

# 博纳影业 (001330)

## 主旋律商业化电影领军者，优质内容投制能力可持续

买入 (首次)

2022年09月05日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002

021-60199793

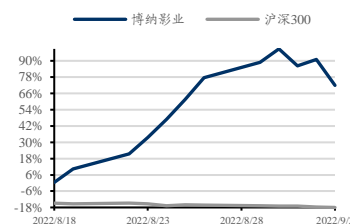
zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,124	3,120	3,622	4,115
同比	94%	-0.13%	16%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	363	412	598	728
同比	90%	14%	45%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.26	0.30	0.43	0.53
P/E (现价&最新股本摊薄)	47.07	41.47	28.56	23.46

### 投资要点

- 主旋律电影领军者，布局产业链上下游。**博纳影业是国内首家从事电影发行业务的民营企业，主营业务涵盖从上游的投资、发行到下游院线及影院业务，是全产业链布局的电影集团公司。自2014年起，公司布局主旋律电影，先后打造“山、河、海”，《长津湖》等系列电影。其中，《长津湖》斩获57.8亿元票房，成为中国影史票房冠军。2021年，受益于《长津湖》等影片出色表现，公司实现营收31.2亿元。
- 头部优质主旋律电影具竞争优势，更易取得高票房。**自2020年新冠疫情后，观众观影意愿的下降致中长尾部电影及非节假日上映电影表现更加疲软，但头部优质电影依然具有强竞争力。我们认为，优质主旋律电影通常于重点档期上映，主题贴合节假日氛围；且因其基于历史事件弘扬主流价值观，易激发各年龄群体的爱国热情，受众广泛，相较其他题材电影更易取得高票房。
- 公司主旋律电影投制能力成熟，优质内容打造可持续。**公司投资发行业务以主旋律电影为主，主旋律电影的投制对题材、资金及主创团队均有较高要求，博纳具备打造优质主旋律电影的资源壁垒。在优质内容生产上，横向来看，公司主旋律商业化电影已具备成熟可复制的工业化模式：1) 内容形式多为主旋律+类型片，以小人物故事见大历史事件，减缓说教式反感；2) 新老演员并用，提升市场影响力；3) 投资与发行业务协同，促进销售积极性。在此基础上，公司能够基于丰富历史真实事件扩展电影矩阵；纵向来看，市场表现出色的电影IP续作将延续品牌价值，为票房收益提供保障。公司具备竞争壁垒及优质内容打造可持续性，我们看好公司优质主旋律电影投制能力。
- 影片储备丰富，有望赋予公司业绩弹性。**目前，公司影片储备丰富。《海的尽头是草原》定档2022年9月9日；《无名》等主旋律电影有望于2022年上映，《无名》由程耳执导，王一博、周迅等主演，截至2021年底，公司已投入1.49亿预付制片款。若如期上映，有望为公司带来较高收益。续作方面，公司拟投资《红海行动2》、《智取威虎山前传》等影片，延续大热电影品牌价值，有望赋予公司业绩弹性。
- 盈利预测与投资评级：**公司影片储备丰富，主旋律商业化电影投制已具成熟模式。我们预计2022-2024年公司归母净利润为4.1/6.0/7.3亿元。考虑到公司具备可持续打造优秀内容能力，给予公司2023年30倍PE，对应市值为180亿元，我们看好公司主旋律电影投制能力及票房空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争加剧风险，疫情反复风险，票房不可预见性风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.42
一年最低/最高价	6.04/15.23
市净率(倍)	2.34
流通A股市值(百万元)	3,414.31
总市值(百万元)	17,071.53

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.31
资产负债率(% ,LF)	62.61
总股本(百万股)	1,374.52
流通A股(百万股)	274.90

## 内容目录

<b>1. 主旋律电影领军者，持续拓展全产业链</b> .....	<b>4</b>
1.1. 发展历程：打通上下游，布局“投资+发行+放映”全产业链.....	4
1.2. 股权结构：知名演员参股，管理层经验丰富.....	5
1.3. 优质电影推动业绩修复，盈利水平有所提升.....	6
<b>2. 投资、发行业务：公司具主旋律电影投制壁垒，打造优质内容能力具持续性</b> .....	<b>8</b>
2.1. 覆盖观众广，头部优质主旋律电影具竞争优势.....	9
2.2. 投资业务：主旋律电影资源壁垒高，公司打造优质内容能力具持续性.....	12
2.2.1. 主旋律电影因其题材特殊性，具资源壁垒.....	12
2.2.2. 优质内容能力具可持续性：横向扩充内容，纵向延伸 IP.....	14
2.3. 发行业务：协同投资业务巩固竞争优势.....	17
<b>3. 院线、影院业务：市场份额上行，屏幕数提升将提供边际增量</b> .....	<b>18</b>
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>20</b>
<b>5. 估值</b> .....	<b>20</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	5
图 2: 公司股权结构 .....	5
图 3: 公司营业收入情况 (亿元) .....	6
图 4: 公司营收拆分情况 (亿元) .....	6
图 5: 公司毛利率情况 .....	7
图 6: 公司分业务毛利率情况 .....	7
图 7: 公司费用率情况 .....	7
图 8: 公司归母净利润及净利率 (亿元) .....	7
图 9: 全国电影票房规模 (亿元) .....	9
图 10: 中国影史票房 Top20 电影上映年份分布 (部) .....	9
图 11: 主旋律电影票房规模及上映数量 (亿元) .....	9
图 12: 我国主旋律电影发展历程 .....	10
图 13: 中国影史票房排名 Top10 观众年龄分布 .....	11
图 14: 主旋律电影及整体电影市场片均票房 (亿元) .....	11
图 15: 2018-2021 年平均每天影片上映数 (部/天) .....	12
图 16: 国庆档上映影片中不同票房影片数量 .....	12
图 17: 公司主投业务流程 .....	13
图 18: 博纳影业货币资金及现金储备 (亿元) .....	13
图 19: 博纳影业主参投电影票房及电影市场平均票房 (亿元) .....	15
图 20: “山河海”三部曲票房 (亿元) .....	16
图 21: “中国骄傲三部曲”系列票房 (亿元) .....	16
图 22: 公司发行国产影片数量及票房情况 (亿元) .....	17
图 23: 公司发行国产影片票房占比 .....	17
图 24: 电影产业链资金流转 .....	18
图 25: 博纳院线旗下影院票房及市占率 (亿元) .....	18
图 26: 公司自有影院数量及屏幕数量 .....	19
图 27: 公司自有影院票房收入 (亿元) 及市场份额 .....	19
图 28: 博纳影院与国内电影市场平均票价 (元) .....	19
图 29: 博纳影院与国内电影市场场均人次 .....	19
表 1: 公司主营业务 .....	4
表 2: 公司管理层情况 .....	5
表 3: 公司重要投资发行主旋律影片情况 .....	8
表 4: 2019-2021 国庆档电影票房 TOP3 .....	11
表 5: 公司电影协议 .....	14
表 6: 博纳影业电影储备 .....	16
表 7: 公司营收拆分 .....	20
表 8: 可比公司估值 .....	21

## 1. 主旋律电影领军者，持续拓展全产业链

博纳影业成立于 2003 年，是国内首家从事电影发行业务的民营企业。公司深耕影视行业多年并不断向上下游产业链延伸，主营业务涵盖电影的投资、发行、院线及影院业务，现已成为行业知名的全产业链布局的电影集团公司。自 2014 年起，公司布局主旋律电影，先后打造“山、河、海”、《长津湖》等系列电影并取得优异票房。2021 年 9 月，公司主投主控的主旋律商业片《长津湖》上映，成为中国影史票房冠军。

公司主营业务分为电影的投资、发行、院线及影院业务：

表1：公司主营业务

主营业务	简要说明
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，分为主投业务和参投业务。
发行业务	进行影片的宣传推广及销售等工作，根据取得发行权的方式分为代理发行和买断/保底发行。
院线业务	以自有或者签约加盟方式加入院线的影院进行统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理，院线根据约定的票房分账比例收取院线管理费。
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(卖品、广告、衍生品销售等非票服务)。

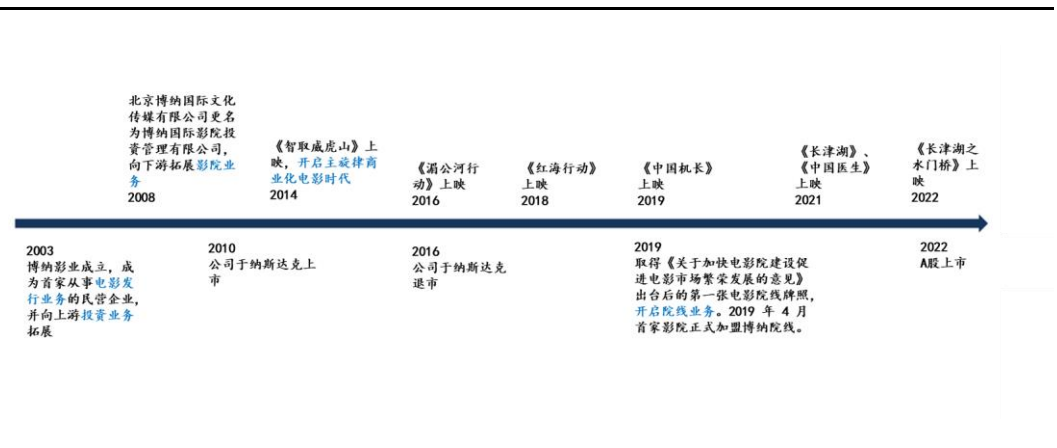
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 1.1. 发展历程：打通上下游，布局“投资+发行+放映”全产业链

**2003-2014：打通电影投资、发行、放映全产业链：**2003 年，博纳影业成立，成为国内首家从事电影发行业务的民营企业，并向上游投资业务拓展。2008 年 1 月，北京博纳国际文化传媒有限公司更名为北京博纳国际影院投资管理有限公司，经营范围变更为影院投资与管理等业务，逐步向下游拓展影院业务，完成投资、发行、放映三个环节的产业链布局；2010 年公司成功于纳斯达克上市，成为国内首家在美上市的影视公司。

**2014 至今：开启主旋律商业化电影时代。**2014 年 12 月，公司推出“山河海”三部曲中的首部电影《智取威虎山》，此后公司开启对主旋律商业化电影的投资与发行，成功打造多部主旋律电影，其中《长津湖》位居中国影史票房冠军，《长津湖之水门桥》、《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八、第九位和第十五位。

图1: 公司发展历程

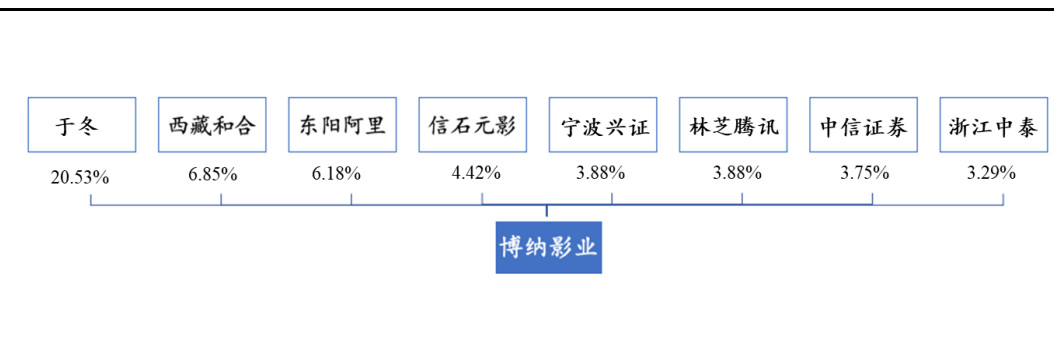


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 1.2. 股权结构：知名演员参股，管理层经验丰富

知名演员参股，与公司维持深度合作。于冬为博纳影业控股股东和实际控制人。截至2022年9月2日，于冬直接持有博纳影业20.53%的股份，并通过影视基地及西藏祥川持有博纳影业共计1.95%的股份。知名艺人张涵予、黄晓明、章子怡、韩寒等均参股博纳影业，与公司保持深度合作。

图2: 公司股权结构



数据来源：WIND，东吴证券研究所注：截至2022.09.04日

管理层具丰富电影从业经验。公司管理层均具有电影行业丰富从业经验，总经理于冬为中国电影制片人协会副理事长，曾担任《长津湖》系列电影制片人。公司管理层的丰富经验有望为公司投制电影提供助力。

表2: 公司管理层情况

负责人	职位	主要履历
-----	----	------

于冬	董事长、总经理	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。 <b>2014年-2018年期间</b> ，出品发行了以《智取威虎山》、《湄公河行动》和《红海行动》为代表的“山、河、海”系列电影。
齐志	董事、常务副总裁	自2011年至今历任博纳影业财务总监、首席财务官、董事职务，现任博纳影业董事及常务副总裁，拥有 <b>超过10年</b> 的财务报告、资金管理和资本市场经验。
陈永雄	董事、常务副总裁	自2008年至今历任博纳影业董事、常务副总裁，主导了《火星救援》、《X战警：天启》《猩球崛起：终极之战》《比利·林恩的中场战事》等好莱坞影片的投资。
蒋德富	行政总裁	自1993年4月至1999年12月任北京电影制片厂宣发处副处长；自1999年12月至2016年8月任中国电影集团公司、北京中影营销有限公司副总经理及部门总经理；2016年8月至2018年3月任万达影视传媒有限公司总经理；自2018年6月起任博纳影业副总裁；自2020年1月至今任博纳影业行政总裁；主持营销宣传、发行、制作了《梅兰芳》《赤壁》《唐人街探案2》《长津湖》系列等中外百余部影片。

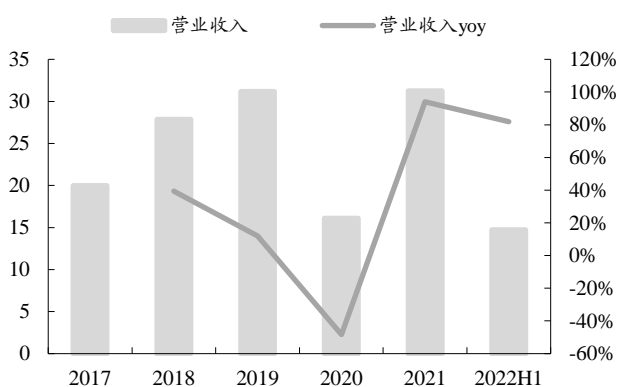
数据来源：招股说明书，公司官网，东吴证券研究所

### 1.3. 优质电影推动业绩修复，盈利水平有所提升

疫情短期扰动公司业绩，优质电影推动业绩修复。2021年，公司实现营收31.24亿元，同比增长94%，主因2020年低基数所致。2020年受疫情影响，各项业务收入均大幅下滑。2022H1，公司营收实现14.7亿元，同比增长81.9%，主因公司主投影片《长津湖之水门桥》于2022年春节档上映，并取得了40.6亿元票房，而2021年同期无主投影片上映。从营收结构来看，2021年公司投资及发行业务占营收比达79%，电影的投资与发行仍然是公司营收的重要来源。

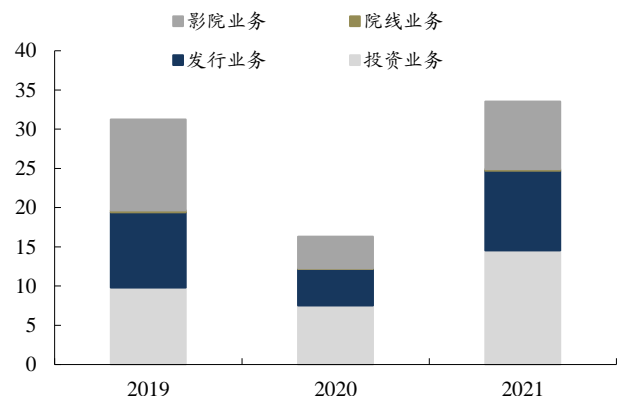
自新冠疫情以来，电影市场遭受冲击，但凭借《长津湖》、《中国医生》等头部电影的强劲票房，2021年公司营收已恢复至疫情前水平，公司持续打造优质头部电影的能力推动业绩修复及后续增长。总体来看，除2020年外，公司业绩增长稳健。

图3：公司营业收入情况（亿元）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

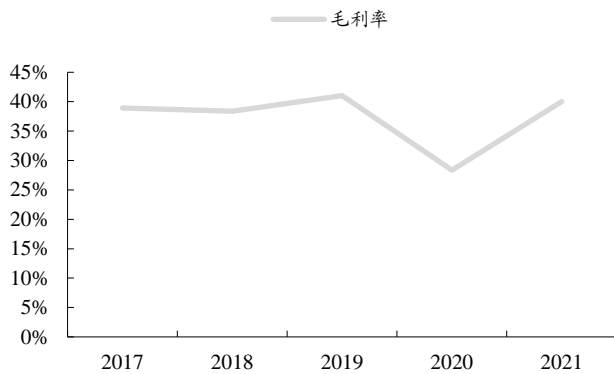
图4：公司营收拆分情况（亿元）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

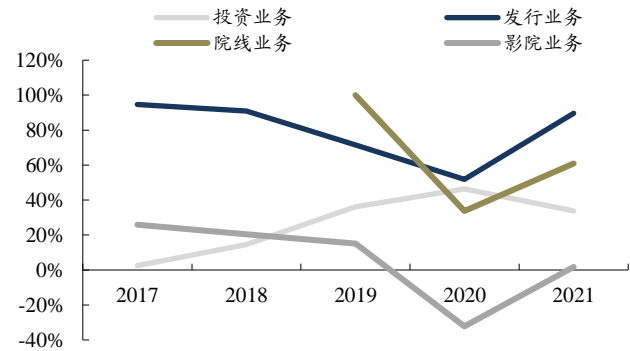
**投资业务毛利率上行，发行业务毛利率处高位。**2021年，公司总体毛利率及投资、发行、院线、影院业务毛利率为40%/33.8%/89.7%/60.9%/1.7%。2017-2021年，公司投资业务毛利率整体呈上行趋势，主要受公司投资影片票房表现提升及主投影片收入占比提升影响。由于发行业务中，保底发行需支付发行权费用，具有更低毛利率。发行业务毛利率主受当年度保底发行比例影响，整体来看，发行业务毛利率均处较高水平。

图5: 公司毛利率情况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

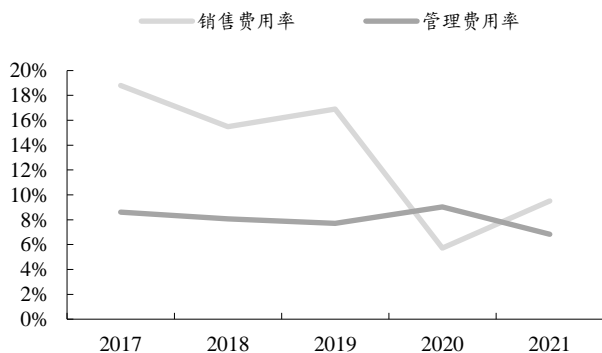
图6: 公司分业务毛利率情况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

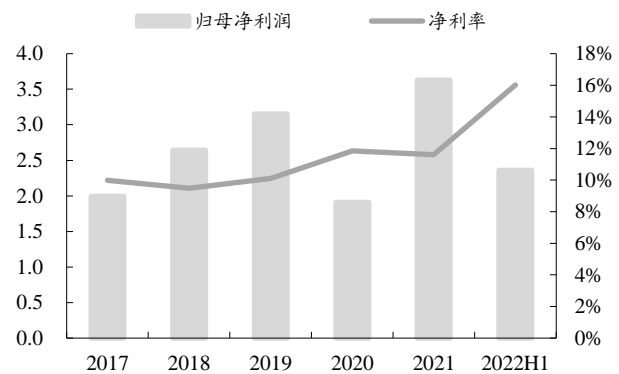
**费用率控制良好，盈利能力提升。**2021年，公司销售费用率9.5%，相比2019年下降7.4pct；管理费用率6.8%，相比2019年下降0.9pct。公司费用率控制良好，总体毛利率稳定，推动公司盈利能力提升。2021年，公司归母净利率达11.6%，较2019年提升1.5pct。

图7: 公司费用率情况



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图8: 公司归母净利润及净利率 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

## 2. 投资、发行业务：公司具主旋律电影投制壁垒， 打造优质内容能力具持续性

公司投资业务分为主投及参投。主投业务中，公司负责组织并监督影片创作生产的全过程。参投业务中，公司仅作为参投方，在影片上映后获取票房收益。发行业务分为代理发行和买断/保底发行，负责影片的宣传推广及销售等工作，并按影片票房分账的一定比例，或买断发行权，获得票房分账金额计入收入。公司主投影片均由自己发行。

公司以投资发行主旋律电影为主，率先开启主旋律电影商业化步伐。2014年以《智取威虎山》为开端，公司开创了近年来真实事件改编的主旋律题材电影商业化的新篇章。公司主旋律电影擅长以小人物讲历史事件，其主投的“山河海三部曲”，“中国骄傲三部曲”，以及《长津湖》系列电影，均取得较高票房，成为中国主旋律电影商业化运作的成功典范。

公司具备主旋律电影成功经验，在资金、资源、主创资源上形成壁垒；同时公司具备主旋律电影商业化的可复制经验，通过横向扩展故事素材，纵向延伸IP价值持续提供优质主旋律电影。

表3：公司重要投资发行主旋律影片情况

影片名称	主创阵容	影片类型	题材	票房（亿元）
《长津湖之水门桥》	由陈凯歌、徐克、林超贤监制，徐克执导，吴京、易烊千玺领衔主演，段奕宏特别主演，张涵予友情主演，朱亚文、李晨、韩东君、杜淳、耿乐主演	主投、代理发行	剧情/历史/战争	40.66
《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	主投、代理发行	剧情/历史/战争	57.75
《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	主投、代理发行	剧情	13.28
《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、李沁领衔主演在中国影史上票房	主投、代理发行	剧情/传记/灾难	29.13
《烈火英雄》	由刘伟强监制，陈国辉执导，黄晓明、杜江、谭卓领衔主演，杨紫、欧豪特别出演	主投、代理发行	剧情/灾难/动作	17.06
《决胜时刻》	由黄建新监制导演、宁海强共同导演，唐国强、王伍福、黄景瑜、王丽坤等领衔主演	主投、代理发行	传记/历史	1.24
《我和我的祖国》	由陈凯歌担任总导演，张一白、管虎、薛晓路、徐峥、宁浩、文牧野联合执导，黄渤、张译、吴京、杜江、葛优等领衔主演	参投	剧情	31.71
《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	主投、代理发行	剧情/动作	36.52
《湄公河行》	由黄建新、梁凤英监制，林超贤导演，张涵予、	主投、代	剧情/动作	11.86

动》	彭于晏、陈宝国、孙淳等领衔主演	理发行	/犯罪	
《智取威虎山》	由黄建新监制、徐克导演，张涵予、梁家辉、林更新、佟丽娅、陈晓等领衔主演	主投、代理发行	战争	8.83

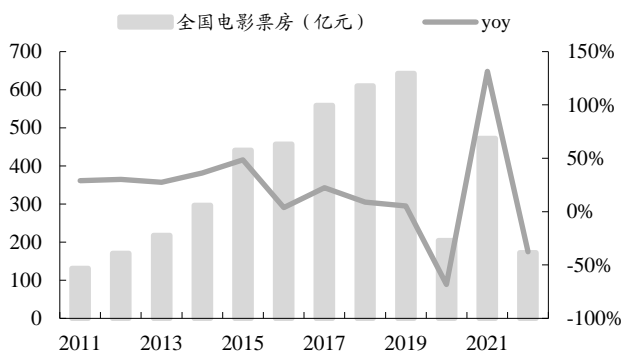
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.1. 覆盖观众广，头部优质主旋律电影具竞争优势

**疫情持续冲击电影市场，主旋律电影实现逆势增长。**自 2020 年以来，受疫情反复影响，线下影院开业及上座率均受冲击。2021 年全国电影票房仍未回到疫情前 2019 年水平，2022 上半年票房同比下滑 37.7%。截至 2022 年 8 月 22 日，中国票房排名前 20 名中仅 8 部为 2020 年后上映电影。

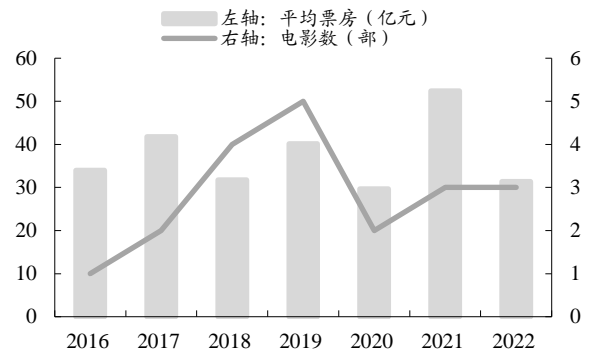
相较整体电影市场，由于主旋律电影受众群体广泛，头部电影档期多位于国庆档、春节档等关键档期，主旋律电影在后疫情时代实现逆势增长，表现优异。根据灯塔研究院，2021 年主旋律电影票房达 94.4 亿元，超越 2019 年水平。

图9：全国电影票房规模（亿元）



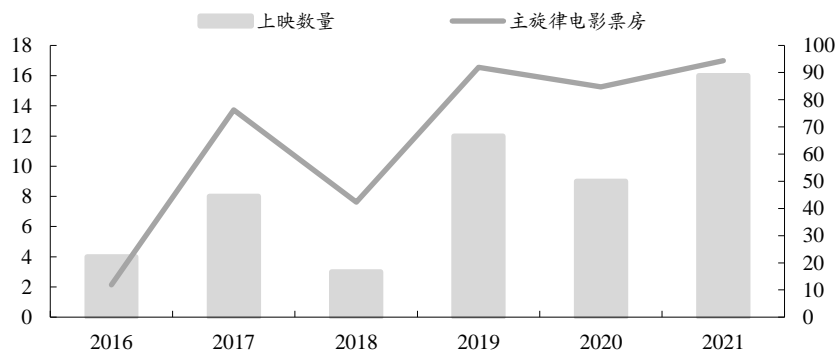
数据来源：招股说明书，艺恩，东吴证券研究所

图10：中国影史票房 Top20 电影上映年份分布（部）



数据来源：艺恩，东吴证券研究所，截至 2022.09.02

图11：主旋律电影票房规模及上映数量（亿元）



数据来源：灯塔研究院，东吴证券研究所

主旋律电影内容从还原历史到聚焦小人物故事，逐步融入商业化元素。主旋律电影以历史事件为原型，为观众传递主流价值及爱国热情。主旋律电影的发展以叙事风格转变为主线，从以还原真实事件、历史人物为主，逐渐转变到塑造历史真实事件背景下的小人物英雄，聚焦小人物故事；并从题材多样化，选角商业化，以及人物塑造多面化等角度融入商业化元素。

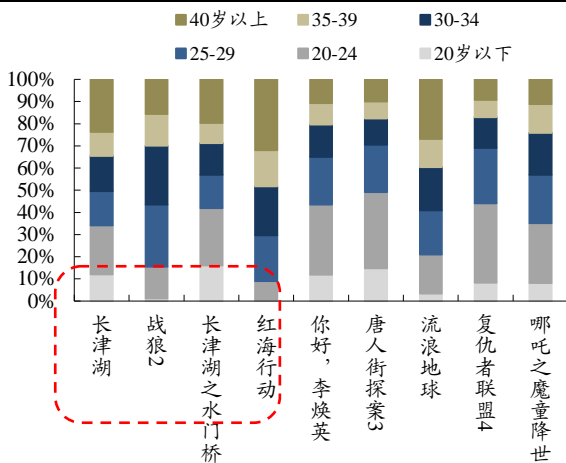
图12: 我国主旋律电影发展历程



数据来源: 豆瓣, 猫眼专业版, 东吴证券研究所

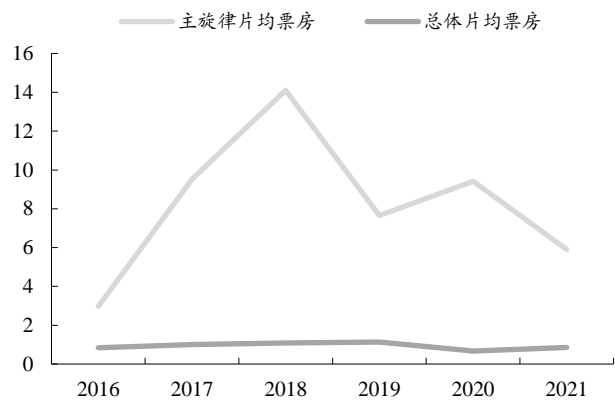
“主旋律+商业化”覆盖受众广，释放票房潜力。主旋律电影中主流价值的弘扬将激发各年龄群体的爱国热情，将电影受众扩充至中老年群体；选角、故事、题材的商业化也将推动关注内容、人物塑造、剧情合理性的年轻群体更愿意走入影院观看主旋律电影。截至 2022.09.04 日，中国票房排名前 10 名中含四部主旋律电影。这些主旋律电影的观众年龄分布相较其他题材电影更加平均，覆盖更广，40 岁以上观众比例普遍高于动画、悬疑、喜剧等题材电影。受众群体的广泛性将拓展主旋律电影市场规模，使得主旋律电影票房相较其他题材电影有更加优异的表现。

图13: 中国影史票房排名 Top10 观众年龄分布



数据来源: 猫眼专业版, 东吴证券研究所

图14: 主旋律电影及整体电影市场片均票房 (亿元)



数据来源: 视灯研究院, 艺恩, 东吴证券研究所

头部优质主旋律电影瓜分国庆档等关键档期票房。通常，电影定档受电影的题材、受众、竞争环境影响。头部主旋律电影题材多为剧情、战争、历史；且受众覆盖面广，优质内容具有竞争力，多定档于国庆档等关键档期，并能取得较高票房。自 2019 年以来，国庆档票房前列均含主旋律电影。

表4: 2019-2021 国庆档电影票房 TOP3

电影名称	题材	票房 (亿元)
2019 国庆档 Top3		
我和我的祖国	剧情	31.71
中国机长	剧情/传记/灾难	29.13
攀登者	剧情/冒险	11.04
2020 国庆档 Top3		
我和我的家乡	剧情/喜剧	28.29
姜子牙	动画/动作/冒险	16.02
一点就到家	青春	3.12
2021 国庆档 Top3		
长津湖	剧情/历史/战争	57.75
我和我的父辈	剧情	14.77
五个扑水的少年	剧情/喜剧/青春	0.69

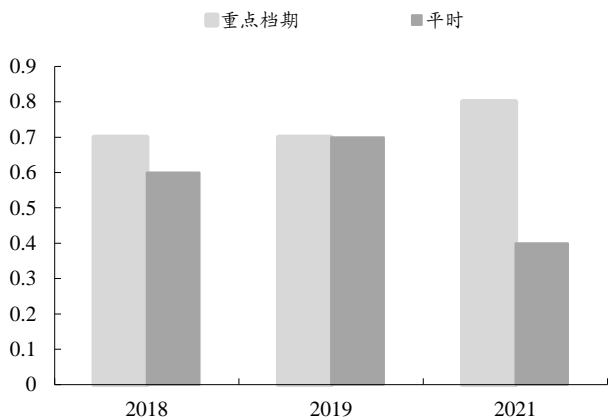
数据来源: 猫眼专业版, 公司公告, 东吴证券研究所

自 2020 年，新冠疫情持续冲击电影市场。但疫情常态化后，其对电影排片及票房

的影响主要体现在中长尾部电影及非节假日观影上：1) 观众非节假日观影意愿减弱，于非重点档期上映的小成本电影减少；2) 重点档期观影次数减少，中长尾部电影比例提升，但头部优质电影依然具有强竞争力。以国庆档为例，2019年后，票房10亿以下电影比例逐渐提升，但头部优质电影票房表现稳定。

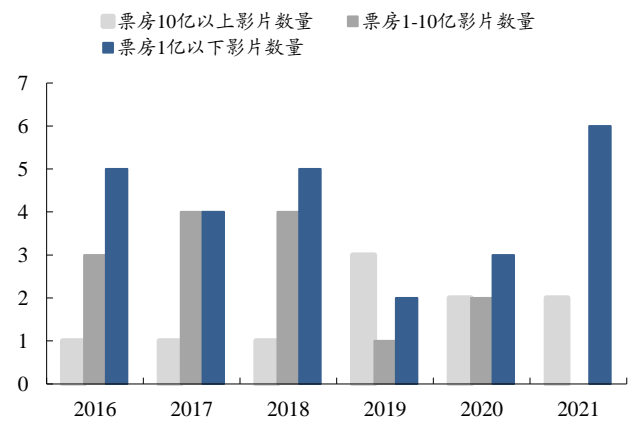
我们认为，头部优质主旋律电影通常于重点档期上映，且因其受众广泛、主题贴合节假日氛围，相较其他题材电影更易取得较高票房。

图15: 2018-2021年平均每天影片上映数(部/天)



数据来源: 灯塔研究院, 东吴证券研究所

图16: 国庆档上映影片中不同票房影片数量



数据来源: 灯塔研究院, 东吴证券研究所

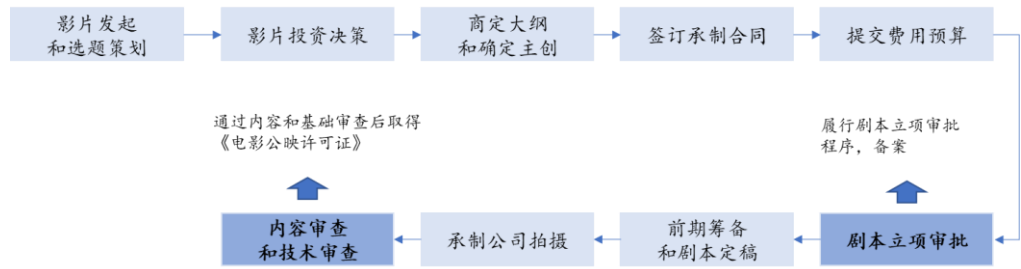
## 2.2. 投资业务: 主旋律电影资源壁垒高, 公司打造优质内容能力具持续性

### 2.2.1. 主旋律电影因其题材特殊性, 具资源壁垒

由于主旋律电影的投制对题材、资金及主创团队均有较高要求, 优质主旋律电影的投制壁垒更高。基于丰富的经验、充足的资金以及与导演、演员的长期合作关系, 博纳具备打造优质主旋律电影的资源。

**题材壁垒: 主旋律题材具审核难度, 公司对内容的把控为题材获取提供背书。**我国电影内容在拍摄前需要将剧本大纲交由国家电影局备案审批。根据《中华人民共和国电影产业促进法》, 涉及重大题材或者国家安全、外交、民族、宗教、军事等方面题材的, 应当按照国家有关规定将电影剧本报送审查。主旋律题材使用具不确定性。但公司自2014年以来成功打造多部优质主旋律电影, 对历史事件资源获取、真实事件故事内容塑造及把控具相关经验, 这将助力公司成功获取历史事件资源, 并针对事件进行电影创作。

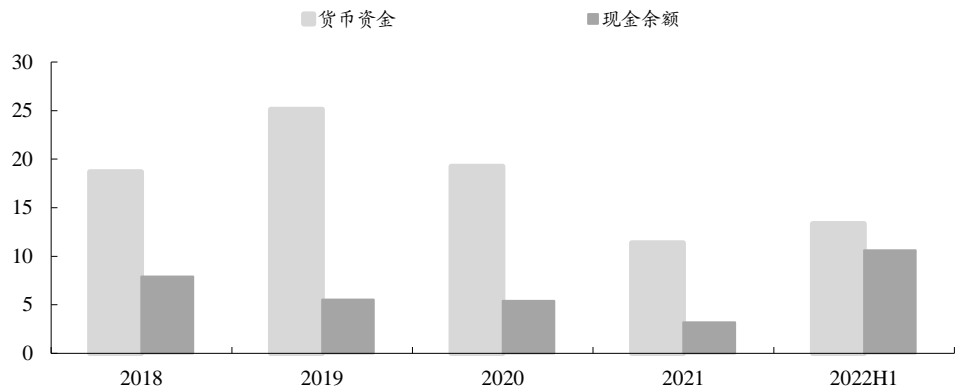
图17: 公司主投业务流程



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

**资金壁垒:** 优质主旋律电影具场面宏大, 工作人员密集等特点, 对公司资金有较高要求。主旋律电影通常以战争、历史等为题材, 对制作有较高门槛。战争电影需还原真实战争场景, 对特效及人员数量均有较高要求, 例如《长津湖》群演人数达 7 万人。制作的高门槛反映成本的高门槛, 通常生产优质主旋律电影需要公司拥有雄厚的资金实力。截至 2022 年 6 月 30 日, 博纳影业货币资金充足, 达 13 亿元; 现金余额达 10.62 亿元, 这将保证博纳影业投资发行主旋律电影的持续性。

图18: 博纳影业货币资金及现金储备 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**主创壁垒:** 电影质量及票房有赖优质导演及演员; 公司与知名导演及演员均保持长期合作关系。导演、主演作为电影的名片, 对电影的质量、市场影响力以及观众的观看意愿均有影响。一方面, 公司通过与制片人、导演、演员签署长期协议以加强合作粘性, 例如, 公司与徐克导演签订协议, 约定在合约期内为公司制作 5 部独家合作影片。另一方面, 知名演员持股也将建立公司与其之间的深度合作关系, 张涵予、黄

晓明、章子怡、韩寒等知名艺人均持有公司股份。

表5: 公司电影协议

合作方	职务	合作内容
林超贤 梁凤英	导演 编剧、监制	协议约定林超贤、梁凤英合约期内为公司提供 <b>5部影片</b> 的编剧、导演、监制及制片管理服务。
尔冬升	导演、编剧、监制、演员	协议约定尔冬升合约期内为公司担任 <b>4部院线电影</b> 的导演工作和 <b>12部院线电影</b> 的监制工作。
陈凯歌	导演	协议约定陈凯歌合约期内，为公司承担 <b>5部电影</b> 的导演工作。
刘伟强	摄影师、导演	协议约定刘伟强合约期内为公司及其关联公司担任 <b>5部电影</b> 的监制工作。
庄文强	作家、编剧	协议约定合约期内庄文强参与发展 <b>1部高素质电影项目</b> 。
章子怡	演员	协议约定章子怡合约期内为本公司承担 <b>1部电影</b> 的演员工作。
陈宝国	演员	协议约定合约期内为公司承担电影电视剧的演员工作。
张涵予	演员	协议约定合约期内为公司提供 <b>5部院线影片</b> 的影视服务工作，其中 <b>1部</b> 为张涵予导演的影片。
刘德华	演员、歌手及电影监制	协议约定合约期内与刘德华合作 <b>不少于2部影片</b> 。
徐克	导演、编剧、监制、演员	协议约定在合约期内徐克导演为公司制作 <b>5部独家合作影片</b> 。
陈国辉	导演、编剧	协议约定在合约期内陈国辉为公司担任 <b>5部电影</b> 的创作工作。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 2.2.2. 优质内容能力具可持续性：横向扩充内容，纵向延伸 IP

公司主旋律商业化电影已具备成熟可复制的工业化模式。横向来看，公司能够基于丰富历史真实事件扩展电影内容；纵向来看，市场表现出色的电影 IP 续作将延续品牌价值，为票房收益提供保障。

**横向扩展内容，主旋律电影商业化制作模式已成熟。**公司具多年主旋律电影投资与制作经验，主旋律商业化电影的制作已形成工业化模式：

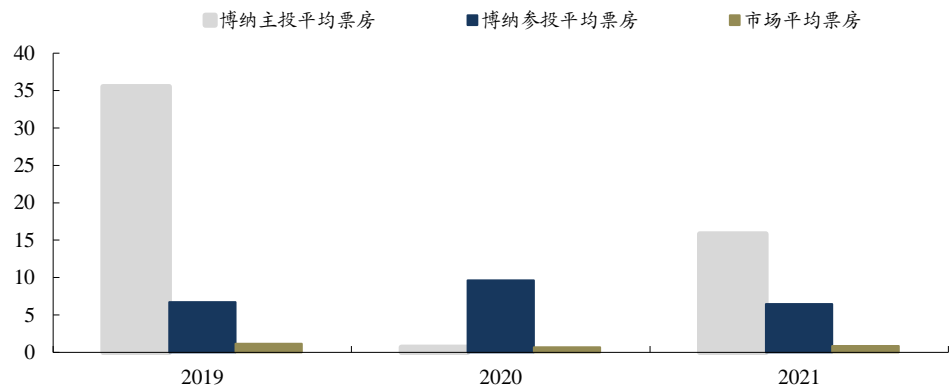
- 1) 内容塑造：主旋律+类型片，扩大市场接受度，拉升票房。**类型片即根据不同题材形成的不同的影片形态，如喜剧、战争等类型片。公司以真实事件为背景，基于类型片故事框架进行电影制作，通过贴近真实的真实事件缩小类型片的模式化问题，并减缓观众对主旋律电影的说教式反感，扩大市场接受度，实现票房的提升。
- 2) 选角：新老演员结合，提升市场影响力。**公司主旋律电影角色选取采用新老

演员结合的形式，既有张涵予、吴京、李晨等中坚演员，也起用了彭于晏、刘昊然等更为年轻的演员，赋予电影话题度及年轻群体中的市场影响力。

**3) 市场宣传：公司兼具投资与发行业务，协同提升电影知名度。**公司主投影片均由公司发行，公司亦可通过参投影片获取影片发行权。公司投资与发行业务具共同目标，将有效促进宣传、销售积极性，提升电影知名度。

我们认为，这种工业化的主旋律电影投资发行模式，将保证公司打造优质电影的可持续性 & 可复制性。2019-2021 年，公司主投影片片均票房分别实现 35.5/0.7/15.8 亿元，参投影片片均票房分别实现 6.5/9.6/6.7 亿元。除 2020 年受疫情影响上映电影数有限外，博纳影业主参投电影片均票房均远超市场平均票房，验证了公司持续投资发行优质电影的能力。

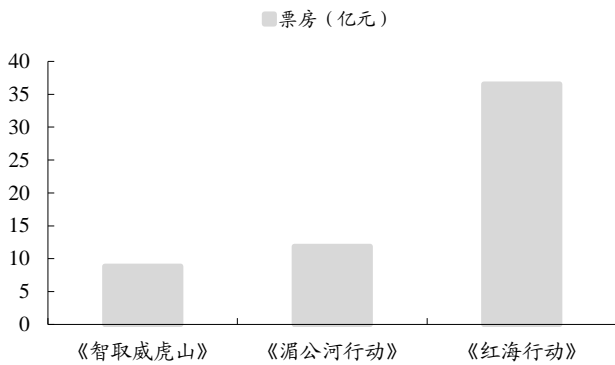
图19：博纳影业主参投电影票房及电影市场平均票房（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

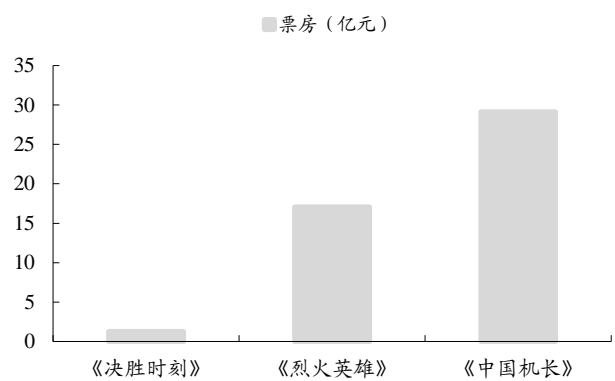
**纵向延伸 IP：打造系列电影，延续品牌价值。**公司主旋律电影具系列化主题。自 2014 年以来，推出“山河海三部曲”、“中国骄傲三部曲”等系列电影；并基于此前成功电影，打造续作，如《长津湖》的续作《长津湖之水门桥》，延续 IP 价值。随着公司深化对系列电影内容及模式的理解，“山河海”系列及“中国骄傲三部曲”系列票房逐步提升。《长津湖》及《长津湖之水门桥》亦取得 57.8 及 40.7 亿元的优秀票房成绩。公司基于优质 IP 品牌，打造系列续作，延续此前电影的品牌价值，为票房收益提供保障。

图20: “山河海”三部曲票房(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: “中国骄傲三部曲”系列票房(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**影片储备丰富, 多部主旋律续作赋予公司业绩弹性。**根据招股说明书及豆瓣电影, 公司拟投资及已在后期制作、审查阶段影片储备丰富。《海的尽头是草原》已定档 2022 年 9 月 9 日, 《无名》等主旋律电影有望于 2022 年上映。系列续作方面, 公司拟投资《红海行动 2》、《智取威虎山前传》等影片, 延续大热电影 IP 品牌价值, 有望带来高票房收益。

我们认为, 在公司具备主旋律电影壁垒主旋律商业化影片制作模式已成熟, 打造优质内容具备可持续性基础上, 公司将持续巩固其竞争壁垒; 叠加公司影片储备丰富, 若如期上映, 将赋予公司业绩弹性。随着电影行业复苏, 公司有望实现业绩增长。

表6: 博纳影业电影储备

电影名称	简要剧情	导演	主演	预计上映时间
《海的尽头是草原》	根据“三千孤儿入内蒙”的真实历史事件改编	尔冬升	陈宝国、马苏等	2022/9/9
《无名》	中共地下党谍战影片	程耳	梁朝伟、王一博等	2022
《风再起时》	警坛四大探长的犯罪传记故事	翁子光	梁朝伟、郭富城等	2022
《鬼吹灯之天星术》	根据《鬼吹灯》系列小说改编	西蒙·韦斯特 / 李依璠	张涵予、姜武、卢靖姗等	2022
《平凡英雄》	根据“救助救治新疆和田断臂男孩”的真实事迹改编	陈国辉	李冰冰、冯绍峰等	2022
《遇神》(《实习爱人》)	奇幻喜剧题材电影	杜鹃	文章、白客、邓家佳等	2022
《红海行动 2: 虎鲸行动》	红海行动续作	林超贤	彭于晏、张译、黄景瑜等	2023
《神马岛》	奇幻题材剧情影片	关信辉	刘亮、白鸽等	2023
《阿麦从军》	改编自鲜橙的同名小说	张之亮	张天爱、林峯等	2023
《时空热恋》	爱情题材剧情影片	陈国辉	黄晓明、李冰冰等	2023

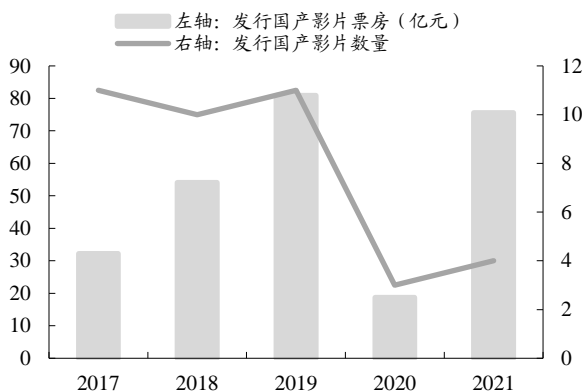
《反恐行动》	剧情动作影片	邱礼涛	吴京、张译、刘德桦等	2025
《克什米尔公主号》	根据“克什米尔公主号”事件改编	彭顺		2025
《少年时代》	文革时期青年人成长的励志剧情故事	陈凯歌	刘昊然、陈飞宇、张雪迎	2025
《一代枭雄》	30年代上海滩传奇黑帮动作片	林超贤	彭于晏、张家辉	2025
《智取威虎山前传》	智取威虎山 2	徐克	-	2025
《汶川大地震》				2028
《狂奔的老爸》 (《你说我是谁》)	励志剧情影片	李承鹏	潘粤明、李彦锋、王小利等	2025
《树说》	惊悚剧情电影	孟奇	丁志城、张一山、刘桦等	

数据来源：公司公告，豆瓣电影，东吴证券研究所注：加粗为主旋律类型片，预计上映时间根据豆瓣电影整理

### 2.3. 发行业务：协同投资业务巩固竞争优势

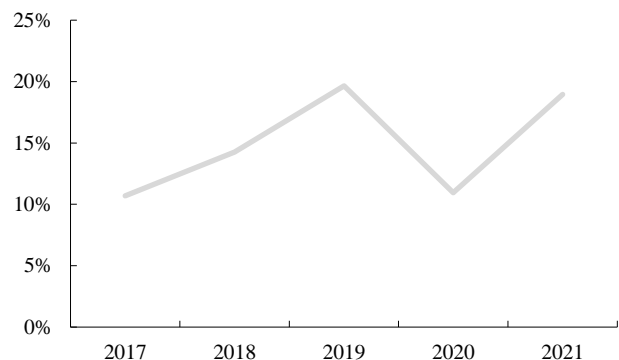
**首家电影发行民营企业，具全渠道发行能力。**公司是首家从事电影发行业务的民营企业，与领军的在线平台和新媒体网站保持长期合作关系，具备规模化和全渠道发行能力。自成立以来，公司已发行影片超过 250 部。除 2020 年及 2021 年受疫情影响外，近年来公司发行影片票房总额及票房占比总体呈现上升趋势。2021 年，公司发行影片的票房占比始位列国内民营发行公司前三名。

图22：公司发行国产影片数量及票房情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23：公司发行国产影片票房占比

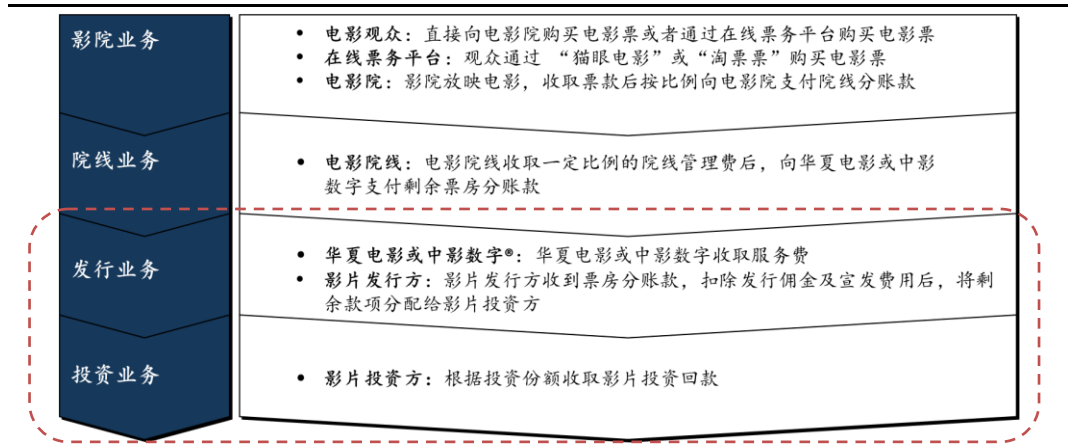


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**协同投资业务巩固竞争优势。**投资及发行业务均以票房固定比例计入收入，目标具一致性。电影产业链上各个环节协调配合，共同推动电影票房的提升。电影的题材、制作水准、演职人员团队阵容是影片基础；而宣传发行手段与力度影响电影在上映期间的知名度与客流量。**对于发行业务**，公司在投资优质影片的同时在投资协议中约定

公司能够获得发行权，实现电影发行市场占有率的提升。对于投资业务，发行过程中的营销宣传，也将提升公司投资影片的知名度及票房。

图24：电影产业链资金流转

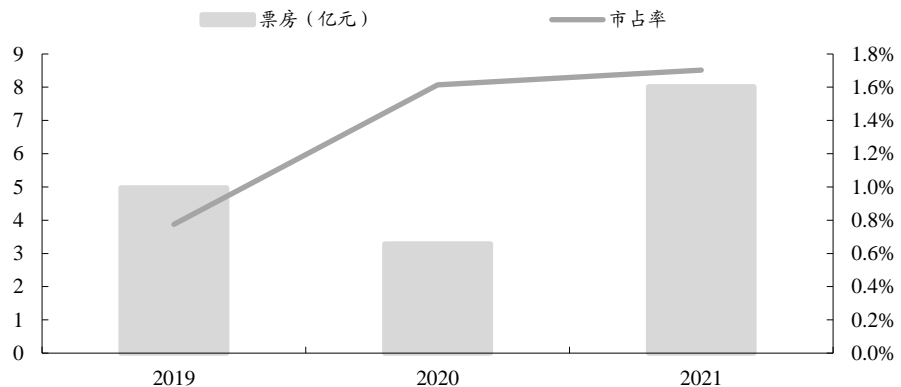


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 院线、影院业务：市场份额上行，屏幕数提升将提供边际增量

**院线：**2019年获得院线牌照，打通产业链上下游。公司于2019年2月获得电影院线资质，对以资产联结或者签约加盟方式加入院线的影院进行统一品牌、统一排片、统一经营、统一管理。截至2021年12月末，博纳院线旗下共有加盟影院108家，银幕905块。其中自有影院共92家。根据艺恩数据，公司院线旗下影院2021年实现票房收入8.01亿元，市占率达1.7%。自2019年公司开启院线业务，旗下影院票房市占率逐年提升。

图25：博纳院线旗下影院票房及市占率（亿元）



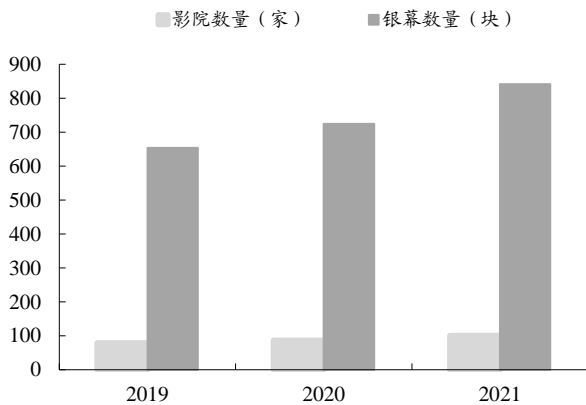
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**影院：**重视品牌建设，市占率逐步提升。截至2021年12月底，公司已在北京、

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。公司重视博纳影城的品牌建设，采用高标准硬件设备，为观众提供优质观影体验：**硬件方面**，影院配备先进的进口数字放映设备、音响系统和银幕。截至 2021 年 12 月末，公司影院拥有 25 张中国巨幕、28 张 IMAX 巨幕。**观影体验方面**，公司通过技术升级、系统管理、精细化运营等措施，提升放映技术及服务质量。

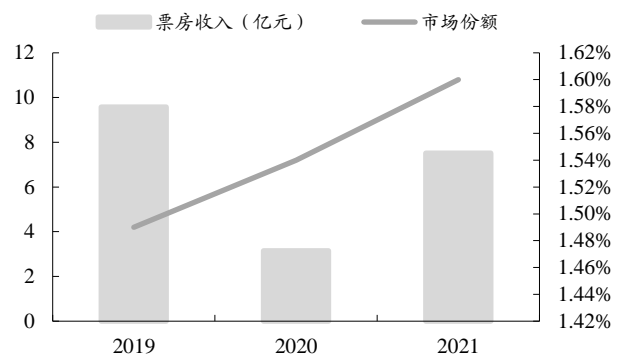
自 2019 年，公司自有影院票房收入市占率稳步提升。未来，随着公司进一步加快影院布局，公司自有影院市场份额及排名有望进一步提升，并为上游电影的发行提供放映渠道保障，提升议价能力。

图26：公司自有影院数量及银幕数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

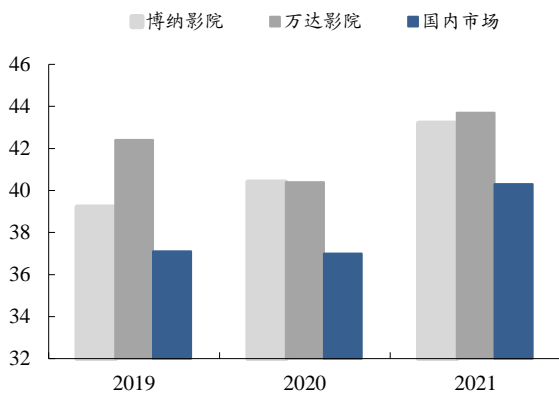
图27：公司自有影院票房收入（亿元）及市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

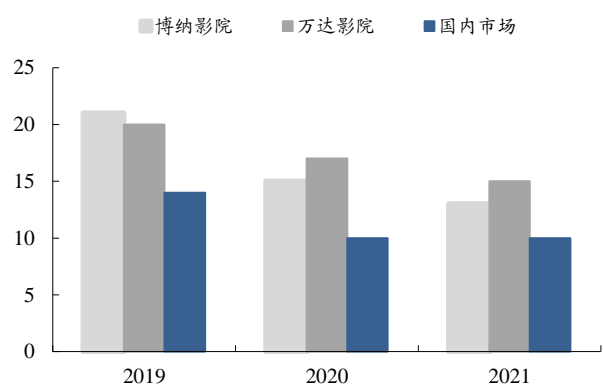
**量价均超平均水平，影院屏幕数提升及上座率恢复将为业务提供边际增量。**2021 年，公司影院（含加盟影院）平均票价达 43.2 元，场均人次达 13 人次，均超全国电影市场平均水平，但略低于行业龙头万达。我们认为，基于博纳影业硬件及用户体验的提升，叠加电影投资发行业务提升品牌知名度，影院平均票价及场均人次仍有提升空间。

图28：博纳影院与国内电影市场平均票价（元）



数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

图29：博纳影院与国内电影市场场均人次



数据来源：猫眼专业版，东吴证券研究所

此外，公司拟投资 2.1 亿元于影院项目中，主要包括装修、银幕、座椅、还音设备、放映设备、集成系统、办公设备及辅助设施等，涉及 10 家影院内 74 张普通银幕数，6 套巨幕，及 9831 张座席。公司对影院的持续投资，影院屏幕数提升以及随疫情好转上座率的提升有望为影院业务提供边际增量。

#### 4. 盈利预测

公司影片储备丰富，且主旋律商业化电影已形成成熟模式。但考虑到公司 2021 年《长津湖》、《中国医生》等电影收获高票房，具有高基数，2022 年上半年受疫情影响，电影制作、排期或受一定程度的影响。我们预计 2022-2024 年投资业务收入增速为 0.1%/19.8%/18.7%。

2022 上半年疫情影响整体电影市场票房表现，公司发行、院线及影院业务均受冲击，其中，由于影院业务主为线下运营，疫情反复对其影响较大。考虑到下半年及此后疫情有望减缓，我们预计 2022-2024 年发行业务收入增速为 1.7%/14.3%/9.4%；院线业务收入增速为-15%/10%/5%；影院业务收入增速为-15%/11.3%/11.2%。

表7: 公司营收拆分

收入(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,123.59	3,119.63	3,622.04	4,114.90
yoy	94.0%	-0.1%	16.1%	13.6%
投资业务	1,453.58	1,455.46	1,743.50	2,069.48
yoy	93.5%	0.1%	19.8%	18.7%
发行业务	1,016.80	1,034.36	1,182.58	1,293.20
yoy	118.2%	1.7%	14.3%	9.4%
院线业务	21.64	18.40	20.24	21.25
yoy	125.1%	-15.0%	10.0%	5.0%
影院业务	858.48	722.41	804.14	894.58
yoy	111.9%	-15.0%	11.3%	11.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 5. 估值

我们采用可比公司估值法进行估值，选取光线传媒、中国电影、万达电影作为可比公司，2022-2024 年平均 PE 为 47.3/23.5/19.3 倍，考虑到公司主旋律电影票房表现出色，具备可持续打造优秀内容能力，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应市值为 180 亿元，我们看好公司主旋律电影投制能力及票房空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表8: 可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			PE(倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600977.SH	中国电影	198	335.1	869.0	1015.5	59.1	22.8	19.5
300251.SZ	光线传媒	276	778.9	1032.8	1259.2	35.4	26.7	21.9
002739.SZ	万达电影	248	-121.5	1179.2	1510.6	-	21.0	16.4
	平均值					47.3	23.5	19.3
001330.SZ	博纳影业	171	411.7	597.7	727.7	41.5	28.6	23.5

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 6. 风险提示

**市场竞争加剧风险:** 我国年产影片数量随观影人次提升逐渐增多, 许多影片无法公映。如果出现更多影片竞争相同档期, 将对公司出品电影票房产生负面影响。

**疫情反复风险:** 疫情对线下观影及电影生产活动冲击较大, 若疫情反复, 则公司各业务业绩将承压。

**票房不可预见性风险:** 影视作品作为一种大众文化消费品, 没有可量化的判断标准。消费者往往基于过往的主观经验来进行选择判断, 并且其主观经验也会随社会文化环境的变化而变化。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。

## 博纳影业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>7,188</b>	<b>8,935</b>	<b>10,716</b>	<b>11,494</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,124</b>	<b>3,120</b>	<b>3,622</b>	<b>4,115</b>
货币资金及交易性金融资产	2,305	4,213	5,552	5,606	营业成本(含金融类)	1,873	1,607	1,822	2,048
经营性应收款项	3,244	2,774	2,998	3,328	税金及附加	38	36	41	47
存货	1,289	1,658	1,783	2,199	销售费用	298	468	507	576
合同资产	0	0	0	0	管理费用	213	245	286	323
其他流动资产	350	290	383	361	研发费用	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>8,499</b>	<b>8,407</b>	<b>8,227</b>	<b>8,033</b>	财务费用	144	217	178	154
长期股权投资	493	433	373	313	加:其他收益	136	120	138	144
固定资产及使用权资产	3,893	3,845	3,706	3,553	投资净收益	-32	6	7	8
在建工程	12	9	10	11	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	15	13	11	9	减值损失	-94	-95	-91	-96
商誉	76	96	106	116	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	919	899	904	909	<b>营业利润</b>	<b>568</b>	<b>579</b>	<b>842</b>	<b>1,023</b>
其他非流动资产	3,092	3,112	3,117	3,122	营业外净收支	-61	1	0	0
<b>资产总计</b>	<b>15,687</b>	<b>17,342</b>	<b>18,943</b>	<b>19,527</b>	<b>利润总额</b>	<b>507</b>	<b>580</b>	<b>842</b>	<b>1,023</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,369</b>	<b>5,475</b>	<b>6,587</b>	<b>6,555</b>	减:所得税	151	174	252	307
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,914	1,965	2,015	2,069	<b>净利润</b>	<b>356</b>	<b>406</b>	<b>589</b>	<b>716</b>
经营性应付款项	2,197	1,902	2,786	2,616	减:少数股东损益	-7	-6	-9	-11
合同负债	133	321	273	266	<b>归属母公司净利润</b>	<b>363</b>	<b>412</b>	<b>598</b>	<b>728</b>
其他流动负债	1,125	1,286	1,513	1,604	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.26	0.30	0.43	0.53
非流动负债	4,677	4,577	4,477	4,377	EBIT	745	939	1,150	1,312
长期借款	1,721	1,821	1,921	2,021	EBITDA	1,165	1,375	1,590	1,756
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.03	48.48	49.70	50.23
租赁负债	2,775	2,575	2,375	2,175	归母净利率(%)	11.61	13.20	16.50	17.69
其他非流动负债	180	180	180	180	收入增长率(%)	94.05	-0.13	16.10	13.61
<b>负债合计</b>	<b>10,046</b>	<b>10,051</b>	<b>11,064</b>	<b>10,931</b>	归母净利润增长率(%)	90.19	13.52	45.18	21.75
归属母公司股东权益	5,640	7,295	7,893	8,621					
少数股东权益	1	-5	-13	-25					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,641</b>	<b>7,290</b>	<b>7,880</b>	<b>8,596</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,687</b>	<b>17,342</b>	<b>18,943</b>	<b>19,527</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,435	1,328	1,920	621	每股净资产(元)	4.10	5.31	5.74	6.27
投资活动现金流	-1,597	25	-327	-311	最新发行在外股份(百万股)	1,375	1,375	1,375	1,375
筹资活动现金流	-51	955	-284	-276	ROIC(%)	5.00	5.11	5.78	6.32
现金净增加额	-221	2,308	1,309	34	ROE-摊薄(%)	6.43	5.64	7.57	8.44
折旧和摊销	420	436	440	444	资产负债率(%)	64.04	57.96	58.40	55.98
资本开支	-611	-441	-354	-349	P/E(现价&最新股本摊薄)	47.07	41.47	28.56	23.46
营运资本变动	257	161	573	-857	P/B(现价)	3.03	2.34	2.16	1.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>