

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 首次覆盖

## 海洋公园运营商龙头，轻重并举大有可为

### 报告摘要:

**主题公园行业前景光明，国内市场潜力巨大。**海外主题公园市场发展成熟，马太效应显著，迪士尼乐园和 SeaWorld 主题乐园为发展较为成功的主题公园。2018 年十大主题公园集团的总入园人次首度突破五亿，约为全球人口总数的 7%，同比增长 5.4%。中国有 3 家企业入围，接待游客人次增幅远高于其他国际主题公园。此外，我国主题公园分布不均，以器械类游乐园为主，以动物/海洋为主题的公园仅占 9%，这对全国性布局的海洋类主题公园龙头——海昌海洋公园是前所未有的发展机遇。

**重资产业务多点布局，新项目成未来利润核心引擎。**公司为国内唯一一家全国性布局海洋主题公园运营商，目前已在全国 9 个省市运营 10 个项目。**存量项目:** 增长稳健提供稳定现金流，通过改进升级，增强游玩趣味性，提升客流量的同时延长园内停留时间，提升二次消费水平。**上海旗舰项目:** 围绕海洋文化特色，打造成世界级海洋主题公园，园内游玩内容丰富，酒店、餐厅等配套设施完备，开业以来表现靓丽，且毗邻上海迪士尼，协同效应强。**三亚项目:** 首次尝试开放式海洋主题公园，各项目单独收费模式有望吸引更多游客。**郑州项目:** 中原地区最大的海洋公园项目，米字形高铁带来庞大客流量，项目未来发展空间广阔。

**轻资产业务发力，挖掘品牌技术优势。**公司成立海昌文旅事业部，打造轻资产业务平台，以“品牌+管理+技术”为主线，通过合作模式将自身核心竞争力转化为市场生产力。随着未来公司轻资产业务不断拓展，负债压力将大幅减弱，盈利能力不断提升。

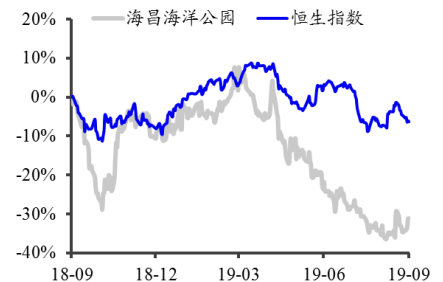
**投资建议:** 预计公司 2019-2021 年营收为 33.11/39.04/44.11 亿元，同比增长 85%/18%/13%；归母净利润为 2.93/4.92/6.13 亿元，同比增长 641%/68%/25%；对应 P/E 分别为 16 倍/10 倍/8 倍，给予“买入”评级。

**风险提示:** 上海项目不及预期；郑州项目推进不及预期；舆论风险

### 股票数据

6 个月目标价 (元)	1.60
收盘价 (元)	1.17
12 个月股价区间 (元)	1.02-1.83
总市值 (百万元)	47.20
总股本 (百万股)	4000
A 股 (百万股)	-
B 股/H 股 (百万股)	0/4000
日均成交量 (百万股)	1.01

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	7%	-9%	-29%
相对收益	6%	1%	-23%

### 相关报告

《中青旅 (600138) 年报点评: 业绩稳健增长，乌镇&古北量减价增》

20190505

《【东北社服】中国国旅 (601888): 19H1 扣非业绩同增 31%，渠道整合持续推进》

20190801

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1680	1,790	3,311	3,904	4,411
(+/-)%	1.85%	6.54%	84.98%	17.89%	13.00%
归属母公司净利润	280	40	293	492	613
(+/-)%	39.22%	-85.86%	641.49%	67.69%	24.71%
每股收益 (元)	0.07	0.01	0.07	0.12	0.15
市盈率	16.73	118.31	15.96	9.51	7.63
市净率	1.09	0.29	0.29	0.27	0.25
净资产收益率 (%)	6.49%	0.25%	1.80%	2.84%	3.33%
股息收益率 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
总股本 (百万股)	4000	4000	4000	4000	4000

### 证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003  
(021)20361142 (021)20361142

### 研究助理: 李森蔓

执业证书编号: S0550118030026  
18521953685 [lism@nesc.cn](mailto:lism@nesc.cn)

## 目录

<b>1. 公司概况：海洋公园运营商翘楚，打造海洋文化第一品牌.....</b>	<b>5</b>
1.1. 海洋主题优势显著，全国化版图渐显.....	5
1.2. 营收增长稳健，利润波动系新项目影响.....	6
<b>2. 行业分析：主题公园发展强劲，国内市场潜力巨大.....</b>	<b>7</b>
2.1. 海外市场：主题公园发展成熟，马太效应显著.....	8
2.2. 海外龙头分析：SeaWorld 多品牌战略实现功能互补.....	10
2.3. 国内市场：市场空间广阔，海洋主题项目稀缺.....	13
<b>3. 业务分析：轻重业务双轮驱动，打造公司护城河.....</b>	<b>16</b>
3.1. 存量项目：持续升级，稳健增长.....	18
3.2. 上海旗舰项目：补足一线城市空缺，未来利润核心引擎.....	20
3.3. 三亚项目：开放式旅游目的地.....	25
3.4. 郑州项目：中原地区唯一旗舰级海洋公园.....	26
3.5. 轻资产业务：基于核心竞争力开启管理输出模式.....	27
<b>4. 投资建议.....</b>	<b>30</b>
4.1. 核心假设.....	30
4.2. 盈利预测及投资建议.....	31
<b>5. 风险提示.....</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图 1: 海昌海洋公园历史沿革	5
图 2: 海昌海洋公园股权结构梳理	5
图 3: 2012-2019H1 公司营收规模及增速	6
图 4: 2012-2019H1 公司归母净利及增速	6
图 5: 2012-2019H1 公司各业务营收占比	6
图 6: 2012-2019H1 公司各业务毛利润占比	6
图 7: 2012-2019H1 公司各业务毛利率情况	7
图 8: 2012-2019H1 公司各项费用率	7
图 9: 2012-2019H1 公司杜邦分析	7
图 10: 2012-2018 年公司经营性现金流及增速	7
图 11: 2012-2019H1 公司资产负债率	7
图 12: 全球主题公园发展史	8
图 13: TOP25 主题公园区域客流情况/百万人	9
图 14: SeaWorld 历史沿革	10
图 15: 2014-2018 年 Seaworld 营收规模及增速	11
图 16: 2014-2018 年 Seaworld 净利润及增速	11
图 17: 2014-2018 年 Seaword 毛利润及毛利率	12
图 18: 2014-2018 年公司杜邦分析	12
图 19: 2014-2018 年 Seaworld 客流规模及增速	12
图 20: 2014-2018 年 Seaworld 客单价及增速	12
图 21: 2014-2018 年 Seaworld 门票与二消占比	13
图 22: 中国主题乐园起步及发展过程	13
图 23: 国内已有主题公园位置分布	16
图 24: 国内拟建主题公园位置分布	16
图 25: 国内主题公园类型分布	16
图 26: 各国海洋主题公园数量分布	16
图 27: 海昌海洋公园全国布局	17
图 28: 公园收入及增速(百万)	17
图 29: 门票、非门票收入及占比	17
图 30: 门票及非门票客单消费	18
图 31: 公园客源结构	18
图 32: 2012-2019H1 存量项目收入及增速	19
图 33: 2012-2019H1 存量项目毛利及增速	19
图 34: 天津远古海洋体验探索	19
图 35: 重庆日式温浴	19
图 36: 上海海昌海洋公园俯瞰图	20
图 37: 上海海昌海洋公园园区地图	20
图 38: 上海项目 2019H1 收入结构(百万)	20
图 39: 2019H1 上海项目客源结构	20
图 40: 2019H1 上海项目人均消费(元)	21
图 41: 上海海昌海洋公园地理位置	21
图 42: 动物展示场馆——珊瑚水母馆	22
图 43: 明星剧场——白鲸之恋	22

图 44: 鲸鲨餐厅——沉浸式海洋主题西餐厅 .....	23
图 45: 海昌海洋公园主题度假酒店 .....	23
图 46: 上海海昌海洋公园地理位置 .....	24
图 47: 上海项目二期工程规划图 .....	24
图 48: 三亚海昌梦幻海洋不夜城俯瞰图 .....	26
图 49: 三亚项目毗邻亚特兰蒂斯酒店和中免免税城 .....	26
图 50: 郑州海昌海洋公园效果图 .....	27
图 51: 米字型高铁通过郑州 .....	27
图 52: 郑州项目集群效应明显 .....	27
图 53: 人工繁育企鹅幼崽 .....	28
图 54: 上海海昌海洋生物保育公益基金会启动 .....	28
图 55: 海昌文旅全产业链总包服务 .....	29
图 56: 轻资产业务收入及增速 .....	29
图 57: 公园参与的轻资产项目 .....	30
表 1: 全球 TOP25 主题公园 .....	9
表 2: 全球十大主题公园集团 .....	10
表 3: Seaworld 主题公园品牌 .....	11
表 4: 主题公园相关政策 .....	14
表 5: 中国 TOP5 主题公园 .....	15
表 6: 海外龙头布局中国 .....	15
表 7: 海昌海洋公园存量项目 .....	18
表 8: 上海主要乐园票价对比 .....	22
表 9: 上海项目园区游玩内容 .....	22
表 10: 上海项目收入及利润预测 .....	25
表 11: 三亚海昌梦幻海洋不夜城娱乐项目价格 .....	26
表 12: 公园运营能力突出 .....	28
表 13: 营收拆分及预测 .....	30
表 14: 毛利拆分及预测 .....	30

# 1. 公司概况：海洋公园运营商翘楚，打造海洋文化第一品牌

## 1.1. 海洋主题优势显著，全国化版图渐显

海洋主题公园龙头，全国战略布局稳步推进。公司起源于2002年大连老虎滩公园，经历十多年发展，于2014年3月在港交所上市。公司是国内领先的主题公园及配套商用物业开发及运营商，目前拥有10个在运营项目，上海项目和三亚海昌梦幻海洋不夜城先后于2018和2019年正式开业，郑州海洋公园正在建设中，预计于2020年开业。公司通过园内游乐项目、庞大的生物种群展览以及配套商用物业所提供的配套服务为游客提供综合性游玩体验。公司在动物繁殖保育、海洋主题公园开发及运营方面拥有较强竞争优势。

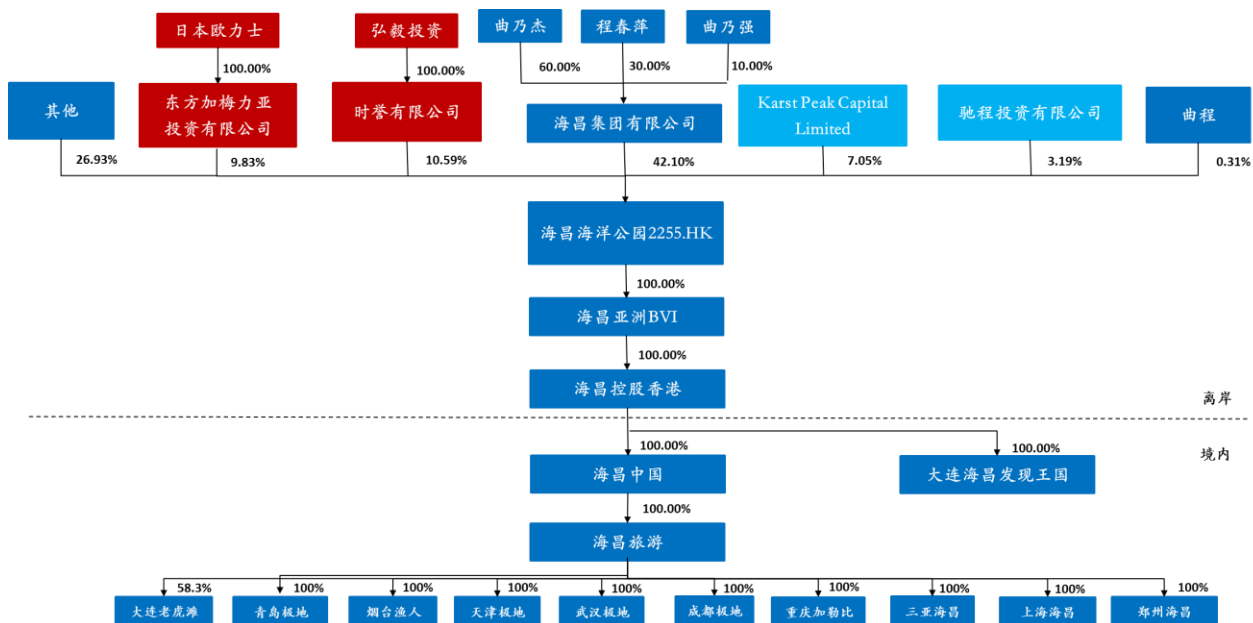
图 1: 海昌海洋公园历史沿革



数据来源：公司公告，东北证券

公司第一大股东为海昌集团有限公司（控股42.10%），实际控制人为曲乃杰。第二大股东为联想旗下的弘毅资本全资控股的时誉公司，持股10.59%。日本欧力士集团附属全资子公司东方加梅力亚公司作为第三大股东，持股9.83%。第二、三大股东作为战略投资者，在公司发展战略、品牌建设、公司治理、运营管理及产业合作等方面提供强有力的支持。

图 2: 海昌海洋公园股权结构梳理

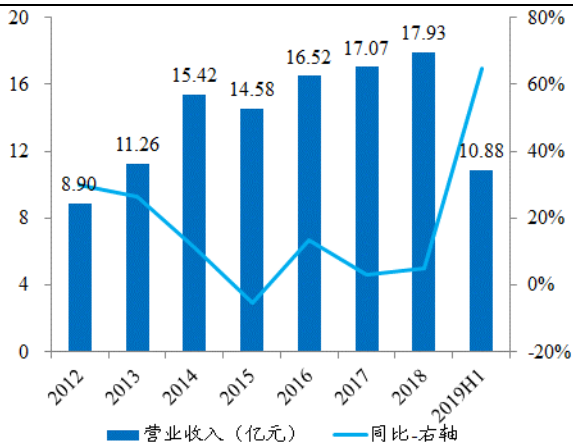


数据来源：公司公告，东北证券

## 1.2. 营收增长稳健，利润波动系新项目影响

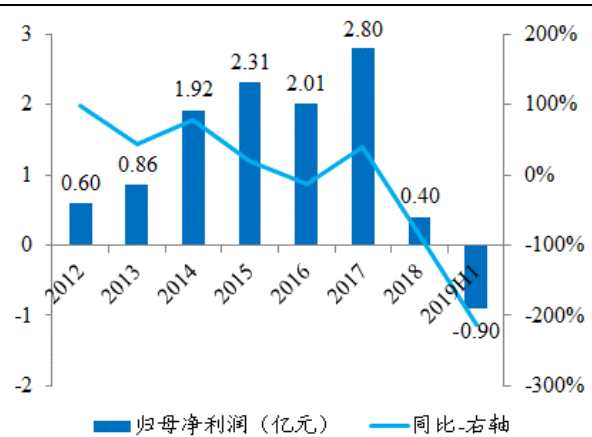
2019H1 公司实现营收 10.88 亿元/+64.85%，2012-2018 年 CAGR 达 12.4%；2019H1 归母净利润为-0.9 亿元/-212.5%，主要系主题公园营运季节性影响。从业务结构来看，公园营运为业绩核心引擎，收入和利润占比持续提升。公园收入占比由 2012 年的 71.3% 提升至 2019H1 年的 94.8%，毛利润占比由 67.8% 提升至 100%，公园营运收入提升主要来源于客源结构优化和客单价提升的双轮驱动。

图 3: 2012-2019H1 公司营收规模及增速



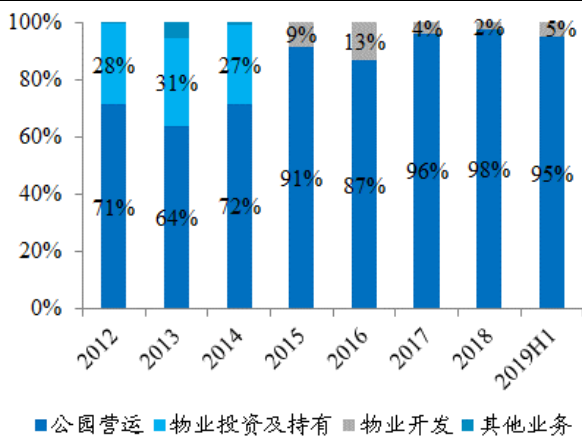
数据来源：公司公告，东北证券

图 4: 2012-2019H1 公司归母净利及增速



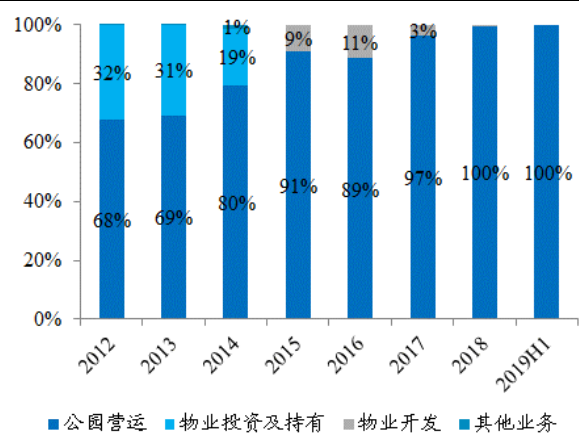
数据来源：公司公告，东北证券

图 5: 2012-2019H1 公司各业务营收占比



数据来源：公司公告，东北证券

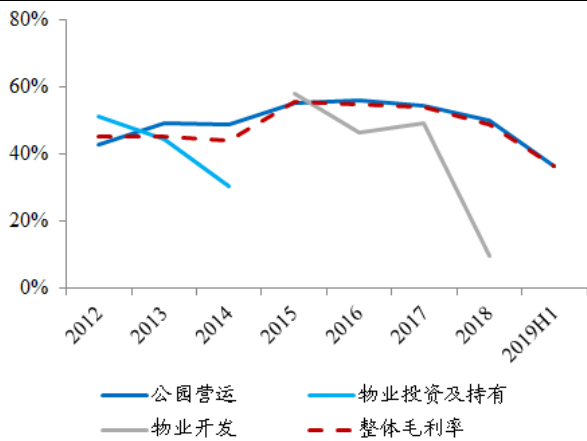
图 6: 2012-2019H1 公司各业务毛利润占比



数据来源：公司公告，东北证券

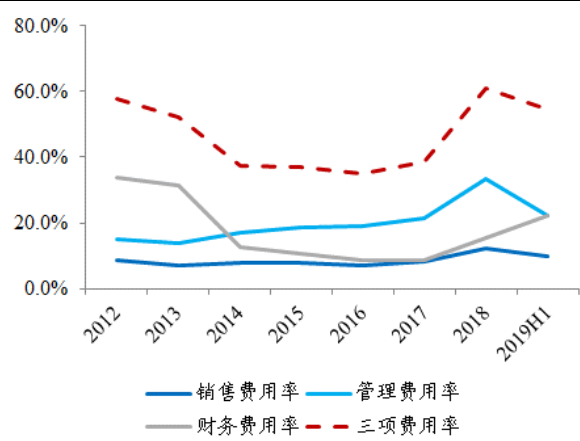
2019H1 公司整体毛利率为 36.5%/-8.86pct，主要由于上海、三亚项目开业导致运营成本增加。费用方面，2019H1 公司整体费用率为 54.5%/+3.4%，主要受新项目建设带来融资成本及管理投入增多的影响。公司的经营性现金流较为健康，随着新项目运营逐渐成熟，公司经营表现将愈加亮眼。公司所处行业具有重资产、高杠杆的显著特点，2019H1 公司的资产负债率为 73.6%，对比国际同业均值，公司的负债率较为安全。

图 7: 2012-2019H1 公司各业务毛利率情况



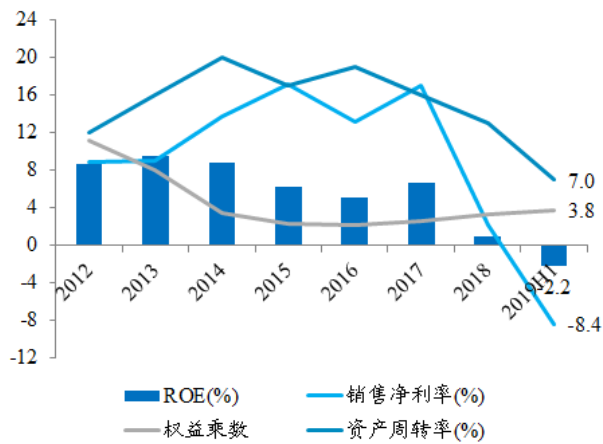
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 8: 2012-2019H1 公司各项费用率



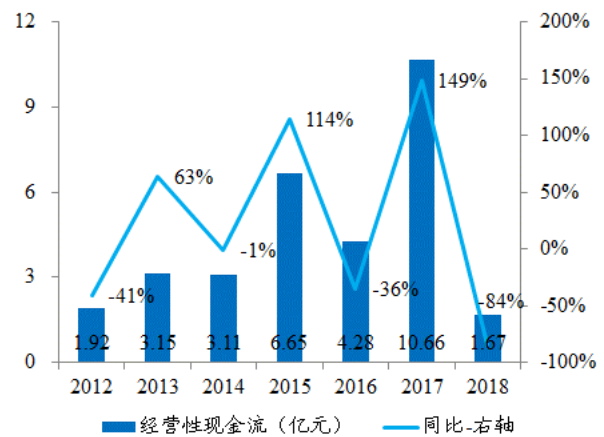
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 9: 2012-2019H1 公司杜邦分析



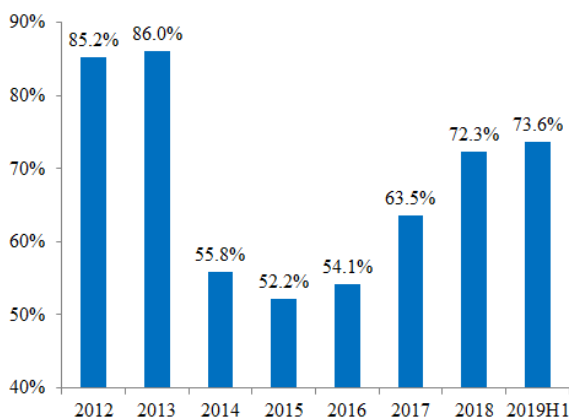
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 10: 2012-2018 年公司经营性现金流及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 11: 2012-2019H1 公司资产负债率



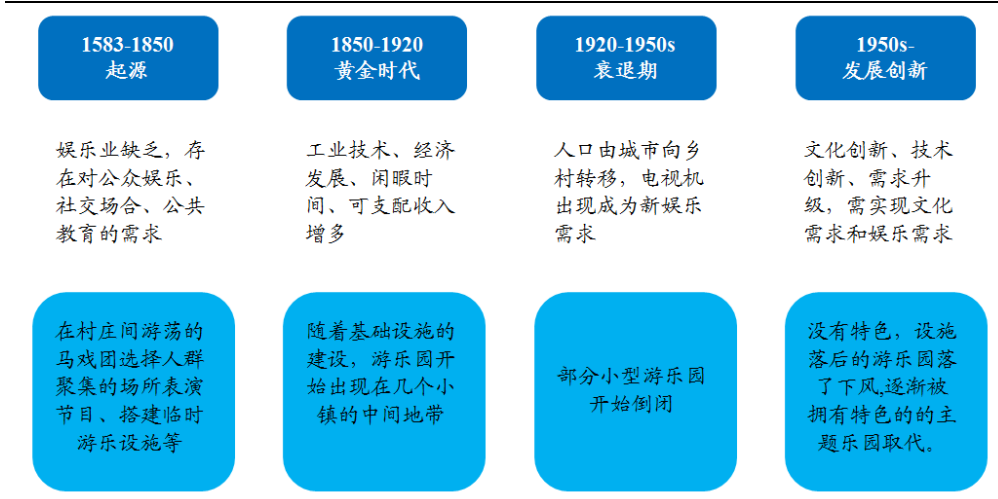
数据来源: 公司公告, 东北证券

## 2. 行业分析: 主题公园发展强劲, 国内市场潜力巨大

## 2.1. 海外市场：主题公园发展成熟，马太效应显著

主题公园起源于荷兰，后兴盛于美国。主题公园鼻祖为荷兰一对夫妇为纪念在二战中牺牲的独子，建立的一个微缩了荷兰 120 处风景名胜的公园，该公园于 1952 年开业，随即轰动欧洲。1955 年，华特迪士尼在美国加利福尼亚州兴建了现代意义上第一座主题公园——迪士尼乐园，其以品牌 IP 为依托，快速吸引大量客流，风靡全球。

图 12: 全球主题公园发展史



数据来源：公开资料整理，东北证券

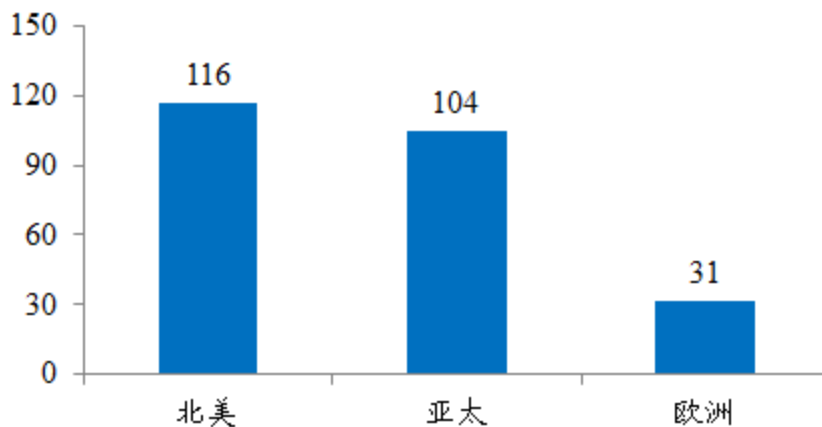
北美公园表现突出，亚太地区紧随其后。2018 年全球排名前 25 位主题公园合计接待游客 2.51 亿人/3.3%，其中北美/亚太/欧洲地区主题公园分别接待游客 1.16 亿人/1.04 亿人/311 万人。北美主题公园发展最为成熟，入围全球前 25 的主题公园数量和接待游客数均远超其他国家和地区。亚太表现次之，入围 11 家，游客接待量同增 9.5%，中国内地有 3 家入围，分别为上海迪斯尼乐园、珠海长隆海洋王国、广州长隆欢乐世界。

表 1: 全球 TOP25 主题公园

排名	公园	所在国家(地区)和城市	2018年游客量(万)	增速
1	迪士尼魔法公园	美国, 佛罗里达州, 布纳维斯特	2,086	2.0%
2	迪士尼乐园	美国, 加利福尼亚州, 安纳海姆	1,867	2.0%
3	东京迪士尼乐园	日本, 东京	1,791	7.9%
4	东京迪士尼海洋	日本, 东京	1,465	8.5%
5	日本环球影城	日本, 大阪	1,430	-4.3%
6	迪士尼动物王国	美国, 佛罗里达州, 布纳维斯特湖, 华特迪士尼世界	1,375	10.0%
7	迪士尼未来世界	美国, 佛罗里达州, 布纳维斯特湖, 华特迪士尼世界	1,244	2.0%
8	上海迪士尼乐园	中国, 上海	1,180	7.3%
9	迪士尼好莱坞影城	美国, 佛罗里达州, 布纳维斯特湖, 华特迪士尼世界	1,126	5.0%
10	长隆海洋公园	中国, 珠海横琴湾	1,083	10.6%
11	环球影城	美国, 佛罗里达州, 奥兰多	1,071	5.0%
12	迪士尼加州冒险公园	美国, 加利福尼亚州, 安纳海姆	986	3.0%
13	巴黎迪士尼乐园	法国, 马恩拉瓦	984	1.9%
14	冒险岛	美国, 佛罗里达州, 奥兰多环球影城	979	2.5%
15	环球影城	美国, 加利福尼亚州, 环球城	915	1.0%
16	香港迪士尼乐园	香港特别行政区	670	8.1%
17	乐天世界	韩国, 首尔	596	-11.2%
18	长岛温泉乐园	日本, 桑名市	592	-0.2%
19	爱宝乐园	韩国, 京畿道	585	-7.3%
20	海洋公园	香港特别行政区	580	0.0%
21	欧洲主题公园	德国, 鲁斯特	572	0.4%
22	艾夫特琳主题公园	荷兰, 卡特斯维尔	540	4.2%
23	华特迪士尼影城	法国, 马恩拉瓦, 巴黎迪士尼乐园	530	1.9%
24	趣扶里主题公园	丹麦, 哥本哈根	485	4.5%
25	长隆欢乐世界	中国, 广州	468	11.9%

数据来源: AECOM, 东北证券

图 13: TOP25 主题公园区域客流情况/百万人



数据来源: AECOM, 东北证券

主题公园行业马太效应显著, 中国企业表现亮眼。2018 年十大主题公园集团的总入园人次首度突破五亿, 约为全球人口总数的 7%, 同比增长 5.4%。全球 TOP3 主题公园集团中, 迪斯尼以 1.57 亿游客人次/+4.9%, 继续位列榜首; 默林娱乐和环球影城游客接待量分别达 6700/5006 万人次, 位列第 2、第 3。2018 年, 中国有 3 家企业入围全球游览量 TOP10 的主题公园集团, 分别为华侨城、华强方特、长隆集团, 其接待游客人次增幅远高于 Top10 中其他国际主题公园。我国主题公园增长势头强

劲，发展速度相比发达国家更为抢眼。

表 2: 全球十大主题公园集团

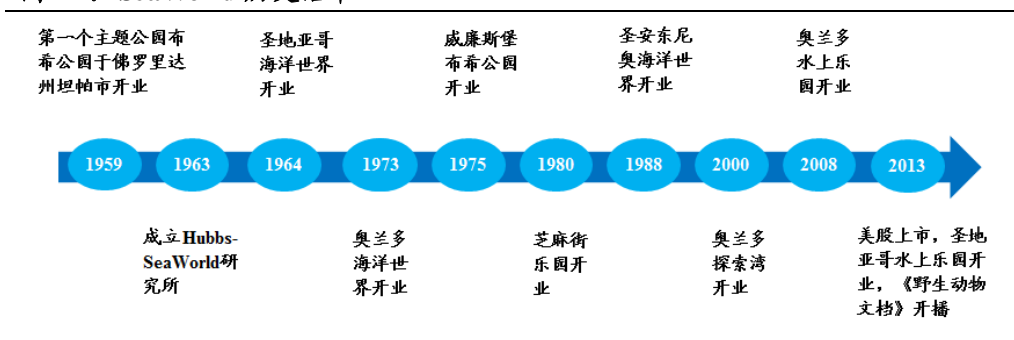
排名	公司名称	项目个数	主要特点	分布区域	2018入园人数(万)	YOY
1	迪士尼, 美国	6	影视传媒	美国洛杉矶、奥兰多, 日本东京, 法国巴黎, 中国香港、上海	15731	4.9%
2	默林娱乐, 英国	127	乐高乐园、杜莎夫人蜡像馆、水族馆等	欧洲、北美洲、亚洲等地共计25个国家	6700	1.5%
3	环球影城, 美国	5	影视传媒	美国洛杉矶、奥兰多, 新加坡圣淘沙, 日本大阪, 西班牙巴塞罗那	5007	1.2%
4	华侨城, 中国	12	游乐型、微缩景观型、民俗风情等	中国深圳、北京、上海、成都、天津, 昆明、武汉等	4935	15.1%
5	华强方特, 中国	20	文化科技、水上乐园等	中国芜湖、厦门、郑州、天津、青岛、济南等	4207	9.3%
6	长隆, 中国	7	动物、海洋、水上乐园	中国广州、珠海	3401	9.6%
7	六旗, 美国	30	水上乐园、动物	美国纽约、德克萨斯, 加拿大蒙特利尔, 墨西哥等	3202	5.3%
8	雪松会, 美国	13	游乐设施器械	美国加利福尼亚州、北卡罗来纳州、弗吉尼亚州等, 加拿大安大略省	2591	0.7%
9	海洋世界, 美国	12	海洋动物	美国奥兰多、佛罗里达等	2258	8.6%
10	团圆, 西班牙	61	海洋动物+水上乐园+演艺	北美、欧洲等地14个国家	2060	1.5%

数据来源: AECOM, 东北证券

## 2.2. 海外龙头分析: SeaWorld 多品牌战略实现功能互补

美国海洋主题公园龙头，打造成成熟公园体系。美国 SeaWorld 娱乐集团汇聚了世界级主题公园和水上公园，拥有丰富的运营管理经验、强大的品牌优势和动物保育优势。SeaWorld 在全美拥有 12 家主题公园，下设海洋世界、布希花园、探索湾、芝麻街、冒险岛、水上公园等 7 大品牌，实现业务多元化发展。SeaWorld 围绕海洋文化主题打造成成熟的海洋主题公园体系，在奥兰多、圣地亚哥、圣安东尼奥拥有三座海洋主题公园以及与之相辅相成的水上乐园。

图 14: SeaWorld 历史沿革



数据来源: 公司公告, 东北证券

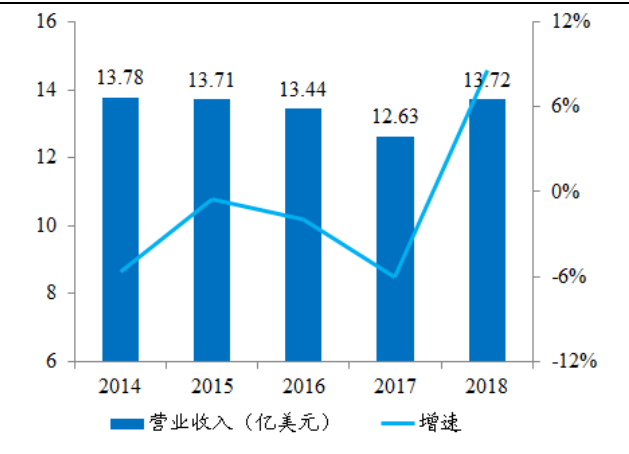
表 3: Seaworld 主题公园品牌

品牌	定位
海洋世界 (SeaWorld)	提供近距离接触海洋动物体验、现场表演以及融入动物元素的惊险游乐设施和表演。海洋世界品牌3个主题公园分别位于圣地亚哥、奥兰多和圣安东尼奥
布希花园 (Busch Gardens)	主打家庭亲子游, 以特殊地理场景为主的异国风情主题公园, 还以惊险刺激的游乐项目作为重要特色
水上乐园 (Aqualica)	热带场景下以南部海洋为主题的亲子游目的地, 与海洋世界相辅相成, 在奥兰多、圣地亚哥的水上乐园毗邻海洋世界主体公园, 在圣安东尼奥的水上乐园在其海洋世界主题公园内部。
发现湾 (Discovery Cove)	海洋动物保护区, 以高级餐饮为特色, 每天仅接待 1,300名游客, 可进行浮潜、与海豚一起游泳、近距离观赏鱼类等
芝麻街 (Sesame Place)	“芝麻街”IP 变现, 侧重儿童游乐
水上国度 (Water Country USA)	大型家庭式水上乐园, 弗吉尼亚最大的亲子水公园
冒险岛 (Adventure Island)	位于坦帕布希花园旁, 拥有水上游乐设施、餐饮体验和其他融入基维斯特(美国岛屿)主题的项目。

数据来源: 公司公告, 东北证券

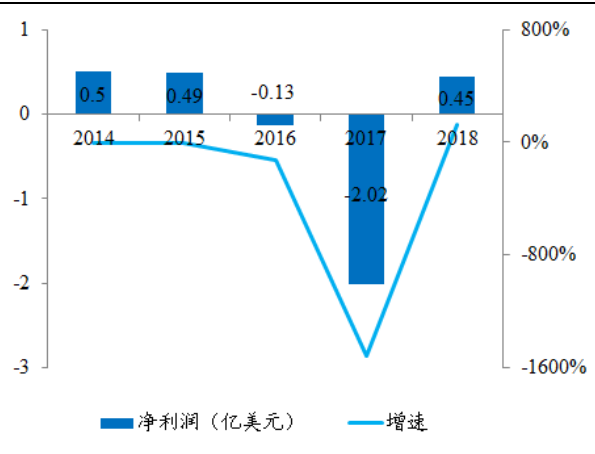
业务规模持续稳定, 2017 年受极端天气拖累。2018 年公司实现营收 13.72 亿美元(约 96.70 亿人民币) / +8.6% , 净利润 0.45 亿美元(约 3.17 亿人民币), 实现扭亏为盈。17 年受飓风等极端天气影响, 部分公园关闭致公司亏损, 18 年公司经营恢复正常, 毛利率为 12.3%/+6.5pct, ROE 回升至 16%。

图 15: 2014-2018 年 Seaworld 营收规模及增速



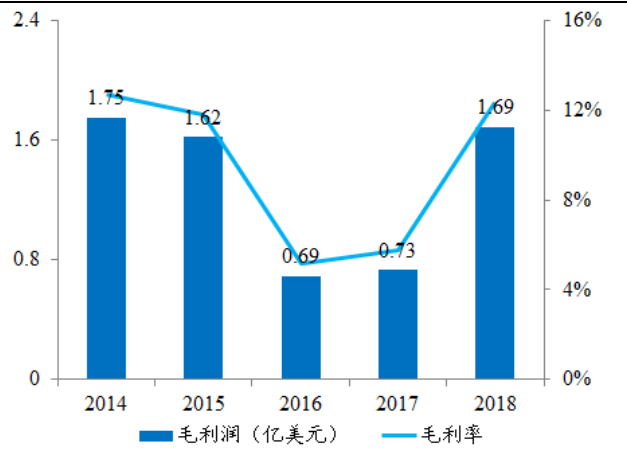
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 16: 2014-2018 年 Seaworld 净利润及增速



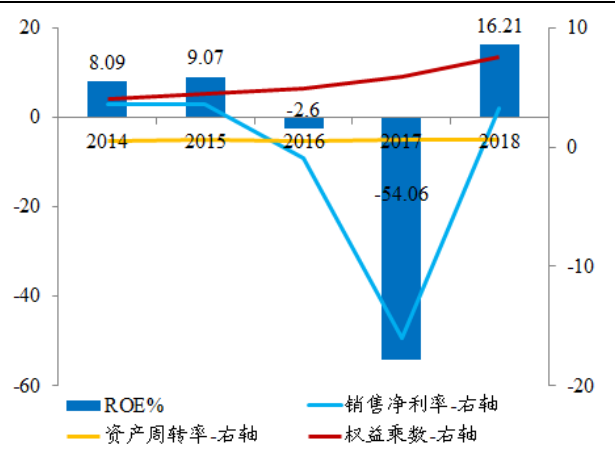
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 17: 2014-2018 年 Seaword 毛利润及毛利率



数据来源: 公司公告, 东北证券

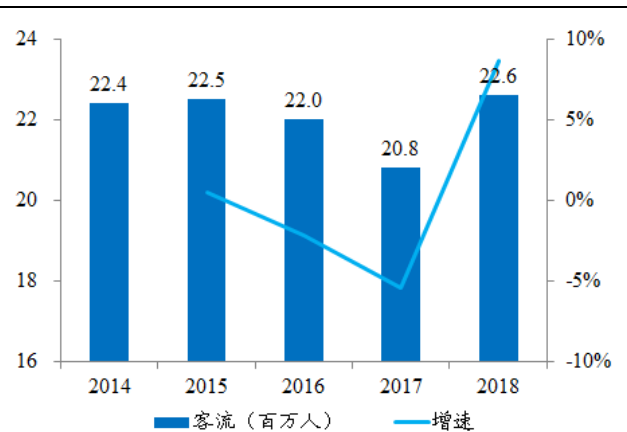
图 18: 2014-2018 年公司杜邦分析



数据来源: 公司公告, 东北证券

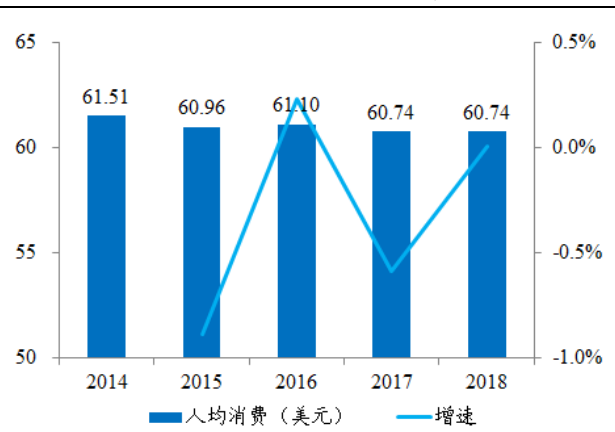
**品牌效应强大, 二消占比不断提升。**SeaWorld 拥有强大的品牌效应, 除 17 年受极端天气影响, 公园客流量常年维持在 2200 万以上, 人均总消费保持在 61 美元左右, 主要由门票收入与餐饮等配套服务两大部分组成。2018 年, SeaWorld 门票客单价为 35.3 美元/占比 58%, 人均园内消费 25.4 美元/占比 42%, 集团主要收入来自门票, 受益于较为完善的餐饮、休闲、纪念品贩卖等配套商业体系, 游客黏性较强, 园内二次消费占比不断提升。

图 19: 2014-2018 年 Seaworld 客流规模及增速



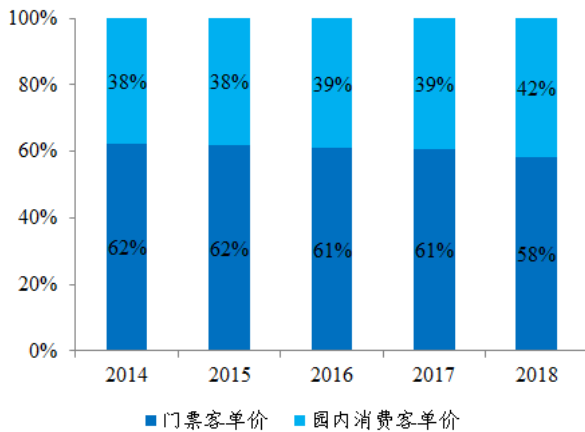
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 20: 2014-2018 年 Seaworld 客单价及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 21: 2014-2018 年 Seaworld 门票与二消占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

### 2.3. 国内市场: 市场空间广阔, 海洋主题项目稀缺

中国主题乐园发展至今共经历 4 个阶段:

**雏形期**——1982 年全国首家游乐场“长江乐园”在广东省中山市开业, 形成我国主题乐园的雏形。这一时期的主题公园大多规模有限, 以依托自然资源和引进国外游乐设施为主, 可持续性不强。

**萌芽期**——1989 年深圳华侨城建立的实景微缩景区“锦绣中华”开园, 标志着我国现代意义上第一个主题公园诞生, 随后涌现一系列以模拟、微缩景观为主的主题公园, 如中国民俗文化村、北京世界公园、世界之窗等, 另一方面, 为影视拍摄而建立的一系列仿古建筑主题公园陆续出现, 如横店影视城、杭州宋城等。相比早期游乐园, 这一时期公园开始关注文化内涵, 引入演艺表演等项目, 但存在文化背景薄弱、同质性强等问题。

**发展期**——主题公园开始打造自身核心竞争力, 进入个性化、专业化细分阶段, 例如宋城打造“千古情”系列, 将大型歌舞演艺作为景区核心特色; 华强方特以文化与科技融合为特色; 海昌集团依托国内领先的动物保育水平, 关注海洋文化。

**升级期**——迪士尼、环球影城、梦工厂等国际主题公园龙头纷纷进军中国市场, 带来巨大竞争压力; VR、直播等新技术的发展可能会带来主题公园转型升级。国内大多主题公园开始转向轻资产发展模式, 更加强调自有 IP 包装建设。

图 22: 中国主题乐园起步及发展过程



数据来源: 公司公告, 东北证券

相关利好政策促进主题公园行业发展。2018年3月，国家发改委等五部委联合发布《关于规范主题公园建设发展的指导意见》，明确提出要发展类型多样、特色鲜明、内涵丰富、游客欢迎的主题公园项目，致力于规范和提升主题公园的质量，提出坚持市场主导、坚持因地制宜、坚持聚焦主业、坚持创新发展等4项原则。意见首先明确主题公园定义、规模等级，指出应合理规范布局，严格规范，丰富文化内涵和科技含量，对新时期主题乐园创新和健康发展提出了指导性建设方向。

表 4: 主题公园相关政策

时间	政策名称 发布机构	具体内容
2005年	《关于加强公园管理工作的意见》，中华人民共和国建设部	充分认识公园管理工作重要意义；认真实施城市绿地系统规划；加强公园的建设管理；保证政府的资金投入；严格保护历史名园；加强动物园的管理；切实提高公园的管理水平；加强公园安全管理
2009年	《特种设备安全监察条例》，国务院	就特种设备（含游乐设施）的生产（含设计、制造、安装、改造、维修）、使用、检验检测及其监督检查做出了规定
2009年	《文化产业振兴规划》，国务院	研发具有自主知识产权，同时对扩大文化消费能够产生重大影响的主题公园
2011年	《主题公园服务规范》，中华人民共和国国家质量监督检验检疫总局、中国国家标准化管理委员会	适用于主题公园的服务与管理，规定了主题公园服务的术语和定义、总则、主题场景、服务提供、安全与应急、投诉处理与满意度测评
2016年	《关于开展特色小镇培育工作的通知》，住房和城乡建设部	明确提出，到2020年，全国将培育1000个左右各具特色、富有活力的休闲旅游、商贸物流、现代制造、教育科技、传统文化、美丽宜居等特色小镇。
2018年	《关于规范主题公园建设发展的指导意见》，国家发展改革委、国土资源部、环境保护部、住房和城乡建设部、国家旅游局	提出了主题公园科学规划的方法，严格规范了主题公园用地、生态、债务等问题，注重主题公园的质量的提升
2018年	《关于实施旅游服务质量提升计划的指导意见》，文化和旅游部	明确了提升旅游服务质量的指导思想、基本原则、发展目标、主要任务和保障措施，以指导和推动各地提高旅游管理服务水平，提升旅游品质，推动旅游业高质量发展

数据来源：政府网站，东北证券

**国内市场广阔，海外龙头进驻。**我国前五大主题公园分别为珠海长隆海洋王国、广州长隆欢乐世界、常州恐龙园、深圳世界之窗和北京欢乐谷。其中长隆海洋王国、长隆欢乐世界、常州恐龙园2018年入园人次增幅均达两位数。随着国内主题公园高速发展，迪士尼、环球影城、默林集团、六旗等国外龙头纷纷进军中国市场，上海迪士尼乐园于2016年正式开业；默林集团旗下的上海乐高探索中心已于2016年4月开业，乐高乐园预计于2022年完工；北京环球影城预计在2020年左右正式运营。国际品牌涌入，国内资本角逐，我国有望超越美国成为全球最大主题公园市场。

表 5: 中国 TOP5 主题公园

排名	所属公司	地址	园区特色	2018入园人次(万)	增速	门票	
1	长隆海洋王国	长隆集团	珠海	占地面积约128万平方米，分为八大园区，海洋动物+游乐设备+大型演艺，海洋动物为主题的休闲公园。	1083	10.6%	全票：350元(平日)380元(周末，节假日)
2	长隆欢乐世界	长隆集团	广州	占地面积2000多亩，分为六大主题园区，游乐设备+水上乐园+大型演艺	468	11.9%	全票：200元
3	常州恐龙园		常州	占地面积600多亩，科普+娱乐+教育+休闲，涵盖主题教育、主题游乐、主题环艺、主题演艺、主题商业以及管理设施、服务设施、媒体设施在内的主题公园“5+3”发展模式，恐龙为主题的综合性游乐园	410.6	27.9%	全票：210元
4	深圳世界之窗	华侨城	深圳	占地面积约48万平方米，分为八大景区，130个景点，世界奇观+历史遗迹+民间歌舞表演，微缩景观类主题公园	399	0.3%	全票：200元
5	北京欢乐谷	华侨城	北京	占地面积56万平方米，分为七个主题区，120多项体验项目，游乐设备+主题景观+演艺活动	398	0.8%	全票：260元

数据来源：AECOM，东北证券

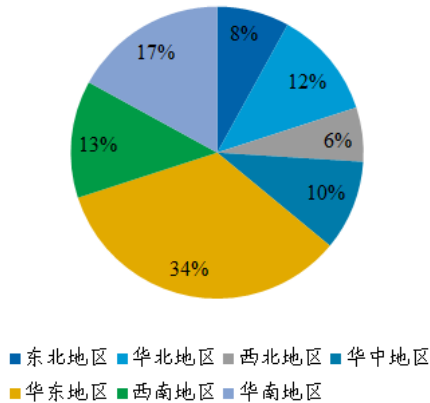
表 6: 海外龙头布局中国

主题公园集团	中国合作方	开园时间
美国迪士尼	上海申迪集团	2016年
美国环球影城集团	北京首旅集团	2019年
英国默林娱乐集团	华人文化产业投资基金	2016年
美国梦工厂	华人文化产业投资基金	-
六旗主题乐园	山水集团	2020年

数据来源：公开资料整理，东北证券

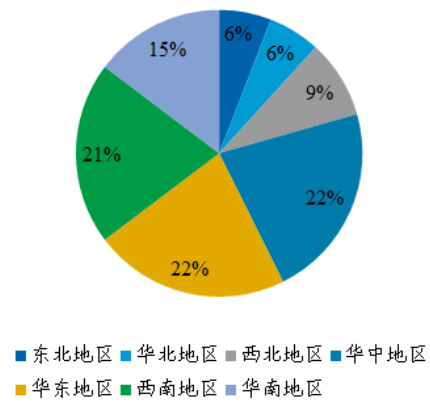
国内主题公园分布不均，海洋主题类公园稀缺。我国目前共有 128 个主题公园，主要集中在华东、华南等经济发达地区，这些地区旅游业相对发达，居民的文化娱乐消费需求旺盛，更能保证充足的客流量。考虑到空白地区需求得不到满足的问题，我国拟建的主题公园项目已向华中、西南地区拓展。此外，我国主题公园大部分为器械类游乐园，以动物/海洋为主题的公园仅占 9%。从世界范围来看，中国海洋主题公园数量相对较少，仍有较大发展空间。

图 23: 国内已有主题公园位置分布



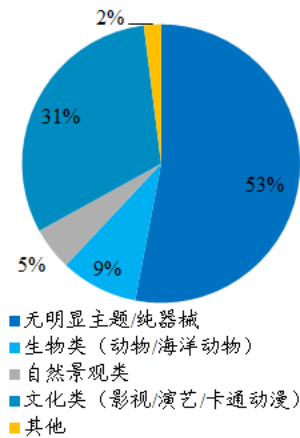
数据来源: AECOM, 东北证券

图 24: 国内拟建主题公园位置分布



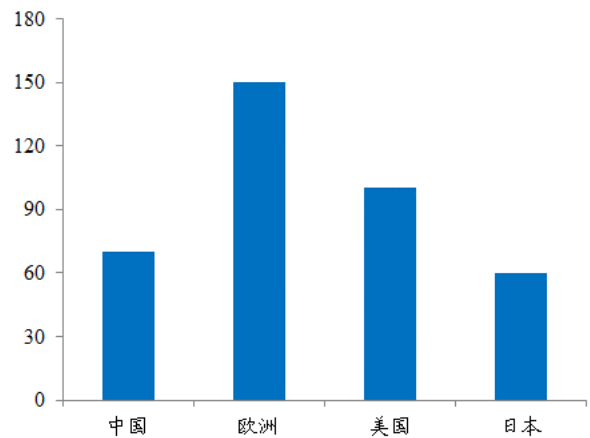
数据来源: AECOM, 东北证券

图 25: 国内主题公园类型分布



数据来源: AECOM, 东北证券

图 26: 各国海洋主题公园数量分布



数据来源: AECOM, 东北证券

### 3. 业务分析: 轻重业务双轮驱动, 打造公司护城河

全国多点布局, 接待游客不断攀升。公司为国内唯一一家全国性布局海洋主题公园运营商, 目前已在全国 9 个省市运营 10 个项目。2018 年游客接待量超 1200 万人次, 累计接待超 1.2 亿人次, 公司凭借优秀的运营能力和亚洲第一的海洋生物资源保有量, 已连续两年入围全球十大主题公园运营商。

图 27: 海昌海洋公园全国布局



数据来源: 公司公告, 东北证券

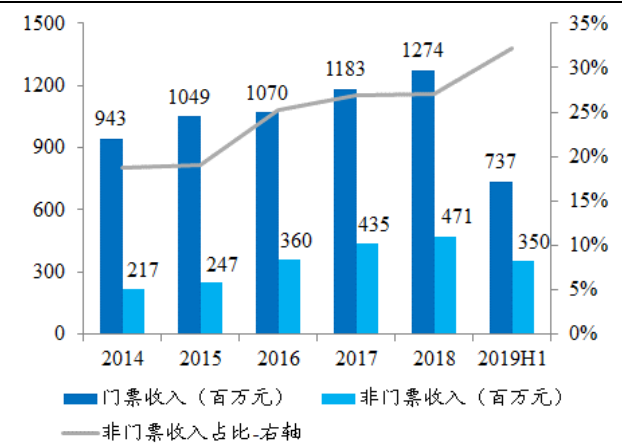
**收入&客源结构持续优化。**2019H1 公司实现公园收入 10.87 亿元/+76.8%，其中门票收入 7.37 亿/+65.2%，非门票收入 3.50 亿元/+7.7%。2014-2018 年公园收入的 CAGR 达 10.8%；门票收入 CAGR 为 7.8%；非门票收入 CAGR 为 21.5%。非门票收入占比从 2014 年的 18.7% 提升至 2019H1 的 32%，主要来源于餐饮、酒店、二次消费的游乐项目等。2019H1 公园人均消费 201 元/+20.4%，网络与散客占比提升至 71%，团客仅占 29%，客源结构不断优化。公园收入增长来自人次和客单价的双轮驱动，游客量的上涨享受到人口红利、需求端消费升级等正面影响，客单消费的提升主要源于客源结构优化及二次消费提升。由于团客购票存在较大折扣，团客占比从 2014 年 53% 下降至 2019H1 的 29%，推动了平均票价的提升。

图 28: 公园收入及增速 (百万)



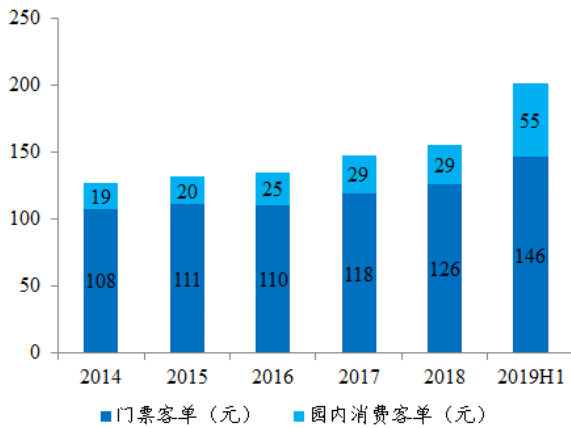
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 29: 门票、非门票收入及占比



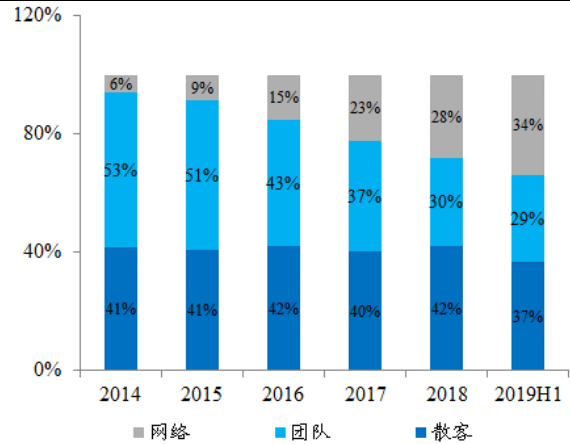
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 30: 门票及非门票客单消费



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 31: 公园客源结构



数据来源: 公司公告, 东北证券

### 3.1. 存量项目: 持续升级, 稳健增长

存量项目寻求创新突破。公司在全国建成并运营一年以上的存量项目有 8 个, 其中包含 5 个以海洋/极地动物展示及表演为主的大型海洋主题公园, 包括 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。公司以打造“区域旅游目的地”的发展模式, 对存量项目持续升级改造, 维持高单位数稳健增长。

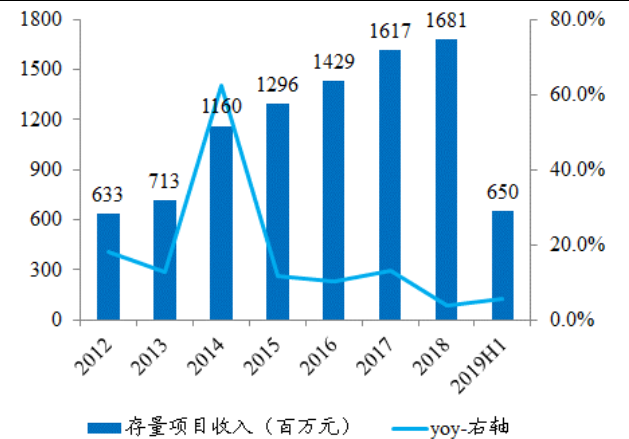
表 7: 海昌海洋公园存量项目

存量项目名称	开业时间	类型	园区主要内容	门票
大连老虎滩海洋公园	2002年	海洋主题公园	占地面积约118万平方米, 5A级景区, 中国第一个极地海洋世界, 珊瑚馆、极地馆、鸟语林、海兽馆等景点, 海洋动物展示及表演+海洋科普教育+游乐项目	成人票220元/优惠券150元
大连海昌发现王国主题乐园	2006年	综合娱乐主题公园	占地面积约47万平方米, 5A级景区, 园区分为发现广场、美国大街、传奇城堡、魔法森林、金属工厂、神秘沙漠、疯狂小镇、精灵花园八大景区, 游乐设备+大型演艺	成人票220元/优惠券150元
青岛海昌极地海洋公园	2006年	海洋主题公园	占地面积约21万平方米, 4A级景区, 含有极地海洋馆, 欢乐剧场, 深海奇幻, 5D动感体验馆, 极地宝贝乐园等项目, 海洋、极地动物展示及表演+海洋科普教育为主	成人票220-255元/优惠券110-170元
重庆海昌加勒比海水世界	2009年	综合娱乐主题公园	4A级景区, 分为水公园、户外帐篷酒店、日式温浴三部分, 水世界包括大型水上游乐设施和high爆海盗狂欢夜、加勒比海盗节等主题活动, 户外帐篷酒店拥有48间主题房型, 其中包含37顶主题帐篷, 6幢品质木屋, 5辆多功能房车	成人票150元/优惠券80元
天津海昌极地海洋公园	2010年	海洋主题公园	4A级景区, 包含南极企鹅岛、神秘北极村、海底隧道、远古海洋等十一大展区, 海洋大马戏等海洋动物表演	成人票245元/优惠券150元
成都海昌极地海洋世界	2010年	海洋主题公园	占地面积24万平方米, 5A级景区, 含有八大极地海洋主题馆、七大动物演艺、四大游乐区	成人票240元/优惠券180元
烟台海昌渔人码头	2011年	综合娱乐主题公园	4A级景区, 大型旅游综合体, 以北美滨海小镇为主体建筑风格, 包括海洋公园、温泉、企业高端会所、美食街、商业街、酒店、游艇俱乐部、梦幻婚礼殿堂等	鲸鲨票130元/温泉票128元
武汉海昌极地海洋公园	2011年	海洋主题公园	占地面积30万平方米, 4A级景区, 是为布局华中而建设的第五座涵盖极地与海洋概念的大型主题公园, 包含极地动物展示区、欢乐秀场、海洋剧场、海底二万里、湖心岛休闲区、欢乐岛等景点	成人票210元/优惠券125元

数据来源: 公司官网, 东北证券

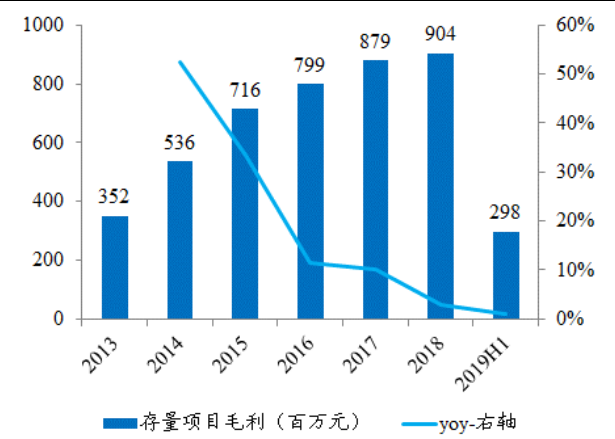
经营数据增长稳健。2019H1 存量项目实现公园收入 6.5 亿元/+5.7%；公园毛利 2.98 亿元/+1%。2014-2018 年存量项目公园收入 CAGR 达 9.7%，公园毛利 CAGR 达 11.2%。青岛、成都、武汉、天津近几年保持持续增长态势，大连老虎滩增速达 10% 以上。

图 32: 2012-2019H1 存量项目收入及增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 33: 2012-2019H1 存量项目毛利及增速



数据来源：公司公告，东北证券

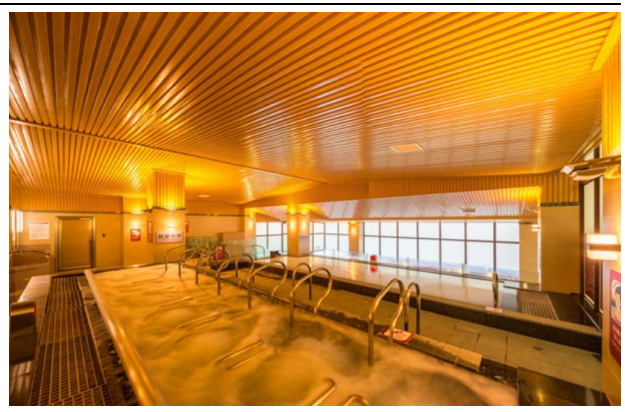
**改进升级，提升客流&客单。**存量项目不断植入新产品、增设场馆及游乐设施，提升公园可玩性。如天津项目推出远古海洋科普探索产品，完善海洋科普产品体系；武汉项目打造海洋萌宠产品线，升级少儿科普互动体验；重庆项目引入露营、温泉产品，开启全季运营模式。此外，各园区全方推进品质升级，提升运营效率，如加强员工培训，提升服务水平；升级安全管理系统，提升安全运营能力；探索演艺文化类 IP 新产品，推动海洋主题演艺品质升级。公司一般将上一年 7-9% 营收用于存量项目维护改造，其中 3% 用于日常维护，4-5% 用于重点项目更新改造，以增强游玩趣味性，吸引更多游客，提升客流量的同时延长游客园内停留时间，提升园内二次消费水平。

图 34: 天津远古海洋体验探索



数据来源：公司官网，东北证券

图 35: 重庆日式温浴



数据来源：公司官网，东北证券

### 3.2. 上海旗舰项目：补足一线城市空缺，未来利润核心引擎

上海海昌海洋公园于 2015 年年底开工建设，并于 2018 年 11 月 16 日正式开业。上海项目位于东海之滨滴水湖畔，总占地面积约为 29.7 公顷，建筑面积 20.5 万平方米（面积 5 倍于以往项目），投资总额达 42.8 亿（投资体量超历史项目总和）。公园围绕海洋文化特色，致力于将上海项目打造成世界级海洋主题公园，项目囊括 5 大主题区和 1 个海洋度假酒店，由 2 个高科技影院、3 个动物互动与表演场、6 个动物展示场馆、10 余项游乐设施及海洋主题巡游等特色内容组成。

图 36: 上海海昌海洋公园俯瞰图



资料来源：公司官网，东北证券

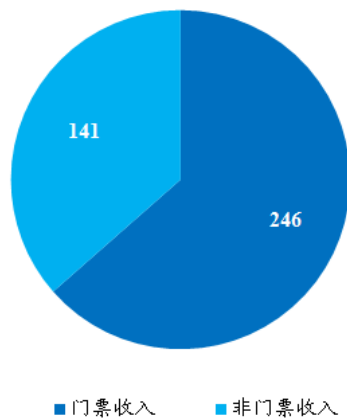
图 37: 上海海昌海洋公园园区地图



资料来源：公司官网，东北证券

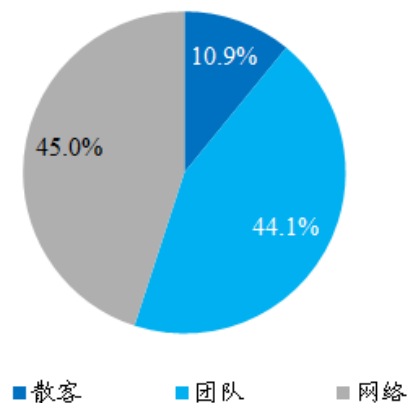
上海项目经营表现亮眼。2019H1 上海项目实现营收 3.87 亿元，其中门票收入/非门票收入分别为 2.46 亿元/1.41 亿元，二消占比达 36.5%。上半年上海项目接待游客 150 万人次，散客/网络游客/团客分别占比 10.9%/45.0%/44.1%，人均消费达 284 元。春节期间，入园人次超 15 万人，其中散客占 80%，客单消费超 380 元，园内二消占比 28.4%。随着项目运营的逐渐成熟，品牌知名度和游客满意度迅速提升，游客重游意向达 94%，推荐意愿达 98%。

图 38: 上海项目 2019H1 收入结构（百万）



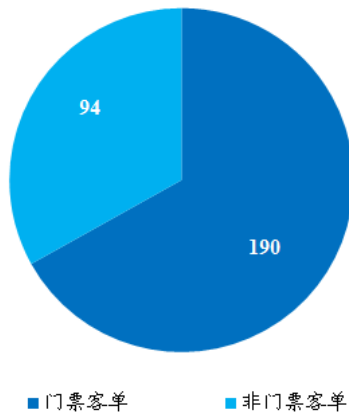
数据来源：公司公告，东北证券

图 39: 2019H1 上海项目客源结构



数据来源：公司公告，东北证券

图 40: 2019H1 上海项目人均消费 (元)



数据来源: 公司公告, 东北证券

**毗邻上海迪士尼, 协同效应强。**上海迪士尼于 2016 年开业后带动周边发展, 也为海昌上海项目带来机遇。海昌海洋公园以海洋文化为特色, 而迪士尼以强 IP 渗透为主, 由于两者定位和主题不同, 所以并不会产生竞争。相反, 通过共同培育目的地市场, 可以吸引更多潜在游客以及实现更多的交叉销售, 部分 OTA 平台已将两大公园的门票打包销售, 形成较强协同效应。

图 41: 上海海昌海洋公园地理位置



数据来源: 百度地图, 东北证券

**门票定价位合理区间。**上海海昌海洋公园的淡/旺季票价分为 299 元/360 元, 约为迪士尼门票价格的 6-7 折, 高于欢乐谷门票定价, 考虑到迪士尼在品牌和交通便利性上占上风, 海洋公园在客群宽度上更有优势, 再结合海昌自身的定位、园区规模、项目设施等条件, 其票价总体位于合理区间。

表 8: 上海主要乐园票价对比

	标准票 (元)	优待票 (元)
<b>上海海昌海洋公园</b>		
高峰日	360	240
平日	299	180
<b>上海迪士尼</b>		
高峰日	575	431
平日	399	299
<b>上海欢乐谷</b>		
高峰日/平日	230	160

数据来源: 公开资料, 东北证券

园区游玩内容丰富多样。景区分为人鱼海湾、极地小镇、冰雪王国、海底奇域和海洋部落 5 大主题区。园区内拥有多个世界首创项目, 如企鹅超级碗是全球首个倒穹式企鹅展缸。上演的 5 大明星剧目囊括了国内最具科技感的情景式海豚表演和国内首个虎鲸科普秀等。2 大高科技影院——天幕影院和超感 4D 影院, 分别上映《时空之海》和《极地总动员》两大原创影片, 成为园内重点推进项目。海洋文化与主题公园紧密结合, 各种游乐设施、演艺项目精彩纷呈, 给游客带来丰富的游览体验。

表 9: 上海项目园区游玩内容

园区项目	主要内容
	人鱼海湾: 处于公园入口, 呈现“WOW”设计造型
5大主题区	极地小镇: 呈现北欧风格, 由海兽探秘馆、南极企鹅馆、海狮剧场等部分组成, 可观赏海狮、海豹、水獭、海牛等特色海洋生物
	冰雪王国: 设有冰山北极馆、超感4D影院、雪国列车、海豚过山车、时空缆车等项目及白鲸、北极熊、北极狼、北极兔等极地动物
	海底奇域: 包含海底世界馆、火山鲸鲨馆、火山漂流、深海奇航等特色项目
	海洋部落: 涵盖珊瑚水母馆和海豚剧场等项目
6大展示场馆	南极企鹅馆、海兽探秘馆、冰山北极馆、海底世界馆、火山鲸鲨馆和珊瑚水母馆, 拥有多个世界首创项目, 如企鹅超级碗是全球首个倒穹式企鹅展缸。
3大互动表演场	包括海豚剧场、虎鲸剧场、海狮剧场
5大明星剧目	《海豚奇缘》、《白鲸之恋》、《海象嘻游记》、《梦幻美人鱼》和《虎鲸科普秀》, 囊括了国内最具科技感的情景式海豚表演、国内首个虎鲸科普秀等
2大高科技影院	天幕影院和超感4D影院

资料来源: 公司官网, 东北证券

图 42: 动物展示场馆——珊瑚水母馆



资料来源: 公司官网, 东北证券

图 43: 明星剧场——白鲸之恋



资料来源: 公司官网, 东北证券

酒店、餐厅等配套设施完备，有效提升客单价。上海海昌海洋公园主题度假酒店是以邮轮主题为概念的海洋度假酒店，在风格设计上呈现以海豚、企鹅、小丑鱼、海马、美人鱼为概念的海洋主题。同时，多数主题客房配有儿童双层床，充分满足家庭出游的需求。酒店有 309 间客房，平均房价 1100 元，全年入住率约为 70%，春节等度假旅游高峰期入住率可达 90% 以上，平均房价超过 1500 元。园区内设有六大主题餐厅，分别为企鹅餐厅、时光餐厅、极光餐厅、沙塔餐厅、鲸鲨餐厅和汉堡王。其中鲸鲨餐厅是华东唯一沉浸式海洋主题西餐厅，人均消费约 300 元；企鹅餐厅内设有透明玻璃墙，游客可与企鹅近距离相伴用餐。园区内除鲸鲨餐厅和联营的汉堡王外，其余自营餐厅根据不同主题提供不同款式的中式快餐，成人单份套餐 80 元左右，儿童单份套餐 50 元左右，满足不同消费能力和需求的游客。此外，园内 9 大特色主题店出售多种 IP 产品，售价较市区专柜高 40-50%。

图 44: 鲸鲨餐厅——沉浸式海洋主题西餐厅



资料来源：公司官网，东北证券

图 45: 海昌海洋公园主题度假酒店



资料来源：公司官网，东北证券

受益于自贸新片区大交通规划，获客能力将进一步增强。上海项目离迪士尼/浦东机场/陆家嘴约 45/40/70 分钟车程，乘 16 号线从临港大道到 2 号线龙阳路站约 40 分钟。1-8 月游客通过自驾/地铁/旅行社车辆到达园区的占比为 39%/28%/20%，互联网叫车/公交车/出租车仅占 4%/3%/3%。交通仍是目前制约园区客流的一大因素，但随着自贸新片区交通规划的推进，这一问题将得到解决。受益于政府对临港新片区的建设支持，临港将加快推进沿江通道浦东段和 S3 高速公路前期工作，推进浦东国际机场四期扩建工程、沪通铁路二期工程与上海铁路东站等重大项目规划建设，加快建设机场联络线工程，加快研究和建设推进轨道交通 21 号线、轨道交通 19 号线等轨道交通项目规划方案。其中，与通往临港的 S2 高速并行的 S3 高速公路已完成立项争取今年开工，为缓解现有 16 号线的运营压力，目前新增一条通往临港的轨交快速路线。

图 46: 上海海昌海洋公园地理位置



资料来源：百度地图，东北证券

**二期工程有序推进，提升周边商业配套及娱乐设施。**为满足游客自驾需求，二期工程规划出公园入口 C3、公园周边 P2、P3 三处地块用于停车场建设，总面积达 20.59 公顷，预计可增加 2000 多个车位，有效缓解停车难问题。除解决停车场问题外，二期工程着力提升周边配套商业及娱乐设施。A2 海洋创智天地占地 1.42 公顷，是临港未来城的“海洋科创中心”，以海洋文化交流 / 科技研发 / 总部办公 / 会议培训为核心；A4&A5 海洋文化小镇将打造临港海洋文化特色休闲商业中心，成为临港未来城的“海洋文化城市客厅”；C1&C2 区将设立温泉体验与拓展休闲营地，与楔形绿地联动，拓展海洋文化的休闲体验。C3 区将成为旅游服务集散中心，是公园重要的停车场、区域公交枢纽和休闲集散服务中心。二期项目落地后将提升园区周边的可游玩性和项目吸引力，进一步提升上海项目的流量和二次消费动力。

图 47: 上海项目二期工程规划图



资料来源：东北证券

预计上海项目未来三年客流增速为 1541%/20%/12%；19-21 年人均消费由园内二消驱动，二消收入增速维持在 30% 左右。预计 19-21 年上海项目实现营收 12.43/14.85/16.71 亿元，同增 1809%/19%/13%，净利润 0.71/1.38/2.10 亿元。

**表 10: 上海项目收入及利润预测**

单位：百万	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	65	1,243	1,485	1,671
yoy		1809%	19%	13%
<b>门票收入</b>	45	798	955	1,066
yoy		1658%	20%	12%
占比	70%	64%	64%	64%
<b>游客人次 (万)</b>	23	378	447	499
yoy		1541%	18%	12%
<b>人均票价 (元)</b>	198	212	214	214
yoy		7%	1%	0%
<b>园内二消</b>	11	351	436	511
yoy		3019%	24%	17%
占比		28%	29%	31%
<b>人均二消 (元)</b>	49	93	98	103
yoy		90%	5%	5%
<b>酒店收入</b>	8	93	93	93
yoy		1006%	0%	0%
占比		7%	6%	6%
<b>营业成本</b>	104	750	824	873
yoy		619%	10%	6%
<b>毛利</b>	-35	493	661	798
毛利率	-53%	40%	45%	48%
yoy			34%	21%
<b>销售费用</b>		87	134	150
销售费用率		7%	9%	9%
<b>管理费用</b>		162	193	217
管理费用率		13%	13%	13%
<b>财务费用</b>	150	150	150	150
<b>开办费</b>	250			
<b>政府补贴</b>	230			
<b>净利润</b>	-205	71	138	210
净利润率		6%	9%	13%
yoy			96%	52%

数据来源：公司公告，东北证券

### 3.3. 三亚项目：开放式旅游目的地

三亚项目为公司首次尝试开放式海洋主题公园。三亚海昌梦幻海洋不夜城于 2019 年 1 月 20 日正式开业，位于国家海岸三亚海棠湾，一期占地面积 23.25 万平方米，投资额 9 亿。三亚项目以“海上丝绸之路”为主题，分为海棠湾、非洲海、波斯湾、孟加拉湾、爪哇海、南中国、滨水长廊、梦幻海洋剧场等主题分区，拥有 13 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。三亚项目目前已有胡桃里、苏荷、必胜客等品牌签约入驻，已集合超过 20 个国内及国际知名餐饮娱乐品牌，成为三亚旅游新聚合地。园区全天全季候运营的方式与三亚丰富的旅游资源形成相互引流的生态效益，满足三亚游客全天候的休闲娱乐需求。

图 48: 三亚海昌梦幻海洋不夜城俯瞰图



资料来源：公司官网，东北证券

图 49: 三亚项目毗邻亚特兰蒂斯酒店和中免免税城



资料来源：公司官网，东北证券

各娱乐项目采取单独收费模式，更适应三亚的热带气候环境，游客可避开炎热时段，探索“夜消费”、“夜经济”模式。三亚园内项目定价较高，如果需要完整体验所有娱乐设施，总开支将远高出海昌其他主题公园的收费。各项目单独收费的模式给予游客选择权，有助于吸引非主题公园游客，如“三亚之眼”海上摩天轮仅单个项目，上半年实现近三十万客流及千万级别营收，已成为三亚旅游新地标。

表 11: 三亚海昌梦幻海洋不夜城娱乐项目价格

项目	票价（元）
摩天轮	80
飞行影院	120
非洲转马	30
海盗船	40
跳伞塔	40
欢乐剧场	120
猪猪侠乐园	40
冒险岛	208
热带渔湾浮潜	380
星光船宴	78
海豚伴游船	300

数据来源：公开资料整理，东北证券

### 3.4. 郑州项目：中原地区唯一旗舰级海洋公园

郑州项目为中原地区最大的海洋公园项目。2017 年公司联合碧桂园以 20.42 亿元摘得郑州项目土地使用权，于 2018 年开始建设，预计于 2020 年正式开业，项目占地面积约 42.5 万平方米，预计投资额为 15 亿。项目将围绕海洋、极地两大核心，重点打造海洋公园、极地公园、未来探索世界三大游乐区，海洋主题酒店，以及海洋文化休闲体验商业区，囊括 12 大场馆、24 项游乐设施、5 大精彩演艺。

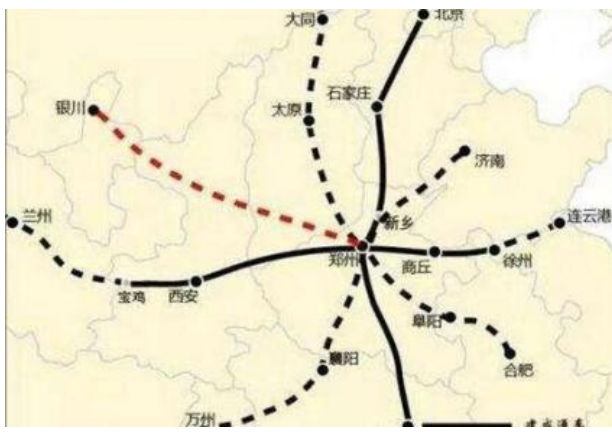
图 50: 郑州海昌海洋公园效果图



数据来源：公开资料整理，东北证券

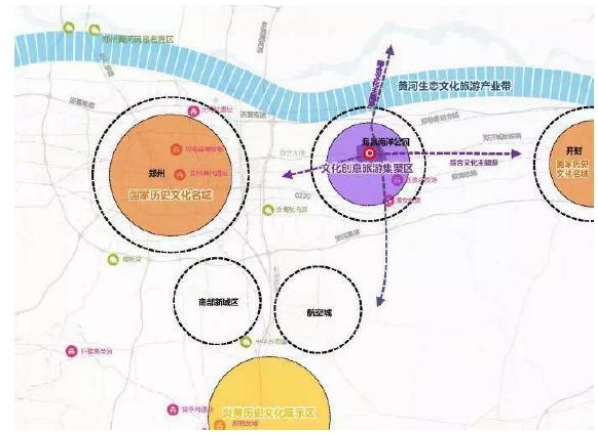
**区位优势显著。** 郑州项目位于郑州中牟县国际文化创意产业园，临近黄河生态文化旅游产业带，且周边有华强方特、华谊兄弟电影小镇等主题娱乐项目，可形成集群效应。交通方面，郑州项目交通便利，距离新郑机场和郑州高铁站仅 20 分钟车程，米字形高铁线辐射庞大客流，项目未来发展空间广阔。

图 51: 米字型高铁通过郑州



资料来源：公司官网，东北证券

图 52: 郑州项目集群效应明显



资料来源：公司官网，东北证券

### 3.5. 轻资产业务：基于核心竞争力开启管理输出模式

**核心竞争力一：行业领先的动物保育技术。** 公司生物保有量超 13 万头/只，生物保育技术团队超 1000 人，总水体量近 20 万立方米，居国内同业之首。公司积极推进生物繁育研究，2018 年累计繁育大型珍稀物种 9 种 218 头/只，其中绿海龟的繁殖创造了国内同行业的先例。此外，公司与上海海洋大学、中国太平洋学会等组织积极合作，推进技术研发创新、生物保育、珍稀物种野外保护和研究等工作。此外，公司成立“上海海昌海洋生物保育公益基金会”，首期捐赠 500 万，用于开展海洋和水生生物生态环境保护 and 动物福利等方面的合作研究。

图 53: 人工繁育企鵝幼崽



数据来源: 公开资料整理, 东北证券

图 54: 上海海昌海洋生物保育公益基金会启动



数据来源: 公开资料整理, 东北证券

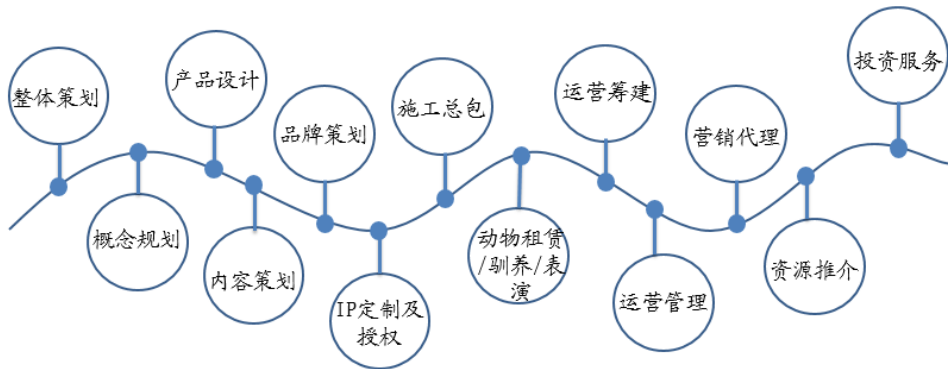
**核心竞争力二: 突出的公园运营能力。**公司凭借多年的经营经验, 拥有较强的品牌技术优势, 与诸多国际知名公园集团建立合作关系。2019 年初, 公司成立海昌文旅事业部, 打造轻资产业务平台, 通过轻资产合作模式将自身核心竞争力转化为市场生产力。按服务内容划分, 公司为客户提供全产业链服务, 包括项目规划、设计与开发、项目管理、创意开发、游乐景点设计与实施、海洋哺乳动物繁育培训以及运营等。按服务对象划分, 公司轻资产业务可分为大型室外主题乐园、中型城市综合体主题乐园以及小型都市室内娱乐休闲产品。目标客户为地产开发商、旅游项目运营商、政府牵头的文旅投资、传媒商业策划商等。对于大中型乐园的管理输出业务, 公司以“品牌+管理+技术”为主线。小型萌宠乐园具有投资小、建设期短、回本快等优点, 嵌入在城市综合体的家庭娱乐中心, 采取轻重组合的模式实现全国范围快速扩张。

表 12: 公园运营能力突出

所获奖项	五个[极地科普教育基地]称号; [国家文化产业示范基地]称号; 国家旅游局: 2个5A级、5个4A级景区称号; 连续5年爱心公益企业奖
权威协会成员	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	中华人民共和国农业部办法的《水生哺乳动物谱系纪录规范》、《水族馆水生哺乳动物驯养等级划分要求》、《水族馆水生哺乳动物饲养水质》、《水生哺乳动物饲养设施要求》
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、台湾花莲远雄海洋公园

数据来源: 政府网站, 东北证券

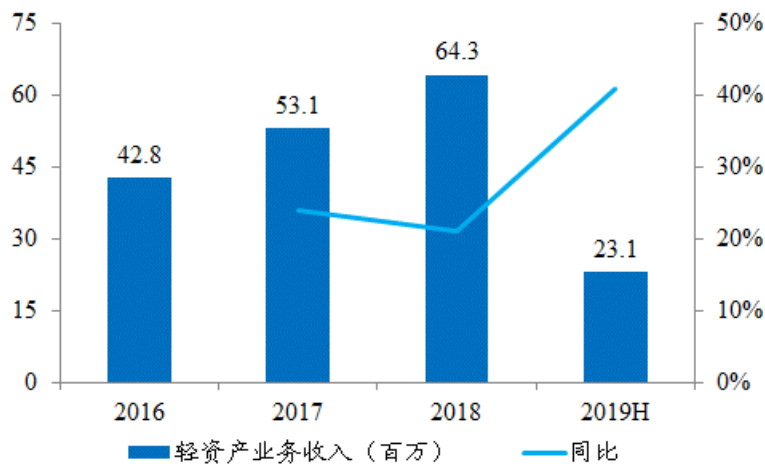
图 55: 海昌文旅全产业链总包服务



数据来源：公开资料整理，东北证券

**轻资产落地有声，实现规模化发展。**2019 H1 公司轻资产业务收入 2310 万元/+40.85%，新增合同 4 份，累计签约合同 49 份，合同总额近 5 亿元，且上半年获得独立 IP 授权收入第一桶金。公司参与的轻资产项目横店梦幻谷、南宁融晟海悦天地目前为运营管理咨询阶段；忻州田森汇约尼纳极地海洋馆于 2019 年 6 月底开业，每日客流超 1000 人次；湘江欢乐城海洋公园、水寨雪域项目仍在建设筹备阶段；苏州海昌萌宠 Park 年入场人次达 11.78 万，年收入已达 1131 万；南通海昌萌宠 Park 已于 2019 年 7 月 28 日开业。随着未来公司轻资产业务不断拓展，负债压力将大幅减弱，盈利能力不断提升。

图 56: 轻资产业务收入及增速



数据来源：公司公告，东北证券

图 57: 公园参与的轻资产项目



数据来源: 公司公告, 东北证券

## 4. 投资建议

### 4.1. 核心假设

**存量项目:**假设 2019-2021 年入园人次保持低单位数增长, 门票收入维持个位数增长, 非门票收入保持双位数增长。

**上海项目:**假设 2019-2021 年上海项目入园人次增速为 1541%/18%/12%, 人均消费保持个位数稳健增长。

**三亚项目:**假设 2019-2021 年三亚游客保持低双位数增长, 园内游客转化率维持在 7% 左右, 人均消费增速保持个位数。

**郑州项目:**预计 2020 年开业, 假设 2020-2021 年郑州入园游客接近 100 万人次, 人均消费增速保持 5%。

表 13: 营收拆分及预测

单位: 百万	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公园运营	1,429	1,617	1,746	3,271	3,864	4,371
yoy	10%	13%	8%	87%	18%	13%
存量项目	1,429	1,617	1,681	1,806	1,956	2,122
上海项目			65	1,243	1,485	1,671
三亚项目				223	278	369
郑州项目					145	210
物业相关	221	63	44	40	40	40
yoy	82%	-71%	-29%	-10%	0%	0%
营收合计	1,650	1,680	1,790	3,311	3,904	4,411
yoy	16%	2%	7%	85%	18%	13%

数据来源: 公司公告, 东北证券

表 14: 毛利拆分及预测

单位：百万	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
公园运营	799	879	865	1,566	1,902	2,238
毛利率	56%	54%	50%	48%	49%	51%
yoy	12%	10%	-2%	81%	21%	18%
存量项目	799	879	904	993	1,076	1,167
上海项目			-39	493	661	798
三亚项目				80	110	174
郑州项目					55	99
物业相关	103	31	4	6	6	6
毛利率	46%	49%	10%	15%	15%	15%
yoy	46%	-70%	-86%	40%	0%	0%
<b>毛利合计</b>	<b>901</b>	<b>910</b>	<b>870</b>	<b>1,572</b>	<b>1,908</b>	<b>2,244</b>
毛利率	55%	54%	49%	47%	49%	51%
yoy	15%	1%	-4%	81%	21%	18%

数据来源：公司公告，东北证券

## 4.2. 盈利预测及投资建议

预计公司 2019-2021 年营收为 33.11/39.04/44.11 亿元，同比增长 85%/18%/13%；归母净利润为 2.93/4.92/6.13 亿元，同比增长 641%/68%/25%；对应 P/E 分别为 16 倍/10 倍/8 倍。外股 SeaWorld/默林/六旗/雪松 19 年 PE 分别 30x/20x/17x/25x，A 股大连圣亚/宋城演艺 19 年 PE 分别 84x/30x。考虑存量项目增长稳健，19 年起上海/三亚项目放量&公司体量翻倍，2020 年郑州项目开业，轻资产打开后续成长空间，给予公司 2019 年 20 倍估值，目标市值 64.1 亿/+37%，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

上海项目不及预期；郑州项目推进不及预期；舆论风险

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1921	687	1501	2283	净利润	40	297	497	620
交易性金融资产	0.2	0.25	0.3	0.36	资产减值准备				
应收款项	372	650	821	980	折旧及摊销	215.7	78.1	77.9	77.5
存货	30	242	79	97	公允价值变动损失	0	-0.05	-0.05	-0.06
其他流动资产	30	242	79	97	财务费用	273	203	229	239
<b>流动资产合计</b>	<b>3209</b>	<b>3428</b>	<b>4472</b>	<b>5577</b>	投资损失	-2376	-65	-65	-52
可供出售金融资产	0	-5	-10	-15	运营资本变动	-69	-1544	304	138
长期投资净额	79	99	119	142	其他	-20	203	229	239
固定资产	7654	7642	7631	7620	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>167</b>	<b>-967</b>	<b>1108</b>	<b>1074</b>
无形资产	1669	1653	1636	1604	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-2376</b>	<b>-65</b>	<b>-65</b>	<b>-52</b>
商誉	3496	3496	3496	3496	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>2824</b>	<b>-203</b>	<b>-229</b>	<b>-239</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>12898</b>	<b>12885</b>	<b>12872</b>	<b>12847</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>616</b>	<b>-1234</b>	<b>814</b>	<b>783</b>
<b>资产总计</b>	<b>16108</b>	<b>16313</b>	<b>17344</b>	<b>18424</b>					
短期借款	2440	2440	2440	2440	财务与估值指标				
应付款项	1784	988	1234	1508	每股指标				
预收款项	159	472	555	589	每股收益 (元)	0.01	0.07	0.12	0.15
一年内到期的非流动负债	587	979	1185	1336	每股净资产 (元)	4.03	4.08	4.34	4.61
<b>流动负债合计</b>	<b>4971</b>	<b>4879</b>	<b>5413</b>	<b>5873</b>	每股经营性现金流量 (元)	0.04	-0.24	0.28	0.27
长期借款	5541	5541	5541	5541	成长性指标				
其他长期负债	1129	1129	1129	1129	营业收入增长率	7%	85%	18%	13%
<b>长期负债合计</b>	<b>6670</b>	<b>6670</b>	<b>6670</b>	<b>6670</b>	净利润增长率	-86%	641%	68%	25%
<b>负债合计</b>	<b>11641</b>	<b>11549</b>	<b>12084</b>	<b>12544</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	4352	4646	5138	5751	毛利率	49%	47%	49%	51%
少数股东权益	114	118	123	129	净利率	2%	9%	13%	14%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16108</b>	<b>16313</b>	<b>17344</b>	<b>18424</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	10.1	13.0	10.6	9.8
					存货周转率 (次)	1.1	1.3	1.0	1.0
					偿债能力指标				
					资产负债率	72%	71%	70%	68%
					流动比率	0.65	0.70	0.83	0.95
					速动比率	0.47	0.32	0.44	0.57
					费用率指标				
					销售费用率	12.21%	8.70%	9.40%	9.90%
					管理费用率	33.49%	17.80%	17.50%	17.40%
					财务费用率	15.28%	6.12%	5.87%	5.42%
					分红指标				
					分红比例	0%	0%	0%	0%
					股息收益率	0%	0%	0%	0%
					估值指标				
					P/E (倍)	118.31	15.96	9.51	7.63
					P/B (倍)	0.29	0.29	0.27	0.25
					P/S (倍)	2.61	1.41	1.20	1.06
					净资产收益率	0.25%	1.80%	2.84%	3.33%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

李慧, CFA, 美国伊利诺伊大学金融硕士, 厦门大学广告学学士、经济学双学士。2015年加入东北证券, 现任社会服务行业分析师。

李森蔓, 浙江大学学士、香港大学硕士。2018年加入东北证券, 现任东北证券社会服务行业分析师。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn