

宋城演艺 (300144.SZ)

二十年宋城，整装再出发

宋城演艺主营旅游演艺的投资与运营。公司目前旗下共有 18 个旅游演艺项目，其中 11 个已投入运营，2018 年贡献收入 19.77 亿元，上市后至今 CAGR 为 +20.5%；净利润 8.69 亿元，上市后至今 CAGR 为 +22.5%。预计新项目开业后，2022 年可以贡献营收/归母净利 22.0/6.3 亿元。

市场化演艺产品+营销能力构筑核心竞争力，竞争优势明显。相较于竞争对手，公司竞争优势有：1. 民企体制，机制灵活，产品紧随市场。2. 运营能力强，营销渠道丰富，能深入当地底层渠道。3. 室内剧场演艺，不受天气等因素影响，稳定性强，演出场次多、返利空间大，更受旅行社等渠道商的青睐。公司拥有从开业前的选址到开业后营销运营的全产业链闭环，确保公司项目迅速落地，不受外部因素影响。此外与竞争对手相比，公司产品依托内容运营而非某个演员或导演，超额收益可持续。

旅游演艺仍有扩张空间，新演艺形式打开公司成长上限。根据地理位置及市场容量，我们预计公司旅游演艺还有 5-6 个新项目的市场空间，对应 18 亿元营收和 9 亿元净利。珠海、西塘项目和上海项目是公司新演艺形式的尝试。珠海项目将打造成类似法国“狂人国”似的休闲度假区，包含 24 个剧院集群，超过 55000 个座位。上海项目是公司的首个城市演艺项目，是公司更高艺术水平的城市演艺的首次尝试。不同于旅游演艺，珠海、西塘和上海项目是公司新演艺形式的大胆尝试，若成功则将打开公司的成长空间。

新建剧院提高客容量，预计杭州/三亚新剧院建成后可分别增加 4000/2000 万的净利。杭州/三亚目前分别有 2/1 个剧院，容纳量分别为 7900/4700 个座位。剧院容量已经不能满足日益增长的客流的需求，目前公司已经在建杭州 3、4 号剧院与三亚 2 号剧院，其中杭州 3、4 号剧院预计今年底建成，建成后将增加 6000 个座位，每年可以稳定地增加 50 万人次的客流，对应约 9000 万元的营收与 4000 万元的净利。三亚 2 号剧院主体工程已建设完成，拥有 2800 个座位，将根据客流情况适时选择开放时间。

账上现金充裕+经营现金流充足，可支撑公司长期项目扩张。公司 17/18/19Q1-Q3 经营活动现金流净流入分别为 17.6/16.5/14.9 亿元，预计未来三年新项目投资需求的现金分别为 8.8/11.6/13.7 亿元，目前公司账上现金 11.4 亿元和约 8 亿元理财产品，自有资金足以覆盖新项目投资。此外公司目前并无负债，公司亦可以通过增加借款的方式支持项目扩张。

盈利预测、估值与投资建议：维持“增持”评级。分部估值法：线上演艺按估值 0 亿计算；我们预测 19/20/21 年公司扣除六间房后的归母净利分别为 10.7 /12.9 /15.7 亿元，2019-2021 年 CAGR 为 21%，EPS 分别为 0.74/0.89/1.08 元，考虑到项目落地高峰期在 2020 年以后，我们认为 2020 年公司合理市值为 453 亿元，对应 PE 为 35 倍，目标价 31.17 元。

风险提示：自然灾害、经济环境波动和项目老化的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,024	3,211	2,682	3,122	3,916
增长率 yoy (%)	14.4	6.2	-16.5	16.4	25.4
归母净利润 (百万元)	1,068	1,287	1,285	1,294	1,573
增长率 yoy (%)	18.3	20.6	-0.2	0.7	21.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.73	0.89	0.88	0.89	1.08
净资产收益率 (%)	14.3	13.2	12.0	11.3	12.3
P/E (倍)	35.9	29.8	29.9	29.6	24.4
P/B (倍)	5.2	4.5	4.0	3.6	3.2

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持 (维持)

股票信息

行业	景点
前次评级	增持
最新收盘价	27.05
总市值(百万元)	39,293.04
总股本(百万股)	1,452.61
其中自由流通股(%)	80.94
30 日日均成交量(百万股)	4.72

股价走势



作者

分析师 焦俊

执业证书编号：S0680518060003

邮箱：jiaojun@gszq.com

研究助理 张泽

邮箱：zhangze@gszq.com

相关研究

- 1、《宋城演艺 (300144.SZ)：19Q3 业绩略超预期，丽江项目表现优异》2019-10-15
- 2、《宋城演艺 (300144.SZ)：新签珠海演艺谷项目，产品形态进一步完善》2019-10-01
- 3、《宋城演艺 (300144.SZ)：中报符合预期，重资产稳步增长》2019-08-22



内容目录

一、旅游演艺票房规模稳步增长，政策利好行业长期发展	5
1.1、利好政策助力演艺行业发展	5
1.2、行业票房规模逐年增长，公司竞争力行业领先	8
二、新项目持续推进落地，新演艺形式打开市场空间	11
2.1、新项目近期先后落地，公司业绩增长可期	11
2.2、新形式尝试，打开公司成长空间	13
三、原有项目新剧院先后落地，承载量提升突破高峰瓶颈	16
四、现金流可支持公司项目扩张，利润率仍有提高空间	17
五、盈利预测与投资建议	20
六、风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司线下演艺营收情况 (不含六间房)	5
图表 2: 公司线下演艺扣非后归母净利 (不含六间房)	5
图表 3: 《文化和旅游部关于促进旅游演艺发展的指导意见》主要内容	6
图表 4: 旅游演艺的作用和意义	7
图表 5: 旅游演艺的商业模式	7
图表 6: 旅游演艺剧目票房总额 (亿元)	8
图表 7: 旅游演出剧目数 (台)	8
图表 8: 旅游演艺的主要形式 (依照内容分类)	8
图表 9: 旅游演艺票房市场构成 (按类型划分)	9
图表 10: 演艺行业主要企业对比 (2018 年)	9
图表 11: 2018 年旅游演艺行业市占率对比	9
图表 12: 宋城演艺历年市占率(票房收入占旅游演艺市场总收入比重)	10
图表 13: 公司重资产项目梳理	11
图表 14: 公司轻资产项目梳理	11
图表 15: 首次异地扩张项目对比	11
图表 16: 异地扩张项目投资对比	12
图表 17: 异地扩张项目占地面积对比	12
图表 18: 公司项目地理位置图	12
图表 19: 杭州、上海和西塘项目对比	13
图表 20: 西塘演艺小镇一期规划图	13
图表 21: 嘉善西塘宋城演艺谷规划	13
图表 22: 法国狂人国地图	14
图表 23: 法国狂人国主要经营情况	14
图表 24: 公司《上海一秀》表演	15
图表 25: 上海项目三个演艺介绍	15
图表 26: 我国历年国内旅游入次数 (亿次)	16
图表 27: 杭州、丽江、三亚市历年客流 (亿人次)	16
图表 28: 公司主要景区剧院座位数	16
图表 29: 杭州、三亚新剧院座位数及开放时间	16
图表 30: 公司主要项目散客占比与旅行社拿票折扣对比	17
图表 31: 三亚、丽江、九寨项目净利率水平	17
图表 32: 公司 2012-2019Q3 经营活动现金流情况	18

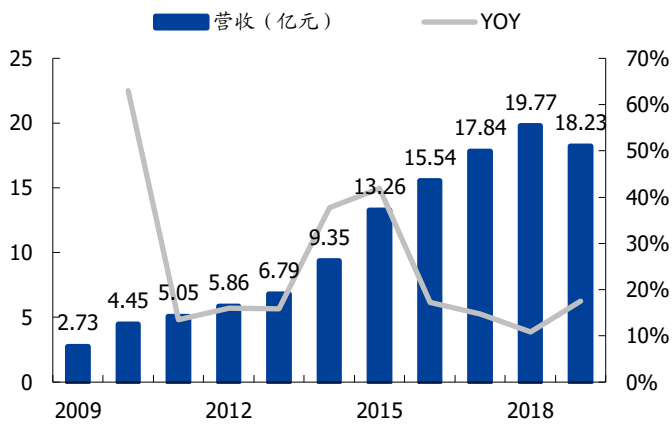
图表 33: 公司 2012-2019Q3 资本开支情况	18
图表 34: 公司资产构成 (截止 2019Q3)	18
图表 35: 公司 2012-2019Q3 负债率情况	18
图表 36: 2020-2024 年公司新项目建设支出测算	19
图表 37: 公司历年归母净利率水平 (不含六间房)	19
图表 38: 公司历年净资产收益率 (不含六间房)	19
图表 39: 宋城演艺市值走势图	20
图表 40: 同行业估值对比	20

一、旅游演艺票房规模稳步增长，政策利好行业长期发展

1.1、利好政策助力演艺行业发展

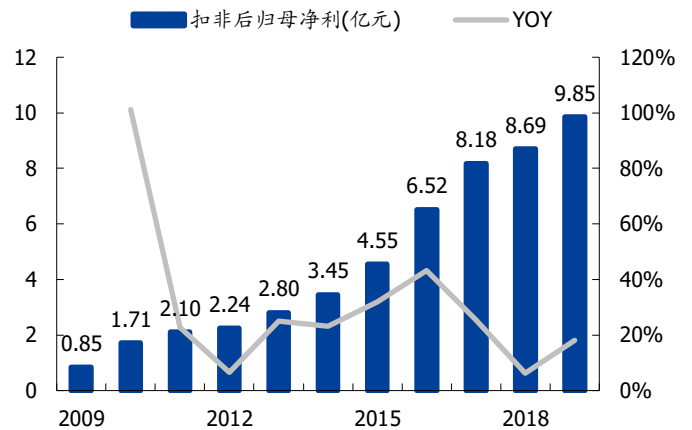
宋城演艺是中国领先的旅游演艺企业，主营业务为文化演艺和主题公园的投资、开发、经营。目前公司拥有已建成大小演艺或主题公园项目数量 11 个（含杭州三个非演艺项目），开发建设中的项目 7 个，是中国最大的演艺企业（按收入口径算）。

图表 1: 公司线下演艺营收情况 (不含六间房)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 2: 公司线下演艺扣非后归母净利润 (不含六间房)



资料来源: wind、国盛证券研究所

演艺项目数量持续扩张，收入业绩逐步增长。早期公司业务范围仅限在杭州本地，2010年公司成功在创业板 IPO，借助资本的力量公司开启了快速异地扩张的角度。随着三亚、丽江、九寨等异地新项目的开业成熟，公司的收入和利润规模也不断提升。2019Q1-Q3，公司线下演艺分部分别实现营收 18.23 亿元，扣非后归母净利润 9.85 亿元(不含六间房)。2010~2018 年，公司不含六间房的收入增长了 3.44 倍，期间 CAGR 达 20.5%；扣非后归母净利润增长了 4.08 倍，期间 CAGR 达 22.5%。

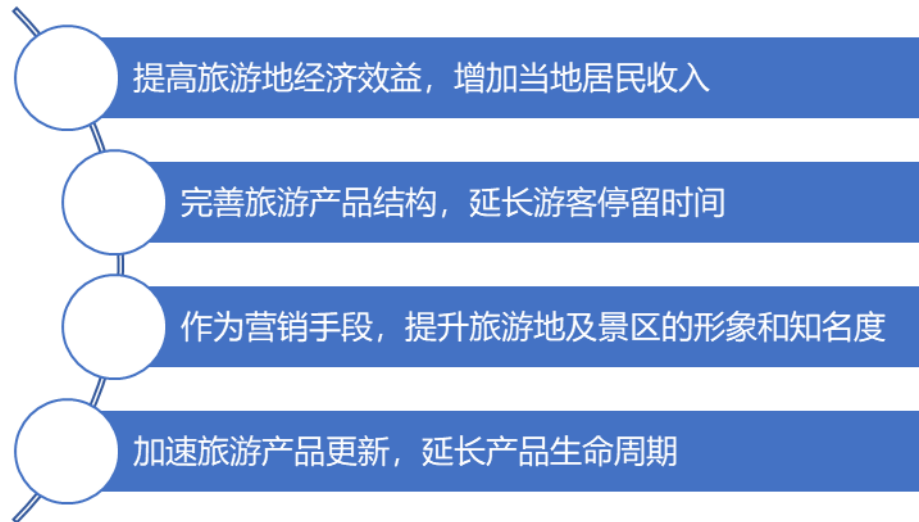
图表3: 《文化和旅游部关于促进旅游演艺发展的指导意见》主要内容

政策方针	推进业态模式创新:
	• 鼓励发展中小型、主题性、特色类、定制类旅游演艺项目
	• 支持各类经营主体拓展中小型旅游演艺空间, 建设体现新科技的舞台剧场
	• 鼓励与旅行机构合作制作大中型驻场综艺演出, 开发设计主体鲜明的旅游线路
	壮大演艺经营主体:
	• 支持条件成熟的旅游演艺项目向综合配套业态转型, 因地制宜建设一批旅游演艺小镇、旅游演艺集聚区
	• 鼓励各地通过向政府购买等方式, 扶持具有地方特色和市场前景的中小型经营主体
	• 推动旅游演艺经营主体与相关产业合作, 打造跨界融合产业集团
	• 鼓励成熟的旅游演艺经营主体通过股权融资、并购重组、品牌连锁等方式整合相关旅游演艺项目
	深化跨国跨境合作:
• 优先推动国家边境旅游试验区和边境全域旅游示范区创建单位打造跨境旅游演艺节目	
• 将列入全国旅游演艺精品名录的项目纳入对外及对港澳台文化和旅游交流的重点项目	
政策保障	财税政策:
	• 支持在此领域推广政府和社会资本合作 (PPP) 模式
	• 符合高新技术企业认定条件的旅游演艺企业经认定后可享受税收优惠, 企业发生的符合条件的创意和设计费用适用税前加计扣除政策
	投融资政策:
	• 积极引导私募股权投资基金及各类投资机构投资旅游演艺项目
	• 鼓励金融机构开展旅游演艺产品版权质押融资业务, 保险机构开展针对旅游演艺项目的保险业务
	土地政策:
• 鼓励通过开展城乡建设用地增减挂钩和工矿废弃地复垦利用, 为旅游演艺项目提供用地保障	
• 在不改变用地主体、规划条件的前提下, 市场主体利用旧厂房、仓库提供旅游演艺服务的, 可执行在五年内继续按原用途和土地类型使用土地的过渡期政策	

资料来源: 中国文化和旅游部网站、国盛证券研究所

旅游演艺政策保驾护航, 有望对公司产生实质性利好。2019年4月1日, 国家文化和旅游部发布《关于促进旅游演艺发展的指导意见》, 旨在大力推进旅游演艺转型升级、提质增效。意见包含3个总体要求、8个主要任务和3个实施保障, 提出要鼓励、支持各类旅游演艺的发展, 鼓励成熟的旅游演艺经营主体整合相关旅游演艺项目, 引导财政、投融资政策和土地政策对旅游演艺项目开发的支持。其中提到的符合高新技术企业认定条件的旅游演艺企业经认定后可享受税收优惠、支持PPP融资、引导私募股权投资、鼓励金融机构开展旅游演艺产品版权质押融资业务和保险机构开展针对旅游演艺项目的保险业务, 我们认为可能对公司产生直接的利好, 可扩宽公司融资渠道、降低融资成本并降低税负。

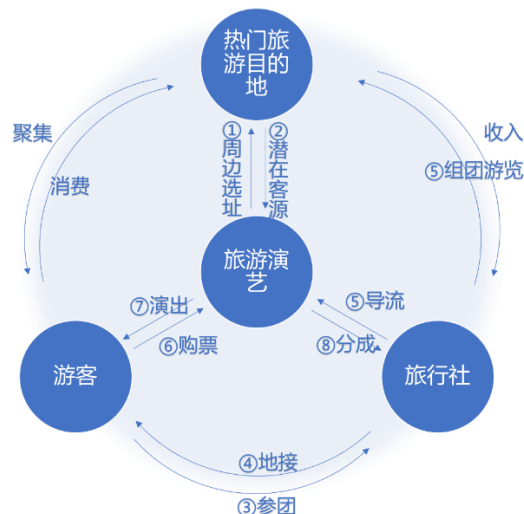
图表 4: 旅游演艺的作用和意义



资料来源：国盛证券研究所

旅游演艺可促进当地经济发展，提高景区知名度。因此各旅游目的地地方政府、居民都乐于引进旅游演艺项目。其作用和意义具体包括：①提高旅游地经济效益，增加当地居民收入。以三亚千古情为例：三亚千古情开业后，年贡献企业所得税 6000 万元（地方政府可分享 2400 万元），显著带动了周边旅游产业收入的提升，直接间接创造了 600 多个就业机会。②完善旅游产品结构，延长游客停留时间。根据第三方机构的统计数据，《印象·刘三姐》使游客在桂林停留时间增加了 0.34 天。③作为营销手段，提升旅游地及景区的形象和知名度。如印象系列演出已成为各旅游目的地的名片，大大地提升了各旅游地的知名度和影响力。④加速旅游产品更新，延长产品生命周期。旅游产品也有生命周期，持续更新的旅游演艺项目可提升旅游产品活力，延长产品生命周期。

图表 5: 旅游演艺的商业模式



资料来源：国盛证券研究所

旅游演艺的商业模式一般是选址于热门旅游目的地附近，依托目的地现有的客流，通过返点分成让旅行社为演艺项目引流。旅游演艺观众多以团客为主，团客占比一般在 50% 以上，演出通常作为跟团游产品中的一个项目包含在旅游产品中，或作为自由活动时间的推荐项目。对于旅行社而言，加入演艺节目不仅可以直接有收入分成，也可以丰富旅

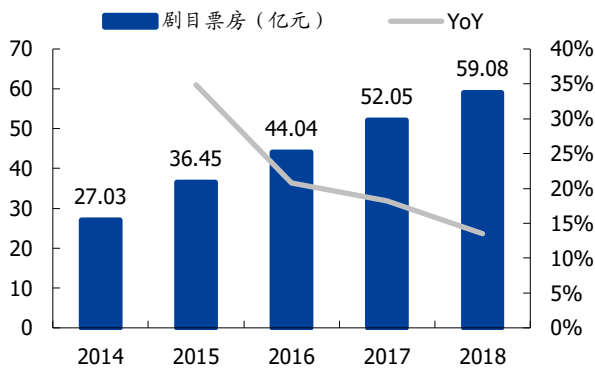
游项目，提高游客体验（作为游客白天跟团走路累了之后晚上找个地方坐下看演出的良好补充）。

旅游演艺是景区观光的延伸，其客群主要是基于旅游目的地本身的游客的转化，非常依赖旅游目的地本身的游客基数。演艺不能作为独立项目来吸引客流，因此需要靠近旅游目的地，最好是在热门景点路线之间，方便旅行社将演出加入跟团游产品中。

旅游演艺以广大的普通群众为目标客群，内容应符合大众的审美能力。旅游演艺目标人群为普通群众，是大众消费品，而非艺术品。这就注定了演出要以最广大的低艺术造诣的大众消费者为导向，演艺的形式和内容要通俗易懂、简单明了。只要场面恢弘震撼，情节跌宕起伏，让观众感觉很精彩就够了，艺术评价不必太高。过于阳春白雪的艺术演出，在现阶段的国情下只是个小众市场，反而会被大众所抛弃。加上以盈利为导向的商业属性，旅游演艺成功的关键是把握好品质、接受度、成本控制、可复制性之间的平衡。

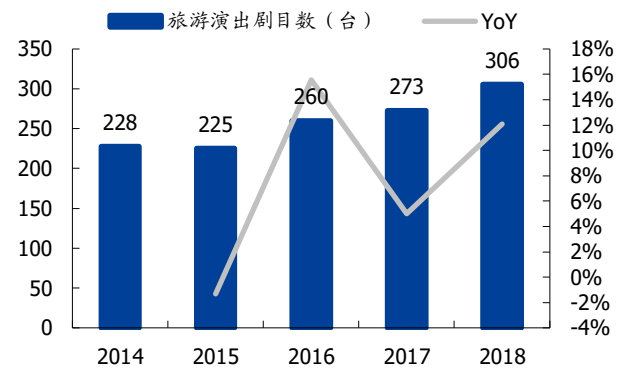
1.2、行业票房规模逐年增长，公司竞争力行业领先

图表 6: 旅游演艺剧目票房总额 (亿元)



资料来源: 道略演艺、国盛证券研究所

图表 7: 旅游演出剧目数 (台)



资料来源: 道略演艺、国盛证券研究所

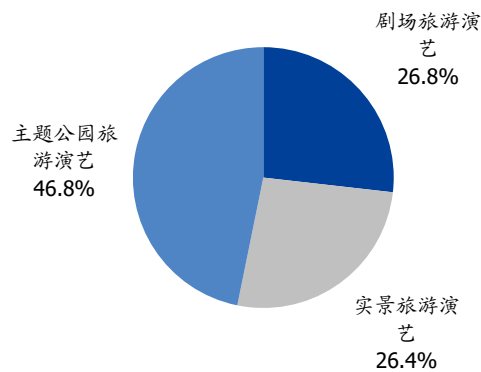
行业票房规模稳步增长，剧目数量超过 300 台。2018 年旅游演艺票房总收入 59.08 亿元，同比+13.5%，2014-18 年 CAGR 为 21.6%。演出剧目数量也在 2018 年突破 300 家，达到 306 家。

图表 8: 旅游演艺的主要形式 (依照内容分类)

类型	依托	特点	演出形式	票价	典型案例
实景旅游演艺	自然山水景区	<ul style="list-style-type: none"> 自然山水与地域文化的紧密结合 规模一般较大 	室外大型演出	高票价	“印象”系列
主题公园旅游演艺	主题公园	<ul style="list-style-type: none"> 与主题公园互补的复合型旅游产品 主题性质明显 	大型主题演艺 小型常规表演	中等票价	“千古情”系列
剧场旅游演艺	旅游城市	<ul style="list-style-type: none"> 多为城市文化名片性的产品 以歌舞马戏为主，多为政府投资 	驻场演出、巡演	高票价	云南映象

资料来源: 奇创旅游、国盛证券研究所

图表 9: 旅游演艺票房市场构成 (按类型划分)



资料来源: 道略演艺、国盛证券研究所

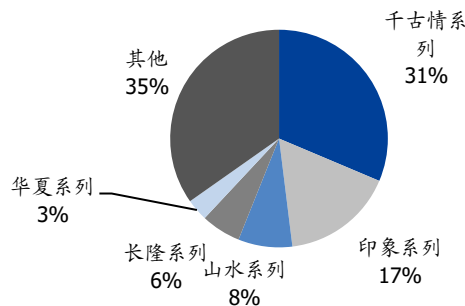
旅游演艺按形式和场所主要可以分为实景类、主题公园类和剧场类三大类。实景类演艺以自然山水景区为依托, 着重展现优美的自然山水与独特的地域文化的紧密结合, 典型产品为“印象”系列演出。主题公园类演艺依附在主题公园内, 与主题公园游乐互补, 形成复合型旅游产品, 典型产品为“千古情”系列演出。剧场旅游演艺在剧场内演出, 一般在旅游城市中, 多为城市的文化名片性的产品, 例如《云南映象》。2018年, 实景类、主题公园类和剧场类的票房市场占比分别为 26.4%、46.8%和 26.8%。

图表 10: 演艺行业主要企业对比 (2018年)

	类型	特点	项目数量	景区票价*
宋城千古情系列	主题公园类	本土化演艺, 与当地历史题材相结合, 拥有主题公园配套设施	8	290
印象系列	实景类	实景演艺, 著名导演打造原生态演出	12	200
山水盛典系列	实景类	山水实景、梅式风格	18	238

资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所 (*注: 分别选取的是杭州宋城千古情、印象刘三姐、禅宗少林·音乐大典的网售票价格, 不同景区可能有所不同)

图表 11: 2018年旅游演艺行业市占率对比

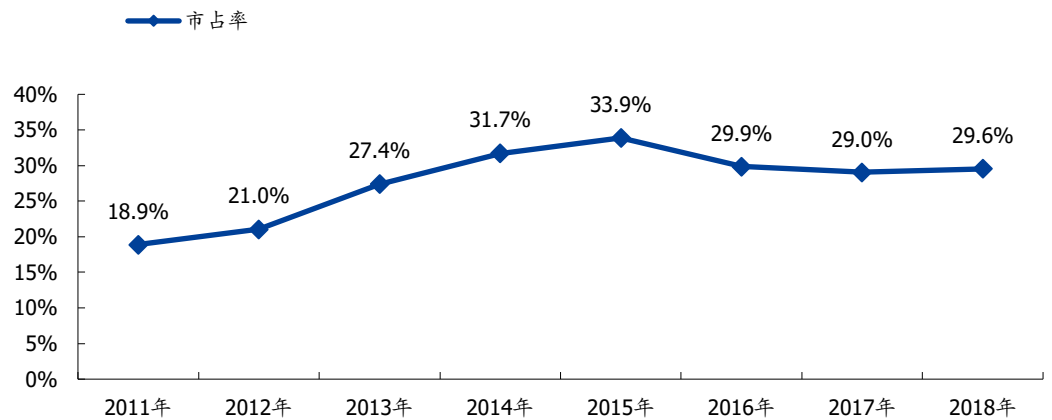


资料来源: 道略演艺、国盛证券研究所

三大演艺系列市场领先, 合计市场份额超过 50%。目前市场上最出名的三大演艺系列分别是宋城的千古情系列, 三湘印象的印象系列和山水盛典的山水系列。其中千古情是主题公园类演出, 以故事化的剧情为特色, 而印象系列和山水盛典系列都是实景类演出,

以自然山水背景为舞台。2018年，三大演艺的市占率合计达到了56%，其中千古情系列、印象系列和山水系列分别为31%、17%和8%。

图表 12: 宋城演艺历年市占率(票房收入占旅游演艺市场总收入比重)



资料来源: 道略演艺、国盛证券研究所

宋城演艺市占率水平不断提高，竞争优势明显。公司的市占率从2011年的18.9%逐步增长至2018年的29.6%，市占率逐年提升，产品展现出很强的竞争力（2016年起因没有新项目开业，市占率暂时有所回落）。我们认为公司的竞争优势主要体现在：① 民企体制，机制灵活，产品紧随市场。管理层非常重视项目盈利，故花费大量精力在消费者的体验上，以求给消费者最佳的观演体验。千古情演出“每月一小改，每年一大改”，以保证演出无时不刻贴近市场喜好。② 渠道能力强。深入最基层，与地接社、酒店、茶楼甚至出租车司机等等最底层渠道达成协议，形成一个无孔不入销售网络。游客在各地都能看到宋城投放的宣传资料。③ 返点高。宋城产品定价比其他产品高，返点空间更大，旅行社及其他渠道商更愿意和宋城合作。

公司依靠内容运营而非依靠 IP 来吸引游客，超额收益可持续。过往地方政府在选择引进演艺项目时，更愿意引进名声大的导演的项目。虽然这类项目在招商引资时有一定优势，但是其存在一个问题，即演出过于依赖大导演的名气，超额收益往往被导演拿走，项目投资方议价能力低，故投资回报率有限。而且此类项目后期还存在无人更新、项目老化的问题，导致产品生命周期短。宋城演艺的优势在于，工业化的演出创作形式，不依赖某些演员/导演，超额收益掌握在自己手中，因此项目投资回报率很高，异地项目的 ROE 平均在 25% 以上。

二、新项目持续推进落地，新演艺形式打开市场空间

2.1、新项目近期先后落地，公司业绩增长可期

图表 13: 公司重资产项目梳理

	开业	位置	景区	开业/预计开业时间	2018年营收(亿元)	2018年净利(亿元)
原有项目	○	杭州	杭州宋城	1996年	9.36	3.92
首轮异地扩张	○	三亚	三亚千古情	2013年9月	4.27	2.49
	○	丽江	丽江千古情	2014年3月	2.67	1.42
	○	九寨沟	九寨千古情	2014年5月	0.02	-0.26
	○	桂林阳朔	桂林千古情	2018年7月	0.43	-0.01
次轮异地扩张	○	张家界	张家界千古情	2019年6月		
	×	西安	中华千古情	2020Q1		
	×	广东佛山	西樵山岭南千古情	2021Q1		
	×	上海	上海世博大舞台	2020年6月		
	×	昆士兰州	澳洲传奇王国	2022年		
	×	浙江嘉善	西塘演艺小镇	2021Q1		
	×	广东珠海	珠海演艺谷	2022年1月		
合计					16.75	7.56

资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

图表 14: 公司轻资产项目梳理

	开业	位置	名称	预计/开业时间	成熟后营收估计(亿元)	成熟后净利估计(亿元)
轻资产	○	湖南宁乡	宁乡炭河古城	2017年7月	0.32	0.24
	○	江西宜春	明月千古情	2018年10月	0.32	0.24
	×	河南新郑	黄帝千古情	2020年3月	0.32	0.24
合计					0.96	0.73

资料来源: 公司年报、国盛证券研究所

公司目前共有 **15** 个项目，已开业 **8** 个（包含九寨）。重资产项目 12 个，其中已开业 6 个。2018 年已开业的重资产项目营收合计为 16.75 亿元，净利润为 7.56 亿元；未开业项目 6 个，分别是西安、佛山、上海、澳洲、西塘和珠海项目。轻资产项目 3 个，其中宁乡、宜春项目已经开业运营，黄帝千古情预计于 2020 年 3 月开业。

图表 15: 首次异地扩张项目对比

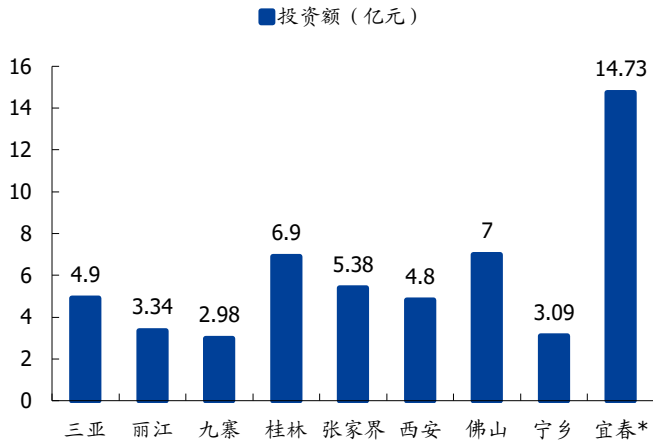
	投资额(亿元)	公告时间	开业时间	收入(亿元)	净利(亿元)	面积(亩)	门票价格(元)
三亚项目	4.9	2011.11	2013.09	4.27	2.49	225	260
丽江项目	3.34	2011.10	2014.03	2.67	1.42	140	280
九寨项目	2.98	2012.10	2014.05	1.49	0.66	53	280

资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所（注: 九寨项目为地震前 2016 年数据、三亚和丽江为 2018 年数据）

根据历史项目的收入和客流规模，我们认为项目体量可以分为大、中、小三类。以首次

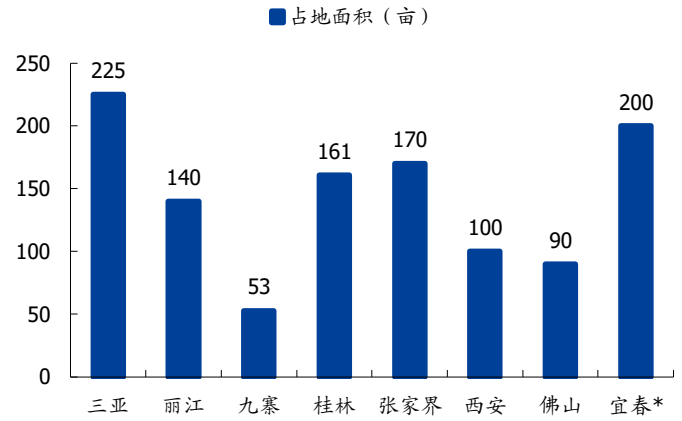
异地扩张的三个项目为例，三亚项目投资额 4.9 亿元，占地面积 225 亩，包含 2 个景区（三亚千古情和冰雪世界），2 个剧院和 20 多个景点。丽江项目投资额 3.34 亿元，占地 140 亩，包含 1 个剧院和 1 个室外实景演出（丽江千古情演出和丽江恋歌）和 10 个左右的景点。九寨项目投资额 2.98 亿元，占地 53 亩，含 1 个剧院和少量景点。

图表 16: 异地扩张项目投资对比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所(宜春项目包含配套停车场设施等)

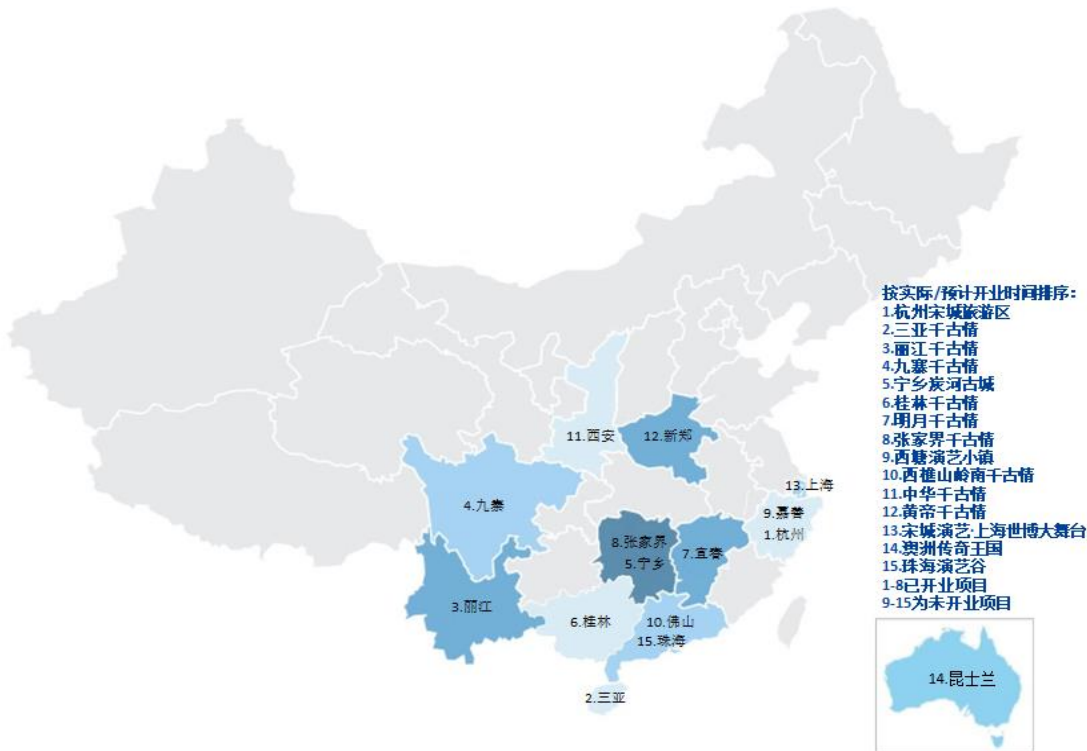
图表 17: 异地扩张项目占地面积对比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

根据投资额和项目面积规划，我们认为次轮异地项目体量主要偏中型。次轮异地扩张的项目，虽然投资额由于通货膨胀而有所上涨，但是从面积来看，次轮项目占地面积多在 100~200 亩之间，项目体量更接近丽江（中型）。

图表 18: 公司项目地理位置图



资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

我们预计公司的旅游演艺项目在全国还有**5-6**个的开设空间。公司的项目选址一般位于热门旅游目的地周边，且由于存在覆盖范围的问题，故一般2个项目之间需要有一定距离，一般一个省一个项目比较适宜（少数经济发达的省份可能开设2个项目）。目前国内热门的旅游目的地公司都有项目布局，如丽江、九寨、桂林等。虽然有些省份还没有项目规划，但我们认为覆盖全国所有省份还是有一定困难（有些省份并不以旅游为长/项目之间的覆盖范围问题）。综合考虑各方位因素，我们预计公司在全国还有**5-6**个项目的扩张空间。

公司未来扩张将以**重资产**为主。在次轮异地扩张初期，由于非热门旅游目的地的二等旅游目的地建项目存在一定的不确定性，为了分摊风险，公司在宁乡、宜春和新郑的项目采取了轻资产的模式。但是轻资产模式下公司利润有限，一个项目一年仅能分成**3000**万左右的利润，且轻资产会挤占公司整体产能（公司目前每年的产能上限是**3**个新项目）和市场空间，因此未来公司的扩张仍将以**重资产**为主。

2.2、新形式尝试，打开公司成长空间

图表 19: 杭州、上海和西塘项目对比

项目	类型	总投资额	面积	目标客群	主要设施
杭州	旅游演艺	5.5 亿元	90 亩	异地观光游游客	包含 4 个剧院（2 个未开业）和相关配套设施（餐饮、购物、体验项目等）
上海	城市演艺	8.3 亿元	80 亩	本地居民及异地观光游游客	包括 1 个千古情剧院, 1 个沉浸式演出剧院, 1 个舞台剧院及风情街和高科技体验区
西塘	旅游度假综合体	100 亿元（首期 10 亿元）	350 亩（首期 132 亩）	度假游游客	包含 5 个主题公园（含西塘千古情景区）、30 个剧场、100 个排练厅的综合演艺小镇。

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

在长三角附近的三个项目虽然都是**演艺项目**，但是有明显的区分。杭州宋城是旅游演艺，客群以异地观光游的中低消费能力的团客为主（虽然近年来散客占比有很大提升，但是团客仍是杭州宋城客群的基石）；上海项目是城市演艺，定位高消费能力的散客（本地+异地）及外宾团客；西塘项目是综合的旅游度假体，包括主题公园集群、剧院集群、主题酒店集群等，是以宋文化为主的**演艺小镇**类型的产品，定位度假游游客。

图表 20: 西塘演艺小镇一期规划图



资料来源: 嘉善县人民政府、国盛证券研究所

图表 21: 嘉善西塘宋城演艺谷规划

整体规划	面积	361 亩
	投资额	100 亿元
	主要设施	5 个主题公园(含西塘千古情景区)、30 个剧场、100 个排练厅
一期	面积	132 亩
	投资额	40 亿元
	主要设施	4 个大型剧院、特色街区和商业综合体

资料来源: 嘉善县人民政府、公司公告、国盛证券研究所

西塘演艺小镇是包含多种演艺及娱乐形式的综合旅游度假综合体，是新演艺形式的尝试。项目规划总投资100亿元，占地面积361亩，包括5个主题公园：西塘千古情景区、AR/VR乐园、烂苹果亲子乐园、游乐园（水公园）、彩色水族馆（动物园），30个剧场：千古情大剧院、音乐剧院、实验剧院、多媒体剧院等，100个排练厅。一期规划包括4个大型剧院、特色街区和商业综合体。西塘项目是新演艺形式的尝试，是公司首次打造更大体量的休闲度假产品。

图表 22: 法国狂人国地图



资料来源：狂人国官网、国盛证券研究所（注：红色标记为表演，蓝色标记为酒店，黄色标记为餐厅，绿色标记为森林，紫色标记为村庄）

图表 23: 法国狂人国主要经营情况

	法国狂人国（又称榉木山主题公园）
票价	门票：30 欧元；门票+La Cinéscénie 演出：61 欧元；
面积	4500 亩
位置	法国图尔市，位于南特和昂热之间，距离巴黎 4.5 小时车程（坐火车 1.5 小时）
主要设施	6 个大型演出、2 个大型夜间秀、数十个其他演出和娱乐活动、4 个艺术和手工艺品村、专为儿童（以及他们的家庭）打造的“王国”、探索工作坊、1500 只动物和 6 家酒店
年客流	226 万人（每年运营 7 个月，冬天因下雪闭园）
年收入	1.07 亿欧元（2017 年）

资料来源：狂人国官网、国盛证券研究所

对标法国狂人国，西塘演艺小镇大有可为。法国狂人国（puy du fou）是法国著名的演艺主题公园，位于法国图尔市，距离巴黎约 240 公里。公园内总占地面积 4500 亩，包含 6 个大型演出、2 个大型夜间秀、数十个其他演出和娱乐活动、4 个艺术和手工艺品村、专为儿童（以及他们的家庭）打造的“王国”、探索工作坊、1500 只动物和 6 家酒

店。公园门票 30 欧元，若包含 La Cinéscénie 演出的套票则是 61 欧元；每年运营 7 个月，冬天因下雪闭园，年客流达 226 万人。1978 年开业至今 40 年来接待的总游客数量超过 3700 万人次。我们认为西塘演艺小镇的“演艺集群模式”是对法国狂人国的模仿和探索；依托长三角城市群 1.5 亿的人口（法国人口 6700 万人），西塘项目有望取得比狂人国更优异的成绩。

图表 24: 公司《上海一秀》表演



资料来源：宋城演艺微信公号、国盛证券研究所

图表 25: 上海项目三个演艺介绍

演艺	主要内容
《上海千古情》	大型歌舞表演，用高科技国际化的舞台手段，讲述了上海从 6000 年前的崧泽遗址到新世纪的恢弘历史
《上海一秀》	大型国际歌舞秀，以专业、高雅和国际范的表演呈现上海国际都市的风情
《我回上海滩》	大型沉浸式演出，用全新的先锋艺术方式、互动式的体验让观众共同穿越回上世纪二三十年代的上海滩

资料来源：宋城演艺微信公号、国盛证券研究所

上海项目是公司首次尝试城市演艺的形式，包含 3 个不同的演出。上海项目包括 1 个千古情剧院，1 个沉浸式演出剧院，1 个舞台剧院及风情街和高科技体验区，三个剧院将分别上演《上海千古情》、《上海一秀》和《我回上海滩》三个演艺节目。《上海千古情》是大型歌舞表演，用高科技国际化的舞台手段，讲述了上海从 6000 年前的崧泽遗址到新世纪的恢弘历史；《上海一秀》是大型国际歌舞秀，以专业、高雅和国际范的表演呈现上海国际都市的风情；《我回上海滩》是大型沉浸式演出，用全新的先锋艺术方式、互动式的体验让观众共同穿越回上世纪二三十年代的上海滩。

不同于以往旅游演艺项目，上海项目主要面向高消费能力的散客及外宾，是公司首次在城市演艺领域的大胆尝试。上海客群的艺术鉴赏品位在全国排名前列的，若上海项目能成功则标志着公司由大众向中高端消费者的突破，将打开公司的成长空间，对公司而言有很强的战略意义。

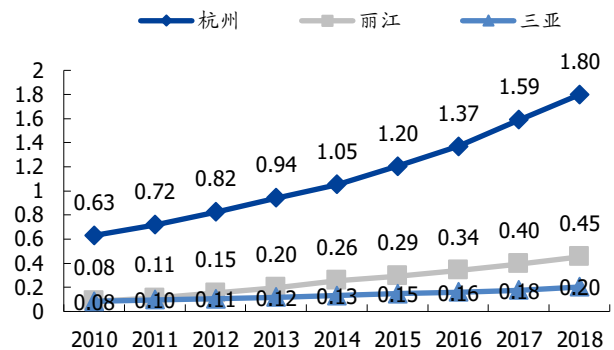
三、原有项目新剧院先后落地，承载量提升突破高峰瓶颈

图表 26: 我国历年国内旅游人次 (亿次)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 27: 杭州、丽江、三亚市历年客流 (亿人次)



资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所 (注: 杭州和丽江为接待游客数, 三亚为过夜游客数)

居民收入增长, 出游次数不断增加。随着国内居民收入的提升, 居民出游次数快速增长, 2010 年全国人民共出游 21.03 亿次, 到 2018 年则达到了 55.39 亿次, CAGR 为 12.9%。其中, 2018 年杭州、丽江、三亚的游客分别达到了 1.80、0.45、0.20 亿人次, 2010-2018 年期间 CAGR 分别为 14.0%、23.3%、11.6%。

图表 28: 公司主要景区剧院座位数

景区	剧场座位
杭州宋城	3200 (1 号剧院)
	4700 (2 号剧院)
三亚千古情	4700 (1 号剧院)
丽江千古情	4700
九寨千古情	3700
桂林千古情	3000
张家界千古情	3000

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

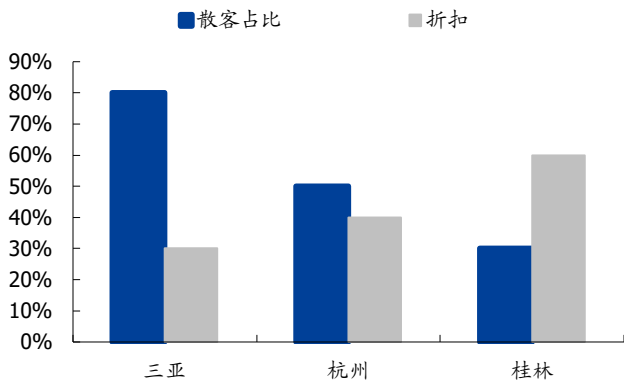
图表 29: 杭州、三亚新剧院座位数及开放时间

剧院	座位数	预计开放时间
杭州宋城 3 号剧院	3000	2020 年
杭州宋城 4 号剧院	3000	2020 年
三亚 2 号剧院	2800	视客流量随时开放

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

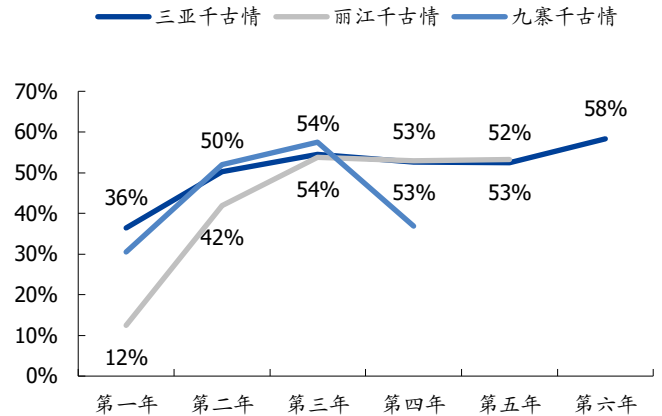
新剧院缓解旺季接待压力, 有望显著提升景区承载量。目前杭州宋城有 2 个剧院, 其中 1 号剧院 3200 个座位, 2 号剧院 4700 个座位。三亚千古情有 1 个剧院, 1 号剧院 4700 个座位。虽然杭州和三亚的剧院在旺季会达到接待量上限, 会出现客人买不到票的情况。故目前公司已经在兴建杭州 3、4 号剧院和三亚 2 号剧院, 将分别设置座位 3000、3000 和 2800 个。预计杭州 2 个剧院开业后每年将承载 50 万人次客流, 按平均票价 180 元和 45% 的净利率计算, 对应 9000 万左右的营收和 4000 万左右的净利润; 三亚剧院的营收贡献在 6000~7000 万元左右。

图表 30: 公司主要项目散客占比与旅行社拿票折扣对比



资料来源: 国盛证券研究所

图表 31: 三亚、丽江、九寨项目净利率水平



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

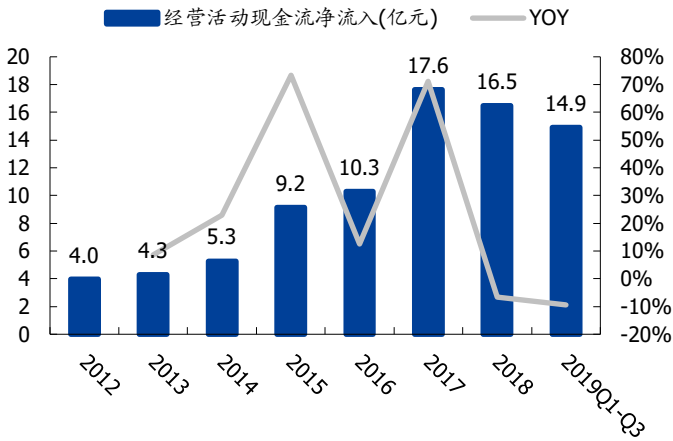
随项目成熟及散客占比提升，异地项目整体平均票价仍有提升空间。公司新景区在开业初期，由于当地知名度较低，因此仍较为依赖旅行社的引流。此时公司可能会给予旅行社较高的票价折扣以吸引旅行社加入公司的产品，新景区的折扣可能达到票面价格的60%。后随着产品的成熟及散客占比的提升，一方面公司给旅行社的折扣会降低，折扣可能降到票面价的30%。另外一方面，由于散客的票价高于团客票价格，因此散客占比提升也会提高整体的平均票价。

异地项目净利率水平将随项目成熟逐步提升。在项目新开业时，由于客流较少及团客占比较高的缘故，净利率水平较低；随着项目的成熟，净利率水平逐年提升，一般在第三年就能达到一个较高水平。（三亚和丽江分别在第四年遇到当地旅游整治，对净利率提升产生了一定不利影响。）

复购的问题，市场担心消费者看过一次演出后就不看了，目前还有这么多人看是因为目前没有看过的人基数还很大，未来等大家都看过一遍就没人再看公司的演出了。我们认为至少少量的复购是存在的，且长期来看少量复购（一人一辈子看3次）即可支持公司20个项目的平稳运营。①微观了解到，大部分游客观看后愿意第二次观看。②就算观众发现不同地方演出形式都差不多不会再复购，每个人也需要看两次才行。③消费者是会遗忘的，就算短期内不想看两次，五年、甚至十年后，也是存在再看一次的可能；按十年看一次，每个人一辈子至少可以看4次（20岁起）。目前14台已开业及规划的旅游演艺+未来可能新增5-6台，按未来20台旅游演艺的项目存量计算，每台演艺项目每年需要200万客流计算（平均3亿收入，人均单价150元，就是200万客流），就是每年需要4000万客流。现在每年新出生人口1500万左右，等于每年有1500万的人口在迭代。按每个人一辈子看3次宋城，就是4500万次/每年的观演量，即可支持公司20个演艺项目的长期平稳运营。

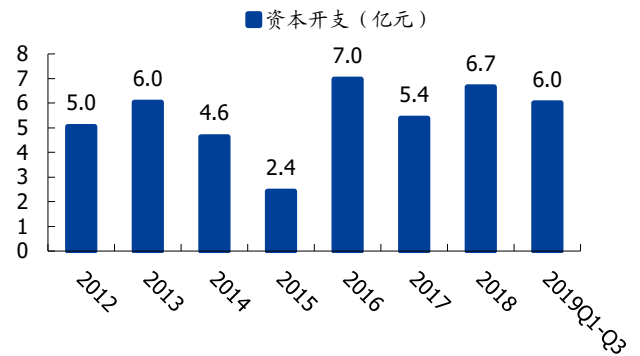
四、现金流可支持公司项目扩张，利润率仍有提高空间

图表 32: 公司 2012-2019Q3 经营活动现金流情况



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

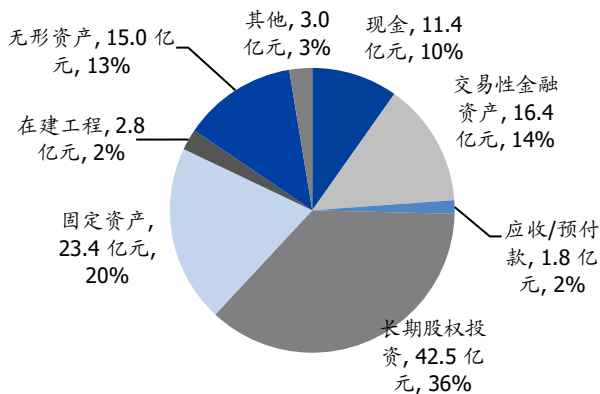
图表 33: 公司 2012-2019Q3 资本开支情况



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

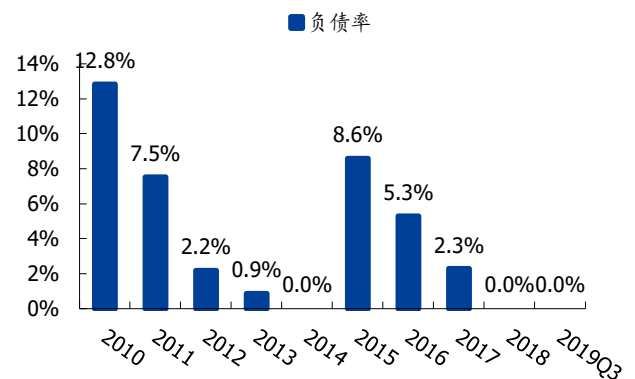
公司目前年经营现金净流入 17 亿元左右, 可覆盖资本开支需求。2017/18/19Q1-Q3 公司经营活动现金净流入分别为 17.6/16.5/14.9 亿元, 购买固定资产的资本开支分别为 5.4/6.7/6.0 亿元, 经营活动现金净流入完全可以覆盖资本开支的需求。此外公司近年还维持 1 亿元以上的分红, 2018 年公司现金分红达 1.7 亿元。

图表 34: 公司资产构成 (截止 2019Q3)



资料来源: wind、国盛证券研究所

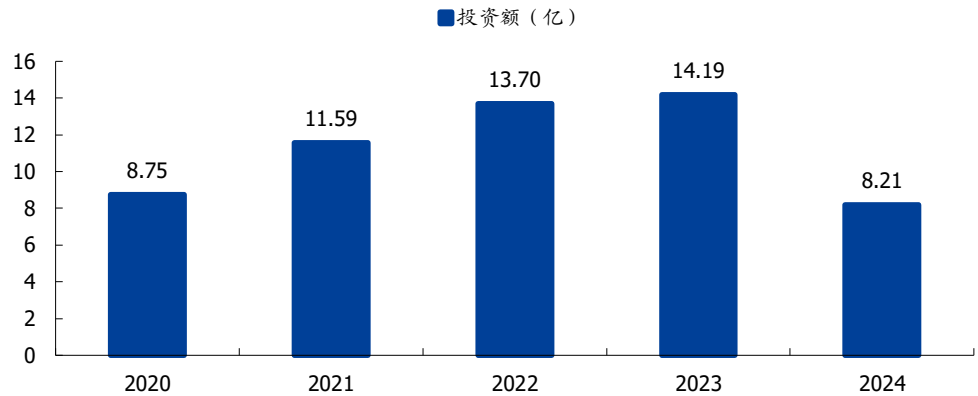
图表 35: 公司 2012-2019Q3 负债率情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

负债率水平低, 债务融资空间大。公司历年债务水平均处于较低位置, 2010 年刚上市时负债率为 12.8%, 目前已经降为 0%。目前公司账上有 11.4 亿的现金和约 8 亿元的理财产品, 现金充裕。未来公司资金需求缺口较大时, 亦可以通过债务方式融资。

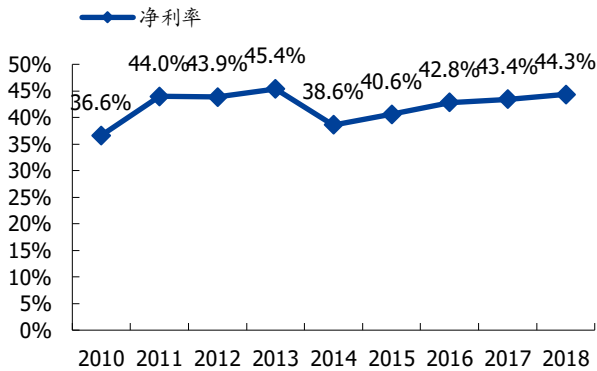
图表 36: 2020-2024 年公司新项目建设支出测算



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

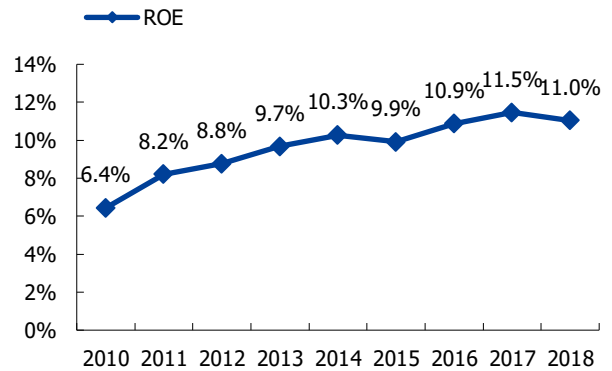
公司目前现金流足以支持项目扩张。根据我们的测算, 公司 2020/21/22/23/24 年项目扩张所需的投资额分别为 8.8/11.6/13.7/14.2/8.2 亿元。考虑到公司每年 17 亿元左右的经营活动现金净流入(未来随项目逐步落地仍将增加), 我们认为公司目前的现金流情况完全可以支持次轮的扩张。

图表 37: 公司历年归母净利率水平 (不含六间房)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 38: 公司历年净资产收益率 (不含六间房)

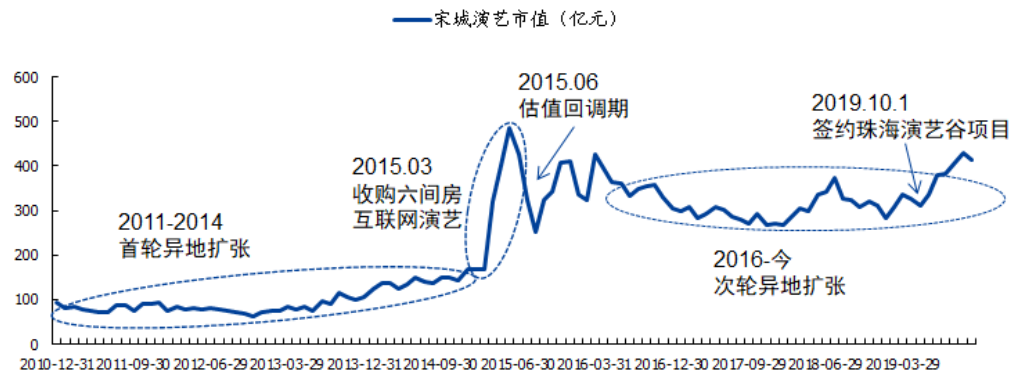


资料来源: wind、国盛证券研究所

随次轮异地扩张新项目的落地及成熟, 公司归母利润率和 ROE 水平有望逐步提高。目前公司正处于次轮异地项目密集落地的时期, 大量新项目建设及开业可能对公司短期的净利率和 ROE 水平产生不利影响。随着后期新项目的落地及成熟, 公司净利率水平和 ROE 水平有望逐步提升。

五、盈利预测与投资建议

图表 39: 宋城演艺市值走势图



资料来源: wind、国盛证券研究所

公司历史市值复盘,可以发现公司上市之后的市值可以分为 3 个阶段。2011 年-2014 年是首轮异地扩张,期间公司市值随首轮异地项目的先后落地及成熟逐步上扬;2015 年公司收购六间房,叠加当时的直播行业火热,公司的市值一度接近 500 亿元的高度。后随着直播热潮的褪去,公司市值有所回调。目前公司正处于次轮异地扩张的高峰期,公司价值也有望随着异地项目的落地的成熟逐步上扬。

图表 40: 同行业估值对比

股票代码	公司名称	最新收盘价 (元)	市值 (亿)	EPS				PE			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600138.SH	中青旅	11.67	84.5	0.83	0.86	0.97	1.08	15.62	13.52	12.05	10.77
600054.SH	黄山旅游	8.97	65.4	0.78	0.46	0.48	0.51	14.10	23.80	22.60	21.60
000888.SZ	峨眉山 A	6.20	32.7	0.40	0.43	0.47	0.50	14.25	14.37	13.29	12.41
000863.SZ	三湘印象	4.56	62.5	-0.33	0.86	0.96	1.03	-11.77	5.33	4.73	4.42
002033.SZ	丽江旅游	5.94	32.6	0.35	0.30	0.34	0.38	16.26	19.93	17.71	15.79
603136.SH	天目湖	24.33	28.2	0.81	1.11	1.61	2.29	28.30	20.60	14.10	10.00
1992.HK	复星旅游文化	9.76	121.0	0.25	0.57	0.71	0.88	39.60	17.40	13.90	11.20
	平均估值							29.04	17.65	15.85	13.71
300144.SZ	宋城演艺	27.05	393.0	0.89	0.94	1.02	1.23	29.80	29.90	29.60	24.40

资料来源: wind、国盛证券研究所 (注:最新收盘价日期为 2019.11.25,中青旅、峨眉山 A、三湘印象、丽江旅游使用 wind 一致预期)

当前时点应如何估值? 1.2019-2020 是项目落地高峰期,对应到之后一年是业绩增长高峰期,按目前股价,对应到新项目落地后的 2022 年估值只有 21 倍,所以现在应该给予一个更高的估值。2.第一轮估值上涨是异地扩张的不确定到确定,在第一轮异地项目逐步被验证成功后,估值有明显的上涨。目前处于新演艺形式的不确定中,我们认为随着这种不确定性逐步到确定性(即新演艺形式被验证成功),未来也会有第二轮的股价催化机会。

盈利预测、估值与投资建议: 维持“增持”评级。分部估值法: 线上演艺按估值 0 亿计算; 我们预测 19/20/21 年公司扣除六间房后的归母净利润分别为 10.7 /12.9 /15.7 亿元,

2019-2021年CAGR为21%，EPS分别为0.74/0.89/1.08元，考虑到项目落地高峰期在2020年以后，我们认为2020年公司合理市值为453亿元，对应PE为35倍，目标价31.17元。

六、风险提示

自然灾害风险。地震、疫情、海啸等自然灾害的发生可能会影响客流或公司经营设施的正常运营，从而对公司经营造成不利影响。

经济环境波动风险。宏观经济的波动可能会影响居民的收入水平，导致居民消费能力下降，从而影响公司收入水平的增长。

项目老化的风险。旅游产品有生命周期，产品需要不断更新迭代。若未来消费者消费偏好发生改变，对纯观光游的产品需求下降，可能对公司经营造成不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com