

旅游综合

证券研究报告
2021年02月22日

北京环球影城开园在即，千万客流驱动首旅酒店+王府井主线成长

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

主题公园市场迎来新黄金十年，中国已成为全球游客量最大的主题公园市场

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

主题公园通常指围绕特定主题规划建设，集合诸多环境、游乐设施、表演、展览等内容的综合性休闲娱乐场所，目前历经四代更迭进入与休闲度假、康养等集聚的综合发展模式。作为文旅产业的连接点，主题公园的商业模式包含多种变现模式。主题公园产业链分为自身所延伸出的内部闭环和由配套产业提供支撑的外部闭环两大产业链。驱动主题公园发展主要包含：高人口密度、消费升级、政策支持以及 IP 文化发展。当前，全球主题公园市场从疫情中逐渐恢复，中国主题公园年游客量增长迅速，已成为全球游客量最大的主题公园市场。

行业走势图



资料来源：贝格数据

北京环球：环球基因结合中国特色 IP，打造全球最大主题公园

环球影城主题公园是国际知名主题公园，2019 年游客量破 5000 万人次。北京环球影城是世界第 5 个、亚洲第 3 个环球影城，是全球目前最大的环球影城主题公园，位于北京通州区南部区域，一期预计于今年 5 月正式开园。北京环球以多层次进行环球基因与中国特色的结合，充分发挥环球影城强 IP 及中国优势。与上海相比，北京市的旅游资源更丰富、类型也多，对游客的吸引力也更强，预计全部开园后游客量有望突破 1500 万。

相关报告

- 1 《旅游综合-行业深度研究:全方位对比中韩免税发展，把握内循环背景下中国免税市场发展机遇》 2020-07-06
- 2 《旅游综合-行业点评:三十条措施重振海南疫后旅游业发展，服务业复工带动行业整体回暖》 2020-03-24
- 3 《旅游综合-行业点评:十一旅游市场：免税大放异彩，观光转休闲游趋势凸显》 2019-10-09

首旅酒店：行业低谷已过，公司拐点将至

当前行业低谷已过，国内疫苗陆续接种，疫情再次大面积爆发风险下降，行业持续复苏、处于上行周期、行业结构优化，①酒店景气度提升，经营数据持续向好。20 年 Q1 至 Q4，境内 RevPAR 持续改善，月度指标亦保持良好复苏趋势。预期 21 年将继续保持低基数下高增长。②疫情加速行业出清和结构升级，连锁整合空间充裕。2020 年酒店关店数 15 万家，其中 98%为单体酒店。③疫情不改首旅酒店加盟扩张步伐，作为酒店龙头，公司持续布局中高端酒店市场，发展云酒店模式。④环球影城有望为首旅旗下京津冀酒店增厚 20 年收入合计 4.01 亿元。

王府井：免税业务持续推进，驱动业绩持续突破

王府井吸收合并首商，整合北京核心商业物业资源，未来有税+免税业务布局核心在于核心物业和供应链，北京市场独占鳌头。当前王府井有税业务正处恢复期，合并首商后规模优势更加明显，免税业务中岛民免税和离岛免税同步推进，同时，王府井计划于环球影城度假区内打造有税和免税结合的商业综合体，有望为王府井增厚 20 年免税+有税收入合计 3.3 亿元。当前疫情逐步缓解，环球影城的开业+离岛免税和岛民免税业务持续推进有望驱动公司业绩突破。

投资建议：目前主题公园市场从疫情中逐渐恢复，中国疫情恢复进展良好，国内消费升级趋势明显，促进消费政策积极，预计中国主题公园市场将持续快速发展。北京环球影城作为中国首家环球影城乐园，北京市的旅游资源丰富、类型多，对游客的吸引力强。在环球影城强大的 IP 驱动下，预计开园后游客量有望突破 1500 万。相关商业、酒店、餐饮等等行业龙头或将持续受益，建议关注【王府井】【首旅酒店】。

风险提示：疫情二次爆发、项目经营风险、经济复苏不及预期、经营不及预期

内容目录

1. 主题公园市场迎来新黄金十年，中国已成为全球游客量最大的主题公园市场	7
1.1. 主题公园种类多样，中国主题公园行业起步晚发展快	7
1.2. 内部闭环+外部延伸，构筑主题公园产业链	8
1.3. 高人口密度+旅游业发展+消费升级+政策加持+IP 文化发展，驱动主题公园发展	11
1.3.1. 高人口密度+旅游业发展，驱动中国主题公园市场快速发展	11
1.3.2. 国内消费升级趋势明显，主题公园需求不断增加	12
1.3.3. 积极政策接连出台，利好中国主题公园发展	12
1.3.4. IP 文化高速成长，助力主题公园高速发展	13
1.4. 中国起步晚发展快，已成为全球游客量最大的主题公园市场	14
2. 北京环球：环球基因结合中国特色 IP，打造全球最大主题公园	17
2.1. 环球影城：国际知名主题公园，2019 年游客量破 5000 万人次	17
2.2. 北京环球影城：中国首家环球影城，开园引爆东方游乐	19
2.2.1. 多层次展现中国 IP，一期预计今年 5 月开园	19
2.2.2. 采取首旅+环球影城合作运营的模式	21
2.2.3. 区位条件与上海相比优势更为明显	22
2.2.4. 引流能力强，预计全部开园后游客量有望突破 1500 万	23
2.2.5. 环球影城辐射周边，带来经济+社会效益双重利好	24
2.2.6. 竞品分析：国内 4 家运营商占据 64%市场份额，环球影城在北京更占优势	26
3. 首旅酒店：行业低谷已过，公司拐点将至	31
3.1. 背靠首旅集团，市占率全国第三	31
3.2. 酒店景气度提升+疫后持续恢复+环球带动区域客流提升，公司拐点将至	32
3.2.1. 酒店景气度提升，经营数据持续向好	32
3.2.2. 疫情加速行业出清和结构升级，首旅加盟扩张步伐不改	34
3.2.3. 环球影城有望为首旅旗下京津冀酒店增厚 20 年收入合计 4.01 亿元	36
3.3. 财务分析：受疫情影响营收利润下滑，保持良好恢复预期	37
3.3.1. 营业收入受疫情影响大，总体呈恢复趋势	37
3.3.2. 毛利率总体保持稳定，净利率受疫情影响转负	38
3.3.3. 受疫情影响大，盈利能力逐步恢复	39
3.3.4. 费用率保持稳定，资产负债率低于同行	40
4. 王府井：免税业务持续推进，驱动业绩持续突破	41
4.1. 百货龙头获免税牌照加持，有税+免税双轮驱动	41
4.2. 吸收合并首商+岛民免税及离岛免税持续推进+环球影城造好周边商业，公司业绩有望持续突破	42
4.2.1. 岛内居民消费增长潜力可期，岛民免税市场规模有望超 2000 亿	42
4.2.2. 吸收合并首商，解决同业竞争一统京津商业，有望推动后续免税业务加速落地	44
4.2.3. 公司岛民免税业务加速落地，为免税业务正式拉开序幕	46

4.2.4. 公司有税业务处于恢复期，随着疫情好转有望逐步恢复常态	47
4.2.5. 环球影城有望为王府井增厚 20 年免税+有税收入合计 3.3 亿元	47
4.3. 财务分析：疫情影响较大，二季度以来不断恢复	48
4.3.1. 营收&利润受疫情影响同比下降 70%，二季度以来持续恢复	48
4.3.2. 受业务结构影响毛利率总体呈现合理下降趋势	49
4.3.3. 各项费用率保持稳定，资产负债率总体平稳	50
5. 投资建议	50
6. 风险提示	50

图表目录

图 1：主题公园模式持续迭代，呈现多业态集聚倾向	7
图 2：中国主题公园起步晚于美国，已发展成全球游客量最大的主题娱乐市场，增长潜力可期	8
图 3：中国主题公园处于产业链中游	9
图 4：主题公园的盈利模式不断迭代，目前进入深度开发模式	9
图 5：主题公园与文旅产业相互融合	10
图 6：2020 年中国主题公园市场规模达 491 亿美元，预计今后 7 年保持 7.2% CAGR。	11
图 7：主题公园密集的城市主城区呈现高 GDP+高人口密度的特点（纵轴为人均 GDP，单位为美元/人；横轴为人口密度，单位 per square mile）	11
图 8：中国国内旅游人数近 5 年保持高速增长	12
图 9：中国国内旅游人均花费近 5 年稳健增长	12
图 10：中国居民人均可支配收入持续增长（单位：人民币元）	12
图 11：主题公园对 IP 资源的获得与开发路径	14
图 12：1985 年-2020 年中国主题公园年游客量及数量增长趋势	14
图 13：2018 年我国主题公园地区分布占比统计情况	15
图 14：中国主题公园不同区域增长数量占比（2008-2017）	15
图 15：世界十大主题公园运营商中中国占据三位	15
图 16：2018—2020 年新增项目的分布（左）及新增项目数量（右）	16
图 17：停业主题公园分析	16
图 18：目前全球环球影城共有多个园区，北京环球影城的开放将扩大环球影城版图	17
图 19：环球影城发展以 IP 为核心，以技术和创意进行转化实现消费者触达	17
图 20：环球影城对主题公园的经营模式	18
图 21：环球影城接待游客量（万人）	19
图 22：北京环球度假区概况一览	20
图 23：北京环球影城示意图	20
图 24：三条地铁直通北京环球主题公园	20
图 25：城市大道融合中式风格与现代设计	21
图 26：北京环球影城股权结构图	21
图 27：中美双方取长补短，优势互补	22
图 28：旅游景区接待人数（万人）	22
图 29：旅游景区营业收入（亿元）	22

图 30: 旅游景区个数 (家)	22
图 31: 人均 GDP (万元)	22
图 32: 北京旅游资源比上海更丰富, 对游客吸引力更强	23
图 33: 北京经济腹地比上海更广, 辐射范围更强	23
图 34: 北京环球影城带来的经济效益与社会效益	25
图 35: 环球影城从纵向、横向角度对产业链产生拉动作用	25
图 36: 影视行业产业链	26
图 37: 我国主题公园运营商市场竞争格局分析情况 (2018 年)	27
图 38: 北京欢乐谷与环球影城相距 17 公里, 离市区更近	28
图 39: 北京欢乐谷游客人群省份来源分布	28
图 40: 北京欢乐谷客流情况	29
图 41: 上海迪士尼游客人群省份来源分布	30
图 42: 首旅酒店与如家酒店于 2016 年合并成为首旅如家, 发展速度加快	31
图 43: 首旅酒店股权结构: 首旅集团为大股东	32
图 44: 2020 中国十大酒店集团市场占有率	32
图 45: 首旅如家酒店类型分布	32
图 46: 12 月需求增长和供给增长稳定	33
图 47: 12 月 RevPAR 较 11 月增长 21%	33
图 48: 12 月 ADR 较 11 月增长 15%	33
图 49: Occ 同比下降 5.7pct	33
图 50: RevPAR 同比 -11.2%	33
图 51: ADR 同比 -6.0%	33
图 52: 2020 年 12 月 Occ 同比 -5.5%	34
图 53: 2020 年中国酒店关店约 15 万家, 其中单体酒店占比 98%	35
图 54: 中国酒店行业连锁化率处于低位水平, 增长空间大	35
图 55: 20Q3 加盟店占总比 83%	35
图 56: 首旅高端酒店品牌内景图	35
图 57: 2020 年中高端酒店占比稳定增长, 经济型占比稳定下降	35
图 58: 2020 年经济型酒店总数量持续下降	36
图 59: 2020 年云系列酒店数量稳定上涨	36
图 60: 2020 年中高端酒店总数量稳定上涨	36
图 61: 首旅酒店国内酒店京津冀分布情况	37
图 62: 环球影城对首旅酒店酒店业务影响测算假设	37
图 63: 环球影城开园对首旅酒店业务影响测算	37
图 64: 2016-2020H1 公司营业收入: 2020H1 受疫情影响较大	38
图 65: 2016-2020H1 公司归母净利润: 2020 年受疫情冲击转负	38
图 66: 2015-2020H1 公司酒店业务占比逐年提升	38
图 67: 2016-2020H1 公司酒店管理收入占比逐年提升	38
图 68: 2015-2018 公司毛利率: 总体上呈上升趋势	39
图 69: 2015-2020Q3 公司净利率: 受疫情影响转负	39
图 70: 2020 年归母净利润同比下降 155.37%	39

图 71: 2020 年扣归非归母净利润同比下降 172.30%	39
图 72: 2020 年 Q1-Q4 单季度归母净利润大幅增长	40
图 73: 2017-2020H1 公司各项费用率	40
图 74: 首旅酒店资产负债率低于同行 (截至 2020H1)	40
图 75: 王府井发展历程	41
图 76: 王府井门店 2019 年末全国分布情况	42
图 77: 海南省常住人口保持增长趋势	42
图 78: 餐饮、商品零售在海南省社零中占比较为稳定	43
图 79: 海南省 19 年限额以上商品零售额中各品类占比	43
图 80: 海南省全体居民人均消费支出保持增长趋势	43
图 81: 海南省全体居民人均可支配收入保持增长趋势	43
图 82: 海南省社会消费品零售总额年逐年增长	44
图 83: 20 年海南社零总额仍维持正增长	44
图 84: 首商 2019 年北京地区四类业态营收占比	44
图 85: 北京为公司 2019 年商业零售营收主要来源	44
图 86: 变动前王府井股权结构	45
图 87: 王府井股权结构	46
图 88: 2019Q4-2020Q4: 公司净利润及增速	47
图 89: 2016-2020: 公司净利润及增速	47
图 90: 王府井&首商股份北京门店情况	48
图 91: 环球影城对王府井有税+免税影响测算假设	48
图 92: 2016-2020Q3 公司营业收入: 二季度以来逐步恢复	49
图 93: 2016-2020Q3 公司归母净利润: 二季度以来逐步恢复	49
图 94: 百货/购物中心贡献主要收入, 疫情以来超市贡献增长明显	49
图 95: 华北、西南地区仍旧贡献主要收入	49
图 96: 2014-2020Q3 公司主业毛利率: 业务结构影响略微下降	50
图 97: 2014-2020Q3 公司净利率: 受疫情冲击大转负	50
图 98: 2017-2020H1 公司各项费用率: 受疫情影响大	50
图 99: 公司资产负债率总体平稳	50
表 1: 主题公园分类 (按旅游体验分类)	7
表 2: 主题公园分类 (按规模分类)	7
表 3: 我国针对主题公园的主要相关政策	13
表 4: 知名主题公园储备大量的文化 IP	13
表 5: 北京环球影城是全球最大的主题公园	18
表 6: 环球影城 IP 储备情况	19
表 7: 各地环球影城游客承载密度	23
表 8: 北京环球影城引流能力测算	24
表 9: 游客承载密度: 北京欢乐谷 VS 上海欢乐谷	24
表 10: 北京环球影城引流能力测算 (方法二)	24
表 11: 国内知名主题乐园运营商发展情况	27

表 12: 北京环球影城与上海迪士尼在内容 IP、客群年龄层、主要客群有所差异.....	29
表 13: 王府井各地区门店经营情况.....	41
表 14: 首商集团购物中心、百货、奥莱门店分布情况.....	45
表 15: 王府井与海南橡胶的投资金额占比与具体合作方式	46

1. 主题公园市场迎来新黄金十年，中国已成为全球游客量最大的主题公园市场

1.1. 主题公园种类多样，中国主题公园行业起步晚发展快

主题乐园行业稳步发展方兴未艾，目前历经四代更迭进入与休闲度假、康养等集聚的**综合发展模式**。主题公园通常指围绕特定主题规划建设，集合诸多环境、游乐设施、表演、展览等内容的综合性休闲娱乐场所。以赋予游乐形式以某种主题为最大特点，围绕一个或几个主题创造一系列具备特别环境、气氛的项目吸引游客。园内所有的建筑色彩、造型、植被、游乐项目等都为主题服务，共同构成游客容易辨认的特质和游园的线索。

图 1：主题公园模式持续迭代，呈现多业态集聚倾向



资料来源：中国主题公园研究院，天风证券研究所

主题公园类型多样。主题公园可按照旅游体验和规模进行分类，环球影城属主题创意类别、目的地级的主题公园。根据旅游体验类型，主题公园可以分为历史文化、景观观光、休闲游乐、情景模拟、主题创意五大类，其中环球影城属于主题创意类别的主题公园。根据规模类型，主题公园可以分为目的地级、区域级、城市级、社区级等四大类。

表 1：主题公园分类（按旅游体验分类）

类别	体验内容	特征	主题公园代表
历史文化	历史文化	以历史文化的参观、体验为主题	杭州宋城景区、开封清明上河园、常州春秋淹城
景观文化	人造景观	以仿真或人造景观的缩微景观为游览主题	深圳锦绣中华、世界之窗、昆明世界园艺博览园
休闲游乐	游乐设施	提供大型游乐设施以满足游客的休闲游乐需求	“欢乐谷”系列主题公园、苏州乐园、杭州乐园
情景模拟	人造场景	以场景体验为主	浙江横店影视城、银川华夏西部影视城
主题创意	独特主题	以独特的主题创意为主，融合多种表现方式的主题体验	迪士尼乐园、环球影城、常州中华恐龙园、方特欢乐世界

资料来源：《中国游乐》公众号，天风证券研究所

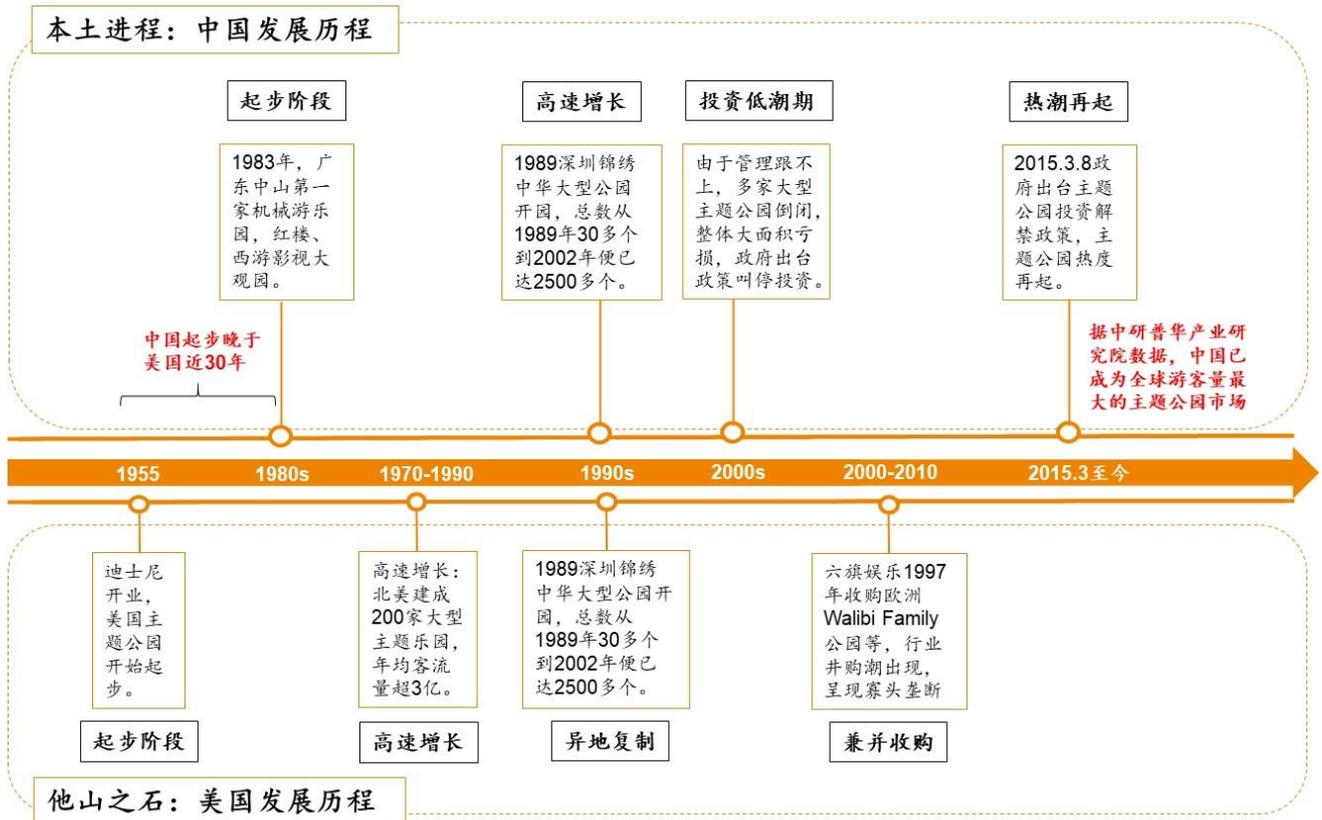
表 2：主题公园分类（按规模分类）

主题公园类型	投资规模（欧元/亿）	设计容量（万人次）	项目数量（个）	市场半径	典型例子
目的地级	>2.5	>350	>55	专程游客超过 50%	香港迪士尼
区域级	1.0-2.5	150-350	35-50	专程游客超过 25%	华侨城欢乐谷系列
城市级	0.8-1.0	75-150	25-35	95%是城市居民	华强方特世界
社区级	0.1-0.18	<75	比较小	周边社区居民	大连圣亚大白鲸世界

资料来源：《中国游乐》公众号，天风证券研究所

中国主题公园起步晚发展快，已成为全球游客量最大的主题公园市场。1955年，迪士尼乐园美国洛杉矶建成，第一个完整意义上的主题公园诞生。在1970-1990年，主题公园从美国扎根，逐渐在世界范围内兴起，美国的迪士尼魔法王国、环球影城、迪士尼动物王国和日本的东京迪士尼纷纷建成，迎来主题公园的第一个全球发展高潮。1983年，广东中山第一家机械游乐园——红楼、西游影视大观园建成，象征着中国主题公园发展开始起步。2017年以来，国内主题公园行业投资加速，众多新项目落地，进入快速发展期。据中研普华产业研究院数据，中国已成为全球游客量最大的主题公园市场，拥有近3000家主题公园，其中规模性的主题公园约400家。

图2：中国主题公园起步晚于美国，已发展成全球游客量最大的主题娱乐市场，增长潜力可期

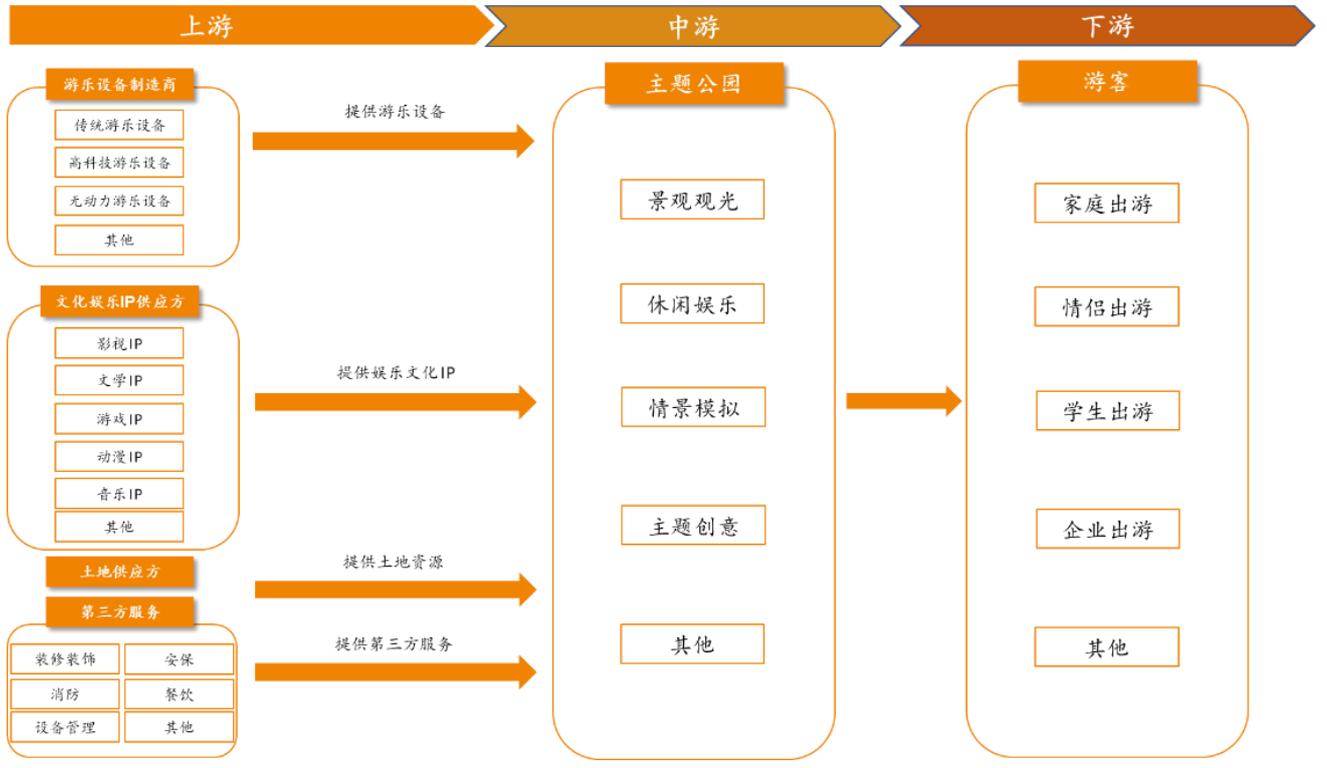


资料来源：《中国游乐》微信公众号，中研普华产业研究院，天风证券研究所

1.2. 内部闭环+外部延伸，构筑主题公园产业链

主题公园产业链分为自身所延伸出的内部闭环和由配套产业提供支撑的外部闭环两大产业链。内部延伸的产业链包括主题公园上游对接的文化娱乐IP供应方、游乐设备制造商，下游对接的游客。在有配套产业提供支撑的外部闭环中，包括餐饮、商业、酒店以及其他的消费领域和内容。

图 3：中国主题公园处于产业链中游



资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

主题公园与文旅产业相互融合，打造多种盈利方式。作为文旅产业的连接点，主题公园的商业模式包含多种变现模式，包括公司门票销售、游乐项目、主题演出销售、园内餐饮消费，以及衍生玩具、衣物等形成的销售收入。

图 4：主题公园的盈利模式不断迭代，目前进入深度开发模式



资料来源：道略文旅产业研究院，新旅界，天风证券研究所

2019 年中国知名主题公园门票收入占比约为 70%，海外知名主题公园门票收入占比约为 30%。主题公园通常会向餐饮、住宿、购物、休闲娱乐等产业进行衍生发展，如华侨城发展“主题公园+文化旅游+地产”的模式，迪士尼发展“主题公园+IP+酒店”的发展模式。

图 5：主题公园与文旅产业相互融合

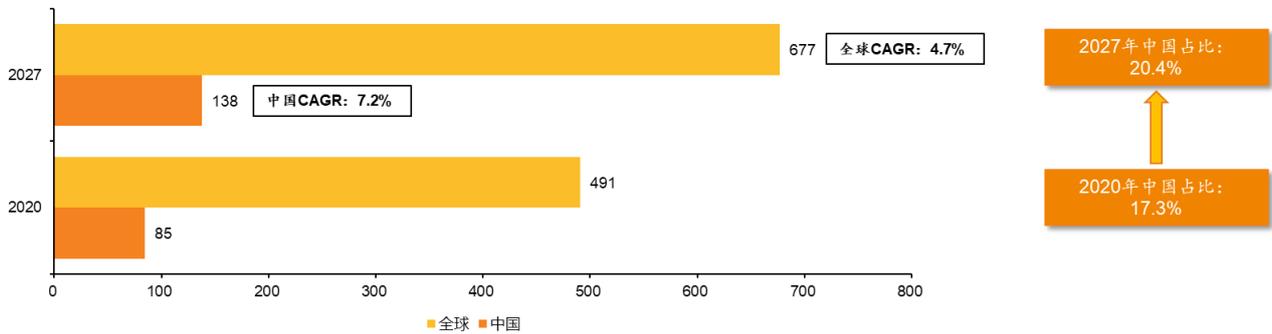


资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

全球主题公园市场从疫情中逐渐恢复，2020 年规模估计为 491 亿美元。据美国 Strategy R 数据，受到 COVID-19 疫情影响，2020 年全球主题公园市场规模较 2019 年有所降低，预计 2020-2027 年 CAGR 达 4.7%，2027 年市场规模预计达 677 亿美元。

中国主题公园市场持续增长，2020 年市场规模约 85 亿美元。2014 年以来，中国主题公园数量持续增长，一方面，国际大牌主题公园如迪士尼、环球影城进入中国市场，将大众知晓的动漫影视 IP 带给中国消费者，在扎根中国市场的同时，也挖掘了中国主题公园市场的潜力；另一方面，中国本土主题公园发展势头强劲，欢乐谷、长隆等国产知名主题公园逐渐全国范围布局，深入各地旅游市场，开发各层次游客的主题公园消费能力。根据美国 Research and market 数据，2020 年中国主题公园市场规模（按销售额计）达 85 亿美元，预计 2020-2027 年 CAGR 达 7.2%，2027 年市场规模达 138 亿美元，未来默林娱乐、六旗娱乐、团聚公园集团等国际知名主题公园运营商将相继进入中国市场，为中国主题公园市场带来新鲜血液，激发与满足更多潜在用户需求；中国本土主题公园运营商也将复制自身成熟模式，布局更多城市，为中国主题公园市场成长带来新动力。同比之下，日本和加拿大未来 7 年预估 CAGR 仅分别为 2.6%和 4.2%。

图 6：2020 年中国主题公园市场规模达 491 亿美元，预计今后 7 年保持 7.2% CAGR。



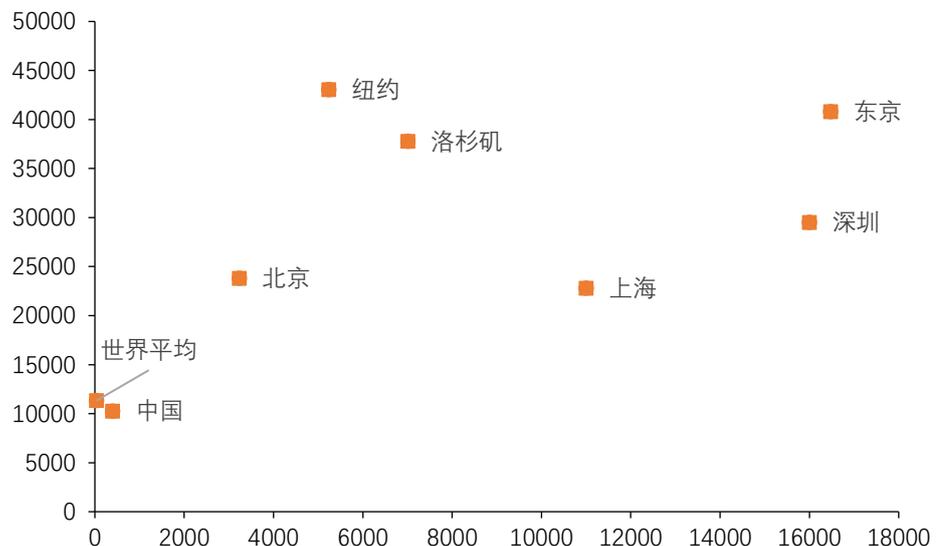
资料来源：Strategy R, Research and market, 天风证券研究所

1.3. 高人口密度+旅游业发展+消费升级+政策加持+IP 文化发展, 驱动主题公园发展

1.3.1. 高人口密度+旅游业发展, 驱动中国主题公园市场快速发展

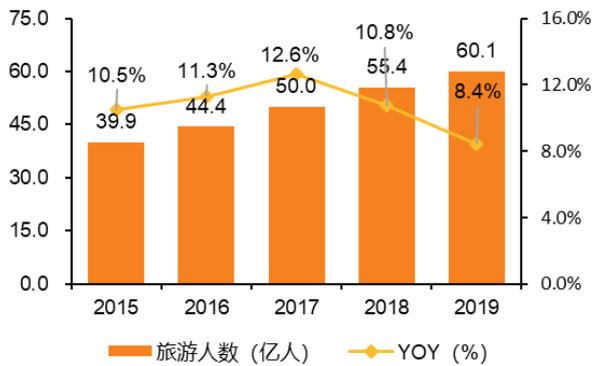
高人口密度+旅游行业快速发展构成我国主题公园的需求根基。世界著名主题公园多集中在高人口密度+高 GDP 的区域，世界 TOP25 主题公园集中于洛杉矶、东京、香港、北京、首尔等地，均为人口密度和人均 GDP 较高的地区。在世界主要国家中，中国的人口密度为 146 人/每平方公里，位列世界主要国家第 13，一线城市人口稠密、适宜主题公园落地，在福布斯杂志公布的世界城市稠密度排行榜中，中国有 5 个城市人口密度跻身世界前 20，为主题公园的落户与发展奠定了良好基础。2019 年中国国内游客人次达 60.1 亿人次，同比增长 8.4%，2015 年至 2019 年 CAGR 达 10.8%，2019 年中国国内旅游人均花费达 944.7 元，同比增长 2.0%，2015 年至 2019 年 CAGR 达 2.5%，中国国内旅游人次的快速增长+人均消费的提升持续带动主题公园的发展。2018 年中国国内主题公园游客人次达 2.1 亿人次，基于中国国内旅游市场快速发展的预期，沙利文估计 2020 年中国主题公园游客人次达 2.6 亿人次。

图 7：主题公园密集的城市主城区呈现高 GDP+高人口密度的特点（纵轴为人均 GDP，单位为美元/人；横轴为人口密度，单位 per square mile）



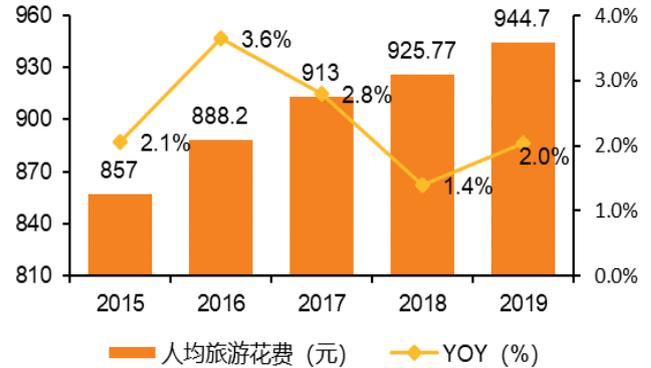
资料来源：世界银行、STATISTICA、政府官网、WIKIPEDIA、Worldpopulationview、usatoday 等，天风证券研究所

图 8：中国国内旅游人数近 5 年保持高速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：中国国内旅游人均花费近 5 年稳健增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3.2. 国内消费升级趋势明显，主题公园需求不断增加

人均可支配收入提升促进消费升级。中国经济快速发展，中国居民可支配收入保持稳健增长，从 2015 年的 21,966 元增长至 2019 年的 30,733 元，消费水平不断提高，旅游消费观念不断转变升级。在满足日常开支外，居民对于文化娱乐的需求日益增加，消费意愿显著提升。中国主题公园企业逐渐增加，国际知名主题公园纷纷入驻中国市场，本土知名主题公园也深耕具有中国特色的 IP 文化，唤醒中国主题公园体验消费的市场热情。中国文化娱乐产业的持续发展与消费者对文娱相关产业的需求持续升级形成良性互动，共同促进中国主题公园行业的稳健发展。

图 10：中国居民人均可支配收入持续增长（单位：人民币元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3.3. 积极政策接连出台，利好中国主题公园发展

近年积极政策逐步出台，中国主题公园发展驶入快车道。2012 年，政府出台《关于规范主题公园发展的若干意见》，进一步加强监管，明确主题公园的范围与类型，主题公园行业发展进一步规范。2018 年，国家发改委出台《关于规范主题公园建设发展的指导意见》，从丰富文化内涵、提高科技含量、壮大市场主体 3 个方面给出了主题公园转型升级的方向，中国主题公园行业进入增长的黄金时期。2018 年中国主题公园行业市场零售额就已突破 400 亿元。

表 3：我国针对主题公园的主要相关政策

政策名称	发布机关	发布时间	主要内容
《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》	国家发改委	2018.06	完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国有景区门票价格，有利于加快构建充分体现社会效益、社会效益和经济效益相统一的国有景区运营管理体制机制，有利于进一步释放旅游消费需求，推动旅游业加快由门票经济向产业经济、小众旅游向大众旅游、景点旅游向全域旅游转型升级。
《关于规范主题公园建设发展的指导意见》	国家发改委	2018.04	从丰富文化内涵、提高科技含量、壮大市场主体 3 个方面给出了主题公园转型升级的方向
《“十三五”旅游业发展规划》	国务院	2016.12	“十三五”旅游业发展的主要目标是：旅游经济稳步增长。城乡居民出游人数年均增长 10%左右，旅游总收入年均增长 11%以上，旅游直接投资年均增长 14%以上。到 2020 年，旅游市场总规模达到 67 亿人次，旅游投资总额 2 万亿元，旅游业总收入达到 7 万亿元。
《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》	国务院	2014.08	推动旅游产品向观光、休闲、度假并重转变，满足多样化、多层次的旅游消费需求。到 2020 年，境内旅游总消费额达到 5.5 万亿元，城乡居民年人均出游 4.5 次，旅游业增加值占国内生产总值的比重超过 5%。
《国民旅游休闲纲要(2013-2020 年)》	国务院	2013.02	到 2020 年，职工带薪休假制度基本得到落实，城乡居民旅游休闲消费水平大幅增长，健康、文明、环保的旅游休闲理念成为全社会的共识
《关于规范主题公园发展的若干意见》	国务院	2012.06	进一步加强监管，明确主题公园的范围与类型
《关于金融支持旅游业加快发展的若干意见》	中国人民银行、发改委、旅游局、银证保监会	2012.2	支持旅游企业发展多元化融资渠道和方式。支持旅游资源丰富、管理体制清晰、符合国家旅游发展战略和发行上市条件的旅游企业上市融资。本公司将抓住新的发展机遇，大力发展一站式旅游目的地模式，继续保持持续、稳定的成长。

资料来源：国务院，《中国游乐》公众号，天风证券研究所

1.3.4. IP 文化高速成长，助力主题公园高速发展

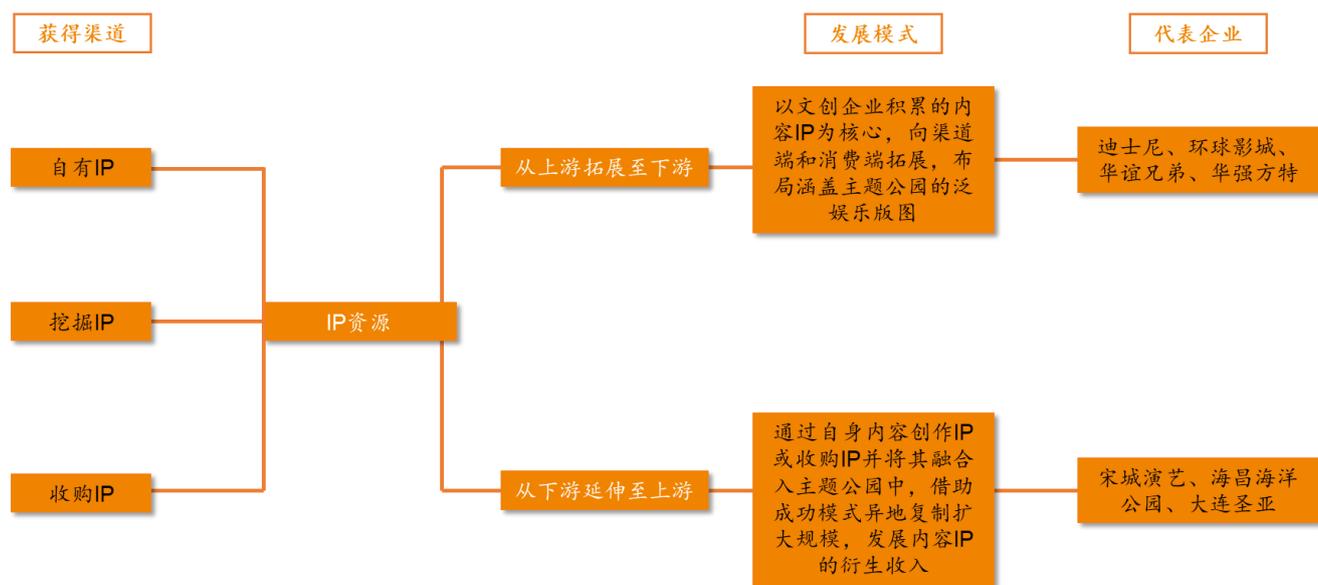
IP 文化高速成长，助力主题公园打造品牌影响力。IP 文化是主题公园的核心，扩大品牌影响力、提高品牌辨识度、增强持续竞争力的有效途径。近年来国内外 IP 产业的高速发展，推动了主题公园行业的高速发展。主题公园通过培育自主 IP、获取 IP 授权及合作打造 IP 等形式获取 IP，加深大众认知。

表 4：知名主题公园储备大量的文化 IP

知名主题公园集团	IP 资源示例
迪士尼	米老鼠、白雪公主、冰雪奇缘、海底总动员、加勒比海盗、迪士尼汽车总动员、阿凡达、银河护卫队、漫威超级英雄系列等
环球影城	哈利波特、蜘蛛侠、辛普森、小黄人、超级马里奥、侏罗纪环球影城公园、怪物史莱克、功夫熊猫、变形金刚、星际迷航等等
默林	默林乐高、小猪佩奇等等
华强方特	华强方特熊出没、孟姜女、女娲传奇、雷峰塔、牛郎织女、梁祝等
宋城演艺	宋城演艺千古情、钱塘仙侠会等
华谊兄弟	华谊兄弟星光大道、集结号、太极、通天帝国等
华侨城	华侨城锦绣中华、欢乐谷、民俗村等

资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

图 11：主题公园对 IP 资源的获得与开发路径

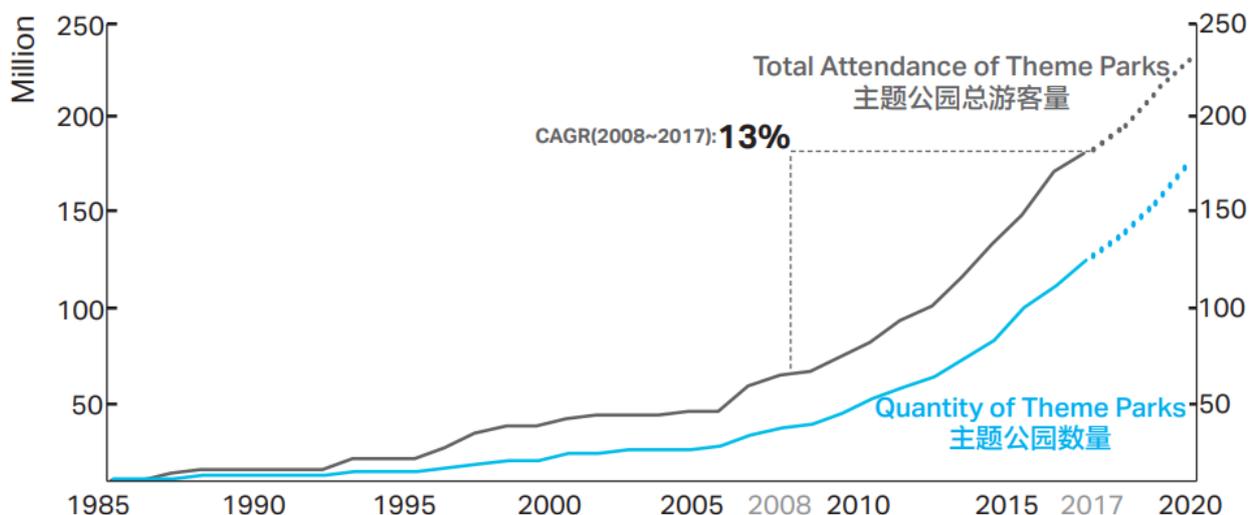


资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

1.4. 中国起步晚发展快，已成为全球游客量最大的主题公园市场

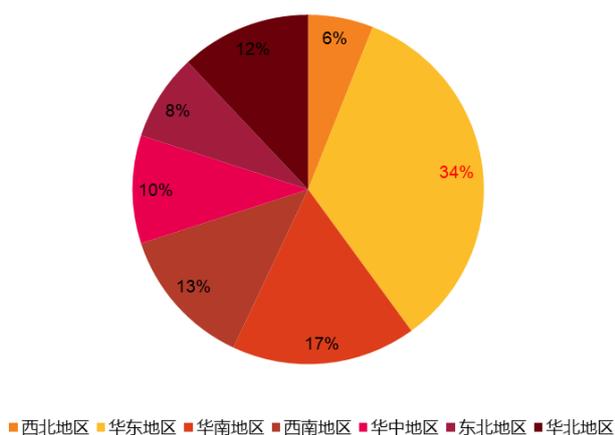
中国主题公园年游客量增长迅速，已成为全球游客量最大的主题公园市场。主题公园游客量增长基本与主题公园数量增长同步。自 1993 年起，主题公园游客量增速逐渐超过主题公园数量的增速。2008-2017 年期间，主题公园游客量每年平均增长 13%。据 AECOM 估算和中研普华产业研究院数据，2020 年中国主题公园总游客量预计超 2.25 亿人次，成为全球游客量最大的主题公园市场。截至 2018 年底，我国大部分主题公园集中在经济较为发达且气候相对温和的东南沿海地带(即华东地区)，数量占比达到 34%。其次为华南地区，主题公园项目 22 个，占比达到 17%。

图 12：1985 年 - 2020 年中国主题公园年游客量及数量增长趋势



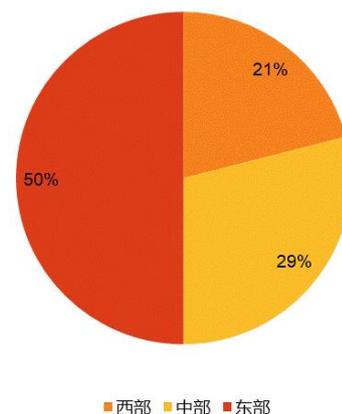
资料来源：AECOM，天风证券研究所

图 13：2018 年我国主题公园地区分布占比统计情况



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 14：中国主题公园不同区域增长数量占比（2008-2017）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

全球前十大主题公园中国发展迅速，显著高于其他地区。根据 TEA/AECOM 联合发布的《2019 全球主题公园及景点报告》，全球十大主题公园集团继 2018 年游客量突破 5 亿人次后，再上新台阶，游客量增至 5.21 亿人次，同比增至 4%。与 2018 年相比，十大主题公园巨头排名变化不大，最大的变化是华侨城超越环球影城排名第三。此外，华强方特、华侨城和长隆游客量增速分别为 19.8%、9.4%和 8.9%，其游客量总和超过 1.4 亿人次，占 TOP10 总游客量的 27%。相比之下，其他地区游客量增速最快的雪松会娱乐的增速为 8%。

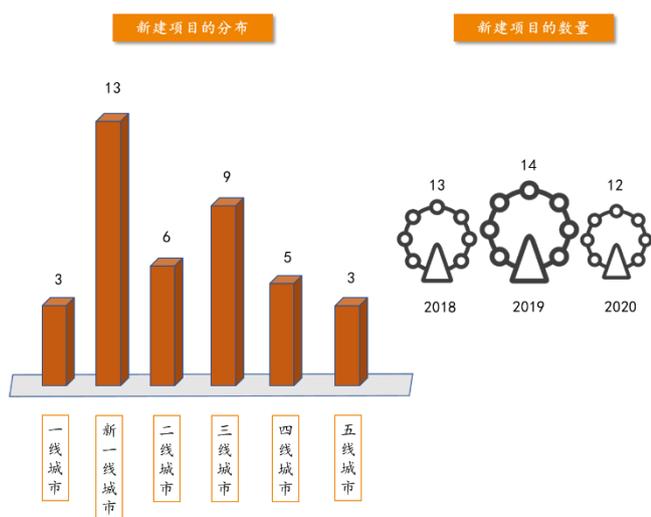
图 15：世界十大主题公园运营商中中国占据三位



资料来源：AECOM，天风证券研究所

新建主题公园数量保持稳定，停业主题公园呈现规模小、流量小的特征。据 AECOM 数据显示，中国主题公园数量总数从 2018 年的 128 个更新至目前的 156 个，其中新增项目 39 个，关停项目 10-20 个。其中新增的 39 个主题公园主要集聚在新一线城市，如南京、郑州等。虽然 2020 年突如其来的疫情使得新增项目的开业速度暂时放缓，但主题公园规划建设是长期计划，随着国内旅游市场的逐步恢复，新增项目于下半年相继开业，开业数量几乎与往年持平。

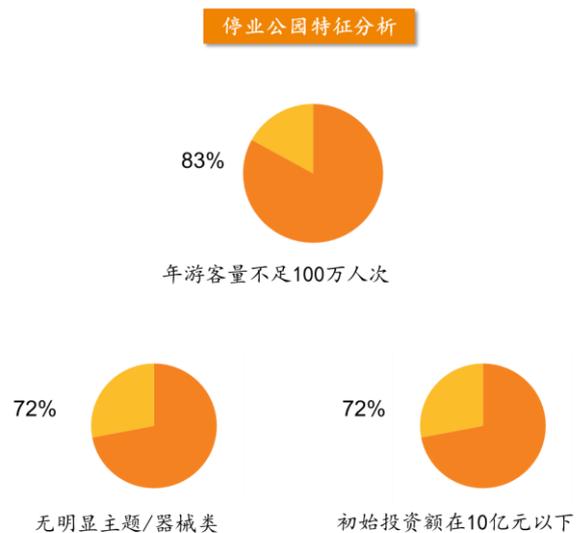
图 16：2018—2020 年新增项目的分布（左）及新增项目数量（右）



资料来源：AECOM，天风证券研究所

注：城市级别定义参考第一财经：新一线城市研究所发布的《2020 城市商业魅力排行榜》

图 17：停业主题公园分析



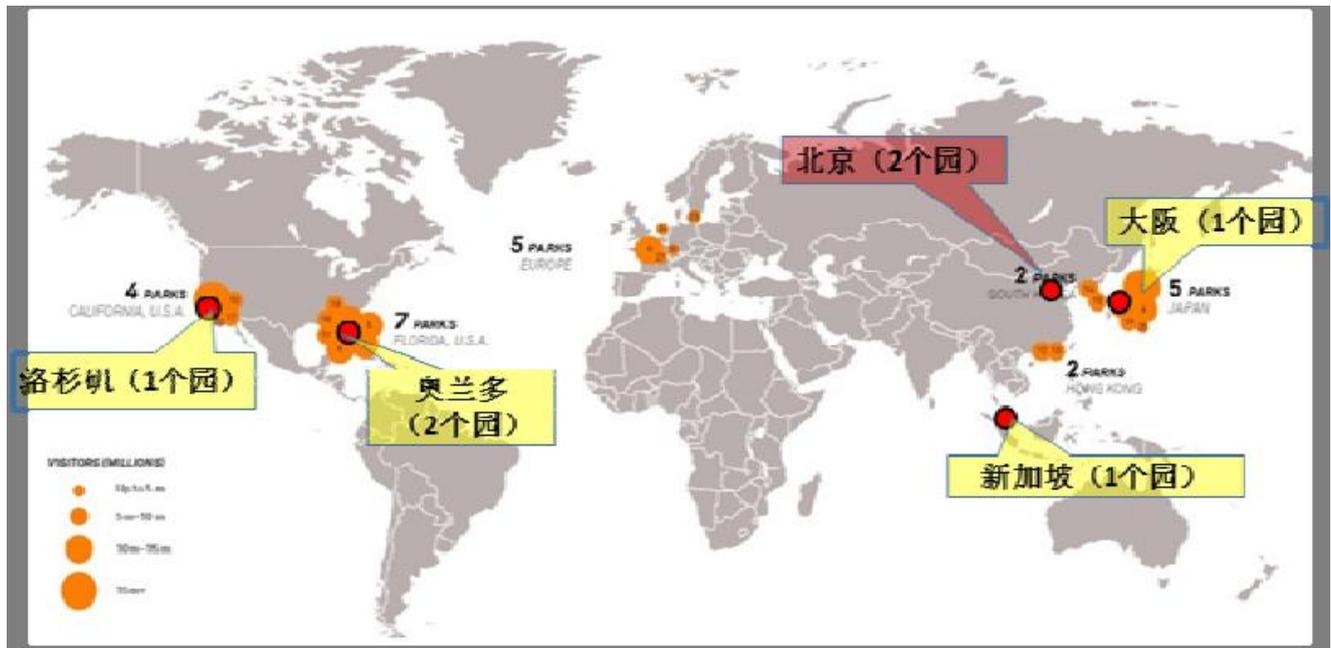
资料来源：AECOM，天风证券研究所

2. 北京环球：环球基因结合中国特色 IP，打造全球最大主题公园

2.1. 环球影城：国际知名主题公园，2019 年游客量破 5000 万人次

环球影城是一个以再现电影主题和情节为主题的游乐园。公司早期以拍摄电影起家，随着电影业务的成熟发展衍生出了线下乐园，并且和电影有机结合，以再现和体验景点电影中的情节为核心项目，构建了内容丰富引人入胜的游乐园，每年接待上千万人次，是集餐饮、娱乐、购物为一体的超级主题公园。

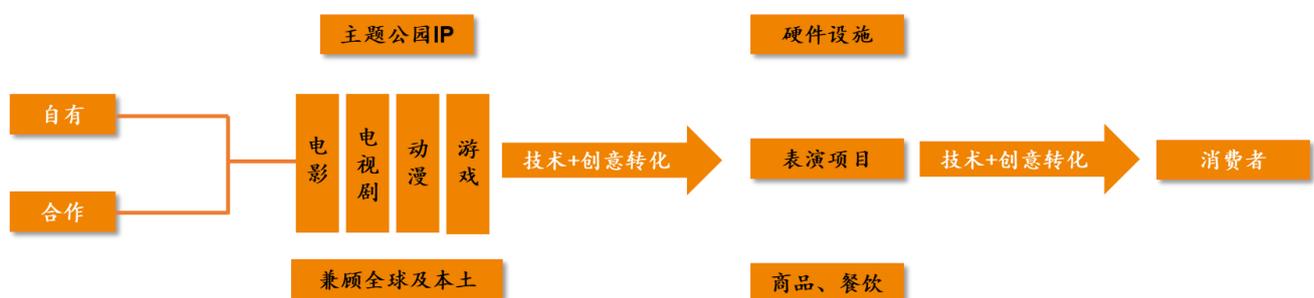
图 18：目前全球环球影城共有多个园区，北京环球影城的开放将扩大环球影城版图



资料来源：《北京环球影城主题公园项目客流预测》，天风证券研究所

IP 资源储备丰富，自上而下进行布局。环球影城以 IP 起家，以文创积累的内容 IP 为核心进行开发与应用，从上游扩展至下游，向渠道端和消费端扩展，布局涵盖主题公园的泛娱乐版图。

图 19：环球影城发展以 IP 为核心，以技术和创意进行转化实现消费者触达



资料来源：《媒介杂志》公众号，天风证券研究所

环球影城授权模式分为 3 类，北京环球影城属合资经营。环球影城对主题乐园的经营主要有三种模式，第一种是全资拥有自主经营，如奥兰多和好莱坞的主题乐园；第二种是与其他公司合资，环球占部分股份，如日本大阪环球影城，为环球与日本 USJ 公司共同拥有，环球控股 51%，北京环球影城也是环球持股 30%；第三种是授权给第三方使用环球影城的名字和部分 IP 项目，如新加坡的圣淘沙是 Genting 公司全资拥有，环球影城仅授权。

图 20：环球影城对主体公园的经营模式



资料来源：华道兄弟研究院，天风证券研究所

全球范围投资布局，多元化+本土化打造 IP。自 1964 年在洛杉矶开设好莱坞环球影城以来，在五十年里，环球影城逐渐从美洲扩张到了亚洲，目前有 4 个主题公园，北京环球影城预计于 2021 年春季开园。

表 5：北京环球影城是全球最大的主题公园

开设地点	年份	建设面积	现状
洛杉矶	1964	212 公顷	世界最大的电影、电视制片厂及以电影题材为主的主题公园。
奥兰多	1990	60 公顷	奥兰多最新的休闲度假区，它由两个主题公园、多个园内酒店和环球城市大道组成。首先建造的佛罗里达环球影城，是一个以电影为主题的主题公园。环球冒险岛则是技术最先进的主题公园，融集体休闲娱乐为一体。
大阪	2001	54 公顷	把最新设计的娱乐理念带给日本，开园第一年接待了 1100 万游客，刷新了全球主题公园的纪录。此前由 US J(日本环球影城)运营，US J 已于 2015 年被康卡斯特收购。
新加坡	2010	22 公顷	圣淘沙名胜世界的重点项目之一，东南亚首个和唯一的环球影城主题公园。由云顶集团负责经营。
北京	2021	超 400 公顷	全球最大的主题公园，距核心城仅约 30 公里，预计投资超过 500 亿美元。

资料来源：《媒介杂志》公众号，天风证券研究所

作为环球电影旗下的公司，依托于环球的优秀内容，环球影城拥有广泛的 IP 头部资源。IP 包括电影、电视剧、动漫、游戏等。除自有 IP 外，环球影城还购买其他公司的内容版权进行改造。同时，在环球影城的各个国家的游乐园中，还基于本国的特点进行项目设计。

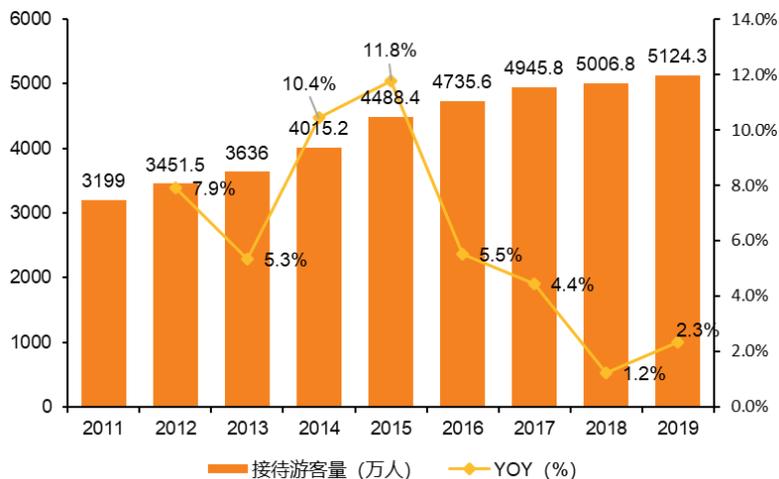
表 6: 环球影城 IP 储备情况

IP 来源	具体 IP	环球影城项目
自有——环球影业	速度与激情、神偷奶爸、侏罗纪公园等	速度与激情——超动力神偷奶爸小黄人 3D 虚拟过山车侏罗纪公园激流勇进
华纳兄弟	哈利波特等	哈利波特的魔法世界
梦工厂	史瑞克、马达加斯加等	史瑞克 4D 剧院
派拉蒙	变形金刚等	变形金刚 3D 虚拟过山车
AMC 电视网	行尸走肉等	行尸走肉主题娱乐项目
集英社	死亡笔记、海贼王等	死亡笔记主题娱乐项目《海贼王》舞台秀

资料来源:《媒介杂志》,天风证券研究所

环球影城游客数量持续增加,拥有较大的 IP 影响力和规模。根据 AECOM 历年发布的《全球主题公园调查报告》,环球影城娱乐集团从 2011 年-2019 年接待游客数量持续增加,2019 年接待游客数量 5124.3 万,排在全球各大主题公园集团第四位,2019 年全球排名前 25 为的娱乐/主题公园中环球影城占 4 个席位,在主题公园领域拥有较强的 IP 影响力和较大的规模。

图 21: 环球影城接待游客量 (万人)



资料来源:新京报,天风证券研究所

2.2. 北京环球影城: 中国首家环球影城, 开园引爆东方游乐

2.2.1. 多层次展现中国 IP, 一期预计今年 5 月开园

位于北京通州区南部区域,一期预计于今年 5 月正式开园。北京环球影城位于通州文化旅游区内,地处城市副中心南部区域,梨园镇、张家湾镇、台湖镇三镇交汇处。项目配套建设一个地铁站及两条地铁线路,比邻北京东六环路和京哈高速。规划选址 4 平方公里,其中核心区占地 1.2 平方公里,外围控制用地 2.8 平方公里,总投资 500 多亿元。规划分为 3 期建成,首期占地 159.57 公顷,包括环球影城主题公园、集零售、餐饮及娱乐场所为一体的北京环球城市大道、环球大酒店、诺金度假酒店等;二期占地 165.83 公顷,计划建设中国主题公园,引进孙悟空等国内经典主题;三期考虑建设水上公园。疫情对北京环球影城建设情况影响有限,目前一期工程已全面完工,计划于 2021 年春季试运营,并在 5 月正式开园。据通州区文化旅游区管委会副主任王冬生介绍,一期公园预测每年可接待客流量 1200 万人次至 1500 万人次之间。

图 22：北京环球度假区概况一览



资料来源：北京商报，天风证券研究所

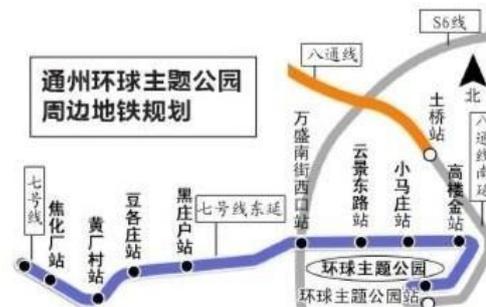
交通布局上，北京环球影城位于通州区梨园镇，根据相关规划，通州文化旅游区内规划 4 处公交场站，包括 2 处公交枢纽、1 处公交中心站、1 处公交首末站。轨道交通方面，地铁 7 号线东延和八通线南延也在园区设站。另外，城际铁路联络线也规划途经此站，未来乘客能在此换乘城际铁路，直达首都机场和大兴机场。

图 23：北京环球影城示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 24：三条地铁直通北京环球主题公园



资料来源：通州八通网，天风证券研究所

多层次展现中国 IP 元素,打造园区中国特色。北京环球影城主题公园项目于 2014 年启动，是世界第 5 个、亚洲第 3 个环球影城，是全球目前最大的环球影城主题公园。一期中国元素占 35%，主要体现在场面设计（演出、巡游、烟火表演等）和视觉方面（建筑形式、餐饮种类），具体的中国原创题材游乐项目较少，以引进美国电影题材游乐项目为主。二期主题公园将完全以中国文化为主，开发建设中国经典电影为主题的游乐场馆。

图 25：城市大道融合中式风格与现代设计

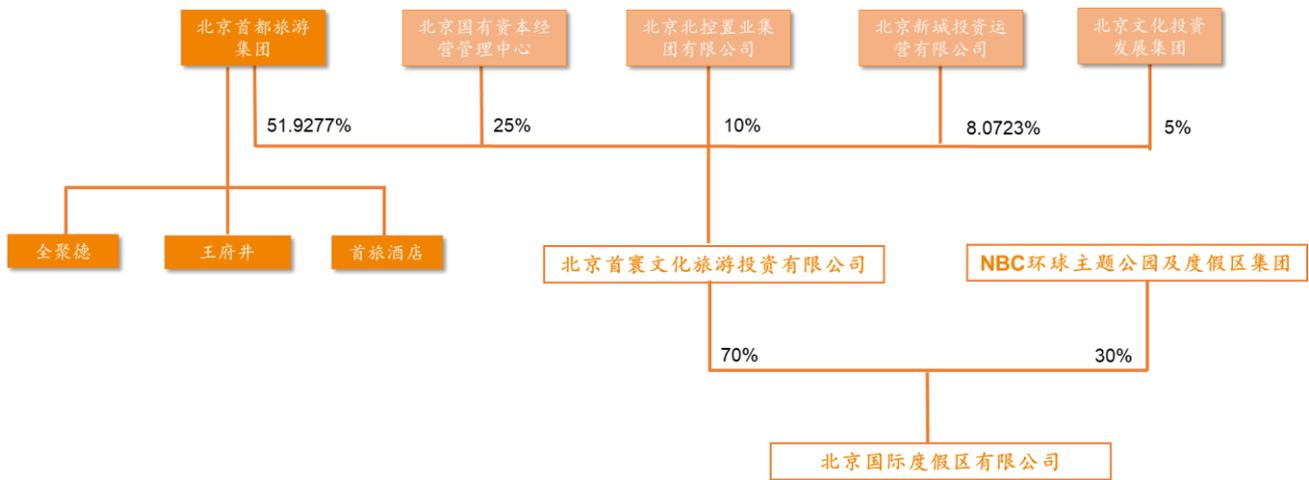


资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2.2. 采取首旅+环球影城合作运营的模式

国企与美国企业共同出资，中美合作优势互补。北京环球影城由 5 家国有企业共同设立的首寰投资和康卡斯特 NBC 环球公司旗下的环球主题公园及度假区集团合资拥有，其中首寰投资占有 70%北京环球影城项目股份，负责开发及运营管理北京环球主题公园及度假区；美方康卡斯特环球主题公园及度假区集团占有 30%北京环球影城股份，中方在该投资项目上居于主导地位。

图 26：北京环球影城股权结构图



资料来源：企查查，天风证券研究所

注：北京环球影城即北京国际度假区有限公司

双方采取介于“政府合作”与“特许经营”的合作模式，利于双方优势互补。一方面首旅是国有企业，能得到政府相关配套市政工程的大力支持，另一方面政府不出面直接干预合作，保障环球影城市场化的运行。

图 27：中美双方取长补短，优势互补



资料来源：《广电独家》微信公众号，天风证券研究所

2.2.3. 区位条件与上海相比优势更为明显

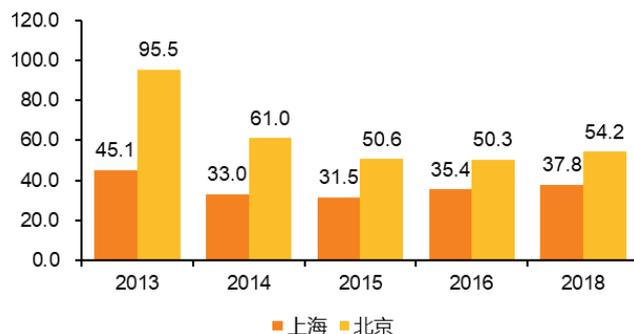
北京旅游消费需求的旺盛增长为环球主题公园落户北京打下基础。2019 年，北京实现地区生产总值 3.54 万亿元，人均地区生产总值 16.4 万人民币，居民人均收入超过 6.7 万元，消费结构持续升级。2018 年北京旅游景区接待人数/营业收入/旅游景区个数分别达 25300 万人/54.2 亿元/254 个，高于上海旅游景区的 10000 万人/37.8 亿元/113 个，旅游市场需求旺盛。

图 28：旅游景区接待人数（万人）



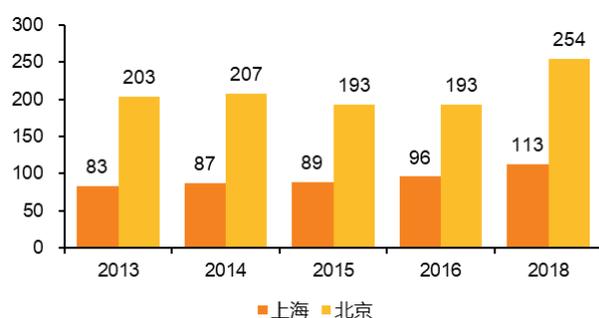
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：旅游景区营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：旅游景区个数（家）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：人均 GDP（万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

与上海相比，北京市的旅游资源更丰富、类型也多，对游客的吸引力也更强。迪士尼与环球一南一北分别坐落于上海和北京，看中的不仅是这两个城市的旅游资源和受众人群，深远的经济腹地和强辐射能力也是两家企业选择落户的重要区位因素。

交通的日益完善为环球影城打下基础。随着交通设施的不断完善，高铁游越来越受欢迎，据国铁集团发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》显示，全国 1、2、3 小时高铁出行圈正全面形成。包括主要城区市域（郊）1 小时通达：如京津冀区域北京到天津、雄安间，

表 8：北京环球影城引流能力测算

		保守	中性	乐观
北京环球度假区 1 期	游客承载密度 (万人)	11.5	12.5	13.5
	游客数 (万人/年)	1380	1500	1620
北京环球度假区全部开放 (1、2、3 期)	游客承载密度 (万人)	9.5	10.5	11.5
	游客数 (万人/年)	3800	4200	4600

资料来源：天风证券研究所

与上海迪士尼对比测算，中性判断一期开园后游客数超 1500 万人/年。

根据北京欢乐谷与上海欢乐谷的占地面积和 2019 年客流量，计算出 2 家欢乐谷的游客承载密度：北京欢乐谷 2019 年游客承载密度约为 9.2 万人/公顷，上海欢乐谷 2019 年游客承载密度约为 5.2 万人/公顷，其中北京欢乐谷游客承载密度是上海欢乐谷游客承载密度的 1.8 倍，北京欢乐谷与上海欢乐谷占地面积、设备风格、主题类型基本类似，我们估计游客承载密度的区别主要来自北京与上海经济腹地人口、面积、经济水平、覆盖的游客对主题公园的偏好等因素。

表 9：游客承载密度：北京欢乐谷 VS 上海欢乐谷

	占地面积 (公顷)	2019 年客流量 (万人)	游客承载密度 (万人/公顷)
北京欢乐谷	56	516	9.2
上海欢乐谷	65	339	5.2

资料来源：欢乐谷官网，天风证券研究所

北京环球影城第一期开放面积 120 公顷，上海迪士尼目前只开放一期区域，占地面积 390 公顷，假设环球影城与迪士尼对游客吸引力相同，北京游客承载密度约是上海游客承载密度的 1.8 倍，合理预计北京环球影城 2021 年预估客流量=北京旅游景区接待人数/上海旅游景区接待人数*北京一期占地面积/上海一期占地面积*1.8=1513 万人。

表 10：北京环球影城引流能力测算 (方法二)

	一期占地面积 (公顷)	2018 年当地旅游景区接待人数 (万人)	2021 年预估客流量 (万人)
北京环球影城	120	25300	1513
上海迪士尼	390	10000	1100

资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2.5. 环球影城辐射周边，带来经济+社会效益双重利好

经济效益与社会效益双重利好，北京环球影城助力通州发展。从经济效益上看，北京环球影城的建成有望新增北京就业、旅游业收入，提高旅游业占 GDP 比重，并且对相关产业产生拉动作用。从社会效益上看，北京环球影城的建成有望对度假区周边区域、京津冀以及我国旅游发展和城市转型升级带来不同程度示范带动效应，为市民提供了新的旅游度假休闲空间，推动我国和谐社会建设，带动政府管理、服务创新和技术创新。

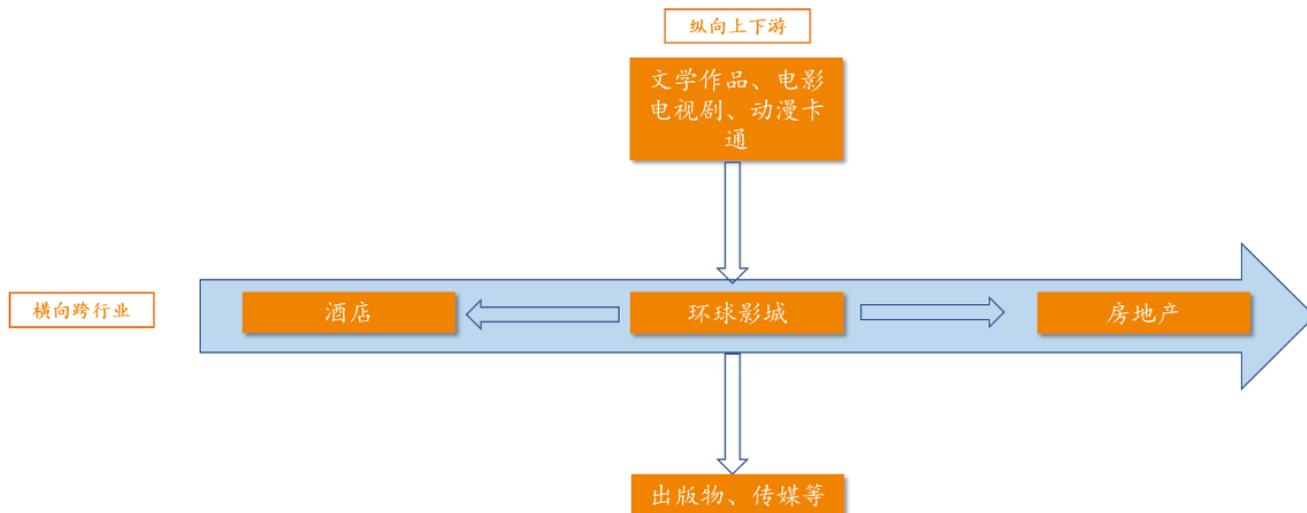
图 34：北京环球影城带来的经济效益与社会效益



资料来源：浦东时报，天风证券研究所

布局环球影城，带动文化及相关产业链发展。环球影城主题公园的盈利模式是由门票收入、餐饮、零售、娱乐、广告等多方面集成，产业链可以分为纵向、横向两条线。环球影城的建成，有望对纵向上游的文学作品、电影电视剧、动漫卡通等文化创意产业，由主题公园下游衍生品、出版物、传媒、网络等制造业，以及酒店、房地产、公共服务设施的完善等横向产业链产生带动作用，为通州当地乃至北京及周边地区的发展带来极大的发展机遇，促使北京向旅游城市转型，同时带动产业转型，提高城市的竞争力。

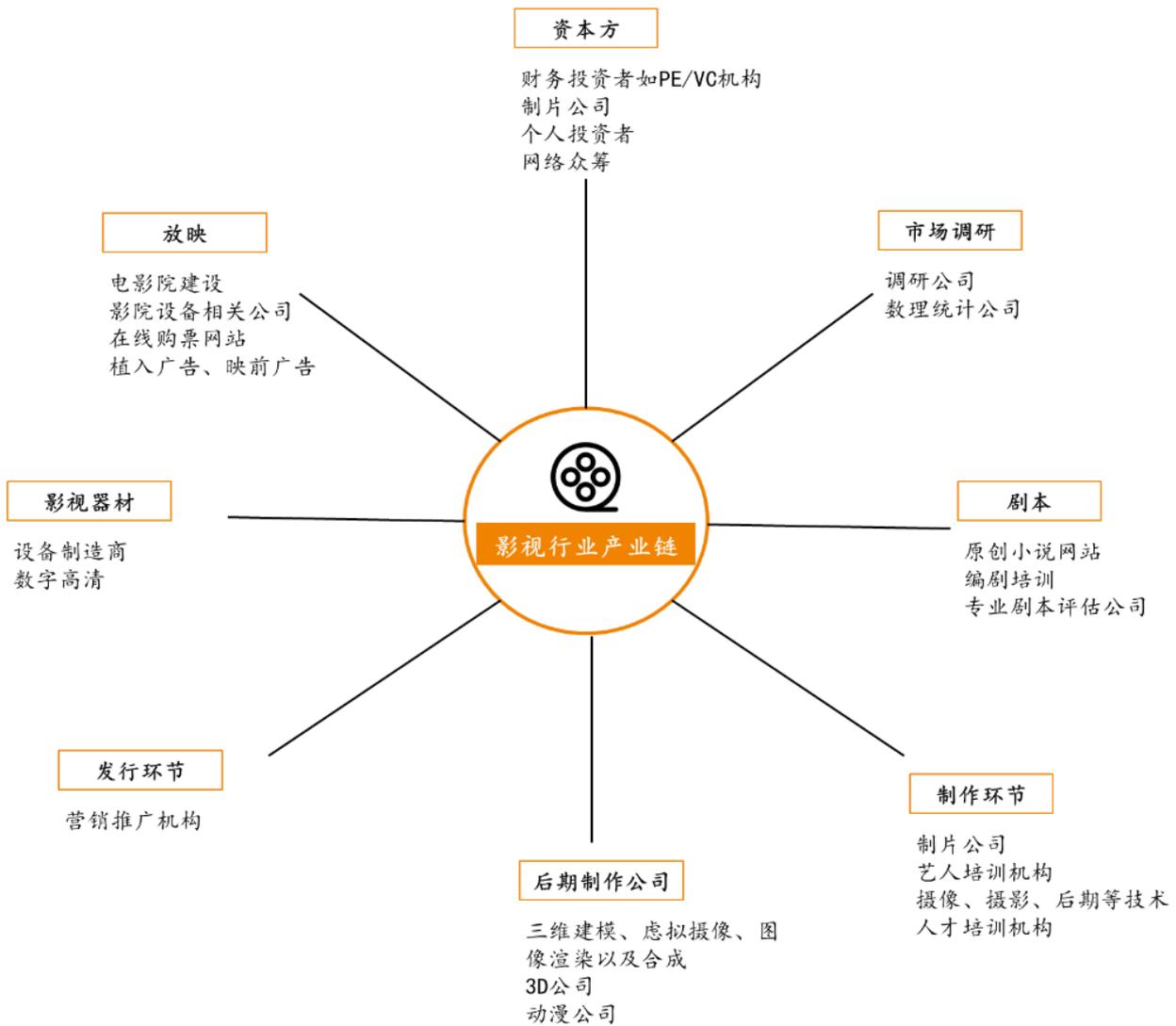
图 35：环球影城从纵向、横向角度对产业链产生拉动作用



资料来源：《选址中国》微信公众号，天风证券研究所

以影视行业产业链为例，环球影城利好北京影视传媒产业。一方面，北京作为大陆影视业发展的重镇，NBC 环球公司通过通州环球影城项目可以为未来双方在影视传媒产业深度合作搭建良好的平台，另一方面，IP 项目是主题公园的核心，环球影城的建成有望拉动京津冀的影视传媒产业的需求。

图 36：影视行业产业链

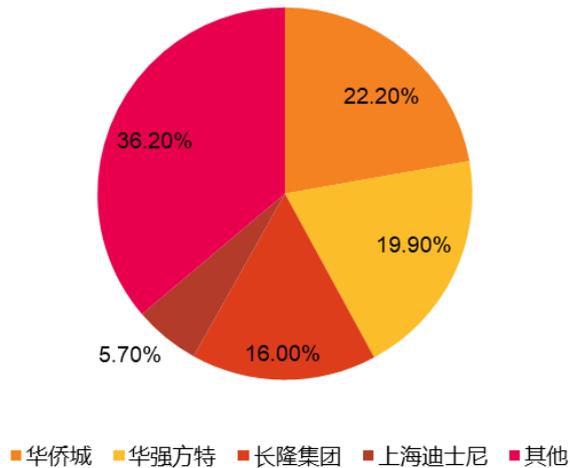


资料来源：《选址中国》微信公众号，天风证券研究所

2.2.6. 竞品分析：国内 4 家运营商占据 64%市场份额，环球影城在北京更占优势

4 家运营商占据 63.8%市场份额，市场集中度高。目前，我国主要的主题公园运营商有华侨城、华强方特、长隆集团和上海迪士尼等。截至 2018 年，华侨城、方特和长隆三足鼎立，分别占据市场 22.2%、19.9%和 16.0%的市场份额，而上海迪士尼的份额相对较小，仅为 5.7%。

图 37：我国主题公园运营商市场竞争格局分析情况（2018 年）



资料来源：头豹研究院，天风证券研究所

各企业主打模式不同，各有特色。头部企业中，华侨城旗下产业主要分布在北京、上海等一线城市，开发模式主要为“旅游+地产”，例如锦绣中华、中国民俗文化村等；华强方特则偏好“IP+数字模拟仿真+数字影视”的建设模式，旗下主要公园为芜湖方特欢乐世界、青岛方特梦幻王国等，大本营在芜湖、沈阳、青岛等地；长隆集团擅长运营“马戏+酒店+地产”模式的主题公园例如长隆国际大马戏、长隆欢乐世界等。

表 11：国内知名主题乐园运营商发展情况

企业	产品及品牌	布局地及开业时间（含计划开业时间）	旅游业态组合
迪士尼	迪士尼乐园、神奇王国好莱坞影城、迪士尼影城乐园等	中国香港（2005 年）、上海（2016 年）	以主题乐园(群)为核心吸引物，配套酒店、商业街/小镇露营地、体育设施等
环球影城	环球影城、环球影城冒险岛	北京（2021 年）	以主题乐园(群)为核心吸引物，配套酒店、商业街/小镇等
华侨城	欢乐谷、玛雅海滩水乐园等、锦绣中华·中国民俗文化村、世界之窗、光明农场大观园、麦鲁小城、卡乐星球	深圳（1998 年）北京（2006 年）、成都（2009 年）、上海（2009 年）、武汉（2012 年）、天津（2013 年）、重庆（2017 年）、成都（2018 年）、南昌（2019 年）	以机动游乐为主的陆地乐园，以水上设备为主的水乐园，以及生态乐园、机动游乐、演艺等业态结合的度假区
长隆	主题乐园群	广州（1997 年）珠海（2014 年）、清远（2020 年）	以主题乐园群(机动游乐型乐园、水乐园、野生动物园、海洋动物内容等)和大马戏为核心产品的度假区
华强方特	方特欢乐世界、方特梦幻王国、方特水上乐园、方特东方神话乐园、方特科幻乐园、方特探险王国	重庆（2006 年）、芜湖（2007~2015 年）、泰安（2010 年）、油头（2010 年）、沈阳（2011 年）、青岛（2011 年）、株洲（2011~2015 年）、郑州（2012~2015 年）、厦门（2013 年）、南通（2013 年）、天津（2014 年）、济南（2015 年）、嘉峪关（2015 年）、大同（2015 年）、厦门（2017 年）、南宁（2018 年）、长沙（2019 年）、嘉峪关（2019 年）、郎郎（2019 年）、荆州（2019 年）	以影音项目为特色的游乐型主题乐园；以乐集群或个体发展，除现有产品外，还有中华复兴之路主题乐园在建、中华非遗主题乐园在规划中；部门项目配有酒店、高尔夫等设施
海昌	极地海洋世界、渔人码头、加勒比海水世界	大连（2002 年）、青岛（2006 年）、大连（2009 年）、重庆（2009 年）、烟台（2009 年）、成都（2010 年）、天津（2010 年）、武汉（2011 年）	以海洋动物观赏，表演为核心，配套酒店、休闲商业街等物业；另有与水相关的渔人码头、加勒比海水

	融创	年)上海 (2017 年)	世界等产品
	主题乐园、雪世界、水世界、电影世界、体育世界	广州 (2019 年)、哈尔滨 (2017 年)、西双版纳 (2015 年)、昆明 (2019 年)、青岛 (2018 年)、无锡 (2019 年)、南昌 (2016 年)、合肥 (2016 年)、济南 (2021 年)、成都 (2020 年)、重庆、(2020 年)、桂林 (2021 年)	涵盖主题乐园、水世界、雪世界等主题乐园, 以及融创 MALL、酒店群、秀场、酒吧街等配套综合设施的度假区

资料来源: 中国社会科学院旅游研究中心, 天风证券研究所

北京欢乐谷最早布局北方的主题公园市场。2006 年 7 月北京欢乐谷正式营业, 位于北京市朝阳区, 占地面积 56 万平方米, 由峡湾森林、亚特兰蒂斯、爱琴港、失落玛雅、香格里拉、甜品王国和欢乐时光七大主题区组成。据 QuestMobile 数据, 北京欢乐谷的游客来源较为集中, 84.9% 的游客都来自京津冀, 73.4% 的游客来自北京。北京欢乐谷与北京环球影城的距离只有约 17 公里, 对比来看, 深圳欢乐谷和香港迪士尼距离约 45 公里, 共同消化华南及港澳台市场, 北京环球影城与欢乐谷更多的是在北京本地及周边市场的客源竞争。

北京环球影城 VS 北京欢乐谷: 预计环球影城开园后将欢乐谷客流量短期内造成一定影响, 长期影响较小。主题公园的客群主要来源一般都是本地游客, 北京环球影城与欢乐谷都位于北京, 客群来源类似, 同时环球影城考虑到北京冬季寒冷的气候因素, 开发了更多适合室内娱乐的游乐项目, 相比于露天项目占大量比重的欢乐谷有一定优势, 预计环球影城开园后会对欢乐谷客流量短期内造成一定影响, 但考虑到二者目标客群年龄层有所差异, 环球影城多以自己投拍的热门影片为主题, 更吸引成年人参与, 欢乐谷主打卡通人物, 更适合家庭出游, 预计长期环球影城与欢乐谷差异化愈发明显。

图 38: 北京欢乐谷与环球影城相距 17 公里, 离市区更近



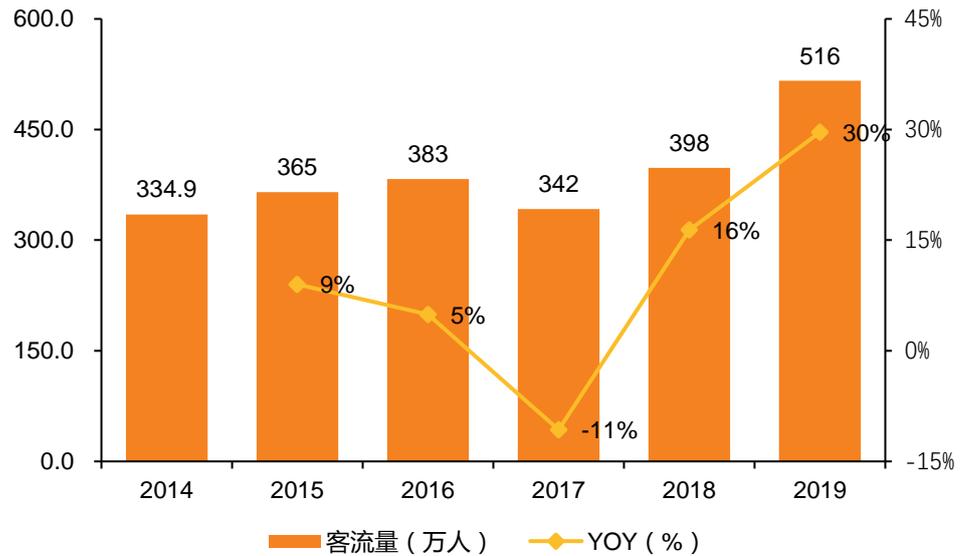
资料来源: 百度地图, 天风证券研究所

图 39: 北京欢乐谷游客人群省份来源分布



资料来源: QuestMobile, 天风证券研究所

图 40：北京欢乐谷客流情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

北京环球影城 VS 上海迪士尼：环球影城和迪士尼在内容 IP、客群年龄层、客群来源上存在明显差异的。内容 IP 方面，环球影城的几大板块运用的到的 IP 主要是“侏罗纪公园”、“未来水世界”、“功夫熊猫”、“哈利波特系列”、“变形金刚”等，而迪士尼则更多的是“公主系列”、“玩具总动员”、“漫威系列”、“星球大战”等；客群年龄层方面，环球影城的主要客群年龄层偏成人甚至单人玩家，而迪士尼则偏低龄化、女性家庭客源；客群来源上，上海的迪士尼乐园会更吸引长三角游客，而北京环球影城则更华北区域的游客。

以美国加州为例，加州的环球影城和迪士尼乐园兼容并存，互相促进。据第一财经数据，加州的环球影城和迪士尼乐园不但没有互相分流客源，反而互促发展。很多游客来到加州的几大首选旅游目的地就是迪士尼乐园、环球影城和星光大道等，不少旅游路线完全融合了两大主题乐园的出行，这种捆绑不但没有分流客源，反而促进更多的游客同时光顾加州迪士尼乐园和环球影城。

表 12：北京环球影城与上海迪士尼在内容 IP、客群年龄层、主要客群有所差异

	北京环球影城	上海迪士尼
内容 IP	“侏罗纪公园”、“未来水世界”、“功夫熊猫”、“哈利波特系列”、“变形金刚”等	“公主系列”、“玩具总动员”、“漫威系列”、“星球大战”等
客群年龄层	偏成人、单人玩家	低龄化、女性、家庭客源
主要客群	华北区域游客	长三角游客

资料来源：第一财经，天风证券研究所

图 41：上海迪士尼游客人群省份来源分布



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

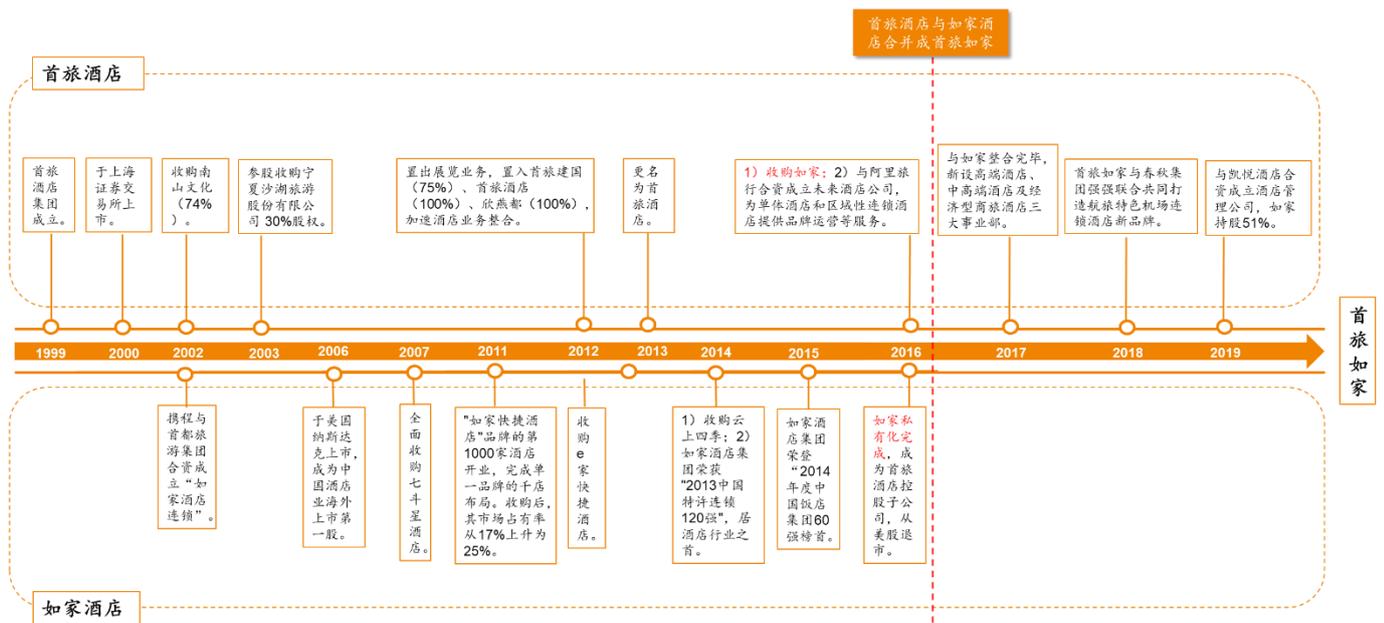
3. 首旅酒店：行业低谷已过，公司拐点将至

3.1. 背靠首旅集团，市占率全国第三

首旅酒店背靠首旅集团，集团深度布局旅游商贸服务领域，实力雄厚。首旅集团成立于1998年2月，是以旅游商贸服务业为核心的战略性投资运营集团，是北京市首家国有资本运营公司试点企业。首旅集团旗下包括八大商业板块：①餐饮板块（全聚德、东来顺）；②住宿板块（以首旅如家为代表，北京长安街整个沿线，比如北京饭店、国际饭店、民族饭店都是首旅的资产）；③汽车出行板块（首汽约车）；④旅游旅行板块；⑤商业板块；⑥景区板块（首旅控股环球影城明年五一在北京开业）；⑦航旅板块（首都航空）；⑧文旅板块。旗下上市公司包括：首旅酒店、首旅股份、王府井、全聚德。

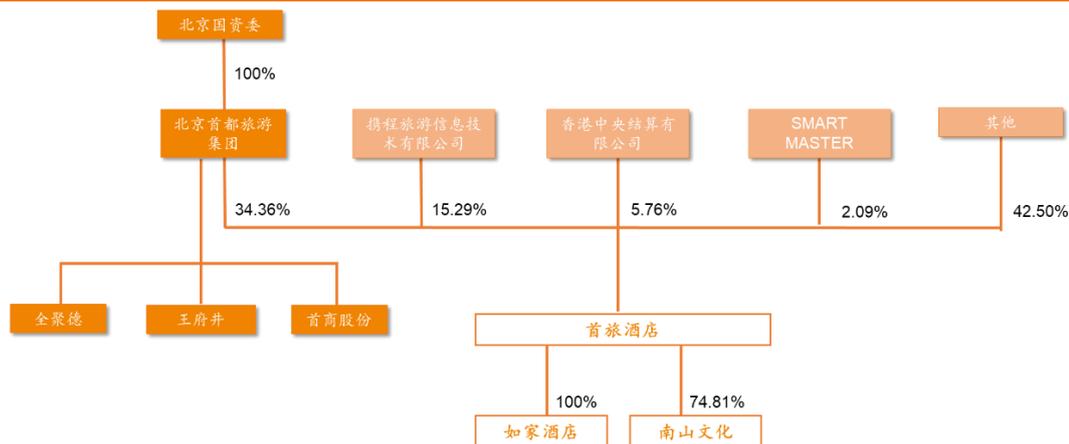
首旅如家酒店集团由首旅酒店集团与如家酒店集团合并后成立。2015年，首旅酒店以合并方式向如家酒店集团非主要股东支付现金对价，实现如家的私有化，首旅酒店作为最大股东，持有如家约65%股权。合并后的首旅和如家实现了优势互补、资源整合，达成了产品全系列、信息全覆盖、会员全流通、价值全方位的整合效果，为首旅如家酒店集团的整体业务带来升级，并加速以酒店为主的住宿产品的迭代更新。

图 42：首旅酒店与如家酒店于 2016 年合并成为首旅如家，发展速度加快



资料来源：公司官网，公司年报，天风证券研究所

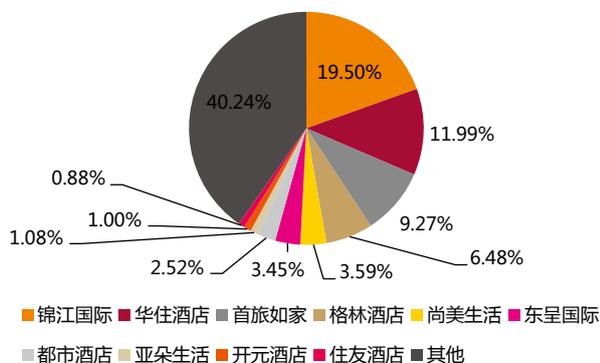
图 43：首旅酒店股权结构：首旅集团为大股东



资料来源：Wind，天风证券研究所

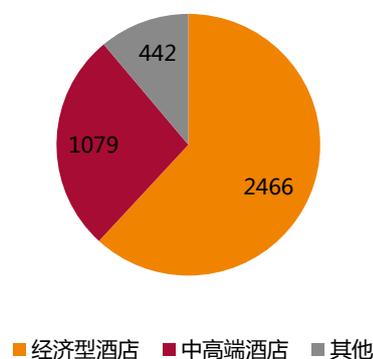
首旅如家旗下酒店类型覆盖广，市场占有率较高。首旅如家酒店旗下拥有以住宿为核心的近 20 个品牌系列、近 40 个产品。截至 2020 年 9 月底，首旅如家酒店集团在国内 400 多个城市拥有 4000 余家酒店，覆盖了从经济型到中高端的酒店品牌，其中，中高端酒店数量 1079 家，占比 23.3%，客房间数 121213 间，占总客房间数的 28.8%。2020 年，首旅如家酒店集团市场占有率达到 9.27%，与锦江股份、华住三家公司构成了连锁酒店行业的前三位。

图 44：2020 中国十大酒店集团市场占有率



资料来源：中国饭店协会，天风证券研究所

图 45：首旅如家酒店类型分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

首旅如家在北京门店较多，在环球度假区周边资源布局提升潜力大。截止 2020 年 9 月底，首旅如家在北京有 271 家门店，客房间数 31125 间。门店主要分布于朝阳区、丰台区、海淀区以及东、西城区。北京环球度假区位于北京市通州区，在通州区内首旅如家目前有两家如家酒店，在临近通州区的大兴区和顺义区有十几家门店，基本都是经济型酒店。

3.2. 酒店景气度提升+疫后持续恢复+环球带动区域客流提升，公司拐点将至

3.2.1. 酒店景气度提升，经营数据持续向好

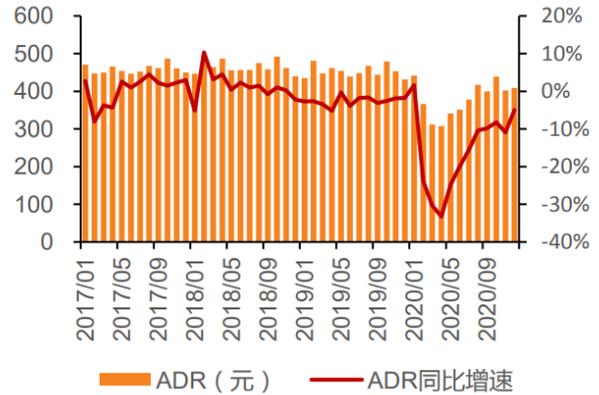
酒店需求恢复和供给增速稳定。2020 年 12 月酒店需求增速为 -45%，较 11 月环比上涨 17pct；酒店供给增速 14%。酒店供给 2 月增速为 -5.2%，3 月快速回正，但 4-8 月基本在 2% 左右，9 月到 11 月小幅回落稳定至 16%，2019 年 12 月酒店供给增速为 50%。2020 年 1-12 月累

计酒店需求同比变动为-23.9%，酒店供给同比变动为+1.8%。

图 46：12 月需求增长和供给增长稳定



图 47：12 月 RevPAR 较 11 月增长 21%



资料来源：STR，天风证券研究所

资料来源：STR，天风证券研究所

ADR 相对稳定，ReVPAR 增速稳定。2020 年 12 月份 RevPAR 为 240.46 元(同比-10.5%)，ADR 为 408.98 元/间·夜(同比-5.0%)，Occ 为 58.8% (同比-4.0pct)。

图 48：12 月 ADR 较 11 月增长 15%

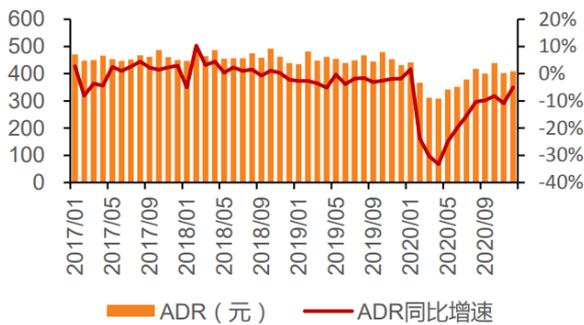
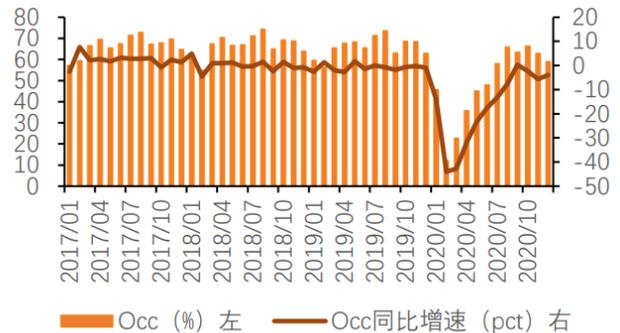


图 49：Occ 同比下降 5.7pct



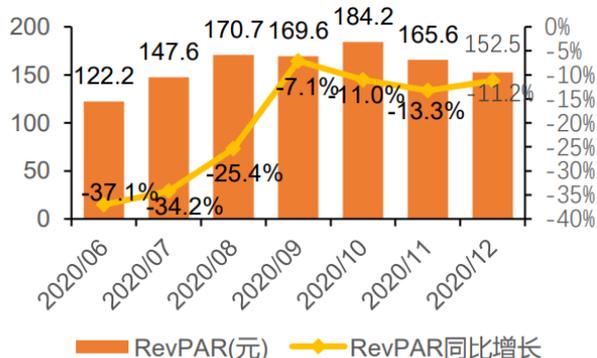
资料来源：STR，天风证券研究所

资料来源：STR，天风证券研究所

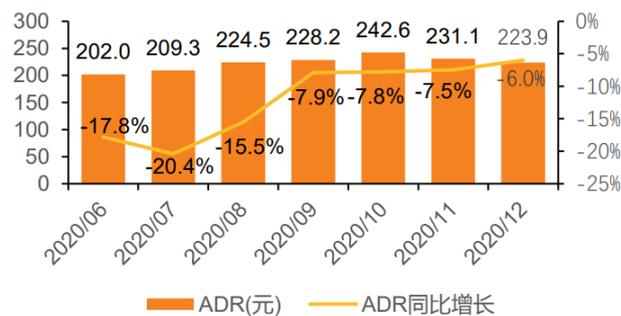
三大酒店集团复苏放缓。12 月 ReVPAR 为 152.5 元(同比-11.2%，环比-7.9%)，ADR 为 223.9 元/间·夜(同比-6.0%，环比-3.1%)，Occ 为 68.1% (同比-5.5pct，环比-0.1pct)。

图 50：RevPAR 同比-11.2%

图 51：ADR 同比-6.0%

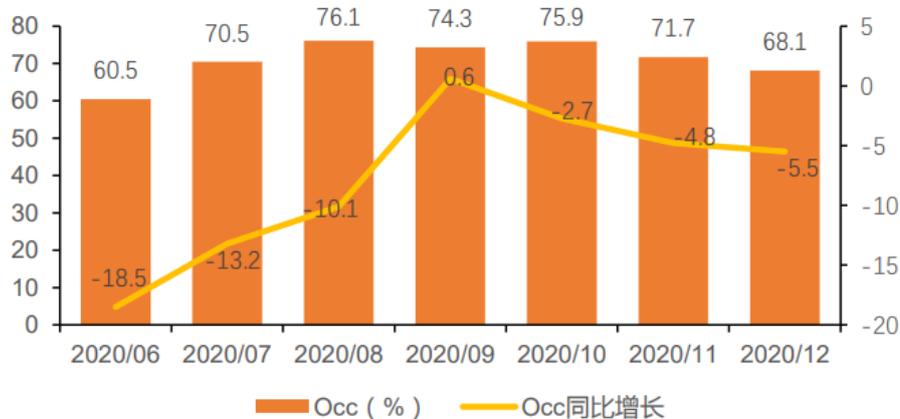


资料来源: STR, 天风证券研究所



资料来源: STR, 天风证券研究所

图 52: 2020 年 12 月 Occ 同比-5.5%

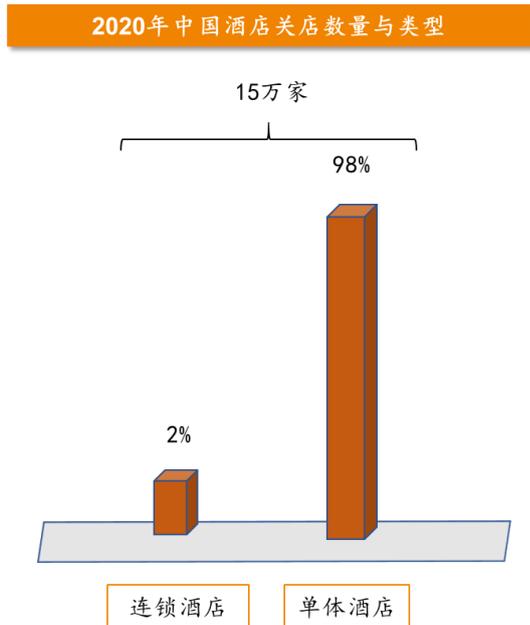


资料来源: STR, 天风证券研究所

3.2.2. 疫情加速行业出清和结构升级, 首旅加盟扩张步伐不改

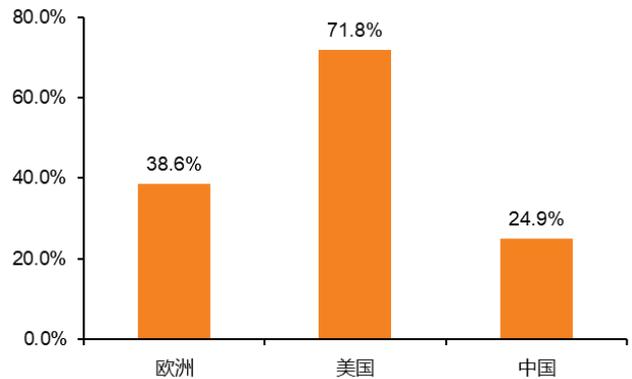
中小单体酒店受疫情影响较大, 供给端出清加速。据携程数据估计, 2020 年酒店关店数量达到 15 万家, 其中单体酒店占比达到 98%, 而连锁酒店占比仅为 2%。与连锁酒店相比, 单体酒店在成本控制、管控能力、销售渠道、住房质量等方面存在劣势。截至 2019 年, 美国酒店行业连锁化率已达 70%, 而中国仅为 25%, 品牌连锁化酒店易形成规模经济, 从推广、复制、标准化管理等获得相对优势, 经营模式成本低、耗时短, 对上游供应商议价能力强, 从而能获取更高的盈利收入。随着疫情对酒店供给端的冲击, 中国酒店行业从单体走向连锁, 从星级走向品牌的趋势愈发明显。

图 53：2020 年中国酒店关店约 15 万家，其中单体酒店占比 98%



资料来源：携程数据，天风证券研究所

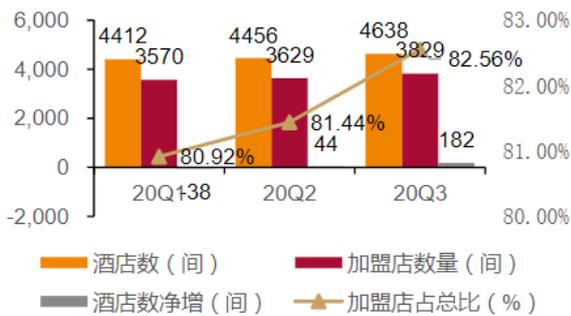
图 54：中国酒店行业连锁化率处于低位水平，增长空间大



资料来源：弗若斯特沙利文，前瞻产业研究院，天风证券研究所

疫情不改首旅酒店加盟扩张步伐，继续布局中高端酒店市场，发展云酒店模式。截至 2020Q3，首旅旗下拥有 4638 家酒店，含境外 1 家，其中加盟店占比 82.56%。发力中高端酒店开发，重点发展首旅建国、南苑、逸扉等中高端品牌，打造合适中产阶级的消费升级产品。

图 55：20Q3 加盟店占比 83%



资料来源：Wind，天风证券研究所

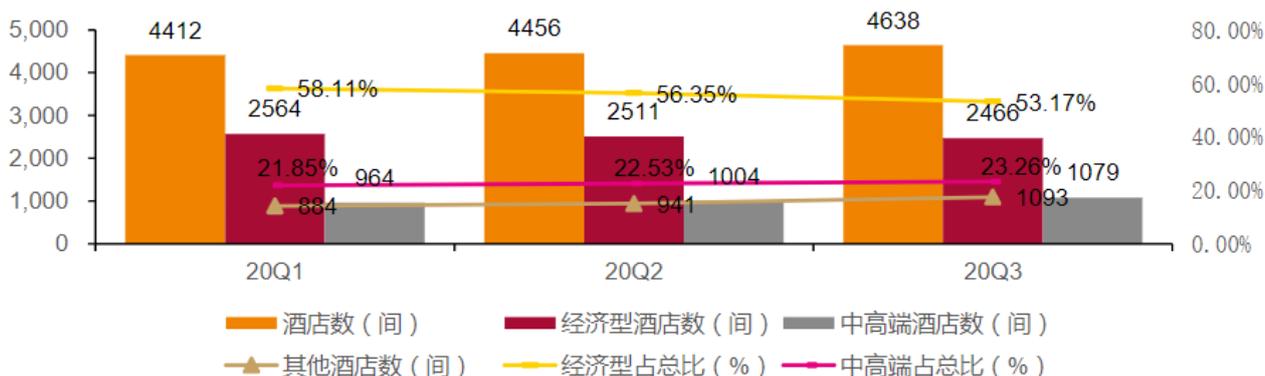
图 56：首旅高端酒店品牌内景图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

截至 2020Q3，中高端酒店数量达 1079 家，占比 23.26%。2020 年下半年重点推行云品牌酒店轻管理模式为主，推进在四五线市场下沉。经济型酒店数量逐渐减少，中高端酒店和云酒店数量增多。

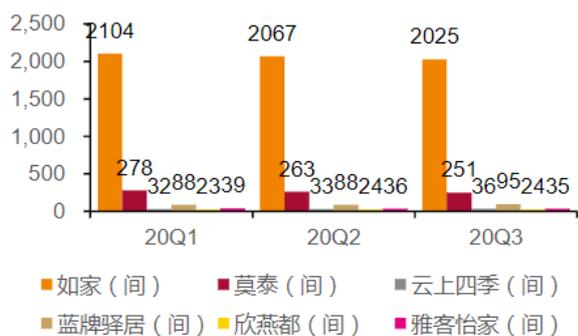
图 57：2020 年中高端酒店占比稳定增长，经济型占比稳定下降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

以和首旅旗下的如家精选和如家商旅为首, 中高端酒店数量在 2020 上半年疫情期间也稳定增长, 而经济型酒店如家和莫泰的酒店数量稳定减少。首旅建国、首旅南苑等中高端酒店数量增长不明显, 但未来首旅会发力发展这些品牌的酒店; 云酒店也是重点发展目标之一, 20Q1 云酒店数量为 505 家, 到 20Q3 云酒店数量已达 651 家, 增长 146 家。

图 58: 2020 年经济型酒店总数量持续下降



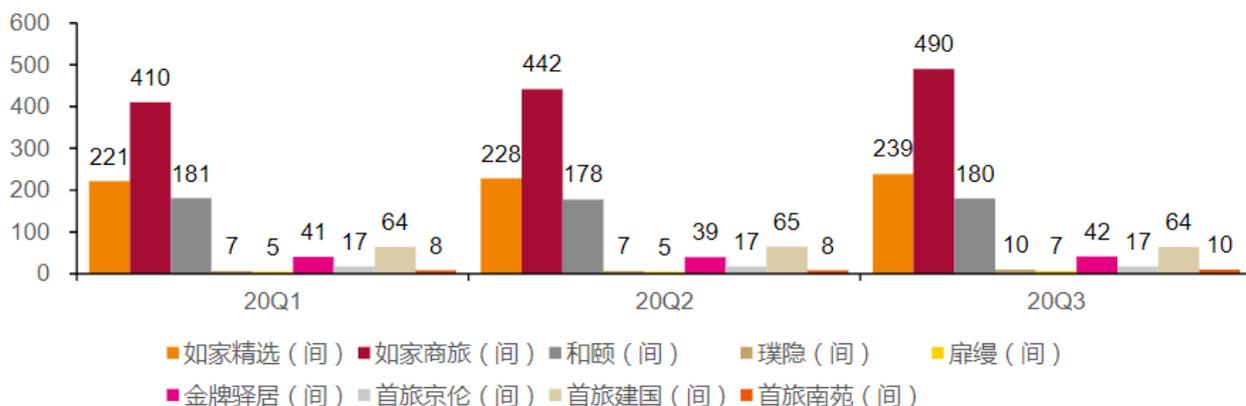
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 59: 2020 年云系列酒店数量稳定上涨



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 60: 2020 年中高端酒店总数量稳定上涨



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2.3. 环球影城有望为首旅旗下京津冀酒店增厚 20 年收入合计 4.01 亿元

截至 2019 Q3, 公司直营酒店中, 44 家酒店和 5965 个房间位于北京, 分别占比 5.4%和 6.1%, 142 家酒店和 15714 个房间位于京津冀及山东, 分别占比 17.6%和 16.2%; 特许经营中, 227

家酒店和 25160 个房间位于北京，分别占比 5.9%和 7.8%，808 家酒店和 63438 个房间位于京津冀及山东，分别占比 21.1%和 19.6%。公司酒店业务将显著受益于环球影城开园带来了巨大客流和对京津冀的辐射效应。

图 61：首旅酒店国内酒店京津冀分布情况

地区	直营酒店				特许经营酒店			
	酒店数量(个)	酒店数量占比(%)	客房间量(个)	客房间量占比(%)	酒店数量(个)	酒店数量占比(%)	客房间量(个)	客房间量占比(%)
北京	44	5.4%	5965	6.1%	227	5.9%	25160	7.8%
天津、山东、河北	142	17.6%	15714	16.2%	808	21.1%	63438	19.6%
合计	809	100%	97084	100%	3828	100%	324213	100%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：以上数据截至 2019Q3

假设常态年份下北京环球影城年接待量在 1500 万人次左右，中性估计下环球影城开园后给公司直营门店带来的收入增量约为 0.73 亿元，其中北京地区为 0.66 亿元，华北地区为 0.07 亿元；加盟店带来的收入增量约为 3.28 亿元，其中北京地区为 2.80 亿元，华北地区为 0.28 亿元。

图 62：环球影城对首旅酒店酒店业务影响测算假设

2020 环球影城游客接待量估计值(万)	选择入驻酒店游客比重(%)	选择首旅如家游客比重(%)			首旅如家均价(元/天)			直营酒店客房间量(个)		特许经营酒店客房间量(个)	
		乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观	北京	华北	北京	华北
1500	60%	13%	11%	9%	400	350	300	5965	15714	25160	63438
假设 1：游客在北京地区平均逗留时间为 3 天，平均每个客房住 2 人											
假设 2：游客在华北地区游客渗透率为 20%（即 20% 的环球影城游客会经转华北地区），平均每个客房住 2 人											

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：以上数据截至 2020Q3

图 63：环球影城开园对首旅酒店业务影响测算

	直营酒店						特许经营					
	北京			华北			北京			华北		
	乐观	中性	悲观									
乐观	0.90	0.78	0.67	0.09	0.08	0.07	3.78	3.31	2.84	0.38	0.33	0.28
中性	0.76	0.66	0.57	0.08	0.07	0.06	3.20	2.80	2.40	0.32	0.28	0.24
悲观	0.62	0.54	0.47	0.06	0.06	0.05	2.62	2.29	1.96	0.26	0.23	0.19

资料来源：天风证券研究所

注：横向表示平均房价的乐观、中性、悲观估计，纵向表示入住率的乐观、中性、悲观估计；假设 2020 年无新增直营店和特许经营店

3.3. 财务分析：受疫情影响营收利润下滑，保持良好恢复预期

3.3.1. 营业收入受疫情影响大，总体呈恢复趋势

近年来，公司营收及归母净利润保持增长态势但增速放缓。2020H1 受疫情影响大，营收大幅下滑，归母净利润由正转负。

2016 至 2017 年，公司经营业绩实现较大幅度增长，主要原因是 2016 年 4 月公司顺利完成重大现金及发行股份购买如家酒店集团，公司酒店业务盈利能力持续提升。2018 至 2019 年，受国际形势复杂多变与不确定性的影响，国内经济增速下行趋势明显，公司营收和净利润增速逐渐放缓。

受新冠疫情影响，公司生产经营受到巨大冲击，营收及净利润均大幅下滑，截至二零二零

年六月三十日止六个月，公司营业收入为 19.04 亿元，较 2019 年同期下降 52.3%；归母净利润为 -6.95 亿元，亏损较为严重。随着 2020 年下半年国内疫情形势向好，国内酒店业、旅游业逐渐恢复，二零二零年第三季度，公司营收达 16.72 亿元、利润恢复盈利。由于疫情一再反复，我们预计未来公司生产经营仍需一段时间回归至同期水平。

图 64：2016-2020H1 公司营业收入：2020H1 受疫情影响较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 65：2016-2020H1 公司归母净利润：2020 年受疫情冲击转负

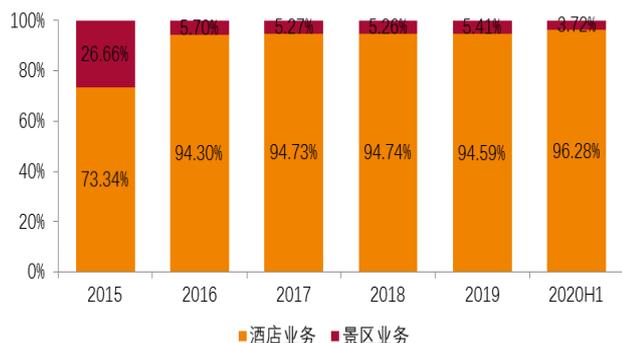


资料来源：Wind，天风证券研究所

从业务结构上看，公司酒店业务贡献了绝大多数的营业收入。自 2016 年 4 月公司与如家酒店集团进行资产重组后，公司的酒店业务始终占总营业收入的 94%以上，且比例逐年提升。

公司酒店业务包括酒店运营和酒店管理两种模式。酒店运营业务主要通过租赁物业经营酒店，公司为顾客提供住宿及相关服务取得收入；酒店管理业务包括品牌加盟、输出管理和其他特许业务。目前，公司酒店运营业务营收占比较高。但由于公司酒店管理业务毛利率较高，叠加公司目前正重点发展酒店管理业务，因此公司酒店管理业务收入占比正逐年提升。

图 66：2015-2020H1 公司酒店业务占比逐年提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 67：2016-2020H1 公司酒店管理收入占比逐年提升

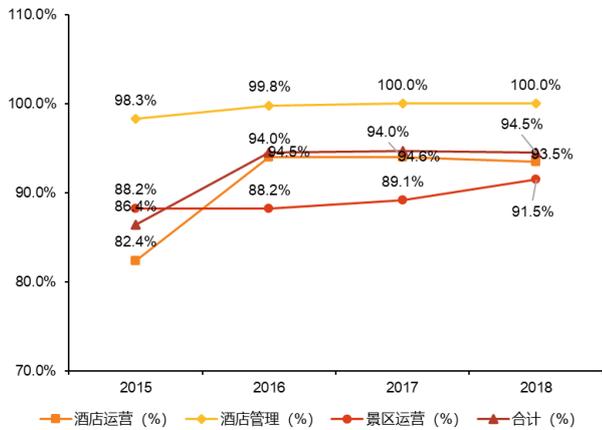


资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3.2. 毛利率总体保持稳定，净利率受疫情影响转负

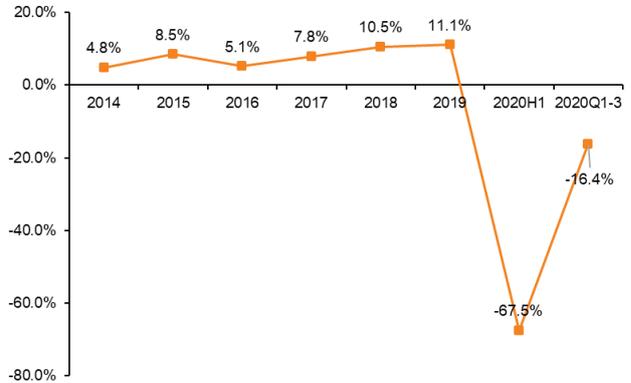
公司毛利率总体呈现上升趋势，2020 年净利率受疫情影响转负。公司总毛利率从 2015 年的 86.4% 上升至 2018 年的 94.5%，总体呈现上升趋势，其中酒店管理板块一直保持高毛利率，酒店运营/景区运营板块分别从 2015 年的 82.4%/88.2% 上升至 2018 年的 93.5%/91.5%。2014-2019 年公司净利率保持稳健上升趋势，从 2014 年的 4.8% 上升至 2019 年的 11.1%，2020 年受疫情影响转负，2020Q1-3 有所好转，从 2020H1 的 -67.5% 上升至 16.4%。

图 68：2015-2018 公司毛利率：总体上呈上升趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 69：2015-2020Q3 公司净利率：受疫情影响转负



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3.3. 受疫情影响大，盈利能力逐步恢复

受新冠疫情影响，首旅酒店 2020 年度归母净利润同比下滑。公司预告 2020 年度归母净利润为-4.10 亿元~-4.90 亿元，同比下降 146.33%~155.37%；扣非归母净利润为-5.20 亿元~-5.90 亿元，同比下降 163.72%~172.30%；基本每股收益为 0.90 元/股。

图 70：2020 年归母净利润同比下降 155.37%



资料来源：Wind，天风证券研究所

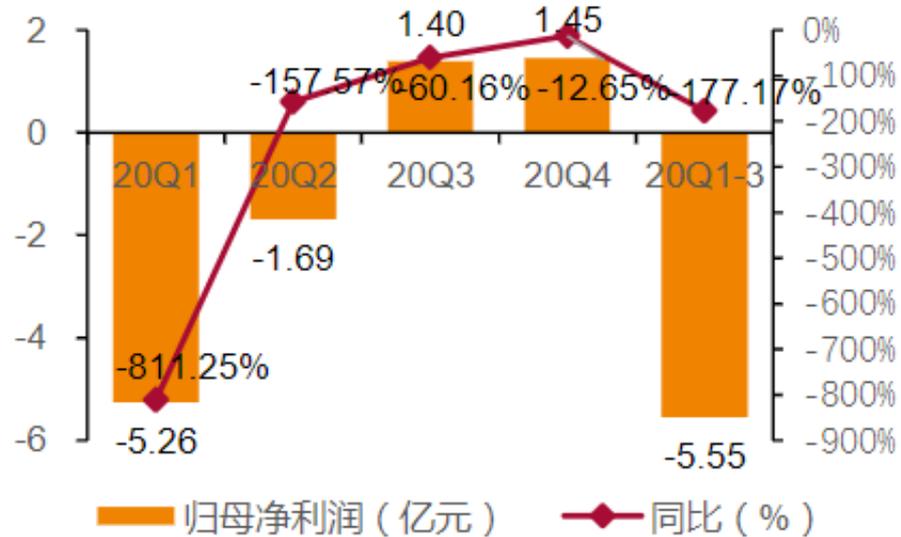
图 71：2020 年扣非归母净利润同比下降 172.30%



资料来源：Wind，天风证券研究所

Q4 归母净利润预计为 1.45 亿元，同比下降 12.65%，降幅相比前三季度大幅改善。2020Q1/Q2/Q3/Q1-3 的归母净利润分别为-5.26 亿元/-1.69 亿元/1.40 亿元/-5.55 亿元，同比增速分别为-811.25%/-157.57%/-60.16%/-177.17%。20Q1/Q2/Q3 经济型酒店 Occ 分别为 35.3%、57.6%、71.7%，中高端酒店分别为 29.6%、51.3%、67.7%；20Q1/Q2/Q3 经济型 RevPAR49、73、107 元/间，中高端 RevPAR70、108、172 元/间。

图 72：2020 年 Q1-Q4 单季度归母净利润大幅增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3.4. 费用率保持稳定，资产负债率低于同行

公司的管理费用率和财务费用率基本稳定，销售费用率得到有效控制。2017/2018/2019/2020H1 公司管理费用率和财务费用率分别稳定在 12%和 2%左右。2020H1 销售费用率为 6.87%，下降幅度较大，除疫情影响外，本年公司还按新收入准则要求，将营业成本与销售费用，管理费用进行了重分类调整，若不考虑调整因素，2020 上半年销售费用为 21.07 亿元，同比-20.5%。从销售费用具体各项来看，租赁费同比下降 6.21%，原因是公司在疫情期间大力落实酒店租金减免工作；职工薪酬下降 31.43%，原因是公司在疫情期间优化人力配置，降低人力成本。

资产负债率低于同行，为未来规模扩张和业内并购提供较好财务基础。疫情期间，公司积极拓展融资渠道和降费降本，截至 2020H1，公司资产负债率为 48.0%，大幅低于同行上市公司华住酒店 92.2%和锦江酒店 63.0%的资产负债率水平。

图 73：2017-2020H1 公司各项费用率

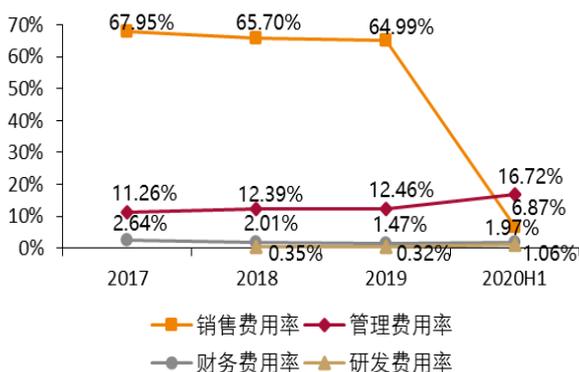
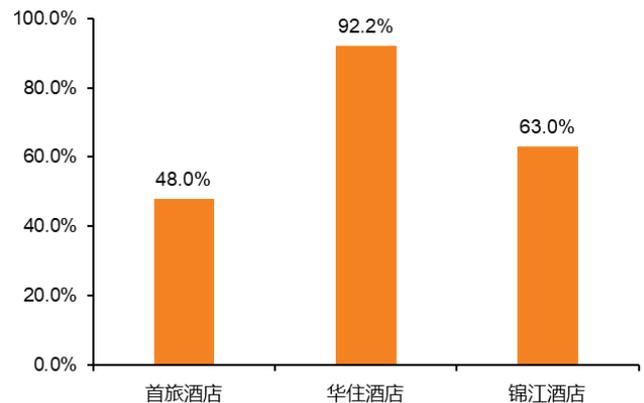


图 74：首旅酒店资产负债率低于同行（截至 2020H1）



资料来源：Wind，天风证券研究所

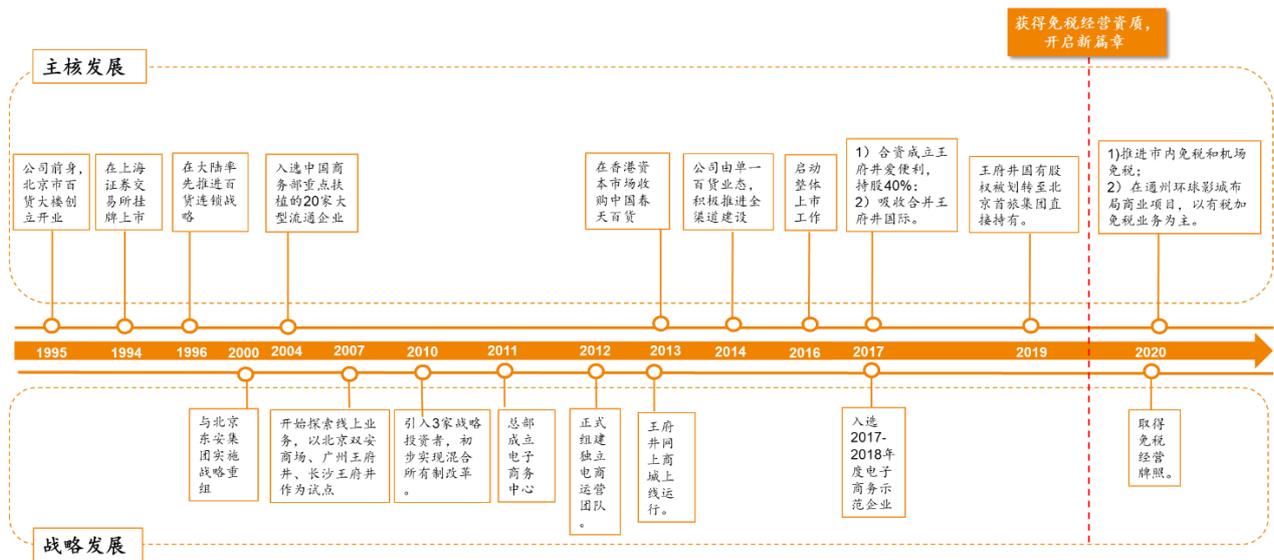
资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 王府井：免税业务持续推进，驱动业绩持续突破

4.1. 百货龙头获免税牌照加持，有税+免税双轮驱动

首旅集团旗下核心商业零售资产，有税+免税双轮驱动“5+2”业务模式。王府井是目前全国最大、业态最全的商业零售集团之一，已形成集百货、奥特莱斯、购物中心、免税品经营和超市等业态和线上业务协同发展的格局。北京市百货大楼是公司的前身，创立于1995年；1994年，公司于上海证券交易所挂牌上市；1996年，在大陆率先提出百货连锁战略；2007年，公司率先抓住历史机遇，开始探索线上业务，以北京双安商场、广州王府井、长沙王府井作为试点，将线上业务作为实体店服务的延伸和补充；2014年，公司由单一百货业态转变，积极推进全渠道建设；2019年，王府井国有股权被划转至北京首旅集团直接持有；2020年，公司取得免税经营牌照，加速筹备免税业务，组建免税核心团队，形成有税+免税双轮驱动，形成5+2业务模式。5+2业务模式即：百货、购物中心、奥特莱斯、超市、免税五大业态和自营、电商，形成消费生态链。就发展方向而言，有税业态方面，重点推动购物中心和奥莱业态发展，布局核心城市、重点区域，并在现有优势区域推动业态组合发展，坚持轻重并举方式发展，适当增加自持物业，慎重发展投资类项目；免税业态方面，目前正推动项目落地。

图 75：王府井发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

销售网络覆盖全国七大经济区域，连锁发展战略具有先发优势。截至2020年上半年，王府井集团旗下拥有52家零售门店，其中，百货业态门店有30家；购物中心门店有15家；奥莱门店为7家。未来，随着多业态布局的完善，奥莱和购物中心的业态占比将有可能与百货占比持平，同时免税业务将使公司的零售生态链更加完整。

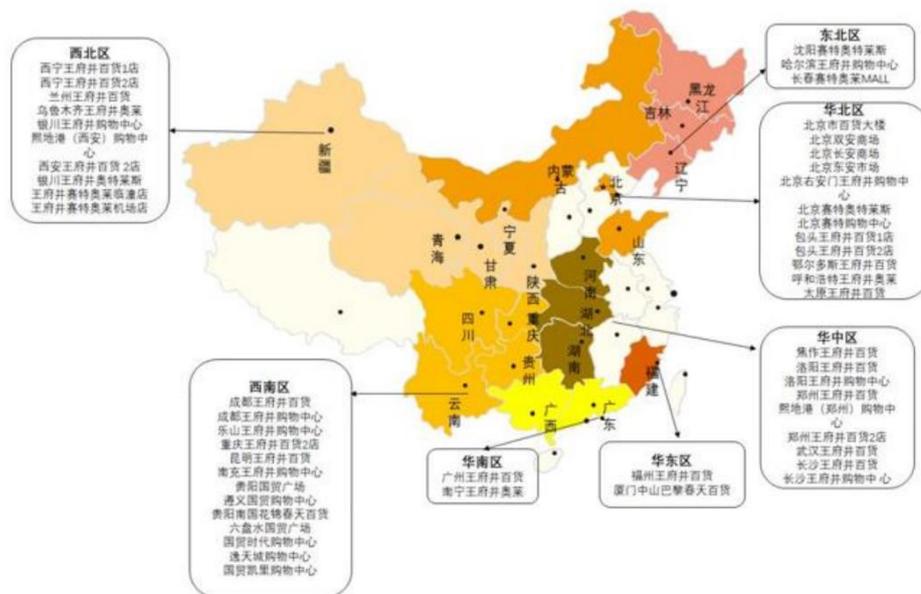
表 13：王府井各地区门店经营情况

地区	20Q1-3 收入 (亿元)	毛利率 (%)	经营建筑面积 (万平方米)	包含地区
华北地区	18.69	32.99	49.4	背景、山西、内蒙古
华中地区	7.4	33.06	53.4	河南、湖北、湖南
华南地区	0.55	18.17	5.7	广东、广西

西南地区	19.06	33.91	78.8	重庆、四川、云南、贵州
西北地区	7.4	38.64	67.6	青海、新疆、甘肃、宁夏、陕西
华东地区	1.74	5.34	14.8	福建、江西、上海
东北地区	2.07	41.68	26.7	吉林、辽宁、黑龙江

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 76：王府井门店 2019 年末全国分布情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 吸收合并首商+岛民免税及离岛免税持续推进+环球影城造好周边商业，公司业绩有望持续突破

4.2.1. 岛内居民消费增长潜力可期，岛民免税市场规模有望超 2000 亿

从岛内居民的存量，岛民免税面向千万人口市场，空间值得期待。海南省常住人口保持稳定增长趋势，由 2012 年 886.55 万人增长至 2019 年 945 万人，年增长率稳定在 1%左右。由于岛民免税面向的对象为海南省岛内居民，意味着政策落地后，岛民免税市场将面向近千万海南岛民，从而具有值得期待的市场空间。

图 77：海南省常住人口保持增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

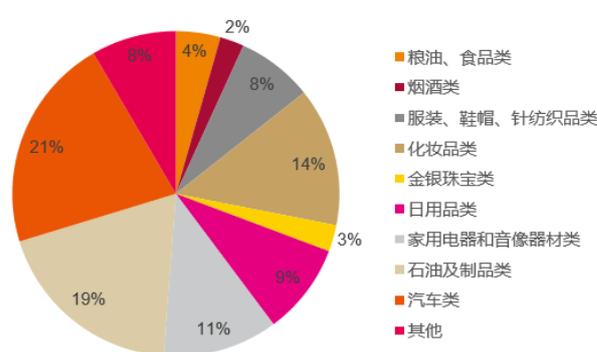
随着免税市场自身的扩容，预期岛民免税品类在商品零售收入中占比将达 8 成以上。消费结构方面，社会消费品零售总额可划分为餐饮收入和商品零售收入两大类。海南省社零中餐饮收入和商品零售收入占比较为稳定，2015 年-2019 年二者占比始终维持在 17%/83%左右的水平，预计餐饮收入、商品零售收入占比未来仍维持在 17%/83%左右。探讨海南商品零售收入的商品种类结构，参考 19 年各品类限额以上零售销售数额，商品零售收入中占比排名前五的品类依次为汽车类（21%）、石油及制品类（19%）、化妆品类（14%）、家用电器和音响器材类（11%）、日用品类（9%）。商品零售收入中主要品类构成与岛民免税重合度较高，若岛民免税清单在离岛免税品类基础上还包含食品、烟草制品、家用电器、机动车等品类，随着免税市场自身的扩容，预期岛民免税品类在商品零售收入中占比将达 8 成以上。

图 78：餐饮、商品零售在海南省社零中占比较为稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 79：海南省 19 年限额以上商品零售额中各品类占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

消费增长带来增量市场+社零角度看趋势增量。从消费增长带来的增量市场看，海南人均可支配收入、消费支出近年来均快速增长。海南省全体居民人均消费支出由 2013 年的 11193 元增长至 2019 年的 19555 元，年均复合增长率接近 10%；人均可支配收入由 2013 年的 15733 元增长至 2019 年的 26679 元，年均复合增长率为 9.2%。逐年提高的人均消费支出与稳定增长的人均可支配收入，将进一步做大海南消费市场。

图 80：海南省全体居民人均消费支出保持增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 81：海南省全体居民人均可支配收入保持增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

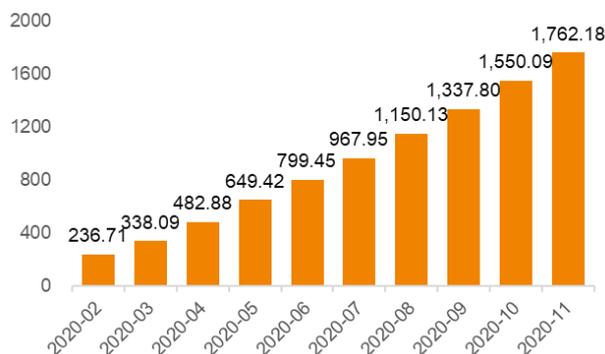
从社零总量的角度来看，海南省社会消费品零售总额从 2013 年 1154.87 亿元增长至 2019 年 1951.11 亿元的水平，年均复合增长率为 9.13%，总体呈逐年增长的趋势。2020 年，在疫情冲击社会零售背景下，受益于离岛免税的带动，海南省社会消费品零售总额维持在较高的水平，截至 11 月，20 年累计社零 1762.18 亿元，同比增长 0.4%，在疫情年份仍然维持正增长。随着疫情影响消散和海南免税政策的不断开放，保守估计海南社零将以 10% 的年增速增长，2025 年之前达到 3000 亿的规模。

图 82：海南省社会消费品零售总额逐年增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 83：20 年海南社零总额仍维持正增长



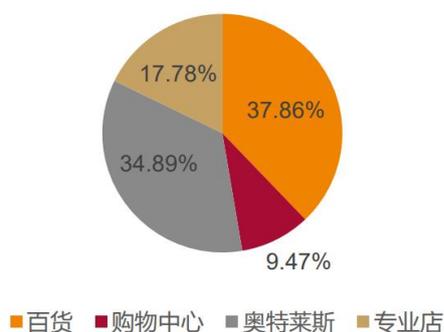
资料来源：Wind，天风证券研究所

综合考虑上述因素，从海南省社会消费品零售总额角度出发，岛民消费增长潜力值得期待，预期 2025 年之前海南岛民免税商品品类市场规模有望超 2000 亿，为岛民免税潜在参与者提供全新利润增长空间。

4.2.2. 吸收合并首商，解决同业竞争—统一京津商业，有望推动后续免税业务加速落地

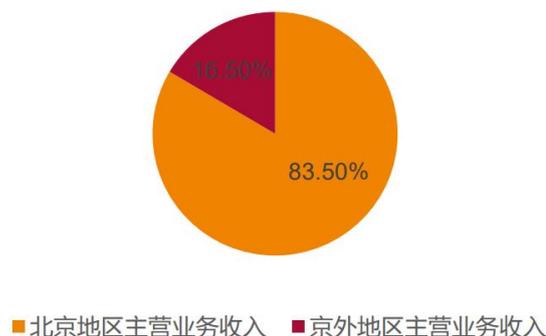
首商股份系首旅旗下大型商业企业集团，主要业态为百货商场、购物中心、奥特莱斯、专业店四类。公司主要业务为商业零售，覆盖百货商场、购物中心、奥特莱斯、专业店四大主力业态，旗下拥有“燕莎友谊商城”、“燕莎奥特莱斯”、“西单商场”、“贵友大厦”、“新燕莎 MALL”、“友谊商店”、“法雅体育”等知名品牌。四类业态中，百货、奥特莱斯营收贡献较大，为公司业务主力。根据公司 19 年北京地区百货、购物中心、奥特莱斯、专业店四类业态的营收数据，百货/奥特莱斯业务营收在四类业务总营收中占比较高，分别为 37.86%/34.89%，二者合计贡献四类业务总营收的四分之三。由于考虑到 19 年公司商业零售业务未受到疫情影响，且公司商业零售营收主要来自北京地区门店，公司在北京地区业态布局也最为齐全，因此我们认为 19 年北京地区各业态营收占比能较好反映公司正常情况下业务结构。

图 84：首商 2019 年北京地区四类业态营收占比



资料来源：首商股份公司公告，天风证券研究所

图 85：北京为公司 2019 年商业零售营收主要来源



资料来源：首商股份公司公告，天风证券研究所

剔除单店面积较小且全部为租赁形式的专业店，公司百货、购物中心、奥莱三种业态门店共有 16 家，其中含自有门店 6 家，总建筑面积 227 万平米；租赁门店 10 家，总建筑面积 536 万平米。从地区分布来看，公司百货、购物中心、奥莱三种业态仅分布在北京、天津、新疆、四川、甘肃五个地区，其中北京地区布局有 5 家自有门店、7 家租赁门店，占

总数的 3/4，且涵盖购物中心、百货、奥特莱斯，业态齐全，其余地区则均只在单一业态布局单一门店。

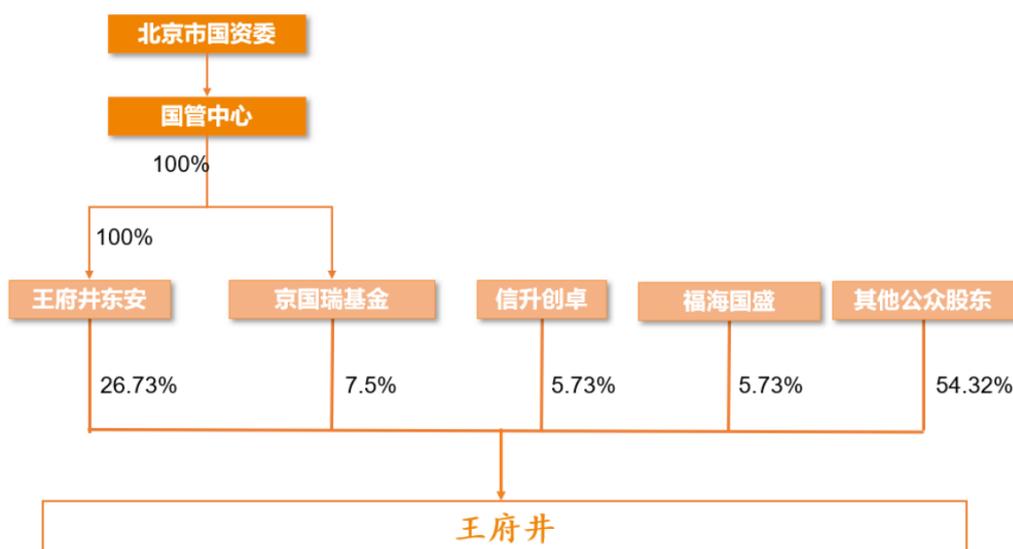
表 14：首商集团购物中心、百货、奥莱门店分布情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积 (万平米)	门店数量	建筑面积 (万平米)
北京	购物中心/百货/奥特莱斯	5	13.9	7	43.8
天津	奥特莱斯	1	8.8	0	0
新疆	百货	0	0	1	2.4
四川	百货	0	0	1	3.3
甘肃	百货	0	0	1	4.1
合计	购物中心/百货/奥特莱斯	6	22.7	10	53.6

资料来源：公司公告，天风证券研究所

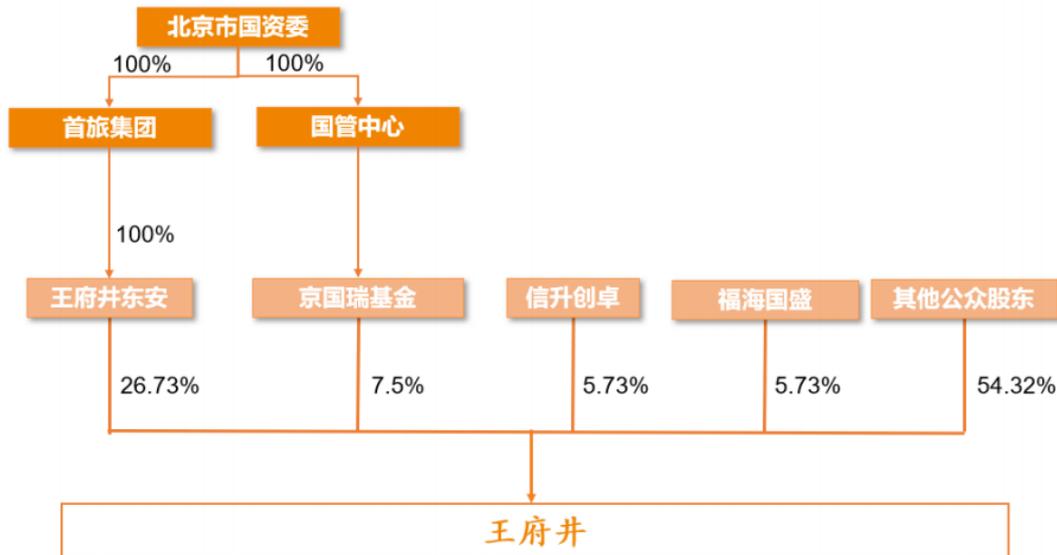
吸收合并首商，整合北京核心商业物业资源，解决同业竞争—统京津商业。2021年2月1日，公司发布换股吸收合并北京首商集团股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案，王府井向首商股份的所有换股股东发行 A 股股票，交换该等股东所持有的首商股份股票。本次换股吸收合并完成后，若不考虑募集配套资金，存续公司王府井的总股本将增至 9.77 亿股，根据停牌日收盘价，公司市值增至 312.05 亿元。由于王府井与首商集团均为首旅集团旗下知名商业零售企业，业态及地理分布都极为相似，本次吸收合并能够有效解决王府井与首商集团之间的同业竞争问题，向王府井注入京津地区优质商业物业，进一步强化王府井商贸零售业务的地区性优势地位，统一京津地区商业零售市场。同时，王府井有税方面供应链、经营能力将进一步提升，并将赋能于王府井免税业务，推动后续免税业务加速落地。

图 86：变动前王府井股权结构



资料来源：王府井公司公告，天风证券研究所

图 87：王府井股权结构



资料来源：王府井公司公告，天风证券研究所

4.2.3. 公司岛民免税业务加速落地，为免税业务正式拉开序幕

王府井+海南橡胶成立合资企业经营岛内免税项目，合作安排充分发挥双方优势。王府井作为国内第八张免税牌照的持有者，获准在全国范围内进行全业态免税经营。2021年1月15日，王府井与海南橡胶签署投资合作协议，合资设立两家免税品经营公司用于发展运营海南省岛内免税项目和岛内日用免税品项目并开展免税品经营管理。王府井本次与海南橡胶投资设立的两家合资公司，经营项目均为岛内免税项目，销售对象为海南岛内居民。双方对两家合资公司的合作方式作出具体安排，在人员方面，安排充分平衡双方利益。合作方式的安排有利于充分发挥王府井作为老牌零售企业在供应链和经营管理方面的优势和海南橡胶在海南招商、物业方面的资源优势，强强联合拓展岛内免税市场，有利于合作有序推进。

表 15：王府井与海南橡胶的投资金额占比与具体合作方式

	王府井	海南橡胶
投资金额	在两家合资公司各占比 60%	在两家合资公司各占比 40%
合作方式	<p>免税品经营公司方面：负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作，掌握项目的管理、运营权；</p> <p>日用免税品经营公司方面：协助海南橡胶负责项目的招商引资工作、免税品经营管理工作。</p>	<p>免税品经营公司方面：负责本地资源以及物业方面的协调；</p> <p>日用免税品经营公司方面：负责招商、本地资源以及物业方面的协调。</p>

资料来源：王府井公司公告，天风证券研究所

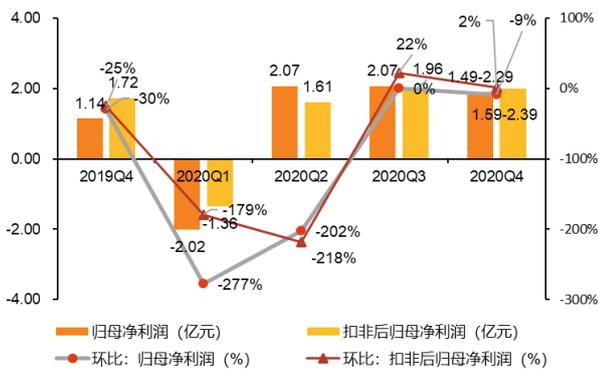
继 2020 年王府井获批免税经营资质后，公司经营岛内免税业务为王府井免税业务正式拉开序幕。2020 年 6 月 9 日，王府井发布公告，财政部授予其免税品经营资质，允许其经营免税品零售业务。目前，王府井的免税品经营业务处于起步阶段，此次设立的合资公司的免税业务为王府井的首个免税项目，有利于王府井进一步完善海南免税业务布局。在消费回流政策扶持海南免税和后续岛民免税、离岛免税将共同驱动海南免税市场发展的背景下，王府井在海南的岛民、离岛免税业务发展值得期待。

积极布局机场、市内免税，后续发展值得期待。在海南以外，王府井积极争取首都国际机场和北京大兴国际机场免税店落地；积极布局北京市内店选址，在通州布局集免税、购物中心、奥莱为一体的环球影城项目，并积极探索西安、成都等市内免税店的可能。

4.2.4. 公司有税业务处于恢复期，随着疫情好转有望逐步恢复常态

公司业绩逐步恢复，随着疫情好转有望恢复至常态水平。2021年1月30日，公司发布业绩预告，预计2020年公司实现归母净利润3.61~4.41亿元，同比减少约54%~62%；实现扣非后归母净利润3.80~4.60亿元，同比减少约50%~59%。2020年Q4公司实现归母净利润1.49~2.29亿元，同比增长约31%~101%；实现扣非后归母净利润1.59~2.39亿元，同比增长约-8%~39%。2020年业绩较上年同期下降主要因蔓延全球的新冠肺炎疫情对宏观经济和线下零售行业经营带来巨大冲击，疫情大规模爆发期间，公司旗下多数门店出现暂停营业，恢复营业后也面临客流剧减，人气不振的境况，导致公司第一季度收入大幅下降37.79%。第二季度以来，公司采取多项政策，积极复工复产，经营逐步恢复。下半年随着公司65周年庆系列活动展开，公司整体经营向好明显。12月，受疫情在多地散点爆发影响，行业和公司经营再次受到一定影响，复苏态势有所减缓。

图 88：2019Q4-2020Q4：公司净利润及增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 89：2016-2020：公司净利润及增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

4.2.5. 环球影城有望为王府井增厚 20 年免税+有税收入合计 3.3 亿元

王府井计划于环球影城度假区内打造有税和免税结合的商业综合体。2020年9月18日，王府井公开披露在通州环球影城度假区内布局了商业项目，该项目以有税加免税业务为主，打造奥特莱斯、商业街区等多业态融合的一体化综合体。该目将分阶段开业，预计一期项目会迎来开业节点。

截至2019年底，北京布局11家门店：王府井6家+首商股份5家。王府井在北京有4家百货+1家购物中心+1家奥特莱斯，总建筑面积为24.9万平方米，其中购物中心及奥特莱斯成立时间较晚，分别成立于2015年和2017年。首商股份在北京共有3家百货+1家购物中心+1家奥特莱斯，总建筑面积为13.9万平方米。

图 90：王府井&首商股份北京门店情况

公司	类型	门店名称	开业时间/并入公司时间	经营面积（万平方米）	物业权限
王府井	百货	北京百货大楼	1955年9月	10.6	自有
		北京东安市场	1998年1月	1.1	租赁
		北京长安商场	1990年5月	2.9	自有
		北京双安商场	1994年8月	3.9	自有
	购物中心	北京右安门王府井购物中心	2015年12月	2	自有
首商股份	奥特莱斯	北京赛特奥特莱斯	2017年4月	4.4	自有
		北京燕莎友谊商城亮马店	1992年6月	13.9	租赁
		北京首商集团股份西单商场	1930年12月		自持
	北京燕莎友谊商城燕莎金源店	2004年10月	租赁		
	购物中心	北京新燕莎商业金源店	2004年10月		租赁
	奥特莱斯	北京燕莎友谊商城奥特莱斯购物中心	2002年12月		租赁

资料来源：王府井公司公告，首商股份公司公告，天风证券研究所

预计环球影城开业为王府井 20 年有税+免税双业务带来 3.3 亿元收入增量。作为全球著名的旅游项目，环球影城对国内外游客有着强大吸引力。基于北京环球影城的庞大规模和人口基数，我们预计常态下环球影城年均入园人数在 1500 万人次左右。根据上海世博会经验数据，世博会带来新增航空客流约占入园人数的 15%，据此我们估计北京环球影城开园后将年均新增航空旅客吞吐量 225 万人次。从免税收入角度，我们预计环球影城在稳定时期下能带来 225 万新增航空旅客吞吐量，将为首都机场、大兴机场免税店和环球影城内免税店分别带来 1.08 和 1.35 亿元的收入增量，从有税收入角度，我们预计环球影城开业将为王府井及首商股份旗下的百货&购物中心&奥特莱斯带来 0.9 亿元的收入增量，共计 3.3 亿元。

图 91：环球影城对王府井有税+免税影响测算假设

免税收入				
	国际旅客吞吐量（万人次）	渗透率（%）	人均消费额（元）	免税消费额（亿元）
首都机场、大兴机场免税店、环球影城内免税店	225	10%	5000	11.25
有税收入				
	游客量（万人次）	渗透率（%）	人均消费额（元）	免税消费额（亿元）
百货&购物中心&奥特莱斯	1500	5%	120	0.9
免税+有税收入合计：12.15亿元				

资料来源：王府井公司公告，首商股份公司公告，天风证券研究所

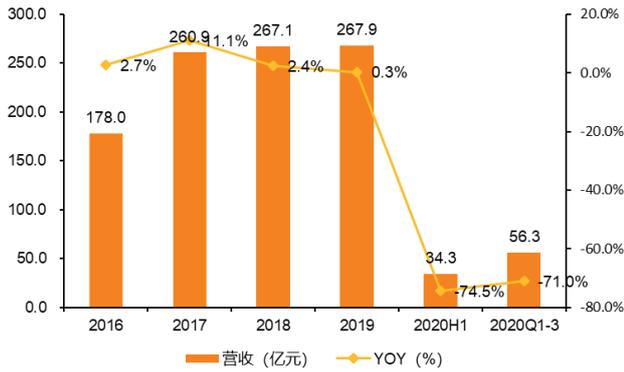
注：已将与王府井合并的首商股份的有税业务并入

4.3. 财务分析：疫情影响较大，二季度以来不断恢复

4.3.1. 营收&利润受疫情影响同比下降 70%，二季度以来持续恢复

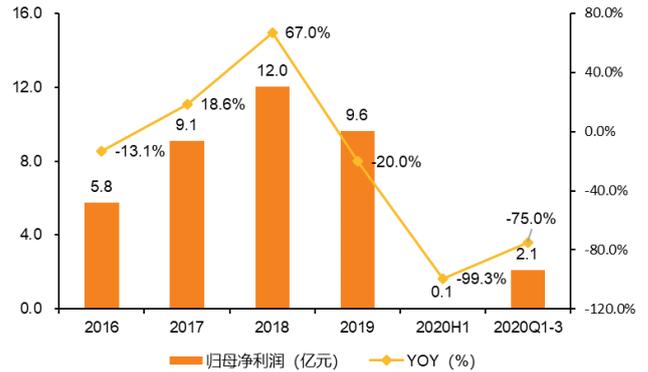
公司营收及净利润受疫情冲击较大，二季度以来逐渐恢复。2019 年公司实现营业收入 267.9 亿元，同比增长 0.3%，实现归母净利润 9.6 亿元，同比下降 20.0%，主要因主业毛利率下降、财务费用增加等不可比因素共同影响导致。2020 年初，受新冠肺炎疫情冲击，公司旗下门店客流量下降严重，大量门店面临暂停营业的情况，销售大幅滑坡，2020Q1 营业收入同比下降 37.79%，2020Q2 销售和利润逐渐恢复，2020Q1-3 实现营收 56.3 亿元，同比下降 71.0%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比下降 75.0%。

图 92：2016-2020Q3 公司营业收入：二季度以来逐步恢复



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 93：2016-2020Q3 公司归母净利润：二季度以来逐步恢复

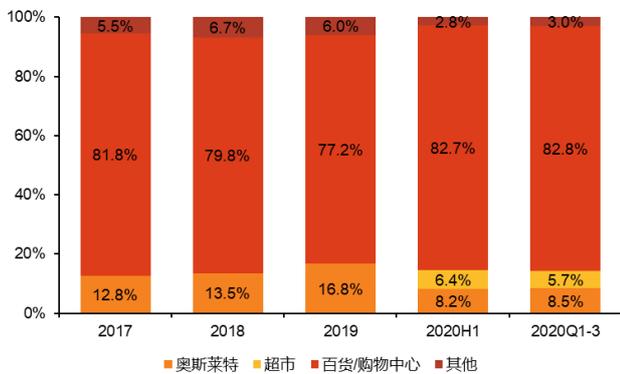


资料来源：Wind，天风证券研究所

分业态看，百货/购物中心仍旧贡献主要收入。2020Q1-3 百货/购物中心占比达到 82.8%，为公司业绩指标的完成发挥了重要支撑作用。奥莱业态占比达到 8.5%，比 2019 年的 16.8% 下降了 8.3%，受疫情影响严重，但二季度以来复苏态势较好。受疫情影响期间刚需以及新增门店影响带动，超市占比同比增长幅度较大，2020Q1-3 占公司主营收入的比重达到 5.7%。

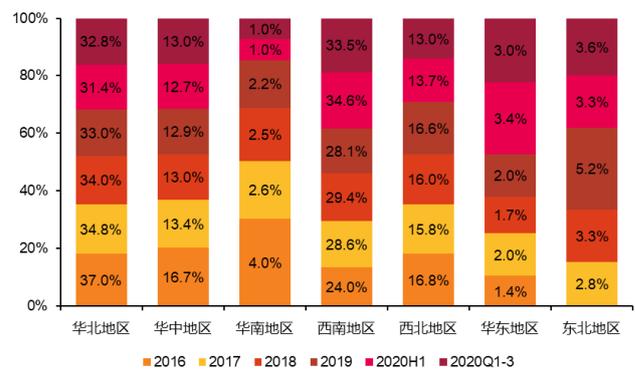
分地区看，华北、西南地区仍旧贡献主要收入。2020Q1-3 华北、西南地区占比分别达到 32.8%和 33.5%。其中与 2019 年相比，2020Q1-3 华中、西南、华东地区营收占比有所上升，华北、华南、西北、东北地区营收比重有所下降。

图 94：百货/购物中心贡献主要收入，疫情以来超市贡献增长明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 95：华北、西南地区仍旧贡献主要收入

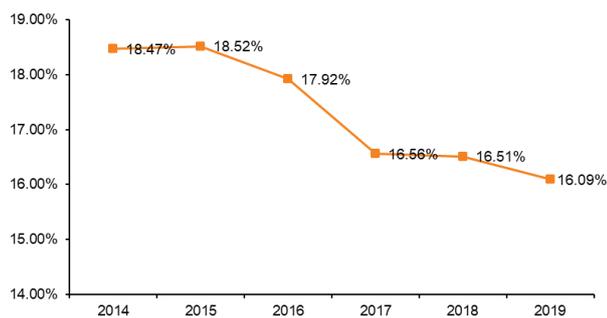


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3.2. 受业务结构影响毛利率总体呈现合理下降趋势

公司主业毛利率受业务结构影响总体呈现下降趋势，2020 年净利率受疫情冲击大。2014 至 2019 年公司主业毛利率总体呈现波动式下降趋势，2019 年达 16.09%，主要受奥莱业态销售规模逐步提升、新开门店以及商品结构变化综合影响所致。2020H1 净利率受疫情因素影响，转负达 0.5%，2020Q1-3 逐渐恢复，达到 3.3%。

图 96：2014-2020Q3 公司主业毛利率：业务结构影响略微下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 97：2014-2020Q3 公司净利率：受疫情冲击大转负



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.3.3. 各项费用率保持稳定，资产负债率总体平稳

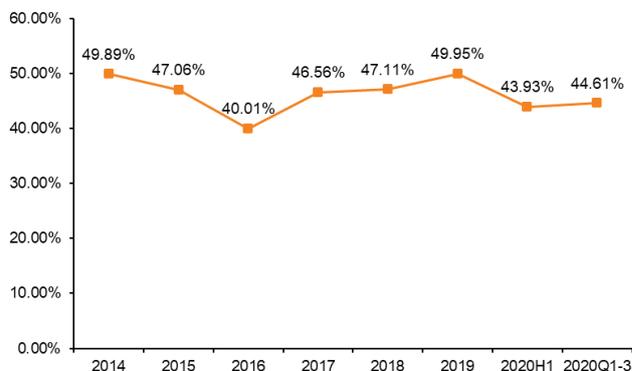
公司各项费用率总体保持稳定，受疫情影响较大，资产负债率总体平稳。2020 年以来，门店关停、降本增效等措施使得管理费用有所下降，但受疫情影响，2020 年营收下降明显，2020H1 销售费用率、管理费用率较 2019 年有所上升，分别达到 16.9%和 15.9%。2014-2020Q3 公司资产负债率总体平稳，2020Q1-3 资产负债率达到 44.61%。

图 98：2017-2020H1 公司各项费用率：受疫情影响大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 99：公司资产负债率总体平稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 投资建议

目前主题公园市场从疫情中逐渐恢复，目前中国疫情恢复进展良好，国内消费升级趋势明显，促进消费政策积极，预计中国主题公园市场将持续快速发展。北京环球影城作为中国首家环球影城乐园，北京市的旅游资源丰富、类型多，对游客的吸引力强。在环球影城强大的 IP 驱动下，预计开园后游客量有望突破 1500 万。预计相关商业、酒店、餐饮等行业龙头将持续受益，建议关注【王府井】【首旅酒店】。

6. 风险提示

疫情二次爆发：当前国外疫情仍在持续，国内各地区仍有零星确诊出现，应当谨防疫情二次爆发。

项目经营风险：北京环球影城项目大，影响力强，经营仍需与北京当地各部门协同，存在经营风险。

经济复苏不及预期：外围市场不稳定，当前经济复苏仍存在不确定性。

经营不及预期：环球影城的经营受多方面影响，消费者热情、门票、内部消费客单价暂不确定，且周边存在北京欢乐谷等其他主题乐园，经营存在不及预期的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com