

案例正文：

当下电影产业背后的资本运作——以《叶问3》为例¹

摘要：快鹿集团是我国较早将互联网金融与电影相融合的企业，集团依托“互联网+金融+电影”模式将大量资本引入其中，推出了影视作品《叶问3》。随着资本的进入，《叶问3》从制片到发行都充斥着“资本运作”的味道，电影产品与资本的融合使《叶问3》自上映初始就招致了诸多关注。本案例生动再现了快鹿集团依托《叶问3》进行资本运作的全过程，从快鹿系“互联网+金融+电影”帝国，到在电影制片期通过众筹、P2P、政府基金多样化融资，发行期巧用保底发行、票房证券化运作资本等进行详细描述，旨在引导学员对传统行业的金融活动创新有更深认识，对资本运作的过程、特点和风险能够有所把握。

关键词：资本运作；互联网金融；快鹿系；

0 引言

2015年3月1日，由上海当天财富投资管理有限公司（当天财富）、当天金融在线、趣投娱乐冠名支持，“势不可挡”3D功夫巨制《叶问3》首映礼在北京举办。

《叶问3》总制片人施建祥携监制黄百鸣、导演叶伟信、编剧黄子桓，动作指导袁和平以及主演甄子丹、张晋、谭耀文、陈国坤等悉数亮相，一代拳王泰森也不远万里飞赴北京捧场首映礼。《叶问3》已经在150多个国家、地区上映，截至2月20日，全球票房超过3500万美金，在东南亚打破华语片历史纪录，创下无数个历史第一，还入围了第35届香港金像奖最佳电影、最佳导演、最佳男配角、最佳摄影、最佳剪接、最佳动作设计、最佳音乐效果、最佳视觉效果八项提名。《叶问3》在美国上映时，《洛杉矶时报》评价：动作编排巧妙，还有出乎意料的情感深度。叶问处在功夫斗争的暴风骤雨中，心却宠辱不惊。甄子丹展现出了这种优雅和宁静。

作为2016年最受争议的年度大戏之一，《叶问3》就脱胎于“互联网+金融+电影”模式。《叶问3》是快鹿集团首次依托“互联网+金融+电影”模式推出的影视作

-
1. 本案例由山东农业大学经济管理学院的王洪生、褚天扬、侯庆敏、陈翼、雒文杰撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

品，但自2016年3月4日上映后，《叶问3》就聚焦了大量目光，并在上映16天时被国家广电总局电影管理局查实存在“虚假排片”和“自购票房”的现象。屋漏偏风连阴雨，“票房造假”事件正闹地满城风雨，3月30日，快鹿集团旗下的理财平台金鹿财行又因产品无法兑付遭遇投资者围堵。围堵金鹿财行只是一个起点，随即，参与《叶问3》资本运作的多家快鹿系平台均陷入兑付危机：当天财富、趣豆金融、宝驼贷、菜苗金融等平台的理财产品均被曝光出现逾期现象。短短几十天内，一个电影的上映竟能激起千层浪，这不得不让人怀疑《叶问3》资本运作的合理性与合法性。而随着事情的持续发酵，笼罩在《叶问3》背后的资本运作疑云渐渐消散，一个完整的资本运作脉络展现在公众面前。

1 快鹿：文化舞台上的资本明星

上海快鹿投资集团有限公司（以下简称：上海快鹿集团）成立于2003年，注册资本50亿元，董事会主席为施建祥。经过50余年的发展，快鹿集团从一个国有企业转制成为民营企业，聚焦金融、文化、科技三大产业，由单一的电线电缆制造，发展成为一个集金融理财、对外投资、工业和科技、商业地产开发建设和现代服务业等为一体的跨行业、跨地区的多元化集团。2009年，施建祥带领快鹿集团进军金融领域，在上海发起成立多家以“东虹桥”为名的金融企业，构建了快鹿系旗下的隐形金融帝国。同时，快鹿集团开始涉足电影行业，通过控股大银幕电影发行、大银幕电影投资等形式参与多部电影的投资，为创建“互联网+金融+电影”新模式打开了局面。

1.1 神开股份，“不务正业”的石油化工企业

为实现企业跨界金融、电影等行业的战略目标，快鹿集团陆续收购上市公司上海神开石油化工装备股份有限公司（以下简称神开股份）及十方控股有限公司（以下简称十方控股），为其日后在电影行业的资本运作做足了准备。其中，神开股份是以研发、制造石油化工仪器装备为主营业务的上市企业，专注于石油、石化领域。2009年8月11日，公司登陆A股市场，随后停盘。停盘三个月后，快鹿集团子公司上海业祥投资于2015年9月认购神开股份，一手“制造”了神开股份的崛起。在被收购后不久，神开股份股价一度上涨到24.46元/股，创2009年9月以来股价新高。此后，更加令人称奇的是，神开股份开始涉足电影产业的投资，并于2016年2月23日出资4900万元投资了《叶问3》。在投资电影之后，神开股份的股价可谓一波三折：当年3月4日《叶问3》在内地正式上映当天，神开股份股价上涨6.53%。在《叶问3》“假票房”事件曝光后，神开股份的周跌幅达到了18.01%。在电影局查实“假票房”之后，4月1日临时停牌的神开股份更是又下跌了8.49%。



图1 神开股份2015年9月至2016年4月日k线图
(黄线位置时间点依次为2015/12/31与2016/4/1)

1.2 在风口浪尖上游走的十方控股

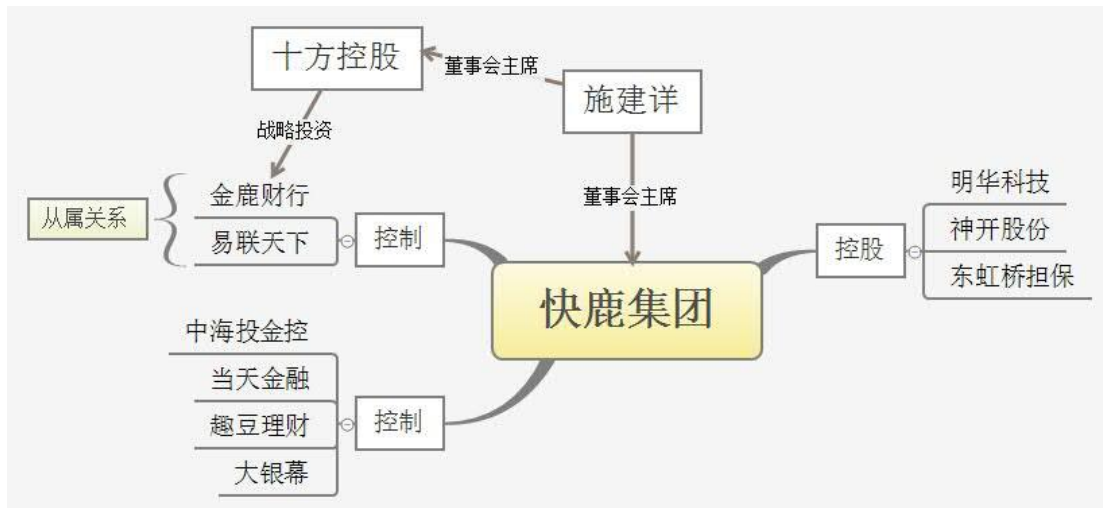
十方控股成立于2000年，总部设在福建福州，主要从事媒体、娱乐、出版等文化广告服务业务。其宣称的“多城市”经营模式在中国广告界独树一帜。公司通过与来自中国大陆的8个省份，超过16家二、三、四线城市的报业伙伴订立合作合同，独家享有部分优质广告位协议。凭借优质的广告位资源加上公司可以提供的制作、包装、新媒体等一系列服务，公司形成了完整的广告服务解决方案。与神开股份情况相似的是，2015年9月，十方控股股价仅为0.4港元，而12月份被快鹿认购后，十方控股股价上扬。在被纳入快鹿旗下不久，十方控股同样也将投资电影行业作为自己下一步的战略重心，公司斥资1.1亿元向合禾影视收购《叶问3》的中国票房净收入的55%。而后，十方控股的股价就与票房密切地联系在一起。2015年12月24日，《叶问3》在香港正式上映，当天十方控股股价收于3.08港元每股涨幅19.84%；2016年3月4日，《叶问3》在内地上映，股价大涨22%至3.6港元每股。但是，“假票房”事件曝光后，3月28日至4月3日，十方控股暴跌36.36%。事件查实后，自2016年3月7日起至3月11日，十方控股股价由3.6港元跌至1.47港元，单周下跌59%。这种将大量的资金投资于风险较大的电影票房上的行为，真可谓是游走在风口浪尖！

1.3 枝繁叶茂的快鹿系

快鹿集团的帝国版图远不止于此，快鹿集团涉足各行各业，创建了庞大的快鹿系。快鹿公司“控制”了中海投金控、东虹桥担保、东虹桥小贷、基再资产、

当天金融、当天财富、趣豆理财、火柴快鹿基金等金融类平台，以及大银幕电影发行、大银幕电影投资等影视类平台；其“金融+电影”的布局思路可见一斑。在二级市场，快鹿集团控股神开股份、十方控股，入股明华科技等来完成二级市场

场的布局，为完成电影和二级市场的捆绑奠定了基础。并且，这些平台几乎都和



快鹿集团及其旗下东虹桥担保等有着合作关系，这不得不让人对快鹿集团与这些关联企业合作的意图产生怀疑。

图2 快鹿系构架

2 四方协力演绎资本运作年度大戏

快鹿系资本运作涉及融资方、通道方、融资平台和担保方，四方各行其道却又联系紧密、相互作用，共同完成资本运作整个过程。

(1) 融资方：《叶问 3》的制片方为合禾影视和大银幕，总制片人为快鹿集团董事会主席施建祥。《叶问 3》开机后不久，神开股份摇身一变成为电影的融资方，出资 4900 万元认购上海规高投资管理合伙企业有限合伙人份额，并设立《叶问 3》电影票房收益权投资基金，用于投资电影《叶问 3》。而神开股份也并非自担风险，中海投金控承诺为该基金项目提供 10 亿元保底，如基金收益小于或等于 0，中海投金控将补足本金和预期收益。无独有偶，上市公司十方控股也公布斥资 1.1 亿元向合禾影视收购《叶问 3》的中国票房净收入的 55%。融资方的角色至此由快鹿集团向快鹿系企业分散开来。

(2) 通道方：在整个资金运作中，中海投金控、基冉资产、融嵘资产及东林家族扮演通道方的角色，即所有融得资金均归于四家基金管理。比如，在《神开股份：关于认购上海规高投资管理合伙企业有限合伙人份额暨关联交易的公告》中，基金投资期限为“6+3”个月，前 6 个月为投资运作期，后 3 个月为清算期，合伙企业的基金管理人为中海投金控，中海投金控在这 9 个月内对此次影视产业基金进行管理。

(3) 融资平台：参与《叶问 3》融资的平台主要包括众筹、P2P 以及来自政府的发展基金。众筹平台方面，易联天下携手苏宁众筹和京东众筹共募集资

金多达 4050 万元。P2P 方面，融资所涉及的平台多的惊人：据零壹财经统计数据示，参与此次融资的 P2P 平台，至少 18 家。更加令人诧异的是，在这 18 家平台中，大部分平台与快鹿集团关系密切，如趣豆理财、魔幻电影等等。另外，不仅有线上平台的帮助，快鹿集团还充分利用国家政策的支持，申请国家电影基金，以较低的利息聚拢资金。

（4）担保方：担保方是为投资者的资金安全保驾护航的卫士，担保方的存在，相当于一种信用保障，一份对投资人的保险合同；一旦资金被 P2P 平台非法占用，担保方就会承担起赔付责任，降低了投资人的投资风险。但在此次融资过程中，多家 P2P 平台上融资产品的担保方为上海快鹿集团及其旗下东虹桥担保；部分产品的担保方含糊不清，还有部分产品没有担保方。担保方与融资方的高关联性和担保方的缺位难以为投资者撑起安全的保护伞。



图3 快鹿系资本运作“四方”

3 “互联网+金融+电影”下的资本运作

快鹿集团号称首创“互联网+金融+电影”的文化发展新模式，究其根本，还是资本运作在其中起着关键作用。快鹿集团运用多方力量分担风险，共享收益，自导自演了一出跌宕起伏的年度大戏。

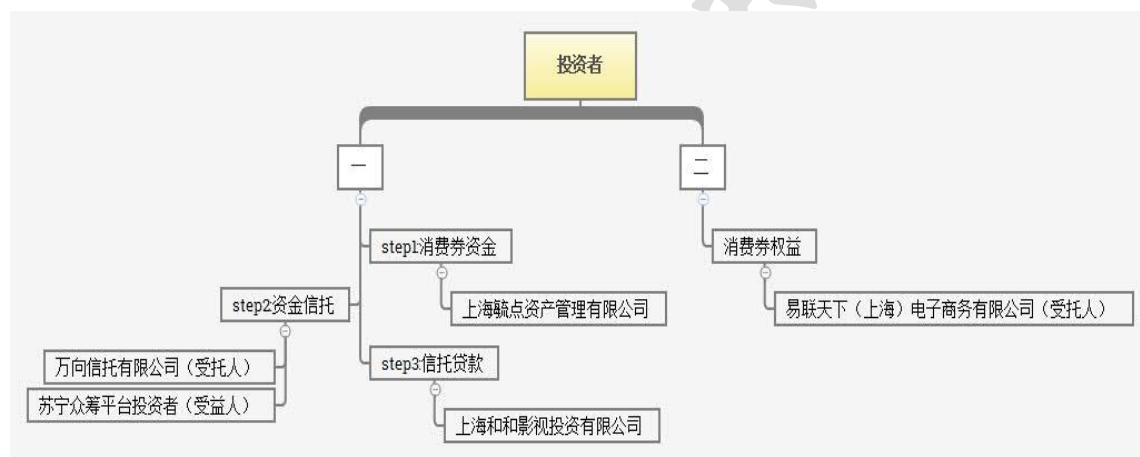
3.1 巧借东风：乱花渐欲迷人眼的多样化融资

3.1.1 众筹——众人拾柴火焰高

在《叶问 3》资本运作的前期，快鹿系运用了众筹的融资方式，意图通过

向大众募集资金来达到融资目的。众筹，即大众筹资或群众筹资，由发起人、跟投人、平台构成；具有低门槛、多样化、大众力量、创意依赖性的特征。伴随着互联网技术的发展，众筹逐步演变成通过互联网方式发布筹款项目并募集资金的现代众筹形式。相对于传统的融资方式，现代众筹更为开放，能否获得资金也不再是由项目的商业价值作为唯一标准。

苏宁众筹是我国较早开展互联网众筹的平台之一，由中国零售界大鳄苏宁云商设立，经过近年来的发展，苏宁众筹在行业内已经具备一定的影响力。《叶问 3》就依靠苏宁众筹融得了大量资金。首先，上海毓点资产管理有限公司向众筹投资者销售以电影《叶问 3》为主题的消费券，通过销售消费券筹集大量资金。筹资的同时，毓点资产将这部分资金以资金信托的形式委托万向信托有限公司开展资金定向管理。根据管理协议，信托资金被限定以信托贷款的方式支持《叶问 3》电影的制作和发行，信托受益对象为苏宁众筹平台上的支持者。在此之外，根据众筹协议的安排，投资者还需要分别将自己为委托人和受益人所购买消费券的相关权益委托给易联天下代为管理运作。如图四所示。



图四 《叶问3》众筹模式图

除了在苏宁众筹筹集资金，易联天下还曾牵手国内另一家大型众筹平台——京东众筹，为《叶问 3》融资；据数据资料显示，仅在这两家平台，《叶问 3》累计众筹资金就高达 4050 万元。

3.1.2 P2P——网聚民间资本

P2P 网络借贷平台，是 P2P 借贷与网络借贷相结合的金融服务网站，在平台上，由具有资质的网站（第三方公司）作为中介平台，借款人在平台发放借款标的，投资者进行竞标进而向借款人放贷。P2P 网贷近几年在我国发展迅猛，较高的投资回报率吸引了大量市场散户，但平台却是鱼目混珠、良莠不齐。快鹿系为迅速融得足额资金高频度地运用了这种融资模式。除了与自身关联的

P2P 平台东虹桥在线联合融资，快鹿集团还与魔环金融等展开了战略合作。

上海魔环金融信息服务有限公司（以下简称魔环金融）2015 年 6 月成立，平台发布的主要理财产品投向均是电影文化产业，包括《叶问 3》和《大轰炸》等。在对《叶问 3》的融资中，魔环金融推出“《叶问 3》电影乐享计划”系列理财产品，为客户提供 8.8%-11.8%不等的年化收益率，并承诺一次性还本付息。根据理财产品的产品介绍页面可知，理财产品的保障方式为：由上海东虹桥融资担保公司全额本息担保，上海快鹿投资公司提供连带责任担保。担保方均出自快鹿系企业，这很难不让人产生怀疑。不仅魔环金融的担保平台令人生疑，18 家参与《叶问 3》融资的 P2P 平台中，与其合作的担保方不少为快鹿系公司或与快鹿系关系暧昧的企业，这很容易使人对市场投资资金的安全性产生担忧。

3.1.3 强有力的手——来自政府的发展基金

1996 年，为了促进电影行业的大发展、大繁荣，依照《电影管理条例》，我国政府设立了国家电影事业发展专项基金。基金从设立伊始，就明确提出“国家对县及县以上城市电影院电影票房收入，按 5%的标准征收国家电影事业发展专项基金”，不仅在利率上存在诸多优惠，电影基金的权威性同样可以帮助电影公司汇聚多途径的资金流，在短时间内融得可观的资金量；而基金对电影的帮助不仅包括对融资的促进作用，在资金的运营层面，基金背后有效的运营机制可以将电影资本归于有效的管理中去，有效地降低了电影运作失败的风险，可谓电影融资中的一把利剑。在前期融资中，快鹿集团就搭上了政策优惠的顺风车，申请电影基金为《叶问 3》的融资保驾护航。在使用电影基金的过程中，快鹿集团只需按照使用资金数额缴纳 1%-5%的回报，这相对于普通金融机构动辄 7%、8%的利率和 P2P 网贷百分之十几的资金成本，显然是一种聚拢低息资金的好渠道。

3.2 重头戏登场：惊心动魄的资本对决

3.2.1 票房证券化，“重量化”升级

票房证券化，即以未来票房收益为担保，将电影制作全过程所需要的资金做成标准化的理财或者信托产品，向市场散户发起融资。为满足融资需要，在诸多 P2P 及众筹平台上，合禾影视和大银幕发行以《叶问 3》的票房收益作为担保，设计与票房收益有关的理财产品，吸引投资。在票房证券化的设计机制下，大多 P2P 平台对《叶问 3》相关产品承诺了固定收益率。比如在上文提到的 P2P 平台——当天财富，提供的“咏春盈泰”项目中，预期年化收益率为 8%，即不论票房高低，投资散户们均可获得预计 8%的年化收益率，远高于银行存款利率；而如果电影卖座，票房突破 13 亿，散户们甚至可以获得预计 14%的

年化收益率。在理财产品的预期收益与票房收益携手共进后，较高的预期收益与稳妥的保本收益吸引了大量的散户投资，巨额资本的进入完全匹配电影制片宣传等程序的高质量要求，而电影的高质量以及宣传的到位又促进了票房的增长。

表一 当天财富“咏春盈泰”《叶问3》电影收益权转让计划投资回报

预期年化收益率	浮动年化收益率	预期收益=预期年化收益率+浮动年化收益率
10%	累计票房突破 8 亿（含），则浮动年化收益率为 1%	11%
10%	累计票房突破 9 亿（含），则浮动年化收益率为 2%	12%
10%	累计票房突破 10 亿（含），则浮动年化收益率为 3%	13%
10%	累计票房突破 11 亿（含），则浮动年化收益率为 4%	14%
10%	累计票房突破 12 亿（含），则浮动年化收益率为 5%	15%
10%	累计票房突破 13 亿（含），则浮动年化收益率为 6%	16%

而纵观全局，通过票房证券化的资本运作手段，快鹿系提前锁定了一笔巨额收益：巨额资金的进入为快鹿系提供了利用运用层层加杠杆来增大收益的机会；快鹿系可通过日常运营，增加杠杆倍数，杠杆倍数越大，撬动的资金就越可观。

但是，好坏参半，与其他类型的资本证券化相区别的是，票房证券化是以票房收益为核心的一种资本运作手段，是将票房“重量化”。如果票房大卖，的确可撬动大量资金，如果票房惨淡，快鹿系将面临巨额债务。不仅是快鹿系处境堪忧，一系列企业都将会陷入兑付危机，甚至影响市场机制的正常运行。进一步说，企业如果无法兑付，票房惨淡的风险将完全由散户承担，这必将引起市场秩序的混乱。而最无辜当属电影作品本身，票房证券化资本运作手段的运

用，非电影产业资本的大量流入，电影本身的质量可能不再成为大众关注的核心。再者，过多的目光聚焦在电影票房，其中不乏有参与主体想利用坐高票房获取非合理利益，制造票房泡沫，而这种违规动作势必会为《叶问 3》带来本不该有的流言蜚语。

3.2.2 保底发行，事关生死的对赌协议

电影制作过程是一个漫长的、需要大量成本投入的过程，而电影制作的特点决定了制片方需独自承担这段时期内的全部投资风险。但是，制片方在电影票房收益中获得的分账比例是不甚合理的，承担大量风险并没有为制片方带来合理的收入。根据制度规定，在扣除特别营业税、电影事业专项资金之后，在将可分账票房收益的 60%左右分配给电影院、院线及中影数字之后，仅剩下的 40-42%收益中，制片方只能收获小于 33%的分账比例。这种风险与投资收入的极端不匹配让制片方不得不在现有的分账制度下，谋求新的途径以降低自身风险。保底发行就在这种需求下应运而生。

保底发行，即发行方对于制片方的一个票房承诺——对于看好的影片，发行方进行早期的市场预估，制定一个双方都可以接受的价格。对制片方而言，不管票房是否达到保底票房数字，发行方都要按这个数字分账给制片方，即制片方在影片上映前就能回收原本在影片下映 1 年后才能拿到的票房分账款，减少了制片方的风险。对发片方而言，若票房超出保底数字，发片方将获得较高的分账比例，获得较高的收益；若票房无法达到保底数字，发行方要向制片方补足预期收益并独自承担赔损后果。因此，保底发行更像一场决定生死的对赌协议，参与者对影片票房预期数量决定了他们的盈利与亏损情况。

快鹿系在《叶问 3》中运用了这种资本运作手段：一方面，快鹿系上市公司神开股份设立《叶问 3》电影票房收益权投资基金，对电影应进行投资，十方控股公布斥资 1.1 亿元向合禾影视收购《叶问 3》中国票房净收入的 55%；另一方面，中海投金控承诺为该基金项目提供 10 亿元保底，如基金收益小于或等于 0，中海投金控将补足本金和预期收益。据此，保底发行参与者对于票房的预期为 10 亿，若票房超过 10 亿，结局皆大欢喜：合禾影视将在影片放映前收回成本，十方控股将获得较高票房净收入，神开股份有望获得数百万元的分红；若票房低于 10 亿，神开股份仍将获得稳定的预期 8%的收益，而中海投金控则将承担对赌失败的后果，补足十方控股设立投资基金的本金和预期收益。

但是，除了获得超额收益外，有迹象表明，快鹿系进行票房保底还有其他考量。2015 年 9 月起，快鹿系陆续控股神开股份、十方控股，正式进入二级市场。收购时日不多，两家上市公司便参与了《叶问 3》的保底发行。之后，上

市公司的股价便随《叶问 3》票房而大起大落。暂且不谈《叶问 3》在“票房造假”事件后的票房黑洞，假使《叶问 3》的票房达到保底数目，十方控股和神开股份将获得超额收益，超额收益提高了两家公司市值，市值飙升一定会带来股价的大幅走高，而股价的走高预示着更加诱人的收益与发展前景。可见，保底发行就像一个跳板，快鹿系通过运用保底发行实现了电影票房和上市公司股价的捆绑，满足了自身在二级市场的诉求。据此，票房的重要性再度放大，快鹿系的这盘棋可谓“成也票房，败也票房。”

3.3 悲惨落幕——快鹿系成为“众矢之的”

在这场精彩绝伦的资本运作年度大戏中，“票房”无疑处于核心位置，“票房”的高低直接决定了资本运作的成效。而随着多样化融资下巨额资本的进入，通过保底发行使上市公司“入伙”，快鹿系将股价、理财产品的收益等与票房预期联系，高的票房预期会带给投资者一种理想的投资信号，股价抬升，理财产品收益翻倍，联动效应带来巨额盈利，“票房”所承担的责任更重了。因而，为了保证票房达到 10 亿预期，快鹿系想方设法提高票房成绩，但是广告宣传，电影站台等宣传策略都无法根本保证票房收益，“票房造假”成为其“不二选择”。谁想，偷鸡不成蚀把米，随着“票房造假”的败露，快鹿系成为“众矢之的”，不仅没有实现盆钵满贯的美梦，还落得自身难保。

4 尾声

《叶问 3》的实际票房成绩是 7 亿左右，在我国电影市场的行情来看，票房成绩是非常理想的；但是，相对于票房保底值 10 亿，《叶问 3》的实际票房成绩是没有意义的。《叶问 3》“不够理想”的票房成绩引爆了风险的触发点，预示着快鹿系资本运作以悲剧收尾。悲剧的上演不仅燃烧了快鹿系，还影响着众多投资散户，股价的断崖式下跌让广大投资者承担着兑付风险。最令人叹惋的是，《叶问 3》电影本身也难逃厄运，在背负大量的舆论压力后，电影票房遭受强烈冲击。最后，随着大银幕宣布解散，多部未上映影片均受到牵连，面临着无法出品的窘境。

回顾快鹿系资本运作的整个过程，不难发现，巨额资本在进入《叶问 3》之后，追逐利润的根本目的并没有改变，而这种“利益至上”的意图不仅伤害了电影本身，更为以资本市场的投资者为代表的广大参与者带来了难以抗衡的风险。目前，以互联网企业与金融企业为代表的外围民营资本进入中国电影制片市场，他们带来了大量现金流，刺激了电影市场的活力，同时也带动了电影资本运作模式与内容生产的蜕变，电影产业的市场价值亦得到了大幅度的提升。但是从辩证的角度来看，以金融业为代表的非电影行业在参与电影资本运营的时候，往往忽略

电影产品本身，改变投资的“初衷”。同时，过快的发展给行业带来了大量泡沫，其中复杂的资本运作方法中可能包含了违法的手段。究竟电影产业的资本运作是否能做到合法且合理，如何做到合法且合理，仍然有待时间的检验。

（案例正文字数：8258）

The Capital Operation of the Modern Movie industry

--Yewen 3 As the example

Abstract:

The Internet Financial development momentum in recent years, its unique advantages such as low threshold, small cost, high efficiency, and pratt & whitney sharing also greatly promoted the progress of other industries. In 2010, the government regulatory documents on the guidance, to promote the development of film industry prosperity, thorough cleaning the system obstacle of the development of film industry, film industry in China will rely on the Internet to upgrade and by bigger and stronger financial has become the focus of the society from all walks of life. KuaiLu group is China's earlier to incorporate the Internet financial and film companies, group relying on "Internet + financial + film" model introduced a "YeWen 3" film and television works, and introduce a lot of capital. As the capital to enter, "Y eWen3" from production to distribution are filled with the flavor of "capital operation", the film products and the integration of capital "YeWen 3" since the release of the initial will cause a lot of attention, its capital operation method also to ridicule. Why, then, "YeWen 3" behind the capital operation can cause such intense universal discussion? Capital into whether can better serve the development of cultural industry? The existence of the "Internet + financial + film" pattern is there? This case will be based on the complete interpretation of "YeWen 3" event, cause readers to think of the above problems.

Key words: capital operation; the internet finance; Kuailu