

增持

全球主题公园典型性扩张 路径分析

巨头的困境和繁荣，中国元素全球突围

主题公园受单个项目承载人数和覆盖区域的限制，其成长依赖于对外扩张，目前迪士尼和环球影城等具有国际 IP 的主题公园已在全球化扩张中取得不俗表现，而以万达、华强方特、宋城演艺为代表的中国式主题公园也迎来了向海外市场进军的潮流。本篇报告从主题公园海外扩张的角度，分析了两大海外标杆项目东京迪士尼和日本环球影城长盛不衰的原因、巴黎和香港迪士尼低预期表现的总结、中国式主题公园（万达、华强方特、宋城演艺等）迈向海外扩张的展望。重点推荐关注宋城演艺、华强方特。

核心观点

- **主题公园具有很强的本土化属性，跨国经营面临诸多制约。**在 TEA/AECOM 发布的全球排名前 25 位的单体主题公园中，有 20 个是由当地的公司所创立并经营，只有 5 个主题公园来自于跨国公司的海外扩张，其中 4 个来自迪士尼，1 个来自环球影城。由于受外部环境、投资规模、经营管理等各方面的限制，主题公园往往是由本地公司投资和经营，跨国经营面临诸多制约。
- **东京迪士尼乐园：长盛不衰，成为海外标杆。**东京迪士尼两大主题公园在日本的市占率接近 50%，保持绝对领先地位，由日本东方乐园公司投资并经营，拥有“乐园+酒店+商业+客运”业务布局，目前每年客流稳定在 3,000 万人次。除了迪士尼自身拥有的风靡全球的超强 IP 外，东京迪士尼的成功原因可以归结为：1) **选址**：位置优越土地便宜，以日本国内游客为主；2) **经营模式**：特许经营+本土化；3) **营销战略**：针对年轻女性，不断更新游乐设施；4) **变现渠道**：园内多重消费，收入来源多样；5) **外部环境**：经济发达，文化相融。
- **巴黎、香港迪士尼经营较弱，但特许权收入可观。**巴黎、香港迪士尼开业后客流低于预期，持续亏损，主要是由于市场定位模糊、投资规模过大、消费习惯差异、管理方式及文化冲突等原因，但美国迪士尼每年仍可以收到品牌授权带来的丰厚回报，同时传播了迪士尼文化，利于其他影视娱乐业务的变现。
- **日本环球影城强势复苏，客流量超越美国本土。**受益于日本旅游业复苏及蜘蛛侠、哈利波特等新主题的引进，日本环球影城近年来经营持续改善，客流量达到 1,390 万人，已经超越美国本土的环球影城，除了门票、衍生品和餐饮收入外，日本环球影城还有来自乐园内广告赞助的收入。
- **海外巨头进入中国，中国式主题公园走向海外。**目前北美和亚太地区是全球主题公园消费的主要市场，迪士尼和环球影城是主要运营商，亚太地区成为拉动力量，海外巨头纷纷进军中国市场，中国的主题公园也在走向海外。万达投资 200 亿在巴黎建大型文化旅游商业综合项目，将与巴黎迪士尼展开竞争，华强方特向新兴市场进行轻资产输出，宋城演艺投资 20 亿元打造澳大利亚传奇王国项目，中国式主题公园迎来海外扩张浪潮，有望诞生与迪士尼、环球影城相抗衡的跨国主题公园集团。

重点推荐

- **宋城演艺**：黄金海岸项目落地，标志着公司海外战略迈出坚实一步，未来在业绩空间和项目拓展上均有望获得持续突破。今年以来，受旅游大环境的制约，主业增速趋缓，明年有望迎来触底反弹，千古情后续增长仍然强劲，项目储备充足（上海+桂林+张家界+宁乡）且体量更大，国内有望继续复制宁乡轻资产输出模式，向二三线旅游城市扩张。总体看，公司高成长路径不变，后续在海内外项目扩张、推进 VR 项目、泛文娱布局等多个方面看点颇多。考虑到项目建设需要三年左右的时间，我们维持公司 2016-2018 年净利润预测为 9.4 亿、13.0 亿、16.4 亿，对应的市盈率估值为 36、26、20 倍，维持买入评级。
- **华强方特**：新三板上市公司，全产业链运营，覆盖影视动漫、文化衍生品、主题公园等多个环节，拥有“熊出没”等知名动漫 IP，在国内研发和运营着四个主题公园品牌，在二三线城市开设有 20 个主题乐园，并采用轻资产输出模式继续向海内外扩张，考虑到国内主题公园消费的崛起及海外新兴市场的发展潜力，我们看好公司的成长空间。

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务

旷实*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001

*梅林为本报告重要贡献者

目录

跨国扩张受制约，主题公园多为本土化经营	3
东京迪士尼长盛不衰，巴黎、香港迪士尼低于预期.....	5
日本环球影城强势复苏，客流量超越美国本土	14
海外巨头进入中国，中国式主题公园走向海外	16
总结及投资建议	20
研究报告中所提及的有关上市公司	21

跨国扩张受制约，主题公园多为本土化经营

主题公园是根据某个主题而设计的集休闲、娱乐、体验为一体的现代旅游目的地。主题公园算不上一个新产品，早在 1955 年，迪士尼就在美国加州兴建了世界上第一个现代大型主题公园——迪士尼乐园，此后主题公园逐渐风靡全球。

主题公园具有很强的本土化属性，跨国经营面临诸多制约。在 TEA/AECOM 发布的全球排名前 10 位的主题公园集团中，仅有迪士尼、环球影城和默林娱乐集团拥有海外项目。其中迪士尼和环球影城都走精品化路线，进入的海外城市不到 5 个，其他前十大的主题公园集团都还没有成熟的海外项目。由于受外部环境、投资规模、经营管理等多方面的制约，主题公园往往是由本地公司投资和经营，跨国公司要想取得成功实属不易。

图表 1. 全球排名前 10 位的主题公园集团

公司名称	所属国家	项目所在城市	类型	项目个数	2015 年客流 (万人次)
迪士尼公司	美国	美国洛杉矶、奥兰多，日本东京，法国巴黎，中国香港、上海	动漫主题公园	6	13,790
默林娱乐集团	英国	在欧洲、北美洲及亚洲等地共计 24 个国家经营 114 个旅游景点	动物园、海洋公园、乐高公园、杜莎夫人蜡像馆	114	6,290
环球影城度假区	美国	美国洛杉矶、奥兰多，新加坡圣淘沙，日本大阪	电影主题公园	4	4,488
华侨城集团	中国	中国深圳、北京、上海、成都、天津、昆明、武汉等	主题公园、演艺	12	3,018
六旗公司	美国	美国芝加哥、华盛顿、亚特兰大等，墨西哥墨西哥城，加拿大蒙特利尔	主题公园，水上乐园	18	2,856
雪松会娱乐公司	美国	美国洛杉矶、圣克拉拉、桑达斯基等地	主题公园，水上乐园	15	2,445
长隆集团	中国	中国广州和珠海	主题公园、动物园、海洋公园、水上乐园	2	2,359
华强方特	中国	中国芜湖、青岛、株洲、沈阳、郑州、厦门、文化、科技主题公园，水上乐园天津、宁波、重庆、嘉峪关、大同等地	主题公园	20	2,309
海洋世界娱乐集团	美国	美国奥兰多、圣地亚哥、圣安东尼奥	海洋公园、动物园、水上乐园	11	2,247
宋城集团	中国	中国杭州、三亚、丽江、九寨等地，澳大利亚黄金海岸（拟建）	演艺+历史文化主题公园	4	2,234

资料来源：TEA/AECOM、中银证券

从单个主题公园来看，全球排名前 25 位中有 20 个是由当地的公司所创立并经营，只有 5 个主题公园来自于跨国公司的海外扩张，其中 4 个来自迪士尼，1 个来自环球影城。因此我们有必要对这些成功案例进行研究，为中国主题公园的全球化布局提供借鉴。

图表 2. 2015 年全球排名前 25 位的主题公园

排名	主题公园/所在国家和地区	客流 (万人)	排名	主题公园/所在国家和地区	客流 (万人)
1	迪士尼魔法王国, 美国, 佛罗里达州, 布纳维斯塔湖	2,049	14	爱宝乐园, 韩国, 京畿道	742
2	迪士尼乐园, 美国, 加利福尼亚州, 安纳海姆	1,828	15	海洋公园, 中国, 香港特别行政区	739
3	东京迪士尼乐园, 日本, 东京	1,660	16	乐天世界, 韩国, 首尔	731
4	日本环球影城, 日本, 大阪	1,390	17	杭州宋城旅游区, 中国, 杭州	729
5	东京迪士尼海洋, 日本, 东京	1,360	18	好莱坞环球影城, 美国, 加利福尼亚州, 环球市	710
6	迪士尼未来世界, 美国, 佛罗里达州, 布纳维斯塔湖的华特迪士尼世界	1,180	19	香港迪士尼乐园,	680
7	迪士尼动物王国, 美国, 佛罗里达州, 布纳维斯塔湖的华特迪士尼世界	1,092	20	长岛温泉乐园, 日本, 桑名市	587
8	迪士尼好莱坞影城, 美国, 佛罗里达州, 布纳维斯塔湖的华特迪士尼世界	1,083	21	欧洲主题公园, 德国, 鲁斯特	550
9	巴黎迪士尼乐园, 法国, 马恩拉瓦	1,036	22	佛罗里达海洋世界, 美国, 佛罗里达州, 奥兰多	478
10	环球影城, 美国, 佛罗里达州, 奥兰多	959	23	趣伏里主题公园, 丹麦, 哥本哈根	473
11	迪士尼加州冒险乐园, 美国, 加利福尼亚州, 安纳海姆	938	24	艾夫特琳主题公园, 荷兰, 卡特斯维尔	468
12	冒险岛, 美国, 佛罗里达州, 奥兰多环球影城	879	25	丽江宋城旅游区, 中国, 丽江	468
13	长隆海洋王国, 中国, 珠海横琴湾	749		合计	23,557

资料来源: TEA/AECOM、中银证券

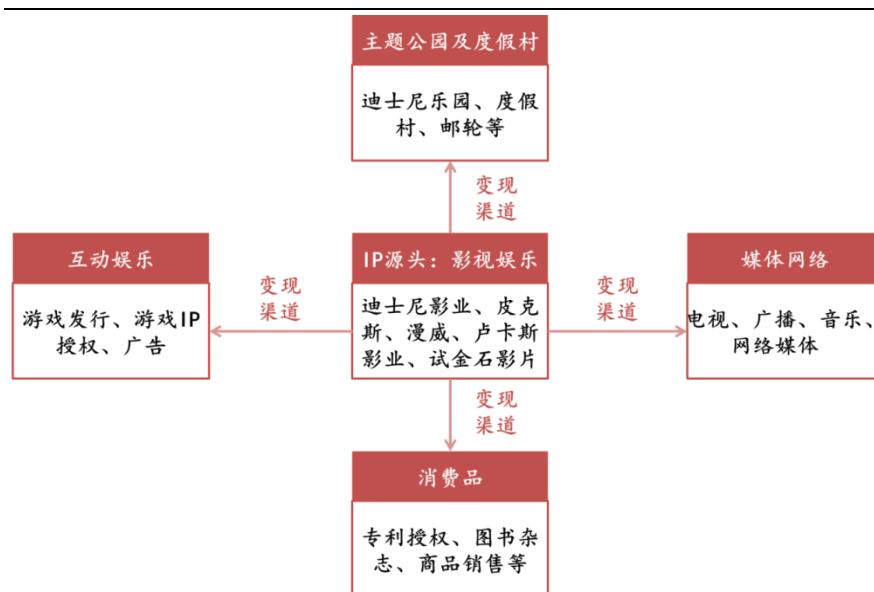
东京迪士尼长盛不衰，巴黎、香港迪士尼低于预期

迪士尼：培育强 IP，多维度变现

迪士尼是全球最大的娱乐传媒帝国，其业务涉及电视、电影、主题公园、授权商品以及其他娱乐事业等多个领域。迪士尼乐园是目前世界上规模最大、最具知名度的主题公园，但迪士尼并不是靠主题公园发展壮大的，2015 年迪士尼集团的营业收入达到 525 亿美元，净利润达到 84 亿美元，迪士尼乐园及度假村只贡献了其中两三成。

迪士尼在动画及电影方面拥有超强 IP，通过把电影人物和形象投放到其他业务上，将 IP 价值进行延伸和重复变现，最终实现 IP 价值最大化。迪士尼拥有一系列的娱乐业务，包括电视、电影、书籍杂志、授权商品、主题公园等，而居于核心位置的是电影，也是 IP 创意的源头，核心业务与其他业务之间存在密切的协同联系，电影为其他业务提供源源不断的素材，其他业务作为电影业的补充，通过重复变现，衍生出数倍于自身价值的收益。同时，迪士尼并不满足于米老鼠和唐老鸭等动画 IP，还收购皮克斯、漫威、卢卡斯影业，进一步巩固核心资产，最终形成强大的 IP 资源矩阵。

图表 3. 迪士尼公司各项业务的战略布局



资料来源：公司公告、中银证券

图表 4. 迪士尼乐园由各类动漫作品衍生出的游乐项目

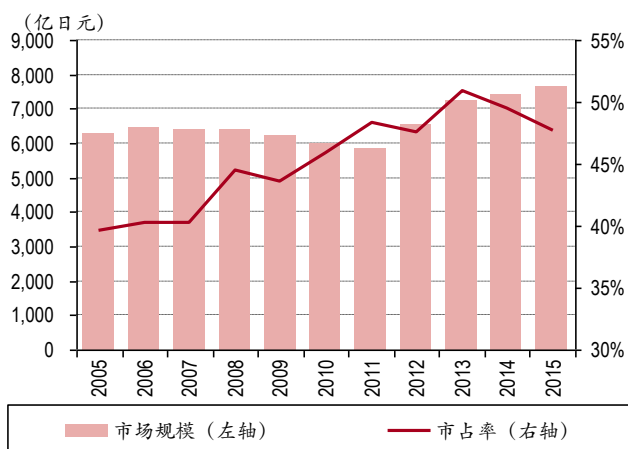


资料来源：东京迪士尼官网、中银证券

东京迪士尼乐园：长盛不衰，成为海外标杆

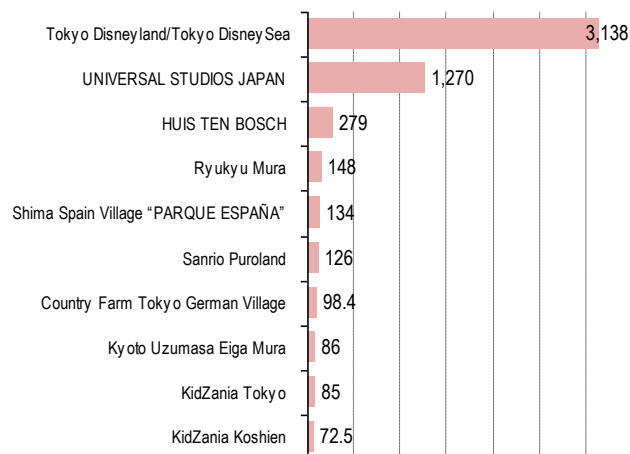
东京迪士尼两大主题公园在日本的市占率接近 50%，保持绝对领先地位。东京迪士尼乐园和迪士尼海洋世界是迪士尼在海外经营最好的项目。从收入上看，两大乐园占据了日本国内主题公园市场接近一半的市场份额，且近十年来还在不断提升。从客流来看，东京迪士尼两大乐园远远领先于大阪环球影城，客流是第三大主题公园长崎豪斯登堡荷兰城（HUIS TEN BOSCH）的十倍之多，在日本主题公园业拥有绝对领先地位。

图表 5. 日本主题公园市场规模及东京迪士尼的市占率



资料来源：公司年报、中银证券

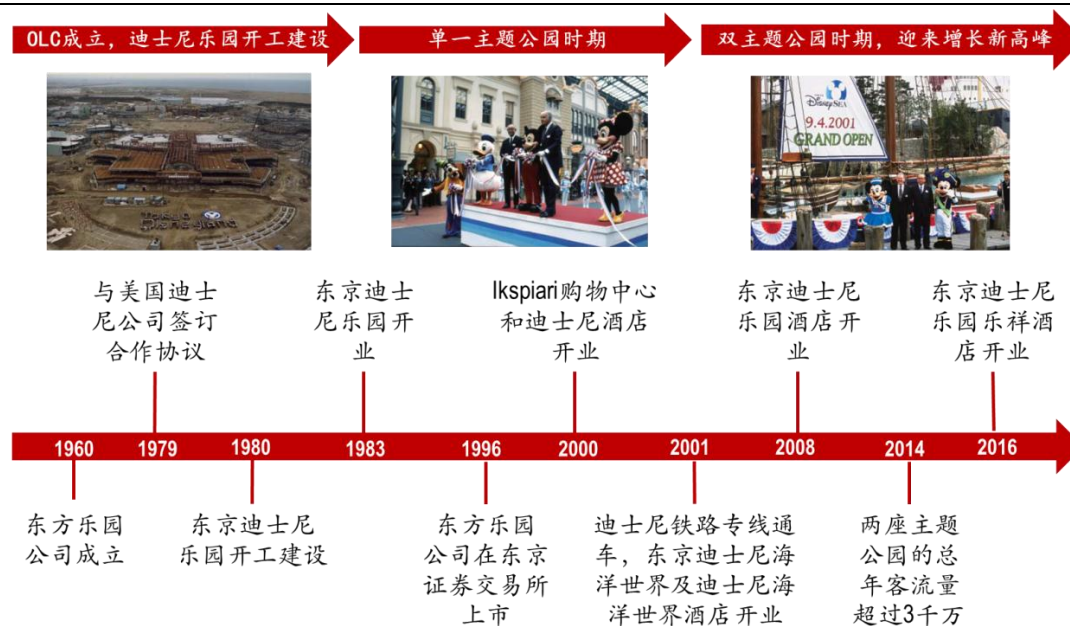
图表 6. 日本主题公园 2014 年客流量排名



资料来源：公司年报、中银证券

东京迪士尼由日本东方乐园公司投资并经营，拥有“乐园+酒店+商业+客运”业务布局。与巴黎、香港迪士尼不同，东京迪士尼采取特许经营的模式，由美国迪士尼授权给日本的东方乐园（OLC）公司经营。东方乐园公司 1979 年与美国迪士尼签订合作协议，东京迪士尼乐园于 1983 年顺利开业，2001 年又在旁边新建了迪士尼海洋世界，形成了双主题公园的经营格局。目前，东方乐园公司围绕东京迪士尼，以两大主题公园、三座主题酒店、一个商业中心和一条铁路专线为主营业务。

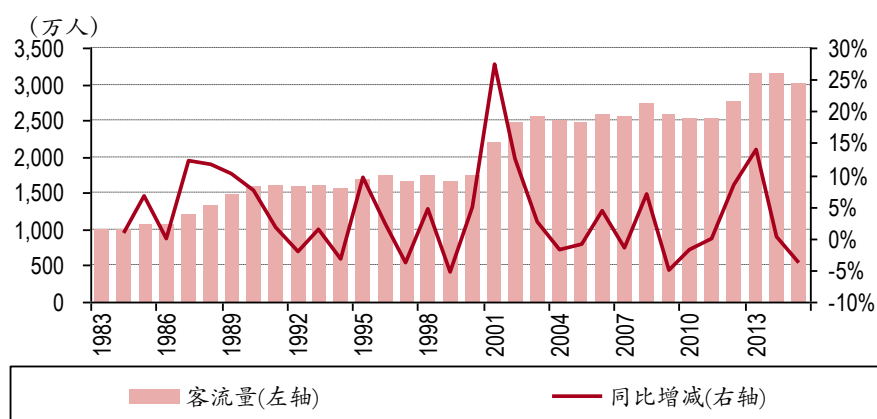
图表 7. 东京迪士尼的发展历程



资料来源：公司年报、中银证券

东京迪士尼经历了三段成长期，目前每年客流稳定在 3,000 万人次。东京迪士尼乐园于 1983 年 4 月 15 日开园迎客，第一个经营年度（注：每个经营年度到后一年 3 月截止）就接待了 993 万游客，此后十年持续增长，到 1990-2000 年间，每年客流量稳定在 1,600 万左右，2001 年迪士尼海洋世界开业，东京迪士尼焕发第二春，年客流量迅速达到 2,500 万人次。2013 年，东京迪士尼客流量首次突破 3,000 万人次，主要受益于园内新项目启动、举办 30 周年庆典以及日元贬值等因素。

图表 8. 东京迪士尼历年接待游客量



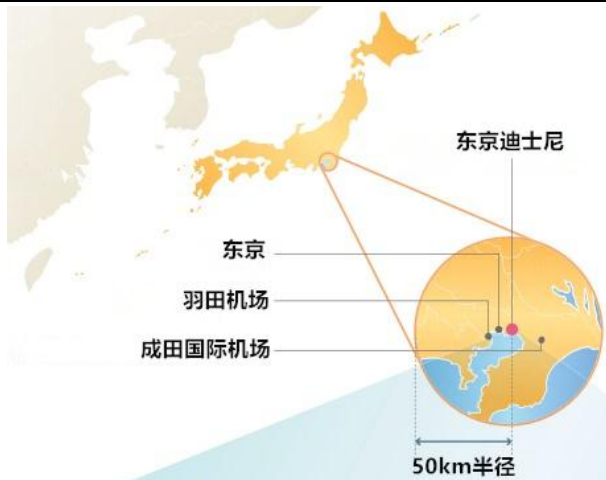
资料来源：公司年报、中银证券

强 IP 之外，东京迪士尼的成功之道

选址：位置优越土地便宜，以日本国内游客为主

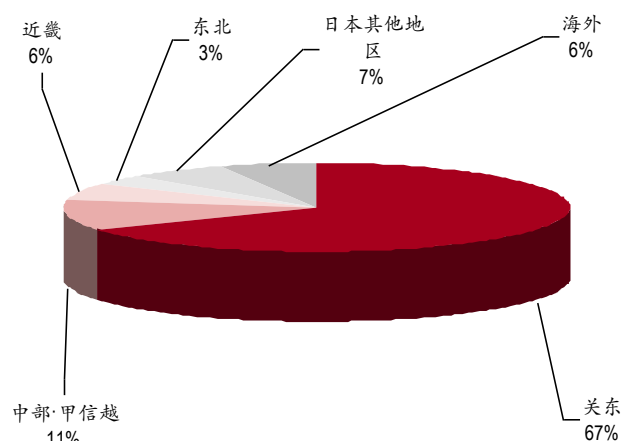
东京迪士尼地处东京大都市经济圈，周边游客占绝大多数。东京迪士尼位于东京以东的千叶县滩涂地上，早在上世纪 60 年代，千叶县政府决定让东方乐园公司填海造地，发展休闲娱乐产业，因此东京迪士尼的土地成本非常低。东京迪士尼覆盖了东京大都市经济圈，该经济圈人口 4,270 万人，占全国人口 33%（2007 年）。东京迪士尼距离东京火车站只有 15 分钟车程，周边庞大的人口基数为东京迪士尼输送了源源不断的客流。据统计，东京迪士尼 67% 的游客来自于关东地区，94% 来自日本国内。

图表 9. 东京迪士尼的地理位置优越



资料来源：公司年报、中银证券

图表 10. 东京迪士尼客源地结构（2015 年）

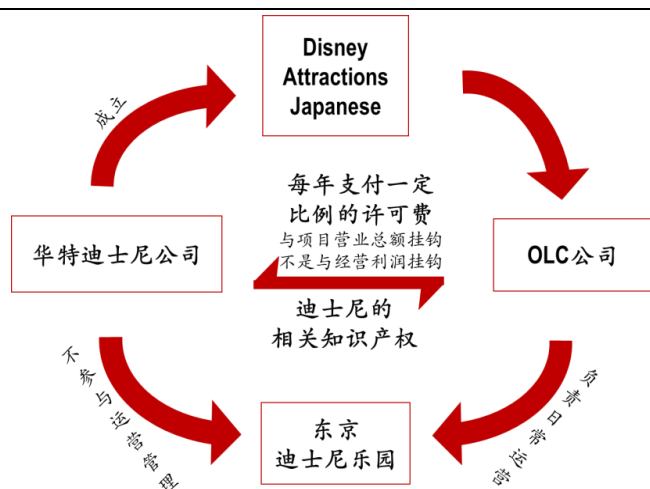


资料来源：公司年报、中银证券

经营模式：特许经营+本土化

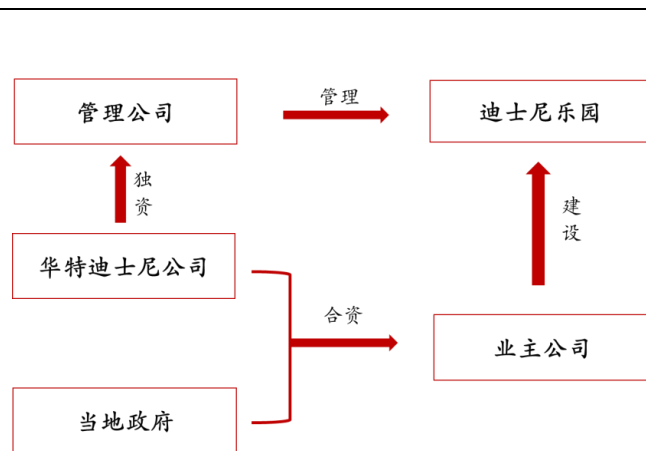
东京迪士尼由日方公司投资并运营，美国迪士尼公司不拥有权益，只按收入比例提取许可费。东京迪士尼是美国本土之外的第一个境外乐园项目，出于审慎考虑，东京迪士尼乐园采取“许可经营模式”，由迪士尼公司将迪士尼的相关知识产权许可给东方乐园公司（OLC），乐园的日常经营由东方乐园公司负责。在许可交易架构下，迪士尼公司不能直接参与到项目的运营管理，而是通过在日本设立子公司来实现迪士尼对其品牌的管理、协调和敦促东方乐园公司实施好迪士尼标准，确保项目在正确的轨道上推进。“许可经营模式”中，迪士尼公司每年按门票收入的 10%和园内商品销售额的 5%来收取许可费，不参与利润分成，也不拥有东京迪士尼的权益。

图表 11. 东京迪士尼的特许经营模式



资料来源：公司年报、中银证券

图表 12. 巴黎、香港迪士尼的合资模式

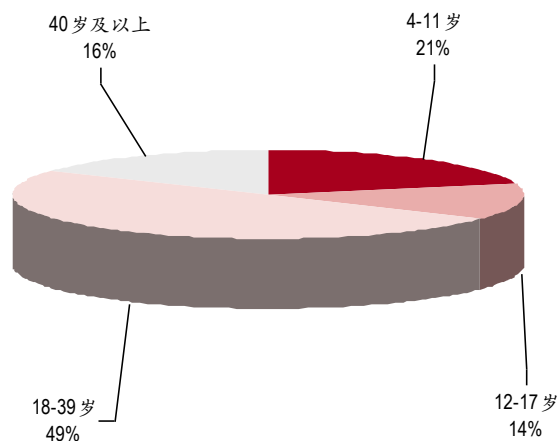


资料来源：公司年报、中银证券

营销战略：针对年轻女性，不断更新游乐设施

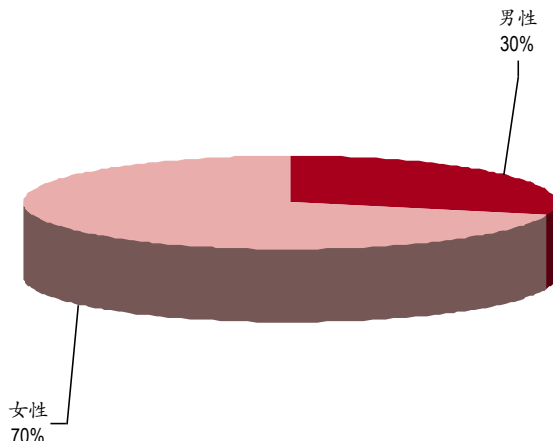
东京迪士尼主要消费群体为年轻女性。据统计，东京迪士尼 18-39 岁的游客占 49%，女性游客占 71%，她们不仅购买力强而且重游率高，日本女性中去过迪士尼十次以上的有三分之一。迪士尼乐园充满了童话和浪漫色彩，纪念商品精致而可爱，这都吻合了女性消费偏好。

图表 13. 东京迪士尼游客的年龄结构



资料来源：公司年报、中银证券

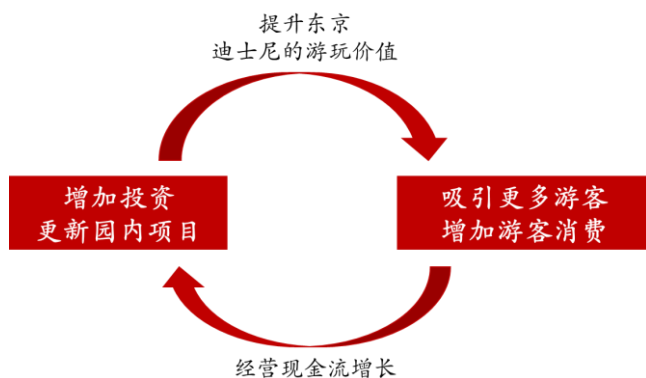
图表 14. 东京迪士尼游客性别情况



资料来源：公司年报、中银证券

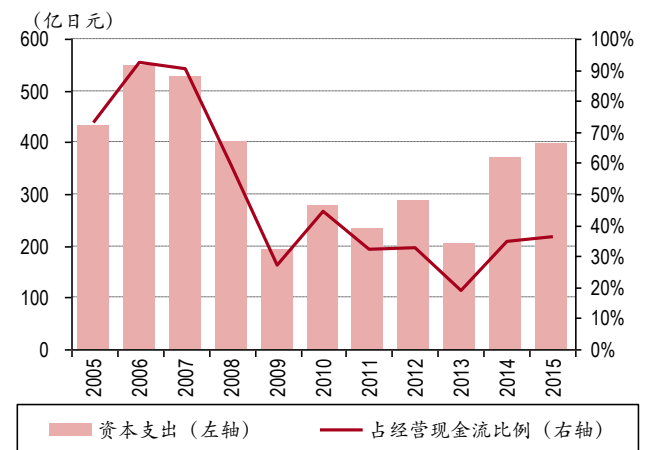
一般主题公园的重游率只有 30% 左右，东京迪士尼重游率高达 97%。这主要得益于不断更新的产品和体贴入微的服务，新的投资项目带来了更多的客流和消费，增加的经营现金流又被用来进一步的更新改造，在商业上形成了良性循环。迪斯尼的一个著名的口号是“永远建不完的迪斯尼”，它多年长期坚持采用“三三制”，即每年都要淘汰 1/3 的硬件设备，新建 1/3 的新概念项目，每年补充更新娱乐内容和设施，不断给游客新鲜感。近年来，东京迪士尼每年的资本支出保持在 300 亿日元左右，约合 20 亿人民币，一度达到经营现金流的 90%。

图表 15. 东京迪士尼不断更新游乐设施的商业模型



资料来源：公司年报、中银证券

图表 16. 东京迪士尼历年的资本支出及占经营现金流的比例



资料来源：公司年报、中银证券

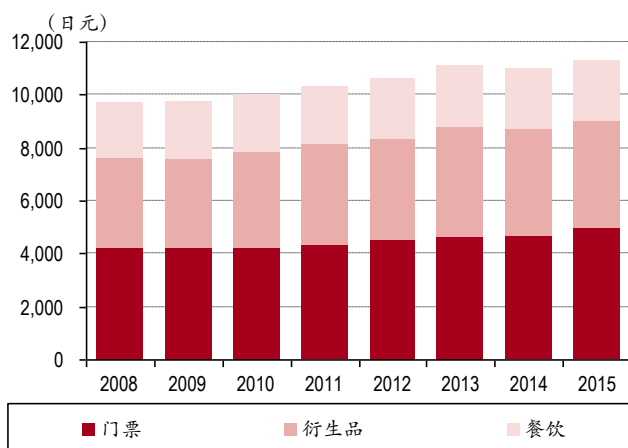
变现渠道：国内多重消费，收入来源多样

东京迪士尼变现渠道均衡，门票、衍生品、餐饮和酒店各占三分之一。与国内大部分主题公园严重依赖门票收入所不同，东京迪士尼从开业起门票收入占比就不到 50%，游客将更多的消费花在了衍生品、餐饮、酒店等环节。2015 年，东京迪士尼每位游客平均花费 11,257 日元（不含住宿），其中门票占比最大，达到 5,007 日元，其次是购买纪念商品，消费 3,964 日元，最后是餐饮消费，平均为 2,286 日元。

- **门票：** 门票收入一直是迪士尼乐园稳定的收入来源，也是调节客流和提高客单价的有效手段。自开业以来，东京迪士尼每隔五六年会对门票进行一次涨价，幅度一般在 5%-10%。近年来，东京迪士尼收入来源日趋分散，门票收入占比从 1995 年的 44.1% 下降到 2015 年的 37.7%。
- **衍生品：** 对于迪士尼乐园来说，商品销售和游乐项目一样本身就是体验的一部分，游客体验完每个游乐项目后，都有对应的商品可以选择，包括文具、玩具、服装、饰品、食品等，产品覆盖人群从两三岁的幼儿到成年人，同时还提供家庭、情侣等组合商品售卖。得益于超强 IP 的影响力，衍生产品销售一直是迪士尼乐园收入重要的组成部分，目前占比 28.9%。
- **餐饮：** 园内餐饮和衍生品业务一样，固定成本低，还能以较高的溢价出售，因此也是迪士尼盈利的重要来源，收入占比 14.9%。随着游乐项目越来越丰富，游客平均游玩时间已经从开业时的 6.2 个小时一路增长到 9 个小时，为餐饮和酒店创造了更多的消费。

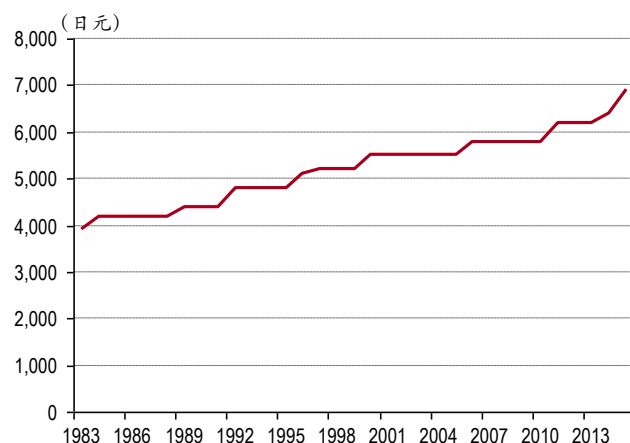
- **酒店：**东京迪士尼最初并没有开设酒店，直到 2000 年才在国内开设了第一家主题酒店，目前园内主题酒店共有四家，平均房价每晚高达 6 万日元，但入住率常年保持在 90% 左右。酒店业务为东京迪士尼贡献了 13.6% 的收入和 12.9% 的经营利润。
- **其他：**主要包括乐园周边的商业中心和迪士尼铁路专线，属于乐园的配套设施，贡献 3.8% 的收入和 1.5% 的经营利润。

图表 17. 东京迪士尼客单价拆分（不含住宿）



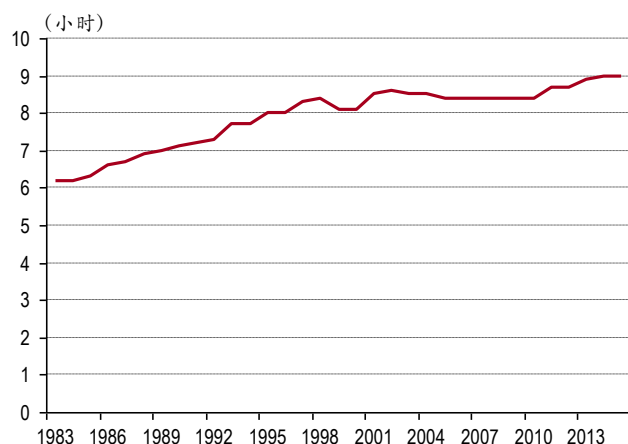
资料来源：公司年报、中银证券

图表 18. 东京迪士尼票价变化



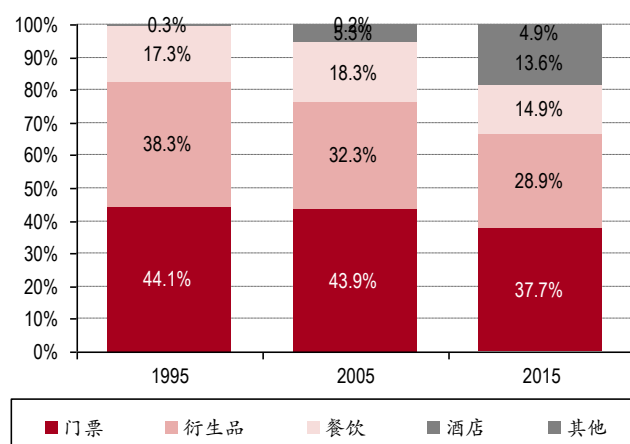
资料来源：公司年报、中银证券

图表 19. 东京迪士尼游客平均游玩时间



资料来源：公司年报、中银证券

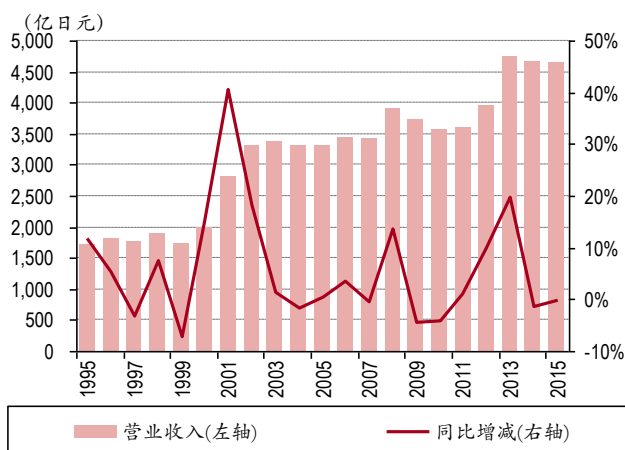
图表 20. 东京迪士尼的收入构成变化



资料来源：公司年报、中银证券

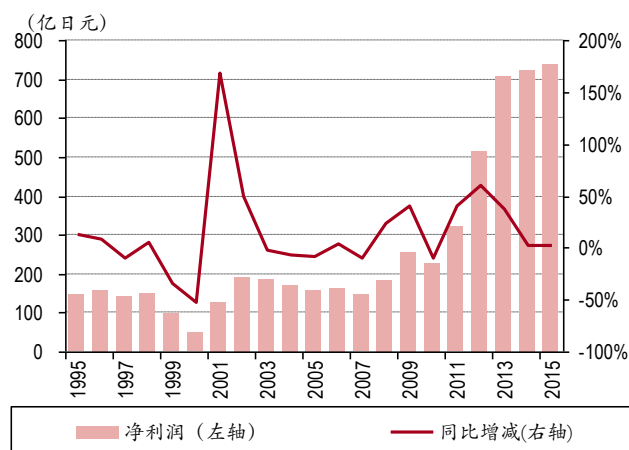
乐园整体盈利能力强，利润体量大，业绩成长性稍弱。自开业以来，东京迪士尼一直保持着盈利，2015 年共实现收入 4,654 亿日元（286 亿人民币），净利润 739 亿日元（45 亿人民币），仅依靠两个主题公园能取得如此多的利润，在业内算是一个奇迹。从成长性来看，除了 2012-2013 年因为举办 30 周年庆典活动带动客流较快增长外，其他年间的业绩增速并不算快，表明在成熟市场，单个主题公园的成长空间较为有限。

图表 21. 1995-2015 年东京迪士尼的营业收入



资料来源：公司年报、中银证券

图表 22. 1995-2015 年东京迪士尼的净利润



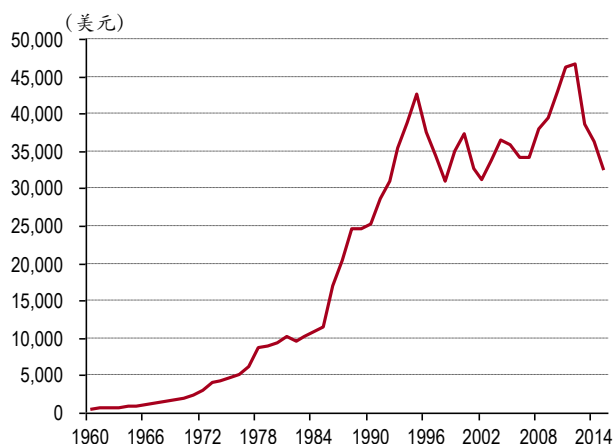
资料来源：公司年报、中银证券

外部环境：经济发达，文化相融

日本国内人均收入水平高，能够支撑东京迪士尼的高消费。日本经济在二战后经历了近 20 年的高速增长，进入 20 世纪 80 年代以后，日本已经一跃成为世界第二大经济国，日本消费者刚刚开始有了闲暇时间和足以支配闲暇时间的额外收入，但度假习惯尚未形成。东京迪斯尼乐园的开办正好与日本消费者寻找新型娱乐方式的欲望需求相切合，使得“去迪斯尼”成了日本家庭度假的主要方式之一。2014 年，日本家庭平均年收入为 529 万日元，而东京迪士尼游客平均消费 1.1 万日元，一个三口之家去一次迪士尼仅占到家庭年收入的 0.6%，这是普通日本家庭都可以承受的消费。

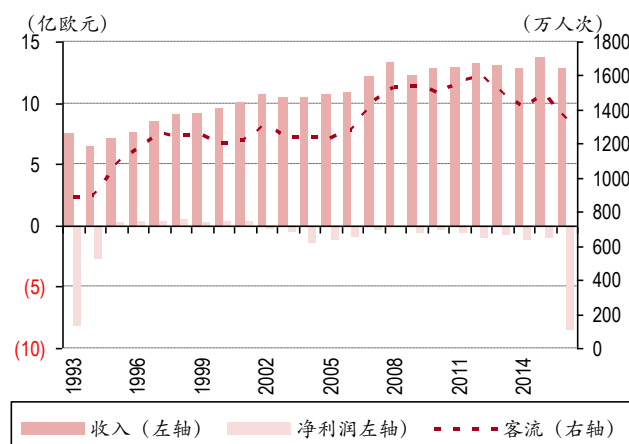
日本人崇尚美国文化，喜爱动漫，易于接受迪士尼的表现方式。二战后，美国大力援助日本，日本人对美国文化存在着强烈的认同和崇拜，而且日本文化包容性强，善于吸收外来文化，而迪士尼的各类动漫作品所代表的正是典型的美国文化。另一方面，日本国内动漫文化氛围浓厚，已经渗透到了生活的方方面面，成为日本的大众文化，因此日本游客很容易喜欢上迪士尼动漫化的游乐方式。

图表 23. 日本国内人均 GDP 情况



资料来源：公司年报、中银证券

图表 24. 巴黎迪士尼乐园的经营业绩及客流情况



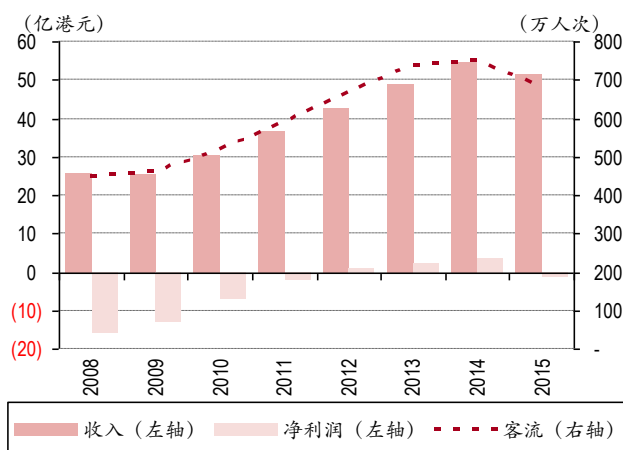
资料来源：公司年报、中银证券

巴黎、香港迪士尼经营较弱，但特许权收入可观

巴黎迪士尼深陷亏损。美国迪士尼在看到日本迪士尼取得巨大成功后，1992年在巴黎开设了第三家海外迪士尼乐园，并采取成立合资公司的方式经营，以期望获得利润分成。然后，虽然客流持续增长，年接待游客达到1,500万人次，巴黎迪士尼也成为全球前十大主题公园，但在经营业绩上却不甚理想，1993年至今的24年中，仅有8年盈利，近年来连续8年都是亏损，巴黎迪士尼也成为了母公司迪士尼的拖累，这背后的原因包括了投资规模过大、消费习惯差异、管理方式及文化上的冲突等。

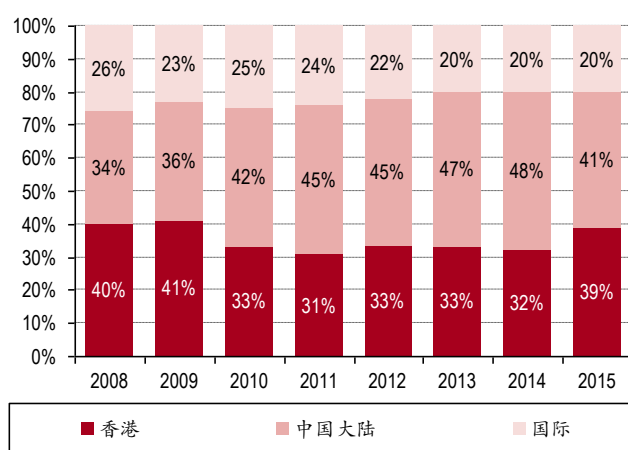
香港迪士尼表现也低于预期。香港迪士尼于2005年开业，是美国迪士尼第四个海外项目，采用与香港政府成立合资公司的方式经营，香港政府控股57%，美国迪士尼拥有43%的股份。香港迪士尼在开业后客流不达预期，2005-2011年持续亏损，2012-2014年连续盈利三年后，2015年又陷入亏损之中，主要原因在于大陆赴港游客量下滑，而香港总人口仅724万人，远远低于东京的人口，难以支撑起乐园的运营。

图表 25. 香港迪士尼乐园的经营业绩及客流情况



资料来源：公司年报、中银证券

图表 26. 香港迪士尼乐园的经营业绩及客流情况



资料来源：公司年报、中银证券

特许权收入给美国迪士尼带来了丰厚的回报，还传播迪士尼文化，利于其他影视娱乐业务的变现。虽然巴黎迪士尼和香港迪士尼在经营上连续亏损，但对于美国迪士尼公司来说，海外扩张在经济上仍给他们带来源源不断的回报，主要是因为存在特许权收入，除了参股以外，巴黎和香港迪士尼每年还要将10%的门票收入和5%的商品、餐饮销售收入作为特许权费支付给美国迪士尼，这也是导致两大乐园亏损的重要原因，此外香港迪士尼的酒店收益全部归美方所有。总之，美国迪士尼不用费心经营，就可以获得8%左右盈利，而东京迪士尼在2012年以前净利率始终未超过9%，由此可见特许权收入带来的丰厚回报。而且即使不盈利，每年在海外仍有上千万的游客来到迪士尼乐园，为迪士尼的电影、电视业务起到了很好的传播。因此，迪士尼乐园在巴黎和香港的扩张并算不上失败。

日本环球影城强势复苏，客流量超越美国本土

日本环球影城经营表现靓丽，客流量已超过美国本土的环球影城。环球影城是全球第三大主题公园，目前在美国加州、奥兰多、日本大阪和新加坡四地均有乐园，其中位于日本大阪的环球影城在全球排名第四，2015 年共接待游客 1,390 万人，已经超过了美国本土的环球影城。日本环球影城完全照搬了美国加州的环球影城，以美国好莱坞出品的、风靡全球的热门电影作品为主题背景，城内设有游览车，精彩刺激的特技表演以及充满诱惑的冒险，乐园包括了好莱坞、侏罗纪公园、哈利波特魔法世界等主题分区。

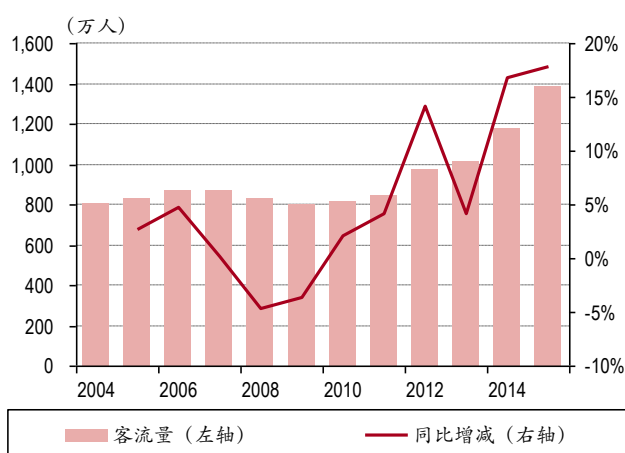
图表 27. 环球影城由各类电影作品衍生出的游乐项目



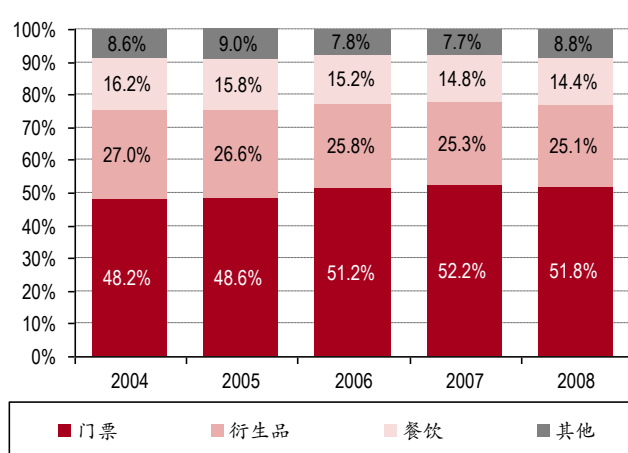
资料来源：日本环球影城官网、中银证券

日本环球影城收入主要来自四块：

- 1) 门票是乐园收入的主要来源，占比在 50%左右；
- 2) 衍生品销售，和迪士尼一样，环球影城将游乐活动和商品销售巧妙的结合，每一个活动过后都已相应主题的商品专卖店，收入占 1/4 左右；
- 3) 餐饮收入，园内以电影为背景设计了各具特色的主题餐厅；
- 4) 其他收入，主要为赞助收入，这在主题公园业并不多见，品牌商可以在乐园内进行冠名或销售产品，目前赞助商包括可口可乐、罗森、东芝等耳熟能详的品牌。此外，乐园的运营公司不经营主题酒店，因此没有酒店收入。

图表 28. 日本环球影城客流量情况


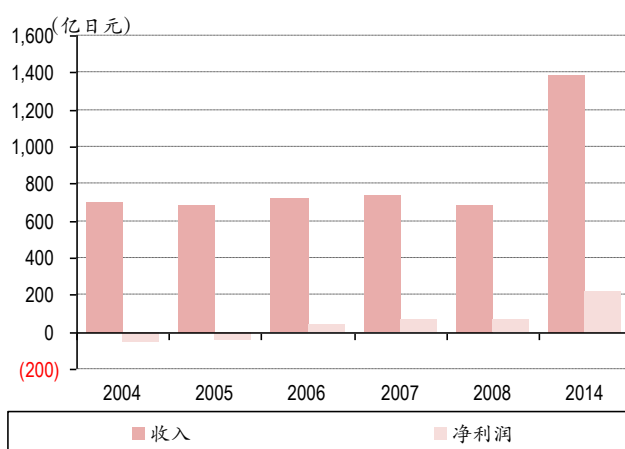
资料来源：公司年报、中银证券

图表 29. 日本环球影城的收入结构


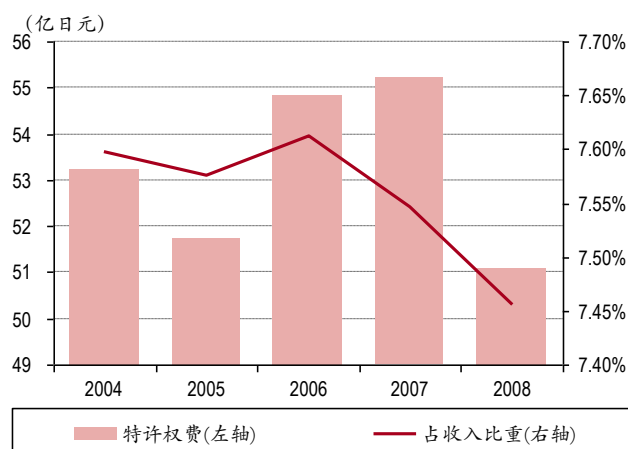
资料来源：公司年报、中银证券

受益于日本旅游业复苏及蜘蛛侠、哈利波特等新主题的引进，日本环球影城近年来经营持续改善，已被美国环球影城收购。日本环球影城于 2001 年开业，此后客流量一直保持在 800 万左右，直到 2006 年才扭亏为盈，2008 年总收入 685 亿日元（42 亿元人民币），净利润 70 亿元（4.3 亿元人民币）。2012 年后随着日本国内旅游市场的复苏，经营持续改善，同时又斥巨资引入蜘蛛侠、哈利波特等项目，到 2014 年，客流和业绩均创下开业以来新高，达到 1,270 万人，收入增长 44%，达到 1,385 亿日元（85 亿人民币），净利润高达 222 亿日元（13.6 亿元人民币），约为上一年的 3.4 倍。

2015 年，由于看好其未来的成长，美国传媒巨头康卡斯特公司以 15 亿美元收购日本环球影城运营公司 51% 的股份，日本环球影城最终又回归到了其授权方美国环球电影公司旗下。值得关注的是，日本环球影城每年需要向美国环球影城支付一笔特许权使用费，约占收入的 7.5% 左右，因此对于授权方来说这也是一笔包赚不赔的买卖。

图表 30. 日本环球影城的收入和净利润


资料来源：公司年报、中银证券

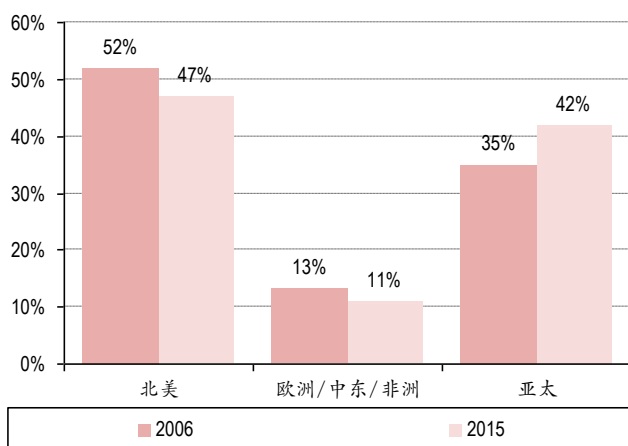
图表 31. 日本环球影城支付的特许权费及占收入的比重


资料来源：公司年报、中银证券

海外巨头进入中国，中国式主题公园走向海外

尽管过去十年全球经济萧条，但主题公园的客流量仍保持稳步提升，亚太地区成为拉动力量。据统计，全球排名前25位的主题公园的游客人次从2006年的1.87亿增加到2015年的2.36亿，年均增长2.6%，北美和亚太贡献了主要的消费市场，过去十年亚太的市场份额已提升至42%，这主要归功于中国新建主题公园高速成长以及日本主题公园重新焕发活力，例如2015年长隆海洋王国客流增长36%，宋城集团增长53%，日本环球影城增长18%，随着上海迪士尼的开业，预计未来亚太地区仍将是全球增长的拉动力。

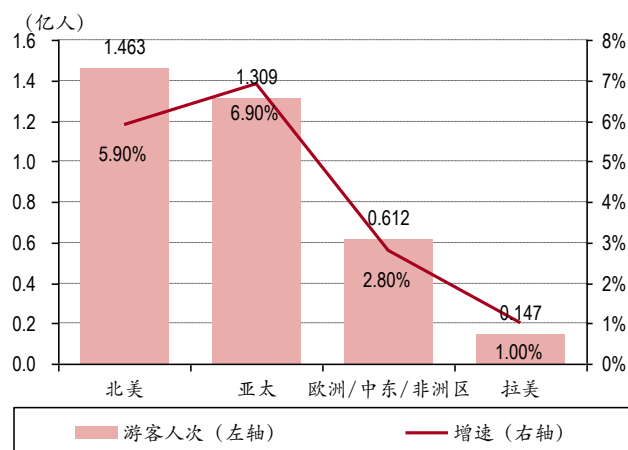
图表 32. 各区域主题公园游客人次在全球总量中的占比



资料来源：TEA/AECOM、中银证券

注：拉美为排名前10位主题公园游客人次。

图表 33. 各区域前20位主题公园游客人次及其增速（2015年）

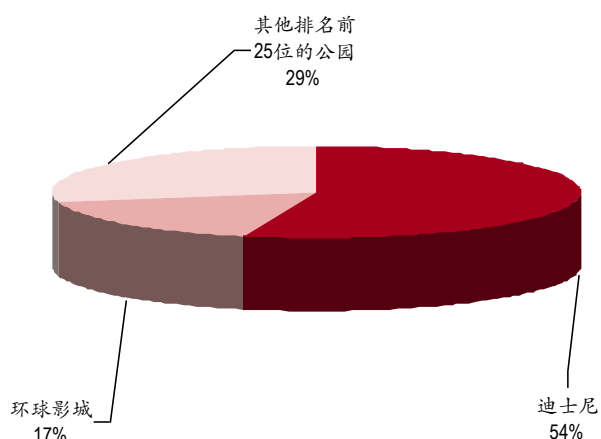


资料来源：TEA/AECOM、中银证券

迪士尼和环球影城仍是主要运营商。在全球前25位的单个主题公园中，迪士尼以10家单体乐园占据了54%的客流，环球影城拥有4家，占17%，剩下11家单体乐园仅占总客流的29%，前12位主题公园全部来自迪士尼和环球影城，剩下排名最高的是中国长隆海洋王国。

海外巨头抢滩中国市场，中国主题公园迈向海外。一方面，中国经济经历了30年的高速增长后，中产阶级人口增加，服务业消费如旅游、教育、娱乐等需求旺盛，中国主题公园增速强劲，从访问人数来看，中国被认为2020年将超过美国，成为全球最大的主题公园市场，迪士尼、环球影城、六旗娱乐集团等海外主题公园巨头近年来纷纷进驻，竞争越来越白热化。另一方面，以万达、华强方特、宋城演艺、海昌海洋公园为代表的国内主题公园也开始向海外市场进军，以期在海外新兴市场甚至是成熟市场占据一席之地。

图表 34. 各品牌主题公园游客人次占比



资料来源：TEA/AECOM、中银证券

图表 35. 万达投资巴黎欧洲城的项目效果图



资料来源：公司官网、中银证券

万达：投资 200 亿在巴黎建欧洲城

2016 年 2 月，万达与法国欧尚集团在巴黎签订协议，双方将合作投资巴黎大型文化旅游商业综合项目，项目位于巴黎市区东北部，毗邻戴高乐机场，距巴黎市中心约 10 公里，占地 80 公顷，总投资超过 30 亿欧元（约合人民币 214.5 亿元），总建筑面积 76 万平方米。

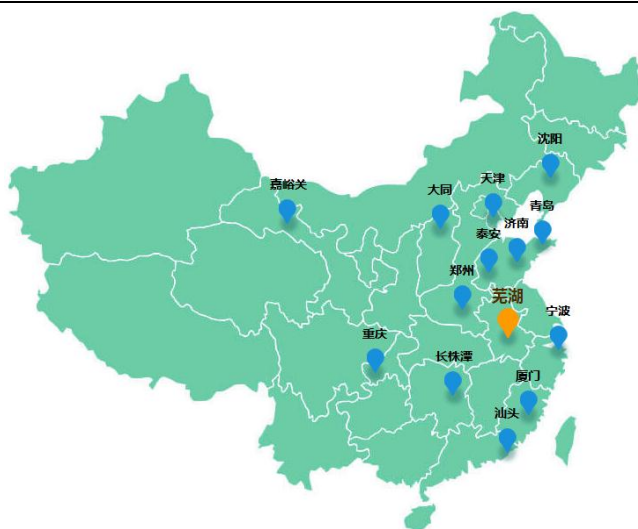
项目将由室内外主题公园、大型舞台秀、酒店群、商业中心、会议中心等内容组成，万达未来将全部持有经营，建成后将成为欧洲文化旅游商业的新地标。按照业态的搭配和定位，此次巴黎项目实际上是国内万达城的复制，与迪士尼全球标准化不同的是，万达各地的旅游项目均会加入本地特色。

华强方特：向新兴市场进行轻资产输出

华强方特是国内以文化内容制作和主题公园经营为主要业务的大型文化企业，拥有“熊出没”等知名动漫 IP，在国内研发和运营着“方特欢乐世界”、“方特梦幻王国”、“方特东方神画”、“方特水上乐园”等四个主题乐园品牌，在沈阳、郑州、厦门、天津等地运营着 20 个主题乐园，并将该模式输出到伊朗等国家，开创了中国文化科技主题乐园“走出去”的先河。

华强方特以授权经营的模式与伊朗 Saman Gostar 公司签订了主题公园项目合作协议，在该合作中，公司不参与公园投资，但销售公园游乐设备。公园建设完成后，公司授权伊朗合作方使用方特品牌，并按照公园的收入提取一定比例的授权费和管理费，伊朗公园已于 2014 年 8 月正式开业，已经成为当地旅游热点，华强方特正在重点推进与法国、沙特阿拉伯、哥斯达黎加等国家的主题乐园项目洽谈。

图表 36. 华强方特旗下主题公园在国内的布局



资料来源：公司官网、中银证券

图表 37. 华强方特开发出的原创动漫作品《熊出没》



资料来源：公司官网、中银证券

宋城演艺：投资 20 亿元打造澳大利亚传奇王国项目

2016 年 11 月，宋城演艺公告将在澳大利亚黄金海岸投资打造澳大利亚传奇王国项目，项目选址于澳大利亚黄金海岸的内兰区，距离冲浪者天堂约 10 公里处，项目内容包括入口广场、演艺剧场、澳洲传奇大型演出、澳洲土著文化村主题公园、狂野澳洲、神秘东方景区等板块，项目总投资 20 亿元人民币。

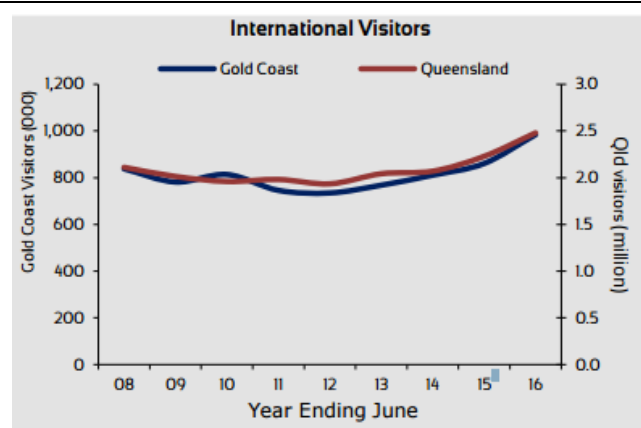
进军澳洲一线旅游目的地，差异化切入，填补当地文化演艺市场空白。 黄金海岸位于澳大利亚东部海岸中段，距离澳大利亚第三大城市布里斯班约 80 公里，黄金海岸是澳洲著名的旅游城市，以沙滩金色闻名，适合冲浪，除了景色宜人外，最具特点的就是分布着众多的主题乐园，包括华纳电影世界、海洋世界及梦幻世界等，这些主题公园以游玩体验项目为主，但人文历史、演艺秀相对稀缺，宋城此次投资 20 亿打造的传奇王国项目拥有澳洲传奇大型演出、澳洲土著文化、神秘东方文化等历史人文体验项目，预计建设期 3 年，建成后将与当地现有的主题公园形成差异化竞争，填补历史人文及演艺市场空白，满足游客多元化的消费需求。

图表 38. 黄金海岸所处的地理位置



资料来源：百度地图、中银证券

图表 39. 黄金海岸和昆士兰州历年海外过夜游客数量



资料来源：昆士兰州旅游局、中银证券

图表 40. 传奇王国与黄金海岸现有的三大主题公园比较

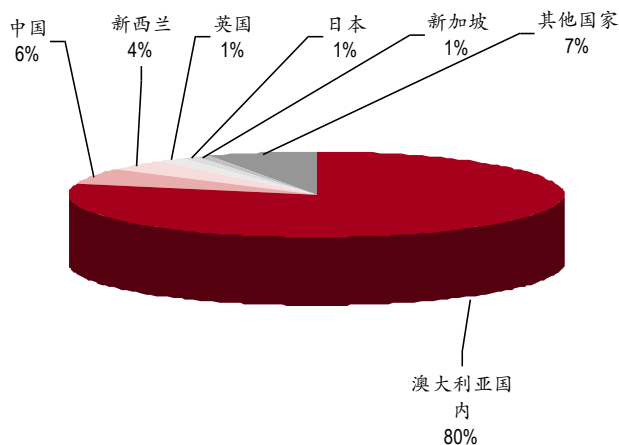
名称	华纳兄弟电影世界	海洋世界	梦幻世界	传奇王国
形式	电影主题公园	海洋公园	游乐园（偏刺激）	演艺、历史人文体验
内容	<p>园内有史瑞克 4D 电影、倒吊式云霄飞车、跳楼机、激流勇进、鬼屋等，摄影棚内每天两场真人飞车特技表演，充满了好莱坞式的惊险刺激。园内还有卡通世界、彩车游行、明星大游行等适合儿童的活动项目。</p>	<p>有很多游乐设施，还能看爱动物区、老虎岛和热带雨林区。传奇》等全球顶级的演艺秀；澳洲土著文化村将带给游客澳洲历史人文体验；狂野澳洲表演的精彩表演，观看澳洲特色剪羊毛、土着人表演，享受海盗船、自量；神秘东方则将向游客呈现古老悠远的中国和东南亚传统文化。</p>	<p>整个乐园分为探险区、冒险区、可演艺剧场将包含大型演出《澳洲土著文化村将带给游客澳洲历史人文体验；狂野澳洲表演的精彩表演，观看澳洲特色剪羊毛、土着人表演，享受海盗船、自量；神秘东方则将向游客呈现古老悠远的中国和东南亚传统文化。</p>	<p>整个乐园分为探险区、冒险区、可演艺剧场将包含大型演出《澳洲土著文化村将带给游客澳洲历史人文体验；狂野澳洲表演的精彩表演，观看澳洲特色剪羊毛、土着人表演，享受海盗船、自量；神秘东方则将向游客呈现古老悠远的中国和东南亚传统文化。</p>
票价	90 澳元（约合 470 元人民币）	90 澳元（约合 470 元人民币）	90 澳元（约合 470 元人民币）	未披露

资料来源：马蜂窝、中银证券

黄金海岸整体旅游市场景气度较高，中国游客爆发式增长。传奇王国项目将面向世界各地的游客，传递澳洲土著及神秘东方的历史文化。根据昆士兰州旅游局公布的数据显示，2015 年来访黄金海岸的国内外白天游客和过夜游客合计已超过 1,200 万人，游客年增长在 10% 左右。中国已经成为澳大利亚最大的客源国之一，2015 年中国赴澳大利亚旅客达到 102 万人次，同比增长 22%，2015 年 7 月到 2016 年 6 月，中国赴黄金海岸游客 28.2 万人，同比增长 33.2%。

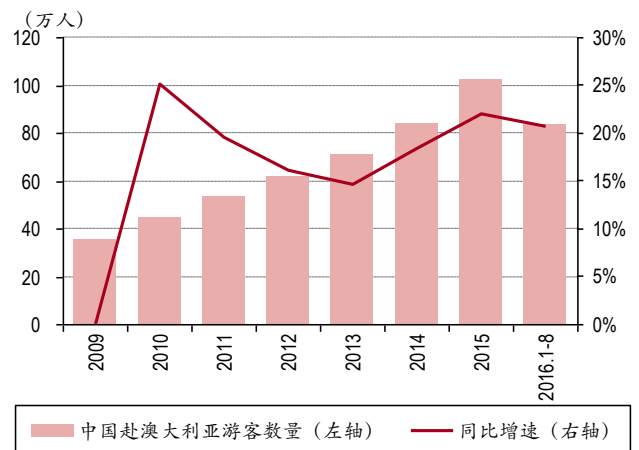
宋城海外战略迈出坚实一步，对后续海外市场的持续开拓意义深远。今年以来，宋城一直在紧锣密鼓推动海外项目落地，此次澳大利亚传奇王国项目的落地，表明宋城在国际化战略迈出了重要一步。一方面标志着宋城版图从国内扩展至海外，突破当前增长瓶颈，打开全新的市场空间，另一方面，将有力提升宋城的国际化形象及品牌全球知名度，未来有望进一步开拓日韩、东南亚甚至欧美市场。

图表 41. 黄金海岸过夜游客的来源地结构



资料来源：昆士兰州旅游局、中银证券

图表 42. 2009-2016 年中国赴澳大利亚游客数量



资料来源：澳大利亚旅游局、中银证券

总结及投资建议

通过上述对主题公园海外扩张的研究，我们主要观点总结如下：

- 1) 主题公园具有很强的本土化经营属性，跨国经营面临诸多制约，目前成功的跨国项目主要来自迪士尼和环球影城。
- 2) 东京迪士尼乐园长盛不衰，是主题公园海外扩张的标杆，除了迪士尼自身拥有的强 IP 外，东京迪士尼地理位置优越，采用特许经营模式，针对年轻女性，不断更新游乐设施，最终通过门票、衍生品、餐饮和酒店等园内多重消费进行变现，此外日本经济发达，日美间文化相融，这些都是东京迪士尼获得成功的关键。
- 3) 巴黎、香港迪士尼经营持续亏损，客流低于预期，主要是由于市场定位模糊、投资规模过大、消费习惯差异、管理方式及文化冲突等原因，但美国迪士尼每年仍可以收到品牌授权带来的丰厚回报，同时传播了迪士尼文化，利于其他影视娱乐业务的变现。
- 4) 受益于日本旅游业复苏及蜘蛛侠、哈利波特等新主题的引进，日本环球影城近年来强势复苏，客流量已经超越美国本土，除了门票、衍生品和餐饮收入外，还有来自乐园内广告赞助的收入。
- 5) 目前北美和亚太地区是全球主题公园的主要市场，亚太地区贡献主要增量，海外巨头纷纷进军中国市场，中国的主题公园（万达城、华强方特和宋城演艺）通过自建或轻资产输出方式迈向海外，有望诞生与迪士尼、环球影城相抗衡的跨国主题公园集团。

推荐关注宋城演艺和华强方特（新三板）：

宋城演艺：黄金海岸项目落地，标志着公司海外战略迈出坚实一步，未来在业绩空间和项目拓展上均有望获得持续突破。今年以来，受旅游大环境的制约，主业增速趋缓，明年有望迎来触底反弹，千古情后续增长仍然强劲，项目储备充足（上海+桂林+张家界+宁乡）且体量更大，国内有望继续复制宁乡轻资产输出模式，向二三线旅游城市扩张。总体看，公司高成长路径不变，后续在海内外项目扩张、推进 VR 项目、泛文娱布局等多个方面看点颇多。考虑到项目建设需要三年左右的时间，我们维持公司 2016-2018 年净利润预测为 9.4 亿、13.0 亿、16.4 亿，对应的市盈率估值为 36、26、20 倍，维持 **买入** 评级。

华强方特：新三板上市公司，全产业链运营，覆盖影视动漫、文化衍生品、主题公园等多个环节，拥有“熊出没”等知名动漫 IP，在国内研发和运营着四个主题公园品牌，在二三线城市开设有 20 个主题乐园，并采用轻资产输出模式继续向海内外扩张，考虑到国内主题公园消费的崛起及海外新兴市场的发展潜力，我们看好公司的成长空间。

研究报告中所提及的有关上市公司

宋城演艺(300144.CH/人民币 22.30, 买入)

华强方特(834793.CH/人民币 16.89, 未有评级)

以2016年12月5日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街110号8层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371