

2017年12月25日

宋城演艺 (300144.SZ)

深度分析

打造演艺生态圈，宋城价值链凸显

投资要点

- ◆ **演艺行业龙头，盈利能力与复制能力兼备，未来三年新项目陆续开业增厚业绩：**
 - **从演艺行业来看：**公司是兼具盈利能力与复制能力的行业龙头，在项目选址、开发运营、内容创作上拥有领先的制作团队，也构成了其盈利的核心竞争力。从复制项目来看，千古情的异地复制模式已经成熟，1年左右的培育期、2年左右的投资回报期，是其优秀复制能力的体现；异地项目成功复制打破原有杭州宋城单个千古情的盈利模式，未来三年，三亚、丽江、九寨沟的培育成熟可期，与此同时，桂林、张家界、西安、上海、澳洲等第二批异地项目陆续开业也有望为业绩增长提供新动力。
 - **从成熟景区的经验来看：**以杭州宋城为例，成熟景区还可以通过营销策划、增设剧院、增加演出场次、优化游客结构等方式提高增长，2017上半年杭州宋城收入同比增长22.38%，这对其他已开业景区具有借鉴意义。
 - **从开发模式来看：**第一个转变从独立开发转向合作开发，就公司而言，拿地建设以及文化发掘的压力减少，第二个转变从重资产演艺模式转向轻资产模式，通过管理输出与服务输出来获取管理费与服务费，两种模式转变都减轻了上市公司财务压力，彰显出宋城的品牌价值与核心竞争力。
- ◆ **线上线下打通，打造演艺为核心的泛娱乐生态圈：**
 - **从目前业绩贡献来看，**六间房业务已成为演艺板块不可或缺的部分，营收贡献近半，六间房作为老牌直播平台，在秀场类直播中的地位不言而喻，其积极的三维转型将成为未来的重要看点：一是充分利用用户数量的基数优势，积极从网页端向移动端转型。六间房互联网运营收入占比较高，ARPU 值业内偏上，具备核心竞争优势；二是用户转型，进军二次元产业，瞄准未来10年消费市场；三是多元化布局，收购灵动时空布局中度游戏市场，泛娱乐业务逐步落地有望增厚业绩。
 - **从科技板块及IP板块来看：**VR+旅游处于行业发展初期阶段，未来会有较强爆发力，公司利用VR技术丰富景区内内容，增强游客体验；从IP储备来看，女团打造娱乐IP，TMT基金布局文化IP，多IP布局有望实现与演艺主业协同发展。
- ◆ **投资建议：**我们预计公司2017-2019年营业收入分别为30.54亿元、36.51亿元和44.03亿元，归母净利润分别为10.80亿元、12.97亿元和15.38亿元，对应的EPS为0.74、0.89和1.06元。结合未来三年，公司保持每年2-3个新项目（自主+轻资产）开业，业绩增长比较确定，给予“买入-A”评级，6个月目标价为26.7元，相当于2018年30倍的市盈率。
- ◆ **风险提示：**1、商誉减值风险；2、新开业项目进度不及预期；3、直播行业监管风险，新项目上线不及预期。

餐饮旅游 | 景区 III

投资评级	买入-A(上调)
6个月目标价	26.7元
股价(2017-12-25)	18.78元

交易数据

总市值(百万元)	27,279.97
流通市值(百万元)	21,643.10
总股本(百万股)	1,452.61
流通股本(百万股)	1,152.45
12个月价格区间	17.66/22.39元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.12	4.87	1.32
绝对收益	-4.62	-1.05	-9.3

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

齐莉娜
 qilina@huajinsec.cn
 021-20377037

相关报告

宋城演艺：杭州宋城景区业绩增速亮眼，六大宋城战略稳步推进 2017-08-16

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,694.5	2,644.2	3,054.4	3,651.0	4,403.0
同比增长(%)	81.2%	56.0%	15.5%	19.5%	20.6%
营业利润(百万元)	827.8	1,148.2	1,380.8	1,661.3	1,972.6
同比增长(%)	75.4%	38.7%	20.3%	20.3%	18.7%
净利润(百万元)	630.6	902.3	1,080.1	1,297.4	1,538.4
同比增长(%)	74.6%	43.1%	19.7%	20.1%	18.6%
每股收益(元)	0.43	0.62	0.74	0.89	1.06
PE	43.3	30.2	25.3	21.0	17.7
PB	4.9	4.3	3.7	3.2	2.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、宋城演艺：中国演艺第一股	6
1.1、发展历程：以演艺为核心，业务布局多点开花	6
1.2、股权结构：实控人及一致行动人持股比例近 50%	7
1.3、“六大宋城”战略协同作业，线上线下齐发力	7
1.4、主业稳步发展，业绩增速亮眼	8
1.5、财务横纵面分析：宋城盈利能力强，成长性好	10
二、演艺项目紧锣密鼓，传统演艺支撑公司盈利	11
（一）演艺行业概况	11
（二）八个千古情，演艺主业持续发力	12
2.1.1、杭州大本营：千古情之伊始，宋城于此启航	12
2.1.2、三亚、丽江、九寨：异地复制步履不停	14
2.1.3、张家界、西安、桂林：千古情再下三城，全国格局明朗	16
2.1.4、上海项目：进军城市演艺市场，新成长空间有望进一步开启	17
（三）优质人气旅游区，营销功不可没	18
（四）投资思维改变，从重资产到轻资产的跨越	19
（五）八大千古情和轻资产总结	21
（六）国际演艺立足澳洲，布局全球	22
三、线上线下打通，打造演艺为核心的泛娱乐生态圈	22
（一）互联网演艺——直播行业新试水	22
3.1.1、老牌互联网巨头，线上线下联动	24
3.1.2、内生外延并举，跨次元、移动游戏并进	26
3.1.3、同业公司比较：六间房营收增速更快	27
（二）科技宋城，谋定而后动	27
3.3.1、树屋女孩打造娱乐 IP	30
3.3.2、TMT 基金储备文化 IP	30
四、盈利预测	31
4.1、已落地千古情盈利预测及核心假设	31
4.2、待开业千古情盈利预测及核心假设	31
4.3、轻资产板块盈利预测及核心假设	32
4.4、六间房板块盈利预测及核心假设	33
五、投资建议	33
六、风险提示	34

图表目录

图 1：公司荣获第九届全国文化企业三十强	6
图 2：宋城历史沿革	7
图 3：2010-2017（1-9 月）公司营业收入（亿元）及增速	9
图 4：2010-2017（1-9 月）公司归母净利润（亿元）及增速	9
图 5：公司各业务板块营业收入（亿元）	9
图 6：公司各业务板块营收占比	9
图 7：2016 年各业务毛利贡献情况	10
图 8：主要业务毛利率情况	10

图 9：演艺市场收入占比.....	11
图 10：演艺市场竞争格局.....	11
图 11：杭州宋城营业收入（亿元）及增速.....	13
图 12：杭州宋城毛利率.....	13
图 13：杭州第一世界大酒店.....	13
图 14：杭州宋城美食街.....	13
图 15：杭州周边高铁出行情况.....	14
图 16：2016 年四大景区营收占比情况.....	15
图 17：2013-2017H1 三地千古情营业收入(亿元).....	15
图 18：2013-2016 年四地千古情毛利率.....	16
图 19：2013-2017H1 三亚千古情营业收入(亿元)及增速.....	16
图 20：世博大舞台地理位置.....	17
图 21：世博大舞台与迪士尼方位.....	17
图 22：全国主要城市演出游客转化率.....	18
图 23：上海市接待游客情况（单位：亿人次）.....	18
图 24：宋城庙会主题活动.....	18
图 25：杭州宋城举办我回大宋活动.....	18
图 26：奔跑吧兄弟杭州宋城录制.....	19
图 27：极限挑战三亚宋城录制.....	19
图 28：轻资产附加价值关系.....	20
图 29：轻资产签约时间表.....	20
图 30：澳洲旅游局游客统计数据.....	22
图 31：在线直播用户数及增长率.....	23
图 32：用户感兴趣直播类别.....	23
图 33：2013-2017H1 六间房营业收入（亿元）及增速.....	25
图 34：2013-2017H1 六间房净利润（亿元）及增速.....	25
图 35：2014 年六间房收入结构.....	25
图 36：直播行业 ARPU 值（单位：元）对比.....	25
图 37：2014-2016 年二次元用户规模.....	26
图 38：2014-2016 年核心二次元用户规模.....	26
图 39：2013-2016 同业公司营业收入（亿元）对比.....	27
图 40：2013-2016 同业公司营收增速对比.....	27
图 41：VR 消费者期待.....	28
图 42：迪士尼 Movies VR.....	29
图 43：日本环球影城 VR.....	29
图 44：树屋女孩单曲封面.....	30
图 45：树屋女孩 24 节气写真.....	30
表 1：2017 年 Q3 前十大股东持股情况.....	7
表 2：财务数据横纵面分析.....	10
表 3：2016 年中国旅游演艺机构十强.....	12
表 4：2016 年中国旅游演出剧目票房十强.....	12
表 5：G20 后时代黄金周杭州游客接待情况.....	14
表 6：千古情项目建设情况.....	15
表 7：演艺项目投资回报情况.....	15

表 8：漓江、张家界、西安千古情基本情况.....	16
表 9：轻资产输出项目汇总.....	21
表 10：八大千古情+轻资产总结.....	21
表 11：直播平台分类.....	23
表 12：直播平台融资情况.....	23
表 13：2017 年网络直播政策梳理.....	24
表 14：不同游戏类型开发成本情况.....	27
表 15：“VR+旅游”项目.....	28
表 16：树屋女孩项目.....	30
表 17：已落地千古情盈利预测.....	31
表 18：待开业千古情盈利预测.....	32
表 19：轻资产板块业绩预测表.....	32
表 20：六间房盈利预测(单位：亿元).....	33
表 21：宋城演艺盈利预测.....	33

一、宋城演艺：中国演艺第一股

公司是中国演艺第一股，根据《2015TEA/AECOM 全球主题公园调查报告》显示，宋城集团以 2233.8 万人次的游客接待量与迪斯尼集团、环球娱乐集团等共同列入全球主题公园前十名，公司游客人数在大陆主题公园中遥遥领先。在今年第十三届深圳文博会上，宋城演艺荣膺第九届全国文化企业三十强，并连续八次蝉联此项殊荣。宋城扎根中国传统文化，打造主题公园和文化演艺相结合的休闲旅游模式，在国内主题公园竞争激烈的背景下，游客量领先充分印证了宋城的品牌影响力。

图 1：公司荣获第九届全国文化企业三十强



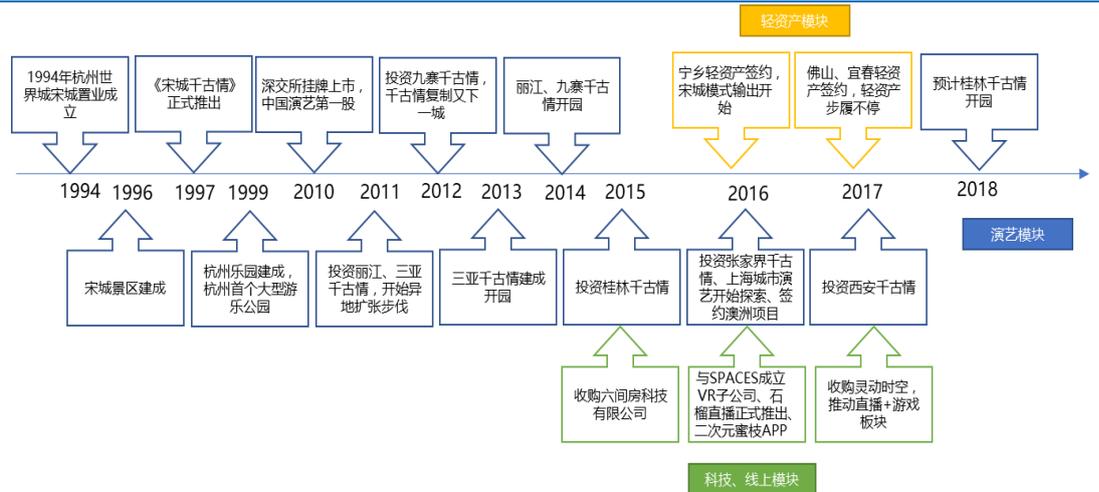
资料来源：搜狐图片；华金证券研究所

1.1、发展历程：以演艺为核心，业务布局多点开花

1996 年杭州宋城景区建成，20 多年来，公司以演艺为核心先后布局线下线上板块。**2015 年是公司战略、思维的转折点。**2015 年之前，公司以杭州大本营为核心，先后异地复制三亚、丽江、九寨三处千古情项目；2015 年之后，公司开始布局科技板块、线上演艺项目、轻资产输出业务，相继收购了六间房科技，与 SPACES 合作成立子公司，2016、2017 年完成宁乡、佛山、宜春和新郑的轻资产项目签约。

公司近年来打造以演艺为核心的繁荣生态圈。公司以线下演艺起家，四大千古情项目的成功开创在全国创造了宋城的品牌影响力；六间房布局线上演艺，与宋城原有线下演艺形成互补；科技板块投资 VR 公司，为宋城未来在科技演艺市场布局打下基础，也体现出超前的投资思维；轻资产项目是宋城品牌对外输出的新形式。宋城以其时间最悠久的演艺为核心，布局线上、线下演艺，线下不断复制、外延，线上借助科技、直播构造其泛娱乐化布局，打造以演艺为核心的繁荣生态圈。

图 2：宋城历史沿革



资料来源：公司公告；华金证券研究所

1.2、股权结构：实控人及一致行动人持股比例近 50%

宋城集团及黄巧灵先生是公司的控股股东及实际控制人，黄巧灵及其一致行动人直接、间接合计持有公司 49.87% 股份。公司持有多个演艺、互联网子公司，主要包括杭州宋城旅游演艺有限公司、三亚千古情旅游演艺有限公司、丽江茶马古城旅游发展有限公司、宋城（澳大利亚）控股有限公司、上海宋城世博演艺有限公司、北京六间房科技有限公司等公司。

表 1：2017 年 Q3 前十大股东持股情况

股东名称	股东性质	持股数量(股)	持股比例(%)
杭州宋城集团控股有限公司	其它	428,241,808	29.48
黄巧灵	个人	218,551,236	15.05
刘岩	个人	57,097,673	3.93
黄巧龙	个人	54,909,246	3.78
全国社保基金——三组合	全国社保基金	38,822,316	2.67
丽水市山水投资有限公司	投资公司	28,055,435	1.93
刘萍	个人	23,839,310	1.64
兴业银行股份有限公司-兴全新视野灵活配置定期开放混合型发起式证券投资基金	证券投资基金	16,031,349	1.10
香港中央结算有限公司	其它	14,234,917	0.98
季顶天	个人	13,674,400	0.94
合计		893,457,690	61.50

资料来源：WIND; 华金证券研究所

1.3、“六大宋城”战略协同作业，线上线下齐发力

2016 年公司提出“六大宋城”战略，分别是演艺宋城、旅游宋城、国际宋城、网红宋城、IP 宋城和科技宋城，着力打造多元化、专业化的演艺平台，提高其行业竞争力。

六个宋城战略：

- 1、演艺宋城：完善原有项目，以杭州大本营为核心，在三亚、九寨、丽江三地千古情项目基础上，拓展新一轮异地复制项目，积极布局全国演艺市场，包括张家界、桂林、西安、上海等千古情。
- 2、旅游宋城：发展电商业务，推广自身旅游品牌渠道，实现旅游演艺双口碑；加强对旅游项目的技术支持，用技术手段解决游客问题；并且通过宁乡、佛山、宜春、新郑的轻资产项目，对外输出宋城品牌，拓展利润增长点。
- 3、国际宋城：首单国外项目——澳洲传奇王国已进入拿地建设阶段，开发澳大利亚黄金海岸演艺市场空白，积极推进宋城海外业务版图，开启国际化道路。
- 4、网红宋城：六间房采用多元化策略，除传统在线演艺表演之外，还拓展更丰富的户外、游戏、二次元动漫等直播类型。另外六间房已储备 AR、大数据、人工智能等核心技术，未来将这些技术应用到产品形态中，增强社区属性和用户粘性；蜜枝 APP 进一步激发用户创造力，有望成为二次元领域具有创造力的视频内容集散地和文化社区；灵动时空布局中度游戏市场，以轻投入创造高效益。
- 5、IP 宋城：开发宋城自有 IP、吉祥物、衍生品，为文化演艺和主题公园引入合适的娱乐 IP；打造新国风女团“树屋女孩”，进行线下巡演，扩大宋城知名度。
- 6、科技宋城：成立宋城科技发展有限公司，在机器人、无人机、VR、多媒体影像板块深入开展研究，将技术应用到演艺中，为游客提供新型消费体验。

1.4、主业稳步发展，业绩增速亮眼

三个阶段，价值逐步释放。公司的发展主要分为三个阶段：

- 1、1996-2012 年，以杭州宋城为主体经营的品牌铸造阶段；
- 2、2013-2014 年，三亚、九寨、丽江千古情逐步开业，为公司持续创利；

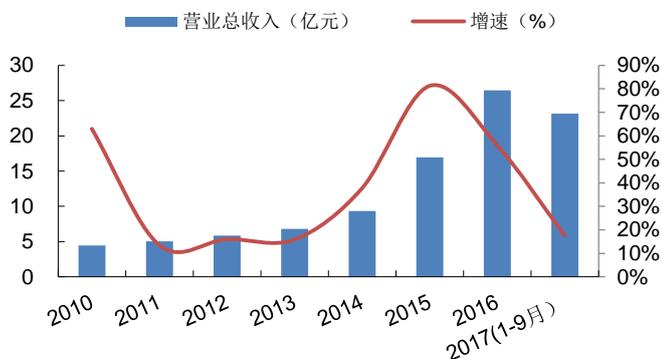
3、2015 年至今，公司开始多元化布局，包括 2015 年收购六间房，2016 年对外输出轻资产项目，以及确定六大宋城战略，每个阶段宋城通过其超前的战略、变革的投资思维实现企业核心价值的逐步释放。

营业收入增长态势好，2010~2016 收入年均复合增速达 34.5%。2010 年以来，公司的营业收入稳步增长，2010~2016 年 CAGR 达 34.5%。2014 年九寨、丽江千古情相继开园，公司营收增长 37.7% 2015 年公司营收同比增长 81.28%，一方面来自整体观演人数大幅增长 53.42%，其中三亚景区进入培育成熟阶段，观演人数增长 87.56%，丽江同比增长 181.82%，九寨同比增长近 60%；另一方面 2015 年 8 月公司收购六间房实现并表，贡献营收 3.69 亿。2016 年在上一高基数的基础上总营收仍然保持 55.99% 的增速。2017 年前三季度公司收入同比增长 17.58% 至 23.14 亿，其中三亚、丽江受当地旅游市场整治影响，收入增速放缓；九寨沟由于 8 月份地震，目前还尚未营业，预计公司全年整体收入保持 15% 左右增速。

归母净利润高速增长，近 3 年间增长近 2 倍。从公司归母净利润来看，由 2013 年 3.08 亿增长到 2016 年的 9.02 亿，增长近 2 倍。其中 2015 年增长 74.79%，六间房超额完成业绩实现

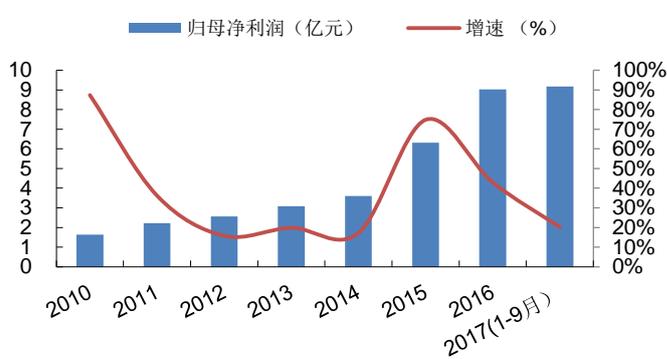
净利润 1.62 亿元,扣除六间房的利润贡献,演艺板块净利润仍有 30.47%的增长,主要来自丽江、三亚、九寨三地千古情经营逐步成熟。2017 年前三季度公司实现归母净利润 9.18 亿,比上年同期增长 20.16%。

图 3 : 2010-2017 (1-9 月) 公司营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind; 华金证券研究所

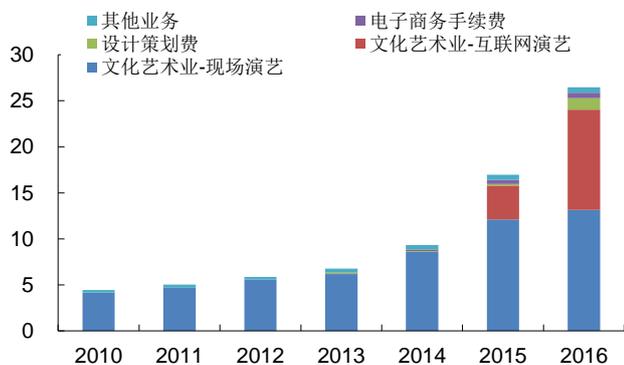
图 4 : 2010-2017 (1-9 月) 公司归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: wind; 华金证券研究所

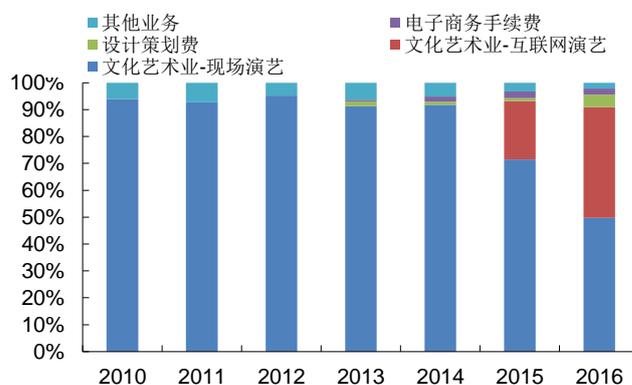
互联网演艺发力,收入结构更加均衡。从细分业务来看,现场演艺占总营收的比重仍然很大,但比例呈现下降趋势;收购六间房完成后,互联网演艺板块收入占比呈现上升趋势。现场演艺近三年分别实现营收 8.58 亿元、12.11 亿元、13.15 亿元。从占比来看,现场演艺原先占总收入的 90%以上,2015 年开始出现首次下降,占比 71.45%,2016 年占比持续下降至 49.74%。互联网演艺 2015 年实现营收 3.69 亿元(从 2015/08 月并表),2016 年实现营收 10.90 亿元,分别占总收入的 22.5%和 41.23%。

图 5 : 公司各业务板块营业收入 (亿元)



资料来源: wind ; 华金证券研究所

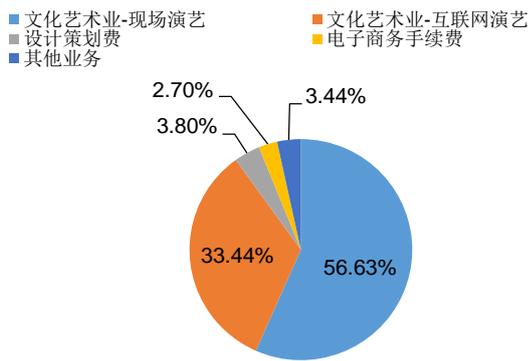
图 6 : 公司各业务板块营收占比



资料来源: wind ; 华金证券研究所

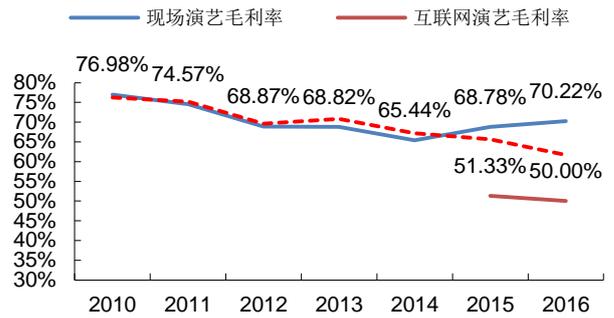
从 2016 年的毛利贡献来看,现场演艺贡献总毛利的 56.63%,互联网演艺贡献总毛利的 33.44%。近三年公司毛利率出现小幅下滑,主因是互联网演艺毛利率不及现场演艺毛利率高,随着线上演艺收入规模增加,公司整体毛利率有所下滑,但预计会逐步趋稳。细分两大主营演艺毛利率来看,现场演艺毛利率从 2014 年开始企稳回升,主要源于公司对成本的把控以及团散比的优化;互联网演艺毛利率较为稳定,2015-2016 年维持在 50%左右。

图 7：2016 年各业务毛利贡献情况



资料来源：wind；华金证券研究所

图 8：主要业务毛利率情况



资料来源：wind；华金证券研究所

1.5、财务横纵面分析：宋城盈利能力强，成长性好

宋城为中国演艺第一股，我们将公司的关键财务指标与休闲服务板块其他公司相比较。分别选取了盈利能力、业绩规模、成长能力、偿债能力来进行对比。从 ROE,ROA 来看，宋城演艺在休闲服务板块分别位列第 2 与第 1，排名靠前，表明公司资产利用率高，盈利能力比较强；业绩规模方面，收入排名第 7，归母净利润第 2；从成长能力来看，营收和归母净利润的近 5 年复合增速均处于第四名，行业内处于稳定偏上的水平；从偿债能力来看，尽管公司近两年内投资项目较多，但由于营收增长快速，现金流状况良好，公司偿债能力业内排名第 2，经营与持续扩张有后续保障。整体来看，公司的主要财务指标在板块排名靠前。

表 2：财务数据横纵面分析

代码	名称	盈利能力		业绩规模		成长能力		偿债能力
		ROE(平均,%)	ROA(%)	2016 年收入(亿元)	2016 年归母净利润(亿元)	5 年营收 CAGR(%)	5 年归母 CAGR(%)	资产负债率(%)
300144	宋城演艺	15.03	16.10	26.44	9.02	39.28	32.35	13.29
	排名	2	1	7	2	4	4	2
600358	国旅联合	-39.71	-18.19	1.17	-1.63	-8.00	--	43.30
002059	云南旅游	4.21	3.93	14.60	0.67	33.74	31.49	53.42
603099	长白山	8.08	10.14	3.07	0.71	7.37	1.82	19.18
603869	北部湾旅	7.87	7.53	9.20	1.70	26.88	22.85	30.45
002707	众信旅游	12.77	9.60	100.93	2.15	44.67	37.21	50.97
601007	金陵饭店	2.97	3.19	8.35	0.42	3.57	-18.69	32.49
002186	全聚德	9.89	10.15	18.47	1.40	0.49	1.56	22.25
603199	九华旅游	7.99	9.25	4.01	0.74	2.59	4.82	11.83
000721	西安饮食	1.85	1.96	5.01	0.12	-5.72	-19.15	34.75
600754	锦江股份	6.59	3.80	106.36	6.95	38.12	16.73	67.60
000796	凯撒旅游	12.08	7.86	66.36	2.13	66.63	67.07	61.78
600593	大连圣亚	8.52	6.92	3.17	0.34	14.47	49.18	40.82
000978	桂林旅游	0.50	0.47	4.86	0.07	-1.05	-35.90	42.45
600749	西藏旅游	-16.20	-5.18	1.26	-0.95	-8.99	--	59.39

002159	三特索道	-6.06	2.01	4.51	-0.54	3.75	--	66.47
000430	张家界	9.58	7.40	5.92	0.61	1.23	-7.36	66.77
300178	腾邦国际	11.96	7.75	12.80	1.78	47.92	25.37	63.65
002033	丽江旅游	10.60	11.39	7.80	2.24	7.02	13.85	18.84
000888	峨眉山 A	9.65	8.95	10.42	1.91	2.79	5.67	21.66
600054	黄山旅游	9.87	11.18	16.69	3.52	0.84	6.57	18.11
000610	西安旅游	1.35	2.31	8.00	0.11	0.65	-17.20	38.82
601888	中国国旅	15.21	15.41	223.90	18.08	12.02	21.43	22.72
000524	岭南控股	4.94	4.61	3.03	0.31	-0.50	8.38	26.93
600706	曲江文旅	6.21	5.24	10.48	0.53	3.93	-3.90	50.14
000428	华天酒店	-9.47	-1.70	10.04	-2.89	-9.29	0.00	66.66
600258	首旅酒店	5.34	7.76	65.23	2.11	19.31	14.73	59.50
600138	中青旅	9.92	9.83	103.27	4.84	4.17	12.59	38.72

资料来源：wind;华金证券研究所

盈利能力、偿债能力取2016年年报数据

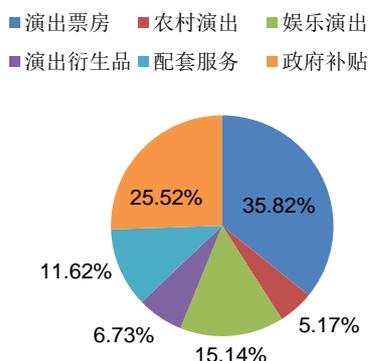
二、演艺项目紧锣密鼓，传统演艺支撑公司盈利

(一) 演艺行业概况

从行业特点来看，演艺行业具有两大特征：**1、票房收入是演出市场的主要来源；2、竞争格局分散，市场尚具成长空间。**

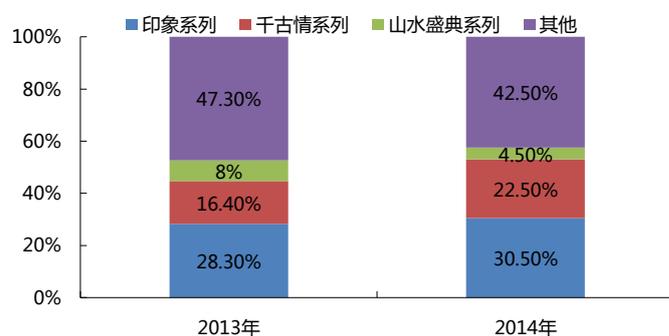
- 2016年演出市场总体经济规模469.22亿元，相较2015年经济规模446.59亿元，上升5.07%。其中演出票房收入168.09亿元，比2015年上升3.93%，占到演出市场经济规模的35.82%。

图9：演艺市场收入占比



资料来源：奇创旅游；华金证券研究所

图10：演艺市场竞争格局



资料来源：奇创旅游；华金证券研究所

- **宋城凭借杭州、丽江、三亚等千古情项目成为中国旅游演艺龙头。**根据道略演艺中心数据，目前全国共230台旅游演艺，成功的仅20台，占比8.6%。**2013年全国旅游演出市场20%的剧目贡献了83%的票房。**从旅游演艺行业来看，竞争格局相对比较分散，有品牌、有异地复制能力的仅有三家。分别为以“印象”系列为代表的实景演出模式，

“千古情”为代表的“主题公园+旅游演艺”模式，“山水盛典”为代表的山水实景+室内舞台剧模式。根据道略文旅产业研究中心统计，2016年中国旅游演出剧目票房十强中，宋城入选其三，并凭借杭州、三亚、丽江等千古情项目，公司位列2016年中国旅游演艺机构十强榜首。

表 3：2016 年中国旅游演艺机构十强

排名	公司
1	宋城演艺发展股份有限公司
2	广州长隆集团有限公司
3	山水盛典文化产业有限公司
4	三湘印象股份有限公司
5	陕西华清宫文化旅游有限公司
6	本山传媒有限公司
7	北京万达主题娱乐文化有限公司
8	华夏文化旅游集团股份有限公司
9	张家界魅力湘西旅游开发有限责任公司
10	西藏域上和美演艺管理有限公司

资料来源：道略文旅产业研究中心；华金证券研究所

表 4：2016 年中国旅游演出剧目票房十强

排名	演出剧目	公司
1	《宋城千古情》	宋城演艺发展股份有限公司
2	《三亚千古情》	宋城演艺发展股份有限公司
3	《魔幻传奇II》	广州长隆集团有限公司
4	《丽江千古情》	宋城演艺发展股份有限公司
5	《印象·丽江》	丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司
6	《九寨千古情》	宋城演艺发展股份有限公司
7	《印象·刘三姐》	桂林广维文华旅游文化产业有限公司
8	《长恨歌》	陕西华清宫文化旅游有限公司
9	《秘境奇技》	广州长隆集团有限公司
10	《闽南传奇》	华夏文化旅游集团股份有限公司

资料来源：道略文旅产业研究中心；华金证券研究所

（二）八个千古情，演艺主业持续发力

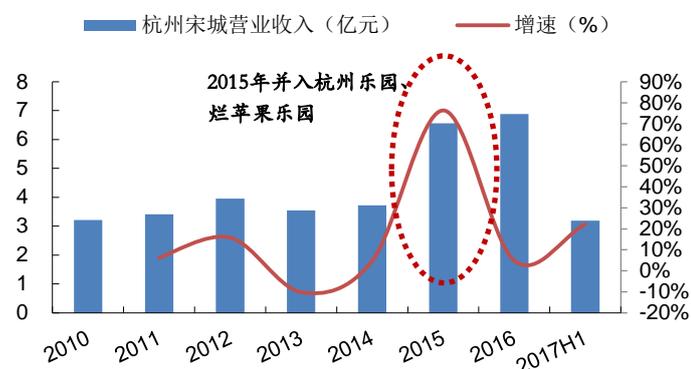
2.1.1、杭州大本营：千古情之伊始，宋城于此启航

杭州宋城 1997 年开始公演，表演融合了舞蹈、戏曲、杂技、武术、歌曲、马戏、民俗展示、茶艺等众多元素，目前年接待量已超过 900 万人次。2015 年杭州乐园、烂苹果乐园收入并入杭州宋城，营收上涨 76.34%，2016 年受杭州 G20 峰会影响，营收增速放缓。

对杭州宋城景区营收进行分析，杭州乐园、烂苹果乐园开业时间久，收入趋于稳定。杭州宋城景区营收增长主要来自于客流量及场次增加，成熟景区还可以通过营销策划、增设剧院、增加演出场次、优化游客结构等方式提高增长。2017H1 杭州宋城实现收入同比增长 22.38%至 3.20

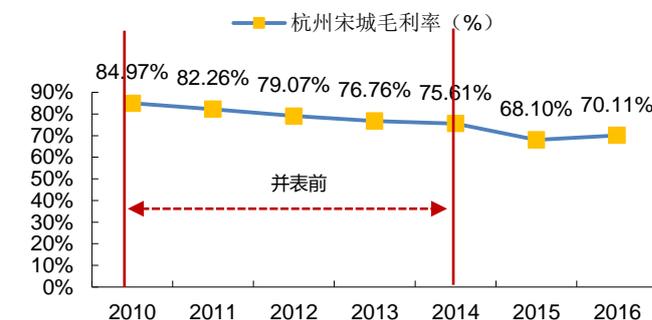
亿。这也表明对于杭州宋城这样的成熟景区，其增长空间还可以来自营销策划活动以及演出场次增加，杭州宋城 2017 年 H1 的高增长对于其他千古情景区具备借鉴意义。

图 11：杭州宋城营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告；华金证券研究所

图 12：杭州宋城毛利率



资料来源：公司公告；华金证券研究所

杭州宋城门票相较竞品价格较低，但毛利率偏上。从毛利率来看，并表后毛利率 68%左右，纵观过去 5 年的杭州宋城毛利率，维持在 78%~85%的区间，2015 年降低是因为杭州乐园、烂苹果乐园并表后导致毛利率小幅下滑。对比《印象西湖》系列 70%的毛利率，杭州宋城门票采用一票制，成人票为 280 元，印象西湖成人票为 340 元。杭州宋城虽然门票价较低，但毛利率较高。此外印象西湖在室外演出，受天气影响较大，杭州宋城有配套游乐设施，提供一站式旅游场所，对游客而言更有吸引力。

大本营配套设施逐步完善，整体景区体验升级。杭州景区配备第一世界大酒店，位于杭州世界休闲博览园内，总建筑面积 8 万平方米，是宋城旗下的五星级酒店。近几年为完善配套设施，新建了散客接待大厅，实现团散分离，并新增星巴克、美食街区域，整体景区的游客舒适度提高，服务接待能力不断提升。

图 13：杭州第一世界大酒店



资料来源：携程网图片；华金证券研究所

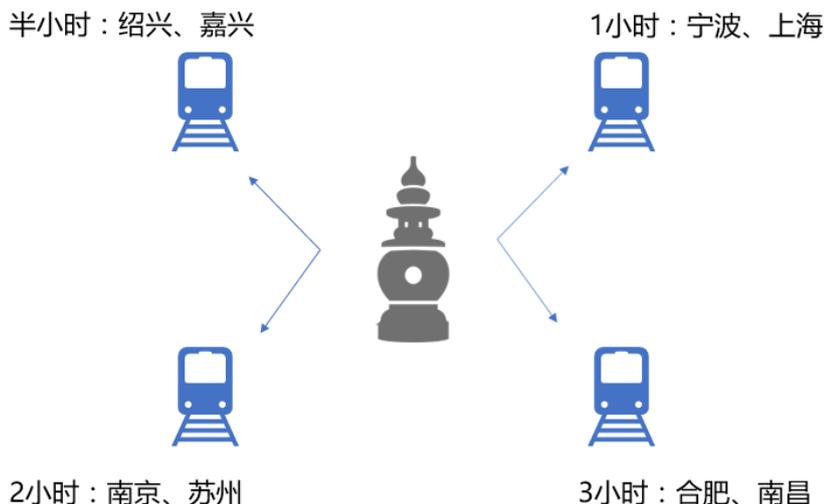
图 14：杭州宋城美食街



资料来源：百度图片；华金证券研究所

杭州地域优势明显，高铁辐射都市生活圈。杭州周边高铁发达，覆盖了长三角的3小时慢游圈。周边高铁半小时可以到达绍兴、嘉兴，1小时可以到宁波、上海，2小时可到南京、苏州，3小时可到合肥、南昌。长三角地区拥有我国消费能力最强的人群。我国现阶段休闲旅游、自驾游处于上升阶段，休闲游游客增长较快。地理位置上杭州可以辐射江苏、浙江、上海、安徽、江西的高消费力人群，是都市休闲旅游胜地。

图 15：杭州周边高铁出行情况



资料来源：百度地图；华金证券研究所

G20 后时代:游客量猛增，杭州宋城有望受益。2016 年 G20 峰会于杭州召开，峰会过后，杭州游客量明显增加。2017 年黄金周总接待游客量达 1864.03 万人次 较上年同比增长 11.80%，旅游收入实现 155.79 亿元，较 2016 年同比增长 18.70%；外来游客量为 1168.62 万人次，较上年同比增长 15.60%。G20 后时代，预计未来 2~3 年内，杭州游客会保持稳步增长态势，游客量增加对杭州宋城景区业绩增长具有积极推动作用。

表 5：G20 后时代黄金周杭州游客接待情况

	2015	2016	2017	2017 增速
总接待游客量（万人次）	1305.74	1667.29	1864.03	11.80%
旅游收入（亿元）	98.39	131.25	155.79	18.70%
外来游客量（万人次）	—	1010.92	1168.62	15.60%

资料来源：杭州市旅游局；华金证券研究所

2.1.2、三亚、丽江、九寨：异地复制步履不停

千古情异地复制模式成熟，投入资金回收周期缩短。公司目前已经开业的异地千古情项目有三亚、丽江、九寨三处，已成为杭州大本营之外的现场演艺主要收入来源。公司深耕“主题公园+现场演艺”多年，在景区开发上具有丰富经验，并结合当地文化特色创作产品。公司瞄准三亚、丽江、九寨三地旅游市场，以低投入打造千古情连锁品牌，实现旅游演艺产品在全国一线旅游目的地连锁经营。

从资金投入来看，从九寨千古情开始，公司从原先独立开发转向合作开发，财务压力减小；从投资回报来看，项目资金回收周期呈现缩减趋势，三亚千古情项目资金回收周期 3.16 年，丽

江回收周期 2.04 年，九寨回收周期 1.87 年。相较主题公园普遍 2~3 年的资金回收周期，千古情异地项目在投入产出回报方面更有优势。

表 6：千古情项目建设情况

项目	投资金额 (亿元)	持股比例	规模	建设周期	开园时间	资金回收周 期(年)
三亚	5.07	100%	80 亩/4700 座	18 个月	2013/09	3.14
丽江	3.34	100%	140 亩/4700 座	25 个月	2014/03	2.03
九寨沟	0.87	80%	33 亩/3700 座		2014/05	1.87

资料来源：公司公告；华金证券研究所

表 7：演艺项目投资回报情况

分类	演艺名称	投资额	投资回收期	平均投资 额	平均投资回收周期
实景旅游演艺	《印象刘三姐》	1	2	1.74	2
	《天门狐仙新刘海砍樵》	1.2	2		
	《井冈山》	1	1		
	《禅宗少林》	3.5	4		
	《印象大红袍》	2	1		
主题公园旅游演艺	《宋城千古情》	0.6	1	1.17	2.25
	《金面王朝》	3.2	4		
	《森林密码》	0.7	1		
	《梦归琴岛》	0.17	3		
	《大梦敦煌》	0.06	1		
剧场旅游演艺	《丽水金沙》	0.08	2	1.41	3
	《烟雨张家界》	1.3	3		
	《藏密》	0.9	3		
	《又见平遥》	4.7	6		

资料来源：奇创旅游；华金证券研究所

异地项目打开公司盈利空间，三地营收稳健增长。 三亚宋城于 2013 年开业，丽江、九寨两地 2014 年开园迎客，截至 2016 年，三亚、丽江、九寨三处总营收占线下演艺版块 49.67%，在杭州宋城稳步增长的前提下，异地项目助力现场演艺 2015 年破 10 亿，呈快速增长态势；从营运情况来看，剔除首年开业宣传不足、开业日期的影响，从第二年开始，三亚千古情 CAGR 达 40.74%，丽江为 32.73%，九寨为 14.61%。

图 16：2016 年四大景区营收占比情况

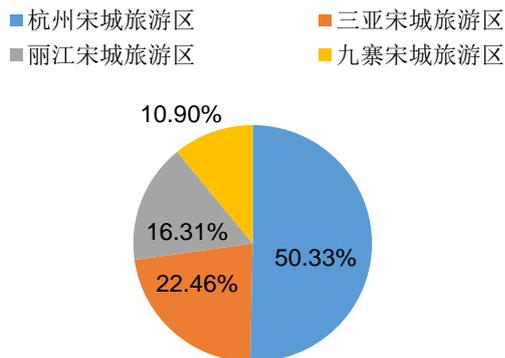
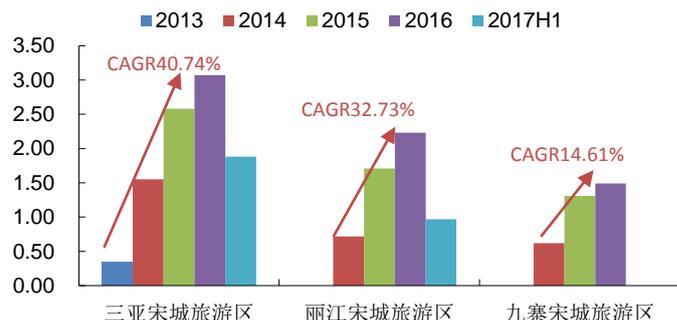


图 17：2013-2017H1 三地千古情营业收入(亿元)

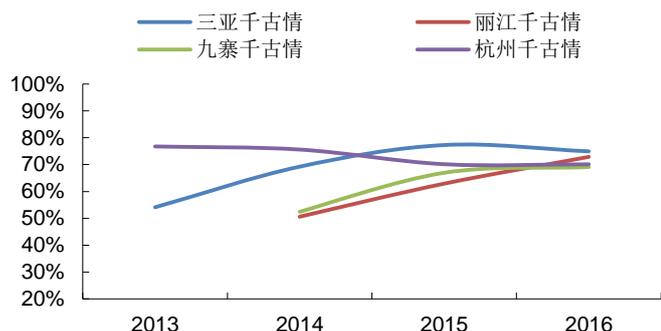


资料来源：wind；华金证券研究所

资料来源：wind；华金证券研究所

复制项目 3 年时间培育成熟,盈利能力趋于稳定。以复制最为成功的三亚为例,三亚景区开业 3 年内培育成熟, 2016 年营业收入增长 21.34%,2017 年上半年增长 10.59%，一般下半年营收较多。从盈利情况来看，三亚千古情毛利呈现上升并趋于稳定的状态，2016 年毛利率达 74.94%。从四地千古情的整体盈利来看，项目一旦培育成熟，毛利率将向 70%~75%的区间靠拢，体现出宋城复制项目成功可能性更高，盈利能力更为稳定。

图 18：2013-2016 年四地千古情毛利率



资料来源：wind;华金证券研究所

图 19：2013-2017H1 三亚千古情营业收入(亿元)及增速



资料来源：wind;华金证券研究所

2.1.3、张家界、西安、桂林：千古情再下三城，全国格局明朗

2015 年，公司与桂林旅游投资设立子公司打造漓江千古情演艺项目；2016 年，投资设立子公司打造张家界千古情演艺项目；2017 年西安千古情项目签约。继三亚、丽江、九寨的成功复制后，宋城实施新一轮异地项目复制。三地千古情合作方均为当地政府或实力雄厚的上市公司，对项目拿地、建设具有积极作用，且对宋城在发掘当地文化、进行创新改造有重要意义。

表 8：漓江、张家界、西安千古情基本情况

项目名称	漓江千古情	张家界千古情	西安千古情
公告时间	2015	2016	2017
地点	桂林	张家界	西安
注册资本	20000 万元	12000 万元	10000 万元
合作方	桂林旅游	张家界市武陵源区人民政府	西安曲江大明宫保护改造办公室
股权结构	宋城演艺 70%，桂林旅游 30%	无	无
总投资	8.02 亿元人民币	6.45 亿元人民币	7 亿元
用地规模	160 亩	以审核为准	100 亩
建设内容	剧场、演艺、主题公园、文化旅游及商业娱乐服务配套设施	剧场、演艺、文化旅游主题公园、商业及生活配套设施	大型演出《西安千古情》、约 3000 至 4000 座的特大型剧院、文化演艺表演广场、主题市井街、特色氛围街、室内科技馆、游客互动体验馆、商业及景区配套设施等。
建设背景	建设漓江千古情项目，将旅游与文化深度融合，符合广西产业结构战略性调整方向建设漓江千古情项目，阳朔县具有	张家界有绝版的旅游资源，本项目是张家界武陵源风景名胜四大核	西安是享誉世界的历史文化名城，大唐曾以此为首都。“西安千古情景区”项目拟选址大明宫遗址公园西侧，宋城演艺将打造新时

项目名称	漓江千古情	张家界千古情	西安千古情
	良好的经济环境、丰富的自然旅游资源，深厚的文化积淀。桂林旅游拥有核心竞争优势。在阳朔县合作建设旅游演艺项目，是公司和桂林旅游双方实现优势资源互补的重大战略举措	心景区之一，具有独特的地质地貌山奇、水秀、桥险、洞幽”的特点使索溪峪成为武陵源风景名胜 区中的一颗明珠	期的文化地标公司建设唐朝市井街区、现代科技馆、游客互动体验项目等，作为历史文化旅游胜地，西安一直以来都是一线旅游目的地，2016 年共接待海内外游客 1.5 亿人次，旅游总收入达 1200 亿元。

资料来源：公司公告整理；华金证券研究所

2.1.4、上海项目：进军城市演艺市场，新成长空间有望进一步开启

公司为实现从旅游演艺向城市演艺的突破，积极推进世博大舞台的持续开发利用，传承和发展世博文化，与世博东迪有限公司共同投资设立宋城世博发展有限公司。世博项目总投资 7 亿元，由公司控股 88%。未来将推出三个系列的全新演艺作品：大型歌舞《上海千古情》、沉浸式多空间剧目《上海都魅》、娱乐秀《紫磨坊》。

- **上海项目旅游形态创新，内容体验将更丰富。**上海项目中的三个产品，大型歌舞《上海千古情》将立足于上海历史及上海文化，展示其深厚的文化内涵和国际大都市形象；沉浸式多空间《上海都魅》是一种全新的演艺探索，将从全新的观演关系，多维度、多空间的刻画一个上海家庭变迁的故事；娱乐秀《紫磨坊》将引入具有国际影响力的编导演员，打造东方百老汇。上海项目与公司的其他项目不同，其立足城市，在项目的内容和体验上都将突破公司以往的模式，打造文化演出、娱乐互动、商业配套为一体的时尚娱乐新地标。
- **地理位置优越，巧借迪斯尼效应。**上海项目位于浦东世博园区，北接黄浦江，东靠世博中心。世博大舞台包括 3000 座的主演出区、500 座的小演出区，规模在上海剧场里排名第一。借助世博园原有的交通优势和配套设施，宋城开展自身演艺项目更具优势。另外上海迪士尼已于 2016 年开业，距离世博园区仅 28.9 公里。上海迪士尼所在的三小时经济圈，长三角经济圈居住人口达 2.1 亿人，从迪士尼目前的游客量来看，未来迪士尼的游客量有很大可能维持在千万以上。借力迪斯尼带来的辐射效应及游客增量，上海项目成长空间比较大。

图 20：世博大舞台地理位置



图 21：世博大舞台与迪士尼方位

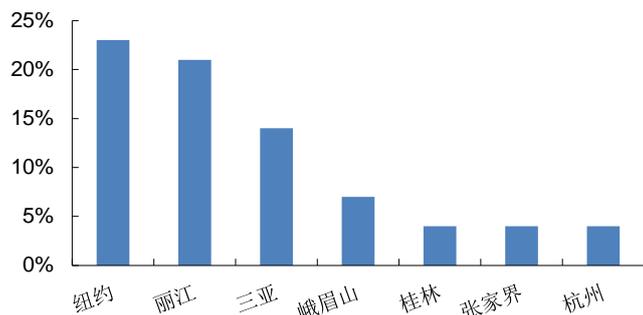


资料来源：百度地图；华金证券研究所

资料来源：百度地图；华金证券研究所

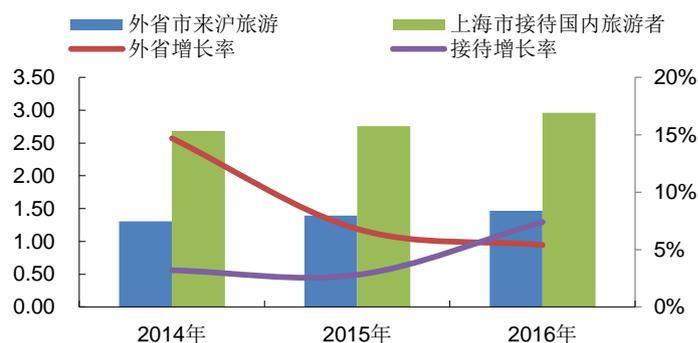
- 市场容量大，尚有挖掘空间。**观众转化率=全市旅游演出观众数/全市游客数，从观众转化率来看，相较于纽约 23%的观众转化率，我国旅游市场观众转化率处于较低水平，目前全国除丽江外，其他城市观众转化率处于 2%~4%，**上海市场还存在相当大的提升空间。**从游客数量来看，近三年上海市游客呈现稳步增长趋势，2016 年接待游客量同比增长 7.4%，接待能力持续走高。结合游客增长态势及游客转化率，我们认为上海项目有望开启宋城进军城市演艺新时代，后面成长空间值得期待。

图 22：全国主要城市演出游客转化率



资料来源：智研咨询；华金证券研究所

图 23：上海市接待游客情况（单位：亿人次）



资料来源：上海市旅游局；华金证券研究所

（三）优质人气旅游区，营销功不可没

事件营销频创亮点，开展主题活动增加游乐形式。公司在景区营销有丰富经验，多项线上策划营销吸引大量游客。宋城景区全年推出庙会、花痴节、辣椒节三大主题活动，三亚推出草裙舞节，丽江推出牦牛比赛，吸引年轻人的目光，也在原先主题公园+演艺的基础上丰富了游客的游玩形式，为品牌推广、文化传播埋下伏笔。2017 年上半年杭州宋城景区创新举办“我回大宋”主题活动，通过让游客深度体验各种具有宋文化、穿越式的沉浸式演出活动，活动开展 71 天接待游客 270 万人次，创下同一天最多人穿古装玩穿越的世界纪录。宋城创新的营销活动赢得游客青睐，让游客真正参与、体验古时候生活场景。

图 24：宋城庙会主题活动



图 25：杭州宋城举办我回大宋活动



资料来源：公司半年报；华金证券研究所

资料来源：公司半年报；华金证券研究所

真人秀宋城开跑，电视台综艺吸引人气翻番。2015 年第二季《奔跑吧兄弟》于杭州宋城开录，浙江卫视《奔跑吧兄弟》大电影、《全能极限王》、《二十四小时》，湖北卫视《如果爱》，央视少儿频道《过年啦》，东方卫视《极限挑战》相继在三亚宋城开拍，宋城独有的穿越文化、场地配置，使旅游区成为国内综艺的热门拍摄地，明星助阵在网络上引发高人气，吸引粉丝前来一探明星足迹，为景区带来强客流。

图 26：奔跑吧兄弟杭州宋城录制



资料来源：百度图片；华金证券研究所

图 27：极限挑战三亚宋城录制



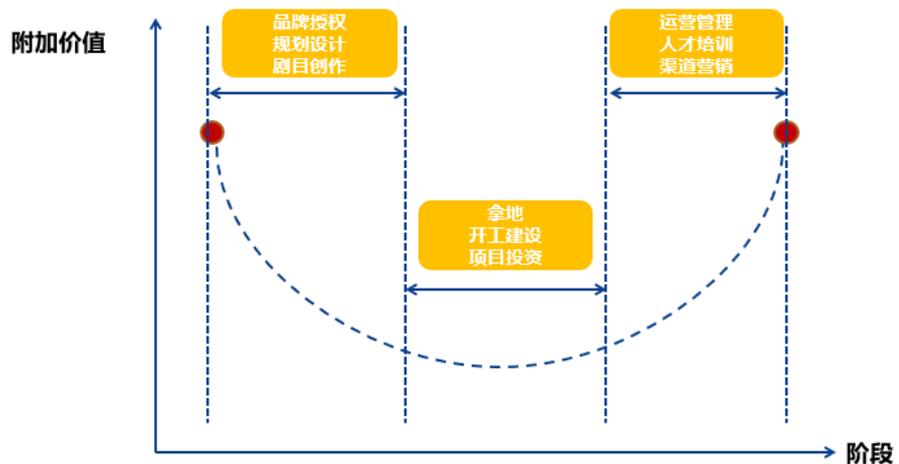
资料来源：百度图片；华金证券研究所

（四）投资思维改变，从重资产到轻资产的跨越

2016 年宁乡千古情项目签约，标志着宋城品牌对外输出正式开启。2017 年公司相继签约佛山听音湖、宜春明月情、新郑黄帝情项目，轻资产项目签约明显加快。宋城目前的八大千古情项目，均为重资产经营模式，从项目拿地、开工建设、配套设施服务建设等，都需要自身投入较高资金。公司“演艺秀”自 1997 年出演至今，已积攒了强 IP，并在一线城市打下坚实观众基础。宋城通过签约轻资产项目，实现品牌对外输出，改变以往重资产投入运营模式，有助于快速扩张。

品牌输出+管理输出，收取服务费与营收提成。宋城拥有丰富的乐园管理经验，并铸造了核心品牌影响力，体现在：1、**宋城品牌已吸引了相当一部分的观众受众，形成口碑效应**；2、**成功的管理与运营经验**。轻资产输出是宋城将自己的文化与品牌进行输出，从原有的高固定资产投入模式转变为赚取服务费、商业运营费及其他衍生收益的模式。

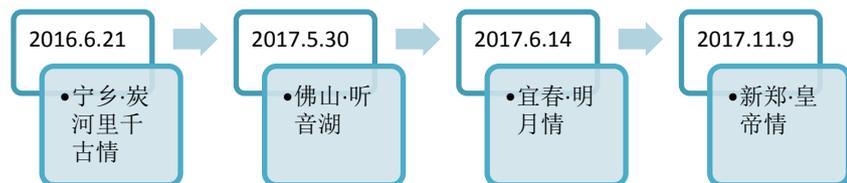
图 28：轻资产附加价值关系



资料来源：华金证券研究所整理

轻资产项目受地方欢迎，扩张速度加快。2017 年先后签约三处轻资产项目，项目签约速度明显加快，这反映出轻资产项目非常受地方政府欢迎。从四处轻资产项目看，都具备深厚的文化积淀，公司与当地政府合作，充分发挥合作方优势。对当地政府来说，宋城的品牌知名度对当地旅游有积极的促进作用，进一步提升游客量及旅游收入，对当地的旅游地产、旅游周边发展均有衍生效应。

图 29：轻资产签约时间表



资料来源：公司公告；华金证券研究所

轻资产服务费高于同行，彰显宋城核心价值。轻资产项目目前收取两部分费用，服务费与管理费，服务费为 2.6 亿元，管理费基本按照经营收入 20%提成。从总包体量来看，宋城 2.6 亿元服务费远高于市场平均价格，以印象系列为例，印象系列总包体量在 5000 万~8000 万左右，宋城服务费为竞争对手的 3~5 倍，其原因在于：

- **用户量：**截至 2016 年，千古情系列观众已超 3000 万，轻资产系列与已有项目地址并不冲突，会有“当地观众+游客”的增量效应，且拥有千古情系列原有的粉丝。
- **复制速度快：**2013-2014 年已成功开发三地千古情，千古情依赖创作团队而非个人导演，复制效率高于印象，后期持续更新能力更强。

- **盈利**：千古情作为市场上少有的持续盈利项目，资金回收周期短，盈利快，对地方旅游、地产拉动具积极效应。

表 9：轻资产输出项目汇总

轻资产输出项目	地址	依托/文化	开业时间	服务费	管理费	委托经营时间	游客量全市/景点 (2016)
宁乡炭河里	湖南长沙宁乡县	西周博物馆	2017 年	2.6 亿元	按经营收入 20%计	5 年	1642 万人次/300 万
佛山听音湖	广东佛山市	南海观音	2020 年	2.6 亿元	按门票收入 20%计	10 年	4570 万人次/300 万
宜春明月情	江西宜春市	明月山温泉	2018 年	2.6 亿元	未确定	10 年	5298 万人次/600 万
新郑黄帝情	河南新郑市	黄帝文化	2020 年	2.6 亿元	按经营收入 20%计	5 年	2100 万/400 万

资料来源：公司公告；华金证券研究所

（五）八大千古情和轻资产总结

从已开业、未开业的千古情系列及轻资产项目进行分析，未来宋城看点如下：

- 杭州宋城开业已有 20 余年，但在剧场扩容、演出场次增加、营销策划后仍可以实现 20%+ 增速，这对其他已开业景区具备借鉴意义。
- 从三亚景区成长时间看，异地复制项目需要 1 年左右的培育期。培育成熟期满后，可为公司提供稳定盈利。丽江、九寨由于受当地旅游市场整治影响，短期增速放缓，但参考三亚项目，我们认为两地千古情盈利仍有较大提升空间。
- 未开业的桂林、张家界、西安、上海项目，目前处于开发阶段，参照 2013-2014 三地千古情的开业情况，预计 2018-2020 会给宋城带来第二次价值释放。
- 从轻资产项目来看，目前公司主要赚取 2.6 亿服务费和营收分成，根据轻资产项目受欢迎程度，未来轻资产项目空间较大。在轻资产项目培育成熟后，可为公司带来 20% 的管理费分成，未来会成为公司的重要看点。

表 10：八大千古情+轻资产总结

		现在	未来
已开业	杭州	20 年景区焕发新生	剧场扩容、场次增加
	三亚	成功复制典范	培育成熟,剧场扩容
	丽江	尚处培育调整期	估计三年内培育成熟，进入稳定发展期
	九寨		
未开业	桂林	开发建设阶段	2018-2020 给宋城带来第二次价值释放
	张家界		
	西安		
	上海		
轻资产	宁乡	2.6 亿服务费	1、培育成熟后，管理费增多 2、未来更多的地方轻资产项目
	佛山		
	宜春		
	新郑		

资料来源：公司公告；华金证券研究所

（六）国际演艺立足澳洲，布局全球

2016 年公司开始布局海外投资项目，通过成立澳大利亚子公司，拟在澳大利亚昆士兰州黄金海岸一期，总投资 20 亿元人民币建设澳大利亚传奇王国项目。项目选址位于黄金海岸的内兰区，周边交通发达，有两个机场连接交通。黄金海岸是澳洲第六大城市，据澳大利亚旅游局公布的数据显示，2015 年以来黄金海岸的游客已超过 200 万人。2018 年英联邦运动会在黄金海岸召开，前来度假的国内外旅客将进一步增加，市场对多元化旅游的需求将更加旺盛。黄金海岸的演艺市场基本属于空白，对旅游度假的旅客来说，演艺产品的需求比较高。

- 游客端：中国赴澳游客快速增长。**根据澳大利亚官方旅游局的调查统计显示，在最新 7 月的赴澳游客中，中国游客数量排名第二，7 月相较上年有 24.7% 的增长。从 2010 年到 2015 年，中国游客人数以年均 19% 的速度增长。近 6 年来澳元兑人民币持续走低，也刺激了中国游客赴澳旅游的欲望。

图 30：澳洲旅游局游客统计数据

	Calendar year to date			Year ended 31 July			Month of July			YE
	2016	2017	17/16	2016	2017	17/16	2016	2017	17/16	Jul-17
	'000	'000	%	'000	'000	%	'000	'000	%	Ranking
Country of residence										
Total South-East Asia	711.3	760.2	6.9%	1,235.4	1,352.7	9.5%	121.3	106.6	-12.1%	
China	748.7	829.1	10.7%	1,170.1	1,288.7	10.1%	119.8	149.4	24.7%	2
Hong Kong	141.0	154.9	9.9%	237.8	261.8	10.1%	23.2	25.6	10.3%	10
Taiwan	94.4	101.9	7.9%	150.8	170.5	13.1%	15.5	16.7	7.7%	13
Japan	216.1	228.9	5.9%	385.6	430.7	11.7%	35.0	37.0	5.7%	6
South Korea	158.7	166.6	5.0%	261.4	288.0	10.2%	20.7	20.0	-3.4%	8
Other North-East Asia	5.6	6.9	23.2%	10.0	11.6	16.0%	1.3	1.4	7.7%	54

资料来源：澳洲旅游局；华金证券研究所

- 出行端：澳洲十年签推出，鼓励国人赴澳旅游。**澳大利亚方面，对中国游客推出 10 年签证，鼓励中国游客赴澳旅游；另外丰富的自然资源和安全的社会环境，成为吸引中国游客的重要条件。
- 消费端：澳洲项目将充分受益国人赴澳消费。**据澳洲旅游局估计，预计 2020 年，中国游客在澳洲消费规模将达到 70-90 亿澳元，宋城澳洲项目将充分受益国人在澳消费。除此之外，澳洲演艺市场门票均价在 100 澳元以上，预计宋城澳洲项目门票价格为国内的 2~3 倍。

三、线上线下打通，打造演艺为核心的泛娱乐生态圈

（一）互联网演艺——直播行业新试水

移动互联网时代，高互动性、强社交性的直播成为新型娱乐主流。根据艾瑞咨询统计数据显示，2017 年中国在线直播规模达 3.92 亿，较 2016 年增长 26.5%，2019 年预计用户规模将达

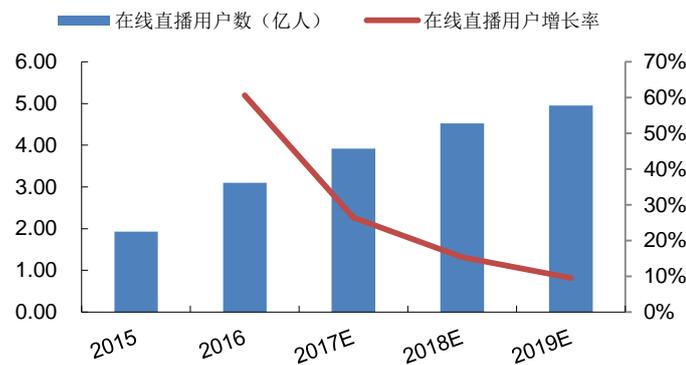
到 4.95 亿。其中，直播类别可分为生活类，秀场类、游戏类、明星类、综艺类等。根据对用户调查显示，用户最感兴趣的直播类别前三名分别是生活类、秀场类、明星类。六间房属于秀场直播平台中的老牌直播平台。

表 11：直播平台分类

垂类直播平台	泛娱乐类直播平台	移动直播平台	秀场类直播平台
直播+电商：淘宝，京东	全民直播	映客直播	秀色秀场
直播+音乐：酷狗直播	YY 直播	花椒直播	六间房
直播+体育：企鹅体育直播、章鱼直播	虎牙直播	一直播	来疯
直播+财务：视吧	熊猫直播	棒直播	KK 直播
直播+社交：陌陌、哈尼	火猫直播		
直播+教育：酷学、荔枝	龙珠直播		
直播+短视频：美拍、快手	战旗直播		
	斗鱼直播		

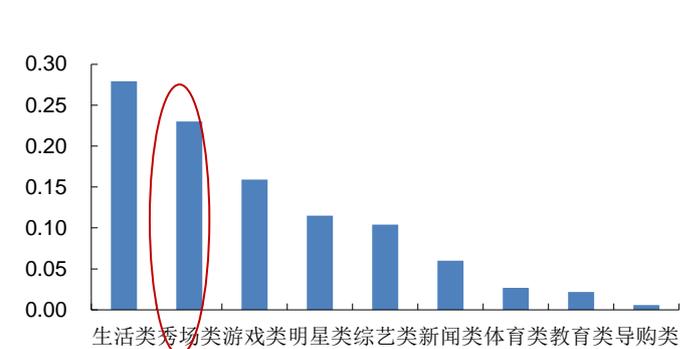
资料来源：艾瑞咨询；华金证券研究所

图 31：在线直播用户数及增长率



资料来源：艾瑞咨询；华金证券研究所

图 32：用户感兴趣直播类别



资料来源：艾瑞咨询；华金证券研究所

巨额资本加持，直播行业竞争白热化。2015 年下半年以来，国内直播行业进入高速发展期，资本市场加持直播行业，以六间房为代表的直播平台 26 亿元被收购，直播行业的发展得力于资本的强有力支撑。但从 2016 年以来，投资高潮期已过：一方面，前 20% 的直播平台竞争白热化，大型直播平台在内容和用户粘性上已占据先发优势，小型直播平台后来居上的可能性不大；另一方面，直播行业监管趋严，龙头公司在管理上更规范化，监管带来的影响相对较小。

表 12：直播平台融资情况

融资平台	融资金额	投资方
六间房	26 亿被收购	宋城演艺
果酱直播	百万元天使轮	不详
ImbaTV	B 轮 1 亿人民币	紫金文化、普思资本、创新工场
微吼	B 轮亿元人民币	不详
映客	A 轮千万级别	赛富基金、金沙江创投、紫辉创投
龙珠直播	B 轮 1 亿美元	游久游戏、腾讯
欢拓科技	A 轮 1000 万人民币	赛富基金
火猫 TV	A 轮千万美元	合一集团
一直播	A 轮 6000 万人民币	不详

融资平台	融资金额	投资方
三好网	PRE-A7500 万元人民币	沃衍资本
斗鱼 TV	B 轮 1 亿美元	腾讯、红杉资本、南山资本
早道网校	A 轮 1500 万元	YY 领投、华创跟投

资料来源：艾瑞咨询；华金证券研究所

行业监管驱严，直播平台面临洗牌。直播平台火热发展，但不良现象频繁发生。2016 年 9 月以来，广电局、网信办、文化部纷纷对网络直播下发系列文件，对直播平台资质要求不断提高；监管内容不断细化，对表演者以及用户行为都采取了限制。监管趋严促使行业进入调整期，直播内容朝理性化发展，同时直播平台在牌照取得上将更为严格。

表 13：2017 年网络直播政策梳理

部门	下发文件名称	平台要求	限制内容范围	表演者要求
文化部	《网络表演经营活动办法》	持有《网络文化经营许可证》 突发事件应急能力 自审信息季度上报 建立举报系统 日志信息保留 60 日以上 与表演者签订协议	网络表演活动，游戏技法展示	真实身份信息，外籍、港澳台需向文化部提出申请
网信办	《互联网直播服务管理规定》	建立直播内容审核平台 日志信息保留 60 日以上 即时阻断互联网直播的技术能力 监管弹幕、评论活动 与表演者签订协议	新闻，线下活动，网络表演，网络视听节目	真实信息认证
广电局	《关于加强网络视听节目直播服务管理有关问题的通知》	持有《信息网络传播视听节目许可证》 平台不得使用“电视台”“广播电台”	新闻 线下活动	无

资料来源：艾瑞咨询；华金证券研究所

优质内容引导行业发展，主播为竞争关键。流媒体时代，直播将成为重要的内容生产渠道，优质内容将引导行业发展，各家直播平台在直播市场中谋求自己的定位，六间房定位于秀场直播，作为与其线下演艺的互补项目。而主播是直播内容的主要生产者，培养优质直播、挖掘优质主播，将成为直播行业的竞争关键。**主播引导用户付费以及广告等，是内容生产行业将文化变现的主要方式。**

3.1.1、老牌互联网巨头，线上线下联动

2015 年公司在“拥抱互联网”的战略下，以 26 亿元并购中国最大的社交视频网站——北京六间房科技有限公司，标志着公司从线下往线上的布局，正式构建以演艺为核心的泛娱乐生态圈。北京六间房科技有限公司于 2006 年创立，创始人为刘岩，拥有超过 16 年的丰富行业经验。

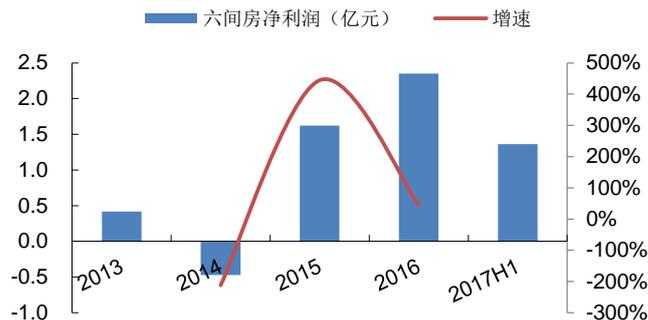
六间房于 2015/08 实现并表，2016 年收入 10.9 亿/+49.93% 实现净利润 2.35 亿/+45.06%。相较于宋城 2016 年营收 26.44 亿元，净利 9.02 亿元的业绩，六间房线上演艺板块的贡献不容忽视。

图 33 : 2013-2017H1 六间房营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind; 华金证券研究所

图 34 : 2013-2017H1 六间房净利润 (亿元) 及增速



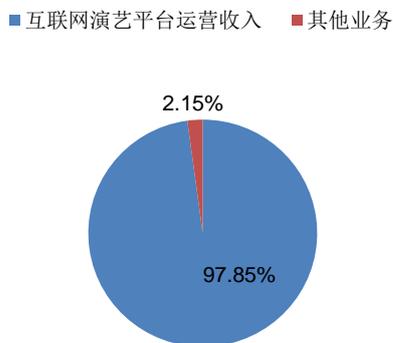
资料来源: wind; 华金证券研究所

➤ 直播端 :

1、网页端向移动端积极转型，用户数量具备基数优势。六间房从网页端起家，有相当数量的用户群体。截止 2017/06，六间房拥有 27 万名签约主播；月均页面浏览量达 7.02 亿；注册用户数超 5300 万；总体月度活跃用户 5481 万。六间房创立时间较早，用户忠实度较高，网页端用户市场占有率领先。老用户的基数优势，意味着六间房在直播、视频市场有稳固的客户优势。移动互联网时代来临，直播从网页端转向移动端，以 YY、陌陌、一直播为代表的移动端直播后来居上，2015 年六间房开发出移动端直播 App——石榴直播。石榴直播丰富了六间房的业态内容，服务更多体验场景。从 2016 年数据来看，公司月均访问用户达到 4350 万，其中网页端较 2015 年月均增长约 23%，移动端月均访问量较 2015 年增长 248%。

2、秀场直播营收占比较高，ARPU 值业内偏上。从六间房的收入结构来看，因其主打秀场直播的属性，收入结构仍以互联网演艺平台运营收入为主，占总体的收入的 97.5%。与陌陌主打游戏直播，YY 主打音乐+游戏直播的路线相比，六间房秀场直播路线已经成熟。六间房秀场直播与宋城线下演艺形成联动，拓展了宋城演艺板块的线上模块。用户基数、用户活跃度、用户付费率，ARPU 是直播行业盈利的关键。虽然六间房的用户总量不如欢聚时代、天鸽互动，但从 ARPU 来看，六间房的 ARPU 高于同类型的上市公司。自 2015 年直播风口过后，当前 ARPU 略微下降，反应付费用户群结构优化，分布更均衡。

图 35 : 2014 年六间房收入结构



资料来源: 公司公告; 华金证券研究所

图 36 : 直播行业 ARPU 值 (单位: 元) 对比



资料来源: 公司公告; 华金证券研究所

天鸽互动 ARPU 由季度值取平均得出; 欢聚时代 ARPU 由部分公告及行业趋势

估计得出。

3、抓住网红经济风口，与浙传深度合作。网红经济下年轻一代消费习惯发生变化，他们更加欣赏多元文化，也愿意在网络上为优质内容付费。网红经济爆发之下，直播行业盈利取决于它的网红资源，更取决于网红资源带来的优质内容。公司不仅从自身的主播资源里发现网红，也与浙江传媒学院继续教育学院签署了《“浙传宋城班”委托培养协议》，借助浙传的教育资源和优势挖掘优质网红。

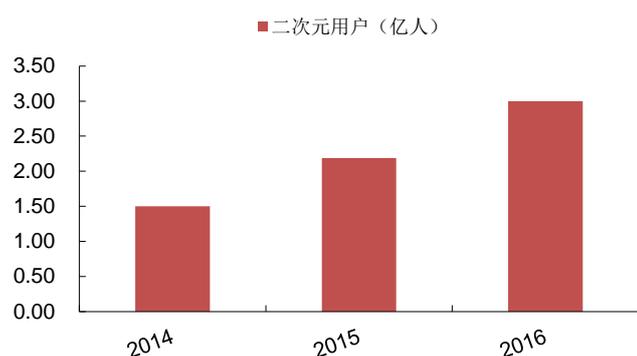
4、与宋城资源深度协同，全面参与娱乐市场。未来六间房会在艺人资源、内容资源、用户和营销资源等方面实现互相导入和转化，双方更长远的目标在于通过 O2O 的协同，全产业链参与中国的娱乐市场。

3.1.2、内生外延并举，跨次元、移动游戏并进

进军二次元产业，瞄准未来 10 年消费市场。2017 年六间房推出 ACG 配音社区蜜枝 App，进军二次元文化社区。蜜枝科技初期主要是为钟爱二次元文化的配音爱好者们提供移动化、社交化的内容创造服务。六间房的用户群体年龄偏大，而直播市场用户结构趋于稳定，用户群的突破关键在于是否能满足未来 10 年内主流消费者的需求。泛二次元年轻用户未来会成为直播平台的主流消费人群，公司进军二次元产业，也符合长远业务发展。

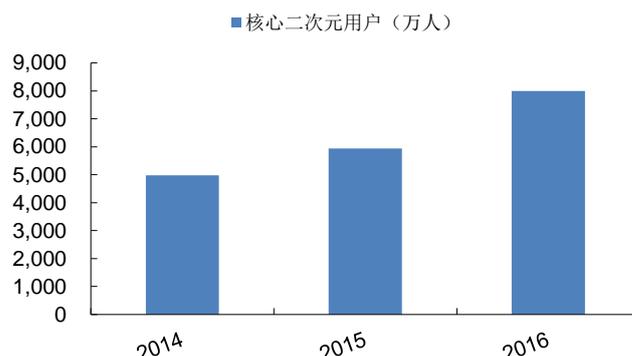
- 2014 年核心二次元用户规模达到 4984 万人，二次元总用户近 1.5 亿，核心二次元用户规模近两年增长率在 20%~30%之间。2014 年二次元用户总数近 1.5 亿人，2015 年近 2.19 亿人，增速达 46%。据中投咨询估计，2020 年二次元市场规模将达到 6000 亿元。市场空间广阔，颇具想象空间。

图 37：2014-2016 年二次元用户规模



资料来源：易观智库；华金证券研究所

图 38：2014-2016 年核心二次元用户规模



资料来源：易观智库；华金证券研究所

游戏端：收购灵动时空，推动“直播+移动游戏”战略。2017 年 3 月，公司在经过长时间调研后开始推动“直播+移动游戏”战略，以 3.8 亿人民币收购灵动时空。游戏是用户基数最大、产业规模最大、变现能力最强的互联网子行业之一，直播与移动游戏的结合会创造新的市场，革新商业模式。灵动时空在移动游戏产业有深厚积淀，以《剑魂之刃》为公司核心产品深受用户喜爱，同时产品发行上，公司具备东南亚国家和地区的产品发行能力，有 300 多款产品的开发经验。

- **关注中度游戏市场，泛娱乐布局拥有想象空间。** 游戏市场分为重度游戏、中度游戏及轻度游戏，中度游戏开发成本较低，周期较短。就灵动时空而言，在中度游戏市场有一定积累和成熟的商业模式，研发时间在 9~12 个月，成本在 500 万左右，30 人研发团队。公司意在**以轻投入出击中度游戏市场**，拓宽直播、演艺之外的娱乐布局，成为综合性娱乐平台。

表 14：不同游戏类型开发成本情况

类型	研发时间	成本	研发人数	特点	代表产品
重度游戏	2~4 年	2000~3000 万人民币	50~100 人	有 IP，用户忠诚度高、粘性强、付费能力强	王者荣耀、传说
中度游戏	9~12 个月	300 万~600 万人民币	30~40 人	介于中度与中度之间	剑魂之刃
轻度游戏	3~4 个月	100~300 万人民币	10~20 人	时间不长、粘性不高、付费意愿低	植物大战僵尸、愤怒的小鸟

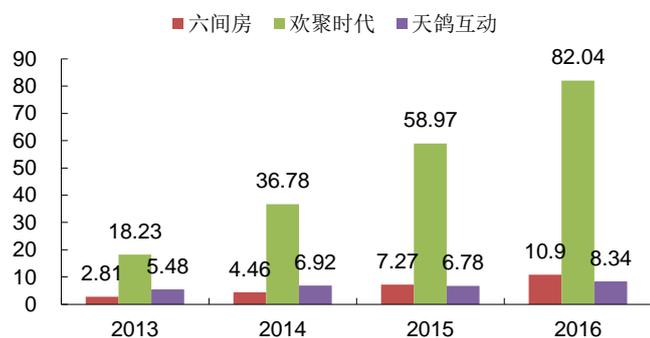
资料来源：艾瑞咨询；公司披露投资者调研纪要；华金证券研究所整理

- **重启游戏直播，提升留存用户 ARPU。** 六间房是市场上最早的游戏直播公司，盛大游戏、巨人网络的一些游戏发布、直播都是由六间房最早承办。泛娱乐直播平台游戏直播用户群体广、付费意愿强，单个用户 ARPU 值比其他类型的直播更高。从六间房目前的问题看，一方面扩大用户基数，另一方面提高用户 ARPU 值是提高盈利最主要的两个途径。“直播+移动游戏”的战略是延伸当前秀场直播的内容，利用游戏给公司创造新的利润点。

3.1.3、同行业公司比较：六间房营收增速更快

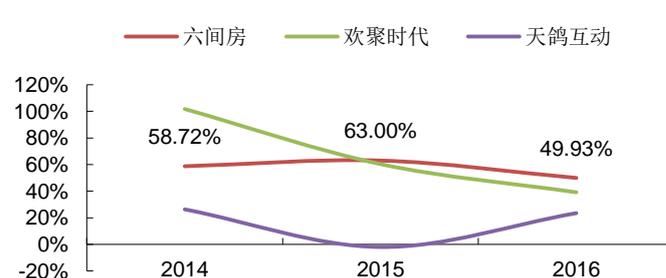
相较于已上市的欢聚时代（YY）、天鸽互动（9158），六间房与天鸽互动类似，均为秀场类直播，从营业收入来看，六间房与欢聚时代有一定差距，但六间房营收近两年已超越天鸽互动，从增速来看，2016 年六间房增速为 49.93%，高于天鸽互动增速 23.45%。

图 39：2013-2016 同行业公司营业收入（亿元）对比



资料来源：wind;华金证券研究所

图 40：2013-2016 同行业公司营收增速对比



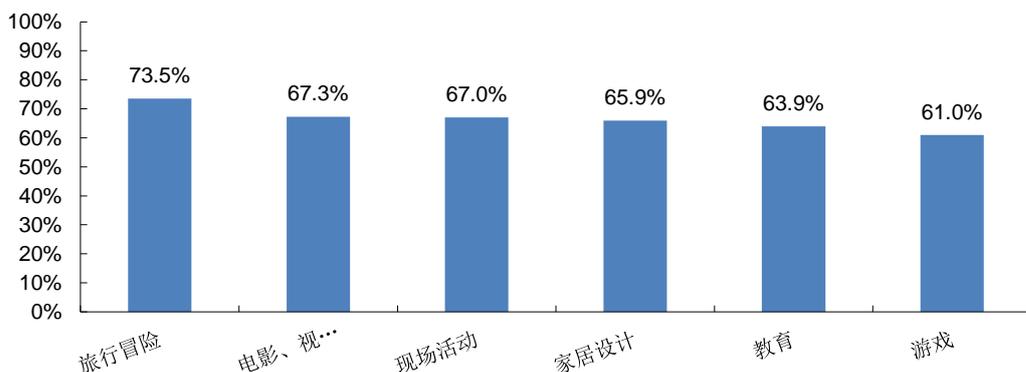
资料来源：wind;华金证券研究所

（二）科技宋城，谋定而后动

公司于 2016 年与美国科技公司 SPACES 签订《谅解备忘录》并设立合资子公司，2017 年推动与加拿大时光工厂、韩国 d'strict 的商务洽谈。重点推进机器人、无人机、VR 和多媒体影像板块，完善科技实验室、持续跟进机器人、无人机、VR 和 LBS 定制游戏的研发工作，运用技术与演艺结合，为游客提供沉浸感、交互感和想象力的体验。

虚拟现实技术走进千家万户，旅游 VR 最受期待。2016 年被认为是“VR 元年”，随着 VR 走入千家万户，虚拟现实技术的全新体验正打开多行业消费的新风口。根据 GreenlightVR 出具的《全球虚拟现实产业研究报告》对 1200 名 VR 用户的调研中显示，消费者感兴趣的 VR 内容排名最高的是旅行及冒险。另外全球各大主题乐园纷纷开始突出“VR+”旅游项目，迪士尼于 2016 年推出迪士尼主题 VR APP，日本环球影城正在使用 VR 技术与游乐项目结合的方式为消费者带来新体验；互联网旅行方面，国内的赞那度旅行 APP，曾获腾讯领投 A 轮融资，专注于结合 VR 的高端旅游路线，年内有望推出 40+ 的 VR 旅行短片；Google 利用自身研发优势，推出多场景应用的 VR app Expeditions。

图 41：VR 消费者期待



资料来源：《全球虚拟现实产业报告》；华金证券研究所

表 15：“VR+旅游”项目

分类	公司	项目名称	内容	落地情况
主题公园	迪士尼	Disney Movies VR	收集迪士尼所有虚拟现实内容，为用户提供主题乐园沉浸式体验	Steam 上线
	日本环球影城	VR 过山车、舞台剧等	舞台剧 VR、4D 电影 VR 等追求真实体验的游乐项目	未上线
互联网旅游	赞那度	旅行 VR app	拍摄旅行 VR 视频，为用户提供特别的旅行体验	已上线
	Google	旅游 app Expeditions	项目已实现多个 VR 旅游场景，如泰姬陵、罗马圆形大剧场和美国建国之父之一的 Alexander Hamilton 的生活场景	安卓上线，IOS 未上线
航空公司	澳洲航空	航空 VR	为客户提供澳航全景应用，能展示 360 度全景环境以及电影	与三星合作上线

资料来源：环球旅讯；华金证券研究所

行业发展初期，看好未来前景。目前 VR 行业发展无论从用户数量、设计、技术、内容都处于起步阶段，且当下 VR 技术集中在游戏、电影等方面，在旅游行业，尤其是主题公园结合方面比较少见。随着旅游企业资本进入 VR 市场，VR 技术能给游客带来身临其境的旅游体验，这区别于传统的文字、图片、视频能够达到的效果。另外 VR 时代可以为游客解决部分旅游信息不对称的问题，在游客筛选旅游地点、酒店，以及事先体验旅游景观上，都能满足游客的需求。

图 42：迪士尼 Movies VR



资料来源：steam;华金证券研究所

图 43：日本环球影城 VR



资料来源：公开资料；华金证券研究所

VR 影响：丰富内容制作，成本控制能力增强。在传统旅游业对新技术认识不足的前提下，宋城的 VR 布局比较前瞻。SPACES 团队是 VR 团队中最具有经验的团队之一，两位创始人曾是梦工厂动画公司 VR 体验的领军人物，其设计师、原画师和程序员都曾供职于大量 VR 项目，在主题乐园、动画，视觉效果、电影电视领域有深厚的积淀。除宋城之外，SPACES 合作对象还包括微软、NBC 等知名企业。除 VR 技术外，SPACES 还拥有优质的娱乐、科技资源，投资方之一的康卡斯特为全球娱乐巨头，旗下拥有环球影城、梦工厂等多个优质娱乐平台。宋城演艺与 SPACES 签订了合作开发协议，双方将联手推出 VR 游乐体验项目，实现双方资源整合。

VR 项目可为主题公园节约大量成本，原先的主题公园需要大量的场景布置、建筑建设，且更新换代成本大，交替过程受工期影响，客流受影响较大。而 VR 项目只需要部分的实景建设，给游客带来感官、视觉体验多在虚拟现实科技中，VR 项目更新可在后台开发完成，在更替过程中可做到无缝衔接，这对主题公园降低成本、提高盈利有重要意义。**除此之外，VR 吸引游客的关键在于内容制作**，据宋城多年的演艺制作经验，再加强 VR 内容制作，或可达到 VR 主题公园业内领先水平。

（三）IP 时代：女团 IP+文化 IP 增强核心竞争力

随着国人消费层次升级，从物质消费转向文娱消费后，文化消费市场活跃度上升。IP 内容打造以及价值变现成为文化消费产业创造价值的新导向。公司继六个宋城战略提出后，着手开发宋城的自有 IP。2014 年，公司与七弦投资、宋城董事长黄巧灵、综艺节目制作人陈佃共同投资

浙江宋城娱乐传统有限公司，宋城演艺出资 3000 万元，持有 60% 股权。子公司宋城娱乐打造的中国大型演艺女团“树屋女孩”成为公司自有 IP，同时公司将着力开发吉祥物、衍生品，探讨为文化演艺和主题公园引入合适的娱乐 IP 内容，并整合 IP、网红资源开发影视作品，在“IP 宋城”尝试突破。

3.3.1、树屋女孩打造娱乐 IP

“树屋女孩”定位新国风，线上线下齐力开花。2017 年宋城娱乐打造的女团树屋女孩围绕“新国风”对树屋女孩的服装、造型和音乐进行系统包装和定位，线下方面，在宋城景区内开展驻场巡演和巡回演出，扩大其知名度，对宋城景区导流，景区内打开其女团知名度。线上方面，2016 年女团推出主打歌曲荣登 QQ 音乐巅峰榜。2017 年，“树屋女孩”从音乐、直播、IP 建设方面树立“新国风”旗帜。借力六间房直播平台，“树屋女孩”开展直播睡前大作战等节目。

表 16：树屋女孩项目

项目	内容
单曲/MV	《醉》、《清风谣》、《胭脂妆》
音乐会	《新国风音乐会》
纪录片	《指尖上的中国》
线下选拔	树屋女孩全球选拔赛
网络剧	《丁丁小姐》
线上直播	睡前大作战

资料来源：公司公告；华金证券研究所

图 44：树屋女孩单曲封面



资料来源：公司公告；华金证券研究所

图 45：树屋女孩 24 节气写真



资料来源：公司公告；华金证券研究所

3.3.2、TMT 基金储备文化 IP

公司于 2015 年与控股子公司七弦投资成立现场娱乐投资基金，募集人民币 10 亿元，公司认缴人民币 9900 万元。2015 年 7 月与六间房科技发起成立 TMT 产业投资基金，总募集规模为 30 亿元，公司出资 5500 万元，2016 年 8 月，对现场娱乐基金增资 2 亿元。目前已成功投资嘻哈包袱铺、暖暖游戏等行业龙头企业，还投资了体育领域、二次元音乐领域的小旭音乐、COSPLAY 团队黑天视觉等。短期内这些投资布局对公司不贡献利润，但有助于公司的资源嫁接。同时，作为文化产业，也为公司储备了丰富的文化 IP 资源。

四、盈利预测

我们将宋城演艺的业务划分为已落地千古情系列、待开业千古情系列、轻资产、六间房四大板块，分别对盈利进行估算。澳洲项目预计 2020 年开业，暂不考虑其利润贡献。

4.1、已落地千古情盈利预测及核心假设

核心假设：我们预测杭州宋城景区 2017-2019 的营收增速为 10%、8%、5%；三亚千古情的增速未来三年为 11%；丽江千古情营收增速为 1%、35%、15%*(2017 年当地旅游市场整治，基数较低，2018 年给与较高增速)*；九寨宋城由于地震影响，预计 2019 年重新开业，贡献营收 1.5 亿。杭州、三亚、丽江、九寨毛利率分别为 70%、75%、71%、67%。

表 17：已落地千古情盈利预测

		开业时间	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
已落地	杭州宋城旅游区	营业收入(亿元)	7.01	6.88	7.57	8.17	8.58
		YOY	23.20%	-1.85%	10%	8%	5%
		毛利(亿元)	4.92	4.82	5.30	5.72	6.01
		毛利率	70.19%	70.06%	70%	70%	70%
	三亚宋城旅游区	营业收入(亿元)	2.58	3.07	3.41	3.78	4.20
		YOY	66.45%	18.99%	11%	11%	11%
		毛利(亿元)	1.99	2.30	2.56	2.84	3.15
	丽江宋城旅游区	营业收入(亿元)	1.71	2.23	2.25	3.04	3.50
		YOY	137.50%	30.41%	1%	35%	15%
		毛利(亿元)	1.08	1.62	1.60	2.16	2.48
	九寨宋城旅游区	营业收入(亿元)	1.31	1.49	0.96	N	1.5
		YOY	111.29%	13.74%	-35%	N	N
毛利(亿元)		88.00%	99.83%	0.64	N	1.01	
毛利率		67.18%	67.00%	67%	67%	67%	

资料来源：wind, 华金证券研究所

4.2、待开业千古情盈利预测及核心假设

核心假设：待开业项目营收参照其规模与已有项目对比，2018 年开业项目，桂林首年营收为 1.36 亿，第二年增速 120%。假设张家界首年营收为 0.6 亿、西安首年营收为 0.7 亿、上海首

年营收为 0.5 亿，毛利率以现有千古情的毛利率估算为 70%。我们估计待开业千古情 2018-2019 营业收入为 1.36 亿元、4.79 亿元。

表 18：待开业千古情盈利预测

			2018E	2019E	
待开业	张家界	2019/06	营业收入(亿元)	0.60	
			YOY		
			毛利(亿元)	0.42	
				毛利率	70%
	西安	2019/01	营业收入(亿元)	0.7	
			YOY		
			毛利(亿元)	0.49	
				毛利率	70%
				营业收入(亿元)	1.36
				YOY	120%
				毛利(亿元)	0.95
				毛利率	70%
			营业收入(亿元)	0.5	
			YOY		
			毛利(亿元)	0.35	
			毛利率	70%	

资料来源：wind;华金证券研究所

4.3、轻资产板块盈利预测及核心假设

核心假设：考虑到公司轻资产业务投入不大，其毛利率较已开业千古情毛利率高，假设为 85%。轻资产营业收入=服务费+管理费；轻资产毛利=服务费*毛利率+管理费。其中管理费=0.2*门票收入*当年营业月数/12；服务费：佛山、新郑项目以 10%、30%、30%、30%分摊至开业；宜春明月情，以 2017 年 30%、2018 年 70%计算。我们预测轻资产板块 2017E-2020E 的营收分别为 2.78 亿、3.50 亿、1.81 亿、1.96 亿，毛利为 2.37 亿、2.99 亿、1.58 亿、1.73 亿。

*注：轻资产仅考虑现有项目，未考虑新增项目。

表 19：轻资产板块业绩预测表

开业时间		2017E	2018E	2019E	2020E	
宁乡炭河里	2017 年 7 月	服务费	1.43	0.00	0.00	0.00
		毛利率	85%	85%	85%	85%
		管理费	0.05	0.10	0.15	0.15
		营收	1.48	0.10	0.15	0.15
		毛利	1.27	0.10	0.15	0.15
佛山听音湖	2020 年 3 月	服务费	0.26	0.78	0.78	0.78
		毛利率	85%	85%	85%	85%
		管理费	0.00	0.00	0.00	0.08
		营收	0.26	0.78	0.78	0.86
		毛利	0.22	0.66	0.66	0.74
宜春明月情	2018 年 10 月	服务费	0.78	1.82	0.00	0.00

开业时间		2017E	2018E	2019E	2020E
	毛利率	85%	85%	85%	85%
	管理费	0.00	0.02	0.10	0.10
	营收	0.78	1.84	0.10	0.10
	毛利	0.66	1.57	0.10	0.10
新郑黄帝情	2020年3月				
	服务费	0.26	0.78	0.78	0.78
	毛利率	85%	85%	85%	85%
	管理费	0.00	0.00	0.00	0.08
	营收	0.26	0.78	0.78	0.86
	毛利	0.22	0.66	0.66	0.74
	营收合计	2.78	3.50	1.81	1.96
	毛利合计	2.37	2.99	1.58	1.73

资料来源：wind；华金证券研究所

4.4、六间房板块盈利预测及核心假设

核心假设：根据六间房对赌情况进行推算其 2017-2018 营业收入，并根据其净利、毛利趋势推测其毛利率，假设六间房 2017-2019 增速为 17%、23%、18%。我们预测六间房 2017-2019 营业收入为 12.75 亿元、15.69 亿元、18.51 亿元。

表 20：六间房盈利预测(单位：亿元)

	2016	2017E	2018E	2019E
六间房 营业收入	10.90	12.75	15.69	18.51
YOY	195.39%	17%	23%	18%
毛利	5.45	6.38	7.84	9.25
毛利率	50%	50%	50%	50%

资料来源：wind；华金证券研究所

五、投资建议

预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 30.54 亿元、36.51 亿元和 44.03 亿元，归母净利润分别为 10.80 亿元、12.97 亿元和 15.38 亿元，对应的 EPS 为 0.74、0.89 和 1.06 元。

表 21：宋城演艺盈利预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (亿元)	8.87	16.95	26.44	30.54	36.51	44.03
YOY	39.69%	90.98%	56.08%	15.51%	19.53%	20.60%
毛利率	65.22%	65.70%	61.94%	63.44%	63.36%	62.62%
毛利(亿元)	5.78	11.13	16.38	19.38	23.13	27.57
归母净利润 (亿元)	3.61	6.31	9.02	10.80	12.97	15.38
YOY	17.20%	74.58%	43.10%	19.73%	20.10%	18.51%
EPS (元)	0.65	0.43	0.62	0.74	0.89	1.06

资料来源：wind；华金证券研究所

此外，2017/12/19 公司公告称，考虑到资本市场环境、融资时机等因素发生变化，公司结合实际情况综合考虑内外部各种因素，终止了 3 月公告的定增计划，拟募集 40 亿用于建设澳洲、

上海等 6 个项目。但从公司财务状况看，三季报披露公司账面货币资金超 13 亿，经营性现金流净额 13.52 亿，资产负债率仅有 12.6%，我们认为公司主业稳定发展提供良好的现金流，以及适当的负债可以支撑新项目的顺利建设。结合未来三年，公司保持每年 2-3 个新项目（自主+轻资产）开业，业绩增长比较确定。给予“买入-A”评级，6 个月目标价为 26.7 元，相当于 2018 年 30 倍的市盈率。

六、风险提示

1、商誉减值风险。截止 2017 年三季度末，公司商誉 27.89 亿，主要是 2015 年收购六间房产生。若后面六间房不能持续稳定盈利，可能会导致商誉减值风险，从而影响公司利润。

2、新开业项目进度不及预期。桂林、张家界、西安、上海等项目开发进度不如预期；澳洲项目开展受外汇管控及对外投资政策影响。

3、直播行业监管风险，新项目上线不及预期。直播行业监管趋严，在内容创作上会受限，若六间房不能创造出迎合市场需求的直播内容，可能会导致业绩不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,694.5	2,644.2	3,054.4	3,651.0	4,403.0	年增长率					
减:营业成本	582.1	1,014.2	1,116.6	1,337.6	1,645.9	营业收入增长率	81.2%	56.0%	15.5%	19.5%	20.6%
营业税费	48.7	34.3	39.6	47.3	57.1	营业利润增长率	75.4%	38.7%	20.3%	20.3%	18.7%
销售费用	106.5	276.6	319.5	381.9	460.6	净利润增长率	74.6%	43.1%	19.7%	20.1%	18.6%
管理费用	132.1	169.1	195.4	233.5	281.6	EBITDA 增长率	63.1%	35.3%	18.2%	17.7%	17.1%
财务费用	1.2	13.4	7.5	-5.7	-9.8	EBIT 增长率	80.4%	40.1%	19.5%	19.3%	18.6%
资产减值损失	1.0	3.0	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	90.2%	41.5%	19.5%	19.3%	18.6%
加:公允价值变动收益	-	0.1	-	-	-	投资资本增长率	92.8%	14.3%	8.6%	-0.7%	-3.6%
投资和汇兑收益	4.9	14.5	6.0	6.0	6.0	净资产增长率	62.6%	14.8%	15.3%	14.8%	15.2%
营业利润	827.8	1,148.2	1,380.8	1,661.3	1,972.6	盈利能力					
加:营业外净收支	-2.7	11.6	14.0	14.0	14.0	毛利率	65.6%	61.6%	63.4%	63.4%	62.6%
利润总额	825.1	1,159.8	1,394.8	1,675.3	1,986.6	营业利润率	48.9%	43.4%	45.2%	45.5%	44.8%
减:所得税	179.7	243.3	292.6	351.5	416.8	净利润率	37.2%	34.1%	35.4%	35.5%	34.9%
净利润	630.6	902.3	1,080.1	1,297.4	1,538.4	EBITDA/营业收入	58.5%	50.8%	51.9%	51.1%	49.6%
						EBIT/营业收入	48.9%	43.9%	45.5%	45.3%	44.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	18.2%	13.3%	7.1%	7.8%	8.0%
货币资金	1,482.7	1,005.0	1,308.0	2,492.2	4,052.0	负债权益比	22.3%	15.3%	7.6%	8.5%	8.8%
交易性金融资产	-	170.1	99.9	99.9	99.9	流动比率	2.63	3.06	3.44	4.40	5.43
应收帐款	24.0	59.6	25.2	76.2	46.1	速动比率	2.62	3.05	3.43	4.40	5.42
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	693.73	86.52	184.36	-290.44	-199.95
预付帐款	6.8	17.5	9.2	22.8	16.5	营运能力					
存货	3.0	4.7	4.6	6.5	7.2	固定资产周转天数	362	242	208	168	135
其他流动资产	222.2	582.1	535.0	535.0	535.0	流动营业资本周转天数	-74	-23	4	-5	-15
可供出售金融资产	56.6	193.7	259.1	259.1	259.1	流动资产周转天数	297	244	225	257	327
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	4	6	5	5	5
长期股权投资	129.2	-	14.9	14.9	14.9	存货周转天数	1	1	1	1	1
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,150	991	926	866	830
固定资产	1,759.1	1,793.0	1,736.3	1,680.9	1,627.5	投资资本周转天数	757	685	660	572	464
在建工程	105.7	118.0	174.4	219.5	271.6	费用率					
无形资产	699.5	980.4	1,121.4	1,180.2	1,148.6	销售费用率	6.3%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
其他非流动资产	2,498.2	2,643.3	2,856.1	2,830.4	2,804.7	管理费用率	7.8%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
资产总额	6,987.0	7,567.3	8,144.1	9,417.6	10,883.1	财务费用率	0.1%	0.5%	0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.1%	17.4%	17.1%	16.7%	16.6%
应付帐款	571.0	435.8	556.8	632.2	830.8	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	11.3%	14.1%	14.6%	15.3%	15.7%
其他流动负债	90.9	165.1	20.0	101.7	45.0	ROA	9.2%	12.1%	13.5%	14.1%	14.4%
长期借款	600.0	400.0	-	-	-	ROIC	26.6%	19.6%	20.4%	22.5%	26.8%
其他非流动负债	11.1	5.0	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,273.0	1,005.9	576.7	734.0	875.8	DPS(元)	0.07	0.10	0.12	0.14	0.17
少数股东权益	111.5	157.3	179.3	205.8	237.2	分红比率	16.1%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
股本	1,452.7	1,452.6	1,452.6	1,452.6	1,452.6	股息收益率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	0.9%
留存收益	4,161.4	4,962.7	5,935.4	7,025.2	8,317.5						
股东权益	5,714.1	6,561.4	7,567.3	8,683.6	10,007.3						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.43	0.62	0.74	0.89	1.06
现金流量表						BVPS(元)	3.86	4.41	5.09	5.84	6.73
净利润	645.4	916.5	1,080.1	1,297.4	1,538.4	PE(X)	43.3	30.2	25.3	21.0	17.7
加:折旧和摊销	180.3	203.4	198.3	211.5	222.8	PB(X)	4.9	4.3	3.7	3.2	2.8
资产减值准备	1.0	3.0	-	-	-	P/FCF	-26.5	926.1	123.9	20.4	15.6
公允价值变动损失	-	-0.1	-	-	-	P/S	16.1	10.3	8.9	7.5	6.2
财务费用	10.9	23.4	7.5	-5.7	-9.8	EV/EBITDA	26.6	19.6	16.2	13.2	10.6
投资损失	-4.9	-14.5	-6.0	-6.0	-6.0	CAGR(%)	27.1%	19.6%	44.6%	27.1%	19.6%
少数股东损益	14.9	14.2	22.0	26.5	31.4	PEG	1.6	1.5	0.6	0.8	0.9
营运资金的变动	-151.7	-573.4	213.0	116.4	203.2	ROIC/WACC	2.5	1.9	1.9	2.1	2.6
经营活动产生现金流量	915.3	1,030.3	1,515.0	1,640.1	1,980.1						
投资活动产生现金流量	-1,591.1	-1,227.2	-708.2	-254.0	-184.0						
融资活动产生现金流量	1,138.1	-273.3	-503.8	-201.9	-236.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn