

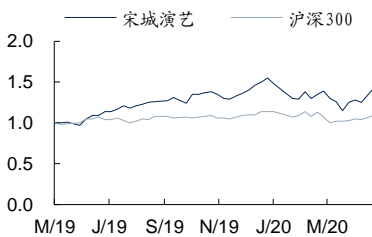
证券研究报告—深度报告

社会服务

景点
宋城演艺(300144)
买入

合理估值: 39.1~41.4 元 昨收盘: 30.8 元 (维持评级)

2020年05月11日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,453/1,189
总市值/流通(百万元)	44,682/36,564
上证综指/深圳成指	2,895/10,969
12个月最高/最低(元)	33.47/20.00

相关研究报告:

《宋城演艺-300144-2019 年报及 2020 年一季报点评: 短跟复园节奏, 中看演艺复制及演艺集群成长》——2020-04-28

《宋城演艺-300144-2019 年三季报点评: 三季报主业较快增长, 新项目新模式新看点》——2019-10-23

《宋城演艺-300144-重大事件快评: 落子粤港澳大湾区, 珠海项目打造 4.0 演艺谷升级》——2019-10-08

《宋城演艺-300144-2019 年半年报点评: 中报业绩稳健增长, 全国演艺版图扩张持续加码》——2019-08-22

《宋城演艺-300144-重大事件快评: 预计 19H 演艺主业稳定增长, 六间房扰动影响扣非表现》——2019-07-15

《宋城演艺-300144-演艺王者重聚主业, 二轮扩张再显峥嵘》——2019-06-17

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

不断进击的中国演艺新标杆

● 国外演艺成长: 剧群领先, 二八分化, 盈利支撑成长

国外代表演艺模式: 1、单主体特色演出代表—太阳马戏团、红磨坊等, 对演员等要求高致成本或不低, 其中太阳马戏团大制作高杠杆下抗风险能力受制; 2、单主体演艺集群代表—法国狂人国, 演艺集群, 内容持续更新丰富 40 年来长盛不衰; 3、剧院集群戏剧代表—百老汇&伦敦西区, 商业化、雅俗共赏推动崛起, 三方专业分工, 大制作, 剧场、主创、宣传成本占比高, 盈利二八分化, 剧群平台模式下竞相成长。

国外演艺总结: 溢出效应显著, 盈利分化, 剧群模式助力经久不衰。

● 国内旅游演艺&城市演艺各有千秋, 宋城品牌先发卡位优势凸显

旅游演艺: 以宋城系、印象系、山水系、长隆系等为代表, 二八分化显著, 成熟项目盈利突出。城市演艺: 文化差异带来区域特色分化, 本地游客主导, 二八分化, 内容持续丰富更新系核心, 以开心麻花等为代表。综合来看, 宋城演艺: 4P“产品+区位+价格+促销”打造全方位演艺产品闭环, 品牌先发优势下, 区位卡位优势不断巩固强化。

● 短看复园节奏及新项目开业, 中线模式复制+演艺集群支撑成长

公司商业模式复制优良不断验证, 短期复园有望, 且西安、上海、新郑项目今年有望推出, 佛山、西塘、珠海等 2021-2022 年有望推出, 中线成长确定性强。公司未来还可能在北、成、以及境外等区域继续布局, 从 1 到 4 到 N, 复制扩张空间广阔。疫情沉寂期间全面打造演艺王国, 杭州、西安、上海今年有望首批试点, 对标国外演艺集群成功经验, 有望拓宽公司存量项目天花板, 孵化长期成长新看点。

● 风险提示

传染疫情等系统性风险; 新项目或低于预期; 减值风险等。

● 投资建议: 复园在望, 模式突出, 成长可期, “买入”评级

维持 20-22 年 EPS0.38/1.15/1.41 元, 相应估值 79/26/21 倍。疫情不改中线逻辑, 目前逐步复园有望, 新项目积极推进中。公司商业模式优良+项目复制扩张+演艺集群支撑成长, 给予未来 12 个月合理市值区间 570-600 亿元(28-34%空间, 对应 2021 年 34~36x), “买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3211.19	2611.75	1468.08	3305.06	4114.63
(+/-%)	6.20%	-18.67%	-43.79%	125.13%	24.49%
净利润(百万元)	1287.19	1339.79	553.30	1671.35	2046.77
(+/-%)	20.57%	4.09%	-58.70%	202.07%	22.46%
摊薄每股收益(元)	0.89	0.92	0.38	1.15	1.41
EBIT Margin	50.17%	57.23%	15.28%	59.64%	61.14%
净资产收益率(ROE)	15.20%	13.94%	5.49%	14.53%	15.45%
市盈率(PE)	34.16	32.82	79.47	26.31	21.48
EV/EBITDA	24.71	26.20	86.42	20.43	16.53
市净率(PB)	5.19	4.57	4.36	3.82	3.32

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

维持公司 2020-2022 年 EPS0.38/1.15/1.41 元，相应估值 79/26/21 倍，其中预计 20-22 年旅游演艺主业 EPS 0.32/1.10/1.37 元，相应动态 PE 估值 94/28/22 倍。受疫情影响，公司今年盈利承压，但公司商业模式优良，疫情不改中长线成长逻辑和盈利想象空间。目前逐步复园有望，新项目积极推进中，中线商业模式优良+项目复制扩张+演艺集群支撑成长，明后年动态估值仍有良好支撑，给予未来 12 个月合理市值区间 570-600 亿元（28-34%空间，对应 2021 年 34~36x），继续“买入”评级。

核心假设与逻辑

核心假设：假设公司存量项目核心项目 2020 年 5-6 月开业，多剧院模式推出，但考虑一定恢复期影响；预计西安项目今年 6 月下旬试营业，上海/九寨项目今年暑期左右有望开业/恢复开业，轻资产新郑项目 2020 年开业；佛山、西塘项目 2021 年开业、珠海项目 2022 年有望开业等。

公司中线核心成长看点：1、过往旅游演艺商业模式复制不断验证，目前处于二轮扩张期，2020 年西安、上海、新郑项目有望推出，佛山、西塘、珠海等项目预计 2021-2022 年有望推出，中线成长确定性有支撑；2、公司未来还可能在北、成以及境外等区域继续布局，从 1 到 4 到 N，公司演艺持续复制扩张空间广阔；3、公司在疫情沉寂期间正全面打造演艺集群模式的演艺王国，杭州、西安、上海今年有望首批试点演艺王国模式，将推出 10 余台节目及套餐多元化定价，后续有望持续铺开，对标法国狂人国演艺集群 40 年长盛不衰成功经验，有望拓宽公司存量项目天花板，孵化中长期成长新看点。

与市场的差异之处

市场部分投资者担心公司第二轮项目扩张后面临成长天花板，我们认为：1、公司已开始探索多剧院演艺集群模式，有望助力内生挖潜并扩大单一项目成长周期，国外演艺集群模式成功实践也说明演艺集群模式具有长期生命力和成长支撑；2、除现有项目外，公司未来在北京、西南、长三角等仍有新的项目扩张预期，我们初步预计全国含港澳等项目空间布点数有望上看 18-20 个左右。

股价变化的催化因素

- 1、公司披露项目恢复开园时间及新项目开业时间明确，顺利开业；
- 2、新一轮项目集中开业，开业后表现突出；储备项目陆续公告落地
- 3、多剧院演艺集群取得良好经营和业绩表现。
- 4、旅游演艺行业政策持续利好，政府支持力度加大，新项目陆续落地。

核心假设或逻辑的主要风险

大规模传染疫情风险，宏观系统性风险及区域天气、特殊事件的可能风险；新项目开业进度及开业表现低于预期；政策监管风险；六间房目前长期股权投资未来可能因业绩持续欠佳而存有减值压力；大股东及六间房股东减持风险。

内容目录

估值与投资建议.....	7
绝对估值：2021 年合理估值 39.2 ~40.7 元.....	7
绝对估值的敏感性分析.....	7
相对估值：2021 年合理估值 39.1~41.4 元.....	8
投资建议.....	10
国外演艺成长：剧群领先，二八分化，盈利支撑成长.....	11
单主体特色演出代表：太阳马戏团、红磨坊，对演员等要求较高.....	11
单主体演艺集群：法国狂人国，多类型演艺谷，40 年来长盛不衰.....	13
剧院集群平台代表：百老汇&伦敦西区，多方参与，成功剧目回报卓著.....	16
国外演艺总结：溢出效应显著，盈利分化，剧群模式助力经久不衰.....	22
国内演艺：旅游演艺龙头凸显，城市演艺区域差异.....	24
国内演艺之旅游演艺：马太效应突出，龙头优势突显.....	24
国内演艺之城市演艺：文化差异带来区域分化，本地游客主导.....	25
公司分析：4P 分析见壁垒，模式卓越高盈利高成长.....	27
公司总览：传统旅游白马，演艺扩张节奏及六间房变迁带来估值波动.....	27
产品优势：4P 系统化发力，打造全方位演艺产品闭环.....	27
盈利模式：旅游演艺高盈利高成长，轻重结合，先发优势助力扩张.....	29
花房重组后顺利出表，目前月活稳中有增，关注 MCN 后续新变化.....	31
公司成长：演艺 1.0 到 4.0 迭代，外延扩张业绩可期.....	32
看点一：公司演艺从 1.0 到 4.0 持续迭代，校准能力及与时俱进系核心.....	32
看点二：二轮扩张再验商业模式优秀，全国扩张加码助力未来想象空间.....	35
最新跟踪：复园在望，沉寂中磨砺新成长，西安项目预计 6 月营业.....	39
盈利预测及投资建议.....	43
假设前提.....	43
投资建议.....	43
风险提示.....	45
附表：财务预测与估值.....	47
国信证券投资评级.....	48
分析师承诺.....	48
风险提示.....	48
证券投资咨询业务的说明.....	48

图表目录

图 1: 宋城演艺上市以来股价及估值复盘	9
图 2: 太阳马戏团过往收入及利润情况	12
图 3: 法国狂人国 1978-2018 年客流成长及演出丰富情况	13
图 4: 法国狂人国地图	14
图 5: 法国狂人国建筑特点	14
图 6: 法国狂人国演出剧目	15
图 7: 法国狂人国除演出外其他村庄、森林、餐馆、酒店等	15
图 8: 法国狂人国演出场景之一（夜景效果）	15
图 9: 法国狂人国演出场景之二（室外演出）	15
图 10: 法国狂人国 2004-2018 年收入增长情况	15
图 11: 法国狂人国客单价变化情况	15
图 12: 法国狂人国每年投入情况	16
图 13: 法国狂人国盈利能力尝试估算	16
图 14: 纽约百老汇剧院分布	17
图 15: 百老汇代表剧场情况	17
图 16: 1978-2019 年百老汇 22 年票房收入及客单价增长情况	17
图 17: 百老汇的演出场次和上座率情况	17
图 18: 百老汇演出购票人次/纽约游客数量维持在 22%左右	18
图 19: 百老汇游客构成	18
图 20: 百老汇三大参与方主要情况	18
图 21: 百老汇秀《长靴妖姬》制作成本构成情况	18
图 22: 百老汇音乐剧制作费用构成（某剧目举例）-上映前	19
图 23: 百老汇音乐剧营运费用构成（某剧目举例）-上映后	19
图 24: 伦敦西区剧院分布情况	20
图 25: 伦敦西区女王陛下剧院（《歌剧魅影》驻场）	20
图 26: 伦敦西区剧院平均票价更高	20
图 27: 伦敦西区剧院 1986-2018 票房收入 CAGR 为 6.19%	20
图 28: 伦敦西区剧院 1986-2018 平均票价 CAGR 为 4.81%	21
图 29: 伦敦西区剧院 1986-2018 观众人数 CAGR 为 1.31%	21
图 30: 伦敦西区剧院每年上演的新剧数量	21
图 31: 伦敦西区剧院 1986-2016 增值税缴纳额	21
图 32: 2008-2009 百老汇演艺对经济的贡献高达 1:10	22
图 33: 国外演艺集群模式的溢出效应	22
图 34: 我国旅游演艺的收入增长情况	24
图 35: 我国旅游演艺的构成变化	24
图 36: 独立剧场演艺多数票房较低	24
图 37: 旅游演艺市场集中度情况	24
图 38: 代表演艺项目的净利率对比	25
图 39: 我国城市演艺（专业剧场驻场演出）构成情况	26
图 40: 2018 年现场观演人数跨城观看演出比例	26

图 41: 开心麻花的经营表现	26
图 42: 开心麻花剧场收入增长情况 (票房分成)	26
图 43: 宋城演艺现场演出图	28
图 44: 宋城演艺景区内古街及商铺——注重晴雨皆宜	28
图 45: 三亚、丽江和九寨项目投入预算分布	31
图 46: 三亚、丽江和九寨开业前三年表现	31
图 47: 重组完成后六间房股权结构	31
图 48: 重组完成后花椒月活稳中有增	31
图 49: 宋城杭州景区收入和业绩表现	32
图 50: 丽江依托室内外剧院在区域客流受限下逆势良好	32
图 51: 宋城珠海项目拟分布图	33
图 52: 公司珠海项目具体选址情况	33
图 53: 公司珠海项目具体选址情况	34
图 54: 珠海长隆海洋公园旅游人数	34
图 55: 宋城演艺现有项目分布图	37
图 56: 公司一季度收入下滑 84%	39
图 57: 公司一季度业绩下滑 87%	39
图 58: 宋城新定位: 让生活有戏, 开启多剧院模式	41
图 59: 公司新推全息秀幻影	41
图 60: 国潮剧花想容	41
图 61: 5D 实景剧大地震剧照	41
图 62: 战争剧喀秋莎	42
图 63: 都市剧摩登时代	42
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	7
表 2: 资本成本假设	7
表 3: FCFE 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	8
表 4: EVA 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	8
表 5: 相对估值表	8
表 6: 太阳马戏团发展历程	11
表 7: 太阳马戏团与其他公司合作开发的剧目	12
表 8: 红磨坊演出场次及票价	13
表 9: 法国狂人国发展一览表	14
表 10: 法国狂人国票价体系	16
表 11: 国内旅游演艺主要龙头情况	25
表 12: 宋城演艺上市以来重要事项说明	27
表 13: 公司目前已经终止的几个项目情况	28
表 14: 公司目前已开业自建项目小选址情况	29
表 15: 各大景区门市价及网售价对比	29
表 16: 公司三种项目模式	30
表 17: 宋城演艺目前项目投资及占地面积情况	30
表 18: 宋城演艺各项目剧院情况	33
表 19: 珠海项目前景敏感性分析 (单位: 百万元)	35
表 20: 宋城演艺已公告项目情况	36

表 21: 公司目前已开业异地项目开业后业绩表现及预计	36
表 22: 宋城演艺二轮项目盈利空间估算	37
表 23: 公司首轮、次轮及或有潜在项目区域客流情况	38
表 24: 宋城演艺的潜在空间 (分谨慎、中性和乐观三种假设, 假设项目运营 5-8 年后不断丰富达到成熟期)	38
表 25: 国内部分景区或主题公园恢复开业时间	40
表 26: 4-5 月国内室内景区或线下培训机构逐步恢复通知	40
表 27: 宋城演艺部分项目恢复开业时间 (轻资产室外+西安项目预计时间)	40
表 28: 宋城演艺部分核心项目有望全新亮相, 上海、西安新项目也有望推出	41
表 29: 宋城演艺主要项目收入预测情况	43

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：2021 年合理估值 39.2 ~40.7 元

我们认为公司商业模式优良，1、目前正处于新一轮项目集中扩张周期，参考首轮扩张经验，新项目集中开业第 1、2 年收入高增长，第 2、3 年业绩爆发，且国内外进一步扩张仍有空间；2、存量项目目前开始尝试多剧院演艺集群模式，后续存量内生潜力有望持续显现。2019 年收入下滑与六间房剥离相关，剔除后主业营收+12.68%；业绩+18.05%；扣非+23.03%仍良好。

客观而言，2020 年，公司受疫情影响收入业绩短期承压，但本质不影响公司中长线逻辑。鉴于此，我们预计 2020 年收入大幅下滑 43.8%，但 2021 年收入大幅反弹同比增长 125.13%（2021 年同比 2019 年则收入增长 26.55%）：一是考虑主业恢复，并叠加多剧院模式推动存量主业收入扩容；二是新项目西安、上海等的增量贡献；三是次新项目张家界、桂林等的补充释放；四是西塘、佛山等新项目开业叠加影响。2022 年考虑次新项目等的持续释放、新项目珠海等的落地、演艺集群模式的铺开影响等预计收入同比增长 24.49%。成本率和费用率 2020 年均因疫情明显扰动，但后续公司随公司业务的持续扩张和规模效应逐步有所优化和趋于稳定。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	14.4%	6.2%	-18.7%	-43.8%	125.1%	24.5%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%	11.0%	10.0%	10.0%
营业成本/营业收入	36.8%	33.6%	28.6%	52.8%	27.8%	27.3%	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
管理费用/营业收入	5.9%	5.0%	5.5%	14.0%	5.7%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
销售费用/销售收入	10.8%	9.0%	5.6%	14.0%	4.6%	4.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
营业税附加/营业收入	1.0%	1.0%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税税率	17.6%	17.2%	16.3%	23.0%	19.0%	19.0%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股利分配比率	15.6%	14.2%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.90	T	20.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.35%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.91
公司股价（元）	30.27	Ke	8.44%
发行在外股数（百万）	1452.61	E/(D+E)	98.01%
股票市值(E, 百万元)	43970.44	D/(D+E)	1.99%
债务总额(D, 百万元)	892.32	WACC	8.38%
Kd	6.50%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 和 EVA 估值方法，得到公司的绝对估值合理估值区间为 39.2 ~40.7 元，对应市值 570~591 亿元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: FCFE 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

		WACC 变化				
		7.4%	7.9%	8.44%	8.9%	9.4%
永续 增 长 率 变 化	3.5%	64.36	56.20	49.72	44.45	40.09
	3.0%	58.42	51.66	46.16	41.61	37.79
	2.5%	53.69	47.95	43.20	39.21	35.82
	2.0%	49.82	44.86	40.70	37.16	34.11
	1.5%	46.60	42.26	38.56	35.38	32.62
	1.0%	43.88	40.03	36.71	33.83	31.31
	0.5%	41.56	38.09	35.09	32.46	30.14

资料来源: 国信证券经济研究所分析

表 4: EVA 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

		WACC 变化				
		7.4%	7.9%	8.44%	8.9%	9.4%
永 续 增 长 率 变 化	3.5%	59.33	52.29	46.70	42.16	38.40
	3.0%	54.35	48.50	43.75	39.81	36.50
	2.5%	50.38	45.41	41.30	37.84	34.89
	2.0%	47.15	42.85	39.23	36.15	33.49
	1.5%	44.47	40.69	37.46	34.68	32.27
	1.0%	42.21	38.84	35.93	33.41	31.19
	0.5%	40.28	37.24	34.60	32.28	30.24

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对估值: 2021 年合理估值 39.1~41.4 元

目前市场上以“主题公园+演艺”为主要经营模式的上市公司仅有宋城演艺一家, 可比公司缺乏。因此我们从其盈利模式角度出发, 选取具有外延扩张预期的消费领域龙头公司(中国国旅、海底捞、华住)进行对比, 同时选取在部分业务上具有共同特征的上市公司(迪士尼、六旗娱乐)进行对比。

综合来看, 2020 年受疫情影响, 公司估值扰动相对较大; 2021 年可比公司的平均动态 PE 估值为 32x。根据我们的盈利预测宋城演艺目前 2021 年的动态估值为 26x, 略低于可比公司平均动态估值。

表 5: 相对估值表

代码	简称	股价 20-05-08	EPS (元)				PE				总市值 (亿元)
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
300144.SZ	宋城演艺	30.27	0.92	0.38	1.15	1.41	32.82	79.47	26.31	21.48	439.70
可比公司:											
601888.SH	中国国旅	92.68	2.37	1.54	2.96	3.59	39.09	60.18	31.36	25.83	1809.55
6862.HK	海底捞	34.10	0.44	0.37	0.88	1.12	70.40	85.04	35.56	27.86	1650.57
DIS.US	迪士尼	772.11	44.35	11.08	25.01	37.47	18.08	87.18	32.57	22.04	13957.42
SIX.US	六旗娱乐	149.88	14.92	-12.71	4.99	11.80	8.17	-	29.72	12.69	127.03
HTHT.US	华住	234.90	5.94	0.45	7.79	10.70	37.99	299.89	32.23	23.51	672.12
均值							34.75	133.07	32.29	22.39	

资料来源: Wind、Bloomberg, 国信证券经济研究所整理和预测

备注: 货币单位均为人民币; 中国国旅、海底捞为 Wind 一致预期; 迪士尼及六旗均采用的是 GAAP 净利润, 来自彭博一致预期

与此同时, 我们复盘公司 2010 年 12 月 28 日 A 股上市后的股价、动态估值包括旅游演艺主业动态估值如下图所示, 具体说明如下。

图 1: 宋城演艺上市以来股价及估值复盘



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

2010 年底至 2013 年上半年, IPO 后估值回归, 动态 PE 从 60x 回归至 24x 左右: 公司因“旅游演艺+主题公园”异地复制扩张预期+项目本身盈利优良上市初期估值较高, 此后估值逐步合理回归 (首个异地项目开业进度略低预期)。

2013 年下半年至 2014 年底, 首轮扩张支撑估值提升, PE 从 24x 提升至近 40x, 随着异地项目逐步开业, 2013 年 9 月三亚千古情项目开业, 2014 年 3 月、5 月丽江、九寨千古情项目先后开业, 估值明显提升, 三亚千古情项目开业后数据持续超预期进一步支撑估值提升。

2015 至 2016 年下半年: 牛熊转换和收购带来估值起伏。 因 2014 年底大盘转牛, 加之公司收购处于互联网风口的互联网演艺—六间房, 动态 PE 从接近 40x 提升至 80x, 但也伴随大盘转熊估值明显调整, 回落至 35x (六间房转型)。

2016 年底至 2017 年, 由于大股东减持, 加之互联网演艺行业竞争格局变化, 市场对六间房商誉风险的担忧, 从而持续抑制估值, 对新项目公告包括轻资产宁乡项目的超预期成功等反应也不显著, 动态 PE 在 25-30x 之间盘整

2018 年, 六间房出表进展影响估值在 20-30x 之间波动。 上半年六间房重组预期强化, 公司估值有所恢复, 后因六间房出表时间延后至 2019 年 4 月底, 公司估值又有所承压, 估值在 20x 至 30x 之间波动。

2019 年 6 月至 2019 年底, 随着六间房顺利出表, 张家界项目开业且后续表现突出, 截至 2019 年底公司估值从 22x 回升至 33x+。若只看演艺主业的估值, 则这一阶段演艺主业平均估值为 38x 左右, 2019 年底时达 43x+。换言之, 伴随公司二轮扩张预期不断强化, 新项目开业预期以及桂林、张家界项目的较为良好表现, 公司动态估值不断提升。

2020 年, 1 月中下旬国内疫情爆发后, 公司估值两次探底, 一是疫情因素春节后第一波情绪明显宣泄, 二是 3 月因国外疫情扩散, 加之 3 月底阶段景区复园节奏略扰动, 导致公司估值又一次明显承压, 此后 2020 年 4 月开始随着国内复工复产进度开始逐步反弹。3 月底至 5 月 8 日, 若按疫情前未调整的演艺主业绩 (13.8 亿) 计算, 估值从 26x 提升至 30x+。

总体来看, 分析宋城演艺上市以来股价及估值走势, 异地项目开业期间助力估值提升, 动态估值均值 36-38x, 估值波动区间【24x,47x】。 2013 年下半年, 随着异地项目开业临近 (2013 年 9 月三亚千古情项目开业, 2014 年 3 月、5 月丽江、九寨千古情项目先后开业), 估值明显提升, 三亚千古情项目开业后数

据持续超预期进一步支撑估值提升；**2013.7.1-2014.12.31**，公司估值在**24-47x**区间波动，平均估值**36x**。疫情前第二轮扩张期间，不考虑疫情扰动因素，新项目开业临近及表现突出也支撑估值持续向上，**2019.7.1-2019.12.21**，公司演艺主业估值区间为**31-43x**，平均估值**38x**。

目前公司正处于第二轮项目扩张期，未来1-2年将是公司项目的密集落地期，考虑到公司此前一轮项目扩张期时平均动态估值**36x**，第二轮扩张期主业前期平均估值也有**38x**，最高则为**43-47x**，即项目扩张期阶段估值溢价相对可以明显超过其历史平均估值。我们给予公司2021年动态估值**34-36x**，据此测算2020年合理估值区间为**39.1-41.4**元（中值**40.3**元），合理价值区间**568-602**亿元。

综合绝对估值和相对估值，我们给予公司未来12个月合理价值区间570-600亿元（对应相对估值34x~36x），中值585亿元。

投资建议

综合来看，我们维持公司2020-2022年EPS**0.38/1.15/1.41**元，相应估值**79/26/21**倍，其中预计20-22年旅游演艺主业EPS**0.32/1.10/1.37**元，相应动态PE估值**94/28/22**倍。受疫情影响，公司今年盈利承压，但环比来看，公司核心项目已复园在望。一方面室内景区游乐场所政策逐步松绑；另一方面，最新媒体报道公司西安项目有望今年6月中下旬试营业，各种信号均显示公司核心项目已经复园在望。

中线来看：1、公司过往旅游演艺商业模式复制不断验证，目前正处二轮扩张进行时，新一轮桂林、张家界项目开业以来表现良好，同时，2020年西安、新郑、上海项目有望推出，佛山、西塘、珠海等项目有望2021-2022年推出，中线成长确定性支撑；2、结合持续跟踪未来还可能在北、成、重以及境外芭提雅等区域继续布局，从1到4到N，公司演艺持续复制扩张空间广阔；3、公司在疫情沉寂期间全面打造演艺集群模式的演艺王国，杭州、西安、上海今年有望首批试点演艺王国模式，未来将推出10余台节目及套餐多元化定价，其他项目后续也有望拓展第二剧院等，对标法国狂人国演艺集群40年长盛不衰成功经验，有望拓宽公司存量项目天花板，孵化中长期成长新看点。

从估值来看，公司此前异地扩张加速期间均助力估值提升，动态估值均值**36-38x**，估值波动区间**【24x,47x】**。我们认为公司商业模式优良，疫情不改中长线成长逻辑和盈利想象空间，目前逐步复园有望，新项目积极推进中，中线商业模式优良+项目复制扩张+演艺集群支撑成长，明后年动态估值仍有良好支撑，给予未来12个月合理市值**570-600**亿元（28-34%空间，对应2021年**34-36x**），中值**585**亿元，继续“买入”评级。

国外演艺成长：剧群领先，二八分化，盈利支撑成长

为了更全面说明国外各种演艺模式的差异，我们并非按照各演艺发源的时间，而是按照其商业模式递进演绎的模式进行分析论证。首先，**单一主体下特色演出的模式**，我们主要以**太阳马戏团、红磨坊**为例说明其模式特点及问题；其次，**单主体演艺集群模式**下，我们主要以**法国狂人国**为代表，尝试复盘并详细分析其40年长盛不衰的核心成长驱动和综合表现；其三，我们详细分析了**西方剧院集群平台模式**，以**百老汇&伦敦西区**为例，侧重分析其成长动因、制作投入回报及三方参与的全产业链，并就该模式成长特点进行分析。

单主体特色演出代表：太阳马戏团、红磨坊，对演员等要求较高

积极创新的马戏团龙头：太阳马戏团创立于1984年，位于加拿大魁北克，创始人为拉利伯特。太阳马戏团主打帐篷、小丑和杂技表演，目前在全球拥有5000名员工，来自约55个国家，其中演员有1300余名，共在全世界举行24台演出。自创立起，太阳马戏团在全球演出足迹遍布60个国家、450个城市，累计观众超过1.8亿，高峰期年均收入超过10亿美元。

表6：太阳马戏团发展历程

时间	事件
1982年	the high-heeled club 成立，建立魁北克马戏团的想法诞生。
1984年	保罗盖·拉利伯特与克洛伊克斯在加拿大魁北克正式创立了太阳马戏团，当时员工仅73人。
1987年	太阳马戏团首次访问美国，表演《We reinvent circus》并大获成功，被邀请在1988年卡尔加里冬季奥运会表演。
1988年	获得加拿大艺术理事会的资助，并获得加拿大通讯部长亲自批准颁发的200万加元的特别资助。
1992年	《Mystère》于1992年12月在拉斯维加斯上演。1993年Mystere成为第一个永久的太阳马戏团演出。
1994年	永利耗资7000万美元，为太阳马戏团打造剧场和水上舞台--O秀
2000年	米高梅从永利手上买下梦幻酒店，推出《卡秀》剧目
2001年	拉利伯特买下高赛尔手中的太阳马戏股份，巩固绝对控股地位，截至太阳马戏团股份被复星及TPG收购前，拉利伯特共持有90%的股份。
2006年	梦幻酒店赌场与太阳马戏团合资1.4亿美元推出《Beatles》创意演出；同时，将创作方式指向音乐领域，推出《love》与《极度疯狂》
2009年	当年共推出3部剧目，《Ovo》、《Banana Shpeel》和《Viva Elvis》。
2012年	首次未盈利，创始人拉利伯特回归，采取了裁员等一系列措施；因观众低于预期，终止在澳门的驻场秀，十年协议履约不到一半。
2013年	舞者表演时意外跌落死亡，被罚2.5万美元，2013年收入缩水1.5亿美元；推出《Michael Jackson ONE》以及两个巡回演出。
2014年	《JOVA》在墨西哥上演
2015年4月	复星集团宣布与德州太平洋集团（TPG Capital）联手收购太阳马戏，交易估值在15亿美元左右。收购完成后，太阳马戏仍然是独立运营。
2015年	太阳马戏有19个剧目在全球350个城市上演，出票量超过1200万张。
2016年	新推出3部剧，共有18场演出在全球同步进行。
2017年7月	收购演艺公司蓝人集团（Blue Man Group）
2018年7月	收购以儿童和家庭为主要消费群体的演艺公司VStar Entertainment及其子业务Cirque Dreams
2019年	以4000万美元收购《魔术师》、《惊天魔盗团》等魔术秀制作公司The Works Entertainment；8月杭州太阳马戏团《X 绮幻之境》首演。

资料来源：公司官网、穆迪评级机构、执惠等，国信证券经济研究所整理

早期无动物+戏剧元素开拓蓝海市场。19世纪80年代初，传统马戏受动物保护组织抵制、以及电视等新型娱乐方式的冲击，行业表现相对低迷。太阳马戏团成立之初便错位竞争，删除动物表演，仅保留帐篷、小丑和马戏，覆盖原有马戏观众；同时又引入戏剧、电影等元素，增强马戏的故事性，覆盖了偏好戏剧的观众。此种演出方式相较传统马戏**削减了动物养护等成本，同时定价时按照戏剧表演的票价（明显高于马戏定价）**。此后，拉利伯特主导，采用独立创作的方式，并**持续将利润的50-70%投入到新产品的研发中**，保证了剧目的高质量与持续性，部分年份平均每年可推出1-3部新剧目。这也是世界三大马戏团中，大苹果马戏团和玲玲马戏团相继倒闭（2016、2017年），但太阳马戏团发展至今的重要因素。

三种演出模式配合，资本力量助力扩张。太阳马戏团的演出模式分为三种：驻地演出、驻场演出和巡演，目前分别有2、9、13台剧目。**驻地演出**由太阳马

戏团自建场地；**驻场演出**则是采取合作的方式，由合作方提供场地，相较巡演没有住宿开销和运输费用等；**巡演**通常会选择旅游热点城市，人口一般超过百万，保证每个城市至少可以演 1 个月，演出大棚搭建在市中心、易停车的游乐场或公园处。**通常每个剧目从创意到制作完成需要三年的时间，常驻表演的投资回收期是 5 年，巡演 3 年，总投资回报率为 25%**。不同演出模式可以互相补充，扩大了马戏团的盈利范围。因为剧目的创作和演出过程通常需要较高投入，所以太阳马戏团选择借助资本的力量，与赌场或其他主体合作及一些国际品牌赞助来开发运营。**资本加速了太阳马戏团的创新周期，成为其扩张的重要动力。**

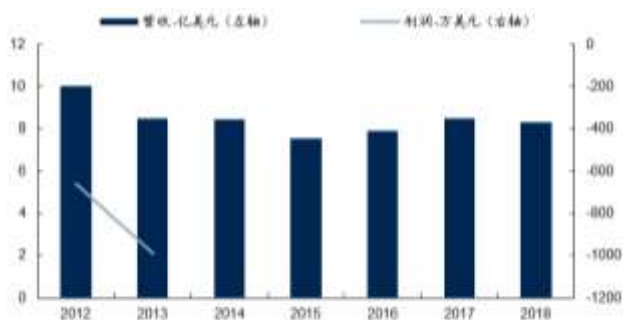
表 7: 太阳马戏团与其他公司合作开发的剧目

时间	剧目	合作
1994	《O 秀》	永利耗资 7000 万美元打造剧场和水上舞台
2000	《卡秀》	米高梅从永利买下梦幻酒店，出资 1.35 亿美元建造剧场和机械舞台，服装和道具成本 3000 万美元由赌场和太阳马戏团均摊，利润均分
2006	《披头士》	梦幻酒店赌场与太阳马戏团合计出资 1.4 亿美元

资料来源：太阳马戏团官网、CNKI 等，国信证券经济研究所整理

高成本+单一盈利模式掣肘，疫情等特殊情况下抗风险能力面临挑战。虽然太阳马戏团相较普通马戏优势突出，但仍存在成本高和盈利模式单一的问题。成本方面，太阳马戏团的剧目开发成本（每年 50%-70%的利润投入剧目创新）及演员成本（日常商业演出中，雇佣了来自 55 个国家的 1300 多位艺人，每场演出 50-100 位艺人参与，演员每场演出薪酬 600-1000 美元，每周最低演出 5-6 场，且还有保险费用等）明显较高，若剧目效果不达预期则会使经营受掣肘。盈利模式方面，门票贡献了其收入的 80%-85%，二次消费占比明显偏低，盈利模式单一。此种压力下，太阳马戏团 2012 年录得首次亏损，并在未来两年进一步增亏。2014 年开始，太阳马戏团尝试拓展业务面、转让股权、收购产业链相关公司等，寻找突围之路。2015 年，复星联手 TPG 成为太阳马戏团最大战略伙伴，其中复星国际收购了太阳马戏团 25% 股权，并积极拓展中国区业务。

图 2: 太阳马戏团过往收入及利润情况



资料来源：穆迪咨询、CNKI、执惠等，国信证券经济研究所整理

但 2020 年全球疫情特殊背景下，众多演出被迫取消，导致公司经营全面承压。根据澎湃新闻等媒体报道，2020 年 3 月 19 日，太阳马戏团宣布裁员 4679 人，占总员工的 95%。疫情爆发后，太阳马戏团因现金紧缺和面临 9 亿美元的债务危机，目前正在研究债务重组方案，其中包括可能的破产申请。信用评级公司 Moody's 等也将其信用评级降至垃圾级，展望负面。总体来看，太阳马戏团目前所面临的压力，既有全球疫情这一黑天鹅事件的冲击，也有本身模式和此前财务杠杆压力等多方面因素，较高的财务杠杆等的压力下，其抗风险能力也相对较低。不过，目前来看，公司也积极应对，保留 259 名员工，维持基本运营，尝试通过互联网等方式投放部分演出视频，并积极争取加拿大政府和股东等的支持，以期顺利度过难关。

红磨坊：把握时代节奏，经典不衰。红磨坊酒吧创立于 1889 年，位于法国巴黎蒙马特地区。内容上，不同于前述演艺项目，红磨坊主要以成人向的性感舞蹈为主题，演员年轻貌美不着上衣，经典康康舞 Can-Can Dance 为代表（“掀裙踢腿”），在成立之初吸引了众多看客，并在 130 年的发展后成为了**巴黎必看的标志性节目之一（品牌已建立）**。经营上，红磨坊并不仅是歌舞演出，其还提供餐食、酒水，主剧场 1000 m²、休息室 150 m²、可容纳 800 人，舞台和观众席相隔较近，**互动性和社交性更强**。此外，美女是红磨坊的一块硬招牌，红磨坊**对演员的要求很高**，大约有 80 名演员，其中女性有 60 名，来自 14 个国家和地区，经过严格的身体和技巧筛选，一般训练 5 年后才能开始演出，因此演员成本预计相对不低；红磨坊塑造了一批知名演员，演员反哺红磨坊，相辅相成。在精彩的演出及品牌口碑基础上，红磨坊历经 130 年仍经典不衰。

定位中高端客群，估算年收入€1 亿。红磨坊的演出每周演 7 天，一天演 3-4 场，门票分为普通票和 VIP 票，具体票价如下表所示，定位偏中高端客群。根据 Paris City Vison 报道，红磨坊共有 450+个雇员；上座率高达 97%，估算年收入达€1 亿；平均每年销售香槟 24 万瓶、750 桶；拥有 7 项世界纪录。此外，红磨坊还有自己的纪念品店（实体店+线上商店）。

表 8：红磨坊演出场次及票价

时间	类型	票价	备注
13:00 午餐+演出	无	€ 175	偶尔会安排午餐和日间表演，但很少
14:45 演出	无	€ 106	
19:00 晚餐+演出	VIP	€ 420	
	普通	€ 185	
21:00 演出	VIP	€ 210	
	普通	€ 109	
23:00 演出	VIP	€ 210	
	普通	€ 87	

资料来源：红磨坊官网，国信证券经济研究所整理

注：VIP 座位共有 24 个，周五、周六或节假日等热门时间票价会有€5-20 左右的上浮。

单主体演艺集群：法国狂人国，多类型演艺谷，40 年来长盛不衰

法国狂人国系演艺类主题公园，始于 1977 年。近 40 年来，公司通过剧院不断增加和室内外演艺集群的持续丰富，其客流从 1978 的 8 万人左右提升至 2018 年的 230 万人，近 40 年年均复合客流增速达 9%，重游率在 60%+（2015 年为 65%），游览时长（50%游览 2-3 天），长盛不衰。由于冬季闭园影响，法国狂人国每年仅有不到 7 个月的运营期，但 2014 年起成为法国排名第二的主题公园，2016 年收入就超过 1 亿欧元，2018 年游客达到 230 万人次，非常可观。

图 3：法国狂人国 1978-2018 年客流成长及演出丰富情况



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，国信证券经济研究所整理

具体来看，法国狂人国距离巴黎 1.5 小时火车，本身地理位置优势和景区资源并不特别突出，主要以复古等建筑为主，演出内容且持续创新是其成功的核心。

图 4：法国狂人国地图



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，国信证券经济研究所整理

图 5：法国狂人国建筑特点



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，文旅商业评论微信公众号，国信证券经济研究所整理

如下表所示，1978-1997 年，通过不断增加舞台+看台座位数增加客流接待能力，法国狂人国客流从 1978 年的 8.2 万人增加到 1997 年的 99.3 万人，客流年均复合增长 14%。21 世纪后更通过场地规模的扩大和演出内容及其他游览形式的持续丰富吸引游客，虽然 2008 年全球金融危机等有所影响，整体 1997-2011 之间客流年均复合增长 3%。但 2011 年后，通过建设复兴园区及设施，新建大型表演厅，新增凡尔登恋人等 4 个节目不断助力成长，其中 2017-2018 年新增大钟琴在内的 6 项原创节目。在这种情况下 2011-2018 年法国狂人国客流年均复合增长 6%，客单价约 40 欧元+，CAGR5%（2011-2018），良好增长。

表 9：法国狂人国发展一览表

年份	说明
1977	Philippe de Villiers 发现 Puy du Fou 城堡
1978	大型夜间表演首次亮相，展台扩建可容纳 12000 人，年游客数达到 8 万人
1989	建立狂人国 Grand Parc
1991	推出 The falconry show 和 Memory trail
1992	推出 Water Theatre
1994	推出 Knighthood Festival
1995	中世纪古城建成，《魔术师 Menestrel》节目开演
1997	舞台扩大 5 公顷，看台增加 2000 个。
1998	创建初级学院，培养表演者和技术人员
2000	大公园创造瀑布秀《地牢之战》
2001	高卢罗马露天体育场建成
2004-2005	推出 1900 年集市，推出维京秀
2006	建成 6000 平方米的巨型大厅，推出冬日秀“圣诞趣事”
2007	推出首个酒店“高卢罗马别墅”
2008	推出《奥德赛》、《马丁的传奇》、《令人眼花缭乱的结局》庆祝乐园成立 30 周年，并开始面向企业客户
2010	主题酒店克洛维斯岛亮相，推出大型表演《兰斯的秘密》
2011	高卢体育场建成，乐园打造大型演出《胜利的符号》
2012	推出“德拉方舟的幻想世界”
2013	Grand Parc 成立 25 周年，这一年推出新演出《圆桌骑士》，年游客数达到 191.2 万人
2014	推出文艺复兴主题世界，狂人国城堡首次与公众见面，并打造演出《文艺复兴城堡》，推出第四座酒店“金丝织物之田”，以及餐厅“两项王冠”
2015	乐园已经推出三个新项目，其中包括新演出《凡尔登的爱人》、夜间秀《火之风琴》
2016	推出最新表演《最后的荣耀 Le Dernier Panache》，年游客人数达到 220 万人
2017	推出《大钟楼》、《一个不寻常的音乐剧》、《城堡》、《5 个夜城》
2018	狂人国将成为全世界首个推出特别设计的遥感飞机以增强观众体验的主题乐园，年游客人数达到 230 万人
2019	推出原创作品《第一王国》

资料来源：官方网站、国信证券经济研究所整理

溢出效应凸显。截至目前，法国狂人国主题公园目前占地 300 万平方米，覆盖 15 个村落，包括 17 场演出，其中 11 项室外（含 2 场夜秀）、6 项室内（含 4 场展览型演出），同时还包括其他村落、餐馆、酒店等设施打造一揽子旅游目的地，创造了 1950 个季节工位，233 个稳定就业的同时，间接贡献了 4700 个就业岗位，估计每年为当地贡献 2.2 亿欧元的经济效益。

图 6：法国狂人国演出剧目



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，国信证券经济研究所整理

图 7：法国狂人国除演出外其他村庄、森林、餐馆、酒店等



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，国信证券经济研究所整理

图 8：法国狂人国演出场景之一（夜景效果）



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，国信证券经济研究所整理

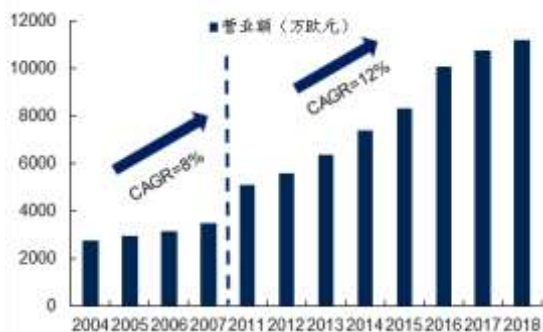
图 9：法国狂人国演出场景之二（室外演出）



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，国信证券经济研究所整理

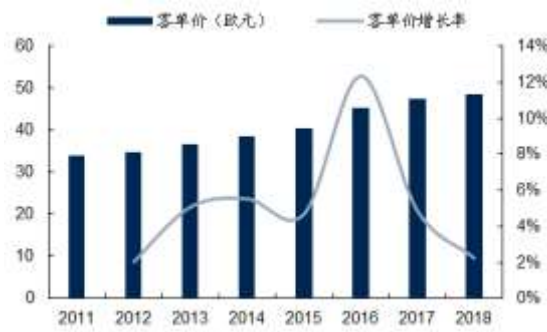
2018 年，法国狂人国收入达到 1.12 亿欧元，2011-2018 年收入年均复合增长 12%（客流年均增约 6%，客单价约年均增 5%），作为一个经历了 40 多年的成熟主题公园，在欧洲这样的成熟市场，增长表现较为突出。同时，2018 年荣获世界主题娱乐协会 TEA 最佳主题公园奖，也曾两次被选为“世界最佳主题公园”。

图 10：法国狂人国 2004-2018 年收入增长情况



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，国信证券经济研究所整理

图 11：法国狂人国客单价变化情况



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，国信证券经济研究所整理

重游率高达 60%，收入方式多元化，包括酒店住宿、餐饮及其他衍生收入。2018 年狂人国游客数量达到 230 万，其中 85% 是法国人，并且整体重游率高达 60%！面对巨大的客流量，公园提供了多方面的服务内容，已实现收入多元化。首先是门票推出多种方案，成人票 1-4 天的价格为 43-84 欧元，提前预定能优惠 6-11 欧元；门票还可以搭配 Cinéscénie 演出购买，成人票 1-4 天的价格为 61-94 欧元；公园年卡售价分别为 94 欧元（指定 134 天）和 130 欧元（指定 174 天），以上门票均有相应的儿童价格。其次是酒店服务，狂人国公园内有 6 家酒店，官网价格为每晚 62-76 欧元。公园内还有多家餐厅，成人套餐（法式前菜+主菜+甜品）价格为 18.6-49 欧元，成人自助餐价格为 19.9-33.5 欧元，提前预定可以享受 20% 的优惠。此外还有一些体验式活动和衍生产品等收益。

表 10: 法国狂人国票价体系

	成人		儿童 (3-13 周岁)	
	预定 (至少提前 5 天)	直接购买	预定 (至少提前 5 天)	直接购买
大公园 1 天	37 €	43 €	27 €	32 €
大公园 2 天	61 €	71 €	45 €	52 €
大公园 3 天	68 €	79 €	50 €	58 €
大公园 4 天	73 €	84 €	55 €	63 €
大公园 1 天+Cinéscénie 演出		61 €		50 €
大公园 2 天+Cinéscénie 演出		84 €		66 €
大公园 3 天+Cinéscénie 演出		89 €		70 €
大公园 4 天+Cinéscénie 演出		94 €		75 €
Cinéscénie 演出				28 €
2020 年年卡 (指定 174 天)		130 €		94 €
2020 年年卡 (指定 134 天)		94 €		67 €

资料来源：法国狂人国官网，国信证券经济研究所整理

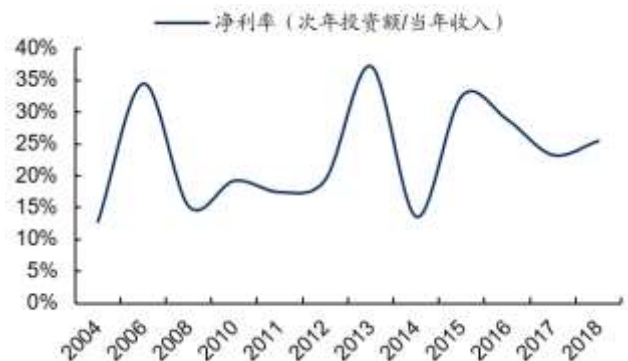
需要说明的是，法国狂人国本身系非盈利组织经营，并未披露其具体盈利情况，官网仅提及其盈利主要用于再投入。如下图所示，如参考其每年持续投入情况，2016 年后，法国狂人国每年的投资额大幅提升到 25 亿欧元以上。若按其投入估算为上一年盈利情况，则据此推算法国狂人国盈利能力如下图所示，近几年净利率估算在 20-30%，考虑法国本身人工高昂，且公司每年仅开业 6 个多月，虽然有持续投入的因素，但本身盈利能力在国外成熟市场已经较为可观。当然，由于系非盈利组织运营，以上估算仅供参考。

图 12: 法国狂人国每年投入情况



资料来源：法国狂人国官网等，国信证券经济研究所整理

图 13: 法国狂人国盈利能力尝试估算



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，国信证券经济研究所整理估算

剧院集群平台代表：百老汇&伦敦西区，多方参与，成功剧目回报卓著
 纽约百老汇：美国戏剧艺术的代表。百老汇 Broadway，如下图所示主要以美国纽约市中以巴特里公园为起点，纵贯曼哈顿岛，全长 25 公里的一条长街，中

心地带在第 42 街时代广场附近。作为美国戏剧和音乐剧的发源地，百老汇从 19 世纪初开始，通过集群式剧院和演出发展（核心区域包括剧院 40 余家，此外外围还分布众多小剧院），逐步成为美国乃至西方戏剧的核心代表。从演出形态来看，百老汇以音乐剧最负盛名，代表演出如“悲惨世界”、“美女与野兽”、“歌剧魅影”、“西贡小姐”、“国王与我”、“音乐之声”等。

图 14: 纽约百老汇剧院分布



资料来源：百度图片、www.youpu.cn 等，国信证券经济研究所整理

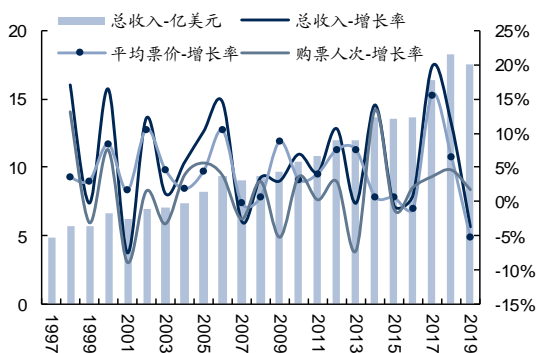
图 15: 百老汇代表剧场情况



资料来源：百度百科等，国信证券经济研究所整理

商业化、雅俗共赏推动百老汇秀崛起。百老汇最早欧洲歌剧引入后，逐步与北美本土文化融合，其受众也从最早相对偏贵族等（高雅非商业化）逐步面向日益崛起的中产阶级。盈利导向下，百老汇秀更注重故事情节的通俗易懂以及演出的雅俗共赏、老少咸宜，并通过有效回报带来持续资金循环，吸引高水平的演出创作和表演等，进而推动百老汇崛起成为美国戏剧的中心，并通过全球巡演提升盈利。虽此后外百老汇（Off-Broadway theater）、外外百老汇（Off-Off-Broadway）兴起相对更加小众，不以盈利为目的，演出内容更具争议性，构成其艺术形态的补充，但总体而言，百老汇仍以商业目的百老汇秀为核心。

图 16: 1978-2019 年百老汇 22 年票房收入及客单价增长情况



资料来源：The Broadway League, 国信证券经济研究所整理

图 17: 百老汇的演出场次和上座率情况



资料来源：The Broadway League, 国信证券经济研究所整理

1978-2019 年百老汇 22 年票房收入年均 CAGR 增约 6%，客单价提升为主。根据百老汇联盟（The Broadway League）数据，2019 年百老汇总体票房达到 17.58 亿美元，平均票价为 120.23 美元，购票人次约 1462 万人次，演出场次 13333 场，上座率达到 90.51%。1997-2019 年 22 年间，百老汇票房收入年均复合增 5.97%，主要由客单价提升（CAGR 为 4.26%）贡献，而购票人次 CAGR 为 1.63%，且上座率 22 年提升了 9.11pct，达到 90%+，显示其吸引力。

百老汇：外地游客相对为主，溢出效应突出。2012 年以来，百老汇购票人次一直占纽约市游客比例约 22%，相对稳定。从其构成来看，据百老汇联盟公布的

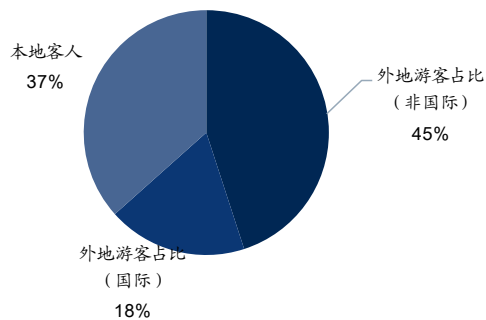
报告，2011-12 年度，百老汇游客人次 1230 万，外地游客占比达 63.4%，其中国际游客占 18.4%；到 2016-17 年，国际游客占比增至 22.5%。并且，作为一个具世界影响力的“文化产业帝国”，**2016-2017 年百老汇为纽约市贡献了 87100 个就业岗位和高达 126 亿美元的经济效益(其 2016 年票房收入 13 亿元+)**，是纽约最赚钱的娱乐产业，溢出效应突出。

图 18: 百老汇演出购票人次/纽约游客数量维持在 22%左右



资料来源: The Broadway League 等, 国信证券经济研究所整理

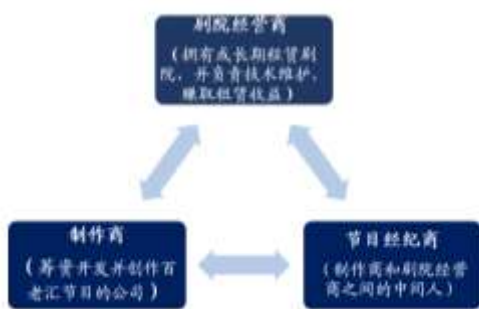
图 19: 百老汇游客构成



资料来源: 百老汇官网等, 国信证券经济研究所整理

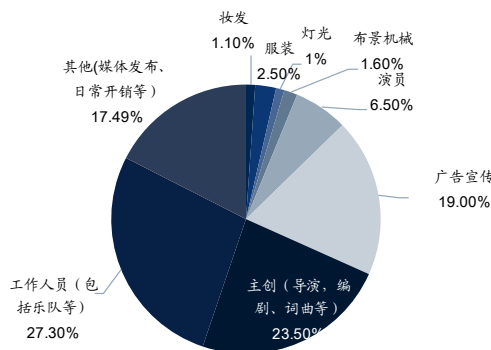
百老汇运营：剧群平台模式，三方参与专业分工，相对闭环。百老汇作为剧群平台模式，其主要运营方包括**剧院经营商、制作商和节目经纪商**三方。**剧院经营商**系物业方或长期租赁剧院，赚取租金收益。参考中国文艺评论等的分析，目前百老汇剧院主要由舒伯特(Shubert)、倪德伦(Nederlander)、朱詹馨(Jujamcyn)三大剧院集团掌控，占有核心 41 家中的 31 家(除林肯中心外)，基本垄断，且平均每家戏院就有三部剧目等候上线，市场竞争相对激烈。**制作商**：承担前期制作费用，组织主创、演员等编创相关节目，并保护其知识产权确保后续收益。在已有演出剧目的情况下，制作商通过节目经纪商等寻找适合的剧院，一般需要定制舞台道具灯光，因此代表剧目一般剧院固定，剧场座位数一般 500-2000 个。由于剧院相对垄断，优秀主创人员相对稀缺，且百老汇工会繁多，外来制作商投资的风险较大，故百老汇目前运营模式相对系闭环模式。

图 20: 百老汇三大参与方主要情况



资料来源: 维基百科, 百老汇官网, 搜狐媒体等, 国信证券经济研究所整理

图 21: 百老汇秀《长靴妖姬》制作成本构成情况



资料来源: 维基百科, 百老汇官网, 搜狐媒体等, 国信证券经济研究所整理

投入回报分析一：大制作，主创、剧场、宣传等占比较大。首先，参考前述《中国文艺评论》及搜狐媒体、维基百科等报道，百老汇秀的制作费一般高达 800-1200 万美金，部分高达 1400 万美金以上。以《长靴妖姬》等例，其创作成本合计 1350 万美元，如图所示，其中占比最高主要系**工作人员(含乐队)+**

主创（导演、编剧、词曲）等，各占 27.30%、23.50%，占据半壁江山，主创仅三人占比 1/5 以上，尤其关键；其次主要是广告宣传（19%）以及其他日常开销媒体发布等费用（占比 17.49%），演员排练等相关人工薪酬占比仅 6.50%，相对不高，与音乐剧的特点相关（乐队占比反而较高）。此外，如果演出前，部分百老汇演出为了更好地搜集评论和演出前修正，进行外地试演，则制作费用更高。以前述《中国文艺评论》中所举例的 2017 年在百老汇上演的剧目演出前制作费用，如下图所示，其管理支出占制作费用达 47%，主要包括两项较特殊费用，一是该剧在百老汇上映前在其他城市剧场试演补贴，二是外地材料道具制作在百老汇上映需要交纳较高的装台费用，二者合计占总支出的 30%。

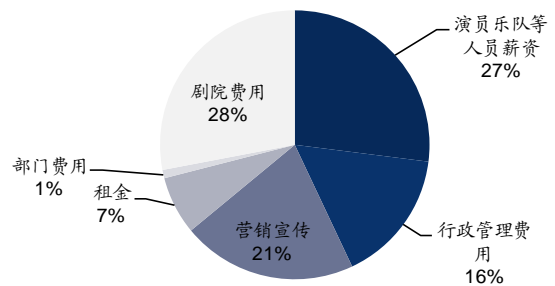
从运营来看，百老汇秀运营费为每周 25 万到 65 万美金（剧场等相关投入），演艺等人员最低工资为每周 1509 美金。具体来看，参考前述案例，剧院的费用约占每周营运成本的 28%（不同剧院有差异）；每周演出人员（演员+乐队等）薪资约占 27%；行政管理费用约占 16%；营销宣传费用 21%。此外，主创人员的分红也是成本之一，一般系营运利润（Net Operation Profit, NOP）的 5.19%，或是票房营收的 1.5%，且约定最低的保证金额。

图 22：百老汇音乐剧制作费用构成（某剧目举例）-上映前



资料来源：中国文艺评论《百老汇音乐剧的市场运营与产业机制（郑维雄 马天宗）》，国信证券经济研究所整理

图 23：百老汇音乐剧营运费用构成（某剧目举例）-上映后



资料来源：中国文艺评论《百老汇音乐剧的市场运营与产业机制（郑维雄 马天宗）》，国信证券经济研究所整理

投入回报分析二：二八分化，马太效应，成功剧目回报显著。结合《中国文艺评论》等分析，百老汇演出通常一周 8 场，客单价 150 美金（可上浮），若以平均 1200 个座位计算，每周票房约 144 万。对一部制作成本 1200 万美元、每周 50 万美元营运成本的音乐剧而言，若周周满座，通常演出 26 周（约半年）回收制作成本；若票房九成，也可 33 周收回。只要每周票房高于营运成本，原则上可一直演出，投资者能一直持续获利。比如获得托尼奖最佳音乐剧奖的《致埃文汉森》（Dear Evan Hansen），8.5 个月的时间就收回了其 950 万美元的制作成本。而如果表现欠佳的剧目，则很快停演。2006 年之后的十年中，在百老汇上演的音乐剧中，有 40% 的剧作成功回收制作成本，亦为投资者赚到相当可观的利润。其中以《歌剧魅影》为例：1988 年百老汇上演时的制作费用是 1200 万美元，截至 2016 年，不含巡回与衍生商品，已经有了约 500 倍的营收，这部“史上演出时间最长的音乐剧”至今仍在演出。简单估算，若制作成本 1200 万，平均上座率 9 成，每周 50 万营运成本，上演 2 年，其营业利润率有望 27%，上演 4 年，则营业利润率有望 50%+，因此成功项目盈利能力非常可观，且上述仅考虑驻场演出收益，尚未考虑全球巡演以及衍生产品，版权 IP 等收益。

伦敦西区：与百老汇齐名的世界两大戏剧中心。伦敦西区（West End）主要位于白金汉宫、大本钟、伦敦眼以北，大英博物馆以南，是商业和娱乐业高度发达的市中心区域。西区剧院（West End theatre）则特指由伦敦剧院协会（The Society of London Theatre）的会员管理、拥有或使用的 49 个剧院，方圆仅 1

英里，常年上演经典音乐剧和喜剧表演，例如四大名剧《猫》、《歌剧魅影》、《悲惨世界》和《西贡小姐》等著作。1986年以来西区剧院每年吸引超过1000万人次前来观看演出，2018年达到1555万人次，是当之无愧的英国戏剧界代表。

图 24：伦敦西区剧院分布情况



资料来源：谷歌地图，国信证券经济研究所整理

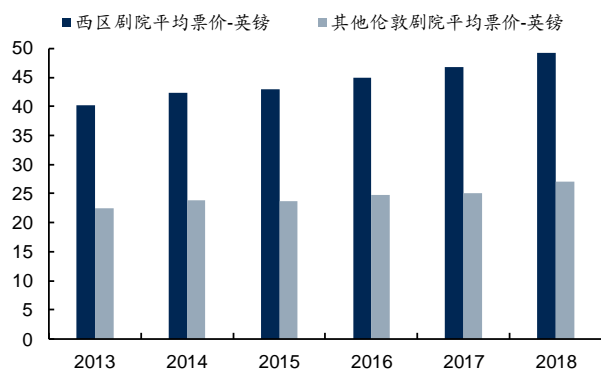
图 25：伦敦西区女王陛下剧院（《歌剧魅影》驻场）



资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理

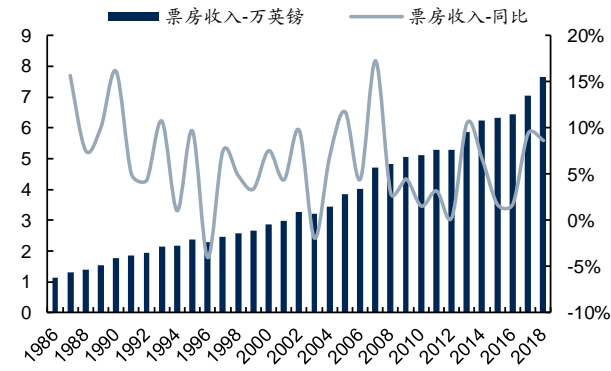
西区“群聚效应”造就口碑溢价和专业化分工。伦敦共有剧院约100所，而西区拥有40多家。这种密集的剧院群并不会因为竞争而导致此消彼长，反倒形成了区域性的文化繁荣，形成了口碑溢价。2018年，西区剧院的平均票价接近50英镑，并且每家剧院都能保持70%以上的上座率；相比之下，其他伦敦剧院的平均票价仅为27英镑，平均上座率为61%。此外，剧院集聚形成了一个庞大的演出市场，为演员、导演和制作人等各个岗位提供了丰富的机会。以西区为核心的伦敦表演产业中，每天的从业人员包括3000名表演者，6500名除表演外的全职工作者，5000名兼职者，还有5000名媒体记者和剧评人。

图 26：伦敦西区剧院平均票价更高



资料来源：Society of London Theatre，国信证券经济研究所整理

图 27：伦敦西区剧院 1986-2018 票房收入 CAGR 为 6.19%



资料来源：Society of London Theatre，国信证券经济研究所整理

伦敦西区 1986-2018 年票房收入 CAGR 约 6%，主要由票价上涨贡献。据伦敦剧院协会 (Society of London Theatre) 数据，2018 年西区剧院总体票房 7.66 亿英镑/+7.66%，平均票价为 49.25 英镑/+5.44%，观众人数约 1555 万人/+3.00%，演出场次 18708 场/+2.80%，上座率达到 77.50%。1986-2018 年，西区剧院票房收入增长 5.83 倍，CAGR 6.19%，主要由平均票价的增长 (CAGR 为 4.81%) 贡献，购票人次增长 (CAGR 为 1.31%) 的贡献相对较小。

伦敦西区溢出效应显著。伦敦西区戏剧的繁荣不仅体现在票房收入上，更重要的是带动了区域内餐饮、旅店、交通和购物等相关产业的发展。据伦敦剧院协会调查，有 2/3 的外地游客把来伦敦西区观看演出作为他们来伦敦旅游的重要原因，有 3/4 的海外游客将看演出作为来伦敦游览的重要项目。剧院每年超过

千万的观众 15%会选择留宿，70%会在附近就餐，大力支持了周边 5000 家酒店和 15000 家餐馆的正常运转。据估计，2017 年伦敦西区剧院给伦敦创造了 25 亿英镑的经济价值，而同期的票房收入为 7.05 亿英镑，溢出效应 1:3.5。

图 28: 伦敦西区剧院 1986-2018 平均票价 CAGR 为 4.81%



资料来源: Society of London Theatre, 国信证券经济研究所整理

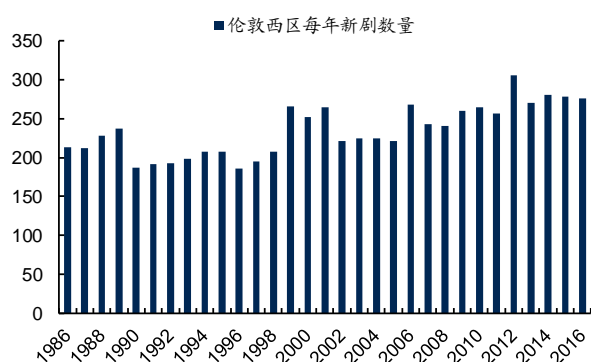
图 29: 伦敦西区剧院 1986-2018 观众人数 CAGR 为 1.31%



资料来源: Society of London Theatre, 国信证券经济研究所整理

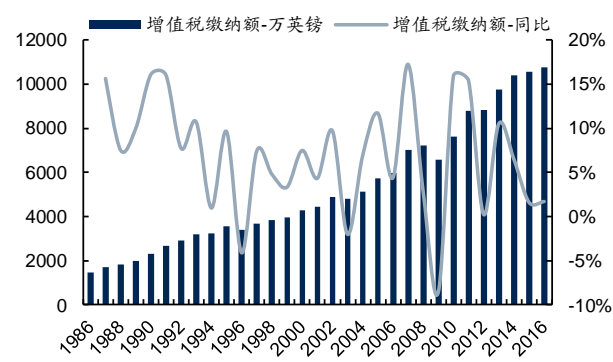
运营特点: 政府资金政策支持, 但以“一臂之距”模式保障文化创新。“一臂之距”(Arms' Length Principle)模式是指政府通过资金和政策支持文化产业, 但在管理上不直接干预, 而是通过建立非官方组织进行监管, 有助于保证文化产业发展的自主性及延续性。其中, 创办于 1908 年的伦敦剧院协会作为非营利性组织扮演了重要角色。1922 年, 伦敦剧院协会在第一期《伦敦剧场指南》(London Theatre Guide)刊登上演的剧目列表, 首次将伦敦剧场作为一个整体做市场宣传。1976 年设立奥利弗奖, 为优秀剧目打造知名度, 如《贝隆夫人》《猫》《歌剧魅影》等。此外, 伦敦剧院协会向各个剧院提供业界和法律建议, 帮助提升剧院形象、开拓新观众群, 同时游说政府继续投资, 支持表演行业的推广。在伦敦戏剧协会的引领下, 西区从生产制作到推广营销形成了一整套创新型的现代化经营管理体制, 每年都能上映 200-300 台新剧, 从而保证了表演市场的不断创新和持续繁荣。而这种繁荣也为政府带来了直接收益, 2018 年西区剧院缴纳增值税 1.27 亿英镑, 较 1986 年增长 7.7 倍。如此巨额的财政收入也激励政府继续支持西区的文化产业发展, 从而形成表演市场的良性发展。

图 30: 伦敦西区剧院每年上演的新剧数量



资料来源: Society of London Theatre, 国信证券经济研究所整理

图 31: 伦敦西区剧院 1986-2016 增值税缴纳额



资料来源: Society of London Theatre, 国信证券经济研究所整理

试演保证新剧公平竞争, 观众口碑决定能否脱颖而出。与百老汇类似, 西区大型音乐剧的舞台成本通常在 200-600 万英镑之间, 而投资收益却有较强的不确定性。因此投资者会设立独立的有限责任公司, 并进行试演, 若成功不仅拥有票房收入, 后续还有进一步延伸及巡演收入; 但若是口碑不好、门票滞销, 制

作人就会停演作品、解散员工、清空公司，宣布投资失败。

经典剧目驻场模式确保商业剧院盈利，政府补贴非商业剧院孵化新剧目并控制成本风险。伦敦西区多数以自负盈亏的中小型商业剧院为主。为了节省成本，这些剧院会常年上演热门剧目，例如《歌剧魅影》自 1985 年至今在女王陛下剧院上演，《狮子王》自 1999 年至今在兰心剧院上演。此外，伦敦西区的 5 个国家级非商业剧院在政府补贴下，可以经常上演一些传统的极富艺术和审美价值的剧目。如果这些剧目能够获得认可，即可转入商业性剧院进行演出。例如音乐剧《悲惨世界》和话剧《侦探到访》，都是先由皇家莎士比亚剧院和国家剧院进行试演，随后转入商业性的王宫剧院和盖里克剧院。总体来看，政府补贴扶持在伦敦西区剧院体现地更加充分，但通过有效双赢共同推动区域发展。

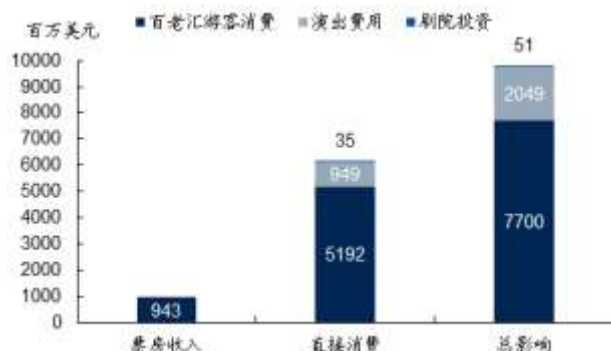
总体而言，百老汇和伦敦西区均系演艺剧院集群平台模式，其优势在于一可吸引相关人才、资源、客群，有助于提升平台本身的竞争力和护城河；二是通过专业化分化资源效率较优，且可以持续创新，不断推陈出新；三是溢出效应尤其凸显，有助于争取政府等的大力扶持（比如政府对伦敦西区的各种扶持）。

国外演艺总结：溢出效应显著，盈利分化，剧群模式助力经久不衰

总体而言，单主体特色演出模式下，以太阳马戏团和**红磨坊**等代表，其中**太阳马戏团**相对偏大制作，演员成本也较高，盈利模式较单一，部分通过与赌场等合作方式降低风险；**红磨坊**则以康康舞为特色（演员要求较高），相对定位中高端客群，已成为法国的打卡目的地之一；单主体演艺集群模式下，以法国狂人国为代表，通过剧院丰富和增加新演出吸引观众，并通过门票、酒店、餐饮等多途径丰富收入来源，40 年来长盛不衰；**百老汇和伦敦西区**系世界两大戏剧代表，均为演艺剧群平台模式，专业化分工，溢出效应显著，且其成熟项目盈利突出。其中**百老汇**剧场-制作商-经纪商三方参与相对闭环，大制作，主创系关键，而**伦敦西区**在非官方组织行业协会管理同时，政府积极支持，核心总结如下。

演艺集群模式溢出效应显著。以纽约百老汇、伦敦西区和法国狂人国为代表的演艺集群，不仅通过演出赚取丰厚的收益，还为当地的餐饮、住宿、交通等行业创造了丰富的就业岗位和巨大的经济效益。据统计，2008-2009 年，百老汇演艺对当地经济的贡献达到 1:10，2016-2017 年百老汇为纽约市贡献了 87100 个就业岗位和 126 亿美元的经济效益，而 2016 年票房收入为 13.67 亿元，溢出效应达到 1:9.2。2017 年伦敦西区剧院给伦敦创造了 25 亿英镑的经济价值，而同期的票房收入为 7.05 亿英镑，溢出效应 1:3.5。2017 年法国狂人国营业收入达到 1.076 亿欧元，每年为当地贡献 2.2 亿欧元的经济效益，溢出效应为 1:2.1。

图 32：2008-2009 百老汇演艺对经济的贡献高达 1:10



资料来源：《Broadway's Economic Contribution to New York City 2008-2009》，国信证券经济研究所整理

图 33：国外演艺集群模式的溢出效应



资料来源：The Broadway League, Society of London Theatre, 法国狂人国官网/APP，国信证券经济研究所整理

商业运营为核心，优质演出侧重雅俗共赏。百老汇秀侧重商业化导向，以日益

崛起的中产阶级为客源，在保证艺术性的同时也注重故事情节和演出的雅俗共赏，扩大受众面，并通过可观的商业回报吸引各方资源正向循环。伦敦西区、太阳马戏团、红磨坊等虽然演出形式和内容有所不同，但基本都是以中产阶级为目标客户，注重商业运营。即使外百老汇和政府补贴的西区剧院会上演一些艺术性更高的剧目，但往往系其补充。并且，百老汇和伦敦西区的集群模式也更有利于演出项目的成功，为优秀项目的孵化提供了舞台；法国狂人国则直接将自身打造成了旅游演艺集群式的一揽子目的地。

集群模式下演出盈利分化，马太效应明显。百老汇和伦敦西区的剧目以盈利为导向，成功的剧目长盛不衰并且收益颇丰，失败的剧目则很快退出商演，分化明显。2006年后，百老汇上演的音乐剧有40%的剧作成功回收制作成本，尤其是口碑极佳的成功剧目多年上演、盈利能力突出，且其后续全球巡演、IP衍生等收入也非常可观；而表现欠佳的剧目则很快停演。伦敦西区采取试演制度，若成功不仅拥有票房收入，后续还有进一步延伸及巡演收入；但若是口碑不好、门票滞销，制作人就会停演作品，宣布投资失败。总体来看，演艺集群模式下，二八分化显著，经典剧目盈利尤其突出，仅驻场演出营收达500倍回报，连续几十年持续产生良好回报。

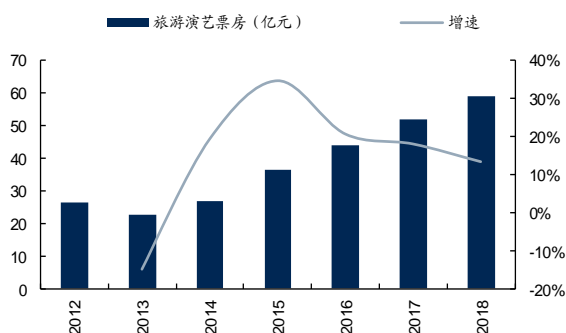
国内演艺：旅游演艺龙头凸显，城市演艺区域差异

一般而言，国内演艺行业若按表演内容可以分为演唱会、话剧歌剧、曲苑杂坛、音乐会、舞蹈芭蕾等；若按照受众划分，可以大致分为**旅游演艺**和**城市演艺**。

国内演艺之旅游演艺：马太效应突出，龙头优势突显

从旅游演艺来看，参考道略演艺的数据，我国旅游演艺市场呈现稳定良好增长。2018年旅游演出票房收入为59.08亿元，同比增长13.5%。其中，宋城千古情系列、长隆系列演出票房增加2.7亿，系增长主力。从剧目来看，2018年旅游演出台数306台，较2017年增长12.1%，其中新开演剧目台数47台，停演14台。新开演剧目中，独立剧场演艺剧目增加19台，是各类型中增加最多的。

图 34：我国旅游演艺的收入增长情况



资料来源：道略演艺，国信证券经济研究所整理

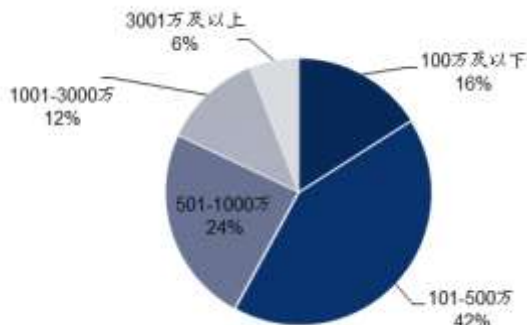
图 35：我国旅游演艺的构成变化



资料来源：道略演艺，国信证券经济研究所整理

马太效应凸显，成熟项目盈利突出。从细分构成来看，**主题公园演艺**增长最快，达20.5%，票房占比达46.8%，持续提升，并从2017年数据来看，主题公园旅游演艺，以10%台数贡献45%票房，优势突出，我们认为这主要与主题公园本身客流基础以及与演艺相辅相成的特点相关。**实景旅游演艺**虽然场次增长21.9%，但票房收入仅增长5.7%，市场份额连续四年下滑。独立剧场旅游演艺票房达15.8亿元，同比增长10.2%，增速也逊于行业整体，占比最低。并且，从票房分布来看，独立剧场演艺多数票房非常低，90%低于行业平均水平。总体来看，行业马太效应突出。并且，2018年旅游演艺新增的47台演出中有34台位于二三线以下城市，占比高达72.3%，其中宋城演艺、陕旅集团等大型文旅机构新开发项目多位于三线及以下城市。

图 36：独立剧场演艺多数票房较低



资料来源：道略演艺，国信证券经济研究所整理

图 37：旅游演艺市场集中度情况



资料来源：道略演艺，国信证券经济研究所整理

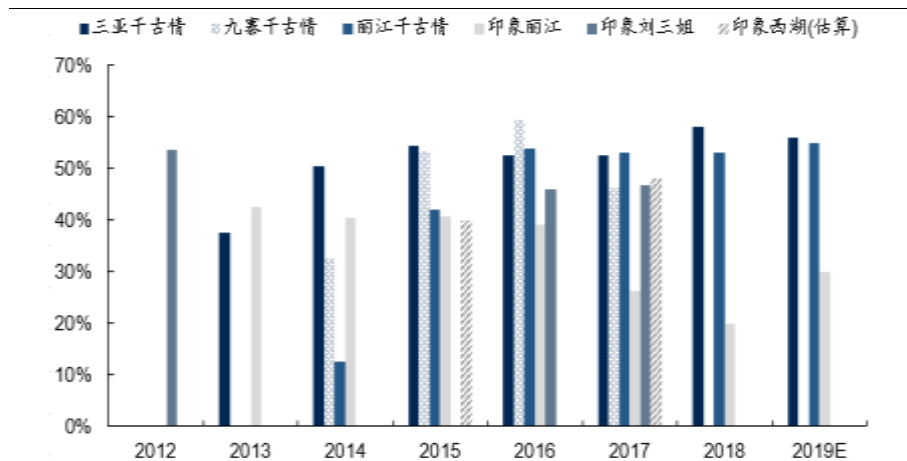
国内旅游演艺龙头优势凸显，成熟项目盈利突出。目前国内旅游演艺主要包括4大派系，宋城系、印象系、山水系和长隆系，合计占据国内旅游演艺近6成票房份额（阶段因新项目有所波动），优势突出，其各自特点如下表所示。其中，相比目前其他竞争对手，宋城演艺集旅游景区设计及建造、演艺内容编创、项目运营为一体全产业链运作，以室内演出千古情系为核心，演出安排相对不受天气影响，投资规模相对可控，因此在国内演艺行业优势凸显。

表 11: 国内旅游演艺主要龙头情况

分类	演出类型	导演	代表作	演出特点	目标受众	投入
宋城系	主题公园+旅游演艺	黄巧灵	《宋城千古情》、《丽江千古情》、《三亚千古情》、《炭河千古情》等	室内演出，相对不受天气限制	相对雅俗共赏，集歌舞、杂技、灯光特效于一体，包括战争与爱情等故事情节，通俗易懂，受众较广	早期项目一般总投入约3-5亿元，第二轮异地新项目6-10亿元但通常分多期投资（双剧院配置）
印象系	室外大型实景演出	张艺谋、王潮歌、樊跃	《印象·刘三姐》、《印象·丽江》、《又见平遥》、《最忆是杭州》等	室外演出，受天气影响较大	艺术感较强，区域民族特色鲜明，结合山水实景给人以感染力	印象主要负责创作分成，投资运营等由当地政府或企业进行，早期项目投资额较低，近期单个项目投资额不等，印象太极6亿元、最忆韶山冲50亿元。
山水系	室外大型实景演出	梅帅元	《天门狐仙·新刘海砍樵》、《禅宗少林·音乐大典》、《文成公主》等	室外演出，受天气影响较大	艺术特色和区域民族特色鲜明，结合山水实景给人以感染力	山水系早期也主要项目创作，此后则与当地企业成立合资公司模式负责项目投资和运营，风险共担
长隆系	主题公园+演艺	-	长隆国际大马戏、长隆横琴国际马戏城	室内演出，相对不受天气限制	主要以马戏表演、杂技特效表现为主，包括部分动物互动等环节，场面宏大	与超大型主题公园投入一体，故投资规模庞大，上百亿规模

资料来源：各公司官网、道略演艺等，国信证券经济研究所整理

图 38: 代表演艺项目的净利率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

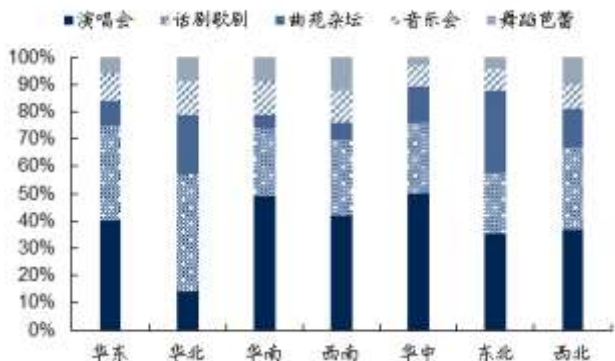
在这种情况下，宋城演艺高盈利高产出成效显著：宋城丽江、九寨、三亚、一般开业次年净利率就可以40%+，成熟后，净利率50%+，略好于印象系列（印象丽江成熟期40%左右，区域整顿降至26%，印象西湖此前估算净利率30-40%左右，项目整改后有所提升）。

国内演艺之城市演艺：文化差异带来区域分化，本地游客主导

客单价较高，区域分化。国内城市演艺以专业剧场演出、驻场演出为主，包括演唱会、音乐会、曲苑杂坛、舞蹈演出等。结合中国演出协会的统计，华东、华中及华南区域，演唱会+话剧歌剧等占比较高，一般在74-76%上下，西南片区则70%；而北方市场，曲苑杂坛类占比高，东北和华北各自达到30%、22%，这与各地文化习惯差异等直接相关。同时，从现场演出观演人数跨城观看演出的情况来看，整体在30%左右，其中演出会最高，达到45%，而其他形态一般在8%-12%之间波动，平均在10%左右。此外，根据演出票务公司提供的消费

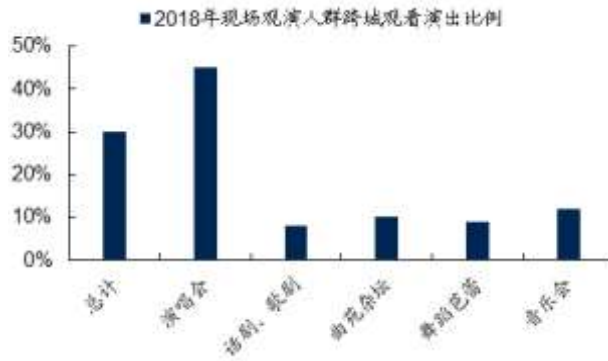
用户数据分析，2018年演出市场消费群体中，90后人群占60%以上，演出消费的客单价达1200元，远高于电影、体育等其他文化消费领域。

图 39: 我国城市演艺（专业剧场驻场演出）构成情况



资料来源：中国演出协会，大麦网等，国信证券经济研究所整理

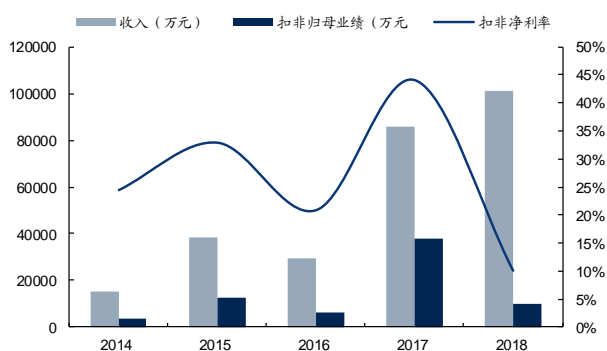
图 40: 2018年现场观演人数跨城观看演出比例



资料来源：中国演出协会，国信证券经济研究所整理

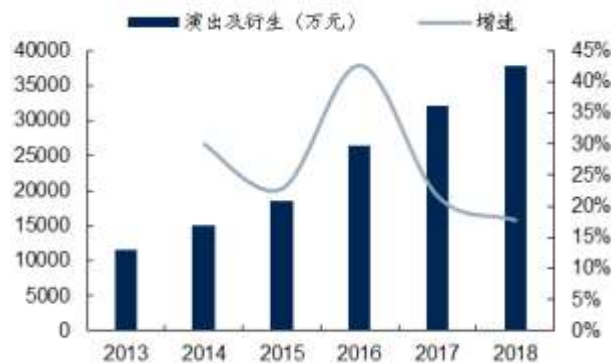
城市演艺龙头：开心麻花。开心麻花成立于2003年，首创“贺岁舞台剧”概念，此后陆续推出了28部舞台剧，逐步形成了独有的喜剧风格。总部位于北京，目前在上海、深圳、广州、哈尔滨、天津、南京、沈阳、成都等设有子公司等。

图 41: 开心麻花的经营表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 42: 开心麻花剧场收入增长情况（票房分成）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

截至2018年，开心麻花系列舞台剧在北京及全国中心城市上演超过4000场。从其经营表现来看，开心麻花近几年扣非净利率在10-45%之间波动较大，但主要受其电影业务影响（公司2015年后，每年推出一部喜剧电影，每年电影票房成败对其净利率影响较大），若仅其剧场演出业务，我们估计净利率在20-30%之间波动，相对良好。

公司分析：4P 分析见壁垒，模式卓越高盈利高成长

公司总览：传统旅游白马，演艺扩张节奏及六间房变迁带来估值波动

宋城演艺系国内旅游演艺绝对龙头，民企背景，黄巧灵是实际行动人，直接和间接持股累计 44.53%。公司最早以杭州经营仿古建筑主题公园宋城景区起家，通过积极在主题公园发展上另辟蹊径，以资金、土地依赖较低的旅游文化演艺为突破口，“小投入，高盈利”，打破非国有背景主题公园在资本、土地等方面的发展壁垒，确立“主题公园+旅游文化演艺”的多元化发展模式，并据此专享“旅游”、“文化”双重政策扶持，打造出旅游文化演艺的第一品牌，演绎出别样精彩。2010 年 12 月 28 日，公司成功登陆 A 股。上市以来，我们对公司一直保持持续深度跟踪。结合去年 6 月 17 日我们进一步外发深度报告《演艺王者重聚主业，二轮扩张再显峥嵘》的相关分析，参考下表等，我们认为，公司演艺扩张节奏和六间房重组进展是导致其估值波动和盈利成长的核心。

表 12：宋城演艺上市以来重要事项说明

时间	事项
2013 年 9 月	三亚项目开业
2014 年 3 月/5 月	丽江/九寨项目开业
2015 年 3 月 18 日	收购六间房，复牌
2015 年 8 月 25 日	黄巧灵增持
2015 年 9 月 17 日	公告桂林项目
2015 年 11 月 18 日	公告上海世博大舞台项目
2015 年 12 月 15 日	收购六间房配套融资非公开完成，股份 2016 年 1 月上市
2016 年 11 月 10 日	公告澳洲传奇项目
2016 年 11 月 23 日	大股东减持
2017 年 3 月 8 日	六间房收购灵动时空
2017 年 3 月 14 日	公告非公开增发方案
2017 年 4 月 6 日	公告西安项目
2017 年 5 月/6 月	中标佛山听音湖项目、江西明月山项目
2017 年 12 月 20 日	公司定增方案终止
2018 年 6 月 28 日	公告六间房花椒重组方案，六间房拟出表
2018 年 7/8 月	7 月桂林项目开业，8 月重组方案调整，六间房推迟至 2019 年 4 月底出表
2018 年 12 月 29 日	六间房与花椒重组部分完成
2019 年 4 月 29 日	六间房出表完成
2019 年 6 月 28 日	张家界项目开业

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

产品优势：4P 系统化发力，打造全方位演艺产品闭环

公司深耕旅游演艺行业 20 年，民企背景机制灵活，通过市场化的运作，积极围绕 4P “产品（Product）+ 区位（Place）+ 价格（Price）+ 营销（Promotion）”全方位发力，形成了完善的公园+演艺产品闭环，打造核心竞争优势。其中，依托公司品牌及先发优势支持，公司在选址上的区位卡位优势也日益显现，从而带来核心竞争力不断正向加成，不断拉开与竞争对手的差距。后进者进入这个行业优秀区位的难度相应也不断提高。

产品（Product）：一是**雅俗共赏，老少咸宜**，其演出通常包括战争与爱情等经典元素，融合高科技、杂技、舞美、音乐、灯光特效等丰富的表现形式，故事情节通俗易懂，且公司注重与旅行社、游客互动，不断优化节目品质。二是**区域特色**，在异地扩张时，结合当地文化特色表现当地文化传说故事，从而旅游演艺特点鲜明，且容易与当地融合。在这种情况下，公司形成了经典的千古情系列产品。三是**主题公园与演出结合**，有一定投资壁垒，同时延长游客停留时间，通过景区内各类小型表演交互互动以及核心千古情演出互补，提供游客满

意度。此外，室内演出晴雨皆宜，相对不受天气影响，较为稳定。由于单剧院演出座位一般在 3000+，主题公园与演出互补，也可有效提升景区单日接待量。

图 43: 宋城演艺现场演出图



资料来源：公司官网、微信公众平台等，国信证券经济研究所整理

图 44: 宋城演艺景区内古街及商铺——注重晴雨皆宜



资料来源：公司官网、微信公众平台等，国信证券经济研究所整理

二是区位 (Place): 演艺项目选址对其最终成功也非常关键。一是大区域选址，即是否一二线城市周边或一线旅游目的地周边，这对项目的客源基础及客单价水平有至关重要的影响，并可能影响项目整体收入盈利体量。宋城目前自建或合作项目基本都选址一二线城市或一线旅游目的地周边，本质也是鉴于此。并且，在区域方面，由于核心旅游目的或一二线城市政府本身也会倾向于与成功的演艺品牌商合作，品牌影响力更突出，成功率也相对更高，因此宋城演艺依托其品牌和先发优势，其区位卡位优势正在不断强化，在布局一二线城市及一线旅游目的地方面优势突出，从而提高核心区域的准入壁垒。

二是小选址，是否在该区域核心旅游动线上，距离代表旅游目的地的远近或城市核心住宅区的远近，同时项目周边交通是否便利，高峰期是否拥挤，这也对其盈利成长和高峰期接待能力具有重要影响。宋城演艺依托此前项目经验，在小选址上也经验丰富，这既体现在公司此前部分终止项目的考虑(大选址不错，但小选址上一直不是特别合适)，也体现在公司此后的项目扩张中(见下表及第四章分析)，如桂林阳朔项目选址中充分考虑了距离汽车站等远近以及主干道是否双向多车道，缓解高峰期堵车问题。此外，考虑小选址本身也往往需要演艺龙头与当地政府谈判争取，因此其本身的品牌和先发优势也有助于增强其选址上的谈判实力，进一步提高项目成功概率及成长空间，拉大与竞争对手的差距。

表 13: 公司目前已经终止的几个项目情况

项目	开始	终止	大选址	小选址	放弃原因	其他	退出成本
泰安重资产	2011 年泰安千古情公司注册成立	2015 年清算	泰安是一线旅游目的地，2017 年接待游客超 6700 万人次	泰安旅游经济开发区天平湖西岸	1) 选址偏僻，不在泰山、岱庙等旅游动线上；2) 泰安游客滞留时间短(下午登山，晚上住在山上)	基本无建设	以 1.26 亿元竞拍得泰安土地使用权，无建设，直接退换土地给政府，基本无退出成本
泰安轻资产	2015 年 7 月上映	2016 年	一线旅游目的地，2017 年大石林景区接待入园游客 350 万人次	泰山大剧院，距泰山景区仅 10 分钟车程	1) 登山游客滞留时间短；2) 座位少，仅 1073 个，且无配套公园，盈利规模小	2015、2016 年收入 361、360 万，微利，但占用一个团队	剧院为免费租赁，仅有些改造费用，可忽略不计
石林	2011 年石林阿诗玛公司注册成立	2015 年 8 月石林募投项目注销清算	一线旅游目的地，2017 年武夷山景区接待游客 1200 万人次	石林景区旁	毗邻昆明且交通便利，石林游客滞留时间短，晚上回昆明过夜	基本无建设	主要是购买土地的成本，购买土地 3785 万元，退出时政府退还约 2000 万
武夷山	2011 年武夷山千古情公司注册成立	2016 年 4 月武夷山市政府批复武夷山项目土地收回方案	一线旅游目的地，2017 年武夷山市接待游客 1200 万人次	距武夷山景区较远	远离核心景区	基本无建设	主要是购买土地的成本，购买土地 7437 万元，基本原价退还政府，损失可以忽略

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

表 14: 公司目前已开业自建项目小选址情况

项目	小选址	主干道	停车场
杭州宋城	距离核心景区西湖 10km, 便于旅游动线设计	双向六车道	大型停车场
三亚千古情	距离亚龙湾、鹿回头、天涯海角、大小东海等著名景区不超过 30km, 便于旅游动线设计	双向八车道	大型停车场
丽江千古情	距离丽江古城 6km, 毗邻文笔海	基本不堵车	大型停车场
九寨千古情	毗邻九寨沟 (5km), 常作为九寨沟游的配套产品	项目入口车道较窄	停车场车位较少
桂林漓江千古情	距离西街 4km, 距离银子岩、漓江等很近; 阳朔县城较小, 景点集中	双向四车道	大型停车场
张家界千古情	距离武陵源核心景区门口 5-10 分钟车程, 非常方便	双向四车道	大型停车场

资料来源:公司公告, 百度高德地图等, 国信证券经济研究所整理

三是价格 (Price): 公司根据不同区域定价略有差异, 一般一二线城市或一线旅游目的地一般只售公园+演出门票套票, 名义票价在 260-310 元之间; 对于三四五线城市, 则采取单公园售票及公园+演出套票两种形式, 灵活处理, 以宁乡和宜春为例, 其单公园门票在 50 元左右, 而公园+演出套票为 180-200 元, 满足不同客户群需求。

并且, 公司在实际操作中形成了一套非常详细全面的价格体系。一是不同发展阶段定价和折扣力度不同, 一般开业初期折扣力度较大, 3-6 月或者一年后价格体系逐步提升优化; 二是不同渠道定价差异, 针对旅行社、酒店、出租车等各类渠道定价不同, 并在多年积累中形成一整套完善的体系, 不断堵漏, 避免倒票和门票收益漏出; 三是各公园按照统一的线上独木桥平台, 对接所有线上渠道售票, 避免线上线下价格混乱不统一; 四是各区域根据游客构成及渠道议价不同也有一定差异, 比如三亚实际客单价相对较高 (散客为主), 而丽江等则折扣力度更大一些。

表 15: 各大景区门市价及网售价对比

演出	门市价 (元) (普通席位)	网售价 (元)	演出	门市价 (元) (普通席位)	网售价 (元)
宋城千古情	310	290	长恨歌	268	248
三亚千古情	300	280	文成公主	380	280
丽江千古情	300	280	芜湖方特欢乐世界	220	220
桂林千古情	280	260	芜湖方特梦幻王国	240	220
张家界千古情	280	260	郑州方特欢乐世界	260	260
炭河千古情	演出+公园 200, 公园 60	演出+公园 160, 公园 55	郑州方特梦幻王国	240	240
宜春千古情	演出+公园 180, 公园 50	演出+公园 160, 公园 45	迪士尼	399/575	379/555
印象刘三姐	190	178	深圳欢乐谷	220	210
印象西湖 (最忆是杭州)	360	340	上海欢乐谷	220	220
印象丽江	280	248	广州长隆欢乐世界	250	215
天门狐仙	170	160	珠海长隆海洋王国	350	325

资料来源: 各大景区官网、淘宝、携程网等, 国信证券经纪研究所整理

四是营销 (Promotion): 公司不断与时俱进, 采用最高性价比的宣传。线下, 地接社、民宿客栈、酒店均可见宋城的广告宣传, 机场、高速公路两侧也随处可见宋城的广告牌。线上方面, 公司最早通过电视、报纸, 后来开始利用自媒体及参与大型活动来推广品牌。近两年更加注重微博、微信、抖音等平台的运用, 善用网红引爆话题, 例如公司举办的专题活动多次登上新浪、腾讯等新媒体头条, 公司演员的抖音号“宋城小白”粉丝数已达 65.2 万、作品点赞数 284.8 万 (截至 2020.1.13)。在当前网红经济热度非凡的情况下, 不排除公司未来加重布局抖音、网红、直播等传播途径, 营造各类热点, 不断提升其产品知名度。

盈利模式: 旅游演艺高盈利高成长, 轻重结合, 先发优势助力扩张

结合此前报告分析, 公司目前主要包括三种盈利模式: 一是自建“主题公园+旅游演艺项目” (部分项目当地政府给予一定的补贴支持) 模式, 系目前最主要

的模式，一般核心旅游目的地或一二线城市首选该模式；二是**合作模式**，包括与当地有资源优势尤其有物业资源优势的企业共同投资，公司绝对控股的模式（如桂林千古情，公司持股 70%、九寨沟项目公司持股 80%、上海项目公司持股 88%等）以及政府与公司成立**资产+运营公司**的形式，共同投资，公司依托其旅游演艺优势获得较大收益（西安项目）等；三是**轻资产输出模式**，公司负责公园设计、演出设计及编排、景区运营，按照**一次性设计费+门票收入提成**等方式收费，一般以三四五线城市为主。

表 16: 公司三种项目模式

分类	代表项目	盈利模式
自建模式	杭州/三亚/丽江	自投土地、建筑物等，早期每个项目 3-5 亿，目前 6-10 亿元（至少包括 2 个剧院），一般第一年打平，第二三年进入业绩爆发期，成熟期净利率可达 50%左右。前期投资规模有限+后期运营维护成本低，以及高接待客流及不低门票价格，使得盈利能力突出。
合作模式	西安 桂林/九寨沟/上海	核心在与政府共赢，投入有限，后期分成比例高。 1) 以西安为代表， 公司与合作方成立资产公司+运营公司 ，资产公司以合作方主投，主要投资土地、相关建筑配套等；运营公司宋城演艺主导，持股 80%，主要投资剧院、演艺项目等，并租赁资产公司物业，据此估算一般只用投入总体 50%左右，但可以分享项目 80%的收益，投入产出比更高。2) 与当地有资源优势的企业共同投资，但公司主导 （股权占比 70%-90%），例如桂林、九寨沟、上海等项目。一次性 2.6 亿的设计策划费用分 2-3 年确认，此外门票收入提成 20%（通常 5-10 年）。宋城不投入，也不拥有项目所有权。 优点： 短期回报较快，净利率可达 60%左右。 缺点： 占用相关人工（设计团队和运营团队），后续分成有限。目前主要在部分三四五线城市有所布局，不是公司拓展重点。
轻资产模式	宁乡	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

其中，**自建项目系核心，总投入可控，产权自主，盈利能力突出。**自建模式下，主题公园+单剧院总投资一般在 3-5 亿，若配备 2-3 剧院，总投资 6-10 亿元左右。从回报来看，过往新项目通常首年打平或微利，第二/三年高速增长，成熟期净利率可达 50%左右较高水平。自建模式净利率突出，**核心在于演艺剧场模式投资相对有限，远小于其他主题公园几十亿的投资，且后期运营维护成本低；同时宋城门票价格与众多大型游乐主体公园相较差距不大，但项目客流接待上限却明显高于各游乐类主题公园。**

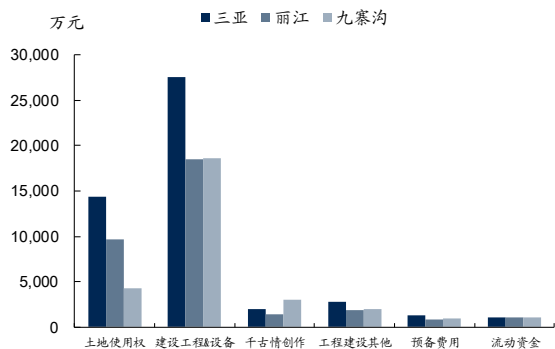
表 17: 宋城演艺目前项目投资及占地面积情况

项目	项目初始投资预算	公司持股比例	公司投资情况或拟投资预算	土地(亩)
三亚	4.9 亿元	100%	一期 5 亿元，目前整体约 7-8 亿元（包括第二剧院的投入等）	80 亩
丽江	3.34 亿元	100%	一期 5 亿元，总体约 6-7 亿元左右	140 亩
九寨沟	2.98 亿元	70%	一期 2.46 亿元左右	33 亩
桂林	5 亿元	70%	项目实际总投入约 6.5-7.0 亿元，公司实际投入约 4.55 亿元。	160 亩
张家界	6 亿元	100%	预计一期 5.38 亿元左右	170 亩
西安	10 亿元	80%	运营公司总体投入 6 亿元，其中上市公司投入 4.8 亿元，此外预计资产公司由政府主投	100 亩
上海	预计 8 亿元+	88%	预计一期 7 亿元左右	总建筑面积 41200 平方米
佛山	7 亿元+	100%	公司投入 4 亿元+，另外政府给予 3.7 亿的补贴	90 亩
西塘	10 亿元	100%	目前规划 7 亿元左右	总体预计 350 亩，一期已拍得 132 亩
澳洲项目	17 亿元	100%		44.89 万平方米，约 673 亩

资料来源:公司财报及公告, 新华网、搜狐新闻等媒体报道, 国信证券经济研究所整理

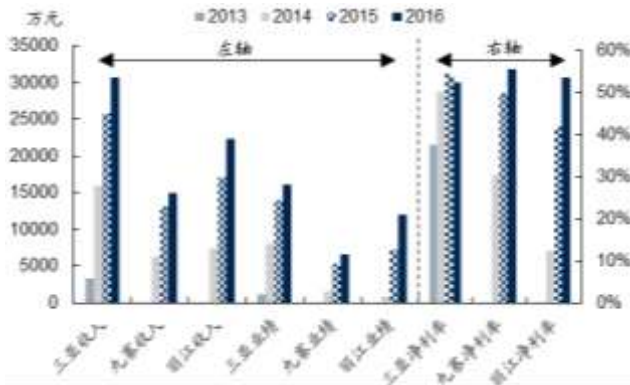
注: 西安项目总投资约 10 亿元, 包括资产公司+运营公司, 其中运营公司总体投资约 6 亿元, 上市公司投资 4.8 亿元, 占比 80%, 剩余 20%由政府旗下投资公司投资。此外资产公司主要由政府旗下公司投资。

图 45: 三亚、丽江和九寨项目投入预算分布



资料来源: 公司公告及官网资料等, 国信证券经济研究所整理

图 46: 三亚、丽江和九寨开业前三年表现

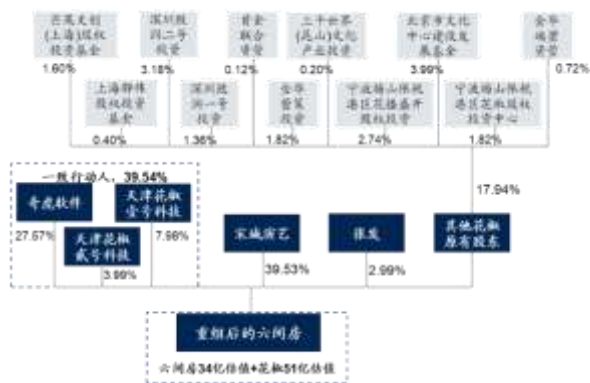


资料来源: 各地旅游局等, 国信证券经济研究所整理
注: 九寨项目净利润率未考虑归母影响

花房重组后顺利出表, 目前月活稳中有增, 关注 MCN 后续新变化

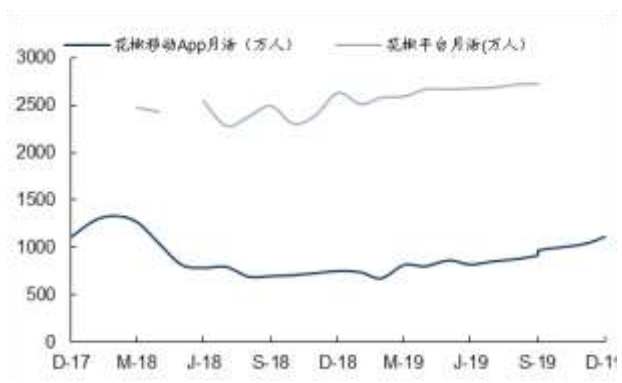
六间房与花椒于 2019 年 4 月底完成重组并顺利出表, 出表后公司对六间房的持股比例降至 39.53% (如下图所示)。2019 年, 六间房 (包括重组花椒) 对宋城演艺的报表收入贡献为 3.83 亿元 (2019 年 4 月底出表后收入不再合并), 贡献上市公司报表业绩 2.95 亿元, 其中因评估增值, 六间房出表带来一次性收益 1.53 亿元, 其余为一季度持有其收益和此后投资收益, 整体来看花房 2019Q3/Q4 单季贡献投资收益约 2000 万+, 考虑花椒本身还处于调整期及上市公司持股比例因素, 我们预计花房经营相对平稳。此外, 如下图所示, 2019 年 4 月重组以来至今花椒月活一直稳中有升, 平台月活 2600-2700+, app 月活从 800+ 升至 1000+。2020 年以来随着 MCN 热度升温, 考虑到花椒旗下也有较多优质主播资源, MCN 也可能为花椒六间房的未来发展提供新的变现方向。

图 47: 重组完成后六间房股权结构



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 48: 重组完成后花椒月活稳中有增



资料来源: 艾媒咨询、Wind 等, 国信证券经济研究所整理

公司成长：演艺 1.0 到 4.0 迭代，外延扩张业绩可期

看点一：公司演艺从 1.0 到 4.0 持续迭代，校准能力及与时俱进系核心

演艺 1.0——主题公园+1 剧院演出：观光游下蓬勃兴起，主题公园和演出互补，一是公园对演出的互补可有效支撑其客单价，二可扩大高峰期的接待人数。而千古情演出本身的良好品质，室内演出晴雨皆宜，旅行社渠道的充分利用，成为该模式崛起的核心。客观而言，在 1990~2000s，众多主题公园都采用植入演出的形式丰富主题公园内涵，如华侨城《中华百城盛会》和《欧洲之夜》等，宋城也在 1997 年在其仿宋主题公园基础上推出宋城千古情，但与其他主题公园不同的是，宋城由于民企本身因素更聚焦相对低投入的演出优化，通过与时俱进且结合市场需求对演出“校准”，再结合强大的渠道推广能力，从而在公园旅游演艺领域一骑绝尘，这是宋城演艺 1.0 模式不断成长的核心。

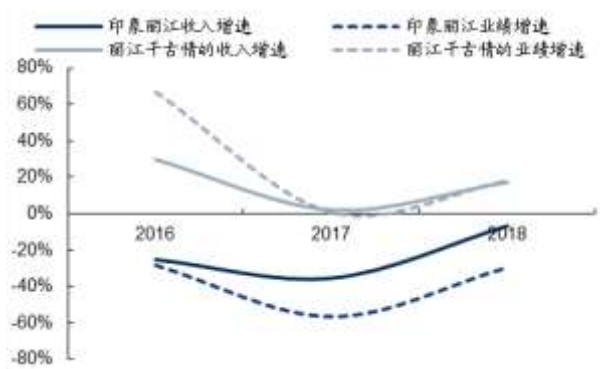
演艺 2.0——主题公园+双剧院演出：核心在于提升高峰期的游客接待量，适应跟团游+自由行并行的时代。跟团游时代，与旅行社合作，核心一是分润机制，二是系统化精细化的管理体系。而自由行时代，赢得散客，一是考验公司多元化的营销及地推能力，二是产品本身的品质（包括演出，公园内容的不断丰富和游园服务体验提升）赢得口碑宣传，公司对演出持续与时俱进的校准能力成为核心。公司杭州本部 2013 年开始推出第二剧院，虽然期间尚有去三公，旅游出行模式结构调整的影响，但在园区 80 亩左右的有限面积下，2012-2018 年 CAGR 收入和业绩增速仍在 10% 以上，对于一个成熟景区难能可贵，其中之一就依赖第二剧院扩容效应释放及公司营销管理的提升，以及对园区内容的不断提升。此外，丽江景区则依托室内外剧院差异化演出+有效推广，在区域客流承压时仍逆势企稳。总体来看，公司过往实践也验证了其 2.0 模式的成效。

图 49：宋城杭州景区收入和业绩表现



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理
备注：以上收入剔除了杭州乐园的数据，但包括了烂苹果乐园

图 50：丽江依托室内外剧院在区域客流受限下逆势良好



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

演艺 3.0——主题公园+2-3 剧院+多元化演出：在自由行散客逐步主导的时代，口碑成核心，而公园和演出内容的持续丰富，游园体验的改善成为提升重游率，吸引本地游客和外来游客的关键。目前来看，宋城演艺旗下主题公园正积极向演艺 3.0 模式迈进。首先看杭州本部，结合此前持续跟踪等，我们预计 2020 年二季度，杭州本部从目前的 2 台剧院将提升至 6 台剧院（3 台大的室内剧院+1 台半室外剧院+2 台 500 人左右的小剧院）。演出内容上也会全新升级，结合公司官方微信公众号，2020 年春季，杭州宋城将全新亮相，除了《宋城千古情》《大地震》《映山红》《维京海盗》《云想衣裳花想容》《上甘岭》等 30 余台驻场演出以外，还引进了开心麻花、天津人艺、祺天文化等国内外知名演出团体出品的 10 余台不同类型的特邀戏剧（四张机/摸金玦/谈判专家/解忧杂货店/雷

雨等), 杭州宋城同步推出 2020 元的特邀戏剧通卡, 2020 年 2 月 1 日—12 月 31 日可观看 10 余台特邀戏剧, 并可无限次畅玩杭州宋城景区。同时, 随着明年杭州本部多剧院多演出模式的推出, 公司未来产品定价模式有望更加多元化, 既包括传统主题公园+千古情门票定价, 还可以与其新演出叠加搭配不同的套餐。这种模式下, 不仅原有宋城景区的接待能力得以有效提升, 且通过多元化套餐定价方案有效提升客单价, 从而有望带来杭州宋城主景区 2020 年及后续成长新看点, 其盈利空间也有望从现有的 4 亿元左右向 5 亿元甚至更高空间迈进。

客观而言, 目前公司演艺 3.0 版本尚处于尝试过程中, 并不像其演艺 1.0 和 2.0 版已充分验证。但是, 公司选择其基础最雄厚的杭州大本营进行试验, 一是**硬件投入相对可控**(主要是新建 3、4 号剧院及部分小剧院, 但本身也可以作为人群扩容使用), 其他演员等投入也较低; 二是**依托公司多年演出练就的校准能力**, 只要新演出推出有一定基础, 公司后续还可以持续修正, 并非像电影一样需要毕其功于一役, 叠加引入外部优秀戏剧, 因此中长线成长仍有较好支撑。

同时三亚、丽江、张家界、桂林未来第二剧院也有望逐步建设推出(先过渡到演艺 2.0 版本, 再迈向演艺 3.0 版本), 其成熟期盈利空间预计有望从此前的 2-3 亿元进一步向 3-4 亿元迈进。此外, 公司目前西塘、上海、西安、佛山等新项目都预留 3 个剧院的空间。公司希望通过演艺集群模式, 在存量千古情系列基础上, 通过不同类演出, 持续拓宽原有存量演艺+公园模式的全新成长空间。

表 18: 宋城演艺各项目剧院情况

项目	已开业剧院	储备剧院
杭州宋城千古情	1997 年 1 号剧院开业, 2013 年下半年 2 号剧院开业	目前共规划建设 6 个剧院, 其中预计 2019 年底完成 3、4 号剧院及半露天丽江恋歌剧院建设
三亚千古情	2013 年 1 号剧院开业	2 号剧院已达到可使用状态
丽江千古情	2014 年 1 号剧院开业, 此后推出室外剧院	除室外剧院外, 2 号剧院已达可使用状态, 之前阶段试演《藏谜》
桂林漓江千古情	2018 年 1 号剧院开业	2 号剧院建设中, 一共预留了 3 个剧院的位置
张家界千古情	2019 年 1 号剧院开业	2 号剧院建设中
西塘、上海、西安、佛山等		预留了 3 个剧院
珠海项目		计划 24 个剧院、28 台演出、55000 个座位

资料来源: 公司官网、公司公告、公司官方微信公众号等, 国信证券经济研究所整理

演艺 4.0——集吃住行游购娱一体的演艺集群, 新模式探索核心在于公司针对市场不断纠错能力。公司于 2019 年 10 月公告, 拟投资 30 亿, 占地 1500 亩, 在粤港澳大湾区核心位置打造珠海项目。2020 年 4 月 28 日, 公司珠海·宋城演艺度假区项目正式开工, 预计 2022 年有望建成开业。

图 51: 宋城珠海项目拟分布图



资料来源: 公司公告及官方微信号等, 国信证券经济研究所整理

图 52: 公司珠海项目具体选址情况



资料来源: 珠海市自然资源局, 百度地图等, 国信证券经济研究所整理

公司希望通过打造 24 个剧院、28 台演出、55000 个座位组成的演艺谷，预计将打造世界级的演艺秀集群。同时，项目还将包括 4 个主题文化街区、2 个亲子体验区、4000 间主题客房的主题演艺酒店集群，作为旅游一站式目的地配套。从**演出**来看，公司预计珠海项目将包括大型实景演出《广东千古情》以及《南海一号》《崖门海战》《虎门销烟》等 28 台风格迥异的大型演出也将在此呈现。剧院形式有室内剧院、室外实景剧场、悬浮剧院、森林剧院、古堡剧院、VR 剧院、禅剧院、儿童剧院、走动式剧院、旋转式剧院、餐饮剧院等，涵盖了世界上几乎所有的剧院形式和演出形态。消费者看完所有演出，至少需要 2-3 天。

参考珠海市自然资源局 2019 年 11 月发布《珠海市斗门区斗门中心镇 C301c 编制单元控制性详细规划（2019 年修改）》批前公示，宋城项目部分或将选址斗门区斗门镇黄杨山麓，位于斗门区斗门镇东面，北面紧邻黄杨山，南至黄杨大道，西临旅游大道占地，总面积约 126 公顷。

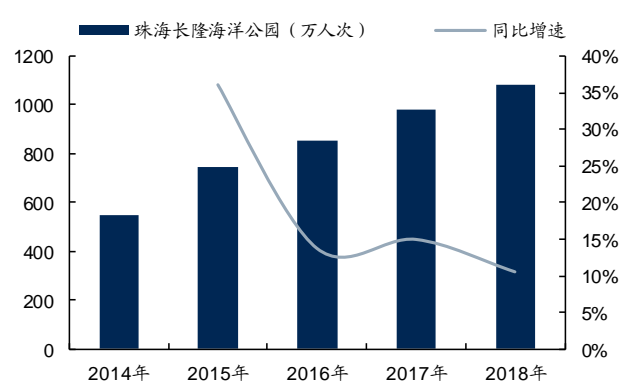
从区域选址来看，珠海演艺谷项目地处珠三角尤其粤港澳大湾区腹地，距离珠港澳大桥约 50 公里，距离珠海机场和珠海高铁站各 37、50 公里，大小选址和战略地位优势突出，**周边客流基础和重复消费的经济基础雄厚**。从政府支持来看，考虑旅游演艺本身的外溢效应显著（百老汇、伦敦西区溢出效应 1:4~1:10），国内政府一直高度重视，预计在用地及其他相关资源方面给予公司较大的支持。**资金**方面，项目总投资 30 亿元相对不低，但系分期投入，且公司本身民营背景一直强调资源使用效率的最大化和控制投入产出，结合公司目前自有资金状况，我们预计公司自有资金+银行贷款可以较好支撑，**资金压力相对可控**。

图 53：公司珠海项目具体选址情况



资料来源：公司公告、公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 54：珠海长隆海洋公园旅游人数



资料来源：Wind，珠海旅游局等，国信证券经济研究所整理

从**珠海未来收入展望**来看，一是参考珠海长隆主题公园，其近几年客流如上图所示，2016-2018 年每年在 800-1000 万人次左右，收入端我们估算 2016 年左右年收入 10 亿+（据新浪、搜狐等媒体 2017 年报道，长隆集团 2016 年左右年收入达到 30 亿+，包括广州长隆），换言之 16 年其实际客单价有望 120-180 元左右。近两年假设合理提升，预计 150~210 元左右。二是宋城演艺目前传统项目中，杭州本部千古情在占地不足面积的情况下营收项目规模最大，双剧院模式下收入 8 亿+，对应若假设其杭州本部客单价 140~200 元之间，则相应年客流 400-571 万人次，业绩约 4 个亿左右。目前通过 3、4 号剧院等的扩张，随着客流接待能力和客单价提升，其未来年营收规模中线有望进一步扩张至 10 亿元+，盈利有望 5 亿元+。鉴于此，我们对珠海项目的前景估算如下表所示。

若一期 5-6 个剧院左右，暂不考虑酒店，在经过 3 年左右培育期后，若客单价有望 150-200 元，对应客流 250-300 万人次，则其营收有望达到 3.75-6 亿元。如果配套酒店，假设客单价有望 200-250 元，则对应营收有望 5-7.5 亿元，如

投入 20-30 亿元,对应中长线客流若有望 400-600 万人次,客单价 200-300 元,则其营收有望达到 8-18 亿元。当然实际营收前景需要看公司本身演出质量、渠道拓展、分期投入和节奏等多方面情况,我们的估算仅仅供模拟和参考。不过,在上述演艺模式 1.0 到 3.0 迭代基础上,尤其若杭州 3.0 模式取得相对良好的表现,则对其演艺 4.0 模拟有较良好的支持。

表 19: 珠海项目前景敏感性分析 (单位: 百万元)

客单价/客流 万人次	100	150	200	250	300	350	400	450	500	550	600	650	700	750
100	100	150	200	250	300	350	400	450	500	550	600	650	700	750
150	150	225	300	375	450	525	600	675	750	825	900	975	1050	1125
200	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	1100	1200	1300	1400	1500
250	250	375	500	625	750	875	1000	1125	1250	1375	1500	1625	1750	1875
300	300	450	600	750	900	1050	1200	1350	1500	1650	1800	1950	2100	2250
350	350	525	700	875	1050	1225	1400	1575	1750	1925	2100	2275	2450	2625
400	400	600	800	1000	1200	1400	1600	1800	2000	2200	2400	2600	2800	3000
450	450	675	900	1125	1350	1575	1800	2025	2250	2475	2700	2925	3150	3375
500	500	750	1000	1250	1500	1750	2000	2250	2500	2750	3000	3250	3500	3750
550	550	825	1100	1375	1650	1925	2200	2475	2750	3025	3300	3575	3850	4125
600	600	900	1200	1500	1800	2100	2400	2700	3000	3300	3600	3900	4200	4500
650	650	975	1300	1625	1950	2275	2600	2925	3250	3575	3900	4225	4550	4875
700	700	1050	1400	1750	2100	2450	2800	3150	3500	3850	4200	4550	4900	5250
750	750	1125	1500	1875	2250	2625	3000	3375	3750	4125	4500	4875	5250	5625
800	800	1200	1600	2000	2400	2800	3200	3600	4000	4400	4800	5200	5600	6000

资料来源:公司公告等,国信证券经济研究所整理估算

从盈利能力的角度,考虑珠海项目将是公司演艺模式真正 4.0 范本,对标法国狂人国,但又不完全类似。一方面,狂人国本身系非盈利组织经营,而宋城作为一直高度注重投资回报优化的民企,因此在投入上预计更加优化,同时经营效率上也更高;另一方,狂人国因为纬度偏北,每年仅经营 6 个多月,但宋城选址珠海,珠海本身从其气候、地理位置来说更加优异,完全可以全年营业且淡旺季差异有限。因此,从中长线的角度,我们对宋城珠海项目的盈利前景较有信心。只是,考虑酒店等配套,因此盈利能力可能相对低于目前 2.0 模式下成熟期净利率 50%左右的水平。若按 25-40%左右估算其净利率水平,对应中线盈利前景也较为可观。

最重要的是,珠海项目是公司演艺模式真正 4.0 的范本,其本身项目的延展性好于现有 1.0、2.0 模板,更加适应休闲、度假游时代变化,可以为公司进一步扩张提供非常好的借鉴模板。无论对标法国狂人国,还是对标百老汇及伦敦西区,演艺集群形成后,更易发挥平台效应,吸引全世界优秀剧目,形成正向反馈机制,不仅有助于珠海项目本身的成长,也可为公司后续的其他项目、演艺创作、剧目合作等提供储备和更多的可能性。

看点二: 二轮扩张再验商业模式优秀,全国扩张加码助力未来想象空间

首先,在我们此前报告分析基础上,我们将公司目前公告待开业项目和开业项目的开业时间、持股情况、剧院情况整理如下

演艺 1.0 和 2.0 过往项目均验证宋城过往商业模式优异。无论是首轮三亚、丽江、九寨项目,还是二轮扩张中已经落地的桂林、张家界项目,均实现了首年打平或微利(上半年开业一般当年微利,下半年开业一般当年打平),次年有效盈利(一般盈利 5000-8000 万),第三年盈利有望上亿元(九寨受限于场地与季节瓶颈除外)。最为成熟的杭州本部在 2 个剧院支撑的情况下,预计 2019 年收入 8 亿+,业绩 4 个亿左右。

表 20: 宋城演艺已公告项目情况

分类	项目名称	开业时间	持股比例及合作方	剧院及相关说明
自主投资及合作投资	杭州千古情	1997 年	100%	目前 2 家室内+1 家室外, 预计 2020 年有望新开 1 家大剧院和 2 家 500 人座位以上的剧院。
	三亚千古情	2013 年 10 月	100%	含千古情景区, 冰雪世界等, 二号剧院 2019 年底已达成可使用状态, 原动物世界未来预计也可能改造成新剧院
	丽江千古情	2014 年 3 月	100%	配备 2 个剧院, 二号剧院已达成可使用状态
	九寨千古情	2014 年 5 月	80%	1 个剧院, 17 年 8 月地震关闭, 预计 2020 年有望恢复
	桂林漓江千古情	2018 年 7 月	70%, 桂林旅游	预留 3 个剧院空间
	张家界千古情	2019 年 6 月	100%	目前 1 号剧院开业, 2 号剧院在建中
	西安中华千古情	预计 2020 年 6 月	80%, 世园集团	预留 3 个剧院空间
	上海世博项目	预计 2020 年下半年	88%, 世博东迪公司	公园开放式, 计划建设 4 个剧院, 旅游+城市演艺
	佛山千古情	预计 2021 年	100%	公园+剧院, 剧院座位不低于 2500 个, 政府补贴 3.7 亿
	西塘·中国演艺小镇	预计 2021 年	100%	预计包括 4-5 个剧院
	珠海·宋城演艺谷项目	预计 2022 年	100%	预计包括 24 个剧院
	澳洲黄金海岸项目	暂无确定时间表	100%	处于前期规划报批中
	轻资产, 设计创作等一次性收入 2.6-2.7 亿+后续门票收入 20%分成	长沙·宁乡炭河项目	2017 年 7 月	
	江西宜春明月千古情	2018 年 12 月		
	新郑·黄帝千古情	预计 2020 年开业		位于新郑, 投资 5 亿元, 占地约 200 亩

资料来源: 公司公告、公司官网或地方媒体报道等, 国信证券经济研究所整理
 注: 2020 年新项目开业进度可能需结合疫情情况跟踪

表 21: 公司目前已开业异地项目开业后业绩表现及预计

项目	开业时间	开业首年归母盈利	开业次年归母业绩	开业第三年归母业绩	双剧院模式下完全成熟期归母业绩前景展望
三亚 (100%)	2013 年 10 月	1258 万	8030 万	14043 万	3 亿+
丽江 (100%)	2014 年 3 月	922 万	7175 万	11966 万	3 亿+
九寨 (80%)	2014 年 5 月	1549 万	5234 万	估计归母近 7000 万	受限场地仅 1 个剧院, 预计近 1 亿元
桂林 (70%)	2018 年 7 月	估算 200-300 万 (考虑独木桥结算)	预计近 3600 万, 归母 2500 万+	正常预计 5000-8000 万元 (但 20 年因疫情影响预计仅 1500-2500 万)	2-3 亿+
张家界 (100%)	2019 年 6 月	估算基本持平	全年正常预计 5000-7000 万, 但 20 年需兼顾疫情影响调整, 目前预计 1000-2000 万	预计 0.8-1.2 亿元	3 亿+

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理预测

注: 2020 年因大规模传染疫情影响, 需结合最终疫情影响进行纠正, 不代表正常项目推进情况

按现有公告项目时间轴推算, 同时由于疫情带来的扰动, 我们乐观预计 21-22 年公司演艺主业盈利有望较 18 年翻番。根据公司财报披露、官方微信公众号及媒体报道, 公司西安项目预计 2020 年 6 月中下旬开始试营业, 上海项目和轻资产新郑项目也有望 2020 年推出, 但具体可能需要结合疫情情况进行跟踪。佛山、西塘项目则有望 2021 年推出, 珠海项目有望 2022 年推出。结合我们此前深度报告《演艺王者重聚主业, 二轮扩张再显峥嵘》, 参考已开业项目客流表现和开业前三年经营表现, 以及我们的持续跟踪, 我们对公司上述项目进行如下估算。预计桂林、张家界、西安、上海、佛山、西塘六个自主投资项目达到成熟期后 (双剧院模式下) 每年合计营收规模有望实现 15-22 亿, 盈利规模有望 7-11 亿元。除此以外, 考虑轻资产项目持续性收益 (单个项目一次性收益 2.6 亿预计在 2016-2020 年之间逐步体现), 即仅考虑宜春和新郑的门票收入 20%增量部分, 预计二者收入合计 4000-8000 万, 税后净利润估算 2400-4800 万。在新项目全部如期开业和九寨项目 2020 年内恢复的假设下 (未考虑澳洲项目, 假设珠海项目假设 2022 年左右开业), 乐观预计 2021-2022 年左右, 公司旅游演艺主业盈利较其 2018 年演艺主业 8.8 亿元的盈利规模有望翻番。

表 22: 宋城演艺二轮项目盈利空间估算

分类	项目名称	开业时间	对标	持股比例	预计项目 3 年初步成熟后每年收入体量	3 年左右较成熟期盈利体量估算
自主投资项目 (全额确认 门票收入)	桂林阳朔千古情	2018 年 7 月开业	丽江/三亚	70%	2.0-3.5 亿元	归母利润预计 0.5-0.9 亿元 (疫情影响可能滞后 1 年体现)
	张家界千古情	2019 年 6 月开业	丽江/三亚	100%	2.0-3.5 亿元	归母利润预计 1.0-1.2 亿元 (疫情可能扰动滞后)
	西安中华千古情	预计 2020 年 6 月	三亚/杭州	80%	3.0-4.5 亿元	归母业绩 1.2-2.0 亿元
	上海千古情	预计 2020 年	三亚/杭州	100%	3.0-4.5 亿元	归母业绩 1.5-2.2 亿元
	佛山千古情	预计 2021 年开业	丽江/三亚	100%	2.5-4.0 亿元	归母业绩 1.2-2.0 亿元
	西塘千古情	预计 2021 年开业	三亚/杭州	100%	3.0-4.5 亿元	归母业绩 1.5-2.2 亿元
	珠海千古情	预计 2022 年	新模式	100%	需看一期投入情况及多剧院模式效果	
	澳洲项目	暂定中		100%	公司预计可能 2-4 亿的澳币收入, 1-2 亿的澳币利润, 但目前观察中, 已拿地, 但公司规划重启审批过程中。	
轻资产项目 (一次性服务 费 2.6-2.7 亿分 2-3 年确 认+开业后每 年门票收入* 提成比例)	江西宜春明月千古情景区	2018 年 12 月底开业	宁乡	不持股, 仅门票分成	一次性服务费 2.7 亿 (含开业活动费) 分 2-3 年确认, 开业前后确认 2 个亿的 60-70%, 之后 6000-7000 万分 5 期或 10 期确认, 此外开业后每年 2000-4000 万的管理费收入提成 (收入 20%)	
	郑州黄帝千古情景区	预计 2020 年上半年	宁乡	不持股, 仅门票分成	一次性服务费 2.6 亿分 2-3 年确认, 开业前后确认 2 个亿的 60-70%, 之后 6000-7000 万分 5 期或 10 期确认, 此外开业后每年 2000-4000 万的管理费收入提成 (收入 20%)	

资料来源:公司公告, 投资者关系活动表, 国信证券经济研究所整理

注: 由于疫情带来 2020 年业绩扰动及开业节奏或有扰动, 部分项目相应测算可能推后 1 年影响。

全国演艺版图有望不断添砖加瓦。结合公司官方微信公众号披露, 除了目前已经公告的上述项目外, 公司未来还可能在**北京、成都、重庆、珠海、江苏、贵州**等区域布局新项目, **我们预计公司未来全国 (含港澳台) 合计共 18-20 个左右的项目空间相对仍有一定支撑 (包括已经公告项目)**。此外, 结合公司 2019 年报, 公司 **2019 年还成立泰国芭提雅等相关公司**, 未来不排除在芭提雅等国一些经典境外旅游目的地持续延伸布局。

图 55: 宋城演艺现有项目分布图



资料来源: 公司公告及官网资料等, 国信证券经济研究所整理

结合上图以及我们对公司既有公告项目或储备项目 2018 年区域客流和区域代表景区客流的汇总分析, 公司目前二轮项目选址本身多系国内一线旅游目的地, 未来从区域选址和项目配套比较来看, 有望对标丽江/三亚, 部分区域如西安等地中长线体量还有望对标杭州本部。

表 23: 公司首轮、次轮及或有潜在项目区域客流情况

分类	城市	2018 年接待游客 (万人次)	代表景区	2018 年代表景区接待游客 (万人次)
本部	杭州	18403	西湖/灵隐寺	1766/343
第一轮	三亚	2100	三亚天涯海角	480
第一轮	丽江	4643	玉龙雪山	432
第一轮	阿坝州	2910	九寨沟	500
第二轮	阳朔	1750	银子岩	279
第二轮	张家界	8522	武陵源核心景区一次进山	409
第二轮	西安	24700	秦始皇帝陵	858
第二轮	上海	34871	东方明珠塔	900+
第二轮	佛山	5424	西樵山	594
第二轮	嘉善县	1717	西塘古镇	1000+
第二轮	珠海	2778	珠海长隆海洋王国	1083
潜在可能	北京	31093	故宫	1700+
潜在可能	江苏苏州	2182	苏州园林	4A 景区及以上 137 万
潜在可能	重庆	59723	洪崖洞	776
潜在可能	成都	24000	青城山-都江堰	812
潜在可能	贵州安顺	10100	黄果树瀑布	9490
潜在可能	澳门	3580	-	-
潜在可能	海南海口	2671	-	-
潜在可能	泰国芭提雅	1370	-	-

资料来源:各地旅游局、凤凰网, 新浪网、<https://www.bangkokpost.com/>等, 国信证券经济研究所整理
 注: 阿坝州及九寨沟系 2017 年数据, 九寨沟 2017 年 8 月地震, 此后关闭。芭提雅客流系 2016 年数据。

在这种情况下, 我们在不同假设背景下, 对公司未来盈利前景测算如下, 其中谨慎假设仅考虑已公告项目, 且基本未考虑多剧院成效, 且假设未公告项目中未来仅可能落地 1-2 个; 中性假设则考虑了存量和新开项目多剧院对盈利空间的提振, 且考虑储备项目未来能落地 3-5 个; 乐观假设对多剧院成效较为积极, 且储备项目尚能落地 8-9 个, 据此推算公司中长线盈利空间如下表所示。

表 24: 宋城演艺的潜在空间 (分谨慎、中性和乐观三种假设, 假设项目运营 5-8 年后不断丰富达到成熟期)

分类	项目区域	谨慎假设	中性假设	乐观假设	说明
本部	杭州	4.0-4.5 亿元	4.5-5.5 亿元	5.5-7.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效, 其中乐观假设还考虑杭州乐园等部分协同
第一轮	三亚	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第一轮	丽江	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第一轮	阿坝州	0.7-0.8 亿元	0.8-1.0 亿元	1.0-1.5 亿元	场地相对受限制, 乐观假设部分考虑租赁或拓展剧院
第二轮	阳朔	2.0-2.5 亿元	2.5-3.5 亿元	3.5-4.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	张家界	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	西安	2.5-3.5 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	上海	2.0-3.0 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效, 开放式模式对吸引游客帮助较大
第二轮	佛山	2.0-2.5 亿元	2.5-3.5 亿元	3.5-4.5 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效, 本身因补贴预计净利率较高
第二轮	西塘	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	珠海	1.2-2.0 亿元	2.0-4.0 亿元	4.0-7.0 亿元	新模式探索, 盈利空间波动范围更大
第二轮	澳洲	0.5-1.5 亿元	1.5-2.5 亿元	2.5-3.0 亿元	国外模式, 待验证, 故波动空间较大
潜在可能	北京	2.0-3.0 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	
潜在可能	江苏苏州		3.0-4.0 亿元	4.0-5.0 亿元	
潜在可能	重庆			4.5-6.0 亿元	
潜在可能	成都	2.0-3.5 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	
潜在可能	贵州安顺			2.5-3.0 亿元	
潜在可能	澳门		2.0-2.5 亿元	2.5-3.0 亿元	
潜在可能	海南海口			2.5-3.0 亿元	
潜在可能	其他国外		2.0-2.5 亿元	2.5-3.0 亿元	
潜在可能	其他国内		2.5-3.5 亿元	3.5-4.5 亿元	

资料来源:公司公告及官网、官微等资料, 国信证券经济研究所整理估计

综合来看, 若假设公司未来项目落地且运营 5-8 年不断丰富达到成熟期后, 谨慎假设下, 即仅考虑已公告项目和 1-2 个储备项目, 预计未来 5-8 年后的公司

长线盈利空间预计有望约 29-40 亿元；中性假设下，考虑公司未来存量、新项目落地运营成熟，多剧院项目取得成效，且部分储备项目也落地运营良好情况下，预计公司未来 5-8 年后长线盈利空间有望 40-70 亿元；乐观假设下，考虑公司未来所有公告和储备项目落地且运营成熟后，多剧院模式取得良好成效，预计未来其项目落地 5-8 年后长线盈利空间或有望 70-90 亿元，整体长线盈利成长想象空间较为广阔。

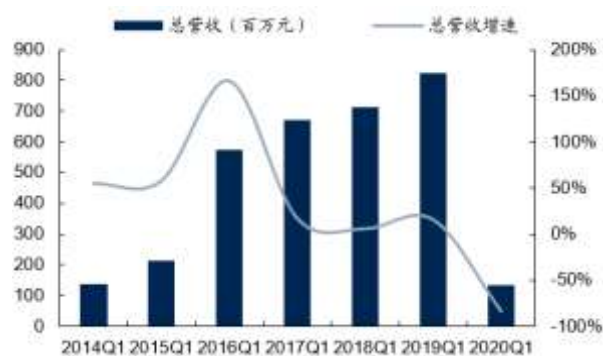
我们认为，宋城演艺无论第一轮异地项目三亚、丽江、九寨还是第二轮项目桂林、张家界均不断验证其商业模式优异，且具有强劲的商业模式外延扩张能力，自主的门票定价权以及超高的客流转化能力。2018-2021 年是公司新一轮外地项目开业周期，2020 年其第二轮核心项目西安、上海有望落地，虽然有疫情扰动，但中线业绩增长确定性强，事件驱动性多，且后续预计仍有持续新项目落地，演艺集群模式的逐步探索有助于拓宽公司存量成长空间和新业务模式，有助于中长期成长。

最新跟踪：复园在望，沉寂中磨砺新成长，西安项目预计 6 月营业

疫情下短期业绩冲击难免。新型肺炎疫情防控下，宋城演艺核心景区自 2020 年 1 月 24 日起暂时闭园，导致公司短期主业相对受影响。2020Q1，公司实现营业总收入 1.34 亿元/-83.71%；归母业绩 4996.03 万元/-86.50%，扣非业绩 1846.77 万元，同比下降 94.87%，EPS 0.03 元，疫情影响和六间房出表带来业绩明显下滑。

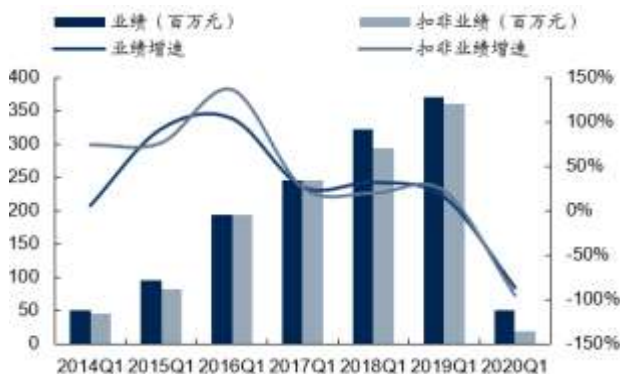
具体来看，剔除花房投资收益（2000 万+）和政府补助（税前 2254 万）影响，公司今年一季度演艺主业基本打平，与轻资产收入确认有关。剔除轻资产收入确认，我们预计公司一季度亏损 4000-6000 万元，对比国内其他可比景区一季度表现，并考虑公司已经开业了杭州、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界多个项目的背景下，在这种情况下，上述表现也能侧面体现公司演艺+公园模式固定成本相对可控。

图 56：公司一季度收入下滑 84%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 57：公司一季度业绩下滑 87%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

此前，根据文化和旅游部、国家卫生健康委 4 月 13 日联合印发《关于做好旅游景区疫情防控和有序开放工作的通知》，要求疫情防控期间，旅游景区只开放室外区域，室内场所暂不开放，接待游客量不得超过核定最大承载量的 30%。受此影响，截至 5 月上旬，公司核心项目仍处于关闭状态中，复园时间尚未明确，故疫情下，上市公司今年全年业绩明显下滑已经在所难免。

但是，结合国内目前各方面复工复产的节奏，公司整体复园节奏逐步在望，西安项目有望今年 6 月中下旬试营业。首先，如下表，国内黄山、峨眉山、张家界等一线景区和类似魅力湘西的演艺（室外）3-4 月已经相继开放，虽然基本系室外景区，且要求限流，但整体也开始逐步恢复。其次，上海海昌海洋主题公园（室外）4 月 17 日恢复开园，5 月 10 日室内项目全部恢复开业，而上海迪士尼乐园室内+室外

游览项目将于5月11日起重新对公众开放，限流20%；杭州线下培训机构2020年5月9日开始可逐步有条件复课。其三，2020年5月7日，国务院印发应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于做好新冠肺炎常态化防控工作的指导意见。指导意见提出，按照相关技术指南，在落实防控措施前提下，全面开放商场、超市、宾馆、餐馆等生活场所；采取预约、限流等方式，开放公园、旅游景区、运动场所，图书馆、博物馆、美术馆等室内场馆，以及影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所，可举办各类必要的会议、会展活动等。国内室内景区限制也有望开始趋于松动。并且，参考中华网今年5月7日最新报道，公司新项目之西安项目预计今年6月中下旬可以试营业。届时除了万众期待的《西安千古情》大型歌舞，观众还可以在这里欣赏到国潮剧《花想容》、全息秀《幻影》、都市秀《摩登时代》、5D实景剧《大地震》等数十台高水准的精彩演出。鉴于此，我们认为，公司恢复开业的政策阻力也有望逐步消除，后续核心景区复园也逐步在望。

表 25: 国内部分景区或主题公园恢复开业时间

景区	恢复营业时间	营业要求
黄山	2月21日	黄山风景区目前开放南大门的慈光阁、云谷寺票房，（北大门、西大门票房暂不开放）；开放南大门新国线集散中心换乘点及云谷寺、桃花峰换乘点，每车不得超过16人，车内隔座就座，（其他换乘点暂不开放）；开放玉屏索道、云谷索道，每车不得超过2人，（太平索道暂不开放）；开放景点为除西海大峡谷、莲花峰以及景区正在封闭轮休景点外的所有景点；山上开放酒店为玉屏楼宾馆、狮林大酒店（截至2月21日）。3月17日扩大开放范围及延长开放时间，五一期间景区日接待量不超过15000人。
峨眉山	3月23日	五一期间，单日限流人数从1.6万人下调至1.35万人，景区内露天景点全部开放，寺庙暂不开放，《只有峨眉山》演艺也暂不恢复演出。
张家界自然景区	3月29日	五一期间，对景区实行限量开放，旅游景区只开放室外区域，室内场所暂不开放，严格执行每小时限制1500人的客流量进山，当游客大厅游客数量超过30%的时，立即采取分段进入的措施。
魅力湘西（室外）	4月2日	每日一场，改为室外演出，每晚19点，游客需出示健康码，戴口罩，对号分开就坐。
乌镇	4月15日	开放范围为西栅历史街区户外游览区域（2月26日东栅开放，2月28日乌村开放），部分室内景点和表演项目暂缓开放，酒店、民宿、餐饮服务自景区开放日起逐步恢复营业。游客日最高承载量和瞬时最大承载量不超过核定值的30%。
上海海昌海洋公园	4月17日/5月10日	4月17日开放室外区域，其他区域将陆续开放，游客日最高承载量和瞬时最大承载量不超过核定值的30%。对体温超过37.3℃或者健康码为红色、黄色人员劝离；5月10日室内项目全部开放。
古北水镇	4月23日	开放范围为古北水镇景区室外游览区域，部分室内景点和表演项目暂缓开放，并严格限流30%，司马台长城4月13日恢复开放。酒店、民宿、餐饮服务自景区开放日起逐步恢复营业。游客应提前申领健康码，进京游客入住酒店需持有7日内经当地核酸检测阴性呈阴性的健康证明（截至4月23日）。
上海迪士尼	5月11日	自5月11日起，上海迪士尼乐园内的大部分景点、游乐项目、部分娱乐演出以及商店和餐厅将在控制客流量的基础上恢复运营。一些有频繁互动的景点和体验，如儿童游玩区，以及剧院演出将暂时不对游客开放。将实施系列新的运营举措和流程，包括实行限流、要求游客提前购票及预约入园；在乐园的排队区域、餐厅、游乐项目和其他设施安排安全距离；以及增加卫生消毒的频次等。

资料来源:Wind, 公司公告及官微等, 国信证券经济研究所整理

表 26: 4-5月国内室内景区或线下培训机构逐步恢复通知

时间	区域	核心内容
4月24日起	江西	经当地人民政府同意后，审慎、安全、有序推进娱乐场所、互联网上网服务营业场所复工复产。
5月2日起	南通	590家校外培训、学生托管、婴幼儿托育等机构通过验收，从5月2日起，可以恢复运营。
5月7日起	淮南	自5月7日起，各互联网上网服务营业场所等文旅场所具体开放时间由各县区（园区）党委（党工委）、政府（管委会）决定。
5月7日起	全国	在落实防控措施前提下，全面开放商场、超市、宾馆、餐馆等生活场所；采取预约、限流等方式，开放公园、旅游景区、运动场所，图书馆、博物馆、美术馆等室内场馆，以及影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所，可举办各类必要的会议、会展活动等。
5月9日起	杭州	全市各类校外培训机构经核验符合复课（复训）标准的，自5月9日起可陆续恢复开展线下培训。

资料来源:Wind, 国务院, 搜狐网等媒体报道, 国信整经机

表 27: 宋城演艺部分项目恢复开业时间（轻资产室外+西安项目预计时间）

项目	恢复营业时间	说明
明月千古情项目	2月21日	景区仅开放户外景点，千古情大剧院、丛林秘境亲子乐园等室内密闭场馆暂不开放。
炭河项目	3月24日	仅开放室外景区，室内演出不开放
西安千古情	预计今年6月开放	以“中国故事，西安文化，世界水平，宋城品质”为定位，包含6个剧院和表演场所、10台国际水准的演出。

资料来源:长沙本地宝, 中华网等, 国信证券经济研究所整理

疫情下厉兵秣马多剧院内容不断丰富，备战新成长。疫情背景下，公司仍全面推进

各景区剧院矩阵的建设和多元化内容的打造。结合公司公告，其杭州、上海和西安作为宋城演艺王国的首批项目，将实现从单台演出到多台演出、单张门票到多种门票组合的转型升级，推动公司向聚合+开放的平台型方向发展，积极探索演艺集群模式发力新成长。宋城演艺王国除了拥有王牌演出《宋城千古情》之外，还将推出《花想容》、沉浸式演出《上甘岭》《古堡惊魂》、大型实景演出《维京海盗》，以及《燕青打擂》等 30 余台演出。与此同时，桂林、张家界等项目预计也将不断丰富，以期不断提升景区的综合竞争力。

表 28: 宋城演艺部分核心项目有望全新亮相，上海、西安新项目也有望推出

项目名称	核心演出	其他配套演出
杭州宋城本部	《宋城千古情》	国潮剧《花想容》、怀旧剧《喀秋莎》、都市秀《摩登时代》、全息秀《大地震》以及《映山红》《燕青打擂》《铡美案》《抛绣球》《快闪》《走街》《锅庄》等
桂林项目	《桂林千古情》	《大地震》《水上飞人》《民族快闪》《灵渠点兵》《锅庄狂欢》
张家界项目	《张家界千古情》	《民族迎宾巡游》《摆手篝火狂欢》《土司招婿》《江湖快闪秀》
杭州乐园		全新升级《精灵花式大巡游》《真人油画秀》《恐龙快闪秀》等网红演艺秀，融入移动花车、不倒翁、机器人等多种网红元素
上海项目	《上海千古情》	包括沉浸式演出，国际歌舞秀、悬疑等多种形式
西安项目	《西安千古情》	国潮剧《花想容》、全息秀《幻影》、都市秀《摩登时代》、5D 实景剧《大地震》等数十台高水准的精彩演出。

资料来源:公司公告及微信公众号，每日经济新闻，中华网等，国信证券经济研究所整理

图 58: 宋城新定位：让生活有戏，开启多剧院模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 59: 公司新推全息秀幻影



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 60: 国潮剧花想容



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 61: 5D 实景剧大地震剧照



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 62: 战争剧喀秋莎



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 63: 都市剧摩登时代



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

综合来看, 疫情下, 公司冲击难免, 尤其考虑到公司核心以室内演出为代表, 因此疫情后的短期恢复节奏确实也受到一定不利影响。但总体来看, 最坏时刻已过, 公司核心项目逐步复园在望, 西安等新项目时间也已明确。

中长线来看, 短期疫情冲击不改公司中线成长逻辑。一方面, 公司过往已开业项目均反复验证其模式优秀 (首年打平, 次年盈利, 3 年后净利率逐步 40%+), 短期疫情虽然可能部分影响阶段开工节奏, 但不改公司中线复制扩张逻辑, 且未来储备项目仍有持续落地预期。另一方面, 公司在疫情下的沉寂时间全面厉兵秣马, 发力演艺王国模式, 不断设计储备新演出项目, 未来演艺集群模式有望带来新支撑。结合我们此前报告分析以及第一节对国外演出项目梳理, 我们认为, 对标国外成功经验法国狂人国 40 年长盛不衰成功经验 (每年开业不到 7 月, 客流 250 万, 重游率 60%+), 未来长线成长空间值得期待。

盈利预测及投资建议

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

参考目前国内复工复产进度及景区恢复节奏,我们假设公司存量项目杭州本部、三亚、丽江、桂林、张家界等核心项目 2020 年 5-6 月有望恢复开业,并考虑一定恢复期影响,预计其今年收入承压显著,具体情况如下表所示,2021 年多剧院模式逐步培育,在低基数下呈现显著恢复性增长,2022 年多剧院模式持续显现保持稳定良好成长;

新项目:我们预计西安项目今年 6 月下旬试营业,上海项目今年暑期左右开业,轻资产新郑项目 2020 年开业并带来轻资产收入贡献;九寨项目项目预计 2020 年暑期左右恢复开业,佛山、西塘、珠海项目 2021-2022 年陆续开业,其中我们假设西安 2020 年西安、上海项目打平微利,2021 年开始贡献业绩;佛山、西塘项目 2021 年开业并贡献盈利,珠海项目 2022 年开业并贡献业绩,具体如下表。

表 29: 宋城演艺主要项目收入预测情况

收入	开业时间(新项目系估算)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
杭州本部	1997 年	84,217	93,588	91,888	50,552	99,241	106,381
			11%	-2%	-45%	96%	7%
三亚项目	2013 年 10 月	33,998	42,672	39,273	21,993	49,877	59,353
			26%	-8%	-44%	127%	19%
丽江项目	2014 年 3 月	22,724	26,696	33,343	19,673	42,346	51,662
			17%	25%	-41%	115%	22%
九寨沟项目	2014 年 5 月	9,059	178	0	4,478	15,750	18,900
			-98%	--	--	252%	20%
桂林	2018 年 7 月		4,266	16,065	10,282	23,616	31,172
				277%	-36%	130%	32%
张家界	2019 年 6 月底			6,547	5,500	16,225	22,228
西安	预计 2020 年 6 月试营业				2,500	2,500	15,700
上海	预计 2020 年暑期				1,900	1,900	14,800
佛山	预计 2021 年				0	6,000	12,500
西塘	预计 2021 年				0	8,500	17,500
珠海	预计 2022 年				0	0	14,800
独木桥		12,058	17,349	18,043	12,630	20,081	22,290
			44%	4%	-30%	59%	11%
轻资产合计		16,315	12,668	17,328	16,800	17,600	10,200
六间房	2019 年 4 月底出表	124,013	123,360	38,341			
			-1%	-69%			
总收入		302,383	321,140	261,175	146,807	330,506	411,463
收入增速			14%	6%	-19%	-44%	125%
剔除六间房主业收入增速			15%	11%	13%	-34%	125%

资料来源:公司财报,国信证券经济研究所整理预测

投资建议

综合来看,在上述假设前提下,我们维持此前一季点评时的盈利预测,预计公司 2020-2022 年收入分别为 14.68、33.05、41.15 亿元,其中 2020 年受疫情影响,收入和盈利均现在承压;预计 2020-2022 年归属母公司净利润 5.53/16.71/20.47 亿元,对应 EPS0.38/1.15/1.41 元,相应估值 79/26/21 倍,其中预计 20-22 年旅游演艺主业业绩 4.69/15.97/19.87 亿元,对应 EPS 0.32/1.10/1.37 元,相应动态 PE 估值 94/28/22 倍。

客观而言，受疫情影响，公司今年收入业绩明显承压已经在所难免，但环比来看，公司核心项目已复园在望。公司核心项目今年1月24日闭园后，截至5月10日，公司核心项目仍未复园或明确复园时间，且室内演出模式短期出游信心恢复节奏相对受制，预计公司今年全年业绩冲击在所难免。短期建议跟踪疫情逐步企稳后的复园节奏。不过，考虑目前室内景区政策开始有所松绑，上海迪士尼、海昌等主题公园5月10-11日相继有望恢复营业（包括室内景区），线下培训也开始松绑，且公司西安项目有望今年6月中下旬试营业，各种信号均显示公司核心项目已经复园在望。

中线来看：1、公司过往旅游演艺商业模式复制不断验证，目前正处二轮扩张进行时，新一轮桂林、张家界项目开业以来表现良好，同时，2020年西安、新郑、上海项目有望推出，佛山、西塘、珠海等项目有望2021-2022年推出，中线成长确定性支撑；2、结合持续跟踪未来还可能在北、成、重以及境外芭提雅等区域继续布局，从1到4到N，公司演艺持续复制扩张空间广阔；3、公司在疫情沉寂期间全面打造演艺集群模式的演艺王国，杭州、西安、上海今年有望首批试点演艺王国模式，未来将推出10余台节目及套餐多元化定价，其他项目后续也有望拓展第二剧院等，对标法国狂人国演艺集群40年长盛不衰成功经验，有望拓宽公司存量项目天花板，孵化中长期成长新看点。

从估值来看，公司此前第一轮和疫情前二轮异地扩张加速期间均助力估值提升，动态估值均值36-38x，估值波动区间【24x,47x】。我们认为公司商业模式优良，疫情不改中长线成长逻辑和盈利想象空间，短期逐步复园有望，目前正处于公司二轮项目扩张进行时，明后年动态估值仍有良好支撑，给予未来12个月合理市值570~600亿元（28-34%空间，对应2021年34~36x），继续“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司合理估值在 39.1-41.4 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 2021 年 35 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

疫情影响下，公司目前存量项目复园时间尚未明确确定，其复园节奏及复园后出游信心恢复情况均对公司短期经营收入和盈利产生重要影响，因此短期盈利预测需要根据疫情后复园节奏和游客复园信心恢复情况确定，存在较大不确定性。特别公司系室内演出，人员较为密集，疫情特殊影响下可能影响较大。

我们预计西安项目今年 6 月下旬试营业，上海项目今年暑期左右开业，轻资产新郑项目 2020 年开业；九寨项目项目 2020 年暑期恢复开业，佛山、西塘、珠海（一期）项目 2021-2022 年陆续开业，其中我们假设西安 2020 年西安、上海项目打平微利，2021 年开始贡献业绩，佛山、西塘项目 2021 年开业并贡献盈利，珠海项目 2022 年开业并贡献一定盈利，上述假设可能因为开业时间进度不达预期等使的上述盈利预测估算乐观，珠海项目也可能因为一期投资相对不低短期可能盈利不达预期。

我们假设存量项目 2020 年 5-6 月复园，但实际复园节奏可能低于我们的预期，且复园后，丽江、三亚和杭州项目等存量项目表现也可能低于我们的盈利预测假设。

珠海项目未来中线盈利成长可能低于预期。

公司多剧院模式探索可能低于预期。

政策风险

互联网演艺领域政策监管较为严格，未来不排除存在政策风险。

目前景区门票降价主要针对国有重点景区，民企主题公园暂不涉及，且因其自主投资的商业特点一般而言较难干预，但未来也不能排除对民企这类景区门票提价约束等的潜在风险。

财务风险

六间房目前已经完成出表，但因为上市公司仍持有 39.53%的花房股权，花房未来的业绩波动对公司业绩波动仍可能有一定影响，若表现持续低预期存在长期股权投资减值的风险。

市场风险

新项目建设进度可能低于预期，可能受环保、招拍挂进度、天气等因素影响，同时虽然公司过往异地项目总体较为成功，但未来新项目开业后的经营情况也可能因市场竞争或宏观经济等因素表现低于预期。其中，澳洲项目因为在国外，所受监管规定与国内可能有一定差异，且目标受众与国内游客可能也有一定偏差，最终经营成果存在一定的不确定性。

存量项目增长可能相对平稳，多剧院模式探索可能低于预期，且部分区域其他新增竞争项目可能带来阶段影响。

系统性风险

宏观经济系统性风险

大规模传染疫情风险：导致公司项目被迫停止营业或客流显著低于预期等风险。疫情防控下的限流等措施也可能影响公司上座率和盈利表现

其它风险

公司控股股东或者刘岩等六间房原有股东的减持风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1785	1200	1000	1000	营业收入	2612	1468	3305	4115
应收款项	131	72	136	169	营业成本	747	775	919	1122
存货净额	6	2	2	3	营业税金及附加	36	15	33	41
其他流动资产	145	117	182	226	销售费用	146	206	152	175
流动资产合计	2921	2758	3507	4897	管理费用	188	248	230	261
固定资产	2681	3176	3823	4182	财务费用	(18)	(52)	42	94
无形资产及其他	1498	1456	1413	1370	投资收益	273	118	120	86
投资性房地产	472	472	472	472	资产减值及公允价值变动	18	(40)	(8)	(6)
长期股权投资	3469	4625	6409	7209	其他收入	(78)	310	0	0
资产总计	11041	12487	15623	18130	营业利润	1726	665	2041	2502
短期借款及交易性金融负债	0	892	2452	3055	营业外净收支	(96)	15	10	10
应付款项	301	258	308	385	利润总额	1630	680	2051	2512
其他流动负债	464	486	433	528	所得税费用	265	156	390	477
流动负债合计	765	1636	3192	3968	少数股东损益	25	(30)	(10)	(12)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1340	553	1671	2047
其他长期负债	394	523	692	693					
长期负债合计	394	523	692	693	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1159	2159	3884	4661	净利润	1340	553	1671	2047
少数股东权益	268	243	234	224	资产减值准备	(14)	(1)	3	2
股东权益	9614	10084	11505	13245	折旧摊销	228	309	371	426
负债和股东权益总计	11041	12487	15623	18130	公允价值变动损失	(18)	40	8	6
					财务费用	(18)	(52)	42	94
关键财务与估值指标					营运资本变动	3684	197	40	97
每股收益	0.92	0.38	1.15	1.41	其它	36	(24)	(11)	(13)
每股红利	0.12	0.06	0.17	0.21	经营活动现金流	5255	1074	2082	2565
每股净资产	6.62	6.94	7.92	9.12	资本开支	(583)	(800)	(986)	(750)
ROIC	18%	4%	30%	36%	其它投资现金流	(748)	(512)	(820)	(1312)
ROE	14%	5%	15%	15%	投资活动现金流	(3743)	(2469)	(3591)	(2862)
毛利率	71%	47%	72%	73%	权益性融资	14	0	0	0
EBIT Margin	57%	15%	60%	61%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	66%	36%	71%	71%	支付股利、利息	(174)	(83)	(251)	(307)
收入增长	-19%	-44%	125%	24%	其它融资现金流	(941)	892	1559	604
净利润增长率	4%	-59%	202%	22%	融资活动现金流	(1277)	809	1309	297
资产负债率	13%	19%	26%	27%	现金净变动	235	(585)	(200)	0
息率	0.4%	0.2%	0.6%	0.7%	货币资金的期初余额	1550	1785	1200	1000
P/E	32.8	79.5	26.3	21.5	货币资金的期末余额	1785	1200	1000	1000
P/B	4.6	4.4	3.8	3.3	企业自由现金流	4581	(121)	1022	1811
EV/EBITDA	26.2	86.4	20.4	16.5	权益自由现金流	3639	812	2547	2338

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032