

## 强IP演艺航母，谋定全球版图

### ——宋城演艺（300144）深度报告

2016年09月27日

强烈推荐/维持

宋城演艺 深度报告

#### 报告摘要：

公司是中国演艺第一股，以“演艺”为核心竞争力，以“主题公园”为载体，成功打造“宋城”和“千古情”两大强力IP。拥有“线上+线下”双轮驱动，布局国际版图脚步加快，业绩持续高增长。

- ◆ 公司上市以来业绩高速增长，营收5年复合增长率达35%。15年公司营收16.9亿，同比增长81%，归母净利润6.3亿，同比增长74%。现场演艺业务全线发力，15年总观演人数同比增长53%，杭州大本营持续受益迪士尼客流溢出效应，业绩稳定增长；异地项目全面爆发，现有三地项目客流总量增速达100%，在建异地项目持续推进。互联网演艺业务助业绩贡献可观，新上线石榴APP更将打造综合直播场景，外部环境改善、内部运营优化双向推动下，未来六间房将持续带动公司业绩增长。
- ◆ 轻资产经营模式落地，低成本撬动大收益，后续轻资产项目落地可期。炭河里项目由政府全额出资，公司收取前期2.6亿服务费及每年20%营业收入分成，有效规避了资金回收不确定性。对于二三线旅游目的地，地方政府做大旅游市场、转型休闲度假游意愿强烈，公司作为旅游演艺龙头企业，具有极大的市场发展空间。
- ◆ 聚合海内外优质IP，点燃科技之光，谋划全球演艺版图。公司依托自有巨大客流量及合作方技术优势，以提高用户感官体验为向导，实现科技与演绎多向结合，打造公司业务全新亮点。同时以“投资+收购”方式布局多个优质海外项目，下半年实质性进展可期，持续巩固演艺龙头地位。

**公司盈利预测及投资评级。**公司业绩高速增长，实现线上、线下演艺业务双向发展，试水轻资产经营模式，成功变现品牌IP，探索“国际化”等外延扩张新模式，核心竞争力不断提升。我们预计公司16-18年营业收入分别为25.93、33.18和41.88亿元，归属于上市公司股东净利润为10.5、12.7和15.2亿元；EPS分别为0.72、0.85和0.99元，对应PE分别为34.3、28.9和24.8；给予公司目标价36元，维持公司“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	935.12	1,694.51	2,592.78	3,318.16	4,187.77
增长率(%)	37.78%	81.21%	53.01%	27.98%	26.21%
净利润(百万元)	364.72	645.45	1,049.37	1,267.03	1,516.59
增长率(%)	18.12%	76.97%	62.58%	20.74%	19.70%
净资产收益率(%)	10.49%	11.25%	14.09%	14.63%	14.90%
每股收益(元)	0.65	0.45	0.72	0.85	0.99
PE	37.74	54.51	34.28	28.93	24.80
PB	3.97	6.36	4.83	4.23	3.69

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

#### 张凯琳

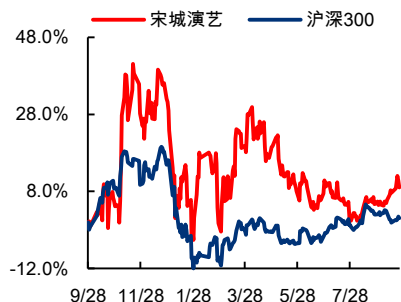
010-66554018

zhangkl@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间(元)	24.85-22.85
总市值(亿元)	360.97
流通市值(亿元)	305.83
总股本/流通A股(万股)	145261/123069
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.92

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《宋城演艺（300144）16年中报点评：六间房业绩超预期增长，“国际化”、“轻资产”新模式值得期待》2016-08-24
- 2、《宋城演艺（300144）：开启造血功能，宋城战略布局人才端》2016-06-14
- 3、《宋城演艺（300144）：牵手Spaces进军VR，多元IP聚焦视野》2016-05-23
- 4、《宋城演艺（300144）：异地拓展再下一城，景区投资延伸产业链》2015-09-18

## 目 录

<b>1. 强 IP 铸造中国演艺第一股 .....</b>	<b>4</b>
1.1 公司介绍 .....	4
1.2 公司经营情况简介 .....	5
1.2.1 上市以来公司经营保持高速增长 .....	6
1.2.2 综合盈利能力业内领先 .....	7
<b>2. 主营业务稳定快速增长, “千古情”、“六间房”树品牌 IP .....</b>	<b>9</b>
2.1 现场演艺业务全线发力, 不断推陈出新 .....	9
2.1.1 杭州景区步入成熟稳定期, 持续受益迪士尼开园带来客流溢出效应 .....	10
2.1.2 现有三地复制项目全面爆发, 风头正劲 .....	12
2.1.3 在建异地复制项目积极推进, 未来值得期待 .....	13
2.2 互联网演艺业务持续扩容 .....	15
2.2.1 直播业投资“热力不减”, 六间房处行业领头羊 .....	15
2.2.2 实现线上线下深度融合 .....	17
2.2.3 监管促使行业进入壁垒加深 .....	18
<b>3. IP 输出试水轻资产经营模式 .....</b>	<b>19</b>
3.1 几经探索, 轻资产模式终落地 .....	19
3.2 品牌管理输出, 低成本撬动大收益 .....	19
3.2.1 旅游资源丰富, 深挖市场潜力 .....	19
3.2.2 收入分配超预期, 带来利润增长点 .....	21
<b>4. 以科技之光, 谋宋城全球版图 .....</b>	<b>23</b>
4.1 科技宋城, 打造奇幻演艺世界 .....	23
4.1.1 牵手 SPACES 打造奇幻 VR 乐园 .....	23
4.1.2 酷炫多媒体缔造缤纷宋城 .....	24
4.2 稳步推进国际布局 .....	25
<b>5. 盈利预测及投资评级 .....</b>	<b>27</b>

## 表格目录

表 1: 主题公园类上市公司毛利率情况 .....	8
表 2: 主题公园类上市公司净利率情况 .....	8
表 3: 杭州项目基本情况 .....	10
表 4: 2009 年-2010 年 1-5 月、6 月杭州宋城景区客流量 .....	12
表 5: 三亚、丽江、九寨沟项目基本情况 .....	13
表 6: 上海、漓江、张家界项目基本情况 .....	14
表 7: 近期部分直播平台融资情况 .....	16
表 8: YY、六间房、天鸽互动基本情况 .....	17
表 9: 轻资产模式运营历程 .....	19
表 10: 宋城 VS 迪士尼项目轻资产输出项目收入对比表 .....	21

表 11: 长沙市、杭州市 2011 年-2015 年游客接待人数.....	22
表 12: 轻资产输出与重资产输出优劣对比.....	22
表 13: 全球著名 VR 主题公园概览.....	24
表 14: 宋城国际战略项目进展情况.....	26
表 15: 同类型旅游类上市公司平均市盈率一览表.....	27
表 16: 公司 16-18 年主营业务收入及成本预测.....	28
表 17: 公司盈利预测表.....	29

## 插图目录

图 1: 2015 年全球主题公园集团排名榜单.....	4
图 2: 公司股权结构及参股、控股公司情况.....	5
图 3: 2011-2015 年公司收入构成.....	6
图 4: 2011-2015 年公司经营情况.....	6
图 5: 2010-2015 年公司整体毛利率、净利率情况.....	7
图 6: 2010-2015 年公司各业务版块毛利率情况.....	7
图 7: 2010-2015 年公司毛利率、净利率、ROA、ROE.....	8
图 8: 2010-2015 年公司各项费用率.....	8
图 9: 2013-2015 年公司观演人数及增长率.....	9
图 10: 2010 年-2015 年公司各景区客流量及增长率.....	10
图 11: 2009 年 6 月与-2011 年 12 月上海市旅行社接待人数.....	11
图 12: 2007 年-2012 年杭州宋城景区客流量及景区收入.....	12
图 13: 世博大舞台地理位置.....	15
图 14: YY、六间房、天鸽互动 ARPU 与 MAU 对比.....	17
图 15: YY、六间房、天鸽互动注册用户数与主播数对比.....	17
图 16: 六间房主要业务流程.....	18
图 17: 宁乡交通区位图.....	20
图 18: 2011-2015 年宁乡县游客接待量及增长率.....	20
图 19: 2011-2015 年宁乡县旅游收入及增长率.....	20
图 20: 炭河里古城项目规划图.....	21
图 21: 长沙市、杭州市 2011 年到 2015 年游客接待人数.....	22
图 22: 长沙市、杭州市 2011 年-2015 年接待游客增长率.....	22
图 23: 宋城和 SPEACES 签约图.....	23
图 24: 驯龙高手效果图.....	23
图 25: 三亚千古情空中水膜.....	24
图 26: 九寨千古情 5D 实景场景图-汶川地震.....	24
图 27: 时光工厂业务发展总监发表演讲.....	25
图 28: 幻光森林拍摄图.....	25
图 29: 宋城国际布局图.....	26

## 1. 强 IP 铸造中国演艺第一股

### 1.1 公司介绍

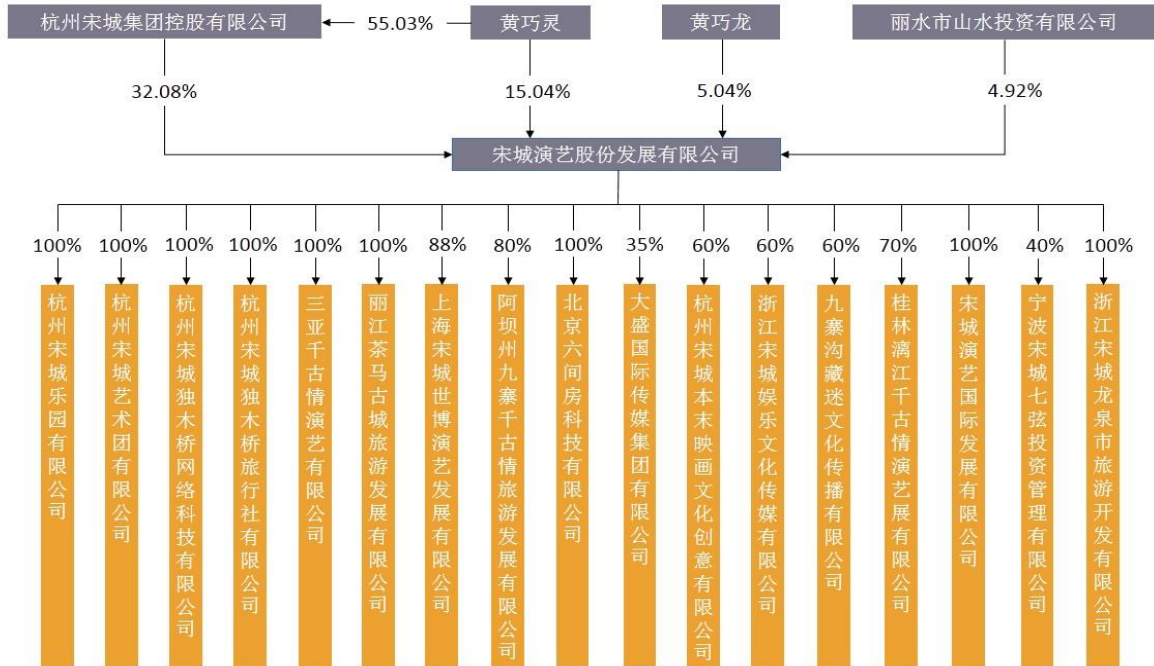
公司是中国演艺第一股，于 2010 年在创业板上市，连续两年荣获国际主题公园及景点行业权威组织 TEA 及其顾问集团 AECOM 公布的“全球主题公园集团十强”，也是前十强中客流量增幅最强劲的公司之一。公司以“演艺”为核心竞争力，以“主题公园”为载体，成功打造“宋城”和“千古情”两大强力 IP，其经营模式明显区别于传统的演艺企业和旅游企业，通过文化演艺给主题公园带来高附加值，并牢牢占据行业龙头地位。

图 1: 2015 年全球主题公园集团排名榜单

TOP 10 THEME PARK GROUPS WORLDWIDE				
TEA THEMED ENTERTAINMENT ASSOCIATION AECOM				
RANK	GROUP	% CHANGE	ATTENDANCE 2015	ATTENDANCE 2014
1	WALT DISNEY ATTRACTIONS	2.7%	137,902,000	134,330,000
2	MERLIN ENTERTAINMENTS GROUP	0.2%	62,900,000	62,800,000
3	UNIVERSAL PARKS AND RESORTS	11.8%	44,884,000	40,152,000
4	OCT PARKS CHINA	7.8%	30,180,000	27,990,000
5	SIX FLAGS INC.	11.4%	28,557,000	25,638,000
6	CEDAR FAIR ENTERTAINMENT COMPANY	4.9%	24,448,000	23,305,000
7	CHIMELONG GROUP	26.4%	23,587,000	18,659,000
8	FANTAWILD (NEW)	77.4%	23,093,000	13,020,000
9	SEAWORLD PARKS & ENTERTAINMENT	0.3%	22,471,000	22,399,000
10	SONGCHENG WORLDWIDE	53.4%	22,338,000	14,560,000
TOP 10 TOTAL ATTENDANCE 2015			420,360,000	382,853,000
TOP 10 TOTAL ATTENDANCE 2014			7.2%	392,039,000

资料来源: TEA、AECOM、东兴证券研究所

公司实际控制人系宋城集团董事局主席，宋城演艺董事长黄巧灵先生，合并持有 47.12% 股份（包括直接持有 15.04% 及通过大股东杭州宋城集团间接持有 32.08%）。公司控股、参股多个子公司，包括杭州宋城艺术团有限公司、北京六间房科技有限公司等。

**图 2: 公司股权结构及参股、控股公司情况**


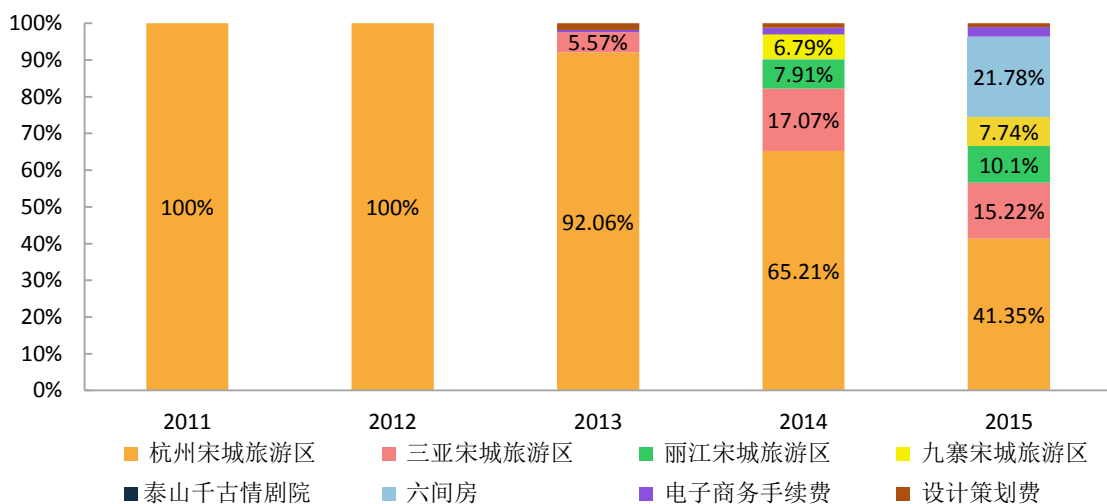
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 1.2 公司经营情况简介

公司主营业务为主题公园和文化演艺的投资、开发、经营, 包括现场演艺、互联网演艺、旅游休闲服务三大板块。

- ◆ 现场演艺业务主要为千古情系列演出和主题公园集群, 已建成杭州、三亚、丽江、九寨沟、泰山五大旅游区, 其收入主要来源于景区门票及演出门票收入。目前, 公司已初步建成一个覆盖全国一线旅游休闲目的地的旅游演艺平台, 现场演艺业务也成为公司业绩增长的主要动力。
- ◆ 互联网演艺主要是六间房从事的互联网演艺业务, 收入主要源于虚拟物品的销售收入。六间房是目前中国最大的社交视频网站之一, 截止 15 年底, 六间房注册用户数 3518 万, 行业排名前三。
- ◆ 旅游休闲服务业务主要是公司自有线上商务平台—宋城独木桥, 通过搭建直销及分销的线上渠道, 对公司产品以及周边游产品进行营销推广, 收入来自直销及分销收入。

图 3: 2011-2015 年公司收入构成



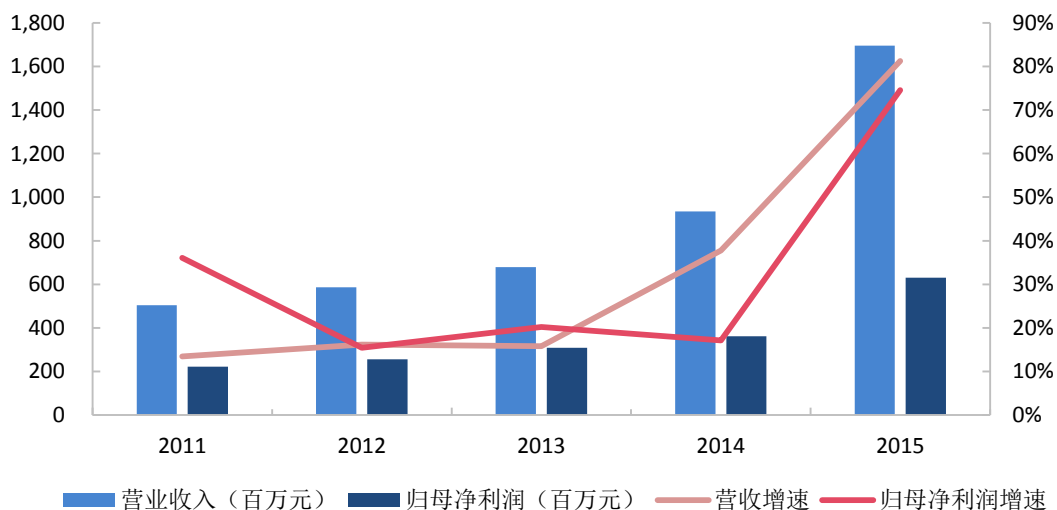
注: 公司 11 年至 14 年报中, 各景区收入按主营业务收入列出, 15 年报按营业收入列出。为保持前后一致, 将 11 年至 13 年的其他业务收入计入各景区收入中, 各景区其他业务收入占比按 14 年比例为准。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

### 1.2.1 上市以来公司经营保持高速增长

公司 2010 年上市以来业绩保持高速增长, 营业收入复合增长率达 35%。13 年之前公司主要经营杭州本地项目, 营收保持 16% 左右的稳定增长。13 年后随着三亚、丽江、九寨异地复制项目开业经营, 公司演艺业务全国多点开花, 推动整体公司业绩大幅增长。

图 4: 2011-2015 年公司经营情况



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

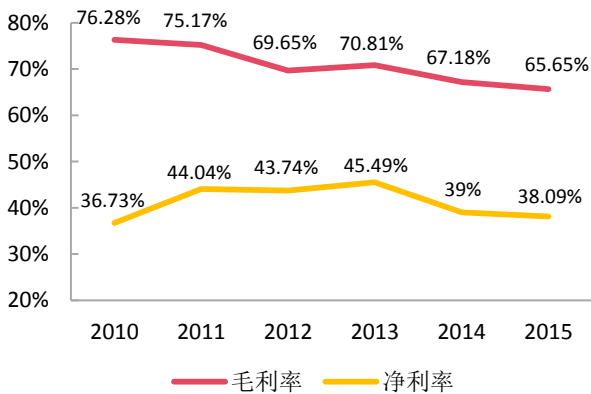
15 年, 公司接待游客人数 2233.83 万人次, 同比增长 53.42%。由于异地项目全面爆发以及全资子公司六间房并表, 使公司业绩呈现前所未有的大幅度增长。15 年公司营收 16.9 亿, 同比增长 81%, 归母净利润 6.3 亿, 同比增长 74%。

16 年上半年公司营收 11.8, 同比增长 106.96%, 净利润 4.32 亿, 同比增长 56.09%。下半年随着三季度旅游旺季来临, 以及中秋国庆双节催化, 公司将迎来全年客流高峰。虽受杭州 G20 峰会的影响, 举办前夕以及举办期间杭州市区将暂停接待旅游团队, 但 G20 峰会将极大提升杭州城市品牌形象, 我们预计杭州项目客流量在峰会结束后能实现较大恢复性反弹。除此之外, 公司其他异地项目仍将保持火热场面, 15 年三地异地项目客流总量增速达 100%, 我们认为未来客流高速增长依旧动力十足。

### 1.2.2 综合盈利能力业内领先

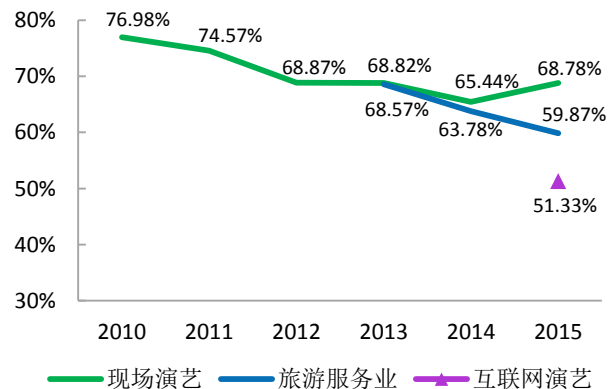
公司整体盈利能力强, 虽然近年来毛利率小幅下降, 但整体仍保持较高水平。现场演艺业务保持 68% 左右的毛利率, 旅游服务业保持近 60% 的毛利率。11 年后, 由于公司加大演员储备以及景区内部分项目开始计提折旧, 毛利率小幅下降。13 年异地项目逐渐开业, 尚处于培育期致使毛利率仍小幅下降。15 年异地复制项目全面爆发, 公司进入高速增长期, 现场演艺板块毛利率实现回升; 同时由于六间房线上直播业务的带宽成本较高, 其相应业务毛利率低于公司原有业务, 进而拉低了公司整体毛利率。

图 5: 2010-2015 年公司整体毛利率、净利率情况



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 6: 2010-2015 年公司各业务版块毛利率情况



资料来源: wind、东兴证券研究所

现场演艺板块毛利率、净利率稳居上市公司主题公园翘楚。相比其他上市公司主题公园 40%-50% 的毛利率、20% 左右的净利率, 公司现场演艺板块毛利率近 68%, 整体净利率近 40%。并且公司自 15 年开始尝试“轻资产”异地扩张模式, 对外进行管理输出、品牌输出、创意输出。我们认为, 此举能规避大型项目投资回收期长和经营不确定性风险, 相信公司未来毛利率也会进一步上升。

财务方面, 13 年之前随着公司经营管理经验不断丰富、销售渠道不断完善, 各项费用率保持平稳, 甚至有所下降。14 年开始, 受异地复制项目处于培育期费用上涨、

收购六间房咨询费增加以及六间房并表的影响, 销售费用率、财务费用率小幅上涨。公司上市以来业绩高速增长, 资产运营效率不断提升, ROE 不断提高。

表 1: 主题公园类上市公司毛利率情况

	2011	2012	2013	2014	2015
华侨城 A—旅游综合板块	42.30%	45.38%	49.24%	49.39%	42.51%
海昌海洋公园—公园运营板块	-	-	49.29%	48.88%	55.27%
宋城演艺—现场演艺板块	74.57%	68.87%	68.82%	65.44%	68.78%
华强方特—文化科技主题公园板块	80.53%	81.76%	79.96%	75.39%	77.67%
大连圣亚—旅游服务业	53.27%	51.43%	52.99%	54.11%	54.06%

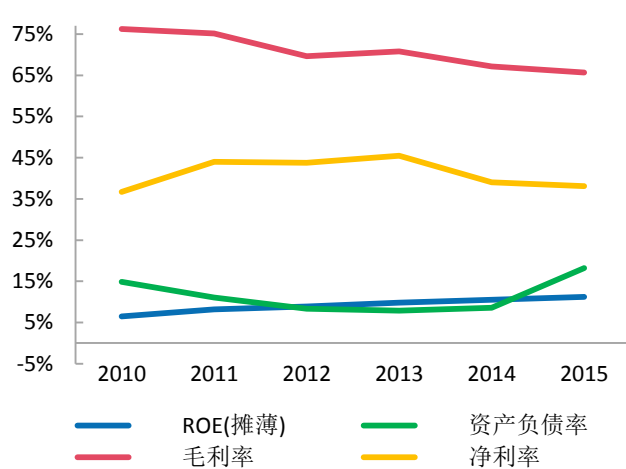
资料来源: wind, 东兴证券研究所

表 2: 主题公园类上市公司净利率情况

	2011	2012	2013	2014	2015
华侨城 A	18.97%	18.20%	17.60%	18.20%	16.27%
华强方特	34.80%	30.36%	34.22%	30.72%	23.66%
宋城演艺	44.04%	43.74%	45.49%	39.00%	38.09%
海昌海洋公园	6.64%	8.86%	8.96%	13.71%	17.14%
大连圣亚	-1.81%	3.88%	16.91%	13.44%	15.22%

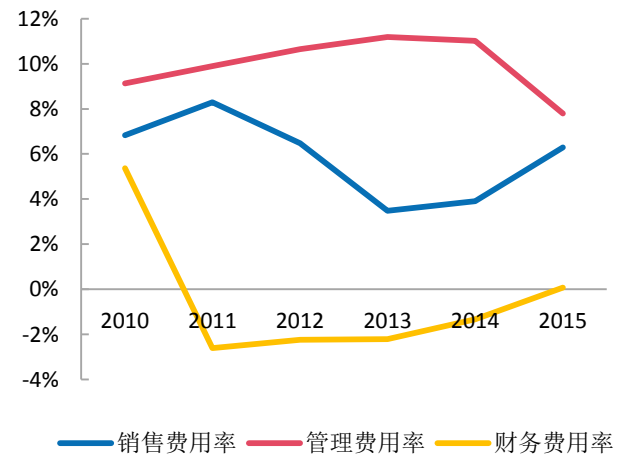
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7: 2010-2015 年公司毛利率、净利率、ROA、ROE



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 8: 2010-2015 年公司各项费用率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

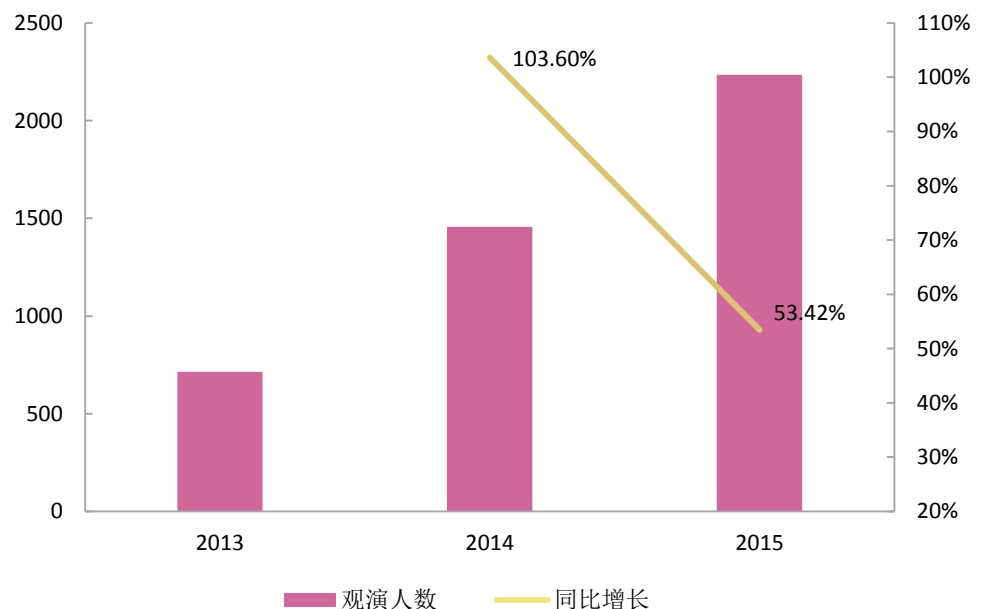


## 2. 主营业务稳定快速增长, “千古情”、“六间房” 树品牌 IP

### 2.1 现场演艺业务全线发力, 不断推陈出新

现场演艺业务全线发力, 观演人数超预期增长。随着国内旅游热不断升温, 集团景区客流量呈现高速增长, 15 年公司整体观演人数 2233.83 万人次, 大幅增长 53%。其中: 宋城千古情观演人数增幅创近 5 年新高; 三亚千古情观演人数同比增长 87%, 连续第二年保持高速增长; 丽江千古情观演人数同比增长 182%, 成为增长最快的项目; 九寨千古情观演人数同比增长近 60%, 成为当地最具竞争力的演艺企业。

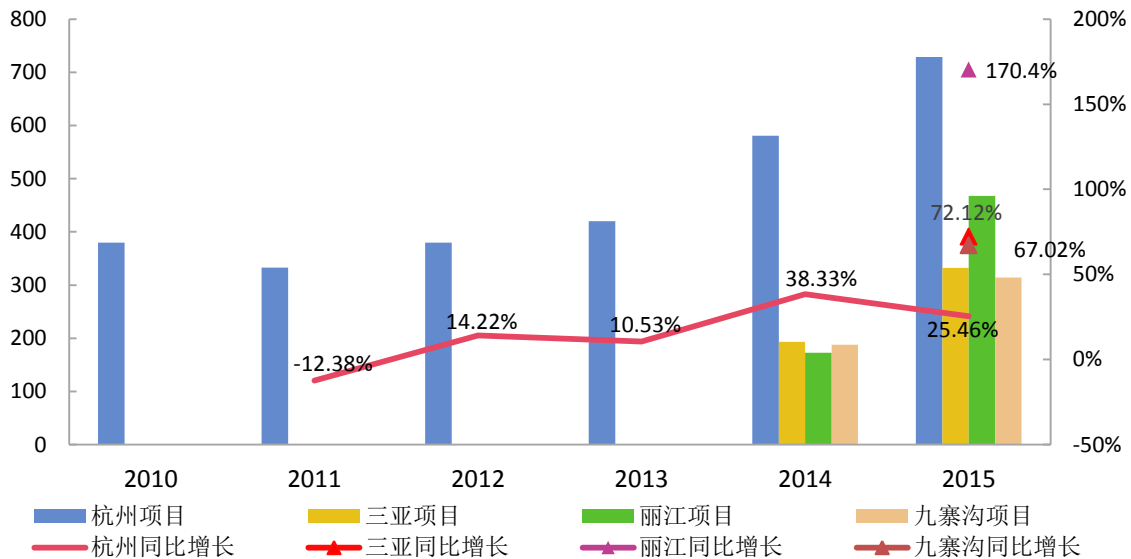
图 9: 2013-2015 年公司观演人数及增长率



资料来源: AECOM、东兴证券研究所

现场演艺业务不断推陈出新, 逐渐成为公司业绩增长主要动力。13 年之前, 公司主业相对单调, 仅有杭州项目支撑; 近 3 年随着三亚、丽江、九寨等景区内容的不断完善, 公司盈利点呈现多元化发展趋势, 现场演艺业务多点开花, 16 年上半年三亚、丽江两地营收合计已超过杭州, 目前异地项目已成为公司业绩增长的重要源泉。

图 10: 2010 年-2015 年公司各景区客流量及增长率



资料来源: AECOM、东兴证券研究所

### 2.1.1 杭州景区步入成熟稳定期，持续受益迪士尼开园带来客流溢出效应

景区步入成熟期，游客接待量和景区收入维持稳定增长。杭州本地项目分为西湖宋城片区和新建湘湖宋城片区，西湖片区主要包括杭州宋城主题公园、中国演艺谷。湘湖片区是公司 16 年打造的又一大型主题公园，依托周边的杭州乐园、水公园、烂苹果乐园、宋城第一世界大酒店等的强大配套，地处湘湖中心区域，地铁直达，交通便利。

根据国际权威组织 TEA 及其顾问集团 AECOM 发布的《全球主题公园和博物馆报告》，杭州宋城连续两年上榜全球主题公园前 25 强，15 年全球排名 18，位列大陆第一。作为公司旗下近 20 年历史的老景区，杭州宋城近年来营收保持 15% 左右的稳定增长，15 年更是创下五年业绩最高增速，随着宣传营销活动的助力，相信景区以后的发展也会动力十足。

表 3: 杭州项目基本情况

项目	内容
开园时间	1996 年
票价	13 年 1 月实行 280 元一票制，实行后观演比例由 70% 提升至满座
主要竞争对手	《印象西湖》、《西湖之夜》
核心竞争力	1、与杭州乐园、烂苹果乐园形成互补，享受集群效应，景区间可相互导流 2、剧院容量大，满足旺季需求。1 号剧院 3200 座位，2 号剧院 4700 座位，16 年 3 月湘湖片区 3 号剧院开业 3、跟据当天团队人数，灵活调整演出场次
演出场次、上座率	淡季平均一天 2 场，上座率 50%-60%；八月旺季，可达到一天 15 场，上座率 90%
团散比	6:4，未来公司狠抓散客市场，加大营销，未来散客比例有望进一步提升

地理优势

地处杭州, 交通便利, 游客资源丰富, 周边游需求旺盛

城市游客接待情况

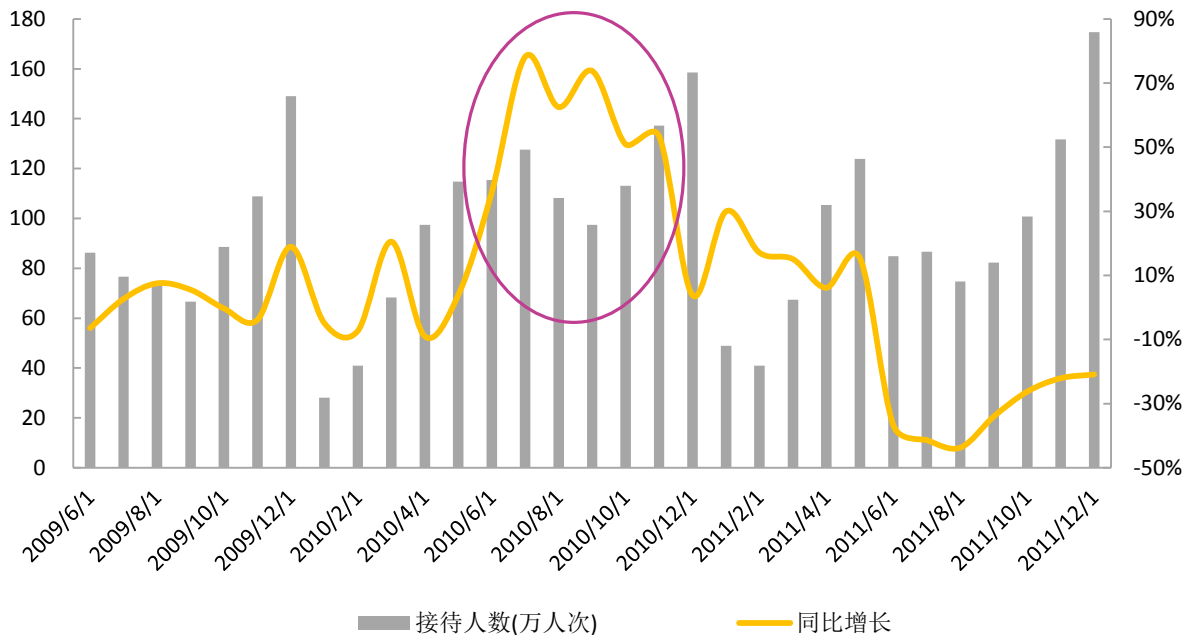
15 年接待国内游客 41 亿人次, 旅游总收入 2200.67 亿元, 同比增长 16.7%、13.5%

资料来源: 互联网、公司公告、东兴证券研究所

迪士尼乐园推出平日票, 持续释放客流溢出效应, G20 召开, 提升杭州城市品牌形象, 老景区焕发新活力。上海迪士尼已于今年 6 月 16 日开园, 两个月内已接待游客超过 100 万人次。9 月 1 日, 迪士尼开始实行平日票 (工作日及非假日票价由 499 元降为有 370 元, 儿童票价从 375 元降为 280 元, 暑期、节假日和周末实行高峰日票价)。此次降价能给游客带来更有诱惑力的价格, 并有助于优化全年客流, 官方估计迪士尼 2016 年的客流量最终将为 1000 万人次的规模。未来迪士尼也将持续给上海周边带来数以千万计的客流量, 产生强大的辐射效应, 搅热长三角地区旅游市场。

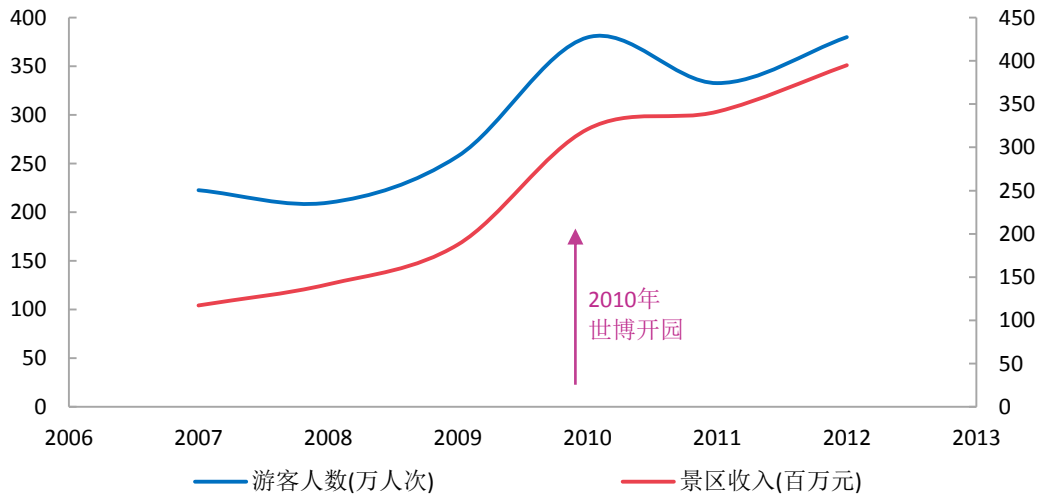
参照 2010 年上海世博会, 自 5 月开幕后, 上海市旅行社接待游客量开始增加, 相应宋城景区 1-5 月游客量同比增长 15%; 6 月后上海市游客人数大幅度增加, 在 7 月、10 月迎来客流高峰, 相应宋城景区 6 月份游客量同比增长 156%。全年来看, 景区 2010 年接待游客量相比 2009 年呈爆发性增长, 景区收入大幅度提升。并且迪斯尼开园相较世博会的短期利好效应则是长期的利好因素, 同时在交通方面上海到杭州高铁仅耗时 45 分钟, 我们认为, 明后年“迪士尼热”会持续发力, 将给景区带来长期稳定的客流增长。

图 11: 2009 年 6 与-2011 年 12 月上海市旅行社接待人数



资料来源: 上海市旅游局、东兴证券研究所

图 12: 2007 年-2012 年杭州宋城景区客流量及景区收入



资料来源: 招股说明书、东兴证券研究所

表 4: 2009 年-2010 年 1-5 月、6 月杭州宋城景区客流量

	游客人数(万人次)	同比增长
2009 年 1-5 月	107.43	
2010 年 1-5 月	124.02	15.44%
2009 年 6 月	14.77	
2010 年 6 月	37.85	156.26%
2009 年 1-6 月	122.2	
2010 年 1-6 月	161.87	32.46%

资料来源: 招股说明书、东兴证券研究所

### 2.1.2 现有三地复制项目全面爆发, 风头正劲

公司团队开发运作熟练, 经验丰富, 形成全国旅游演艺市场的一线品牌体系。公司上市后迅速进入产业模式跨区域复制拓展的品牌夯实之路, 在三亚、丽江、九寨沟等一线旅游目的地快速布局。经过多年的异地开发经验, 已形成选址买地、园区规划、开工建设、舞台设计、剧目编排、演员培养等一整套的标准化流程, 同时当地政府的大力支持和公司平牌认知度带来的聚客效应, 为未来异地复制项目的落地打下坚实基础。

**异地复制项目资金回笼快速, 业绩高速增长。**异地项目经过开园当年的培育期后, 客流、业绩增长迅速。《全球主题公园和博物馆报告》数据显示 15 年三亚、丽江、九寨项目均荣获亚太地区主题公园前 20 强。三亚项目 15 年营收增速 61%, 丽江、九寨项目 15 年营收增速均已超过 100%, 16 年上半年三亚、丽江项目营收合计已经超过杭州项目, 预计未来贡献率会进一步提升。

表 5: 三亚、丽江、九寨沟项目基本情况

	三亚	丽江	九寨沟
投资金额	4.9 亿	3.34 亿	2.98 亿
培育周期	18 个月	25 个月	
开园时间	2013 年 9 月 25 日	2014 年 3 月 31 日	2014 年 5 月 1 日
票价	260 元联票	280 元联票	260 元联票
主要竞争对手	《海棠秀》(2014.8 停演) 《印象海南岛》(2015.4 停演) 《美丽之冠拉斯维加斯大型歌舞秀》	《印象丽江》、《纳西古乐》、 《丽水金沙》	《藏迷》(已收购) 《印象九寨高原红》
上座率	淡季每天两场, 平均上座率 50%-60%, 周末可达 80%-90%; 冬 季旺季每天 4-6 场	每天两场, 平均上座率为 50%-60%	每天 2 场, 进入冬季受天气影 响, 停演 4 个月
团散比	散客 70%, 团队 30%	散客 45%, 团队 55%	散客 40%, 团队 60%
	1、体现当地民俗文化 2、后发优势, 当地观演市场已经成熟		
核心优势	1、三亚现存演艺节目整体档次偏低, 千古情演出内容独特 2、三亚冬春季为旅游旺季, 与其他项 目形成季节性互补 3、景区内容丰富, 设有彩色动物园、 冰雪世界等游乐设施。	1、主要竞争对手《印象丽江》剧 场容量小, 且为室外演出受天气 影响较大 2、演艺+主题公园游客互动性强。	1、公司已收购《藏迷》, 与千 古情演出各具特色, 从竞争走 向联合, 形成区域内资源互 补, 强化公司对九寨演艺市场 话语权, 市场份额大幅提升
地理优势	1、交通便利, 国际旅游市场广阔 2、区域著名景区密集, 协同作用明显 3、属热带海洋性季风气候, 四季宜人	1、云南旅游资源丰富, 丽江是云 南的游客集散中心, 客流量巨大 2、昆大丽线路非常成熟, 团散游 客停留时间长, 观演可能性大	九寨沟黄龙片区交通不断改 善: “九寨沟空中轨道交通项目”已签约、成兰铁路 19 年 通车 (成都到九寨只需 2 小 时)、绵九高速今年开工(成都 到九寨只需 4 小时)

资料来源: 互联网、公司公告、东兴证券研究所

### 2.1.3 在建异地复制项目积极推进, 未来值得期待

品牌效应、资本实力显现, 异地复制脚步不停, 构建全国旅游演艺版图。公司成功布局三亚、丽江、九寨等地获得广泛市场认可后, 继续其版图扩展、壁垒加深之路。近一年来陆续签约上海、桂林、张家界等地的项目合作协议。桂林项目是公司首次与行业上市公司合作, 通过强强联合的形式, 能充分发挥各自在景区资源、销售渠道网络和艺术创作、文化融合、主题公园营造等方面的优势。张家界项目牵手当地政府, 获得政府大力支持, 审批效率、优惠政策方面将得到改善。

表 6：上海、漓江、张家界项目基本情况

	上海世博大舞台	漓江千古情	张家界千古情
投资规模	7 亿	5 亿	6 亿
开园时间	2018 年	2018 年	2018 年
项目内容	《上海千古情》、沉浸式多空间剧目《上海都魅》、娱乐秀《紫磨坊》	剧场、演艺、主题公园、文化旅游及商业娱乐服务配套设	
项目地点	世博园浦东园区，北接黄浦江，东靠世博中心	桂林市阳朔县阳朔镇	武陵源区索溪峪镇
竞争对手	—	《印象刘三姐》	《魅力湘西》、《天门狐仙》
竞争优势	1、填补上海地区演艺市场空白，发展前景广阔 2、市场定位“千古情+城市演艺”，目标群体“游客+本地及周边居民” 3、当地人民文化消费意愿强烈	1、后发优势，当地观演市场已经成熟，游客接受度高 2、“演艺+主题公园”深度融合，游客互动性强 3、公司在旅行社业内口碑良好，擅长营销推广策划，能在新建景区快速聚集客流	首次与行业上市公司强强联合，依靠对方在当地旅游市场的龙头优势，实现双赢
地理优势	1、地铁交通便捷 2、坐拥未来上海文化中心，毗邻中华艺术宫、世博源等商业文化设施	1、位于桂林国家旅游综合改革试验区，外部环境良好 2、贵广高铁、南广高铁已通车，粤桂黔形成 5 小时经济圈	1、项目所处武陵源核心景区 2、张家界高铁站在建中，黔长张高铁、张吉怀高铁正在建设中

资料来源：互联网、公司公告、东兴证券研究所

**首次落户一线城市，上海“千古情+城市演艺”双轮驱动。**继 14 年打造杭州演艺谷，试水城市演艺之后，公司 15 年 11 月签约上海世博大舞台项目，瞄准“游客+城市人群”。除推出《上海千古情》之外，还打造沉浸式多空间剧目《上海都魅》、体现夜上海魅力的《紫磨坊》，并引入国内外优秀剧目进行巡演，打造夜上海演艺集群。通过杭州演艺谷的试水，公司对于粘度营收、城市人群重复消费已形成深度理解，为进军北上广等一线城市夯实基础。

**“国际宋城”启航之地，文化娱乐消费意愿强烈，城市演艺前景广阔。**作为中国经济发展的火车头，上海人口基数庞大，客流量持续增长，文化消费能力强劲，但目前尚未形成自己的城市演艺品牌。近年来，上海提出建立国际文化大都市战略，公司与世博东迪进行合作，打造的不仅仅是上海文化演艺新地标，更是进军国际市场、打造“东方百老汇”、对标“上海迪士尼”的升级之作。

图 13: 世博大舞台地理位置



资料来源: 高德地图、东兴证券研究所

“后世博”园区文化商业聚集效应利好，区位优势明显。近年来上海城市建设已转向郊区新城建设，“后世博”时代的世博园区及其周边将成为外滩、陆家嘴之后，沿黄浦江增长带的另一极。未来世博大舞台将与周边的世博中心、中华艺术宫、世博源、奔驰文化中心等商业文化设施相呼应，并隔江与徐汇滨江西岸一带的文化馆群共同致力于文化娱乐产业的发展。基于上海地区城市演艺前景广阔、世博园区协同发展效应利好等优势，我们认为上海世博大舞台项目未来能快速发力，成为公司现场演艺业务的另一增长极。

## 2.2 互联网演艺业务持续扩容

公司于 15 年 3 月以 26 亿元收购六间房 100% 股权，8 月实现并表。六间房是当前中国最大的视频社交网站和在线演艺直播平台之一，通过鼓励用户在平台上展示自己的才华知识，使主播生产的内容得到更大关注，吸引参与者与主播和其他用户互动，并进行打赏消费。截止 6 月底，六间房月均页面浏览量达 6.32 亿，注册用户数达 4367 万，月均访问用户达到 3410 万。

### 2.2.1 直播业投资“热力不减”，六间房处行业领头羊

直播平台迸发“洪荒之力”，“社交+视频”风头正劲。随着 4G 网络及 WiFi 的高速发展，泛娱乐化趋势催生出“事事可直播，人人可主播”的新风向。据统计，截止 15 年底在线直播平台数量接近 200 家，而在 12 年仅有 25 家。网络直播平台如雨后春笋般疯狂涌现，大有改变整个互联网格局的势头。根据艾瑞咨询的数据，15 年互联

网演艺市场规模为 77 亿，18 年预计将达到 194 亿，3 年复合增长率达 36%。自 15 年以来，直播业进入快速发展的阶段，巨额资本频频加持直播行业，各种投资事件热力不减，压倒性占据创投圈第一热词的位置。

表 7: 近期部分直播平台融资情况

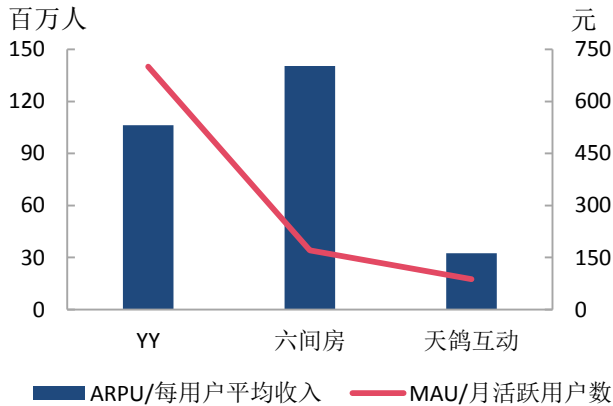
平台	融资情况	投资公司	类型	时间
抱抱直播	B 轮, 1 亿人民币	华映资本、腾讯等	泛娱乐直播	2016.7
17 直播	A 轮, 1.5 亿人民币	乐体创投、未名资本	泛娱乐直播	2016.5
易直播	A 轮, 6000 万人民币	未透露	泛娱乐直播	2016.3
果酱直播	pre-A, 数千万	安芙兰、梅花、创新谷联	泛娱乐直播	2016.3
映客	B 轮, 6800 万人民币	昆仑万维	泛娱乐直播	2016.1
在直播	A 轮, 350 万美元	真格基金、策源创投	泛娱乐直播	2015.8
呱呱视频	增资 1.3 亿成功控股	光线传媒	秀场直播	2016.5
繁星直播	打包合并, 目前已启动 IPO	海洋音乐	秀场直播	2016.5
六间房	被收购, 26 亿元	宋城演艺	秀场直播	2015.3
野马现场	A 轮	明嘉资本	音乐现场直播	2016.5
知牛财经	战略投资, 10 亿	欢聚时代(YY)	财经直播	2016.3
粉丝网	A 轮, 5000 万人民币	WiFi 万能钥匙等	明星直播	2016.6
爱豆 TV	A 轮, 数千万	经纬中国	明星直播	2015.1
哔哩哔哩直播	D 轮, 亿元及以上人民币	腾讯、华人文化产业基金	二次元直播	2015.11
斗鱼 TV	B 轮, 1 亿美元	腾讯、红杉资本等	游戏直播	2016.3
	C 轮, 15 亿人民币	凤凰资本、腾讯		2016.8
龙珠直播	B 轮, 近十亿美元	游久游戏、腾讯	游戏直播	2015.11
熊猫 TV	天使轮	未透露	游戏直播	2015.9
NeoTV	新三板	—	游戏赛事直播	2015.12

资料来源: 互联网、百度百科、东兴证券研究所

**秀场直播已形成三足鼎立之势，六间房后起之秀抢占高活跃用户。**自 05 年天鸽旗下 9158 上线，到六间房、YY 的跟进，目前已形成 YY、六间房、天鸽互动三足鼎立的格局。业绩方面，YY 的营收处于领先地位，六间房由于 8 月并表，营收 3.7 亿。月活跃用户数 (MAU)、注册用户数角度，YY 领先，主要原因是 YY 是游戏即时通讯服务出身，通过“游戏+秀场直播”模式积累大量用户；而每用户平均收入 (ARPU) 角度，六间房遥遥领先 YY、天鸽互动，并且六间房自 13 年以来都维持月 685 元-700 元之间的用户消费水平。并且，相比 YY 与天鸽互动，六间房的活跃用户数与注册用户数之比高达 78%，用户活跃度非常高。



图 14: YY、六间房、天鸽互动 ARPU 与 MAU 对比



资料来源: 公司公告、wind、互联网、东兴证券研究所

图 15: YY、六间房、天鸽互动注册用户数与主播数对比

	注册用户数 (百万人)	月活跃用户数 (百万人)	主播数 (万人)
天鸽互动	300	18.61	8.04
YY	1000	140	-
六间房	43.67	34.11	14

注: YY 各项指标为 YY 整体业务数据, 包括在线音乐及娱乐、在线游戏、在线约会

资料来源: 公司公告、wind、互联网、东兴证券研究所

表 8: YY、六间房、天鸽互动基本情况

	六间房	YY	天鸽互动
创立时间	2006 年	2005 年	2005 年
进入互联网演艺领域时间	2009 年	2011 年	2008 年
公会制度	逐渐放开家族制度; C2C 与 B2C 共存	设立公会, 负责主播的包装运营; B2C 模式	设立公会, 负责主播的包装运营; B2C 模式
业务模式	一对多, 社交视频化	一对多为主, 社交视频化	多对多为主, 聊天室视频化
盈利模式	虚拟物品付费+广告费 (天鸽互动按所得款项 30%-40% 计入收入, 其余为分销商所得)		
收入分成	平台—主播 6:4	平台—公会—主播 6:3:1	平台—公会—主播 6:3:1
竞争优势	视频网站出身, 视频质量高、观看效果好	游戏即时通讯服务出身, 积累大量用户	行业进入最早; 聊天室服务出身, 擅长多对多模式
15 年营收	3.7 亿(8 月并表后营收)	33.2 亿(在线音乐及娱乐业务营收)	5.9 亿(在线互动娱乐服务营收)

资料来源: 公司公告、互联网、东兴证券研究所

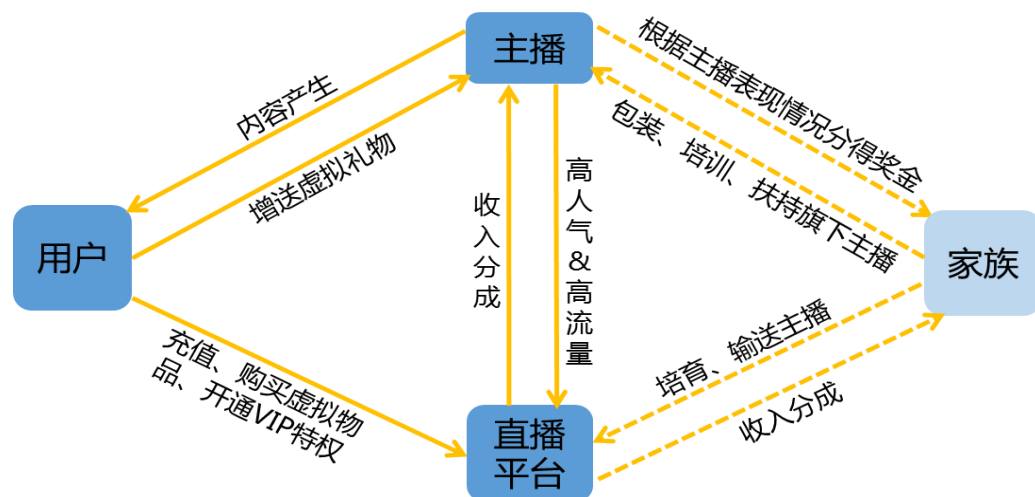
### 2.2.2 实现线上线下深度融合

打通线上线下产业链, O2O 互动娱乐闭环日趋完善, 协同效应明显。目前六间房已实现专业内容的接入, 包括宋城艺术团、嘻哈包袱铺等, 未来也将持续导入优秀的内容资源、艺人资源、IP 资源, 形成线上线下资源的良性循环。16 年六间房将与公司合力打造女团, 借力公司的线下品牌、运营能力与六间房的线上号召力, 在强化现有用户生产内容模式 (UGC) 同时, 逐步向专业生产内容 (PUGC) 延伸, 进一步提高用户粘度, 挖掘粉丝经济。并且, 公司与六间房作为各自领域的翘楚, 都拥有极大的流量优势, 将形成相互导流、共同发展态势, 成为覆盖线上和线下的泛娱乐生态系统。

**强化现有 C2C 模式, 并逐步放开 B2C 的家族制度。**目前六间房在原有“平台—主播”的运营体系基础上, 逐步放开家族制度 (即行业里的公会制度), 形成“平台—家族

—主播”体系。家族类似于小型管理机构，负责包装、培训、管理、扶持旗下主播，主播依靠家族进行推广宣传，家族之间形成良性竞争。平台依靠家族获取优质主播、降低管理成本，主播依靠家族成长，家族依靠主播表现获得奖金，三方拥有共同的目标—提高用户付费金额与活跃用户数，能够实现平台的持续发展。

图 16: 六间房主要业务流程



资料来源：公司公告、互联网、东兴证券研究所

### 2.2.3 监管促使行业进入壁垒加深

行业监管日趋严格，进入壁垒加深，利好公司长期发展。今年7月文化部公布违法违规互联网文化活动查处名单，查处26个网络表演平台，关闭严重违规表演房间4313间，整改违规表演房间15795间，涉及违规表演者近1.7万人。近2年直播行业的高速发展及所涉及灰色地带引来监管层高度重视，使其来到了行业监管的风口，短期看，监管措施的出台，各家会收紧内容尺度，负担更高监管成本，长期来看，监管带来的高成本能提高行业进入门槛，将有效防止原有平台用户流失，利好公司该项业务长期发展。

六间房业绩贡献可观，已成为公司营收增长主要动力。15年8月六间房实现并表，不到半年内为公司贡献3.69亿营收，占总营收的22%，营收贡献率仅次于杭州宋城旅游区。16年上半年，六间房实现营收5.22亿，占上半年总营收的44%，成为公司业绩贡献的主要来源。我们认为，六间房作为视频直播业的领先企业，在技术加持、资本助力、行业壁垒加深、公司内部运营优化的多向推动下，未来将持续带动公司业绩增长，助力打造A股市场第一个真正意义上的O2O互动娱乐平台。

### 3. IP 输出试水轻资产经营模式

#### 3.1 几经探索，轻资产模式终落地

2013 年 3 月公司初次尝试轻资产运营，托管福州水公园，以委托经营管理的方式将硬件设施与软件管理剥离；紧接着 10 月承接榕树湾项目开辟了演艺软实力的输出模式；2015 年 7 月公司依托政府建好的泰山大剧院推出《泰山千古情》，泰山大剧院成熟的基础设施和优越的地理位置大大缩短了公司项目的开发周期，但是不到 1000 席的观众数量阻碍了项目收入的增加。之后公司总结经验，创新经营模式，于 2016 年 6 月 22 日公司就炭河里项目签署《项目合作协议》，标志着轻资产输出模式正式落地。

表 9: 轻资产模式运营历程

时间	项目名称	主要模式
2013 年 3 月	托管福州水公园	负责水公园的设计方案建议、游乐项目包装及景区氛围营造，负责水公园的日常经营管理，后续经营另行协商
2013 年 10 月	榕树湾项目	负责剧院、舞台设备的规划指导和演出编导事宜
2015 年 7 月	托管泰山剧院	依托泰山大剧院推出《泰山千古情》
2016 年 6 月	宋城·宁乡炭河里文化主题公园	提供包括品牌授权、规划设计、协助建设、剧目创作和互动体验项目等在内的一揽子服务

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

#### 3.2 品牌管理输出，低成本撬动大收益

##### 3.2.1 旅游资源丰富，深挖市场潜力

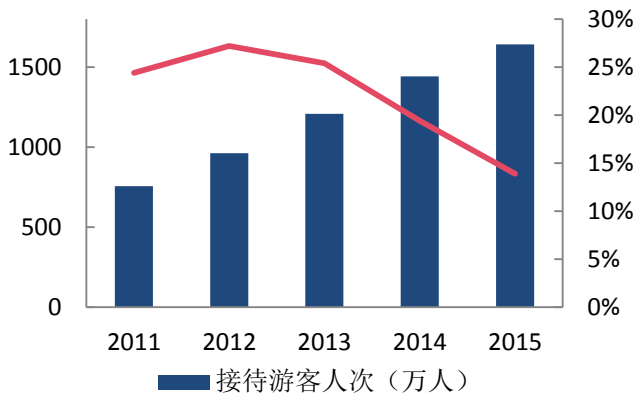
宁乡县隶属于长沙，是湖南最具经济实力的县市之一，旅游资源丰富。其地处交通要塞，是整个长株潭地区通往湖南 60% 以上地区的第一驿站，交通便利。**丰富的旅游资源和便捷的交通条件使其每年吸引大批游客**，据统计 2015 年宁乡县实现接待游客 1600 万次，同比增长 13.9%，实现旅游收入 200 亿元，同比增长 33.4%。

图 17: 宁乡交通区位图



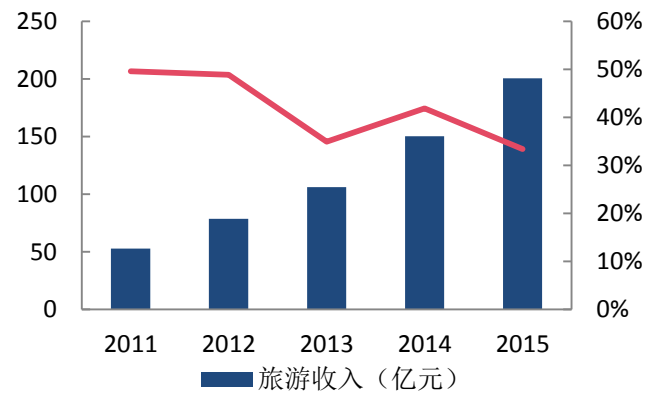
资料来源: 东兴证券研究所

图 18: 2011-2015 年宁乡县游客接待量及增长率



资料来源: 宁乡县统计信息网、东兴证券研究所

图 19: 2011-2015 年宁乡县旅游收入及增长率



资料来源: 宁乡县统计信息网、东兴证券研究所

炭河里文化主题公园依托炭河里国家遗址公园, 建设有西周王宫、西周作坊、西周渔猎、西周博览、西周遗址等景点, 周围有 5A 级景区刘少奇故里、国家级风景名胜区沩山风景名胜区、高温复合温泉灰汤温泉和国家级森林公园凤凰山森林公园等旅游景点和景区, 以及四羊方尊和人面纹方鼎等国之重器, 能有效发挥协同联动效用, 满足游客两到三天的行程安排。加之大型文化主题公园当地空白, 我们预计该项目开园会吸引大批周边城市游客, 成为湖南地区周边游又一新热门目的地。

图 20: 炭河里古城项目规划图



资料来源: 互联网、东兴证券研究所

### 3.2.2 收入分配超预期，带来利润增长点

公司参与炭河里项目合作方已完成大部分景点项目建设，公司未参与前期投资，仅以纯轻资产模式进行管理输出，并收取 2.6 亿元服务费，占 15 年营业收入的 15.35%，这一方面极大缩短了项目培育周期，另一方面以几乎零成本的投入实现高额利润增长。

该项目预计今年十一试营业，明年公司将收取 20% 的收入分成，而这部分收入明显高于东京迪士尼的投入产出，也高于行业平均水平。从客流量角度来看，长沙与杭州的游客体量类似，我们按杭州 5% 的游客渗透率估计，预计项目开园后将会有 644 万的游客体量，使公司能获得可观的业绩分成，给公司明后年的业绩带来显著的增量。

表 10: 宋城 VS 迪士尼项目轻资产输出项目收入对比表

项目名称	项目投资总额	公司投资	服务费	后期分成
炭河里项目	25 亿元	0	2.6 亿	20% 的营业收入
东京迪士尼	14 亿美元	250 万美元	—	10% 的门票收入 5% 的餐饮收入 10% 的任何赞助协议

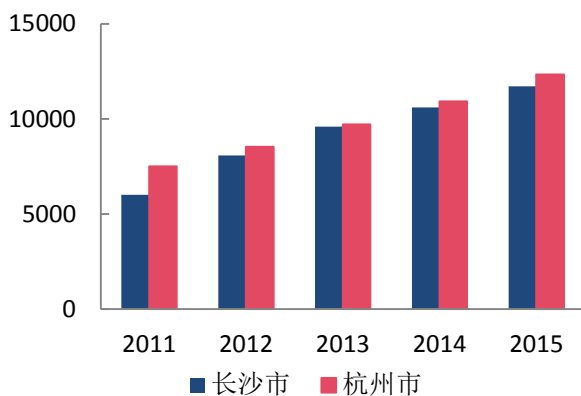
资料来源: 公司公告、互联网、东兴证券研究所

表 11: 长沙市、杭州市 2011 年-2015 年游客接待人数

年份	长沙市		杭州市	
	接待游客总人数(万人次)	增长率	接待游客总人数(万人次)	增长率
2011	6013.6	23.87%	7506.31	14.15%
2012	8088.1	34.50%	8531.12	13.65%
2013	9602.3	18.72%	9716.01	13.89%
2014	10607.3	10.47%	10926.13	12.45%
2015	11721.3	10.50%	12342	12.96%
2016 年(预计)	12893.43	10.00%	13884.75	12.50%

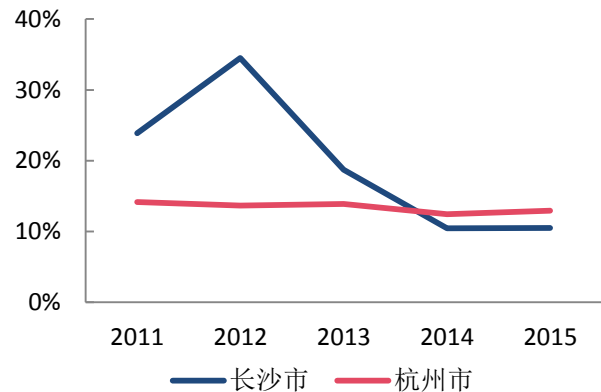
资料来源: 长沙市统计局、杭州市统计公报、东兴证券研究所

图 21: 长沙市、杭州市 2011 年到 2015 年游客接待人数



资料来源: 长沙市统计局、杭州市统计公报、东兴证券研究所

图 22: 长沙市、杭州市 2011 年-2015 年接待游客增长率



资料来源: 长沙市统计局、杭州市统计公报、东兴证券研究所

一般二三线城市的旅游投资项目, 尚未完全开发, 消费者基数相对较低, 项目投资回收期较长, 而宋城炭河里项目的轻资产模式输出正好能够规避这一风险。该项目合作成功将会使轻资产模式加速复制, 有利于公司在二三线城市实现业务下沉, 给公司带来极具爆发力的利润增长点, 快速提升公司的品牌影响力和核心竞争力。根据调研了解目前公司有多个类似管理输出项目正在洽谈中, 我们认为公司在炭河里试水成功后将加速推进轻资产模式的异地复制, 有利于公司千古情系列全国版图的持续扩张。

表 12: 轻资产输出与重资产输出优劣对比

	轻资产输出	重资产输出
优势	1、投资较少, 收益高 2、项目回收期短 3、灵活性强 4、风险低	1、资本、技术投入大, 运营模式不易被复制 2、易形成行业寡头垄断, 形成规模效应
劣势	1、缺乏自主经营, 易导致经营风险 2、易形成泡沫	1、资金占用量大, 机会成本耗费较高 2、固定成本和折旧摊销费用较高, 转产风险较大 3、资金回流慢, 项目周期较长

资料来源: 互联网、东兴证券研究所

## 4. 以科技之光，谋宋城全球版图

### 4.1 科技宋城，打造奇幻演艺世界

#### 4.1.1 牵手 SPACES 打造奇幻 VR 乐园

2016 年被称为 VR (Virtual Reality, 虚拟现实) 元年，国内潜在用户达 2.86 亿，而旅游成为最感兴趣的 VR 应用行业。宋城演艺紧抓时代机遇，于 2016 年 5 月 18 日与美国科技公司 SPACES 签订《谅解备忘录》，双方将合资设立子公司 (SONGCHENG SPACES)，旨在拓展 VR、AR、MR 主题公园、现场演艺和互联网等领域的市场，其中宋城演艺出资 1.6 亿元，持有 80% 的股份。

**SPACES 起源于美国梦工厂，拥有先进的技术和丰富的娱乐界资源。**两位创始人是美国梦工厂 VR 项目的主要负责人，参与梦工厂驯龙高手项目、360 度电影和梦工厂 DreamPlace 等项目，VR 运作经验丰富；与美国主要的娱乐、影视公司和相关独立工作室联系紧密，娱乐产业背景深厚，合作将为宋城更便捷地嫁接全球娱乐资源。

图 23: 宋城和 SPEACES 签约图



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图 24: 驯龙高手效果图



资料来源：互联网、东兴证券研究所

目前全球各商业巨头都在加速扩大资本布局 VR 产业，尤其娱乐、演艺成为最受欢迎的行业，也致使一批 VR 主题公园集中涌现。宋城基于已有主题公园和成熟“千古情系列”演出，若深度切合 VR 技术，一方面倚靠公司每年超过 2300 万次的已有客流进行强力导流，另一方面内嵌公司强 IP 为 VR 项目提供丰富内容载体，二者分别从“量”和“质”两端形成有力支撑，公司从项目体验到 VR 主题公园建设正在紧锣密鼓的筹划之中。参考全球 VR 主题公园发展潮流，我们认为公司以 VR 科技打造未来宋城必将成为推进主营业务发展的全新亮点。

表 13: 全球著名 VR 主题公园概览

公园名称	国别	设备支持	形式
The Void	美国	Rapture	重定向行走概念, VR 画面与真实场景相结合的场景内, 体验者可以自由行走, 也可以与场景进行多种互动
Zero Latency	澳大利亚	Oculus Rift、自有光学追踪系统、无线控制器	大型虚拟现实奔跑游戏, 集成 129 个索尼 PlayStation Eye 摄像头动作追踪系统, 实现用户可以真正走动且不用担心会撞到墙壁
华强方特	中国	裸眼	通过运用特种电影、飞行模拟器、智能座椅和轨道车及虚拟现实等高科技手段和设备创造一系列极致感官体验项目
V 观世界	中国	VR 头盔	场景切入 VR, 用光电将虚拟娱乐实景化, 如雪山矿山车、密室逃脱、虚拟鬼屋、航天博物馆等

资料来源: 公开资料、东兴证券研究所

#### 4.1.2 酷炫多媒体缔造缤纷宋城

现场演艺以其体验感、参与感、互动性、社交性和娱乐性为观众所喜爱, 为增强观众的体验效果, 公司不断挖掘最新科技元素, 并将其完美融入在现场演艺中。《三亚千古情》利用空中水膜实现观众与比基尼美女的零距离互动; 《九寨千古情》利用 5D 实景与高科技再现汶川大地震的山崩地裂, 这些全新特效能从视觉、听觉、触觉等多方面让游客享受科技饕餮盛宴, 将极大提升观演品质, 提升作品品牌实力。

图 25: 三亚千古情空中水膜



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

图 26: 九寨千古情 5D 实景场景图-汶川地震



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所



今年 5 月，美国时光工厂亮相公司 20 周年庆典，释放合作信号。时光工厂是世界上著名的多媒体娱乐工作室，专注于多媒体产品的创造、设计和制作，结合声、光、动画等效果设计沉浸式体验环境，目前已有两场秀和 17 个独立项目。其打造的幻光森林游客量一年内由 6000 人次上涨至 14.5 万次，增幅达 23 倍；与皇家加勒比国际剧院通过利用多媒体特效改造舞台，极大提升现场观影效果。

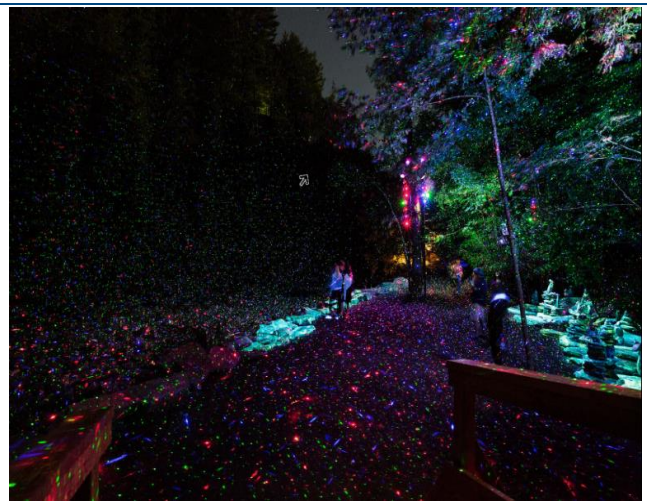
公司积极探寻利用多媒体技术对公园和现场演艺进行升级，合作时光工厂利用其先进的技术和丰富的制作经验，协助宋城打造更为震撼的舞台效果，创新演艺方式，提升游客观演品质。这一舞台技术的突破性改进，将极大增强客户黏性和重游率，同时在体验为主的消费转型背景下，以过硬的项目品质有效吸引新客户观演。并且公司也在积极引进技术型人才，考察国内外科技公司，以高科技业务为结合点，创新纳奇实行人才储备战略，为打造科技宋城提供了强力保障。

图 27: 时光工厂业务发展总监发表演讲



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

图 28: 幻光森林拍摄图



资料来源：互联网、东兴证券研究所

## 4.2 稳步推进国际布局

公司经过长期探索，对海外大娱乐行业和演出行业有全面的了解，海外项目落地信心增强。目前公司正在积极启动千亿投资计划，以“投资+收购”的方式布局美国、澳大利亚等优质海外项目，计划在北美收购 1-2 个演艺项目。公司未来 2-3 年规划在美国布局 2 个点，东南亚布局 2 个点，欧洲和澳洲各布局 1 个点。

图 29: 宋城国际布局图



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

同时, 公司正在积极推进“走出去, 引进来”的国际化战略。公司牵手 SPACES 签订《谅解备忘录》, 是海外战略开局之举; 公司策划在美演出, 目前剧本已初创完成; 蓝人集团、时光工厂亮相 20 周年庆, 在现场演艺中引入海外项目和海外先进多媒体技术可期。9 月澳大利亚黄金海岸市场一行赴杭州考察宋城旅游区, 将加速推动合作项目落地。公司将加快投资、收购并购海外资源, 目前首个海外落地项目正在有序进行, 我们预计宋城打造国际化版图战略将在下半年有实质性进展。

表 14: 宋城国际战略项目进展情况

时间	项目名称	进度
2016 年 5 月	与 SPACES 合资设立子公司	签署战略合作备忘录
2016 年	在美打造《天佑美国》演出	剧本初创完成
2016 年 5 月	引入海外剧目	蓝人集团创始人亮相 20 周年庆, 未来合作可期
2016 年 5 月	引入多媒体技术	时光工厂业务发展总监出席 20 周年庆, 释放合作信号

资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

## 5. 盈利预测及投资评级

作为全球主题公园集团十强中客流量增幅最强劲的公司之一，公司以“演艺”为核心竞争力，以“主题公园”为载体，成功打造“宋城”和“千古情”两大强力 IP，同时互联网演艺业务也快速发展，公司牢牢占据旅游演艺第一品牌的行业龙头地位。16 年公司确立“旅游宋城、国际宋城、IP 宋城、科技宋城”四大发展方向，进一步提升“线上+线下”双轮驱动的核心竞争力，同时不断推进公司国际化进程。

- ◆ **现场演艺业务全线发力，异地复制步履不停。**杭州大本营步入成熟稳定期，受“迪士尼开园+G20 峰会”双重利好，未来客流保持稳定增速动力十足。现有三亚、丽江、九寨景区业绩高速增长，风头正劲。在建异地项目不断推进，继续布局漓江、张家界等全国一线旅游目的地；进军上海，瞄准“游客+城市人群”，打造夜上海演艺集群。
- ◆ **互联网演艺助力打造 O2O 泛娱乐生态圈，外延并购业绩可观。**直播行业巨额资本加持不断，市场规模增长迅速，公司抓准时机，牵手六间房，实现线上、线下双向导流。16 上半年六间房实现营收 5.22 亿，占上半年总营收的 44%，在外部环境改善、公司内部运营优化双向推动下，我们相信六间房未来将持续助力公司业绩增长。
- ◆ **品牌效应显现，轻资产经营模式落地，低成本撬动大收益。**公司在宁乡炭河里项目建设后期进入，未参与前期投资，提供品牌授权、规划设计、协助建设等一揽子服务，获得 2.6 亿服务费及每年 20% 营业收入分成。此举能有效规避投资回收不确定性风险，适合布局二三线旅游目的地。加之目前二三线景区转型休闲度假游意愿强烈，紧缺优秀策划管理团队，我们认为轻资产模式是公司未来发展的长远之计。
- ◆ **聚合海内外优质 IP，点燃科技之光，谋划全球演艺版图。**公司牵手 SPACES 形成极大的优势互补，依托“主题公园+演艺”的深度融合带来的高客流量及合作方的顶级 VR 技术优势，未来 VR 在旅游、主题公园、演艺上的展现将成为公司主业的全新亮点。同时公司以“投资+收购”的方式布局多个优质海外项目，我们预计国际化版图战略将在下半年带来实质性进展。

我们选取了三家同类型景区企业进行比较（以 9 月 26 日收盘价为基准），三家公司 16 年的平均 PE 为 64 倍，高于公司 16 年预测 PE34 倍。

表 15: 同类型旅游类上市公司平均市盈率一览表

股票代码	股票名称	当前股价	2015 EPS	2016 EPS	2017 EPS	2018 EPS	2015 PE	2016 PE	2017 PE	2018 PE
300144.SZ	宋城演艺	24.35	0.43	0.72	0.85	0.99	54.51	34.28	28.93	24.80
600593.SH	大连圣亚	41.28	0.47	0.49	0.55	0.62	88.34	83.56	74.69	66.18
600054.SH	黄山旅游	17.23	0.40	0.50	0.60	0.71	41.1	32.84	27.58	23.31
002059.SZ	九华旅游	40.74	0.64	0.72	0.84	0.95	63.81	56.92	48.49	42.97
	平均 PE						64.42	57.77	50.25	44.15

资料来源: wind, 东兴证券研究所

表 16: 公司 16-18 年主营业务收入及成本预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	935	1695	2593	3318	4188
营业收入增速	37.78%	81.21%	53.01%	27.98%	26.21%
营业成本	307	582	925	1136	1453
营业成本增速	55.05%	89.58%	58.93%	22.81%	27.90%
毛利率	67.18%	65.65%	64.34%	65.75%	65.30%
归属母公司净利润 (百万元)	361	631	1039	1232	1437

资料来源: 东兴证券研究所

公司主营业务保持高增长, 另一方面已全面落实全球布局, 且当前股价倒挂于定增价格 29.88 元/股, 安全边际高, 投资价值明显。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 25.93 亿元、33.18 亿元和 41.88 亿元, 增速分别为 53.01%、27.98% 和 26.21%。归属于上市公司股东净利润为 10.5、12.7 和 15.2 亿元; EPS 分别为 0.72、0.85 和 0.99 元, 对应 PE 分别为 34.3、28.9 和 24.8; 参考行业水平, 给予公司 16 年 50 倍 PE, 目标价 36 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

**表 17: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1053	1739	4717	7131	10106	<b>营业收入</b>	935	1695	2593	3318	4188
货币资金	1020	1483	4179	6344	9016	<b>营业成本</b>	307	582	925	1136	1453
应收账款	5	16	21	27	34	营业税金及附加	34	49	78	100	126
其他应收款	7	8	12	16	20	营业费用	37	107	130	232	293
预付款项	6	7	53	110	183	管理费用	103	132	78	166	293
存货	2	3	5	6	7	财务费用	-12	1	-6	-9	-4
其他流动资产	11	222	447	628	845	资产减值损失	1.32	1.00	1.10	1.10	1.10
<b>非流动资产合计</b>	2789	5248	5086	5012	4870	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	126	129	85	113	109	投资净收益	6.52	4.88	6.00	8.00	6.00
固定资产	1650.99	1759.07	1842.52	1769.49	1662.42	<b>营业利润</b>	472	828	1394	1699	2032
无形资产	729	699	630	567	510	营业外收入	22.03	35.60	45.00	40.00	40.00
其他非流动资产	2	17	0	0	0	营业外支出	2.61	38.30	40.00	50.00	50.00
<b>资产总计</b>	3842	6987	9803	12143	14976	<b>利润总额</b>	491	825	1399	1689	2022
<b>流动负债合计</b>	323	662	796	853	885	所得税	127	180	350	422	506
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	365	645	1049	1267	1517
应付账款	256	188	296	265	239	少数股东损益	4	15	10	35	80
预收款项	14	32	58	91	133	归属母公司净利润	361	631	1039	1232	1437
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1317	1668	1640	1947	2282
<b>非流动负债合计</b>	5	611	1511	2711	4211	<b>EPS (元)</b>	0.65	0.45	0.72	0.85	0.99
长期借款	0	600	1500	2700	4200	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	328	1273	2307	3564	5096	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	70	111	121	157	237	营业收入增长	37.78%	81.21%	53.01%	27.98%	26.21%
实收资本 (或股	558	1453	1453	1453	1453	营业利润增长	23.92%	75.39%	68.41%	21.89%	19.58%
资本公积	1748	2476	3353	3353	3353	归属于母公司净利	64.83%	18.52%	64.83%	18.52%	16.62%
未分配利润	1015	1525	2149	2888	3750	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	3444	5603	7375	8422	9644	毛利率 (%)	67.18%	65.65%	64.34%	65.75%	65.30%
<b>负债和所有者权</b>	3842	6987	9803	12143	14976	净利率 (%)	39.00%	38.09%	40.47%	38.18%	36.21%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润 (%)</b>					
单位: 百万元						ROE (%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
<b>经营活动现金流</b>	528	915	1149	1327	1504	<b>偿债能力</b>					
净利润	365	645	1049	1267	1517	资产负债率 (%)	9%	18%	24%	29%	
折旧摊销	857.59	839.33	0.00	193.03	197.08	流动比率	3.26	2.63	5.93	8.36	11.42
财务费用	-12	1	-6	-9	-4	速动比率	3.26	2.62	5.92	8.35	11.41
应收账款减少	0	0	-5	-6	-7	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	26	33	42	总资产周转率	0.26	0.31	0.31	0.30	0.31
<b>投资活动现金流</b>	-345	-1591	-91	-186	-121	应收账款周转率	193	160	139	137	136
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.31	7.64	10.71	11.83	16.63
长期股权投资减	0	0	101	-28	4	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	7	5	6	8	6	每股收益 (最新摊	0.65	0.45	0.72	0.85	0.99
<b>筹资活动现金流</b>	-68	1138	1639	1024	1289	每股净现金流 (最新	0.21	0.32	1.86	1.49	1.84
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	6.18	3.86	5.08	5.80	6.64
长期借款增加	0	0	900	1200	1500	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	895	0	0	0	P/E	37.74	54.51	34.28	28.93	24.80
资本公积增加	3	727	878	0	0	P/B	3.97	6.36	4.83	4.23	3.69
<b>现金净增加额</b>	115	462	2696	2165	2672	EV/EBITDA	9.61	20.83	20.09	16.43	13.51

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

---

### 张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。