

品牌实力、区位优势 and 多元化布局构筑国内主题公园第二梯队龙头地位

2016年3月22日

投资要点

- ❖ **恐龙园专注于文化旅游产业投资运营。**公司成立于2000年，经过15年的发展已成为国内最大的集展示、科普、娱乐、休闲于一体的综合性恐龙主题游乐园的运营商。2014年恐龙园接待游客总量达370万人次，在我国主题公园运营商中占据第二梯队龙头位置。2014年公司业绩稳健，实现营业收入4.45亿元，同比增长7.42%，净利润6051万元，同比增长29.48%，其中主题公园园区综合收入占总收入的83%。
- ❖ **主题公园行业空间广阔，政策扶持和消费需求推动行业发展。**我国主题公园产业经过三十多年的发展，现已进入成熟阶段。“十二五”期间政府大力扶持文化产业，同时随着城镇居民人均可支配收入的增长，国内旅游消费持续上升。AECOM数据显示，目前约有7亿中国人有参观主题公园的经济条件，到2020年将达到10亿人。目前我国主题公园游客人均消费不足12美元，仅为美国同期的四分之一，市场潜力巨大。
- ❖ **内容设计占据产业链核心，高科技和多业态引领变革。**主题公园的游览价值取决于内容能否为游客带来心理上的契合和满足，由于我国主题公园整体同质化较高，内容设计端建设任重道远。从美国行业经验看，随着主题公园行业的不断成熟，市场集中度将逐步提高，马太效应明显。游乐园是我国最受欢迎的主题公园类型，投资模式向“公园+演艺”、“公园+高科技”发展，多业态组合运营打造泛娱乐生态将成为行业发展方向。
- ❖ **品牌实力、区位优势及多元化布局助力恐龙园稳健增长。公司品牌影响力卓越，**依靠公益、娱乐和动漫三方打造品牌价值，行业经验丰富，曾参与我国首个行业服务规范的制定。2015年客流量有望突破400万，预计2015-2017园区运营收入CAGR将达10%。**区位优势显著，差异化战略保障客流优势。**受益于长三角同城化效应，公司获取更多周边客流。凭借文化题材鲜明的游乐项目，在周边竞争对手中客流量始终保持领先。**内容设计、动漫衍生与智慧旅游多元化布局。**公司拥有景观设计和设备供应团队，自制动漫收视率高，同时布局智慧旅游APP改善用户体验、提升重游率。
- ❖ **探索服务输出与“小模块娱乐”扩张道路。通过品牌管理和服务输出实现轻资产扩张。**公司依托品牌优势和15年行业经验，为其他主题公园的投资运营提供整体解决方案，2013年以来签约项目已达61个。**布局“小模块娱乐”新蓝海。**公司培育“恐龙人”品牌，通过《疯狂恐龙人》秀、恐龙人俱乐部和主题酒店打造“小模块娱乐”，扩充内容外延及多元化消费场景。
- ❖ **风险因素。**行业竞争加剧的风险，创新落后导致同质化风险，新业务发展不达预期的风险，偿债风险，安全风险。
- ❖ **估值分析。**我们选取宋城演艺、大连圣亚、华强文化作为可比公司，以2016年3月18日收盘价为参考，可比公司平均市值186.7亿元。公司2013/2014/TTM收入分别为4.14/4.45/4.45亿元，2013/2014/TTM扣非后净利润分别为0.47/0.62/0.62亿元，现处于协议转让阶段。

公司简称	市值(亿)	收入 TTM(亿)	净利润 TTM(亿)	14PS	PS (TTM)	14PE	PE (TTM)
宋城演艺	412.1	11.18	4.65	44.1	36.9	114	89
大连圣亚	28.0	2.97	0.49	9.6	9.4	73	57
华强文化	120.0	24.10	5.77	5.1	5.0	17	21
平均	186.7			19.6	17.1	68	56
恐龙园	—	4.45	0.62	—	—	—	—

资料来源：中信数量化投资分析系统 注:(1)股价为2016年3月18日收盘价;(2)净利润为扣非后净利润



当前价: N/A

中信证券研究部

胡雅丽

电话: 021-20262103

邮件: huyl@citics.com

执业证书编号: S1010510120019

联系人: 汤彦新

电话: 021-20262146

邮件: tangyanxin@citics.com

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

公司成立日期	2000-07-07
新三板挂牌日期	2015-10-15
新三板做市日期	未做市
总股本/流通股本	165/104.5 百万股
近12月最高/最低价	2.58元/2.56元
近1月绝对涨幅	0.00%
近6月绝对涨幅	0.78%
今年以来绝对涨幅	0.78%
1个月日均成交额	0 百万元
12个月日均成交额	1.06 百万元
做市以来绝对涨幅	0.00%
做市以来日均成交额	0 百万元
做市商家数	0
做市商价格	无
做市商	无

财务指标

13/14 营业收入	414/445 百万元
13/14 收入增速	NC/7.4%
13/14 净利润	47/62 百万元
13/14 净利增速	NC/31.9%
13/14 EPS	0.28/0.37 元
13/14 PE	9/7

目录

公司概况：国内主题公园运营商第二梯队领导品牌	1
主营业务：专注于主题公园的投资与运营	1
商业模式：“主题公园+文化创意”双核运行.....	2
财务简介：2014 年公司收入和扣非后净利润为 4.45 亿元和 0.62 亿元.....	3
行业分析：市场空间辽阔，高科技和多业态引领变革	4
行业空间巨大，人均消费仅为美国四分之一.....	4
游乐园最受热捧，投资模式向演艺、科技转变	6
内容设计占据产业链核心，重游率是主题公园的生命线.....	8
主题公园行业竞争升级，高科技和多业态引领未来发展.....	9
公司分析：立足主题公园核心业务，探索服务输出与“小模块娱乐”扩张道路	10
品牌实力、区位优势及多元化布局助力公司稳健增长	10
“轻”“小”型扩张，丰富盈利新增长.....	13
风险因素	14
估值比较	15
附注	16

插图目录

图 1：恐龙园营收与净利润情况.....	1
图 2：2014 年公司收入构成情况	1
图 3：中华恐龙园部分设施一览.....	1
图 4：恐龙园的商业模式	3
图 5：恐龙园近年主营收入.....	3
图 6：恐龙园近年扣非后净利润.....	3
图 7：恐龙园三项费用率	4
图 8：恐龙园营运效率	4
图 9：恐龙园历年现金流与盈利能力	4
图 10：恐龙园近年毛利率和扣非后净利率	4
图 11：中国主题公园发展历程图.....	5
图 12：1980 年以来我国主题公园新增数量变化	5
图 13：国内旅游收入增长与城镇居民可支配收入增长高度正相关.....	6
图 14：2014 年我国不同细分类型主题公园投资总额.....	6
图 15：2014 年全球主题公园集团 TOP10.....	7
图 16：主题公园行业产业链.....	8
图 17：游乐设备技术发展历程	10
图 18：布局动漫与衍生品，实现收入最大化	12
图 19：公司布局互联网以及移动端 APP，服务升级.....	13



图 20：恐龙园历史沿革 16

图 21：恐龙园股权结构图 16

表格目录

表 1：中华恐龙园产品与服务 1

表 2：恐龙园所获荣誉一览 2

表 3：中国主题公园类型 5

表 4：部分国家文化产业扶持政策一览 5

表 5：2014 年中国内地主题公园 TOP10 7

表 6：未来将有越来越多的国外主题公园开发/运营商进入中国 7

表 7：我国主题公园三大投资模式 7

表 8：国内外主题公园内容设计行业主要公司 8

表 9：国内外主题公园经营比较 9

表 10：主题公园四个梯队 9

表 11：主题公园运营商实现连锁布局 9

表 12：诸多大型企业开始布局主题公园多业态运营 10

表 13：恐龙园举办的部分公益活动 11

表 14：动漫作品提升品牌影响力 11

表 15：周边客源城市经济和消费水平全国领先 12

表 16：长三角大型主题公园 2016 年春节黄金周客流量统计 12

表 17：公司正在履行的服务输出合同，轻资产扩张 13

表 18：可比公司估值情况 15

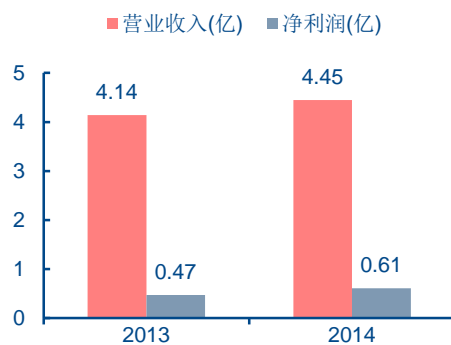
表 19：恐龙园融资情况一览 17

公司概况：国内主题公园运营商第二梯队领导品牌

主营业务：专注于主题公园的投资与运营

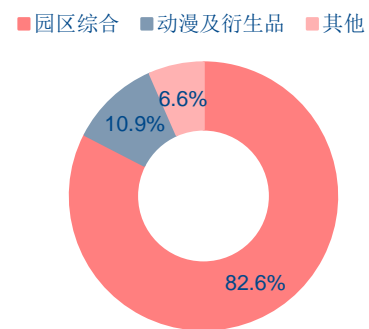
常州恐龙园股份有限公司（以下简称“恐龙园”）是一家专业从事文化旅游产业投资运营和整体解决方案供应的综合性文化企业。公司成立于 2000 年，经过 15 年发展已成为国内最大的集展示、科普、娱乐、休闲于一体的综合性恐龙主题游乐园的运营商。2014 年恐龙园接待游客总量达 370 万人次，在我国主题公园运营商中占据第二梯队龙头位置。公司的主营业务为主题公园的综合运营，相关动漫及衍生品的开发，发行和销售。其中园区的产品和服务可细分为主题教育、主题游乐、主题演艺、主题商业、主题环境艺术五大类。收入主要来自三部分：1) 园区综合部分的门票和餐饮，旅游纪念品，主题创意商品销售收入；2) 动漫电视剧发行收入，主题公园开发动漫形象的品牌形象授权及毛绒公仔、塑胶玩具、服饰饰品、日用品等恐龙文化产品在实体店及电商的销售收入；3) 公司输出运营、管理、服务取得的收入。2014 年公司实现收入 4.45 亿元，同比增长 7.42%，净利润 6051 万元，同比增长 29.48%，其中主题公园园区综合收入占总收入的 83%。

图 1：恐龙园营收与净利润情况



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 2：2014 年公司收入构成情况



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 3：中华恐龙园部分设施一览



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

表 1：中华恐龙园产品与服务

产品类型	服务内容
主题教育	中华恐龙馆是国内收藏展示中国系列恐龙化石最为集中的专题博物馆，总面积 20,000 平方米以上，陈列有以许氏禄丰龙、巨型山东龙、中华龙鸟三大镇馆之宝为主的 50 多具各地质年代的恐龙化石骨架；举办各种形式的科普教育活动
主题游乐	中华恐龙馆区、鲁布拉克区、库克苏克峡谷区、魔幻雨林区、嘻哈恐龙城区、梦幻庄园区（儿童区）、冒险港区等七大主题游乐区域，三十余项大、中、小型游乐设施及其他游乐体验项目
主题演艺	多种形式，包括主题音乐剧、特技表演、花车大巡游、原生态表演、梦幻剧场、动物表演等；节假日的大型主题文化创意活动；不定期新设主题活动
主题商业	园区提供休闲餐饮、旅游纪念品、主题商品消费等服务，设有多处主题餐厅，主题商店、商业互动设施



产品类型	服务内容
主题环境艺术	和售卖商亭以及画像、彩绘和摄影等网点 运用情景营造手段，以形态逼真的恐龙群雕、飞溅的瀑布、冷峭的山岩、无水的海洋、茂密的丛林、洪荒的洞窟实物为依托，配以独特的背景音乐，再现中生代特有的生存环境

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

表 2：恐龙园所获荣誉一览

序号	年份	荣誉名称	认定单位
1	2015	江苏省著名商标	江苏省工商行政管理局
2	2014	2013 年度全国旅游服务质量标杆单位	国家旅游局、国家质量监督检验检疫总局
3	2014	2013 年度十大最具影响力国家文化产业示范基地	文化部、中国文化产业协会
4	2014	全国“安康杯”竞赛优胜单位	中华全国总工会、国家安全生产监督管理总局
5	2014	长三角城市群心醉夜色体验之旅示范点	上海市旅游局、江苏省旅游局、浙江省旅游局、安徽省旅游局
6	2013	江苏省服务业创新示范企业（2013-2015）	江苏省发展和改革委员会
7	2013	全国五一巾帼标兵岗	中华全国总工会
8	2013	2012 美好江苏快乐游活动“旅客最喜爱的旅游景区（点）”	江苏省旅游局
9	2012	江苏省科普旅游示范基地	江苏省科学技术协会
10	2012	全国五一劳动奖状	中华全国总工会
11	2012	全国旅游标准化示范基地	国家旅游局
12	2010	中国地质文化产业示范基地	中国古生物化石保护基金会
13	2010	恐龙科研科普基地	中国地质科学院地质研究所
14	2010	国家 5A 级旅游景区	全国旅游景区质量等级评定委员会
15	2010	全国科普教育基地（2010-2014 年）	中国科学技术协会
16	2002	全国青少年科技教育基地	科技部、中宣部、教育部、中国科协

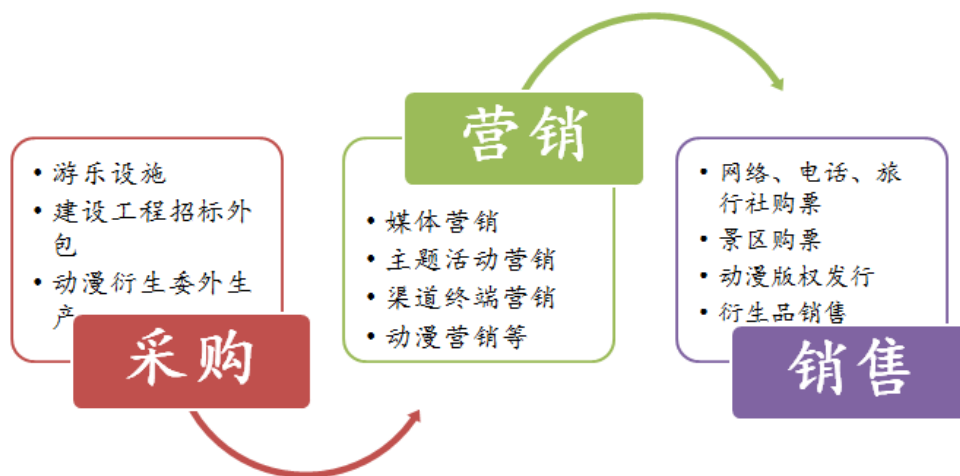
资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

商业模式：“主题公园+文化创意”双核运行

“主题公园+文化创意”双核运行。在主题公园方面，公司拥有全国最为集中的恐龙系列化石资源，围绕恐龙题材与恐龙文化建立主题公园和博物馆，通过科普与游乐相结合的方式拓展游客结构。相对稀缺的恐龙科普资源有效地帮助公司规避了主题公园行业同质化竞争日益严重的困局，化解了新兴科技馆和博物馆分流游客的风险。在文化创意方面，公司依托恐龙文化这一核心主题，在主题公园基础上延伸至主题文化创意、动漫及衍生产品的研发。公司深挖恐龙文化内涵，通过动漫创意内容将业务扩展到动漫剧作发行、版权授权及旅游商品销售等领域。在丰富公司盈利模式的同时，也令恐龙园的知名度和品牌形象获得更广泛的受众。

公司的商业模式可以分为采购、营销和销售三部分。
1) 采购模式。公司主要采购设备、办公用品、景区陈设用品等物资及物流、环卫、建设施工、餐饮等服务。其中游乐设施以市场价格购置；大规模建设工程通过招标形式委托外部企业完成；动漫衍生产品通过制定严格控制标准委外生产；
2) 营销模式。公司根据市场环境，实施了媒体营销、主题活动营销、渠道终端营销、体验营销、科普营销、动漫营销、品牌联合活动营销等多元化的营销模式；
3) 销售模式。公司门票的销售模式主要包括三种：一是游客通过公司的网络售票平台、400 电话订票客服及各合作旅游电商平台预订景区门票；二是游客自行至景区售票窗口买票；三是游客通过各地的旅行社报名预订组团至景区游玩。公司动漫电视剧通过发行到全国及省市级电视台取得发行收入，动漫文化衍生品则主要通过主题公园园区销售网点和自营电子商务平台出售。

图 4：恐龙园的商业模式



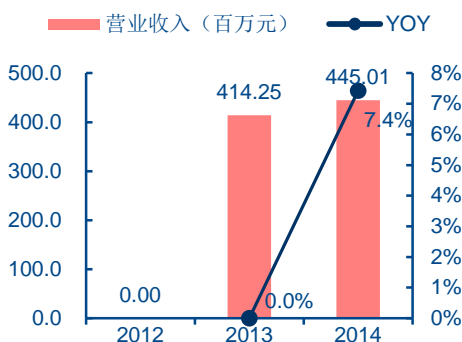
资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

财务简介：2014 年公司收入和扣非后净利润为 4.45 亿元和 0.62 亿元

公司营收与盈利平稳增长。公司营业收入主要来自于主题公园综合运营收入（门票收入、园区餐饮和商品销售）以及动漫衍生品的销售收入，2014 年实现营收 4.45 亿元，同比增长 7.4%。盈利方面，公司 2014 年扣非后净利润实现 6164 万元，同比增长 31.9%。收入的增长主要受益于公司在 2014 年 6 月提升门票价格（从 200 元/人提价至 230 元/人），令全年门票收入同比增加 2979.10 万元。净利润的增长除了价格上调的因素外，还源于公司在 2014 年减少了约 26% 的广告投放量，降低了销售费用。公司 2014 年毛利率为 44.8%，与 2013 年持平。主题公园运营业务毛利水平提升却未实现综合增长的主要原因是公司创作的《恐龙勇士 4》开播后市场反馈不佳，致使动漫衍生品业务总体成本增加，拉低了公司整体的毛利率。由于 2014 年公司开始涉足内容设计和管理输出业务，导致应收账款周转率出现下滑。经营性现金流 2014 年稳健增长，主要也是受益于门票价格上涨带来的现金收入增加。

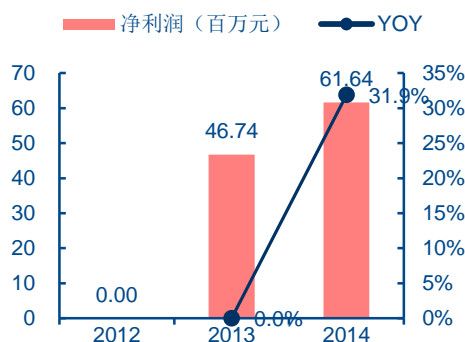
目前公司的财务杠杆正逐渐上升，资产负债率从 2013 年的 53.50% 上升至 2014 年的 59.05%。其中公司流动负债占比较大，且持续增长，从 2013 年的 51.3% 增加至 2014 年的 63.8%。由于主题公园运营所需资本性支出较大，形成大量的非流动资产，公司过去两年流动比率仅为 0.27 和 0.41，处于较低水平。

图 5：恐龙园近年主营收入（单位：百万元）



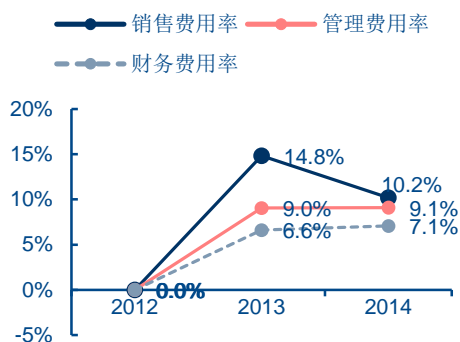
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：恐龙园近年扣非后净利润（单位：%）



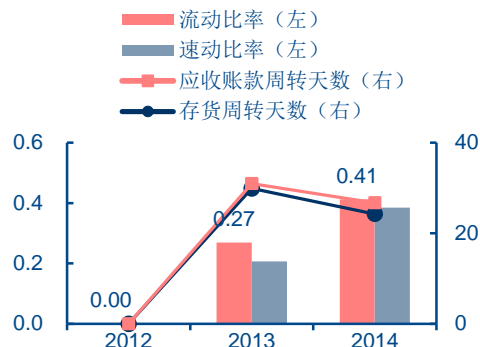
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 7：恐龙园三项费用率



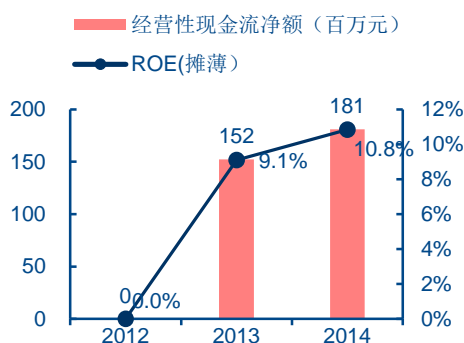
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 8：恐龙园营运效率



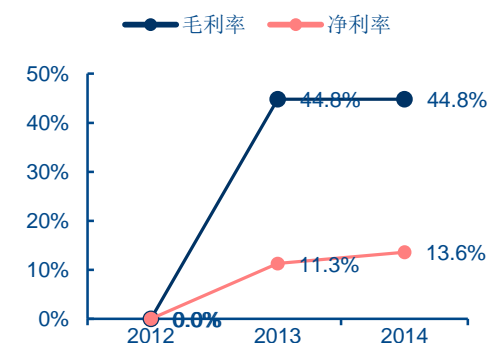
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 9：恐龙园历年现金流与盈利能力



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 10：恐龙园近年毛利率和扣非后净利率



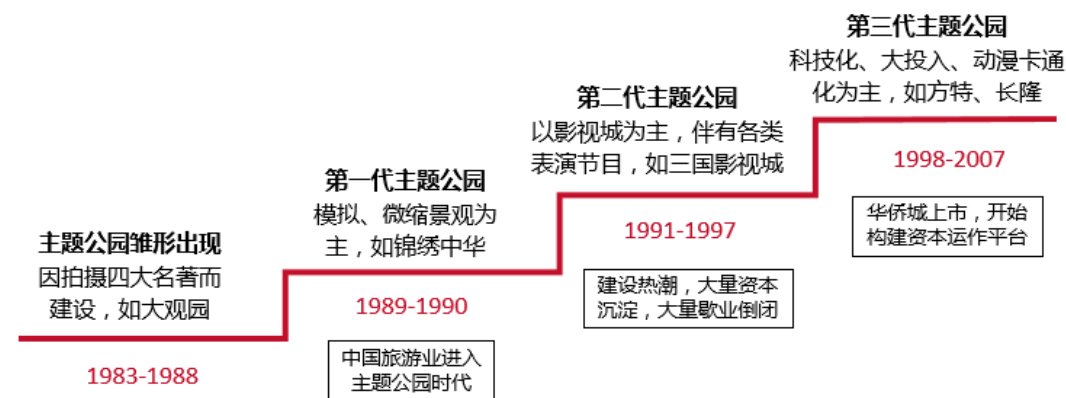
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

行业分析：市场空间辽阔，高科技和多业态引领变革

行业空间巨大，人均消费仅为美国四分之一

我国主题公园行业逐步走向成熟，处于持续增长阶段。我国主题公园发展历程主要经历五个阶段。1983-1988 年：萌芽阶段。1983 年由《红楼梦》拍摄基地改造的北京大观园开始营业，这代表着我国主题公园雏形出现。该时期内所建造的主题公园主要以静态观赏型为主，规模较小且娱乐互动性不强；1989-1990 年：发展元年。1989 年华侨城集团投资建设的“锦绣中华”标志着我国第一个真正意义上的大型主题公园诞生。第一代主题公园同样是以静态微缩景观展示为主，娱乐功能相对缺乏；1991-1997 年：建设热潮。90 年代是我国主题公园建设高峰期，共建成各类型主题公园约 2500 余座。在粗放发展的热潮下，约 8 成公园最终歇业倒闭；1998-2007：科技升级。新建项目基本专注于娱乐主题，高科技游乐设施明显增加；2007 至今：成熟阶段。2007 年后行业增长持续，但新建主题公园数量明显减少，其中高科技娱乐项目仍占据主导。TEA & AECOM 预计，到 2020 年将有 59 个主题公园、5 个水上乐园建成运营，总投资额达 238 亿美元（约合 1595 亿元）。

图 11：中国主题公园发展历程图



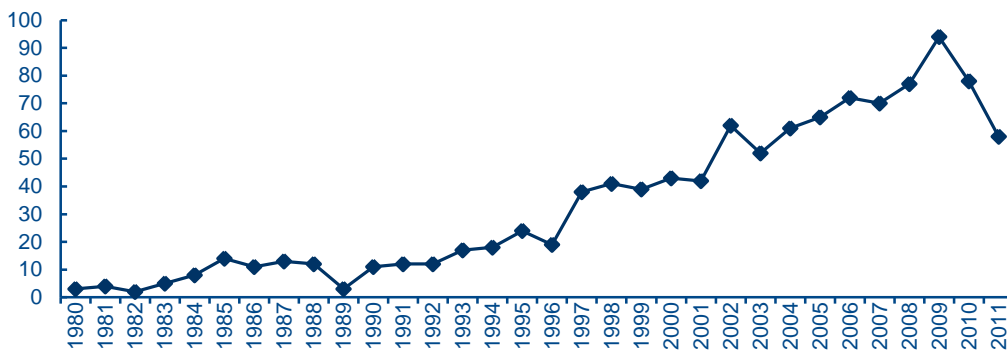
资料来源：中新网，中信证券研究部整理

表 3：中国主题公园类型

类型	举例
游乐园	欢乐谷：国内领先的主题公园连锁品牌，拥有深圳、北京、上海、成都等多个著名主题公园，隶属于深圳华侨城股份有限公司
人工场景主题公园	横店影视城：全球规模最大的影视拍摄基地，拥有 13 个跨越几千年历史时空、汇聚南北地域特色的影视拍摄基地和 2 座超大型的现代化摄影棚，隶属于横店集团
观光主题公园	锦绣中华：世界上面积最大、内容最丰富的实景微缩景区，占地 450 亩，82 个景点均按中国版图位置分布，大部分按 1:15 的比例建造，由香港中旅国际投资有限公司和深圳华侨城股份有限公司合资兴办
特定主题公园	海昌极地海洋世界：中国海洋主题公园领军者，拥有老虎滩海洋公园/海昌极地海洋世界/发现王国等多个主题公园，隶属于海昌控股有限公司

资料来源：中商情报网《2014 年中国主题公园行业发展现状及发展困境分析》，中信证券研究部整理

图 12：1980 年以来我国主题公园新增数量变化（单位：家）



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部整理

文化产业政策扶持和旅游消费需求推动行业发展。“十二五”期间，我国政府大力扶持文化产业，在审批、监管、税收等方面有着诸多的鼓励措施，旅游行业步入高速增长期。同时，随着城镇居民人均可支配收入的增长，国内旅游消费将会持续上升。AECOM 数据显示，目前大约有 7 亿中国人有参观主题公园的经济条件，到 2020 年将达到 10 亿人。据统计，我国主题公园游客人均消费不足 12 美元，而国外人均消费达 46 美元，市场潜力巨大。

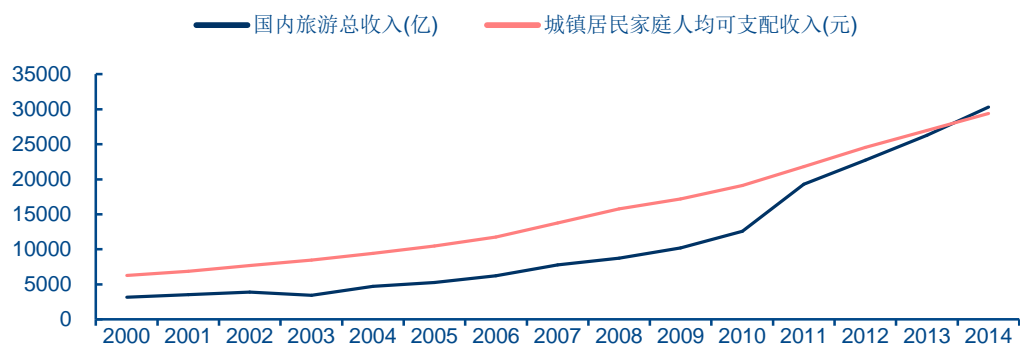
表 4：部分国家文化产业扶持政策一览

时间	名称	政策内容
2015.8.11	国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见（国办发【2015】62 号）	明确通过改革创新促进旅游投资和消费的若干计划和措施，促进旅游投资消费持续增长。
2014.4.16	国务院颁布《进一步支持文化企业发展的规定》	中央财政和地方财政应安排文化产业发展专项资金，采取贴息、补助、奖励等方式，支持文化企业发展；落实

时间	名称	政策内容
2014.3.20	《文化部关于贯彻落实〈国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见〉的实施意见》	和完善有利于文化内容创意生产的税收优惠政策；鼓励文化企业进入中小企业板、创业板、“新三板”融资。 提高文化产业创意水平和整体实力，推动文化创意和设计服务与相关产业深度融合。
2014.2.26	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》（国发〔2014〕10号）	坚持正确的文化产品创作生产方向，着力提升文化产业各门类创意和设计水平及文化内涵，加快构建结构合理、门类齐全、科技含量高、富有创意、竞争力强的现代文化产业体系，推动文化产业快速发展。
2013.9.29	《大型游乐设施设计文件鉴定规则（试行）》	为规范设计文件鉴定工作，保证大型游乐设施的安全，根据《特种设备安全监察条例》的规定，制定本规则。

资料来源：相关政府网站，中信证券研究部整理

图 13：国内旅游收入增长与城镇居民可支配收入增长高度正相关

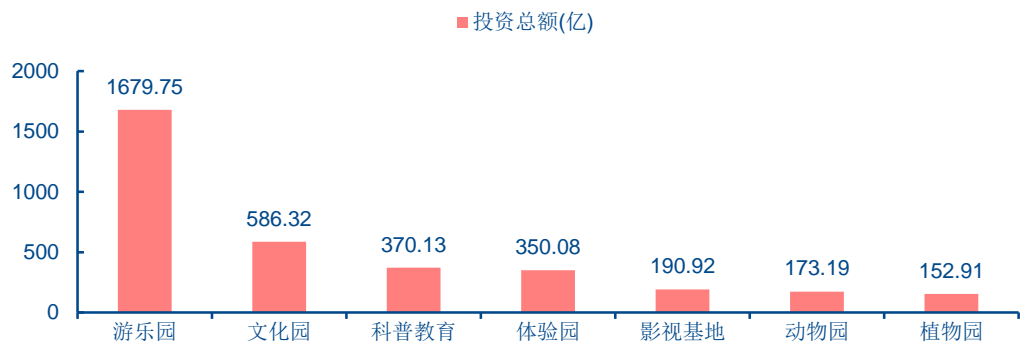


资料来源：Wind，中信证券研究部整理

游乐园最受热捧，投资模式向演艺、科技转变

主题公园行业具有高投入和强周期性的特点，游乐园是我国当前最主流的主题公园类型。由于主题公园的投资规模巨大，且我国主题公园的客流量普遍在开业初期达到峰值后便逐步回落，衍生产业也尚未成熟，国内主题公园投资回收期普遍较短。国外主题公园的投资回收期一般定为 6-8 年，而国内则为 2-3 年。因此，以提供游乐设备为主且短期盈利能力最强的游乐园最受投资者喜爱。2014 年主题公园投资额分布中，游乐园以压倒性优势位居首位。在其他类型的主题公园数量较少的情况下，游乐园的年均游客接待量最多。上海迪士尼即将于 2016 年 6 月开业，预计届时游客规模将达 1500 万人次，约占上海全年接待游客规模的 2%到 3%。

图 14：2014 年我国不同细分类型主题公园投资总额



资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部整理



表 5：2014 年中国内地主题公园 TOP10

序号	名称	游客人次（万）	细分类型
1	杭州宋城	581	文化园
2	珠海长隆海洋王国	550	科普教育
3	深圳东部华侨城	378	综合型
4	常州恐龙园	370	游乐园
5	深圳世界之窗	360	文化园
6	广州长隆欢乐世界	335	游乐园
7	北京欢乐谷	334	游乐园
8	深圳欢乐谷	330	游乐园
9	成都欢乐谷	258	游乐园
10	上海欢乐谷	236	游乐园

资料来源：前瞻网、凤凰网旅游等，中信证券研究部整理

主题公园游览价值亟需提升，投资模式向“公园+演艺”和“公园+科技”转变。随着未来国外主题公园强势入驻，我国主题公园行业竞争必将进一步加剧，国内主题公园游览价值亟需提升以加强市场竞争力。之前在“公园+地产”的传统模式下，我国主题公园的游览价值多为纯观光性的静态人造景观，以模仿、集中组合、微缩为主，游客重游率较低。而未来以演艺、科技等强文化内容为核心的竞争方式将成为趋势。AECOM & TEA 发布的《2014 年全球主题公园和博物馆报告》显示，全球主题公园 TOP10 中的华侨城集团、长隆集团、宋城集团均在运营上不同程度地融合了科技、动漫、演艺等高附加值服务，投资模式向演艺与科技的转变将成为未来趋势。

表 6：未来将有越来越多的国外主题公园开发/运营商进入中国

时间	主题公园
2016 年 6 月	上海迪士尼乐园开业
2016 年 7 月	由马来西亚建策集团投资超过 100 亿元建设的波塞冬海洋王国将于在松花江避暑城开业
2018 年	东方梦工厂的“梦中心”主题乐园开业
2018 年	由北京市侨联华商企业山水文园集团与美国六旗集团合作建设的“山水六旗小镇”开业
2019 年	由首寰公司和美国环球公司共同投资建设的北京通州环球影城开业

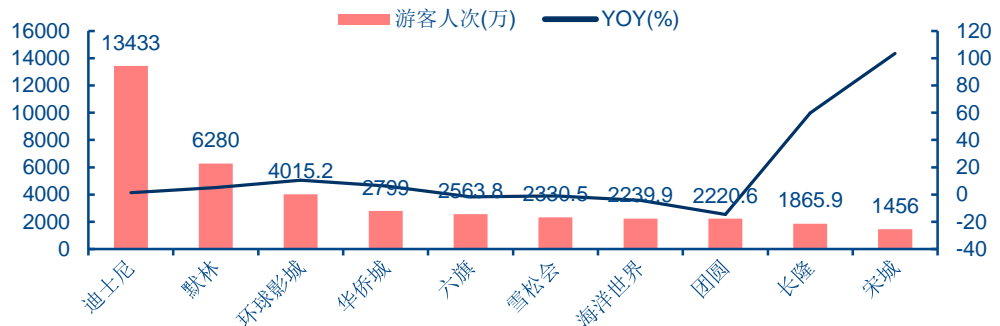
资料来源：搜狐《2016 年中国主题公园行业市场发展机遇与挑战并存》，中信证券研究部整理

表 7：我国主题公园三大投资模式

投资模式	特点
“公园+地产”	主要选址在中心城市周边的二三线城市，圈地数百亩甚至上千亩，开发商通常运作集主题公园、别墅、酒店、商业街等多种业态为一体的旅游复合地产
“公园+演艺”	主题公园充当演艺项目的平台，并且两者具有相关性，开发商通常具有强大的文化内容制造能力
“公园+科技”	通常运用计算机、声光电、人工智能、自动控制、数字技术等高科技，比如在美国奥兰多迪士尼，游客可以坐上潜艇潜游海底两万里，登上宇宙飞船遨游月球，参观模拟外层空间环境的种植实验室

资料来源：前瞻产业研究院，中信证券研究部整理

图 15：2014 年全球主题公园集团 TOP10

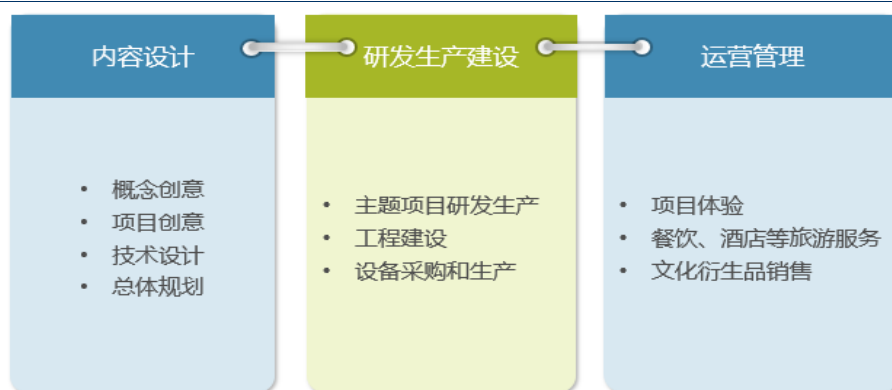


资料来源：AECOM & TEA 《2014 年全球主题公园和博物馆报告》，中信证券研究部整理

内容设计占据产业链核心，重游率是主题公园的生命线

内容设计占据产业链核心。主题公园行业由内容设计、研发生产建设和运营管理三大部分组成。主题公园的游览价值取决于主题内容能否为游客带来心理上的契合和满足，这是主题公园吸引旅客（重复）游园消费的关键。在全球前十大主题公园中，国外一线主题公园如迪士尼和环球影城等凭借在内容设计端的强大竞争力，重游率始终保持在 60%-70%的水平，而国内主题公园中的佼佼者如深圳欢乐谷、东部华侨城等的重游率仅为 30%左右。这一方面因为中国人口基数大，主题公园发展处于大量需求较粗放的早中期，同时也是因为我国主题公园上游的内容设计行业刚刚起步，国内仅有少数企业如华强文化、文旅科技等具备一定的竞争力，导致国内成熟的大型主题公园的规划设计和游乐设施的创意策划大多出自外国团队之手。

图 16：主题公园行业产业链



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

表 8：国内外主题公园内容设计行业主要公司

名称	总体规划设计	景观设计	特种电影创意设计	舞台表演创意设计	主题项目的研发生产
Disney Imagineering	主要为迪士尼乐园做总体规划设计。代表作：迪士尼乐园	主要为迪士尼乐园做主题包装创意与景观设计。代表作：迪士尼乐园	主要为迪士尼乐园的特种电影项目做创意设计。代表作：加勒比海盗	主要为迪士尼乐园内的舞台表演项目和原创音乐做创意设计。代表作：海底总动员、小人鱼、狮子王	主要为迪士尼乐园内的主题项目做研发生产。代表作：恐怖塔、加勒比海盗
Landmark	承接主题公园总体规划设计。代表作：成都国色天香	承接主题公园主题包装、景观设计。代表作：魔法实验室、怪物电力公司	承接 4D 影片设计。代表作：终结者 2、外星人	--	承接国内主题分项工程游乐设施提供与研发。代表作：侏罗纪公园、星际迷航
Forrec	承接主题公园总体规划设计。代表作：珠海海泉湾、长隆欢乐世界青岛宝龙乐园	承接主题公园主题包装、景观设计。代表作：东部华侨城、环球影城	--	--	--
华强文化	主题公园总体规划设计。代表作：方特欢乐世界、方特梦幻王国、非物质文化遗产文化博览园	主题公园整体景观及主题项目包装、设计。代表作：魔法城堡、水漫金山、聊斋	特种电影的设计。代表作：生命之光、神奇博物馆	主要为主题舞台表演项目和原创音乐做创意设计。代表作：猴王、丛林故事	主要为主题项目做研发生产。代表作：水漫金山、魔法城堡、飞越极限

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

重游率是主题公园经历粗放投资阶段后期的生命线。中国社科院数据显示，目前国内主题公园投资在 5000 万元以上的有 300 家左右。其中有一定品牌知名度和良好经营业绩的主

主题公园数量仅占总量的 10%，而 70%的主题公园都处于亏损状态。根据前瞻产业研究院发布的《2013-2017 年中国主题公园行业发展模式与投资战略规划分析报告》，中国大部分主题公园尤其是自然生态型、文化历史型等传统主题公园重游率较低。而那些项目参与性较强、产品娱乐性强、技术创新较快的景区如深圳欢乐谷、东部华侨城、华强方特等公园的整体重游率相对较高，为 30%-35%左右。我国大量主题公园面临着国外竞争对手和自身主题雷同、缺乏特色的双重压力，亟需提高重游率来提高经营效率。

表 9：国内外主题公园经营比较

项目	国内情况	国外情况
新增速度	国内 20 年间，增加了 2500 个主题公园	美国 50 年，增加了 30 个主题公园
人均到访率	人均到访率不足 25%	人均到访率 80%
创新性	重复模仿、人工痕迹较多	拥有专业创新研究团队，申请专利较多
游客停留时间	2-4 小时	6-12 小时
后续投资	多数没有后续投资	每年新内容的投资占全年总收入的 4%-5%
人才状况	专业管理人才少	以高新留住专业人才
收入结构	80%来自门票收入，其他商品经营占 20%	门票收入占 20%-30%

资料来源：李婧、鲁娜：《国内主题公园何去何从》（中国文化报），中信证券研究部整理

主题公园行业竞争升级，高科技和多业态引领未来发展

主题公园行业竞争升级，马太效应显现，连锁经营将成为趋势。我国主题公园服务商和运营商目前正面临来自境内外的双重挑战。国外成熟的内容设计商和游乐设备供应商，较我国具有绝对优势，并且已经进入我国市场同时占有较高的市场份额。上海迪士尼和北京环球影城预计分别将于 2016 和 2019 年开园，将在未来引领更多国际知名的主题公园运营商进入中国。而随着游乐活动的选择增加，主题产品陈旧、缺乏吸引力的主题公园将被淘汰，市场竞争愈发激烈。

由于主题公园投资规模较大，需要大量的资金和专业人才进行前期的创意设计、基础设施建设、项目购置，中期周边的配套设施完善以及运营阶段的日常维护、后续改造和项目翻新，行业壁垒极高。从美国行业经验看，随着主题公园行业的不断成熟，行业集中度逐步提高，马太效应明显。在 2014 年美国入园人数前 15 名的主题公园均于 1990 年之前开园，呈现强者恒强的特点。目前，我国主题公园运营商呈现四个梯队，其中集团式经营的企业凭借其规模经济性占据市场领先地位，未来集团主导的主题公园连锁经营将成为行业发展趋势。

表 10：主题公园四个梯队

梯队	标准	代表企业
第一梯队	集团年接待量超过 1000 万人次	华侨城、华强文化
第二梯队	年接待量超过 200 万人次	恐龙园、宋城股份
第三梯队	年接待量在 100 万-200 万人次	北京石景山游乐园、大连发现王国
第四梯队	年接待量在 100 万人次以下	规模较小、游览内容较简单

资料来源：前瞻产业研究院《2015-2020 年中国主题公园行业发展模式与投资战略规划分析报告》，中信证券研究部整理

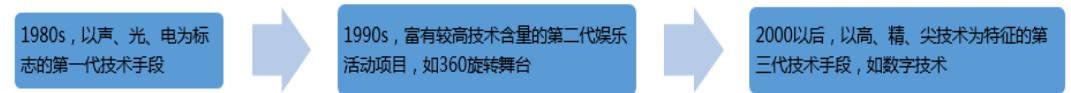
表 11：主题公园运营商实现连锁布局

公司	区域布局	主题公园数量	项目特点
华侨城集团	北京、成都、上海、深圳、武汉、天津等	6	运用高科技，实现虚拟的体验效果
华强集团	芜湖、泰安、株洲、青岛、沈阳、郑州等	16	主打“文化科技”，园内游乐措施主要以科幻冒险为主
长隆集团	广州、珠海等	4	动感骑乘类游乐项目和各式各样的水族馆、野生动物园
宋城演艺	杭州、泰安、三亚、丽江、石林等	1	大型文化演艺表演，结合骑乘类游乐项目
万达集团	武汉、西双版纳等	2	主题公园结合影视，实现影视衍生品的开发；结合旅游与傣族文化

资料来源：搜狐《2016 年中国主题公园行业市场发展机遇与挑战并存》，中信证券研究部整理

游乐设备技术配置向高精尖递进。20 世纪 90 年代以来，主题公园以声、光、电为标志的第一代技术手段，逐步退出历史舞台，让位于一些富有较高技术含量的第二代娱乐活动项目。2001 年，随着上海科技馆的建成和极大的市场轰动效应，以高精尖技术为特征的第三代技术手段，被广泛应用于主题性的科普娱乐活动中。顺应世界文化发展潮流的业态创新，运用现代高新科技手段的文化产业创新，是未来中国主题公园发展的一个趋势。

图 17：游乐设备技术发展历程



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

打造特色内容，多业态组合是主题公园运营的发展方向。国外大型主题公园普遍具备独特鲜明的特色，例如迪士尼乐园追求童话梦境的美好、环球影城主打科幻英雄主义、六旗更加侧重娱乐刺激度。而我国主题公园整体同质化率较高，在内容呈现方面普遍缺乏特色，因此内容设计端的建设任重而道远，多业态组合运营打造泛娱乐生态将成为主题公园的发展方向。多业态运营的实质是依靠跨界资源做商业内容和变现模式上的创新，利用新的内容和产品吸引流量带动消费。未来主题公园将不仅仅局限于旅游业，还将涉及到演艺、体育、影视传媒、会展、餐饮、高科技等多个行业，实现多产业联动。

表 12：诸多大型企业开始布局主题公园多业态运营

企业名称	措施
华强集团	已在芜湖、泰安、青岛、沈阳、株洲、郑州、重庆、厦门建设了方特欢乐世界和方特梦幻王国 16 家大型文化科技主题公园
万达集团	计划斥资 2000 亿元在中国打造 12 座主题公园。其在全球首创的文化旅游新品牌“万达文化旅游城”囊括室外主题公园、万达茂、大型主题秀场、星级酒店群等多重业态，已在哈尔滨、合肥、南昌、无锡、广州等地落地
世茂集团	已确定在武汉龙湾、大连御龙海湾、上海佘山里、石狮摩天城等 6 个项目中建设主题公园，均为旅居地产项目，类似万达旅游综合体项目，未来世茂主题公园数量将达到 10 座
华谊兄弟	旗下业务将重新整合为三大板块，包括传统的影视娱乐板块、实景娱乐板块以及互联网娱乐板块。在实景娱乐板块，已布局了苏州、深圳、海南三个项目，其中，2014 年 6 月开业的海口“冯小刚电影公社”作为首个开业的项目，总投资 55 亿元
光线传媒	将联手上海市政府在闵行区打造“中国电影世界”，占地约 1200 亩，总投资预计 100 亿元。与其他电影主题项目不同的是，该项目先确定要拍摄的电影，再进行电影场景搭建，之后再启动旅游项目
中航工业	计划在全国布局 5-6 个航空大世界项目，每个航空大世界大约占地 5000 亩，每个项目总投资大约 200-300 亿元，总计投资将达 1000-1200 多亿元。全球首个以航空为特色的大型综合航空主题乐园“航空大世界”预计 2017 年建成对外开放

资料来源：搜狐《2016 年中国主题公园行业市场发展机遇与挑战并存》，中信证券研究部整理

公司分析：立足主题公园核心业务，探索服务输出与“小模块娱乐”扩张道路

品牌实力、区位优势及多元化布局助力公司稳健增长

品牌影响力卓越，行业经验丰富。中华恐龙园是常州首家 5A 级旅游景区。经过 15 年发展，公司在主题公园的设计、规划、运营、营销等各方面均积累了丰富的运作经验，聚集和培养了一批行业经验丰富、对行业发展具有深度见解的管理人员和业务骨干。AECOM&TEA 联合发布的《2014 年全球主题公园和博物馆报告》显示，中华恐龙园以 370 万人次的单园年接待量在全亚洲主题公园中排名第 13 位、大中华区排名第 6 位，稳居国内主题公园第二梯队龙头地位（第一梯队多为连锁经营的公园运营商，一般公园数量多且客流量庞大，如华强方特、欢乐谷），业界品牌影响力巨大。公司致力于通过标准化的管理来提升游产品

质量和服务水平，现已建立起了成熟的旅游服务标准管理体系，制定了《基础服务用语》、《基础行为规范》、《游乐服务规范》等一系列园区接待服务标准。凭借公司卓越的品牌以及丰富的行业经验，公司参与并起草了《主题公园服务规范》，成为国内首个主题公园行业标准。

公益、娱乐和动漫三方打造品牌价值。恐龙园通过布局公益、娱乐活动以及动漫内容产品，逐步提升品牌影响力。**1) 公益活动。**仅 2015 年上半年中华恐龙园就举办“幸福花儿大篷车”公益游园、“绽我才华，绚我风采”第四届全国残疾人文化交流会、“点亮微心愿，用心来实现”等多场公益活动，旨在承担更多的社会责任，弘扬品牌价值；**2) 娱乐活动。**公司借助场地优势，联合外部合作方共同组织“同一首歌——走进常州”、“世纪震撼——恐龙园之春”、“第二届国际模特大赛暨怀旧金曲演唱会”等大型综合文艺活动。并在节假日举办恐龙文化节、暑期夜公园、圣诞狂欢夜等主题公园活动，提升公司在长三角地区的知名度；**3) 动漫作品。**公司联合外部优质内容出品方，陆续推出了《恐龙宝贝》系列及《恐龙来了》等动漫剧集和电影。同时，公司又将上述作品中的恐龙主题动漫形象、建筑、景观、剧情等内容植入“梦幻庄园”、“恐龙王国欢乐行”等游乐、演艺项目，形成了线上动漫影视作品与线下主题公园紧密的良性联动，提升主题公园文化内涵及品牌形象。

表 13: 恐龙园举办的部分公益活动

活动名称	时间	活动内容
微公益，微心愿	2014 年 7 月	关注、帮扶品学兼优的贫困学生，圆他们假日游乐的“微心愿”
爱让希望永存	2014 年 9 月	走进市儿童福利院——送知识，送爱心
关爱智障儿童	2014 年 12 月	金坛启智学校的四十多名学生及部分老师免费畅游中华恐龙园
幸福花儿大篷车	2015 年 1 月	40 名优秀外来员工子女免费游玩中华恐龙园
绽我才华，绚我风采	2015 年 4 月	全国 25 省市和台湾地区的近百名残疾人士及志愿者参与了此次游览活动，园区提供了无障碍免费入园服务
行走的格桑花——龙园之旅	2014 年 8 月	联手格桑花教育救助会邀请了西部地区“准大学生”们来园做客，体验恐龙时代的奥秘

资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

表 14: 动漫作品提升品牌影响力

名称	发行时间	播放平台	收视率/播放量	主要奖项
《恐龙宝贝之龙神勇士第一季》	2009 年	CCTV、北京卡酷、上海炫动、江苏优漫、湖南金鹰、广东嘉佳等各大卡通卫视，并覆盖全国 300 多家电视台	首播：3.5% 复播：4.1%	常州第六届“五个一工程”入围作品奖
《恐龙宝贝之龙神勇士第二季》	2011 年	CCTV、北京卡酷、上海炫动、江苏优漫、湖南金鹰、广东嘉佳等各大卡通卫视，并覆盖全国 300 多家电视台	5.4%	2011-2012 年度天下动漫风云榜“年度动漫作品奖”、2011-2012 年度江苏电视文艺奖动画节目一等奖、常州第六届“五个一工程”入围作品奖
《恐龙宝贝之龙神勇士第三季》	2011 年	CCTV、北京卡酷、上海炫动、江苏优漫、湖南金鹰、广东嘉佳等各大卡通卫视，并覆盖全国 300 多家电视台	7879 万	2012-2013 年度江苏电视文艺奖动画节目二等奖
《恐龙来了》	2015 年	CCTV、北京卡酷、上海炫动、江苏优漫、湖南金鹰、广东嘉佳等各大卡通卫视	—	国家新闻出版广电总局 2014 年第三季度推优国产动画片

资料来源：CNTV、索福瑞、爱奇艺，中信证券研究部整理

区位优势显著，差异化战略保障客流优势。恐龙园地处苏锡常都市圈，周围还有芜湖、南京、杭州、上海等经济发达城市，居民消费水平和受教育程度高，消费观念成熟。此外，依靠发达的公路及铁路交通网络，长三角地区同城化效应大幅提升，“三小时生活圈”令周边自助游客源市场不断扩大。目前长三角地区主题公园集聚，大中型主题公园共计约十余座，然而主要游乐项目如过山车、激流勇进、特效电影等同质化较为明显。恐龙园拥有全国最为集中的恐龙系列化石资源，通过 15 年的深耕经营，成功建立起集科普娱乐为一体、文化题材鲜明的博物馆和游乐休闲项目。结合周边齐备的配套设施，恐龙园形成了主题酒店、休闲购物、温泉度假等复合消费场景，规避了行业同质化竞争日益严重的困局。在 2016 年春节黄金周期间，恐龙园累计接待游客 40.8 万人次，较 2015 年春节同比增长 18.33%，在长三角大型主题公园的客流量排名中处于领先地位。

表 15：周边客源城市经济和消费水平全国领先

地区	上海	常州	苏州	无锡	南京	杭州
2014 年 GDP(亿)	23560.94	4901.87	13760.89	8205.31	8820.75	9201.16
排名	1	33	7	12	11	10
2013 年人均可支配收入(元)	43851	36946	39079	38999	39881	39310
排名	3	18	4	13	10	11
2012 年中国城市消费指数	1	0.63	0.8	0.6	0.71	0.93
排名	1	32	7	6	5	4

资料来源：Wind、社科院，中信证券研究部整理

表 16：长三角大型主题公园 2016 年春节黄金周客流量统计

名称	主题	地点	建成时间	客流量 (万人次)
横店影视城	影视娱乐	浙江省东阳市	1996 年 7 月	106.89
中华恐龙园	恐龙文化	江苏省常州市	2000 年 9 月	40.8
春秋淹城	诸子百家	江苏省常州市	2010 年 5 月	14.23
芜湖方特旅游度假区	高科技和虚拟体验	安徽省芜湖市	2008 年 10 月	6.91
上海欢乐谷	游乐、动感	上海市	2009 年 8 月	5.5
环球动漫嬉戏城	网络游戏“虚实互动”	江苏省常州市	2011 年 5 月	4.17
Hello Kitty 乐园	动画娱乐	浙江省安吉市	2015 年 1 月	4
长风海洋世界	水族馆及娱乐	上海市	-	2.6
宁波罗蒙环球城	家庭室内游乐	浙江省宁波市	2015 年 8 月	-
上海迪士尼乐园	动画	上海市	2016 年 6 月	-

资料来源：主题公园界、头条网《全国各大主题公园春节黄金周客流量盘点》，中信证券研究部整理

内容设计、动漫衍生与智慧旅游多元化布局。公司拥有自有的景观设计和设备供应团队，**布局主题景区产业上游。**主题公园建设通常是将文化策划、景观设计、设备开发等供应商资源进行拼装整合。公司为获取上游策划设计及设备开发能力，分别于 2013 年和 2014 年与外部技术团队合作成立了常州卓筑景观规划设计有限公司和上海龙宣数字科技有限公司。其中卓筑景观主要从事主题公园和景区的策划、规划、设计和文化产业开发，龙宣科技则负责提供公园内科技娱乐项目的创意策划、定制设计、生产制作及施工安装一体化解决方案。恐龙园通过布局产业链上游业务，拥有了创意策划服务输出的技术实力。

深挖动漫及衍生品变现渠道。公司自建动漫及衍生品团队，通过打造原创动漫深挖恐龙文化内涵并积极拓展推广渠道，创作出了优秀的原创动漫精品《恐龙宝贝之龙神勇士 1-3》系列动画作品，在国内 200 多家电视台轮番热播，取得高收视率。优质动漫内容极大增加了恐龙园的曝光度与市场影响，同时也极大丰富了下游衍生产业。公司自主研发了 1500 余款恐龙宝贝品牌衍生品，园区内销售金额年超 4000 万元。

图 18：布局动漫与衍生品，实现收入最大化



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

智慧旅游升级游园体验。恐龙园在互联网上的布局主要包括环球恐龙城官方网站、常州恐龙城 APP 及环球恐龙城微信公众号。环球恐龙城微信号具有智能导航、智能餐饮和智能导购服务。智能定位及导航功能可以使游客便捷的规划游园路线、体验自助旅行的快乐；手机订餐则可以让游客更自由的控制时间，在游玩过程中更快捷的享受园内的餐饮服务；智能导购可以让游客在手机上购买主题商品，待出园时在园区出口处的“侏罗纪物语”提取；常州恐龙城 APP 更有语音导游服务。新技术的应用进一步提高了服务质量，丰富了用户的游园体验。

图 19：公司布局互联网以及移动端 APP，服务升级



资料来源：公司官网，中信证券研究部整理

恐龙园凭借品牌实力、区位优势和多元化布局，2014 年凭借单园 370 万人次的接待量以及 3.65 亿的综合运营收入，运营实力目前已居业内领先水平。我们预计公司 2015 年客流量会突破 400 万人次，园区综合业务收入有望增长约 15% 达到 4.2 亿元，2015-2017 年园区综合业务收入 CAGR 有望达到 10%。动漫及衍生品业务方面，公司短期内将不会再投入新的动画制作，动漫版权及衍生品销售收入未来 3 年有望维持在 5000-5500 万元左右。

“轻” “小” 型扩张，丰富盈利新增长

通过品牌管理和服务输出实现轻资产扩张。由于华东地区主题公园行业竞争日趋激烈，除了现有的 10 多家大型主题乐园外，目前约有 10 家新园正在筹建，大量同质化项目的上马或将会冲击公司新开发的产品及服务。恐龙园未来将依托品牌优势及成熟运营经验转变发展模式，通过输出旅游设计咨询及运营管理服务实现轻资产扩张。自 2013 年以来，恐龙园在品牌管理和服务输出方面签约项目已达 61 个，服务对象包括景区、度假区及商业地产等。各项目根据工期收取管理咨询费和托管运营费，2014 年该业务实现营收 2900 万元，同比增长 32%。

2015 年公司全案参与由陕旅集团打造的“西部恐龙城”文旅项目的开发与运营，一期项目涵盖恐龙主题酒店、水上乐园及文化演出，总投资额将达 30 亿元。项目于 2015 年 10 月开工，计划 2016 年 10 月建成开业。在建设期中该项目有望为公司贡献约 1000 万收入，建成营业后公司将根据运营情况按比例收取运营管理费。“西部恐龙城”项目是公司轻资产对外扩张业务的重大突破，目前公司在盐城、襄阳、福州、常德、青岛、大连等地拥有近 10 个项目储备，未来将采取“投资+咨询+代理运营”的综合服务方式管理运营 10 家文化旅游景区（投资比例为 20%），逐步实现从主题公园开发运营向文化旅游产业投资运营商、整体解决方案供应商的转型。

表 17：公司正在履行的服务输出合同，轻资产扩张

项目名称	产品内容	委托方/合作方	起始日期	期限	收入
“鱼梁洲符合性综合项目”旅游子项目	品牌，管理，服务和创意规划设计	上海沃成投资有限公司	2014/02/28	10 年	2200 万元+项目营业收入相应比例
罗蒙环球乐园	运营和营销管理	宁波罗蒙环球商业广场有限公司	2014/08/18	2 年	399 万元

项目名称	产品内容	委托方/合作方	起始日期	期限	收入
“未来之家”主题公园项目	日常经营服务	上海新伟置业有限公司	2014/07/29	2年	300万元
“绍兴镜湖旅游综合体一期工程游嬉江南区（水公园）”项目	建设和管理	绍兴市旅游投资发展有限公司	2014/10/27	10个月	350万元
“东方盐湖城道天下——六院”项目	设计服务	东方盐湖城旅游发展有限公司	2014/03/25	据工期	395.68万元
东方盐湖城球幕动感影院	设备安装、调试、操作培训	东方盐湖城旅游发展有限公司	2014/04/14	据工期	1480万元
常州东方盐湖城魔幻剧场一体化工程项目	设备安装、调试、操作培训	东方盐湖城旅游发展有限公司	2014/06/19	据工期	800万元

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

培育“恐龙人”品牌，布局“小模块娱乐”新蓝海。主题公园的投资运营模式门槛高企，一般需要投入巨额资金，并整合土地、内容设计、工程建设等多方供应商资源。当前国内主题公园建设仍高潮迭起，国外迪士尼也即将落户上海，未来行业竞争必将加剧，传统的主题公园运营模式亟待创新。恐龙园坚持差异化发展应对行业竞争，培育“恐龙人”品牌探索“小模块娱乐”扩张模式。不同于主题公园大品牌、大规模、复合业态的发展模式，“小模块娱乐”强调投资体量小、迎合大众娱乐消费的多元化诉求、精细化运营且娱乐项目可灵活复制的特点，将社交、娱乐、体验等消费元素萃取、拆分成为独立的模块，通过不同的组合镶嵌到休闲娱乐项目当中。公司“恐龙人”模块娱乐产品主要由《疯狂恐龙人》秀、恐龙人俱乐部以及恐龙人主题酒店3大主打产品组成。

主题演艺：出品《疯狂恐龙人》秀，目前已筹备3年、试演1年，并于2012年拿下了韩国首尔打击乐节海外邀请作品亚洲区大奖，2014年正式对外公演，演出超180场。不同于公司已开发的主题演艺类产品，《疯狂恐龙人》凭借先进的声光电技术带来的丰富视听冲击可完全独立于园内主题演出场景，该项目共研发了包括打击乐、功夫、互动魔术等四十多个节目单元，可以根据外部环境需要灵活变化，并复制嵌入到各类演艺载体中。

室内游乐：恐龙人俱乐部将专注于室内游乐项目，打造集吃、购、娱为一体的多元消费场景。公司第一家恐龙园俱乐部将在2016年暑期于园内迪诺水镇开放运营，总面积约8500平方米，投入规模约3000万元，内含餐饮、购物、雨屋、密室逃脱、鬼屋、游戏、保龄球等8类娱乐项目、19项主题体验内容，玩家可通过购买会员或游戏币的形式参与各模块的游乐项目。恐龙人主题酒店则与恐龙人俱乐部比邻而居，拥有近200间客房，包括博物馆、原始雨林等各种不用风格的房型，为游客提供丰富的居住体验。

依托模块娱乐的强嵌入性、强复制性和小体量，未来恐龙园将以低成本的方式（租赁、招商、联合投资及代理运营）逐步整合周边城市的空置物业，灵活嵌入公司设计的模块化的文娱产品及服务，从而推动“小模块娱乐”商业模式的输出与扩张。目前公司与绿地集团合作，计划在南京复制“恐龙人”模块娱乐产品。随着商业模式的不断成熟，计划未来3-5年将会布局80-100个模块娱乐项目。公司目前服务输出及模块娱乐扩张业务仍处于探索期，业绩尚待市场验证。

风险因素

行业风险：主题公园与动漫行业市场竞争加剧的风险；后续创新能力不足导致行业同质化加剧的风险。

公司风险：（1）**新业务发展不达预期的风险：**现阶段公司新业务仍然处于扩张阶段，收入规模尚未完全占据主导地位，若新业务的发展不达预期，公司的盈利能力可能受到一定的不利影响；（2）**偿债风险：**从结构上来看，公司负债以流动负债为主，目前公司融资渠道比较单一，资本性投入的资金来源还是自身积累和银行借款。未来公司的偿债来源是经营活动的现金收入、新的银行借款和股权融资。若经营业绩下滑导致现金流入减少，或难以获得新

的银行借款和股权融资，存在一定的偿债风险；**(3) 安全风险：**大型游乐设备运营故障或事故风险：公司已经制定了设备的检查、检修制度，以及事故报警及应急处理机制，但仍不排除将来发生设备故障或者安全事故从而对公司的经营和品牌产生负面影响。

估值比较

估值横向比较。我们选取宋城演艺、大连圣亚和华强文化作为估值参考，以 2016 年 3 月 18 日收盘价为参考，可比公司平均市值 186.7 亿元，2014/TTM PE 为 68X/56X。恐龙园 2013/2014/TTM 收入分别为 4.14/4.45/4.45 亿元，2013/2014/TTM 扣非后净利润分别为 0.47/0.62/0.62 亿元，现处于协议转让阶段。

表 18：可比公司估值情况

公司简称	股票代码	币值	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入 (亿元)		净利润 (亿元)		PS		PE	
					2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM
宋城演艺	300144.SZ	CNY	412.1	28.37	9.35	11.18	3.61	4.65	44.1	36.9	114	89
大连圣亚	600593.SH	CNY	28.0	30.43	2.90	2.97	0.39	0.49	9.6	9.4	73	57
华强文化	834793.OC	CNY	120.0	30.01	23.54	24.10	7.11	5.77	5.1	5.0	17	21
平均			186.7						19.6	17.1	68	56
恐龙园	833745.OC	CNY	—	—	4.45	4.45	0.62	0.62	—	—	—	—

资料来源：Wind，中信证券研究部

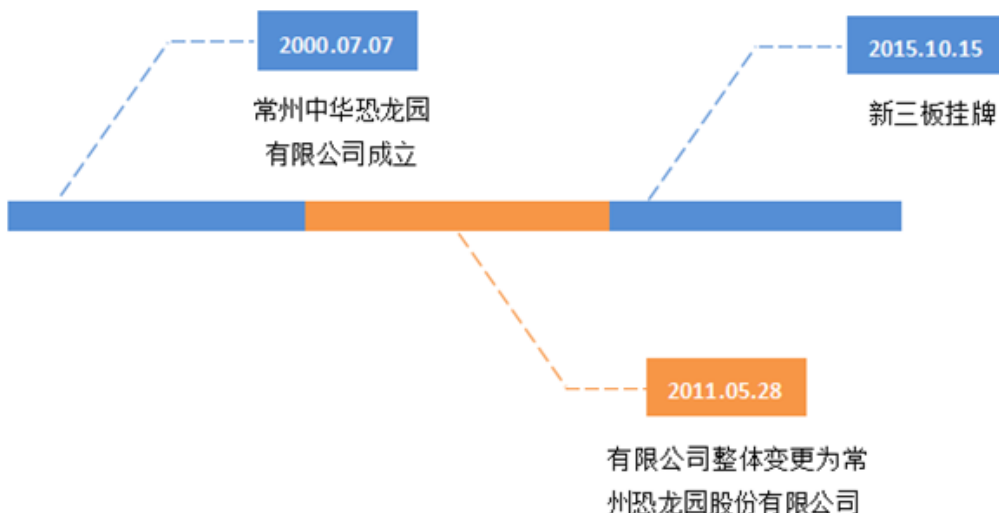
注：(1) 股价为 2016 年 3 月 18 日收盘价；(2) 净利润为扣非后净利润

附注

历史沿革：成立 15 年的恐龙主题文化创意企业

成立 15 年的恐龙主题文化创意企业。常州恐龙园股份有限公司成立于 2000 年 7 月，前身是恐龙园有限，2011 年 5 月整体变更为常州恐龙园股份有限公司，注册资本 16500 万元，2015 年 10 月 15 日正式挂牌新三板，成为一家以基于恐龙文化的主题公园综合运营和动漫及衍生品的开发、发行与销售为主营的新三板公司。

图 20：恐龙园历史沿革

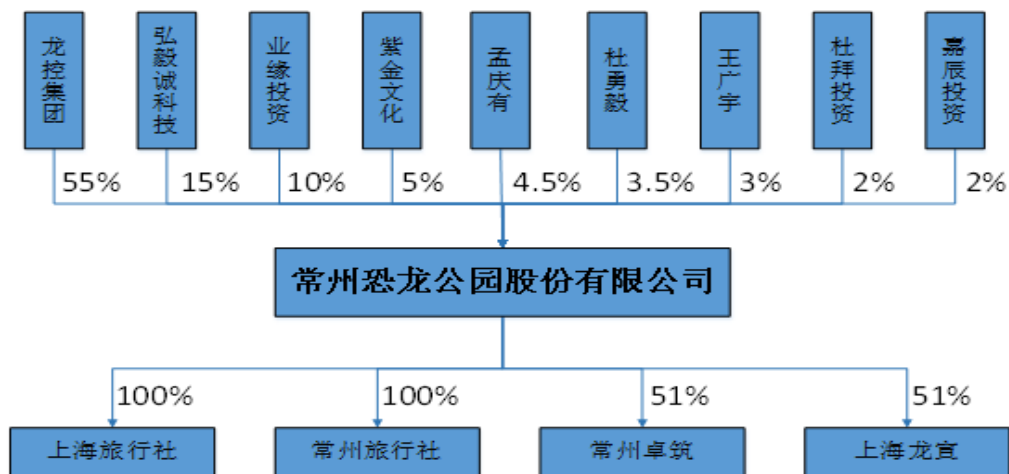


资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

股权结构：龙城旅游控股集团有限公司为实际控制人

龙城旅游控股集团有限公司为实际控制人（以下简称“龙城控股”）。截至 2015 年 9 月 2 日，龙城控股持有公司 90,750,000 股股份，占公司总股本的 55.00%，为公司控股股东，实际控制公司的经营与决策，为公司的实际控制人。

图 21：恐龙园股权结构图



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部整理

表 19：恐龙园融资情况一览

日期	融资情况	融资目的
2000年7月7日	常州新旅出资 2500 万元，常州财政局和常州国旅分别出资 2000 万元，常州信托和常州证券分别出资 1000 万元，合计出资 8500 万元，均以货币方式缴纳	设立恐龙园有限公司
2001年12月31日	新增注册资本 4400 万元，常州新旅出资 2000 万元，常州财政局出资 1000 万元，常州信托出资 1000 万元，常州证券出资 400 万元，均以货币出资	注册资本增加至 12900 万元
2002年7月30日	恐龙园有限吸收合并投新实业，常州市投资公司出资的 720 万元作为其投入恐龙园有限的新增出资，常州新旅出资的 480 万元作为其投入恐龙园有限的出资；常州新旅以土地使用权出资 1008 万元。	注册资本增加至 15108 万元
2011年4月29日	新股东弘毅诚科技，业缘投资，杜拜投资，紫金文化，淡水河投资，金陵投资，嘉辰投资分别认缴新增注册资本和资本公积的 15%,10%,5.5%,5%,4.5%,3%,2%	注册资本增加至 27469 万元，资本公积增加 6743.5 万元
2011年5月28日	以 2011 年 4 月 30 日经审计的净资产 392,574,163.12 元为基础，折为 8000 万股，每股面值 1 元，剩余资本计入资本公积	整体变更为股份有限公司
2015年10月15日	公司在新三板挂牌	——

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。