

休闲服务行业：主题公园系列报告之一

迪士尼开园，主题公园热潮再起

● 主题公园热潮再起，迪士尼成 16 年最大看点

近年来各地相关政府大力发展旅游产业和休闲娱乐产业，纷纷建设主题公园与娱乐场所，仅 15-16 年已开业及在建的主题公园就有约 40 家。据世界旅游组织的预测，2020 年中国将成为世界第一大旅游国家，国际游客约 1.4 亿，占全球国际游客总量的 8.6%，而主题公园方面，过去 5 年全球主题公园收入增长 4%，也基本来自中国和东南亚人民日益旺盛的游乐需求。

2015 年游客人数为 40.0 亿人次，人均旅游花费 855 元，2008 年以来复合增长率为 14% 和 8%。而上海迪士尼经过五年的建设，于 2016 年 6 月即将正式开园，而北京环球影城于 2015 年 11 月正式开建，预计于 2019 年开园迎客，众多外资正注入中国市场，引发新一轮的投资热潮。而两个主题公园的开园有望分别带来千万以上的游客量。

● 全球主题公园：游客量稳步提升，美亚为最大市场

主题公园起源于欧洲，在美国得到了大步推进，至 1990 年全球大型主题公园达到 225 家，年游客量约 3 亿，营业收入达到约 80 亿美元，而仅仅十五年后的 2005 年，主题公园数量达到 362 家，年收入高达 150 亿美元。近年来年全球主题公园呈稳定增长，根据 AECOM 2015 年报告，全球排名前 10 的主题公园集团共接待游客 4.20 亿，同比增长 9.8%。

北美主题公园市场主要集中于几家大型连锁娱乐集团，包括迪士尼旅游集团、环球影城娱乐集团、六旗股份有限公司等。亚洲是全球主题公园第二大主导者，2015 年亚太 TOP20 主题公园共接待游客 1.31 亿人次，同比增长 6.9%，高于全球 TOP25 增长率 1.5 个百分点。其中，日本仍是目前亚洲最大的主题公园市场，包揽亚洲前三的游乐园。

● 中国主题公园：增速居世界前列，业务结构有待拓展

中国主题公园建设大致经历了从 1989-2002 的大发展时代、2002-2011 的建设低潮期，2012 年至今热潮再起三个阶段。据 AECOM 统计，2015 年在全球 TOP10 主题公园集团中，中国主题公园集团占据 4 席，分别是华侨城集团、长隆集团、华强方特和宋城集团，其整体游客增速达 34%。

中国主题公园收入规模还不及发达国家，未来发展空间广阔，同时主题公园门票收入占总收入的 80% 左右，收入来源较单一，门票、年卡价格高、消费高，门票占人均可支配收入的比例远高于发达国家，未来收入结构有待拓展至商品、食品销售等附加价值较高的项目。

在地区布局方面，由于人口基数大、地区发展不均衡，布局在京津地区、长江三角洲地区、珠江三角洲地区的主题公园相对成功。2015 年进入 AECOM 亚洲前 20 的 11 家中国主题公园中有 8 家均来自于上述区域，这与这三个地区经济发展活力较高、收入达标人群基数较大有关。

● 主题公园再分析：游客增长、区域影响及盈利状况

游客增长：深圳欢乐谷以持续的硬件升级改造保证了游客稳定持续的增长，其中培育期约 3 年，第 4-12 年维持了 13% 的复合增长率，而之后进入成熟阶段，年增速约 2%，游客量基本稳定在 320 万人次以上；

区域影响：香港迪士尼开业后，整体提升了区域旅游业发展，利好周边市场，包括深圳欢乐谷、锦绣中华、香港海洋公园等，游客复合增长率 2% 至 8% 不等，集群效应显著。

盈利状况：海洋主题公园是主题公园中客户基础较为广泛的一类，重游率也高于其他主题公园。其中，海昌海洋公园经营模式以主题公园+商用物业协同为特色，而大连圣亚以布局“泛文旅”IP 产业链为特色，毛利率和净利率分别约为 55% 和 15%。

● 关注迪士尼溢出效应，中青旅、宋城演艺、锦江股份等受益最为明显

上海迪士尼已进入试营业阶段，并将于 6 月 16 日正式开园。预计年客流量有望达到 1500 万人次，受益于迪士尼溢出效应，中青旅、宋城演艺、锦江股份等公司受益最为明显，此外海昌海洋公园、大连圣亚等主题公园类公司也值得关注。

● 风险提示：宏观经济下行影响旅游行业整体需求。

行业评级

买入

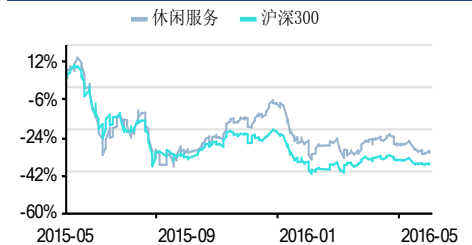
前次评级

买入

报告日期

2016-05-31

相对市场表现



分析师：安 鹏 S0260512030008



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：沈 涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

餐饮旅游年报 1 季报总结 2016-05-05

析：盈利稳定提升，景区板块表现最优

海昌海洋公园（2255.HK）调 2016-04-29

研报告：“内生+外延+创新”三轮驱动，上海三项目值得期待

社会服务行业：教育行业系列 2016-02-17

报告之一：扬帆启航，掘金教育四大细分领域

联系人：姚遥 021-60750610

gfyayao@gf.com.cn

目录索引

主题公园热潮再起，迪士尼成 16 年最大看点	5
供给：主题公园建设热潮再起，近两年开业达近 40 家	5
需求：旅游需求旺盛，主题公园成为新增长点	5
上海迪士尼：16 年 6 月将开园，本土中国元素吸睛	6
北京环球影城：15 年 11 月开工，美方运营中方建设	7
全球主题公园：游客量稳步提升，美亚为最大市场	8
全球主题公园稳步发展，2015 年主要主题公园集团游客接待量全部保持正增长	8
美国：现代主题公园发源地，全球主题公园的引领者和主导者	11
亚洲：亚太地区主题公园市场强劲增长，日本领头亚洲主题公园发展	14
欧洲：市场需求有待挖掘	15
中国主题公园：增速居世界前列，业务结构有待拓展	16
发展历程及类型：90 年代开始大发展，21 世纪逐步多元化	16
市场规模：前十大主题公园集团中国占 4 席，15 年游客增速高达 34%	18
收入及区域分布：主题公园活跃程度受收入影响，国内发展不均衡	20
业务结构：收入结构相对单一，门票占比约 80%	21
主题公园再分析：游客增长、区域影响及盈利状况	22
游客增长：稳定增长来源于更新升级——深圳欢乐谷 VS 锦绣中华	22
区域影响：利好周边旅游业，游客复合增长率 1.6% 至 7.9% 不等——香港迪士尼	23
盈利状况：毛利率和净利率分别达到约 55% 和 15%——海昌海洋公园 VS 大连圣亚	26
风险提示	29

图表索引

图 1: 2015 年中国主题公园建设异常火爆	5
图 2: 国内游客数稳步增长	6
图 3: 国内旅游人均花费缓慢增加	6
图 4: 上海迪士尼园区布局初窥	7
图 5: 上海迪士尼与北京环球影城入驻本土建设历程	8
图 6: 1990-2005 全球主题公园市场增长情况	9
图 7: 1997-2006 全球主题公园分地区市场规模 (亿美元)	10
图 8: 2015 年全球前 10 主题公园集团接待游客数多有上涨	10
图 9: 2015 年世界前五大集团主要主题公园概况	11
图 10: 迪士尼多元化产业布局互为支撑, 使得主题公园长盛不衰	12
图 11: 2015 年迪士尼营业收入分业务	12
图 12: 2015 年迪士尼营业利润分业务	12
图 13: 迪士尼集团人均消费增长率基本保持平稳	13
图 14: 15 年来总体客房入住率稳定在 85% 以上	13
图 15: 日本环球影城收入结构	14
图 16: 欧洲主题公园访问率最低	16
图 17: 主题公园分类之一——按游玩内容	17
图 18: 2015 年前十大主题公园集团中, 中国主题公园游客增长率达 33.6%	19
图 19: 中国主要大型主题公园分布在东南沿海的发达地区 (以 2015 年为例)	20
图 20: 深圳欢乐谷开业以来游客量情况	23
图 21: 锦绣中华开业以来游客量情况	23
图 22: 15 年香港迪士尼收入回落 6.4%	24
图 23: 15 年香港迪士尼游客数下滑 9.3%	24
图 24: 香港迪士尼本地游客占比基本平稳	24
图 25: 2015 年大陆游客占总体的 41%	24
图 26: 香港迪士尼开业后周边主要主题公园客流量情况	25
图 27: 香港海洋公园 2006 年至 2015 年营收、净利润和入园人次情况	26
图 28: 海洋海昌公园近年入园人次增长迅速	27
图 29: 2012 年各大海洋公园游客人次对比	27
图 30: 海昌海洋公园总资产和净资产情况 (亿元)	27
图 31: 海昌海洋&大连圣亚主题公园营收情况 (亿元)	27
图 32: 海昌海洋&大连圣亚主题公园毛利率情况	28
图 33: 海昌海洋&大连圣亚主题公园净利率情况	28
图 34: 海昌海洋公园商用物业协同模式	28
图 35: 大连圣亚大白鲸产业链&全国大白鲸世界布局	29
表 1: 上海迪士尼&北京环球影城建设概况	7
表 2: 2015 年全球前 10 主题公园集团接待游客数多有上涨	10
表 3: 迪士尼系列主题公园相比其他主题公园接待游客人次优势明显	13

表 4: 主题公园分类之一——按综合投资规模、设计容量、项目数量和市场半径...	17
表 5: 主题公园分类之一——按占地规模、投资额	18
表 6: 2015 年亚洲排名前 20 的主题公园中中国主题公园有 11 家	19
表 7: 美国主题公园游客收入分布	21
表 8: 目前年中国主要主题公园年卡会员费比较	21
表 9: 香港迪士尼经营概况	24

主题公园热潮再起，迪士尼成 16 年最大看点

供给：主题公园建设热潮再起，近两年开业达近 40 家

主题公园是现代旅游业发展的主体内容之一，也是未来旅游业发展的重要趋势。随着中国旅游从观光型向度假型转变，中国主题公园发展前景广阔，这一新型的旅游休闲产品，将逐渐成为人们休闲娱乐的主要消费对象。

近年来各地相关政府大力发展旅游产业和休闲娱乐产业，纷纷建设主题公园与娱乐场所，仅15-16年已开业及在建的主题公园就有约40家，其中15年开业的重大项目包括浙江安吉的Hello Kitty主题乐园、安徽和山东的方特东方神画乐园等，而16年上海迪士尼、各地的万达主题乐园等也将陆续开园。

图1：2015年中国主题公园建设异常火爆



数据来源：广发证券发展研究中心整理

需求：旅游需求旺盛，主题公园成为新增长点

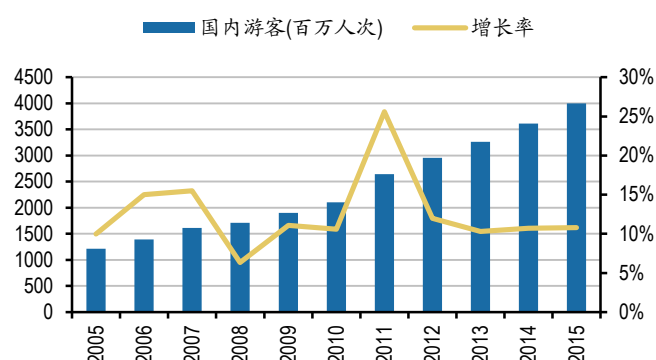
据世界旅游组织的预测，2020年中国将成为世界第一大旅游国家，每年将有1.4亿的国际游客，占全球国际游客总量的8.6%。而随着居民收入水平提高，旅游消费的能力越来越高，2015年国内旅游人数达到40.0亿人次，人均花费854.9元，2008年以来复合增长率为14%和8%。

世界旅游组织的研究表示，当人均GDP达到5000美元时，一个国家或地区会出现成熟的度假旅游经济，人们在追求物质消费的同时更追求精神消费。2013年，中国人

均GDP已超过6000美元，2015年已超8000美元，上海广州等大城市已破万。在世界旅游组织《休闲时间对旅游业的冲击》报告中，其预测尽管21世纪旅行人数会增加，但人们花在旅游娱乐的时间会减少，由于缺少时间，他们会寻找那些能在最短时间提供最大欢愉的旅游产品。而主题公园作为一个适合全家游亲子游的目的地也将愈来愈受人们的欢迎。

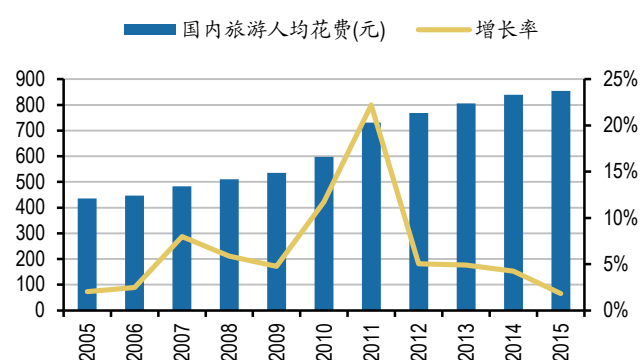
美国市场研究机构IBISWorld的调研数据显示，在过去5年里，全球主题乐园的收入增长4%，至16亿美元，增长主要来自中国和东南亚人民日益旺盛的游乐需求。

图2：国内游客数稳步增长



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：国内旅游人均花费缓慢增加



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

上海迪士尼：16年6月将开园，本土中国元素吸睛

在众多在建项目和完工项目中，上海迪士尼和北京环球影城最受人瞩目。环球影城主题公园与迪士尼主题公园、环球嘉年华并称为现代世界三大娱乐品牌，在中国，上海迪士尼经过五年的建设，于2016年开园，而北京环球影城于2015年11月正式开建，预计于2019年开园迎客，众多外资正注入中国市场，引发新一轮新的投资热潮。

建设情况：上海迪士尼乐园是中国第二个，亚洲第三个，世界第六个迪士尼主题公园。2011年3月9日，上海国际旅游度假区核心区控制性详细规划上网公示，上海迪士尼乐园也在此规划中，乐园主体工程于2011年4月8日正式破土动工。项目的初期投资包括投入主题乐园建设的约人民币245亿元及度假区其它部分建设的45亿元。迪士尼公司将持有业主公司43%的股份，上海申迪集团持有剩余的57%。该园已于5月7日已启动运营测试，6月16日将正式开园。

“中国特色”迪士尼：上海迪士尼度假区既保持迪士尼风格，又极具中国风情。例如奇幻童话城堡将是世界上最高的迪士尼城堡，而中国生肖壁画墙、漫月轩等中国元素又将给游客一种中国风的感受。

预计规模：预计上海迪士尼开业后游客规模能达到1000万人次，开业初期将为上海带来300-500万人次的新增游客，约占上海全年接待游客规模的2%-4%。随着二胎政策的开放，中国可能面临新一波生育高峰，这对于以家庭亲子游为主的上海迪士尼来说也无疑是一大利好消息。

图4：上海迪士尼园区布局初窥



数据来源：广发证券发展研究中心

北京环球影城：15年11月开工，美方运营中方建设

建设情况：2013年立项的北京环球主题公园及度假区是亚洲第三个，全球第六个环球影城主题公园，于2015年11月5日举行基础工程建设启动仪式。该项目位于通州区文化旅游区，面积为120公顷，年游客量预计1000万。

环球影城项目由中方控股公司负责投资建设，美方控股公司负责管理运营。首寰投资与美国环球公司将成立两个合资公司共同开发运营环球影城主题乐园。一个负责公园主体投资与建设，中方占70%，美方占30%；另一个负责管理运营，中方占30%，美方占70%，以此充分发挥中美双方各自在建设和运营中的优势。

预计规模：预计环球影城主题乐园建成后，每年可带来十亿元左右的门票收入。中国旅游研究院院长、教授戴斌认为，环球主题公园在2019年面市之际，票价预计会在100美元左右；而按照惯例，1元钱主题公园的收入可以带来7元钱的间接收益，若以1000万年游客量预计，假设票价在600元，则门票收入就有近60亿元人民币，再考虑间接收益，则影响更大。

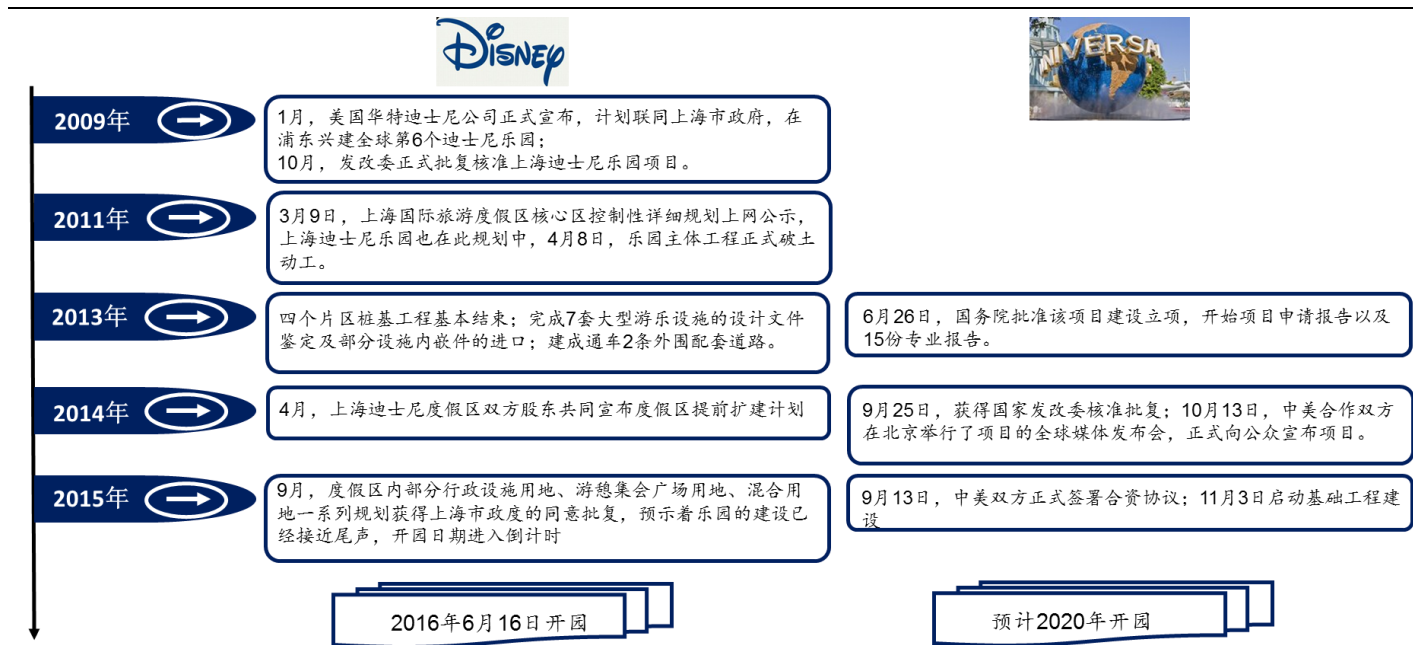
随着上海迪士尼乐园开园，北京环球影城进入开工阶段，中国旅游有望进入进口替代的新阶段。目前，国内旅游景点已经不能满足国内游客的需求，出境游人次逐年上升。国家旅游研究院数据显示，我国出境游人数已连续3年居世界第一，2015年出境旅游人次达到1.35亿人次，同比增长17%。此外，主题公园的热潮可以带动一系列其他产业的发展，包括房地产、交通运输以及社会服务业一系列运营。

表 1：上海迪士尼&北京环球影城建设概况

项目	上海迪士尼	北京环球影城
所属集团	申迪集团、美国迪士尼集团	首旅集团、美国环球影视公司
建设时间	2011-2015	2015-2019
预计开园时间	2016 年	2019 年
位置	上海浦东川沙国际旅游度假区	北京通州文化旅游区
占地面积	116 公顷	120 公顷
预计游客人次	1000 万/年	1000 万/年
主要游乐设施	米奇大街、奇想花园、梦幻世界、奇幻童话城堡、探险岛、宝藏湾、明日世界等	影城中心、电影魔幻世界、电影舞台、我爱露西、大火灾、回到未来、远古时代等
交通方式	上海地铁 11 号线迪士尼段（在建）	计划延伸地铁 7 号线、八通线
初期投资金额	290 亿元	242 亿元

数据来源：网站资料、广发证券发展研究中心

图5：上海迪士尼与北京环球影城入驻本土建设历程



数据来源：广发证券发展研究中心整理

全球主题公园：游客量稳步提升，美亚为最大市场

全球主题公园稳步发展，2015 年主要主题公园集团游客接待量全部保持正增长

传统意义上的主题公园起源于欧洲，在美国得到了大步推进，1955年在洛杉矶安纳海姆建起了第一个现代意义上的迪士尼主题公园后，以主题公园为代表的旅游娱乐业在世界各地得到广泛的发展，从规模到技术水平和文化含量上都有较大突破。

全球主题公园在近20年经历了快速发展：据统计至1990年，全球大型主题公园达到

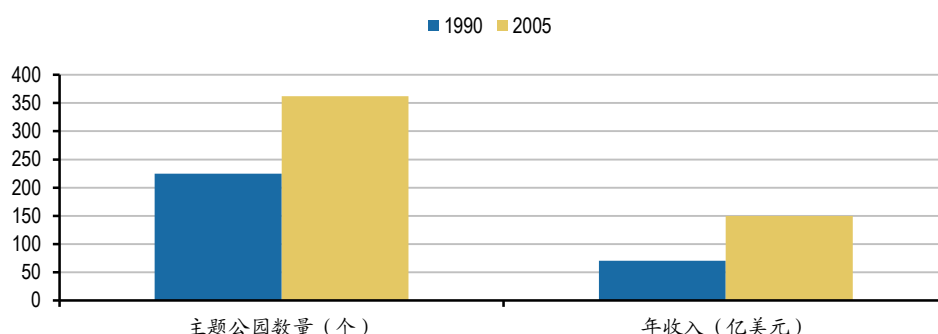
225家，年游客量约3亿，营业收入达到约80亿美元。而十五年后的2005年，全球主题公园的数量、游客量和收入分别增加了约50%、80%和100%。

分区域看，1997-2006年间各大地区的市场规模都有所增长，美国、欧非、亚太、拉美和加拿大十年间主题公园规模的复合增长率分别为2.5%、4.3%、5.0%、6.6%和3.4%，亚洲和拉美增长最快。从份额上看北美是主题公园最大的市场，亚洲其次。到2000年为止，美国以68亿美元的收入和近50%的市场份额成为全球主题公园业的领导者。截至2005年，全世界拥有主题公园362家，其中亚洲占35%，北美占31%，年收入高达150亿美元。

从游客人次来看，2015年全球主题公园呈稳定增长，根据AECOM2015年报告，全球排名前10的主题公园集团共接待游客4.20亿，同比增长9.80%。其中，迪士尼集团以接待1.38亿游客人次位列榜首，同比小幅增长2.7%；默林娱乐集团排名第2，游客数6290万，同比增长0.2%；环球影城娱乐集团以4488.4万的接待人次排名第3，同比大幅增长11.8%。

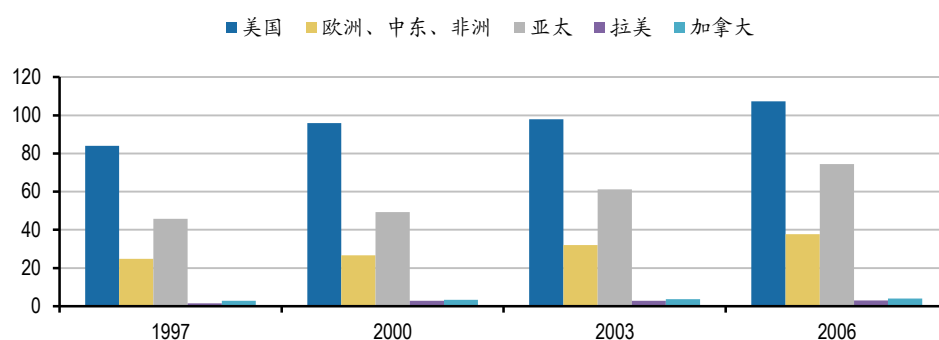
2015年在排名前十的主题公园集团中，所有主题公园集团保持了正增长，尤其是中国集团表现突出，其中，华强方特的增长率排名第1，增长率高达77.4%，其次为宋城集团的53.4%，之后是长隆集团的26.4%。

图6：1990-2005全球主题公园市场增长情况



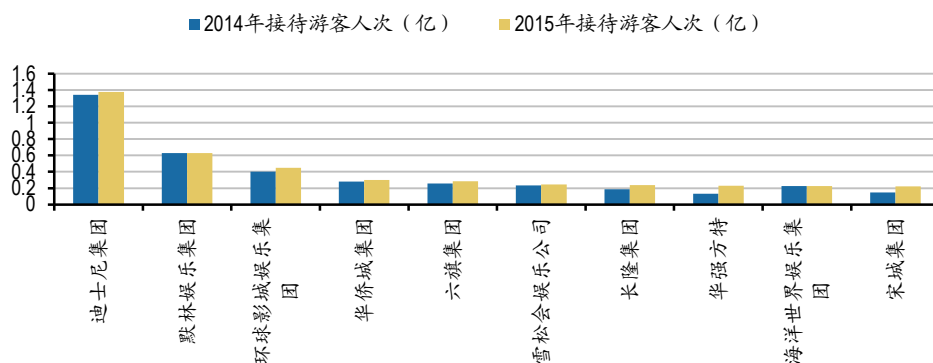
数据来源：《主题公园研究》、广发证券发展研究中心

图7：1997-2006全球主题公园分地区市场规模（亿美元）



数据来源：普华永道《全球媒体和娱乐业展望》、广发证券发展研究中心

图8：2015年全球前10主题公园集团接待游客数多有上涨



数据来源：TEA&AECOM、广发证券发展研究中心

表 2：2015 年全球前 10 主题公园集团接待游客数多有上涨

排名	公司名称，所属国家（地区）	增长率	2015 年接待游客数(人次)	2014 年接待游客数（人次）
1	迪士尼集团，美国	2.66%	137902000	134330000
2	默林娱乐集团，英国	0.16%	62900000	62800000
3	环球影城娱乐集团，美国	11.79%	44884000	40152000
4	华侨城集团，中国	7.82%	30180000	27990000
5	六旗集团，美国	11.39%	28557000	25638000
6	雪松会娱乐公司，美国	4.90%	24448000	23305000
7	长隆集团，中国	26.41%	23587000	18659000
8	华强方特	77.37%	23093000	13020000
9	海洋世界娱乐集团，美国	0.32%	22471000	22399000
10	宋城集团，中国	53.42%	22338000	14560000
	总计	9.80%	420360000	382853000

数据来源：TEA&AECOM、广发证券发展研究中心

图9：2015年世界前五大集团主要主题公园概况



数据来源：广发证券发展研究中心

美国：现代主题公园发源地，全球主题公园的引领者和主导者

美国是现代主题公园发源地，也是全球主题公园的引领者和主导者。1955年美国第一家迪士尼乐园的开业标志着现代主题公园时代的来临。

北美主题公园市场主要集中于几家大型连锁娱乐集团，如迪士尼旅游集团、环球影城娱乐集团、六旗股份有限公司、雪松集市娱乐公司和贺森家庭娱乐集团等，其通过不断收购单体公园和连锁公园逐渐形成寡头垄断的状态，在游客接待规模和收入上几大集团几已占据了垄断地位。

在游客到访次数方面，美国拥有最高的人均主题公园到访次数为0.8，日本和韩国为0.5，欧洲为0.25。北美地区参观人数在过去十年间增长了3.6%，和其他地区相比相对平缓。

1、迪士尼主题公园遥遥领先，2015年全球接待游客数超1.37亿

迪士尼集团公司创立于1922年，业务涉及电影、主题公园、地产、娱乐多个领域。迪士尼主题公园的经营建立在其影视内容和传媒渠道上，一系列动画角色和卡通形象形成其品牌号召力，以内容为支撑的主题公园逐渐在全世界遍地开花，现有美国奥兰多、日本东京、法国巴黎、中国香港等六所迪士尼主题公园，上海的迪士尼主题公园正在最后建设，将于2016年6月开园。

收入情况：迪士尼主题公园的收入来源主要为门票收入、食品饮料和纪念商品销售收入、酒店过夜收入、邮轮旅游收入以及俱乐部的租赁和销售收入，其中游乐园门票收入只占两成左右，其能够长盛不衰的一大原因就是依靠其丰富的文化内容吸引顾客群，并以泛产业链衍生产品销售、酒店经营等一系列收入实现盈利。

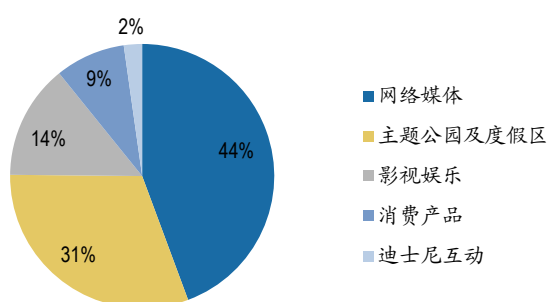
2015年，迪士尼集团旗下五大经营业务综合收入为524.65亿元，其中网络媒体、主题公园及度假区、影视娱乐、消费品、迪士尼互动对公司总收入贡献分别为44.3%、30.8%、14.0%、8.6%和2.2%，主题公园及度假村业务占据了其经营业务总收入的30.8%、盈利的20.6%，盈利性最强大的是网络媒体业务，占收入的44%、盈利的53%。

图10：迪士尼多元化产业布局互为支撑，使得主题公园长盛不衰



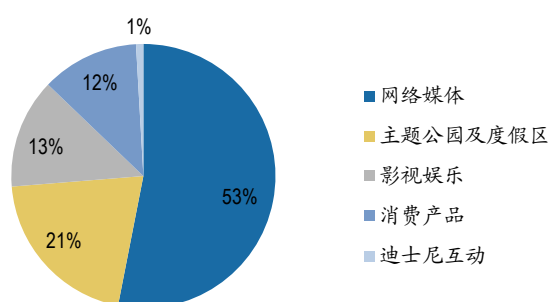
数据来源：The Walt Disney Company 2015 annual report、广发证券发展研究中心

图11：2015年迪士尼营业收入分业务



数据来源：The Walt Disney Company 2015 annual report、广发证券发展研究中心

图12：2015年迪士尼营业利润分业务



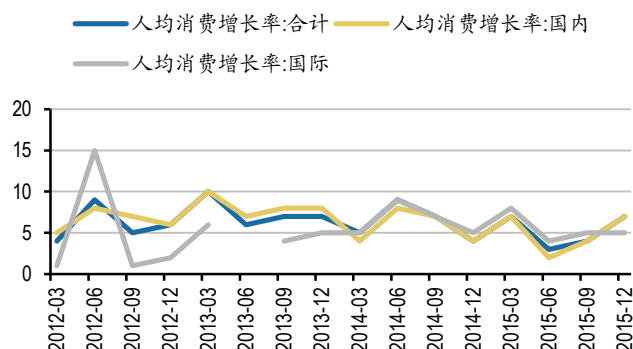
数据来源：The Walt Disney Company 2015 annual report、广发证券发展研究中心

经营情况：近年来，迪士尼公园的人均消费增长率基本在周期性波动中保持平稳，每年的3-8月通常为高峰期，之后有所下降，但基本保持良好态势，平均客房入住率也一直稳定在80%以上，总体而言，迪士尼经营保持稳定，最大程度地克服了主题公园寿命短暂的困难。

2015年全球接待游客数前25名的主题公园中，迪士尼集团主题公园占据10席，且排

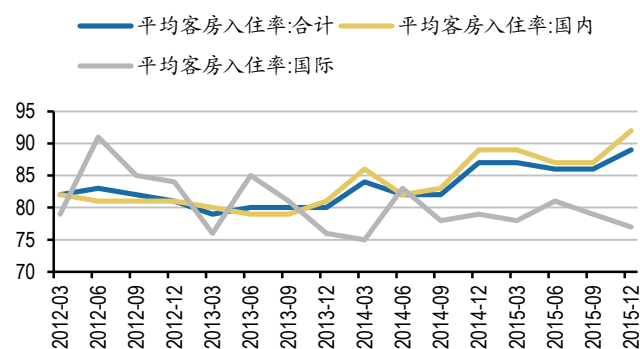
名靠前。排名第1的奥兰多迪士尼魔法王国，实现了6.0%的增长率，成为迪士尼10个乐园中表现最优秀的主题公园，2015年接待游客人次突破2000万人次，成为全球第一个突破2000万大关的主题公园。

图13：迪士尼集团人均消费增长率基本保持平稳



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图14：15年来总体客房入住率稳定在85%以上



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表3：迪士尼系列主题公园相比其他主题公园接待游客人次优势明显

排名	公园，所在国家（地区）和城市	增长率	2015 年接待游客数 (人次)	2014 年接待游客数 (人次)
1	布纳维斯塔湖的华特迪士尼世界，美国佛罗里达州	6.0%	20492000	19332000
2	东京迪士尼乐园，日本东京	9.0%	18278000	16769000
3	迪士尼乐园，美国加利福尼亚州安纳海姆	-4.0%	16600000	17300000
4	东京迪士尼海洋，日本东京	17.8%	13900000	11800000
5	日本环球影城，日本大阪	-3.5%	13600000	14100000
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	3.0%	11798000	11454000
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	5.0%	10922000	10402000
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	5.0%	10828000	10312000
9	巴黎迪士尼乐园，法国马恩拉瓦莱	4.2%	10360000	9940000
10	迪士尼加州冒险乐园，美国加利福尼亚州安纳海姆	16.0%	9585000	8263000
11	环球影城，美国佛罗里达州奥兰多	7.0%	9383000	8769000
12	冒险岛，美国佛罗里达州奥兰多	8.0%	8792000	8141000
13	海洋公园，香港特别行政区	36.0%	7486000	5504000
14	乐天世界，韩国首尔	0.6%	7423000	7381000
15	香港迪士尼乐园，香港特别行政区	-5.2%	7387000	7792000
16	爱宝乐园，韩国京畿道	-3.9%	7310000	7606000
17	好莱坞环球影城，美国加利福尼亚州环球市	25.5%	7289000	5810000
18	宋城公园，中国杭州	4.0%	7097000	6824000
19	长岛温泉乐园，日本桑名市	-9.3%	6800000	7500000
20	长隆海洋王国，中国珠海横琴湾	4.3%	5870000	5630000

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

数据来源：AECOM、广发证券发展研究中心

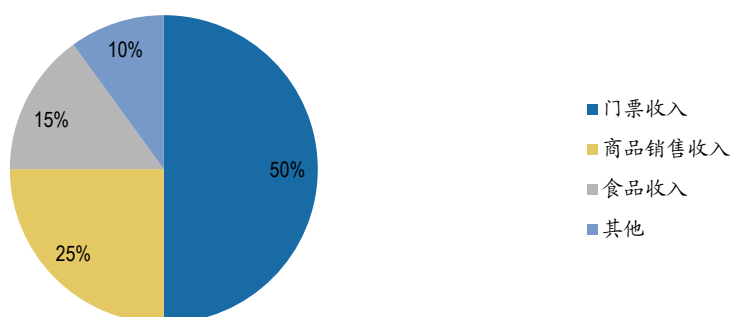
2、环球影城重游率高，电影题材为特色的主题公园

环球影城主题乐园是全球仅次于迪士尼主题乐园的第二大主题公园，是一个再现电影主题的游乐园，游乐项目包括哈利波特的魔法世界、侏罗纪公园河流大冒险、史莱克4D影院等。目前全球已开园的环球影城主题乐园有5处，北京通州环球影城正在建设中，预计2019年开业。

发展历程：环球影城主题乐园一般投资规模巨大，动辄几十亿美金，对经济拉动作用明显。日本大阪环球影城主题乐园1998年开工，2001年开幕，总投入20亿美金。2011年正式开业的新加坡环球影城主题乐园则投入了43亿美金。环球影城建成后门票等收入颇丰，辐射效应也比较明显。其中，日本环球影城主题乐园年游客数近千万，收入近50亿人民币。公园位置位于大阪，占地54公顷，2001年开业，2小时交通圈内有3500万人口，年接待游客数达850-1000万，2009年营收近7亿美元，人均消费530人民币。

收入结构：环球影城主题乐园平均重游率60%-70%，重游率较高与其项目更新有关，门票收入基本占到40-60%，比国内大部分乐园要低很多。以日本环球影城主题乐园为例，其门票收入基本占50%左右，其他如商品收入占比25%左右，饮食收入15%左右，其他收入接近10%。

图15：日本环球影城收入结构



数据来源：公开资料、广发证券发展研究中心

亚洲：亚太地区主题公园市场强劲增长，日本领头亚洲主题公园发展

亚洲是全球主题公园第二大主导者。1996年亚太地区主题公园投资额高达40亿美元，在亚洲金融危机之后，主题公园进入了加速建设时期。到2012年，亚洲主题公园的游客总数超过2亿人次，年收入超过440亿美元。亚洲游乐园市场细分来看，日本是目前亚洲最大的主题公园市场，而中国随着上海迪士尼即将开业、北京环球影城在

建，已然成为最为瞩目的增长点。

接待人次：根据AECOM数据，2015年，亚太地区排名前20主题公园共接待游客1.31亿人次，同比增长6.9%，高于北美前20、欧洲前20主题公园1.0和4.9个百分点，处于持续增长的良好态势。

亚洲市场处于一个持续增长的模式，整体上游客数的增长大于下降。2015年亚洲主题公园在全球排名前25的主题公园中占据11席，在数量上与美国旗鼓相当。其中，中国有香港海洋公园、香港迪士尼乐园、杭州宋城、长隆海洋王国、丽江宋城5家，且发展势头较为强劲，如长隆海洋王国增长达36.0%，杭州宋城则增长达25.5%。

日本的辉煌：作为全球主题公园大国的日本，1983年东京迪士尼乐园的开业，使其拥有了首家大型主题公园。自此，一些大型主题公园纷纷开始建设并投入运营，其中规模最大的东京迪士尼乐园2001年以其超过1700万人次的游客接待量位列全球第一。1995年，日本拥有年游客接待量超过100万人次的大型主题公园29家，在50~100万人次之间的中型主题公园30家；全年游客接待量合计7500万人次，年营业额为15亿美元，其游客人均消费额与美国极为接近。

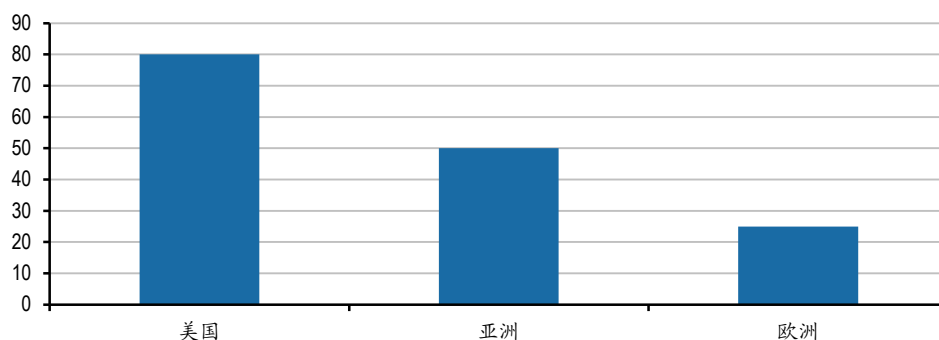
欧洲：市场需求有待挖掘

1995年，欧洲已经拥有19个年游客接待量超过100万人次的大型主题公园和45个年接待量在50-100万人次之间的中型主题公园，整个行业全年接待游客量7000万人次，营业收入15亿美元，约为美国同期收入的1/3。

欧洲主题公园大多数集中在德国、法国、比利时、荷兰、卢森堡等西欧国家。目前，主题公园行业逐步向西班牙、意大利、土耳其、希腊等南欧国家扩张。

从主题公园访问率来看，欧洲的访问率仅为25%，远低于美国80%和亚洲50%，整个欧洲地区只有丹麦两个主题公园访问率接近美国，这是由于高比例的国际旅游者。法国主题公园之所以高于欧洲平均水平，部分源于法国迪士尼的魔术王国，其游客接待量（年游客量达到1250万人次）比欧洲第二大主题公园高出四倍，然而依旧难掩亏损局面。欧洲市场的水土不服使得很多国际主题公园在欧洲望而却步。

图16：欧洲主题公园访问率最低



数据来源：公开资料、广发证券发展研究中心

中国主题公园：增速居世界前列，业务结构有待拓展

发展历程及类型：90 年代开始大发展，21 世纪逐步多元化

1、国内主题公园发展历程

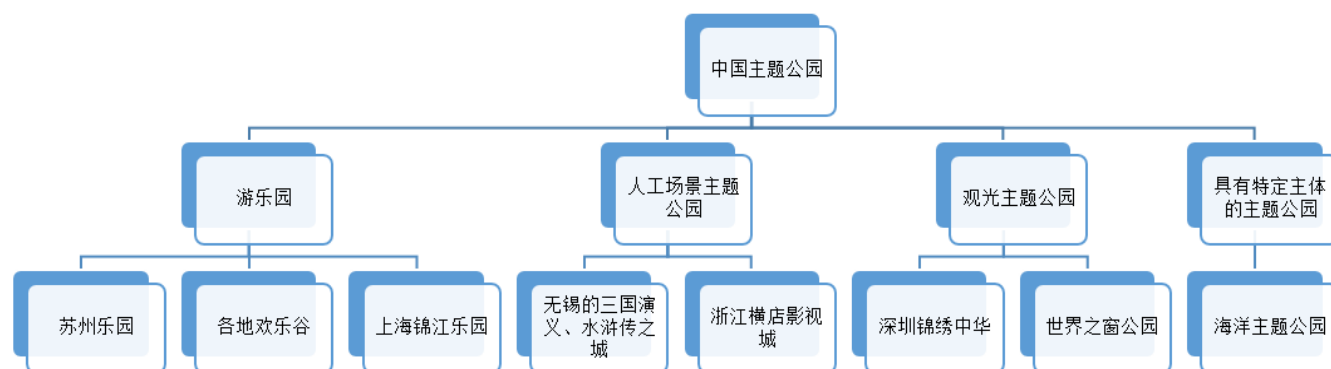
- ◇ **大发展阶段：**1989年和1991年，大型主题公园深圳锦绣中华和中国民俗文化村陆续开业，投资金额分别为1亿和1.2亿港币，仅用一年就收回投资取得了巨大成功，由此引发了国内主题公园的投资热潮。之后的十年时间，我国主题公园数量成梯级增长，从1989年年底30多个到1993年初600多个，截至2002年便已达2500多个。1992年中共中央国务院在《关于快速发展第三产业的决定》中把旅游业列为加速重点发展行业，1995年又将旅游业列为发展的新兴产业序列的第一位，更是进一步刺激大大小小的主题公园落户全国各地。
- ◇ **建设低潮期：**2003年2月，原国家计委办公厅印发《关于加强主题公园建设审批管理的通知》，要求暂停除北京上海天津的三个项目外一切地区的主题公园项目审批；2011年8月5日，国家发改委等三部门联合发出《关于暂停新开工建设主题公园项目的通知》，再次叫停新的主题公园建设，主题公园建设经历了将近10年的低潮，众多项目悬而未决。在1998年至2007年期间，长三角地区先后有投资10亿元的江苏福乐尔、投资4亿元的上海环球乐园、投资3亿元的上海美国梦幻乐园、投资2.6亿元的杭州未来世界等多个大型主题公园项目倒闭。据统计1990年至今中国主题公园超2800个，但其中70%处于亏损状态，只有10%左右的主题公园有盈利能力。
- ◇ **热潮再起：**2015年3月8日，国家发改委与国务院11个部门联合印发了《关于规范主题公园发展的若干意见》，规定主题公园项目新建、扩建时应严格履行相应核准程序。这也意味着自2003年开始被叫停的主题公园开始有“解禁”趋势，国内大多数仍然在规划图纸上或已经进行征地的项目又获得了生存的机会。

2、国内主题公园分类

主题公园的类型可以从多方面进行划分，或以主题内容，或以吸引范围，或以规模大小等。

(1) 按照游玩内容分，中国国内主题公园主要有四种类型，一是游乐园，如华侨城旗下的欢乐谷；二是人工场景主题公园，以电影工作室或电视节目为主题，如浙江横店影视城；三是观光主题公园（也称微观景观主题公园），如深圳锦绣中华、世界之窗及民俗文化村；四是具有特定主体的主题公园，以海昌海洋公园和大连圣亚的海洋主题公园为代表。

图17：主题公园分类之一——按游玩内容



数据来源：海洋海昌公园2012年招股说明书、广发证券发展研究中心

(2) 2007年Clave提出，主题公园可以根据投资规模、设计容量、项目数目和市场半径划分为目的地级主题公园、区域级主题公园、城市级主题公园和社区级主题公园。

目的地级主题公园投资巨大，形成品牌效应吸引世界各地的游客，目前公认的目的地级主题公园主要是迪士尼系列、环球影城的主题公园，以及一些区域性主题公园聚集起来形成的主题公园群落。中国虽然主题公园众多，但能称为目的地级的只有香港迪士尼。

区域级主题公园吸引的市场半径在100-200平方千米范围内，游客通常只停留一天4-8个小时。这类主题公园选址在经济相对发达，人口较为密集的大城市，强调本地市场的重游率。典型的例子就是遍布各地的华侨城欢乐谷。

城市级主题公园投资较小，类型丰富，基本运营的门槛游客量较小，适合在中国许多经济相对发达、人口较为密集的二、三线城市布局。典型的例子就是华强方特主题公园。

社区级主题公园较小，通常是附在大型主题公园附近、植入大型城市购物中心，或者是植入城市综合体、作为房地产社区开发配套设施。比较典型的是儿童职业体验园、儿童游乐园等。典型的例子是大连圣亚的大白鲸世界。

表 4：主题公园分类之一——按综合投资规模、设计容量、项目数量和市场半径

主题公园类	投资规模（亿欧	设计容量（万人次）	项目数量（个）	市场半径	典型例子
-------	---------	-----------	---------	------	------

型	元)				
目的地级	>2.5	>350	>55	专程游者超过 50%	香港迪士尼
区域级	1.0-2.5	150-350	35-50	专程游者超过 25%	华侨城欢乐谷系列
城市级	0.8-1.0	75-150	25-35	95%是城市居民	华强方特世界
社区级	0.1-0.8	<75	多变, 比较小	周边社区居民	大连圣亚大白鲸世界

数据来源: Clave.2007、《主题公园研究》、广发证券发展研究中心

(3) 2015年发改委等多部门在《关于规范主题公园发展的若干意见》中提出, 按照占地规模、投资规模可以将主题公园分为特大型、大型和中小型三大类。

具体来说, 规划总占地面积为2000亩以上或总投资50亿元以上的为特大型主题公园; 占地面积600亩至2000亩之间或投资额在15亿至50亿之间的为大型主题公园; 占地200亩至600亩之间或投资额2亿至15亿之间的为中小型主题公园。

表 5: 主题公园分类之一——按占地规模、投资额

主题公园类型	占地规模 (亩)	投资额 (亿元)	新建&扩建监管状况	典型例子
特大型	>2000	>50	①由国务院投资主管部门审核; ②报国务院核准	上海迪士尼
大型	600-2000	15-50	由国务院投资主管部门核准	华侨城欢乐谷
中小型	200-600	<15	①各省(区、市)投资主管部门核准; ②国务院投资主管部门备案	大连圣亚大白鲸世界

数据来源: 发改委《关于规范主题公园发展的若干意见》、广发证券发展研究中心

市场规模: 前十大主题公园集团中国占 4 席, 15 年游客增速高达 34%

据AECOM统计, 2015年在全球TOP10主题公园集团中, 中国主题公园集团占据4席, 分别是华侨城集团、长隆集团、华城方特和宋城集团。

- ✧ **华侨城集团:** 2015年游客接待人次3018万, 排名全球第四位, 同比增长7.8%; 全年实现旅游综合业务收入123.2亿元, 同比下降18.7%, 其六家主题公园均进入亚洲前20, 连锁效应明显;
- ✧ **长隆集团:** 通过长隆海洋王国的成功开放, 2015年接待人次为2359万, 同比增长幅度26.4%;
- ✧ **华强方特:** 2015年增长77.4%, 一跃跻身第8, 近年来华强方特扩张明显, 目前已经有6个主题公园;
- ✧ **宋城集团:** 2015年接待游客数2234万人次, 增幅高达53.4%, 目前与排名第9的海洋世界娱乐集团已经非常接近, 预计16年可以赶超。

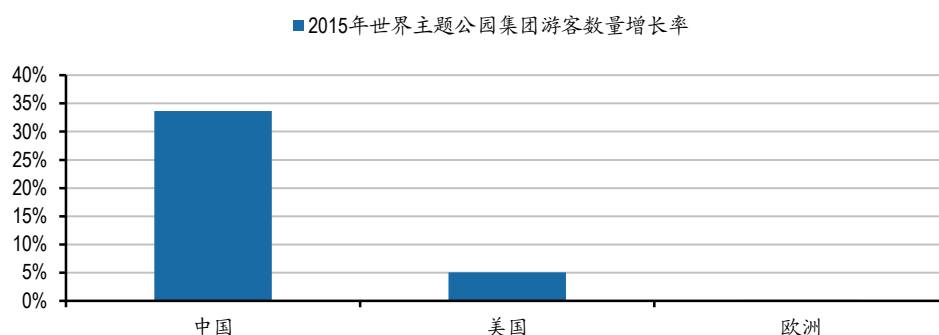
在亚太TOP20主题公园中, 中国大陆有11个主题公园进入榜单, 中国香港有2个。

- ✧ **杭州&丽江&三亚&九寨宋城千古情乐园:** 隶属于宋城集团, 2015年接待游客数分别以729万、468万、332万和362万位列第8位、第11位、第18位和第20

位；

- ✧ **珠海长隆海洋王国&广州长隆欢乐世界**：隶属于长隆集团，2015年接待游客数分别以749万和362万位列第4位和第16位；
- ✧ **东部华侨城&世界之窗&两地欢乐谷（北京、深圳）**：2015年接待游客数分别以394万、344万、374万和325万位列第14位、第17位、第15位和第16位；
- ✧ **常州恐龙公园**：隶属于常州恐龙园股份有限公司，2015年接待游客数分别以395万位列第13位。

图18：2015年前十大主题公园集团中，中国主题公园游客增长率达33.6%



数据来源：TEA&AECOM、广发证券发展研究中心

表 6：2015 年亚洲排名前 20 的主题公园中中国主题公园有 11 家

排名	公园，所在国家（地区）和城市	增长率	2015 年接待游客数(人次)	2014 年接待游客数（人次）
1	东京迪士尼乐园，日本东京	-4.0%	16600000	17300000
2	东京迪士尼海洋公园，日本公园	17.8%	13900000	11800000
3	日本环球影城，日本大阪	-3.5%	13600000	14100000
4	长隆海洋王国，中国珠海横琴湾	36.0%	7486000	5504000
5	爱宝乐园，韩国京畿道	0.6%	7423000	7381000
6	海洋公园，香港特别行政区	-5.2%	7387000	7792000
7	乐天世界，韩国首尔	-3.9%	7310000	7606000
8	宋城公园，中国杭州	25.5%	7289000	5810000
9	香港迪士尼乐园，香港特别行政区	-9.3%	6800000	7500000
10	长岛温泉乐园，日本桑名市	4.3%	5870000	5630000
11	宋城公园，中国丽江	170.4%	4678000	1730000
12	新加坡环球影城，新加坡	9.4%	4200000	3840000
13	常州恐龙园，中国常州	6.8%	3950000	3700000
14	东部华侨城，中国深圳	4.2%	3940000	3780000
15	欢乐谷，中国北京	12.0%	3740000	3340000
16	长隆欢乐世界，中国广州	8.0%	3619000	3351000
17	世界之窗，中国深圳	-4.4%	3440000	3600000
18	宋城公园，中国三亚	72.1%	3322000	1930000

19	欢乐谷，中国深圳	-1.5%	3250000	3300000
20	宋城公园，中国九寨	67.0%	3140000	1880000
总计		8.3%	130944000	120874000

数据来源：TEA&AECOM、广发证券发展研究中心

收入及区域分布：主题公园活跃程度受收入影响，国内发展不均衡

2010年至2014年间，包括主题公园和水上公园在内的中国游乐场市场的营业收入一直在以11%的速度增长，预计未来五年受益于迪士尼及环球影城的开业，主题公园市场仍将以15%的速度增长。相比之下，美国迪士尼五年间营业收入的平均增速约8%，中国主题公园近年来发展快速，收入增速势头旺盛。

收入规模：中国主题公园收入规模还远不及发达国家，未来还有很大增长空间。据统计，2012年我国一百多家大型主题公园共接待游客1.72亿人次，实现营业收入258亿元人民币，同期迪士尼集团在全球接待游客1.21亿人次，实现营业收入370亿美元

收入达标市场评估：从美国的经验来看，2000年国际旅游景区和主题公园协会（IAAPA）曾做过一项关于美国主题公园游客的消费调查。调查结果表明：1999年，在过去一年中平均有33%的美国家庭曾经游览过主题公园。其中，家庭年收入水平在1.5万美元以上的占82%。统计显示，主题公园的访问率随着收入的提高而增加，然而，当收入达到一定阶段后，主题公园访问率趋于稳定。

中国主题公园人口基数大、地区发展不均衡，布局在京津地区、长江三角洲地区、珠江三角洲地区的主题公园相对成功。2015年进入AECOM亚洲前20的11家中国主题公园中有8家均来自于上述区域，这与这三个地区经济发展活力较高、收入达标人群基数较大有关。

图19：中国主要大型主题公园分布在东南沿海的发达地区(以2015年为例)

中国大型主题公园主要布局在东南沿海城市，2015年内地唯有宋城公园与长隆海洋王国接待游客人次进入亚洲前十。



数据来源：TEA&AECOM、广发证券发展研究中心

表 7: 美国主题公园游客收入分布

美国家庭收入水平（占美国家庭数比例）	曾游览过主题公园的比例(%)
少于 7500 美元（6%）	14
7500-15000 美元（13%）	22
15000-30000 美元（22%）	34
30000-50000 美元（18%）	37
50000-75000 美元（18%）	35
75000 美元以上（19%）	35

数据来源：《主题公园研究》、IAAPA、广发证券发展研究中心

业务结构：收入结构相对单一，门票占比约 80%

收入结构：我国主题公园门票收入占公园总收入的80%左右，收入来源较单一。以海昌海洋公园旗下的八家主题公园为例，2015年购票入场人次共1231万人，门票收入为13.0亿元，非门票收入为1.21亿元，门票收入占比达到91.5%，而美国迪士尼的门票收入只占收入的30%左右。

此外，尽管我国主题公园整体收入规模高于美国，而人均收入却较低，2012年中国主题公园人均入园收入为150元人民币，即每增加一名游客会给公司增加150元的收入，相比之下，美国公园人均入园收入为306美元，除了门票费用，更多的游客需求还有待挖掘。据不完全统计，中国主题公园的人均消费一般在30-100元人民币之间，门票占总花费的80-90%。

门票价格：相对于国外主题公园，我国主题公园属于高门票、高消费，而要使得主题公园获得足够的客流量，就要使其客源市场上拥有足够规模的对公园有消费承受力的收入合格人群，高门票减少了潜在的消费者。

目前美国几个大型主题公园成人票价在为84到95美元之间，美国年人均可支配收入以3.8万美元计，则主题公园消费占月人均可支配收入的2.84%，而中国以深圳欢乐谷为例，成人门票价格为200元，2015年深圳市人均可支配收入为4.5万元人民币，主题公园消费占月人均可支配收入5.38%，是美国的两倍，若以全国平均水平来计算，差距会更大。

年卡会员费用：从年卡会费来看，国内几大主题公园年卡费用亦较高，过高或过低的年卡费用都将可能降低购买率，以成年单人卡为例，除深圳欢乐谷占比稍低，中国内地其他欢乐谷门票占月人均GDP的比例要远高于香港的主题公园。

表 8: 目前年中国主要主题公园年卡会员费比较

主题公园	成人单人卡	成人门票	成人门票:成人单人卡	所在城市月人均 GDP(2015 年)	门票占月人均 GDP 比例
深圳欢乐谷	880 元	200 元	1:4.4	12458 元	1.61%
北京欢乐谷	780 元	260 元	1:3	8333 元	3.12%
上海欢乐谷	498 元	230 元	1:2.17	8116 元	2.83%

成都欢乐谷	598 元	170 元	1:3.52	5858 元	2.90%
香港海洋公园	960 港币	385 港币	1:2.49	25841 港币	1.49%
香港迪士尼乐园	1049 港币	450 港币	1:2.33	25841 港币	1.74%

数据来源：公司官网、统计局、广发证券发展研究中心

业务结构&价值链：中国企业大多以房地产项目支持主题公园开发，甚至有一些企业是房地产企业半路出家参与主题公园的开发，因而没有涉及与主题公园内容文化相关的影视动漫、文化创意等附加值较高的业务，这使得不少主题公园只有硬件建设，却难以给游客良好的游玩体验，一方面导致重游率低，另一方面难以形成良好的口碑。

主题公园再分析：游客增长、区域影响及盈利状况

游客增长：稳定增长来源于更新升级——深圳欢乐谷 VS. 锦绣中华

深圳欢乐谷——

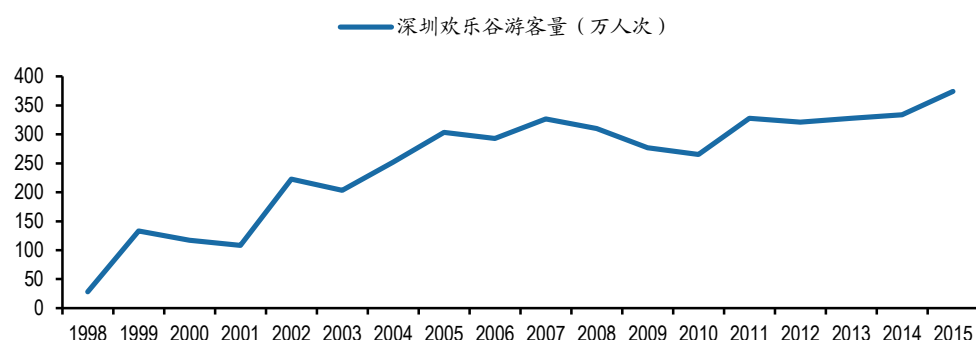
1998-2001年，开局遇冷：深圳欢乐谷一期开业后迅速进入衰退。1998年10月开业当年接待游客数仅为28万人次，远低于锦绣中华（11月22日开业，当年接待91万人次）。次年接待游客133万人次，首期效应并不显著，到2001年已下降至108万人。

2002-2009年，更新升级，发展转好：2002年4月28日，深圳欢乐谷二期开业，投资额8亿元。在一期的基础上，增加了香格里拉森林、飓风湾等几十个游乐项目。首期开园接待人次223万，首期效应明显。

自此，深圳欢乐谷每年都会投入一定资金进行硬件设施、游乐项目的更新、改造。2003年，投入近5000万元资金，推出国内大型水上实景表演《欢乐水世界》、改造西部影城、更换四维影片等22个项目均进行了改造。2004年收购城市高架单轨列车，2005年建设欢乐谷三期，2006年上线大型当代都市剧《欢乐无极》。2005年，深圳欢乐谷接待量超300万人次，2007年达到326.8万历史高位，2002至2009年8年间游客年复合增长率达到12.5%。

2011年至今，进入成熟的缓慢增长模式：经历金融危机之后，2011年欢乐谷五期开业，包含了全新香格里拉雪域主题区，玛雅水公园和综艺秀《炫艺@天空》。从2011年至今，深圳欢乐谷游客量基本稳定在320万人次以上，年复合增长率为2.1%，增长相对缓慢，市场基本步入成熟阶段。

图20: 深圳欢乐谷开业以来游客量情况



数据来源:《主题公园研究》、广发证券发展研究中心

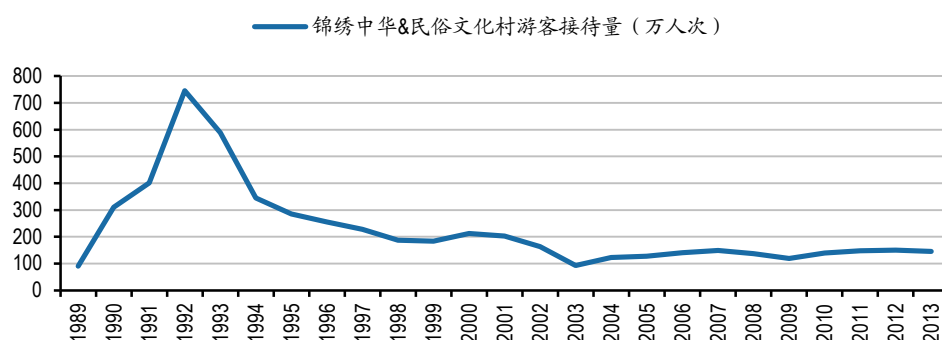
锦绣中华——

1989-1991年, 开业辉煌、成绩斐然: 锦绣中华于1989年11月22日正式开业, 当年便接待游客91万人次, 之后两年迎来首期效应, 至1992年因为邓小平南方巡视, 达到了746万, 三年间游客数量上涨了8倍。

1992-至今, 竞争激烈, 逐渐衰退: 由于后期缺乏有效的更新改造, 原有产品和服务的品质下滑, 加之周围主题公园的开业, 公园游客数量逐渐减少, 03年华侨城宣布将锦绣中华与民俗文化村合并, 合计接待量下降至93万, 合并后, 游客量一直稳定在150万人次以下, 年复合增长率为1.6%。

然而, 即便锦绣中华近年不复当年盛况, 仅一年就收回投资的辉煌战绩以及中国第一个真正的主题公园的称号依旧让他在主题公园史上有不可动摇的地位。

图21: 锦绣中华开业以来游客量情况



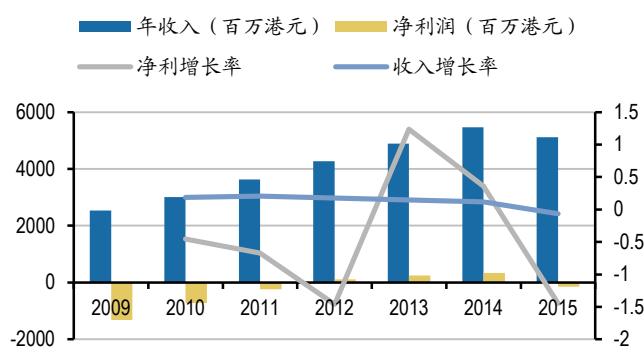
数据来源:《主题公园研究》、广发证券发展研究中心

区域影响: 利好周边旅游业, 游客复合增长率 1.6%至 7.9%不等——香港迪士尼

香港迪士尼: 香港迪士尼在刚开业时经营情况并不乐观。2006年开业第一年, 接待游客520万人次, 低于预期, 加上拒客风波的影响, 在之后的三年间, 香港迪士尼入

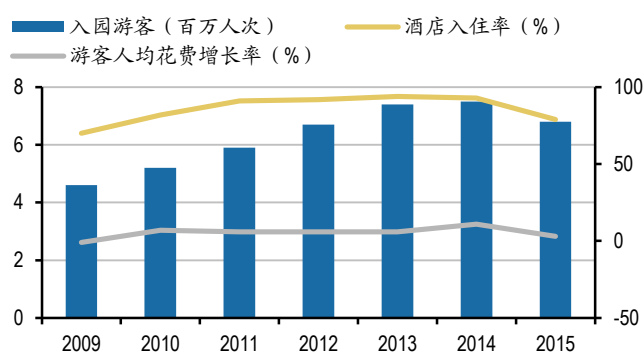
园游客数量有所下降，酒店入住率、年收入以及净利润值均低于预期。2010年起，由于管理趋于成熟，加之的一系列更新扩建和营销计划的落实，业绩逐年提升，2014年乐园接待游客量超过750万人次，净利润首次达到3.22亿港元；2015年游客接待量回落至680万，同比下降9.3%，下降的原因主要是大陆游客数量下降，15年大陆游客占比为41%，同比下降7个百分点。

图22：15年香港迪士尼收入回落6.4%



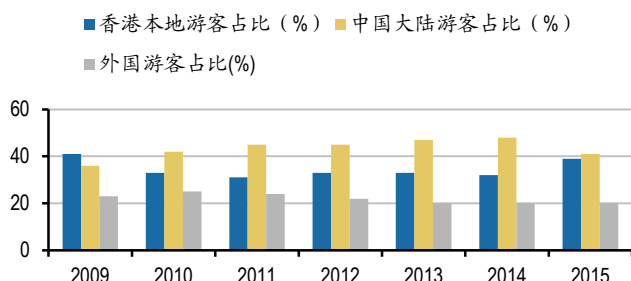
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图23：15年香港迪士尼游客数下滑9.3%



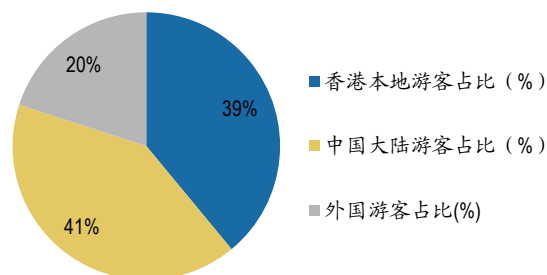
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图24：香港迪士尼本地游客占比基本平稳



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图25：2015年大陆游客占总体的41%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表9：香港迪士尼经营概况

项目	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
入园游客 (百万人次)	4.6	5.2	5.9	6.7	7.4	7.5	6.8
酒店入住率 (%)	70	82	91	92	94	93	79
游客人均花费增长率 (%)	-1	7	6	6	6	11	3
年收入 (百万港元)	2,541	3,013	3,630	4,272	4,896	5,466	5,114
折旧与摊销 (百万港元)	858	833	699	762	838	888	956
净利润 (百万港元)	-1,315	-718	-237	109	244	332	-148
香港本地游客占比 (%)	41	33	31	33	33	32	39
中国大陆游客占比 (%)	36	42	45	45	47	48	41
外国游客占比 (%)	23	25	24	22	20	20	20

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

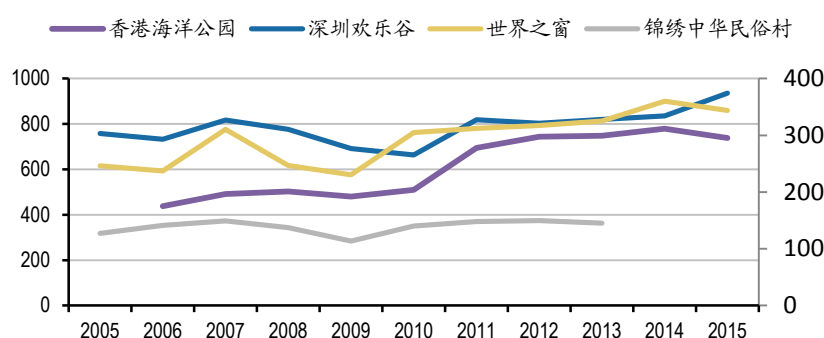
区域竞争情况：香港迪士尼所在的区域是中国主题公园的一大聚集区，本区域内就有海洋公园一大竞争对手，周边地区有1989年第一家主题公园锦绣中华、东部华侨城、长隆水世界等珠江三角洲经济开发区的众多主题公园。

利好周边主题公园，集群效应体现：以深圳欢乐谷、世界之窗、锦绣中华民俗村和香港海洋公园为例，可以看到总体客流未因迪士尼开业而下降，而是稳步上升，体现主题公园的聚集效应。

具体来看，欢乐谷从2005年的303.2万人次增长到2015年的325万人次，世界之窗从2005年的245.9万人次增长到2015年的344万人次，年复合增长率分别为0.7%和3.4%。除2006年和2015年外，客流量均保持着稳步增长的态势。传统的锦绣中华景区游客数也在缓慢上涨。这主要是由于迪士尼的建设倒逼这几大主题公园进行升级改造，尤其是游玩内容相对比较类似的深圳欢乐谷，欢乐谷于2005年开始建设三期工程，2006年上线大型当代都市剧《欢乐无极》，之后就未停止建设的步伐。锦绣中华和世界之窗由于差异化的主题公园类型，而幸运地获得了香港迪士尼的细分市场。

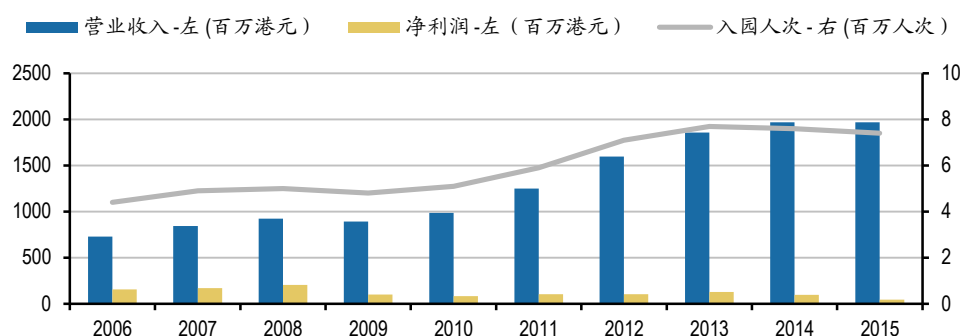
而香港海洋公园从2006年到2015年，入园人次从438.4万人增长到738.7万人，年复合增长率达到5%，年收入从7.28亿港币增长到19.68亿港币，毛利润从2.38亿港币增长到5.82亿港币。从经营数据看，香港迪士尼的开业不仅没有使海洋公园游客量下降，反而促进了其增长，两大主题公园已然成为了香港的一个目的地旅游项目吸引着各地游客。

图26：香港迪士尼开业后周边主要主题公园客流量情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图27：香港海洋公园2006年至2015年营收、净利润和入园人次情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

盈利状况：毛利率和净利率分别达到约 55%和 15%——海昌海洋公园 vs 大连圣亚

中国海洋主题公园市场概览：水族馆或海洋主题公园是主题公园的重要分类。相比其他主题公园，海洋主题公园拥有更为广泛的客户基础，游乐园主要针对年龄为15至35岁的年轻消费者，而海洋主题公园能吸引不同年龄段的游客，并且据调查，海洋主题公园的重游率高于其他主题公园。

根据行业数据显示，2012年中国约有4620万人次参观海洋主题公园，环比增长5.8%，2013-2015年间复合增长率在6.7%左右。

公司情况：

海昌海洋公园于2002年成立，2014年3月在香港上市。公司通过园内游乐项目以及主题公园周边的配套商用物业和配套服务提供一种综合性的旅游、休闲、餐饮和购物体验。公司在大连、重庆、成都等7座城市有8家主题公园，目前正在上海和三亚两地建设新的两大主题公园，不日即将面世。

大连圣亚于1994年1月成立，2002年上市，1995年建成的大连圣亚海洋世界是我国第一座建成并对外开放的第三代水族馆——海底通道式水族馆，海底通道长达118米，建成时居亚洲第一。目前，公司拥有大连圣亚海洋世界和哈尔滨圣亚极地公园两个已建成运营的主题公园。2013年，公司投资230万元参股大白鲸世界管理（大连）有限公司，持股比例 46%，布局海洋主题“泛文旅”全产业链。

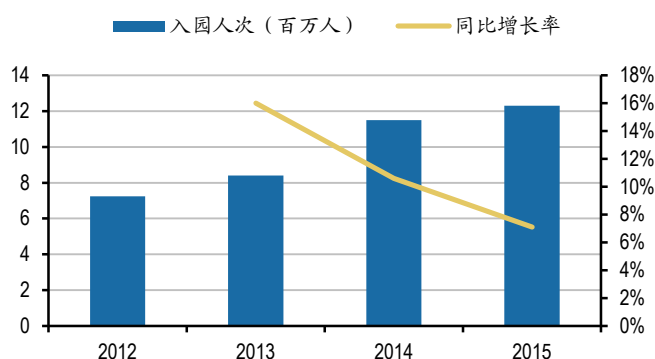
规模&入园人次：

海洋海昌公园目前在全国各地拥有八个主题公园，是中国最大的海洋主题公园运营商，其中2014年新收购重庆加勒比水上世界和大连海昌发现王国。而大连圣亚拥有大型主题公园两个，分别是圣亚海洋世界和哈尔滨极地馆，新定增的镇江海洋世界正在建设中，而入驻于各城市商圈的社区型的大白鲸世界自2013年9月推出以来已经扩张至33家。

海昌海洋公园拥有中国最大的海洋动物种群以及行业领先的动物保护专业知识。目前公园内动物包括约30种500多只海洋和极地动物以及超过40,000多条鱼类、珊瑚

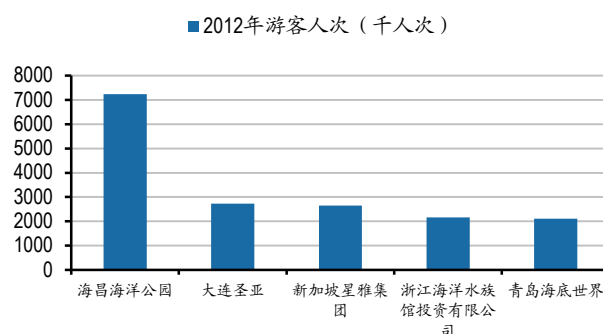
及水母等其他动物，包括10余种约500条大型鲨鱼，如鲸鲨、沙虎鲨、双髻鲨等。公司在2015年成功繁育九个种类，132头大型珍稀极地海洋动物及鲨鱼，并引入镰鳍海豚、江豚等新物种，目前动物总数超过48,000只，稳居亚洲首位。预计2017年开园的上海极地海洋世界将有南北极特色动物有20多个品种、500多只，海洋鱼类有300多个品种。

图28：海洋海昌公园近年入园人次增长迅速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图29：2012年各大海洋公园游客人次对比

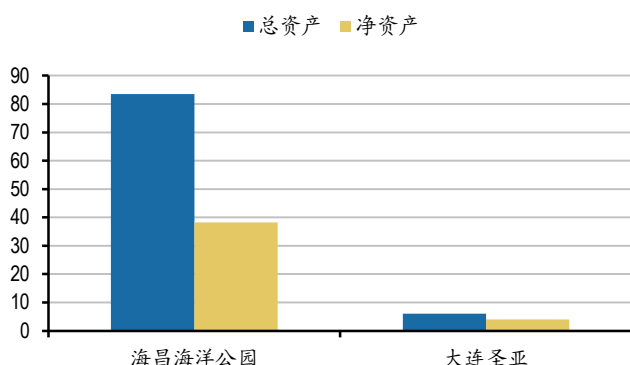


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

财务情况：从收入来看，海昌海洋公园收入增长更为迅速，2015年主题公园业务收入13.0亿元，同比增长18.1%，2012-2015收入年复合增长率达到26.9%，而大连圣亚2015年主题公园营收约2.7亿元，同比增长13.0%，2012-2015年收入年复合增长率为10.5%。

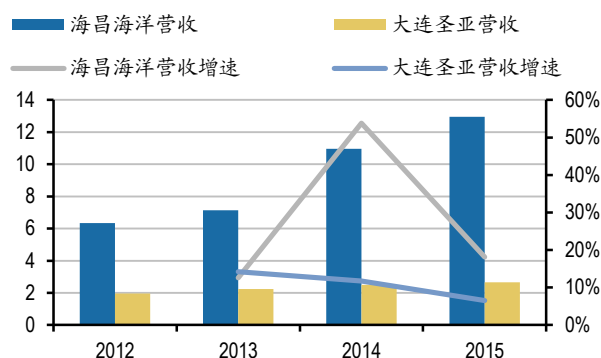
从毛利率来看，海昌海洋公园和大连圣亚主题公园总体保持稳定，15年海昌海洋公园略高于大连圣亚主题公园，两公司毛利率分别为55.3%和54.1%。而从净利率来看，大连圣亚近年净利率上涨显著，15年净利率达到15.2%，而海洋海昌公园净利率同样稳中有升，15年净利率为15.8%。

图30：海昌海洋公园总资产和净资产情况（亿元）



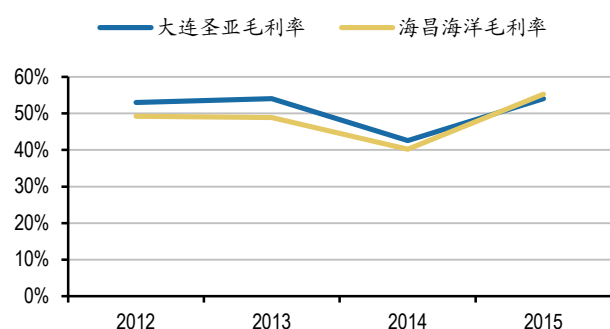
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图31：海昌海洋&大连圣亚主题公园营收情况（亿元）



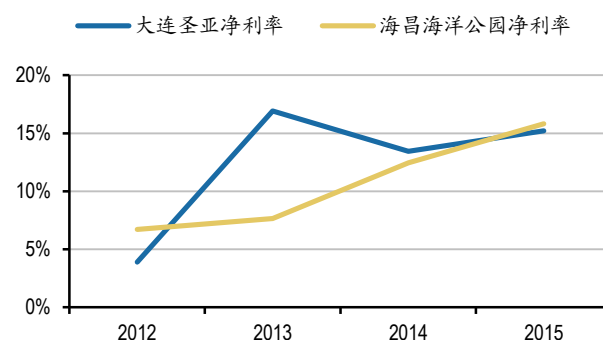
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图32: 海昌海洋&大连圣亚主题公园毛利率情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图33: 海昌海洋&大连圣亚主题公园净利率情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

经营策略:

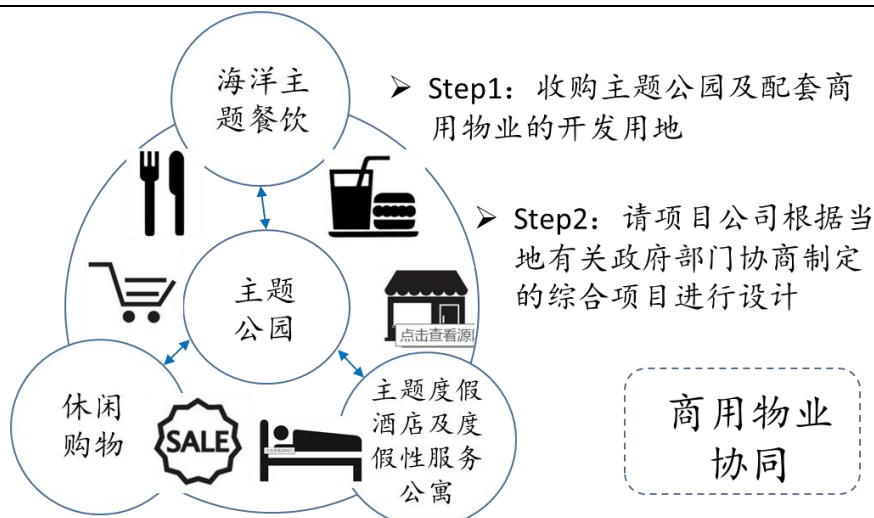
海昌海洋公园——主题公园+商用物业协同

公司致力于把主题公园参观游玩与其邻近的配套商用物业内的商家所提供的其他旅游相关服务相结合, 为游客提供“综合性旅游体验。为此, 在主题公园周边开发、出售及选择性地持有部分商用物业, 该物业可提供便利设施及更多的消费选择, 如住宿、餐饮及购物场所等, 意在延长游客的停留时间、增加重游率及其他消费。

未来:

- 继续打造全国性主题公园品牌, 不断提高现有主题公园的利润;
- 继续扩大产品组合, 将规划中的上海海昌极地海洋世界发展成为以海洋和极地动物展示与表演为特色的旗舰海洋主题公园及上海旅游地标之一;
- 进一步加强配套商用物业的发展, 包括海洋主题餐饮、休闲购物、主题度假酒店及度假性服务公寓, 提升主题公园与其配套商用物业价值之间的协同效应。

图34: 海昌海洋公园商用物业协同模式



数据来源: 广发证券发展研究中心整理

大连圣亚——主题公园+IP产业链

大白鲸世界儿童乐园嵌入城市商业综合体内，一代产品2000平米左右，二代产品3000平米以上，三代产品10000平米左右，五代产品30000平米以上。

2013年9月13日，大白鲸世界儿童乐园首家店——哈尔滨哈西万达广场店开业，至2016年1月，已在哈尔滨、青岛、广州、上海等23座城市开设33家分店。

大白鲸世界聚集了文化旅游、创意设计、图书出版、游乐设备、多媒体、教育软件等多行业的企业，打造了一条完整的产业链：上游是主题原创儿童文学，中游是以原创内容为基础的动漫、影视、教育软件、游戏、衍生商品等，下游则是大白鲸世界儿童乐园，上下游协同开发，互相促进。

- 上游：从原创儿童文学做起，用3年的时间做出了一系列原创儿童文学的故事，设立中国原创儿童文学奖的。
- 中游：动漫、影视、衍生商品，比如舞台剧《白鲸传奇》第二部、《高科英雄》的舞台剧，主角是大白鲸皮皮，反派是虎鲸子弹头，军师是龟贤大师等。
- 下游：布局在各个城市的大白鲸世界乐园。

图35：大连圣亚大白鲸产业链&全国大白鲸世界布局



数据来源：集团网站、广发证券发展研究中心

风险提示

宏观经济下行影响旅游行业整体需求。

广发社会服务行业研究小组

- 安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014 年和 2015 年煤炭行业新财富、水晶球、金牛第一名。
- 沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014 年和 2015 年煤炭行业新财富、水晶球、金牛第一名。
- 姚 遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心，2015 年煤炭行业新财富、水晶球、金牛第一名(团队)。

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	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
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。

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。