

文化娱乐行业研究报告



文化娱乐行业研究报告

报告编号：

时间：2020 年 12 月 22 日

分析师：

郭察理 闫 旭

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层

(100022)

网址：www.lhratings.com

报告概要

经历了前期的高速繁荣发展、产业链环节和要素的并购整合，在行业政策趋严、疫情等外部冲击的影响下，文化娱乐行业开始进入增速放缓阶段，部分前期扩张激进的企业面临下游需求收缩、效益不及预期等风险。2019 年，文娱行业上市公司和发债企业的商誉规模和减值损失保持高位，对利润形成较大侵蚀；行业投融资数量大幅下降，景气度趋于低迷，中小影视制作商和前期扩张激进的企业面临淘汰出清，同时行业内资金和资源向头部优质企业集中，行业内部分化加剧。

文娱行业发债主体信用等级愈发集中在 AAA 和 AA+ 等高等级的中央国有企业及地方国有企业，中低等级民营企业整体发债数量和发债规模占比低，在直融市场整体呈融资净流出态势。2020 年国内爆发的新冠肺炎疫情对细分行业的影响呈两极化：影视等线下娱乐产品制作和消费场景受到冲击，而线上活动需求爆发，游戏行业业绩迎来高增长。

文化娱乐行业下游需求与人们日益增长的精神文化需求息息相关，预计随着国内观影人数、互联网用户的稳步增长，文化娱乐行业下游需求将保持稳健。但是，考虑到影视行业全年业绩较上年同期出现大幅下滑，在疫情未得到全面控制、行业政策趋紧和投融资热度下降等因素的冲击下，仍需关注行业内低信用等级企业所面临的经营压力及再融资风险，而具有优质内容研发能力、良好的运营效率、费用控制能力和规模优势的文娱行业龙头企业将获得更多的资源和市场份额。

一、行业概况

1. 行业定位及发展状况

文化娱乐行业主要指为社会公众提供休闲娱乐产品及所需的场所、设备等配套服务的产业。随着我国网络基础设施的逐步完善和网络强国建设步伐加快，文化娱乐产业逐渐成为数字经济发展的支柱，文化娱乐行业发展与公众日益增长的精神文化需求息息相关。根据国家统计局社科文司发布的《2019 年全国规模以上文化及相关产业企业营业收入数据》，2019 年，在全面深化文化体制改革、不断提振文化消费需求的背景下，中国文化产业继续保持平稳较快发展，全国规模以上文化及相关产业企业实现营业收入 86624 亿元，在当年第三产业增加值¹中的占比为 16.21%。

文化娱乐行业是传媒行业的子行业，一般来说，传媒行业可以细分为影视及院线、游戏、互联网视频、广播、出版发行等子行业。在社会经济快速发展、人们生活水平提高、技术迭代升级的背景下，传统媒体和新型媒体融合发展，文化娱乐行业持续呈现多元化、差异化的发展趋势，其中，影视和游戏是泛娱乐产业中比较常见的两种细分产业。以下联合资信文娱行业研究主要围绕影视和游戏产业及上下游参与者进行分析。

2. 行业运营模式

文化娱乐行业产业链较长，价值分配明朗，主要分为产品投资制作（开发）、发行和终端（渠道）三个环节。文化娱乐产业链上游是以文学及动漫等 IP、艺人、资金为主的孵化层，中游是以电影、电视剧、综艺、音乐为主的制作运营层，下游是游戏、演出、衍生品等渠道变现及衍生层。文化娱乐行业通常采用“分账”模式将终端实现的收入按照一定比例逐级向上游分成，分成比例与账期的差异反映了相应环节参与者的竞争力和议价能力的不同。

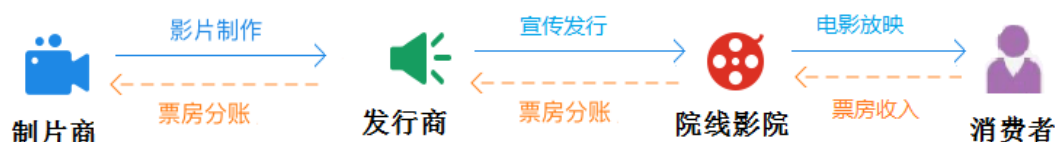
影视行业和游戏行业产业链上参与者类型有一定差异。具体来看，电影产业链可分为策划与制作、宣传与发行和院线放映三个产业链环节，主要涉及制片商、发行商、院线和影院四类行业参与者。电影行业终端盈利来源来源于院线等终端，具体分为国内票房收入、国内非票房收入（包括非院线播映权收入、版权收入、衍生品收入和广告收入

¹ 根据国家统计局初步核算，2019 年第三产业增加值至 534233 亿元，比上年增长 6.9%。

等)以及海外销售收入。院线和影院(或票务公司)是产业链面向消费者的最后一个环节,将实现的票房收入向产业链上游的发行商之间进行分配,发行商与制片商再对分得的票房分账收入按约定比例进行分成,上述行业参与者对票房收入享有的分成比例被称为“分账比例”。由于院线和影院占据行业终端的消费者渠道资源,因此在账期和分账比例方面享有一定优势,然而随着强势发行商对行业资源的整合能力增强,在行业中的议价能力也不断提升。目前我国院线和影院在票房收入分配中的比例较高,而制片方、发行方占比较低,具体来说,投资制作、发行出品和院线影院环节对扣除相关税费后的票房净收入享有的分成比例在 28%、15%和 57%左右。

电视剧行业产业链由剧集制作和播出机构构成,参与者包括剧集制作商、传统电视台和视频网站等。其中,视频网站盈利来源包括广告(基于网站流量)和会员付费,因此对精品和差异化的内容越来越重视,通常采用“采购+自制”结合的模式获取内容。近年来,资本实力雄厚的头部视频网站由单一播出平台逐步向产业上游投资和制作进行布局,甚至将自制内容反向输出给电视台,为提升优质内容的影响力和变现能力,视频网站与电视台的关系由对立竞争向协作共赢转化。

图 1 电影行业主要参与者经营模式



资料来源:联合资信根据公开资料整理

游戏行业与电影行业采用类似的“分账”模式,游戏行业产业链环节分为厂家和渠道。主机游戏领域内,领先的平台包括索尼的 PlayStation、微软等微软商店;手游领域内,领先的平台包括安卓“华米 OV”、苹果商城等应用商店。历史上,平台与渠道通畅采用五五分账比例,平台在产业链中的地位较为强势。但是随着平台的增多和游戏版号限制政策出台,优质内容日益稀缺,网易、腾讯等龙头游戏厂商的议价能力增强,厂商与平台的分账比例部分提升至七至八成。

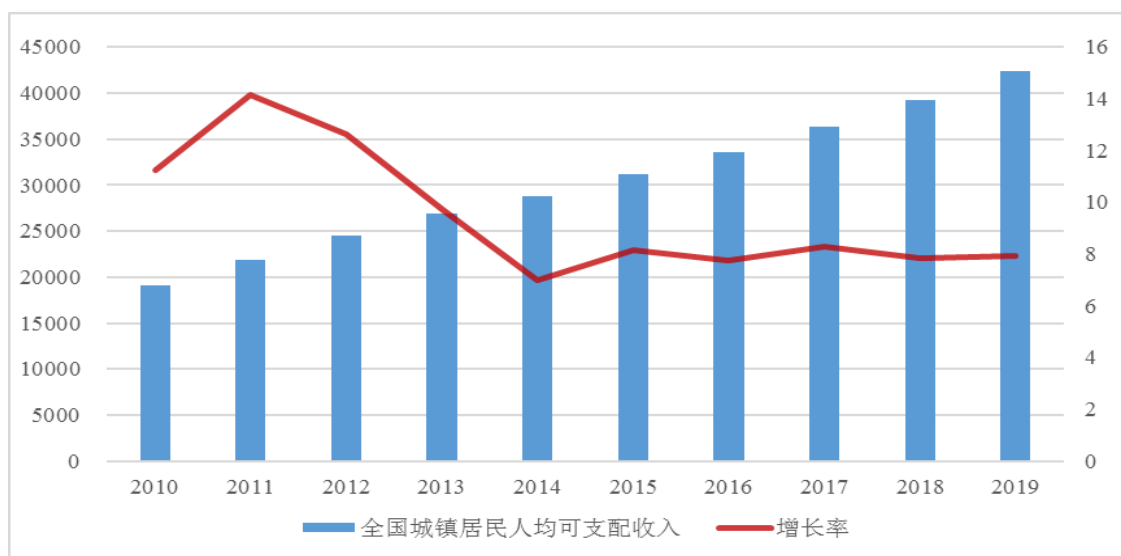
二、行业环境

1. 行业外部环境

中国文娱产业经过快速发展与变革，各种商业模式创新不断涌现，文娱内容更加多样化，文娱行业产业链上下游围绕“内容”的生产、流动和消费而展开。文化娱乐行业的发展与宏观经济环境有一定相关性。一方面，文化娱乐需求与社会经济政治环境等因素关系密切，文化娱乐内容的制作与消费有赖于网络、有线电视等终端基础设施的完善；另一方面，宏观经济发展水平以及经济政策对文化娱乐行业的投融资行为具有很大的影响作用，进而从供给端影响文化娱乐行业的产出。

中国城镇居民人均可支配收入持续提升，居民生活水平不断提高。从行业外部环境来看，中国城镇居民人均可支配收入持续提升对文化娱乐行业下游需求形成了良好支撑。2010 年，全国城镇居民人均可支配收入为 19109 元，而到 2019 年，人均可支配收入已增至 42359 元，居民可支配收入的增长对提升文化娱乐消费需求具备促进作用。

图 2 2010—2019 年中国城镇居民人均可支配收入统计（单位：元；%）

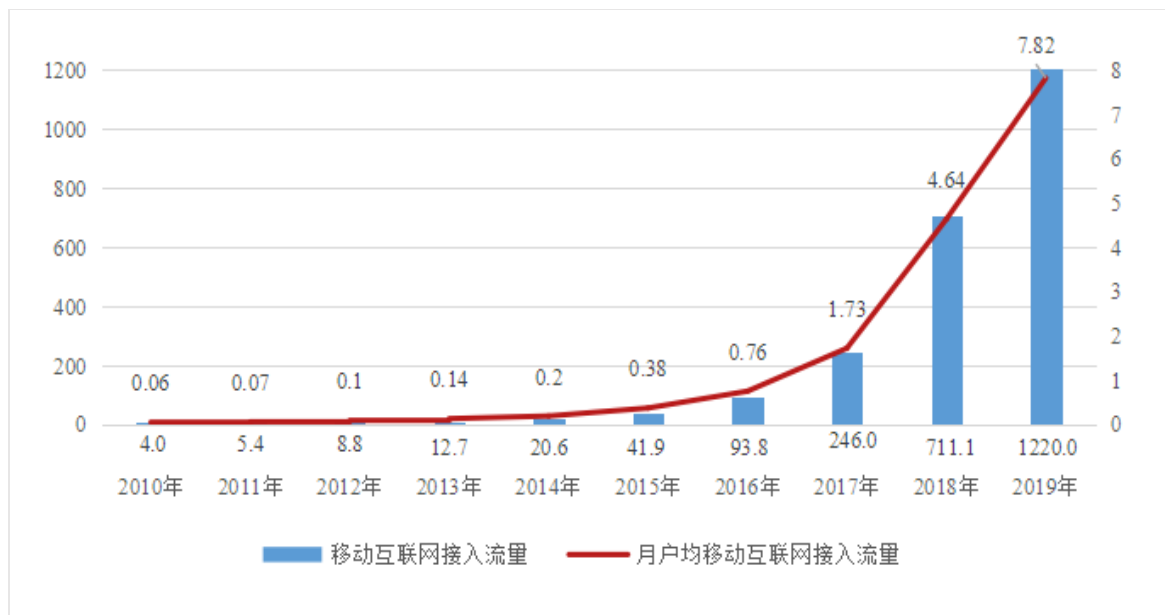


数据来源：联合资信根据公开资料整理

网络建设提速。自 2009 年 3G 网络问世以来，移动互联网技术实现从 2G 到 5G 的跨越式迁移，智能手机广泛普及并深度融合用户的日常生活、工作、娱乐场景，促使文化娱乐行业下游用户消费及娱乐习惯发生改变，互联网巨头凭借雄厚的资本实力、领先的技术水平、行业地位和影响力不断改变着行业经营模式与竞争格局。2015 年起，在

移动互联网提速降费政策大力实施下，移动物联网接入流量近十年年均复合增长率超过200%，2019 年达到 1220.0 亿 GB；用户月均流量由 2010 年的 0.06GB（66.1M）/月/户增至 2019 年的 7.82GB/月/户。

图3 2010—2020 年移动数据流量变化情况（单位：亿 GB、GB/月/户）



数据来源：联合资信根据工信部发布的通信业统计公报整理

2020 年初疫情对文娱行业影响呈两极化：影视等线下娱乐产品制作和消费场景受到冲击，而线上活动需求爆发，游戏行业业绩迎来高增长。2020 年初，新冠肺炎疫情在全球广泛爆发，对线下娱乐场景造成冲击。受新冠肺炎疫情影响，2020 年春节档电影全部撤档，全国大部分影院暂停营业，横店影视城关闭运营、大部分剧组暂停拍摄工作，影视制作发行延期。短期看，疫情对影视行业信用质量产生一定负面影响，加速行业整合出清，自 2020 年年初至 2020 年 5 月末中国影视企业已注销逾八千家。另一方面，疫情导致了游戏、网络视频、数字阅读等线上活动的需求爆发，带动游戏用户月活规模、用户时长及流水增长，多数国内游戏公司的销售规模在 2020 年上半年持续扩张。

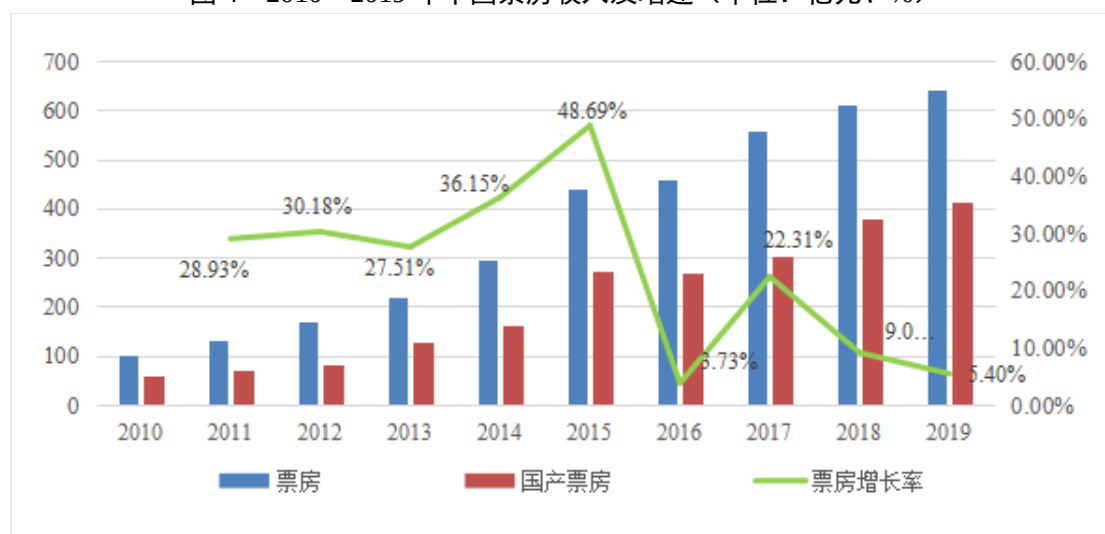
2. 行业内部环境

近年来，中国观众的影院观影习惯逐步形成，票房收入及观影人次逐年增长，但同比增速放缓，观影人次趋于饱和。2010—2019 年，中国观影人次由 2.81 亿人次快速增长至 17.27 亿人次，年均复合增速达 22.35%；但经历了前期的井喷式增长，中国电影

观众基数达到历史高位，市场增长开始进入瓶颈期，2019 年同比增速降至 0.64%，观影人次趋于达到饱和。电影票房收入与观影人次变化一致，2010 年，中国电影票房总收入突破百亿，并在随后几年保持高速增长，2015 年票房收入达到 440.69 亿元，同比增长 48.69%；2016 年起票房收入增速大幅下降，2019 年中国电影票房收入为 642.66 亿元，同比增长 5.40%，2018~2019 年票房收入增速放缓的原因一方面是前期电影院线发力向三四线城市下沉实现的用户增长已经达到瓶颈期，大幅增长的院线和银幕数量没有挖掘出新的用户需求反而导致单银幕票房产出持续下降；另一方面是线上娱乐、网络视频等多种娱乐形式对人们消费习惯的冲击；此外，这两年中外优质电影题材的产出较少，消费者对于与电影高票价相匹配的影片内容和品质的要求没有得到满足导致消费意愿下降，多方面原因综合作用所致。

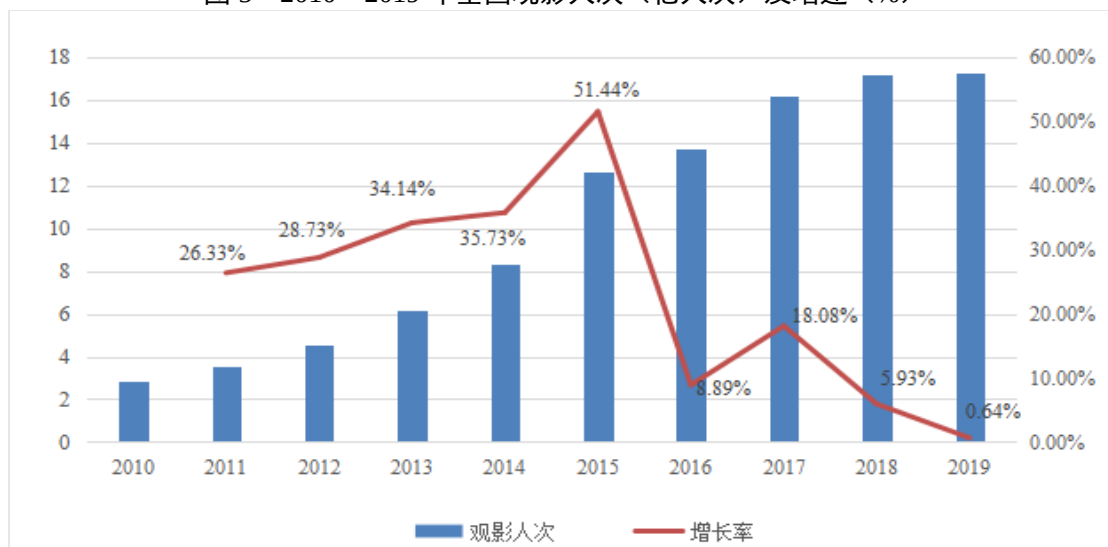
2020 年，受疫情影响，中国前三季度票房收入合计 84.42 亿元，较上年同期下降 82.29%，其中疫情最为严重的第二季度票房收入仅 12.00 万元。考虑到第四季度的国庆档和来年一季度的春节档是文化娱乐行业传统意义上的销售旺季，随着疫情影响的逐步缓解、优质片源供给恢复和居民消费意愿释放，预计影视行业企业业绩有望实现边际改善，但全年收入较上年仍下滑明显。根据灯塔研究院联合毒眸发布的《2020 中国电影市场用户报告》，其预计中国 2020 年票房收入在 200 亿元左右，为上年的 30%。

图 4 2010—2019 年中国票房收入及增速（单位：亿元、%）



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

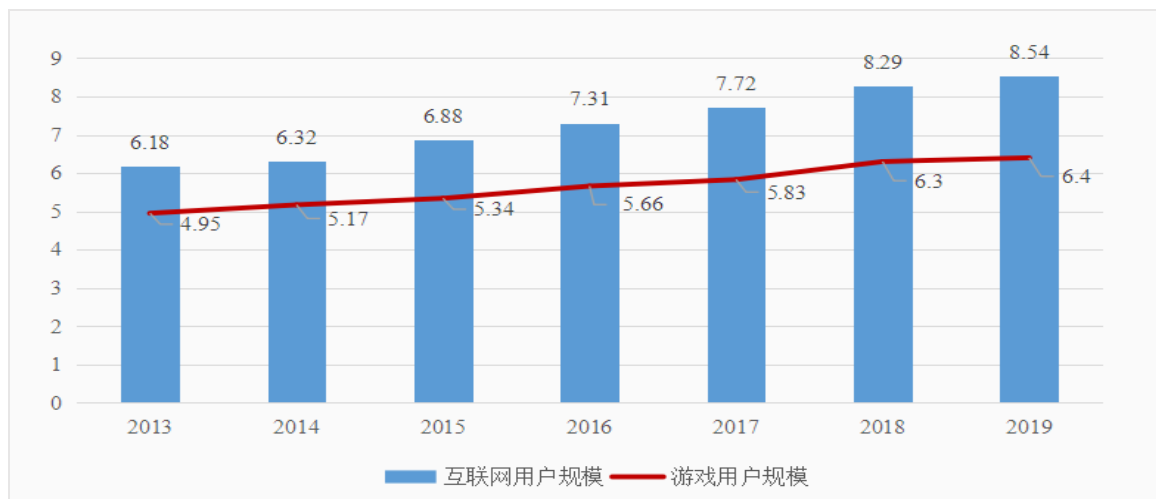
图5 2010—2019年全国观影人次（亿人次）及增速（%）



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

受益于中国互联网用户的快速增长，中国游戏用户规模保持增长，游戏市场销售收入逐年提升，但行业增速明显放缓。2019年，中国游戏用户规模达到6.40亿人，同比增长3.2%，增速明显放缓。受疫情影响，居民外出活动严重受限，线上娱乐需求旺盛，游戏用户规模进一步增加。随着中国游戏版号审批逐渐常态化，游戏市场销售收入整体收入维持平稳增长态势，根据中国音像与数字出版社发布的《2019年中国游戏产业报告》2019年，中国游戏产业规模为2308.80亿元，同比增长7.7%；从构成来看，游戏市场分为移动游戏、客户端游戏、网页游戏和主机游戏，2019年占比分别为70.6%、23.3%、4.2%和1.8%，移动游戏占据游戏产业主导地位。

图6 2010—2019年中国互联网用户及游戏行业用户规模增长情况（单位：亿人）



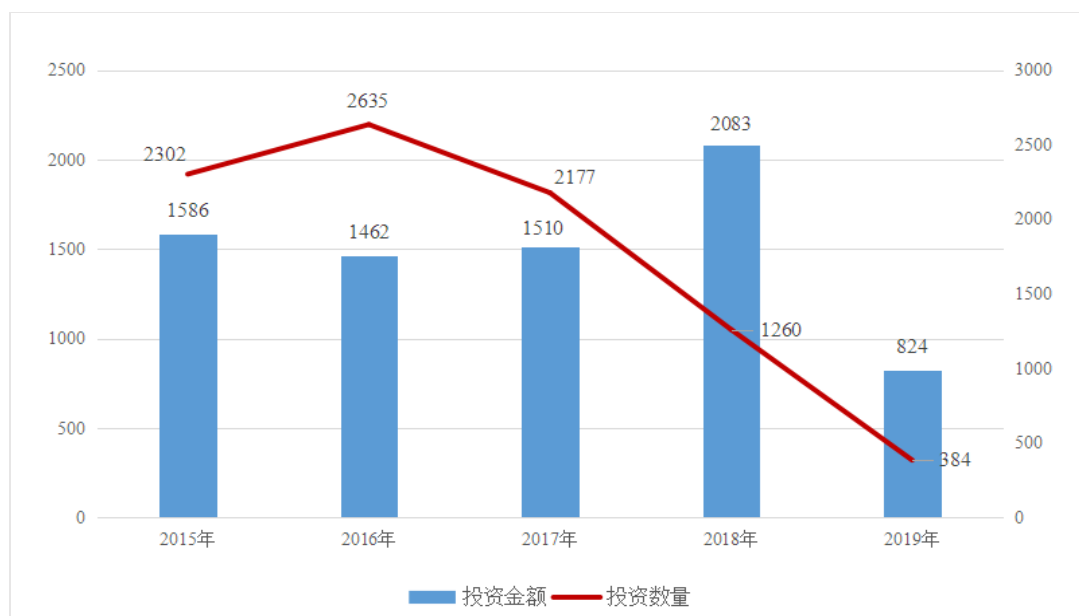
数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

3. 行业投融资

文娱行业投融资数量于 2016 年达到峰值，而后随着消费者对优质内容的诉求日益增长，行业监管措施趋严以及市场竞争加剧，投资者恢复理性，资本入市谨慎，行业投融资数量逐年持续下降。2019 年，行业进入资本寒冬、景气度下行导致内部的分化和资源整合加剧，资金趋于向头部优质项目集中，中小参与者不能抵御外部资金吃紧的冲击而面临淘汰出清，行业集中度上升。

文娱行业具有资金密集型、技术密集型和人才密集型的行业特征，进入壁垒较高。早期资本集中涌入，文娱产业规模实现快速增长，但随着消费者对优质内容的诉求日益增长，行业监管措施趋严以及市场竞争加剧，投资者恢复理性，资本入市谨慎。文娱行业投资数量在 2016 年达到峰值，为 2635 起；单笔投资金额自 2016 年以来快速上升，2018 年文娱行业投资规模及单笔投资金额均大幅增长，系 2018 年间巨头投资并购频繁，万达影视、阿里体育、快手、抖音等获得巨额投资所致。同时，伴随“阴阳合同”、影视剧题材悬浮、影视数据造假、“劣迹艺人”等行业乱象频出，行业政策趋严，监管惩治力度加大，行业资本寒冬程度加剧。2019 年文娱投资热度锐减，优质项目减少、文娱企业外部资金吃紧、内部商业模式陷入困境等因素造成当年投资数量及金额同比分别下降 72.38% 和 60.44%，单笔投资金额增至 2.37 亿元，资金趋于向头部优质项目集中，行业分化显现，资源整合加剧，行业集中度将进一步上升。

图 7 2015—2019 年文娱行业投资规模和数量情况（单位：亿元、起）



数据来源：联合资信根据公开资料整理

4. 行业政策

由于文化娱乐行业具备经济效益和社会效益双重属性，为避免文化娱乐企业在追求文化生产与消费的热点的过程中过分迎合不健康的市场偏好，国家对文化娱乐行业实施了较为严格的监管政策，行业政策变动会对文化娱乐行业企业盈利情况产生较大影响。

文化娱乐行业监管部门众多、体系完备，由工信部、文化部、新闻出版广电总局、工商行政管理总局以及行业协会等相关政府部门和组织的共同监管。影视行业方面，我国实行电影和电视剧剧本（梗概）备案和电影片审查制度，影视产品需经有关部门审查通过后方可拍摄、发行、进出口等。影视剧内容题材、演员片酬、税收政策和收视率等问题都是监管审查的重点。游戏行业方面，工商行政管理部门会对游戏内容进行审查并对违法行为进行行政处罚等。影视剧内容题材、演员片酬、税收政策和收视率等问题都是监管审查的重点，影视企业面临的监管风险较高；另一方面，游戏政策导向的改变也可能对行业准入门槛、内容限制、交易形式等方面造成影响。

表 1 文化娱乐行业监管机构设置

部门	职责
工业和信息化部	主要负责网络建设相关工作，推动实施宽带发展；负责互联网行业管理；协调电信网、互联网、专用通信网的建设，促进网络资源共建共享；组织开展新技术新业务安全评估，加强信息通信业准入管理，拟订相关政策并组织实施；指导电信和互联网相关行业自律和相关行业组织发展；负责电信网、互联网网络与信息安全技术平台的建设和使用管理；负责信息通信领域网络与信息安全保障体系建设；拟定电信网、互联网及工业控制系统网络与信息安全规划、政策、标准并组织实施，加强电信网、互联网及工业控制系统网络安全审查；拟订电信网、互联网数据安全政策、规范、标准并组织实施；负责网络安全防护、应急管理和处置。
文化部	拟定国家文化艺术方针政策，起草文化艺术法律法规草案；指导、管理文学艺术事业，指导艺术创作与生产，推动各门类艺术的发展，管理全国性重大文化活动；拟订文化艺术产业发展规划，指导、协调文化艺术产业发展，推进对外文化产业交流与合作；拟订文化市场发展规划，指导文化市场综合执法工作，负责对文化艺术经营活动进行行业监管，指导对从事演艺活动民办机构的监管工作；负责文艺类产品网上传播的前置审批工作，负责对网吧等上网服务营业场所实行经营许可证管理，对网络游戏服务进行监管（不含网络游戏的网上出版前置审批）；拟订动漫、游戏产业发展规划并组织实施，指导协调动漫、游戏产业发展。
国家版权局	主管全国的著作权管理工作，主要负责拟订国家版权战略纲要和著作权保护管理使用的政策措施并组织实施，承担国家享有著作权作品的管理和使用工作，对作品的著作权登记和法定许可使用进行管理；承担著作权涉外条约有关事宜，处理涉外及港澳台的著作权关系；组织查处著作权领域重大及涉外违法违规行为；组织推进软件正版化工作。
国家广播电视总局	拟定政策措施，把握正确的舆论及创作导向；负责起草广电行业相关法律法规草案，制定行业标准并组织实施和监督检查，指导、推进广电领域体制机制改革；负责对各类广播电视机构进行业务指导和行业监管，实施依法设定的行政许可，组织查处重大违法违规行为；指导电视剧、广播电视视听节目和网络视听节目的内容和质量；推进广电网与电信网、互联网三网融合。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表2 中国文娱行业重要政策及影响

时间	监管机构及政策出处	政策含义	政策影响
2018年3月	原国家新闻出版广电总局《关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》	①不得制作、传播曲改恶搞经典文艺作品的节目（包括重新剪辑、配音、配字幕、截取拼接、篡改原意）重新剪辑、重新配音、重配字幕②其未取得许可证（龙标）的影视剧、未备案的网络原创节目，其片花、预告片也不得传播③节目内容方不得与未取得网络视听节目传播资质的平台合作④严格落实属地管理责任。	通过进一步加强对网络视听节目的管理，引导行业有序发展，规范行业不良行为，为在该行业布局的相关企业营造良好的发展氛围，推动市场实现持续性发展
2018年6月	中宣部、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《通知》	明确演员和节目嘉宾最高片酬，总片酬不得超过制作总成本40%，主要演员片酬不超过总片酬70%；加强对于影视明星参加综艺娱乐节目、亲子类节目、真人秀节目进行调控；电视台、视频网站等不得恶性竞争，哄抬价格购买播出影视节目；加大对阴阳合同，偷逃税行为的惩戒力度；坚决反对唯收视率、票房、点击率。	短期影响影视板块的投资风险偏好及影视行业供给；中长期利好影视行业发展，优化影视作品成本结构，降低制作费用，降低明星依赖度，促进优质内容生产，有利于行业健康可持续发展
2018年10月	广电总局《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	组织各地税务机关督促本地区影视公司、明星工作室等影视行业企业和高收入影视从业人员对2016年以来的申报纳税情况进行自查自纠；对在2018年底前认真自查自纠、主动补缴税款的，免予行政处罚，不予罚款。	税收政策收紧影视开工项目大幅降低，对影视产量造成一定冲击，影视公司业绩承压
2018年11月	国家广播电视总局《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	要求坚决遏制追星炒星、泛娱乐化等不良倾向，严控片酬，坚决打击收视率（点击率）造假行为；节目类型方面，对偶像养成节目、明星艺人及子女参加综艺、真人秀等节目均作出限制。	影响真人秀类综艺节目的播出；严控片酬短期内影响行业供给，中长期有助于降本增效，促进优质内容生产，提升毛利率，具有制作人体系和工业化体系的龙头内容制作商将持续受益
2018年3月	广电总局《游戏申报审批重要事项通知》	所有游戏版号的发放全面暂停	实施版号暂停审批以及控制游戏总量后，获得版号的游戏数量同比出现大幅下降，行业供给下降，游戏市场销售收入增速大幅下降，中小游戏厂商退出市场
2018年8月	教育部等八部门《综合防控儿童青少年近视实施方案》	实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏商务运营数量；探索符合国情的适龄提示制度；采取措施限制未成年人使用时间	
2019年1月	中国网络视听节目服务协会《网络短视频平台管理规范》、《网络短视频内容审核标准细则》	网络短视频平台实行节目内容先审后播制度，平台上播出的所有短视频均应经内容审核后方可播出，包括节目的标题、简介、弹幕、评论等内容；应当建立未成年人保护机制，采用技术手段对未成年人在线时间予以限制，设立未成年人家长监护系统，有效防止未成年人沉迷短视频	强化对网络短视频内容的审核及监管，部分触犯红线的内容或遭下架，平台可能面临整改，内容发布者可能面临封禁
2019年3月	国家广播电视总局“限古令”	限制各大卫视古装剧播出占比，所有卫视综合频道黄金时段每月以及年度播出古装剧总集数，不得超过当	数十部古装等题材的剧无法播出，对全年电视剧备

		月和当年黄金时段所有播出剧目总集数的 15%。3 月至 6 月禁播所有古装题材网剧、电视剧，	案数量产生重大影响
2019 年 4 月	国家广播电视总局《未成年人节目管理规定》	防止未成年人节目出现商业化、成人化和过度娱乐化倾向；邀请未成年人参与节目制作，其服饰、表演应当符合未成年人年龄特征和时代特点，不得诱导未成年人谈论名利、情爱等话题；未成年人节目不得宣扬童星效应或者包装、炒作明星子女	部分亲子真人秀节目无法播出，对相关企业造成一定经济损失
2019 年 8 月	国家广播电视总局《关于推动广播电视和网络视听产业高质量发展的意见》	鼓励优势产业区域率先发展；研究放宽市场准入条件；推进国有广电的公司制和股份制改造；鼓励广电企业对接金融市场	鼓励广播电视和网络视听产业提质升级，推动产业高质量创新性发展

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、行业周期性与所处阶段

1. 行业发展与所处阶段

文化娱乐行业属于传媒行业子行业，其发展与国民经济增速表现出一定的相关关系。文化娱乐内容的制作与消费有赖于网络、有线电视等终端基础设施的完善，同时，宏观经济发展水平以及经济政策对文化娱乐行业的投融资行为具有很大的影响作用。另一方面，文化娱乐行业下游需求与公众日益增长的精神文化需求息息相关下游需求与国家人口情况（人口结构、人口基数、城镇化水平、教育水平）、人民生活水平和可支配收入等因素息息相关，因此文化娱乐行业下游需求呈现一定刚性。总体看，文化娱乐行业运行情况与宏观经济周期有一定关系，属于弱周期性行业。经历了前期的起步、探索阶段、快速发展与产业爆发，在行业增速放缓、监管政策趋严的背景下，文化娱乐行业进入转型升级阶段。

表 3 中国文娱行业发展历程

历史阶段	时期	发展历程
起步阶段	1978-1991	自中国实行改革开放以来，经济建设日渐巩固，开启精神文化建设；在这一阶段，文娱行业以公有制为主体，财政自负盈亏，平均分配
初期探索阶段	1992-2002	经济加速发展，物质生活水平提升，带动精神文化消费需求，多种多样的公共娱乐场所相继出现，商业电影成为票房主力，丰富了人们日常文化娱乐活动
快速发展阶段	2003-2010	社会资本开始进入文娱行业，申奥成功后中国居民对体育赛事的关注大幅提升，以盛大网络、网易等网络游戏运营商不断推出具有里程碑意义的大型网络游戏，PC 端快速发展，政策对文娱产业的鼓励与支持，带动了产业规模增长，改变文娱产业格局

产业爆发阶段	2011-2014	消费升级与互联网的快速发展，文娱行业迅猛增长，移动互联网时代到来，形成媒体网络电视台、门户网站、商业视频网站三足鼎立的竞争格局，网络视频开启并购潮，电子竞技行业规范化、规模化发展，数字出版高速发展，手游市场成为游戏行业新增长点，规模反超网游
转型升级阶段	2015 年至今	经历了前期的快速发展和行业要素的并购整合，行业规模仍保持增长，但同比增速呈现逐年放缓趋势，行业内竞争加剧，部分竞争力较弱的中小影视制作企业和前期扩张激进、投资效益不及预期的文娱企业开始淘汰出清。另一方面，阿里、百度、腾讯等大型互联网巨头的产业布局逐渐完善，依靠其雄厚的资金实力和强大的技术、平台优势开始推动行业内新竞争格局的形成

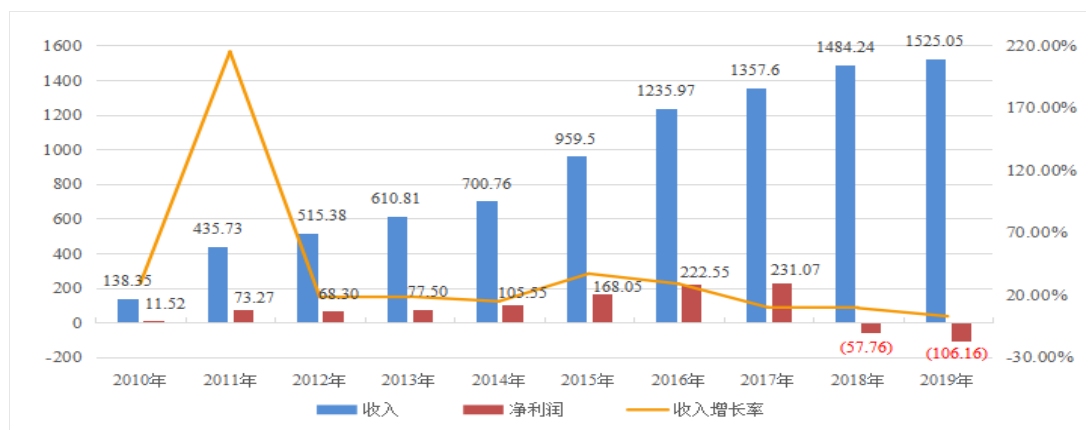
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2. 行业增长与盈利能力趋势

自 1978 年改革开放以来，中国文娱产业经历了 40 多年的发展历程。受益于中国经济飞速发展，网络、有线电视等终端基础设施的不断完善，以及居民人均可支配收入及消费能力提升，文娱行业市场规模不断增长，成为国民经济的重要组成部分。2010-2019 年，中国文娱行业企业收入规模逐年增长，年均复合增长率达 30.56%，2019 年文化娱乐行业样本企业收入合计 1525.05 亿元，同比增长 2.75%。

经历了前期的高速繁荣发展、产业链环节和要素的并购整合以后，2015 年以来行业政策趋严倒逼资本退出，加之移动互联网产品对观众形成分流，观众理性消费，作品口碑对票房走势和总量的影响程度越来越大，文娱行业整体遇冷、景气度下降，行业内竞争加剧，部分竞争力较弱的中小影视制作企业和前期扩张激进、投资效益不及预期的文娱企业面临淘汰出清。2018—2019 年，文化娱乐行业 47 家样本企业整体利润规模由上年的净盈利转为连续两年的大额净亏损，净亏损金额分别为 57.76 亿元和 106.16 亿元。

图 8 2010—2019 年中国文娱行业企业收入与净利润规模及增长情况（单位：亿元、%）



注：文娱行业样本企业包括影视行业上市公司 25 家、游戏行业上市公司 16 家和文娱行业发债存续企业 12 家，

去重后样本合计 47 家

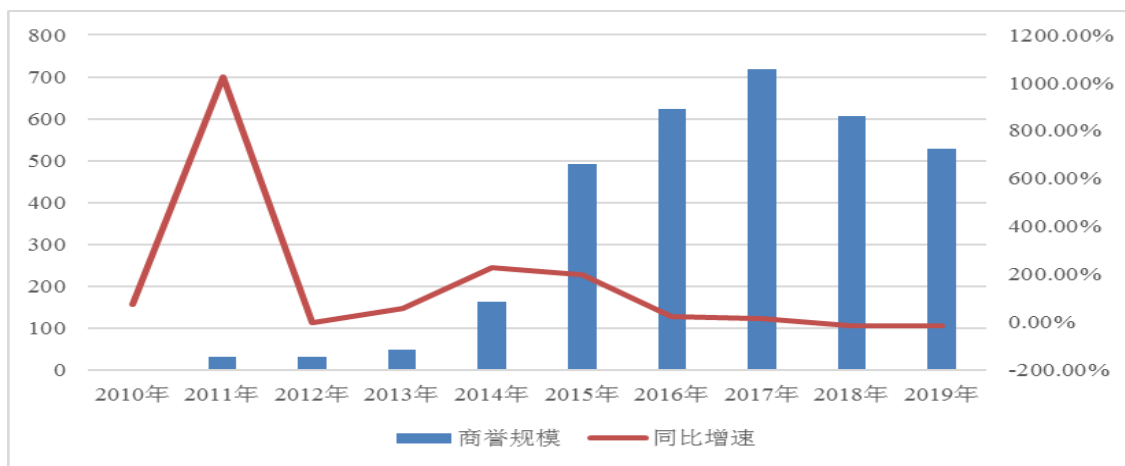
资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

3. 商誉规模与减值情况

2018—2019 年，文娱行业企业大额计提商誉减值损失导致盈利能力下降，2020 年初国内爆发的新冠疫情又对文娱行业（主要是影视行业）下游需求带来一定外部冲击。在行业增速放缓、监管趋严导致行业景气度低迷的背景下，前期扩张激进、标的企业效益不及预期的企业仍可能面临较大的经营风险。

股权投资是企业常用的跨平台、跨区域的并购方式。文化娱乐行业企业中上市公司占比较高，在股权运作方面具备一定便利，在行业快速发展与产业爆发阶段，大型文娱行业企业可以通过兼并收购达到向上下游扩张的目的，兼并收购成为行业的常态，表现为 2013—2015 年间商誉规模的快速扩张。为获取优质的开发运营团队或者渠道资源，对于标的企业业绩增长的乐观预期导致文娱行业企业支付高于净资产的价值进行收购，行业内部分企业积累了较大规模的商誉，截至 2017 年底 47 家样本企业商誉规模合计 717.55 亿元，达到历史高点。

图 9 2012—2021 年中国文娱行业商誉规模及同比增长情况（单位：亿元、%）



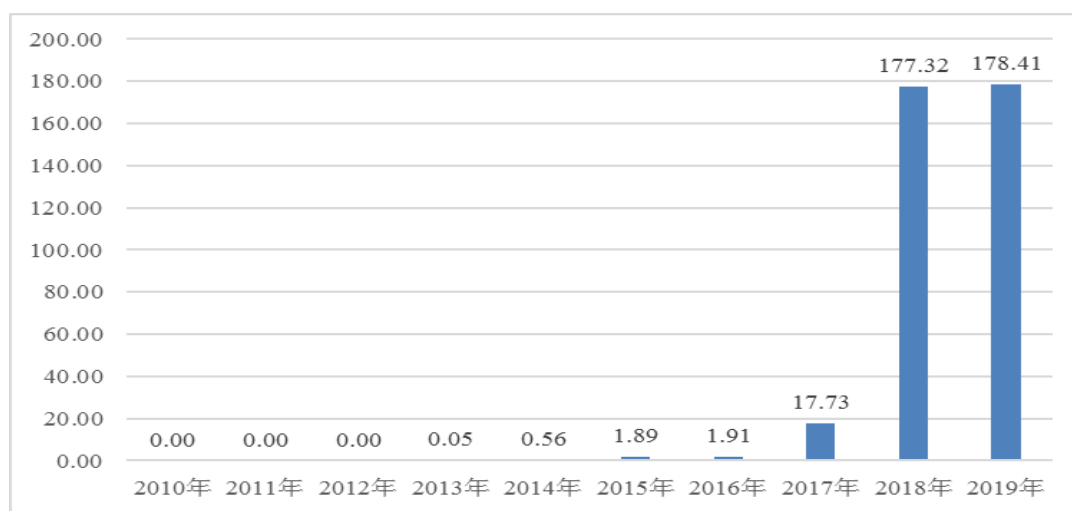
注：部分样本企业上市时间分布于 2010—2016 年间，影响商誉规模同比增长率的有效性

资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

2018 年以来，在行业增速放缓、监管趋严的背景下，文娱行业景气度加速下行。同年 11 月，证监会出台商誉减值“8 号文”，要求上市公司因企业合并形成的商誉，不论是否有减值迹象，都应当至少在每年年末进行减值测试，导致含文娱上市公司在内的 A 股大量上市公司开始基于谨慎原则大额计提商誉减值、当年盈利巨亏，文化娱乐行业

进入去产能、行业淘汰出清阶段。文娱行业中，2018 年计提商誉减值超过 10 亿元的企业共 4 家，包括鼎龙文化股份有限公司（12.97 亿元）、中南红文化集团股份有限公司（15.29 亿元）、北京掌趣科技股份有限公司（33.80 亿元）和大连天神娱乐股份有限公司（40.60 亿元）；2019 年计提商誉减值超过 10 亿元的企业共 4 家，包括艾格拉斯股份有限公司（29.60 亿元）、北京捷成世纪科技股份有限公司（16.60 亿元）、万达电影股份有限公司（55.75 亿元）和北京京西文化旅游股份有限公司（14.76 亿元）。在持续两年的上市公司“洗大澡”以后，文娱行业商誉规模持续下降，2019 年底为 528.57 亿元，同比下降 12.91%。

图 10 2010—2019 年文娱行业企业商誉减值情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

截至 2019 年底，文娱行业企业 47 家样本企业中商誉为 0 的企业共 11 家；商誉余额在 30 亿元以上的企业共 6 家，包括浙江世纪华通集团股份有限公司（153.20 亿元）、万达电影股份有限公司（80.04 亿元）、北京市文化投资发展集团有限责任公司（40.29 亿元）、文投控股股份有限公司（35.98 亿元）、武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司（33.91 亿元）和北京捷成世纪科技股份有限公司（30.52 亿元）；行业内其他样本企业商誉余额在 20 亿元以下。

四、行业竞争格局

从文化娱乐行业产业链来看，行业产业链较长，价值分配明朗，主要分为产品投资制作

（开发）、发行和终端（渠道）三个环节。文化娱乐产业链上游是以文学及动漫等 IP、艺人、资金为主的孵化层，中游是以电影、电视剧、综艺、音乐为主的制作运营层，下游是游戏、演出、衍生品等渠道变现及衍生层。伴随着移动互联网技术的发展，文娱行业由传统线下衍生出了线上、线下两条传播途径，产品种类和行业参与者日趋多元化和差异化。

1. 行业主要参与者

文化娱乐企业经历了较长时间的并购整合，行业龙头企业在夯实主业的同时，经常向上下游并购整合，从而提升自身在产业链上话语权和最终渠道的议价能力，最终提升盈利能力和抗风险能力。影视行业市场参与者分为两类：传统影视制作公司，主要包括华谊兄弟、光线传媒、博纳影业、万达电影等；新兴互联网企业，以 BAT 为代表的行业巨头，以及芒果超媒、字节跳动、西瓜传媒等。游戏行业参与企业主要包括腾讯、网易、蓝色光标、三七互娱、世纪华通、完美世界等。

表 4 文化娱乐行业竞争格局

类型	产业链环节	代表企业/经营范围
传统影视	投资制作	中国电影集团、万达影业、光线传媒、长影集团、华谊兄弟、博纳影业、上海电影（集团）
	发行出品	中国电影集团、光线传媒、华策影视、万达影业、华夏电影
	院线影院	金逸影城、万达影视、中影
	配套服务（票务等）	大众点评、淘票票、猫眼电影
互联网影视	发行出品	阿里巴巴影业、腾讯影业
	网络发行	优酷、爱奇艺、腾讯视频、字节跳动、芒果超媒
游戏	游戏开发	腾讯游戏、阿里游戏、网易游戏、巨人网络、完美世界
	游戏运营	腾讯游戏、网易游戏、完美世界、盛大游戏、世纪天成、巨人网络
	游戏分发	Apple Store、Google Play、华为商店、小米商店、应用宝

资料来源：联合资信根据公开资料整理

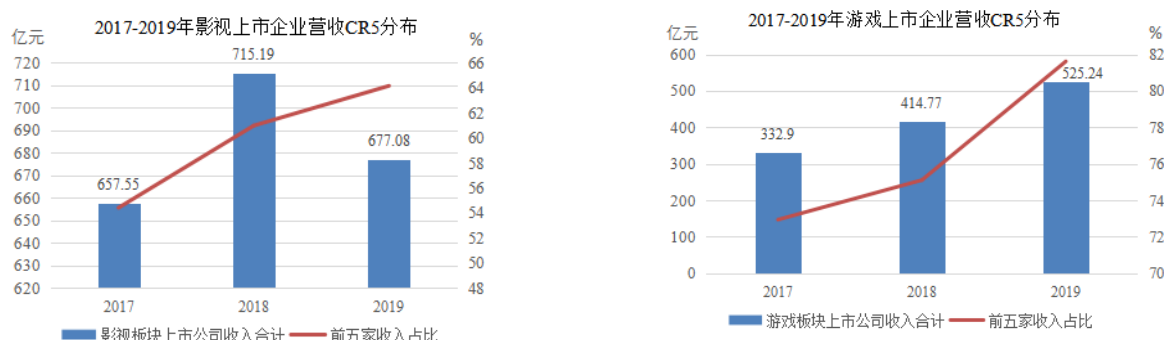
2. 行业竞争和集中度

文化娱乐行业头部企业掌握资金、技术、人才等核心资源，行业集中度高，且在政策趋严的背景下近年来保持逐年上升态势。

从影视领域来看，国内影视行业参与者众多，但具备电影制作能力且能够实现影片规模化、多元化生产的企业主要为国有电影制片单位以及少数大型民营电影企业，资金、技术、人才等核心资源集中在行业头部企业。游戏行业中，渠道新规、版号分布都预示着资源将向资质齐全、运营规范的头部厂商靠拢。具体来看，影视板块上市公司合计 27 家，行业排名前五家上市公司收入占比 2017—2019 年分别为 54.41%、60.98%和

65.54%；游戏板块上市公司合计 16 家，2017—2019 年前五大公司收入合计占比分别为 72.94%、75.11%和 81.61%。

图 11 2017—2019 年文娱行业企业上市公司集中度情况



注：①影视行业 27 家上市公司包括：北京文化、欢瑞世纪、*ST 长城、慈文传媒、*ST 鼎龙、万达电影、金逸影视、华谊兄弟、华策影视、捷成股份、光线传媒、华录百纳、新文化、芒果超媒、唐德影视、幸福蓝海、中视传媒、当代文体、祥源文化、文投控股、中国电影、上海电影、横店影视、中广天择、*ST 中南，不包含腾讯、阿里巴巴和百度；②游戏行业 16 家上市公司包括：完美世界、掌趣科技、游族网络、世纪华通、三七互娱、昆仑万维、巨人网络、吉比特、艾格拉斯、电魂网络、中青宝、冰川网络、游久游戏、*ST 大晟、盛讯达、*st 天润，不包含腾讯、阿里巴巴和百度

资料来源：联合资信根据公开资料整理

五、行业内发债企业信用状况

1. 发债存续企业概况

文化娱乐发债存续主体中，国企和民营企业数量较为均衡；2019 年以来发生级别下调的企业数量占存续主体的 1/3，行业景气度偏低。

截至 2020 年 9 月 30 日，文化娱乐企业中发债存续主体共计 12 家，包括影视企业 9 家，“影视+游戏”双主业经营的企业 2 家，游戏企业 1 家；发债存续主体级别²分布较为均衡，包括 AAA（2 家）、AA+（2 家）、AA（3 家）、AA-（3 家）、A+（1 家）和 C（1 家）；从企业性质来，央企和地方国有企业分别为 1 家和 5 家，民营企业 6 家（包含公众企业和其他所有制企业各 1 家），国有企业和民营企业个数较为均衡；上市公司和非上市公司分别为 9 家和 3 家，以上市公司为主。

² 统计口径为发行人委托评级，与中债资信披露的主动评级级别有差异

表 5 截至 2020 年 9 月底文化娱乐企业发债存续主体情况

序号	企业名称	最新主体评级	最新主体展望	属性	主营业态	是否上市	存续债券余额
1	上海文化广播影视集团有限公司	AAA	稳定	地方国有企业	影视	是	20.00
2	北京市文化投资发展集团有限责任公司*	AAA	稳定	地方国有企业	影视+游戏	是	67.50
3	保利文化集团股份有限公司	AA+	稳定	中央国有企业	影视	否	18.00
4	文投控股股份有限公司*	AA+	稳定	地方国有企业	影视+游戏	是	15.00
5	北京光线传媒股份有限公司	AA	稳定	民营企业	影视	否	6.78
6	长影集团有限责任公司	AA	稳定	地方国有企业	影视	是	2.23
7	陕西文化产业投资控股(集团)有限公司	AA	稳定	地方国有企业	影视	是	33.80
8	北京捷成世纪科技股份有限公司	AA-	列入信用观察名单	民营企业	影视	否	2.09
9	武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司	AA-	稳定	民营企业	影视	是	12.00
10	上海新文化传媒集团股份有限公司	AA-	列入信用观察名单	民营企业	影视	是	2.16
11	浙江唐德影视股份有限公司	A+	负面	其他企业	影视	是	3.00
12	大连天神娱乐股份有限公司	C	稳定	公众企业	游戏	是	10.00

注：1. 北京市文化投资发展集团有限责任公司和下属文投控股股份有限公司实际控制人是北京市国有资产监督管理委员会办公室，为北京市政府直属正局级单位、行政机关；

2. 存续债券余额时间节点为 2020 年 9 月 30 日

资料来源：联合根据公开资料整理

从发债存续企业级别迁徙情况来看，随着文化娱乐行业开始进入增速放缓阶段，在近两年行业政策趋严、疫情等外部冲击的影响下，文化娱乐企业行业整体业绩延续上年下滑态势，行业信用水平趋弱。2019 年和 2020 年前三季度，12 家发债存续企业中共有 4 家企业发生 1 次及以上的主体级别下调（其中 1 家企业发生违约）。2019 年以来文化娱乐行业发债企业无级别上调情况。

表 6 截至 2020 年 9 月底文化娱乐企业级别调整情况

序号	企业名称	最新主体级别/展望	评级机构	级别调整日期	级别调整原因
1	北京捷成世纪科技股份有限公司	AA-/列入观察名单	大公国际	2020/6/24	外部原因： 影视剧制作行业承压、疫情对电影市场冲击较大 内部原因： 公司收入和盈利下降明显、下属经营主体经营亏损；回款延迟，应收类款项计提大额减值；商誉规模大，减值损失大幅侵蚀利润，未来仍存在减值风险；货币资金余额低，存在集中兑付压力；银行授信额度收缩
2	上海新文化传媒集团股份有限公司	AA-/列入观察名单	中诚信国际	2019/5/29 2020/4/24	外部原因： 影视行业政策收紧，平台购买价格下降 内部原因： 公司营业收入和利润总额同比下降，因计提大额资产减值和商誉减值导致经营亏

					损；部分影视项目开发进度不及预期，疫情影响下日常经营活动受到冲击；货币资金余额低、可动用银行授信减少，面临流动性压力
3	浙江唐德影视股份有限公司	A+/负面	东方金诚	2019/6/26 2019/11/7	外部原因： 影视剧制作行业承压、疫情对电影市场冲击较大 内部原因： 经营业绩承压，2019 年收入和利润均为负；资产流动性弱；负债程度很高，债务负担很重，偿债能力很弱，短期偿债压力大；实控人股权质押比例极高，公司实际控制关系易发生改变
4	大连天神娱乐股份有限公司	C/稳定	东方金诚	2019/1/15 2019/5/9 2019/6/24 2020/1/21	内部原因： 公司采用外延式并购拓宽业务范围，但商誉规模大、资产减值风险增加；有息债务规模增长，面临资金压力；高管被证监会立案调查；存在股权质押风险。2018 年出现巨额经营亏损。 2020 年 1 月 20 日，“17 天神 01”实质性违约。公司逾期债务规模较大，流动性压力加剧，未来盈利能力或将继续下降，以商誉、长期股权投资和应收款项为主的资产流动性差，无控股股东及实际控制人。

资料来源：联合根据公开资料整理

2. 2019 年和 2020 年前三季度债券发行情况

2019 年以来，文化娱乐行业发债主体以高信用等级的国有企业为主，民营企业发债数量和发债规模占比低，在直融市场整体呈融资净流出态势。未来，随着行业内重组并购活动的进一步增加，级别相对更高的央企和地方国企对资金需求加大，发债企业主体级别可能进一步向高级别集中，低信用等级的融资主体在融资渠道收紧的影响下，资金压力可能加重。

从存续债券规模来看，截至 2020 年 9 月底，样本企业存续债券余额合计 192.57 亿元，较 2019 年 9 月底（169.60 亿元）增长 13.54%。在当前偏紧的货币政策环境及投资者风险偏好因素影响下，国有企业较民营企业融资环境相对宽松，国有企业和民营企业在直融市场的净融资额呈现分化。2019 年和 2020 年 1-9 月，国有文娱行业企业债券发行金额高于兑付金额，净融资额分别为 23.50 亿元和 19.50 亿元；同期，民营文娱行业企业净融资额分别为-10.10 亿元和 3.30 亿元，整体呈净流出态势。2019 年和 2020 年 1-9 月，文娱行业企业新发行债券笔数分别为 8 笔和 18 笔，其中国有企业发行笔数分别为 7 笔和 15 笔。文化娱乐行业债券投资人表现出对优质国有企业的支持和认可，融资渠道方面的便利给国有企业的经营发展提供了一定助力，充足的营运资金有利于其扩大经营规模、维持行业竞争优势，但同时债务负担有所加重，偿债压力加大，而民营企业直

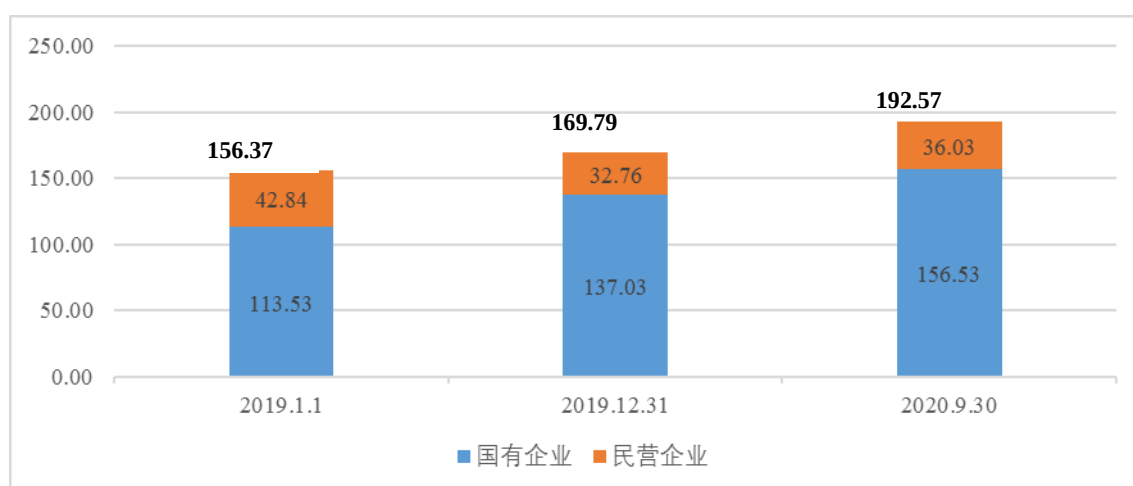
接融资渠道的收紧一定程度加重其资金压力。

表 7 2019 年和 2020 年 1-9 月文化娱乐企业债券发行兑付情况（单位：亿元）

	2019 年			2020 年 1-9 月			存续债券余额
	发行金额	到期金额	净融资额	发行金额	到期金额	净融资额	-2020/9/30
国有企业	43.00	19.50	23.50	72.50	53.00	19.50	156.53
民营企业	2.00	12.08	-10.08	6.00	2.72	3.28	36.03
合计	45.00	31.58	13.42	78.50	55.72	22.78	192.57

资料来源：联合根据公开资料整理

图 12 2019 年和 2020 年 1-9 月文化娱乐企业债券余额（单位：亿元）



资料来源：联合根据公开资料整理

3. 盈利能力和经营效率指标

发债样本企业自 2019 年以来经营规模、盈利能力和经营效率指标整体呈下降趋势。2020 年一季度业绩表现受疫情冲击明显，但是二、三季度下游需求未出现明显的反弹和改善，可能是受行业季节性影响。考虑到每年四季度的国庆档、一季度的春节档是文化娱乐行业传统意义上的销售旺季，而且传统分账收入的确认和现金回流通常需要一定账期，随着四季度的收入确认，预计文化娱乐企业全年业绩有望企稳回升，但很难恢复至往年水平。

从盈利能力和经营效率指标来看，文化娱乐行业发债存续企业 2019 年和 2020 年前三季度收入和利润整体呈同比下降趋势，且 2020 年前三季度亏损幅度较一季度同比扩张。从期间费用水平和经营效率来看，2019 年和 2020 年前三季度，文化娱乐企业 2019 年和

2020 年前三季度期间费用率整体呈恶化水平，期间费用率上升的样本企业分别为 9 家和 10 家，总资产周转率下降的企业也分别为 9 家和 10 家，在 12 家样本企业中占大部分。

表 8-1 2019 年和 2020 年 1-9 月文化娱乐企业收入和利润规模（单位：亿元）

企业名称	企业性质	2019 年				2020 年 1-9 月			
		营业收入	同比变动率	净利润	同比变动率	营业收入	同比变动率	净利润	同比变动率
上海文化广播影视集团有限公司	地方国有企业	199.40	-8.81%	14.17	12.69%	128.26	-9.27%	4.89	-41.73%
北京市文化投资发展集团有限责任公司	地方国有企业	46.11	-3.27%	1.55	3418.77%	13.79	-55.95%	-10.17	-880.29%
保利文化集团股份有限公司	中央国有企业	38.57	3.64%	1.28	-65.26%	9.90	-60.12%	-3.54	-357.23%
文投控股股份有限公司	地方国有企业	22.24	6.63%	-0.04	-99.42%	2.82	-80.64%	-8.06	-2453.91%
北京光线传媒股份有限公司	民营企业	28.29	89.70%	9.47	-30.71%	4.81	-80.46%	0.62	-94.38%
北京捷成世纪科技股份有限公司	民营企业	36.05	-28.30%	-23.82	-2716.33%	19.64	-25.57%	2.04	-33.15%
长影集团有限责任公司	地方国有企业	3.88	56.51%	1.26	55.47%	--	--	--	--
武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司	民营企业	17.82	-33.21%	-0.68	-184.56%	4.11	-69.61%	-14.35	-385.72%
陕西文化产业投资控股(集团)有限公司	地方国有企业	21.43	-3.71%	0.22	-53.24%	10.87	-21.26%	-2.95	6.95%
上海新文化传媒集团股份有限公司	民营企业	5.56	-31.00%	-9.52	-3363.78%	2.55	-43.25%	-1.81	-317.12%
浙江唐德影视股份有限公司	其他企业	-1.15	-130.92%	-1.27	-86.67%	1.70	-147.14%	-0.91	64.59%
大连天神娱乐股份有限公司	公众企业	13.35	-48.63%	-11.31	-83.79%	7.52	-27.51%	-1.74	-46.15%

资料来源：联合根据公开资料整理

表 8-2 2019 年和 2020 年 1-9 月文化娱乐发债企业期间费用水平和经营效率

企业名称	企业性质	2019 年				2020 年 1-9 月			
		期间费用率(%)	同比变动率(个百分点)	总资产周转率(次)	同比变动率(次)	期间费用率(%)	同比变动率(个百分点)	总资产周转率(次)	同比变动率(次)
上海文化广播影视集团有限公司	地方国有企业	16.58	0.88	0.33	-0.06	17.71	2.12	0.20	-0.05
北京市文化投资发展集团有限责任公司	地方国有企业	32.42	3.86	0.10	-0.01	73.99	38.82	0.03	-0.04
保利文化集团股份有限公司	中央国有企业	26.86	2.78	0.32	-0.04	52.28	27.73	0.07	-0.15
文投控股股份有限公司	地方国有企业	22.45	2.38	0.22	0.01	120.08	96.15	0.03	-0.12
北京光线传媒股份有限公司	民营企业	7.56	0.21	0.26	0.13	14.38	10.94	0.05	-0.17
北京捷成世纪科技股份有限公司	民营企业	15.33	4.42	0.25	-0.07	16.35	2.53	0.16	-0.01
长影集团有限责任公司	地方国有企业	50.06	-25.89	0.03	0.01	--	--	--	--
武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司	民营企业	41.34	15.80	0.17	-0.17	171.73	135.25	0.04	-0.08
陕西文化产业投资控股(集团)有限公司	地方国有企业	37.44	-0.14	0.12	-0.01	53.56	9.38	0.06	-0.02
上海新文化传媒集团股份有限公司	民营企业	37.32	10.72	0.14	-0.02	48.91	13.95	0.08	-0.01
浙江唐德影视股份有限公司	其他企业	--	--	--	--	58.65	58.65	0.08	0.22
大连天神娱乐股份有限公司	公众企业	82.31	36.16	0.18	-0.05	78.82	-2.08	0.12	-0.01

注：唐德影视 2019 年营业收入为负，不能计算期间费用率；长影集团不披露季报，不纳入统计

资料来源：联合根据公开资料整理

表 8-3 2019 年和 2020 年 1-9 月文化娱乐发债企业收入和利润同比变动情况汇总

	2019 年				2020 年 1-9 月			
	营业收入	净利润	期间费用率	总资产周转率	营业收入	净利润	期间费用率	总资产周转率
同比提升数量（个）	4	3	9	3	0	2	10	1
同比提升占比	33.33%	25.00%	75.00%	25.00%	0.00%	16.67%	83.33%	8.33%
同比下降数量（个）	8	9	2	9	11	9	1	10
同比下降占比	66.67%	75.00%	16.67%	75.00%	91.67%	75.00%	8.33%	83.33%

注：唐德影视 2019 年营业收入为负，不能计算期间费用率；长影集团不披露季报，不纳入统计

资料来源：联合根据公开资料整理

4. 杠杆水平和偿债能力

在行业景气度下行的背景下，文化娱乐行业企业面临应收账款回收速度慢、存货难以变现和外部融资环境收缩影响，部分样本资产负债率和全部债务资本化比率处于高位，现金类资产对短期债务的保障不足，需关注低信用等级企业后续面临的资金压力及再融资风险。

行业运营模式基本决定了行业的经营杠杆。文化娱乐企业因所处的产业链环节不同，财务表现也有一定差异。具体来看，文化娱乐企业采用轻资产运营的模式，资产构成中的存货（自制或收购的文娱作品）、应收账款（下游分账款）和无形资产（IP、版权、专利）等资产的公允价值比较难以获取、可变现性弱，外部机构在给予文化娱乐企业授信和融资时通常较为谨慎，因此杠杆率低、经营效率高和应收款项占用规模低的企业信用水平相对稳健。文娱行业发债企业以上市公司为主，在直融市场上具备一定再融资能力；间接融资渠道方面，部分低级别企业未使用授信占比偏低，面临一定再融资压力。

表 9 文化娱乐企业 2019 年杠杆水平和偿债能力指标

发行人	企业性质	是否上市	资产负债率(%)	全部债务资本化比率(%)	现金类资产/短期债务(倍)
上海文化广播影视集团有限公司	地方国有企业	是	31.95	13.14	2.14
北京市文化投资发展集团有限责任公司	地方国有企业	是	58.41	52.60	0.53
保利文化集团股份有限公司	中央国有企业	否	63.80	47.86	0.35
文投控股股份有限公司	地方国有企业	是	41.88	25.87	1.93
北京光线传媒股份有限公司	民营企业	否	18.30	6.99	3.72
北京捷成世纪科技股份有限公司	民营企业	否	41.63	22.61	0.10
长影集团有限责任公司	地方国有企业	是	63.83	40.54	0.93
武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司	民营企业	是	55.90	43.98	0.10
陕西文化产业投资控股(集团)有限公司	地方国有企业	是	73.31	68.75	0.30

上海新文化传媒集团股份有限公司	民营企业	是	37.40	30.83	0.19
浙江唐德影视股份有限公司	其他企业	是	94.04	83.93	0.44
大连天神娱乐股份有限公司	公众企业	是	86.70	82.59	0.13

资料来源：联合根据 Wind 整理

表 10 文化娱乐企业授信及使用情况

未使用授信额度占比	企业名称	企业数量
50~70%	上海文化广播影视集团有限公司、北京市文化投资发展集团有限责任公司、保利文化集团股份有限公司、文投控股股份有限公司	4
20~40%	长影集团有限责任公司、武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司、陕西文化产业投资控股(集团)有限公司、上海新文化传媒集团股份有限公司	4
20%以下	北京光线传媒股份有限公司、北京捷成世纪科技股份有限公司、浙江唐德影视股份有限公司、大连天神娱乐股份有限公司	4

注：样本企业最新授信额度统计时点不一致，采用 Wind 资讯 2020 年 12 月 21 日披露口径；除大连天神娱乐股份有限公司（2016 年 6 月底）以外，其余样本企业授信数据统计时间节点在 2019—2020 年之间

资料来源：联合根据 Wind 整理

六、行业展望

文化娱乐行业与人们日益增长的精神文化需求息息相关。经历了前期的高速繁荣发展、产业链环节和要素的并购整合，在行业政策趋严、疫情等外部冲击的影响下，文化娱乐行业开始进入深度整合阶段。2019 年，文娱行业上市公司和发债企业的商誉规模和减值损失保持高位，对利润形成较大侵蚀；中小影视制作商和前期扩张激进的企业面临淘汰出清，同时行业内资金和资源向头部优质企业集中，行业内部分化加剧。文娱行业发债主体信用等级愈发集中在 AAA 和 AA+等高等级的中央国有企业及地方国有企业，中低等级民营企业整体发债数量和发债规模占比低，在直融市场整体呈融资净流出态势。

2020 年国内爆发的新冠肺炎疫情对细分行业的影响呈两极化：影视行业业绩承压，而以节目、长短视频、游戏、剧集等为主的线上文娱行业却迎来了新的发展机遇。在社会经济快速发展、人们生活水平提高、技术迭代升级的背景下，传统媒体和新型媒体融合发展，文化娱乐行业持续呈现多元化、差异化的发展趋势。展望 2021 年，随着肺炎疫情缓解、居民复工复产，国内观影人数、互联网用户稳步增长，文化娱乐行业下游需求有望保持稳健，而具有优质内容研发能力、良好的运营效率、费用控制能力和规模优势的文娱企业将获得更多的资源 and 市场份额。同时，行业内部分前期扩张激进的企业

业商誉余额偏高，在行业政策趋严、下游需求收缩、效益不及预期的背景下资产减值风险将持续存在，需关注行业内低信用等级企业面临的资金压力及再融资风险。