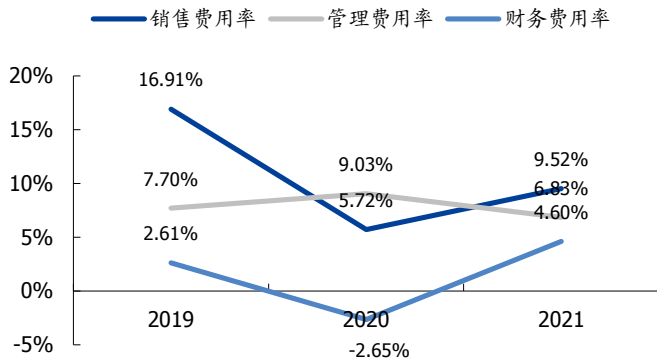
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

疫情前各项费用率较为稳定, 销售和财务费用率受疫情影响下降。2017-2019 年各项费用率变化波动较小, 受疫情影响, 2020 年博纳影业销售费用率和财务费用率大幅下降, 分别降至 5.72% 和 -2.65%, 2021 年分别恢复至 6.83% 和 4.60%。期间管理费用率小幅度波动。

经营现金流净额受疫情影响波动大, 恢复正常经营后迅速回升。公司的经营现金流净额从 2019 年的 7.3 亿元下降至 2020 年的 -3.6 亿元, 主要是受到疫情对国内电影市场的重

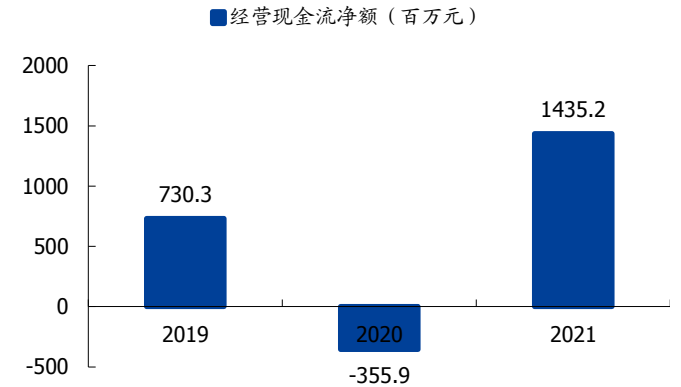
创。2021年公司的经营现金流净额上升至14.4亿元，公司经营情况随着国内电影市场的复苏逐渐好转。

图表 9: 博纳影业费用率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 10: 博纳影业经营现金流情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

商誉占总资产比例较低, 减值风险较小。截至2021年12月31日, 博纳影业商誉账面余额为7734.44万元, 减值准备为148.20万元, 账面价值为7586.24万元。商誉账面余额与总资产的比值为0.49%, 与净资产的比值为1.48%, 商誉占资产的比例低, 因此减值风险小。商誉减值准备本期增加的主要原因是公司收购影院资产评估增值产生的递延所得税负债转回而计提的商誉减值准备, 是由2021年7月公司非同一控制下企业合并收购影院资产所产生。

图表 11: 应收账款的账面余额构成

项目	2021年12月31日		2020年12月31日		2019年12月31日	
	金额 (万元)	占比%	金额 (万元)	占比%	金额 (万元)	占比%
院线票房分账款	80660.48	50.51	20051.69	18.50	31119.57	40.62
版权销售款	15184.53	9.51	25535.10	23.56	17564.16	22.93
影片分成款	52903.07	33.13	26389.21	24.35	15188.38	19.83
网络售票平台票款	3212.57	2.01	3255.81	3.00	2544.46	3.32
电视剧分账款	4833.19	3.03	22471.71	20.74	1309.67	1.71
其他	2890.05	1.81	10668.97	9.84	8884.54	11.60
合计	159683.89	100.00	108372.49	100.00	76610.78	100.00

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

2. 电影强国建设持续推进，疫情后国内电影市场逐步复苏

2.1 “十四五”提出建成电影强国的远景目标

从“电影大国”到“电影强国”，国产电影支持政策持续加码。自2016年习近平总书记在文联第十次全国代表大会、中国作协第九次全国代表大会开幕式上明确文化强国的重要意义后，国内文化产业改革发展的号角正式吹响。观电影行业政策发展，从2017年“十三五”提出银幕数、总票房和电影质量共同提升、做大做强国内电影市场，到《中华人民共和国电影产业促进法》开拓中国电影“走出去”新路径，再到2018年提出全国中小学影视教育基本普及、城乡影院升级扩建的目标和免征增值税等优惠政策，国内逐步建设起“电影大国”。2019年人民日报《把握电影产业发展新机遇》一文提出电影产业“由大到强”的跨越式发展目标，电影行业面对2020年疫情冲击时，国家电影局推出特殊扶持政策，并于2021年的《“十四五”中国电影发展规划》中明确2035年建成电影强国的远景目标。

图表 12: 相关指导建议

时间	相关政策/事件	主要内容
2016/11/30	习近平总书记在文联第十次全国代表大会、中国作协第九次全国代表大会开幕式上发表重要讲话	强调民族文化发展、优秀文化作品与国家发展之间的协同作用，文艺作品应直面当下中国人民的生存现实，创造出丰富多样的中国故事、中国形象、中国旋律
2017/2/23	文化部《“十三五”时期文化发展改革规划》	全面提高电影质量，做大做强电影市场，推动电影票房和银幕总数稳定增长。推动有条件的乡镇建设数字影院，加强电影衍生品和后产品开发。
2017/3/1	《中华人民共和国电影产业促进法》	明确县级以上的人民政府要把电影产业的发展纳入经济社会发展的总体规划当中去，开拓了中国电影“走出去”的广阔路径
2018/11/21	教育部、中共中央宣传部《关于加强中小学影视教育的指导意见》	明确提出力争用3-5年时间完成全国中小学影视教育基本普及的目标
2018/12/13	国家电影局《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》	明确提出到2020年全国加入城市电影院线的电影院荧幕总数达到8万块以上，同时对影院设备升级改造、城乡影院的新建及改扩建施行资金补助
2018/12/16	国务院办公厅《进一步支持文化企业发展的规定》	提出创新资金投入方式，对电影发行收入、电影放映收入等免征增值税
2019/2/28	全国电影工作座谈会	中宣部常务副部长、国家电影局局长王晓晖强调中国电影要努力争取每年打造超过100部票房过亿的影片
2019/4/11	人民日报《把握电影产业发展新机遇》	指出中国电影产业要实现“由大到强”的跨越式发展，要抓住新时代新机遇，领先一步，方能实现电影强国的目标
2020/4/29	国家电影局召开电影应对疫情工作视频会议	对电影院基于特殊扶持政策，积极协调出租房减免租金，推动电影专项资金给予贷款贴息，支持各地购买发放电影票券
2021/11/9	国家电影局《“十四五”中国电影发展规划》	确定文化强国目标，提出2035年建成电影强国的远景目标，强调电影创作应彰显中国精神、中国价值、中国力量、中国美学，目标是以国产影片为主导的电影市场规模全球领先

资料来源：公开资料，国盛证券研究所

历经时代变化，现阶段的主旋律影片更加聚焦“讲好中国故事”而非“宏大历史叙事”。

1) 强调“历史叙事”：“主旋律”首次提出于1987年，时任中宣部副部长的贺敬之提出“突出主旋律，坚持多样化”的创作方针。这一阶段中拍摄包括《开国大典》及《大决战》系列、《大转折》系列、《大进军》系列等表现新中国革命史中重要事件和重大战役的影片。

2) 聚焦“中国故事”：2007年《集结号》商业影片票房获得成功，开启了主流大片的创作潮流，新时代的主旋律影片更强调“讲好中国故事”，代表作包括《战狼2》《湄公河行动》等“新主流大片”，与此前主旋律电影相比，聚焦新中国“正在进行时”中的事件及英雄。

图表 13: 主旋律电影发展



资料来源：公开资料，国盛证券研究所

主旋律电影承载弘扬社会主义主流价值观的意义，持续获得政策扶持。国家电影局于2018年1月下发通知、中国电影发行放映协会同年年底正式公布5000家“人民院线”的影厅名单，将用于在重要时间点上对重要影片实行“专厅专用”，其中包含万达影城、中影星美国际影城等大牌影城。同时，自2016年国家电影精品专项资金首次公示以来，对主旋律电影的支持从未间断。电影精品专项资金拟资助项目（第一批）公示资料显示，《战狼2》被列为优秀国产电影摄制资助对象。在此之后，《红海行动》《空天猎》《中国机长》《攀登者》等国产主旋律电影相继出现在历年拟资助优秀国产电影摄制名单中。以扶贫、革命、抗疫为题材的主旋律电影《我和我的家乡》《革命者》《中国医生》等则出现在2020年度电影精品专项资金拟资助项目（第一批）公示资料中。

图表 14: 国家电影精品专项资金代表性项目

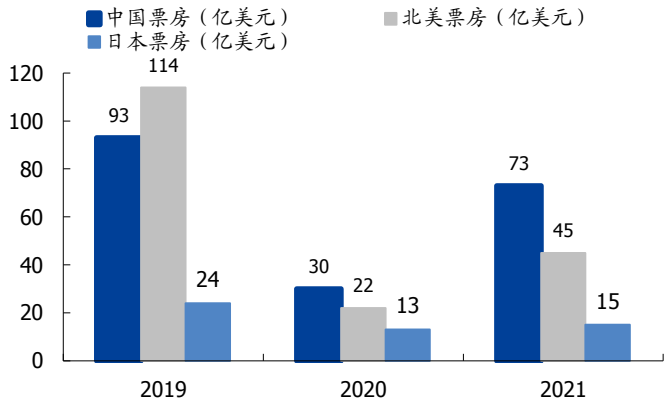
时间 (批次)	项目 (影片名称)	单位名称
2016 (第一批)	建军大业	中国电影股份有限公司
	湄公河行动	博纳影业集团有限公司
	战狼 2	北京登峰国际文化传播有限公司
2017 (第二批)	红海行动	博纳影业集团有限公司
	空天猎	春秋时代 (霍尔果斯) 影业有限公司
	血战湘江	八一电影制片厂
2018 (第二批)	攀登者	上海电影 (集团) 有限公司
	中国机长	北京博纳影业集团有限公司
	两个人的海岛 (暂名)	幸福蓝海影视文化集团股份有限公司
2019 (第二批)	红星照耀中国	峨眉电影集团有限公司
	冰血长津湖	北京博纳影业集团有限公司
	中国女排	北京嘉映春天影业有限公司
2019 (第三批)	烈火? 英雄	北京博纳影业集团有限公司
	我和我的家乡	北京京西文化旅游股份有限公司
2020 (第一批)	革命者	北京光线影业有限公司
	1921	上海三次元影业有限公司
	无名	上海博纳文化传媒有限公司
2020 (第三批)	狙击手	北京黎枫文化发展有限公司
	中国·医生	广东博纳影业传媒有限公司
	金刚川	中国电影股份有限公司
2020 (第四批)	我和我的父辈	中国电影股份有限公司
	奇迹年代	中国电影股份有限公司
	我的父亲焦裕禄	明德万国影业湖北有限公司
2021 (第二批)	回西藏	山东电影制片厂有限公司
	海的尽头是草原	北京博纳影业集团有限公司
2021 (第三批)	血战宁波	长影集团有限责任公司
	共和国的黎明	润之文化传播 (珠海市) 有限责任公司

资料来源: 国家电影局, 国盛证券研究所

2.2 疫情后国内电影市场回暖, 国产电影趁势而起

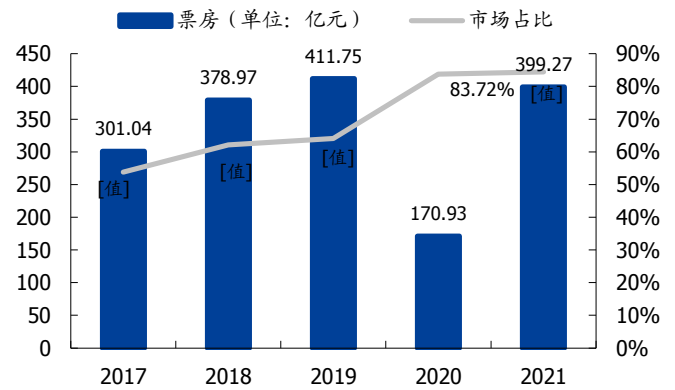
中国超越美国成为全球第一大电影市场, 国产影片票房占比大幅提升。2020 年全球电影市场受疫情重创, 北美年度电影票房约为 22 亿美元, 同比下降约 80%。国内电影院自 2020 年 2 月起关闭, 7 月 20 日影院在防疫要求控制下陆续复工, 2020 年中国电影市场票房约为 30 亿美元, 首次超越美国成为全球电影票房冠军, 2021 年中国电影票房约为 73 亿美元, 亦超越北美电影票房。2017-2021 年国产电影票房占比持续上升, 2020 年国产电影总票房达 170.93 亿元, 市场占比从 2019 年的 64.07% 上升至 83.72%, 主要原因是疫情下进口片数量骤减, 从 2019 年的 127 部下降至 2020 年的 55 部。

图表 15: 2019-2021 年全球主要市场年度票房



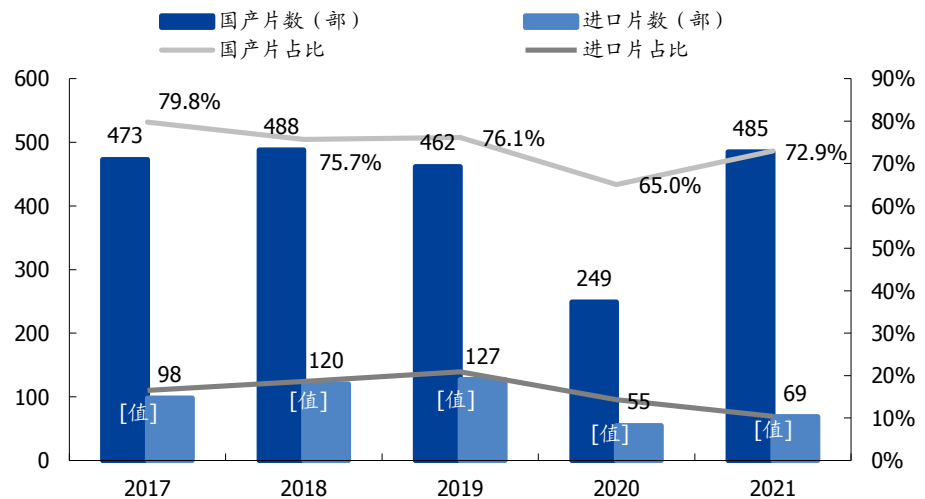
资料来源: 美国电影协会, 国盛证券研究所

图表 16: 国产影片票房收入情况



资料来源: 中国电影发行放映协会, 国家电影局, 国盛证券研究所

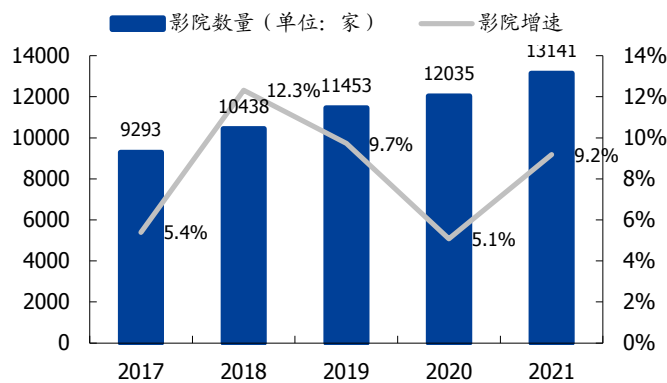
图表 17: 2017-2021 年国内影片上映情况



资料来源: 猫眼专业版, 国盛证券研究所

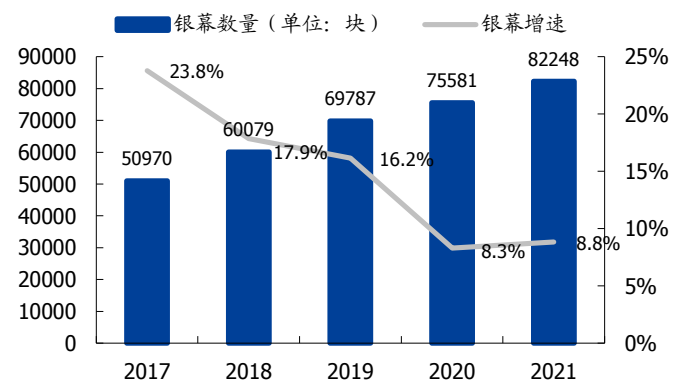
影院建设速度放缓, 中长尾影院加速出清。全国影院数量的增速从 2018 年的 12.3% 下降至 2020 年的 5.1%, 2021 年回升至 9.2%。2020-2021 年全国电影院银幕数增速持续回落, 从 2017 年的 23.8% 下降至 2021 年的 8.8%, 国内影院建设速度放缓, 同时影片资源出现向头部公司聚集的趋势, 部分中长尾影院退出竞争。

图表 18: 市场影院数量及增速



资料来源: 中国电影发行放映协会, 国家电影局, 国盛证券研究所

图表 19: 市场银幕数量及增速

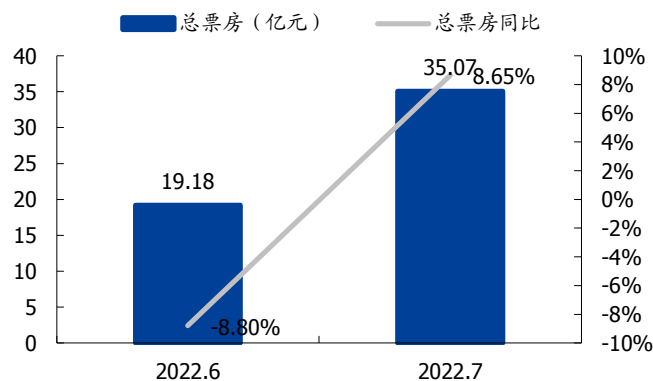


资料来源: 中国电影发行放映协会, 国家电影局, 国盛证券研究所

我国人均观影人次仍处于低位, 较发达国家相比仍有较大空间。2021年末, 我国城镇常住人口约为 9.14 亿, 而中国电影报数据显示当年城市院线观影人次约为 11.67 亿, 因此我国 2021 年人均观影次数约为 1.28 次。与疫情前的 2019 年人均观影次数 1.23 次相比, 同比增长了 3.25%。现阶段我国人均观影次数与海外地区的差距逐渐缩小, 2021 年我国的人均观影次数接近北美的 1.3、超过韩国的 1.17, 主要原因是海外电影市场受疫情影响仍未恢复, 而我国电影市场已逐渐复苏。我国与疫情前海外市场的人均观影次数数据相比 (2019 年日本 1.33, 北美 3.6 和韩国 4.24) 仍存在较大差异, 因此我国电影市场未来仍有较大的发展空间。

国内电影市场疫情后逐渐回暖, 7 月票房首次出现本年同比正向增长。2022 年 6、7 月的内地影片票房分别为 19.18 亿元和 35.07 亿元, 其中 7 月票房收入同比 2021 年增长 8.65%, 是 2022 年开年以来首次月度票房同比正增长。其中 6 月上新影片《侏罗纪世界 3》以 IP 优势和好莱坞大片加成占据 42.7% 的市场份额, 国产口碑黑马《人生大事》位列第二。7 月国内电影市场以国产片为主导, 《人生大事》、《独行月球》、《神探大战》三部国产影片票房约占 7 月总票房的 80%, 其中 7 月 29 日上映的科幻喜剧影片《独行月球》表现突出, 以三天共 9.95 亿的票房贡献 7 月总票房的 28.4%, 为电影市场暑期档注入新活力。

图表 20: 2022.6-2022.7 票房情况



资料来源: 拓普数据, 国盛证券研究所

3.公司看点：主旋律电影标杆企业，布局电影全产业链

3.1 深度布局主旋律电影，票房口碑稳居第一梯队

公司打造出一系列高品质主旋律题材电影，已形成经典 IP。以 2014 年上映的影片《智取威虎山》为开端，博纳电影开启了主旋律电影商业化的篇章。公司主出品的电影系列包括：1) “山河海三部曲”：《智取威虎山》《湄公河行动》《红海行动》；2) 2019 年由中宣部及国家电影局指导和支持、博纳影业打造的“中国骄傲三部曲”：《中国机长》《烈火英雄》《决胜时刻》；3) 2021 年推出“中国胜利三部曲”：《中国医生》《长津湖》《无名》其中讲述抗美援朝的史诗级战争巨制《长津湖》以 57.75 亿元的票房成为中国影史票房冠军及 2021 年全球票房亚军。

图表 21: 博纳主旋律电影布局

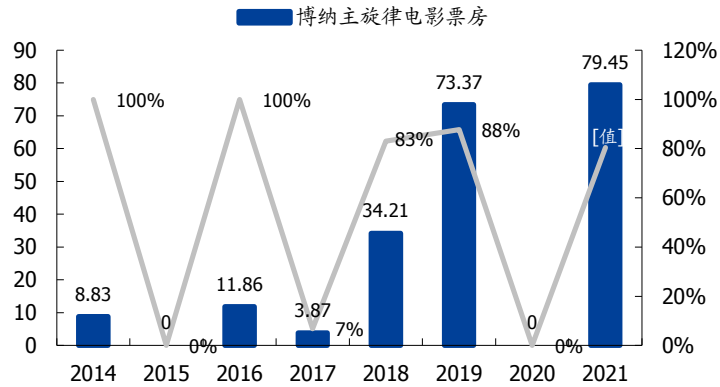


资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

3.1.1 公司主控主旋律电影表现：票房及口碑均领先

多部影片成为年度爆款并获得市场认可，类型影片票房持续突破天花板。公司在主旋律商业电影赛道的优势突出，多部影片成为年度爆款并获得市场高度认可，其中从绝对数量上看，2014-2021 年博纳影业主投并上映票房过亿的影片共 11 部，累计实现票房收入 211.59 亿元。2014 年和 2016 年，博纳分别凭借《智取威虎山》和《湄公河行动》两部影片占领当年主旋律电影市场。2018 年《红海行动》34.21 亿元的票房使博纳获得 83% 的主旋律影片市占比。据猫眼专业版数据，博纳在 2019 年和 2021 年每年稳定输出 3-4 部主旋律影片，主旋律影片市占率稳定在 80% 以上。从单片票房看，2021 年《长津湖》夺得中国影史票房冠军，而此前上映的《红海行动》和《中国机长》在中国电影史上票房收入分别排名第 9 位和第 15 位。

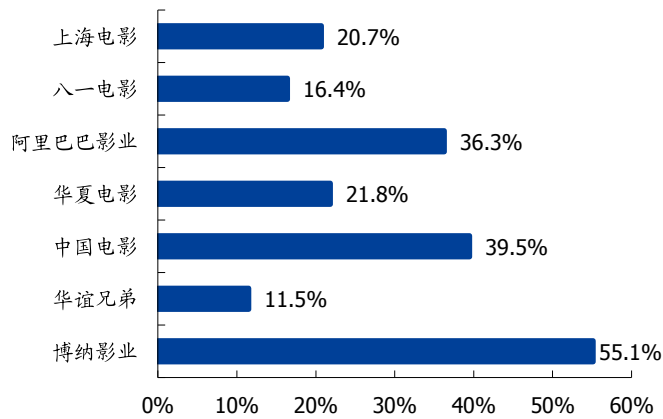
图表 22: 博纳主旋律电影票房情况



资料来源: 猫眼专业版, 国盛证券研究所

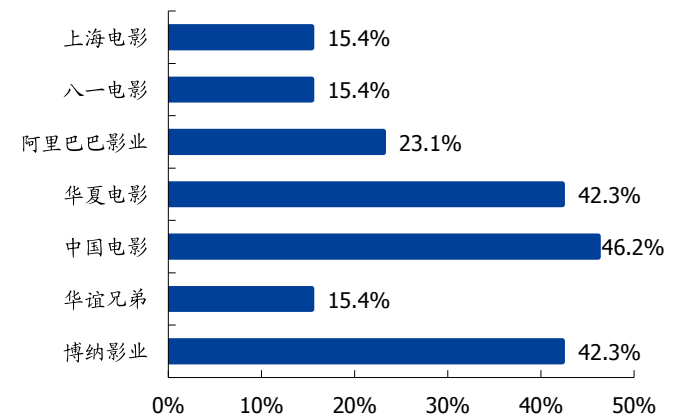
作为民营电影机构, 公司出品的主旋律影片票房及口碑表现不俗。近年来, 市场参与主旋律制作的公司主要包括: 1) 国企: 如中国电影、上海电影、华夏电影、八一制片等传统国企背景电影公司; 2) 民营企业: 如博纳影业、华谊兄弟、光线传媒、开心麻花等; 3) 互联网平台: 腾讯视频、爱奇艺等视频平台业务也逐步向主旋律电影制作延申。2014-2022 年公司出品票房过亿的主旋律电影 11 部, 票房占过亿主旋律影片比重为 55.1%, 影片数量占比 42.3%。而从豆瓣评分来看, 公司主控电影《红海行动》《湄公河行动》为主旋律影片获得最高分 8.2 分与 8.0 分, 显著高于其他主旋律影片。

图表 23: 票房过亿主旋律电影出品公司的票房占比



资料来源: 猫眼专业版, 国盛证券研究所

图表 24: 票房过亿主旋律电影出品公司的影片数量占比



资料来源: 猫眼专业版, 国盛证券研究所

除极高的商业价值外, 公司主旋律影片兼具艺术性, 多部影片在各类评选中斩获大奖。公司出品的《智取威虎山》(获 17 个奖项)、《湄公河行动》(获 13 个奖项)、《中国医生》(获 10 个奖项)、《中国机长》(获 9 个奖项)、《烈火英雄》(获 9 个奖项) 等影片在中国金鸡奖、金马奖、华表奖等各个电影奖项中均有收获, 2018 年上映的电影《红海行动》更是获得了多达 38 个奖项, 包括天坛奖、百花奖、华表奖、金像奖、华鼎奖、金鸡奖等多个业内具有较大影响力的奖项, 以及“2018 年纪念改革开放 40 周年年度影片”和中宣部第 15 届精神文明建设“五个一工程”优秀作品奖。

图表 25: 电影《红海行动》获奖情况

电影《红海行动》获奖情况			
获奖时间	奖项	获奖时间	奖项
2018年	第25届北京大学生电影节最佳影片	2018年	第31届东京国际电影节中国电影周金鹤奖最佳作品奖
2018年	第8届北京国际电影节“天坛奖”最佳视觉效果	2018年	第31届东京国际电影节中国电影周金鹤奖最佳女演员
2018年	第17届纽约亚洲电影节最佳动作导演	2018年	第31届东京国际电影节中国电影周金鹤奖最具人气男演员
2018年	第4届成龙国际动作电影周最佳动作影片	2018年	2018年纪念改革开放40周年年度影片
2018年	第14届长春电影节金鹿奖最佳故事片	2018年	艺恩“中国文娱指数盛典”年度最佳电影宣发营销热度奖
2018年	第14届长春电影节金鹿奖最佳女配角	2018年	第17届中国电影华表奖优秀故事片
2018年	第14届长春电影节金鹿奖最佳摄影奖	2018年	第17届中国电影华表奖优秀导演
2018年	第4届成龙国际动作电影周最佳导演	2018年	2018搜狗in全景臻选礼风尚电影大奖
2018年	第4届成龙国际动作电影周最佳动作女演员	2018年	第3届中国娱乐产业年会CEIS最佳院线电影奖
2018年	第4届成龙国际动作电影周最佳特技奖	2018年	2018微博年度电影
2018年	第3届北京市华侨华人京华奖	2018年	2018中国版权金奖
2018年	第14届长春电影节最佳影片	2019年	第38届香港电影金像奖最佳视觉效果
2018年	第34届大众电影百花奖最佳故事片	2019年	第38届香港电影金像奖最佳音响效果
2018年	第34届大众电影百花奖最佳导演	2019年	第38届香港电影金像奖最佳动作设计
2018年	第34届大众电影百花奖最佳女配角	2019年	第25届华鼎奖中国电影年度满意度调查第一名
2018年	第34届大众电影百花奖最佳男配角	2019年	第25届华鼎奖最佳新锐演员奖
2018年	第34届大众电影百花奖最佳新人	2019年	第32届中国电影金鸡奖最佳导演
2018年	第5届文荣奖电影突出贡献奖	2019年	中宣部第15届精神文明建设“五个一工程”优秀作品奖
2018年	第14届中美电影节金天使奖最佳影片	2019年	2019中国（佛山）大湾区功夫电影周优秀导演

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

3.1.2 主旋律电影特点：成本投入高，票房体量大，头部项目投资收益率高

与其他剧情类影片相比，主旋律电影制作成本较高制作难度大，一般多个出品方参与。鉴于特殊的场景及道具要求，如《红海行动》拍摄中需要军事装备及高质量后期制作，主旋律电影投入成本较场景日常的剧情相比需要更大的成本投入。一方面单片资金投入较高，另一方面技术道具等也需要多方合作，所以近年大制作的头部主旋律影片出品方包括多方，如《我和我的祖国》3个主出品方48个联合出品方。根据搜狐网新闻，《战狼2》制作总成本约2亿，《金刚川》4亿，《长津湖》为13亿，而剧情类电影的制作成本大多在千万级别。近五年票房TOP10影片中，博纳参与6部。

图表 26: 2017-2021 年主旋律电影票房前十

近五年票房TOP10主旋律电影			
	票房（亿元）	主要出品方	制作成本（亿元）
战狼2	53.12	登峰国际、捷成世纪、春秋时代（霍尔果斯）、嘲风影业、霍尔果斯橙子映像、霍尔果斯登峰国际	2.10
红海行动	34.21	博纳影业、中国人民解放军海政、星梦工厂、英皇影业	5.50
我和我的祖国	30.02	华夏电影、博纳影业、阿里巴巴影业	1.20
中国机长	27.03	博纳影业、阿里巴巴影业、华夏电影、中植企业	4.00
烈火英雄	15.08	博纳影业、亚太华影、哥伦比亚电影、阿里巴巴影业、华夏电影	3.50
八佰	28.75	华谊兄弟、七印象文化	5.50
我和我的家乡	25.89	京西文化、中国电影、坏猴子文化、黎枫文化、万荣企业管理、拾谷影业、真乐道文化、壹同传奇影视、西虹市影视、橙子映像	8.00
长津湖	53.72	博纳影业、八一电影、华夏电影、中国电影、上海电影、阿里巴巴影业、登峰国际	13.00
我和我的父辈	13.63	中国电影、三次元影业、拾谷影业、登峰国际、青怡影视、真乐道文化、开心麻花影业	5.00
中国医生	12.10	博纳影业、珠江电影、长江电影、中国电影、华夏电影、阿里巴巴影业	5.00

资料来源：猫眼专业版，网络公开资料，国盛证券研究所

主旋律电影项目成功率高，头部项目具备较高的投资收益率。虽然需要较高的制作成本，但主旋律电影较大概率收获较高的票房，主要原因在于 1) 大制作主旋律影片更重视宣发，上映前较长的窗口期就收获了较高关注度；2) 影片上映时点多为国庆档/春节档/暑期档，有较高的潜在观影需求；3) 由于制作审核等成本较高，同类型的竞品相对较少。根据博纳招股书披露的数据，投资和发行的主旋律影片毛利率均在较高的水平。

图表 27: 博纳部分主旋律影片毛利率

主旋律影片毛利率情况				
影片名称	上映时间	影片类型	投资业务毛利率	当年总体毛利占比
《中国机长》	2019/9/20	主投、代理发行	69.4%	53.5%
《烈火英雄》	2019/8/1	主投、代理发行	28.5%	24.8%
《我和我的祖国》	2019/9/30	参投	68.3%	1.6%
《长津湖》	2021/9/30	主投、代理发行	28.0%	65.4%
《中国医生》	2021/7/9	主投、代理发行	61.6%	21.4%

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.1.3 类型片可持续性探讨: 项目充足中短期业绩无忧, 资源及经验保证长期成功率

公司拟投资 16.8 亿元于主旋律影片制作与发行, 进一步布局主旋律电影赛道。公司拟投资的影片均为主旋律电影, 片单中包括《智取威虎山前传》《红海行动 2》《血战上甘岭》等系列影片续集, 同时也包括《一代枭雄》《无名》《少年时代》等新题材主旋律影片。

图表 28: 博纳影业影片投资机会

拟投资10部影片进度 (单位: 万元)					
序号	拟投资方向	博纳拟投资金额	第一年投入	第二年投入	第三年投入
1	《智取威虎山前传》	24500	24500		
2	《红海行动2》	25000		5000	20000
3	《虎鲸行动》	25000	12500	12500	
4	《反恐行动》	25000	25000		
5	《血战上甘岭》	25000			25000
6	《克什米尔公主号》	12000		12000	
7	《汶川大地震》	12000		12000	
8	《一代枭雄》 (《暗枪》)	7500		7500	
9	《无名》	7000	7000		
10	《少年时代》	5000	5000		
投资合计		168000	74000	49000	45000

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

公司目前主旋律影片存量充足, 短期内不存在断档风险。博纳已完成制作、待上映的影片包括关注度较高的影片《无名》《海的尽头是草原》等, 由知名导演与知名演员合作, 观众期待值较高。处于筹备阶段、待拍摄的影片有《少年时代》《国家行动》《国色天香》等。

图表 29: 博纳影业待上映、待制作的项目

已完成制作、待上映的主要影片		
项目（影片名）	影片介绍	主创人员
《无名》	该影片为讲述中共地下党的谍战影片	程耳编剧并执导，梁朝伟、王一博主演
《海的尽头是草原》	该影片根据“三千孤儿入内蒙”的真实历史事件改编	尔冬升执导，陈宝国、马苏、阿云嘎主演
《遇神》	该片为奇幻喜剧题材电影	杜鹃执导，文章、白客、邓家佳等主演
《神马岛》	该影片为奇幻题材剧情影片	刘德华监制，关信辉执导，刘亮、白鸽主演
《平凡英雄》	该片根据“救助救治新疆和田断臂男孩”的真实事迹改编的剧情电影	陈国辉执导，李冰冰、冯绍峰、林永健等主演
《阿麦从军》	该剧改编自同名小说，讲述了南夏开国女将军阿麦卸红妆披战袍，历经艰辛终成一代女战神的故事	张之亮执导，张天爱、林峯主演
筹备阶段的主要影片		
项目（影片名）	影片介绍	主创人员
《少年时代》	该影片讲述文革时期青年人成长的励志剧情故事	陈凯歌执导，刘昊然、陈宇飞、张雪迎主演
《神雕侠侣》	该影片改编自金庸的同名武侠小说	徐克导演、施南生监制
《追龙3》	该影片讲述20世纪30年代纽约唐人街的黑帮争斗故事	王晶执导，刘德华主演
《遗失的帝国》	该影片为盗墓题材动作喜剧故事	邹静之编剧
《热血沸腾》	该影片为讲述女子拳击手的励志剧情影片	青年导演李光耀执导
《国家行动》	该片为关于扫黑除恶内容的影片	尔冬升执导
《国色天香》	该影片以历史人物上官云珠为题材	导演尹力执导，章子怡主演（暂定）

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

博纳影业对影视资源的整合优势是公司持续推出优秀作品的基础保障。公司与众多优秀的导演、监制、演员、编剧等行业核心人员建立长期的合作关系。如博纳已与国内著名导演林超贤、尔冬升、陈凯歌、刘伟强等合作制作了《红海行动》《长津湖》等多部影片并签订长期合作合约，同时，与国内大牌演员章子怡、陈宝国、张涵予等合作拍摄了《一代宗师》《湄公河行动》《中国机长》等影片并签订合作合约。

图表 30: 博纳影业主要合作方及内容

合作方	职务	合作内容	主要合作作品
林超贤 梁凤英	导演、监制、制片 编剧	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	《红海行动》 《湄公河行动》 《长津湖》 《紧急救援》
尔冬升	导演、监制	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	《窃听风云 3》 《我是路人甲》 《海的尽头是草原》
陈凯歌	导演	合约期内，为公司承担五部电影的导演工作	《少年的你》 《长津湖》 《建军大业》
刘伟强	导演、监制	合约期内为公司及其关联公司担任 5 部电影 的监制工作	《烈火英雄》 《中国机长》 《中国医生》
庄文强	导演、监制	合约期内公司委派庄文强参与发展一部高素 质电影项目	《窃听风云 3》 《无双》
章子怡	演员	合约期内为公司承担一部电影的演员工作	《一代宗师》
陈宝国	演员	合约期内为公司承担电影电视剧的演员工作	《湄公河行动》 《海的尽头是草原》 《湄公河行动》
张涵予	演员、导演	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	《红海行动》 《中国机长》 《中国医生》

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

3.2 全产业链布局：充分整合并深挖现有行业资源

公司的业务现已覆盖电影的投资、发行、院线及影院各个环节，打通产业链上下游。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。影片上映后票房经多个环节分成，公司全产业链布局各环节均获利。

图表 31: 电影行业产业链

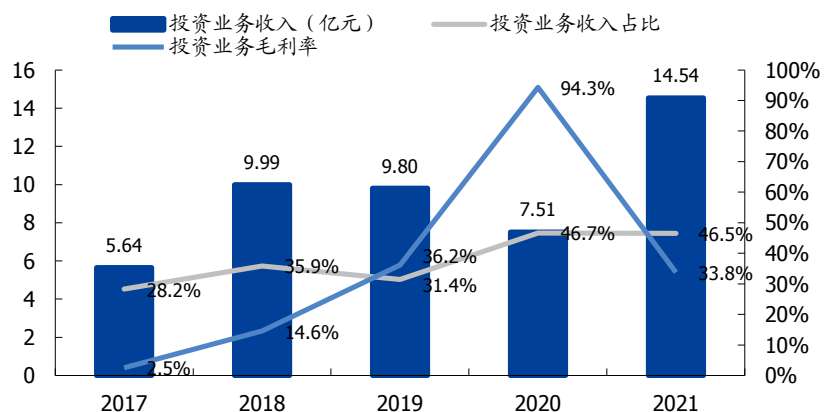


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.2.1 投资业务: 收入占比上升, 主投及参投影片均表现出色

公司投资业务收入占比在疫情后小幅上升, 毛利率受疫情影响波动幅度大。2017-2021年, 公司投资业务的收入占比从疫情前的35%左右波动上升至疫情后的46%左右, 主要原因是: 1) 2020年公司影院业务受疫情影响较大, 而影视剧版权销售、电影衍生授权销售、影片在线授权播放等投资业务受影响较小, 收入占比被动提升; 2) 2021年公司主投影片《长津湖》获得57.75亿元票房, 其票房分账款为公司当年投资业务收入的主要来源。投资业务毛利率从2019年的36.2%大幅提升至2020年的94.3%, 随后2021年回落至33.8%。

图表 32: 博纳投资业务收入及毛利情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

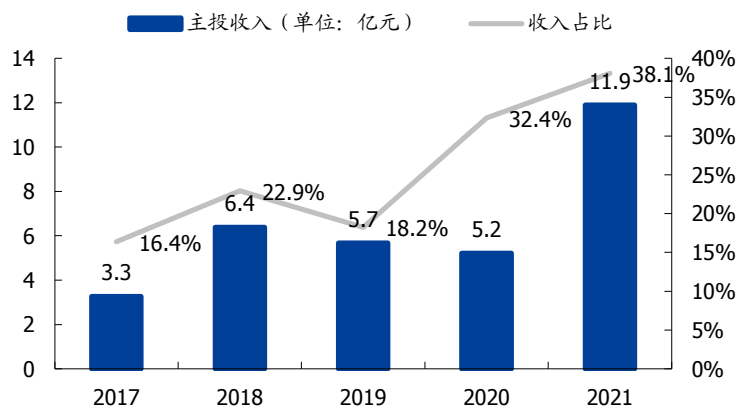
公司投资业务可分为主投业务和参投业务:

1) **主投业务:** 公司作为影片的发起人和主要投资人, 整体把控影片的选题策划、

立项筹备等投资及制作工作，对影片的拍摄及后期制作等部分环节采用外聘承制公司的方式，并在影片上映后负责按协议分配或支付各参与方的收益。

公司主投业务收入占比呈上升态势，主要原因是主投影片票房表现优异。公司主投业务收入占比从2019年的22.9%上升至2021年的38.1%，主投业务收入从2019年的5.7亿元上涨至2021年的11.9亿元，原因是2019-2021年公司主投并上映的6部影片表现出色。6部影片累计实现票房收入119.17亿元，其中票房超过10亿元的影片4部，票房超过1亿元的影片5部。2021年主投上映的影片《长津湖》夺得中国电影史票房冠军，为当年较高的业务收入做出主要贡献。

图表 33: 博纳主投业务收入情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 34: 2019-2021 年博纳代表性主投影片

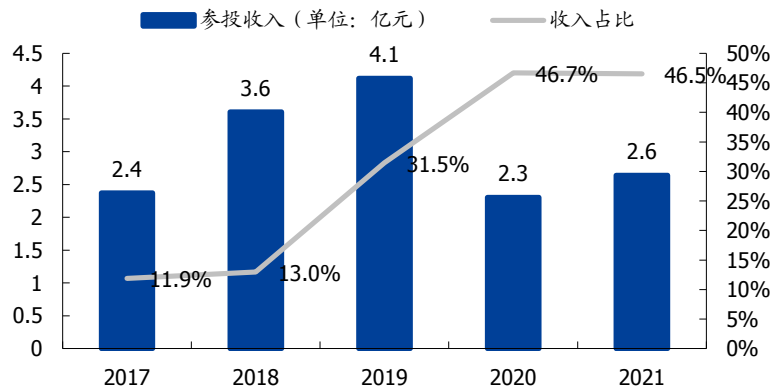
2019-2021年博纳影业主投并上映的主要电影票房情况			
年份	影片名称	票房 (万元)	上映日期
2021年	《长津湖》	577500	2021/9/30
	《中国医生》	132819	2021/7/9
2020年	《热血合唱团》	7002	2020/11/13
2019年	《中国机长》	291246	2019/9/30
	《烈火英雄》	170659	2019/8/1
	《决胜时刻》	12440	2019/9/20

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

- 2) **参投业务:** 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。

公司参投业务收入占比上升幅度大，影片投资数量减少。公司参投收入占比从2017年的11.9%上升至2021年的46.5%，上升曲线陡峭。公司在2019-2021年参投并上映共计14部影片，累计实现票房收入102.02亿元。其中2019年上映参投影片8部，2020年和2021年各3部，参投影片的数量受疫情影响有所减少。

图表 35: 博纳参投业务收入情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 36: 2019-2021 年博纳代表性参投影片

2019-2021年博纳影业参投并上映的主要电影票房情况			
年份	影片名称	票房 (万元)	上映日期
2021年	《新神榜: 哪吒重生》	45648	2021/2/12
	《迷妹罗曼史》	240	2021/5/28
	《我和我的父辈》	147688	2021/9/30
2020年	《我和我的家乡》	282883	2020/10/1
	《喋血战士》	4544	2020/7/24
	《保家卫国—抗美援朝光影纪实》	1906	2020/10/25
2019年	《我和我的祖国》	317119	2019/9/30
	《飞驰人生》	172860	2019/2/5
	《追龙II》	30931	2019/6/6
	《妈阁是座城》	5202	2019/6/14
	《地久天长》	4530	2019/3/22
	《一条狗的回家路》	3644	2019/1/18
	《星际探索》	2287	2019/12/5
《欲念游戏》	748	2019/4/12	

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.2.2 发行业务: 首家获得电影发行公司牌照的民营企业

公司影片发行规模多年保持行业前列。自成立以来, 公司已发行影片超过 250 部, 成为累计票房率先突破 600 亿元的民营电影发行公司。2019 年-2021 年, 公司发行并上映的影片共 26 部, 累计实现票房 179.90 亿元, 其中有影响力的国产影片包括《红海行动》《中国机长》《烈火英雄》《叶问 4: 完结篇》《无双》《飞驰人生》等。

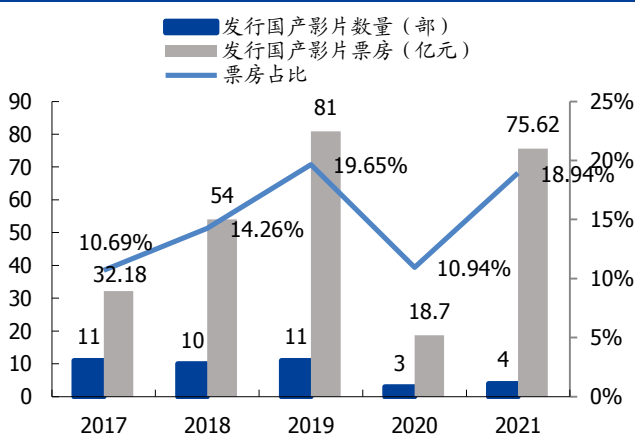
图表 37: 博纳代表性发行影片

影片名称	剧照	主创阵容及市场排名	主要获奖情况
《长津湖》		由陈凯歌、徐克、林超贤联合执导，吴京、易烊千玺领衔主演，段奕宏、欧豪特别出演，朱亚文、李晨、胡军、韩东君等主演，实现票房收入57.75亿元，位居中国影史票房冠军及2021年全球票房亚军	第16届长春电影节最佳电影、最佳剪辑、第13届澳门国际电影节最佳影片
《中国医生》		由刘伟强执导，张涵予、袁泉、朱亚文、李晨领衔主演，易烊千玺特邀出演，欧豪特别出演，实现票房收入超13亿元，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、2021东京·中国电影周暨第六届金鹤奖最佳导演、最佳女演员、第17届中美电影节优秀电影、最佳导演、最佳制片人
《红海行动》		由林超贤执导，张译、黄景瑜、海清、杜江、蒋璐霞等主演，实现票房收入36.51亿元，在国产电影史上票房收入排名第四位及2018年国产影片年度票房冠军及春节档票房冠军	第34届大众电影百花奖最佳故事片、第17届中国电影华表奖优秀故事片及优秀导演奖、第38届香港电影金像奖最佳视觉效果、最佳动作设计奖
《中国机长》		由刘伟强执导，李锦文监制，张涵予、欧豪、杜江、袁泉、张天爱、李沁领衔主演，实现票房收入29.12亿元，在国产电影史上票房收入排名第九位及2019年国产影片排名第四位	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、最佳男主角、最佳女配角奖

资料来源：招股说明书，公开资料，国盛证券研究所

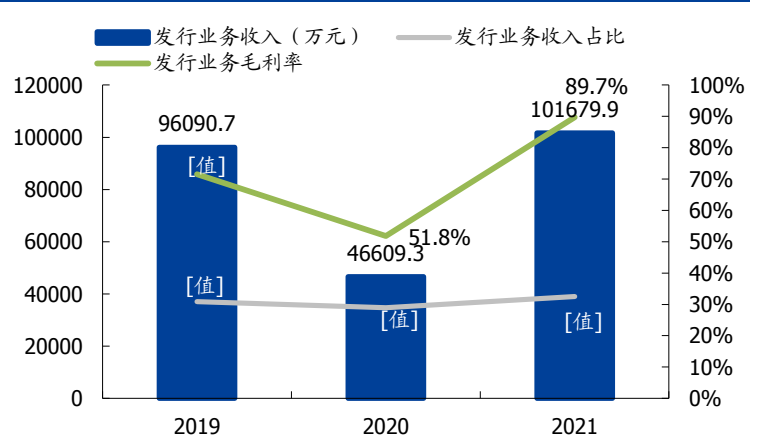
剔除 2020 年极端情况，公司发行业务收入稳步增长。公司发行业务 2019-2021 年收入分别为 9.6 亿元、4.6 亿元和 10.2 亿元，2020 年及 2021 年同增-51.5%、118.2%。其中，发行并上映的国产影片共 18 部。2021 年公司发行国产影片累计票房收入 75.62 亿元，占 2021 年国产电影票房收入的 18.94%。发行方式包括代理发行及保底发行。

图表 38: 博纳影业发行国产影片数量及票房情况



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

图表 39: 博纳发行业务收入及毛利率



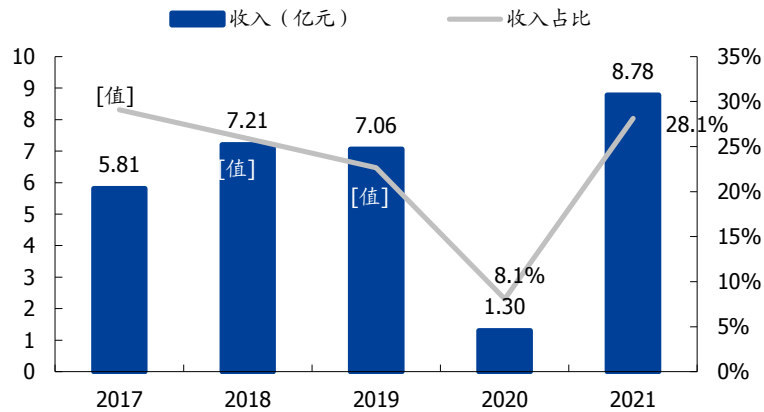
资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

- 1) **代理发行**: 按照净额法确认收入，一般由公司负责影片的宣传及销售，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，而影片产生的宣发费用计入销售费用，因此代理发行业务无营业成本，毛利率较高。

2017-2020 年代理发行业务收入占比呈下滑态势，从 2017 年的 29.1% 下降到 2020 年的 8.1%，2020 年主要受到疫情影响，2021 年收入占比有所回升至 28.1%。

2019-2021 年，公司代理发行并上映的影片 19 部，累计实现票房收入 151.41 亿元，其中票房超过 10 亿元的影片 5 部，票房超过 1 亿元的影片 9 部。

图表 40: 代理发行业务的收入及占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 41: 2019-2021 年博纳影业代理发行并上映的主要影片

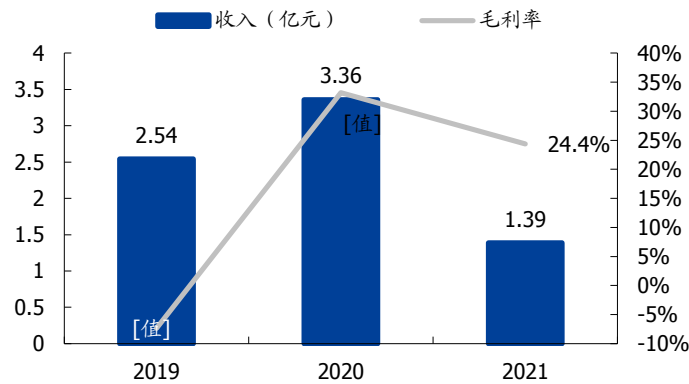
2019-2021年博纳影业代理发行并上映的主要影片票房收入情况			
年份	影片名称	票房 (万元)	上映日期
2021年	《长津湖》	577500	2021/9/30
	《中国医生》	132819	2021/7/9
	《新神榜: 哪吒重生》	45648	2021/2/12
2020年	《迷妹罗曼史》	240	2021/5/28
	《紧急救援》	48524	2020/12/18
	《热血合唱团》	7002	2020/11/13
	《喋血战士》	4544	2020/7/24
2019年	《中国机长》	291246	2019/9/30
	《飞驰人生》	172860	2019/2/5
	《烈火英雄》	170659	2019/8/1
	《追龙II》	30931	2019/6/6
	《决胜时刻》	12440	2019/9/20
	《妈阁是座城》	5202	2019/6/14
	《地久天长》	4530	2019/3/22
	《一条狗的回家路》	3644	2019/1/18
	《龙珠超: 布罗利》	3168	2019/5/24
	《星际探索》	2287	2019/12/5
	《欲念游戏》	748	2019/4/12
《梦想之城》	121	2019/3/8	

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

- 2) **买断/保底发行:** 按照全额法确认收入，业务成本为向制片公司支付的买断/保底金额（通常需要涵盖影片制作成本及合理收益）。2019-2021 年该项业务的收入和毛利率均有波动，2020 年疫情影响下毛利率仍达到 33.2%，但 2021 年有所回落。

2019-2021年，公司买断/保底发行并上映影片7部，累计实现票房收入28.49亿元，其中票房超过10亿元的影片2部，票房超过1亿元的影片3部。

图表 42: 保底发行业务的收入和毛利率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 43: 2019-2021 年博纳影业保底发行并上映的主要影片

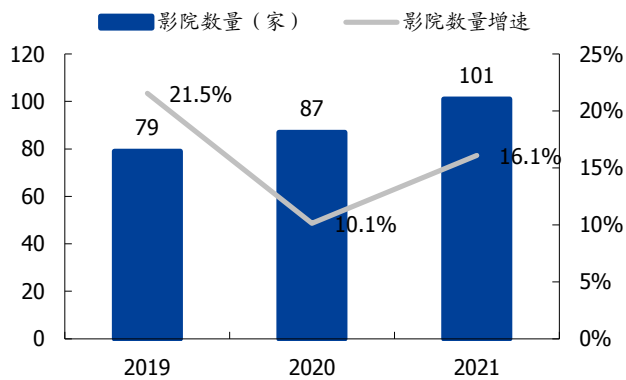
报告期内，公司买断/保底发行并上映的主要影片票房收入情况			
年份	影片名称	票房 (万元)	上映日期
2020年	《拆弹专家2》	131477	2020/12/24
2019年	《叶问4: 完结篇》	118275	2019/12/20
	《决战中途岛》	29429	2019/11/8
	《九龙不败》	1879	2019/7/2
	《小羊肖恩2: 末日农场》	1728	2019/12/28
	《女王的柯基》	1537	2019/8/30
	《冷血追击》	537	2019/9/6

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.2.3 院线和影院业务: 区域选址优势和设备优势带来高上座率

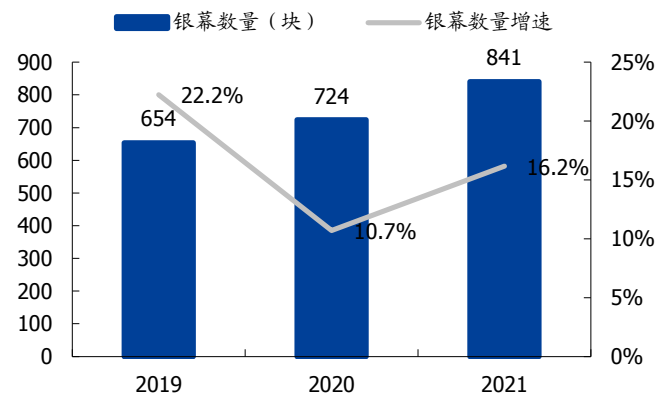
影院及银幕数量保持增长，高端影厅吸引用户。2019年2月，博纳影业取得了《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》出台后的第一张电影院线牌照。截至2021年底，博纳旗下共有加盟影院108家，银幕905块，其中资产联结型的自有影院共有92家，签约加盟影院共有16家。影院业务的市场布局上，博纳影业2021年底自有已开业影院101家（包括海外影院1家），银幕总数841块。同时，公司与世界放映技术领先的IMAX公司达成战略合作，共拥有25张中国巨幕、28张IMAX巨幕以及15个由博纳自主研发的BONA ONE影厅、2个CINITY高帧率影厅和10个SCREENX厅，这些高端设备影院成为追求高质量观影体验类用户的优先选择。

图表 44: 博纳自有影院数量情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 45: 博纳自有银幕数量情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

影院扩增计划稳步推进, 以普通影厅为主。公司计划影院投资总额为 20961.12 万元, 主要投资内容包括装修、银幕、座椅、放映设备、集成系统等, 其中投资数量上以普通厅的相关设备为主。相关影院项目自 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 46: 博纳电影院投资计划

电影院投资计划进度 (单位: 万元)						
项目	数量	单位	总投入	第一年投入	第二年投入	第三年投入
装修	47316.67	平方米	9538.86	5916.18	1824.95	1797.73
IMAX	3	块	2400	800	800	800
巨幕	6	块	2640	2200	440	-
普通厅银幕	74	块	740	430	160	150
普通厅还音	74	套	1850	1075	400	375
普通厅放映设备	74	套	2590	1505	560	525
普通座椅	9871	张	592.26	353.34	134.82	104.1
爆米花设备	10	套	100	60	20	20
LCD显示屏	20	套	200	120	40	40
凤凰云智/集成系统	10	套	160	96	32	32
后勤部门办公设施	10	套	150	90	30	30
合计	-	-	20961.12	12645.52	4441.77	3873.83

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

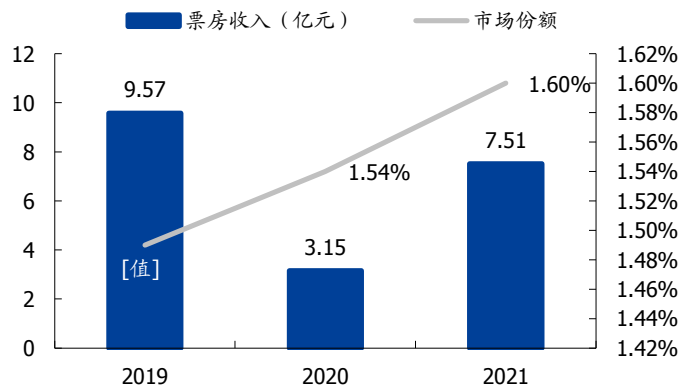
图表 47: 博纳影院投资计划

影院详细投资计划							
序号	影院	面积 (m2)	普通银幕数 (张)	巨幕数量 (套)	IMAX数量 (套)	普通座席数 (席)	合计 (万元)
1	北京亦庄天街店	5464.5	7	1	-	849	1827.28
2	重庆高新天街店	4365	6	1	-	798	1776.36
3	南宁青秀天街店	4917.06	8	1	-	1220	2291.71
4	宁波明楼天街店	5387.42	8	1	-	957	1942.56
5	长沙芙蓉天街店	5044	7	-	1	1110	2450.6
6	海口龙湖天街店	6880.69	10	1	1	1530	3610.48
7	昆明海伦堡店	4264	7	1	-	955	1879.99
8	南宁朝阳店	2065	6	-	-	717	1153.8
9	武汉永旺梦乐城店	5951	7	-	1	980	2631.37
10	北京魏公村店	2978	8	-	-	755	1396.95
合计		47316.67	74	6	3	9871	20961.1

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

票房收入市占比持续提升, 影投排名稳定前十。2019-2021 年公司票房收入在疫情影响下波动较大, 2021 年博纳实现 7.51 亿的票房收入, 较 2020 年增长 138.4%且票房增速位于行业前列。同时, 公司的票房收入市场份额从 2019 年的 1.49%稳步提升至 2021 年的 1.60%, 公司在影投公司中的排名始终保持在行业前十名。

图表 48: 2019-2021 年博纳票房收入及市场份额



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

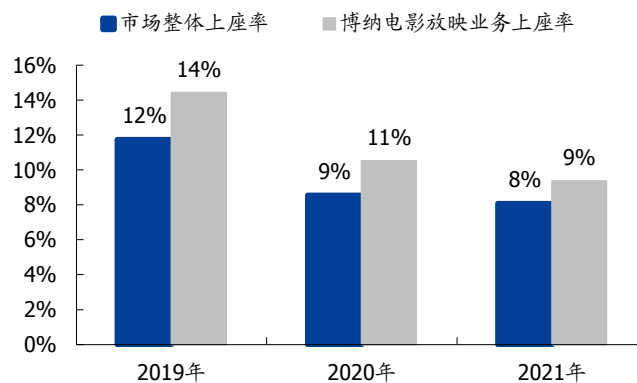
图表 49: 2019-2021 年影投公司的票房排名及占比

2019年				2020年				2021年			
排行	影投公司	票房 (亿元)	市占率	排行	影投公司	票房 (亿元)	市占率	排行	影投公司	票房 (亿元)	市占率
1	万达院线	78.25	13.16%	1	万达院线	25.57	13.74%	1	万达院线	69.23	16.15%
2	大地影院	26.32	4.43%	2	大地影院	9.55	5.13%	2	大地影院	22.39	5.22%
3	横店院线	21.24	3.57%	3	横店院线	6.96	3.74%	3	横店院线	17.31	4.04%
4	CGV 影城	16.84	2.83%	4	CGV 影城	5.46	2.93%	4	CGV 影城	12.54	2.93%
5	中影投资	16.73	2.81%	5	中影投资	4.49	2.41%	5	金逸影视	10.96	2.56%
6	金逸影视	15.86	2.67%	6	金逸影视	4.27	2.29%	6	中影投资	10.6	2.47%
7	幸福蓝海	10.1	1.70%	7	博纳影业	3.15	1.69%	7	上海星秩	8.23	1.92%
8	博纳影业	9.57	1.61%	8	幸福蓝海	3.03	1.63%	8	幸福蓝海	7.72	1.80%
9	百老汇	9.56	1.61%	9	百老汇	2.97	1.60%	9	博纳影业	7.51	1.75%
10	耀莱影城	9.08	1.53%	10	UME影投	2.5	1.34%	10	百老汇	6.49	1.51%

资料来源: 招股说明书, 猫眼专业版, 国盛证券研究所

影院选址区域优势带来较高的上座率。考虑到上座率对公司盈利能力的影响, 公司电影院选址主要集中在经济实力较强地区的商业中心, 较密集的人流量为影院带来比市场整体水平略高的上座率。2019-2021 年公司上座率始终高于市场整体上座率 2pct 左右, 显示出较强的运营水平及区域优势。

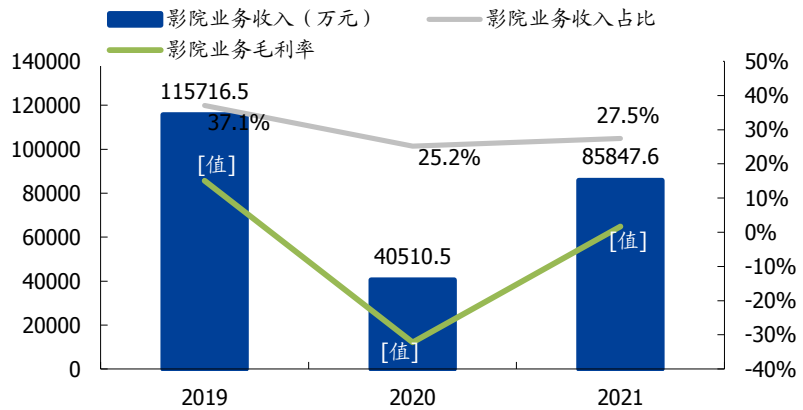
图表 50: 2019-2021 年市场及博纳的上座率情况



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

影院业务收入及毛利率受疫情影响波动幅度较大, 收入占比小幅下降。影院业务毛利率从 2019 年的 15.1% 降至 2020 年的 -32.2%, 同时影院业务收入从 11.57 亿下降至 4.05 亿, 主要原因是疫情时全国影院停止影业近半年。2021 年影院业务毛利率及收入有所回升, 但仍低于疫情前水平。2019-2021 年影院业务的收入占比从 37.1% 下降至 2021 年的 27.5%, 波动幅度相对较小。

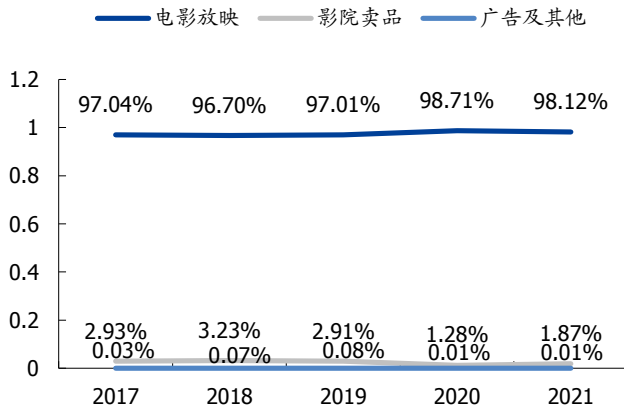
图表 51: 2019-2021 年博纳影业影院业务收入及毛利率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

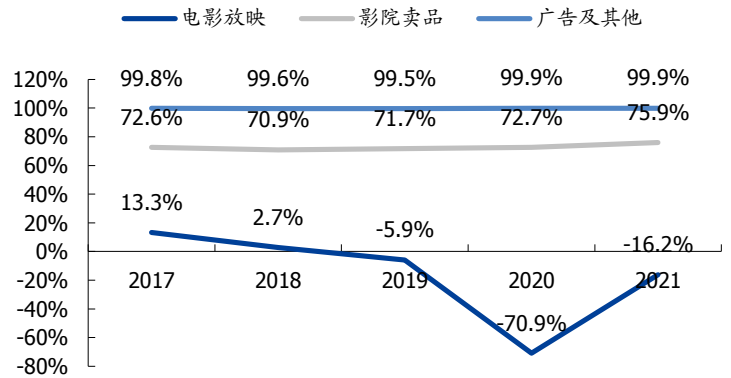
电影放映为影院业务的主要收入业务和疫情冲击的主要承受业务。公司影院业务收入主要包括电影放映收入、影院卖品收入、广告及其他收入。电影放映收入始终是影院业务的主要收入来源, 收入占比稳定在 96% 以上。其次是影院卖品收入, 其收入占比从疫情前围绕 3% 波动下降至 2020 年的 1.28% 和 2021 年的 1.87%。电影放映业务的毛利率相较影院卖品、广告及其他业务较低, 由于影院的固定支出带来的经营杠杆效应, 2020 年在疫情冲击下进一步下降至 -70.9%, 2021 年相较 2020 年有所回升至 -16.2%。

图表 52: 影院业务中各项收入占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 53: 影院业务中各项毛利率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

风险提示

- (1) **新冠疫情的不利影响:** 现阶段全国范围内仍出现多点散发的新冠疫情, 导致疫情防控政策的变化和人员出行、处境的限制, 对公司盈利能力造成负面影响。对公司各业务板块经营和开展带来的影响可参照 2020 年新冠疫情爆发后的情况, 包括 1) 投资业务上, 投资影片暂停拍摄; 2) 发行业务上, 影院暂停营业后原定档上映的院线影片均撤档, 相关发行计划推迟; 3) 院线&影院业务上, 2020 年 1 月 24 日关闭旗下所有境内电影院的对外运营, 院线经营同步暂停。
- (2) **影视作品不被市场认可:** 影视作品作为大众文化消费品不具有可以量化的判断标准, 创作者和消费者在进行创作和选择时均存在主观判断, 两者之间的主观判断能否一致、影视作品能否获得大众认可并取得良好的票房存在一定的不确定性。
- (3) **税收政策变化&税收秩序规范风险:** 1) 公司现享有的税收优惠政策基于《关于继续实施支持文化企业发展增值税政策的通知》《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》《关于新疆喀什霍尔果斯两个特殊经济开发区企业所得税优惠政策的通知》等文件, 存在国家未来政策变化或公司是否继续持有税收优惠资格的不确定性。2) 2018 年国家税务总局出台《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》, 此次规范影视行业税收秩序工作现已结束, 公司未因本次工作受到相关行政处罚。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com