

# 好莱坞并购史回顾

## 美国电影百年荣光与微暗；巨头入局将重塑中国影产业格局

### 核心观点：

**1) 国内电影龙头规模与票房并不匹配，原因系集中度低和未完成垂直整合**  
2017年电影市场整体回暖，但行业头部公司内容端和渠道端集中度双降。对比美日韩，我国的电影公司在票房市场远超日韩情况下，公司市值、营收和利润均不如日本的龙头企业，主要原因系集中度较低和未完成垂直产业链整合。本篇报告旨在通过回顾好莱坞并购历史，来解答电影产业链的垂直、横向并购一般是如何进行的？国内电影产业链的并购将如何开展？

**2) 回顾好莱坞百年并购史：制片厂通过一系列并购整合成为媒体集团**  
我们回顾好莱坞百年并购历程，有以下关于并购的要点值得关注：**A. 造成好莱坞产业格局改变的主要外生冲击主要有消费者习惯变迁、媒介更迭和监管政策三大因素；B. 好莱坞制片厂的演进史就是不断进行垂直整合和横向扩展，然后继续拓展业务边界赚取多元化收入，最终形成大型媒体集团的过程；C. 渠道和发行方往往是并购发起者，内容商一般是被并购方，主要因为渠道和发行更容易提高集中度，形成规模上的先发优势，另外如果制片发行商缺少渠道分发电影产品，将给业绩和经营带来很强的不确定性。**

**3) 我国强势媒介已经全面转向互联网，国内或已经错过大制片厂时代**  
好莱坞的历史说明低频&难获取的娱乐形式总被高频&易获取的取代。我国的强势媒介全面转向互联网，我们预计中期内制片公司将拓展业务至网剧领域，并依靠视频网站搭建院线之外的二级发行体系。而在人才流动已脱离出了制片公司范围的情况下，我们认为国内已越过大制片厂中心模式，直接向现代好莱坞的“一揽子交易”模式靠拢。我国制片、发行、院线等几方都尚未形成电影业的规模优势，垂直整合的竞争格局仍向各方开放，但如果低集中度继续保持，第三方巨头或将直接通过资本粗暴完成整合。

**4) 巨头入局将帮助拉长电影的产业链条，搭建媒体集团架构是先手**  
腾讯、阿里入局，正在帮助行业拉长产业链，完善从前端的IP选取到后端的衍生品等一系列基础设施建设。因为短期制片和渠道都没有明显的规模优势，我们认为国内中短期并购的主要形式是小型垂直整合和参股结盟，无法构建强有力的规模优势。而90年代后好莱坞主要通过大媒体集团完成了IP的多元化经营构建壁垒，因此国内电影行业谁能率先搭建媒体集团的架构（如多级发行体系、后端衍生机制），就能建立竞争优势。另外值得关注的是目前整个电影产业链条中集中度最高的是在线票务平台，我们看好猫眼和淘票票凭借高市占率拓展发行业务，并逐渐向产业上下游拓展。国内上市公司当中我们建议关注万达电影、光线传媒。

**风险提示：**政策监管风险、票房增长不及预期，互联网公司寡头垄断风险

### 行业评级

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2018-02-14

### 相对市场表现



分析师：**旷实** S0260517030002  
010-59136610  
kuangshi@gf.com.cn

### 相关研究：

- 传媒行业:广视角 |直播答题: 2018-01-16  
各路资本抢滩登陆, HQ 模式走向何方?
- 2017 年视频网站总结:纯网自制剧带动流量向 BAT 集中, 网综市场芒果 TV 异军突起 2018-01-05
- 游戏行业跟踪点评:腾讯开放小游戏, H5 游戏或迎来快速发展 2017-12-31

联系人：**朱可夫** 0755-23942152  
zhukefu@gf.com.cn

## 目录索引

一、国内电影龙头规模与我国票房市场规模并不匹配.....	5
1、电影市场内容端和渠道端集中度双双下降，行业龙头效应并不显著.....	5
2、从市值的角度来看，我国电影公司还不够大.....	8
3、从营收的角度来看，我国电影公司还不够大.....	9
二、好莱坞并购简史：百年的荣光与微暗.....	10
1、1900-1930 年默片时期：发行环节最先集中，反向并购形成大制片厂.....	10
2、1930-1945 年大制片厂时代：“五大三小”的制片厂体系全盛.....	11
3、1945-1960 年瓦解大制片厂：派拉蒙判决引发产业巨变.....	15
4、1960-1970 年好莱坞黑暗时代：制片厂衰落，尝试电视节目制作业务.....	17
5、1980-2000 年再次复兴：大型公司与电视网结合，开启多元化变现.....	20
6、2000 年以来好莱坞巨头的两大趋势：国际化和应对互联网化.....	25
三、好莱坞并购历史的总结和启示.....	31
1、监管、消费者习惯变迁和媒介更迭为驱动产业并购的主要原因.....	31
2、电影内容制片是皇冠上的明珠，但多元化是必由之路.....	33
3、产业链条垂直的整合必将开启，渠道的形式不限于院线.....	35
4、从其他市场的发展历史来看，垂直整合往往能够催生更强的电影工业.....	37
四、对我国电影娱乐行业的启示有哪些？.....	40
1、主流媒介渠道变更，内容提供商跨媒介生产将成为趋势.....	40
2、国内内容上游与渠道下游都没有规模优势，或已错过制片大厂时代.....	42
3、互联网巨头入局参与角逐，产业链将在接下来几年被迅速拉长.....	45
风险提示.....	48

## 图表索引

图 1: 国内民营五大发行票房的集中度近年来有所下降.....	6
图 2: 国内 Top10 的院线和影投市占率有所下降.....	6
图 3: 2000 年以来北美好莱坞五大发行份额合计占 60%以上.....	7
图 4: 北美 Top3 院线集中度保持在 50%以上.....	7
图 5: 2016 年北美 Top3 院系占比达到 52%.....	7
图 6: 国内民营五大发行票房的集中度近年来有所下降.....	8
图 7: 国内电影公司的营收能力仍不突出.....	9
图 8: 国内电影公司的盈利能力仍不突出.....	9
图 9: 北美电影市场 1929 年至 1933 年规模迅速扩容.....	10
图 10: 北美电影放映市场十分分散.....	10
图 11: 八大在 1945 年之前发行的影片数量较多.....	12
图 12: 大制片厂制度下好莱坞的电影产品开始分层.....	12
图 13: 国内民营五大发行票房的集中度近年来有所下降.....	12
图 14: 好莱坞 1930 年一家典型的社区影院的节目表.....	13
图 15: 好莱坞“五大”简介.....	14
图 16: 好莱坞“三小”简介.....	14
图 17: 华纳 1906 年-1930 年成为大制片厂的主要并购动作.....	15
图 18: 好莱坞大制片厂时代独立制片商并无生存空间.....	15
图 19: 派拉蒙法案后, 大型制片厂开始向发行商转型.....	16
图 20: 八大电影公司提升了票房分成份额.....	17
图 21: 八大电影公司减少了旗下演员雇佣的数量.....	17
图 22: 大制片厂发行独立制片商的影片增多.....	17
图 23: 大制片厂自己出品的电影作品逐渐减少.....	17
图 24: 美国观影人口在 1950 年代后出现了显著下滑.....	18
图 25: 美国战后出现了明显的逆城市化现象.....	18
图 26: 好莱坞的影片产出在 80 年代后迅速增长.....	20
图 27: 北美市场的银幕重新恢复增长至 4 万块左右.....	20
图 28: 好莱坞的阶梯式分账决定了院线的盈利能力并不强.....	21
图 29: 1980 年到 2000 年好莱坞的收入里国内影院占比在持续下降.....	24
图 30: 80 年代诞生的录像带市场取代了原来次轮或者三轮影院放映的地位.....	24
图 31: 1980 年来好莱坞制作和宣发成本上涨超 5 倍(85 年为价格基期).....	25
图 32: 2000 年以来美国本土电影市场的观影人次有所下降.....	25
图 33: 美国国内票房的增长主要依靠票价提升实现.....	26
图 34: Top20 影片的制片预算已经在飞速上升.....	27
图 35: Top10 影片的海外票房上升势头更快.....	27
图 36: 2005 年以来国内票房占好莱坞收入仅为 10%左右.....	27
图 37: 好莱坞在制片厂等级上形成了六大→Mini Major→独立制片商的体系.....	28
图 38: 2000 年影片的播放渠道窗口期示意图.....	28
图 39: 2010 年影片的播放渠道窗口期示意图.....	28
图 40: 近年来流媒体市场规模增长迅速, 2012 年超过传统媒体市场规模.....	29
图 41: 好莱坞大型媒体集团也均开始提供流媒体服务.....	30

图 42: 好莱坞的并购历史主要经历了四个阶段 .....	32
图 43: 1948 年以来好莱坞盈利多元化经历了电影→电视→娱乐产品的过程 .....	33
图 44: 迪士尼带动下, 好莱坞公司又开辟了主题乐园盈利的新模式 .....	33
图 45: 迪士尼 2017 财年各项收入构成 .....	34
图 46: 迪士尼 2017 财年各项营业利润构成 .....	34
图 47: 华纳依靠并购, 在历史上曾经涉足多项业务 .....	35
图 48: 米高梅在 50 年代后逐渐丢掉放映和发行业务, 最终破产 .....	35
图 49: 狮门影业以横向并购为主, 缺少渠道的情况下利润也难以平滑 .....	36
图 50: 狮门影业的 EBITDA 在 2016 年并购付费电视台渠道后有所好转 .....	37
图 51: 全球 2016 年主流的电影市场票房规模情况 (单位: 十亿, 美元) .....	38
图 52: 日本市场电影巨头东宝株式会社的垂直整合过程 .....	39
图 53: 东宝营收和利润推移情况 .....	39
图 54: 2016 年各大媒介在 1-3 线城市的到达率情况 .....	40
图 55: 2011-2016 年 1-4 线城市消费者电影院渠道月到达率情况 (%) .....	41
图 56: 索尼影视娱乐公司旗下有专门的电视节目制作和发行体系 .....	41
图 57: 华纳兄弟旗下有专门的电视渠道和电视生产部门 .....	42
图 58: 中国市场近年来的头部电影票房比例也在逐步上升 .....	43
图 59: 内容和院线公司在 2016 年净利润上差距不大 .....	44
图 60: 内容和院线在 2016 年经营性现金流上差距不大 .....	44
图 61: 阿里腾讯 2014 年以来的影视产业投资 .....	45
图 62: 阿里腾讯在电影产业链各个环节上的投资数量 .....	45
图 63: 在线票务双寡头已经垄断了移动互联网的大部分流量入口 .....	46
图 64: 2014 年艺恩统计的中国电影版权市场情况 .....	47
图 65: 我国在授权商品零售规模上排名第五 .....	48
图 66: 2015 年我国娱乐/形象授权市场规模为 45 亿美元 .....	48
表 1: 电影公司的 2017 年利润增速并没有显著高于票房增长 .....	5
表 2: 1920 年以来主要并购都是由发行方和渠道方发起 .....	11
表 3: 1950-1970 年好莱坞大制片厂被综合性集团并购简况 .....	19
表 4: 1970 年部分作者标签明显的电影取得了惊人的票房回报 .....	19
表 5: 好莱坞的四大经纪公司均在影片生产组织中发挥了重要作用 .....	20
表 6: 80 年代好莱坞电影公司曾经重新重启垂直整合和横向并购 .....	21
表 7: 好莱坞大厂开始重新重视低预算影片, 自设和并购独立制片商 .....	22
表 8: 好莱坞巨头在 90 年代进一步整合, 成为大型的娱乐媒体集团的一部分 .....	23
表 9: 2000 年以来好莱坞金额较大的并购和拆分预示内容端的集中度在提升 .....	30
表 10: 好莱坞六大后期的挣钱电影越来越偏向于视效大片 .....	31
表 11: 狮门娱乐主要发起的并购案 .....	36
表 12: 国内 Top5 民营发行公司的资产证券化预计即将完成 .....	43
表 13: 国内 Top10 院线公司当中有 9 家已经上市 .....	44
表 14: 腾讯阿里对国内 A 股传媒公司的投资 .....	46



## 一、国内电影龙头规模与我国票房市场规模并不匹配

根据中国电影报，2017年国内总票房约为559.11亿元，同增13.45%。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16.2亿人次，同比增长18.08%。相比于2016年国内票房仅增长4%而言，票房的增速开始回暖，市场关心电影的回暖是否将成为中长期的趋势，电影公司未来是否还有投资机会。本篇报告旨在通过简单分析好莱坞百年并购历史，来解释电影产业链的垂直和横向并购一般是在怎样的产业背景中产生？我国的电影龙头上市公司为何相比于票房市场来说规模偏小？未来国内电影产业链的并购将会如何展开？

### 1、电影市场内容端和渠道端集中度双双下降，行业龙头效应并不显著

2017年票房整体回暖，增速在13.5%左右，如果按照扣除服务费的口径，可比票房的增速也在15%左右，银幕到2017年年底达到了50776块，影院数达到了9169家，银幕数同比增长23%左右。但从2017年上市公司的财报而言，普遍的业绩增速均在0-20%之间，并未显示出领先大盘的增长。我们认为其背后的主要原因是电影行业目前集中度仍较低，行业的龙头效应不突出，即领头公司并未享有对产品的定价权和集中度提升带来的优势。

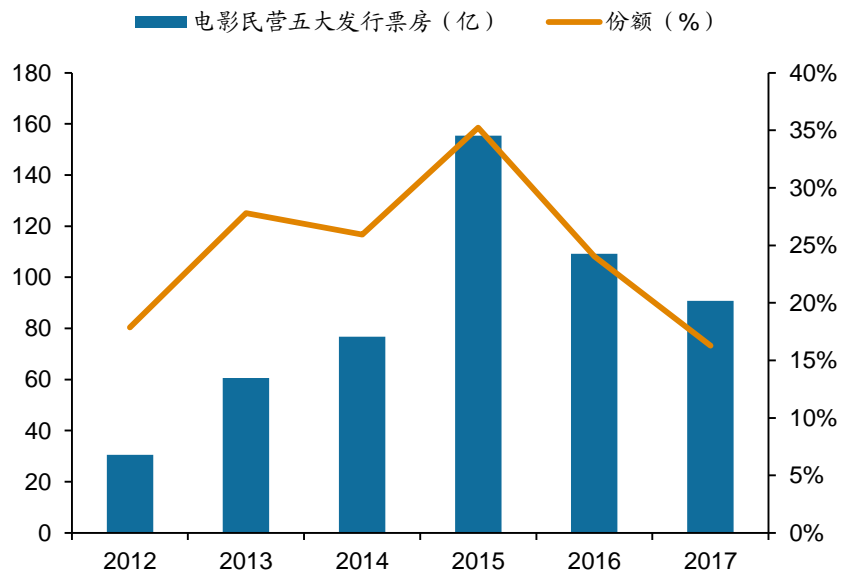
表 1: 电影公司的 2017 年利润增速并没有显著高于票房增长

股票代码	公司名称	子行业	2017 全年预计净利润 (亿)	同比增速 (%)
300251.SZ	光线传媒	制片发行	7.9-8.5	7%-15%
300027.SZ	华谊兄弟	制片发行	8.1-9.7	0%-20%
002739.SZ	万达电影	院线放映	13.7-16.4	0%-20%
002905.SZ	金逸影视	院线放映	2.1-2.2	7%-11%
300528.SZ	幸福蓝海	院线放映	1-1.2	-11%-7%

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

从内容端而言，我国五大民营公司近年来主投主发的电影票房略有下降。一般我们将光线传媒、华谊兄弟、博纳影业、乐视影业、万达影业五家公司成为国内民营的五大电影制作发行公司。我们统计了猫眼专业版App当中以主发行和主出品为口径的情况，发现内容端近年来的集中度有所下降，民营五大在2015年主出品或者主发行的影片约为150亿以上，占据了整体票房份额的35%，达到了峰值，其后在2016年的票房规模达到了110亿左右，票房市占率下降至24%左右，而在2017年民营五大主投主发的电影票房不到100亿，市占率进一步下降至16%左右。2017年的冠军票房影片为《战狼2》，最终票房达到56.82亿，主要出品方为导演吴京创立的登峰国际文化传播有限公司，而主要出品方为聚合影联和A股上市公司北京文化，传统的民营五大甚至没有参投任何份额。这或许意味着目前中国电影行业仍处于不确定性较强的阶段，传统意义上的发行龙头和制片龙头面对市场新进入者并没有明显的优势。

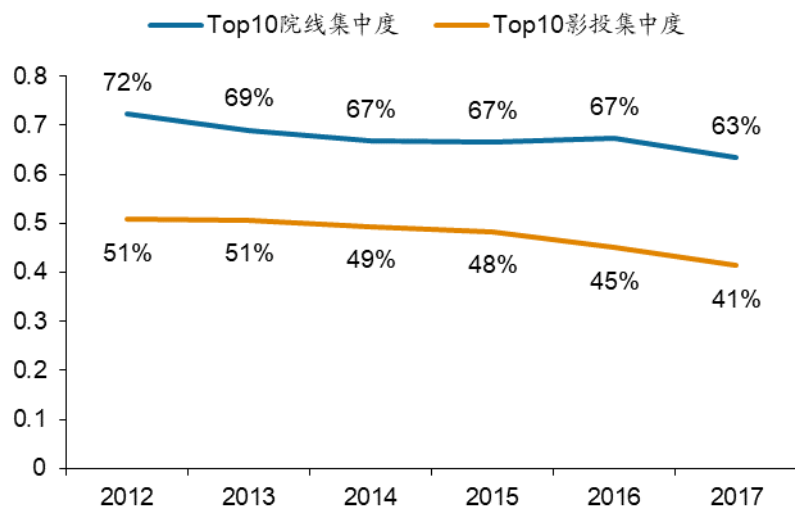
图1：国内民营五大发行票房集中度近年来有所下降



资料来源：猫眼专业版 APP，广发证券发展研究中心

从渠道端而言，我国前十大院线和前十大影投公司的市占率都有所下降。根据艺恩咨询智库数据，以院线口径统计，2017年前十大院线分别是万达、大地、上海联合、中影南方、中影数字、中影星美、金逸珠江、横店院线、华夏联合和幸福蓝海，其一共实现票房约354.4亿元，市占率约为63%，相比2016年下滑4pct。以影投公司计算，2017年前十大影投公司分别为万达、大地、横店、星美、中影影院、金逸影院、CGV影院、太平洋影管、耀莱影管、保利影业，一共录得票房231.2亿元，市占率约为41%，相比2016年下滑约4pct。渠道端的市占率下降主要系三四线银幕扩张过快，即使是龙头公司也很难取得高于行业平均的扩张速度，在单银幕产出的背景下，前十名的龙头效应体现并不明显，当前我国院线和影投公司的集中度都有较大的提升空间。

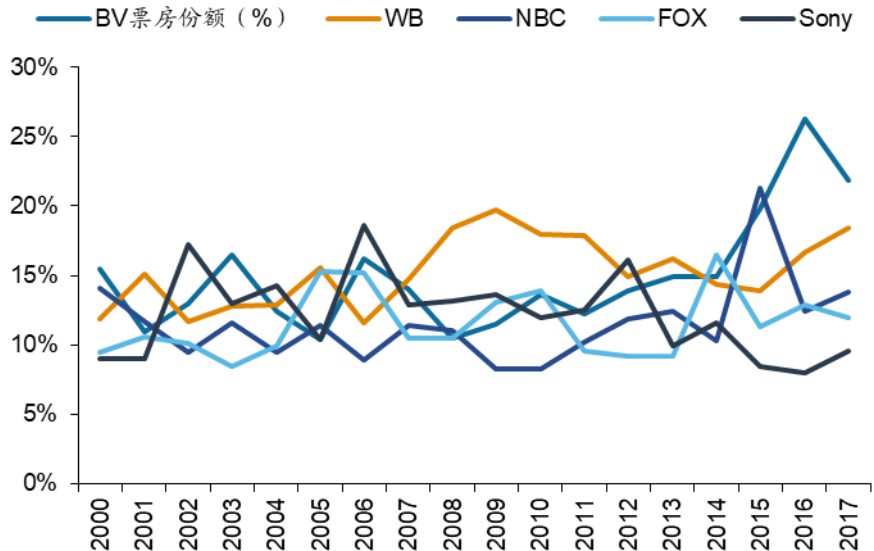
图2：国内Top10的院线和影投市占率有所下降



资料来源：艺恩咨询智库，广发证券发展研究中心

而一个成熟的电影市场如美国市场，内容端和渠道端的集中度都要远高于我们。首先从内容端来说，根据Box Office Mojo的数据，好莱坞五大电影公司（迪士尼、华纳兄弟、环球影业、二十世纪福克斯、索尼影业）的电影发行份额常年保持在60%以上，2010年之后随着超级英雄电影的出现，市场明显进一步向头部发行公司集中，2000年五大的发行份额为60%，而2017年五大的发行份额高达76%，提高了16pct，其中最大份额为迪士尼所有（22%），其次分别为华纳（18%）、环球影业（14%）、二十世纪福克斯（12%）、索尼影业（10%）。

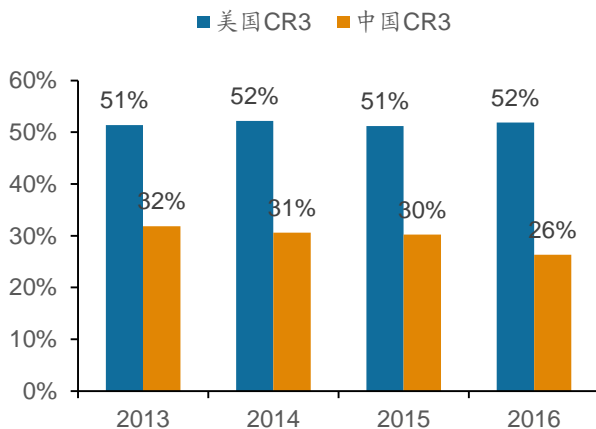
图3：2000年以来北美好莱坞五大发行份额合计占60%以上



资料来源：Box Office Mojo, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

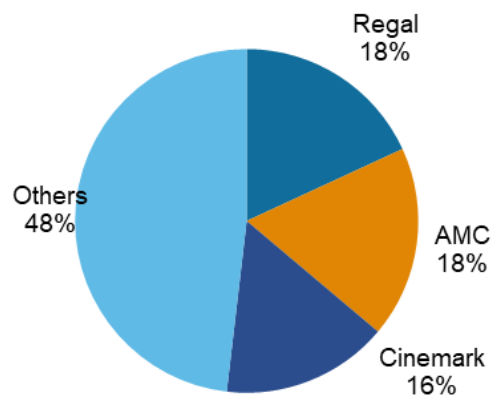
从渠道端来说，好莱坞前三大院线市场份额能够达到50%以上。2016年底AMC完成了对Carmike的收购，成为美国第一大院线公司，集中度进一步提升。我们在这里仍单独计算AMC的票房。即使如此按照Box Office Mojo的统计，好莱坞票房前三名Regal Entertainment、AMC、Cinemark的合计市占率高达50%以上，领先我国CR3约20pct。不计入Carmike的票房，2016年北美票房前三名的份额分别是RGC（18%）、AMC（18%）和Cinemark（16%）。

图4：北美Top3院线集中度保持在50%以上



资料来源：Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

图5：2016年北美Top3院系占比达到52%



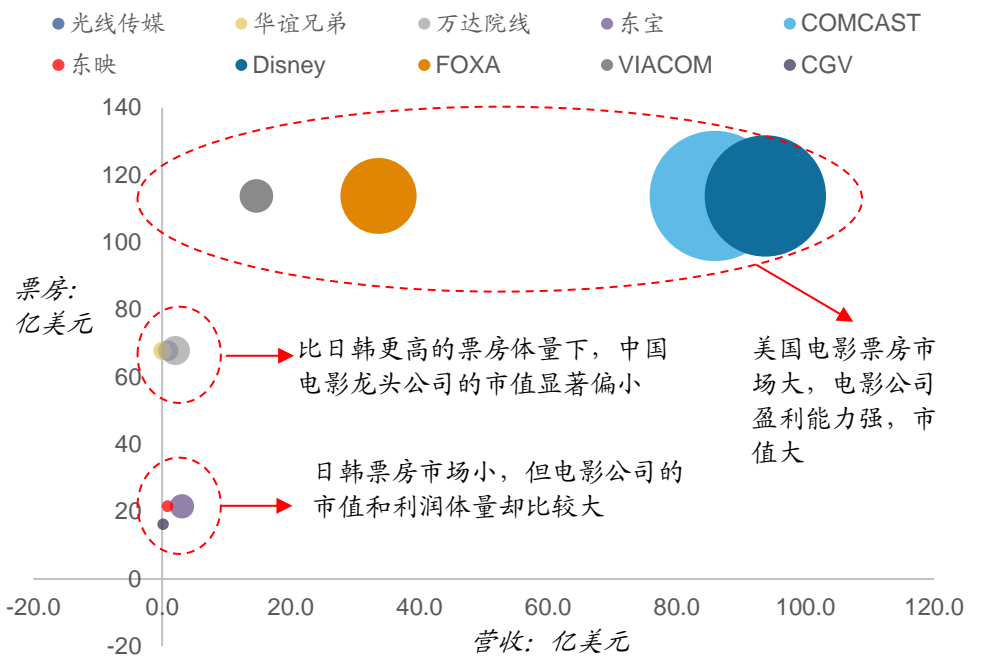
资料来源：Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

## 2、从市值的角度来看，我国电影公司还不够大

电影市场集中度不够高带来的是龙头公司市值不够大的后果。根据MPAA我国在2016年票房规模约为66亿美元，仅次于美国的114亿美元，而2017年我国市场规模约达到83亿美元，北美下滑至110.9亿美元，我们如果能够保持15%的增速，将于2020年前后超过北美市场的票房规模成为全球第一。而全球票房第三名为日本，本土票房大约为20亿美元，韩国的本土票房市场约有15亿美元。但在电影龙头公司的市值上，日本的东宝市值约为65亿美金，基本上相当于国内A股最大的电影公司万达电影的3/4左右，对应2018年Bloomberg一致预期净利润的市盈率(下同)约为20X上下。而美国的六大如迪士尼市值约为1550亿美元，对应201年市盈率也约为18X左右，本土电影市场约为我们的150%，但公司市值却是我们的10倍以上。

东宝株式会社本身是日本四大发行公司（东宝、东映、松竹、角川）当中最大的一家，本身的经营范围涵盖上游制作发行、下游院线放映、剧场演出、音乐行业、影像业、通信业和地产等多个行业。东宝目前已经成为一家综合性的媒体和娱乐内容生产集团，其主要的收入来源不仅仅局限于国内的电影票房，Bloomberg显示其近3年每年的盈利水平稳定在2-3亿美金的区间。因此在市值规模上要领先我国的大部门龙头公司。

图6：国内民营五大发行票房的集中度近年来有所下降



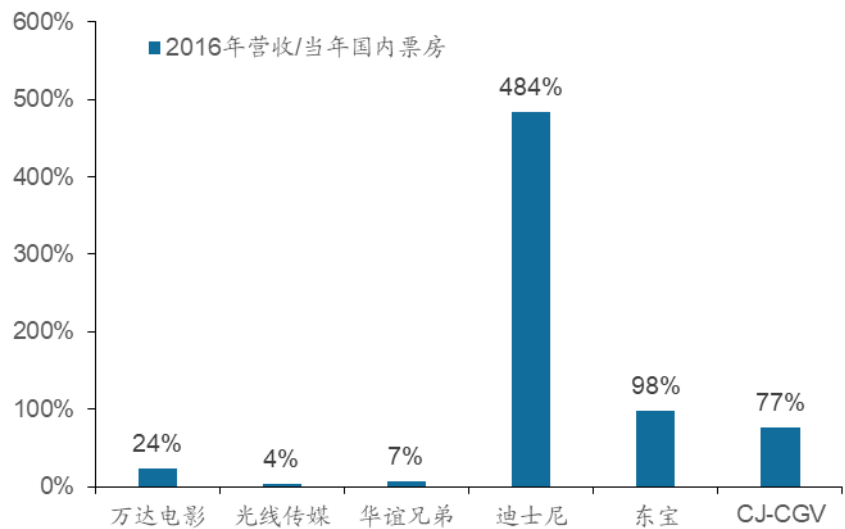
资料来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心



### 3、从营收的角度来看，我国电影公司还不够大

从盈利营收的角度来看，我国的电影公司还未打开营收的天花板。综合MPAA和Bloomberg的数据，我们用公司当年的营收除以本国的票房市场规模，计算我国电影公司将利用国内票房撬动营收的能力，可以看出最高为迪士尼的484%，其次为东宝的98%，韩国影视集团CJ-CGV同样也录得77%。我国万达电影、光线传媒、华谊兄弟仅分别为24%、4%和7%。说明国内电影公司并未打开营收上的天花板。

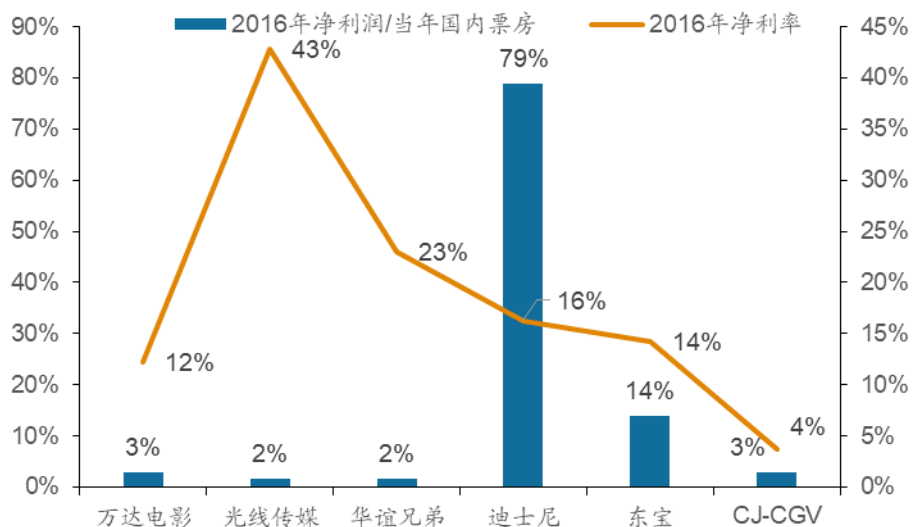
图7：国内电影公司的营收能力仍不突出



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

从盈利的角度来看，我国企业的净利率普遍高于海外，而盈利能力却弱于海外。主要因素为国内还未进行大规模的并购交易，整合产业链的各个环节，单一环节容易做到高净利率，却难以打开营收上的瓶颈，获得经营的规模优势。参考海外，一个稳定的电影大型集团的净利率水平应该在10%-15%左右，但营收能力要远强于我国的龙头企业。

图8：国内电影公司的盈利能力仍不突出



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

## 二、好莱坞并购简史：百年的荣光与微暗

我们认为在国内电影行业龙头公司市值和利润偏小主要有两大原因：1) 电影行业的各个环节集中度都不高；2) 国内电影行业尚未进行产业链的垂直整合。我们从并购的角度重新审视好莱坞的百年历史，关注内容与渠道在各个时期的强弱对比，和当前好莱坞六大是如何建立起竞争优势的。好莱坞巨头凭借不断进行垂直整合和横向扩张，最终形成了大型媒体集团，建立起了规模优势。在这段历史时期中，我们发现监管、消费者习惯变化和媒介更迭是好莱坞历次变革的外生冲击，而内生上则一直是内容、发行、渠道端不断角力变更的过程。

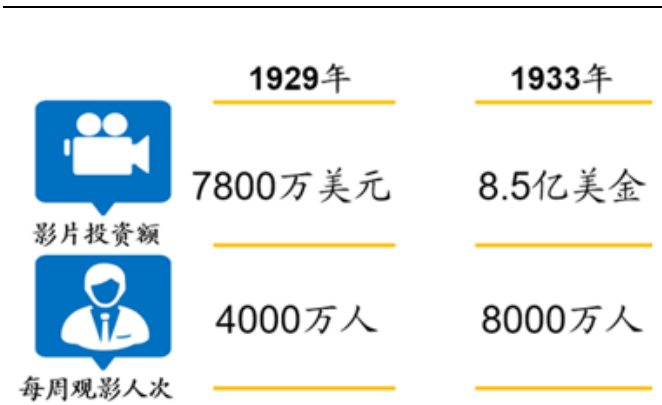
### 1、1900-1930 年默片时期：发行环节最先集中，反向并购形成大制片厂

自从1895年，卢米埃兄弟发表了电影这一形式以来，好莱坞的电影工业就开始迅速发展。截至1929年美国大萧条之前，美国的电影工业逐渐从无到有，从分散到集中，如果产业链按照“制片→发行→放映”三个环节来分类的话，好莱坞这一个时间段的整合主要可以分成“单一环节内的横向整合”和“上下游的垂直整合”两类。在发展的初期，好莱坞主要以横向并购为主，好莱坞的老牌制片厂，如环球、华纳兄弟、派拉蒙、福克斯、米高梅都是在这个时间段诞生的。

美国电影市场在这个阶段发展迅猛，根据美国电影协会统计，其1929年影片的投资规模大概在7800万美元左右，1933年已达到8.5亿美金，每周的观影人次从4000万人提升至8000万人左右，而这期间美国经济经历了历史上最著名的“大萧条”，失业率在1932年高达23.6%，电影行业的逆势发展被人认为是“口红效应”的产物。

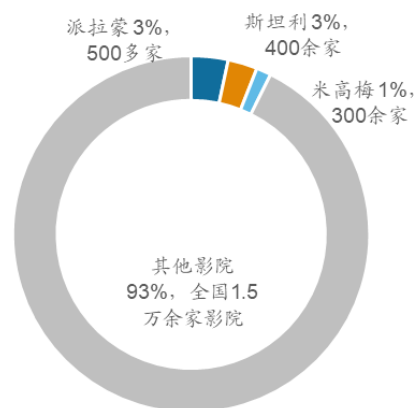
而从产业上下游上来看，上游内容和下游放映的集中度都非常低。但需要澄清的是由于当时的制片行业需要自建片场和更新设备，其投资额度也较大，并不是当前时期的轻资产投资，技术的不足由人数补足，根据《世界电影史》，当时制片业的从业人员高达3万人以上。而电影作为当时最受欢迎的媒介，全美各地都在疯狂开店，1930年左右全美已经有超过1万家影院。当时派拉蒙大约有超过500家电影院，在全国占比约为3%，斯坦利和米高梅各自的市占率仅为3%和1%。放映行业的收入相比影院集中度高出许多，原因系：1) 当时多数影片是无声影片，仍需要乐队或者解说员进行演出，另外胶片也限制了影片的流通速度，因此当时影院不具备全国统一上映的能力，首轮影院更加受益；2) 当时的电影处于供小于求的局面，一家典型的影院一套节目放映三部影片，一周需要变更三次节目单，全年需要租用450部影片，能够有资金实力满足放映计划的影院能够接纳更多的观影人群。

图9：北美电影市场1929年至1933年规模迅速扩容



资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券发展研究中心

图10：1920年的北美电影放映市场十分分散



资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券发展研究中心

这一时期，好莱坞开始形成了制片厂工业体系。“制片厂制度”(The Studio System)指的是1920年代之后形成的制片环节开始逐渐成为了好莱坞工业的中心，其决定了好莱坞后来长时间的商品生产逻辑：以制片厂作为资金流动的中心控制产品的预算、生产和流通，并通过规范化各个环节生产出得以辨识、具有相同风格、观众喜欢的影片。但值得关注的是在大制片厂时代，美国电影工业的核心主体是几家作为发行和放映的垄断大厂商而非那些中小厂商。

最开始是制片公司的横向联合形成了中型的制片厂，而这些制片厂迅速被下游的发行和院线公司并购了。最早进行产业整合的厂商是环球，其创始人卡尔·莱姆勒开设了环球影城，同时帮助一些独立制片商发行影片；到1912年，阿道夫·朱克的名优公司和发行公司联盟派拉蒙联合；而华纳兄弟也并购了部分小的制片公司，本身华纳兄弟旗下有少部分的首轮影院。**产品短缺和影院分散的情况下，最先形成高度集中的工业环节是“发行”。**派拉蒙其后发起成立了“第一国民放映网络”，并开始并购一些下游影院。其后放映商洛氏公司在需要片源的情况下反向收购了上游制片商Metro和Goldwyn Pictures，三家公司整合为著名的美高梅公司，并帮助独立制片商发行影片。

值得注意的是，在好莱坞进行了垂直工业体系整合的同时，其他国家却因为各自的原因并未形成这一体系。1920年代的法国当时最大的两家发行商百代和高蒙市占率非常高，而其认为制片业务利润并不稳定，因此退出了上游，专注于下游的发行和放映。同时期德国最大的发行放映商乌发(Ufa)成功进行了“上游制片→中游发行→下游放映”的整合，但德国1923年开始爆发的恶性通货膨胀完全摧毁了本土的电影工业，德国不得已让派拉蒙、米高梅等好莱坞资本进入了本国电影工业的发行环节，本土的大制片厂迅速衰落。

表 2：1920 年以来主要并购都是由发行方和渠道方发起

时间	并购发起方	事件简述
1917 年	斯坦利公司 (渠道方)	斯坦利公司作为费城的一家地方性连锁影院，发起建立了第一国民放映商网络，并迅速将业务拓展至制作部门
1920 年起	名优-拉斯基 (发行方)	派拉蒙旗下的分公司开始发起影院并购，合并了 Balaban&Katz (中西部连锁影院)，组建了 Pabilix Theaters
1920 年起	洛氏公司 (渠道方)	1910 年末 Loew 建立了一条连锁院线，后并购了梅耶经营的 Metro 进入制片业，后又并购了 Goldwyn Pictures，三家公司整合为 MGM

资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券研究与发展中心

## 2、1930-1945 年大制片厂时代：“五大三小”的制片厂体系全盛

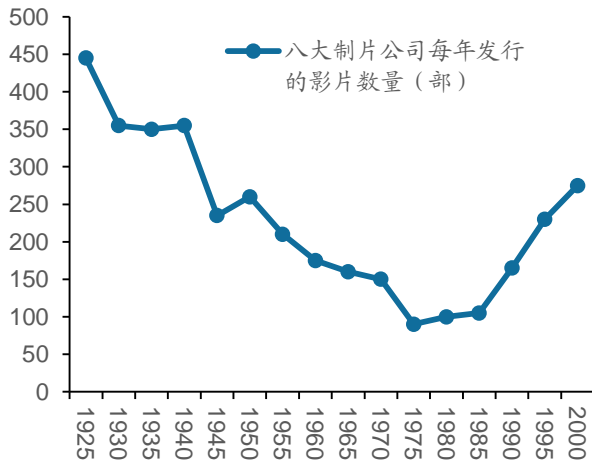
大萧条过去后，美国的经济也在迅速回暖，1940-1944年期间受益于战争，美国国内的制造业产出翻了两番，大多数美国工业产品的销售量增长也高达五成以上，工人和家庭私人部门财富迅速积累，电影工业受惠于此，观影人数增长迅速。

1930年之后好莱坞进入“黄金时期”，其形成大制片厂寡头垄断的局面维持了二十多年。此时对一家大型制片厂的定义是，拥有垂直整合的体系，上游制片、中游发行和下游放映齐全，同时还需要拥有国际发行网络；如果缺少下游的放映网络，但在

发行环节能力突出和整合了制片环节的公司被认为是中型制片商。“五大”的代表是派拉蒙、米高梅、二十世纪福克斯、华纳兄弟和雷电华，而“三小”是环球、哥伦比亚和联艺。

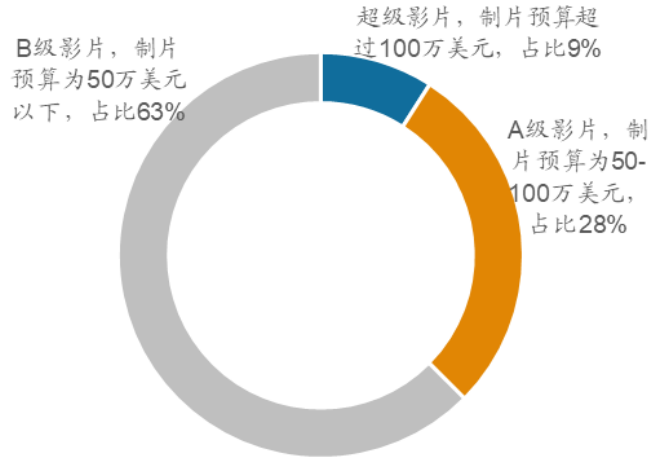
大制片厂垄断地位的第一个体现是在影片产品的分成定价策略上。制片公司之间产品的分层是靠预算多少区分的，只有大型制片厂才能有资本投资做超级影片。而由于超级影片的赚钱效应突出，因此制片和发行分到的租金收入高达毛收入的40%，A级影片能够分到30%-35%，B级影片一般是按照固定价格收取租金的。

图11: 八大在1945年之前发行的影片数量较多



资料来源: 华夏出版社《好莱坞电影: 美国电影工业发展史》, 广发证券发展研究中心

图12: 大制片厂制度下好莱坞的电影产品开始分层



资料来源: 华夏出版社《好莱坞电影: 美国电影工业发展史》, 广发证券发展研究中心

大制片厂垄断地位的第二个体现在分轮次放映和票价的定价策略上。根据《好莱坞电影: 美国电影工业发展史》, 当时八大制片厂垄断发行了超过美国影片数的90%和全球电影影片数量的40%, 这些八大系的影片收到的分成是整个院线分给发行方的95%以上。因为旗下控股了大量的首轮院线, 因此大公司可以决定哪部影片在哪个影院什么时间点上映, 而首轮的票价要远高于后几轮, 一轮放映时间可以超过2年。这样的“价格歧视”让大制片厂完美攫取了消费者剩余。

图13: 国内民营五大发行票房集中度近年来有所下降

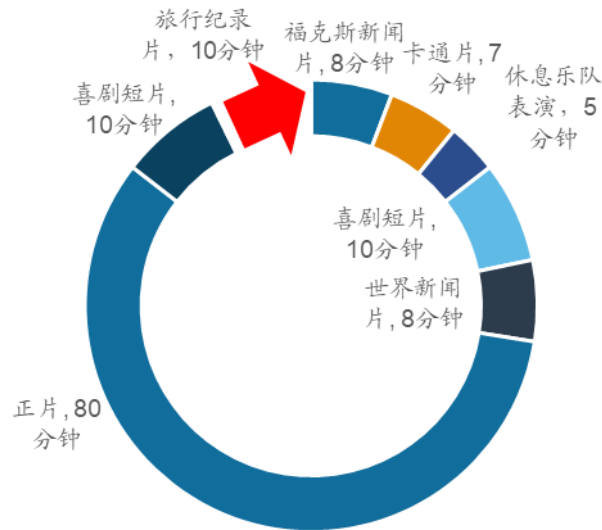


资料来源: 华夏出版社《好莱坞电影: 美国电影工业发展史》, 广发证券发展研究中心



大制片厂垄断地位的第三个体现“成批定片”的发行策略上。由于当时对于电影产品的需求量较大，小型的放映商一般不是单部单部的租借影片。一方面是需要租借搭配大片的短片喜剧以填充放映时间，另一方面是一次订购几部影片以节约交易成本。因此大制片厂同时会将自己生产的短片和B级影片打包租给中小型的放映商。“成批定片”一般是指几部小明星的低成本影片伴随着一部大制作电影捆绑销售，解决了发行商存货滞销的问题。

图14: 好莱坞1930年一家典型的社区影院的节目表



资料来源：华夏出版社《好莱坞电影：美国电影工业发展史》，广发证券发展研究中心

我们再对五大和三大做更加详细的追溯发现，大制片厂体系稳固性非常高，八大当中新崛起的仅雷电华一家公司：






- 派拉蒙：于1935年重组，是黄金好莱坞时期旗下影院最多的发行商，每年发行的影片数量高达60部以上。
- 米高梅：以明星著称，旗下有一条规模较小的院线，以大预算高利润的豪华影片为主的策略让米高梅成为关注度最高的发行商，号称旗下明星比星星还多。
- 二十世纪福克斯：主要以喜剧为主，其在1935年与二十世纪合并后扩大了自己的经营规模。1935年后福克斯依靠秀兰·邓波儿的影片连续占据票房榜首。
- 华纳兄弟：在1930年之后迅速借贷进行了扩张，主要制片策略与米高梅相反，是依靠低预算的影片获取适度、可预期的利润。
- 雷电华：唯一一家新崛起的大发行商，其主要依靠自己开发的有声系统从1930年代开始崛起，但也因为垄断地位不稳固经营最不稳定。

三小普遍缺少放映渠道，但发行能力与五大相比不遑多让：

- 环球：其发行系统是最早进行整合的，但由于缺少大型的放映渠道，其发行的影片主要以大量的B级影片为主，目标群众主要是美国中小城镇的观影人群。
- 哥伦比亚：主要依靠西部片和低成本喜剧盈利，由于规模较小，其导演、制片、明星团队、片场等常常租自大型的公司。
- 联艺：由卓别林、格里菲斯创建，但进入有声电影时代后开始衰落，也因此成为八大中战时唯一一家利润下滑的制片厂。






图15: 好莱坞“五大”简介

	 派拉蒙	 米高梅	 二十世纪福克斯	 华纳兄弟	 雷电华
大制片厂体系形成时期	1935年重组	1930年之后	1935年与二十世纪合并	-	1928年进入电影市场, 1940年重组
主要领导者	Barney Balaban	Nicholas Schenck	Sydney Kent	Harry Warner	-
主要特点	高预算、欧式风格的历史片	高投入明星多	幽默喜剧童星	战争片传记片	歌舞片迪士尼动画片
代表影片	鸭羹	晚宴、笙歌喧嚣	海蒂等秀兰·邓波儿影片	-	林肯、公民凯恩
1939年旗下影院数量	1239	517	507	139	222
1939年旗下首轮影院数量	29	26	28	24	19
1939年发行影片数量	63	45	51	51	48

资料来源: 北大出版社《世界电影史》, 广发证券发展研究中心

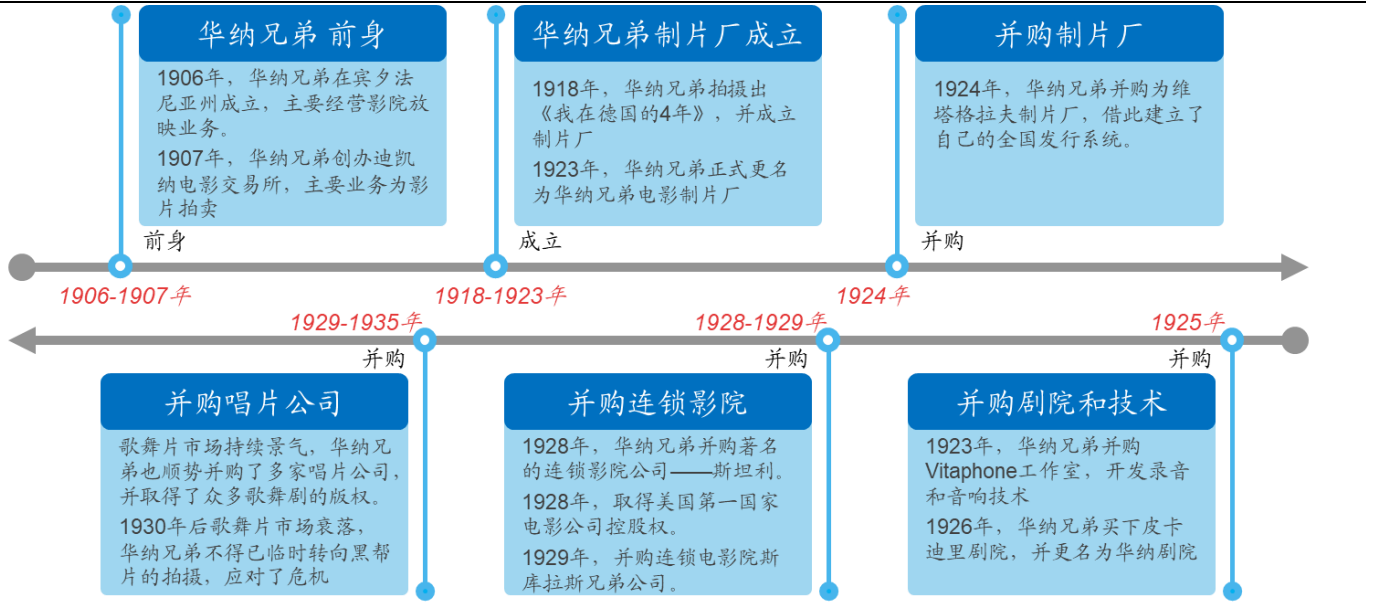
图16: 好莱坞“三小”简介

	 环球	 哥伦比亚	 联艺
小制片厂体系形成时期	1930年代	1930年之后	-
规模	三小中最大	-	利润有所下滑
主要特点	B级片	西部片低成本片	无声片希区柯克等
代表影片	德古拉、弗兰肯斯坦	一夜风流、休假日	亨利八世的私生活
1939年发行影片数量	63	45	51

资料来源: 北大出版社《世界电影史》, 广发证券发展研究中心

八大形成的过程是一部简单的对电影行业进行垂直整合的并购史, 而在大制片厂时代后期, 八大也开始逐渐涉足其他产业。我们简单梳理华纳兄弟的崛起过程, 1906年成立之后, 华纳兄弟先后并购了维塔格拉夫制片厂, 组建自己的发行系统, 并购Vitaphone工作室提高制片能力; 并购皮卡迪里剧院正式开拓放映版图, 其后连续并购连锁影院斯坦利、参股第一国家电影公司、并购连锁影院斯库拉斯兄弟公司等, 最终形成了黄金时期的华纳兄弟。这基本符合了我们此前强调的制片业务先行、在发行业务上提高集中度、并购下游的放映商、反向并购大量制片商形成内容壁垒, 最终成为大制片厂的路径。

图17: 华纳1906年-1930年成为大制片厂的主要并购动作



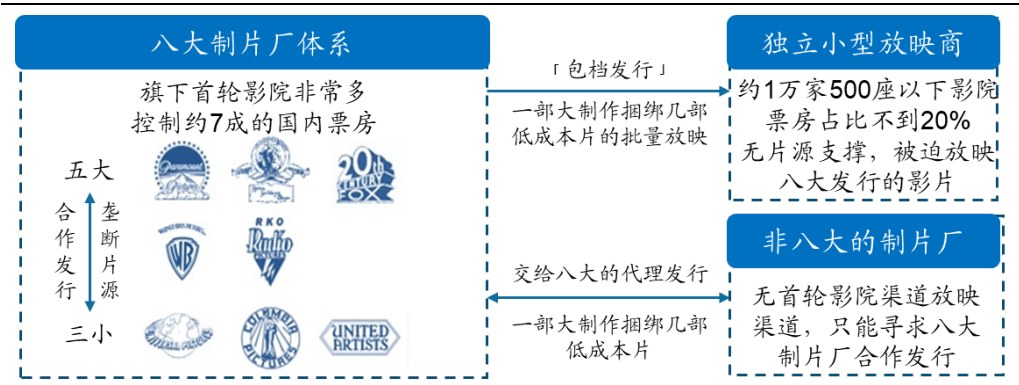
资料来源：北大出版社《世界电影史》，中国人民大学出版社《时代华纳：并购铺就的传媒帝国》，广发证券发展研究中心

### 3、1945-1960 年瓦解大制片厂：派拉蒙判决引发产业巨变

电影历史公认的好莱坞电影黄金时期终结于1945年前后。1946年美国好莱坞电影的票房收入达到历史最高水平，而随着美国战后逆城市化和派拉蒙法案的推出，大制片厂时代随之终结，到1953年美国电影的观影人次仅为1946年的一半。

1938年，美国政府提起了后来被称为《派拉蒙法案》的诉讼，指控好莱坞五大（派拉蒙、华纳兄弟、米高梅、20世纪福克斯、雷电华）和三大（环球、哥伦比亚和联艺）涉嫌垄断，包档发行影片涉及不公平竞争，排斥独立电影等进入大型的首轮影院。1948年，美国政府下达判决，宣布大公司必须剥离它们旗下的院线，只能保留制作和发行公司。回溯来看，这一分拆法案削弱了大制片厂的规模，使放弃了放映环节的垄断，被迫去加强制片和发行能力。

图18: 好莱坞大制片厂时代独立制片商并无生存空间



资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券发展研究中心

派拉蒙法案后，大制片厂开始向发行环节收缩集中，交易能力不断被增强。在前派拉蒙法案时期，大制片厂同时生产超级影片、A级影片和B级影片，同时倾销给下游的放映商，独立的制片商和独立的放映商生存空间都较为狭窄，一方面非八大的制片厂无首轮播映渠道，只能寻求八大合作；另一方面独立的小型放映商无片源支撑，只能放映八大的影片，接受较低的分成份额。派拉蒙法案后，由于放映环节从八大体系中分拆出来，成批定片的行为越来越少，独立制片厂也能找到部分放映商，竞争格局边际改善；大型放映商和中小型放映商之间的差距缩小，片源的供应更加平均。此时的八大制片厂开始收缩制片规模，将更多预算集中在A类影片以上的制作上，并希望这类大片在首轮放映中上映时间尽量拉长，同时强化本身的发行、交易能力，帮助独立制片商发行影片（独立制片商无法承受全国设立办公室进行大规模发行的费用），以此来形成对放映商的竞争溢价，因此在派拉蒙法案颁布之后，大发行商反倒提升了自己在放映商处获得的票房提成（定在48%）份额。超级影片的集中和自己无制片能力让放映商被迫接受了这一分成新规。

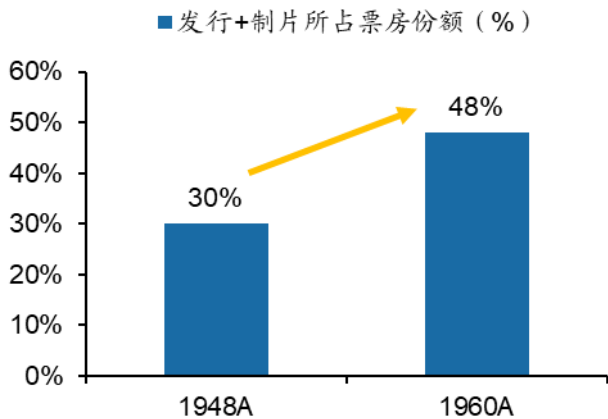
图19：派拉蒙法案后，大型制片厂开始向发行商转型



资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券发展研究中心

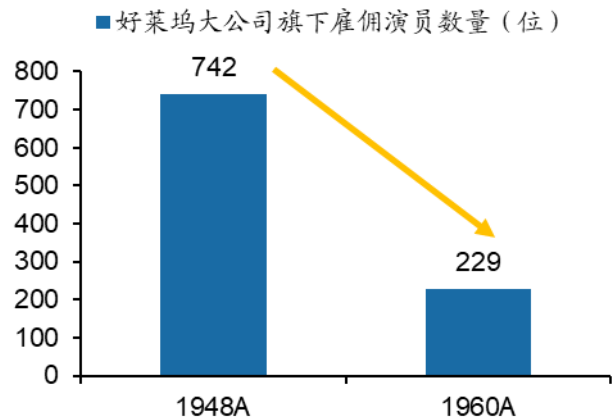
派拉蒙法案的深刻影响还体现在好莱坞的人才要素流动开始去公司化，制片厂银行化。由于公司规模被压缩，所以大制片厂开始裁掉部分的演员和制作团队，同时将设备、片场租借给小的制片商使用，另外伴随着艺人经纪公司的创立和明星制的火热，大制片厂围绕某个作家、某个演员成立小型公司的趋势开始出现。人才要素流动开始脱离大制片厂的掌控，而开始形成整个好莱坞层面上的协作体系，制片厂更多成为提供资金的枢纽，充当类似银行的角色。

图20: 八大电影公司提升了票房分成份额



资料来源: 北大出版社《世界电影史》，广发证券发展研究中心

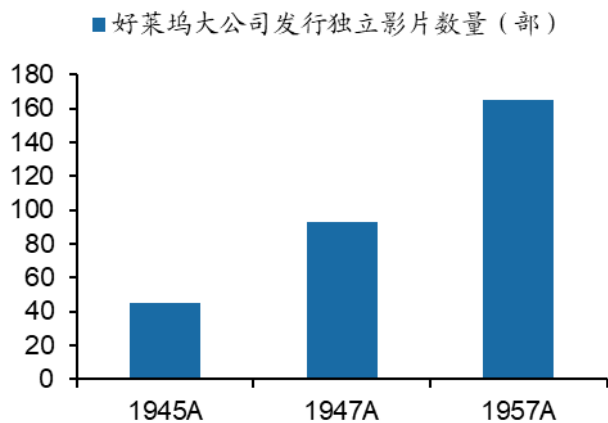
图21: 八大电影公司减少了旗下演员雇佣的数量



资料来源: 北大出版社《世界电影史》，广发证券发展研究中心

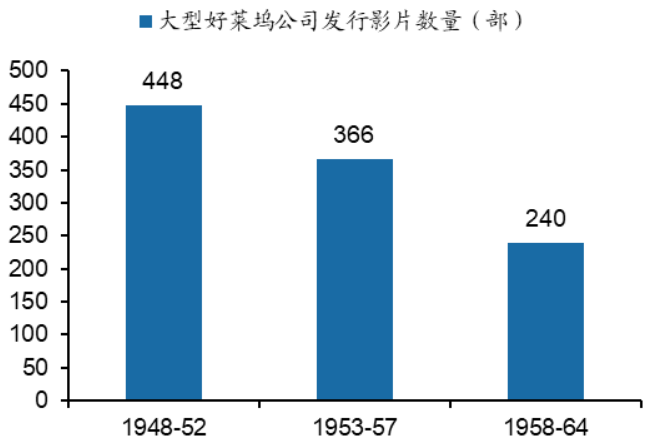
大制片厂的收缩战略和资本、人力在好莱坞层面的充分涌动让一批独立制片公司开始兴起。迪士尼就是在1953年正式成立了自己的小型发行公司Buena Vista，主要发行自己的动画长片。而独立的制片人开始创建好莱坞现在盛行的“Packaging”交易，即通过制片人或者经纪人将剧本和制作人才组建成暂时的公司制作电影，最后依托大的发行公司发行影片。这在客观上导致了独立制片商的兴起和艺人经纪公司的权力日益变大。根据《好莱坞电影：美国电影工业发展史》，八大代为发行的独立制片商的影片数量从1945年的45部迅速上涨至1957年的165部，而自己的影片则由1948-1952年的448部下降至1958-1964年的240部。

图22: 大制片厂发行独立制片商的影片增多



资料来源: 《世界电影史》，广发证券发展研究中心

图23: 大制片厂自己出品的电影作品逐渐减少



资料来源: 《世界电影史》，广发证券发展研究中心

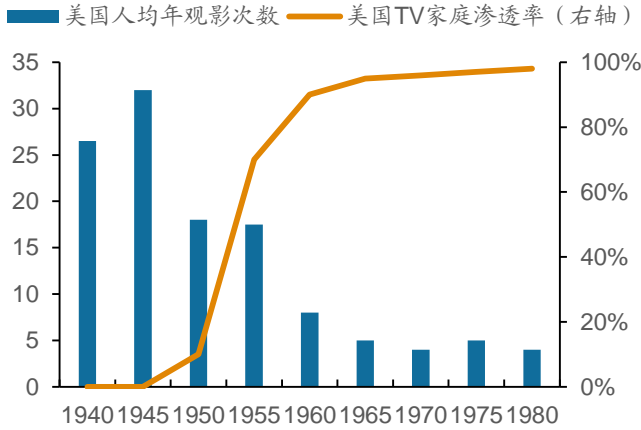
#### 4、1960-1970 年好莱坞黑暗时代：制片厂衰落，尝试电视节目制作业务

派拉蒙法案后，美国大型制片厂在产业当中的主导地位已经迅速衰落，伴随着美国“逆城市化”和电视行业的兴起后，电影这一娱乐形式的竞争能力也在显著下降。1) 美国电视的保有量在战后飞速增长，根据《世界电影史》和《迪斯尼百年沉浮》，电视家庭渗透率在1950年达到15%左右，其后在1955年迅速上升至7成以上，而在1960年代初美国家庭的电视渗透率已经达到90%以上；2) 电视兴起本身也受到了



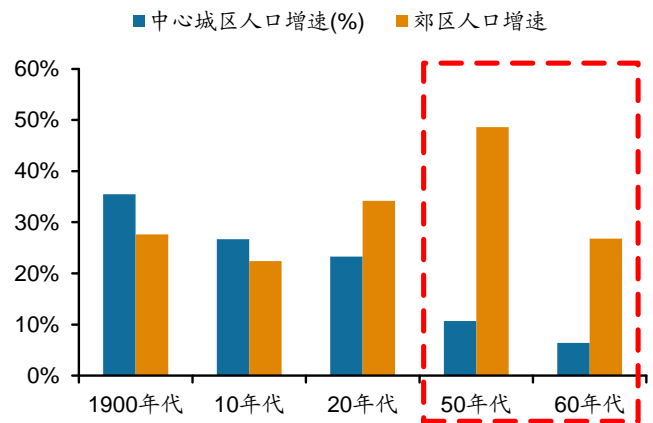
战后美国家庭迁往城市郊区的逆城市化推动，战后美国各州兴起修建的高速公路方便了城市通勤，而相应导致了城市人口迅速前往郊区，形成“逆城市化”现象，而电视、汽车等都是新建家庭几乎都会购置的可选消费品。

图24: 美国观影人口在1950年代后出现了显著下滑



资料来源: 京华出版社《迪斯尼百年沉浮》，广发证券发展研究中心

图25: 美国战后出现了明显的逆城市化现象



资料来源: The politics of American cities : private power and public policy[M], 广发证券发展研究中心

**贯穿传媒历史的规律是：低频&难获取的娱乐形式和介质总是被高频&易获取的娱乐形式和介质取代。**相对于原来的电影，电视节目的获取成本更低、可消费频次更高，电影的优势开始从“故事”移向“奇观”。这一期间制片厂发行的影片数量集中在12-20部左右，同时只有投入了高预算、同时在全美各个地方同时上映形成“事件”的巨片才能赚取利润，大部分影片开始亏钱。根据MPAA统计，1960年-1968年期间发行的影片仅仅只有1%的毛利能够超过100万美元。

制片商的经营风险开始变大，并开始失去好莱坞中心的地位。根据1972年的《万象》杂志，1971年的整个行业的票房收入被14部影片攫取，同时全年的影片1/3亏损。这背后是大型制片商对于“巨片”的不断过度投资，导致大型的制片商也开始出现严重的亏损，1957年，雷电华已经因为影片损失而宣布破产，米高梅也在1962年因为一部影片巨亏2000万美元。为了分担风险，大公司也开始让渡出制片的核心地位，取而代之的是好莱坞复杂的“一揽子”交易，也就是我们在前文中介绍的以某些核心创作人员或者演员为中心设计公司和合作，大厂提供部分资金和发行服务，最后“一次性”地制作影片的模式。

大制片商在内外交困下，突围路径主要有二：1) 大规模进军电视制作业；2) 寻找大型集团提供财力上的庇佑。由于派拉蒙法案规定制片公司不能拥有渠道，因此好莱坞公司无法发展有线电视网络，但一方面，有线电视网络需要依赖好莱坞已经形成片库的资源供应，另一方面大制片厂也在不断尝试制作电视节目。如华纳兄弟最初替美国广播公司制作的《华纳兄弟的礼物》收视率开播即宣告失败，而后华纳兄弟又尝试制作了《夏安》，终于获得成功。到了大概60年代末、70年代初，主要的好莱坞大公司生产的节目已经占到电视网节目的一半，80%的黄金档节目是由好莱坞提供的，这部分给好莱坞制片商提供了稳定的毛利。而几家大的制片厂由于遇到了财务上的各类问题，同时其拥有的片库、地产极具潜力，而成为了更大财团的并购对象。如环球影业被美国音乐集团入股并购，派拉蒙被综合性集团海湾-西方公司并购，米高梅被拉斯维加斯的金融家Kirk收购，联艺公司被联美并购，而华纳兄弟在先与七艺公司合并后被金尼公司并购。客观上，大制片厂归于大型集团是为其利润提供了平滑器，降低了经营风险，但也带来了老牌制片厂的进一步衰落。



**表 3: 1950-1970 年好莱坞大制片厂被综合性集团并购简况**

年份	并购对象	并购者	备注
1957 年	雷电华	霍华德·休斯 (Howard Hughes)	后仍宣布破产
1959 年	环球影业	美国音乐集团 (MCA)	演员代理、制片公司
1966 年	派拉蒙	Gulf and Western	汽车缓冲器+地产业务等综合性集团
1966 年	米高梅	Kirk Kerkorian	金融企业家
1967 年	联艺	Transamerica Corporation	金融服务和汽车租赁公司
1967 年	华纳兄弟	Seven Arts	电影制片公司
1969 年	华纳兄弟	Kinney National	汽车租赁、停车场、墓地、建设等

资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券研究与发展中心

**1970年开始好莱坞出现了一定程度上的票房回暖，但并未带来制片厂的复苏。**1970年开始出现了一批异常成功的“作者影片”，如《教父》、《大白鲨》、《星球大战》等，为大制片厂赚取了过亿的收入，但是这些影片在性质上仍是好莱坞一贯高投入、高预算的“必看大片”的延续，另一方面，作者的色彩过于浓厚则是因为影片的生产逻辑发生了重大转变，从制片厂风格浓郁的生产方式变为了建立在“Packaging”一揽子交易基础上、由明星和导演认同、经纪公司在后操盘的新模式。这些获得丰厚回报的影片主要新在技术的升级带来了视效升级，重新将喜爱奇观 (spectacle) 的观众拉回了电影院，但由于这样的影片数量有限，这时期并没有重新让制片厂回到好莱坞中心的位置。曾经的三小联艺甚至于1980年宣告破产，后被米高梅收购。

**表 4: 1970 年部分作者标签明显的电影取得了惊人的票房回报**

影片	时间	导演	发行公司	国内票房回收	总回收
教父	1972 年	弗朗西斯·福特·科波拉	派拉蒙	8100 万美元	2.85 亿美元
驱魔人	1973 年	威廉·弗里德金	华纳	1 亿美元	5500 万美元
大白鲨	1975 年	斯皮尔伯格	环球	1.3 亿美元	-
洛奇	1976 年	约翰·阿维尔森	联艺	5600 万美元	-
第三类接触	1977 年	斯皮尔伯格	哥伦比亚	8200 万美元	-
周末夜狂欢	1977 年	约翰·巴德姆	派拉蒙	7400 万美元	-
星球大战	1977 年	乔治·卢卡斯	二十世纪福克斯	1.9 亿美元	5 亿美元

资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券研究与发展中心

**正如我们在前面强调的，好莱坞的生产组织核心开始由制片厂移向把控人才要素的经纪公司。**WMA和CAA在20世纪的60、70年代开始大放异彩，其负责将一部影片的基本要素如剧本、核心明星、导演组合在一起，然后出售给好莱坞的大公司，这个合同计划将成为电影融资、租借设备场地、吸引其他演员的核心凭依。也就是说经纪人某种程度上充当了原来制片厂体系下制片经理的角色。这一趋势与我们前文中提到的资本和人力资源在好莱坞范围内（而不是单个制片厂体系内）充分涌动的

后果，甚至许多制片厂的制片人也开始出来作为独立经纪人活动。

表 5: 好莱坞的四大经纪公司均在影片生产组织中发挥了重要作用

好莱坞四大经纪公司	成立时间	创始人	员工数量（目前）	业务范围
国际创意管理公司 (ICM)	1975 年	马文·约瑟夫森	约 270 位经纪人	集中在电影明星、导演等，在后收购了 N.S. Bienstock 进军新闻业
创意艺术家经纪公司 (CCA)	1975 年	迈克尔·奥维茨	约 2000 名员工	最初集中在电视、电影、新闻，后拓展至体育、营销、科技领域
威廉·莫里斯经纪公司 (WMA)	1898 年	威廉莫里斯	约 5000 名员工	2013 年收购体育人才经纪公司 IMG
联合精英经纪公司 (UTA)	1991 年	鲍尔·班尼戴克	约 300 名经纪人	起初主要系电影明星、电影导演，后新闻领域

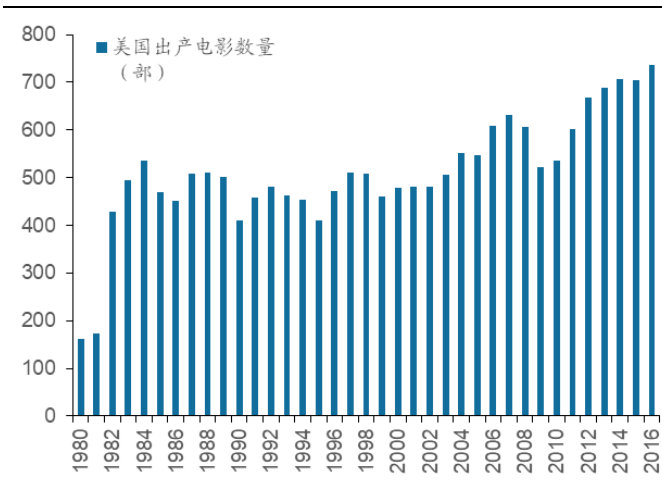
资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券研究与发展中心

### 5、1980-2000 年再次复兴：大型公司与电视网结合，开启多元化变现

好莱坞在1980年之后重新步入复兴时期，这期间老牌制片厂并不是重新成为了制片业的中心，而是与电视网深度融合，成为了媒体集团的一部分，并凭借集团的力量延展了电影产业链，打开了盈利瓶颈。

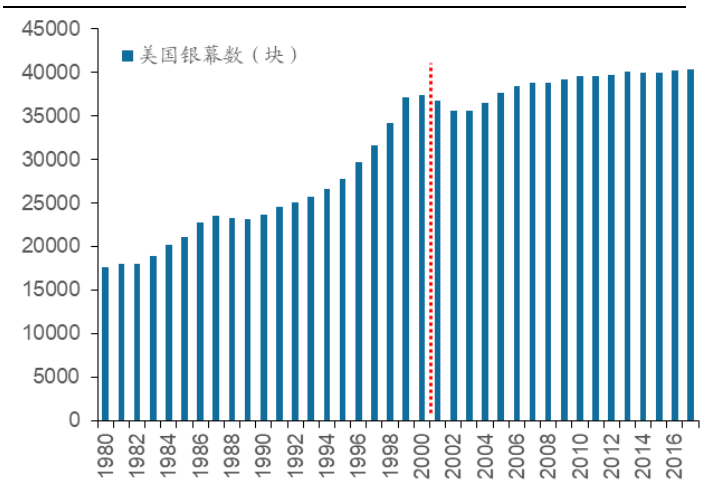
根据Box Office Mojo统计，北美市场整体票房在1980年之后得到了缓慢的恢复，票房从1980年的28亿美元左右上涨至2000年的76亿美金左右。与之相伴随的两个现象是：银幕数的再次扩容和好莱坞出产影片数的回暖。商业中心新的现代化多厅影院替代了原来美国的单厅影院，银幕数开始恢复增长，到2000年约有3.7万块银幕后增长逐步趋缓，2017年北美银幕数约为4万块；而从1980年到2000年全美电影院数量从13100家左右降至7421家左右。而好莱坞产出影片从1980年初的200来部增长至2000年前后的近500部。我们认为，这一轮影片和整体产业的回暖主要归功于好莱坞巨头的进一步整合。

图26: 好莱坞的影片产出在80年代后迅速增长



资料来源：Box Office Mojo，广发证券发展研究中心

图27: 北美市场的银幕重新恢复增长至4万块左右



资料来源：Box Office Mojo，广发证券发展研究中心

80年代，随着里根政府在经济上实行更加自由宽松的政策，派拉蒙法案已经名存实亡，美国司法界对此有了更加温和的解释，因此好莱坞制片厂同样可以介入渠道类资产的经营。80年代开始，好莱坞又陆续进行了一轮新的整合，80年代末环球、哥伦比亚、华纳兄弟、派拉蒙分别都并购了部分的影院资产。另外米高梅收购了联艺，实现了横向片库的整合，而哥伦比亚被可口可乐溢价收购，后又转手卖给了索尼。

表 6: 80 年代好莱坞电影公司曾经重新重启垂直整合和横向并购

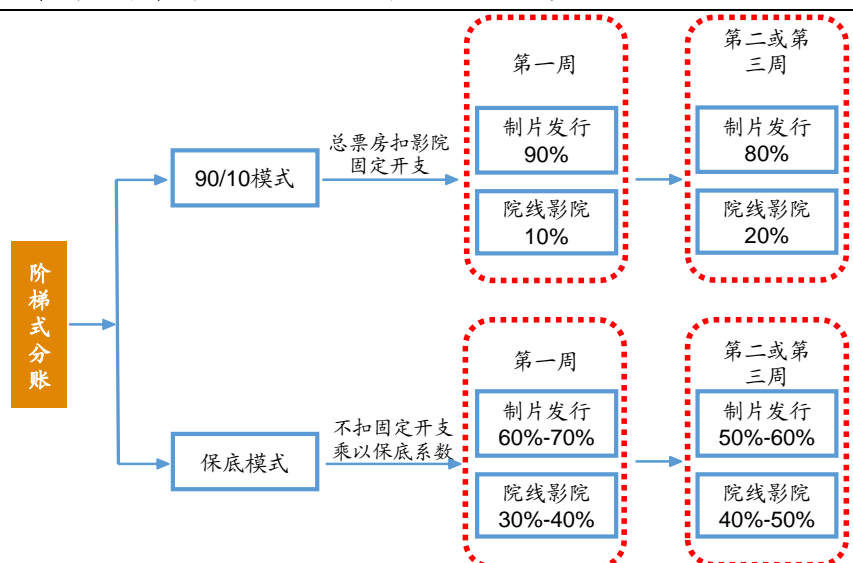
年份	并购发起方	并购对象	备注
1980 年	米高梅	联艺	此时米高梅属于 Kirk Kerkorian 控股
1982 年	可口可乐	哥伦比亚	7.5 亿美元对价是当时哥伦比亚市值的 2 倍
80 年代末	MCA/环球	影院渠道	派拉蒙法案被重新温和解释
80 年代末	哥伦比亚	影院渠道	派拉蒙法案被重新温和解释
80 年代末	华纳	影院渠道	派拉蒙法案被重新温和解释
80 年代末	派拉蒙	影院渠道	派拉蒙法案被重新温和解释

资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券研究与发展中心

值得注意的是此时的院线行业已经不是影片盈利的关键。同时由于上游的发行方集中度更高，好莱坞实行的阶梯式分账对院线非常不友好，比如一部电影上映，可以采用 1) 90/10 分账，即是首周影片票房减去电影院前期必要固定开支后毛利的 90% 分给制片方和发行方，院线方分 10%，之后制片和发行方每过一段时间就降低自己的分成比例。2) 保底模式，首周总票房乘以一个保底系数（一般为 60%-70%）得到制片发行方的分账收入，之后也会随之降低分成比例。

另一方面多轮播映模式的拓展让院线影片的曝光期越来越短，其引爆注意力的作用也在下降。由于 80 年代录像带、90 年代 DVD、21 世纪互联网等播映渠道的兴起取代了之前二轮、三轮影院的作用，院线逐渐失去了多级播放的能力，大片为了追求效果往往追求在首轮就在全国大范围上映，多轮放映延长影片盈利周期和扩大影响力的做法逐渐消退。

图 28: 好莱坞的阶梯式分账决定了院线的盈利能力并不强



资料来源：好莱坞研究所，AMC 财报，广发证券发展研究中心

除了收购院线进行垂直整合，好莱坞巨头们也开始新设或者横向并购部分独立制片商，内容的集中度进一步提高。打开了单片盈利瓶颈的好莱坞急需大量作品来持续验证好莱坞的赚钱逻辑，因此新类型片的挖掘成为各大制片商的重点。迪士尼1984年成立试金石影业，主要是在迪士尼本身针对青少年的基础上单独列出一个针对成年人的品牌，而收购米拉麦克斯这主要是对自己实力的补充。而华纳90年代建立了旗下的两大王牌厂牌：城堡石影业和新线影业。另外典型的还包括福克斯新设探照灯、哥伦比亚/索尼影业旗下的索尼经典等。

**表 7：好莱坞大厂开始重新重视低预算影片，自设和并购独立制片商**

集团	年份	厂牌	备注
迪士尼	1984 年	Touchstone Picture	内部设立的试金石主要针对成年人品牌，代表作为《女郎俱乐部》、《林肯》等
迪士尼	1993 年	米拉麦克斯	作为独立制片厂牌，并购对价约为 6000 万美元，代表作为《性、谎言和录像带》
时代华纳	1994 年	Castle Rock	先被华纳广播并购后被华纳兄弟并购，主要代表作品为《当哈利碰上莎莉》
时代华纳	1994 年	NEW Line	先被华纳广播并购后被华纳兄弟并购，主要代表作品为《忍者神龟》
福克斯	1994 年	Fox Searchlight	主要发售非主流低成本的影片，主要代表作包括《冰风暴》、《朱诺》
哥伦比亚	1994 年	sony pictures classics	主要针对经典影片的再制作，代表作包括《绝代妖姬》、《蝴蝶夫人》

资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券研究与发展中心

**好莱坞大制片商在80-90年代经历了一系列的整合之后终于将自己变成了大型媒体集团的一部分。**好莱坞公司在电影产业里面的垂直整合让位于更大的新兴媒体集团式的整合，媒体集团当中在内容端包括电影、电视剧、动画等产品形式；在发行和宣传端有覆盖全球的发行网络和出版报业媒体；在渠道端有院线影院的一级发行体系和录像带、DVD、有线电视、卫星电视等二级发行体系；在后端还有消费衍生品、主题公园、游戏等IP产业变现末端。

- 华纳兄弟：与时代杂志合并后又收购了特纳广播网，旗下拥有了CNN等电视网渠道，而集团还拥有华纳自建HBO付费有线电视渠道；在音乐方面，公司旗下包括了三大音乐集团：华纳音乐、Atbntic、Elektra；另外在出版、零售、体育等方面也有布局，华纳整体是90年代好莱坞最大的媒体集团。
- 迪士尼：一跃成为了好莱坞新巨头，而且是唯一公司控股权始终留在好莱坞的巨头企业，旗下包括了多个制片品牌；另外在有线渠道上有ABC、EPSN、迪士尼有线等渠道，实体娱乐方面有迪士尼主题乐园。
- 派拉蒙：90年代被有线运营商Viacom并购，有线电视渠道方面拥有CBS、MTV、VH1等，另外还收购了当时最大的DVD租赁商Blockbuster video stores。
- 索尼：1989年34亿美元收购了哥伦比亚公司，由于日资控股，索尼是好莱坞六大中唯一不拥有公共电视网的媒体集团，但也有院线、DVD渠道、家庭娱乐设备（游戏机等）、音乐集团等资产。
- 20世纪福克斯：1985年默多克高价购入20世纪福克斯，并整合了手中的电视台资源，



FOX成为了全美第四大电视公司，而默多克的新闻集团旗下还拥有大量的出版社、报社资源（后出版和报社业务于2013年分拆）。

- 环球影业：2000年被法国媒体巨头维旺迪并购，后股份于2004年被出售给了GE，有线运营商康卡斯特后收购环球影业母公司NBC组建了新的媒体集团。

表 8: 好莱坞巨头在 90 年代进一步整合，成为大型的娱乐媒体集团的一部分

2002 年美国好莱坞六大和所属的媒体控股集团

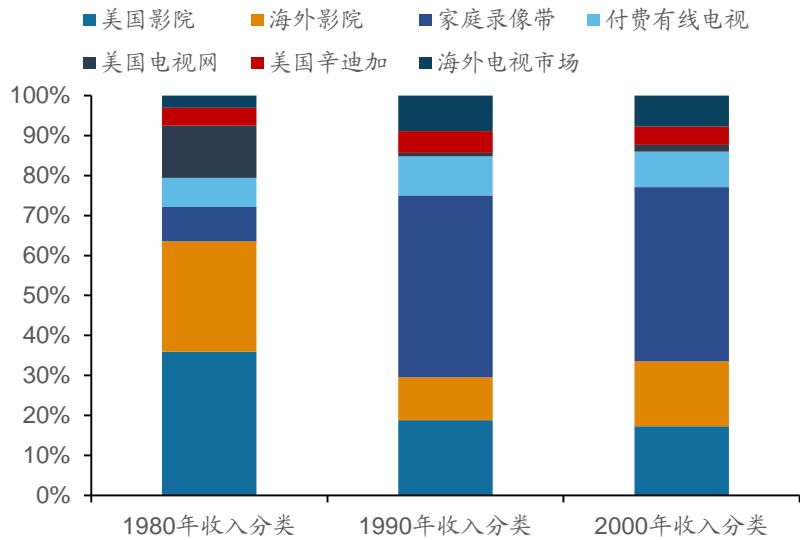
	时代华纳	迪斯尼	维亚康姆	索尼	新闻集团	维旺迪环球
电影制作与发行	华纳兄弟、Castle Rock、新线 Fine Line	傅伟、好莱坞影业、试金石、迪斯尼影业、Miramax	派拉蒙影业	哥伦比亚影业、TriStar、城堡石、Mandalay、索尼经典	二十世纪福克斯、斯.福克斯、2000、福克斯探照灯	环球、宝丽金、Working Title、Focus
影院	西纳美利加		Famous Pliucts、西纳美利加	Loews Cineplex Entertainment		Cinepleat Odeon
广播电视、有线电视与卫星电视	CNN、HBO、WB 网络、特纳网电视、特纳经典电影、卡通网	傅伟电视、ABC、ESPN、迪斯尼频道、Lifetime、本地电视台	CBS、MTV、VH1、镍币影院、UPN、娱乐时间	哥伦比亚、三星电视	二十世纪福克斯电视、福克斯网、Sky TV、Star TV	环球电视、USA 新闻（部分所有权）
出版	Little、Brown、华纳图书、Time、Life、Sports Illustrated、People	资本城报业、杂志、Hyperion Books	Simon & Schuster、Prentice Hall、Free Press、Webster's Dictionary		TK Guide、Harper Collins、West-view Press	Penguin、Putnam
音乐	华纳音乐、Atbntic、Elektra			哥伦比亚、Epic、索尼经典		美国音乐、Polygram
其他	美国在线互联网服务提供商、零售店、Six Flags Theme Parks、Adanta Braves、Atlanta Hawks	产品销售，迪斯尼主题公园和度假胜地、迪斯尼商店、体育队、百老汇地产	Blockbuster video stores、Great America、Kings Dominion Theme	视频游戏、消费电子产品（随身听、特丽珑电视、游戏机等）	养羊业、航空公司	环球主题公园、地产、视频游戏

资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券研究与发展中心

正因为制片公司被并入了业务范围更广的媒体集团当中，好莱坞影片的多元化经营迅速发展。根据Bloomberg，我们先不计算主题乐园和IP衍生等收入，仅以影片放映体系进行分析。1980年有36%的好莱坞收入来自国内影院，28%来自海外影院放映，但到2000年两项占比分别下降至和17%和16%。而取代了原来多轮放映体系的新二级发行市场所占收入份额迅速上升，家庭录像带/DVD占比有8%上升至43%，付费电视、电视网等收入上升至10%左右。正如我们在前面提到的，新的二级发行市场体系让院线的影响力衰退了，而让电视这一媒介的作用深度参与到了好莱坞的商业链条中来。



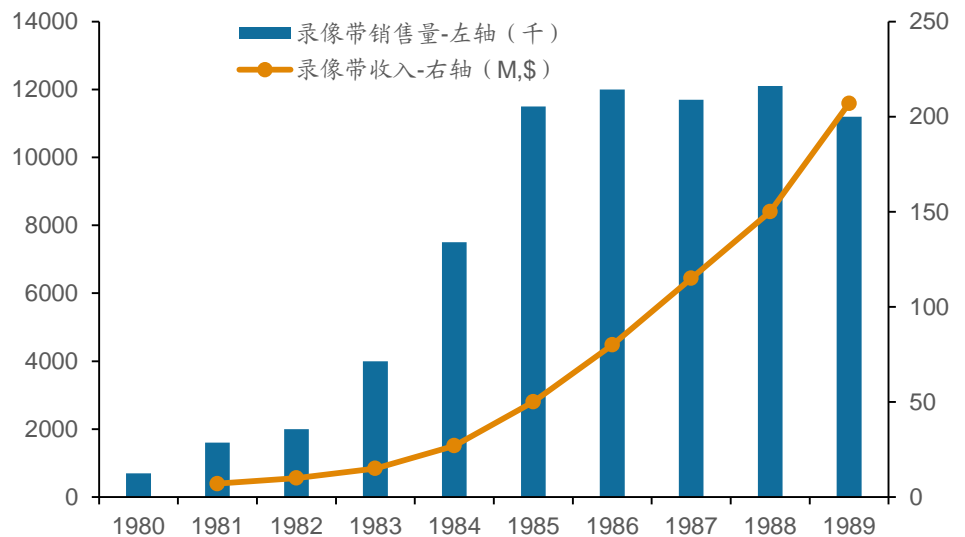
图29：1980年到2000年好莱坞的收入里国内影院占比在持续下降



资料来源：Bloomberg，华夏出版社《好莱坞电影：美国电影工业发展史》，广发证券发展研究中心

**80年代诞生的录像带市场是好莱坞开始回暖的助推剂之一。**新的录像带/DVD发行体系让影片的变现能力不仅仅限于票房，而且生命周期得到了加强。《好莱坞电影：美国电影工业发展史》提到，在90年代初，美国每个家庭平均都拥有3-4份录像带，录像带整体市场从1980年不足10亿美元迅速发展至1986年超过120亿美金。后来诞生的DVD逐渐以更加清晰的画质和更加便捷的使用方式取代了录像带的位置，录像带和DVD一起构成了家庭娱乐的重要产品。

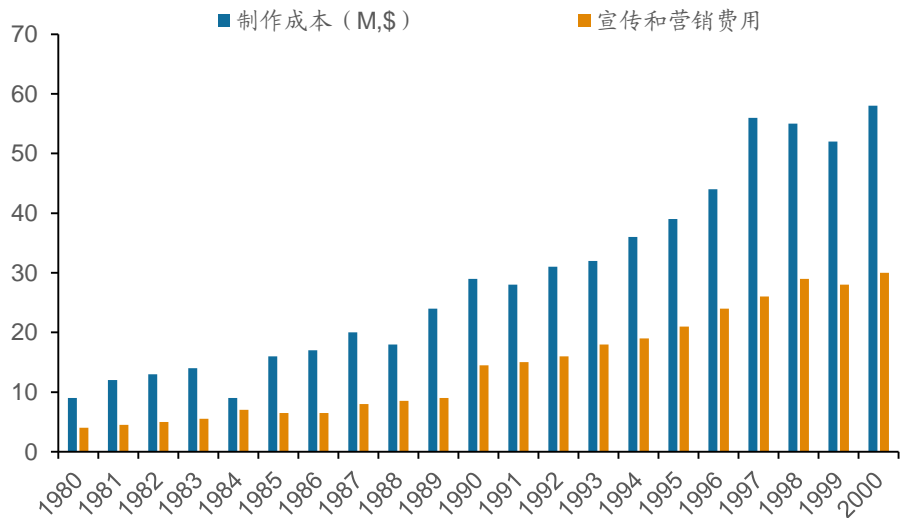
图30：80年代诞生的录像带市场取代了原来二轮或者三轮影院放映的地位



资料来源：华夏出版社《好莱坞电影：美国电影工业发展史》，广发证券发展研究中心

正因为影片开始成为大型娱乐集团IP产业链的源头，好莱坞大公司们对于“票房”的盈利要求有所降低而强调影片IP形象和知名度的塑造。根据MPAA统计，仅80年代后期，好莱坞影片平均预算就上涨超过40%，同时成本也在此基础上上涨超过60%，市场的宣发费用增长更为迅速，在90年代差不多是翻倍的增长，1999年用于影片广告的费用按照1985年的物价计算超过了2亿美元，相比1980年左右上浮超过4倍。

图31：1980年来好莱坞制作和宣发成本上涨超5倍（85年为价格基期）

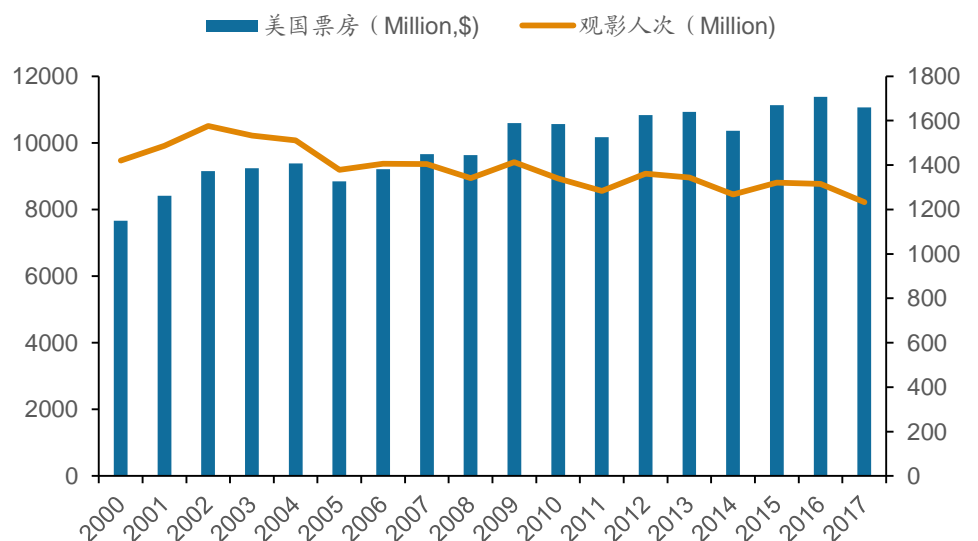


资料来源：华夏出版社《好莱坞电影：美国电影工业发展史》，MPAA，广发证券发展研究中心

## 6、2000年以来好莱坞巨头的两大趋势：国际化和应对互联网化

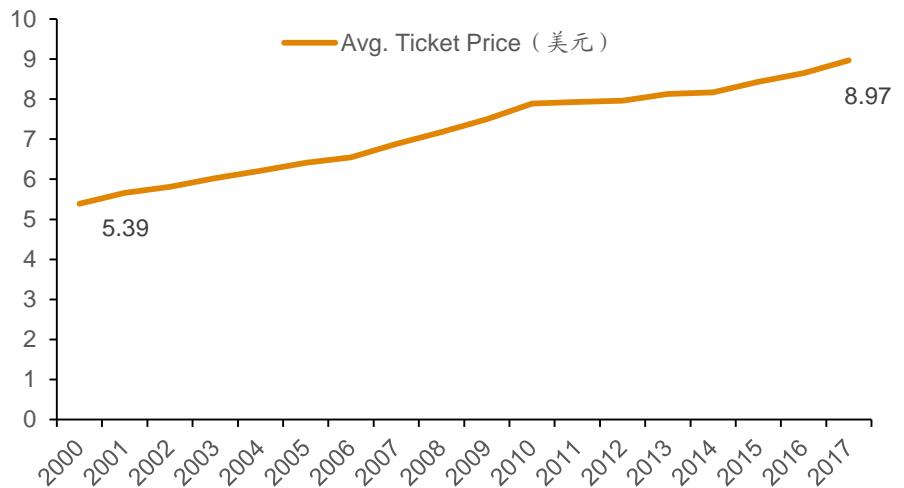
Box Office Mojo数据显示，2000年以来美国本土电影市场增长并不明显，整体上观影人次还略有下滑。2017年全年美国的观影人次为12.3亿人，相比2002年的高点15.8亿人下滑约22%，但整体票房市场却由当年的91.6亿美元增长21%至2017年的110.7亿美元。票房的主要增长动力来自于票价提升，2000年美国的电影平均票价约为5.4美元/张，2017年约为8.97美元/张，上涨接近70%。但整体而言国内的票房增量是无法支撑六大媒体集团的盈利规模增长，好莱坞巨头的营收利润增长在21世纪的关键词主要为“国际化”，遇到的主要挑战则是互联网媒体的兴起。

图32：2000年以来美国本土电影市场的观影人次有所下降



资料来源：Box Office Mojo，广发证券发展研究中心

图33: 美国国内票房的增长主要依靠票价提升实现



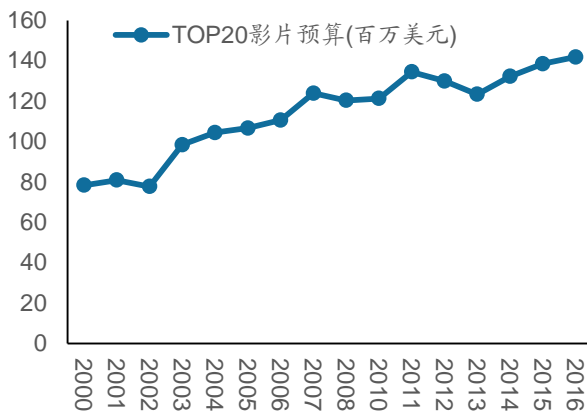
资料来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

在90年代之前, 好莱坞的影片可以分为三类: 超高成本影片、由大公司投资和发行的中等明星加盟的影片、独立的低成本影片; 而随着进入21世纪, 逐渐演变为两大类影片种类: 大预算的可以依赖国际市场的影片(主要由好莱坞六大发行)和中低预算主要针对本土市场的影片(可以由Mini Major负责发行), 影片赚钱的马太效应同样在加剧。

**80年代开始, 多元化助推了制片成本的上升, 而国际化加强后, 头部影片的预算增长更加惊人。**我们根据Box Office Mojo的数据统计, 北美电影票房前20名的大片成本上升速度领先于整体票房市场的增速, 2000年平均TOP20的单片制片成本还不超过8000万美元, 而2016年已经达到了1.4亿美元之多。

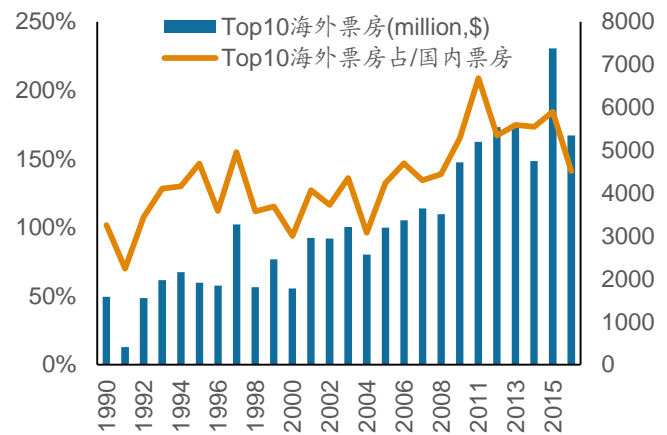
**好莱坞在三个方面越来越国际化: 资本、人才和总体收入构成。**《世界电影史》当中提到, 从1960年之后, 有超过1/3的好莱坞电影是在海外拍摄, 甚至在2000年好莱坞全年150亿美元的总制片预算当中有10%左右是能够享受德国的税收优惠的, 90年代的欧洲电影业有1/4的资本用于本土电影, 另外3/4的投资预算是对好莱坞开放的。在人才上, 欧洲、大洋洲明星前往好莱坞拍片的趋势越来越明显, 好莱坞越来越成为世界娱乐业的中心。而这些也明显反应在了收入的构成上, 2010年以后, 美国Top10影片的海外收入能够达到国内票房的150%-200%左右的水平。

图34: Top20影片的制片预算已经在飞速上升



资料来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

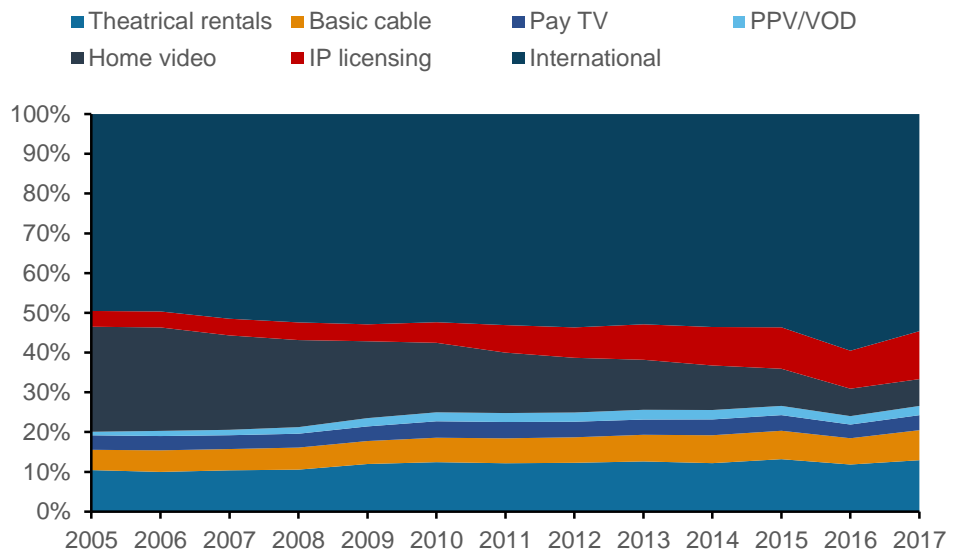
图35: Top10影片的海外票房上升势头更快



资料来源: Box Office Mojo, 广发证券发展研究中心

国际化也带来了收入结构上的变化。根据Bloomberg的行业数据统计,2005年之后,好莱坞营收结构中国际收入占比略有提升,甚至已经超过50%,而IP收入每年的授权收入占比也有所提升,达到约12%。总体上规模较大的好莱坞巨头在这一趋势中也更加受益,一方面他们占据了大部分的海外收入,另一方面他们在IP授权方面的收入也远超中小厂商。

图36: 2005年以来国内票房占好莱坞收入仅为10%左右

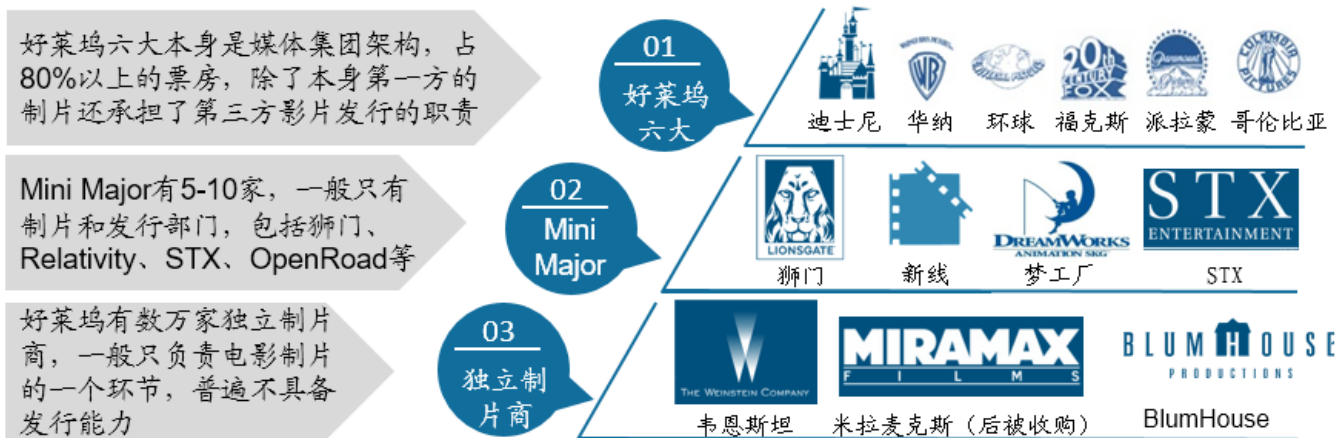


资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

影片盈利力量级上的差距也导致了制片厂之间的差距迅速拉开,目前好莱坞在制片发行体系上已经形成了完整的等级体系。最顶层的是我们熟知的好莱坞六大,或者成为Major Studios,包括迪士尼、华纳、环球、福克斯、派拉蒙和哥伦比亚,这六家公司主要做高投入预算的超级电影,其所属的媒体集团有完整的国内外发行体系;而其次下一层是规模略逊的制作和发行公司,我们称为Mini Major,包括狮门、梦工厂、STX、新线等都属于这个层级,他们比较欠缺的是电视网络的发行渠道和海外完整的发行体系;第三层就是独立的制片和发行公司,目前这类公司的电影发行体系主要有三种方式:1)委托六大或者Mini Major做影院发行;2)通过小型路演、电影节等方式找到其他影片发行商,参与电影和电视交易市场。3)直接通过互联网平台发行影片。



图37: 好莱坞在制片厂等级上形成了六大→Mini Major→独立制片商的体系

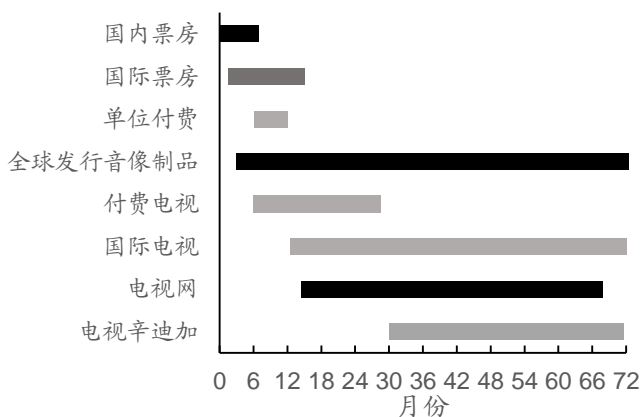


资料来源：北大出版社《世界电影史》，广发证券发展研究中心

国际化更多给了媒体集团巨头发展的助推剂，而互联网渠道的出现则更多是对好莱坞六大的挑战。在原有的影片发行体系当中，院线是第一发行渠道，发行商需要和放映商定投放地区、投放时间和投放模式以及配套的宣传，而制片和发行商可以分到90%的毛利。第二发行渠道一般是Home video市场，包括DVD直接销售和租赁，制片方可以分到10-15%左右的毛利；第三发行渠道主要是电视，付费台主要包括HBO、Showtime、Cinemax等，这一轮发行中片方能够拿到点播分成，其后才会发行至公共台，这类广告支撑的电视台通常以买断片源为主；除此之外还有一些电视辛迪加、机场等其他较小的分成渠道。

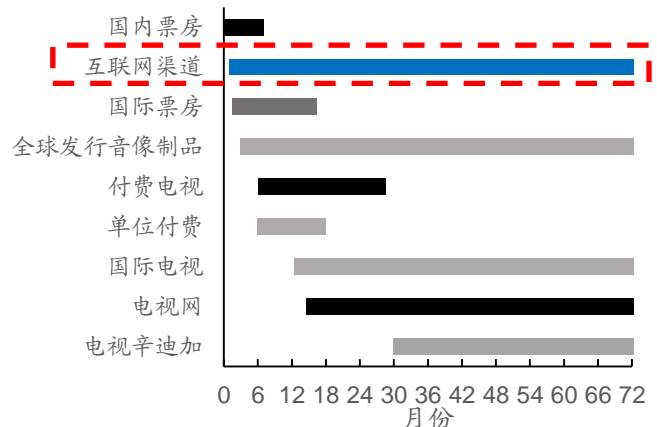
但互联网流媒体崛起后，大大降低了旧发行体系中二轮之后的渠道价值。目前互联网渠道距离院线渠道的窗口期在30天-90天不等，视具体情况而定。但互联网流媒体的缩短窗口期和点播成本过低则导致了付费电视、电视网、DVD销售的吸引力急剧下降。Netflix这样的流媒体巨头甚至自己生产了部分影片，不流入院线发行市场，直接在流媒体上点播播放。2015年Netflix影片《无境之兽》遭到了RGC、AMC、Carmike和Cinemark北美四大院线的联合抵制，主要就是因为片方Netflix未能遵守90天的标准“窗口期”（即从影院上映到家庭点播等服务上线的时间间隔窗口期）规定。

图38: 2000年影片的播放渠道窗口期示意图



资料来源：华夏出版社《美国电影工业发展史》，广发证券发展研究中心

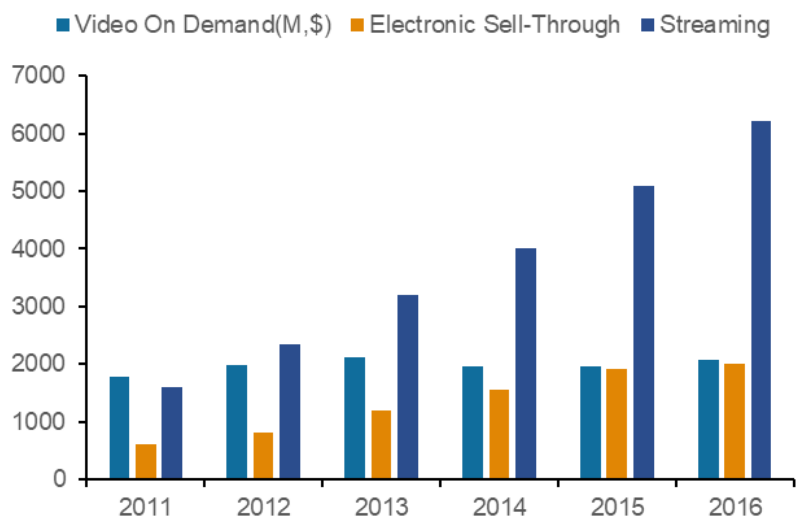
图39: 2010年影片的播放渠道窗口期示意图



资料来源：华夏出版社《美国电影工业发展史》，广发证券发展研究中心

除了对发行体系的冲击之外，互联网流媒体巨头的崛起或也将带来内容制作商格局的巨变。我们在前文中介绍了好莱坞目前森严的等级体制，好莱坞六大是通过自己雄厚的资金实力和媒体集团整体的变现渠道稳居娱乐行业一线位置。但近年来流媒体巨头Netflix、Amazon等飞速发展，流媒体市场目前已经完全超过了VOD市场，2016年就已经达到60亿美元以上。根据Netflix的财报，其2017年的营收规模达到117亿美金。而在改变了电视行业后，Netflix也宣布开始进入电影制片业，将在2018年推出80部原创电影，并在年内全部完成发行。这意味着Netflix每年影片的发行量已经超过了任何一家好莱坞六大公司，而且其制片成本并不低，其即将上映的《明亮》预算高达9000万美元。最昂贵的《爱尔兰人》将花掉1.02亿美元。

图40：近年来流媒体市场规模增长迅速，2012年超过传统媒体市场规模



资料来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

21世纪来，面对国际化带来的制片厂马太效应和互联网带来的压力，好莱坞六大选择了通过并购进一步提升内容端的集中度。

- 迪士尼：2017年之前先后并购了皮克斯、漫威、卢卡斯三大内容工作室，这三次成功的案例成功让迪士尼一举成为了好莱坞六大中的头名，2010年以来迪士尼凭借旗下漫威人物成功将超级英雄片发扬光大，截止2016年，漫威IP的超级英雄电影票房已经超过50亿美元，成为美国影史上第一Franchis。
- 华纳：在2000年并购美国在线AOL，想要打造互联网渠道和电视渠道双驱动的媒体集团，但随后美国在线经营出现重大失误，错失了互联网和移动互联网的机会，在2003年巨亏987亿美元，不得已于2009年从华纳公司中拆分出去，估值仅为34亿美元，相比并购的市值缩水超过90%。
- 康卡斯特：作为有线巨头，从GE处购入了环球影业，随后在2015-2016年以38亿美元并购梦工厂，增强了环球在动画电影上的储备。
- 索尼影业：哥伦比亚在六大当中一直偏弱势，但其于2005年通过并购基金并购了米高梅，并将米高梅最值钱的资产片库转移至索尼体系内，后2010年米高梅因为债台高筑而宣告破产。
- 狮门影业：作为最出名的一家Mini Major，狮门先后并购了艺匠娱乐、顶峰娱乐等内容上，并且与2016年出资购买了付费电视台Starz。

表 9: 2000 年以来好莱坞金额较大的并购和拆分预示内容端的集中度在提升

并购发起方	年份	并购对象	并购对价	备注
迪士尼	2006A	皮克斯 (Pixal)	74 亿美元	增强迪士尼动画实力
	2009A	漫威 (Marvel)	42.4 亿美元	超级英雄系列取得巨大成功
	2012A	卢卡斯 (Lucasfilm)	40.6 亿美元	美国第一 IP-星球大战系列
	2017A	20 世纪福克斯	524 亿美元	收购其内容和部分电视资产
华纳	2000A	美国在线	1640 亿美元	AOL 在 2003 年巨亏 987 亿美元, 后来于 2009 年 34 亿美元拆分, 单独上市
	2004A	出售华纳音乐	26 亿美元	出售给好莱坞私人公司
	2006A	剥离图书出版业务	5.4 亿美元	剥离给一家法国公司
	2013A	剥离时代杂志	17.5 亿美元	杂志出版业务单独上市
康卡斯特	2011A	NBC (包括环球影业)	300 亿美元 +170 亿美元	维望迪 2003 年出售 NBC 至 GE 公司, 2011 年康卡斯特并购 51%, 后于 2013 年完成剩余股份并购
	2016A	梦工厂	38 亿美元	收购梦工厂动画 IP 库
	2017A	日本环球影城	22.7 亿美元	收购日本环球剩余 49% 股份
索尼影业	2005A	米高梅	48 亿美元	后 2010 年米高梅宣布破产
狮门影业	2003A	艺匠娱乐	1.6 亿美元	独立影片发行商和制作商
	2012A	顶峰娱乐	4.13 亿美元	顶峰娱乐同为 Mini Major 一员
	2016A	Starz	41.54 亿美元	Starz 为付费电视台

资料来源: 北大出版社《世界电影史》, 广发证券研究与发展中心

另一方面, 好莱坞所属的媒体集团也同样开始提供流媒体点播服务, 但目前规模仍小。美国目前的流媒体市场格局如下图: 四大流媒体 APP, 其中 youtube 以短视频为主, 其他都是长视频, 根据 App Annie 和 BI 的估计, 目前在付费人数上大概是: Netflix (5100 万)、Hulu (1200 万)、Amazon Prime (6000 万, 包括购物会员); 而媒体集团中, 基本所有的免费电视网都开放了流媒体服务, 如 NBC、Fox、ABC、CBS 等; 最后就是付费电视台的流媒体服务包括 HBO、showtime 等。但总体来说, 好莱坞巨头所属的媒体集团提供的流媒体服务仍未成气候, 本身在内容供应上也因为担心付费电视渠道、院线放映渠道等等多有制掣, 相比 Netflix 规模仍然太小。

图 41: 好莱坞大型媒体集团也均开始提供流媒体服务



资料来源: Apple Store 排行榜, 广发证券发展研究中心

### 三、好莱坞并购历史的总结和启示

我们对好莱坞的并购史提炼出三个要点：1) 造成好莱坞产业巨变的主要外生冲击主要有消费者习惯变迁、媒介更迭和监管政策三大因素，其中前两者更为常见和重要；2) 好莱坞制片厂的演进史就是不断进行垂直整合和横向扩展，然后继续拓展业务边界最终形成大型媒体集团的过程；3) 渠道和发行方往往是并购发起者，内容商一般是被并购者，主要因为渠道和发行更容易提高集中度，形成规模上的先发优势，如果制片商缺少渠道分发电影产品，将给业绩和经营带来很强的不确定性。

#### 1、监管、消费者习惯变迁和媒介更迭为驱动产业并购的主要原因

首先消费者偏好和媒介更迭对电影这一娱乐产品的定位产生了巨大的影响，进而影响到了好莱坞的组织形式。随着80年代起录像带、DVD、付费电视、互联网等更加高频低廉的媒介形式出现，电影这一内容消费越来越偏向于“奇观”视效消费，而不是古典好莱坞的“故事”消费，后者的消费者需求已经由更加灵活的电视剧提供。从1980年至今的好莱坞大厂影片风格的转变也可见一斑。在80年代，迪士尼、华纳兄弟、二十世纪福克斯、环球影业、哥伦比亚和派拉蒙最赚钱的影片还集中在喜剧、剧情等偏向于“故事”功能的影片上，而在2010年之后六大的头牌影片类型已经基本集中在科幻、冒险、动作当中。好莱坞深谙高投入才能有高回报这一电影业的商业逻辑，目前六大宁愿生产一部高预算的超级影片，也不愿意以更少的预算生产3部中低成本的故事片，这类影片的IP效应不强，不符合好莱坞六大媒体集团IP长产业链的变现逻辑，所以这类影片的生产补足任务已经完全由独立制片商承担。

表 10：好莱坞六大后期的挣钱电影越来越偏向于视效大片

电影公司	项目	第一阶段： 1980-1990	第二阶段： 1991-2000	第三阶段： 2001-2010	第四阶段：2011 至今
迪士尼	代表作	漂亮女人	狮子王	加勒比海盗	星球大战：原力觉醒
	北美票房（百万美元）	178.4	422.8	423.3	936.7
	擅长类型	喜剧、动画	动画	冒险、动画	科幻、冒险
华纳兄弟	代表作	蝙蝠侠	龙卷风	蝙蝠侠：黑暗骑士	蝙蝠侠：黑暗骑士崛起
	北美票房（百万美元）	251.2	241.7	533.3	448.1
	擅长类型	动作、喜剧	动作、冒险	幻想	动作
二十世纪福克斯	代表作	小鬼当家	星球大战 1	阿凡达	死侍
	北美票房（百万美元）	285.8	431.1	749.8	363.1
	擅长类型	喜剧	科幻、喜剧	科幻、冒险	动作
NBC 环球	代表作	E.T.外星人	侏罗纪公园	拜见岳父大人	侏罗纪世界
	北美票房（百万美元）	359.2	357.1	279.3	652.3
	擅长类型	喜剧	喜剧	喜剧	动画、动作
索尼哥伦比亚	代表作	捉鬼敢死队	黑衣人	蜘蛛侠	蜘蛛侠：英雄归来
	北美票房（百万美元）	229.2	250.7	403.7	334.2
	擅长类型	喜剧	喜剧、动作	动作、冒险	动作
派拉蒙	代表作	妙探出差	泰坦尼克号	变形金刚 2	变形金刚 3
	北美票房（百万美元）	234.8	600.8	402.1	352.4
	擅长类型	剧情、喜剧	爱情、剧情、喜剧	动作	科幻、动作

资料来源：Box Office Mojo，IMDB，广发证券研究与发展中心



我们将更长的好莱坞历史进行总结可以发现，根据其制片厂所处阶段是扩张还是收缩，我们可以将好莱坞历史分为四个大的阶段：

- 1) 1900年前后好莱坞工业诞生之后一直到1945年，好莱坞的产业链一直处于逐渐被并购集中的过程，制片厂制度是这一体系运转的核心。发行和渠道提高集中度之后反向收购上游的制片厂形成垂直整合的体系，其后再通过对片源、首轮影院的高度控制形成垂直垄断体系，攫取产业当中绝大多数利润。
- 2) 1945-1970年这段时间由于派拉蒙法案的颁布、消费者行为的变化和电视媒介的逐渐崛起，好莱坞的大制片厂们整体规模在不断缩减。监管法案打破了原来大制片厂的放映环节的垄断，大型制片厂凭借资金优势进一步加强在发行交易环节的能力。而1950年之后美国人口郊区化和电视媒介的强势崛起，让电影从娱乐活动的中心地位逐渐消退，好莱坞大制片厂越来越依赖单部大片带来的票房利润，利润极度不稳定，最终在60-70年代被无协同效应的大型公司并购。
- 3) 1970-2000年这段时间是好莱坞又一次的扩张期，这时期好莱坞找到了与新兴媒介共赢的方式，消费者总是习惯更加高频和低成本的娱乐消费活动，好莱坞通过窗口期的设计，让有线电视、录像带/DVD等成为了影院渠道之外的又一轮播放体系。这期间的并购也是围绕此展开的，好莱坞制片厂与有线电视集团深度融合，最终形成了大型的媒体集团。
- 4) 2000年之后好莱坞迎来了机遇与挑战并存的时期，一方面媒体集团大而全的产业链帮助好莱坞的影片赚取了大量多元化的收入，包括国际化的收入，也因此制片商之间的马太效应越来越强；另一方面更为便捷的渠道互联网崛起，对好莱坞原来建立的影片播映体系形成了威胁。这时期的并购主要是好莱坞六大进一步提高了内容的集中度，另外也在积极寻找应对互联网流媒体企业的办法。

图42：好莱坞的并购历史主要经历了四个阶段



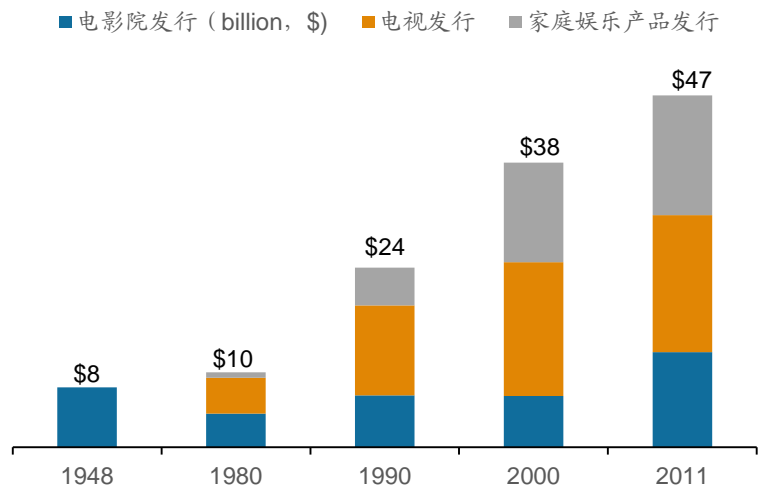
资料来源：北大出版社《世界电影史》，Bloomberg，广发证券发展研究中心

## 2、电影内容制片是皇冠上的明珠，但多元化是必由之路

好莱坞高管马丁·戴尔曾说：“电影工业的真正价值已不再是影片本身能产生多少利润，而在于它为企业与其他领域合作提供多少机会，电影开启了一个魔术般的王国。”这句话道出了好莱坞多元化经营的奥秘，电影更像一个IP源头，好莱坞通过电视产品、主题公园、日用消费品、原声带CD、电脑游戏和互动娱乐等形式不断乘数放大这一IP的影响力，并攫取利润。电影内容制片一直是好莱坞注重的中心，但多元化经营，从经营影像到经营IP版权，则是好莱坞巨头们的核心壁垒。

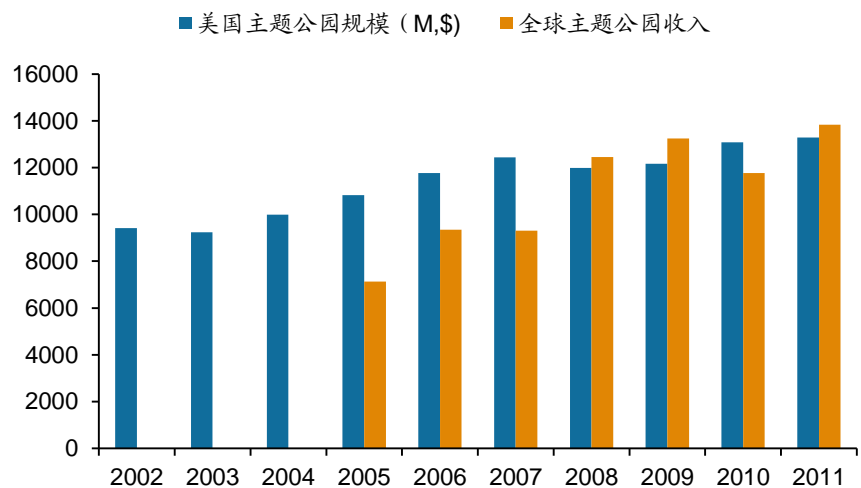
好莱坞本身的盈利多元化也经历了漫长的发展过程。从1960年电视开始兴起，好莱坞巨头受制于派拉蒙法案而无法直接并购有线电视渠道，只能通过内容制作的方式进入电视业拓展收入来源；在1980年出现录像带，电影可以作为家庭娱乐产品进行二次发行，好莱坞迅速拓展了自己的录像带/DVD渠道。《好莱坞模式：美国电影产业研究》中提到，截至2011年，好莱坞大公司电影在全球能够回收超过470亿美元的收入，其中家庭娱乐产品、电视发行和电影票房各占1/3左右。另外值得注意的是还有IP授权（如主题乐园）形式没有统计进来。而根据TEA的数据，美国主题公园的收入规模已经达到130亿美元左右。

图43：1948年以来好莱坞盈利多元化经历了电影→电视→娱乐产品的过程



资料来源：北京联合出版公司《好莱坞模式：美国电影产业研究》，广发证券发展研究中心

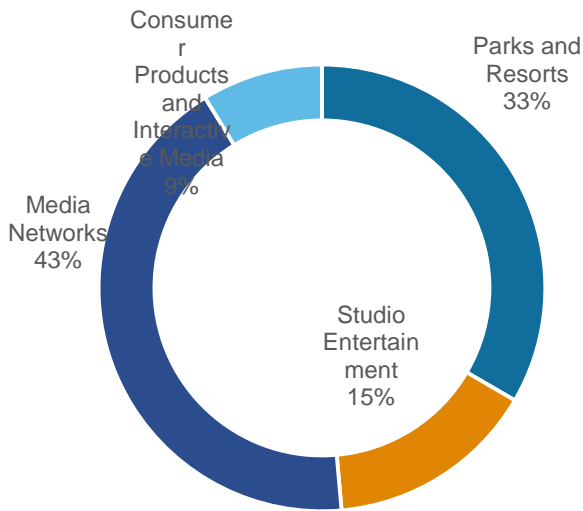
图44：迪士尼带动下，好莱坞公司又开辟了主题乐园盈利的新模式



资料来源：TEA, Company File and BI, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

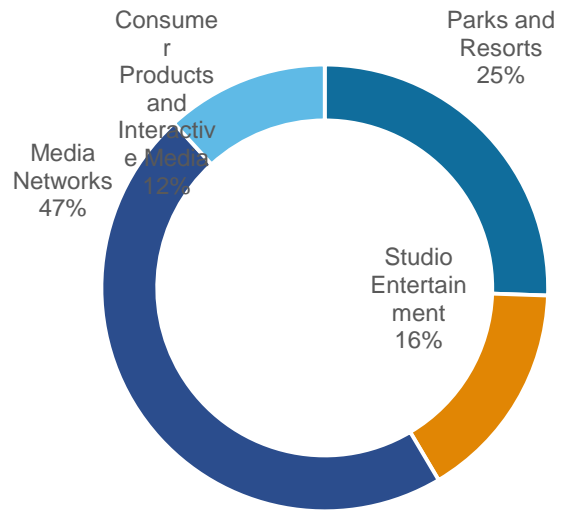
我们以迪士尼为例，拆分其2017财年的年报收入构成。迪士尼的业务主要包括主题公园和度假村、影视内容、传媒网络业务和消费品互动游戏四大块。在其中，生产影片的Studio Entertainment部门收入仅占迪士尼的15%，利润仅占营业利润的16%，但确实整个迪士尼公司的核心，其余业务均围绕着影片的生产展开。其他多元化业务方面，消费品和游戏占收入的9%和营业利润的12%左右；传媒网络占收入的43%和营业利润的47%左右，这部分主要包括ESPN等有线和付费电视网收入；而迪士尼乐园和度假村部门在2017年财年占约收入的33%和营业利润的25%。

图45: 迪士尼2017财年各项收入构成



资料来源: Bloomberg, 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

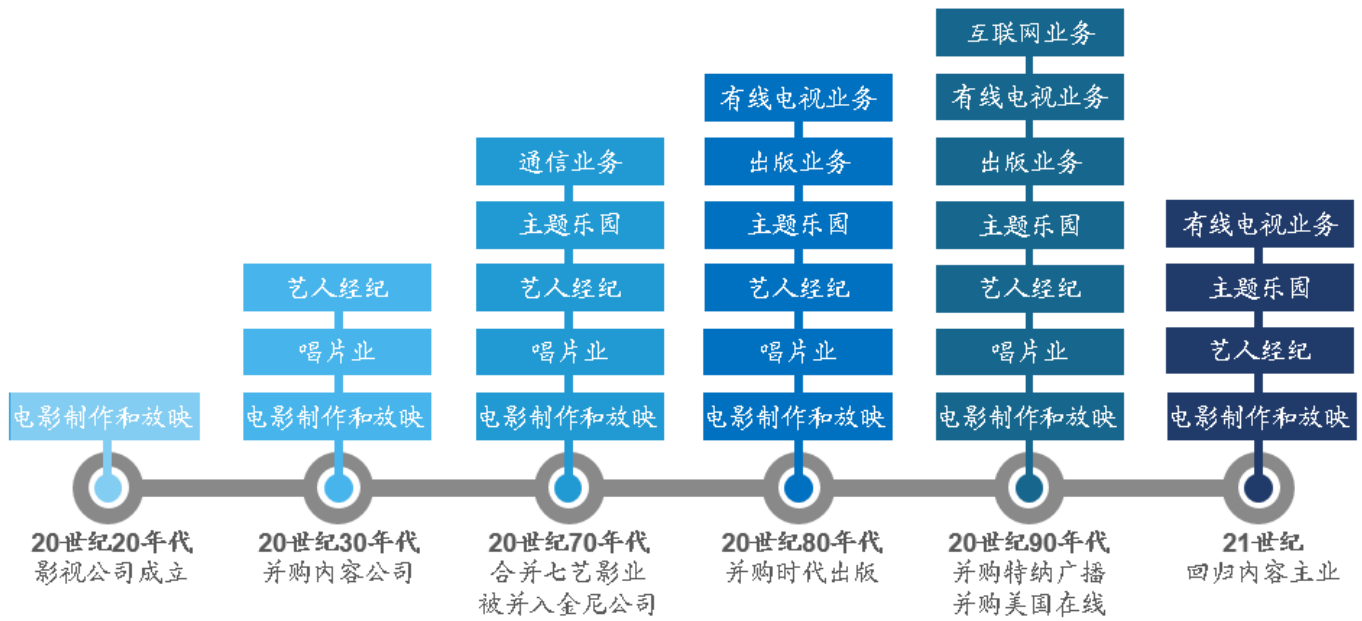
图46: 迪士尼2017财年各项营业利润构成



资料来源: Bloomberg, 迪士尼财报, 广发证券发展研究中心

**多元化的扩张主要是依赖并购而非内生能力进行的。**正如我们在前文中介绍的那样，在追求业务多样性的时候，主要的手段往往不是内生孵化，而是收购相应的资产进行业务拓展。我们以华纳兄弟为例，其创立是仅仅涉足电影制作业务，随后通过并购放映厂打通了电影的垂直产业链；20世纪30年代通过并购唱片公司和聘请乐队的方式让华纳进入了音乐行业；在70年代，公司首先与内容上七艺合并，然后被金尼公司收购，新涉足了通信行业和地产生意；80年代华纳兄弟与时代出版正式合并，华纳开始有了出版业务矩阵；另外90年代末公司大举并购了特纳广播网，正式进军有线和付费电视网，90年代末期公司想要并购美国在线形成互联网+有线电视双轮驱动，但美国在线经营糟糕，未能跟上互联网时代的进步速度，2003年形成巨亏，这让华纳元气大伤，进入21世纪后华纳先后剥离掉了自己的互联网公司美国在线和时代杂志社等出版业务，在战略上进行了收缩。但也可以基本看出，华纳兄弟进入新的领域基本上都是由并购资产开路，非内生孵化。

图47: 华纳依靠并购, 在历史上曾经涉足多项业务



资料来源: 中国人民大学出版社《时代华纳: 并购铺就的传媒帝国》, 广发证券发展研究中心

### 3、产业链条垂直的整合必将开启, 渠道的形式不限于院线

我们认为对于内容商来说, 进行产业链的垂直整合是十分必要的, 渠道和发行稳定的利润和现金流能够帮助制片商最大程度上的消除业绩的不确定性。

好莱坞曾经最大的制片商米高梅在后期发展的过程中股权几经变更, 经营层面自己主动放弃了放映和发行渠道, 回归核心制片业务。米高梅在1970年代便已经Kirk Kerkorian收购, Kirk并非电影行业出身, 其利用米高梅的名气涉足了旅店等业务, 也是此时, 米高梅将自己的发行权外包给好莱坞其他公司, 自己则专注于制片业务。进入了1990年代后, 没有自己发行网络和放映渠道的米高梅最值钱的只有片库, 但本身缺少渠道和发行能力导致其没有拓展多元化收入的能力。后米高梅2004年被索尼组织的并购基金收购, 2010年因为负债过多而宣告破产重组。

图48: 米高梅在50年代后逐渐丢掉放映和发行业务, 最终破产



资料来源: Tribbey C. MGM OUT OF BANKRUPTCY, 北大出版社《世界电影史》, 广发证券发展研究中心



狮门娱乐是最大的Mini Major之一，曾经出品过《饥饿游戏》系列和《广告狂人》等内容。其最大的问题就是缺少稳定的自有电视渠道，不利于做产品的分发。我们统计了1998年以来狮门影业并购的对象，基本上还是以制作和发行单位为主。比如狮门以4.13亿美金的价格购买了也曾经是著名Mini Major之一的顶峰娱乐等，而在渠道方面狮门仅有2个投资案子，一个是TV Guides，一个是有线电视台Starz。

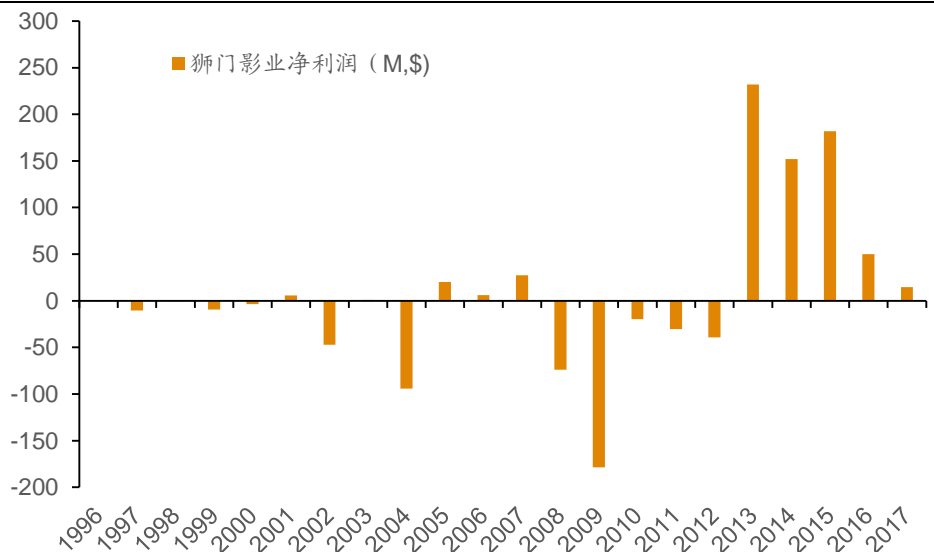
表 11：狮门娱乐主要发起的并购案

并购项目	并购时间	业务类型	公司名称	交易金额（亿美元）
1	1998 年	真人秀	白蚁艺术	0.03
2	1998 年	电影制作	国际电影公司	0.04
3	2000 年	电影制作	Trimark	0.45
4	2003 年	电影制作	工匠娱乐	1.6
5	2005 年	电影发行	Redbus	0.3
6	2006 年	电影制作	Debmar/Mercury	N/A
7	2007 年	电影发行	Mandate Pictures	0.63
8	2007 年	电影分销	Elevation Sales	N/A
9	2012 年	电影制作	顶峰娱乐	4.13
10	2017 年	电影制作	Good Universe	N/A
11	2009 年	(有线) 电视网络	TV Guide	2.55
12	2016 年	(有线) 电视网络	Starz	41.54

资料来源：Bloomberg，狮门影业财报，广发证券发展研究中心

仅仅只做横向整合的狮门影业在盈利能力上也难以保持稳定，从净利润上看并不能保持稳定的增长趋势。公告显示，狮门影业在2013年受益于《饥饿游戏》大卖，而录得历史上最好的利润成绩2.3亿美元，而2014-2017年狮门影业后继乏力，净利润呈现下跌状态，2017年净利润仅为1400万美元。而狮门的历史上，2009年还曾发生过1.8亿美金的巨亏，作为内容发行商，利润确实很难平滑，甚至每年的盈利都难以保证。

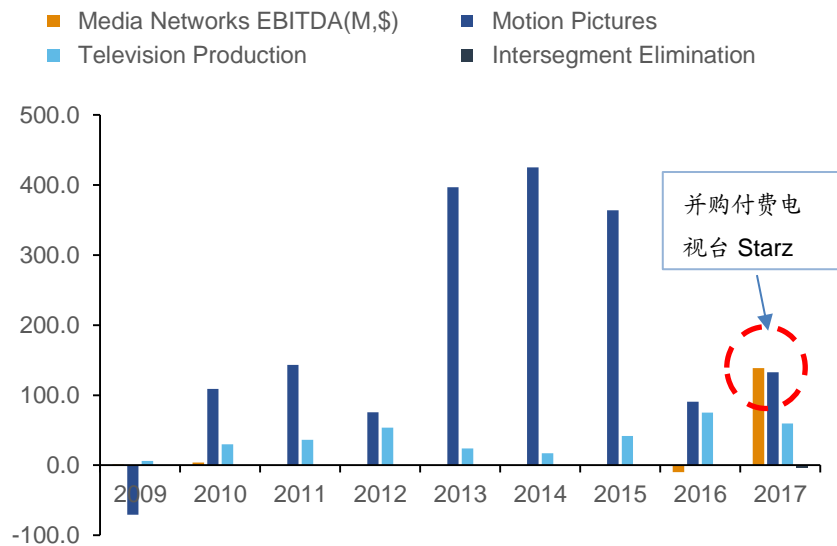
图 49：狮门影业以横向并购为主，缺少渠道的情况下利润也难以平滑



资料来源：Bloomberg，狮门影业财报，广发证券发展研究中心

狮门影业也逐渐意识到缺少渠道的问题，于2016年并购了付费电视台Starz。狮门以发行债务融资的形式以对价44亿美金并购了其第一个有线电视渠道Starz，这一电视网拥有2500万付费用户，将帮助狮门更好的发行自己的娱乐内容产品。而根据2017年的最新财报，并购完成后的第一年，狮门的Media Network（主要包括流媒体收入和Starz收入）收入的 EBITDA 达到了1.4亿美元，超过了电影和电视剧成为狮门盈利的重要支撑。

图50：狮门影业的EBITDA在2016年并购付费电视台渠道后有所好转



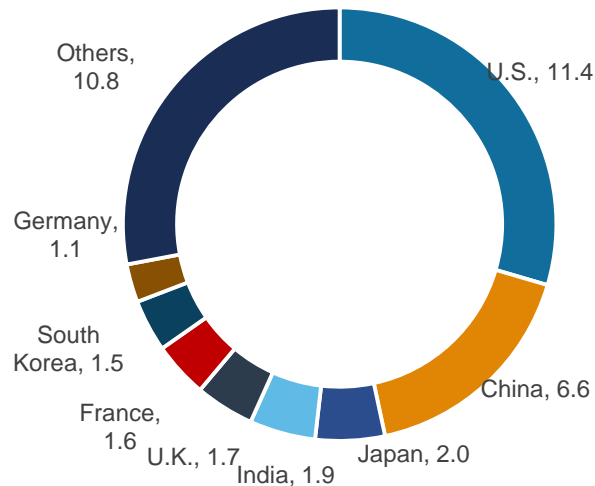
资料来源：Bloomberg，狮门影业财报，广发证券发展研究中心

#### 4、从其他市场的发展历史来看，垂直整合往往能够催生更强的电影工业

我们如果跳出好莱坞，从主流的电影市场来看，完成了垂直整合的国家，往往能够形成更强的电影工业，主要系包括了制片、发行和渠道环节的大厂形成了自然垄断，能够部分保证影片产出的回报，因此敢于尝试投入高预算制作影片，同时也带动了整个行业完成了工业流水化改造，提高了生产效率。目前全球市场上较大规模的日本、英国、法国、德国、韩国均有巨头完成了电影产业的垂直整合，平滑了整个行业的经营风险。

正如我们前文当中提到的，1920年代的法国当时最大的两家发行商百代和高蒙市占率非常高，而其认为制片业务利润并不稳定，因此退出了上游，专注于下游的发行和放映。同时期德国最大的发行放映商乌发（Ufa）成功进行了“上游制片→中游发行→下游放映”的整合，但德国1923年开始爆发的恶性通货膨胀完全摧毁了本土的电影工业，德国不得已让派拉蒙、米高梅等好莱坞资本进入了本国电影工业的发行环节，本土的大制片厂迅速衰落。而英国的两家大公司高蒙和BIP在1930年代完成垂直体系的整合，但由于英国本土市场狭小同时受好莱坞影响较大，这两家大公司之外并没有中型的制片商形成。而印度由于有12种语言和20种附属语言，本土市场十分分裂，独立制片商的快进快出导致了制片业格局十分分散，因此印度一直未能完成垂直整合，普巴拉特、新院线三大较大的制片厂在70年代也逐渐衰落。

图51: 全球2016年主流的电影市场票房规模情况 (单位: 十亿, 美元)

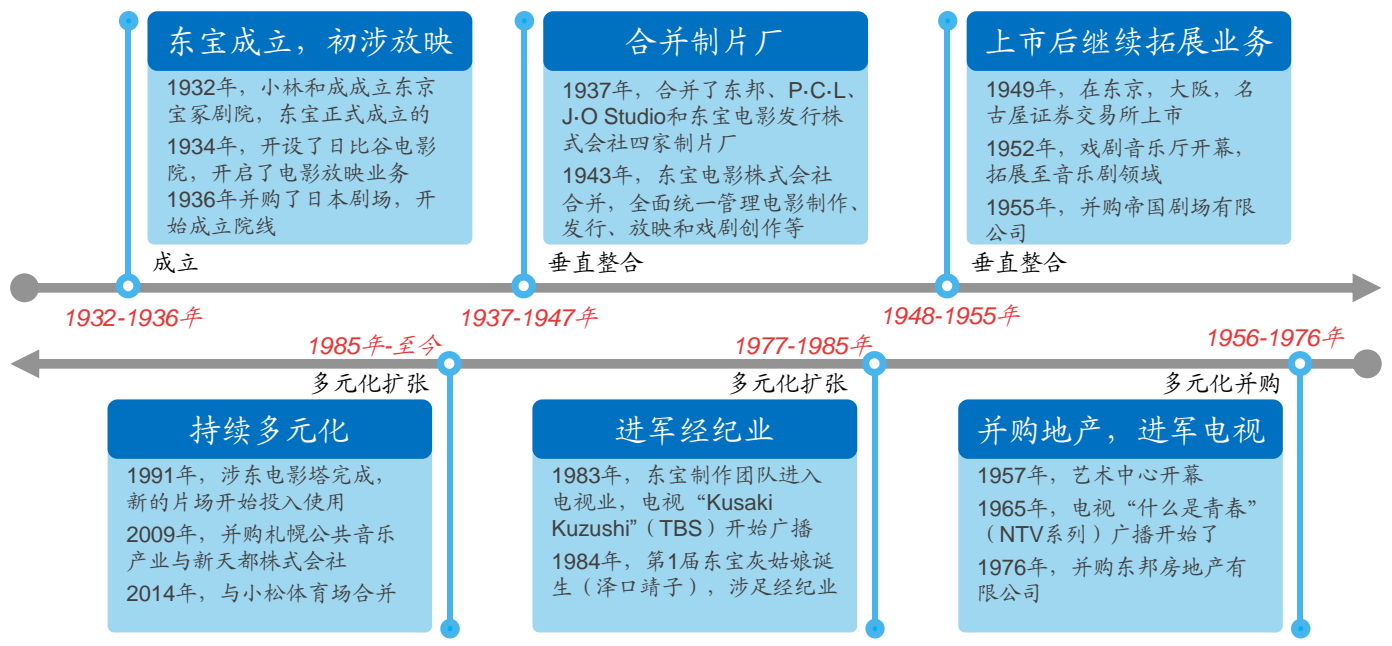


资料来源: MPAA, 广发证券发展研究中心

我们再以日本为例。日本原有五大电影发行公司: 东宝、东映、松竹、角川、日活, 后因日活退出了发行和放映环节而剩下了四大发行公司。其中东宝成立时间最长, 业务最为庞杂, 形成的规模也最大。1932年以剧场起家的东宝收购了一些影院进军电影行业, 其后在1930年代迅速收购了4家制片厂, 完成了初步的电影行业垂直整合。于1949年上市之后, 公司业务已经拓展至电影放映、发行和舞台剧等, 其后东宝继续尝试多元化, 进军电视制作、并购地产公司, 1984年, 东宝开始举办东宝灰姑娘大赛, 藉此经纪业务一炮打响。2000年, 公司接下派拉蒙、梦工厂、环球影业好莱坞影片的日本发行权, 此前公司已经接下了二十世纪福克斯的好莱坞影片引进权。

目前, 东宝株式会社旗下有负责发行海外电影的东宝东和株式会社、负责电影后期制作的东京现像所、负责电影服装的东宝衣裳株式会社、负责电影制作的东宝映画株式会社和负责DVD发行的东宝VIDEO, 甚至有负责发行唱片的东宝music, 旗下舞台剧部门还拥有多个剧场, 另外公司也有多处不动产。产业链条十分庞杂多元。

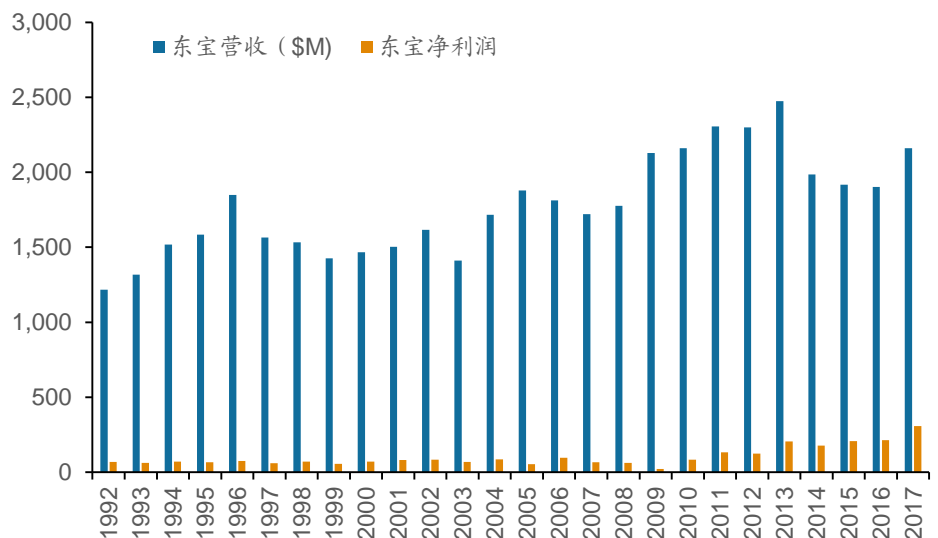
图52: 日本市场电影巨头东宝株式会社的垂直整合过程



资料来源：东宝株式会社官网，广发证券发展研究中心

东宝的营收和净利润在2014年之后又重回增长路径。2017财年公司发行了《你的名字》，Cinemasie最终统计的票房突破250亿日元，为日本影史上国内电影第二名，仅次于《千与千寻》的305亿日元票房。这让东宝2017财年的营收同比上涨14%达到21.6亿美元，净利润同比上涨44%达到3.1亿美元。日本电影市场陷于增长停滞，但2004年后的东宝依然保持了稳定的经营情况，营收基本保持在17亿美元-25亿美元之间，净利润也始终保持在1亿美元以上。

图53: 东宝营收和利润推移情况



资料来源：MPAA，广发证券发展研究中心

## 四、对我国电影娱乐行业的启示有哪些？

我们比照好莱坞的并购历史，认为国内的情况目前更加类似于派拉蒙法案后的好莱坞衰退期，同时面临垂直产业链未整合完毕、影片赚钱效应差距甚大+单片投资风险增大、其他媒体媒介开始削弱电影作为主要娱乐产品的地位等。我们认为国内电影行业仍有长足的发展空间，未来主要有三大趋势：

1) 电视、互联网成为主流媒介，电影公司和影视剧公司的业务领域将相互渗透，目前电影公司尚有一定的资本和人力资源优势。

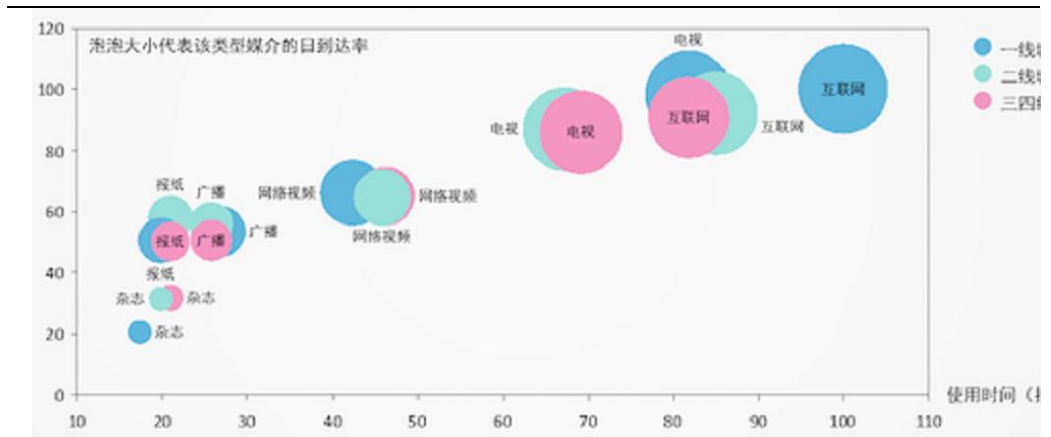
2) 如今人才的流动已经脱离出了制片厂的范围，我们认为国内将直接越过好莱坞的大制片厂中心模式，直接向现代好莱坞的“一揽子交易”模式靠拢。我国制片发行、院线、互联网巨头等都尚未形成电影业的规模优势，而未来或同时有几方完成内容、发行、渠道的垂直整合，但如果持续低集中度的局面，上游和下游都不具备规模效应，第三方巨头或将直接通过资本完成产业链整合。

3) 腾讯、阿里目前入局电影产业链，正在帮助行业拉长产业链，完善从前端的IP选取到后端的衍生品等一系列基础设施建设。从好莱坞的经验来看，制片厂不再是好莱坞的中心后，是通过大媒体集团完成了电影IP的多元化经营；国内电影行业的各方巨头谁能率先搭建媒体集团的架构，如从影院到互联网的多元发行体系、后端衍生品的机制，就能率先成为真正的行业龙头。

### 1、主流媒介渠道变更，内容提供商跨媒介生产将成为趋势

当前的主流渠道已经逐渐从电视切换为互联网。根据GroupM群邑的《2016媒介趋势报告》，在媒介的到达率上，一线城市、二线城市、三线城市的互联网达到率都高达80%以上，一线城市甚至接近100%；使用时间都在80分钟以上。而相比之下，二三线的电视达到率约为80%左右，每日使用时长约为70分钟。其他的媒介如报纸、广播、杂志等到达率仅为30%以下，下滑较快。我们在前文中曾经提到，媒介总是更加低廉和高频的取代获取成本高和低频的媒介；正如美国战后电视对影院的替代效应等，我们认为当前互联网已经逐步替代电视成为国内的主要媒介形式。

图54：2016年各大媒介在1-3线城市的到达率情况



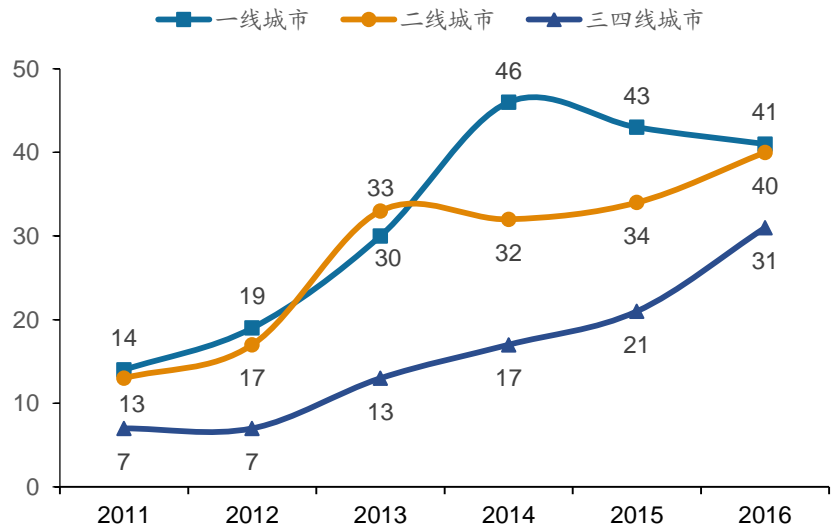
资料来源：GroupM 群邑《2016 媒介趋势报告》，广发证券发展研究中心

注：到达率的统计口径为询问受访者“昨天接触过哪些媒体？”

电影的娱乐产品地位在一线城市有所衰退。同样是根据GroupM群邑的《2016媒介趋势报告》，影院在一线城市的月达到率在2014年触顶，2016年回落至41%左右，而目前三四线城市仍有增长空间。值得注意的是2016年影院在二线城市的月达到率也已经达到40%，也将面临触顶的局面。在三四线城市目前约为31%，仍有较大的进步空间。



图55: 2011-2016年1-4线城市消费者电影院渠道月到达率情况 (%)

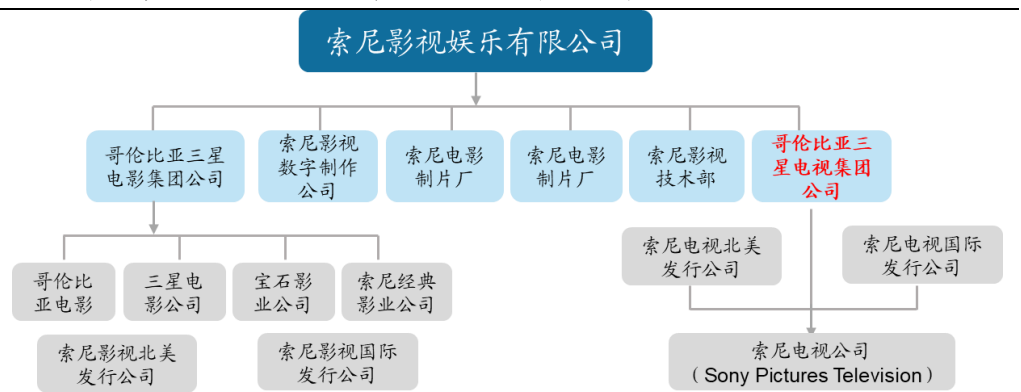


资料来源: GroupM 群邑《2016 媒介趋势报告》, 广发证券发展研究中心

在主流媒介切换、电影娱乐产品地位未来或将触顶的情况下, 制片厂或将横向拓展业务矩阵。2017年年底, 华谊兄弟成立电视数字娱乐事业部, 其发布会上宣布了涵盖30余部剧集、网络电影及综艺的片单, 新片单中70%以上的作品侧重于网络播出平台, 华谊还将试水纯网剧, 将主打8-10集的迷你网剧制作, 《终极的孩子》单季8集-10集, 单集时长60分钟-70分钟, 制作成本预计为千万元/集。光线传媒同样也涉足了电视剧和网剧领域, 公告显示2018年其主投主控的《笑傲江湖》有望上映, 《谁的青春不迷茫》、《左耳》等电视剧也正在制作中; 其公布的片单还包括《星辰变》、《我欲封天》、《金棺陵兽》、《怪医黑杰克》、《东宫》等。

好莱坞六大这样的综合性媒体集团, 制片部门也绝不是只负担出品电影的任务。我们以索尼和华纳兄弟为例, 索尼因为是企业, 所以旗下并没有美国的电视网络, 因此可以更加自由的向美国五大电视网提供电视节目, 根据财报, 目前索尼影业拥有4000多部故事片、400多部电视剧和500多个电视节目, 同时销售到200多个国家和地区, 覆盖的渠道超过120家有线电视网、卫星网络和互联网点播渠道, 覆盖了8亿家庭用户。其分公司当中的哥伦比亚三星电视集团, 就主要负责索尼电视节目的北美和全球发行、以及部分制作工作。

图56: 索尼影视娱乐公司旗下有专门的电视节目制作和发行体系

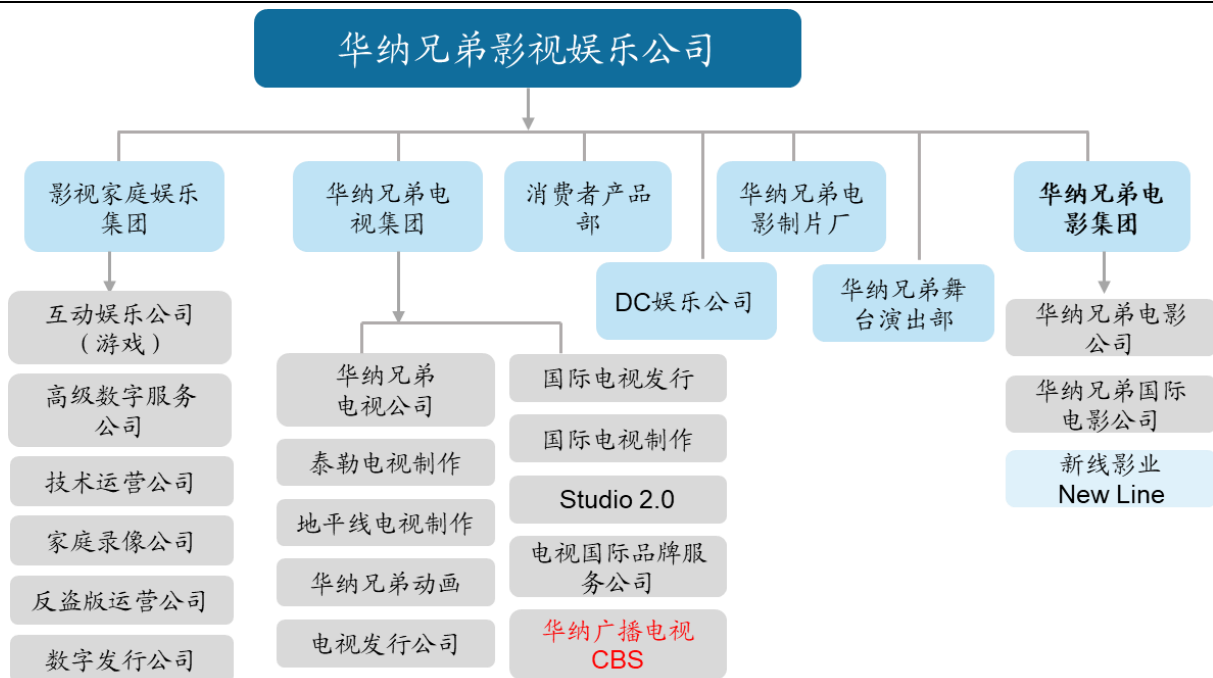


资料来源: 索尼财报, 广发证券发展研究中心

电视剧业务做的比较早的“六大”是华纳兄弟。华纳兄弟最早于50年代进入电视行业，最初替美国广播公司制作的《华纳兄弟的礼物》收视率惨淡，而后华纳兄弟又尝试制作了《夏安》，取得了成功。到了大概60年代末、70年代初，像华纳这样的制片厂生产的节目已经占到电视网节目的一半。其后90年代和有线电视网深度融合后，华纳的电视剧生产更是发展迅速。这也帮助华纳兄弟顺利把握了从电影切换至电视媒介的机会。

华纳兄弟目前下设电视集团，主要包括了制作发行和有线电视网两大块业务。其电视网渠道部门包括我们熟知的CBS美国公共台，也包括了付费电视渠道HBO。而华纳兄弟的影视剧制作公司主要有华纳兄弟制作公司、泰勒电视制作、地平线电视制作、华纳兄弟动画等几大品牌。

图57：华纳兄弟旗下有专门的电视渠道和电视生产部门



资料来源：《好莱坞模式：美国电影产业研究》，时代华纳财报，广发证券发展研究中心

**2、上游内容与下游渠道都没有规模优势，国内或已错过制片大厂时代**  
在好莱坞的发展历史上，制片厂取得的先发优势对后来竞争格局的奠定十分重要。在好莱坞的黄金时代，大制片厂率先完成了垂直整合形成了先发的规模优势，因此即使在派拉蒙法案后，放弃了放映部门的制片厂依然能够通过强大的资金实力把控发发行环节，并实现对院线的分成份额提升。后来率先形成媒体集团，影片的收入多元化后，制片厂相对于美国国内的院线公司的竞争优势更加明显，即使美国院线行业CR3高达50%以上（Box Office Mojo数据），院线公司在产业链当中的地位依然非常低。

我们认为国内当前制片发行和院线公司之间还没有显著的规模差异，自上而下和自下而上的垂直整合都有可能发生，小型的垂直整合和参投联盟将成为主流形式。

从发行端而言，我国民营五大发行公司当中华谊和光线已经完成了上市过程，市值

在250-350亿之间。万达影业和乐视影业都拟注入同一控股股东旗下的上市实体当中完成资产证券化，博纳影业已经提交了IPO申报稿，准备在A股完成上市。由于民营五大在整个发行市场的份额仍处于较低状态，未来仍有较大的提升空间，我们认为这几家大的民营公司发生相互整合的概率较小，提升市占率的主要形式将是内生业务增长和并购其他制片公司。

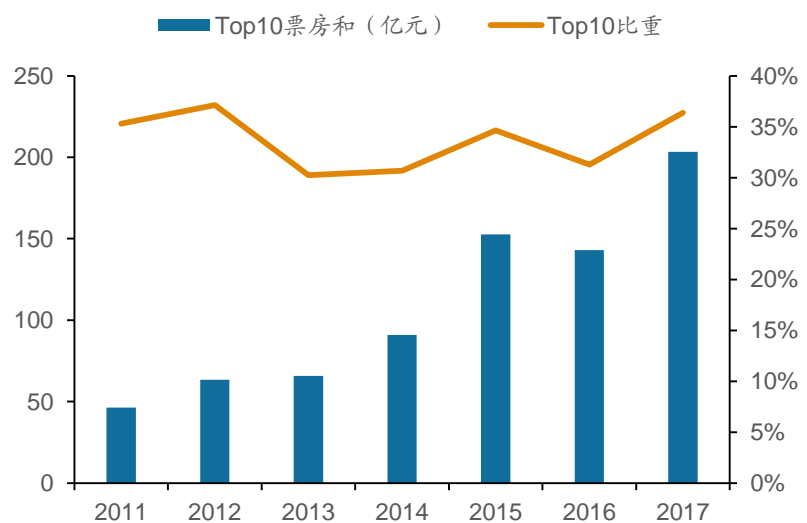
表 12: 国内 Top5 民营发行公司的资产证券化预计即将完成

发行公司	上市时间	总市值 (亿元)	备注
万达影业	-	-	控股股东旗下资产万达院线已经登录资本市场上市
光线传媒	2011-08-03	331.50	
华谊兄弟	2009-10-30	251.65	
乐视影业	-	-	控股股东旗下资产乐视网已经登录资本市场上市
博纳影业	预计 2019 年		2016 年 4 月 9 日，博纳 50 亿完成私有化，正准备上市 A 股

资料来源: Wind, 广发证券研究与发展中心

依靠内生业务稳定提高市占率是较难做到的。近年来我国头部影片的票房占比又有所上升，单片的投资风险加大，根据我们对猫眼专业版App数据的分析，2017年Top10的电影占据了票房收入的36%以上，仅《战狼2》的票房占比就高达10%。由于国内发行集中度较低，导致近三年来的冠军电影都不是传统民营五大主发行，更多是参投的形式，因此电影票房不确定性较强的情况下很难依靠内生业务形成集中度的提升。我们预计制片发行商更多还是以参投、联盟等形式提高市场地位。

图58: 中国市场近年来的头部电影票房比例也在逐步上升



资料来源: 艺恩数据智库, 广发证券发展研究中心

从院线端而言，短期发生大规模整合的概率更小。我们曾在之前的报告中指出，短期中国的银幕和票房市场仍有增长空间，而大部分头部的院线公司都刚刚完成上市，在业绩有一定增长，同时IPO补充了粮草的情况下，很难发生大规模的院线整合。只有票房市场增长停滞，院线公司面临较大的经营压力的时候，头部院线公司之间才会完成整合。目前2017年票房排名前十的院线公司当中已经有9家完成了上市，而且IPO时间大都在2年以内，除了万达院线有明显的规模优势之外，其他公司相互之间差距并不大，同时其业绩还能保持一定的增长，在这样的情况下，我们认为这十家公司发生整合的概率是偏小的。

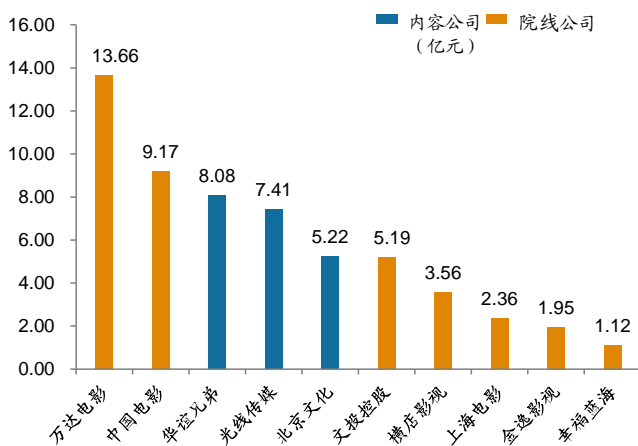
表 13: 国内 Top10 院线公司当中有 9 家已经上市

院线	2017 年总票房 (亿)	票房占比 (%)	上市时间	总市值 (亿)	备注
万达院线	71.97	12.89%	2015-01-22	611.10	中小板
大地院线	48.19	8.63%	2016-04-25	148	港股南海控股
上海联合	45.11	8.08%	2016-08-17	68.28	上证 A 股
中影南方新干线	40.80	7.31%	2016-08-09	284.53	中国电影
中影数字院线	40.78	7.30%	2016-08-09	284.53	中国电影
中影星美	39.82	7.13%	2016-08-09	284.53	中国电影
金逸影视	29.46	5.28%	2017-10-16	53.19	中小板
横店院线	24.40	4.37%	2017-10-12	145.10	上证 A 股
华夏联合	18.88	3.38%	-	-	-
幸福蓝海	18.13	3.25%	2016-08-08	40.06	创业板

资料来源: Wind, 广发证券研究与发展中心

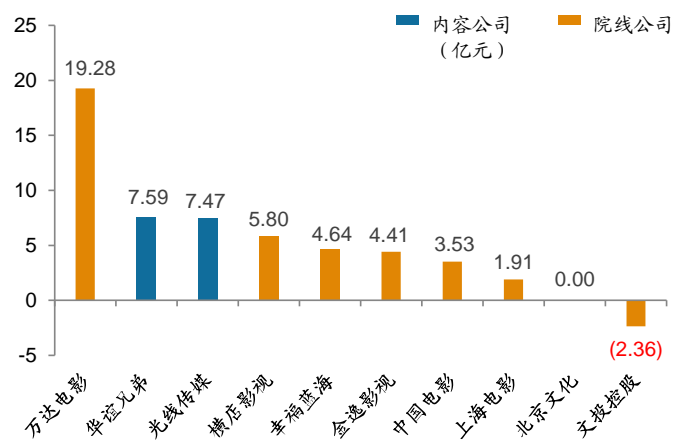
从净利润和经营性现金流上反映出来的目前有一定规模优势的仅有万达电影，同时院线公司和制片发行公司之间并不存在明显差距。公告显示，万达电影2016年实现净利润13.66亿，经营性现金流约为19.3亿，其他公司的净利润和经营性现金流均在10亿以下，光线华谊两家制片发行公司均能在净利润和经营性现金流上排入前五，说明目前上游制片发行和下游院线公司之间确实势均力敌。

图59: 内容和院线公司在2016年净利润上差距不大



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图60: 内容和院线在2016年经营性现金流上差距不大



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

发行端和院线端短期内都很难发生大规模整合形成规模优势，这就意味着未来主要的并购形式或将是小型的垂直整合或者参股结盟，我们或难以像好莱坞一样，形成大制片厂高度垄断的时代。

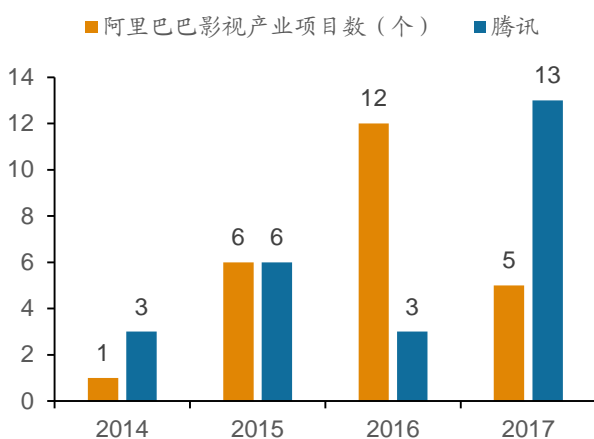
### 3、互联网巨头入局参与角逐，产业链将在接下来几年被迅速拉长

目前我国电影行业还面临着外部互联网巨头的冲击和重塑。互联网巨头具有很强的资金优势和流量优势，其对电影行业重塑主要体现在两个方面：1) 广泛投资，形成松散的产业联盟；2) 帮助电影产业向前后延展产业链，包括上游的IP源头、中游的第三方票务平台、下游的游戏变现和衍生品等。

根据FellowPlus创投数据库，截止2017年11月，阿里巴巴投资了超过24个影视产业项目，而最近而阿里巴巴的关联方宣布以46.8亿元投资万达电影，成为万达电影第二大股东，更是宣告阿里进军文娱的决心。腾讯截止2017年11月更是投资了超过25个影视产业链项目。目前腾讯为华谊兄弟第二大股东，占股比例达到7.9%。

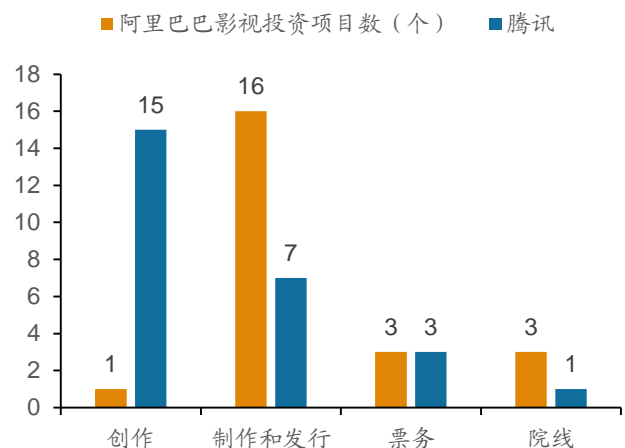
从投资的产业链环节来看，阿里更加偏重于发行公司，腾讯更加偏重于上游的IP投资，共同特点是在对成熟的发行公司都愿意重金参投。随着2015年腾讯成立阅文集团，并于2017年完成港股IPO，腾讯几乎垄断了国内的网络文学IP，近年来大银幕上上映的《十万个冷笑话》、《微微一笑很倾城》、《择天记》等著名IP均出自腾讯的IP内容库。而阿里也有包括《三生三世》、《七月与安生》等一系列的IP作品面世，在电影产业链上阿里更加偏好发行公司，其扶持了众多中小型影视制作发行企业，还投资了国外的Amblin Partners，与派特蒙等好莱坞六大公司也保持良好的合作关系。

图61：阿里腾讯2014年以来的影视产业投资



资料来源：FellowPlus，广发证券发展研究中心

图62：阿里腾讯在电影产业链各个环节上的投资数量



资料来源：FellowPlus，广发证券发展研究中心



而两者在投资上的共同点就是对已经跑出来的公司愿意重金投资。阿里到2015年底就已经完成了对三家民营发行公司的投资，且金额巨大，根据公告，目前阿里系在光线传媒、华谊兄弟、博纳影业各自持股8.8%、8.1%和8.3%。腾讯也投资了华谊兄弟和博纳影业，公告显示其占股比例约为7.9%和4.8%。这几笔投资金额都耗费较大，说明腾讯、阿里也同样舍得在发行领域下重注。

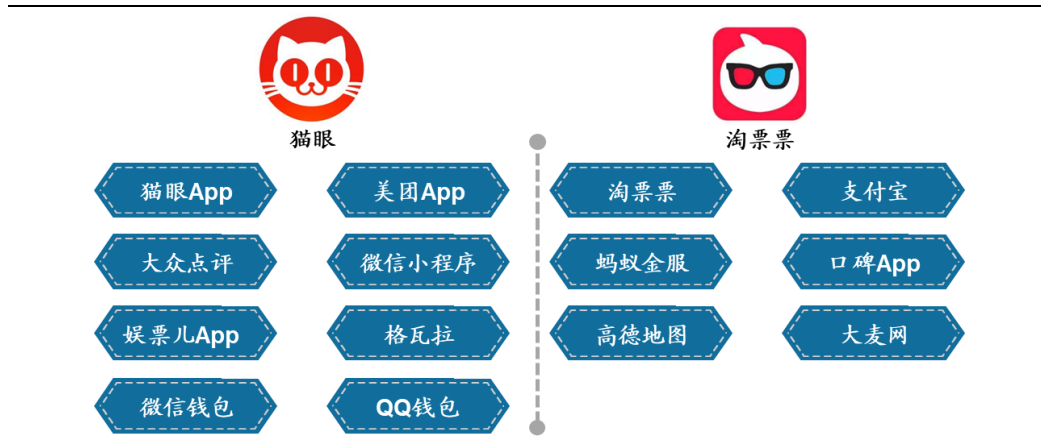
表 14: 腾讯阿里对国内 A 股传媒公司的投资

证券代码	证券简称	AT 入股实体	占股比例 (%)	投资日期
300027.SZ	华谊兄弟	腾讯	7.94%	2011年5月6日
300027.SZ	华谊兄弟	阿里和马云	8.07%	2015年8月18日
300113.SZ	顺网科技	腾讯	3.81%	2011年11月16日
300251.SZ	光线传媒	阿里创投	8.78%	2015年3月12日
300315.SZ	掌趣科技	林芝腾讯	2.01%	2017年6月20日
002739.SZ	万达电影	阿里关联方	7.66%	2018年2月5日

资料来源: Wind, 广发证券研究与发展中心

腾讯阿里投资出的移动票务平台，目前是电影产业链集中度最高的环节，立足于此，第三方票务平台将一定可能性向上下游拓展。2014年起，在线票务平台迅速烧钱整合，目前已经进入了双寡头确立的阶段，根据比达咨询的报告，猫眼和淘票票两家在电影市场出票比例上占据超过60%的份额。猫眼和微影时代（腾讯参与B轮融资的公司）合并为猫眼微影，光线传媒上市公司占股近20%，而光线和其控股股东一起占股超过50%。猫眼目前全面介入了上游的营销发行领域，其国庆档主发的《羞羞的铁拳》票房超过22亿元成为档期冠军，背后的大数据猫眼影院营销及数据魔方系统，还开放给7300多家影院提供支持。而淘票票帮助阿里影业宣发体系发行了20多部影片，其在基础设施上也提供了凤凰云智平台，帮助院线打造智慧新影院。目前在线票务是整个电影产业链集中度最高的环节，后期两家有望藉此培养自己的发行能力，然后持续向上下游渗透。

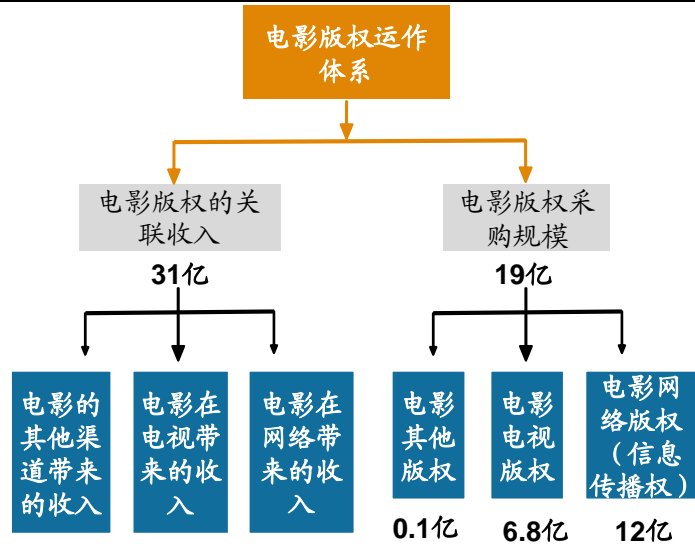
图 63: 在线票务双寡头已经垄断了移动互联网的大部分流量入口



资料来源: FellowPlus, 广发证券发展研究中心

第二个BAT为电影行业带来的产业链延展体现在电影版权市场上，这有望帮助制片发行公司建立除院线之外的视频网站发行体系。根据2014年艺恩的统计，我国的电影版权市场规模仅为50亿元左右，其中电影版权的采购仅为19亿元，里面电影网络版权占据绝大多数，大概达到12亿元。由于BAT旗下的爱奇艺、腾讯视频和优酷土豆正在争夺优质内容，其近2年来带动了新一轮电影版权价格的疯长。根据1905电影网的统计数据，2010年上映的《让子弹飞》独家网络版权价格为500万，到2014年，姜文导演新片的独家网络版权已经上涨至3000万。目前国内院线电影一般的窗口期为1个月，中小电影约为2周，其后电影独家版权会在视频网站上线，需要点播收费，目前点播分账的模式也逐渐趋于成熟。目前的产业状况与好莱坞当初依靠录像带开发了新的多元发行体系十分接近，我们认为BAT视频网站下游的版权预算将成为制片发行公司未来增长的蓝海，单一院线的发行体系将逐步被“院线→视频网站”的二级发行体系取代。

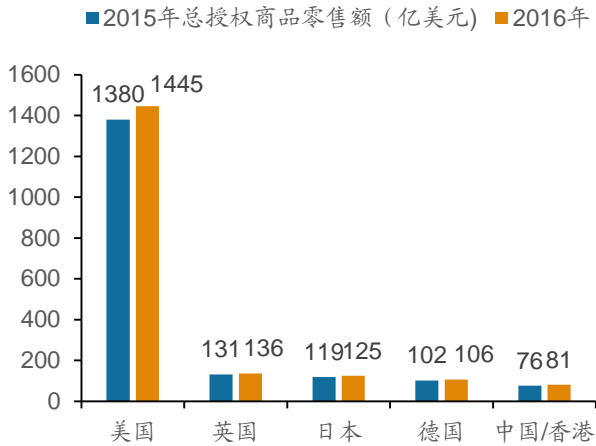
图64：2014年艺恩统计的中国电影版权市场情况



资料来源：艺恩咨询《2014-2015年中国电影版权研究报告》，广发证券发展研究中心

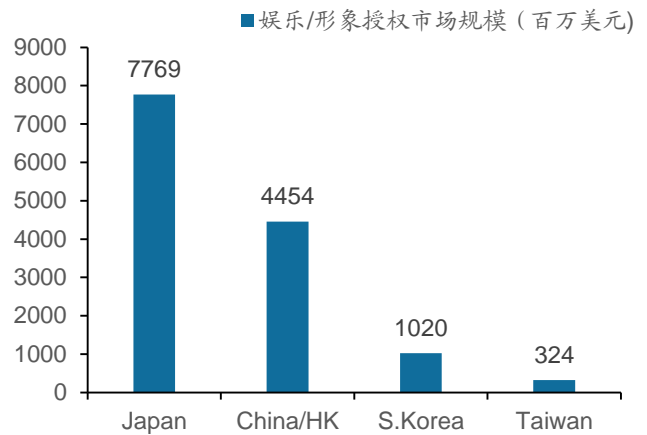
衍生品市场将是另一块我国即将发展的蓝海市场，腾讯阿里主要解决的是授权通道的问题。根据LIMA的统计，娱乐/形象类（包括电影、电视节目）的衍生玩具、服装和其他产品销售额全球市场规模在1132亿美元，其中美国占超过50%。而LIMA的数据显示，我国和香港地区2015年娱乐/形象授权市场规模约为44.5亿，仅为日本77.7亿的57%左右。我国的电影衍生品开发面临着盗版多、授权渠道不通畅等问题，但近年来随着互联网平台的发展，我国电影的授权衍生已经有所改善。比如阿里巴巴旗下阿里鱼在影视、动漫、游戏的衍生品授权、开发和销售方面表现出色，2016年《星际迷航3：超越星辰》衍生品销售额超4000万元；2017年《三生三世十里桃花》的衍生商品累计销售金额就达到了3亿元的量级；再比如光线传媒出品的动画片《大鱼海棠》在授权收入上超过了5000万元。

图65: 我国在授权商品零售规模上排名第五



资料来源: LIMA, 广发证券发展研究中心

图66: 2015年我国娱乐/形象授权市场规模为45亿美元



资料来源: LIMA, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

- 1) 电影票房发展不及预期的风险。近年来行业在一二线城市用户当中的渗透率已经足够高，主要依赖三四线的银幕下沉带来的票房增量，因此存有三四线市场饱和，电影票房增长不及预期的风险。
- 2) 政策监管变动风险。影响电影行业格局的外生冲击之一就是政策的变动，如派拉蒙法案的通过导致大制片厂进入收缩时期，另外也需要关注监管层对于电影内容尺度的把控趋严风险。
- 3) 互联网巨头的寡头垄断风险。目前互联网巨头相比电影公司而言具有很强的规模优势，互联网公司或凭借资本的力量简单粗暴的介入行业，导致制片格局更加分散，电影的多元变现通道不畅。

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨琳琳：资深分析师，华中科技大学管理学硕士，2012年加入广发证券发展研究中心，2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第2名（团队）。
- 沈明辉：分析师，华南理工大学管理学硕士、广告学学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 杨艾莉：分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 杨晓峰：联系人，北京大学计算机技术硕士，湖南大学金融学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 朱可夫：联系人，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。