

新生产周期开启，商誉风险大降，Q4起影视公司业绩反弹可期

——影视行业深度研究

行业深度研究

胡皓（分析师）

huhao@xsdzq.cn

证书编号：S0280518020001

姚轩杰（分析师）

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

证书编号：S0280518010001

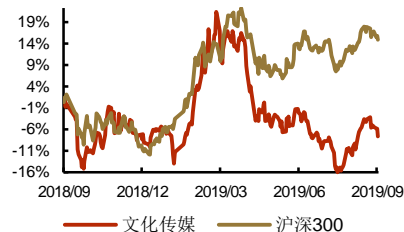
马笑（联系人）

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280117100011

推荐（维持评级）

行业指数走势图



● 严监管政策触发影视行业快速调整出清

2018年初知名演员税收事件成为导火索，引发影视行业监管政策全方位收紧，影视行业进入史上最猛烈的调整出清阶段。大批影视公司倒闭，影视剧产量减少；电影票房增速放缓、电视剧售价大幅下降。2019H1中国电影票房311.7亿元，同比下降2.7%，终结了过去15年中国电影持续增长的历史。2018年电视剧平均售价下降30%左右，部分头部剧售价下滑了50%。

● 新生产周期开启，影视公司业绩将持续改善

影视产品的生产周期1-2年，且先确认成本后确认收入。2018-2019H1，播映的作品都是2016-2017年生产的，彼时成本处在高位，但播映时售价大降导致利润锐减或亏损。从2019Q4起，新播映的作品是2017-2018年制作的，其生产成本因限薪令后大幅度下滑，而终端售价已企稳，后续的新上映影片和剧集的利润空间得到较大改善，这从年底到2020年会逐渐体现出来。

● 商誉、坏账及存货减值风险已大部分释放，未来将好转

经过2018年的集中释放商誉减值损失、权益投资损失和应收账款坏账及存货跌价损失的风险后，2019年影视行业的上市公司将逐步“轻装上阵”，资产质量有望持续改善，“财务洗澡”的风险大幅降低。

● 爆款作品吸金能力卓越，优质内容供给将增加

尽管行业调整，但爆款作品吸金能力依然卓越。行业完成新一轮的洗牌之后，精品内容打造能力突出、资金实力强大的影视公司将迎来市场红利期。从各公司中报情况看，优质电影和电视剧项目后续储备数量在逐渐增多，这有望支撑影视公司Q4到2020年的业绩改善。

● 行业集中度提升，龙头公司受益

行业调整在2018年爆发，将倒逼行业加快供给侧的改革、加速制作方洗牌的进程。2019获得电视剧制作甲证的机构73家，同比降幅高达35.4%。2019上半年TOP10电影票房占比53.97%，比2018年底大幅提升了13.97个百分点。影视行业资金、人才、资源等竞争要素将不断向头部公司聚集，行业集中度将持续提升，龙头公司将率先受益。

● 重点标的：华策影视、光线传媒、北京文化。

● 风险提示：监管政策风险、市场竞争风险、产品销售不达预期风险

重点推荐标的业绩和评级

证券代码	股票名称	2019-09-25 股价	EPS			PE			投资评级
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
300133	华策影视	6.9	0.12	0.14	0.25	75.22	54.7	30.4	推荐
300251	光线传媒	8.83	0.47	0.28	0.34	16.23	28.1	26.15	推荐
000802	北京文化	9.93	0.46	0.45	0.59	24.32	23.56	16.93	推荐

资料来源：wind，新时代证券研究所

相关报告

《最“红”国庆档来临，主旋律电影增认可度扩年龄层或促票房大增》2019-09-15

《上半年图书零售市场增10.82%，少儿社科份额扩大文学企稳》2019-07-18

《2018年春节档前瞻：系列大片“竞争”升级，或引爆票房高速增长》2018-01-25

《网络综艺市场点评：网综盛世，百舸争流》2018-01-22

《图书行业点评：行业增速创新高 少儿类夺冠持续看好未来市场》2018-01-12

目 录

1、 严监管政策触发影视行业快速调整出清.....	3
1.1、 2017-2018 年影视行业处于严监管阶段.....	3
1.2、 热钱退潮，影视行业投融资锐减.....	4
1.3、 影视剧项目数量及售价大幅下降.....	5
2、 新生产周期开启，影视公司业绩将持续改善.....	7
2.1、 Q4 起影视产品新生产周期将开启.....	7
2.2、 商誉、坏账及存货减值风险已大部分释放，未来将好转.....	8
3、 精品意识成导向，优质内容供给将增加.....	9
3.1、 爆款作品吸金能力卓越，行业转向高质量发展.....	9
3.2、 大部分公司存货未大幅下降，对后市发展有信心.....	10
3.3、 项目储备逐渐增多，支撑业绩改善.....	10
3.4、 监管政策松绑可期.....	11
4、 行业集中度提升，龙头公司受益.....	12
4.1、 电视剧甲证机构下降 35.4%，行业优胜劣汰进行中.....	12
4.2、 国产片质量提升明显，票房向头部电影集中.....	13
5、 重点公司推荐.....	14
6、 风险提示.....	16

图表目录

图 1: 2014-2018 年传媒行业募资金额及增长率.....	4
图 2: 2010-2018 年中国影视行业投融资数量及增长率.....	5
图 3: 2016-2019H1 电视剧网剧播出数量及增长率.....	6
图 4: 2015-2019H1 中国电影票房及增速.....	6
图 5: 头部视频网站 MAU 趋势（万）.....	9
图 6: 头部视频网站付费会员数量（万）.....	9
图 7: 2015-2018 年影视制作持证机构数及增长率.....	13
图 8: 2014-2019 年电视剧甲种持证机构数及增长率.....	13
图 9: 2015-2019H1 华策影视营收及增长率.....	14
图 10: 2015-2019H1 华策影视净利润及增长率.....	14
图 11: 2015-2019H1 光线传媒营收及增长率.....	15
图 12: 2015-2019H1 华策影视净利润及增长率.....	15
图 13: 2015-2019H1 北京文化营收及增长率.....	16
图 14: 2015-2019H1 北京文化净利润及增长率.....	16
表 1: 2017-2018 年影视行业监管政策一览.....	4
表 2: 2014-2019 年头部影视剧版权价格情况.....	6
表 3: 上市影视公司 2018-2019H1 业绩情况.....	7
表 4: 上市影视公司 2018 年资产减值损失情况一览.....	8
表 5: 上市影视公司 2018-2019H1 存货情况.....	10
表 6: 各大影视剧公司 2019H2 项目储备情况一览.....	11
表 7: 各大电影公司 2019H2 项目储备情况一览.....	11
表 8: 国庆 70 周年主题影视作品展播展映政策文件一览.....	12
表 9: 电视剧制作许可证分类及特点.....	13
表 10: 2018-2019Q3 国内电影票房 TOP10.....	14

1、严监管政策触发影视行业快速调整出清

1.1、2017-2018 年影视行业处于严监管阶段

随着影视行业过去 15 年持续高增长时代的结束，行业财富效应急速放大带来的行业乱象、行业泡沫问题不断显现，2018 年初知名演员税收事件成为导火索，引发影视行业监管政策全方位收紧，一系列旨在加强监管、整顿行业的政策文件陆续出台，影视行业进入史上最猛烈的调整出清阶段。具体政策脉络为：

(1) 5 部门联合打击明星高片酬乱象

2018 年 6 月 27 日，中宣部联合文旅部、国税总局、广电总局、国家电影局印发《通知》，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。

《通知》强调，要制定出台影视节目片酬执行标准，明确演员和节目嘉宾最高片酬限额，现阶段每部电影、电视剧、网络视听节目全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的 40%，主要演员片酬不得超过总片酬的 70%。严格规范影视剧、网络视听节目片酬合同管理，加大对偷逃税行为的惩戒力度。电视台、影视制作机构、电影院线、互联网视听网站、民营影视发行放映公司，不得恶性竞争、哄抬价格购买播出影视节目，坚决纠正高价邀请明星、竞逐明星的不良现象。

(2) 行业 9 家公司联合声明，抵制天价片酬

2018 年 8 月 11 日，爱奇艺、优酷、腾讯视频三家视频网站联合正午阳光、华策影视、柠萌影业、慈文传媒、耀客传媒、新丽传媒六大影视制作公司，发布《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》明确两点：一是共同抵制艺人“天价”片酬现象。9 家公司采购或制作的所有影视剧，单个演员的单集片酬（含税）不得超过 100 万元，其总片酬（含税）最高不得超过 5000 万元；二是共同抵制偷逃税、“阴阳合同”等违法行为。9 家公司承诺在影视剧制作、购销等环节中，加强行业自律，杜绝各种名目变相涨价、偷逃税、贪污、行贿受贿等违法、腐败现象的滋生。

(3) 国税总局出台政策加强影视行业税收征管

2018 年 10 月 2 日，国家税务总局发布《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》，全国税务机关将从 2018 年 10 月-2019 年 7 月开展规范影视行业税收秩序专项行动，政策核心点是：从 2018 年 10 月 10 日起，影视行业要自查自纠，有偷漏税情形的企业需要补缴 2016 年以来两年的税款，若拒不纠正将依法被严肃处理。

据新华社 2019 年 1 月报道，截至 2018 年底，影视行业纳税人自查申报税款达到 117.47 亿元，已入库 115.53 亿元。

(4) 严惩高片酬和收视率造假，内容尺度网台统一标准

2018 年 11 月 9 日，国家广电总局发布《进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理部署要求的通知》，明确指出，要严惩高片酬和收视率造假，内容尺度网台统一标准。

首先，影视剧如果出现全部演员总片酬超过制作总成本 40% 的情况，制作机构需向所属协会进行备案并说明情况。无正当理由或隐瞒不报的，一经查实，视情况

依法采取暂停直至永久取消剧目播出、制作资质等处罚措施。

其次，节目内容网上网下坚持同一标准、同一尺度。各级广播电视主管部门要探索建立网台联动的有效管理机制，严把文艺节目的内容关、导向关、人员关、片酬关，存在问题的节目，网上网下均不得播出。

最后，加强收视率（点击率）调查数据使用管理，坚决打击收视率（点击率）造假行为。建立健全深化宣传、广电和公安等部门联合协调打击收视率（点击率）造假工作机制，对从事、参与收视率（点击率）造假等违法违规行为的机构和人员坚决予以惩戒。

表1: 2017-2018 年影视行业监管政策一览

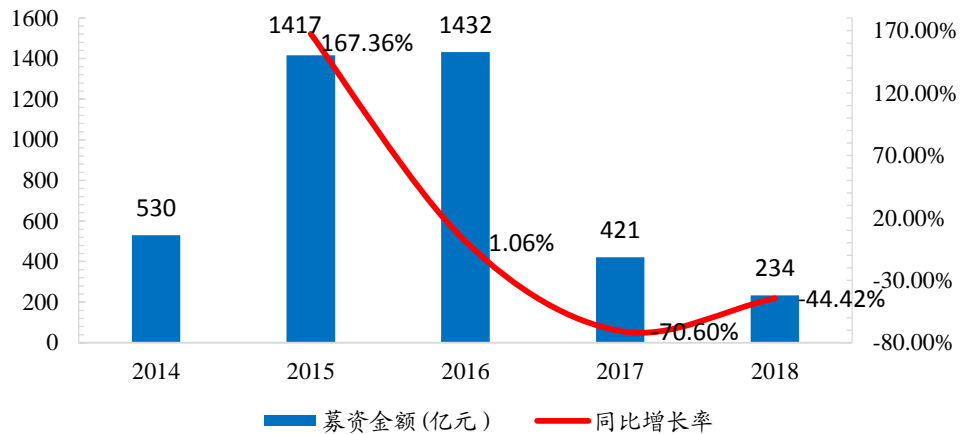
时间	出台机构	政策文件	主要内容
2017年9月22日	中国电视剧制作产业协会	《关于电视剧网络剧制作成本配置比例的意见》	影视剧的全部演员的总片酬不超过制作总成本的40%，其中，主要演员不超过总片酬的70%，其他演员不低于总片酬的30%。
2018年6月27日	中宣部、文旅部、国税总局、广电总局、国家电影局	《通知》	制定出台影视节目片酬执行标准。现阶段落实全部演员、嘉宾的总片酬不得超过制作总成本的40%，主要演员片酬不得超过总片酬的70%的规定。严格规范片酬合同管理，加大对偷逃税行为的惩戒力度。
2018年8月11日	影视行业9家头部公司	《关于抑制不合理片酬，抵制行业不正之风的联合声明》	采购或制作的所有影视剧，单个演员的单集片酬（含税）不得超过100万元人民币，其总片酬（含税）最高不得超过5000万元人民币。
2018年10月2日	国家税务总局	《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	从2018年10月10日起，影视行业要自查自纠，有偷漏税情形的企业需要补缴2016年以来两年的税款，若拒不纠正将依法被严肃处理。
2018年11月9日	国家广电总局	《进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理部署要求的通知》	全部演员总片酬超过制作总成本40%的情况须备案并说明情况。无正当理由或瞒报的，一经查实将依法采取暂停直至永久取消剧目播出、制作资质等处罚措施。节目内容网上网下坚持同一标准、同一尺度。联合公安部门联合打击收视率（点击率）造假行为。

资料来源：广电总局、国税总局、新华社等，新时代证券研究所

1.2、热钱退潮，影视行业投融资锐减

近两年来，热钱开始不断撤离文化影视行业。Wind数据显示，文化传媒板块2014-2018年以来，企业通过IPO、增发、债券等形式募资金额分别约为：530亿元、1417亿元、1432亿元、421亿元以及234亿元，其中2017年以来企业的融资金额下降显著主要源于增发募资大幅减少。

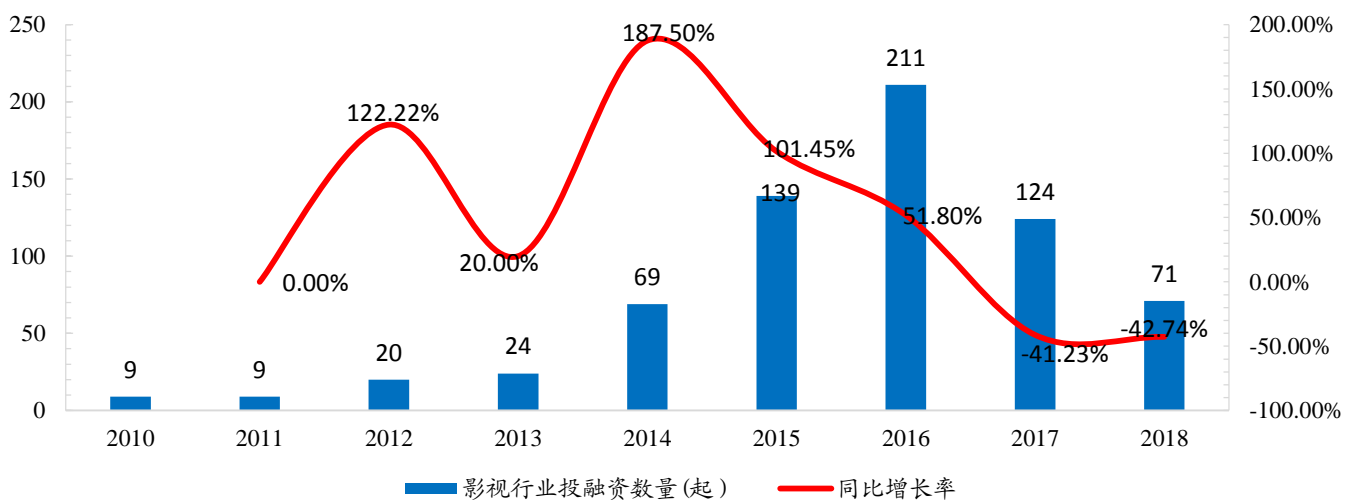
图1: 2014-2018 年传媒行业募资金额及增长率



资料来源: wind, 新时代证券研究所

在私募股权投资市场, 根据 IT 桔子对影视行业投融资数据的统计结果, 中国影视行业的投资趋势与中国影视行业增速正相关。2012 年中国影视行业投融资事件只有 20 个, 在历经 2015 年电影票房高速增长的大年以后, 影视投融资数量在 2016 年达到顶峰, 为 211 个, 比 2012 年的累计增长超过 10 倍。而后, 中国影视行业增速放缓, 2017 年影视投融资数量为 124 个, 同比锐减 41.2%; 2018 年国内影视圈共发起 71 起投融资事件, 同比下降 42.7%, 降幅继续扩大。显然, 影视投资热潮快速消退。

图2: 2010-2018 年中国影视行业投融资数量及增长率



资料来源: IT 桔子, 新时代证券研究所

1.3、影视剧项目数量及售价大幅下降

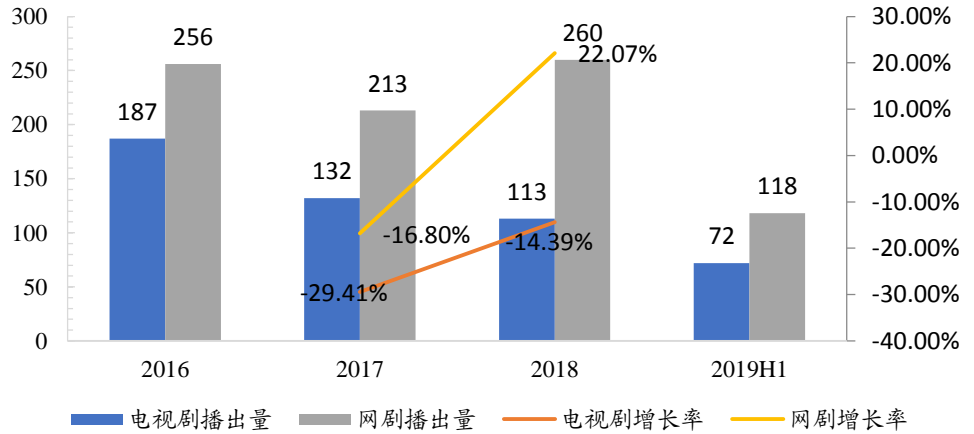
因监管政策趋严, 大量中小规模影视公司迎来“关门潮”。据伊犁日报不完全统计, 曾因税收减免政策火爆一时的新疆霍尔果斯, 2018 年以来已有近 400 家影视公司申请注销, 其中包括徐静蕾、冯小刚等多位知名艺人担任法人或持股的企业。

此外, 许多影视项目受政策不确定性影响被暂停或解散, 导致影视剧拍摄数量大幅减少。据前瞻网统计, 2018 年 10 月国内最大的影视拍摄基地横店影视城开工的剧组数量仅为 15 个左右, 而 2017 年同期却有 60 个左右, 同比减少了 75%。

从产量上看, 近三年的影视剧播出数量持续下降。根据艺恩咨询统计,

2016-2018年，全年省级卫视播出的电视剧数量分别为187、132、113部，2017-2018年的同比增长为-29.41%、-14.39%；网络剧播出数量分别为256、213、260部，2017-2018年的同比增长为-16.80%、22.07%。2019年上半年视频平台新播国产剧190部（网络剧118部、电视剧72部），同比去年减少48部，下降20%。

图3： 2016-2019H1 电视剧网剧播出数量及增长率

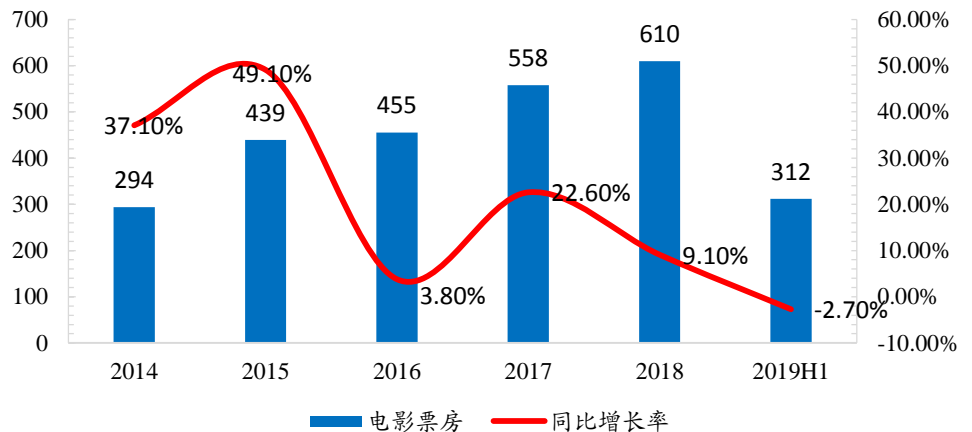


资料来源：艺恩咨询，新时代证券研究所

从终端电影票房及影视剧售价来看，行业的调整挤泡沫也导致电影票房增速放缓、电视剧售价大幅下降。

2018年中国电影票房为610亿元，同比增长9%；2019H1中国电影票房为311.7亿元，同比下降2.7%，终结了过去15年中国电影持续增长的历史。2018年开始电视剧价格下降明显，平均售价下降30%左右，部分头部剧售价下滑了50%。爱奇艺CEO龚宇曾就此在公司业绩交流电话会议中透露，头部电视剧单集采购价也已从峰值1500万回落到800万以下。

图4： 2015-2019H1 中国电影票房及增速



资料来源：广电总局，新时代证券研究所

表2： 2014-2019年头部影视剧版权价格情况

时间	影视剧	版权价格（万元/集）
2019	《长安十二时辰》	1200
2019	《爵迹》	672

时间	影视剧	版权价格 (万元/集)
2018	《天乩之白蛇传说》	660
2017	《凉生，我们可不可以不忧伤》	1500
2017	《如懿传》	1500
2017	《琅琊榜 2》	1200
2017	《孤芳不自赏》	1100
2017	《择天记》	1100
2016	《老九门》	550
2016	《青云志》	520
2016	《幻城》	600
2015	《半月传》	190
2015	《琅琊榜》	145
2014	《花千骨》	150
2014	《武媚娘传奇》	90

资料来源：艺恩咨询，新时代证券研究所

2、新生产周期开启，影视公司业绩将持续改善

2.1、Q4 起影视产品新生产周期将开启

近两年来，影视行业处于调整出清阶段，大部分公司业务下滑明显，市场较为悲观。

影视产品的生产周期一般在 1-2 年，且都是先拍后播，成本确认在前、收入确认在后。2018-2019H1，影视公司播出或上映的作品基本都是 2016-2017 年生产的，彼时的影视产品成本处在高位，但播映时遭遇行业调整收缩，收入确认因售价大幅下降而锐减，导致毛利率大幅下滑、利润大降或亏损。

其中，华录百纳亏损 34 亿元，成为行业亏损王；曾经的爆款剧制造者慈文传媒、曾经的电影“一哥”华谊兄弟均亏损 10.9 亿元。行业龙头业绩虽未巨亏，但也大幅下降，电视剧龙头华策影视净利润 2.11 亿元，同比下降 66.7%；电影龙头光线传媒扣非后净利润亏损 2.85 亿元，同比下降 161.73%。

进入 2019 年上半年，在行业出清调整、优质作品减少的背景下，上市公司业绩仍然处于普降或亏损状态，但比 2018 年稍有改善。华谊兄弟净利润继续亏损 3.79 亿元，同比下降 236.75%；光线传媒虽盈利 1.05 亿，但同比跌幅达到 95%。华策影视业绩出现亏损 0.58 亿元，同比下降 120%；慈文传媒盈利 0.85 亿元，同比下降 55.98%。

表3：上市影视公司 2018-2019H1 业绩情况

公司名称	2018 年营收 (亿元)	YOY	2018 年归母净 利润 (亿元)	YOY	2019H1 营收 (亿元)	YOY	2019H1 归母 净利润 (亿元)	YOY
华录百纳	6.3	-71.99%	-34.17	-3201.15%	3.61	10.98%	0.65	124.19%
华谊兄弟	38.98	-1.23%	-10.93	-231.97%	10.77	-49.26%	-3.79	-236.75%
慈文传媒	14.35	-13.84%	-10.94	-367.93%	8.27	9.16%	0.85	-55.98%
唐德影视	3.72	-68.52%	-9.27	-581.56%	2.18	-55.95%	-0.77	-185.42%
新文化	8.06	-34.66%	0.32	-87.17%	2.73	-35.42%	0.52	-67.28%
欢瑞世纪	13.28	-15.23%	3.25	-23.09%	1.09	-57.28%	0.18	-63.58%
北京文化	12.05	-8.78%	3.26	4.99%	0.62	-79.54%	-0.56	-225.70%

公司名称	2018 年营收 (亿元)	YOY	2018 年归母净 利润 (亿元)	YOY	2019H1 营收 (亿元)	YOY	2019H1 归母 净利润(亿元)	YOY
华策影视	57.97	10.52%	2.11	-66.71%	9.25	-57.70%	-0.58	-120.14%
光线传媒	14.92	-19.1%	13.72	68.5%	11.71	62.37%	1.05	-95.00%

资料来源: wind, 新时代证券研究所

我们判断, 2019 年很可能是行业的业绩“见底”, 未来走出低谷迎来拐点逐渐可期。从 2019Q4 开始, 影视公司的利润有望进入恢复期, 其最核心的逻辑是影视产品新的生产周期开启。

从 2019 Q4 起, 新播映的影视产品是 2017-2018 年制作的, 恰好处于政策收紧市场低迷期, 其生产成本因限薪令后较大幅度下滑, 且制作方不再追求高价的流量明星, 对项目的成本控制会更加严格。而终端售价下降趋势已经企稳, 后续的新上映影片和剧集的毛利率、利润空间得到较大改善, 这从年底到 2020 年会逐渐得到体现。

2.2、商誉、坏账及存货减值风险已大部分释放, 未来将好转

2018 年影视行业上市公司出现整体性业绩大降或亏损, 除了终端售价骤降的主因外, 还有两个重要原因: (1) 政策收紧行业调整导致不少公司并购标的业绩承诺不达标而大额计提商誉减值损失; (2) 下游渠道方收缩使许多影视项目延期或无法播出, 导致影视公司大额计提应收账款坏账损失和存货跌价损失。

行业“亏损王”华录百纳 2018 年亏损 34 亿元, 最核心的原因就是并购资产业绩不达预期造成的商誉减值和投资损失巨大。公司 2014 年并购蓝色火焰作价 25 亿元, 形成商誉 20 亿元。2018 年蓝色火焰业务几乎停滞, 业绩大幅亏损, 公司剥离该资产造成长期股权投资损失 15 亿元, 剩余的商誉计提减值损失 4.42 亿元, 至此公司商誉账面价值变成 0。

亏损大户华谊兄弟商誉减值损失 9.73 亿元, 主要是公司并购张国立浙江常升公司和冯小刚的东阳美拉业绩承诺无法完成; 电影及电视剧项目播出受阻带来存货跌价损失 1.89 亿元; 此外, 公司大搞跨界投资遭遇寒流, 投资损失 1.41 亿元。

慈文传媒跨界并购的游戏公司业绩变脸导致商誉减值损失 8.66 亿元, 最终拖累公司业绩亏损 10.9 亿元; 而唐德影视因范冰冰事件导致《巴清传》无法播出计提应收账款坏账 5.86 亿元, 造成公司业绩大幅亏损 9.27 亿元。

电视剧龙头华策影视 2018 年虽未亏损, 但业绩大幅下降, 其中的主要原因就是坏账损失达到 2 亿元; 而电影龙头光线传媒 2018 年商誉减值 225 亿元、权益投资减值损失 263 亿元、应收账款坏账损失 178 亿元, 均同比大幅上升, 导致公司扣非净利润亏损 2.85 亿元。

表4: 上市影视公司 2018 年资产减值损失情况一览

公司名称	商誉减值损失 (亿元)	权益投资减值损失 (亿元)	应收账款坏账损失 (亿元)	存货跌价损失 (亿元)
华录百纳	4.42	15.02	9.7	0.43
华谊兄弟	9.73	1.41	0.7	1.89
慈文传媒	8.66	0	-0.18	0
唐德影视	0.15	0.01	5.86	0.73
新文化	0.43	0	1.57	0
欢瑞世纪	0	0.05	1.36	0
北京文化	0	0	0.45	0

公司名称	商誉减值损失 (亿元)	权益投资减值损失 (亿元)	应收账款坏账损失 (亿元)	存货跌价损失 (亿元)
华策影视	0.09	0.33	2	0.4
光线传媒	2.25	2.63	1.78	0.58

资料来源: wind, 新时代证券研究所

我们认为, 经过 2018 年的集中释放商誉减值损失、长期股权投资及可供出售金融资产减值损失和应收账款坏账及存货跌价损失的风险后, 2019 年影视行业的上市公司将逐步“轻装上阵”, 资产质量有望持续改善, “财务洗澡” 的风险大幅降低。

3、精品意识成导向, 优质内容供给将增加

3.1、爆款作品吸金能力卓越, 行业转向高质量发展

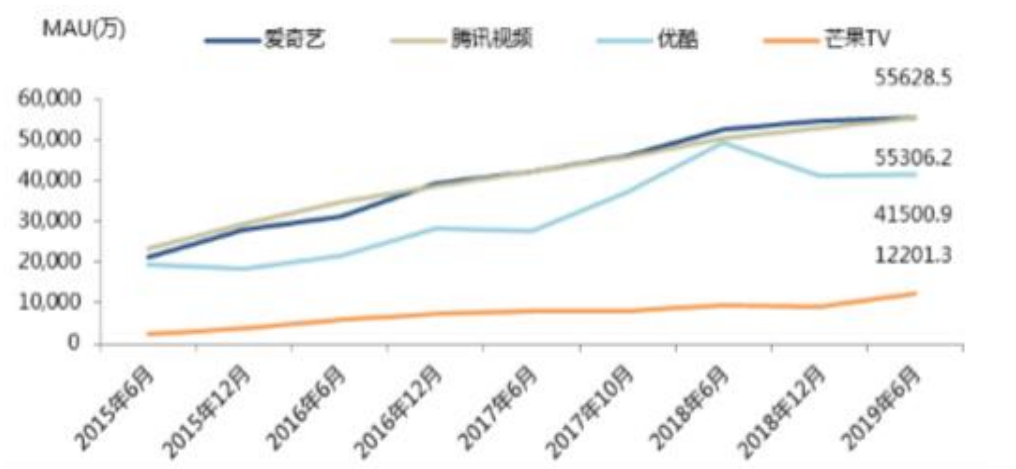
尽管影视行业处于调整阶段, 但市场对优质内容的需求仍然巨大, 爆款作品的吸金能力仍然卓越。2019 年上半年, 科幻电影《流浪地球》票房超过 46 亿元, 动画电影《哪吒》票房突破 49 亿元, 均开创中国类型电影票房的新纪录; 《长安十二时辰》、《小欢喜》等剧集热度引爆网络, 播放量和话题讨论量高居各大榜单前列。

目前, 爱奇艺、腾讯视频和优酷三大视频平台的月活跃用户数量分别达 5.5 亿、4.6 亿和 4.2 亿。上半年, 三大视频平台独播内容持续增多, 首次超过 70%, 差异化内容拉动了付费会员持续增长。爱奇艺 6 月 22 日公布付费会员突破 1 亿, 会员收入已连续三个季度超过广告收入成为第一大收入来源, 中国视频网站正式步入“亿级” 会员时代。

消费者对高品质内容具有旺盛的需求和强大的消费力, 能赢得口碑及市场的优质内容仍是稀缺产品, “良币驱逐劣币” 正在发生, 行业转向靠高质量发展驱动。

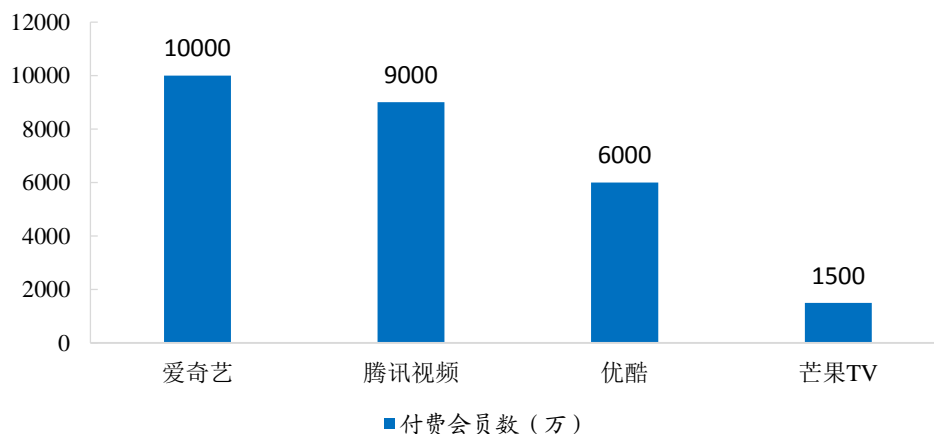
在行业经历调整完成新一轮的洗牌之后, 内容题材类型储备丰富、精品内容打造能力突出、资金实力强大的影视公司将具有较大的成长空间, 赢得下一步高质量发展的市场红利。

图5: 头部视频网站 MAU 趋势 (万)



资料来源: Questmobile, 新时代证券研究所

图6: 头部视频网站付费会员数量 (万)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.2、大部分公司存货未大幅下降，对后市发展有信心

从存货来看，各龙头公司存货并未出现大幅下滑，反而部分企业有一定增长，这说明上市公司一边消化过往高成本的存货，但也新增了不少新剧存货，对后续的剧集利润空间改善和行业调整过后转向高质量发展抱有信心。

华策影视 2019H1 存货为 22.7 亿元，与 2018 年底持平；慈文传媒 2019H1 存货为 9.57 亿元，比 2018 年底的 9.68 亿元微降；北京文化 2019H1 存货为 10.3 亿元，比 2018 年底的 8.2 亿元增长 25.6%。

表5：上市影视公司 2018-2019H1 存货情况

公司名称	2019H1 存货 (亿元)	2018 年存货 (亿元)
华策影视	22.79	22.70
慈文传媒	7.01	9.68
唐德影视	12.11	13.08
欢瑞世纪	13.95	12.73
新文化	6.11	4.96
光线传媒	11.38	15.47
北京文化	10.25	8.25
华谊兄弟	13.54	12.27

资料来源：wind，新时代证券研究所

3.3、项目储备逐渐增多，支撑业绩改善

从各家公司中报披露情况看，电影和电视剧项目下半年计划播映的数量明显高于上半年，且后续产品储备数量在逐渐增多，这有望支撑影视公司 Q4 到 2020 年的业绩改善。

电影方面，光线传媒下半年预计有 16 部电影上映，数量是上半年 7 部的一倍以上，包括暑期已上映的《银河补习班》《哪吒之魔童降世》《保持沉默》，而《铤而走险》《友情以上》《两只老虎》《妙先生》《荞麦疯长》《墨多多谜境冒险》《误杀》《我和我的祖国》《如果声音不记得》等多部电影有望于年内上映。

北京文化下半年或有 10 部电影上映，比上半年的 4 部也多出一倍，包括《攀登者》《你是凶手》《成长在明天》《特警队》《被光抓走的人》《刀背藏身》《热带往事》《岁月忽已暮》等。

电视剧方面，华策影视 2019 年全网剧储备有 26 部，其中已开机 11 部，包括《鹿鼎记》《爱情公寓 5》《南歌嘹亮》《雪山飞狐》等；下半年计划开机 15 部，包括《新东游记》《长歌行》《少爷与我的罗曼史》《拾光里的我们》等。

慈文传媒有 8 部剧集预计将在下半年播出，包括已制作完成的《时空迷失 2018》（原《杨凌传》番外篇），处于后期制作的《光荣时代》《盗墓笔记重启之极海听雷》等 6 部，以及拍摄中的《乘风少年》。

表6: 各大影视剧公司 2019H2 项目储备情况一览

序号	华策影视	慈文传媒	唐德影视	新文化	欢瑞世纪
1	《热血神探》	《乘风少年》	《一身孤注掷温柔》	《天河传》	《盗墓笔记之云顶天空(下)》
2	《锦绣南歌》	《光荣时代》	《冯子材》	《斗战胜佛 2》	《请不要为所欲为》
3	《鹿鼎记》	《盗墓笔记重启之极海听雷》	《蔓蔓青萝》	《神刀厨娘》	《天目危机》
4	《绝境铸剑》	《时空迷失 2018》	《十年三月三十日》	《神刀厨娘》	《江山永乐》
5	《爱情公寓 5》	《鼠王》	《阿那亚恋情》	《冒牌天师》	《不说再见》
6	《外交风云》	《大地震》	《最初的相遇，最后的别离》	《大内医探》	《鬼吹灯》
7	《下一站是幸福》	《麒麟幻镇》	《香山叶正红》		《琉璃美人煞》
8	《遇见你，遇见爱》	《风暴舞之破局者》	《为了明天》		
9	《暖暖，请多指教》		《朱雀》		
10	《我和我们在一起》				
11	《拾光里的我们》				
12	《少爷与我的罗曼史》				
13	《长歌行》				
14	《向风而行》				

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表7: 各大电影公司 2019H2 项目储备情况一览

序号	光线传媒	北京文化	中国电影	华谊兄弟
1	《我和我的祖国》	《攀登者》	《美人鱼 2》	《小小的愿望》
2	《铤而走险》	《你是凶手》	《打过长江去》	《八佰》
3	《友情以上》	《你是凶手》	《太阳升起的时候》	《阳光不是劫匪》
4	《两只老虎》	《特警队》	《希望岛》	《只有芸知道》
5	《妙先生》	《被光抓走的人》	《一切如你》	
6	《荞麦疯长》	《热带往事》	《家有儿女之最佳拍档》	
7	《墨多多谜境冒险》	《岁月忽已暮》	《亲密旅行》	
8	《误杀》			
9	《如果声音不记得》			
10	《哪吒》（已上映）			
11	《银河补习班》（已上映）			
12	《保持沉默》（已上映）			

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.4、监管政策松绑可期

2019 年是新中国成立 70 周年，时间点比较特殊，宣传领域的监管相比以往年份要更严格，弘扬主旋律、讴歌新时代的影视作品被优先播映，一些影视作品因题

材原因播映时间被延期。

2019年7-8月,国家广电总局、国家电影局相继发文要求全国电影院线及影院、各地广播电视机构、视听网站集中展映展播国庆70周年主题影视作品。具体政策要求如下:

表8: 国庆70周年主题影视作品展播展映政策文件一览

时间	出台机构	政策文件	主要内容
2019年7月	国家广电总局	《关于做好庆祝新中国成立70周年电视剧展播工作的通知》	拟于8月份开始重点电视剧“百日展播”活动;同时要求在展播期间不得播出娱乐性较强的古装剧、偶像剧。
2019年7月	国家电影局	《关于开展庆祝中华人民共和国成立70周年优秀电影展映展播活动的通知》	自2019年8月1日起,在全国城市电影院陆续开展“庆祝中华人民共和国成立70周年优秀国产新片展映”活动,展映片目为近期创作完成的《古田军号》《红星照耀中国》《烈火英雄》《决胜时刻》《我和我的祖国》《中国机长》《攀登者》等7部重点影片。
2019年8月	国家广电总局	庆祝新中国成立70周年精品网络视听节目展播季	从8月到10月底,各大视听网站、全国有线电视互动点播平台、IPTV、OTT等视听新媒体平台将集中展映展播总局推介的庆祝新中国成立70周年主题影视作品。

资料来源:国家广电总局、国家电影局,新时代证券研究所

此外,《少年的你》《八佰》《小小的愿望》等原本计划暑期档上映的电影宣布撤档,也与70周年大庆宣传领域的播出要求更严格有关。

可以看到,在10月底“展播季”结束,影视行业的监管政策有边际改善的预期。而且,2020年不是大庆年了,监管政策相比2019年将有更大的改善,题材审查有望回归正常水平。因此,我们认为2019Q4-2020年,行业政策松绑逐渐可期。

4、行业集中度提升,龙头公司受益

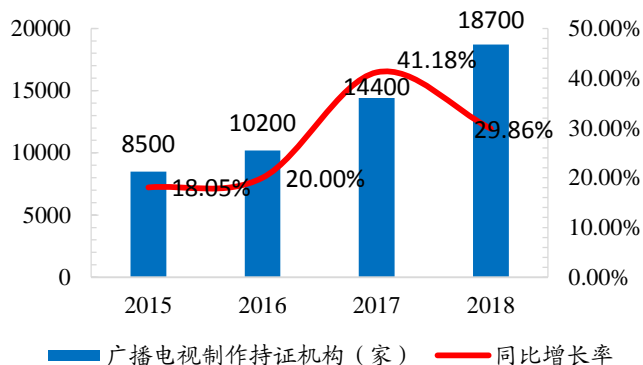
4.1、电视剧甲证机构下降35.4%,行业优胜劣汰进行中

过去五年,视频网站高价争夺影视内容带来影视剧版权价格飙升10倍以上,巨大的财富效应和光环效应催生大量的外部资本涌入影视行业,影视公司数量持续大幅增长。

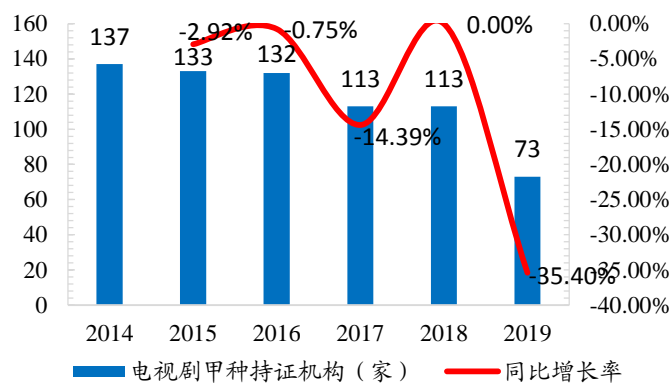
根据国家广电数据显示,2015-2018年持有《广播电视节目制作经营许可证》的机构分别为达到0.85万家、1.02万家、1.44万家、1.87万家,同比增长18.05%、20%、41.18%、29.86%。

过度分散的市场格局导致产能过剩、资源利用效率低,过度投资导致了剧集库存过剩,低质、同质内容积压严重。行业调整在2018年爆发,将倒逼行业加快供给侧的改革、加速制作方洗牌的进程,慈文传媒在其2018年报中预测,未来2-3年影视公司数量从上万家锐减到一千家以内。

这从头部公司的减少也能验证。国家广电数据显示,2019年全国获得《电视剧制作许可证(甲种)》的机构共73家,同比2018年的113家减少了40家,降幅高达35.4%。

图7： 2015-2018年影视制作持证机构数及增长率

资料来源：国家广电总局，新时代证券研究所

图8： 2014-2019年电视剧甲种持证机构数及增长率

资料来源：国家广电总局，新时代证券研究所

从事电视剧业务的机构需要申请《电视剧制作许可证》，它分为甲种许可证和乙种许可证。电视剧制作机构只有在连续两年内制作完成6部以上单本剧或3部以上连续剧(3集以上/部)的，方可申请“甲种许可证”。甲种许可证有效期限为2年，对持证机构制作的所有电视剧均有效；乙种许可证有效期限不超过180日，仅对该证所标明的剧目有效。

表9： 电视剧制作许可证分类及特点

许可证类型	主要申请条件	有效期	适用范围
甲种许可证	在连续两年内制作完成6部以上单本剧或3部以上连续剧(3集以上/部)	2年	对持证机构制作的所有电视剧均有效
乙种许可证	持有《广播电视节目制作经营许可证》	180日	仅对该证所标明的剧目有效

资料来源：国家广电总局，新时代证券研究所

目前，国内最大的电视剧公司华策影视年产剧集数在500集以上，2018年的市场占有率为4.6%（2018年全国生产完成并获得发行许可证的剧目集数为13,726集，华策影视取得发行许可证的剧集有632集），行业集中度较低。

但随着市场调整出清，在内容质量导向的趋势下，行业门槛在提升。目前一部S剧的投资成本已超过1亿元，且对编剧、导演、制片人、演员和后期制作团队的能力要求越来越高，这样的高成本高要求不是一般中小公司可以轻松驾驭的。在行业回归理性的环境下，行业资金、人才、资源等竞争要素将不断向头部公司聚集，中小公司逐渐被淘汰，行业集中度将持续提升，龙头公司将率先受益。

4.2、国产片质量提升明显，票房向头部电影集中

根据国家电影专资办的数据，2019H1全国电影票房311.7亿，同比下降2.7%。经过暑期档后，2019年1~8月，国内总票房达446.54亿元，同比2018年1-8月的458.36亿元仍然下降2.6%，止跌趋势尚未改变。但国产片内容质量提升明显，爆款电影吸金能力卓越，不断刷新票房记录。

2019年1-8月的电影票房冠亚军《哪吒》《流浪地球》票房分别达到46.79亿元，46.54亿元，相较2018年票房前两名《红海行动》（36.51亿元）《唐人街探案2》（33.98亿元）票房分别上升28.15%和36.96%。

2018年，TOP5 的电影票房为 150.9 亿元，占全国总票房的 24.74%；TOP10 的电影票房为 243.9 亿元，占全国总票房的 40%。而 2019 年前 8 月，TOP5 的电影票房为 174.9 亿元，占全国总票房的 39.16%，比 2018 年底大幅提升了 14.42 个百分点；票房 TOP10 的电影总票房为 241 亿元，占全国总票房的 53.97%，比 2018 年底也大幅提升了 13.97 个百分点。

这反映了行业集中度进一步提升、电影公司马太效应明显，以光线传媒、北京文化等为代表的头部公司市场竞争力和市占率不断提高，将继续受益。

表10: 2018-2019Q3 国内电影票房 TOP10

2019Q3		2018	
电影	票房(亿元)	电影	票房(亿元)
哪吒	49.36	红海行动	36.51
流浪地球	46.55	唐人街探案 2	33.98
复仇者联盟 4	42.40	我不是药神	31
疯狂的外星人	22.02	西虹市首富	25.48
飞驰人生	17.16	复仇者联盟 3	23.9
烈火英雄	16.88	捉妖记 2	22.37
速度与激情: 特别行动	14.21	毒液: 致命守护者	18.7
蝙蝠侠: 英雄远征	14.13	海王	18.52
扫毒 2	12.96	侏罗纪世界 2	16.96
大黄蜂	11.48	前任 3	16.47

资料来源: 猫眼专业版, 新时代证券研究所

5、重点公司推荐

(1) 华策影视

影视剧行业绝对龙头，具备最高的产量和最大的头部剧市场份额，过去生产制作过多部播放量 TOP10 的作品，其中《三生三世十里桃花》、《锦绣未央》、《孤芳不自赏》全网播放量均破百亿。

2015-2019H1 华策影视营收分别为 26.6 亿元、44.4 亿元、52.5 亿元、58 亿元、9.3 亿元；归母净利润分别为 4.8 亿元、4.8 亿元、6.3 亿元、2.1 亿元、-0.6 亿元。公司 2018 年起业绩大幅下滑甚至亏损主要是影视剧终端售价大降导致利润空间挤压严重。

图9: 2015-2019H1 华策影视营收及增长率

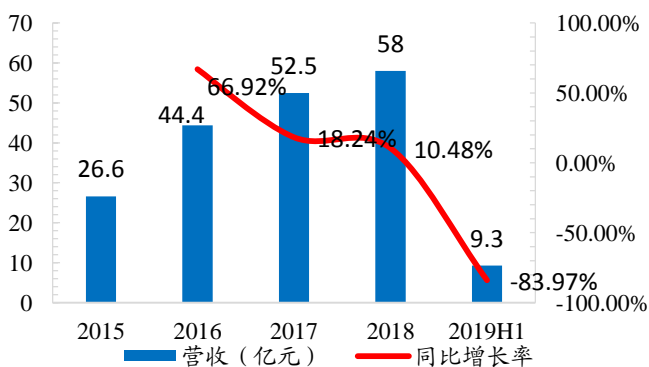
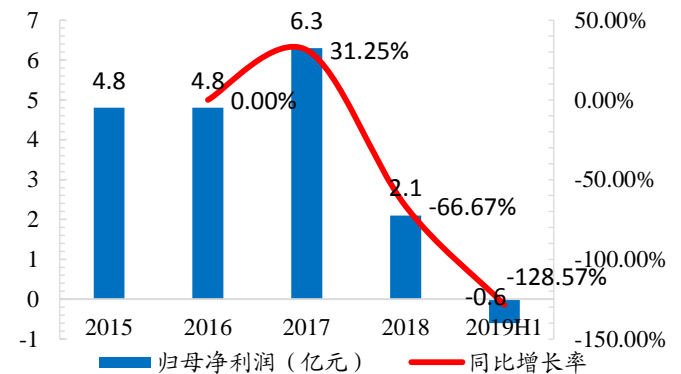


图10: 2015-2019H1 华策影视净利润及增长率



资料来源：wind，新时代证券研究所

资料来源：wind，新时代证券研究所

公司表示，2019年影视行业政策预期进一步明确，产业链上下游价格逐步回归理性，上游成本大幅下降，新开机版权剧项目的毛利率趋于稳定，定制剧模式快速发展。为积极应对行业变化、为下一轮高质量发展做好准备，公司对内实行了积极的变革：快速调整部分项目的市场定位和开发节奏；加快高成本项目的消化，为新一轮发展蓄力；全力推进降本增效措施。随着经营方针的及时调整，公司内容产品生产矩阵进一步完善，新项目从第三季度开始逐步开机制作。

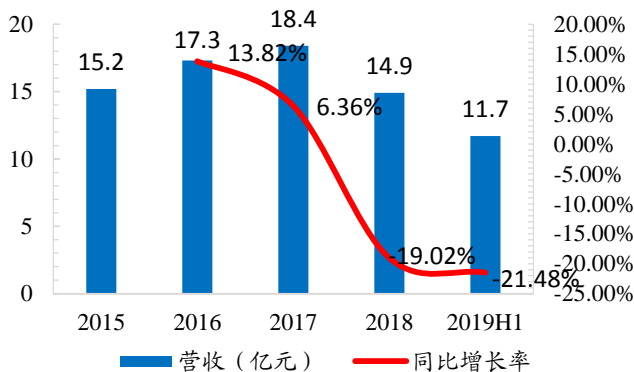
(2) 光线传媒

光线传媒是电影制作行业的龙头公司，从《泰囧》开始光线传媒开始了电影类型市场的快速开拓，《港囧》《致青春》《唐人街探案2》《大鱼海棠》《大护法》等高票房电影均出自公司。

今年上映的《哪吒》票房超过49亿元，开创中国动画电影最高票房纪录。公司在动画电影项目方面的储备位于行业前列，在动画电影的制作、宣发方面具有较强的市场竞争力。下半年，公司仍有《妙先生》等动画电影上映，《姜子牙》《深海》《大鱼海棠2》《西游记之大圣闹天宫》等多个重量级动漫项目在有序推进中。

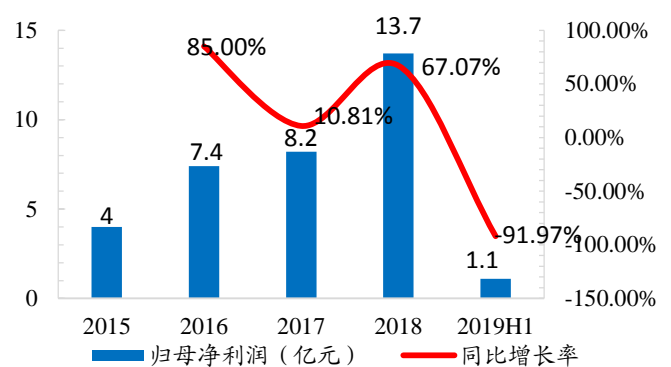
2015-2019H1光线传媒营收分别为15.2亿元、17.3亿元、18.4亿元、14.9亿元、11.7亿元；归母净利润4.0亿元、7.4亿元、8.2亿元、13.7亿元、1.1亿元。

图11: 2015-2019H1 光线传媒营收及增长率



资料来源：wind，新时代证券研究所

图12: 2015-2019H1 华策影视净利润及增长率



资料来源：wind，新时代证券研究所

目前，整个电影行业头部影片供不应求，中尾部影片质量参差不齐。优质电影作品已获得市场的普遍认同和重视，质量和口碑成为票房的核心驱动力。在行业相对低迷的阶段，光线传媒仍有相当数量的项目储备、成熟的风险控制体系、优秀的成本把控能力、高标准的要求及执行能力等等，具备持续布局和输出优质内容产品的巨大潜力。

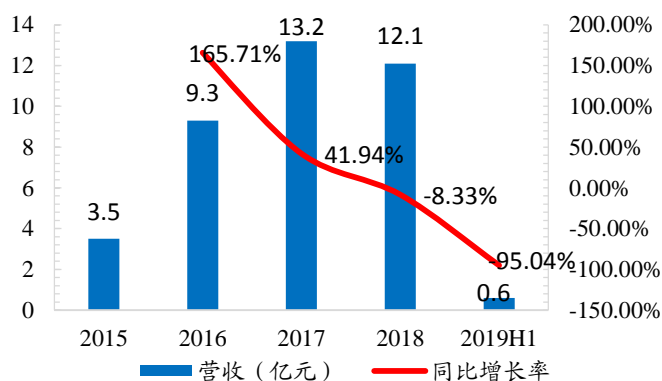
(3) 北京文化

公司自2014转型影视业务以来，一直在类型化创作的道路上不断开拓尝试，并取得巨大成功。《战狼2》《我不是药神》《流浪地球》《无名之辈》等作品均出自北京文化。其中，《战狼2》获得了56.8亿票房，创造了中国影史新纪录；现实题材的《我不是药神》在创造票房31亿佳绩的同时，引发社会各界热议和赞扬。中

国第一部硬科幻电影《流浪地球》依托精良的制作与独具中国特色的文化内核，最终获得 46.5 亿的票房，成为 2019 年春节档票房冠军。

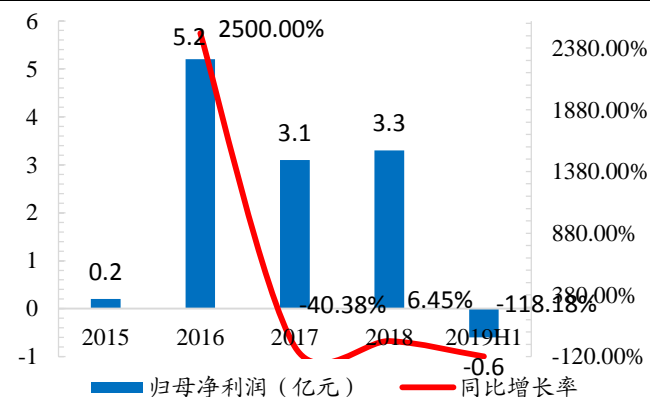
北京文化 2015-2019H1 的营收分别为 3.5 亿元、9.3 亿元、13.2 亿元、12.1 亿元、0.6 亿元；归母净利润分别为 0.2 亿元、5.2 亿元、3.1 亿元、3.3 亿元、-0.6 亿元。

图13: 2015-2019H1 北京文化营收及增长率



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图14: 2015-2019H1 北京文化净利润及增长率



资料来源: wind, 新时代证券研究所

目前,北京文化在现实、科幻和玄幻题材方面优势明显,刘慈欣的科幻小说版权大部分被公司签约;中国古代玄幻题材电影《封神三部曲》将于 2020 年开始逐渐上映,未来值得期待。

6、风险提示

(1) 监管政策风险

鉴于影视文化行业的意识形态属性,国家对该行业实行较为严格的监管政策,可能对影视公司具体业务的策划、制作、发行等各个环节产生影响。同时,国家对影视文化行业的监管政策处于不断调整过程中,如果影视公司未来不能完全贴合政策导向,可能面临影视作品无法进入市场的风险。

(2) 市场竞争加剧的风险

影视文化行业一直处于充分竞争状态。近年来,随着资本涌入,资源聚集,行业竞争愈发加剧。面对激烈的市场竞争,影视公司业务存在市场份额下降及经营业绩下滑的风险。

(3) 产品销售不达预期风险

影视文化产品的消费是一种文化体验,很大程度上具有一次性特征,客观上要求影视企业不断创新新的影视作品。作品能否为市场和观众所需要和喜爱,能否获得取得丰厚的投资回报,能否取得较高的市场价值等,均存在一定的不确定性。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

姚轩杰，传媒行业分析师，2017年加入新时代证券，4年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>