

宋城演艺 (300144.SZ)

旅游景点行业

评级：增持 首次评级

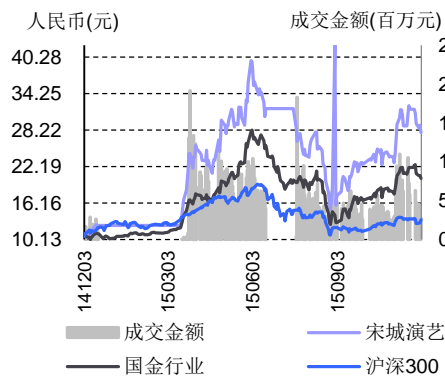
公司研究

市场价格 (人民币): 27.80 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,219.06
总市值(百万元)	39,779.77
年内股价最高最低(元)	42.22/10.52
沪深 300 指数	3721.95



轻重资本合力闭环生态 文旅娱商搭建航母平台

公司基本情况 (人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.55	0.65	0.40	0.68	0.78
每股净资产(元)	5.62	6.18	6.82	8.19	9.81
每股经营性现金流(元)	0.77	0.95	0.60	1.01	0.99
市盈率(倍)	34.78	46.51	69.22	40.65	35.62
行业优化市盈率(倍)	41.21	59.97	108.01	108.01	108.01
净利润增长率(%)	20.74%	17.11%	59.12%	70.27%	14.11%
净资产收益率(%)	9.83%	10.48%	15.10%	21.42%	20.41%
总股本(百万股)	557.82	557.78	1,430.93	1,430.93	1,430.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **异地项目全国扩张, 游客人次大幅增长, 千古情品牌效应显著。**15 年上半年公司共接待游客超 900 万人次, 较去年同期增长 67%。1) 杭州宋城二号剧院落成接待力大幅提升, 未来 3 年杭州本部受上海大型旅游项目(迪斯尼、乐高中心、海昌海洋公园等)利好, 人次在 15-18 年波动增长, 预估 15-16 营收可达 20% 以上增长; 2) 三亚和丽江项目在利润结构中占比持续扩大, 预估 17 年可达到杭州本部营收规模, 演艺项目开业三年后毛利率持续维持在 75%; 3) 公司依靠文化挖掘与标准化流程降低新项目开发成本, 填补国内游夜间娱乐文化消费空缺, 轻资产管理模式开拓异地复制新格局, 泰安、福州、桂林、龙泉山等项目持续全国扩张。
- **进军一线城市试水城市演艺, 战略性打造文化地标群落。**1) 迎合城市消费客群打造城市演艺, 包括千古情系列和现代戏剧作品, 同时渗透本地居民和游客市场, 从旅游消费转向文化消费; 2) 未来抢占一线城市文化演艺高地, 对标“东方百老汇”, 串联文娱商打造一体化文化综合体, 发挥产业集聚能力;
- **大举打造本土化娱乐 IP 资源, 收购六间房, 线上线下载通文创娱乐产业链, 为衍生产品拓展变现渠道。**社交视频行业增速保持在 25% 以上, 六间房市场占有率排名前三。目前保持月度活跃用户年增长 30%-40%, 15-16 年将通过开办培训学校、打造女子天团、线下活动比赛等方式拓展线下演艺环节。2015-2017 承诺利润达 1.51/2.11/2.75 亿元。
- **资本进军产业链上下游, 全方位渗透综合演艺行业(娱乐、综艺、电影、游戏、动漫、戏剧等), 打造文化娱乐生态闭环, 带来新的盈利增长空间。**
- **从旅游产业向文化资本战略迈进, 资本运作 10 亿元现场娱乐产业基金和 30 亿元 TMT 产业基金, 培育新兴市场和公司, 抢占行业趋势先机。**

投资建议

- 公司近年旅游目的地演艺业务发展步入成熟期, 收购线上线下平台资本布局加速, 加快进军全国演艺项目, 尝试轻资产管理输出模式, 借助在文化演艺行业的丰富管理运营经验、流程化运作竞争优势和市场营销推广能力, 公司积极延伸文化产业链, 布局影视行业等领域, 逐步从主题公园景区运营商转型为贯穿全文化娱乐产业链的平台型公司。

估值

- 公司未来的成长性和规模性比较明确, 预计公司 15 年内生增长有望实现 5-5.5

张斌

分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

楼枫焯

研究员
18116269426
loufy@gjzq.com.cn

亿的净利润，考虑到公司 2015 年 8 月之后六间房并表的营收增长和承诺业绩，预测 2015-2017 年整体净利润可达 **5.75/9.79/11.17** 亿元，对应 EPS 为 **0.40/0.68/0.78** 元，目前股价 27.80 元对应的 PE 为 **69X/41X/36X**。PE 值处于休闲服务板块同类旅游景点公司的中间值，并低于文化传媒类同类企业，未来尚有上升空间，建议增值评级，考虑到 2016-17 年净利润可达 10-12 亿，预估 50XPE，对应市值约 500-600 亿，目标价约 35-42 元。

风险

- 异地实景项目遇到政策或自然环境不稳定影响因素，发生不可抗力的损失
- 城市演艺受到新市场环境的挑战，无法迎合一线城市的文化消费需求
- 线上线下深度融合不达预期
- IP 娱乐概念无法价值变现或市场价值不达预期
- 资本运作出现重大失误

内容目录

1. 投资要点.....	4
2. 公司简介与发展路径概要.....	7
3. 稳步布局异地项目扩张版图，千古情品牌效应显著.....	8
3.1 政策刺激和市场表现双向良好，旅游文化和体验消费驱动力强势，未来主题公园呈爆发性增长.....	8
3.2 宋城主题公园布局全国版图，各地项目更新换代保证业务持续增长.....	10
3.3 杭州大本营进入成熟期稳步发展，未来三年内进一步受迪斯尼和周边游乐项目开发利好，市场基数将扩大，游客人次将稳步提升.....	10
3.4 三地项目进入盈利快速成长期，异地复制模式得到市场肯定.....	14
3.5 未来旅游目的地持续扩张，维持项目营收高增长，试水剧场管理的轻资产管理输出模式.....	18
4. 大举进军一线城市，城市演艺发力“东方百老汇”.....	19
4.1 杭州首发试水城市演艺，后续向一线城市多维度布局.....	19
4.2 战略性入驻未来上海文化地标群落，文娱商一体化发挥产业集聚能力.....	20
4.3 比肩百老汇商业模式，城市演艺集群爆发新增长极.....	22
4.4 城市演艺版图未来进一步扩展，公司布局海内外重要城市.....	23
5. 线下演艺向线上互联网娱乐拓展，外延收购扩张大娱乐平台生态版图.....	23
5.1 泛娱乐化和社交需求红利已现，视频社交行业迎来风口，.....	23
5.2 六间房视频社交商业模式清晰，粉丝经济变现效应强.....	24
5.3 六间房业务增长空间巨大.....	25
5.4 三家龙头垄断市场格局.....	26
5.5 线上线下娱乐生态圈逐步完善，未来深度融合创造文化商业价值.....	27
6. 新娱乐时代 IP 为王，抢占内容资源成为价值源头.....	28
6.1 加速布局 IP 内容版块，自主研发并广泛外延收购相关大娱乐产业标的.....	28
6.2 线下投资项目逐步进入收获期，对公司业绩增长刺激作用可期待.....	30
7. 盈利预测与估值评级.....	30
8. 催化因素与风险提示.....	31
8.1 股价刺激催化因素.....	31
8.2 风险提示.....	31

图表目录

图表 1：线下演艺和主题公园版块盈利预测.....	5
图表 2：2015-2017 六间房盈利预测.....	6
图表 3：宋城大娱乐版块生态系统.....	8
图表 4：宋城三个阶段公司战略示意图.....	8
图表 5：美国主题公园和中国主题公园访问量预测.....	9
图表 6：国内主要主题公园集团主题公园开发数量.....	9

图表 7: 全球知名主题公园品牌进入中国项目	10
图表 8: 2015H 公司主营业务收入占比	10
图表 9: 2015 年宋城景区节事活动	11
图表 10: 迪斯尼 2006 年开园对香港海洋公园和深圳欢乐谷的游客人次影响	11
图表 11: 世博会 2010 年开园对乌镇和宋城景区的游客人次影响	12
图表 12: 重大项目开园对景区增长人次渗透率比较	12
图表 13: 长三角地区未来已确认的拟开张主题公园	12
图表 14: 2013-2018 杭州三大景区游客人次预测	13
图表 15: 杭州宋城千古情盈利预测	13
图表 16: 杭州乐园盈利预测	14
图表 17: 烂苹果乐园盈利预测	14
图表 18: 三亚、丽江、九寨项目基本情况	15
图表 19: 三亚千古情盈利预测	16
图表 20: 丽江千古情盈利预测	17
图表 21: 九寨千古情盈利预测	18
图表 22: 杭州演艺谷和上海演艺谷对比情况	19
图表 23: 世博园位置图示	21
图表 24: 徐汇滨江西岸传媒港项目	21
图表 25: 上海演艺谷产业发展与功能示意图	22
图表 26: 百老汇 2010-2014 年演出净收入和年接待人次	22
图表 27: 纽约百老汇、伦敦西区、宋城演艺和保利文化经营情况对比	23
图表 28: 纽约百老汇、伦敦西区、宋城演艺和保利文化的单客价比较	23
图表 29: 2009-2018 年中国互联网演艺平台规模 (亿元)	24
图表 30: 2009-2018 年中国互联网演艺用户规模 (亿元)	24
图表 31: 2013-2020 六间房营业收入和增长率预测	25
图表 32: 2013-2020 六间房净利润 (除去支付股利影响) 和增长率预测	26
图表 33: 2013-2020 六间房每月活跃用户 (百万) 预测和增长率 (%)	26
图表 34: 三家社交视频行业可比公司 MAU 和 ARPU 对比	27
图表 35: 三家社交视频行业可比公司付费用户渗透率对比	27
图表 36: 三家社交视频行业可比公司概况	27
图表 37: 宋城开拓娱乐产业领域产品和内容情况	29
图表 38: 宋城投资 IP 产业效能示意图	30
图表 39: 景点类公司盈利预测及 PE 估值 (2015/12/2)	31
图表 40: 文化传媒类公司盈利预测及 PE 估值 (2015/12/2)	31

1. 投资要点

1.1 公司线下千古情系列和主题公园主营业务业绩良好

1) 杭州大本营四个项目千古情、杭州乐园、烂苹果乐园和水乐园进入主题公园发展成熟期, 未来 3 年杭州本部受上海大型旅游项目 (迪斯尼、乐高中心、海昌海洋公园等) 利好, 人次在 15-18 年波动增长, 预估 15-16 营收可达

20%以上增长；2) 三亚、丽江项目受目的地旅游人次持续保持 10%以上增长，营收处于快速发展期，自开业三年后分别于 16/17 年达到三百万人次规模，毛利率维持在 75%。九寨项目受目的地天气和游客承载力影响，人次总量增长平稳。3) 其余四个异地项目已签署合作意向，处于项目开发培育期，16-18 年会对企业贡献利润，目前尚未列入收入预测。4) 一线城市城市演艺系列定位于城市文化综合体项目，从旅游消费转向文化消费，同时渗透游客和居民市场，上海演艺谷位于世博园景区，将占据未来上海文化新地标，会于 17 年底开业，盈利状况尚未列入收入预测。

图表 1：线下演艺和主题公园版块盈利预测

产品 1——宋城千古情景区			
	2015E	2016E	2017E
客流 (百万次)	5.43	6.54	6.19
YOY (%)	8.42%	20.44%	-5.41%
有效票价 (结算价)	106.40	114.00	114.00
YOY (%)	0.00%	7.14%	0.00%
营业收入 (百万元)	587.96	760.81	717.43
YOY (%)	57.94%	29.40%	-5.70%
毛利率 (%)	75.00%	75.00%	75.00%
YOY (%)	0.00%	0.00%	0.00%
净利润 (百万元)	115.98	150.07	141.51
YOY (%)	54.36%	29.40%	-5.70%
产品 2——杭州乐园			
	2015E	2016E	2017E
客流 (百万次)	1.60	2.00	1.80
YOY (%)	14.29%	25.00%	-10.00%
有效票价 (结算价)	80.00	80.00	90.00
YOY (%)	14.29%	0.00%	12.50%
营业收入 (百万元)	158.00	200.00	212.00
YOY (%)	22.00%	26.58%	6.00%
毛利率 (%)	50.00%	50.00%	50.00%
YOY (%)	3.99%	0.00%	0.00%
净利润 (百万元)	9.84	90.00	93.60
YOY (%)	58.68%	26.58%	6.00%
产品 3——杭州烂苹果乐园			
	2015E	2016E	2017E
客流 (百万次)	1.15	1.50	1.30
YOY (%)	27.78%	30.43%	-13.33%
有效票价 (结算价)	56.00	60.00	72.00
YOY (%)	0.00%	7.14%	20.00%
营业收入 (百万元)	79.40	115.00	115.60
YOY (%)	18.24%	44.84%	0.52%
毛利率 (%)	55.00%	55.00%	55.00%
YOY (%)	4.89%	0.00%	0.00%
净利润 (百万元)	8.52	0.00	0.00
YOY (%)	44.09%	44.84%	0.52%
产品 4——三亚千古情景区			
	2015E	2016E	2017E
客流 (百万次)	2.54	3.05	3.41
YOY (%)	81.51%	20.37%	11.69%
有效票价 (结算价)	100	104	108
YOY (%)	4%	4%	4%
营业收入 (百万元)	288.8	357.72	410.5176
YOY (%)	86.24%	23.86%	14.76%

毛利率 (%)	82.69%	83.23%	82.95%
YOY (%)	19.42%	0.65%	-0.33%
净利润 (百万元)	112.60	140.92	160.87
YOY (%)	151.22%	25.15%	14.15%
产品 5——丽江千古情景区	2015E	2016E	2017E
客流 (百万次)	1.42	2.23	2.61
YOY (%)	125.00%	57.14%	17.17%
有效票价 (结算价)	112.00	120.00	120.00
YOY (%)	0%	7%	0%
营业收入 (百万元)	163.76	272.30	318.20
YOY (%)	127.51%	66.28%	16.86%
毛利率 (%)	63.36%	76.13%	78.00%
YOY (%)	25.19%	20.15%	2.46%
净利润 (百万元)	38.89	90.74	110.50
YOY (%)	280.89%	133.34%	21.78%
产品 6——九寨千古情景区	2015E	2016E	2017E
客流 (百万次)	0.86	1.13	1.29
YOY (%)	80.45%	30.21%	14.40%
有效票价 (结算价)	106	114	114
YOY (%)	7.69%	7.14%	0%
营业收入 (百万元)	96.93	133.25	151.72
YOY (%)	34.66%	37.47%	13.86%
毛利率 (%)	63.89%	71.48%	72.98%
YOY (%)	26.24%	11.88%	2.09%
净利润 (百万元)	26.31	43.75	51.52
YOY (%)	112.72%	66.30%	17.74%

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 线上收购六间房，2015 年 8 月实现财务并表

- 目前社交视频行业增速保持在 25% 以上，六间房市场占有率排名前三。目前保持月度活跃用户年增长 30%-40%，15-16 年将通过开办培训学校、打造女子天团、线下活动比赛等方式拓展线下演艺环节。2015-2017 承诺利润达 1.51/2.11/2.75 亿元。

图表 2：2015-2017 六间房盈利预测

	2014	2015E	2016E	2017E
MAU (百万/月活跃用户)	24.15	32.60	43.03	55.94
付费用户比例	0.20%	0.21%	0.34%	0.35%
客单价 (月)	700.00	700.00	700.00	700.00
主营业务收入	445.58	755.87	1,023.04	1,365.57
六间房净利润预测 (百万)	89.71	160.40	215.50	286.15

来源：国金证券研究所

1.3 公司积极延伸文化娱乐产业链，成立产业投资基金，进军影视、传媒、戏剧、动漫、真人秀等多领域，逐步从主题公园景区运营商转型为贯穿全文化娱乐产业链的平台型公司。

2. 公司简介与发展路径概要

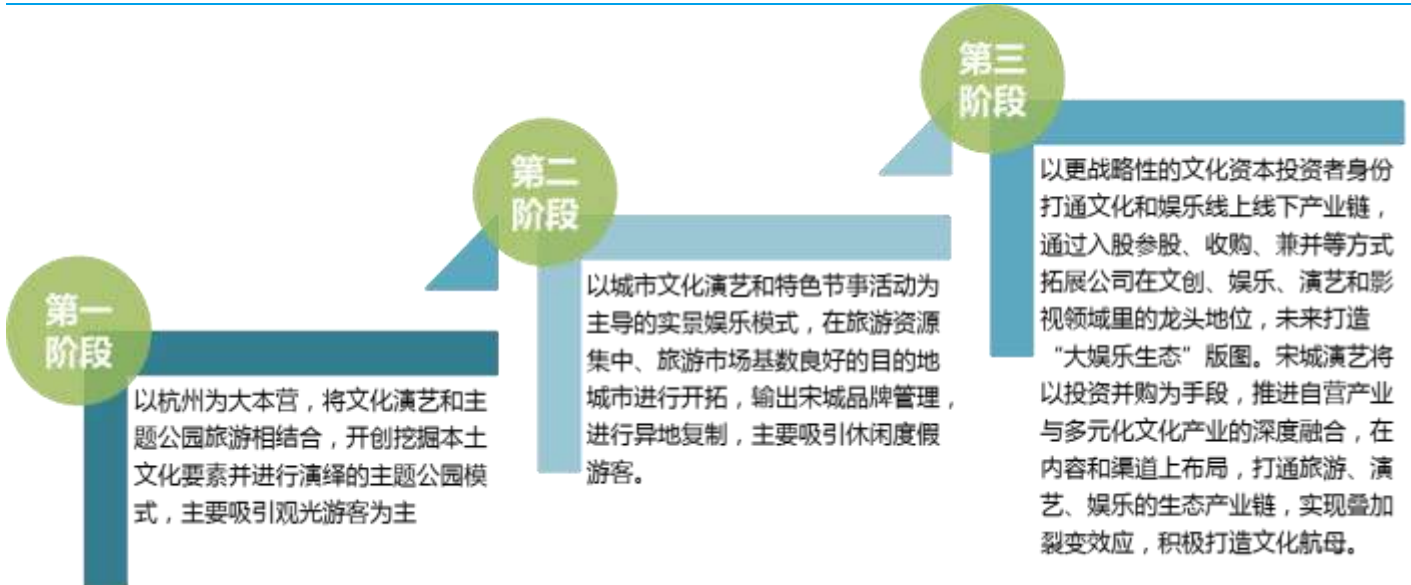
- 国内最早进入主题公园、旅游演艺、文化创意领域的公司之一。早期公司业务以旅游文化演艺平台为核心竞争力，发展目标为“世界演艺第一”。
- 2013 年开始寻求线上线下融合发展路径
 - 2010 年底上市
 - 2013/9/15 “三亚千古情”开业
 - 2013/12/10 参股“大盛国际”
 - 2014/3/21 “丽江千古情”开业
 - 2014/3/25 更名为“宋城演艺”
 - 2014/3/26 杭州演艺谷开业
 - 2014/5/1 “九寨千古情”开业
 - 2014/7/28 成立“宋城娱乐”
 - 2015/4 控股九寨沟《藏谜》所在公司 60%股份
 - 2015/5，设立福州千古情公司，战略布局“海上丝路”
 - 2015/7，成立全资子公司泰安宋城公司，轻资产方式管理大型演艺产品《泰山千古情》，7 月开演
 - 2015/7 收购北京六间房科技有限公司
 - 2015/7 设立 30 亿规模宋城 TMT 产业投资基金
 - 2015/7 宋城娱乐第一档真人秀节目《全能极限王》开播
 - 2015/10 设立 10 亿元现场娱乐投资基金
 - 2015/11/18 进入上海世博园区，开拓一线城市城市演艺版图
 - 2015 大盛国际参投一系列电影
- 自 2013 年后，从旅游产业向文化资本战略迈进——通过自有产品异地化复制和创新、产业链资本收购兼并、新兴业务开拓、线上线下融合发展等方式，公司从原有的“主题公园+多元演艺”旅游发展模式向“旅游-影视-创意-动漫-综艺节目”等多元化文化资本面向迈进。未来将形成以各地线下实景旅游演艺为基础，线上文化娱乐平台聚集流量，打通产业链各个节点形成资源共享，共创文化产业消费链最大化的商业模式。

图表 3：宋城大娱乐板块生态系统



来源：国金证券研究所

图表 4：宋城三个阶段公司战略示意图



来源：国金证券研究所

3. 稳步布局异地项目扩张版图，千古情品牌效应显著

3.1 政策刺激和市场表现双向良好，旅游文化和体验消费驱动力强势，未来主题公园呈爆发性增长

- 美日韩经验显示，人均 GDP 超 5000 美元进入旅游加速发展期，渗透率提升，经济增速放缓但旅游消费增速仍超经济及其他消费；预计我

国旅游增速开始超过大部分消费业，行业加速向休闲度假市场转型，板块有望享受更高估值溢价，休闲游乐行业龙头受益。

3.1.1 政策刺激导向明确，未来进一步释放市场增长和消费红利

- “旅游+”概念成为互联网概念之后社会消费领域新增长，旅游投资和文化消费的政策扶持力度加大。“十三五”期间，全国旅游总收入年均增长 14%左右。到 2020 年，从初步小康型旅游大国迈入全面小康型旅游大国，达到中等发达国家水平，旅游业在规模、质量、效益上均达到世界旅游大国水平。

3.1.2 基建和休假制度逐步完善，旅游消费驱动力强势发展

- 中产阶级增长：至 2020 年，达到参观主题公园收入条件的中产阶级市场规模达到 10 亿，随着城乡收入的增长，这个数据会持续增长。
- 城镇化进程加速：至 2020 年，220 个城市将达到 100 万以上人口。
- 交通基础设施建设提升：2015 年新建 82 个机场，同时扩建 101 个机场，建成 42 条高铁，总里程超过 20,000 公里，汽车保有量攀升到 1 亿多辆。
- 带薪假期的落实和“2.5 天周末”提上日程。

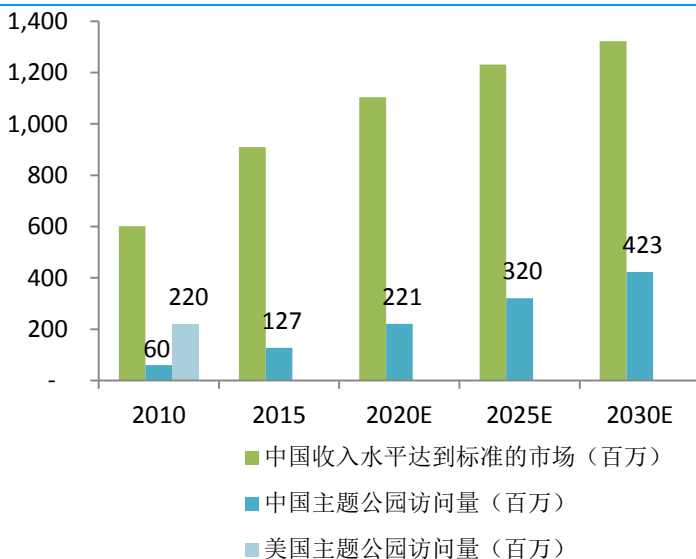
3.1.3 未来主题公园访问量对比预测，预期 2020 年达到目前美国市场水平

- 目前中国主题公园市场相对处于初级发展的状态。随着迪斯尼和环球影城强势进驻国内市场，消费热情和市场认可将进一步激活，至 2020 年，中国主题公园人次将翻番，并预期达到目前美国水平。

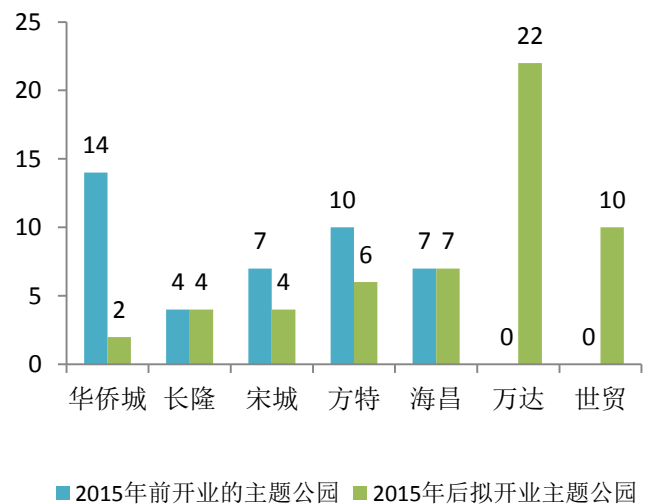
3.1.4 海外品牌争相抢滩，旅游集团巨头形成，行业市场逐渐完善，

- 国外知名主题公园 IP 内容供货商和园区运营商纷纷进入中国市场，一方面唤醒国内体验消费的市场热情；另一方面，促使国内主题公园进入白日化优胜劣汰竞争阶段，国内一些客群辐射半径小、游玩设施单一、体验深度不足、服务品质粗糙、重游率低下主题公园将在大浪淘沙之后被市场淘汰，进一步洗牌之后行业集中率将提升，具备市场规模化和品牌认可度的主题公园产品将爆发新的生命力。

图表 5：美国主题公园和中国主题公园访问量预测



图表 6：国内主要主题公园集团主题公园开发数量



来源：AECOM-2013 主题公园项目发展预测，国金证券研究所

来源：AECOM-2013 主题公园项目发展预测，国金证券研究所

图表 7: 全球知名主题公园品牌进入中国项目

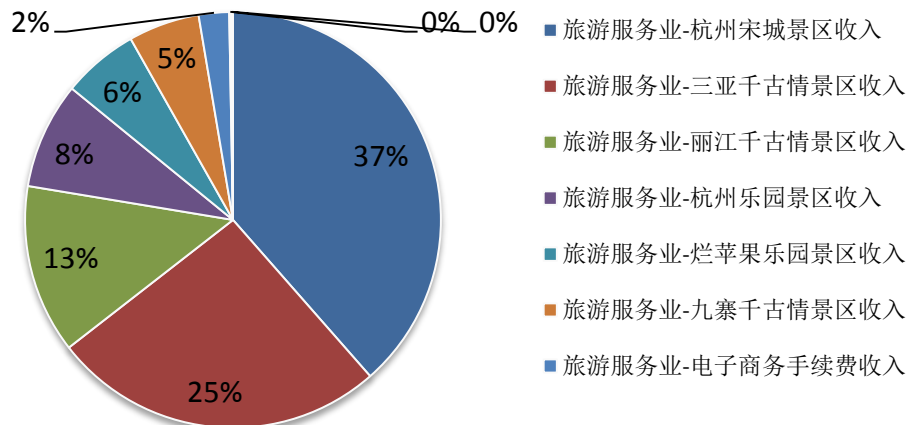
主题公园品牌	中国合作方	开园时间
美国迪斯尼	上海申迪集团	2016 年
美国环球影城集团	北京首旅集团	-
英国默林娱乐集团	华人文化产业投资基金	-
美国梦工厂	华人文化产业投资基金	-
六旗主题乐园	山水集团	2020 年

来源: AECOM-2013 主题公园项目发展预测, 国金证券研究所

3.2 宋城主题公园布局全国版图, 各地项目更新换代保证业务持续增长

- 公司基于“一园一台戏”的模式, 主题公园、文化演艺和旅游商业三种产品结合在同一园区内实现。通过热门旅游目的地旅游演艺项目异地复制、其他景区合作投资拓展和城市型目的地演艺项目, 公司线下项目已逐渐覆盖国内以自然资源为主的一线旅游目的地, 产品组合借力于传统自然资源的市场吸引力匹配文化演艺、旅游商业、节庆娱乐等人造设施和体验延长游客停留时间、提升旅游消费, 并能总体上提升旅游目的地的吸引力促使其从观光型目的地向度假型目的地转变, 提升游客的重游到访率和客单价。

图表 8: 2015H 公司主营业务收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.3 杭州大本营进入成熟期稳步发展, 未来三年内进一步受迪斯尼和周边游乐项目开发利好, 市场基数将扩大, 游客人次将稳步提升

3.3.1 基础设施改造升级, 场地接待更具灵活性,

- 宋城景区新建 4500 座剧场, 广场进一步扩大, 有效解决原有剧场承载力不够的难题, 能够承接未来由迪斯尼开园后溢出的客流。剧院和开放空间在未来活动举办使用上更具灵活性。

3.3.2 节事活动带动淡季市场, 提升重游率, 市场逐步回暖

- 全年性的节事项目和话题型活动策划助力平日休闲游, 提升平日淡季市场渗透率和游客重游率。

图表 9: 2015 年宋城景区节事活动

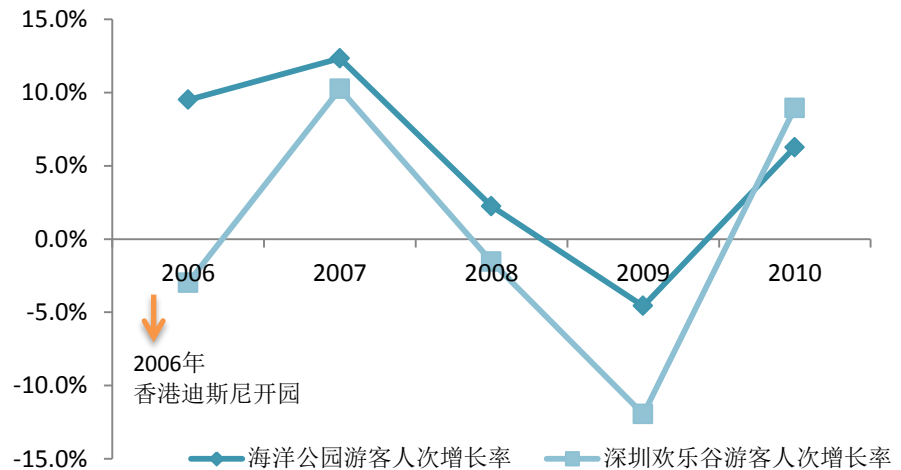
景区	开始时间	节事活动	内容简介
杭州、三亚、丽江、九寨宋城旅游区	2015 年 9 月 26 日—12 月 5 日	面具节	融汇东西方多元面具文化，面具狂欢大巡游、锅庄主题面具派对、欧洲宫廷假面舞会、个性面具快闪、群魔乱舞等演出活动精彩纷呈。
杭州宋城	2015 年 7 月 1 日-8 月 31 日	南美狂欢季	激情桑巴舞，青春草裙舞，墨西哥帽子舞等南美风情大巡游泼水狂欢、DJ 热舞、闯关活动
杭州、三亚、丽江、九寨宋城旅游区	2015 年 6 月 15 日至 8 月 31 日	肚兜节	夏季主题活动，包括穿肚兜、跳锅庄、东方比基尼花车巡游等
杭州宋城	2015 年从 2 月 19 日到 3 月 5 日	大庙会	重现传统过年习俗，剪窗花、贴春联、逛灯会、看百戏

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3.3 迪斯尼和周边重大游乐开发项目的聚集规模和溢出效应。

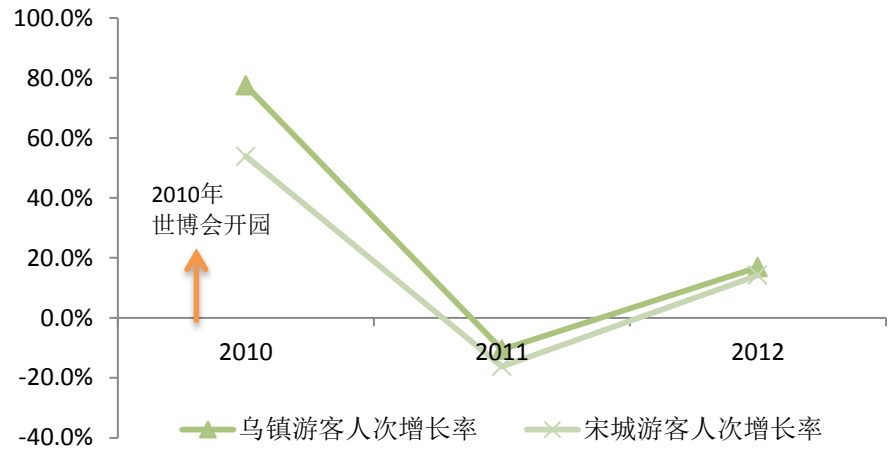
- 重量级的项目开园将促成目的地的游客聚集效应，参考 2006 年香港迪斯尼开园和 2010 年上海世博会的召开，对周边项目在短期内具有明显的刺激效应。游客人次在项目开园后次年具有显著的增长效应，受项目能级的不同，增长的幅度有所差异。经历短暂回落后，再度实现 10% 的增长率。
- 同时，根据游客人次增长计算渗透率，重大项目对周边景区的客流溢出有 2%-10% 不等的渗透率。根据迪斯尼透露的官方客流人次为 2016 年 1000 万，则对宋城杭州大本营的外生刺激带动有约 100 万人次。此外，应注意到，除了迪斯尼项目外，长三角地区在 2020 年之前均有重大项目相继开园，此类项目同样对于宋城景区具有客流溢出效应，根据客流量预测的保守估计，2016 年-2017 年年均客流增长率均在 10%-13% 之间。

图表 10: 迪斯尼 2006 年开园对香港海洋公园和深圳欢乐谷的游客人次影响



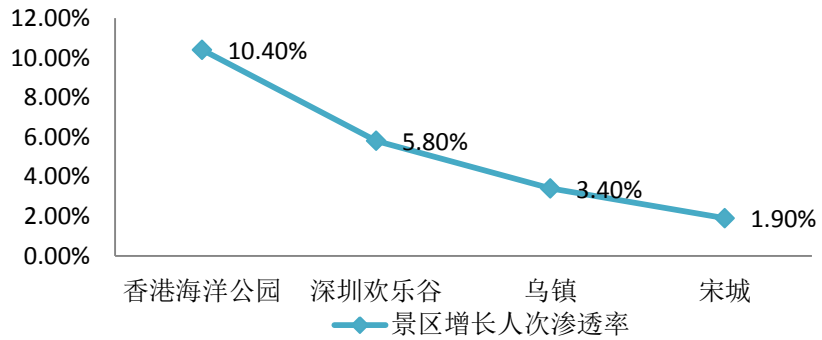
来源：AECOM，国金证券研究所

图表 11: 世博会 2010 年开园对乌镇和宋城景区的游客人次影响



来源: AECOM, 国金证券研究所

图表 12: 重大项目开园对景区增长人次渗透率比较



: AECOM, 国金证券研究所

图表 13: 长三角地区未来已确认的拟开张主题公园

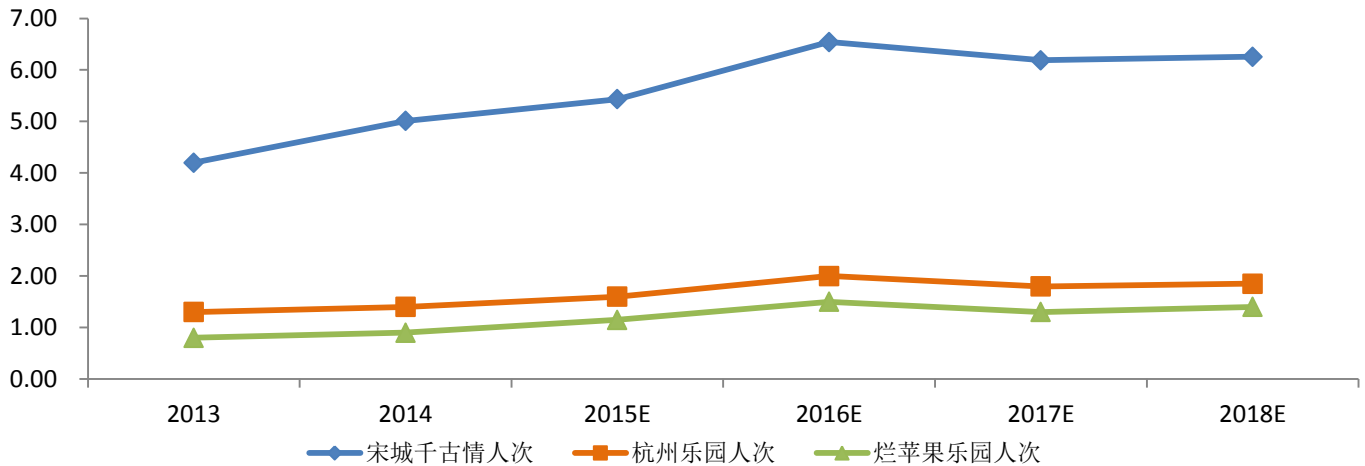
	上海迪斯尼	上海极地海洋世界	上海乐高乐园	上海梦中心	上影安吉影视园	六旗主题公园	临港冰雪世界项目
地点	上海	上海	上海	上海	浙江安吉	浙江海盐	上海
项目投资	330 亿元	30 亿	约 20 亿	200 亿元	170 亿元	50 亿元	50 亿元
开业时间	2016 年春季	2017 年底	-	-	2020 年	2020 年	2019 年
产品内容	中国大陆首座迪士尼主题乐园	全球数量最多的极地海洋动物种群展示乐园	以家庭娱乐为主题的中小型室内外现场娱乐及主题公园项目	世界最大的 IMAX 影院, 音乐中心, 功夫熊猫主题宝塔, 剧院	包括上影电影学院、中国影视博物馆、拍摄基地和后期制作中心、影视明星山庄、主题商业街、五星级影视主题酒店公寓以及相关商业配套	器械游乐型主题公园+旅游度假区	预计成为全球最大的室内体育文化娱乐中心, 集滑雪场和冰上运动培训于一体, 拥有世界最大的室内滑雪坡

来源: 国金证券研究所

3.3.4 杭州大本营项目进入成熟期, 经营情况稳步增长。

- 经营情况: 杭州大本营有宋城千古情、杭州乐园、烂苹果乐园和水公园四大项目。四类产品针对目标客群不同, 已进入发展成熟期。

图表 14: 2013-2018 杭州三大景区游客人次预测



来源: wind, 国金证券研究所

图表 15: 杭州宋城千古情盈利预测

产品 1——宋城千古情景区		2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
客流 (百万人次)		4.20	5.01	5.43	6.54	6.19	6.25
	增长率 (YOY)	10.53%	19.29%	8.42%	20.44%	-5.41%	1.08%
演出场次 (一号) /年		1,250.00	1,300.00	1,600.00	1,700.00	1,600.00	1,550.00
上座率 (一号)		70%	75%	85%	88%	85%	88%
座位数 (一号)		3,200.00	3,200.00	3,200.00	3,200.00	3,200.00	3,200.00
一号剧场人数		2.80	3.12	4.35	4.79	4.35	4.36
演出场次 (二号) /年			100.00	400.00	600.00	600.00	600.00
上座率 (二号)			50%	60%	65%	68%	70%
座位数 (二号)			4,500.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00
二号剧场人数			0.23	1.08	1.76	1.84	1.89
票面票价		280.00	280.00	280.00	300.00	300.00	330.00
有效票价 (结算价)	比率%	106.40	106.40	106.40	114.00	114.00	125.40
门票及演出收入 (百万元)		297.92	355.91	577.96	745.81	705.43	784.35
其他收入 (百万元)	占比	57.05	16.37	10.00	15.00	12.00	12.00
营业收入 (百万元)		354.97	372.28	587.96	760.81	717.43	796.35
	增长率 (YOY)	-10.13%	4.88%	57.94%	29.40%	-5.70%	11.00%
营业成本 (百万元)		82.49	90.80	146.99	190.20	179.36	199.09
营业成本/营业收入 (百万元)		23.24%	24.39%	25%	25%	25%	25%
毛利		272.48	281.48	440.97	570.61	538.07	597.26
	毛利率	76.76%	75.61%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
营业税金及附加 (百万元)		13.13	13.77	21.75	28.15	26.54	29.47
营业费用及管理费用 (百万元)		159.74	167.53	264.58	342.36	322.84	358.36
利润总额 (百万元)		99.61	100.18	154.63	200.09	188.68	209.44
所得税 (百万元)		24.90	25.04	38.66	50.02	47.17	52.36
净利润 (百万元)		74.71	75.13	115.98	150.07	141.51	157.08
	增长率 (YOY)	-16.98%	0.57%	54.36%	29.40%	-5.70%	11.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 杭州乐园盈利预测

产品 2——杭州乐园		2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
客流 (百万次)		1.30	1.40	1.60	2.00	1.80	1.85
	增长率 (YOY)	8.33%	7.69%	14.29%	25.00%	-10.00%	2.78%
票面票价		120.00	140.00	160.00	160.00	180.00	180.00
有效票价 (结算价)	比率%	60.00	70.00	80.00	80.00	90.00	90.00
门票收入 (百万元)		78.00	98.00	128.00	160.00	162.00	166.50
其他收入 (百万元)		70.25	31.51	30.00	40.00	50.00	60.00
营业收入 (百万元)		148.25	129.51	158.00	200.00	212.00	226.50
	增长率 (YOY)	21.00%	-12.64%	22.00%	26.58%	6.00%	6.84%
营业成本 (百万元)		69.05	67.24	79.00	100.00	106.00	113.25
毛利		79.20	62.27	79.00	100.00	106.00	113.25
	毛利率	53.42%	48.08%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
营业税金及附加 (百万元)		5.49	4.79	5.85	7.40	7.84	8.38
营业费用及管理费用 (百万元)		56.34	49.21	60.04	76.00	80.56	86.07
利润总额 (百万元)		17.38	8.26	13.11	16.60	17.60	18.80
所得税 (百万元)		4.34	2.07	3.28	4.15	4.40	4.70
净利润 (百万元)		13.03	6.20	9.84	12.45	13.20	14.10
	增长率 (YOY)	-436.11%	-52.45%	58.68%	26.58%	6.00%	6.84%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 烂苹果乐园盈利预测

产品 3——烂苹果乐园		2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
客流 (百万次)		0.80	0.90	1.15	1.50	1.30	1.40
	增长率 (YOY)	60.00%	12.50%	27.78%	30.43%	-13.33%	7.69%
票面票价		120.00	140.00	140.00	150.00	180.00	180.00
有效票价 (结算价)	比率%	48.00	56.00	56.00	60.00	72.00	72.00
门票收入 (百万元)		38.40	50.40	64.40	90.00	93.60	100.80
其他收入 (百万元)		43.96	16.75	15.00	25.00	22.00	23.00
营业收入 (百万元)		82.36	67.15	79.40	115.00	115.60	123.80
	增长率 (YOY)	99.47%	-18.47%	18.24%	44.84%	0.52%	7.09%
营业成本 (百万元)		26.13	31.94	35.73	51.75	52.02	55.71
毛利		56.23	35.21	43.67	63.25	63.58	68.09
	毛利率	68.27%	52.43%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
营业税金及附加 (百万元)		3.05	2.48	2.94	4.26	4.28	4.58
营业费用及管理费用 (百万元)		30.47	24.85	29.38	42.55	42.77	45.81
利润总额 (百万元)		22.71	7.88	11.35	16.45	16.53	17.70
所得税 (百万元)		5.68	1.97	2.84	4.11	4.13	4.43
净利润 (百万元)		17.03	5.91	8.52	12.33	12.40	13.28
	增长率 (YOY)	130.20%	-65.30%	44.09%	44.84%	0.52%	7.09%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.4 三地项目进入盈利快速成长期, 异地复制模式得到市场肯定

3.4.1 千古情系列异地复制项目经营数据靓丽, 得益于多年市场培育下对目的地景区演艺的熟练操作

- 品牌和口碑异地输出, 对当地政府具备可信度和市场认知度。千古情品牌已经过公司杭州大本营长达十年的市场运作和管理经营考验, 具

有较高的市场认可度。与新进入市场的开发运营商快速圈地、迅速上马项目不同，公司对剧目打造、市场把控和渠道管理的经营具有熟练的操作能力。

- **开发标准流程化，有效控制开发建设和运营成本。**与其他主题公园数十亿级的投资规模和 8 年以上的回报周期不同，宋城演艺在一个项目上的资金沉淀主要是基础建设和剧院的维修，成本可控性高，回报周期也相对较短。一半在开业三年后步入人次和营收稳步增长阶段。
- **团队文化运作熟练，本土文化挖掘和演艺表现力强。**公司高层管理人员对剧目产品的文化创意的内涵表达和创新意识的贯穿一直融入于公司文化中，剧目创作能在本土文化内涵的独特性和市场大众的接受度中找到平衡。因此，三亚、丽江和九寨沟项目能在当地文化演艺的红海中快速占据市场份额，进入产品发展期。
- **异地项目进入快速成长期，经营业绩表现良好。**三亚、丽江、九寨三个异地项目经过 1-2 年的培育期进入了成长期，为公司的利润贡献率逐步提高，未来项目可通过增加剧目数量、频次和提升票价的方式提高总体收入。

图表 18：三亚、丽江、九寨项目基本情况

	三亚	丽江	九寨沟
项目投资	4.9 亿	3.34 亿	2.9 亿
开业时间	2013	2014	2014
占地面积	80 亩	140 亩	33 亩
票价	联票 260	联票 280	联票 260
同区域竞争演出项目	海棠秀（已关闭） 凤凰传奇	《印象丽江》《丽水金沙》《纳西古乐》等	《高原红》等， 《藏谜》已被收购
产品竞争力	优势： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 体现当地民族文化 ➢ 良好口碑打开大众休闲散客市场 ➢ 剧场接待量大，空间灵活度高 ➢ 主题公园内匹配有游乐馆、冰雪世界等休闲配套项目，活动丰富性增强 ➢ 周边配套齐全，人流密集，区域位置良好 	优势： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 反映茶马古道文化和丽江本土文化 ➢ 品牌号召力 ➢ 后进入市场，剧目新颖度较高，舞台技术先进，剧场设施良好 劣势： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 距离古城核心消费区约 6 公里，位置边缘化 ➢ 当地销售渠道不及现有演出强 	优势： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 剧目内容结合本土文化和受众品味，对游客的吸引力大 ➢ 后进入市场，剧目新颖度较高，舞台技术先进，剧场设施良好 ➢ 收购《藏谜》后从竞争走向联合，有助于提升票面价格和扩大市场份额，占据市场话语权 劣势： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 受天气影响一年停演四个月
景区经营方式	公司全资投资，景区内餐饮和商铺外包	公司全资投资，景区内餐饮和商铺外包	公司全资投资，景区内餐饮和商铺外包
演出场次和上座率	每天两场，旺季（节假日）每天三场，平均上座率可以达到 60% 以上，旺季可以达到 90%。	每天两场，平均上座率达到 50%~60%。	每天两场，进入冬季之后停演 4 个月。
区域优势	海南国际旅游岛，免税项目利好，三亚是海南旅游的中心城市，未来增长尤其看好	大丽江拥有玉龙雪山（5A）、丽江古城等优质旅游资源，并被列入世界文化遗产，丽江是滇西北的游客接待中心	九寨沟是世界自然遗产，国家首批 5A 级风景名胜，被誉为“东方达沃斯”
2014 年城市游客接待量（百万次）	13.52	30.1	4.56

来源：公司公告，国金证券研究所

3.4.2 三亚千古情经营情况和盈利预测

- **经营情况：**《三亚千古情》2013 年 9 月开演，下半年为三亚旅游的旺季。三亚本地休闲类项目项目较少，秀场类节目独树一帜，对城市过夜游客的渗透率较高，目前维持在 10%-15%，将来预计可达 20%。2013 年经营业绩良好，3 个月即接待 20 万人次，录得收入 3357 万元。2014 年

游客增长实现爆发，录入经营收入 1.55 亿元，达到 362% 的高增长，净利润达到 0.45 亿元。2015 年景区培育进入稳定期，同时二期项目冰雪世界 2 月开幕，将促使游客人次进一步增长，根据公司透露，目前淡季的演出场次是每天两场，平均上座率为 50%~60%，周末可以达到 80%~90%，进入冬季（11 月-次年 2 月）旺季之后，演出场次调整为每天 4~6 场，年估算场次将达到 900-1000 场。预计 2015 年可实现总营业收入 2.88 亿元，达到 86% 的增长率，净利润破 1 亿。

- **盈利预测：**预估 2015-2017 年游客人次达到 **2.54/3.06/3.51** 百万人次，年演出场次为 **900/1000/1100** 场，门票结算价为 **100/104/108** 元，预计营业收入达到 **2.88/3.67/4.1** 亿元，毛利为 **82.69%/83.23%/82.95%**，净利润达到 **1.12/1.4/1.6** 亿元。

图表 19：三亚千古情盈利预测

产品 4——三亚千古情		2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
客流（百万次）		0.53	1.40	2.54	3.06	3.41	3.68
	增长率 (YOY)	#DIV/0!	164.44%	81.51%	20.37%	11.69%	7.71%
演出场次		450.00	850.00	900.00	1,000.00	1,100.00	1,150.00
上座率		25%	35%	60%	65%	66%	68%
座位数		4,700.00	4,700.00	4,700.00	4,700.00	4,700.00	4,700.00
剧场人次（年）		0.53	1.40	2.54	3.06	3.41	3.68
票面票价		210.00	230.00	250.00	260.00	270.00	270.00
有效票价（结算价）	比率%	84.00	92.00	100.00	104.00	108.00	108.00
门票收入（百万元）		44.42	128.64	253.80	317.72	368.52	396.94
其他收入（百万元）		(10.86)	26.43	35.00	40.00	42.00	45.00
营业收入（百万元）		33.56	155.07	288.80	357.72	410.52	441.94
	增长率 (YOY)	#DIV/0!	362.07%	86.24%	23.86%	14.76%	7.66%
营业成本（百万元）		15.40	47.70	50.00	60.00	70.00	80.00
毛利		18.16	107.37	238.80	297.72	340.52	361.94
	毛利率	54.11%	69.24%	82.69%	83.23%	82.95%	81.90%
营业税金及附加（百万元）		1.24	5.74	10.69	13.24	15.19	16.35
	比率%						
营业费用及管理费用（百万元）		9.06	41.87	77.98	96.58	110.84	119.32
利润总额（百万元）		7.86	59.76	150.14	187.90	214.49	226.27
所得税（百万元）		1.96	14.94	37.53	46.97	53.62	56.57
净利润（百万元）		5.89	44.82	112.60	140.92	160.87	169.70
	增长率 (YOY)		660.63%	151.22%	25.15%	14.15%	5.49%

来源：公司公告，国金证券研究所

3.4.3 丽江千古情经营情况和盈利预测

- **经营情况：**《丽江千古情》2014 年 9 月开演，因距离古城核心消费区有一定距离，对散客的拉动效应受一定限制，同时《印象丽江》等项目在当地的市场占有率较高，约为 75%。目前对目的地游客的渗透率为 4%，未来估计可达 6%-7%。2014 年，项目处于发展期，《丽江千古情》每天两场的演出平均上座率达到了 50%~60%，估算 2015 年接待游客 142 万人次，年演出场次 700 场，营业收入达 1.63 亿元，毛利为 63%，净利润实现 0.38 亿元。
- **盈利预测：**预估 2015-2017 年游客人次达到 **1.42/2.23/2.61** 百万人次，年演出场次为 **700/900/1000** 场，门票结算价为 **112/120/120** 元，预计营业收入达到 **1.64/2.72/3.18** 亿元，毛利为 **63.36%/76.13%/78.00%**，净利润达到 **0.39/0.91/1.1** 亿元。

图表 20: 丽江千古情盈利预测

产品 5——丽江千古情		2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
客流 (百万次)			0.63	1.42	2.23	2.61	2.97
	增长率 (YOY)			125.00%	57.14%	17.17%	13.79%
演出场次			500.00	700.00	900.00	1,000.00	1,100.00
上座率			28%	45%	55%	58%	60%
座位数			4,500.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00
剧场人次 (年)			0.63	1.42	2.23	2.61	2.97
票面票价			280.00	280.00	300.00	300.00	320.00
有效票价 (结算价)	比率%		112.00	112.00	120.00	120.00	128.00
门票收入 (百万元)			70.56	158.76	267.30	313.20	380.16
其他收入 (百万元)			1.42	5.00	5.00	5.00	5.00
营业收入 (百万元)			71.98	163.76	272.30	318.20	385.16
	增长率 (YOY)			127.51%	66.28%	16.86%	21.04%
营业成本 (百万元)			35.55	60.00	65.00	70.00	75.00
毛利			36.43	103.76	207.30	248.20	310.16
	毛利率		50.61%	63.36%	76.13%	78.00%	80.53%
营业税金及附加 (百万元)			2.66	6.06	10.08	11.77	14.25
营业费用及管理费用 (百万元)			20.15	45.85	76.24	89.10	107.84
利润总额 (百万元)			13.61	51.85	120.98	147.33	188.06
所得税 (百万元)			3.40	12.96	30.25	36.83	47.02
	税率						
净利润 (百万元)			10.21	38.89	90.74	110.50	141.05
	增长率 (YOY)			280.89%	133.34%	21.78%	27.65%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.4.4 九寨千古情经营情况和盈利预测

- **经营情况:**《九寨千古情》2014 年 5 月开演, 当地有丰富的演艺节目, 且节目内容多为少数民族藏族文化歌舞表演, 雷同度较高, 但大多开演时间较久, 设施和舞美道具已落后, 表演水准无法满足目前的旅游消费要求。2015 年 3 月最大的竞争型产品《藏谜》已被公司控股。未来在九寨沟两项目将实现战略联合和错位竞争, 做大市场份额。因当地夜晚休闲活动较为受限, 演艺类节目在游客中渗透率较高, 目前九寨千古情项目开业一年后的渗透率已达到 17%, 未来可期 20%-23%。但九寨沟当地受气候影响, 冬季封山, 项目有四个月停演。预估 2015 年演出场次为 400 场, 上座率 48%, 接待 86 万人次, 营业收入可达 0.96 亿元, 毛利率 64%, 净利润 0.26 亿元。
- **盈利预测:** 预估 2015-2017 年游客人次达到 0.86/1.13/1.29 百万人次, 年演出场次为 400/500/550 场, 门票结算价为 106/114/114 元, 预计营业收入达到 0.96/1.33/1.51 亿元, 毛利为 63.89%/71.48%/72.89%, 净利润达到 0.26/0.43/0.51 亿元。

图表 21：九寨千古情盈利预测

产品 6——九寨千古情		2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
客流 (百万次)			0.48	0.86	1.13	1.29	1.46
	增长率 (YOY)			80.45%	30.21%	14.40%	13.29%
演出场次			280.00	400.00	500.00	550.00	600.00
上座率			38%	48%	50%	52%	54%
座位数			4,500.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00	4,500.00
剧场人次 (年)			0.48	0.86	1.13	1.29	1.46
票面票价			260.00	280.00	300.00	300.00	320.00
有效票价 (结算价)	比率%		98.80	106.40	114.00	114.00	121.60
	增长率 (YOY)			7.69%	7.14%	0.00%	6.67%
门票收入 (百万元)			47.31	91.93	128.25	146.72	177.29
其他收入 (百万元)			24.67	5.00	5.00	5.00	5.00
营业收入 (百万元)			71.98	96.93	133.25	151.72	182.29
	增长率 (YOY)			34.66%	37.47%	13.86%	20.15%
营业成本 (百万元)			35.55	35.00	38.00	41.00	44.00
毛利			36.43	61.93	95.25	110.72	138.29
	毛利率		50.61%	63.89%	71.48%	72.98%	75.86%
营业税金及附加 (百万元)			2.66	3.59	4.93	5.61	6.74
营业费用及管理费用 (百万元)			17.28	23.26	31.98	36.41	43.75
利润总额 (百万元)			16.49	35.08	58.34	68.69	87.80
所得税 (百万元)			4.12	8.77	14.58	17.17	21.95
净利润 (百万元)			12.37	26.31	43.75	51.52	65.85
	增长率 (YOY)			112.72%	66.30%	17.74%	27.81%

来源：公司公告，国金证券研究所

3.5 未来旅游目的地持续扩张，维持项目营收高增长，试水剧场管理的轻资产管理输出模式

3.5.1 集团品牌效应彰显，试水轻资产管理输出模式

- 经过数十年宋城千古情的市场经营，公司在剧目制作和景区管理方面已经积累了丰富的市场经验。未来将会进行管理经验的输出，通过收取基本管理费和奖励管理费的形式走‘轻资产，重运营’之路，并将展成重要的盈利方向。
- 龙泉山：公司发布公告成立全资子公司浙江宋城龙泉山旅游开发有限公司，负责投资建设浙江省龙泉山景区二期旅游开发配套设施项目。此次投资表明公司正在加快进军景区运营和景区投资领域，顺应周边休闲度假游大趋势，借助公司在品牌、资本及行业上多年积累的经验，完成对上游优质旅游资源的布局，中长期看，将为公司打开业务延展空间和业绩弹性。
- 泰安：公司成立全资子公司泰安宋城公司，并以托管泰安市核心区域的泰山大剧院的方式于 2015 年 7 月底推出大型演艺产品《泰山千古情》，运用政府文化资源，以轻资产扩张模式降低运营风险、提高运营效率的果断探索。

3.5.2 从一线旅游目的地进军二线旅游城市，持续未来投资计划，异地项目政府补贴和政策利好

- 千古情异地复制选址时，除了考虑一线旅游城市，具备 200 万真实过夜客流量的二线旅游城市也可以支撑千古情的客流。

- 资金与政策的支持会为其带来一系列的发展空间。各地千古情项目均被当地政府确定为重点项目，后续可以获得政策补助。但总体来看，宋城演艺的政府补助收入占其总收入的比例很低。
- 桂林千古情：公司与桂林旅游签署合作协议共同组建“桂林漓江千古情演艺发展有限公司”，在桂林阳朔投资建设“漓江千古情”项目。漓江项目联手当地旅游上市龙头企业桂林旅游开启覆盖华南区域的历程，全国文化演艺的版图日趋完整。
- 福州千古情：公司设立福州千古情公司，战略布局“海上丝路”，加快迈出对外拓展的步伐。

4. 大举进军一线城市，城市演艺发力“东方百老汇”

4.1 杭州首发试水城市演艺，后续向一线城市多维度布局

- 继异地旅游演艺项目经营业绩良好，运作趋于成熟后，公司 2014 年开始开拓城市演艺系列。演艺谷定位为“东方百老汇”，具体表现为“舞台剧+音乐节+演唱会+展览”，实则为城市型文化娱乐综合体项目，不仅可以满足各类演出和放映需求，还能以休闲娱乐等城市商业业态延长客流停留时间，提升单客价消费。
- 杭州演艺谷是城市演艺谷系列的一次试水，项目发展受限于较为不便的地理位置和未发展成熟的休闲业态，目前吸引城市休闲客群和本地居民有限，实际经营范围约为总开发面积的一半。除去宋城千古情的加演情况，其他剧目演出场次维持在年均 20 次，入座率维持在 70%-90%，年均吸引客流 5-6 万人次。未来的项目发展需要进一步依托市场观演需求的培养、优良剧目的自制或引进以及周边商业配套的成熟。
- 2015 年 11 月，公司携手上海世博东迪文化发展有限公司拟共同投资设立项目公司，投资 7 亿打造上海演艺谷。将对世博园剧场进行改造，打造拥有三个室内剧场的休闲娱乐中心，2017 年底投入使用。上海演艺谷定位为“城市演艺+千古情”，除了以上海特色打造“上海千古情”之外，新增实验性剧目“浸没式多空间剧目+娱乐秀紫磨坊”，顺应了上海演出市场的多元口味，体现出“体验式+场景化+互动化”娱乐消费趋势。同时，新型剧场将具有 VR+AR 应用的潜在空间，公司内部其他娱乐互动平台和产品如六间房线下演出、艺人经纪打造、演艺培训、影视制作等有望实现线上线下多维度布局。

图表 22：杭州演艺谷和上海演艺谷对比情况

	杭州演艺谷	上海演艺谷
投资规模	3 亿	7 亿
投资占比	100%	上海世博东迪文化发展有限公司拟共同投资设立项目公司，项目公司注册资本 1.5 亿元，其中宋城演艺占股 88%，世博东迪占股 12%。
投入使用	2014 年 3 月 26 日	2017 年
占地面积	占地 40 亩，总建筑面积共 15.4 万平方米	
地理位置	杭州宋城旁，距离市区约 15 公里，周边除宋城景区外无其他游览休闲配套，交通不便	世博园，黄浦江沿岸，地铁直达，周边配套已成熟
市场定位	定位为“东方百老汇”，具体表现为“舞台剧+音乐节+演唱会+展览”，实则为城市型文化娱乐综合体项目。	“城市演艺+千古情”，定位城市旅游休闲+本地居民客群。弥补一线城市文化演艺、休闲产品不足的缺憾。
剧场设施	2 个大剧场，4300 座和 3200 座 2 个中剧场，500 座和 700 座 8 个小剧场，200 座，1000 站席 1 个 live house，1500 站席	拥有三个室内剧场的休闲娱乐中心，座位数不详
周边业态组合	项目内包含艺术表演、电影院、艺术画廊、名人工作室、名车会所、新亚洲餐饮、特色酒吧等诸多元素。但周边除宋城景区外无其他游览休闲配套，项目未发展成熟之前吸引休闲客群有限。	将与周边世博中心、奔驰文化中心、中华艺术宫、世博源、世博展览馆等文化会展及商业设施互相呼应、互为补充，成为黄浦江畔的上海文化演艺标志性场馆，并有望成为后世博场馆创新转型的新标杆。
目标客群	旅游客群+本地居民客群	
演出人次	入座率 70%-90%	-

演出剧目	《宋城千古情》 舞台剧+戏剧+音乐节	三台驻场演出： ● 大型歌舞《上海千古情》 ● 沉浸式多空间剧目《上海都魅》 ● 娱乐秀《紫磨坊》 同时引进国内外优秀的剧目进行巡演
演出场次	● 2014年4-12月共演出10种剧目，场次20-30场 ● 2015年全年共演出9种剧目，场次16场	-
经营情况	根据2015年10月调研情况，开业一年半商业餐饮设施 只有一半的面积在营业，剧场使用情况也有一半	-
收入来源	● 演出剧目的门票收入 ● 配套商业的租金收入 ● 剧目组租用场地，公司获得租赁费和秩序维护等管理费用 ● 广告赞助收入	
成本支出	● 借助已建成的物业，以租赁、收购或改造的方式低成本获得 ● 剧目引进或制作成本 ● 剧场折旧费用 ● 商业宣传广告费用	

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 战略性入驻未来上海文化地标群落，文娱商一体化发挥产业集聚能力

- 宋城演艺世博大舞台位于上海世博园浦东园区内，北接黄浦江，东靠世博中心，地理位置优越且交通便利，在上海本身庞大的人口基数和每年持续增长的客流影响下，公司此次进军上海有着明显利好的先决条件。未来将与周边世博中心、奔驰文化中心、中华艺术宫、世博源、世博展览馆等文化会展及商业设施互相呼应、互为补充，成为黄浦江畔的上海文化演艺标志性场馆，未来将隔着黄浦江与徐汇滨江的文化馆群和西岸传媒港遥相呼应，成为上海文化新地标。
- 与杭州演艺谷所处位置较为不便，产业集聚效应稍弱不同。从区域产业联动角度，上海演艺谷项目将与徐汇滨江西岸传媒港项目一起发力于文化娱乐产业。伴随着相关企业的入驻、场馆的陆续投入使用、片区项目的激活，此区域商业地块价值和产业集聚价值也会有巨大的增长空间。公司进军上海打造城市演艺谷系列，也是从战略上搭上上海文化产业飞速发展的快车，为企业的全国布局和资源对接起了较好的点效应。
- 另一方面，上海迪士尼乐园于明年春季开园，根据历史经验判断，长三角地区的知名景点均有望受益。由此可见，凭借地理位置的优势及迪士尼强大的客源基础，公司的上海项目将显著受益于迪士尼的分流影响，未来有望成为上海文化演艺事业的代表，为公司带来新的盈利增长点。

图表 23：世博园位置图示



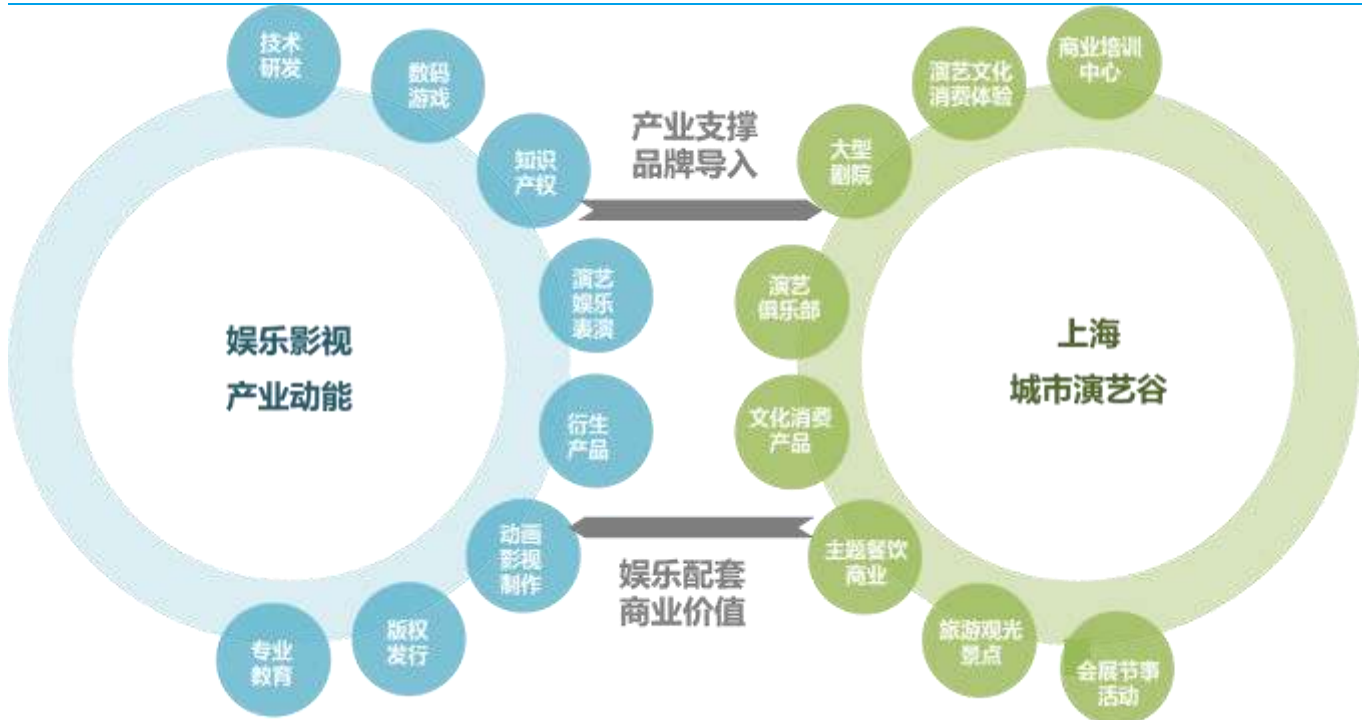
来源：百度地图，国金证券研究所

图表 24：徐汇滨江西岸传媒港项目

徐汇滨江西岸传媒港项目	
区位	徐汇滨江区
占地面积	建筑面积 50 万平方米
投资额	首轮投资 3.3 亿美元
投资方	中方控股 55%，美方持股 45%
定位	<p>一是影视产品及衍生产业，2017 年以后将以每年 1 至 3 部的动画电影创作速度形成规模，达到国际一流动画公司的运营水准。</p> <p>二是位于徐汇滨江的大型都市文化集聚区“梦中心”，集聚一系列剧场影院群落、文化创意产业、会展观光景点、餐饮商业设施等，该中心将于 2016 年诞生。</p> <p>“考虑到了上海与伦敦、纽约之间在文化艺术领域的‘世界循环’，将助推上海成为文化演艺的‘第三极’；东方梦工厂的产品也将是辐射全球的，瞄准全球的票房。”</p>
项目规划	<p>项目将包括“梦中心”、“传媒港”、“跑道公园”“工业遗址”</p> <ul style="list-style-type: none"> ● “梦中心”：计划于 2016 年、2017 年陆续投入运营。将建造包括百老汇剧院、流星剧院等在内的 6 家大型剧院，辅以周边小型剧院。全球最大 IMAX 银幕也将坐落于此。将吸引直接制作和发行动画电影，也包括在中国发行梦工厂的电影，同时还有衍生产品、游戏、现场娱乐等多条业务线。 ● “传媒港”：以东方梦工厂作为西岸传媒港的龙头区域，湖南卫视、腾讯网、万达信息、TVB、IMAX 中国等一批文化娱乐巨头也有望在西岸传媒港拥有自己的大楼并长期持有。 ● “跑道公园”：龙华机场百年跑道建公园市中心将现最美林荫大道 ● 工业遗址：龙美术馆和德美术馆正在年底将面向公众开放。谭盾有意在油罐剧场演武侠芭蕾

来源：传媒港新闻，国金证券研究所

图表 25：上海演艺谷产业发展与功能示意图

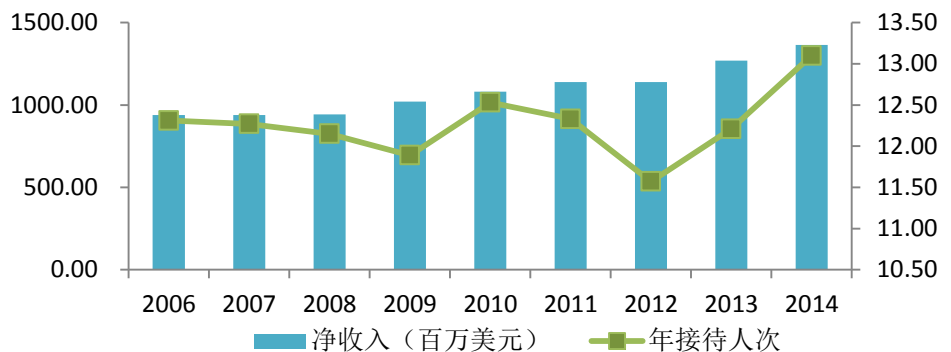


来源：国金证券研究所

4.3 比肩百老汇商业模式，城市演艺集群爆发新增长极

- 将百老汇商业模式本土化，宋城演艺在国内首创演艺集群概念。城市演艺项目本身已成为旅游吸引物标的，特别是城市区域型的综合演出成为必游景点。
- 但目前国内除旅游目的地的演艺表演之外，一线城市还未有兼顾当地文化特色和“must-see”的文化演艺代表作。宋城可凭借其强大的资源整合能力和营销推广渠道，通过自制剧目或投资参与的方式打造城市型“must-see”演艺作品。此举不仅能覆盖其赖以依赖的团队游客，还将渗透城市休闲散客和本地居民市场，迎合其对文化、娱乐和演艺的消费升级。
- 目前宋城演艺旗下拥有在建和建成的剧院 23 个，总座位数 39100 个，年接待游客近 900 万人次。其中，座位数约为纽约百老汇的 80%。横向对比，纽约百老汇聚集了时代广场附近 12 个街区以内的 39 家剧院，总席位 47962 座，2014 年度观众数 1300 万人次，门票总收入 13.6 亿美元。而伦敦西区的剧院区拥有 49 座剧院，总座位数 37258 座，年吸引观众 1500 万余人次，门票收入 4.7 亿英镑。

图表 26：百老汇 20106-2014 年演出净收入和年接待人次



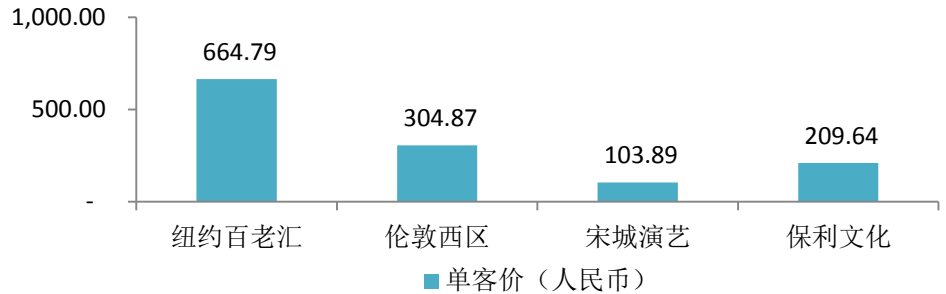
来源：The Broadway League，国金证券研究所

图表 27: 纽约百老汇、伦敦西区、宋城演艺和保利文化经营情况对比

	纽约百老汇	伦敦西区	宋城演艺	保利文化
剧院 (个)	39.00	49.00	23.00	32.00
座位数 (个)	47,962	37,258	39,100	31,000
年接待人次 (百万)	13.10	15.00	9.00	4.00
年门票收入 (百万人民币)	8,708.70	4,573.10	935.00	838.57
消费单客价 (人民币)	664.79	304.87	103.89	209.64

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 纽约百老汇、伦敦西区、宋城演艺和保利文化的单客价比较



来源: 国金证券研究所

4.4 城市演艺版图未来进一步扩展, 公司布局海内外重要城市

- 2014 年 12 月宋城演艺与北京演艺集团有限公司达成战略合作, 公告称, 宋城计划使用自有资金以现金增资的方式获得北京演艺集团有限责任公司旗下两家控股子公司中国杂技团有限公司 38% 的股权、北京歌舞剧院有限责任公司 20% 的股权。这一举动被业界理解为是在为北京演艺谷项目落地做准备。同时, 宋城演艺在法国时代和美国拉斯维加斯的项目已经基本确定, 欧洲的演艺项目正在谈收购事宜。

5. 线下演艺向线上互联网娱乐拓展, 外延收购扩张大娱乐平台生态版图

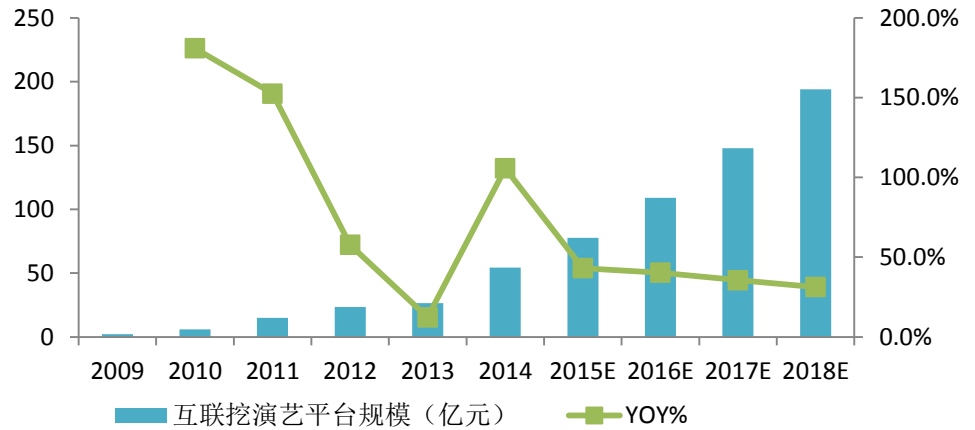
- 公司以 26 亿元收购六间房互联网演艺平台, 其拥有超过 3000 万注册用户, 每天有百万人同时在线, 旗下签约艺人逾六万人。通过在线实时视频演出和用户间的社交互动吸引用户进行打赏消费。并与多家演艺机构达成合作, 为旗下艺人提供线上表演平台。未来将开展线上直播互动的选秀演唱会、情景剧、真人秀等节目。未来将引入更多内容打造泛娱乐直播平台, 布局财经、教育、网游直播等板块, 建立大数据等相关业务。

5.1 泛娱乐化和社交需求红利已现, 视频社交行业迎来风口,

- 社交视频是社交媒体和在线视频用户叠加产生的互联网新领域, 移动智能设备的普及以及 4G 网络的高速建设使得社交视频的传播具有物理基础, 同时泛娱乐化和兴趣导向的社交需求促其爆发, 视频社交行业未来将受益于庞大的互联网人口红利。

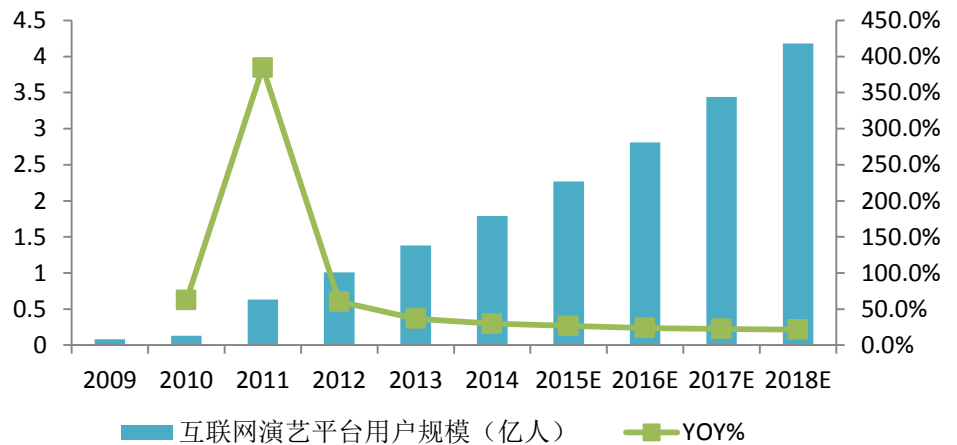
- 根据统计数据，2013 年中国社交视频行业用户规模达到 1.40 亿人，较 2012 年环比上升 37.3%，艾瑞预计 2014 年中国社交视频行业用户规模将达到 1.91 亿人，2015 年中国社交视频行业用户规模将达到 2.55 亿人，未来几年内整体行业用户规模将保持 25%以上的高速增长。2013 年中国社交视频行业市场规模约为 36.9 亿元，较 2012 年环比增长 57.1%，预计 2014 年中国社交行业市场规模达到 52.5 亿元，2015 年中国社交行业市场规模将达到 72 亿元，未来几年整个社交视频行业仍旧保持 30%以上的高速增长。在线演艺是社交视频行业的重要组成部分，2015 年市场规模有望达到 85 亿元。

图表 29: 2009-2018 年中国互联网演艺平台规模 (亿元)



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表 30: 2009-2018 年中国互联网演艺用户规模 (亿人)



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

5.2 六间房视频社交商业模式清晰, 粉丝经济变现效应强

5.2.1 聚焦社交关注和分享模式, 目前依靠付费和广告扩展盈利版图

- 基于关注和分享模式的视频社交网络主要收入来源是用户付费和流量广告变现。用户付费包括虚拟物品赠与、会员增值服务和互动活动参与。而广告收入随着视频用户群体的扩大未来也会相应增加, 除去普通的网络广告外, 根据大数据细分客群的更具针对性的品牌活动和植入广告形式将越显重要。

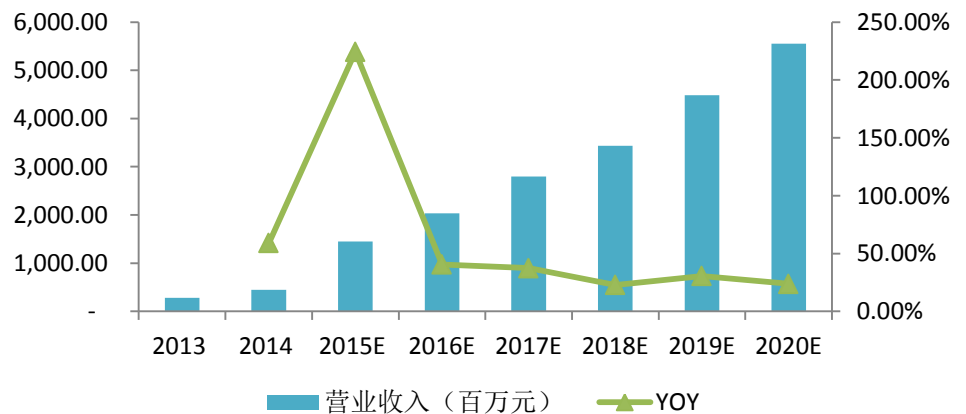
5.2.2 迎合屌丝长尾效应消费趋势, 未来依托于艺人经纪变现粉丝经济发力

- 随着市场消费端对粉丝经济的趋之若鹜成为现象级趋势，社交视频网站逐步从线上演艺社交互动收费的方式向全方位的艺人经纪转变，通过提升客户黏性发力粉丝经济。
- 日本女子乐团 AKB 48 的商业模式已经得到了很好的市场成功验证。艺人从线上走向线下的全方位养成模式与粉丝有充分的互动，从选拔出道、技能锻炼、选秀组合到剧场演出和作品呈现，全程都有粉丝经济的支持。线上用互联网聚合粉丝，线下用剧场黏住用户，并不断创造新产品，扩大粉丝经济的生态半径。这样的模式一来会在较长的时间内保持用户的粉丝黏性，二来持续的曝光和关注实现用户转向高频次的消费。
- 2016 年六间房将会与宋城演艺一起重金打造女子天团，舞台不限于互联网线上舞台，还会包括主流电视平台，目前正在筹划中。16 年在业务层面不只涉及线上舞台、线下舞台，也会有电视元素深度参与。在粉丝经济大行其道的背景下，借力于六间房线上主播的号召力以及宋城线下演艺的品牌、资源和运营能力，线上线下黏合所能创造的价值将进一步发力。

5.3 六间房业务增长空间巨大

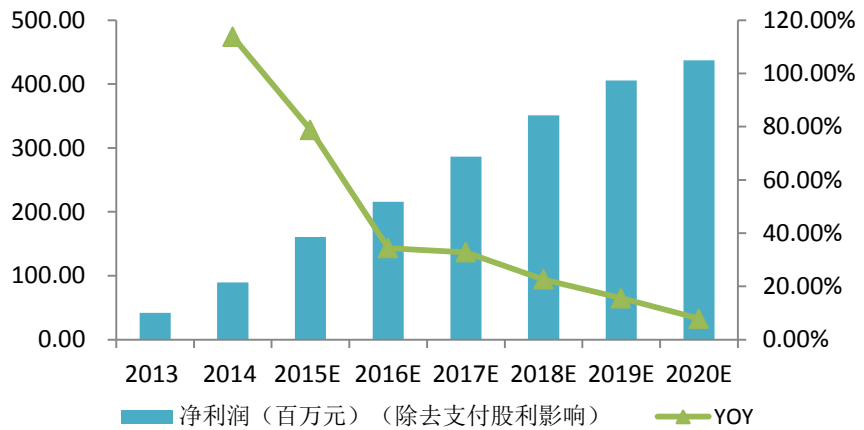
- 根据六间房 2015 年的数据披露，现拥有签约主播 7 万多名，月活跃用户超过 3000 万人，且具有 30-40% 的年增长，平均每天视频直播时长超过 3.7 万小时，客单价月消费 700 元左右。
- 2013-2014 年，六间房分别实现营业收入 2.81 亿元和 4.46 亿元，净利润分别为 4183.13 万元和 -4702.25 万元。如果除去支付股利费用的影响外，六间房当期的净利润为 7227.84 万元，毛利率保持在 50% 左右。营业收入主要由线上演艺收入为主，2013 年与 2014 年占比保持在 98%。根据业绩承诺，六间房 2015-2018 年度预测净利润（扣非后孰低原则且排除股份支付影响）分别为 1.51 亿元、2.11 亿元、2.75 亿元和 3.57 亿元。与 2014 年相比，2015 年承诺业绩涨幅超过 1 倍。以下为通过付费用户增长情况测算所得盈利情况。

图表 31：2013-2020 六间房营业收入和增长率预测



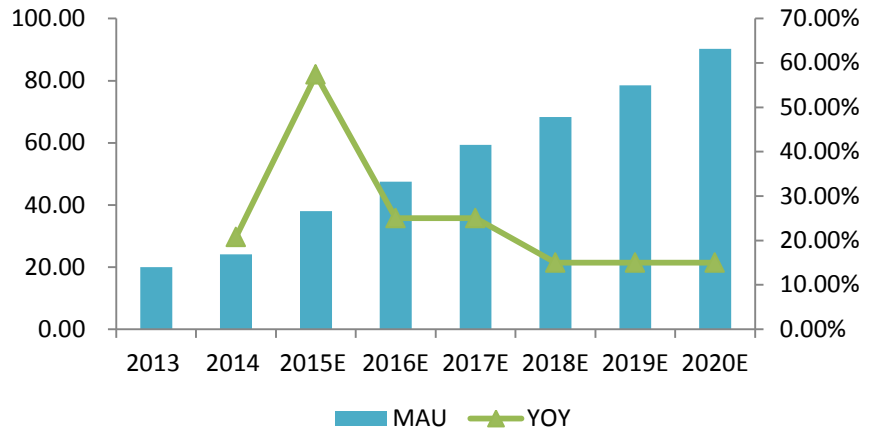
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32: 2013-2020 六间房净利润 (除去支付股利影响) 和增长率预测



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 33: 2013-2020 六间房每月活跃用户 (百万) 预测和增长率 (%)

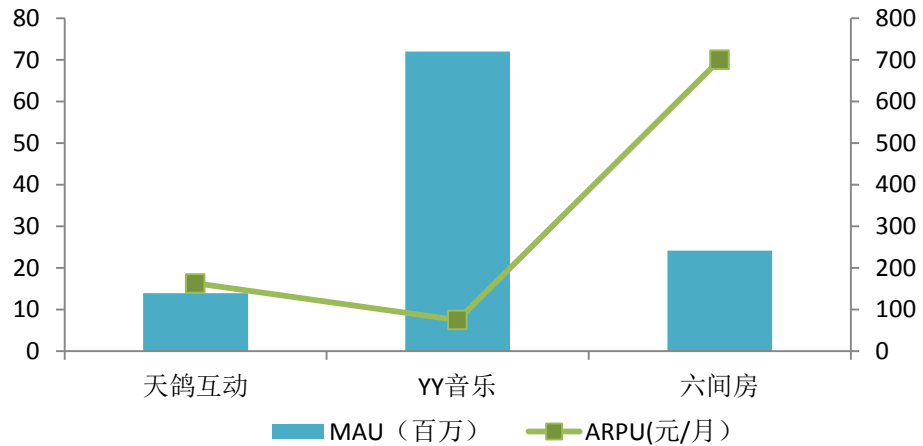


来源: 公司公告, 国金证券研究所

5.4 三家龙头垄断市场格局

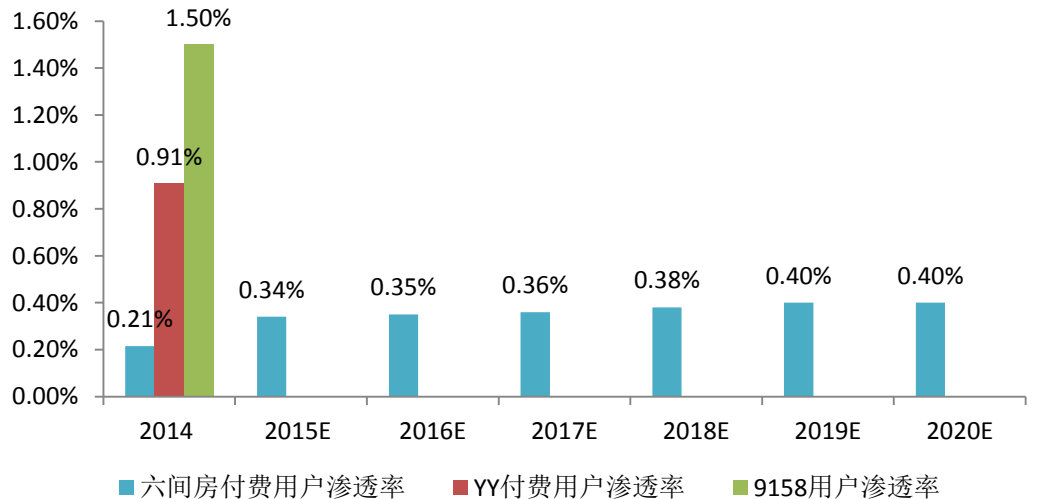
- 天鸽互动 (9158)、欢聚时代 (YY 音乐) 和六间房为占据互联网演艺市场主要份额的同类公司。天鸽互动付费支出额和付费用户渗透率占比最大, 但其通过第三方分销商及销售代理商销售虚拟货币, 公司实际计入营收的部分仅占销售额的 30%-40%, 而 YY 音乐隶属于欢聚时代平台, 在线演艺平台是后起之秀的产品, 盈利增长迅速, 因占有其游戏平台巨大流量自然导流的优势, 在营销推广费用上成本较低, 目前音乐表演业务已经成为其最大的收入来源, 值得关注的是, 六间房的 ARPU 远远超过天鸽互动和 YY 音乐, 而且近三年都保持在月 700 元的用户消费水平,

图表 34：三家社交视频行业可比公司 MAU 和 ARPU 对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：三家社交视频行业可比公司付费用户渗透率对比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：三家社交视频行业可比公司概况

	天鸽互动	欢聚时代	六间房
主要平台	9158	YY 音乐	六间房
视频模式	多对多	一对多	一对多
盈利来源	虚拟礼物、道具、广告收入	虚拟礼物、道具、广告收入	虚拟礼物、道具、广告收入
收入分成	公司平台 (30%-40%) 分销商 (60%-70%) 其中：销售代理 (10%-20%) +主播 (25%-35%)	平台、工会管理者、主播	平台、主播
线下开拓	线下 KTV 互动的娱乐产业	线下培养娱乐艺人打造艺人经纪	被宋城收购后线上线下形成娱乐生态闭环
2014 年营业收入 (亿元)	6.92	37	4.46
2014 年净利 (亿元)	2.67	12	0.72

来源：公司公告，国金证券研究所

5.5 线上线下娱乐生态圈逐步完善，未来深度融合创造文化商业价值

5.5.1 “宋城+六间房”线上线下资源整合，价值链共享有望加速变现盈利

间

- 六间房线上资源平台已积累良好的线上流量，同时“千古情”系列线下城市演艺和主题公园版块积累了每年近千万的客流量，依托宋城演艺线下的市场潜力和资源整合可以产生合力，释放更多潜能。
- 目前线上线下平台的融合还停留在线上流量变现、景区户外直播、利用景区拍摄电影以及线下活动转换线上平台推广等，

5.5.2 开启互联网娱乐平台战略开端，逐步完善娱乐演艺产业链形成闭环

- 未来随着公司大文化娱乐版块的进一步扩展，两者的深度融合可以打造 O2O 线上线下娱乐平台。此次收购是宋城互联网娱乐平台战略的开端，娱乐演艺生态链的战略布局将通过其他产业链节点的逐步完善形成闭环。

6. 新娱乐时代 IP 为王，抢占内容资源成为价值源头

6.1 加速布局 IP 内容版块，自主研发并广泛外延收购相关大娱乐产业标的

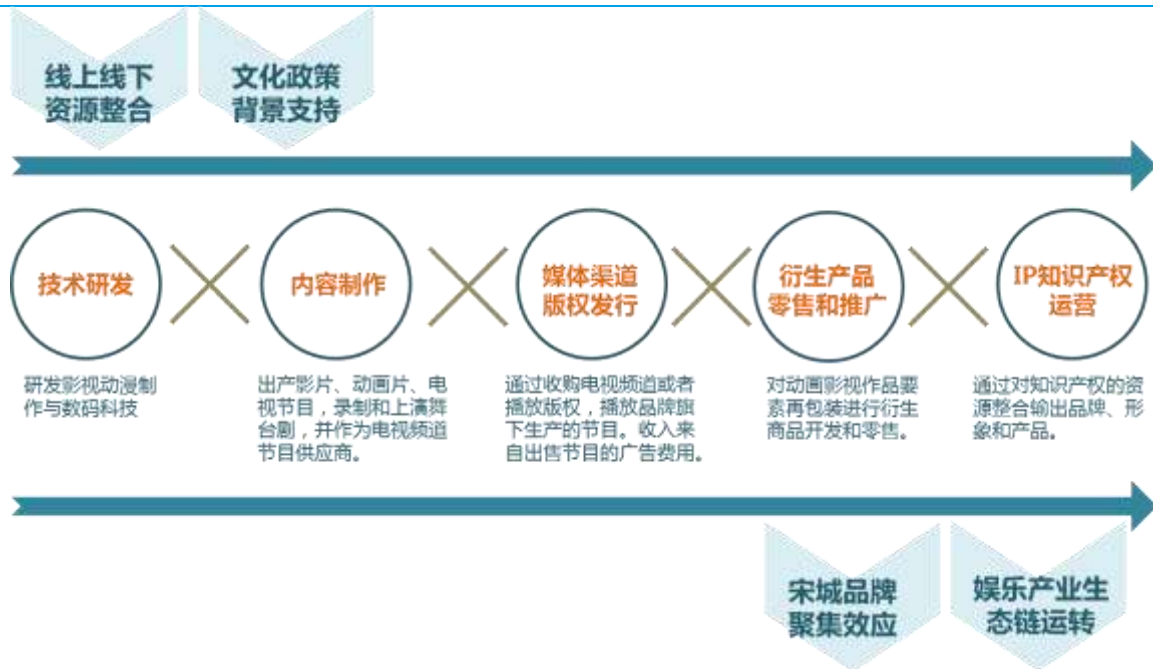
- 公司通过参股投资或并购的方式向大娱乐生态链的其他行业端口发力。公司内容 IP 端所涵盖的主要娱乐领域已经包括游戏、戏剧、电影、电视剧、音乐、综艺娱乐节目、网络电影等，丰富的 IP 为公司在未来进行内容挖掘、资源整合等提供了基础保障。
- IP 内容的自创和积累，解决了文化产业链的源头素材问题，未来将有机会将线上内容、流量和渠道引入线下实体产业。包括在实体主题公园景区中移植与这些 IP 动漫形象相关的娱乐场馆、主题产品和节事活动，将线上粉丝经济的聚合能力引导到线下的活动场景消费；同时，IP 动漫在文化创意产业链上具备影视制作、衍生品生产和消费的动能。优质的 IP 内容将为企业注入源源不断的创造力，未来将加大对 IP 投入，布局 IP 消费和粉丝经济产业，形成线上线下流量与内容的联动和转化。可依循迪斯尼的发展路径，发展潜能巨大。
 - 2013 年 12 月参股大盛国际，入股 35% 股份，依靠现有品牌快速进入电影产业链；
 - 2014 年控股本末文化 65% 的股权，提升其内容创作、文化创意技术等方面的业务；
 - 2014 年 7 月成立宋城娱乐，开始制作综艺娱乐节目，打造真人秀等节目
 - 2015 年 5 月成立 10 亿元现场娱乐投资基金，围绕文化艺术资源进行投资，目前已投资“嘻哈包袱铺”。
 - 2015 年 7 月成立 30 亿规模的 TMT 产业投资基金，目标投资于互联网和移动互联网的文化娱乐、社交、媒体、OTA、教育、金融、体育等热门优质标的，目前已投资“暖暖游戏”和“布卡动漫”。

图表 37：宋城开拓娱乐产业领域产品和内容情况

类型	来源	产品和内容	对公司业绩刺激作用
动漫游戏	公司旗下 TMT 产业投资基金投资女性游戏制作商“暖暖游戏”和国内最大移动端漫画平台“布卡动漫”	动漫游戏中的原创 IP 内容可为公司提供内容生产力	两家公司具有突出的产品开发能力、良好的用户体验和领先的市场地位，两个公司持续塑造和经营优质 IP 资源的能力对于公司来说极具价值和潜力。
戏剧	公司旗下娱乐投资基金投资“嘻哈包袱铺”	以幽默为核心的娱乐机构，拥有大量的原创作品版权，自 2008 年成立，先后开设了四家小剧场，演出几乎场场爆满。	在娱乐产业链上制作原创 IP 元素
电影	参股大盛国际投资电影拍摄	大盛国际参投《横冲直闯好莱坞》，总票房 3,22 亿元。宣传、整合营销及艺人经纪业务开始发力。未来将大盛打造成为全产业链公司，	2015 年上半年净利润呈亏损，待影视节目和电影作品陆续进入投放，对股价形成催化作用，若未来项目进一步落地有望激发业绩的弹性。
音乐	参股本末映画投资音乐和广告制作	接拍了虾米音乐的七部 MV 制作以及阿里系相关宣传片并顺利完成。为公司互联网演艺项目六间房拍摄制作宣传片，并着手深入公司各大旅游区，拍摄制作美食栏目、微电影等，	在音乐娱乐产业链上拓展上下游关系。尝试以影像等方式帮助公司实现景区内容资源的沉淀，促进公司线下内容向线上内容的升级。
艺人经纪	推出音乐主播培训节目	2015 年推出行业内第一个基于音乐主播的培训项目，邀请一线音乐人选拔主播进行封闭培训，打造新的高质量的音乐人主播，	线上线下培训和艺人经纪的推出
综艺节目	宋城娱乐	宋城娱乐打造真人秀《全能极限王》在浙江卫视首播，首期收视率 0.639，市场占有率 2.814，在全国卫视同档节目中排名第二	收视率促进广告收入增加
网络视频/电影	宋城演艺联合互联网电影集团(IFG)推出网络影视剧	以丽江宋城旅游区为主要拍摄场地的网络喜剧《玩的就是艳遇》，以付费版 3000 万播放量的惊人成绩稳坐互联网电影的头把交椅。	合作是 IP+景区+互联网平台的一次有益尝试。

来源：国金证券研究所

图表 38：宋城投资 IP 产业效能示意图



来源：国金证券研究所

6.2 线下投资项目逐步进入收获期，对公司业绩增长刺激作用可期待

- 2013-2015 年的多领域布局和投资项目将在未来三年内逐步落地后实现爆发性的业绩刺激作用，其他 IP 内容制作和收购会对之后大娱乐生态圈的内容生产提供巨大价值。电影、电视和综艺节目若推出后获得良好口碑，将对公司股价带来催化效果。
- 2015 年大盛国际传媒集团进军电视剧制作、电影网络发行平台等领域，并积极开展国际联合和版权引进业务。2015 年预计制作的项目包括：中美合拍战争史诗巨制《飞虎月亮花》、爱情喜剧时尚片《迎男而上》、《只谈情不说爱》、《头等舱》，青春片《发小》、《夏天，19 岁的肖像》、科幻动作片《一战到底》等。

7. 盈利预测与估值评级

- 公司近年旅游目的地演艺业务发展步入成熟期，收购线上线下平台资本布局加速，加快进军全国演艺项目，尝试轻资产管理输出模式，借助在文化演艺行业的丰富管理运营经验、流程化运作竞争优势和文化营销推广能力，公司积极延伸文化产业链，布局影视行业等领域，逐步从主题公园景区运营商转型为贯穿全文化娱乐产业链的平台型公司。
- 公司未来的成长性和规模性比较明确，预计公司 15 年内生增长有望实现 5-5.5 亿的净利润，考虑到公司 2015 年 8 月之后六间房并表的营收增长和承诺业绩，预测 2015-2017 年整体净利润可达 5.75/9.79/11.17 亿元，对应 EPS 为 0.40/0.68/0.78 元，目前股价 27.80 元对应的 PE 为 69X/41X/36X。
- 对比旅游行业中依靠全国景点布局的中青旅、三特索道和大连圣亚公司，公司的预计 PE 处于中间值，2015-2017 的 PE 估值为 69X/41X/36X。

图表 39: 景点类公司盈利预测及 PE 估值 (2015/12/2)

		景点类									
		收盘价	市值 (万元)	EPS				PE			
				14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E
300144.SZ	宋城演艺	27.80	3,977,976	0.65	0.40	0.68	0.78	47	69	41	36
600138.SZ	中青旅	21.28	1,540,331	0.5	0.53	0.72	0.91	42	40	30	23
002159.SZ	三特索道	30.55	423,626	-0.27	0.14	0.62	0.85	-114	220	49	36
600593.SH	大连圣亚	34.60	318,320	0.42	0.47	0.51	0.62	83	74	68	55

来源: 国金证券研究所

- 对比文化传媒行业中主营业务为影视娱乐制作的华谊兄弟、光线传媒和北京文化, 公司的预计 PE 低于行业平均水平, 2015-2017 的 PE 估值为 69X/41X/36X。

图表 40: 文化传媒类公司盈利预测及 PE 估值 (2015/12/2)

		文化传媒类									
		收盘价	市值 (万元)	EPS				PE			
				14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E
300144.SZ	宋城演艺	27.80	3,977,976	0.65	0.40	0.68	0.78	47	69	41	36
300027.SZ	华谊兄弟	37.26	5,173,857	0.72	0.79	0.95	1.20	52	47	39	31
300251.SZ	光线传媒	29.05	4,261,066	0.33	0.35	0.47	0.64	89	83	62	45
000802	北京文化	26.43	1,027,070	0.21	0.18	0.36	0.47	128	146	73	56

来源: 国金证券研究所

8. 催化因素与风险提示

8.1 股价刺激催化因素

- 旅游与文化消费政策利好出台;
- 异地新项目签约的落地;
- 影视制作发行投资获得市场盈利
- 向上下游娱乐生态环节进一步渗透, 通过参股或投资产业链的要素上或服务商
- IP 领域线下应用取得价值变现的进展
- 文化资本运作成熟

8.2 风险提示

- 异地实景项目遇到政策或自然环境不稳定影响因素, 发生不可抗力的损失
- 城市演艺受到新市场环境的挑战, 无法迎合一线城市的文化消费需求
- 线上线下深度融合不达预期
- IP 娱乐概念无法价值变现或市场价值不达预期
- 资本运作出现重大失误

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	586	679	935	1,578	2,711	3,120	货币资金	1,424	905	1,020	2,305	3,307	4,382
增长率		15.8%	37.8%	68.7%	71.8%	15.1%	应收款项	6	11	12	21	32	36
主营业务成本	-178	-198	-307	-533	-914	-1,065	存货	1	1	2	3	5	5
%销售收入	30.3%	29.2%	32.8%	33.8%	33.7%	34.1%	其他流动资产	74	347	18	53	91	106
毛利	408	481	628	1,045	1,797	2,056	流动资产	1,506	1,264	1,053	2,382	3,434	4,529
%销售收入	69.7%	70.8%	67.2%	66.2%	66.3%	65.9%	%总资产	47.1%	36.6%	27.4%	46.0%	54.6%	61.8%
营业税金及附加	-22	-25	-34	-59	-94	-105	长期投资	0	0	126	126	126	126
%销售收入	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.5%	3.4%	固定资产	1,004	1,503	1,873	1,853	1,917	1,867
营业费用	-38	-24	-37	-62	-106	-122	%总资产	31.4%	43.5%	48.7%	35.8%	30.5%	25.5%
%销售收入	6.5%	3.5%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	无形资产	688	684	786	815	808	800
管理费用	-62	-76	-103	-189	-325	-374	非流动资产	1,693	2,191	2,789	2,793	2,853	2,796
%销售收入	10.7%	11.2%	11.0%	12.0%	12.0%	12.0%	%总资产	52.9%	63.4%	72.6%	54.0%	45.4%	38.2%
息税前利润 (EBIT)	286	356	454	736	1,272	1,454	资产总计	3,199	3,456	3,842	5,175	6,287	7,325
%销售收入	48.8%	52.5%	48.6%	46.6%	46.9%	46.6%	短期借款	40	30	0	0	0	0
财务费用	13	15	12	5	5	5	应付款项	171	202	286	428	734	854
%销售收入	-2.2%	-2.2%	-1.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	25	41	37	273	314	330
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0	流动负债	236	273	323	700	1,048	1,184
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	30	0	0	600	600	600
投资收益	0	11	7	1	3	5	其他长期负债	0	0	5	0	0	0
%税前利润	0.0%	2.5%	1.3%	0.1%	0.2%	0.3%	负债	266	273	328	1,300	1,648	1,784
营业利润	299	381	472	741	1,280	1,464	普通股股东权益	2,887	3,137	3,445	3,805	4,569	5,471
营业利润率	51.1%	56.1%	50.5%	47.0%	47.2%	46.9%	少数股东权益	45	46	70	70	70	70
营业外收支	41	38	19	25	25	25	负债股东权益合计	3,199	3,456	3,842	5,175	6,287	7,325
税前利润	340	418	491	766	1,305	1,489	比率分析						
利润率	58.0%	61.7%	52.6%	48.6%	48.1%	47.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-85	-110	-127	-192	-326	-372	每股指标						
所得税率	24.9%	26.2%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.461	0.553	0.648	0.402	0.684	0.780
净利润	255	309	365	575	979	1,117	每股净资产	5.208	5.623	6.176	6.822	8.191	9.808
少数股东损益	0	0	4	0	0	0	每股经营现金净流	0.713	0.770	0.947	0.601	1.015	0.994
归属于母公司的净利润	255	308	361	575	979	1,117	每股股利	0.000	0.300	0.200	0.150	0.150	0.150
净利率	43.6%	45.4%	38.6%	36.4%	36.1%	35.8%	回报率						
							净资产收益率	8.85%	9.83%	10.48%	15.10%	21.42%	20.41%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.99%	8.92%	9.40%	11.10%	15.56%	15.24%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	7.15%	8.18%	9.59%	12.33%	18.21%	17.76%
净利润	256	309	365	575	979	1,117	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	16.18%	15.79%	37.78%	68.74%	71.80%	15.10%
非现金支出	95	114	162	188	203	217	EBIT 增长率	6.63%	24.49%	27.61%	61.91%	72.93%	14.31%
非经营收益	21	-9	-3	-21	-26	-27	净利润增长率	14.95%	20.74%	17.11%	59.12%	70.27%	14.11%
营运资金变动	23	15	4	119	297	116	总资产增长率	5.17%	8.03%	11.19%	34.69%	21.49%	16.50%
经营活动现金净流	396	429	528	861	1,452	1,423	资产管理能力						
资本开支	-504	-603	-464	-169	-236	-135	应收账款周转天数	2.7	2.1	1.9	1.8	1.3	1.2
投资	-176	1,854	450	0	0	0	存货周转天数	1.8	2.3	1.8	2.0	1.8	1.8
其他	188	11	3	1	3	5	应付账款周转天数	220.3	296.1	258.1	250.0	250.0	250.0
投资活动现金净流	-491	1,262	-12	-168	-233	-130	固定资产周转天数	516.8	568.1	644.4	365.7	214.9	175.0
股权募资	0	21	20	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-160	-40	-30	595	0	0	净负债/股东权益	-46.17%	-27.50%	-29.03%	-44.00%	-58.35%	-68.25%
其他	-88	-87	-58	-3	-218	-218	EBIT 利息保障倍数	-21.7	-23.7	-36.4	-153.2	-265.0	-302.9
筹资活动现金净流	-247	-106	-68	592	-218	-218	资产负债率	8.33%	7.91%	8.52%	25.13%	26.22%	24.35%
现金净流量	-343	1,585	449	1,285	1,002	1,075							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-12-10	增持	16.58	18.20~20.20
2	2014-02-27	增持	23.30	26.70~27.40

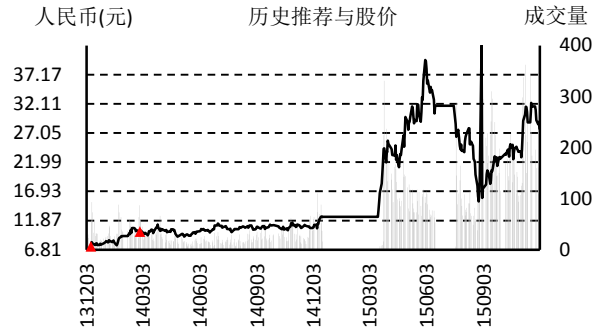
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD