

1. 激进扩张

重金押宝实景体验

2013年年末的贺岁档,华谊兄弟制作、出品、发行的电影《私人订制》上映。片中,饰演领导的范伟问地产商:“苏州阳澄湖边的一块地要不要?”

这看似是剧情中的一段虚构情节,然而在该片上映两年前的2011年7月,华谊影城(苏州)有限公司(以下简称“苏州华谊影城”)成立,注册资本约10.5亿元,主要负责苏州华谊兄弟电影世界项目,该项目耗资35亿元,位置恰好位于苏州阳澄湖附近。

这一电影彩蛋也显示出当时华谊兄弟上下对该项目的乐观态度。2018年7月,经历几年筹建,苏州华谊兄弟电影世界项目正式投入运营。在开业仪式上,王忠磊乐观预计:参考海南的冯小刚电影公社,项目预估200万客流量,保守盈利1亿多元。

财报数据显示,2011年华谊兄弟总资产为24.64亿元,权益资产为17.08亿元,这表明,华谊兄弟已经开始撬动资本杠杆来进行扩张。当时的华谊兄弟风光无两,上海嘉定文化城、深圳坪山文化城、昆明电影小镇、长沙电影小镇、郑州电影小镇等多个电影小镇项目,在全国遍地开花。

但同时开启多个项目,华谊兄弟不得不承受一定的资金压力。以苏州华谊影城项目为例,根据公开信息,华谊兄弟在项目成立时拉来投资方中国平安进场,随后引入民生信托,并将项目股权质押给两个资方。同时,王忠军、王忠磊兄弟自2015年以来,也开始陆续质押华谊兄弟的股权进行融资。Wind数据显示,2015年10月至2018年7月期间,两人合计质押18.71亿股公司股份,参考质押日市值,资金为21.97亿元。

而通过股权、债权进行融资,且遍地开花地布局线下的战略,使得华谊兄弟在部分业内人士的口中,逐渐有了“影视界恒大”的比喻。

值得关注的是,在2017年年末,华谊兄弟真的与恒大达成合作,共同开发阳江电影城,总投资375亿元。

在2020年初,王忠军在接受记者采访时表示:“这几年我们实景娱乐仅商标使用权的一个IP授权就收益了十几亿元现金,摊在了每年的利润里。实景娱乐是长期的。一个企业好坏一定要看时间,我们现在已经开了4家实景娱乐园区,未来的战略方向是继续输出IP、管理、美学等来把实景娱乐做下去。”

2. 资本“囚笼”

深陷债务困境

2018年,华谊兄弟陷入上市以来首次亏损。紧接着,在2019年,华谊兄弟亏损超过39亿元,其中包括在过去几年因投资并购产生的巨额商誉减值,这也是迄今为止,华谊兄弟最大的单年亏损。

于是从2019年开始,华谊兄弟四处筹钱,并不断剥离一些非主营业务,实施“影视+实景”的新战略。然而2020年,新冠肺炎疫情暴发,这对于华谊兄弟而言是一场前所未有的冲击。一方面,疫情导致影视剧的拍摄制作、线下放映一度中断,这意味着上游生产与下游消费停止;另一方面,旅游出行也受到冲击,建成的线下实景娱乐设施门可罗雀。

但庆幸的是,在2020年8月,电影院重新开业后不久,华谊兄弟拿出了库存片单中备受关注的《八佰》,最终取得了31.1亿元的票房,成为当年中国内地电影市场票房冠军、全球电影市场年度第二。这部影片在一定程度上解决了华谊兄弟在项目主体上的现金回收问题。

但王忠磊彼时在接受记者采访时也坦诚相告:“靠单片没办法做很多事情。在资本上,华谊兄弟想做一个生命周期很长的电影

“实景娱乐我是长期看好的,华谊将来在电影小镇、电影世界、艺术中心这几个产品上,还是有生命力的。中国做文旅的基础很好,华谊先走这一步,先发优势一定要保持,可能过了几年后突然发现它是一个长期的现金流。”王忠军说。

北京社科院副研究员王鹏对此表示,影视公司试图通过实景乐园实现IP生命周期的延展。电影是“一次性消费”且具有极高的不确定性,而线下乐园能将虚拟的无形资产转化为高频的实景消费,构建“内容创作+实景体验+衍生消费”的闭环,从而对冲内容生产的波动性风险,寻求长期的抗周期现金流。

与此同时,自2009年上市以来,华谊兄弟还展开了一系列规模较大的资本并购。例如在2013年,华谊兄弟以6.72亿元收购广州银汉科技有限公司50.88%的股权,这是一起高溢价收购移动网游公司的案例;同年,还以2.52亿元收购了浙江常升影视制作有限公司70%的股权,该公司为张国立旗下公司,收购时成立仅3个月,溢价高达36倍。

2014年,华谊兄弟通过子公司华谊国际分两次收购数字影院解决方案提供商GDC Technology公司的股权,合计持股接近80%,交易金额约人民币8亿元。同年,公司还计划出资1.3亿美元(约合人民币8亿元)在美国设立子公司,并向全资子公司华谊国际增资8000万美元(约合人民币5亿元),加码海外业务,合计投入约人民币12亿元。

2015年,华谊兄弟并购动作更加激进,先是以7.56亿元收购刚刚成立的浙江东阳浩瀚影视娱乐有限公司70%的股权,股东包括李晨、冯绍峰、Angelababy等艺人,溢价超过100倍;又以10.5亿元收购冯小刚控股的浙江东阳美拉传媒有限公司70%的股权,收购前标的净资产为负,估值达15亿元,并附带5年业绩对赌。此外,公司还通过认购定增方式,以19亿元入股英雄互娱,获得20%的股权,成为其第二大股东。

总体来看,华谊兄弟的并购策略呈现出高溢价绑定明星IP、布局全产业链以及伴随较高商誉风险的特点。

在一系列的巨额资本运作下,华谊兄弟成为中国影视业最吸引眼球的公司,但背后代价是其负债开始“失控”。

记者在翻阅华谊兄弟过往十余年的财报后发现,华谊兄弟的资产

负债率攀升可分为三个阶段:第一阶段是在2009年至2012年,从13.25%一路上升至48.65%。在这一阶段,华谊兄弟定下了布局线下实景娱乐的战略,并加以实施,苏州华谊影城就是这一时期的代表;第二阶段是在2013年至2018年,其资产

负债率在40%—50%浮动,华谊兄弟在消化此前扩张带来的压力的同时,也在酝酿新的项目;第三阶段是从2019年至今,资产负债率突破50%,一路上升至2024年年末的86.01%,若2025年年末的净资产为负,意味着这一指标将突破100%。

共有9宗涉及文体娱乐、商服用地,使用权面积约61.15万平方米,未登记建筑物包括苏州电影世界乐园三宗地块、《八佰》影视拍摄基地工程、艺术家村项目工程以及大师工作室、配套酒店工程。同时,公司负债总额18.57亿元,其中有特定财产担保债权占比达93.67%,以及尚未完成审查的待偿债债权约8.3亿元。

2025年9月21日,海合安文旅宣称,公司作为重整投资人,正式完成对原苏州华谊兄弟电影世界的全资收购,将项目更名为“海合安苏州阳澄半岛乐园”,并在阳澄湖举行了品牌焕新发布会。苏州华谊影城是华谊兄弟首个电影主题乐园,该项目的易主,也意味着华谊兄弟在过去十余年布局线下实景娱乐暂时告一段落。

王鹏认为,华谊兄弟的困境一是由于乐园重资产拖累;二是核心人才流失,特别是对明星导演和顶尖艺人的过度依赖导致创作端出现断层;三是市场转向现实主义或新类型片时,华谊兄弟的商业大片模式未能及时跟进;四是早期过度的跨界投资稀释了核心竞争力,在行业寒冬下,流动性风险被极度放大。

华谊兄弟：
杠杆上的电影帝国

编者按 华谊兄弟(300027.SZ)曾是中国最赚钱的影视公司之一,但在近些年,华谊兄弟在业内的声望逐渐减小。一方面是其主控的爆款影片缺失,在市场上的存在感降低;另一方面,在资本市场上,其股价持续萎缩,从2015年最高的32.13元/股萎缩至如今不到2元/股。

进入2026年,华谊兄弟面临更多的挑战与不确定性。近日,华谊兄弟发布公告称,公司预计2025年度期末净资产为-9400万元至6300万元(未经审计)。根据《创业板股票上市规则》第10.3.1条的规定,如公司2025年度经审计的期末净资产为负值,公司股票将可能在2025年年度报告披露后被实施退市风险警示。

据Wind金融终端统计,华谊兄弟的资产负债率自2009年开始便呈现整体持续上升的状态,从13.25%一路飙升至2024年年末的86.01%,上涨的速度以及最新的资产负债率均高于同行业可比公司。

造成华谊兄弟资产负债率飙升的原因,与其在线下实景娱乐以及资本并购方面的激进扩张不无关系,动辄几十亿元的投入,对一家影视公司而言,是非常大的开支。据《中国经营报》记者不完全统计,华谊兄弟的线下投资遍布苏州、长沙、济南、海口等多个城市,资本市场上又多次以高溢价收购张国立、冯小刚等明星的旗下公司,导致其资产负债率在过去十年直线飙升,远超同行水平。

然而这些扩张的版图最终成为困住华谊兄弟的“牢笼”,四处漏风的资金缺口,让华谊兄弟在近年来不得不变卖资产,甚至于公司创始人、董事长王忠军将自己收藏的艺术品拍卖,用以填补公司的运营资金亏缺。与此同时,根据华谊兄弟于1月26日公布的简式权益变动报告书,该公司实际控制人王忠军、王忠磊兄弟的全部股份也全部被冻结。

实际上,华谊兄弟的激进扩张并非中国影视业的孤例。打造线下实景乐园、跨界并购、绑定明星IP、撬动数倍的资金杠杆等,其他影视公司也多有涉足,然成功者寥寥。但为何仍有人不断想要冒险,特别是不乏华谊兄弟这样的头部公司?记者就此采访了多位影视从业者、学者、分析师。业内人士多认为,其背后既有公司决策的失误因素,也有行业整体的结构性问题。



图为位于苏州的华谊兄弟电影世界。近年来,华谊兄弟先后在苏州、长沙、济南等地开发了线下电影主题乐园。视觉中国/图

负债率攀升可分为三个阶段:第一阶段是在2009年至2012年,从13.25%一路上升至48.65%。在这一阶段,华谊兄弟定下了布局线下实景娱乐的战略,并加以实施,苏州华谊影城就是这一时期的代表;第二阶段是在2013年至2018年,其资产

负债率在40%—50%浮动,华谊兄弟在消化此前扩张带来的压力的同时,也在酝酿新的项目;第三阶段是从2019年至今,资产负债率突破50%,一路上升至2024年年末的86.01%,若2025年年末的净资产为负,意味着这一指标将突破100%。

共有9宗涉及文体娱乐、商服用地,使用权面积约61.15万平方米,未登记建筑物包括苏州电影世界乐园三宗地块、《八佰》影视拍摄基地工程、艺术家村项目工程以及大师工作室、配套酒店工程。同时,公司负债总额18.57亿元,其中有特定财产担保债权占比达93.67%,以及尚未完成审查的待偿债债权约8.3亿元。

2025年9月21日,海合安文旅宣称,公司作为重整投资人,正式完成对原苏州华谊兄弟电影世界的全资收购,将项目更名为“海合安苏州阳澄半岛乐园”,并在阳澄湖举行了品牌焕新发布会。苏州华谊影城是华谊兄弟首个电影主题乐园,该项目的易主,也意味着华谊兄弟在过去十余年布局线下实景娱乐暂时告一段落。

王鹏认为,华谊兄弟的困境一是由于乐园重资产拖累;二是核心人才流失,特别是对明星导演和顶尖艺人的过度依赖导致创作端出现断层;三是市场转向现实主义或新类型片时,华谊兄弟的商业大片模式未能及时跟进;四是早期过度的跨界投资稀释了核心竞争力,在行业寒冬下,流动性风险被极度放大。

王鹏认为,华谊兄弟的困境一是由于乐园重资产拖累;二是核心人才流失,特别是对明星导演和顶尖艺人的过度依赖导致创作端出现断层;三是市场转向现实主义或新类型片时,华谊兄弟的商业大片模式未能及时跟进;四是早期过度的跨界投资稀释了核心竞争力,在行业寒冬下,流动性风险被极度放大。

3. 结构失衡

困境下的两难抉择

为何华谊兄弟会走上这样一条激进冒险的道路?

有业内人士认为,最根本的原因是,仅靠电影票房、版权分销这样的内容业务,影视公司是很难维持稳定的收入的。一方面是放映渠道不掌握,另一方面是票房高低很难预测,不确定性很大,特别是在最近几年,一些好内容想要获得高票房也充满不确定性,尤其是那些没有IP加持的新作。

记者翻阅华谊兄弟的多份财报了解到,长期以来,公司影视娱乐业务占其总营收的比例在90%以上。该业务板块自2014年设立以来,连续多年高速发展,到2018年达到36.57亿元的高点,此后便持续下滑,至2024年,仅剩4.43亿元。可以说,虽然华谊兄弟在过去十余年大力布局实景娱乐,通过资本进行并购扩张,但影视娱乐业务才是华谊兄弟的底色,真实反映了华谊兄弟走向辉煌后又陷入衰退的现状。

“我记得华谊兄弟曾经出品的《我不是潘金莲》,因为当时万达给的排片不多,冯小刚与王思聪还曾产生过争执。这其实也能反映出华谊兄弟的这项业务容易被别人卡住喉咙。”从事电影制片的金妍说。

灯塔专业版显示,《我不是潘金莲》是华谊兄弟在2016年出品的电影,最终收获票房4.83亿元,是当年该公司出品的影片中票房收入最高的。

显然,这种表现不稳定且易被下游企业拿捏的业务模式,难以支撑起华谊兄弟的野心与庞大的商业版图,于是大肆撬动杠杆成为华谊兄弟此前的主要选择。财务数据显示,华谊兄弟的财务费用从2011年的268.85万元一路上升至2018年的3.29亿元,8年间上涨超100倍。到2024年,经过多年的收缩,仍然面临每年1.08亿元的财务费用成本。

“动用杠杆本质上是资产溢价的豪赌。影视公司希望通过乐园项目带动周边的土地升值或政府补贴,利用杠杆放大资源整合能力,试图以较小的自有资金撬动地方文旅红利。此外,由于影视主业难以产生持续的大额积累,通过金融杠杆入局是他们跨入‘重资产俱乐部’实现规模化扩张的唯一路径。”王鹏说。

对于华谊兄弟重注的线下实景娱乐、资本并购,在业内人士看来,是受到当时如日中天的迪士尼的影响。“迪士尼的业务模式一直受到国内外影视公司追捧,主要是因为分布在洛杉矶、东京、上海、巴黎、香港等多

个全球化都市的线下主题乐园为迪士尼提供了稳定的收入和现金流,长期的积累对迪士尼的品牌形象有着巨大的促进。加上迪士尼在过去20年里连续收购皮克斯、卢卡斯影业、漫威、20世纪福克斯等,成为全球影视业的标杆。”金妍说。

“即使是优质的影视IP,其直接收益(票房、贴片广告等)往往只能保持不亏或小赚,学习迪士尼、环球,将IP实景化、谷子化,打造超强衍生链条,实现影视和周边的营收比例达成3:7的理想状态,一直是国内影视公司特别迫切的目标追求,而实景乐园显然较之授权谷子,更具有长期性营收潜力。”文化产业分析师张书乐说。“分析下来,IP衍生的途径就那么几种,影游联动没有什么爆款成功案例;变成谷子尽管风险低,但主动权不完全掌握在自己手中,且影视转换成谷子,难度更大,接受率更低;加上国内影视IP长红且持续产出(续集)的极少,影响持久度不高。由此,能让影视IP获得持久影响力的实景娱乐成为当下唯一选择。”

“这在某种程度上也是资本对企业的压力,如果影视公司没有项目,那么资本就会对企业失去兴趣,所以,这也是为了给资本说好故事,而事实上,乐园也有一定的地产属性。资产投入大,杠杆不得不加。”工业和信息化部信息通信专家委员会委员盘和林如是说。

而华谊兄弟对线下资产投资之时,恰逢中国地产行业的高光时刻。然而,当地产业进入调整时期,影视业在疫情冲击下暴露自身短板后,华谊兄弟的风险敞口被迅速放大。

“迪士尼和环球影业拥有数十年积累的具备全球共识的世界观,而国内影视IP大多生命周期短,缺乏支撑长线运营的深度。国内公司擅长内容生产,却缺乏对大型文旅项目复杂的流量转化、设备维护及管理的专业经验。”王鹏继续说道:“加上地产思维重于产品思维,许多项目早期带有浓厚的地产开发色彩,忽视了游乐项目的快速迭代特性。”

此外,亦有业内人士认为,华谊兄弟此前重视的IP,主要是明星演员、导演的个人品牌,为此不惜以高溢价来形成利益绑定。但在过去这些年,真人明星因场外事件翻车的案例有很多,进而使华谊兄弟的这项巨额投资打了水漂。”

观察

强化IP才是出路

依赖影视作品带来收入的影视公司并非只有华谊兄弟,翻阅已上市的中国影视公司财报,对于业务收入集中于上游出品、制作的公司,其营收增长往往需要爆款,这样的公司不胜枚举。

也有大量公司曾试图布局产业中下游的发行、放映,或者跨界布局游戏、线下实景乐园,例如万达电影、光线传媒等。这也不仅限于传统影视公司,背靠互联网大厂的视频平台亦是如此。就在2026年春节前夕,爱奇艺的首个线下乐园在扬州开园。在2025年,爱奇艺更是一口气官宣了扬州、开封、北京3个线下实景乐园计划。

因此,在记者的采访中,华谊兄弟如今的衰落更多被认为是因其过于激进,业务扩张缺乏沉淀与消化。要知道,迪士尼、华纳兄弟等好莱坞大型制片公司在商业实践方面有着百余年的历史,而中国影视业的市场化进程至今也不过30年。

不过,IP开发仍是中国影视公司在过去10余年公认的第二发展曲线。从实景乐园,到影游联动,再到“谷子经济”,大量公司前赴后继。然而,影游联动在国内都鲜有爆款成功案例,“谷子经济”尽管风险低,但主动权不完全掌握在自己手中,且真人影视转换成谷子,难度更大,接受率更低。同时,国内影视IP短期热度、中期退烧、长期不热的状态,让需要一定时间搭建的实景乐园在出现后就面临IP“失温”的状态,加上体验过于趋同,没有沉浸感,只是一个片场重现,也让整体缺少吸引力。

可以说,强化IP、加强技术研发,是当下中国影视业的出路。但并非所有公司都有如此多的资源可以进行这样的尝试与探索,这也需要有关部门、有实力的企业共同探索新的上游生产模式,鼓励内容创新,降低业务模式风险,以此来促进文化产业的繁荣。

本版文章由中经记者张靖超撰写