

龙头时代系列三一迪士尼复盘： 百年娱乐帝国的成长与扩张

休闲服务

成立近百年娱乐巨头稳步发展

华特迪士尼公司成立于 1926 年，是一家集媒体网络、主题公园及度假村、影视娱乐和消费品互动媒体等业务于一身的综合娱乐公司。近百年发展史培育和积累了众多优质 IP，历经多个发展阶段。公司股权较分散，主要为机构股东持股。目前财务状况仍维持稳定，2018 年营收达 594 亿美元，近 4 年 CAGR 约 5%，归母净利润大增 33.7%，近 4 年 CAGR 约 12.3%。媒体网络和主题乐园业务合计占营收约 75%，目前营收仍主要来源于北美地区，全球扩张仍在提速，公司盈利能力快速提升；复盘公司股价，自上市以来，大幅跑赢道琼斯指数，主要经历两个发展阶段：（1）1974-1995 年依靠自身 IP 创造和影视作品发展；（2）1996 年后依靠几次战略收购及乐园的全球扩张快速发展。

核心竞争力为大量优质 IP 及优质管理制度

公司的核心竞争力主要表现为：（1）几大灵魂人物和优秀管理层通过创造性的思维和优秀的决策能力为公司指明发展方向，创造独特赛道；（2）公司形成系统的 IP 培养体系，深度赋能 IP，通过“自有+收购”的方式，辅以较长的培育周期，成功积累大量优质 IP；（3）贯通了 IP 培育的产业链，形成闭环，不断强化变现能力和品牌优势；（4）优秀的管理机制。包括通过招聘、培训、监督、激励、制度规范等手段，让员工为顾客提供顶级而有针对性的服务；为员工提供有竞争力的待遇、福利、提升机会；具有凝聚力的企业文化产生强烈的归属感。

业务协同早就四维度变现

公司四大业务领域互相形成协同关系，同处 IP 培育产业链之上。网络媒体业务为公司提供高频的内容制作平台和公司宣传平台；影视娱乐业务既可以为 IP 赋能，创造流量，也可以成为成熟 IP 的重要变现渠道；主题乐园业务是 IP 线下展示和变现的主要渠道；消费品及互动媒体是 IP 变现渠道拓宽的重要体现。四大业务板块互相协同，优势互补，使公司品牌价值和竞争优势不断积累。

思考与启示

迪士尼的成功带来如下启示与思考：（1）主题乐园贡献核心利润一方面体现出优质 IP 强大的竞争优势，另一方面也反映线上线下结合的业务趋势；（2）四维度业务变现提供启示，企业在多业务发展过程中，应尽量使多维度的业务围绕在自身核心竞争优势所形成的产业链上，方能提供最好的协同效应；（3）异地扩张需保证核心竞争力在异地成立、控制权合理、合作有经验的东道主企业、产品为东道主做出一定改变；（4）国内 IP 培育应基于市场细分、充分赋能优质内容、选择合适赋能和营销手段、提供充足的培育周期。

维持

买入

贺燕青

heyanning@csc.com.cn

010-85159268

执业证书编号：S1440518070003

李铁生

litieshengzgs@csc.com.cn

18511588701

执业证书编号：S1440519010001

陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

18688866096

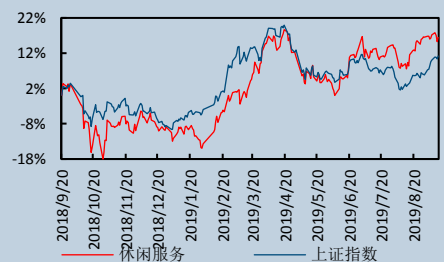
执业证书编号：S1440518100010

研究助理 陈如练

chenrulian@csc.com.cn

发布日期：2019 年 09 月 30 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、迪士尼：梦想照进现实的梦幻王国	1
（一）业务多元，历史悠久	1
1、多元业务品牌价值强	1
2、股权分散，以机构股东为主	1
3、公司近百年发展大事件梳理	2
（二）近百年发展扩张，战略并购	3
1、成立近百年企业的艰难破茧之路	3
2、迪士尼乐园股权及管理模式多元	4
3、新世纪四次战略收购打造 IP 帝国	5
（三）财务状况稳健向好	6
（四）迪士尼股价历史复盘	8
二、全球主题乐园产业快速发展	10
（一）全球主题乐园维持较高增速	10
1、主题乐园定义及特征	10
2、亲子游快速崛起成为重要出行方式	11
3、全球主题乐园市场维持稳定增速	13
（二）全球主题公园头部效应强	14
1、头部主题乐园吸引力强	14
2、迪士尼等头部乐园主导市场格局	18
3、全球主题乐园预计维持扩张趋势	21
（三）主题公园运营模式选择	22
1、重资产行业，模式多样化	22
2、趋向合资模式扩张，共享海外拓展红利	22
三、核心竞争力：IP 为体，管理为翼	24
（一）灵魂人物引领方向	24
1、华特 迪士尼：白纸上书写的冒险家	24
2、罗伊 爱德华 迪士尼：迪士尼公司的守护者	26
3、迈克尔 艾斯纳：力挽狂澜的实干家	26
4、罗伯特 艾格：新世纪的领航员	28
5、幻想工程师：迪士尼创意的源泉	30
（二）培育和积累大量优质 IP	31
1、多维度能力储备大量优质 IP	31
（三）贯通 IP 产业链形成闭环	36
（四）优质的管理机制提供保障	36
1、顶级的服务	36
2、有针对性的员工管理	37
3、有竞争力的薪酬策略	38
3、有凝聚力的企业文化	39
四、业务协同共创四维度变现	40

(一) 四大主业发挥协同效应	40
(二) 六大主题乐园为核心线下业务	40
1、加州迪士尼乐园度假区	40
2、华特迪士尼世界度假区	43
3、东京迪士尼乐园度假区	45
4、巴黎迪士尼乐园度假区	48
5、香港迪士尼乐园度假区	50
6、上海迪士尼乐园度假区	51
(三) 影视业务是 IP 培育的重要手段	53
(四) 媒体网络业务扩大影响力	55
(五) 消费品和互动媒体业务拓展变现渠道	56
五、思考与启示	58
(一) 主题乐园贡献核心利润	58
(二) 四维度业务如何协同	58
(三) 迪士尼的商业模式是什么	59
(四) 异地扩张需考量多种因素	60
(五) 国内主题乐园 IP 如何培育	61
风险提示	62

图表目录

图表 1: 迪士尼主要业务版图	1
图表 2: 迪士尼截至 2019.6 的股权结构	2
图表 3: 迪士尼近百年的成长阶段	3
图表 4: 六大迪士尼乐园的三种投资管理模式	4
图表 5: 日本迪士尼的“许可经营模式”	4
图表 6: 香港迪士尼乐园的“合资模式”	5
图表 7: 上海迪士尼乐园的“合资模式”	5
图表 8: 迪士尼近五年营业收入总体稳步提升	6
图表 9: 迪士尼近五年归母净利润快速增长	6
图表 10: 媒体网络和乐园度假区为主要营收来源 (亿美元)	7
图表 11: 美国和加拿大在营收中占比很大	7
图表 12: ROE 及 ROA 保持快速增长	7
图表 13: 销售毛利率及资产负债率状况	7
图表 14: 员工数量保持稳定增长	8
图表 15: 迪士尼股价复盘情况 (前复权, 美元)	9
图表 16: 迪士尼股价涨幅大幅领先道琼斯指数 (前复权, 左轴涨幅)	9
图表 17: 主题乐园以 IP 为核心要素	10
图表 18: 主题乐园产品发展趋势	11
图表 19: 亲子游市场目前需求状况	11
图表 20: 我国亲子游市场空间增速较快	12

图表 21: 亲子游出游天数以 3-5 天占比最多	12
图表 22: 亲子游产业链	12
图表 23: 亲子出行行业的 PEST 分析	13
图表 24: 全球主题公园发展阶段	14
图表 25: 2012-2018 年全球十大主题乐园集团游客量保持增长	15
图表 26: 2018 年全球前十主题公园数量分布	16
图表 27: 2018 年全球前十主题公园游客量分布	16
图表 28: 中国主题乐园零售额预测 (亿元)	16
图表 29: 我国不同类型主题乐园投资占比 (2016)	16
图表 30: 全球前 25 主题公园地区分布及数量	18
图表 31: 全球前 25 主题公园游客量分布情况	18
图表 32: 全球前十主题公园游客量占比	18
图表 33: 迪士尼的 IP 资源通过自创和兼并的方式持续更新	19
图表 34: 主题公园强 IP 增强客户黏性	19
图表 35: 迪士尼与当地文化融合	19
图表 36: 默林娱乐集团营业收入持续上升	20
图表 37: 2018 年默林娱乐集团景点地理分布情况	20
图表 38: 默林娱乐集团 2018 年三大板块营收对比	20
图表 39: 默林集团游客量稳步上涨	21
图表 40: 默林集团市场份额占比长期保持稳定	21
图表 41: 2018 年, 全球前 25 主题公园中, 仅 5 家为单体经营主题公园	21
图表 42: 主题乐园度假区将成为发展趋势	22
图表 43: 香港及上海迪士尼乐园的总体合资模式	23
图表 44: 迪士尼 IP 为核心的产业链布局结构	23
图表 45: 华特 迪士尼	24
图表 46: 华特 迪士尼	24
图表 47: 第一部有声动画——威利汽船	25
图表 48: 第一部长篇动画电影——白雪公主和七个小矮人	25
图表 49: 加州迪士尼乐园	25
图表 50: 罗伊 爱德华 迪士尼	26
图表 51: 《美女与野兽》	26
图表 52: 迈克尔·艾斯纳在时代杂志封面	27
图表 53: 迈克尔·艾斯纳先生与米老鼠唐老鸭	27
图表 54: 《狮子王》剧照	28
图表 55: 巴黎迪士尼睡美人城堡	28
图表 56: 罗伯特·艾格	29
图表 57: 迪士尼利润在十余年间显著增长	29
图表 58: 上海迪士尼乐园	29
图表 59: 加州迪士尼开放《星球大战》园区	29
图表 60: 迪士尼 21 世纪以来四大战略并购	30
图表 61: 皮克斯为世界顶尖的动画工作室	33

图表 62: 漫威数量庞大的超级英雄 IP	33
图表 63: 卢卡斯影业“星战”系列	34
图表 64: 迪士尼与福克斯强强联合	34
图表 65: 迪士尼 IP 塑造的主要阶段	34
图表 66: 迪士尼电影精致的细节处理	35
图表 67: 迪士尼 IP 之间经常存在互相渗透的情况	35
图表 68: 迪士尼乐园内部细节精致	36
图表 69: 迪士尼利用 IP 场景构建沉浸式体验	36
图表 70: 迪士尼多层次严要求的培训内容	37
图表 71: 上海迪士尼相关的薪资种类和福利种类	38
图表 72: 加州迪士尼乐园是现代意义上第一座主题乐园	41
图表 73: 丰富的园区内容和游玩指引	41
图表 74: 加州迪士尼乐园游乐设施丰富	41
图表 75: 迪士尼加州冒险乐园体验丰富	41
图表 76: 迪士尼乐园门票价格上涨	42
图表 77: 南加州地区主题乐园 2017 年入园人数迪士尼领先	42
图表 78: 加州星球大战主题园区 2019 年 5 月开幕	43
图表 79: 星战园区重点项目建设规划图	43
图表 80: 动物王国潘多拉星球	44
图表 81: 迪士尼好莱坞影城	44
图表 82: 神奇王国园区	44
图表 83: 未来世界园区	44
图表 84: 迪士尼世界度假区 2017 入园人数不同程度增长	45
图表 85: 东京迪士尼乐园布局	46
图表 86: 东京迪士尼海洋乐园布局	46
图表 87: 东京迪士尼主要为特许经营日方出资的模式建设	46
图表 88: 东京迪士尼周电车巴士等边线路交通方便	47
图表 89: 东京迪士尼配套设施及服务齐全	47
图表 90: 东京迪士尼度假区 2017 入园人数及增长率	47
图表 91: 日本环球影城入园人数增长较快	48
图表 92: 巴黎迪士尼乐园	48
图表 93: 巴黎迪士尼乐园浪漫气息	48
图表 94: 巴黎迪士尼乐园五大区域和迪士尼影城园区	49
图表 95: 巴黎迪士尼度假区 2017 入园人数及增长率	50
图表 96: 香港迪士尼乐园	50
图表 97: 香港迪士尼三大酒店风格不同	50
图表 98: 计划 2021 年推出的“魔雪奇缘”园区	51
图表 99: 拟 2020 年亮相的“奇妙梦想城堡”	51
图表 100: 迪士尼乐园首次来到中国大陆	52
图表 101: 上海迪士尼乐园地图	52
图表 102: 上海迪士尼业主公司及管理公司股权结构	52

图表 103: 上海海昌海洋公园	53
图表 104: 上海滴水湖	53
图表 105: 狮子王形象经典	54
图表 106: 皮克斯旗下玩具总动员	54
图表 107: ESPN 丰富的体育类节目	55
图表 108: 迪士尼通过上线“ESPN+”打造流媒体计划	55
图表 109: 市场份额排前二的 KABC	56
图表 110: 排名前三的 WLS 电视台与 WCVB 建立新职位	56
图表 111: 迪士尼授权游戏	57
图表 112: 迪士尼授权玩具和装饰	57
图表 113: 迪士尼四维业务模式的协同	59
图表 114: 全球龙头企业海外扩张的考量因素	60
图表 115: 成熟 IP 的培育需要较长的周期	61
表 1: 迪士尼历史发展大事件	2
表 2: 两所中国迪士尼乐园运营模式的比较	5
表 3: 新世纪以来迪士尼的扩张并购之路	6
表 4: 2016-2018 全球十大主题公园集团游客量对比	15
表 5: 全球前 25 主题公园中, 大多数地区游客量增长稳健	17
表 6: 迪士尼 IP 创作的主要阶段和方式	32
表 7: 迪士尼旗下 8 家美国国内电视台市场及排名	55

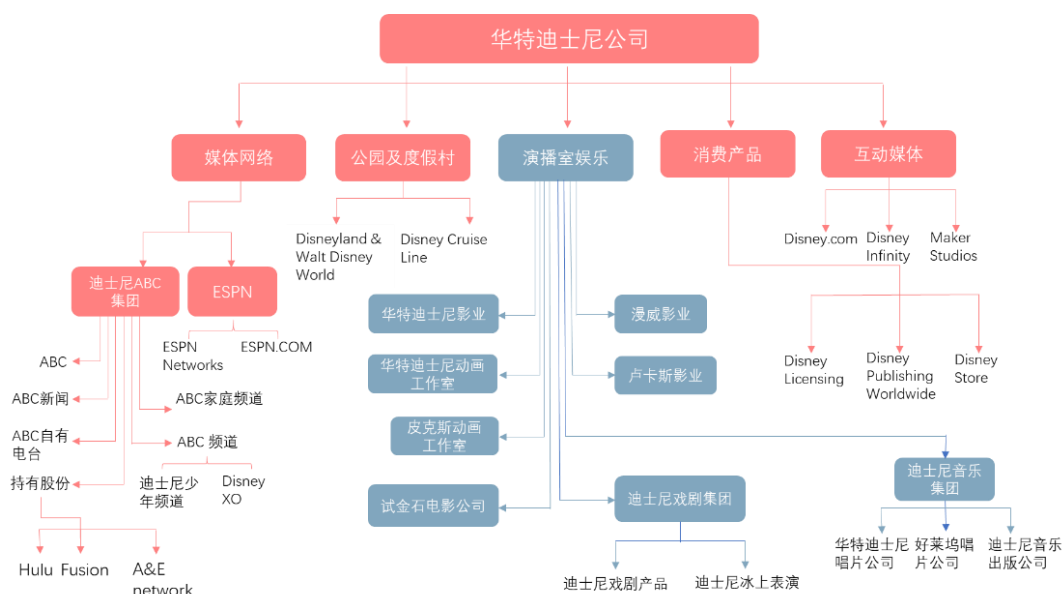
一、迪士尼：梦想照进现实的梦幻王国

(一) 业务多元，历史悠久

1、多元业务品牌价值强

华特迪士尼公司是一家多元化的全球娱乐公司。业务范围包括媒体网络、主题公园及度假区、影视娱乐、消费产品及互动媒体四个部分。成立近百年的迪士尼公司在多个领域已成为行业翘楚，2018 年全球授权商 Top 150 的名单中，迪士尼以 530 亿美元授权商品零售额排名第一；2018 年全球媒体品牌价值 25 强排行榜中，迪士尼位居榜首；同时迪士尼在品牌领域也有很强实力，2018 年 12 月世界品牌实验室编制的《2018 世界品牌 500 强》揭晓，迪士尼排名第 23。

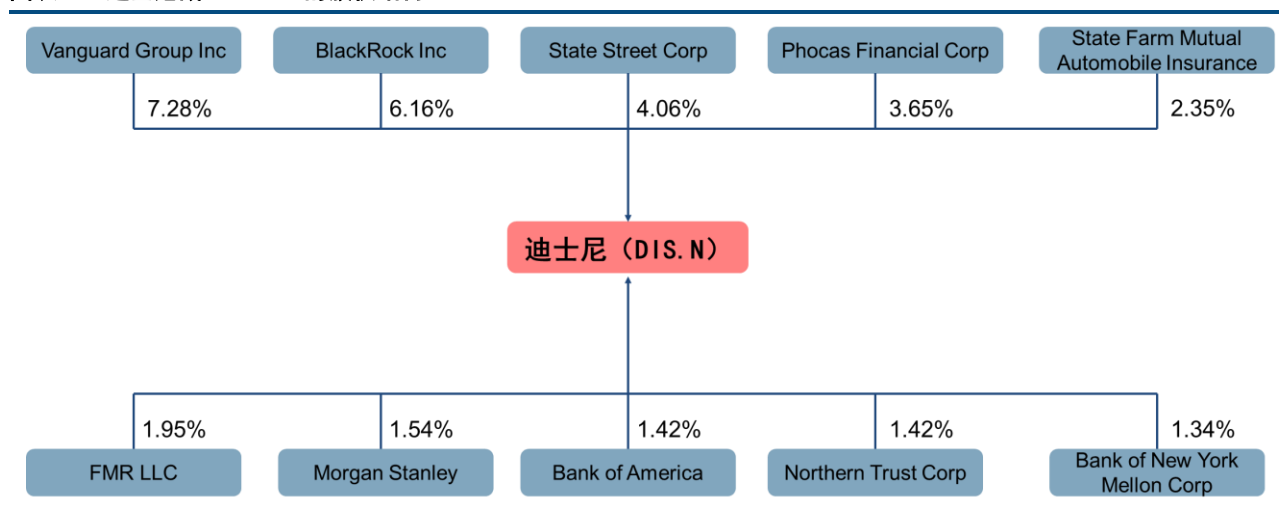
图表1： 迪士尼主要业务版图



资料来源: Wired 网站, 中信建投证券研究发展部

2、股权分散，以机构股东为主

迪士尼股权结构较分散，以机构股东为主。迪士尼目前持股结构较分散，截至 2019 年 6 月末，Vanguard Group 持股 7.28%，Black Rock 持股 6.16%，为持股 5% 以上的股东。

图表2： 迪士尼截至 2019.6 的股权结构


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司主要参股子公司包括 ABC Holding Company、Pixar、Marvel Entertainment、Marvel International、Marvel Studios、Lucasfilm Entertainment Company、Imprint 等，以及其他主题乐园业主和管理公司等。

几大主要的子公司中，1996 年，迪士尼收购 ABC，进而控制了 ESPN80% 的股份。2006 年迪士尼耗资 74 亿美元通过换股形式取得皮克斯 40% 的股份，从而成为最大股东；2009 年 42.4 亿美元收购漫威，2012 年以 40.6 亿美元收购卢卡斯影业；2019 年 3 月，迪士尼以 713 亿美元收购 21 世纪福克斯正式生效，2019 年 5 月，康卡斯特与迪士尼达成协议，迪士尼获得 NBC 和福克斯旗下的视频网站 Hulu 的全部控制权。

3、公司近百年发展大事件梳理

迪士尼自 1926 年成立以来，经历了近一个世纪的发展，在 IP 创造、影视制作、主题乐园打造、技术创新、商业模式创新等领域都取得了较多成就，经历了很多里程碑时刻。1928 年，迪士尼最经典的 IP 形象“米老鼠”问世，标志着迪士尼 IP 创作的开端，此后唐老鸭、白雪公主、101 忠狗等一系列高流量 IP 纷纷出现；1955 年，洛杉矶迪士尼乐园落成，既是迪士尼开启线下乐园的开端，也标志着全球第一个现代意义的主题乐园建成；20 世纪 90 年代后，迪士尼凭借一系列收购活动，通过其独到的眼光和强大的实力，进一步快速积累起大量优质 IP，核心竞争力进一步强化。在科技创新上，迪士尼也一直走在前列，逐渐成为全球领先的综合影视娱乐公司。

表 1： 迪士尼历史发展大事件

时间	重大事件
1926 年	华特迪士尼正式创立华特迪士尼公司
1928 年	《疯狂的飞机》上映，迪士尼最经典的 IP 形象“米老鼠”问世，标志着迪士尼 IP 创作的开端
1933 年	影响力较大的《三只小猪》上映
1934 年	创造唐老鸭形象，首度在影视中出现
1939 年	因拍摄《白雪公主》获奥斯卡特别奖
1952 年	米老鼠系列获奥斯卡金像奖
1955 年	世界第一个现代意义的主题乐园——洛杉矶迪士尼乐园落成开放
1961 年	推出动画《101 忠狗》等多部经典影片，在 NBC 推出“彩色世界”电视时段
1965 年	迪士尼乐园 10 周年庆，佛州迪士尼计划宣布

1966年	推出首部小熊维尼短片，华特迪士尼 12 月 15 日因病去世
1976年	迪士尼乐园美国大街专卖经典商品“Disneyana”商店正式开张
1986年	“华特迪士尼制片”正式改名“华特迪士尼公司”
1988年	迪士尼开始发行 CD 形式音乐产品
1989年	迪士尼世界“迪士尼-米高梅影城”开幕
1990年	成立好莱坞电影公司、唱片公司，加州迪士尼新片厂大楼正式落成
1991年	迪士尼
1994年	迪士尼网站正式开张
1995年	拿下 ABC 经营权，旗下包括 ESPN 等
2000年	推出第一部 IMAX 动画电影，幻想曲 2000
2001年	迪士尼加州冒险乐园开张，东京迪士尼海洋开张
2005年	迪士尼 CEO 职位由 Roger Iger 接班，香港迪士尼乐园对外开幕，推出首部自制 3D 动画片
2006年	收购皮克斯动画工作室过半股份，推出电视电影《歌舞青春》
2008年	迪士尼世界“迪士尼-米高梅影城”更名为“迪士尼好莱坞影城”
2009年	推出“迪士尼大自然”系列纪录片，并购 Marvel
2012年	与 Marvel 共同推出电影《复仇者联盟》，并购卢卡斯影业
2015年	并购卢卡斯后推出《星球大战：原力觉醒》
2016年	上海迪士尼乐园开幕
2019年	正式收购 21 世纪福克斯影业

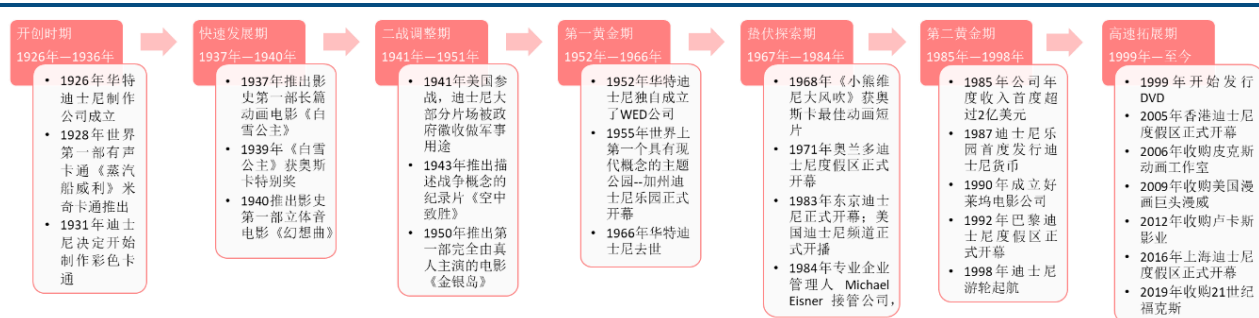
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

（二）近百年发展扩张，战略并购

1、成立近百年企业的艰难破茧之路

近百年发展历程起伏。1926 年成立的华特迪士尼公司如今已经走过了 94 个年头，纵观其近百年的发展历史，通过对迪士尼历年发生的重大事件以及转折点的分析，我们可将迪士尼的成长之路细分为七个阶段：**开创时期、快速发展期、二战调整期、第一黄金期、蛰伏探索期、第二黄金期和高速拓展期**。1937 年迪士尼推出影史第一部长篇动画电影《白雪公主》，并于 1939 年获得奥斯卡特别奖，也开启了迪士尼通过电影产业打造和培育数量多且高质量经典 IP 之路。

图表3： 迪士尼近百年的成长阶段



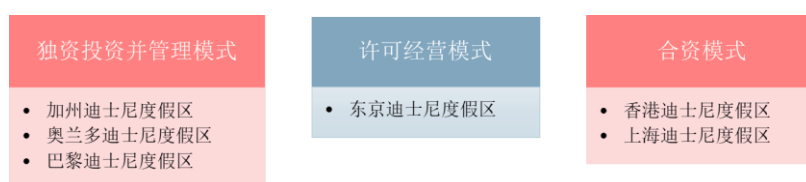
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

2、迪士尼乐园股权及管理模式多元

目前迪士尼主题公园分为 3 种模式：独资投资并管理模式、许可经营模式和合资模式。

加州迪士尼度假区、奥兰多迪士尼度假区为华特迪士尼公司在美国本土采取的独资投资并管理的模式，即公司方全资拥有，2017 年迪士尼公司完成了对巴黎迪士尼的全资收购后也属于此模式；东京迪士尼度假区为许可经营模式；香港迪士尼度假区、上海迪士尼度假区为合资模式。

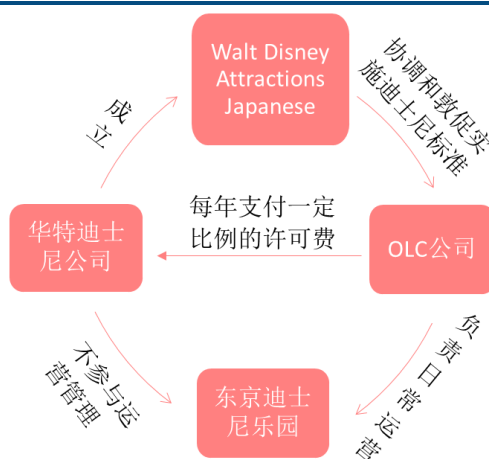
图表4： 六大迪士尼乐园的三种投资管理模式



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

东京迪士尼乐园采取“许可经营模式”，由迪士尼输出技术和授权，日方投资并管理。华特迪士尼公司将迪士尼的相关知识产权许可给东方地产公司（OLC），乐园的日常经营由 OLC 公司负责。在许可架构下，华特迪士尼公司不直接参与项目的运营管理，而是通过在日本设立 Walt Disney Attractions Japanese 来实现迪士尼对其品牌的管理、协调，敦促 OLC 实施好迪士尼标准，确保项目的正确发展方向。在“许可经营模式”中，华特迪士尼公司不拥有权益，故而不参与利润分成，每年只收取 10% 的门票收入、5% 的园内商品销售额作为“许可费”。东京迪士尼基本是由日方投资的，权益也大多数掌握在日方手中。

图表5： 日本迪士尼的“许可经营模式”



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

巴黎迪士尼乐园、中国香港迪士尼乐园和上海迪士尼乐园在初始期都采用了“合资模式”，但 2017 年华特迪士尼公司完成了对巴黎迪士尼的全资收购后，巴黎迪士尼转变成了独资投资并管理模式。

上海迪士尼乐园在合作主体、治理架构、投资方式、利益分配等方面与同一类型的巴黎、香港迪士尼乐园有所不同。

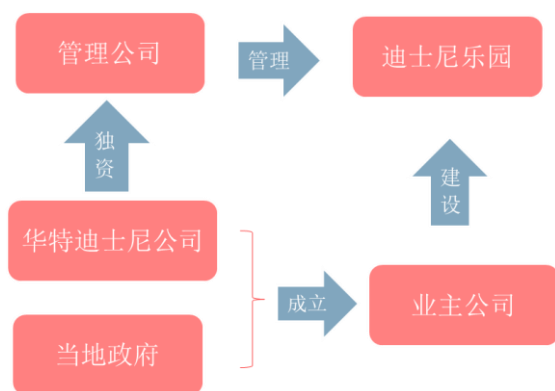
表 2： 两所中国迪士尼乐园运营模式的比较

迪士尼乐园	合作主体	治理架构	迪士尼持股比例	利益分配
香港迪士尼乐园	香港特区政府	管理公司 100%由美方独资	47%	迪士尼公司收取： 特许权费——商品、食品、饮料以及酒店总收入的 5%；门票收入的 10% 基本管理费：总收入的 2% 变动管理费：EBITDA 的 2-8%
上海迪士尼乐园	国有企业申迪集团	管理公司由中美合资，中方占股 30%，美方占股 70%	43%	在业主公司中按照股权比例分享利润，分担风险和亏损

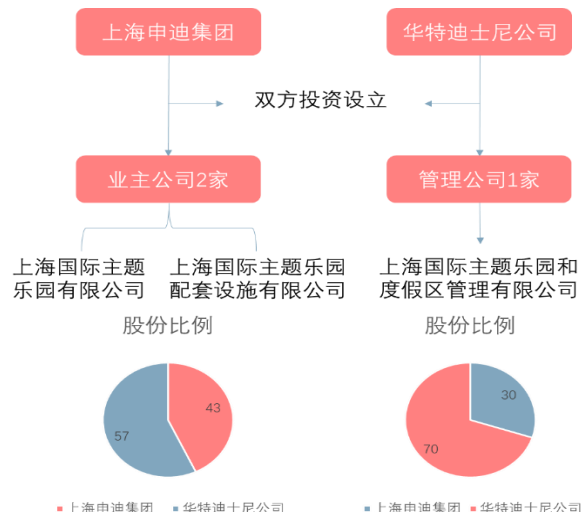
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

合资方式存在不同。申迪集团与华特迪士尼公司在合资模式中，共同投资设立三家企业，分别为上海国际主题乐园有限公司、上海国际主题乐园配套设施有限公司、上海国际主题乐园和度假区管理有限公司。前两家是业主公司，申迪集团持有 57% 的股份，迪士尼持有 43% 的股份；另外还包括一家管理公司，不同于香港 100% 由迪士尼独资，迪士尼公司持有管理公司 70% 的股份，申迪集团持股 30%。管理公司将负责项目的创意、设计、开发和日常运营管理工作，业主公司由申迪占多数股权，充分发挥自身的资源优势和本土化优势。这种合资方式能够充分发挥双方专长。

图表6： 香港迪士尼乐园的“合资模式”



图表7： 上海迪士尼乐园的“合资模式”



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

3、新世纪四次战略收购打造 IP 帝国

迪士尼最重要的四次收购，对于其优质 IP 的积累具有非常重要的作用。

表 3： 新世纪以来迪士尼的扩张并购之路

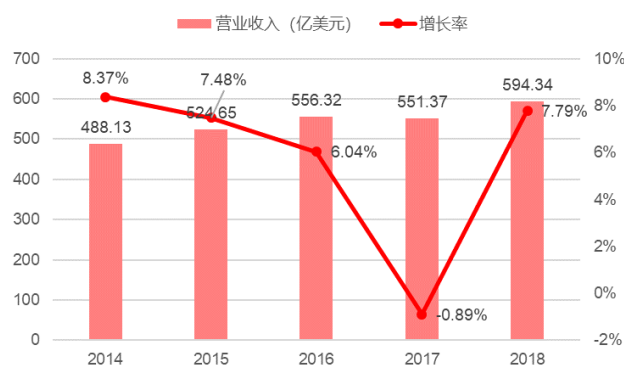
年份	收购公司	收购金额
2006 年	皮克斯公司	74 亿美元
2009 年	漫威娱乐	42.4 亿美元
2012 年	卢卡斯影业	40.5 亿美元
2019 年	21 世纪福克斯	710 亿美元

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

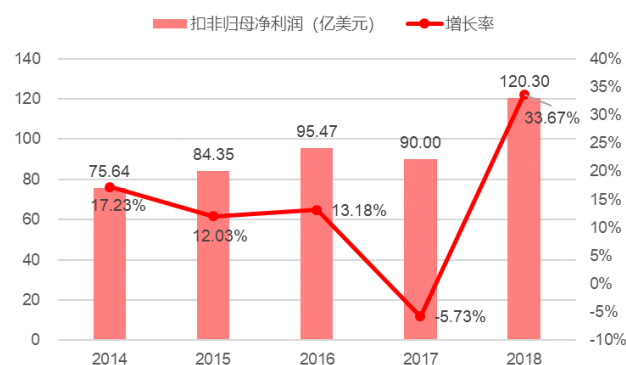
2006 年，迪士尼正式以价值 74 亿美元的股票收购了皮克斯公司。紧接着分别在 2009 年和 2012 年，迪士尼分别以 42.4 亿美元和 40.5 亿美元的价格收购了漫威娱乐和卢卡斯影业，两笔收购之后，迪士尼拥有了漫威旗下超过 5000 个角色的所有权，同时，卢卡斯公司的《星球大战》、《印第安纳琼斯》（Indiana Jones）系列的电影制作、消费商品、动画化、视效及音频后期制作的权利全部都归迪士尼所有。最近的一次收购是在 2019 年正式以 710 亿的价格收购了 21 世纪福克斯。迄今为止迪士尼电影公司是唯一一家没有被交易过的好莱坞大公司。

（三）财务状况稳健向好

公司财务状况总体保持良好增势。近五年来，迪士尼影业收入和归母净利润总体均保持稳定的增势，2018 财年，公司实现营收 594.34 亿美元，同比增长 7.79%，实现归母净利润 120.3 亿美元，同比大增 33.67%。2017 年公司业绩下滑主要受电影业务下滑的影响，2016 年几部高票房电影带来的高收入基数影响，以及消费品等收入下滑的影响。2019 年三季报，公司前三财季实现营收 504.7 亿美元，同比增长 11.84%，实现净利润 100 亿美元，同比下降 2.69%，净利润的下降也使得公司的股价有一定的反映，公司也遭遇短期内经营上的一些困境。

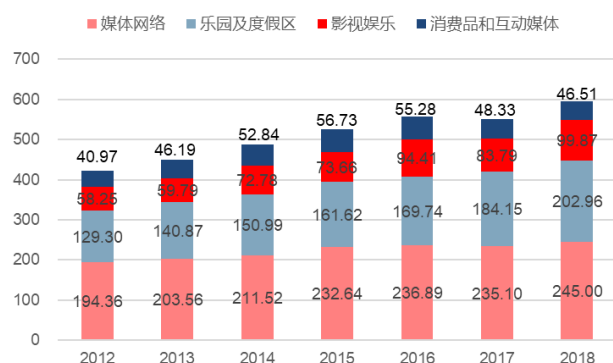
图表8： 迪士尼近五年营业收入总体稳步提升


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

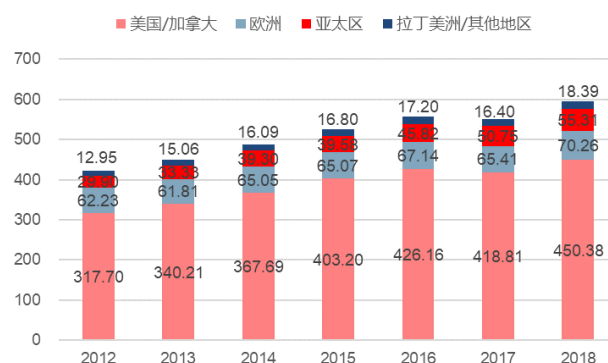
图表9： 迪士尼近五年归母净利润快速增长


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

主要业务集中在北美地区。分业务及地区看，媒体网络和主题乐园贡献主要营收及利润，美国及加拿大地区业务营收占比较大，其营收占比达到 75.8%。由于媒体网络等营收集集中在北美地区，故目前的营收结构仍以北美地区占主导。

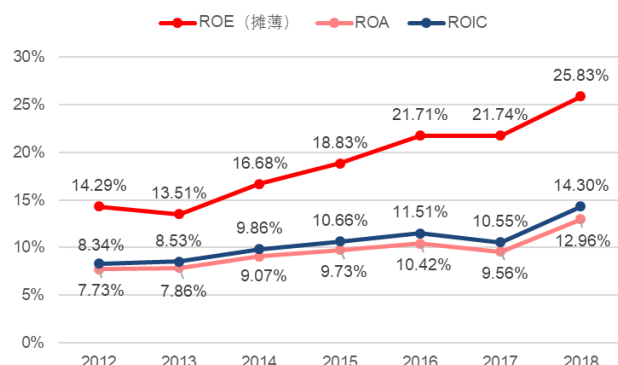
图表10： 媒体网络和乐园度假区为主要营收来源（亿美元）


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

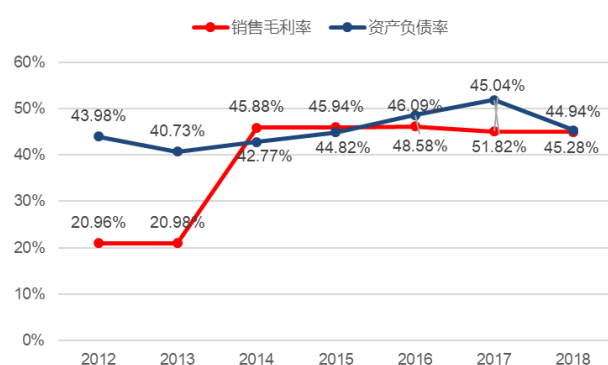
图表11： 美国和加拿大在营收中占比很大


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司盈利能力稳步提升。2012年以来，迪士尼的 ROE 从不到 15% 一直提升至 2018 年的 26%，这也是因为随着一系列收购动作，迪士尼的 IP 优势越来越大，主题乐园的竞争力也越来越强。公司的销售毛利率和资产负债率近 5 年保持较稳定的水平。

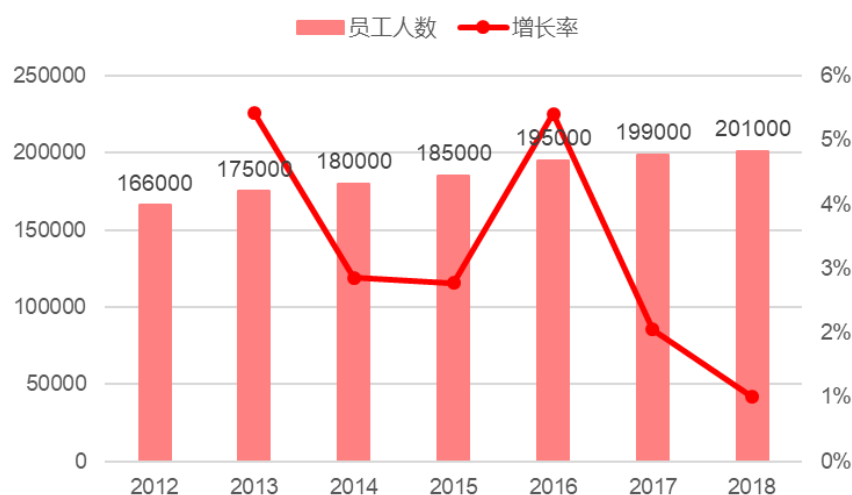
图表12： ROE 及 ROA 保持快速增长


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表13： 销售毛利率及资产负债率状况


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

规模不断扩大。从员工数量看，随着迪士尼业务的不断扩张，上海迪士尼乐园的开业，以及影视创作和媒体网络业务边界的拓展，员工数量也一直保持稳定增长，至 2018 年末，迪士尼员工总数已超 20 万人，保持规模巨大的全球综合性娱乐公司的地位。

图表14： 员工数量保持稳定增长


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（四）迪士尼股价历史复盘

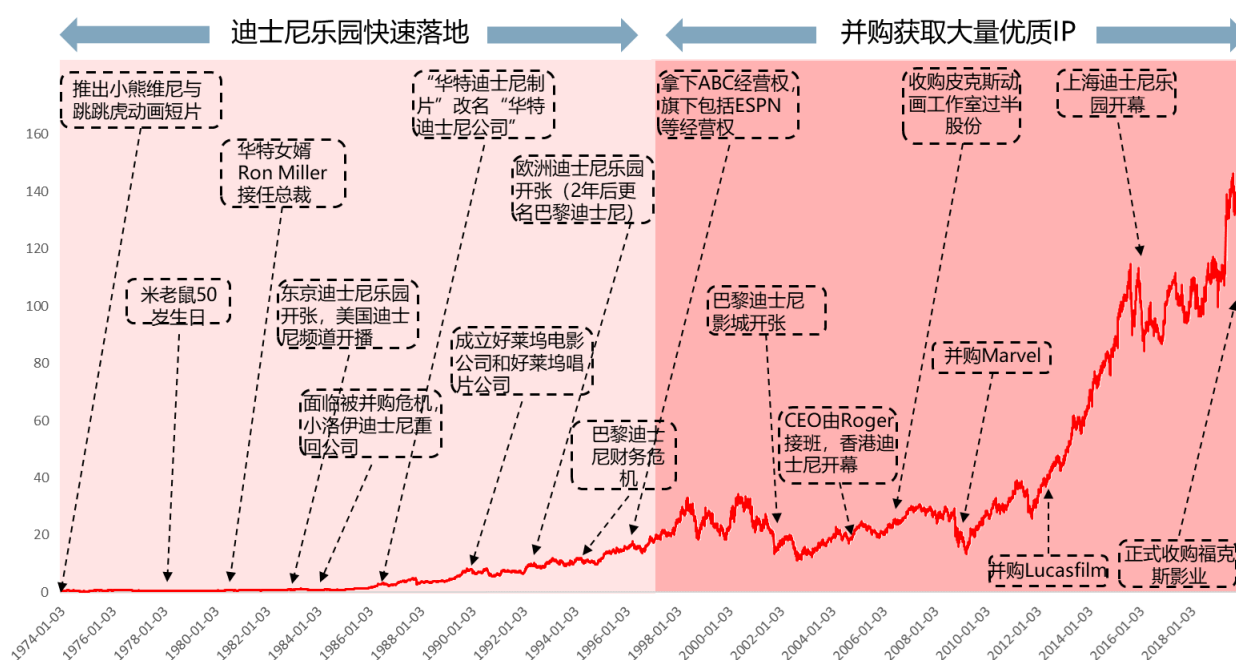
迪士尼自上市以来，股价一路走高，显著跑赢道琼斯指数。纵观迪士尼自上市以来的重要事件与股价复盘，可大致将其分为两个阶段。

（1）第一个阶段是 1974 年至 1995 年，此阶段迪士尼主要依靠自身的 IP 创造、培育，推出大量经典影视剧，为迪士尼后期发展奠定了较好的基础。同时，东京迪士尼乐园和巴黎迪士尼乐园也相继开业，迪士尼乐园扩张计划稳步推进；

（2）第二阶段主要为 1996 年以后，自迪士尼收购 ABC 后，其迎来一系列重要的并购动作，包括并购皮克斯、漫威、卢卡斯影业、福克斯等，这一系列的收购为迪士尼积累了大量优质的 IP 资源，进一步加强了其本身在 IP 领域的优势，也为其主题乐园业务和影视业务的进一步发展带来重要保障。

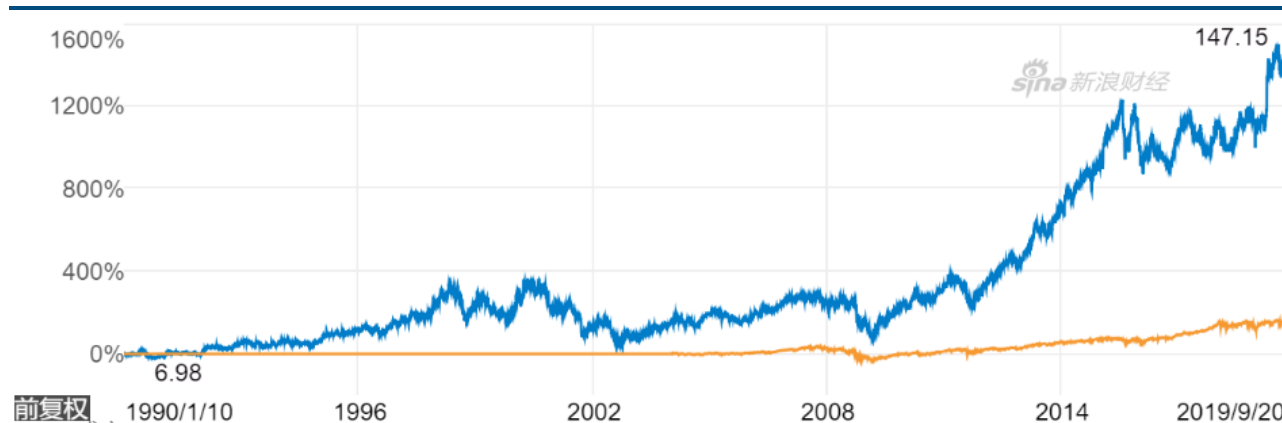
从迪士尼股价走势看，基本没有持续时间较长的下行期，总体趋势持续向上，是美国本土巨头企业的重要代表。迪士尼股价三次主要的调整期，分别约为 1999-2003 年、2007-2009 年以及 2015-2017 年。对比道琼斯工业指数的走势，我们发现，迪士尼的三次股价调整期基本也与道琼斯指数相应的调整期重合。2001 年受“911”事件等影响，2007-2009 年主要受次贷危机和全球金融危机的影响，迪士尼股价均出现一定程度的调整和下行。2016 年上海迪士尼开业，市场对于上海迪士尼的运营效果尚存在疑惑，加之在影视创作上存在一定的乏力，都使得迪士尼经历了一段调整期，随着 2018 年公司业绩同比大幅提升以及收购福克斯逐渐落地，迪士尼资本市场表现再度上行。

图表15： 迪士尼股价复盘情况（前复权，美元）



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表16： 迪士尼股价涨幅大幅领先道琼斯指数（前复权，左轴涨幅）



资料来源：新浪财经，中信建投证券研究发展部

二、全球主题乐园产业快速发展

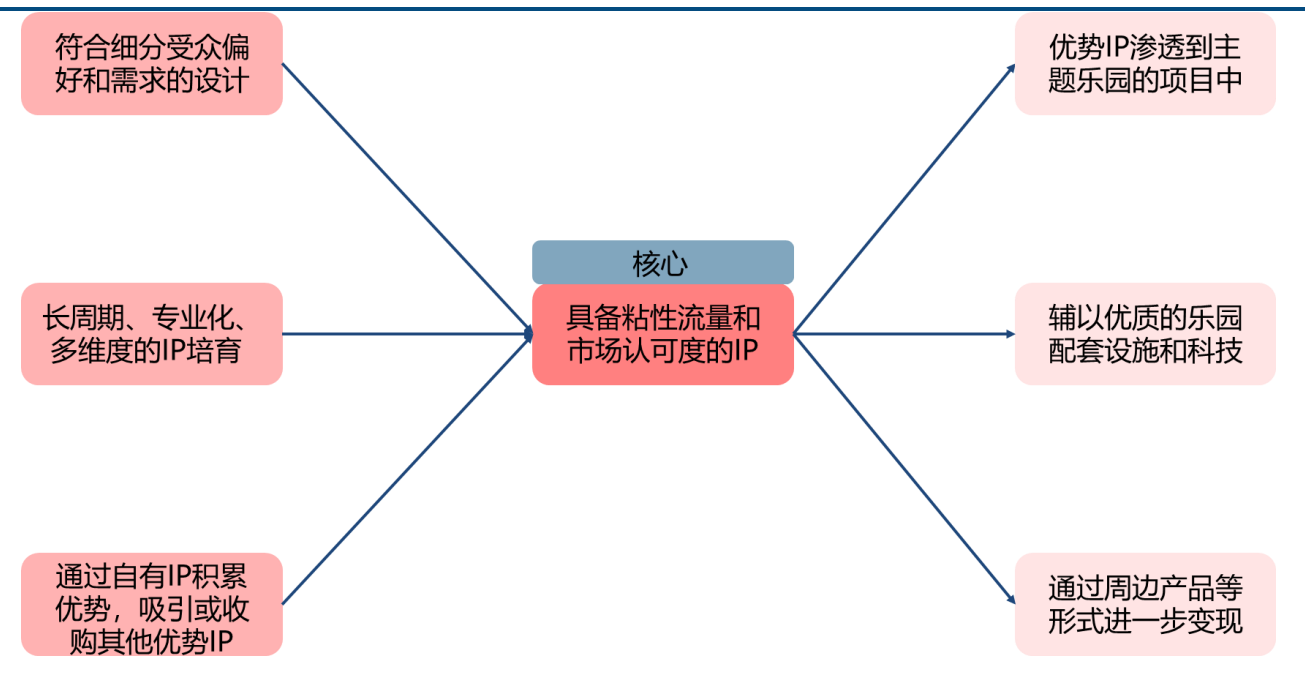
（一）全球主题乐园维持较高增速

1、主题乐园定义及特征

主题公园是根据某个特定的主题，采用现代科学技术和多层次活动设置方式，集诸多娱乐活动、休闲要素和服务接待设施于一体的拟态环境塑造。现代主题公园以游乐休闲为目标，围绕既定主题营造游乐的内容与形式，给游客新颖、全方位、综合性的休闲娱乐体验。

主题乐园的核心竞争力是拥有较高认可度的 IP。该 IP 可以为人物、品牌或其他各种元素，而成熟 IP 的培育需要较长的时间。迪士尼通过成立以来近百年的深耕和培育，创造出一个难以匹敌的 IP 王国，除了其独具慧眼的兼并收购大量成熟 IP 外，更多源自成立初期其对于 IP 的创造和良好的培育体系。而目前很多主题乐园，更多的元素仍然是以机械设施和科技体验为主，部分 IP 的元素设计较粗糙，且基本没有培育和市场认可，则距离“主题乐园”的概念相去甚远。

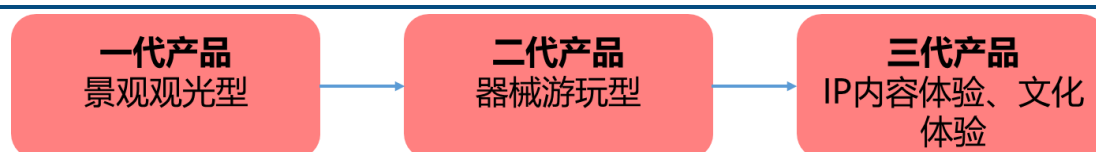
图表17：主题乐园以 IP 为核心要素



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

主题乐园类型较丰富。主题乐园的类型包括影视乐园、特色文化乐园、特色产业乐园、动物主题乐园、科技主题乐园等等，主题类型较丰富。整体上对于 IP 的塑造以及体验度的改进要求更高。

图表18：主题乐园产品发展趋势

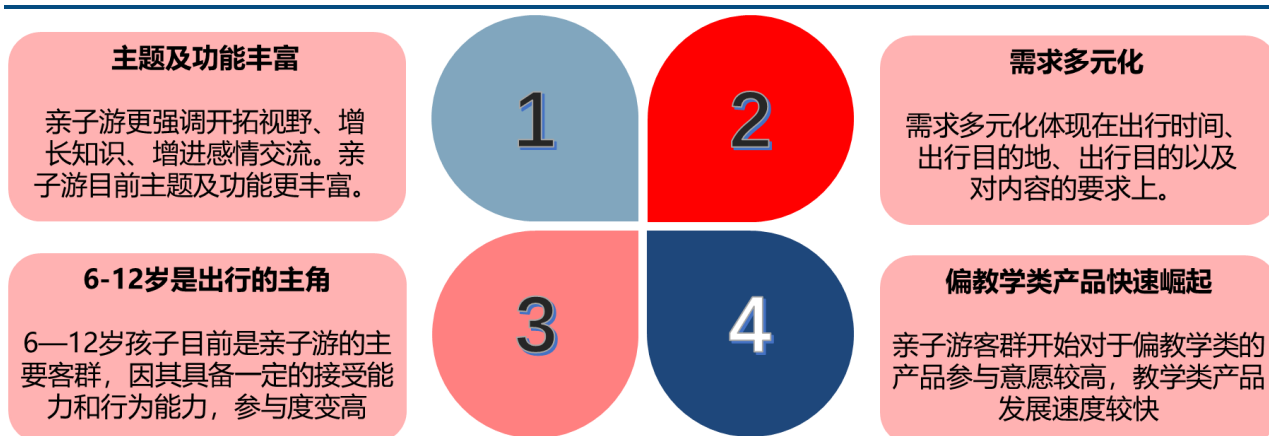


资料来源：睿意德，中信建投证券研究发展部

2、亲子游快速崛起成为重要出行方式

家庭出游成为主题乐园游的主导出行方式。以我国为例，二胎政策放开、家长对陪伴孩子的重视、家长对孩子性格培育和综合品质培育的重视、社会竞争的日益加剧以及其他适宜亲子游发展的因素共振，使得亲子游需求快速膨胀。而主题乐园多建设于市区，具备较强的周边游、短途游的属性，成为亲子游最主要的目的地之一。

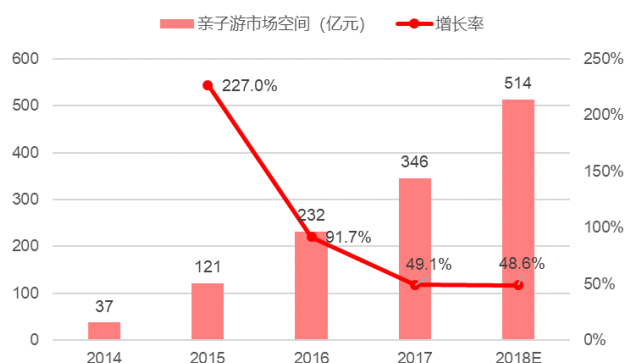
图表19：亲子游市场目前需求状况



资料来源：中商产业研究院，中信建投证券研究发展部

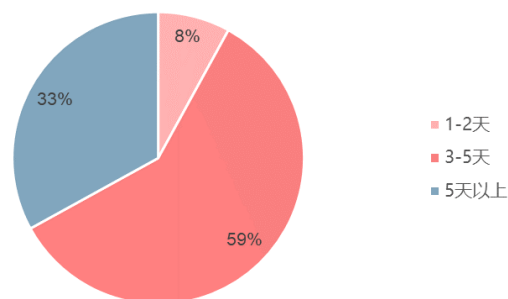
亲子游市场规模增速较快。我国亲子游市场目前相比于整体旅游市场，规模仍然非常小，渗透率较低，按照 2018 年的数据，我国国内旅游收入 5.13 万亿元，而亲子游市场渗透率仅约 1%。但自 2014 年至 2018 年，CAGR 高达约 93%，且预计市场空间仍有较大的成长空间。从出游天数来看，3-5 天的占比达到约 60%，为最常见的选择，5 天以上的占比约 33%，占比也已达三分之一。总体上亲子游的出游时间相对较长，可搭载的旅游内容相对更加丰富。

图表20：我国亲子游市场空间增速较快



资料来源：中商产业研究院，中信建投证券研究发展部

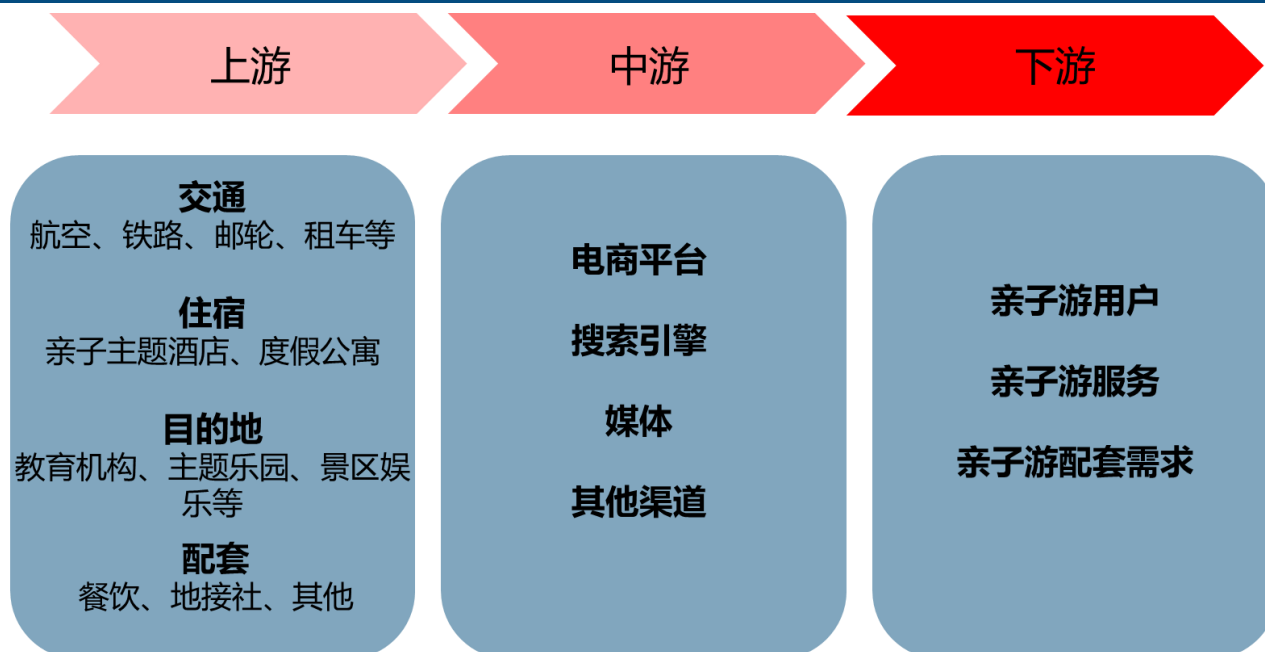
图表21：亲子游出游天数以 3-5 天占比最多



资料来源：携程&育儿网调研数据，中信建投证券研究发展部

亲子游产业链上游为资源和产品，下游为服务及配套设施，迪士尼优势明显。从亲子游产业链的角度看，迪士尼完美契合各环节的优势。上游拥有难以匹敌的 IP 资源所带来的主题乐园竞争优势，且主题乐园产品内部体验、服务和科技属性、设施等均为世界领先，产品粘性极强；中游通过自有的媒体网络、影视业务等构建较强的宣传渠道，也大幅提升线上 IP、线下主题乐园以及中间渠道之间的产业链协同能力，充分打通产业链；下游迪士尼拥有较强的资金实力打造优质的配套设施如酒店、餐饮等，并且拥有自身的一套优质服务的规则，能够很好的与其优质产品相匹配。

图表22：亲子游产业链

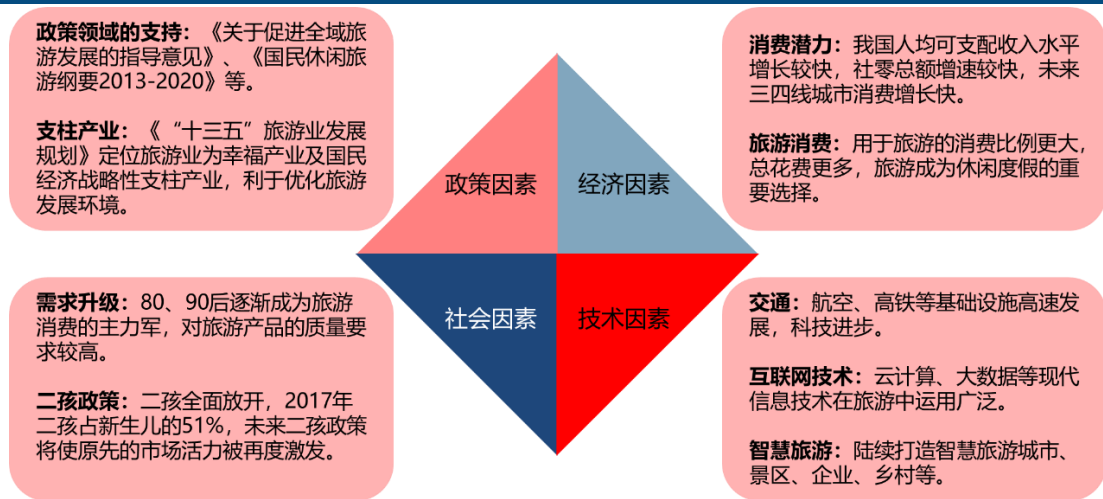


资料来源：中商产业研究院，网络资料，中信建投证券研究发展部

从政策、消费潜力、社会因素与技术因素等角度，亲子游均具备较好的发展前景。亲子游与其他旅游项目有所不同，是集认知、教育、亲情、休闲与一体的旅游方式。以我国为例，从政策角度来看，旅游行业近些年一直是国家政策重点支持发展的行业，细分到亲子游，由于二胎政策放开，以及对于亲子培育要求提升，亲子

游产业的发展也与国家宏观政策高度吻合。近几年，国家出台、颁布了多项旅游政策，大力发展旅游业，兴建各具特色的游乐场、度假村，也为亲子游的发展提供了很大的便利；从经济发展角度看，人均可支配收入的提升以及消费结构中，旅游消费成为休闲消费的重要趋势等，也促使亲子游快速发展；用户端的需求，以及技术因素的进步，都为亲子游的快速发展奠定了良好的外部条件。

图表23： 亲子出行行业的 PEST 分析



资料来源：艾瑞咨询，中信建投证券研究发展部

3、全球主题乐园市场维持稳定增速

全球主题公园发展大体起步于上世纪中期，1955年，迪士尼第一个主题乐园，美国加州迪士尼乐园开始营业，标志着迪士尼线下乐园业务的开端，也代表着全球大型主题性乐园的诞生。20世纪90年代开始，主题乐园开始进入快速爆发期，90年代北美建成200多家大型主题公园，我国国内也开始出现锦绣中华、世界之窗等主题乐园的形式，主题乐园行业进入全面起步期。2015年之后，全球主题乐园持续快速增长，并且呈现出主题性、类型和差异化增多的趋势，游客对于主题乐园的需求越来越多样。

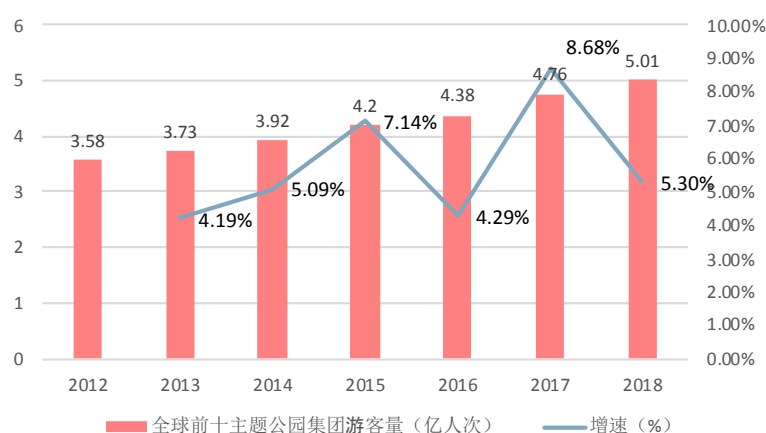
图表24： 全球主题公园发展阶段


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

（二）全球主题公园头部效应强

1、头部主题乐园吸引力强

2018年，全球前十大主题公园集团接待游客首破5亿，约占全球总人口的7%，游客量同比增长5.30%。且近6年全球十大主题乐园接待人次也一直保持每年增长的态势，2012-2018年全球十大主题乐园接待游客数量CAGR约5.8%，每年的同比增速与6年整体的复合增长率均比较接近。未来几年预计该趋势仍将维持，尤其在如中国等发展中国家。随着我国人均GDP突破9000美元，到达消费的快速爆发期，预计未来我国主题乐园的渗透率及增速仍会进一步提升。

图表25： 2012-2018 年全球十大主题乐园集团游客量保持增长


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

全球主题公园行业龙头基本稳定，十大主题公园集团和排位与 2017 年基本保持一致，迪士尼集团以 1.57 亿总入园人次位居榜首。中国三大主题公园增速领跑全球，华侨城、华强方特和长隆集团保持在全球主题公园集团第四、第五和第六名，2018 年接待总入园人次增长率均突破 9%。

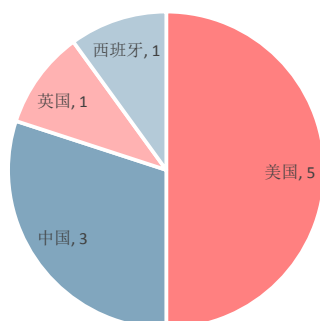
表 4： 2016-2018 全球十大主题公园集团游客量对比

排名	公司名称	2016 年游客量 (万人次)	2017 年游客量 (万人次)	2018 年游客量 (万人次)	2017-2018 增速 (%)
1	迪士尼集团	14040.3	15010.4	15731.1	4.9%
2	默林娱乐集团	6120.0	6600.0	6700.0	1.5%
3	环球影城娱乐集团	4735.6	4945.8	5006.8	1.2%
4	中国华侨城集团	3227.0	4288.0	4935.0	15.1%
5	华强方特	3163.9	3849.5	4207.4	9.3%
6	长隆集团	2736.2	3103.1	3400.7	9.6%
7	六旗集团	3010.8	3078.9	3202.4	5.3%
8	雪松会娱乐公司	2510.4	2570.0	2591.2	0.7%
9	海洋世界娱乐集团	2200.0	2080.0	2258.2	8.6%
10	团聚公园集团	2082.5	2060.0	2090.0	1.5%
全球前十主题公园集团总游客量		43826.7	47576.7	50122.8	5.4%

资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

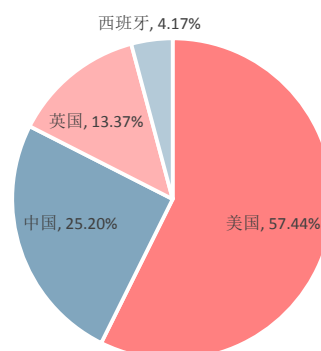
美国是目前全球最大主题公园市场，在全球十大主题公园集团中，共 5 家美国公司，2018 年 5 家公司共接待接待游客 2.88 亿人次，占全球前十主题公园集团总接待量的 57.44%；其次为中国，2018 年中国主题公园集团不仅保持了高速增长，且入围了 3 席，游客接待量占比为 25.20%；此外英国和西班牙各入围一家，游客接待量分别占比 13.37%和 4.17%。

图表26： 2018 年全球前十主题公园数量分布



资料来源：TEA，中信建投证券研究发展部

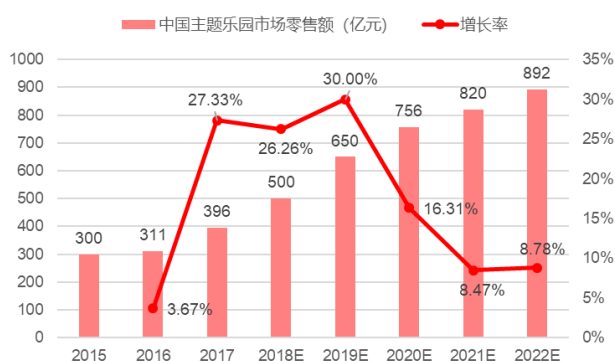
图表27： 2018 年全球前十主题公园游客量分布



资料来源：TEA，中信建投证券研究发展部

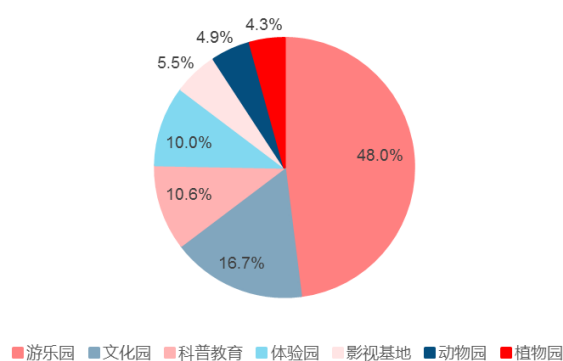
预计 2020 年，美国主题乐园收入 90 亿美元，中国主题乐园将超越美国成为全球第一大市场。根据英敏特发布的《主题公园 2017》，中国 2017 年主题乐园市场的零售额达到 395.45 亿元人民币，并受益国内旅游市场的全面繁荣开启，预计在 2017-2022 年间以 17.7% 的年均复合增长率高速增长，到 2022 年达 892.39 亿元。我国主题乐园业态近两年预计仍将维持较高速增长，在投资占比当中，游乐园仍是目前的主要类型，以机械设备项目游玩为主，这也是过去一段时间我国主题乐园发展的主要形式。在新型主题乐园中，文化园、科普教育、体验类也逐渐增长。

图表28： 中国主题乐园零售额预测（亿元）



资料来源：英敏特，前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

图表29： 我国不同类型主题乐园投资占比（2016）



资料来源：北京商报调研数据，中信建投证券研究发展部

2018 年，北美、拉丁美洲、亚太、欧洲、中东及非洲地区的主要市场，主题公园入园人次整体增长率均为 4% 左右。总体增速维持的比较稳定，全球前 25 的主题乐园中，迪士尼动物王国、长隆海洋世界、长隆欢乐世界的游客量增长超过 10%。两个长隆主题乐园均位于中国，另外美国本土的迪士尼乐园表现也较为出色。上海迪士尼和香港迪士尼 2018 年游客同比分别增长 7.3% 和 8.1%，表现优异，迪士尼的 IP 效应充分凸显。

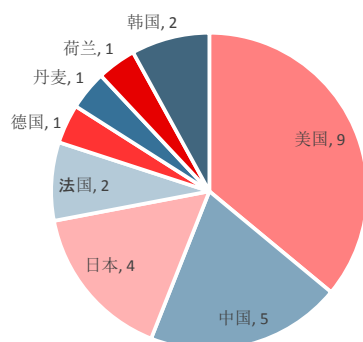
表 5： 全球前 25 主题公园中，大多数地区游客量增长稳健

排名	主题公园	2017 年游客量 (万人次)	2018 年游客量 (万人次)	增长率 (%)
1	迪士尼魔法王国, 美国	2045.0	2085.9	2.0%
2	加州迪士尼乐园, 美国	1830.0	1866.6	2.0%
3	东京迪士尼乐园, 日本	1660.0	1790.7	7.9%
4	东京迪士尼海洋公园, 日本	1350.0	1465.1	8.5%
5	日本大阪环球影城, 日本	1493.5	1430.0	-4.3%
6	迪士尼动物王国, 美国	1250.0	1375.0	10.0%
7	迪士尼未来世界, 美国	1220.0	1244.4	2.0%
8	上海迪士尼乐园, 中国	1100.0	1180.0	7.3%
9	迪士尼好莱坞影城, 美国	1072.2	1125.8	5.0%
10	长隆海洋王国, 中国	978.8	1083.0	10.6%
11	奥兰多环球影城, 美国	1019.8	1070.8	5.0%
12	迪士尼加州冒险乐园, 美国	957.4	986.1	3.0%
13	巴黎迪士尼乐园, 法国	966.0	984.3	1.9%
14	奥兰多冒险乐园, 美国	954.9	978.8	2.5%
15	好莱坞环球影城, 美国	905.6	914.7	1.0%
16	香港迪士尼乐园, 中国	620.0	670.0	8.1%
17	首尔乐天世界, 韩国	671.4	596.0	-11.2%
18	长岛温泉乐园, 日本	593.0	592.0	-0.2%
19	韩国爱宝乐园, 韩国	631.0	585.0	-7.3%
20	香港海洋公园, 中国	580.0	580.0	0.0%
21	欧洲主题乐园, 欧洲	570.0	572.0	0.4%
22	艾夫特琳主题乐园, 荷兰	518.0	540.0	4.2%
23	巴黎华特迪士尼影城, 法国	520.0	529.8	1.9%
24	趣伏里主题乐园, 丹麦	464.0	485.0	4.5%
25	长隆欢乐世界, 中国	418.1	468.0	11.9%
合计	全球前 25 主题乐园	24392.6	25199.0	3.3%

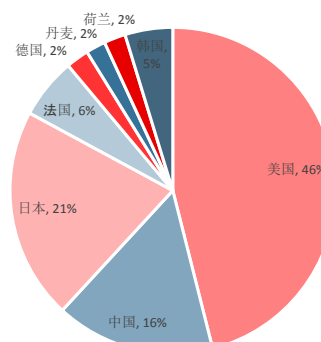
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

在全球前 25 主题公园中，美国占据 9 席，总游客量达 1.17 亿人次，占全球前 25 主题公园集团总接待量的 46.23%，是目前全球最大主题公园市场；其次为日本，入围的 4 家主题公园集团游客量达 0.53 亿人次，占全球前 25 主题公园集团总接待量的 20.95%。

图表30：全球前 25 主题公园地区分布及数量



图表31：全球前 25 主题公园游客量分布情况



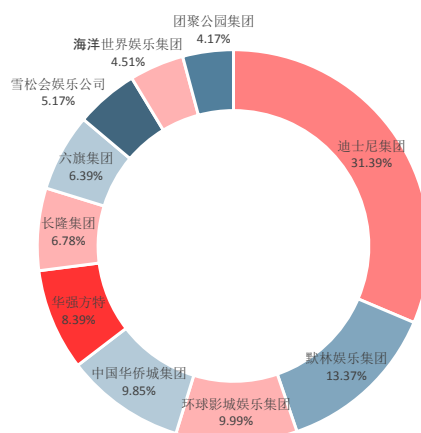
资料来源：TEA，中信建投证券研究发展部

资料来源：TEA，中信建投证券研究发展部

2、迪士尼等头部乐园主导市场格局

迪士尼在全球主题公园行业具有较强优势，居寡头地位。2018 年，全球前十大主题公园集团游客量为 5.01 亿人次，其中 31.39% 游客量来自迪士尼集团，其 1.57 亿游客量为排名第二的默林娱乐集团游客量的一倍。作为全球主题乐园业态的开创者和探索者，迪士尼在全球主题乐园产业中的影响力巨大，市场份额也遥遥领先。

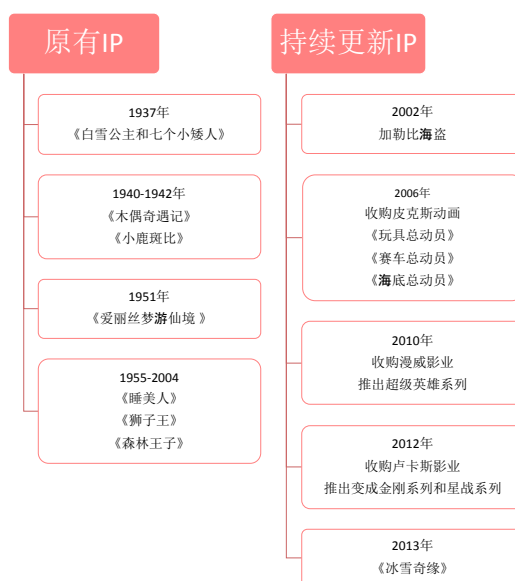
图表32：全球前十主题公园游客量占比



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

强大的 IP 是迪士尼的核心竞争力。迪士尼公司增强 IP 的方式分两种：自主创新开发+并购。公司自主创新的 IP 多基于深入分析细分市场的基础上，围绕爱与家庭的主题，对儿童、女性市场需求精准把握；同时为覆盖缺失的男性 IP 需求市场，公司针对性收购漫威、卢卡斯影业，塑造英雄人物形象，增强对男性的吸引力，进一步强化迪士尼的品牌影响力。通过对细分市场的深入剖析，迪士尼逐步扩大自身的消费者覆盖度，并逐步形成完善的 IP 细分体系。

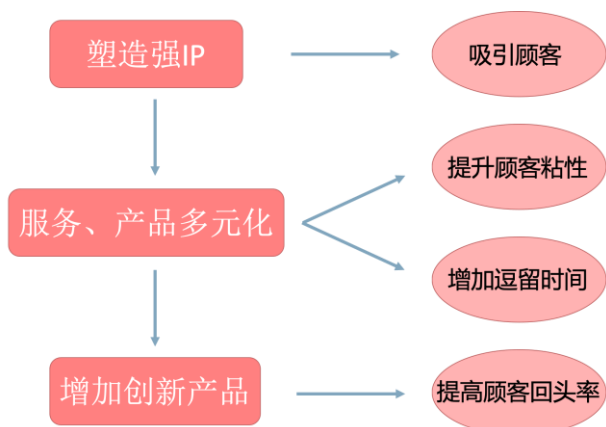
图表33： 迪士尼的 IP 资源通过自创和兼并的方式持续更新



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

迪士尼不断更新迭代。迪士尼公司长期坚持“三三制”，每年淘汰 1/3 的硬件设备，新建 1/3 的新概念项目，不断创造新鲜血液。每年补充更新娱乐内容和设施，自身 IP 积极与当地特色文化相融合，使产品保持吸引力，不断给游客新鲜感，印证公司口号“永远建不完的迪士尼乐园”。

图表34： 主题公园强 IP 增强客户黏性



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

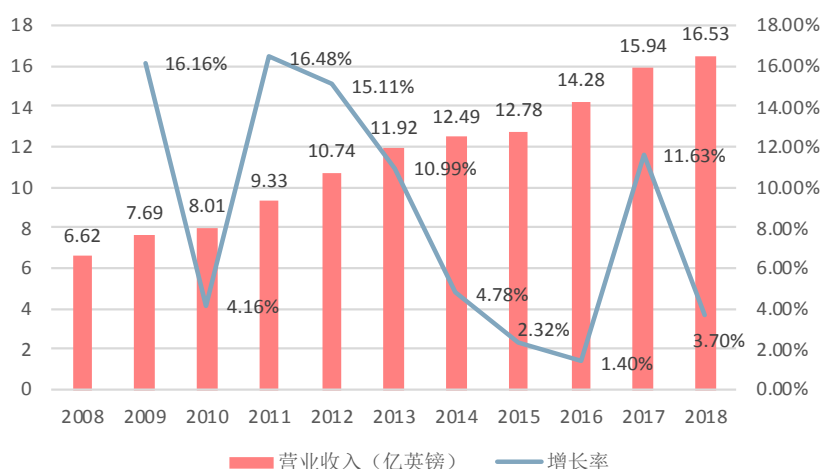
图表35： 迪士尼与当地文化融合



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

作为紧随迪士尼的主题乐园龙头，默林娱乐是全球第二、欧洲第一的家庭景点娱乐行业领导者。2018 年，集团营收达 16.53 亿英镑，仅次于迪士尼集团。

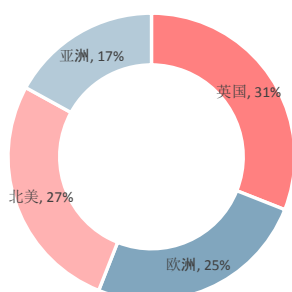
图表36：默林娱乐集团营业收入持续上升



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

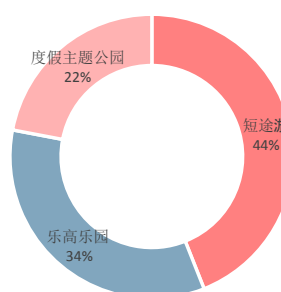
默林娱乐集团在家庭景点娱乐行业拥有多元化 IP 品牌和较强竞争优势。默林娱乐集团三大运营板块包括短途游景点、乐高乐园和度假主题公园，其也同样通过原创、并购以及授权合作等方式囊括了一批全球最为知名的 IP 品牌矩阵，包括杜莎夫人蜡像馆、乐高、SEALIFE、小猪佩奇等，2018 年旗下景点数量达 127 处，覆盖全球 4 大洲的 25 个国家。

图表37：2018 年默林娱乐集团景点地理分布情况



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

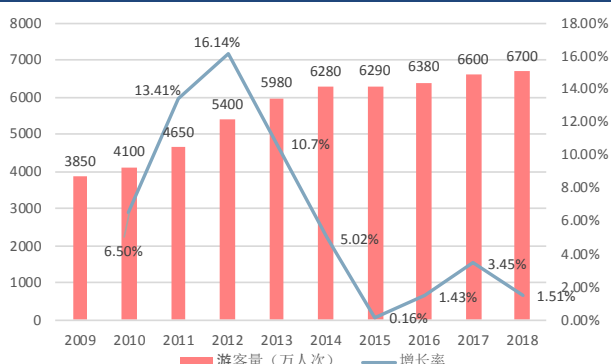
图表38：默林娱乐集团 2018 年三大板块营收对比



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

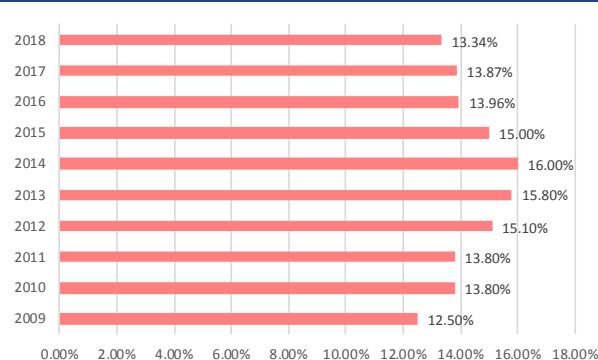
默林集团游客量逐年提高，2018 年达 6700 万人次。从市场份额上来看，2018 年，默林娱乐占全球前十集团市场份额的 13.34%。过去十年中，默林娱乐在全球主题公园市场持续位列第二，且在全球前十中市场份额占比一直以来保持在约 14% 的水平，展现了稳定的吸客能力。

图表39：默林集团游客量稳步上涨



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表40：默林集团市场份额占比长期保持稳定



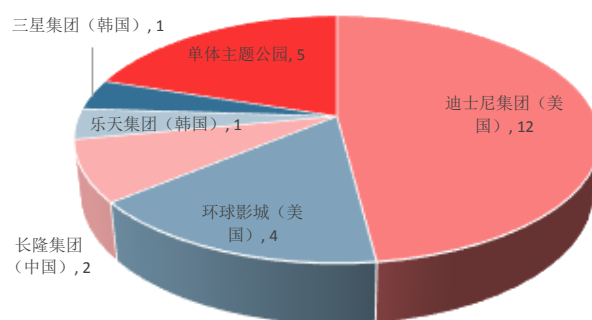
资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

3、全球主题乐园预计维持扩张趋势

主题公园市场进入稳定增长期。未来，随着以中国为代表的发展国家在人均可支配收入上的快速提升，逐渐达到主题乐园消费快速爆发的时段，其将成为未来主题乐园产业总体规模继续扩张的强大动能。发达国家主题乐园业态也存在升级过程，对于IP的深耕、内容性和沉浸式体验度的需求，以及对于科技元素的应用，也使得主题乐园的类型和风格各异，细分市场仍然存在较大的扩张空间。

主题公园集团化趋势明显，异地扩张提速。单体主题公园的辐射范围主要以3小时车程范围的本地居民和周边游客为主，品牌影响力更大的主题公园具备更强的吸引力、内容更新能力和客源辐射半径。2018年，全球前25主题公园中，所有主题公园均背靠集团。

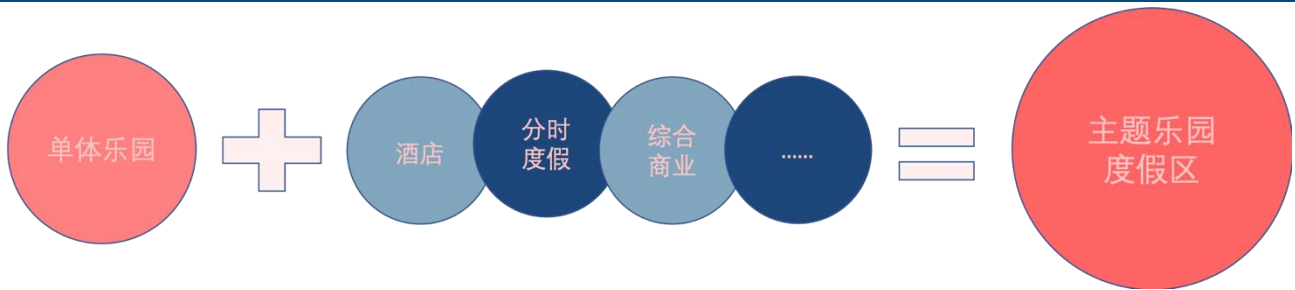
图表41：2018年，全球前25主题公园中，仅5家为单体经营主题公园



资料来源：中信建投证券研究发展部

传统设备型主题公园正向度假区综合体模式转变。为提高盈利能力，度假区模式能显著提升散客比例、客单价及游客停留时间。奥兰多迪士尼度假区模式是典型的度假区经营模式。“主题公园+酒店+分时度假+商业综合体”的经营模式为奥兰多迪士尼乐园增添较强的度假属性，功能设施的完善将有效提升区域承载力，利于延长消费时间。

图表42：主题乐园度假区将成为发展趋势



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

（三）主题公园运营模式选择

1、重资产行业，模式多样化

主题公园属于重资产行业，前期开发建设和期间运营都需要较大规模投资，而主要盈利模式为门票及园内二次消费，回收周期总体较长，企业资金压力较大。主题公园品牌所有者也可考虑轻资产运营模式，虽收入较少，但风险更低，具备长远发展潜力。轻重资产运营模式的选择和结合有利有弊，需要运营者综合考虑。

重资产投入大，控制强，异地经验弱。对于主题乐园的运营公司来说，自建的模式偏重资产，优势在于对乐园的控制力较强，乐园内容运营、内部制度和人员的管理、设施维护、配套的搭建有更强自主权，也利于对乐园质量进行控制。但缺点在于资产较重，前期投入较大，对于公司的现金流影响较大。另外，如若进行全球范围的扩张，会因缺乏异国运营和跨国政策、文化等领域的摩擦成本而产生较大的经营风险。

轻资产投入小，收益稳，控制力较弱。轻资产的模式主要通过品牌输出进行，通过给予品牌的使用权，优势在于不需要太多资金投入，且通过收取特许经营费用，收益较为稳定。缺点在于对主题乐园的管控能力较低，不利于标准化服务和品质等方面的控制，并且如若主题乐园运营较为成功，采取轻资产模式的授权方所分利益会受到较大影响。

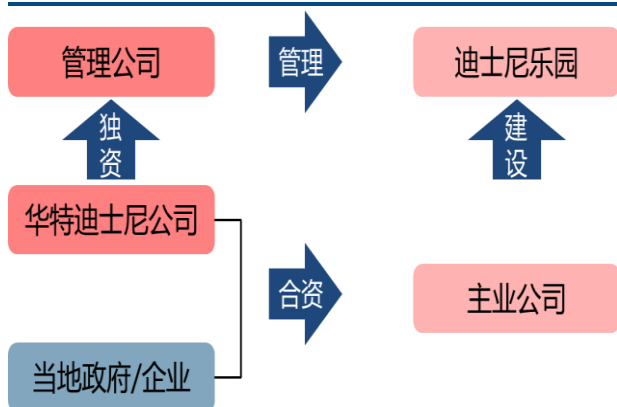
合营模式是相对比较常见的一种方式，如迪士尼等主题乐园的海外扩张越来越多采取此模式。合营模式一方面能够较好保证主题乐园公司本身对乐园拥有一定控制权，也能够获取更多的利益。另一方面，也一定程度上降低了前期投资的成本，缓解财务压力。更为重要的是，与当地的政府或较有实力的企业合作，也能充分利用其对于当地政策法规、文化民俗、市场特征等的熟悉程度，有利于主题乐园的异地扩张取得成功。

2、趋向合资模式扩张，共享海外拓展红利

迪士尼在美国本土以外扩张主要通过许可经营和合资模式进行扩张。迪士尼的第一个海外项目东京项目，公司采取了风险相对较小的许可经营模式经营，东京迪士尼最终取得了相当出色的经营效果。此后，为更多参与利益分享，迪士尼在巴黎、香港和上海的项目都采取了合资的模式，巴黎项目以及香港项目是直接和地方政府签订协议，而上海项目是与大型国企签约。主要的模式是公司与合资公司所成立的主业公司负责乐园的建设，迪士尼公司独资的管理公司，负责对乐园进行管理运营，以保证园区运营的稳定性。

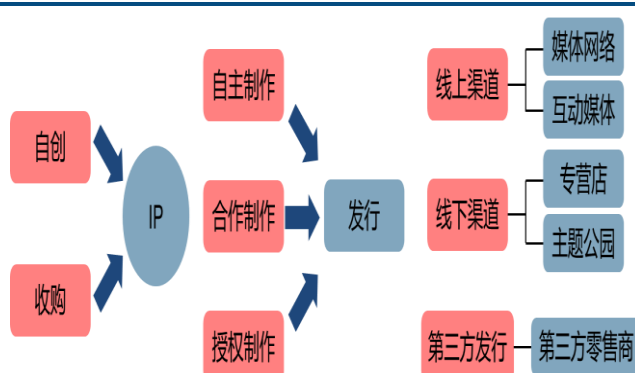
IP 为核心优势使公司具备合营及授权的基础。由于迪士尼核心竞争力更多在 IP 和 IP 产业链贯通，使其具有合营或特许经营的基础，其运营能力相较于 IP 的优势较小，故合资一定程度上仍能保持公司的正常运营。

图表43：香港及上海迪士尼乐园的总体合资模式



资料来源：景鉴智库，中信建投证券研究发展部

图表44：迪士尼 IP 为核心的产业链布局结构



资料来源：景鉴智库，中信建投证券研究发展部

三、核心竞争力：IP 为体，管理为翼

迪士尼的核心竞争力主要来源于其数量庞大、质量顶级的 IP 资源，辅以良好的管理机制和企业文化。而好的 IP 资源又来源于迪士尼既专业化又富有传奇色彩的 IP 培育体系，从上游设计、IP 培育、IP 赋能到下游的 IP 线下展示载体、营销宣传等，迪士尼都实现了产业链的打通。且由于迪士尼的商业模式具有较强的创造性，从深耕 IP，到通过动画电影等内容为 IP 赋能，再到开创世界上真正意义的主题乐园，为 IP 建立线下展示的载体，这一系列充满创造性的举措和其造梦工厂的定位，都需要有企业管理的核心人物带领，迪士尼的灵魂人物及人员管理制度也是其成功的关键。

（一）灵魂人物引领方向

迪士尼作为以内容为核心的巨无霸公司，以影视行业起家。经过多年的发展，已经成长为集主题乐园、影视、媒体网络、IP 衍生品为一体的成熟企业。公司成长历程中，关键节点决策和创造性方向引领至关重要，而担此重任的就是核心管理团队及灵魂人物。在迪士尼漫长的历史轨迹中出现了许多重要人物，他们或以自身优秀的品格，或以独特经营理念深刻影响迪士尼的历史发展进程，创造出一条独特赛道。其中的灵魂人物是华特 迪士尼，罗伊 爱德华 迪士尼、迈克尔 艾斯纳和罗伯特 艾格。

1、华特 迪士尼：白纸上书写的冒险家

华特 迪士尼，迪士尼公司的创始人。他曾说：“我必须朝着新事物前进，因为有很多新世界等待着我们去征服。”1926 年，他正式成立“华特迪士尼制作公司”，标志着迪士尼公司的诞生。随后，他创作出一个以老鼠为原型的卡通形象——米老鼠，造就了迪士尼最大且最具代表性的 IP 之一，这一形象从创立之初直至当下都在持续不断地为迪士尼带来收益。他开创了迪士尼业务版图，奠定迪士尼迈向百年企业的基础。

图表45： 华特 迪士尼



资料来源：迪士尼百科，中信建投证券研究发展部

图表46： 华特 迪士尼

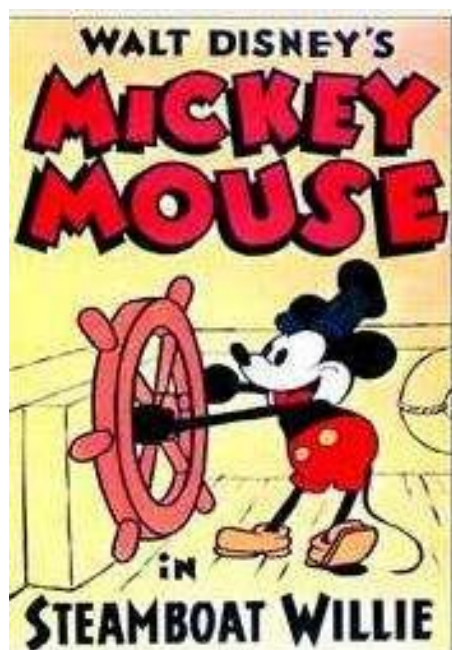


资料来源：迪士尼百科，中信建投证券研究发展部

华特是一位不折不扣的冒险家，是整个动画行业的领导者，具有开创性思维，时刻走在时代前列。1928 年，华特创造出了世界上第一部有声动画《威利汽船》，并亲自为米奇配音，影片于 1928 年 11 月 18 日首映。声音与动画完美契合，可爱卡通鼠的形象反响空前，米奇的形象从这时起无人不知，无人不晓。他在 1931 年彩色电影拍摄技术发明后，立刻跟进，并于 1932 年推出了世界上第一部彩色动画。之后，他又创作了三只小猪、唐老

鸭等一系列著名形象，这些形象大多成为了未来迪士尼所依赖的著名 IP，持续为公司带来收益。1937 年，迪士尼正式推出了影史上第一部长篇动画电影《白雪公主和七个小矮人》，开创了电影史上一个崭新的篇章。接下来数十年，在华特的领导下，迪士尼相继推出了《木偶奇遇记》、《小飞象》、《小鹿斑比》等脍炙人口的动画片，奠定了迪士尼在动画行业绝对的核心地位。

图表47： 第一部有声动画——威利汽船



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表48： 第一部长篇动画电影——白雪公主和七个小矮人



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

华特 迪士尼的奇思妙想还延伸至线下主题乐园。1955 年，他创建了世界上第一座迪士尼主题乐园——加州迪士尼乐园，这也是世界上第一个真正意义上的主题乐园产品。加州迪士尼乐园自开幕以来就是世界最受欢迎的主题乐园之一，被人们誉为地球上最欢乐的地方。时至今日，主题乐园仍是迪士尼四大主营业务之一，为迪士尼带来稳定的收入增长。

图表49： 加州迪士尼乐园



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

创意是公司优质内容的源泉。华特·迪士尼能够看到成果之外的东西，热衷于冒险，鼓励每个人发表自身的看法，唯一关心的是观众喜欢什么，他将创意理念根植于迪士尼的方方面面。华特·迪士尼成了一个标志形象，代表了一种影迷们的期望。他指出产品本身就是赞扬，公众对迪士尼电影、电视节目或者迪士尼乐园项目的积极响应就是公司需要的赞扬。迪士尼这座娱乐航母由他建成并启航，他为迪士尼引领了一条伟大的航道。

2、罗伊·爱德华·迪士尼：迪士尼公司的守护者

罗伊·爱德华·迪士尼是华特·迪士尼的侄子，曾任迪士尼公司副董事长和迪士尼动画工作室主席。在他为迪士尼工作的 56 年间，帮助迪士尼公司从艰难中成长，并最终将迪士尼公司建立一个世界级的娱乐帝国。

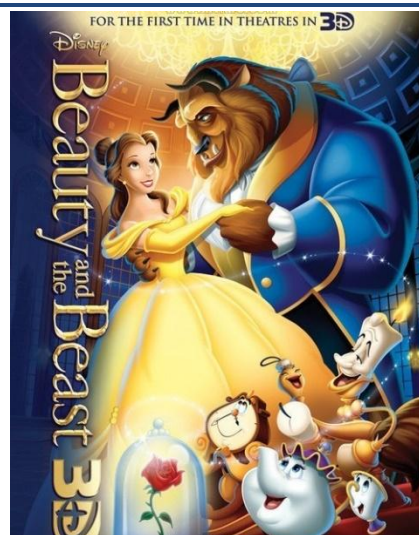
罗伊·爱德华·迪士尼在公司低谷期担负起复兴传统手绘动画的重任。在二十世纪六、七十年代华特·迪士尼和罗伊·奥利佛·迪士尼相继去世后，迪士尼公司一度陷入低谷，急需有人担当大任。此时，罗伊站了出来，在其担任动画工作室主席的 19 年间，迪士尼动画工作室一扫先前颓势，先后出品了《小美人鱼》、《美女与野兽》、《阿拉丁》、《狮子王》等一系列佳作，这一时代被称为迪士尼的黄金时代，对迪士尼的传统动画领域产生深远影响。

图表50：罗伊·爱德华·迪士尼



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表51：《美女与野兽》



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

在罗伊 56 年的迪士尼生涯中，在迪士尼两次发展的关键节点，他都挺身而出，为公司选取合适的掌舵者。第一次在迪士尼的低谷期，他促使公司董事会更换团队，将迈克尔·艾斯纳请进公司担任新总裁，这一举措拯救了处于危机中的迪士尼公司，公司自此开始步入发展快车道；第二次是 2005 年，迪士尼处于历史发展的关键期，急需一位更有远见和才干的掌舵者，他也为公司选材提供了举足轻重的作用。

3、迈克尔·艾斯纳：力挽狂澜的实干家

迈克尔·艾斯纳在 1984-2005 长达 21 年的时间中担任迪士尼公司 CEO，并曾兼任公司董事长。迪士尼王国在他的领导下，从一个市值仅为 20 亿美元的公司发展成为市值超过 400 亿美元的娱乐帝国。

图表52: 迈克尔·艾斯纳在时代杂志封面



资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

图表53: 迈克尔·艾斯纳先生与米老鼠唐老鸭



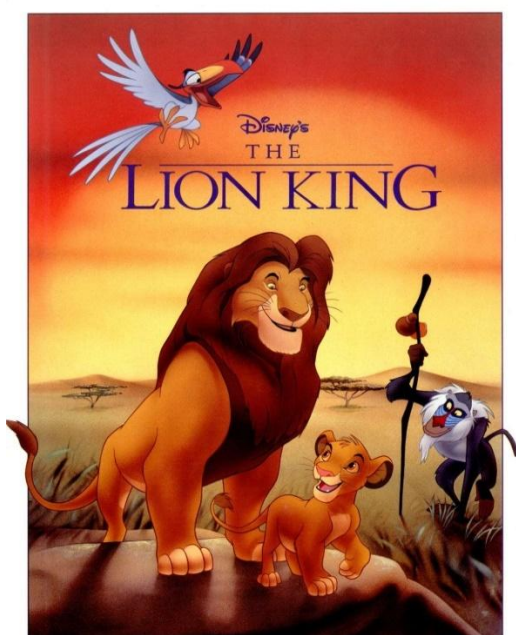
资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

1984年在艾斯纳首次担任迪士尼 CEO 时, 迪士尼的业务仅局限于动画影视和主题公园, 彼时的迪士尼正处于内部矛盾重重、收入大幅缩水的不利境地。艾斯纳到来后采取了一系列大刀阔斧的改革措施, 在短期内成功实现了迪士尼利润的大幅增长。他采取的措施主要包括以下层面:

让动画片复活。与华特相仿, 艾斯纳同样注重创意思想, 他鼓励动画工作室的人员发挥创新能力, 甚至通过更换办公地点来刺激他们的积极性。将迪士尼传统的手绘动画融入电脑技术, 任命罗伊为动画工作室主席, 多种举措助推了《小美人鱼》、《美女与野兽》、《狮子王》等一系列动画佳作的产生。

更新和拓展主题公园。迪士尼乐园长期以来一直是公司稳定的收入来源, 但若想取得长久的增长, 则需要不断变革。艾斯纳秉承的理念为: 止步不前不是办法, 要么去冒风险, 迎接挑战, 要么维持现状, 坐以待毙。他根据这一理念不断尝试变革, 如在乐园中添加新项目、开放水下游乐场、加大广告投入、为主题公园配套的饭店增加数千个房间和数百家专营迪士尼产品的商店。同时, 将新乐园和新园区的建设提上日程, 开放巴黎迪士尼乐园, 在佛罗里达迪士尼新建“动物王国”, 在加州迪士尼开放“加州冒险”, 一系列举措为迪士尼主题乐园业务注入新的活力。艾斯纳深知, 一成不变就意味着灭亡, 迪士尼的生命力来自于不断的更新迭代。

图表54: 《狮子王》剧照



资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

图表55: 巴黎迪士尼睡美人城堡



资料来源: 公开资料整理, 中信建投证券研究发展部

拓展新业务领域。1995年, 迪士尼以190亿美元收购了ABC电视台, 正式进军媒体领域。这是一起影响深远的收购。通过此次收购, 迪士尼收获了电视业务资产和“大现金牛”ESPN, 扩大了自身的业务板块, 也进一步推动了IP产业链的贯通, 掌握了高频的内容渠道, 而艾斯纳在其中起重要的推动作用。

艾斯纳关注内部管理能力的提升。为了调动员工的积极性, 他采用了职工优先股权计划, 激励员工发挥自己的创造性。同时, 建立“迪士尼空间”, 对高层经理进行短期强化培训, 增加内部沟通和责任感。在一系列相关的举措下, 迪士尼逐步发展为集媒体、主题乐园、影视、衍生品四大类为一体的娱乐帝国。

4、罗伯特·艾格: 新世纪的领航员

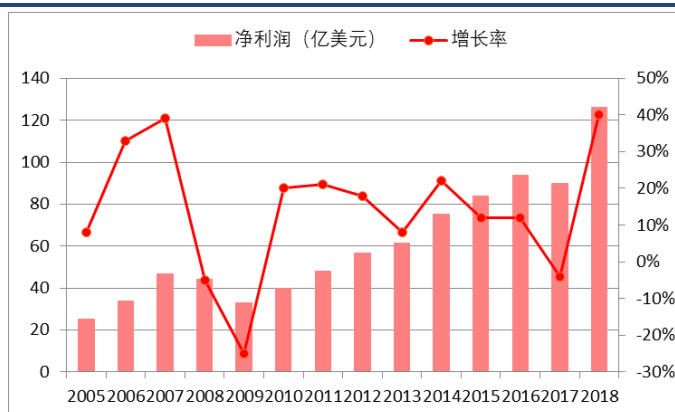
罗伯特·艾格, 从2005年起担任迪士尼的首席执行官, 现任迪士尼公司董事长兼首席执行官。在短短的十余年间, 迪士尼的利润由2005年的25.33亿美元增长四倍多至2018年的125.98亿美元, 艾格在其中扮演了重要角色。包括新世纪以来迪士尼几次具有决定意义的收购均实在艾格麾下完成。

图表56： 罗伯特·艾格



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表57： 迪士尼利润在十余年间显著增长



资料来源：迪士尼财报，中信建投证券研究发展部

罗伯特·艾格在上任时向董事会提出迪士尼发展的三个战略重点：在创造力上投入资本，拥有更多更好的创意；鼓励创新及最新科技的运用；发展全球新兴市场。这三大战略思想贯穿迪士尼近十余年的发展，让拥有巨大IP优势的迪士尼，及时适应了新时代娱乐业和主题乐园业的发展。引导着迪士尼一步步成长为如今的娱乐帝国。

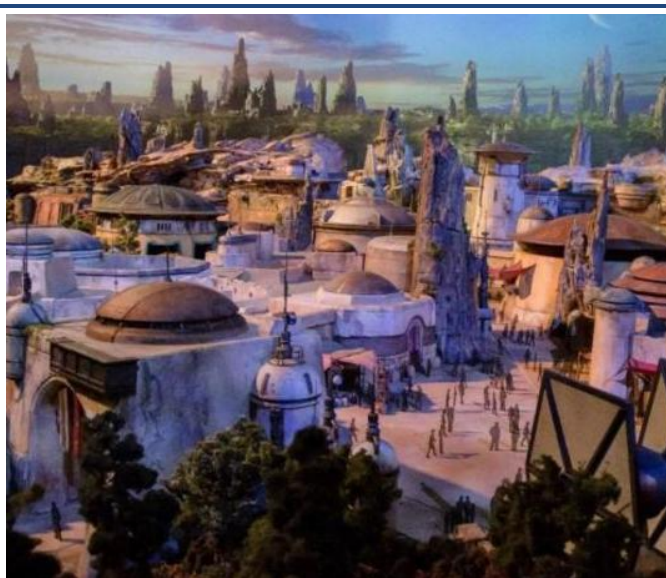
艾格见证了上海迪士尼的诞生，同时通过新园区建设带动主题公园业务进一步增长。主题乐园业务一直都是迪士尼的重要收入来源，而以艾格为首的董事会期望在未来进一步拓展海外业务，为公司贡献超过一半的收益。在艾格的努力下，上海迪士尼乐园自1999年启动历时17年终于成功开业，成为海外市场主题公园业务的重要增长点。同时，新园区的建设能够有效促进收入增长，依托于热门IP，艾格在各地的迪士尼乐园新建主题园区，如加州迪士尼开放星球大战园区，上海开放疯狂动物城园区，香港开放冰雪奇缘园区，将IP价值成功在乐园业务中体现。

图表58： 上海迪士尼乐园



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

图表59： 加州迪士尼开放《星球大战》园区

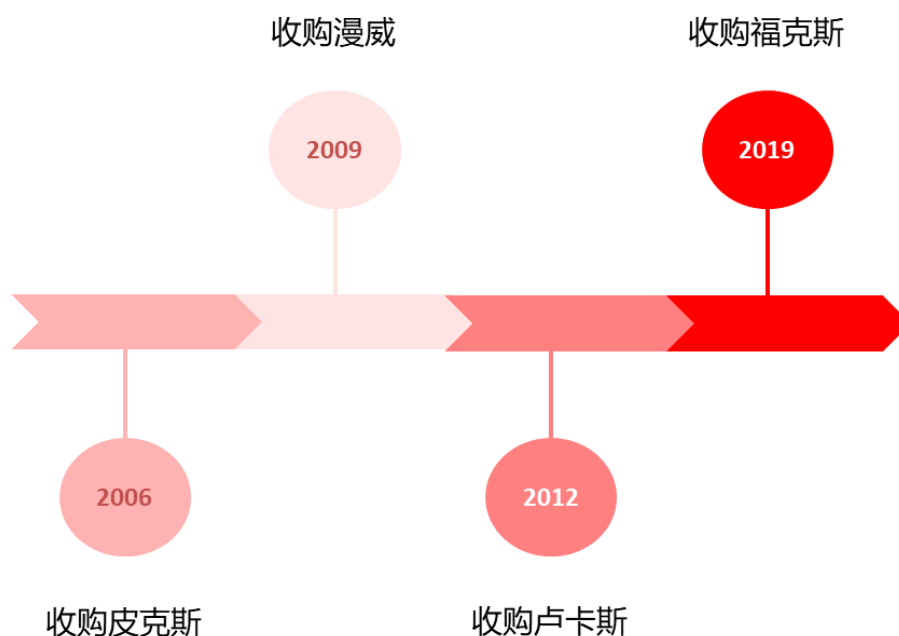


资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

艾格在任内主导了四次大型收购，完善现有业务和开拓新领域。2006年收购皮克斯，通过皮克斯重塑迪士

尼的动画形式，恢复迪士尼在动画领域的绝对竞争力，同时将皮克斯动画的版权和电影 IP 归入迪士尼，为公司带来巨大的收益；2009 年收购漫威，抢占年轻人及男性市场。迪士尼公司的核心是优质的 IP 所携带的内容，漫威旗下的近 5000 个角色就是最优良的资产。漫威影业的大量 IP 在收购后为公司的影视板块带来大量收入，累计全球票房收入超过 182 亿美元；2012 年收购卢卡斯影业，将星球大战这一重要 IP 收入囊中，以自身的创造力将 IP 布局在影视、衍生品、主题公园领域，为公司带来可预期的收入；2019 年完成对福克斯的收购，在进一步增加电影市场份额的同时，也成为了 Hulu 的最大股东。Hulu 是美国第三大付费流媒体服务平台，以此为依托，迪士尼将联合 ESPN+ 和 2019 年末将推出的 Disney+ 平台，聚焦流媒体领域。

图表60： 迪士尼 21 世纪以来四大战略并购



资料来源：公司财报，中信建投证券研究发展部

创造出与众不同的体验感非常重要。艾格带领下的迪士尼秉承的一项经验是：“一切皆可创新、更新，新的景点、新的人物、新的演出都可以包含在内，迪士尼乐园充满了增加、扩充各种新元素的机会。”创新是历任迪士尼 CEO 关注的重点，艾格也不例外，不同的是，他更为关注用户的体验感，为此他做出了许多尝试。如在迪士尼乐园的建设中，他选择让幻想工程师与当地的艺术家、设计师和技术人员一起工作，注重当地顾客体验。

5、幻想工程师：迪士尼创意的源泉

迪士尼作为以内容为核心的公司，创意是源泉。创意源于三样东西：激情、洞见和耐心，而幻想工程师正是迪士尼创意的来源。“华特创造了幻想工程，幻想工程师们让它翩翩起舞”，《造梦者》中如是说。用华特自己的话来讲，“幻想工程就是富有创意的幻想和专业技术水乳交融的产物。”

现如今，幻想工程师遍布迪士尼产业的方方面面，但狭义上更倾向于将负责迪士尼乐园和度假区景点创意设计的工作室的人称为幻想工程师。要成为一名幻想工程师，必须具备的特质是：一颗好奇的心、喜欢旅行、敢于尝试和热爱冒险。优良特质的限制决定了幻想工程师从入职起就是最具创造力的一批人。

除去特征，系统的培训和基本原则同样重要。“米奇定律”出自华特迪士尼幻想工程创意总监马蒂·斯克拉，

共包含 10 条，基本囊括了迪士尼乐园设计和建造的核心准则：

1. “尽量把你“关”在每一个故事里”：一次只讲一个故事。高山、河流或树林都可以用来作隔离物，将迪士尼乐园中每个部分同外界分隔开，制造一个个“密室”；
2. “为什么你玩了一天也不觉得累”：制造“维也纳香肠”。指可以引导游客获得逻辑清晰的体验的视觉目标，用不同类型的道路来引导游客的节奏；
3. “地上的小脚印都不想让你错过”：用有逻辑的故事引导人群。每个城堡都是一个幻想世界的入口，迪士尼用线索串联幻想世界的逻辑，让游客身临其境；
4. “以假乱真，假戏真做”：用一吨的快乐来招待一盎司的细节。确保游客真实的“沉浸式体验”，注重乐园内细节的建设；
5. “让所有细节提醒你，这里是个“非日常”世界”：通过视觉沟通。在不同园区同种商品有不同的呈现方式，与乐园主题相贴合；
6. “老老实实当一回游客”：认识、理解游客的需求。幻想设计师亲身体验游乐园项目，来发现其中的需求点，根据需求提出创意解决方案；
7. “这永远是世界上最独一无二的‘园区’”：在丰富的娱乐活动中隐藏点滴说教。在满足游客视觉和心灵上享受的同时，迪士尼给游客以梦想；
8. “没有任何一种元素，会显得突兀”：避免矛盾，保持一致。打造有当地特色的主题乐园；
9. “在这里我永远不会打瞌睡”：避免超负荷，创造刺激物。对于一项新的项目，不能沉迷于堆砌信息，要寻找合适的刺激点；
10. “保持”：高级体验离不开高效维护。让乐园里的一切都完美运作，最大程度的避免顾客的流失。

为了确保持续的创新性，迪士尼内部推行创作人中心制和“故事智囊团”。创作人中心制要求创作者来领导工作室、主导项目，以最大限度的保护导演的创作自由，保护艺术的独立性；“故事智囊团”是一个由资深人员组成的团队，负责在项目进行的关键节点提出意见和建议，为迪士尼出品保驾护航。迪士尼创意团队达数百人，但却保持着极低的离职率。迪士尼能够留住创意团队的原因主要归结于以下三点：迪士尼动画品牌的吸引力、迪士尼公司为人才提供了成长的机会、大家对于动画电影的使命。

（二）培育和积累大量优质 IP

1、多维度能力储备大量优质 IP

IP 优势继续发力。在迪士尼 2019 年启动会议上，迪士尼宣称将继续以 IP 内容为基础在实景乐园、电子商务与零售业务、创意宣发、跨界合作等方面持续发力。在流量为王的时代，优质 IP 即意味着粘性流量。迪士尼不仅拥有众多顶级 IP 资源，而且围绕这些 IP 筑造起自己的商业帝国，这也正是迪士尼的核心竞争力所在。

迪士尼公司增强其 IP 的方式分三种：**自主创新开发+挖掘历史资源+并购**。公司自主创新的 IP 大多围绕爱与家庭的主题，此类 IP 主要针对儿童、女性市场，缺失对男性市场的覆盖。基于以上分析，公司从世界范围内的经典名著、童话故事乃至神话传说中寻找具备迪士尼属性的 IP 形象并且有选择的收购了漫威、卢卡斯影业、21 世纪福克斯等，塑造英雄人物形象，增强对男性的吸引力，强化它的品牌影响力。

表 6： 迪士尼 IP 创作的主要阶段和方式

方式	时间	IP
自主创新开发	1928 年	米奇卡通系列推出
	1934 年	唐老鸭首次亮相
	1994 年	《狮子王》推出
	2001 年	《星际宝贝》推出
	2013 年	《冰雪奇缘》推出
挖掘历史资源	1933 年——1940 年	《三只小猪》、《白雪公主和七个小矮人》、《木偶奇遇记》推出
	1951 年	《爱丽丝梦游仙境》推出
	1966 年	《小熊维尼》推出
	1994 年——1998 年	《美女与野兽》、《花木兰》推出
并购	2006 年	收购皮克斯动画，《玩具总动员》、《海底总动员》、《汽车总动员》
	2010 年	收购漫威，推出超级英雄系列
	2012 年	收购卢卡斯影业，推出星球大战系列，变形金刚系列
	2019 年	收购 21 世纪福克斯，《X 战警》、《阿凡达》等

资料来源：公开资料整理，迪士尼官网，中信建投证券研究发展部

迪士尼的 IP 培育之路历经近百年的沧桑，培育周期充分。从 1939 年发布第一部长篇动画电影以来，迪士尼已走过 80 年的历史，在 IP 的积累上，迪士尼运用了自主培育和收购两种途径结合，并且取得了非常突出的效果。1932 年，经典的“米老鼠”形象问世，这是迪士尼第一个，也是后来堪称迪士尼史上最具有影响力的 IP，随着米老鼠的问世，迪士尼进入一段自有 IP 的创作期，诸如唐老鸭、高飞、小熊维尼等一系列经典的 IP 形象在这个阶段集中诞生。

善于挖掘和二次开发有潜力的 IP。迪士尼的自有 IP 还包括非原创，从其他经典童话故事中所开发和挖掘的形象，例如其经典形象白雪公主就来自于世界著名童话巨著《格林童话》，当年在中国市场大火的动画形象“花木兰”，也是来源于中国花木兰替父从军的故事。对于富有潜在 IP 价值的形象，迪士尼具有识别和深度挖掘的能力，同时，其本身长期积淀的 IP 培育和营销能力，也使其具备对潜在 IP 形象充分赋能的能力。

迪士尼通过收购快速获取大量优质 IP。迪士尼开始大规模收购的时间段主要为 1984 年至今，迪士尼史上最经典的几次收购包括皮克斯影业、漫威漫画和卢卡斯影业。这几次收购对于迪士尼的战略成长和优质 IP 资源的积累具有里程碑式的意义。

(1) 收购知名电视媒体利于转化已有粘性客户。迪士尼对电视媒体的收购主要发生在迈克尔艾斯纳时期。1996 年迪士尼以 190 亿美金收购 ABC 与 ESPN 体育频道，这也是其收购初期的标志性事件之一，ABC（美国广播公司）是美国三大商业广播电视公司之一，至 2008 年 ABC 都是美国观众最多的电视网，在美国具有强大的影响力，受众范围广。ESPN（娱乐与体育节目电视网）是一间 24 小时专门播放体育节目的美国有线电视联

播网，其定位从开始的兼顾娱乐节目与体育节目发展到后期全力播放体育节目。ESPN 及 ESPN 国际在全球体育类节目播放中具有非常卓越的影响力，目前在美国 9000 万家庭和全球 147 个国家可以收看。迪士尼在电视媒体领域的动作为其转化收购标的已有的粘性客户有较强的促进作用。收购后，迪士尼营收从 1994 年的 23.5 亿美元增长至 2004 年的 110 亿美元。

(2) 收购知名影业公司获取大量优质 IP。2006 年，迪士尼收购皮克斯，在当时，皮克斯堪称全球最优秀的动画工作室，1995 年上映的《玩具总动员》红极一时，对当时全球的动画电影业造成巨大的冲击，同时也引导了一个时间段内动画电影的风格。后续的《机器人瓦力》、《飞屋环游记》，包括与迪士尼合作的《海底总动员》、《怪物电力公司》等，也都产生了较多的经典 IP。虽后期皮克斯在创意上逐渐乏力，但迪士尼在收购皮克斯后，与后者发生了良好的化学反应，在整体动画制作及创意上，展现出较强的创造力。

2009 年，迪士尼以 42.4 亿元收购著名的美国漫画公司“漫威”，“漫威宇宙”内所包含的超级英雄 IP 形象和其他相关 IP 概念非常丰富，并且在世界范围内的受众极其广泛，粘性受众和消费者数量庞大，此笔收购对于迪士尼 IP 资源的积累具有划时代的意义，并且也更加有利于迪士尼运用自身的运营优势和规模优势进一步深耕和开发漫威的优势 IP 资源。

图表61：皮克斯为世界顶尖的动画工作室



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表62：漫威数量庞大的超级英雄 IP

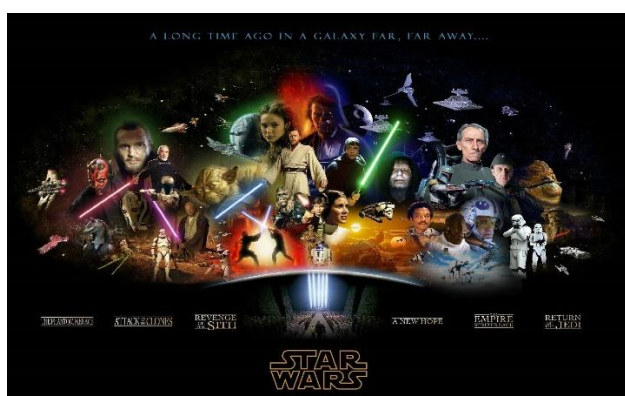


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

2009 年，在拿下漫威之后，10 月份迪士尼再次出手，斥资 40.5 亿元将卢卡斯影业收入麾下。而卢卡斯影业旗下的重磅 IP，“星球大战”系列也被迪士尼收入囊中。星战系列的加入，一方面为迪士尼在影视领域的开拓再添重要砝码，另一方面，也进一步拓展了迪士尼线下主题乐园的主题性以及衍生周边产品的种类丰富度。

2019 年 3 月，迪士尼对 21 世纪福克斯的收购正式生效，21 世纪福克斯为好莱坞六大电影制作公司之一，此次收购包括的具体内容为 21 世纪福克斯电影制作业务、20 世纪福克斯、福克斯探照灯影业、福克斯 2000、福克斯家族和福克斯动画，其旗下同样包括《阿凡达》、《X 战警》等高知名度电影，也包括了较多潜力较大的 IP 形象，可以供后期深度开发。

图表63： 卢卡斯影业“星战”系列



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表64： 迪士尼与福克斯强强联合

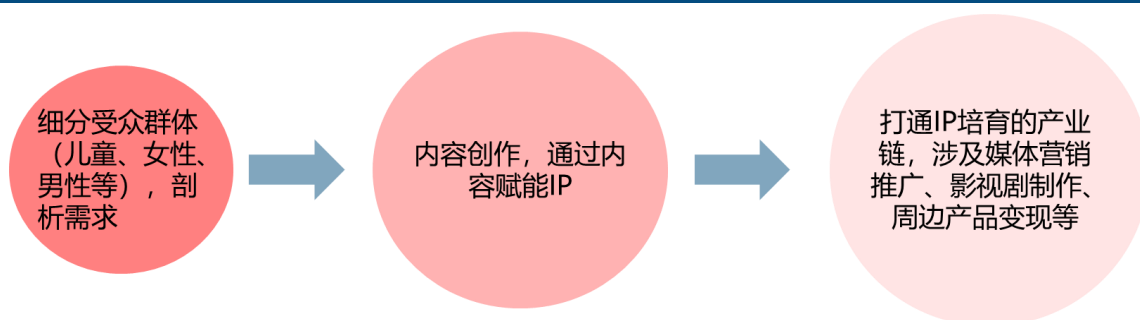


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

一系列收购动作加上迪士尼自有的 IP 形象，使得迪士尼在 IP 竞争领域已达到全球绝对领先的位置，坐拥大量优质 IP，且大多数 IP 单体均可产生非常可观的粘性流量，这也为后期迪士尼乐园通过主题乐园的形式集中展示 IP 提供了可能，也塑造了迪士尼独一无二的商业模式。

迪士尼培育 IP 的优势在善于发现消费者潜在需求、成熟的 IP 培育体系以及强大的 IP 运营和变现能力。迪士尼自主创造的 IP 与历史和时代大背景有紧密联系，能抓住消费者内心的需求和喜好。除从零开始培育的 IP 外，也善于挖掘经典著作和历史文化中具有粘性的潜在 IP 形象，并通过自身较强大的 IP 培育体系进行培育塑造。迪士尼成熟的 IP 培育体系体现在从 IP 创意设计到 IP 培育宣传，通过专业的影视业态搭载 IP，创造粘性流量，通过线下主题乐园等方式集中展示 IP，通过乐园及产品、衍生周边产品、系列影视作品实现 IP 的变现。

图表65： 迪士尼 IP 塑造的主要阶段



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

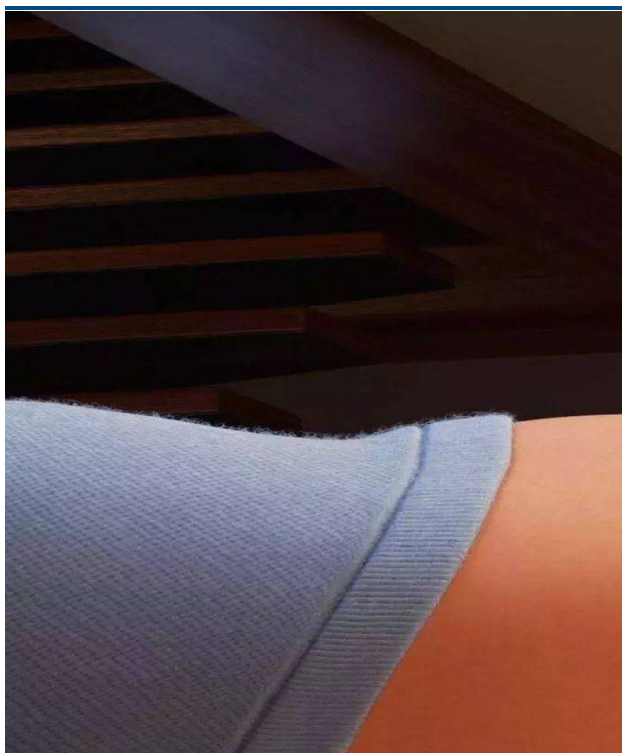
对迪士尼旗下的 IP 形象进行分类，其类型包括针对儿童的可爱动物类或玩偶类卡通形象，针对女性群体的公主系列，针对英雄梦主题的漫威系列和星战系列等，迪士尼在创作 IP 和收购整合 IP 的过程中，充分考虑到受众群体的细分，有针对性的抓住细分受众群体的喜好进行形象设计；IP 形象设计完成后，需要为其创造特定的内容和故事，才能真正为 IP 注入灵魂，而好的内容和故事需要精巧的构思和一定的培育周期，迪士尼在故事打造上主要通过影视和动漫作品进行呈现，并且内容经过反复推敲。

迪士尼在 IP 领域竞争力绝无仅有。对于迪士尼来说，其主题乐园、影视、动漫、周边产品等业态均较为发达，但对比国内外多数主题乐园，迪士尼则处在不同赛道上，IP 成为流量和一切其他形态载体的核心竞争力。通过半个多世纪的发展，迪士尼在影视娱乐文化等领域，已具备绝无仅有的核心竞争力。目前较多主题公园存

在仓促设计“IP”，利用“主题”为幌子发展传统游乐园的情况，本质上是对于 IP 培育的周期和过程认识不足，好的 IP 需要很长时间的经营和打造，需要最契合消费者内心的形象和最优质的内容和内涵，而迪士尼通过自有和收购，在全球范围内，拥有难以匹敌的大数量、高质量 IP，并且经过了半个多世纪的耐心打磨和完善，具备任何竞争对手难以匹敌的竞争优势。

迪士尼重视细节打造来维持 IP 质量。迪士尼在 IP 形象设计、故事创作和影视技术等方面，非常注重细节把控，例如迪士尼影视制作会在细节处做仿真处理，如果放大画面会看到细致入微的处理。同时，在迪士尼的影视作品中，其经典 IP 形象存在相互交叉和渗透，加深了各 IP 之间的联动性，打造公司 IP 的共同生态。

图表66： 迪士尼电影精致的细节处理



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表67： 迪士尼 IP 之间经常存在互相渗透的情况



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表68： 迪士尼乐园内部细节精致



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表69： 迪士尼利用 IP 场景构建沉浸式体验



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

（三）贯通 IP 产业链形成闭环

迪士尼经历了较长期经营积累后，通过兼并收购、外延拓展等方式所具备的贯通产业链优势。迪士尼 IP 经历受众细分、内容创意、打通产业链的整体培养路径。公司为已经成型的 IP 打通全部产业链，包括游戏、主题乐园、周边衍生文创产品、纪念品等等，利用公司本身巨大的影响力，在线上线下各个渠道产生曝光和变现的机会；纵观世界巨头发展史，其竞争优势很多是依靠强有力的兼并收购形成，迪士尼也不例外，在初期优势积累后，精准的收购也为其积累扩大优势，以及贯通产业链提供了很大的帮助。

迪士尼目前的四大业务形成其以 IP 为核心的产业链闭环。影视娱乐业务根据市场细分需求设计 IP，并通过影视剧的方式进行赋能，产生固定的流量；通过主题乐园业务提供线下的 IP 展示，并结合消费品和互动媒体业务，提供变现渠道；结合媒体网络业务进行宣传和营销，最终再将成熟 IP 通过影视娱乐方式进行二次赋能和变现。该模式通过迪士尼四大业务实现了产业链的贯通，是完整的闭环价值链。

迪士尼通过多种渠道贯通产业链。除了自身原有业务外，像影视娱乐和媒体网络业务，均采用了收购的方式，如媒体网络业务中收购 ABC，以及影视娱乐中对迪士尼 IP 积累至关重要的收购，如皮克斯、卢卡斯影业、漫威及福克斯等。

以贯通产业链为目标，在 IP 较为成熟的情况下，迪士尼未来还将拓展变现渠道。变现渠道可对接的场景较多，而拥有产业链闭环的迪士尼，在开拓新渠道时拥有很强的议价能力和规模优势，并且这种优势会随着变现场景的不断拓宽而累积，形成价值增值之轮。

（四）优质的管理机制提供保障

迪士尼优质的表现不仅来自于其强大的 IP 资源，也来自于自身优质的管理制度为公司发展提供重要保障。迪士尼的成功的管理来源于以下几个方面：

1、顶级的服务

迪士尼对于服务质量的考核标准高于其他指标。对服务的考核指标高于速度、质量和技术等维度，迪士尼对于服务的把控堪称全球顶级，而迪士尼的服务来自于每个员工的标准化服务和高质量要求。迪士尼的服务需

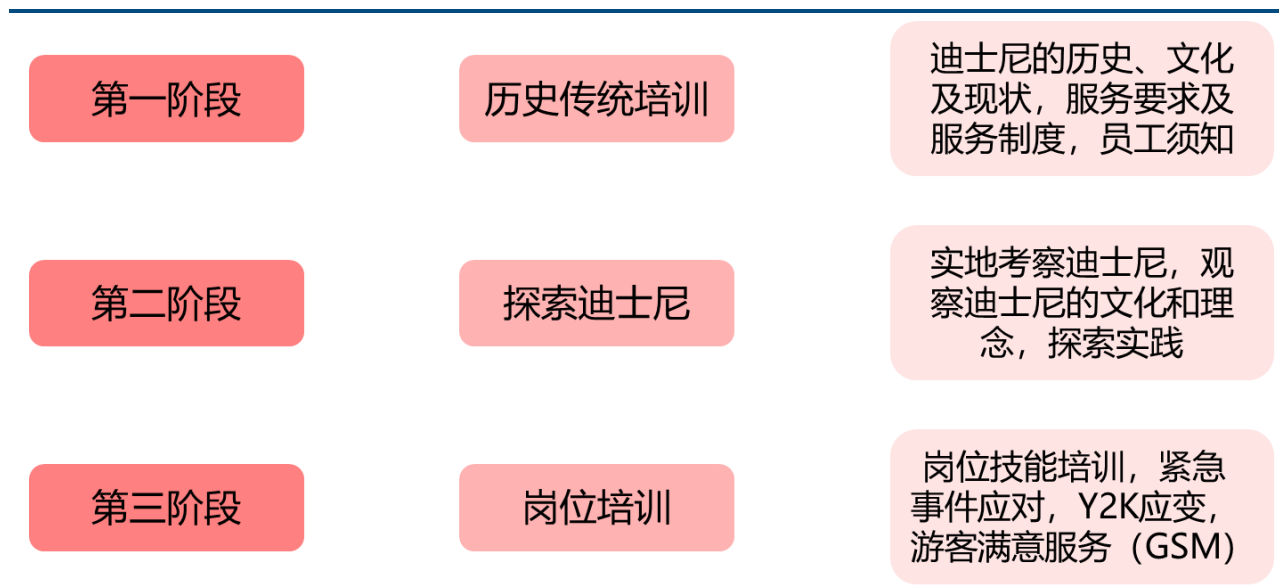
要创造性，例如迪士尼乐园的清洁人员甚至都可以与游客载歌载舞的互动，并为其指点旅游路线和方案。迪士尼的员工要求根据游客的年龄段以及不同的游玩诉求提供个性化和差异化的服务，为游客提供最适合其的游玩路线和方案。在迪士尼内部，有细致明确的岗位分工，但是每个岗位又不止于传统的职责，也要求创造性的为游客和消费者服务，虽然服务内容具有差异化，但服务质量都是高标准的。在迪士尼，游乐设施标准、员工服务词汇和状态、扮演卡通人物的动作状态、食品及配套服务提供，均拥有一套完整的制度作为支撑。

2、有针对性的员工管理

迪士尼的员工招聘及培训过程为其带来优质人才。例如在招聘环节中，迪士尼会更加注重应聘者的微笑能力、表达能力以及传递快乐的能力，并通过介绍卡通人物等轻松愉快的氛围激发应聘者最大的潜力。

迪士尼高度重视员工培训。高质量的服务来自于专业化的培训，并且迪士尼会按照课时付给员工工资，一方面为其提供优质的提升机会，一方面又以最大的诚意保证员工的利益。待遇得到保障，这进一步激励了员工提升自身服务能力和服务态度的决心。迪士尼的培训分为历史文化传统培训、探索迪士尼和岗位培训。迪士尼大学的特色培训还包括为员工模拟不同的客户反应，并要求员工根据顾客反应而提供不同的针对性服务，其出发点完全对接到客户的需求，并且非常讲求随机应变的能力。

图表70： 迪士尼多层次严要求的培训内容



资料来源：人力资源分享汇，中信建投证券研究发展部


严格的员工考核制度。给予优厚的待遇和提升机会让员工更有归属感和责任感的同时，也需要建立对于员工工作的考核制度。首先，迪士尼会设定 3 个月的试用期，由各业务部门培训经理指导员工并负责考核，同时公司指定一名个人“家教”负责个人事务和生活指导。

“神秘游客”制度。迪士尼与海底捞相似，均拥有神秘客制度，迪士尼的神秘游客也扮演成普通游客，不定期对各娱乐点和部门的员工进行明察暗访，审核各项工作流程、态度等。

时刻跟踪游客需求。迪士尼会在每年开展市场调查和咨询项目，分析游客需求的变化情况，并把相应的研究成果呈报给各个部门，由各个部门决定具体的改进计划和措施。但迪士尼仍充分维护员工的利益，对于游客

的投诉情况，也会首先询问当事人的服务员工情况，针对具体情况作出公正的判断。

图表71： 上海迪士尼相关的薪资种类和福利种类

薪资	福利	迪士尼特色福利 
<ul style="list-style-type: none"> • 基本工资 • 年底双薪 • 年度浮动奖金 • 法定加班费 • 高温津贴 • 夜班补贴 	<ul style="list-style-type: none"> • 法定五险一金 • 免费工作餐 • 员工宿舍或生活津贴 • 补充医疗保险 • 团体人身保险 • 健康体检 • 带薪年假和带薪病假 	<ul style="list-style-type: none"> • 迪士尼培训 • 职业发展机会 • 迪士尼乐园通行证 • 迪士尼乐园门票 • 迪士尼商品及服务折扣

资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

3、有竞争力的薪酬策略

迪士尼拥有一套灵活的薪酬和激励制度。在很长一段时间里，迪士尼的核心团队都处于相对稳定的状态，极大降低了内部人事变动对公司成长的冲击。这主要归功于迪士尼的薪酬策略。

迪士尼制定了一个高管薪酬计划，将薪酬与业绩目标挂钩，包含绩效薪酬、有竞争力的薪酬水平和薪酬组合三个方面。在绩效薪酬中，迪士尼将高层的奖金与业务挂钩，并用股票来衡量业绩，决定他们的奖励。同时，为了挽留高层，迪士尼也提出将会以同行的薪酬水平作对比，给予差额部分一定的补偿。在薪酬组合上，迪士尼也提供了可变和固定的薪酬补偿组合。通过将绩效奖金与业务指标相结合的方式激励高管人员。由于迪士尼超强的品牌效应和行业龙头的地位，并且赋予创意团队更大的自由度，让其能够实现一些自己的想法，同时在待遇上也加强保证，共同形成了迪士尼的低流失率和源源不断的创意。

迪斯尼公司废除了有关出勤的奖励。因为他们不希望顾客看到生病或状态不好的员工，这会影响到公司的整体形象；迪斯尼公司还取消了考核部门。因为他们认为考核不应该仅仅是一个部门的工作，考核更应该是各部门领导的责任；人力资源部将在新任经理上任的前几天向他们专门讲述公司总体的考核基准及奖励方法。每一部门可以根据自己的实际情况，在这一基准上制定自己的奖惩制度。正是迪斯尼公司的这种分权式奖励系统，使公司内部保持了一种共同参与的气氛。正是这种独特的灵活的考核激励系统的建立与运作，成为迪斯尼维持较高的员工士气的秘诀。

多样的激励模式。迪士尼对员工有很多激励和福利措施，这种机制是迪士尼的员工时刻用微笑迎接客人重要保障。迪士尼每年都为工作一年以上的员工子女设立了**迪士尼奖学基金**。工作一年以上、五年以上、十年以上的员工都会得到一枚不同级别的米老鼠勋章。

3、有凝聚力的企业文化

迪士尼的企业文化具有极强的凝聚力。迪士尼创始人华特即将“为所有人创造快乐和幸福”作为重要目标，结合迪士尼梦幻般的 IP 王国，迪士尼“造梦”的历程也为很多员工带来很强的愉悦感和归属感。给世界带来快乐是一个很崇高又很实际的目标，而迪士尼通过良好的制度管理，不仅为全世界的消费者带来了快乐，也为员工带来了快乐和成就感，这使得员工与企业深度绑定在一起，无论对于员工还是对于游客，迪士尼都是一个让人“梦想成真”的地方。

重视团队协作能力。“合适的人才与对的默契，比好的主意更重要”，这句话被迪士尼奉为圭臬。迪士尼更在于团队协作的力量，而非一两个天才的灵光乍现，毕竟好的协作文化才是持久的战斗力。

迪士尼的幸福感。迪士尼深知要想让消费者快乐、得到最好的服务，必须先让员工快乐起来。这也是这个世界最著名的娱乐业品牌的企业精神所在。迪士尼明确提出，要提供幸福感，不仅是对顾客，也要努力为员工营造幸福的家。

关怀员工的家庭。每个员工的工作都离不开家庭的支持，公司会为工作满 3 个月的员工发送 4 张可全年使用且能进入任何一个主题公园的门票，且每次能带 3 人入园。由于迪士尼乐园本身巨大的可玩性和吸引力，这对于员工及其家庭来说无疑是很不错的福利了。

四、业务协同共创四维度变现

（一）四大主业发挥协同效应

迪士尼四大业务线条协同发展。网络媒体（Media Networks）部门通过制作原创影视内容以及人物形象让迪士尼公司获得内容输出高频渠道，使得迪士尼公司在与其他视频服务提供商谈判中占有价格优势。也让观众有多种渠道了解到迪士尼的影视内容以及人物形象。不管是迪士尼旗下公司例如 ABC 电视台还是其他视频内容供应公司例如流媒体平台 Hulu，与迪士尼公司相关的影视内容充斥着大众的日常休闲娱乐生活，增加了公司曝光度。

影视娱乐部门（Studio Entertainment）既赋能 IP 又是 IP 变现的渠道之一。除了初创 IP，近年来迪士尼公司所参入股以及投资的主流影视公司如皮克斯以及漫威也同样助力影视业务发展。例如通过结合漫威影业经典超级英雄形象以及迪士尼公司所建立的影院发行渠道，迪士尼公司直接参与到电影制作与发行中。运用现有的院线渠道可以更快更全面地将作品推至市场，同时漫威与迪士尼两大知名影视品牌的结合也可节省不必要的开支。迪士尼原创内容的广泛接受程度也为家庭娱乐业务的发展提供了良好的基础。一方面，在原创人物形象的使用上，迪士尼公司无需再支付版权费；另一方面，基于热门 IP 的影视作品续作已经有较好消费者基础，后续变现容易。

主题公园和度假部门（Parks & Resorts）成为 IP 线下平台。迪士尼公司成立初期所打造的影视形象大多为面向儿童市场的卡通人物，这与主题公园面向家庭旅游市场的地位相符合，亲子游成为重要客源方式。同样老少咸宜的乐园风格也对不同年龄段和细分市场的消费者均有较强吸引力。主题乐园及度假区也成为公司最重要的线下变现渠道。

消费产品及互动传媒业务利用上述 IP 培育拓展变现渠道。消费产品的业务范围主要是迪士尼系列商品，因此消费产品的增长主要来自于消费者对于迪士尼系列影视人物形象的喜爱。除此之外，绝大部分的迪士尼直营零售店位于迪士尼主题乐园以及度假区内，因此迪士尼主题乐园游玩人数的增加也会在一定程度上推动消费商品例如公仔以及各类影视纪念品的销售增长。授权类教育、游戏、影音产品也成为稳定的收入来源。

（二）六大主题乐园为核心线下业务

1、加州迪士尼乐园度假区

位于美国加州的迪士尼乐园度假区于 1955 年开幕，距今已有超过 60 年的历史，是世界上第一座迪士尼乐园。该乐园为迪士尼总公司全资持有及运营。同时，加州迪士尼乐园也是唯一一座由华特迪士尼本人亲自设计和创办的乐园。该迪士尼乐园占地约为 34 公顷，是世界上面积第二小的迪士尼乐园。加州迪士尼乐园包含了两大主题公园，分别是迪士尼乐园以及迪士尼加州探险世界。除此之外，加州迪士尼乐园度假区亦包括了三座度假型酒店以及一座集零售，餐饮与娱乐为一体的商业综合体。

图表72： 加州迪士尼乐园是现代意义上第一座主题乐园



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表73： 丰富的园区内容和游玩指引



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表74： 加州迪士尼乐园游乐设施丰富



资料来源：途风网，搜狐，中信建投证券研究发展部

图表75： 迪士尼加州冒险乐园体验丰富

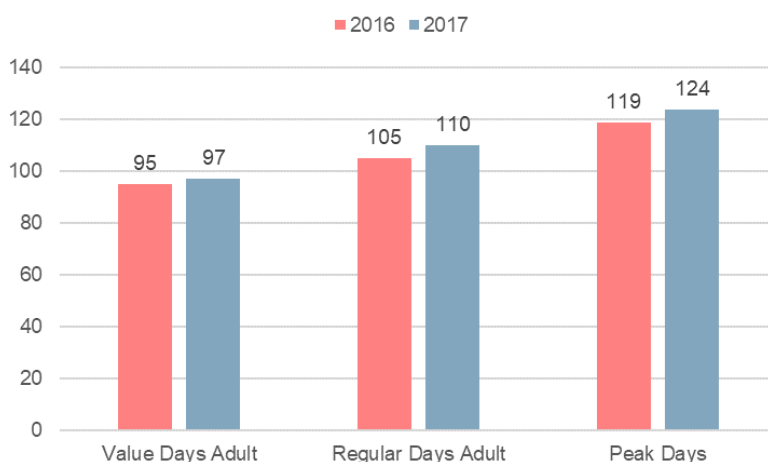


资料来源：途风网，搜狐，中信建投证券研究发展部

华特迪士尼先生对于建设加州迪士尼乐园度假区的灵感来自于他和女儿对当时美国已经建成的主题乐园的游乐经历。在华特迪士尼先生起初的构想中，乐园的位置应该紧挨着其位于加州伯班克市的工作室建造。但由于土地面积的限制，华特迪士尼先生不得不另行选址，最终地址选定在位于洛杉矶市东南方 28 英里处的安纳海姆市。

从安奈海姆市甚至南加州的游乐园产业来看，迪士尼乐园度假区在吸引游客方面依然处于优势地位。根据相关统计数据，2017 年度加州迪士尼乐园吸引了游客超过 1830 万人次，相较前一年度上涨约 2%；迪士尼加州探险世界吸引游客超过 960 万人次，相较前一年度上涨约 3%。值得注意的是，游客人数的增长是在门票价格上涨的大前提下所取得的。迪士尼乐园度假区在 2017 年 2 月进行了一次价格调整，一日门票价格增加 2 美金至 5 美金不等，最高价格达到了 124 美金。价格的上涨也导致了该度假区内的加州探险世界的平均游玩成本在 2017 年全美排名第三，达到了 217 美金。然而从 2016 年与 2017 年的游客数据对比中不难发现，门票价格的上涨并没有削弱消费者入园的热情。

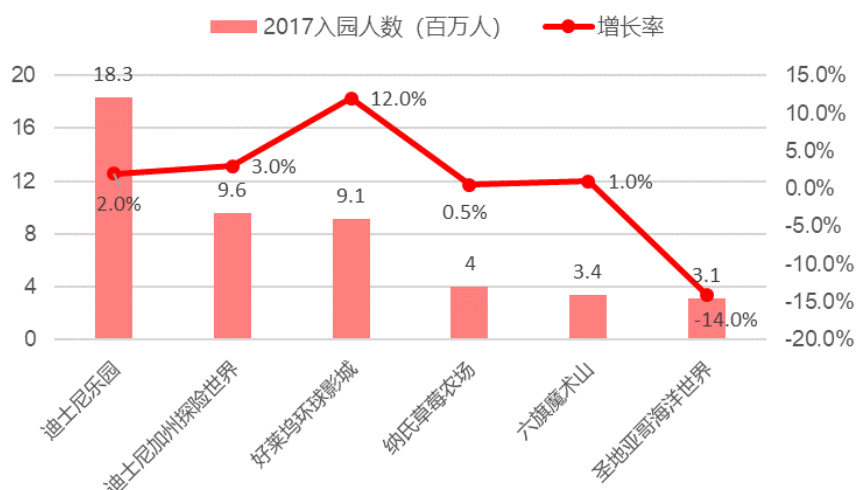
图表76： 迪士尼乐园门票价格上涨



资料来源：OC Attractions，中信建投证券研究发展部

位于南加州的迪士尼乐园度假区主要面临同地区其余四大主题游乐园的竞争压力。以入园人数作为参考标准，迪士尼乐园度假区依然保持着绝对的优势：在 2017 年的入园人数上领先位于第二位的好莱坞环球影城超过 1000 万人次，但其余四大竞争对手正在逐步缩减与迪士尼的差距。得益于 2016 年开幕的哈利波特魔法世界的超高人气，好莱坞环球影城 2017 年度入园人数达到 910 万人次，同比增长达 12%，位列 2017 年全球最受欢迎主题乐园第 15 位。单个园区入园人数上，好莱坞环球影城已经可以和迪士尼加州探险世界相比。区域内其余三家主题乐园表现同样出色，按入园人数衡量，纳氏草莓农场在 2017 年吸引游客超过 400 万人次，同比增长约 0.5%。六旗魔术山 2017 年入园人数超过 340 万，同比增长约 1%。圣地亚哥海洋世界 2017 年入园人数也达到 310 万人次。

图表77： 南加州地区主题乐园 2017 年入园人数迪士尼领先



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

根据 Arduin, Laffer & Moore Econometrics (ALME) 相关报告，迪士尼乐园度假区自 1955 年开园至今已累计为南加州地区创造超过 57 亿美金的经济价值，纳税超过 3.7 亿美金，已然成为推动南加州地区经济发展的重要

力量。此外，迪士尼乐园度假区还为南加州地区提供了超过 28000 个就业机会，并仍在不断增长。根据资料，2009 年至 2013 年间，加州迪士尼乐园度假区总雇佣人数保持年平均 34.3% 的高速增长，远超出同期加州平均 6.7% 的就业增长。截至 2018 年 2 月份，加州迪士尼乐园的小时工平均年薪约为 37000 美金，折合每小时 17.8 美金。

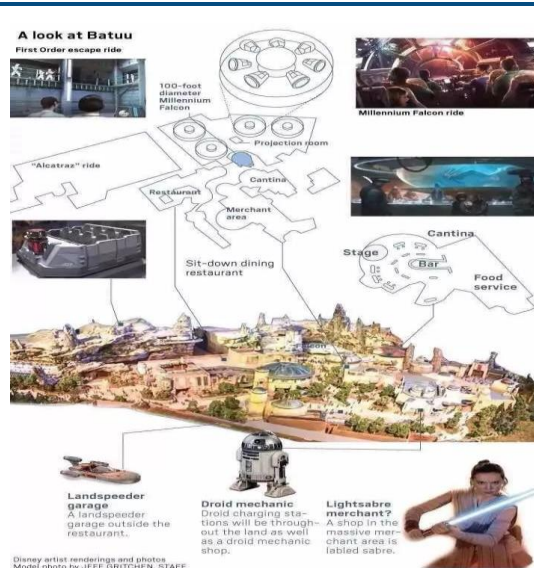
面对激烈竞争，迪士尼公司通过不断更新园内设施、拓展新项目等方法巩固在南加州地区的龙头地位。公司在 2019 年 5 月于园内新增公众期待已久的星球大战园区：银河边缘。同时，2019 年也是迪士尼经典动画形象米奇与米妮诞生 90 周年，乐园在美国大街等设施处安排了节日庆典表演，米奇米妮 90 周年限定食物以及 90 周年纪念商品。除了对于现有设施的利用，乐园还计划在 2020 年前后建成新的主题游乐设施来应对日益紧迫的竞争。根据公司计划，超级英雄蜘蛛侠以及复仇者联盟将在 2020 年左右加盟位于迪士尼加州冒险乐园的银河护卫队：使命突袭主题项目，使入园游客能体验到浸入式的超级英雄体验。

图表78：加州星球大战主题园区 2019 年 5 月开幕



资料来源：睿途旅创，中信建投证券研究发展部

图表79：星战园区重点项目建设规划图



资料来源：睿途旅创，中信建投证券研究发展部

2、华特迪士尼世界度假区

华特迪士尼世界度假区位于美国佛罗里达州的奥兰多，于 1971 年 10 月 1 日开放。该度假区占地 101 平方千米，是全球六座迪士尼乐园中面积最大的一座，与旧金山的城市面积相仿。该度假区的超大面积也使其成为娱乐设施最多的迪士尼度假区。佛罗里达州的迪士尼世界度假区同样由华特迪士尼公司全资拥有以及负责管理。景区内包含了四座主题公园，分别是神奇王国、动物王国、未来世界、迪士尼好莱坞工作室；两座水上乐园；二十七座迪士尼主题度假型酒店；九座非迪士尼主题酒店；多个高尔夫球场以及一个露营地。

图表80： 动物王国潘多拉星球



资料来源：马蜂窝，中信建投证券研究发展部

图表81： 迪士尼好莱坞影城



资料来源：马蜂窝，中信建投证券研究发展部

华特迪士尼先生对于世界度假区的最初构想是建立一座未来型的新型城市试验地，一座有别于先前开幕的加州迪士尼度假区的独具特色的度假区。然而随着华特迪士尼先生在 1966 年的离世，还在建设过程中的奥兰多迪士尼世界度假区摒弃了华特迪士尼先生的最初设计蓝图，转而将已建成的加州迪士尼乐园作为奥兰多迪士尼乐园的设计参考。

图表82： 神奇王国园区



资料来源：马蜂窝，中信建投证券研究发展部

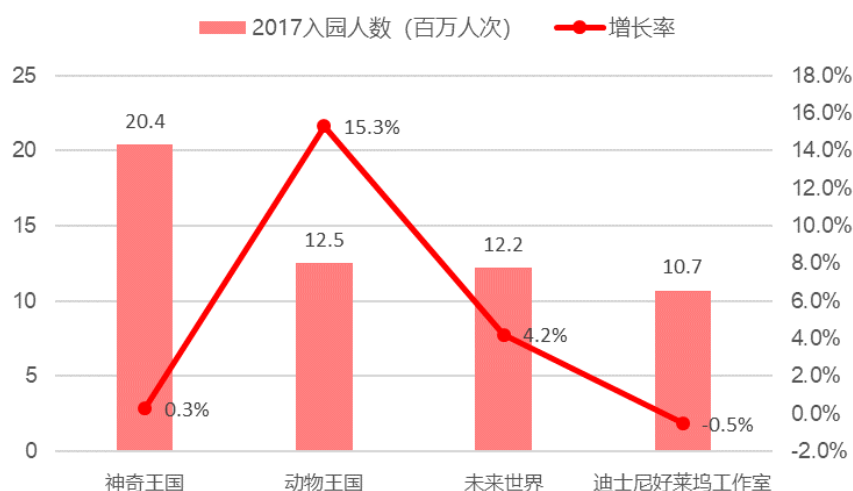
图表83： 未来世界园区



资料来源：马蜂窝，中信建投证券研究发展部

与加州竞争环境类似，奥兰多迪士尼度假区近年来也面对当地较多的竞争。区域内的主要竞争对手为佛罗里达环球影城以及环球影城旗下的冒险岛乐园。根据世界主题娱乐协会统计数据，2017 年度入园人数，迪士尼世界度假区依然保持绝对优势，共吸引游客超 5600 万人次。园内四座主题乐园中的三座均有不同程度增长。神奇王国吸引游客达 2050 万人次，同比增长约 0.3%，是 2017 年全球入园人数最多的主题乐园。动物王国表现抢眼，入园人数同比增长约 15.3%，达 1250 万人次。动物王国的高速增长主要得益于 2017 年新开幕的“潘多拉-阿凡达世界”项目。未来世界园区吸引游客达 1220 万人次，同比增长约 4.2%。四座乐园中唯一出现游客数下降的是迪士尼好莱坞工作室，2017 年吸引游客 1070 万人次，同比减少 0.5%，为给计划中的反斗奇兵大本营以及星球大战：银河边缘项目腾出建设空间，园内数个项目暂时性关闭。迪士尼世界度假区占据了奥兰多旅游市场 70% 左右的市场份额，仍基本垄断当地市场。

图表84： 迪士尼世界度假区 2017 入园人数不同程度增长



资料来源: Bizjournals, 中信建投证券研究发展部

佛罗里达环球影城不容小觑。其在 2017 年共吸引游客达 1010 万人次，同比增长约为 2%。园内冒险岛世界项目吸引游客达 950 万人次，同比增长 2%，主要得益于环球影城集团对于乐园的持续投资。根据相关统计数据，环球影城与冒险岛世界共占据奥兰多旅游市场 25% 左右的市场份额。

为应对竞争，迪士尼世界度假区未来依然会注重增添园内游乐设施，根据消费者偏好来建设园区。2017 年开幕的潘多拉-阿凡达世界项目就是公司回应消费者需求。尽管迪士尼世界占地总面积较大，但截至 2018 年，仍有超过 50% 的土地面积未被利用，这也让迪士尼世界未来的发展上有了更大潜力。

截至 2018 年，迪士尼世界度假区共雇佣了超过 70000 名员工，这也让其成为美国地区最大雇主。迪士尼世界度假区每年为佛罗里达州奥兰多地区贡献超过 182 亿美金的经济价值，约占当年佛罗里达州生产总值的 2.5%。这也让其成为佛罗里达州经济增长的重要动力。

3、东京迪士尼乐园度假区

东京迪士尼乐园于 1983 年 4 月 15 日开放，是亚洲第一座迪士尼乐园，也是迪士尼乐园海外扩张的第一个项目。该项目位于日本的千叶县浦安市，隶属于东京大都会地区。东京迪士尼乐园与东京迪士尼海洋主题公园共同组成了东京迪士尼度假区。目前东京迪士尼度假区共雇佣员工约 14000 余人。

东京迪士尼项目是华特迪士尼公司海外版图扩张的第一个项目，由于对国际市场环境以及盈利能力的确定性，公司采取了许可经营模式。这也让东京迪士尼乐园成为公司唯一一座采取许可经营模式的乐园。华特迪士尼公司在日本选择日本东方地产株式会社合作，该公司为东京迪士尼乐园主要投资方，享有东京迪士尼乐园的所有权及管理权。根据谈判协议，美方仅仅享有东京迪士尼乐园的相关知识产权，而日方公司则要以每年营业额的一定比例支付给华特迪士尼公司授权许可费。

由于乐园的初期建设工作由华特迪士尼幻想工程公司所负责，加上迪士尼公司最初对于国际市场的品牌接受度存疑，东京迪士尼乐园初期建设几乎 1:1 复制美国佛罗里达州的神奇王国，而市场对于东京迪士尼乐园开园反应热烈。据统计数据，东京迪士尼乐园开幕后仅用时 39 天游客人数即突破 100 万人次。该项目的巨大成功

也让迪士尼公司意识到了海外扩张的必要性，并且加快了海外扩张的脚步。

图表85： 东京迪士尼乐园布局



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

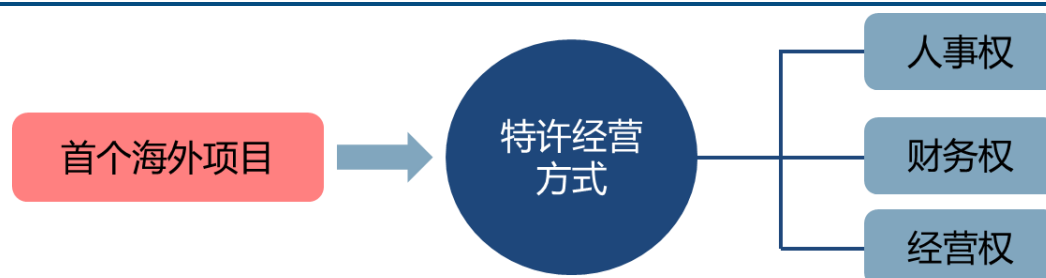
图表86： 东京迪士尼海洋乐园布局



资料来源：搜狐，中信建投证券研究发展部

得益于日方公司对东京迪士尼乐园的管理运营权，东方地产株式会在乐园的运营管理中有较大自由度。东方地产株式会在超过 35 年的运营管理中不断完善园内设施，于 2001 年建成并开放了东京迪士尼海洋公园。该项目仅用时 307 天即达到了游客人数超过 1000 万人次的目标。公司在运营过程中也十分重视迪士尼文化与日本当地文化的融合，比如在美国地区乐园中所没有的伴手礼等。

图表87： 东京迪士尼主要为特许经营日方出资的模式建设



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

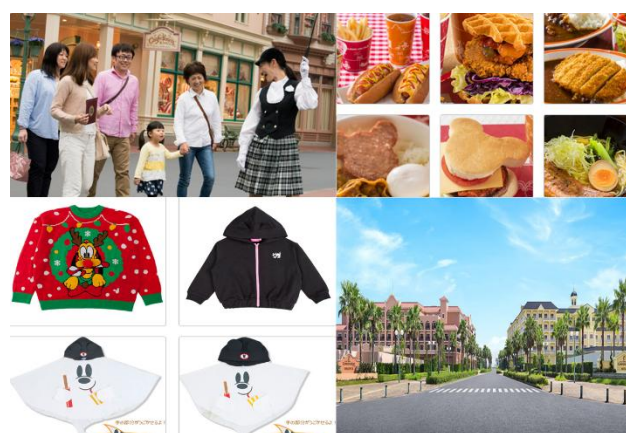
东京迪士尼配套设施及服务完备。乐园周边交通方便，电车、巴士等交通方式都能较便捷的抵达园区，可进入性较强。同时，东京迪士尼设有各项便民服务，包括向导导游等。餐饮、酒店的配套设施齐全，酒店除迪士尼乐园酒店外，还包括二十多个合作酒店，园区内各类商店，如服装店、玩具店等一应俱全。

图表88：东京迪士尼周电车巴士等边线路交通方便



资料来源：东京迪士尼官网，中信建投证券研究发展部

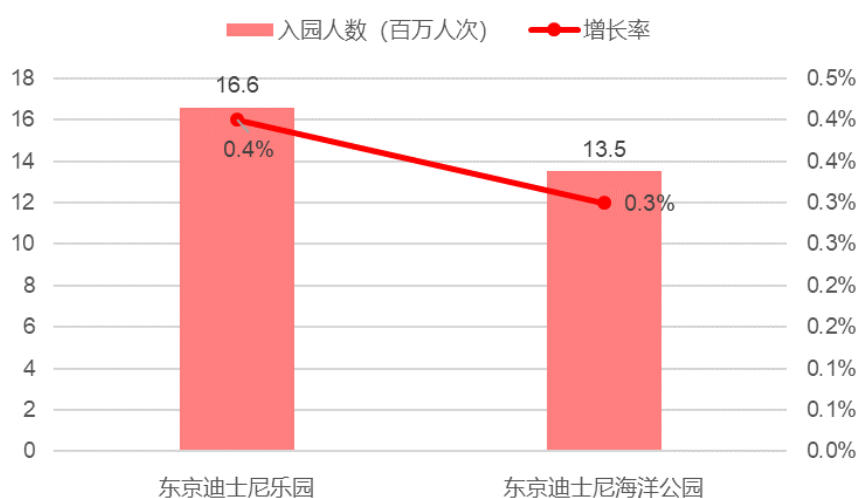
图表89：东京迪士尼配套设施及服务齐全



资料来源：东京迪士尼官网，中信建投证券研究发展部

2017年东京迪士尼度假区共吸引游客超3000万人次。其中东京迪士尼乐园吸引游客达1660万人次，同比增长约0.4%，使东京迪士尼乐园成为2017年亚太地区入园游客数最多的主题乐园。度假区内的东京迪士尼海洋公园共吸引游客数达1350万人次，同比增长约0.3%。

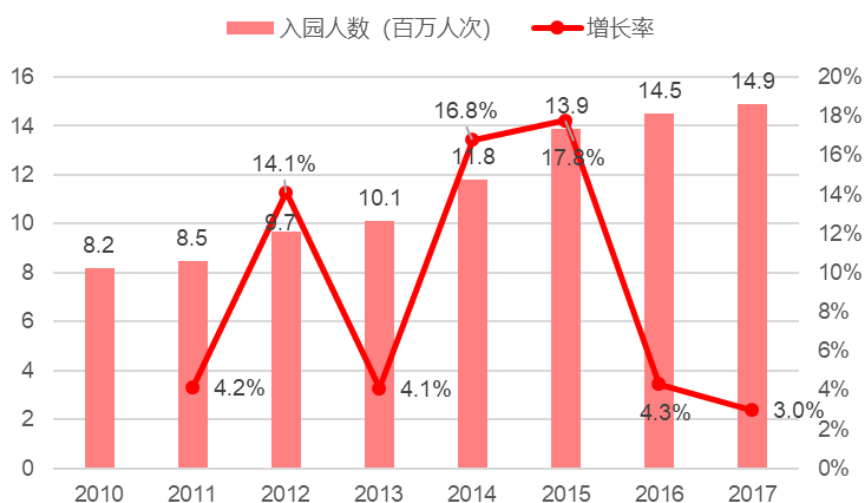
图表90：东京迪士尼度假区2017入园人数及增长率



资料来源：OC Register，中信建投证券研究发展部

东京迪士尼度假区的主要竞争对手为位于大阪的日本环球影视城。根据资料，日本环球影视城2017年入园人数达1494万人次，自2009年来连续8年增长，同比增长约3%。日本环球影视城已经在游客人数增速上赶超东京迪士尼度假区。环球影视城游客的连续增长主要得益于公司对于园区的持续资本投入以及建设，2014年日本环球影视城投入450亿日元建设哈利波特主题乐园；2017年4月投资100亿日元建设小黄人相关主题乐园。除来自国内的竞争，东京迪士尼度假区也面临来自整个东北亚的竞争，如2005年开园的香港迪士尼乐园以及2016年开园的上海迪士尼乐园。2016年东京迪士尼度假区共吸引超3000万人次游客，其中海外游客占比8.5%，主要得益于近年来日本旅游签证不断放宽，度假区所吸引的海外游客中又以中国大陆地区游客为主。然而随着中国大陆主题乐园产业的不断完善，东京迪士尼度假区也将继续面临竞争。

图表91：日本环球影城入园人数增长较快



资料来源: Statista, 中信建投证券研究发展部

为了应对激烈竞争，乐园运营商东京地产株式会在 2017 年提出了高达 3000 亿日元（约合 26.8 亿美金）的乐园扩张计划。在此次提出的扩张计划中，东京迪士尼度假区到 2023 年将在现有基础上扩张 30%。目前，日本方面已经开始了与迪士尼公司的谈判，如果扩张计划得到通过，这将是自 2001 年东京迪士尼海洋公园开幕以来投资金额最大的项目。

4、巴黎迪士尼乐园度假区

巴黎迪士尼乐园度假区地处法国法兰西岛的马恩河谷地区，距巴黎市中心约 20 英里。巴黎迪士尼度假区占地约 1942.5 公顷，仅次于美国佛罗里达州的迪士尼世界度假区。该乐园于 1992 年开放，是迪士尼全球版图扩张的第二站。1983 年开幕的东京迪士尼度假区所取得的巨大成功在一定程度上给予了迪士尼公司海外扩张的信心，经营模式上也由偏保守的许可经营模式转变为合资模式，选址巴黎的决定也是迪士尼公司管理层深思熟虑的结果。作为当时世界旅游人数第一的城市，迪士尼想借助巴黎极高的旅游人气提升入园人数。

图表92：巴黎迪士尼乐园



资料来源: 巴黎迪士尼官网, 中信建投证券研究发展部

图表93：巴黎迪士尼乐园浪漫气息



资料来源: 网络资料, 中信建投证券研究发展部

图表94： 巴黎迪士尼乐园五大区域和迪士尼影城园区



资料来源：马蜂窝，中信建投证券研究发展部

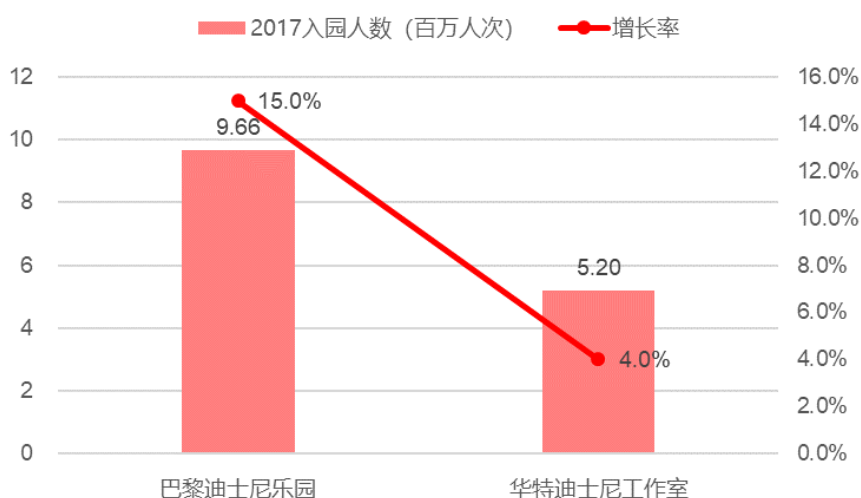
华特迪士尼公司最终敲定的合作方为法国政府，由欧洲迪士尼股份制有限合伙公司建设及管理乐园。巴黎迪士尼度假区包含了两大主题公园，分别是迪士尼公园以及华特迪士尼工作室；七座迪士尼相关主题的度假型酒店以及一座邻近度假区的欧洲生态旅游区。其中迪士尼公司占股 50%。然而由于欧洲迪士尼股份制有限合伙公司在管理运营上所存在种种问题，巴黎迪士尼度假区开园后并未取得预期中的成功，反而遭遇较长时间的财务危机。根据英国金融时报的数据，巴黎迪士尼度假区截止 2014 年 10 月的总负债约 17.5 亿欧元，约合 22 亿美金，相当于当年该度假区总营收的 15 倍。为逆转巴黎迪士尼的颓势，也为能在日常运营中拥有更大话语权，迪士尼公司在 2017 年 6 月收购了欧洲迪士尼股份制有限合伙公司超 97% 的股份。经过此次收购，巴黎迪士尼度假区成为公司第一家在海外全资拥有的乐园项目。从 1992 年开园至今累计为法国经济贡献了超过 680 亿欧元的价值，提供就业机会超过 56000 余个岗位。

得益于华特迪士尼公司在收购完成后对园内运营管理上做出的改变以及 2017 年作为巴黎迪士尼乐园开园 25 周年的契机，园区营收在 2017 年第一季度取得历年最好成绩。截止 2017 年 2 月，巴黎迪士尼度假区已经连续三季度实现盈利。根据世界主题娱乐协会的数据，巴黎迪士尼度假区 2017 年总入园人数达 1480 万人次，其中巴黎迪士尼公园为 960 万人次，同比增长高达 15%；华特迪士尼工作室为 520 万人次，同比增长约 4%，巴黎迪士尼度假区成为当年欧洲最受欢迎的主题娱乐度假区。

巴黎迪士尼度假区的主要竞争对手为同样位于法国巴黎近郊的阿斯特里克斯游乐园。2017 年阿斯特里克斯游乐园的入园人数突破 200 万人次，同比增长 8.1%。该项目入园人数的增长主要得益于项目运营公司的持续投资以及新增的可供住宿的酒店房间数。

华特迪士尼公司在 2018 年提出了一项总价值高达 20 亿欧元（约合 24.7 亿美金）的园区扩张计划。根据计划内容，公司将在 2021 年左右开始建设一系列以漫威超级英雄、冰雪奇缘以及星球大战为主题的游乐设施。项目建成以后，巴黎迪士尼度假区将为游客带来一系列全新的体验。

图表95： 巴黎迪士尼度假区 2017 入园人数及增长率



资料来源：TEA，中信建投证券研究发展部

5、香港迪士尼乐园度假区

香港迪士尼乐园是华特迪士尼公司在亚洲兴建的第二座乐园，也是大中华区第一座迪士尼主题游乐园。该游乐园占地 35 公顷，于 2005 年 9 月 12 日向公众开放。香港匮乏的土地资源也让香港迪士尼乐园成为全球占地面积最小的迪士尼主题公园。该乐园由一个主题公园以及三个主题度假型酒店所组成。

图表96： 香港迪士尼乐园



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表97： 香港迪士尼三大酒店风格不同



资料来源：香港迪士尼官网，中信建投证券研究发展部

香港迪士尼乐园的建设与香港政府大力发展旅游业的政策目标相吻合。该乐园的初期谈判工作始于 1999 年，彼时香港刚刚经历亚洲金融危机，为带动相关行业如零售、餐饮以及酒店业重新增长，香港特别行政区确立了大力发展旅游业的方针。同年 9 月，华特迪士尼公司与香港特区政府达成协议，共同出资在香港建造一座主题游乐园。同时双方将共同出资成立香港国际主题乐园有限公司负责香港迪士尼乐园的运营与管理。该项目总投资约为 57 亿港元，其中美国华特迪士尼公司出资 24.5 亿港元，约占股权 43%；香港特区政府注资 32.5 亿港元，约占股权 57%。

尽管香港迪士尼的面积在一定程度上限制了乐园的发展，但香港迪士尼乐园 2017 年依然成为了当年全球第

18 大最受欢迎主题乐园。香港迪士尼乐园 2017 年入园人数达 620 万人次，同比增长 1.6%，击败了香港另一座大型主题游乐场---香港海洋公园（Ocean Park）。

2016 年上海迪士尼乐园开幕后，香港迪士尼乐园面临着前所未有的压力。根据相关数据，2017 年香港入园的 620 万人次中，来自中国内地的游客占 34%，其中很大一部分是亲子游。相较 2016 年中国内地游客 36% 的占比出现明显下降。

根据香港迪士尼乐园官方数据，2017 年该度假区为香港地区贡献了 83 亿港元的经济价值，约占当年香港地区生产总值的 0.33%。截止 2017 年年底，香港迪士尼乐园度假区共为香港地区累计创造了超过 17800 个工作岗位。仅仅 2017 年一年，香港迪士尼乐园度假区雇佣了超过 5000 个全职以及 2000 个兼职岗位，成为当年香港地区最大的雇主。

香港立法会财委会于 2019 年 5 月通过了香港迪士尼度假区合计约 54.5 亿港元的扩建拨款申请。根据申请报告内容，该笔拨款将主要用于扩建园区内国际化娱乐项目及服务，以此提高对中国大陆游客的吸引力。从 2019 年至 2023 年，度假区平均每年会推出一项新设施。待所有扩建工作完成后，园内主题园区将从 7 个增至 9 个，游乐项目也将从现有的 110 项增加至 130 项。根据香港商务及经济发展局的评估，此次香港迪士尼的扩建计划将会累计为香港地区创造 385 亿至 416 亿港元的经济价值。

图表98： 计划 2021 年推出的“魔雪奇缘”园区



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表99： 拟 2020 年亮相的“奇妙梦想城堡”



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

6、上海迪士尼乐园度假区

上海迪士尼度假区位于中国上海的浦东新区，于 2016 年 6 月 16 日向公众开放。该度假区是华特迪士尼公司在中国大陆的第一个度假区项目，总面积达 410 公顷，在全球迪士尼度假区中位列第三。上海迪士尼度假区包含了一座主题乐园，两座迪士尼主题度假酒店以及一座集零售、餐饮、娱乐为一体的商业综合体。

图表100： 迪士尼乐园首次来到中国大陆



资料来源：上海迪士尼官网，中信建投证券研究发展部

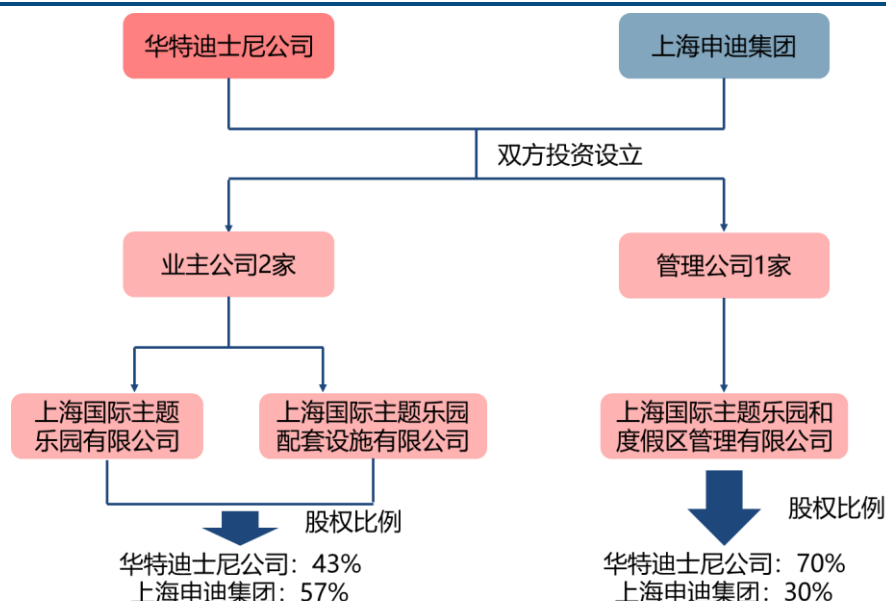
图表101： 上海迪士尼乐园地图



资料来源：百度地图，中信建投证券研究发展部

上海迪士尼度假区的初期筹备谈判工作开始于 2001 年左右，但为了保障几乎同期开幕的香港迪士尼乐园的稳定发展前景，上海迪士尼项目有所延缓，直到 2009 年 11 月 4 日，由上海市政府所控股的上海申迪集团与华特迪士尼公司达成协议，向外界确认上海迪士尼项目开工建设。协议指出，该项目总投资约 37 亿美元，其中华特迪士尼公司占股 43%，上海申迪集团占股 57%，同时双方还共同出资成立了一家管理公司专门负责上海迪士尼度假区的管理工作，其中华特迪士尼公司占股 70%，上海申迪集团占股 30%。

图表102： 上海迪士尼业主公司及管理公司股权结构



资料来源：迪士尼，中信建投证券研究发展部

上海迪士尼的建成也让东亚地区成为迪士尼乐园度假区分布最密集的地带，三小时飞行距离内就有东京、香港以及上海三座主题乐园。仅以江浙沪三省人口计算，上海迪士尼乐园的覆盖人口就达 1.6 亿人次，高于东京迪士尼所覆盖的日本总人口 1.3 亿。虽然上海迪士尼是亚洲三座迪士尼乐园中开幕时间最晚的一座，但增长迅猛。根据世界主题娱乐协会数据，上海迪士尼度假区 2017 年吸引游客达 1100 万人次，同比增长 96.4%，成为 2017 年全球第八受欢迎的主题乐园。虽然在入园人数上不敌东京迪士尼度假区 3000 万人次以上的游客数，

但上海迪士尼存在培育期，未来增长预期良好。

上海周边主题乐园不断增多。距离上海迪士尼度假区仅仅三十分钟车程就有 2018 年开业的上海海昌海洋公园。此次建成的上海海昌将是海昌公司所运营乐园中面积最大的一个。而新建成的上海海昌海洋乐园希望与上海迪士尼度假区形成集聚效应，未来不排除与上海迪士尼度假区合作的可能性。海昌控股有限公司期望借由上海迪士尼所吸引的强大客流量来增加自身的入园人数。海昌公司的财务数据似乎佐证了公司对未来发展的期望，2018 年开园的海上海昌海洋公园新园在开园的短短两个月内营收即达到了 6500 万元人民币，预计 2019 年该项目净利润将达到 15%。根据公开资料，包括乐高主题公园、法国达高炫乐园以及法拉利主题公园在内的 10 多个主题乐园项目均有短期内在上海开园建设的计划。

图表103：上海海昌海洋公园



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表104：上海滴水湖



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

（三）影视业务是 IP 培育的重要手段

影视业务既是迪士尼 IP 培育时期的重要赋能手段，也是 IP 成熟后的重要变现模式。迪士尼最早创造的 IP 形象，主要通过动画电影和影视剧的方式与观众接触，并引起较好反响。从目前主题乐园市场的发展趋势看，通过影视剧作为培育载体比较常见，其影视业务通过丰富的故事性和精良的细节处理，对其 IP 培育赋能起到决定性作用。待 IP 逐渐培育成熟后，影视作品又可以通过拍续集或者衍生剧集，利用已成熟的 IP 带动流量，通过影视作品变现。

图表105：狮子王形象经典


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表106：皮克斯旗下玩具总动员


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

1922年，迪士尼辞去了堪萨斯电影广告公司的工作，成立欢笑动画公司，迪士尼首先成了一名商业美术家。欢乐动画公司投资15000美元，迪士尼逐渐成长为一名电影制作人和企业家。1923年，迪士尼代表欢笑动画公司，聘请弗吉尼亚出演《爱丽丝的仙境》，1923年10月欢笑动画公司破产，也正是同年，当时好莱坞经销商M.J.Winkler买了迪士尼兄弟创作的动画片《爱丽丝喜剧》的版权，沃特迪斯尼及其哥哥洛伊迪斯尼随即在好莱坞建立迪士尼公司。

大规模“IP 积累期”，历经三十余载，经典形象以及十四部系列动画长片的推出，为之后开发这些核心 IP 打好基础。

1928年，随着“幸运兔子奥斯华”的角色归环球公司所有，迪士尼只好再设计一个新的角色。凭借着在堪萨斯城养成的对老鼠的好感，迪士尼进而萌发卡通主角“米老鼠”，也正是米奇卡通第三部《汽船威利号》这一影史上第一部有声卡通影片的推出，米老鼠让迪士尼首次尝到名利双收的滋味。1932年迪士尼又推出世界第一部彩色卡通《花与树》，1934年创造唐老鸭形象，1937年创造白雪公主和七个小矮人动画形象。《白雪公主》动画片的成功为公司提供了丰富的资金。1948年初迪士尼回归长片领域，开始拍摄《仙履奇缘》，这是《小鹿斑比》之后的第一部标准长片。1950年，推出动画片《仙履奇缘》；同期，迪士尼涉足纪录片的领域，拍摄了许多真人主演的电影及许多关于野生动植物的纪录片。

影视娱乐与媒体网络的互促发展。拍完《绝岭骄阳》之后，迪士尼有意继续在欧洲拍片。到1959年秋，六部电影都已开拍。接下来几年里，他在欧洲拍了几十部电影，大多都是制作周期较短、成本相对较低、在影院和电视上都可放映的作品。

同样，自20世纪60年代初开始，迪士尼不再称电视是宣传影院电影的手段，他反而认为，如果有需要，他制作的大都数电影可以通过两种媒体交替播出。

影视娱乐业务是迪士尼的“成功之本”。在迈出动画长片的第一步后，迪士尼又开始尝试在国内外拍摄真人长片，连续三部英国真人长片问世，但初期的效果都并不理想；随后迪士尼通过“教育性”与“趣味性”的融合，推出系列纪录片“真实世界历险记”，并大获成功。

（四）媒体网络业务扩大影响力

迪士尼的媒体业务营收来源主要为会员费、广告销售以及其他收入，包括一些电视节目销售和分销，但也会产生较多节目制作费用、技术及劳务、分销等成本。

公司的媒体业务包括有线电视网业务、广播电视网业务、国内电视台、电视产品制作等。优先电视网业务旗下包括 ESPN 平台、Disney 电视台、Freeform、BAM Tech。其中 ESPN 主要为多媒体运动娱乐公司，目前主要以体育类节目为主。Disney 电视频道运营着超 100 家迪士尼品牌，主要服务 2-14 岁儿童及其家长，Disney 约在全球 162 个国家和地区以 34 种语言播出，传播范围非常广，品牌包含 Disney 频道, Disney 少儿频道, Disney XD 等。Freeform 是国内的有线网络，主要内容为原创真人节目、第三方授权节目以及原创舞台剧、电影等，Freeform 主要面向 14-34 岁观众群，内容包含自有影片以及其他一些特色品牌栏目。BAM Tech 则是一家美国职业棒球大联盟(MLB)旗下的一家科技和流媒体公司。

公司的广播电视业务收入主要为广告费，以及部分面向地方电视台的节目转播费。国内广播电视业务主要为迪士尼于 1996 年收购的 ABC，截至 2017 年 9 月，ABC 与 244 个地方电视台都达成了合作协议，比 2016 年有所增加，播出的内容包括新闻及体育节目，播出时段也非常丰富，覆盖面较广。

迪士尼还通过 ABC 的名义制作了大量的电视剧和电视节目，甚至包括较多在黄金时段播放的电视节目。这些制作出的电视节目，也会提供给一些著名的广播电视网络，如 Nextfilx、Hulu 和亚马逊等付费点播平台，通过所制作节目的版权，也能更好实现盈利。

图表107： ESPN 丰富的体育类节目



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表108： 迪士尼通过上线“ESPN+”打造流媒体计划



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

迪士尼还拥有 8 家美国国内的电视台，6 家都居于美国家庭市场的前 10，反映迪士尼旗下美国国内电视台的影响力均较强，旗下电视台总份额约占美国家庭电视 21% 的份额。

表 7： 迪士尼旗下 8 家美国国内电视台市场及排名

TV Station	Market	TV Market Ranking
WABC	New York	1
KABC	Los Angeles	2
WLS	Chicago	3

请参阅最后一页的重要声明

WPVI	Philadelphia	4
KGO	San Francisco	6
KTRK	Houston	8
WTVD	Raleigh-Durham	24
KFSN	Fresno	54

资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表109：市场份额排前二的 KABC



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表110：排名前三的 WLS 电视台与 WCVB 建立新职位



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

（五）消费品和互动媒体业务拓展变现渠道

迪士尼的消费品及互动媒体业务主要涉及自制儿童读物、游戏、衍生品、迪士尼英语以及其他使用迪士尼版权的游戏、动画、书籍的收费收入。

迪士尼的商品授权涉及到服装、玩具、食品、电子产品等领域。例如迪士尼通过丰富 IP 形象授权非常多的游戏产品，例如星球大战、冰雪奇缘、漫威超级英雄等系列的 IP 都成为主机端和手游端很热衷的 IP 元素。除了游戏产品外，玩具、服装、食品、电子产品、书籍等领域，迪士尼都有所涉及，由于迪士尼 IP 的认可度极高，各类产品对于迪士尼的授权均趋之若鹜，通过品牌授权也为迪士尼带来了稳定的一部分收入来源。

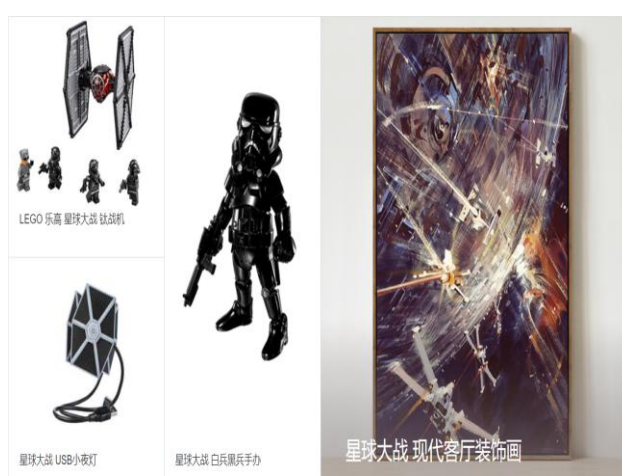
2019 财年三季报，迪士尼实现消费品及互动媒体收入 59.21 亿美元，已超过过往年份全年的营收，同比增长 67.8%。随着迪士尼 IP 的规模优势不断积累，未来其 IP 及品牌授权业务的收入有望进一步快速提升。

图表111： 迪士尼授权游戏



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表112： 迪士尼授权玩具和装饰



资料来源：迪士尼官网，中信建投证券研究发展部

迪士尼各项业务分别取得不错表现，并通过协同促进四维度变现。迪士尼先后涉足的四大业务，每一业务板块间都存在关联：不同业务之间的协同为其各自实现变现提供了重要基础。例如线上 IP 的成功运营促成主题乐园业务的初始投资，同时通过风格转变，形成影视娱乐与媒体网络的协同发展；从内容角度看，IP 仍是连接不同业务的重要内核，通过 IP 不断提升品牌认可度，成为迪士尼的重要流量基础。

五、思考与启示

（一）主题乐园贡献核心利润

迪士尼的主题乐园和媒体网络业务贡献了公司的核心利润，主题乐园也是在原先 IP 培育的基础上探寻出的一条新路径。公司四大业务板块中，媒体网络业务贡献营收略多于乐园业务，但纵观四大业务 2017 年的状况，仅主题乐园业务的营收及净利润实现了同比增长，2018 财年，媒体网络业务营业利润同比下降 4%，而主题乐园及度假村业务营业利润同比增长 18.4%，另外影视娱乐业务的营业利润也大增 26.5%。2019 年三季度报情况，乐园及度假村营收达到 1345.38 亿元，超越媒体网络的 1259.24 亿元。

从迪士尼近年的运营情况看，主题乐园已成为其营收和利润最重要的贡献点之一，且未来的增长潜力仍然巨大。主题乐园业务和影视娱乐业务所对应的核心竞争力是公司无与伦比的 IP 优势，而 IP 的优势预计将在较长的时间里得以体现，主题乐园作为公司优质 IP 的集中展示载体，具备持续的优质变现能力。优质 IP 具有粘性强的流量以及持续的变现能力，在各行各业中均可得到体现。故而，在其他行业中，也需要注重优质 IP 的培养，进而演化出强大的品牌效应，支持企业积累更多的规模优势。同时，主题乐园的快速发展也体现了线上线业务结合的重要趋势。

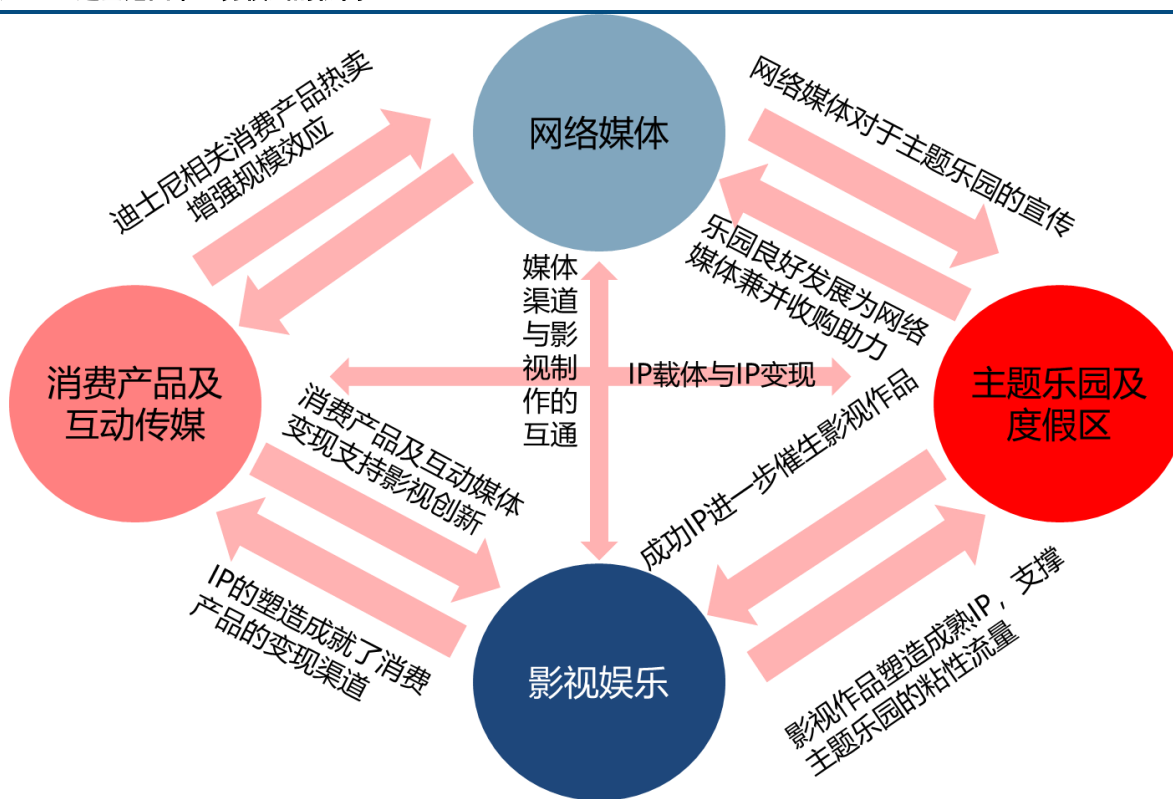
（二）四维度业务如何协同

迪士尼业务主要分为媒体网络、主题乐园及度假区、影视娱乐、消费品和互动媒体，迪士尼以优质 IP 为中心，使四维业务实现较好的协同。IP 是协同的关键，影视娱乐是培育 IP 和为 IP 赋能的主要手段以及 IP 价值的持续放大器，主题乐园是 IP 的主要展示载体和参与模式，消费品是 IP 变现的主要渠道之一，网络媒体择时 IP 优势和规模优势所带来的业务协同和拓展，又同时为 IP 带来新的流量和宣传。

影视娱乐、主题乐园、周边消费品又构成了 IP 产业链内的重要环节，从上游的 IP 设计和培育、赋能，到构建 IP 的线下载体和深度体验的场景，再到将优质 IP 变现的渠道，以及为 IP 进行营销宣传，利用 IP 变现所带来的收益、市场地位和规模优势，进一步拓展在媒体网络等领域的业务空间，从而形成一条完整而互相联系协同的业务线条。

迪士尼的业务协同模式值得现代企业深度学习。随着大型企业的业务布局领域越来越广泛，业务之间的协同配合需要较成熟的体系支撑。通过对迪士尼业务协同的分析，业务的协同的关键在于有相通的核心竞争力支撑，并且围绕企业的核心竞争力所涉及的产业链上下游进行布局，这样可以充分发挥核心竞争力业务的优势，并且最高效、最便捷的拓展业务模式，形成各业务模式协同的闭环。

图表113： 迪士尼四维业务模式的协同



资料来源：中信建投证券研究发展部

（三）迪士尼的商业模式是什么

迪士尼的商业模式也是从虚拟 IP 逐渐走到线下的过程。对于普通消费者来说，对迪士尼印象最深的一一是它所创造的许多优质而经典的动画形象，并且有许多优质的动画剧集和电影，另一方面就是其分布在世界的六大主题乐园。迪士尼所走的路是一条特立独行的路，首先其对于 IP 的培育是经历了很长历史的深耕过程，带 IP 具有全球范围内深刻的影响力时，迪士尼又开创了世界上第一个现代意义上的主题乐园，将虚拟的 IP 形象通过线下载体的形式进行呈现，并且开发周边产品进行深度变现。

迪士尼的商业模式与其四大业务的协同有着密切的关系，其商业模式的本质是以 IP 为核心竞争力，围绕 IP 创造、培育、展示、变现、营销等一系列产业链进行业务布局，并发挥协同作用，贯通产业链。从虚拟的 IP 到线下主题乐园，迪士尼的发展经历了三个阶段：第一个阶段主要设计动画形象和做动画，并通过影视剧等方式进行呈现；第二个阶段为将较为成熟的 IP 植入主题乐园，打造主题乐园业态，丰富线下体验场景；第三个阶段为围绕 IP 创作和线下乐园的场景，打通营销、周边产品等产业链，形成一体化的业务协同模式。而在迪士尼的业务模式之外，其又是一个“造梦工厂”，也正是因为其无与伦比的 IP 质量和数量，使其具备打造很多一体化、沉浸式的梦幻童话王国的能力，而沉浸式的线下体验是未来旅游业重要的发展趋势，搭载众多强势 IP 的沉浸体验将使流量和粘性都得到强有力保障。

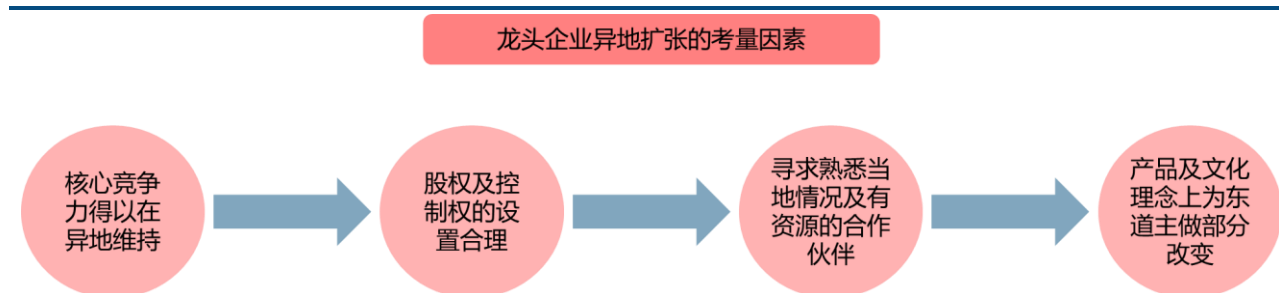
（四）异地扩张需考量多种因素

迪士尼作为全球主题乐园的绝对龙头，与海外一些其他领域的龙头一样，也存在异地或全球扩张的问题，在全球扩张的过程中，采取何种资本模式或需要在业务及其他领域作出哪些改变，是每个海外扩张企业所面临的问题，包括麦当劳、星巴克等餐饮巨头也面临这样的问题。

首先，龙头企业需要保证自己的核心竞争力在其他国家或地区得到延续。对于迪士尼，其核心竞争力在于丰富且优质的 IP 资源，并且其 IP 培育和赋能的过程主要是通过影视渠道，这一点在全球大多数区域都具有较强的认同感，迪士尼的 IP 形象对于例如东方受众来说，也具有较强粘性，这一核心竞争力具有较强的普适性。

其次，在控制权和经营权上如何选择，需要考虑到业务本身的特征。对于迪士尼来说，其主要产品为线下的主题乐园和度假区，这属于偏重资产的投资，所以对于迪士尼来说，需要考虑自身现金流状况和杠杆率情况，在现金充足的情况下选择自身投入多，则控制权更强。而控制权的把握，需要观察该业态做到了怎样的标准化程度。以麦当劳为例，其装修风格、选址、内部设施、员工工作流程、食品制作操作流程以及服务等内容已做到高度的标准化，故通过特许经营的方式可以实现较好扩张。对于迪士尼来说，由于涉及主题乐园的建设、新园区的拓展、配套设施的搭建，其仍需要公司掌握一定的控制权。

图表114：全球龙头企业海外扩张的考量因素



资料来源：中信建投证券研究发展部

全球扩张的经验不足问题，若通过寻找当地有经验的经营商进行合作，能起到较好的过渡作用，对于当地的政治、经济、文化等有较好的把握。但需要注意合作方的选择以及股权结构的分配，迪士尼目前更多采取利用自身的品牌影响力与当地政府或国企直接合作，具有较强的确定性，并且在股权结构分配上较为灵活，保证自身一定的控制权，也让合作方享受充分的利益。

最后，在产品文化和创意上，需要为东道主市场做出一定改变。例如对餐饮企业来说，进入异国市场需要在口味适应度等方面考虑扩张市场的需求，星巴克针对中国市场也做出一定的口味调配，肯德基甚至结合了很多中国饮食的元素。对于迪士尼这样偏重文化和 IP 的产品，对于扩张地区文化的了解非常重要，针对当地文化，在 IP 赋能的环节就予以创新和结合，进而在下游主题乐园展示端以及周边产品的设计上进行一定的创新。

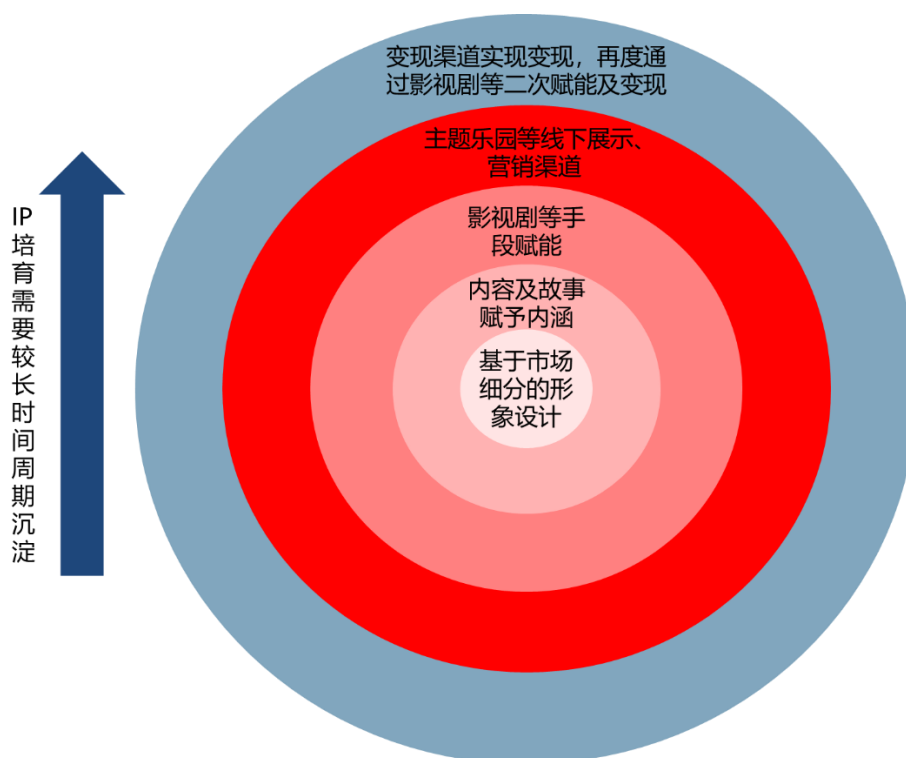
（五）国内主题乐园 IP 如何培育

国内目前的主题乐园行业依然处于爆发期，整体旅游趋势开始转向高端休闲度假业态。而无论是主题乐园、特色小镇还是休闲度假村，都需要有较强的 IP 作为支撑，在游乐设施、配套设施等逐渐同质化的时代，IP 将成为主题乐园类产业的核心竞争力。所谓“主题”，也是来源于较为成熟的 IP 对于游客的高粘性，带来稳定的流量保证。

但不同于迪士尼，国内数十年深耕 IP 形象的企业几乎是空白，多数主题乐园都是随着目前的发展趋势而兴起，在 IP 的设计和培育上也缺乏专业能力，培育上更是缺乏能力和足够的周期。在主题乐园爆发的大趋势下，强势且成熟的 IP 无疑将成为核心竞争力，筑起高壁垒，而国内的主题乐园要如何构建和培育自己的 IP 呢？

首先，IP 培育普遍需要较长的时间周期，需要耐心和始终优质稳定的培育质量，需要给到充足的培育时间和制定长期全面的培育计划。在 IP 培育的领域，从设计团队、营销团队、培育业态的选择、搭载场景等方面均需要专业团队介入，且深入符合主题乐园本身的定位、企业文化以及优势特色；其次，在 IP 培养的过程中，需先从其他产品入手，例如全面提升乐园游乐的体验感和产品的质量，努力提升服务水平和体验等，现将围绕 IP 的配套产品体验做到最佳；第三，IP 的培育也需要一定程度上借助已有优势，例如国内特有的民俗文化、当地特色产业、特有的文化共识等，如迪士尼对于经典故事中的白雪公主、花木兰等的深度发掘和开发都取得了相当不错的效果，有效利用已有优势进行二次开发，会大大节省 IP 开发的时间。

图表115：成熟 IP 的培育需要较长的周期



资料来源：中信建投证券研究发展部

且国内主题乐园的 IP 培育，目前尚存在形象设计和营销曝光多于内容赋能的情况。参考迪士尼，IP 培育最为关键的是对 IP 形象赋予动人且丰富的故事和内容，而好的内容又需要充分的构思和专业的内容设计团队，且辅以营销支持，方能使得 IP 形象更加生动立体。

风险提示

主题乐园行业竞争加剧；异地主题乐园扩张的经营风险；品牌授权或影视业务的运营风险及产品质量等。

分析师介绍

贺燕青：中信建投证券研究发展部社会服务行业首席分析师，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7年证券从业经验。

李铁生：中信建投证券研究发展部社会服务行业分析师，西安交通大学数量经济与金融硕士，6年证券从业经历。

陈语匆：中信建投研究发展部社会服务行业分析师，3年证券从业经验。

研究助理 陈如练：上海财经大学国际商务硕士，2018年6月加入中信建投社服团队。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859