

产品与模式制胜，修复与成长兼具

300144 CH
 Songcheng Performance Develo...
 ent
 Rating: **OUTPERFORM**
 Target Price: Rmb16.14

Liting Wang
 liting.wang@htisec.com

Hongke Li
 hongke.li@htisec.com

Yingzhi Xu
 yingzhi.xu@htisec.com

投资要点:

- 开创演艺公园模式，主业成长性、盈利性表现突出。**①**概况**：宋城演艺是国内演艺行业龙头，1996年公司杭州宋城开业，此后逐步进行异地扩张。截至23年7月，公司8个重资产项目、3个轻资产项目已开业，另有2个重资产、2个轻资产项目推进中。②**股权结构**：创始人黄巧灵及一致行动人合计持股40.95%，张娴担任公司董事长，二人均兼具丰富的业务背景和出色的管理能力。③**财务与市场表现**：疫情前的2019年，公司剔除六间房收入、归母净利润各22.28、10.44亿元，归母净利率51.30%。2013-19年公司收入CAGR 21.91%、归母净利润CAGR 22.54%，成长性、盈利性突出。公司历史估值主要受扩张进展和效果影响，我们认为，项目成功复制印证公司成长潜力，有望带动估值水平提升。
- 复合产品+多元渠道，优秀商业模式提高盈利性和可复制性。**①**产品**：收入端，公司项目雅俗共赏、精益求精、业态丰富，成熟项目评分优于竞品，杭州/丽江/三亚项目2019年各演出2000/1200/1400场，打开收入空间。成本端，相对较低初始投资额+高周转摊薄固定成本，公司通过校企合作、引入实习生、量身定制宋城班等多种方式灵活用工进行演出，控制人工可变成本，2019年毛利率达71%，领先同业。②**渠道**：公司选择热门旅游城市、重点景区周边以获得天然客流，同时通过低价引流、与旅行社合作等方式全渠道推广把握团散客源，2019年公司年接待超4000万人次。
- 演艺龙头疫后再启航，各项目有望多点开花。**(1)**存量项目**：①**杭州/三亚/丽江修复**：旅游市场逐步复苏背景下，公司成熟项目市场地位稳固，有望实现修复，23年五一公司接待游客可比口径下恢复超过2019年同期水平。我们测算24年经营完全恢复正常情况下(下同)公司杭州/三亚/丽江项目收入各达7.9/4.1/3.4亿元。②**九寨/桂林/张家界爬坡**：评分领先同城竞品，地位逐步稳固，有望在疫情后重启爬坡。我们测算24年九寨/桂林/张家界项目收入各1.6/3.3/2.3亿元。③**西安/上海优化**：23年3月开业的西安项目整改内容补齐短板取得开门红，疫后旅游热度复苏背景下，西安超3亿客流(19年)滋养的广阔文旅市场是公司西安项目成长的丰厚土壤，我们测算24年西安项目演出收入分别可达2.9亿元；上海项目于23年7月1日全新亮相，项目主打传统特色，与当地其他项目行程差异化竞争，有望在广阔的上海城市演艺市场取得一席之地。(2)**增量项目**：公司佛山(基本筹备完成，暂未开业)、西塘增量项目有望激发未来成长动力，此外，公司母公司宋城集团海外的澳洲、泰国项目也在推进过程中。(3)**扩张空间**：复盘公司历史上的中止项目，我们判断，选址和当地竞争格局是公司异地复制的成功与否关键，公司潜在项目选址地包括北京、贵州、重庆、欧洲等地，这些城市客流丰富、演艺项目相对稀缺，公司潜在项目扩张空间仍然广阔。
- 盈利预测与估值**。我们判断公司成长主要受经营修复和成长空间释放驱动，预计公司2023-25年收入分别为22.35、32.64、36.37亿元，同比各+388.1%、+46.1%、+11.4%，归母净利润各9.28、14.06、16.19亿元，同比各+9505.2%、+51.6%、+15.1%，对应EPS分别为0.35元、0.54元、0.62元。我们认为，公司质地优秀，成长空间广阔，给予公司2024年归母净利润30倍PE(原为2023年40x)，对应目标价16.14元/股(+12%)，维持“优于大市”评级。
- 风险提示**。经济下行风险，新项目不达预期，市场竞争加剧

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1185	458	2235	3264	3637
(+/-)YoY(%)	31.3%	-61.4%	388.1%	46.1%	11.4%
净利润(百万元)	315	10	928	1406	1619
(+/-)YoY(%)	118.0%	-96.9%	9505.2%	51.6%	15.1%
全面摊薄EPS(元)	0.12	0.00	0.35	0.54	0.62
毛利率(%)	51.1%	50.1%	67.4%	69.5%	70.2%
净资产收益率(%)	4.1%	0.1%	11.0%	14.7%	15.0%

资料来源：公司年报(2021-2022)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. 兼具盈利和成长，演艺龙头疫后再启航	6
1.1 概览：开创“主题公园+文化演艺模式”，异地复制开疆扩土.....	6
1.2 财务和市场表现：主业成长性、盈利性均表现突出，关注扩张空间.....	7
2. 商业模式：优质产品+多元渠道，盈利性和可复制性强	9
2.1 产品：复合服务，轻量化打造优质单店模型.....	9
2.1.1 演艺公园满足游客复合需求.....	9
2.1.2 项目轻量化、标准化降低投入，盈利能力突出.....	12
2.2 渠道：卡位重点景区周边取得流量优势，合作共赢全渠道获客.....	14
2.2.1 近水楼台，布局重点景区周边享受天然流量优势.....	14
2.2.2 合作共赢，全渠道推广把握团散两大客源.....	15
3. 空间：修复、爬坡、优化、新增，各项目有望多点开花	16
3.1 存量项目：疫后有望重启成长.....	16
3.1.1 杭州、三亚、丽江：旅游业热度持续复苏，成熟项目有望修复.....	16
3.1.2 九寨、桂林、张家界：市场基础良好，有望重启爬坡.....	19
3.1.3 西安、上海：调整优化再次亮相，验证公司设计运营能力.....	20
3.2 增量项目：佛山、西塘等项目激发成长动力.....	25
3.3 扩张空间：北京、贵州、重庆等城市为潜在项目选址地.....	28
3.4 轻资产：宋城品牌输送全国各地.....	29
3.5 花房：贡献稳定投资收益.....	31
4. 盈利预测：预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 9.28、14.06、16.19 亿元	32
5. 风险提示	34
财务报表分析和预测	35

图目录

图 1	宋城演艺业务概览	6
图 2	宋城千古情演出	6
图 3	宋城演艺历史沿革	7
图 4	宋城演艺股权结构	7
图 5	黄巧灵与张娴履历	7
图 6	2013-1Q23 年宋城营业收入，剔除六间房收入及增速	8
图 7	宋城演艺归母净利润及增速	8
图 8	公司毛利率及归母净利率（%）	8
图 9	宋城演艺现金流及期末现金（亿元）	8
图 10	公司股价和估值复盘	9
图 11	西安千古情现场观众纷纷拍照	9
图 12	西安千古情表演美丽的舞姿和舞台效果	9
图 13	新版西安千古情剧目《大唐盛世》	10
图 14	旧版西安千古情剧目《大唐盛世》	10
图 15	西安千古情新增全彩 LED 显示屏	10
图 16	公司服化精益求精	10
图 17	宋城天灯节体验穿越大宋	11
图 18	杭州宋城的 NPC 与游客互动	11
图 19	携程平台上杭州宋城游客点评关键词词云统计	12
图 20	2022 年 3 月至 2023 年 3 月 8 日宋城小白抖音点赞量	12
图 21	1H2010 公司宋城景区成本结构	12
图 22	宋城演艺毛利率领先国内其他主题乐园	13
图 23	宋城演艺三大项目毛利率与印象丽江毛利率对比	13
图 24	宋城演艺杭州项目位置图	14
图 25	宋城演艺三亚项目位置图	15
图 26	宋城演艺丽江项目位置图	15
图 27	宋城演艺惠民特价	15
图 28	宋城演艺开业初期低价引流	16
图 29	20-23 年节假日旅游恢复（同比 19 年）	17
图 30	2023 年以来公司三大成熟项目演出场次（场）	17

图 31	杭州宋城旅游表演产品市占率.....	18
图 32	三亚千古情旅游表演产品市占率.....	18
图 33	丰富的实景剧和互动体验项目.....	18
图 34	2021 年杭州宋城万圣节奇妙夜.....	18
图 35	秦汉唐文化景区热度高，位列西安十大热门景点.....	21
图 36	旧版西安千古情对汉唐文化挖掘不深.....	21
图 37	西安市历年接待游客量（亿人次）.....	22
图 38	新版千古情新增汉使张骞篇目突出汉文化.....	22
图 39	新版千古情的大型沙暴系统.....	22
图 40	2023 年春节期间西安省外客流占较 19 年提升 10pct.....	23
图 41	6 月 17 日携程西安目的地旅游产品中包括特色演出比例.....	23
图 42	2021 年全国演艺市场中各类型演出比例.....	23
图 43	2019 年各类演出票房收入（亿元）.....	23
图 44	上海游客中本地游客占比（%）持续提升.....	24
图 45	分省份剧场消费热力图（2019）.....	24
图 46	上海项目位于交通便利的世博园周边.....	24
图 47	上海宋城提供丰富的娱乐体验.....	24
图 48	佛山项目地理位置图片.....	26
图 49	佛山项目景区实景图.....	26
图 50	西塘项目地理位置图片.....	27
图 51	西塘古镇游客人数（万人）.....	27
图 52	法国狂人国营业收入及净利润（亿欧元）.....	27
图 53	法国狂人国游客人数（万人）.....	27
图 54	公司轻资产项目收入与成本.....	30
图 55	公司设计策划费毛利率水平.....	30
图 56	花椒、六间房 APP 界面.....	31
图 57	花房集团直播平台盈利模式.....	31
图 58	历史沿革.....	31
图 59	2022 年花房集团股权结构.....	31
图 60	花房各项业务收入及总收入 YOY.....	32
图 61	花房归母净利润及增速.....	32

表目录

表 1 新旧版本丽江和西安《千古情》对比	10
表 2 千古情系列和印象系列对比	11
表 3 主题公园与综合项目投资额及面积对比	13
表 4 宋城演艺与其他主题公园 ROE 对比及拆解	14
表 5 重点布局展示	14
表 6 成熟项目 2024E 收入测算	19
表 7 九寨、桂林和张家界宋城开业后的收入情况（亿元）	19
表 8 九寨、桂林、张家界宋城详细情况	19
表 9 爬坡项目 2024E 收入测算-九寨、桂林、张家界	20
表 10 西安千古情与其他西安演艺项目对比	21
表 11 上海千古情与其他上海娱乐项目对比	25
表 12 西塘、佛山、珠海宋城项目情况	26
表 13 主题公园与综合项目投资额及面积对比	29
表 14 宋城演艺规划中项目及所在地情况	29
表 15 宋城演艺轻资产项目详细情况	30
表 16 公司收入测算分拆表（百万元）	33
表 17 公司合并损益表分析（百万元）	34
表 18 参考可比公司估值（根据 2023 年 8 月 10 日收盘价）	34

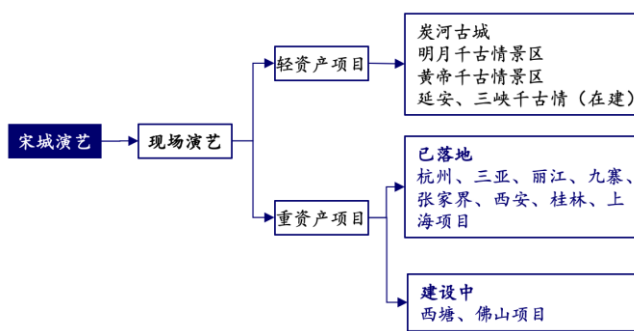
1. 兼具盈利和成长，演艺龙头疫后再启航

1.1 概览：开创“主题公园+文化演艺模式”，异地复制开疆扩土

国内演艺行业龙头，开创“主题公园+文化演艺”模式。宋城演艺于1994年成立，1996年建成第一家宋城景区——杭州宋城，1997年推出《宋城千古情》剧目，成功打造了“主题公园+文化演艺”的运营模式，并逐步进行异地复制。

公司业务主要包括：①宋城主题公园：围绕宋文化主题，真实还原古代街市原貌，打造宋城主题公园，为游客提供独特的历史文化体验；②千古情：主要取材自本土故事的大型歌舞演出，2018年千古情年演出8000多场，2019年千古情年观演人次超4000万，具有较高的品牌认可度和业界知名度。

图1 宋城演艺业务概览



注：上海项目于2023年7月1日再开业，母公司宋城集团另有珠海项目在建。

资料来源：宋城演艺官网，宋城演艺2022年半年报，宋城演艺关于深交所

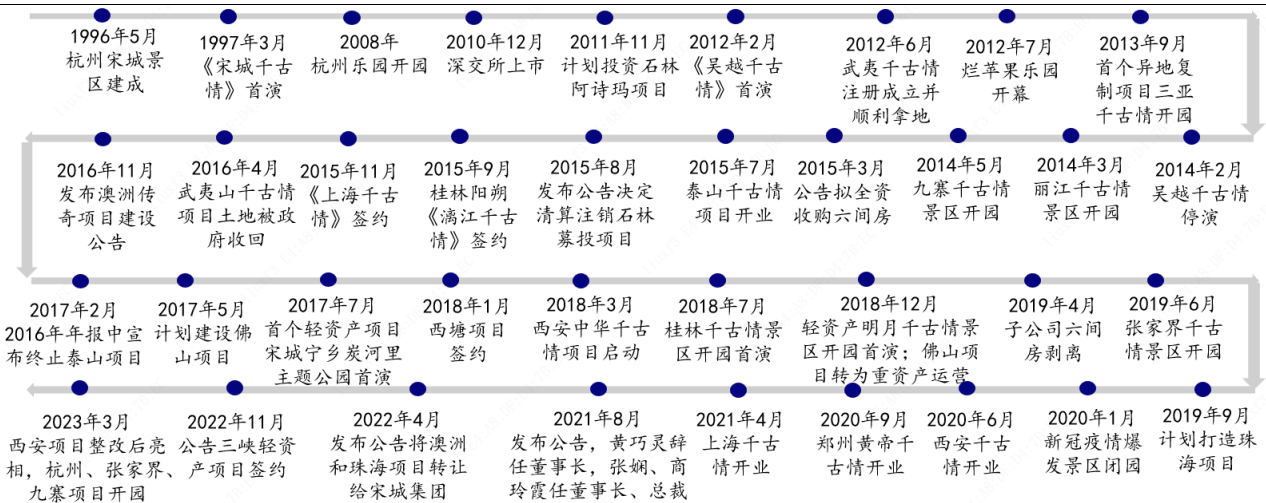
图2 宋城千古情演出



资料来源：杭州宋城微信公众号，宋城演艺官网，HTI

历史沿革：立足杭州宋城景区，探索异地扩张。1996年，首个项目杭州宋城毗邻西湖开业，杭州宋城开创演艺公园模式，根植本地文化、打造具有历史和地域色彩的场景和剧目。彼时国内尚无此类项目，杭州宋城吸引了众多游客、打响招牌，成为当地著名景点之一，此后公司进行异地复制，2013年开园的三亚项目、2014年开园的丽江、九寨项目均在开业首年就实现了主营业务盈利。2019年杭州宋城接待游客1100万人次、演出千古情2000场，是公司的模板项目。此后公司按照杭州宋城的“围绕核心景区选址+根植本土文化创作剧目+打造主题园区”模式陆续落地了三亚、丽江、九寨、桂林等项目并布局轻资产输出。2020-2022年，疫情对公司正常经营造成较大影响，2023年3月，公司杭州、张家界、西安、九寨项目恢复营业，2023年7月1日上海项目整改后恢复营业，公司所有重资产项目均已恢复正常经营。

图3 宋城演艺历史沿革



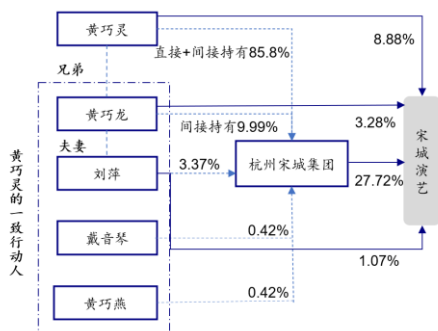
资料来源：公司官网，Wind，公司历年年报、半年报、微信公众号，宋城演艺招股书，浙江捷程旅游微信公众号等，HTI

股权结构和管理：创始人黄巧灵拥有商人和艺术家的双重身份，是公司的灵魂人物。

①**黄巧灵**：宋城集团的创始人和最终控制方，直接持有公司 8.88% 股份、通过宋城集团间接持有公司 23.78% 股份，合计持股 32.66%，与兄弟黄巧龙、黄巧龙的妻子刘萍、戴音琴、黄巧燕为一致行动人，合计持有公司 40.95% 股权。黄巧灵同时也是“千古情”系列演艺作品总导演、总策划、艺术总监，黄巧灵曾经历侦察兵、书店总经理、海滨浴场老板、群艺馆馆长，在部队当过音乐指挥，爱好写剧本、策划演出。我们认为，这些经历培养了黄巧灵坚毅的品格和独到的商业眼光，使他能够把握商机，敏锐地抓住游客的审美需求，是一位有专业精神、有格局的企业家。

②**张娴**：董事长，2000 年加盟宋城集团，2010 年任公司总裁，2021 年出任任董事长，曾策划 2006 年杭州休博会闭幕式并担任总指挥，兼具业务背景和管理能力。

图4 宋城演艺股权结构



资料来源：Wind，HTI

图5 黄巧灵与张娴履历



黄巧灵

传奇的“逆袭”故事：
 • 出身于浙江一农村家庭
 • 17岁参军，29岁前往海南创业
 • 受到《清明上河图》模型启发，1996年开发宋城景区
 • 2010年宋城演艺在深交所创业板上市



张娴

出色的女性管理者：
 • 杭师大1996届英语专业毕业生
 • 2000年从事业单位跳槽至宋城控股
 • 全面策划2006杭州休博会闭幕式演出并担任总指挥，赢得高度赞誉
 • 2010年12月担任张娴宋城演艺总裁
 • 2021年8月接任宋城演艺董事长

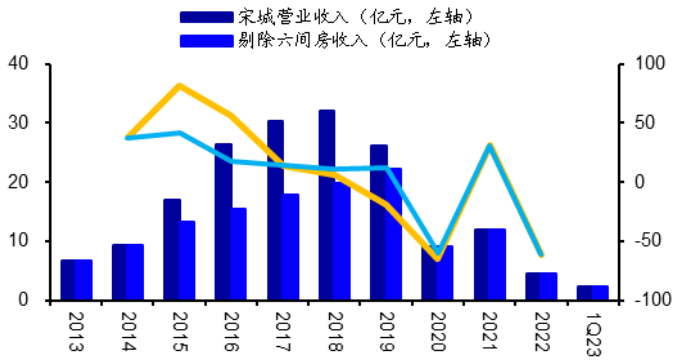
资料来源：宋城演艺官网，实体经济守望者网易号，野马财经微信公众号，杭师大外国语学院微信公众号，蓝筹企业评论百家号，HTI

1.2 财务和市场表现：主业成长性、盈利性均表现突出，关注扩张空间

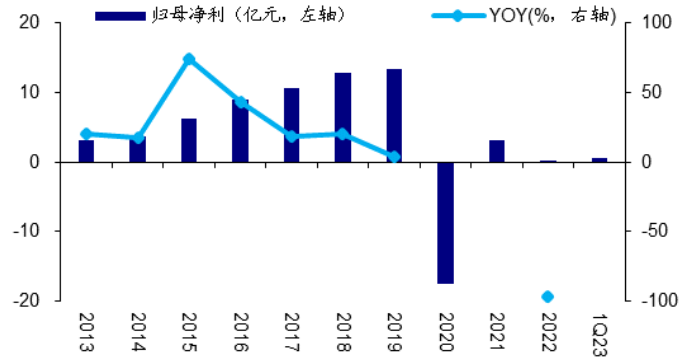
疫情前公司收入和利润持续增长，13-19年剔除六间房收入 CAGR 为 21.91%。

①**收入**：疫情前公司收入持续增长，2019 年收入 26.12 亿元，剔除六间房收入为 22.28 亿元，2013-19 年剔除六间房收入 CAGR 为 21.91%；

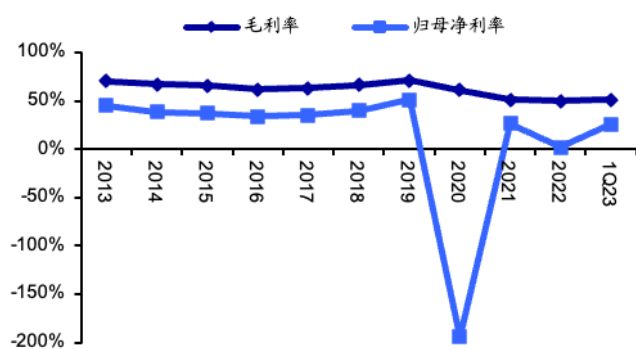
②**利润**：2019 年归母净利润 13.40 亿元，归母净利率达 51.30%，剔除六间房归母净利润为 10.44 亿元，2013-19 年剔除六间房归母净利润 CAGR 达 22.54%。公司商业模式优秀，盈利能力方面，疫情前的 2013-19 年，毛利率、净利率分别保持在 60%、30% 以上；现金流方面，2011-22 年公司资产负债率长期保持低于 20%，账面现金由 13 年底的 9.05 亿元增至 1Q23 季末 15.73 亿元。

图6 2013-1Q23 年宋城营业收入，剔除六间房收入及增速


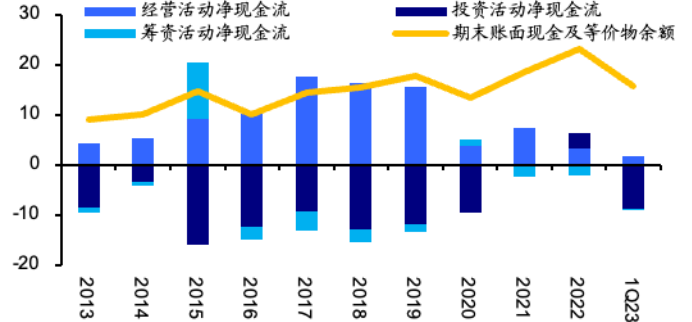
资料来源: Wind, HTI

图7 宋城演艺归母净利润及增速


资料来源: Wind, HTI

图8 公司毛利率及归母净利率 (%)


资料来源: Wind, HTI

图9 宋城演艺现金流及期末现金 (亿元)


资料来源: Wind, HTI

市场表现复盘：核心关注业务成长性和空间。我们复盘公司历史市值表现与估值水平，公司的估值可以大致分为4个阶段：①2010年12月-2015年3月：上市初期，公司逐步扩展三亚、丽江、九寨等项目，新项目开业后，取得良好表现，证明宋城模式异地复制的可行性，公司估值水平逐步上升至35倍左右；②2015年3月-2018年12月：2015年3月，公司宣布收购六间房，开拓互联网演艺业务，市值和估值水平大幅上升，此后由于主业扩展放缓等因素，估值水平下降至低于20倍，接近历史最低点；③2018年12月-2020年2月：公司剥离六间房，新项目陆续开业，估值水平逐步修复至30倍；④2020年2月-2023年3月：疫情对公司业务造成较大影响，预期利润下滑，估值水平受此影响被动上升。我们判断期间公司估值波动主要受西安、上海项目开业表现影响。随着22年底疫情防控政策优化、2023年3月公司西安项目优化后亮相取得开门红，杭州、张家界项目开园，公司经营逐步回归正轨，估值水平提升至约40倍。

我们认为，从疫情后公司市值表现相对稳定来看，公司盈利能力出色，疫情作为偶发因素，对公司价值评估的影响较小，市场表现的变化主要与公司业务空间和成长性相关，新项目、尤其是新模式的成功复制验证公司异地复制路径的可行性，打开成长空间，带动估值和市值水平的提升。

图10 公司股价和估值复盘



注：本报告中的时间加权 PE 计算方式：选取 Wind 一致预测当年与次年净利润，按照时间加权计算预测净利润，以市值/加权净利润得到 PE，例如，22 年 8 月 31 日，22 年已过去 2/3，那么预测净利润=22 年预期净利润*1/3+23 年预期净利润*2/3，以消除时间点对 PE 计算的影响。
资料来源：Wind，公司官网，公司历年年报，投资者关系互动平台，公司对外投资意向公告等，HTI

2. 商业模式：优质产品+多元渠道，盈利性和可复制性强

2.1 产品：复合服务，轻量化打造优质单店模型

2.1.1 演艺公园满足游客复合需求

设计：挖掘城市文化底蕴，剧目呈现雅俗共赏。千古情系列总导演黄巧灵曾提到：“旅游演出是一个文化拼盘，既要有风花雪月、爱恨情仇，更需要雅俗共赏。”选择在某个城市开展千古情表演后，公司会深度挖掘当地文化，因地制宜开展剧目设计与编排。黄巧灵导演还提到：“我们每一个千古情项目的文化内涵都不一样，每一个演出塑造的人物千人千面，表现的真善美在游客内心深处都会产生共鸣。”观众既能体会到当地独特的文化内涵，也能看到大众喜闻乐见的美丽的演员、柔美的舞蹈、精巧的杂技和震撼的舞台效果。

图11 西安千古情现场观众纷纷拍照



资料来源：宋城演艺官网，HTI

图12 西安千古情表演美丽的舞姿和舞台效果



资料来源：新浪陕西城市频道，HTI

内容：多年经验积累，不断迭代创新。公司的千古情系列创作和运营一体化，可以对演出内容不断丰富调整，满足不断变化的市场需求，始终遵循“一月一小改、一年一大改”的方针，用新鲜元素吸引游客。

相比千古情系列，《印象丽江》自2006年公演后，主要篇章的内容无重要改动。我们认为，主要源于印象系列是景区聘请知名编导团队打造的实景演出，创作与运营分开，内容更新迭代较慢。此外，实景演出也可能因实景山水改造困难导致迭代频率较低，比如《道解都江堰》目前仍沿用2012年更新版本。

表1 新旧版本丽江和西安《千古情》对比

项目	新版剧目	旧版剧目	舞台技术更新	新旧版首次上演时间
丽江千古情	《纳西创世记》《泸沽女儿国》《马帮传奇》《古道今风》《玉龙第三国》《寻找香巴拉》	《纳西创世记》《泸沽女儿国》《马帮传奇》《木府辉煌》《玉龙第三国》《寻找香巴拉》	借助全息镜像、纱幕投影、3D动画特效，结合亦假亦真的舞蹈互动，增加视觉的立体感 新增大型沙暴系统、数百平方米全彩LED显示屏等硬件，丰富舞台表演形式，增强科技感	旧版：2014年3月 新版：2017年12月
西安千古情	《半坡之光》《周韵秦风》《汉使张骞》《大唐盛世》《新的长安》	《文明之光》《灞河之洲》《大禹治水》《大唐盛世》《丝绸之路》		旧版：2020年6月 新版：2023年3月

资料来源：宋城演艺官网，宋城演艺微信公众号，数虎图像，环宇文化科技，如一 TheOne 微信公众号，HTI

图13 新版西安千古情剧目《大唐盛世》



资料来源：宋城演艺微信公众号，HTI

图14 旧版西安千古情剧目《大唐盛世》



资料来源：宋城演艺微信公众号，HTI

技术：设备、服化、灯光、音乐精益求精打造全面体验。千古情系列总导演黄巧灵曾提到：“千古情系列，不仅仅是演员，我们把演员成为20%，舞台机械20%，杂技15%，服装5%，灯光5%，音乐10%，装置任何时候都是一个主演，这也是千古情的特点。”千古情系列在各方面精益求精，例如，应用全景大尺寸LED屏等技术、大型沙暴系统等一流设备，辅以精细服化、灯光、音乐，全方位提升演艺产品的质量及效果，呈现具有震撼力的视觉感受。

图15 西安千古情新增全彩LED显示屏



资料来源：昕语梅话视界百家号，HTI

图16 公司服化精益求精



资料来源：凤凰网，HTI

业态：多元服务提供综合游览体验。演艺公园可以融合公园内元素丰富的旅游内容，相较剧场演艺和实景演艺的业态都更加多元，例如宋城演艺公园：①**小型表演**：公司在主题公园内安排户外快闪、小剧场的活动；②**娱乐项目**：公司在主题公园中添加“我回大宋”等娱乐项目，让游客沉浸体验古代文化；③**NPC互动**：公司在园区内设置古装NPC与游客亲切互动。以上多元服务大大丰富游客出游体验，可以有效延长游客游玩时间，携程平台上，大多数游客对杭州宋城的建议游玩时间长达3-6小时，远高于实景演出《印象西湖》、《印象丽江》的1-1.5小时。

图17 宋城天灯节体验穿越大宋



资料来源：宋城演艺微信公众号，HTI

图18 杭州宋城的NPC与游客互动



资料来源：杭州宋城微信公众号，HTI

精益求精、新颖多元，“主题公园+演艺”模式取得游客认可。携程上公司的三大成熟项目杭州/三亚/丽江千古情评分均保持4.6分以上，大众点评上均保持在4.8分以上。相比之下，《印象丽江》、《印象西湖》、《印象刘三姐》在携程、大众点评平台上分别是4.4/4.3/4.2和4.8/4.6/3.7分，整体表现低于千古情系列。以杭州宋城为例，除千古情表演受到欢迎外，携程游客对其古韵风格和场景印象深刻，公司的小型游览项目、NPC等也受到游客欢迎，小白、林冲成为“网红”，截至2023年6月9日，在抖音平台上获赞量分别为541.5万、122.8万。2022年3月至2023年3月8日的360天内宋城小白抖音视频平均获赞数4131个，超越同期天津方特的熊出没IP（平均获赞数486个）。

我们认为，宋城项目优秀的演出和丰富的娱乐内容使宋城模式获得游客的高度认可，公司杭州/丽江/三亚项目2019年分别演出2000/1200/1400场，丽江千古情演出场次、场均收入均高于印象丽江，优质产品打开收入空间。

表2 千古情系列和印象系列对比

名称	演出亮点	成人票价	2019年场次/收入	携程/大众点评评分	建议游玩时长
宋城千古情	以先进的声光电等科技手段和舞美带观众沉浸式体验杭州历史文化	300元起	2000场/8.46亿元	4.6/4.8	3-6小时
印象西湖	著名导演、主唱团队打造的大型山水实景演出	340元起		4.3/4.6	1-1.5小时
丽江千古情	全息演出重现丽江长达千年的历史与传说，亦真亦幻地将观众带进丽江的浪漫故事	290元起	1200场/3.28亿元	4.7/4.9	1-2小时
印象丽江	著名导演团队打造的大型雪山实景演出	222元起	828场/1.82亿元	4.4/4.8	1-1.5小时
三亚千古情	在椰风、海韵、沙滩的醉人风景中，以舞美展现海上丝路的异域风情和美丽传说	280元起	1400场/3.70亿元	4.6/4.8	1-2小时

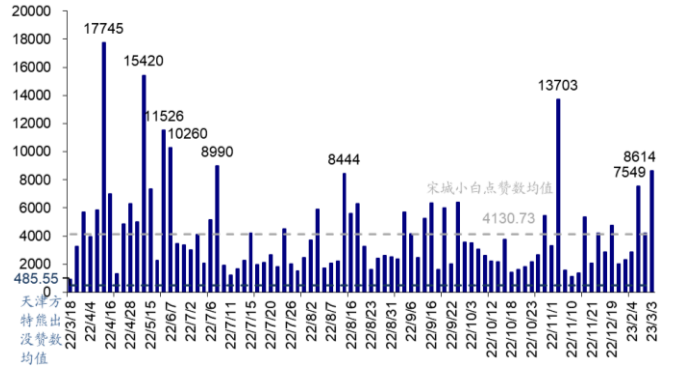
资料来源：携程，大众点评，宋城演艺官网，宋城演艺微信公众号，宋城演艺2019年年报，丽江旅游2019年报，深交所互动易，百度百科，HTI

图19 携程平台上杭州宋城游客点评关键词词云统计



资料来源：携程，HTI

图20 2022年3月至2023年3月8日宋城小白抖音点赞量

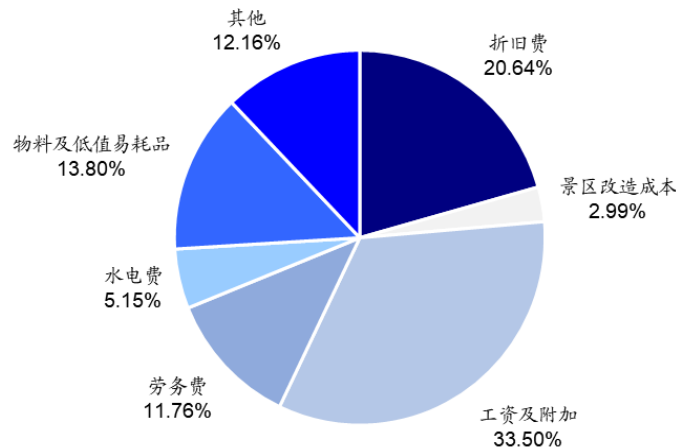


资料来源：蝉妈妈，HTI

2.1.2 项目轻量化、标准化降低投入，盈利能力突出

据公司招股书，公司宋城景区（杭州项目）的主营业务成本中，工资和劳务费（演员等）和折旧费（前期投资折旧摊销等）为最大成本项目，1H2010 分别占比 45.26%、20.64%（考虑到土地和建筑成本的提升，我们推测后期成本中折摊的占比将上升）。我们认为，折摊和人工是景区最大的两个成本项，我们将在后文中从这两个方面进行公司产品的成本分析。

图21 1H2010 公司宋城景区成本结构



资料来源：宋城演艺招股书，HTI

人工成本：演员精简效果不减，人工成本控制得当。由于借助现代化的声光电设备，千古情一般每台戏演员显著少于印象系列。根据宋城演艺公众号、欣欣旅游网站，千古情系列每台戏的演员一般为 300-400 人，而印象丽江在 500 人左右，印象刘三姐甚至达到了 600 人。此外，宋城与上海戏剧学院、沈阳音乐学院、浙江艺术职业学院等艺术学院在人才培养、产学研合作、艺术创作等方面达成合作，并通过校企合作、引入实习生、量身定制宋城班等多种方式灵活用工。我们认为，这一选取演员的方式既能保证表演质量，又能有效降低人均支出，控制成本。

2019 年印象丽江人工成本为 0.30 亿元，占演出收入比重 17.07%；我们推算，2019 年宋城演艺人工成本为 2.41 亿元（按当期支付劳动报酬的现金支出+短期薪酬期末余额-短期薪酬期初余额计算），占收入比重为 9.24%（2019 年另有小部分互联网演艺业务，无法拆分各项业务成本，为粗略数字），低于印象丽江，展示了优秀的成本控制能力。

折摊：相对低投资+高周转摊薄固定成本。①土地设备投资低于主题公园：宋城拿地面积相对不大，杭州/三亚/丽江宋城占地面积各约 20/15/9 万平米，远小于北京环球影城和上海迪士尼(各占地超 400/390 万平米)；也没有大型器械或者生物资产的资本支出，因此具有更低的初始投入。宋城上海/桂林/张家界项目初期投资额分别仅 8/8/6 亿元，北京环球影城、上海迪士尼、上海海昌海洋公园初期投资额分别为 500/340/50 亿元。

表 3 主题公园与综合项目投资额及面积对比

项目	投资额 (亿元)	占地面积 (万平米)
主题公园/海洋公		
北京环球影城	500	400
上海迪士尼	340	390
上海海昌海洋公园	50	30
主题公园+演出		
上海千古情	8	4
桂林千古情	8	11
张家界千古情	6	11

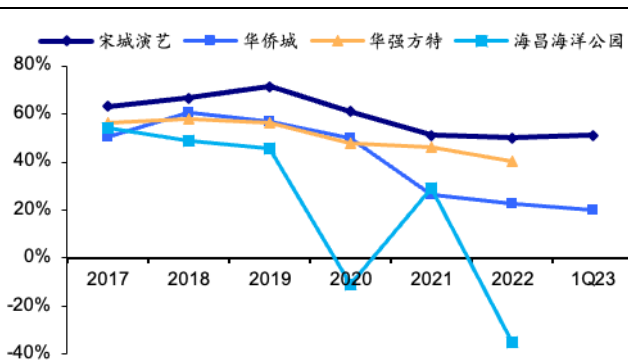
资料来源：宋城演艺 2017 年度创业板非公开发行 A 股股票预案(修订稿)，宋城演艺微信公众号，上海市人民政府，北京市发展和改革委员会，百度百科，证券日报网，HTI 注：北京环球影城投资额为总投资。

②剧目创作投资低于印象系列：千古情系列模式成熟、设计团队稳定，我们认为其剧目创作所需投资也相对较少，而印象系列聘请名导进行设计，在带来名人效应的同时，也增加了前期投入成本。

③高周转摊薄固定成本。千古情系列为室内演出，不受天气等因素影响，单日可排演多场，2019 年，宋城杭州/三亚/丽江项目分别上演 2000/1400/1200 场，日均分别为 5.5/3.8/3.3 场，收入分别为 8.5/3.7/3.3 亿元；同年印象丽江演出 828 场，日均演出 2.3 场，收入 1.8 亿元，低于宋城水平。我们认为，室内演出可多次排演的优势可以有效提升剧院和设备利用率，进而摊薄固定成本。

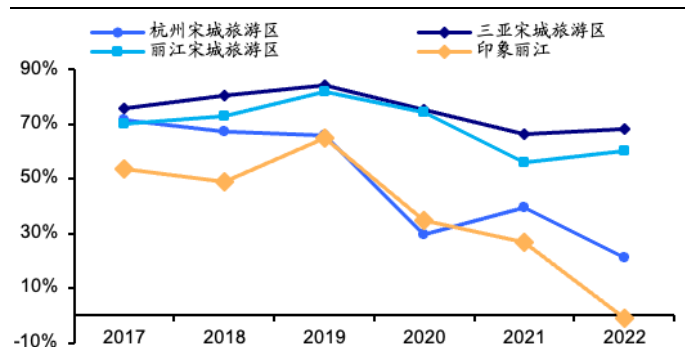
得益于优秀的成本控制，疫情前，公司三大项目毛利率高于实景演艺印象丽江和华侨城等主题公园，盈利能力突出。

图 22 宋城演艺毛利率领先国内其他主题乐园



资料来源：Wind, HTI

图 23 宋城演艺三大项目毛利率与印象丽江毛利率对比



资料来源：Wind, HTI

强大盈利能力提高 ROE。公司盈利能力远超其他主题公园，我们选取国内主要主题乐园经营企业华侨城、华强方特、海昌海洋公园进行对比，2019 年宋城演艺净利率达到 52.26%，带动其 2017-2019 年 ROE 维持在 10%-20% 的区间，处于行业上游。

表 4 宋城演艺与其他主题公园 ROE 对比及拆解

		2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROE (%)	宋城演艺	15.55%	16.29%	14.82%	-20.58%	4.19%	0.13%
	华侨城	18.05%	19.05%	19.32%	17.26%	4.76%	-14.53%
	华强方特	9.68%	8.56%	8.31%	4.70%	-2.36%	-0.60%
	海昌海洋公园	6.71%	0.91%	0.57%	-39.75%	25.25%	-43.69%
净利率 (%)	宋城演艺	35.36%	39.78%	52.26%	-195.76%	25.54%	-3.78%
	华侨城	22.01%	23.46%	23.89%	19.21%	6.97%	-16.63%
	华强方特	19.37%	17.93%	15.78%	13.12%	-7.05%	-2.73%
	海昌海洋公园	17.08%	2.23%	1.11%	-125.73%	33.73%	-171.37%
总资产周转率 (次)	宋城演艺	0.37	0.33	0.24	0.09	0.12	0.05
	华侨城	0.23	0.19	0.18	0.20	0.22	0.18
	华强方特	0.22	0.23	0.26	0.17	0.18	0.17
	海昌海洋公园	0.16	0.13	0.17	0.07	0.18	0.08
权益乘数 (倍)	宋城演艺	1.19	1.24	1.21	1.19	1.26	1.27
	华侨城	3.80	4.60	5.27	5.69	5.87	5.82
	华强方特	2.27	2.05	2.13	2.23	2.35	2.56
	海昌海洋公园	2.56	3.26	3.78	4.56	4.20	3.43

资料来源: Wind, HTI 合规提示: 海通证券在全国中小企业股份转让系统中担任华强方特的做市商, 特此披露。

2.2 渠道: 卡位重点景区周边取得流量优势, 合作共赢全渠道获客

2.2.1 近水楼台, 布局重点景区周边享受天然流量优势

公司主要选取重点旅游城市布局, 享受天然流量优势。公司三大成熟项目选址于杭州、三亚、丽江, 均为国内热点旅游城市, 2019 年分别接待游客 7136 万 (过夜)、2287 万 (过夜)、5402 万人 (包括非过夜), 充足的游客量是公司项目客流的基础。此外, 公司在当地城市的具体选址尽量贴近交通便利的重点景区周边或者游览的必经之路, 以尽可能多地截取当地自然旅客流量。我们认为, 大型演出项目或主题公园需要较大面积, 重点旅游城市、重点游览路线上的空余土地资源相对稀缺, 公司在布局上接近核心区域, 有望形成先发优势, 长期享受优质游客资源。

表 5 重点布局展示

项目	距离重点景区距离	路线规划与便捷程度	同城市竞争剧目的位置	所在地过夜游客人次 (2019)
杭州宋城	位于西湖景区周边	所在地处于杭州南部旅游区的必经之路, 较为便利	西湖印象位于西湖景区	7136 万
三亚宋城	离亚龙湾、大东海等旅游区 10-16km 不等	位于主干道交汇点、近火车站, 与亚龙湾、鹿回头等重点景区距离均较短	-	2287 万
丽江宋城	距离核心景区玉龙雪山、丽江古城较远	项目位于丽江城市南侧主干道附近, 交通便利, 近丽江古城、文笔山景区	印象丽江分别位于丽江古城区和玉龙雪山	5402 万 (包括非过夜)

资料来源: 高德地图, 杭州在线, 杭州市人民政府, 三亚市旅游和文化广电体育局, 云南省统计局, HTI

图 24 宋城演艺杭州项目位置图



注: 蓝色底为公司千古情项目, 白色为携程 TOP3 热门景点, 灰色为同城市竞品, 杭州宋城同时也是杭州 TOP3 热门景点。

资料来源: 携程, 百度地图, HTI

图25 宋城演艺三亚项目位置图



注：蓝色底为公司千古情项目，白色为携程 TOP3 热门景点，灰色为同城市竞品。

资料来源：携程，百度地图，HTI

图26 宋城演艺丽江项目位置图



注：蓝色底为公司千古情项目，白色为携程 TOP3 热门景点，灰色为同城市竞品。

资料来源：携程，百度地图，HTI

2.2.2 合作共赢，全渠道推广把握团散两大客源

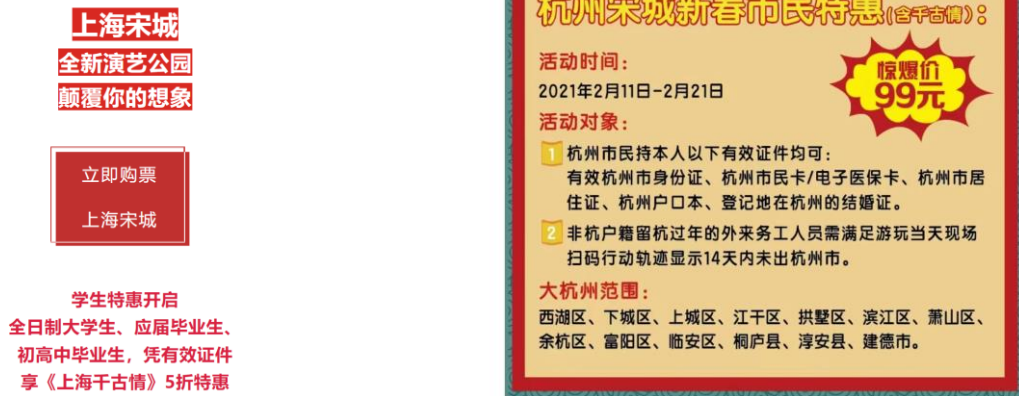
我们认为，宋城强大的渠道能力在于：**(1) 节假日惠民特价吸引游客，项目开业初期低价引流。**公司在不同节假日结合各个不同景区特点，适时推出优惠特价。如 2023 年春节期间长沙炭河千古情单人优惠 72 元；元宵节郑州黄帝千古情推出 29.9 元入园票政策；五一假期杭州两天一晚 628 元五星级亲子酒店及主题乐园套餐。公司将原本用于广告支出的部分直接让利于游客，起到强大口碑宣传的作用，如图 28：2021 年 2 月 11 日至 2 月 21 日期间，杭州项目对本地市民采取 99 元票价优惠政策；张家界开业初期对本地居民采取 50 元票价优惠政策。**(2) 旅行社渠道。**宋城在选择项目地址会综合考虑所在目的地及目的地地位 2 个因素。大选址定在热门目的地，本身目的地拥有庞大的游客基础。公司在小选址上倾向于选择与附近名胜景点在同一线路上，便于旅行团打包产品组合，根据携程平台旅行产品情况，我们计算，在杭州目的地出发、包含特色演出项目的旅行产品中，78.3%覆盖了公司的杭州宋城项目；**(3) 客栈、出租车以及接地气的广告。**此外，宋城还在景区沿岸的道路上设置广告，捕获前来自由行的客人。经过持续努力拓展，2018、2019 两年公司接待客流均分别超过 3500 万人次、4000 万人次，2018 年杭州/三亚/丽江项目散客比例分别为 60%/85%/70%，充分说明公司全渠道战略的成功执行；**(4) 邀请明星歌手开展音乐节等活动，多样化产品提升复购。**杭州宋城于 2023 年 7 月 6 日推出 2023 首届千古情狂欢节 (7.15-8.13)，以“狂欢”为主题，除传统演艺节目《宋城千古情》外，邀请到达闻西、王心凌、潘玮柏等众多明星艺人，推出吸引年轻群体的千古情音乐节，同时打造符合家庭游需求的亲子秀《WA! 恐龙》等百场演出，增强游客复购欲望，演出场景结合宋韵王朝、童话世界、现代摇滚，穿越古今，中西结合，打造颠覆传统的狂欢乌托邦。

图27 宋城演艺惠民特价

<p>黄帝千古情景区入园票 (不含《黄帝千古情》演出) 限时特惠29.9元 门市价50元</p> <p>大型歌舞《黄帝千古情》(含景区) 限时特惠99元 门市价220元</p>	<p>炭河古城早鸟特惠 (含《炭河千古情》) 单人特惠 128元 门市价200元 双人特惠 198元 门市价400元</p> <p>1.早鸟票抢购日期: 2023年1月9日-1月22日 2.早鸟票使用日期: 2023年1月23日-2月5日</p>
--	--

资料来源：炭河古城微信公众号，黄帝千古情微信公众号，HTI

图28 宋城演艺开业初期低价引流



上海宋城
全新演艺公园
颠覆你的想象

立即购票
 上海宋城

学生特惠开启
 全日制大学生、应届毕业生、
 初高中毕业生，凭有效证件
 享《上海千古情》5折特惠

杭州宋城新春市民特惠(含千古情):
活动时间:
 2021年2月11日-2月21日
活动对象:
 1 杭州市民持本人以下有效证件均可:
 有效杭州市身份证、杭州市民卡/电子医保卡、杭州市居住证、杭州户口本、登记地在杭州的结婚证。
 2 非杭户籍留杭过年的外来务工人员需满足游玩当天现场扫码行动轨迹显示14天内未出杭州市。
大杭州范围:
 西湖区、下城区、上城区、江干区、拱墅区、滨江区、萧山区、余杭区、富阳区、临安区、桐庐县、淳安县、建德市。

惊爆价 99元

资料来源：宋城演艺微信公众号，HTI

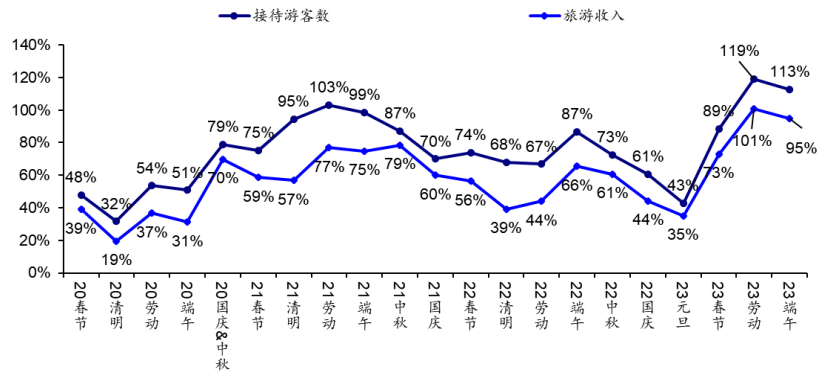
综上，标准化的产品打造和渠道推广使公司项目具备高度可复制性。①**演艺设计方面**：公司的演艺项目依据不同所在地讲述不同的本地故事，但演出的设计思路保持一致：演出均为约1小时的室内表演，演出卖点均为舞蹈、装置、杂技等表演，设计思路大体一致。我们认为，统一的模式和根植于本地文化的内容设计构成千古情系列在不同类型的景区中扎根成长的基石；②**主题公园设计方面**：公司普遍设置小型演出项目、固定NPC、小型娱乐项目等进行编排。随着公司积累经验越来越多，也有越来越多的项目打造经验可以复制，例如，张家界千古情建设规模、模式与桂林千古情高度相似，二者建设周期均为约1年，占地面积（桂林：161亩/张家界：170亩）、投资额（桂林：8.0亿元/张家界：6.4亿元）也处于同一水平；③**渠道推广方面**：低价引流+广告+旅行社合作模式在各地城市均具有较强可复制性。

3. 空间：修复、爬坡、优化、新增，各项目有望多点开花

3.1 存量项目：疫后有望重启成长

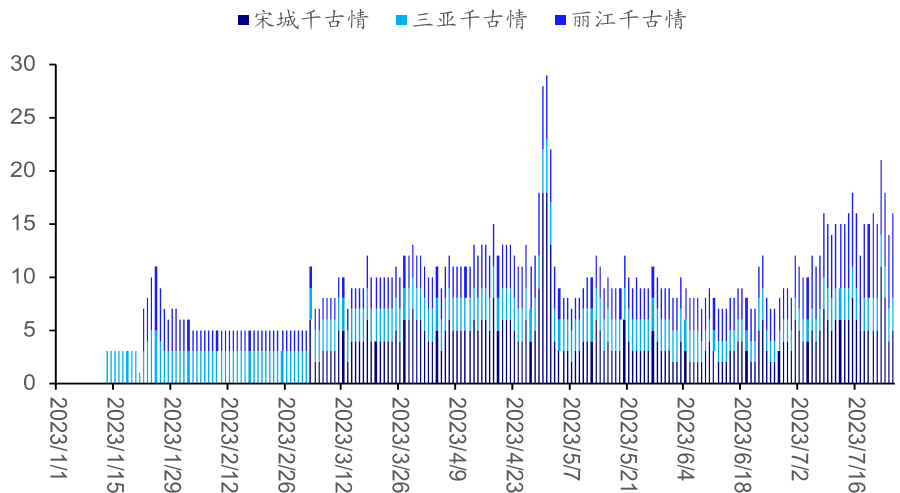
3.1.1 杭州、三亚、丽江：旅游业热度持续复苏，成熟项目有望修复

旅游市场回暖，演艺跟团游热度上升。①**客流量**：据新华社报道，2023年五一假期国内旅游人次2.7亿人，实现旅游收入1480.6亿元，分别恢复至2019年同期的119.1%/100.7%。五一期间，三大成熟项目所在的杭州市/丽江市/三亚市分别接待游客635.5/84.4/72.39万人次，杭州日均恢复至19年同期的120.8%，丽江恢复至19年同期的116.7%。②**演艺市场**：根据中国经济网百家号援引中国演出行业协会官方微信公众号，23年五一假期全国营业性演出共31050余场次，较2019年增长49.1%，跑赢整体旅游业。③**跟团游**：据黄山文旅微信公众号援引携程，2023年五一黄金周国内跟团游订单量同比22年暴增11倍，23年5天以上的跟团游订单占比从2019年的20%涨到30%。据途牛小喇叭微信公众号，不计算单独预订机票、酒店的出游需求，仅统计打包旅游产品的预订中，更多途牛用户选择了跟团游的出游方式，出游人数占比达60%。23年全国旅游业、演艺行业、跟团游复苏态势良好。

图29 20-23 年节假日旅游恢复 (同比 19 年)


资料来源：国家文化和旅游部、文旅之声、中国政府网、HTI

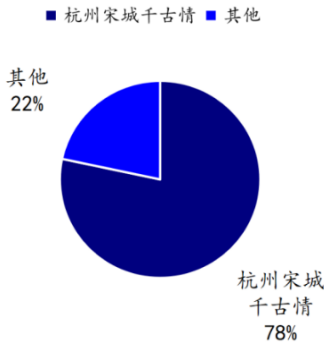
2023 年演出项目稳定修复。根据宋城演艺微信公众号消息，五一假期期间，宋城演艺旗下景区接待游客和营收按可比口径下恢复至 2019 年同期的 127% 和 121%。全国各大千古情演出累计上演 241 场，按可比口径恢复至 2019 年同期的 160%。杭州、西安、桂林千古情假期分别出演 62/32/33 场，其中桂林千古情演出场次为 2019 年同期的 165%，稳定修复。

图30 2023 年以来公司三大成熟项目演出场次 (场)


资料来源：宋城演艺微信公众号，HTI

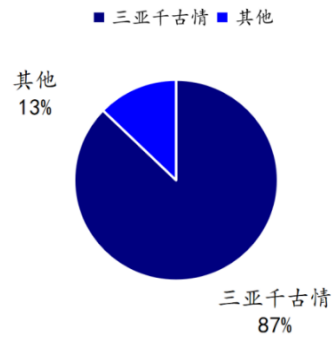
成熟项目已在当地取得稳固市场地位。携程平台上，杭州目的地出发的包含特色表演的旅游产品有 808 个，其中包含宋城千古情的旅游产品有 633 个，占比达 78%；三亚包含特色表演的旅游产品有 1574 个，包含三亚千古情的旅游产品有 1373 个，占比达 87%。丽江包含特色表演的 6 日旅游产品（因总量较大无法显示，故选择 6 日产品以缩小范围）有 1139 个，包含丽江千古情的产品有 446 个，占比达 39%。我们认为公司三大成熟项目在当地旅游演艺市场已取得稳固的市场地位，在旅游热度逐步恢复的背景下，有望实现确定性恢复。

图31 杭州宋城旅游表演产品市占率



注：数据访问时间为 2023 年 4 月 10 日
资料来源：携程，HTI

图32 三亚千古情旅游表演产品市占率



注：数据访问时间为 2023 年 4 月 10 日
资料来源：携程，HTI

推进内容丰富性和多元化。杭州宋城作为公司本部所在地，也是公司规模最大的项目，积极开拓多剧院、多类型、多场次的演出模式；加速推进内容丰富性和多元化，室外版《宋城千古情》、实景演出《风笛之恋》、光影秀《My All》惊艳亮相，节目容量从 120 分钟提升至 300 分钟；调整优化游历线路，游客在园区的逗留时间从 3 小时提升至 6 小时；推出万圣主题“宋城妙夜”和圣诞元旦“双旦跨年奇遇夜”等年轻人群专题市场，场次和人次创出新纪录。我们认为，丰富多元的演出可以满足不同消费群体的偏好，游客逗留时间的延长有望提升游客在景区内的消费，强化公司综合体验优势，进一步提升吸引力、打开收入空间。

图33 丰富的实景剧和互动体验项目



资料来源：宋城集团官网，HTI

图34 2021 年杭州宋城万圣节奇妙夜



资料来源：杭州去哪玩微信公众号，HTI

收入测算。综上，我们认为公司的三大成熟项目有望实现顺利修复，我们将收入拆分为：当地过夜旅客人次×渗透率×客单价。我们假设 2024 年公司经营完全恢复正常，三大成熟项目所在城市 24 年过夜旅客人次基本恢复到 19 年水平（后文同）。假设杭州/三亚/丽江项目的渗透率分别为 5.8%（杭州经济发达商务旅客多、公司项目承载力受限）/9.0%（长途游客占比高、市场地位稳固）/8.4%（长途游客占比高、公司项目质量、承载力优秀），对应接待人数分别为 413/210/198 万人。客单价方面，考虑到公司积极丰富园区内容、进行剧目优化、推出各项活动，我们假设三大成熟项目 24 年客单价分别为 190/193/173 元/人。据此，我们测算，2024 年宋城演艺杭州/三亚/丽江的千古情演出收入分别达到 7.9/4.1/3.4 亿元。计入项目中其他小型娱乐项目等收入后，预计 2024 年杭州/三亚/丽江项目分别收入 9.8/4.1/3.4 亿元。

此外，杭州亚运会将于 2023 年 9 月 23 日开幕，据都市快报橙柿互动百家号援引杭州市文化广电旅游局，预计亚运会期间杭州国内过夜游客达 647-800 万人次。我们按照过夜旅客转化率 5.8%、杭州项目客单价 190 元计算，亚运会期间杭州宋城可实现收入约 7130-8816 万元，日均收入 446-551 万元（2019 年公司杭州项目日均收入（包括演艺外其他收入）为 252 万元）。

表 6 成熟项目 2024E 收入测算

	杭州	三亚	丽江
接待人次 (万人)	413	210	198
当地 19 年过夜旅客人次(万人)	7136	2287	2355
渗透率 (%)	5.8	9.2	8.4
客单价 (元)	190	193	173
千古情演艺收入 (亿元)	7.9	4.1	3.4
其他收入 (亿元)	1.9	0.0	0.0
合计收入 (亿元)	9.8	4.2	3.4

注：丽江市 19 年过夜旅客人次为以丽江 19 年接待游客总数与 19 年全省过夜游客占比数据为基础推算，假设 24 年恢复到 19 年的 100%。

资料来源：宋城演艺年报，杭州网，三亚市旅游和文化广电体育局，丽江日报，丽江市文化和旅游局，海南省统计局，中国丽江泸沽湖微信公众号，HTI

3.1.2 九寨、桂林、张家界：市场基础良好，有望重启爬坡

因疫情扰动，公司九寨、桂林、张家界项目爬坡进程受阻。九寨、桂林和张家界分别于 2014、2018、2019 年开业，其中九寨千古情在 2017 年遭遇九寨沟地震后开始闭园，经调整后于 2020 年重新营业，与桂林和张家界项目都在开园后两年内遇到了疫情的冲击。以上项目均曾在疫情前或者疫情期间取得不错表现，九寨项目 2016 年实现收入 1.5 亿元；桂林项目 2019 年实现收入 1.6 亿元，23 年五一假期接待游客量 18.7 万人，为 2019 年同期的 174.1%，收入为 2019 年同期的 195.0%；2019 年开业的张家界项目也在营业的 6 个月内实现了 0.65 亿收入。我们认为，随着疫情影响的逐步消退，九寨、桂林和张家界项目有望在 2023 年重启爬坡。

表 7 九寨、桂林和张家界宋城开业后的收入情况 (亿元)

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
九寨宋城	0.63	1.31	1.49	0.91	0.02		0.26	0.45	0.21
桂林宋城					0.43	1.61	0.57	0.91	0.32
张家界宋城						0.65	0.18	0.3	

资料来源：公司历年年报，Wind，HTI

产品质量取得游客认可。九寨、桂林和张家界在园区建设上具有很大的相似之处。剧院的一期建设都是一个剧院，3000 多座位。以上项目在携程和大众点评上都有不错的评分表现，九寨/桂林/张家界千古情在携程的评分在 4.6 分以上，大众点评在 4.8 分以上，远高于竞品《印象·刘三姐》/《魅力湘西》在携程 4.2/4.1 分、大众点评 3.8/4.5 分的评分。

表 8 九寨、桂林、张家界宋城详细情况

项目	开业时间	投资额 (亿元)	剧院和座位数	所在城市	所在地游客数 (亿人次)	临近景区及距离	交通便利程度	竞品及评分	千古情评分
九寨宋城	2014 年 5 月 1 日	3	1 个剧院 (3743 座位)	阿坝州	0.38 (2016)	九寨沟风景区 (7km)	位于漳扎镇，靠近国道	《印象·刘三姐》 携程：4.2 分 大众点评：3.8 分	携程：4.8 大众点评：4.8
桂林宋城	2018 年 7 月 27 日	8	1 个剧院 (3600 座位)	桂林	1.38 (2019)	十里画廊 (4.2km)	距离阳朔县城 4.1km，通公交 801 路	《印象·刘三姐》 携程：4.2 分 大众点评：3.8 分	携程：4.6 大众点评：4.8
张家界宋城	2019 年 6 月 28 日	6	1 个剧院 (3000 座位)	张家界	0.79 (2019)	武陵源景区 (4km)	位于武陵源区市区	《魅力湘西》 携程：4.1 分 大众点评：4.5 分	携程：4.7 大众点评：4.9

资料来源：携程网，大众点评网，宋城演艺微信小程序、张家界千古情景区微信公众号、桂林阿钢自驾游微信公众号，公司 2014、2017、2018 年年报，宋城演艺关于九寨沟文化旅游度假区项目的可行性研究报告、宋城演艺 2017 年度创业板非公开发行 A 股股票预案(修订稿)、关于投资设立全资子公司打造张家界千古情演艺项目的公告，高德地图，百度地图，阿坝州/桂林市/张家界市国民经济和社会发展统计公报，HTI

持续巩固市场地位。携程平台目的地出发旅游产品中（23年4月15日查询），桂林包含特色表演的旅游产品有1516个，其中包含桂林千古情的有626个，占比41%；九寨沟包含特色表演的旅游产品有219个，包含九寨千古情的有153个，占比达70%，已经取得了相对稳固的市场地位。张家界包含特色表演的旅游产品有678个，包含张家界千古情的旅游产品有30个，占比约4%，主要竞争对手是《魅力湘西》，公司张家界项目质量较高，与魅力湘西临近、均处于张家界核心景区和交通要道周边，且2019年张家界接待过夜旅客1790万人次，与成熟项目所在地三亚、丽江处于同一水平，市场空间充足，我们认为公司张家界项目有望在市场空间广大的张家界取得稳定地位。

收入测算。我们假设2024年，九寨/桂林/张家界项目当地过夜旅客人次恢复至19年水平，分别为283/5314/1790万人。我们假设2024年三大爬坡项目渗透率分别为46%（九寨仅单一景点体量小、千古情景区位置优越）/3.8%（客流基础高、公司项目体量受限）/6.6%（客流基数适中、公司项目位置优越、演出质量高），对应全年接待人数各130/204/119万人。客单价方面，考虑到项目爬坡阶段可能会进行低价引流活动，我们假设三项目24年客单价分别为130/128/116元/人。据此我们测算，随着项目的逐步爬坡，2024年宋城演艺九寨、桂林、张家界项目演出收入分别达到1.7/2.6/1.4亿元。

表9 爬坡项目2024E收入测算-九寨、桂林、张家界

	九寨	桂林	张家界
接待人次（万人次）	130	204	119
当地19年过夜旅客人次（万人次）	283	5314	1790
渗透率（%）	46	3.8	6.6
客单价（元）	130	128	116
千古情演艺收入（亿元）	1.7	2.6	1.4

注：九寨沟县19年过夜游客人次为假设16-20年过夜游客占比一致，以20年过夜游客占比与19年接待游客总数为基础推算得出；桂林市19年过夜游客人次为假设18-19年过夜游客占比一致，以18年过夜游客人次与19年接待游客总数增速为基础推算得出

资料来源：宋城演艺年报，四川县域经济网，九寨发布微信公众号，2019年桂林市国民经济和社会发展统计公报，九寨文旅微信公众号，张家界市统计局，HTI

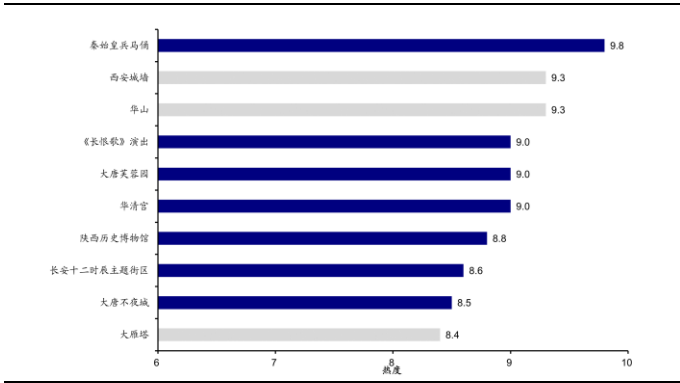
3.1.3 西安、上海：调整优化再次亮相，验证公司设计运营能力

公司西安、上海项目分别于2020、2021年开业，但开业后并未取得突出的消费者反馈。西安项目、上海项目经整改后分别于2023年3月4日、2023年7月1日开业。我们认为，西安、上海项目的优化效果是检验公司设计、运营调整能力的一次大考。而整顿后西安项目的开门红则证明了公司的经营实力，可以对公司项目未来的适应和调整能力、复制空间抱有更强信心。

西安项目：内容聚焦汉唐文化，补齐短板发挥优势

公司的西安项目位于陕西省西安市世博园区，于2020年8月落成，但评价褒贬不一，我们认为，主要原因是：

(1) 西安千古情项目内容设计方向偏离游客主流喜好。西安是我国历史文化旅游胜地，游客对周秦汉唐历史文化较为喜爱，而此前西安千古情演出着重于展现西安地区历史，篇目主要包括《文明之光》、《灞河之洲》、《大禹治水》等，内容与本地特色文化关联不足、与游客的喜好有一定错位。

图35 秦汉唐文化景区热度高，位列西安十大热门景点


资料来源：携程，HTI

注：蓝色为周秦汉唐相关景点；数据访问时间为 2023 年 6 月 8 日

图36 旧版西安千古情对汉唐文化挖掘不深


资料来源：宋城演艺微信公众号援引归唐拾局，HTI

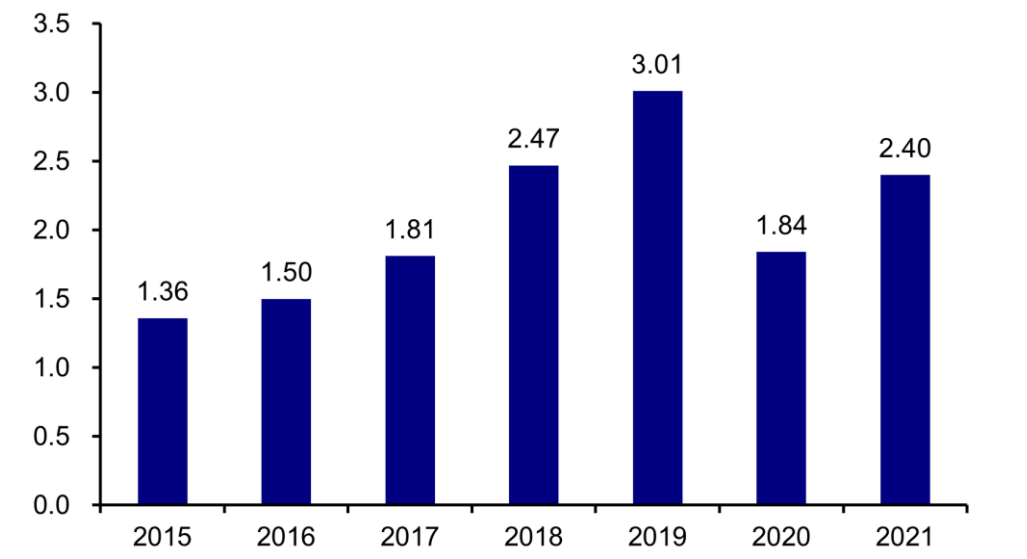
(2) 疫情期间旅游市场萎缩。西安千古情在疫情期间开业，2020、2021 年西安接待游客数量分别为 1.8、2.4 亿人次，仅相当于 2019 年的 61%、80%。游客数量的减少使得演艺市场空间被挤压。而除西安千古情外，西安本地另有《长恨歌》、《驼铃传奇》等演出，其中，长恨歌演绎华清池畔的凄美爱情故事，在口碑和热度上均取得佳绩，携程/大众点评评分分别为 4.7/4.9，2019 年合计演出 359 场，接待游客近 80 万人，场均 2173 人，上座率 72%；《驼铃传奇》、《复活的军团》、《1212 西安事变》等剧目也各具特色。我们认为，疫情影响下旅游市场萎缩导致的市场环境不佳也是西安千古情前期发展形成了一定阻碍。

表 10 西安千古情与其他西安演艺项目对比

名称	亮点	开业时间	位置和交通	演出场次	携程/大众点评评分
西安千古情	全面演绎西安周秦汉唐 7000 年历史，科技感舞台设计和舞美、服化道讲述有血有肉的历史故事	2020 年	位于西安世博园内，距灞桥生态湿地公园 2.8 公里，驾车 8 分钟	2020 年国庆单日演出突破 6 场	4.7/4.8
长恨歌	盛装彩袍呈现大唐盛世的奢华气象，以骊山为背景，以华清池做舞台，讲述千古绝唱的爱情传奇	2006 年	距骊山国家森林公园 0.39 公里，驾车 2 分钟	2019 年 359 场	4.7/4.9
驼铃传奇	可移动观众席带给观众全新的视听盛宴，带领观众穿越时空聆听驼铃古道上的传说	2018 年	位于华夏文旅海洋公园，距浐灞国家湿地公园驾车 16 分钟	2018 年国庆七日演出 38 场	4.3/4.8
复活的军团	临潼区秦文化演艺，首部实景沉浸式多媒体战争史诗剧	2020 年	距秦始皇陵博物馆 9.7 公里，驾车 18 分钟	2022 年从 7 月 15 日恢复演出至 8 月 17 日演出 99 场	携程 4.8 分
1212 西安事变	首创实景“影画”表演形式，高度浓缩史实，现代科技与文化景观融合、电影画面与舞台戏剧融合	2016 年	距华清宫步行 0.28km	677 场（2017 年）	4.3/4.8

资料来源：携程，大众点评，宋城演艺官网，宋城演艺微信公众号，西安千古情微信公众号，华清宫景区微信公众号，华夏文旅西安度假区微信公众号，西安日报，大河票务网，大公网，百度地图，百度百科，宋城演艺百家号，全景网投资者互动平台等，HTI

图37 西安市历年接待游客量 (亿人次)



资料来源：西安 2016、2017、2018、2019、2020、2021、2022 年统计年鉴，西安市文旅局官网，HTI

2023 年 3 月 4 日，西安千古情在改版升级后重新开园，我们认为，此前的两点消极因素已发生变化：

(1) **补齐内容短板，主秀科技感、视觉享受突出优势得以发挥。**此次全新改版升级的《西安千古情》篇章为《半坡之光》、《周韵秦风》、《汉使张骞》、《大唐盛世》、《新的长安》，强调汉唐文化、贴近西安游客喜好，在补齐内容短板后，宋城千古情系列主秀科技震撼感强烈、舞蹈服化精美、视觉享受突出的优势得以发挥。

图38 新版千古情新增汉使张骞篇目突出汉文化



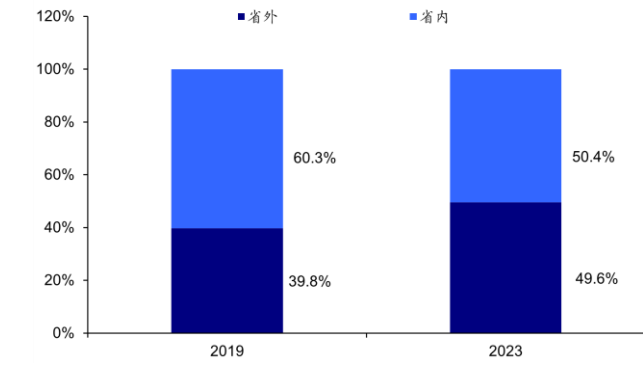
资料来源：宋城演艺微信公众号，HTI

图39 新版千古情的大型沙暴系统

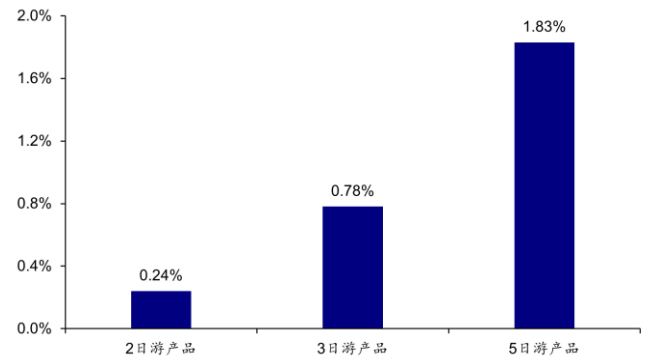


资料来源：宋城演艺微信公众号，HTI

(2) **疫情后游客出游热情高涨，差异化表演和服务获得充足空间。**① **西安旅游市场复苏。**随着疫情防控政策的优化，旅游行业迎来复苏，2023 年春节假期，西安市监测的 15 家重点旅游景区累计接待 227.79 万人次，同比增长 160%，恢复至 2019 年同期水平，省外游客占比较 2019 年提升 9.84pct 至 49.59%。西安作为全国知名的旅游目的地，具有庞大的客流基础。② **西安演艺市场的渗透仍有充足空间。**以携程平台西安目的地出发旅游产品（23 年 6 月 17 日查询）中 2/3/5 日旅游产品为例，分别仅 0.24/0.78/1.83% 的旅游产品包含了“特色表演”路线特色，渗透空间充足。我们认为，广阔的市场空间可以成为产品百花齐放的基础。相比其他同类项目，西安千古情独聚焦西安发展史，涵盖时期更长，同时提供小型演出、园区 NPC 等服务，使得西安千古情不仅好看、而且好玩、好逛。我们认为，随着西安旅游市场的逐步复苏，西安千古情可获得充足的发展空间，发挥独特优势。

图40 2023年春节期间西安省外客流占比较19年提升10pct


资料来源：西安发布微信公众号、西安发展改革微信公众号，HTI

图41 6月17日携程西安目的地旅游产品中包括特色演出比例


资料来源：携程，HTI

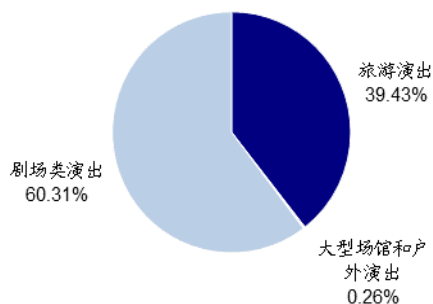
3月4日开园后，西安千古情项目取得开门红。改版升级后的《西安千古情》开演即登顶西安景点收藏TOP1，对促进西安演艺市场共同繁荣发挥了重要的作用，引发新华社、央广网等主流媒体关注。我们认为，全新改版升级后的西安千古情兼具天时（疫情后旅游市场修复）、地利（西安旅游市场庞大成熟）、人和（项目优化、质量升级），有望在疫后西安市场取得经营佳绩。

收入测算。我们推算2019年西安市过夜旅客数为6992.2万人（参考陕西省过夜旅客占比，与杭州处于同一量级），假设24年西安过夜旅客人次恢复到19年水平。西安作为重点旅游城市，客流基础雄厚，演艺市场百花齐放、特色各异，由于公司西安项目暂仅开放一个约3000座剧院、承载能力有限，我们假设24年西安项目过夜旅客渗透率3.1%（低于成熟项目杭州的5.8%），对应年接待观演人次220万人。由于西安处于培育初期，我们假设项目客单价为130元/人。据此我们测算2024年宋城演艺西安千古情演出收入有望达2.9亿元。

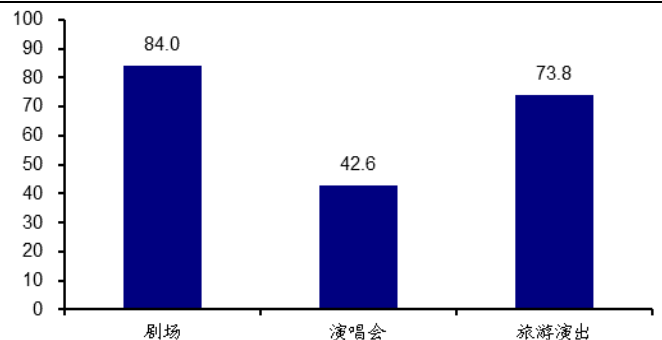
上海项目：开辟城市演艺新模式，全新亮相值得期待

2015年11月，公司公告设立子公司打造世博大舞台项目，2021年4月，上海项目正式开业，2021年11月上海千古情项目宣布停业整改。上海项目是公司第一个城市演艺项目，是公司在新发展道路上的尝试和突破，已于23年7月1日重启开业，我们认为，公司的上海城市演艺项目大有可为：

(1) 城市演艺空间广阔。根据中国演艺行业协会报告《2021全国演出市场年度报告》，2021年全国演出票房收入为140.28亿元，其中，旅游演出占比为39.43%，剧场类演出占比为60.31%；据《中国演出行业法治发展年度报告（2020）》，2019年，剧场类演出票房收入84.03亿元，高于旅游演出的73.79亿元。我们认为，相比旅游演艺，城市演艺具备更广的市场空间和更大的开拓潜力。

图42 2021年全国演艺市场中各类型演出比例


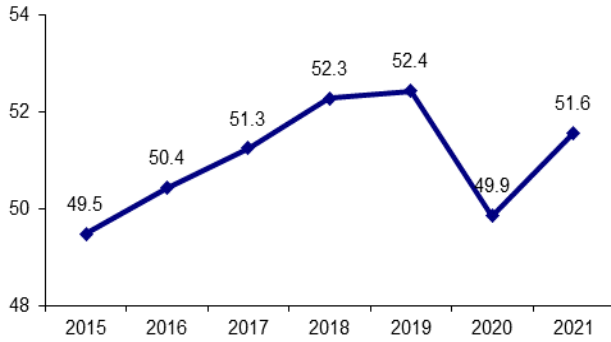
资料来源：中国演艺行业协会，HTI

图43 2019年各类演出票房收入（亿元）


资料来源：灯塔电影实验室微信公众号，HTI

(2) 上海地区客流基础丰厚、消费能力强。①**客流**：据2019年上海旅游业统计公报，2019年上海接待游客3.6亿人次。2019年本地居民在游客中的占比提升至52.4%，本地和外地游客分别对应1.9、1.7亿人次客流，目标客群规模稳固。②**消费能力**：据灯塔电影实验室微信公众号，2019年，在各剧场的细分消费类型中，上海均位居全国城市的票房收入TOP2。2021年五一期间，公司上海千古情项目实现收入2500万元，接待游客17.9万人次，客单价创宋城所有景区新高。我们认为作为国际化的一线城市，上海地区游客具有旺盛的娱乐需求和较强的消费能力，是公司城市演艺模式的最佳试验田。

图44 上海游客中本地游客占比(%)持续提升



资料来源：2015-2021年上海旅游统计公报，HTI

图45 分省份剧场消费热力图(2019)



资料来源：灯塔电影实验室微信公众号，HTI

(3) 上海宋城项目位置便利，内容丰富。①**位置**：上海宋城项目位于世博园浦东园区，北接黄浦江、东靠世博中心、南邻世博大道、西邻卢浦大桥，区位优势佳。交通方面，13号线的世博会、世博会博物馆、8号线的中华艺术宫、耀华路等地铁均可通行，交通条件较好，为消费者提供了便利。②**内容**：公司上海项目以多层建筑的综合体形式呈现，除主秀外，还提供《WA恐龙》亲子秀、《MY ALL DREAMLAND》光影秀等演艺和表演项目，公司表示，闭园期间，上海项目在空间布局、路线动向、内容呈现等方面进行全方位的升级。我们认为，凭借公司对娱乐服务市场的多年深耕和洞察，重新调整后的上海项目有望为顾客带来尽兴的游览体验。

图46 上海项目位于交通便利的世博园周边



注：蓝色为千古情项目，白色为携程TOP3景点，灰色为同城竞品，其中，迪士尼同时也是公司竞品。

资料来源：携程，百度地图，HTI

图47 上海宋城提供丰富的娱乐体验

类型	主要项目
大型互动体验	《站上海》、《恐怖研究院》 光影秀《MY ALL DREAMLAND》
高科技舞台	亲子秀《WA! 恐龙》、大型歌舞《上海千古情》 实景体验剧《大地震》
打卡街道	时空街、穿越街、千古情街
餐饮	烧烤广场、千古情餐厅
游玩天地	魔幻森林、森林牧场、童玩天地、爱情谷
剧场	千古情剧院、演艺剧院、森林剧场
表演场所	音乐广场、锅庄广场、朋克广场

资料来源：宋城演艺官网，HTI

产品为王，打造差异化综合性娱乐园区。综上，上海是国内首屈一指的演艺市场，据《2021全国演出市场年度报告》，2021年演出场次位列全国第一、票房收入位列全国第二，具有丰富的演艺娱乐供给和文化氛围，形成了包括上海大剧院、上海迪士尼乐园、欢乐谷等多个演艺和主题公园的成熟市场。上海宋城以中国传统文化和城市历史为内容脉络、提供多剧目、多形式的娱乐项目，与主打迪士尼动画、艺术表演和刺激游乐体验的其他项目有明显区别。我们认为，上海市场广阔、居民对多样化的演出形式具有较强需求，经整改后的上海宋城项目有望针对性捕获客群，在广阔的上海演艺市场取得一席之地。

上海宋城项目 7 月 1 日重新起航，截至 26 日抖音售票数超 24 万张。上海千古情项目已于 2023 年 7 月 1 日开业。①内容：上海千古情剧情更加紧凑，由原来的五大章节变为四大章节，分别为《申沪溯源》、《沪上传奇》、《觉醒年代》、《风从海上来》。②售票：7 月 1 日开业至今上海千古情推出开业特惠，普通席和贵宾席成人票票价分别为 159 元和 199 元，另有亲子票特惠等，截至 2023 年 7 月 26 日，抖音官方渠道售出的票数超 24 万张。③评价：我们计算，抖音官方渠道售出的票中，亲子票座位占比约 47%，整改后的宋城千古情受到亲子客群的欢迎。我们认为，上海千古情调整后更加符合观众喜好，城市演艺之路有望行稳致远。

表 11 上海千古情与其他上海娱乐项目对比

名称	亮点	票价	面向客群	位置和交通	开业时间	经营表现
上海宋城(演艺公园)	以传统文化为主题，集艺术街区、互动体验、艺术展演和网红打卡于一身	最低票价 318 元	游客，本地人，家庭游	世博园周边，地铁直达，交通方便	2021 年 4 月	21 年收入 7396 万元
迪士尼(主题公园)	以迪士尼动画电影为主题，包括各种游乐设施、演出、互动体验等	约 500 元	游客，年轻群体，家庭游	地铁 11 号线直达，交通便利	2016 年 6 月	19 年收入 700 亿美元
上海大剧院(剧院)	高质量的歌剧、芭蕾舞、交响乐等艺术表演	几百元到上千元	喜欢艺术表演的人群	地铁 1、2、8 号线人民广场站 C 口出，交通便利	1998 年 8 月	-
上海欢乐谷(主题公园)	集合高科技惊险刺激的娱乐项目和精彩互动演艺的主题公园	日场全价 260 元	面向年轻人、家庭等全民	交通便利，地铁 9 号线或公交车可达	2009 年 9 月	21 年客流 330 万人

资料来源：大众点评，宋城演艺官网，上海迪士尼度假区官网，宋城演艺 2020、2021 年报告，迪士尼 2019 年年报，华侨城 A2009 年报，新京报，全景网，新旅界，百度地图，上海迪士尼度假区微信公众号，上海欢乐谷微信公众号，上海大剧院微票务微信公众号，马蜂窝等，HTI

3.2 增量项目：佛山、西塘等项目激发成长动力

除以上存量项目外，公司及其母公司宋城集团还部署了佛山、西塘和珠海三个国内新增项目。

表 12 西塘、佛山、珠海宋城项目情况

项目	投资金额 首期	占地面积 (亩)	设施	地址	距离周边知名景点 驾车时间	2019 年游客人 次 (万人)	竞品及评分 (大众点评/携程评分)
西塘	10 亿元	一期 132	4 个剧院	嘉兴市南湖区西塘镇西塘路	西塘古镇 (10 分钟)	1136 万	-
佛山	7 亿元	90	3 个剧院 (其中 1 个 3000 座)	佛山市南海区西樵镇樵高路 86 号	南海神庙 (49 分钟)	-	西樵山国艺影视城 (4.3/4.3)
珠海	30 亿元	1500	24 个剧院	广东省珠海市斗门区宋城大道北	珠海长隆海洋王国 (53 分钟)	1174 万	珠海横琴长隆国际大马戏 (4.8/4.4), 长隆海洋王国 (4.9/4.7)

资料来源：宋城演艺官网，宋城演艺关于打造西塘·宋城演艺谷项目的公告、关于打造宋城·西樵山岭南/佛山千古情景区项目的公告、关于打造珠海·宋城演艺谷项目的公告，大众点评，携程，嘉善示范点微信公众号，中国旅游报百家号，南方+客户端，嘉兴政府网，广东省 2020 年重点建设项目计划表，GAAR_TEA-2019 年 TEA-AECOM 全球主题公园报告，HTI

(1) 佛山项目：基本筹备完成，暂未开业。佛山千古情景区位于佛山市南海区西樵镇听音湖片区，占地面积约 90 亩，项目内规划有约 12000 m² 的特大型剧院，座位数约 3000 座，投资金额一期总投资 7 亿人民币，目前已基本完工。该项目深度挖掘岭南文化和西樵山文化旅游内涵，打造具有佛山特色的千古情演出，位于珠三角经济圈与广佛经济圈的核心腹地，毗邻国家 5A 级旅游景区——西樵山风景名胜，有望充分利用城市经济圈和重点景区的流量资源。主要竞争对手西樵山国际影视城卖点为重现影视经典建筑景观，长鹿旅游休闲园则以旅游休闲、商务度假为主，与公司的演艺公园模式均有较大差别，我们判断佛山项目市场环境适宜，有望取得经营佳绩。

图48 佛山项目地理位置图片


注：蓝色为千古情项目，白色为携程 TOP3 景点，灰色为同城竞品，长鹿旅游休闲园同时也为当地 TOP3 景点。
资料来源：携程，百度地图，HTI

图49 佛山项目景区实景图


资料来源：南海西樵微信公众号，HTI

收入测算。我们假设 2024 年佛山全年过夜游客人次恢复到 19 年的 1933 万人次。考虑到佛山项目地理位置优越、差异化竞争优势明显，我们假设佛山项目 24 年过夜旅客渗透率达 7.3%，对应全年接待人数 140 万人。客单价方面，我们假设 24 年培育期佛山项目客单价 100 元/人。据此我们测算，2024 年公司佛山项目收入可达 1.3 亿元。

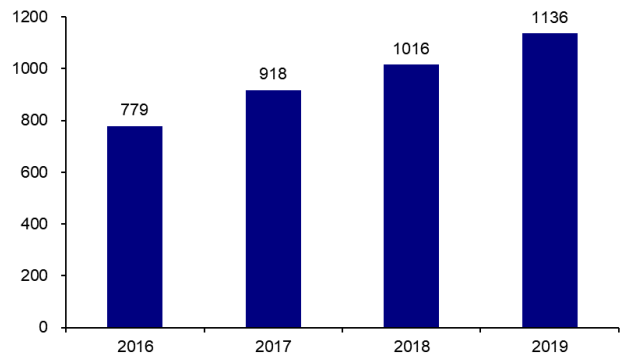
(2) 西塘项目：演艺谷为核心。西塘宋城演艺谷位于浙江省嘉兴市嘉善县，地处长三角城市群核心区，毗邻国家 5A 级景区西塘古镇，该景区 2019 年接待量达到 1136 万人，客流基础稳固。公司西塘项目占地面积约 350 亩，总投资 100 亿元，首期投资 10 亿元，将按照演艺谷模式建设，打造全方位、多层次、立体化旅游目的地，演出、参与式体验、各地美食共同结合戏剧节、音乐会、高峰论坛等系列活动，成为一种跨行业、高层次的文化和休闲度假消费模式。

图50 西塘项目地理位置图片



注：蓝色为千古情项目，白色为携程 TOP3 景点，当地无有一定规模的竞品。
资料来源：携程，百度地图，HTI

图51 西塘古镇游客人数 (万人)



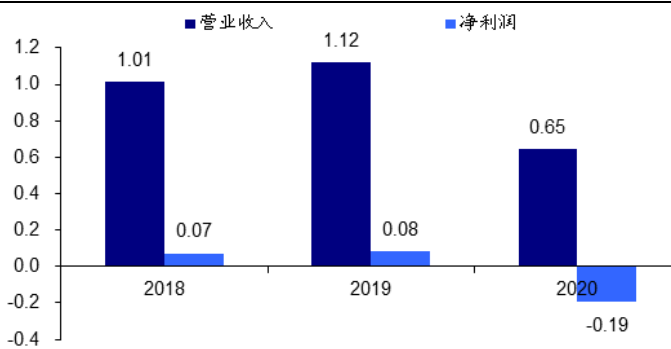
注：仅统计西塘古镇景区游客人数
资料来源：澎湃网，中国经济网，新浪财经，搜狐网，HTI

(3) 珠海项目：开辟演艺集群。目前由母公司宋城集团开发的珠海项目选址于广东省珠海市斗门区，总占地约为 1500 亩。公司规划完成后，投资约人民币 30 亿元。珠海为珠江西岸核心城市，港珠澳大桥通车后成为内地唯一与港澳陆桥相连的城市，演艺谷项目选址距离港珠澳大桥珠海段的洪湾立交直线距离约 20 公里，将充分对接粤港澳大湾区城市群的文旅产业市场，区位优势明显。

打造演艺度假综合体。珠海项目度假区拥有 4000 余间酒店客房，演艺公园集群包含 22 个剧院及室内外表演场所、35 台各类型剧目、12 个文化主题区、超过 30000 个观众座位。该项目将度假、文化、演艺融合到一起，可以向游客提供连续数日异彩纷呈、跌宕起伏的出游和观演体验。22 年 4 月 22 日，宋城演艺发布公告，拟将珠海项目 100% 股权转让给母公司宋城集团，由宋城集团承担后续投资和建设，同时开业后三年分别按 8000 万、10000 万、12000 万元给予上市公司管理费（和澳门项目一同），以减轻公司开发大规模项目的不确定性、提升财务安全。

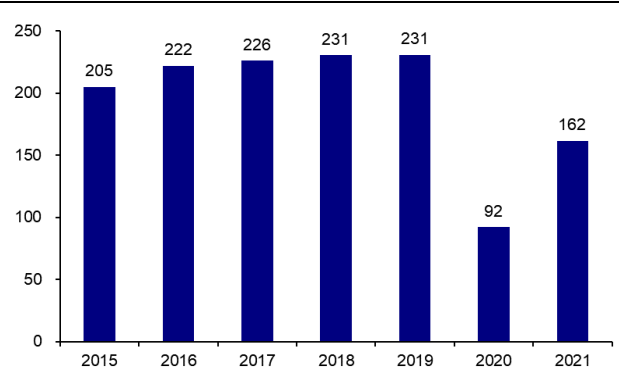
复盘法国狂人国：专业内容铸就多剧目演艺乐园。我们认为，珠海项目计划打造的多剧目演艺模式与法国演艺公园狂人国有相似之处。狂人国公园主要由非盈利组织和一个简化的股份公司 (SAS) 组成。该非盈利组织负责组织 cinéscénie 表演，并持有简化股份公司，后者负责公园管理 (60 个表演、4 个古村、25 个餐厅和 6 个主题酒店)。在此模式下，狂人国乐园拥有超过 4000 名志愿者、超过 2200 名永久性和季节性员工。2019 年，法国狂人国接待 230 万名游客，股份公司总收入为 1.12 亿欧元 (+10.60%)，净利润为 0.08 亿欧元 (+14.05%)，20 年受疫情有所影响，整体来看业绩及营收稳步增长。

图52 法国狂人国营业收入及净利润 (亿欧元)



资料来源：Bloomberg, HTI

图53 法国狂人国游客人数 (万人)



资料来源：The Park Database, HTI

重视人才和持续投入铸就经久不衰的吸引力。①**人才**：自 1998 年起，狂人国创建了自己的技术与艺术培训学院“青年学院”，开设包括戏剧、舞蹈、绘画、照明、布景和道具、马术、马术特技、视频、表演技术和动物驯养等 33 个专业，每年培训 600 多名年轻学员，狂人国目前拥有超过 70 个工种的工作人员，协力创意表演，包括编剧、舞台设计、服装设计、训兽员、特技演员、技术人员和园林设计师等。②**持续投入**：持续的投资策略是狂人国乐园成功的基础之一。每年狂人国主题公园将 100% 的利润重新投资于新产品，并已经持续多年，狂人国已在过去 40 年中投资 5 亿欧元用于公园建设。

参考法国狂人国，珠海项目具有充分发展空间。从演出剧目看，法国狂人国推出《Cinécénie》等 20 个剧目，演出场次为 60 场，宋城集团珠海演艺谷剧目数量有较大规划空间；从地理位置看，狂人国位于旺代省莱瑟佩瑟城镇，主要辐射法国、欧洲游客，而宋城集团珠海演艺谷位于人口密集的大湾区，气候宜人，具备旅游发展的优良条件。我们认为，宋城剧目打造能力优秀、此次珠海演艺谷有望以多剧目模式划出新的成长曲线。

此外，公司母公司宋城集团另有澳洲和泰国海外项目正在推进中：

（1）澳洲传奇。澳洲传奇是宋城集团在澳大利亚昆士兰州黄金海岸的一座主题公园。公园汇集澳洲本土与东方文化，设有演艺剧场、澳洲传奇大型演出、澳洲土著文化村主题公园、狂野澳洲、神秘东方景区等多个板块，占地面积达到 45 万平方米。澳洲传奇于 2018 年完成项目设计，项目一期总投资规模预计 20 亿元，其中土地成本 3 亿元，工程规划、设计及建设等费用 15 亿元，编创费用 6000 万元，规费 7200 万元，受到当地民众高度支持。疫情期间公司重新梳理过去的投资项目，公司将澳洲项目转让给控股股东宋城集团，由集团进行后续开发建设。

（2）泰国芭提雅项目有序推进。2023 年 2 月，宋城集团新任总裁黄鸿鸣表示：芭提雅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，建成后将会大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。据四川省人民政府，2019 年，约 1098 万中国人赴泰国旅游，作为中国游客出境游的主要目的地之一，泰国是宋城模式海外扩张项目发展的优质试验田。

3.3 扩张空间：北京、贵州、重庆等城市为潜在项目选址地

选址和当地竞争格局是扩张能否成功的关键。我们对公司历史上未能复制成功的项目进行了复盘，我们认为其表现不佳原因主要有两点：①**选址不佳**：例如，公司石林项目、泰山项目位于位置偏远、过夜旅客较少的石林、泰山景区周边，游客通常都是当天来回，时间紧张，因此对周边的演艺需求不高；武夷山项目选址远离核心景区，吸引游客较难。②**市场空间不足、竞争环境不明朗**：公司吴越千古情项目临近杭州宋城，客流被杭州宋城项目稀释，泰山项目也面临景区内演艺项目竞争的压力。

我们认为，公司模式成熟，在产品打造、渠道推广方面已经形成了成熟的模式，而选址和当地竞争格局则是影响公司项目能否复制成功的关键因素，客源丰富、演艺市场空间大的市场更适合公司项目发展。

表 13 主题公园与综合项目投资额及面积对比

项目	建设/开业时间	模式	计划投资金额 (元)	占地 (亩)	地理位置	中止时间	失败原因推测
石林阿诗玛	2011 年	自建	2.2 亿	67	中国云南省昆明市石林彝族自治县石林镇	2015	景点过夜旅客少, 时间紧张。相比于观光项目, 观看演出的需求较小
吴越千古情	2012 年	自建	2.5 亿	-	中国浙江省杭州市风情大道 2555 号杭州乐园大剧院	2014	杭州宋城客流量较大, 稀释位于乐园内的吴越千古情客流
武夷山千古情	2011 年	自建	3.5 亿	350	福建省武夷山市战备路以西	2016	武夷山项目选址远离核心景区
泰山千古情	2011 年原规划为重资产后于 2015 年以轻资产模式开业	原为自建, 后为剧院托管	原计划投资 5 亿重资产	11.3	原计划: 泰安旅游经济开发区内天平湖西岸; 后续轻资产: 泰安市泰山区望岳东路 9 号泰山大剧院	2017	景点过夜旅客少, 游客时间紧张, 项目位于景区外围, 观演较难; 泰山景区内本身就有其他的演艺表演和旅游项目。

资料来源: 昆明市人民政府, 宋城演艺 2011 对外投资公告、关于变更石林项目募集资金用途永久补充流动资金的公告、关于正式推出《吴越千古情》的公告、重大投资意向公告、关于武夷山宋城文化旅游度假区项目的进展公告、对外投资意向公告、关于加快推进泰安演艺项目的公告, 宋城演艺 2010、2012、1H14、2015、2016、2017 年度报告, 宋城演艺官网, 中国网, 齐鲁晚报, 携程, 百度地图, HTI

潜在项目储备丰富。公司潜在项目选址地包括北京、重庆、成都、贵州、澳门、长三角、珠三角等地。所选地区历史文化旅游资源丰富, 具有独特的历史文化氛围, 且均为旅游热门目的地, 游客数量庞大、旅游市场空间广阔, 旅游演艺项目数量相对较少。我们认为, 这些地区演艺项目较为匮乏, 现存项目对当地文化发掘较浅, 未来公司在这些地区发展千古情重资产项目有较大空间。此外, 公司还计划在长三角、珠三角、欧洲等地推进布局, 扩张之路远未到达终点。

表 14 宋城演艺规划中项目及所在地情况

所在地	历史文化特色	2019 年接待游客/过夜游客量 (亿人次)	当地演艺或主题公园项目及大众点评/携程评分
北京	几朝古都, 红色之都	3.22/-	北京环球影城 (4.8/4.5)
重庆	山水都市、民国古镇	6.57/1.45	印象武隆 (4.8/4.6)
成都	古蜀文化、水利文化	2.80/1.01	蜀风雅韵川剧院 (4.8/4.7)
贵州	苗族文化、红色文化	11.35/-	茅台天酿演出 (4.6/4.3)
澳门	中西交融、世遗建筑	0.39/0.19	永利皇宫缆车表演 (携程 4.7 分)
海南	热带海岛、海洋文化	0.83/0.68	-

资料来源: 北京市统计局, 北京市文化和旅游局, 重庆市文化和旅游发展委员会, 四川省文化和旅游厅, 成都市文化广电旅游局, 贵州省人民政府, 贵州省文化和旅游厅, 澳门特别行政区政府旅游局, 2020 成都年鉴, 海南 2022 统计年鉴, 2020 重庆统计年鉴, 中国政府网, 中国非物质文化遗产网, 大众点评, 携程, HTI
注: 考虑到公司已经在三亚部署项目, 我们认为新增项目设置在三亚可能性不大, 因此剔除了位于三亚的竞品项目。

3.4 轻资产: 宋城品牌输送全国各地

轻资产+管理输出。公司的轻资产模式无需投资前期景区建设与后期场地维护, 而是将重心放在品牌运营与管理上, 通过输出创意表演、推广宣传、景区运营等服务收取一揽子服务费和管理费。公司目前拥有的轻资产项目收入模式基本相同, 包括每年分阶段确认的一次性服务费和年末按照项目经营收入的一定比例提取的管理费。

选址定为特色旅游城市优秀景区, 合作方多为国有控股的旅游投资公司。通过深度合作, 政府支持和景区声誉助力品牌成长, 品牌实力为景区注入活力。凭借项目本身模式成熟、可复制度高的优势和合作方的支持, 宋城轻资产项目在宁乡、宜春、郑州等地迅速落地, 平均建成期限 1-2 年。2016-22 年间, 宋城演艺陆续完成宁乡炭河千古情、明月千古情、黄帝千古情、延安千古情、三峡千古情五大项目的签约, 炭河、明月、黄帝项目已开业, 影响力进一步扩大。

严格选址, 保证效果。公司轻资产项目布局的宁乡、新郑、宜春、延安以及宜都五座城市均属旅游城市, 客源充足。2019 年郑州、宜春两市全年接待游客数超 1 亿人次, 宁乡、延安两地当年接待游客人次达千万级。2016-19 年宜都市游客接待数 CAGR 14%, 具有较好的旅游发展潜力。公司将演艺和服务活动与当地特色深度融合, 以当地传统文化为核心进行特色方案设计, 编创创意剧目, 开展包括主秀、高科技体验场馆、演艺秀、主题节日等多种形式在内的多元化娱乐项目。利用品牌专业能力与地区特色优势互补, 带动所在地区文旅产业整体升级, 保证项目顺利运转, 实现双赢。

表 15 宋城演艺轻资产项目详细情况

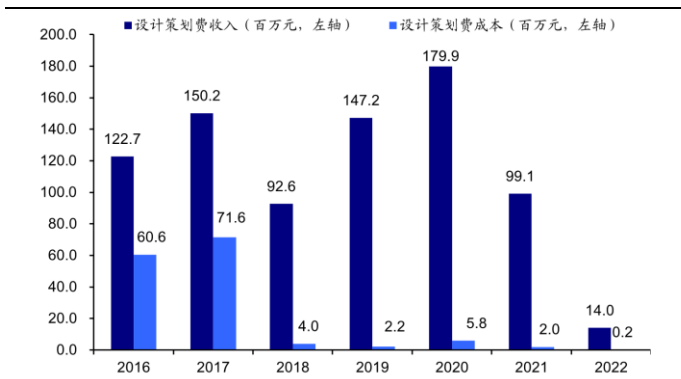
项目名称	状态	开业时间	签约时间	合作方	合作授权期限(年)	优先续约权	收入/年	选址	2019年该城市游客数(万人)	占地面积(亩)
三峡千古情	在建	2024.5.1 (暂定)	2022.11.24	湖北交投宜昌投资开发有限公司、宜都市国通投资开发有限责任公司	10	有	2.6亿元+项目年经营收入的20%	湖北省宜都市鲟龙湾文化旅游产业园内	415	136
延安千古情	在建	未定	2020.11.16	陕西太乙农业发展集团股份有限公司	5	无	2.6亿元+项目年经营收入的20%	陕西省延安市西北部	7308	150
郑州黄帝千古情	已开业	2020.9.19	2017.11.9	郑州竹桂园旅游景区开发有限公司、郑州宜居教育城龙腾建设发展有限公司	5	无	2.6亿元+景区经营收入的20%	河南省郑州市新郑市大学南路	13060	260
宜春明月千古情	已开业	2018.12.28	2017.7.6	宜春市明月山旅游投资有限公司	10	无	2.6亿元+管理费(标准另行商议)	江西省宜春市明月山	10700	150
宁乡炭河千古情	已开业	2017.7.3	2016.6.21	宁乡县炭河古城文化旅游投资建设开发有限公司、宁乡县人民政府(“鉴证方”)	5+5	无	2.6亿元+项目年可支配经营收入的20%	湖南省长沙宁乡市炭河古城内	2301	-

资料来源：2019年宜都市/延安市/郑州市/宜春市/宁乡市国民经济和社会发展统计公报，宋城演艺关于全资子公司签订“宋城·宁乡炭河里文化主题公园”项目合作协议书的公告、关于明月情景区项目一揽子服务协议签署的进展公告、关于签订宋城·黄帝千古情景区项目合作协议书的公告、关于签订延安千古情项目合作协议的公告、关于签订宋城·三峡千古情项目合作协议的公告、2021年5月7日投资者关系活动记录表，宋城演艺官网，HTI

轻资产输出取得佳绩。2016年公司开辟首个轻资产项目宁乡炭河千古情。园内活动丰富，结合本地炭河里遗址悠久历史和西周文化打造出《在河之洲》《炭河绝恋》等一系列优质歌舞剧目和《武王练兵》《编钟乐舞》等外场演艺秀，同时还配有太子阴魂听音室、西周电影馆等特色服务。2018年7月3日，宁乡炭河千古情正式开园一周年，累计接待游客超过400万人次，营业收入突破1.6亿元，刷新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，收入、口碑均取得佳绩。2019年五一期间，《明月千古情》单日演出5场，成为江西省演出场次、观众人数最多的大型旅游演出。

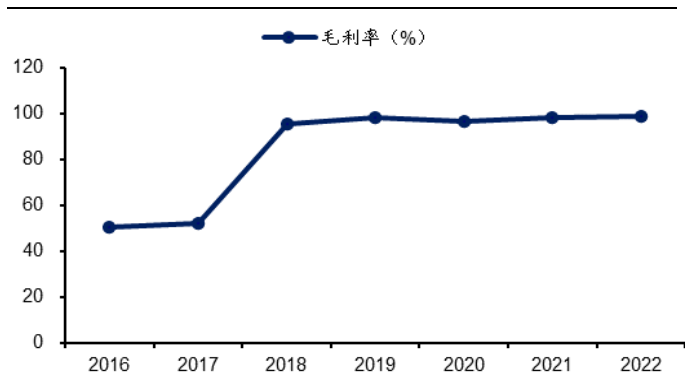
轻资产模式成熟，盈利能力强。公司的设计策划费主要来自轻资产项目收入，除每个项目2.6亿元一次性收入外，项目落地后，公司提供管理输出，毛利率可达90%以上，高效贡献利润。2016-2021年，公司设计策划费收入基本在1亿元以上，2018-2022年，毛利率达到接近100%水平。

图54 公司轻资产项目收入与成本



资料来源：wind, HTI

图55 公司设计策划费毛利率水平



资料来源：wind, HTI

3.5 花房：贡献稳定投资收益

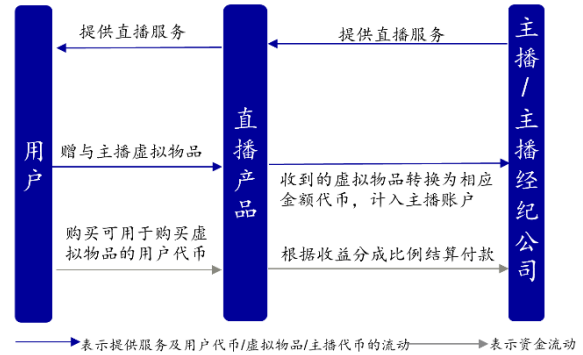
娱乐直播平台，赚取用户打赏分成为主要盈利模式。花房集团拥有花椒（移动端娱乐直播平台、包括语音直播平台奶糖）、六间房（PC端娱乐直播平台）、HOLLA（海外社交平台）三大平台，主要通过和主播就用户打赏分成形式盈利，2022年花椒平台贡献近70%收入。

图56 花椒、六间房 APP 界面



资料来源：APP Store, HTI

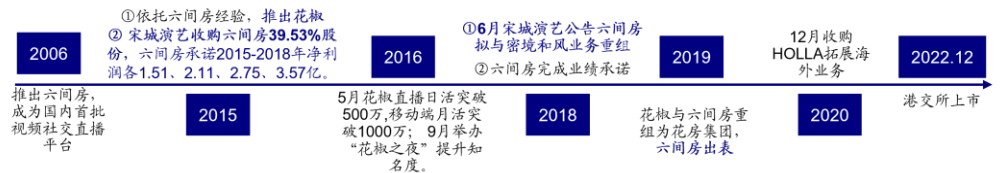
图57 花房集团直播平台盈利模式



资料来源：花房招股书, HTI

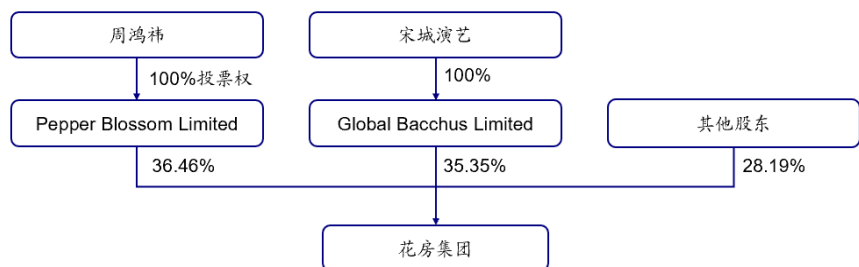
15年六间房被宋城收购并表、19年重组为花房集团出表。2015年，宋城收购六间房39.53%股份，2019年六间房与花椒重组为花房集团、出表；截至2022年12月12日，花房集团实控人为360创始人周鸿祎（36.46%投票权），宋城演艺持股35.35%，作为长期股权投资核算（2021、1H22各贡献1.20亿、0.66亿元投资收益）。2022年12月12日花房在港交所上市。2023年花房集团某持股25%被投公司被有关机关展开调查，花房集团部分账户资金被冻结，宋城演艺2022年报因此被出具保留意见。7月，花房集团披露花房集团所有冻结账户已解冻，花房集团认为这代表调查有所进展。我们认为，宋城演艺保留意见相关事宜也有望得到解决。

图58 历史沿革



资料来源：花房招股书，宋城演艺关于子公司北京六间房科技有限公司与北京密境和风科技有限公司进行重组的公告、独立董事关于第六届董事会第二十五次会议事项的事前认可意见、关于对北京六间房科技有限公司业绩承诺完成情况的鉴证报告、关于子公司北京六间房科技有限公司与北京密境和风科技有限公司重组方案的进展公告，人民网，HTI

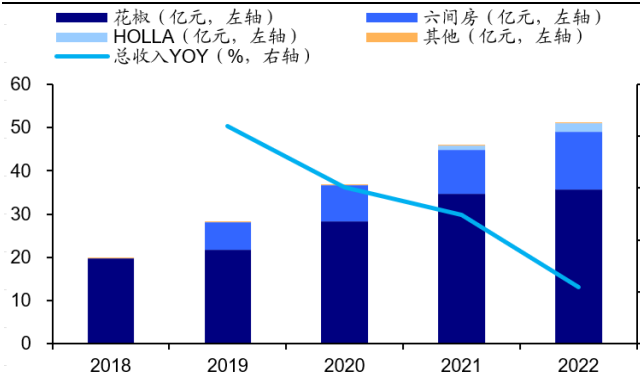
图59 2022年花房集团股权结构



资料来源：WIND, HTI

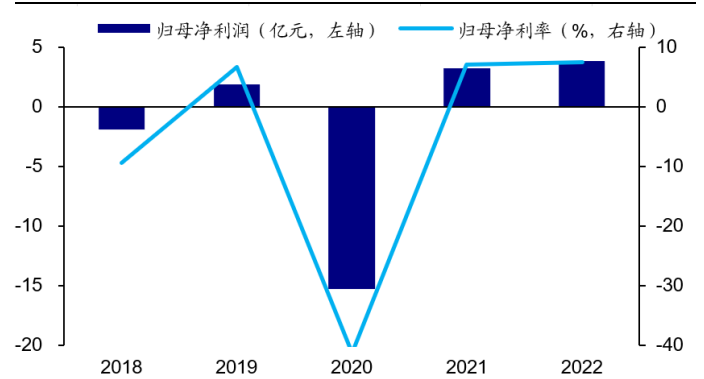
2019-22 年花房收入各同比+42%、+30%、+25%、+11%，盈利能力稳定。2019-22 年花房收入保持增长；同时归母净利率保持在高个位数水平（20 年亏损主因减值影响），发展稳健，有望为公司贡献稳定投资收益。

图60 花房各项业务收入及总收入 YOY



资料来源：花房集团招股书、2022 年业绩报告，HTI

图61 花房归母净利润及增速



资料来源：花房集团招股书、2022 年业绩报告，HTI

4. 盈利预测：预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 9.28、14.06、16.19 亿元

预计公司 2023-25 年收入各 22.35、32.64、36.37 亿元，分别同比增加 388.09%、46.07% 和 11.43%。收入的增长主要由成熟项目修复、存量项目爬坡和优化以及增量项目落地带动。毛利率方面，考虑到疫情影响减退，我们预计公司经营逐步回归正常，2023-25 年毛利率分别为 67.43%、69.52%、70.18%。

表 16 公司收入测算分拆表 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
杭州	286.88	485.86	208.40	711.58	977.59	1020.41
yoy(%)	-68.78	69.36	-57.11	241.45	37.38	4.38
三亚	127.10	147.96	54.66	251.98	405.30	411.60
yoy(%)	-67.64	16.41	-63.05	360.97	60.84	1.55
丽江	136.52	116.24	85.26	317.25	342.54	370.62
yoy(%)	-59.06	-14.85	-26.65	272.10	7.97	8.20
九寨	25.67	45.48	21.02	104.02	168.74	173.58
yoy(%)		77.18	-53.78	394.91	62.22	2.87
桂林	56.59	91.15	31.67	188.89	261.43	315.58
yoy(%)	-64.78	61.07	-65.25	496.37	38.51	20.62
张家界	18.12	32.29	0.00	80.88	137.86	182.76
yoy(%)	-72.32	78.18	-100.00	-	70.46	32.57
西安	25.00	16.78	0.03	181.98	286.12	321.56
yoy(%)		-32.87	-99.84	676531.50	57.23	12.39
上海		73.96	0.02	127.83	240.81	280.87
yoy(%)			-99.98	705536.94	88.39	16.64
佛山					130.16	158.09
yoy(%)						21.46
西塘					32.52	84.32
yoy(%)						159.26
设计策划费	183.40	102.10	16.47	141.58	100.66	83.50
yoy(%)	5.84	-44.33	-83.87	759.75	-28.90	-17.05
其他	43.32	73.05	40.28	128.56	179.98	233.98
yoy(%)	-92.36	68.63	-44.85	219.14	40.00	30.00
营业收入	903	1185	458	2235	3264	3637
yoy(%)	-65.44	31.27	-61.36	388.09	46.07	11.43
营业成本	353	580	228	728	995	1084
yoy(%)	-52.80	64.34	-60.61	218.84	36.69	9.00
毛利率(%)	60.93	51.08	50.14	67.43	69.52	70.18

注：我们假设佛山项目 24 年开业，西塘项目 24 年中开业，暂不考虑珠海项目
资料来源：公司招股书，2020-2022 年年报，2023 年第一季度报，HTI

我们预计公司 2023-2025E 年销售费用率各 10.0%、9.5%、9.0%，管理费用率各 11.6%、8.1%、7.5%，研发费用率各 3.0%、2.8%、2.5%，财务费用率各 -1.3%、-1.5%、-2.0%。综上所述，我们预计 2023-25 年公司归母净利润分别为 9.3、14.1、16.2 亿元，分别同比+9505.2%、+51.6%、+15.1%，对应 EPS 分别为 0.35 元、0.54 元、0.62 元。

表 17 公司合并损益表分析 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	903	1185	458	2235	3264	3637
%增长率	-65.4%	31.3%	-61.4%	388.1%	46.1%	11.4%
营业成本	353	580	228	728	995	1084
%销售收入	39.1%	48.9%	49.9%	32.6%	30.5%	29.8%
毛利	550	605	230	1507	2269	2552
%销售收入	60.9%	51.1%	50.1%	67.4%	69.5%	70.2%
税金及附加	12	22	28	34	36	36
%销售收入	1.3%	1.9%	6.0%	1.5%	1.1%	1.0%
销售费用	64	66	22	223	310	327
%销售收入	7.1%	5.6%	4.9%	10.0%	9.5%	9.0%
管理费用	288	256	392	259	266	271
%销售收入	31.9%	21.6%	85.6%	11.6%	8.1%	7.5%
研发费用	37	41	19	67	91	91
%销售收入	4.2%	3.5%	4.1%	3.0%	2.8%	2.5%
财务费用	-13	-1	-27	-30	-50	-72
%销售收入	-1.4%	-0.1%	-5.9%	-1.3%	-1.5%	-2.0%
其他收益	35	5	9	40	33	36
投资收益	14	182	187	190	206	215
营业利润	-1699	372	-8	1185	1857	2154
%增长率	-198.5%	121.9%	-102.1%	15307.3%	56.7%	16.0%
营业外收支	-38	-29	-6	3	3	3
利润总额	-1737	344	-14	1188	1860	2157
%增长率	-206.57%	119.8%	-104.0%	8685.5%	56.5%	15.9%
所得税	30	41	3	211	351	416
所得税率	-1.7%	12.0%	-25.2%	17.7%	18.9%	19.3%
合并报表的净利润	-1767	303	-17	978	1509	1741
少数股东损益	-15	-13	-27	50	102	122
归属于母公司的净利润	-1752	315	10	928	1406	1619
净利率	-194.2%	26.6%	2.1%	41.5%	43.1%	44.5%

资料来源: Wind, 宋城演艺 2020、2021、2022 年报告, HTI

我们认为, 公司作为演艺行业龙头, 质地优秀、项目运营经验丰富, 随着疫情后旅游消费市场的逐步复苏, 存量项目的修复优化、增量项目的落地有望带来业绩的持续增长, 同时, 公司项目储备丰富, 潜在扩张空间广阔, 成长性亦值得期待, 有望在疫情后实现业绩和估值水平的双重提升。

由于 23 年公司业务仍受疫情一定影响, 公司杭州、西安、张家界等项目 3 月开始营业, 上海项目 7 月开始营业, 佛山项目尚未开放, 因此我们认为 23 年公司经营状态未完全恢复, 归母净利润尚不能恢复至 19 年同期水平, 而可比公司 23 年一致预期归母净利润已超过或接近 19 年同期, 因此我们选择经营完全恢复正常的 24 年进行估值。参考可比公司估值, 考虑到公司未来项目扩张空间广阔、成长性亮眼, 可给予一定估值溢价, 给予 2024 年 30 倍 PE, 对应目标价 16.14 元/股。

表 18 参考可比公司估值 (根据 2023 年 8 月 10 日收盘价)

简称	总市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)					归母净利润增长率 (%)			PE (倍)		
		2019	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
中国中免	253683	4629	5030	9107	12507	15790	81	37	26	27.9	20.3	16.1
中青旅	9765	568	-334	414	621	795	-	50	28	23.6	15.7	12.3
天目湖	4497	124	20	187	232	273	820	24	18	24.1	19.4	16.5
平均值		1774	1572	3236	4453	5619	450	37.2	24.0	25.2	18.5	14.9

资料来源: Wind 一致预期, HTI 注: 我们认为中青旅、天目湖作为 A 级景区演艺个股, 与公司更有可比性, 替换原可比公司港股餐饮企业海底捞。

5. 风险提示

经济下行风险, 新项目不达预期, 市场竞争加剧。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	458	2235	3264	3637
每股收益	0.00	0.35	0.54	0.62	营业成本	228	728	995	1084
每股净资产	2.89	3.23	3.66	4.13	毛利率%	50.1%	67.4%	69.5%	70.2%
每股经营现金流	0.13	0.44	0.68	0.75	营业税金及附加	28	34	36	36
每股股利	0.05	0.05	0.11	0.15	营业税金率%	6.0%	1.5%	1.1%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	22	223	310	327
P/E	3547	36.92	24.35	21.16	营业费用率%	4.9%	10.0%	9.5%	9.0%
P/B	4.54	4.06	3.58	3.17	管理费用	392	259	266	271
P/S	74.82	15.33	10.49	9.42	管理费用率%	85.6%	11.6%	8.1%	7.5%
EV/EBITDA	213.71	25.71	15.51	12.85	EBIT	-222	924	1566	1827
股息率%	0.4%	0.4%	0.9%	1.2%	财务费用	-27	-30	-50	-72
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-5.9%	-1.3%	-1.5%	-2.0%
毛利率	50.1%	67.4%	69.5%	70.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	2.1%	41.5%	43.1%	44.5%	投资收益	187	190	206	215
净资产收益率	0.1%	11.0%	14.7%	15.0%	营业利润	-8	1185	1857	2154
资产回报率	0.1%	8.9%	11.9%	12.2%	营业外收支	-6	3	3	3
投资回报率	-3.3%	8.1%	11.9%	12.2%	利润总额	-14	1188	1860	2157
盈利增长 (%)					EBITDA	171	1219	1925	2198
营业收入增长率	-61.4%	388.1%	46.1%	11.4%	所得税	3	211	351	416
EBIT 增长率	-207.1%	516.0%	69.6%	16.6%	有效所得税率%	-25.2%	17.7%	18.9%	19.3%
净利润增长率	-96.9%	9505.2%	51.6%	15.1%	少数股东损益	-27	50	102	122
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	10	928	1406	1619
资产负债率	16.9%	16.0%	15.4%	14.4%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	3.07	4.23	5.22	6.35	货币资金	2327	3563	5083	6696
速动比率	3.05	4.20	5.19	6.32	应收账款及应收票据	1	6	8	9
现金比率	2.73	3.85	4.85	5.98	存货	11	12	14	15
经营效率指标					其它流动资产	273	334	367	392
应收账款周转天数	0.77	1.01	0.87	0.90	流动资产合计	2613	3915	5471	7112
存货周转天数	17.66	6.00	5.00	5.00	长期股权投资	1757	1757	1757	1757
总资产周转率	0.05	0.21	0.28	0.27	固定资产	2457	2512	2540	2547
固定资产周转率	0.19	0.89	1.29	1.43	在建工程	387	352	331	319
					无形资产	1006	806	656	506
					非流动资产合计	6808	6540	6356	6160
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	9420	10456	11828	13272
净利润	10	928	1406	1619	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-27	50	102	122	应付票据及应付账款	327	359	409	416
非现金支出	394	296	359	372	预收账款	14	11	13	15
非经营收益	-164	-146	-197	-205	其它流动负债	510	555	625	689
营运资金变动	120	17	96	55	流动负债合计	851	925	1047	1119
经营活动现金流	332	1145	1766	1962	长期借款	0	0	10	10
资产	-244	-95	-194	-193	其它长期负债	737	752	767	782
投资	539	0	-10	-10	非流动负债合计	737	752	777	792
其他	14	217	231	240	负债总计	1588	1676	1824	1911
投资活动现金流	309	122	27	36	实收资本	2615	2615	2615	2615
债权募资	-12	15	25	15	归属于母公司所有者权益	7549	8446	9568	10803
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	283	334	436	558
其他	-184	-62	-315	-416	负债和所有者权益合计	9420	10456	11828	13272
融资活动现金流	-196	-47	-290	-401					
现金净流量	462	1236	1519	1614					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 10 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Pioneering the performing arts park model, the main business growth and profitability performance. 1 Overview: Songcheng Performing Arts is the leading performing arts industry in China. The company opened its doors in Hangzhou Songcheng in 1996, and has gradually expanded in different places since then. As of July 23, the company had 8 heavy-asset projects and 3 light-asset projects in operation, and 2 heavy-asset projects and 2 light-asset projects in progress. 2 Shareholding structure: founder Huang Qiaoling and persons acting in concert held 40.95% of the shares, Zhang Xian served as the chairman of the board of directors, both of whom have rich business background and excellent management capabilities. 3 Financial and market performance: In 2019, excluding the six-room revenue and net profit of the company were RMB2.228 billion and RMB1.044 billion respectively, with a net profit margin of 51.30%. In 2013-19, the company's revenue CAGR of 21.91% and net profit of the parent company was 22.54%, with outstanding growth and profitability. The company's historical valuation is mainly affected by the progress and effect of expansion. We believe that the successful replication of the project confirms the company's growth potential, which is expected to increase.

Composite products + diversified channels, excellent business model to improve profitability and reproducibility. 1 Products: On the revenue side, the Company's projects enjoy both taste and taste, strive for excellence and have rich business formats. The mature projects score better than the competitors. The Hangzhou/Lijiang/Sanya projects will perform 2000/1200/1400 performances in 2019, opening up revenue space. On the cost side, with relatively low initial investment + high turnover and diluted fixed costs, the Company flexibly employs workers to perform performances through school-enterprise cooperation, introduction of interns and tailor-made Songcheng classes, and controls variable labor costs. The gross profit margin in 2019 reached 71%, leading the industry. 2 Channels: The Company selects popular tourist cities and surrounding key scenic spots to obtain natural passenger flow. At the same time, the Company promotes and grasps the source of group and retail customers through all channels through low-cost drainage and cooperation with travel agencies. In 2019, the Company received over 40 million people annually.

Performing arts leaders set sail again after the epidemic, and projects are expected to blossom at multiple points. (1) Stock projects: 1 Hangzhou/Sanya/Lijiang restoration: Under the background of gradual recovery of the tourism market, the company's mature projects have a solid market position and are expected to achieve restoration. The company's reception of tourists on May 1 in 23 years will recover more than the same period in 2019. We estimate that the revenue of the company's Hangzhou/Sanya/Lijiang projects will reach 790/410/340 million yuan under the condition of fully normal operation in 24 years (the same below). 2 Jiuzhai/Guilin/Zhangjiajie ramp-up: the rating is leading the competition in the same city, and its position is gradually solid, and it is expected to resume ramp-up after the epidemic. We estimate that the revenue from the Jiuzhai/Gulin/Zhangjiajie projects in 24 years will be 160/330/230 million yuan each. 3 Xi'an/Shanghai optimization: The Xi'an project opened in March 23 years has made a good start to a good start. Against the background of post-off. In addition, the background of rectification contents of more than 300 million tourists (19 years. In addition, Xi'an project rectification, Xi'an project in other traditional performance projects in the background of the recovery of the development, Xitang and Shanghai and other cities, Xi'an project will 3) Expansion space: Reviewing the company's history of discontinued projects, we judge that site selection and local competitive landscape are key to the success of the company's off-site replication. The company's potential project locations include Beijing, Guizhou, Chongqing, and Europe. These cities are rich in passenger traffic and relatively scarce performing arts projects. The company's potential project expansion space remains broad.

Profit forecast and valuation. We judge that the growth of the Company is mainly driven by operational repair and the release of growth space. We expect the Company's revenue in 2023-25 to be RMB2.235, RMB3.264 and RMB3.637 billion, respectively, +388.1%, +46.1% and +11.4% year-on-year. Net profit attributable to the Company is RMB0.928, RMB1.406 and RMB1.619 billion, respectively, +950.2%, +51.6% and +15.1% year-on-year, corresponding to EPS of RMB0.35, RMB0.54 and RMB0.62 respectively. We believe that the Company has excellent quality and broad growth space. We give the Company a PE of 30 times the net profit attributable to the Company in 2024, corresponding to a target price of RMB16.14 per share, and maintain our "outperform" rating.

Risk tips. Downward economic risks, new projects do not meet expectations, intensified market competition

Compliance Alert: Haitong Securities is the market maker of Huaqiang Fonte in the National Equities Exchange and Quotations for SMEs and hereby discloses.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，汪立亭，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Liting Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，李宏科，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongke Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，许樱之，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yingzhi Xu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 3611.HK and 601888.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 3611.HK and 601888.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 3611.HK and 601888.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

3611.HK 及 601888.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

3611.HK and 601888.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

嘉谟证券有限公司—海底捞国际金融私人有限公司 R 及嘉谟证券有限公司—海底捞控股私人有限公司 R 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

嘉谟证券有限公司—海底捞国际金融私人有限公司 R and 嘉谟证券有限公司—海底捞控股私人有限公司 R is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去 12 个月中获得对 3611.HK 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 3611.HK.

海通在过去的 12 个月中从嘉谟证券有限公司—海底捞国际金融私人有限公司 R 及嘉谟证券有限公司—海底捞控股私人有限公司 R 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 嘉谟证券有限公司—海底捞国际金融私人有限公司 R and 嘉谟证券有限

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行) :

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

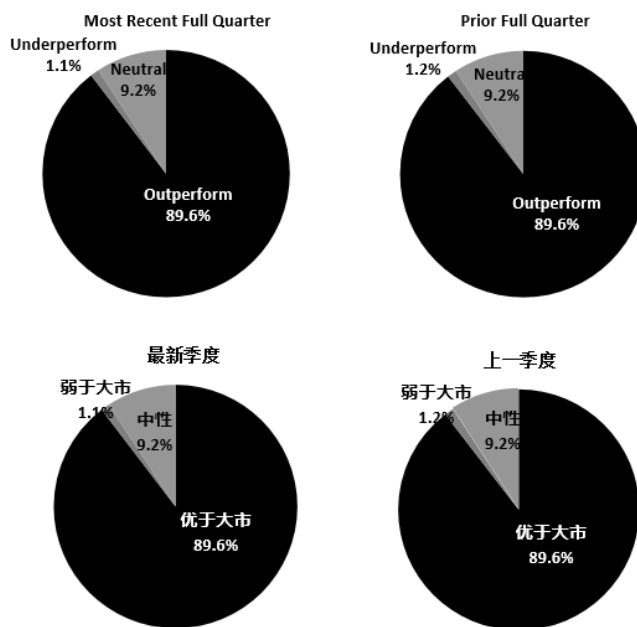
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2023 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.1%
投资银行客户*	4.7%	5.6%	10.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日) :

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.1%
IB clients*	4.7%	5.6%	10.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其联属公司 (「ESG 方」) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」)，ESG 方均不担保或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在HTISGL的全资附属公司Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HSIPL于2016年12月22日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但HTIRL、HTISGL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国FINRA有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISGL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions

expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA

and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”) 公司(废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

Songcheng Performance Development - 300144 CH



1. 30 Aug 2021 OUTPERFORM at 14.56 target 21.11.
2. 4 Sep 2021 OUTPERFORM at 14.56 target 21.11.
3. 27 Apr 2022 OUTPERFORM at 11.95 target 16.21.
4. 1 Nov 2022 OUTPERFORM at 12.79 target 14.42.