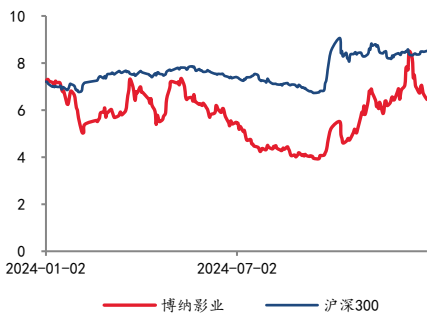


传媒互联网

## 立足主旋律电影，积极探索品类扩张与 AI 赋能

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(亿股):	13.75/10.55
总市值/流通(亿元):	88.66/68.06
12个月最高/最低(元):	8.88/3.87

## ■ 相关研究报告

## ■ 证券分析师: 郑磊

E-MAIL: zhenglei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523060001

## ■ 联系人: 李林卉

E-MAIL: lilh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190123120023

## 报告摘要

## ➤ 立足主旋律题材电影商业化，构筑全产业链覆盖业务布局

博纳影业以电影发行业务起家，通过发行《我的兄弟姐妹》进军中国香港电影市场，并通过引进多部优质港片确立发行业务优势。2003年，公司正式进军电影制作领域，并以2014年出品的《智取威虎山》揭开主旋律题材电影商业化序幕。此后，陆续主投主控一系列主旋律题材电影，形成“山河海三部曲”、“中国骄傲三部曲”、“中国胜利三部曲”三大系列，成就主旋律电影龙头地位。此外，公司亦发展院线影院业务，业务范围完成电影行业全产业链覆盖。

## ➤ 行业：题材选择多元化，AI 赋能内容供给

近年来，国产影片质量提升使得票房表现向好，票房占比自20年起维持近80%。优质内容成为拉动观影人次提升，进而带动票房增长的关键因素。同时产业链发生的变化也正影响着行业发展：1) 上游制作：题材方面，观众对题材的选择呈现多元化趋势，其中主旋律电影具备获取超高票房的潜力。技术方面，AI视频生成正在重塑电影制作流程，有望扩大创作边界，提高并丰富内容质量和供给。2) 中游发行：23年10月提出分线发行并在部分小成本影片推行；未来随着分线发行逐渐成熟，有望优化排片，提升上映数量。3) 下游放映：虽受疫情影响，线下观影受限，但影院和银幕数量仍保持增长，未出现明显出清。

## ➤ 公司业务：主旋律持续发力，多品类、多形式丰富内容供给

公司业务全产业链覆盖，制作和发行为主。1) 制作和投资业务：累计出品总票房近516亿，其中三大系列主旋律电影贡献超四成，是公司票房收入的主要来源。目前公司主旋律电影储备丰富，《红海行动》续作《蛟龙行动》定档25年春节档；同时持续探索多类型影片、多形式内容，成立AIGMS制作中心赋能影视创作，成功打造首部AIGC科幻短剧集《三星堆：未来启示录》，开启短剧布局。2) 发行业务：累计发行总票房428亿，位列行业第8。并通过国内影片海外发行、海外影片引入国内拓展发行业务。3) 院线影院业务：近年影投票房位列行业前10，票房市场份额稳步增长，持续贡献稳定业绩。

## ➤ 盈利预测、估值与评级

我们认为，公司深谙主旋律题材电影制作，2025年重点电影《蛟龙行动》定档春节档，《克什米尔公主号》亦有望上映。此外，持续探索多类型影片、多形式内容，开启短剧布局。丰富内容储备有望支撑公司业绩增长。因此，我们预计公司2024-2026年营收分别为

13.48/29.92/32.05 亿元，对应增速-16.17%/122%/7.13%，归母净利润分别为-3.17/4.75/5.26 亿元。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

► 风险提示

行业监管趋严的风险，票房表现不及预期的风险，线下观影意愿降低的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1608	1348	2992	3205
增长率（%）	-20.06%	-16.17%	122%	7.13%
归母净利润（百万元）	-553	-317	475	526
增长率（%）	-	-	-	10.68%
摊薄每股收益（元/股）	-0.40	-0.23	0.35	0.38
市盈率（P/E）	-16	-28	19	17

资料来源：iFind，太平洋证券研究院，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

<b>1. 公司概况：立足主旋律题材电影商业化</b> .....	<b>5</b>
1.1 电影发行起家，构筑上下游全产业链布局 .....	5
1.2 股权结构稳定，管理层行业积淀深厚 .....	6
1.3 主投主控影片高票房稳定盈利，未来有望迎来新增长 .....	7
<b>2. 电影行业：题材选择多元化，AI 赋能内容供给</b> .....	<b>10</b>
2.1 电影市场：观影总人次为票房主要驱动力 .....	10
2.2 上游制作：现实主义和主旋律题材收获高票房，AI 变革制作 workflow .....	13
2.3 中游发行：分线发行改善发行环境，提升上映数量 .....	15
2.4 下游放映：影院数量趋于稳定，放映效率有所提升 .....	16
<b>3. 公司业务：主旋律持续发力，多品类、多形式拓展内容</b> .....	<b>17</b>
3.1 制作和投资：主旋律电影储备丰富，AIGMS 制作中心赋能影视创作 .....	18
3.2 发行：规模行业前列，海内外发行拓展业务范围 .....	23
3.3 院线影院：票房市场份额稳步增长 .....	24
<b>4. 盈利预测及估值</b> .....	<b>26</b>
4.1 收入预测 .....	26
4.2 可比公司估值与投资评级 .....	26
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 公司管理层	7
图表 4: 2018 至 2024Q1-Q3 营业收入 (亿元)	8
图表 5: 2018 至 2024Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	8
图表 6: 2018-2024H1 营业收入构成	9
图表 7: 2018 至 2024Q1-Q3 毛利率及净利率	9
图表 8: 2018 至 2024Q1-Q3 费用率	10
图表 9: 2018-2024H1 全国电影总票房 (亿元)	11
图表 10: 2018-2024H1 电影平均票价 (元)	11
图表 11: 2018-2024H1 观影总人次 (元)	12
图表 12: 2018-2024H1 国产和进口电影上映数量	13
图表 13: 2019-2024H1 国产和进口电影票房占比	13
图表 14: 2023 年国产电影主要类型总票房前十	13
图表 15: 2023 年悬疑罪案电影中的现实主义题材	13
图表 16: 中国电影票房总榜前二十中的主旋律电影票房 (亿)	14
图表 17: 票房超千万主旋律电影票房和其他电影票房	14
图表 18: 票房超千万主旋律电影票房在总票房的占比	14
图表 19: 利用 SORA 生成的视频作品	15
图表 20: 快手可灵 AI 导演共创计划 9 部 AIGC 电影短片首映	15
图表 21: 2019 年中国和北美上映电影数量 (部)	16
图表 22: 2019 年中国和北美观影人次 (亿)	16
图表 23: 2018-2023 年影院数 (个)	17
图表 24: 2018-2023 年银幕数及同比增速	17
图表 25: 2018-2023 年单荧幕票房 (万)	17
图表 26: 三大系列主旋律电影	18
图表 27: 公司主旋律电影票房和其他主旋律电影票房	19
图表 28: 公司主旋律电影票房占比	19
图表 29: 主旋律电影储备	19
图表 30: 公司出品的多类型电影	20
图表 31: 多类型电影储备	20
图表 32: 剧集储备	21
图表 33: 电影《传说》中 27 岁的成龙形象	21
图表 34: 短剧集《三星堆: 未来启示录》	22
图表 35: VR 大空间 DEMO《失落的大立人》	23
图表 36: 2018-2023 年公司发行影片票房 (亿)	23
图表 37: 2018-2023 年公司发行影片票房在总票房占比	23
图表 38: 公司发行的海外影片	24
图表 39: 2021-2023 年公司影投票房、票房排名及场均人次	25
图表 40: 2018-2023 年公司旗下影院票房及市场份额	25
图表 41: 2018-2023 年公司旗下影院及银幕数量	26
图表 42: 可比公司估值	27

## 1. 公司概况：立足主旋律题材电影商业化

### 1.1 电影发行起家，构筑上下游全产业链布局

**覆盖全产业链业务布局，成就主旋律电影龙头地位。** 公司从电影发行业务起家，后不断向产业链上下游延伸，业务范围逐渐完成电影行业全产业链覆盖，涵盖电影投资和制作、发行、院线影院。成立至今，公司累计参与影片近 280 部，累计总票房近 700 亿元。以 2014 年《智取威虎山》为开端，公司出品一系列广受市场欢迎的主旋律影片，形成“山河海三部曲”、“中国骄傲三部曲”、“中国胜利三部曲”三大系列，累计总票房 225.66 亿，成就公司主旋律电影的龙头地位。具体来看，公司发展历程可分为三个阶段：

**立足影片发行（1999-2002）：**1999 年博纳影业前身博纳文化成立，其作为首个获得电影发行许可证的民营企业开始开展电影发行业务。两年后通过发行电影《我的兄弟姐妹》进军中国香港电影市场，此后将《天脉传奇》等多部优质港片引入内地发行，确立港片引入内地发行的业务优势。

**进军电影制作（2003-2018）：**2003 年 8 月博纳影业正式成立并获得摄制电影片许可证，正式进军电影制作领域。2014 年出品的《智取威虎山》揭开主旋律题材电影商业化序幕，此后相继推出《湄公河行动》、《红海行动》等，奠定主旋律电影龙头地位。在此期间，公司发行业务拓展至海外，2008 年通过投资控股海外发行公司开展海外发行业务；2015 年在美设立电影投资公司，与好莱坞公司合作参与好莱坞电影业务。同时，在资本市场方面，公司于 2010 年登陆纳斯达克，成为中国首家在美 IPO 的影视公司。六年后启动私有化交易，同年 4 月退市。

**拓展院线影院（2019 至今）：**2019 年公司获得电影院线牌照，正式开展院线业务，旗下影院数量逐年增加。同时，公司电影制作业务取得突破性进展，《中国机长》、《长津湖》、《长津湖之水门桥》等主旋律电影获得超高票房，成就公司主旋律电影龙头地位。2022 年 8 月公司在深交所主板上市，正式开启 A 股新篇章。

图表 1：公司发展历程

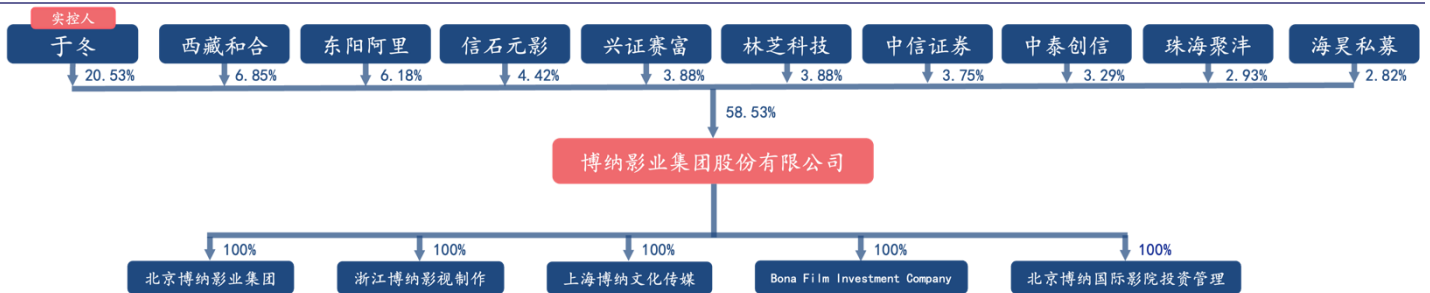


资料来源：太平洋证券研究院整理

## 1.2 股权结构稳定，管理层行业积淀深厚

公司前十大股东合计持股 **58.53%**，持股比例较为集中。公司最大股东于冬是公司董事长、总经理、实际控制人，目前持股 20.53%；第三大股东东阳阿里为阿里影业旗下子公司，目前持股 6.18%。公司子公司中，北京博纳影业集团、浙江博纳影视制作主要负责影视制作和发行，上海博纳文化传媒主要负责影视发行。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

公司创始人深耕电影行业，核心团队从业经验丰富。公司创始人及董事长于冬毕业于北京电影学院，拥有近 30 年的电影行业从业经验，行业积淀深厚；并且被选举为中国电影家协会第十一届副主席，积极推动中国电影行业发展。同时，公司核心团队



成员拥有丰富的从业经验。例如公司行政总裁蒋德富主持营销策划、宣传发行百余部国产及进口影片，并为《中国医生》、《长津湖》等几十部影片担任出品人、监制、制片人；公司董事及常务副总裁齐志拥有财务相关工作经历，对公司财务管理和资本运作贡献突出，成功推动公司私有化交易和 A 股上市。

图表 3：公司管理层

高管	职位	加入公司	主要履历
于冬	董事长、总经理	2003 年创立	<ul style="list-style-type: none"> <li>博纳影业创始人，拥有近 30 年的电影行业经验；</li> <li>北京电影学院学士学位，长江商学院 EMBA 硕士学位，新加坡管理大学工商管理博士学位；</li> <li>现任中国电影家协会副主席；</li> <li>曾任职于北京电影制片厂、中国电影集团公司。</li> </ul>
齐志	董事、常务副总裁	2011 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>曾任普华永道会计师事务所高级审计师、Synnex(新聚思)全球高级内审师；</li> <li>历任公司财务总监、首席财务官。</li> </ul>
高愈湘	董事	2023 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>现任中信证券高管、董事总经理、首席股权投资官；</li> <li>曾任新疆股权交易中心执行董事、中证国际董事。</li> </ul>
孟钧	董事	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>现任阿里巴巴影业集团执行董事、首席财务官、执行委员会成员，阿里巴巴影业集团附属公司董事；</li> <li>曾任淘票票、阿里文娱等业务单元重要财务管理岗位；E&amp;Y 及 IBM 等审计和财务咨询岗位。</li> </ul>
蒋德富	行政总裁	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>北京电影学院学士学位；</li> <li>曾任北京电影制片厂宣发处常务副处长，中国电影集团公司、北京中影营销有限公司副总经理及部门总经理，万达影视传媒有限公司总经理。</li> </ul>
顾晓江	副总裁、董秘	2024 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>曾任虹迪物流科技股份有限公司首席财务官，力盛体育副总经理兼董事会秘书。</li> </ul>
孙晨	副总裁	2003 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>曾任北京紫禁城三联影业发行公司宣发业务经理。</li> </ul>
屠姗	副总裁	2011 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>曾任北京国安广告总公司人事行政总监。</li> </ul>
姜寨瑾	副总裁	2018 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>历任公司版权总监、上海博纳总经理。</li> </ul>
何英	财务总监	2024 年	<ul style="list-style-type: none"> <li>曾任完美世界高级财务总监，好未来财务总监</li> </ul>

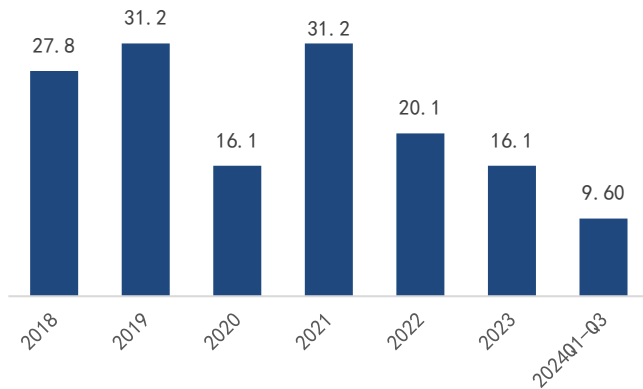
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

### 1.3 主投主控影片高票房稳定盈利，未来有望迎来新增长

业绩暂时承压，有望随重点储备影片上映迎来增长。营业收入方面，2018 年至 2024 年前三季度公司营业收入分别为 27.8/31.2/16.1/31.2/20.1/16.1/9.6 亿元，2020-2022 年因受疫情影响，公司营收波动与电影票房大盘走势基本一致，其中 2021 年得益于主旋律题材影片《长津湖》、《中国医生》优异的票房表现，全年营收与疫情前 2019 年基本持平。2023 年线下观影逐步恢复，电影票房大盘回升至疫情前 85.4%，而

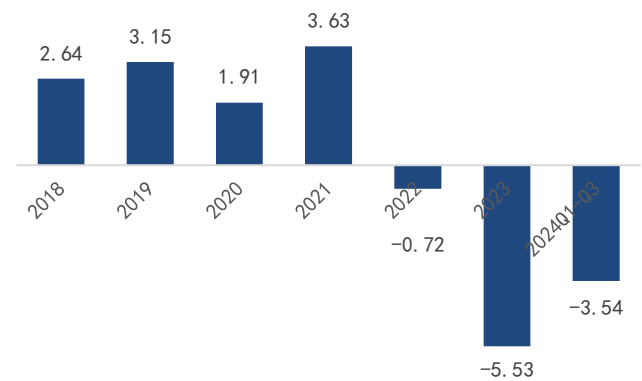
公司营收却同比下降 20.1%，主要系《无名》和《爆裂点》票房表现不及预期。**归母净利润方面**，2022 年公司归母净利润开始出现亏损，并在 2023 年因两部主投主控影片表现不及预期被进一步放大。2024 年前三季度亏损亦出现同比增加，主要系公司电影票房不及预期以及影院放映收入减少。展望未来，公司归母净利润有望随《蛟龙行动》、《克什米尔公主号》等重点储备影片上映迎来增长。

图表 4：2018 至 2024Q1-Q3 营业收入（亿元）



资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

图表 5：2018 至 2024Q1-Q3 归母净利润（亿元）

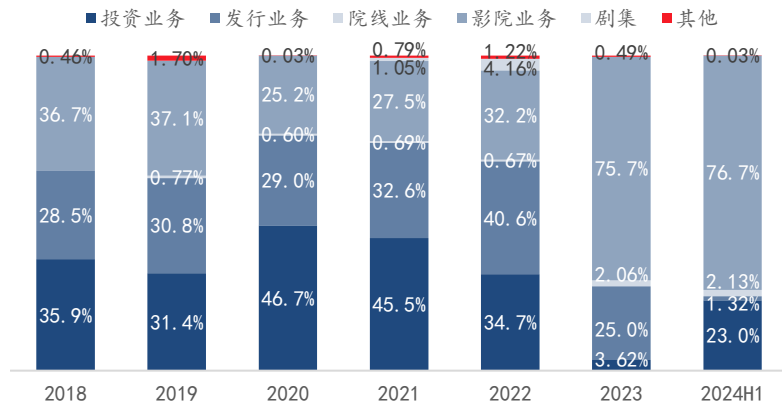


资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

**电影制作和投资业务是主要收入来源，影院业务营收占比提升显著。**2018-2022 年电影制作和投资为公司主要收入来源，营收占比始终维持在 30% 以上。2023 年营收占比出现大幅下滑，仅 3.62%，主要系主投主控影片《无名》和《爆裂点》票房表现不及预期。发行业务方面，营收占比在 25%-40% 之间波动。影院业务方面，2023 年营收占比显著提升至 75.7%，主要系公司电影制作和投资、发行业务营收下滑，并且电影市场影片供给恢复及定档常规化，影院业务营收同比增长。



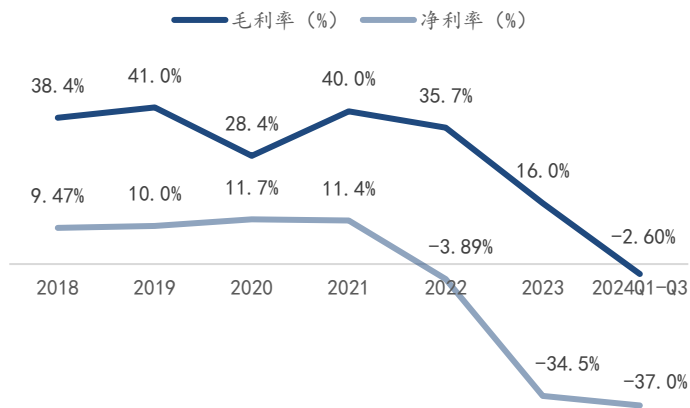
图表 6: 2018-2024H1 营业收入构成



资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

**主投主控影片高票房表现稳定公司盈利能力。**除 2020 年外, 2018-2022 年间公司多部主投主控影片收获高票房, 电影制作和投资业务毛利率稳定使得公司毛利率稳居 35% 以上。2020 年出现下滑主要系线下观影受限, 影院业务出现大幅亏损; 2023 年在行业回暖的背景下公司毛利率再次出现大幅下滑, 主要系两部主投主控影片《无名》和《爆裂点》票房表现不及预期使得公司电影制作和投资业务营收同比减少 91.66%, 大于营业成本同比减少 14.37%, 导致电影制作和投资业务毛利率大幅下滑。

图表 7: 2018 至 2024Q1-Q3 毛利率及净利率

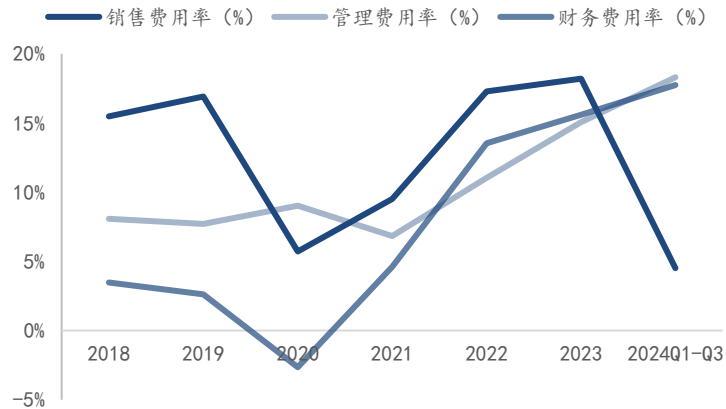


资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

**销售费用率主要受上映影片数量影响, 管理和财务费用率逐年增长。**销售费用率方面, 2020 和 2021 年受电影市场整体环境影响, 公司控制销售费用支出使得销售费用率出现明显下滑。进入 2022 年, 公司加大对新上映影片的宣发投入, 销售费用率重

回疫情前水平。而 2024 年前三季度因上映影片减少，销售费用率再次出现大幅下降。管理费用率方面，随人力成本等费用增加整体呈现逐年增长的趋势。财务费用率方面，受汇兑损失、利息支出增加影响，亦呈现逐年增长的趋势。

图表 8：2018 至 2024Q1-Q3 费用率



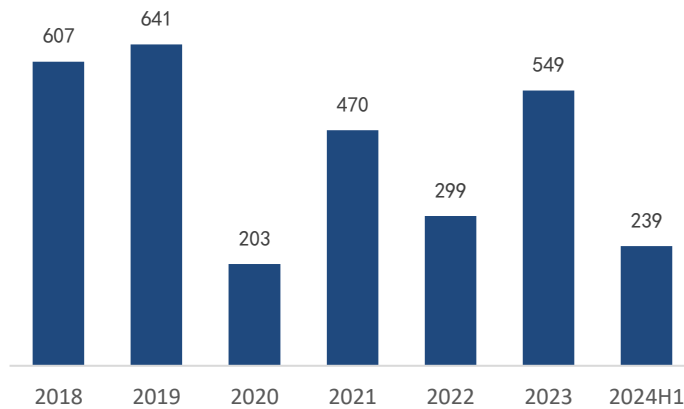
资料来源：iFinD，太平洋证券研究院

## 2. 电影行业：题材选择多元化，AI 赋能内容供给

### 2.1 电影市场：观影总人次为票房主要驱动力

23 年票房回升至疫情前 85.4%，24 年上半年稍有回落。回顾中国电影历年票房，2018 年首次突破 600 亿，并在 2019 年达到 641 亿，为影史最高水平。此后三年因受到新冠疫情影响，线下观影受限，电影票房出现大幅下滑。进入 2023 年，疫情防控措施放开使得观影总人次回升，叠加多部优质影片票房表现突出，全年票房恢复至疫情前水平的 85.4%。而因表现亮眼的头部爆款影片有所减少，2024 年上半年电影市场表现稍有回落，票房 239 亿，同比下降 9.14%。

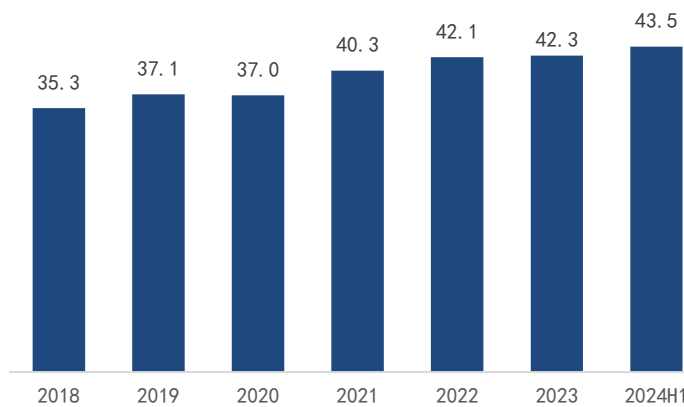
图表 9：2018-2024H1 全国电影总票房（亿元）



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

平均票价上涨空间有限，对拉动票房增长作用较小。2018-2024 年上半年电影平均票价逐年小幅上涨，从 35.3 元上涨至 43.5 元。展望未来，电影平均票价上涨空间有限，对拉动票房增长的作用较小，全年票房表现主要取决于观影总人次的走势。

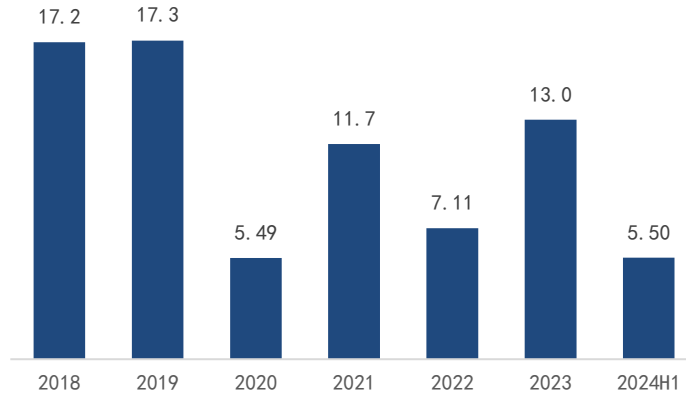
图表 10：2018-2024H1 电影平均票价（元）



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

优质内容激活观影意愿，观影总人次是影响票房走势的关键因素。得益于线下观影开放叠加优质内容集中释放，观众观影意愿被激活，观影习惯受损后有所修复。观影总人次在 2023 年达 13 亿，恢复至疫情前水平的 75.1%。2024 年上半年观影总人次略微下滑至 5.50 亿，同比下降 8.94%，与电影票房走势基本一致。在电影平均票价涨幅较小的情况下，观影总人次成为拉动票房增长的主要驱动力。

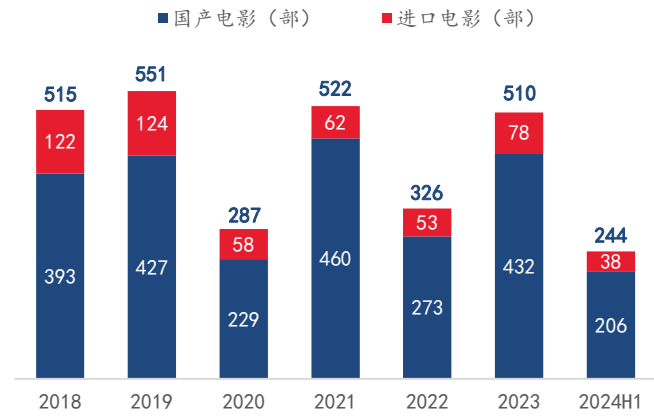
图表 11：2018-2024H1 观影总人次（元）



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

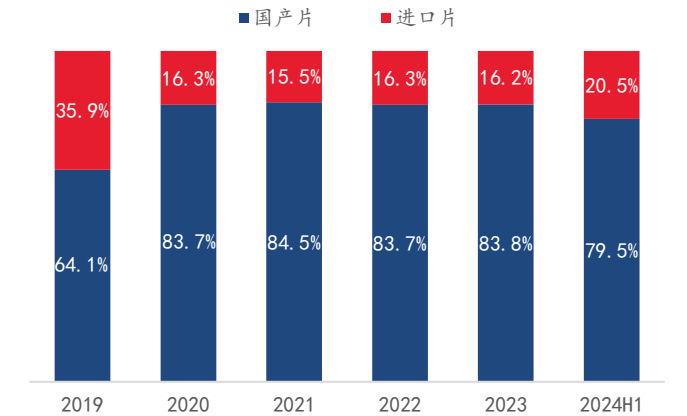
国产电影上映数量回暖，票房占比自 2020 年起始终维持近 80%。2023 年全年新片上映 510 部，2024 年上半年新片上映 244 部，影片上映数量已基本回归疫情前水平。从数量占比来看，2024 年上半年国产电影上映 206 部，延续了前三年占比超 80% 的趋势；而进口电影上映数量未见明显恢复，2024 年上半年上映 38 部，仅为 2019 年 124 部的 30.6%，主要系疫情以来，海外电影创作受到影响，许多筹备中的电影无法开机，或是片方选择更改上映档期，或是改为流媒体发行。从票房占比来看，2020 年国产电影票房在总票房中的占比从 2019 年的 64.1% 提升至 83.7%，此后四年一直维持在 80% 以上。2024 年上半年国产电影票房占比 79.5%，依旧维持高占比趋势。这主要得益于近年来国产影片质量提升、叙事更能引起国内观众共鸣，国产电影票房表现向好。而因受进口影片受众消费习惯改变、叙事手法让观众产生审美疲劳、影片供给下降等因素影响，进口影片票房占比在 2020 年出现大幅下降后一直维持在 15% 左右。

图表 12：2018-2024H1 国产和进口电影上映数量



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

图表 13：2019-2024H1 国产和进口电影票房占比

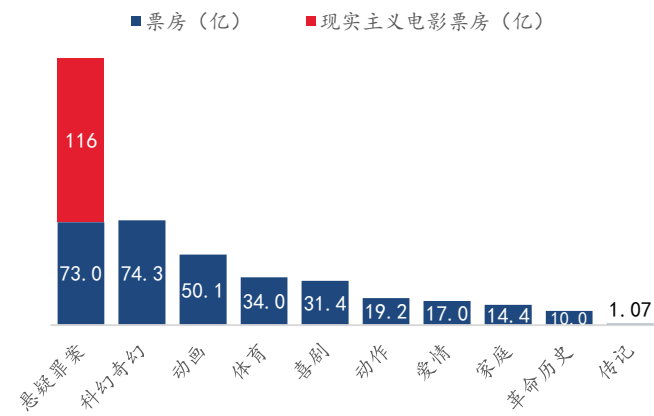


资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

## 2.2 上游制作：现实主义和主旋律题材收获高票房，AI 变革制作 workflow

观众对于电影类型的选择呈现多元化趋势，现实主义热度高。2023 年国产影片票房按电影类型统计，排名第一的是悬疑罪案类，实现总票房约 189 亿，影片数量 30 部。其中包含多部现实主义题材电影，如《孤注一掷》、《消失的她》、《坚如磐石》等，总票房达 116 亿，对悬疑罪案电影的票房贡献率超 60%。《孤注一掷》和《消失的她》票房更是突破 35 亿，分列全年电影票房排行榜第 3、4 位。并且，科幻奇幻、动画、体育、喜剧等类型电影亦取得了不错的票房成绩，反映出观众对于电影类型的选择呈现多元化趋势，观影需求更鲜明、更需要情绪价值支点。

图表 14：2023 年国产电影主要类型总票房前十



资料来源：1905 电影网，灯塔专业版，太平洋证券研究院

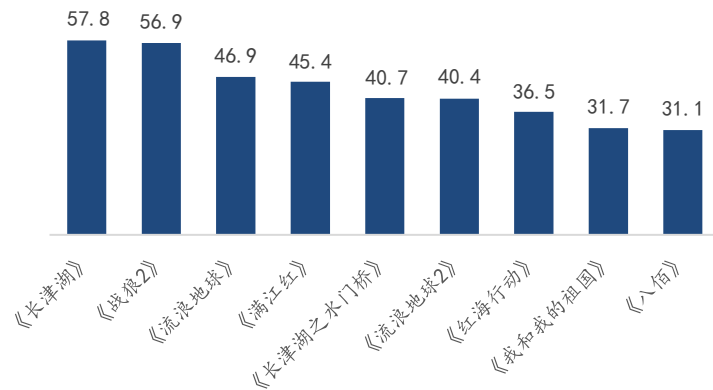
图表 15：2023 年悬疑罪案电影中的现实主义题材

电影名称	票房 (亿)	上映时间
《孤注一掷》	38.5	2023/8/8
《消失的她》	35.2	2023/6/22
《坚如磐石》	13.5	2023/9/28
《莫斯科行动》	6.64	2023/9/29
《拯救嫌疑人》	5.69	2023/11/1
《涉过愤怒的海》	5.49	2023/11/25
《第八个嫌疑人》	4.39	2023/9/9
《河边的错误》	3.09	2023/10/21
《怒潮》	2.26	2023/12/16
《瞒天过海》	1.65	2023/12/8
<b>总票房</b>	<b>116</b>	

资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

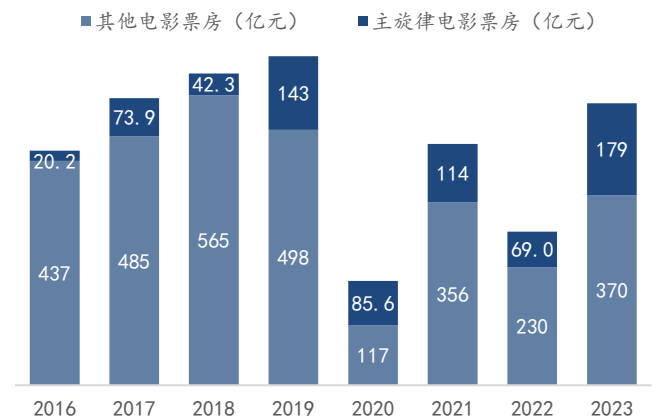
主旋律电影在影史票房前二十中占比近半，具备获取超高票房的潜力。根据灯塔专业版中国电影票房总榜，影史票房前二十的电影中近半数为主旋律电影。其中包括讲述抗美援朝长津湖战役的《长津湖》、《长津湖之水门桥》，用7个历史瞬间展现新中国成立70周年发展历程的《我和我的祖国》等。并且，统计2016-2023年票房超千万的主旋律电影总票房，其中2019年主旋律电影票房首次突破100万，在电影总票房中的占比大幅提升至22.4%。疫情三年尽管电影总票房大幅下降，但主旋律电影的票房占比依旧每年维持在20%以上。我们认为，主旋律电影通过聚焦普通人在历史事件中的个体经历，使主流价值观和国家情怀通过普通个体展现出来，引起观众的情感共鸣，具备收获超高票房的潜力。

图表 16：中国电影票房总榜前二十中的主旋律电影票房（亿）



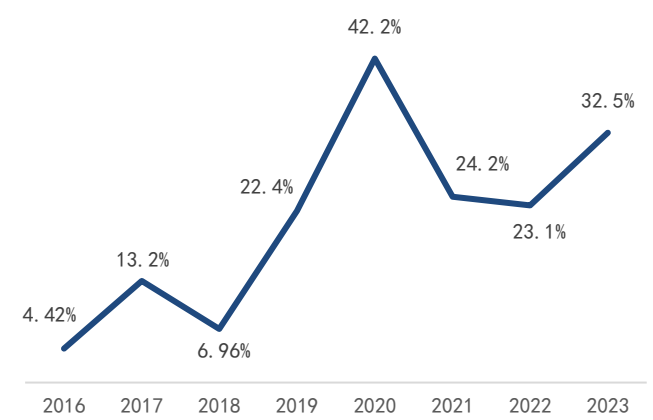
资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

图表 17：票房超千万主旋律电影票房和其他电影票房



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

图表 18：票房超千万主旋律电影票房在总票房的占比



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院



**AI 视频生成重塑电影制作流程，丰富内容供给。**随着 AI 多模态技术持续迭代，海内外多个文生视频模型，如 Sora、Pika、快手可灵、智谱 AI 清影等陆续推出，文生视频开始进入大众视野。根据利用文生视频模型生成的视频样例，可见文生视频制作电影的可能性。未来随着该技术的不断成熟，电影制作门槛有望大幅降低，让专业创作者能够专注于内容创意本身。并且，过去无法拍摄制作，只能停留在想象阶段的电影想法有望依赖 AI 技术实现。电影工作者的想象力和创造力有望进一步释放，扩大电影创作边界，提高并丰富电影内容的质量和供给。

图表 19：利用 Sora 生成的视频作品



资料来源：OpenAI，太平洋证券研究院

图表 20：快手可灵 AI 导演共创计划 9 部 AIGC 电影短片首映



资料来源：快手，太平洋证券研究院

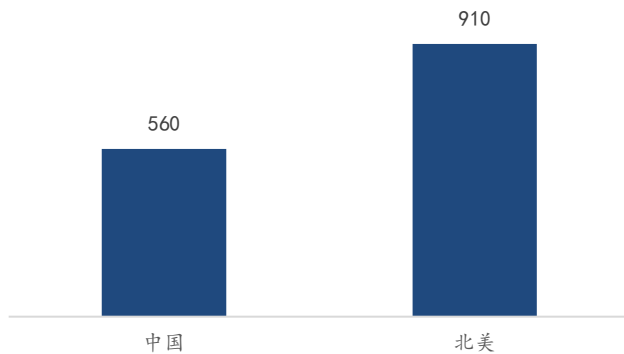
### 2.3 中游发行：分线发行改善发行环境，提升上映数量

**全线发行已无法满足行业发展需求，分线发行或为破局之法。**2002 年我国正式实施院线制的电影发行体制，首批 30 条院线正式开始运营。自此，全线发行逐渐成为中国电影市场的主要发行方式，即一部电影在全国所有的院线影院进行统一放映。全线发行适用于过去供给较少，需求较多的电影行业，但随着内容供给增加，其已无法满足行业发展需要。因此，针对存在问题，2023 年 10 月第二十四届全国电影推介会暨第一届全国电影交易大会提出分线发行，即不同院线影院放映不同电影。分线发行下制片方拥有选择权，可根据影片特点、观众群体、排片安排等选择电影上映影院。该发行方式将成为解决全线发行制约电影市场发展的新尝试。

**分线发行优化排片，有望提升上映电影数量。**根据 Box Office Mojo 和灯塔专业版数据，2019 年北美上映电影和观影人次分别为 910 部和 12.4 亿，中国上映电影和观影人次分别为 560 部和 17.3 亿。实行分线发行的北美电影市场的观影人次低于中国，而上映电影数量则显著高于中国，中国电影市场上映电影数量仍存在上升空间。

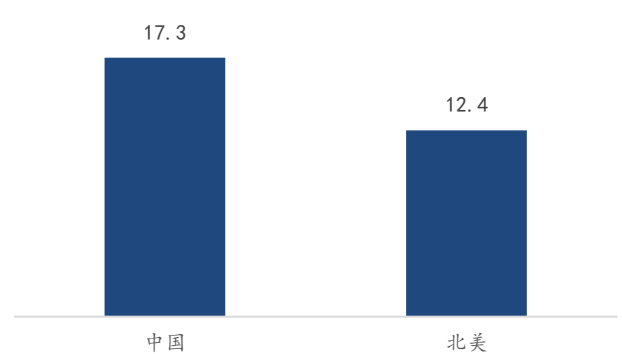
分线发行将电影市场细分，有利于各类影片在与之匹配的院线获得更优的排片条件，给予不同内容影片生存空间。生存空间宽松有望促进优质内容创作与生产，提高上映影片数量。

图表 21：2019 年中国和北美上映电影数量（部）



资料来源：BoxOfficeMojo，灯塔专业版，太平洋证券研究院

图表 22：2019 年中国和北美观影人次（亿）

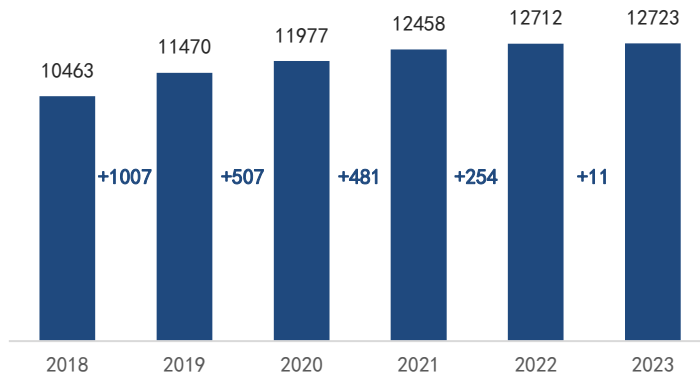


资料来源：BoxOfficeMojo，灯塔专业版，太平洋证券研究院

## 2.4 下游放映：影院数量趋于稳定，放映效率有所提升

影院数量趋于稳定，未出现明显出清。尽管新冠疫情防控使得线下观影受限对影院经营产生负面影响，但 2020-2023 年影院数量未出现出清，而年增长个数出现明显放缓，从 2018 年新增 1007 个到 2023 年仅新增 11 个。因此，2023 年影院数量与 2022 年基本持平，约 1.27 万个。

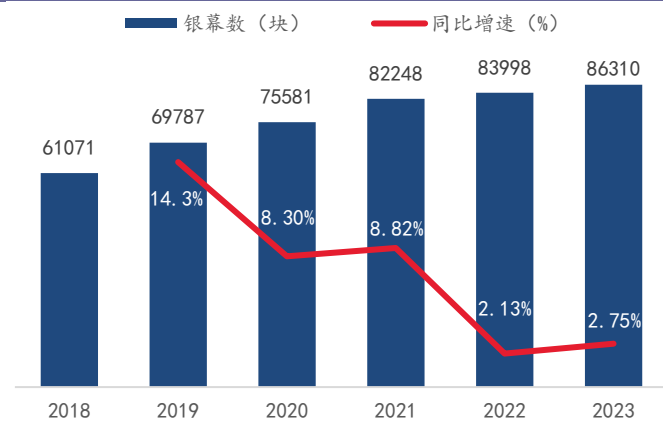
图表 23：2018-2023 年影院数（个）



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

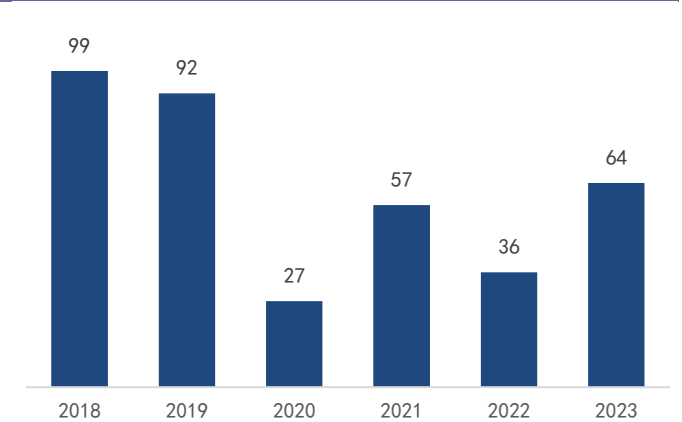
银幕数量逐年增长，放映效率仍存在提升空间。2018-2023 年银幕数量呈现增速逐渐下滑的增长趋势。2023 年有票房银幕数达 8.63 万块，增速仅 2.75%，远低于票房增速，所以 2023 年单银幕票房增长至 64 万。电影放映效率达疫情以来最高水平，但与 2019 年的 92 万相比仍有一定的差距，放映效率仍存在提升空间。

图表 24：2018-2023 年银幕数及同比增速



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

图表 25：2018-2023 年单荧幕票房（万）



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

### 3. 公司业务：主旋律持续发力，多品类、多形式拓展内容

公司业务全产业链覆盖，制作和发行为主要业务。公司完成了电影上下游的全产业链布局，业务覆盖电影投资、发行、院线影院。此外还拓展了剧集、品牌授权及衍

生品等业务。**制作和投资方面**，公司与众多优秀导演、监制、演员等行业核心人员保持长期良好的合作关系，通过主投或参投影片的方式，将优质资源整合到电影投资项目中，并获取票房分账收益和版权收益。**发行方面**，公司通过建立全国性的发行网络，以及与头部在线平台和新媒体网站保持长期合作关系，以代理发行或买断/保底发行的方式获取发行收入。**院线影院方面**，以院线管理及影院运营为核心，为广大电影观众提供影片放映服务。

### 3.1 制作和投资：主旋律电影储备丰富，AIGMS 制作中心赋能影视创作

#### 1) 深谙主旋律电影制作，《蛟龙行动》定档 2025 年春节档

累计出品总票房近 516 亿，三大系列主旋律电影贡献超四成。根据灯塔专业版数据，截止 2024 年 12 月 30 日，公司累计出品总票房 515.6 亿。其中，以 2014 年《智取威虎山》为开端，公司陆续主投主控了一系列根据真实事件改编的主旋律题材电影，形成了“山河海三部曲”、“中国骄傲三部曲”、“中国胜利三部曲”三大系列，累计总票房 225.66 亿，占出品总票房的比例约 43.8%。“中国胜利三部曲”中的《长津湖》更是以 57.8 亿票房成为中国影史票房冠军。通过近十年的积累，主旋律电影已成为公司出品电影的一大特色及票房收入的主要来源。

图表 26：三大系列主旋律电影

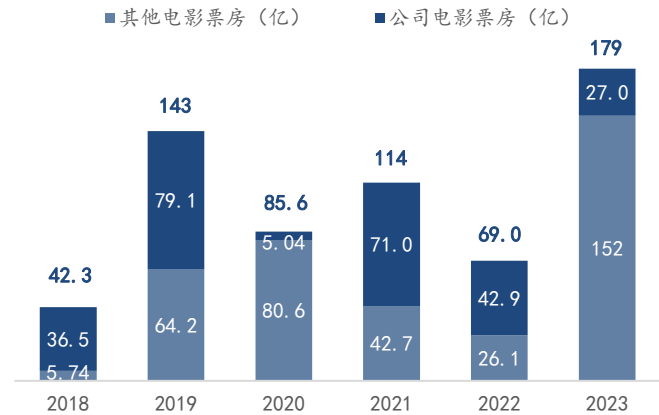
	电影名称	票房 (亿)	上映时间
山河海三部曲	《智取威虎山》	8.84	2014/12/23
	《湄公河行动》	11.9	2016/9/30
	《红海行动》	36.5	2018/2/16
中国骄傲三部曲	《烈火英雄》	17.1	2019/8/1
	《决胜时刻》	1.24	2019/9/20
	《中国机长》	29.1	2019/9/30
中国胜利三部曲	《中国医生》	13.3	2021/7/9
	《长津湖》	57.8	2021/9/30
	《长津湖之水门桥》	40.7	2022/2/1
	《无名》	9.31	2023/1/22

资料来源：公司公告，灯塔专业版，太平洋证券研究院

深谙主旋律商业电影制作，系列 IP 成就龙头地位。统计 2018-2023 年票房超千万的主旋律电影票房数据，公司出品的主旋律电影票房在 2019 和 2021 年超 70 亿，在票房超千万的主旋律电影总票房中的占比在 2018-2019 和 2021-2022 年均超过了 50%。

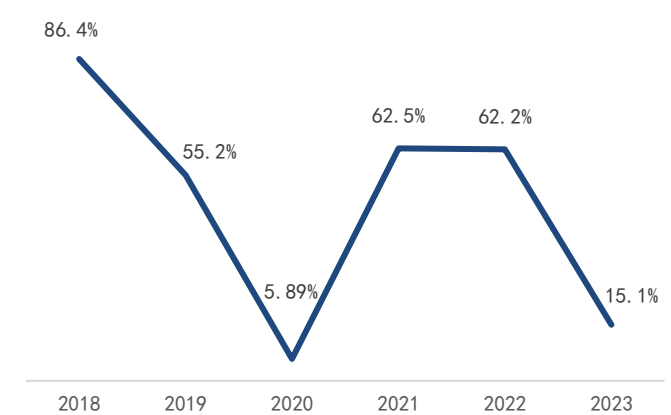
通过持续输出一系列高票房的主旋律电影，以真实事件为背景、打破重述历史的枯燥叙述；聚焦平凡小人物的塑造、以贴近普通个体的视角建立起与观众的情感共鸣，逐步奠定了公司在主旋律电影领域的龙头地位。

图表 27：公司主旋律电影票房和其他主旋律电影票房



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

图表 28：公司主旋律电影票房占比



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

**主旋律电影储备丰富，《红海行动》续作《蛟龙行动》定档春节档。**通过持续探索，公司已积累起持续打造优质主旋律商业电影的能力。目前公司储备的电影项目中，有 5 部为主旋律题材电影。其中，《蛟龙行动》已定档 2025 年春节档。该电影是在 2018 年以 36.5 亿票房获得当年票房冠军的《红海行动》的续集，有优质前作作保证，影片上映表现值得期待。此外，外交题材年代谍战大片、改编自自东西方冷战期间政治暗杀事件的《克什米尔公主号》、关于扫黑除恶内容的《国家行动》等电影也正在前期筹备中。

图表 29：主旋律电影储备

电影名称	类型	导演	项目进度
《蛟龙行动》	剧情/动作	林超贤	定档 2025/1/29
《克什米尔公主号》	剧情	刘伟强	前期筹备
《枭雄》	剧情/动作	庄文强	前期筹备
《国家行动》	剧情/犯罪	待定	前期筹备
《红山大案》	犯罪/悬疑	待定	前期筹备

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

## 2) 布局多类型、多形式内容，“三大片、三小片、三剧集”保证上映节奏

**持续探索多类型影片，开启短剧布局。**除主旋律题材外，公司持续拓展多类型影片，与韩寒、邱礼涛、庄文强等多位知名导演/编剧保持长期良好合作关系，在喜剧、动作等类型影片亦收获了亮眼的票房表现。其中，参投喜剧剧情电影《飞驰人生2》以33.98亿票房获得24年春节档票房亚军。展望未来，公司储备多部包括喜剧、爱情等多元类型的影片。并且，考虑到近年来中国动画电影市场规模持续增长的趋势，公司与徐克导演合作《人体大战》动画电影，进行动画电影领域的初探索。此外，通过发布AIGC科幻短剧集《三星堆：未来启示录》，开启短剧布局，持续丰富内容供给形式。

**图表 30：公司出品的多类型电影**

电影名称	票房 (亿)	类型	上映时间
《飞驰人生2》	34.0	喜剧/剧情	2024/2/10
《飞驰人生》	17.3	喜剧/动作	2019/2/5
《拆弹专家2》	13.1	动作/犯罪	2020/12/24
《无双》	12.7	动作/犯罪/剧情/悬疑	2018/9/30
《叶问4:完结篇》	11.8	动作/剧情/传记	2019/12/20
《澳门风云3》	11.2	动作/喜剧	2016/2/8
《乘风破浪》	10.5	剧情/喜剧/冒险	2017/1/28
《四海》	5.42	喜剧/动作/爱情	2022/2/1
《热血合唱团》	0.70	剧情/音乐	2020/11/13

资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

**图表 31：多类型电影储备**

电影名称	类型	导演	项目进度
《帕丁顿熊3:秘鲁大冒险》	动画	道格尔·威尔森	定档 2025/1/1
《阿麦从军》	爱情/战争/古装	张之亮	待上映
《实习爱神》	喜剧/剧情	杜鹏	待上映
《少年时代》	剧情	陈凯歌	后期制作中
《狂奔的老爸》	喜剧/剧情	李一乐	后期制作中
《人体大战》	动画	徐克	已立项
《人鱼》	剧情	程耳	前期筹备
《告白》	剧情	待定	前期筹备
《股市之狼》	剧情/犯罪	待定	前期筹备

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

**未来三年“三大片、三小片、三剧集”保证作品上映节奏。**未来三年，公司计划每年稳定推出三部主投主控大制作影片，分别在春节档、暑期档、国庆档上映；三部中小成本影片，在小长假、周末档期上映。此外，还将充分发挥公司电影创作的优势，



计划每年推出三部精品剧集。目前储备的剧集项目包括情感都市悬疑三部曲的最后一部《狩猎时刻》、庆祝中国澳门回归 25 周年献礼剧《濠江潮涌》等。按此计划，在 2024-2026 年间，公司将供应 18 部以上电影及 9 部以上剧集，保证作品上映节奏。

图表 32：剧集储备

剧集名称	类型	导演	项目进度
《狩猎时刻》	剧情/爱情/悬疑	刘闻洋/闫宇彤	已立项
《濠江潮涌》	剧情/都市	待定	已立项
《拾光咖啡厅》	都市	待定	已立项
《钦差大臣林则徐》	历史	尹力	已立项
《珠江人家 2》	剧情	待定	前期筹备
《明月几时有》	剧情	待定	前期筹备
《南海风云》	剧情	待定	前期筹备

资料来源：公司公告，猫眼专业版，太平洋证券研究院

### 3) AIGMS 制作中心赋能影视创作，打造首部 AIGC 科幻短剧集

成立 AIGMS 制作中心，通过《传说》积累 AI 制作经验。公司于 2023 年年底筹备成立 AIGMS 制作中心，以“AI+”为核心概念，将 AI 技术应用于制作电影级别的 AI 影剧集。团队通过让 AI 自主学习大量影视作品中成龙年轻时的容貌、音容等特征的方式，实现了在古装奇幻电影《神话》的续作《传说》中重现 27 岁的成龙形象，并由此积累起 AI 技术在特效制作、虚拟拍摄和后期处理等方面的经验。

图表 33：电影《传说》中 27 岁的成龙形象



资料来源：《传说》预告片，太平洋证券研究院

打造首部 AIGC 科幻短剧集《三星堆：未来启示录》。2024 年 7 月 8 日，由公司 AIGMS 制作中心出品制作、抖音联合出品、抖音旗下生成式 AI 创作平台即梦 AI 提供生成式影像技术支持而打造的全国首部 AIGC 连续性叙事科幻短剧集《三星堆：未来启示录》在抖音上线。该剧集在制作上实现了从世界观搭建到视觉特效设计的全流程智能化，是公司古文明和未来 IP 宇宙的第一部。未来，公司将把更多古文明 IP 作为制作素材，通过 AIGC 技术及电影制作工业流程向观众展现中华文明。并且，持续探索影视级别制作水准的 AI 影剧工业流程，赋能影剧创作。

图表 34：短剧集《三星堆：未来启示录》



资料来源：博纳影业 AIGMS 制作中心，太平洋证券研究院

打造 AI 赋能影视与游戏融合的创新形式《失落的大立人》。公司 AIGMS 制作中心打造了 VR 大空间沉浸展 Demo《失落的大立人》，通过运用 AI 技术辅助创作，生成丰富的视觉概念及个性化的配乐，应用在 VR 场景中，让观众身临其境的体验到古蜀文明的壮丽与神秘。AI 技术有效提升了三维模型的创建效率和角色动作的自然度和流畅度，VR 技术则让观众可以化身虚拟考古学家，走进三星堆遗址，沉浸式体验文物探险的过程。这一项目是公司运用 AI 赋能影视和游戏融合的创新形式，亦是公司积极拥抱 AI、VR 等新技术赋能内容创作与开发的体现。

图表 35: VR 大空间沉浸展 Demo 《失落的大立人》

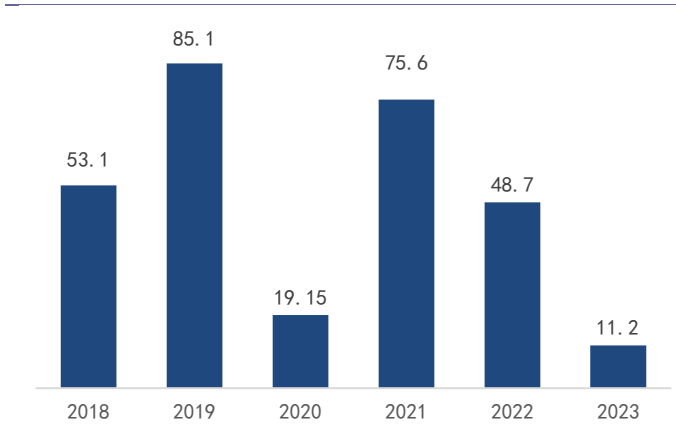


资料来源: 博纳影业 AIGMS 制作中心, 太平洋证券研究院

### 3.2 发行: 规模行业前列, 海内外发行拓展业务范围

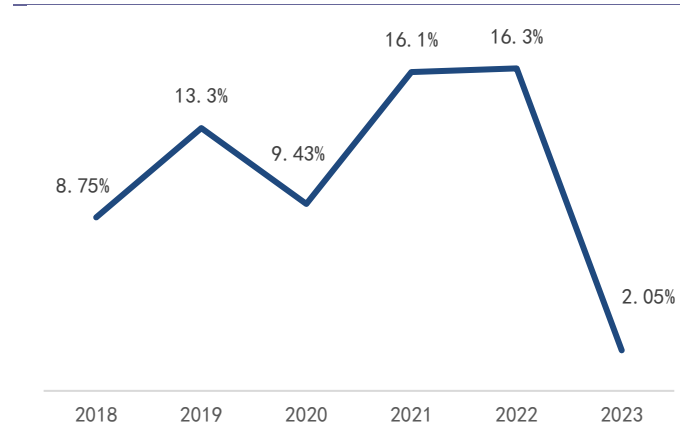
发行电影累计总票房 428 亿, 位列行业第 8。公司是国内首家从事电影发行业务的民营企业, 发行影片题材及类型丰富多元, 覆盖国内各个重要档期。根据灯塔专业版数据, 截止 2024 年 12 月 30 日, 公司发行电影累计总票房 428.42 亿, 在所有电影公司中排名第 8 位。其中, 2018-2023 年公司共发行电影 46 部, 累计总票房 292.9 亿。2019、2021 和 2022 年发行电影票房在当年电影市场总票房中的占比超 10%。

图表 36: 2018-2023 年公司发行影片票房 (亿)



资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 37: 2018-2023 年公司发行影片票房在总票房占比



资料来源: 公司公告, 灯塔专业版, 太平洋证券研究院

通过国内影片海外发行、海外影片引入国内拓展发行业务。在国内影片海外发行方面，2008 年公司投资控股海外发行公司，开展海外发行业务。《湄公河行动》、《红海行动》等多部影片在中国香港、新加坡、澳大利亚、美国等多个国家和地区上映。在海外影片引入国内发行方面，2015 年 11 月公司与好莱坞娱乐金融公司 TSG 和美国六大电影公司之一的 20th Century Fox 合作，通过参与投资的方式获取海外影片在国内的发行代理权。买断/保底发行《决战中途岛》、《小羊肖恩 2: 末日农场》，代理发行《喋血战士》、《一条狗的回家路》等影片。公司通过国内影片海外发行、海外影片引入国内发行的方式，进一步拓展发行业务。

图表 38：公司发行的海外影片

电影名称	票房(万)	类型	发行方式	上映时间
《决战中途岛》	29400	剧情/历史	买断/保底	2019/11/8
《喋血战士》	4555	动作/科幻	代理	2020/7/24
《一条狗的回家路》	3642	剧情/冒险	代理	2019/1/18
《龙珠超：布罗利》	3165	动画	代理	2019/5/24
《星际探索》	2286	科幻/冒险/灾难	代理	2019/12/5
《小羊肖恩 2: 末日农场》	1728	喜剧/动画/冒险	买断/保底	2019/12/28
《女王的柯基》	1537	动画/喜剧	买断/保底	2019/8/30
《冷血追击》	537	动作/喜剧/犯罪/剧情	买断/保底	2019/9/6

资料来源：公司公告，灯塔专业版，太平洋证券研究院

### 3.3 院线影院：票房市场份额稳步增长

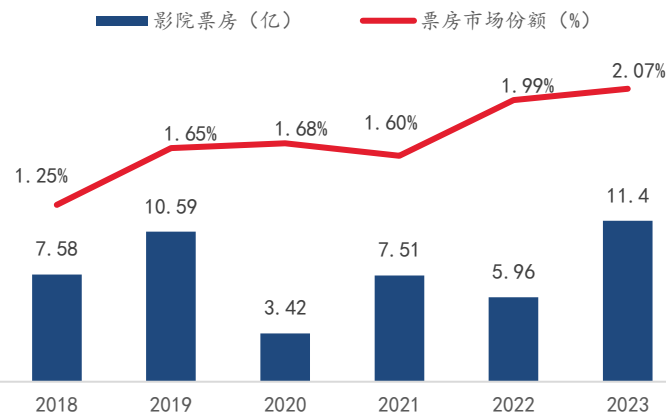
影投票房位列行业前 10，票房市场份额增至 2.07%。2021-2023 年公司影投分别实现票房 7.51/5.96/11.4 亿，在所有影投公司中的排名分别为第 9/7/7，排名稳定。并且，每年场均人次均高于当年所有影投场均人次平均值，影投影院运营效率较高。受新冠疫情影响，公司旗下影院票房在 2020-2022 年出现明显下滑，2023 年实现同比 90.8% 的增长，并且较 2019 年增长 7.37%。在票房市场份额方面，虽然受新冠疫情影响，公司旗下影院票房有所下滑，但影院票房的市场份额从 2020 年的 1.68% 增长至 2023 年的 2.07%，整体呈现稳步增长的态势。

图表 39：2021-2023 年公司影投票房、票房排名及场均人次

2021				2022			2023		
影投公司	票房(亿)	场均人次	影投公司	票房(亿)	场均人次	影投公司	票房(亿)	场均人次	
1	万达	69.3	14	万达	49.4	11	万达	85.1	15
2	大地	22.4	11	横店	11.0	6	横店	19.1	9
3	横店	17.3	9	大地	10.9	10	CGV	13.9	15
4	CGV	12.5	13	CGV	7.43	9	大地	13.7	14
5	金逸	11.0	12	金逸	7.07	10	星轶	12.0	15
6	中影	10.6	14	星轶	6.42	9	金逸	12.0	14
7	星轶	8.23	12	博纳	5.96	10	博纳	11.4	15
8	幸福蓝海	7.72	11	中影	5.88	10	中影	10.3	14
9	博纳	7.51	13	幸福蓝海	5.35	8	幸福蓝海	9.12	12
10	百老汇	6.49	18	百老汇	3.87	14	百老汇	6.77	19

资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

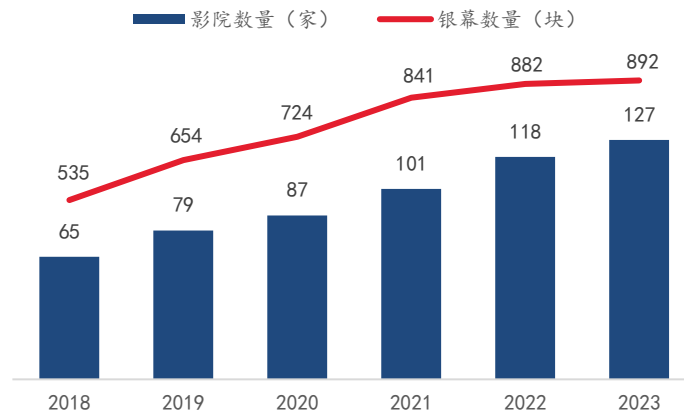
图表 40：2018-2023 年公司旗下影院票房及市场份额



资料来源：灯塔专业版，太平洋证券研究院

影院及银幕数量逐年增加，新增影院填补空缺城市。2018-2023 年公司旗下影院及银幕年新增数量逐年减少，但总数仍在稳步增加。截止 2023 年年末，旗下已加盟 127 家影院，包含 101 家自有影院和 26 家外部加盟影院，覆盖北、上、广、深等一线城市，以及四川、湖南、湖北、山东、江苏等主要票仓省份。旗下影院同比净增加 9 家，包括首家宁夏银川和中国澳门博纳影城等。通过新增影院，公司影院覆盖范围进一步扩大，填补宁夏银川、中国澳门这两个空缺城市。

图表 41：2018-2023 年公司旗下影院及银幕数量



资料来源：公司公告，灯塔专业版，太平洋证券研究院

## 4. 盈利预测及估值

### 4.1 收入预测

**公司收入预测：**1) **电影业务：**2025 年公司储备影片《蛟龙行动》定档春节档，《帕丁顿熊 3: 秘鲁大冒险》定档贺岁档，《克什米尔公主号》有望年内上映。片单储备充足有望支撑公司电影制作和投资、发行业务收入增长。2) **院线影院业务：**伴随影片供给恢复及质量提升，预计电影票房向好发展，公司院线影院业务有望持续贡献稳定收入。

### 4.2 可比公司估值与投资评级

以业务全产业链覆盖为标准，选取万达电影、中国电影、上海电影、横店影视这四家 A 股影视公司作为可比公司。截止 2024 年 12 月 30 日，上述四家公司 2025E 平均市盈率约为 36 倍。



图表 42：可比公司估值

可比公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
万达电影	269	3.48	12.0	14.4	77	23	19
中国电影	221	2.74	7.00	7.97	81	32	28
上海电影	115	1.39	2.64	3.65	83	44	32
横店影视	94	-0.29	2.08	2.54	-323	45	37
<b>行业均值</b>	-	-	-	-	<b>-21</b>	<b>36</b>	<b>29</b>

资料来源：iFinD，太平洋证券研究院，数据取 2024 年 12 月 30 日收盘价

我们认为，公司深谙主旋律题材电影制作，2025 年重点电影《蛟龙行动》定档春节档，《克什米尔公主号》亦有望上映。此外，持续探索多类型影片、多形式内容，开启短剧布局。丰富内容储备有望支撑公司业绩增长。因此，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 13.48/29.92/32.05 亿元，对应增速-16.17%/122%/7.13%，归母净利润分别为-3.17/4.75/5.26 亿元，对应 2025-2026 年 PE 分别为 19/17。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

## 5. 风险提示

- 1) 行业监管趋严的风险：**不排除未来电影行业监管趋紧，内容审查通过条件趋严，导致电影上线安排放缓的风险；
- 2) 票房表现不及预期的风险：**不排除电影质量较低、口碑较差，导致票房表现不及预期的风险；
- 3) 线下观影意愿降低的风险：**不排除线下观影需求被线上短视频、电子游戏等娱乐方式挤压，导致观众线下观影意愿降低的风险。

**资产负债表(百万)**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2867	2262	678	299	321
应收票据及账款	897	592	577	1282	1373
预付账款	1015	1182	812	1802	1931
其他应收款	280	276	179	396	424
存货	1469	1632	1114	1666	1781
其他流动资产	67	236	207	264	272
<b>流动资产总计</b>	<b>6594</b>	<b>6179</b>	<b>3567</b>	<b>5710</b>	<b>6101</b>
长期股权投资	490	502	485	468	451
固定资产	3591	2931	2374	1817	1259
在建工程	5	22	18	15	11
无形资产	13	11	8	4	0
长期待摊费用	847	832	416	0	0
其他非流动资产	4360	5108	5087	5066	5046
<b>非流动资产合计</b>	<b>9306</b>	<b>9406</b>	<b>8388</b>	<b>7370</b>	<b>6768</b>
<b>资产总计</b>	<b>15900</b>	<b>15584</b>	<b>11955</b>	<b>13080</b>	<b>12869</b>
短期借款	792	1136	0	270	32
应付票据及账款	1489	1119	1087	1627	1739
其他流动负债	3125	2705	2040	3198	3448
<b>流动负债合计</b>	<b>5406</b>	<b>4961</b>	<b>3127</b>	<b>5095</b>	<b>5220</b>
长期借款	3629	3723	2251	923	50
其他非流动负债	139	700	700	700	700
<b>非流动负债合计</b>	<b>3768</b>	<b>4423</b>	<b>2950</b>	<b>1623</b>	<b>750</b>
<b>负债合计</b>	<b>9174</b>	<b>9383</b>	<b>6078</b>	<b>6718</b>	<b>5970</b>
股本	1375	1375	1375	1375	1375
资本公积	3950	3946	3946	3946	3946
留存收益	1411	890	573	1048	1574
归属母公司权益	6735	6211	5894	6369	6895
少数股东权益	-9	-10	-17	-7	4
<b>股东权益合计</b>	<b>6726</b>	<b>6201</b>	<b>5877</b>	<b>6362</b>	<b>6899</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15900</b>	<b>15584</b>	<b>11955</b>	<b>13080</b>	<b>12869</b>

**现金流量表(百万)**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	-78	-555	-436	373	424
折旧与摊销	532	457	1000	1001	586
财务费用	272	251	164	81	29
投资损失	-17	-54	-13	-13	-13
营运资金变动	451	-401	331	-824	-8
其他经营现金流	-82	223	105	105	105
<b>经营性现金净流量</b>	<b>1078</b>	<b>-79</b>	<b>1152</b>	<b>723</b>	<b>1124</b>
资本支出	137	-419	0	0	0
长期投资	-76	-518	0	0	0
其他投资现金流	64	-497	37	37	37
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-149</b>	<b>-595</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>
短期借款	-221	344	-1136	270	-237
长期借款	-868	94	-1472	-1327	-873
普通股增加	275	0	0	0	0
资本公积增加	968	-3	0	0	0
其他筹资现金流	395	-882	-164	-81	-29
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>550</b>	<b>-447</b>	<b>-2773</b>	<b>-1139</b>	<b>-1140</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>1472</b>	<b>-1123</b>	<b>-1584</b>	<b>-378</b>	<b>21</b>

资料来源: iFinD, 太平洋证券研究院

**利润表(百万)**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2012	1608	1348	2992	3205
营业成本	1293	1351	1102	1649	1763
税金及附加	33	34	30	51	53
销售费用	347	293	161	312	362
管理费用	222	242	215	259	287
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	272	251	164	81	29
资产减值损失	-21	-173	-61	-135	-144
信用减值损失	-34	-136	-52	-115	-123
其他经营损益	-0	0	0	0	0
投资收益	17	54	13	13	13
公允价值变动损益	13	96	0	0	0
资产处置收益	23	16	13	13	13
其他收益	104	131	123	123	123
营业利润	-55	-574	-287	540	595
营业外收入	10	3	9	9	9
营业外支出	18	27	40	40	40
其他非经营损益	0	0	0	0	0
利润总额	-64	-598	-318	509	563
所得税	15	-43	6	24	26
净利润	-78	-555	-324	485	537
少数股东损益	-6	-2	-7	10	11
归属母公司股东净利润	-72	-553	-317	475	526
EBITDA	740	110	847	1591	1178
NOPLAT	107	-499	-149	581	583
EPS(元)	-0.05	-0.40	-0.23	0.35	0.38

**主要财务比率**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营收增长率	-35.6%	-20.1%	-16.2%	122%	7.13%
营业利润增长率	-110%	-944%	49.98%	288%	10.06%
EBIT 增长率	-67.9%	-266%	55.66%	483%	0.39%
EBITDA 增长率	-30.9%	-85.1%	669.4%	87.95%	-26.0%
归母净利润增长率	-119%	-666%	42.62%	249.9%	10.68%
经营现金流增长率	-24.9%	-107%	1565%	-37.2%	55.46%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	35.74%	15.98%	18.23%	44.90%	45.01%
净利率	-3.89%	-34.5%	-24.0%	16.22%	16.75%
营业利润率	-2.73%	-	-	18.05%	18.55%
ROE	-1.07%	-8.90%	-5.38%	7.46%	7.63%
ROA	-0.45%	-3.55%	-2.65%	3.63%	4.09%
ROIC	1.63%	-10.2%	-2.80%	14.77%	14.94%
<b>估值倍数</b>					
P/E	-123	-16	-28	19	17
P/S	4	6	7	3	3
P/B	1	1	2	1	1
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBIT	70.09	-25.91	-44.86	10.84	8.95
EV/EBITDA	19.75	81.71	8.15	4.02	4.50
EV/NOPLAT	136.36	-18.02	-46.40	11.02	9.09

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

---

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。