

主旋律商业电影标杆，基本面拐点向上

华泰研究

2025 年 1 月 05 日 | 中国内地

首次覆盖

文化娱乐

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

8.37

研究员

SAC No. S0570520040004 zhujun016731@htsc.com
SFC No. BPX711 +(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570517070006 zhouzhao@htsc.com
SFC No. BQA910 +(86) 10 5679 3958

基本数据

目标价(人民币)	8.37
收盘价(人民币 截至 1 月 3 日)	5.57
市值(人民币百万)	7,656
6 个月平均日成交额(人民币百万)	132.60
52 周价格范围(人民币)	3.93-8.49
BVPS(人民币)	4.24

股价走势图



资料来源: Wind

首次覆盖博纳影业并给予“买入”评级，目标价 8.37 元。公司电影行业全产业链布局，项目储备和影院经营均有望进入向上周期，推动业绩触底回升。

主旋律影片的商业化先锋与行业标杆，拥有高胜率方法论

公司为我国主旋律商业化电影的成功做了开拓性的贡献。通过四重优势：a) 资源整合能力卓越，“香港导演与商业片模式融合”协同发力。b) 践行“制片人中心制”，对标好莱坞专业化制作。c) 最早布局主旋律商业化电影，拥有敏锐的题材挖掘与系列化创作优势，已形成系列化 IP 作品。d) 发行领域实力强大，保证影片排片资源充足+黄金放映时段。公司已形成一套行之有效的高胜率成熟方法论，在主旋律商业化电影上推出了众多佳作。

项目储备和影院经营均有望进入向上周期，推动业绩触底回升

a) 储备电影项目有望陆续推向市场。22 年《长津湖之水门桥》上映后至今，公司并无重量级项目推向市场，我们认为一方面由于制作《长津湖》系列所需资源较大，影响其他项目筹备；另一方面因疫情各项目制作受影响。经过近年恢复准备，公司储备电影项目有望陆续释放，《蛟龙行动》已定档 25 年大年初一；b) 影院经营上，24Q2 以来电影行业整体偏弱，我们认为主因优质内容缺乏。展望 25 年，我们认为电影供给有望回升、促经济政策有望推动观影需求提升并带动公司影院业绩回升。

影院市占率提升，AI 赋能影视生产

19-24H1 公司旗下自有影院数量由 79 家增至 107 家；银幕数量由 654 块增至 888 块，票房市占率由 19 年的 1.49% 提升至 24 年（至 11 月 30 日）的 2.13%，整体稳中有升，且公司 19-24 年市占率始终保持在行业前十名；公司积极探索 AI 在主业中的应用，24 年 7 月 8 日，由公司出品制作的国内首部 AIGC 生成连续性叙事科幻短剧集《三星堆·未来启示录》在抖音上线。

我们与市场观点不同之处

市场认为主旋律商业化题材电影已出现多年，存在观众审美疲劳、票房提升潜力有限的可能。我们认为博纳的探索能拓展主旋律作品的内涵和丰富程度，提高票房产出的天花板。

盈利预测与估值

我们预计公司 24-26 年归母净利润-3.33/4.21/5 亿元，可比公司 25 年平均 PE 为 27X，我们给予公司 25 年 27X 估值，对应目标价 8.37 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：电影行业复苏不及预期，投资影片票房不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	2,012	1,608	1,283	2,544	2,822
+/-%	(35.60)	(20.06)	(20.24)	98.37	10.89
归属母公司净利润(人民币百万)	(72.11)	(552.63)	(333.46)	420.85	500.05
+/-%	(119.88)	(666.41)	39.66	226.21	18.82
EPS(人民币，最新摊薄)	(0.05)	(0.40)	(0.24)	0.31	0.36
ROE(%)	(1.16)	(8.94)	(5.70)	6.87	7.70
PE(倍)	(106.18)	(13.85)	(22.96)	18.19	15.31
PB(倍)	1.14	1.23	1.30	1.24	1.17
EV EBITDA(倍)	13.67	127.46	43.64	8.18	6.83

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,594	6,179	6,003	6,691	5,604
现金	2,867	2,262	2,673	2,289	1,862
应收账款	897.25	591.68	459.67	930.73	1,012
其他应收账款	280.43	275.70	307.32	258.11	254.92
预付账款	1,015	1,182	955.93	1,357	1,096
存货	1,469	1,632	1,381	1,630	1,153
其他流动资产	66.74	236.34	225.66	225.66	225.66
非流动资产	9,306	9,406	8,961	9,386	9,939
长期投资	490.00	501.96	511.96	522.96	533.96
固定投资	1,227	827.12	836.52	914.08	937.67
无形资产	12.85	11.09	12.38	9.90	8.08
其他非流动资产	7,576	8,065	7,600	7,939	8,459
资产总计	15,900	15,584	14,964	16,076	15,543
流动负债	5,406	4,961	4,299	4,959	4,189
短期借款	792.41	1,136	1,000	1,000	1,134
应付账款	1,489	1,119	889.43	993.00	1,094
其他流动负债	3,125	2,705	2,410	2,966	1,960
非流动负债	3,768	4,423	4,798	4,966	4,839
长期借款	1,069	1,426	2,021	1,974	1,763
其他非流动负债	2,699	2,997	2,778	2,992	3,076
负债合计	9,174	9,383	9,098	9,925	9,027
少数股东权益	(9.04)	(10.38)	(11.55)	(10.07)	(8.32)
股本	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
资本公积	3,950	3,946	3,946	3,946	3,946
留存公积	1,469	970.01	735.77	1,031	1,383
归属母公司股东权益	6,735	6,211	5,878	6,161	6,524
负债和股东权益	15,900	15,584	14,964	16,076	15,543

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	1,078	(78.59)	1,006	90.93	1,782
净利润	(78.21)	(554.55)	(334.63)	422.33	501.81
折旧摊销	531.80	456.92	490.67	536.65	582.94
财务费用	272.18	250.65	185.40	140.95	151.80
投资损失	(16.74)	(54.30)	(35.00)	(36.00)	(36.00)
营运资金变动	450.58	(400.81)	685.72	(883.69)	649.53
其他经营现金	(81.69)	223.51	13.81	(89.32)	(68.45)
投资活动现金	(149.26)	(595.33)	(468.35)	(783.16)	(959.42)
资本支出	(96.24)	(141.42)	(485.57)	(126.96)	(216.54)
长期投资	(36.81)	(488.39)	(10.00)	(11.00)	(11.00)
其他投资现金	(16.20)	34.49	27.22	(645.20)	(731.88)
筹资活动现金	549.72	(447.10)	(126.63)	308.02	(1,248)
短期借款	(221.35)	343.89	(136.31)	0.00	134.31
长期借款	(651.75)	356.51	594.63	(46.94)	(210.86)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	968.46	(3.47)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	454.35	(1,144)	(584.96)	354.96	(1,172)
现金净增加额	1,472	(1,123)	410.98	(384.21)	(426.27)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,012	1,608	1,283	2,544	2,822
营业成本	1,293	1,351	1,205	1,506	1,670
营业税金及附加	33.01	33.96	46.18	35.62	35.55
营业费用	347.38	292.62	57.72	279.89	282.16
管理费用	221.92	242.06	234.72	203.55	197.51
财务费用	272.18	250.65	185.40	140.95	151.80
资产减值损失	(21.49)	(172.75)	(25.65)	(10.18)	(11.29)
公允价值变动收益	12.88	96.40	(1.00)	30.00	30.00
投资净收益	16.74	54.30	35.00	36.00	36.00
营业利润	(54.97)	(573.95)	(450.18)	559.11	663.08
营业外收入	9.79	2.87	18.00	16.00	16.00
营业外支出	18.38	26.64	14.00	12.00	10.00
利润总额	(63.56)	(597.72)	(446.18)	563.11	669.08
所得税	14.65	(43.16)	(111.54)	140.78	167.27
净利润	(78.21)	(554.55)	(334.63)	422.33	501.81
少数股东损益	(6.11)	(1.92)	(1.17)	1.48	1.76
归属母公司净利润	(72.11)	(552.63)	(333.46)	420.85	500.05
EBITDA	628.42	73.80	204.24	1,190	1,347
EPS (人民币, 基本)	(0.06)	(0.40)	(0.24)	0.31	0.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	(35.60)	(20.06)	(20.24)	98.37	10.89
营业利润	(109.67)	(944.17)	21.56	224.20	18.60
归属母公司净利润	(119.88)	(666.41)	39.66	226.21	18.82
获利能力 (%)					
毛利率	35.74	15.98	6.04	40.81	40.82
净利率	(3.89)	(34.49)	(26.09)	16.60	17.78
ROE	(1.16)	(8.94)	(5.70)	6.87	7.70
ROIC	1.74	(5.12)	(3.52)	6.80	8.17
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.70	60.21	60.80	61.74	58.08
净负债比率 (%)	14.10	30.99	24.17	36.37	26.16
流动比率	1.22	1.25	1.40	1.35	1.34
速动比率	0.75	0.66	0.83	0.73	0.78
营运能力					
总资产周转率	0.13	0.10	0.08	0.16	0.18
应收账款周转率	1.70	2.16	2.44	3.66	2.91
应付账款周转率	0.78	1.04	1.20	1.60	1.60
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(0.05)	(0.40)	(0.24)	0.31	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	(0.06)	0.73	0.07	1.30
每股净资产(最新摊薄)	4.90	4.52	4.28	4.48	4.75
估值比率					
PE (倍)	(106.18)	(13.85)	(22.96)	18.19	15.31
PB (倍)	1.14	1.23	1.30	1.24	1.17
EV EBITDA (倍)	13.67	127.46	43.64	8.18	6.83

正文目录

核心推荐逻辑.....	4
覆盖电影全产业链，影片投资业务为核心	5
深耕电影行业多年，全产业链布局.....	5
股权架构稳定，管理层经验丰富	6
电影投资和发行、影院业务贡献主要营收.....	8
受行业、项目周期等影响，近年来财务指标波动较大.....	9
股价走势复盘	12
影片投资：主旋律影片的商业化先锋与行业标杆	13
主旋律商业化电影的开拓者和领军人	13
四重优势锻造核心竞争力：较高的主旋律商业化电影胜率	14
25 年电影项目储备丰富，有望为业绩提供支持	15
院线及影院业务：精细化运营，持续推进品牌建设.....	17
院线业务：精细化运营，打通产业链上下游	17
影院业务：影投市占率稳中有升，持续推进品牌建设.....	17
积极探索 AI 赋能主业	19
盈利预测与估值	20
估值和评级	21
风险提示.....	22

核心推荐逻辑

公司是国内首家从事电影发行业务的民营企业，深耕影视行业多年，不断向产业链上下游延伸，现已成为行业知名的全产业链布局的电影行业龙头。公司的主营业务为电影的投资、发行、院线影院和剧集业务。我们的核心推荐逻辑为：

1) 覆盖电影全产业链，电影投资及发行业内领先，充分发挥协同效应

公司是业内少数完成全产业链布局的龙头，主营业务已覆盖电影的投资、发行、院线及影院经营。投资上，据 23 年年报，自 2003 年 7 月成立以来，公司累计出品影片超过 300 部，累计总票房超过 600 亿元，其公司出品发行的影片在中国影史票房榜前五名中占有三席，公司主投影片《长津湖》位居中国影史票房冠军；发行上，作为首家从事电影发行业务的民营企业，公司发行影片票房占比始终位列国内民营发行公司前三名。

2) 主旋律商业化电影开拓者和领路人，拥有高胜率方法论

博纳为我国主旋律商业化电影的成功做了开拓性贡献，主要有三重优势：

a) 资源整合优势突出，“香港导演+商业片模式包装”双管齐下；

b) 采用“制片人中心制”，专业化制作向好莱坞看齐；

c) 最早布局主旋律商业化电影，经验丰富，并已形成系列化 IP 作品。

公司已形成一套行之有效的高胜率的方法论，在主旋律商业化电影上推出了众多佳作。

3) 项目储备和影院经营均有望进入向上周期，推动 25 年及之后业绩触底回升

a) 从项目储备上看，25 年之后电影项目有望陆续释放推向市场。自 22 年《长津湖之水门桥》上映后至今，公司并无重量级项目推向市场，我们认为一方面由于《长津湖》系列制作规模庞大，所需资源较多，一定程度上影响了其他项目的筹备；一方面疫情影响各项目制作进度。经过 22-24 年的恢复和准备，军事题材大片《蛟龙行动》（《红海行动》续集，前作票房 36.52 亿）已定档 25 年大年初一，公司储备电影项目有望自 25 年陆续释放，支撑业绩回升，包括改编自东西方冷战期间政治暗杀事件的年代谍战大片《克什米尔公主号》等；b) 从影院经营上看，24Q2 以来电影行业整体偏弱，我们认为主因优质内容缺乏。展望 25 年春节档，头部电影众多且类型丰富，有望迎来强劲的春节档；25 年及之后电影行业，我们认为从电影市场的影片供给和居民观影需求两端看，电影供给有望回升、促经济系列组合拳有望推动观影需求提升，有望带动行业回暖，从而推动公司影院经营业绩回升。

我们与市场的不同之处：

市场认为主旋律商业化题材电影已经出现多年，票房虽持续攀升，但可能存在观众审美疲劳，或票房再提升潜力有限的困扰。

我们认为“主旋律”题材具有丰富内涵，凡是展现中华优秀传统文化、民族优良传统和精神品质，体现民族集体价值观的作品，均为主旋律的范畴，而不仅限于现在已有的成功范式。如《流浪地球》中体现的浪漫集体主义，《叶问》中体现的坚毅不屈的中华武术精神等，均承袭自民族的集体价值观，从而拥有最广泛和最深层次的认同。而博纳也正在通过聚焦真实世界，创新主旋律影片表达，极大的扩展和丰富了主旋律的内涵。近年来博纳影业积极尝试主旋律电影故事的创新表达，基于中国电影的叙事传统聚焦平凡人的故事，例如缉毒警察、普通战士、消防员等，来扩大对主旋律的表达。

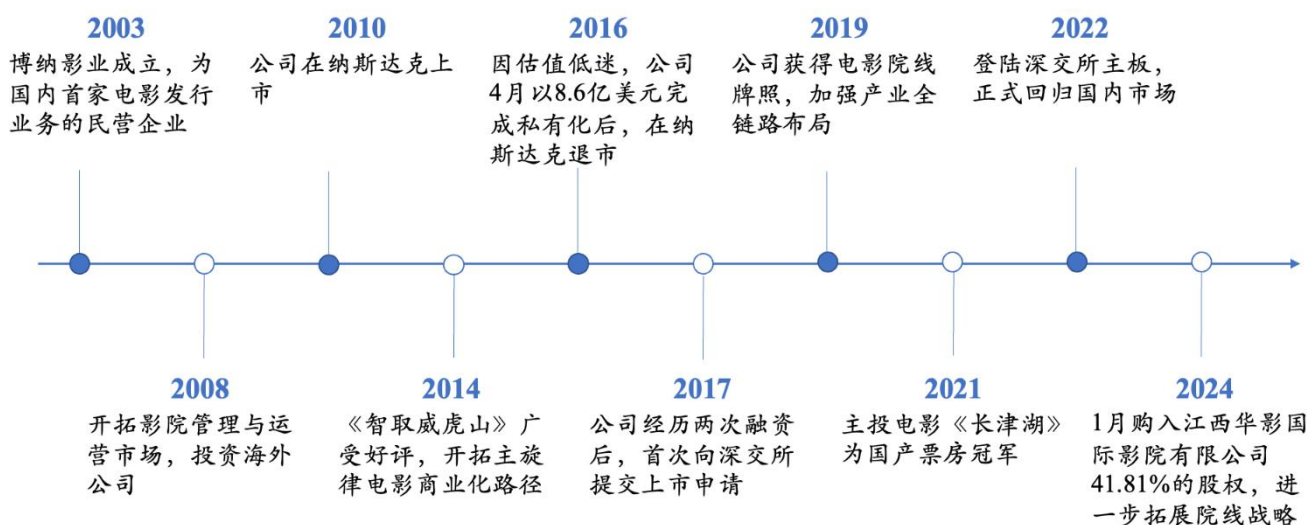
我们认为博纳的探索正是其对主旋律深入理解的体现，而其积极的实践也能帮助其进一步拓展主旋律作品的内涵和丰富程度，提高票房产出的天花板。

覆盖电影全产业链，影片投资业务为核心

深耕电影行业多年，全产业链布局

公司是国内首家从事电影发行业务的民营企业，主营业务含盖影视全链路。公司前身北京博纳文化交流有限公司成立于1999年，深耕影视行业多年，业务不断向产业链上下游延伸，现主营业务已涵盖电影发行、电影院运营、剧集制作、品牌授权及衍生品等多个领域，逐步发展成为行业内具有全产业链布局的知名电影集团。公司于2010年成功登陆纳斯达克，成为我国首家实现美股上市的影视公司，进一步拓展全球影视业务，并在好莱坞设立电影投资公司，参与国际电影发行。2016年，公司以8.6亿美元的交易价格，通过以于冬为代表的买方财团完成了私有化，并正式从纳斯达克退市。次年9月，公司首次递交A股IPO申请，并于2020年11月通过审核。2022年8月18日，公司正式登陆中国资本市场。

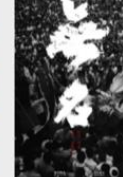
图表1：博纳影业发展历程



资料来源：招股书，公司公告，Wind，华泰研究

出品电影数量行业领先，主旋律电影口碑票房俱佳。公司在投资与电影发行、出品领域占据民营电影领先地位，据23年年报，公司累计出品影片超过300部，累计总票房超过600亿元。除了数量领先之外，公司的电影产品商业性与艺术性并重，收获良好口碑与票房。2014年推出主旋律电影《智取威虎山》并大受好评后确立了自身在主旋律电影商业化与创新化的优势地位。公司出品发行的影片在中国影史票房榜前十五名中占有三席，皆为主旋律商业大作，其中《长津湖》为中国影史票房冠军，《长津湖之水门桥》为第九、《红海行动》为第十二；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，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，由《中国医生》“长津湖”系列和《无名》组成的“中国胜利三部曲”系列。尤其是“中国胜利三部曲”系列中的《长津湖》凭借过硬的制作质量及出色口碑，勇夺中国影史票房冠军，三个系列电影实现了总票房超过225亿元的成绩。

图表2：博纳影业出品的主旋律系列电影

主旋律题材系列								
山河海三部曲			中国骄傲三部曲			中国胜利三部曲		
								
《智取威虎山》 2014年上映 票房：8.83亿元	《湄公河行动》 2016年上映 票房：11.86亿	《红海行动》 2018年上映 票房：36.50亿	《决胜时刻》 2019年上映 票房：1.24亿元	《中国机长》 2019年上映 票房：29.12亿元	《烈火英雄》 2019年上映 票房：17.06亿元	《中国医生》 2021年上映 票房：13.28亿元	《长津湖》系列 2021、2022年上映 总票房：98.22亿元	《无名》 2023年上映 票房：9.24亿元

资料来源：公司招股书，华泰研究

公司在电影投资发行之外，拓展院线影院和剧集业务，全产业链布局。

- 1) 电影投资与发行：**博纳影业持续在电影投资与发行领域深耕，秉持打造优质影视作品的理念，推动产业链的多元化发展。
- 2) 院线和影院业务：**院线业务是公司战略布局的重要环节。公司通过资产联结影院或签约加盟影院，统一进行品牌管理、排片安排及经营管理。自 2019 年获得电影院线牌照以来，博纳影业通过投资、收购等方式，在全国范围内不断拓展影院网络。截止 24 年 6 月，从院线角度，公司院线旗下的加盟影院数量已达到 131 家，其中包括 101 家自有影院和 30 家外部加盟影院；从影院角度，自有影城数量已达 107 家，银幕总数达到 888 块，进一步强化了公司在电影产业链中的竞争力。
- 3) 剧集业务：**博纳影业自上市以来开始拓展剧集业务，致力于网剧与电视剧的创作、投资与发行。2022 年公司推出了热播剧集《不期而至》。2024 年 10 月，公司推出了电影级别制作水平的剧集《上甘岭》，在央视及流媒体平台上线，获得了良好的观众反响。公司储备《狩猎时刻》《明月几时有》《钦差大臣林则徐》等项目。此外 24 年推出了国内首部 AIGC 科幻短剧《三星堆·未来启示录》，登陆抖音平台，跻身短剧热榜前列。

图表3：公司各业务情况介绍

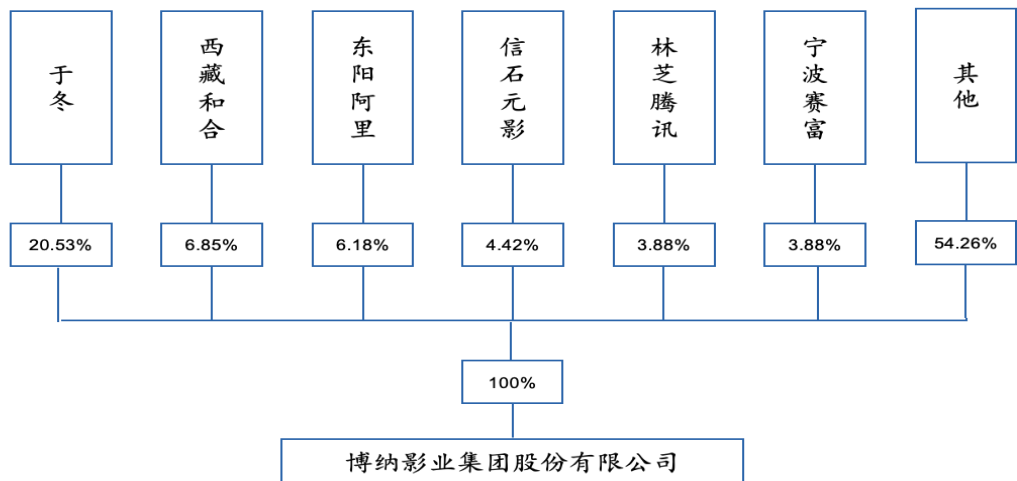
电影投资业务	电影发行业务	院线业务	影院业务	剧集业务
负责电影的融资和策划，通过投资影片获取票房分账及版权收益	负责影片宣传和发行，包括代理发行和保底发行	向资产联结或签约加盟的影院进行统一排片、经营和管理	提供影片放映服务及相关配套服务（广告、衍生品等非票业务）	包括网剧/电视剧的创作、投资、发行等
据24年中报，公司已累计出品影片超过300部，累计总票房超过600亿元，公司出品的影片在中国影史票房榜前五名中占有四席：			公司剧集业务曾推出多款高收视率电视剧，题材丰富如都市剧《阳光之下》《不期而至》、历史剧《上甘岭》等。	
				
				
				

资料来源：公司官网、公司公告、华泰研究

股权架构稳定，管理层经验丰富

于冬为公司实际控制人。据 24 年三季报，于冬直接持有公司股份的 20.53%，为公司第一大股东与公司实控人。

图表4： 公司股权架构（至 24 年 Q3 末）



资料来源：Wind、华泰研究

公司核心高管有丰富从业经验，整体管理架构合理，人才结构多样化。公司核心高管均有多年电影从业经验，其中于冬作为公司的核心人物，具有丰富的电影行业制作与出品经验。其他高层也兼具在电影行业、资本市场、营销公司、艺术学院等多样化的机构任职的经历，能够为从不同视角为公司发展建言献策。同时，各管理层方丰富的经验与合理的架构技能使得其能发挥各自专长，也能凝聚合力。

图表5： 公司核心高管介绍（23 年年报）

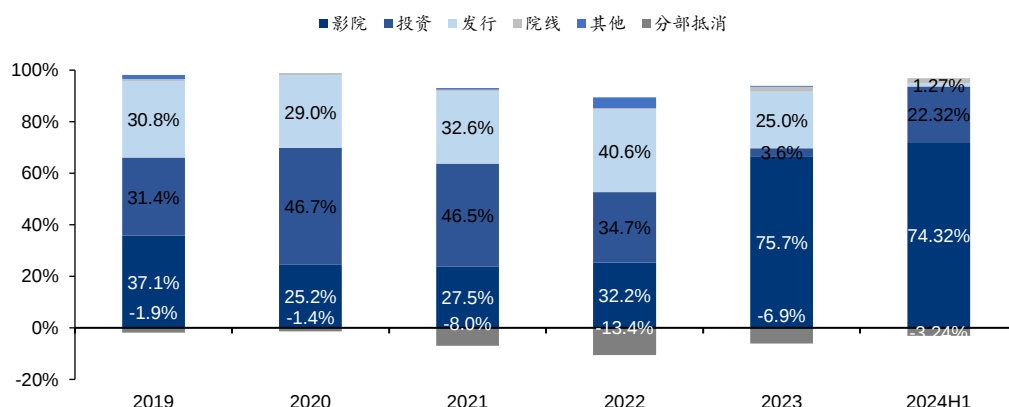
姓名	职务	主要履历
于冬	董事长、总经理	北京电影学院学士学位，长江商学院 EMBA 硕士学位，新加坡管理大学工商管理博士学位。曾任职于北京电影制片厂、中国电影集团公司；之后创立博纳影业，现任博纳影业董事长兼总经理。现任北京市怀柔区人大代表、中国电影家协会副主席等社会职务
齐志	董事，常务副总裁	曾任普华永道会计师事务所高级审计师；Synnex 全球高级内审师；自 2011 年至今历任博纳影业财务总监、首席财务官、董事职务。现任博纳影业董事及常务副总裁
蒋德富	行政总裁	北京电影学院学士学位，中央党校研究生院硕士学位，曾任北京电影制片厂宣发处常务副处长；中国电影集团公司、北京中影营销有限公司副总经理及部门总经理；万达影视传媒有限公司总经理；自 2018 年 6 月起任博纳影业高级副总裁；自 2020 年 1 月至今任博纳影业行政总裁
陈庆奕	副总裁	毕业于上海财经大学贸易经济专业，自 1995 年 2 月至 2004 年 1 月任上海影城业务部副经理；自 2004 年 2 月起任北京百川电影发行有限公司总经理助理兼上海办事处主任；自 2016 年 11 月至今任公司副总裁。
孙晨	副总裁	毕业于上海财经大学贸易经济专业，自 1995 年 2 月至 2004 年 1 月任上海影城业务部副经理；自 2004 年 2 月起任北京百川电影发行有限公司总经理助理兼上海办事处主任；自 2016 年 11 月至今任公司副总裁。
屠姗	副总裁	北京交通大学学士学位。2004 年 8 月至 2011 年 11 月任北京国安广告总公司人事行政总监，2011 年 12 月至 2021 年 11 月任博纳影业人力行政总监及总裁办公室主任，2021 年 11 月至今任公司副总裁。
姜寨瑾	副总裁	东华大学法学学士。2018 年 1 月至今历任公司版权总监、上海博纳总经理，自 2023 年 5 月至今任公司副总裁。
何英	财务总监	曾任完美世界控股集团有限公司高级财务总监；好未来教育集团财务总监；现任博纳影业集团财务总监

资料来源：公司年报、华泰研究

电影投资和发行、影院业务贡献主要营收

电影投资、发行和影院业务为公司营收主要来源。营收方面，影片投资、发行和影院业务是公司整体营收的主要构成部分。19-24H1 年影片投资营收分别为 9.80/7.51/14.54/6.97/0.58/1.48 亿元，分别占比 31%/47%/47%/35%/4%/22.32%，24 年 H1 影片投资营收与占比恢复至 22.32%，主要因为公司参投的影片《飞驰人生 2》（票房达 33.98 亿元）表现强劲，该影片斩获了 2024 年度票房第二的好成绩；19-24H1 年发行业务营收分别为 9.61/4.66/10.17/8.16/4.02/0.084 亿元，分别占比 31%/29%/33%/41%/25%/1.27%；19-24H1 年影院业务营收分别为 11.57/4.05/8.58/6.47/12.18/4.91 亿元，分别占比 37%/25%/27%/32%/76%/74.32%。

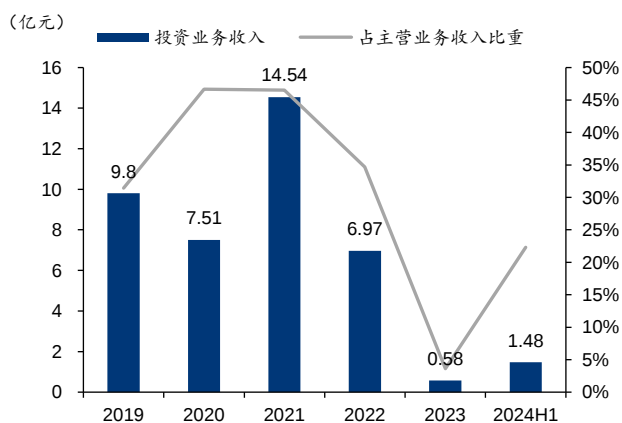
图表6：2019-2024H1 公司各业务营业收入占比



资料来源：招股说明书、Wind、华泰研究

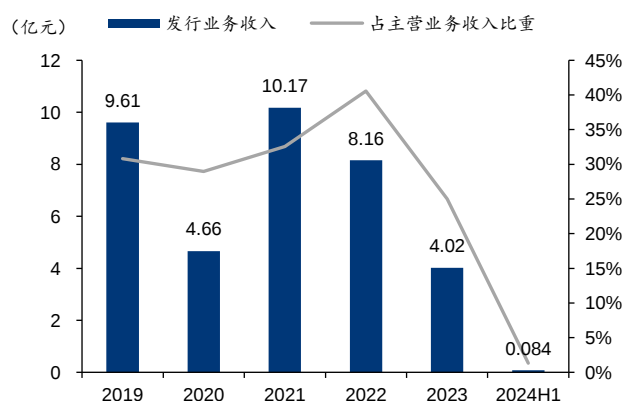
影片投资业务营收占比总体波动。19-24H1 年公司投资业务收入为 9.80/7.51/14.54/6.97/0.58/1.48 亿元，占主营业务比例分别为 31%/47%/47%/35%/4%/22.32%。21 年影片《长津湖》票房大获成功，带动投资业务营收大幅增加。22 年回落至正常水平，23 年由于公司主投主控两部影片《无名》《爆裂点》表现不佳，影片投资营收有所下滑。24Q1 参投电影《飞驰人生 2》表现良好，带动 24H1 影片投资营收占比回升。

图表7：2019-24H1 公司投资业务收入及占主营业务收入比重



资料来源：招股说明书、Wind、华泰研究

图表8：2019-24H1 公司发行业务收入及占主营业务收入比重

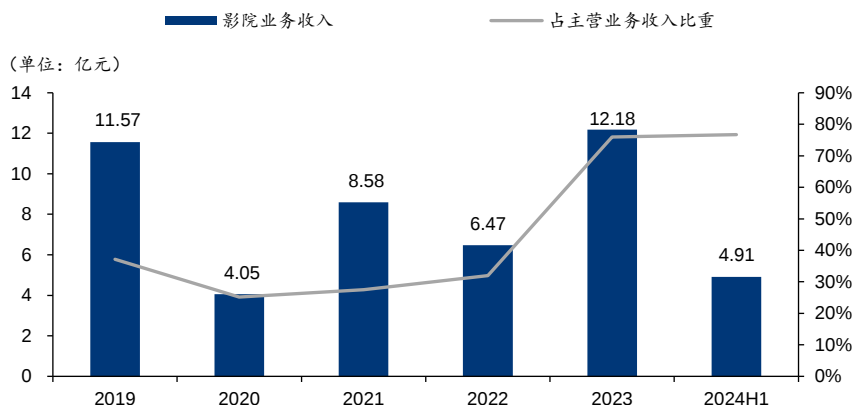


资料来源：招股说明书、Wind、华泰研究

影片发行业务营收主要基于发行的电影项目多少、票房规模而有所变动。19-24H1 年公司发行业务收入分别为 9.61/4.66/10.17/8.16/4.02/0.084 亿元，占主营业务比例分别为 31%/29%/33%/41%/25%/1.27%。

影院业务与电影大盘强相关。19-24H1 年影院业务营收分别为 11.57/4.05/8.58/6.47/12.18/4.91 亿元，分别占比 37%/25%/27%/32%/76%/77%，电影行业 23 年恢复显著，带动影院业务营收于 23 年大幅增长。

图表9：2019-24H1 公司影院业务收入及占主营业务收入比重



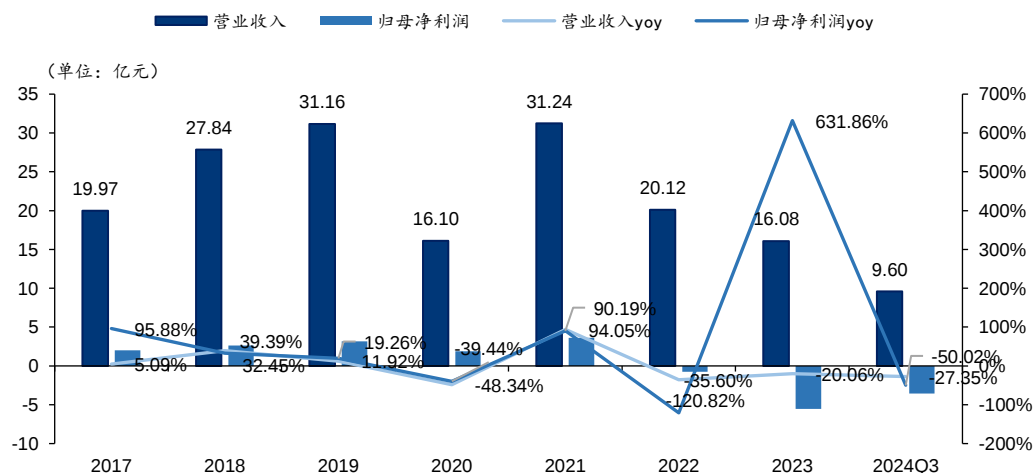
资料来源：招股说明书、Wind、华泰研究

受行业、项目周期等影响，近年来财务指标波动较大

营业收入方面，20 年至 24 年 Q1-Q3 营收分别为 16.1/31.24/20.12/16.08/9.60 亿元，同比 -48.34%/94.05%/-35.60%/-20.06%/-27.35%。20 年营收下滑主因疫情影响，全国影院停业约半年；21 年公司主投主控的《长津湖》上映，取得 57.75 亿票房，带动当年营收大幅提升；22 年春节其续集《长津湖之水门桥》上映，取得 40.67 亿票房；23 年及 24 年公司无重量级电影项目上映，营收规模因而下降。

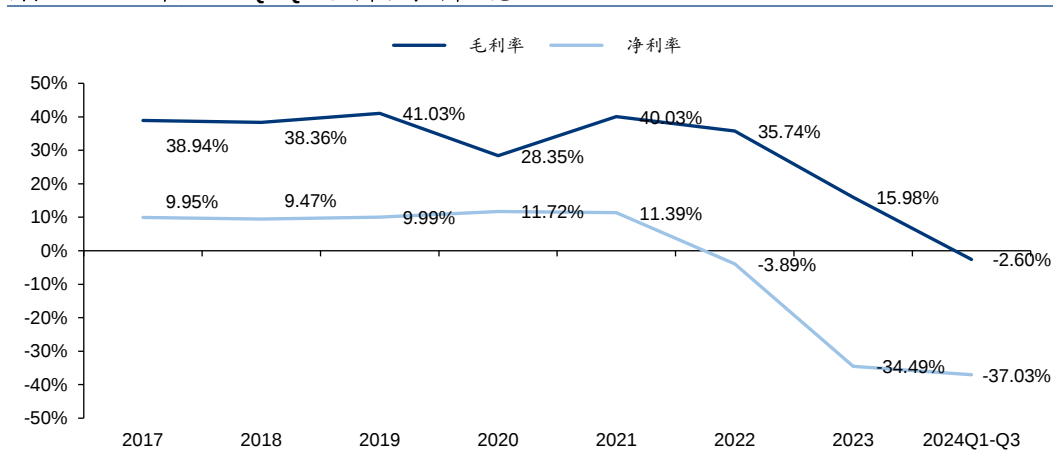
归母净利润方面，20 年至 24 年 Q1-Q3 归母净利润分别为 1.91/3.63/-0.72/-5.53/-3.54 亿元，同比波动较大。21 年归母净利润高增主因《长津湖》上映后票房亮眼；22 年其续集上映，也获得较好票房，但由于：1) 续集票房低于前作，但续集在 22 年春节档上映，宣发费用较高；2) 22 年另外两部主投主控电影《海的尽头是草原》和《平凡英雄》票房不佳，分别为 0.36 亿和 2.22 亿；3) 22 年电影行业由于疫情和内容供给原因，全年票房为 300.67 亿元，同降 36.38%，使得影院业务亏损。综上使得 22 年归母净利出现亏损；23 年因：1) 主投主控电影《无名》《爆裂点》票房较低，合计约 10.31 亿元；2) 计提资产减值和信用减值合计约 3.1 亿元，当年大幅亏损；24 年 Q1-Q3 亏损主因主投主控的《传说》《红楼梦之金玉良缘》票房较低，合计约 0.86 亿元，以及电影行业较为低迷，影院业务亏损。

图表10：2017 年至 2024Q1-Q3 营收、归母净利润及增速一览



资料来源：招股说明书、Wind、华泰研究

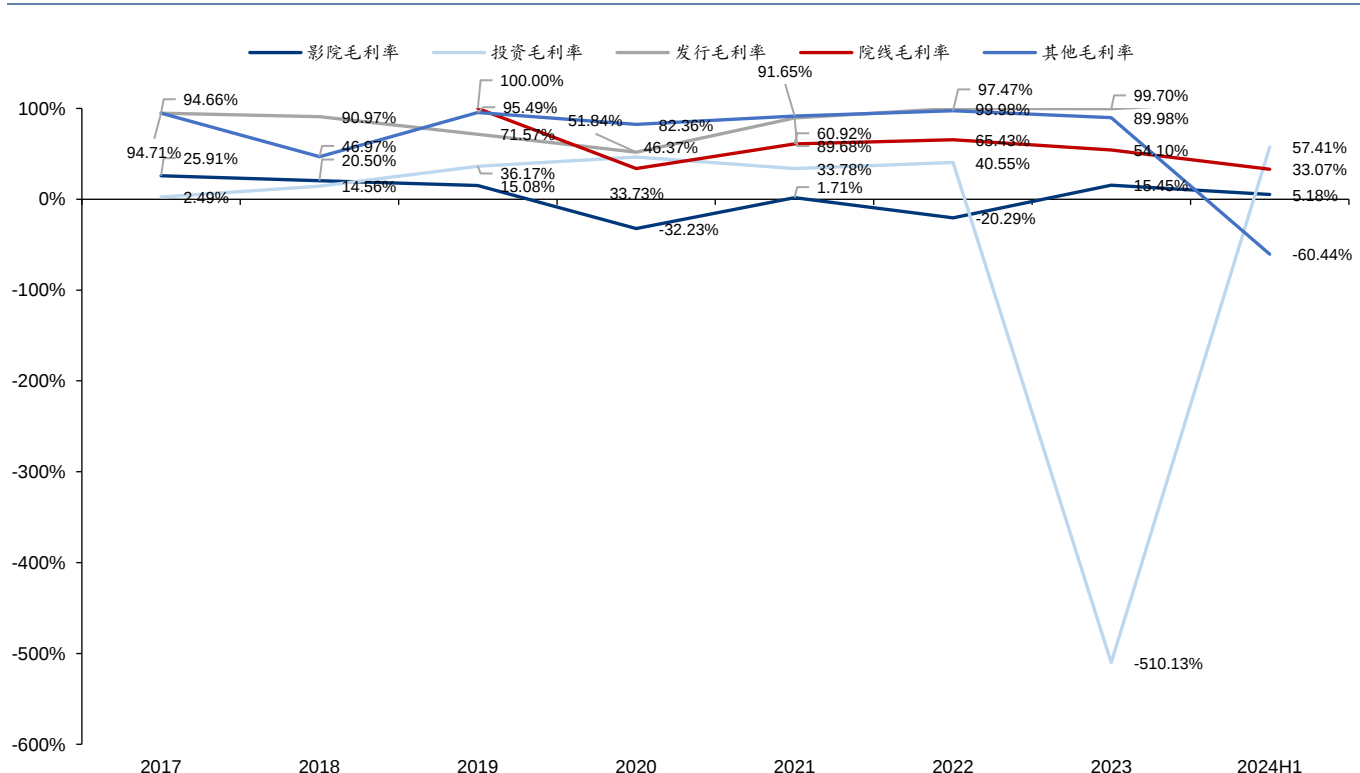
图表11： 2017年至2024Q1-Q3毛利率、净利率一览



资料来源：招股说明书、Wind、华泰研究

各业务毛利率呈现一定波动。具体看，投资业务毛利率随具体投资影片的成本和票房表现呈一定波动性，如21年投资毛利率为33.78%，同比有所下降，主因《长津湖》战争场面宏大、参与人员较多，投资金额较大；而23年则是由于主投影片票房不及预期，投资毛利率下降明显；除2019和20年，发行业务毛利率近年来基本保持较高水平，2021年毛利率上升至89.68%，主要受益于《长津湖》的票房优秀表现；17-20年影院业务毛利率由于行业增速放缓和疫情影响呈下降趋势，随着23年电影市场的全面复苏，23年已回升至15.45%；院线业务为2019年新增业务，当年尚无直接成本发生，公司19年将其运营支出暂时计入管理费用，因此当年毛利率为100.00%，除20年受疫情影响外，毛利率变化不大。

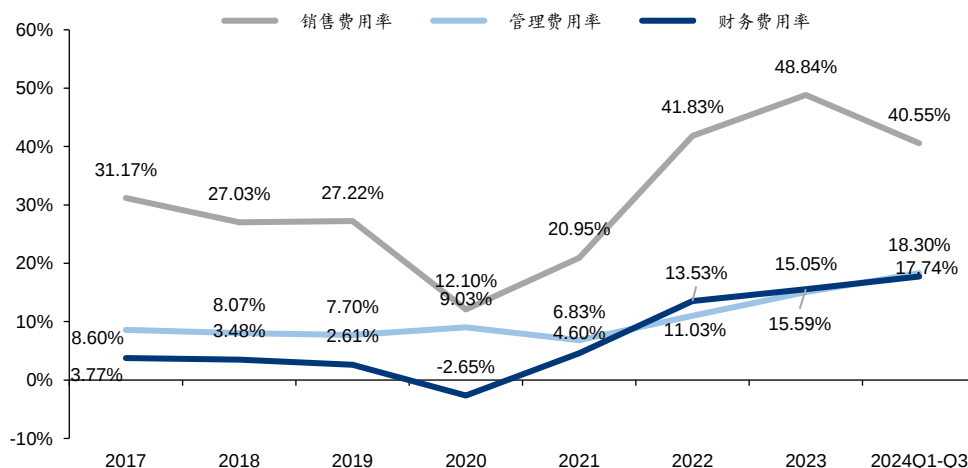
图表12： 2017-24H1 公司各业务毛利率



资料来源：招股说明书、Wind、华泰研究

期间费用主要由销售费用和管理费用构成，销售费用率有一定波动性，管理费用率有所上升。17-19 年电影发行市场竞争加剧、公司业务规模扩张使得销售费用率保持较高水平，20 年因疫情电影行业停业半年，销售费用率有所降低，随着行业逐渐恢复，21-23 年费用率上升明显，24 年销售费用率小幅下降；财务费用率 20 年由于人民币升值故而为负，22 年以后上升明显，主要原因是公司增加债权融资；管理费用率主要为影院业务相关的水电暖气费、保洁费、物业租赁费和人力成本等，22 和 23 年营业收入同比下降，导致费用率上升。

图表13：2017 年至 2024Q1-Q3 期间费用率一览



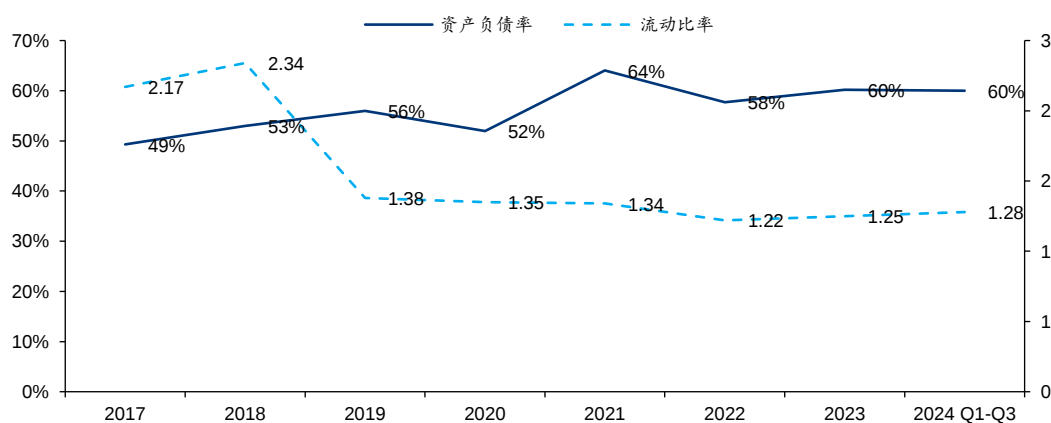
资料来源：招股说明书、Wind、华泰研究

2017 年至 2024 年 Q3，公司资产负债率整体呈现波动上升趋势。2017 年资产负债率为 49.30%，至 2021 年达到 64.04% 高点，此后在 2022 年降至 57.70%，2023 年和 2024 年 Q3 再次回升至 60% 以上。

同时流动比率从 2017 年的 2.17 逐年下降至 2022 年的 1.22，表明公司的短期偿债能力也有所削弱。2023 年和 2024 年 Q3 虽然略有回升，但仍维持在 1.3 以下。

我们认为资产负债率和流动比率主要受到疫情、部分项目制作资金周转、及票房不佳影响。疫情期间电影行业现金流回收及经营普遍受到各种制约；部分项目投资规模较大，也影响公司的现金流周转；另外《长津湖》系列之后，公司出品电影较少，且票房成绩一般，也影响到现金流回收。我们认为随着疫情对行业影响淡去、公司产品储备逐渐释放，资产负债率和流动比率压力有望缓解。

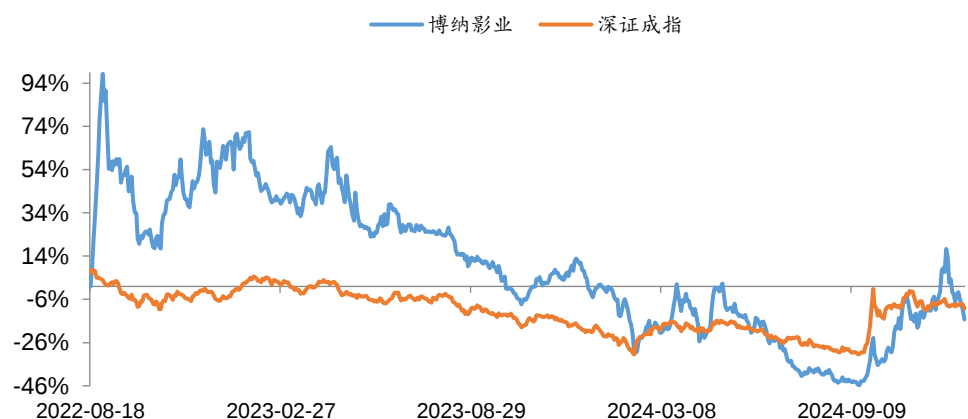
图表14：2017 年至 2024Q1-Q3 资产负债率&流动比率一览



资料来源：招股说明书、Wind、华泰研究

股价走势复盘

图表15：上市后股价走势图



资料来源：Wind、华泰研究

1. 22年8月18日上市至9月初：作为国内电影内容龙头之一，且《长津湖》两部曲刚刚取得接近100亿的票房成绩，公司上市初受到资金追捧，股价持续攀升；
2. 22年9月初至22年10月：上市初资金热情消散，且深成指回调，带动股价持续回调；
3. 22年10月至23年1月：四季度传媒板块主题较多，带动其股价较为活跃，且市场在四季度通常会交易电影春节档的预期；
4. 23年1月至24年9月：股价与深成指走势基本趋同；
5. 24年9月至今：与深成指走势总体相同。同时市场开始交易《蛟龙行动》上映和其他电影项目上映的预期。

影片投资：主旋律影片的商业化先锋与行业标杆

主旋律商业化电影的开拓者和领军人

主旋律影片在中国电影史中占据着独特地位，经历了从传统到商业化的转变。“主旋律商业片”主要指赋予主旋律电影以商业性的特色，肯定和接受电影的娱乐属性，但同时坚持对正确意识形态和价值观的把握。早期，主旋律影片多以重大历史事件与英雄人物事迹为蓝本，如《开国大典》等，主要发挥着政治宣传与历史教育功能，在艺术表现形式上较为传统单一，受众面相对较窄，商业性未得到充分挖掘。随着时代发展，进入新世纪，特别是在文化产业蓬勃兴起与观众审美多元化的背景下，主旋律影片开始探索创新之路。

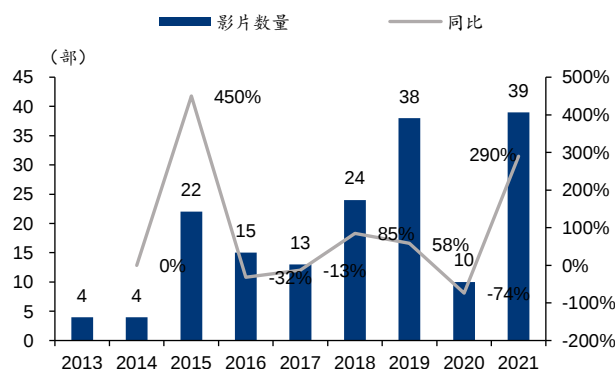
2009 年起，主旋律电影逐渐开始向商业化、市场化方向探索，出现《建国大业》（2009）、《建党伟业》（2011）、《风声》（2009）等一系列口碑票房双优影片，主旋律商业化电影开始崛起。这一时期主旋律电影的内容选材还停留在重大政治主题层面，如标志性政治事件、历史英雄人物、革命战争等，但拍摄制作和宣发模式都实现了一定程度的商业化改革，如当红明星的演绎、精彩的打斗场景、饱满的故事情节和完整的戏剧结构等，初步满足了市场和观众的观影需求。

2015 年后主旋律商业化日趋成熟，在内容题材、设计制作等方面达到商业化大片水平。2015 年开始，主旋律商业化影片在内容题材方面开始突破传统思维，刻画的主角开始脱离宏大的政治主题，转向能够体现主流意识形态的各行各业的中国人的精神风貌，将电影主角还原成真实立体、有血有肉的普通人，极大丰富了主旋律电影的选题素材。设计制作方面，主旋律电影通过采取新型拍摄技术，如高空航拍、水下拍摄以及各种电脑特效技术构造出新奇震撼的视觉场景，给予观众强大的视觉冲击和快感。

博纳在主旋律影片商业化过程中做出了开创性的贡献，并逐渐成为行业标杆。自 2014 年末《智取威虎山》的成功上映以来，博纳影业通过创新性地结合经典革命题材与现代叙事手法，开启了主旋律商业片的新纪元。据猫眼专业版，该片票房 8.83 亿元，赢得了 2015 年度国产片内地票房冠军，为后续同类作品树立了标杆。随后几年里，《湄公河行动》（2016）、《红海行动》（2018）、《中国机长》（2019）以及《长津湖》系列（2021-2022）、《无名》（2023）等多部由博纳主导或参与制作的主旋律商业大片相继问世，均获得了较高的票房回报和社会反响，进一步巩固了公司在这一领域的行业标杆地位。

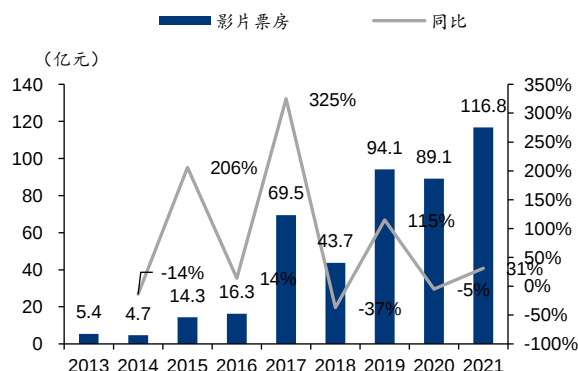
根据艺恩数据《2021 年中国电影年度报告》，主旋律影片票房从 2016 年的 16.3 亿元快速增长至 2021 年的 116.8 亿元，5 年 CAGR 达到 48.27%。票房市占率从 2016 年的 3.6% 增长至 2021 年的 24.8%。

图表16：2013-2021 年中国主旋律影片数量及同比



资料来源：艺恩数据，华泰研究

图表17：2013-2021 年中国主旋律影片票房及同比



资料来源：艺恩数据，华泰研究

四重优势锻造核心竞争力：较高的主旋律商业化电影胜率

我们认为公司在主旋律商业化电影上具有的核心优势主要包括：

1、资源整合能力卓越，“香港导演与商业片模式融合”协同发力。博纳影业与诸多导演、监制、演员、编剧等业内关键人物维持着长久且稳固的合作关系，并借助电影项目协议等形式予以强化，这种资源整合优势为打造主旋律商业片筑牢根基、提供坚实支撑。在其发展进程中，博纳积聚了丰富的香港电影制作资源，香港作为东方好莱坞，在华语电影领域商业化制作能力较强。博纳携手林超贤、尔冬升、徐克等一众香港知名导演，汲取港产商业片叙事精髓与技巧，成就了主旋律商业片的优良声誉。于演员阵容而言，与章子怡、陈宝国、张涵予、刘德华等著名演员签订合作协定，以中生代实力影星搭配新生代流量艺人的组合，满足不同年龄段观众的观影喜好。

图表18：公司部分的合作香港导演

重要业务合作方	合作内容	代表影片	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。	《野兽刑警》获第18届香港电影金像奖最佳导演奖；《江湖告急》获第20届香港电影金像奖最佳影片等四项提名；《线人》获第30届香港电影金像奖最佳影片、最佳导演提名；《激战》获第33届香港电影金像奖最佳导演提名；《潮》《魔警》入围第64届柏林国际电影节全景单元	《红海行动》《湄公河行动》《激战》《长津湖》
尔冬升	约定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。	《新不了情》第13届香港电影金像奖颁奖典礼上获最佳导演以及最佳编剧奖；《旺角黑夜》获第24届香港电影金像奖最佳编剧以及最佳导演奖；《门徒》《路人甲》《武林怪兽》获香港电影导演会最杰出导演奖；《我是路人甲》获第七届中国影协杯“十佳电影剧作”奖。	《窃听风云3》《我是路人甲》《武林怪兽》《海的尽头是草原》
刘伟强	合约期内为公司及其关联公司担任5部电影的监制工作。	《无间道》获第22届香港电影金像奖最佳导演、最佳摄影等多项电影奖项；《伤城》夺得香港电影金像奖最佳摄影；《青龙复仇》；《建军大业》；《武林怪兽》	《建军大业》《武林怪兽》《烈火英雄》《中国机长》《中国医生》
徐克	约定在合约期内为公司制作5部独家合作影片。	《新蜀山剑侠》；《蜀山传》；《七剑》；《狄仁杰之通天帝国》获第30届香港电影金像奖最佳导演奖；《龙门飞甲》；《智取威虎山》获第35届香港电影金像奖、第30届中国电影金鸡奖最佳导演奖；《西游记伏妖篇》；《狄仁杰之四大王》	《智取威虎山》《长津湖》《长津湖之水门桥》

资料来源：招股说明书、华泰研究

2、践行“制片人中心制”，对标好莱坞专业化制作。其以于冬为核心构建起类似好莱坞电影工业的制片人中心制，将核心控制权聚焦于制片人，使营销策略与团队协作全面贯穿电影制作流程。博纳持续探索电影商业化创作、现代化拍摄、工业化制作与市场化发行之道，有力提升了主旋律商业片的制作效率与质量。

3、最早布局主旋律商业化电影，拥有敏锐的题材挖掘与系列化创作优势，已形成系列化 IP 作品。博纳影业是国内最早一批布局主旋律商业化电影的民营公司之一，公司以2014年的《智取威虎山》为开端，开创了真实事件改编的主旋律题材电影商业化的新篇章。在后续制作中，博纳影业展现出对主旋律题材比较敏锐的洞察力和前瞻性的规划能力。其深入挖掘中国近现代历史长河以及当代社会中的重大事件与精神内核，将众多具有代表性且蕴含深刻民族情感与时代价值的故事搬上银幕。例如，精心打造的“中国胜利”系列，以波澜壮阔的战争史诗为蓝本，生动展现了特定历史时期的英勇抗争与伟大胜利，让观众深切感受到先辈们的坚韧不拔与爱国情怀。其中《湄公河行动》根据真实的跨国执法事件改编，影片以紧张刺激的情节与深刻的正义表达，斩获11.86亿票房（据猫眼专业版），成功开启了该系列的辉煌篇章。随后的《红海行动》更是将这种军事题材主旋律影片推向新高度，其凭借超燃的战斗场面与对中国军人形象的细腻刻画，收获36.52亿票房（据猫眼专业版）。

近年来推出的“山河海三部曲”、“中国骄傲三部曲”、“中国胜利三部曲”通过系列化的创作模式，博纳影业实现了主旋律影片在主题表达上的连贯性与深度挖掘，逐步积累起庞大且忠实的观众群体，使观众对其后续同系列作品充满期待，为每一部新片上映奠定了坚实的市场基础与口碑传播效应。

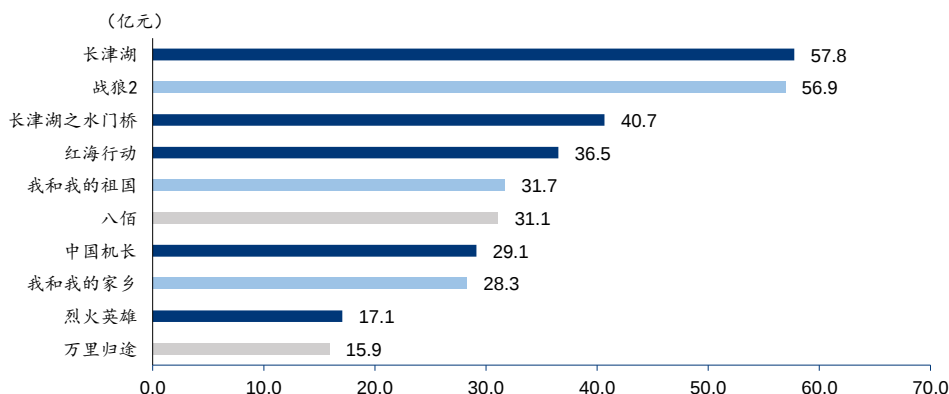
图表19：博纳出品的主旋律商业化电影已形成系列化

系列	影片名称	全国票房 (亿元)	上映时间	影片类型
山河海三部曲	智取威虎山	8.83	2014 年	战争
	湄公河行动	11.86	2016 年	剧情/动作/犯罪
	红海行动	36.52	2018 年	剧情/动作
中国骄傲三部曲	决胜时刻	1.24	2019 年	传记/历史
	中国机长	29.13	2019 年	剧情/传记/灾难
	烈火英雄	17.06	2019 年	灾难/动作/剧情
中国胜利三部曲	中国医生	13.28	2021 年	剧情/历史/战争
	长津湖	57.75	2021 年	剧情/传记
	无名	9.31	2023 年	谍战/悬疑/动作

资料来源：公司公告、猫眼专业版、华泰研究

4、发行领域实力强大，保证影片排片资源充足+黄金放映时段。博纳影业建立起了覆盖全国的发行网络，能够支撑影片在院线上映时获得充足的排片资源与黄金放映时段。通过与各大院线长期良好的合作关系，以及精准的市场分析与排片策略制定，博纳影业主旋律影片得以在众多影片竞争中脱颖而出。此外，博纳影业作为全产业链布局的影视企业，实现了投资、制作、发行、放映等环节的深度整合与协同发展。公司在投资环节能够精准筛选具有潜力的主旋律影片项目，并从制作源头开始把控影片质量与成本。发行环节则与制作、投资环节信息共享，制定最佳发行方案。而旗下的院线与影院资源，又能够为主旋律影片提供稳定的放映终端与市场反馈渠道，使影片能够根据观众反应及时调整营销策略。这种全产业链整合优势使得博纳影业在主旋律影片的运作过程中能够实现资源优化配置、风险有效控制、效益最大化提升，在激烈的市场竞争中始终占据领先地位。

凭借上述核心优势与方法论，博纳影业塑造出其主旋律商业片的关键竞争力--较高的投资成功率。内容产业因其固有属性，难以达成完全标准化生产，且受观众审美变化影响，影片市场反响常起伏不定。然而，博纳推出的主旋律商业化影片却能保持较高成功率。据猫眼专业版数据，截至 24 年 11 月，在国内票房前十的主旋律影片里，博纳主投 5 部，即《长津湖》《长津湖之水门桥》《红海行动》《中国机长》《烈火英雄》，参投 3 部，包括《战狼 2》《我和我的祖国》《我和我的家乡》。

图表20：历史票房 Top10 主旋律电影中博纳投资情况（截至 2024 年 11 月）

资料来源：猫眼专业版、招股说明书、华泰研究

25 年电影项目储备丰富，有望为业绩提供支持

公司电影储备项目丰富，有望为 25 年及之后业绩提供支撑。24 年上半年，公司参投的影片《飞驰人生 2》票房达 33.6 亿元，斩获了 2024 年度票房第二的好成绩；影片《狗阵》荣获第 77 届戛纳国际电影节“一种关注大奖”，这是中国电影在历史上第二次获得该奖项。军事题材大片《蛟龙行动》是继《红海行动》后的又一力作，在 2024 年第二十六届全国影片推介会上，博纳影业集团董事长于冬披露，《蛟龙行动》自两年前开始筹备拍摄，得到海军专家及领导支持，2024 年 12 月 26 日官宣定档 25 年大年初一。据 24 年半年报，《克什米尔公主号》前期筹备中。

图表21：博纳影业 24 年电影经营计划

序号	作品名称	类型	导演	项目进度
1	《飞驰人生 2》	剧情/喜剧/运动	韩寒	已上映
2	《传说》	古装/剧情	唐季礼	24 年 7 月 12 日上映
3	《红楼梦之金玉良缘》	剧情	胡玫	24 年 7 月 26 日上映
4	《阿麦从军》	爱情/战争/古装	张之亮	24 年 1 月 31 日上映
5	《实习爱神》	喜剧/剧情	杜鹏	待上映
6	《少年时代》	剧情	陈凯歌	待上映
7	《狂奔的老爸》	喜剧/剧情	李一乐	后期制作中
8	《蛟龙行动》	剧情/动作	林超贤	25 年 1 月 29 日上映
9	《人体大战》	动画	徐克	已立项
10	《人鱼》	剧情	程耳	前期筹备
11	《克什米尔公主号》	剧情	刘伟强	筹备中
12	《枭雄》	剧情/动作	庄文强	前期筹备
13	《国家行动》	剧情/犯罪	高群书	前期筹备
14	《告白》	剧情	待定	前期筹备
15	《红山大案》	犯罪/悬疑	待定	前期筹备
16	《股市之狼》	剧情/犯罪	王晶	前期筹备

资料来源：公司公告、华泰研究

院线及影院业务：精细化运营，持续推进品牌建设

院线业务：精细化运营，打通产业链上下游

精细化运营，加强院线管理。公司院线业务为公司以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。通过统一化管理，能够有效提高运营效率，降低管理成本，实现标准化管理流程和服务规范。

公司 2019 年获得院线牌照，正式打通产业链上下游。2018 年 12 月《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》出台，公司于 2019 年 2 月取得了第一张电影院线牌照。博纳影业覆盖从电影投资、制作、发行到放映的全产业链，院线业务作为下游环节，能够与上游制作发行环节紧密结合，主投主控电影可有效获得院线排片支持，院线亦可优先获得优质影片资源，提升市场竞争力。根据 24 半年报，截至 2024 年 6 月 30 日，博纳院线旗下已加盟 131 家影院，包含 101 家公司旗下影院及 30 家外部加盟影院，同比净增加 9 家。据猫眼专业版数据显示，至 11 月 30 日，24 年博纳院线票房收入在全国院线中排名第 13，市场份额占比为 2.13%（不含服务费）。

影院业务：影投市占率稳中有升，持续推进品牌建设

自有影院、控股型影院双重保障，公司近年影投排名稳居前十。公司影院业务为给电影观众提供影片放映服务，同时从事餐饮、卖品、衍生品销售等增值服务以及贴片广告、场地广告等影院广告经营业务。同时，公司旗下的影院均为控股型影院，目前主要加盟博纳院线。根据公司公告，2019-2024H1 期间，公司旗下自有影院数量由 79 家增至 107 家；银幕数量由 654 块增至 888 块，票房市占率由 2019 年的 1.49% 提升至 24 年（截至 11 月 30 日）的 2.13%，整体稳中有升，且公司 19-24 年在影投公司中的排名始终保持行业前十名。

图表 22：2019-2024 年影投公司票房市占率排名

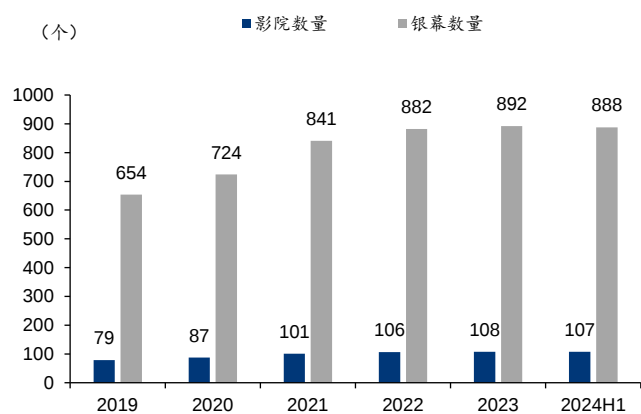
排行	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023 年		2024 年	
	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率	公司	市占率
1	万达影投	12.65%	万达影投	14.44%	万达影投	14.51%	万达影投	16.42%	万达影投	16.04%	万达影投	15.75%
2	横店影投	3.37%	横店影投	3.77%	横店影投	3.67%	横店影投	3.76%	横店影投	3.73%	横店影投	3.82%
3	大地影投	2.98%	大地影投	2.87%	大地影投	2.73%	大地影投	2.57%	CGV 影投	2.63%	星轶影投	2.61%
4	中影影投	2.66%	CGV 影投	2.76%	CGV 影投	2.56%	CGV 影投	2.46%	星轶影投	2.44%	CGV 影投	2.51%
5	CGV 影投	2.63%	中影影投	2.41%	中影影投	2.26%	金逸影投	2.33%	金逸影投	2.29%	金逸影投	2.11%
6	金逸影投	2.38%	金逸影投	2.13%	金逸影投	2.21%	星轶影投	2.23%	大地影投	2.19%	中影影投	1.95%
7	博纳影投	2.01%	博纳影投	1.98%	博纳影投	1.86%	博纳影投	2.07%	博纳影投	2.16%	博纳影业	1.95%
8	幸福蓝海影投	1.56%	幸福蓝海影投	1.52%	星轶影投	1.85%	中影影投	2.05%	中影影投	1.99%	幸福蓝海影投	1.78%
9	百老汇影投	1.32%	UME 影投	1.39%	幸福蓝海影投	1.62%	幸福蓝海影投	1.83%	幸福蓝海影投	1.87%	万影影投	1.44%
10	UME 影投	1.31%	百老汇影投	1.34%	UME 影投	1.27%	百老汇影投	1.22%	百老汇影投	1.23%	大地影投	1.37%

注：2024 年数据截至 11 月 30 日

资料来源：猫眼专业版、华泰研究

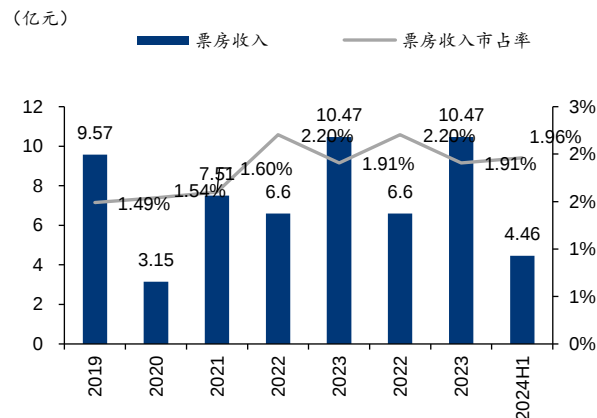
注重品牌建设，多维度提升受众观影体验。公司持续提升放映技术和观影环境，公司继续与 IMAX 长年合作，并建设有高端“BONA ONE”激光巨幕、CINITY 银幕、中国巨幕，SCREENX 厅、影院品牌“博悦汇”等多类型数字影厅，为观众提供优质的视听体验。截至 24H1，公司旗下影院覆盖全国 50 个城市和 23 个省份，已建成影院主要分布于北京、深圳、上海、成都、杭州等一线和新一线城市，其中一二线城市占比 73%。

图表23：2019-2024H1 年公司影院及银幕数量



资料来源：公司公告，华泰研究

图表24：2019-2024H1 年公司影院票房收入及票房收入市占率



资料来源：公司公告，华泰研究

积极探索 AI 赋能主业

AI 赋能影视制作各环节，公司积极探索相关应用。AI 技术的飞速迭代深刻影响着影视剧生产链条，从剧本撰写与筛选、角色选择、影视剧拍摄与制作，宣传与发行等均。AI 技术的革新也给影视行业带来内容形式上的突破、生产效率的提升、工业体系的完善。博纳影业 积极探索相关技术在生产中的应用。

AI 短剧《三星堆·未来启示录》上线当日跻身抖音短剧最热榜第二名。2024 年 7 月 8 日，由公司出品制作的国内首部 AIGC 生成连续性叙事科幻短剧集《三星堆·未来启示录》在抖音上线。该短剧是 24 年立项公示的全国重点微短剧，开启了短剧从 AIGC 生成式短剧集到“AI+实拍长剧集”，再到“AI+工业化电影”的三步走模式，为影视产业的发展提供了新的方向和思路。《三星堆·未来启示录》作为纯 AIGC 生成式连续性叙事的剧集，在场景、人物、道具等方面应用了十几种最先进的 AIGC 视频技术，利用大语言模型进行 AI 创意与文本创作，使用变化模型、文本到图像生成技术完成视觉概念及分镜设计等，打造了定制化的高效工作流程，提升了画面效果和创作多样性。

图表25：首部 AIGC 生产连续性叙事科幻短剧《三星堆·未来启示录》



资料来源：公司官网、抖音、华泰研究

大胆尝试数字明星，探索技术前沿。公司的电影《传说》中，导演唐季礼与其团队运用了“Deepfake”深度伪装 AI 技术，还原出 27 岁成龙的形象，且该形象在电影中的出演量达 70% 以上，这也是全球首部由 AI 塑造的数字明星主演的院线电影，是公司将 AI 技术应用于真人电影的重要尝试。

图表26：“Deepfake”深度伪装 AI 技术，还原出 27 岁成龙的样貌



资料来源：公司官网、公司公众号、华泰研究

盈利预测与估值

行业上看，24 年行业整体偏弱，主因优质内容供给缺乏。我们认为随着内容供给的改善，后续有望恢复。据国家电影局，24 年电影票房为 425 亿元，同比下降约 22.6%。我们认为 22 年底防疫政策优化后，行业内片厂为了抓住机遇，并尽快回收现金流，将疫情间积压的院线电影在 23 年集中推向市场，推动 23 年电影票房恢复良好。供给在集中释放后，使得 24 年行业优质内容供给短缺，是 24 年全国票房表现不佳的重要原因。但行业已形成充分市场化调节机制，较多优质电影项目正在推进中，25 年及之后随着其陆续上映，电影行业有望逐渐恢复。

公司是国内首家从事电影发行业务的民营企业，深耕影视行业多年，不断向产业链上下游延伸，现已成为行业知名的全产业链布局的电影集团公司。我们预计 24 年-26 年公司归母净利润为-3.33/4.21/5 亿元。

图表27：核心假设一览表（单位：百万元）

核心假设	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收	3,124	2,012	1,608	1,283	2,544	2,822
YoY	94.0%	-35.6%	-20.1%	-20.2%	98.4%	10.9%
电影投资业务收入	1,421	697	58	204	917	1,081
YoY	89.1%	-50.9%	-91.7%	250.0%	350.0%	18.0%
电影发行业务收入	1,017	816	402	133	531	576
YoY	118.2%	-19.8%	-50.7%	-67.0%	300.0%	8.5%
影院业务收入	858	647	1,218	950	1,092	1,201
YoY	111.9%	-24.7%	88.3%	-22.0%	15.0%	10.0%
毛利率						
电影投资业务毛利率	34.4%	40.5%	-510.1%	-20.0%	42.0%	42.0%
电影发行业务毛利率	89.8%	100.0%	99.7%	99.9%	99.9%	99.9%
影院业务毛利率	1.7%	-20.3%	15.4%	3.8%	14.4%	15.2%
综合毛利率	40.0%	35.7%	16.0%	6.0%	40.8%	40.8%
期间费用率						
销售费用率	9.5%	17.3%	18.2%	4.5%	11.0%	10.0%
管理费用率	6.8%	11.0%	15.1%	18.3%	8.0%	7.0%
归母净利润						
	363	-72	-553	-333	421	500
YoY	90.2%	-119.9%	-666.4%	39.7%	226.4%	18.8%

资料来源：Wind、华泰研究预测

1、总营收

电影投资业务：据 24 年半年报，公司储备项目丰富。2024 年上半年，公司参投的影片《飞驰人生 2》票房达 33.98 亿元，斩获了 2024 年度票房第二（至 24 年 12 月 18 日）的好成绩。公司参投的影片《狗阵》荣获第 77 届戛纳国际电影节“一种关注大奖”，这是中国电影在历史上第二次获得该奖项。但春节档之后的全国电影市场整体表现趋于平淡，2024 年 3 月开始未出现单部影片票房超过 10 亿元的情形，公司参投或发行的影片《挑战》和《狗阵》也未能斩获令人满意的票房成绩。2024 年下半年，公司发行的影片《传说》、《红楼梦之金玉良缘》陆续于暑期档上映。公司储备项目在不同的推进阶段中，其中重点项目《蛟龙行动》将于 25 年大年初一上映（据猫眼专业版，其前作《红海行动》36.52 亿票房）。《克什米尔公主号》前期筹备中，预计于今年年内开机。综合以上因素，我们预计电影投资业务 24-26 年营收为 2.04/9.17/10.81 亿元，同比增长 250%/350%/18%。

电影发行业务：公司是首家从事电影发行业务的民营企业，公司发行影片票房占比长年位于国内民营发行公司前列，在电影发行市场中占据领先地位。我们预计公司未来能够保持在电影发行市场中的领先地位，发挥全产业链布局优势，实现上游投资与下游放映对影片发行的带动作用，我们假设公司发行影片的票房在全国票房中的占比略有增长，同时假定公司发行业务收入占发行影片票房的比例恒定，同时考虑到公司 24 年及后续将要上映的电影项目及其票房前景，综合以上因素，我们预计电影发行业务 24-26 年营收为 1.33/5.31/5.76 亿元，同比增长-67%/300%/8.5%。

影院业务：据公司招股说明书，公司计划未来进一步扩大市场份额，在国内重点票仓城市布局影院，提高市占率。我们预计未来博纳影院数量仍会进一步上涨，带动影院业务营收增加；但同时，影院业务营收也与电影大盘强相关。据猫眼专业版，24 年 1-11 月全国电影票房 401.79 亿元，较 23 年 1-11 月的 509.71 亿元票房，同比下降 21.17%，主因头部内容供给暂时减少，我们认为 25 年优质内容供给将逐渐回暖，电影大盘将触底回升。综合以上因素，我们预计影院业务 24-26 年营收为 9.5/10.92/12.01 亿元，同比增长-22%/15%/10%。

院线业务、剧集业务、其他业务体量较小，在此不做分析。综上我们预计 24-26 年总营收为 12.83/25.44/28.22 亿元，同比增长-20.2%/98.4%/10.9%。

2、毛利率

电影投资业务毛利率主要影响因素为电影项目票房，因而波动较大。考虑到 24 年下半年上映的电影《传说》和《红楼梦之金玉良缘》票房不佳（据猫眼专业版，票房分别为 0.8 亿和 0.06 亿元），24 年电影投资业务预计亏损，毛利率为负。同时公司电影投资业务中主旋律电影商业化运作模式渐趋成熟，且储备项目较多，《蛟龙行动》定档于 25 年大年初一，其他头部电影也有望上映，我们预计电影投资业务毛利率 25-26 年将较 24 年有所提升，24-26 年分别为 -20%/42%/42%；发行业务毛利率相对稳定，我们预计 24-26 年分别为 99.9%/99.9%/99.9%；影院业务存在经营杠杆，我们预计 24 年影院业务营收将同比下降，25-26 年将恢复增长，带动毛利率提升，因而预计 24-26 年影院业务毛利率分别为 3.8%/14.4%/15.2%。综上我们预计公司 24-26 年的综合毛利率为 6%/40.8%/40.8%。

3、期间费用：

1) 销售费用率：24 年销售费用率参考前三季度设定（Q1-Q3 为 4.51%），公司储备多项优质商业电影，我们认为将带动 25-26 年总营收增长，但与此同时也将伴随相应的宣发推广费用，综上我们预计 24-26 年销售费用率为 4.5%/11%/10%；

2) 管理费用率：24 年管理费用率参考前三季度设定（Q1-Q3 为 18.3%）公司各项主营业务模式完善，内部管理水平持续提升，我们预计管理费用将保持稳定，随着总营收的上升，我们预计 24-26 年管理费用率将保持下降态势，假设为 18.3%/8%/7%；

估值和评级

我们选取中国电影、万达电影、横店影视作为可比公司，因其均和博纳相同，为全产业链布局，即业务链既涉及上游的电影内容制作，也涉及中下游的发行和院线经营。3 家公司 25 年平均 PE 为 27X，我们给予公司 25 年 27X 估值，对应目标价 8.37 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表28：可比公司估值表（截至 2025 年 1 月 3 日）

证券代码	证券简称	预期来源	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
				23A	24E	25E	23A	24E	25E
002739 CH	万达电影	Wind 一致预期	250.4	27.4	75.8	20.9	9.12	3.30	11.97
603103 CH	横店影视	Wind 一致预期	83.3	50.2	-199.2	32.1	1.66	-0.42	2.60
600977 CH	中国电影	Wind 一致预期	202.6	77.0	64.4	29.2	2.63	3.15	6.94
				平均	27X				

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰研究

风险提示

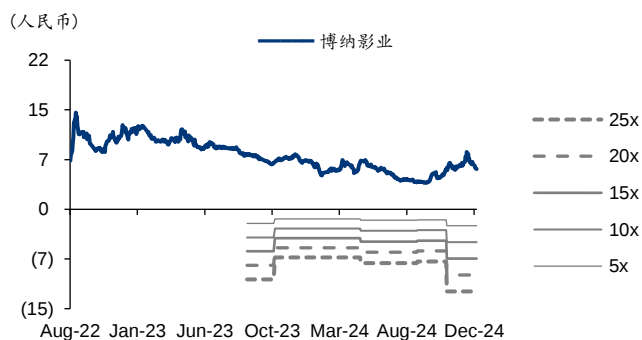
1、行业复苏不及预期

电影行业已逐渐复苏，但行业市场表现受供给丰富程度、内容质量、观众观影习惯等多因素影响，有可能存在复苏不及预期的可能。

2、投资影片票房不及预期

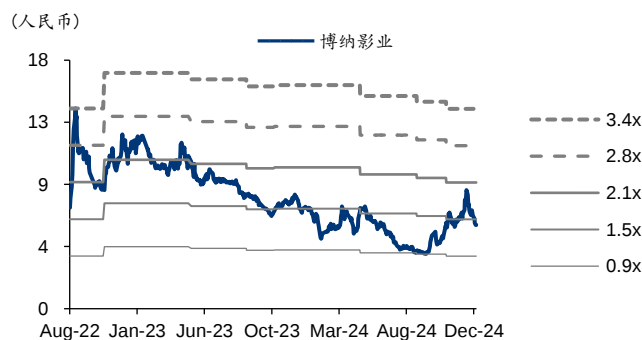
影视作品作为一种大众文化消费品，没有可量化的判断标准。观众往往基于过往的主观经验来进行选择判断，并且其主观经验也会随社会文化环境的变化而变化。公司影视作品的市场需求仍具有一定的不可预见性，影视作品的投资回报存在一定的不确定性风险。

图表29：博纳影业 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表30：博纳影业 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱璿、周钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司