

“演艺王国”华丽蜕变，“城市演艺”广阔天地

——宋城演艺（300144.SZ）深度跟踪研究

要点

走出疫情，迎接第三轮城市演艺扩张窗口。 国庆中秋黄金周杭州宋城景区试水的杭州宋城演艺王国项目，旗下各景区合计接待游客同比恢复约91.5%，营收与去年同期持平；“千古情”演出场次同比增加11.5%。作为公司第三轮扩张的核心项目之一，上海“宋城演艺·世博大舞台”将于2021年一季度开业。与过去的旅游演艺项目不同，该项目是公司在城市演艺市场的首次尝试。

城市演艺：广阔空间，大有可为。 旅游演艺已经进入成熟阶段，面临行业增速放缓、产品单一等现实困境。从演艺规模、集聚程度、竞争格局角度考虑，城市演艺市场蕴藏着巨大发展潜力。旅游演艺依靠旅游目的地客源导流，而城市演艺凭借优质的演出内容吸引客流。围绕建设“亚洲演艺之都”的目标，上海正在积极打造都市演艺集群。

逆锋起笔，量价提升打造“演艺王国”。 在行业规模增速放缓背景下，公司积极创新推出宋城演艺3.0版本——“演艺王国”。利用疫情停滞期，宋城谋划转型升级，从“一台剧目、一个公园、一张门票”向“多剧目、多票型”的“演艺平台”转变。“演艺王国”模式在杭州大本营试验成功后，未来也可能向三亚、丽江等其他千古情景区推广。通过多元化剧目、多票价体系，存量千古情项目有望获得全新成长空间。

上海宋城，从旅游演艺走向城市演艺。 公司与上海世博东迪文化发展有限公司共同设立子公司，打造“宋城演艺·世博大舞台项目”，其中宋城演艺占股88%。向城市演艺发展是宋城另一个可以着力的突破口。对比商业性城市演艺典范百老汇可以发现，城市演艺的成功离不开区位、内容和营销这三个要素。上海项目是宋城第一次落户一线城市，旨在打造集文化演出、游乐互动、商业配套等为一体的时尚娱乐中心。上海项目的落成，标志着公司从旅游演艺向城市演艺迈出了历史性的一步。依托卓越的区位条件、内部创新+外部引进的丰富内容，以及多元的营销活动和票价体系，宋城上海有力打响城市演艺第一枪。

盈利预测、估值与评级： 由于旅游业复苏进度与上海宋城项目开业时间晚于预期，我们下调20/21年盈利预测，同时维持22年盈利预测。我们预计公司20-22年净利润分别为4.7/14.8/18.1亿元，对应EPS分别为0.18/0.56/0.69元，对应PE分别为92x/29x/24x。公司正处于第三轮扩张的窗口期，随着2021年上海项目的落地有望进一步切入城市演艺市场，另一方面“演艺王国”模式有望为存量项目带来客流、票价双升。我们看好公司在城市演艺的拓展以及“演艺王国”未来的可复制性，维持“买入”评级。

风险提示： 上海项目开业时间推迟；新冠疫情反复；大股东减持

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,211	2,612	1,376	3,073	3,859
营业收入增长率	6.20%	-18.67%	-47.33%	123.39%	25.60%
净利润(百万元)	1,287	1,340	467	1,475	1,813
净利润增长率	20.57%	4.09%	-65.16%	215.92%	22.94%
EPS(元)	0.89	0.92	0.18	0.56	0.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.20%	13.94%	4.77%	13.23%	14.41%
P/E	19	18	92	29	24
P/B	2.9	2.5	4.5	3.9	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-19（注：按最新股本摊薄测算）

买入（维持）

当前价：16.44元

作者

分析师：菅成广

执业证书编号：S0930519080002

021-52523799

jiangc@ebscn.com

分析师：唐佳睿

CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM

执业证书编号：S0930516050001

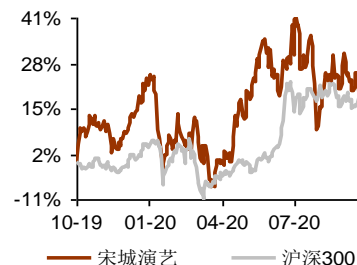
021-52523866

tangjiarui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.15
总市值(亿元)	437.96
一年最低/最高(元)	13.25/20.99
近3月换手率	59.45%

股价相对走势



收益表现

	%	1M	3M	1Y
相对	-8.81	-20.91	-17.93	
绝对	-7.66	-18.53	5.91	

资料来源：Wind

投资聚焦

1.现场演艺

客流预测：受疫情影响 2020 年宋城业务被迫停摆近半年，随着疫情得到控制，2021-2022 年客流会逐步得到恢复，因此我们预测杭州、三亚、丽江、桂林等成熟项目 2020E-2022E 客流增速分别为-50%/110%/10%。假设 20 年新开业的西安项目客流达 100 万人次，21E-22E 客流增速为 175%/20%。假设上海项目于 21 年开业，首年客流量达 210 万，客流增速 130%。

票价预测：我们假设在保留 320 元/人票价的基础上，宋城基于多元剧目将在 2021 年推出 399 元/人一日票，且 399 票价的购买比例逐年提高，2020E-2022E 实际票价以 4%/5%/5%递增。

2.旅游休闲

旅游服务业务主要受益于轻资产输出业务和网络票务销售业务，依靠收取服务费、受托经营管理费实现收入，假设旅游服务板块 2020E-2022E 营业收入增速分别为-20%/43%/-2%。

我们区别于市场的观点

除了 6 月复园以来经营持续修复外，我们提醒投资者特别重视当下公司正在开启的第三轮扩张窗口。在疫情的半年冻结期中，公司修炼内功已然完成了华丽蜕变：

(1) 存量旅游演艺升级：国庆期间宋城演艺 3.0 版本“演艺王国”项目在杭州成功试水，实现从“一台剧目、一个公园、一张门票”向“多剧目、多票型”的“演艺平台”转变。散客率创历史新高，人均客单价提升超 30 元。“演艺王国”模式在杭州大本营试验成功后，未来也可能向三亚、丽江等其他千古情景区推广。通过多元化剧目、多票价体系，存量千古情项目有望获得全新成长空间。

(2) 落子上海，从世博走向城市演艺：围绕建设“亚洲演艺之都”的目标，上海正在积极打造都市演艺集群。上海“宋城演艺·世博大舞台”将于 2021 年一季度开业。对比商业性城市演艺典范百老汇可以发现，城市演艺的成功离不开区位、内容和营销这三个要素。2021 年开业的宋城上海项目坐落于世博园演出剧场群，依托卓越的区位条件、内部创新+外部引进的丰富内容，以及多元的营销活动和票价体系，宋城上海有能力打响城市演艺第一枪。

股价上涨的催化因素

上海“宋城演艺·世博大舞台项目”开业；存量项目转型“演艺王国”带动剧目内容与票价体系提升；旅游行业景气度修复。

估值与评级

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 13.8/30.7/38.6 亿元，净利润分别为 4.7/14.8/18.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.18/0.56/0.69 元，对应 PE 分别为 92x/29x/24x。公司正处于第三轮扩张的窗口期，随着 2021 年上海项目的落地有望进一步切入城市演艺市场，另一方面“演艺王国”模式有望为存量项目带来客流、票价双升。我们看好公司在城市演艺的拓展以及“演艺王国”未来的可复制性，维持“买入”评级。

目录

1、 走出疫情，迎接第三轮城市演艺扩张窗口	6
1.1、 国庆黄金周推出“演艺王国”，客单价大幅提升	6
1.2、 轻装上阵，从旅游演艺迈入城市演艺.....	7
1.2.1、 六间房出清，聚焦演艺主业.....	7
1.2.2、 落子沪上，从世博大舞台走向国际.....	8
1.3、 独特的核心竞争力为城市演艺市场保驾护航.....	10
2、 城市演艺：广阔空间，大有可为.....	12
2.1、 旅游演艺流量为王，城市演艺内容制胜.....	12
2.2、 城市演艺仍处于成长期初期	12
2.3、 旅游演艺流量为王，城市演艺内容制胜.....	14
3、 逆锋起笔，量价提升打造“演艺王国”	17
3.1、 疫情加速转型，杭州大本营试点.....	17
3.2、 复园节奏井然，西安项目正式开业	19
3.3、 “演艺王国”可复制性强，存量项目有望升级.....	20
4、 上海宋城，从旅游演艺走向城市演艺.....	21
4.1、 他山之石：百老汇，商业化城市演艺的标杆.....	21
4.2、 城市演艺三要素：区位、内容、营销.....	24
4.3、 宋城上海：打响城市演艺第一枪.....	27
5、 盈利预测	30
6、 估值水平与投资评级.....	31
6.1、 相对估值	31
6.2、 绝对估值	32
6.3、 估值结论与投资评级	33
7、 风险分析	33

图目录

图 1：2019/2020H1 宋城演艺收入结构	6
图 2：2017-2020 年各业务毛利率.....	6
图 3：杭州、三亚宋城是 2019 年现场演艺的主要来源（单位：百万元）	6
图 4：2017-2020H1 年宋城演艺收入结构（单位：百万元）	7
图 5：2015-2018 年六间房业绩承诺及完成情况（单位：万元）	8
图 6：公司处于第三轮扩张窗口	9
图 7：宋城艺术团	11
图 8：宋城科技.....	11
图 9：2018 年旅游演艺场次占比 10.1%（单位：万场）	12
图 10：2018 年旅游演艺票房占比 20.6%（单位：亿元）	12
图 11：城市演艺分类.....	13
图 12：2017-2018 年中国各类演出场次（单位：万场）	14
图 13：2017-2018 年中国各类演出票房（单位：亿元）	14
图 14：2017-2018 年各类演出观众人数（单位：万人）	14
图 15：2017-2018 年各类演出平均票价（单位：元）	14
图 16：旅游演艺行业发展历史.....	15
图 17：2014-2018 年旅游演艺剧目台数变化（单位：台）	15
图 18：2014-2018 年旅游演艺票房变化（单位：亿元）	15
图 19：旅游演艺行业集中度较高，千古情票房第一	16
图 20：主题公园旅游演成主流，实景旅游演艺日益衰微.....	16
图 21：杭州宋城和三亚宋城项目 19 年营收出现下滑（单位：亿元）	17
图 22：杭州宋城演艺王国导游图	18
图 23：西安旅游者人次数（单位：万人次）	20
图 24：2014-2019 年旅游演艺票房变化（单位：亿元）	20
图 25：内百老汇核心 41 家专业剧院分布.....	22
图 26：内百老汇（红色）与外百老汇（蓝色）剧院分布.....	22
图 27：百老汇产业链结构.....	23
图 28：2014-2019 年百老汇票房收入（单位：百万美元）	23
图 29：2014-2019 年百老汇观众人次（单位：百万）	23
图 30：百老汇剧目上座率基本保持在 80%以上.....	24
图 31：四大音乐剧之《歌剧魅影》	25
图 32：四大音乐剧之《悲惨世界》	25
图 33：四大音乐剧之《猫》	26
图 34：四大音乐剧之《西贡小姐》	26
图 35：“打折票房”有效聚拢人气	26
图 36：百老汇巨幅广告牌	26
图 37：营销费用占音乐剧制作费用的 19%.....	27
图 38：营销费用占音乐剧运营费用的 21%.....	27
图 39：上海国际旅游者人次数（单位：万人次）	28
图 40：上海国内旅游者人次数（单位：万人次）	28
图 41：宋城上海位于世博园旅游演出剧场群.....	29

图 42：宋城上海位于世博园旅游演出剧场群	29
图 43：上海千古情	30
图 44：上海一秀	30
图 45：公司历史 PE (TTM) 走势 (截至 2020 年 10 月 19 日)	32

表目录

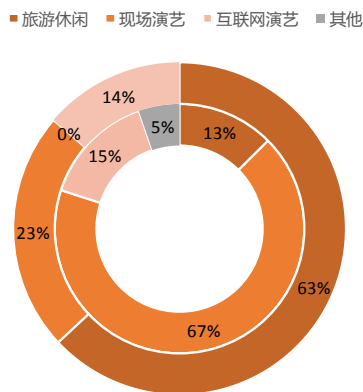
表 1：2015-2019Q1 年六间房收入成本变化情况 (单位：亿元)	8
表 2：宋城重点项目一览	9
表 3：2010 年前宋城团客占总人数的 85%以上	10
表 4：主题公园旅游演艺比游乐场式主题公园初始投资额低	10
表 5：宋城异地已开业项目初始投资低、剧场规模大，规模效应显著	11
表 6：城市演艺和旅游演艺区别	12
表 7：北京上海城市演艺未来发展空间巨大 (2018 年)	13
表 8：杭州宋城主要演出项目	18
表 9：西安宋城演艺王国主要竞争对手	20
表 10：除九寨沟外，其他千古情景区有转型升级空间	21
表 11：百老汇分为内百老汇、外百老汇、外外百老汇三部分	22
表 12：公司主营业务盈利预测	31
表 13：绝对估值核心假设表	32
表 14：现金流折现及估值表	32
表 15：敏感性分析表	33

1、走出疫情，迎接第三轮城市演艺扩张窗口

1.1、国庆黄金周推出“演艺王国”，客单价大幅提升

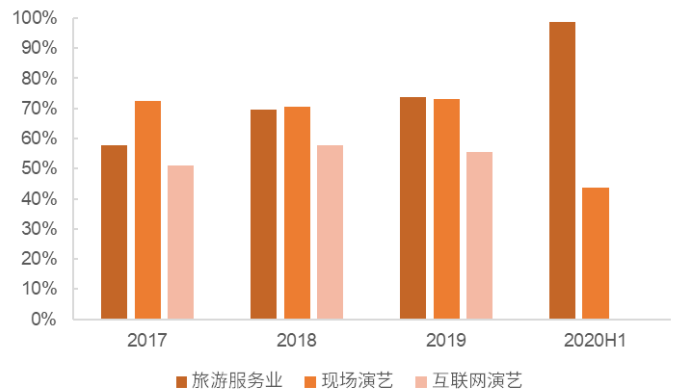
宋城演艺发展股份有限公司成立于 1994 年，公司主要业务包括现场演艺、旅游休闲和互联网演艺三块，其中现场演艺、旅游休闲构成公司演艺主业核心业务，互联网演艺板块的六间房于 2019 年 4 月重组出表。2019 年三块业务收入占比分别为 67%/13%/15%。受疫情影响，在现场演艺几乎停滞的情况下，2020H1 现场演艺、旅游休闲两个板块占比分别为 23%/63%。

图 1：2019/2020H1 宋城演艺收入结构



资料来源：wind，光大证券研究所（注：内、外环分别为 2019/2020H1 占比数据）

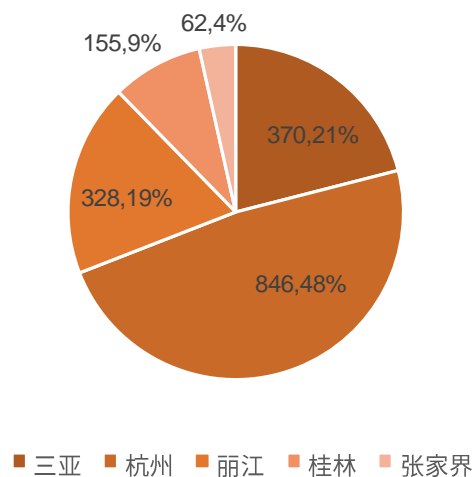
图 2：2017-2020 年各业务毛利率



资料来源：wind，光大证券研究所

- **现场演艺**：公司核心业务和主要收入利润来源。指通过“主题公园+文化演艺”，依托“宋城”和“千古情”两大品牌，为游客提供主题公园集群游玩和千古情演出观赏服务，并收取门票实现业务收入。除 2020 年受疫情影响外，现场演艺的毛利率基本保持在 70% 左右。2019 年现场演艺收入为 18.7 亿元，同比+12%。杭州宋城、三亚宋城旅游区是现场演艺收入的主要来源，分别占比 48%/21%。

图 3：杭州、三亚宋城是 2019 年现场演艺的主要来源（单位：百万元）



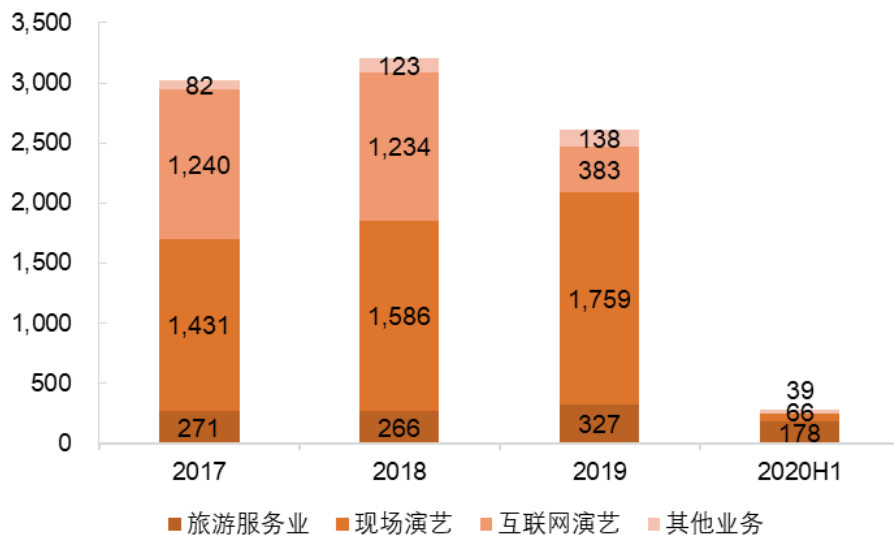
资料来源：公司年报，光大证券研究所

- **旅游休闲**：指轻资产输出业务和网络票务销售业务，即利用公司多年积累形成的业务能力和品牌积淀，向合作方提供品牌授权、规划设计、导演编创、托管运营等一揽子服务及网络票务销售，收取服务费、受托经营管理

费实现业务收入。2017-2020H1 旅游休闲毛利率逐年提升，2019 年旅游休闲收入为 3.6 亿元，同比+18%。

- **互联网演艺**：指重组后的花房集团，公司持有花房集团 39.53%的股权，包括 PC 端直播秀场六间房和移动端直播秀场花椒直播，主要通过虚拟礼物销售实现业务收入。

图 4：2017-2020H1 年宋城演艺收入结构（单位：百万元）



资料来源：wind，光大证券研究所

2019 年，公司营收 26.1 亿元，同比-18.67%，归属于上市公司股东的净利润 13.3 亿元，同比+4.09%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 12.2 亿元，同比-4.50%。若同比均不考虑数字娱乐平台及六间房与密境和风重组的财务数据，则 2019 年公司实现营业收入 22.2 亿元，同比+12.68%；归属于上市公司股东的净利润 10.4 亿元，同比+18.05%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 10.7 亿元，同比+23.03%。

受新冠疫情影响，宋城演艺旗下各景区于 2020 年 1 月 24 日起暂停运营，并于 2020 年 6 月 12 日恢复营业。疫情对公司上半年业绩造成不可避免的影响，上半年公司实现营业收入 2.82 亿元，同比-80.04%；归属于上市公司股东净利润 3984 万元，同比-94.42%；扣除非经常性损益后，实现归属上市公司股东净利润 1998 万元，同比-96.77%；基本每股收益为 0.0152 元/股。若同比均不考虑数字娱乐平台及六间房与密境和风重组的财务数据，则实现营业总收入 2.8 亿元，同比-72.64%；归属于上市公司股东的净利润 1047 万元，同比-98.08%。

国庆中秋黄金周，宋城演艺收入破亿，旗下各景区合计接待游客同比恢复约 91.54%，营收与去年同期持平；“千古情”演出 301 场，同比增加 11.48%；高峰期间，千古情单日最高上演 52 场。杭州宋城景区试水的杭州宋城演艺王国项目，举办了“万人同唱一首歌，为祖国献礼”大型活动、天灯节秋季主题活动，推出悬崖音乐会、森林音乐会等全新演艺活动，一天各类演出近百场，散客接待人数和收入占比分别超过 80%和 85%，散客率创历史新高，商业自营收入实现超 100%的增长，人均客单价提升超 30 元。

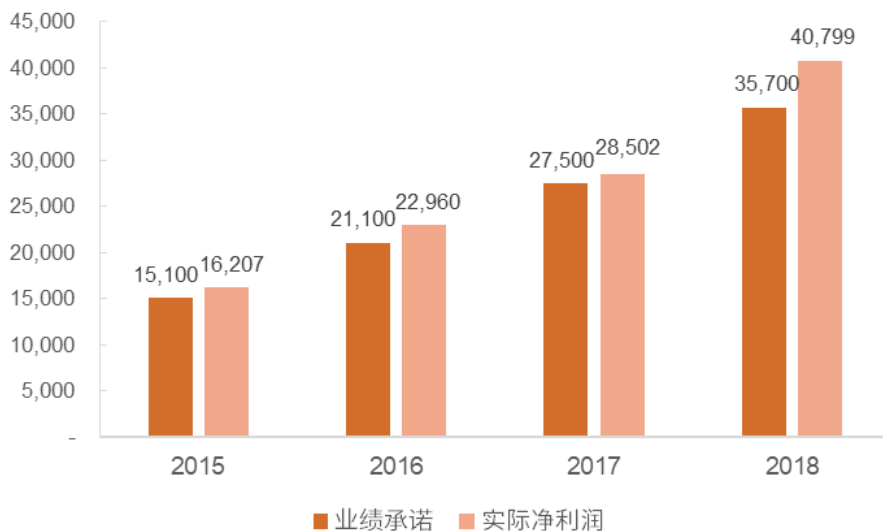
1.2、轻装上阵，从旅游演艺迈入城市演艺

1.2.1、六间房出清，聚焦演艺主业

2015 年，宋城以 26 亿元收购六间房科技有限公司 100%股权，涉足互联网演艺。当时业绩承诺 2015-2018 年六间房净利润不低于 1.51/2.11/2.75/3.57 亿元，

即业绩增速分别达到 40%/30%/30%。实际情况中, 2015-2018 年六间房归母净利润分别达到 1.62/2.30/2.85/4.08 亿元, 承诺期间均已达到业绩承诺净利润数。

图 5 : 2015-2018 年六间房业绩承诺及完成情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2015-2018 年六间房收入分别为 3.69/10.90/12.40/12.34 亿元, 对应增幅为 195%/14%/-1%。2017 年后, 六间房营收增速大幅下降, 到了 2018 年收入甚至出现负增长, 且此收入中还包括六间房 2017 年以 3.8 亿元全资收购一家游戏公司“灵动时空”获得的合并收入利润。从财务数据上看, 六间房在 2017 年营收就已经达到了经营峰值, 此后经营成绩呈下降趋势。

2018 年宋城公告六间房与密境和风 (花椒直播运营主体) 进行重组, 经股权转让, 至 2019 年 4 月 25 日宋城仅持有六间房 40% 的股权, 六间房顺利出表。对六间房进行剥离后, 宋城重回现场演艺主业, 并将现场演艺和旅游休闲作为公司的核心业务。

表 1 : 2015-2019Q1 年六间房收入成本变化情况 (单位: 亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019Q1
收入	3.69	10.90	12.40	12.34	3.83
收入增幅	--	195%	14%	-1%	-69%
成本	1.80	5.45	6.06	5.21	1.70
成本增幅		203%	11%	-14%	-67%
毛利	1.89	5.45	6.34	7.12	2.13
毛利率	51%	50%	51%	58%	56%
收入	3.69	10.90	12.40	12.34	3.83
收入增幅	-	195%	14%	-1%	-69%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

1.2.2、落子沪上, 从世博大舞台走向国际

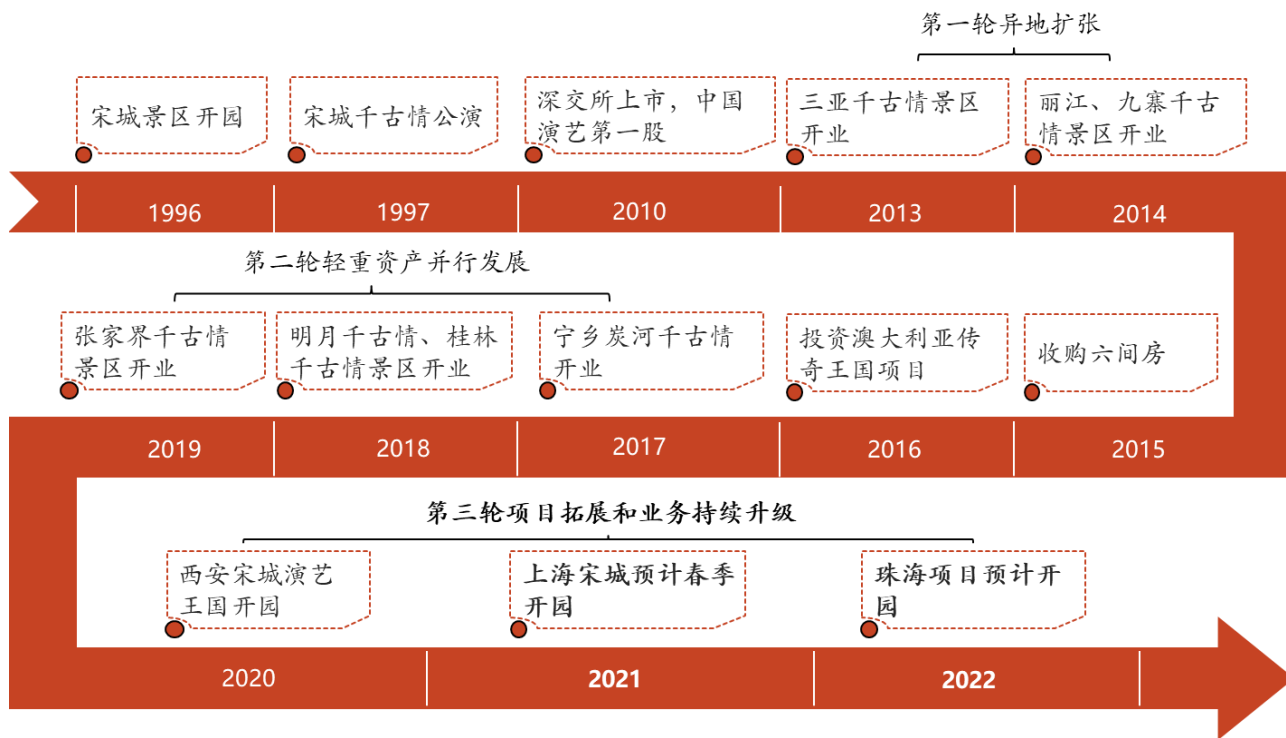
公司前身宋城置业成立于 1994 年, 1996 年首个宋文化主题公园宋城景区开园, 次年《宋城千古情》公演, 拉开了宋城演艺“演艺+公园”融合发展之路。2010 年公司在深圳交易所挂牌上市, 成为国内“演艺第一股”。

2013-2014 年, 公司开启第一轮异地扩张, 三亚、丽江、九寨千古情景区先后落地。2017-2019 年, 公司进入第二轮轻重资产并行发展阶段, 桂林、张家界、西安等重资产项目及宁乡、宜春等轻资产项目成功推出, 并有上海、佛山、澳洲、新

郑等项目正在建设筹划中。目前,公司正处于第三轮项目拓展和业务持续升级阶段,规划建设珠海、西塘等演艺谷项目。

作为公司第三轮扩张的核心项目之一,上海“宋城演艺·世博大舞台”将于2021年一季度开业。与过去的旅游演艺项目不同,该项目是公司在城市演艺市场的首次尝试。从景区到都市,演艺内容、客户群体、营销手段都将发生改变,这对于公司既是挑战也是机遇,落子沪上体现了管理层积极向国际化转型的决心,未来将迎接更大的城市消费市场。

图6:公司处于第三轮扩张窗口



资料来源:公司公告,光大证券研究所

表2:宋城重点项目一览

地区	项目	模式	持股	开业时间	动工时间
杭州	杭州宋城演艺王国	重资产	100%	1996/05/18	1995
三亚	三亚千古情景区	重资产	100%	2013/09/28	2012
丽江	丽江千古情景区	重资产	100%	2014/03/01	2012
九寨沟	九寨千古情景区	重资产	80%	2014/05/01	2012
宁乡	炭河古城	轻资产	-	2017/07/03	-
桂林	桂林千古情景区	重资产	70%	2018/07/27	2017
宜春	宋城·明月千古情景区	轻资产	-	2018/12/28	-
张家界	张家界千古情景区	重资产	100%	2019/06/28	2018
西安	西安宋城演艺王国	重资产	80%	2020/06/22	2018
新郑	黄帝千古情景区	轻资产	-	2020/09/19	-
上海	宋城演艺·世博大舞台	重资产	88%	预计2021春季	2018
佛山	佛山千古情	重资产	100%	预计2021上半年	2018
西塘	西塘宋城演艺谷	重资产	100%	预计2021	2018
珠海	珠海宋城演艺谷	重资产	100%	预计2022	2020
澳大利亚	澳大利亚传奇王国	重资产	间接100%	待定	-

资料来源:公司公告,wind,宋城微信公众号,光大证券研究所(注:截至2020年6月)

1.3、独特的核心竞争力为城市演艺市场保驾护航

宋城通过“主题公园+演艺”的创新经营模式和标杆性的营销能力在发展初期构筑了自己的核心竞争力。

- **“主题公园+演艺”经营模式：**将《宋城千古情》作为核心吸引物，将主题公园作为旅游演艺的配套设施，宋城成功将自己的定位和主要竞争对手从主题公园转变为以“印象”系列为代表的旅游演艺。主题公园和旅游演艺形成有趣的互生关系，演艺为主题公园丰富产品、吸引客流，主题公园则为演艺提供容客空间、打造消费场景，两者之间相互支持、双向导流，提高项目的利润水平。
- **标杆性的营销能力：**宋城通过“给我一天，还你千年”、“一生必看的演出”、“世界三大秀之一”等经典营销口号，以及层出不穷的节事活动、媒体宣传、本地营销，在发展初期极大提升了产品知名度。此外，通过深入多元的渠道营销、较高的返佣策略，宋城和旅行社、地接社等底层渠道之间形成良好的互惠关系，旅行社团客成为宋城早期主要的客源，保证了演出的上座率。在 2010 年前，宋城团客占总人数的 85%以上。

表 3：2010 年前宋城团客占总人数的 85%以上

项目	2010 年 1-6 月		2009 年			2008 年			2007 年	
	人数 (万人次)	占比	人数 (万人次)	占比	同比增速	人数 (万人次)	占比	同比增速	人数 (万人次)	占比
散客人数	20.33	12.56%	37.33	14.49%	30.98%	28.5	13.58%	2.93%	27.68	12.43%
团队人数	141.54	87.44%	220.28	85.51%	21.47%	181.34	86.42%	-7.00%	194.98	87.57%
合计	161.87	100%	257.61	100%	22.76%	209.84	100%	-5.76%	222.66	100%

资料来源：景鉴咨询，光大证券研究所

经过多年积累，至 2011 年开始第一轮异地扩张投资，宋城已经依靠自己的低成本优势和品牌优势在旅游演艺行业建立起护城河。

- **低成本优势：**宋城有效利用旅游演艺初始投资低的特点，挖掘企业核心竞争力。通过主题公园标准化建设、系列演出模块化创作，宋城降低了成本，同时提升项目的复制扩张能力、强化规模经济效应，具体来看：
 - 1) 初始投资低：和需要投资大型游乐设备的游乐场式主题公园相比，主题公园旅游演艺初始投资额较低，基本在 3-5 亿左右。

表 4：主题公园旅游演艺比游乐场式主题公园初始投资额低

集团	项目	投资额	开业时间
宋城演艺	三亚千古情景区	5 亿	2013 年
华强方特	芜湖方特梦幻王国	20 亿	2010 年
莫林娱乐	上海乐高乐园	40 亿左右	预计 2023 年
华侨城	上海欢乐谷	40 亿	2009 年
迪士尼	上海迪士尼乐园	340 亿	2016 年

资料来源：公司公告，方特网，观点地产网，新浪网，光大证券研究所整理

- 2) 创作成本低：“千古情”系列演艺剧目通常在 5-6 幕，时长 1 小时，通过模块化、去主角化的创作，实现歌舞、影视、杂技、武术等多种表演形式的有机结合，在降低创作成本、人工成本的同时，提升了节目的可复制性。
- 3) 运营成本低：开业后运营成本主要为演职人员、管理人员薪酬，运营成本低；剧场多接待游客或多增加表演场次对边际成本影响较小。因此，宋城

多建设 3000 座位以上的超大剧院，在旺季频繁增加演出场次，强化规模经济效应。

表 5：宋城异地已开业项目初始投资低、剧场规模大，规模效应显著

地区	项目	初始投资预算	实际投资额	千古情剧场规模 (座)
三亚	三亚千古情景区	4.9 亿	5 亿左右	4700
丽江	丽江千古情景区	3.34 亿	5 亿左右	4700
九寨沟	九寨千古情景区	2.98 亿	2.46 亿	3700
桂林	桂林千古情景区	5 亿	约 4.3 亿	3600
张家界	张家界千古情景区	6 亿	5 亿左右	3000
西安	西安宋城演艺王国	6 亿	约 2.3 亿	3000-4000

资料来源：公司公告，搜狐网，光大证券研究所整理

- 4) 标准化建设：宋城主题公园基本实现标准化建设，包括“千古情”标准剧院、若干小剧院、室外秀场、标志性广场、民俗商业街等，在异地扩张时，主题公园根据地域文化换肤，能较容易地在标准化和地域特性之间取得平衡。
- 5) 产业链闭环：宋城拥有全资子公司宋城艺术团、宋城科技，为主题公园和旅游演艺提供人才、技术支持。至今，宋城基本实现选址、规划设计、投资建设、导演编创、开业策划、运营管理、持续提升、活动策划、票价体系设置、营销推广等旅游演艺全产业链闭环，有助于公司进一步控制成本、提升效率、增强盈利能力。

图 7：宋城艺术团



资料来源：公司官网

图 8：宋城科技



资料来源：公司官网

- **品牌优势**：通过早年的营销活动和渠道积累，至今宋城演艺已成长为中国最大的演艺集团，“宋城”、“千古情”以其影响力成为旅游演艺的代表性品牌。强大的品牌影响力使公司在项目拓展、市场开拓、客源吸引等方面全面受益。
 - 1) 优化团散结构：打响品牌知名度有利于宋城缓解渠道压力、优化团散结构。强大的品牌影响力使得更多散客愿意入园游玩，离开旅行社的返佣，宋城能有效提高各园区的有效票价。至 2019 年，宋城散客比例得到明显提升，杭州宋城散客占比 65%以上，三亚散客比例最高达到 80%左右，丽江受益于客栈终端布局，散客比例超过 60%。桂林、张家界等新开业项目团客比例较高，占比 60%-70%，但随着项目运营越发成熟、品牌知名度打响，散客比例有望得到进一步提高。
 - 2) 轻资产模式布局：打响知名度使得宋城有能力从重资产模式走向轻资产模式，实现品牌输出、管理输出、创作输出。目前，宋城已完成宁乡、宜春两项轻资产项目，另有新郑项目正在筹备中。轻资产模式无风险、高利润、复制快，且打破了宋城过往项目的选址逻辑，布局在旅游资源不够优越但

本地市场较大的三四线城市，这给了宋城未来更广阔的项目拓展空间。轻资产项目已成为宋城的新亮点，每个轻资产项目宋城基本可以收取 2.6 亿元一揽子服务费，并按该项目年可支配经营收入的 20% 收取管理费。

2、城市演艺：广阔空间，大有可为

旅游演艺已经进入成熟阶段，面临行业增速放缓、产品单一等现实困境。从演艺规模、集聚程度、竞争格局角度考虑，城市演艺市场蕴藏着巨大发展潜力。旅游演艺依靠旅游目的地客源导流，而城市演艺凭借优质的演出内容吸引客流。围绕建设“亚洲演艺之都”的目标，上海正在积极打造都市演艺集群。

2.1、旅游演艺流量为王，城市演艺内容制胜

演出产业可以分为城市演艺和旅游演艺，两者在演出场所、演出形式、演出内容、消费对象上存在差异。其核心区别在于，旅游演艺依靠旅游目的地客源导流；而城市演艺凭借优质的演出内容吸引客流。

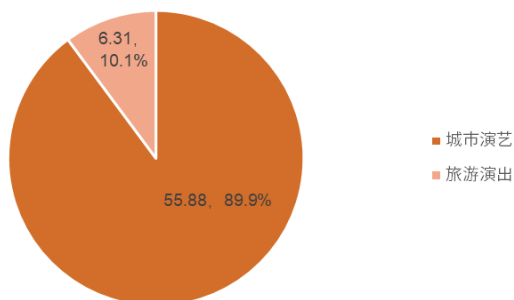
表 6：城市演艺和旅游演艺区别

	城市演艺	旅游演艺
演出场所	在高客流城市驻点或在不同城市巡演，以城市专业剧场、依托著名旅游景区或旅游目的地，大剧院为主要演出场所	游地导流效应明显
演出形式	通常致力于不同艺术形式的独立发展，音乐类演出包括音通常综合运用歌舞、杂技、武术等音乐会、演唱会、音乐节，戏剧类演出包括话剧、戏曲、儿童艺术表现形式，同时结合高科技设备童剧，其他还包括舞蹈、曲艺杂技等	备营造声光电效果
演出内容	内容丰富多样，传递价值观和艺术理念，内容内核是吸引以表现旅游地历史文化或民俗风情为客流的关键	主要内容
消费对象	以服务城市居民为主，重游率高	以吸引异地游客为主，重游率较低

资料来源：光大证券研究所

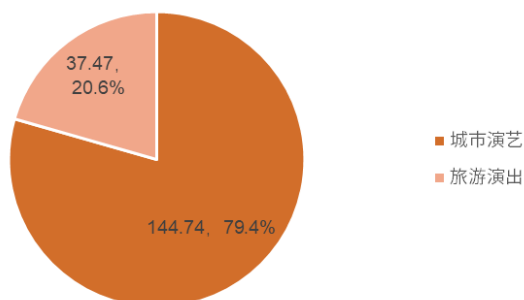
根据中国演出行业协会的统计，2018 年，旅游演艺 6.31 万场，占全国总演出场次的 10.1%，票房收入 37.47 亿元，占总票房的 20.6%。其他演出类型为专业剧场演出、大型演唱会音乐节、演艺场馆驻场演出，均可被认为是城市演艺。城市演艺规模更大，但旅游演艺的单场营收能力更强。

图 9：2018 年旅游演艺场次占比 10.1% (单位：万场)



资料来源：中国演出行业协会，光大证券研究所

图 10：2018 年旅游演艺票房占比 20.6% (单位：亿元)



资料来源：中国演出行业协会，光大证券研究所

2.2、城市演艺仍处于成长期初期

城市演艺是社会发展、人民生活日益提高后的产物，是城市居民文化消费的重要组成部分，与经济水平、城市发展等息息相关。从演艺规模、集聚程度、竞争格局角度考虑，我国城市演艺仍处于成长期初期。

城市演艺在一线城市率先发展，相比发达国家总体规模不高，未来空间巨大。2018年，北京演出市场总演出唱场次 24684 场，票房收入 17.76 亿元，观众人数 1120.2 万人次，同比增加 0.5%/3.4%/4.1%。上海各类演出主体 1992 家，全年共举办营业性演出 30086 场，吸引观众 1613.5 万人次，票房收入约 18 亿元，同比增加 12.5%。然而，和纽约、伦敦相比，北京、上海的城市演艺仍有很大发展空间。纽约、伦敦的人口只有北京、上海的三分之一，但是单百老汇和西区的观众人数就已经和北京、上海全市演出观众人数相当，票房收入更是数倍。随着城市经济的发展，北京、上海的城市演艺规模有望率先向发达国家靠近。

表 7：北京上海城市演艺未来发展空间巨大（2018 年）

	人口	票房收入	观众人数
北京	2154 万人	17.76 亿元	1120.2 万人次
上海	2415 万人	18 亿元	1613.5 万人次
纽约（百老汇）	840 万人	18.25 亿美元	1437 万人次
伦敦（西区）	880 万人	7.65 亿英镑	1550 万人次

资料来源：文化和旅游局、百老汇联盟、英国剧院等，光大证券研究所（注：数据时点为 2018 年）

演艺集群打造尚在进行中。上海目前仍缺少一个知名的城市演艺集聚区，围绕建设“亚洲演艺之都”的目标，上海提出以上海大剧院、文化广场、黄浦剧场、中国大戏院等 39 个剧场和展演空间打造演艺集聚区“演艺大世界——人民广场剧场群”。2018 年，“演艺大世界”专业剧场完成演出 2945 场，占比 37.6%，吸引观众 197.8 万，占比 40%，票房收入 1.67 亿，占比 17.2%。该区域虽然已经成为上海演出密集度最高、演艺集聚效应最凸显的区域，但票房收入仍然有限。演艺集群的打造标志着上海在城市演艺方面向国际标杆纽约百老汇、伦敦西区逐步靠近。

城市演艺形式多样、内容丰富，各类演出群雄逐鹿。根据演出形式，城市演艺可以分为戏剧类演出、音乐类演出、舞蹈类演出和曲艺杂技。

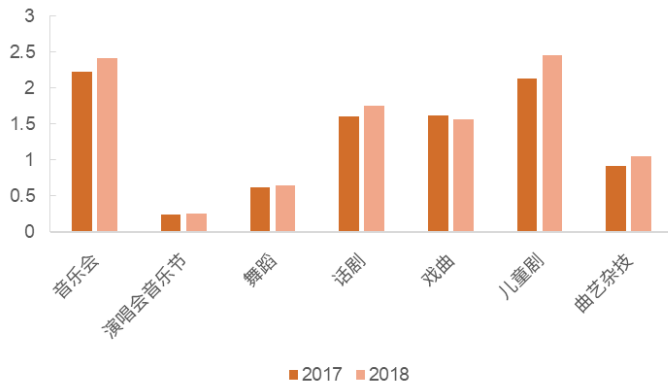
图 11：城市演艺分类



资料来源：中国演出行业协会，光大证券研究所

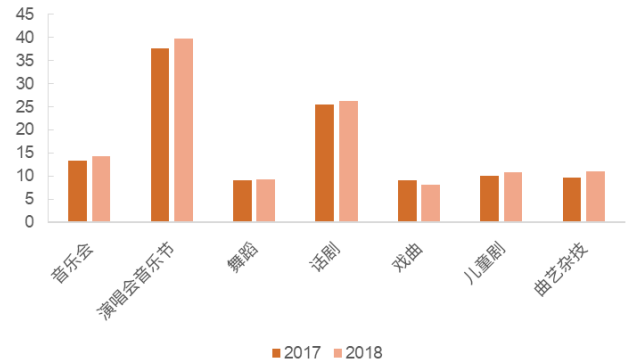
音乐类、戏剧类演出是我国城市演艺市场演出场次和票房收入的主体。根据中国演出行业协会的统计，2017-2018 年音乐类（含音乐会、演唱会、音乐节）、戏剧类（含话剧、音乐剧、戏曲、儿童剧）演出合计带来的演出场次和票房收入超城市演艺总场次和票房的 80%。除戏曲演出 17-18 年演出场次下降了 3.1%，票房收入下降了 10.5%，其他演出类型都实现了增长，特别是曲艺杂技票房增长了 13.1%。音乐会、舞蹈、话剧、儿童剧、曲艺杂技均在 2018 年吸引到更多观众，演出平均票价实现上涨。其中，曲艺杂技表演观众人数同比增长 10.1%，票价上涨 15%。

图 12：2017-2018 年中国各类演出场次（单位：万场）



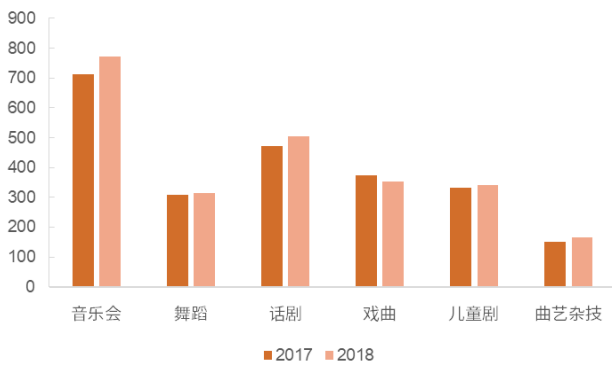
资料来源：中国演出行业协会，光大证券研究所

图 13：2017-2018 年中国各类演出票房（单位：亿元）



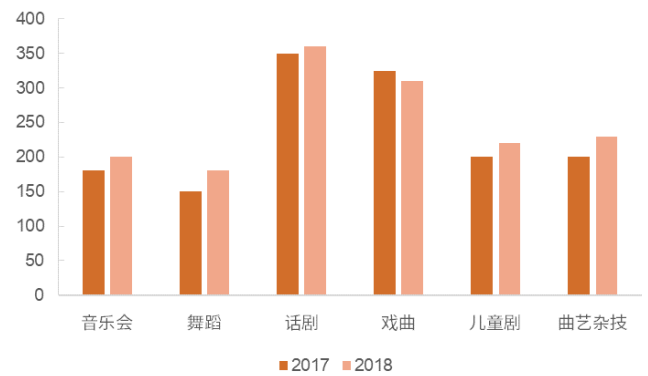
资料来源：中国演出行业协会，光大证券研究所

图 14：2017-2018 年各类演出观众人数（单位：万人）



资料来源：中国演出行业协会，光大证券研究所

图 15：2017-2018 年各类演出平均票价（单位：元）



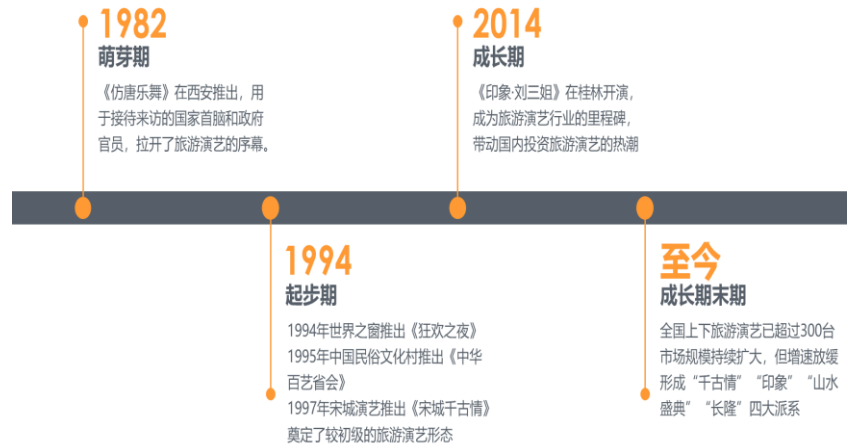
资料来源：中国演出行业协会，光大证券研究所

2.3、旅游演艺流量为王，城市演艺内容制胜

中国旅游演出的源起可以追溯至 1982 年，近 40 年的时间里，旅游演艺经历了萌芽期、起步期、成长期，如今正迈向成熟期。

- 1) 萌芽期：1982 年陕西省歌舞剧院古典艺术团在西安推出《仿唐乐舞》。接待来访的国家首脑和政府官员，拉开了旅游演艺的序幕。
- 2) 起步期：1994 年华侨城旗下的世界之窗推出《狂欢之夜》，1995 年中国民俗文化村推出《中华百艺盛会》，1997 年宋城演艺推出《宋城千古情》奠定了较初级的旅游演艺形态。
- 3) 成长期：2004 年山水实景演艺《印象·刘三姐》在桂林开演，被认为是旅游演艺行业的里程碑。在其开创性的带动下，国内形成一股投资旅游演艺的热潮。

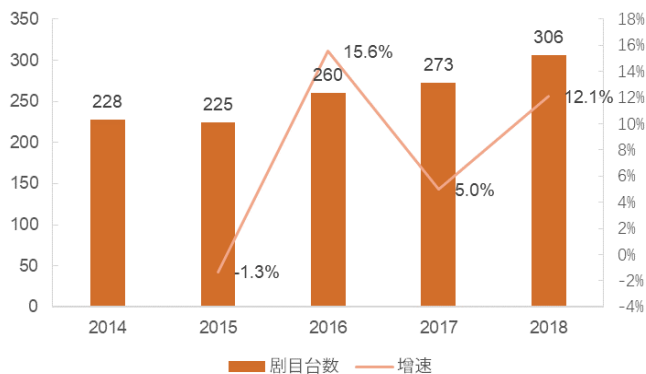
图 16：旅游演艺行业发展历史



资料来源：光大证券研究所

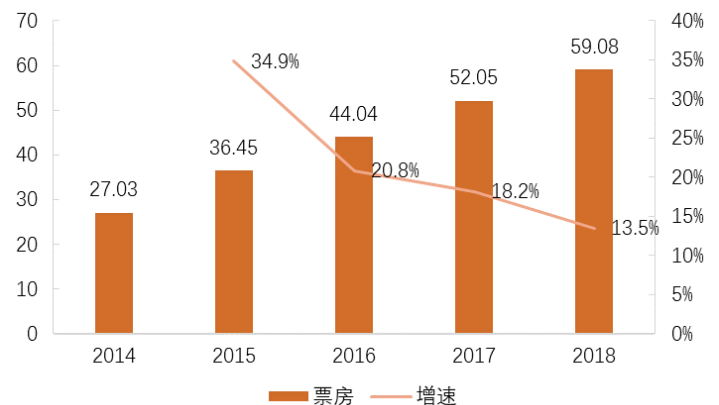
至今，旅游演艺行业已进入成长期末期。旅游演艺市场规模持续扩大，但增速明显放缓。2018年，旅游演艺已达306台，票房收入59.08亿元，较2017年增加7.03亿元，增幅13.5%，远低于2015-2017年的票房增速34.9%/20.8%/18.2%。

图 17：2014-2018 年旅游演艺剧目台数变化（单位：台）



资料来源：道略咨询，光大证券研究所

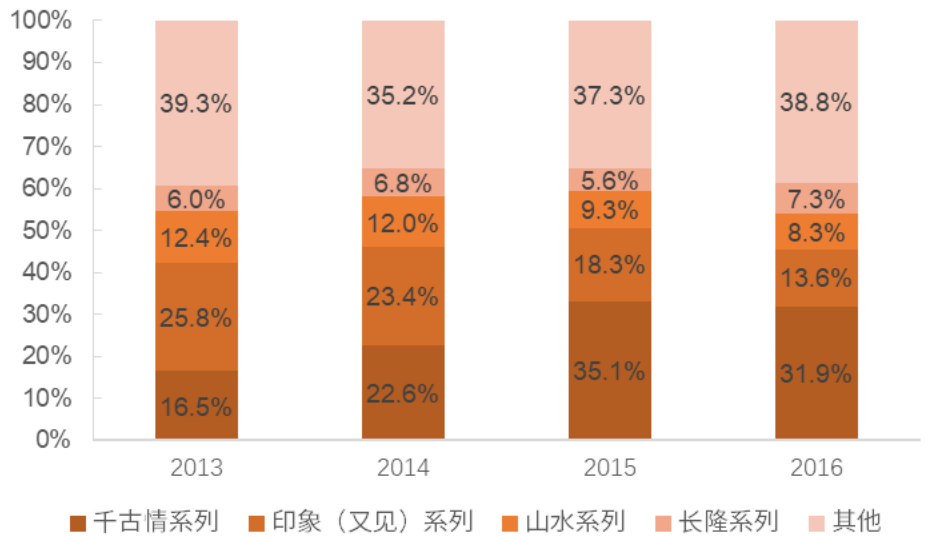
图 18：2014-2018 年旅游演艺票房变化（单位：亿元）



资料来源：道略咨询，光大证券研究所

旅游演艺行业集中度达到较高水平，“千古情”系列票房位居第一。经过多年激烈的市场竞争，形成了以“千古情”系列、“印象（又见）”系列、“山水盛典”系列、“长隆”系列为主的旅游演艺“1+3+N”格局，2016年四系列票房总和占比超60%，旅游演艺行业呈现较高的集中度。其中，宋城演艺推出的“千古情”系列演出票房规模自2015年后位居全国第一，“千古情”已打造成为旅游演艺中的知名品牌。根据道略咨询的数据，2018年“千古情”系列演出票房收入为18.5亿元，占旅游演艺总票房收入的31%。

图 19：旅游演艺行业集中度较高，千古情票房第一

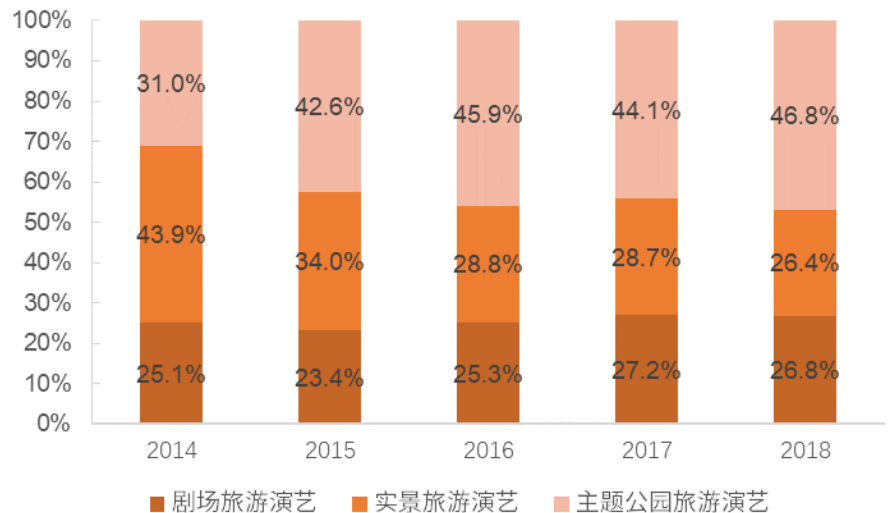


资料来源：道略咨询，光大证券研究所

旅游演艺内容相对单一，仅根据演出场所可以分为实景旅游演艺、主题公园旅游演艺、剧场旅游演艺三类。实景旅游演艺依托自然山水景区，通过演出将优美的自然山水和独特的地域文化相结合，著名产品如“印象”系列；主题公园旅游演艺借助主题公园引客、容客，演艺与主题公园游乐互补，著名产品如“千古情”系列；剧场旅游演艺依托著名旅游城市租用或自建剧院，多为城市的文化名片产品，如万达集团在武汉打造的《汉秀》。

三类旅游演艺中，实景旅游演艺日益衰微，主题公园旅游演艺和剧院旅游演艺呈主流。2014-2018 年，实景旅游演艺票房占比从 43% 下降到 26.4%，主题公园旅游演艺票房占比则从 31% 上升到 46.8%，剧场旅游演艺的市场份额基本保持不变，但至 2018 年其票房占比达到 26.8%，也已经超过了实景旅游的票房占比。实景旅游演艺受季节、天气等因素影响明显，相比之下，主题公园旅游演艺和剧场旅游演艺更加稳定、可复制性强、单日演出场次增幅空间大，成为旅游演艺未来发展的主要趋势。

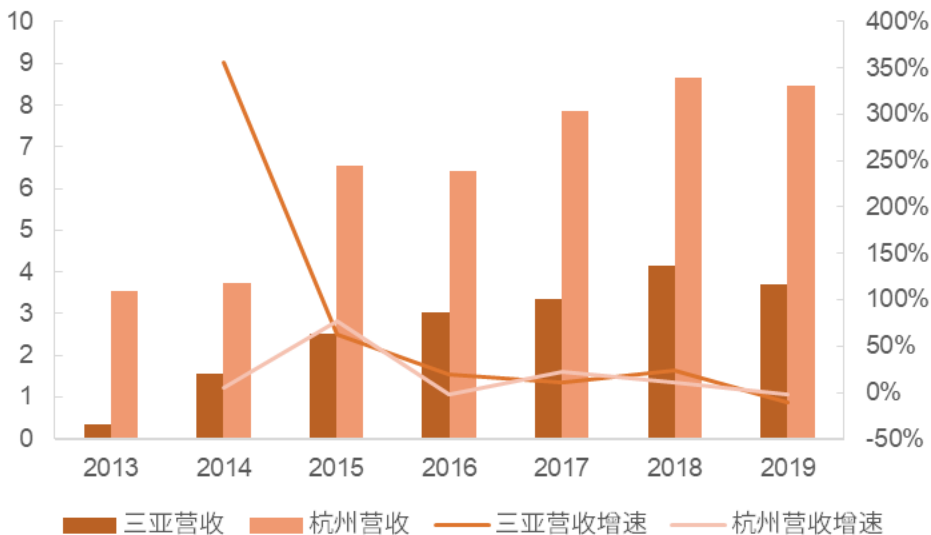
图 20：主题公园旅游演成主流，实景旅游演艺日益衰微



资料来源：道略咨询，光大证券研究所

增速放缓、产品单一使得旅游演艺发展进入瓶颈期。2019年，宋城演艺最早开业的两个项目——杭州宋城和三亚宋城，营业收入都出现了下降，营收规模分别为 8.46/3.70 亿元，同比下降 2%/11%。三亚宋城旅游区在开业 7 年后首次出现营收下降。

图 21：杭州宋城和三亚宋城项目 19 年营收出现下滑（单位：亿元）



资料来源：wind，光大证券研究所

3、逆锋起笔，量价提升打造“演艺王国”

在行业规模增速放缓背景下，公司积极创新推出宋城演艺 3.0 版本——“演艺王国”。利用疫情停滞期，宋城谋划转型升级，从“一台剧目、一个公园、一张门票”向“多剧目、多票型”的“演艺平台”转变。后疫情时代，作为平台的宋城可以承载更多的旅游演艺节目，丰富产品体系，从而实现量价提升。

3.1、疫情加速转型，杭州大本营试点

旅游演艺行业已进入成长期末期，市场规模增速放缓，光靠“千古情”一台节目宋城遇到了发展瓶颈。2019年，杭州宋城、三亚宋城都首次出现营业收入负增长的情况。面对挑战，宋城开始尝试“演艺王国”模式。突如其来的疫情迫使宋城闭园休整，同时也加快了宋城转型的步伐。杭州大本营是宋城“演艺王国”模式的率先试点。

“演艺王国”是宋城演艺的 3.0 版本。1.0 版本下，宋城主要采用“主题公园+1 剧院演出”模式，通过标准化、规模化生产降低成本，利用室内演艺增加演出场次，结合强大的营销能力保证上座率，从而在激烈的旅游演艺市场中脱颖而出。伴随着 2013 年杭州本部开始推出二号剧院，宋城开始尝试“主题公园+双剧院演出”的 2.0 版本，在 1.0 基础上提升高峰期游客接待量。但无论是 1.0 还是 2.0 版本的宋城，都是围绕“千古情”剧目主打“一台剧目、一个公园、一张门票”的商业模式。在 3.0 版本下，首先宋城将景区扩容，推出更丰富的演出内容。其次，围绕多元化剧目，宋城推出多种可选择票型，以实现量价提升。

作为试点，杭州大本营在疫情期间进行了大规模硬件设施整改。景区共规划建设 4 个“千古情”标准的剧院，每个剧院容纳 3000 人以上，可根据淡旺季节调节上演景点剧目《宋城千古情》、《大地震》等。此外，景区还推出其他风格、规模各

异的剧院，如 10 号沉浸式走动式剧院、11 号悬崖剧院、12 号森林剧院等，进一步完善室内外剧院矩阵，为后续剧目的上演提供空间基础。

图 22：杭州宋城演艺王国导游图



资料来源：光大证券研究所拍摄

在原创剧目方面，公司开启多元化剧目编创工作，多部新剧陆续推出。除《宋城千古情》外，杭州大本营已推出《喀秋莎》、《WA！恐龙》、《大地震》、《幻影》、《上甘岭》、《库克船长》、《映山红》、《花想容》、《抛绣球》、《锅庄》、《快闪》、《走街》等多台室内外演出，另有储备剧目《维京海盗》《风笛之恋》《堂吉诃德》《古堡惊魂》《摩登时代》《今夜无眠》等数十台大型演出，并开启核心演艺产品第二系列——“爱在”系列的编创工作，打造与“千古情”系列相辅相成的新型演出。

表 8：杭州宋城主要演出项目

剧院号	演出剧目	时长 (分钟)	每日演出场次
1	《宋城千古情》	60	3
5	怀旧剧《喀秋莎》	18	1
-	5D 实景剧《大地震》	35	2
-	亲子秀《WA！恐龙》	30	1
-	全息秀《幻影》	17	2
10	沉浸式演出《库克船长》	18	3
15	鬼屋《聊斋惊魂》	6	
16	民俗剧《抛绣球》	7	4
17	《锅庄》	10	2
-	《奇幻光影秀》	6	1
-	《泼水狂欢》	30	4

18	《快闪》	5	2
19	《走街》	15	1
美食广场	《夏威夷风情秀》	5	1
-	《集装箱音乐会》	50	1

资料来源：携程网，光大证券研究所

多剧目模式下，公司有望推出多种票价体系，实现客单价提升。7月16日，杭州大本营针对演出曾推出3种价格套餐。50元特惠票不含千古情演出，可在《喀秋莎》、《大地震》、《幻影》、《WA！恐龙》四台演艺秀中仍选一台观看。99元特惠票不含千古情演出，但以上四台演出均可观看。320元票价，则包含景区门票和《宋城千古情》贵宾席演出票1张。50/99/320的价格套餐是对宋城票价体系的一次尝试，结合市场需求，宋城实时对票价体系做出调整。至8月，宋城取消50元特惠票，仅保留99元和320元票价。99元特惠票不含千古情演出，周一至周五可在《喀秋莎》、《大地震》、《幻影》三台演艺秀中仍选一台观看，周六周日可在《WA！恐龙》、《喀秋莎》、《大地震》、《幻影》四台演艺秀中仍选一台观看。320元票价包含景区门票和《宋城千古情》贵宾席演出票1张。至9月旅游淡季，宋城仅保留300元的《宋城千古情》演出门票。

公司2月2日的致全体投资者信中提及，在保留原有320元票价体系的基础上，杭州宋城将推出399元/人一日票，可观看数十台丰富元多的演出节目。399元票价受疫情影响，推出时间暂且延后，但我们认为，后续随着演艺王国的打造和多元剧目的推出，宋城的票价组合有进一步丰富的空间，客单价有望得到提升。

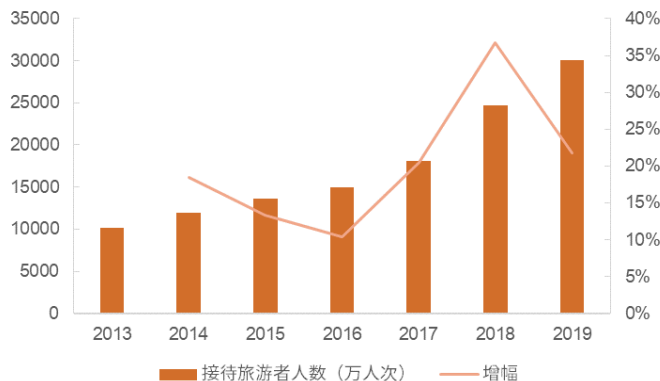
3.2、复园节奏井然，西安项目正式开业

2020年6月22日，西安宋城项目正式开业。西安项目由宋城演艺与西安世园集团合作，项目占地约100亩，宋城持股80%。世园集团负责项目建设、提供演出场所及其他配套基础设施，宋城负责项目公司的运营管理。场所建成后，世园集团将以每年300万元租赁费用转租给宋城。该模式下，宋城投资少、无折旧，预计未来盈利能力较高。

西安宋城是继杭州大本营后，最先向“演艺王国”模式转型的项目之一。景区准备6个剧院和演出场所，以《西安千古情》为核心演出，同时推出《大地震》、《喀秋莎》、《抛绣球》、《锅庄》、《快闪》、《走街》等多台室内外演出，而到2021年4月，西安宋城演艺王国还将推出全室内亲子乐园和《维京海盗》《风笛之恋》《延安保卫战》《WA！恐龙》《古堡惊魂》《摩登时代》《映山红》《幻影秀》等10余台大型演出，基本延续杭州大本营演艺王国模式。

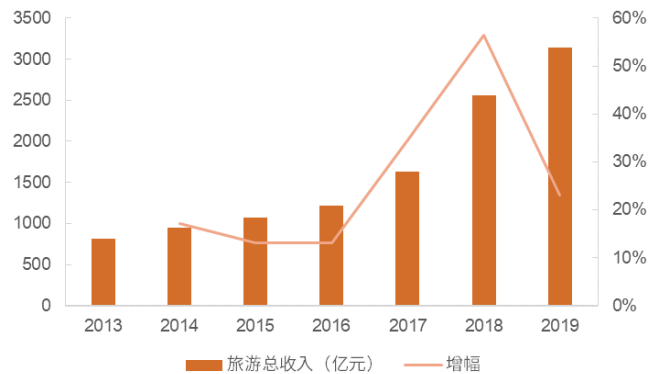
西安宋城演艺王国区位优势明显。从大区位看，西安旅游市场大有潜力。西安拥有深厚的历史底蕴和文化特色，是国内传统的重点旅游城市。近两年，凭借和抖音等新媒体平台联合营销，西安更是一跃成为“网红”旅游城市。2018年，西安市接待旅游人次达2.47亿，旅游收入2554亿元，同比增加37%/56%。从小区位看，西安项目位于浐灞生态区世博园内，距西安站、西安北站半小时车程，距离大雁塔等市区核心景区约25公里，并处于市区前往兵马俑的必经之路。

图 23：西安旅游者人次（单位：万人次）



资料来源：西安市统计局，光大证券研究所

图 24：2014-2019 年旅游演艺票房变化（单位：亿元）



资料来源：西安市统计局，光大证券研究所

西安旅游演艺市场竞争激烈，但仍有生存空间。目前，西安已有包括《长恨歌》《秦俑情》《驼铃传奇》在内的至少 13 部旅游演艺作品，其中以唐代为主题的共有 7 部，占比过半。演艺旅游依托于景区，从现有西安旅游演艺项目分布上看，临潼区最多，有 3 个项目，其他多个城区各有分布。景点和演艺节目位置分散，这为西安宋城提供了生存空间。宋城西安项目落户浐灞，有效避免与西安老牌演艺《长恨歌》直接交锋。

表 9：西安宋城演艺王国主要竞争对手

演艺项目	演出内容	演艺形式	门票价格(元)	剧场规模(座)	演出时长	项目选址	所属区域	开业
长恨歌	唐明皇杨贵妃	实景演艺	231	2600	70 分钟	华清宫	临潼区	2007
12·12	西安事变	剧院演艺	198	500	60 分钟	华清宫	临潼区	2016
秦俑情	秦朝历史	剧院演艺	280	1838	53 分钟	秦皇大剧院	临潼区	2018
梦回大唐	穿越唐朝	剧院演艺	168	606	60 分钟	大唐芙蓉园	曲江新区	2005
大唐追梦	盛唐文化风情	实景演出	308	800	60 分钟	大唐芙蓉园	曲江新区	2019
大唐女皇	武则天	剧院演艺	218	650	60 分钟	唐乐宫	碑林区	2016
梦长安	盛唐礼仪	实景演出	272	697	60 分钟	西安城区	碑林区	2015
驼铃传奇	丝绸之路	实景演艺	238	3000	60 分钟	华夏文旅大剧院	浐灞生态区	2017

资料来源：携程网，光大证券研究所

3.3、“演艺王国”可复制性强，存量项目有望升级

“演艺王国”模式在杭州大本营试验成功后，未来也可能向三亚、丽江等其他千古情景区推广。通过多元化剧目、多票价体系，存量千古情项目有望获得全新成长空间。

除九寨千古情景区外，已开业其他景区都具备向“演艺王国”升级的空间条件。杭州宋城演艺王国占地面积 90 亩，西安宋城演艺王国占地面积 100 亩。除九寨千古情景区占地仅 33 亩外，其他已开业千古情景区占地面积均在 80 亩以上，尤其是丽江、桂林、张家界项目，占地面积在 100 亩以上，未来改建空间大。

各景区都在开展多剧院建设，符合公司 3.0“演艺王国”战略。千古情系列演艺产品的承载力主要取决于黄金时间段剧院观演游客的承载力，因此，在 1.0 版本基础上各大千古情景区都规划有 2 号剧院。目前，三亚和丽江千古情景区的 2 号剧院都已经达到可使用状态，其他景区也都在持续投入，单项投资从之前的 5 亿元左右上升到 8-9 亿元。此外，除九寨等较小的项目之外，其他项目均将建立 1-2 个室外千古情剧场，同时也可以演出其他实景项目。室外千古情剧场已进入全面开建阶段，预计将于四季度建设完成。

表 10：除九寨沟外，其他千古情景区有转型升级空间

地区	项目	占地面积	剧院情况
三亚	三亚千古情景区	80 亩	已开业 1 个剧院，2 号剧院达到可使用状态，筹划室外剧院
丽江	丽江千古情景区	140 亩	已开业 1 个剧院，2 号剧院达到可使用状态，筹划室外剧院
九寨沟	九寨沟千古情景区	33 亩	已开业 1 个剧院，规划有 2 号剧院
桂林	桂林千古情景区	160 亩	已开业 1 个剧院，规划有 2 号剧院，筹划室外剧院
张家界	张家界千古情景区	170 亩	已开业 1 个剧院，规划有 2 号剧院，筹划室外剧院
佛山	佛山千古情	90 亩	预计 3 个剧院

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

通过自主开发+外部引进，其他千古情景区的演艺内容可以得到保障。杭州、西安作为成熟的领先市场，为其他千古情景区提供了优质的试验田，经其认可的作品被引入其他千古情景区能获得更好的市场接纳度。此外，根据不同景区的地形特点公司拟开发特色演艺产品，如丽江有机会引入水上音乐节，丰富演艺产品。

4、上海宋城，从旅游演艺走向城市演艺

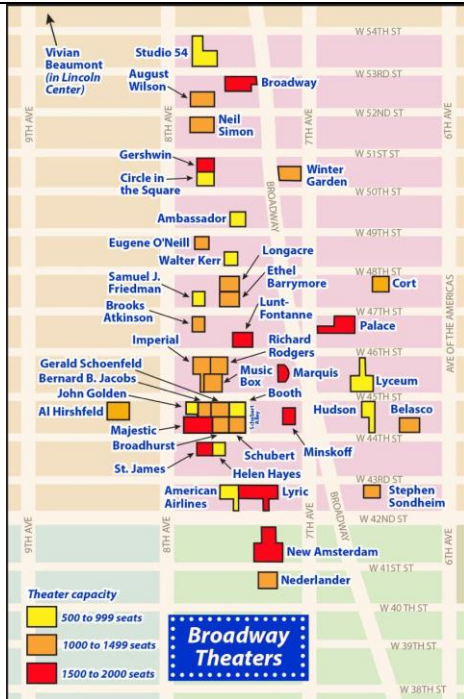
向城市演艺发展是宋城另一个可以着力的突破口。对比商业性城市演艺典范百老汇可以发现，城市演艺的成功离不开区位、内容和营销这三个要素。2021 年开业的宋城上海项目坐落于世博园演出剧场群，依托卓越的区位条件、内部创新+外部引进的丰富内容，以及多元的营销活动和票价体系，宋城上海有能力打响城市演艺第一枪。

4.1、他山之石：百老汇，商业化城市演艺的标杆

纽约百老汇代表着世界城市演艺商业化的最高水平，是著名的城市演艺集聚区。百老汇以演出音乐剧为主，亦常常有戏剧、歌剧、舞蹈等表演。凭借优质的内容，百老汇每年吸引成千上万的观众。根据百老汇联盟的统计，2018-2019 年有 850 万人次认为百老汇是其来到纽约的重要原因。百老汇拥有很高的重游率，61%的观众在一个演出季中观看过至少两部作品，平均每个观众会在百老汇观看四部剧。可以认为，百老汇是城市演艺的标杆。

百老汇分为三部分：内百老汇（又称百老汇，Broadway）、外百老汇（Off Broadway）、外外百老汇（Off-Off Broadway）。内百老汇是百老汇的核心，主要指美时代广场或林肯中心一带的 41 家专业剧院，座位数在 500 以上，大部分分布在曼哈顿第 41 街和第 54 街，以及第六大道和第八大道之间。内百老汇注重表演带来的商业利益，剧目完全以盈利为目标。

图 25：内百老汇核心 41 家专业剧院分布



资料来源：Popspotsnyc

图 26：内百老汇（红色）与外百老汇（蓝色）剧院分布



资料来源：newyorktheatreguide

外百老汇剧场规模较小，座位在 100-499 个之间，大部分位于离曼哈顿市中心较远的地方。和百老汇相比，外百老汇演出在剧场、舞台、开支上都更加简单低廉，但是表演风格更为自由，更具有想象力，多为实验戏剧。外百老汇既具有商业品性，也有以大量基金会支持的非盈利项目，是百老汇商业演出内容、剧组、演员的孵化基地。

外外百老汇表演空间更小，剧院座位数量通常少于 100 个，分布在纽约各处。演出形式更加多样，甚至“离经叛道”，票价最为便宜，且演出主要是非营利性的。如果演出票房好，外外百老汇的剧目会移到外百老汇加强宣传；若受到大众广泛欢迎、票房成绩非常好，则会在内百老汇上演。

表 11：百老汇分为内百老汇、外百老汇、外外百老汇三部分

	内百老汇	外百老汇	外外百老汇
规模	500 座以上	100-499 座	100 座以下
区位	时代广场或林肯中心附近	离曼哈顿市中心较远	分布在纽约各处
内容	大众接受度高	实验戏剧，自有、更具想象力	多样、甚至离经叛道
性质	营利性	营利项目+非盈利项目	非营利性
三者关系	-	为内百老汇孵化优质内容和人才	优秀剧目会移至外百老汇和内百老汇

资料来源：《百老汇戏剧产业孵化体系对中国演艺产业发展的启示》作者滕晓鹏、汝艳红，光大证券研究所

从产业链角度看，百老汇中的参与主体包括创作团队、制作公司、剧院和票务平台，消费者通常直接面对剧院和票务平台。

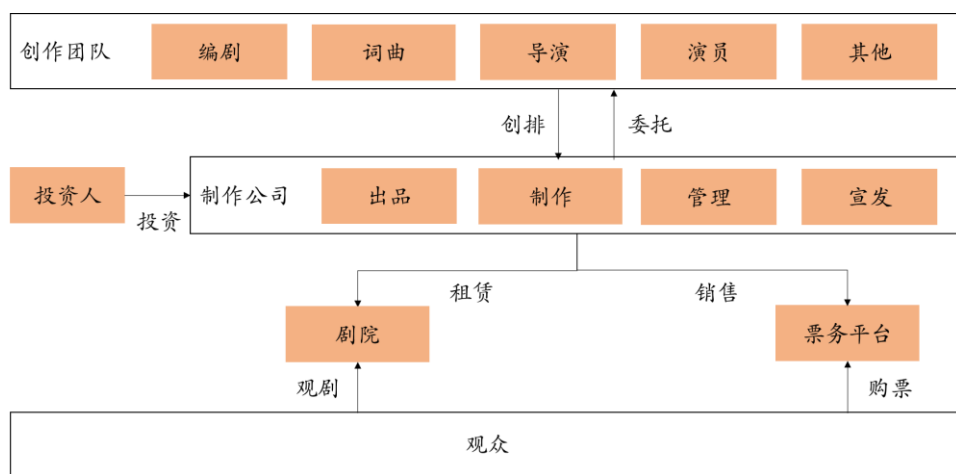
- 创作团队：包括编剧、词曲、导演、演员、舞台设计、服装设计等，主要负责剧目的编创、排练和演出。通常百老汇演出的版权掌握在剧目的主创人员手中，如导演、作曲、作词、剧本创作等。
- 制作公司：包括出品人、制作人、管理人员、宣发团队等，主要负责演出运营。出品人负责演出前期的市场调查，制作人寻求投资并委托编剧创作剧本，管理人员负责制作人名下所有剧目的创作排练、场地预定，上演剧目的每日运转、售票监督。制作公司通常规模很小，没有自己的排练场、

演职人员和过多的行政人员，当有演出制作时，就按任务临时聘请专业人员，并根据需要租用场地。

- ▶ 剧院：为演出活动提供专业场地及服务。41 家百老汇核心剧院主要由 4 家大型剧院集团公司（舒伯特集团、倪德伦集团、朱詹馨集团、环岛集团）经营管理，集团主业是运营剧院，但也会参与制作剧目。
- ▶ 票务平台：包括专业票务平台公司，和制作公司、剧院自主运营的票务平台，主要负责演出票务销售，并对剧目进行宣传。

在百老汇分工非常细化，不同企业仅承担完整产业链中的 1-2 个角色。每一个创作或演出职位都有相应的工会，工会作为代表与投资方、出品人、制作人协商条款，并通过百老汇联盟这一行业协会进行有效的沟通和对接。

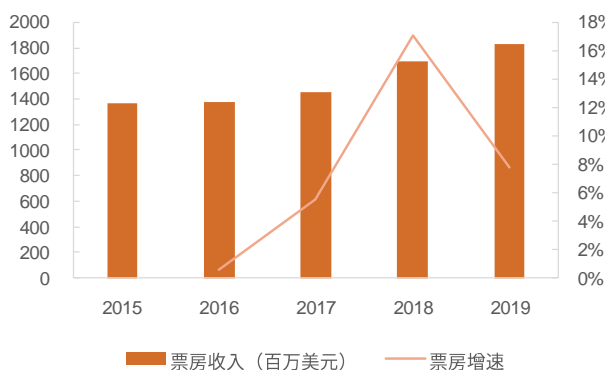
图 27：百老汇产业链结构



资料来源：光大证券研究所绘制

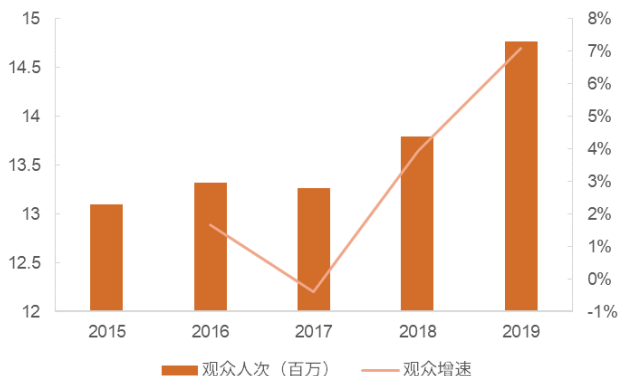
百老汇最大的特点是盈利性。2018-2019 年演出季，百老汇总体票房达到 18.29 亿美元，观众人次约 1477 万人次，平均票价为 124 美元。从 2014-2019 年，百老汇票房收入年均复合增速 6%，观众人次年均复合增速 2%。平均票价提高是票房收入增加的主要原因。2014-2019 年的 5 年里，百老汇平均票价从 104 美元提高到 124 美元，年均复合增速 4%。

图 28：2014-2019 年百老汇票房收入（单位：百万美元）



资料来源：The Broadway League，光大证券研究所

图 29：2014-2019 年百老汇观众人次（单位：百万）



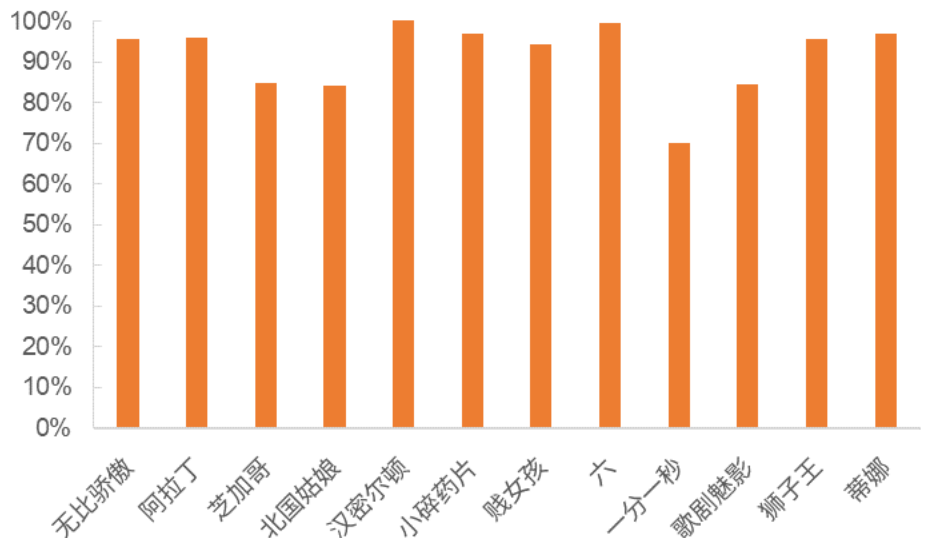
资料来源：The Broadway League，光大证券研究所

提高上座率是实现盈利的主要方式。百老汇剧投资较高，一般话剧的制作费约 300 万美元，音乐剧制作费在 800-1500 万美元之间。演出通常一周八场，平均票价约为 150 美元，演出场次和平均票价相对固定，因此提升上座率是百老汇实现盈

利的主要方式。以一部制作成本 1200 万美元、每周 50 万美元运营成本的音乐剧来说, 1200 人的剧场, 若周周满座, 一周收入约 144 万美元, 通常可在演出 26 周 (约半年) 左右回收制作成本; 若上座率达到 90%, 则可在 33 周内收回成本。

上座率越高, 收回成本的速度越快, 而若在收回成本后, 剧目仍保持盈利能力, 那么就有可能一直驻演, 如《歌剧魅影》、《芝加哥》等都是百老汇知名的长寿剧目, 至今已上演超过 30 年。目前, 百老汇剧目的上座率基本保持在 80% 以上, 近两年新排演的剧目如《汉密尔顿》、《小碎药片》、《蒂娜》上座率接近 100%, 而上演经典剧目如《歌剧魅影》、《芝加哥》上座率仍可以维持在 85% 的较高水平。

图 30：百老汇剧目上座率基本保持在 80% 以上



资料来源：IBDB，光大证券研究所（注：数据统计时间为 2019 年）

4.2、城市演艺三要素：区位、内容、营销

借鉴百老汇的经验, 我们可以发现成功的商业化城市演艺离不开区位、内容、营销三要素。

1. 区位卓越, 产业集群共享正外部性

百老汇位于纽约时代广场, 它的发展依托于纽约城市的建设。从需求端看, 纽约为百老汇提供了一个广大的消费市场。根据百老汇联盟的统计, 2018-2019 演出季, 观众平均年龄接近 42.3 岁, 其中 68% 是女性, 平均家庭年收入 26 万美元, 25 岁以上的观剧者中 81% 已经拥有本科学历, 41% 拥有研究生学历。可见, 百老汇戏剧观众群体普遍经济水平高、受教育程度高, 只有依靠纽约这样的大规模领先市场才能支撑起百老汇的发展。纽约本地人口达 840 万, 人均 GDP 超过 7 万美元, 15 岁以上受高等教育者占总人口比例达 44.4%, 在全球都处于较高水平。2018 年, 纽约旅游人次达到 6500 万, 时代广场成为热门的旅游集散地。较高的经济水平、较好的消费氛围为百老汇的发展创造了条件。

从供给端看, 纽约能为百老汇提供其发展所需的资本、劳动力等生产要素。美国政府不扶持商业演出, 因此对于百老汇的制作人来说, 一项很重要的工作就是筹资。百老汇已经形成一个稳定的演出制作投资群体, 该群体年收入通常在 20 万美元以上。高收入的投资群体集聚在纽约, 百老汇制作人平时经常与他们保持联系、维护关系, 当需要筹资时就会通过聚餐或小型聚会的方式向投资人推荐演出剧目。此外, 纽约市作为全球最发达的城市之一, 汇聚着众多国际知名艺术院校, 如纽约大学、纽约视觉艺术学院、普瑞特艺术学院等。高等院校培养笼络大量优秀人才, 为百老汇提供高级的人力资源。

百老汇剧院率先在时代广场形成集聚，并逐渐吸引其他戏剧相关产业，共享中间产品。建于1810年的公园剧院（Park Theatre）是百老汇的始祖，而直到十九世纪二三十年代，大量剧院在时代广场周边集聚形成了现今的百老汇剧院集聚区。百老汇剧院的集聚有利于各剧院之间相互宣传、相互合作，营造戏剧氛围，树立百老汇品牌，同时也吸引了大量戏剧产业的上游企业加入到百老汇的产业运作中，如专门服务于戏剧产业的媒体宣传、法律咨询、票务代理、行业工会、剧场维修、物流仓储、舞台装卸公司。这些行业的集聚使百老汇戏剧产业链逐步完善，企业之间方便分工合作，共享中间产品。除了戏剧产业链中的各行业外，百老汇周边坐落了众多餐馆、酒店、购物中心，为观众提供了多样化的配套服务。

此外，产业集聚也吸引了包括戏剧创作、表演、制作、音乐、舞蹈等方面在内的多方艺术团体和个人。在美国，演职人员一般不属于任何院团所有。演员和剧团之间为聘用关系，签订合同，规定合同期限、工资待遇以及演出时间。在每年合同以外的时间里，艺术院团不向演员发工资，演员需要另谋工作。众多自由的演员在百老汇集聚形成劳动力池，既方便他们在不同的剧组之间寻找工作，也有利于剧组挑选合适的演员。

2. 内容优质，内部激励与外部输血共存

作为营利性演艺，百老汇演出形式以音乐剧为主，强调内容的雅俗共赏。音乐剧是西方戏剧的产物，兼具观赏性和娱乐性，且相比话剧，音乐剧载歌载舞的表演形式更通俗易懂，对观众的语言理解和艺术领悟力要求更低，受语种影响小，观众接受度高。音乐剧这一艺术形式已经获得了市场的认可，其中《猫》、《西贡小姐》、《歌剧魅影》、《悲惨世界》并称世界四大音乐剧，也都曾在百老汇上演。百老汇音乐剧的故事主题强调寓教于乐和普世化，通常改编自经典小说、电影、热点新闻，如《悲惨世界》、《歌剧魅影》改编同名小说，《猫》灵感则来自于艾略特的诗集。原著本身就具有较高知名度也给音乐剧带来了更高的市场认可度。此外，百老汇的观众群体主要是女性，因此反映女性价值观的音乐剧更易受肯定。

图 31：四大音乐剧之《歌剧魅影》



资料来源：邦立网

图 32：四大音乐剧之《悲惨世界》



资料来源：旅行网

图 33：四大音乐剧之《猫》



资料来源：freep

图 34：四大音乐剧之《西贡小姐》



资料来源：搜狐网

百老汇主要通过内部激励和外部输血两种途径保证剧目的高质量。内部激励包括主创分红和残酷竞争两种：①主创分红。百老汇的制作人很少直接购买版权，而是在演出运营后根据剧目的成功程度与主创团队分享票房收入。通过票房分成的方式，创作者更有动力打磨作品，保证剧本在市场上持续赢得关注。②残酷竞争。百老汇的营利性要求剧目唯票房是论。新剧目在刚开演阶段如果卖不出票，那么在一周到一月之内可能就被停演；老剧目持续驻演几年后票房不佳，也会被剧院要求停演后更换新剧。在残酷竞争下存活下来的百老汇剧目通常都保持着高上座率、高盈利能力。

此外，百老汇的制作公司也从非营利性的外百老汇和在外百老汇发掘具有商业价值的舞台作品，将其引入百老汇，保证百老汇剧院有充足的演出项目能够持续运营。近年来最成功的音乐剧《汉密尔顿》即是从外百老汇引入的典范。该剧首演于外百老汇公共剧场，在获得口碑和票房双赢后又扩大投资和制作，从而进驻全商业化运作的百老汇剧场。《吉屋出租》早在 1996 年外百老汇剧场演出仅三个月后，即转往内百老汇演出。

3. 多元营销，打响知名度提高上座率

从销售渠道看，百老汇实行线上线下多种销售渠道，包括剧院窗口售票、“打折票房”、电话售票、网上售票、酒店大堂售票、定期门票促销、特价票抽奖、半日票、买一赠一等手段。其中，“打折票房”（TKTS Ticket Booths）由戏剧发展基金支持，位于在第 7 大道与百老汇大街之间。除特别热门的剧目外，百老汇所有剧院当天演出的门票都有一部分以 25%-50% 的折扣幅度在这里出售。通过各式销售渠道，百老汇有效聚拢人气、提高上座率。

图 35：“打折票房”有效聚拢人气



资料来源：headout

图 36：百老汇巨幅广告牌

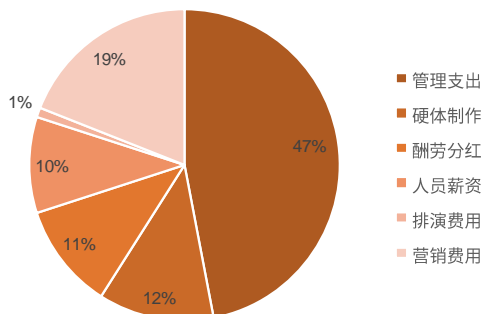


资料来源：洛杉矶时报

从票价体系看，百老汇为提高演出上座率，吸引更多观众前来观看演出，推出了多种票价。一方面，不同剧目根据其成本以及观众所选座位的观剧体验设置了不同的票价体系。以《歌剧魅影》为例，其票价在 29-195 美元之间不等。另一方面，百老汇演出票分为全价票、优等票、折价票、团体票、当日票、学生票、站票等等。其中，优等票是指剧院中看某一类演出时的最佳座位票，一般不参与折扣活动。折价票是指在时代广场游客中心领取的折价券，可凭券购票。团体票分为两种——普通团体票和面向游客发售的团体票。起订数量在 10 张以上即可享受普通团体票折扣，而面向游客发售的团体票由专门负责为旅行社提供团体购票、包场和导览服务的机构于旅行社签订协议。当日票指演出当天的剩余票以非常优惠的价格出售。站票只在部分剧院的部分演出供应，价格非常低廉，且只会在演出票售罄的情况下才会售卖。

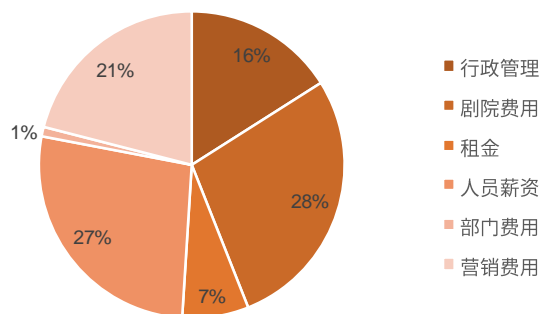
从营销宣传看，百老汇的营销手段多种多样，包括：①环境布置，如在时代广场设置醒目的巨幅广告牌，在剧场附近街道悬挂演出道旗；②氛围营造，如宣传人员扮演成剧中角色在百老汇大道上分发节目单，剧场大厅、通道各处放置剧中角色模型供观众拍照；③终端布局，如处于时代广场附近的酒店配合剧院演出营销，在酒店摆放本周百老汇的演出手册、宣传卡片和演出信息招贴画；④旅行线路编排，如考虑到乘坐游轮参观自由女神像是很多游客到纽约旅游的重要行程，因此在游轮码头的广场上设置传单展台放置百老汇演出信息，在邮轮码头之间的摆渡车车身上喷绘演出的标识或图像；⑤奖项举办，如举办美国话剧和音乐剧的最高奖托尼奖，增强大众对话剧和音乐剧的关注。无论是演出前还是演出中，百老汇音乐剧的制作/运营费用中都有近 20% 用于营销宣传。

图 37：营销费用占音乐剧制作费用的 19%



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），光大证券研究所（注：数据统计时间为 2015-2018 年）

图 38：营销费用占音乐剧运营费用的 21%



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），光大证券研究所（注：数据统计时间为 2015-2018 年）

从会员体系看，百老汇拥有专业的观众管理体系——百老汇粉丝俱乐部（The Broadway Fans Club）。百老汇粉丝俱乐部为会员提供随时了解百老汇当前和未来活动的机会，通过线上数据库，粉丝可以轻松查询纽约百老汇及巡演所涉及的剧目、剧院、演员、获奖情况等信息。此外，粉丝将定期获得百老汇演出折扣优惠券、每月新闻通讯以及相关活动信息，如百老汇儿童之夜等。通过建设会员体系，百老汇培养了一部分稳定的观众群。

4.3、宋城上海：打响城市演艺第一枪

公司 2015 年公告称与上海世博东迪文化发展有限公司共同设立子公司，打造“宋城演艺·世博大舞台项目”，其中宋城演艺占股 88%，世博东迪占股 12%。据公

司 2020 年半年报公告，上海宋城演艺王国已基本筹备完成，但为了更好地配合市场节奏，公司正持续完善多元化内容，计划于 21 年春季亮相。

上海项目是宋城第一次落户一线城市，旨在打造集文化演出、游乐互动、商业配套等为一体的时尚娱乐中心。上海项目的落成，标志着公司从旅游演艺向城市演艺迈出了历史性的一步。依托卓越的区位条件、内部创新+外部引进的丰富内容，以及多元的营销活动和票价体系，宋城上海有力打响城市演艺第一枪。

1. 落户上海，地处世博园演出剧场群

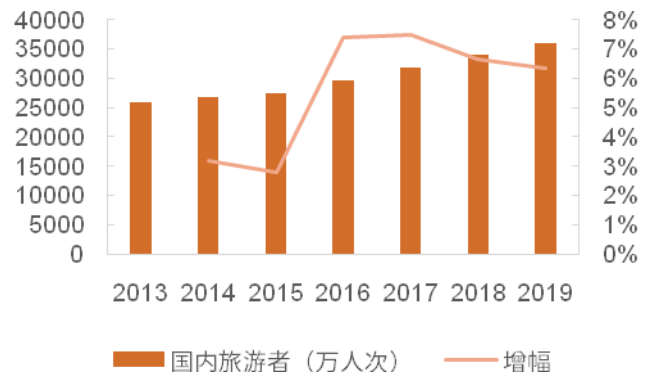
从区位上看，上海作为国际化大都市，本身也是重要的旅游目的地。2019 年，上海接待游客达 3.7 亿人次，增幅 6%，仅次于重庆，位列全国第二。“宋城演艺·世博大舞台项目”位于上海世博园浦东园区，北接黄浦江、东靠世博中心、西临卢浦大桥，区位条件极佳。利用上海城市旅游的导流效应，宋城能获得不错的客源。

图 39：上海国际旅游者人次（单位：万人次）



资料来源：上海文化和旅游局，光大证券研究所

图 40：上海国内旅游者人次（单位：万人次）



资料来源：上海文化和旅游局，光大证券研究所

围绕建设“亚洲演艺之都”，上海正建设八大演艺集聚区。根据 2017 年发布的《关于加快本市文化创意产业创新发展的若干意见》（简称文创五十条），对标纽约、伦敦等国际演艺中心，上海正建设和改造一批剧院，形成 8 个演艺集聚区，即环人民广场演艺区、徐汇滨江剧场群、静安现代戏剧谷剧场群、复兴路汾阳路音乐街、四川北路剧场群、天山路剧场群、奉献九棵树未来艺术中心和宋城演艺世博大舞台所在的世博园区旅游演出剧场群。

世博园区旅游演出剧场群除了对世博大舞台进行升级改造，引入宋城外，围绕世博文化公园还规划建设户外剧场、特色小剧场、艺术品商店、琴行、艺术培训等空间，此外还将建设上海大歌剧院、上音歌剧院，打造功能复合、富有创造力的文化集群。未来，宋城上海有机会和周围文化艺术空间联动发展，充分利用文创产业集聚优势。

图 41：宋城上海位于世博园旅游演出剧场群



资料来源：搜狐网

早在 2020 年初，杭州宋城就已率先尝试引进开心麻花、天津人艺、祺天文化等国内外知名演出团体发展城市演艺，但受疫情影响，项目被迫搁置。我们认为相比杭州，上海更适合发展城市演艺。杭州主要的城市演艺场所如东坡大剧院、杭州剧院、浙江胜利剧院等主要临近西湖，形成西湖畔的演艺集群，而宋城位于之江路 148 号，离杭州城市演艺集群较远，难以享受到产业集聚带来的福利。

图 42：宋城上海位于世博园旅游演出剧场群



资料来源：高德地图，光大证券研究所

客观地说，由于地理位置相近上海宋城可能会对杭州宋城造成分流，旅行社在推出华东五日游等线路时至多选择一台千古情表演，导致上海宋城与杭州宋城在客流上此消彼长。但若转型升级后的宋城能抓住散客市场，则有可能破解上海宋城与杭州宋城之间的竞争关系：更加丰富的旅游产品使得自由行的散客愿意在同一目的地停留更长时间，促使杭州、上海等城市成为独立的旅游目的地。游客有机会将一个假期的时间都花在上海或杭州，而非要求多地联动。在这种情况下，借助品牌效应游客可能在两地都消费宋城的演艺产品。

2. 内容丰富，自主创新+外部引进

目前宋城上海主打《上海千古情》、《上海一秀》、《我回上海滩》三部作品。其中，《上海千古情》是上海宋城景区的灵魂，表演主要结合先进的声、光、电科技手段和舞台机械讲述上海历史。演出分为《申沪溯源》、《1921》、《黄金时代》、《血肉磨坊》、《风从海上来》等场，展现上海的文化长卷及浦东开发 30 年的奋斗史。《上海一秀》是一台大型国际歌舞秀，利用歌舞的形式展现上海作为国际都市的风情。《我回上海滩》是大型沉浸式演出，通过利用全新的先锋艺术方式和互动式体验，让观众共同穿越回上世纪二三十年代的上海滩。

图 43：上海千古情



资料来源：搜狐网

图 44：上海一秀



资料来源：搜狐网

除了以上三部作品，上海宋城演艺王国还将同时上演 5D 实景剧《大地震》、全息秀《幻影》、怀旧剧《喀秋莎》、国潮剧《花想容》等多台高水平原创剧目。与百老汇的剧目相比，宋城的演出重歌舞特技效果而非重经典剧本，因此在内容的多元性上相对较弱。单依靠宋城自身的力量难以支撑起城市演艺的庞大规模，为丰富演出内容，除每天上演的原创驻场演出外，宋城上海还将引进歌剧、舞剧、话剧等各种国内外优秀演出。

杭州宋城曾和开心麻花、天津人艺、祺天文化等国内外知名演出团体洽谈，引入其出品的歌剧、舞剧、话剧、音乐剧、儿童剧，如《摸金玦》、《四张机》、《谈判专家》、《解忧杂货店》、《雷雨》，但受疫情影响项目被迫搁置。从这些尝试中可以看出公司合作共赢的开放格局与深厚的内容资源。外部协同有望为宋城上海提供更充足的演出项目持续吸引观众。

5、盈利预测

关键假设：

1. 现场演艺

- 客流预测：受疫情影响 2020 年宋城业务被迫停摆近半年，随着疫情得到控制，2021-2022 年客流会逐步得到恢复，因此我们预测杭州、三亚、丽江、桂林等成熟项目 2020E-2022E 客流增速分别为-50%/110%/10%。假设 20 年新开业的西安项目客流达 100 万人次，21E-22E 客流增速为 175%/20%。假设上海项目于 21 年开业，首年客流量达 210 万，客流增速 130%。
 - 票价预测：我们假设在保留 320 元/人票价的基础上，宋城基于多元剧目将在 2021 年推出 399 元/人一日票，且 399 票价的购买比例逐年提高，2020E-2022E 实际票价以 4%/5%/5%递增。
2. 旅游休闲：旅游服务业务主要受益于轻资产输出业务和网络票务销售业务，依靠收取服务费、受托经营管理费实现收入，假设旅游服务板块 2020E-2022E 营业收入增速分别为-20%/43%/-2%。

由于旅游业复苏进度与上海宋城项目开业时间晚于预期，我们下调 20/21 年盈利预测，同时维持 22 年盈利预测。根据上述关键假设，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 13.8/30.7/38.6 亿元，对应增速分别为 -47.3%/123.4%/25.6%，净利润分别为 4.7/14.8/18.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.18/0.56/0.69 元。

表 12：公司主营业务盈利预测

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	32.11	26.12	13.76	30.73	38.60
YoY%	6.18%	-18.65%	-47.33%	123.39%	25.60%
旅游服务业	2.66	3.27	2.62	3.74	3.67
文化艺术业	28.19	21.43	10.45	25.45	33.00
其他业务	1.23	1.38	0.69	1.54	1.94
营业成本 (亿元)	10.78	7.47	3.79	8.46	10.63
旅游服务业	0.81	0.86	0.65	0.82	0.73
文化艺术业	9.88	6.45	3.13	7.63	9.90
其他业务	0	0.02	0.26	0.35	0.35
毛利 (亿元)	21.33	18.65	9.97	22.27	27.97
旅游服务业	1.85	2.41	1.96	2.92	2.93
文化艺术业	18.31	14.98	7.32	17.81	23.10
其他业务	1.23	1.36	0.43	1.19	1.59
毛利率 (%)	66.43%	71.40%	72.47%	72.48%	72.46%
旅游服务业	69.55%	73.70%	75.00%	78.00%	80.00%
文化艺术业	64.95%	69.90%	70.02%	70.00%	70.00%
其他业务	100.00%	98.55%	62.34%	77.30%	81.93%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

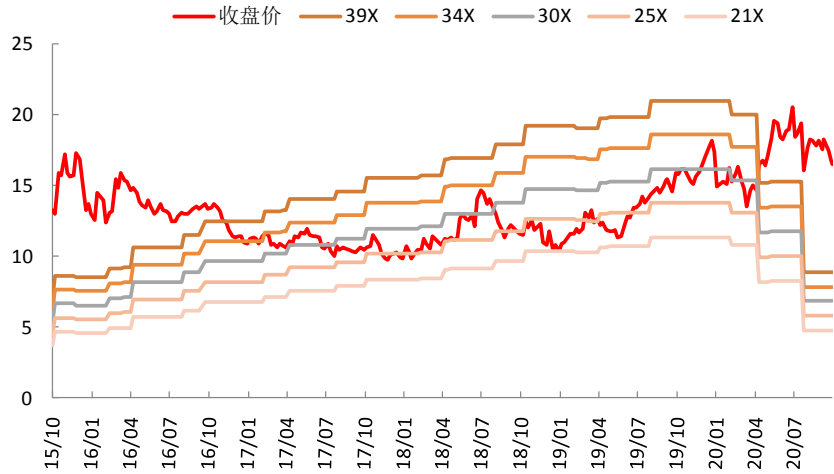
6、估值水平与投资评级

6.1、相对估值

参考公司历史 PE (TTM) 估值，2020 年 4 月以前估值区间在 21-39 倍 PE。由于疫情特殊事件冲击，2020 年公司业绩大幅下滑导致 PE 陡增。20 年盈利预测无法反映其真实盈利水平，所以我们选取 2021 年盈利预测作为参考。21/22 年 PE 分别为 29X/24X，略低于公司历史中枢 30X 水平。2020 年 6 月公司已经恢复营业，我们预计随着疫情影响的边际下降，行业修复周期中公司业绩将释放较大弹性。公

司当前正处于第三轮扩张窗口期，随着 2021 年上海项目的落地有望进一步切入城市演艺市场，另一方面“演艺王国”模式有望为存量项目带来客流、票价双升，可以获得一定的估值溢价。

图 45：公司历史 PE (TTM) 走势 (截至 2020 年 10 月 19 日)



资料来源：Wind，光大证券研究所

6.2、绝对估值

- 1、长期增长率：假设长期增长率为 2%；
- 2、β值选取：采用申万行业分类-休闲服务-景点行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 16%。

表 13：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(Blevered)	0.78
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.53%
税率	16.00%
Kd	4.20%
Ve	38963.13
Vd	250.00
目标资本结构	0.64%
WACC	6.52%

资料来源：光大证券研究所

表 14：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	7426.11	13.46%

第二阶段	12410.65	22.49%
第三阶段 (终值)	35342.80	64.05%
企业价值 AEV	55179.56	100.00%
加：非经营性净资产价值	4739.78	8.59%
减：少数股东权益 (市值)	514.66	-0.93%
减：债务价值	250.00	-0.45%
总股本价值	59154.68	107.20%
股本 (百万股)	2614.69	
每股价值 (元)	22.61	
PE (隐含)	126.73	
PE (动态)	93.83	

资料来源：光大证券研究所

表 15：敏感性分析表

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.52%	24.62	26.57	29.08	32.42	37.08
6.02%	22.11	23.59	25.45	27.82	30.99
6.52%	20.07	21.22	22.61	24.38	26.64
7.02%	18.37	19.28	20.37	21.70	23.37
7.52%	16.93	17.67	18.53	19.57	20.83

资料来源：光大证券研究所

公司绝对估值为 22.61 元，与当前股价相比存在一定的低估。

6.3、估值结论与投资评级

由于旅游业复苏进度与上海宋城项目开业时间晚于预期，我们下调 20/21 年盈利预测，同时维持 22 年盈利预测。根据上述关键假设，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 13.8/30.7/38.6 亿元，净利润分别为 4.7/14.8/18.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.18/0.56/0.69 元，对应 PE 分别为 92x/29x/24x。公司正处于第三轮扩张的窗口期，随着 2021 年上海项目的落地有望进一步切入城市演艺市场，另一方面“演艺王国”模式有望为存量项目带来客流、票价双升。我们看好公司在城市演艺的拓展以及“演艺王国”未来的可复制性，维持“买入”评级。

7、风险分析

上海项目开业时间推迟

上海项目是公司进军城市演艺市场的重要战略步骤，受疫情影响 2020 年项目建设延后，不排除未来存在开业时间可能晚于市场预期。

新冠疫情反复

入冬以后新冠疫情反复风险提升，存在部分园区项目停业风险。

大股东减持风险

公司于 8 月 12 日披露公告称，公司实际控制人黄巧灵先生及其一致行动人黄巧龙先生、刘萍女士拟以大宗交易方式转让部分股份。在本次预披露的减持计划期间，减持数量合计不超过 104,587,776 股，即合计不超过公司总股本的 4%。减持

自公告披露之日起 3 个交易日后的六个月内实施，且在任意连续九十个自然日内，减持股份的总数不超过公司股份总数的 2%。8 月 20 日，公司实际控制人及一致行动人通过大宗交易减持股份，减持比例达 1.99%。本次变动后，投资者及其一致行动人拥有上市公司股份占总股本比例从 50.03% 下降到 48.04%。减持计划尚未全部实施完毕，仍存在交易风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,211	2,612	1,376	3,073	3,859
营业成本	1,078	747	379	846	1,063
折旧和摊销	214	228	237	246	256
税金及附加	32	36	18	40	50
销售费用	288	146	77	154	224
管理费用	203	188	344	222	289
研发费用	71	48	26	57	72
财务费用	-1	-18	-7	-11	-17
投资收益	63	273	45	50	50
营业利润	1,603	1,726	595	1,837	2,256
利润总额	1,542	1,630	570	1,812	2,231
所得税	265	265	91	304	374
净利润	1,278	1,365	479	1,509	1,857
少数股东损益	-10	25	12	34	44
归属母公司净利润	1,287	1,340	467	1,475	1,813
EPS(按最新股本计)	0.89	0.92	0.18	0.56	0.69

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,647	1,571	511	1,842	2,141
净利润	1,287	1,340	467	1,475	1,813
折旧摊销	214	228	237	246	256
净营运资金增加	385	-659	-115	276	101
其他	-239	663	-78	-154	-28
投资活动产生现金流	-1,287	-1,181	-155	-150	-150
净资本支出	-523	-811	-200	-200	-200
长期投资变化	1,055	3,469	0	0	0
其他资产变化	-1,819	-3,839	46	50	50
融资活动现金流	-262	-161	-184	-109	-360
股本变化	0	0	1,162	0	0
债务净变化	-200	0	100	0	0
无息负债变化	52	30	-226	430	193
净现金流	90	232	173	1,584	1,632

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	66.4%	71.4%	72.5%	72.5%	72.5%
EBITDA 率	55.0%	66.0%	56.7%	65.8%	63.3%
EBIT 率	47.0%	56.2%	39.4%	57.8%	56.7%
税前净利润率	48.0%	62.4%	41.4%	59.0%	57.8%
归母净利润率	40.1%	51.3%	33.9%	48.0%	47.0%
ROA	11.8%	12.4%	4.3%	11.7%	12.7%
ROE (摊薄)	15.2%	13.9%	4.8%	13.2%	14.4%
经营性 ROIC	16.7%	29.8%	11.6%	35.5%	43.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	10%	10%	9%	11%	11%
流动比率	2.51	3.82	4.74	4.58	5.24
速动比率	2.50	3.81	4.73	4.42	5.07
归母权益/有息债务	-	-	97.90	111.46	125.81
有形资产/有息债务	-	-	94.86	113.35	130.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	10,817	11,041	11,103	12,923	14,596
货币资金	1,550	1,785	1,958	3,541	5,173
交易性金融资产	107	854	854	854	854
应收帐款	67	5	3	6	7
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	164	126	69	154	193
存货	3	6	3	169	213
其他流动资产	891	128	115	132	140
流动资产合计	2,800	2,921	3,070	4,936	6,665
其他权益工具	0	301	301	301	301
长期股权投资	1,055	3,469	3,469	3,469	3,469
固定资产	2,139	2,311	2,272	2,226	2,172
在建工程	146	370	383	392	399
无形资产	1,397	1,498	1,469	1,439	1,410
商誉	2,787	28	28	28	28
其他非流动资产	88	21	21	21	21
非流动资产合计	8,017	8,120	8,033	7,987	7,931
总负债	1,129	1,159	1,033	1,463	1,656
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	318	301	151	338	425
应付票据	0	0	4	8	11
预收账款	499	352	352	430	540
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,117	765	648	1,078	1,271
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	383	383	383	383
非流动负债合计	11	394	385	385	385
股东权益	9,688	9,882	10,071	11,460	12,940
股本	1,453	1,453	2,615	2,615	2,615
公积金	2,827	2,994	1,879	2,026	2,207
未分配利润	4,171	5,176	5,306	6,513	7,768
归属母公司权益	8,471	9,614	9,790	11,146	12,581
少数股东权益	1,217	268	280	314	358

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.95%	5.57%	5.57%	5.00%	5.80%
管理费用率	6.31%	7.21%	25.00%	7.21%	7.50%
财务费用率	-0.03%	-0.68%	-0.50%	-0.36%	-0.45%
研发费用率	2.20%	1.85%	1.85%	1.85%	1.85%
所得税率	17%	16%	16%	17%	17%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.12	0.20	0.05	0.14	0.18
每股经营现金流	1.13	1.08	0.20	0.70	0.82
每股净资产	5.83	6.62	3.74	4.26	4.81
每股销售收入	2.21	1.80	0.53	1.18	1.48

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	19	18	92	30	24
PB	2.9	2.5	4.5	3.9	3.5
EV/EBITDA	14.2	11.4	49.4	18.5	14.8
股息率	0.7%	1.2%	0.3%	0.9%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳