

2019年08月01日

餐饮旅游

从一台“好戏”的诞生，剖析旅游演艺市场壁垒，空间，机遇与挑战

■旅游演艺作为休闲景区中少数投资额相对较小、现金回收期较快、成熟期盈利性相对较好、以及异地复制能力较强的子行业，近年来在优质项目如千古情、印象系列等持续全国扩张下受到资本市场高度关注。本篇报告旨在从一个客观的角度分析旅游演艺行业短期竞争难加剧原因、优质项目的盈利能力对比、高盈利背后的原因拆分、以及中长期的机遇与挑战等4层面对旅游演艺行业进行分析，并最终对有望持续受益的龙头——宋城演艺和三湘印象给予投资建议。

■旅游演艺竞争壁垒在哪？内容沉淀与迭代+渠道营销+人才储备+资本奠定头部公司高壁垒，短期难出现竞品。1)国内旅游演艺现已进入成熟巩固阶段：国内旅游演艺自首台山水实景旅游演艺项目《印象刘三姐》运营以来，行业已经历三大阶段：

①探查参与期（2004~07年）；②快速发展期（2008~14年）；③成熟巩固期（2015~18年）。随着第二阶段大量新项目的盈利水平难达预期并停演退出后，行业现已从爆发增长和盲目投资转为理性，进入成熟巩固阶段。2)为什么旅游演艺做成功这么难，从头部项目看壁垒在哪？以旅游演艺的快速发展期（2008~14年）为例，大量实力强劲的民营资本同样进入到这个行业内，例如万达集团——《海棠·秀》，但由于内容不符合观众胃口上座率不佳；陈凯歌——《希夷之大理》，演出人数高达600人成本过高难以盈利等均已失败告终。从海内外成功的项目来看，宋城千古情从1997年推出以来，经历13年的项目打磨成熟（剧本、渠道、人才、资金综合壁垒打通）才开始准备异地复制；纽约百老汇舞台剧从外外百老汇的诞生到打入百老汇核心剧场，前后同样需要经历平均5~10年无数次的对白、音乐、服装、剧情等细节方面的编剧调整，从而让观众效果做到极致。因此，旅游演艺项目想要真正做得好，需要企业在人才培养、选址经验、节目编导、成本管理、市场营销、顾客消费需求把控等多个方面均做到极致。因此大导演助阵及演出人才培养+项目的打磨时间（至少3~5年）+初期资金投入（至少3~10亿元）三方面所致，想做成功是有极高的壁垒和要求。目前国内旅游演艺行业在尚未看到宋城和印象系列的强有力竞争对手情况下，我们认为未来至少3年内仍将是千古情和印象系列持续寡头垄断的格局。3)存量项目分拆原因，旅游演艺能活下去的三要素：复盘过去近20年旅游演艺行业发展史，可以发现虽然该行业的门槛不高，不仅项目想做成功很难，且想持续经营也同样不易（国内文旅项目约70%在亏钱、20%不盈利、仅10%实现盈利）。现有能持续经营的旅游演艺项目包括千古情、印象、山水盛典、陕西旅游等，总结可得到该类型项目至少不能离不开三要素之一：①要大导演的名气和噱头：如印象系列——张艺谋出品；《云南映象》——杨丽萍领衔主演。②演出内容及舞台效果优质：千古情以震撼的室内演出内容及紧凑剧情获得观众认可。③砸钱打造出众的演出排场：《长恨歌》——300位专业演员+真实的历史故地华清宫为舞台。

■头部旅游演艺项目盈利性如何？不同重资产消费投资项目对比：千古情的爬坡期、盈利性和回收期均处消费领域投资的领先水平。传统文旅领域的重资产投资驱动的公司成长逻辑，过去由于项目初期投资大、资金杠杆高、盈利爬坡期长、能否达到预定成熟期客流等均存在不确定，因此市场对该类型标的关注度相对弱于轻资产模式的企业，但我们认为宋城演艺的千古情模式为其中的少数特例，其盈利能力与可复制性兼备。千古情项目虽然属于重资产投资，但以成熟期项目三亚、丽江千古情为例，其单个项目净利率可以达到50%~60%水平，且现金回收期4年左右，在横向对比消费领域的其他重资产投资项目：如人工景区、主题乐园、传统百货、中端连

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
300144 宋城演艺	-	买入-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.50	-8.05	-20.62
绝对收益	-4.75	-9.55	-10.97

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

19Q2 社服板块基金持仓分析
2019-07-21

中公教育中报业绩预计高增，广州酒家拟收购老字号陶陶居
2019-07-07

国内灵活用工龙头各自亮点在哪——人瑞、科锐、万宝盛华深度对比（更新）
2019-07-05

业绩前瞻：寻找社服和零售板块中报有望超预期标的
2019-06-30

酒店4-5月经营数据边际改善，超跌标的或迎估值修复
2019-06-23

锁酒店等业态后，千古情无论在现金回收期、ROE、净利率等指标上均居于领先地位，单个成熟项目的盈利能力（净利率 55%）甚至超过了轻资产的格林酒店（98%为加盟店，直营店仅 2%，18 年净利率 42%）。

■**为何千古情可强盈利？室内剧场模式实现规模效应最大化，印象系列实景夜场限制盈利稳健但净利率较难突破至 50%+。** 三亚千古情成熟期净利率（60%）与同属旅游演艺的印象大红袍（净利率 28%）相比，三亚千古情在室内演出受天气影响，4300 个座位的 1 号剧院旺季演出可以做到 7~8 场/天（双剧院模式甚至可至 13~15 场/天，且杭州本部已开建 3 号剧院），和印象系列仅夜场且山水实景的演出（2500 座位）旺季最大约 3 场/天相比，规模优势较强（由于演出数量多，我们测算三亚千古情单场演出的固定成本+工资被分摊至 8~10 万元，而印象大红袍由于规模效应较弱约 14~15 万元），使得在千古情在同类型旅游演艺项目中可以获得更高的利润红利与较低成本和费用率。叠加民企资本的全资控股（印象系列的项目出资方往往多为地方政府，不对项目 ROE 有极致要求）+演艺内容迎合观众+销售渠道力强，四大因素使得千古情盈利能力在同类型山水实景的项目中具备领先地位。此外，三亚千古情净利率同样高于成熟期预测下的古北水镇（27%）和上海海昌海洋公园（27%），主要原因在于千古情更类似影院模式，主打演出而非景区本身，在项目投资和园区人员上支出较少，固定成本和工资上具备优势所致。

■**中长期机遇与挑战：千古情第三轮异地复制保守预测仍有望再建 3~4 台，但 5~10 年的成长性来看或存在一定天花板，开发演艺谷模式为破局之路。** 国内 2016 年旅游人次达 44.4 亿人次，但期间的国内旅游演艺的观众人数仅 5391 万人次，渗透率仅 1.21%。虽然旅游演艺市场上供给总量已经较多，但实际的有效供给仍非常有限。1) 千古情测算：我们认为未来宋城的中长期挑战更多来源与自身模式是否跟较大程度更新换代（吸引和开发更多针对 90 后和 00 后等的年轻人演艺业态）而非行业竞争。千古情模式更类似剧场模式，观众对同一个千古情的重游率相对较低。因此在千古情模式第二轮异地扩张后，第三轮潜在扩张项目数量上，我们预计基于 3 个原则：①一个省份仅能一个千古情（团队游去云南旅游，大多都 5~7 天的形成中只会看一场旅游演艺）；②一日游的热门一线景区不在考虑范围内；③暂时不考虑千古情的小型化以及演艺谷的模式，维持千古情目前 7~8 亿元的投资规模。保守估测千古情在第三轮异地复制仍有望再建 3~4 台，但从 5~10 年的维度去考虑企业的持续性成长，现在开始积极打造第二条更加正对年轻人市场的演艺谷模式将是核心出路。2) 印象系列测算：我们基于以下 3 个原则：①观印象的作品大多选址于 5A 级核心景区；②该地区需具备鲜明的文化特色，但由于项目投资规模相对较小，单个省份的最多容纳预计 1~2 台演出；③暂不考虑海外演出。目前观印象的演出项目已覆盖广西、云南、重庆等 12 个著名景区，结合观印象过去几年每年新签 1-2 个项目和目前项目开发情况，保守假设下，短期潜在空间约为 4-5 台，中长期的潜在空间约 8~15 台。

■**投资建议：旅游演艺行业有效供给不足，高壁垒下千古情、印象等龙头有望持续受益，推荐宋城演艺、关注三湘印象。** 1) 宋城演艺：我们预计宋城在第二轮千古情异地扩张驱动下，景区主业业绩 2019~21 年有望实现 10.3 亿元/13.5 亿元/16.2 亿元，对应增速分别为+17%/+31%/+20%。其中，2020 年 3~6 月预计在西安和上海项目开业推动下，主业业绩增速有望上行，看好公司 19H2 的估值切换机会，维持买入-A 投资评级。2) 三湘印象：公司 16 年收购观印象后形成地产+文化双主业。18 年公司《又见马六甲》和《归来三峡》两部新作品实现公演，新签作品《腾冲火山》，目前在演和签约制作项目共 17 个，其中 10 个项目为收购后实现，预计 19 年《印象滇池》和《印象太极》项目将进入公演阶段，建议关注。

■**风险提示：各大项目盈利、回收期等指标测算偏差风险，少数项目财务指标来代表行业平均的偏差风险，天气等不可控因素影响客流风险，项目扩张不及预期风险，行业竞争加剧等。**

内容目录

1. 内容+渠道+人才+资本筑头部公司高壁垒，短期难出竞品	5
1.1. 国内旅游演艺大致分为三个阶段，现已进入成熟巩固期.....	5
1.2. 旅游演艺活下去要素：名人效应 or 演出内容优质 or 实景排场出众.....	6
1.3. 印象系、山水盛典、陕西旅游难以全国扩张，以及高净利率原因.....	7
1.4. 为什么旅游演艺做成功这么难，壁垒在哪里？.....	6
2. 不同投资业态对比：千古情比酒店、主题乐园等效益更突出	8
2.1. 投资额：人工景区、主题乐园投资额大，千古情居中.....	8
2.2. 爬坡期：酒店与千古情快速爬坡领先，人工景区爬坡时间较长.....	9
2.3. 现金回收期：三亚、丽江千古情 3~4 年居首，张家界、丽江项目略长.....	10
2.4. 盈利能力：千古情盈利领先，人工景区利润绝对值同样较大.....	10
2.5. 可复制性：连锁酒店潜在空间大，千古情、主题乐园等复制空间仍较可观.....	10
3. 强盈利原因：千古情剧场模式最大规模效应，印象夜场限制难突破	11
3.1. 千古情 vs 印象：规模效应+民企基因+雅俗共赏，千古情盈利性显著领先.....	11
3.2. 千古情 vs 古北水镇：人工景区投资大+员工工资高，净利率难超 30% 上限.....	14
3.3. 千古情 vs 上海海昌：主题乐园与人工景区相似，ROE 与净利率受限.....	15
4. 中长期机遇与挑战：千古情三轮扩张潜力可期，演艺谷为长期看点	16
4.1. 旅游演艺行业有效供给仍旧不足，龙头有望持续受益.....	16
4.2. 千古情第三轮异地扩张保守预计仍有 3~4 台潜力，演艺谷为中长期看点.....	17
5. 投资建议：旅游演艺有效供给不足，高壁垒下龙头有望持续受益	18
5.1. 宋城演艺：2019-20 年景区主业业绩+17%/+31%，看好 19H2 估值切换机会.....	18
5.2. 三湘印象：4 部新演艺项目孵化持续推进，建议关注.....	19
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：中国实景演艺旅游资源发展的阶段特征.....	5
图 2：西安《长恨歌》位于华清池，300 多位演员出演.....	6
图 3：张家界《天门狐仙》打造大型实景舞台，排场出众.....	6
图 4：5 大消费投资项目：初期投资额&成熟期 ROE 对比.....	9
图 5：项目爬坡期时间：酒店 > 千古情 > 百货&主题乐园 > 人工景区.....	9
图 6：三亚千古情现金回收约 4 年，回收时间较快.....	10
图 7：千古情成熟期净利率达 55%，远超其他重资产业态.....	10
图 11：2014 年国内观演转化率超 5% 仅座城市，有效供给仍旧不足.....	16
图 12：“有效供给”——千古情开至丽江和九寨沟（阿坝州）后，可挖掘所在地潜在演艺需求.....	16
表 1：消费领域的重资产投资中，千古情模式在 ROE、净利率、现金回收期等指标领先明显.....	8
表 2：对比同类型旅游演艺项目印象系列，三亚千古情的盈利能力同样领先.....	11
表 3：三亚千古情初期投资额仅为印象大红袍 3 倍，但 18 年净利润达印象大红袍 9 倍.....	13
表 3：印象大红袍 2014-2016 年 1-5 月的各项成本及费用占比明细.....	12
表 5：千古情 vs 古北水镇：人工景区投资大+员工工资高，头部项目净利率约 30%.....	14
表 6：千古情 vs 上海海昌：主题乐园与人工景区相似，ROE 与净利率受限.....	15
表 4：宋城演艺景区主业业绩&整体业绩预测（2019~2024，单位：百万元）.....	18
表 5：宋城演艺 4 个存量项目的盈利预测（2019~2024，单位：百万元）.....	18
表 6：宋城演艺目前 7 个二次异地扩张项目的盈利预测（2019~2024，单位：百万元）.....	19

表 7: 宋城演艺长期股权投资（花椒和六间房合并公司）的盈利预测（2019~2024，单位：百万元） 19

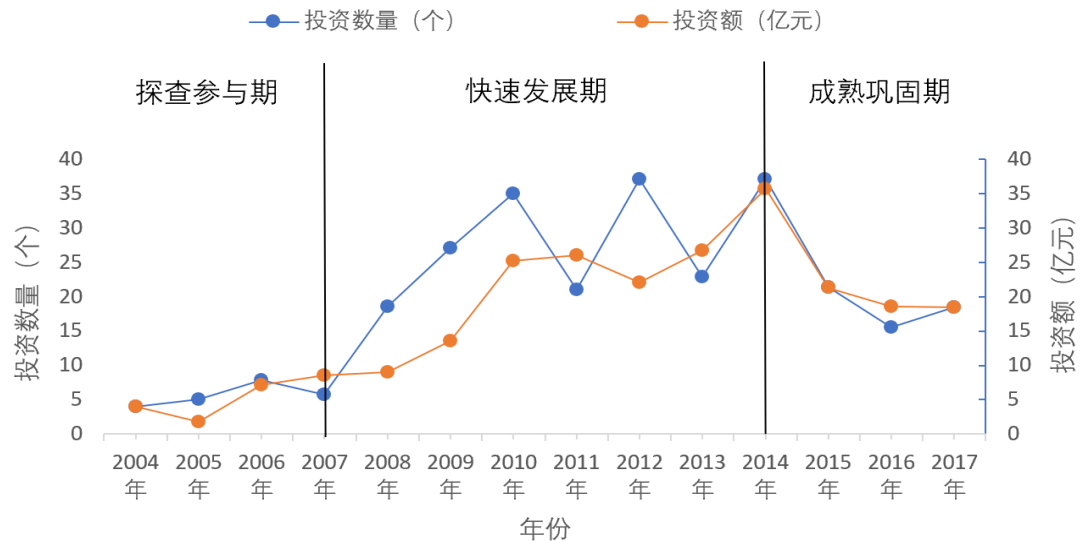
表 8: 宋城演艺轻资产业务和电商服务的盈利预测（2019~2024，单位：百万元） 19

1. 内容+渠道+人才+资本筑头部公司高壁垒，短期难出竞品

1.1. 国内旅游演艺大致分为三个阶段，现已进入成熟巩固期

从国内旅游演艺的每年新建项目数据和行业中投资金额来看，自全国第一台山水实景旅游演艺项目《印象刘三姐》运营以来，根据《中国实景演艺旅游资源时空格局研究》，国内旅游演艺行业大致经历3大阶段：1) 探查参与期（2004~2007年）；2) 快速发展期（2008~2014年）；3) 成熟巩固期（2015~2018年）。

图 1：中国实景演艺旅游资源发展的阶段特征



资料来源：数据引用自《中国实景演艺旅游资源时空格局研究》，安信证券研究中心整理

1) 探查参与期（2004~2007年）：自2004年《印象·刘三姐》推出以后迅速在全国引起巨大反响，刺激了国内旅游演艺的消费需求和资本市场的投资，但由于旅游演艺创作周期较长，以及受到当时消费水平、市场范围、技术条件等因素制约，这期间旅游演艺的发展处于探查参与阶段，投资规模较小、总体增长缓慢。这期间旅游演艺的新增数量仅有23个，年均增长6个，年均行业总投资规模仅5.22亿元；

2) 快速发展期（2008~2014年）：在《印象·刘三姐》《长恨歌》的成功效应影响下，中国旅游演艺呈现出强劲的发展态势。2008年后随着游客消费市场需求结构转变，旅游体验模式层级升级，高科技技术发展，景区开发规范水平提高，尤其国家旅游局A级景区评定办法的出台和实施，大大规范提升了景区开发过程中对景区文化凸显的重视，绝大多数的5A级景区都有自己的演艺团队。在此期间，政府相关文旅融合发展政策的颁布和实施，为旅游演艺的发展营造了良好的外部环境，引导社会、企业、私人资本流入旅游演艺的开发，其投资数量、投资规模等水平均较以前大幅提升，处于爆发式增长阶段。这期间旅游演艺新增数量为202个，年均增长29个，是探查参与期的5倍，年均行业投资规模为22.83亿元。并初步形成品牌系列，诸如《印象》《又见》《千古情》系列等为代表的大型旅游演艺的建设与扩张。

3) 成熟巩固期（2015~2018年）：由于快速发展期旅游演艺粗放发展，造成同质化现象严重、缺乏吸引、不可持续的发展实践以及前期投资巨大（大投入、大制作、大场面）且后期设备维护成本高的累积影响，导致了《海棠秀》《印象·海南岛》《泰山千古情》等一批旅游演艺难以为继，相继关停，实景演艺行业的投资者初尝市场的残酷。同时，受2013年《旅游法》出台的冲击，此前许多实景演艺项目采取和旅行社、旅游机构协同合作的方式，《旅游法》

出台后，禁止将实景演艺与景点门票捆绑销售，这极大地减少了实景演艺的观众数量。这期间旅游演艺新增数量为 58 个，年均增长率为 19.3 个，年均行业投资规模为 20.13 亿元。与前期旅游演艺纷纷大规模粗放式投资相比，这一时期投资热度有所降低，投资逐步趋向理性。同时也是旅游演艺发展规范化、市场化，市场向好的阶段。

1.2. 旅游演艺活下去要素：名人效应 or 演出内容优质 or 实景排场出众

国内过去将近 20 年旅游演艺行业发展历程，可以发现虽然该行业的门槛不高，但项目想活下去很难，且还想活得好更难（国内文旅项目大约 70%在亏钱、20%不盈利、仅 10%的项目实现盈利）。总结现有旅游演艺项目的成功原因，我们认为至少需要具备三大要素之一：1) 要大导演的名气和噱头：如印象系列——张艺谋出品；《云南映象》——杨丽萍主演。2) 演出内容及舞台效果优质：千古情以震撼的室内演出内容及紧凑剧情获得观众认可。3) 砸钱打造出众的演出排场：《长恨歌》——300 位专业演员+真实的历史故地华清宫为舞台。

图 2：西安《长恨歌》位于华清池，300 多位演员出演



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 3：张家界《天门狐仙》打造大型实景舞台，排场出众



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.3. 为什么旅游演艺做成功这么难，壁垒在哪里？

旅游演艺作为一块肥水，其实在快速发展期（2008~14 年），大量的民营资本同样进入到这个行业，但例如万达集团——《海棠·秀》（内容不符合观众胃口上座率不佳）、陈凯歌——《希夷之大理》（单剧演出人员多达 600 人，成本负担较重），均在后续成为了 70%不能盈利，且最终不得不退出。我们认为，旅游演艺的壁垒在于企业需要在人才培养、选址经验、节目编导、成本管理、市场营销、顾客消费需求把控等多个方面均做到极致，单一的壁垒可能不高，但全部都要做到位就很难（宋城过去几年也出现过部分老员工被挖走的现象，但由于公司内部对各部门做了精细化分工和梯队式培训，因此在部分老员工流失下也并不影响公司持续发展）。

千古情模式从 1997 年推出以来，经历 13 年的项目打磨成熟（剧本、渠道、人才、资金综合壁垒打通）才开始准备异地复制。宋城千古情的前世：1996 年宋城景区建成，为推广宋城景区，1997 年，推出“宋城千古情”，1997 年—2002 年期间，“宋城千古情”露天表演，作为宋城景区的附属产品，向游客免费演出；2003 年—2005 年，景区建设了宋城大剧院，并推出了剧院版的“宋城千古情”，但从属地位仍未改变，仍免费演出；2006 年至今，宋城景区和“宋城千古情”一体化推广，并以联票的形式与宋城景区一起对外售票。公司的盈利来源为门票收费。“宋城千古情”和宋城景区的主要游客为团队游客，截止 2012 年底，公司签约旅行社约 2520 家，公司与旅行社按照一定折扣进行门票结算。

宋城作为行业的龙头，在 1997 年推出宋城千古情的节目以来，经历了前后 13 年的时间持续产品调整与团队打磨（类似纽约的百老汇，一场音乐剧之所以能成功热映 10~20 年，主要的原因还是在该剧本成功之前，需要经历 5~10 年的无数次编剧调整，让观众的效果做到极致，满足观众的需求），在 2011 年才将成熟的模式开始异地复制。此外，即使经验和造诣如宋城，同样在第一轮选址的先后 6 个项目中失败 3 个（吴越千古情、石林千古情、泰安千古情）。侧面凸显旅游演艺行业想做成功的综合壁垒极高。

1.4. 印象系、山水盛典、陕西旅游等净利率难超 50% 的原因

1) 实景演出的先天不足：夜场需要天黑才可以演出，且受天气影响，无法最大化规模效应。户外实景演出由于是单一的夜场较多（或单一的日场，如印象丽江），使得每天可以实际演出的剧场数有限，且容易受天气影响，全年的演出场次和游客接待量存在上限，使得超额游客人数的边际利润红利效应相对若于室内演出的千古情，因此单台舞台率平摊下来的成本相比千古情往往更高（单场演出平均成本三亚千古情我们测算约 8~10 万元，印象大红袍大约 14~15 万元）。

2) 股权差异：地方国企更看重综合经济效益，而非追求单个项目的极致净利率。千古情在商业上的成功在于导演有敏锐的商人精神，以观众偏好为导向，且在不影响演出效果的情况下持续压缩成本，将利润率做到极致。而其余竞争对手大多由于国资的背景，使得盈利性的追求上稍弱，反而更看重对当地整体的综合经济效益：①陕西旅游：本身为地方政府投资的剧，因此同样看重综合效应，而非单剧的盈利能力。②山水盛典：创始人《印象刘三姐》导演，为山水实景旅游演艺的创始人，股权结构较好（法人持股，且导演为董事长），但由于且公司尚未上市或一级市场募资，因此过去发展在没资本推动下相对较慢，目前约 4 场剧。③云南文化：核心主打《孔雀舞》和杨丽萍老师主演（2003 年开始首映），但目前杨老师已经 60 岁，已经不再亲自出演。

2. 不同投资业态对比：千古情比酒店、主题乐园等效益更突出

文旅领域的重资产投资驱动的公司成长逻辑，过去由于项目初期投资大、资金杠杆高、盈利爬坡期长、能否达到预定成熟期客流等均存在不确定，因此市场对该类型标的关注度相对弱于轻资产模式的企业。但我们认为宋城演艺的千古情模式为其中的少数特例，且盈利能力与可复制性兼备。千古情项目虽然属于重资产投资，但以成熟期项目三亚、丽江千古情为例，其单个项目净利率可以达到 50%~60%水平（根据宋城演艺公告披露的子公司营收及净利润计算），且现金回收期基本在 4 年左右，在横向对比消费领域的其他重资产项目：人工景区、主题乐园、传统百货、中端酒店等品类后，千古情无论在现金回收期、ROE、净利率等指标上均居于首位，单个成熟项目的盈利能力（净利率 55%）甚至超过了轻资产的格林酒店（98% 为加盟店，直营店仅 2%，18 年净利率 42%）。

表 1：消费领域的重资产投资中，千古情模式在 ROE、净利率、现金回收期等指标处于领先

	千古情	人工景区	主题乐园	连锁酒店	百货
初期投资额	3~10 亿元	40~80 亿元	10~245 亿元	1000~1500 万元	3000~6000 万元
项目爬坡期（年）	2~3 年	4~7 年	3~5 年	1~1.5 年	3~4 年
现金回收期（年）	3~5 年	5~10 年	8~12 年	3~4 年	5~6 年
成熟期净利率	50~60%	20~30%	20~30%	15~25%	5~7%
成熟期 ROE	25~50%	10~15%	7~15%	10~18%	15~35%
全国成熟期容量	15~25 台	全国 5A 和 4A 景区约 3500 个		1.5~3 万家	6000~8000 家

资料来源：公司公告，文化和旅游部，安信证券研究中心测算

注：①中端酒店以 90~120 间客房计算，物业为租赁而非自有；

②百货以 5~10 万平米大店计算，物业为租赁而非自有；

③人工景区以 A 股上市公司中优秀项目（5A 景区标准打造）的古北水镇、铜官窑古镇等为测算，现金回收期已考虑前期地产销售，但数据为我们测算值，不排除与公司真实数值存在误差的可能性；

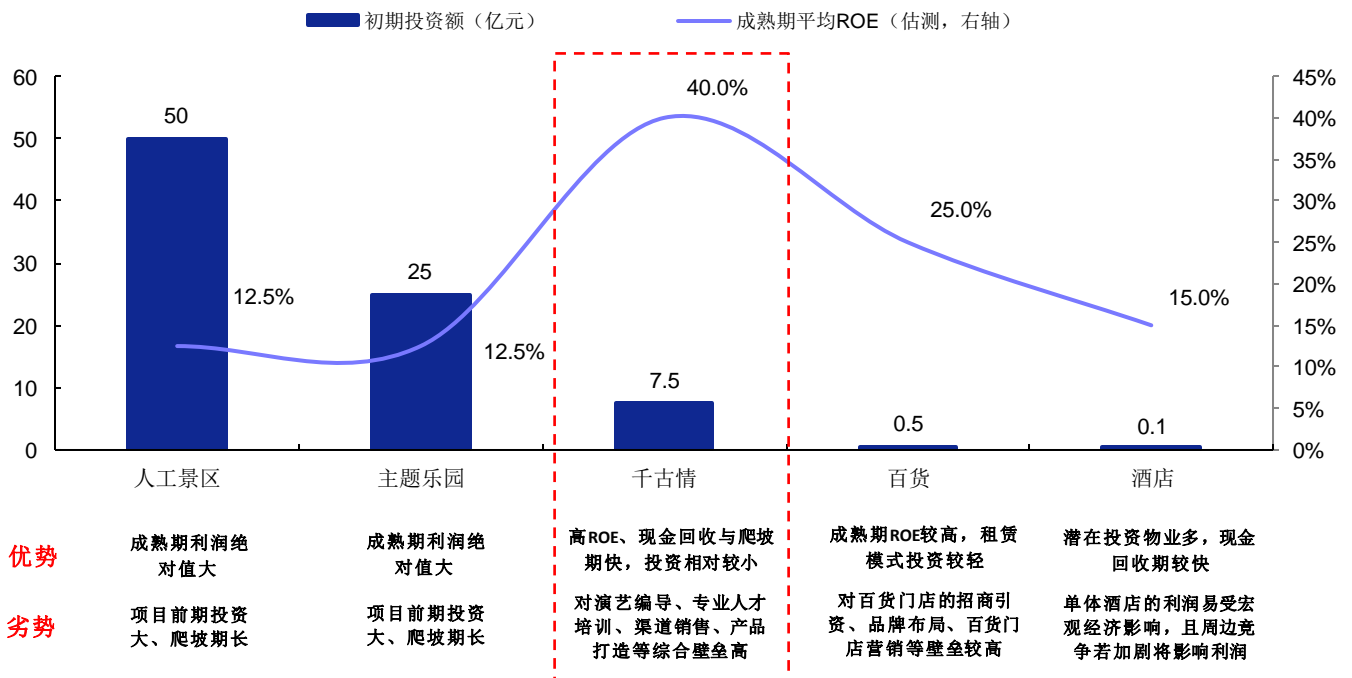
④千古情第一轮异地复制项目三亚、丽江投资额更低因此回收期较短，第二轮异地复制张家界、桂林、上海等项目投资额相比更大，我们的测算模型下其回收期和 ROE 相比第一轮略低；

⑤计算上述 5 大消费领域的重资产项目 ROE 时，均假设其为自有资金投资，未使用银行借款等加杠杆方式；

2.1. 投资额：人工景区、主题乐园投资额大，千古情居中

项目初期投资额上：人工景区（40~80 亿元）>主题乐园（10~245 亿元）>千古情（3~10 亿元）>百货（0.3~0.6 亿元）>酒店（0.10~0.15 亿元）。1）人工景区由于较大的土地和建筑面积，以及大多数均涉及配套地产项目，整体投资额较大：例如古北水镇总投资 45 亿元、长沙铜官窑古镇总投资约 82 亿元。2）主题乐园则差异较大，但同样初期投资额较大：方特乐园投资额约 15~30 亿元，上海海昌海洋公园投资额约 50 亿元，上海迪士尼乐园总投资额则高达 340 亿元。3）千古情项目由于主打剧场演艺而非园区内的仿古街，因此在土地和建筑面积上均较小。第一轮异地扩张项目三亚、丽江千古情的投资额分别为 4.9 亿元和 3.3 亿元，第二轮异地扩张项目桂林、张家界、上海等由于土地及建筑成本提升，投资额分别约为 8 亿元/7 亿元/10 亿元，但相比 5A 人工景区和主题乐园而言已相对较小。4）百货门店的投资由于考虑用租赁而非自有购买物业的模式，因此初期投资基本为装修、设备购置等投入，以天虹股份的南昌华茂国际广场项目（7.7 万平米）和厦门特运运营中心（4.3 万平米）为例，其项目的装修、设备购置等投资分别为 4420 万元和 6579 万元。5）酒店的投资额由于物业面积最小，且同样考虑租赁模式，以华住和如家酒店集团盈利能力最优的中端酒店平均投资额计算（单房投资额约 10~12 万元），对应一家 100 间客房的中档酒店投资额约为 1000~1200 万元。

图 4：5 大消费投资项目：初期投资额&成熟期 ROE 对比

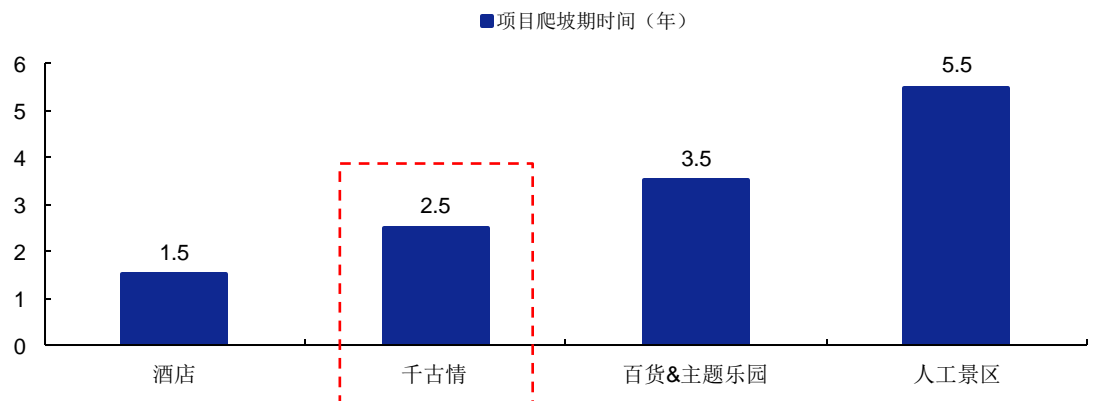


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

2.2. 爬坡期：酒店与千古情快速爬坡领先，人工景区爬坡时间相对较长

项目爬坡期时间：酒店（18个月）>千古情（2~3年）>百货&主题乐园（3~4年）>人工景区（4~7年）。消费领域的重资产投资由于需要消费者对其品牌、体验、客流等培育均需要时间，因此爬坡期长短对项目现金回收期的影响同样较关键，一般而言，折旧摊销金额越大且占总成本比例越高的项目爬坡期较长。1) 人工景区中优秀项目如古北水镇 2014 年开业，至 18 年客流仍约 250 万人次左右，我们预计 2020 年有望至 400 万人次的相对成熟期，爬坡期约 5~6 年时间，因此景区+地产（低价拿地&前期快速回本）往往为主要模式。2) 主题乐园如上海海昌海洋公园 18 年 10 月开业，预计 2021 年客流约 450 万人次的相对成熟阶段，爬坡期预计约 4 年时间。3) 千古情模式以三亚和丽江为例，2013-14 年开业后分别仅 2~3 年即爬坡至相对成熟阶段（即净利率至 55%）。4) 百货门店爬坡期基本为第 1~2 年亏损，第 2~3 年盈亏平衡，第 3~4 年开始盈利，因此平均爬坡期约 3~4 年。5) 酒店爬坡期由于门店是否处在中心位置及品牌导流能力的影响较大，行业平均爬坡期约 18 个月（1.5 年）。

图 5：项目爬坡期时间：酒店 > 千古情 > 百货&主题乐园 > 人工景区



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

2.3. 现金回收期：三亚、丽江千古情 3~4 年居首，张家界、丽江项目略长

现金收回时间，我们以净利润与折扣摊销加总作为项目当年的经营现金净流入，测算得到：千古情（三亚、丽江项目拿地便宜且初期投资小，大约 3~4 年实现现金回本，张家界、桂林项目投资成本接近三亚和丽江的两倍，预计需要 4~6 年现金回本）>酒店（大约 3~5 年实现现金回本）>百货（大部分前 1~2 年亏损，第 3 年盈亏打平，第 4 年开始盈利，第 5~6 年现金回本）>人工景区（受培育期较长影响，部分项目虽然可能需 8~15 年才能完全实现现金回本，但大多该类项目会得到政府补助或低价出让土地等优惠政策，且成熟期优质项目净利润的体量同样较可观）。

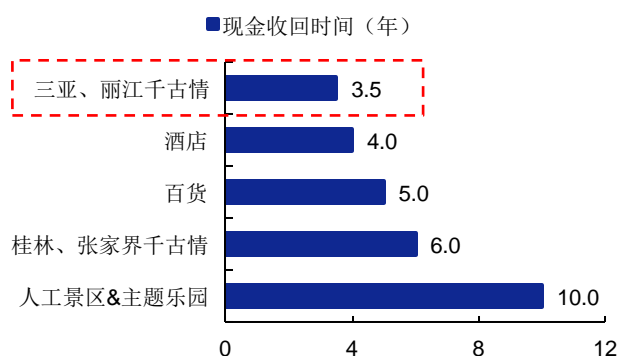
2.4. 盈利能力：千古情盈利领先，人工景区利润绝对值同样较大

从成熟期盈利能力来看：千古情>主题乐园&人工景区>酒店>百货。1) 成熟期净利率：千古情（净利率 50~55%，2~3 亿元净利润）>主题乐园&人工景区（净利率 15~30%）>酒店（单店：净利率 10%~25%）>百货（单店：净利率 4~5%，联营模式为主，因此净利率较低）。2) 成熟期 ROE：千古情（ROE 25~50%，初期投资 3.3~10 亿元）>酒店（单店：ROE 10~18%）>主题乐园&人工景区（ROE 10~15%）>百货（单店：ROE 15~35%）。

2.5. 可复制性：连锁酒店潜在空间大，千古情、主题乐园等复制空间仍较可观

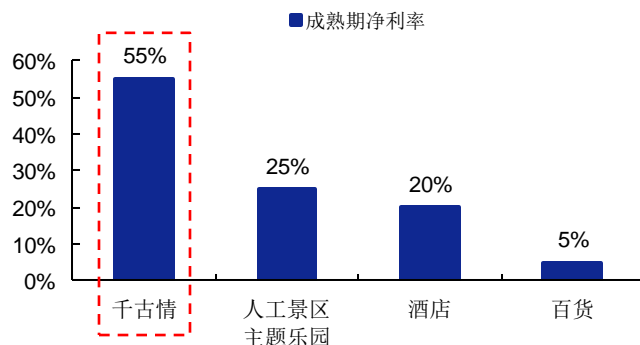
项目潜在复制数量：酒店>百货>人工景区>主题乐园>千古情（旅游演艺类项目）。酒店（充分竞争行业，全国 70 间客房以上的酒店家数多达 6.3 万家，估测成熟期可转化成连锁酒店的物业占比可至 50%~70%）>百货（充分竞争行业，全国百货门店约 6150 家，数量已至较成熟水平，未来更多是门店经营能力更优的百货企业实现优胜劣汰）>人工景区（竞争相对不充分，但对景区影响力和产品打造要求高，全国 5A、4A 景区共 3500 多个）>主题乐园（充分竞争行业，全国主题乐园总数达 2500 家，其中小型项目占大多数）>千古情（对编导、人才、销售、资金等综合要求高，目前仅千古情、观印象、山水盛典少数几家做成功，为寡头享受行业红利的格局；目前全国旅游演艺项目大约 200~300 个，但有效供给仍不足）。

图 6：三亚千古情现金回收约 4 年，回收时间较快



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

图 7：千古情成熟期净利率达 55%，强盈利性相对突出



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

注：百货由于联营模式为主，以扣点制结算，因此净利率较低

核心总结：在投资额、爬坡期、回收期、盈利能力、复制下 5 方面来看，宋城演艺的千古情模式虽作为重资产投资项目，但在各指标上相比人工景区、主题乐园、酒店、百货等均处领先水平，因此从投资角度来看，属于消费行业重资产项目的少数优质标的之一。

3. 强盈利原因：规模效应+内容沉淀+渠道营销，奠定千古情盈利突出

为何千古情可强盈利？室内剧场模式实现规模效应最大化，印象系列实景夜场限制盈利稳健但净利率较难突破至 50%+。三亚千古情成熟期净利率（60%）与同属旅游演艺的印象大红袍（净利率 28%）相比，三亚千古情在室内演出受天气影响，4300 个座位的 1 号剧院旺季演出可以做到 7~8 场/天（双剧院模式甚至可至 13~15 场/天，且杭州本部已开建 3 号剧院），和印象系列仅夜场且山水实景的演出（2500 座位）旺季最大约 3 场/天相比，形成更突出的规模优势（由于演出数量多，三亚千古情单场演出的固定成本+工资被摊至 8~10 万元，而印象大红袍由于规模效应较弱约 14~15 万元），使得在千古情在同类型旅游演艺项目中可以获得更高的利润红利与较低成本和费用率。叠加民企资本的全资控股（印象系列的项目出资方往往多为地方政府，不对项目 ROE 有极致要求）+演艺内容迎合观众+销售渠道力强，四大因素使得千古情盈利大在同类型山水实景的项目中脱颖而出，且领先优势难以被赶超。此外，三亚千古情净利率同样高于成熟期预测下的古北水镇（27%）和上海海昌海洋公园（27%），主要原因在于千古情更类似影院模式，主打演出而非景区本身，在项目投资和园区人员上支出较少，固定成本和工资上具备优势所致。

表 2：对比同类型旅游演艺项目印象系列，三亚千古情的盈利能力同样领先

核心指标	三亚千古情	印象大红袍	古北水镇	上海海昌海洋公园
投资额	4.9 亿元	1.5 亿元	45 亿元	30 亿元
盈亏平衡时间	首年	估测第 1~3 年	第 3 年	估测第 2 年
现金收回时间	3.5 年	估测 4~6 年	估测 13 年	估测 6 年
稳态净利率	估测 60%	28%	估测 27%	估测 27%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

3.1. 千古情 vs 印象：规模效应+民企基因+雅俗共赏，千古情盈利性更强

国内旅游演艺行业目前三大龙头：宋城千古情、观印象、山水盛典；其中，千古情为“仿古街道+室内演艺”模式，观印象和山水盛典同属室外实景演艺。我们以三亚千古情和福建武夷山的印象大红袍单项目模型对深度对比，可以得到三亚千古情在爬坡期、回收期、净利率、利润体量等各指标均高于印象大红袍（这两个项目均为行业内顶尖项目，对比仅从项目投资的财务指标上考虑，而非对两个项目的艺术内涵等判断，且已单个印象大红袍项目来代表全部观印象系列的平均水平同样存在样本容量较小的误差风险，因此仅供投资人作为参考）：**1) 爬坡期**：三亚千古情约 3 年，印象大红袍估测约 5~8 年爬坡期；**2) 投资回收期**：三亚千古情约 3~4 年，印象大红袍估测约 4~6 年；**3) 成熟期净利率**：三亚千古情约达 55%~60%，印象大红袍约 28%净利率；**4) 成熟期净利润**：三亚千古情约 2.5~4.3 亿元（ROE 约 50%），印象大红袍约 0.27 亿元（ROE 约 18%）。

最大化规模效应+民营股东背景+演艺内容迎合观众+销售渠道力强，四大因素使得千古情盈利性相比印象更高：

1) 模式先天优势：对比夜场实景演出，千古情室内演出可以全天候演出实现最大化游客接待量，并平摊每场演出的固定成本至最低水平，从而将净利率直逼 60%的极值。对比印象系列，千古情能实现高达 50~60%净利率最核心要素是可以最大化规模效应。山水实景系列的旅游演艺项目大多数是夜场，且旅游旺季夏季高峰期天黑得晚，而受夜场限制每天的演出场次次数仅能 2~3 场，即使降座位数增加至 2000~3000 个后，其全年的演出场次数量和客流接待量仍难以达到三亚千古情 4300 个室内演出座位，每天单剧院最多 6~7 场（双剧院模式下最大可至 13~15 场/天的旺季峰值）接待量。因此，三亚千古情在收入体量上远超印象系列。

分拆两大模式的单场演出利润水平来看：1) 三亚千古情：以 1 号剧院对应每场演出的单场折旧摊销+演员成本+设备维护及物耗等成本合计估测仅 8~10 万元，以 80%上座率，客单价为 200 元/位计算（公司 18 年股东大会披露三亚散客占比达 80%以上），单场收入可达 70 万元，剩余 60 万元基本为全部为税前利润（约达收入的 86%），因此在旺季每天开 6~7 场，甚至双剧院模式下每天开 13~15 场驱动下，三亚千古情的净利润可以甚至贴近 60%的极限水平。2) 印象大红袍：由于单场演职人员多达 300 人（三亚千古情室内节目单场演员金约 60 人），测算下来其对应单场折旧摊销+演员成本+导演创意费提成+设备维护及物耗等成本，由于演出场次数量的限制（18 仅演出约 250~300 场），单场的成本约为 14.6 万元。现场 2500 个位置以 80%上座率，137 元/位客单价计算，单场收入约 27.4 万元，仅剩余 12.8 万元为单场演出税前利润（仅约收入的 47%），因此包括管理、营销等期间费用后整体净利率约 28%。

2) 股东背景优势：千古情民企老板全资投资追求成本及利润最优，印象系列出资方为地方政府更看重很综合效益。以三亚千古情、丽江千古情、九寨千古情、桂林千古情、张家界千古情、西安千古情为例，宋城演艺作为直接且核心出资方，对上述各个项目的持股分别为 100%/100%/100%/70%/100%/80%，因此对项目的盈利能力提升以及成本压缩有较高追求。而印象系列由于只负责设计和编导，合资模式（大多是地方政府）成立每个单独的演艺项目，并从中抽取按门票比例和固定金额的提成（按照实际收入的 9 % 获取演出收益），因此首要任务是第一保持艺术的美感，以及让合资公司能持续经营下去。因此从投资人的股权背景及模式也同样影响项目的成本及净利率要求。

3) 演艺内容迎合观众+多维度销售渠道强，继续为千古情节目带来节目观众的口碑相传与市场推广。观印象系列核心是张艺谋、王潮歌从当地的传统和特色出发，在宏大实景的夜场灯光和演出效果下对艺术和美感的极值追求，在节目成型后较少变动。而千古情则主要从历史和爱情为主线出发，舞台演出以观众为需求及喜好为核心出发点，并根据客户需求调整定位，在内容、舞台视觉、全息硬件等方面也不断进行升级，使得剧情更加丰富连贯，文化性和与时俱进，打造老少皆宜、雅俗共赏的演出效果。更低的观赏门槛和电影式的紧凑编剧，使得对艺术欣赏水平并不那么高的普通老百姓观赏效果得到较大提升，因此在老百姓的演出口碑中实现良好基础，叠加宋城的每个旅游目的地在旅行社、酒店前台、出租车、餐厅等渠道的全方位推广，进一步巩固的千古情在每一个新旅游目的地的市场份额与龙头地位。

表 3：印象大红袍 2014-2016 年 1-5 月的各项成本及费用占比明细

项目	2016 年 1-5 月	2015 年	2014 年
折旧摊销	20.57%	9.89%	11.25%
职工薪酬	16.64%	18.07%	18.30%
导演创意费	9.99%	9.99%	9.94%
五险一金	3.83%	2.96%	3.01%
修缮费	2.77%	1.29%	0.80%
品质维护费	1.65%	1.46%	1.67%
设备维护	1.61%	2.14%	0.97%
物料消耗	1.37%	2.17%	2.72%
水电费	0.75%	0.72%	0.92%
水文气象服务费	0.37%	0.17%	0.16%
业务维护费	0.29%	0.27%	0.21%
租赁及其他	0.24%	3.73%	4.37%
保洁费	0.24%	0.19%	0.18%
门票印制费	0.00%	0.26%	0.27%
五周年庆典费用	0.00%	0.51%	0.00%
营业成本 (合计)	60.31%	53.82%	54.76%
净利率	16.85%	24.63%	24.88%

资料来源：印象股份公告、安信证券研究中心整理

表 4：三亚千古情与印象大红袍的单项目财务指标对比

	三亚千古情		印象大红袍
开园时间	2013 年		2010 年
成熟时间	2018 年实际	2023 年 (2020 年投运 2 号剧院, 3 年后完全成熟)	2018 年实际 (已完全成熟, 收入和利润增速均已降至+1%)
收入 (亿元)	4.26	7.07	0.96
净利润 (亿元)	2.49	4.25	0.27
接待游客 (万人次)	294	472	70.12
客单价 (元/人)	145	150	137
成熟时间	3 年初步成熟	考虑部分千古情会做 2 号、3 号剧院等扩建, 完全成熟预计需 8~10 年	8 年完全成熟
项目投资额	4.9 亿元		1.5 亿元
现金回本	3.5 年		估测 4~6 年
营业成本: 占收入比重	19.8%	15.7%	51.9%
①固定成本-占比	5.7%	4.0%	7.9%
占地面积	225 亩		11.2 亩
建筑面积	8 万平方米		0.6 万平方米
②人工成本-占比	11.1%	9.3%	14.4%
员工人数	160 名演员+40 名园区管理	160 名演员+40 名园区管理	265 名演员+60 名园区管理
期间费用: 占收入比重	5.5%	4.0%	13.20%
净利率	58.5%	60.1%	28.13%

资料来源: 宋城演艺公告&官网、印象股份公告、安信证券研究中心整理及测算

3.2. 千古情 vs 古北水镇：人工景区投资大+工资高，但成熟期净利润体量大

人工景区前期投资大与员工成本高，使得业绩爬坡慢且持续性净利率较难超过 30% 的行业“天花板”（少数头部项目如乌镇等仍可以达到），但成熟期净利润的绝对值较大。千古情 VS 古北水镇：1) 人工景区前期投资额较大（古北水镇 45 亿元），因此往往会连同地产项目一起加快现金回本，但现金回本期仍相对较长。2) 人工景区占地面积和人员工资（古北水镇员工约 3500 人，而三亚千古情约 200 余人）开支大，使得完全成熟后的利润率在 20~25% 左右，但优点在于成熟期净利润的绝对值较大。

表 5：千古情 vs 古北水镇：人工景区投资大+员工工资高，头部项目净利率约 30%

	三亚千古情		古北水镇	
	2013 年		2013 年	
开园时间	2013 年		2013 年	
成熟时间	2018 年实际	2023 年（2020 年投运 2 号剧院，3 年后完全成熟）	2018 年实际	2022 年（2020 年开通高铁，21 年环球影城开园）
收入（亿元）	4.26	7.07	9.77	13.5
净利润（亿元）	2.49	4.25	0.85（剔除地产收入）	3.62
接待游客（万人次）	294	472	257	400
客单价（元/人）	145	150	380	338
成熟时间	3 年初步成熟	考虑部分千古情会做 2 号、3 号剧院等扩建，完全成熟预计需 8~10 年	5 年初步成熟	以客流达到 400 万的目标算做成熟指标，大概需 8~10 年
项目投资额	4.9 亿元		45 亿元	
现金回本	3.5 年		13 年	
营业成本：占收入比重	19.8%	15.7%	64.17%	50.43%
①固定成本-占比	5.7%	4.0%	16.80%	12.20%
占地面积	225 亩		13500 亩	
建筑面积	8 万平方米		43 万平方米	
②人工成本-占比	11.1%	9.3%	28.60%	23.74%
员工人数	160 名演员+40 名园区管理	160 名演员+40 名园区管理	3500 人	4000 人
期间费用：占收入比重	5.5%	4.0%	16.10%	13.70%
净利率	58.5%	60.1%	14.80%	26.90%

资料来源：宋城演艺公告&官网、中青旅公告、古北水镇官网、安信证券研究中心整理及测算

3.3. 千古情 vs 上海海昌：主题乐园与人工景区相似，净利率超 30% 不易

主题乐园与人工景区均需要大额投资和工作人员，成熟期净利率超 30% 不易，但优势在于净利润绝对值更大。千古情 VS 上海海昌（主题乐园）：我们估测海昌海洋公园的现金回本大约 6 年时间，与人工景区的相似，项目均需要巨大占地面积和较高的人员工资（上海海昌海洋公园的员工人数约 1500 人左右），成熟期利润率在 27% 左右，想超过 30% 相对不易，但优点在于成熟期的净利润绝对值体量有望更大（我们估测上海海昌海洋公园 2023 年 600 万客流的完全成熟状态下，净利润有望实现 5~6 亿元/年，高于三亚 18 年 2.5 亿元和完全成熟期下 4.3 亿元/年的净利润）。

表 6：千古情 vs 上海海昌：主题乐园与人工景区相似，净利率超 30% 不易，但优势在于净利润绝对值更大

开园时间	三亚千古情		上海海昌海洋公园	
	2013 年		2018 年	
成熟时间	2018 年实际	2023 年(2020 年投运 2 号剧院, 3 年后完全成熟)	2021 年	2023 年
收入 (亿元)	4.26	7.07	17.00	20.4
净利润 (亿元)	2.49	4.25	3.19	5.5
接待游客 (万人次)	294	472	500	600
客单价 (元/人)	145	150	340	340
成熟时间	3 年初步成熟	考虑部分千古情会做 2 号、3 号剧院等扩建, 完全成熟预计需 8~10 年	4 年初步成熟	以客流达到 600 万的目标算做成熟指标, 大概需 6 年
项目投资额	4.9 亿元		30 亿元	
现金回本	3.5 年		6 年	
营业成本：占收入比重	19.8%	15.7%	52.89%	44.08%
①固定成本-占比	5.7%	4.0%	15.65%	13.04%
占地面积	225 亩		445.5 亩	
建筑面积	8 万平方米		19 万平方米	
②人工成本-占比	11.1%	9.3%	20.06%	16.72%
员工人数	160 名演员+40 名园区管理		1500 人	1700 人
期间费用：占收入比重	5.5%	4.0%	22.12%	18.43%
净利率	58.5%	60.1%	18.76%	26.96%

资料来源：宋城演艺公告&官网、海昌海洋公园公告&官网、安信证券研究中心整理及测算

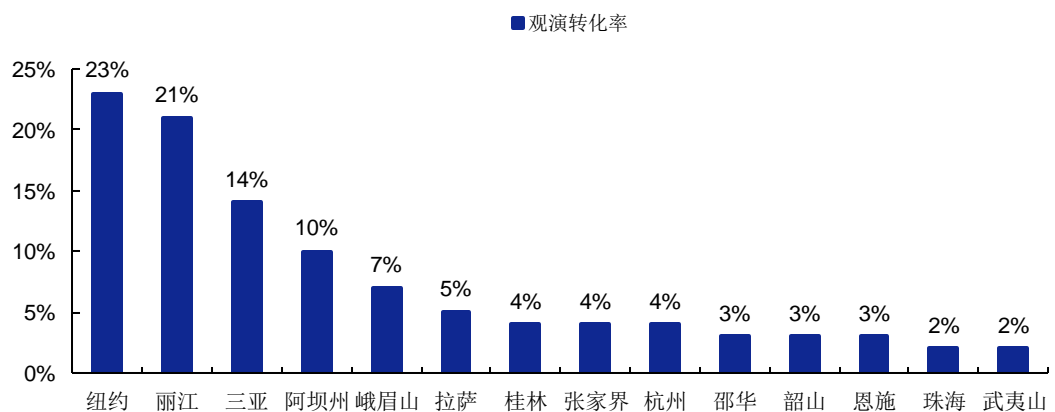
4. 中长期机遇与挑战：千古情三轮扩张潜力可期，演艺谷为长期看点

4.1. 旅游演艺行业有效供给仍旧不足，龙头有望持续受益

国内 2016 年旅游人次达 44.4 亿人次，但期间的国内旅游演艺的观众人数仅 5391 万人次，渗透率仅 1.21%。我们认为旅游演艺市场上供给总量已经较多，但实际的有效供给仍非常有限（即很多 5A 景区或一线旅游城市，周边旅游演艺项目已多达 3-7 个，但整体的转化率却依旧很低，很难吸引到观众）。

目前全国大约有 100 个城市有旅游演出项目，而其中只有 8 个城市的观演转化率超过 4%，意味着超过 90% 的城市提供的旅游演出项目都无法满足旅客的需求，无法将旅客转化。相反，高质量的旅游演出对城市的观演转化率有很大的提升作用。

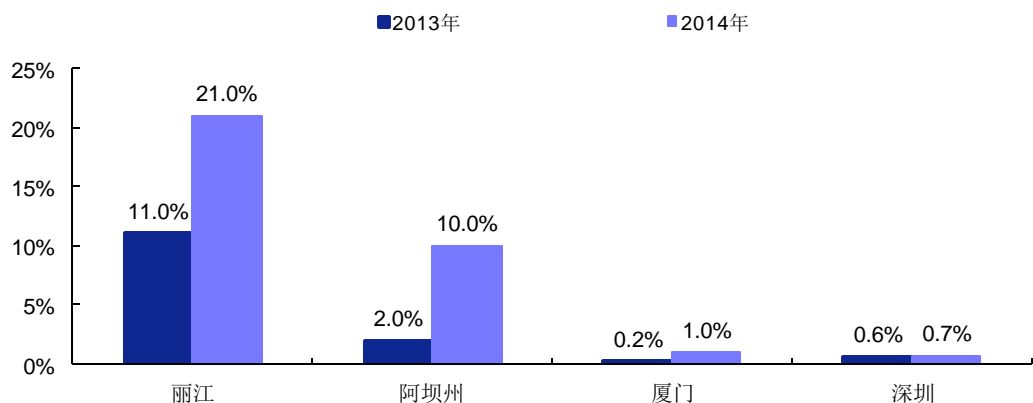
图 8：2014 年国内观演转化率超 5% 仅座城市，有效供给仍旧不足



资料来源：道路演艺，安信证券研究中心

以 2014 年丽江与阿坝州（九寨沟所在地）的观演转化率有大幅度的提升为例，其原因是在 2014 年 3 月和 2014 年 5 月，宋城演艺旗下的丽江千古情和九寨千古情分别开园，并且在开园后的 7 个月中，分别接待了 144 万和 188 万人次。高质量的旅游演出项目对观演转化率的拉动作用明显。

图 9：“有效供给”——千古情开至丽江和九寨沟（阿坝州）后，可挖掘所在地潜在演艺需求



资料来源：道路演艺，安信证券研究中心

未来行业趋势：考虑到国内游住比前 100 的城市中，大部分城市的一日游较多，且部分城市为同一个省份的同一个旅游线路重叠。未来旅游演艺若要走向较高渗透率，势必需要做到小型化，否则在客流相对较小的城市难以维持利润。

4.2. 千古情第三轮异地扩张保守预计仍有 3~4 台潜力，演艺谷为中长期看点

千古情的空间判断：空间判断基于 3 个原则：①一个省份仅能一个千古情（团队游去云南旅游，大多都 5~7 天的形成中只会看一场旅游演艺）；②一日游的热门一线景区不在考虑范围内；③暂时不考虑千古情的小型化以及演艺谷的模式，维持千古情目前 7~8 亿元的投资规模。估测潜在千古情仅在“福建-武夷山、北京-城市演艺、甘肃-敦煌”等极少数的景区仍存在布局可能。保守估测千古情在第三轮异地复制仍有望再建 3~4 台，但从 5~10 年的维度去考虑企业的持续性成长，现在开始积极打造第二条更加正对年轻人市场的演艺谷模式将是核心出路。

观印象的空间判断：空间判断基于以下 3 个原则：①观印象的作品大多选址于 5A 级核心景区；②该地区需具备鲜明的文化特色，因此一个省份最多容纳 1~2 台演出；③暂不考虑海外演出。目前观印象的演出项目已覆盖广西、云南、重庆等 12 个著名景区，结合观印象过去几年每年新签 1-2 个项目和目前项目开发情况，保守假设下，短期潜在空间约为 4-5 台，中长期的潜在空间约为 8~15 台。

5. 投资建议：旅游演艺有效供给不足，高壁垒下龙头有望持续受益

5.1. 宋城演艺：2019-20 年景区主业业绩+17%/+31%，看好 19H2 估值切换机会

我们预计宋城在第二轮千古情异地扩张驱动下，景区主业业绩 2019~21 年有望实现 10.3 亿元/13.5 亿元/16.2 亿元，对应增速分别为+17%/+31%/+20%。其中，2020 年 3~6 月预计在西安和上海项目开业推动下，主业业绩增速有望上行，看好公司 19H2 的估值切换机会，继续推荐。

表 7：宋城演艺景区主业业绩&整体业绩预测（2019~2024，单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
归母净利	630	903	1071	1287	1318	1407	1689	1903	2231	2460
yoy		43.16%	18.65%	20.17%	2.45%	6.72%	20.00%	12.71%	17.25%	10.27%
归母净利(景区主业)	537	668	792	876.15	1029	1346	1622	1836	2163	2392
yoy		24.24%	18.67%	10.61%	17.46%	30.82%	20.45%	13.21%	17.85%	10.55%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

1) 4 个存量项目的盈利预测：①杭州宋城本部：预计 19 年业绩增速在 18 年低基数下，增速预计 9%，2020 年在 3 号剧院推动下有望继续保持增速，2021~24 年暂给予保守预测增速约 1~2%；②三亚千古情：19 年 H1 业绩预计基本持平，下半年在 2 号剧院开业带动下，19 年预计业绩增速 4.8%，2020 年则在冬季旺季双剧院模式下继续增长，2021~24 年基于保守曾祖 1~2%；③丽江千古情：受 18 年云南旅游整治的低基数影响，19 年 H1 丽江千古情预计业绩同比增长 30%，我们预计 19 全年丽江千古情业绩同比增速 31%，2020 年增速预计相对放缓至 14%。④九寨千古情：预计 19 年受九寨沟景区尚未恢复影响依旧未开业，预计 2020 年九寨沟景区开始每天限人数接待游客，对应九寨千古情地场次数演出，因此 2020 年预计仍为亏损 1000 万元，但同比 19 年减亏 1700 万元。

表 8：宋城演艺 4 个存量项目的盈利预测（2019~2024，单位：百万元）

4 个存量项目	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
杭州宋城旅游区	222	215	303	299	326	353	361	370	375	379
yoy		-3.2%	40.8%	-1.3%	9.0%	8.4%	2.3%	2.3%	1.4%	1.2%
三亚宋城旅游区	140	162	178	249	261	277	284	288	289	286
yoy		15.2%	10.0%	39.7%	4.8%	6.1%	2.7%	1.5%	0.2%	-1.0%
丽江宋城旅游区	72	120	121	142	186	212	227	241	247	247
yoy		67.1%	0.7%	17.8%	31.1%	13.7%	7.3%	6.0%	2.5%	-0.1%
九寨宋城旅游区	51	66	25	(26)	(27)	(10)	6	27	63	107
yoy		29.1%	-62.2%	-	-	-62.9%	-154.1%	390.3%	132.9%	70.7%
合计	486	563	627	689	745	831	878	926	973	1019
yoy		15.9%	11.3%	10.0%	8.1%	11.5%	5.6%	5.4%	5.1%	4.7%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

2) 7 个存量项目的盈利预测：①阳朔项目：18 年 8 月正式开业，2019-23 年预计持续爬坡释放业绩增量。②张家界项目：19 年 6 月 28 日正式开业，预计 2019~23 年持续爬坡释放业绩增量。③西安项目：预计 2020 年上半年开业，租赁模式下折旧摊销费用率，预计 2020 年业绩 5200 万元，2020~24 年持续爬坡释放业绩增量。④上海项目：预计 2020 年上半年开业，双大剧院（上海千古情&上海一秀）+沉浸式演出模式，保守预计 2020 年业绩 2000 万元，2020~24 年持续爬坡释放业绩增量。⑤澳洲项目：根据公告，澳洲项目目前已购置土地，但未开工建设，预计 2021 年末或有望建设完成。⑥西塘项目：为公司新开发的演艺谷模式，预计 2021 年有望建成投运。⑦佛山项目：项目由“轻”转“重”，预计 2021 年建设

完成，并在 2021~24 年持续释放业绩增量。

表 9：宋城演艺目前 7 个二次异地扩张项目的盈利预测（2019~2024，单位：百万元）

二次扩张项目	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
阳朔项目				(0)	34	78	119	148	168	185
yoy						131.9%	52.4%	24.7%	13.6%	9.6%
张家界项目					7	45	90	135	177	202
yoy						550.2%	100.6%	49.7%	30.4%	14.2%
西安项目					(4)	52	130	204	265	303
yoy							151.0%	56.8%	29.8%	14.0%
上海项目					(5)	20	58	104	135	161
yoy							187.5%	78.9%	30.2%	19.0%
澳洲项目							6	17	53	71
yoy								205.3%	216.0%	33.0%
西塘项目							5	15	48	71
yoy								222.0%	227.8%	49.0%
佛山项目							19	44	80	102
yoy								126.3%	82.9%	27.3%
合计				(0)	31	195	427	667	927	1094
yoy						526.6%	118.8%	56.2%	38.9%	18.0%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

表 10：宋城演艺长期股权投资（花椒和六间房合并公司）的盈利预测（2019~2024，单位：百万元）

线上业务	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
6 间房	93	235	252	411	105					
yoy		152.2%	7.2%	63.0%						
灵动时空			27	53						
yoy				98.1%						
6 简房+花椒(新集团)					24	61	67	67	68	69
yoy					-	149.3%	10.2%	0.4%	0.9%	1.4%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

3)轻资产项目盈利预测:宜春项目由于在 2018 年末开业,因此设计费被平摊至 2018 和 2019 年分批确收;2020 年在新郑千古情开业下预计仍可增厚 2020-21 年的设计费收入,2022 年~2024 年的收入基本为管理费提成。

表 11：宋城演艺轻资产业务和电商服务的盈利预测（2019~2024，单位：百万元）

轻资产&电商	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
设计策划(轻资产)	6	47	76	124	145	193	168	73	80	86
yoy		693.0%	61.5%	63.1%	17.3%	32.9%	-12.9%	-56.6%	10.0%	6.8%
电子商务	16	26	51	60	78	97	119	140	154	164
yoy		58.7%	96.4%	16.9%	30.4%	24.4%	21.9%	18.4%	9.5%	6.5%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

5.2. 三湘印象：4 部新演艺项目孵化持续推进，建议关注

三湘印象:①地产+文化双主业推进:公司 2016 年收购观印象后形成地产+文化双主业格局,2018 年受房地产调控影响房地产销售收入 14.07 亿/ -27.7%,占比 86.2%/YOY+7.5pct,受行业宏观形势影响文化演艺收入 0.76 亿/ -78.2%,占比 4.7%/YOY-9.5pct;②演艺项目进

入加速培育期：2018 年公司《又见马六甲》和《归来三峡》两部新作品实现公演，新签作品《腾冲火山》，并有《归来遵义·长征之路》、《印象滇池》、《印象太极》、《最忆韶山冲》四部作品处于孵化阶段。目前公司在演和签约制作项目共 17 个，其中 10 个项目为收购后实现，预计 19 年《印象滇池》和《印象太极》项目将进入公演阶段。③**一线楼市回暖助力地产业务：**公司房地产项目多集中在一线城市，2018 年公司三湘海尚福邸、三湘海尚云邸一期项目陆续竣工，另有海尚观邸、三湘印象名邸、三湘森林海尚城（河北燕郊）等四个项目在建，随着年初至今燕郊楼市升温，公司燕郊项目将带来持续现金流。

6. 风险提示

- 1) 各大项目盈利、回收期等指标测算偏差风险；
- 2) 少数项目财务指标来代表行业平均的偏差风险；
- 3) 天气等不可控因素影响客流风险；
- 4) 项目扩张不及预期风险；
- 5) 行业竞争加剧等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,023.8	3,211.2	2,625.3	3,053.0	3,895.8	成长性					
减:营业成本	1,113.0	1,078.1	771.6	927.4	1,303.1	营业收入增长率	14.4%	6.2%	-18.2%	16.3%	27.6%
营业税费	30.4	32.0	26.3	30.5	39.0	营业利润增长率	17.3%	19.1%	2.3%	11.1%	18.3%
销售费用	325.3	287.5	220.5	298.0	254.0	净利润增长率	18.3%	20.6%	2.5%	6.7%	20.0%
管理费用	211.8	202.6	154.9	173.4	212.3	EBITDA 增长率	15.3%	20.6%	0.7%	12.6%	18.1%
财务费用	11.6	-1.1	-10.1	-12.7	-12.9	EBIT 增长率	16.5%	22.1%	-1.4%	11.0%	18.4%
资产减值损失	9.0	31.9	25.5	20.0	15.0	NOPLAT 增长率	21.9%	18.6%	0.7%	5.6%	19.2%
加:公允价值变动收益	1.1	9.7	18.6	145.0	3.8	投资资本增长率	3.5%	35.7%	10.6%	7.1%	21.7%
投资和汇兑收益	17.7	63.3	184.4	60.8	67.0	净资产增长率	14.0%	29.6%	10.9%	11.2%	11.8%
营业利润	1,346.2	1,603.3	1,639.7	1,822.3	2,156.1	利润率					
加:营业外净收支	-48.8	-60.8	-28.9	-15.0	-1.0	毛利率	63.2%	66.4%	70.6%	69.6%	66.6%
利润总额	1,297.4	1,542.5	1,610.8	1,807.3	2,155.1	营业利润率	44.5%	49.9%	62.5%	59.7%	55.3%
减:所得税	228.1	264.9	289.9	397.6	463.3	净利润率	35.3%	40.1%	50.2%	46.1%	43.4%
净利润	1,067.6	1,287.2	1,318.7	1,407.4	1,689.0	EBITDA/营业收入	51.2%	58.1%	71.6%	69.3%	64.1%
						EBIT/营业收入	44.8%	51.4%	62.1%	59.3%	55.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	207	215	316	310	266
						流动营业资本周转天数	-15	-16	30	6	-13
						流动资产周转天数	247	286	380	362	296
						应收帐款周转天数	15	23	23	15	17
						存货周转天数	1	0	0	0	0
						总资产周转天数	972	1,097	1,509	1,440	1,277
						投资资本周转天数	650	734	1,089	1,018	914
						投资回报率					
						ROE	14.6%	15.2%	13.8%	13.1%	13.9%
						ROA	12.2%	11.8%	11.8%	10.7%	11.7%
						ROIC	20.9%	23.9%	17.7%	16.9%	18.8%
						费用率					
						销售费用率	10.8%	9.0%	8.4%	9.8%	6.5%
						管理费用率	7.0%	6.3%	5.9%	5.7%	5.5%
						财务费用率	0.4%	0.0%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
						三费/营业收入	18.1%	15.2%	13.9%	15.0%	11.6%
						偿债能力					
						资产负债率	14.6%	10.4%	4.0%	9.7%	7.2%
						负债权益比	17.1%	11.7%	4.1%	10.7%	7.8%
						流动比率	1.83	2.51	6.34	2.69	2.93
						速动比率	1.83	2.50	6.33	2.68	2.93
						利息保障倍数	117.15	-1,520.3	-160.76	-142.22	-166.13
						分红指标					
						DPS(元)	0.12	0.12	0.15	0.16	0.19
						分红比率	16.3%	13.5%	16.2%	16.2%	16.2%
						股息收益率	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,460.2	1,549.9	1,842.3	2,415.6	1,901.5
交易性金融资产	99.0	106.6	125.2	110.3	114.0
应收帐款	187.2	230.9	98.4	147.5	223.6
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	13.6	17.8	3.0	23.0	13.6
存货	4.2	3.3	2.5	4.4	5.1
其他流动资产	541.7	891.2	671.7	701.5	754.8
可供出售金融资产	290.5	284.5	256.2	277.1	272.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	34.2	1,055.4	1,055.4	3,655.4	3,655.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,688.7	2,139.4	2,463.2	2,798.1	2,966.9
在建工程	230.4	146.4	174.1	1,088.2	2,377.0
无形资产	1,144.8	1,397.4	1,458.7	1,511.4	1,665.0
其他非流动资产	3,060.2	2,994.4	3,040.6	496.9	452.4
资产总额	8,754.7	10,817.2	11,191.4	13,229.4	14,401.8
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	437.7	525.3	266.0	470.8	564.3
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	821.2	592.1	166.8	795.4	462.8
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	18.0	11.3	11.4	13.6	12.1
负债总额	1,276.9	1,128.7	444.2	1,279.7	1,039.2
少数股东权益	147.4	1,217.4	1,219.5	1,221.7	1,224.4
股本	1,452.6	1,452.6	1,452.6	1,452.6	1,452.6
留存收益	5,885.2	6,998.1	8,075.1	9,275.3	10,685.6
股东权益	7,477.8	9,688.4	10,747.1	11,949.6	13,362.6

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,069.3	1,277.6	1,318.7	1,407.4	1,689.0
加:折旧和摊销	221.4	256.3	249.1	305.3	353.9
资产减值准备	9.0	31.9	-	-	-
公允价值变动损失	-1.1	-9.7	18.6	145.0	3.8
财务费用	16.6	2.3	-10.1	-12.7	-12.9
投资损失	-17.7	-63.3	-184.4	-60.8	-67.0
少数股东损益	1.7	-9.6	2.1	2.3	2.7
营运资金的变动	431.6	-116.5	-429.9	656.3	-279.7
经营活动产生现金流量	1,764.0	1,647.2	964.2	2,442.7	1,689.8
投资活动产生现金流量	-934.5	-1,287.2	-486.6	-1,697.1	-1,901.1
融资活动产生现金流量	-366.7	-261.8	-185.3	-172.3	-302.9

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.73	0.89	0.91	0.97	1.16
BVPS(元)	5.05	5.83	6.56	7.39	8.36
PE(X)	33.7	28.0	27.3	25.6	21.3
PB(X)	4.9	4.2	3.8	3.4	3.0
P/FCF	53.0	-40.1	61.1	42.8	-127.1
P/S	11.9	11.2	13.7	11.8	9.2
EV/EBITDA	16.4	16.1	18.5	16.2	13.9
CAGR(%)	9.7%	9.8%	13.0%	9.7%	9.8%
PEG	3.5	2.8	2.1	2.7	2.2
ROIC/WACC	2.2	2.6	1.9	1.8	2.0
REP	2.0	1.6	2.2	2.1	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%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

刘文正声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034