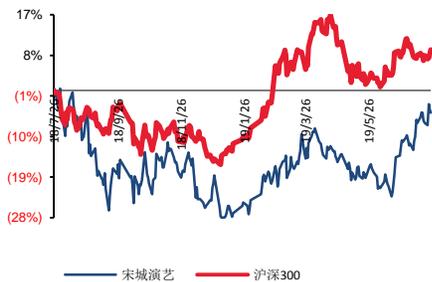


可选消费 消费者服务 II

千古情品牌筑护城河 二次扩张业绩提速

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,453/1,176
总市值/流通(百万元)	37,928/30,700
12个月最高/最低(元)	27.29/18.94

相关研究报告:

证券分析师: 王湛

电话: 010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517100003

报告摘要

国内演艺龙头，聚焦现场演艺业务。宋城演艺是中国旅游演艺第一股，全球主题公园集团十强企业，连续多届获得“全国文化企业30强”称号。公司打造了“千古情”、“宋城”等知名品牌，产业链覆盖旅游休闲、现场娱乐、互联网娱乐，为广大游客提供主题公园游玩和演出观赏服务，并通过收取门票的方式实现业务收入。自2019年4月六间房成功出表后，现场演艺事业重新成为公司的业务重心。

演艺行业获政策支持，迎来发展新机遇。我国旅游人次连续多年保持稳健增长，旅游消费需求旺盛，为行业发展提供了丰富的土壤，旅游演艺市场转化率有待提升。2019年4月，演艺行业首个指导意见发布，从财税政策、投融资政策、土地政策等方面对旅游演艺行业的发展给予支持。目前演艺行业处于高速成长期，新项目不断涌现，现有项目水平参差不齐，知名品牌市场占有率高。在国家拉动消费需求的大背景下，夜游经济悄然兴起，旅游演艺市场迎来新活力，

一轮项目表现优秀，二轮项目期待腾飞。公司于2013年开启了异地复制的道路，第一轮成功打造了三亚、丽江、九寨三个项目，取得巨大的成功。目前公司第二轮项目正在如火如荼的进行当中，其中桂林、张家界千古情已分别于2018、2019年成功开业，另外有西安、上海项目预计2020年开业，佛山、西塘项目预计2021年开业，第二轮项目在大小选址上更加成熟，成本控制上更加优化，投资形式更加多样化，同时探索从旅游演艺向城市演艺的扩展道路。结合第一轮及第二轮已开业项目经验看，基本实现上半年开业当年盈利，下半年开业次年盈利，开业后3-5年业绩快速爬坡。

“主题公园+演艺”模式打造公司核心竞争力。公司以创意为起点、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和旅游企业。多年来凭借清晰的盈利模式，优秀稳定的编创团队，强大的营销能力，深入人心的品牌影响力形成闭环优势，拓展城市演艺和轻资产模式，提升盈利空间，打造出公司核心竞争力。

投资建议：我们预计公司2019-2021年收入分别为28.5、31.4、37.2亿元，对应EPS分别为0.93/0.98/1.2元，相应PE估值为28/27/22倍，其中扣除六间房影响后的旅游主业业绩10.7/13.3/16.4亿元，对应EPS分别为0.73/0.92/1.13元，相应动态PE估值32/26/21倍。综合来看，我们认为公司商业模式优良，目前处于新一

轮项目扩张周期，未来三年将迎来收入和业绩的快速增长期，估值有望从成熟期公司向成长期公司估值靠拢。公司 2013 年-2014 年第一轮异地扩张期间平均动态 PE 为 38 倍，PE 区间为 [29, 48]，相比之下，目前公司估值处于相对低位，我们给予公司 2020 年 35 倍 PE，对应股价 35 元，推荐“买入”。

风险提示：新项目拓展进度及效果不及预期；天气、自然灾害、突发事件等对旅游市场造成的影响，现有项目客流下滑，地质灾害导致停业等不确定性因素。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3211	2851	3143	3725
(+/-%)	6.20%	-11.22%	10.24%	18.52%
净利润(百万元)	1287	1347	1423	1743
(+/-%)	27.18%	-0.79%	5.64%	22.47%
摊薄每股收益(元)	0.89	0.93	0.98	1.20
市盈率(PE)	24	28	27	22

资料来源：Wind，太平洋证券整理

目录

一、 公司基本情况介绍.....	6
(一) 国内演艺龙头 “千古情” 品牌筑护城河.....	6
(二) 股权相对集中 黄巧灵是实际控制人.....	7
(三) 公司财务状况分析.....	8
二、 旅游演艺获政策支持， 迎来发展新机遇.....	10
三、 公司演艺业务介绍.....	15
(一) 杭州大本营表现依旧强劲.....	15
(二) 第一轮复制项目如期实现飞速增长.....	18
1、 三亚千古情.....	18
2、 丽江千古情.....	20
3、 九寨千古情.....	21
(三) 第二轮复制项目如荼展开.....	21
1、 桂林千古情.....	22
2、 张家界千古情.....	23
3、 西安千古情.....	24
4、 上海千古情.....	25
5、 其他储备项目.....	26
四、 公司核心竞争力分析.....	26
(一) 盈利模式清晰，.....	26
(二) 编创团队稳定， 持续创新能力强.....	28
(三) 重视话题营销， 提升散客和终端占比.....	29
(四) 开拓城市演艺， 打开成长空间.....	29
(五) 轻资产项目输出， 增加盈利点.....	30
(六) 六间房成功出表， 专注现场演艺.....	31
五、 盈利预测及投资建议.....	31
六、 风险提示.....	34

图表目录

图表 1: 公司发展的四个主要阶段	6
图表 2: 公司股权结构	7
图表 3: 公司历年营收及增速	8
图表 4: 公司历年归母净利润及增速	8
图表 5: 公司主营业务收入构成	8
图表 6: 2018 年各主营业务占比	8
图表 7: 公司历年毛利率及增速	9
图表 8: 期间费用率保持稳健	9
图表 9: 公司货币资金及经营性现金流	9
图表 10: 公司资产负债率及财务费用率	9
图表 11: 我国旅游演艺的主要分类	10
图表 12: 我国旅游演艺行业的发展历程	11
图表 13: 2013-2018 年我国旅游演艺节目台数情况	11
图表 14: 2013-2018 年我国旅游演出剧目票房变化	11
图表 15: 2013-2017 国内旅游演艺观众人次变化	12
图表 16: 2018 年旅游演艺细分类型票房占比	12
图表 17: 2018 年主题公园演艺各系列票房占比	12
图表 18: 2014-2018 年主题公园旅游演艺票房	12
图表 19: 我国目前旅游演艺主要的龙头企业	12
图表 20: 近十年国内旅游总消费情况	13
图表 21: 近十年游客流量情况	13
图表 22: 国家及地方政府旅游演艺相关政策	14
图表 23: 杭州大本营主要项目介绍	15
图表 24: 2018 年杭州项目改扩建情况	15
图表 25: 杭州乐园举办夏日“彩虹泡沫节”	16
图表 26: 打造网红主题拍照区域	16
图表 27: 杭州本部近十年营收变化	17
图表 28: 杭州本部近十年毛利率变化	17
图表 29: 杭州地区有关剧目竞争分析	17
图表 30: 三大项目具体情况	18
图表 31: 三大异地项目营收情况	18
图表 32: 三大异地项目毛利率情况	18
图表 33: 三大异地项目净利润情况	19
图表 34: 三大异地项目净利率情况	19
图表 35: 三亚地区有关剧目竞争分析	20
图表 36: 印象丽江与丽江千古情营收变化对比	20
图表 37: 印象丽江与丽江千古情毛利率变化对比	20
图表 38: 丽江地区有关剧目竞争分析	21
图表 39: 第二轮复制项目具体情况	22
图表 40: 桂林地区有关剧目竞争分析	23
图表 41: 西安千古情、兵马俑及竞争对手地理位置	25
图表 42: 上海项目拟打造的三台剧目	25
图表 43: 宋城演艺目前项目投资及占地面积情况	27
图表 44: 《丽江千古情》与《印象·丽江》的盈利能力对比	28
图表 45: 公司轻资产项目详情	30
图表 46: 公司重资产项目收入预测（百万）	32

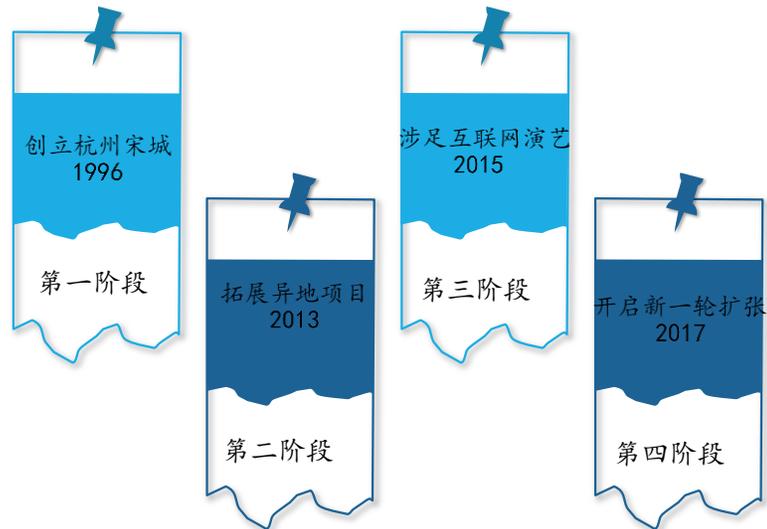
图表 47: 公司轻资产项目收入预测 (百万)	33
图表 48: 2013 年以来宋城演艺动态 PE	33

一、公司基本情况介绍

（一）国内演艺龙头 “千古情” 品牌筑护城河

聚焦现场演艺主业，“千古情”品牌影响力突出。宋城演艺是中国旅游演艺第一股，全球主题公园集团十强企业，连续多届获得“全国文化企业30强”称号。公司成立于1994年，从杭州宋城千古情景区和杭州乐园起步，经过多年的发展形成了“主题公园+现场演艺”为核心的成熟业务模式，现场演艺是公司的核心业务和主要收入利润来源。公司打造了“千古情”、“宋城”等知名品牌，产业链覆盖旅游休闲、现场娱乐、互联网娱乐，为广大游客提供主题公园游玩和千古情演出观赏服务，并通过收取门票的方式实现业务收入。

图表1：公司发展的四个主要阶段



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司的发展主要经历了四个阶段：

第一阶段：发展杭州大本营（1996-2012）。1996年杭州宋城景区开园，1997年推出大型歌舞《宋城千古情》，成为宋城景区的灵魂。此后公司分别于2007年、2012年和2014年在湘湖片区推出了杭州乐园、烂苹果乐园和浪浪浪水乐园，定位为综合主题公园、亲子乐园和戏水乐园，与宋城千古情景区形成联动。

第二阶段：第一轮异地扩张（2013-2014）。2013年公司开启第一轮异地复制，三亚项目、丽江项目和九寨项目分别与2013年9月、2014年3月和2014年5月开业。公司异地复制项目基本于开业当年做到盈亏平衡，第二年和第三年进入业绩快速提升期。2014年公司由宋城股份更名宋城演艺，明确演艺为核心主业。

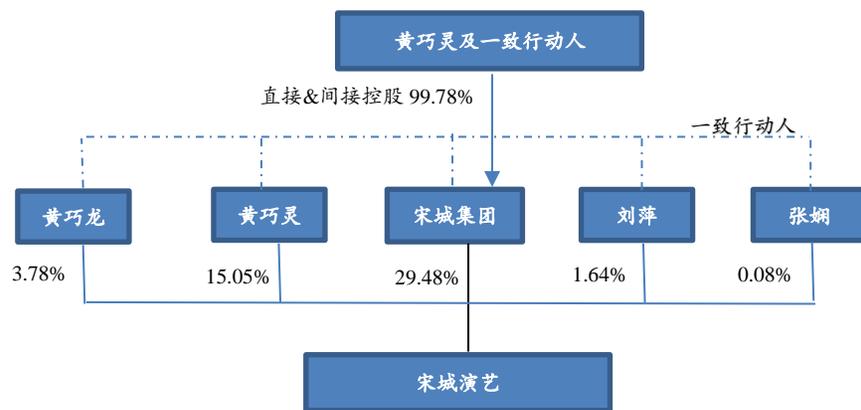
第三阶段：涉足互联网演艺（2015-2018）。2015年公司26亿收购六间房100%股权，涉足互联网娱乐版块，希望通过现场演艺与线上娱乐的互动打造泛娱乐生态圈。2017年六间房收购灵动时空，布局移动网络游戏业务。2018-2019年公司考虑到线上线业务较难协同，对六间房进行了重组剥离。

第四阶段：第二轮异地扩张（2017至今）。2017年开始，公司开启了新一轮的异地扩张，2017年7月首个轻资产项目《宁乡炭河千古情》开业；2018年7月位于桂林阳朔的《漓江千古情》开业；2019年6月《张家界千古情》开业，2020年公司将有上海、西安、郑州项目开业，佛山、西塘等项目也积极推进中。

（二）股权相对集中 黄巧灵是实际控制人

公司的实际控制人为黄巧灵。公司控股股东杭州宋城集团控股有限公司持有公司29.48%股权，黄巧灵及其一致行动人直接和间接持有宋城集团99.76%股权。此外，黄巧灵及其一致行动人（黄巧龙、张嫻、刘萍）直接持有公司20.55%股权，因此黄巧灵及其一致行动人合计持有公司49.60%股权，是公司的实际控制人。

图表2：公司股权结构



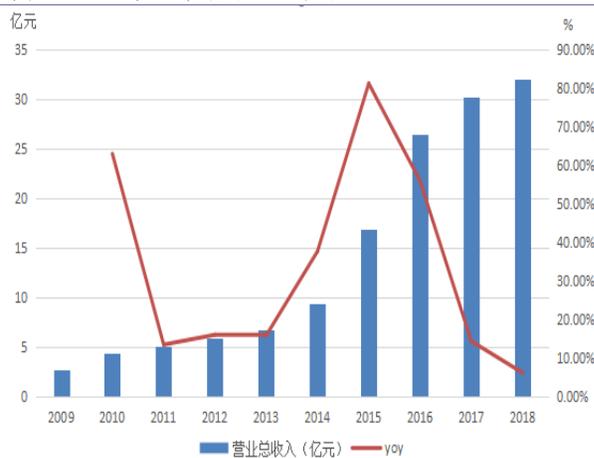
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

实际控制人为公司项目编创核心，管理团队长期稳定。董事长黄巧灵先生是宋城艺术团团长，千古情系列演艺作品总导演、总策划、艺术总监，是公司项目的编创核心。在其领导下，公司拥有一支具有丰富经验、独立完整、专业自主的规划设计和编创演出团队，承担新项目的编创和现有项目的改造提升，是公司保持差异化经营和持续创新的重要保障。公司管理队伍长期稳定，现任高管基本由公司内部培养，多数在公司任职超过10年。

(三) 公司财务状况分析

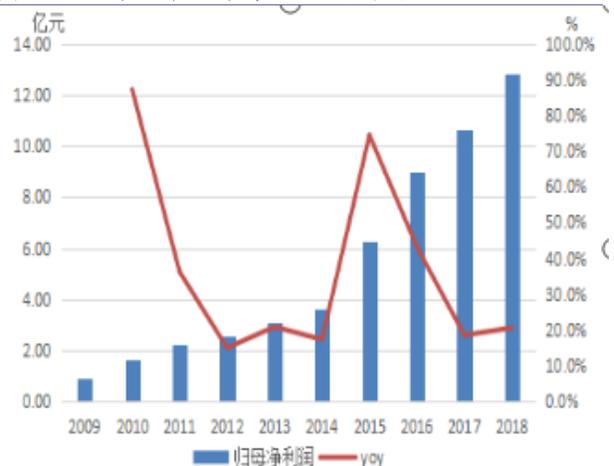
内生外延带动营收和净利润保持增长。2010年上市以来，公司营收和净利润均保持较高增速，复合增长率分别达到28%和29.4%。2013年以前公司主要依靠杭州项目的内生增长，2015年和2016年是公司业绩高峰期，主要受益于第一次异地扩张的项目和外延收购六间房贡献利润，近两年公司业绩增速相对平缓，主要依靠现有项目的内生增长。2018年公司营收32.11亿元/+6.22%，归母净利12.87亿元/20.57%，不考虑六间房的影响，旅游主业营收增速10.8%，净利润增速12.5%，保持平稳增长。

图表3：公司历年营收及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表4：公司历年归母净利润及增速

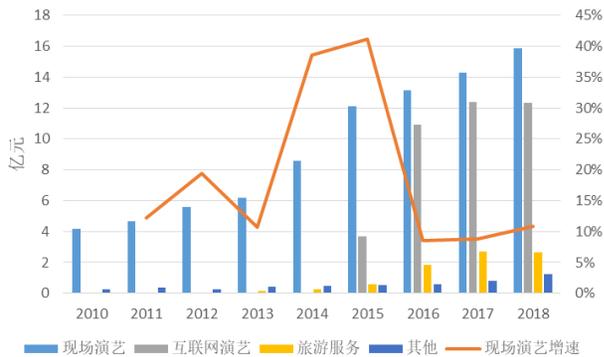


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

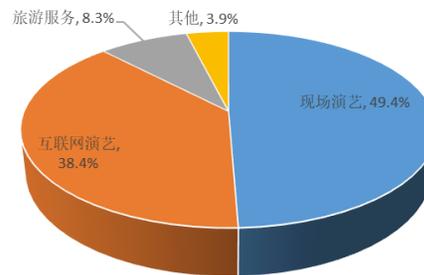
现场演艺是公司主要营收来源。截至2018年，公司收入构成可分为现场演艺、互联网演艺（已于2019年4月底完成重组出表）及旅游服务业务（电子商务手续费及轻资产项目策划费），其中现场演艺2018年贡献收入15.86亿元，占比49.4%；互联网演艺贡献收入12.34亿元，占比38.4%；旅游服务贡献收入2.66亿元，其中电子商务手续费1.73亿元，轻资产项目策划费0.93亿元，合计占比8.3%。

图表5：公司主营业务收入构成

图表6：2018年各主营业务占比



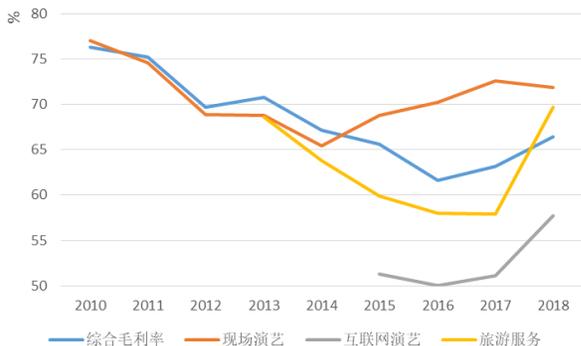
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

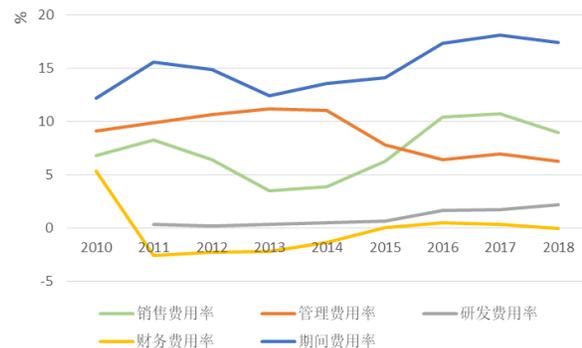
毛利率持续增长, 现场演艺毛利率表现突出。近三年来公司综合毛利率持续走高, 2018年公司整体毛利率66.43%/+3.24pct, 其中现场演艺业务的毛利率71.85%/-0.74pct, 较2017年略有下降, 主要受到杭州项目Q4升级改造的影响; 互联网演艺业务毛利57.73%/+6.61pct, 旅游服务业务毛利率69.67%/+11.78pct, 均创近年新高。

图7: 公司历年毛利率及增速



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图8: 期间费用率保持稳健



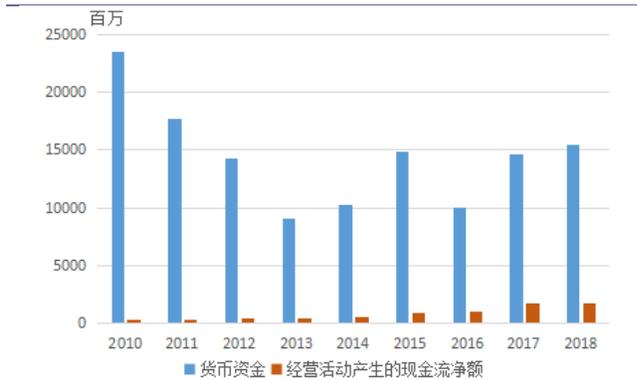
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理
注: 2011-2017年对研发费从管理费用中进行了分拆

期间费用率保持稳健。近三年来公司期间费用率维持在17%-18%, 2018年较2017年下降0.72pct, 主要因为销售/财务费用率分别下降 1.80pct/0.42pct, 公司管理/研发费用率分别增 1.05/0.45pct, 其中管理费用的增长有六间房计提超额业绩奖励费用的影响。

公司现金流充足, 负债水平低。公司2018年经营性现金流净额16.47亿, 保持较高水平; 2019Q1货币资金20.08亿, 无短期、长期借款, 负债主要为预收款项和应付票据及账款, 资产负债率为10.44%, 具备较强支撑项目扩张的资金实力。

图9: 公司货币资金及经营性现金流

图10: 公司资产负债率及财务费用率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

二、旅游演艺获政策支持，迎来发展新机遇

旅游演艺种类多样化，可分为实景、主题公园、剧场演艺。旅游演艺是以游客为主要观众受众，通常依托旅游区，综合运用歌舞、杂技、曲艺等艺术表现形式，以表现地域文化背景或民俗风情为主要内容的主题商业演艺活动。按照演出方式、场所可以分为实景旅游演艺、主题公园旅游演艺、剧场旅游演艺。

图表11: 我国旅游演艺的主要分类

类型	依托	特点	与天气关联度	典型案例
实景旅游演艺	自然山水景区	将优美的自然山水与当地独特的地域文化相结合多，多位于景区内，演出规模宏大	易受恶劣天气影响	“印象”系列
主题公园旅游演艺	主题公园	与主题公园游乐互补，共同打造复合型旅游产品 主题性尤其明显	不受影响	“千古情”系列
剧场旅游演艺	旅游城市为主	多为城市的文化名片性的产品，由当地政府投资或控股，最求项目的综合效益	不受影响	云南映象

资料来源: 奇创旅游设计规划咨询, 太平洋研究院整理

主题公园旅游演艺受环境影响小，经济效益更好。 实景旅游演艺多依托传统自然景区打造室外演艺，以秀美的自然风光为舞台背景，演出规模宏大，但缺点是易受气候因素影响，若遇上恶劣天气，会出现暂停演出的情况；演出多为夜场，演出场次受时间限制。主题公园旅游演艺通常为小型主题公园+演艺剧场的形式，多实行一票制。游客既既可以观看动态演出，形成文化的交互和共鸣，又可以在主题乐园内欣赏当地传统文化街景，体验当地特色商品，延长游客停留时间，实现二次消费。剧场演出摆脱了自然环境的限制，可以实现旺季一天多场演出。剧场旅游演艺多为当地政府参与投资的名片性产品，更注重对当地旅游市场宣传效应，对经济效益追求放在其次，往往存在缺少专业的演艺管理人才，节目更新创作不及时等问题。

我国旅游演艺行业经历了三个主要发展阶段。20世纪80年代旅游演艺行业开始萌芽，最早源于外事接待，如1982年西安《仿唐乐舞》。20世纪90年代行业进入市场化发展阶段，1995年华侨城推出《中华百艺盛会》后，推动了景区客流的增长，此后世界之窗、宋城演艺分别于1995年和1997年推出了《欧洲之夜》、《宋城千古情》；21世纪行业进入了快速发展阶段，随着《印象刘三姐》等演艺项目知名度的提升，真正掀起了旅游演艺的热潮。在成功样本的示范之下，一系列实景演出、主题公园旅游演艺等如雨后春笋般应运而生，《印象系列》、《千古情系列》是其中的优秀代表。

图表12：我国旅游演艺行业的发展历程

时期	形式	特点	代表
萌芽阶段（20世纪80年代）	剧场演艺	行政接待型演艺为主，非商业化；数量少。	1982年西安《仿唐乐舞》
市场化发展阶段（20世纪90年代-21世纪初）	主题公园演艺	由行政接待向市场运作转型；以主题公园旅游演艺为主，数量明显增长。	中国民俗文化村 1995年《中华百艺晚会》、世界之窗 1995年《欧洲之夜》、宋城 1997年《宋城千古情》
快速发展阶段（21世纪至今）	山水实景演艺、主题公园演艺、剧场演艺	山水实景演出一经推出，即掀起旅游演艺热潮；全息影像、多媒体、激光等大量技术手段被应用于旅游演艺中；演艺数量迅猛增长，是前10年的13倍。	2004年，《印象·刘三姐》及之后的印象系列

资料来源：奇创旅游设计规划咨询，太平洋研究院整理

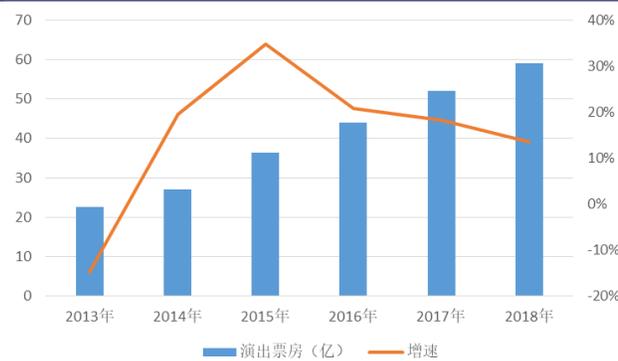
旅游演艺演出台数持续增加，票房持续走高。据统计，从2013年到2018年，我国旅游演艺节目台数从187台增加到306台，增长了63.6%。2018年新开剧目47台，停演14台。旅游演艺票房收入从2013年的22.6亿元增长到2018年的59.08亿元，增长了161%，增速呈放缓趋势。2018年宋城千古情系列、长隆系列演出票房增加2.7亿，为票房增长贡献了38.4%，票房增量明显向优势头部演艺产品集中。

图表13：2013-2018年我国旅游演艺节目台数情况



资料来源：道略演艺，太平洋研究院整理

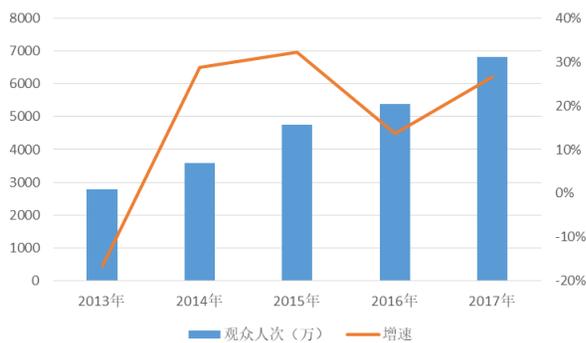
图表14：2013-2018年我国旅游演出剧目票房变化



资料来源：道略演艺，太平洋研究院整理

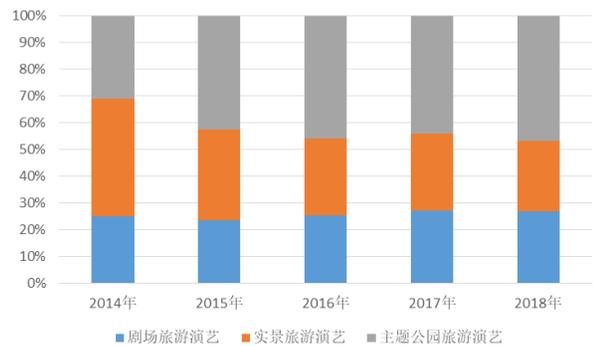
主题公园旅游演艺票房占比持续提升，千古情系列占据细分龙头。2014年以来主题公园旅游演艺的票房占旅游演艺总票房的比例持续提升，占比从2014年的31%提升至2018年的46.8%，剧场旅游演艺的票房占比基本持平，实景旅游演艺的票房占比持续下降。2018年主题公园旅游演艺票房27.7亿元，增速20.4%，高于旅游演艺行业整体13.5%的增速。主题公园旅游演艺的市场集中度非常高，龙头公司宋城演艺的千古情系列市占率达到67%，细分行业TOP3的市占率达到86.6%。

图表15：2013-2017国内旅游演艺观众人次变化



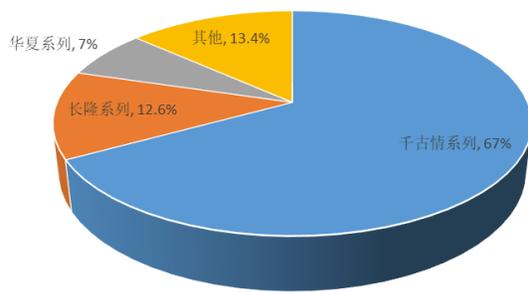
资料来源：道略演艺，太平洋研究院整理

图表16：2018年旅游演艺细分类型票房占比



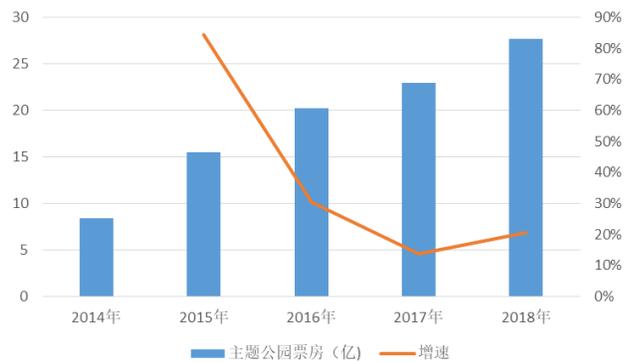
资料来源：道略演艺，太平洋研究院整理

图表17：2018年主题公园演艺各系列票房占比



资料来源：道略演艺，太平洋研究院整理

图表18：2014-2018年主题公园旅游演艺票房



资料来源：道略演艺，太平洋研究院整理

图表19：我国目前旅游演艺主要的龙头企业

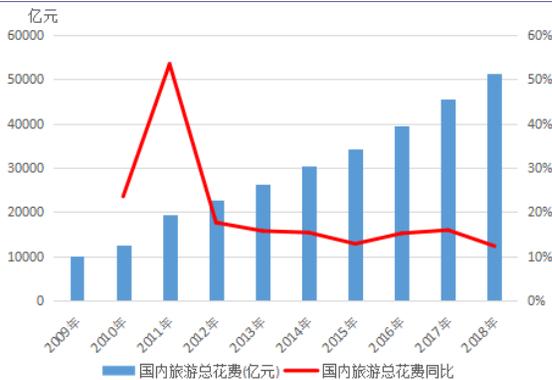
时期	形式	代表作	演出特点	导演	分布
宋城千古情	主题公园+旅游演艺	《宋城千古情》、《丽江千古情》、《三亚千古情》	室内演出	黄巧灵	杭州、丽江、三亚、九寨、桂林等
印象系列	山水实景演出	《印象·刘三姐》、《印象·西湖》	室外演出	张艺谋、王潮歌、樊欣	杭州、普陀、平遥

		象·丽江》、《又见平遥》、《最忆是杭州》等		樊跃	遥、敦煌等
山水系列	山水实景演出	《天门狐仙·新刘海砍樵》、《禅宗少林·音乐大典》、《文成公主》等	室外演出	梅帅元	桂林、张家界、嵩山、井冈山等
长隆系	主题公园+演艺	长隆国际大马戏：《森林密码》、《魔幻传奇》《秘境奇技》等	室内演出	-	广州、珠海

资料来源：Wind，百度百科，太平洋研究院整理

旅游业持续高速发展，旅游消费需求旺盛，助力旅游演艺的转换升级。2009-2018年，我国国内旅游总消费从1亿增长到五亿多人民币，增长近五倍。国内游客从19亿增长到55亿人次，增长近3倍。2018年全年国内旅游人数55.39亿人次，比上年同期增长10.8%；入境游客1.41亿人次，国内旅游总花费为51278.29亿元，同比增长12%；国际旅游外汇收入为1271亿美元，也维持在较高水平。从近十年的旅游行业数据来看，持续发展的旅游业，不断增长的旅游需求，为旅游演艺的升级转换带来强大助推力。

图表20：近十年国内旅游总消费情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表21：近十年游客流量情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

旅游演艺市场转化率有待提升。近年来我国旅游演艺市场发展迅速，但目前阶段游客转化率仍然较低，未来仍有较大发展空间。2017年，中国旅游演出观众人次约为 6,821 万，而国内游客总人次为50多亿人次，行业整体转化率仅为1.2%，处于一个较低水平。而在部分知名旅游城市，由于当地旅游演艺市场发展相对成熟，市场转化率高于平均水平，例如，2018年三亚市场的转化率约为12%，丽江市场的转化率约为6%，但与纽约23%的转化率相比仍有较大差距，提升市场转化率是演艺行业打开市场空间的重要一环。

旅游演艺行业水平参差不齐，整体业务水平亟待提升。根据道略文旅产业研究中心数

据，2015年全国实景演出真正实现盈利的只约占9%，另外11%的项目能收支平衡，其余80%则处于亏损状态；2016年实景演出单台剧目的平均票房约为2000万元，其中，76%的剧目票房低于平均票房，55%的剧目票房收入在1000万元以下。演艺行业目前的现状符合“二八原则”，少数优质的演艺项目吸引了大部分的游客，实现了创新——盈利——再创新的正向循环，不符合市场需求的产品遭到淘汰。成功的旅游演艺产品一般具备以下几个要素：1) 一线核心景区的引流；2) 演出效果震撼，符合观众的喜好和欣赏水平；3) 出品方的管理、维护和成本控制水平高。

政府政策支持，有望迎来行业发展新阶段。近年来国家和地方政府曾多次出台政策，支持和引导旅游演艺行业的发展。2017年发布的《“一带一路”文化发展行动计划》、《“十三五”时期文化产业发展规划》都对推进旅游演艺行业发展有所提及，2017年上海市提出打造亚洲演艺之都的口号。2019年4月文化和旅游部印发《促关于促进旅游演艺发展的指导意见》，从财税政策、投融资政策、土地政策等方面提出了支持旅游演艺发展的一系列政策措施，明确将推进旅游演艺的转型升级作为首要任务。鼓励发展中小型、主题性、特色类、定制类旅游演艺项目。支持条件成熟的旅游演艺项目向艺术教育、文创设计、展览展示、餐饮住宿、休闲娱乐等综合配套业态转型。在政策的支持与引导下，旅游演艺有望迎来行业发展新阶段。

图表22：国家及地方政府旅游演艺相关政策

颁布时间	政策名称	颁布部门	政策要点
2017-1-9	“一带一路”文化发展行动计划	文化部	以文化旅游、演艺娱乐、工艺美术、创意设计、数字文化为重点领域，支持“一带一路”沿线地区根据地域特色和民族特点实施特色文化产业项目
2017-4-19	“十三五”时期文化产业发展规划	文化部	加快演艺基础设施建设改造和文艺演出院线建设，培育旅游演艺市场，丰富旅游演艺产品。扶持演艺企业创作生产，提升城乡居民演艺消费规模。
2017-12-16	关于加快本市文化创意产业创新发展的若干意见	上海市政府	激励创作、鼓励演出、繁荣市场，向世界呈现中国元素、讲述中国故事，着力打造亚洲演艺之都。
2018-6-5	关于促进上海演艺产业发展的若干实施办法	上海11个党政部门	鼓励产业创新发展，优化产业载体布局，做大做强产业主体，营造产业发展环境，构筑演艺人次高地。鼓励国有演艺机构引入社会资本，加大民营演艺机构扶持力度，鼓励优秀民营剧团、非营利性文化表演团体扩大剧目演出场次。
2019-4-2	关于促进旅游演艺发展的指导意见	文旅部	推进旅游演艺转型升级、提质增效，立足于旅游演艺作为文化和旅游融合发展的重要载体，对旅游演艺这一业态的科学发展做出了全面系统的引导和规划

夜游经济悄然兴起，旅游演艺市场迎来新活力。我国夜间经济正在崛起，夜间消费需求逐步提升。据中国旅游研究院资料显示，2019年春节国内夜间消费中，夜间游客消费占

近三成，旅游平台夜游产品订单稳步增长。全国各地纷纷出台促进夜间经济发展的政策文件，积极发展培育各地区夜间经济消费。从中国旅游研究院的调查数据来看，夜游经济的供求出现严重的不平衡现象，高质量的夜游产品成为稀缺资源。夜游经济专项调查显示，文化体验已成为夜间旅游的重要组成部分，旅游演艺恰恰是文化和旅游融合的载体和形式，“白天游玩看景，晚上观看演出”是绝大多数演艺项目的标准游览形式，旅游演艺极大的丰富了游客的夜间文化生活，是夜游市场的重要组成部分。因此旅游演艺行业有望借夜游经济发展东风，发掘出新的增长活力。

三、公司演艺业务介绍

（一）杭州大本营表现依旧强劲

开业23年，打造杭州地区旅游娱乐地标。杭州本部目前经营杭州宋城、杭州乐园、烂苹果乐园、浪浪浪水乐园4个景区，杭州宋城景区是杭州地区的主要营收来源。杭州宋城景区1996年开业，1997年进行了《杭州千古情》的首演，开启了“主题公园+文化演艺”的创造性结合之路，经历了免费向游客提供露天表演、修建大剧院实现商业化运作，打造宋城景区最核心演艺品牌的历程。

持续改造和扩容，提升景区接待能力。开业20多年来公司持续对景区进行改造和扩容，2013年2号剧场开业，2018年公司投资1.6亿对宋城景区及1、2剧场进行了全面的整改，19年底宋城景区3、4号剧场即将建成，加上改造后的丽江恋歌剧院，景区内3000个以上座位的剧院达到五个，加上其他小剧场、室外表演区等，2020年景区内座位数达2万个。仅以五个大剧院计算，在每个剧院每天上演3台表演的情况下，日接待能力超过4.5万人。公司目前高峰期一个剧院可以上演8场节目，新剧院上线后公司旺季的接待能力将大大提升。

图表23：杭州大本营主要项目介绍

项目	开业时间	项目位置	占地面积	经营方式
杭州宋城	1996年，2013年推出2号剧场，19年底3、4号剧院建成	西湖片区	4.47万平米	千古情演出、景区
杭州乐园	2007年12月	湘湖片区	18.85万	杭州乐园大剧院、大型游乐区、儿童游乐区、吴越古城等
烂苹果乐园	2012年7月		7.1万	亲子乐园
浪浪浪水公园	2014年7月(每年6月底-8月开业底)		10万平	水上乐园

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表24：2018年杭州项目改扩建情况

项目	预算数(万元)
----	---------

宋城景区改扩建项目	5000
宋城景区1号大剧院整改项目	3500
宋城景区2号大剧院整改项目及整个景区入口整改	7500
杭州乐园整改工程	2000
杭州乐园索道工程	2219

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

探索旅游演艺与城市演艺结合道路，多台演出丰富观赏体验。目前杭州宋城规模较大的演出有4台，包括《宋城千古情》、5D实景体验剧《大地震》、《映山红》，《丽江恋歌》，明年预计会逐步增加至10台演出，同时还会通过引进外部演出进一步丰富演艺内容，满足不同游客群体的观赏需求，延长游客在景区的逗留时间，推动存量项目进一步提升，进一步打开成长天花板。

湘湖片区面临同质化竞争，创新营销手段提升竞争力。湘湖片区包括主打城市游乐的杭州乐园，主打市内高科技亲子游乐的烂苹果乐园和每年仅夏季开放的浪浪浪水乐园，存在同质化竞争压力，公司不断创新主题活动和营销手段，保持了不错的市场份额。

图表25：杭州乐园举办夏日“彩虹泡沫节”



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

图表26：打造网红主题拍照区域

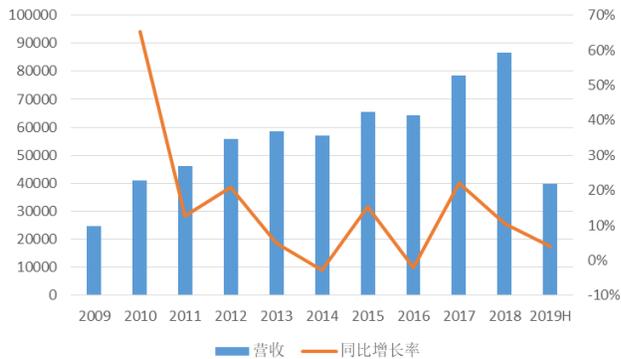


资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

业绩稳健增长，接待客流及收入创新高。从收入上看，除受2014年湘湖片区受天气因素影响和2016年G20峰会影响外，杭州本部近10年收入持续增长，2018年宋城景区游客接待量、营业收入和利润均创新高，单日演出场次最多达18场。2018年杭州本部营收8.66亿元/+10%，毛利率为67.4%/-4.3%，2019年上半年杭州本部营收3.99亿元/+4.1%，毛利率67.8%/-5.4%，18年毛利率下滑主要受景区整改的影响，19年毛利率下滑主要受维修费

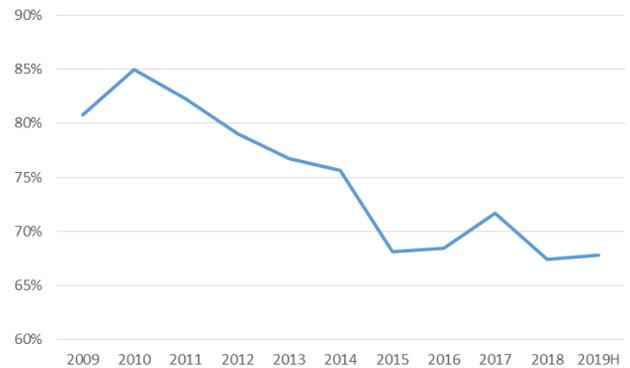
用及停车场租赁费用影响。杭州本部毛利率低于三亚、丽江项目主要受到乐园类项目同业竞争大，毛利率偏低的影响。

图表27：杭州本部近十年营收变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表28：杭州本部近十年毛利率变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表29：杭州地区有关剧目竞争分析

剧目	地理位置	演艺形式	投资方	演出场次	座位数	首演	票价	时长
宋城千古情	宋城景区	主题公园旅游演艺	宋城演艺	每天 3-18 场	3200+4700	1997 年	290	60 分钟
最忆是杭州	西湖	室外实景演出	印象西湖文化发展有限公司	每天一场，周末和节假日会加演第二场，12月中旬到次年3月中旬停演	2000	2007 年首演，2016 年全新改版	340	60 分钟
太阳马戏《X 绮幻之境》	新天地太阳剧场	剧场演出	杭州新天地集团、太阳马戏娱乐集团	每天一场	1500	2019 年 8 月 3 日	360	72 分钟

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

《宋城千古情》市场竞争力强，乐园主题营销另辟蹊径。杭州地区《宋城千古情》最直接的竞争对手是张艺谋导演的《最忆是杭州》，该剧采取室外实景演出，以《印象西湖》为基础打造，根据G20峰会期间的演出二次创作，艺术效果美轮美奂，缺点是实景演出受气候及自然环境限制，每天演出1-2场，冬季12月中旬到3月中旬停演，另外演出更注重创作的艺术性，可能超过广大民众的欣赏水平。相比之下《宋城千古情》室内演出受外界影响较小，旺季加演受限少，更符合大众的审美，在游客中有很好的口碑。在公司乐园业务面临较大的同质化竞争压力的情况下，公司另辟蹊径，通过运用互联网这一工具、采取全新的宣传营销手段、推出全新的主题活动和优惠政策来寻求突破。

(二) 第一轮复制项目如期实现飞速增长

1、三亚千古情

三大项目成功落地，稳扎稳打提升公司业绩。公司2010年上市募资，2011年开始了异地探索的步伐，成功投资了三亚、丽江、九寨三个项目，三亚项目于2013年开业，丽江和九寨项目均于2014年开业。异地复制项目均于开业当年实现盈利，开业第2年开始进入爬坡期，随着客流增长和客单价提升逐步释放业绩。

图表30：三大项目具体情况

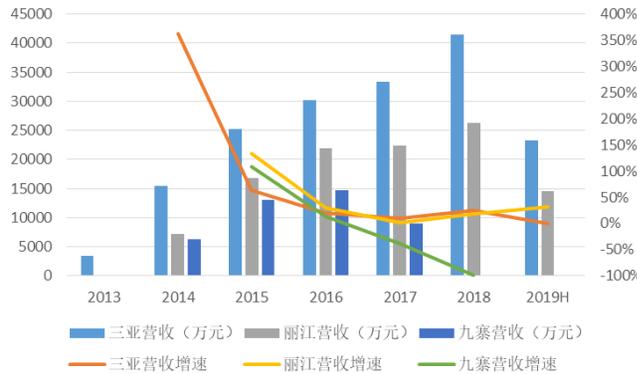
项目	开业时间	位置	占地面积	经营方式	投资金额	座位数
三亚	2013-9-25	三亚市中心迎宾大道	225 亩	100%	4.9 亿	4700
丽江	2014-3-21	丽江玉龙县城核心区，距离古城 6 公里	140 亩	100%	3.34 亿	4700
九寨	2014-5-1	九寨沟县漳扎镇，距离九寨沟口 7 公里	33 亩	公司持股 80%，合作方土地出资 20%	2.98 亿	3700

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

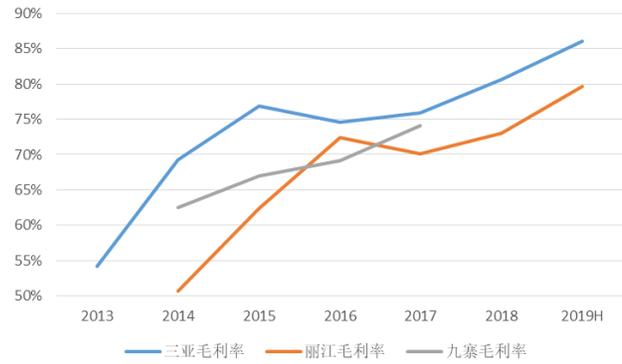
三亚项目盈利能力优异，2号剧院扩容打开成长空间。受益于三亚客流量大、消费能力强及市场竞争小等优势，三亚项目于2013年开业以来保持持续增长趋势，成为目前毛利率最高，盈利能力最强的异地项目。2018年三亚项目营收4.27亿元/+26%，净利润为2.49亿元/+40%，毛利率为80.66%，继续保持了高增长的趋势。2019年上半年受经济环境以及海南旅游整治等因素影响，收入基本持平2018年同期持平，净利润1.42亿/-2.24%。目前三亚景区2号剧院处于扩建中，预计可以增加座位2000个，建成后可以与一号剧院同时上演《三亚千古情》，提升接待能力。同时，二号剧院也将考虑引进更多先进的高科技设备，推出不同形态的演出。

图表31：三大异地项目营收情况

图表32：三大异地项目毛利率情况

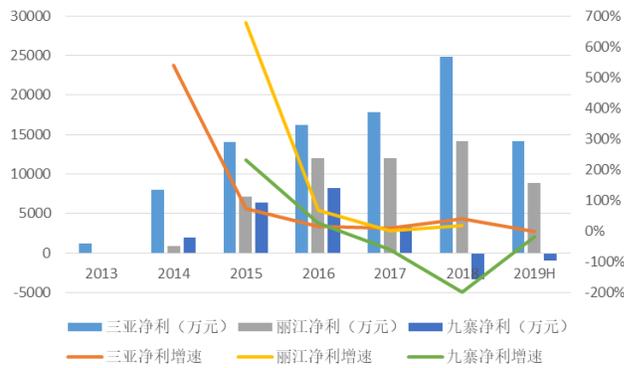


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



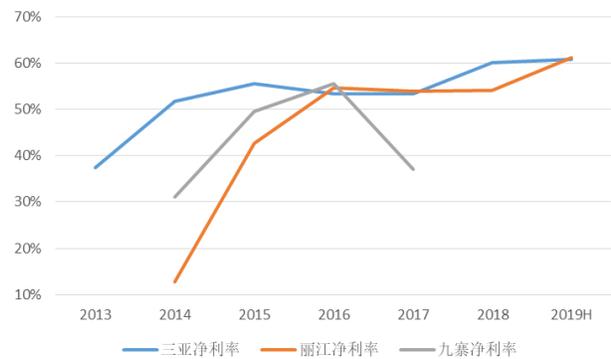
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表33: 三大异地项目净利润情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表34: 三大异地项目净利率情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

三亚项目发挥先发优势，迅速抢占市场，18年以来竞争加剧。 三亚项目在2013年开业时，当地仅有零星几台小规模演艺项目，公司发挥先发优势，在三亚当地整体演艺水平不高的情况下，凭借其管理创新能力和成熟运作模式，迅速在三亚打开市场，实现规模的快速扩张。2018年以来三亚增加多个大型驻场演出，包括亚特兰蒂斯《C秀》、《红色娘子军》、《田野狂欢》等。在市场竞争加剧的背景下，《三亚千古情》凭借多年积累的知名度和渠道优势，目前客流量仍然占据三亚演艺市场首位。

与竞争对手在内容与位置上形成差异化。 从内容上看，《田野狂欢》主打田园风情，《红色娘子军》是抗日题材，《C秀》融合了舞蹈、杂技、空中艺术和科技元素，与千古情形成一定的差异化。从位置上看，千古情和《红色娘子军》位于三亚湾市区，交通更加便利；《C秀》和《田野狂欢》位于海棠湾，交通存在一定障碍。三亚市游客体量庞大，过夜游客数量连续多年保持10%左右的增长，预计随着新增项目的成熟，一方面当地整体旅游演艺转化率会有所提升，另一方面公司客流有被分流的可能性。

图表35：三亚地区有关剧目竞争分析

剧目	位置	演艺形式	出品方	投资额	演出场次	座位数	首演	票价	时长
三亚千古情	市区	主题公园+旅游演艺	宋城演艺	4.9亿	3-6场,旺季加演	4700	2013年	280	60分钟
亚特兰蒂斯C秀	海棠湾 海豚湾 剧场	剧场演出	复星旅文		每天2场	1800	2019年2月	258	60分钟
田野狂欢	海棠湾 水稻国家 公园	大型山水实景演出	山水盛典	近亿元	每晚1场	2700	2018年1月	340	50分钟
红色娘子军	三亚 槟榔河演 艺公园	沉浸式实景影画	陕西旅游集团	5亿	每晚1场	2400	2018年7月	238	70分钟
骏达车技表演	三亚 骏达车技 表演馆				每晚1场	1600	2014年1月	218	70分钟

资料来源：Wind，太平洋研究院理

2、丽江千古情

丽江项目旅游整治后重启高速增长模式。丽江项目于2014年开业，2015和2016年营收分别实现134%和30%的高速增长，2017年云南省旅游整治导致项目增速下滑，当年营收和净利基本与上年持平。2018年开始，丽江项目再次开始爬坡，2018年营收2.63亿/+17.5%，净利润1.42亿/+17.9%，毛利率73%；2019H营收1.45亿/+31%，毛利率79.6%/+6.9pct。目前云南旅游市场整治成效显著，而丽江千古情也一直在努力提升演出和服务品质，不仅对《丽江千古情》进行了全息改版，引入《藏迷》，还推出5D实景剧《大地震》和“我回纳西”主题活动。公司通过渠道结构优化，提升散客和线上线下的终端销售占比，目前散客+中端客流占比7成左右，拉动整体营业收入和利润的增长。

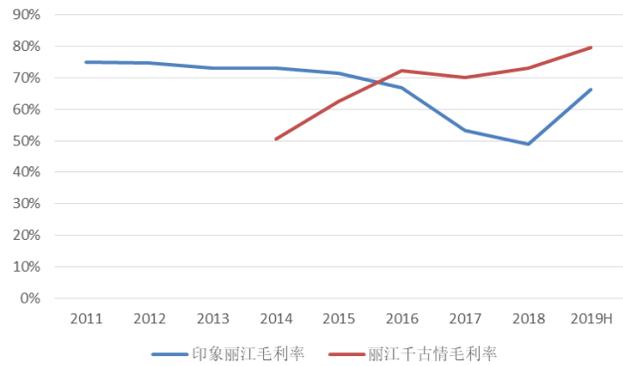
后来者居上，占据丽江市场首位。《丽江千古情》在当地的主要竞争对手是《印象·丽江》，后者是张艺谋导演的大型实景演出，位于玉龙雪山景区内。从近几年两者的营收和毛利率变化可以看出，在2014年《丽江千古情》进入丽江市场后，2015年开始《印象·丽江》的营收和毛利率出现了明显的下降，市场份额逐步萎缩，特别是2017年云南旅游整治高峰期，《印象丽江》营收出现明显加速下滑，今年以来随着玉龙雪山客流的回暖，项目营收增长显著。对比之下，《丽江千古情》开业5年以来（包括旅游整治期间）营收始终增长，毛利率稳步提升，显示出公司在项目管理、节目质量和渠道营销上的优势。

图表36：印象丽江与丽江千古情营收变化对比

图表37：印象丽江与丽江千古情毛利率变化对比



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表38：丽江地区有关剧目竞争分析

剧目	位置	演艺形式	出品方	投资额	演出场次	座位数	首演	人均票价	时长
丽江千古情	宋城景区	主题公园 旅游演艺	宋城演艺		每天 2-3 场, 旺季加 演	2900	2014年3月	300	60分钟
印象丽江	玉龙雪山 甘海子蓝 月谷剧场 露天舞台	室外实景 演出	三湘印象	2.5亿	每天 2-3 场	3800	2006年7月	248	65分钟

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、九寨千古情

九寨项目受地震影响，重新开业暂不确定。九寨千古情于2014年5月开业，开业后营收迅速增长，毛利率提升，2016年九寨沟项目营收1.48亿/+13.8%，2017年8月九寨沟受地震影响关闭，公司九寨沟项目停业。根据新闻报道，九寨沟景区将于2019年9月23日预开放，国庆节期间正式开放，限流5000人。目前公司九寨沟项目已经重整完毕，后续项目重新开业时间将综合考虑九寨沟灾后恢复情况、政府的统筹安排和淡旺季特点、以及进入九寨沟的游客量等因素来确定，预计将于2020年旺季来临前重新开业。

(三) 第二轮复制项目如荼展开

积累成功经营，开启第二轮扩张。第一轮扩张结束后，公司利用2-3年时间对已有项目进行了优化和经验总结。2018年公司开始第二轮扩张，此次扩张相比第一次扩张在大小选址上更加成熟，成本控制上更加优化，投资形式更加多样化，同时公司开始探索从旅游演艺向城市演艺的扩展。2018年7月和2019年6月公司分别开业了桂林和张家界项目，2019年

上半年上海和西安项目计划开业，此外还有郑州轻资产项目、佛山项目、西塘演艺谷，澳大利亚项目等处于建设期和策划期，预计于2020年-2022年完工开业。

图表39：第二轮复制项目具体情况

二轮复制项目	开业时间	位置	占地面积	经营方式	投资金额
桂林千古情	2018年7月27日	桂林市阳朔县阳朔镇驷马村	161亩	宋城演艺70%，桂林旅游30%	5亿，土地1.12亿
张家界千古情	2019年6月28日	武陵源区索溪峪镇文凤居委会百花洲	147亩	100%持股	6亿，土地1.07亿
西安千古情/中华千古情	预计19年	西安浐灞生态区世博园内，	约100亩	西安世园投资（集团）有限公司持股20%，公司持股80%	6亿，房屋建筑租赁使用
上海项目	2018年9月27日开工，2020年开业	世博园浦东园区		宋城演艺88%；上海世博东迪12%	7亿，场馆租赁
岭南/佛山千古情	预计2020年3月	佛山市南海区西樵镇听音湖片区	项目用地面积约90亩	2018年12月4.49亿受让佛山项目100%股权	一期投资7亿元、政府提供3.7亿
西塘宋城演艺谷	2018年12月30日开工奠基/预计2021年开业	西塘镇西塘港南侧	招拍挂摘得首期约132亩的土地使用权，本项目占地面积约350亩	100%持股	首期10亿
澳洲传奇王国	预计2019年中下旬动工，建设周期2年	昆士兰州	44.89万平	100%持股	20亿/土地3.3亿

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

1、桂林千古情

桂林千古情开业一周年演出千场。 桂林千古情景区于2018年7月27日正式营业，宋城演艺持股70%，桂林旅游持股30%，开业当年推出了一系列活动，在节日高峰期间单日演出可达6场。2018年桂林千古情实现营收4266万元，净利润微亏109万元，2019H实现营收7483万元，净利润1951万元。桂林千古情开业一周年累计演出约1000场，接待游客近360万人次，成为广西地区演出场次、观众人数最多的大型旅游演出，千古情景区也成为广西文化旅游的新地标。

桂林旅游客流高增长，转化率有待提升。 桂林市是全国知名的旅游胜地，客流基础好，增速高。据桂林市旅游局数据统计，2018年桂林市接待游客10915.31万人次/+32.58pct，实现旅游总消费1388.28亿元/+42.86pct，桂林市旅游需求旺盛，客流增速高。千古情景区位于桂林阳朔，当地的直接竞争对手是《印象·刘三姐》，《印象·刘三姐》是张艺谋导演的山水实景演出，2004年公演，至今已经演出超过7000场，具有很高的知名度。公司千

古情景区开业后凭借过硬的产品和有效的营销手段迅速提升市场占有率，目前客流收入已经超过《印象·刘三姐》，形成了一定的市场影响力。

图表40：桂林地区有关剧目竞争分析

剧目	位置	演艺形式	出品方	投资额	演出时间	座位数	首演	人均票价	时长
桂林千古情	宋城景区	主题公园旅游演艺	宋城演艺	5亿	每天2场，旺季加演	3200	2018年7月	260元	60分钟
印象·刘三姐	阳朔	室外实景演出	三湘印象	1亿	每天2场	2200	2004年3月	236元	65分钟

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、张家界千古情

张家界千古情开业伊始，期待表现。2019年6月28日，张家界千古情项目正式开业。张家界千古情位于武陵源区索溪峪街道百花洲，距离张家界国家森林公园东南门4公里。武陵源区是旅游集散中心，周边住宿、餐饮配套齐全，客流量非常大，2018年接待游客3000万人，为项目提供了很好的客源基础，项目开业一个月内就创造了一天连演6场的纪录。

当地演艺市场竞争相对激烈。张家界旅游演艺市场发展相对成熟，目前拥有《魅力湘西》、《天门狐仙》、《烟雨张家界》等多台演艺项目，未来还会有《遇见大庸》等产品上线。从地理位置看，与《张家界千古情》构成直接竞争的是《魅力湘西》，《魅力湘西》位于武陵源核心区，张家界森林公园大门口，地理位置更加优越，但《张家界千古情》演出时间更加灵活，采用了更丰富的科技元素，视觉震撼力强，开业初期让利渠道，快速占领了一定的市场份额。

图表27：张家界地区有关剧目竞争分析

剧目	位置	演艺形式	出品方	投资额	演出时间	座位数	首演	票价	时长	接待人数
魅力湘西	武陵源核心区入口处	剧场演出	改版后冯小刚	4.5亿	每晚两场	2880	2000年(2017年改版升级)	208	90分钟	2017年115万
天门狐仙	张家界·天门山·天门狐仙峡谷大剧场	山水实景演出，魔幻音乐剧	梅帅元	1.2亿	每年3月初-12月上旬，每晚8:20	3050	2009年9月17日	188	90分钟	2018年39.8万
烟雨张家界	黄龙洞景区哈利路亚音乐厅	大型3D民族风情歌舞剧	天下凤凰传媒公司	1.6亿	平均每天3场，高峰6场	800	上映约10年(2015/2018年升级)	210	70分钟	2017年60多万

遇见大庸	大庸古城	室内情景剧		1.2 亿			预计 2019 年 10 月			
------	------	-------	--	-------	--	--	----------------	--	--	--

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

3、西安千古情

西安千古情创新采用轻重资产相结合的模式。西安千古情预计于2020年上半年开业，项目位于西安浐灞生态区世博园内，处于参观兵马俑回程的必经之路，与兵马俑形成旅游动线，有助于为景区引流。项目占地面积约100亩，目前建成4个剧院，形成演艺集群。项目公司由宋城演艺持股 80%，西安世园投资持股 20%。项目首次采取轻重结合的模式，西安世园投资负责项目建设，提供演出场所及停车场等配套基础设施，与项目公司签订租赁合同，以300万/年的租金租用20年以上。

西安历史文化资源丰富，旅游客流优势明显。西安是陕西省会、十三朝古都，中华文明和中华民族重要发祥地，中国四大古都之一丝绸之路经济带的经济、文化、商贸中心。西安有两项六处遗产被列入《世界遗产名录》，旅游资源极为丰富，2018 年接待国内旅游人数 2.47 亿人次/+36.73%，旅游消费2555亿元/+56.42%。

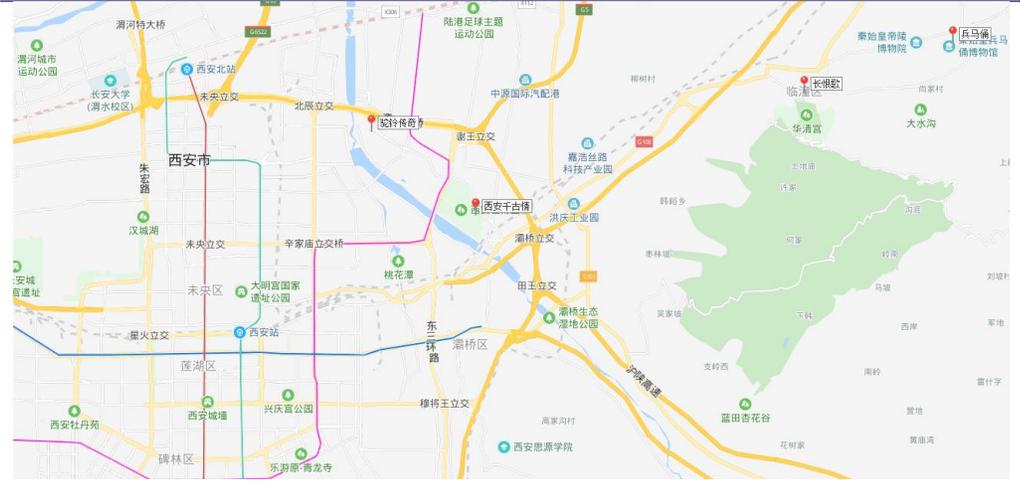
当地旅游演艺市场竞争较小，未来发展空间广阔。西安游客体量庞大，但当地旅游演艺市场竞争压力相对较小，较知名的项目有《长恨歌》和《驼铃传奇》。《长恨歌》位于华清宫景区，距离市区较远，且为实景演出，天气恶劣时会停演，每年冬季的11月1日-3月22日停演。《驼铃传奇》是华夏文旅在西安旅游度假区打造的驻场演出，度假区2018年4月开业，除了剧场演艺外还包括海洋公园、水世界、西安先祖部落景区及酒店餐饮商业等配套设施，预计《驼铃传奇》将成为《西安千古情》在当地的主要竞争对手，但是考虑到当地庞大的客流基础，竞争影响有限。

图表28：西安地区有关剧目竞争分析

剧目	地理位置	演艺形式	出品方	投资额	演出时间	座位数	首演	票价	时长
长恨歌	华清宫	大型实景历史舞剧	陕西旅游集团	9000 万	每年 3 月下旬-10 月底，每晚 2 场	2600	2007 年 / 2015 年升级改版	218 元	70 分钟
驼铃传奇	华夏文旅西安度假区，市区	剧场演出，360 度旋转观众席	华夏文旅	1 亿	每天两场	3000	2018 年 4 月 1 日	238 元	60 分钟

资料来源: 互联网资料, 太平洋研究院整理

图表41：西安千古情、兵马俑及竞争对手地理位置



资料来源：百度地图，太平洋研究院整理

4、上海千古情

首次落户一线城市，实现重大突破。2015年11月17日，公司与上海世博合作签署战略合作，成立上海“宋城演艺·世博大舞台”项目，进一步拓展城市人群、开发城市演艺市场，上海项目是宋城演艺首次落户一线城市、实现从旅游演艺走向城市演艺的重大突破。2018年9月27日，上海项目正式开工建设，预计2020年上半年开业。

兼顾旅游演艺和城市演艺，推出高水准剧目。上海项目规划了不少于3台的演出，其中《上海千古情》立足于上海恢弘的历史长卷，用高科技国际化的舞台手段，讲述了上海浦江风云、波澜壮阔的篇章，适合各年龄段人群；《我回上海滩》采取沉浸式演出，吸引年轻人；《上海一秀》以国际歌舞秀的形式吸引商务客人；此外公司还会联合黄浦江码头文化，做一个室内到室外的延伸。

图表42：上海项目拟打造的三台剧目

剧目	演艺形式	座位数	剧目特色
我回上海滩	大型沉浸式演出	500	用全新的先锋艺术方式、互动式的体验，以及魔幻、诡秘、穿越、多维度、多空间的手段，让观众共同穿越回上世纪二三十年代的上海滩。
上海一秀	国际歌舞秀	2000	国际歌舞秀，专业、高雅、充满国际范，呈现上海国际都市的风情，让世博大舞台化身为国际化的艺术殿堂，让市民和游客不出国门尽享异彩纷呈的国际文化艺术大餐。

上海千古情	大型歌舞	3000	立足于上海恢弘的历史长卷，用高科技国际化的舞台手段，讲述了上海浦江风云、波澜壮阔的篇章。演出分为《申沪溯源》《上海 1921》《黄金时代》《血肉磨坊》《风从海上来》等幕，将上海红色文化、海派文化、江南文化融为一体，带给观众视觉冲击和心灵震撼。
-------	------	------	---

资料来源：互联网资料，太平洋研究院整理

响应上海市号召，为打造“亚洲演艺之都”发力。2017年上海市提出了打造“亚洲演艺之都”的目标，重点支持环人民广场演艺活力区等8个演艺集聚区建设，加快形成演艺产业集聚效应。宋城演艺对上海的进军，正是对上海政府“打造亚洲演艺之都”目标的响应。上海市作为国际知名城市，目前尚没有知名的驻场演艺节目，“上海千古情”这样的标志性驻场演出项目，势必会为上海的演艺事业带来腾飞。

5、其他储备项目

西塘演艺谷探索多业态融合，打造长三角演艺中心。西塘项目位于长三角城市群核心区，背靠万亿级的旅游、文化市场蓝海，具有很强的区位优势和发展潜力。项目占地面积约350亩，首期投资规模预计10亿元，在以往“主题公园+旅游演艺”核心模式上做出提升，是一个集“文化演艺、湿地公园、节庆会展、科技博览、休闲体验”于一体的超级综合项目，满足西塘文化、旅游、演艺配套功能，打造线上线下全产业链。项目已于2018年底开工，预计2021年对外营业。

立足粤港澳大湾区，打造《佛山千古情》。基于对项目所在地丰富的文化、旅游资源、消费实力的综合考量及未来发展趋势的长期看好，佛山项目由轻转重，公司计划一期投资7亿元，项目受到当地政府的大力支持，获得政府项目进驻扶持资金人民币 3.7 亿元，项目计划于2021年开业，目前处于项目建设和剧目编排期。

澳洲项目实现海外拓展，打造国际化宋城。公司2016年公布了澳洲项目计划，并购置了45万平米的土地，目前澳洲项目进展较慢，主要是因为政府规划中的高速公路会通过项目选址，导致公司澳洲项目的入口等设计方案需要同步做适应性调整，项目开业时间延后，但交通改善对项目构成利好，同时公司也根据市场情况对澳洲项目的投资额及建设内容进行了调整和优化。

四、公司核心竞争力分析

（一）盈利模式清晰，

传统的主题公园和演艺各有弊端。传统主题公园过度依赖于大型游乐设备，占地面积大，土地购置、项目建设和设备采购成本高，设备维护需要持续的投入，高额折旧摊薄利润，盈利能力有限。传统演艺编创和运营分离，内容更新慢，游客停留时间短不能带来二次消费，门票销售过度依赖渠道。

宋城项目整体投资小，爬坡期短，盈利能力强。公司“主题公园+旅游演艺”的模式相对主题公园占地面积小，建设和运营维护成本低。公司景区面积多在100亩左右，单个项目初始投资多为5亿元左右，一般不超过10亿，远少于大型主题公园几十亿的投资。按照惯例，公司项目如果在上半年开业，会在当年实现盈利，下半年开业会在第二年实现盈利，盈利能力非常好。

图表43：宋城演艺目前项目投资及占地面积情况

项目	初始投资额 (亿)	占地面积 (亩)	剧场座位数	开业时间	盈利年份
杭州		74	3189+4500	1996年	
三亚	4.9	80	4700	2013年9月	2013年
丽江	3.34	140	4700	2014年3月	2014年
九寨	2.98	33	3700	2014年5月	2014年
桂林	8	160	3200	2018年7月	2019年
张家界	6	170	3300	2019年6月	
西安	10	100		预计2020年	
上海	8		5000-6000	预计2020年	
佛山	7	90		预计2021年	
西塘	10	首期135		预计2021年	
澳洲	20	约673			
迪士尼	340	1740		2016年6月	首个财年
北京欢乐谷	30	1500		2006年7月	

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

“主题公园+剧场”模式能够有效提升游客容量和停留时间。小型的主题公园作为游客载体，能够大大提升游客的容量，公园内多元化的互动形式和丰富的消费场景提升游客停留时间，增加门票意外的二次消费。公司的剧场座位数量都在3000以上，三亚、丽江剧场作为数量多达4700，有效提升单场演出的客容量。2018年上海迪士尼接待客流1180万人次，杭州宋城接待游客超过1000万人次，游客体量能够与迪士尼相媲美。

剧场演出受限小，边际成本低。实景演出往往在冬季和恶劣天气时会停演，演出场次

受时间影响往往限于1-2场。剧场演出相对于实景演出优势明显，首先不受时间、天气和自然环境限制，舞台设计上能够充分利用科技手段和声光电营造氛围，旺季可以根据客流需要加演至10场以上，当客流超出现有剧场承载量时，可以增加二号剧场提升景区容量上限。增加演出场次在成本上仅增加演员工资及能源消耗，边际成本非常低，是公司有效提升盈利能力的关键。

图表44: 《丽江千古情》与《印象·丽江》的盈利能力对比

	2018年		2019H	
	丽江千古情	印象丽江	丽江千古情	印象丽江
演出场次	930	520	548	350
平均每天演出场次	2.5	1.4	3.0	1.9
收入(万元)	26696	9843	14480	7736
利润(万元)	14198	1953	8849	3331
毛利率	73%	48.82%	79.61%	66.37%
净利率	53.2%	19.8%	61.1%	43.1%
每场收入(万元)	28.71	18.93	26.45	22.10
每场利润(万元)	15.27	3.76	16.16	9.52

注: 2019H丽江千古情演出场次为推算

资料来源: 公司公告、市场调研, 太平洋研究院整理

异地复制模式成熟，多点开花实现跳跃式增长。公司从项目的规划设计到剧目的创作编导都有标准化的模式，便于进行异地复制，目前公司的项目主要集中在一线旅游景区，依靠景区的客流给项目引流，实现白天游览景区，晚上观看演出。目前国内类似的一线旅游目的地还有很多，以公司每年开业2-3个的开业速度看，拓展空间仍然很大。此外，公司近年开始发展城市演艺，本地人口和旅游人口都比较密集的城市也成为公司项目的可选目标，优质演艺项目的城市名片作用和税收贡献让公司在业务拓展中很容易获得政府的支持，保证了后续异地拓展的可持续性。

(二) 编创团队稳定，持续创新能力强

对现有项目持续升级改造，丰富演出内容。公司在董事长、千古情系列总导演黄巧灵的带领下，打造了一支具有丰富经验、独立完整、专业自主的规划设计和编创演出团队。公司对已有项目持续升级改造，坚持“每月一小改，每年一大改”的目标，游客再次观看演出也能够看到新的内容。除了千古情演出外，景区内增加了多个小表演，提升游客体验的丰富度，如丽江景区内增加了《藏谜》、《丽江恋歌》、《大地震》，穿插在千古情演

出中间，逐渐成为演艺集群。

新项目上保持每年2-3个项目的创作节奏。公司目前每年2-3个项目开业，包含重资产和轻资产项目，编创团队能够充分结合自身的创新理念，深入挖掘当地文化，结合5D及VR全息高科技，打造具有竞争力的产品。此外，对于受年轻观众喜欢的小众剧目公司还会通过采购的形式，保证演出内容的多样性，满足不同群体的喜好。

（三）重视话题营销，提升散客和终端占比

重视创意营销，制造话题效应。公司在营销上充分发挥创意能力，线下线上联动开展创意营销，制造话题效应，推动媒体自发传播，形成了巨大的社会宣传效应，同时公司注重自媒体和公众号的运营，实现产品和服务在消费者中的低成本广覆盖，持续提升公司的品牌效应。

关注团散比，推进渠道的散客化和电商化。公司目前主要的销售渠道包括旅行社、散客和线上线下终端（线上指旅游电商，线下指酒店、出租车、便利店等代销），公司会充分考虑当地市场特点、深入分析竞争优势、提炼产品核心卖点，针对不同渠道制定合理的票价体系。开业之初，门票销售更多的依赖旅行社渠道，随着项目知名度的提升，与旅行社的结算价也会逐步提高。散客和终端门票销售的结算价远高于旅行社，公司积极推动终端和散客占比的提升。在互联网化、互联网移动化和新媒体崛起的背景下，公司开发了分润系统和团队预订系统，并在各景区积极推广，有效控制了市场价格体系，刺激了终端市场推广的积极性。

散客和终端占比逐步提升。目前杭州宋城的散客占比约为65%，三亚开业以来散客占绝对多数，最近两年也在注重开拓团队市场，注重团客开发，目前散客占比80%。丽江项目今年受益于云南整治见成效，且公司电商独木桥分润系统以丽江为蓝本调整，与客栈的分润系统等优化推动，目前散客、终端收入占比70%左右。桂林、张家界等新市场还在开拓，团队收入占比在60-70%，未来会持续优化。

（四）开拓城市演艺，打开成长空间

城市演艺客流基础更庞大，市场空间更广阔。公司目前的项目以旅游演艺为主，主要布局于一线景区，随着演艺行业市场竞争的加剧，公司有意开拓演艺谷业务，北上广等一线城市以及经济发达、人口集聚的珠三角、长三角区域内的二三线城市是布局的重点。文旅消费是国家释放消费潜力的重点领域，目前很多城市还没有文化演艺的聚集区，发展城市演艺符合政策方向，对周边产业的带动能力强，容易得到当地政府的支持。城市演艺采取演艺集群的方式，多个剧院同时上演多种类型的演出，满足本地居民和游客的休闲娱乐

需求。

演艺谷模式首先在杭州宋城落地。演艺谷形态首先在杭州宋城进行深度打造，今年底三号、四号剧院建成后，加上改造后的丽江恋歌剧院，景区内3000个以上座位的剧院就有五个，目前规模较大的演出包括《杭州千古情》、《大地震》、《丽江恋歌》、《映山红》，明年增加至10台左右，此外公司还会通过引进外部演出进一步丰富演艺谷的内容，满足不同观演人群的需求，带动本地居民和游客的重复消费，进一步打开成长的天花板。

未来西塘和其他珠三角或重点二线城市更值得期待。西塘演艺谷地处长三角核心区，地理位置优越，未来会围绕更大规模的项目体量、剧目内容、市场覆盖面和游览周期去打造。珠三角地区也是公司未来演艺谷落地的重点地区，值得期待。

（五）轻资产项目输出，增加盈利点

积极开发轻资产，打造多个盈利点。与投资巨大的重资产项目不同，轻资产输出业务基于公司多年经营形成的业务能力和品牌积淀，向合作方提供品牌授权、规划设计、导演编创、托管运营等服务，并通过收取一揽子服务费用及受托经营管理费的方式实现业务收入。已经开业运营的轻资产输出项目有位于湖南宁乡的《炭河千古情》和江西宜春的《明月千古情》，正在建设中的项目有位于河南新郑市的《黄帝千古情》。

图表45：公司轻资产项目详情

项目名称	开业时间	项目地理位置	占地面积	总投资	服务费	管理费	合同签订	合同时长
炭河千古情	2017年7月3日开业	湖南宁乡市		25亿	2.6亿	营收20%	2016年6月21日	5年
明月千古情	2018年12月28日开业	江西省宜春市温汤镇明月千古情景区内	景区约150亩		2.6亿	待定	2017年7月6日	10年
黄帝千古情	预计2020/3/26	新郑市北部，紧邻郑州	总占地260亩，景区100亩		2.6亿	营收20%	2017年11月9日	5年

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

《炭河千古情》开业两年成绩优越。《炭河千古情》2017年7月3日开园，开业一周年累计演出1000余场，接待游客超过400万人次，营业收入突破1.6亿元，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。2019年上半年受区域市场坐落和容量等因素影响，项目整体表现同比有所下滑但仍好于预期。

《明月千古情》稳步运营，《黄帝千古情》2020年开业。《明月千古情》于2018年12月28日在宜春成功首演，开业半年多来公司针对景区氛围、运营管理等各个方面进行优化与提升，游客满意度高。《黄帝千古情》项目工程建设稳步推进，目前已完成《黄帝千古情》剧院的前期设计对接与演艺设备对接，预计将于2020年建成开业。

轻资产项目毛利率高，持续贡献管理费收入。目前公司签约的3个轻资产项目服务费均为2.6亿元，包括品牌授权费及使用费、概念性方案规划设计费、剧目创作费、剧目编导费、开业策划费等支出。服务费会根据项目推进情况分期结算收益。项目开业后公司对项目进行日常经营管理，按照景区经营收入的20%收取基本管理费。2018年轻资产项目贡献设计策划费9262万元，毛利率高达96%。

（六）六间房成功出表，专注现场演艺

六间房出表，公司重新聚焦现场演艺。2019年4月底，六间房与密境和风完成第二步重组，公司丧失对六间房的控制权。重组后的公司奇虎及其一致行动人持股39.54%，宋城演艺持股39.53%，周鸿祎成为六间房实际控制人。公司对六间房的核算方法由成本法改为权益法，未来六间房对公司的业绩贡献将以投资收益的形式体现。

大幅降低公司商誉风险。2015年公司收购六间房的成本为25.67亿元，形成商誉23.7亿元；2017年六间房3.8亿元收购灵动时空，形成商誉3.71亿元，累计商誉27.41亿元。2015-2018年期间六间房超额完成业绩承诺，但商誉风险高，业绩增速下滑，行业监管趋严以及线上线下业务协同困难等因素，促成了六间房与花椒直播的重组，花椒重组后公司商誉风险解除。

花椒重组贡献投资收益。花椒直播聚焦移动直播市场，依靠明显主播获取流量，用户多生活在一二线城市。六间房主打PC端直播，以素人主播为主，用户集中在三四线城市，二者在业务上有很好的协同效应，上半年六间房自身经营与去年同期基本持平，花椒开始明显减亏。重组给公司带来一次性投资收益1.53亿元，2019年1-4月公司持有六间房77%股权，收益约7300万元，5-6月出表后带来长期股权投资收益约1400万，未来六间房将持续贡献投资收益。

五、盈利预测及投资建议

国内演艺行业龙头，第二轮扩张业绩提速。2019年4月六间房出表后，现场演艺是公司的核心业务和主要收入利润来源。公司依托“宋城”和“千古情”两大品牌，产业链覆盖旅游休闲、现场娱乐、互联网娱乐。目前公司拥有杭州、三亚、丽江等成熟项目，因地震原因而暂时停业的九寨项目也预计将于2020年重新开业。目前公司正值第二轮扩张期，次

新项目中桂林项目已经进入业绩猛涨期，张家界项目2019年6月底开业，预计当年基本实现盈亏平衡，次年开始贡献盈利；西安、上海项目 2020年上半年陆续开业，两者所在城市的客流基础远超现有项目，且市场竞争较弱，有望贡献超预期业绩，按照公司过往项目经验预计 2020 当年贡献盈利；佛山项目和西塘项目估计2021年开业，两项目将持续带来增量。

图表46：公司重资产项目收入预测（百万）

原有项目		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
杭州大本营	营收	655.72	642.04	784.26	865.58	900.2	990.2	1089.2
	YOY	15.3%	-2.1%	22%	10%	4%	10%	10%
	毛利率		68.45%	70.17%	69.95%	68%	70%	70%
三亚千古情	营收	253.02	307.47	339.98	414.43	415	435.75	457.54
	YOY	58.6%	21.5%	10.6%	25.5%	0%	5%	5%
	毛利率	76.84%	74.5%	75.9%	80.7%	81%	81%	81%
丽江千古情	营收	171.2	222.56	227.24	262.76	341.59	409.91	463.19
	YOY	131.6%	30.0%	2.1%	17.5%	30%	20%	13%
	毛利率	62.39%	72%	70%	73%	73%	74%	75%
九寨千古情	营收	123.6	147.76	89.61	1.78	0	80	160
	YOY	94.7%	19.5%	-39.4%	-98.0%			100%
	毛利率	66.97%	69%	74%	2%		50%	70%
漓江千古情	营收				41.25	150	195	224.25
	YOY					264%	30%	15%
	毛利率				23.92%	65%	70%	72%
张家界千古情	营收					50	125	162.5
	YOY						150%	30%
	毛利率					23%	65%	70%
西安千古情 (预计2020年 开业)	营收						90	171
	YOY							90%
	毛利率						55%	65%
上海项目(预 计2020年开 业)	营收						120	228
	YOY							90%
	毛利率							30%
佛山千古情 (预计2021 年开业)	营收							80
	YOY							
	毛利率							55%
西塘演艺谷 (预计2021 年开业)	营收							50
	YOY							
	毛利率							55%
自营项目总 计	营收	1203.54	1319.83	1441.09	1585.80	1856.79	2445.88	3085.73
	YOY			9.2%	10.0%	17.1%	31.7%	26.2%
	毛利率	68.78%	70.22%	72.6%	70.6%	70.4%	69.2%	70.9%

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2019和2020年是轻资产项目策划费计提高峰。明月千古情2018年底开业，预计2019年

将计提大部分的策划服务费，黄帝千古情预计2020年3月开业，2020年将计提大部分的服务费。此外，公司将按照各项目营收的20%计提管理费，轻资产项目将持续贡献利润。

图表47：公司轻资产项目收入预测（百万）

轻资产项目		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
炭河千古情	策划费（百万）	123	137				
	管理费（百万）		20	35	33	36	39
	客单价（元）		40	50	55	60	65
	客流量（万）		200	350	300	300	300
	收入合计（百万）	123	157	35	33	36	39
明月千古情	策划费（百万）			58	202		
	管理费（百万）				25	33	42
	客单价（元）				50	55	60
	客流量（万）				250	300	350
	收入合计（百万）			58	227	33	42
黄帝千古情 (预计2020 年开业)	策划费（百万）					210	50
	管理费（百万）					10	33
	客单价（元）					50	55
	客流量（万）					100	300
	收入合计（百万）					220	83
合计收入		123	150	93	260	289	164
毛利率		51%	52%	96%	53%	54%	55%

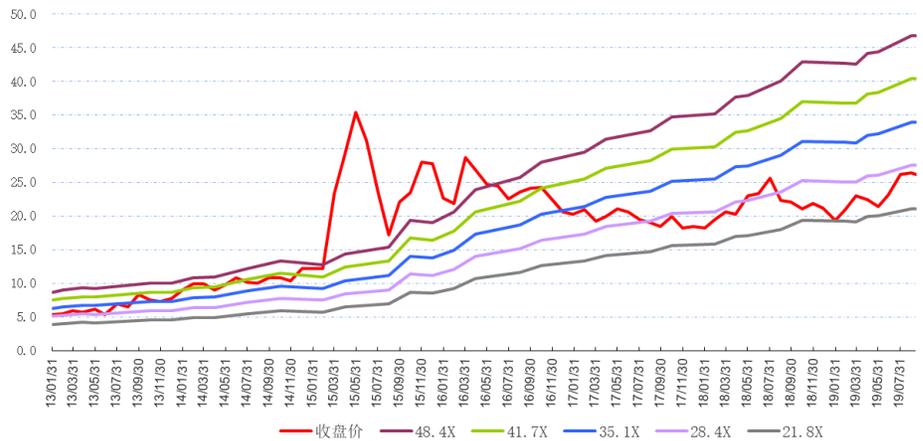
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

按照以上假设，我们预计公司2019-2021年的收入分别为28.5亿元/31.4亿元/37.2亿元，同比增速分别为-11.1%/10.2%/18.5%，归母净利润分别为13.5亿元/14.2亿元/17.4亿元，同比增速分别为5.5%/5.6%/22.5%，对应EPS分别为0.93元/0.98元/1.2元，对应PE分别为28倍/27倍/22倍。

如果扣除六间房影响，公司旅游主业2019-2021年的营收分别为24.7亿元/31.4亿元/37.2亿元，同比增速分别为25%、27.3%、18.5%，归母净利润分别为10.7亿元/13.3亿元/16.4亿元，同比增速分别为22.9%、24.9%、23.4%。对应EPS分别为0.73元/0.92元/1.13元，对应的PE分别为32倍/26倍/21倍。

公司目前正值业绩加速期，估值有望从成熟期公司向成长期公司估值靠拢。2013-2014年是公司第一次异地扩张期，2015年业绩实现爆发式增长，公司2013年-2014年期间平均动态PE为38倍，PE区间为[29, 48]，相比之下，目前公司估值处于相对低位，我们给予公司2020年35倍PE，对应股价35元，推荐“买入”。

图表48：2013年以来宋城演艺动态PE



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

六、风险提示

公司存在新项目拓展速度低于预期的风险; 已有项目受恶劣天气、自然灾害、突发事件影响临时或长期停业的风险; 宏观经济下滑影响游客出行意愿的风险; 六间房盈利能力下滑致长期股权投资减值的风险等

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610)88321761

传真：(8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。