



买入 (首次)

所属行业: 传媒/影视院线
当前价格(元): 6.06

证券分析师

马笑

资格编号: S0120522100002

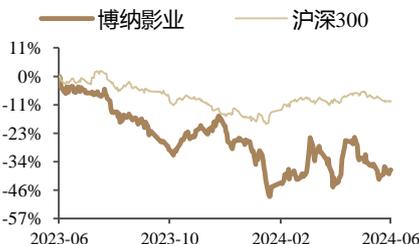
邮箱: maxiao@tebon.com.cn

研究助理

王梅卿

邮箱: wangmq@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.06	6.88	1.34
相对涨幅(%)	-3.00	8.03	3.41

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《传媒互联网行业周报: 扩大内需 关注文体娱乐互联网新消费, 平台经济强调引领发展创造就业和国际竞争》, 2022.12.18
- 《网龙(0777.HK)首次覆盖报告: 游戏业务稳健, 教育业务利润释放可期》, 2022.11.30

博纳影业 (001330.SZ) 首次覆盖: 深耕电影 25 载势头正强劲, 储备丰富 AI 赋能业绩更可期

投资要点

- **首家从事电影发行的民企, 全产业链布局扩大竞争优势。**公司起步于香港电影发行, 是国内首家从事电影发行业务的民营企业, 业务不断向产业链上下游延伸, 并在 2019 年获得相关政策出台后的第一张院线牌照, 至此公司投资、发行、院线和影院四大业务成型。全产业链布局提升公司的竞争优势。上游投资把握内容, 下游院线影院把控渠道, 发行端整合上下游资源及长期积累的经验, 进一步优化影片宣发, 使得优秀作品“有的放矢”。
- **内容储备丰富, 主旋律赛道竞争优势明显, 创新布局动画赛道。**公司主旋律电影优势显著, 经过多年的探索, 总结出主旋律与商业化拍摄相结合的“新主流”电影制片方法, 以多部曲的形式推出“中国胜利”“中国骄傲”“山河海”三个系列纵向延伸 IP 价值, 凭借主投的 11 主旋律电影收获了 230 亿元的票房, 片均票房超 20 亿元。主投主控电影《红海行动》《长津湖》《长津湖之水门桥》分别取得了 2018/2021/2022 年度票房冠军。公司掌握了影视行业的“核心资产”, 即人才, 与众多优秀的导演、监制、演员和编剧等长期合作。一方面通过签订长期合作协议确保合作可持续性; 另一方面影视艺人持股有利于提升合作忠诚度。此外, 公司主旋律影片拍摄多次获得政府机构指导。未来公司计划每年以“三大片+三小片”的节奏上线新片, 内容储备充足。24 年暑期档包括成龙主演影片《神话》的续篇《传说》(定档 7/12)、《红楼梦之金玉良缘》(定档 7/26), 其他重要作品包括《蛟龙行动》《克什米尔公主号》等。此外, 公司尝试动画赛道。新增电影项目《人体大战》, 项目总投资为 12,000 万元, 公司预计实现 31%-40% 投资回报率。
- **AI 方面积极探索, 公司电影《传说》应用 Deepfake 技术, 即将登上银幕。**我们认为, 此前 Sora 带来的架构升级, 为 AI 生成视频在长视频领域落地带来机会。公司对 AIGC 的探索与应用会在几个层面, 包括影视剧内容生成、艺人角色养成、电影后期辅助、IP 授权合作等。在后期领域, AI 赋能影视已相对成熟, 公司已有应用落地。公司即将上映的电影《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 岁成龙的样貌。在制作领域, 公司积极探索, AIGC 科幻短剧集《三星堆: 未来启示录》发布。该剧第一季共 12 集, 由抖音联合出品, 将在抖音短剧暑期档播出。
- **公司逆势扩张有望提升市占率形成 Alpha, 影视行业恢复提供 Beta。**截至 2023 年底, 公司院线旗下已加盟 127 家影院, 包含 101 家公司旗下影院及 26 家外部加盟影院, 同比净增加 9 家。影院方面, 票房总额近 5 年维持在影投公司前 10 名, 且市占率逐步提高, 2023 年约为 2.09%。博纳影投旗下影院整体经营效率较高。根据拓普数据, 在票房 Top10 中, 博纳影院场均收入 685.43 元, 排名第四; 单影院产出 1117.13 元, 位居第四。此外, 行业内部“洗牌”的节奏加快, 影投集中度逐步提升。公司抄底收购多家影院, 逆势扩大影院业务基本盘, 2021 年以 1.4 亿元收购 7 家业界公认高端品牌 UA 影院, 平均收购金额 2000 万元。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 29.76/36.67/38.52 亿元, 同比 85.1%/23.2%/5.1%; 归母净利润分别为 3.06/5.13/5.66 亿元, 同比 155.3%/67.8%/10.3%。24 年公司参投的《飞驰人生 2》票房表现出色, 暑期档《传说》、《红楼梦之金玉良缘》已定档; 其他重点片单包括《蛟龙行动 2》《克什米尔公主号》等, 因此我们认为在影片投资端公司有望大幅恢复。公司是国内稀缺且优质的主旋律商业化电影投制方, 拥有丰富的行业资源、一流的制作水平与对影片精准定位, 同时内容储备丰富, 有望提升项目稳定性和业绩确定性。此外, AIGC 赋予公司长期成长性。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动、票房表现不及预期、作品无法如期上映等。

股票数据

总股本(百万股):	1,374.52
流通 A 股(百万股):	1,055.18
52 周内股价区间(元):	5.02-9.71
总市值(百万元):	8,329.59
总资产(百万元):	15,344.60
每股净资产(元):	4.51

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,012	1,608	2,976	3,667	3,852
(+/-)YOY(%)	-35.6%	-20.1%	85.1%	23.2%	5.1%
净利润(百万元)	-76	-553	306	513	566
(+/-)YOY(%)	-120.8%	-631.9%	155.3%	67.7%	10.3%
全面摊薄 EPS(元)	-0.05	-0.40	0.22	0.37	0.41
毛利率(%)	35.7%	16.0%	35.0%	46.1%	46.1%
净资产收益率(%)	-1.1%	-8.9%	4.7%	7.3%	7.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 博纳影业：老牌民营电影企业，聚焦主旋律影片商业化	6
1.1. 深耕影视行业二十余年，业务布局全产业链	6
1.2. 财务状况：23 年受电影投资营销承压；24Q1 归母净利润扭亏为盈	8
2. 业务分析：全产业链布局，多环节行业领先	10
2.1. 影视内容：主旋律商业片龙头，爆款驱动业绩增长	10
2.2. 发行业务：高毛利率业务巩固竞争优势	12
2.3. 院线、影院业务：进一步完善产业链布局，经营稳定	13
3. 行业分析：供需两端修复，行业盈利估值双升可期	15
3.1. 市场回暖，观影消费呈现旺盛态势	15
3.2. 主旋律影片正当时，公司聚焦赛道大有可为	16
3.3. AIGC：Sora 架构革新带来一致性突破，影视领域落地可期	18
4. 盈利预测与估值	20
4.1. 关键假设与盈利预测	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 博纳影视股权架构图 (截至 2024Q1)	6
图 2: 投资、发行、院线和影院业务商业模式	8
图 3: 2014-2024Q1 营业收入及增速	8
图 4: 2017-2023 主营业务收入拆分	8
图 5: 2017-2023 公司各板块毛利润 (亿元)	9
图 6: 2017-2023 公司及可比公司的毛利率 (单位: %)	9
图 7: 2015-2023 期间费用率 (单位: %)	9
图 8: 2014-2024Q1 归母净利润 (单位: 亿元)	9
图 9: 2017-2023 年投资业务收入 (单位: 亿元)	10
图 10: 除 23 年, 公司 19 年后投资业务毛利率基本稳定在 30-50%左右的水平	10
图 11: 博纳影业 2017-2023 年发行国产影片数量、票房及占比	13
图 12: 2017-2023 年发行营业收入拆分及毛利率	13
图 13: 公司影院业务收入拆分	14
图 14: 2018-2023 博纳影业票房收入及市占率 (不含服务费)	15
图 15: 2019-2023 影院数量及同比增速、银幕数量	15
图 16: 2023 年特效厅数量已达 9520 个	15
图 17: 2023 年特殊厅全年票房 111.4 亿, 占比达到 20.3%	15
图 18: 2019 年-2023 年全国总票房 (亿元)	16
图 19: 2018 年-2023 年影投市场集中度 (%)	16
图 20: 2023 年新建影院 857 家	16
图 21: 2023 年新建银幕数量 4880 块	16
图 22: 主旋律电影 2019 年后迎来全面爆发 (截至 2023/05)	17
图 23: 主旋律电影题材丰富 (截至 2023/05)	17
图 24: 《传说》中, AI 生成的年轻成龙	19
图 25: AIGC 科幻短剧集《三星堆: 未来启示录》	20
表 1: 博纳影业融资上市历程	6
表 2: 博纳影业管理层简介 (截至 24Q1)	7
表 3: 博纳影业主要竞争对手产业链覆盖环节	8
表 4: 部分核心制片人、导演、演员合作内容与过往合作情况	10
表 5: 博纳影业主旋律电影票房及豆瓣评分情况	11

表 6: 公司影片投资概况 (单位: 亿元)	12
表 7: 2015-2022 年国庆档票房前三, 占档期总票房比重基本达到 75%以上	17
表 8: 历史主旋律影片票房 Top15	18
表 9: 主要业务收入预测 (百万元)	20
表 10: 可比公司估值 (截至 2024/6/18)	20

1. 博纳影业：老牌民营电影企业，聚焦主旋律影片商业化

1.1. 深耕影视行业二十余年，业务布局全产业链

1999年，公司前身北京博纳文化交流有限公司成立，是我国第一家民营电影发行公司。2003年8月，博纳影业集团股份有限公司正式注册成立。公司深耕影视行业多年，不断向产业链上下游延伸，目前已成为行业知名的全产业链布局的电影集团公司。博纳影业于2010年在美纳斯达克上市；为了拓展全球影视业务，公司在好莱坞设立电影投资公司，参与到全球电影发行。2016年公司在阿里巴巴、腾讯、复星国际、红杉资本、软银赛富等机构投资者的帮助下启动私有化交易，并最终于2016年4月正式从纳斯达克退市。2017年博纳有限原股东共同签订协议，设立股份有限公司，正式启动了A股上市流程；2022年公司最终获得证监会核准A股上市。

表 1：博纳影业融资上市历程

时间	事件
2003年	博纳影业成立
2007年	取得境外全资子公司 BIFG 控股权，搭建红筹 VIE 架构
2008年	投资海外发行公司，开展海外发行业务
2010年	境外主体 BFG 与 BIFG 完成股份置换，纳斯达克上市，成为国内第一家在美上市的中国影视企业
2015年	在好莱坞设立电影投资公司，与好莱坞娱乐金融公司和 20 世纪福克斯合作，参与好莱坞电影发行
2016年	BFG 完成私有化交易，正式从纳斯达克退市
2017年	设立股份有限公司，获青岛金石、万达电影等投资
2020年	IPO 申请获发审委有条件通过
2022年	证监会正式核准公司 A 股上市

资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

截至 24Q1，于冬直接持股 20.53%，阿里影业系、腾讯系均参股公司。同时，公司上市时，张涵予、黄晓明等多位明星持有公司股份，形成与公司的深度绑定。

图 1：博纳影视股权架构图（截至 2024Q1）



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

公司高管团队操盘公司经营，在影视行业均有 10 年以上的从业经验。创始人于冬，毕业于北京电影学院，科班出身，曾就职于北京电影制片厂及中国电影集

团公司。于冬是中国最成功的电影制片人、发行人、出品人之一，根据猫眼专业版，截至 24 年 6 月 18 日，出品电影票房 426 亿元（排名第 4）；制片电影票房 193 亿元（排名第 9）。由此可见，公司拥有自上而下的内容基因。

表 2：博纳影业管理层简介（截至 24Q1）

姓名	职位	简介
于冬	创始人、董事长兼总经理	长江商学院 EMBA 硕士,新加坡管理大学工商管理博士。中国最成功的电影制片人、发行人、出品人之一。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、中国电影基金会副理事长等。
蒋德富	行政总裁	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。
齐志	董事，常务副总裁	自 2011 年至今历任博纳影业集团财务总监、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 超过 10 年 的财务报告、资金管理和资本市场经验。
陈庆奕	副总裁	从事影院业务工作和电影发行工作 超过 20 年 ，发行影片超过百部，拥有丰富的电影营销和发行经验。
孙晨	副总裁	2003 年 12 月入职博纳影业集团，历任博纳影业集团宣传总监、发行公司副总经理、总裁助理、集团副总裁职务。拥有 超过 20 年 的影视行业经验，入行至今参与宣传发行电影超过两百部。
屠姗	副总裁	2011 年 12 月入职博纳影业集团，历任博纳影业集团总裁办主任、人力行政部总监、集团副总裁职务。拥有 超过 10 年 的传媒行业综合管理经验。
姜寨瑾	副总裁	2006 年入职博纳，先后于东方神龙、北京保利博纳开拓影院业务板块，负责影院开发建设及运营管理。同时担任博纳影业集团选片人，负责进口片采购及引进手续。兼任版权总监、上海博纳文化传媒有限公司总经理，负责博纳影业集团大陆地区版权销售及上海博纳全部工作。2023 年 5 月起任博纳影业集团副总裁，全面负责集团海外事业部、版权购销部及上海博纳文化传媒有限公司的管理工作。
何英	财务总监	自 2014 年至 2022 年任完美世界控股集团有限公司高级财务总监，2022 年至 2023 年任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：iFind，公司招股书等公司公告，公司官网，德邦研究所

公司出品的作品兼顾商业性与艺术性，取得了良好的社会效益和经济效益。

根据灯塔专业版，截至 24 年 6 月 18 日，博纳影业累计出品影片约 297 部，累计参与影片总票房超过 683 亿元。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，其中：《长津湖》为中国影史票房冠军，《十月围城》、《龙门飞甲》、《桃姐》、《明月几时有》、《一代宗师》、《湄公河行动》、《无双》及《地久天长》等影片在中外各大电影节斩获多个奖项，获奖数量在民营电影公司中位居前列。

公司起步于香港电影发行，实现上下游产业链整合。1999 年，成立了中国首家民营电影发行公司，博纳雏形初现。2001 年，电影制片权、发行权正式向民营企业放开，博纳成为了全国第一个拿到电影发行牌照的民企。同年，凭借《我的兄弟姐妹》的发行一战成名，由此博纳也深度链接上了香港电影圈资源，陆续发行了《无间道》、《头文字 D》、《门徒》等。等到 2009 年时，80%在内地公映的港片都是由博纳发行的。

2005 年北京博纳国际影院投资管理有限公司正式成立，实现制作、发行、放映三个环节产业链布局。2008 年公司变更经营范围至包含“影院投资与管理、电影放映”。2019 年公司取得了《关于加快电影院建设促进电影市场繁荣发展的意见》出台后的第一张电影院线牌照。2019 年 4 月底，影院正式加盟博纳院线。投资、发行、院线和影院四大业务版图正式形成。

全产业链布局提升公司的竞争优势。上游投资把握内容，下游院线影院把控渠道，发行端整合上下游资源及长期积累的经验，进一步优化影片宣发，使得优秀作品“有的放矢”。

图 2：投资、发行、院线和影院业务商业模式



资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

表 3：博纳影业主要竞争对手产业链覆盖环节

	投资制作	发行	院线	影院
中国电影	✓	✓	✓	✓
上海电影	-	✓	✓	✓
万达电影	✓	✓	✓	✓
华谊兄弟	✓	✓	-	✓
光线传媒	✓	✓	-	-

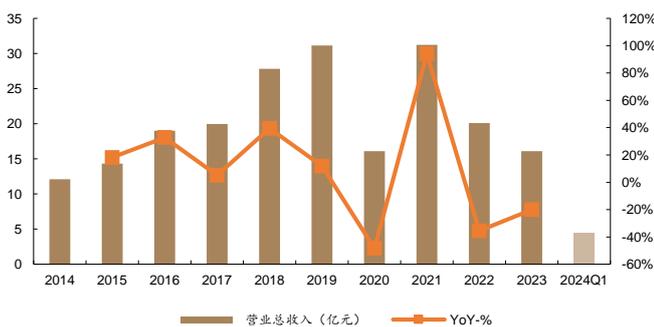
资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

1.2. 财务状况：23 年受电影投资营销承压；24Q1 归母净利润扭亏为盈

优质影片推动营收增长。公司总体营业收入呈现稳定增长的态势，2015-2022 年复合增长率在 4.99%。营业收入增长主要得益于公司出色的影视开发能力和丰富的 IP 资源，其中《红海行动》以 36.50 亿元取得了 2018 年年度票房冠军；《长津湖》以 57.72 亿元获得中国影史票房冠军，同系列的《长津湖之水门桥》以 40.67 亿获得 2022 年票房冠军。2023 年公司营收 16.08 亿元，同比-20%，主要由于主投影片票房不及预期。2024 年 Q1，公司营收 4.4 亿元，同比-16.10%。

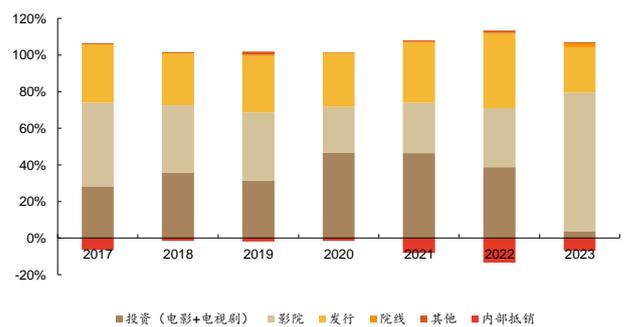
影院业务相对稳定。23 年投资收入占比为 4%，主要由于 23 年出品电影体量相对较小；发行业务占比 25%；影院业务比重大幅上升，达到 76%；院线业务占比略有上升。

图 3：2014-2024Q1 营业收入及增速



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

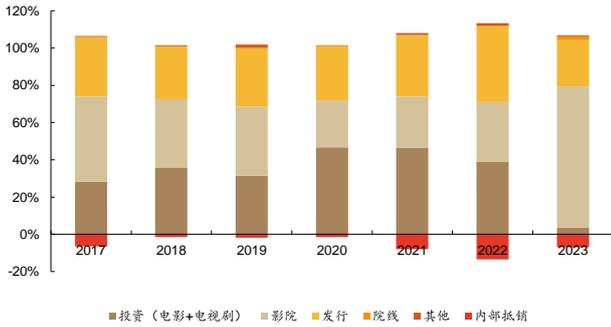
图 4：2017-2023 主营业务收入拆分



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

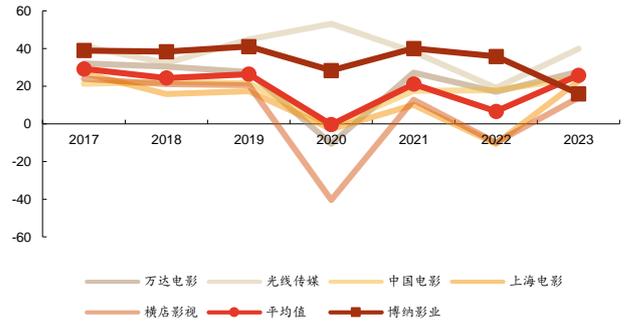
利润方面，主要受电影投资业务影响有所拖累。2023 年毛利率为 15.98% (可比公司平均 25.78%)；而 2017-2022 年，公司毛利率均高于可比公司平均水平。我们认为，23 年低于行业水平原因是，主要是受电影投资业务亏损影响。往年来看，公司投资业务均正向贡献利润。展望未来，公司优质片单储备丰富，电影投资业务毛利润有望转正。

图 5: 2017-2023 公司各板块毛利润 (亿元)



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

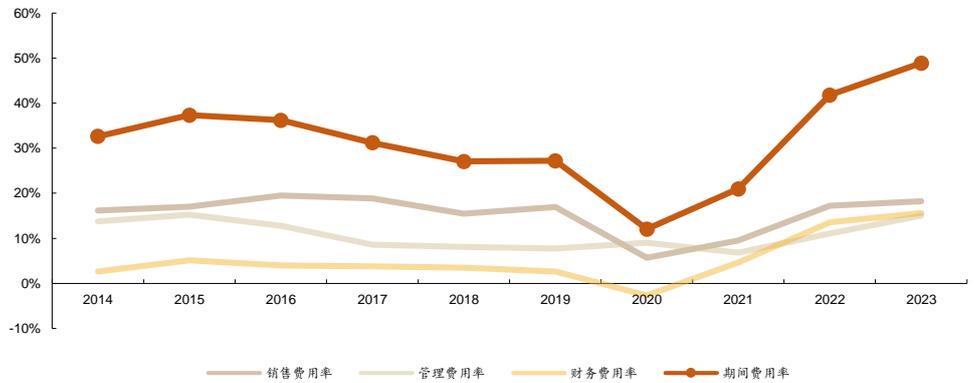
图 6: 2017-2023 公司及可比公司的毛利率 (单位: %)



资料来源: iFind, 各公司公告, 德邦研究所

期间费用率同比增加, 销售费用占比最大。23 年, 公司期间费用率约为 48.88%, 其中销售费用率 18.22%, 管理费用率 15.05%, 财务费用率 15.61%。

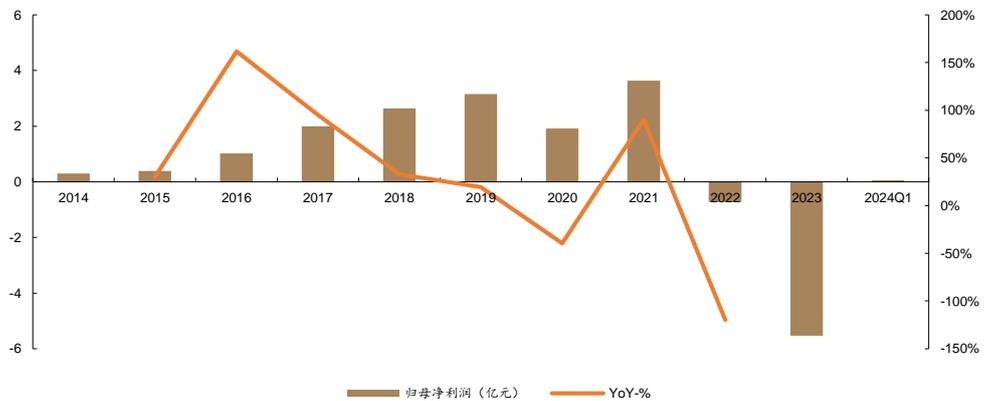
图 7: 2015-2023 期间费用率 (单位: %)



资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

2014-2019 年, 公司归母净利润逐渐增加; 2020 年受疫情影响略有下滑, 但 2021 年得益于《长津湖》等优质影片的出品、发行, 归母净利润突破新高。2022-2023 转盈为亏, 我们认为分别受影院和影片投资亏损影响。24Q1, 归母净利润扭亏为盈。

图 8: 2014-2024Q1 归母净利润 (单位: 亿元)



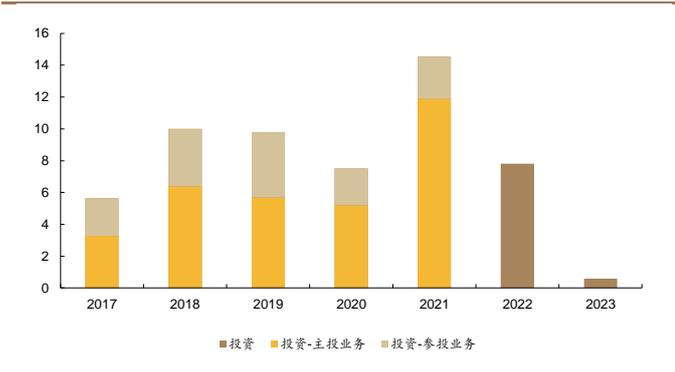
资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所

2. 业务分析：全产业链布局，多环节行业领先

2.1. 影视内容：主旋律商业片龙头，爆款驱动业绩增长

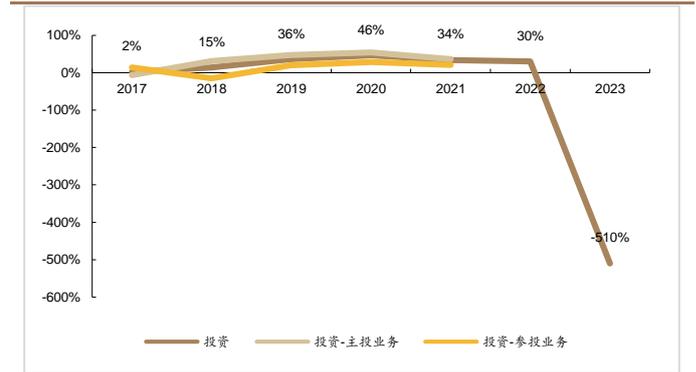
投资业务包含电影和电视剧两个板块，目前以电影投资收入为主。电影投资收入包含票房分账收益及版权收益，包括主投和参投两种模式。2021-2023 年公司投资业务营收 14.5/7.8/0.58 亿元，毛利润为 4.91/2.35/-2.97 亿元，同比 41%/-52%/-226%，对应毛利率为 34%/30%/-510%。公司投资业务收入受片单影响较大，但除 23 年，公司 19 年后投资业务毛利率基本稳定在 30-50%左右的水平。

图 9：2017-2023 年投资业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所
注：投资业务包含电影投资和剧集

图 10：除 23 年，公司 19 年后投资业务毛利率基本稳定在 30-50%左右的水平



资料来源：公司招股说明书、德邦研究所

主投业务驱动业绩增长，投资电影单片平均效益好。主投业务模式当中，公司参与到电影制作的全流程，主导组织并把控影片生产。2023 年公司上映主投主控影片 2 部，分别为《无名》和《爆裂点》，合计票房 10.31 亿元；参投影片 8 部，合计票房 58.64 亿元。由于公司主投主控的两部影片表现不及预期，电影业务板块营收较上年同期有所下降。

自成立以来，累计出品影片超过 300 部，累计总票房超过 600 亿元，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，其中《长津湖》为中国影史票房冠军。公司主投主控的“长津湖系列”影片共吸引了 2.3 亿人次观影，票房超过 98 亿元，成为中国影史票房最高的系列电影，创造了中国影史新纪录。

行业资源深厚，电影生产具有长期稳定的制作团队。电影行业具有人力资源密集的特点，公司与众多优秀的导演、监制、演员和编剧等行业核心人员建立并保持长期的合作关系，一方面通过签订长期合作协议确保合作可持续性，部分核心导演、制片人等承诺承担若干部电影的核心主创成员，另一方面影视艺人持股有利于提升合作忠诚度。部分合作电影取得了较好的票房成绩，其中林超贤、陈凯歌、徐文光（徐克）共同执导《长津湖》获得内地票房首位；林超贤导演《红海行动》、徐文光（徐克）导演《长津湖之水门桥》均获得了内地票房前十的成绩。

表 4：部分核心制片人、导演、演员合作内容与过往合作情况

重要合作方	合作内容	担任职位	作品名称	票房收入/亿元
林超贤	约定提供 5 部影片的编剧、导演、监制及制片管理服务	导演	《红海行动》	36.51
		导演	《湄公河行动》	11.8
		导演	《激战》	1.18
		共同执导	《长津湖》	57.75
		监制	《长津湖之水门桥》	40.67

姓名	约定/参与/合作内容	职务	作品名称	票房/评价
		导演、编剧、监制	《爆裂点》	1.0
		导演、编剧	《蛟龙行动》	即将上映
尔冬升	约定担任 4 部院线电影的导演工作和 12 部院线电影的监制工作	导演	《窃听风云 3》	3.09
		导演	《我是路人甲》	0.6
		监制	《武林怪兽》	0.8
		导演	《海的尽头是草原》	0.4
		导演	《少年时代》	即将上映
陈凯歌	约定承担 5 部电影的导演工作	导演、监制	《长津湖》	57.75
		导演	《志愿军：雄兵出击》	8.68
		监制	《长津湖之水门桥》	40.67
刘伟强	约定担任 5 部电影的监制工作	导演	《建军大业》	4.03
		监制	《烈火英雄》	17.07
		导演	《中国机长》	29.12
		导演	《中国医生》	13.28
庄文强	约定参与发展 1 部高素质电影项目	导演	《窃听风云 3》	3.09
		导演、监制	《无双》	12.74
章子怡	约定承担 1 部电影的演员工作	演员	《一代宗师》	2.89
		演员	《志愿军：雄兵出击》	7.78
陈宝国	约定合约期内为公司承担电影电视剧的演员工作	演员	《湄公河行动》	11.8
		主演	《湄公河行动》	11.8
张涵予	约定合约期内为公司提供 5 部院线影片的影视服务工作，其中 1 部为张涵予导演的影片	参演	《红海行动》	36.51
		主演	《中国机长》	29.12
		主演	《中国医生》	13.28
		友情主演	《长津湖》	57.75
		主演	《长津湖之水门桥》	40.67
刘德华	合约期内合作不少于 2 部影片	主演	《澳门风云 3》	11.2
		主演	《追龙》	5.77
徐文光 (徐克)	约定合约期内为公司制作 5 部独家合作影片	导演	《智取威虎山》	8.8
		共同执导	《长津湖》	57.75
		导演	《长津湖之水门桥》	40.67
		导演	《人体大战》	即将上映
陈国辉	约定在合约期内为公司担任 5 部电影的创作工作	导演	《烈火英雄》	17.07
		导演	《平凡英雄》	2.22

资料来源：灯塔专业版，公司招股说明书，公司公告，德邦研究所
注：票房收入截至 2024.04

主旋律佳作文化与经济效益兼得，细分领域龙头地位稳固。公司经过多年的探索，总结出主旋律与商业化拍摄相结合的“新主流”电影制片方法，取得了良好的经济效益与社会效益。《智取虎威山》作为博纳影业首部主旋律商业化电影，上映后取得 8.8 亿元票房，成为 2015 年元旦档票房冠军。后续公司沿用近似的制片方式，以多部曲的形式推出“中国胜利”“中国骄傲”“山河海”三个系列纵向延伸 IP 价值，凭借主投的 11 主旋律电影收获了 230 亿元的票房，片均票房超 20 亿元。主投电影实现豆瓣评分均分 7.1，电影口碑有所保障。

表 5：博纳影业主旋律电影票房及豆瓣评分情况

电影名称	系列电影	年份	参与方式	豆瓣评分	累计票房/亿元
《长津湖》	中国胜利三部曲	2021	主投	7.4	57.8
《长津湖之水门桥》	中国胜利三部曲	2022	主投	7.2	40.7
《红海行动》	山河海三部曲	2018	主投	8.2	36.5
《我和我的祖国》	国庆三部曲	2019	参投	7.6	31.7
《中国机长》	中国骄傲三部曲	2019	主投	6.6	29.1

《我和我的家乡》	国庆三部曲	2020	参投	7	28.3
《烈火英雄》	中国骄傲三部曲	2019	主投	6.4	17.1
《我和我的父辈》	国庆三部曲	2022	参投	6.5	14.8
《中国医生》	中国胜利三部曲	2021	主投	6.9	13.3
《湄公河行动》	山河海三部曲	2016	主投	8	11.9
《无名》	中国胜利三部曲	2023	主投	6.6	9.3
《智取虎威山》	山河海三部曲	2014	主投	7.7	8.8
《建国大业》	暂无	2009	参投	暂无	4.2
《建军大业》	暂无	2017	主投	暂无	4.1
《决胜时刻》	中国骄傲三部曲	2019	主投	6.4	1.2

资料来源：豆瓣、猫眼专业版、公司招股说明书、德邦研究所
注：票房数据截至 2024.04

与政府方合作紧密，影片拍摄多次获得政府机构指导。公司拍摄《湄公河行动》与公安部合作紧密，国家公安部提供了一流的道具和装备支持，且首次拿到了“境外持枪”许可证；《中国医生》受到卫健委、国家疾控中心的专业指导等。

影片储备丰富，关注后续档期“三大三小”片单节奏。公司将形成“三大片、三小片、三剧集”的稳定创作生产格局：即每年稳定推出主投主控的三部大片，征战春节档、暑期档和国庆档；三部中小成本影片，满足小长假和周末档期。到 2026 年底，公司计划为电影市场供应 18 部以上的影片。公司储备电影丰富，24 年暑期档包括成龙主演影片《神话》的续篇《传说》、《红楼梦之金玉良缘》；《蛟龙行动》正在拍摄；由徐克执导的动画片《人体大战》在前期筹备过程中；《克什米尔公主号》今年下半年即将开机，有望在明年上映。

表 6：公司影片投资概况（单位：亿元）

序号	电影	计划投资金额	累计票房/亿元
1	《智取威虎山前传》	2.45	未上映
2	《蛟龙行动》	5	未上映
3	《反恐行动》	2.5	未上映
4	《克什米尔公主号》	1.2	未上映
5	《汶川大地震》	1.2	未上映
6	《一代枭雄》(《暗枪》)	0.75	未上映
7	《无名》	0.7	9.3
8	《少年时代》	0.5	未上映
9	《传说》	2.9	未上映
10	《人体大战》	1.2	未上映

资料来源：公司招股说明书、公司公告、德邦研究所
注：公司招股书中《红海行动 2》与《虎鲸行动》合计计划投资 5 亿，目前已合并更名为《蛟龙行动》

我们认为公司在投资制作主旋律电影存在领先于行业的竞争优势，题材创作方面嗅觉敏锐，内容制作方面主创团队经验丰富制作纯熟；影片储备上，优质主旋律 IP 续作有望稳住营收基本盘，新作推出赋予业绩弹性，充分保证未来三大档期内的影片储备。

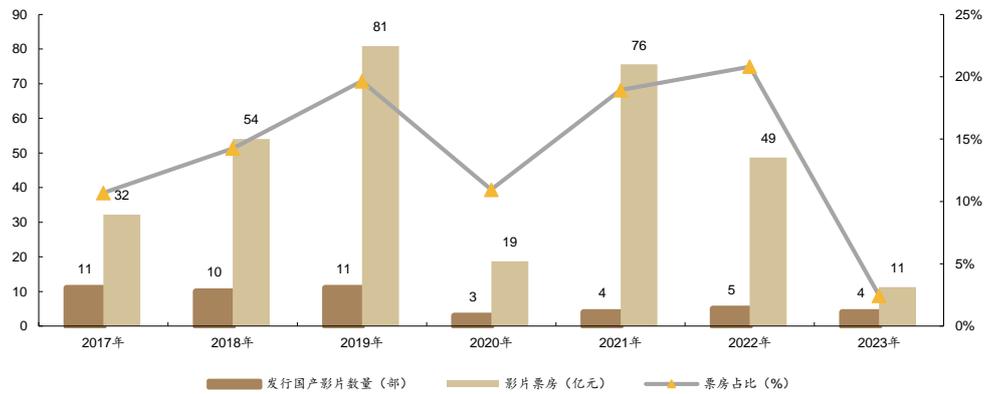
此外，公司尝试动画赛道。新增电影项目《人体大战》，项目总投资为 12,000 万元，公司预计实现 31%-40% 投资回报率。《人体大战》由著名导演徐克执导，通过独特的视角来探讨个体与整体的关系，将生物学的概念与个体成长的旅程相结合。

2.2. 发行业务：高毛利率业务巩固竞争优势

公司是国内首家从事电影发行的民营企业，发行能力稳居业内前列。发行业务是宣传推广电影，并且向院线、影院及互联网平台等播放渠道发行影片，根据取得发行权方式分为代理发行和买断/保底发行。根据灯塔专业版，截至 24 年 6 月 18 日，公司已发行影片超过 200 部，累计票房已接近 430 亿元。其中，23 年公司参与发行 4 部影片，合计票房 11.24 亿元。

公司采取稳健的发行策略，更专注于代理发行。公司在 2019-2021 年分别发行影片 18/4/4 部；代理发行影片 12/3/4 部，买断/保底发行影片 6/1/0 部，代理发行成为主要的发行方式。代理发行业务中，公司会预先垫付电影宣发费用，影片上映后收回垫付的宣发费用，并收取一定比例的票房分账及版权销售收入作为代理发行佣金，是在经济上更为稳健的发行方式。

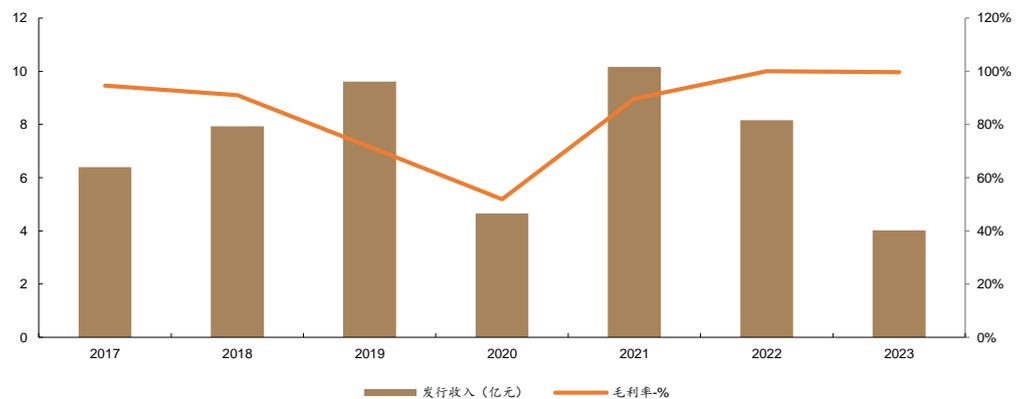
图 11：博纳影业 2017-2023 年发行国产影片数量、票房及占比



资料来源：公司招股说明书，灯塔专业版，德邦研究所
注：票房占比口径为占国产票房比（含服务费）

公司发行业务保持较高毛利率，具备竞争优势。2021-2023 年公司发行业务分别实现营收 10.17/8.16/4.02 亿元，对应毛利润率 90%/100%/100%。其中，代理发行业务按照净额法确认收入，无营业成本，影片产生的宣发费用计入销售费用。

图 12：2017-2023 年发行营业收入拆分及毛利率



资料来源：iFind，公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

2.3. 院线、影院业务：进一步完善产业链布局，经营稳定

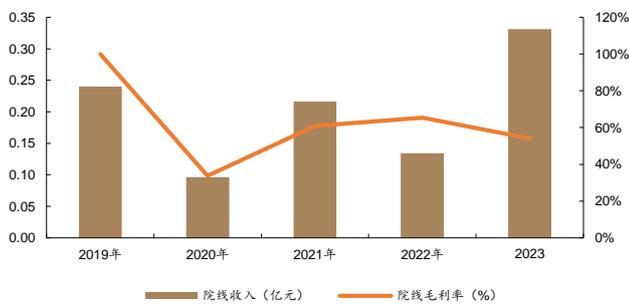
2019 年获院线经营牌照，2023 年院线收入 0.33 亿元，营收占比近 2%。院

线业务会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，收入主要来自院线管理费、影片推广费收入等。截至24年4月，全国院线数量共有49条，经营牌照属于壁垒性资源。

2021-2023年院线收入为0.22/0.13/0.33亿元，对应毛利率61%/65%/54%。截至2023年底，公司院线旗下已加盟127家影院，包含101家公司旗下影院及26家外部加盟影院，同比净增加9家。2023年博纳院线票房收入在全国院线中排名第13，同比持平，市场份额占比为2.26%（不含服务费）。

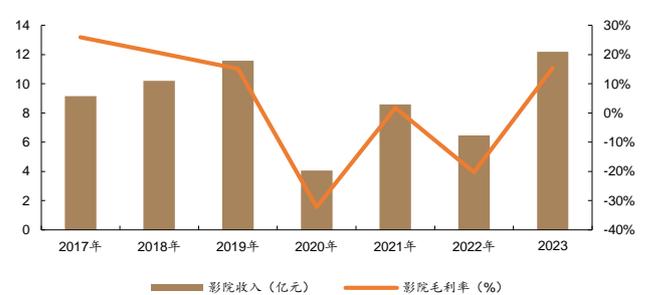
影院业务是为电影观众提供影片放映服务以及相关配套服务，是电影产业链终端。公司旗下的影院均为控股型影院，目前主要加盟博纳院线。影院业务2021-2023年营业收入分别为8.58/6.47/12.18亿元，对应毛利率1.71%/-20.29%/15.45%，毛利率水平已恢复至2019年。2023年，博纳影院票房收入在全国影投中排名第7，同比排名上升1位。

图 12：2017-2023 院线业务收入及毛利率



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

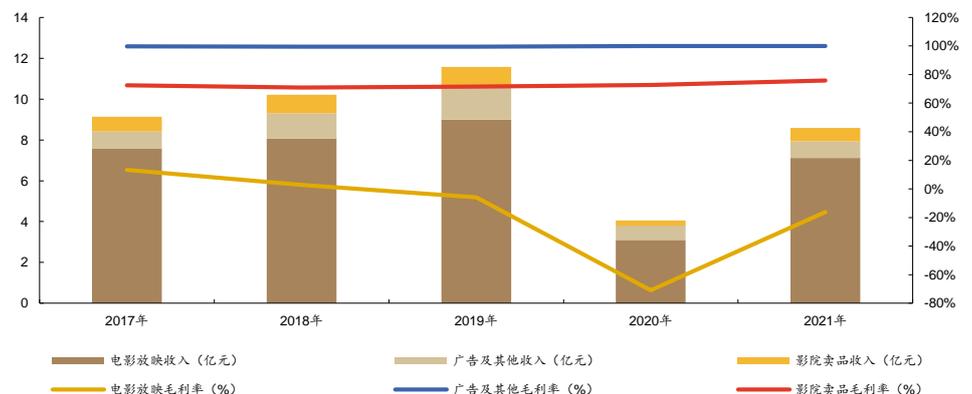
图 13：2017-2023 影院业务收入及毛利率



资料来源：iFind，公司公告，德邦研究所

其中电影放映是最主要的影院业务收入来源，2019-2021年收入9/3/7亿元，对应毛利率-6%/-71%/-16%。

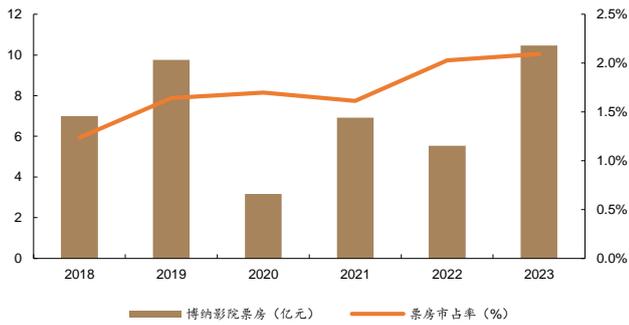
图 13：公司影院业务收入拆分



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

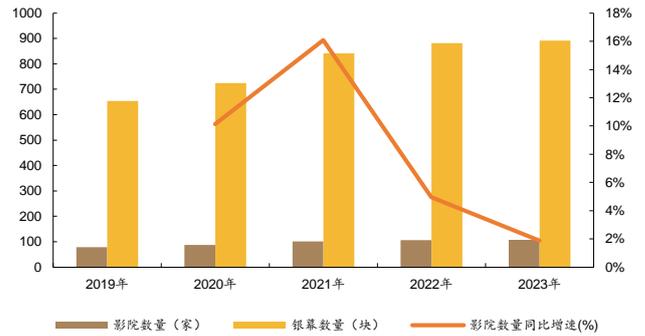
影院票房稳居前十，旗下影院产出较高。博纳影院票房总额近5年维持在影投公司前10名，且市占率逐步提高，2023年约为2.09%。根据拓普数据，在票房Top10中，博纳影院场均收入685.43元，排名第四；单影院产出1117.13元，位居第四。由此反映出，博纳影投旗下影院整体经营效率较高。

图 14: 2018-2023 博纳影业票房收入及市占率 (不含服务费)



资料来源: 灯塔专业版, 德邦研究所

图 15: 2019-2023 影院数量及同比增速、银幕数量



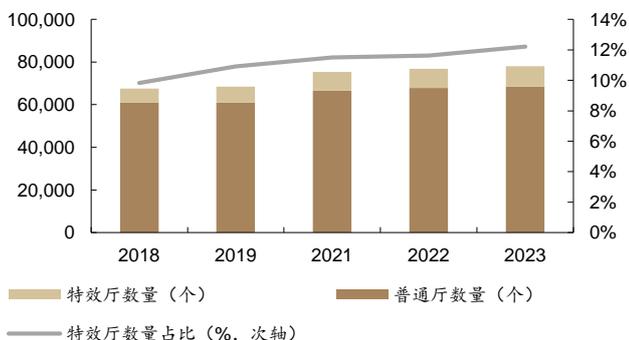
资料来源: 公司招股书, 公司年报, 德邦研究所

抄底收购多家影院, 逆势扩大影院业务基本盘。公司采取收购的方式扩张影院业务, 影院数量是驱动影院业务增长的核心动力之一。疫情寒冬导致影院停摆, 业绩低迷, 尾部企业缺乏其他业务支撑退出行业; 2021 年, 博纳以 1.4 亿元收购 7 家业界公认高端品牌 UA 影院, 平均收购金额 2000 万元; 对比 2017 年大地影院以 33.87 亿元收购橙天嘉禾旗下影院 76 所, 平均收购金额超 4000 万元。

着力经营一二线影城。公司影院已覆盖了北、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。公司影院分布在一二线城市占比 73%, 其中位于北京、深圳的影院数量最多。相较于下沉市场, 一二线城市对于票价的承受天花板更高, 观影习惯更为成熟, 因此票房基本盘相对更大。

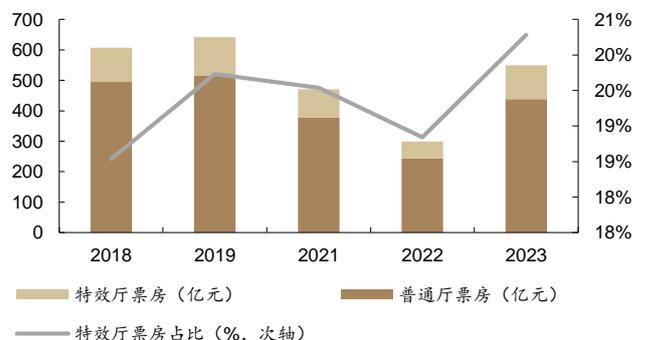
影院逐步高端化, 有望带动票价提升。在自营影院方面, 截至 2023 年底, 公司共拥有自有影城 108 家, 银幕总数 892 块, 其中 32 块 IMAX 幕, 17 块 BONA ONE 幕, 3 块 CINITY 幕, 20 块中国巨幕, 13 个 SCREENX 厅。特效厅票房优势凸显, 增速高于大盘。2023 年全国特效厅数量已达 9520 个, 占全国总影厅数的 12.2%。2023 年特殊厅全年票房 111.4 亿, 占比达到 20.3%, 同比 2022 年大幅增长 97.5%。2023 年巨幕厅票房 79.68 亿, 票房市占率保持高位, LED 厅票房同比增幅最为明显。

图 16: 2023 年特效厅数量已达 9520 个



资料来源: 拓普数据, 德邦研究所

图 17: 2023 年特殊厅全年票房 111.4 亿, 占比达到 20.3%



资料来源: 拓普数据, 德邦研究所

3. 行业分析: 供需两端修复, 行业盈利估值双升可期

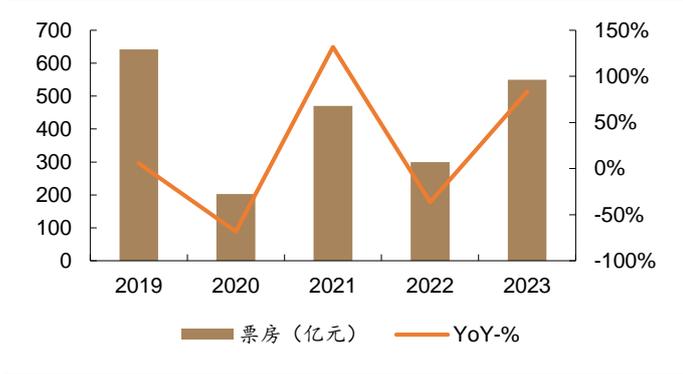
3.1. 市场回暖, 观影消费呈现旺盛态势

2023 年, 中国电影行业迅速回暖。根据拓普数据, 2023 年中国内地电影市

场总票房 549.15 亿，同比 2022 年增长 83.5%，基本恢复至 2017 年水平。观影人次 12.99 亿，同比增长 82.56%；放映场次 1.31 亿场，同比增长 28.08%，作为疫情后的开局之年，创下影史终端放映数量的最高水平。

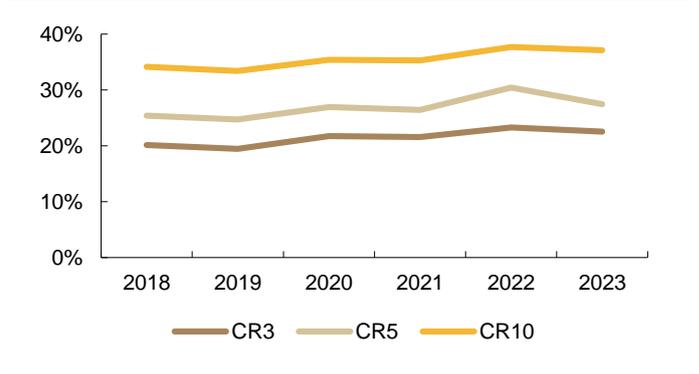
行业内部“洗牌”的节奏加快，头部院线公司有更多机会整合做强。影院票房集中度同比明显提升，根据拓普数据，2023 年票房 300 万以上影院数量占比 48% 较 2022 年的 26% 有明显增长。影投方面，23 年市场集中度较疫情前有所增加，或主要由于疫情带来的行业出清。院线方面，截至 24 年初全国共有 49 条城市院线，较 22 年 8 月减少 2 条。

图 18：2019 年-2023 年全国总票房（亿元）



资料来源：iFind，德邦研究所

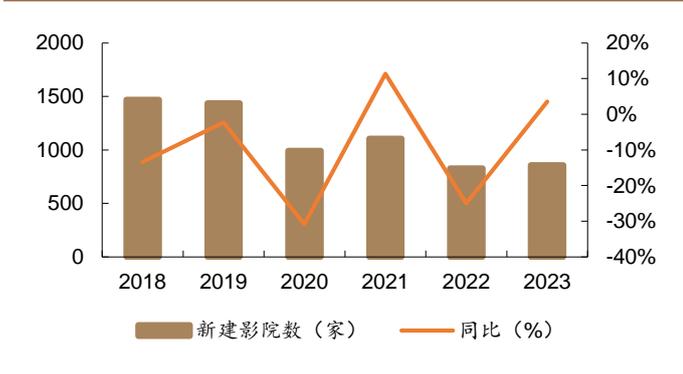
图 19：2018 年-2023 年影投市场集中度 (%)



资料来源：猫眼专业版，德邦研究所

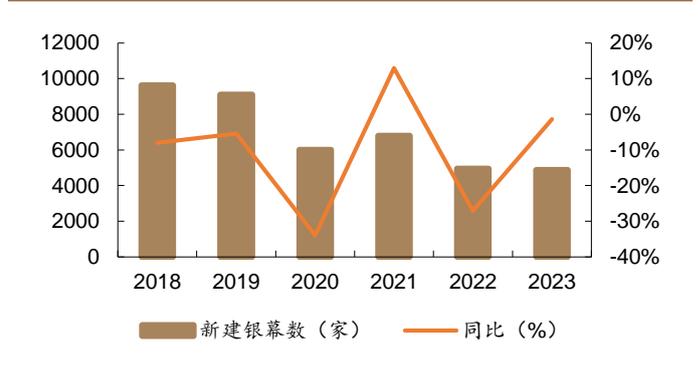
自 2020 年后，影院新建持续趋缓，因此更趋于成熟市场的存量竞争。2023 年在映影院数 1.28 万家，同比仅增长 1.1%。影院新建数量逐渐缩减，2023 年新建影院 857 家，同比 2022 年增长 3.5%，而 2018-2019 年，新建影院数量均超过 1400 家。2023 年新建银幕数量 4880 块，较 2022 年小幅减少 70 块，数量仅为 2019 年疫情前的 53.6%。

图 20：2023 年新建影院 857 家



资料来源：拓普数据，德邦研究所

图 21：2023 年新建银幕数量 4880 块



资料来源：拓普数据，德邦研究所

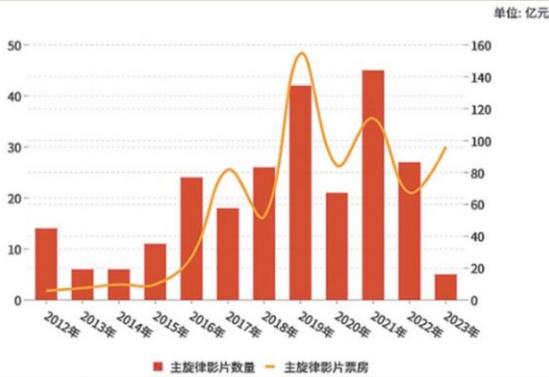
3.2. 主旋律影片正当时，公司聚焦赛道大有可为

根据新华日报，近十年，主旋律电影不断进阶，成为各大档期的“顶梁柱”，不断突破票房天花板，成为中国内地院线的主力军。2009 年，中国主旋律影片迎来史上第一个小高潮，《建国大业》公映三天后，票房就突破了亿元大关。2016 年，《湄公河行动》成为首部超 10 亿元票房的主旋律电影。2019 年，主旋律电影迎来了全面爆发，上映数量达 42 部，票房达 154 亿元。我国主旋律电影的总票房从

2012 年的 5.75 亿元增长至 2021 年的 114 亿元，占全国票房的份额从 3% 提升至 20%。

题材方面，主旋律电影与各类不同背景故事相结合，触达更广阔的观众群体。早期主旋律电影多以战争、历史和英雄人物传记为主；但近年来，主旋律电影突破传统类型限制，商业化与类型化的结合和转变。尤其是《战狼》后，主旋律类型化进入高速发展阶段，灾难、冒险等各类题材融入主旋律内容，例如《中国医生》是以医护人员为原型创作的抗疫题材影片；《中国机长》改编自川航 3U8633 航班紧急降落的事件；《攀登者》改编自中国登山队两次登顶珠峰的经历；《万里归途》作为首部聚焦外交官撤侨事件的新主流电影。

图 22：主旋律电影 2019 年后迎来全面爆发（截至 2023/05）



资料来源：新华日报，猫眼专业版，德邦研究所

图 23：主旋律电影题材丰富（截至 2023/05）



资料来源：新华日报，猫眼专业版，德邦研究所

主旋律电影之所以成功，我们认为原因在于：

1) 国庆档与“主旋律”形成强关联。2019 年后，主旋律电影密集上线国庆档，《我和我的祖国》系列，《长津湖》等贡献档期内主要票房，奠定档期主旋律基调。

表 7：2015-2022 年国庆档票房前三，占档期总票房比重基本达到 75% 以上

(亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
No.1	夏洛特烦恼	湄公河行动	羞羞的铁拳	无双	我和我的祖国	我和我的家乡	长津湖	万里归途
	5.59	5.32	12.57	5.83	18.30	17.15	29.79	9.36
No.2	港囧	从你的世界路过	英伦对决	李茶的姑妈	中国机长	姜子牙	我和我的父辈	平凡英雄
	5.50	4.67	3.56	3.79	16.04	12.69	8.91	1.12
No.3	九层妖塔	爵迹	追龙	影	攀登者	夺冠	皮皮鲁与鲁西西之罐头小人	哥，你好
	4.65	2.75	3.36	3.59	5.73	3.29	0.38	0.71
CR3	85%	80%	78%	75%	96%	91%	96%	81%

资料来源：猫眼专业版，德邦研究所 注：票房不含服务费

2) “小切口、大视角”的手法以适应了大众文化的消费需求。早期主旋律影片大多取自我国的革命历史和著名的历史人物。采用纪实的手法，以还原重大革命历史事件和歌颂模范人物为目的，制作模式程式化。近些年来，主旋律电影力打破以往“重述历史”的套路，例如 2019 年，《我和我的祖国》创作视线逐渐从大人物下移到平凡小人物。

3) 高质量商业化制作与宣发，进一步推动票房。影片叙事节奏、人物刻画及视觉效果，具备高水平商业化的质量；豪华的明星阵容，制造了大量话题，保证了

电影的话题度和知名度。

4) 政策端暖风频吹。《“十四五”中国电影规划》提出“进一步完善重大革命和历史题材电影的创作领导工作机制。围绕庆祝中国共产党成立 100 周年、迎接党的二十大胜利召开、纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 80 周年等重要时间节点，精心组织好重点影片的创作生产”，国家鼓励创作与爱国主义为核心的电影。

博纳影业在主旋律赛道深耕多年。据灯塔专业版数据，我国主旋律电影 TOP15 中有 7 部是公司出品，累计票房 206.37 亿元。我们认为公司在主旋律赛道具备较强的竞争优势，具备成熟的主旋律商业片运作体系，能够在自己擅长的领域大有可为。

表 8：历史主旋律影片票房 Top15

排名	上映日期	影片名称	总票房/亿元	出品公司
1	2021/9/30	长津湖	57.8	博纳影业
2	2017/7/27	战狼 2	56.9	登峰国际部
3	2022/2/1	长津湖之水门桥	40.67	博纳影业
4	2018/2/16	红海行动	36.5	博纳影业
5	2019/9/30	我和我的祖国	31.8	华夏电影
6	2020/8/21	八佰	31	华谊兄弟
7	2019/9/30	中国机长	29.1	博纳影业
8	2020/10/1	我和我的家乡	28.3	北京京西
9	2019/8/1	烈火英雄	17.1	博纳影业
10	2022/9/30	万里归途	15.93	华策电影
11	2021/9/30	我和我的父辈	14.8	中国电影
12	2021/7/9	中国医生	13.3	博纳影业
13	2021/4/30	悬崖之上	11.9	中国电影
14	2016/9/30	湄公河行动	11.9	博纳影业
15	2020/10/23	金刚川	11.3	华谊兄弟

资料来源：猫眼专业版，灯塔专业版，艺恩电影智库，德邦研究所
 注：数据截至 2023.10.31

3.3. AIGC：Sora 架构革新带来一致性突破，影视领域落地可期

Sora 带来“一致性”突破，有望进一步落地影视场景。2023 年，基于 Diffusion 的视频生成模型密集发布，例如 Gen-2、Pika、SVD 等，但主要的瓶颈在于一致性，生成的人物和场景无法在每一帧中保持一致，因此应用落地有限。同时，模型单次生成的视频时长最长为 18 秒，虽然支持通过预测延长视频，但延长后的视频通常缺乏一致性和逻辑性。

根据 Sora 发布的 Demo，模型在一致性方面获得巨大突破。1) **3D 一致性：**Sora 可以生成摄像机动态运动的视频，随着摄像机的移动和旋转，人物和场景元素在 3D 空间中的移动会保持一致。2) **长期连续性：**Sora 经常（并非总是）能够有效地模拟短距离和长距离依赖关系。例如，即使人、动物和物体被遮挡或离开画面，也能保持它们的存在。3) **对象永恒性：**Sora 能在单个样本中生成同一角色的多个镜头，并在整个视频中保持其外观。**真实性方面，当与物理世界产生互动，Sora 有时可以模拟一些影响世界状态的简单动作。因此，我们认为，Sora 带来的架构升级，为 AI 生成视频在长视频领域落地带来机会。**

国内 AI 动画已率先落地；海外 AI 生成作品已登陆银幕。国内方面，2 月 26

日晚间，国内首部文生视频 AI 动画片《千秋诗颂》在央视综合频道开播，从美术设计到动效生成，再到后期成片，该片均为 AIGC 辅助制作。**AI 赋能后，制作效率提升 3 倍。**海外方面，3 月 6 日，《终结者 2》翻拍作品《我们的终结者 2 重制版 (Our T2 Remake)》在洛杉矶首映。其创作团队由 50 位 AI 领域艺术家组成，利用 Midjourney、Runway、Pika、Kaiber、Eleven Labs、ComfyUi、Adobe 等多个 AIGC 工具进行创作，不使用原电影中的任何镜头、对话或音乐，确保《Our T2 Remake》所有内容均为原创。

我们判断：1) 在当前技术节点，由于一致性问题尚未完全解决，对重要人物和场景事先建模或为中间阶段的最优解。同时，从专业影视角度，另一难点在于可控性，特别是针对镜头画面，例如镜头轨迹等。后续一致性、可控性的提升或是技术优化迭代的关键。2) 动画生成较真人难度更低，有望率先落地并产生革命性的突破。传统动画的生产模式是人力密集型，通过画师绘制图纸并相连；现如今 AI 的应用会大幅缩短制作流程，也降低人力成本。从长期来看，AI 降低制作门槛，优质的内容与 IP 是未来的核心竞争要素。

公司对 AIGC 的探索与应用会在几个层面，包括影视剧内容生成、艺人角色养成、电影后期辅助、IP 授权合作等。

在后期领域，AI 赋能影视已相对成熟，公司已有应用落地。从演员换脸到现场合成，AI 技术的应用将大大缩短影片制作的周期。公司即将上映的电影《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 岁成龙的样貌。

图 24:《传说》中，AI 生成的年轻成龙



资料来源：博纳影业集团公众号，德邦研究所

在制作领域，公司积极探索，AIGC 科幻短剧集《三星堆：未来启示录》发布。6 月 17 日，公司与抖音、即梦 AI 三方首次进行 AIGC 短剧合作，AI 科幻短剧集《三星堆·未来启示录》即将在抖音平台上线。该剧第一季共 12 集，由抖音联合出品，将在抖音短剧暑期档播出。

图 25: AIGC 科幻短剧集《三星堆：未来启示录》



资料来源: DONEWS, 德邦研究所

公司与广东广播电视台、南沙区政府共同发布了“大湾区未来影视产业制作基地”建设计划。基地将深度整合 VR、AR、MR 和 AI 等元宇宙相关的技术应用，构建未来影视制作环境，为影视创作者解锁无限创意空间。

4. 盈利预测与估值

4.1. 关键假设与盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 29.76/36.67/38.52 亿元，同比 85.1%/23.2%/5.1%；归母净利润分别为 3.06/5.13/5.66 亿元，同比 155.3%/67.8%/10.3%。24 年公司参投的《飞驰人生 2》票房表现出色，暑期档《传说》、《红楼梦之金玉良缘》已定档；其他重点片单包括《蛟龙行动 2》《克什米尔公主号》等，因此我们认为在影片投资端公司有望大幅恢复。

表 9: 主要业务收入预测 (百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2011.54	1608.05	2976.47	3667.14	3852.47
YoY-%	-36%	-20%	85%	23%	5%
其中: 影院	646.69	1217.67	1434.62	1520.49	1604.19
YoY-%	-25%	88%	18%	6%	6%
发行	816.02	402.13	693.25	1460.78	1533.82
YoY-%	-20%	-51%	72%	111%	5%
投资	697.42	58.19	959.65	857.90	900.79
YoY-%	-52%	-92%	1549%	-11%	5%
院线	13.43	33.15	36.83	38.02	40.39
YoY-%	-38%	147%	11%	3%	6%

资料来源: iFind, 公司公告, 德邦研究所预测

可比公司 24-26 年平均 PE 为 28/23/20 倍，公司 24-26 年 PE 为 27/16/15 倍。公司是国内稀缺且优质的主旋律商业化电影投制方，拥有丰富的行业资源、一流的制作水平与对影片精准定位，同时内容储备丰富，有望提升项目稳定性和业绩确定性。此外，AIGC 赋予公司长期成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值 (截至 2024/6/18)

股票代码	公司简称	总市值/亿元	预测归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E

002739.SZ	万达电影	285.06	14.21	17.04	19.83	20	17	14
300251.SZ	光线传媒	263.44	10.65	12.09	13.74	25	22	19
600977.SH	中国电影	211.34	7.11	8.16	9.09	30	26	23
601595.SH	上海电影*	94.17	2.60	3.54	4.38	36	27	21
603103.SH	横店影视	94.62	3.29	3.98	4.60	29	24	21
平均值						28	23	20
001330.SZ	博纳影业*	83.16	3.06	5.13	5.66	27	16	15

资料来源：iFind，德邦研究所 注：*为德邦研究所预测，其他为 iFind 一致预期

5. 风险提示

宏观经济波动、票房表现不及预期、作品无法如期上映等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)				
每股收益	-0.40	0.22	0.37	0.41
每股净资产	4.52	4.72	5.10	5.51
每股经营现金流	-0.06	0.14	0.39	0.55
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估 (倍)				
P/E	—	27.19	16.21	14.70
P/B	1.59	1.28	1.19	1.10
P/S	5.17	2.79	2.27	2.16
EV/EBITDA	-1,146.72	24.25	15.91	14.15
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	16.0%	35.0%	46.1%	46.1%
净利润率	-34.5%	10.3%	14.1%	14.8%
净资产收益率	-8.9%	4.7%	7.3%	7.5%
资产回报率	-3.5%	1.6%	2.9%	2.7%
投资回报率	-3.4%	2.6%	3.9%	3.9%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	-20.1%	85.1%	23.2%	5.1%
EBIT 增长率	-379.8%	194.0%	57.7%	8.0%
净利润增长率	-631.9%	155.3%	67.7%	10.3%
偿债能力指标				
资产负债率	60.2%	65.5%	60.9%	64.4%
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.6	0.8	0.8
现金比率	0.5	0.3	0.5	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	166.7	150.0	150.0	150.0
存货周转天数	413.0	400.0	400.0	400.0
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	1.9	3.6	4.6	4.9

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	-553	306	513	566
少数股东损益	-2	2	3	3
非现金支出	766	90	95	101
非经营收益	111	136	134	151
营运资金变动	-401	-341	-209	-71
经营活动现金流	-79	193	536	750
资产	-141	-35	-28	-26
投资	-518	-52	-69	-93
其他	64	89	110	116
投资活动现金流	-595	2	12	-3
债权募资	-129	500	500	500
股权募资	1	-19	0	0
其他	-319	-255	-280	-305
融资活动现金流	-447	226	220	195
现金净流量	-1,123	418	768	942

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,608	2,976	3,667	3,852
营业成本	1,351	1,935	1,977	2,076
毛利率%	16.0%	35.0%	46.1%	46.1%
营业税金及附加	34	89	110	116
营业税金率%	2.1%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	293	362	719	755
营业费用率%	18.2%	12.2%	19.6%	19.6%
管理费用	242	298	348	347
管理费用率%	15.1%	10.0%	9.5%	9.0%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	-469	441	696	751
财务费用	251	176	198	195
财务费用率%	15.6%	5.9%	5.4%	5.1%
资产减值损失	-173	0	0	0
投资收益	54	89	110	116
营业利润	-574	384	644	711
营业外收支	-24	0	0	0
利润总额	-598	384	644	711
EBITDA	-12	532	791	852
所得税	-43	77	129	142
有效所得税率%	7.2%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	-2	2	3	3
归属母公司所有者净利润	-553	306	513	566

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,262	2,349	3,165	4,185
应收账款及应收票据	592	1,889	1,167	2,043
存货	1,632	2,667	1,725	2,888
其它流动资产	1,694	2,432	2,384	2,603
流动资产合计	6,179	9,337	8,441	11,720
长期股权投资	502	502	502	502
固定资产	827	828	805	779
在建工程	22	0	0	0
无形资产	11	14	17	20
非流动资产合计	9,406	9,432	9,472	9,528
资产总计	15,584	18,770	17,913	21,248
短期借款	1,136	1,636	2,136	2,636
应付票据及应付账款	1,119	3,180	1,213	3,400
预收账款	19	30	37	39
其它流动负债	2,686	3,014	3,102	3,179
流动负债合计	4,961	7,860	6,488	9,254
长期借款	1,426	1,426	1,426	1,426
其它长期负债	2,997	2,997	2,997	2,997
非流动负债合计	4,423	4,423	4,423	4,423
负债总计	9,383	12,282	10,910	13,677
实收资本	1,375	1,375	1,375	1,375
普通股股东权益	6,211	6,496	7,009	7,575
少数股东权益	-10	-9	-6	-3
负债和所有者权益合计	15,584	18,770	17,913	21,248

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师；2023年界面荣耀分析师传媒第一名。2023年21世纪金牌分析师传媒互联网第5名；港股及海外市场第5名。

王梅卿，2022年加入德邦证券研究所传媒互联网海外组。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。