

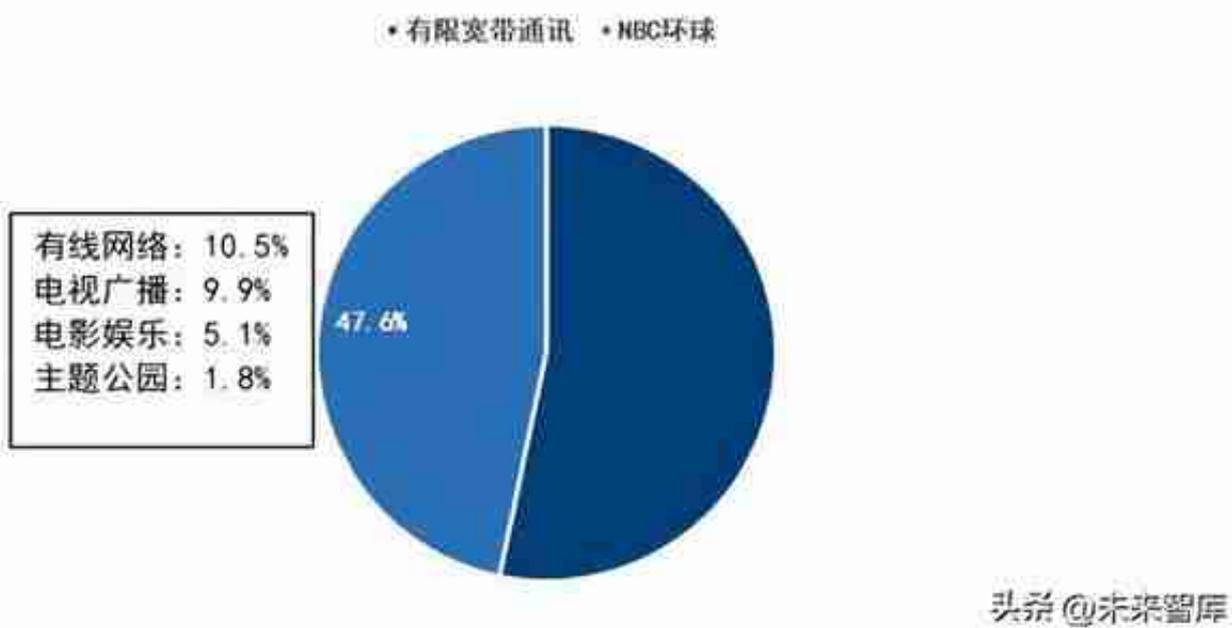
( 报告出品方：国信证券 )

## 国内主题公园重资产为主，疫后看挑战与机遇

本土主题公园回顾：“地产热+内生IP 不足”下多重资产发展

国内主题公园发展重资产为主：既有地产热的背景，也因IP 和产业链延展能力相对较弱。从中国主题公园发展历史看，在大多本土主题公园都缺乏超级IP的情况下，为了吸引游客并提高进入壁垒，往往会投入资金购买更先进的游玩设备。以欢乐谷为例，其经营理念是“建不完的欢乐谷，玩不完的欢乐谷”，以大型游乐设备不断更新升级作为吸引游客主要手段。同时，在土地增值较快的时期，房地产企业进入主题公园行业，主要通过土地增值获得收益，而经营本身盈利则相对分化。尤其缺乏IP 支持下，主题公园容易同质化竞争，复游率低、二次消费占比小等问题，制约其经营表现。根据中国主题公园研究院数据，2019 年，中国境内共有主题公园 339 座，其中 25%亏损、22%持平、53%盈利。

图5：2021 年 CMCSA 收入结构



中等体量中等连锁——“形象

IP+主题公园”模式：中等体量的主题公园单纯依靠自制 IP

突围难度较大，因为一个好 IP 的打造需要先通过优质的影视、动漫或游戏积累足够的用户基数才能用于主题公园。派拉蒙每年在IP 打造上花费超过数亿美元，华强

方特也是持续多年投资才打造出了“熊出没”IP。因此对于中等体量主题公园来说，外购IP或许是短期提升盈利的可行方法，但需要与主题公园本身流量等充分融合。海昌海洋公园通过外购获得了知名IP“奥特曼”授权，不仅打造了奥特曼主题馆，还准备在全国多家景区设立奥特能量站售卖相关衍生品。

## 疫情下主题公园经营承压，客源、IP等差异加速分化

疫情下主题公园经营承压，重资产、刚性成本带来经营压力。一方面，由于主题公园相对易人员聚集，疫情下游客出行意愿受可能降低，且疫情严重时主题公园直接面临闭园压力。中国主题公园研究院数据显示，2020年疫情初期，全国339家主题公园、1736家游乐园、327家水上乐园、89家动物园全部关闭，正在建的81个主题公园、水上乐园项目全部停工。此后，在疫情反复中，不同区域主题公园也阶段闭园，从而影响主题公园整体客流及收入表现，进而影响现金流。

另一方面，主题公园通常重资产且规模较大，刚性成本较高（折摊、财务费用及日常运营的人工和机械设备维护费用等），在客流量受限的情况下，高经营杠杆进一步放大经营压力。其中，不同类型主题公园，刚性运营成本相对差异，导致疫情下的经营表现相对分化。其中动物类和设备类主题公园，刚性营运成本占比更高，而部分演艺类主题公园则部分可调节。海昌海洋公园董事局主席王旭光2020年3月曾表示，其主题公园85%成本相对刚性，故疫情阶段承压显著。本土主题公园二次消费占比低，进一步影响其疫情下抗风险能力。主题公园二次消费包括餐饮收入、住宿收入、衍生品收入等。相较于国际知名主题公园如迪士尼、环球影城等，我国大部分主题公园所涉及的产业链条短，收入结构相对单一，产品附加值较低。根据中国主题公园研究院数据，国内主题公园的门票收入占比约70%，而国外大型主题公园的门票/零售/餐饮的比例大致为3:3:4。门票占比过高导致国内主题公园对客流量的敏感度更高，叠加疫情导致的客流量的下降，加剧其经营压力。鉴于此，二次消费占比的提升一方面能提升主题公园的收入结构的多样性，提升盈利能力，另一方面也能提高游客的复游率和游玩时间。以海昌海洋公园为例，2021H1其收入结构中门票销售占比达65%，在引入奥特曼IP后海昌开始在酒店、餐饮和衍生品方面发力，到2022H1，海昌的收入结构中门票/非门票收入占比分别为46%/54%，门票占比较21年同期下降了19pct。而二次消费的基础是强大的IP池，IP越强大对应的产品附加值越高，因此二次消费占比的提升是改善本土主题公园盈利能力的关键，但往往需要依赖IP为基础。

图 16: 三口之家在亲子游中占比达高达 53%



资料来源: 驴妈妈《后疫情时代国内亲子旅游趋势分析报告》, 国信证券经济研究所整理 头条 @未来智库

周边游主导有助于主题公园疫情平稳期相对较快复苏。由于主题公园一般以周边游客群为主, 阶段疫情企稳时表现较突出。去年开业的北京环球影城在今年Q3首次实现 EBITADA 盈利, 京津冀等周边游客构成其主要客源; 而受益于周边游的支撑及 IP, 上海海昌海洋公园 Q3 表现亦不错, 国庆期间上海主题公园接待游客超 16 万人 (本地游约 70%), 恢复至疫情前 90%水平 (兼有奥特曼IP 的影响)。

## 国际主题公园: IP 系核心, 龙头复苏有韧性

综述: 经济发展与人口规模系基础, 形象IP 与模式IP系核心

全球主题公园: 经济发展&人口规模奠定基础。根据AECOM&TEA《2021 全球主题公园和博物馆报告》, 全球前 25 大主题公园中有 9 家位于美国, 6 家位于中国 (包括中国香港), 4 家位于日本。其中, 全球前十大大型主题公园运营商主要来自拥有经济和文化优势的欧美地区, 美国拥有 5 家 (迪士尼、环球影城、六旗娱乐、雪松会娱乐、海洋世界), 英国拥有默林娱乐 1 家, 中国依靠人口规模优势拥有 3 个席位 (华侨城、华强方特、长隆集团)。主题公园的布局一方面和当地文化有关 (文化输出能力、旅游消费偏好), 另一方面也受经济发展水平、人口数量、交通网络发达程度等影响, 经济基础、人口规模系主题公园的重要基础。

强 IP 系国际主题公园龙头成长的核心, 形象 IP 为主, 模式IP 相对为辅。从国际主题公园龙头来看, 主要以迪士尼、环球影城为主, 前者通过各类经典形象IP尤其动漫 IP 的全产业链变现排名主题公园第一, 而环球影城则依托经典电影形象IP 沉浸体验打造核心竞争力。默林娱乐通过并购扩张, 其乐高乐园相对偏形象IP, 但也有

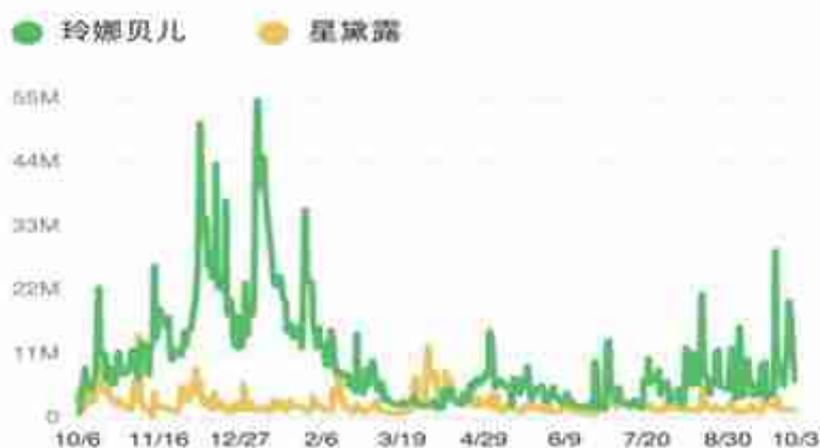
其他多元产品，从总规模来看，系全球第二大主题公园集团。而法国狂人国，通过演艺集群模式 IP 形式，也实现较好的成长。后文我们将重点分析上述主题公园成长特点，为国内主题公园乃至旅游目的地成长提供思考与借鉴。

## 迪士尼——强形象 IP 全产业链变现和轻资产输出的最佳案例

迪士尼是全球最大的综合性传媒公司，打造了以 IP 为核心，媒体网络（电视广播）、影视娱乐（电影）、主题公园、衍生品（消费品）及游戏五大业务板块互联互通的全产业链文娱综合体，建立了从上游影视制作到下游主题公园及衍生品变现的生态闭环系统，迪士尼的 IP

扩充和运营为本土主题公园提供了极佳的学习素材。2019 年其整体收入达到 696 亿美元，疫情前复合增速 19%，业绩 111 亿美元。

图 23: 玲娜贝儿微信指数去年飙升



资料来源：微信指数，国信证券经济研究所整理

头条 @未来智库

全产业链变现，深度挖掘 IP 价值。强 IP

是迪士尼实现全产业链变现的基础，上游影视产业打造并推广 IP 获得票房和订阅费，以此作为主题公园运营、衍生品授权的资源，获得门票和二次消费收入，主题公园的成功也是上游影视产业票房和订阅收入的基础。2021

迪士尼年媒体及娱乐分发业务（包括媒体网络、影视娱乐、DTCI）收入达 509 亿美元，占比 75%，主题乐园体验及消费收入为 166 亿美元，占比 25%。主题公园体验和消费收入中门票收入仅占比 32%，园内食品、商品及饮料/酒店住宿/商品许可分别占比 23%/20%/16%。并且，依托 IP

加成，公司不仅今年以来持续提价，并通过引入了 Genie+ 和 Lightning Lane

等付费快速排队服务进一步提升二次消费。

本土市场重资产，海外轻资产扩张降低风险。我们此前报告《寻找中国版迪士尼，IP+产业链变现助推龙头崛起》曾分析，迪士尼轻资产扩张的前提是拥有强大的品牌影响力和强 IP，这不仅可以让迪士尼在和对方合作的时候掌握议价主动权，还能收取固定的收入降低经营不确定性带来的风险。在扩张模式上，迪士尼在美国本土主要采取的是独资投资及运营管理，在海外扩张时为了降低风险主要以合资及品牌授权特许经营为主。虽然法国巴黎迪士尼和中国香港迪士尼经营有所波动，但由于可以依托迪士尼管理公司（迪士尼 100%控股）每年收取一定的管理费用，因此风险仍相对可控。而东京迪士尼和上海迪士尼则展现出了较好的盈利能力。其中东京迪士尼获得了巨大的成功，1983

年对外开放，第一年就创下了1036万人次的客流神话，仅用 14 年就创造了 2 亿入园人次，而且游客当中超过90%以上是日本游客，复游率超过 90%。但迪士尼仅收取部分门票提成。此后上海迪士尼项目，公司则通过资产公司、运营公司联合运作的方式，有望获得更大的收益回报。综合来看，迪士尼通过合资或特许经营实现轻资产输出能降低经营风险，而这一切的基础在于迪士尼强大的 IP 和品牌。

环球影城——强形象 IP 支持，全球扩张的影视主题公园龙头

环球影城(Universal

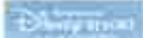
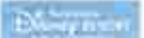
studios)系世界上最大的电影类主题公园，归属于Comcast旗下的 NBC Universal，系非上市公司。环球影城发源于美国好莱坞，目前在洛杉矶、奥兰多、新加坡、日本、中国拥有 5 座主题公园，根据AECOM

发布的《2021年全球主题公园调查报告》数据，2021

年环球影城接待游客数量为2907万人次（除去北京环球影城），2018 年该数字为 5007 万人次。环球影城的特色在于将电影主题与游乐相结合，游客可亲自体验电影中场景的拍摄，是集游乐项目、酒店、餐饮、购物为一体的大型主题公园。经营数据上，结合前文，NBC 环球主题公园业务 2022Q1-3 收入为 54.28

亿美元/+71.61%，同比19 年同期增长24.18%，恢复良好，北京主题公园亦在 2022Q3EBITDA 转正。

图 29: 迪士尼和默林娱乐集团对比

IP体系	投资金额&建造时间	单体盈利能力
 <p>多品牌、多形式协同发展</p>	 <p>四川、上海、深圳乐高 投资金额：30~50亿元 建造耗时：2~3年</p>	 <p>2021年年均客流量：104万 2021年年均收入：5970万英镑</p>  <p>2021年年均客流量：14万 2021年年均收入：200万英镑</p>
 <p>多IP融合发展，聚焦超大型主题公园</p>	 <p>投资340亿元，建造耗时5年</p>  <p>投资340亿元，建造耗时10年</p>	 <p>年均客流量：1500万 年均收入：195亿元</p>  <p>年均客流量：640万 年均收入：60亿美元</p>

资料来源：根据公司年报披露数据计算，国信证券经济研究所整理

头条 @未来智库

### 法国狂人国——演艺模式 IP 龙头，打造世界顶级演艺主题公园

法国狂人国主题公园是一家拥有 17 场表演、25 家餐厅、6 家主题酒店的以多类型演艺节目为特色的历史主题公园。经营数据方面，2018 年接待游客230万人次/+1.8%，营收 1.12 亿欧元;2019 年营收为 1.15 亿欧元/+11%，净利润0.18亿欧元/+125%;客单价约 50 欧元，重游率 > 60%，过夜游客 > 50%。

法国狂人国的商业模式：打造较高质量的演艺集群构筑核心竞争力。法国狂人国的模式是以多数量极高质量的演艺节目为核，打造一个沉浸式的古欧洲世界，并作为旅游目的地引各地游客前来，通过酒店、餐饮、门票变现。法国狂人国的模式有点类似迪士尼，即将所有的演艺 IP 融合在一座主题公园之内，加上高度还原的古建筑和古代生活场景，围绕着让游客“忘记自己身处21 世纪”的理念，打造了一个具有强代入感的古欧洲世界。法国狂人国的商业模式能够跑通主要依靠的是数量众多且不断更新的极高质量演艺节目，这也和狂人国定位非盈利组织可以将利润全部投入节目打造密不可分。对本土主题公园来说，狂人国可以借鉴的点主要包括以下两点。

①室内演出+室外演出兼具：法国狂人国的演出形式是室内外结合，二者占比相近

，其中最受欢迎的包括《Cinéscénie》、《幽灵鸟舞会》、《胜利的征兆》、《黎塞留的火枪手》、《航海家的远征》，前三场都是大型室外演出，《Cinéscénie》更是被称为世界上最值得观看的演出之一，据官网介绍数据，节目时长约90min，需要 2550+专业演员、3000+志愿者、23 公顷演出场地、28000 套服装，结合了烟花秀、3D 光雕投影、无人机、360°音响系统等形式，完整地回顾了法国从中世纪到二战的历史，每年观看游客超过 36 万。虽然受制于天气等各种原因，该节目只在每年 7-9 月的周五周六两天夜间上演，全年演出仅 28 场，但这是狂人国复购率高的重要因素。对于演艺 IP 来说，极致的沉浸感能将观看者完全带入彼时的场景，而室内外结合的演出形式会更容易让人置身其中。在疫情防控的要求下，室内外结合的演出形式也会更有优势。

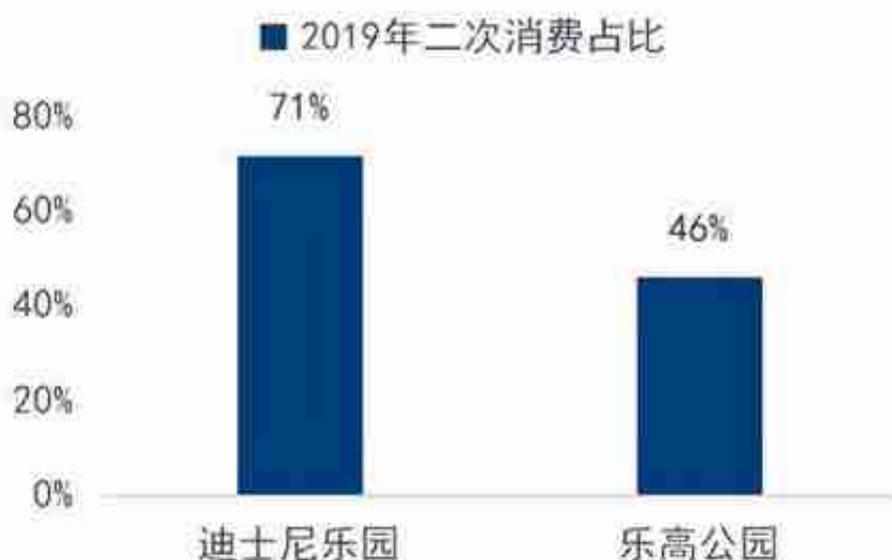
②演艺集群模式，满足不同客群需求：参考执惠文章《亲历“狂人国”：没有大型设备，半年收获 250 万游客，它是怎么做到的？》，狂人国能有 50% 的过夜游客一方面是因为其地理位置较偏（从巴黎自驾需要 3h 以上），更重要的是因为其拥有数量众多且编排合理的优质演出节目，一般游客如想全部观看至少需要 2 天时间。从节目的质量看，狂人国至今共创作过 26 个节目，每个节目都需要 3-5 年精心编排才能推出。此外，狂人国还会对过往的经典节目进行更新以保持吸引力，例如《Cinéscénie》就曾经历过多次改动并加入了无人机环节。无论从演出所基于的历史故事，还是演出服饰、音乐编排、演员演技，狂人国的节目都是顶尖的，这也和狂人国定位于非营利组织，每年会都会将利润再次投入新节目开发追求极致的效果密不可分。国内大型室外实景演出“印象刘三姐”虽然从质量和震撼度来说也不逊色，但由于节目数量少，不存在因为观看演出而过夜需求。从节目数量和编排上看，目前狂人国有日间演出 11 场，夜秀 2 场，室内展览型演出 4 场，节目的类型即包括室外宏大的实景演出，也有沉浸式的室内演出，还有妙趣横生的飞禽演出等，游客不容易有视觉疲劳感。

疫后复苏：今年以来国际主题公园龙头恢复超疫前，彰显韧性

全球来看，疫情对任何主题公园影响深刻，对较为依赖远途游客的国际主题公园来说更是如此，但是像迪士尼、环球影城等有超强的 IP 优势的主题公园，其韧性和盈利能力更强，今年以来收入和营业利润超过疫情前，验证其复苏弹性。总体来看，2020 年疫情下龙头阶段承压，2021 年开始逐步复苏。根据 AECOM 发布的《2021 年主题公园和博物馆报告》，北美地区 Top 20 主题公园 2021 客流量恢复至 2019 年的 66%，主要系部分长途客源尚未恢复。2021 年 NBC 环球主题公园业务收入和营业利润分别恢复至 2019 年的 81%、51%；2021 年迪士尼主题公园收入和营业利润分别恢复 74%、44%（对应迪士尼 21Q2-22Q1 与 19Q2-20Q1 财季数据）。迪士尼：今年前三季度主题公园收入和营业利润恢复超过疫情前。今年 Q1-Q3（对应公司 2022Q2-Q4

财季，下同)，迪士尼乐园和度假村业务营收同比增长66%（较19年同期同比增长约11%）；营业利润较去年大幅增长同时，较19年同期仍增长18%。不仅营收和业绩均恢复超过了疫情前，且业绩恢复尚高于收入恢复。单季度看，迪士尼主题公园今年Q1-3持续复苏，其中Q3营收恢复持平（飓风天气影响阶段闭园），营业利润恢复有所减缓（通胀等导致成本费用阶段上行）。营业收入（今年Q1/Q2/Q3同比19年分别增长+8%/+12%/+12%），营业利润（Q1-Q3分别较19年同期增长17%/27%/10%），Q3增速略放缓与通胀人工等成本提升相关。综合来看，迪士尼的恢复一方面来自客流逐步的复苏，另一方面，迪士尼在优化体验基础上，在其主要乐园均采取了门票提价措施，并引入Genie+等付费排队服务及其他配套进一步助力了二次消费提升，进而有助于加速其经营利润的恢复。

图38：二次消费对比



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

头条@未来智库

自制+外购协同共进，合计构建+精细运营实现形象IP 升级形象

IP 自制需要极强的影视动漫制作能力，时间成本高，风险大。IP 自制需要本土团队拥有极强的影视及动漫制作能力，能够利用影视及动画技术构建或还原一个主题世界，时间成本很高，且存在推广不顺利等诸多市场风险。海昌海洋公园最早计划以

369 战略打造七萌团自主 IP，计划 3 年培育市场，6 年快速扩张，9 年深化发展，实现从孵化、产品、推广到授权的价值逐级释放，但此前见效相对较慢。华强方特利用 10 年时间打造了 IP “熊出没”，但此后持续新 IP 制作上挑战也不小。我们认为，自制 IP 从长期来看是必须的，也是必要的，但需要本土影视动漫技术逐步成熟、本土消费者文化认同感加深等诸多因素的助力，往往需要较长时间，同时也相关运营主体各方面沉淀积累推动。

IP 体系的建立需要考虑适配性和潜在客群。IP 体系的建立需要考虑主题公园自身的定位，不同主题公园的主力客群存在差异，打造 IP 时需要注意适配性。从迪士尼的 IP 扩充经验看，其最开始是以米奇系列、白雪公主和小熊维尼为主的，客群主要是亲子，后通过爱丽丝梦游仙境、狮子王、加勒比海盗等逐步扩大客群，到 2005 年才开始收购皮克斯、漫威、卢卡斯，IP 从最开始的童话故事扩展到科幻角色，实现了多年龄段受众的覆盖和 IP 池的不断更新。因此对本土主题公园来说，在目前阶段无论是外购还是自制，都需要确定自己的主力客群，选择和自身适配性最强的 IP。

华侨城欢乐谷——逐步尝试 IP 化。华侨城旗下欢乐谷主打的是刺激的游玩设备（过山车、跳楼机等），忠实客户更多是追求游玩体验感的青少年，父母带一个小孩是最常见的组合，但目前也尝试 IP 化，扩大二次消费占比。由于其自有 IP 不足，因此主要是通过签约国内知名 IP 的方式来推动 IP 化进程。2016 年欢乐谷签约原创动漫 IP “饼干警长”，2019 年欢乐谷和奥飞娱乐签约引入超级飞侠 IP，并和“第五人格”、“梦幻西游”等手游 IP 合作丰富了主题活动，2020 年引入了国家宝藏和中国国家地理等国家级 IP，IP 覆盖的人群包括了亲子、青少年及成年阶段，和欢乐谷的定位也比较契合。欢乐谷的 IP 池更本土，更具有游玩的性质（如梦幻西游、第五人格）。我们可以看到，在“地产+主题公园”模式走弱的情况下，华侨城正在积极探索“旅游+IP”的新模式，目前通过自制和合作打造了数十款 IP，IP 化进程初具成效。总结来说，对于国内主题公园而言，重要的是寻找和乐园基因相匹配的 IP，通过 IP 不同维度的合作和延伸，提高全产业链的变现能力和轻资产输出能力，进而在后疫情时代能更好的争取自身蛋糕。

与时俱进+科技赋能+合理设计是 IP 运营的关键

IP 升级不仅仅是好 IP 的打造，更重要的是对 IP 的合理运营。此前华谊兄弟拥有《非诚勿扰》、《太极》、《狄仁杰》等知名影视 IP，并通过建立华谊小镇来实现 IP 变现，但缺乏有效的互动延伸，且更新相对不足。反观环球影城，同样为观众展示影视 IP，环球影城会精心设计场景，利用各类科技增强沉浸感和体验感，整体具有较强的吸引力。

图47: 大型实景演出《丽江恋歌》图片



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

头条 @未来智库

演艺模式转型——杭州及上海项目。疫情背景下, 公司强化演艺集群模式探索, 一是杭州全面扩容试点, 二是打造上海项目。杭州试点演艺集群模式, 2021年7月18日-8月25日杭州项目针对本地游客试点夜游活动, 上演了全新演艺秀《喀秋莎》、《WA! 恐龙》、《大地震》、《幻影》, 还有户外的集装箱音乐节、《库克船长》等, 定价50元/99元不等, 针对中老年、亲子、Z世代等不同客群。上海项目于2021年4月开业, 当年五一小长假经营数据亮眼, 共接待游客近18万人次(散客比例超过99%), 客单价高达399元, 实现收入超2500万元(亲子秀/带餐秀收入分别占比35%/5%)。目前上海项目还在调整当中, 在闭园期间也在持续丰富剧目, 改善管理, 未来疫情企稳有望带来更多期待。总体来看, 通过近两年杭州和上海的尝试, 公司未来城市演艺探索方面也逐步找到更适合自己的方向。未来伴随疫情企稳, 我们预计公司在现有千古情项目的基础上, 首先聚焦亲子刚需需求, 积极拓展亲子系列, 以此不断强化其演艺模式IP, 并通过不同项目客群特点进一步针对性升级, 从而有望获得更大的盈利成长空间。考虑疫情下的产能扩充及新模式探索, 未来复苏下公司弹性可期。考虑2019年公司仅杭州、三亚、丽江、桂林、张家界5个自建项目运营, 其中桂林2019年仍处于爬坡期, 张家界系开业首年拖累。而2020-2021年, 公司西安、上海项目先后开业, 九寨项目复园, 再考虑杭州、三亚

等项目容量扩容（剧院增加），故未来如果客流完全复苏，公司产能较此前相对倍增，复苏成长弹性可期。与此同时，疫情下，公司进一步优化成本费用控制，从而为全面复苏下盈利能力的进一步提升，提供了有利支撑。

中青旅——国内古镇模式 IP 引领者，关注再融资新政下新机遇

公司 1980 年旅行社业务起家，1997 年年底 A 股上市，系国内 A 股首家旅行社类上市公司。公司最早系团中央背景，历经多年，中青旅在团企相对市场化的激励机制下，利用旅行社现金流相对充裕的特点进行了多元化的布局，逐步成为一体化的旅游龙头，涉及旅行社、会展旅游、连锁酒店、景区运营、彩票、IT 等业务，其中，休闲古镇模式 IP

是公司最核心的业务看点，主要包括乌镇、古北以及参股在建的濮院景区。2018 年初，团中央对上市公司的股权划转至光大集团旗下，公司与光大融合中不断探索新一轮发展方向。

持续内容丰富品牌赋能,全方位打造古镇模式 IP

整体来看，公司目前核心的景区主业包括乌镇、古北和储备的濮院三大项目，其中乌镇发展多年系国内古镇景区 NO.1，持续内容丰富打造独有古镇 IP 模式名片，并以此进行扩张。古北水镇系乌镇模式的复制，系周边游的代表；濮院项目预计今年已经初步达到部分开业条件，疫情企稳后有望开业，中线有望接力成长。乌镇：IP 内涵持续升级，国内古镇景区 NO.1，未来复苏弹性可期。乌镇是国家 5A 级旅游景区，起步于 1999 年，经过了 10 来年的发展，其客流和客单价保持了近 10 年的持续量价齐升。乌镇收入规模从 2008 年的 2.41 亿元成长至 2019 年的 21.79 亿元，收入近 10 年年均复合增速达 22%，盈利规模从 2008 年 6177 万到 2019 年 8.07 亿元，业绩近 10 年年均复合增速 26%+，堪称国内休闲景区的 NO.1。

图 55: 天目湖净利率表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

头条@未来智库

产品升级扩容，助力疫后复苏成长。天目湖的产品大致可以分为景区产品和休闲度假产品两类。其中景区产品主要导流为主，包括山水园、南山竹海、御水温泉、水世界等，暑期期间天目湖还推出了夜公园产品，和水世界公园融合性较高，在丰富游玩项目的同时也增强了对游客的吸引力，推动其2021Q3

景区收入恢复7-8成。休闲度假产品中酒店产品，疫情前出租率接近7成，在国内景区酒店中也较为突出。目前天目湖拥有御水温泉系列（竹溪谷酒店、度假酒店）、遇系列酒店（遇·天目湖酒店、遇·十四澜酒店）、特色系列（南山竹海客栈等）三大系列酒店，今年9月份计划推出温泉主题酒店（森酒店），今年年底将推出遇系列高端酒店——遇·碧波园酒店。在这种情况下，公司酒店客房量有望从2019年的450间上下增加到2022年底700间左右，扩容50%+。并且，近几年扩容酒店均系高端酒店，平均房价较疫情前也有明显提升。其中竹溪谷平均房价在2500元/晚以上，旺季4000元+。此外，南山小寨二期还积极推进中。与此同时，公司疫情下强化精细化管理，未来综合运营能力还有望进一步提升。从外延角度，公司对自然资源依赖相对小，主要有一定山水资源即可，核心在于其一站式休闲度假模式IP的打造，异地复制扩张具备合作基因。疫情下挑战与机遇并存，公司一直积极接触异地项目，预计仍以长三角为主，外延扩张逐渐迎来机会窗口。未来，若出行放开，公司外延项目不排除有望落地，从而有望打开新的成长空间。

### 复星旅文——高端休闲度假龙头，专注打造度假IP模式

复星旅文是全球休闲度假的龙头，业务涵盖度假村、旅游目的地和休闲度假服务及解决方案三大板块。度假村业务由 Club Med

地中海俱乐部、野奢精品度假酒店Casa Cook、新世代潮流度假酒店 Cook's Club 等高端品牌组成；旅游目的地包括三亚·亚特兰蒂斯，复游城、爱必依等品牌；解决方案包括泛秀演艺、迷你营、Thomas Cook 等品牌。

Club Med——全球知名度假村品牌，GO

贴心服务+丰富活动构筑强竞争力，聚焦中高端客群。Club Med 在 1950 年成立于法国，是全球知名休闲度假村集团，2015年被复星集团收购。截至 2022 年 6 月 30 日，Club Med 在全球 40 多个国家和地区运营 66 家度假村（12 家自有，40 家租赁，14 家管理合约）。Club Med 共有三种类型度假村：①主打冬季山地运动的山地度假村；②主打水上运动的阳光度假村；③主打中国一线城市短途周边游的

Joyview，系公司结合本土居民消费习惯推出的新模式。今年上半年录得收入 57.43 亿元，已恢复至 2019 年同期的 90% 水平，经调整 EBITDA 为 11.65 亿元，成功扭亏为盈。Club Med 有三大优势，首先是卡位优质景区，分布在全球各个知名景点，如法国阿尔卑斯山、马尔代夫群岛、三亚、北戴河等；其次是提供了一价全包的模式，高质量标准化的套餐服务让游客省去诸多选择时间，能安心度假；最后是贴心的引导服务，Club Med 通过 G.O 为游客提供高质量的引导服务，让游客拥有极致贴心的度假服务体验。从供需角度看，Club Med 通过提供高质量的标准化的休闲度假产品，精准切中了都市客群（尤其是亲子客群）对于优质休闲度假的需求，一价全包模式的成功反映的是游客愿意为较少的出行选择成本支付一定溢价，从而获得良好的出游体验感的需求。形象 IP

类主题公园（迪士尼、环球影城）更多是契合游客的情感需求，游客在以 IP 形象为核心打造的“梦幻世界”里获得了精神和情感的满足（游客之间基本不会互动），而 Club Med

契合的是游客休闲度假和一定的社交需求，丰富有趣的活动替代形象 IP 成了吸引客流的重要因素。

三亚亚特兰蒂斯：一站式综合旅游度假目的地，定位高端+优越区位+丰富业态打造高端度假 IP。三亚亚特兰蒂斯位于三亚市海棠湾，是汇集高端酒店、水世界、水族馆、国际会展、餐饮、娱乐、购物、演艺八大业态的高端一站式旅游度假目的地。①定位高端：2021 年平均房价为 2419 元/间夜，较 2019

年提升 11.63%，最贵的波赛冬水底套房约 10

万元每晚；②优越区位：三亚亚特位于海棠湾，能充分享受到cdf 国际免税城、海昌梦幻海洋不夜城等带来的客流量红利；③丰富业态：三亚亚特兰蒂斯作为一站式旅游目的地，以高端酒店为核，衍生拓展了诸多丰富的业态，拥有中国最大天然海水水族馆、国内首家 AHAVA 水疗中心、20 万平方米的水世界、特色高级餐厅等一站式服务项目。三亚亚特兰蒂斯以海洋为主题，切入高端休闲度假赛道，在形式上，亚特兰蒂斯和天目湖类似，都能为游客提供吃、住、游、娱、购等全方位的服务，但亚特兰蒂斯度假区购物属性会更强，且 dcf

免税城等周边流量端口能为其进行很好的引流，强大的度假IP也带动了配套物业项目的销售，变现形式更加多样。