

宋城演艺 (300144)

主题公园进入平台化阶段，文化演艺龙头迎来复苏

增持 (维持)

2023年07月31日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	458	1,993	2,736	3,112
同比	-61%	335%	37%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	10	926	1,331	1,624
同比	-97%	9491%	44%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.00	0.35	0.51	0.62
P/E (现价&最新股本摊薄)	3,560.10	37.12	25.84	21.17

关键词: #困境反转

投资要点

- 中国演艺第一股，疫后迎来发展新起点。**宋城演艺成立于1994年，是国内演艺行业龙头。公司独创“主题公园+文化演艺”的经营模式，以杭州宋城为起点，目前共有8个重资产和3个轻资产项目在营。公司通过轻重结合的模式进行项目扩张，重资产项目投运后快速爬坡超越盈亏线，轻资产项目收入前高后稳，低风险实现异地扩张。公司现场演艺业务疫情前稳步扩张，营收2012-2019年从5.86亿元增长至22.28亿，疫后公司盈利能力有望逐步回升。
- 旅游演艺行业：伴随中国旅游行业黄金十年，内容差异化+产品多元化拓宽未来空间。**1) 旅游演艺伴随中国旅游行业黄金十年蓬勃发展，疫后发展重回轨道。2010-2019年我国旅游行业迎来黄金十年，国内旅游人数及收入逐年提高，旅游演艺市场规模逐年扩张至2019年的52.30亿元，疫后旅游演艺行业逐步恢复，有望重回发展轨道。2) 内容差异化+产品多元化拓展旅游演艺行业发展空间。注重内容差异树立品牌；推动产品多元化扩大客群覆盖，抬高市场天花板；“宋城”和“千古情”系列主题公园模式在两大方向上优化空间大，持续迭代形成长久生命力。
- 公司核心看点：竞争优势仍在，疫后复苏可期。**1) 定位独特形成优秀项目模型。演艺内容形成景区文化名片，获得政府支持形成建设合力；人造园区及剧场演出规避特殊天气，抬升单项目天花板；新项目一般开业首年可实现盈亏平衡、3年有望到成熟状态，大额转固后ROE可提升至40-60%的超高水平。2) 运营迭代保持领先，占据旅游演艺市场心智。公司运用先进技术手段带来震撼视觉效果；设立自有主题公园进行多产品组合，灵活迭代适应市场需求；通过独特宣传标语打造品牌印记。3) 三重动力助疫后营收超越疫情前。重点项目有望随全国跨省游自然恢复；九寨、张家界、西安、上海等次新项目继续爬坡；疫情期间产能扩张支持单项目营收天花板上移，产品及运营创新有望带动量价齐升。
- 盈利预测与投资评级：**公司作为中国旅游演艺龙头公司，以“主题公园+文化演艺”模式不断扩张，定位独特形成优秀项目模型，运营迭代保持领先，随着旅游演艺行业重回轨道，公司有望在疫后快速恢复盈利能力。考虑到宋城演艺商业模式较为独特，少有可比公司，疫情前宋城演艺的PE-Forward在20-35倍区间，我们预测宋城演艺2023-2025年归母净利润分别9.26/13.31/16.24亿元，对应PE估值为37/26/21倍，2024年对应估值相比疫情前估值区间为合理偏低，维持“增持”评级。
- 风险提示：**在建项目建设进度不及预期，新项目业绩爬坡不及预期，行业竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.15
一年最低/最高价	10.59/17.31
市净率(倍)	4.51
流通 A 股市值(百万元)	30,082.44
总市值(百万元)	34,383.23

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.92
资产负债率(% ,LF)	16.18
总股本(百万股)	2,614.69
流通 A 股(百万股)	2,287.64

相关研究

《宋城演艺(300144): 22 年报 & 23 年一季报点评: 稳健经营渡过低谷, 23Q1 曙光初现》

2023-04-29

《宋城演艺(300144): 2021 年年报 & 2022 年一季报点评: 疫情扰动业绩承压, 转让项目轻装上阵, 不确定性中寻找确定性》

2022-04-25

内容目录

1. 宋城演艺：中国演艺第一股，疫后迎来发展新起点	5
1.1. 发展历程：深耕文化演艺行业，打造覆盖全国的文化演艺平台	5
1.2. 轻重结合的项目制扩张	6
1.3. 公司股权结构	12
2. 旅游演艺行业：伴随中国旅游行业黄金十年，内容差异化+产品多元化拓宽未来空间	13
3. 公司核心看点：竞争优势仍在，疫后复苏可期	16
3.1. 核心优势：定位独特形成优秀项目模型，运营迭代保持领先，占据旅游演艺市场心智	16
3.1.1. 定位独特形成优秀项目模型	16
3.1.2. 运营迭代保持领先，占据旅游演艺市场心智	18
3.2. 疫后复苏：三重动力助疫后营收超越疫情前	19
4. 财务分析：疫情前公司盈利强势，疫后业绩稳步回升	21
5. 盈利预测与投资建议	23
5.1. 盈利预测	23
5.2. 投资建议	24
6. 风险提示	25

图表目录

图 1:	中国旅游演艺行业的企业竞争格局.....	5
图 2:	宋城演艺发展历程.....	6
图 3:	杭州宋城景区图.....	7
图 4:	宋城千古情海报.....	7
图 5:	杭州宋城 2007 年-2019 年营收及同比增速.....	8
图 6:	杭州宋城 2009 年-2019 年净利润及同比增速.....	8
图 7:	2017-2022 年营业收入拆分.....	8
图 8:	杭州宋城景区 2010 年-2019 年每年转固金额.....	10
图 9:	宋城演艺 2015-2019 每年折摊占旅游相关营收比例.....	10
图 10:	网络票务销售业务营收及增速.....	11
图 11:	2012-2023Q1 公司营业收入及增速情况.....	11
图 12:	公司现场演艺业务收入构成 (单位: 亿元).....	11
图 13:	2018-2023Q1 公司归母净利润及净利率情况.....	12
图 14:	宋城演艺股权结构 (截至 2023 年 4 月 27 日).....	12
图 15:	2014-2022 年旅游演艺市场规模及增速.....	14
图 16:	2010-2019 年国内旅游收入、人数及增速.....	14
图 17:	2018 年各演艺品类在旅游演艺项目中的占比.....	15
图 18:	宋城占旅游演艺市场份额 (2018-2021).....	16
图 19:	宋城各景区 2023 年 6 月单日场次.....	17
图 20:	测算杭州宋城项目 ROE.....	18
图 21:	千古情表演使用多种技术手段.....	18
图 22:	2010 年杭州宋城景区产品组合.....	19
图 23:	2023 年杭州宋城景区产品组合.....	19
图 24:	上海项目海报.....	19
图 25:	三亚项目海报.....	19
图 26:	2020 年以来铁路、民航客流恢复程度.....	20
图 27:	宋城成熟项目 2019 年营收占当地旅游收入比例.....	20
图 28:	2019-2022 宋城千古情项目座位数 (单位: 个).....	21
图 29:	2020-2023Q1 季度营收及同比增速.....	21
图 30:	2020 年以来全国节假日旅游人次恢复情况.....	21
图 31:	2018-2023Q1 公司毛利率净利率水平.....	22
图 32:	2018-2022 年公司分业务毛利率水平.....	22
图 33:	2018-2023Q1 可比公司销售费用率.....	22
图 34:	2018-2023Q1 可比公司管理费用率.....	22
图 35:	2018-2023Q1 公司归母净利润率及增速.....	23
图 36:	2018 年-至今宋城演艺 PE-Forward (截至 2023 年 6 月 30 日).....	25
表 1:	宋城旗下文旅项目概况及合作模式.....	9
表 2:	宋城旗下重要轻资产项目的合作细节.....	10
表 3:	宋城演艺核心管理团队.....	13
表 4:	旅游演艺的类型及释义.....	14

表 5: 上海项目产品组合（开业时期）VS 杭州宋城产品形态	15
表 6: 与当地政府合资/合作的明细	17
表 7: 收入预测拆分（单位：亿元）	23
表 8: 宋城演艺毛利率及三费率预测.....	24
表 9: 宋城演艺营业收入及归母净利润（单位：亿元）	24
表 10: 宋城演艺可比公司估值（截至 2023 年 7 月 28 日）	25

1. 宋城演艺：中国演艺第一股，疫后迎来发展新起点

1.1. 发展历程：深耕文化演艺行业，打造覆盖全国的文化演艺平台

国内演艺行业龙头，旅游演艺头部品牌。宋城演艺发展股份有限公司于 1994 年在杭州成立，并于 2010 年成功在深交所上市。公司是全球主题公园集团十强企业，处于中国旅游演艺行业第一梯队，具有强大的品牌知名度和业界认可度。公司独创“主题公园+文化演艺”的经营模式，在全国运营十多个景区、近百台演出，在剧院数、座位数、演出场次等方面处于领先地位；公司以“演艺”为核心竞争力，成功打造了“宋城”和“千古情”品牌，产业链覆盖旅游休闲，现场娱乐，互联网娱乐等。截至 2019 年，公司现场演艺主营业务营收实现 18.71 亿元，从规模看是名副其实的国内“演艺第一股”。

图1：中国旅游演艺行业的企业竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

从发展历程看，公司从成立至今可以划分为以下四个阶段：

第一阶段（1996年-2012年）：聚焦杭州本土演艺事业，积累行业发展经验。作为我国较早进入主题公园和旅游文化演绎行业的企业之一，公司于 1996 年在杭州建成了宋城景区，并于 1997 年正式推出了《宋城千古情》。2007 年末公司以“主题公园+旅游文化演艺”为发展方向成立了杭州乐园。2010 年“宋城股份”在深交所上市，成为国内“演艺第一股”。

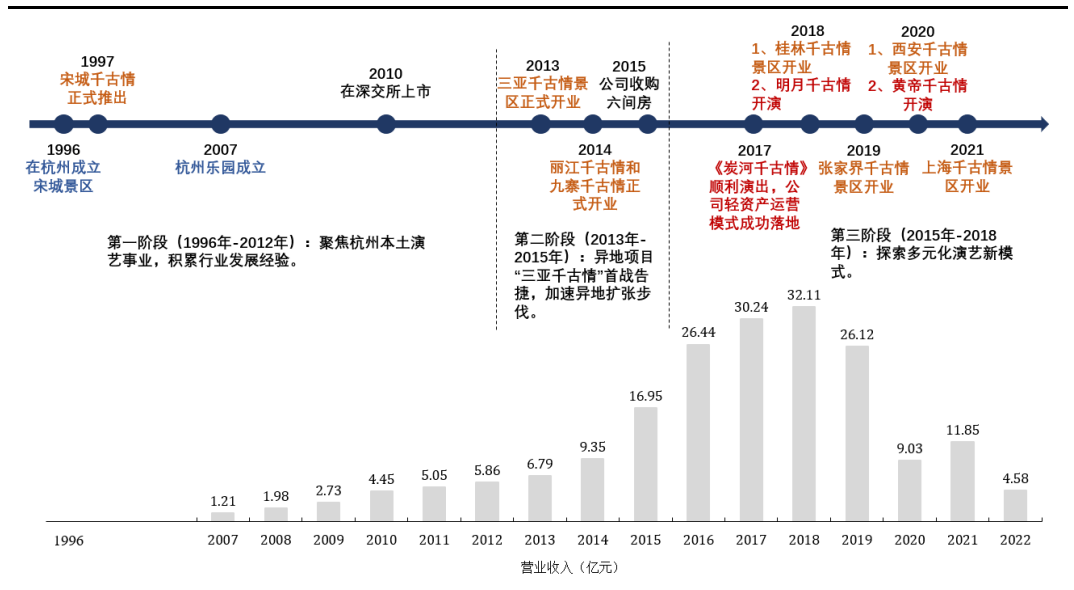
第二阶段（2013年-2015年）：异地项目“三亚千古情”首战告捷，加速异地扩张步伐。2013 年 9 月，三亚千古情景区正式开业；2014 年丽江千古情和九寨千古情项目陆续推向市场，公司初步建立起覆盖全国一线旅游休闲目的地的旅游演艺事业网络。

第三阶段（2015年-2018年）：探索多元化演艺新模式。2015 年公司收购六间房，开启互联网演艺副业，打造线下演艺和线上娱乐的 O2O 生态圈，2019 年六间房与花椒直播重组出表；2017 年 7 月，宋城·宁乡炭河里文化主题公园开业，《炭河千古情》的顺

利演出标志着公司轻资产运营模式的成功落地。

第四阶段（2018 年至今）：回归主业，加快实施平台化发展战略。桂林、张家界、西安千古情景区分别于 2018、2019、2020 年正式营业，《明月千古情》和《黄帝千古情》两个轻资产项目分别于 2018、2020 年开业运营。2020 年 6 月公司全面恢复营业后以杭州宋城为试验田，全新打造杭州宋城演艺王国；2021 年上海千古情景区开业，开启城市演艺新道路；2023 年佛山项目也将强势推出。之后公司会持续推进西塘演艺小镇和珠海演艺谷项目，逐步实现由单一旅游项目向全域旅游综合体的业态升级。

图2：宋城演艺发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 轻重结合的项目制扩张

杭州宋城是杭州市第一个人造大型主题公园，大型歌舞秀“宋城千古情”是杭州宋城的核心产品。公司于 1996 年建立宋城景区，将旅游元素和文化元素深度融合在一起，形成了“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式，客源主要是外地来杭州旅游的游客；1997 年“宋城千古情”的推出开创了杭州地区旅游文化演艺市场的先河。宋城景区的历史文化氛围和《宋城千古情》对艺术性和商业性的统一，使公司能够将旅游文化演艺节目的附加值依托于主题公园形式得以实现。

图3: 杭州宋城景区图



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 宋城千古情海报



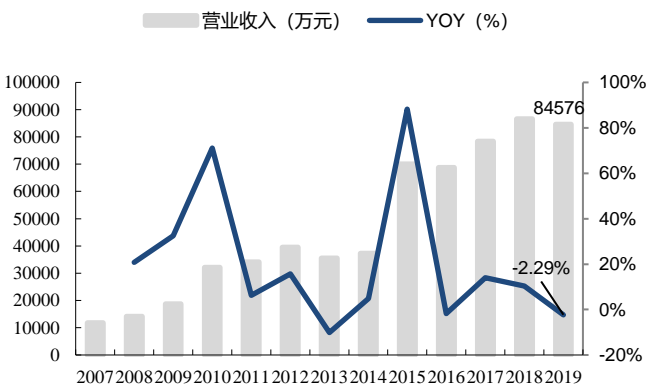
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

以旗舰项目杭州宋城为例, 建成初期靠核心产品站稳, 后续靠剧场扩容及丰富剧目分别实现客流量与客单价的提升。杭州宋城建成次年就推出“宋城千古情”项目, 2003年公司专门修建宋城大剧院并对“宋城千古情”进行升级, 到2006年“宋城千古情”在市场上取得成功, 杭州宋城依托千古情项目的优秀口碑在市场上不断巩固地位。

2013年公司新建“宋城千古情大剧院”并推出新版《宋城千古情》, 2014年公司对宋城景区进行一系列的整改完善, 从根本上改变了其配套较弱的局面, 一系列措施帮助景区实现了游客量、市场口碑和公司营业收入的大幅增长, 2015年杭州宋城营收增速达到88.23%, 随后利润增速不断释放, 杭州宋城营收稳步提升。2007年至2019年杭州宋城的营收和净利润均稳步上升, 营收从2007年的1.17亿元上升至2019年的8.46亿元, CAGR为17.90%; 净利润从2007年的0.21亿元上升至2019年的3.84亿元, CAGR为27.58%。

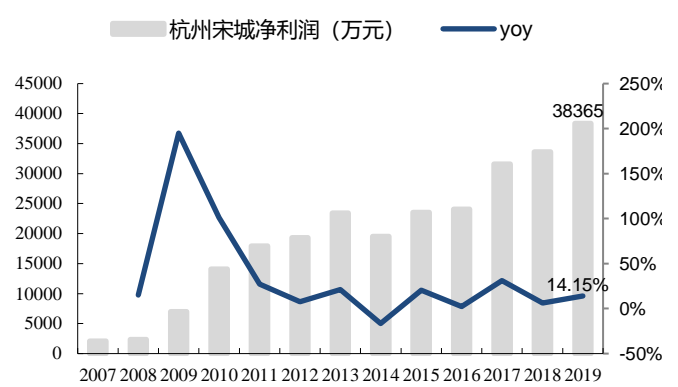
杭州宋城依托本部优势, 积极开拓多剧院、多类型、多场次的演出模式。2020年杭州宋城新增10个室内外剧院、10000多个座位数, 仅千古情项目就新建了三号、四号剧院, 接待容量持续增加; 除此之外, 杭州宋城加速推进内容丰富性和多元化, 引进知名剧目, 总接待人次和总演出场数都有显著提升。

图5: 杭州宋城 2007 年-2019 年营收及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

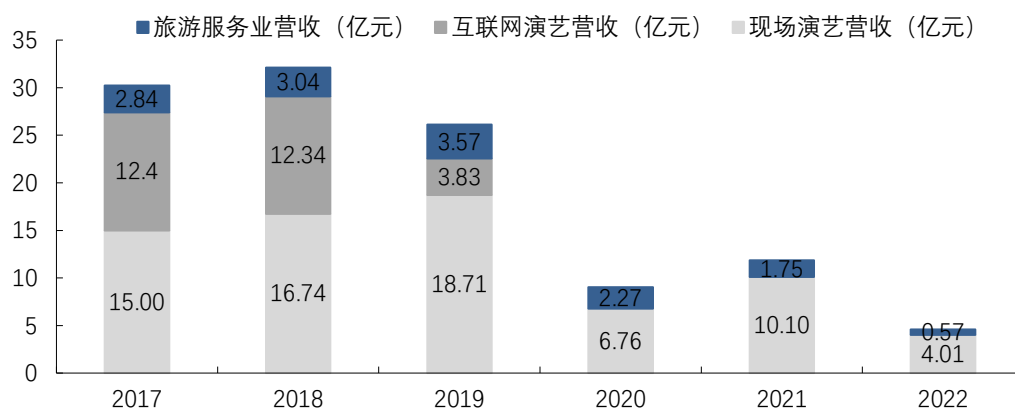
图6: 杭州宋城 2009 年-2019 年净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司以“主题公园+文化演艺”为主要经营模式。公司以演艺为核心，以主题公园为载体。公司营收主要包括三部分，分别是现场演艺、旅游服务业和互联网演艺。(1) 现场演艺是公司的核心业务和主要收入利润来源。公司依托“宋城”和“千古情”两大品牌，在全国多地建设景区并提供千古情演出服务，通过收取门票的方式实现业务收入。(2) 旅游服务业主要指轻资产输出业务以及网络票务销售业务。轻资产输出业务是公司向合作方提供品牌授权、规划设计等服务，收入形式是服务费用和受托经营管理费；网络票务销售是对公司运营项目的门票、演出票进行线上直销和分销，以及在此基础上叠加第三方景点的联票和套票销售。(3) 2019年六间房与花椒直播重组，互联网演艺营收出表，公司目前持有重组后花房集团 39.53%股权。公司 2022 年现场演艺营收为 4.01 亿元，占总营收的 87.55%；旅游服务业营收 0.57 亿元，占比 12.45%。

图7: 2017-2022 年营业收入拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

一案一议，轻重结合进行项目扩张。杭州宋城景区和“宋城千古情”的成功为公司构建了发展基础，自 2010 年上市以来公司在全国范围进行布局，目前已经有 8 个重资产项目和 3 个轻资产项目成功落地，还有 5 个项目在建，包括 2 个重资产项目和 3 个轻资产项目。

表1: 宋城旗下文旅项目概况及合作模式

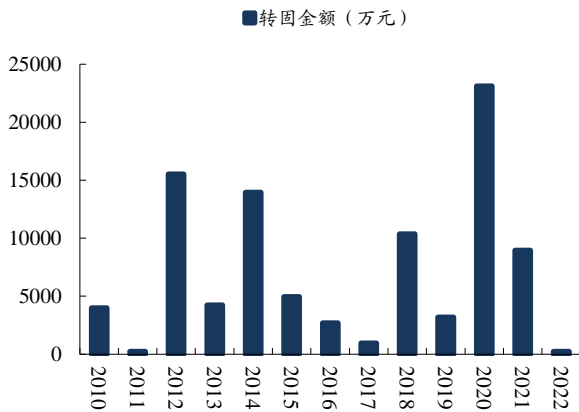
业务模式	项目名称	所在地区	投运时间	当前运营状况	持股比例
重资产	杭州宋城景区	浙江杭州	1996.5.18	营业	100%持股
	三亚千古情	海南三亚	2013.9.25	营业	100%持股
	丽江千古情	云南丽江	2014.3.21	营业	100%持股
	九寨千古情	四川阿坝	2014.5.1	营业	100%持股
	泰山千古情	山东泰安	2015.7.28	已停演	100%持股
	桂林千古情	广西桂林	2018.7.27	营业	宋城演艺持股 70%, 桂林旅游持股 30%
	张家界千古情	湖南张家界	2019.6.28	营业	100%持股
	西安千古情	陕西西安	2020.6.22	营业	宋城演艺持股 80%, 世园集团持股 20%
	上海千古情	上海	2021.4.29	营业	宋城演艺持股 88%
	西塘·宋城演艺谷	浙江嘉兴	未定	在建	100%持股
	佛山千古情	广东佛山	预计 2024 年初开业	在建	集团 100%持股
	珠海·宋城演艺谷	广东珠海	未定	在建	100%持股
轻资产	宁乡·炭河里文化主题公园	湖南宁乡	2017.7.3	营业	/
	明月千古情景区	江西宜春	2018.12.28	营业	/
	黄帝千古情景区	河南郑州	2020.9.19	营业	/
	延安千古情	陕西延安	未定	在建	/
	三峡千古情	湖北宜都	2024.5.1 (暂定)	在建	/

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

重资产项目投资额小步快跑, 投运后快速爬坡超越盈亏线。宋城演艺目前共有 8 个在营重资产项目, 与其他品牌相比宋城项目均表现为初始投资额较低, 例如三亚千古情景区初始投资额为 4.9 亿元, 丽江茶马古城项目 (丽江千古情景区) 投资额仅为 3.34 亿元。其他传统主题公园例如上海迪士尼度假区初始投资额为 340 亿元, 方特欢乐世界一期总投资金额为 200 亿元。宋城较低的初始投资额意味着项目投运后能够快速爬坡, 实现盈利, 例如三亚项目 2013 年营业当年实现盈利, 一年时间毛利就突破一亿元。

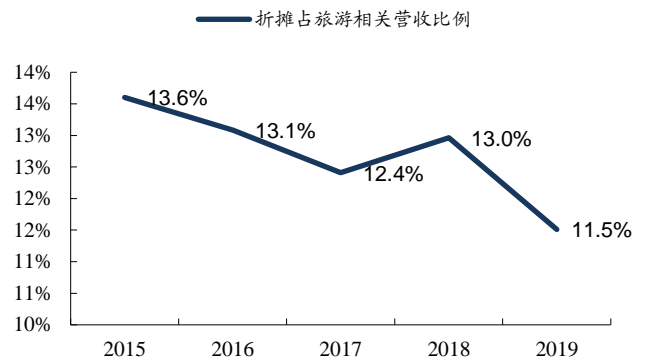
2010 年至 2019 年杭州宋城景区以“小步快跑”形式进行多次景区扩建和设施整改, 整体规模不断扩大; 折摊占旅游相关营收比例中折摊在现金流量表中表现为“固定资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用”, 旅游相关营收在利润表中表现为“总营收-互联网演艺营收”, 2015 年至 2019 年该比例呈现下降趋势, 2019 年的折摊占旅游营收比例仅为 11.51%, 项目投运后经济效益不断增强。

图8: 杭州宋城景区 2010 年-2019 年每年转固金额



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 宋城演艺 2015-2019 每年折摊占旅游相关营收比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

轻资产项目收入前高后稳, 低风险实现异地扩张。轻资产输出业务由公司向合作方提供品牌授权、规划设计、导演编创、托管运营等服务, 公司本身没有项目所有权。轻资产项目投入初期收取设计策划费用, 前期策划收入为亿元级别; 后期运营期间合作方负责日常运营所有成本费用, 宋城方按年经营收入的 20%收取委托经营管理费, 收入稳定。相比于重资产项目, 轻资产项目多为与当地政府和国有控股企业合作, 投资低。合作方具备旅游园区开发建设的经验, 项目运营较为稳健, 风险低。轻资产项目运营存在利益, 项目在异地实现扩张。已经开业运营的轻资产输出项目有长沙炭河古城、宜春明月千古情景区和郑州黄帝千古情景区, 延安千古情景区以及三峡千古情景区正在建设中。

表2: 宋城旗下重要轻资产项目的合作细节

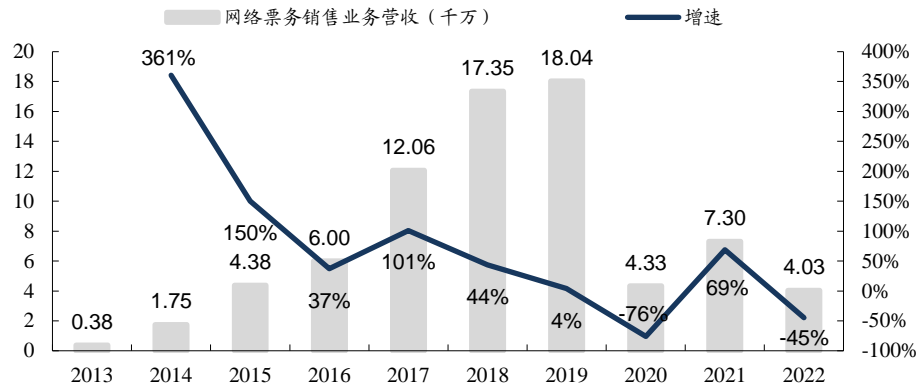
	项目名	合作方	前期策划收入	后期运营方式
已建成	宋城·宁乡炭河古城	炭河旅游、宁乡县人民政府	2.6 亿元	合作方负责日常运营所有成本费用, 宋城方按年经营收入的 20%收取委托经营管理费
	宋城·明月千古情景区	宜春市明月山旅游投资有限公司	2.7 亿元 (含 1000 万元开业活动费)	
	宋城·黄帝千古情景区	竹桂园旅游、郑州宜居教育城龙腾建设发展有限公司	2.6 亿元	
未建成	宋城·延安千古情景区	陕西太乙农业发展集团股份	2.6 亿元	
	宋城·三峡千古情景区	湖北交投宜昌公司、宜都市人民政府	2.6 亿元	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

网络票务销售业务立足品牌流量变现。网络票务销售业务主要指对公司运营项目的门票、演出票进行线上直销和分销, 以及在此基础上叠加第三方供应商形成的联票和套票销售。随着旅游演艺行业的发展, 宋城营业规模不断扩大, 成为国内旅游演艺龙头公司, 树立“千古情”系列品牌。品牌效应推动联票销售额增长, 带动集团内部周边景区以及集团外合作项目的营收增长, 进一步扩大品牌影响力和合作规模, 推动品牌流量变现。2013-2019 年品牌发展时期网络票务销售业务营收逐年稳定增长, 2019 年营收达到

1.8 亿。2020 年开始受到疫情扰动，网络票务营收数额下降，网络票务销售业务营收增速出现负值。

图10: 网络票务销售业务营收及增速

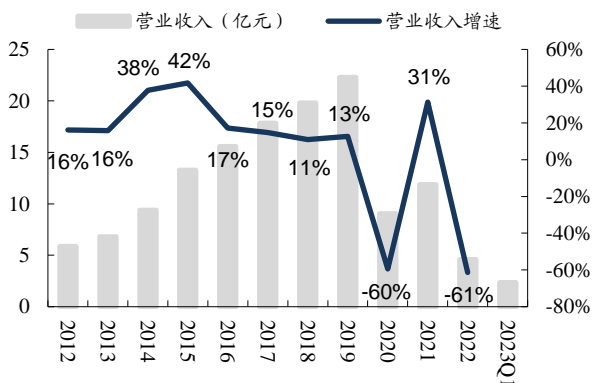


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

核心客群为异地旅游游客，结构上往本地散客游客倾斜。旅游演艺主要依托旅游行业吸引异地旅游游客，本身创造客流的能力较弱。宋城以旅游演艺为核心，目标客群为异地旅游游客，与旅行社进行深度合作，团客市场资源较为丰富。同时散客客群迅速发展，疫情前公司散客贡献的营收占比超过 60%，疫情以来游客出行多集中于本地或周边省份，出行半径缩短，本地市场重要性提高，散客贡献营收占比持续上升。

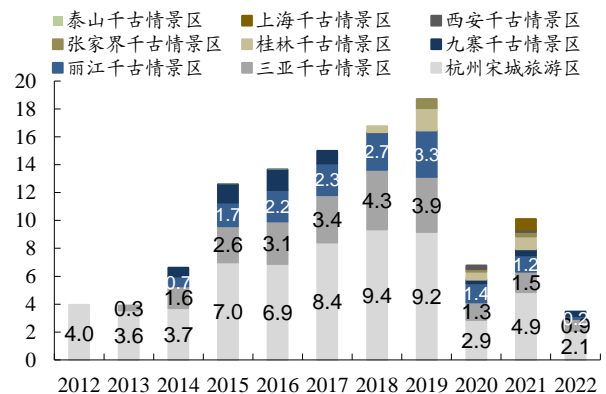
疫情前稳步扩张，现场演艺主营营收逐年提升。在疫情之前，2012-2019 年，剔除互联网演艺形成的营收，公司营业收入逐年稳步增长，由 2012 年 5.86 亿元的营业收入扩张到 2019 年 22.28 亿元。2020 年以来受到疫情对旅游演艺行业的影响，公司营业收入数值下降，2020-2022 及 2023Q1 的营业收入为 9.03/11.85/4.58/2.34 亿元。2023Q1 营业收入同比增速为 174.82%，业务逐步开始恢复。

图11: 2012-2023Q1 公司营业收入及增速情况



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图12: 公司现场演艺业务收入构成 (单位: 亿元)

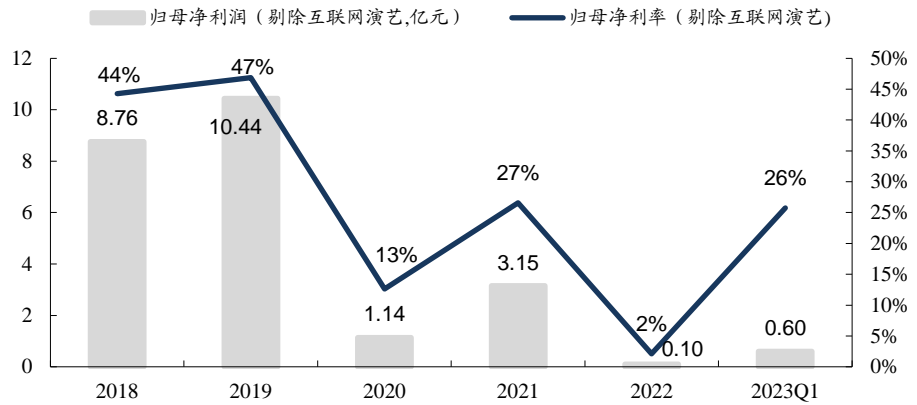


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

疫情期间业绩承压，疫后盈利能力有望逐步回升。疫情前公司盈利能力较强，归母净利润率维持在 40% 以上。2020-2022 年公司业绩受疫情扰动，多个园区无法正常营

业，归母净利润下降，归母净利率为 12.60%/26.60%/2.11%，盈利能力显著降低，但仍处于盈利状态。2023 年由于疫情形势好转和旅游出行的增加，2023Q1 归母净利润有所上升，盈利能力有望回升。

图13: 2018-2023Q1 公司归母净利润及净利率情况

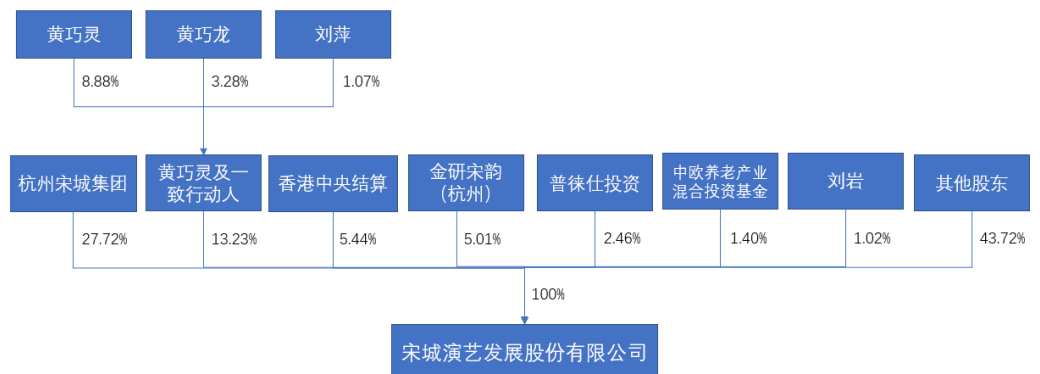


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3. 公司股权结构

股权结构集中，创始人严格把控演艺作品品质。截止至 2023 年第一季度，杭州宋城集团持股 27.72%，为公司第一大股东。黄巧灵、黄巧龙以及刘萍为一致行动人，直接持股的比例为 13.23%，且直接或间接持有杭州宋城集团 100% 的股份，最终持股比例为 40.95%。杭州宋城集团控股有限公司及黄巧灵为公司控股股东及实际控制人，股权结构集中。2021 年 8 月 26 日，创始人黄巧灵辞去公司董事长职务，继续担任公司董事会董事、发展战略委员会主任委员、提名委员会委员、千古情系列及公司演艺作品的总导演、总策划。黄巧灵创始人是公司演艺项目的编创核心，辞去董事长职务后更多将精力用于把控“千古情”等作品的品质，促进宋城演艺作品的创新与发展。

图14: 宋城演艺股权结构（截至 2023 年 4 月 27 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3: 宋城演艺核心管理团队

姓名	职务	简介
黄巧灵	董事	高级经济师，曾任宋城演艺发展股份有限公司董事长、总裁，杭州世界休闲博览园有限公司董事长。现任杭州宋城集团控股有限公司董事长、宋城演艺发展股份有限公司董事。
张娴	董事长	曾任宋城集团副总经理，宋城旅游管理分公司总经理，宋城控股副总裁，宋城演艺发展股份有限公司副总裁、执行总裁、总裁。现任宋城演艺发展股份有限公司董事长。
商玲霞	董事、总裁	曾任宋城旅游管理分公司总经理，杭州世界休闲博览园有限公司总经理，第一世界大酒店总经理，宋城演艺发展股份有限公司副总裁、常务副总裁。现任宋城演艺发展股份有限公司董事、总裁。
张建坤	董事、执行总裁	曾任宋城演艺发展股份有限公司工程部主管，杭州华美科技教育投资有限公司工程部经理，宋城集团工程建设部副总经理，杭州宋城景观房地产有限公司副总经理，宋城集团工程部总经理，景观房产副总裁，宋城演艺发展股份有限公司副总裁、常务副总裁。现任本公司执行总裁、董事。
郑琪	副总裁	曾任丽江茶马古城旅游发展有限公司总经理、宋城演艺发展股份有限公司总裁助理。现任宋城演艺发展股份有限公司副总裁。
赵雪璿	副总裁、董事会秘书	中级人力资源管理师，曾任宋城控股总经理秘书，乐园旅游办公室主任，宋城控股人力资源部总经理助理，宋城演艺发展股份有限公司人力资源部副总经理。现任宋城演艺发展股份有限公司总裁办兼人力资源部常务副总经理、职工监事、总裁办兼人力资源部副总经理，代行董事会秘书职责。
陈胜敏	财务总监	会计师，曾任乐园旅游财务部任主办会计、财务经理，景观房产财务经理。现任宋城演艺发展股份有限公司财务总监。

数据来源: Wind, iFind, 东吴证券研究所

2. 旅游演艺行业: 伴随中国旅游行业黄金十年, 内容差异化+产品多元化拓宽未来空间

旅游演艺是依托旅游产业而生, 以游客为主要观众, 综合运用多种艺术表现形式形成的文化产品。旅游演艺主要依托旅游业, 位于旅游景区, 是对旅游体验的补充、延伸和提升。旅游演艺综合运用歌舞、戏剧、杂技和曲艺等艺术表现形式展现当地的民俗风情和文化特色, 具有娱乐性、商业性、体验性、区域性、季节性等特点, 主要包括驻场演出、实景演出、主题公园演出等类型。

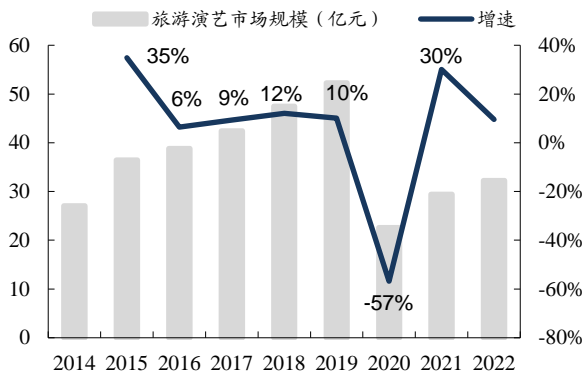
表4: 旅游演艺的类型及释义

类型	释义	案例
驻场演出	在剧场等演艺场所内针对旅游人群所打造的旅游演出产品，以展示当地文化特色的歌舞、戏剧、曲艺、杂技等演出形式为主的演出类型。	《ERA-时空之旅》 《云南印象》 《魅力湘西》
实景演出	以旅游景点的实景为依托，将当地的民俗文化及著名的景点紧密结合打造的演出类型。	《印象·丽江》 《禅宗少林·音乐大典》 《又见平遥》
主题公园演出	在主题乐园内开展的演艺活动，能为主题乐园带来高附加值的复合型旅游演艺产品。	《宋城千古情》 《长隆大马戏》 《迪斯尼花车巡游》

数据来源：中国演出行业协会官网，东吴证券研究所

旅游演艺伴随中国旅游行业黄金十年蓬勃发展，疫后发展重回轨道。2010-2019年我国旅游行业蓬勃发展，迎来黄金十年，国内旅游人数以及国内旅游收入逐年提高，保持稳健增长趋势。2019年我国国内旅游人数达到60.06亿人，旅游收入为5.72万亿元。国内旅游的发展推动国内以旅游业为依托的旅游演艺发展，旅游演艺市场规模在疫情前逐年扩张。2020年旅游演艺市场受疫情扰动，发展受挫，市场规模萎缩至32亿元级别。疫情后旅游演艺行业逐步恢复，旅游演艺市场规模逐步扩大，重回发展轨道。

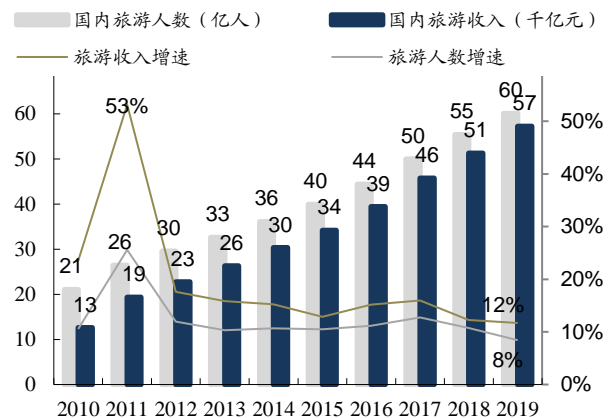
图15: 2014-2022年旅游演艺市场规模及增速



数据来源：前瞻产业研究院，中国演出行业协会官网，东吴证券研究所

注：2014-2021年数据来自前瞻产业研究院，2022年数据来自于中国演出行业协会，若以中国演出行业协会数据同口径2022年旅游演艺市场规模增速应为-47.41%。

图16: 2010-2019年国内旅游收入、人数及增速

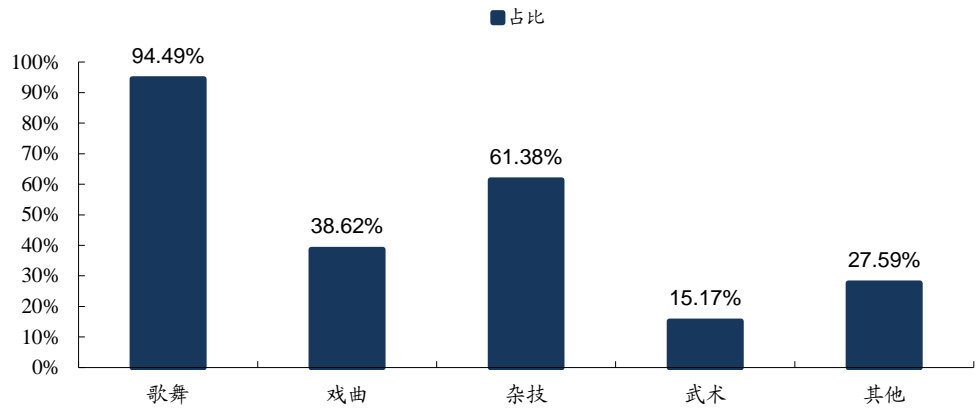


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

内容差异化是树立品牌的关键。我国旅游演艺的内容主要为民族风情、特色歌舞和历史传说，歌舞、戏曲、杂技和武术为主要的演艺品类，其中歌舞演出占比最高。国内公司以不同的旅游演艺内容展现自身旅游演艺产品特色，以差异化的内容与特色树立品牌形象。举例来说，当前著名旅游演艺品牌有“千古情”系列、“山水盛典”系列以及

“印象”系列。其中“千古情”系列与主题公园互补，以特色歌舞表演历史传奇和文化故事，展现当地文化风貌；“山水盛典则”系列更注重通过自然山水实景，利用歌舞展现地域文化；“印象”系列内容多以歌舞打造城市文化名片性产品。旅游演艺剧目内容的差异化展现鲜明特点，塑造品牌形象。

图17：2018年各演艺品类在旅游演艺项目中的占比



数据来源：中国演出行业协会官网，东吴证券研究所

产品多元化是扩大客群覆盖、抬高市场天花板的关键一步。单一的演艺产品受众面狭小，压缩客流量增长空间，行业发展高度受限。产品多元化可以有效扩大客群覆盖，抬高旅游演艺市场天花板。以宋城为例，公司开拓多剧院、多类型、多场次的演出模式，利用上海项目推出除主秀“千古情”系列外的其他形式的演艺产品，扩大客群覆盖。“热情桑巴”带餐秀将餐饮与南美舞蹈相结合，延长游客园区游览和停留时间；“WA! 恐龙”亲子秀倾向于追求亲子体验的家庭客群；“大地震”演出利用5D科技复现地震场景，吸引追求实景感受的目标客户群体。此外，上海项目是第一个试水分票制的项目，主秀上海千古情与亲子秀、带餐秀分开售票，若模式跑通，能有效抬升项目规模天花板。

表5：上海项目产品组合（开业时期）VS 杭州宋城产品形态

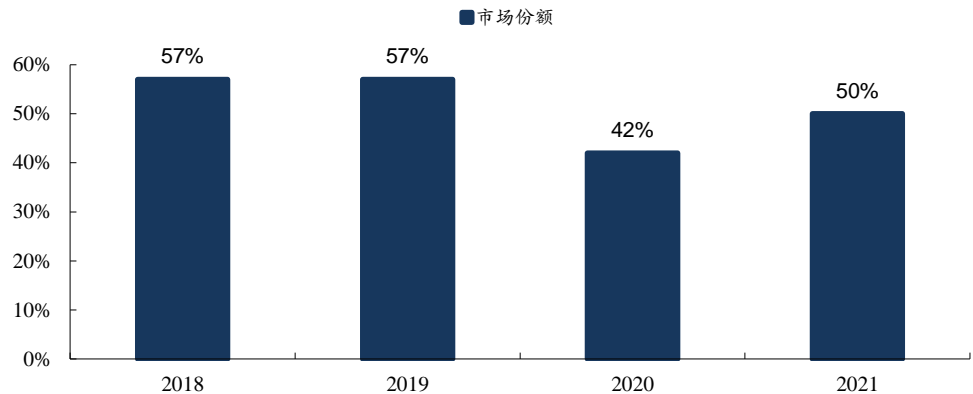
产品（组合）	演出场次	产品价格
上海宋城+《上海千古情》	1天2场（根据具体情况添加或减少场次）	399元（观众席）
上海宋城+亲子秀《WA! 恐龙》	周末1天1场	399元（一大一小）
上海宋城+带餐秀《热情桑巴》	周末1天1-2场	399元
杭州宋城	1天4场（根据具体情况添加或减少场次）	320元（观众席）

数据来源：公司购票程序，东吴证券研究所

主题公园演出在内容差异化及产品多元化方向上优化空间大，持续迭代形成长久生命力。主题公园演出是为主题公园带来高附加值的一种表演形式。目前我国主题公园演出代表性作品较少，小规模运营的主题公园及演出较多，演出内容相似度高，产品也多

以单一剧目为主，成长空间大，未来主题公园演出发展需注重个性化多样化。宋城演艺是我国旅游演艺行业龙头，所占旅游演艺市场份额均在40%以上，形成了主题公园+文艺演出的发展模式，“千古情”系列成为主题公园演出代表性作品。“宋城”以及“千古情”系列不断迎合市场需求推动产品形式和内容的创新，以持续迭代发展保证一定市场占有率和持续发展的长久生命力。

图18: 宋城占旅游演艺市场份额（2018-2021）



数据来源：公司年报，前瞻产业研究院，中国演出行业协会官网，东吴证券研究所估算

3. 公司核心看点：竞争优势仍在，疫后复苏可期

3.1. 核心优势：定位独特形成优秀项目模型，运营迭代保持领先，占据旅游演艺市场心智

3.1.1. 定位独特形成优秀项目模型

演艺内容形成景区文化名片，政府支持形成建设合力。旅游演艺的目标观众主要是当地游客，千古情异地项目并非简单地进行内容的复制，而是充分结合当地文化，展现当地的风土人情，并进行大众化改编，以使得产品能够同时受到雅俗共赏、内涵丰富且具有差异化的特点，从而更好地为游客群体提供服务。例如，杭州的千古情展现了南宋文化，三亚的千古情展现了黎苗文化，丽江的千古情展现了纳西文化等，这些项目成为当地特色文化的代表，吸引了政府的支持引进，并与宋城合作共同打造了属于当地特色的旅游项目。

表6: 与当地政府合资/合作的明细

项目	合作方式	收费方式	合作方	合作方职责
炭河千古情	轻资产	服务费 2.6 亿, 管理费 20%	宁乡县炭河古城文化旅游投资建设有限公司	负责景区的建设、运营、管理及外围配套设施
明月千古情	轻资产	服务费 2.6 亿, 管理费 20%	宜春市明月山旅游投资有限公司	建设主题乐园及配套停车场和游客中心
黄帝千古情	轻资产	服务费 2.6 亿, 管理费 20%	郑州宜居教育城龙腾建设发展有限公司	负责投融资、开发建设及运营等工作
延安千古情	轻资产	服务费 2.6 亿, 管理费 20%	陕西太乙农业发展集团股份有限公司	负责开发建设及运营, 景区所有土建及道路、绿化等配套设施
三峡千古情	轻资产	服务费 2.6 亿, 管理费 20%	湖北省交投宜昌投资开发有限公司、宜都市人民政府	负责投融资、开发建设及运营等工作
桂林千古情	重资产	宋城演艺持股 70%, 桂林旅游持股 30%	桂林旅游股份有限公司	负责景区的建设、运营、管理及外围配套设施
西安千古情	重资产	宋城演艺持股 100%,	世园集团	建设经营场地达到六通一标

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

人造园区及剧场规避特殊天气状况, 拉长可运营时长, 抬升单项目天花板。公司通过在主题公园建设剧院, 实现了客源地引流和容客的目的。由于人造园区和室内剧场不受天气和环境等因素的影响, 可延长运营时长, 从而确保景区在旺季的效益最大化并减少成本。以杭州宋城为例, 实际运营时长从下午两点至晚上九点可达四场, 暑期旺季时可从 12:00 开演, 全天可演 6 场, 风雨无阻。相比之下, “印象”系列山水实景表演仅限于白天或夜间演出, 每日演出场次限于 2-3 场。

图19: 宋城各景区 2023 年 6 月单日场次

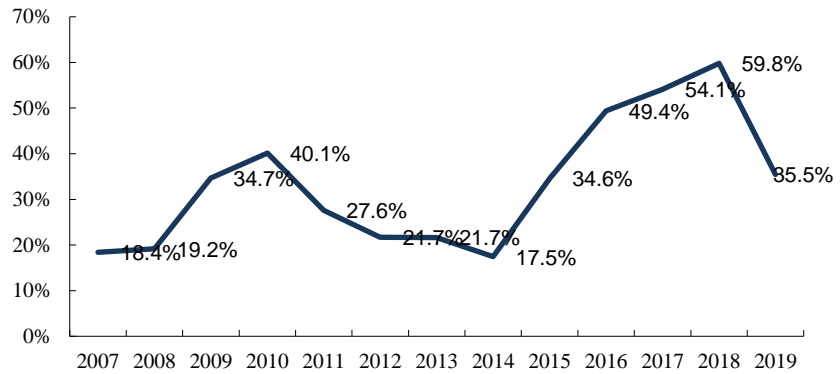


数据来源: 公司公众号, 东吴证券研究所

低投入、高回报形成超高 ROE、超短回本周周期, 形成扩张势能。公司新项目一般

开业首年便可实现盈亏平衡、3年即有望到成熟状态，往往项目新开业时，由于客流少及团客占比高，净利率水平较低；随着项目成熟，净利率水平逐年提升。以杭州千古情为例，通常在大额转固投运后 ROE 水平逐年攀升，往往可提升至 40-60% 的超高 ROE 水平。成熟项目的稳定现金流又可用以支持异地复制。

图20: 测算杭州宋城项目 ROE



数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

注：杭州宋城项目的实际净资产为使用母公司报表净资产调整长期股权投资及部分货币资金测算而得，测算值与实际值可能有出入，仅供参考。

3.1.2. 运营迭代保持领先，占据旅游演艺市场心智

综合运用声光电全系投影等先进演艺技术手段，气势恢宏带给观众视觉震撼。技术在提升演出效果和改善观众体验方面发挥了重要作用，成为推动产业升级发展的强大驱动力。目前，三亚千古情旅游演艺有限公司和杭州宋城演艺谷科技文化发展有限公司这两家全资子公司已被认定为高新技术企业，体现了公司以“将科技与文化融合，打造精品演艺”的理念。公司的研发投入主要用于应用新技术全面提升舞台效果、后台控制系统、虚拟现实内容制作以及票务系统的升级。公司不断引进全息、虚拟现实、增强现实和混合现实等技术，并应用一键播控系统和现场动捕等技术，致力于打造先进智能演艺体验。

图21: 千古情表演使用多种技术手段



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

自有主题公园，多产品组合灵活调整适应市场需求。公司紧跟市场反馈，持续迭代主题公园内的产品组合。对比 2010 年及 2023 年的景区内演艺活动来看，除了主秀《宋城千古情》外，其他沉浸式体验产品均已完全更新。2020 年的景观、表演围绕贴近中国文化的各种民俗活动，2023 年则根据市场需求调整国风、民俗表演，增加多国主题文化创意活动，丰富游客体验。

图22: 2010年杭州宋城景区产品组合

项目	主要内容
宋文化景观类	仿宋城门楼、宋城民间工艺馆、宋城雕塑文化长廊等。
作坊表演类	土布坊、竹编铺、手绣鞋艺、箍桶、打楼耙、麦苏糖、弹棉花等七十二行
民俗表演类	越剧《孔雀东南飞》、张家班杂技、彩楼抛绣球、宋皇迎宾、皮影戏、琴锣说唱、大鼓书、木偶戏等。
古代游乐互动类	怪街、鬼屋、佛窟探秘等。
文化创意主题活动	宋城新春大庙会、宋城女人节、清明祭祖大典、火把节、端午风俗节、泼水节、桂花节、中秋拜月大典、南宋民俗节等大型文化创意主题活动

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23: 2023年杭州宋城景区产品组合

项目	主要内容
宋文化景观类	《清明上河图》体验馆
作坊表演类	大宋点茶、皮影手作、香囊DIY、宋词临摹、
民俗表演类	抛绣球、锅庄
古代游乐互动类	鬼屋《聊斋惊魂》，街头互动《捉拿武松》，互动秀《穿越快闪》，互动剧《铡美案》，《宋城千古情》，《丽江恋歌》
文化创意主题活动	光影互动《My all》，《上甘岭》表演，VR项目《太虚幻境》，全息秀《幻影》，《都市丽影》，《库克船长》，《WA! 恐龙》，《大地震》，《恐龙亲子狂欢趴》，《恐龙酷跳大冒险》

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

“给我一天，还你千年”“一生必看的演出”宣传语，独特品牌印记占据旅游演艺市场心智。从营销模式来看，多维营销不断增强品牌影响力。公司通过全面整合和升级演艺模式，以多个剧场和剧目打造复合景点，不断提升品牌实力，与董事长黄巧灵的“基于内容创作的营销”理念相契合。他们提出了口号如“一生必看的演出”、“给我一天，还你千年”，并在 2020 年提出了新的宣传口号“宋城，让生活有戏！”这些口号深入人心，抢占了消费者的心智，使宋城成为游客选择观看当地文化演出的首选。

图24: 上海项目海报



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图25: 三亚项目海报

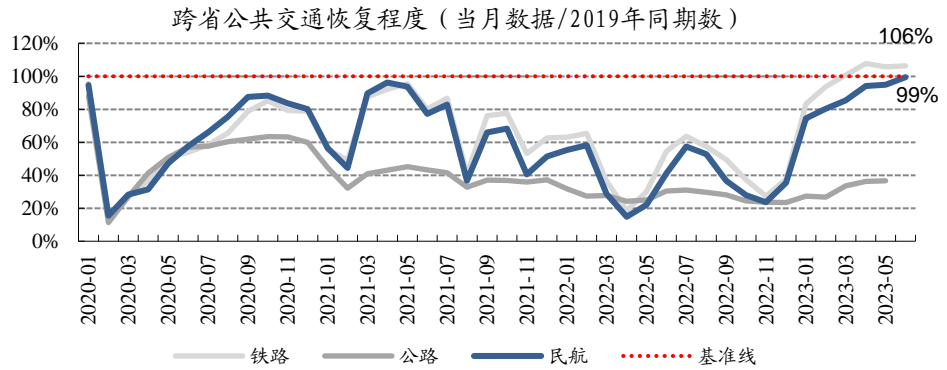


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 疫后复苏：三重动力助疫后营收超越疫情前

重点项目随全国跨省游自然恢复。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，全国跨省公共交通恢复程度不断爬坡，在 6 月份铁路出行已恢复至 19 年同期的 106%，民航出行已逐渐恢复至 19 年同期的 99%，可以预见杭州、三亚、丽江等成熟项目将随着公共交通恢复而持续贡献稳定收入，同时桂林，张家界等千古情项目有望在未来 2-3 年内快速增长。

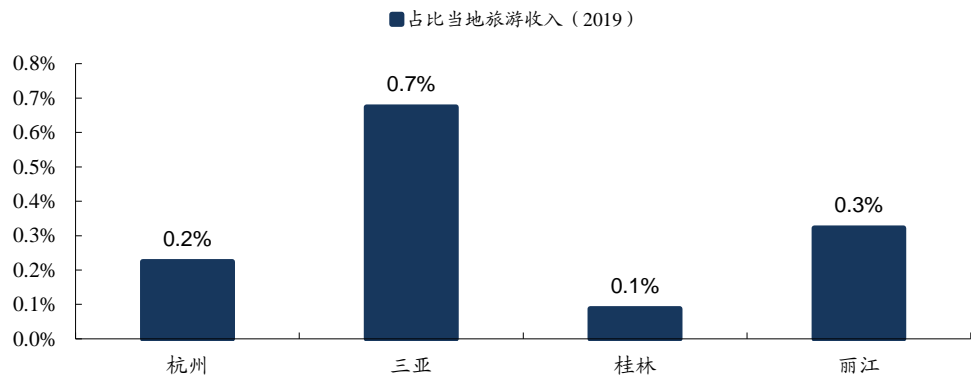
图26：2020年以来铁路、民航客流恢复程度



数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

潜力项目继续爬坡。公司旗下九寨/张家界/上海/西安等次新项目仍有较大爬坡空间。通过计算宋城各地成熟项目产值占当地旅游收入比重，三亚项目占当地旅游收入比最高，达到0.7%，为三亚著名旅游景点。杭州/桂林/丽江项目根据当地竞争情况，占旅游收入比各有差别，分别为0.2%/0.1%/0.3%。进入出行修复阶段，伴随公司各地项目运营优化，有望实现项目收益持续爬坡，逐步迈入成熟阶段。

图27：宋城成熟项目 2019 年营收占当地旅游收入比例

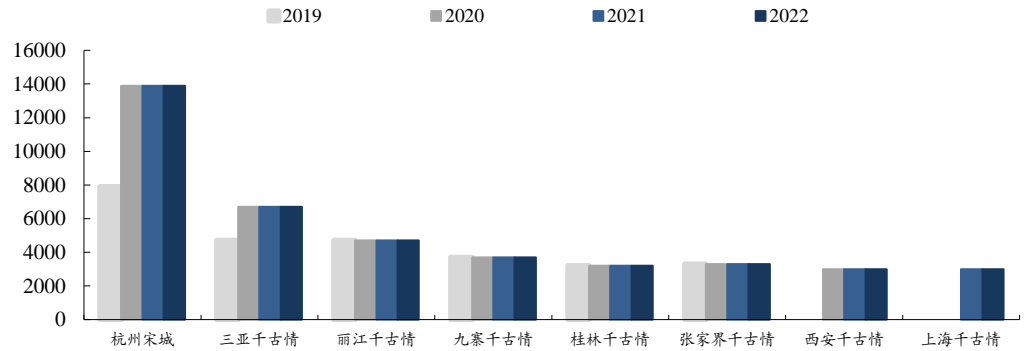


数据来源：公司年报，政府官网，东吴证券研究所

疫情期间产能扩张支持单项目营收天花板上移，产品及运营创新有望带动量价齐升。公司对满产项目持续进行硬件扩容，为单项目效益上台阶打下基础。到2019年末，杭州宋城新增了3号和4号两个剧院，以提高高峰时期的接待能力。在2020年疫情期间，利用闭园期间，杭州宋城增设了10个室内外剧院和超过10000个座位数，进一步增加了接待容量。同时重新设计游玩动线，增加了室内外小剧场和互动空间，并新增了一些网红打卡点，如古风换装馆，有效延长了游客停留时间，满足了年轻群体的需求。2020年以来，公司持续调整三亚千古情的运营策略。通过加强与免税店、高端度假酒店等的合作和渠道拓展以提升游客转化率；延长了三亚景区的游览线路，将其从不到1公里拓展到了2-3公里；上线亲子秀《WA! 恐龙》，延长游客的停留和游览时间；同时二号剧

场也已经建成，未来有望实现量和价的持续提升。上海项目从旅游演艺向城市演艺形态转型，而珠海演艺谷代表了更综合的主题乐园经营业态。这种模式迭代探索对宋城内容创作和项目运营提出了更高的要求，同时也提供了更大的增长潜力。

图28：2019-2022 宋城千古情项目座位数（单位：个）

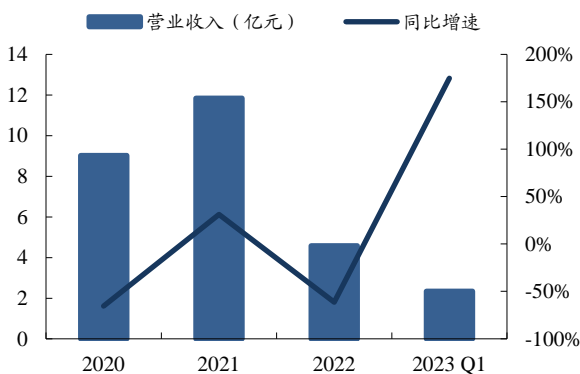


数据来源：旅游攻略网，每经网，东吴证券研究所整理

4. 财务分析：疫情前公司盈利强势，疫后业绩稳步回升

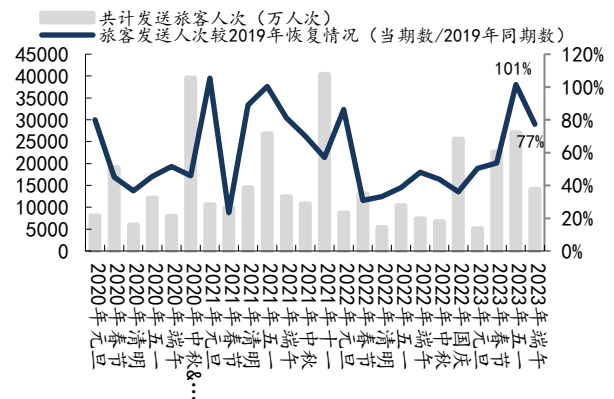
疫后景区业绩稳步回升，经营向好已有体现。随着疫苗接种率的提高，游客的信心逐渐恢复，对于旅游的需求日益增长，带动企业营业收入稳步增加。宋城演艺 2023Q1 实现营业收入 2.3 亿元，较 2022Q1 相比增加 174.82%。在五一假期后，旅游业的恢复情况进一步向好。五一假期全国各大千古情演出合计 241 场，按可比口径恢复至 2019 年同期的 160%，可比口径下接待游客量和营收则分别恢复至 2019 年同期的 127.03%和 121.41%。

图29：2020-2023Q1 季度营收及同比增速



数据来源：公司年报，公司季报，东吴证券研究所

图30：2020 年以来全国节假日旅游人次恢复情况

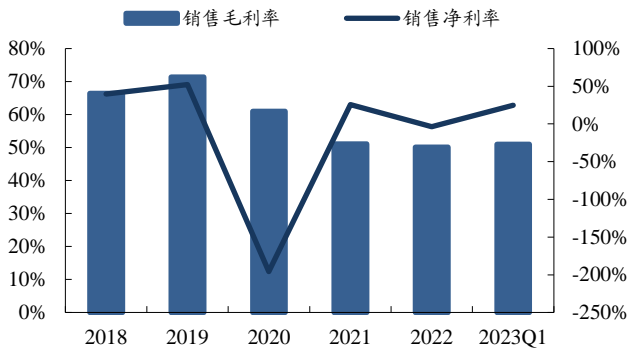


数据来源：文旅部，东吴证券研究所

疫情前盈利能力保持强势，毛利率水平维持高位。2018-2022 及 2023Q1 公司毛利率分别为 66.43%/71.39%/60.93%/51.08%/50.14%/51.02%。受疫情影响，2020/2021/2022

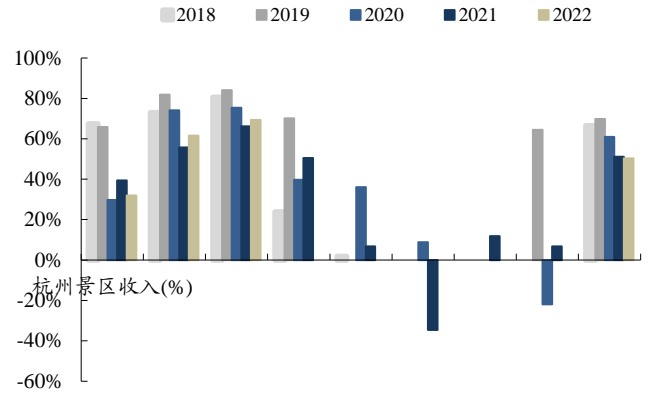
年的毛利率承压，但盈利能力始终保持在行业前列。疫情后，毛利率水平有所回升。拆分业务来看，旅游业务在宋城演艺的业务中占比较高，且其毛利率始终保持在极高水平，带动整个公司的盈利水平提高。

图31: 2018-2023Q1 公司毛利率净利率水平



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

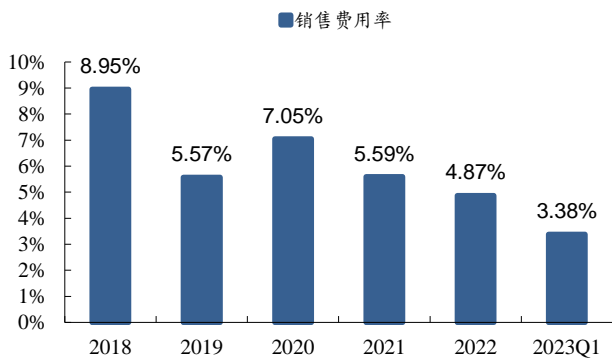
图32: 2018-2022 年公司分业务毛利率水平



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

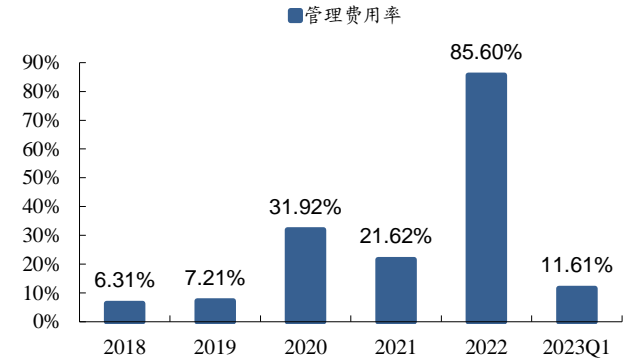
疫情前公司控费能力较强，疫情前公司费用率处于行业内低位。2018-2022 及 2023Q1，公司的销售费用率始终保持在较低水平，甚至呈现逐年降低的趋势。受疫情影响，景区收入压缩，成本相对刚性，导致管理费用率在 2020、2021 和 2022 年出现波动，高于历史平均水平。随着疫情结束，2023Q1 该项费用率已呈现出恢复趋势，未来有望进一步恢复到历史平均水平。

图33: 2018-2023Q1 可比公司销售费用率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

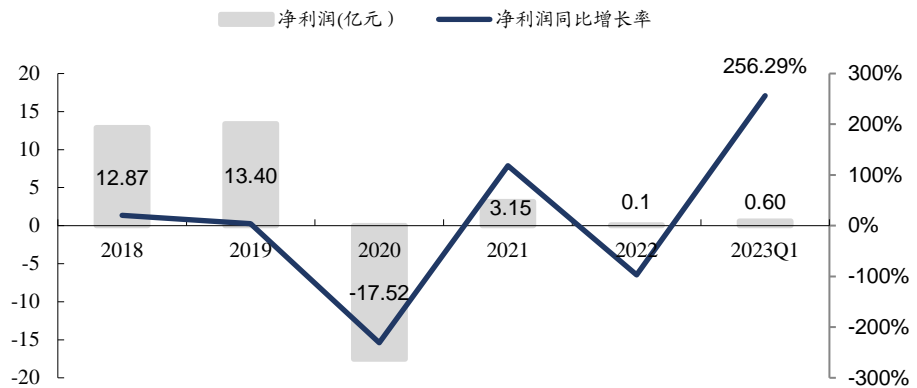
图34: 2018-2023Q1 可比公司管理费用率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

疫情前利润水平稳步增长，归母净利润率较高。2018-2022 及 2023Q1，公司归母净利润率分别为 128718.65/133979.1/-175239.8/31513.08/965.8/6030.84 万元，同比增长 20.57%/4.09%/-230.8%/117.98%/-96.94%/256.29%。自 2020 年受疫情影响起，后续年份均保持在较低水平。疫情后，公司归母净利润逐步复苏，2023Q1 已呈现明显的复苏趋势，未来有望进一步恢复到疫情前水平。

图35: 2018-2023Q1 公司归母净利润率及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

单日演出场次及客单价：基于国内疫情逐步可控，出行管控政策的逐渐放开，消费者旅游需求恢复，景区演出频率加快。预测到2025年，杭州宋城旅游区/三亚千古情景区/丽江千古情景区/九寨千古情景区/桂林千古情景区/张家界千古情景区/上海千古情景区/西安千古情景区单日演出场次将分别达到2.3/2.5/2.5/1.8/2.1/2.1/2.2/2.3场，客单价分别增加到167/135/116/106/112/108/147/111元。

表7: 收入预测拆分(单位: 亿元)

景区	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
杭州宋城旅游区						
收入	2.87	4.86	2.08	7.81	9.30	10.21
yoy	-68.8%	69.4%	-57.1%	274.7%	19.1%	9.8%
三亚千古情景区						
收入	1.27	1.48	0.55	2.71	3.53	4.23
yoy	-67.6%	16.4%	-63.1%	396.0%	30.1%	20.0%
丽江千古情景区						
收入	1.37	1.16	0.85	2.34	2.97	3.51
yoy	-59.1%	-14.9%	-26.7%	174.3%	27.0%	18.2%
九寨千古情景区						
收入	0.26	0.45	0.21	1.04	1.47	1.63
yoy		77.2%	-53.8%	392.9%	41.8%	11.1%
桂林千古情景区						

收入	0.57	0.91	0.32	1.43	1.80	1.99
yoy	-64.8%	61.1%	-65.3%	352.5%	25.5%	10.5%
张家界千古情景区						
收入	0.18	0.32		1.14	1.58	1.95
yoy	-72.3%	78.2%			38.7%	23.8%
上海千古情景区						
收入		0.74	0.00	1.16	1.67	2.12
yoy			-100.0%	638021.5%	45.0%	26.4%
西安千古情景区						
收入		0.17	0.00	0.96	1.37	1.84
yoy			-98.4%	35605.2%	43.1%	33.9%
合计	9.03	11.85	4.58	19.93	27.36	31.12

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

预计公司毛利率随着营收恢复逐年增加。随着疫情管控政策放开，出行恢复，游客出行需求增加，毛利率逐步提升。三费率在疫后逐渐趋于稳定，预期将稳定降低。

表8：宋城演艺毛利率及三费率预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	60.9%	51.1%	50.1%	64.4%	66.9%	69.3%
销售费用率	7.1%	5.6%	4.9%	6.4%	6.2%	6.0%
管理费用率	31.9%	21.6%	85.6%	9.2%	7.5%	6.9%
财务费用率	-1.4%	-0.1%	-5.9%	-2.2%	-2.1%	-2.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综上，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 9.26/13.31/16.24 亿元。随着全国疫情逐渐放开和出行需求逐步恢复，预计公司净利率状况将持续改善，2023-2025 归母净利率分别为 46.5%/48.6%/52.2%。

表9：宋城演艺营业收入及归母净利润（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9.03	11.85	4.58	19.93	27.36	31.12
yoy	-65%	31%	-61%	333%	37%	14%
归母净利润	-17.52	3.15	0.10	9.26	13.31	16.24
净利率	-194%	27%	2%	46%	49%	52%

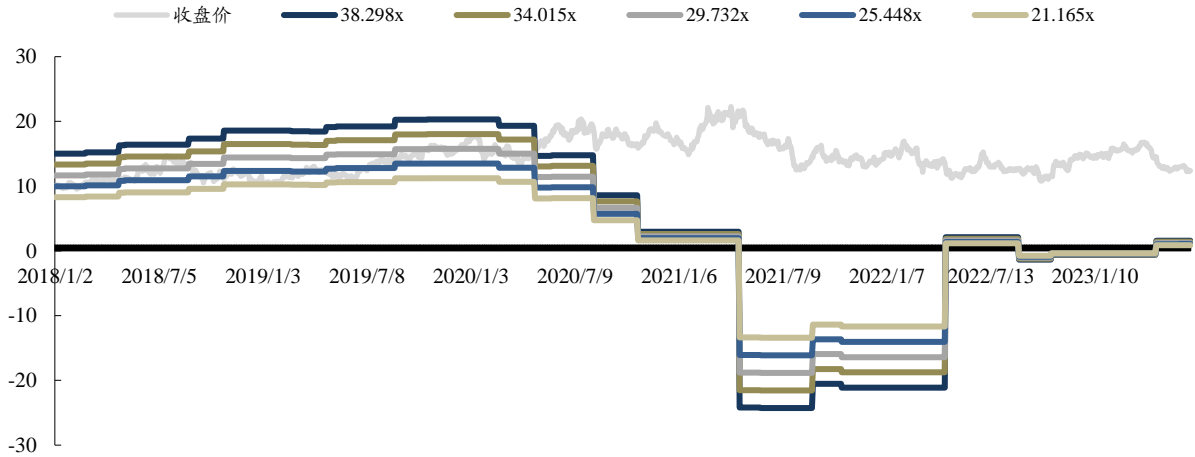
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

宋城演艺作为中国旅游演艺龙头公司，以“主题公园+文化演艺”模式不断扩张，定位独特形成优秀项目模型，运营迭代保持领先，随着旅游演艺行业重回轨道，公司有望在疫后快速恢复盈利能力。考虑到宋城演艺商业模式较为独特，少有可比公司，疫情前宋城演艺的 PE-Forward 在 20-35 倍区间，我们预测宋城演艺 2023-2025 年归母净利润

分别为 9.26/13.31/16.24 亿元，对应 PE 估值为 37/26/21 倍，2024 年对应估值相比疫情前估值区间为合理偏低，维持“增持”评级。

图36: 2018年-至今宋城演艺 PE-Forward (截至 2023年6月30日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表10: 宋城演艺可比公司估值 (截至 2023年7月28日)

股票代码/ 简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资 评级
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600706.SH/ 曲江文旅	44.51	-2.49	0.48	0.91	1.08	-	92.09	47.96	41.14	未评 级
600054.SH/ 黄山旅游	81.42	-1.32	3.50	4.31	4.70	-	28.22	22.95	21.02	未评 级
000888.SZ/ 峨眉山 A	59.70	-1.46	2.70	3.17	3.77	-	22.12	18.86	15.85	未评 级
600138.SH/ 中青旅	96.78	-3.34	4.14	6.21	7.95	-	23.37	15.58	12.17	未评 级
300144.SZ/ 宋城演艺	343.83	0.10	9.26	13.31	16.24	3560.10	37.12	25.84	21.17	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 宋城演艺估值由东吴证券研究所基于最新股价及盈利预测给出, 曲江文旅、黄山旅游、峨眉山 A 和中青旅的估值根据 wind 一致预期给出, 数据截至 2023 年 7 月 28 日。

6. 风险提示

在建项目建设进度不及预期。公司有多个项目在建设过程中, 若建设进度不及预期导致开业时间延后, 可能会影响公司业绩。

新项目业绩爬坡不及预期。公司在上海等地的项目仍处在业绩爬坡期，业绩兑现的不确定因素较多。

行业竞争加剧。随着旅游市场在疫后逐渐回到正轨，旅游演艺市场快速恢复，部分项目所在地的竞品较多，行业竞争激烈。

宋城演艺三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,613	3,376	4,914	6,723	营业总收入	458	1,993	2,736	3,112
货币资金及交易性金融资产	2,553	3,344	4,882	6,691	营业成本(含金融类)	228	710	905	955
经营性应收款项	5	0	0	0	税金及附加	28	0	0	0
存货	11	0	0	0	销售费用	22	128	170	188
合同资产	0	0	0	0	管理费用	392	183	204	215
其他流动资产	44	32	32	32	研发费用	19	60	68	62
非流动资产	6,808	6,624	6,458	6,306	财务费用	(27)	(44)	(56)	(87)
长期股权投资	1,757	1,757	1,757	1,757	加:其他收益	9	12	14	16
固定资产及使用权资产	2,916	2,764	2,617	2,475	投资净收益	187	227	256	278
在建工程	387	387	387	387	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	1,006	976	956	946	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	2	2	2	2	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	626	626	626	626	营业利润	(8)	1,194	1,715	2,071
其他非流动资产	114	112	112	112	营业外净收支	(6)	0	0	0
资产总计	9,420	10,000	11,372	13,029	利润总额	(14)	1,194	1,715	2,071
流动负债	851	298	298	298	减:所得税	3	239	343	414
短期借款及一年内到期的非流动负债	297	291	291	291	净利润	(17)	955	1,372	1,657
经营性应付款项	341	0	0	0	减:少数股东损益	(27)	29	41	33
合同负债	123	0	0	0	归属母公司净利润	10	926	1,331	1,624
其他流动负债	90	6	6	6	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.00	0.35	0.51	0.62
非流动负债	737	1,037	1,037	1,037	EBIT	(222)	1,150	1,658	1,984
长期借款	0	300	300	300	EBITDA	171	1,332	1,825	2,136
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	50.14	64.35	66.93	69.30
租赁负债	347	347	347	347	归母净利率(%)	2.11	46.48	48.63	52.19
其他非流动负债	390	390	390	390	收入增长率(%)	(61.36)	335.30	37.31	13.72
负债合计	1,588	1,335	1,335	1,335	归母净利润增长率(%)	(96.94)	9,491.32	43.65	22.04
归属母公司股东权益	7,549	8,353	9,684	11,308					
少数股东权益	283	312	353	386					
所有者权益合计	7,833	8,665	10,037	11,694					
负债和股东权益	9,420	10,000	11,372	13,029					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	332	396	1,289	1,537	每股净资产(元)	2.89	3.19	3.70	4.32
投资活动现金流	309	226	256	278	最新发行在外股份(百万股)	2,615	2,615	2,615	2,615
筹资活动现金流	(196)	176	(6)	(6)	ROIC(%)	(3.25)	10.18	12.89	13.45
现金净增加额	462	798	1,539	1,809	ROE-摊薄(%)	0.13	11.09	13.74	14.36
折旧和摊销	393	182	167	152	资产负债率(%)	16.85	13.35	11.74	10.24
资本开支	(244)	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	3,560.10	37.12	25.84	21.17
营运资本变动	120	(520)	0	0	P/B(现价)	4.55	4.12	3.55	3.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>