行业研究

行业专题报告

证券研究报告

对比国际巨头，国内主题公园差距在哪里？

——主题公园专题研究系列二

强于大市（维持）

日期：2020 年 04 月 15 日

行业核心观点：

借助中国巨大的市场和发展潜力，我国已有 3 家主题公园集团入围全球前 10 大主题公园集团。国内主题公园集团虽然规模已经庞大，但业务模式仍以主题公园运营为主，收入结构单一，对门票依赖度比较高，在地理位置上还比较分散，没有形成明显的集群化分布区域，且扩展方式也相对单一，仍以自创 IP 和重资产模式为主，总之，与国外主题公园龙头相比较，仍存在一定差距。

投资要点：

- **国际主题公园巨头：**

  1、迪士尼（DIS）：迪士尼不仅是全球最大的主题公园集团，更是全球最大的娱乐及媒体公司之一，主题公园处于集团业务下游，其建设初衷是与线上影视作品和销售相关周边产品等协同构成迪士尼 IP 的变现产业链。迪士尼在全球一共有 6 座主题公园，客流量长期位列全球第一。迪士尼积极外延扩张，随着越来越多的成熟 IP 加入迪士尼旗下，持续带来变现收益。

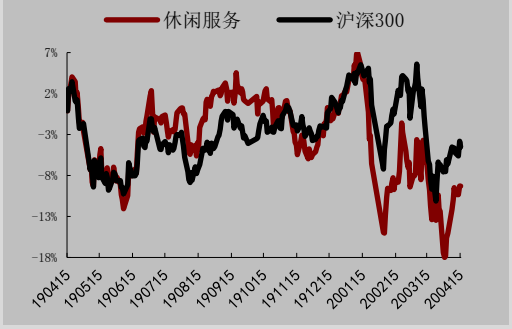
  2、环球娱乐：环球影城在全球有 4 座主题公园，正在建设的北京环球影城是全球第 5 座。环球影城采用电影真实场景+游乐设施模式，电影主题公园特色鲜明。迪士尼乐园中的所有项目都是基于自有 IP，而环球影主题乐园中有一部分基于自有 IP，更多的则是在环球影城所在地，通过获得第三方的授权或与第三方共同开发合作等方式引入。

  3、默林娱乐（MERL）：默林娱乐是全球第 2、欧洲第 1 的家庭景点娱乐行业领导者，旗下的乐高乐园是以乐高积木为主题元素的大型游乐场所，而短途景点为“超小型主题公园”，常见于城市、室内。默林娱乐主要通过并购扩张的方式收购 IP 与景点，吸引多层次人群，旗下景点数量已达 124 处，覆盖全球 4 大洲的 25 个国家。中国市场是默林娱乐未来的开拓重点，将在上海金山建设全球最大的乐高公园。

- **国内外主题公园龙头对比：**

  1、业务模式上，国外主题公园业务多样化，旅游业务为次重点；国内主题公园业务较简单，旅游业务为发展重点。

休闲服务行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND,万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 04 月 15 日

相关研究

万联证券研究所 20191227_行业专题报告_AAA_主题公园专题研究系列一

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 李滢
电话：15521202580
邮箱：liying1@wlzq.com.cn

研究助理： 王鹏
电话：15919158497
邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

万联证券

2、收入结构上，国外主题公园收入多元，营收结构中主题公园收入占比不高；国内主题公园收入结构较单一，目前门票收入仍占大头。

3、地理分布上，国外主题公园布局较为集中，多品牌优势互补，国内主题公园布局较为分散，还未形成明显的集群化分布。

4、扩张方式上，国外主题公园自创或收购强大品牌IP，独资、合资、授权拓展三路并行，国内主题公园自创 IP 为主，重资产扩张向轻资产扩张转变。

综上，国内主题公园集团虽然规模已经庞大，但与国外主题公园龙头相比较，仍存在一定差距。

- **投资建议：**中国主题公园处于快速发展阶段，是全球主题公园游客数量增长最快的国家，也是中国旅游行业中最具潜力的发展赛道之一。随着国外主题公园巨头开始进入中国市场，国内主题公园将面临更加激烈的竞争，但一方面，国内市场规模足够大，另一方面，进入中国的主题公园数量还比较少，因此，我们判断，国内主题公园龙头仍有足够的空间来发展，且能在与国外主题公园的竞争中学习与成长，但不具备品牌和规模优势的主题公园将更被洗牌出局，建议重点关注我国主题公园龙头上市公司。
- **风险提示：**疫情导致主题公园资金风险，企业债务风险，竞争加剧风险，主题公园经营风险。

万联证券

目录

1、 前言.....5
2、 国际优秀主题公园集团概览.....5
2.1 迪士尼（DIS）：最全资源链+最强 IP，成就全球最大主题公园集团.....5
2.2 环球娱乐：电影主题公园特色鲜明，轻资产扩张迅速.....9
2.3 默林娱乐（MERL）：IP 多元吸引多层人群，短途景点把握城市市场.....12
3、 国外主题公园与国内主题公园对比分析.....15
3.1 业务模式.....15
3.1.1 国外主题公园：业务多样化，旅游业务为次重点.....15
3.1.2 国内主题公园：业务较简单，旅游业务为发展重点.....16
3.2 收入结构.....17
3.2.1 国外主题公园：集团收入多元，营收结构中主题公园收入占比不高.....17
3.2.2 国内主题公园：集团收入结构较单一，目前门票收入仍占大头.....18
3.3 地理分布.....20
3.3.1 国外主题公园：布局较为集中，多品牌优势互补.....20
3.3.2 国内主题公园：布局较为分散，还未形成明显的集群化分布.....21
3.4 扩张方式.....22
3.4.1 国外主题公园：自创或收购强大品牌 IP，独资、合资、授权拓展三路并行...22
3.4.2 国内主题公园：自创 IP 为主，重资产扩张向轻资产扩张转变.....23
4、投资建议.....25
5、风险提示.....26

图表 1：全球排名前十主题公园集团_2018 5
图表 2：迪士尼业务类型 6
图表 3：迪士尼集团各主题公园及园区情况. 6
图表 4：主题旅游休闲业务分部情况. 7
图表 5：导游规划业务分部情况. 8
图表 6：迪士尼旗下 IP 8
图表 7：迪士尼全球客流量（单位：亿人次） 9
图表 8：全球排名前十主题公园客流量（单位：万人次）_2018 年 9
图表 9：康卡斯特集团业务所属梳理. 9
图表 10：环球影业子公司情况. 10
图表 11：北京环球影城效果图. 10
图表 12：环球影城各主题公园情况. 11
图表 13：环球影城哈利波特区项目“鹰马的飞行” 12
图表 14：环球影城客流量. 12
图表 15：默林娱乐三大业务板块及品牌. 13
图表 16：乐高乐园. 14
图表 17：小猪佩奇室内主题乐园. 14
图表 18：默林娱乐旗下 IP 来源. 14
图表 19：默林娱乐主题公园分布. 15
图表 20：默林娱乐集团客流量. 15
图表 21：迪士尼板块收入占比_2018. 16
图表 22：迪士尼集团收入构成. 17

万联证券

图表 23：迪士尼影视媒体网络板块收入（Revenue） 17
图表 24：迪士尼主题公园及酒店板块收入（Revenue） 17
图表 25：迪士尼影视娱乐板块收入（Revenue） 18
图表 26：迪士尼消费品及互动媒体板块收入（Revenue） 18
图表 27：NBC 环球收入（单位：亿美元） 18
图表 28：NBC 环球收入占比_2018 18
图表 29：华侨城营收构成板块占比变化 19
图表 30 ：2018 年华侨城营业收入构成 19
图表 31：华强方特收入板块占比变化 19
图表 32 ：2018 年华强方特业收入构成 19
图表 33：宋城演艺营收板块占比变化 20
图表 34 ：2019 年上半年宋城演艺营收构成 20
图表 35：美国前九主题公园_2018 20
图表 36：中国大陆前十一主题公园 21
图表 37：国内三家公司布局特点 21
图表 38：迪士尼扩张模式 22
图表 39：环球影城主题乐园经营模式及项目梳理 23
图表 40：默林娱乐扩展模式 23
图表 41：华侨城轻资产代表项目 24
图表 42：华强方特代表项目 24
图表 43：海昌海洋公园运营新模式 24
图表 44：宋城演艺扩张阶段 25

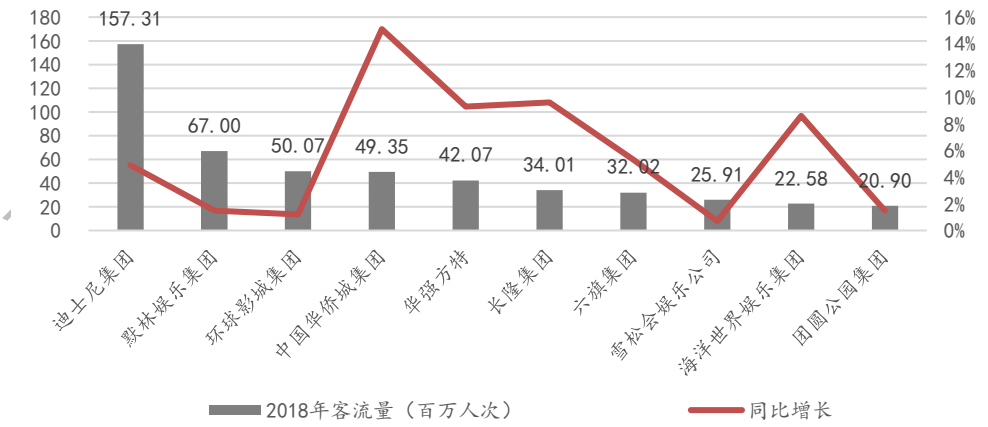
万联证券

1、 前言

2018 年，全球十大主题公园集团的游客总量有史以来首次超过 5 亿人次，相当于全球人口的 7%，并且这一数字还在持续增长。而回顾五年前，全球主题娱乐行业的市场渗透率仅为 5%，全球主题公园行业依旧处于高速发展期中。而中国是全球主题公园客流量增长最快的市场，本土主题公园迅速崛起，外资主题公园也争相进入中国市场。

继上篇介绍了我国本土四大主题公园集团的详细对比分析后，本篇报告中，我们选取了全球排名前列的**迪士尼集团、默林娱乐集团、环球影城集团**和**中国华侨城集团、华强方特、长隆集团、海昌海洋**，以及作为典型演艺类主题公园而未进入 AECOM 榜单的**宋城演艺**等，**对我国主题公园行业比照国际行业模式进行未来发展趋势与潜力的探索挖掘。**

图表 1：全球排名前十主题公园集团_2018



资料来源：AECOM&TEA，万联证券研究所

2、 国际优秀主题公园集团概览

2.1迪士尼（DIS）：最全资源链+最强IP，成就全球最大主题公园集团

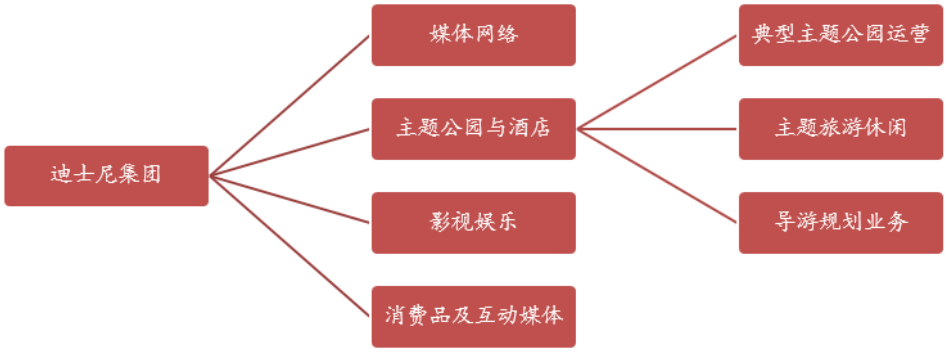
迪士尼不仅是全球最大的主题公园集团，更是全球最大的娱乐及媒体公司之一。前身为 1926 年华特迪士尼成立的“华特迪士尼制作公司”，1957 年在美国纽约证券交易所上市，已有 94 年的创办历史。

迪士尼的主要业务包括媒体网络(Media Networks)、主题公园及酒店(Parks and Resorts)、影视娱乐(Studio Entertaionment)、消费品及互动媒体(Consumer Products & Interactive Media)。迪士尼媒体网络是迪士尼旗下第一大业务板块，媒体网络主要包括有线（cable）电视网络和广播（broadcast）电视网络，后者还包括电视节目制作与分发，电视台及广播电台运营等；**迪士尼影视娱乐板块**收入主要分为三部分：电影发行、家庭娱乐，以及电视及订阅点播视频。公司发行的电影主要由迪士尼影业、皮克斯动画工作室、漫威、卢卡斯影业，以及试金石影业创作；**迪士尼消费品及互动媒体**是指迪士尼将品牌名称、动画人物、视觉及文字版权授权给全球各

地的各类制造商、游戏开发者、出版社以及零售商使用，或者通过自有零售渠道销售商品、游戏、出版物等取得收入，此外，还包括公司在中国开设的英语学习中心（DisneyEnglish）。

迪士尼主题公园及酒店是迪士尼最具为人们熟知的业务板块。经整理归纳，**迪士尼旗下主题公园业务细分有三大板块，即典型主题公园运营、主题旅游休闲、导游规划业务。**

图表 2：迪士尼业务类型



资料来源：公司年报，万联证券研究所

典型主题公园运营指八大典型迪士尼度假区的运作经营，包括公司全资拥有并运营的分布于美国佛州奥兰多、加州以及法国巴黎的主题乐园，公司拥有 47%权益的香港迪士尼乐园，拥有 43%权益的上海迪士尼乐园以及由公司授权第三方经营的日本东京迪士尼乐园。每个主题乐园均设有多个园区，每个园区都有各自的主题以及与主题匹配的设施，同时附近建有酒店等配套设施。经整理归纳，迪士尼一共有 **8 类主题园区：迪士尼大热角色+主题机动设施+主题商店、世界风情与未来科学、影视主题乐园、动物主题、海洋主题、温泉主题、体育场馆及主题酒店。**

图表 3：迪士尼集团各主题公园及园区情况

主题公园	所在地	园区	园区简介
怀特迪士尼世界度假区	弗罗里达州奥兰多	魔法王国	包括探险世界，梦幻世界，边境世界，自由广场，美国大街和明日世界六大主题区域。迪士尼大热角色+机动设施
		epcot 未来世界展示区	展示解决世界困难的未来技术创新科学；世界各国人民的文化、传统与成就
		迪士尼好莱坞工作室	七大主题区域通过各种表演和景点展示好莱坞式电影的幕后花絮
		迪士尼动物王国	高达 145 英尺的生命之树+各类动物
		酒店、假日俱乐部及其他住宿设施	18 家酒店+2 个水上乐园+体育世界综合大楼及其他各类体育场等
迪士尼度假区		迪士尼乐园	以主题景点+表演、每日游行+夜间烟花表

	加利福尼亚州阿纳海姆	迪士尼加州冒险乐园	演等 布埃纳维斯塔街，汽车之地，灰熊峰，好莱坞之地，太平洋码头和皮克斯码头
		酒店、假日俱乐部及其他住宿设施	约有 2400 间客房
巴黎迪士尼乐园	法国巴黎	迪士尼乐园	探险乐园，发现乐园，幻想乐园，美国边境和大街五大区域
		怀特迪士尼影城公园	还原迪士尼电影，动画和电视世界
		酒店及其他住宿设施	7 家自有酒店+9 家第三方酒店
香港迪士尼度假区	香港	香港迪士尼乐园	冒险乐园，梦幻乐园，灰熊、峡谷，美国大街，神秘点，明日世界和玩具总动员乐园七个主题园区
		酒店及其他住宿设施	3 家主题酒店
上海迪士尼度假区	上海	上海迪士尼乐园	冒险岛，梦幻世界，花园幻想、米奇的冒险、明日世界、玩具总动员、宝藏湾七个主题园区
		酒店及其他住宿设施	2 家主题酒店+迪士尼小镇
东京迪士尼度假区	日本东京	东京迪士尼乐园	冒险乐园，小动物乡村，梦幻乐园，明天世界，卡通城，西方世界和世界集市 7 个主题园区
		东京迪士尼海洋乐园	美国滨水区，阿拉伯海岸，失落的三角洲，地中海港口，美人鱼泻湖，神秘岛和港口发现
		酒店及其他住宿设施	4 家主题酒店

资料来源：公司年报，万联证券研究所

主题旅游休闲由迪士尼度假俱乐部、迪士尼游轮运营。迪士尼俱乐部成员拥有在世界各地迪士尼主题度假区及其他度假设施旅游休闲的权利；迪士尼游轮则利用 4 艘游轮开展主题旅游休闲活动，每艘游轮都有各自的主题及活动，并可以接送游客参观迪士尼漂流礁等景点。

图表 4：主题旅游休闲业务分部情况

分部	情况
迪士尼度假俱乐部	在包括怀特迪斯尼世界度假胜地、迪士尼乐园度假区、奥拉尼佛罗里达维罗海滩和南卡罗来纳州的希尔顿黑德岛等的 14 个度假胜地设施中拥有所有权，可供俱乐部成员租用或作为酒店房间经营
迪士尼游轮	迪士尼游轮拥有四艘轮船，在北美和欧洲的港口以外运营。

资料来源：公司年报，万联证券研究所

导游规划业务则由迪士尼冒险、怀特迪士尼幻想工程运作。迪士尼冒险通过在非迪士尼度假区的其他场所提供全包导游旅行套餐，拓展了迪士尼主题业务的覆盖范围；怀特迪士尼幻想工程则是擅长于主题公园相关的各类规划，通过向其他主题公园所

有方输出先进相关经验创造收入。

图表 5：导游规划业务分部情况

分部	情况
迪士尼冒险	迪斯尼冒险主要是在非迪士尼度假场所提供全包式带导游的度假旅行套餐
怀特迪士尼幻想工程	提供总体规划，房地产开发，景点，娱乐和表演设计，公司和公园的工程支持，生产支持，项目研发管理、度假区运营等

资料来源：公司年报，万联证券研究所

积极外延扩张，资源链堪称最全。先后收购了皮克斯动画工作室、惊奇漫画公司、漫威电影工作室、卢卡斯影业、21 世纪皮克斯等，迪士尼 IP 资源链几近完善。从定位、创意、制作、推广至管理，迪士尼形成一套自有的发展经验，同时通过线下主题公园、线上影视作品和销售相关周边产品等全产业链的渠道，将 IP 资源变现，并提升 IP 的全球影响力。

自创与收购并行，手握最强 IP。迪士尼最早的 IP 来自于自创动画作品中的动画人物，由迪士尼动画片厂主导的创作中不断推出新角色并经过推广管理，成长为大热 IP，如米老鼠系列、迪士尼公主系列等；随着迪士尼的收购进行，越来越多的成熟 IP 加入迪士尼旗下，持续带来变现收益，如复仇者系列、变形金刚系列等。

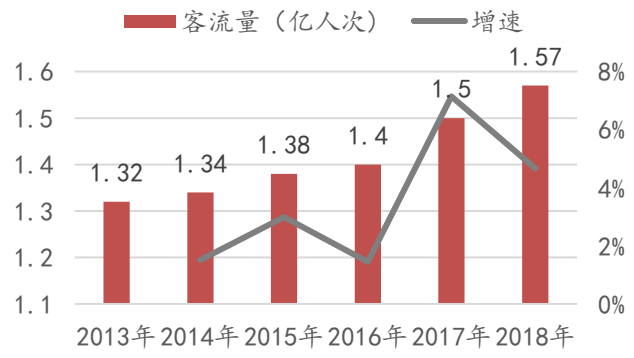
图表 6：迪士尼旗下 IP

来源	时间	重点 IP
自创	1927-1989	米老鼠系列、白雪公主系列、小熊维尼系列、爱丽丝梦游仙境、小美人鱼
	1990-今	怪兽公司、星际宝贝、长发公主、冰雪奇缘、美女与野兽、花木兰
收购	2006	收购皮克斯动画（157 亿美元）：玩具总动员、海底总动员、赛车总动员
	2009	收购漫威（42 亿美元）：蜘蛛侠、钢铁侠、复仇者联盟、银河护卫队
	2012	收购卢卡斯影业（40 亿美元）：星球大战、侏罗纪公园、变形金刚
	2018	收购 21 世纪福克斯（661 亿美元）：X 战警、阿凡达、异型、冰河世界

资料来源：公司官网，万联证券研究所

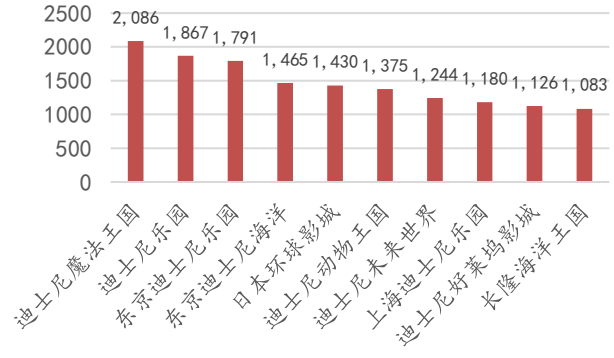
客流量长期位列全球第一，当之无愧的最大主题乐园集团。2017，迪士尼主题公园全球客流量 1.5 亿人次，增速 7.14%；2018 年，全球客流量为 1.57 亿人次，增速 4.67%，增速虽有所回落，但得益于迪士尼客户群体的巨大基数，每年新增人次仍在较高水平。据 AECOM&TEA 的《2018 年全球主题公园及博物馆报告》，2018 年客流量世界前十主题公园中，迪士尼占据了 8 个席位。

图表 7：迪士尼全球客流量（单位：亿人次）



资料来源：AECOM&TEA，万联证券研究所

图表 8：全球排名前十主题公园客流量（单位：万人次）_2018 年



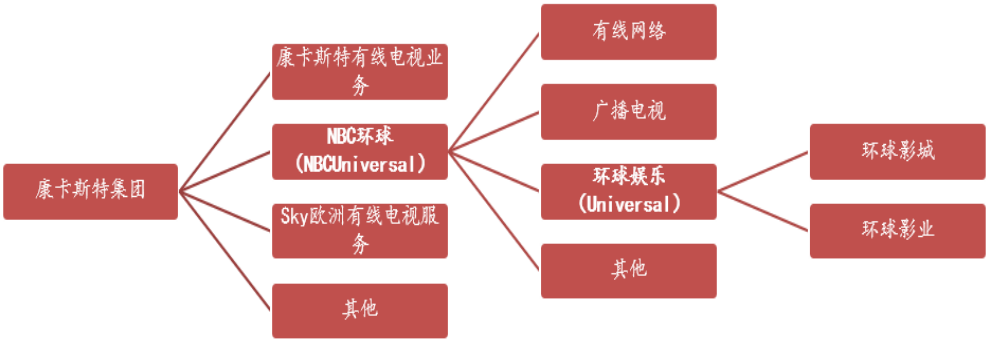
资料来源：AECOM&TEA，万联证券研究所

2.2 环球娱乐：电影主题公园特色鲜明，轻资产扩张迅速

环球娱乐旗下环球影城起源于 20 世纪初，当时电影制片商陆续集中到好莱坞，这一块土地逐渐成为世界闻名的影城，环球公司的创始人另辟蹊径，曾经通过收取两毛五美元的门票钱，将制片厂开放给公众参观，成为最早的环球影城主题公园雏形。

目前，**环球影城的母公司为康卡斯特集团**，该集团是一家位于美国的全球通讯传媒综合集团，在发展过程中收购吞并了多个集团与公司，由此旗下子集团公司众多，**其业务结合原所属集团可分四大类：康卡斯特**有线电视业务、**NBC 环球**所有的有线电视及主题公园与酒店业务、**sky** 欧洲有线电视服务、其他。环球影城所属的 **NBC 环球（NBCUniversal）**则有五类业务：有线网络、广播电视、电影娱乐、主题公园、其他，其中**环球影城与环球影业合称环球娱乐（Universal）**。

图表 9：康卡斯特集团业务所属梳理



资料来源：公司官网，万联证券研究所

环球影业分部有四大类业务或工作室：环球影片（Universal Pictures）、环球影片家庭娱乐（Universal Pictures Home Entertainment）、焦点影业（Focus Features）、梦工厂动画（DreamWorks Animation）。**环球影城则在全球分布有四个：**奥兰多环球

影城、好莱坞环球影城、日本环球影城、新加坡环球影城。**目前正在建设全球第五座，亚洲第三座环球影城——北京环球影城。**

图表 10：环球影业子公司情况

子公司	业务类型	代表作品
环球影片	电影制作、发行	速度与激情系列、小黄人系列、大白鲨系列
环球影片家庭娱乐	电影、电视剧集（蓝光、4D、DVD、在线等版本）贩售	-
焦点影业	电影制作、发行	李安电影系列、《傲慢与偏见》
梦工厂动画	动画制作	怪物史莱克系列、功夫熊猫系列、马达加斯加系列、驯龙高手系列

资料来源：公司年报，万联证券研究所

2019 年，北京环球影城正式开工，，预计 2021 年建成开园。规划面积为 1.2 万平方公里，预计面积是日本大阪项目的 2 倍。项目总投资额预计 500 亿元，其中核心区约 215 亿元，超过以往所有环球影城主题公园。首期项目预计 2021 年开园营业，后续项目包括第二主题公园、水上乐园和另外五座度假酒店，目标建成环球主题公园度假区。北京环球影城主题公园建成后将呈现 7 大景区，包括好莱坞、变形金刚基地、功夫熊猫盖世之地、未来水世界、哈利波特的魔法世界、小黄人乐园、侏罗纪世界努布拉岛。

图表 11：北京环球影城效果图

资料来源：公司官网，万联证券研究所

因地制宜，偏爱三方合作引入 IP。环球影城在对品牌、IP 上的处理与迪士尼有很大不同：迪士尼乐园中的所有项目都是基于自家 IP，同时迪士尼集团极度注重版权，用户无法在除了迪士尼乐园之外的主题公园中看到正版的米老鼠，唐老鸭，迪士尼公主等各类人物；**环球影城主题乐园中游乐项目、景点、商品等，有一部分基于自有**

IP，如小黄人、大白鲨，更多的则是**在环球影城所在地，考察收集受欢迎的本土 IP 等，通过获得第三方的授权或与第三方共同开发合作等方式引入。**

图表 12：环球影城各主题公园情况

主题公园	所在地	定位	代表园区	特色主题 IP
奥兰多环球影城	美国奥兰多	现代感，更受年轻人喜爱	佛罗里达环球影城、冒险岛、火山湾、城市漫步	哈利波特、变形金刚、小黄人、辛普森一家、侏罗纪公园、ET
好莱坞环球影城	美国洛杉矶	围绕好莱坞电影	影城之旅（探索好莱坞电影幕后故事）、NBC 环球影片体验馆（环球影业服装道具展览）、特效舞台（CGI、运动捕捉、三维技术等台概念解说）	好莱坞电影幕后探索，变形金刚、木乃伊等
大阪环球影城	日本大阪	女性与家庭	水世界（未来水世界主题）、亲善村（大白鲨主题）、环球奇境（史努比、芝麻街等）	一休、小丸子、多啦 A 梦、七龙珠、火影忍者、海贼王
新加坡环球影城	新加坡圣淘沙岛	亲子家庭	科幻城市（机械设备）、失落的世界（侏罗纪主题）、遥远王国（史莱克主题）、好莱坞剧院	全球最高太空堡垒双轨过山车、马达加斯加木箱漂流
北京环球影城（在建）	中国北京	数字化加成的环球影城	功夫熊猫盖世之地、变形金刚基地、小黄人乐园、哈利波特的魔法世界、侏罗纪世界努布拉岛、好莱坞、未来水世界	功夫熊猫

资料来源：万联证券研究所

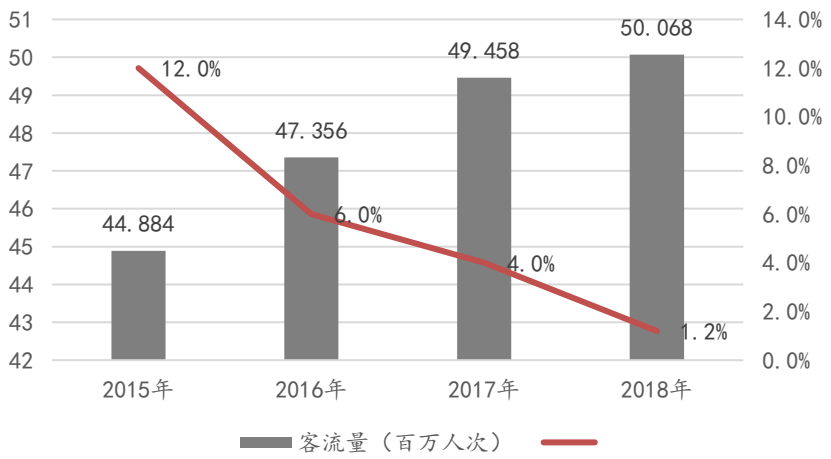
采用电影真实场景+游乐设施模式，电影主题公园特色鲜明。与其他主题乐园有所不同，环球影城始终立足于自己好莱坞影视公司的特点定位，采用重现电影真实场景，再设计构建游乐设施的模式，为游客提供身临其境的体验。1990 年 6 月 7 日，首座主题乐园奥兰多环球影城建成对外开放，之后又分别开放了日本和新加坡的环球影城，游乐项目均基于影视大 IP，如哈里波特的魔法世界、变形金刚 3D 历险、神偷奶爸小黄人乐翻天、侏罗纪公园河流大冒险等。

图表 13：环球影城哈利波特区项目“鹰马的飞行”

资料来源：公司官网，万联证券研究所

2015-2018 年环球影城全球客流量逐年增长，但增速趋于下降。2015 年 4488 万人次，2016 年 4736 万人次，2017 年 4946 万人次，2018 年 5007 万人次，增速分别为 12%、6%、4%、1.2%，呈下降趋势，客流量趋于平稳。后续北京环球影城如能如期开业，2021 年环球影城的客流量预计可有较大幅度增长。

图表 14：环球影城客流量

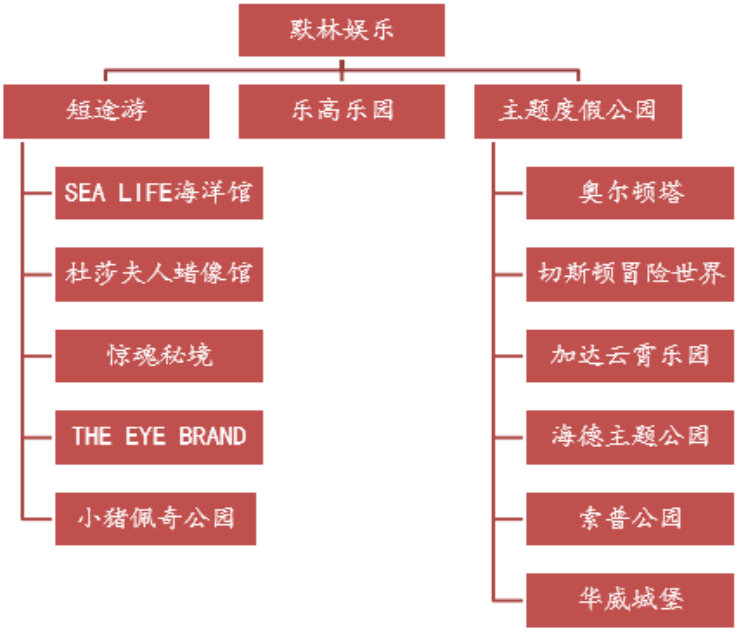


资料来源： AECOM&TEA，万联证券研究所

2.3 默林娱乐（MERL）：IP多元吸引多层人群，短途景点把握城市市场

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，主营三大类业务：**乐高公园（Legolands）、短途旅游景点（Midway Attractions）和度假村主题公园（Resort Theme Parks）。**

图表 15：默林娱乐三大业务板块及品牌



资料来源：公司官网，万联证券研究所

乐高乐园是以乐高积木为主题元素的大型游乐场所，通常具有多个园区，如乐高城、小人国、探险之地、幻想乐园、乐高王国与乐高技术园区等，除过山车等游乐设施外，各个园区内还根据乐园所处国家装饰有用乐高积木搭设成的知名动漫人物与本土风情街景。

度假村主题公园是默林娱乐旗下除乐高乐园外其他主题乐园的总称，由“可以多日游玩”的主题园区与配套住宿设施组成。包括奥尔顿塔、切斯顿冒险世界、加达云霄乐园、海洋主题公园、索普公园、华威城堡。

短途景点是默林娱乐把握城市市场的利器。在默林娱乐的三类公园中，短途景点是在主题公园行业巨头的业务中较为少见和特异的，它涵盖了若干品牌（如 sealife）共计 99 个景点。根据默林娱乐的年报等，短途景点可以被概括为“超小型主题公园”，常见于城市、室内，如开在上海 LCM 置汇旭辉广场的小猪佩奇室内主题乐园，通常只需要花 2-3 小时甚至更少的时间去游玩。这与城市中的快节奏生活相吻合，帮助默林娱乐较好地把握住了城市中的主题公园市场。

图表 16：乐高乐园

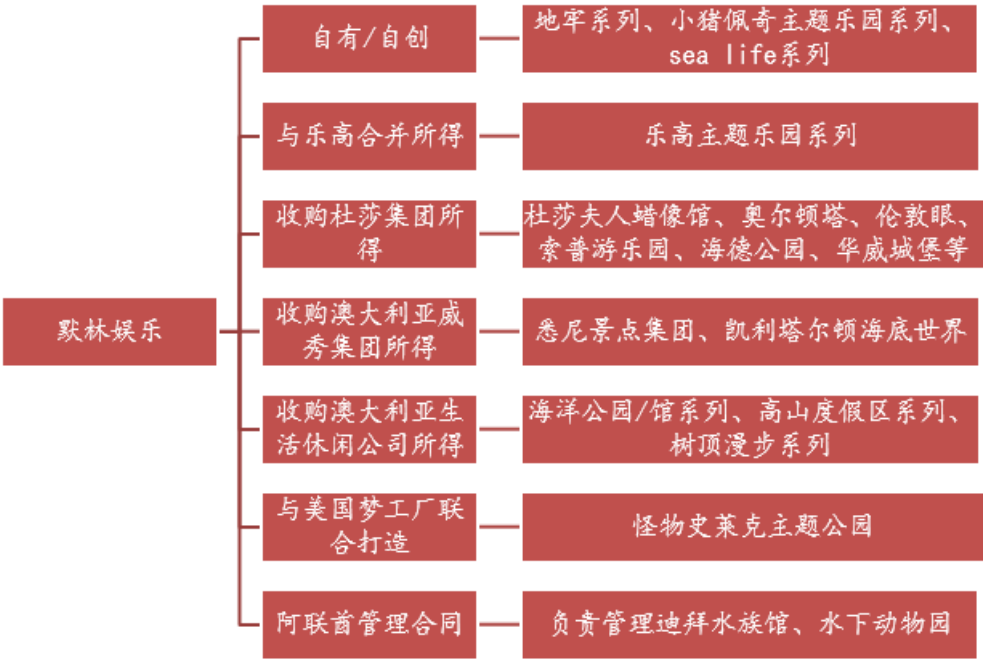
资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表 17：小猪佩奇室内主题乐园

资料来源：公司官网，万联证券研究所

并购扩张积累多样 IP 景点，吸引多层次人群。公司发展中，默林娱乐主要通过**并购扩张**的方式收购 IP 与景点，至今，旗下拥有**伦敦眼、乐高探索中心、乐高乐园、海洋探索中心、海德公园、索普乐园、杜莎夫人蜡像馆等全球知名 IP 与游玩地点**，并与美国梦工厂（Dream Works Animation）联合打造出**怪物史瑞克主题公园**，历经 20 年发展，旗下景点数量已达 124 处，覆盖全球 4 大洲的 25 个国家。默林娱乐旗下公园的**经营重点是连锁化、全球化，纵向针对单一强势品牌持续深度挖掘，横向依靠优势以及灵活的合作模式进行品牌扩展，同时室内外项目结合，以不同的品牌吸引多年龄段、多爱好取向、多层次消费人群。**

图表 18：默林娱乐旗下 IP 来源



资料来源：公司官网，万联证券研究所

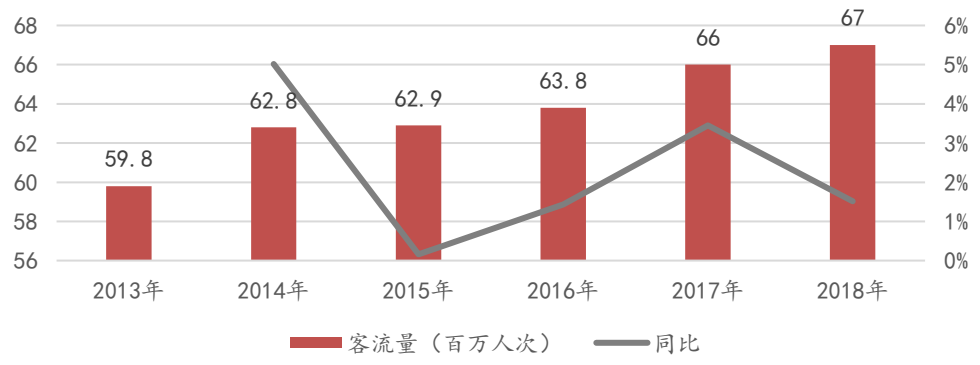
图表 19：默林娱乐主题公园分布

分布	数量	代表性园区
北美洲	22	好莱坞杜莎夫人蜡像馆、拉斯维加斯杜莎夫人蜡像馆、加州海洋生物、苏尼明达州海洋生物、桑利亚纳乐高乐园探索中心、芝加哥乐高乐园探索中心
欧洲	47	苏格兰海洋生物、曼彻斯特海洋生物、爱丁堡地牢、阿姆斯特丹地牢、伦敦史莱克冒险世界、温莎乐高乐园探索中心、伦敦杜莎夫人蜡像馆
亚洲	12	上海乐高乐园探索中心、日本大阪乐高乐园探索中心、武汉杜莎夫人蜡像馆、香港杜莎夫人蜡像馆
大洋洲	8	野生生物汉密尔顿岛、野生生物悉尼动物园、墨尔本乐高乐园探索中心

资料来源：公司公告、万联证券研究所

默林娱乐全球客流量保持个位数增长。受益于新景点的开发和原有景点的不断创新，整理 AECOM&TEA 的历年《全球主题公园及博物馆报告》显示，近年来默林娱乐集团客流量保持个位数增长态势，2018 年的全球客流量达到 6700 万人次。

图表 20：默林娱乐集团客流量



资料来源： AECOM&TEA，万联证券研究所

亚太地区的中国市场是默林娱乐接下来的开拓重点。2018 年 10 月，默林娱乐集团旗下全球首家室内家庭主题园“小猪佩奇的玩趣世界”在上海正式开业；2019 年 11 月，默克集团宣布，全球最大的乐高公园选址上海金山，并预计将在 2023 年年建成开业。

3、 国外主题公园与国内主题公园对比分析

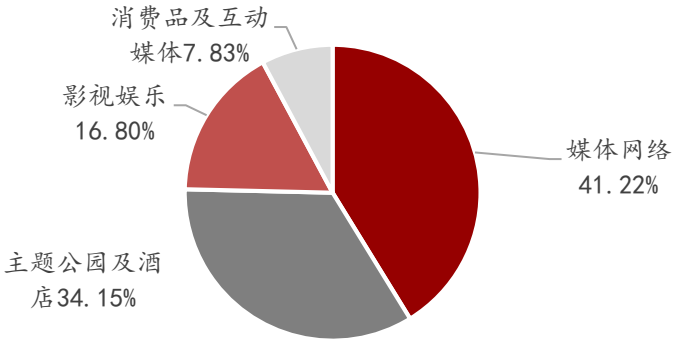
3.1 业务模式

3.1.1 国外主题公园：业务多样化，旅游业务为次重点

迪士尼：迪士尼集团始于动画电影制作，其先后收购了皮克斯动画工作室、惊奇漫画

公司、漫威电影工作室、卢卡斯影业、21 世纪皮克斯等，生产、获得了大量的现象级 IP。**线下的主题乐园处于集团业务下游**，其建设初衷是与线上影视作品和销售相关周边产品等协同构成迪士尼 IP 的变现产业链。发展至 2018 年，年报显示主题公园业务收入占比虽保持增长态势，目前仍低于媒体网络业务，为 34%左右。

图表 21：迪士尼板块收入占比_2018



资料来源：公司年报，万联证券研究所

环球影城：环球影城的雏形是收取门票后开放给公众参观的环球影片制片厂。由此开始，环球影城致力于重现电影片场，展示大热 IP 并嵌入游玩设施，以此建设成当今的环球影城，实现电影制作相关资源与大热 IP 的变现。到目前为止，全球仅有 5 所环球影城（北京环球影城建设中），**环球影城为集团业务发展的次重点**。其 2018 年为 NBC 环球贡献收入仅 15.89%。

3.1.2 国内主题公园：业务较简单，旅游业务为发展重点

华侨城：早期依托“旅游+地产”模式以及央企的资源优势，参与政府的旅游项目，获得周边的土地，利用旅游资源改善环境、提升地价，保证项目短期现金流和长期盈利水平。**2015 年以来，公司提出“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”的创新发展模式**，积极推进城镇化战略突破落地反哺公司旅游业务，利用“互联网+”为旅游业务赋能。由此可见，在过去和可预见的未来，**旅游业务都是华侨城的发展重点。**

海昌海洋公园：是国内最大的海洋主题公园和配套商用物业开发及运营商，动物保有量第一，保育水平和运营管理水平处于行业领先地位。自 2002 年以来，**海昌海洋重点发展旅游业**务，已拥有 8 个海洋主题公园和 3 个综合娱乐主题公园。

长隆集团：主营世界级大型综合旅游度假区，旗下共拥有集主题公园、豪华酒店、商务会展、高档餐饮、娱乐休闲于一体的广州长隆旅游度假区和珠海长隆国际海洋度假区两大世界顶尖综合旅游度假区。

宋城演艺：是国内最大的演艺主题公园，主营业务为主题公园和文化演艺的投资、开发、经营。**以主题公园为载体，以“演艺”为核心竞争力，大力发展旅游业务。**

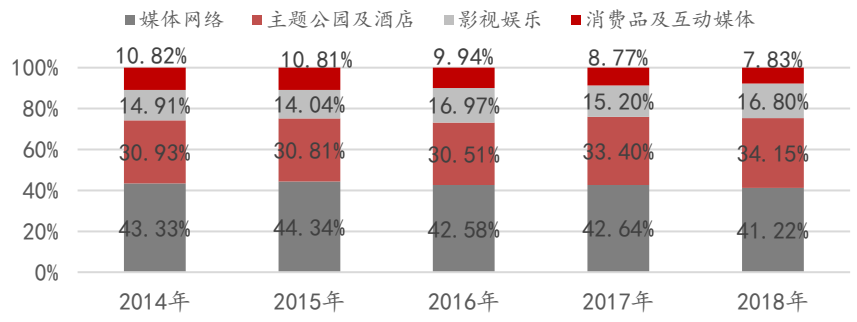
3.2 收入结构

总体而言，在集团内，国内主题公园收入占比总收入较高，而国外占比较低。二次消费和其他收入占比大于主题公园门票及附带收入是当前国际主题公园的经营常态。AECOM 研究显示，2018 年，长隆集团推出了门票+住宿的捆绑套餐等有效刺激了当年游客与收入增长。**建立一条由餐饮、商业、酒店等构成的产业链乃至以主题公园为起点辐射至其他领域构成的产业网是成熟主题公园集团的发展方向。**

3.2.1 国外主题公园：集团收入多元，营收结构中主题公园收入占比不高

迪士尼集团：迪士尼的主要业务包括媒体网络(Media Networks)、主题公园及酒店(Parks and Resorts)、影视娱乐(Studio Entertaionment)、消费品及互动媒体(Consumer Products & Interactive Media)，近年来，迪士尼集团的收入均来自以上四个板块。四板块形成了迪士尼集团 IP 设计、制作、推广、管理、变现等各类相关业务的闭环，互有协同运作。

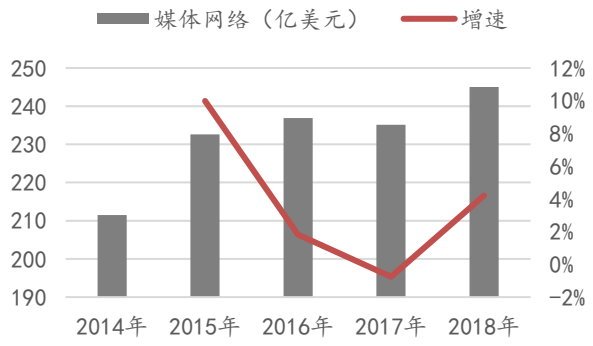
图表 22：迪士尼集团收入构成



资料来源：公司官网、万联证券研究所

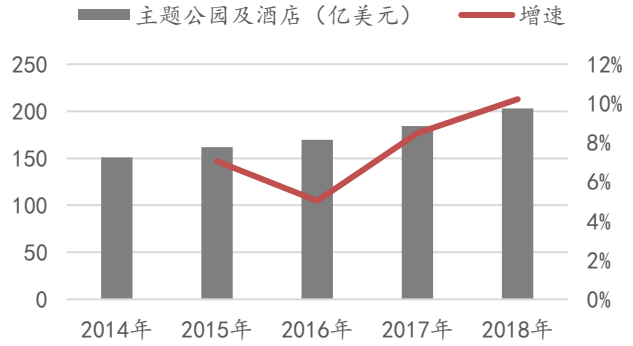
根据公司年报，2018 年，媒体网络、主题公园及酒店、影视娱乐、消费品及互动媒体四板块分别贡献收入 245 亿美元（+4.21%）、202.96 亿美元（+10.21%）、99.87 亿美元（+19.19%）、46.51 亿美元（-3.77%）。主题公园及酒店板块，依靠游客门票、餐饮、住宿等所得收入占比总收入仍不高，为 34%，与其他板块协同推高集团整体收入。

图表 23：迪士尼影视媒体网络板块收入（Revenue）



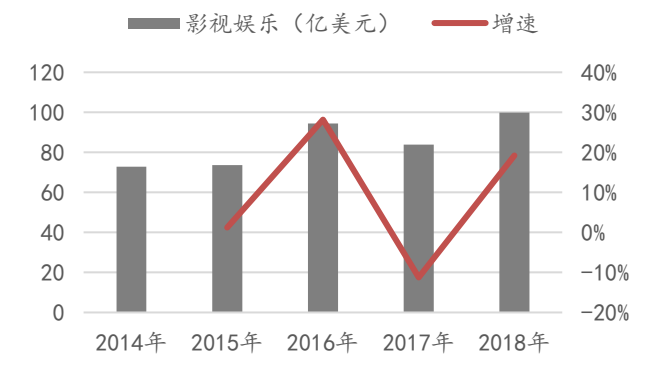
资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 24：迪士尼主题公园及酒店板块收入（Revenue）



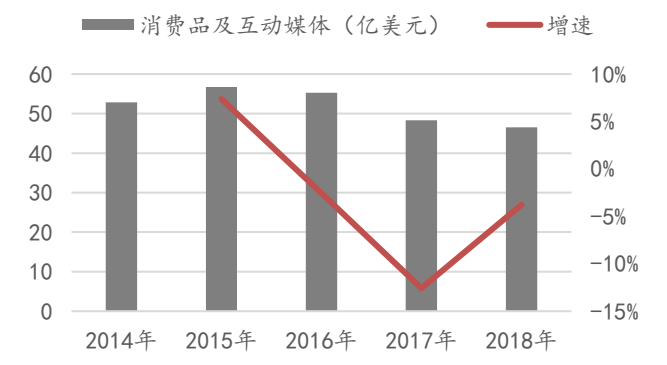
资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 25：迪士尼影视娱乐板块收入（Revenue）



资料来源：公司年报，万联证券研究所

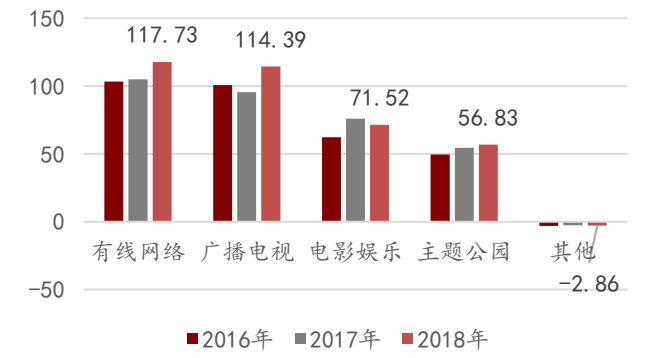
图表 26：迪士尼消费品及互动媒体板块收入（Revenue）



资料来源：公司年报，万联证券研究所

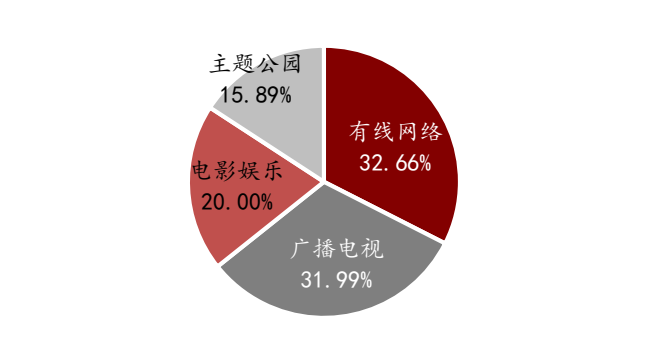
环球影城：根据康卡斯特 2018 年财报，环球影城所在分部 NBC 环球（NBCUniversal）2018 年全年营收 357.61 亿美元，由五大业务模块：电网业务，广播电视，电影娱乐，主题乐园和其他分别贡献，其中，主题乐园营收 56.83 亿美元，占比不足 16%；至于整个康卡斯特集团，占比则更低。

图表 27：NBC 环球收入（单位：亿美元）



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 28：NBC 环球收入占比_2018



资料来源：公司年报，万联证券研究所

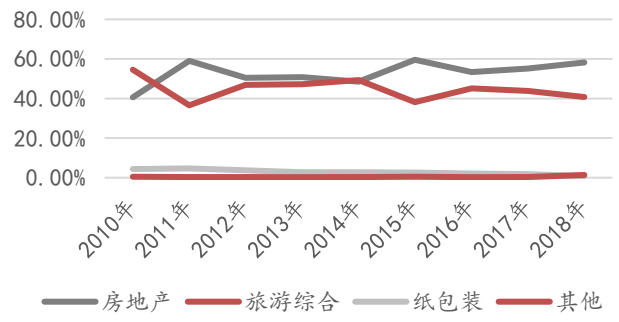
3.2.2 国内主题公园：集团收入结构较单一，目前门票收入仍占大头

国内主题公园较国际先驱起步较晚，集团业务仍较“专”，收入主要依赖于主题公园游客收入。

华侨城：有赖于作为央企的资源优势，华侨城早期即提出了旅游+地产”模式，并在 2015 年以来转型为“文化+旅游+城镇化”和“旅游+互联网+金融”的创新发展模式。在此类模式的指导下，华侨城集团的主营业务为主题公园相关业务、房地产业务及其他。2018 年，华侨城集团营业总收入为 481.42 亿元，其中房地产收入 280.45 亿元，占比 58%，旅游综合收入即游客相关收入达到 196.57 亿元，占比 40%。结合国内对地产行业管制趋严的形式 以及华侨城模式转型中向旅游的倾斜，**游客收入占比可能进**

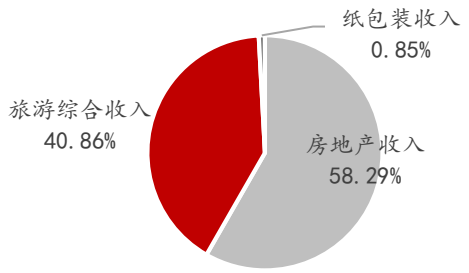
一步提高。

图表 29：华侨城营收构成板块占比变化



资料来源：公司年报，万联证券研究所

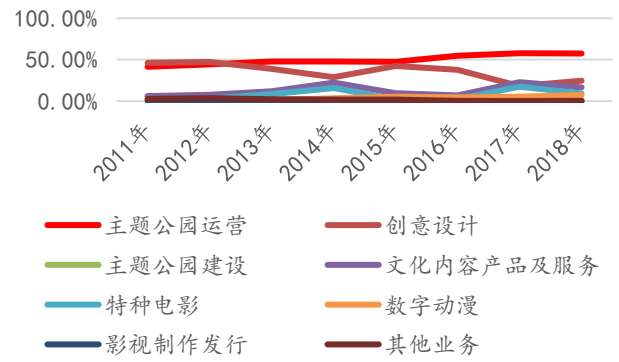
图表 30 ：2018 年华侨城营业收入构成



资料来源：Wind，万联证券研究所

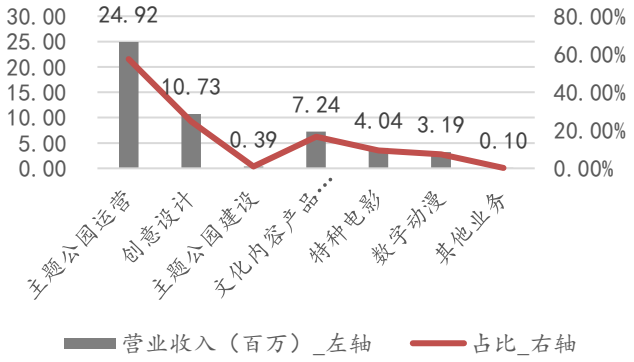
华强方特：2018 年华强方特总收入 50.61 亿元，来自主题公园相关和文化内容产品及服务两大块。主题公园相关业务包含主题公园运营、创意设计与主题公园建设。其中，主题公园运营板块与门票收入等直接相关，贡献了 57.45%，共计 24.92 亿元的收入，这显示华强方特目前**游客收入占比较大，超过五成**。2018 年文化内容产品及服务业务收入 7.24 亿元，包括特种电影、动漫产品、影视出品、文化衍生品等。这些产品和服务目前作为公司产业链的中上游，为下游的文化科技主题公园业务提供强大的后台支持，间接产生效益，近几年公司在动漫 IP 和电影方面持续发力，文化内容产品及服务收入占比有所提升。

图表 31：华强方特收入板块占比变化



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 32 ：2018 年华强方特业收入构成

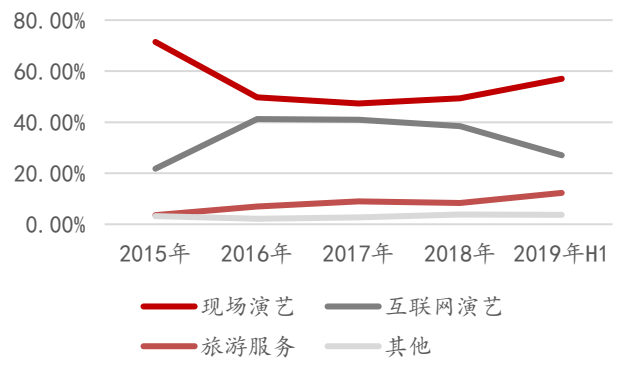


资料来源：Wind，万联证券研究所

宋城演艺：2019 年上半年的营业收入来自现场演艺，互联网演艺、旅游服务收入、其他四个部分，分别贡献了 8.08 亿元（占比 56.96%）、3.83 亿元（占比 27.04%）、1.74 亿元（占比 12.28%）、0.53（占比 3.72%）。其中，现场演艺业务收入主要来自于各公园的门票收入以及千古情、大地震等现场剧目的演出票收入，这表明**游客收入占比总收入一半以上**。随着 2019 年 4 月，宋城演艺完成旗下互联网演艺平台六间房与密境和风的重组，公司不再控股六间房，继续深耕现场演艺，**预计未来将聚焦于线**

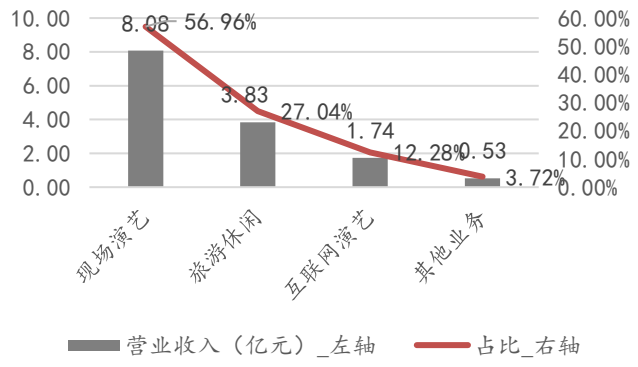
下演艺主题公园的运营。

图表 33：宋城演艺营收板块占比变化



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表 34 ：2019 年上半年宋城演艺营收构成



资料来源：Wind，万联证券研究所

3.3 地理分布

3.3.1 国外主题公园：布局较为集中，多品牌优势互补

主题公园分布集中。以美国为例，据 AECOM&TEA 的《2018 年全球主题公园及博物馆报告》，**2018 年客流前九的主题公园中，6 家坐落在奥兰多**，位于美国东海岸拥有黄金海岸的佛罗里达州；其余 3 家则分布在美国西海岸最发达的地区之一，加利福利亚州，其中 2 家位于安纳海姆，1 家位于环球市，均位于洛杉矶附近。**洛杉矶和奥兰多交通便利**，且有大型国际机场，数据显示 2018 年洛杉矶国际机场和奥兰多国际机场的客运吞吐量分别位列全美第二和第十；**气候方面**，奥兰多全年阳光明媚，佛罗里达州年均气温 22.2 摄氏度，洛杉矶及其周边则为典型的地中海气候，气候温和，全年都吸引来自全球各地的游客。

主题公园集群化分布能实现优势互补，覆盖小孩、青少年、成人多年龄层次，满足一站式消费；能充分调动、共享各优势要素，客源、信息资源、品牌、形象、机会等，从而规避了很多单体发展的不足。

图表 35：美国前九主题公园_2018

排名	公园	所在州和城市	2018 年客流量（万人次）
1	迪士尼魔法王国	佛罗里达州奥兰多	2085.9
2	迪士尼乐园	加利佛尼亚州安纳海姆	1866.6
3	迪士尼动物王国	佛罗里达州奥兰多	1275
4	迪士尼未来世界	佛罗里达州奥兰多	1244.4
5	迪士尼好莱坞影城	佛罗里达州奥兰多	1125.8
6	环球影城	佛罗里达州奥兰多	1070.8
7	迪士尼加州冒险乐园	加利佛尼亚州安纳海姆	986.1
8	环球影城冒险岛	佛罗里达州奥兰多	978.8
9	好莱坞环球影城	加利佛尼亚州环球市	914.7

资料来源：AECOM&TEA，万联证券研究所

3.3.2 国内主题公园：布局较为分散，还未形成明显的集群化分布

中国主题公园布局分散，有集中化趋势。据 AECOM&TEA 的《2018 年全球主题公园及博物馆报告》，2018 年中国客流量前十一的主题公园分布在 9 座不同的城市，集中度不高。其中 5 家主题公园位于广东省，且都位于粤港澳大湾区，3 家位于深圳市，局部有集中化的倾向。

图表 36：中国大陆前十一主题公园

排名	公园	所在省和城市	2018 年客流量（万人次）
1	上海迪士尼乐园	上海市	11800
2	长隆海洋王国	广东省珠海市	10830
3	广州长隆欢乐世界	广东省广州市	4680
4	中华恐龙园	江苏省常州市	4160
5	世界之窗	广东省深圳市	3990
6	欢乐谷	北京市	3980
7	欢乐谷	广东省深圳市	3910
8	方特欢乐世界	河南省郑州市	3800
9	方特东方神画	浙江省宁波市	3740
10	东部华侨城	广东省深圳市	3680
11	欢乐谷	四川省成都市	3100

资料来源：AECOM&TEA，万联证券研究所

国内龙头行业的布局倾向于避开直接竞争。选取我国具有代表性的主题公园集团，华强方特主要布局二三线城市，华侨城 A 重点布局一线城市和省会城市，海昌海洋重点布局省会城市、直辖市等相对发达城市，而宋城演艺布局主要在热门旅游城市。

图表 37：国内三家公司布局特点

公司	布局侧重点	主要布局城市	主题公园数量
华强方特	二三线城市	芜湖、泰安、株洲、青岛、沈阳、郑州等	20+
华侨城 A	一线城市和省会城市	北京、成都、上海、深圳、武汉、天津等	20+
海昌海洋	直辖市、省会城市	上海、武汉、成都、重庆、大连等	10+
宋城演艺	热门旅游城市	杭州、泰安、三亚、丽江、石林等	30+

资料来源：网络公开信息整理，万联证券研究所

3.4扩张方式

3.4.1 国外主题公园：自创或收购强大品牌IP，独资、合资、授权拓展三路并行

迪士尼：目前，全球已经开业的迪士尼乐园一共包括 6 家，其中美国 2 家，欧洲 1 家，日本 1 家，香港 1 家以及中国上海迪士尼。主要依托其强大的品牌影响力和强 IP 支持，**在美国本土采取独资投资及运营管理方式，在海外则主要借助合资及品牌授权特许经营进行扩张。**

图表 38：迪士尼扩张模式

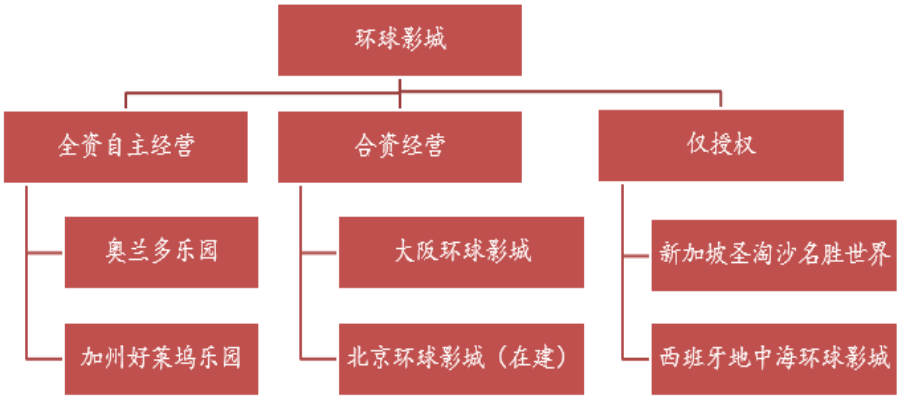
园区	开业时间	主要项目	经营模式	总投资额
美国加州迪士尼	1955 年	迪士尼乐园、加州探险乐园、酒店、综合商业区等	独立经营	初始投资 1700 万美元
美国奥兰多迪士尼	1971 年	神奇王国、艾波卡特、米高梅影城、动物王国、水上乐园、酒店、综合商业区等	独立经营	初始投资 4 亿美元，全部由迪士尼出资
日本东京迪士尼	1983 年	迪士尼乐园、海洋乐园、酒店等	特许经营	初始投资 14 亿美元，迪士尼象征性出资 250 万美元，其他全部由日本 OLC 公司和政府出资
法国巴黎迪士尼	1992 年	迪士尼乐园、怀特迪士尼影城公园、酒店及其他住宿设施	独立经营	第一期工程总投资 149 亿法郎，按当时汇率折合 23.84 亿美元
中国香港迪士尼	2005 年	迪士尼乐园、酒店	合资	36 亿美元，其中迪士尼出资 3.16 亿美元，香港特区政府出资 4.19 亿美元，另外为基础设施及土地入投入
中国上海迪士尼	2016 年	迪士尼乐园、酒店、综合商业区	合资	55 亿美元，迪士尼出资 43%，其他 57%由 3 家企业成立的申迪公司出资

资料来源：公司年报，万联证券研究所

环球影城：环球影业同样拥有大量自有及收购所得强 IP，复制扩张模式与迪士尼集团类似。其**突出特点**是，在海外扩张过程中，更倾向于收购有利后续运营的、在当地有影响力的 IP，如功夫熊猫 IP 等。在主题公园运营层面，全资控股经营的主题公园仅 2 家，另有合资经营 2 家，还有 2 家仅授权。

万联证券

图表 39：环球影城主题乐园经营模式及项目梳理



资料来源：公司官网，万联证券研究所

默林娱乐：总部位于英国普尔，目前在全球四大洲 23 个国家运营 111 个游乐场所，还经营 12 家酒店和 4 个度假村。相较于其他两家行业巨头，默林娱乐旗下的娱乐场所数量较多、分布较广，格局较为分散。以乐高乐园为例，也出现了三种模式并行扩张的局面。

图表 40：默林娱乐扩展模式

代表园区	经营模式	具体情况
丹麦乐高乐园	独资	完全拥有并掌握运营控制权
日本乐高乐园	合资	完全拥有并掌握乐高品牌相关，需要向合作伙伴租赁土地等
马来西亚乐高乐园	授权	无所有权，有经营权

资料来源：网络公开信息整理，万联证券研究所

这种根据市场确定性等因素来决定经营模式，多种模式并行的扩张方式可以有效地分摊海外扩张风险，减少重资产成本负担，获得更好地投资回报率。

3.4.2 国内主题公园：自创IP为主，重资产扩张向轻资产扩张转变

华侨城：华侨城作为全国最大的主题公园集团，旗下有“欢乐谷”、“欢乐海岸” 等知名品牌。早期，华侨城**依托“旅游+地产”模式**，成功布局多个一线城市。然而近年来，随着国家出台叫停“假文旅，真地产”项目的相关政策，华侨城通过将自身经验、模式、产品和人才进行平台化整合，构建轻资产发展模式，**目前已在全国托管及顾问管理优质景区共计 28 家**。

图表 41：华侨城轻资产代表项目

托管	顾问管理
大理古城、香格里拉蓝月谷等	剑门山景区、天涯海角、鹿回头景区等

资料来源：网络公开信息整理，万联证券研究所

华强方特：华强方特在 2012 年之前主要以重资产模式扩张，全面负责主题公园的投资、建设和运营。**2012 年之后，逐渐向轻资产模式转型：**重资产如土地购买、场地建设等主要由政府或当地企业占相对主导地位，公司少量参股；轻资产如游戏设施、运营管理维护则由公司占主导或直接授权给第三方。这种以相对更轻的方式扩张，可以优势互补，并且较快分享相关收益。

图表 42：华强方特代表项目

建设方式	代表项目
自主投资	芜湖方特欢乐世界、芜湖方特梦幻王国、沈阳方特欢乐世界、青岛方特梦幻王国
合作投资	重庆方特科幻公园、汕头方特欢乐世界、泰安方特欢乐世界、济南方特东方神画、南宁东盟文化博览园
授权投资	伊犁方特欢乐世界、大同方特欢乐世界

资料来源：网络公开信息整理，万联证券研究所

海昌海洋公园：近年来逐渐转型，由传统的投资、建设、运营的重资产模式，向轻资产模式发展。按项目大小分为三类轻型业务：大型室外主题公园类、中型城市综合体类和小型宠物公园类。与此同时也积极拓展项目授权的模式，丰富自己的产业类型。2017 年海昌海洋联合碧桂园开发郑州主题公园，碧桂园负责主导项目商业地块的开发建设，海昌则负责主导项目地块娱乐文化相关业态方面的规划设计，并协助项目公司进行开发报建等工作，通过这种方式实现项目的轻资产化。

图表 43：海昌海洋公园运营新模式

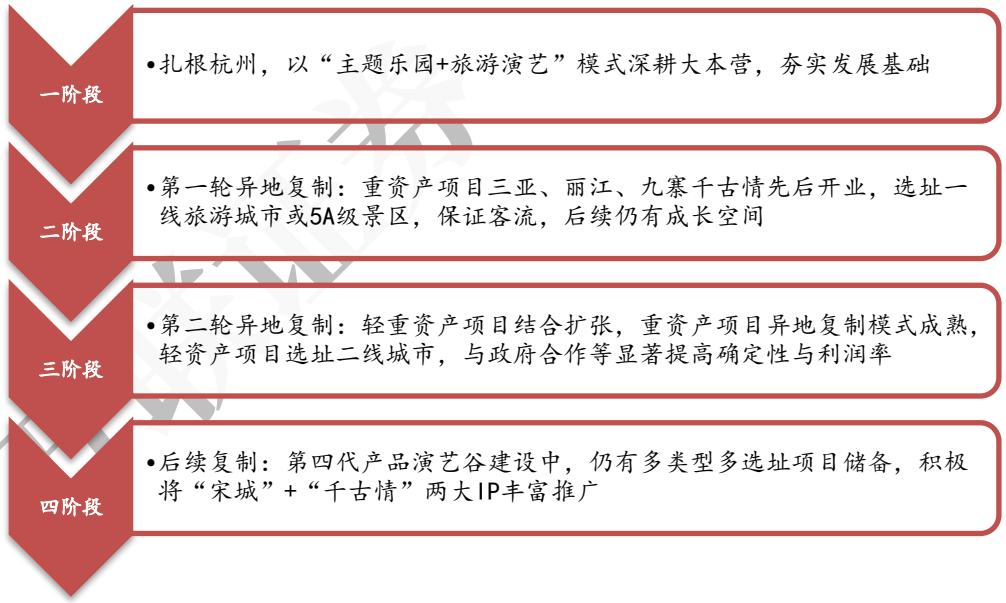
类型	代表项目
大型室外主题公园类	湘江欢乐城海昌海洋公园
中型城市综合体类	南宁融晟天河海悦城
小型宠物公园类	苏州海昌萌宠 park

资料来源：公司官网，万联证券研究所

宋城演艺：一线景区重资产，二三线景区轻资产，并探索演艺新模式。宋城演艺早期

采用自主开发的重资产模式，1996 年建立杭州宋城景区，2013-2014 年，首轮采用重资产模式异地复制项目三亚千古情、丽江千古情、九寨千古情分别成功开业。随后采用了 “重资产+轻资产”结合的模式进行新一轮复制，一共签下了 11 个项目，包括 8 个重资产项目和 3 个轻资产项目，目前正逐渐落地。近年来，公司开始探索新的景区模式，先后设计并开始打造的西塘·宋城演艺谷，珠海·宋城演艺谷是宋城演艺的第四代产品，**是从塑造单一景区，向打造全方位、多层次、立体化旅游目的地的战略升级。**

图表 44：宋城演艺扩张阶段



资料来源：公开信息整理，万联证券研究所

4、投资建议

对比来看，国内与国外主题公园龙头主要有如下不同之处：

- **业务模式上**，国外主题公园业务多样化，旅游业务为次重点；国内主题公园业务较简单，旅游业务为发展重点。
- **收入结构上**，国外主题公园收入多元，营收结构中主题公园收入占比不高；国内主题公园收入结构较单一，目前门票收入仍占大头。
- **地理分布上**，国外主题公园布局较为集中，多品牌优势互补，国内主题公园布局较为分散，还未形成明显的集群化分布。
- **扩张方式上**，国外主题公园自创或收购强大品牌 IP，独资、合资、授权拓展三路并行，国内主题公园自创 IP 为主，重资产扩张向轻资产扩张转变。

综合比较，国内主题公园集团虽然规模已经庞大，但业务模式仍以主题公园运营为主，收入结构单一，对门票依赖度比较高，在地理位置上还比较分散，没有形成明显的集

群化分布区域，且扩展方式也相对单一，仍以自创 IP 和重资产模式为主，总之，与国外主题公园龙头相比较，仍存在一定差距。

中国主题公园处于快速发展阶段，是全球主题公园游客数量增长最快的国家，也是中国旅游行业中最具潜力的发展赛道之一。借助国内主题公园巨大的市场和发展潜力，我国已有 3 家主题公园集团入围全球前 10 大主题公园集团。随着国外主题公园巨头开始进入中国市场，国内主题公园将面临更加激烈的竞争，但一方面，国内市场规模足够大，另一方面，进入中国的主题公园数量还比较少，因此，我们判断，国内主题公园龙头仍有足够的空间来发展，且能在与国外主题公园的竞争中学习与成长，但不具备品牌和规模优势的主题公园将更被洗牌出局，建议重点关注主题公园龙头企业。

5、风险提示

1） 疫情导致主题公园资金风险。新冠疫情期间主题公园均暂停营业，收入大幅减少，而折旧、人工成本仍需负担，导致企业资金链紧张，如果疫情再次恶化且主题公园关闭时间持续超过半年，则企业可能资金链会出现断裂风险。

2） 企业债务风险。主题公园目前仍以重资产扩张模式为主，项目投入大，回收期长，因此大部分主题公园负债率高，财务成本高，资金流紧张，需关注主题公园企业债务风险。

3） 竞争加剧风险。随着中国主题公园市场快速发展，外资主题公园巨头近年来也纷纷进入中国市场，与国际巨头相比，我国主题公园无论 IP、产品内容、规模体量等方面均处于劣势，需关注由此带来的竞争加剧风险。

4） 主题公园经营风险。主题公园投入大，但新开项目成功与否存在不确定性，例如迪士尼这样的主题公园巨头，投资的 6 座迪士尼乐园也并非全部盈利，法国巴黎迪士尼乐园和中国香港迪士尼乐园就长期亏损。根据前瞻产业研究院发布的相关报告，国内存量主题公园项目中 70%亏损，20%盈亏平衡，只有 10%的项目能真正实现盈利，需关注主题公园经营风险。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅－5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场