

研究所

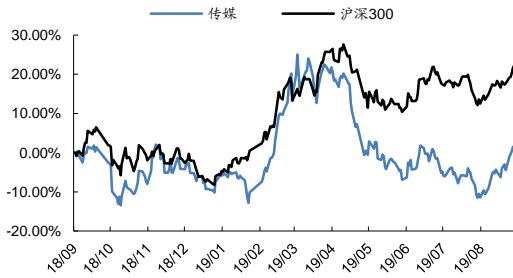
证券分析师:  
021-60338167

朱珠 S0350519060001  
zhuz@ghzq.com.cn

## 从五年应收账款看电视剧公司

### ——传媒行业事件点评报告

#### 最近一年行业走势



#### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
传媒	13.7	9.4	-0.9
沪深300	7.6	10.8	20.5

#### 相关报告

《传媒行业周报: 总结七年中报细分板块具特色 国庆关注广电系融媒体 图书及电影系》——2019-09-06

《传媒行业事件点评报告: IPTV 迎政策护航 全国一网预期渐浓》——2019-09-02

《传媒行业周报: 超高清视频产业发展关注广电系的先行 内容与版权加持》——2019-08-23

《传媒行业深度报告: 科技与文化双步走 5G 对传媒应用场景影响之超高清视频产业》——2019-08-20

《传媒行业周报: BirTV2019 将开幕 可关注超高清 广电系 融媒体标的》——2019-08-18

#### 事件:

2019年9月8日北京青年报指出, 2019年9月6日, 媒体报道指出电视剧集数拟规定不超40集, 多家影视公司称新规正在调研中。

#### 投资要点:

- **应收账款季节波动 但不断增多凸显下游较为强势 头部有望率先改善。** 我们选择应收账款切入电视剧行业主要由于, 应收账款增多带来潜在坏账的风险; 同时应收账款的增多带来现金流的波动。我们列举四家公司(华策影视、慈文传媒、欢瑞世纪、唐德影视)在2014-2018年的应收账款以及其占营业收入的比例, 四家公司应收账款的总额从2014年的16.69亿元增加至2018年的83.6亿元, 四家公司应收账款占营业收入比例从2014年的42%增加至2018年的94%, 四家公司的营业收入从2014年的16.69亿元增加至2018年的89.32亿元, 营收与应收账款的冠军均为华策影视, 2019年上半年华策影视的营收、利润均下滑, 但华策影视新项目从第三季度开始逐步开机制作, 我们预计在2019年年底至2020年上半年华策影视的内部调整以及降本增效有望体现。
- **从应收账款看欢瑞世纪(应收账款占营收比例较高)与华策影视(应收账款前五大占比下降客户集中风险降低)** 分类看, 应收账款占营业收入比例较高为欢瑞世纪(2018年为175%), 善于古装剧能否较快适应现实主义题材, 同时应收账款坏账计提仍未结束。华策影视应收账款管理能力提升, 客户集中风险下降。2019年上半年华策影视的前五大客户应收账款占营业收入的比例从2018年上半年的70.38%下降至2019年上半年的63.32%, 凸显出华策影视的应收账款管理在提升, 客户集中风险在降低。  
**行业端, 2019年1-7月, 全国电视剧拍摄制作备案公示剧目单月同比增速均下滑,** 分类看, 近现代题材在3月与7月同比正增长分别200%/33.33%, 近代题材1月增加12.5%, 余下均为同比增速负增长, 同时, 自上而下来看, 鼓励现实主义题材的内容占据高点, 头部公司借助其内部调控优势有望在行业回暖复苏中率先受益。
- **行业评级及投资策略** 维持推荐评级。2019年中报落地, 我们从2014-2018年五年代表性电视剧公司的应收账款角度看其发展, 头

部公司已调结构。从内部看，电视剧公司营收周期性波动较大的问题是普遍存在的，应收账款等也会带来现金流压力，由于项目收入确认均集中在三、四季度，导致中报的应收账款等指标差强人意；从行业角度看，从2018年到2019年广电总局宣传口对电视剧行业的总纲领性指导较为清晰，2019年上半年的现代电视剧如《小欢喜》《都挺好》受到社会舆论正面评价，我们认为，经过2018年至2019年上半年的调整，头部企业已开始内部调整，其调整的结果也有望在2019年年底以及2020年上半年体现，同时头部企业的财务数据也有望较先得到改善，进而维持推荐评级。

- **风险提示：** 政策监管风险，知识产权纠纷的风险、影视作品进展不及预期以及未获备案风险、全内容、多元化业务发展存在不确定性的风险、宏观经济波动风险。

## 内容目录

事件:	5
评论:	5
1、 应收账款季节波动 但不断增多凸显下游较为强势 头部有望率先改善	5
1.1、 2019 上半年华策影视内部调整以及降本增效有望在 2020 年上半年体现	6
1.2、 欢瑞世纪善于古装剧 能否较快适应现实主义题材	8
1.3、 华策影视应收账款管理能力提升 客户集中风险下降	9
1.4、 政策端看广电总局主定调	9
2、 行业评级及投资策略	10
3、 风险提示	11

## 图表目录

图 1: 2014-2018 年四家电视剧公司应收账款以及占营业收入比例.....	6
图 2: 2014-2018 年以及 2019 年上半年四家主要电视剧公司应收账款占营收比例 .....	7
表 1: 2019 上半年三家主要公司应收账款坏账计提比例 .....	5
表 2: 2014-2018 年以及 2019 最新主要电视剧公司应收账款、营业收入以及应收占营收比例 .....	5
表 3: 2018 年以及 2019 年上半年欢瑞世纪前五大应收账款单位.....	8
表 4: 2019 年 1-7 月全国电视拍摄备案以及各类题材占比.....	9

## 事件:

2019年9月8日北京青年报指出,2019年9月6日,媒体报道指出电视剧集数拟规定不超40集,多家影视公司称新规正在调研中。

## 评论:

### 1、应收账款季节波动 但不断增多凸显下游较为强势 头部有望率先改善

影视剧(特指电视剧)主要集中在每年下半年特别是第四季度进行发行,下游客户一般在影视剧播出结束后一段时间支付大部分款项,进而公司年末应收账款余额较大。电视剧的发行和收款时点的时间差,会导致应收账款余额的波动,一方面应收账款增多带来现金流的波动进而潜在影响余下项目的进展;另一方面,应收账款增多也会带来潜在坏账的风险(如下表,三家代表企业的应收账款的坏账计提比例,一年内坏账计提较低为华策影视0.58%,1-2年坏账计提较高为慈文传媒的10%,2-3年欢瑞世纪坏账计提比例较高达到50%)。

表1: 2019上半年三家主要公司应收账款坏账计提比例

应收账款坏账计提比例			
	欢瑞世纪	华策影视	慈文传媒
1年+	1%	0.58%	1%
1-2年	5%	7.01%	10%
2-3年	50%	30%	30%
3-4年	100%	50%	50%
4年+	-	91.22%	100%
4-5年	100%		
5年+	100%		

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表2: 2014-2018年以及2019最新主要电视剧公司应收账款、营业收入以及应收占营收比例

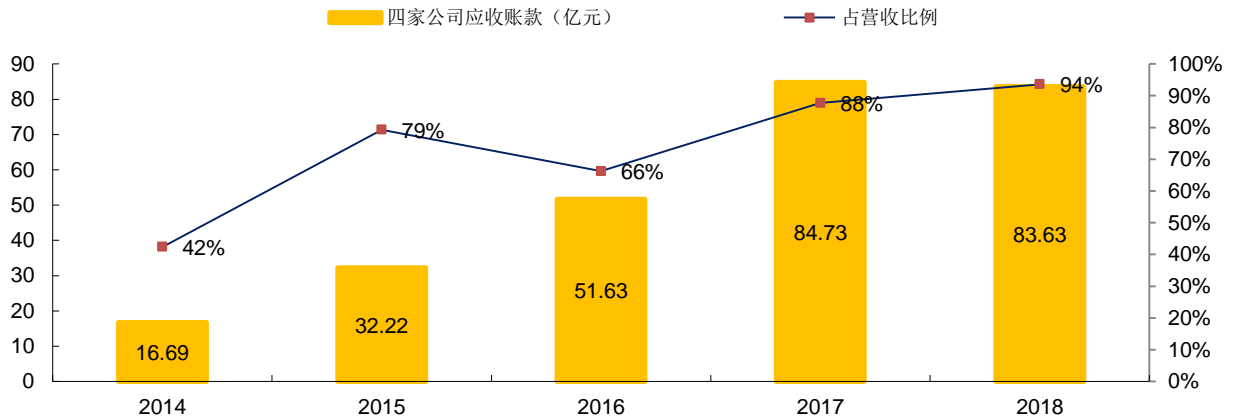
证券代码	证券简称	应收账款 2014年报 亿元	营业收入 2014年报 亿元	2014 AR/R	应收账款 2015年报 亿元	营业收入 2015年报 亿元	2015 AR/R	应收账款 2016年报 亿元	营业收入 2016年报 亿元	2016 AR/R	应收账款 2017年报 亿元	营业收入 2017年报 亿元	2017 AR/R	应收账款 2018年报 亿元	营业收入 2018年报 亿元	2018 AR/R	应收账款 2019中报 亿元	营业收入 2019中报 亿元	2019H1 AR/R
300426.SZ	唐德影视	3.20	4.08	78%	4.00	5.37	74%	4.24	7.88	54%	12.55	11.80	106%	5.88	3.72	158%	7.15	2.18	328%
000892.SZ	欢瑞世纪		0.00	-	0.05	0.13	38%	7.58	7.39	103%	17.20	15.67	110%	23.22	13.28	175%	18.81	1.09	1723%
300133.SZ	华策影视	11.38	19.16	59%	19.46	26.57	73%	28.74	44.45	65%	40.25	52.46	77%	42.48	57.97	73%	34.96	9.25	378%
002343.SZ	慈文传媒	2.11	16.13	13%	8.71	8.56	102%	11.07	18.26	61%	14.74	16.66	89%	12.05	14.35	84%	11.41	8.27	138%
合计		16.69	39.37	42%	32.22	40.64	79%	51.63	77.98	66%	84.73	96.59	88%	83.63	89.32	94%	72.33	20.79	348%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

\*AR 为 Account receivable 应收账款、R 为 revenue 营业收入

在影视传媒中，由于部分企业从电影业务拓展至电视剧业务，例如光线传媒、北京文化等，但其电视剧业务收入暂未达到 50%以上，进而我们仅选取四家电视剧公司（华策影视、慈文传媒、欢瑞世纪、唐德影视）进行样本分析。如上表，我们列举四家公司 2014-2018 年以及最新 2019 年上半年的应收账款以及其占营业收入的比例，四家应收账款的总额从 2014 年的 16.69 亿元增加至 2018 年的 83.6 亿元，其中华策影视的应收账款历年为冠军，四家公司应收账款占营业收入比例从 2014 年的 42%增加至 2018 年的 94%。

图 1：2014-2018 年四家电视剧公司应收账款以及占营业收入比例



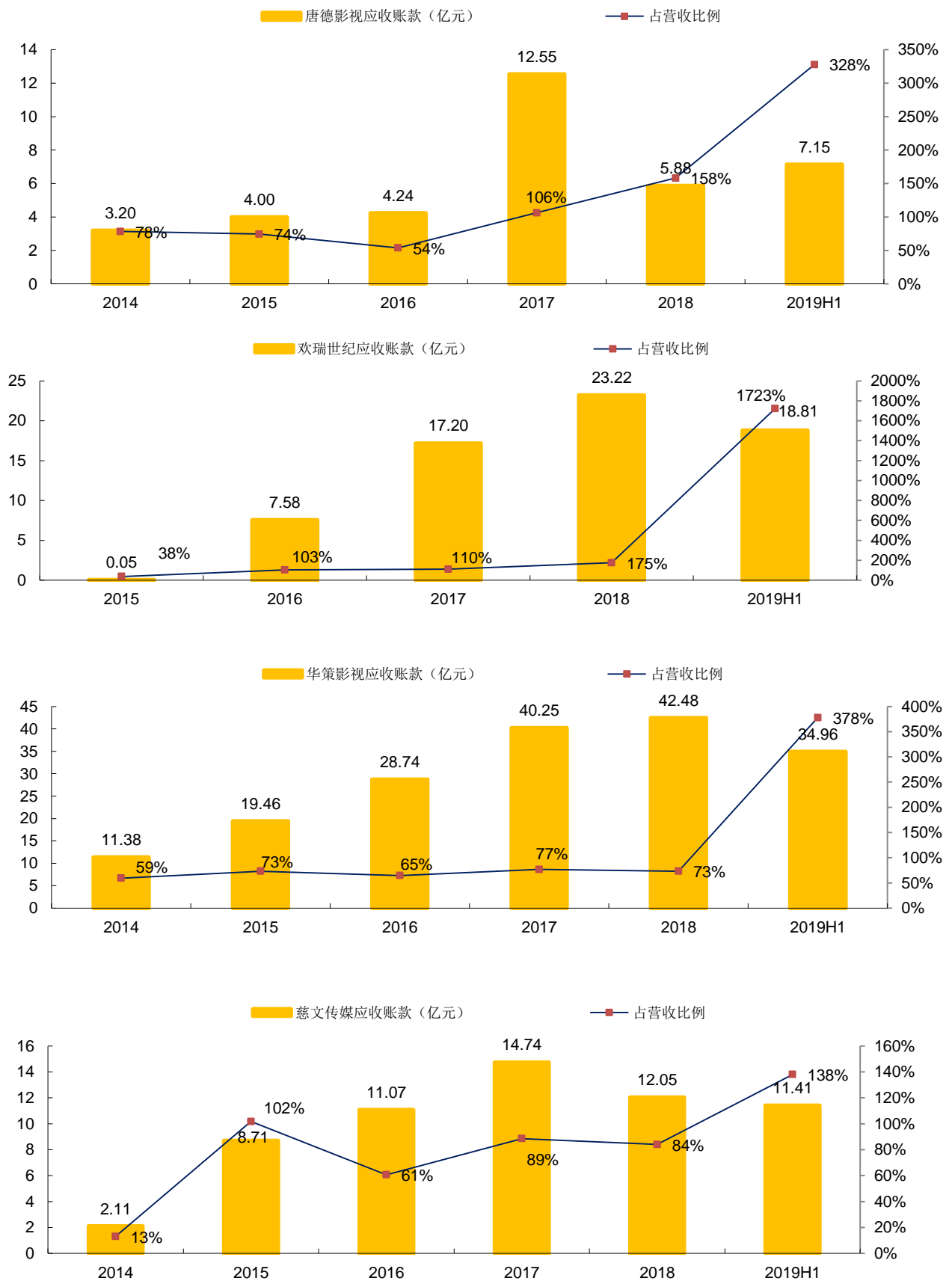
资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

收入端，电视剧行业销售收入是在电视剧购入或完成摄制并经电影电视行政主管部门审查通过取得《电视剧发行许可证》，电视剧播映带和其他载体转移给购货方并已取得收款权利时确认收入。对于自制拍摄的电视剧，按照签约发行收入确认营业收入，四家公司的营业收入从 2014 年的 16.69 亿元增加至 2018 年的 89.32 亿元，其中历年冠军也为华策影视。

## 1.1、2019 上半年华策影视内部调整以及降本增效有望在 2020 年上半年体现

华策影视营业收入自 2017 年突破 50 亿元大关，2018 年营业收入达到 57.97 亿元，但 2019 年上半年华策影视的营业收入为 9.25 亿元，同比下滑 57.7%，利润为负，主要由于 2019 年上半年文化影视行业仍处于行业调整周期，自上一年度政策层面规范行业秩序以来，产业链上下游价格逐步回归理性。由于影视剧的项目制作周期较长的特点，华策影视规模化的前期投入处于相对高成本阶段，播出处于价格相对理性阶段，进而该部分项目的利润空间受到较大影响，毛利率下降。为积极应对行业变化、为下一轮高质量发展做好准备。华策影视对内容作品的开发重新定位，《外交风云》、《觉醒年代》、《绝境铸剑》、《追光者》、《加油，你是最棒的》等内容作品入选国家广播电视总局第二批百部规划重点选题名单，题材转型效果明显，新项目从第三季度开始逐步开机制作，我们预计在 2019 年年底至 2020 年上半年华策影视的内部调整以及降本增效有望体现。

图 2：2014-2018 年以及 2019 年上半年四家主要电视剧公司应收账款占营收比例



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

## 1.2、欢瑞世纪善于古装剧 能否较快适应现实主义题材

- 分类看，应收账款占营业收入比例较高为欢瑞世纪（2018年为175%）善于古装剧能否较快适应现实主义题材 应收账款坏账计提仍未结束

欢瑞世纪在 2015-2018 年的应收账款占营业收入比例分别为 38%/103%/110%/175%（如上图），2018 年年底欢瑞世纪财报中电视剧《天下长安》（该剧拟 2018 年 7 月 16 日上映共 70 集，截至 2019 年 9 月 8 日，该剧播出时间仍未定）应收账款账面余额为 5.06 亿元，2018 年年报中计提坏账 0.25 亿元，回款 1.6 亿元，若 2019 年三四季度不能上映，不排除在 2019 年年报仍将产生坏账计提。截至 2018 年年底，欢瑞世纪的应收账款前五大占 63.99%，分别为腾讯（22.45%）、嗨乐影视（11.7%）、快乐阳光（11.16%）、爱奇艺（10.52%）、腾讯（8.16%），截至 2019 年上半年，欢瑞世纪的应收账款前五大占 70%，分别为腾讯（28.95%）、快乐阳光（13.6%）、东阳嗨乐（11.11%）、爱奇艺（10.28%）、Great Empire（6%），欢瑞世纪的前五大的应收账款从 2018 年的 63.99% 上升至 2019 年上半年的 70%，凸显出，下游平台方对欢瑞世纪而言相对强势。

表 3：2018 年以及 2019 年上半年欢瑞世纪前五大应收账款单位

单位：元

单位名称	账面余额	占应收账款余额的比例 (%)	坏账准备
深圳市腾讯计算机系统有限公司	563,400,000.00	22.45	11,970,000.00
东阳嗨乐影视娱乐有限公司	293,760,000.00	11.70	14,688,000.00
湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司	280,000,000.00	11.16	2,800,000.00
北京奇艺世纪科技有限公司	264,000,000.00	10.52	13,200,000.00
腾讯科技（北京）有限公司	205,000,000.00	8.16	2,050,000.00
小计	1,606,160,000.00	63.99	44,708,000.00

单位：元

单位名称	账面余额	占应收账款余额的比例 (%)	坏账准备
深圳市腾讯计算机系统有限公司	595,416,203.80	28.95	12,290,162.04
湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司	280,000,000.00	13.61	10,400,000.00
东阳嗨乐影视娱乐有限公司	228,480,000.00	11.11	11,424,000.00
北京奇艺世纪科技有限公司	211,500,000.00	10.28	11,575,000.00
Great Empire Management Ltd	124,851,145.39	6.07	6,242,557.27
小计	1,440,247,349.19	70.02	51,931,719.31

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

由于欢瑞世纪历年制作的电视剧《古剑奇谭》《青云志》《麻雀》《大唐荣耀》《盛夏晚晴天》等多偏古装剧，如下表，2019 年 1-7 月，全国电视剧拍摄制作备案公示剧目单月同比增速均下滑，分类看，近现代题材在 3 月与 7 月同比正增长分别 200%/33.33%，近代题材 1 月增加 12.5%，余下均为同比增速负增长，同时，自上而下来看，鼓励现实主义题材的内容占据高点，擅长古装剧的欢瑞世纪预计在 2019-2021 年中较难生产出适应现实主义题材的电视剧（不排除公司在 2019 年增加团队布局现实主义题材内容，但也将带来成本的增加）。



表 4: 2019 年 1-7 月全国电视拍摄备案以及各类题材占比

【Sealand国海传媒】 电视剧行业数据梳理	全国电视 剧拍摄制 作备案公 示剧目 (部)	集数 (集)	当代题材 (部)	当代题材 集数 (集)	现代题材 (部)	现代题材 集数 (集)	古代题材 (部)	古代题材 集数 (集)	近代题材 (部)	近代题材 集数 (集)	当代题材 占比	现代题材 占比	古代题材 占比	近代题材 占比
2019年1月	82	3064	54	1916	2	50	8	354	18	744	65.9%	2.4%	9.8%	22.0%
2019年1月YOY	-13.68%	-18.36%	-11.48%	-13.34%	-60.00%	-74.62%	-38.46%	-45.37%	12.50%	6.74%	1.6%	-2.8%	-3.9%	5.1%
2019年2月	95	3586	63	2249	2	42	11	499	19	796	66.3%	2.1%	11.6%	20.0%
2019年2月YOY	-17.39%	-20.24%	-5.97%	-10.58%	-60.00%	-75.44%	-52.17%	-51.27%	-5.00%	1.27%	8.1%	-2.2%	-8.4%	2.6%
2019年3月	62	2421	45	1711	6	215	6	278	5	217	72.6%	9.7%	9.7%	8.1%
2019年3月YOY	-6.06%	-10.00%	0.00%	3.26%	200.00%	165.43%	-45.45%	-52.64%	-37.50%	-40.55%	4.4%	6.6%	-7.0%	-4.1%
2019年4月	69	2722	46	1777	8	300	5	205	10	440	66.7%	11.6%	7.2%	14.5%
2019年4月YOY	-37.27%	-35.53%	-33.33%	-32.25%	-11.11%	-5.36%	-64.29%	-64.29%	-44.44%	-37.85%	3.9%	3.4%	-5.5%	-1.9%
2019年5月	65	2456	49	1743	3	130	1	45	12	538	75.4%	4.6%	1.5%	18.5%
2019年5月YOY	-41.44%	-46.76%	-15.52%	-22.50%	-40.00%	-19.75%	-95.00%	-95.23%	-57.14%	-57.23%	23.1%	0.1%	-16.5%	-6.8%
2019年6月	58	2002	47	1554	3	104	3	117	5	227	81.0%	5.2%	5.2%	8.6%
2019年6月YOY	-46.30%	-53.27%	-29.85%	-38.89%	-40.00%	-47.74%	-78.57%	-82.06%	-77.27%	-74.49%	19.0%	0.5%	-7.8%	-11.7%
2019年7月	74	3030	58	2374	8	326	2	100	6	230	78.4%	10.8%	2.7%	8.1%
2019年7月YOY	-20.43%	-13.82%	-4.92%	10.16%	33.33%	37.55%	-84.62%	-82.91%	-53.85%	-57.33%	12.8%	4.4%	-11.3%	-5.9%

资料来源：广电总局、国海证券研究所

### 1.3、华策影视应收账款管理能力提升 客户集中风险下降

华策影视在 2017-2018 年应收账款占营业收入比例分别为 77%/73%，相比其它三家的应收账款占营业收入比例已较低。2019 年上半年华策影视的前五大应收账款的余额为 24.33 亿元，占总应收账款的 63.32% (2018 年同期为 70.38%)，一方面，2019 年上半年华策影视前五大客户应收账款占营业收入 63.32% 低于欢瑞世纪的 70%；另一方面，华策影视的前五大客户应收账款占营业收入的比例从 2018 年上半年的 70.38% 下降至 2019 年上半年的 63.32%，凸显出华策影视的影视的应收账款管理在提升，客户集中风险在降低。

### 1.4、政策端看广电总局主定调

#### ➤ 2018-2019 年看广电总局宣传口对电视剧行业总纲领性指导较为清晰

2018 年 4 月广电总局发布“努力开创新时代中国电视剧繁荣发展新局面”中指出，一是要坚决反对解构革命历史、虚无英雄先烈，坚决反对过度游戏化、过度娱乐化。二是对打着现实题材旗号，实际上远离生活，尤其是对宣扬拜金炫富、物质主义的边缘题材，要加强调控把关。三是要坚决反对历史虚无主义、随意戏说曲解历史、贬损亵渎经典传统、篡改已形成共识和定论的重要历史事件和历史人物。玄幻、仙侠、架空演绎的古装剧也不能为增加娱乐性、吸引眼球而胡编乱造”。电视剧年产量自 2003 年首次突破 1 万集，十几年来一直稳定在 1.5 万集左右，生产数量世界冠军。但靠数量规模发展的红利期已成为过去时，需深化行业供给侧结构性改革，加快从数量规模增长的粗放型发展向质量品格提升的集约式发展转变。

从量到质，一方面，推进产业组织结构调整，做优市场主体；另一方面，推进产品结构调整优化，提升电视剧产品整体品质。**完善政策、优胜劣汰，去除冗余产能，治理“小散滥”制作机构，探索实行“红黄绿”灯式从业资格管理**，让“优者更优、强者更强”，努力推动产品结构优化升级，立足“高原”攀“高峰”。

2019年正值建国70周年，广电总局指出，一是紧扣庆祝新中国成立70周年这一主线，全面调度指导、及时动态调整，确保推出一批精品；二是进一步增强问题意识，在“找差距、抓落实”上聚焦发力，治理乱象、巩固成果。针对注水剧、宫斗剧、翻拍剧、演员高片酬等问题，深入挖掘瓶颈症结，始终保持高压。三是进一步提升创新意识，在完善机制、健全制度上聚焦发力，努力建立长效工作机制。

## 2、行业评级及投资策略

推荐评级。**从内部看**，电视剧公司营收周期性波动较大的问题是普遍存在的，应收账款等也会带来现金流压力，由于项目收入确认均集中在三、四季度，导致中报的应收账款等指标差强人意；

**从行业角度看**，从2018年到2019年广电总局宣传口对电视剧行业的总纲领性指导较为清晰，作为社会影响力较大的电视剧作品，头部企业已较好较早的创作符合纲领性指导的影视作品，进而我们看到了《都挺好》《少年派》《小欢喜》等优质作品。但行业的相关政策的出台仍需要相关的市场调研，也可能带来市场舆论对电视剧行业的影响，我们认为，经过2018年至2019年上半年的调整，头部企业已开始内部调整，其调整的结果也有望在2019年年底以及2020年上半年体现，同时头部企业的财务数据也有望较先得到改善，进而维持推荐评级。

### 3、风险提示

- 1) 政策监管风险，知识产权纠纷的风险；
- 2) 影视作品进展不及预期以及未获备案风险；
- 3) 全内容、多元化业务发展存在不确定性的风险；
- 4) 宏观经济波动风险

## 【传媒与互联网组介绍】

朱珠，会计学学士、商科硕士，拥有实业及资产管理从业经历，目前主要负责文化传媒、互联网行业研究

## 【分析师承诺】

朱珠，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。