

2018 年中国电影电视剧行业研究报告

目录

一、行业整体运行情况.....	3
二、子行业分版块分析.....	4
1. 电影	4
(1) 行业供需.....	4
(2) 行业竞争.....	7
(3) 未来发展.....	9
2. 电视剧	9
(1) 行业供需.....	9
(2) 行业竞争.....	14
(3) 未来发展.....	14
三、行业政策.....	14
(1) 电影行业.....	15
(2) 电视剧行业.....	15
四、行业内主要企业特点及其竞争力分析.....	17
五、影视行业整体信用水平分析.....	27
六、行业关注.....	29
七、行业展望.....	31

蜜蜂学堂



HELLO同学们，
不要错过让你洞察
整个商业世界的
蜜蜂内参



扫码添加Eva助教拉你入群



每日精选3份最值得关注的学习
资料给你

报告概要:

网络自制剧的迅速发展对传统影视企业造成巨大冲击，大量传统影视制片人和资本“入网”，精品内容高溢价性持续体现。在经济增速逐渐趋缓的大背景下，影视娱乐产业成为拉动经济增长的重要推动力。随着如腾讯、阿里巴巴、万达电影等集团型企业向娱乐传媒行业扩张及大量社会资本的流入，未来行业竞争加剧，预期行业内龙头企业将逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和专题优势的中型娱乐传媒企业也将获得一定的生存空间。

政策方面，2018年以来，伴随“票补取消”的预期，电影行业将进入充分竞争态势，同时企业收入规模将受到一定影响。国家相关政策赋予影视行业相关增值税减免和政府补助在逐年下降，对影视行业利润水平造成一定影响。影视行业，在受到诸多导向性的政策限制的同时，更是迎来了多项利好，影视行业将向着内容精品化、优良化的方向发展。在最新的行业政策的引导和鼓励下，未来影视行业有望持续保持健康良好的发展态势。

从影视行业发债企业整体信用水平来看，近三年影视行业发债企业经营效率有所下降；盈利能力一般；偿债能力一般；整体信用水平较为稳定。

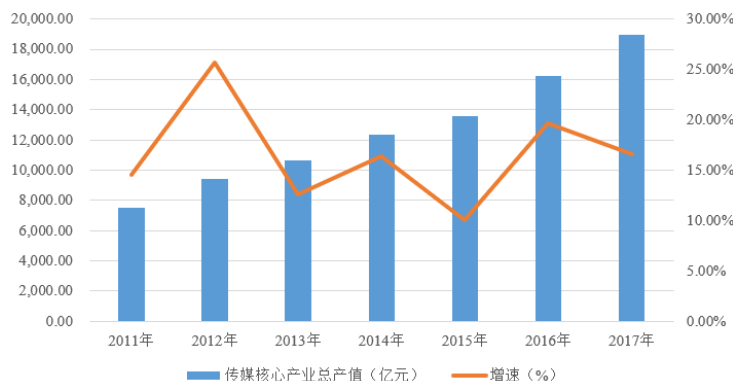
总体看，影视行业近年发展态势较好，随着新媒体迅速发展，中国影视剧进入多媒体传播时代，网络剧发展成为电视剧制作公司新的利润增长点。影视行业将向着内容精品化、优良化的方向发展。

一、行业整体运行情况

现阶段中国娱乐传媒已经走过最初的粗放式发展阶段，产业规模持续扩大，预计短期内将保持高速增长，但在我国经济增速放缓的大背景下，未来行业整体增速或将逐步减慢。

2011~2017 年是我国 GDP 增速逐年放缓的几年，在经济逐渐步入“新常态”的宏观背景下，我国娱乐传媒行业受益于网络视频及手机游戏等细分领域的快速发展持续领跑 GDP，保持高速发展态势，年均复合增长 16.71%。2015 年，中国传媒产业增速较 2014 年略有放缓，主要系面对复杂多变的全球经济环境，我国的经济增速开始放缓，各行各业的投资趋于谨慎所致。在不景气的宏观经济背景下，中国传媒产业在 2015 年仍然增长了 10.04%，整体市场规模达到 13,599.00 亿元人民币。2016 年中国传媒产业总体规模达到 16,270.50 亿元，同比增长 19.64%，较 2015 年有所回升，主要系以 90 后为主的娱乐消费主力带动 IP 引领的影视子版块产值增长所致。2017 年传媒行业内部结构持续调整，传统媒体市场仍持续整体衰落。2017 年，移动互联网的市场份额接近一半，传统媒体总体规模仅占五分之一，其中报刊图书等平面媒体的市场份额不到 6%。互联网广告和网络游戏已成为传媒产业中的支柱行业，网络视频、手机游戏、数字音乐与数字阅读是增长潜力最大的细分市场。在网络媒体兴起和年轻人群的推动下，传媒产业呈现整体繁荣的态势。2017 年，中国传媒产业总产值达 18,966.70 亿元，同比增长 16.57%。展望未来，在新媒体新内容不断涌现、文化消费需求日益提升、行业政策正向引导的多重驱动下，传媒行业基本面有望持续向好，并有望在 2020 年突破 3 万亿元，但行业增速或将逐步减慢。

图 1 2011~2017 年娱乐传媒行业总产值及增速情况



资料来源：中国产业信息网，联合评级整理

电影行业市场容量快速扩大，但新增竞争者快速加入，竞争进一步激化；电视剧行业受到新媒体的冲击，产量逐年下降但品质有所提升。

分板块来看，2015 年的中国电影市场票房达 440.69 亿元，影片产量和放映数量均有所增长，增速达 48.69%，自 2010 年以来最高。2016 年电影票房达 457.12 亿元，同比小幅增长 3.73%。2017 年我国电影票房共计 559.11 亿元，同比增长 13.45%。截至 2018 年 11 月底，我国电影票房共计 559.12 亿元，同比增长 13.45%，超过去年全年票房总数，作为全球第二大电影市场的中国，在 2018 年有望超越美国，成为世界第一。市场的扩大吸引国外片商及本土院线公司等新竞争者加快进入，未来行业内竞争将更加激烈。同时 2014 年以来，国内影视公司纷纷掀起并购潮意在跨界延伸及互联网化，预计未来国内电影行业格局仍将不断演化。

2009 年以来，我国电视剧产量扭转了多年来电视剧生产仅追求数量增长的局面，开始步入以质取胜的阶段，生产供大于求的局面得到了初步扭转。据广电总局公布的数据，2017 年，我国生产完成并获许发行的电视剧达 314 部、13,470 集，比 2015 年电视剧总部数减少 20 部，集数减少了 1,442 集，数量有所减少但质量明显提升，发展势头良好。2018 年上半年，电视剧制作备案公示数量及集数均较去年同期有大幅增长。数据显示，2018 年上半年，电视剧制作备案公示数量 605 部，同比增长 13.08%；电视剧制作备案公示集数 24,058 集，同比增长 13.28%。

现阶段中国娱乐传媒已经走过最初的粗放式发展阶段，随着如腾讯、阿里巴巴、万达等各界集团向娱乐传媒行业扩展，未来行业竞争大有加剧之势。未来几年，预期行业内龙头企业将逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和专题优势的中型娱乐传媒企业也将获得一定的生存空间。长期来看，随着我国人口红利的逐渐减退及 GDP 增速的逐年放缓，未来行业整体增速或将逐步减慢。

二、子行业分版块分析

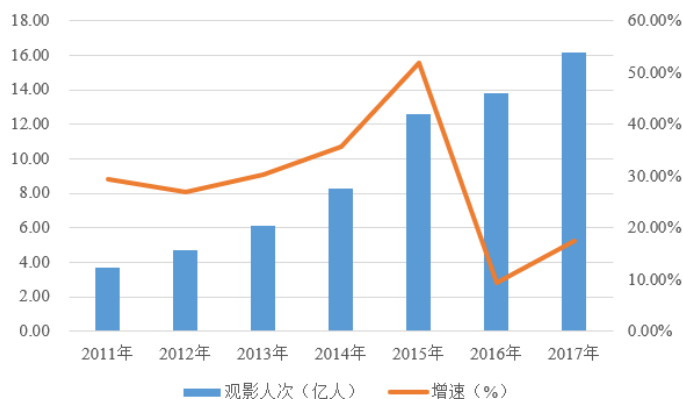
1. 电影

(1) 行业供需

随着国产片质量回升，消费者的观影热情提升，2017 年以来票房与观影人次实现双回暖；随着银幕数量趋于饱和，内容将成为重要驱动力，内容质量的提升将是关键。

近年来，受多重利好因素影响，票房收入快速提高。自 2011 年以来，年度观影人次逐年上升，年均增长率达 30.12%。2011~2015 年，随着消费水平提高，观影人次及增速也逐年增长。观众观影人次的增加，带来票房收入提高，促进了电影行业的不断发展。2016 年，我国观影人次达到 13.80 亿人次，同比增长 9.49%，增速大幅下降，主要系受观众回归理性（对影片质量要求提高）及网生代¹崛起导致分流所致。2017 年，“电影质量促进年”取得实质性成果，国产片质量回升、高口碑批片激发观影热度，城市院线观影人次为 16.20 亿，同比增长 17.39%，电影产业发展态势良好。2018 年上半年全国观影人次达到 9.01 亿元，较 2017 年同期的 7.80 亿人次同比增长 15.51%。从各月来看，2 月份观影人次最高，达到 2.66 亿人次。

图 2 2011~2017 年中国电影观影人次及增速情况

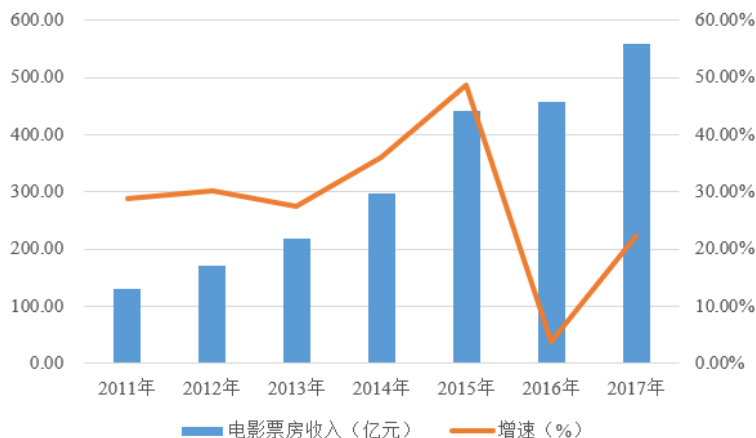


资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

¹ 网生代：指网络生存的一代人，包括当前 90 后及 00 后。

与观影人次变化趋势相同，自 2011 年以来，中国电影市场规模持续增长，电影票房收入从 2011 年的 131.15 亿元增长至 2016 年的 457.12 亿元，年均复合增长 28.37%；2017 年，在优质国产电影的内容驱动下，大荧幕作品口碑相对于 2016 年有所恢复，观影热情提升，电影票房回暖，达 559.11 亿元（含服务费），同比增长 22.31%；2018 年，随着优质电影增多，电影票房持续增长，截至 2018 年 11 月底，中国国产电影票房达 559.12 亿元，超过去年全国电影总票房，预计全年票房收入将首次突破 600 亿元。

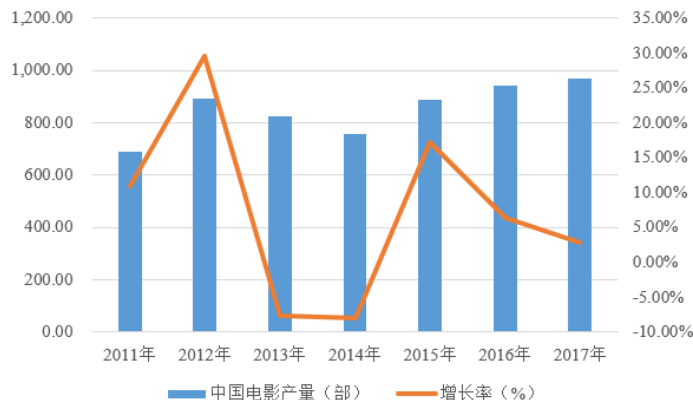
图 3 2011~2017 年中国电影票房收入及增速情况



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从电影产量来看，2011~2017 年，伴随大量国产电影票房屡创新高，中国内地电影产量波动增长但增速整体有所回落，由 2011 年的 689 部（主要包括故事片、动画片、科教片、纪录片和特种片）增长为 2016 年的 944 部，2017 年，全国生产各类电影总计 970 部，同比增长 2.75%，增速进一步回落。整体而言，一方面，影片上映成功率呈逐年上升趋势，影片质量有所提高；另一方面，由于目前制片商、发行商的票房收入分配比例仍偏低，单部影片的投资风险较高，掌握了核心资源的大型制片商主要通过提高单片质量及多元化加以应对。

图 4 2011~2017 年中国电影产量及增长率情况

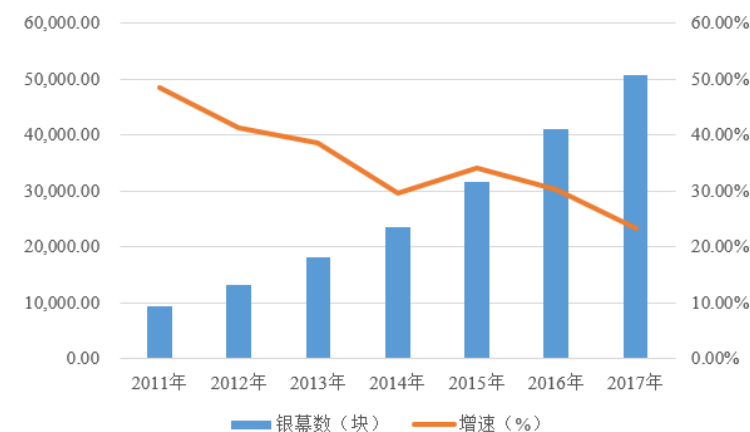


资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从电影下游院线建设角度看，自 2002 年 6 月 1 日院线制改革以来，全国 23 个省、市按规定组建了

30 条院线，其中有中影星美、上海联和、广东珠江等 11 条跨省院线。截至 2017 年 7 月底，我国电影院线达 48 条。自 2010 年以来，我国电影及银幕数量等硬件设备保持增长，平均年增长率可达 34% 左右。截至 2017 年底，我国影院数 9,342 家，同比增长 18.10%，同时，在现阶段的内容供给质量下，观影需求能够被充分的满足，2017 年全国新增银幕达 9,597 块，截至 2017 年底，我国银幕总数突破 5 万块，为 50,776 块，银幕数较去年增长了 23.31%，稳居世界第一；截至 2018 年 6 月底，我国电影银幕总数 55,623 块，同比小幅增长 9.55%，增速有所放缓，银幕数增长逐渐回归理性。国内银幕数量增幅明显高于国内票房与观影人次增幅，导致单银幕票房产出下滑，不少影城上座率低迷，银幕数对观影人群的拉动力降低，单银幕带来的边际观影人次持续下滑。2017 年，国内单银幕数票房产出为 103.20 万元，较 2016 年的 110.25 万元持续下滑，银幕建设在中国影市发展的现阶段，已处于饱和。因此，终端拉动票房的作用将越来越弱，未来影片内容、口碑将成为拉动票房的关键因素。

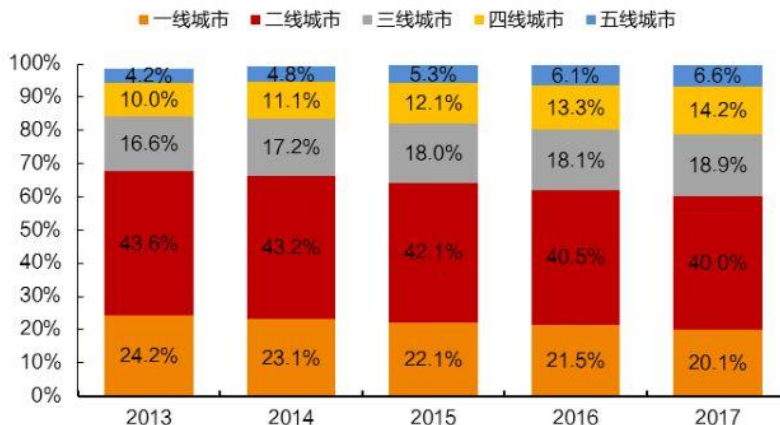
图 5 2011~2017 年全国银幕数量及增长率



资料来源：中国产业信息网，联合评级整理

按国内分级城市票房占比来看，2013~2017 年，全国电影市场不断下沉，一二线城市票房占比不断下降，随着三四线影院的建设加快，以及消费者消费观念、消费水平的提升，三四线城市票房占比提升，三四线电影市场表现出了良好的发展潜力，三四线城市逐渐成为票房增长主力，从 2013 年的 31.00% 逐年不断提升至 2017 年的 39.70%。2017 年，一二线城市票房占全国总票房总收入的 20.09% 和 40.01%，同比增速分别为 8% 和 13%，低于全国总票房 13.45% 的增长水平，三四五线城市票房占 18.90%、14.21% 和 6.60%，同比增速更高，分别为 20.00%、23.00%、25.00%，三四五线城市票房占比提升，成为拉动票房增长的主要力量。2018 年上半年，三四五线城市票房占比上升至 41.16%；一二线城市电影票房合计占比则由 2017 年上半年的 60.10% 下降至 2018 年上半年的 58.36%。总体来看，电影市场下沉趋势明显。

图 6 2013~2017 年票房分布情况



资料来源：联合评级整理

(2) 行业竞争

电影业属于国家管制较为严格的行业，此外电影拍摄技术和建设院线的资金要求也逐渐提高，电影行业的行业壁垒较高。

虽然国产影片票房收入规模的扩张吸引了大量社会资本参与电影投资，但从行业壁垒角度来看，电影业属于国家管制较为严格的行业，国家在资格准入发行等方面制定了一套严格的法律法规体系以加强对该行业的行政性管理，进入电影行业的行业壁垒较高。电影拍摄制作技术方面，近年来，高速、高清摄影，数字图像处理技术，双胶片技术，CG镜头等现代技术的发展对影片拍摄及后期制作提供了更多的可能性和更完美的视觉效果，但同时也提高了技术壁垒，使行业竞争进一步激烈。院线建设方面，随着4K、3D、IMAX等技术的开发，现代化多厅影院往往需要投入较多资金用于建设良好的观影环境以及购置现代化的影院设备，这对技术方面的要求也逐渐提高。其他方面，由于房地产价格不断提高，影院租金及购置成本逐年提高，因而院线建设投资对投资方资金实力要求也很高，行业壁垒有上升趋势。

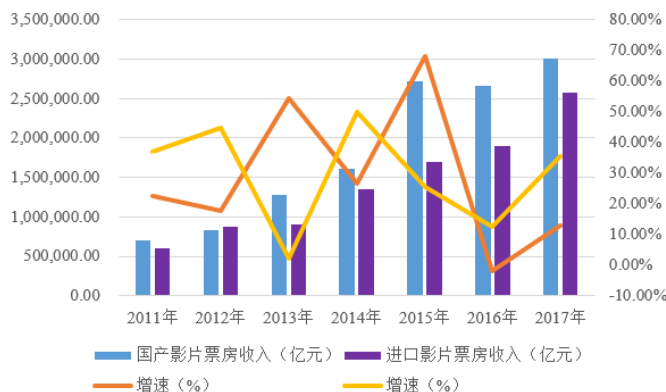
在政府合理范围的保护下，国产电影的质量有了很大的提升。近几年，国产电影票房收入已明显超越进口电影，国外优质内容虽持续保持充足供给，但对整体票房拉动作用有限。

从国产与进口影片竞争情况来看，2012年2月中美双方签订《中美双方就解决WTO电影相关问题的谅解备忘录》（以下简称“谅解备忘录”），引进分账片的数额从20部增加至34部，而新增的14个名额只能以IMAX和3D电影格式引进；与此同时，引进大片在中国的分账比例从13%提升至25%。国产电影的市场份额在当年受到了一定的冲击，国产片票房首次低于进口片票房。尽管以好莱坞电影为代表的进口影片对国产影片形成很强的冲击，但政府在合理范围内对国产电影仍给予适度的市场保护，如通过返还电影专项资金等奖励方式鼓励国产电影制作、鼓励电影院线放映国产影片等。在较为有利的政策环境下，国产影片及进口影片票房收入同步增长，国产影片收入增幅整体较高并于2013年开始票房收入明显超越进口影片，同时在国产影片质量大幅提升的背景下，近三年国产影片的票房收入明显高于同期进口影片。2017年国产电影票房301.04亿元，国产电影增速由负转正为12.91%，相对进口影片增速仍属缓慢，国产片依然面临严峻的市场竞争。

中美签订的《谅解备忘录》于2017年2月到期。按照备忘录的要求，2017年为过渡期，新一轮的谈判正在进行中。国产电影经过一段时间的保护和发展已经在一定程度上具备抵抗引进片数量放开的

能力，从近十余年国产片占比看，只有 2012 年低于 50%，其余年份全高于 50%，国产故事片已成为中国票房的主要贡献者。

图 7 2011~2017 年国内电影票房收入结构及增长趋势



资料来源：WIND 资讯，联合评级整理

传统民营影视公司主导市场，互联网公司成立电影公司进军电影行业，行业竞争日趋激烈。

从影片的上映成功率的影响来看，2017 年，全国生产电影故事片 798 部、动画电影 32 部、科教电影 68 部、纪录电影 44 部、特种电影 28 部，总计 970 部。虽然我国本土电影产量已初具规模，但商业价值高的影片数量仍然较少，快速增长的市场和高票房影片的丰厚回报吸引新的竞争者不断进入国内电影市场。一方面，部分本土院线公司利用自身渠道优势进入了上游制作与发行领域，如万达集团于 2009 年投资成立了万达影视传媒有限公司，近年来陆续出品或投资了如《智取威虎山》、《一步之遥》、《煎饼侠》、《夏洛特烦恼》、《寻龙诀》、《魔兽》、《长城》、《情圣》、《绑架者》等影片，并计划每年推出约 8 部影片，成为市场中主要制片商之一。院线公司向上游的拓展，将加剧行业内人才的争夺，从而对原有的市场格局带来一定的冲击。

从电影发行市场的市场竞争来看，发行商的核心竞争力主要体现在片源质量、发行网络和营销能力上。我国的电影发行业可分为进口影片发行市场和国产影片发行市场。进口影片发行市场方面，中国电影集团公司和华夏电影发行有限责任公司是国内仅有的具备进口影片发行资格的企业，包揽了进口影片的发行市场。国内影片发行市场方面，呈现民营发行企业份额较大、市场集中度较高和发行排名波动较大的三大特征。目前处于领先地位的主要有万达旗下的五洲电影发行有限公司、华谊兄弟传媒股份有限公司（以下简称“华谊兄弟”）和博纳影业集团等。

尽管伴随着新进入者的加入，电影行业竞争日趋激烈，但市场仍由光线传媒以及华策影视等主导。光线传媒凭借着强大的地面发行能力进入制片环节，近年来其电影及电视剧业务发展迅速，已成为公司最主要的收入来源；华策影视通过资本运作的方式频频加码电影业务，其所公布的电影项目中包括多个具有一定粉丝基础的知名 IP，为未来影片票房打下部分基础，而资本运作也使自身在内容制作、发行等多个产业链环节增强业务能力；以万达院线为代表的全国性院线公司依托自身资金实力，不断向全国各省市拓展。同时，以签约加盟方式联结的院线公司在激烈的竞争中也意识到拥有自有影院的优势，并越来越重视自有品牌影院的投资建设和跨区域拓展。

虽然现今电影产业热度居高不下，众多电影公司纷纷成立，但每年票房破亿元的影片只在全年影片数量中占小部分，能够回收成本并盈利的影片还是少数，电影公司所面对的投资风险仍不可忽视，

行业竞争十分激烈。可以预见，品牌知名度强、标准化程度高、经营模式可复制性好的制片方及院线公司将在全国跨区域拓展中拥有较强优势，在行业竞争中也将逐渐占据主动地位。

（3）未来发展

国产电影竞争力进一步增强

国产电影产量持续增长的同时，其竞争力也在快速提升。鉴于我国对于进口影片的限制，国产电影质量的提高为放映市场提供了更多的优秀片源，创造了良好的市场氛围。

新技术的发展提高观众观影热情

伴随着数字技术在电影产业的渗透与普及，数字 3D 和巨幕电影成为数字电影发展的新动力。近年来，数字 3D 和巨幕电影的产出不断增加，不仅拉动了票房收入的增长，也使得全国影院掀起投资建设 3D 和巨幕影厅的热潮。在国家政策鼓励下，引进新技术的影院建设逐渐向三四线城市延伸，进一步挖掘大众文化消费的潜力，拓宽大众文化消费的渠道。

电影放映的附加值有待进一步开发

电影院除了放映的票房收入外，将调整产品结构，增加服务，不断扩大盈利范围。今后“1+X”影院会越来越多，影院除了放映功能外，将建起多种休闲场所，影院还可以成为商务会议场所。观影带动饮食、购物等一系列的商业购物和休闲活动将成为一种新的经济增长点。电影院进驻商业中心，为周围的商业业态带来巨额的附加消费，而其他商业消费也为影院提供潜在顾客。

行业内企业向产业上下游延伸扩张成为主流

从我国目前的影院和院线发展的政策倾向和市场环境来看，影院终端在相当长的时间内仍将是业务最有前景的发展环节之一。截至 2018 年 6 月底，国内电影银幕数已经达到 5.56 万块。电影终端市场的景气吸引有实力的电影制片方向产业下游延伸，建立自有影院。同时，以万达为代表的主流院线在掌握连锁影院资源的同时，开始向电影产业的上游挺进，力争打造完整的产业链。

总体来看，近年来中国电影市场规模迅速扩大，国产影片质量及票房有较大提高，影片类型也日益呈现多元化的趋势。未来相当长的一段时间，中国电影行业将继续保持高速发展态势，国产影片将进一步获得长足进步，票房收入增速有望持续超过进口影片。同时伴随行业新竞争者的加入，未来电影发行市场行业集中度将有所下降，竞争将更为激烈。

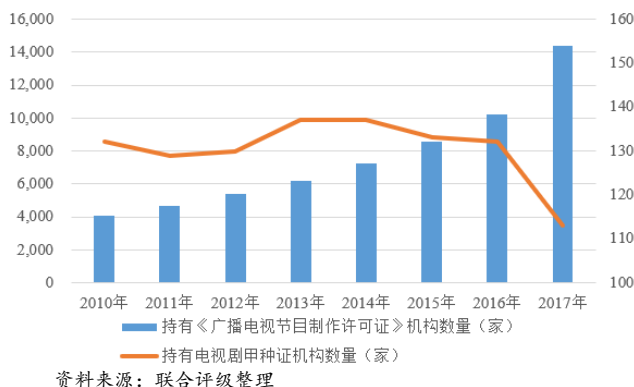
2. 电视剧

（1）行业供需

制作机构数量持续增长，电视剧制作生产总体保持平稳回落态势，取得发行许可证的电视剧产量波动下降、质量有所上升。

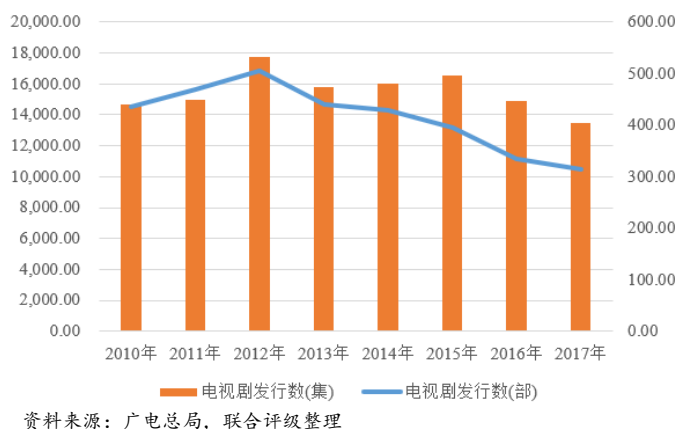
电视剧制作机构方面，随着文化体制改革的不断深入，国家对境内电视剧制作业务基本放开，电视剧制作的准入门槛相对较低，企业数量众多且增长较快，属于充分竞争市场。根据广电总局网站统计，2010~2017 年，我国取得《广播电视节目制作经营许可证》的制作机构数量大幅增长，年均复合增长率达到 19.82%；2017 年，获得《广播电视节目制作许可证》的公司共 14,389 家，相比 2016 年的 10,232 家增长了 40.63%；但其中获得电视剧甲种证的机构数量仅 113 家，较 2016 年的 132 家有所下降。由此可见，虽然具有电视剧制作资质的机构数量众多，但是真正从事电视剧制作并获得发行许可证的机构占比较低，行业内实际供给方并不多。

图 8 2010~2017 年我国取得《广播电视节目制作经营许可证》机构及甲种证机构情况



受“一剧两星”政策影响，2015 年全国生产完成电视剧 16,540 集，增加 3.48%，但获得《国产电视剧发行许可证》的剧目为 395 部，有所下降，主要系审批更加严格所致。据广电总局公布的数据，2016 年，我国生产完成并获得《国产电视剧发行许可证》的电视剧达 334 部、14,912 集。比 2015 年电视剧总部数减少 60 部，集数减少了 1,628 集。2017 年，随着行业洗牌加剧，电视剧逐年向以质取胜转变，获得广电总局发行许可的电视剧数量进一步下降至 314 部，集数下降至 13,470 集。2012~2017 年，从我国电视剧产量来看，数量波动减少。但与此同时由我国逐年攀升的电视剧交易总额可见，虽然数量有所减少，但市场需求旺盛，随着近年来我国电视剧制作团队水平的提高及优质剧本的不断涌现，国产电视剧质量有所上升。2018 年上半年电视剧制作备案公示数量 605 部，同比增长 13.08%；电视剧制作备案公示集数 24,058 集，同比增长 13.28%。但生产完成并获准发行的数量却在下滑。2018 年一季度，全国共计生产完成并获准发行国产电视剧共 54 部，同比下降 3.57%；电视剧发行集数 2,230 集，同比微增 0.41%。尽管行业潜在产能并不低，但由于下游渠道变革和剧集精品化的趋势，实际产量在逐年降低。近期由于行业风波，部分项目处于暂缓开机或暂停状态。

图 9 2010~2017 年我国取得发行许可证的电视剧产量情况



电视台作为电视剧行业下游的传播载体，其发展与电视剧行业息息相关；近两年，电视台播出容量饱和，优质电视剧匮乏；受网络和数字电视等渠道对电视分流影响，有线广播电视用户数及入户率于 2017 年持续下滑，电视观众需求转弱；在互联网、视频新媒体的冲击下，电视台竞争愈发激烈，电

视台总数开始收缩。

从电视台对电视剧的采购需求来看，当前广告收入仍是电视台的主要收入来源，其次是政府补贴收入及出租、出售播映权等其他收入。收视率较高的电视台往往能够获得更高的广告收入，因而电视台常以播出高质量电视剧等方式提高收视率以最大化广告收入，由此拉动高质量电视剧的市场需求。整体而言，电视台在产业链中居于较强势地位，电视台采购方的态度变化会对电视剧制作方的剧本策划、导演演员的选择等产生重要的影响。我国电视台多数设有节目购销中心，负责日常的电视剧购销业务。电视台作为下游的放映主体，其对于电视剧的需求情况对整个产业链的影响较大。

与市场整体供需情况不同的是，优质电视剧的供给却一直不能满足市场需求。根据《中国文化产业发展报告》，获得发行许可证的电视剧中，只有一半电视剧能够在电视台播出平台播出，同时只有约 20%的电视剧能在黄金时段播出，可见电视剧能否成功投放市场受广电总局政策审批及电视剧自身质量影响较大。根据国家统计局的统计数据，尽管近年来影视剧播出时长约占全国电视节目播出总时长的 42.0%，但经常出现诸多电视台抢播同一部电视剧，热门电视剧被电视台反复重播的现象，充分表明国内优质电视剧较为匮乏，电视剧市场规模未能有效扩张。

表 1 2016-2018 年主要电视台黄金档、周播档每周集数排播情况（集/周）

电视台	黄金档			周播档		
	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
湖南卫视	11	11	11	8	8	8
东方卫视	14	14	14	4	4	待定
浙江卫视	12	12	12	4	2	4
江苏卫视	13	13	13	4	4	待定
北京卫视	14	14	14	4	6	待定

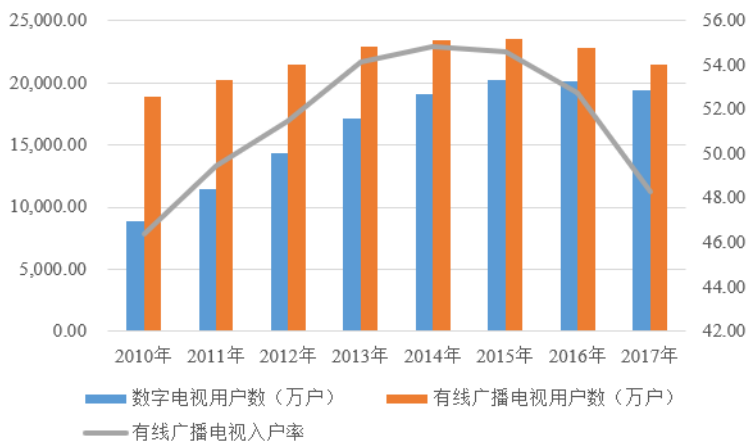
资料来源：联合评级整理

从电视剧与其他电视节目播映时间的竞争角度看，据统计，在各电视节目类型中，电视剧的收视份额仍然是最高的，远高于排名第二和第三的新闻/时事类栏目和综艺节目，可见电视剧下游需求市场依然很大。从电视台层级关系角度看，全国电视台中，央视在制作、播出新闻节目方面地位遥遥领先；而打造有竞争力的品牌综艺栏目投入大、难度高，非一般电视台所能承受。此外，广电部门对各类型节目的播出量会采取总量控制、动态管理，电视剧播出份额不会被轻易取代。因此，对电视剧制作机构而言，虽然电视台市场总量增长存在天花板，但电视台对电视剧的总体需求仍然稳定，同时对于优质电视剧的需求日益增加。

2010~2015 年，中国有线广播电视用户数呈现稳中有升的趋势，年均复合增长 3.22%，但 2016 年以来，受交互式网络电视、互联网等其他媒体业务快速发展的影响，用户收视习惯正逐渐发生变化，导致全国有线电视用户数近 2 年以来呈持续负增长态势。截至 2017 年底，全国有线电视实际用户数为 2.14 亿户，较年初减少 0.14 亿户，持续下降；从入户率来看，2017 年，我国有线电视入户率为 48.32%，较 2016 年下降 4.43 个百分点，降幅进一步扩大，我国广播电视用户数量已达到极限。2010~2015 年，数字电视普及率的提高，进一步吸引了观众的兴趣，数字电视用户数量逐年增长，年均复合增长 14.66%。截至 2016 年底，数字用户数量 2.02 亿人，较年初小幅下降 0.21%，截至 2017 年底，数字用

户数量持续下降为 1.94 亿人，较年初下降 3.96%，其中付费数字电视用户数 0.70 亿户，占总数字用户数量的 36.08%。出现这样的变化，主要系互联网等其他媒体的涌现产生了分流作用，导致电视观看人数有所减少，用户数量有所降低。高忠诚度观众规模的下降将直接影响电视节目的收视效果及广告收益，进而对电视行业产生影响。

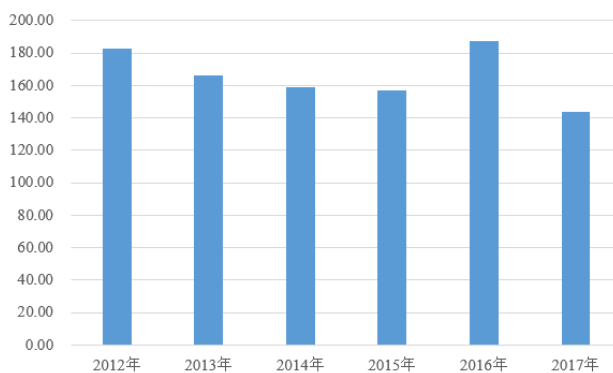
图 10 2010~2017 年中国有线广播电视用户数、入户率及数字电视用户数情况



资料来源：wind 资讯，联合评级整理

从电视台的数量来看，伴随着互联网的发展对电视收视的替代效应，我国电视台总数在 2011~2015 年的数量逐年减少。2016 年，传统电视台的互联网转型融合快速发展，基于 PC 互联网的传播成为电视媒体融合传播的重要途径，同时也新生一定数量的网络电视台，电视台数量逆势增长。2017 年，电视台数量下降至 144 家，比 2016 年减少 43 家，互联网分流影响进一步加剧，传统电视台转型迫在眉睫。

图 11 2011-2017 我国电视台数量变化情况（单位：家）



资料来源：联合评级整理

同时电视台内部同质化竞争也愈发激烈。综艺、新闻等电视台主要节目类型在制作过程中出现了过度引进国外版权，自主创新能力遭遇瓶颈等问题。随着网络视频行业的快速发展，电视台在内容方面的优势存在危机，电视台转型迫在眉睫。因此，电视台纷纷开创新的节目制作方式，引入专业制作机构的合作，节目制播分离已成常态化。优秀的制作公司根据电视台的特征与节目特色，对节目进

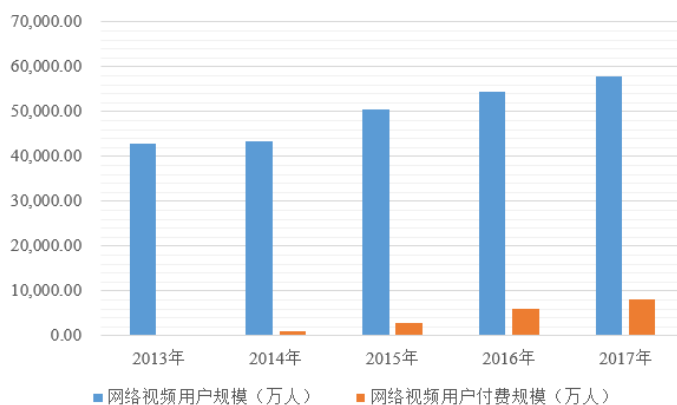
行创新，也将更多创意引进电视台内部，形成内容输出的良性循环。同时，制作公司与电视台合力对节目进行包装和推广，通过电视、网络视频、社交媒体等多种方式触及观众，形成了更大的反响。

网络剧市场进入成熟期，2017 年产量下降，头部内容效应明显；网剧品质上升，精品化趋势日益凸显；随着网络视频用户规模逐年增长，付费有效用户数随之上升。

网络剧供给方面，2015 年，中国网络剧制作数量为 379 部，共 5,008 集，已接近 2014 年两倍，网络剧供给呈爆发式增长态势，2016 年，中国网络剧制作数量为 349 部，较 2015 年有所回落，主要系网络剧市场进入了成熟期，由“搏量”转为“品质”发展。2017 年，网剧上线总量下降，但品质上升，头部内容效应明显，全年网剧上线数量 295 部，同比下降 15.47%。网络剧需求方面，2015 年，超过 10 亿次点击量的剧集达到 9 部。2016 年，超过 100 亿点击量的网络大剧达 11 部，观众对精品网络剧需求大，供需双方不断磨合增长。与 2016 年相比，2017 年头部网络剧大幅增加。头部剧集主要集中在爱奇艺、腾讯视频与优酷三家，在网络剧发展的过程中占主导性角色。另外，网络剧市场也表现出了明显的头部效应，现象级作品大幅增加，2017 年播放量 TOP20 网络剧占据全部网络剧播放量的 60%以上，这也是网络剧精品化不可避免的现象之一。2018 年上半年，网络剧上新数量、TOP10 网播量提升明显，播放量排名前十的作品流量较为平均，整体质量上行。具体数据显示，上半年共上新网络剧 162 部，同比提升 28%。其中，2018 年二季度网络剧上新数量创 2017 年以来新高，达到 87 部。播放量方面，2018 上半年 TOP10 网剧播放量为 374 亿次，同比提升 88%，远高于 2017 上半年，且由于平均质量的提升，各部网剧的播放量较为平均。

从网剧评价方面来看，2017 年，豆瓣评分在 6.0 分及以上的网剧共有 67 部，而其中豆瓣评分在 7.0~8.9 分之间的网剧最多，共有 35 部，豆瓣评分高达 9.0 分的网剧 1 部（《白夜追凶》）。优质网剧的数量明显多于 2015 年和 2016 年，网剧精品化趋势日益凸显，将成为未来网剧发展方向之一。

图 12 2013~2017 我国网络视频用户规模及付费用户规模情况（单位：万人）



资料来源：联合评级整理

从网络视频用户规模来看，2013~2017 年，我国网络视频用户数量逐年增长，从 2013 年的 4.28 亿人增长至 2017 年的 5.79 亿人，年均复合增长 10.08%。截至 2018 年 6 月底，我国网络视频用户数量增加至 6.09 亿人，占网民总体的 76%，较年初增长 5.18%。而目前，视频平台的付费内容占据主流，付费有效用户已经有了大幅增长，由 2013 年的 308 万人增长至 2017 年的 0.81 亿人。用户付费习惯的养成和巩固反过来对泛娱乐产业的高速发展产生助推作用。视频平台的会员付费形态主要有三种，针对

不同的网络剧情况而采取不同的播出模式，网络剧会员独享模式是目前视频平台采用最多的模式。通过会员与非会员的差异化排播实现对用户的精准定位，通过提升用户体验以提高用户留存率。

（2）行业竞争

网络自制剧的兴起和迅速发展对传统电视剧造成巨大冲击，大量传统影视制片人和资本“入网”，精品内容高溢价性持续体现。

近年来，网络自制剧呈爆炸式发展，以其自身独有的诸多优势对传统电视剧领域造成巨大冲击。2017 年以来，精品内容高溢价性持续体现。根据中商产业研究院数据，精品大剧互联网版权价格已由 2015 年初的 100~200 万/集快速增长至 2017 年的 800~1,000 万/集（《赢天下》800 万/集、《如懿传》900 万/集、《迷航昆仑墟》为 1,000 万/集），且 2018 年达 1,500 万/集，其高溢价能力持续体现。

优质资源向一线卫视集聚，对于优质电视剧资源的竞争将日益激烈。

在电视台行业方面，中央台八套、上海、浙江、北京、江苏、中央台一套、天津、湖南、安徽这 9 家主要卫视占播剧卫视总量 23%，各播出至少 6 部首轮新剧，共占首轮新剧总量的 80% 以上。

随着文化体制改革的不断深入，国家对电视剧的监管环境渐趋宽松，电视剧行业政策准入门槛也得以降低，大量民营电视剧制作机构和资金涌入电视剧制作行业，使得电视剧行业的市场化水平不断提高。整体来看，中国电视剧制作行业属于垄断竞争的市场，行业集中度较低，市场竞争激烈。

（3）未来发展

近年来，电视在节目内容方面不断创新，盈利模式上也获得突破性发展，活动和内容收入（即版权收入）都有较大幅度增长。互联网成为电视内容的重要分销渠道，电视则成为网络视频广告市场发展的重要推手。目前大多数电视台把版权收入计入广告收益中，所以广告收入得以整体上升。另一方面，电视广告市场发展速度开始放缓，广告市场整体收入首次被网络广告超越，增长率连续 3 年呈下降趋势，电视正逐渐远离其最辉煌的时代，进入当前以质取胜的时代。

作为电视剧行业的下游第一主体，电视台行业具备收视人口基数大，广告辐射范围广的特点，随着国民经济的稳步增长，特别是随着我国经济的战略性调整，经济结构中消费占比的持续提升，电视台广告收入有望保持增长，这将增强电视台对电视剧播映权的购买能力，为电视剧行业的长期增长奠定了基础。

未来，随着电视台新媒体业务的深入发展，其组织架构或将出现变化，从而改变传统管理思维，达到媒体间的多向有效互动。网络剧表现亮眼，主要原因在于省级卫视留给首播电视剧的时间有限，且对题材、集数等的限制较多，视频网站成为承载电视剧的主要力量，很多无法在省级卫视播出的电视剧纷纷寻求在视频网站播放，且能获得不错的热度，这也一定程度上提高了网络剧的质量。

总体看，未来我国电视剧市场交易总额有望不断提升，但电视剧数量增速将保持较低水平，能否发掘新热点、生产出高质量电视剧将是电视剧制作方竞争的关键；电视台数量或继续缩减，行业集中度有提高的态势，对优质电视剧资源的竞争将更为激烈。

三、行业政策

为贯彻落实中央关于文化改革发展的战略部署，加大文化领域供给侧结构性改革力度，近日，财政部下达 2017 年文化产业发展专项资金 32.56 亿元。相比 2016 年度的 36.44 亿元，今年的专项资金额

度有所下降。我国文化行业资金逐步引入市场化运作模式，进一步提高资源配置效率。

我国文化产业体制改革的过程就是文化产业不断受到重视、地位不断提高的过程。继 2009 年《文化产业振兴规划》出台，标志着文化产业上升为国家战略性产业，文化体制改革从此进入加速阶段。2013~2016 年我国出台了多项支持文化产业发展的鼓励政策，同时于 2017~2018 年 10 月出台了多项规范影视剧行业秩序、促进其健康发展的政策。

总体看，消费驱动下文化产业战略支柱进程不断向前。我国文化产业乃至整个文教体娱行业都具有较大的发展潜力。文化产业作为消费升级的重要连接点其未来的战略支柱性正不断得到国家进一步重视。

(1) 电影行业

对于电影行业，我国通过设立专项资金和补贴等方式大力支持，并在规划用地上支持影院建设。针对符合相关要求的文化企业享有税收优惠，并对电影市场乱象进行规范，促进其有序发展。

中国已经成长为全球第二大电影市场，同时也是增长最快的市场之一。国家也一直致力于采取一些措施促进影视文化产业的发展，扶持力度也日渐增大，这为影视文化产业的发展创造了良好的外部环境。

2015 年，财政部、国家新闻出版广电总局发布《国家电影事业发展专项资金征收使用管理办法》规定，办理工商注册登记的经营性电影放映单位，应当按其电影票房收入的 5% 缴纳电影专项资金。随着行业的发展，2016 年缴纳的电影专项资金将达 23 亿元，通过专项资金重点支持电影产业发展，并对电影产业实行税收、金融等扶持措施，将进一步推动中国电影产业的快速发展。对于文化企业的资金支持，财政部已成立中央文化产业专项资金，20 多个省级财政也设立了文化产业发展专项资金。在文化产业发展专项资金中，专门安排资金支持电影产业发展，尤其是推动中国电影走出去、电影网站建设等都将是此类资金帮扶重点领域。

近年来，影响电影行业的政策如下。多项政策的出台，有利于国内龙头影视企业进一步扩大市场空间，增强竞争实力，同时，系列化的政策法规将不断规范电影市场秩序，把关影片质量，有利于进一步推动中国电影产业的健康、快速发展，实现中国电影由电影大国向电影强国的转变。

表 2 近年来我国电影行业相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2016 年 3 月 18 日	《中央级国家电影事业发展专项资金预算管理办法》	新闻出版广电总局	设立的优秀国产影片奖励政策，每年评选一次（拟从 2017 年初开始，评选 2016 年上映的影片），影片奖励分为三个档次，最高一档单部影片奖励金额不超过 600 万元；参评影片范围明确规定为以下四类：1. 配合党和国家中心宣传任务的优秀影片；2. 运用立体、巨幕、全景声、CG、动感等高新技术制作的影片；3. 优秀动画影片；4. 需特殊鼓励和资助补贴的其他种类和题材的优秀影片。
2016 年 11 月 7 日	《中华人民共和国电影产业促进法》	全国人大常委会	为促进电影产业健康繁荣发展，弘扬社会主义核心价值观，规范电影市场秩序，丰富人民群众精神文化生活制定。自 2017 年 3 月 1 日起施行，着重突出产业知识保护，与电影有关的知识产权受法律保护，任何组织和个人不得侵犯；坚持以人民为中心的创作导向，坚持百花齐放、百家争鸣的方针，尊重和保障电影创作自由，倡导电影创作贴近实际、贴近生活、贴近群众，鼓励创作思想性、艺术性、观赏性相统一的优秀电影。
2017 年 12 月	《关于奖励放映国产影片成	财政部、国家新闻出版广电总局	影院使用经国家电影事业发展专项资金管理委员会办公室备案的售票软件，及时足额上缴电影专项资金的影院，凡放映国产影片

11 日	绩突出影院的通知》		票房收入占票房总收入 55% 以上的，可获得奖励。
2018 年 6 月 27 日	《通知》	中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发	要求加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理，控制不合理片酬，推进依法纳税，促进影视业健康发展。
2018 年 9 月 20 日	《境外人员参加广播电视节目制作管理规定（征求意见稿）》	广电总局	为规范境外人员参加广播电视节目制作管理，针对广播电视节目制作对境外人员的聘用、配比等方面进行了细致规范。

资料来源：联合评级整理

目前影院用地来源多样，预计未来影院建设的土地政策亦将出现调整，为了鼓励影院建设，国家将通过新建、配建、改建等多种形式增加影院数量，实行协议转让、挂牌等差别化土地供应政策。一方面国家将鼓励支持现有影院的改造建设，将现有影院改造成商业综合体，兼容商业、服务等其他用途。另一方面，鼓励将工业用地建设影院，按照文体娱乐用途办理用地手续。

此外，经营性文化事业单位转制为企业后，免征企业所得税。而从事文化产业支撑技术等领域的文化企业，按规定认定为高新技术企业的，减按 15% 的税率征收企业所得税。国家和各级地方政府相继出台了多项文化企业的税收优惠政策，实施营改增后，电影企业的税负有了一定程度的减轻。但为了进一步降低企业的税负，国家或对电影行业缴纳增值税有更大的优惠，比如扩大免征范围或者延长免征期限。

（2）电视剧行业

随着电视剧行业的快速发展，电视剧数量迅速增加，但出现了重量轻质的现象。因此近年来国家出台了一系列政策规范电视剧行业良性发展，繁荣文化市场健康建设。

2017 年，为规范电视剧行业的发展，国家广电总局先后发布了“限酬令”、“限娱令”、“限星令”等多项政策。2018 年以来，延续 2017 年电视剧严监管节奏，广电总局发布多项政策进一步支持行业规范化发展。主要集中在规范网络视听秩序以及广播电视节目内容的引导和网络安全管理等方面。影响电视剧行业的政策主要有：

表 3 近年来我国电视剧行业相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2016 年 5 月 12 日	《进一步完善规范电视剧拍摄制作备案公示管理工作的通知》	国家广电总局	进一步完善规范电视剧拍摄制作备案公示管理工作，优化管理办法，提高行政效率，突出电视剧社会效益和导向意识，强化作品思想内涵，遏制行业在选题策划和申报备案过程中的浮躁之风。
2016 年 7 月 20 日	《关于进一步加快广播电视媒体与新兴媒体融合发展的意见》	国家广电总局	全面落实中办国办《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》，促进广播电视媒体转型升级，提升广播电视媒体在网络空间的传播力影响力公信力和舆论引导能力。
2016 年 09 月 23 日	《关于进一步加强电视剧购播工作管理的通知》	国家广电总局	各级广播电视播出机构不得在电视剧购播工作中指定明星演员、以明星演员为议价标准，在电视剧宣传工作中不得对明星进行过度炒作；电视剧购播评价体系要坚持思想性、艺术性和观赏性相统一的原则，以品质评价为核心，实行全面分析、综合评价。
2017 年 7 月	《关于把电视上	国家新闻出版	进一步强化电视上星综合频道公益属性和文化属性；强化重点时期黄

月 20 日	星综合频道办成讲导向、有文化的传播平台的《通知》	广电总局	金时段电视剧播出管理调控，提前审查、重播重审，原则上不得编排娱乐性较强、题材内容较敏感的电视剧。
2017 年 9 月 4 日	《关于支持电视剧繁荣发展若干政策的通知》	国家广电总局、发改委、财政部、商务部、人社部等五部委	加强电视剧创作规划；加强电视剧剧本扶持；建立和完善科学合理的电视剧投入、分配机制；完善电视剧播出结构；规范电视剧收视调查和管理；统筹电视剧、网络剧管理；支持优秀电视剧“走出去”；加强电视剧人才培养；保障电视剧从业人员社会保障权益；明确新的文艺群体职称评审渠道；加强电视剧宣传推介；完善支持电视剧发展的财政投入机制；引导规范社会资本支持电视剧繁荣发展；加强组织领导。
2017 年 9 月 21 日	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	中国电视剧制作产业协会等	全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，其中，主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%。
2018 年 3 月 16 日	《关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》	国家新闻出版广电总局办公厅	进一步规范网络视听节目的传播秩序，维护健康清朗的网络空间，通知提出：坚决禁止非法抓取、剪辑改编视听节目的行为；加强网上片花、预告片等视听节目的管理；加强对各类节目接受冠名、赞助的管理等。
2018 年 7 月 20 日	《广播电视设备器材入网认定管理办法》	国家广播电视总局	进一步加强事中、事后监管，增强了随机检查和抽查措施，以及违规失信名单制度；进一步明确了各级广播电视主管部门的行政管理要求；进一步充实了广播电视网络安全的内容等。

资料来源：联合评级搜集整理

针对一些制作机构在选题和创作思路上的盲从市场、争占资源、跟风和克隆现象，政府主管部门建立和完善科学合理的电视剧投入、分配机制，不断对题材重复、故事内容类似的剧目进行引导，对农村题材、少儿题材等被市场相对冷落的剧目，继续加大关注倡导力度，保证电视剧题材比例上的均衡和体裁、风格、样式的多样性和丰富性。从电视剧拍摄备案环节开始，总局对一些题材好、剧本好、创作队伍水平高、制作能力强的剧目给予重点关注，在备案、审查等环节给予支持，在内容的把握上给予指导和帮助，鼓励和扶持一批有成长潜质的电视剧成为精品电视剧；有目的、有重点地与部分实力较强的制作机构加强沟通，积极倡导、鼓励这些制作机构在精品电视剧创作中走在前列。

总体看，在打造中国经济“升级版”的大背景下，第三产业中的娱乐传媒行业将承担重要责任，在受到诸多导向性的政策限制的同时，更是迎来了多项利好，电视剧行业将向着精品化、优良化的方向发展。在最新的行业政策的引导和鼓励下，未来影视行业有望持续保持健康良好的发展态势。

四、行业内主要企业特点及其竞争力分析

从代表企业来看，国内从事娱乐传媒的公司主要有华谊兄弟、光线传媒有限公司（以下简称“光线传媒”）、万达电影、浙江华策影视股份有限公司（以下简称“华策影视”）、中国电影股份有限公司（以下简称“中国电影”）、阿里影业等。

表 4 中国娱乐传媒领域的代表性企业

代表企业	主营业务
中国电影	电影行业的产业链体系完善，业务范围涉及影视制片、制作、发行、营销、院线、影院、器材生产与销售、放映系统租赁、演艺经纪、电影衍生产品等。
光线传媒	电影、电视剧的投资、制作及发行业务；动漫游戏产品的制作及发行；视频直播等

万达电影	院线行业的龙头企业。境内外影院业务、广告代理、影片投资业务等
华策影视	电视剧投资、制作、发行业务是公司的核心业务
华谊兄弟	影视娱乐、品牌授权及实景娱乐、互联网娱乐、三大业务板块
阿里影业	互联网宣传发行、内容制作、娱乐电子商务、国际业务等

资料来源：联合评级整理

中国电影，发行放映收入占比突出，电影行业产业链完善，行业地位突出。

中国电影目前主营业务包括影视制片制作、电影发行营销、电影放映和影视服务四大业务板块。

2017年中国电影实现营业收入 89.88 亿元，同比增长 14.63%，实现归属于母公司净利润 9.65 亿元，同比增长 5.21%。截至 2017 年底，中国电影资产总额 153.04 亿元，较年初的增长 6.59%，归母股东权益 103.36 亿元，较年初增长 5.70%，全部债务合计 0.15 亿元，全部为短期债务，较年初基本无变化。2017 年中国电影实现主营业务收入 88.83 亿元，同比增长 13.70%，主要系发行、服务收入同比增长所致。2017 年公司电影发行实现收入 53.94 亿元、电影放映实现营业收入 17.98 亿元、影视服务实现收入 10.77 亿元、影视制片制作 6.13 亿元，其中电影发行收入同比上年增长 19.71%，主要系中国电影共主导或参与发行国产影片 410 部，累计票房 119.48 亿元，占同期全国国产影片票房总额的 43.86%；发行进口影片 109 部，票房 150.32 亿元，占同期进口影片票房总额的 62.54%，其中《战狼 2》、《速度与激情 8》等全国票房排名前十影片均为公司主导或联合发行，保持了行业领先优势和市场主导地位。由于院线竞争激烈，影视放映收入同比上年增长 0.34%；影视服务收入同比增长 35.19%，主要系中国电影具有知识产权的“中国巨幕”、“中影光峰”、“中影巴可”等产品在国内市占率提升所致。

从主营业务收入构成来看，电影发行为中国电影第一大收入来源，占比 60.02%，其次为电影放映收入占比 20.01%，影视服务收入占比 11.98%，影视制作及其他合计占比 7.99%。

从毛利率来看，2017 年中国电影主营业务毛利率为 20.72%，保持稳定。其中电影发行（21.63%）、放映（23.88%）和影视服务（27.94）的毛利率基本保持稳定；比重相对较小的影视制片制作毛利率为 -9.30%，继续亏损，但亏损幅度缩小。

表 5 中国电影 2017 年主营业务收入、毛利率变动情况（单位：万元、%）

分产品	金额	收入占比	毛利率	营业收入比上年增减	毛利率比上年增减
影视制片制作	61,328.56	6.90	-9.30	-8.45	增加 7.64 个百分点
电影发行	539,425.10	60.73	21.63	19.71	减少 1.94 个百分点
电影放映	179,805.41	20.24	23.88	0.34	增加 0.51 个百分点
影视服务	107,717.11	12.13	27.94	35.19	增加 2.43 个百分点
主营收入合计	888,276.17	100.00	14.40	13.70	增加 0.49 个百分点

资料来源：中国电影年报

2018 年 1~9 月，中国电影实现营业收入 69.22 亿元，同比微增 3.62%，实现净利润 14.16 亿元，同比大幅增加 68.31%，其中实现归母净利润 12.98 亿元，同比大幅增加 83.37%，主要系投资净收益大幅增长所致；毛利率 22.67%，同比保持增长。截至 2018 年 9 月底，中国电影资产总额 178.19 亿元，较年初增加 16.43%，归母股东权益 109.94 亿元，较年初增加 6.37%；全部债务合计 0.15 亿元，全部为短

期债务，较年初基本无变化。2018 年 1~9 月，中国电影经营活动产生的现金流量净额 18.49 亿元，较上年同期下降 40.15%，主要系受到影片结算周期影响所致；投资活动产生的现金流量净额-19.94 亿元，净流出较上年有所减少，主要系本期购买理财产品的净支出较上期有所减少所致；筹资活动产生的现金流量净额-7.16 亿元，净流出同比大幅增加 75.80%，主要系分配股利有所增长所致。

经营效率方面，2017 年中国电影应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别为 6.63 次、5.75 次和 0.61 次，位于行业中游偏上水平。

负债水平来看，2017 年中国电影资产负债率 28.08%，整体处于行业较低水平。

盈利能力方面，2017 年销售毛利率、净资产收益率和总资产报酬率分别为 21.25%、9.60%和 9.64%，处于行业中游水平。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标来看，2017 年，中国电影流动比率和速动比率分别为 2.87 倍和 2.55 倍，处于行业较好水平；经营活动产生的现金流量净额覆盖流动负债倍数为 0.38 倍，现金类资产/流动负债比 2.04 倍，均处于行业较好水平，中国电影短期偿债能力很强。从长期偿债指标来看，EBITDA/全部债务比 138.89 倍，覆盖程度极好，中国电影长期偿债能力很强。整体偿债能力极强。

光线传媒营业收入主要来源于电影业务，受电影产业增速下降影响较大，光线传媒近三年电影业务收入占比持续下降。近三年综合毛利率呈波动增长态势，主要系毛利贡献程度较高的电影及电视剧业务毛利率水平波动所致。随着 2015 年非公开发行股票募集资金到位以及 2017 年发行公司债券 10 亿元，近三年光线传媒资产总额呈快速增长态势，光线传媒债务负担较轻，整体偿债能力很强。

光线传媒为国内大型影片制作商和发行商之一，是中国最大的电视节目制作和发行商，涵盖娱乐资讯、综艺节目和生活类节目。光线传媒拥有全国最大的地面电视节目联播网，覆盖全国所有地市级以上城市，更有上百个城市频道每日在黄金时间连续播出。光线传媒也是国内最大的演艺活动公司之一，举办数个颁奖礼、演唱会、城市节庆、音乐风云榜颁奖盛典、模特大典、风云新人选拔赛等大型娱乐活动，建立了良好的品牌资产。

表 6 光线传媒 2015 年~2017 年收入情况（单位：万元、%）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重
电影及衍生品	131,073.19	86.05	123,424.71	71.29	123,816.78	67.17
电视剧	6,687.79	4.39	13,496.25	7.80	5,050.59	2.74
视频直播	0.00	0.00	25,062.60	14.48	49,146.28	26.66
游戏及其他	14,568.49	9.56	11,147.61	6.44	6,331.63	3.43
营业收入合计	152,329.47	100.00	173,131.16	100.00	184,345.28	100.00

资料来源：光线传媒年报

光线传媒目前的主营业务有电影、电视剧的投资、制作及发行业务；视频直播业务；动漫游戏产品的制作及发行。其中电影及电视剧收入为光线传媒最主要的收入来源。2015~2017 年光线传媒营业收入分别为 15.23 亿、17.31 亿元和 18.43 亿元，呈现持续增长态势；2015~2017 年光线传媒实现营业利润分别为 4.33 亿元、7.95 亿元和 6.72 亿元，2017 年营业利润与营业收入变动不一致，主要系影视剧成本增长较快所致。2017 年，光线传媒实现主营业务收入 18.43 亿元，同比增长 6.48%。光线传媒营业收

入主要来源于电影业务，受电影产业增速下降影响较大，光线传媒近三年电影业务收入占比持续下降。2017 年电影业务实现收入 12.38 亿元，同比微增 0.32%，主要系确认了影视剧收入前五名分别为电影《大闹天竺》、《三生三世十里桃花》、《嫌疑人 X 的献身》、《缝纫机乐队》以及《春娇救志明》的发行收入；电视剧业务实现收入 0.51 亿元，同比下降 62.58%，主要系结转项目减少所致。近三年综合毛利率分别为 33.68%、49.45%和 41.28%，呈波动增长态势，主要系毛利贡献程度较高的电影及电视剧业务毛利率水平波动所致。2018 年 1~9 月，光线传媒实现营业收入 12.85 亿元，较上年同期下滑 17.05%，但投资净收益的大幅增长，使得当期营业利润和归母净利润较上年同期大幅增长至 26.39 亿元和 22.85 亿元，涨幅分别为 3.21 倍和 2.57 倍。毛利率为 40.34%，较上年同期保持增长。

经营效率方面，伴随光线传媒追加影视剧项目投资存货规模大幅增长，光线传媒近三年存货周转率分别为 2.39 次、2.05 次和 1.34 次，呈现波动下降态势；伴随长期股权投资的大幅增长，公司总资产周转率分别为 0.23 次、0.20 次和 0.18 次，呈现波动下降态势，伴随影视剧项目回款增加，应收账款的大幅减少，近三年应收账款周转率分别为 1.63 次、1.90 次和 3.34 次，持续上升。光线传媒经营效率整体处于行业中位偏下水平。

从资产规模来看，随着 2015 年非公开发行股票募集资金到位以及 2017 年发行公司债券 10 亿元，近三年光线传媒资产总额呈快速增长态势，截至 2017 年末，光线传媒资产总额为 118.84 亿元，较年初增长 29.89%。从核心资产存货和应收账款来看，近三年存货和应收账款波动较大。存货分别为 3.87 亿元、4.68 亿元和 11.51 亿元；2016 年随着光线传媒催收力度的加强，近三年应收账款分别为 10.64 亿元、7.62 亿元和 3.40 亿元。此外，近三年长期股权投资分别为 14.28 亿元、16.86 亿元和 58.85 亿元。2017 年增长较快，主要系增持天津猫眼文化传媒有限公司的股权，核算科目从可供出售金融资产调至长期股权投资核算所致。从负债水平来看，伴随 2016~2017 年分别发行 10 亿公司债，近三年光线传媒资产负债率持续上升，分别为 14.88%、22.21%和 28.86%。2015 年光线传媒资产负债率较低，主要系受非公开发行股票影响。截至 2018 年 9 月底，光线传媒资产总额 119.30 亿元，较年初变化不大；由于支付购买天津猫眼微影文化传媒有限公司股权款以及提前赎回到期公司债，负债合计 21.71 亿元，较年初下降 36.71%；所有者权益合计 97.59 亿元，其中归母权益合计 97.28 亿元，较年初增长 15%；全部债务合计 9.99 亿元，全部为长期债务，较年初下降近 50%，主要系提前偿还公司债所致。

盈利能力方面，近三年光线传媒实现归属于母公司净利润分别为 4.02 亿元、7.41 亿元和 8.15 亿元，呈现持续增长态势。近三年盈利能力指标呈波动下降态势，净资产收益率分别为 8.01%、10.66%和 10.55%，销售毛利率分别为 33.68%、49.45%和 41.28%，总资产报酬率分别为 7.20%、9.54%和 8.15%，整体盈利能力波动下降，但主营业务盈利能力波动上升。从经营性现金流来看，经营净现金流分别为 3.98 亿元、7.47 亿元和 -0.32 亿元，2017 年由正转负，主要系增加影视项目投资所致；近三年光线传媒对外股权投资和购买理财产品规模较大，投资净现金流分别为 -11.82 亿元、-15.01 亿元和 -4.20 亿元，呈持续净流出态势，2017 年净流出规模减少；随着 2015 年非公开发行股票募集资金到位以及 2016~2017 年发行公司债，近三年光线传媒筹资活动净额持续净流入，分别为 17.16 亿元、7.62 亿元和 8.55 亿元。2017 年以来，光线传媒筹资压力明显增加。2018 年 1~9 月，由于拍摄支出大幅增加以及本期不再合并浙江齐聚科技有限公司和北京捷通无限科技有限公司使得销售商品、提供劳务收到的现金减少，光线传媒经营活动产生的现金流量净额为 -3.00 亿元；由于出售所持有的新丽传媒股份有限公司股份产生的投资收益大幅增加，投资活动产生的现金流量净额为 7.02 亿元；提前偿还公司债，使得筹资活动现金流净额为 -16.06 亿元。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标来看，伴随其他应付款以及存货的快速增长，近三年光线传媒流动比率波动下降，速动比率持续下降，流动比率分别为 3.77 倍、3.84 倍和 2.83 倍，速动比率分别为 3.37 倍、3.29 倍和 1.99 倍；近三年经营活动产生的现金流量净额/流动债务比由正转负，伴随非公开发行股票及发行公司债券带来，现金类资产充裕，2017 年现金类资产流动负债比为 1.40 倍，光线传媒短期偿债能力很强。长期偿债能力指标来看，近三年，光线传媒 EBITDA 利息倍数分别为 24.37 倍、77.21 倍和 26.30 倍，覆盖程度很高；EBITD 全部债务比 4.76 倍、0.85 倍和 0.44 倍，覆盖程度较高。光线传媒长期偿债能力很强。整体偿债能力很强。

伴随经营规模的扩大，华策影视近三年资产规模稳步增长，华策影视债务水平有所上升，但仍属合理水平；存货和应收账款的快速增长导致经营效率有所下滑；华策影视营业收入主要来源于网剧销售收入为主，由于全网剧营业成本的快速攀升，毛利率有所下滑，目前华策影视整体盈利水平一般；整体偿债能力一般。

表 7 华策影视 2015 年~2017 年营业收入毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			营业收入同比变化
	金额	占营业收入比重	毛利率	金额	占营业收入比重	毛利率	金额	占营业收入比重	毛利率	
全网剧销售	196,132.37	73.81	36.92	354,918.36	79.85	26.89	460,354.03	87.76	23.85	29.71
影院票房	10,845.50	4.08	31.47	9,010.93	2.03	16.01	7,686.55	1.47	21.28	-14.70
电影销售	31,387.97	11.81	29.07	27,094.34	6.10	37.86	4,570.80	0.87	32.80	-83.13
游戏	0.00	0.00	0	4,716.98	1.06	78.30	1,415.09	0.27	100.00	-70.00
广告	3,558.11	1.34	95.89	4,699.93	1.06	85.89	4,879.97	0.93	94.87	3.83
经纪业务	2,317.33	0.87	87.81	3,885.81	0.87	32.76	13,830.01	2.64	90.39	255.91
综艺	18,188.00	6.84	24.38	38,505.85	8.66	8.69	28,269.81	5.39	7.49	-26.58
其他	140.96	0.05	29.06	322.56	0.07	2.10	5,194.35	0.99	21.26	1,510.33
分部间抵消	-566.63	-0.21	--	-261.26	-0.06	--	-3,086.87	-0.59	--	1,081.51
其他业务收入	3,726.73	1.40	--	1,604.08		--	1,445.23	0.28	--	-9.90
合计	265,730.33	100.00	37.20	444,497.58	100.00	25.34	524,558.97	100.00	26.57	18.01

资料来源：华策影视

2017 年华策影视实现营业总收入为 52.45 亿元，比上年同期增加 18.01%，主要系全网剧销售收入增长所致；归属于上市公司股东净利润为 6.34 亿元，比上年同期增加 32.60%。2018 年 1~9 月，华策影视实现营业收入 35.81 亿元，较上年同期增加 43.40%，实现归母净利润 3.56 亿元，较上年同期增加 15.49%。近三年华策影视全网剧销售收入和比重逐年大幅增长，2017 年营业收入中全网剧来源于网剧销售收入比重达 87.76%。电影业务板块收入及占比大幅萎缩。2017 年比重不足 3%。

2017 年，华策影视全网剧首播 15 部 654 集，《楚乔传》、《三生三世十里桃花》、《孤芳不自赏》分别位列年度互联网点击播放前 10 名和卫视收视率前 10 名。根据艺恩网数据，2017 年，国产大剧整体网络流量近 6,000 亿元，年增长率达到 40%；华策影视出品的全网剧累计产生网络流量超 1,500 亿，占国产大剧流量的约 25%，年增长率约 50%，超过市场平均增速 10%；有 8 部全网剧作品的网络流量超过 30 亿，华策影视司全年首播全网剧的 53%。庞大的、持续增长的精品力作流量放大了华策影

视内容产品的商业价值，延伸了全网剧的产业链条，为未来商业模式带来了更多可能。前五大作品《创业时代》、《时间都知道》、《甜蜜暴击》、《老男孩》、《谈判官》均为全网剧，收入合计24.71亿元，占主营业务收入的47.10%。

从资产规模来看，近三年华策影视资产总额持续增长，截至2017年底，华策影视总资产125.39亿元，较年初增加20.75%，主要系销售上升带来应收账款的大幅增长以及公司在拍摄剧大幅增加带来存货的大幅增长所致。核心资产主要为货币资金、应收账款和存货，货币资金波动下降，存货和应收账款持续增长，截至2017年底，三项占比分别为13.28%、32.10%和21.10%。

近三年华策影视归属于母公司权益持续增长。从负债水平来看，伴随债务总额的增长，近三年华策影视资产负债率持续增长分别为26.89%、37.33%和44.12%，伴随经营规模的扩大，华策影视债务水平有所上升，但仍属合理水平。

截至2018年9月底，华策影视总资产131.00亿元，较年初增长4.47%；归属于母公司所有者权益71.41亿元，较年初增加3.05%，全部债务23.99亿元，全部为短期债务，较年初增长12.22%，主要系短期借款大幅增加所致。

经营效率来看，伴随经营规模和投资力度的扩大，存货规模持续增长和应收账款规模波动增长，近三年华策影视存货周转率分别为1.32次、1.98次、1.73次，应收账款周转率分别为1.72次、1.84次、1.52次，总资产周转率分别为0.40次、0.48次、0.46次，整体处于行业中游水平。

盈利能力方面，近三年华策影视归属于母公司股东的净利润持续增长，主要系综合毛利率及归属于母公司权益增长所致。2016年华策影视实现归属于母公司股东的净利润4.78亿元，同比增加0.63%，2017年华策影视实现归属于母公司股东的净利润6.34亿元，同比增加32.60%，受营业利润波动增长，以及净资产持续增长影响，净资产收益率由2015年的11.92%降至2016年的7.79%后微增至2017年9.55%，处于行业中游以下水平。从现金流来看，近三年华策影视经营活动现金流由净流出变为净流入，2015年~2016年经营活动净额均为-6.19亿元，2017年为7.06亿元，主要系2017年电视剧预售大幅增加所致；投资活动产生的现金净流量持续净流出，2015~2017年投资活动产生的现金净流量为现金净流出分别为-0.81亿元、-12.86亿元和-2.05亿元，2016年投资净流出规模较大主要系当年投资XiaoHongChun INC、Next Entertainment World Co., Ltd影响所致；筹资活动产生的现金净流量由2015~2016年的持续净流入23.26亿元和12.23亿元转为2017年净流出-3.16亿元，主要是因为其调整融资结构，偿还部分短期融资券及银行贷款。2017年华策影视筹资压力有所减轻。2018年1~9月，华策影视经营活动产生的现金流量净额为-5.72亿元，较上年净流出扩大17.05%，主要系销售回款减少所致；投资活动产生的现金流量净额为1.36亿元，较上年同期增长26.36倍，主要系华策影视上年同期除银行理财外无其他对外投资所致；筹资活动产生的现金流量净额为1.40亿元，较上年同期增加4.23倍，主要系华策影视当期银行借款净增加额增加所致。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标来看，近三年华策影视流动比率和速动比率持续下降。2017年流动比率1.80倍，速动比率1.28倍；现金类资产流动负债比持续下降，2017年为0.33倍，处于行业中下游水平，短期偿债能力一般。长期偿债能力指标来看，近三年，华策影视EBITDA利息倍数分别为24.99倍、17.41倍和9.51倍，整体覆盖程度较高；EBITD全部债务比0.58倍、0.26倍和0.38倍，覆盖程度一般。华策影视长期偿债能力一般。华策影视整体偿债能力一般。

2017年，华谊兄弟整体规模较大，营业收入主要来源于影视娱乐；经营效率有所提升，资产负债

率有所下降，盈利能力有所下滑，经营现金流净额由正转负，考虑货币资金充裕，整体偿债能力较强。

华谊兄弟旗下有多家子公司，包括华谊兄弟音乐有限公司、华谊兄弟时代文化经济有限公司和华谊兄弟时尚文化传媒有限公司等。公司经营业务涉及电影及衍生、电影院、艺人经纪、音乐、网络游戏和主题乐园等多个娱乐传媒领域。

2017年，公司营业收入较上年同期相比增加12.64%，其中，影视娱乐板块营业收入较上年同期相比增加31.70%，取得收入前5名的影视作品为《芳华》、《星际特工：千星之城》、《摔跤吧！爸爸》、《前任3：再见前任》、《绝世高手》，前5名影视作品合计实现收入6.61亿元，占营业收入的16.75%。品牌授权及实景娱乐板块营业收入较上年同期相比增加0.61%，主要系各项目顺利有序推进。截至2017年底，华谊兄弟累计签约项目18个。互联网娱乐板块营业收入为30,672.70万元，较上年同期相比减少54.63%，主要系公司出售控股子公司广州银汉科技有限公司部分股权后合并范围发生变更，广州银汉科技有限公司纳入合并范围内的收入为2017年1-6月，故收入较上年同期相比下降。近三年华谊兄弟综合毛利率分别为50.28%、51.18%和45.45%，波动下滑，2017年同比下滑5.73个百分点，主要系互联网娱乐及其他业务毛利率下滑所致；近三年营业利润持续下降，分别为13.88亿元、11.77亿元和8.16亿元，2017年较上年减少3.61亿元，主要系投资净收益同比上年减少3.49亿元所致。

2018年1~9月，华谊兄弟实现营业收入31.83亿元，较上年同期增加31.58%，主要系影视娱乐业务收入较上年同期增长66.06%所致。实现归属于母公司净利润3.28亿元，较上年同期下降45.38%，主要系投资净收益较上年同期大幅减少所致。毛利率46.25%，较上年同期微降0.34个百分点。

表8 华谊兄弟2015~2017年营业收入及占比情况（单位：万元、%）

项目	2015年		2016年		2017年		同比 增减	2018年1~9月	
	金额	占营业收入比	金额	占营业收入比	金额	占营业收入比		金额	占营业收入比
影视娱乐	283,241.32	73.12	256,173.92	73.12	337,392.80	85.50	31.70	299,519.41	94.09
品牌授权及实景娱乐	5,556.60	1.43	25,690.51	7.33	25,848.42	6.56	0.61	15,493.42	4.87
互联网娱乐	86,100.74	22.23	67,611.44	19.30	30,672.70	7.77	-54.63	4,639.47	1.46
其他业务收入	14,823.04	3.83	2,838.68	0.81	337,392.80	0.83	15.00	-1,685.40	-0.54
营业收入合计	387,356.51	100.00	350,345.73	100.00	394,627.61	100.00	12.64	318,341.68	100.00

资料来源：华谊兄弟年报

从资产规模来看，近三年华谊兄弟资产总额持续增长，截至2017年底，华谊兄弟总资产201.55亿元，较上年底微增1.52%，主要系长期股权投资较期初相比增长33.34%，主要系公司对外投资以及合并范围发生变更所致。

从负债水平来看，伴随债务总额的波动增长，近三年华谊兄弟资产负债率波动增长，截至2017年底，华谊兄弟资产负债率下降至47.64%。

截至2018年9月底，华谊兄弟资产总计202.87亿元，较年初微增0.66%，归属于母公司所有者权

益 100.19 亿元，较年初增加 3.52%。全部债务合计 59.15 亿元，较年初变化不大，其中短期债务 37.37 亿元，长期债务 21.78 亿元，短期债务大幅增加，长期债务大幅下降，主要系中期票据将于一年内到期，重分类为一年内到期的非流动负债所致。

经营效率来看，伴随经营规模和投资力度的扩大，存货规模持续增长和应收账款规模波动增长，近三年华谊兄弟存货周转率分别为 2.51 次、2.39 次、2.37 次，应收账款周转率分别为 2.37 次、2.24 次、2.51 次，总资产周转率分别为 0.28 次、0.19 次、0.20 次，整体处于行业中游以下水平。

盈利能力方面，近三年华谊兄弟归属于母公司股东的净利润波动下降，主要系综合毛利率及归属于母公司权益波动减少所致。2017 年华谊兄弟实现归属于母公司股东的净利润 8.28 亿元，同比增加 2.49%，受净利润持续下滑影响，以及净资产波动下滑影响，净资产收益率由 2015 年的 13.04% 降至 2016 年的 8.52% 后微增至 2017 年 8.86%，处于行业中游以下水平。从现金流来看，近三年华谊兄弟经营活动现金流由净流入变为净流出，2015 年经营净流入金额为 5.27 亿元，2016 年为 7.59 亿元，2017 年为 -2.15 亿元，主要系 2017 年支付影视剧投资款增加所致；投资活动产生的现金净流量持续净流出，2017 年投资活动产生的现金净流量为现金净流出 4.42 亿元，主要是因为当期公司支付股权投资款和购买理财产品所致；筹资活动产生的现金净流量由前两年持续净流入 48.02 亿元和 32.35 亿元转为 2017 年净流出 6.52 亿元，主要是因为其调整融资结构，偿还部分短期融资券及银行贷款。2017 年华谊兄弟筹资压力有所减轻。

2018 年 1~9 月，华谊兄弟经营活动产生的现金流量净额为 3.50 亿元，较上年同期相比增长 2.07 倍，主要是因为收到的影视剧分账款及应收账款回款增加所致；投资活动产生的现金流量净额为 -6.22 亿元，较上年同期相比净流出扩大 3.26 倍，主要是因为上年同期华谊兄弟出售广州银汉科技有限公司和北京掌趣科技股份有限公司部分股权取得部分股权转让款，本期无此类现金流入所致；筹资活动产生的现金流量净额为 -9.72 亿元，较上年同期扩大净流出 1.68 倍，主要是因为华谊兄弟发行的短期融资券及超短期融资券减少所致。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标来看，近三年华谊兄弟流动比率和速动比率持续增长。2017 年流动比率 1.71 倍，速动比率 1.50 倍；伴随经营活动现金流净额由正转负，2015~2017 年经营活动产生的现金流量净额/流动债务比分别为 0.09 倍、0.13 倍和 -0.04 倍，考虑华谊兄弟货币资金充裕，现金类资产流动负债比为 0.84 倍，短期偿债能力仍属较强。长期偿债能力指标来看，近三年，华谊兄弟 EBITDA 利息倍数分别为 16.33 倍、6.97 倍和 5.03 倍，整体覆盖程度较高；EBITD 全部债务比 0.58 倍、0.29 倍和 0.25 倍，覆盖程度一般。华谊兄弟长期偿债能力一般。整体偿债能力较强。

万达电影是院线行业的龙头企业，近年来依托于万达集团的平台优势快速扩张；以较强的连锁经营能力、持续的创新经营能力和领先的放映工艺技术为万达电影的核心竞争力；近年随着公司影院建设的加速及在广告传媒、电影整合营销、在线直播、衍生品、游戏产业等领域的业务并购，资产规模呈逐年增长态势，资产规模较大；受融资规模增长较快影响，负债水平逐年提升；近三年经营效率有所下降。整体偿债能力很强。

万达电影借助国内电影市场蓬勃发展的契机，在较短的时间内迅速打造了“万达电影”、“万达电影城”品牌。公司围绕“会员+”战略，继续加强广告传媒、电影整合营销、在线直播、衍生品等非票房业务建设，非票房收入占营业收入比重持续提升。

2015~2017 年，万达电影实现营业收入 80.01 亿元、112.09 亿元和 132.29 亿元，营业利润分别为 14.47 亿元、15.54 亿元和 18.72 亿元，净利润分别为 11.88 亿元、13.68 亿元和 15.16 亿元，均呈快速增长态势。近三年销售毛利率维持在 34.55%、32.75%和 32.10%的稳定区间。根据 2017 年报，万达电影三大核心业务重新划分为境内外观影收入、广告和商品销售收入。2018 年 1~6 月，万达电影实现票房 50.15 亿元，同比增长 15.80%，观影人次 1.19 亿人次，同比增长 18.30%，境外票房收入 8.40 亿元，观影人次 1,181.25 万人次；万达电影实现非票房收入 22.54 亿元，非票房业务保持较快增长，非票房收入占营业收入比重在 30%以上，占比持续提升。实现营业利润为 10.68 亿元，较上年同期增长 4.88 亿元，销售毛利率 32.76%。实现归属于母公司股东的净利润为 9.00 亿元，较上年同期增长 1.51%，

2018 年 1~9 月万达电影实现营业收入 109.05 亿元，比上年同期增长 7.06%，实现归属于公司股东的净利润为 12.68 亿元，比上年同期增长 87.94%，销售毛利率 32.10%。

表 9 万达电影 2015~2017 年收入占比及变动情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重
观影收入	638,773.79	79.84	752,450.70	67.13	833,389.67	63.00
广告收入	52,271.59	6.53	169,165.00	15.09	239,972.89	18.14
商品、餐饮销售收入	92,283.63	11.53	132,593.91	11.83	180,758.65	13.66
影片投资和宣传推广	218.05	0.03	10,162.61	0.91		
其他	16,526.33	2.07	56,560.15	5.05	68,816.83	5.20
营业收入合计	800,073.38	100	1,120,932.37	100	1,322,938.03	100.00

资料来源：万达电影年报

从经营效率来看，近三年存货周转率 86.16 次和 62.58 次和 54.37；应收账款周转率 34.07 次、20.88 次和 14.33 次，总资产周转率 0.80 次、0.65 次和 0.63 次，均呈现快速下降态势，但经营效率整体仍处于行业较好水平。

从资产规模来看，近三年万达电影合并资产总额，分别为 154.59 亿元、190.92 亿元和 231.42 亿元，呈快速增长态势。截至 2017 年底，万达电影总资产同比增长 21.21%，趋于平稳。从负债水平来看，近三年，资产负债率分别为 41.03%和 45.57%和 49.40%，处于行业较高水平。截至 2018 年 9 月底，万达电影总资产 224.00 亿元，较年初微降 3.21%，主要系货币资金减少所致；归属于母公司所有者权益合计 126.36 亿元，较年初增加 8.27%，主要系未分配利润增加所致，全部债务合计 61.31 亿元，较年初微降 3.45%，其中短期债务 42.18 亿元，较年初变化不大，长期债务 19.13 亿元，较年初下降 8.05%，主要系债务到期所致。

盈利能力方面，近三年公司权益规模及资产规模快速攀升，但新增资产产出效益较慢，近三年净资产收益率持续下降分别为 19.59%和 14.02%和 13.74%；总资产报酬率持续下降，分别为 15.41%、11.03%和 9.90%。从经营性现金流来看，近三年随着营业收入的持续增长，万达电影经营活动净现金流波动下降，分别为 20.89 亿元和 19.28 亿元和 19.88 亿元，主要系收购公司增加导致成本费用支出额大幅增加所致。2018 年 1~9 月，万达电影经营活动产生的现金流量净额为 14.30 亿元，较上年同期变化不大；投资活动产生的现金流量净额为-18.27 亿元，较上年同期相比净流出减少 12.31%倍；筹资活动产生的现金流量净额为-10.98 亿元，较上年同期扩大净流出 2.01 倍，主要系新增贷款减少所致。

偿债能力方面，从短期来看，近三年，随着万达电影短期借款规模的持续增加，流动比率、速动

比率波动下降，截至 2017 年底分别为 0.55 倍和 0.54 倍，处于行业中下水平；经营活动现金流量净额流动负债比持续下降，截至 2017 年底为 0.22 倍，处于行业中位水平，现金类资产流动负债比 0.32 倍，万达电影短期偿债能力表现一般。从长期来看，借款规模的持续扩大带来财务费用的持续增长，2015~2017 年 EBITDA 利息倍数分别为 45.43 倍、26.20 倍和 14.27 倍，覆盖程度很高；2015~2017 年，EBITDA 全部债务比分别为 0.59 倍、0.78 和 0.48 倍，覆盖程度较高，但处于行业中下水平。万达电影长期偿债能力很强。综上，万达电影整体偿债能力很强。

阿里影业由传统影视公司转型为以互联网为核心的新型传媒公司，投入大量资金提升淘票票市场地位，2017 年互联网+影视模式的盈利模式初见成效；整体负债水平低，经营效率有所提高，近三年净利润波动较大，2015 年转亏为盈 4.66 亿元，2016 年亏损 9.59 亿元，2017 年亏损 9.50 亿元，由于 2017 年经营、投资、筹资活动均为净流出，净现金流出较大。

阿里影业成立于 2014 年，近三年，阿里影业持续以互联网为核心的娱乐实业生态系统中投入资本与资源，获得了显著的收入增长，2015~2017 年，实现营业收入分别为 2.65 亿元、9.14 亿元和 23.73 亿元，2016 年增幅较大主要系淘票票市场份额增长显示所致；近三年阿里影业营业利润分别为-2.22 亿元、-4.15 亿元和-16.04 亿元，主要系淘票票市场费用增长较快所致。

从收入构成来看，作为互联网公司发展逻辑为先通过大量补贴的方式烧钱培养用户和流量，当用户具有一定的黏度以后，减少补贴获得盈利。阿里影业为支持淘票票快速增长用户数和销售量，大量持续注入资金，淘票票取得快速增长（2017 年 7 月阿里影业增持淘票票 9.12%的股权，持股达 96.71%），市场占有率与猫眼平分。受此影响，2017 年，阿里影业实现营业收入 23.73 亿元，较上年同期增长 1.59 倍，主要贡献来自互联网宣传发行。2018 年 1~9 月，阿里影业实现营业收入 15.35 亿元，较上年同期增长 40.22%，实现归属于母公司净利润-1.26 亿元，较上年同期减亏 74.11%。

从资产规模来看，2015 年、2016 年以及 2018 年 9 月底阿里影业资产总额呈波动增长态势，在经历了 2015 年资产大幅增长后，截至 2016 年底，阿里影业总资产 195.63 亿元，较 2015 年小幅增长 3.09%。截至 2018 年 9 月底，总资产 162.61 亿元，较 2016 年 12 月底下降了 16.87%，主要系偿还债务使得货币资金大幅减少近 40 亿元所致。截至 2018 年 9 月底，阿里影业核心资产主要为现金及现金等价物（货币资金）23.38 亿元、其他短期投资（定期存款）21.15 亿元、其他流动资产（电影及电视版权）10.94 亿元、权益投资 24.60 亿元（三家最大投资分别为博纳影业集团股份有限公司、和和（上海）影业有限公司及 Storyteller Holding Co., LLC）、商誉 35.47 亿元。从负债水平来看，近三年资产负债率呈现持续下降态势，2017 年资产负债率为 10.78%，整体处于较低水平。

截至 2018 年 9 月底，阿里影业总负债 21.63 亿元，较 2018 年 3 月底大幅增加，主要系新增长期借款 7.31 亿元所致，从债务结构来看，阿里影业全部债务主要以长期债务为主；归属于母公司所有者权益合计 140.07 亿元，较 2018 年 3 月底微增。

经营效率方面，阿里影业 2015 年~2017 年存货周转率分别为 530.83 次、1201.56 次和 595.19 次；流动资产周转率分别为 0.03 次、0.07 次和 0.22 次；总资产周转率分别为 0.02 次、0.05 次和 0.13 次，整体经营效率有所提高，经营效率处于行业中值水平。

盈利方面，近三年净利润波动较大，2015 年净利润 4.66 亿元，扭转 2014 年 4.17 亿巨额亏损，主要由于淘票票对观影人士的票务补贴增长所致，2016 年，受淘票票宣发成本大幅增长，净利润亏

损 9.59 亿元，2017 年净利润亏损 9.50 亿元，主要系汇率波动引致的汇兑损失大幅增加抵消了利润所致。从经营现金流来看，伴随经营规模持续扩大，近三年经营现金流持续表现净流出态势，2015 年~2017 年经营现金净额为-2.35 亿元、-20.11 亿元和-4.88 亿元；投资活动现金流量净额分别为-60.29 亿元、27.42 亿元和-15.12 亿元，2017 年为负流出主要系增加对外投资所致；筹资活动现金流量净额分别为 95.26 亿元、16.86 亿元和-12.92 亿元，2017 年为负主要系偿还债务。

上述几家公司经营盈利指标比较详见下表。

表 10 中国娱乐传媒领域代表性企业 2017 年主要财务指标对比（单位：次、%、亿元）

证券代码	证券简称	经营活动产生的现金流量净额	EBITDA	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率	总资产报酬率 ROA	净资产收益率 ROE(平均)	销售毛利率	资产负债率	速动比率	现金类资产/流动负债	EBITDA/利息费用	EBITDA 全部债务
002739.SZ	万达电影	19.88	27.26	14.33	54.37	0.63	9.90	13.74	32.10	49.40	0.54	0.32	14.27	0.48
600977.SH	中国电影	14.73	17.84	6.63	5.75	0.61	9.64	9.60	21.25	28.06	2.55	2.04	-20.51	138.89
000156.SZ	华数传媒	12.64	11.39	5.64	25.14	0.23	3.77	6.26	44.66	28.04	3.20	1.43	-11.38	57.47
300133.SZ	华策影视	7.06	7.38	1.52	1.73	0.46	6.89	9.56	26.57	44.12	1.28	0.33	9.51	0.38
300251.SZ	光线传媒	-0.32	5.28	3.34	1.34	0.18	8.15	10.55	41.28	28.86	1.99	1.40	26.30	0.44
300027.SZ	华谊兄弟	-2.15	5.12	2.51	2.37	0.20	6.86	8.86	45.45	47.64	1.50	0.84	5.03	0.25
300426.SZ	唐德影视	-1.80	3.52	1.41	0.63	0.41	8.65	17.17	47.52	62.22	0.95	0.15	4.80	0.30
300528.SZ	幸福蓝海	3.09	2.09	3.41	3.80	0.53	3.94	5.96	45.35	40.28	1.39	0.59	-53.67	10.63
1060.HK	阿里影业				595.19			-6.01	74.23	10.78	5.23			
行业中位		2.18	4.19	3.24	4.33	0.36	8.15	9.60	41.28	35.23	1.99	0.83	5.03	0.66

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

总体看，中国电影、万达电影、华策影视、华数传媒等传统娱乐传媒行业企业依然在行业中发挥重要作用，同时以腾讯、阿里影业为代表的新兴互联网娱乐传媒企业正逐步崛起。娱乐传媒领军企业主营业务各有侧重和优势，处于行业内的不同细分板块，指标差异大，可比性较差，但多半为高速发展阶段的成长型企业。

五、影视行业整体信用水平分析

近三年，娱乐传媒行业整体债券发行数量大幅增长，发行总额波动上升，由票面利率体现的融资成本波动降低。以下将以影视行业发债企业为样本，对近三年行业整体信用水平进行分析。

2013 年至 2016 年，影视行业发债支数大幅增加，由 2013 年的 4 支增至 2016 的 14 支。2017 年发行数量下降至 6 支，2018 年 1~10 月，发行数量重新攀升至 15 支。截至 2018 年 10 月 30 日，影视行业共发行 59 支信用债，实际发行总额为 409.14 亿元。截至 2018 年 10 月 30 日，存续 51 支，存续余额 285.53 亿元。Wind 资讯数据显示，2013~2018 年 10 月，影视行业信用债平均票面利率波动下降，2014 年为峰值 6.4450%。影视行业发债企业资金多用于补充流动资金和置换银行贷款为主，低利率的公司债发行，有利于拓宽融资渠道，降低资金成本。

在存续债中，从发行渠道来看，银行间市场发行的有 27 支，交易所发行的有 17 支，发行期限以中短期为主。从企业性质来看，总共 51 支信用债的发行主体中，地方国有企业有 35 支，中央企业 1 支，民营企业 15 支；其中上市公司发行 24 支，非上市公司 27 支（合计实际发行总额 299.14 亿元）。从发行时信用评级来看（最新主体评级与发行时主体债项评级对比来看，一支（家）调减，两支（家）调增），AA-为 6 支 11 亿元；AA 级别 18 支，实际发行总额 130 亿元；AA+为 20 支，实际发行总额 134.94 亿元；AAA 为 3 支，实际发行总额 15 亿元；未评级 9 支，发行总额 26.2 亿元。整体来看，影视行业发债的企业以地方国有企业和民营企业为主，发行主体长期信用等级以 AA~AA+为主，暂无行业内债项违约案例发生。

表 11 2013~2018 年 1~11 月影视行业企业发债情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~11 月	合计
发行笔数（支）	4	6	14	14	6	15	59
发行总额（亿元）	21	56.00	111.00	88.2	54.6	78.34	409.14
平均债券期限（年）	6.5	5.00	5	3.5	3.83	2.91	--
平均票面利率（%）	6.03	6.45	4.81	5.12	4.33	5.22	--

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从经营效率角度来看，2015~2017 年影视行业发债企业存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率逐年下降；总体看，伴随行业内剧本成本、拍摄及放映成本的大幅上升，以及行业内并购频繁（2017 年有所放缓），行业发债企业存货、应收账款、总资产增幅均大于营业收入、营业成本的增幅，因而 2015~2017 年行业发债企业经营效率整体呈下降态势。2018 年 1~6 月，伴随采购成本的上涨以及应收账款规模的扩大，影视行业企业整体经营效率有所下滑。

表 12 2015~2017 年以及 2018 年 6 月影视行业发债企业经营效率情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
存货周转率（次）	2.94	2.39	2.37	1.14
应收账款周转率（次）	10.32	8.02	5.03	2.04
总资产周转率（次）	0.33	0.27	0.26	0.13

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理；上述均为样本中位数

偿债能力方面，2015~2017 年影视行业发债企业平均资产负债率呈波动增长，处于合理区间。从短期指标来看，2015~2017 年，随着流动资产的波动下降，流动负债持续上升，发债企业平均流动比率持续波动下降、速动比率波动下降，现金到期债务比，波动下降，行业内整体发债企业短期偿债能力波动下降，短期偿债能力较强。从长期偿债能力指标来看，EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比持续下降，主要系 EBITDA 持续下滑所致，EBITDA 利息倍数处于较好水平，EBITDA 全部债务比处于一般水平。2018 年 6 月，影视发债企业各项偿债指标均有所下滑。整体来看，影视行业企业整体偿债能力一般。

表 13 2015~2017 年以及 2018 年 6 月影视行业发债企业偿债指标情况（单位：%、亿元、倍）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
----	--------	--------	--------	------------

资产负债率	49.08	56.25	52.74	62.79
流动比率	1.23	1.44	1.19	1.17
速动比率	1.11	0.91	0.91	1.02
现金到期债务比	20.23	43.66	10.64	-1.55
EBITDA	9.32	7.38	5.12	4.40
EBITDA 全部债务比	0.58	0.29	0.25	0.13
EBITDA 利息倍数	16.64	8.33	8.29	2.13

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理；上述均为样本中位数

表 14 2015~2017 年以及 2018 年 6 月影视行业发债企业盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
合计营业收入	2,748.16	3,310.20	3,536.04	773.78
合计毛利润	178.93	194.91	178.23	76.64
合计营业利润	257.61	225.85	135.50	83.90
合计归属于母公司净利润	135.03	118.18	48.59	54.97
营业收入（中位数）	28.65	30.02	31.74	9.59
毛利润（中位数）	9.96	9.52	9.29	3.49
营业利润（中位数）	2.60	2.11	1.92	0.39
归属于母公司净利润（中位数）	2.02	1.28	0.86	0.24
净资产收益率（中位数）	7.72	4.44	3.02	0.53
总资产报酬率（中位数）	5.07	4.08	2.27	1.16
销售毛利率（中位数）	33.91	35.14	33.14	30.71

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

从盈利能力来看，受益于行业整体需求旺盛，2015~2017 年发债企业合计营业收入持续增长，毛利润波动下降；合计营业利润、归属于母公司净利润波动下降，2015 年为峰值，主要系 2015 年电影市场景气度相对位于高位、电视剧产量较高、“一剧两星”政策提高了电视剧单价等多方因素所致。2017 年利润处于波谷，主要系影视剧结转成本攀升所致。

2015~2017 年行业内发债企业营业收入（中位数）持续增长，毛利润（中位数）波动下降，营业利润（中位数）持续下降，归属于母公司净利润持续下降，说明行业利润被平均分散。销售毛利率波动下降，总资产报酬率和净资产收益率持续下降。行业整体盈利能力一般。

2018 年 1~6 月，影视发债企业营业收入仅占到 2017 年全年的 21%，伴随投资收益的增加，营业利润占到 2017 年的全年的 61.91%，此外，从各项盈利指标来看均有所下滑。

总体看，近三年影视行业发债企业营效率有所下降；盈利能力一般；偿债能力一般；整体信用水平较为稳定。

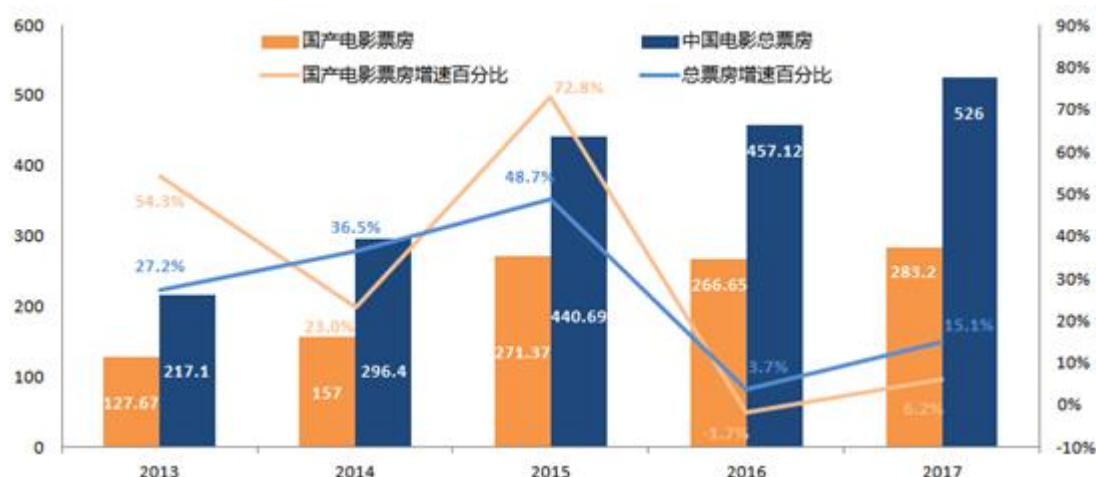
六、行业关注

电影市场供给过剩，国产片依然面临严峻的市场竞争，观众“口碑”效应对于电影作品的票房影响愈发明显。

2017 年以来，观众“口碑”效应对于电影作品的票房影响愈发明显，国内电影市场明显回暖。根

据国家新闻出版广电总局电影局的数据显示。2017 年，全国生产电影总计 970 部，全年全国电影总票房为 559.11 亿元，同比增长 13.45%，较 2016 年 3.73% 的票房增速大幅提速，剔除服务费的 2017 年票房大概为 526 亿元，中国电影市场票房增速由 13.45% 调整到了 15.1%，但国产电影增速相对较为缓慢为 6.2%，国产片依然面临严峻的市场竞争；国产电影票房 301.04 亿元，占票房总额的 53.84%；票房过亿元影片 92 部，其中国产电影 51 部；城市院线观影人次 16.2 亿，同比增长 11.19%。2018 年 1~6 月中国票房收入 299.6 亿元（不含服务费），同比增加 18%。根据中新网数据统计，截至 2018 年 11 月 25 日，中国电影票房达 559 亿，已超去年全年票房成绩。2018 年 1~11 月，票房排名前五位分别为《红海行动》、《唐人街探案 2》、《我不是药神》、《西虹市首富》、《复仇者联盟：无限战争》，其中前四部均为国产电影。在互联网票补将取消与国庆档内容不及预期的背景下，2018 年中国电影票房仍有望突破 600 亿。

图 13 2013~2017 年中国电影市场票房及增速对比（单位：亿元）



资料来源：国家新闻出版广电总局电影局

造成国产票房增速缓慢的一个重要原因是制片方拍摄立项的盲目、投资回报的失察、市场预期的误判、团队制作的失控等因素使得电影市场充满不确定性，处于高风险状态。这种高风险不仅极大地阻碍了电影市场的投资效率，还形成了大量低质量、“重复性建设”、缺少社会效益的冗余产品，造成了市场需求旺盛背景下的产能相对过剩。

行业过度依赖原有经验，缺少前瞻性

国内电影行业对风险的防范主要凭借过去经验以及知名影星所带来的号召力。在冗长的立项、拍摄、发行过程中，对经验的依赖会带来拍摄项目的不确定性和对未来市场的盲目性。国内电影市场的许多著名导演的作品票房表现远不及一些更具备创新特质的电影作品。2017 年上映的《羞羞的铁拳》、《战狼 2》等新锐导演的作品在观众喜好捕捉以及拍摄手法上都有独到之处。过度依赖经验导致电影行业风控体系的发展仍比较滞后，产业链上各个环节相应的风控与价值评估方法仍不完善，最终导致了电影作品票房收入的巨大不确定性。

知识产权侵权与纠纷风险仍然居高

电视剧行业的知识产权种类较多，除版权外，还有著作权、署名权等等。因此知识产权的保护是一系列的工作。而数字刻录技术以及网络传播技术的迅速发展，使电视剧的盗版价格低廉，获取方便，对部分消费者而言，依然有较大的吸引力，因此，侵权和盗版现象屡有发生。而著作权的侵犯更为隐蔽，对原作者产生的损失难以估算，一旦产生纠纷亦更难处理。近年，虽然政府出台了一系列法律、法规加强知识产权的保护，但这是一个很难在短期见效，另一方面各种侵权行为导致行业的恶性竞争，不利于优秀企业的生存与发展。

预期“票补取消”，企业收入规模将受到一定影响；税收补助的减少降企业利润造成一定影响；行业档期的存在，对企业现金流产生较大影响

票补实际上是一种“资本先行”的抢跑行为，极易构成市场竞争的不公平性；宣发方通过票补可以获得大量预售票房，进而锁定影片排片，保证了电影具备了相当的生存空间，一定程度上造成“资本垄断”。伴随“票补取消”的预期，电影行业将进入充分竞争态势，同时电影企业收入规模将受到一定影响。国家相关政策赋予影视行业相关增值税减免和政府补助，在逐年下降，对影视行业利润水平造成一定影响。此外，影视行业普遍存在档期、季节以及跨年度之间波动的情况，加之影视项目结算周期的影响，影视企业经营活动净现金流量波动性较大。

七. 行业展望

内容为王，高质量影视剧仍占据主要市场，口碑驱动票房是大势所趋

电影行业方面，中国票房与电影制作行业的快速发展使中国成为全球领先的电影市场。预计今后五年，中国电影行业的年均复合增长率将达 19.1%，远高于同期的全球数据（5.97%）。口碑对票房的决定作用会越来越明显，高质量、贴近生活的本土电影，其本土化的优势也越来越明显；未来我国对于外国电影的配额制度将继续放宽；电视剧方面，随着科技的迅速发展，以数字化为基础的新媒体的崛起，实现了电视剧播出平台的多元化，为电视剧特别是精品电视剧提供了更为广阔的市场空间和新的发展机遇。使电视剧市场开始了从“渠道为王”向“内容为王”的过渡，预计电视剧行业短期内会延续增长态势，流量红利逐渐结束，精品内容高溢价性持续体现。

新媒体发展迅速，中国电视剧进入多媒体传播时代，网络剧发展成为电视剧制作公司新亮点

随着数字移动电视（CMMB）迅猛发展，IPTV 加大建设力度，手机电视崛起，互联网电视和公共视听载体逐步成熟，新技术的运用导致新媒体的不断涌现，促进了电视剧等内容制作行业的发展，各种媒介对电视剧的需求将逐步增大。

近年来，网络视频用户数量激增使得网络视频的广告价值日益凸显。因此，短小精悍、制作精良、情节明快、成本相对较低的网络剧作为一种新兴的电视剧作品应运而生。网络剧自身属性使其更适合进行整合营销、广告植入，甚至品牌定制，该类作品大多可以在拍摄前即保证网络剧的收入。可以预期，高质量、专业化是网络剧发展的趋势，优质的电视剧制作公司凭借拍摄经验与视频网站平台渠道强强联手，将成为电视剧行业新的利润增长点。

通过产业链整合，加快资金周转，改善现金流状况，提升整体盈利能力和信用水平

由于国内民营影视剧制作公司发展的时间较短，普遍规模不大且以“轻资产”模式运作，资金实力较弱，很难通过抵押、质押、信用等途径获得银行贷款。因此大多数的影视剧制作机构依靠自身利润积累进行发展，积累速度较慢。从行业整体信用水平来看，2015~2017 年，影视行业发债企业经营效率有所下降，盈利能力一般，偿债能力一般，但整体信用水平较为稳定。

总体看，影视行业近年发展态势较好，增速保持在相对高位的同时；随着新媒体迅速发展，中国电视剧进入多媒体传播时代，网络剧发展将成为电视剧制作公司新亮点。行业整体信用水平较为稳定。

研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有，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。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。