

社会服务

报告原因：专题报告

2021年7月16日

主题公园专题报告

主题公园溢出效应显著，北京环球影城开园在即

维持评级

看好

行业研究/深度报告

社会服务板块近一年市场表现



分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街28号中海国

际中心七层 山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

投资要点：

➢ 在国内持续拉动内需的发展背景下，主题公园是联动旅游产业链上游基础交通和下游游客以及园内酒店、餐饮等的重要着力点。对标欧美等发达国家，人均GDP在6千-3万美元期间是个人娱乐消费增长最快阶段。2018年中国人均GDP达到6.46万人民币，我国正在逐步进入文化娱乐消费增长快车道，消费升级全面爆发。

➢ 国内主题公园逐渐由单一游乐场向综合型度假区转变。主题公园竞争将呈现本土与国际品牌齐开花，文娱+与多种形式相融合格局。自2016年迪士尼落地上海，环球影城、六旗、乐高、梦工厂等海外主题公园巨头纷纷瞄准中国主题公园市场的广阔发展空间加速布局。外资进入提升国内游客对主题公园的关注及消费热情、提高游客对主题公园门票价格接受上限、多样化消费模式帮助传统旅游市场摆脱单一门票依赖。

➢ 疫情黑天鹅带动周边游保持高速增长，主题公园成为上佳选择。2020年新冠疫情席卷全球，国内通过前期严防严控和后期快速推进疫苗接种，疫情基本得到有效控制。国际疫情经过几轮反复未来趋势尚不明朗，叠加严格隔离政策，消费者出游需求近几年基本落实在国内，为国内周边游、中长线游壮大市场。疫前出境游旅客消费画像具有高频次、高客单价、注重品质等特点，这类游客近两年出游需求也将全部转向国内。主题公园作为周边游重要目的地疫后接待量迅速恢复。

➢ 北京环球度假区是主题公园旅游目的地综合体，建成后将是全球规模最大的环球影城。一期占地159.57公顷，预计每年接待游客量在1500万人次左右；二期占地165.83公顷，计划建设包含中国元素的主题公园，引入中国文化和孙悟空等IP；三期计划建设水上乐园。环球影城这类拥有IP矩阵的旅游度假综合体，可以产生的辐射效应是普通景区的10-15倍，主题公园进驻有望加强区域内旅游资源溢出效应，推动区域旅游产业发展。

➢ 投资建议：经济快速发展和消费需求升级，使国内游逐渐向品质化转变。具有特色的主题公园在展现城市文化和IP内容的同时可以串联城市核心区景点、发挥聚集效应。环球影城是国际性IP，以影视为根基拥有广泛受众群体。叠加北京旅游带动作用，环球影城一期预计接待客流在1500万人次左右。预计带动通州旅游区酒店、餐饮、休闲服务和区域内交通提质增效，推动京津冀地区旅游产业发展。环球影城合资公司中方占主导，首旅集团布局多项产业。北京环球影城园区内仅有两家酒店：环球影城大酒店和诺金度假酒店，定位豪华型酒店，均位于园区入口、有望承接园区开业后客流，区位优势明显。目前两家酒店尚未营业，若未来两家酒店注入首旅酒店体内将大幅增厚首旅酒店业绩。首旅集团旗下上市公司，王府井、全聚德计划在园区内开设免税店、餐饮门店等旅游服务业态，抢占布局环球影城先机。

风险提示：

➢ 疫情对旅游行业影响超预期风险；突发事件或不可控灾害风险。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

1.主题公园发展现状分析	6
1.1 主题公园发展经历四个阶段.....	6
1.2 当前主题公园发展特征：规模扩张进程提速.....	8
1.3 我国主题公园主要运营模式.....	10
1.3.1 旅游+地产.....	11
1.3.2 旅游+演艺.....	11
1.3.3 IP+科技赋能.....	12
1.3.4 综合型休闲度假目的地.....	13
2.主题公园驱动因素分析：消费需求提升，供给投资增加	14
2.1 高人口密度+消费升级打开主题公园广阔市场空间.....	14
2.2 周边游+亲子游需求增长，主题公园成为直接受益目的地.....	16
2.3 主题公园独特优势，受天气、季节因素影响小，保持全年需求旺季.....	17
2.4 投资增加、需求下沉，主题公园存量空间可观.....	18
2.5 政策助力主题公园产业健康发展.....	18
3. 国际主题公园巨头相继落户上海北京	19
3.1 迪士尼乐园抢占先机布局中国市场.....	19
3.2 环球影城：以影视为特色构建主题公园.....	22
3.2.1 环球影城财务状况：业绩增长稳定.....	23
3.2.2 环球影城运营模式：自主经营&合资经营&授权第三方经营.....	24
3.2.3 环球影城IP模式：购买授权&原创内容.....	25
3.3 北京通州环球影城主题公园开业在即.....	26
3.3.1 园区计划引入中国元素，合资公司中方持股70%.....	26
3.3.2 主题公园进驻有望加强区域内旅游资源溢出效应.....	27
3.3.3 一期开业有望实现年接待客流1500万人次.....	29
4.投资建议	31

5.风险提示.....32

图表目录

图 1：我国大型主题公园分布情况.....6

图 2：全球 6 家迪士尼乐园分布情况.....6

图 3：中国主题公园发展历程.....7

图 4：以主题公园为核心产业链.....8

图 5：2013-2020 年国内人均 GDP（单位：元）9

图 6：2013-2020 年人均教育、文化、娱乐消费支出9

图 7：2019 年国内主题公园类型及比重.....9

图 8：2019 年国内主题公园区域客流规模.....9

图 9： 2019 年前十主题公园接待人次（单位：万人次）10

图 10：2019 年国内头部主题公园客流市场占比.....10

图 11：“旅游+地产”主题公园运营模式图..... 11

图 12：2014-2019 国内旅游演艺票房收入情况12

图 13：2014-2019 国内旅游演艺市场结构（按票房）12

图 14：“旅游+IP”主题公园运营模式图13

图 15：华强方特特种电影项目形式.....13

图 16：华强方特文化科技主题公园国内分布图.....13

图 17：长隆度假区运营模式.....14

图 18：世界主要国家人口密度（单位：人/平方千米）15

图 19：世界城市人口密度表（单位：人/平方千米）15

图 20：世界主要经济体人均 GDP 情况（单位：美元）15

图 21：2008-2020 国内旅游收入情况15

图 22: 2008-2020 国内旅游接待人次情况	16
图 23: 近十年城镇居民可支配收入.....	16
图 24: 周边游出游频率.....	16
图 25: 疫前周边游占整体市场 25% (单位: 万人次)	16
图 26: 主题公园营收受季节性影响较小.....	17
图 27: 迪士尼、环球影城接待人次逐年稳步增长.....	17
图 28: 截至 2020 年国内现有/拟建主题公园项目.....	18
图 29: 2021-2025 拟建主题公园投资额 (亿人民币)	18
图 30: 迪士尼主营收入构成 (单位: 亿美元)	20
图 31: 迪士尼主题公园营收构成 (单位: 亿美元)	20
图 32: 华特迪士尼乐园全球布局.....	21
图 33: 迪士尼主题公园部门营收与利润 (单位: 亿美元)	21
图 34: 国内外主题公园主要营收对比.....	21
图 35: 上海市旅游产业增加值及占 GDP 比重	22
图 36: 上海迪士尼开园至今接待游客人次.....	22
图 37: CMCSA 营收、归母净利润 (单位: 亿美元)	22
图 38: CMCSA 近十年 ROE、ROA.....	22
图 39: NBC 环球主营业务营收情况 (单位: 十亿美元)	23
图 40: NBC 环球主营业务净利润 (单位: 十亿美元)	23
图 41: 环球影城 ROE 与迪士尼相近.....	24
图 42: 环球影城 ROA 整体较为稳定.....	24
图 43: 北京环球度假区概览-7 大景区环绕中心湖	26
图 44: 北京环球度假区股权结构.....	27

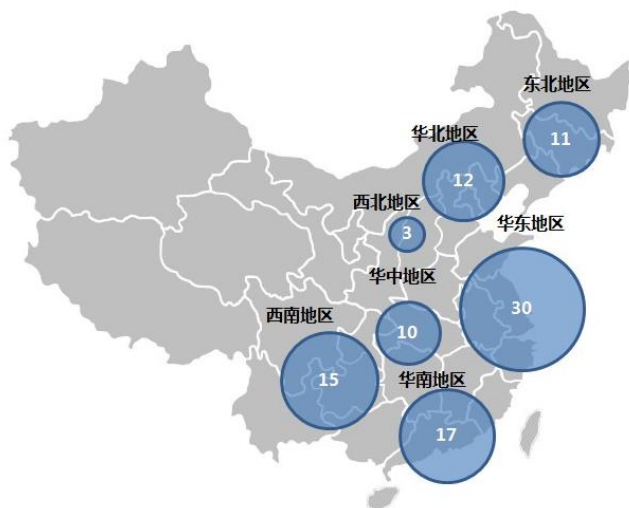
图 45: 北京旅游接待总人次略低于上海.....	28
图 46: 北京旅游总收入水平高于上海.....	28
图 47: 北京市文化休闲娱乐产业收入增长情况.....	28
图 48: 北京市客均收入贡献水平（单位：元 / 人）.....	28
图 49: 北京旅游产品主要客源城市 TOP10.....	29
图 50: 预计从不同方向前往环球影城游客分布百分比.....	29
图 51: 环球影城周边地铁规划.....	31
图 52: 环球影城园区周边地面道路交通组织流线.....	31
表 1: 国内主题公园分类.....	7
表 2: 国内主题公园运营模式对比.....	10
表 3: 旅游+演艺模式分类.....	11
表 4: 主题公园相关政策.....	19
表 5: 全球主题公园入园人数 TOP10（单位：万人次）.....	19
表 6: NBC UNIVERSAL 主题公园收入情况.....	23
表 7: 环球影城 5 大主题公园对比.....	24
表 8: 奥兰多环球影城主题乐园 IP 详解.....	25
表 9: 北京市文旅资源概览（截至 2021 年 1 月）.....	27
表 10: 上海迪士尼乐园与北京环球影城对比.....	29
表 11: 正在运营环球影城、迪士尼乐园客流情况.....	30
表 12: 北京环球影城一期客流测算.....	30

1.主题公园发展现状分析

1.1 主题公园发展经历四个阶段

主题公园是根据某个特定主题或内容，集诸多娱乐活动、休闲要素和服务接待设施于一体的现代旅游目的地。随着我国经济近年来高速发展，主题公园行业也迎来蓬勃发展势头。从区域分布上来看，目前大型主题公园主要集中在以广州、深圳为核心的珠三角，以上海、苏州为核心的长三角和环渤海地区，以及长沙、武汉、成都等中西部新一线城市同样分布规模较大的主题公园。这种分布与我国区域经济发展水平和国内旅游市场结构基本相符。纵观国内外经营状况出色的大型主题公园，都囊括增长持续、结构合理的客源市场。

图 1：我国大型主题公园分布情况



资料来源：AECOM，山西证券研究所

图 2：全球 6 家迪士尼乐园分布情况

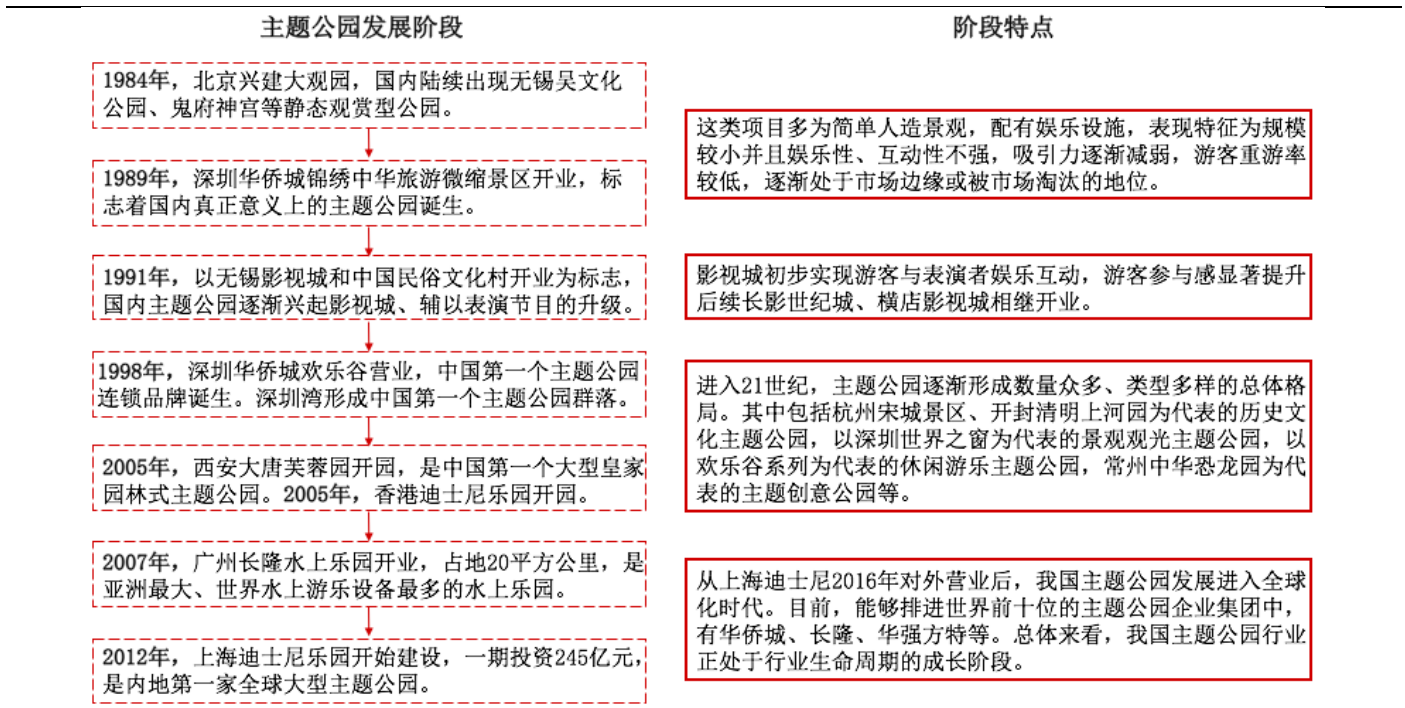


资料来源：公司官网，山西证券研究所

我国主题公园发展主要经历四个阶段。**第一代主题公园以游乐园、园林、影视剧拍摄基地为主。**80年代初期，一些简单的游乐场开始在当时经济较为发达的珠三角地区涌现。同时，以历史或文学为主题建设的园林开始出现，如因拍摄《红楼梦》建设的大观园，日后开放营业开启影视基地二次利用模式。**第二代主题公园以微缩景观、影视城辅以表演为主。**1996年横店影视城和杭州宋城景区同时开业，此后宋城推出千古情系列，我国主题公园开始真正具备“主题”。**第三代主题公园孕育现代化主题文化。**各大主题公园在更新游乐设施的基础上，加强娱乐和文化的融合，逐渐具有“IP”意识，如1998年深圳欢乐谷将游乐设施

融入卡通元素；2007 年华强方特将特种电影融入主题乐园。第四代主题公园打造全产业链+新科技+大 IP。国际品牌不断融入，推动本土 IP 意识不断增强，宋城形成千古情系列、华强方特坐拥熊出没系列。在政策导向下，地产商陆续进入主题公园产业，如万达、恒大、融创等集团在城市商业综合体基础上，将室外主题公园、酒店住宿、演艺、商业娱乐融为一体，塑造新型文化旅游城。

图 3：中国主题公园发展历程



资料来源：山西证券研究所整理

主题公园通常围绕某个或多个主题、配以人工设计景观和设施而建。从游客游览层面可以把主题公园分为四大类：观光型（如：世界之窗、三亚蜈支洲岛）；体验型（如：欢乐谷）；参与型（如：宋城千古情、横店影视城）；全域型（如：迪士尼、环球影城）。我们根据目前国内主题公园内容特征，将主题公园分为下面六大类。

表 1：国内主题公园分类

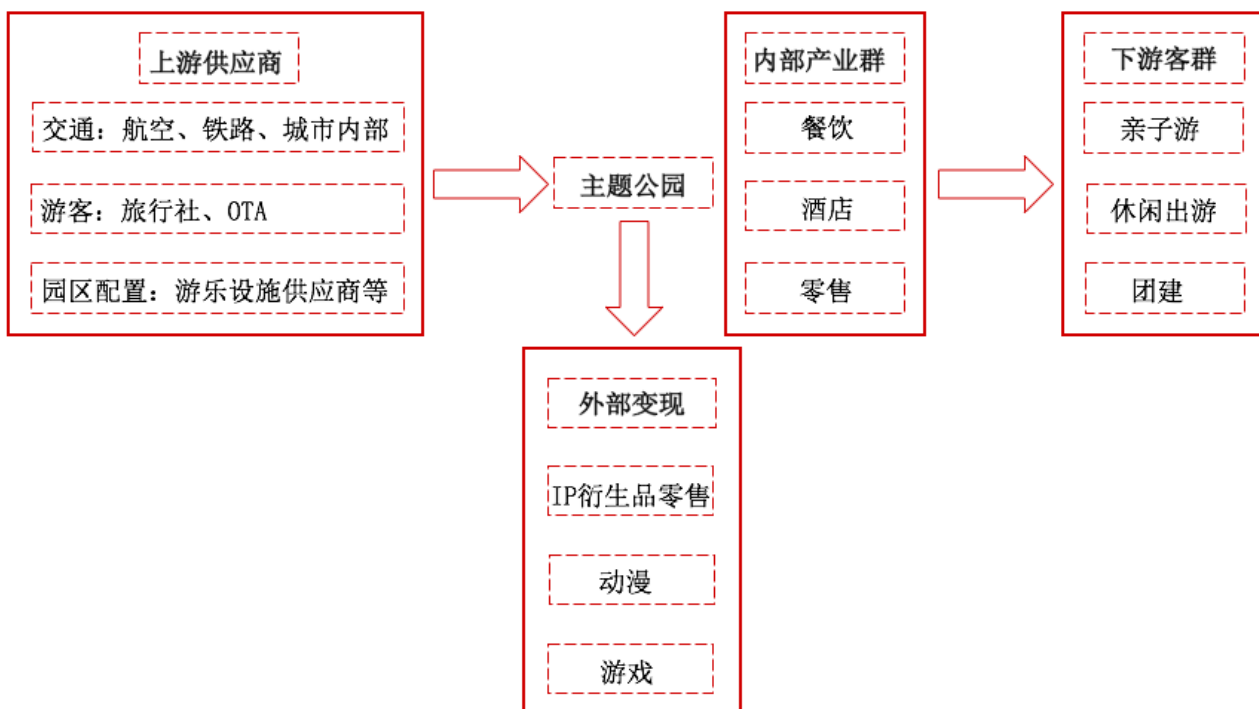
类型	特点	主题公园代表
游乐主题公园	IP 与大型游乐设施相结合	迪士尼乐园、长隆欢乐世界、深圳欢乐谷、方特梦幻王国
演艺主题公园	以实景演艺、场景体验为主	环球影城、宋城演艺、方特东方神画、横店影视城
度假主题公园	休闲度假景区与游乐设施相结合	三亚蜈支洲岛度假中心、北海银滩旅游区、观澜山水田园农庄
海洋主题公园	以动物展览、大型表演为主	大连圣亚海洋世界、武汉东湖海洋世界、澳门渔人码头、香港海洋公园
水上主题公园	以漂流等水上游乐设施为主	长隆水上乐园、珠海梦幻水城、亚特兰蒂斯水上冒险乐园
自然、历史主题公园	以自然风光、历史重现为主	束河古镇、西江千户苗寨、锡林郭勒大草原、锦绣中华

资料来源：山西证券研究所整理

1.2 当前主题公园发展特征：规模扩张进程提速

在目前国内持续拉动内需的发展背景下，主题公园是联动旅游产业链上游基础交通和下游游客以及园内酒店、餐饮等的重要着力点。主题公园产业链分为主题公园延伸出的内部闭环和由配套产业提供支持的外部闭环两大产业链组成。其中，内部产业链由主题公园自身所延伸出的餐饮、酒店、商业以及其他消费领域；外部包括以 IP 变现为主的衍生品销售、动漫、游戏、APP 等。

图 4：以主题公园为核心产业链

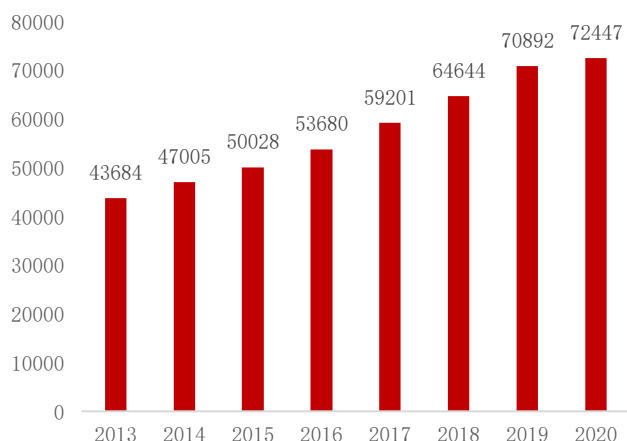


资料来源：山西证券研究所整理

对标欧美等发达国家，人均 GDP 在 6 千-3 万美元期间是个人娱乐消费增长最快阶段。2012 年中国人均 GDP 接近 4 万人民币，超过 6 千美元，2015 年全国已有北京、上海、天津等 10 个省市进入“GDP 人均 1 万美元俱乐部”，2018 年中国人均 GDP 达到 6.46 万元，我国正在逐步进入文化娱乐消费增长快车道。

2018 年我国消费对 GDP 贡献达到 76.2%，消费升级全面爆发。根据马斯洛需求层次，居民消费需求逐渐由 needs 向 wants 转变，由温饱、健康安全向品质生活、身份表达和成长发展转变，文化娱乐消费占比进一步提升。2019 年我国居民人均教育、文化和娱乐消费达到 2513 元，占人均消费支出比重 11.7%。在文化娱乐消费快速增长的同时，线下文化娱乐消费观念也随之转变升级，个性化、定制化成为主流。主题公园游客参与感、互动感较强，满足个性化消费的线下娱乐方式发展。

图 5：2013-2020 年国内人均 GDP（单位：元）



数据来源：国民经济统计公报，山西证券研究所

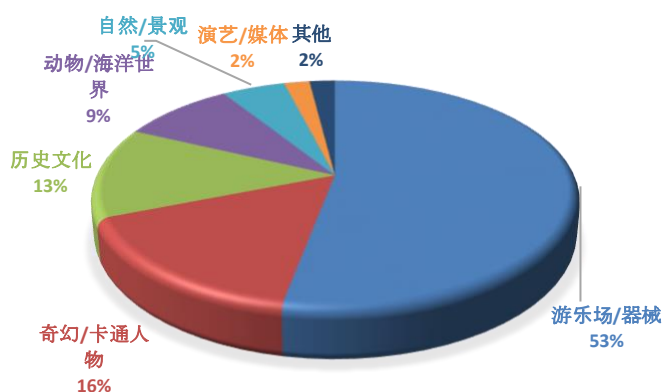
图 6：2013-2020 年人均教育、文化、娱乐消费支出



数据来源：国民经济统计公报，山西证券研究所

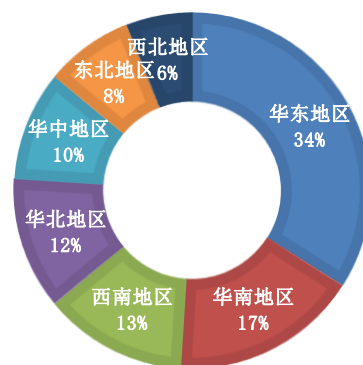
逐渐由单一游乐场向综合型度假区转变。从国内主题公园类型来看，目前游乐场/器械类主题公园占据半壁江山，但无论是传统单一器械类游乐场（如：欢乐谷），还是以旅游演艺为核心的景区（如：宋城千古情），或是海洋动物主题景区（如：长隆、海昌等），均通过扩建场馆、叠加街区场景、开发新项目以及配套旅游设施，向休闲度假业态过渡。从景区盈利能力来看，综合体旅游目的地显著提升客单价、游客停留时间。从客流规模占比来看，经济发达的华东地区占比最高，其次为华南地区，经济欠发达的西北地区、东北地区占比较低，中国主题公园地域分布特征明显，与经济发达程度成正比。

图 7：2019 年国内主题公园类型及比重



数据来源：AECOM，山西证券研究所

图 8：2019 年国内主题公园区域客流规模

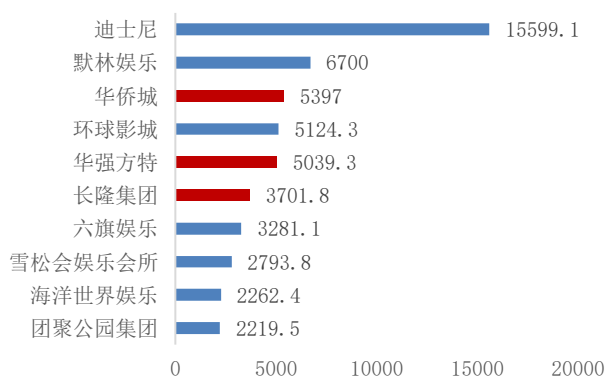


数据来源：AECOM，山西证券研究所

主题公园呈现集团化、异地扩张规模化。单体大型综合主题公园通常建在一二线城市市郊，辐射周边 3 小时车程游客，以本地居民和短途游、周边游客流为主。规模化的集团品牌主题公园具有更强的引流效应，高体验游乐设施、具有 IP 内容的演艺表演和园区完备的综合服务增加游客重游次数。目前国内主题公园市场呈现华侨城、长隆、华强方特三大集团鼎力局面，其余以华北东北地区大连圣亚、长三角及重点旅游城市宋城、以及海昌海洋公园占领市场份额。

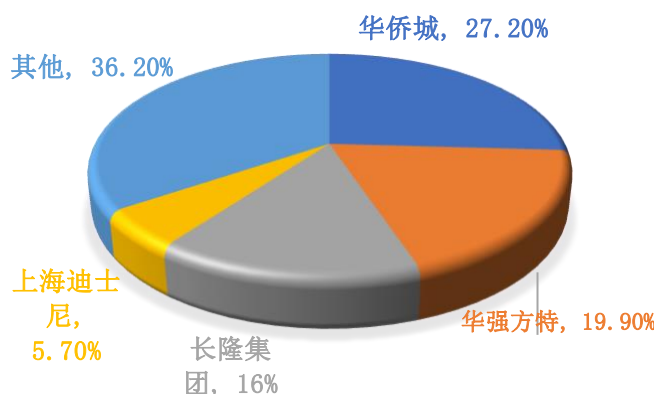
主题公园竞争将呈现本土与国际品牌齐开花，文娱+与多种形式相融合格局。自 2016 年迪士尼落地上海，环球影城、六旗、乐高、梦工厂等海外主题公园巨头纷纷瞄准中国主题公园市场的广阔发展空间加速布局。外资进入提升国内游客对主题公园的关注及消费热情、提高游客对主题公园门票价格接受上限、多样化消费模式帮助传统旅游市场摆脱单一门票依赖。未来主题公园行业具备长期增长动力，自身内容特色、IP 产业化、差异化运营将成为国内主题公园竞争关键。随着国内民族品牌主题公园崛起，本土原创品牌从最开始番禺野生动物园、世界之窗、华侨城、欢乐谷等，如今已经逐渐发展成长隆系、万达系、海昌系、宋城系等品牌家族，占据国内重要经济增长极区域，与海外品牌共同构筑全新主题公园竞争格局。

图 9：2019 年前十主题公园接待人次（单位：万人次）



数据来源：AECOM，山西证券研究所

图 10：2019 年国内头部主题公园客流市场占比



数据来源：AECOM，山西证券研究所

1.3 我国主题公园主要运营模式

表 2：国内主题公园运营模式对比

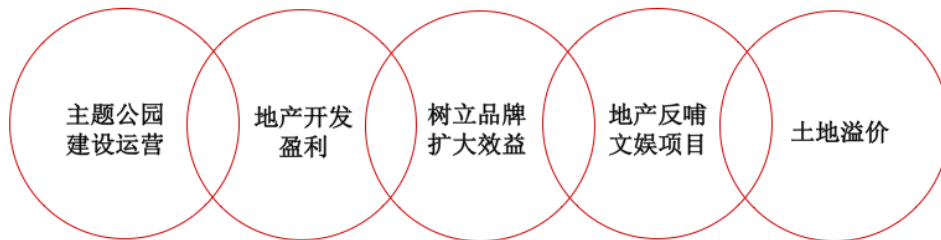
企业名称	分布区域	模式	主要园区	2020 年营收 (单位：亿元)	同比
华侨城	上海、深圳、成都等	旅游+地产	锦绣中华、世界之窗、欢乐谷等	818.68	36.39%
宋城演艺	杭州、三亚、丽江等	旅游+实景演艺	杭州宋城、烂苹果乐园、三亚宋城等	9.03	-65.44%
华强方特	芜湖、沈阳、青岛等	IP 及周边+数字影视	芜湖方特欢乐世界、青岛方特梦幻王国等	40.21	-20.98%
长隆集团	广州、珠海	马戏+酒店+地产	长隆欢乐世界、长隆国际大马戏等	-	-
海昌海洋公园	大连、青岛、烟台等	海洋产业+旅游	大连老虎滩极地海洋世界、渔人码头等	11.76	-58.24%

资料来源：公司年报，山西证券研究所整理

1.3.1 旅游+地产

主题公园具有较强的外部投资属性和内部社交属性。主题公园发展早期，不少地方政府将其作为重点招商对象，提供税费减免等优惠政策，房地产企业通过“旅游+地产”开发模式获得较低成本土地资源，在周边辅以住宅弥补主题公园开发运营成本。典型代表是华侨城和万达。

图 11：“旅游+地产”主题公园运营模式图



资料来源：山西证券研究所整理

地产企业投资初期以主题公园建设运营为主，旨在以较低价格拿地。主题公园运营一段时间、具有一定人气后，推出住宅等高周转业态以回笼资金，同时补贴重资产、投资回报周期较长的文化旅游项目。主题公园及周边旅游资产可以提升地产开发价值，地产快速资金回笼又反哺旅游项目运营。

1.3.2 旅游+演艺

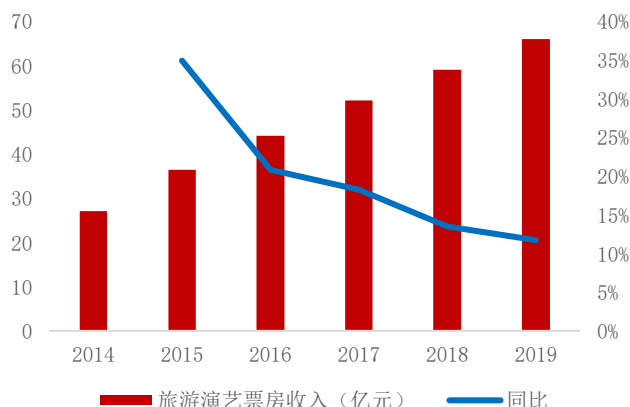
主题公园+旅游演艺模式，解决单一观光类景区因缺少夜游项目导致对游客吸引力降低的痛点。延长游客在景区中停留时间，增强自然景区“快进慢出”全域旅游体验，增加游客在景区及周边消费点，实现接待游客人数和实现旅游收入量价齐飞。道略演艺统计主题公园演艺票房占据市场主要份额；从演出主题来看，目前千古情系列营收第一，占全国旅游演出营收票房 30%左右；从区域来看，形成长江三角洲、珠江三角洲与西南区域三大旅游演艺圈。

表 3：旅游+演艺模式分类

分类	演出地点	特点	效益	代表案例
实景旅游演艺	自然山水景区	自然山水与地域文化结合，多为大规模布景	带动区域旅游市场发展	《印象刘三姐》《长恨歌》《最忆是杭州》
主题公园旅游演艺	主题公园	与主题公园游乐设施互补，共同打造复合型旅游产品，主题性明显	以娱乐、参与性为主，烘托主题公园内部氛围	《宋城千古情》《长隆马戏》 迪士尼花车巡游表演
剧场旅游演艺	旅游城市为主	多为城市文化名片产品，采用巡演方式	带动区域旅游市场发展，传播地域文化	《又见平遥》《一把酸枣》《云南映像》

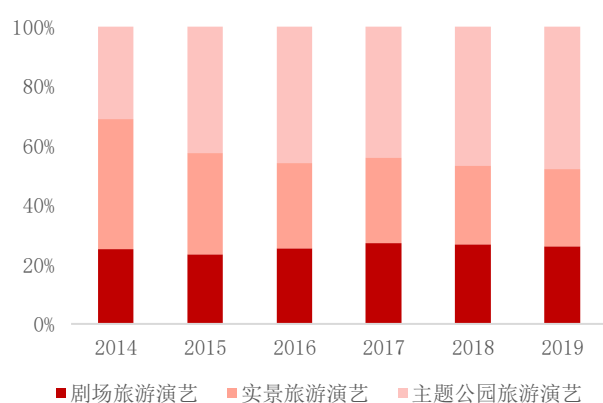
资料来源：山西证券研究所整理

图 12：2014-2019 国内旅游演艺票房收入情况



数据来源：道略产业研究院，山西证券研究所

图 13：2014-2019 国内旅游演艺市场结构（按票房）



数据来源：道略产业研究院，山西证券研究所

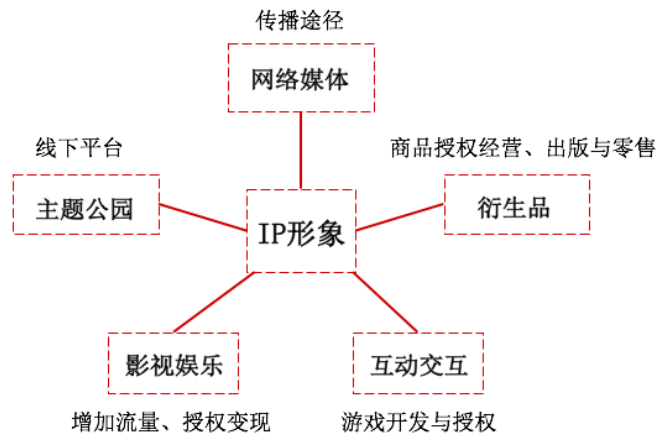
可复制性强是主题公园演艺最大的特点。宋城演艺主题公园核心基本为一到两个室内秀场上演“千古情”系列演出，搭配表现地域文化标志性广场、室外秀场、民俗商业街、游乐街、儿童乐园等，在三亚等具有鲜明特点旅游目的地城市配套水上乐园，所有项目尽可能在有限空间拉长游客体验，辅以标准化游玩板块，同时根据目的地地域文化风情打造不同核心地标内容。打响知名度后，宋城采取“轻+重资产”相结合项目发展模式，在条件较好的一线景区和旅游目的地以自有资金投资为主（例如张家界千古情、漓江千古情），合作模式为辅（例如西安千古情）；在二线以下城市采用高利润、高周转、复制快、低风险的轻资产文化管理输出模式，收取项目经营管理费提供品牌授权、剧目编创等一揽子服务，例如宁乡炭河千古情、黄帝千古情等。

1.3.3 IP+科技赋能

IP、科技赋能的综合性运营模式更加强调流量与变现能力两大要素。影视媒介创造出 IP 形象，影视娱乐、网络媒体、互动交互等途径加强线上传播，提升 IP 关注度、丰富 IP 形象、扩大 IP 传播度和话题讨论范围。主题公园打造线下平台，获取线上流量。科技元素增强游客体验感，提升线下主题公园变现能力。

华强方特目前已在国内多地投入运营“方特欢乐世界”“方特梦幻王国”“方特东方神画”“方特水上乐园”等品牌 20 多个文化科技主题乐园，文化内容产品及服务包括特种电影、动漫产品、主题演艺、文化衍生品，形成线上线下互补、优势联动的全产业链。公司以特种电影起家，电影技术包括环幕 4D 电影、悬挂式球幕电影、全景式 AR 环境剧院以及室内升降式穹顶影片等众多类型。“熊出没”是华强方特重点打造的数字动漫原创，也是公司内部自主研发的最大 IP，系列《熊熊乐园》《探险日记》等动画片收视率高居央视少儿频道榜首，大电影《熊出没》累计贡献票房 27 亿，天猫、京东旗舰店零售多种 IP 周边商品。

图 14：“旅游+IP” 主题公园运营模式图



资料来源：山西证券研究所整理

图 15：华强方特特种电影项目形式



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图 16：华强方特文化科技主题公园国内分布图

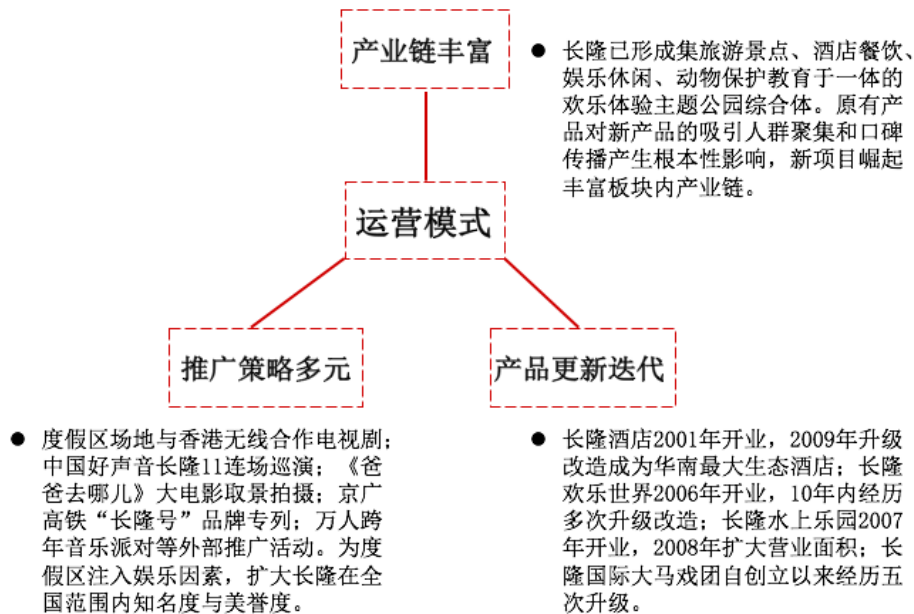


资料来源：公司官网，山西证券研究所

1.3.4 复合型休闲度假目的地

与观光旅游相比，休闲度假旅游产品更加强调休闲生活和高品质的旅游服务。休闲度假目的地是集游乐设施、酒店、餐饮等传统旅游要素为一体的综合度假产品，游客可以实现不出景区体验全套旅游服务。综合型度假目的地重游率较高，游客对其认同的度假地具有一定忠诚度；游客旅游目的地指向集中，在园区内停留时间较长，产生重复消费，带动客单价增加。

图 17：长隆度假区运营模式



资料来源：山西证券研究所整理

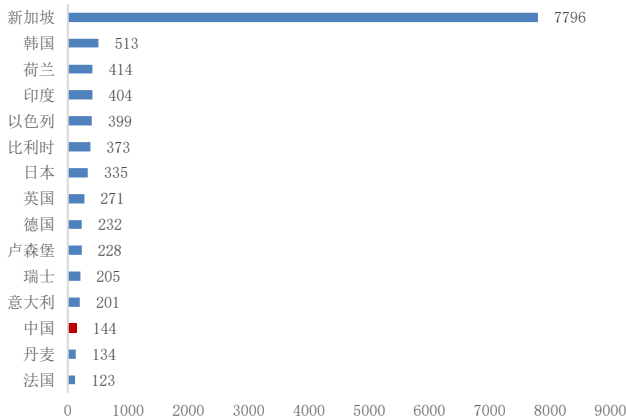
广州长隆拥有长隆野生动物世界、长隆欢乐世界、长隆水上乐园、长隆国际大马戏、广州鳄鱼公园和长隆酒店等多家主题公园和酒店。在香港酒店、长隆香江野生动物世界、长隆高尔夫练习中心、国际马戏城、欢乐世界及长隆水上乐园等成功运营后，广州长隆成为集主题公园、综合服务、巡游表演、特技剧场、生态休闲于一体的超大型主题游乐度假区。多家子公司功能上差异定位、优势互补，使“长隆”品牌形成更大整体竞争优势。丰富的产业链有助于长隆集团旗下度假区实现规模经济效益，形成整体板块的“洼地效应”。2020年广州长隆接待游客超2000万人次，珠海长隆接待游客破千万人次。

2. 主题公园驱动因素分析：消费需求提升，供给投资增加

2.1 高人口密度+消费升级打开主题公园广阔市场空间

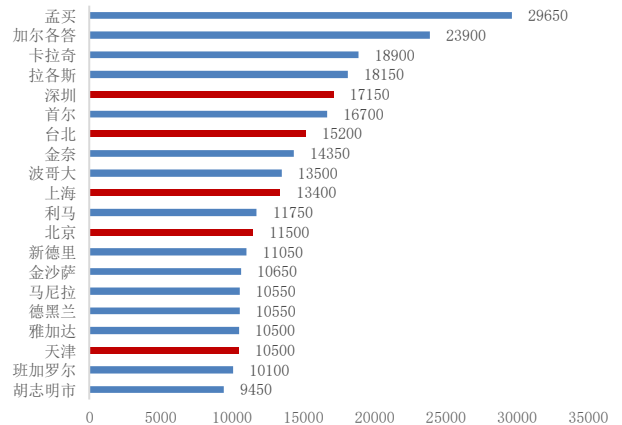
一线城市高人口密度奠定主题乐园客群需求根基，世界著名主题公园多分布在人口密度与人均GDP较高区域。迪士尼乐园坐落在洛杉矶、巴黎、东京、香港等地，均为人口密度与人均GDP较高地区。我国一线城市人口稠密、适宜主题公园落地。在世界重要国家中，中国的人口密度为144人/平方公里，位列直接主要国家第13；在2020福布斯杂志公布的世界城市稠密度排行榜中，中国有5个一线城市人口密集跻身世界前20，为主题公园落户和开园发展奠定良好客群基础。

图 18：世界主要国家人口密度（单位：人/平方千米）



数据来源：世界银行，山西证券研究所
注：数据统计截至 2020 年 12 月 31 日

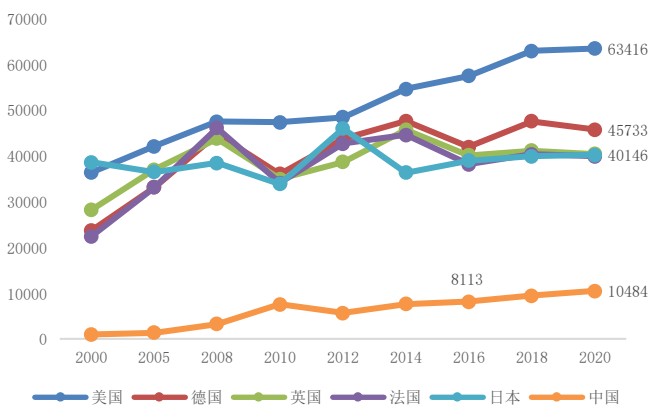
图 19：世界城市人口密度表（单位：人/平方千米）



数据来源：福布斯杂志，山西证券研究所
注：数据统计截至 2020 年 12 月 31 日

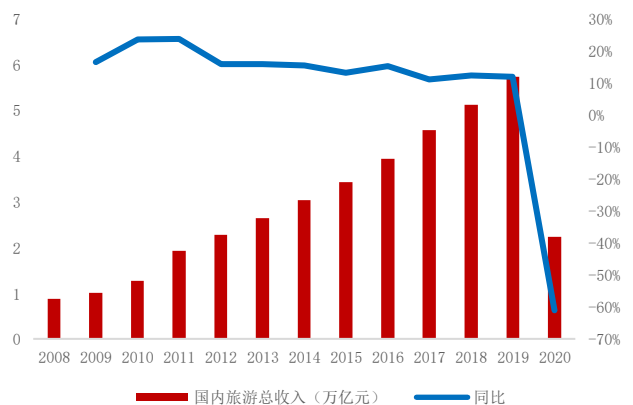
我国旅游行业正处在高速发展阶段，消费者出游需求不断释放。人均 GDP8000 美元是主题公园发展分水岭。当人均 GDP 达到 8000 美元时，将步入成熟的休闲度假旅游经济，休闲游需求将剧增。美国在 1971 年人均 GDP 达到 8000 美元，迪士尼乐园开始在美国大规模扩张；日本人均 GDP 在 1977 年达到 8000 美元，1983 年东京迪士尼乐园开业。中国人均 GDP 在 2011 年突破 5000 美元，2016 年超过 8000 美元。随着人均 GDP 不断上升，国内旅游人数和收入逐渐创新高，在 2019 年（疫情前正常水平）分别达到 60.06 亿人次和 5.72 万亿元，同比增长 8.4%，11.7%，10 年复合增长率分别为 12.19%和 18.93%。目前我国人均 GDP 已经达到 10000 美元，正处于主题公园快速发展的关键时间窗口。

图 20：世界主要经济体人均 GDP 情况（单位：美元）



数据来源：IFM，山西证券研究所
注：汇率以当时名义汇率计算

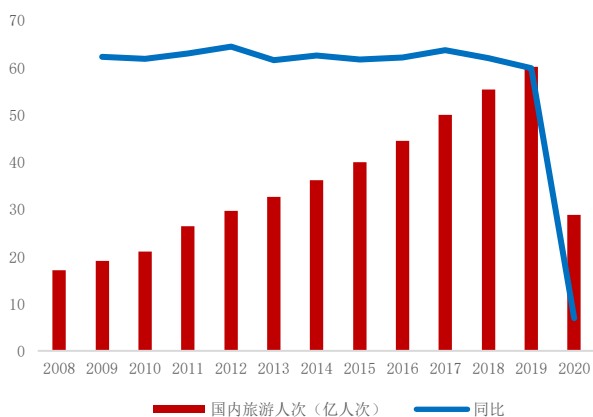
图 21：2008-2020 国内旅游收入情况



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

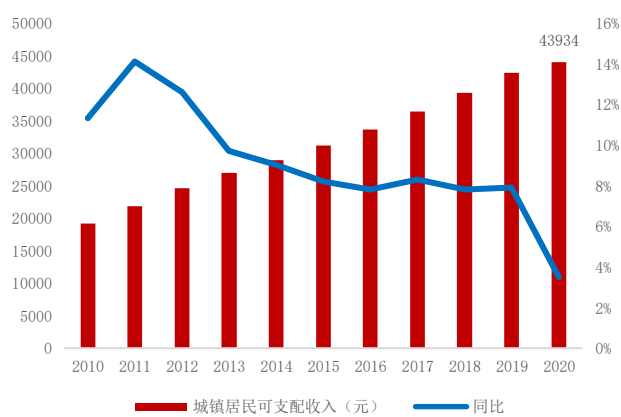
需求升级，观光游向休闲度假游转型，带动主题公园发展。随着人均 GDP 不断上升，国内休闲度假游市场规模持续扩大，2016 年已经达到 6000 亿左右，在旅游消费中占比不断提升。同时随着城市化进程不断加快以及居民可支配收入增长，未来休闲度假型旅游在居民出游目的中占比会持续提升，并逐渐向二三线城市渗透。

图 22：2008-2020 国内旅游接待人次情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 23：近十年城镇居民可支配收入

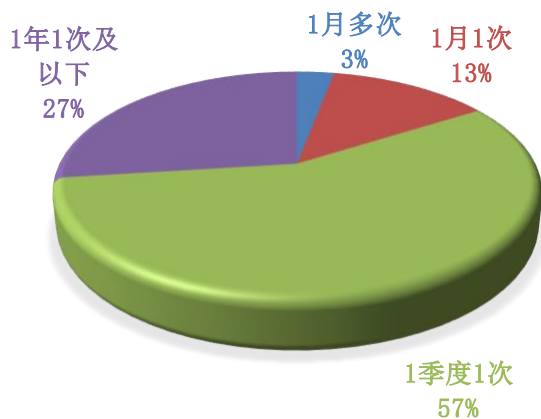


数据来源：wind，山西证券研究所

2.2 周边游+亲子游需求增长，主题公园成为直接受益目的地

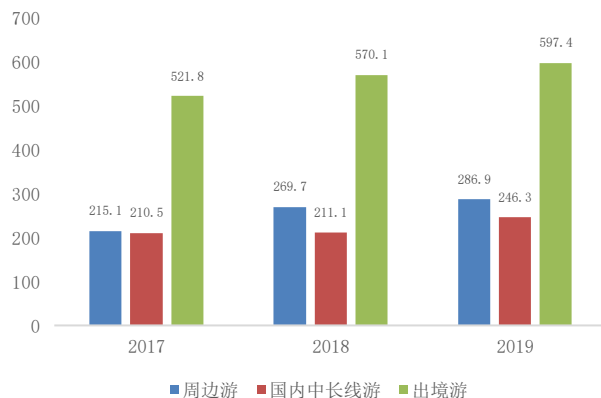
据全国第七次人口普查数据显示，1-15 岁约有 2.3 亿人，约占到总人口 16.6%。2016 年全面二胎政策正式实行、2021 年 5 月国常会放开三胎政策为亲子游进一步发展提供充足客群。亲子游具有高频特性，出游频率以每年 2-3 次和每季度 1-2 次为主，带来较大消费空间。同时亲子游具有较高客户粘合度，重游率可观。主题公园契合亲子游内容，将成为受益最大的旅游目的地。

图 24：周边游出游频率



数据来源：OTA，山西证券研究所

图 25：疫前周边游占整体市场 25%（单位：万人次）



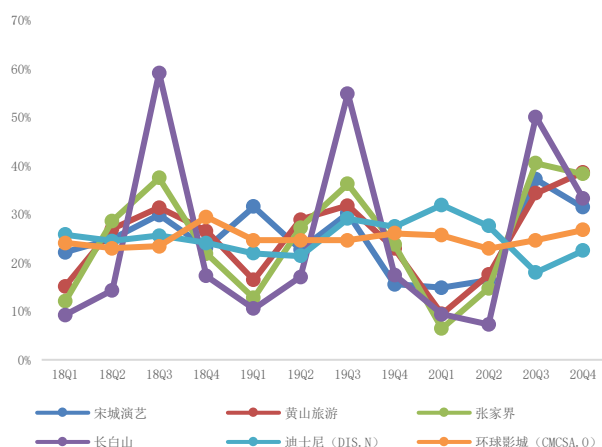
数据来源：OTA，山西证券研究所

疫情黑天鹅带动周边游保持高速增长，主题公园成为上佳选择。周边游目的地区别于传统旅游自然景区区大山大海，消费者选择周边休闲放松型目的地，主题公园是缺乏传统自然景区地区的重要旅游补充。据易观智库统计，在线周边游近几年一直保持 50%-65%高速增长。2015 年中国在线周边游市场规模为 112.7 亿元，同比增长 62.2%，占中国在线度假旅游市场 20.5%，周边游市场持续火热推动主题公园进一步发展。2020 年新冠疫情席卷全球，中国通过前期严防严控和后期快速推进疫苗接种，疫情基本得到有效控制。国际疫情经过几轮反复未来趋势尚不明朗，叠加严格隔离政策，消费者出游需求近几年基本落实在国内，为国内周边游、中长线游壮大市场。疫前出境游旅客消费画像具有高频次、高客单价、注重品质等特点，这类游客近两年出游需求也将全部转向国内。主题公园作为周边游重要目的地疫后接待量迅速恢复。

2.3 主题公园独特优势，受天气、季节因素影响小，保持全年需求旺季

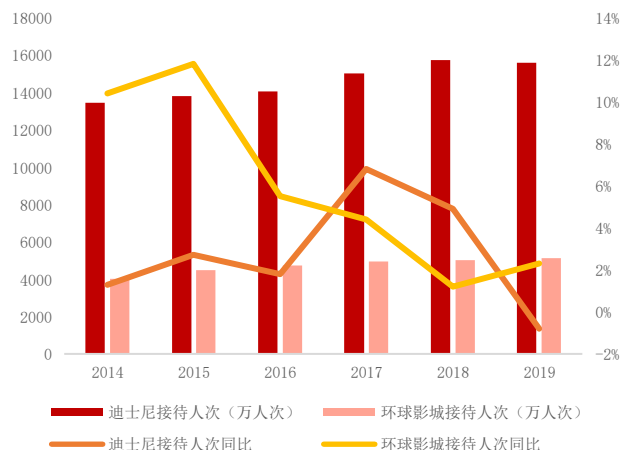
季节性是旅游活动普遍特征。每年四季度和一季度由于天气寒冷被认为是旅游淡季，二、三季度有小长假和学生暑假通常游客接待量有明显高峰。极端天气同样影响出游活动，比如夏天南方强降水天气带来洪涝灾害，以及 7-8 月高温天气、12-1 月北方冬季降温等对自然景区游客量产生较大影响。从过往历史数据来看，黄山旅游、长白山、张家界、西藏旅游等自然景区旅游上市公司营收具有较强季节性波动。主题公园基本设有室内游玩项目，给游客提供室内室外多重游玩体验，不会产生明显季节性变化。我们统计迪士尼乐园、环球影城季节性收入波动不大，全年盈利水平稳定，特别在异常天气较多年份盈利成长稳定性更加突出。

图 26：主题公园营收受季节性影响较小



数据来源：公司财报，山西证券研究所

图 27：迪士尼、环球影城接待人次逐年稳步增长



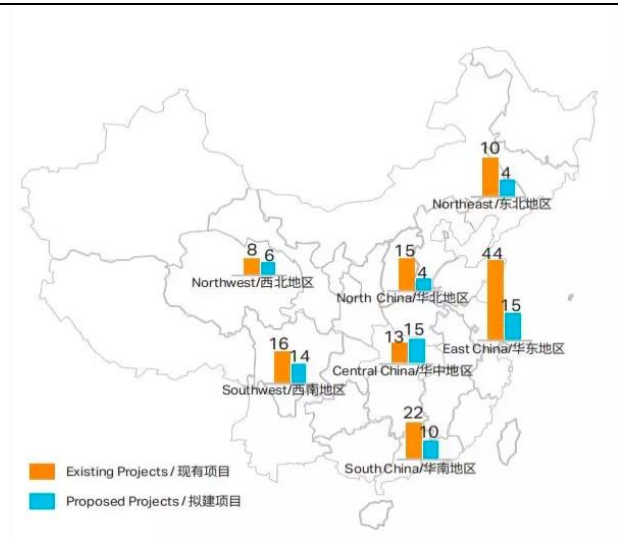
数据来源：公司财报，山西证券研究所

2.4 投资增加、需求下沉，主题公园存量空间可观

主题公园投资增加，内资龙头公司崛起。2003-2013 年间，国家计委办公厅印发关于加强主题公园建设审批管理的通知，主题公园新项目建设受阻，相反原有的主题公园项目或通过审批成功落地的项目迎来发展良机，抓住政策窗口期不断做大做强，例如华侨城欢乐谷在这十年间高度扩张。同时国外主题公园巨头加速在中国市场布局，安吉 HelloKitty 主题乐园 2015 年开园，上海迪士尼乐园 2016 年开园，环球影城落户北京通州，乐高乐园进驻上海，梦工厂牵手中冶集团进军中国。

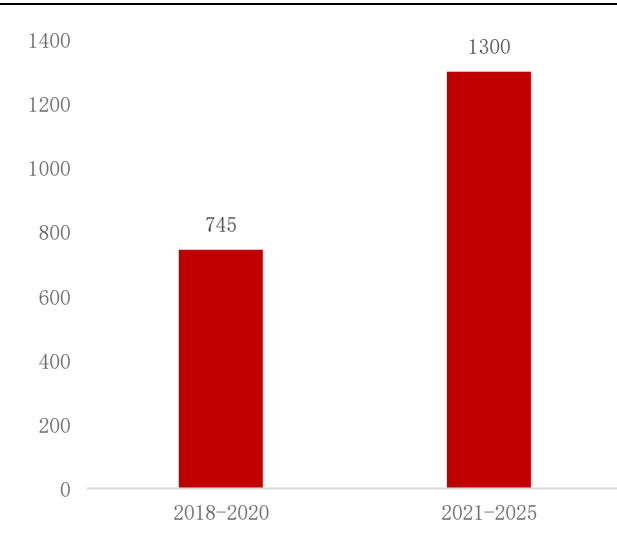
一线城市主题公园数量趋于饱和，二三线城市迎来发展。目前我国主题公园主要分布在北京、长三角、珠三角等经济发达地区，一线城市主题公园市场不仅逐渐趋于饱和状态，还要面对诸如迪士尼、环球影城等国际巨头加入，运营商纷纷加码二三线城市。华强方特在重庆涪陵、四川绵阳和自贡建有方特乐园项目；以海洋动物为特色的海昌海洋公园分别在重庆、成都开放加勒比海水世界和海昌极地海洋公园；时代华纳与梦工厂将在珠海投资 2000 亿修建主题公园；好莱坞影视公司派拉蒙母公司计划在佛山修建以动画 IP 尼克为主题的乐园。从上述已经建成和正在建设的主题公园选址来看，土地及运营经费较为便宜的二三线城市，叠加消费需求爆发等因素，未来主题公园布局将呈现下沉趋势。

图 28：截至 2020 年国内现有/拟建主题公园项目



资料来源：AECOM，山西证券研究所

图 29：2021-2025 拟建主题公园投资额（亿人民币）



资料来源：AECOM，山西证券研究所

2.5 政策助力主题公园产业健康发展

政策变化是主题公园建设的风向标。近年来我国经济结构转变和拉动内需政策逐步实施，以及我国旅游产业发展中心在疫情催化下向国内游转变，作为旅游业细分行业的主题公园也将直接受益于旅游产业的政策

扶持，迎来新的发展机遇。为鼓励主题公园发展，有关部门相继出台一系列政策。国家政策主要集中在引导主题公园产业规范建设、健康发展。

表 4：主题公园相关政策

政策名称	颁布时间	颁布机构	内容摘要	主要影响
《关于加强主题公园建设审批管理的通知》	2003 年	国家发改委	要求大型主题公园都要有国务院核准	规范全国范围内主题公园建设
《关于暂停新开工建设主题公园项目的通知》	2011 年	国家发改委	进一步加强主题公园行业的监管，规范国内主题公园旅游市场，同时调控房地产市场，防止部分企业以主题公园开发名义开发房地产项目	抑制主题公园房地产化倾向，规范产业发展方向
《规范主题公园发展的若干意见》	2013 年	国家发改委、国土资源部等 12 部委	规定了主题公园建设必须符合土地の利用、环评、节能以及社会风险的要求，要求合理的规划和建设主题公园	主题公园迎来新一轮建设热潮
《关于规范主题公园建设发展的若干指导意见》	2018 年	国家发改委	《意见》从宏观、微观并重的基础上，从丰富文化内涵、提高科技含量、壮大市场主体三方面给出转型升级质量提升的方向	规范主题公园产业、促进和发展主题公园领域的制度创新

资料来源：山西证券研究所整理

3. 国际主题公园巨头相继落户上海北京

3.1 迪士尼乐园抢占先机布局中国市场

从全球范围来看，迪士尼、环球影城在主题公园行业具有较强优势，居于寡头地位。国际知名主题公园 IP 内容供给商和园区运营管理逐渐进入中国市场，在唤醒国内主题公园体验消费的市场热情同时，也促使消费者从单纯的器械性游乐场消费转向高频次、高客单价、长停留时间的主题公园度假模式转变。国内一些客群辐射半径小、游玩设施单一、体验深度不足、重游率低下的主题公园或将在大浪淘沙之后被市场淘汰，进一步提升行业集中度，市场规模化和品牌认可度高的主题公园产品具有更强生命力。

表 5：全球主题公园入园人数 top10（单位：万人次）

公园名称	所在地	2018	2019
迪士尼魔法王国	美国佛罗里达	2085.9	2096.3
加州迪士尼乐园	美国洛杉矶	1866.0	1866.6
东京迪士尼乐园	日本东京	1790.7	1791.0
日本环球影城	日本大阪	1430.0	1450.0
迪士尼海洋乐园	日本东京	1465.1	1465.0
迪士尼未来世界	美国佛罗里达	1244.0	1244.4

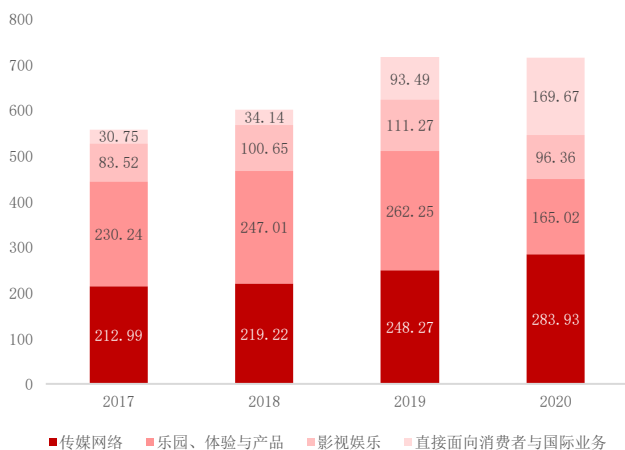
迪士尼动物王国	美国佛罗里达	1375.0	1388.8
迪士尼好莱坞影城	美国佛罗里达	1125.8	1148.3
奥兰多环球影城	美国佛罗里达	1070.8	1092.2
巴黎迪士尼乐园	法国巴黎	984.3	974.5

资料来源：AECOM，山西证券研究所整理

注：奥兰多迪士尼世界共有四大主题乐园：魔法王国（1971 年开园）、未来世界（1982 年）、好莱坞影城（1989 年）、动物王国（1998 年）。东京迪士尼分为迪士尼乐园（1982 年）、迪士尼海洋乐园（1998 年）。

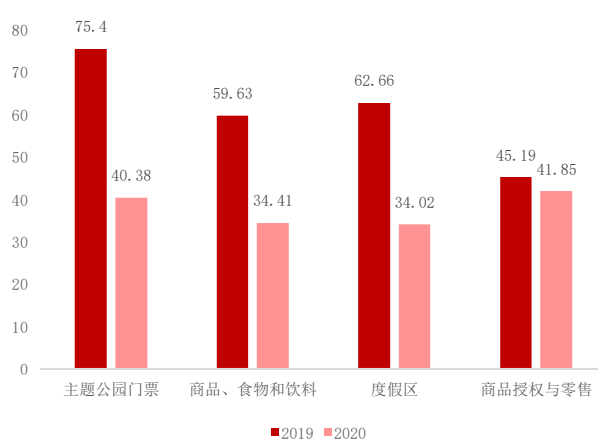
迪士尼集团创立于 1923 年，业务涉及电影、主题公园、地产、娱乐多个领域，IP 集群化是迪士尼最大的特点。单个卡通人物形象并不能产生较大的经济效益，“IP+故事”模式能够借助故事性，丰富 IP 形象，同时增强场景之间的联系，将主题公园的外延产业比如餐厅、酒店、停车场等场景都能与动画、电影各个场景匹配，同时推动衍生品开发。目前公司拥有四个业务部门：传媒网络，乐园、体验与产品，影视娱乐，直接面向消费与国际业务。疫情之前，迪士尼主题公园业务是公司收入的主要来源，2019 年占公司主营收入 36.66%，2020 年主题公园业务收入显著下滑至总营收 23.08%。

图 30：迪士尼主营收入构成（单位：亿美元）



数据来源：公司财报，山西证券研究所

图 31：迪士尼主题公园营收构成（单位：亿美元）



数据来源：公司财报，山西证券研究所

迪士尼主题公园的经营建立在其影视内容和传媒渠道上，以内容为支撑的主题公园开设在美国加州/奥兰多、日本东京、法国巴黎、中国香港（持股 47%）和上海（持股 43%）。迪士尼主题公园的收入来源主要为门票收入、食品饮料和纪念商品销售收入、酒店过夜收入、邮轮旅游收入以及俱乐部的租赁和销售收入，其中游乐园门票收入占总收入两成左右，依靠丰富的文化内容吸引顾客群，并以泛产业链衍生产品销售、酒店经营等收入实现盈利。

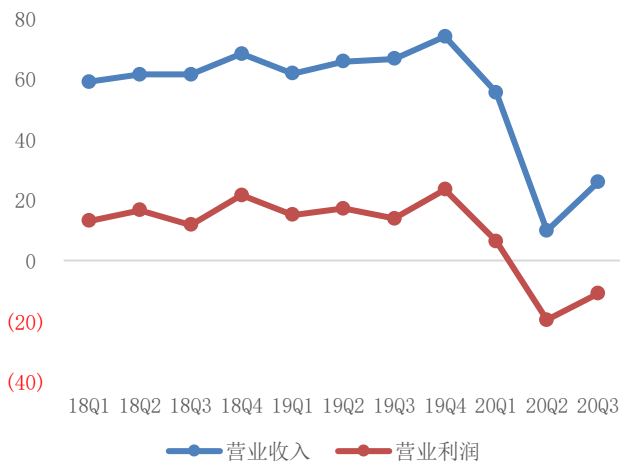
图 32：华特迪士尼乐园全球布局



资料来源：公司官网，山西证券研究所

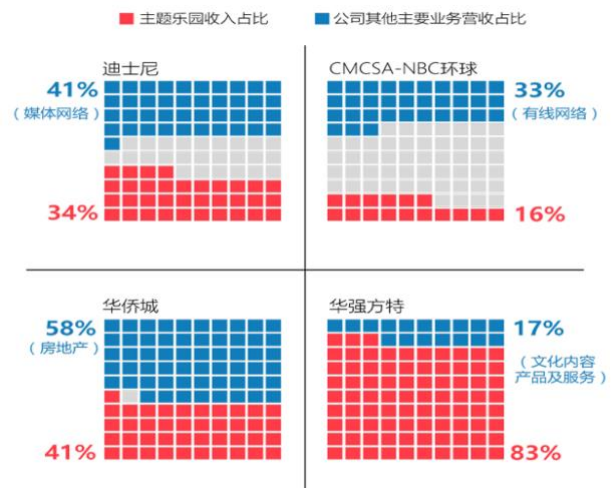
成熟经营的主题公园内部服务类型多元化，对门票收入依赖较低。对比国内外主题公园主要营业收入，国际知名主题公园如迪士尼、环球影城等营收项目丰富，除主题公园外辅以 IP、传媒、影视娱乐等业务贡献业绩。国内主题公园处在依赖公园本身创造附加价值阶段，其他业务贡献营收能力仍有较大发展空间。

图 33：迪士尼主题公园部门营收与利润（单位：亿美元）



数据来源：公司财报，山西证券研究所

图 34：国内外主题公园主要营收对比



数据来源：AECOM，山西证券研究所

主题公园推动城市旅游及相关产业效果显著。以上海迪士尼为例，2011-2016 年建设期间，项目固定资产投资对上海市 GDP 年均拉动 0.44%，年均拉动新增就业 6.26 万人次。2016 年上海迪士尼开业，上海实现旅游业增加值 1689.7 亿元，占 GDP 比重上升至 6.2%，此后 5 年旅游产业增加值占 GDP 比重稳定在 6.3%

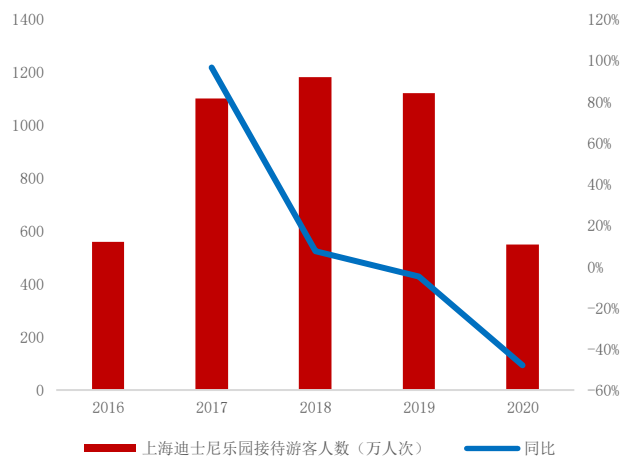
左右。旅游业增加值同比增幅由 2011-2015 年复合增长 2.1% 提升至 2016 年同比增长 6.9%。2016 年上海市共接待旅游人次 3.05 亿人次，同比增长 7.42%，远高于 2011-2015 年复合增长 3.04%。

图 35：上海市旅游产业增加值及占 GDP 比重



数据来源：上海市统计局，山西证券研究所

图 36：上海迪士尼开园至今接待游客人次

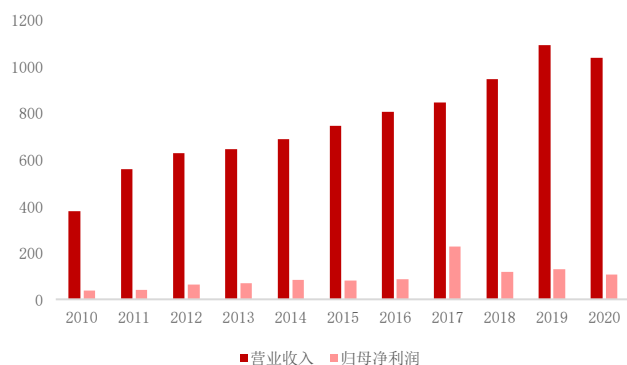


数据来源：公司财报，山西证券研究所

3.2 环球影城：以影视为特色构建主题公园

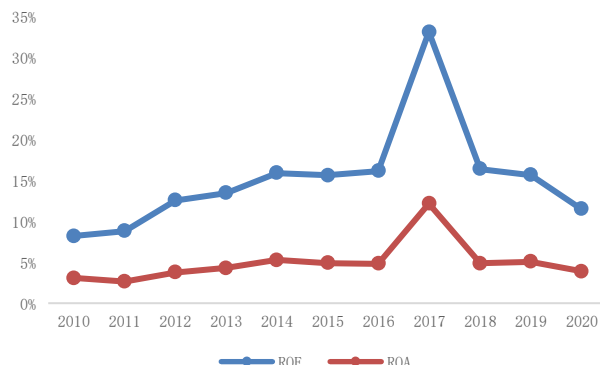
区别于迪士尼充斥梦想和卡通幻想的童话世界，环球影城致力于打造电影真实场景体验+游乐场项目模式。康卡斯特(COMCAST)是一家全球性媒体和科技公司，旗下主要业务包括 Comcast Cable、NBC Universal、Sky News。NBC 环球旗下业务分四部分，分别为有线网络、广播电视、电影娱乐和主题公园。主题公园业务主要包括好莱坞环球影城、奥兰多环球影城、日本大阪环球影城、新加坡圣淘沙环球影城，位于北京通州环球影城将于近期开业。电影娱乐业务主要包括 Universal Pictures、照明娱乐、梦工厂动画、Focus Features。

图 37：CMCSA 营收、归母净利润（单位：亿美元）



数据来源：公司财报，山西证券研究所

图 38：CMCSA 近十年 ROE、ROA

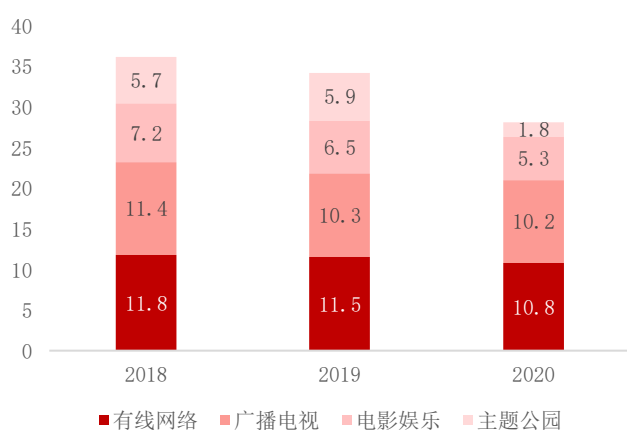


数据来源：公司财报，山西证券研究所

3.2.1 环球影城财务状况：业绩增长稳定

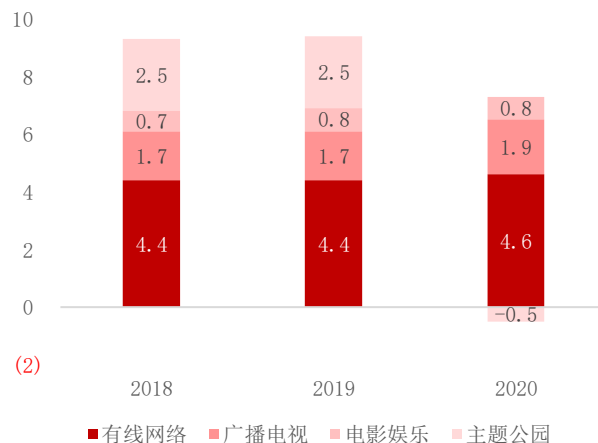
主题公园收入主要来自环球影城游客消费。2019 财年 CMCSA 实现营收 1089.42 亿美元（+15.27%），归母净利润 130.57 亿美元（+11.3%）；其中环球影城主题公园实现营收 5.93 亿美元（+4.4%），占 NBC 环球营收 17.25%。游客消费包括门票销售、园区提供的食物、饮料等商品消费。游客的消费很大程度上取决于园区整体经营环境。2020 年主题公园营收下降主要受疫情影响公园临时关闭，大阪环球影城从 2 月下旬开始关闭，奥兰多和好莱坞环球影城从 3 月中旬开始关闭。奥兰多和大阪主题公园在 6 月起允许一定数量游客入园。

图 39：NBC 环球主营业务营收情况（单位：十亿美元）



数据来源：公司财报，山西证券研究所

图 40：NBC 环球主营业务净利润（单位：十亿美元）



数据来源：公司财报，山西证券研究所

表 6：NBC Universal 主题公园收入情况

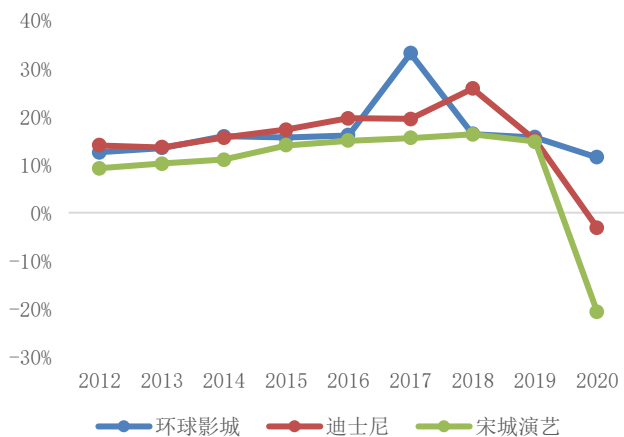
单位：百万美元	2018	2019	2020
营收	5683	5933	1846
运营成本	3228	3478	2387
调整后 EBITDA	2455	2455	-541

数据来源：CMCSA 年报，山西证券研究所整理

盈利能力较为稳定。主题公园费用主要包括园区运营，包括维修保养和相关管理费用，食品、饮料和商品成本，劳动力成本，以及销售和营销成本。2020 年费用下降主要由于公园关闭和营销相关成本降低导致运营成本下降，部分被北京环球影城度假村的开业前期成本抵消。在北京环球影城度假村开业前，公司预计承担大量额外的开业前期成本。环球影城 ROE 自 2014 年后基本维持在 15%-16%，最高在 2017 年达到

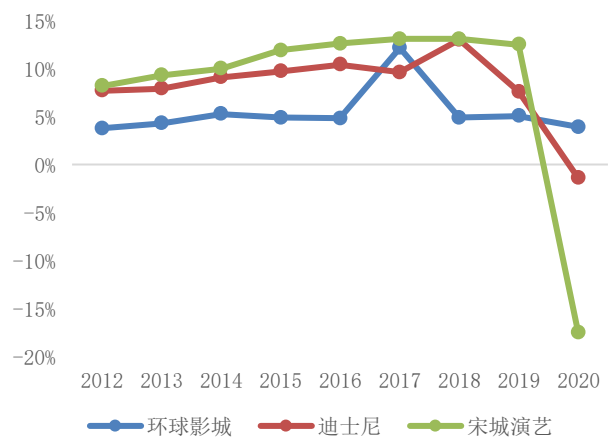
33%；ROA 稳定在 4%-5%，2017 年受净利润增加所致达到 12.15%。ROE 基本与迪士尼相近，ROA 落后于迪士尼。

图 41：环球影城 ROE 与迪士尼相近



数据来源：公司财报，山西证券研究所

图 42：环球影城 ROA 整体较为稳定



数据来源：公司财报，山西证券研究所

3.2.2 环球影城运营模式：自主经营&合资经营&授权第三方经营

在全球观光人数最多的十大娱乐和主题乐园中，迪士尼集团景区占据 8 席，环球影城上榜 2 家。相比于迪士尼乐园，环球影城在自营主题乐园的数量、占地面积和观光人数方面均落下风。目前全球 6 家迪士尼乐园均为自营，奥兰多环球影城占地面积最大，但也仅为奥兰多迪士尼乐园 1/4 左右。大阪影城也受东京迪士尼乐园分流影响。

目前环球影城已建成的主题乐园共 5 家，分别采用全资自主经营、与其他公司合资经营、授权给第三方使用 IP 经营。其中 NBC 环球全资自主经营 2 家：佛罗里达州奥兰多乐园、加州好莱坞乐园。与其他公司合资、环球控股 2 家：日本大阪环球影城，为 NBC 环球与日本 USJ 公司共同所有，环球控股 51%；在北京建成的第 5 家主题乐园，由 NBC 环球占股 30%与多家北京市属国企共同出资建成。授权给第三方使用环球影城名字和部分 IP 项目，不参与具体经营 1 家：新加坡圣淘沙名胜世界由 Genting 公司全资独有，环球影城仅授权。西班牙地中海环球影城授权经营官方尚未认可，不纳入研究范围。

表 7：环球影城 5 大主题公园对比

	洛杉矶环球影城	奥兰多环球影城	大阪环球影城	新加坡环球影城	北京环球影城
建成时间	1964 年	1990 年	2001 年	2010 年	2021 年
占地面积	212 公顷	60 公顷	54 公顷	22 公顷	400 公顷
娱乐设施数量	48 个摄影棚+18 个景点和娱乐设施	25 个游乐设施，3 个主题乐园	18 种大型游乐设施，9 个主题区	24 个游乐设施，7 个主题区	预计 20 多个游乐景点，7 个主题区

主题定位	影视再现场景主题乐园	嘉年华风格影视主题乐园	女性和家庭主题公园	影视主题公园	影视主题公园
距离交通站点	-	步行 10 分钟	步行 5 分钟	步行 5 分钟	步行 10 分钟
距离市区距离	15 公里	15 公里	6 公里	6 公里	30 公里

资料来源：山西证券研究所整理

3.2.3 环球影城 IP 模式：购买授权&原创内容

迪士尼乐园和环球影城在 IP 娱乐项目化方面策略不同。迪士尼乐园中所有项目都是基于自身 IP，这也成为迪士尼乐园筑起的门槛和壁垒，让消费者无法在除迪士尼乐园之外的主题公园中看到米老师、唐老鸭、迪士尼公主等各种 IP 人物。环球影城主题乐园中游乐项目、景点、商品更多是通过第三方 IP 授权或者与第三方共同开发合作的方式获得。以奥兰多环球影城中的 IP 项目为例，环球影城自有娱乐项目多基于场景化比较强、科幻色彩浓厚的 IP，比如侏罗纪公园、E.T.等，在注资照明娱乐工作室（小黄人），母公司康卡斯特收购梦工厂动画公司之前，环球自身动画 IP 屈指可数。从下表中可以看到，环球影城所购买的主题乐园的授权多以动画为主，如 20 世纪福克斯获得授权辛普森、从漫威获得部分漫威英雄授权。

表 8：奥兰多环球影城主题乐园 IP 详解

园区	部分重点游乐项目	IP	IP 来源
环球影城 Universal Studios Florida	Despicable Me Minion Mayhem	小黄人	照明娱乐（环球影业）-康卡斯特
	Shrek 4-D	怪物史莱克	梦工厂-康卡斯特
	Transformers: The ride-3D	变形金刚	派拉蒙
	Revenge of the mummy	木乃伊归来	环球影业-康卡斯特
	E.T. adventure	E.T.	环球影业-康卡斯特
	Terminator 2 3-D	终结者	派拉蒙
	Wizards World of Harry Potter	哈利波特	华纳兄弟
	Springfield: Home of the Simpsons	辛普森一家	20 世纪福克斯
冒险岛 Islands of Adventure	Marvel Super Hero Island	漫威英雄（无敌浩克、蜘蛛侠等）	漫威-迪士尼
	Jurassic Park	侏罗纪公园	环球影业-康卡斯特
	Wizards World of Harry Potter	哈利波特	华纳兄弟

资料来源：山西证券研究所整理

收购助力环球影城筑起强大 IP 壁垒。自 IP 概念大火之后，环球及母公司康卡斯特意识到 IP 缺乏可能成为主题公园的掣肘。IP 授权时，通常会严格细分使用权限的边界。哈利波特魔法世界主题乐园的使用授权授予环球影城，但华纳兄弟保有其他哈利波特 IP 的权益。例如将哈利波特的拍摄地改造成可以参观的制片工厂，与授权主题乐园并不冲突，游客同样可以看到哈利波特魔法学校、购买魔法棒等。在这样的操作中，环球影城中哈利波特 IP 就丧失其独特性。反观迪士尼，全世界只有在迪士尼乐园中可以看到正版艾莎

公主，但游客可以在华纳兄弟摄影棚和环球影城主题公园中都坐上正版的霍格沃茨列车。

基于此，2016年环球影城母公司康卡斯特以38.7亿美元收购梦工厂动画公司。梦工厂动画知名作品有《怪物史莱克》系列、《马达加斯加》系列、《功夫熊猫》系列以及《驯龙高手》《疯狂原始人》等。至此，IP制造的上游梦工厂，和商业化变现的下游环球影城主题乐园都归属康卡斯特旗下。随着收购顺利完成，环球影城娱乐设施开发和使用IP将更加便利。

3.3 北京通州环球影城主题公园开业在即

3.3.1 园区计划引入中国元素，合资公司中方持股70%

北京环球度假区是主题公园旅游目的地综合体，建成后将是全球规模最大的环球影城主题公园。北京环球影城主题公园位于北京市东南部通州梨园，通州文化旅游区内，是世界第五个、亚洲第三个环球影城。总面积超过4平方公里，共计投资超过500亿美元，包括主题乐园一期、二期以及水上乐园和度假酒店。首期占地159.57公顷，包括环球影城好莱坞主题公园、北京环球城市大道以及两家度假酒店。环球影城园区包括7大主题景区、37个骑乘娱乐设施及地标景点、24种表演演出；环球城市大道是集零售、餐饮、娱乐为一体的综合商业体，包括80个主题餐饮门店及30个售卖特色商品的零售门店；2家度假酒店为全球首家以环球品牌命名的环球影城大酒店，以及首旅集团旗下诺金品牌的首家度假酒店：诺金度假酒店-北京环球度假区，共计提供1200-1400间客房。一期每年接待游客量预计为1200万人次-1500万人次。二期占地165.83公顷，计划建设包含中国元素的主题公园，引入中国文化和孙悟空等IP；三期计划建设水上乐园。

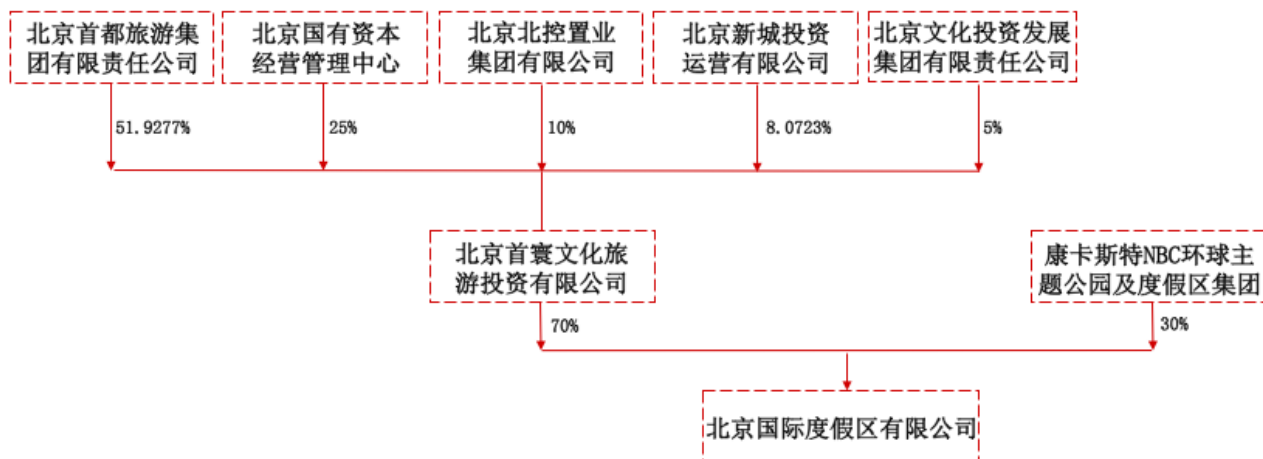
图 43：北京环球度假区概览-7大景区环绕中心湖



资料来源：地铁规划建设观察，山西证券研究所

中方在北京环球影城项目中占据主导。北京环球度假区由北京国际度假区有限公司开发、建设、运营。北京国际度假区有限公司是北京首寰文化旅游投资有限公司和康卡斯特NBC环球下属业务板块——环球主题公园及度假区共同所有的合资公司，股权比例分别为70%、30%。北京首寰文化旅游投资有限公司由5家国有企业共同设立，其中首旅集团占股52.92%，所属上市公司首旅酒店、王府井、全聚德将在园区内布局度假酒店、免税店、烤鸭店等旅游服务业态。

图 44：北京环球度假区股权结构



资料来源：企查查，山西证券研究所

3.3.2 主题公园进驻有望加强区域内旅游资源溢出效应

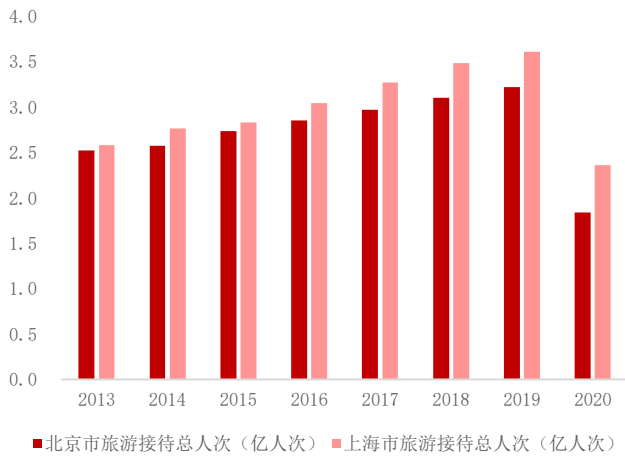
主题公园可以带来较大溢出效应，北京环球影城这类拥有 IP 矩阵的旅游度假综合体，可以产生的辐射效应是普通景区的 10-15 倍。2019 年北京实现旅游收入 6224.6 亿元（+12.03%），接待旅游总人次 3.22 亿（+3.87%），在接待人数方面略低于上海，旅游产业创造收入能力高于上海。北京市核心旅游区集中北京文旅产业众多优质 IP，从客群身份来看，亲子家庭和学生群体占比较大，是热门亲子游目的地和研学旅行目的地。

表 9：北京市文旅资源概览（截至 2021 年 1 月）

资源类别	数量
A 级以上景区数量	238 个
世界文化遗产	7 处
全国重点文保单位	129 个
市级文保单位	357 个
免费开放博物馆	90 个

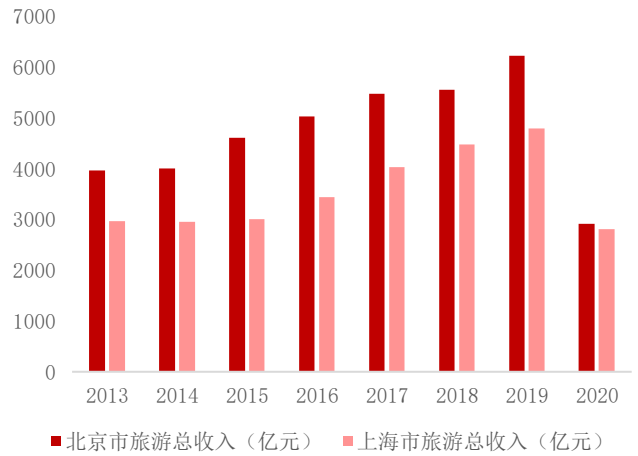
资料来源：北京市文物局，山西证券研究所整理

图 45：北京旅游接待总人次略低于上海



数据来源：北京、上海市统计局，山西证券研究所

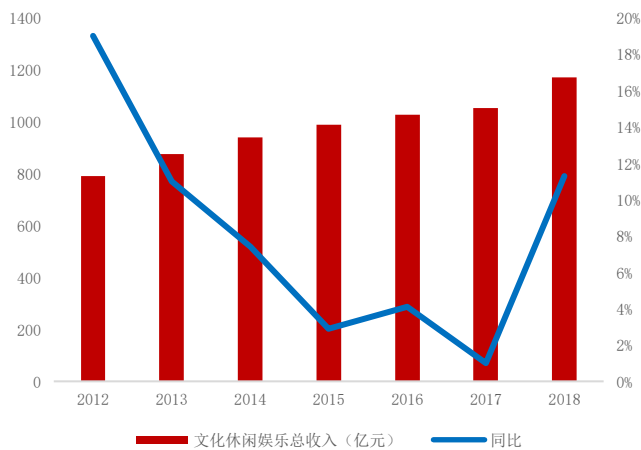
图 46：北京旅游总收入水平高于上海



数据来源：北京、上海市统计局，山西证券研究所

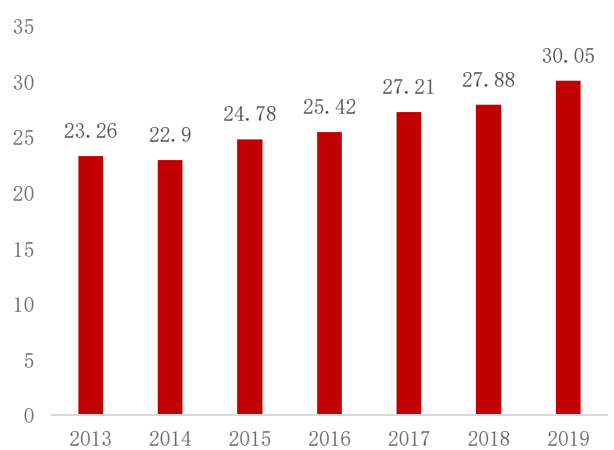
北京市休闲娱乐产业规模持续增长。2019 年北京市文化产业规模达到 10703 亿元，其中与旅游产业密切相关的休闲娱乐产业规模达 99.8 亿。北京市核心旅游区年度游客客均收入贡献自 2014 年开始一直处于稳步增长中，2019 年客均收入 30.05 元/人，达到近十年来最高水平。在国有景区门票降价、免票背景下，客均收入提升主要得益于旅游景点整体服务水平提升，以及旅游商品所带来的销售转化率提升。

图 47：北京市文化休闲娱乐产业收入增长情况



数据来源：北京市统计局，山西证券研究所

图 48：北京市客均收入贡献水平（单位：元 / 人）



数据来源：北京市统计局，山西证券研究所

环球影城和迪士尼的客户群体具有一定差异性。迪士尼产品的形态对于年轻群体、家庭客户适应度更高，环球影城项目刺激性更强。两大主题公园坐落京沪，分流效应不会太明显，会更加丰富游客对于主题公园的休闲体验。

表 10：上海迪士尼乐园与北京环球影城对比

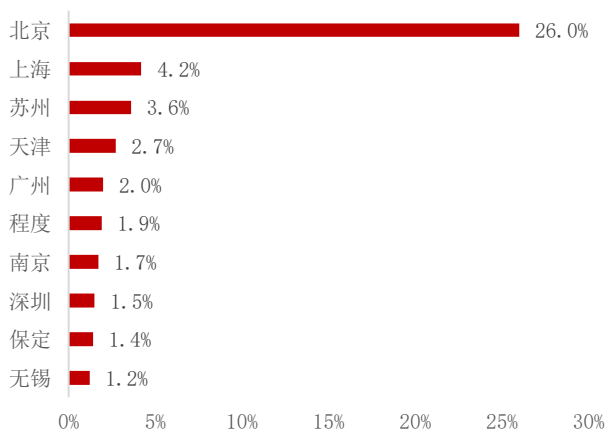
	上海迪士尼	北京环球影城
IP 定位	迪士尼 IP 均是动画片构建的童话世界	环球影城 IP 均来自热门电影
主题	由梦幻世界、米奇大街、奇想花园、宝藏湾、探险岛、明日世界、迪士尼皮克斯玩具总动员 7 个迪士尼动漫剧情及人物主题园区构成	由小黄人乐园、侏罗纪世界努布拉岛、功夫熊猫盖世之地、哈利波特的魔法世界、变形金刚基地、未来水世界、好莱坞电影片场 7 大主题构成
项目	热门项目为：飞跃地平线、雷鸣山漂流、加勒比海盗、爱丽丝梦游仙境迷宫、七个小矮人矿车灯	知名度较高项目为：太空堡垒、木乃伊复仇记、变形金刚对决、侏罗纪河流探险等
规模	占地面积 1.16 平方公里	占地面积 4 平方公里
客群	游乐设施兼顾成人与儿童，更加适合家庭出游；开业以来以华东客群为主	项目更刺激、更适合成年人，功夫熊猫兼具中国元素以及小黄人主题吸引低龄客群；预计以华北客群为主
股权组成	华特迪士尼公司与上海申迪集团共同投资，迪士尼持有 43% 股份，上海申迪集团持有 57% 股份	康卡斯特 NBC 环球与北京首寰文化旅游投资有限公司共同投资，康卡斯特占股 30%，首寰投资占股 70%
区位	位于上海浦东川沙新镇，距离市中心如南京路 28.5 公里。	位于北京通州梨园，东五环、六环之间，距离市中心天安门 30 公里。
公共交通	地铁 11 号线迪士尼专线	地铁 7 号线、八通线设环球度假区站

资料来源：山西证券研究所整理

3.3.3 一期开业有望实现年接待客流 1500 万人次

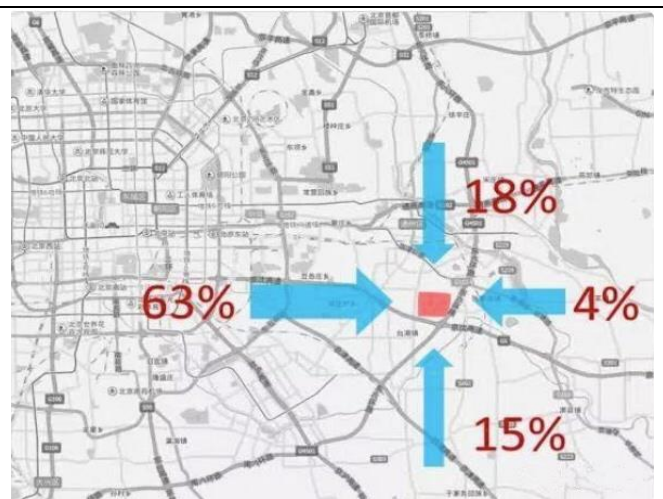
距离北京环球影城所在地车程不超过 1 小时的居民，主要为北京城区、通州、顺义和大兴居民，以及小部分天津和廊坊居民；车程在 1-2 小时居民，主要为北京北部、西部市郊居民，天津主要地区以及唐山、保定居民；其余游客包括国内外地、国外以及港澳台居民均需过夜。美国本土环球影城主题乐园游客量基本为 1000 万人次/年，水上乐园为 200 万人次/年。

图 49：北京旅游产品主要客源城市 top10



数据旅游：同程旅游，山西证券研究所

图 50：预计从不同方向前往环球影城游客分布百分比



资料来源：通州文化旅游区，山西证券研究所

我们类比正在运营的环球影城和迪士尼乐园，环球影城普遍面积小于迪士尼乐园（奥兰多环球影城由佛罗里达环球影城和环球影城冒险岛两部分组成），接待游客基本与迪士尼乐园持平，环球影城每公顷游客承载量大于迪士尼乐园。

表 11：正在运营环球影城、迪士尼乐园客流情况

	2019 年客流（万人次）	面积（公顷）	游客承载情况（万人 / 公顷）
奥兰多环球影城	2130	212	10.0
好莱坞环球影城	915	60	15.3
大阪环球影城	1465	54	27.1
新加坡环球影城	450	22	20.5
东京迪士尼	1791	201	8.9
上海迪士尼	1121	116	9.7
香港迪士尼	569.5	126	4.5

资料来源：AECOM，山西证券研究所

考虑开业初期以及疫情防控下存在控制客流可能，我们取上述 7 家主题公园游客承载平均数 13.7 万人次/公顷，作为北京环球影城开业初年接待客流量中性情况估算指标，中性水平+10%、15.07 万人/公顷作为乐观情况估算指标，中性水平-10%、12.33 万人/公顷作为悲观情况估算指标。北京环球影城一期预计开放 120 公顷，由此推算开业之后年均客流量在 1480-1808 万人次，开业初年中性估算在 1500 万人次。随着后续二期、水上乐园建成投入使用，北京环球影城年均客流有望突破 3000 万人次。

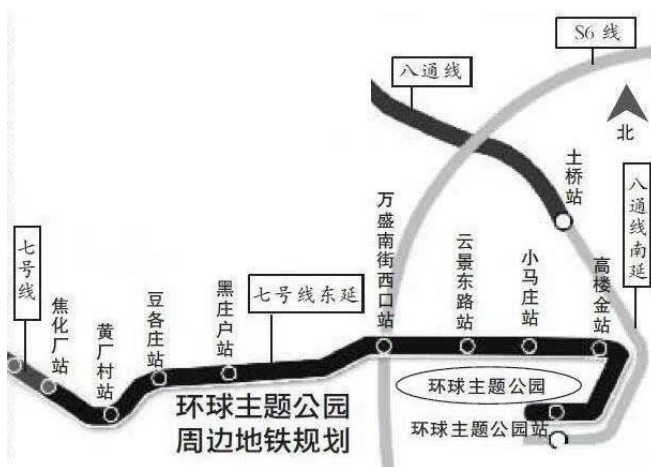
表 12：北京环球影城一期客流测算

	悲观	中性	乐观
北京环球影城一期开放面积（公顷）		120	
游客承载情况（万人 / 公顷）	12.33	13.7	15.07
北京环球影城预计客流（万人）	1480	1644	1808

资料来源：山西证券研究所

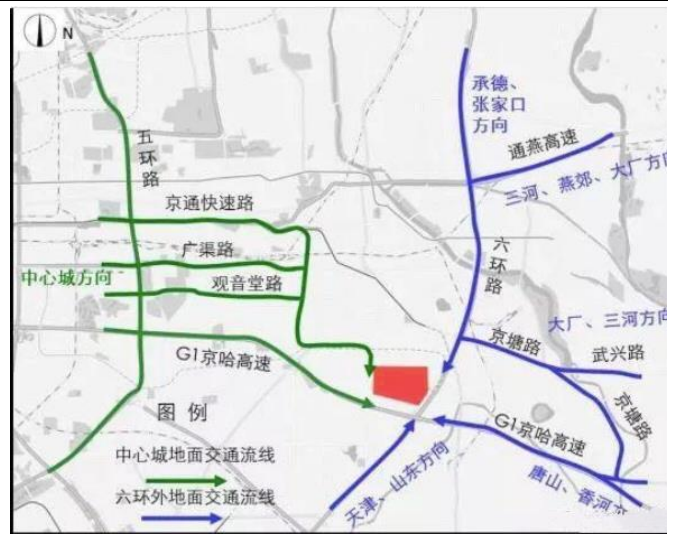
环球主题公园周边交通基础设施正在加紧布局，三条地铁直通园区。轨道交通方面，北京地铁 7 号线东延终点设置在环球影城站，线路全长 16.6 公里，设置车站 9 座。八通线南延终点设置环球影城站，全长 4.5 公里，设置花庄和环球影城 2 座车站，两站均可与 7 号线东延实现换乘。花庄站可以实现八通线南延线、7 号线东延线、城际铁路 S6 的一站三线换乘，是环球影城与京津冀、首都/大兴机场紧密联系的重要交通枢纽。道路交通方面，东六环西侧路（施园街-张采路）位于环球主题公园和东六环之间，全长 2.4 公里，采用四幅路形式，双向六车道。

图 51：环球影城周边地铁规划



资料来源：周建文制图，山西证券研究所

图 52：环球影城园区周边地面道路交通组织流线



资料来源：通州文化旅游区，山西证券研究所

4.投资建议

经济快速发展和消费需求升级，使国内游逐渐向品质化转变。主题公园成为美好休闲旅游中的重要环节在国内快速发展。具有特色的主题公园在展现城市文化和 IP 内容的同时可以串联城市核心区景点、发挥聚集效应，延长游客在城市停留时间。假日经济、夜间经济有助于主题公园突破季节、日照时长的限制，在园区内部产生新的盈利增长点。

环球影城是国际性 IP，以影视为根基拥有广泛受众群体。叠加北京旅游带动作用，环球影城一期预计接待客流在 1500 万人次左右。预计带动通州旅游区酒店、餐饮、休闲服务和区域内交通提质增效，推动京津冀地区旅游产业发展。

环球影城合资公司中方占主导，首旅集团布局多项产业。北京环球影城由康卡斯特 NBC 环球与北京首寰文化旅游投资有限公司共同投资，康卡斯特占股 30%，首寰投资占股 70%。首寰投资中首旅集团占股 51.92%，首旅集团旗下上市公司首旅酒店日前公告称，公司控股股东申请变更此前作出的避免同业竞争承诺，变更后将于 2022 年 12 月 31 日之前将环球影城大酒店及诺金公司 100%股权转让给首旅酒店或其下属公司。北京环球影城园区内仅有两家酒店：环球影城大酒店和诺金度假酒店，定位豪华型酒店，均位于园区入口，有望承接园区开业后客流，区位优势明显。目前两家酒店尚未营业，若未来两家酒店注入上市公司体内将大幅增厚首旅酒店业绩。同时首旅集团旗下另外上市公司，王府井、全聚德计划在园区内开设免



税店、餐饮门店等旅游服务业态，抢占布局环球影城先机。

5.风险提示

宏观经济波动；

酒店行业供需变化；

景区门票下降风险；

疫情对旅游行业影响超预期风险；

行业系统性风险；

突发事件或不可控灾害风险。

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

