

# 重回强势主业，开启新一轮成长周期

——宋城演艺（300144）首次覆盖报告



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

## 核心观点

### ❖ 国内旅游演艺领先，行业竞争优势明显

公司是中国最大的旅游演艺集团，建立了“主题公园+旅游演艺”的模式。千古情景区具有盈利能力强（毛利率约 70%，净利约 48%）、复制能力强（已成功复制 3 个）、投资规模小（约 3-8 亿元）、投资回收期短（4-5 年）的优势。公司核心演出产品“千古情”系列制作精良，占据全国约 1/3 的旅游演艺票房。

### ❖ 异地千古情和轻资产项目密集开业，公司迎来新一轮高速增长

受益于所在城市巨大的游客流量，桂林、张家界、西安三个异地项目的陆续开业（2018-2019 年）将进一步扩大公司的业务版图，实现收入规模的跳跃式发展。同时公司在城市演艺（上海）、海外扩张（澳洲）和演艺小镇（西塘）的探索将给公司带来新的利润增长点，帮助公司走上更加可持续发展的道路。

轻资产模式具有业务金额大、利润率高、可持续性强、后期营收分成等特点。公司第一单宁乡项目开园第一年共接待游客超 400 万人次，营业收入达 1.6 亿元，证明了公司的旅游演艺产品有望不再依赖于知名景区而在二三线城市独立发展。后续宜春、佛山、新郑和潜在项目的落地有望加速公司业务的快速扩张。

### ❖ 六间房与花椒直播重组，降低风险聚焦主业

公司全资子公司六间房正在与密境和风（花椒直播）进行重组。本次重组后六间房不再并表将降低公司潜在的商誉减值风险，同时带来 3.2 亿的投资收益和 12.5 亿的现金流。长期看，公司还将受益于重组后公司的发展而获得稳定收益。

### ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司通过六间房重组重新聚集演艺业务。随着 2018-2020 年间多个项目的密集开业，公司将进入新一轮的业绩高增长阶段。预计 2018-2020 年营业收入为 34、29、32 亿元，EPS 为 0.87、1.07、1.09 元/股，对应 PE 为 25、20、20 倍。我们认为公司主业价值突出，给予 19 年 25 倍估值，首次覆盖予以“增持”评级。

❖ **风险提示：**公司现有项目经营情况不及预期；公司新一轮异地复制景区和轻资产项目开业进度和运营情况不及预期；六间房重组事项不及预期。

## 盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	3024	3407	2895	3180
+/-%	14%	13%	-15%	10%
归属母公司股东的净利润(百万)	1068	1265	1552	1580
+/-%	18%	18%	23%	2%
EPS(元)	0.74	0.87	1.07	1.09
PE	29.34	24.76	20.18	19.82

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	文化娱乐/休闲
报告时间	2018/11/25
前收盘价	21.57 元
公司评级	增持评级

## 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002  
021-68595127  
ouyangyujian@cczq.com

## 联系人

尤鑫

证书编号：S1100116080008  
021-68595231  
youxin@cczq.com

## 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 投资摘要

公司深耕旅游演艺行业二十多年，是中国旅游演艺的领先企业，创始人黄巧灵先生是公司的实际控制人。公司通过多年的经验积累，建立了“主题公园+旅游演艺”的经验模式，旗下的核心产品“千古情”系列以强大的影响力成为了旅游演艺和创意品牌的翘楚。

### 对于未来成长：

短期来看，桂林、张家界、西安三个异地千古情项目和宜春明月山、佛山西樵山、新郑黄帝三个轻资产项目将于 2018 年-2020 年期间陆续密集开业。公司将进一步扩大自身的业务版图，并实现收入规模的跳跃式发展。同时公司通过六间房重组，降低了潜在的商誉减值风险，并有望受益于直播行业的快速发展获得稳定的投资收益。

长期来看，轻资产项目的持续顺利运营，将让公司景区项目的发展不再受限于资本规模和景区周边客流量，具备了快速复制、快速扩张的可能。同时城市演艺、海外扩张和演艺小镇任何一个新模式的成功突破，都将给公司带来新的利润增长点，帮助公司走上更加可持续发展的道路。

### 对于与市场观点主要差异：

我们更看好公司轻资产项目的长期增长空间。近期，公司轻资产第一单的宁乡炭河里项目正式开园一周年。在第一年中，园区共接待游客超 400 万人次，营业收入达 1.6 亿元，核心演出《炭河千古情》演出 1000 余场，表现十分突出。

传统的旅游演艺更多依赖于知名旅游景区的客流量转化，无法独立构成一个旅游目的性项目。而宁乡项目周边并没有热门的景区引流，这更证明了千古情演出自身的品牌价值和市场影响力。宁乡项目的成功使得公司的旅游演艺产品有望不再依赖于知名景区而在二三线城市独立发展。若预计今年 12 月开业的宜春明月山项目能够复制宁乡项目的成功，将打开公司业务复制扩张的限制，给公司带来新的利润增长点。

**首次覆盖给予“增持”评级。**通过六间房重组公司重新聚焦竞争优势突出的演艺业务。随着 2018-2020 年期间多个项目的密集开业，公司将进入新一轮的业绩高增长阶段。预计 2018-2020 年营业收入为 34、29、32 亿元，EPS 为 0.87、1.07、1.09 元/股，对应 PE 为 25、20、20 倍。我们认为公司主业价值突出，给予 2019 年 25 倍估值，首次覆盖予以“增持”评级。

## 正文目录

投资摘要 .....	2
一、公司是中国旅游演艺的领先企业 .....	6
1.1 发展历程：旅游演艺行业积累超过二十年 .....	6
1.2 股权结构：实际控制人及其一致行动人持股超 50% .....	7
1.3 主营业务：现场演艺、旅游休闲和互联网演艺 .....	7
1.4 经营数据：业绩持续高速增长，毛利率、净利率保持较高水平 .....	8
二、旅游演艺持续增长，四大项目验证公司竞争力 .....	11
2.1 休闲旅游逐渐升温，旅游演艺持续增长 .....	11
2.2 从现有四大千古情景区看公司的竞争优势 .....	13
2.2.1 旅游演艺票房领先，门票价格持续提升 .....	14
2.2.2 注重节目创作与人才储备，实现成本可控 .....	16
2.2.3 经营模式独特，盈利能力较强 .....	17
2.2.4 异地复制能力获得认证 .....	18
2.2.5 投资额较小，回报周期较快 .....	21
2.3 现场演艺的发展与探索 .....	29
2.3.1 上海：从旅游演艺向城市演艺突破 .....	29
2.3.2 澳洲：国际化战略第一步 .....	31
2.3.3 西塘：演艺小镇——演艺产品的 4.0 版本 .....	32
三、新一轮项目扩张推动现场演艺规模快速增长 .....	22
3.1 千古情景区的新一轮异地复制 .....	22
3.1.1 桂林：与桂林旅游合作，打造漓江千古情项目 .....	24
3.1.2 张家界：全资子公司打造张家界千古情项目 .....	26
3.1.3 西安：与西安世园投资合作，打造“中华千古情”项目 .....	27
3.2 现场演艺的发展与探索 .....	29
3.2.1 上海：从旅游演艺向城市演艺突破 .....	29
3.2.2 澳洲：国际化战略第一步 .....	31
3.2.3 西塘：演艺小镇——演艺产品的 4.0 版本 .....	32
四、轻资产模式顺利开拓，公司迎来新的业绩增长点 .....	33
五、六间房与花椒直播重组，剥离报表聚焦主业 .....	36
六、业绩预测 .....	37
风险提示 .....	40
盈利预测 .....	41

## 图表目录

图 1:	黄巧灵为公司实际控制人.....	7
图 2:	主要业务结构.....	8
图 3:	营业收入规模及增速 (亿元, %) .....	8
图 4:	归属母公司股东净利润及增速 (亿元,%) .....	8
图 5:	异地复制和外延扩张推动公司业绩增长 .....	9
图 6:	毛利率和净利润率近年来小幅上涨 .....	9
图 7:	期间费用率保持稳定 .....	9
图 8:	上市以来 ROE 持续增长 .....	10
图 9:	近年来 ROE 表现高于同业相关上市公司 .....	10
图 10:	资产负债率水平低 .....	10
图 11:	收入和利润质量高 .....	10
图 12:	居民出游目的: 度假休闲和观光游初步显现出并重的态势 .....	11
图 13:	全国旅游演艺票房收入.....	12
图 14:	全国旅游演艺观众人次.....	12
图 15:	全国旅游演艺票房区域分布 (亿元) .....	12
图 16:	全国旅游演艺票房城市分部 (亿元) .....	12
图 17:	全国旅游演艺主题公园票房稳定增长.....	13
图 18:	全国旅游演艺细分类型市场占比 (2016) .....	13
图 19:	宋城演艺景区客流量稳定增长.....	14
图 20:	全国旅游演艺各系列票房收入占比.....	14
图 21:	千古情系列票房表现突出 (2016) .....	14
图 22:	宋城景区票价水平较高 (每个点代表一个旅游演艺的价格) .....	15
图 23:	研发支出规模及占收入比重.....	16
图 24:	研发团队人数数据 .....	16
图 25:	与旅游演艺和主题公园公司毛利率对比.....	17
图 26:	与景区公司的毛利率数据对比.....	17
图 27:	与旅游演艺&主题公园公司净利率对比.....	18
图 28:	与景区公司的净利率数据对比.....	18
图 29:	杭州宋城旅游区营业收入变化 (亿元, %) .....	18
图 30:	杭州宋城景区和旅游区毛利率水平.....	18
图 31:	异地项目的营业收入及增速 (亿元, %) .....	19
图 32:	异地项目的利润及增速 (亿元, %) .....	19
图 33:	异地项目的毛利率持续上升.....	20
图 34:	异地项目净利率持续上升.....	20
图 35:	丽江演艺市场收入对比 (亿元) .....	21
图 36:	丽江演艺市场盈利能力对比.....	21
图 37:	部分旅游演艺和主题公园项目的投资规模与投资回收期数据 .....	22
图 38:	千古情景区的投资规模对比.....	23
图 39:	千古情景区的占地面积对比.....	23
图 40:	千古情项目城市游客流量对比 (万人次) .....	24
图 41:	主要城市旅游演艺观众转化率.....	24
图 42:	桂林市旅游客流量数据.....	25

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	漓江千古情旅游建设项目选址.....	25
图 44:	张家界市及武陵源区旅游客流量数据.....	26
图 45:	项目总体效果图.....	26
图 46:	西安市旅游接待人数及增速.....	28
图 47:	项目选址：西安浐灞生态区.....	28
图 48:	长恨歌表演场次和营业收入数据.....	28
图 49:	长恨歌景区门票价格.....	28
图 50:	上海世博大舞台项目选址.....	30
图 51:	长三角城市观演人次占城镇常住人口比.....	30
图 52:	黄金海岸中国游客稳定增长.....	31
图 53:	黄金海岸游客来源前 10 国家.....	31
图 54:	嘉善县游客人数及增速.....	33
图 55:	西塘景区与乌镇景区的客流量对比.....	33
图 56:	项目开业一周年数据（因 15Q1 停业，九寨项目收入截至为 2015 年 H1）.....	34
图 57:	六间房与密境和风的重组结构.....	36
图 58:	宋城演艺市盈率变化.....	39
表格 1.	宋城演艺的发展历程.....	6
表格 2.	旅游演艺分类（按照演出场所）.....	13
表格 3.	杭州宋城景区主要调价历程.....	15
表格 4.	异地项目投资与建设期.....	21
表格 5.	千古情景区第二轮异地复制的项目情况.....	23
表格 6.	桂林“漓江千古情”演艺建设项目.....	25
表格 7.	张家界千古情演艺建设项目.....	27
表格 8.	现场演艺的探索项目储备.....	29
表格 9.	上海世博大舞台建设项目.....	30
表格 10.	澳大利亚传奇王国项目.....	32
表格 11.	宋城演艺的旗下轻资产项目.....	34
表格 12.	宋城演艺轻资产项目方案.....	35
表格 13.	宋城演艺盈利测算（单位：百万元）.....	38
表格 14.	可比上市公司盈利预测及估值表（以 2018 年 11 月 23 日收盘数据测算）.....	39

## 一、公司是中国旅游演艺的领先企业

### 1.1 发展历程：旅游演艺行业积累超过二十年

宋城演艺发展股份有限公司于1994年在杭州成立，1996年建成杭州宋城景区，并于1997年正式推出了《宋城千古情》。2010年，公司正式在创业板上市，成为中国演艺行业首家上市公司。公司已经连续九届获得“全国文化企业30强”，是全球主题公园集团的十强企业。

目前，公司已建成和在建杭州、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界、西安、上海、龙泉山、澳大利亚等数十大旅游区、三十大主题公园、上百台千古情及演艺秀，并拥有宋城六间房、中国演艺谷等数十个文化娱乐项目。公司旗下运营35个各类型的剧院，共计75000个座位数。每年各类演出15000余场，每年观众5000余万人次，其中“千古情”系列每年演出8000多场，观众达3500多万人次。

表格 1. 宋城演艺的发展历程

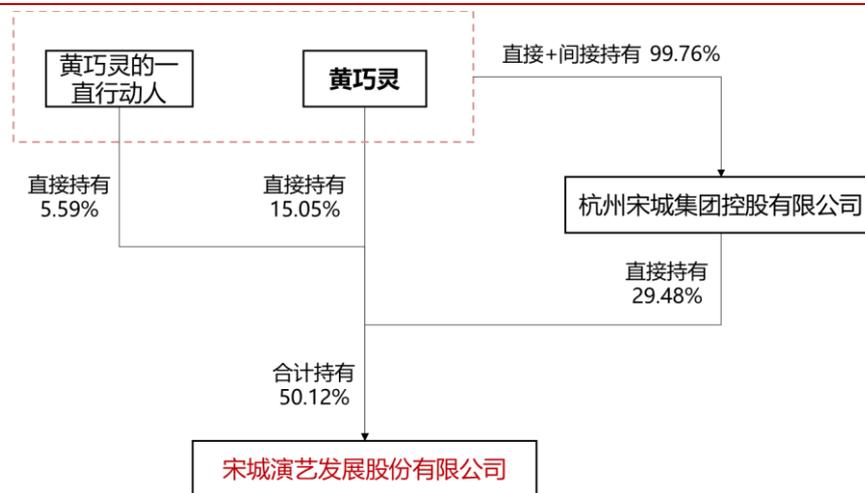
时间	主要内容
1994年	公司前身杭州世界城·宋城置业成立
1996年	杭州宋城景区开园
1997年	《宋城千古情》公演
1999年	杭州乐园开园，宋城置业更名为杭州宋城集团有限公司
2000年	经浙江省人民政府企业上市工作领导小组批准，将宋城有限整体变更为宋城旅游发展股份有限公司
2001年	"杭州乐园二期项目"正式签约
2006年	宋城集团发起并承办2006杭州世界休闲博览会
2010年	"宋城演艺"正式上市，成为中国演艺第一股
2011年	宋城演艺荣获"十大最具影响力国家文化产业示范基地"
2013年	三亚千古情景区开业，大型歌舞《三亚千古情》亮相
2014年	丽江千古情（3月）与九寨千古情景区（5月）相继开业，宋城股份更名为"宋城演艺"
2015年	26亿元全资收购六间房；控股九寨沟《藏谜》60%股权；与桂林旅游合作，签约桂林千古情项目；成立合资公司，打造"宋城演艺世博大舞台"项目，从旅游演艺向城市演艺突破
2016年	签约张家界千古情项目；投资20亿开发澳大利亚传奇王国项目，公司国际化迈出重要一步；与美国科技公司SPACES合作，开发基于VR、AR、MR的体验等相关业务
2017年	轻资产输出第一单乡炭河古城开园，大型歌舞《炭河千古情》亮相；签约佛山、宜春、新郑三个轻资产项目；收购灵动科技
2018年	签约西安千古情项目；签约西塘·中国演艺小镇项目；推动六间房与花椒直播重组

资料来源：公司公告，宋城集团官网，川财证券研究所

## 1.2 股权结构：实际控制人及其一致行动人持股超 50%

公司实际控制人黄巧灵先生，是宋城集团、宋城演艺创始人，“千古情”系列演艺作品总导演、总策划、艺术总监，中国旅游演艺行业专家。截至 2017 年底，黄巧灵及其一致行动人持股合计 50.12%：其中黄巧灵及其一致行动人（黄巧龙、张娴、刘萍为黄巧灵的一致行动人）直接持有公司 20.64% 股权，并通过控股公司控股股东杭州宋城集团控股有限公司持有本公司 29.48% 股权。

图 1：黄巧灵为公司实际控制人



资料来源：2018 年半年度报告，川财证券研究所

## 1.3 主营业务：现场演艺、旅游休闲和互联网演艺

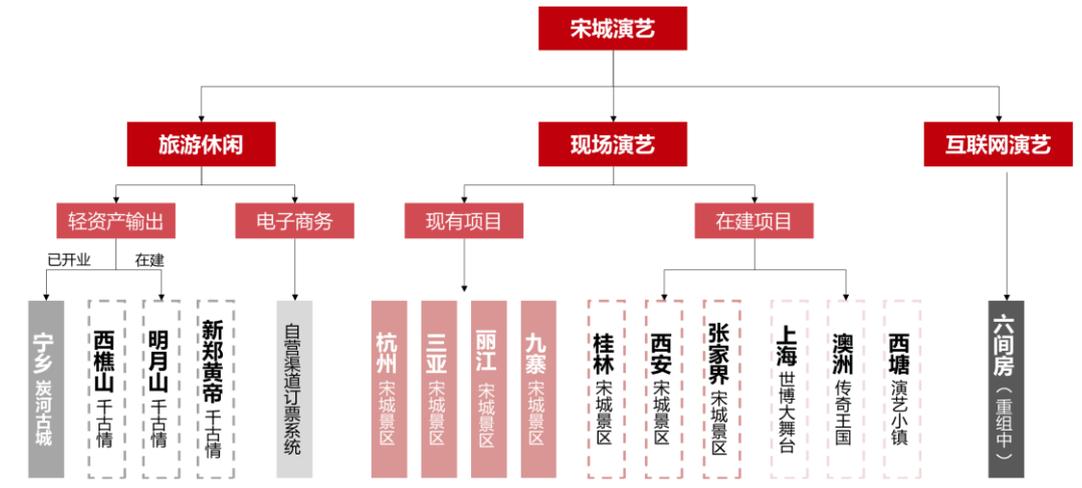
宋城演艺主要从事文化演艺和泛娱乐业务。经过多年的发展，公司已经形成了现场演艺、旅游休闲和互联网演艺三大板块。

- 1) 现场演艺业务：主要为千古情系列演出和主题公园集群，包括《宋城千古情》、《三亚千古情》、《丽江千古情》、《九寨千古情》等，其收入主要来源于演出门票收入；
- 2) 旅游休闲服务业务：主要是指宋城旅游承载的管理输出、品牌输出、创意输出的轻资产运营模式以及网络销售平台，形成自主投资运营和景区托管运营并重、直销和分销渠道并举的格局，发挥专业优势扩大公司品牌影响力和销售渠道；
- 3) 互联网演艺业务：主要是六间房从事的互联网演艺业务，六间房是一个基于平民艺人和粉丝关系的互联网演艺平台，公司主要从事平台的运营业务，其

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

收入主要来自于虚拟物品的销售收入(目前公司正在推动六间房与花椒直播重组,若顺利完成,重组后公司将转变为公司的长期股权投资)。

图 2: 主要业务结构

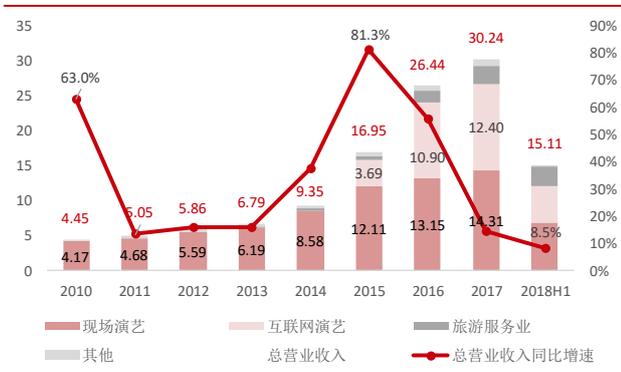


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

### 1.4 经营数据: 业绩持续高速增长, 毛利率、净利率保持较高水平

异地复制和并购扩张推动业绩高速增长。2017年,公司实现营业收入30.24亿元,同比增长14.4%,其中现场演艺和互联网演艺分别占比47%和41%。公司实现归属于上市公司股东的净利润10.68亿元,同比去年增长18.32%。2018年上半年,公司实现营业收入15.11亿元,同比增长8.5%,实现归属于上市公司股东的净利润6.65亿元,同比增长27.0%。

图 3: 营业收入规模及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

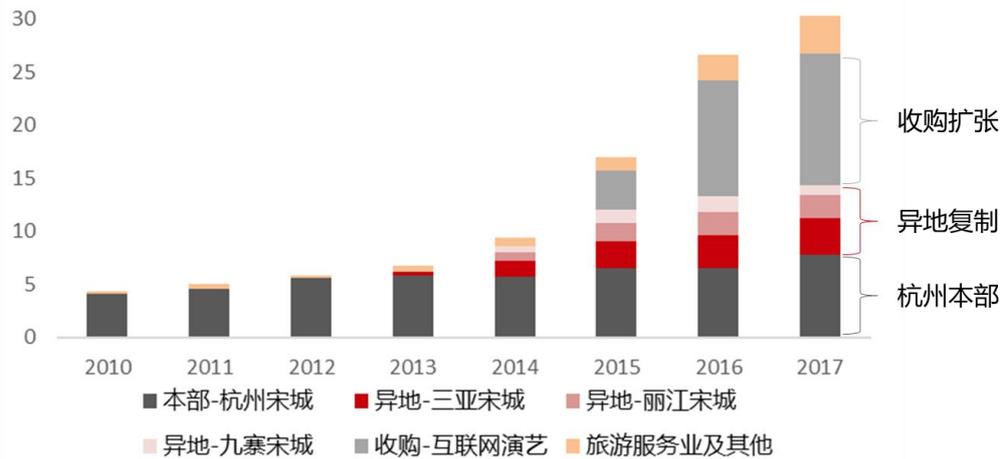
图 4: 归属母公司股东净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

从具体结构看，异地复制和外延扩张是公司近年来业绩保持高速增长的重要推动力。其中三亚、丽江、九寨三个异地千古情项目自开业以来保持稳定增长，2017年分别贡献营业收入3.34亿元、2.24亿元、0.90亿元；而六间房自2015年被收购以来，近三年分别实现营业收入3.69亿元、10.90亿元、12.90亿元。

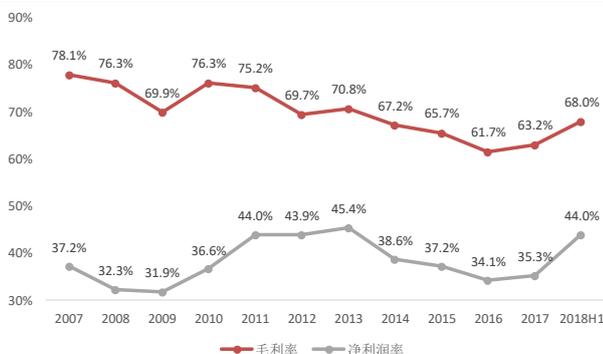
图 5： 异地复制和外延扩张推动公司业绩增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

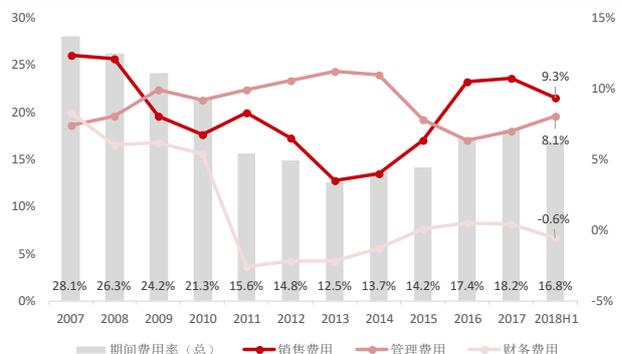
毛利率小幅回升，期间费用率基本稳定。毛利率方面，上市初期公司的毛利率保持在70%以上。2013-2015年，受异地项目的前期推广和并购六间房的影响有所降低，不过近年来随着异地项目逐渐成熟开始小幅回升。期间费用方面，公司在2015年收购六间房后，受直播行业营销推广费用规模较大的影响，销售费用规模和占比有所增长。同时管理费用因收购小幅增长，但整体占比逐步下降。另外，受益于充足的流动资金，公司的财务费用一直维持在较低水平。

图 6： 毛利率和净利润率近年来小幅上涨



资料来源: Wind, 川财证券研究所

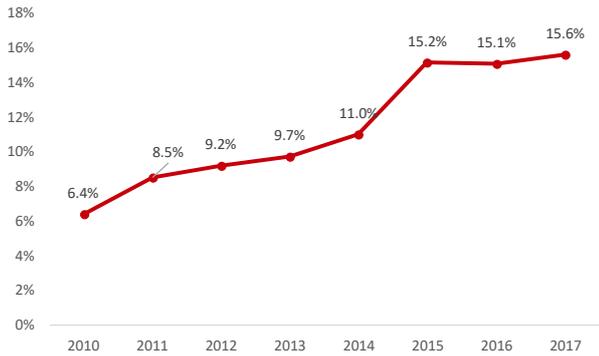
图 7： 期间费用率保持稳定



资料来源: Wind, 川财证券研究所

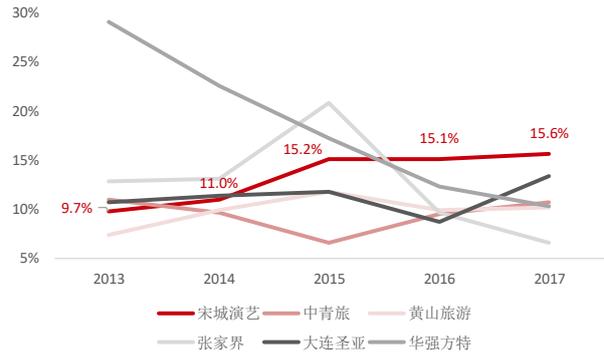
**ROE 持续增长，近年来优于景区类公司。**自 2010 年上市以来，公司的 ROE 数据（净资产收益率）保持稳步提升，从 2010 年的 6.4% 上升到 2017 年的 15.6%。对比相关的演艺类、景区类公司，公司近两年的 ROE 数据相对领先，且避免了同行业公司 ROE 指标逐渐下滑的趋势。

图 8：上市以来 ROE 持续增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

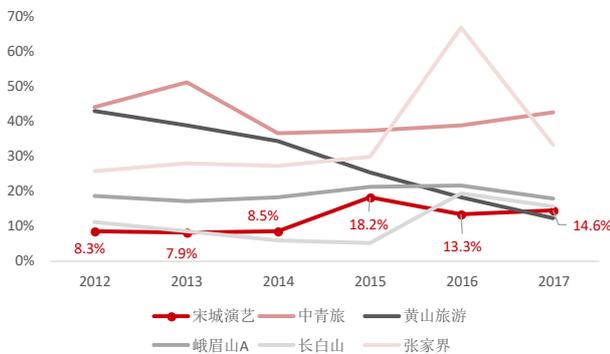
图 9：近年来 ROE 表现高于同业相关上市公司



资料来源：Wind，川财证券研究所

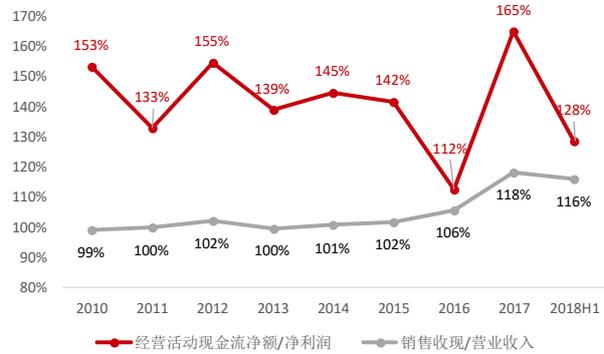
**有息负债少，营业收入和净利润质量高。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产共计 87.55 亿元，净资产 74.78 亿元，其中公司的现金与类现金资产约 21 亿元，而有息负债仅 2 亿元左右。从资产负债率看，公司的资产负债率约 14.6%，处于行业的较低水平。从现金流数据看，公司经营活动现金流净额远大于净利润，且销售商品、提供收到的现金长期略高于营业收入数据，这证明了公司的营业收入和净利润质量都非常好，具有较强的市场竞争力。

图 10：资产负债率水平低



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：收入和利润质量高



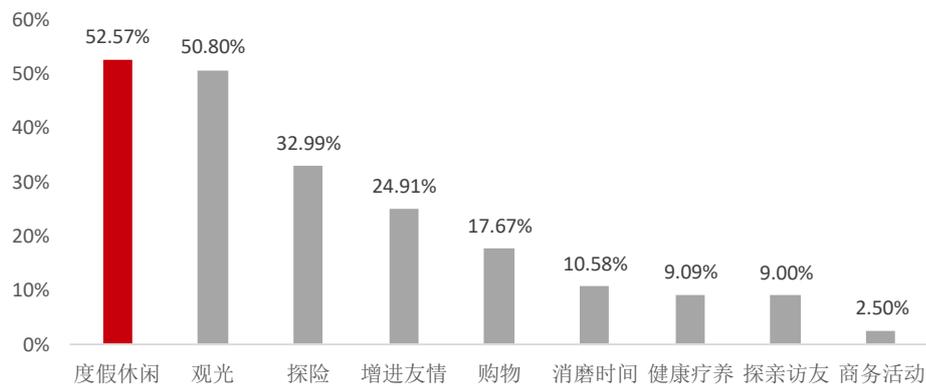
资料来源：Wind，川财证券研究所

## 二、旅游演艺持续增长，四大项目验证公司竞争力

### 2.1 休闲旅游逐渐升温，旅游演艺持续增长

旅游业进入休闲旅游新阶段。伴随行业的快速发展，旅游业内生的创新引领性、协调带动性、开放互动性、环境友好性、共建共享性越发明朗，消费大众化、需求品质化、竞争国际化、发展全域化、产业现代化的发展趋势日益凸显，中国旅游业进入全民旅游和以个人游、自助游为主的休闲旅游新阶段，旅游成为衡量现代生活水平的重要指标，成为人民幸福生活的刚需。不同于观光游，休闲旅游更强调休闲、娱乐、健康、疗养等内容，是符合更高需求层次的旅游产品。根据中国旅游研究院和国家旅游局数据中心最新发布的《2017 中国旅游服务业发展报告》显示，度假休闲已经与观光齐头并进，成为我国居民出游的主要目的。

图 12：居民出游目的：度假休闲和观光游初步显现出并重的态势



资料来源：中国旅游研究院，川财证券研究所

旅游演艺保持稳定增长。现场演艺以其体验感、参与感、互动性、社交性、娱乐性成为老百姓喜闻乐见的一种文化消费方式，并结合旅游休闲、城市娱乐而得到发展壮大。尽管随着社会发展，人们娱乐的方式越来越丰富多彩，渠道也越来越多种多样，但现场演艺始终保持良好的发展态势，尤其是随着中国旅游业的蓬勃发展和城市消费升级，旅游演艺和城市演艺还有巨大的发展空间。

根据道略演艺的统计数据显示：2016 年，中国旅游演出实际票房收入为 43.03 亿元，同比增长 20%；旅游演出观众人数达到 5391 万人次，同比增长 13.6%。从 2011-2016 年看，中国旅游演出票房及观众人数的年复合增速分别为 11.7% 和 11.8%，保持着稳定增长。2017 年，中国演出票房预计超过 50 亿元。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 13： 全国旅游演艺票房收入



资料来源：道略演艺，川财证券研究所

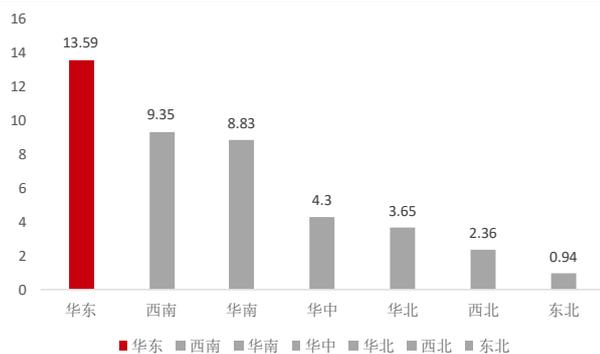
图 14： 全国旅游演艺观众人次



资料来源：道略演艺，川财证券研究所

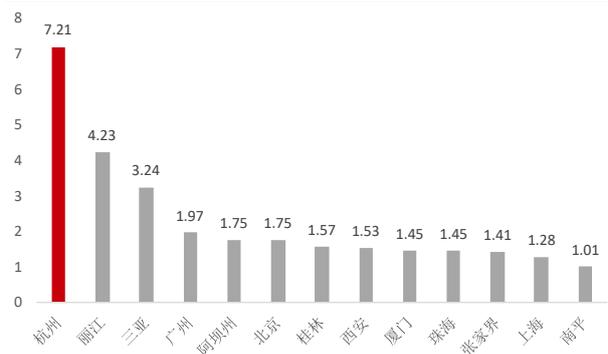
华东地区引领全国，13座城市旅游演出票房过亿。2016年，华东地区旅游演出票房收入为13.59亿元，票房占比31.6%，接近全国旅游演出票房的三分之一，西南、华南紧随其后。旅游演出票房收入超过亿元的城市共有13个，票房收入总计29.84亿，占总票房的69.3%。收入过亿城市以南方旅游城市为主，其中杭州是旅游演出票房收入最高的城市。这些城市均是旅游的热门地区，有庞大的游客数量作支撑。

图 15： 全国旅游演艺票房区域分布（亿元）



资料来源：道略演艺，川财证券研究所

图 16： 全国旅游演艺票房城市分部（亿元）



资料来源：道略演艺，川财证券研究所

旅游演艺市场按照演出场所的不同，可分为剧场旅游演出、实景旅游演出、和主题公园旅游演出三类。其中剧场旅游演出是在剧场内针对旅游人群所打造的旅游演出产品，以展示当地文化特色的歌舞、戏剧、曲艺、杂技等演出形式为主的综合晚会。实景旅游演出是以旅游景点的山水实景为依托，将当地的民俗文化文化与著名的山水旅游景点紧密结合。主题公园旅游演出是在主题公园内打造

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

演出，是高附加值复合型旅游演艺产品。

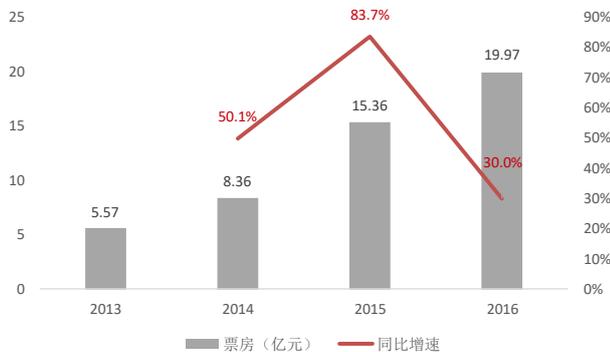
表格 2. 旅游演艺分类（按照演出场所）

类型	演出环境与形式	剧目创作	演出特点	演出票价	典型剧目
剧场演出	依托于旅游城市，驻场演出与巡演结合	专业团队创作，剧目创新较快，创作周期较短	优美的自然山水与独特的地域文化结合	高票价	云南映像 魅力湘西
实景演出	依托于自然山水景区，室外大型演出	创作阵容强大，剧目创新频繁，创作周期长	多为城市的文化名片性的产品	高票价	印象刘三姐 长恨歌
主题公园演出	依托于主题公园，包括大型主题演艺、小型常规表演等	兼顾艺术性与商业性，原创剧目与引进剧目相结合，剧目更新较快	与主题公园游乐互补，共同打造复合型旅游产品	中高等票价 多公园联票	千古情系列 金面王朝

资料来源：道略演艺，川财证券研究所

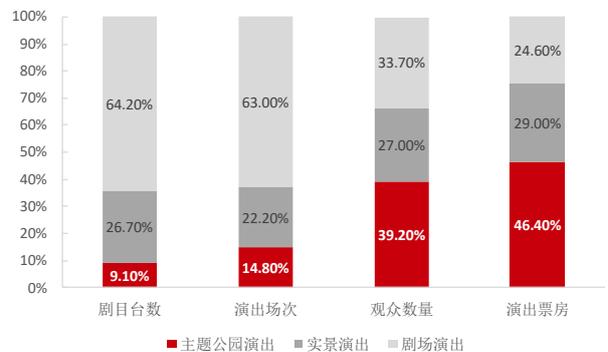
主题公园演出表现突出。2016年全国主题公园类旅游演出实现票房收入 19.97 亿，同比增长 30%，演出 10662 场，观众数量 2115 万人次。相比于其他旅游演艺的演出类型，主题公园演出的剧目台数和演出场次虽然相对较少，但吸引了全国 39.2% 的旅游演艺观众并贡献了全国旅游演艺 46.4% 的票房。

图 17：全国旅游演艺主题公园票房稳定增长



资料来源：道略演艺，川财证券研究所

图 18：全国旅游演艺细分类型市场占比（2016）



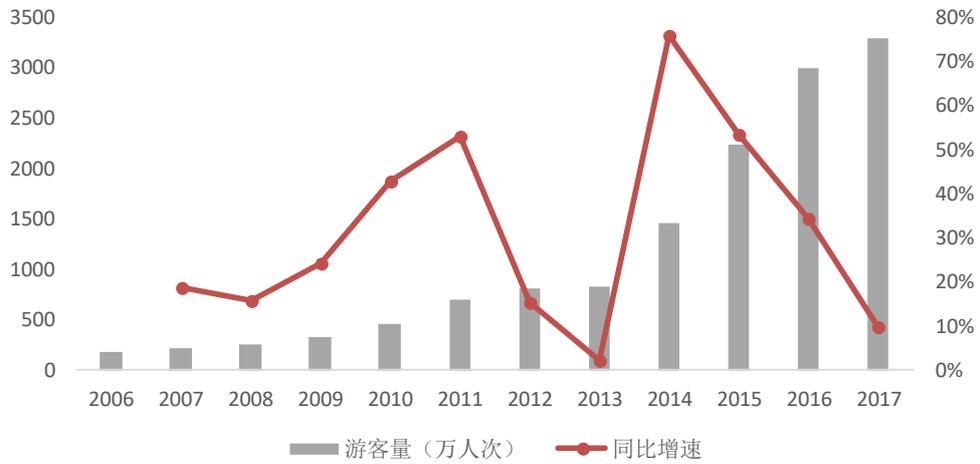
资料来源：道略演艺，川财证券研究所

## 2.2 从现有四大千古情景区看公司的竞争优势

宋城演艺以创意为起点、以演艺为核心、以主题公园为载体，在经营模式上明显区别于传统的演艺企业、旅游企业。近年来，随着异地项目的持续扩张，公司已经初步建成一个覆盖全国一线旅游休闲目的地的旅游演艺平台，平台年客流量超过 3,300 万人次。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 19： 宋城演艺景区客流量稳定增长

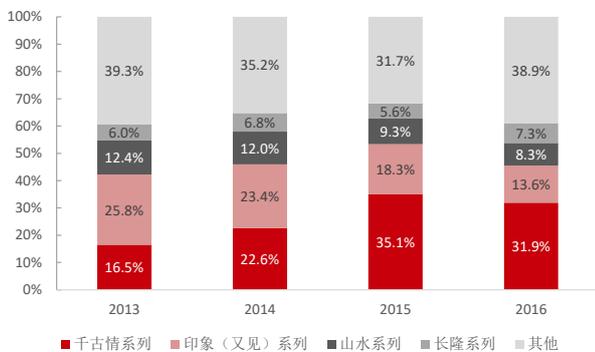


资料来源：公司历年年报，川财证券研究所

### 2.2.1 旅游演艺票房领先，门票价格持续提升

千古情系列领先，市场呈现 1+3+N 格局。2013 年以来文旅市场发展迅速，旅游演出机构竞争加剧，到 2016 年市场形成“1+3+N”局面。宋城演艺深耕行业二十多年，公司旗下的核心产品“千古情”系列以强大的影响力成为了旅游演艺和创意品牌的翘楚。根据道略演艺的数据显示，宋城演艺旗下的千古情系列占据全国约三分之一的票房份额，山水盛典、长隆、三湘印象紧随其后。在具体的剧目上，宋城旗下杭州景区的《宋城千古情》位居全国票房第一，《三亚千古情》、《丽江千古情》、《九寨千古情》分居全国票房的二、四、六名。

图 20： 全国旅游演艺各系列票房收入占比



资料来源：道略演艺，川财证券研究所

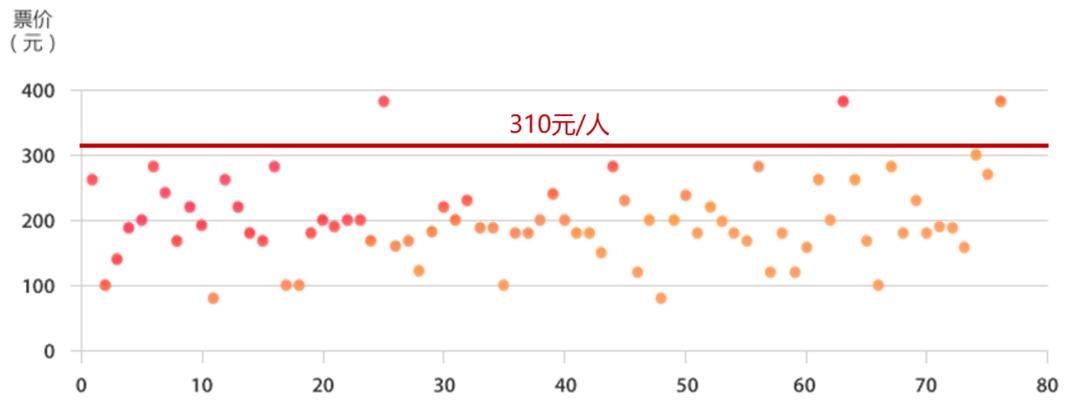
图 21： 千古情系列票房表现突出（2016）

票房排名	剧目名称	所属公司
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：道略演艺，川财证券研究所

门票价格相对较高且稳步提升。受益于千古情节目的高品质和领先地位，公司旗下的门票价格相对较高。以杭州宋城为例，目前其门票价格为 310 元/人，高于我国旅游演艺门票 197.4 元/人的平均值，属于相对高档的旅游演艺景区。

图 22： 宋城景区票价水平较高（每个点代表一个旅游演艺的价格）



资料来源：奇创旅游规划，川财证券研究所

同时，随着近年来宋城景区及千古情演出价值的逐步增长，公司每隔 2-3 年会 对景区的票价进行一次小幅调整，具体的调整幅度会根据前期调研获得的市场 对价格的敏感度来确认。未来，随着景区设施的进一步完善和千古情演出的升 级强化，宋城景区的门票价格有望进一步提升，在确保高品质服务的同时提升 公司的市场竞争力。

表格 3. 杭州宋城景区主要调价历程

时间	调价具体情况	调后联票价格
2008 年 3 月	团队联票提高 20 元/人	-
2008 年 10 月	散客联票提高 60 元/人	-
2010 年 3 月	团队与散客均新增 2 档价格较高的票价，并提升部分原有票 价（结果：景区门票 80 元/人，联票 180 元/人）	180 元/人
2011 年 1 月	团队联票与散客联票同时提高 20 元/人（结果：景区门票 80 元/人，观演门票 180 元/人，联票价格存在优惠）	200 元/人
2012 年 3 月	景区入园门票（不含演艺）提价 20 元/人，观演门票降价 20 元/人，总票价不变，联票价格不存在优惠	260 元/人
2013 年 1 月	实行景区入园和《宋城千古情》一票制，票价提高 20 元/人	280 元/人
2015 年 1 月	票价提高 20 元/人	300 元/人
2018 年	门市价 310 元/人，网销价 290 元/人	310 元/人

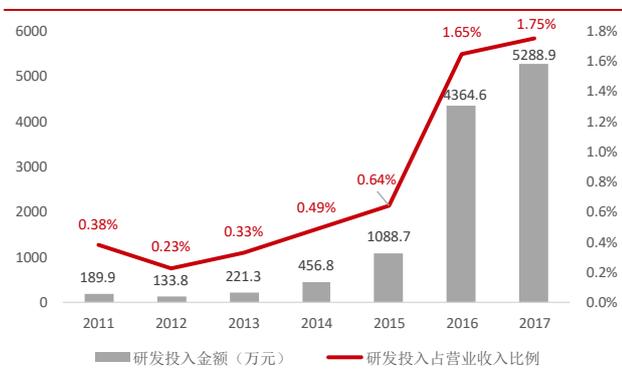
资料来源：公司公告，公司相关公开新闻报道，川财证券研究所

### 2.2.2 注重节目创作与人才储备，实现成本可控

不同于影视作品对明星的依赖，千古情系列演出中的任何一位演员，都可以轻易被替代，且丝毫不影响节目的观赏性。演出更依赖于节目的编排与当地文化的融合、更依赖于内容的原创性和创新性、更依赖于舞台机械和灯光舞美等。观众更多是冲着“宋城”和“千古情”的演艺品牌和内容而来的。节目依赖的这些因素，恰恰是可以大量拷贝，大量重复，精益求精，并在不断的扩张中持续降低成本的。这构成了宋城的竞争优势，保证了公司对营业成本的稳定控制。

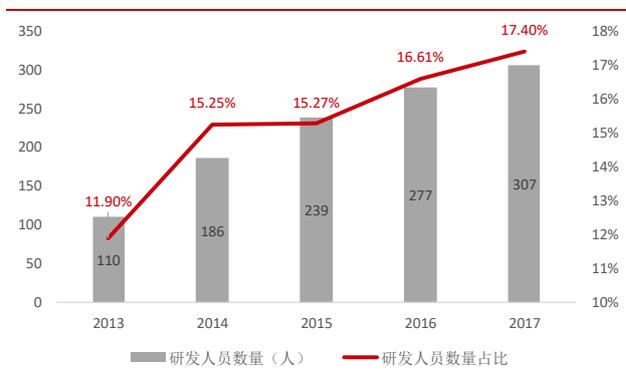
**公司拥有独立自主且经验丰富的创作团队。**上市以来，公司不断加大研发经费和人员投入，已经逐步拥有了一支具有丰富的创作和设计水平经验的专业自主创造队伍。在对主题公园的规划和设计以及演艺产品编创过程中，结合了自身的创新理念，能够充分挖掘当地文化；同时，在产品运营期间，专业团队能够根据行业和市场变化，不断融入自身的灵感和原创性的内容，对主题公园及演艺产品进行持续整改，及时获取和融合新鲜元素，使得产品体现出鲜明的特性和较高的文化内涵。创作和设计的优势是公司保持差异化经营和进行持续创新的重要保障。

图 23： 研发支出规模及占收入比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 24： 研发团队人数数据



资料来源：Wind，川财证券研究所

**通过对外合作加快对演艺人才的培养储备。**随着公司近年来的不断扩张，如何夯实专业演艺人才的储备成为了公司发展的重要课题。2017年10月，宋城演艺与上海戏剧学院签订战略合作协议，双方将在艺术人才培养、项目合作、联合办学等方面开展深度合作，推动中国文化演艺事业发展和演艺专业人才培养。

上海戏剧学院是一所以培养戏剧艺术人才为主的专业艺术院校，设有戏剧、影视、舞蹈和美术等一批特色专业，被称为“艺术家的摇篮”，是中国当之无愧的文化高地之一，为国家培养了万余名文艺专门人才。通过合作，上戏将为宋

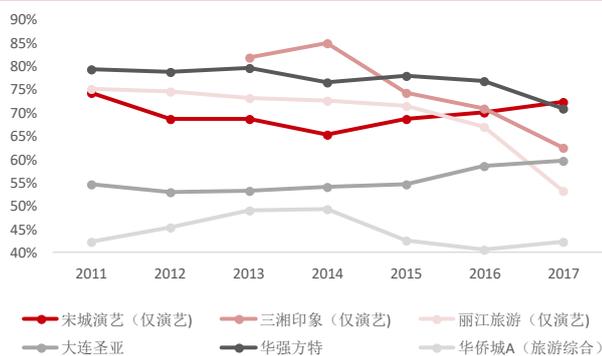
城输送各类演艺人才，同时支持其员工开展各类培训，不断提升专业水平，以支撑演艺业务的发展。而宋城演艺也将旗下公司作为校外实践基地，满足上戏师生的实训和实习需求。另外通过设立“黄巧灵工作室”，建立艺术创新孵化平台，将推动校企双方在人才培养、横向课题研究、科技成果转化等方面的深度合作，实现社会和经济利益的共赢，并进一步提升公司的社会号召力和品牌影响力。

### 2.2.3 经营模式独特，盈利能力较强

作为我国较早进入主题公园和旅游文化演艺行业的企业之一，经过二十多年的探索和实践，公司在主题公园的设计和运营，旅游文化演艺节目的创作和编排，以及管理、影响、业绩考核等多个领域均积累了丰富的运作经验，奠定了自身中国旅游演艺行业领先的地位。公司的经营模式在一定程度上改变了一般演艺企业没有自有载体、演出成本高、引流成本高、观众更换频率低的现状，克服了传统旅游企业核心竞争力不明显、可复制性不强、赢利能力相对较弱、边际效应不高、服务差异化程度较低的缺点，提高了公司的盈利能力。

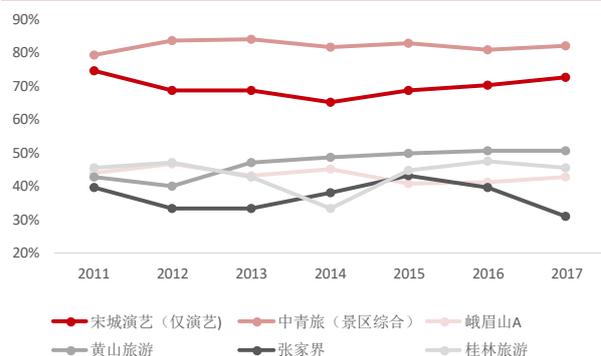
**毛利率和净利率表现突出。**从毛利率数据看，在旅游演艺行业，相比于同业公司近两年毛利率数据的显著下滑，宋城自身现场演艺业务的毛利率则在近年来保持着小幅上涨的趋势，至2017年达到72.6%，高于三湘印象和丽江旅游各自演艺业务的62.8%和53.3%。同时，与主题公园类公司相比，宋城的毛利率数据仅低于华强方特78%左右的高水平（2017年宋城略微高出），不过仍以较大幅度领先于大连圣亚和华侨城；而与景区类公司相比，宋城的毛利率水平仅略低于休闲游的乌镇景区，不过远大于其他自然景区。

图 25：与旅游演艺和主题公园公司毛利率对比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26：与景区公司的毛利率数据对比

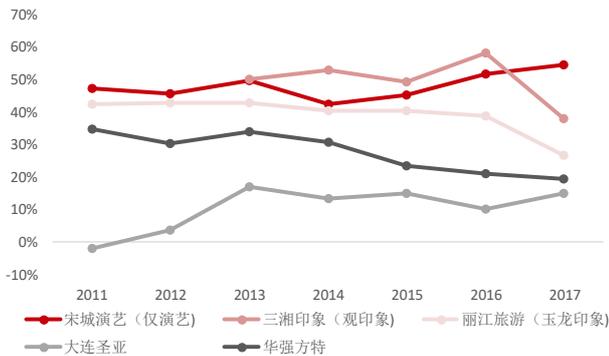


资料来源：Wind，川财证券研究所

从净利率数据看，在旅游演艺行业，同业公司保持着与毛利率类似的下滑趋势，而宋城现场演艺业务的净利率同样在近年来持续小幅上涨，2017年达到

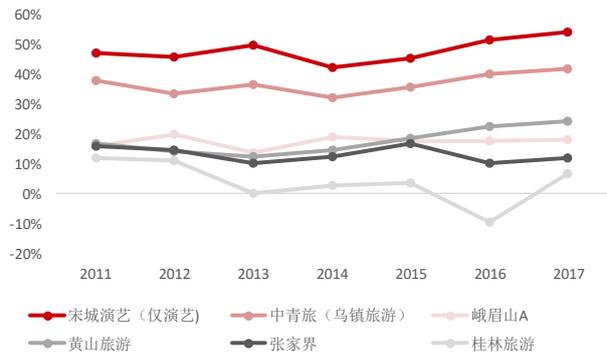
54.5%，高于三湘印象和丽江旅游各自的 38.2%和 26.7%。同时，与主题公园类和景区类公司对比，除了乌镇约 40%的净利率与宋城相对接近外，其余的净利率水平均维持在 10%-20%左右，与宋城有着比较明显的差距。

图 27：与旅游演艺&主题公园公司净利率对比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 28：与景区公司的净利率数据对比

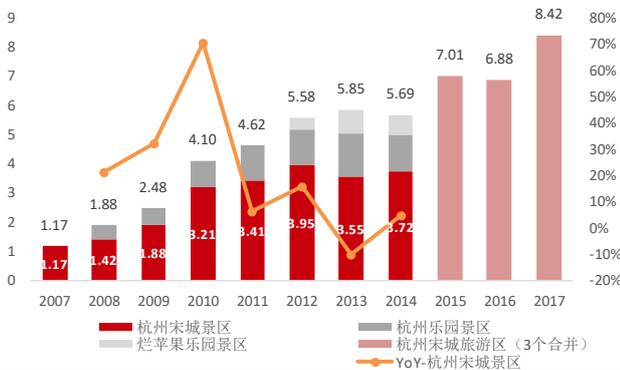


资料来源: Wind, 川财证券研究所

### 2.2.4 异地复制能力获得认证

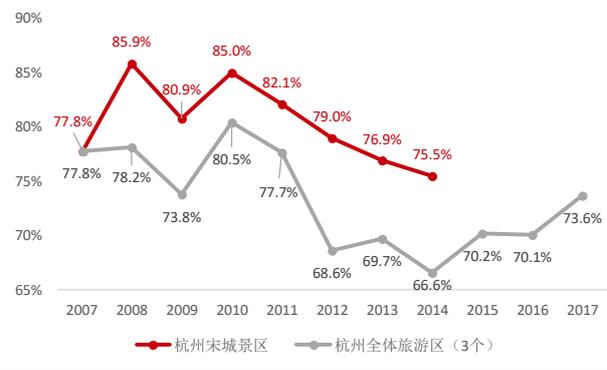
杭州宋城奠定公司先发优势。公司于 1996 年建立了宋城景区，并于 1997 年推出《宋城千古情》。随着后续的建设扩张，目前公司的杭州旅游区主要包括了杭州宋城、杭州乐园和烂苹果乐园 3 个景区。2017 年杭州宋城旅游区实现营业收入 8.42 亿元，同比增长 22.4%，自 2010 年来年复合增速达 10.8%。其中杭州宋城景区贡献较大，2007-2014 年间的年复合增速达 18.0%（因年报公告统计口径变化，后续无单独数据）。同时，受益于公司在经营模式、创作设计、品牌知名度以及营销渠道等方面的先发优势，公司杭州项目一直保持着高毛利率。其中杭州宋城景区在 2007-2014 年之间毛利率均高于 75%；杭州旅游区的整体毛利率除个别年份外，均高于 70%。

图 29：杭州宋城旅游区营业收入变化(亿元,%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 30：杭州宋城景区和旅游区毛利率水平



资料来源: Wind, 川财证券研究所

三地项目稳健，证明公司的异地复制能力。2010年顺利上市后，公司迅速展开了对异地项目的战略性布局。通过对全国多个一线旅游目的地进行的考察和调研，并与各地政府及相关企业进行项目谈判，大力推进项目的签约和落地。最终，公司于2013年和2014年实现了三亚、丽江和九寨沟三地千古情景区的顺利开业。

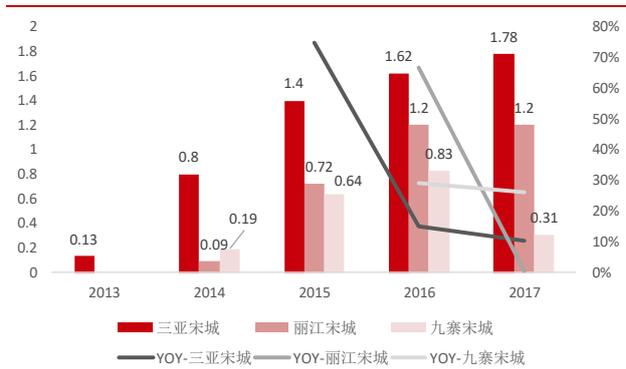
2017年，三亚、丽江和九寨沟（因地震停业，同比数据为上半年对比）景区分别实现营业收入3.34亿元、2.24亿元和0.90亿元，分别同比增长8.8%、0.4%和11.4%；净利润分别为1.78亿元、1.20亿元和0.31亿元，分别同比增长10.2%、0.6%、26.3%。其中丽江景区增速较低，主要是因为丽江当地于2017年进行了史上最严的旅游市场秩序整治。整体来看，在经历了开业初期的爆发增长后，各异地项目的营业收入和净利润增速均有所下行，项目进入平稳增长阶段。

图 31： 异地项目的营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32： 异地项目的利润及增速（亿元，%）



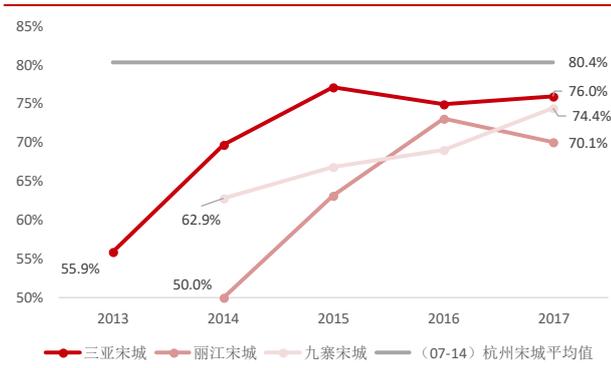
资料来源：Wind，川财证券研究所

从毛利率数据上看，景区开业初期因设备实施调整、运营经验不足等因素影响，管理效率相对较低。同时为了提升项目的知名度和曝光度，需要支出大量的营销推广费用。随着景区运营渐渐步入正轨，三个异地项目的盈利能力开始向公司杭州大本营靠拢。其中三亚项目从2013年开业到2017年，毛利率水平从56%提高到76%；丽江和九寨项目自2014年开业来，毛利率也分别从50%提高到70%，从63%提高到74%。

从净利率数据上看，随着景区进入正常运营，三亚、丽江和九寨项目目前均保持着50%以上的净利率水平（九寨17年因地震影响），高于公司2013年扩张开始前公司的最高净利率水平。

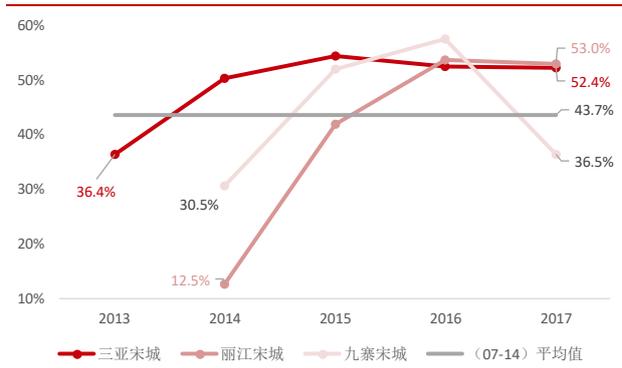
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 33： 异地项目的毛利率持续上升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34： 异地项目净利率持续上升



资料来源：Wind，川财证券研究所

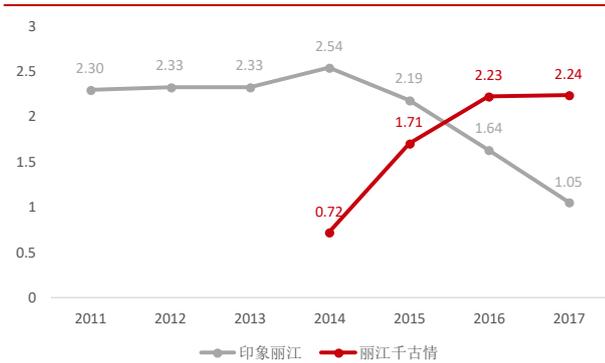
**演艺产品的专业化和标准化确保异地复制的可行性。**公司深耕演艺行业多年，对行业发展规律和特点有较强的把握能力，在项目选址、投资把控、演艺创意、创作设计、舞台呈现、服装道具、景区运营、观演体验、日常管理等各个环节上体现出高度的专业性。以《宋城千古情》为基础，宋城形成了一本旅游演艺的实用“宝典”。“宝典”由将近 1000 个要素组成，包括旅游人群、辐射区域、地区经济、文化底蕴等大类和演出实操的各类标准。在进行异地复制时，如果当地条件能够满足“宝典”中的 700 个要素，就基本可以落地，如果只能满足 500 个要素，就很难成功，宋城会谨慎考虑。同时，公司坚持“每天一小改，每月一中改，每年一大改”的原则，保证了演艺产品在标准化下的创新性和新鲜度。

**以市场为导向，深挖当地文化保证异地演出的竞争力。**公司认为每一个千古情景区，都是挖掘当地文化的根，而每一台配套的千古情演出，则是寻找当地文化的魂。在异地复制中，公司坚持以市场为导向的战略方向，展现出了自身极强的竞争力。

公司于 2011 年开始筹备丽江项目，不过在当时的丽江旅游市场上，《印象·丽江》才是丽江文化旅游的代名词。《印象·丽江》是由张艺谋、王潮歌、樊跃等著名艺术家策划、创作、执导的大型实景演出，于 2006 年 7 月开始正式公演，经过多年的演艺和不断地创新，演出赢得了国内外游客的广泛赞誉。

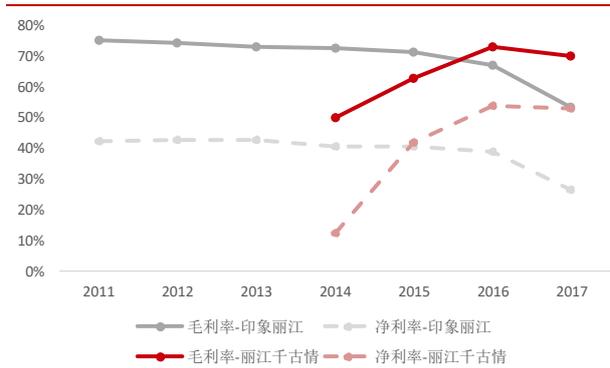
通过充分挖掘当地文化资源，宋城打造了差异化、特色化的演艺和旅游产品。同时借助自身在活动策划和市场营销方面的优势，宋城积极开展景区主题活动，丰富游玩体验，有效的延长了游客逗留时间。在 2014 年 3 月开业后，丽江千古情景区的营业收入保持高速增长，在开业 2 年多后便超过了《印象·丽江》的收入规模，并不断扩大着自身的领先优势。

图 35: 丽江演艺市场收入对比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 36: 丽江演艺市场盈利能力对比



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

三大异地项目的成功推出, 让公司初步建成一个覆盖全国一线旅游休闲目的地的旅游演艺平台, 证明了自身“主题公园+旅游演艺”模式的竞争力。“宋城”和“千古情”真正实现立足杭州、走向全国, 以其影响力成为了旅游演艺和创意产业的代表性品牌。

### 2.2.5 投资额较小, 回报周期较快

宋城演艺三个异地项目的投资额保持在 3-5 亿左右, 相比于旅游演艺行业, 项目的投资额度属于行业的较高水平, 主要是因为公司在以演艺为核心的基础上, 还建设了配套的主题公园园区。不过也正因为宋城项目更聚焦于千古情系列等演出, 园区更多属于演艺的载体, 主要以表现历史、文化、风俗等建筑和设施为主, 在投资较大的游乐设备的涉足甚少, 因而相比于传统的主题公园, 公司的项目投资规模较小。

表格 4. 异地项目投资与建设期

项目名称	投资额 (亿元)	公告到开工的间隔周期	建设期	开业时间	经营时间 (截至 2017 年)	累计利润 (截至 2017 年)
三亚宋城	4.90	7 个月	1 年 6 个月	2013 年 9 月 25 日	4 年 3 个月	5.73
丽江宋城	3.34	4 个月	2 年 1 个月	2014 年 3 月 21 日	3 年 9 个月	3.21
九寨宋城	2.98	1 个月	1 年 8 个月	2014 年 5 月 1 日	3 年 3 个月	1.98

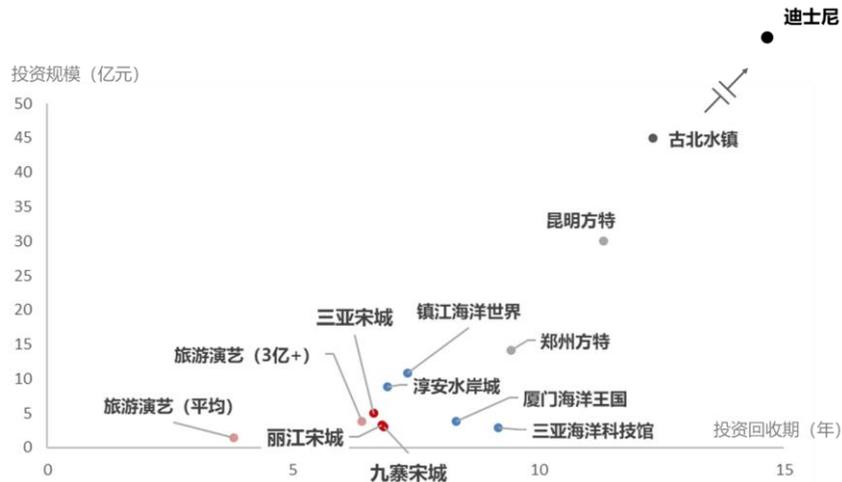
资料来源: 公司公告, 各地项目新闻报告, 川财证券研究所

从投资回报周期 (不考虑建设周期) 上看, 市场上相对成熟的旅游演艺项目的投资回报周期一般在 2-3 年左右, 其中投资超过 3 亿项目的回报周期约 4-6 年。宋城演艺现有三亚、丽江项目的回报周期接近 4 年。若考虑建设期, 则回报周

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

期在 6 年左右，属于行业中领先的地位。同时受益于投资额度较小的因素，宋城项目的回报速度远远高于主题公园类项目。

图 37：部分旅游演艺和主题公园项目的投资规模与投资回收期数据



资料来源：公司公告，公开数据整理，川财证券研究所

另外，随着不断的异地复制扩张，公司在项目筹备、与政府谈判、开工建设、开业运营等筹备、衔接方面更加顺畅，在园区的规划设计上也更加迅速准确。项目的不断异地复制同时也缩短了公司演出艺术的编创周期。公司的核心剧目《宋城千古情》经过了 10 余年的创作和改良，第一个复制项目《三亚千古情》的节目编创用了约 3 年时间，而后续《丽江千古情》和《九寨千古情》的节目编创分别只用了 1 年和 3 个多月的时间。未来，随着异地项目整体筹备周期的缩短，公司有望实现更快的扩张并收获更好的投资回报。

### 三、新一轮项目扩张推动现场演艺规模快速增长

#### 3.1 千古情景区的新一轮异地复制

在成功实现了一线旅游城市三亚、丽江、九寨三地的异地项目复制之后，公司的品牌效应和资本实力跨上了一个新台阶。从 2018 年开始，公司将迎来新一轮项目开业的井喷期。其中桂林、张家界、西安三个新建的异地千古情项目有望陆续在 2018 年-2019 年落地开业。新一轮异地项目的落地将推动公司千古情景区业务实现新一轮的高速增长，同时将加强公司在全国进行异地复制的连锁效应，扩充公司旅游演艺事业的版图和壁垒，进一步加强品牌影响力和核心竞争力，打造更加稳固的市场地位。

表格 5. 千古情景区第二轮异地复制的项目情况

项目名称	桂林阳朔漓江千古情	张家界千古情	西安中华千古情
项目公司	漓江合资公司 (宋城演艺 30%; 桂林旅游 70%)	张家界千古情公司 (全资子公司)	宋城世园合资公司 (宋城演艺 80%; 世园投资 20%)
投资规模	8.02 亿元	6.45 亿元	6.00 亿元
项目选址	桂林市阳朔县	张家界市武陵源区索溪峪镇	西安浐灞生态区世博园内
占地面积	161 亩	170 亩	100 亩
主要建设内容	剧场、演艺、文化旅游主题公园、商业及生活配套设施	剧场、演艺、文化旅游主题公园、商业及生活配套设施	世园：负责基础设施和演出场所建设 宋城：负责项目公司的运营管理和《中华千古情》节目打造
建设周期	12 个月	12 个月	12-15 个月
投资回收期 (含建设期)	8.49 年	7.95 年	-
内部收益率	17.27%	19.73%	-
租期	自建	自建	20 年 (可自动续期 20 年)
预计开业	2018 年 7 月底	2019 年 7 月	2019 年 6 月底

资料来源：公司公告，宋城集团官网，川财证券研究所

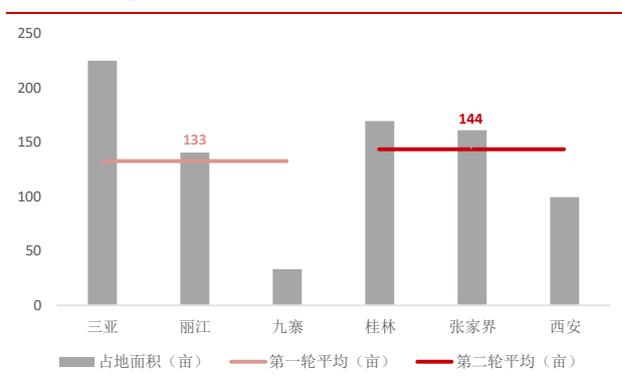
投资规模明显提升，占比面积小幅增长。相比于第一轮异地复制，桂林、张家界和西安三个项目在投资规模上有明显增长，三个项目的平均投资约 7.16 元，高于上一轮项目 3.74 亿元的平均值。在占地面积上，新一轮异地项目平均约 144 亩，仅略高于上一轮的 133 亩。整体来看，桂林、张家界和西安在单位投资规模上有明显提升，不仅升级了演出场所等核心区域，同时增加了科技类、娱乐类的互动项目和消费设备设施，有望进一步提升园区整体的游客平均消费水平。

图 38：千古情景区的投资规模对比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 39：千古情景区的占地面积对比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

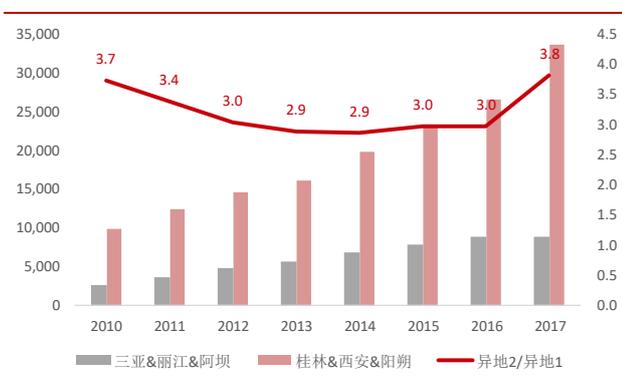
游客流量更高，观众转化率空间大。旅游演艺更多是全域旅游或者文旅产业链当中的一环，其本身目前不能构成一个旅游目的性项目。游客一般是因为去著名景点旅游，顺便会观看相关的节目演出。因此，旅游演艺对项目所在地区的游客流量有一定的要求，同时关注演艺节目的观众转化率（观众转化率=旅游演艺售票量/当地接待游客总量）。

对比三亚、丽江、九寨三个项目和桂林、张家界、西安三个项目可以发现：

在项目所在地的游客流量方面，第二轮异地项目的所在城市（桂林、张家界、西安）相比于目前运营项目的所在地均是市场潜力更大的一线旅游目的地和一线城市。以 2017 年各地的客流量数据看，桂林、张家界和西安三地的合计客流量达到 33662 万人次，远高于三亚、丽江和阿坝州合计约 8810 万人次的客流量水平，是其总客流量的约 3.8 倍。

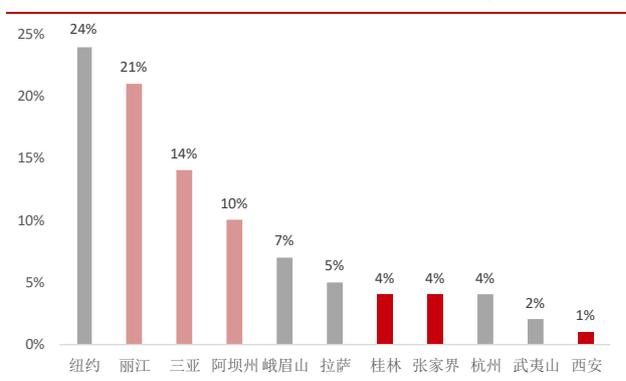
在旅游演艺的观众转化率方面，根据道略演艺的数据显示，第一轮异地复制项目的所在地丽江、三亚和阿坝州是我国转化率水平相对较高三个城市，观众转化率分别达到 21%、14%和 10%，而新一轮的桂林、张家界、西安三地的观众转化率均低于 4%，相比于丽江三亚等领先城市，拥有很大的增长空间。

图 40：千古情项目城市游客流量对比（万人次）



资料来源：各地旅游局，川财证券研究所

图 41：主要城市旅游演艺观众转化率



资料来源：道略演艺，川财证券研究所

### 3.1.1 桂林：与桂林旅游合作，打造漓江千古情项目

2015 年 9 月，公司公告与桂林旅游成立合资公司，共同打造漓江千古情项目。项目投资约 8.02 亿元，共分为两期建设，一期已于 2017 年 6 月 23 日开工建设，预计 2018 年三季度开业。

受益于自身得天独厚的山水景观资源和丰富多彩的人文资源，旅游业一直是桂林最具优势和发展潜力的支柱产业。2017 年，桂林市共接待游客 8232.79 万人次，同比增长 52.9%；旅游总消费达 971.76 亿元，同比增长 52.5%。2010

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

年-2017年，桂林市游客人次年复合增速达 20.4%，保持着稳定增长。

图 42： 桂林市旅游客流量数据



资料来源：桂林市统计局，川财证券研究所

图 43： 漓江千古情旅游建设项目选址



资料来源：公司公告，川财证券研究所

漓江千古情项目位于广西省桂林市阳朔县城核心区，距离机场/西步行街/漓江景区/龙河景区分别约 25/7/35/15 公里，是游客到阳朔核心旅游区的必经之路，区位条件十分优越。项目占地面积约 161 亩，建成后将包括现代化演艺剧场、大型歌舞《桂林千古情》、科技游乐综合体、市井街、集散广场、入口集散大厅及其他配套工程等板块。

表格 6. 桂林“漓江千古情”演艺建设项目

建设项目	主要规划内容
桂林千古情大剧院	拥有 3600 个座位，功能齐全、设备先进国际化演出场馆
大型歌舞《桂林千古情》	全剧分为《桂林传说》《大地飞歌》《千古灵渠》《漓江恋歌》《寻找刘三姐》等场，金戈铁马，美女如云，再现了一段三生三世的桂林绝恋。
其他演艺秀	5D 实景剧《山崩地裂》、特技秀《水上飞人》、火辣热舞《民族快闪秀》、壮族传统民俗《莫土司招婿》等数十大演艺秀和科技秀
3 号秘境旅游综合体	拥有上万平米的全室内空调空间，集休闲、美食、娱乐于一体。涉及清明上河图电影馆、机器人魔方、恐龙王国等高科技项目和碰碰车、动物派对等游乐设备、书吧、咖啡厅等消费服务
阳朔古村	营造了独特的农耕市井生活风貌，市井街、风情街内爷爷的酒缸、奶奶的糕点、爸爸的玩具等手工作坊留住乡愁、寻找父辈的记忆。壮锦、苗银、版画、扎风筝、刺绣、泥塑、打铁匠，近距离感受广西民俗文化的历史
东街	云集了湘菜、粤菜等全国特色美食和小吃，打造出舌尖上的桂林千古情
其他建设项目	集散广场、入口集散大厅及其他配套工程

资料来源：公司公告，川财证券研究所

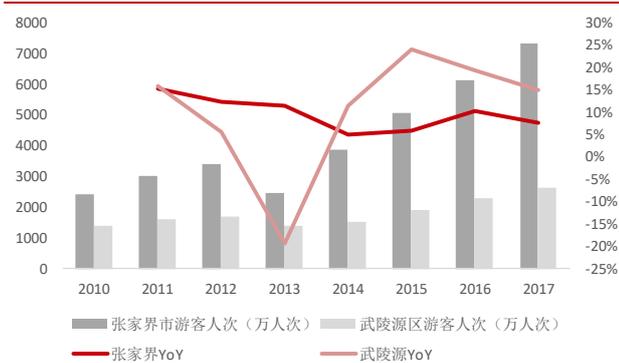
近年来，桂林演艺市场不断扩大，其中大型实景演出《印象刘三姐》自开演以来就一直受到热捧。不过由于其舞台是全景式的漓江山水实景，演出时常受风雨雷电等恶劣天气和漓江洪水影响。漓江千古情项目定位明确，建成后将会提供深度融合当地文化元素的“千古情”系列室内演艺（采用先进的声、光、电科技手段和舞台机械）和极致体验的主题公园集群文化休闲产品，从而弥补当地市场空白，提升桂林和阳朔旅游产业的文化内涵和休闲品质。

### 3.1.2 张家界：全资子公司打造张家界千古情项目

2016年5月，公司公告拟出资12,000万元投资设立全资子公司张家界千古情演艺发展有限公司，在张家界市武陵源区打造“张家界千古情”项目。项目投资约6.45亿元，已经于2018年4月动工，预计将于2019年年中开业。

作为中国旅游业发展最早、最快的地区之一，张家界市依托世界级的自然资源、丰富的人文资源和多样化的气候资源，已经发展成为国内外知名的旅游目的地。截至2017年底，张家界市拥有旅游区（点）数21个，其中5A级景区2家，4A级景区9家，3A级景区10家。2017年，张家界市接待游客7335.81万人次，同比增长19.4%；武陵源区接待游客2632.53万人次，同比增长15.2%。2010-2017年，张家界市及武陵源区接待人次的年复合增速分别为17.3%和9.4%，增长稳健。

图 44： 张家界市及武陵源区旅游客流量数据



资料来源：张家界市统计局，川财证券研究所

图 45： 项目总体效果图



资料来源：张家界千古情建设项目环评报告，川财证券研究所

张家界项目整体占地面积约170亩，景区定位为文化演艺、主题公园、文化街区、科技游乐、生态景观于一体晴雨皆宜的旅游文化综合体。同时将配套打造一台与张家界奇山异水相得益彰的大型歌舞《张家界千古情》，用如梦似幻的舞台效果，在水、陆、空三维立体空间里演绎张家界的前世今生。

表格 7. 张家界千古情演艺建设项目

建设项目	主要规划内容
张家界千古情大剧院	建造一个功能齐全、设备先进的国际化演出场馆，引进世界顶尖的灯光、音响、舞美等舞台设备与舞台机械
大型歌舞《张家界千古情》	高度提炼张家界历史与民俗文化，并与歌舞艺术与高科技有机融合，立体全景地展示张家界本地文化与民族传统艺术，为海内外游客打造一场神奇壮观、如梦似幻的视觉盛宴
科技互动体验综合体	包含系列互动游乐项目，其中重头戏为 20 分钟模拟飞行经历——飞越张家界，该项目将带领观众们经历一场横跨张家界的空中之旅
古街、商业及生活配套	呈现当地少数民族的民居、本地古朴的老街、少数民族供奉神明的寺庙，复原张家界各民族的生活原貌，并保留浓厚的地方历史文化特征

资料来源：公司公告，川财证券研究所

**改变观光游为主的市场结构，促进文化旅游的产品升级。**当前张家界旅游市场格局仍以包括天子山、杨家界、袁家界等主要景区观光旅游为主，产品类型较为单一。现有的休闲旅游产品整体定位不高、文化内涵薄弱、配套设施不足。公司的张家界千古情项目将运用宋城演艺的核心竞争力走差异化路线，通过深入挖掘当地历史人文，充分融合湘西秘术、土家文化、大庸阳戏等传统文化与现代精粹，以张家界传统古街为主题，重现原有古巷的肌理，复原传统的生活气息，利用各种载体增强旅游者的参与性与体验性，促进文化资源向旅游产品转化，打造文化旅游精品，从而有效弥补张家界文化休闲旅游市场的不足，满足市场对文化旅游产品的强烈需求。

### 3.1.3 西安：与西安世园投资合作，打造“中华千古情”项目

2018 年 3 月，公司与西安世园投资（集团）有限公司签订项目合作协议，在西安浐灞生态区世博园内打造“中华千古情”项目。项目目前已经于 2018 年 3 月动工，预计将于 2019 年 6 月前推出。

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。2017 年西安市旅游接待人数达到 1.81 亿人，同比增长 20.5%。2010-2017 年，西安市接待人次的年复合增速达 19.5%。中华千古情项目位于西安浐灞生态区世博园内，占地约 100 亩。公司将以“中国故事，西安文化，世界水平，宋城品质”为定位，按照“周、秦、汉、唐”丰富的文化 IP 和中华文化发展脉络，将中华千古情打造成一台具有感染力、震撼力、影响力的演出。同时项目还将规划建设特色商业风情街区、游客互动体验项目等，再现十三朝古都的盛世繁华，打造新时期的文化地标。

图 46： 西安市旅游接待人数及增速



资料来源：西安市旅游局，川财证券研究所

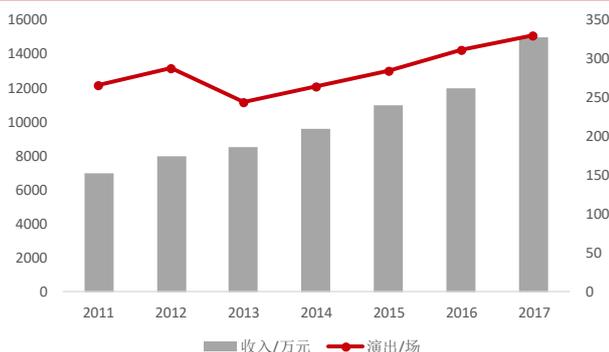
图 47： 项目选址：西安浐灞生态区



资料来源：宋城演艺微信公众号，川财证券研究所

目前，在西安有唐舞、唐乐、唐歌等节目近五六十个，其中以《长恨歌》最为大众熟知。《长恨歌》于 2006 年起在华清宫举行，截至 2017 年累计演出 2731 场，累计收入达 8.5 亿元。不过，因为是依托于山水的户外实景演出，演出仅能在每年在 4 月-10 月之间上演，且每场演出都存在因天气取消的可能，导致目前每年的演出场次维持在 280-320 场左右。相比于长恨歌，中华千古情将坚持宋城自身“主题公园+旅游演艺”的模式，在充分挖掘西安深厚的历史文化内涵的基础上，在室内剧院采用先进的声、光、电科技手段和舞台机械，以浓厚的地方特色和深厚文化积淀，将人们游览中观赏到的景观与歌舞文化艺术相融合，用文化去触动观众柔软的内心深处，满足了游客的渴望。

图 48： 长恨歌表演场次和营业收入数据



资料来源：华清宫景区微信，公开新闻报道，川财证券研究所

图 49： 长恨歌景区门票价格

观看位置	周日-周四	旺季、周五、周六、法定节假日	
	单场20:30-21:40	第一场20:10-21:20	第二场21:40-22:50
中区	298	298	268
东西区A	268	268	238
东西区B	238	238	218
VIP A	988	988	988
VIP B	888	888	888
VIP C	588	588	588

资料来源：长恨歌官网，川财证券研究所

在当下“一带一路”国家战略实施进程中，西安是“丝绸之路经济带”的新起点和重要枢纽，此次“中华千古情”项目的实施把宋城演艺推到了一个崭新的舞台中央，将进一步加强公司的品牌影响力和核心竞争力，有效扩充公司旅游

演艺事业的版图和壁垒，不但填补了自身项目在西部的空白，也具有重大的战略意义。

### 3.2 现场演艺的发展与探索

在公司第一轮异地复制项目取得巨大成功的基础上，除去进行新一轮的景区项目复制外，公司还寻求在演艺模式、业务版图、产品创新等多方面的探索和突破：

在上海项目上，公司与上海世博合作，将推出《上海千古情》等全新演艺作品，进一步拓展城市人群、开发城市演艺市场。在澳洲项目上，公司迈出了“国际化”战略的第一步，不仅将提升自身的国际化形象及品牌知名度，还将有效扩展业务版图、打开地域上的全新市场空间。在西塘项目上，演艺小镇是公司基于 20 多年积累打造的演艺产品 4.0 版本，是公司未来五到十年战略发展布局的重要举措。以上三种突破模式的成功，都将成为公司新的利润增长点，帮助公司未来走上更加可持续发展的道路。

表格 8. 现场演艺的探索项目储备

项目名称	上海世博大舞台	澳大利亚传奇王国	西塘·演艺小镇
项目公司	宋城世博合资公司 (宋城演艺 88%；世博东迪 12%)	宋城（澳大利亚）娱乐有限公司 (全资子公司)	宋城西塘演艺小镇发展有限公司 (宋城演艺+宋城集团)
投资规模	8.30 亿元	20.21 亿元	200 亿（宋城集团投资为主）
项目选址	上海市世博园浦东园区	澳大利亚昆士兰州黄金海岸市	浙江省嘉善县
占地面积	42000 平方米	-	5000 亩
主要建设内容	文化演出、游乐互动、商业配套等为一体的时尚娱乐中心	集旅游、文化演艺、娱乐休闲为一体的综合性旅游度假项目	宋城集团：小镇整体的规划、建设 宋城演艺：负责千古情景区规划与《西塘千古情》的编排打造
建设周期	24 个月	36 个月	-
投资回收期 (含建设期)	8.33 年	9.67 年	-
内部收益率	18.79%	18.38%	-
租期	20 年（可自动续期 10 年）	自建	-
预计开业	预计 2020 年 4 月	预计 2021 年	预计 2020 年后

资料来源：公司公告，宋城集团官网，川财证券研究所

#### 3.2.1 上海：从旅游演艺向城市演艺突破

2015 年 11 月，公司公告与世博东迪公司合作，共同打造宋城演艺·世博大舞台项目，项目计划投资约 8.3 亿元。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

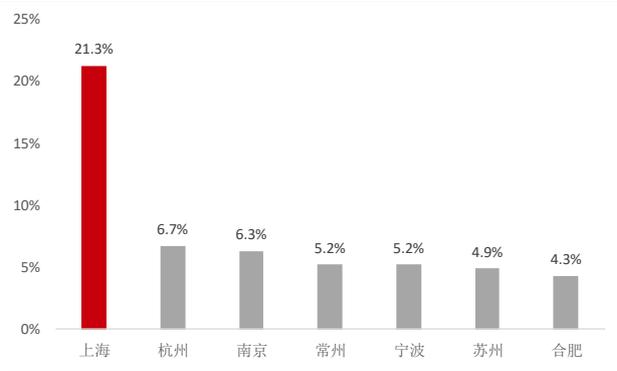
从旅游演艺向城市演艺突破，打造东方百老汇。宋城演艺·世博大舞台项目位于上海的世博园核心区域，计划将该沿江老厂房保留性改建为兼具文化演艺和旅游休闲为一体的活动空间。与以往布局核心旅游景区不同，是公司第一次落户一线城市，实现了旅游演艺向城市演艺的突破，同时亦将在艺术创作、演艺形态等方面实现重大突破。未来大型歌舞《上海千古情》、浸没式多空间剧目《上海都魅》、娱乐秀《紫磨坊》这三台演艺产品交相辉映，并通过引进国外一流的编创及演艺人才，运用国际领先舞台科技，以丰富多样的舞台表现形式，凸显城市动感活力，打造融合中国元素和东方魅力的、具有国际水准的全新演艺作品，构筑上海的东方百老汇。

图 50： 上海世博大舞台项目选址



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 51： 长三角城市观演人次占城镇常住人口比



资料来源：道略演艺，川财证券研究所

表格 9. 上海世博大舞台建设项目

建设项目	主要规划内容
大型歌舞《上海千古情》	结合多媒体、高科技的舞台表现手法，以上海历史人文的变迁、发展为线索，提炼挖掘海派文化的精髓和亮点，全新创作一台大型歌舞驻场演出。合理利用建筑底层空间，兼顾开放、行进和演艺三大功能，大胆突破传统观演模式，构建多层次、多场景、多情境的“沉浸式”互动空间。
沉浸式演出《上海都魅》	空间视觉效果融老上海风情和新上海活力于一体，将十里洋场、百乐门、和平饭店、当铺、洋行、教堂、药铺、咸货行、烟馆、武馆和纺纱工厂等场景内容融入其中，也将加入互动和科技项目，通过一条生动的故事线，将整个氛围情景穿插其中，展现了精致摩登的海派文化。
异域风情《紫磨坊》	以歌舞为主要形式，展示西方的异域文化，同时采用其他的艺术表现手法，并通过舞蹈、灯光、音响等舞美的渲染，呈现浓浓的异国风情。
风情街和高科技体验区	风情街多以木质建筑为主，包装主题为回归自然的多民族风情，同时辅以黄浦江景，使民族风在黄浦江边灵动活泼；同时该区块周边还将融入高科技体验项目，从远古穿越到后现代，吸引年轻人的体验参与。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

弥补上海地区高品质主场演出的市场空缺。目前，上海地区专业的驻场演出较少，其中多媒体梦幻剧《时空之旅》、越剧《甄嬛传》等较好的上座率。不过总体来看，在驻场演出方面上海与美国纽约“百老汇”、英国伦敦“西区”相比还有很大的差距。世博大舞台项目的落地可以弥补上海地区高品质驻场演出的市场空缺，不但能充实上海常年驻场演出内容，契合上海城市文化发展战略，还能与上海迪士尼乐园形成旅游项目联动效应，进一步丰富世博地区业态功能，与周边的世博中心、奔驰文化中心、中华艺术宫、世博展览馆等文化会展及商业设施互相呼应、互为补充，也进一步带动区域人气集聚，拉动区域经济效益，提升消费力和影响力。

### 3.2.2 澳洲：国际化战略第一步

2016年11月，公司公告称拟成立全资子公司，在澳大利亚昆士兰州黄金海岸市建设澳大利亚传奇王国项目，项目一期投资约20.21亿元。

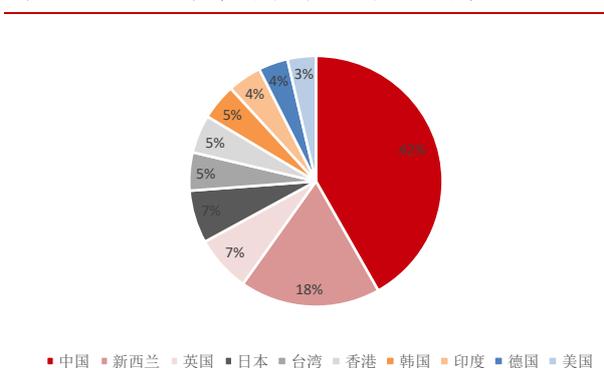
弥补黄金海岸的旅游演艺空白，打造具有竞争力的特色产品。旅游业是澳大利亚经济的重要支柱之一，其中黄金海岸是全澳最大旅游度假城之一。根据昆士兰州旅游局公布的数据显示，2017年黄金海岸共计接待中国游客30.90万人次，同比增长5.8%。在黄金海岸接待游客的前10名中，中国遥遥领先，占前10名总游客人次的42%。作为世界知名的旅游度假目的地，黄金海岸吸引了若干主题公园集团到此经营。不过目前该地区主题公园以游乐型主题公园为主，目标游客年龄段处于15-25岁；而能够覆盖更广泛客群旅游产品，如旅游演艺类产品，目前仍处于相对空白状态，游客对于多元化旅游度假产品的需求相对较高。

图 52： 黄金海岸中国游客稳定增长



资料来源：昆士兰旅游局，川财证券研究所

图 53： 黄金海岸游客来源前 10 国家



资料来源：昆士兰旅游局，川财证券研究所

公司经过自身和第三方机构前期对澳大利亚和黄金海岸旅游市场的深度调研，

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

将充分发挥自身优势，并与当地实际情况相结合，在市场定位、产品特点等方面突出自身的竞争力。宋城将用自己最为擅长的“文化演艺+主题公园”的经营理念，全新打造 3 大演艺秀和 4 个主题公园，最终建设成一个集旅游、文化演艺、娱乐休闲为一体的综合性旅游度假项目。

表格 10. 澳大利亚传奇王国项目

建设项目	主要规划内容
东方秘境主题公园	东方秘境主题公园在形式上将参照杭州宋城景区，沿用自身成熟的文化演艺经营模式，再现中国和东南亚的古老文化，展示古老神秘的东方魅力；同时将打造大型演出《东方秀》
澳洲传奇主题公园	将建设演艺剧场，包含《澳洲传奇》、《金矿魅影》等大型演出和库克大道、原住民文化广场、淘金小镇、梦幻街区等文化休闲配套项目
彩色动物园	彩色动物园是集动物观赏互动、科普教育、动物保护等多种特色和功能为一体的综合园林动物园，游客置身其中能充分体验到人与动物亲密接触。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

**迈出国际化战略第一步，有效扩展业务版图。**本次海外投资符合公司的整体发展战略，与公司制定的国际化战略深度契合，是宋城演艺“国际化”战略的第一步，也是公司迈向“世界演艺第一”、打造“以演艺为核心的跨媒体跨区域的泛娱乐生态圈”的关键步骤。未来，随着项目的落地和顺利运营，将进一步提升公司国际化形象及品牌全球知名度，同时有效扩展业务版图、打开地域上的全新市场空间，实现经济效益、社会效益和品牌效益的多赢。

### 3.2.3 西塘：演艺小镇——演艺产品的 4.0 版本

2018 年 1 月，在浙江省旅游局的推动下，公司联合控股股东宋城集团与嘉善县人民政府及嘉善县西塘镇人民政府签署协议，投资建设西塘·中国演艺小镇项目。西塘·中国演艺小镇项目包括主题公园集群、民宿度假及主题酒店集群、剧院集群、艺术街区、科技体验博览、休闲商业区和艺术培训、演艺基金等，并将举办艺术节、戏剧节、音乐节、狂欢节等数十个具有国际水准和国际影响力的主题节庆活动，打造文化盛典。

嘉善县地处长三角城市群核心区，是浙江省唯一一个与上海、江苏接壤的县。作为上海以及以上海为窗口的休闲旅游第一站，具有很强的区位优势和发展潜力。地嘉人善，吴根越角，西塘作为江南水乡六大古镇之一，更是有着丰富的历史文化沉淀。2017 年嘉善县接待国内外游客 1503.02 万人次，同比增长 12.3%；其中西塘景点接待国内外游客 918.04 万人次，同比增长 17.9%。对比乌镇景区，西塘目前的客流量较高，具有很大的开发潜力。

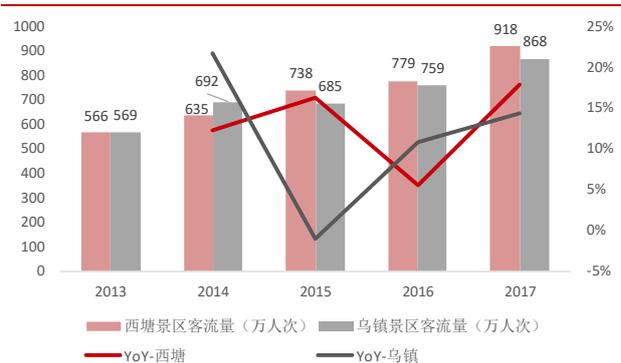
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 54：嘉善县游客人数及增速



资料来源：嘉善县政府，川财证券研究所

图 55：西塘景区与乌镇景区的客流量对比



资料来源：嘉善县政府，桐乡市政府，川财证券研究所

中国演艺小镇是公司基于 20 多年在文化旅游行业所积累的行业经验、资本优势、人才优势基础上所策划的第四代文化旅游产品，是宋城演艺产品的 4.0 版本。小镇包括主题公园集群、主题酒店集群、剧院集群、艺术街区、科技体验和休闲商业区等，并结合戏剧节、音乐节、高峰论坛等系列活动，它是一种跨行业、高层次的文化娱乐消费模式，更是对现有文化旅游产品形式的突破和创新。演艺小镇模式的开展，是公司未来五到十年战略发展布局的重要举措，助力公司未来走上更加可持续发展的道路，培育新的利润增长点，进一步提升公司品牌影响力和核心竞争力。

#### 四、轻资产模式顺利开拓，公司迎来新的业绩增长点

2016 年，公司迎合市场需求，开启了全新的经营模式，从在旅游一线目的地城市自行投资建设，到在全国筛选合适的项目，向二三线更广阔的市场拓展，与合作伙伴用合资、合作、品牌输出、人才管理、规划设计、艺术编创、委托经营等各种方式，集聚各方力量，快速布局快速推进，与合作方共享宋城品牌与专业优势，做到既拥有成熟的宋城模式、又深挖当地文化特色，共同打造当地文化旅游地标。

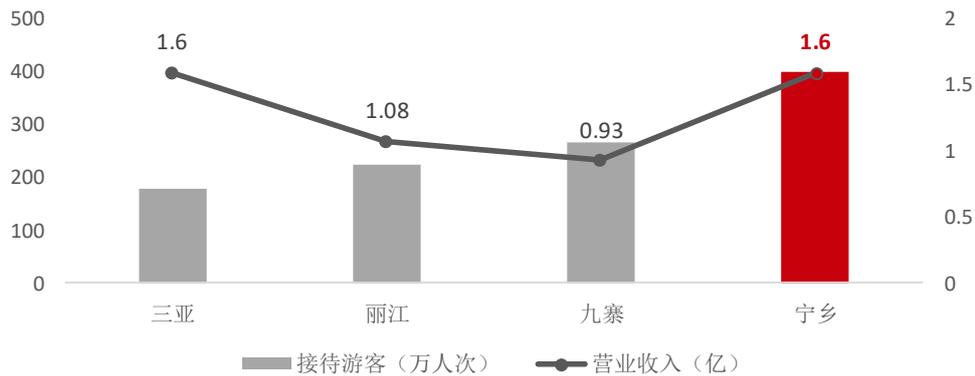
宁乡项目表现突出，千古情有望成为独立旅游目的地在二三线城市发展。2018 年 7 月 3 日，公司轻资产第一单宁乡炭河古城项目正式开园一周年。在第一年中，园区共接待接待游客超 400 万人次，营业收入破 1.6 亿元，核心演出《炭河千古情》演出 1000 余场，刷新了湖南省大型旅游演出年场次最高、观众数量最多的两项纪录。同时项目发挥了巨大的经济辐射效应，带动了周边 5000 余人就业，拉动了全域超过 10 亿元的产业发展，大大改善了当地的商业环境。

从开业一周内的数据看，宁乡项目在游客人次和营业收入上均领先于此此前宋城三个异地复制项目。然而相比于此前千古情异地项目更多依赖于高客流量的知

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

名旅游景区或城市，宁乡项目周边并没有热门的景区引流，这更加证明了千古情演出自身的品牌价值和市场影响力。宁乡项目的成功使得公司的旅游演艺产品有望不再依赖于知名景区而在二三线城市独立发展。若预计今年底开业的宜春明月山项目能够复制宁乡项目的成功，将证明公司“主题公园+旅游演艺”的模式对二三线城市具有巨大的吸引力，有望打开公司业务复制扩张的限制，给公司带来新的利润增长点。

图 56：项目开业一周年数据（因 15Q1 停业，九寨项目收入截至为 2015 年 H1）



资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

在宁乡项目大获成功的示范效应下，市场充分认识到公司在演艺行业的能力和魅力，宋城·西樵山岭南千古情景区项目、宋城·明月千古情景区项目、宋城·黄帝千古情景区项目相继签约，公司轻资产“在手订单”迅速超过 10 亿元。持续的签约更加印证了轻资产业务的常态化和可持续性，轻资产业务将成为支撑公司长期发展的又一品牌业务板块，将为公司带来可持续的利润增长空间。

表格 11. 宋城演艺的旗下轻资产项目

项目名称	时间节点	合作伙伴	投资额	选址区位	收费条款与合作协议	客流量（2017 年）
宋城·宁乡炭河里文化主题公园	签约:2016/06 开业:2017/07	宁乡炭河旅游、宁乡县人民政府	25 亿元 120 亩	宁乡黄材镇，距宁乡/长沙市 40/70 公里	服务费：2.6 亿 管理费：年可支配经营收入的 20% 合作期限：5 年	宁乡市：2100 万 长沙市：13800 万
宋城·西樵山岭南千古情景区	签约:2017/05 开业:2020/03	樵山建设	16.8 亿元 62 亩	西樵镇听音湖，距佛山中心区约 20 公里	服务费：2.6 亿 管理费：年门票收入的 20% 合作期限：10 年	南海区：368.60 万 佛山市：4929 万
宋城·明月千古情景区	签约:2017/07 开业:2018/12	明月山旅游	10 亿元 150 亩	明月山风景区，距离宜春市区仅 15 公里	服务费：2.6 亿+开业活动：0.1 亿 管理费：另行商议 合作期限：10 年	宜春市：7196.85 万 明月山景区：810 万
宋城·黄帝千古情景区	签约:2017/11 开业:2020/03	竹桂园旅游、新郑市人民政府	50 亿元 100 亩	新郑市北部，紧邻郑州	服务费：2.6 亿 管理费：年经营收入的 20% 合作期限：5 年	新郑市：453.87 万

资料来源：公司公告，宋城集团官网，各地旅游局及新闻报道，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

**轻资产模式推动公司快速扩张。**宋城通过轻资产模式,将中国顶尖文化、旅游、演艺品牌输出,为政府、企业、景区、主题公园、演艺提供一揽子的解决方案与交钥匙工程,共享宋城品牌和专业优势,精准投资提高效益,共同打造当地文化地标。为了满足不同业主的需求,公司专门开发了宋城轻资产的菜单,涉及项目前期筹备和后期运营的多方面内容,实现了项目的标准化、模块化,保证了项目的快速复制。

**表格 12. 宋城演艺轻资产项目方案**

服务类别	主要项目	项目服务内容	收费情况
项目前期筹备服务	“千古情”节目导演	深度挖掘当地文化,打造一台标志性旅游演出,提供剧本、导演、剧院概念性方案设计、节目编排以及舞台机械、灯光、音响、舞美、道具、视频多媒体、服装等概念性效果设计	前期一揽子服务费 2.6 亿元 (目前价格)
	规划概念性方案设计	针对新建整个景区,充分考虑游客的旅游空间、旅游体验和最佳游览线路,对包括文化演艺广场、剧院、市井街区等在内的功能布局、旅游线路、氛围包装等提供规划概念性设计方案	
	互动项目概念性设计	为提升项目吸引力、延长游客逗留时间,增强游客的体验和互动感,充分考虑各层次年龄游客的需求特点,结合当地历史文化,乙方策划设计一批适合游客体验的、具有宋城品质的景区互动项目	
	品牌授权	同意将合作项目冠名为“宋城·XX 千古情景区”;同意合作方在项目范围内使用宋城演艺持有的“宋城”、“千古情”的商标及针对项目所设计、创作、演艺等在内的知识产权	
	开业筹备	1) 景区运营团队的组建、人员招聘、培训上岗 2) 艺术团的组建、人员招聘、培训上岗 3) 开业演出等其他特殊事项	
项目日常经营管理	宋城负责委派管理人员;按照宋城景区标准管理模式运营	景区日常管理经营、管理制度的建立、人员招聘及培训 景区的招商运营; 景区各项演出; 品牌推广、活动策划:为项目进行宣传推广; 市场营销:制定价格政策、线路包装、线上线下产品销售等; 为当地提供人才培养、就业机会;	后期的管理费提成 经营收入 20%

资料来源:公司公告,川财证券研究所

总体来看,轻资产模式具有业务金额大、利润率高、可持续性强、后期营收分成等特点,该模式的顺利开拓,使得公司项目将不再受限于资本规模,具备了快速复制、快速扩张的可能。公司未来将迎来极具爆发力的利润增长点,并快速提升公司品牌影响力和核心竞争力。

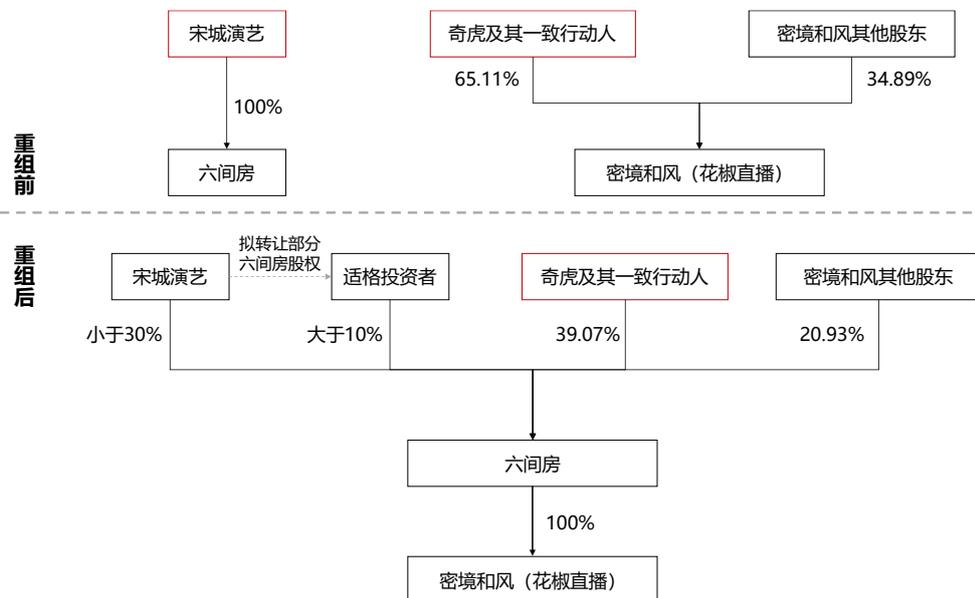
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 五、六间房与花椒直播重组，剥离报表聚焦主业

2018年6月27日公司发布公告，旗下全资子公司六间房将与北京密境和风科技公司（花椒直播运营主体）进行重组。具体来看，本次交易分为了公司重组和股权转让两部分：

- 1) 公司重组：北京密境和风的全体股东拟以密境和风的100%股权认购宋城演艺全资子公司六间房新增的注册资本。密境和风的全体股东获得六间房的增发股权作为密境和风100%股权的对价。重组中，六间房的估值为34亿元，密境和风的估值为51亿元，重组后集团公司的估值为85亿元。根据估值比例，宋城演艺将获得重组后集团公司40%的股权，密境和风的全体股东将获得重组后集团公司60%的股权。密境和风是花椒直播的运营主体，由奇虎软件控股。本次交易完成后，密境和风及其下属子公司成为六间房的子公司。
- 2) 股权转让：为优化股权结构，宋城演艺将于协议签署后向适格投资者转让六间房的部分股权（“存量股”），完成转让后宋城演艺在重组后公司的持股比例低于30%。本次交易完成后，重组后集团公司不再纳入宋城演艺的财务报表并表范围，奇虎及其一致行动人合计持有重组后集团公司39.07%的股权，为重组后集团公司的实际控股股东。

图 57：六间房与密境和风的重组结构



资料来源：公司公告，川财证券研究所

本次交易整体来看，相当于公司用六间房60%的股权换取了花椒直播40%的股权，同时再出售六间房和花椒重组后10%的股权，获得股权转让的现金。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

受益于六间房的估值提升，有望产生约 3.17 亿元的投资收益。本次重组中，六间房估值为 34 亿元，考虑到公司 2015 年收购六间房 100% 股权时估值的 25.67 亿元且 2017 年六间房以 3.8 亿元收购灵动时空，本次交易产生约 4.53 亿的估值增长。综合来看，本次重组和股权转让中，宋城演艺将至少出让六间房 70% 股权，公司有望获得相应约 3.17 亿元的投资收益。

考虑到分红和股权转让，预计公司现金流有望增加 12.5 亿元。公告显示，至本次交易的协议签署日前，六间房已通过分红 4 亿元的股东会决议，且该等分红事项不会影响截至协议签署之日对六间房既有的评估结果。同时公告指出，宋城将于协议签署后向适格投资者转让六间房部分股权，转让完成后宋城演艺在重组后集团公司的持股比例将低于 30%。以最低的 85 亿元估值和 10% 的股权转让数量看，公司预计将通过股权转让将回笼现金 8.5 亿元。叠加上述 4 亿元分红的影响，预计公司的现金流有望新增 12.5 亿元。

六间房不再并表，公司估值有望提升。此前因线上业务存在一定的不确定性（政策不确定、行业竞争激烈）和可能的商誉减值风险，公司的估值一直相对较低。本次重组后，六间房将不再纳入宋城演艺的财务报表并表范围。公司回归旅游演艺主业，有望获得更高的估值水平。同时公司将把重组后集团公司列为联营企业，采用权益法核算按照持股比例确持股对象的经营盈亏。长期看，考虑到六间房与花椒优势互补，有望形成较强的协同效应和规模效应，重组后集团公司未来有望给公司带来一定的投资收益。

六间房原有业绩承诺继续执行。本次交易后，六间房的业绩承诺将继续按照前次重组的《业绩补偿协议》执行。目前，本次交易尚需提交股东大会审议、过渡期等事项的影响，本次交易的交割预计在 2018 年 9 月底完成，考虑到六间房 2018 年 1-9 月业绩已并入上市公司，上述交割时点有助于保障原有业绩承诺的可执行性。

## 六、业绩预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 现场演艺：假设公司桂林、张家界、西安三个异地复制的千古情景区和上海城市演艺项目顺利开业运营。其中桂林项目 2018 年 8 月开业，张家界和西安项目 2019 年 8 月开业。上海项目 2020 年 4 月开业。同时假设九寨项目 2020 年恢复开业。另外，暂不考虑澳洲、西塘演艺小镇项目的业绩贡献。
- 2) 轻资产项目：服务费方面，明月山项目于 2019 年上半年完结，西樵山和新郑黄帝项目于 2020 年完结；管理费按照项目的年营业收入的 20% 收取。

3) 假设六间房重组于 2019 年 4 月顺利完成, 以公允价值 34 亿为基础计算当年的投资收益。交易完成后, 宋城演艺持有重组后集团公司的 30% 股权。

表格 13. 宋城演艺盈利测算 (单位: 百万元)

类型	演出	剧目创作	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现有运营项目	杭州宋城	营业收入	655.72	642.04	784.26	886.21	974.83	1072.31
		YoY	15.3%	-2.1%	22.2%	13.0%	10.0%	10.0%
		毛利率	68.1%	68.4%	71.7%	72.0%	72.5%	73.0%
	三亚宋城	营业收入	253.02	302.61	333.88	407.33	488.8	576.78
		YoY	63.2%	19.6%	10.3%	22.0%	20.0%	18.0%
		毛利率	76.8%	74.5%	75.9%	75.0%	75.5%	76.0%
	丽江宋城	营业收入	168.46	219.05	223.63	261.65	300.9	340.02
		YoY	134.0%	30.0%	2.1%	17.0%	15.0%	13.0%
		毛利率	62.4%	72.4%	70.1%	71.0%	72.0%	73.0%
	九寨宋城	营业收入	129.85	147.76	89.61			150.00
		YoY	108.1%	13.8%	-39.4%			
		毛利率	67.0%	69.1%	74.2%			70.0%
	桂林宋城	营业收入				45.00	160.00	250.00
		YoY					255.6%	56.3%
		毛利率				60.0%	64.0%	68.0%
新一轮开业项目	张家界宋城	营业收入				45.00	160.00	
		YoY					255.6%	
		毛利率				60.0%	65.0%	
西安宋城	营业收入				70.00	180.00		
	YoY					157.1%		
	毛利率				60.0%	65.0%		
上海城市演艺	营业收入						66.00	
	YoY							
	毛利率						55.0%	
旅游休闲	设计策划	营业收入	17.06	122.66	150.15	298.69	313.21	192.30
		YoY	57.8%	619.0%	22.4%	98.9%	4.9%	-38.6%
		毛利率	46.4%	50.6%	52.3%	54.0%	56.0%	58.0%
	电子商务	营业收入	43.8	59.88	120.36	144.43	167.54	192.67
		YoY	150.0%	36.7%	101.0%	20.0%	16.0%	15.0%
		毛利率	65.1%	73.1%	64.9%	68.0%	70.0%	72.0%
互联网演艺	六间房	营业收入	369.1	1090.21	1240.13	1364.14	375.14	
		YoY		195.4%	13.8%	10.0%	-72.5%	
		毛利率	51.3%	50.0%	51.1%	50.0%	50.0%	

资料来源: Wind, 公司公告, 川财证券研究所

## 投资建议：给予“增持”评级

从与传统景区的对比看：在旅游产品方面，相比于传统景区单一的观光游形式，宋城的千古情景区受天气条件的影响较小，同时融合了更多的娱乐、休闲、餐饮、住宿、购物等服务，有效延长了游客的停留时间，挖掘了更多的游客消费潜力。在成长性方面，相比于传统景区依赖于个体自然资源且游客接待量趋于饱和的现状，宋城的千古情景区具有极强的扩张能力，不仅可以将客流量相对饱和的已有景区扩建，提升单个景区的接待规模。同时还可以以自建或轻资产输出的模式在异地快速扩张，从而进一步扩大公司运营管理的景区数量。因此，我们认为宋城演艺相比于传统的景区公司应具有一定估值优势。

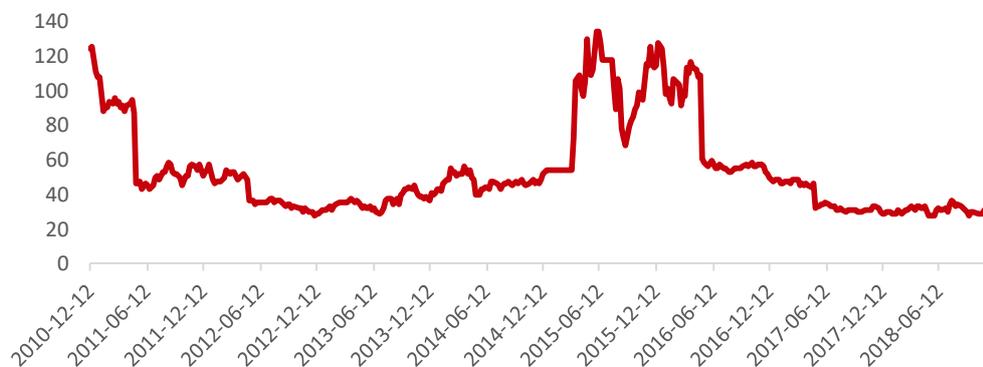
表格 14. 可比上市公司盈利预测及估值表（以 2018 年 11 月 23 日收盘数据测算）

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价	EPS				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
宋城演艺	313.33	21.57	0.74	0.87	1.07	1.09	29.3	24.8	20.2	19.8
大连圣亚	35.59	27.63	0.60	0.55	0.67	0.75	46.1	50.2	41.5	36.6
中青旅	98.88	13.66	0.79	0.89	1.02	1.18	17.3	15.3	13.4	11.6
黄山旅游	70.50	9.96	0.55	0.59	0.62	0.68	18.1	16.9	16.0	14.7
桂林旅游	20.13	5.59	0.15	0.19	0.23	0.27	37.3	29.7	24.5	20.9
丽江旅游	32.91	5.99	0.37	0.43	0.47	0.51	16.2	13.9	12.8	11.7
平均(不含宋城演艺)							27.0	25.2	21.6	19.1

资料来源：Wind 一致预期数据，川财证券研究所

从历史数据看，目前公司的估值水平处于历史低位。其中自 2016 年以来，受直播行业政策不确定性较大的影响，公司的估值水平持续走低。不过近期六间房的重组交易，有望降低公司潜在的商誉减值风险，提升公司的估值水平。

图 58：宋城演艺市盈率变化



资料来源：Wind，川财证券研究所

综上所述，公司通过六间房重组重新聚焦于竞争优势突出的旅游演艺业务。2018年-2020年，桂林、张家界、西安三个千古情项目以及明月山、西樵山、新郑三个轻资产项目将逐渐落地，同时上海、澳洲等项目也在逐步推进之中。总体来看，随着新项目的密集开业，公司将进入新一轮的业绩高速增长阶段。我们预测公司2018-2020年营业收入为34、29、32亿元，EPS为0.87、1.07、1.09元/股，对应PE为25、20、20倍我们认为公司主业价值突出，给予2019年25倍估值，首次覆盖予以“增持”评级。

## 风险提示

### 现有景区经营情况不及预期的风险

若发生不可预料的自然灾害或者当地旅游市场整治等因素影响，将给公司现有运营景区在客流量和业绩方面产生一定的压力和影响。

### 新一轮千古情景区复制进展不及预期的风险

若张家界和西安项目的建设进度受多方面影响不及预期，将对景区的收入和业绩产生影响。同时在项目顺利开业后，若出现客流量或门票定价不及预期、税收优惠不及预期、当地旅游演艺市场竞争超出预期等因素影响，将对公司新一轮景区复制项目的收入和业绩产生影响。

### 轻资产项目进展不及预期的风险

公司第一单宁乡项目表现突出。后续的宜春预计于2018年2月开业、佛山和新郑项目均预计于2020年3月开业，若项目的建设安排及进度受多方面影响不及预期，将对轻资产项目的收入和业绩产生影响。同时在项目顺利开业后，若出现客流量或门票定价不及预期、园区经营管理不佳等情况，将对公司的轻资产业务产生影响。

### 新演艺类型进展不及预期的风险

公司目前正在推进的上海城市演艺项目、澳洲海外演艺项目和西塘演艺小镇项目均处于项目开展前期，项目在推进过程中可能受到行政审批、资金筹备、汇率波动、项目规划、工程建设等多方面因素的影响，从而可能对公司的长期发展产生一定的影响。

### 六间房与密境和风的重组事项不及预期的风险

公司正在推进全资子公司六间房与密境和风的重组事项，尚涉及多项不确定性风险。若重组失败，将对公司的经营风险以及收入和业绩产生一定影响。

## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	2306	4141	4685	5544	<b>营业收入</b>	3024	3407	2895	3180
现金	1460	3480	3677	4509	营业成本	1113	1310	951	928
应收账款	33	31	18	19	营业税金及附加	30	34	43	38
其他应收款	154	51	29	32	营业费用	325	307	116	127
预付账款	14	14	14	16	管理费用	212	221	232	223
存货	4	5	5	5	财务费用	12	-18	-36	-43
其他流动资产	641	559	942	963	资产减值损失	9	0	0	0
<b>非流动资产</b>	6449	5391	6160	6836	公允价值变动收益	1	31	317	0
长期投资	34	1644	1644	1644	投资净收益	18	11	5	20
固定资产	1919	2258	3135	3852	其他	5	5	5	5
无形资产	1145	1111	1077	1044	<b>营业利润</b>	1346	1600	1916	1931
其他非流动资产	3351	378	304	296	营业外收入	2	19	20	10
<b>资产总计</b>	8755	9532	10845	12380	营业外支出	50	32	30	10
<b>流动负债</b>	1259	743	493	444	<b>利润总额</b>	1297	1587	1906	1931
短期借款	0	0	0	0	所得税	228	286	343	348
应付账款	179	262	285	232	<b>净利润</b>	1069	1301	1563	1584
其他流动负债	1080	481	207	212	少数股东损益	2	36	11	3
<b>非流动负债</b>	18	10	10	10	<b>归属母公司净利润</b>	1068	1265	1552	1580
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	0.87	1.07	1.09
其他非流动负债	18	10	10	10					
<b>负债合计</b>	1277	753	503	454	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	147	184	194	198	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	1453	1453	1453	1453	<b>成长能力</b>				
资本公积	2476	2476	2476	2476	营业收入	14.4%	12.7%	-15.0%	9.8%
留存收益	3409	4674	6226	7806	营业利润	17.3%	18.9%	19.7%	0.8%
其他	-7	-7	-7	-7	归属于母公司净利润	18.3%	18.5%	22.7%	1.8%
股东权益合计	7478	8779	10342	11925	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	8755	9532	10845	12380	毛利率(%)	63.2%	61.6%	67.1%	70.8%
					净利率(%)	35.3%	37.1%	53.6%	49.7%
					ROE(%)	15.5%	15.5%	15.9%	16.6%
					ROIC(%)	15.3%	15.8%	16.1%	13.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	14.6%	7.9%	4.6%	3.7%
					净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	1.83	5.58	9.51	12.49
					速动比率	1.83	5.57	9.50	12.48
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.37	0.37	0.28	0.27
					应收账款周转率	116	105	118	172
					存货周转率	252	278	190	198
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.74	0.87	1.07	1.09
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	0.98	0.84	1.22
					每股净资产(最新摊薄)	5.05	5.92	6.99	8.08
					<b>估值比率</b>				
					P/E	29.34	24.76	20.18	19.82
					P/B	4.27	3.64	3.09	2.67
					EV/EBITDA	23.51	20.16	16.87	16.37

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1764	1422	1212	1767
净利润	1069	1301	1563	1584
折旧摊销	190	222	277	334
财务费用	12	-18	-36	-43
投资损失	-18	-11	-5	-20
营运资金变动	245	-241	-269	-88
其他经营现金流	267	167	-317	0
<b>投资活动现金流</b>	-935	636	-726	-989
资本支出	-288	-502	-1096	-1000
长期投资	-131	-1610	48	-10
其他投资现金流	-515	2748	321	21
<b>筹资活动现金流</b>	-367	-183	36	43
债权融资	-200	-200	-0	0
股权融资	0	0	0	0
其他筹资现金流	-167	18	36	43
汇率变动影响	-8	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	455	1875	522	820

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003