

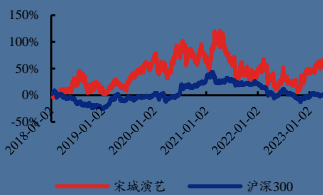


Research and
Development Center

否极泰来，演艺龙头再启航

— 宋城演艺（300144.SZ）深度报告

2023年4月7日

证券研究报告
公司研究
深度报告
宋城演艺(300144.SZ)
投资评级 增持
上次评级


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	16.72
52周内股价	10.85-16.81
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	0.97
总股本(亿股)	26.15
流通A股比例(%)	87.49
总市值(亿元)	437.18

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

王越 社零&美护分析师

执业编号: S1500522110003

联系电话: 18701877193

邮箱: wangyue1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

宋城演艺(300144.SZ): 否极泰来, 演艺龙头再启航

2023年4月7日

本期内容提要:

- ◆ **中国演艺第一股, 疫情压制股价表现。**宋城演艺成立于1994年, 是中国“演艺第一股”, 也是A股社会服务行业市值第二大公司。自2010年上市至2019年底, 宋城以杭州景区为模板, 两轮异地扩张孵化落地10个项目, 驱动演艺主业营收复合增速20%, 归母净利润复合增速达23%。然而疫情期间, 宋城各地项目大部分时间处于闭园状态, 新开业上海、西安项目反馈平平, 市场对宋城异地扩张以及新模式转型升级产生质疑, 股价从2021年4月底至7月底快速跌去接近50%。
- ◆ **演艺龙头厚积薄发, 疫后收入增长确定性较高。**旅游演艺行业经过早期粗放式发展, 目前已形成以千古情为首的“1+3+N”格局。实际上, 旅游演艺行业壁垒很高, 很考验综合能力, 而宋城以主题公园演艺模式, 率先跑出稳定盈利、便于复制的景区模型, 在千古情异地扩张过程中强化编创营销、管理运营等竞争优势, 不断巩固其市场龙头地位。突如其来的疫情加剧行业马太效应, 而宋城核心竞争力突出, 成长逻辑不改, 在疫情冲击淡化后收入复苏增长确定性较高。
- ◆ **旅游演艺短看复苏爬坡, 长看异地复制扩张。**2023年为国内旅游复苏之年, 宋城旅游演艺业务在疫情前就具有良好增长态势, 在疫情后期, 除杭州、三亚、丽江成熟项目贡献稳定收入外, 爬坡项目增长更值得关注, 桂林、张家界等千古情项目有望在未来2-3年密集爬坡, 也因此宋城短期内业务重心将放在成熟项目挖潜及爬坡项目的培育, 但从过去项目情况来看, 旅游演艺模式扩张成功率高, 或仍为宋城长期增长动力。
- ◆ **未雨绸缪, 产品迭代, 模式创新。**宋城聚焦旅游演艺主业, 追求单个项目天花板持续增长, 包括杭州项目试点演艺王国, 有望量增价升, 有助于突破增长瓶颈; 西安项目瞄准历史名城, 轻重并行, 有望实现更高利润率。在旅游演艺基础上, 宋城还跳出舒适区转型升级, 上海项目从旅游演艺向城市演艺形态转型, 珠海演艺谷代表更综合的经营业态, 模式迭代探索对宋城内容创作、项目运营提出更高要求, 也提供了更大的增长潜力, 如果成功有望带来丰厚投资回报。
- ◆ **盈利预测及投资建议:**我们认为此前宋城旅游演艺业务因室内属性受疫情冲击较一般自然景点更大, 而当前疫情影响逐渐减弱, 宋城西安、杭州、张家界开业后热度攀升, 九寨已于3月底复园, 我们认为宋城有望逐步兑现恢复逻辑, 看好未来宋城业绩复苏弹性。公司在疫情期间通过整改现有项目、创新节目内容、改革管理体制等方式修炼内功, 今年旅游市场逐渐恢复后有望厚积薄发。基于此, 我们预计2022-2024年公司实现归母净利润0.09亿元/9.64亿元/16.23亿元, 4月6日收盘价对应PE分别为5004倍/45倍/27倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素:**公共卫生事件风险、新项目建设进度不及预期、行业竞争加剧。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	903	1,185	526	2,488	3,653
增长率 YoY %	-65.4%	31.3%	-55.6%	372.8%	46.8%
归属母公司净利润 (百万元)	-1,752	315	9	964	1,623
增长率 YoY%	-230.8%	118.0%	-97.2%	10933.7%	68.4%
毛利率%	60.9%	51.1%	15.5%	64.2%	66.8%
净资产收益率ROE%	-23.6%	4.1%	0.1%	11.4%	16.1%
EPS(摊薄)(元)	-0.67	0.12	0.00	0.37	0.62
市盈率 P/E(倍)	—	138.73	5,004.39	45.36	26.93
市净率 P/B(倍)	5.90	5.72	5.81	5.15	4.32

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年4月6日收盘价

投资聚焦	6
1、宋城演艺：演艺第一股，全国范围布局，盈利能力突出	6
1.1 演艺龙头多年深耕，异地扩张驱动增长	6
1.2 聚焦演艺主业，纵深多元发展	8
2 演艺龙头厚积薄发，疫后收入有望迎来显著增长	10
2.1 竞争优势 1：模式协同，全产业链闭环，护城河稳固	10
2.2 竞争优势 2：重资产优势突出，轻资产稳步推进	18
2.3 竞争优势 3：市场集中，政策关注，供给优化	22
3 成长看点 1：旅游演艺基本盘稳固，业绩有望翻倍增长	26
3.1 存量项目复苏+爬坡，有望释放较大增量	26
3.2 旅游演艺扩张成功率高，潜在理想选址较为充足	27
3.3 旅游演艺业务营收有望翻倍	28
4、成长看点 2：存量项目持续挖潜，模式迭代空间广阔	29
4.1、杭州项目：转型演艺王国，有望量价齐升	29
4.2、西安项目：自有与轻资产并行，演艺与历史名城结合	32
4.3、上海项目：试水城市演艺，打造“东方百老汇”	34
4.4、珠海项目：演艺谷模式尚无先例，有望带来丰厚回报	37
5 盈利预测与估值	40
6 风险提示	43

表目录

表 1：宋城演艺项目扩张情况	7
表 2：宋城演艺项目选址情况	13
表 3：宋城上市以来各项目每年投资金额一览（万元）	14
表 4：宋城各地千古情剧目“小异大同”	15
表 5：国内大多数主题乐园前期投资额巨大	18
表 6：宋城轻资产项目情况一览	21
表 7：国内主要演艺派系情况	23
表 8：宋城演艺潜在选址	27
表 9：西安旅游演艺市场各个项目基本情况对比	33
表 10：珠海项目 2024 年收入预测（亿元）	40
表 11：宋城演艺收入预测（百万）	40
表 12：宋城演艺盈利预测（百万）	41

图目录

图 1：宋城演艺历史发展及股价复盘	7
图 2：宋城演艺历年营收及演艺主业 YOY	8
图 3：疫情前宋城演艺毛利率超 70%	8
图 4：疫情前宋城演艺归母净利率超 40%	9
图 5：并购六间房后销售费用率超 10%	9
图 6：宋城主营业务构成（亿元）	10
图 7：宋城演艺主营业务	10
图 8：华强方特归母净利率在 20% 左右	11
图 9：2019 年方特主题公园毛利率约 53%	11
图 10：2019 年方特文化内容产品子公司贡献 10 亿+ 净利	11
图 11：方特每年政府补助约 3-4 亿	11
图 12：各演艺类型及代表剧目	11
图 13：实景&剧场旅游演艺的缺点	11
图 14：主题公园演艺是旅游演出最高效的部分	12
图 15：宋城演艺全产业链图	12
图 16：尽管杭州、丽江区位弱于竞品，但仍凭借其他优势赢得市场竞争	13
图 17：宋城千古情演出减少对主角依赖	15
图 18：张家界千古情·序《沧海桑田》	16
图 19：全息秀《幻影》	16
图 20：宋城旗下目前开业项目在各地景区热度排行榜中均位列前十	16
图 21：宋城与沈阳音乐学院签署战略合作协议	17
图 22：宋城人均职工薪酬高于旅游行业平均（万元）	17
图 23：疫情前宋城演艺各地团客情况	17

图 24:	19 年以来前五大客户占比超过 10%.....	17
图 25:	宋城演艺多元化营销提高曝光度和知名度.....	18
图 26:	三亚千古情历年毛/净利率及 ROE 走势.....	19
图 27:	丽江千古情历年毛/净利率及 ROE 走势.....	19
图 28:	三亚&丽江项目投资回收期在 4-5 年.....	19
图 29:	2016 年起丽江千古情营收超过印象丽江.....	20
图 30:	三亚&丽江历年净利润情况 (亿元).....	20
图 31:	对比印象系列, 三亚&丽江净利率优势显著.....	20
图 32:	宁乡炭河千古情引燃湖南文化旅游.....	21
图 33:	轻重资产项目票价对比.....	22
图 34:	轻资产营收及毛利率情况.....	22
图 35:	宋城千古情后来居上, 取得龙头地位.....	22
图 36:	宋城演艺在手现金充足.....	24
图 37:	宋城演艺有息负债率较低.....	24
图 38:	近十年旅游人数及 YOY.....	24
图 39:	近十年国内旅游收入及 YOY.....	24
图 40:	2023 年春节旅游客流及收入恢复度有明显提升.....	25
图 41:	2023 年旅游行业有望强修复 (亿元).....	25
图 42:	文旅融合写进二十大.....	25
图 43:	浙江省率先推动文旅产业稳进提质.....	25
图 44:	此前宋城多个项目享受税收优惠政策.....	25
图 45:	疫情前桂林项目营收爬坡较快 (亿元).....	27
图 46:	桂林、张家界项目历年归母净利润 (亿元).....	27
图 47:	2019 年宋城演艺主业收入构成.....	29
图 48:	杭州宋城景区导游图.....	30
图 49:	2019 年杭州宋城营收略有下滑.....	30
图 50:	增加剧院建设有望增厚业绩.....	31
图 51:	宋城自主创作爱在系列.....	31
图 52:	宋城引入《雷雨》、《摸金玦》.....	31
图 53:	演艺王国推出多元化票价体系.....	32
图 54:	杭州/西安/三亚/丽江旅游人数及收入对比.....	33
图 55:	2019 年宋城各项目土地&剧场折旧摊销.....	34
图 56:	西安项目位于市中心—兵马俑路线上.....	34
图 57:	西安项目工程施工中标金额超过三亚、丽江单项目总投资.....	34
图 58:	上海项目位于黄浦江边, 地理位置优越.....	35
图 59:	2021 年五一期间上海项目迎开门红.....	35
图 60:	2019 年上海国内游客 3.61 亿, 本地游客超一半.....	35
图 61:	上海接待游客数及常住人口远超杭州.....	35
图 62:	沉浸式戏剧《不眠之夜》.....	36
图 63:	谍战舞台剧《永不消逝的电波》.....	36
图 64:	上海项目推出带餐秀、实景演出、亲子秀等多产品.....	37
图 65:	珠海演艺谷旅游区布局.....	38
图 66:	珠海演艺谷暂定演出名称及座位数量.....	38
图 67:	疫情前珠海市接待过夜游客数稳定增长.....	38
图 68:	2019 年珠海长隆海洋王国游客量 1174 万人次.....	38
图 69:	宋城转让珠海项目给控股股东宋城集团.....	39
图 70:	收购六间房前宋城 PE 走势.....	42
图 71:	2017-19 年宋城剔除六间房业绩后 PE 走势.....	42
图 72:	宋城集团新任总裁黄鸿鸣带队推进海外项目.....	43
图 73:	宋城展示在各项目剧院门口的已落地和规划中项目示意图.....	43

投资聚焦

中国演艺第一股，疫情压制股价表现。宋城演艺成立于1994年，是中国“演艺第一股”，也是A股社会服务行业市值第二大公司。自2010年上市至2019年底，宋城以杭州景区为模板，两轮异地扩张孵化落地10个项目，驱动演艺主业营收复合增速20%，归母净利润复合增速达23%。然而疫情期间，宋城各地项目大部分时间处于闭园状态，新开业上海、西安项目反馈平平，市场对宋城异地扩张以及新模式转型升级产生质疑，股价自2021年4月29日至2021年7月30日快速跌去接近50%。

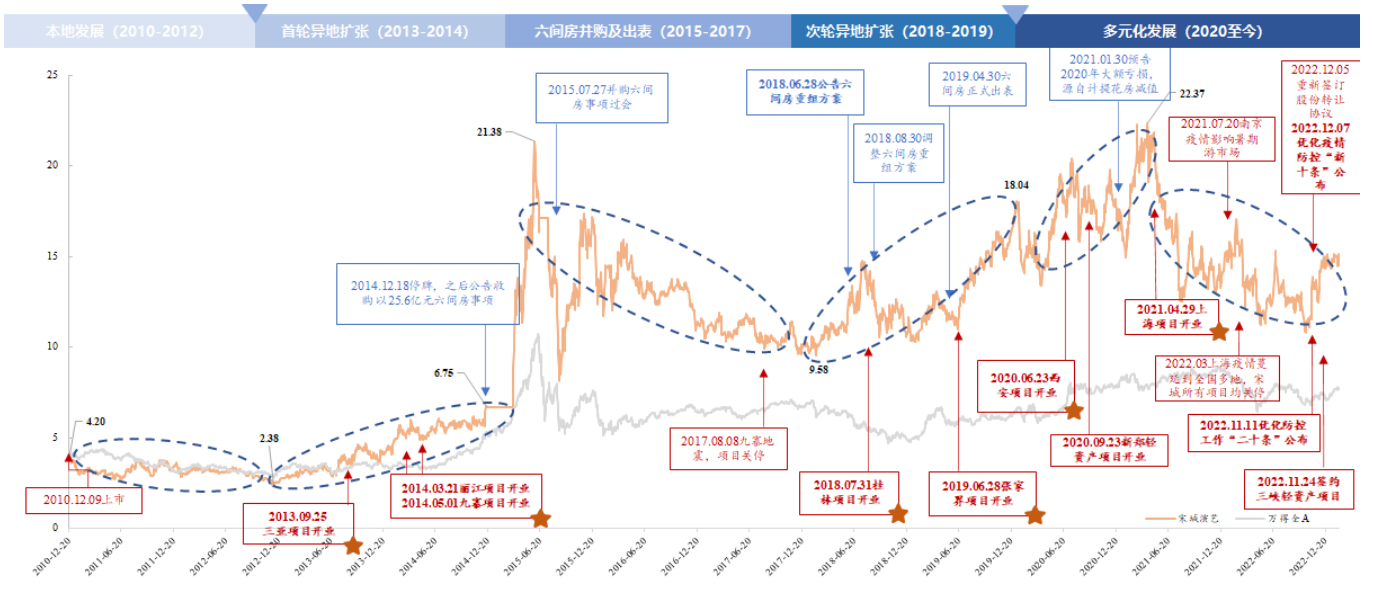
短期复苏趋势相对明确，中长期扩张潜力较大。站在当前时点，疫情对出行链的负面冲击逐渐减弱，旅游景气复苏趋势相对明确，宋城作为旅游演艺龙头，收入有望迎来显著增长。短期来看，宋城存量项目有望稳定复苏、密集爬坡，新项目落地有望持续推进，多剧目、多票价演艺王国模式转型有望帮助成熟项目突破阶段性增长瓶颈；中长期来看，旅游演艺潜在选址空间广阔，城市演艺、演艺谷等模式探索有望成为宋城第二增长点。本篇报告将重点分析宋城为何有望实现收入增长，即十年异地扩张中形成的稳固壁垒以及疫后复苏面临的行业机遇，详细梳理宋城旅游演艺业务的增长逻辑及杭州、西安项目的成长看点，对上海、珠海业务模式转型升级进行展望，最后以旅游演艺模式为主进行盈利预测及估值分析。

1、宋城演艺：演艺第一股，全国范围布局，盈利能力突出

1.1 演艺龙头多年深耕，异地扩张驱动增长

从公司股价来看，我们认为异地扩张是驱动宋城股价上涨的关键因素：

- 宋城演艺成立于1994年，2010年在创业板上市。2012年底股价较上市时跌幅超40%，我们认为主要因为宋城聚焦杭州项目发展，单一项目难以支撑高估值；
- 2013-14年股价翻倍增长，我们认为主要源自宋城以杭州为本，凭借“主题公园+旅游演艺”的独特商业模式开启异地扩张步伐，三亚、丽江、九寨项目密集开业并取得成功；
- 2015年宋城并购六间房开启互联网演艺副业，我们分析主要由于预期的协同效应并没有实现，以及大盘牛转熊、行业监管趋严，股价一直处于消化高估值的阶段，也因此，宋城在2018年将六间房重组出表，回归演艺主业；
- 2018年股价进入上升通道，我们认为主要得益于宋城开启次轮异地扩张，除桂林、张家界等重资产项目外，还以轻资产方式进行输出；在疫情前期股价涨至历史高位，我们分析主要是彼时市场对疫情恢复预期较为乐观，宋城于2020年6月开园，展现经营韧性，新开业西安（轻重结合）、郑州（轻资产）、上海项目（城市演艺），积极探索多元化发展；
- 2021年5月至2022年底，因疫情常态化，市场恢复预期受挫，我们认为宋城作为室内演艺受到影响比一般的自然景区更大，因此宋城股价震荡下跌。但2022年10月至今，防疫政策优化调整，出行意愿提升，公司股价有所回升，涨幅接近40%。

图1：宋城演艺历史发展及股价复盘


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

蓄力扩张，全国布局。宋城演艺经过本土发展，形成“主题公园+文化演艺”的独特经营模式；“千古情”为主要产品，2019年演出约7500场。宋城轻重并行、两轮扩张，目前已成功落地孵化出11个项目，5个项目在建，树立了良好的品牌知名度。

表1：宋城演艺项目扩张情况

开业时间	项目名称	所在城市	投资额 (亿元)	项目性质	经营状态	扩张轮次
1996年5月18日	宋城景区	浙江杭州		重资产	开业 (2023.3开园)	巩固基本盘
1997年3月29日	宋城千古情					
2011年计划投资	峨眉千古情	四川乐山	2	重资产	未开业	投资试错
2011年计划投资	石林千古情	云南昆明	2.2	重资产	未开业	
2011年2月15日	吴越千古情	浙江杭州		重资产	已停演	
2012年计划投资	武夷千古情	福建南平	3.5	重资产	未开业	
2013年9月25日	三亚千古情	海南三亚	4.9	重资产	营业	首轮异地扩张
2014年3月21日	丽江千古情	云南丽江	3.34	重资产	营业	
2014年5月1日	九寨千古情	四川阿坝	2.98	重资产 (持股80%)	开业 (2023.4开园)	
2015年7月28日	泰山千古情	山东泰安		重资产	已停演	
2017年7月3日	炭河千古情	湖南宁乡		轻资产	营业	
2018年8月8日	桂林千古情	广西桂林	8.02	重资产 (持股70%)	营业	次轮异地扩张
2018年12月28日	明月千古情	江西宜春		轻资产	营业	
2019年6月28日	张家界千古情	湖南张家界	6	重资产	开业 (2023.3开园)	
2020年6月22日	西安千古情	陕西西安	注册资本 6亿	重资产 (持股80%)	开业 (2023.3开园)	
2020年9月19日	黄帝千古情	河南郑州		轻资产	营业	

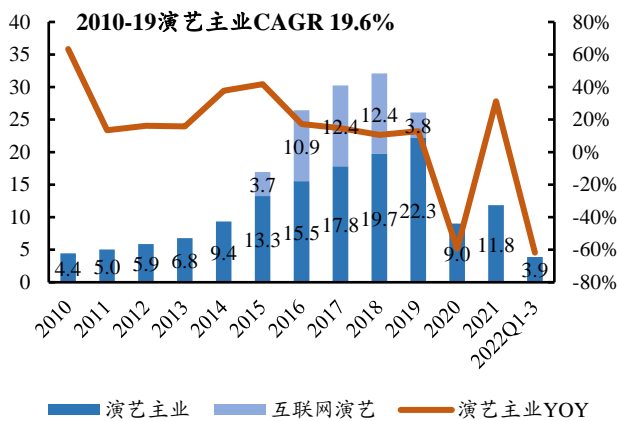
	2021年4月29日	上海世博大舞台	上海	8.3	重资产 (持股88%)	开业 (2023.4开园)	
	2016年计划投资	澳洲传奇	澳大利亚昆士兰	20	重资产	5.94亿元 转让集团	
	2023年7月	岭南千古情	广东佛山	7	重资产 (由轻转重)	在建	
增量项目	未定	西塘演艺谷	浙江嘉兴	10	重资产	在建	未来异地 扩张
	未定	珠海演艺谷	广东珠海	30	轻资产	4.58亿元 转让集团	
	未定	延安千古情	陕西延安		轻资产	在建	
	2024年5月1日	三峡千古情	湖北宜昌		轻资产	在建	

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

1.2 聚焦演艺主业，纵深多元发展

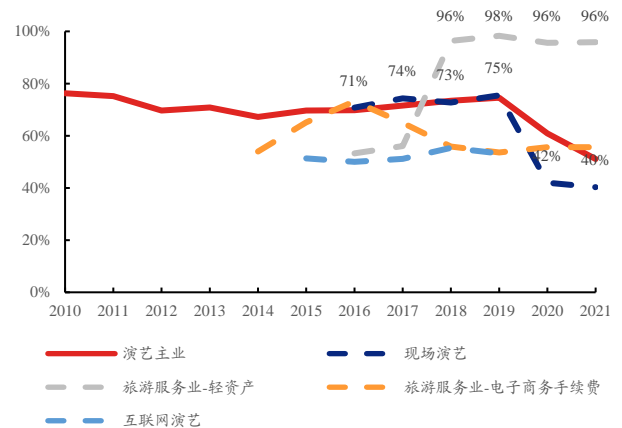
营收稳步增长，盈利能力较强。1) 在互联网演艺退出主营后（下文将解释），公司聚焦文化演艺项目，宋城2019年演艺主业营收为22.3亿元，2010-19年CAGR约19.6%，2020-2022年受疫情扰动，分别实现营收9.0/11.8/3.9亿元。2) 我们认为主要得益于“主题公园+文化演艺”的模式（后文将详细说明），宋城盈利能力较强，疫情前现场演艺业务毛利率长期维持在70%，轻资产业务营收占比虽小，但毛利率高达96%。3) 宋城疫情前销售费率、管理费率常年维持在5-10%，得益于高毛利、稳定费率，疫情前归母净利率维持在40%以上。2020年因一次性计提18.6亿减值出现大幅亏损，若剔除六间房影响，则2020-2021年仍然实现盈利。同时，宋城上市至今每年净现比都超过1，代表宋城盈利质量较高。

图2：宋城演艺历年营收及演艺主业 YOY

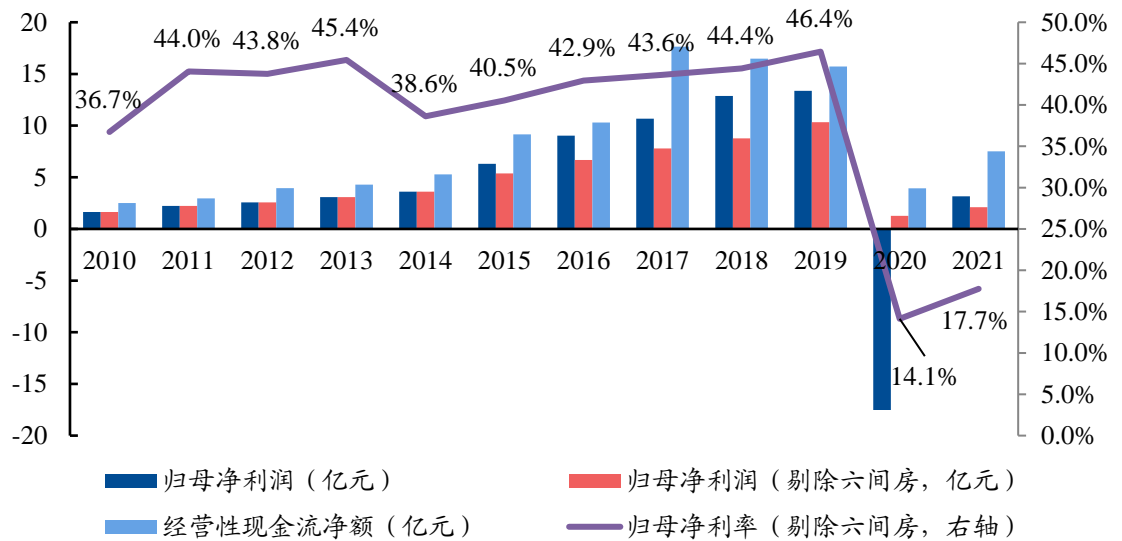


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图3：疫情前宋城演艺毛利率超70%

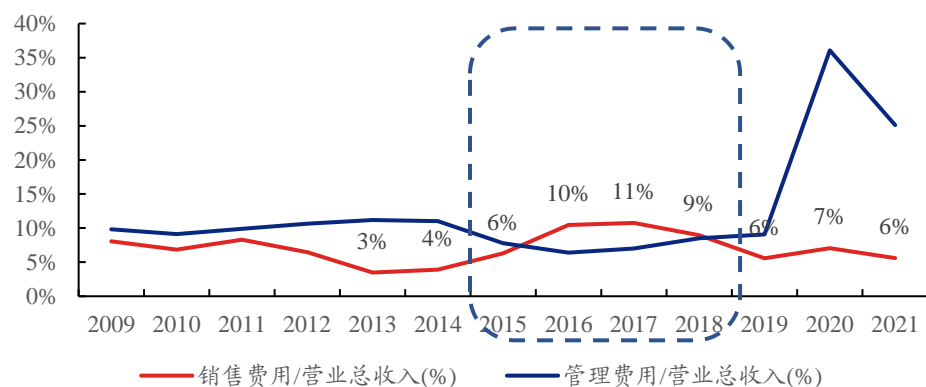


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图4：疫情前宋城演艺归母净利率超 40%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

六间房减值风险消除，重聚演艺主业发展。宋城于2015年以26.02亿元收购直播平台六间房，试图打通线上与线下消费群体，挖掘客流潜在价值。但由于线上线下演艺在客群、演出方式、盈利模式上有较大不同，因此预期的协同效应没有兑现，加上秀场直播监管趋严、行业竞争加剧，因此宋城在完成业绩承诺后策划了六间房出表。2019年六间房与花椒重组，公司持股比例降至39.53%，六间房完成出表，互联网演艺业务（2015-19年）退出主营。2020年，出于对花房未来的谨慎预期，宋城对花房计提长期股权投资损失和减值准备合计18.61亿元，至此短期财务减值风险集中释放，宋城将战略重心聚焦于演艺主业。

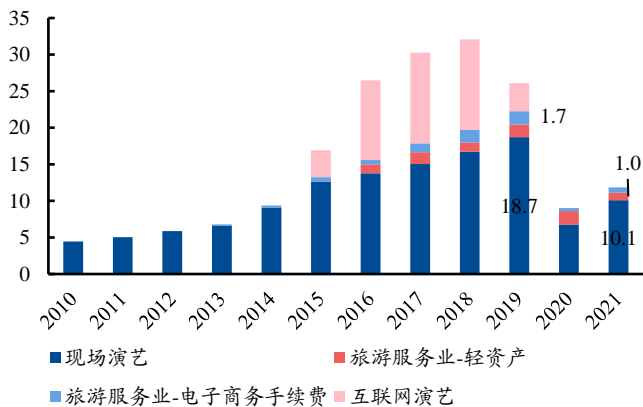
图5：并购六间房后销售费用率超 10%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心
 注：2017年及以前管理费用包括研发费用

自有项目贡献主要营收，轻资产输出稳健支撑。目前演艺主业包括现场演艺（自有重资产项目）和旅游服务业（轻资产输出及网络票务销售）。现场演艺为公司核心业务，公司以杭州宋城为模板，在多地打造主题公园集群和千古情演出服务，以门票方式实现收入；2）旅游服务业主要包括设计策划（轻资产输出）与网络票务销售，轻资产业务向合作方提供品牌授权、规划设计等服务，收入来源为服务费与管理费，网络票务销售即线上直销或分销宋城门票，亦有与其他景点的联动销售。2021年，现场演艺营收10.1亿元，占比达85%，轻资产

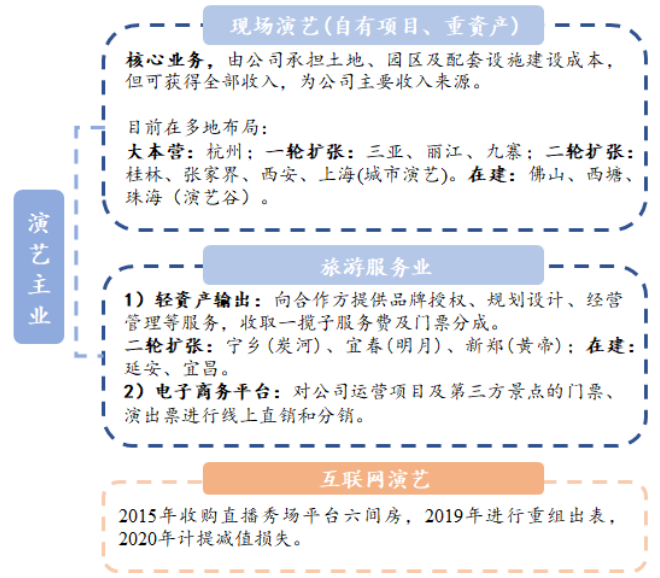
输出营收 1.0 亿，占比 8.6%。

图6：宋城主营业务构成（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图7：宋城演艺主营业务



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2 演艺龙头厚积薄发，疫后收入有望迎来显著增长

演艺龙头厚积薄发，疫后收入增长确定性较高。旅游演艺行业经过早期粗放式发展，目前已形成以千古情为首的“1+3+N”格局。实际上，旅游演艺行业壁垒很高，很考验综合能力，而宋城以主题公园演艺模式，率先跑出稳定盈利、便于复制的景区模型，在千古情异地扩张过程中强化编创营销、管理运营等竞争优势，不断巩固其市场龙头地位。突如其来的疫情加剧行业马太效应，而宋城核心竞争力突出，成长逻辑不改，在疫情冲击淡化后收入复苏增长确定性较高。

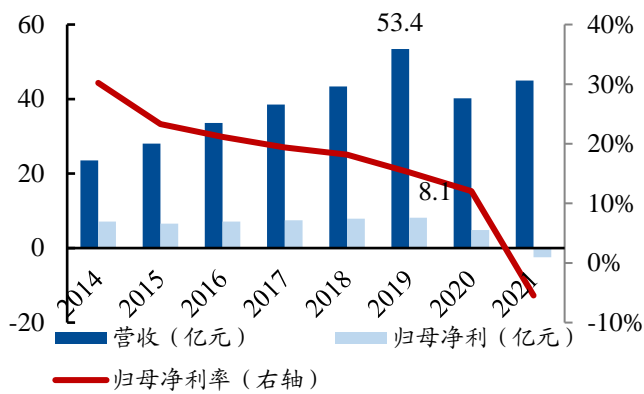
2.1 竞争优势 1：模式协同，全产业链闭环，护城河稳固

2.1.1、“主题公园+旅游演艺”模式协同效应明显

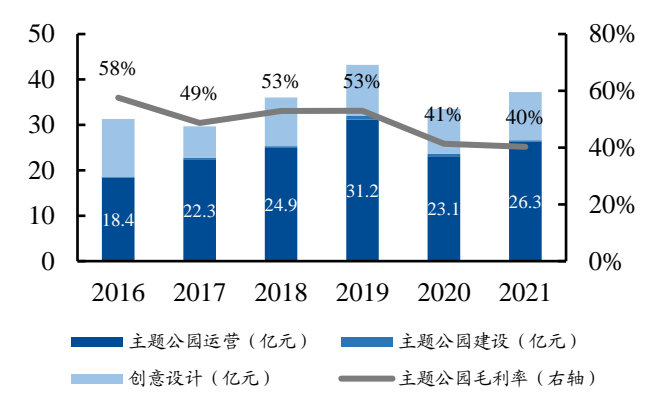
演艺为核心，主题公园为载体。杭州宋城在 1996 年成立之初业务重心为主题公园而非演艺，彼时千古情仅仅是一个露天演出，定位于宋城景区附属品，向游客免费演出。2003 年，宋城推出全新剧院版《宋城千古情》，并进行商业化运作，千古情演出知名度逐渐提高，并成为宋城的品牌旅游项目，主题公园退而成为演艺节目的容客缓冲场所。目前，宋城景区实行一票制，涵盖入园门票和演出票，并对应千古情演出的特定座位。

以演艺为核心、主题公园为载体的协同效应在于：

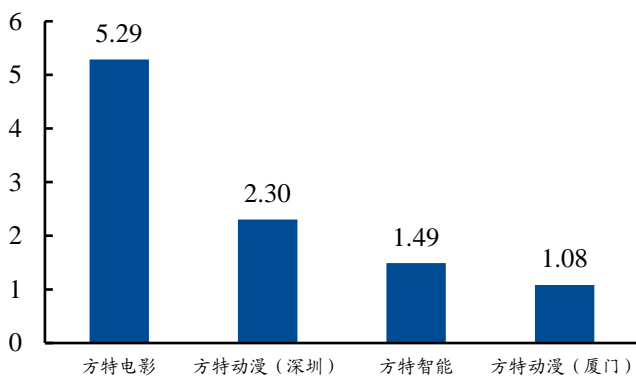
1) 宋城作为低成本仿古型主题公园，以文化演艺为特色可以与迪士尼、欢乐谷等传统主题公园形成错位竞争，解决传统旅游企业同质化严重、重资产高折旧、盈利能力弱的缺点。我们以同为民企的华强方特为例，2019 年营收 53.4 亿/+23.15%，主题公园营收占比 80.87%，但毛利率仅有 53.0%；2019 年归母净利润 8.1 亿/+3.2%，其中方特电影、方特动漫等四个全资子公司合计贡献 10.16 亿净利润，且政府补助 3.12 亿，因此其主题公园运营业绩实际上是大幅亏损的，与宋城主业毛利率 74.6%，净利率 46.4%，净利润 10.34 亿对比鲜明。

图8：华强方特归母净利率在 20%左右


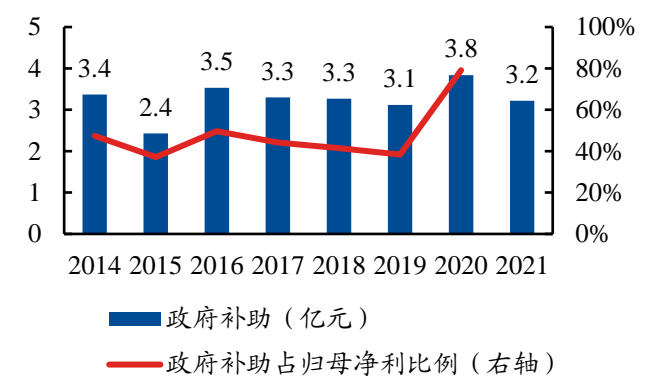
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图9：2019 年方特主题公园毛利率约 53%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图10：2019 年方特文化内容产品子公司贡献 10 亿+净利


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图11：方特每年政府补助约 3-4 亿


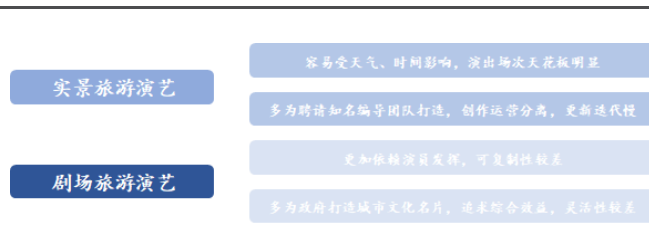
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2) 宋城以主题公园为载体，与其他演艺模式（实景演艺及剧场演艺）相比，引流成本较低，演出安排更为灵活、演出场次天花板更高，观众等待时间可以游园提升体验并增加二次消费的可能。因此，主题公园演艺较为高效，2017年，主题公园类旅游演出剧目数量26台，仅占总台数的9.6%，而票房收入却占到旅游演出总票房的45.3%。因此，我们认为，与单剧院的演出模式相比，宋城的“主题公园+演出”的模式协同效应明显，也是宋城能够在全国旅游演艺市场大放异彩的重要原因之一。

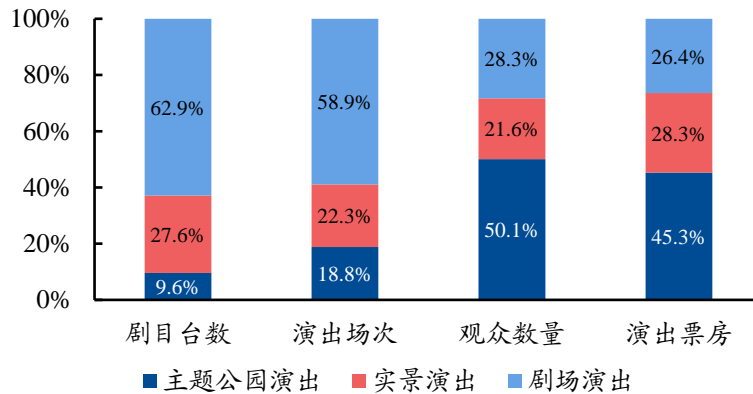
图12：各演艺类型及代表剧目

演艺类型	特点	代表剧目
主题公园旅游演艺	在主题公园内打造演出剧目，与主题公园游乐互补，共同打造的复合型旅游产品，主题性尤其明显	《宋城千古情》、《三亚千古情》、《C秀》、《龙秀》、《闽南传奇》
实景旅游演艺	以旅游地山水实景为依托打造的，将当地的民俗文化与著名的山水旅游景点紧密结合的旅游演出	《长恨歌》、《文成公主》、《印象·刘三姐》、《印象·丽江》、《印象·大红袍》
独立剧场旅游演艺	与传统演艺易混淆，多为城市的文化名片性产品，多为政府投资，会采用巡演方式	《又见敦煌》、《又见平遥》、《云南印象》、《张家界·魅力湘西》、《傣秀》

资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图13：实景&剧场旅游演艺的缺点


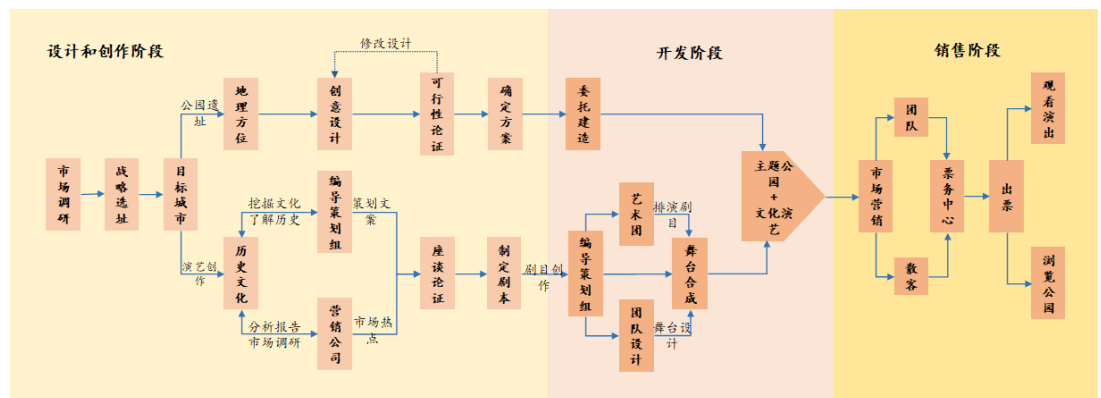
资料来源：人民日报文艺，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图14：主题公园演艺是旅游演出最高效的部分


资料来源：道略文旅产业研究中心，信达证券研发中心

2.1.2、精益求精，打造全产业链闭环能力

多年积累，壁垒突出。经过 20 多年积累，宋城形成难以复制的全产业链闭环能力，包括前期项目选址、设计建设，节目的导演编创、舞台呈现，后续的景区运营、营销推广、升级改造等环节。我们认为宋城将主题公园演艺全产业链各环节都打磨完善，且异地复制扩张巩固并强化了这种壁垒。模仿宋城者很多，例如同样采用“主题公园+演艺”模式的华夏文旅，但是无论从市场评价还是从经营数据来看，能与宋城比肩的竞争对手尚未出现，我们认为主要原因在于模仿宋城某些成功之处较为容易，但学习宋城全产业链每个环节的成功经验较为困难。

图15：宋城演艺全产业链图


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

➤ 区位：卡位一线旅游目的地，先发优势明显

“大选址+小选址”方式确定项目地。旅游演艺本身较难创造客流，其客群主要基于旅游目的地本身游客转化。因此，即使一线旅游目的地竞争激烈，宋城也要去抢占市场。而项目选址是决定项目成功与否以及客流量高低的关键因素。宋城采用“大选址+小选址”的选址方式，大选址侧重自带流量的一二线旅游目的地，小选址主要考虑项目具体的区域位置、交通等，对项目快速成功有很大影响。二轮扩张的桂林、张家界项目的成功也验证了大小选址的重要性。我们认为，“大选址”知名度高、游客基数大、消费能力强，利于公司开展业务；“小选址”选择符合旅游线路的区位、周边交通便利、配套设施成熟，利于客流转化，因此，合适的旅

旅游资源布局点位有限，而宋城异地扩张已形成卡位优势。

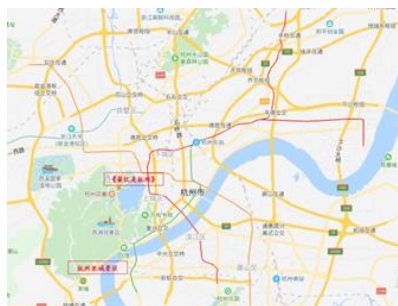
表2：宋城演艺项目选址情况

项目	周边知名景点	距离知名景点 距离（公里）	所在城市 2019 年 旅游人次（万人）	所在城市 2019 年 旅游收入（亿元）
杭州千古情	西湖风景区	14	20814	4005
三亚千古情	市中心/亚龙湾	6/17	2396	633
丽江千古情	丽江古城/玉龙雪山	7/27	5402	1078
九寨千古情	九寨沟	6	3761（2016 年数据）	318（2016 年数据）
炭河千古情	炭河古城	0	2301	310
桂林千古情	十里画廊/遇龙河	4/4	13834	1874
明月千古情	明月山风景区	13	10700	1016
张家界千古情	武陵源风景名胜区	4	7912	906
西安千古情	华清宫/钟楼	16/16	30110	3146
黄帝千古情	郑州市中心	23	13060	1599
上海世博大舞台	外滩	10	36141	5357
佛山千古情	西樵山风景区	7	6226	892
西塘演艺谷	西塘古镇	1	12028	1423
珠海演艺谷	-	-	4618	542

资料来源：公司公告，各地统计局，信达证券研发中心

二轮扩张项目地整体较一轮项目潜力更大。1) 在游客量上，一轮扩张项目地三亚、丽江 2019 年游客接待人次分别为 2396 万、5402 万，而二轮扩张桂林、张家界、西安、上海、佛山（今年 7 月开业）项目所在城市 2019 年接待游客量分别为 1.38 亿、8049 万、3.0 亿、3.6 亿人次、6226 万，普遍高于一轮扩张。因此，二轮扩张选址的游客基础比一轮扩张更好。2) 在区位上，一轮扩张三亚项目位于市区北边，距离亚龙湾 17 公里，丽江项目董事长黄巧灵曾评价“不在主流旅游方向上，如果选址在城边，那效益比现在会好 30%”，而二轮扩张的桂林、张家界项目距离核心景区均只有 4 公里，西安项目位于市中心去往兵马俑的路上，上海项目位于上海世博园区，区位优势于一轮扩张项目，一定程度反映公司随着影响力、品牌力提升，能获得更好的地段，也意味着桂林、张家界项目成熟后体量有望超过三亚、丽江项目。

图16：尽管杭州、丽江区位弱于竞品，但仍凭借其他优势赢得市场竞争



“丽江项目选址在玉龙县，这个项目不在主流旅游方向上，如果当时选址在城边，那我们的效益比现在会好30%”——董事长黄巧灵

资料来源：百度地图，证券时报网，信达证券研发中心

➤ 园区：景区标准化易推广，应对需求持续升级

与节目类似，宋城园区建设也突出标准化。宋城主题公园核心为室内大型秀场，再加上表现地域文化的标志性广场、室外秀场、民俗商业街、游乐街（无机械、易维护）、儿童乐园等。项目板块布局突出标准化，但会根据各地地域风格进行换肤。标准化剧院与园区可以缩短建设周期，减少投资额，有利于新项目保质保量落地。

园内设施持续更新，小修与大修相结合。宋城从游客需求出发，对景区软硬件设施进行升级改造，包括优化游历线路、完善景区配套、增加自营商铺占比等。此外，公司还成立创新部以解决互联网应用、网红推广等方面不足，成立定制策划部针对客户个性化需求提供相应服务。宋城项目开业时投资额一般为计划总投资额的 60%左右，剩余 40%将在开业后每年持续投入，用于园内设施更新换代。以三亚项目为例，该项目于 2013 年 9 月 25 日正式开业，11-13 年该项目在建工程总投资额为 3.13 亿元，而 14 年至今又继续投入了 2.70 亿元。项目分批投入一方面可以分散投资现金流，防止某一时点资金压力过大，另一方面持续更新的园内设施也能提升用户体验。

表3：宋城上市以来各项目每年投资金额一览（万元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	累计
杭州宋城	4,285	8,569	13,463	12,030	6,253	3,720	3,119	1,352	9,803	12,069	23,787	8,498	106,948
杭州烂苹果		23	14,269	274	-282	-228	629			113	129		14,927
杭州乐园	541	26,128	3,319		4,316	455	8,124	2,337	2,155	3,881	1,897	3,305	56,458
三亚		124	6,903	24,295	2,065	5,211	7,547	1,224	994	5,900	1,417	2,680	58,360
丽江			4,083	14,834	26,601	1,012	1,116	1,907	6,035	655	1,116	3,404	60,763
九寨			214	5,951	15,694	2,665	25	655		193	2,496	2,430	30,323
泰安		124	215	558	92	92							1,081
龙泉山							1,941	6,206	6,687	3	1		14,838
上海							115	578	2,442	7,100	19,243	36,867	66,345
桂林							35	3,126	37,784	2,084	1,474	960	45,463
澳洲								374	280	84	67	-63	742
张家界								182	2,192	30,982	4,925	5,187	43,468
西安									412	4,194	18,327	754	23,687
佛山									372	1,383	8,307	8,779	18,841
西塘										3,211	6,914	2,013	12,138
珠海											6,524	1,140	7,664

计划总投资额的 60%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

关于标准化与艺术性的思考：我们认为旅游演艺是大众消费品而非艺术品，优秀的商业产品需要平衡好品质、接受度、成本控制、可复制性，艺术品演出如芭蕾、歌剧、话剧大多面向小众，且依赖主角能力，可复制性较弱。而宋城深谙这一点，专攻大众喜欢的商业演艺产品，场面恢宏震撼，给游客带来视觉冲击和美感享受。

► 产品：节目编排“小异大同”，创作体系不断完善

节目深挖民族特色，编排“小异大同”。1) 小异：千古情异地项目并非 100%复制，而是充分结合当地文化，展现风土人情，并进行大众化改编，使得产品雅俗共赏、内涵丰富且有差异化。例如杭州千古情展现南宋文化，三亚千古情展现黎苗文化，丽江千古情展现纳西文化等。

2) 大同：每台剧目通常为 5-6 幕，核心元素包括历史起源、战争、爱情、离别、今日美好生活等，采取歌舞、影视、杂技等多种表演形式，每个环节较为模块化，可复制性强，且采用标准化形式减少对主角依赖，便于规模化系统性培训、保障剧目质量稳定性。

表4：宋城各地千古情节目“小异大同”

	杭州	三亚	丽江	桂林	张家界	九寨	炭河	明月	西安
序	良渚之光	落笔洞	纳西创世纪	远古的呼唤	沧海桑田	-	-	古远的回响	-
第一场	宋宫宴舞	鹿回头	泸沽女儿国	大地飞歌	武陵仙境	九寨传说	在河之洲	明月皇后	半坡之光
第二场	金戈铁马	冼夫人	马帮传奇	米粉传情	天子山传说	古羌战歌	炭河绝恋	嫦娥奔月	周韵秦风
第三场	西子传说	海上丝路	古道今风	靖江王府	小城往事	汉藏和亲	担己艳舞	魅力江西	汉使张骞
第四场	魅力杭州	鉴真东渡	玉龙第三国	刘三姐	马桑树	大爱无疆	牧野之战	十送红军	大唐盛世
尾声	-	美丽三亚	寻找香巴拉	-	爱在湘西	天地吉祥	爱在宁乡	有情人终成眷属	新的长安

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图17：宋城千古情演出减少对主角依赖


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

声光电技术建设科技宋城，持续调整升级保持产品力。1) **科技宋城**：宋城将 VR/AR、全息、动辅、光影等先进多媒体技术应用于舞台，打造出声光电配合的视听盛宴。例如利用全息镜像、动态雕塑和线阵等手段对《丽江千古情》进行全息改版；在《张家界千古情》中运用 VR 等手段还原亿万年前张家界沧海桑田的地壳运动。2) **迭代升级**：千古情演出最初由董事长黄巧灵亲力亲为，并根据观众反馈常改常新，“一月一小改，一年一大改”是千古情节目的真实写照。目前公司已制定演出质量维护提升机制，将编导，服、化、道、效各版块技术人员整编成演出巡视组，明确要求每季度至少开展一次项目实地巡视与演出整改，每月各项目地艺术分团对所属项目演出开展月度微升级；同时，将演出巡视与整改升级任务挂钩个人年度 KPI，确保执行力度与效果。得益于此，宋城千古情产品力较强，宋城作为以演艺产品为核心的景区，旗下各项目在一众自然景区中排进热度排行榜前十，足以证明其在游客群体中有较好的口碑和认可度。

图18：张家界千古情·序《沧海桑田》


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图19：全息秀《幻影》


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图20：宋城旗下目前开业项目在各地景区热度排行榜中均位列前十

杭州		三亚		丽江		桂林	
热门景点	评分	热门景点	评分	热门景点	评分	热门景点	评分
灵隐寺	4.7	三亚亚特兰蒂斯度假区	4.6	玉龙雪山	4.5	漓江	4.6
西湖	4.7	蜈支洲岛	4.6	泸沽湖	4.7	遇龙河	4.5
杭州宋城	4.6	亚龙湾热带天堂森林公园	4.5	丽江古城	4.6	象鼻山	4.3
千岛湖景区	4.4	南山文化旅游区	4.7	洱海	4.7	龙脊梯田	4.5
西溪国家湿地公园	4.6	分界洲岛	4.6	大理古城	4.5	独秀峰王城景区	4.6
雷峰塔	4.5	天涯海角	4.5	稻城亚丁	4.5	两江四湖	4.5
杭州野生动物世界	4.6	鹿回头风景区	4.6	苍山	4.5	西街	4.4
杭州动物园	4.7	三亚千古情	4.6	双廊	4.3	十里画廊	4.2
杭州长乔极地海洋公园	4.5	呀诺达雨林文化旅游区	4.6	丽江千古情	4.7	印象刘三姐	4.2
杭州开元森泊度假乐园	4.9	骑楼老街	4.5	崇圣寺三塔文化旅游区	4.7	桂林千古情	4.6

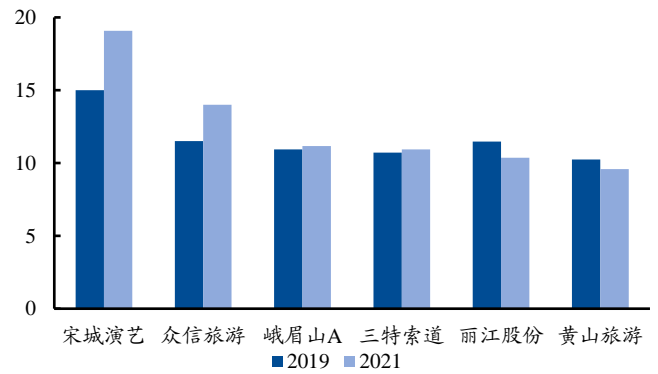
资料来源：携程网，信达证券研发中心

注：数据截止 2023/2/9；热门景点按各地景区热度排序且评价大于 100 条

内外兼修，重视核心编排能力和演艺人才培养。 1) **创作编排：**目前公司编剧创作已由黄巧灵亲力亲为转变为成建制创作团队模式，由北舞、上戏等专业对口人才组成，共 60 多人，分工明确、人尽其才，**创作速度从一年两台提速至一年十台**，同时根据行业市场变化，融入自身灵感和原创内容，保障剧目持续更新迭代。除自制节目外，公司还通过定制、采购、引进以及搭建艺术交流平台等方式强化内容的丰富度和多元化。2) **人才培养：**对内，公司调整考核机制，更加侧重于游客口碑、园区氛围、演出质量、服务质量等综合管理指标，以高薪水吸引演艺人才。2019/2021 年公司所有员工人均薪酬约为 15/19 万元，明显高于旅游行业内其他上市公司员工薪资水平。对外，公司与上海戏剧学院、浙江传媒学院、沈阳音乐学院等高校签署战略合作协议，设立“黄巧灵工作室”，建立艺术创新孵化平台，在新项目落地速度加快的时候全面保障人才供应。

图21：宋城与沈阳音乐学院签署战略合作协议

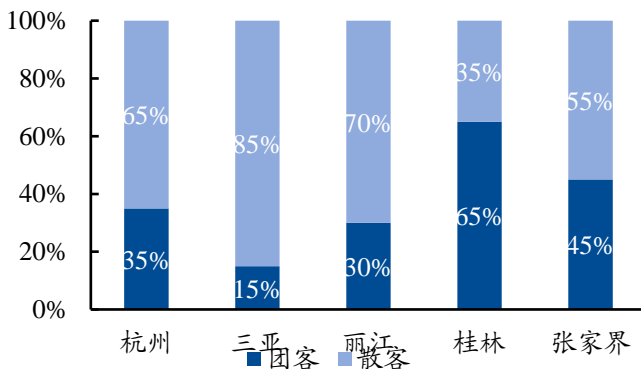

资料来源：搜狐网-宋城演艺 300144，信达证券研发中心

图22：宋城人均职工薪酬高于旅游行业平均（万元）


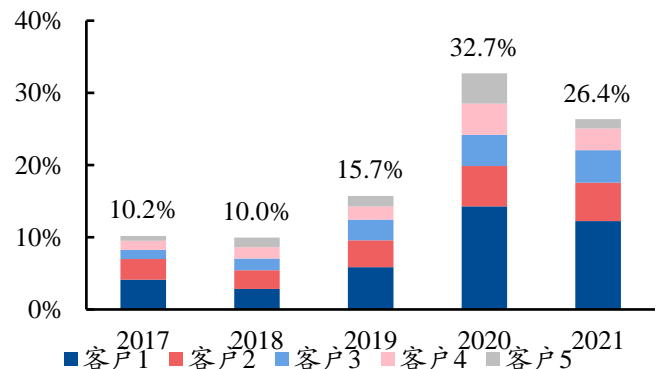
资料来源：Wind，信达证券研发中心

➤ 营销：多元渠道实现全方位营销

尽管团客比例持续下降，但宋城依然重视旅行社销售网络。相比团客，散客停留时间更久、客单价更高，且无需向旅行社支付高渠道成本，因此公司持续优化团散比，比如与各大OTA平台在线上营销和门票销售等方面深度合作；与地接社、酒店、茶楼、甚至出租车网络等底层渠道达成协议等。杭州宋城2014-15年团客占比约50%，随后占比降至35%左右，三亚项目散客占比达80%以上。但是旅游演艺依赖旅游目的地客流转化，而且新项目落地早期客源主要为团客，因此旅行社对宋城的导流意义重大；而对旅行社来说，宋城高票价、高返佣，给到的利润空间大，而且宋城景区口碑反馈整体较好，室内演出固定方便旅行社安排，因此与宋城合作具有高性价比。疫情以来团客渠道恢复较慢，21年国庆期间整体团客占比只有17%。目前宋城已经与上千家旅行社合作，随着新项目在全国落地速度加快，宋城有望与体量较大的区域性旅行社龙头关系逐步加深，从而由华东市场向全国辐射，推动后续新项目旅行社营销网络构建。

图23：疫情前宋城演艺各地团客情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

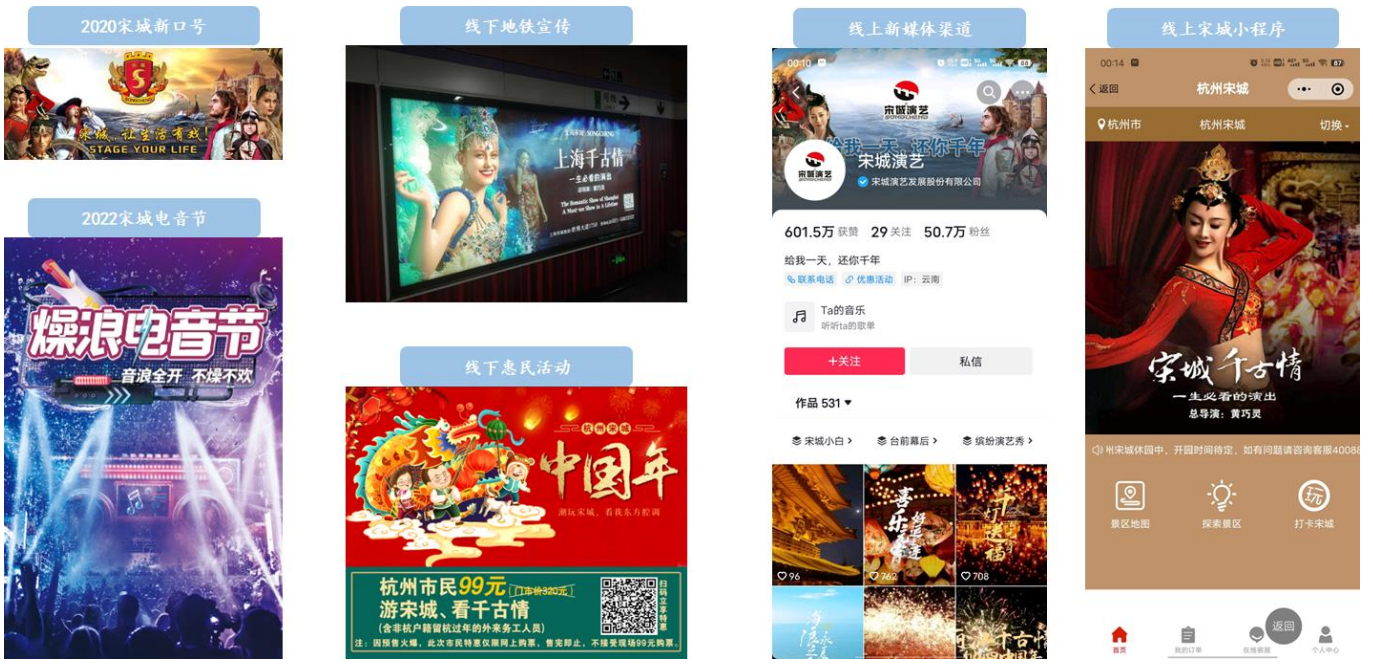
图24：19年以来前五大客户占比超过10%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

营销矩阵覆盖线上&线下，新媒体运营提高热度。 1) **宣传口号**：宋城提出的“给我一天，还你千年”、“宋城，让生活有戏”（2020年新口号）等宣传口号深入人心、抢占消费者心智，使宋城成为游客观看当地文化演出的首选。2) **爆款活动**：宋城经常结合节庆打造主题活动，比如万圣节的“奇妙万圣夜”、圣诞节的“双旦奇遇夜”，以及暑期所有项目联合推广的电音泼水节、燥浪电音节等。以2017年为例，杭州宋城推出的“我回大宋”主题活动，创下了同一天最多人穿古装玩穿越的世界纪录，活动开展71天接待游客270万人次。3) **线下渠道营**

销：除旅行社渠道营销外，宋城经常举办惠民活动，以免费或低价形式邀请当地居民、出租车司机等游玩，使其能自发向游客推荐宋城项目，并由此搭建起出租车营销网络、社区营销网络和消费场所营销网络。4) 线上新媒体营销：除了携程、美团等传统线上 OTA 渠道外，公司持续布局微博、抖音、小红书等新媒体营销渠道，比如公司增加网红打卡点和短视频创意营销结合，开展“全员拍抖音”活动；培育知名 KOL/KOC，网红博主“宋城小白”和“宋城保安小哥哥”抖音热门视频获赞量超百万；此外宋城还打造旅游小程序培育私域流量。多元化营销不仅直接增加客流，还大大提升了景区的曝光度和知名度，产生了很好的广告效应。公司 18-21 年广告宣传费用分别为 1.30/0.82/0.46/0.43 亿元，远高于其他上市演艺公司。

图25：宋城演艺多元化营销提高曝光度和知名度



资料来源：公司官网，抖音，宋城演艺小程序，信达证券研发中心

2.2 竞争优势 2：重资产优势突出，轻资产稳步推进

2.2.1 重资产模型突出，低成本、高回报、可复制

文旅产业多由重资产投资驱动成长，其由于项目初始投资额大、投资周期长、回报见效慢，市场关注度弱于轻资产模式企业。但我们认为宋城演艺的千古情项目为少数特例，盈利能力强、投资回报率高，同时兼具较强的可复制性，从而多点开花，成功异地复制扩张。

- **初始投资**：千古情项目以演艺为核心，仿古景区为附属，因此土地和建筑面积均比较小，三亚/丽江千古情园区分别仅占地 80/140 亩，投资额分别为 4.9/3.34 亿，二轮扩张项目由于土地及建筑成本上升，初始投资额有所增加，但也在 5-10 亿元左右，较人工景区和传统主题公园等已相对较小。人工景区占地面积大，且多数配套地产项目，投资额较大，如中青旅古北水镇占地超 2000 亩，投资额 45 亿元。传统主题公园投资额差别较大，但整体在数十亿规模左右，如上海迪士尼投资额 55 亿美元，珠海长隆投资额 300 亿元，海昌海洋公园投资额 50 亿元，大唐不夜城投资额 50 亿元。

表5：国内大多数主题乐园前期投资额巨大

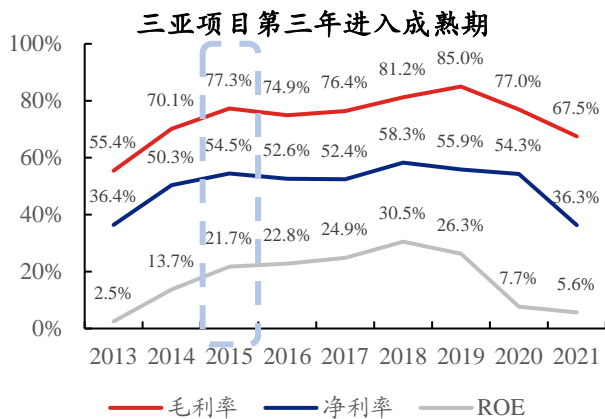
所属公司	宋城演艺	迪士尼	长隆集团	海昌海洋公园	中青旅	曲江文旅	华侨城 A
------	------	-----	------	--------	-----	------	-------

代表公园	三亚宋城旅游区	桂林宋城旅游区	上海迪士尼度假区	珠海长隆国际海洋度假区	上海海昌海洋公园	古北水镇	大唐不夜城	欢乐谷
开业时间	2013年	2018年	2016年	2014年	2018年	2014年	2010年	2009年
地理位置	海南三亚	广西桂林	上海	广东珠海	上海	北京	陕西西安	上海
占地面积	80亩	160亩	1740亩	1980亩	446亩	13500亩	967亩	975亩
初始投资额	4.9亿人民币	5亿人民币	55亿美元	300亿人民币	50亿人民币	45亿人民币	50亿人民币	40亿人民币

资料来源：公司公告，新华网，环球网，中国日报，CTPI主题公园研究院，上海临港，环球旅讯，古北水镇官网，携程旅行，大唐不夜城官方公众号，上海欢乐谷官方公众号，信达证券研发中心

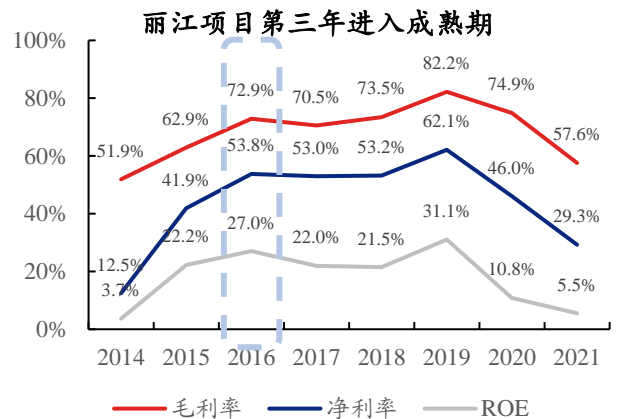
- **爬坡快，投资回收期短：**典型的千古情项目投资回收期约5-7年，以三亚和丽江项目为例，首年开业就能实现盈利，此后2-3年便快速爬坡至相对成熟（净利率50%以上）。且三亚、丽江项目拿地便宜且初期投资小，大约4-5年实现现金回本。

图26：三亚千古情历年毛/净利率及ROE走势



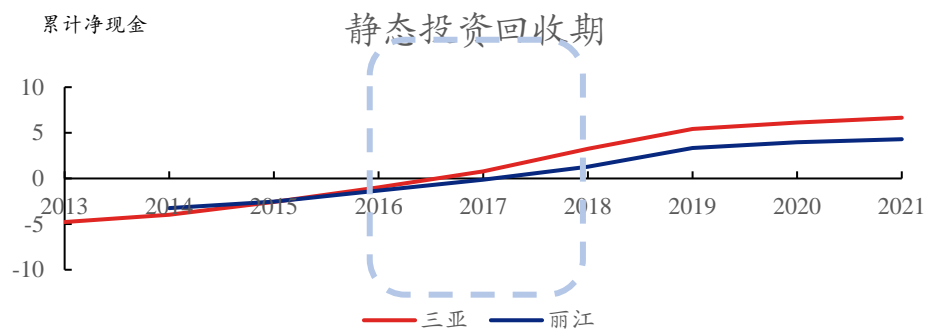
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图27：丽江千古情历年毛/净利率及ROE走势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

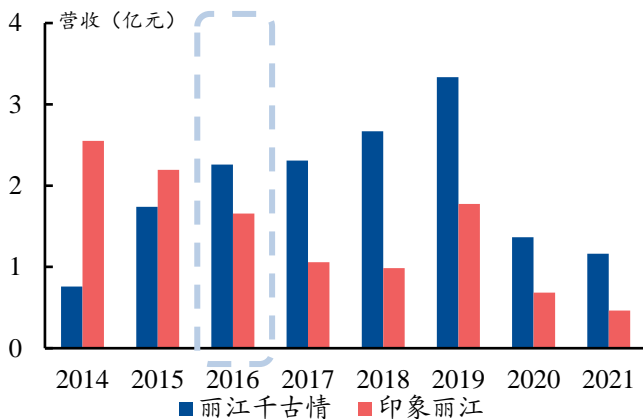
图28：三亚&丽江项目投资回收期在4-5年



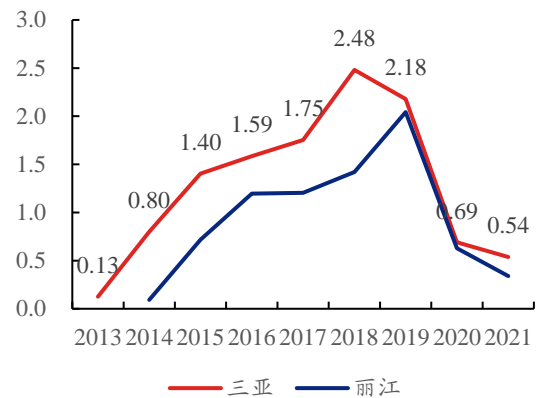
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **高盈利性：**1) 客流：以主题公园为载体建设剧院，实现客源地引流及扩容；2) 演出规模：室内演出不受天气、环境等因素影响，保障旺季的景区效益和成本摊薄，比如杭州宋城双剧院最多可达18场/天，且目前已开建3/4号剧院，对比“印象”系列山水实景且仅在白天或者夜间演出，仅演出2-3场/天；3) 员工成本：千古情在标准化演出下公司议价能力较强，作为对比，《印象刘三姐》单剧演出人员达600人，其中约210人是当

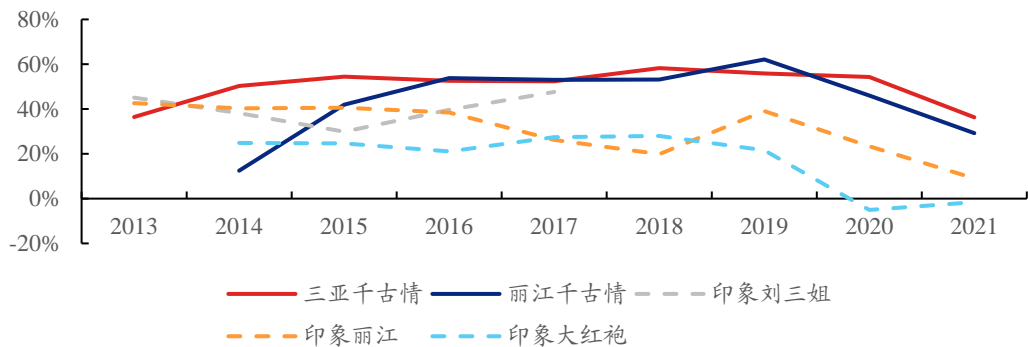
地渔民，成本负担严重；4) 政府支持：品牌效应下，地方政府支持力度较大，宋城拿地成本低(约 15-30%)，如西安项目由甲方世园集团提供演出场地及配套基础设施；5) 民营特征：千古情具备民营的市场化优势，追求成本及利润最优，演艺内容迎合观众，营销渠道全方位推广，而竞品比如“印象”、“又见”系列多与地方政府合资，项目制作权和经营权分离，盈利稳定性、创新动力不足。规模大、低成本、高效率成就了千古情较强的盈利能力，以成熟千古情项目三亚、丽江为例，2019 年两个项目毛利率超 80%，净利率超 50%，ROE 超 20%。

图29：2016 年起丽江千古情营收超过印象丽江


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图30：三亚&丽江历年净利润情况 (亿元)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图31：对比印象系列，三亚&丽江净利率优势显著


资料来源：各公司公告，观察者网，每经网，信达证券研发中心

- **强复制性：**1) 千古情项目以演艺为核心，仿古景区为附属，因此土地和建筑面积均比较小，投资额在 5-10 亿元左右，远低于人工景区、传统主题公园（古北水镇 45 亿元，上海迪士尼 55 亿美元，珠海长隆 300 亿元，海昌海洋公园 50 亿元）；2) 室内演出不依赖名山大川等旅游资源，项目选址自由度高，景区建设“大同小异”，建设周期短，投入成本少；3) 演艺节目“小同大异”，模块化、标准化，做到减少对主角依赖，而编创能力提升、人才培养完善则进一步保障剧目稳定，提升创作速度。

2.2.2 轻资产多为政企合作，疫情期间加速布局

开辟轻资产业务模式，疫情期间加速布局。宋城于2016年签约宁乡炭河千古情项目，2017年7月开业，开启轻资产模式扩张。轻资产业务是基于宋城品牌力进行的合作业务，由合作方进行项目建设并承担全部运营费用，宋城提供品牌授权、导演编创、托管运营等服务，建设周期一般1-2年，收费为2.6亿元服务费+项目每年营收20%，合作期限一般为5年（宁乡项目到期后续签5年）。签约宁乡项目后，宋城相继签约宜春和新郑项目，分别于18年12月底和20年9月开业，疫情期间又陆续签约了延安和宜昌轻资产项目。

表6：宋城轻资产项目情况一览

签约时间	开业时间	项目名称	合作方	选址	占地面积	授权期限
2016.6.21	2017.7.3	宋城·宁乡炭河里文化主题公园	炭河旅游、宁乡县人民政府（鉴证人）	长沙市宁乡县，全国百强县	-	5年，已续签
2017.7.6	2018.12.28	宋城·明月千古情景区	宜春市明月山旅游投资有限公司	宜春市明月山温泉风景名胜区	150亩+停车场等50亩	10年
2017.11.9	2020.9.19	宋城·黄帝千古情景区	竹桂园旅游、郑州宜居教育城龙腾建设发展有限公司（新郑市人民政府指定）	新郑市北部，文化历史悠久	260亩（含停车场）	5年
2020.11.16	-	延安千古情	陕西太乙农业发展集团股份	延安红色文化旅游核心区	150亩（含50亩停车场）	5年
2022.11.24	-	宋城·三峡千古情	湖北交投宜昌公司、宜都市人民政府	宜都市鲟龙湾文化旅游产业园	136亩	5年

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

轻资产项目多获政府支持，实现互惠共赢。从合作方来看，轻资产模式多由政府投资，与国有控股旅游投资公司合作，实现互惠共赢。对宋城而言，合作方具备旅游园区开发建设经验，有助于宋城获得品牌溢价和稳定盈利；对政府而言，宋城品牌有助于促进当地第三方服务业发展，拉动经济增长。首个轻资产输出项目宁乡炭河千古情项目已于2017年7月开业，开业一周年《炭河千古情》演出场次1000余场，游客量超400万人次，营收破1.6亿元，带动周边5000余人就业，拉动全域超过10亿元的产业发展。宁乡项目成功标志着公司轻资产运营模式成功落地，以及三四线旅游演艺市场存在较大的需求。

图32：宁乡炭河千古情引燃湖南文化旅游

湖南日报新湖南客户端7月2日讯(记者 李曼斯 通讯员 瞿辰)7月3日，宁乡市委市政府和宋城演艺联合打造的宁乡炭河古城正式开园一周年，接待游客超400万人次，营业收入破1.6亿元，核心演出《炭河千古情》演出1000余场，刷新了湖南省大型旅游演出年场次最高、观众数量最多的两项纪录，带动了周边5000余人就业，拉动了全域超过10亿元的产业发展，创造出湖南乃至全国文化旅游界一个奇迹。

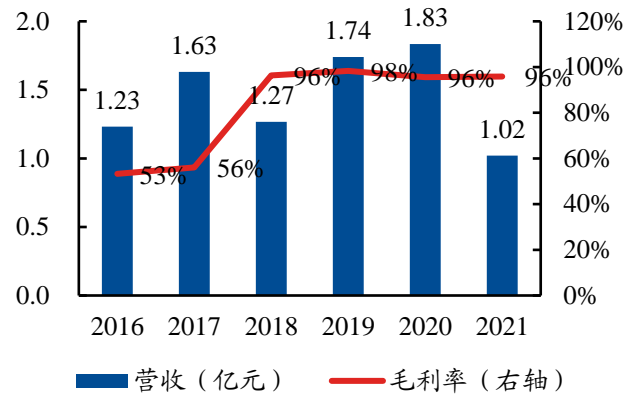
资料来源：湖南日报，信达证券研发中心

轻资产项目毛利率高，且能缓解现金流。1) 轻资产项目因其定位相对低线旅游城市，票面价比重资产项目低，但轻资产营收中比重较大的为前期的2.6亿服务费收入，因此毛利率较高，超过95%，且服务费可以分阶段确认（开业前期确认60-70%），因此能在特殊年份平滑收入（2020年轻资产营收1.83亿/+5.17%）。宋城疫情期间签约延安、宜昌项目进一步验证宋城商业模式优势，有助于缓解公司现金流压力。2) 轻资产业务也可以将经营杠杆风险转移给投资方，同时强化演艺事业网络、增加线下流量入口，进一步巩固市场地位。

图33：轻重资产项目票价对比

项目	成人票	亲子票 (1大1小)	家庭票 (2大1小)
轻资产			
炭河千古情	200	-	-
明月千古情	180	300	480
黄帝千古情	200	-	-
重资产			
三亚千古情	300	540	840
丽江千古情	300	560	860
桂林千古情	300	570	880

资料来源：宋城演艺小程序，信达证券研发中心

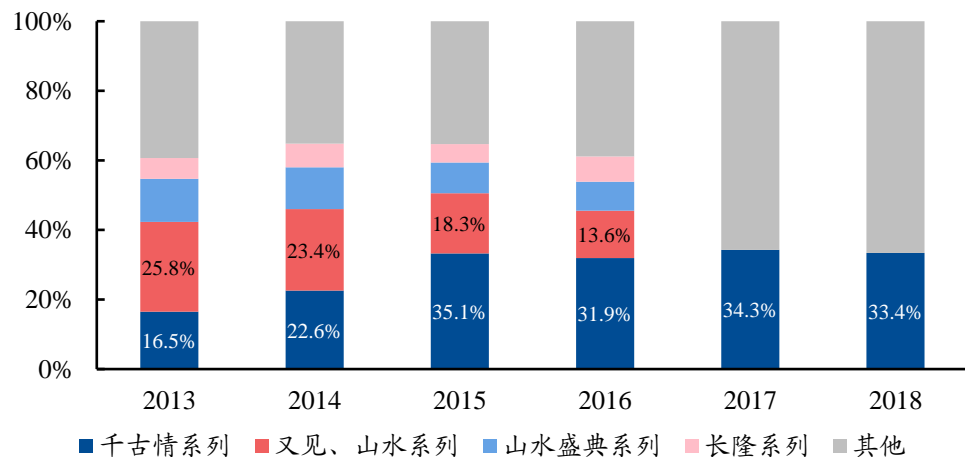
图34：轻资产营收及毛利率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

尽管轻资产有诸多好处，但重资产或仍为首要选择。原因在于：1) 轻资产业务同样强调宋城品牌，代表宋城项目水平，这意味着公司管理层要将轻资产与重资产项目同等对待，否则会对公司名声造成负面影响。2) 轻资产项目贡献的收益主要集中在前端服务费，可持续性较弱，但公司却要为此付出大量精力，性价比有限，而重资产项目仅需3-4年培育期即可获得全部经营收益，成熟项目年净利润超过2亿元。因此我们认为宋城较优选择是利润更丰厚、持续时间更长的自有项目而非轻资产项目，在后疫情时代，旅游修复的确定性较高，宋城有望在全国加快布局，享受旅游行业复苏以及演艺行业高速发展的红利以获得较大收益。佛山项目由轻转重也体现了公司对轻重模式的权衡考量。

2.3 竞争优势 3：市场集中，政策关注，供给优化

疫情前旅游演艺“1+3+N”主体结构，宋城为行业龙头。又见/印象系列、千古情系列、山水盛典系列、长隆系列自2013年起就稳居旅游演艺行业前四名，其中千古情系列增长迅猛，2015年反超印象/又见系列成为行业第一，2016/2017年千古情系列收入占行业总收入比重分别达31.9%/34.3%，龙头地位显著

图35：宋城千古情后来居上，取得龙头地位


资料来源：道略文旅产业研究中心，信达证券研发中心

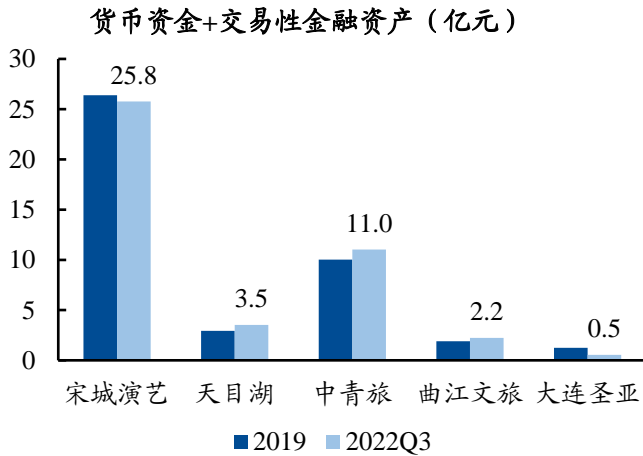
旅游演艺壁垒较高，宋城全产业链能力加持，地位稳固。在旅游演艺发展早期，众多民营资本进入，而即便是顶着张艺谋光环的印象系列，《印象普陀》、《印象海南岛》也连年亏损。我们认为主要原因在于早期行业粗放发展、同质化严重、缺乏实践，而旅游演艺想要成功，需要有很强的综合实力，需要在项目选址、节目创作、人才培养、成本管控、市场营销等各个环节没有短板，即便是宋城，也是在杭州项目打磨 13 年之后才开始异地复制，三亚、丽江项目也需要 3-5 年才进入成熟期，因此旅游演艺实际上壁垒比较高。目前除宋城和印象外，国内尚未看到有竞争力的演艺系列产品，我们认为宋城在全产业链能力加持下，龙头地位稳固。

表7：国内主要演艺派系情况

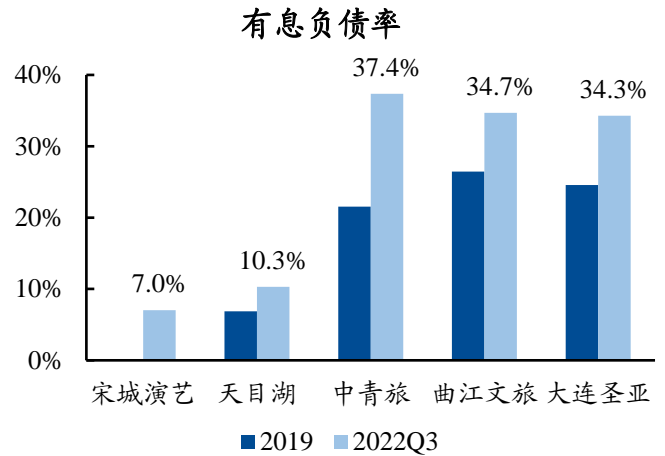
系列	演出类型	场次	代表作	票价（元）	运维	目标受众
宋城系	主题公园 旅游演艺	室内	千古情系列、爱在系列、颜色系列	99-320	公司自主	适合全年龄段人群，雅俗共赏。演出集歌舞，杂技，灯光特效于一体，内容包括战争爱情、神话传说等故事情节通俗易懂，受众较广
印象系	室外大型 实景演出	室外	《印象·刘三姐》 《印象·丽江》 《又见平遥》	118-888	当地政府或 企业负责	艺术感较强，区域民族特色鲜明，结合山水实景给人以感染力
山水系	室外大型 实景演出	室外	《天山狐仙》《文成公主》 《禅宗少林·音乐大典》	269-499	当地政府或 企业负责	结合民族、宗教等元素，结合山水实景，侧重于表达文化内涵
长隆系	主题公园 旅游演艺	室内	长隆国际大马戏	245-610	公司自主	主要以马戏表演，杂技特效表现为主，包括部分动物互动环节，适合亲子游游客

资料来源：道略演艺产业研究院，前瞻产业研究院，大众点评，信达证券研发中心

行业供给缩减，宋城市占率有望提升。疫情影响下，部分小规模旅游演艺公司经营停摆、资金链断裂、从业者转行，而地方文旅平台债务高企、危机隐现，对新项目投资更为谨慎。而宋城演艺资产负债结构优良，有息负债率低，2022Q3 年仅为 7.0%，同时自身造血能力强，22 年上半年宋城转让澳洲和珠海项目回笼 10.52 亿元，截止 22Q3 在手现金+回笼资金累计 26 亿元，现金流充裕，结合宋城单项目初始投资 5-10 亿，我们认为宋城未来扩张的资金需求有望得到满足，市占率有望进一步提升。

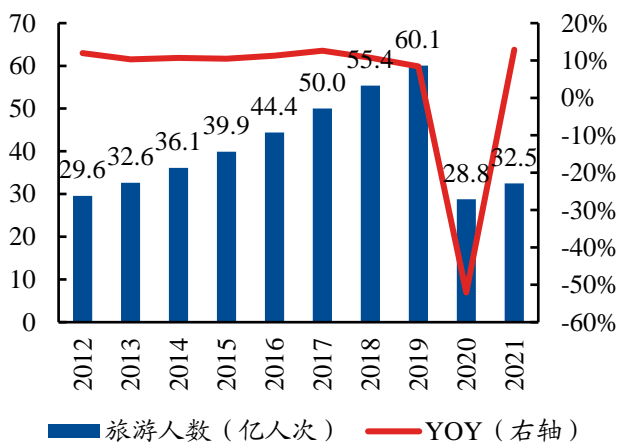
图36: 宋城演艺在手现金充足


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图37: 宋城演艺有息负债率较低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

后疫情时代出行景气回升, 复苏空间较大。2019年国内旅游人数突破60亿人次, 旅游收入达5.7万亿元, 2010-19年CAGR分别为12.37%/18.34%。近三年旅游市场受疫情影响严重, 但随着防疫优化, 出行产业链恢复, 旅游热度持续攀升。中国旅游研究院近日发布《2022年中国旅游经济运行分析与2023年发展预测》, 报告指出, 2022年旅游市场景气下探, 波动筑底, 同时预计2023年国内旅游人数约45.5亿人次, 同比增长约80%, 约恢复至2019年的76%。2023年春节国内旅游收入3758亿元, 较2019年恢复度达73.1%, 我们以此估算2023年全年旅游收入有望达到4.2万亿, 较22年同比增长78.2%。

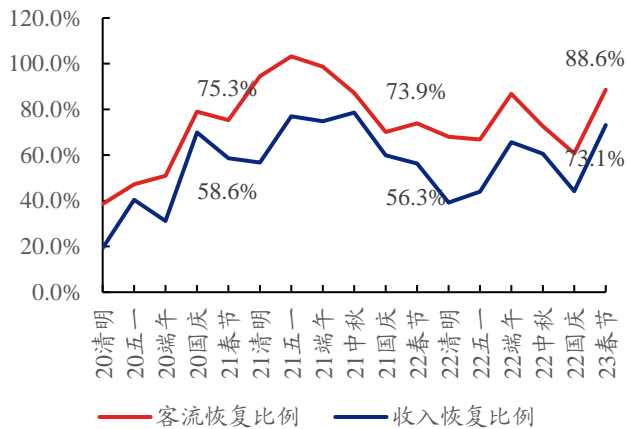
图38: 近十年旅游人数及YOY


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图39: 近十年国内旅游收入及YOY

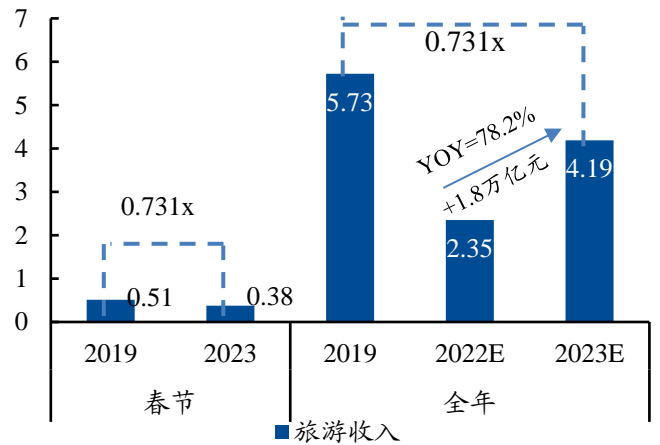

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图40：2023年春节旅游客流及收入恢复度有明显提升



资料来源：中国日报网，光明网，华经情报网，图片中国，信达证券研发中心

图41：2023年旅游行业有望强修复（亿元）



资料来源：Wind，光明日报，信达证券研发中心

文旅融合政策关注度高，宋城或将显著受益。文旅融合为宋城立企之本，契合国家政策方向。二十大报告明确提出“坚持以文塑旅、以旅彰文，推进文化和旅游深度融合发展”，用优质供给促进良性消费。而文旅融合是宋城演艺的立企之本，宋城不断挖掘文旅新内涵，作出新突破。近日，浙江率先推动文旅融合发展，发布提纲性文件。从过去的政策来看，政策扶持主要对宋城项目签约、人才培养、税收优惠等方面有帮助，我们预计后续细则性文件将会在这些方面进行加强，根植杭州的宋城有望显著受益。

图42：文旅融合写进二十大

（四）繁荣发展文化事业和文化产业，坚持以人民为中心的创作导向，推出更多增强人民精神力量的优秀作品，培育造就大批德艺双馨的文艺家和规模宏大的文化文艺人才队伍。坚持把社会效益放在首位、社会效益和经济效益相统一，深化文化体制改革，完善文化经济政策，实施国家文化数字化战略，健全现代公共文化服务体系，创新实施文化惠民工程，健全现代文化产业体系和市场体系，实施重大文化产业项目带动战略，加大文物和文化遗产保护力度，加强城乡建设中历史文化保护传承，建好用好国家文化公园。坚持**以文塑旅、以旅彰文，推进文化和旅游深度融合**，广泛开展全民健身活动，加强青少年体育工作，促进群众体育和竞技体育全面发展，加快建设体育强国。

资料来源：国务院，信达证券研发中心

图43：浙江省率先推动文旅产业稳进提质

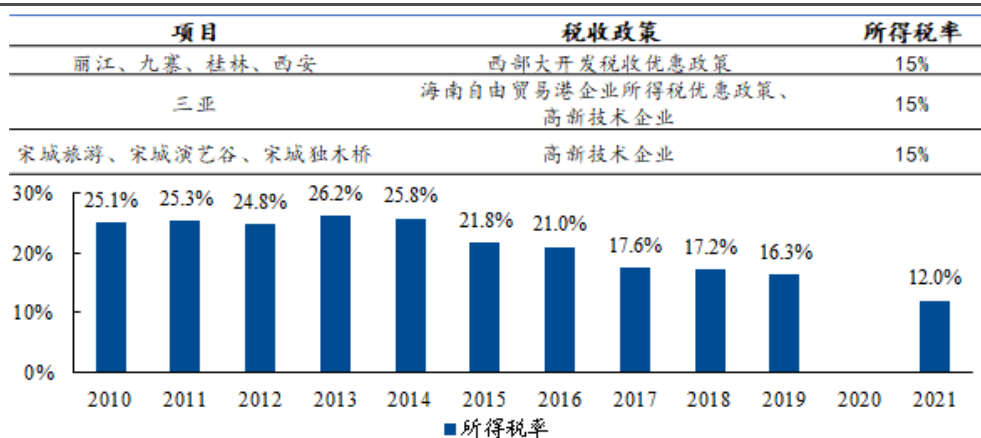
浙江省人民政府文件
浙政发〔2022〕33号
浙江省人民政府关于推进文化和旅游产业深度融合高质量发展的实施意见

【浙江发布文旅融合目标：到2027年文旅项目累计完成投资超1.2万亿元】

财联社2月16日电，浙江日前召开全省文化和旅游深度融合发展动员部署会，并印发《浙江省文旅深度融合工程实施方案(2023—2027年)》。浙江将把重大项目带动引领作为文旅深度融合工程的关键抓手，确保到2027年浙江全省文化和旅游项目累计完成投资超1.2万亿元。

资料来源：财联社，信达证券研发中心

图44：此前宋城多个项目享受税收优惠政策



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3 成长看点 1: 旅游演艺基本盘稳固, 业绩有望翻倍增长

旅游演艺短看复苏爬坡, 长看异地复制扩张。2023 年为国内旅游复苏之年, 宋城旅游演艺业务在疫情前就具有良好增长态势, 在疫情后期, 除杭州、三亚、丽江成熟项目贡献稳定收入外, 爬坡项目增长更值得关注, 桂林、张家界等千古情项目有望在未来 2-3 年密集爬坡, 也因此宋城短期内业务重心将放在成熟项目挖潜及爬坡项目的培育, 但从过去项目情况来看, 旅游演艺模式扩张成功率高, 或仍为宋城长期增长动力。

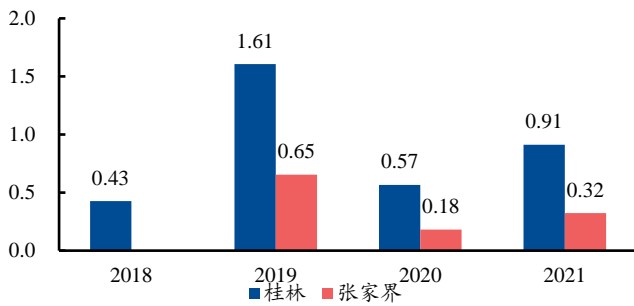
3.1 存量项目复苏+爬坡, 有望释放较大增量

宋城春节迎开门红, 多项目将于今年陆续开业。春节黄金周期间, 宋城演艺旗下景区接待游客已达到 2022 年的近 3 倍, 可比口径下恢复接近 2019 年的 90%。“千古情”演出累计上演 133 场, 同比 2022 年增长 70%, 可比口径下恢复至 2019 年的 85%。其中桂林千古情接待游客量已超过 2019 年, 营收超过 2019 年 20%。宋城今年核心工作是把现有的成熟项目和培育项目做好, 春节已经定下良好基调。目前宋城杭州、西安和张家界项目已于 3 月 4 号同时开园, 九寨已于 3 月底复园, 佛山项目将于 7 月份开业。

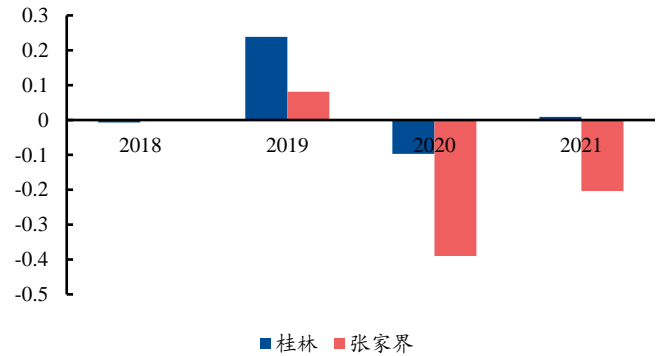
九寨项目受地震&疫情影响严重, 后续恢复韧性强。九寨项目为一轮复制项目, 于 2014 年开业, 2017 年实现收入 0.9 亿元, 为九寨市占率第一的演艺产品。受地震影响九寨项目闭园两年, 但九寨作为国内著名旅游景点、对于游客仍具有较强吸引力。九寨项目已于 3 月底开园, 我们预计后续恢复韧性强。

桂林千古情疫前增长态势良好, 疫后有望稳步复苏。桂林项目落地优质旅游城市, 2018 年开业约 5 个月, 实现营收 4266 万元, 基本实现盈亏平衡, 2019 年快速爬坡, 实现营收 1.61 亿, 毛利率达 71.3%。在宋城演艺千古情系列景区中, 桂林项目整体经营业绩稳居前四。2021 年, 伴随疫情好转和出行管控优化, 桂林项目全年营收 0.91 亿元, 恢复至 2019 年的 57%, 我们预计未来两年, 桂林项目有望稳步增长成熟。

张家界千古情受益周边交通改善, 有望快速爬坡。张家界项目位于武陵源区, 于 2019 年 6 月底开业, 该项目共有 300 位演职人员, 360 度全息观影, 10 倍于拉斯维加斯秀的舞台机械遍布在舞台区域和观众席区域, 50 项舞台新发明, 上千平米超清 LED 屏。据宋城演艺公众号, 该项目为张家界迄今为止舞台机械最先进、科技含量最高、演艺水平最高的演出, 旺季一天连演 8 场、刷新当地演艺记录。2019 年实现收入 0.65 亿元。2021 年全年实现营收 0.32 亿元, 净利润亏损 0.20 亿元。随着途径张家界的黔张常铁路、张吉怀高速铁路分别于 2019 年底/2021 年底通车, 张家界周边交通状况得到改善, 我们预计张家界项目将实现快速爬坡。

图45：疫情前桂林项目营收爬坡较快（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图46：桂林、张家界项目历年归母净利润（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

佛山项目（在建）由轻转重，兼顾多方利益。2017年6月，宋城与佛山政府签订轻资产合作协议，但到2018年底，该项目由轻转重，由宋城自主建设运营。项目一期总投资7亿元，其中政府补助3.7亿，相当于公司仅需投资3.3亿即可拥有并运营佛山项目。佛山项目由轻转重兼顾了公司和当地政府的利益，该项目计划于今年7月份开业。

3.2 旅游演艺扩张成功率高，潜在理想选址较为充足

宋城目前已落地11个项目，5个项目在建。截至目前，公司已落地8个重资产项目，3个轻资产项目，分别位于宁乡、宜春、新郑，另有佛山、珠海、西塘等重资产及延安、宜昌等轻资产项目在规划建设中。我们认为宋城“主题公园+演艺”的旅游演艺模式优势比较突出，项目成功率较高，延续现有模式继续发展，未来扩张空间较为充足。

我们认为宋城选址主要考虑以下因素：1) 依托知名度高、客流量大的自然景区或文化底蕴丰富的历史名城；2) 为避免客源分流影响，同一省份一般仅布局建设一个项目；3) 南方气候条件温和，盈利规模和弹性更大，优先考虑以自有项目（重资产）形式扩张，而北方冬季室外天气寒冷，考虑项目投入回报比，以轻资产输出形式为主；4) 在城市人口较多、消费能力较强的一线、新一线城市，优先考虑重资产项目。

项目扩张选址空间仍有一倍。根据以上标准，我们筛选出公司尚未进入的潜在理想选址：重资产包括北京、山西大同、吉林长春、辽宁大连、四川成都、重庆、河南洛阳、湖北武汉、湖南长沙、山东青岛、安徽黄山、江西庐山、江苏南京、福建厦门等14个选址，轻资产则包括江苏扬州、山东烟台等18个选址。假设宋城未来能在重资产潜在选址中成功落地一半（7个），轻资产潜在选址中成功落地1/3（6个），则长期来看，项目异地复制选址空间还有一倍。

表8：宋城演艺潜在选址

区域	省	市	当地5A级景区	2019年接待游客数 (亿人次)	潜在项目类型
华北	北京	北京	故宫、颐和园、天坛、长城、明十三陵、恭王府、奥林匹克公园、圆明园	3.22	重资产

	河北	邯郸	娲皇宫、广府古城	0.80	轻资产
	山西	大同	云冈石窟	0.84	轻资产
		晋中	绵山、平遥古城	1.16	重资产
	内蒙古	鄂尔多斯	响沙湾、成吉思汗陵	0.17	轻资产
华东	山东	青岛	崂山	1.09	重资产
		烟台	蓬莱阁、龙口南山	0.87	轻资产
	安徽	黄山	黄山、西递宏村、徽州文化旅游区	0.74	重资产
		池州	九华山	0.35	轻资产
	江西	庐山	庐山	0.71	重资产
	江苏	南京	夫子庙-秦淮河、钟山-中山陵	1.47	重资产
		扬州	瘦西湖	0.77	轻资产
	浙江	温州	雁荡山、刘伯温故居	1.37	轻资产
		舟山	普陀山	0.71	轻资产
		福建	厦门	鼓浪屿	1.00
华南	广西	南宁	青秀山	1.53	轻资产
华中	河南	洛阳	龙门石窟、白云山、栾川老君山、龙潭大峡谷	1.42	重资产
	湖北	武汉	黄鹤楼、东湖、黄陂木兰	3.19	重资产
	湖南	长沙	岳麓山-橘子洲、花明楼	1.68	重资产
	四川	成都	青城山-都江堰	2.80	重资产
西南		乐山	峨眉山、乐山大佛	0.70	轻资产
	重庆	重庆	大足石刻、巫山小三峡、卡斯特、桃花源、黑山谷、金佛山、四面山、云阳龙缸、阿依河、濯水	6.57	重资产
	云南	西双版纳	西双版纳景区	0.49	轻资产
	贵州	安顺市	黄果树大瀑布、龙宫	1.09	轻资产
		铜仁	梵净山	1.18	轻资产
东北	吉林	长春	伪满皇宫、净月潭、长影世纪城、世界雕塑公园	1.02	重资产
		延边	长白山	0.28	轻资产
	辽宁	大连	老虎滩、金石滩	1.03	重资产
西北	新疆	乌鲁木齐	天山大峡谷	0.75	轻资产
	甘肃	酒泉	敦煌鸣沙山月牙泉	0.42	轻资产
		张掖	张掖市	0.42	轻资产
	陕西	渭南	华山	0.83	轻资产

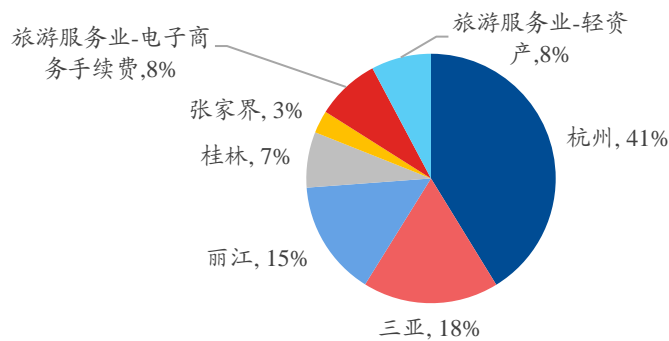
资料来源：信达证券研发中心

3.3 旅游演艺业务营收有望翻倍

宋城旅游演艺业务营收至少有翻倍增长空间。2019 年演艺主业收入构成中，杭州、三亚、丽江三个成熟项目合计贡献约 74% 的营收，桂林、张家界项目仍在培育。而宋城旅游演艺核心竞争力突出，成长逻辑不变，在成熟项目复苏及突破瓶颈（后文会进行介绍）、二轮项目爬坡、培育项目开业、异地复制选址空间较为充足情况下，我们保守估计宋城业绩在长期会有翻倍增长空间。我们在盈利预测部分基于业绩复苏和增长确定性相对最强的旅游演艺业务

进行测算，2025 年演艺营收有望达到 44.5 亿，较 2019 年接近翻倍。

图47：2019 年宋城演艺主业收入构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4、成长看点 2：存量项目持续挖潜，模式迭代空间广阔

未雨绸缪，产品迭代，模式创新。宋城聚焦旅游演艺主业，追求单个项目天花板持续增长，包括杭州项目试点演艺王国，有望量增价升，有助于突破增长瓶颈；西安项目瞄准历史名城，轻重并行，有望实现更高利润率。在旅游演艺基础上，宋城还跳出舒适区转型升级，上海项目从旅游演艺向城市演艺形态转型，珠海演艺谷代表更综合的经营业态，模式迭代探索对宋城内容创作、项目运营提出更高要求，也提供了更大的增长潜力，如果成功有望带来丰厚投资回报。

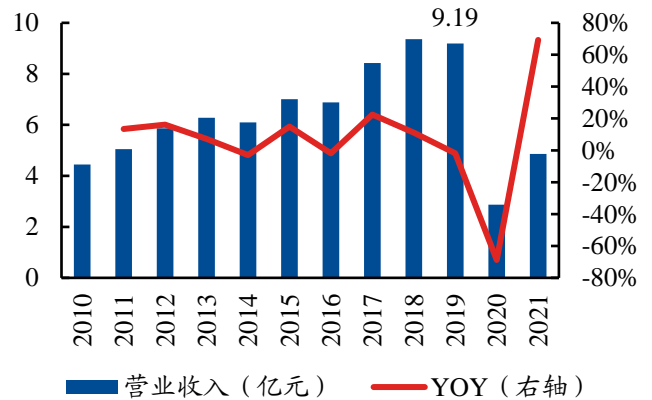
4.1、杭州项目：转型演艺王国，有望量价齐升

目前宋城杭州、三亚、丽江项目处于成熟阶段，杭州、三亚项目 2019 年收入略有下滑，阶段性发展天花板已有苗头。而疫情极大改变了人们的出行模式、消费需求，本地游、周边游热度攀升，Z 世代、银发族贡献新消费需求。因此，尽管宋城产品系列壁垒突出，但从自身发展角度和市场需求变化角度，宋城都需要对存量项目进行提质改造。

杭州宋城景区小而充实，为异地复制模板。杭州宋城景区位于西湖区，1996 年 5 月对外营业。2003 年宋城推出全新剧院版《宋城千古情》，2006 年开始商业化运作，并逐步将其打造成为宋城的品牌旅游项目。2003 年至 2013 年，千古情演艺一直在杭州宋城默默培育，2013 年之后才开始异地复制。历经二十余年的发展，宋城千古情已经与拉斯维加斯 O 秀、巴黎红磨坊并称“世界三大名秀”，成为世界著名演艺品牌。杭州宋城景区的活动丰富程度是所有项目最高的，几乎所有园区创新都会在杭州宋城景区先进行试验，如果效果不错的话再复制到其他景区，这也使得杭州景区成为异地复制项目的模板。

图48：杭州宋城景区导游图


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

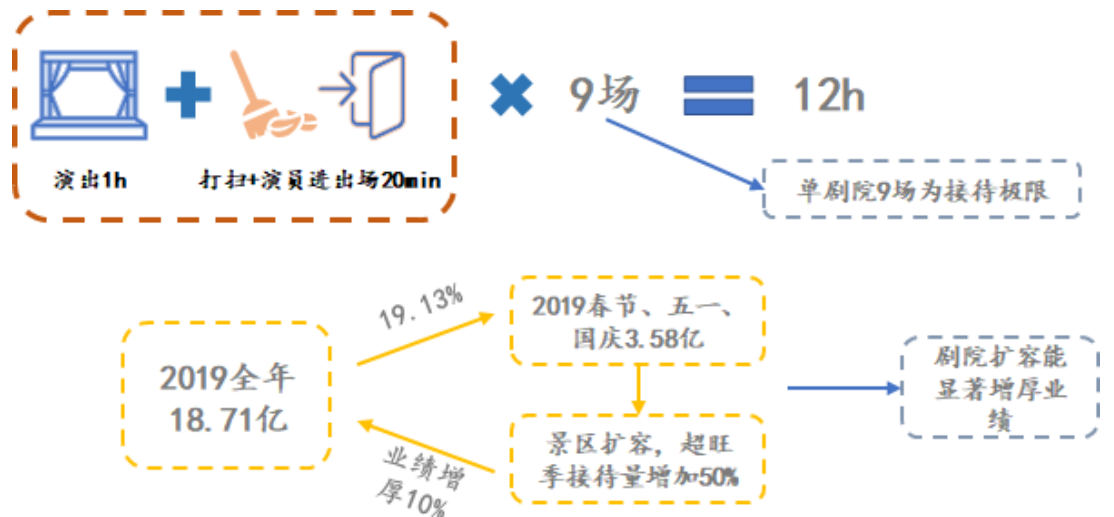
图49：2019年杭州宋城营收略有下滑


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

演艺王国模式有助于景区突破增长瓶颈。此前，杭州宋城为单主题公园+单演出剧院，2013年推出双剧院，凭借过硬产品和多元营销取得成功。而疫情前，杭州项目游客量及客单价均进入成熟期，市场担心杭州项目是否已达到天花板，由此催化宋城进行升级，从“一台剧目、一个公园、一张门票”的千古情模式向“多剧院、多剧目、多活动、多门票”的演艺王国模式转型，长期向“一个集群、一个产业、一个平台”进行蜕变。演艺王国在杭州宋城试水成功后，未来将向三亚、丽江、桂林等地复制，帮助存量项目创造更大业绩增量。我们认为，演艺王国模式有利于解决原有的单一剧院和单一演出抗风险能力较弱的问题，长期有望量价齐升，突破增长瓶颈。

客流量：多项目增加剧院建设，内容升级

- **硬件扩容：**千古情系列的承载量取决于黄金时间段剧院观演群众的承载力。2020年以前，杭州宋城共有两个座位数3000+的标准大剧院，均可上演千古情节目。暑期旺季及小长假超旺季，杭州千古情每天演出场次普遍在10场以上，最高纪录达到18场依然供不应求（单剧院9场/日已达到游客接待量极限）。在财务数据上，以2019年为例，根据公司官网新闻统计，春节黄金周、五一小长假、国庆黄金周宋城所有景区营收共计约3.58亿元，占其全年线下演艺业务营收18.71亿元的比例达到19.2%。因此，如果超旺季游客接待量提升50%，则杭州宋城景区全年业绩将增厚10%。2019年底，杭州宋城3、4号剧院已投入使用，2020年杭州宋城景区新增10个剧院、10000多个座位数，从游客承载量上提升了宋城的天花板。新增剧院形态包括走动式剧院、悬崖剧院、水上舞台等，丰富演出类型，为产品分层次、分内容、分票价提供硬件可能性。此外，演艺王国雏形初现后，宋城也在有条件的存量和新项目新增设二号和更多形态的剧院，增加接待容量。

图50：增加剧院建设有望增厚业绩


资料来源：信达证券研发中心

- **软件升级：**1) 20 年以来杭州宋城试水演艺王国概念，以《宋城千古情》为主秀另有《大地震》、《幻影》、《WA!恐龙》、《上甘岭》等实景剧、全息秀、亲子剧等新形态演出，聚焦不同细分人群，其中《WA!恐龙》自推出后表现亮眼，在亲子客群中打响知名度，已在公司旗下各景区推广。2) 公司坚持自创为主，合作、采购为辅的编创策略，调整优化创作团队，吸收演出编创专业人才，创作速度从一年两台提至一年十台各种演出。自有剧目除前文提到的剧目外，公司还计划推出核心演艺产品第二系列——“爱在”系列演出，着重表现当地民族风俗，价格定位中低端客群，与千古情系列形成互补，目前《爱在湘西》已经推出；外部剧目则包括从开心麻花、天津人艺等知名演出团体引入的《解忧杂货店》、《雷雨》等。3) 公司还设立创新部，收集行业前沿讯息，为景区植入创新元素，比如增设网红打卡点、推出万圣主题“宋城奇妙夜”和圣诞元旦“双旦跨年奇遇夜”等年轻人群专题等活动，持续拓展客群。

图51：宋城自主创作爱在系列


资料来源：宋城演艺公众号，信达证券研发中心

图52：宋城引入《雷雨》、《摸金玦》


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

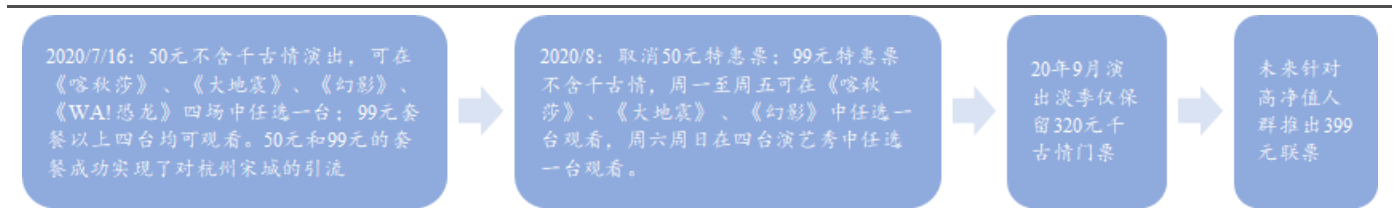
客单价：有望通过多种方式持续提升客单价

- 1) 通过联票直接提高票面价格：演艺王国模式下产品内容持续丰富，演艺节目体系更加完

整,我们认为宋城可以从“一种门票”向多元票价体系转变,比如多节目联票形式提高票价(原定提价 25%左右),更可以推出两日联票、多日联票增加游客在园内的停留时间,以促进门票以外的商品销售、餐饮娱乐等二次消费收入增加。公司还通过延长游历路线,增设演出、体验内容等,将游客在园内的逗留时间从 3 小时提升至 6 小时。

2) 提高团散比以提升客单价: 目前杭州项目散客比例达到 65%+, 较三亚项目 80%+ 仍有一定提升空间,且随着旅游消费人群中年轻人比例不断提升,自由行趋势有望带来散客比例提升,而散客的客单价相较团客更高,因此散客占比提升有助于提升杭州项目客单价。

图53: 演艺王国推出多元化票价体系

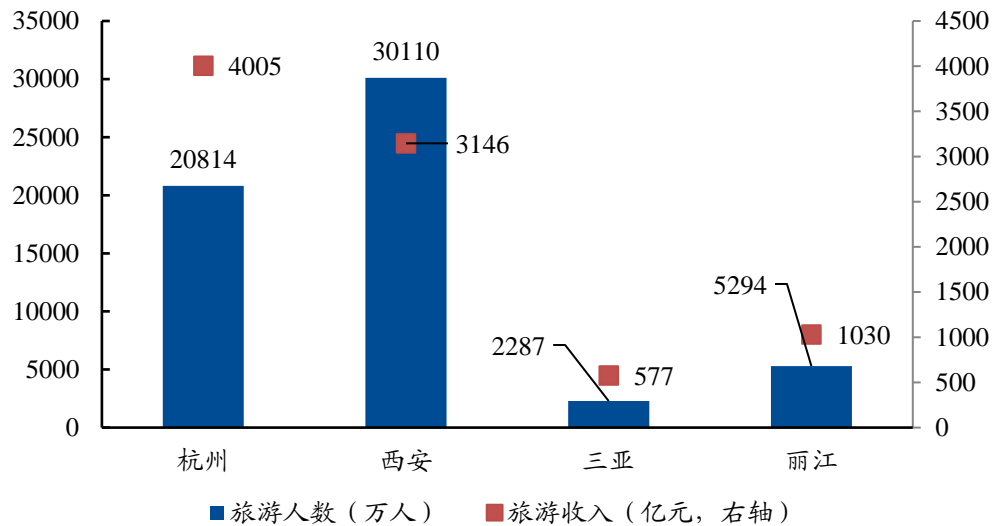


资料来源: 杭州文广旅游发布, 马蜂窝, 信达证券研发中心

演艺王国有望推广, 成熟项目再造增量。演艺王国升级是在杭州成熟项目基础上进行, 此前市场反馈良好, 成功率较高。在杭州宋城试水成功后, 未来有望在三亚、丽江、桂林等地复制, 通过多剧院、多产品、多票价帮助存量项目创造更大业绩增量。除九寨千古情占地面积较小, 仅 33 亩外, 其他项目占地面积均在 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, 具备向“演艺王国”升级的空间条件。目前, 公司也在积极推进有条件的存量和新项目增设二号和更多形态的剧院(如室外剧院), 三亚、丽江项目 2 号剧院已达到可使用状态。

4.2、西安项目: 自有与轻资产并行, 演艺与历史名城结合

西安项目为验证演艺王国模式的另一土壤。西安千古情于 2020 年 6 月开业, 项目位于浐灞世博园内, 总占地约 100 亩, 剧院数量多达 6 个, 而较为成熟的三亚及丽江项目均只有两个剧场, 多剧目推出需要多剧场配置, 因此, 西安项目具备复制演艺王国模式的硬件基础。此外, 从游客数量看, 西安与杭州游客数相当, 远超过三亚及丽江项目, 而西安和杭州除旅游人群外, 还有庞大的本地人口, 游客数量有保障; 从旅游收入来看, 西安旅游收入虽不及杭州, 但也数倍于三亚和丽江。综合来看, 西安项目是推行演艺王国模式的另一试验田。

图54：杭州/西安/三亚/丽江旅游人数及收入对比


资料来源：各地统计局，信达证券研发中心

西安演艺市场竞争激烈，更显公司竞争力。西安作为历史名城，文化底蕴深厚，当地涌现出众多旅游演艺项目，均为中华千古情的潜在竞争者。较早推出的《长恨歌》，地处华清宫景区内，是中国旅游演艺的佼佼者，但由于夜场和实景的限制接待客流有限；2017-18年推出的《驼铃传奇》和《秦俑情》丰富了演艺市场，但劣势在于均为单一剧场。宋城为强化产品竞争力，在开业初期打造多台节目共同演出，形成《西安千古情》、《爱在》等系列丰富演出内容，整体的策划及内容较为丰富。2020年中秋国庆黄金周，《西安千古情》接待游客5.7万人次，收入321.97万元；《长恨歌》接待游客5.08万人次，收入1380.74万元；《驼铃传奇秀》接待游客7.3万人次，收入614万元。从客流来看，西安千古情由于门票价较其他景点略低、故客单价较低，但开业之初客流表现不输竞品。

表9：西安旅游演艺市场各个项目基本情况对比

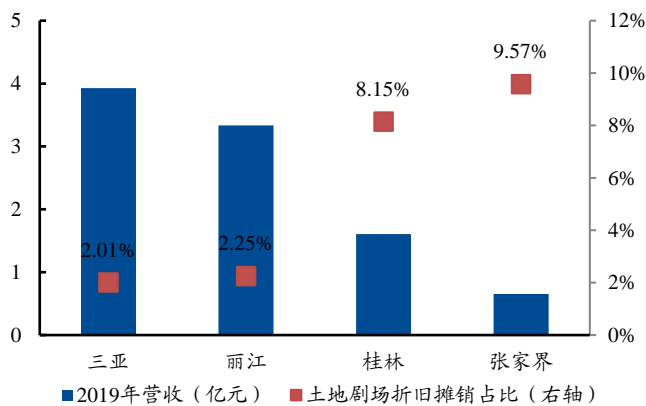
	西安千古情	长恨歌	梦回大唐	大唐追梦	梦长安	驼铃传奇
出品方	宋城演艺	陕西旅游	曲江文旅	曲江文旅	国艺中联	华夏文旅集团
节目类型	演出+主题公园	山水实景	室内歌舞剧	室内歌舞剧	室外行进式迎宾表演	室内演出
首次公演	2020年	2007年	2007年	2019年	1996年	2017年
座位数	3,000+	2,600	606	800	564	3,000
门票价格	280	268	198	498	260	248
每天演出场次	2-6	2	1	1	1	旺季3-5
携程评分及点评数	4.7/5.0分, 1142条	4.7/5.0分, 11867条	4.2/5.0分, 623条	4.4/5.0分, 147条	4.4/5.0分, 279条	4.3/5.0分, 450条
景区	西安千古情景区	华清宫	大唐芙蓉园	大唐芙蓉园	南门城墙景区	华夏文旅海洋公园

资料来源：携程网，信达证券研发中心

项目选址优势显著，轻重结合成本低。1) 项目选址位于西安市主城区东部，是游客从市区前往兵马俑景区的必经之路，有望成为游客制定游玩路线时顺路打卡的选择。项目对面即为

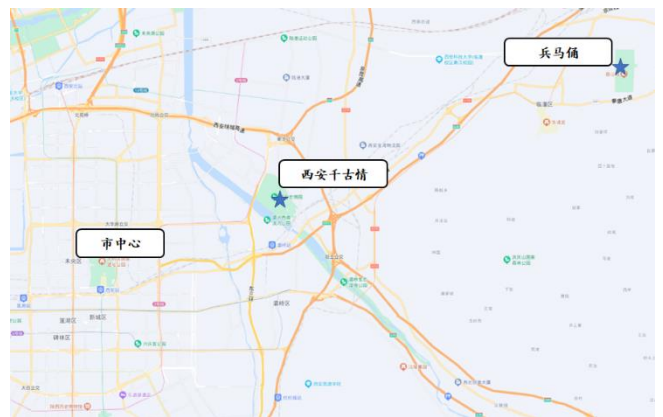
地铁三号线，毗邻京昆高速和西禹高速，距西安咸阳机场 40 公里，高铁北站 20 公里，交通便捷。2) 与一般的自有项目不同，该项目由宋城演艺和西安世园共同打造，注册资本 6 亿元，宋城占比 80%。项目前期由西安市政府投资并负责项目建设及配套基础设施，仅前期建设成本就超过宋城其他单个项目总投资。而宋城负责运营管理及千古情项目筹备，且仅以 300 万元/年的金额租赁场地。该项目一方面显示西安政府高度重视该项目且较为信任宋城的运营能力，另一方面也意味着西安项目开业运营后无需计提折旧，利润率有望高于其他项目，我们预计成熟后毛利率有望超过 85%。

图55：2019年宋城各项目土地&剧场折旧摊销



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图56：西安项目位于市中心—兵马俑路线上



资料来源：百度地图，信达证券研发中心

图57：西安项目工程施工中标金额超过三亚、丽江单项目总投资

您所在的位置： 首页 > 交易大厅 > 交易公告 > 工程建设项目招标投标 > 中标候选人公示

西安浐灞生态区世园文旅小镇—文旅演艺综合体（中华千古情项目）工程施工

【信息来源：西安市】 【信息时间：2019-07-17】 【浏览次数：55】 【字号： 大 中 小】 【我要打印】 【关闭】

视力保护色：

进场登记号：CQ1920149 工程名称：西安浐灞生态区世园文旅小镇—文旅演艺综合体（中华千古情项目）工程施工 招标单位：西安世园投资（集团）有限公司 招标代理单位：陕西凯达项目管理有限公司 招标内容：西安浐灞生态区文旅小镇—文旅演艺综合体（中华千古情项目）位于西安市浐灞生态区世博园内，占地面积约为79000㎡。主要包括：剧场建筑、综合楼、入口大厅、员工宿舍楼、古街建筑群及室外配套等全部内容，具体内容以施工图纸和工程量清单所包含的施工内容为准 中标单位：中建三局集团有限公司 项目经理（总监）/项目负责人：彭利波 候选人1：陕西有色建设有限公司 候选人2：陕西安康世纪建筑工程有限责任公司 中标公示期：3天 开工时间：2019.07.20 竣工时间：2020.03.15 中标价格：72639.903968万元 中标工期：240天 发布日期：2019.07.17 11:31:08 质量承诺：合格

资料来源：陕西省公共资源交易中心官网，信达证券研发中心

项目意义：一方面，西安项目为轻重结合，比重资产投入更少，比轻资产收入更多，我们认为主要因为宋城节目口碑优秀，综合经济效益突出，提高了其与政府谈判的议价能力，而政府也乐意对优质旅游项目给予支持，包括给到宋城更好的地段和更优厚的合作条件；另一方面，此前三亚、丽江等项目为旅游演艺+自然风光，而西安项目是旅游演艺与文化名城结合，因此西安项目仍为旅游演艺，成功率较高，而如果西安项目成功，代表千古情与历史名城的结合受到市场认可，公司或可以向南京、成都、洛阳等历史名城复制拓展。

4.3、上海项目：试水城市演艺，打造“东方百老汇”

基本情况：上海项目是公司与世博东迪合资共同打造的项目，初始投资额 8.3 亿元，公司持股 88%。项目位于世博园内，沿黄浦江横向展开，占地面积约 1.8 万平方米，上下共 7 层，拥有 3 个室内剧场，可同时容纳近 6000 名观众，还配有室外剧院（森林剧院、悬崖剧院等）

和休闲娱乐场所（鬼屋、酒吧、上海风情街、多种互动设施等）可以满足朋友、情侣、家庭亲子等各个细分人群的需求。上海项目自 2021 年 4 月 29 日起开业经营，五一假期 5 天收入超 2500 万元，接待游客 17.9 万人次，客单价创宋城所有景区新高，亲子秀收入占比 35%、带餐秀收入占比 5%，散客占比达 99.8%。

图58：上海项目位于黄浦江边，地理位置优越



资料来源：百度地图，信达证券研发中心

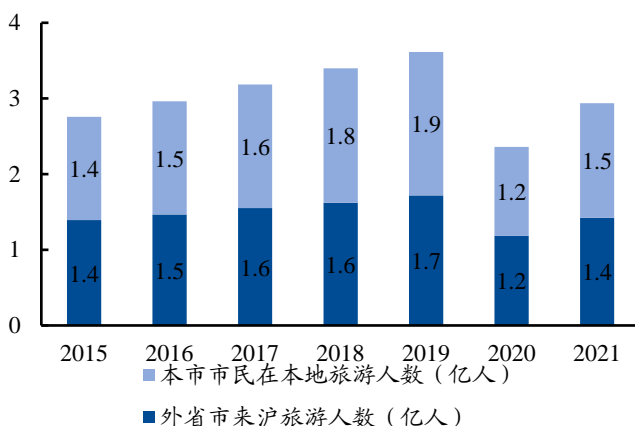
图59：2021年五一期间上海项目迎开门红



资料来源：界面新闻，信达证券研发中心

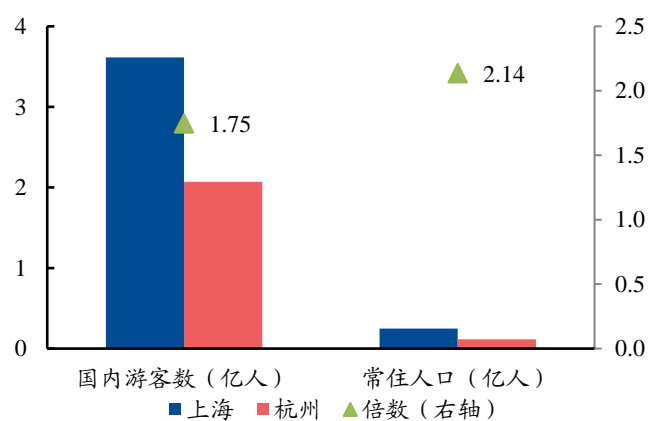
为何选址上海？ 1) 旅游市场庞大：2019 年上海接待国内游客达 3.61 亿人次，其中本地游客占比 52.4%，客流人次是杭州的 1.75 倍，常住人口是杭州的 2.14 倍。2019 年上海游客人均花费超 1300 元，约为全国平均的 1.4 倍。2) 演艺市场蓬勃发展：上海文化演艺氛围浓厚，观众文娱消费水平和品味较高，例如沉浸式戏剧《不眠之夜 (Sleep no more)》、谍战舞台剧《永不消逝的电波》、开心麻花剧场作品等都获得了较高的人气和口碑。3) 演艺市场供给不足：尽管上海艺术土壤较为丰厚，但与纽约（百老汇）、伦敦（伦敦西区）等国际大都市相比，仍有较大发展空间，2017 年伦敦西区票房总收入超 6 亿英镑，同年纽约百老汇票务收入达 13 亿美元，而 2018 年上海整体演出收入仅 18 亿元。为此，2018 年底上海发布“文创 50 条”，明确提出上海将打造“亚洲演艺之都”。因此，我们认为上海是公司切入城市演艺赛道、提供高品质演艺产品服务的良好试验田。

图60：2019 年上海国内游客 3.61 亿，本地游客超一半



资料来源：上海统计局，信达证券研发中心

图61：上海接待游客数及常住人口远超杭州



资料来源：上海统计局，杭州统计局，信达证券研发中心

图62：沉浸式戏剧《不眠之夜》


资料来源：大麦网 APP，信达证券研发中心

图63：谍战舞台剧《永不消逝的电波》


资料来源：大麦网 APP，信达证券研发中心

上海项目与宋城已有项目的不同之处：1) 项目性质：宋城已有项目属于旅游演艺，而上海项目是在旅游演艺的基础上尝试城市演艺项目，城市演艺是在有高客流的城市驻点或在不同城市进行歌舞、戏剧、曲艺杂技等艺术表演，其对表演场地的自然风光等并无要求，目标受众为本地居民，团客较少、渠道成本低，城市演艺成功的关键在于挖掘本地消费市场、提高复购率。2) 商业模式：上海项目为开放式园区，不设大门票，改扩建后的世博大舞台楼高7层，总面积将达到超4万平方米，包含数个小剧场，打造多元化的演艺节目提高复购率，且团客较少、渠道成本低。3) 园区面积上：上海项目占地面积仅为18.039平方米(约合27亩)，是宋城所有项目中最小的一个。

其实早在2014年，公司就曾在大本营杭州探索过演艺集群，但未及预期。我们认为核心原因在于当时演艺集群缺乏内容基础，杭州城市演艺需求尚未释放。此次城市演艺选址文化消费能力更强的上海，我们认为成功概率较大，主要有以下原因：

- **整体上看，上海旅游市场庞大且对演艺及夜游经济愈发重视。**前文已经介绍过，上海是体量庞大的优质旅游目的地，同时，上海演艺市场规模尚小，但随着市政府推进“亚洲演艺之都”的打造，以及夜游经济促进政策落地，我们预计多数上海演艺项目都将受益，包括宋城上海项目。
- **从游客角度：**2019年上海接待游客3.61亿次，其中本地游客1.89亿次，占比52.4%，意味着2481万上海本地居民年均市内出游7.62次，其中包括前往迪士尼、欢乐谷等景区，此外，上海地处长三角腹地，交通便利，经济发达，而在疫情影响下，周边游热度攀升，趋势或长期存在，因此，上海项目有望成为上海及周边省份居民的出游选择之一。2021年五一期间上海项目散客占比达99.8%，我们认为宋城可以发挥团客渠道优势，同时深耕亲子游、年轻客群、商务客群等细分市场。
- **从项目角度：**a) 区位优势优越：上海项目位于世博公园内，周边有6个地铁站，交通便利，演艺与世博园区的中华艺术宫(美术)、奔驰中心(演唱会)等形成差异化定位，客流上有协同效应。b) 丰富的演艺产品和服务：主秀《上海千古情》综合反映上海历史

史和海派文化，High 秀《颜色》定位年轻游客，更有三大个性化演出带餐秀《热情桑巴》、亲子秀《WA!恐龙》、丽影秀《S》满足游客多样需求，更有沉浸式戏剧、走动式演出、现场交互、电音潮趴等多种艺术形式，并引进外购剧目或进行场地出租以丰富创收渠道，精准渗透各圈层。c) 分票价体系：上海项目基于丰富内容和多样客群，衍生出丰富的票价体系，不仅包括单票、套票、组合票等，还包括多人直购的优惠票、儿童票、夜游潮趴票等，未来也有望推出会员年卡。d) 宋城自身运营能力强：宋城在旅游演艺行业发展二十余年，在剧目编排、园区设计、营销策划等方面均做到行业领先水平，对市场需求的洞察和对观众反馈进行调整一直较为敏锐，上海项目开业以来也在不断调整优化，专业创作团队能够不断创新迭代产品内容以维持产品吸引力。未来上海宋城或可以结合演艺王国（杭州）、演艺谷（珠海），通过剧目定制、引进、合作、分成等方式呈现更多元剧目形态。

图64：上海项目推出带餐秀、实景演出、亲子秀等多产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

正确看待宋城上海项目风险与收益。宋城能否成功进军城市演艺市场存在一定风险，但是上海项目主体之一仍为《上海千古情》，而上海作为现代大都市的同时也是一座快速发展的旅游城市，19年接待游客3.61亿人次远超宋城其他项目所在地游客人次，因此我们认为即使试水城市演艺未果，延续此前旅游演艺的发展模式或仍然有较高成功概率，可能取得与其他项目相当甚至更大的回报收益。而城市演艺具有以室内空间为主、占地规模要求小、散客占比高、票价提升空间大等特点，如果上海项目验证成功，未来有望在北京、深圳等一线城市或其他省会城市进行复制扩张，有望将宋城打造成“东方百老汇”。

4.4、珠海项目：演艺谷模式尚无 precedents，有望带来丰厚回报

公司不断进行演艺模式的迭代探索，而珠海·宋城演艺谷是公司从单一景区向全方位、多层次、立体化旅游目的地战略升级的关键一步。2019年9月公司与珠海市斗门区政府合作，2020年4月项目正式开工建设。珠海项目位于珠海市斗门区黄杨山麓，项目初期公告拟投资约30亿元，计划建设22个剧院及表演场所、35台剧目、超过30000个观众座位组成的演艺集群，涵盖世界上几乎所有的剧院形式和演出形态，还将举办“一带一路”艺术节和一系列大型国际艺术活动。珠海项目定位2-3天的旅游目的地演艺集群产品，目标客群为全国游

客，最核心要素是差异化、富有竞争力的内容以及能让游客停留下来的相关配套。

图65：珠海演艺谷旅游区布局



资料来源：宋城演艺公众号，信达证券研发中心

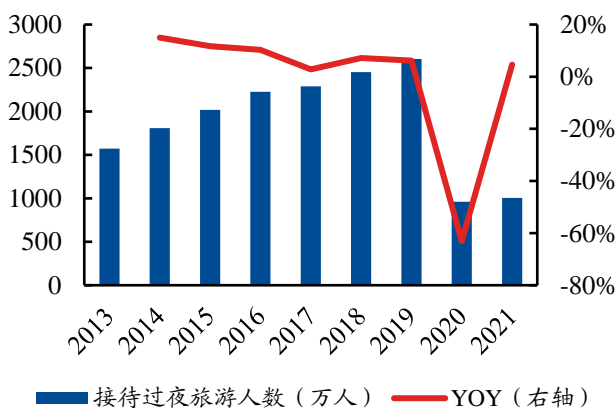
图66：珠海演艺谷暂定演出名称及座位数量

演出类型	暂定演出名称	计划座位数(个)	演出类型	暂定演出名称	计划座位数(个)
实景演出	广东千古情	14000	室内演出	喀秋莎	3300
	虎门销烟	3000		一秀	3300
	崖门海战	3000	走动式演出	南海一号	1000
	堂吉珂德	3000		血战1938	1000
	歃血为盟	3000		古堡魅影	1000
	惊天烈焰	3000		森林魔法奇遇记	1000
情景演出	罗马马战	6000	儿童剧	海的女儿	1000
	禅修	800		微风田野	
	神鸟传奇	3000	车技表演	速度与激情	3000
	黑色魅惑		VR科技	太虚幻境	
室内演出	珠海千古情	3300	餐饮秀	秀色可餐	1000
	大地震	3300	森林剧院	仲夏夜之梦	1000
	云想衣裳花想容	3300	水上表演	水上飞人	1000
	映山红	3300	烟火表演	烟火表演	300

资料来源：今日斗门，信达证券研发中心

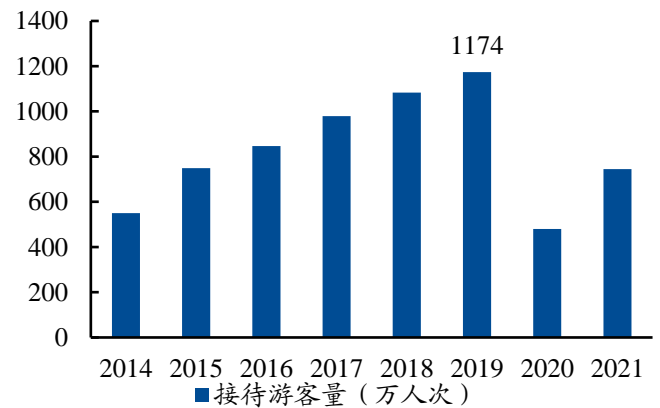
珠海演艺谷位于一体化城市群珠三角，2019年接待过夜游客2604万，周边有广州、深圳等人口密集城市，潜在客流量充裕，且珠海为亚热带季风气候全年温度适宜，是热门度假目的地，此外，珠三角拥有六个一线、新一线及二线城市，人均GDP接近2万美元，休闲消费经济基础好。目前广东地区拥有长隆系、世界之窗、深圳欢乐谷等热门景区，2019年珠海长隆海洋王国接待游客量1173.6万，超过上海迪士尼排名中国第一，长隆系的成功也验证了珠三角地区作为旅游度假目的地的吸引力。

图67：疫情前珠海市接待过夜游客数稳定增长



资料来源：Wind，广东省人民政府，信达证券研发中心

图68：2019年珠海长隆海洋王国游客量1174万人次



资料来源：TEA& AECOM，信达证券研发中心

市场对珠海项目的担忧在于：

- 珠海项目总投资金额 30 亿元，远超第二大的西塘演艺谷项目（总投资 10 亿元，在建中），公司是否需要通过银行贷款甚至定增来募集项目所需资金？以及资产投入加重情况下，如何实现投资回报？ 2022 年 4 月，公司以 4.58 亿元对价将珠海项目公司转让给母公司宋城集团，该项目后续由宋城集团和珠海市政府投资。项目开业前三年将由宋城演艺运营演艺部分，每年分别向宋城集团收取 0.8/1/1.2 亿元管理费，待项目成熟之时，演艺部分将由宋城演艺收回体内。长期来看，珠海项目均在宋城演艺体内，但短期宋城演艺资本支出将减少，同时开业培育阶段的亏损由集团公司承担，最大程度减轻财务压力、降低上市公司风险。

图69：宋城转让珠海项目给控股股东宋城集团



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- 与杭州、三亚等项目不同，珠海项目与西塘项目打造演艺集群模式，在国内尚无先例，宋城是否有能力为游客提供数量足够多、内容足够差异化的节目，以达到吸引游客来演艺谷游玩多日的目的？ 我们认为：1) 宋城结合当地历史文化进行舞台编创的能力已通过三亚、丽江、桂林等项目得到验证，具有良性的剧目孵化体系，目前公司正在策划《珠海千古情》、《广东千古情》等实景演出，除千古情外，公司还推出了爱在系列、WA 系列，以及《喀秋莎》、《幻影》等多部全新剧目，预计至珠海项目开业时，公司将有足够的原创剧目作为支撑。2) 珠海演艺谷还可通过外购或合作剧目、向演出方出租场地等方式涵盖世界上所有的演艺形式和剧院形式，打造具有平台效应的演艺集群。3) 珠海演艺谷还可以对标多类海外知名文化节，例如举办宋城国际狂欢节、宋城戏剧节、世界级音乐会等活动，从而进一步向模式外拓展。

珠海宋城演艺度假区作为粤港澳大湾区重大文旅项目，在政府的大力支持和宋城团队的努力下，有望打造成世界级演艺度假目的地，同时，也有望推动公司从单一旅游演艺公司升级为休闲旅游一体的综合景区。1) 提高品牌力，打造宋城 IP： 存量项目选址多为旅游胜地或一线城市，异地游客居多。而珠海演艺谷旨在打造世界级文旅地标，有望从转化游客变为吸引游客，提高宋城 IP 品牌力。2) 丰富演出内容，反哺存量项目： 存量项目以千古情为核心，模块化、标准化较高，演出修改更迭相对不足，因此适合异地游客，但复购率较低，而珠海

项目有 20 余个剧院及表演场所，要求节目质量过硬、产品常态化更新，因此公司需提升创作能力以保证多剧目编排，而优质剧目也可推广至存量项目。3) 形成演艺集群，发挥平台效应：项目成功后有望更好整合连接行业上下游，吸引全球优质剧目实现正反馈循环。此外，项目游玩需 2-3 天，可以配套餐饮、酒店、周边等多业态，打造文旅产业集群，外溢效应明显，

我们假设在疫情缓和情况下，珠海市旅游人数恢复至 2019 年水平，并以珠海长隆海洋王国游客量作为参照，假设珠海演艺谷游客量为珠海长隆王国 2019 年游客量的 25%-40%，即 293-411 万人，客单价因为其有望推行多日联票而较杭州、三亚等项目较高，假设为 150-210 元区间，预计项目收入在 4.4-8.63 亿。

表10：珠海项目 2024 年收入预测（亿元）

客单价（元，列）/ 客流量（万人，行）	珠海演艺谷客流量/珠海长隆海洋王国客流量					
	20%	25%	30%	35%	40%	45%
234.72	293.4	352.08	410.76	469.44	528.12	
130	3.05	3.81	4.58	5.34	6.10	6.87
150	3.52	4.40	5.28	6.16	7.04	7.92
170	3.99	4.99	5.99	6.98	7.98	8.98
190	4.46	5.57	6.69	7.80	8.92	10.03
210	4.93	6.16	7.39	8.63	9.86	11.09
230	5.40	6.75	8.10	9.45	10.80	12.15

资料来源：信达证券研发中心

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

存量项目有望复苏爬坡，新项目陆续开业，预计 2022-24 年实现营收 5.26 亿、24.88 亿、36.53 亿。随着防疫政策优化调整，2023 年出行链预计有较大恢复，宋城作为前期受疫情影响较为严重的室内演艺项目，有望迎来强修复。各项目营收如下表所示，我们预计杭州、三亚、丽江项目恢复至 2019 年约 90%，但由于上海、西安等项目开业，叠加桂林、张家界等二轮扩张项目放量，预计 2023 年营收较 2019 年演艺主业将有 11.81% 的增长，2022-2024 年营收为 5.26 亿、24.88 亿、36.53 亿，同比增速为 -55.57%、372.75%、46.79%。

表11：宋城演艺收入预测（百万）

收入拆分	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
杭州	688	842	936	919	287	486	200	805	1016
—YOY		22.43%	11.14%	-1.82%	-68.77%	69.28%	-58.87%	302.74%	26.19%
三亚	307	340	427	393	127	148	46	343	403
—YOY		10.57%	25.51%	-7.97%	-67.64%	16.41%	-68.84%	645.07%	17.39%
丽江	223	227	267	333	137	116	82	302	334
—YOY		2.10%	17.48%	24.90%	-59.06%	-14.85%	-29.25%	267.49%	10.67%
九寨	149	91	0		26	45	21	112	187
—YOY		-39.32%	-99.98%			77.13%	-54.07%	434.73%	67.70%

桂林		43	161	57	91	42	213	263	
—YOY			276.77%	-64.81%	61.22%	-53.86%	407.51%	23.21%	
西安				25	17		166	232	
—YOY					-32.90%			39.48%	
张家界			65	18	32		123	194	
—YOY				-72.33%	78.21%			57.62%	
上海					74		190	292	
—YOY								53.33%	
佛山							53	150	
—YOY								185.19%	
西塘								158	
—YOY									
珠海								80	
—YOY									
设计策划费	123	163	127	174	183	102	55	76	218
—YOY		32.42%	-22.32%	37.30%	5.41%	-44.33%	-46.19%	38.12%	187.35%
电商手续费	60	121	173	180	43	73	80	104	125
—YOY		100.90%	43.88%	4.00%	-76.00%	68.63%	10.00%	30.00%	20.00%
合计	1,554	1,784	1,972	2,226	903	1,185	526	2,488	3,653
—YOY		14.78%	10.58%	12.83%	-59.44%	31.26%	-55.57%	372.75%	46.79%
重资产营收	1,367	1,500	1,672	1,871	676	1,010	391	2,308	3,229
重资产客流	970	1,000	1,073	1,276	563	822	254	1,596	2,196
客单价	141	150	156	147	120	123	154	145	147

资料来源：信达证券研发中心

我们预计毛利率稳步修复，费用率整体有望平稳。1) 毛利率：我们认为随着疫情企稳，宋城营收有望增加，成本压力有望缓解，我们预计 2022 年毛利率为 15.51%，2023-2024 年毛利率将恢复至 64%/67%。2) 费用端：预计 2022 年销售/管理费率分别为 3.74%/61.14%，2023 年开园初期需营销引流，销售费率或略有增长，我们预计 2023-2024 年销售费率将分别为 5.9%/4.1%，管理费率得益于宋城垂直管理、组织扁平化，未来两年有望下降，我们预计管理费率将分别为 7.9%/7.3%。

综合收入及成本考量，我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 0.09 亿/9.64 亿/16.23 亿。预计 2022 年归母净利润为 0.09 亿元，由于爬坡项目净利率还有待提高，净利贡献弱于营收贡献，叠加杭州项目于 3 月初才开业，我们预计 2023 年归母净利润尚未完全恢复。预计宋城 2023-2024 年归母净利润分别为 9.64 亿/16.23 亿，同比增长 10934%/68%。

表12：宋城演艺盈利预测（百万）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,554	1,784	1,972	2,226	903	1,185	526	2,488	3,653
毛利润					550	605	82	1,598	2,440
—毛利率					60.91%	51.05%	15.51%	64.21%	66.80%
销售费率					7.05%	5.59%	3.74%	5.88%	4.05%
管理费率					36.07%	25.10%	61.14%	7.87%	7.25%

归母净利润	681	780	931	1,058	110	173	9	964	1,623
——归母净利润率	43.82%	43.72%	47.21%	47.53%	12.18%	14.60%	1.66%	38.73%	44.44%
——YOY		14.54%	19.36%	13.64%	-89.60%	57.27%	-94.95%	10933.70%	68.40%
拆分									
杭州	297	385	402	406	-122	80	28	310	415
——YOY		29.92%	4.24%	0.96%	-130.01%	-165.86%	-65.14%	1010.50%	33.63%
三亚	162	178	248	218	69	54	6	186	239
——YOY		10.20%	39.25%	-12.20%	-68.32%	-22.18%	-89.58%	3227.10%	28.13%
丽江	120	120	142	204	63	34	17	156	175
——YOY		0.63%	17.90%	43.87%	-69.24%	-45.89%	-51.46%	845.97%	12.16%
九寨	83	31	-26	-19	-9	8	-4	47	91
——YOY		-62.12%	-183.89%	-26.32%	-55.26%	-189.45%	-146.36%	-1389.52%	94.72%
桂林			-1	24	-10	1	-4	53	73
——YOY				-3490.44%	-140.71%	-109.07%	-500.62%	-1587.85%	38.00%
西安					-10	-28	-16	48	80
——YOY						177.54%	-42.08%	-397.97%	65.64%
张家界				8	-39	-20	-28	27	70
——YOY					-581.70%	-47.82%	36.03%	-196.31%	162.82%
上海						-46	-47	32	87
——YOY							2.95%	-168.23%	171.45%
佛山								12	58
——YOY									395.83%
西塘									47
——YOY									
珠海									68
——YOY									
设计策划费			104	145	149	83	45	62	178
——YOY				40.08%	2.49%	-44.17%	-46.19%	38.12%	187.35%
电商手续费	20	65	62	72	19	7	12	31	44
——YOY		215.78%	-3.41%	15.56%	-74.20%	-60.78%	65.00%	160.00%	40.00%

资料来源：信达证券研发中心

5.2 估值及投资建议

宋城较难寻找可比公司，当前估值处于历史估值区间下沿。a) 宋城演艺“主题公园+演艺”的模式以及盈利性强的景区模型较难寻找可比公司：传统的自然景区无复制能力，华强方特主题公园业务常年亏损，华侨城 A 本质为地产公司，迪士尼乐园部分难以拆分估值。b) 宋城目前已将业务重心重新聚焦到旅游演艺主业。若与宋城历史主业进行纵向对比，当前估值处于历史估值区间下沿。复盘宋城历史估值，两轮异地扩张准备期及落地开业期，主业 PE 波动区间为 30-45 倍，估值高于利润增速，我们认为主要源自宋城异地复制能力强以及商业模式优秀。测算宋城 2024 年归母净利润为 16.23 亿，2023 年 4 月 6 日收盘价 16.72 元，对应 PE 分别为 26.9 倍，低于历史估值区间。

图70：收购六间房前宋城 PE 走势

图71：2017-19 年宋城剔除六间房业绩后 PE 走势



资料来源：Wind，信达证券研发中心



资料来源：Wind，信达证券研发中心

明年业绩增长确定性较强，中长期成长可期。短期来看：结合此前三亚、丽江、九寨沟、桂林项目爬坡期增长情况，我们认为宋城二轮扩张项目将在明年密集爬坡，贡献增量，并且明年将为完整经营年，业绩增长确定性较强。中长期来看：1) 若继续延续旅游演艺模式，项目成功率高。2) 公司谋求战略转型，向城市演艺（上海）、演艺谷（珠海）、国际演艺（潜在的东南亚项目）发展。若任意一个方向转型成功，宋城的估值天花板有望再向上提升一个台阶，长期估值弹性大。

图72：宋城集团新任总裁黄鸿鸣带队推进海外项目

宋城集团新任总裁黄鸿鸣带队推进海外项目

宋城演艺 2023-02-28 17:38 发表于浙江

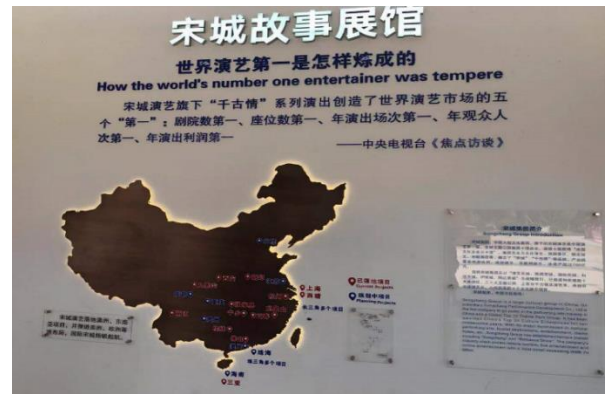
近日，宋城集团新任总裁黄鸿鸣带领项目团队赴海外走访洽谈，为宋城集团“国际化”发展战略及宋城·演艺丝路国际文化项目建设奠定坚实的根基。

黄鸿鸣总裁在曼谷分别拜访了泰国投资促进委员会(BOI)秘书长 Narit Therdsteerasukdi 先生和泰国国务院总理府助理总理工作委员会主席、泰国一带一路促进会名誉主席罗亚蒙博士。

黄鸿鸣总裁介绍了宋城集团在芭提雅市投资项目的进展情况：“泰国项目是宋城集团继澳大利亚黄金海岸市后的第二个海外演艺项目，建成后将会极大丰富芭提雅的演艺业态，成为泰国地标文化演艺项目。”该项目是集团为宋城演艺孵化的演艺项目，未来开业将委托宋城演艺运营管理。

资料来源：宋城演艺公众号，信达证券研发中心

图73：宋城展示在各项目剧院门口的已落地和规划中项目示意图



资料来源：宋城演艺，信达证券研发中心

6 风险提示

公共卫生事件风险：新冠疫情严重影响文旅消费，此外3月至今，甲流亦对人们旅游休闲和文娱活动造成影响，潜在的公共卫生事件可能带来公司经营业绩下滑和财务状况恶化。

新项目建设进度不及预期：公司目前仍有多个轻/重资产项目在建，可能因建设进度不及预期而影响公司经营业绩。

行业竞争加剧：演艺行业面临快速发展和激烈竞争并存局面，同时面临短视频、影视等数字娱乐分流冲击，对公司经营管理提出较大挑战。

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,913	2,008	946	2,982	3,879
货币资金	1,338	1,859	592	2,139	2,699
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	6	2	12	56	45
预付账款	22	10	10	21	28
存货	13	13	-7	18	-3
其他	534	125	337	748	1,111
非流动资产	7,282	7,819	8,099	8,365	8,617
长期股权投资	1,535	1,678	1,668	1,658	1,648
固定资产(合计)	2,509	2,697	2,917	3,123	3,316
无形资产	1,880	1,713	1,783	1,853	1,923
其他	1,359	1,731	1,731	1,731	1,731
资产总计	9,195	9,827	9,044	11,347	12,496
流动负债	694	748	100	1,400	863
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	372	482	-114	851	153
其他	321	266	214	549	710
非流动负债	766	1,123	1,123	1,123	1,123
长期借款	282	270	270	270	270
其他	484	853	853	853	853
负债合计	1,460	1,871	1,223	2,523	1,986
少数股东权益	323	310	298	337	400
归属母公司股东权益	7,412	7,645	7,523	8,487	10,110
负债和股东权益	9,195	9,827	9,044	11,347	12,496

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	903	1,185	526	2,488	3,653
同比(%)	-65.4%	31.3%	-55.6%	372.8%	46.8%
归属母公司净利润	-1,752	315	9	964	1,623
同比(%)	-230.8%	118.0%	-97.2%	10933.7	68.4%
毛利率(%)	60.9%	51.1%	15.5%	64.2%	66.8%
ROE%	-23.6%	4.1%	0.1%	11.4%	16.1%
EPS(摊薄)(元)	-0.67	0.12	0.00	0.37	0.62
P/E	—	138.73	5,004.39	45.36	26.93
P/B	5.90	5.72	5.81	5.15	4.32
EV/EBITDA	102.08	61.04	-756.06	29.25	18.80

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	903	1,185	526	2,488	3,653
营业成本	353	580	445	891	1,213
营业税金及附加	12	22	8	35	47
销售费用	64	66	20	146	148
管理费用	288	256	312	150	197
研发费用	37	41	10	46	68
财务费用	-13	-1	0	0	0
减值损失合计	-1,878	-10	-10	-10	-10
投资净收益	14	182	261	51	138
其他	3	-20	0	0	0
营业利润	-1,699	372	-17	1,262	2,107
营业外收支	-38	-29	-14	-14	-14
利润总额	-1,737	344	-31	1,248	2,094
所得税	30	41	-28	245	407
净利润	-1,767	303	-3	1,003	1,686
少数股东损益	-15	-13	-12	39	63
归属母公司净利润	-1,752	315	9	964	1,623
EBITDA	444	594	-58	1,445	2,217
EPS(当年)(元)	-0.67	0.12	0.00	0.37	0.62

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	394	750	-682	2,309	1,336
净利润	-1,767	303	-3	1,003	1,686
折旧摊销	293	387	210	224	238
财务费用	18	24	0	0	0
投资损失	-14	-14	-182	-261	-51
营运资金变动	-71	163	-652	1,110	-474
其它	1,935	56	24	24	24
投资活动现金流	-941	-37	-453	-763	-776
资本支出	-1,016	-685	-514	-514	-514
长期投资	75	648	-200	-300	-400
其他	0	0	261	51	138
筹资活动现金流	113	-196	-131	0	0
吸收投资	120	0	0	0	0
借款	300	0	0	0	0
支付利息或股息	-301	-145	-131	0	0
现金流净增加额	-444	521	-1,266	1,547	560

研究团队简介

- ▶ 刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。
- ▶ 王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。
- ▶ 周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。
- ▶ 涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。
- ▶ 李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com



华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。