景区产业链梳理 增长的驱动因子分别有哪些?

今天我们研究的这条产业链，被卫生事件拖累的十分严重，半年报发布后，龙头公司都是 50%到 80%之间的负增长。我们先来看一下代表公司的画风：



图：巨头 A 股价走势

来源：Wind



图：巨头 B 股价走势

来源：Wind

巨头 A，2020 年三季报，收入增速 0.38%，净利润增速-70.67%，当前较卫生事件前，仍下跌 11%；

巨头 B，2020 年中报，收入增速-80.04%，净利润增速为-94.92%，当前刚刚恢复到卫生事件前水平。

上述两家公司分别对应迪士尼、宋城演艺，今天我们研究的产业链就是：景区。非常奇怪的是，卫生事件影响之下，很多公司都是腰斩，可这个领域，却显示出相当抗跌的本色。

所以，对这条产业链，眼下需要我们解决的几个核心问题：

一是，景区这条产业链，它增长的驱动因子分别是什么，对于自然景区和人文景区来说，谁的驱动力更强劲？

二是，景区行业的竞争格局情况如何？

（壹）

之前，我们在社会服务产业链报告（免税报告，详见产业链报告库）中，重点梳理伴随旅游消费板块，本篇报告则关注景区产业链情况。景区通常分为自然景区和人文景区，二者之间的显著差异在于自然景区很难异地复制，而这一点，人文景区的限制较少。

从增长驱动力因子来看，自然景区异地复制受限，增长驱动主要在于扩大景区付费项目数量，对景区深度开发提高游客逗留时间，而人工景区则可通过异地扩张才实现收入增长。因而，从长远增长来看，人文景区更值得研究。

因此，景区产业链中的代表公司如下：



图：景区产业链

来源：塔坚研究

（贰）

从整体的宏观视角来看，景区消费属于旅游途中支出的一种，大背景下的驱动力在于人均 GDP、人均可支配收入等消费能力水平的提升。如果用公式表达，则景区行业的增长可表示为：

景区行业增速=（1+景区门票价格增速）（1+景区内额外消费额增速）*（1+人均旅游次数增速）-1 ；*

其中，景区门票价格和景区内消费额，代表"价格"驱动因子；人均旅游次数增速则代表"销量"驱动因子。接下来，逐一来看这几个因子后续变动情况。

先来看价格方面：

2018 年 6 月 29 日，监管层发布《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，其中提出：国有景区降价、各地结合实际情况制定实施景区门票减免、景区淡季免费开放、演出门票打折等政策。

表 16：2018 年发布门票降价《指导意见》后，上市公司重点景区降价情况一览

上市公司	景区	执行日期	旺季			淡季		
			降价前	降价后	降价幅度	降价前	降价后	降价幅度
中青旅	乌镇东栅	2018.9.20	120	110	-8.3%	120	110	-8.3%
	乌镇东西栅（联票）		200	190	-5.0%	200	190	-5.0%
	古北水镇门票	2018.10.30	150	140	-6.7%	150	140	-6.7%
峨眉山 A	峨眉山门票	2018.9.20	185	160	-13.5%	110	110	0.0%
黄山旅游	黄山景区大门票	2018.9.28	230	190	-17.4%	150	150	0.0%
三特索道	梵净山景区门票	2018.10.1	110	100	-9.1%	90	90	0.0%
桂林旅游	银子岩门票	2018.10.1	80	65	-18.8%	80	65	-18.8%
	漓江游船三星	2018.10.1	270	210	-22.2%	270	210	-22.2%
	漓江游船四星	2018.10.1	450	360	-20.0%	450	360	-20.0%
	象山公园门票	2018.8.2	80	55	-31.3%	80	55	-31.3%
	七星公园门票	2018.10.1	55	45	-18.2%	55	45	-18.2%
丽江旅游	玉龙山索道	2018.10.1	180	120	-33.3%	180	120	-33.3%
	云杉坪索道	2018.10.1	55	40	-27.3%	55	40	-27.3%
	牦牛坪索道	2018.10.1	60	45	-25.0%	60	45	-25.0%
张家界	环保车普通票	2018.9.22	65	59.69	-8.2%	46	30.51	-33.7%
	环保车优惠票	2018.9.22	33	29.98	-8.3%	23	15.39	-8.3%

资料来源：公司公告、政府官网等，国信证券经济研究所整理

图：2018 年各地景区降价情况

来源：国信证券

由此，从监管层角度来看，景区票价长期来看处于降价通道中，即负增长中。此外，由于今年旅游业受到卫生事件的影响，景区门票进一步降价。

监管层近日印发《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》。《通知》要求 2020 年将继续推动景区门票降价，不断完善门票价格形成机制，着力规范景区价格行为，切实落实门票价格减免政策。

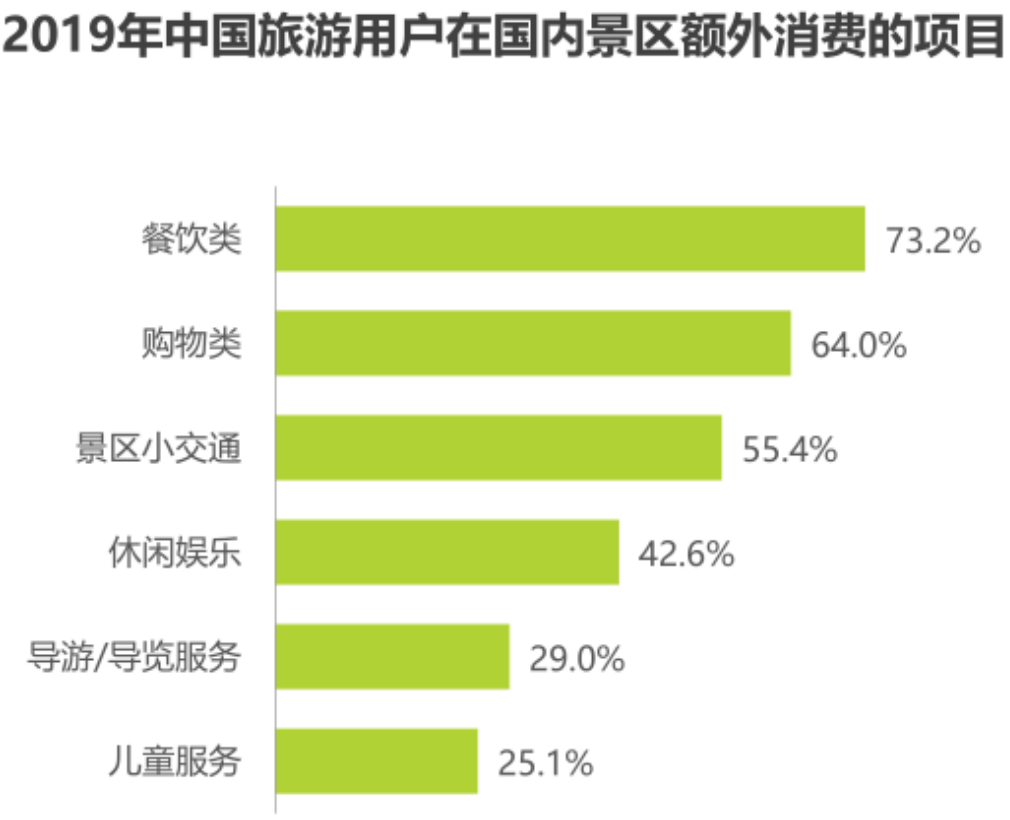
本次景区门票降价，是 2018 年景区门票降价政策的延续，实际上在《通知》要求国有景区降价之前，各地已经主动降低景区门票价格，如湖北近 400 家 A 级景区免票至年底，内蒙古 A 级以上景区年内对旅行团免票，对散客半价。

注意，景区门票价格本身并不会跟随通胀价格上行，在 2018 年和 2020 年都出现了大幅降价现象，我们预测门票价格保持不变。

那么，无法提价的情况下，景区如何创收?

（叁）

游客在景区游览期间的消费除去门票外，还包括景区内的餐饮（占比 73.2%）、购物（占比 64.0%）、景区小交通（55.4%）、休闲娱乐（42.6%）等消费情景，其中餐饮和购物属于景区内的首要消费。



图：景区额外消费项目

来源：艾瑞咨询

根据艾瑞咨询的抽样调查，2018 年用户购买景区门票平均消费 169 元，其中 98.4%的游客有过额外消费的经历，用户平均额外消费 339 元。注意，景区内额外消费金额相当于门票价格的 2 倍。

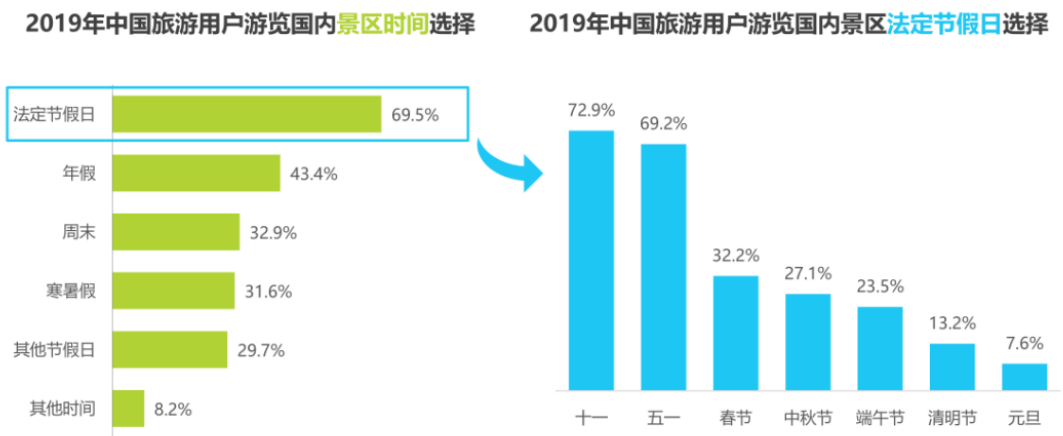
景区由于其稀缺属性，引流效应显著，因此景区内的消费项目，通常高于一般价格水平。比如超市中的矿泉水一瓶 2 元，而在景区中售卖的同款产品通常都在 5 元以上。

所以，从景区行业价格因子上来看，虽然门票价格处于下行通道，但是景区可以通过溢价餐饮、小交通、悠闲娱乐等项目来弥补门票价格的下滑。考虑到景区内额外消费具有提价权，因此我们给予其 1.5 倍通胀增速水平，即 4.5%。

价的因素看完后，我们来看量，即，游客数量。

（肆）

人均旅游次数主要受到两个因素的影响，一是消费能力，二是假期天数。从用户游览景区时间上来看，主要集中在法定节假日和年假。从出游时间上看，69.5%的用户选择在法定节假日出行，43.4%的用户决定利用年假出行，而 32.9%的用户利用周末出行。

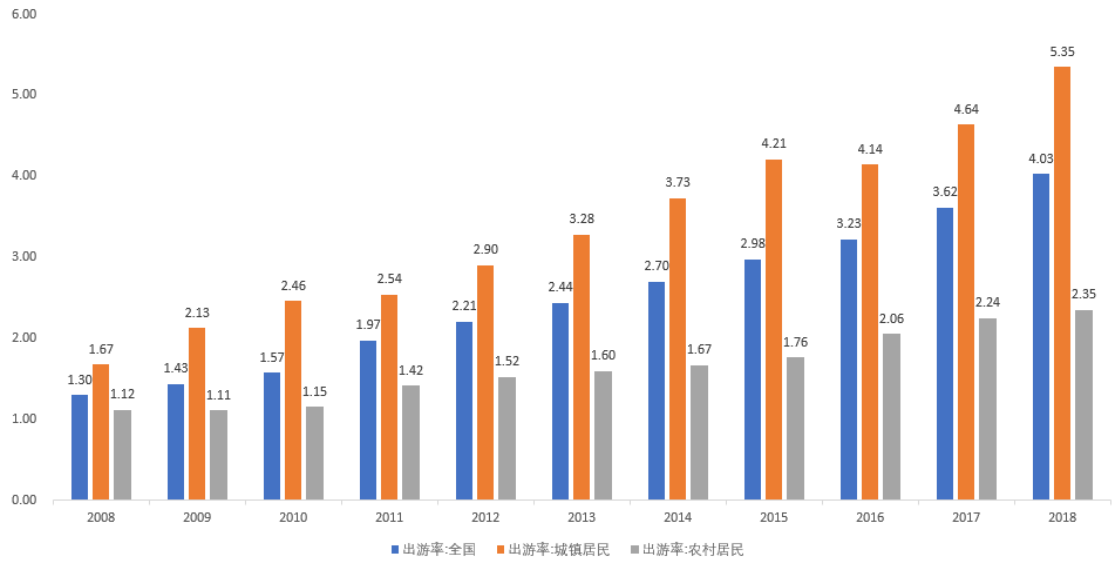


图：景区游览时间选择

来源：艾瑞咨询

从法定假期上来看，我国一年大概有 11 天法定假期，而美国同样也有大致 11 天的法定假期。但是带薪年假上，两者的差距较大一些。比如根据法律规定，我国的带薪假期是 5 天/年起步，而 USA 全职员工工作不满三年者，每两周（pay period）可以得到 4 个小时的有薪假，一年 52 周算下来，共 104 小时，合 13 天。

根据中国经济网披露的数据上来看，美国和澳大利亚人均旅游次数位列全球首位，每年 4 次，而我国为每年 3 次，差距并不是非常显著。



图：出游率情况

来源：国家旅游局

再通过国家旅游局公布的数据来看，我国城乡居民的旅游次数存在一定差异，2018 年，城镇居民为 5.35 次，农村居民为 2.35 次。随着城镇化率和居民购买力水平的提升，预期后续全国人均旅游次数可达

到当下城镇居民的水平，则人均旅游次数远期增速为 32.92%。若 3 年达到这个水平，则年化增速为 9.95%，若 5 年达到这个水平，则年化增速为 5.86%。

至此，关于景区整体行业规模的驱动因子都已分析完毕，经测算保守情况下增速为 10.62%，乐观情况下增速为 14.90%。

	乐观情况	保守情况
景区门票价格增速	0.00%	0.00%
人均景区内消费额增速	4.50%	4.50%
人均旅游次数增速	9.95%	5.86%
景区行业增速	14.90%	10.62%

图：景区行业增速测算

来源：塔坚研究

（伍）

上文，我们已经粗略测算未来景区行业的增速情况，但注意，上述泛指所有景区，但景区中的两类，自然景区和人工景区，两者出现了较为明显的分化。

自然景区，其明显的优势在于景色风光特殊，引流效应显著。但劣势同样也受限于区域面积有限，且无法进行异地扩张。我们比照行业的驱动因子来对应分析自然景区的增长情况。

景区门票价格：自然景区多为国有资产，受政策门票价格调整，因此长期处于降价中枢；

人均景区内消费：正是由于门票长期处于降价周期，因此景区的收入驱动重点要看景区内消费场景的丰富情况，比如景区酒店、温泉、缆车、演出项目、餐饮等其他伴随消费项目的增加，来获得增长驱动。

日期	黄山景区	丽江景区	峨眉山	桂林景区	乌镇景区	海南南山	华山索道
2002-12	18.63	17.27		-18.95			
2003-12	-16.83	-10.49		-15.55			
2004-12	12.80	26.38	19.50	-3.73			
2005-12	21.67	-6.32	9.90	-10.07			
2006-12	18.59	20.92	4.52	-6.46		88.30	
2007-12	7.30	19.79	10.39	1.42	41.01	-22.61	0.15
2008-12	-2.64	13.47	34.29	-30.57	22.32	4.00	-2.03
2009-12	-4.26	-18.17	1.26	-9.42	-1.69	2.36	15.20
2010-12	12.02	-34.98	10.37	104.67	-9.68	8.39	11.55
2011-12	4.04	32.43	-4.15	-5.98	32.70	-42.71	-3.07
2012-12	-2.69	9.76	-1.61	4.77	1.97	-0.80	1.58
2013-12	-24.05	22.45	7.78	-3.52	17.67	5.73	
2014-12	13.80	-1.36	-6.45	96.85	3.32	6.85	
2015-12	2.50	15.66	-6.96	-55.15	1.86	5.20	7.24
2016-12	1.07	-0.01	-1.98	-7.81	5.56		-6.18
2017-12		-1.71	7.04	-11.17	4.88		-2.10
2018-12		-3.99	-3.77	-4.22	32.22	-0.62	8.81
2019-12	-4.29	-34.34	-14.43	16.13	-8.08		-2.13
2020-06	-13.54	4.18	-5.52	12.07	36.83		-2.99

图：景区人均消费额增速

来源：Wind

根据上市公司披露的情况来看，近年来自然景区的人均消费增速大部分处于负增长中。同时，我们重点来看景区游客接待量数据。

日期	黄山景区	丽江景区	峨眉山景区	桂林景区	乌镇景区	海南南山	华山索道
2002-12	0.75	17.54		39.24			
2003-12	-22.96	-14.18		-22.73			
2004-12	53.85	31.30	48.00	67.06			
2005-12	6.88	9.93	-8.11	28.17			8.57
2006-12	5.85	1.81	25.00	17.03		-35.29	11.84
2007-12	12.15	0.00	12.94	9.39	27.04	80.00	15.29
2008-12	10.34	-16.57	-36.98	-12.02	24.75	18.18	0.00
2009-12	5.36	44.68	51.24	15.61	28.57	17.95	16.33
2010-12	6.78	-5.39	10.38	-10.13	77.47	2.17	0.88
2011-12	8.73	38.86	28.71	26.76	-10.43	25.53	37.39
2012-12	9.85	5.97	6.54	3.33	16.70	11.02	-7.59
2013-12	-8.77	3.79	-19.46	-8.40	-5.31	-1.27	
2014-12	8.19	14.40	28.64	13.35	21.70	-6.82	
2015-12	7.13	9.61	15.26	12.46	14.83	-2.46	3.58
2016-12	3.71	8.50	-0.28	5.48	13.97		3.38
2017-12	2.06	-10.94	-3.26	28.80	11.81		3.42
2018-12	0.34	3.43	3.25	7.56	-9.71	1.90	39.62
2019-12	3.58	29.32	20.79	-8.92	0.35		-6.08

图：景区接待游客增速

来源：Wind

从景区接待旅客增速上来看，自然景区同样整体处于低增长甚至负增长状态。并且，不同年份景区的游客变动不规律，主要原因在于自然景区受到季节、天气等环境因素影响较大。

比如，2017 年四川地区九寨沟景区出现地震，严重影响了周边地区旅游人数，但对自然景区的游览需求会出现弥补现象，毕竟景区具有唯一，无可替代性。因此这部分需求会随着自然灾害的消除，得到反补。

但从近年来，没有受到自然灾害影响的景区黄山客流量来看，一个景区，长期的流量增速趋于 2%-3%，很难有我们上述测算的增长。

注意，明明人均消费和出游次数都在上升，为什么自然景区却不增长呢？

（陆）

答案：被分流至人工景区。

国内的人工景区，主要是主题公园、游乐场、海洋公园，具有异地批量复制属性。我们比照行业的驱动因子来分析自然景区的增长情况。

景区门票价格：由于人工景区不属于国有资产范畴，因此其价格制定遵循市场定价机制。比如珠海长隆在 2015 年门票价格从 350 元涨到 380 元，2019 年 2 月宣布从 7 月起，门票价格从 380 元涨到 395 元。

通常，人工景区涨价的原因在于投放扩建新项目，为了平滑投入和运营成本，景区做出涨价决策。

表 15：各大景区门市价及网售价对比

演出	门市价（元）（普通席位）	网售价（元）
宋城千古情	310	290
三亚千古情	300	280
丽江千古情	300	280
桂林千古情	280	260
印象刘三姐	190	178
印象西湖（最忆是杭州）	360	340
印象丽江	280	248
天门狐仙	170	160
长恨歌	268	248
文成公主	380	280
又见平遥	238	228
汉秀	219	209
芜湖方特欢乐世界	220	220
芜湖方特梦幻王国	240	220
宁波方特	280	260
郑州方特欢乐世界	260	260
郑州方特梦幻王国	240	240
迪士尼	399/575	379/555
深圳欢乐谷	220	210
上海欢乐谷	220	220
广州长隆欢乐世界	250	215
珠海长隆海洋王国	350	325

图：人工景区门票价格

来源：国信证券

根据国信政策整理的人工景区门票价格，可以看出，人工景区明显高于自然景区。并且存在涨价逻辑，通常为 2-5 年一个涨价周期。相比于人工景区，具备提价权。

客流量：人工景区不受限地理位置，可以异地扩张，因此其人流量的增长有两个驱动，一是同一地区游客数量的增加，一是异地扩张带来新的客流增量。

	景区票价	景区人均消费	客流量
自然景区	（负） 客单价低、无定价权、票价长期来看会下降	（正） 扩张消费场景，提升人均消费	（负） 受限
人工景区	（正） 客单价高，有提价自主权	（变动不大） 景区票价高，则不大需要通过额外消费来扩张人均消费	（正） 不受限

图：自然和人工景区增长驱动力梳理

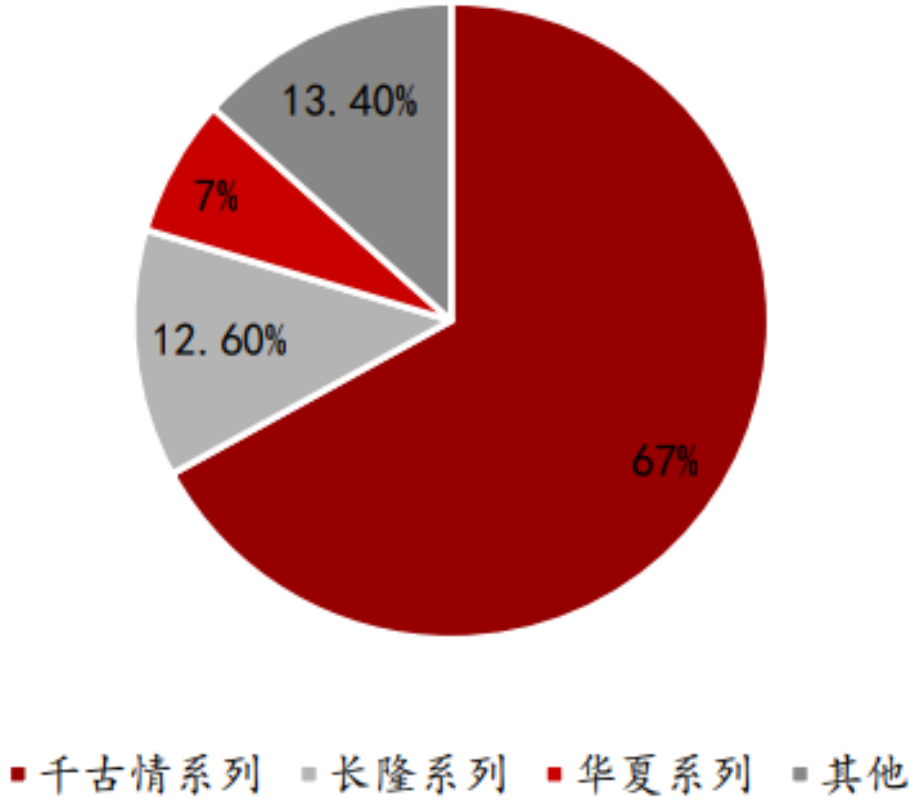
来源：塔坚研究

很明显，虽然景区行业存在增长，但这样的增长很可能仅发生在人工景区上，而并非自然景区，那么，人工景区的竞争格局如何?

（柒）

我国主题公园版块，代表公司为宋城演艺，其门票收入占整个行业 2/3 左右，位于市占率龙头地位。第二的是长隆系列，占比 12.60%左右，其次是华夏系列，占比 7%左右。

图表 56：2018年主题公园演出各系列票房占比情况



图：主题公园演出系列票房情况

来源：万联证券

后续，宋城演艺市占率的提升重点看其异地扩张能力。目前，宋城有 7 个在手待开业项目。

发展阶段	位置	景区	公园类型	（预计）开业时间
杭州大本营	浙江·杭州	杭州宋城	宋文化主题公园	1996 年 5 月
	浙江·杭州	杭州乐园	机动乐园	2007 年 12 月
		烂苹果乐园	室内亲子乐园	2012 年 7 月
		浪浪浪水公园	水乐园	2014 年 7 月
首轮复制	海南·三亚	三亚千古情	热带风情主题公园+冰雪世界	2013 年 9 月
	云南·丽江	丽江千古情	纳西风情主题公园+映像丽江实景演出	2014 年 3 月
	四川·九寨沟	九寨千古情	藏羌风情主题公园+藏秘剧院	2014 年 5 月
二轮复制	湖南·宁乡	宁乡炭河千古情	西周文化主题公园	2017 年 7 月
	广西·桂林·阳朔	桂林千古情	漓江风情主题公园	2018 年 7 月
	江西·宜春	宜春明月千古情	宋文化主题公园	2019 年 1 月
	湖南·张家界	张家界千古情	武陵风情主题公园	2019 年 6 月
	陕西·西安	**中华千古情**	**黄河风情主题公园**	**预计 2020 年 6 月**
	上海	**上海宋城演艺**	**剧场+商场新型城市演艺**	**预计 2020 年下半年**
	河南·新郑	**黄帝千古情**	**黄河流域文化主题公园**	**预计 2020 年下半年**
	广东·佛山	**佛山千古情**	**岭南风情主题公园**	**2021**
	浙江·嘉善	**西塘·宋城演艺谷**	**多层次旅游目的地**	**2021**
	广东·珠海	**珠海·宋城演艺谷**	**多层次旅游目的地**	**2022**
	澳大利亚·昆士兰	**澳大利亚传奇王国**		**2022**

图：宋城演艺在手项目情况

来源：万联证券

上面这张图，非常重要。

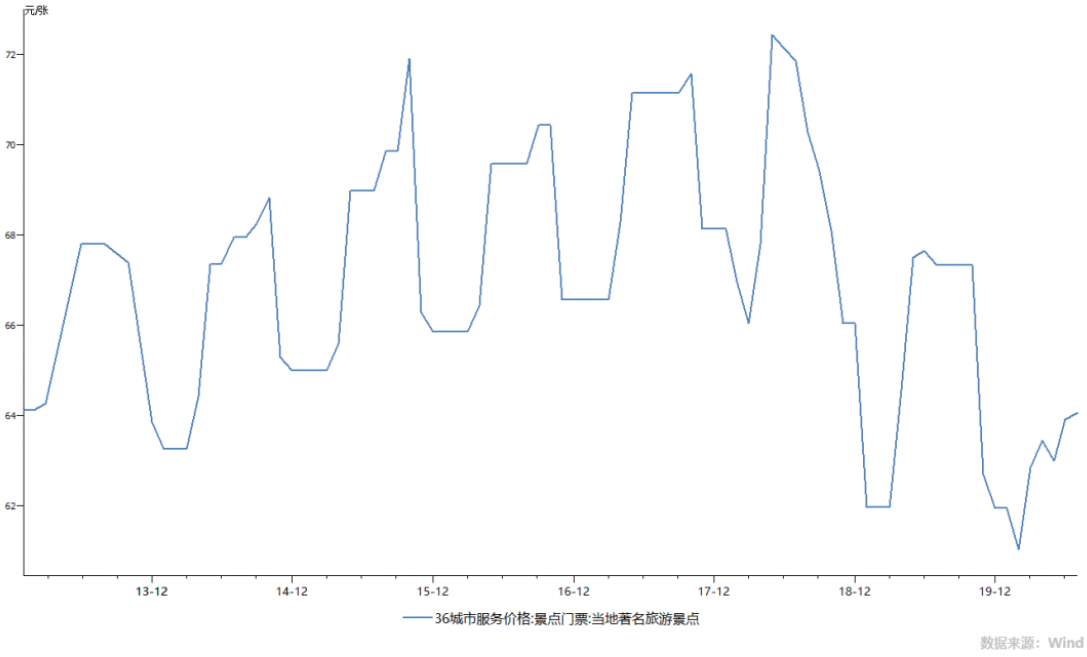
从人工景区的代表公司所在地来看，宋城的扩张步伐远大于其他，比如长隆目前集中在广东地区，欢乐谷布局在上海和广东。从市占率的角度来看，位列第二的长隆系列，由于其依托于动物园设立，受限于特色动物的数量和种类，扩张难度远高于宋城这类的大众演艺项目。

因此，中短期来看宋城的市占率依然会处于领先地位，且市占率水平大概率持续提升。

（捌）

梳理到这里，我们已经明确景区行业的中长期的增长逻辑，接着来看一组行业内的高频跟踪数据。

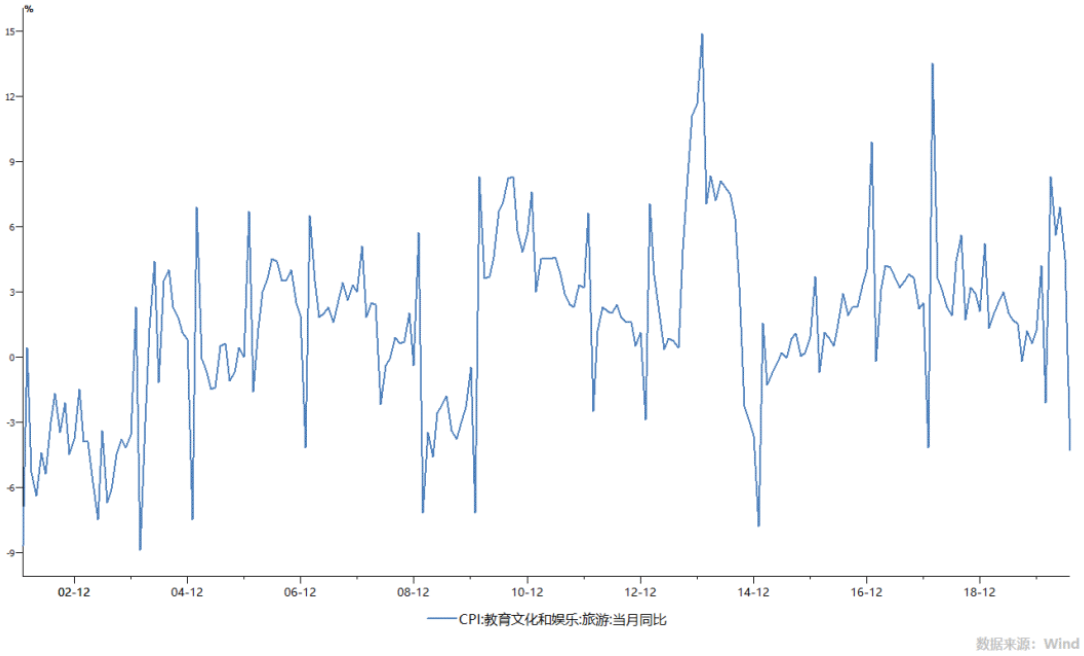
1）36 个城市景区门票价格，重点关注景区门票受卫生事件影响后，是否有反弹迹象。



图：36 城市景区门票价格情况

来源：Wind

2）旅游当月 CPI 同比，关注整个旅游版块，客单价波动情况；



图：旅游当月 CPI 波动

来源：Wind

（玖）

好，行业增长驱动力看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱，来看景区产业链条上，各个赛道的增长情况如何：

以上，为本报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、产业链梳理笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

扫码阅读优塾核心产品

专业版报告库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】*1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。*