

旗舰项目盛装启航，多元拓展优势增强

财务状况总体稳健，深耕海洋乐园完成全国布局

公司是国内最大的海洋主题乐园，也曾入选世界十大主题乐园，自成立以来即深耕海洋主题乐园，2002 第一个海洋乐园开业至 2019 年 1 月三亚项目开业，旗下已运营 10 个海洋乐园。公司自上市以来，收入和净利润保持逐年稳增的态势，2012-2017 年公司营收 CAGR 达 8.6%，净利润 CAGR 达 25.2%，虽公司因新增较多物业投资及重资产项目建设推进造成负债率及费用率有所提升，但公司存量公园收入及盈利都保持稳健增长，考虑到上海、三亚等项目较原先存量项目存在较大变革，短期承压可以理解。公司即将完成华北、华东、华南、中西部的全国布局。

存量项目稳中有升，标杆项目全面启航

公司在上海海昌项目开业前，运营 8 个存量海洋公园项目，截至 2018 年，8 个存量项目业绩总体保持逐年稳增的态势，并且存量项目不断进行内容和公园硬件设施等的升级，提升竞争力。如天津项目远古海洋科普探索内容入市，武汉项目打造海洋萌宠产品线，重庆项目引入温泉等，包括其他项目的一些改扩建，使存量项目保持与市场需求接轨；2018 年 11 月，上海项目正式开业，在规模、投入、动物展馆、游乐设施、商业配套领域都首屈一指，未来将作为公司旗舰项目，其获客能力良好，具备海洋主题稀缺性和与其他景点的互补性，随着游乐设施完善、市内定点班车继续开通、团队客流的进一步开拓以及周边商业配套逐渐成型，上海项目客流量将得到保证，园区二次消费客单价也望继续提升。

发展优势明显，未来看点突出

公司凭借全国领先的动物种类及数量的核心优势，打造较强竞争力，同时公司积极探索海洋主题与传统游乐园模式的结合，引入演艺、科技、特色商店等元素，提升业态丰富度，打造差异化竞争优势。同时，公司在动物保育、促进园区二次消费、运营管理能力及异地扩张上均具有较强的比较优势，共同助力公司打造海洋主题乐园的竞争壁垒。国内主题乐园业态总规模高速发展，形式和主题不断创新，公司凭借自身文化特征，有望寻求优势互补和协同效应；未来上海、三亚、郑州项目预计为公司提供稳定增长动力，且公司将着力于轻资产项目的推进，同时已开始逐步商业化 IP 形象及周边产品，从而形成更大的品牌附加值。

投资建议：公司存量项目发展稳健，上海项目顺利开业，有望凭借自身海洋动物资源及运营管理优势占据市场，全国布局完成形成协同效应，且轻资产项目发展逻辑顺畅，受益 IP 及品牌培育。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.08、0.13、0.19 元，目前股价对应 PE 分别为 17X、10X、7X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：上海项目周边配套不及预期；动物表演舆论压力；负债率较高。

海昌海洋公园

(02255.HK)

首次评级

买入

贺燕青

heyanqing@csc.com.cn

010-85159268

执业证书编号：S1440518070003

港股牌照：BNL377

李铁生

litieshengzgs@csc.com.cn

18511588701

执业证书编号：S1440519010001

陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

18688866096

执业证书编号：S1440518100010

发布日期：2019 年 01 月 17 日

当前股价：1.56 港元

目标价格 6 个月：2.5 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.91/-5.45	-3.66/-2.14	-21.6/-2.49

12 月最高/最低价 (港元) 2.3/1.18

总股本 (万股) 400,000.0

流通 H 股 (万股) 400,000.0

总市值 (亿港元) 62.0

流通市值 (亿港元) 62.0

近 3 月日均成交量 (万) 140.08

主要股东

海昌集团有限公司 47.1%

股价表现



目录

一、最大海洋主题公园全面启航	1
（一）深耕海洋乐园，全国布局渐成	1
（二）财务状况总体健康，业绩稳定增长	2
二、主题乐园加速渗透，海洋主题开始崛起	4
（一）政策红利促发展，契合旅游大趋势	4
（二）主题乐园快速渗透，定义旅游新标准	5
三、海洋公园航母进击，品类、文化及管理优势凸显	7
（一）存量项目经营稳定，园内改造创新	7
（二）上海项目为旗舰，树海洋主题公园新标杆	11
1、旗舰项目启航，规模国内空前	11
2、园区展馆及动物丰富多样，王牌表演吸睛	12
3、游乐设施及演艺丰富，海洋文化与主题乐园形式深度结合	13
4、酒店及配套商业逐渐完善，提升客单价	15
5、交通便捷，获客能力较强	17
6、管理能力突出，员工及演职人员配备充足	19
（三）轻资产发展迅速，营销、管控全面改善	19
1、轻资产拓展，或缓解高负债率压力	19
2、营销及管理或迎全面提升	20
（四）核心优势凸显，公司发展前景看好	20
1、动物资源优势巨大，奠定公司海洋主题公园龙头地位	21
2、超过 15 年的主题公园从业经历，公司现已具有较强的运营管理能力	23
3、公司通过异地复制快速扩张，已经建立起全国商业版图	24
4、旗舰项目与其他主题乐园的协同优势	25
四、三亚、郑州项目前景看好，IP 开发与轻资产业务引领未来	26
（一）三亚项目进入试运营阶段，预计年底开业	26
（二）郑州项目进一步完善全国布局	27
（三）自主 IP 产品开发，园内应用逐步强化	28
（四）重资产暂缓，公司将大力发展轻资产业务	29
五、总结	32
六、盈利预测及风险提示	33

图表目录

图表 1： 9 大海洋公园先后开业	1
图表 2： 公司实际控制人为曲乃杰，海昌集团持股 42.1%（截至 2018 年中报）	1
图表 3： 营业收入保持稳定增长态势	2
图表 4： 2017 年以来公司净利润增速较快	2
图表 5： 公司毛利总体保持增长态势	2
图表 6： 公司经营性现金流较健康	2

图表 7: 公司 ROE 及 ROIC 变化情况.....	3
图表 8: 公司资产负债率偏高 (%)	3
图表 9: 公司管理费用率提升较快	3
图表 10: 中国主题乐园零售额预测 (亿元)	5
图表 11: 我国不同类型主题乐园投资占比 (2016)	5
图表 12: 我国主题公园预计渗透率提升较快	5
图表 13: 主题乐园总数不足 1000	6
图表 14: 水乐园、公园等传统乐园占比较高	6
图表 15: 主题乐园总体仍集中在东部地区 (2017 年末)	6
图表 16: 珠海长隆海洋王国	7
图表 17: 大连圣亚海洋世界	7
图表 18: 大连老虎滩海洋公园为公司第一个项目	8
图表 19: 成都海昌极地海洋公园八大动物场馆	8
图表 20: 公司运营管理专业化	9
图表 21: 天津项目引入远古海洋探索展区	9
图表 22: 重庆项目日式温浴开业, 打造新业态	9
图表 23: 青岛项目高科技全息花海展示	10
图表 24: 烟台项目二期推进, 大渔人码头规划进行	10
图表 25: 公司公园收入保持稳定增长态势	10
图表 26: 公司公园毛利增速略有下降	10
图表 27: 上海项目地处临港, 毗邻滴水湖	11
图表 28: 上海海昌海洋公园规划图	11
图表 29: 上海项目六大动物展示场馆	12
图表 30: 虎鲸科普秀为王牌演艺项目	13
图表 31: 海豚奇缘梦幻壮观	13
图表 32: 天幕影院时空之海震撼视听	13
图表 33: 极地总动员剧目	13
图表 34: 上海项目包含 10 余项游乐设施	14
图表 35: 海洋梦幻花车巡游	15
图表 36: 魔法奇航彩船巡游	15
图表 37: 上海海昌海洋公园主题度假酒店全景	15
图表 38: 上海海昌海洋公园主题度假酒店主题客房	15
图表 39: 人鱼宝藏主题纪念品商店位于园区出口	16
图表 40: 圣诞集市位于园区核心位置	16
图表 41: 鲸鲨餐厅就餐环境优雅, 档次较高	17
图表 42: 极光餐厅临近极地馆	17
图表 43: 交通路线 1: 地铁 16 号线转临港 4 路	18
图表 44: 交通路线 2: 地铁 16 号线转 1135 路	18
图表 45: 上海项目周边配套三个停车场	18
图表 46: 海昌与阿里旅行战略合作	20
图表 47: 海昌与京东合作, 线下“入驻”京东之家	20

图表 48: 海洋类主题公园资源稀缺	21
图表 49: 王者虎鲸国内较为稀有	21
图表 50: 白鲸表演	21
图表 51: 动物得到悉心照料	22
图表 52: 动物保育与管理能力行业领先	22
图表 53: 团客占比不断下降, 网络购票占比大幅提高	23
图表 54: 公园非门票收入占比不断提高	23
图表 55: 公司非门票收入占比不断提升	24
图表 56: 海昌海洋公园为全国布局	24
图表 57: 上海海昌与迪士尼在所处区域内有协同作用	25
图表 58: 三亚项目园区布局, 非一园通票	26
图表 59: 三亚接待过夜人次逐年增加	26
图表 60: 三亚项目夜景	27
图表 61: 三亚项目特色表演	27
图表 62: 郑州项目规划图	27
图表 63: 米字形高铁通过郑州	27
图表 64: 郑州项目集聚效应明显	28
图表 65: 七萌具有鲜明 IP 形象	28
图表 66: 首家七萌优品旗舰店随上海项目面世	28
图表 67: “七萌团”周边产品开发丰富	29
图表 68: 苏州萌宠 PARK 是公司轻资产重要实践	30
图表 69: 轻资产展示的动物种类更加多元	30
图表 70: 海昌与商业中心可能的轻资产合作方式	30
图表 71: 茂名浪漫海岸海昌公园计划融入当地综合体	30
表 1: 国家出台的主题乐园发展相关政策	4
表 2: 海昌目前主要存量项目情况	7
表 3: 上海海昌公园票价分档次	11
表 4: 上海海昌主要游乐设施情况	14
表 5: 公司提供全产业链服务	19
表 6: 轻资产业务类型分为三种	19
表 7: 公司在动物保育方面颇多建树	23
表 8: 公司项目营收及利润预测	33
表 9: 盈利预测	33

一、最大海洋主题公园全面启航

(一) 深耕海洋乐园，全国布局渐成

11 大主题乐园布局完成，深耕海洋文化。公司主营海洋主题公园及配套商用物业开发，截至 2018 年 11 月 16 日，上海海昌公园正式开业，公司目前已开业项目达 9 个，三亚海昌今年 1 月即将开业，郑州海昌公园预计 2020 年开业。待郑州项目开业后，公司海洋乐园数量将达 11 家，目前，公司为全国最大规模的海洋乐园运营商，深耕海洋文化，在国内具有较强竞争优势。

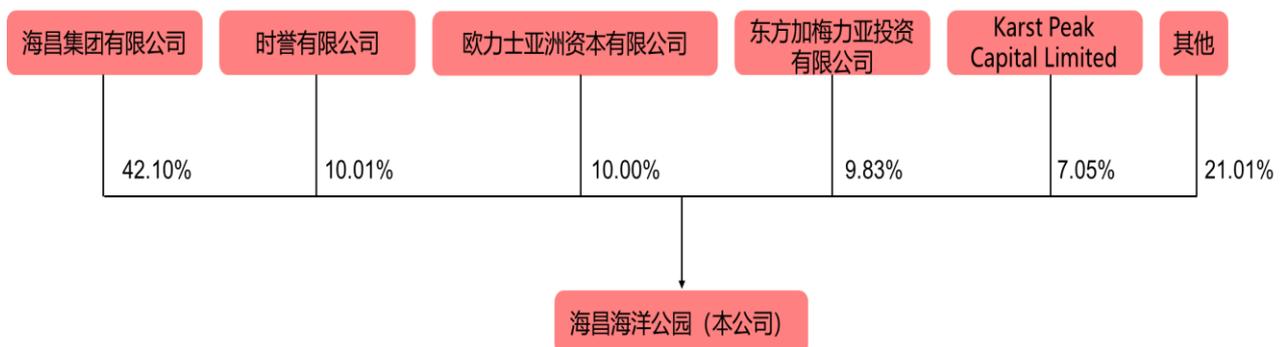
图表1：9 大海洋公园先后开业



资料来源：中信建投证券研究发展部

截至 2018 年中报，海昌集团有限公司为公司最大股东，持股比例达 42.10%，公司实际控制人为曲乃杰先生。

图表2：公司实际控制人为曲乃杰，海昌集团持股 42.1%（截至 2018 年中报）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（二）财务状况总体健康，业绩稳定增长

公司 2017 年实现营业总收入 16.80 亿元，同比增长 1.82%；实现净利润 2.92 亿元，同比增长 33.94%。近五年公司营业收入 CAGR 达 8.6%，净利润 CAGR 为 25.2%，营业总收入、净利润的绝对值水平整体呈现上升态势，2015 年营收和 2016 年净利润出现小幅度下滑，主要系 2015 年公司投资新增物业较多，业务结构有所调整所致，但 2015 年公司门票收入仍同比提升 11.7%，保持稳定增长。总体看公司发展较稳健。

图表3： 营业收入保持稳定增长态势



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

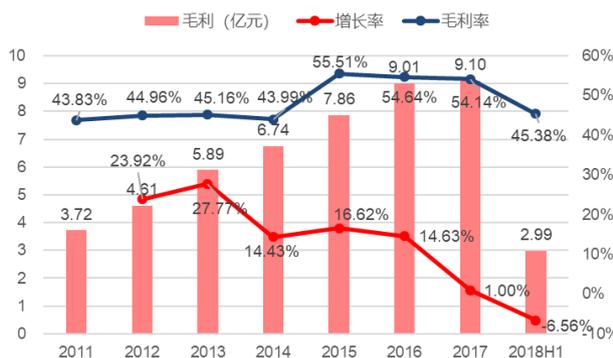
图表4： 2017 年以来公司净利润增速较快



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司毛利率总体增速较快，2011-2017 年公司毛利 CAGR 达 20.32%，总体毛利率保持在 50% 左右的较高水平。公司的经营性现金流也较健康，自 2011 年以来保持为正，2017 年达到 10.66 亿元，同比增长高达 149.07%，反映公司经营表现良好。

图表5： 公司毛利总体保持增长态势



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

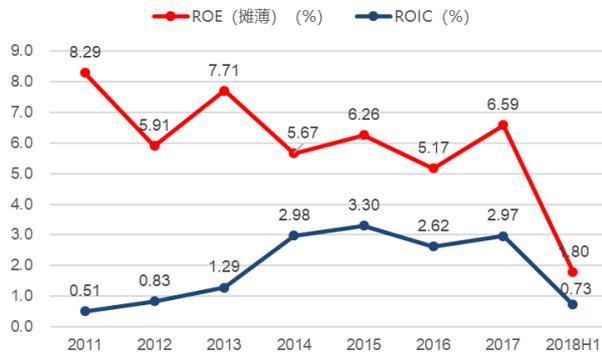
图表6： 公司经营性现金流较健康



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

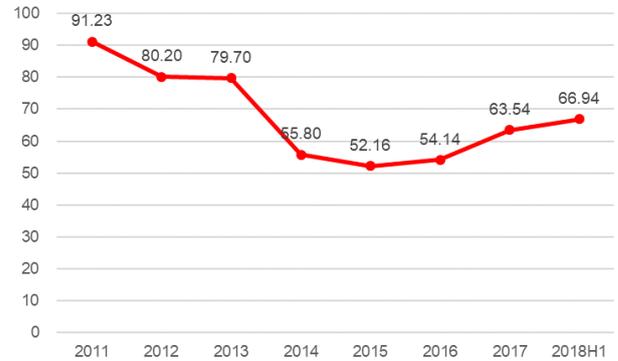
公司 ROE 及 ROIC 存在一定的波动，主要系公司过往数重重资产项目的拓张，带来总资产及总负债变化较为明显，存在一定波动。由于过往重资产项目扩张的模式，使公司资产负债率相对偏高，2015 年以来，随着旗舰项目上海项目的奠基，资产负债率呈抬升趋势，但考虑上海项目对于公司发展的标杆作用和重要意义，负债短期承压为正常表现。

图表7： 公司 ROE 及 ROIC 变化情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

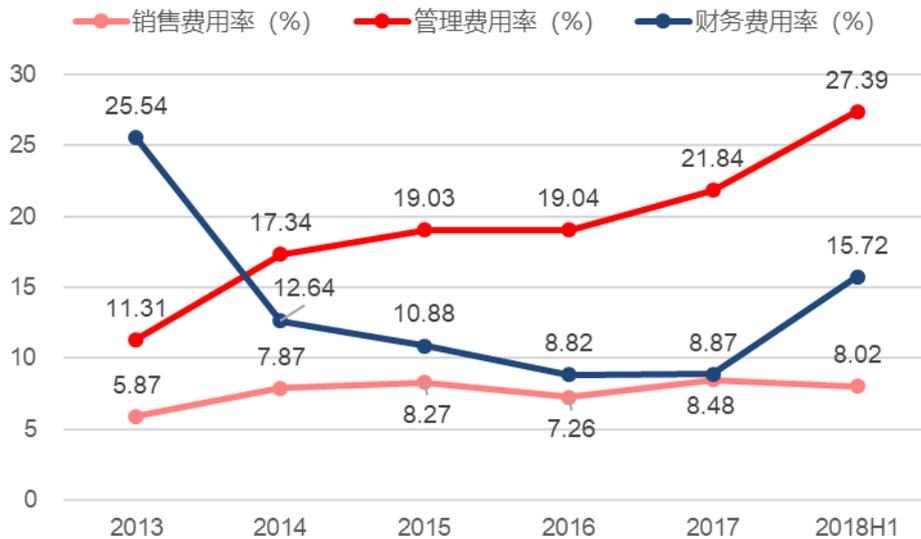
图表8： 公司资产负债率偏高 (%)



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司自 2013 年以来，管理费用率呈现不断抬升的势头，销售费用率总体平稳，财务费用率较 2014 年有一定抬升，反映公司近年增加物业投资和项目建设，带来融资成本及管理投入的增多。

图表9： 公司管理费用率提升较快



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

二、主题乐园加速渗透，海洋主题开始崛起

（一）政策红利促发展，契合旅游大趋势

近年来，我国关于鼓励主题乐园发展的政策明显增多。2018年3月，国家发改委等5部委联合发布《关于规范主题公园建设发展的指导意见》，该意见为国家层面出台的与主题公园发展直接相关的政策，对过往主题公园发展中存在的概念不清、盲目建设、模仿抄袭、低水平重复等问题提出了指导性建设方向，致力于规范和提升主题公园的质量。政策首先对主题公园进行了定义，且对主题公园的等级进行了划分，并从文化内涵和技术层面提出提升措施，实施方法也更加规范全面，对新时期主题乐园创新和健康发展有重要意义。

表 1： 国家出台的主题乐园发展相关政策

时间	政策名称	主要内容
2005年2月	《关于加强公园管理工作的意见》	充分重视公园管理工作；认真实施城市绿地系统规划；加强公园建设管理；保证政府资金投入；切实提高公园管理水平
2009年	《文化产业振兴规划》	提出将文化产业上升为国家战略性产业
2013年	《关于规范主题公园发展的若干意见》	合理界定主题公园范围，对主题公园的土地利用管理、建设运营监管、创新发展方向提出要求，较细致具体的提出主题乐园规划的问题
2015年	《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	提出提升旅游基础设施建设，通过支持符合条件的旅游企业上市等拓宽旅游企业融资渠道，提升旅游供给侧
2018年	《关于规范主题公园建设发展的指导意见》	致力于规范和提升主题公园的质量，提出较多针对主题乐园的具体规定和规范措施，作为新时期指导主题乐园快速发展的纲领

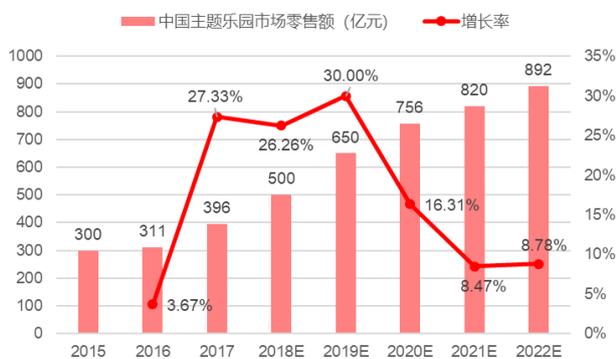
资料来源：政府网站，中信建投证券研究发展部

（二）主题乐园快速渗透，定义旅游新标准

根据英敏特发布的《主题公园 2017》，中国 2017 年主题乐园市场的零售额达到 395.45 亿元人民币，并受益于国内旅游市场的全面繁荣开启，预计在 2017-2022 年间以 17.7% 的年均复合增长率高速增长，到 2022 年达 892.39 亿元。

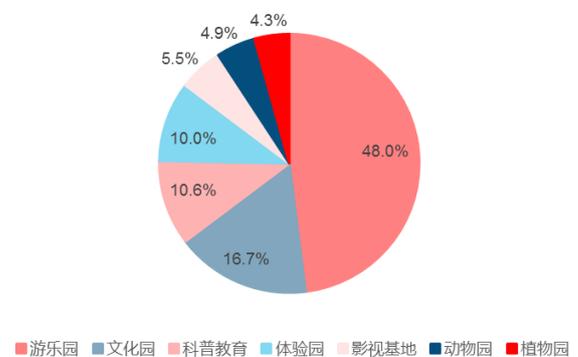
预计 2020 年，美国主题公园收入 90 亿美元，中国主题乐园将超越美国成为全球第一大市场。我国主题乐园业态近两年预计仍将维持较高速增长，在投资占比当中，游乐园仍是目前的主要类型，以机械变更项目游玩为主，这也是过去一段时间我国主题乐园发展的主要形式。在新型主题乐园中，文化园、科普教育、体验类也逐渐增长。

图表10：中国主题乐园零售额预测（亿元）



资料来源：英敏特，前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

图表11：我国不同类型主题乐园投资占比（2016）



资料来源：北京商报调研数据，中信建投证券研究发展部

图表12：我国主题公园预计渗透率提升较快

2020年主题公园
消费人群：
11亿人

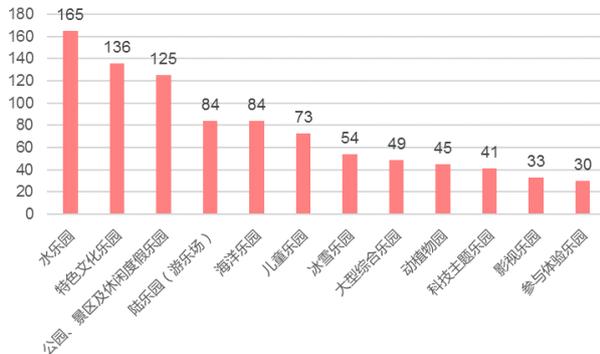
2020年主题公园
人群渗透率：
20%

2016-2020年主题公
园客流量复合增速：
12%

资料来源：北商研究院，前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

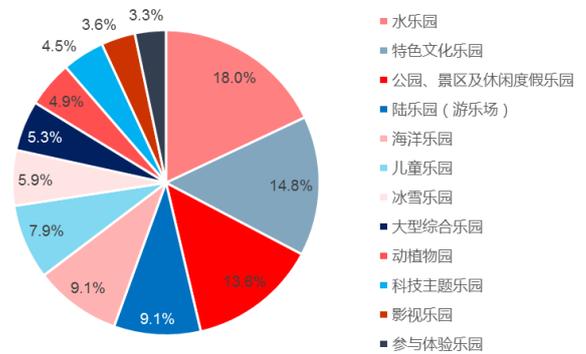
从 OTA 等网站收集数据来看，目前我国主题乐园总数量不足 1000 个，其中水乐园的数量占比较多，特色文化、公园景区、陆乐园紧随其后，存量项目基本仍集中在传统类型或文化附加值不高的领域。

图表13：主题乐园总数不足 1000



资料来源：驴妈妈，中信建投证券研究发展部

图表14：水乐园、公园等传统乐园占比较高



资料来源：驴妈妈，中信建投证券研究发展部

目前，我国主题乐园仍主要集中在东部地区。未来东部及中部部分发达地区仍将是主题乐园开发的重要区域，因主题乐园相对较高的消费属性，未来仍将以东部地区为主要布局区域，且随着本土主题乐园品牌的崛起，未来主题乐园的渠道下沉也将成为趋势，本土主题乐园或将更具备渠道下沉的潜力，预计获取更广阔市场。

图表15：主题乐园总体仍集中在东部地区（2017 年末）



资料来源：驴妈妈，网络资料，中信建投证券研究发展部

目前以海洋文化为主题的主题乐园相对水乐园、陆上公园等形式仍相对较少，且大型海洋主题乐园非常稀缺，国内除海昌外，仅有如大连圣亚、长隆海洋王国等规模相对较大，故大型海洋主题乐园有望在未来凭借主题稀缺性获得竞争优势，也可与其他类型的大型主题乐园形成互补效应。

图表16： 珠海长隆海洋王国


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表17： 大连圣亚海洋世界


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

三、海洋公园航母进击，品类、文化及管理优势凸显

公司为国内海洋公园超级航母，竞争优势明显。公司为全国最大的海洋主题公园，动物保有量居第一位，共有 66000 多头海洋生物，人工繁殖保育动物超 600 头，2017 年游客接待量超 1200 万人次，累计接待超 1.1 亿人次，整体运营稳健，在国内海洋主题公园领域首屈一指，同时，公司深耕主题公园，曾连续两年入围全球十大主题乐园运营商。

（一）存量项目经营稳定，园内改造创新

存量项目寻求不断创新丰富。已经开业一年以上的存量项目有 8 个，其中涵盖极地与海洋概念的大型海洋主题公园有 5 座。8 个存量项目中，包含 2 个 5A 级景区和 6 个 4A 级景区，获文化部“国家文化产业示范基地”称号。前 8 个存量项目主要开业时间集中在 2010 年前，项目规模总体不大，主题乐园性质不强，与 2010 年后的项目形成较大的差异化。

表 2： 海昌目前主要存量项目情况

开业时间	存量项目名称	园区主要内容
2002 年	大连老虎滩海洋公园	最早的海洋公园，建筑面积约 3.8 万平方米，5A 级景区。
2006 年	大连海昌发现王国主题乐园	约 7.1 万平米，5A 级景区，环湖而建，包括“疯狂小镇”、“神秘沙漠”等七大主题区，包含游艺设施。
2006 年	青岛海昌极地海洋公园	位于石老人国家旅游度假区，4A 级景区，建筑面积约 4.5 万平方米，拥有极地海洋馆、欢乐剧场、深海奇幻、5D 动感体验馆、极地宝贝园等项目，还包括极地大马戏及夜游夜宿等活动。
2009 年	重庆海昌加勒比海水世界	位于避暑胜地重庆南山，建筑面积约 6.5 万平方米。包括水公园、户外帐篷酒店、日式温浴。水世界包括水城堡和先进水上游玩设备；户外帐篷酒店位于南山天然氧吧，酒店拥有 48 间主题房型、37 项主题帐篷、6 幢品质木屋、5 辆多功能房车；海昌汤都建筑面积超 5000 平米，单日同时可接待游客量超 500 人。

2010年	天津海昌极地海洋公园	位于滨海新区响螺湾中心商务区，建筑面积约4.9万平方米，集吃、住、行、游、购、娱为一体，以极地海洋文化为主题。由南极企鹅岛、神秘北极村、海底隧道等十一大展区组成。为海洋馆与商业区成功结合的案例。
2010年	成都海昌极地海洋公园	成都项目包括8大动物场馆、7大王牌演艺、4大游乐区、乐游海洋等项目，建筑面积约4.9万平方米，演艺包括目前上海也存在的人鱼、造浪池戏水、花样巡游等，乐游海洋包括儿童游乐园、深海金刚及4D体验馆等。
2011年	烟台海昌渔人码头	位于莱山区雨岱山，地处天然的陆连小岛，三面环海。景区立足建设大型旅游综合体，风格为北美滨海小镇，涵盖鲸鲨海洋公园、雨岱山温泉、高端会所、美食风情街、古堡酒店、游艇俱乐部等。
2011年	武汉海昌极地海洋公园	为布局华中，投资建设的第五座涵盖极地海洋概念的大型主题公园。建筑面积约4.3万平方米。

资料来源：海昌海洋公园官网，中信建投证券研究发展部

大连老虎滩海洋公园为公司的第一个项目，位于滨海城市大连，是开在海边的海洋公园。虽开业时间较早，但经过维护升级、扩建等，目前园内整体场馆体验提升较快，开业后相继推出渔人码头项目、主题乐园游乐设施扩建等，2018年其极地馆推出“虎滩极地大马戏”，并增设“极地童乐园”和“奇趣爬宠乐园”两大互动游览区，进一步完善游览体验。

图表18：大连老虎滩海洋公园为公司第一个项目



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

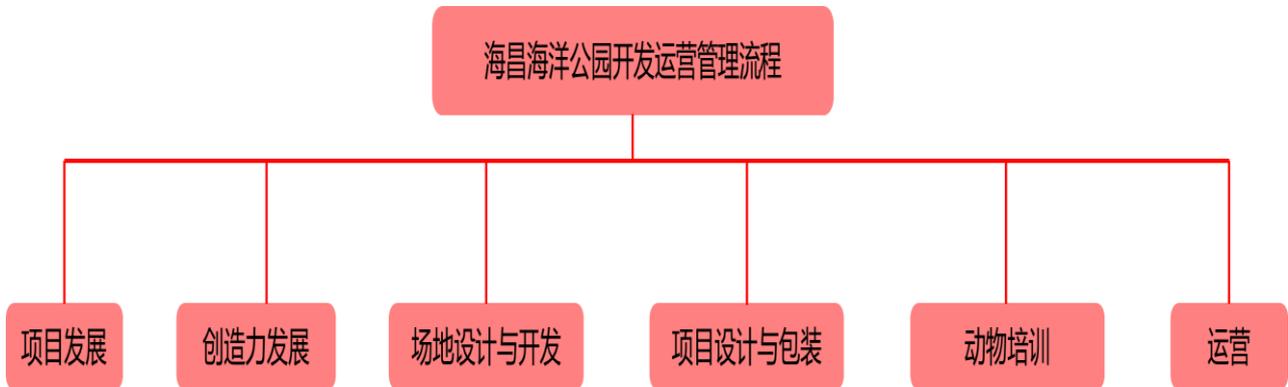
图表19：成都海昌极地海洋公园八大动物场馆



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

公司海洋公园的开发和管理遵循特定流程，注重创造力的发展，同时在场设计设计和项目设计上深度投入，运营管理流程专业化，具备较丰富园区开发经验。公司海洋公园的开发基本为自主创意、自主设计、自主开发，团队在主题公园的构建上游较充分的想法。

图表20： 公司运营管理专业化



资料来源： 中信建投证券研究发展部

目前存量项目也会定期改造和新增场馆及游乐设施，以提升游玩的丰富度和体验。如天津项目于2018年1月引入远古海洋体验科普探索产品，增强探索和参与的趣味性；武汉项目针对快速发展的亲子游趋势，打造海洋萌宠产品线，提升少儿科普体验的同时也增强了海洋生物展示的丰富度，结合了萌宠概念；重庆温泉产品的推出、发现王国游乐设施的升级、各园区内演艺产品和二次消费的业态丰富，都展现出公司在发展海洋文化主题乐园的同时，丰富自身业态，完善周边产品及IP，致力提升消费者园区停留时间，创造更多附加值的战略方向，力图通过整体游乐配套的完善和创新，充分提升游玩体验，提升客单价水平。

图表21： 天津项目引入远古海洋探索展区



资料来源： 公司官网， 中信建投证券研究发展部

图表22： 重庆项目日式温浴开业，打造新业态



资料来源： 公司官网， 中信建投证券研究发展部

图表23： 青岛项目高科技全息花海展示



资料来源： 公司官网， 中信建投证券研究发展部

图表24： 烟台项目二期推进， 大渔人码头规划进行



资料来源： 公司官网， 中信建投证券研究发展部

存量项目在技术和游玩丰富度上的升级，将有助于提升客流粘性，吸引不同受众增加客流，使自身保持良好的运营和增长能力。

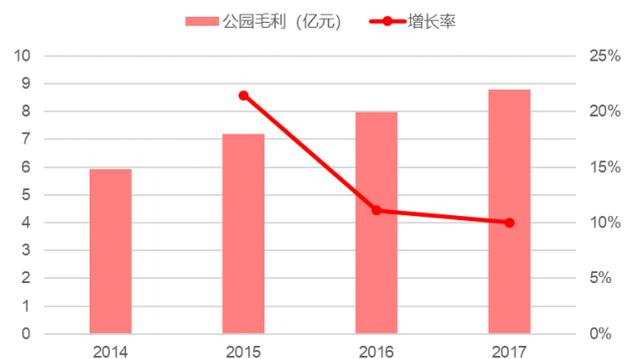
存量项目经营状况稳定。2018 年公司存量项目的营收端增长在 10%左右，较 2017 年公园收入的增速，仍维持稳定。存量项目中，开业相对较迟的天津、成都、武汉都保持较好的经营状况。2014-2017 年，公司公园收入 CAGR 达 11.7%，公园毛利 CAGR 达 14.1%。

图表25： 公司公园收入保持稳定增长态势



资料来源： 公司公告， 中信建投证券研究发展部

图表26： 公司公园毛利增速略有下降



资料来源： 公司公告， 中信建投证券研究发展部

（二）上海项目为旗舰，树海洋主题公园新标杆

1、旗舰项目启航，规模国内空前

公司旗舰项目上海海昌海洋公园 11 月 16 日开园，是全国最大、上海首家海洋主题公园。上海海昌海洋公园地处浦东新区临港新城滴水湖畔，项目总用地面积约为 29.7 公顷，规划建筑面积 20.5 万平方米，与此前存量项目拉开较大差距，总投资 42.8 亿，体现旗舰项目规模之大。整个主题公园分为人鱼海湾、极地小镇、冰雪王国、海底奇域和海洋部落 5 大主题区和 1 个海洋度假酒店，由 6 个展示场馆、3 个大型动物互动与表演场、2 个大型影院及 10 余项游乐设施组成。

图表27：上海项目地处临港，毗邻滴水湖



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表28：上海海昌海洋公园规划图



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

上海项目的票价分为工作日和周末两档，对比其他主题公园，其票价总体适中合理。对比迪士尼，迪士尼平日 1 日票 399 元/人，周末 1 日票 575 元/人，欢乐谷成人全日票 230 元/人，考虑到海昌自身的定位及园区规模、面积、游玩项目设置等，其票价总体位于合理区间。

表 3：上海海昌公园票价分档次

渠道	票价
高峰票原价	399 元/人
平日票原价	330 元/人
感恩优惠高峰日	360 元/人
感恩优惠平日	299 元/人
感恩优惠优待票高峰日（儿童，老人）	230 元/人
感恩优惠优待票平日（儿童，老人）	170 元/人
携程/美团高峰票	316 元/人
携程/美团平日票	279 元/人

资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

2、园区展馆及动物丰富多样，王牌表演吸睛

1) 上海海昌海洋公园分为 5 大主题区，由南极、北极两座桥梁连接起来。人鱼海湾的设计呈现“WOW”造型；极地小镇主要采用北欧小镇的建筑形式，由海兽探秘馆、南极企鹅馆、海狮剧场、天幕影院等部分组成；冰雪王国有冰山北极馆、超感 4D 影院、雪国列车、海豚过山车、时空缆车等特色项目；海底世界馆、火山鲸鲨馆、火山漂流、深海奇航等特色项目坐落于海底奇域主题区；海洋部落设有珊瑚水母馆以及海豚剧场等。

2) 六大动物展示场馆拥有多个全球首创项目，对游客具有巨大吸引力。上海海昌海洋公园有六大动物展示场馆：海兽探秘馆、南极企鹅馆、冰山北极馆、海底世界馆、火山鲸鲨馆以及珊瑚水母馆。南极企鹅馆有世界首个“企鹅超级碗”，360 度展现企鹅的生活形态。冰山北极馆有世界首个全方位海豹环游通道，游客能够从各个角度看到海豹的身影。火山鲸鲨馆全球首创七度倾斜沉浸式展缸，主展池的美人鱼表演十分吸睛。珊瑚水母馆是目前国内最大的单体珊瑚水母主题展馆，给游客提供不一样的视觉盛宴。

图表29： 上海项目六大动物展示场馆



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

3) 五大明星表演，注重动物保护及科学表演。上海海昌海洋公园有 3 个大型动物互动与表演场，包括海豚剧场、虎鲸剧场、海狮剧场，分别上演《海豚奇缘》、《虎鲸物语》、《海狮特快》3 大剧目，三大剧场目前均能容纳观众 5000-10000 人，此外园内还有《白鲸之恋》、《梦幻美人鱼》两大明星剧目。《海豚奇缘》开场前有小丑演员热场，场馆内有大型屏幕，观众席可容纳 3000 多位观众。公司目前拥有四头虎鲸，虎鲸科普秀国内仅此一家，具有较强的不可替代性。上海海昌的虎鲸表演每天仅两场，每场虎鲸表演 15 分钟，仅 3 头虎鲸出演，使得虎鲸得到相对充足的休息，同时在生存环境上，园区也为虎鲸打造了较好的休息区。《梦幻美人鱼》呈现了美人鱼公主与海洋生物一起翩翩起舞的场景。

图表30：虎鲸科普秀为王牌演艺项目



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

图表31：海豚奇缘梦幻壮观



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

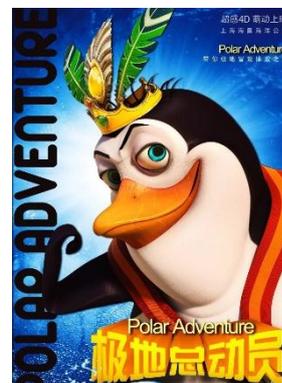
4) 两个大型影院各具亮点,《时空之海》成为游园重点推荐项目。上海海昌海洋公园的两大高科技影院——天幕影院、超感 4D 影院,分别上映《时空之海》和《极地总动员》两大原创影片。天幕影院是国内唯一的 360 度全息海洋主题球幕影院,影片以科幻、宏观的角度描绘着宇宙与生命的演变过程,通过全息技术再现了海洋的磅礴与神秘之感。超感 4D 影院《极地总动员》以海洋动物城市冒险为主题,讲述了七萌团里的企鹅仔兄弟的故事,将有力促进 IP “七萌团”的推广。

图表32：天幕影院时空之海震撼视听



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表33：极地总动员剧目



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

3、游乐设施及演艺丰富，海洋文化与主题乐园形式深度结合

1) 精心打造游乐设施,多个项目为国内第一。上海海昌海洋公园有 10 余项游乐设施,包括海豚过山车、时空缆车、火山漂流、雪国列车、深海奇航等。海豚过山车全长 1009 米、最高 28 米,是目前国内最长的合家欢过山车。火山漂流全长 906 米、最高 21 米、三次提升、三次下落,是目前世界上最长的阀式漂流。雪国列车是全球首创盘旋上升式轨道车,轨道全长 591 米、提升高度 11.6 米;时空缆车是目前国内提升角度最大的缆车,迅速行至 30 米高空,海洋世界尽收眼底。上海项目精心打造的游乐设施,配合海洋动物展示与表演,提升上海

项目吸引力。

表 4：上海海昌主要游乐设施情况

主要游乐设施	主要特点
海豚过山车	位于园区入口，临近企鹅馆和海兽馆，全长超 1000 米，最高 28 米，是目前国内最长的合家欢过山车，含一小段地下隧道穿越。
火山漂流	临近鲸鲨馆，全长 906 米，最高 21 米，全程预计三次抬升三次下落，目前尚未完工，为园区核心游乐设施之一。
雪国列车	位于极地馆的“雪山”上，全球首创盘旋上升式轨道车，轨道全长 591 米，提升高度 11.6 米。
时空缆车	连接极地馆和鲸鲨馆，横跨园区桥两岸，跨度大，为目前国内提升角度最大的缆车，迅速行至 30 米高空。
深海奇航	国内首个将黑暗骑乘与海洋馆海底隧道实景相结合的游乐项目，打造沉浸式体验，让游客身临其境。

资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表34：上海项目包含 10 余项游乐设施



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

2) 众多特色演艺进一步丰富上海项目内容，挺高游客吸引力。上海海昌海洋公园有两大海洋主题巡游——海洋梦幻花车巡游、魔法奇航彩船巡游，以及百余场特色演艺，包括沙塔旋律、水上飞人、小镇派对等。公司聘请国外专业演出团队，精心打造园内巡游及演艺产品，园区内随处可见即兴表演，既有非洲友人的草裙舞，也有中国表演团队的技艺杂耍。

图表35： 海洋梦幻花车巡游


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表36： 魔法奇航彩船巡游


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

相较于国内诸多剧场演艺与主题乐园结合的形式，其演艺深入渗透到园区内，无固定场所的限制，与园区游玩较好结合，对游客吸引力有提升作用。梦幻花车巡游分两场，时间为中午 12 点和下午 3 点，主要巡游地点在靠近鲸鲨馆的半岛，海洋部落和海底奇域之间。

4、酒店及配套商业逐渐完善，提升客单价

1) 上海海昌海洋公园主题度假酒店是国内首家引入邮轮主题概念的海洋度假酒店。上海项目配套酒店上海海昌海洋公园主题度假酒店是临港地区最优质酒店，客房数约超 300 间，房价约 800-3000 元。在酒店风格设计上，上海海昌海洋公园主题度假酒店设有以海豚、企鹅、小丑鱼、海马、美人鱼为概念的五大海洋主题客房。同时，多数主题客房都配有儿童双层床，充分满足家庭出游的需求。

未来，该度假酒店一方面可作为园区拓展过夜游的重要配套，同时也可获取周边入驻企业，如特斯拉等的企业客流，并可承接高端会议会展等，且未来临港地区的商业配套将进一步成熟，待海昌二期工程推进后，将进一步提升园区周边人流密度，待酒店培育成熟后，预计入住率将迎来较大提升，房价及整体 RevPAR 均有提升空间。

图表37： 上海海昌海洋公园主题度假酒店全景


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表38： 上海海昌海洋公园主题度假酒店主题客房


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

上海项目动物种类丰富，二次消费水平较高。上海海昌海洋公园汇聚 300 余种、超 30000 只极地海洋生物，被国家海洋局授予“全国海洋意识教育基地”称号，可为游客提供丰富、新颖的产品及内容。上海项目呈现多主

题区、多场馆、多娱乐设施的特点，预计游玩时间为 1.5 天。相比其他存量项目，上海项目延长了游客停留时间，再加上地处超一线城市，决定了其较高的二次消费水平。试运营期间人均客单价超过 76 元，为存量项目的 2.6 倍，其中 33% 为商品收入，超 60% 为餐饮收入。

2) 上海项目有九大特色主题店，出售多种 IP 产品。上海海昌海洋公园有九大特色主题店，分布于各个主题区，包括位于人鱼海湾的海洋天地、人鱼宝藏、七萌优品店，位于极地小镇的企鹅商店、圣诞集市，位于冰雪王国的雪国制造，位于海底奇域的鲸鲨商店、海洋珍宝以及位于海洋部落的玫瑰商店。九大特色主题店根据所在区域和场馆的主题特色都有独特的设计风格。公司设计了海洋动物系列“七萌团”形象，在每个主题区都有周边产品出售。

园区纪念品商店主要出售商品为海洋动物造型的玩偶、周边生活用品、无特殊形象的小纪念品等，售价较同类产品的市内专柜贵出约 40-50%。目前七萌优品商店也随上海海昌开业而正式开业，七萌的卡通形象与公司主要海洋动物品类契合，以卡通和萌化的方式呈现，整体风格清新明快，同时生活日用品及相关纪念品也均有覆盖，未来七萌优品将作为一个整体形象，成为公司打造自主 IP 的重要载体。

图表39：人鱼宝藏主题纪念品商店位于园区出口


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图表40：圣诞集市位于园区核心位置


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

3) 上海项目有六大主题餐厅，并配有多种悠闲小食站。上海海昌海洋公园配套六大主题餐厅，分别是位于极地小镇的企鹅餐厅、时光餐厅，位于冰雪王国的极光餐厅，位于海底奇域的沙塔餐厅、鲸鲨餐厅，以及位于海洋部落的汉堡王。此外，上海项目同时配有咖啡厅、水吧、甜品屋等悠闲小食站，满足游客多样的餐饮需求。

六大餐厅整体布局分布在园区内主要场馆周围，在园区内各处就餐均较方便，且餐品种类和餐厅风格均有所不同，鲸鲨餐厅以较高档的西餐为主，而其他餐厅以盖浇饭套餐或西式快餐为主。企鹅餐厅内设透明玻璃墙，可一边就餐，一边欣赏企鹅。鲸鲨餐厅内有一面巨大的透明墙，就餐时海底风景一览无余，就餐体验和环境最为优质。

从餐厅档次看，鲸鲨餐厅属园区内的高档餐厅，接受提前预订，有人均 300 元左右的最低消费标准，而其他餐厅的份套餐平均在 60-80 元不等。不同的餐厅定位，为园区覆盖不同消费能力及消费需求的消费者，鲸鲨餐厅更多承载高档消费群体、园区内贵宾接待等任务。

图表41： 鲸鲨餐厅就餐环境优雅，档次较高



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

图表42： 极光餐厅临近极地馆



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

4) 上海项目建有儿童乐园，并有童车租赁服务。上海项目有为儿童设计的童趣乐园，建有极速企鹅、快乐小飞鱼、飞天巨鱼、鹅鹈大冒险、海洋木马等游乐项目。此外园区内有童车租赁服务，餐厅提供儿童餐，满足亲子出游的需求。

5、交通便捷，获客能力较强

交通方便，多条公交线路供游客选择。游客可以乘地铁 16 号线至临港大道，搭乘上海海昌海洋公园免费接驳车。另外游客也可以自临港大道站 3 号口出站后乘坐 1135 路公交车，3 站后于银飞路公交枢纽（海洋公园）下车，或者自临港大道站 1 号口出站乘坐临港 4 路公交车，4 站后于银飞路（海洋公园）下车。

今年，公司有计划在市内多重要站点上线公共交通工具，方便市内人流集中的重点区域旅客前往临港园区。从试运营情况来看，目前的交通方式主要为通过地铁 16 号线到达临港大道站，再通过公交车到达园区附近。试运营期间，单日园区内游客约在 1-2 万人，符合预期，且较公司核定约 6 万人的单日承载量上限仍有较大空间。

试运营期间，客源大多来自散客，团客比例约在 10%左右，主要系公司试运营期间尚未大规模开发团客，与部分旅行社的合作也在协商之中，随着正式开业，公司已开始更大规模拓展团客资源。

图表43： 交通路线 1：地铁 16 号线转临港 4 路



资料来源：百度地图，中信建投证券研究发展部

图表44： 交通路线 2：地铁 16 号线转 1135 路



资料来源：百度地图，中信建投证券研究发展部

除自有停车场外，上海海昌海洋公园周边配套三个停车场，满足自驾游客需求。上海海昌海洋公园停车场约有 1200 个停车位，同时周边还有 3 个配套停车场，分别是临港大道停车场，拥有 977 个车位；雪绒花路停车场，拥有 861 个车位；以及港城新天地停车场，拥有 857 个车位，可满足自驾游客需求。

图表45： 上海项目周边配套三个停车场



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

考虑到未来自驾游比例可能会提高，公司将进一步提高上海项目信息化管理水平，实现园区周边交通的导航、导视、导览功能。

上海海昌海洋公园二期工程将着力提升周边商业配套。公司在上海项目附近有一块二期工程的预留用地，可用于建设配套商业或娱乐设施。二期主题暂定与海洋风情相关，将深度建设临港地区的相关商业配套，将园区周边的可游玩性和二次消费辐射范围大幅提升，落地后将进一步促进上海项目的流量提升，增强吸引力。

6、管理能力突出，员工及演职人员配备充足

至 2018 年 6 月末，公司共计 4098 名全职雇员，而 2017 年年末仅 2990 名雇员，雇员增长迅速，主要系上海及三亚项目临近开园，全职雇员人数增加了超 1000 人，为公司上海项目的顺利开业和运营提供了有效保障。同时演职人员配备也迅速到位，美人鱼、花车巡游、街头演艺等的演艺团队和外籍演出人员也都在开业时迅速到位，并保证演出的顺利进行。园区内特定的场馆、商店、餐厅均有员工接待，道路上还设有员工负责指路和帮助游客，整体人员管理运行完善。

（三）轻资产发展迅速，营销、管控全面改善

1、轻资产拓展，或缓解高负债率压力

公司提供全产业链服务，轻资产业务不断扩大。公司为客户提供项目设计、顾问咨询、管理全链系服务，包括项目规划、设计与开发、项目管理、创意开发、游乐景点设计与实施、海洋哺乳动物繁育培训以及运营等。根据 2018 年中报，公司已签约轻资产业务相关协议共计 36 份，其中 2018 年 H1 新增协议 6 份。

表 5：公司提供全产业链服务

服务名称	服务内容
项目规划	战略规划、可行性分析、主要规划、项目资金
设计与开发	景色、建筑、内部建筑、音频设计、零售店面规划、设备工程、电动工程
项目管理	项目协调、风险管理、成本控制、规划与节点
创意开发	制造、指导、书面设计
游乐景点设计与实施	灯光设计、服装设计、角色设计、节目制作、媒体互动、软件设计、娱乐产品生产
海洋哺乳动物繁育培训	食品质量控制、动物行为研究、动物学
运营	餐饮、商品零售、日常管理、信息系统、营销方案、人力资源

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

公司深入开发并积极拓展业务类型，逐渐形成“3+”全覆盖模式。按服务对象划分，公司轻资产业务可分为三种：大型室外主题乐园、中型城市综合体主题乐园以及小型萌宠 park。公司在深入拓展“大、中、小微型旅游产品”服务类型基础上，积极开发“品牌授权”等多品叠加式业务类型，构建多条服务通路。

表 6：轻资产业务类型分为三种

类型	代表项目
大型室外主题乐园项目	湘江欢乐城海昌海洋公园、广东茂名海昌海洋公园
中型城市综合体主题乐园	南宁融晟天河海悦城
小型萌宠 park	苏州海昌萌宠 park

资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

轻资产业务成为新的盈利增长点，缓解高资产负债率的压力。2017 年 H1 公司轻资产业务收入约为 1050 万元，2018 年 H1 公司轻资产业务收入约为 1640 万元，同比增长 56.2%。未来公司重点发展轻资产业务，届时负债水平将大幅下降。

2、营销及管理或迎全面提升

营销方面，公司 2018 年内分别与阿里巴巴、京东、美团合作，在线上参与如“飞猪门票超级品牌日”、“京东超级旅游品类日”、“618 年中大促”等活动，与高流量的移动互联网巨头进行合作，为其导流提供了有力支持。其与“芝麻信用”联手的推进的“免押金租赁业务”落地，是国内首批免押金租赁场景落地的海洋主题公园，未来将深度进行智慧景区的构建。

图表46：海昌与阿里旅行战略合作



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表47：海昌与京东合作，线下“入驻”京东之家



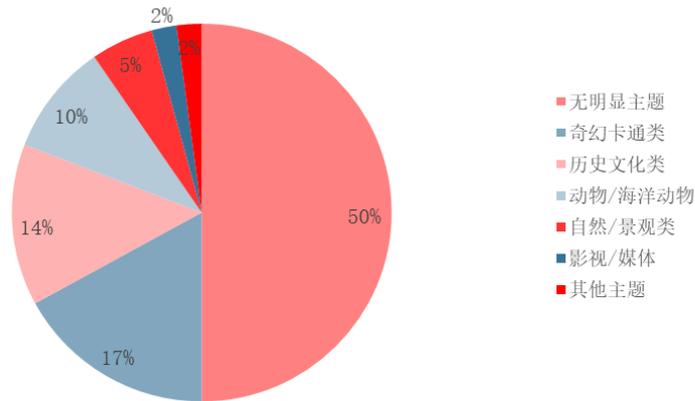
资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

管理层面，公司不断提供更好的员工激励计划，园区员工采取统一着装、统一手势、统一微笑服务的标准化管理。

（四）核心优势凸显，公司发展前景看好

公司以“海洋”为主题，在主题公园市场中具有稀缺性。根据 AECOM《2018 主题公园发展预测报告》，国内现有的主题公园中，无明显主题类公园占比 53%，有明显主题类公园占比 47%。在有明显主题的主题公园中，奇幻卡通类和历史文化类占比最高，分别为 16%和 13%。动物或海洋动物主题公园仅占 9%。公司以“海洋”为主题具有一定的稀缺性。

图表48：海洋类主题公园资源稀缺



资料来源：2018 主题公园发展预测报告，中信建投证券研究发展部

海洋主题公园行业存在明显的“马太效应”，公司多种优势建立起宽广“护城河”。

1、动物资源优势巨大，奠定公司海洋主题公园龙头地位

1) 公司海洋动物和极地动物资产居亚洲首位。公司目前拥有超过 6.6 万头大型海洋与极地动物，种群规模全亚洲最大，与世界排名第一的海洋公园 seaworld 拥有的动物种群数量差不多。

图表49：王者虎鲸国内较为稀有



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

图表50：白鲸表演



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

2) 公司拥有动物保育与管理专业团队千余人。目前我国高等教育中对水生动物驯养专业人才的培养力度远远不够，公司人才培养模式基本上是师傅带徒弟，潜在竞争者难以在短时间内聚集大量高水平专业人才，面临较高进入壁垒。

图表51： 动物得到悉心照料



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

3) **动物保育与管理水平行业领先。**公司参照美国 USDA 关于海洋动物管理的部分章节及中国农业部的相关行业标准，编写了自有的《海昌动物管理标准》，从保障体系和服务体系方面对动物饲养和管理进行了规范。近 20 年来公司繁育 20 余种、600 余只大型珍稀极地海洋动物，繁育品种及数量国内第一，其中包括首次在国内人工饲养条件下繁育成活的北极熊、帝企鹅、跳岩企鹅、伪虎鲸和灰海豹。

图表52： 动物保育与管理能力行业领先

1) 设立海外保育基地
2) 与顶尖国际动物供货商及稀有极地动物供应商建立并保持稳定的关系

1) 提供适应的生存环境满足动物生理需要
2) 专门团队做动物心理研究并调整和管理动物情绪



1) 为动物提供最接近大自然的生存环境
2) 在十余年成功繁育出超过600只大型海洋极地动物以及鲨鱼

1) 拥有超过1000人的专业团队
2) 积极参与全国各地的物种保护与救援工作，成立动物救治中心

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

4) **公司重视科研、建立保育基金，不断提高动物保育与管理水平。**公司配备先进科研设备与专业科研人员开展包括海洋动物健康、行为、遗传、营养、药物学和繁殖等方面的研究，并且与高校及中科院等科研院所开展多个科研合作项目。同时，公司成立专门的动物研究机构并建立动物保育基金用以支持更多动物保育项目的开展。

表 7：公司在动物保育方面颇多建树

全球合作伙伴	西班牙团员娱乐公园集团、德国柏林动物园、香港海洋公园、台湾莲花远雄海洋公园等
所获奖项	五个[极地科普教育基地]称号；连续五年荣获爱心公益企业奖等
权威协会会员	国际海洋动物训练员协会；国际水生动物医学协会；动物行为管理联盟
参与制定行业标准	农业部颁发《水生哺乳动物谱系记录规范》、《水族馆水生哺乳动物等级划分要求》等

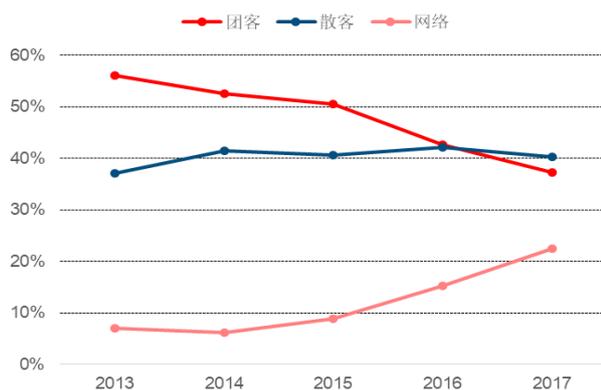
资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

5) **海洋动物采购渠道收紧加固公司动物资产壁垒。**针对无法繁育需要进口的大型动物，公司在世界各地有专门的供应商，比如俄罗斯、日本、南美等。近年来国际动物保护组织在动物输出以及生存环境方面不断施加压力，动物采购渠道收窄，采购门槛越来越高。公司已经拥有大量动物资产，受渠道收窄的影响较小，但对于实力不足的竞争者而言渠道收窄无疑是一大障碍，因此采购渠道收窄进一步拓宽公司“护城河”。

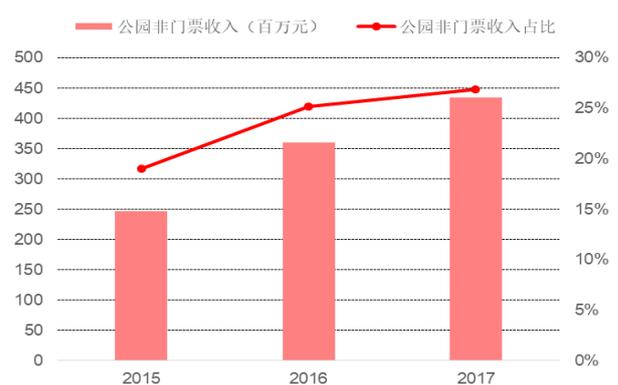
2、超过 15 年的主题公园从业经历，公司现已具有较强的运营管理能力

公司已经具备主题公园规划、设计、建设、运营及管理输出全流程能力。2002 年公司第一个海洋主题公园大连老虎滩海洋公园开业，发展至今天公司运营管理海洋主题公园已经超过 15 年。现阶段，公司已经具备主题公园规划、设计、建设及运营全流程能力。

1) **公司团客占比逐年下降，网络购票占比大幅提高。**2013-2017 年公司团客占比逐年下降，由 2013 年 56% 降至 2017 年 37.3%；散客占比整体呈增长态势，由 2013 年的 37% 增至 2017 年 40.2%，并于 2017 年首次超过团客占比，在三种客流渠道中排名第一；自 2014 年以来，网络购票游客占比快速提高，由 2013 年 7% 增至 2017 年 22.5%，主要因为公司积极与 OTA 合作拓宽客流渠道，预计未来网络购票比例进一步上升。公司客源结构的变化反映了公司较高的运营管理能力。

图表53：团客占比不断下降，网络购票占比大幅提高


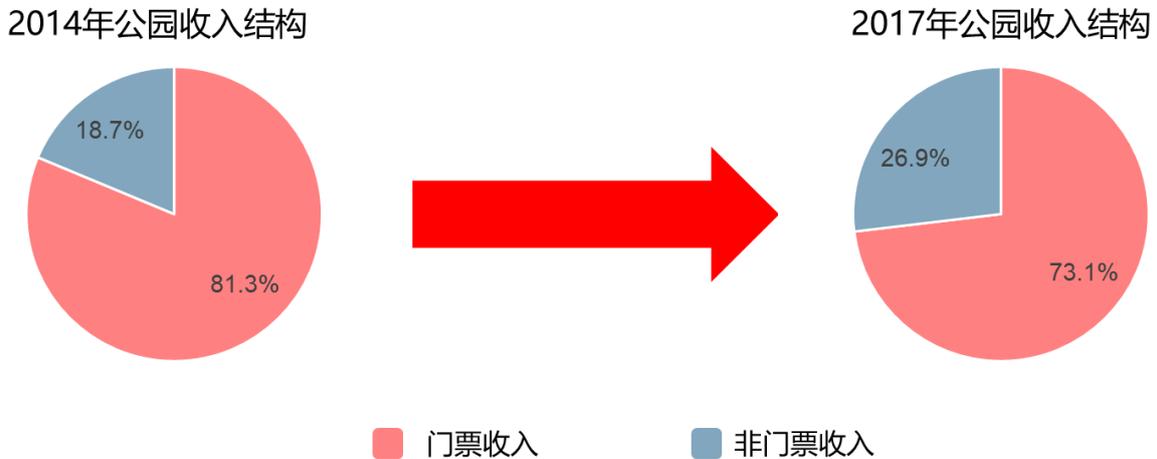
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表54：公园非门票收入占比不断提高


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

2) **2014-2017 年公司公园非门票收入占比不断提高，未来中短期保持现有水平。**2015-2017 年公园非门票收入占比逐年上升，由 2015 年 19% 提高至 2017 年 26%。考虑到上海项目人均二次消费水平远远领先于其他存量项目，上海项目开业后首个完整年度 2019 年预计上海团客比例增加，园区内二次消费预计维持目前水平。

图表55： 公司非门票收入占比不断提升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司拥有多年运营经验与专业管理输出团队，在管理输出方面具有较大优势。公司制定并不断优化《海昌海洋公园运营服务标准》，不断提高海洋公园运营及管理能力，为管理输出质量提供有力制度保障。此外，公司在过去多年成功运营过程中积累了丰富经验，拥有专业人才储备，在管理输出方面具有一定优势。

3、公司通过异地复制快速扩张，已经建立起全国商业版图

公司是唯一一家全国性布局海洋主题公园运营商。凭借动物资产以及主题公园运营管理能力等优势，公司通过异地复制积极开拓市场。经过多年发展，目前在9个省市运营10个主题公园，完成在环渤海、华中和成渝经济圈布局，具备较强品牌影响力，进一步拓宽公司“护城河”。

图表56： 海昌海洋公园为全国性布局



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

4、旗舰项目与其他主题乐园的协同优势

以上海海昌项目为例，其本身定位海洋文化，与传统主题乐园有较大差异，可以与周边主题乐园如迪士尼形成较强的协同效应，迪士尼为以 IP 渗透为特征的主题乐园，故而两者间或发生较好的“化学反应”。上海海昌位于临港地区，临近上海最东边，而上海迪士尼同样位于浦东，虽两者之间仍有 40 公里以上距离，但考虑上海整体布局，迪士尼和海昌距离较接近，且周边无其他大型主题公园或商业聚集区。从定位上来说，海昌是以海洋文化结合主题公园，而迪士尼是以 IP 渗透接入主题公园，定位差距明显，较难产生争夺受众的情况。且从全域旅游协同角度说，两大主题乐园或进行合作或通过 OTA 等平台进行联票售卖，从而产生客流协同促进的作用。

图表57：上海海昌与迪士尼在所处区域内有协同作用



资料来源：百度地图，中信建投证券研究发展部

四、三亚、郑州项目前景看好，IP 开发与轻资产业务引领未来

（一）三亚项目进入试运营阶段，预计年底开业

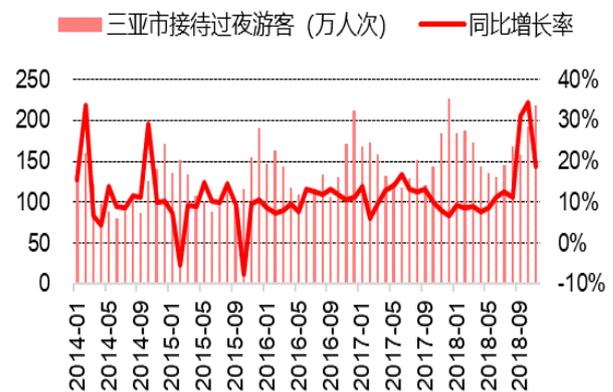
三亚项目是国内首个沉浸式海洋主题文娱综合体。三亚海昌梦幻海洋不夜城临近国家海岸海棠广场，一期占地面积 23.25 万平方米，建筑面积 6.83 万平方米，是一座集文化旅游、休闲度假、娱乐体验、创新商业为一体的国内首个沉浸式海洋主题文娱综合体。三亚项目以“海上丝绸之路”为主题，拥有 11 大娱乐项目、2 大剧场秀、30 余场环球风情演艺、8 大主题餐厅、50 余家特色餐饮及 30 余家主题商品店铺。目前三亚项目已经进入试运营阶段，2019 年 1 月正式开业。

图表58： 三亚项目园区布局，非一园通票



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

图表59： 三亚接待过夜人次逐年增加



资料来源：海南省统计局，中信建投证券研究发展部

坐标国际旅游城市三亚，受益于海南新政，三亚项目未来可期。2012-2017 年三亚接待过夜人次逐年增加，由 2012 年 1102.22 万人次增至 2017 年 1830.97 万人次，CAGR 为 10.68%，其中 2017 年同比增长 10.86%。2018 年 4 月，国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，明确提出促进国际旅游消费中心建设的体制机制。一系列含金量极高的新政策和新举措为海南国际旅游岛建设注入了新的活力。随着政策红利释放，海南省的旅游属性将不断强化。受益于 2018 年海南新政，公司三亚项目未来前景广阔。

图表60： 三亚项目夜景



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

图表61： 三亚项目特色表演



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

（二）郑州项目进一步完善全国布局

郑州项目作为公司中原地区首个项目，旨在打造中原地区唯一的旗舰级海洋公园。郑州海昌海洋公园位于河南郑州中牟县国际文化创意产业园，占地面积约为 42.5 万平方米，预计投资额为 15 亿。郑州项目围绕海洋、极地两大核心，重点打造包含海洋公园、极地公园、未来探索世界三大游乐组团，海洋主题酒店，以及海洋文化休闲体验商业区。目前郑州项目正在建设中。

图表62： 郑州项目规划图



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表63： 米字形高铁通过郑州

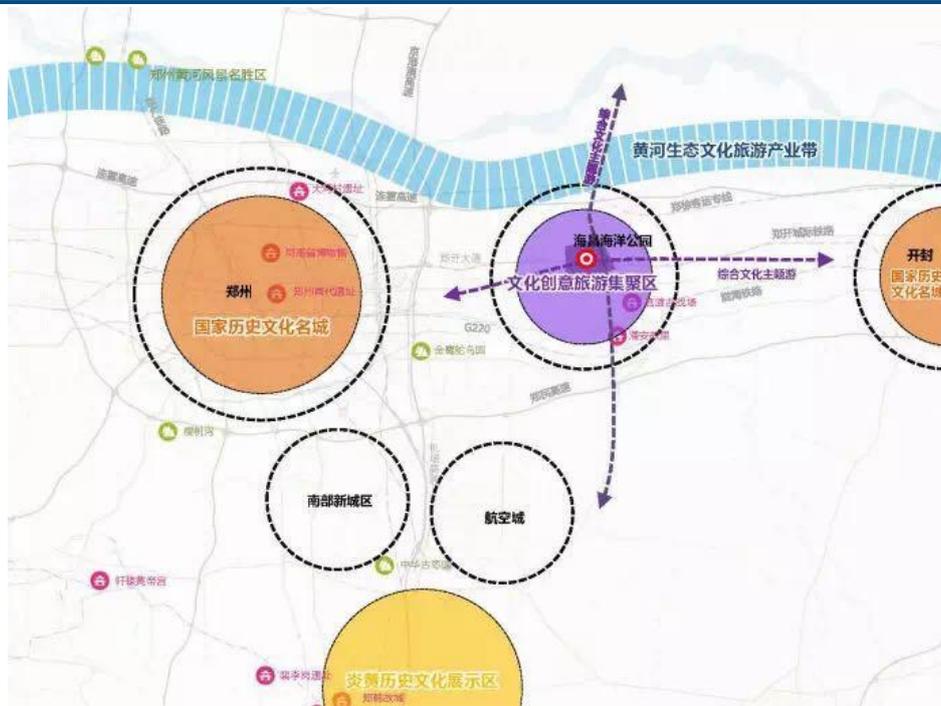


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

米字形高铁带来庞大的人流量，保障郑州项目盈利性。郑州交通便利，三个小时时空距离辐射的人口半径大于公司任一其他项目。此外，郑州项目选址毗邻方特乐园，两者具有较大差异性——郑州项目重在海洋动物展示而方特乐园主打科技体验，为科技设备游乐和文化主题结合的综合游乐园，二者能够在一定程度上产生协同效应，共同打造区域旅游目的地，实现双赢。

郑州项目区位优势明显，海昌公园位于郑州文化创意旅游集聚区，临近黄河生态文化旅游产业带，能够与当地旅游资源和产业资源深度对接，同时为当地以历史文化为主要特色的旅游市场注入新内容，形成互补。

图表64： 郑州项目集聚效应明显



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

（三）自主 IP 产品开发，园内应用逐步强化

深挖 IP 产品内容创作。公司制定自主 IP “369” 发展战略，通过“三年培育期、六年快速扩张、九年深化发展”，从“孵化—产品—推广—授权”构建海昌海洋文化 IP 体系。公司已经发布了自主 IP 海洋动物“七萌团”形象。七萌团成员包括北极熊波波、企鹅帕姆、海豚多多、海狮卢克、水母啾啾、虎鲸欧克与鲸鲨维利。公司将不断完善扩充以“七萌团”为核心的 IP 世界观，启动动画故事线创作及角色设定，深挖 IP 内容创作。

图表65： 七萌具有鲜明 IP 形象



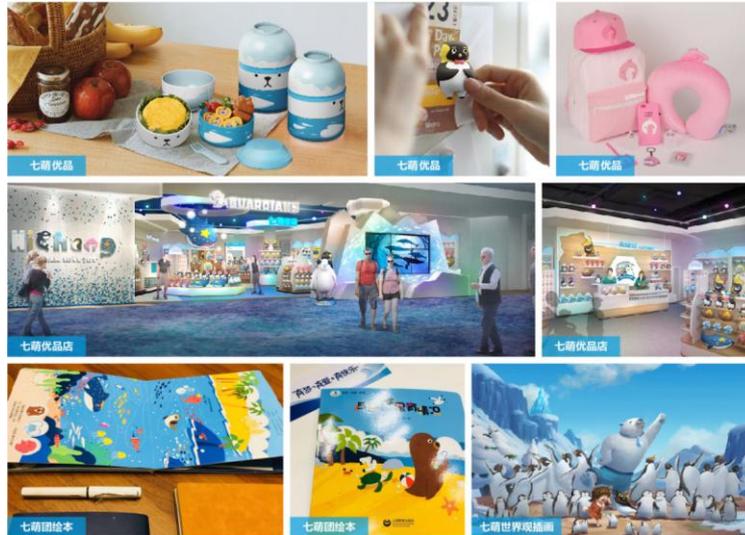
资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表66： 首家七萌优品旗舰店随上海项目面世



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表67：“七萌团”周边产品开发丰富



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

力推 IP 产品内容应用。公司将逐步实现从线上表情包、动画，到线下绘本、衍生商品、舞台剧，直至主题餐饮、酒店、授权业务等 IP 全产业链。目前“七萌团”海洋动物表情包已经在线上领域应用，首家七萌优品旗舰店已经开业并售卖数百件 SKU 原创衍生产品。公司后续亦将在全国重点城市拓展七萌优品旗舰店布局。

未来望通过 IP 增强游客粘性，提升商业价值。未来公司期望能打造自身强 IP，形成宣传效应和扩张效应，借助自身较强粘性的 IP，可以产生更多商业价值，也具备轻资产的 IP 扩张属性。

（四）重资产暂缓，公司将大力发展轻资产业务

公司围绕三条主线拓展轻资产业务。待郑州项目落地后，公司将暂停重资产项目投资。现阶段公司业务重点已经开始向轻资产转移。未来公司将围绕三条主线进一步开拓轻资产业务，扩大市场布局。首先，针对大、中型海洋公园项目，继续深耕“品牌+管理+技术”的管理输出服务，积极探索多种合作模式。其次，重点布局萌宠 park 项目，快速在全国范围内扩张。最后，拓展全国都市海洋主题创新文旅项目，连锁打造都市家庭亲子休闲娱乐目的地。

图表68：苏州萌宠 PARK 是公司轻资产重要实践



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

图表69：轻资产展示的动物种类更加多元

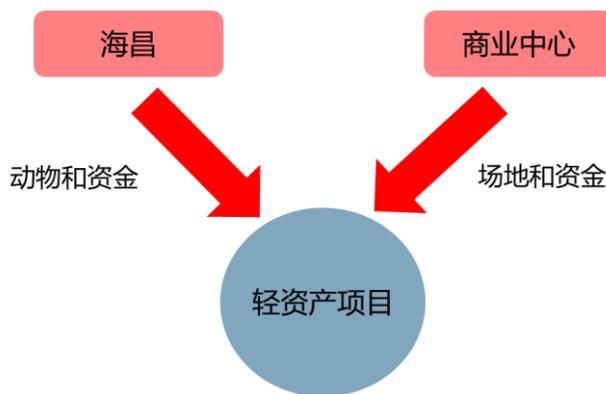


资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

轻资产项目扩张具备多重优势。不仅可以为公司三大新项目建设和落地后迎来缓冲期，缓解成本压力，同时也有利于公司品牌塑造和 IP 打造等文化领域的提升。

(1) 节约成本，资产较轻，较易控制。轻资产项目多以繁华商业地段的小型水族馆或海洋乐园为主，面积远小于重资产项目，动物数量有限，并且多数采取与商合作模式，并非完全由公司出资，进一步节省成本开支。

图表70：海昌与商业中心可能的轻资产合作方式



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表71：茂名浪漫海岸海昌公园计划融入当地综合体



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

(2) 凭借丰富动物品类及培育经验，具备较强议价权。目前国内外对于海洋动物的进出口限制呈提升状态，进口大型海洋动物难度加大，公司凭借动物种类及数量优势，在国内海洋动物市场已具备较高议价权。

(3) 深入繁华商业中心，提升知名度和客户粘性。以往公司重资产项目主要为海洋主题公园，主要集中在城市较为偏僻或空旷的地区，对于地理位置和环境有一定的要求。但轻资产项目由于面积小、对环境要求不高、动物亲和力较强等特点，适合在商业中心等繁华地段布局，这为公司打入客流量较大的地区提供了极佳条件，有利于公司提升品牌知名度，塑造品牌壁垒。

(4) 利于自身 IP 的打造。提升品牌知名度将有利于公司打造自主 IP，提供充分的曝光度，借助孩子这一受众群体，塑造和强化 IP 概念。公司 IP 奉行“369”战略，即 3 年市场培育、6 年快速扩张、9 年深化发展，目前公司的相关配套产品“七萌优品”已开始培育发展，上海项目开业的同时，“七萌优品”主题商店也首次亮相开业，主题商店落地后公司的特色 IP 商品将深入市场进行试验。

五、总结

（一）海洋动物将长期成为公司的核心竞争力和最重要壁垒。公司在海洋动物的品类和数量上遥遥领先于其他竞争对手，为国内最大的海洋主题公园。目前海洋动物进出口难度越来越大，明星动物的获取难度大幅提升，公司核心动物无论凭借园区展示还是出租等方式，均具有较强的议价权。

（二）与主题乐园结合的概念将是重要的差异化竞争力。海昌将自身的海洋动物展示与主题乐园概念相结合，从而形成特有的主题乐园文化。区别于国内传统的水族馆式海洋乐园，海昌上海项目通过十余项先进的游乐设备，提升游客停留时间，扩大受众范围，提升园区整体吸引力，较单纯的海洋动物展示和单纯的机械游艺园业态丰富，结合后产生良好化学反应和大于 2 的效果。

（三）明星动物表演为爆点，舆论压力下科学驯养和保育发展成关键。公司的明星动物如虎鲸、鲸鲨等是区别于其他海洋馆的重要吸引力，虎鲸表演成为公司重点打造的项目，同时关于海洋动物表演和展示等相关的舆论压力也较大。从公司角度，其倡导科学驯养、科学表演，让动物拥有良好的生存环境和合理的休息时间，其保育基金的成立也反映公司在动物保育方面拥有的优势，公司已自主保育了数百只海洋动物，侧面反映其对于动物的保护方面较为健康。

（四）旗舰项目落地，存量项目创新升级。公司将上海海昌作为其重点打造的旗舰项目，目前已正式开业，无论从园区面积、配套设施、动物及场馆数量、主题乐园打造等角度，基本采用最高规格，旗舰项目本身对于公司品牌的塑造有较强的指引和宣传作用。另外，公司存量项目也并非一成不变，存量项目定期会有游玩项目和场馆的更新等，不断丰富业态，保持存量项目的竞争力更新。

（五）轻资产理顺异地扩张，IP 开发任重道远。待郑州项目落地后，公司或将暂不进行传统重资产项目扩张，而采取轻资产项目的模式，如苏州萌宠 park，相对投入低、易控制，更易进入核心商业圈，提升知名度，同时公司的 IP 开发曝光度可得保证，加速培育周期。

六、盈利预测及风险提示

公司三亚项目预计今年 1 月 20 日正式开业，郑州项目预计 2020 年开业。预计上海项目及海南项目将为公司 2019 年带来较大的收入端贡献，但仍存在一定的培育期，利润贡献量将逐渐释放。

表 8： 公司项目营收及利润预测

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021
存量项目						
营收（亿元）	14.29	16.17	17.79	18.86	19.80	20.79
增长率		13.2%	10.0%	6.0%	5.0%	5.0%
上海项目						
营收（亿元）			1.50	14.29	23.22	30.36
增长率				852.7%	62.5%	30.8%
净利润（亿元）			0.075	2.14	4.30	5.46
增长率					100.9%	27.0%
三亚项目						
营收（亿元）				2.40	3.12	3.74
增长率					30.0%	20.0%
净利润（亿元）				0.31	0.56	0.75
增长率					80.6%	33.9%
郑州项目						
营收（亿元）					2.50	6.00
增长率						140.0%
净利润（亿元）					0.38	1.20
增长率						215.8%
轻资产项目						
营收（亿元）	0.43	0.53	0.80	1.60	2.20	2.80
增长率		23.3%	50.9%	100.0%	37.5%	27.3%

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 9： 盈利预测

单位/百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1680.22	2079.00	3725.00	5084.00
变化率		23.7%	79.2%	36.5%
净利润	291.54	310.32	521.50	762.60
变化率		10.9%	68.1%	46.2%
EPS（元）	0.07	0.08	0.13	0.19
P/E	19.2	17.3	10.3	7.0

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

风险提示：郑州新项目建设不及预期；上海项目后期周边规划场馆及商业配套建设不及预期；公司负债较高存在一定风险；动物表演受舆论等影响较大；上海项目客流兑现不及预期等。

分析师介绍

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

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

陈语匆：中信建投研究发展部社会服务行业分析师，3年证券从业经验。

报告贡献人

陈如练 15001873769 chenrulian@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

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

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

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

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

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

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

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

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

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

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

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

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

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

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

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

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

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

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

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

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

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

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

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

上海

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

深圳

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