

宋城演艺：

疫情加速行业变革 城市演艺的破局者

2021-03-09

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
证券分析师：姜甜 0755-81981367 jiangtian@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080005



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

投资摘要

● 现场演艺：旅游、城市演艺共振，后疫情时代迎新变革

现场演艺行业2019年总规模500亿+，其中票房收入200亿元+ / +7%，增速快于电影票房，由旅游演艺（规模约70亿）和城市演艺（演唱会音乐节等40亿+，剧场演出80亿+）构成，供给创造需求，优质内容加速成长。行业溢出效应突出，百老汇、伦敦西区带动效应可达1:9、1:3；盈利二八分化，龙头凸显，成熟演艺项目盈利出众。疫情下演艺行业承压，倒逼旅游演艺和城市演艺加速转型，且2021年后行业复苏值得期待。

● 公司分析：模式优良，花房落定，疫后全面转型迎新成长

公司民企机制灵活，以小投入，高盈利的“主题公园+旅游演艺”全产业链模式成为国内旅游演艺绝对龙头。公司商业模式优良反复验证，2020年花房减值落定，后续有望聚焦演艺主业谋发展。疫情下，公司逆势加大投入，存量项目丰富（拟推室外演出、爱在系列演出覆盖更多客群）、探索演艺集群新模式（杭州试点初显成效，上海拟全面尝试）及组织人才优化（精细管理、引进人才等）三大转型，全面孵化新成长。

● 公司成长：新模式新项目下，未来3年业绩有望较19年翻番

一看国内游复苏下，公司存量恢复和新项目潜力有望逐步释放，若疫情影响消除，预计22年演艺主业盈利有望较19年增50%~60%+，23年有望较19年增75-100%；二看从1到4到N，预计公司全国总布点有望上看18-20个项目空间；三看演艺王国新模式探索，在对上海、珠海项目详细测算基础上，对标国外百老汇、法国狂人国等，我们预计未来5-10年，“演艺王国”城市演艺模式将开启公司第二增长曲线。终局思维下，若公司第二增长曲线充分验证，并假设3-4个潜在项目运营成熟，预计未来10年公司盈利空间有望上看38-56亿元。

● 投资建议：模式优良，复苏在即，新模式新阶段，维持买入

暂维持20-22年EPS-0.65/0.37/0.63元，21/22年估值55/32x，花房减值致20年拖累较大，但利空出尽后有助于公司聚焦主业成长。虽疫情仍影响短期业绩，但公司也借疫情契机重新打磨升级，未来一看存量复苏，二看2021年春季重磅上海项目有望开业，三看后续新项目持续落地。公司第一增长曲线过往已验证，目前处于疫后逐步恢复扩张周期+第二增长曲线拟初步验证的关键时点，新模式有望开启新阶段，维持“买入”评级。

● 风险提示：宏观、疫情等系统性风险；新项目开业进度或表现可能低于预期，大股东减持风险等。

目录

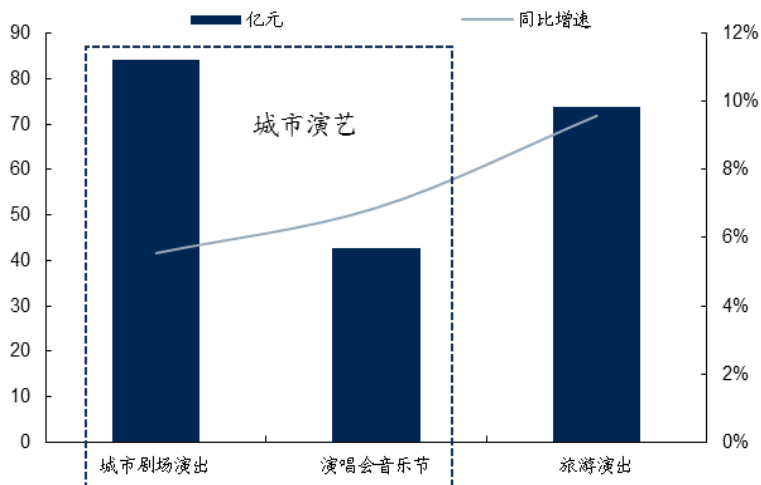
- 现场演艺：旅游、城市演艺共振，后疫情时代迎新变革
- 公司分析：模式优良高盈利，花房减值问题落定
- 疫情之下：公司三维转型，内容丰富模式创新谋新成长
- 中线成长：新模式新项目下，未来3年业绩有望较19年翻番
- 投资建议：模式优良，复苏可期，新模式新征程，维持买入
- 风险提示

- 现场演艺：
旅游、城市演艺共振，后疫情时代迎新变革

现场演艺：旅游演艺&城市演艺共振，稳定增长，内容为核心

- **现场演艺行业：总规模500亿+**，票房收入超**200亿元**：据中国演出协会数据，国内2018年各类演出市场总体规模514亿元/+5.03%。其中据中国演出协会联合灯塔研究院《2019年演出行业洞察报告》，2019年中国演出票房收入200亿+/**+7.29%**，保持稳定增长，增速相对快于电影等行业。
- **现场演艺构成**：主要包括**旅游演艺**和**城市演艺**。**旅游演艺**多位于旅游目的地，以外地游客为主，本地游客为辅，2019年收入规模约**70亿**上下，产品内容系关键，营销体系做支持；**城市演艺**则可以进一步分为**演唱会音乐节（规模40亿+）**及**各类剧场演出（规模80亿+）**等，多位于经济发达城市及其周边，主要针对本地客群，演唱会等以明星IP影响力为核心，而剧场演出则核心看内容是否优秀并是否具有持续的创新力，优质项目可全国巡演提升收益。

图 1：我国现场演艺的市场规模及构成情况



资料来源：灯塔研究院、中国演出协会等，国信证券经济研究所整理

图 2：我国现场演艺行业的主要构成及特点

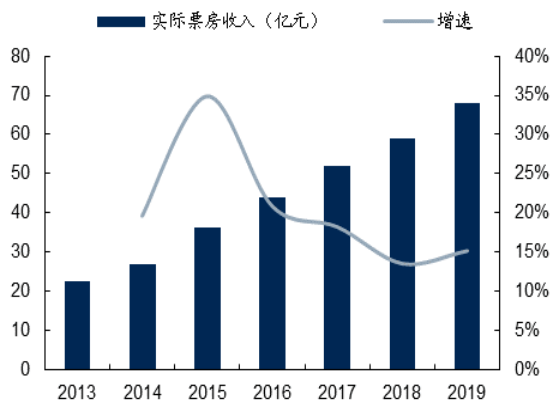
分类	客源	产品特点	细分品类
城市演艺	本地客源为主，外地客源为辅	优秀剧场演出具有良好生命力，并可全国巡演。优质内容并持续创新系核心。演唱会等则主要取决于明星IP影响力。	演唱会音乐会 话剧歌剧舞蹈 曲苑杂坛及其他
旅游演艺	外地客源为主，本地客源为辅	产品更新迭代要求相对次于城市演艺，但需要扎根一线旅游目的地，且具备良好的客源营销导入体系	主题公园演艺 剧场旅游演艺 实景旅游演艺

资料来源：灯塔研究院、中国演出协会、道略演艺等，国信证券经济研究所整理

现场演艺：旅游演艺&城市演艺共振，区域文化特色鲜明

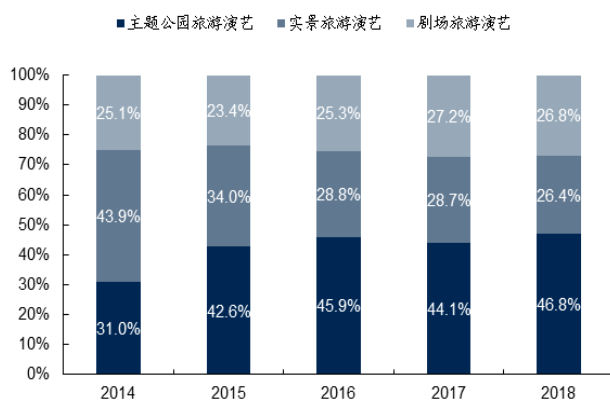
- **旅游演艺行业：**据道略演艺，我国**2019年旅游演出票房收入68.02亿元/+15.1%**，2015-2019年保持良好增长，由主题公园演艺、实景演艺、剧场旅游演艺三部分构成。其中主题公园演艺增长最快，达20.5%，2018年其台数占比仅10%左右，但估计票房占比达**46.8%**，产出优。从整体产业带动规模来看（产业带动系数大），我们预计国内旅游演艺产业规模有望数百亿量级。
- **城市演艺：**客单价较高，文化差异下区域分化，本地客群相对主导。国内城市演艺以专业剧场演出、驻场演出为主，包括演唱会音乐会、话剧歌剧曲苑杂坛、舞蹈演出等，本地客源为主，外地客源为辅。结合中国演出协会的统计，华东、华中及华南，演唱会+话剧歌剧等占比较高，一般在74-76%上下，占主导。从客单价来看，演唱会、音乐会的客单价则最高，可以达到1000元以上，而其他剧场演出等大概客单价400-900不等，整体均不低。

图 3：我国旅游演艺的收入增长情况



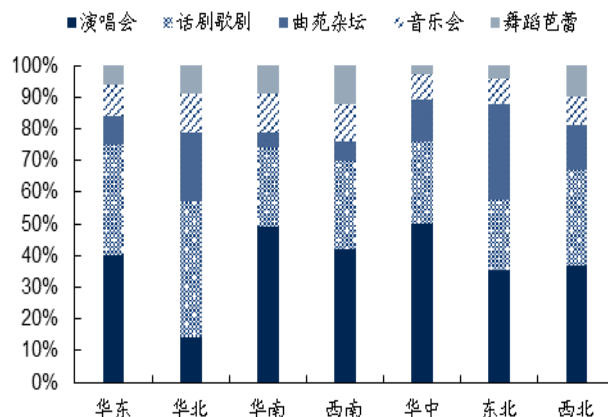
资料来源：道略演艺，国信证券经济研究所整理

图 4：我国旅游演艺的构成变化



资料来源：道略演艺，国信证券经济研究所整理

图 5：我国城市演艺（专业剧场演出）构成情况

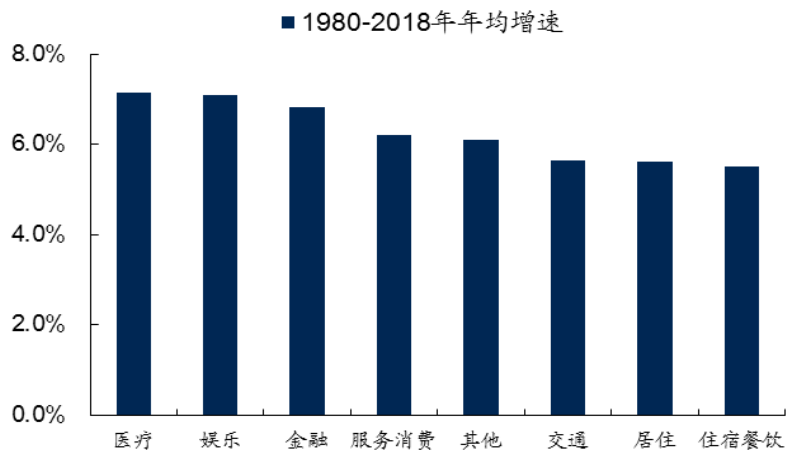


资料来源：中国演出协会，大麦网等，国信证券经济研究所整理

现场演艺：供给创造需求，优质内容迭出系行业核心增长驱动

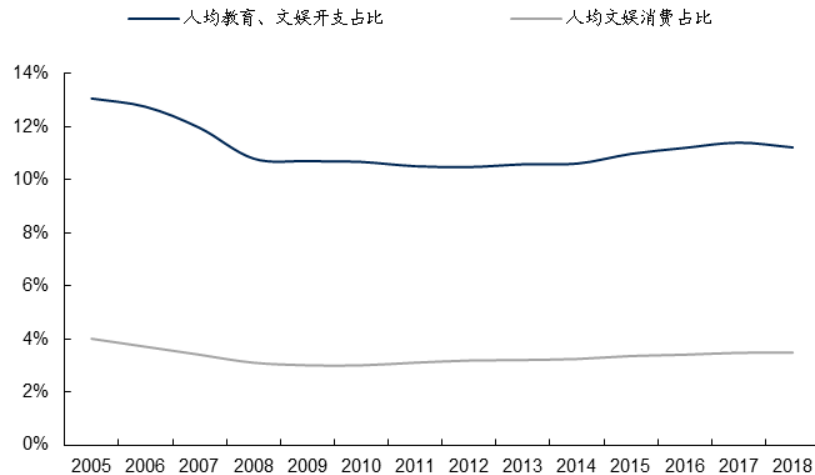
- 现场演艺的发展驱动：人均收入提升下文娱消费增加是基础，但优质内容迭出是增长驱动核心！
- 参考国际案例，收入提升文娱消费增加是驱动现场演艺发展的基础。国际来看，美国1978年人均GDP超过1万美金，其第三产业服务各项消费中，娱乐支出1980-2018年CAGR7%+，仅次于医药，相对领先。2019年我国人均GDP超过1万美金，为国内后续现场演艺发展奠定良好基础。
- 现场演艺行业本质供给创造需求，优质内容系核心。考虑房贷及教育压力，居民现场演艺消费具有选择性消费特征：不同年龄层，不同区域文化与审美差异，带来演艺产品内容要求、定位定价差异。比如20-30岁演出付费意愿较高，30岁+则偏亲子需求，部分区域相对偏好价格适中的产品等。但无论旅游演艺还是现场演艺，优秀内容系核心，新的优质项目本身创造需求推动行业成长。

图 6：美国1980-2018年第三产业服务各项消费增长情况



资料来源：BEA美国商务统计局等，国信证券经济研究所整理

图 7：房贷等压力带来人均文娱消费占比变化，但近几年略企稳有所上升

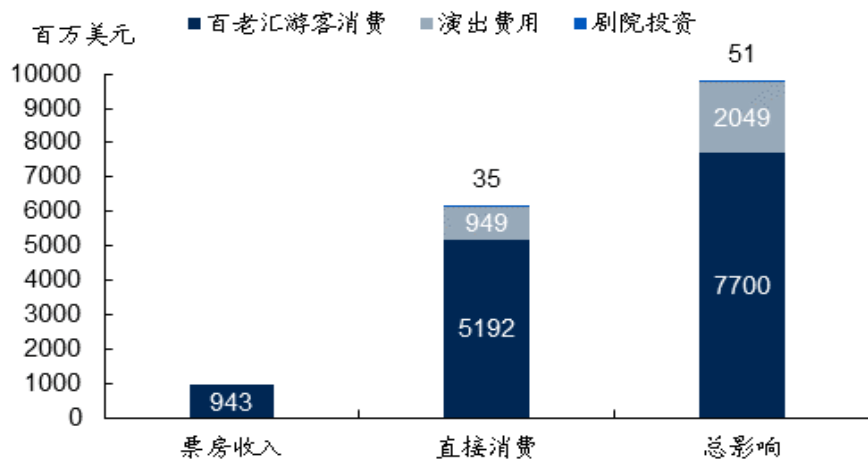


资料来源：道略演艺，国信证券经济研究所整理

现场演艺特点一：溢出效应突出，侧重雅俗共赏

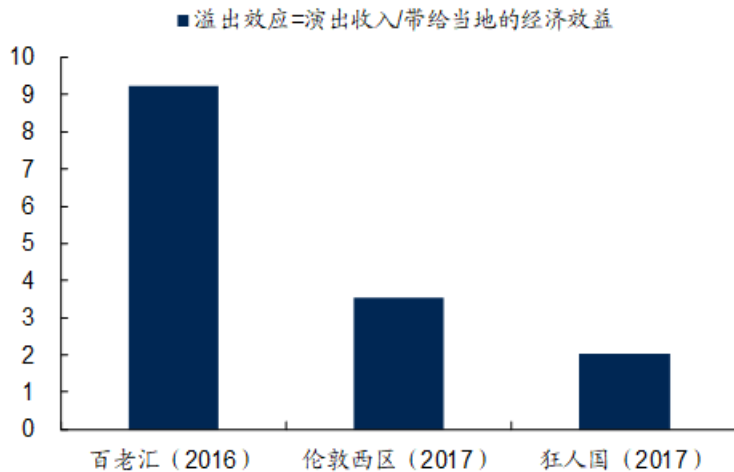
- **国外演艺集群模式显示溢出效应显著。**以纽约百老汇、伦敦西区和法国狂人国为代表的演艺集群，不仅通过演出赚取丰厚的收益，还为周边创造了丰富的就业岗位和巨大的经济效益结合我们此前报告分析，三者对周边经济带带动效应分别达到1:9、1:3、1:2不等，溢出效应凸显。
- **商业运营为核心，优质演出侧重雅俗共赏。**百老汇秀侧重商业化导向，在保证艺术性的同时也注重故事情节和演出的雅俗共赏，扩大受众面，并通过可观的商业回报吸引资源正向循环。
- **国内成熟旅游演艺项目验证溢出效应良好：**国内，自《印象刘三姐》成功公演后，对阳朔旅游带动明显，阳朔县旅游收入占全市比重从2004年的8%增长到2010年的19%。参考《空间秘探》，以敦煌为例，通过《丝路花雨》、《敦煌盛典》等演艺，游客停留时间由1.7天增加到2.4天。

图 8：2008-2009百老汇演艺对经济的贡献高达1: 10



资料来源：《Broadway's Economic Contribution to New York City 2008-2009》，国信证券经济研究所整理

图 9：国外演艺集群模式的溢出效应



资料来源：The Broadway League, Society of London Theatre, : 法国狂人国官网/APP, 国信证券经济研究所整理

现场演艺特点二：马太效应明显，成熟旅游演艺项目盈利出众

- **国外演艺项目盈利分化，马太效应明显。**结合我们2020年深度报告《不断进击的中国演艺新标杆》分析，百老汇和伦敦西区剧目，大制作下盈利分化明显。2006年之后的十年中，在百老汇上演的音乐剧中，有40%的剧作成功回收制作成本，亦为投资者赚到相当可观的利润。其中以《歌剧魅影》1988年上演，截至2016年，不含巡回与衍生商品，已经有了约500倍的营收。单一项目，若假设制作成本1200万，平均上座率9成，每周50万营运成本，上演2年，其营业利润率有望27%，上演4年，则营业利润率有望50%+，且还有全球巡演以及衍生产品，版权IP等收益。
- **国内旅游演艺项目：国内旅游演艺项目盈利二八分化特征鲜明。**参考《空间秘探》报道，80%的旅游演艺项目均亏损，真正盈利的不到9%，11%处于收支持平状态。但成功项目盈利表现突出，宋城千古情系列整体盈利能力优秀，印象系部分代表项目盈利能力也良好。

图 10：百老汇音乐剧制作费用构成（某剧目举例）-上映前后对比

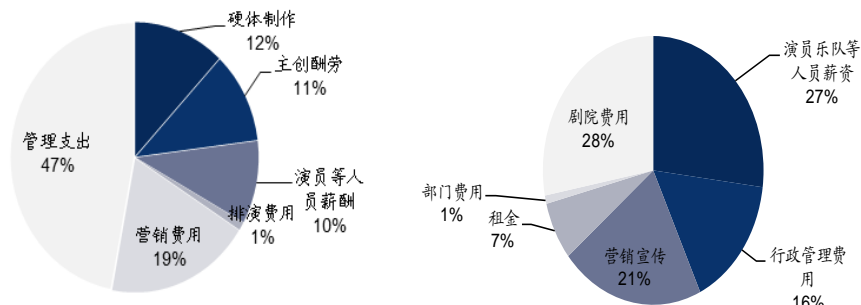
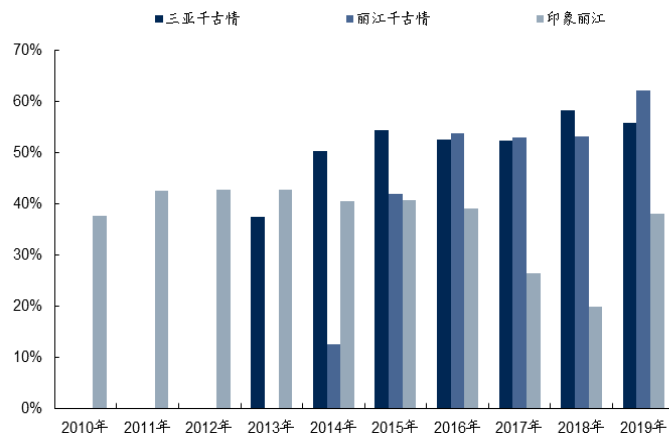


图 11：国内部分成熟旅游演艺项目的净利率对比



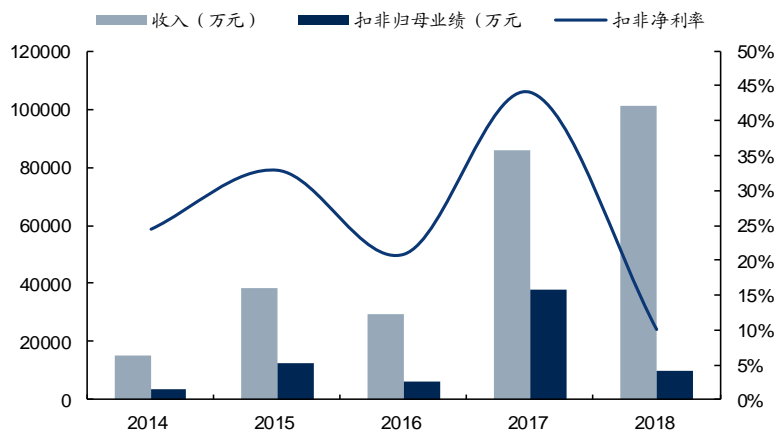
资料来源：中国文艺评论《百老汇音乐剧的市场运营与产业机制（郑维雄 马天宗）》，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

现场演艺特点二：马太效应明显，国内代表城市演艺盈利良好

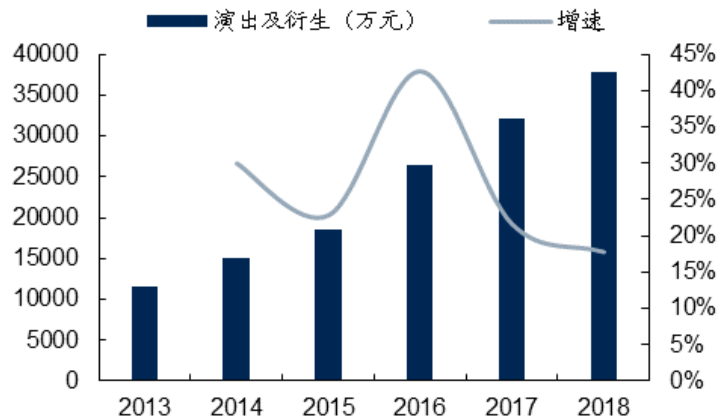
- 从国内城市演艺来看，国内城市演艺客单价高，2018年演出市场消费中，90后人群占60%以上，演出消费的客单价达1200元，远高于电影、体育等其他文化消费领域。但城市演艺以演唱会等模式为主，其盈利能力本身受明星IP影响较大，相对不可比。
- 城市演艺龙头：开心麻花。开心麻花成立于2003年，首创“贺岁舞台剧”概念，此后陆续推出了28部舞台剧，逐步形成了独有的喜剧风格。总部位于北京，目前在上海、深圳、广州、哈尔滨、天津、南京、沈阳、成都等设有子公司等。截至2018年，开心麻花系列舞台剧在北京及全国中心城市上演超过4000场。从其经营表现来看，开心麻花近几年扣非净利率在10-45%之间波动较大，但主要受其电影业务影响（公司2015年后，每年推出一部喜剧电影，每年电影票房成败对其净利率影响较大），若仅其剧场演出业务，我们估计净利率在20-30%之间波动，相对良好。

图 12: 开心麻花的经营情况



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理估算

图 13: 开心麻花剧场收入增长情况（票房分成）



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

竞争格局：旅游演艺主要玩家IP突出，商业模式各有千秋

● 目前国内旅游演艺市场主要玩家包括宋城千古情系、印象系、山水系、华夏系及长隆系等，具体如下表所示。其中宋城、华夏系多以室内演艺为主，前者采取主题公园+旅游演艺一体化模式，集景区设计建造、内容编创和项目运营一体全产业链运作，后者系演出单独售票，周边商业或景区配套另外收费等模式。而印象、山水等则以室外演出系列为主，印象、山水系相对偏项目设计输出，投资运营相对以当地政府或企业为主，以大型实景演出为主要特色。

表1：国内旅游演艺主要龙头情况

分类	演出类型	导演	代表作	演出特点	目标受众	商业模式与投入
宋城系	主题公园+旅游演艺	黄巧灵	《宋城千古情》、《丽江千古情》、《三亚千古情》、《炭河千古情》等	室内演出，相对不受天气限制	相对雅俗共赏，集歌舞、杂技、灯光特效于一体，包括战争与爱情等故事情节，通俗易懂，受众较广	采取主题公园+演艺的模式，集景区设计及建造、演艺内容编创、项目运营为一体全产业链运作，以室内演出千古情系为核心，投资额3-10亿+不等，重资产中的相对轻投资模式。
印象系	室外大型实景演出	张艺谋、王潮歌、樊跃	《印象·刘三姐》、《印象·丽江》、《又见平遥》、《最忆是杭州》等	室外演出，受天气影响较大	艺术感较强，区域民族特色鲜明，结合山水实景给人以感染力	印象主要负责创作分成，投资运营等由当地政府或企业进行，早期项目投资额较低，近期单个项目投资额不等，印象太极6亿元、最忆韶山冲50亿元。
山水系	室外大型实景演出	梅帅元	《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，受天气影响较大	艺术特色和区域民族特色鲜明，结合山水实景给人以感染力	山水系早期也主要项目创作设计输出为主，此后则与当地企业成立合资公司模式负责项目投资和运营，风险共担
华夏系	主题公园+旅游演艺	夏春亭	《驼铃传奇》《神游传奇》《闽南传奇》	室内演出，相对不受天气限制	结合华夏历史，反映地域民俗文化，集歌舞、杂技、灯光特效于一体，通俗易懂，受众较广	采取景区+演艺模式，以室内演出传奇系为核心，总投资规模上十亿，具体分项目差异，西安项目整体达到28亿，分3期建设，厦门总投资13亿，威海项目投资数十亿。
长隆系	主题公园+演艺	-	长隆国际大马戏、长隆横琴国际马戏城	室内演出，相对不受天气限制	主要以马戏表演、杂技特效表现为主，包括部分动物互动等环节，场面宏大	超大型主题公园+演艺的模式，主要依赖主题公园项目带来的上千万级的客流支撑，演艺包括马戏、动物互动及杂技等多重形式，受众面较广，客单价较高。总投资规模单体上百亿，扩张数量上相对限制

资料来源：各公司官网、道略演艺等，国信证券经济研究所整理

竞争格局：城市演艺本土话剧开心麻花领先，音乐剧海外IP占优

- 城市演艺市场：玩家相对分散，明星IP，国内外龙头兼具
- 演唱会音乐会：参与者众多，但不同明星本人IP影响差异较大，新生代摩登时代、TFBOYS涌现；
- 话剧演出：参考灯塔数据，开心麻花占据头部市场半壁江山，此外儿童剧市场日益受关注；
- 音乐剧演出：疫情之前，海外知名IP领街头部市场，但以95后，00后为主要对象的阴阳师表现也居前，此外疫情后海外IP领衔情况也有所分化，更多本土创作开始兴起。

图 14：2017-2019演唱会累计TOP10



资料来源：灯塔网、中国演出协会等，国信证券经济研究所整理

图 15：2019年开心麻花占据头部市场半壁江山



资料来源：灯塔网、中国演出协会等，国信证券经济研究所整理

图 16：2019年海外IP领衔国内音乐剧头部市场

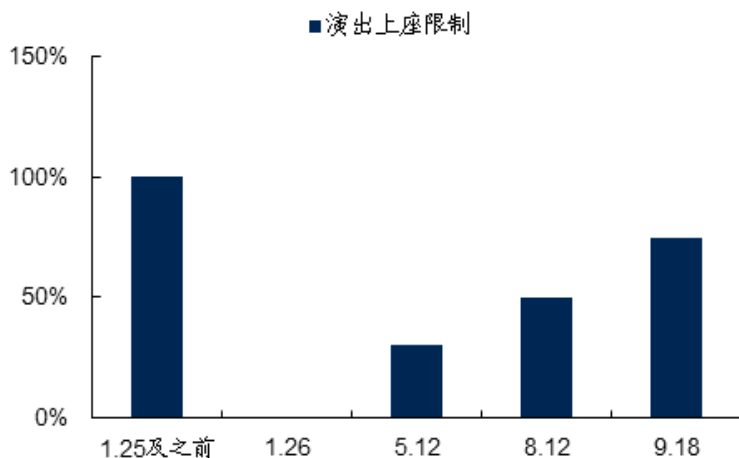


资料来源：灯塔网、中国演出协会等，国信证券经济研究所整理

疫情下演艺行业承压，恢复节奏差异，但2021年有望恢复性增长

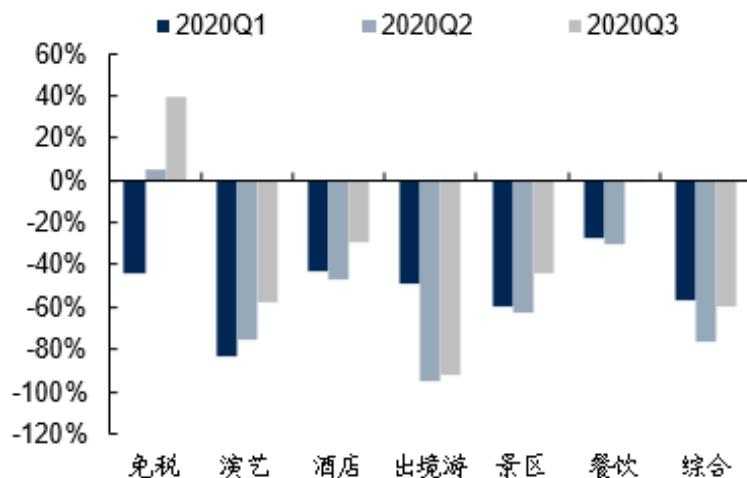
- **2020年疫情之下，国内演艺行业承压显著。**一方面，疫情下各类出游限制影响了游客的出游情绪，其中人流密集的室内演出形态尤其限制颇多（1月疫情后关停，5月后恢复但上座率不超30%，8月调高至50%，9月上调至75%），演艺整体承压；另一方面，疫情后团队游恢复程度慢于散客，从而也部分影响了国内旅游演艺市场的整体恢复（对于部分团队占比较高的项目影响较大）。
- **疫情后恢复节奏：**2020H2演艺行业逐步有所恢复，但受制于可选消费、政策限制及本外地客源贡献差异等，演艺尤其旅游演艺收入恢复节奏相对慢于餐饮、酒店及周边游，不同区域相对分化。
- **2021年展望：**虽然20H2以来演艺复苏阶段波折，但考虑国内外疫情控制差异，我们认为2021年尤其Q2后国内游复苏值得期待，演艺此前恢复虽相对滞后，但未来也不排除具有更大复苏弹性。

图 17：演艺剧场疫情后上座限制



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图 18：2020年前三季度社服各板块收入增速对比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

后疫情时代旅游演艺新思考：室内外兼具，客源扩容

- 后疫情时代，旅游演艺在演出形式，客源结构及团散差异下，有望迎来新变化：
- 室内演出VS室外演出：在客流接待限制和游客接受度方面各具差异，室外演出重新受关注；
- 本地客源VS外地客源：如何将本地客源成为旅游演艺的阶段补充和支撑，考验项目内容创新；
- 团散客加速分化：要求旅游演艺项目更加注重散客的挖掘与培养，新流量时代下营销创新变革。

图 19：后疫情时代，旅游演艺行业的新变化

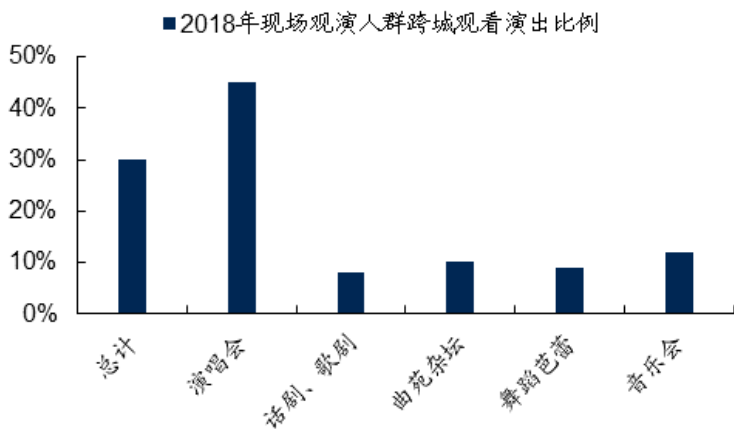
分类	优势	劣势	疫情后变化
室外演出	场景相对有优势，可与实景结合，更加身临其境	易受天气影响，且更依赖夜景	游客接受度更高，限制相对更少
VS			
室内演出	不受天气影响，上演次数和稳定性更佳	没有实景的天然优势支撑，需要更多高科技手段打造场景	限制更加严格
本地游客	稳定，若重游率有支撑对项目持续成长较为重要	对项目内容要求更加多元丰富，且对持续创新迭代要求更高	相对受区域流动封锁影响小
VS			
外地游客	传统旅游演出项目的核心客群，客群广泛，且对项目多元化和创新要求更低	受旅游淡旺季影响较大，不同区域阶段差异也较大	疫情下阶段区域流动封锁或受制
团客	可提前预判，有规模效应，且对运营要求更低	国内团队游呈下降趋势，且团客定位一般相对偏中低端	疫情后恢复节奏较慢
VS			
散客	散客日益占主导，客群定位和客单价可能更高	对营销和运营要求更高	疫情后恢复节奏快于团客

资料来源：文旅部、道略演艺、搜狐、腾讯新闻、劲旅网等，国信证券经济研究所整理

后疫情时代城市演艺新思考：云演艺试水、多元剧场，本土加速

- 城市演艺本地客源为主，但疫情下，城市演艺也开始尝试云演艺，多元剧场，加速本土尝试等
- 试水云演艺，广告效应凸显。据道略演艺，上海话剧中心抗疫剧《热干面之味》先B站直播，后剧场上演时效果突出；文旅部《永不消逝的电波》先官网线上演出，回归剧场时一票难求；首届2020华语音乐剧大赏则同步线上线下演出，线上销量远超线下，打破大麦剧场线上项目票房纪录。
- 加速本土孵化：疫情带来国内外交流减少，为国内部分演艺作品提供新的机会。华语原创音乐剧孵化计划、演艺大世界·上海国际喜剧节、培源·青年戏剧人才培养及剧目孵化平台和万众编剧网站等项目，都在加紧创作孵化、扶持本土原创力量。部分本土新作得到观众更多的关注。
- 多元场馆：一是户外演艺推出，20年8月，上海6家户外演艺新空间获授牌；二是部分演出场所由大改小，提供更多酒吧场馆演出等；三是剧院延伸，商场、地铁、书店一角演艺新空间快速兴起。

图 20：2018年现场观演人数跨城观看演出比例



资料来源：中国演出协会、大麦网等，国信证券经济研究所整理

图 21：首届2020华语音乐剧大赏



资料来源：道略演艺等，国信证券经济研究所整理

●公司分析：模式优良高盈利，花房减值问题落定

传统旅游白马，演艺扩张节奏及六间房变迁带来估值波动

- **国内旅游演艺绝对龙头：**黄巧灵系实际控制人，持股33.24%。民企机制灵活，以资金、土地依赖较低的旅游文化演艺为突破口，确立“主题公园+旅游文化演艺”模式，2010年创业板上市。
- **公司复盘：**1、IPO之初因模式优良估值较高达60x左右，此后在25-30x之间；2、2013年下半年，三亚、丽江、九寨千古情先后开业，估值提升至35-45x之间；3、2014年底大盘转牛，且公司收购互联网演艺六间房，估值增至50~60x+。4、2016年底，大股东减持，市场对六间房商誉风险担忧，抑制估值。直至2018年花房公告重组，叠加张家界项目开业+后续项目预期，2019H2估值提升至40x+。5、2020年疫情，公司受挫下滑后震荡，2021年初公司花房减值落定，股价开始反弹。

表2：宋城演艺上市以来重要事项说明

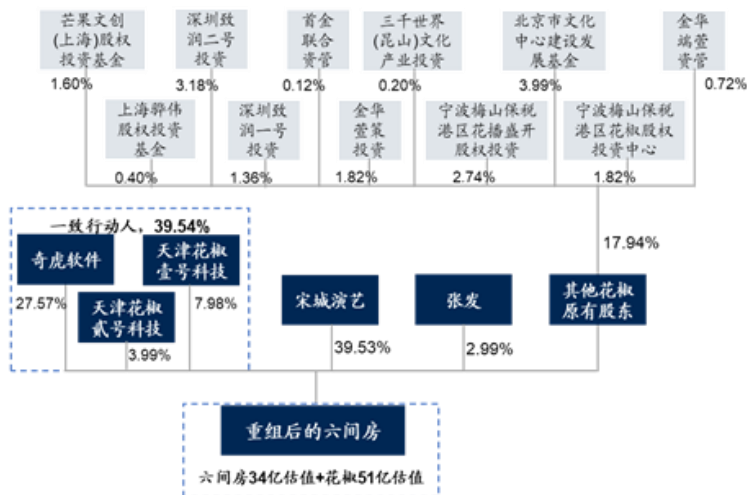
时间	事项	时间	事项
2013年9月	三亚项目开业	2017年5月/6月	中标佛山听音湖项目、江西明月山项目
2014年3月/5月	丽江/九寨项目开业	2017年12月20日	公司定增方案终止
2015年3月18日	收购六间房，复牌	2018年6月28日	公告六间房花椒重组方案，六间房拟出表
2015年8月25日	黄巧灵增持	2018年7/8月	7月桂林项目开业，8月重组方案调整，六间房推迟至2019年4月底出表
2015年9月17日	公告桂林项目	2018年12月29日	六间房与花椒重组部分完成
2015年11月18日	公告上海世博大舞台项目	2019年4月29日	六间房出表完成
2015年12月15日	收购六间房配套融资完成，股份2016年1月上市	2019年6月28日	张家界项目开业
2016年11月10日	公告澳洲传奇项目	2020年6月22日	西安项目开业
2016年11月23日	大股东减持	2020年8月12日	大股东减持
2017年3月8日	六间房收购灵动时空	2020年11月16日	公告轻资产延安项目签约
2017年3月14日	公告非公开增发方案	2021年1月30日	公司2020年业绩预告提及花房长期股权投资减值
2017年4月6日	公告西安项目		

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

花房减值落地，有助于公司未来轻装上阵谋发展

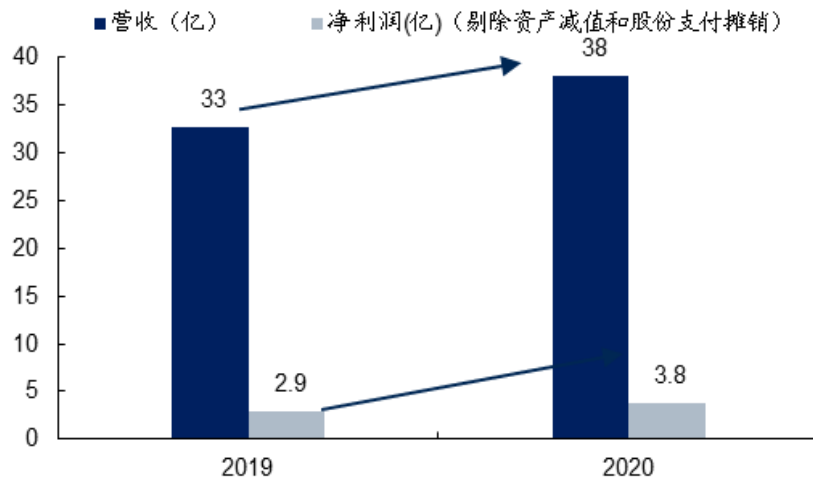
- **2020年年报预亏，主要系花房减值影响。**公司预计2020年亏损16~19亿，其中演艺主业收入8-9亿元，业绩盈利1.10亿元符合预期，但花房计提资产减值带来长期股权投资损失约7.24亿元+公司对花房长期股权投资计提减值11.08亿元，两者合计约18.32亿元，致公司业绩承压。
- **花房2020年经营情况良好，减值涉及多方面因素。**参考Wind公司最新交流日志，花房科技2020年营收预计38亿/+16%，净利润（剔除资产减值和股份支付摊销）约3.8亿/+32%。但因移动端和PC端盈利业务分化，公司对六间房计提约11亿的减值准备，我们认为这也有助于其商誉占净资产占比进一步优化，更利于管理层未来资本化准备。同时，公司对花房计提减值后，其剩余长期股权投资估算约15亿，具良好支撑，未来有望聚焦演艺主业轻装上阵谋发展。

图22：六间房出表后，公司对花房的股权结构



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图23：花房2019、2020年经营情况预计

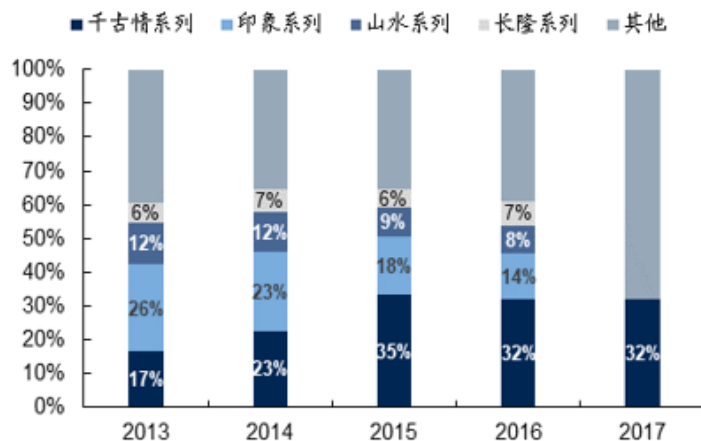


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

核心优势：旅游演艺头部龙头地位凸显，竞争优势突出

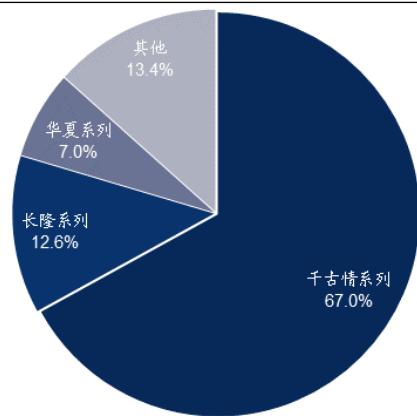
- **旅游演艺龙头竞争地位凸显：**参考道略演艺，2013-2017年，宋城演艺在旅游演艺行业票房占比达约30%+，处于行业绝对龙头地位，2018-2019年，若以公司现场演艺收入/旅游演艺行业票房收入，估算占比亦达到28%，若考虑其轻资产项目，我们预计其市场份额仍有望接近30%。
- **从主题公园旅游演艺来看：**在发展中形成宋城、长隆、华夏三大演艺品牌，2018年三大品牌演出票房占比达86.6%。其中宋城千古情系列占比高达67%，进一步印证其龙头地位。
- **宋城系优势突出：**
 - 1、全产业链：宋城演艺通过其全产业链综合布局且创作、运营，营销各环节环环不弱，环环相扣下可使经营效率得以最优。
 - 2、规模优势且相对不依赖演员个人水平：依据各地淡旺季不同全国灵活调配，效益最大化。
 - 3、主题公园+室内为主演出剧场模式：多剧院下，单日最高客流可以达到5-6万人（最高一天可以演20多场），高客流高产出。

图 24：宋城演艺在旅游演艺市场处于龙头地位



资料来源：道略演艺、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 25：2018年主题公园旅游演艺各系列票房占比情况

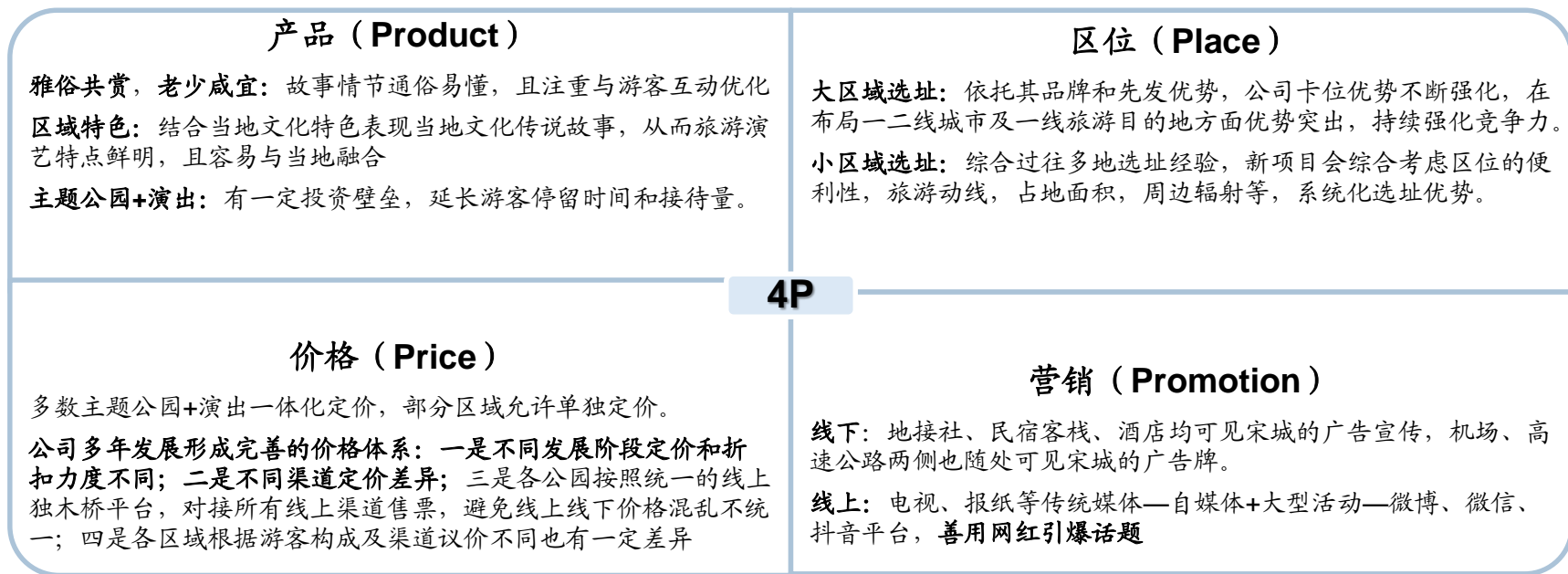


资料来源：道略演艺、道略演艺，国信证券经济研究所整理

核心优势：4P系统化发力，打造全方位演艺产品闭环

- **4P优势强化全产业链闭环优势。**公司深耕旅游演艺行业20年，民企背景机制灵活，通过市场化的运作，积极围绕4P“产品（Product）+区位（Place）+价格（Price）+营销（Promotion）”全方位发力，形成了完善的公园+演艺产品闭环，打造核心竞争优势。其中，依托公司品牌及先发优势支持，公司在选址上的区位卡位优势也日益显现，从而带来核心竞争力不断正向加成，不断拉开与竞争对手的差距。后进者进入这个行业优秀区位的难度相应也不断提高。

图 26：公司4p核心竞争优势总结



资料来源：文旅部、道略演艺、搜狐、腾讯新闻、劲旅网等，国信证券经济研究所整理

核心优势：20多年沉淀，公司旅游演艺先发与卡位优势已凸显

表3: 宋城演艺目前演艺项目一览

分类	项目名称	开业时间	说明
自主投资及 合作合资项目	杭州宋城千古情	1997年	杭州本部，占地近100亩，多年来一直是公司业绩核心，2013年前1剧院，2020年前双剧院，2020年下半年呈现5-6个多剧院布局。
	三亚千古情	2013年10月	项目占地面积80亩，建设了千古情景区、冰雪世界、热带动物园、水公园等主题公园，预计2021年第二剧院有望推出。
	丽江千古情	2014年3月	占地面积100亩以上，距丽江古城6公里，以大型歌舞《丽江千古情》为核心内容，同时还包括丽江恋歌等户外剧院等。
	九寨千古情	2014年5月	出资8700万元以股权受让及现金增资的方式收购项目。2017年8月因地震关闭，2020年6月复园。
	桂林漓江千古情	2018年7月	与桂林旅游成立合资公司经营，公司持股70%，预留了3个剧院的位置。
	张家界千古情	2019年6月	总投资约6亿人民币。主要建设内容包括剧场、演艺、文化旅游主题公园、商业及生活配套设施。
	西安中华千古情	2020年6月	西安浐灞生态区世博园内，其中世园集团持股20%，宋城持有股80%。公司首个合作模式项目。
	上海项目	预计21Q2推出	与上海世博东迪共同出资设立合资公司，项目位于上海世博园内，宋城持股88%，拟打造演艺集群。
	佛山千古情	预计21H2或22年初推出	位于佛山西樵镇听音湖片区，以演艺剧场+主题景区为项目的主要内容，其中剧场座位数不少于2500个，且政府给予该项目补贴3.70亿元。
	西塘千古情	预计2022年	目前因拿地进度相对有所滞后，一期总投资调整为4亿元左右，预计一期占地近100亩。
轻资产项目	珠海演艺王国	预计2023年	项目选址于珠海市斗门镇，拟投资30亿元，总占地约1500亩，拟规划建设一个世界级文化演艺项目，包括数十个剧院集群、国际演艺界等十大板块的内容。
	澳洲项目	--	目前主要系拿地成本3亿+，其他投入近几百万元，未来或可能考虑转让，也可以回笼资金
	长沙·宁乡炭河千古情	2017年7月	公司轻资产首单，截止2017年底，《炭河千古情》演出场次近500场，游客量超200万人次。
设计创作编排等每个项目收入2.6-2.7亿+后续门票收入20%分成	江西宜春明月千古情	2018年12月	位于赣西中部的宜春市明月山温泉风景名胜区，距离宜春市区15公里，总投资10亿元。
	郑州·新郑黄帝千古情	2020年9月	新郑黄帝千古情，投资5亿元，占地约200亩，2020年9月开业后表现较为突出。
	延安千古情	2020年11月公告签约，开业未定	位于延安市区内西北部，毗邻中国延安干部学院、枣园革命旧址、枣园1938景区，属于延安红色文化旅游核心区。项目距延安火车站15公里，距离延安南泥湾机场25公里。

资料来源：Wind，公司公告，公司官网或地方媒体报道等，国信证券经济研究所整理

商业模式：自建&轻资产&合作共赢，旅游演艺高盈利高成长

- 公司目前国内共有15个项目，包括三种盈利模式：自建“主题公园+旅游演艺项目”模式（10个项目），轻资产输出模式（4个项目），合作模式（1个项目），三种形式说明如下，其中自建模式是公司最核心的商业模式。

表4：公司三种项目模式

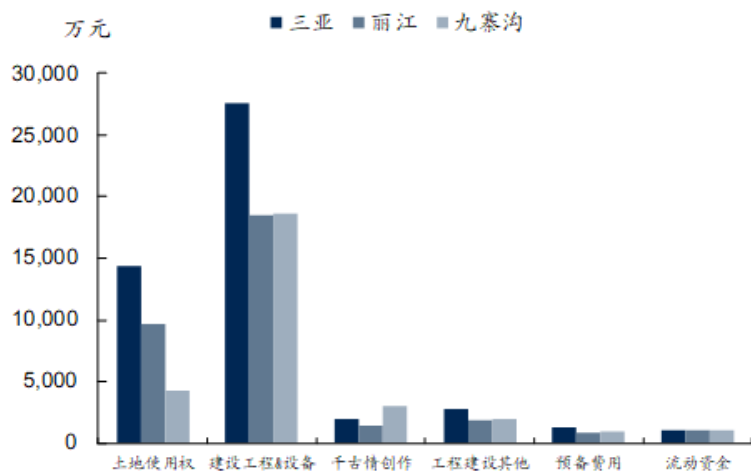
分类	代表项目	盈利模式
自建模式	杭州/三亚/丽江/九寨/桂林/张家界/上海/西塘/佛山/珠海等	自投土地、建筑物等，早期一般每个项目配一个剧院，一期投入在3-5亿元（1个公园+1个剧院1个演出），扩建后总投资一般6-8亿（配置2个剧院），新一轮项目因包括2-3个剧院空间总投资6-10亿元（分期投入），除珠海项目外，一般每个项目面积80-100多亩不等，仅西塘350亩，九寨33亩。一般第一年打平，第二三年进入业绩爆发期，成熟期净利率40-50%。
轻资产模式	宁乡/宜春/新郑/延安	轻资产管理输出模式下，公司通过设计管理输出及运营托管，每个项目一次性赚取一揽子设计策划费用2.6亿元和此后该项目每年门票收入20%的提成（5-10年）。宋城不投入，也不拥有项目所有权。轻资产模式的特点前期上市公司基本不投资资金，短期回报较快，且盈利能力ROE较高，但缺点是占用相关人工，后续分成有限。
合作模式	西安项目	公司与合作方成立资产公司+运营公司，资产公司以合作方主投，主要投资土地、相关建筑配套等；运营公司宋城演艺主导，持股80%，主要投资剧院、演艺项目等，并租赁资产公司物业，据此估算一般只用投入总体50%左右，但可以分享项目80%的收益，投入产出比更高。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

商业模式：旅游演艺低投入高盈利高成长，此前扩张已经验证

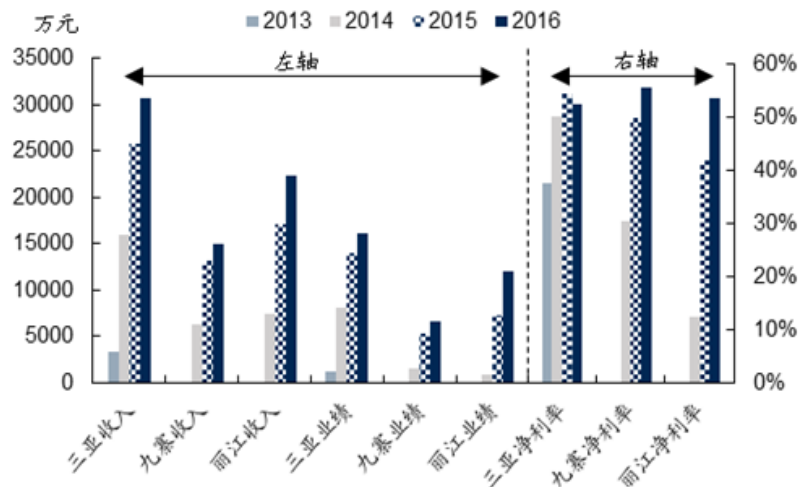
- 从过往宋城演艺三亚、丽江、九寨等异地项目的复制经营来看，基本是第一年打平或微利（取决于当年开业营业时间），第二三年开始进入业绩爆发期，第三年开始异地项目的净利率基本能达到**40-50%+**左右的较高水平，接近本部杭州宋城（九寨17-18年因地震影响除外）。
- 从第二轮项目投入来看，虽然总投入略有提高，但分期投入来看本质相差不大，更多是预留进一步扩容提升盈利潜力的空间，因此其较快盈利成长仍值得期待。其中桂林千古情项目2018年暑期开业，综合来看（在考虑线上电商收益等下）当年实现打平，表现突出。张家界项目当年微亏。此外后续佛山项目考虑政府3.7亿补贴支持（资产性补贴，每年按一定条件递减折旧），预计也有助于盈利能力提升。

图27：三亚、丽江和九寨项目投入预算分布



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：三亚、丽江和九寨开业前三年表现



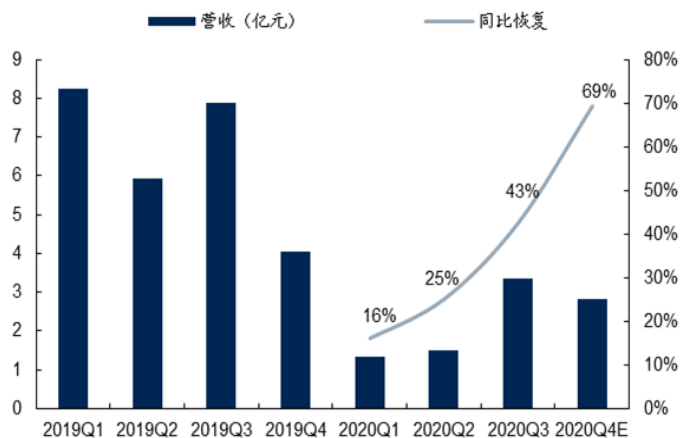
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

- 疫情之下：
公司三维转型，内容丰富模式创新谋新成长

疫后跟踪：20年存量逐步有所恢复，21年关注恢复性增长契机

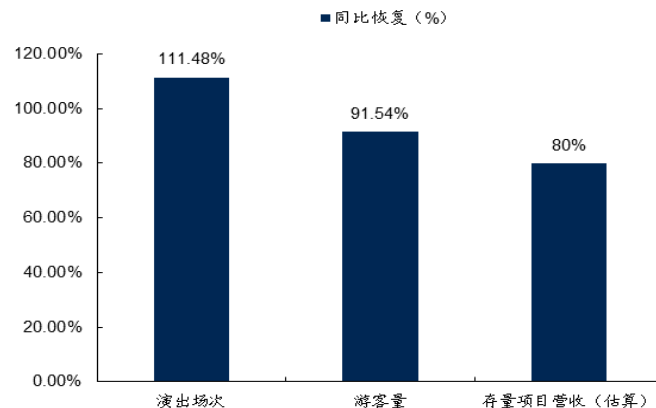
- **存量项目2020年6月恢复开业，渐进恢复。**公司存量项目2020年6月12日复园，西安新项目6月开业，轻资产新郑项目9月开业。暑期因各类限制政策及疫情反复恢复相对有限，Q3收入恢复40%+，存量盈利转正但分化较大，丽江最优，三亚次之，杭州等相对一般。2020年十一，公司演出场次+11.5%，游客量同比恢复91.5%，营收与去年基本持平，估算存量项目营收恢复近8成。2020Q4，存量项目营收约2.8亿元，同比恢复约70%，考虑景区改造费用3000多万影响，我们预计公司演艺主业Q4盈利1000万+。
- **2021年展望：2021年春节，99元活动及本地过年下，杭州本部接待游客65.75万人次，同比2019年仍增20%，表现突出。**春节本地过年的火爆也显示出游信心逐步企稳，伴随国内疫情有效控制，国内游2021年有望迎来恢复周期，且考虑国内外疫情差异，甚至不排除加速反弹。

图29：公司2020年逐季度营收恢复情况



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：2020年十一公司整体恢复情况



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

疫情之下，公司厉兵秣马三维转型，全面布局新成长

- 针对后疫情时代现场演艺行业的变化，公司全面厉兵秣马，逆势加大投资，在行业低谷期积极加大固定资产投资和人才引进，集中围绕**存量项目转型、演艺模式转型以及组织体系转型三大转型**，全面布局，积极发力新成长，具体后文逐一分析。

图 31：后疫情时代，公司厉兵秣马三大转型，全面布局新成长

分类	内容	说明
存量项目转型	景区丰富	景区游历线路进一步延伸，小型户外表演增加等，提升二次消费机会
	室内+室外演出	从室内剧院为主向室内剧院+室外剧院兼具转型，推出大型室外演艺项目
	客群覆盖扩容	旅游目的地客户纵深覆盖，从覆盖散客+高端团队到散客+团队全面覆盖，推出定位偏中低端的爱在系列演出
演艺模式转型	打造演艺集群	核心目的地，公司发力点从过往外地游客为主到外地客源+本地周边客源并重，从单一千古情为主到演艺集群模式积极转型，并推出多元票价体系
组织体系转型	人才+平台	精细垂直管理+人才引进优化+创新强化+定制策划部

资料来源：公司公告、Wind等，国信证券经济研究所整理

存量项目转型：景区丰富扩容，推出室外剧场室外演出

- **丰富存量景区剧院及游览线路，延长游客停留时间，提振二次消费：**公司2020年新增近10个大小室内剧院、7个户外剧院（不含上海项目的数十个剧院），同时开拓了30多个户外表演场地。其中公司杭州本部借疫情休园之际，游览线路从此前700米延伸至1.3公里，增加街区、户外游览活动等（大小演出增20+）；并将过往出租的商业店铺90%面积收回自营，品质提升明显；景区新增1万多个座位，其中2个3000人的室内剧院，1个5000人的半室内剧院，1个2500人的室外剧院。鉴于此，游客停留时间从2-3小时增加至1天（春节已验证），提升二次消费机会。
- **积极推出室外演出：**杭州项目新建室外剧院（十一推出万人大合唱），西安项目拟推出大唐绝恋，丽江项目原有室外演出丽江恋歌的持续优化等，强化室外布局应对后疫情时代新变化。

图32：宋城演艺杭州新建室外剧院上演万人大合唱



资料来源：腾讯新闻，公司官微，国信证券经济研究所整理

图33：大型实景演出《丽江恋歌》图片



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

存量项目转型：客群扩容，推出定位中低端客群的爱在系列演出

- 增加爱在系列演出，覆盖中低端客群。公司拟在三亚、丽江、西安、张家界等旅游一线目的地项目推“爱在”系列演出，以原生态歌舞为主，定位中低端客群（包括部分中低端团队等），兼顾千古情高端市场定位。目前爱在张家界和三亚已经成形，西安和丽江也在打磨当中，预计2021年能推出3-4台。爱在系列主要吸引团体旅客和部分买不起相对高价的千古情的散客，通过爱在与高端千古情系列形成互补，宋城旅游目的地项目建立高中低分层次的产品系统，希望扩容其产品的客群覆盖面，提升市场份额。
- 同时爱在系列也体现公司“一个剧场一台戏”向“多个剧院多场戏”，“一个景区”向“一个平台”的模式转变，实现景区资源共享。

图34： 三亚项目推出大型民族风情歌舞爱在三亚



资料来源：腾讯新闻，公司官微，国信证券经济研究所整理

图35： 丽江项目拟推出爱在丽江大型原生态歌舞表演



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

演艺模式转型：探索演艺集群新模式，杭州试点初步验证

- 疫情背景下，公司强化演艺集群模式探索，一是杭州全面扩容试点，二是全力打造上海项目。
- 杭州暑期试点演艺集群模式，疫情限制背景下仍取得良好成效。7月18日-8月25日杭州项目针对本地游客试点夜游活动，上演了全新演艺秀《喀秋莎》、《WA! 恐龙》、《大地震》、《幻影》，还有户外的集装箱音乐节、《库克船长》等，定价50元/99元不等，针对中老年、亲子、Z世代等不同客群。夜游活动下，工作日每天吸引约2000-3000人，周末4000-6000人，成效良好。
- 十一、万圣节、双旦节及2021年春节，围绕各类主题活动，公司杭州演艺集群模式不断强化。十一期间，公司270元+正价体系下，客流恢复近9成。春节期间，杭州单日最高游客量达14.24万人次；《宋城千古情》累计96场，同比2019年增加20场，且标准大剧院非千古情演出+39场。

图36：杭州本部出《哇！恐龙》、《幻影》等演出剧照



资料来源：腾讯新闻，公司官微，国信证券经济研究所整理

图37：杭州本部2020年十一、万圣节等主题活动

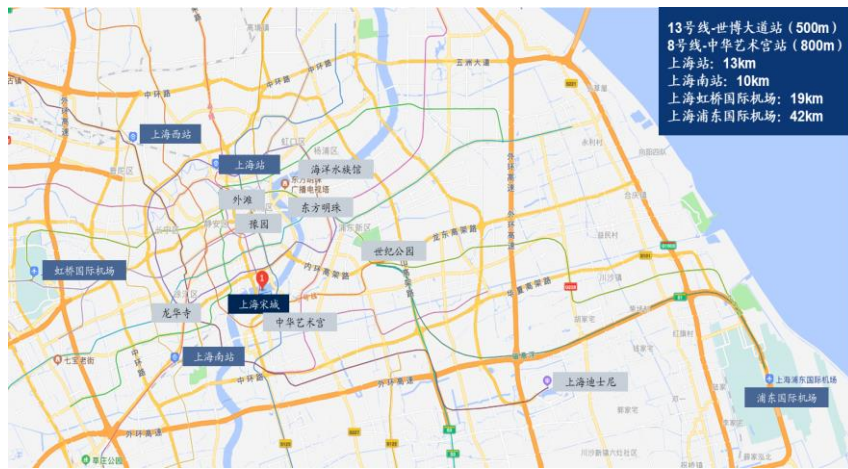


资料来源：腾讯新闻，公司官微、百度图片等，国信证券经济研究所整理

演艺模式转型：上海项目探索演艺王国，预计2021Q2有望推出

- **上海项目：演艺王国模式的重要试点，预计2021Q2有望推出。**上海项目系公司首个一线城市项目，预计2021Q2有望推出。虽占地面积不大，但拟通过多层剧院演艺集群模式覆盖本地、外地客源，有望成为公司演艺王国模式的重要试点，若验证有望助力公司未来核心城市有效扩容。
- **上海项目剧院多元，内容丰富。**公司上海项目位于上海世博公园内，离黄浦江近在咫尺，兼具海派文化、老工业基地、时尚活力等元素，区位、交通和配套优势都极为突出。项目总建筑面积4万多平米，拥有3个可容纳数千人的室内大剧场，以及丛林剧院、电音广场、演艺广场、朋克走廊、悬崖剧院等室外剧院，还有上海风情街、鬼屋、夜巴黎酒吧、星空酒吧等供人们休闲娱乐体验场所。能够满足个人、情侣、朋友、家庭、公司、旅行团等各色人群的需求。

图38：上海项目区位优势较为突出



资料来源：高德地图，腾讯、搜狐网等国信证券经济研究所整理

图39：上海项目效果示意图



资料来源：公司官网，腾讯、搜狐网等，国信证券经济研究所整理

演艺模式转型：上海项目聚焦演艺集群内容丰富，票价体系多元

- **演艺王国层面：各色演出，覆盖不同客群需求。**公司上海项目预计包括**50台演出**，总演出时长**超过 10 个小时**。包括《上海千古情》，嗨剧《上海颜色》（针对年轻人市场）、与外部创作团队合作的定制剧（如亲子定制剧，闺蜜定制剧等），以及直接引入外部演出团队出租剧场分成合作的剧目，此前还包括电音、朋克、桑巴、交响乐、脱口秀、鸟秀等各种演艺形态，内容题材多元丰富。公司希望通过演艺产业链协同，未来积极打造上海“百老汇”。
- **票价体系：多层次，适用不同客群。**上海项目除了传统上海千古情预计定价**300-320元左右**外，预计还会推出景区联票**399元**（涵盖景区内公司自创其他中小演出），嗨剧《上海颜色》**499元**、定制剧（单价不低于**280元**）等多种产品价格体系，并提供各类组合套餐，满足不同客户需求。

图40：上海项目演出体系整理

剧院/场地	演出/体验
三个室内主剧场	《上海千古情》《花想容》《喀秋莎》《大地震》《映山红》《寻找侏罗纪》《古堡惊魂》《一秀》以及VR秀、全息秀等
其他	顶层悬崖剧院
	广场电音舞台
	户外森林看台
上海二三十年代风情街	广告牌（添加摩登、赛博朋克风格）

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图41：上海项目预计票价体系较为多元

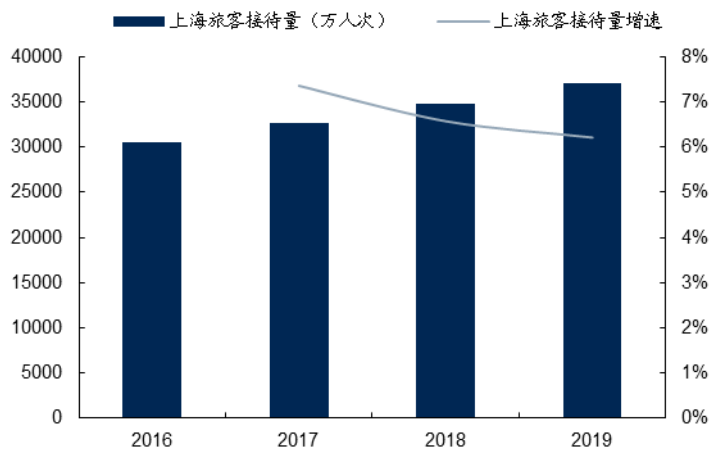
分类	说明	定价预计
自制剧	上海千古情演出	300-320元
	上海千古情+景区内公司其他自创中小演出	399元一票制
	针对亲子、年轻人或特定客群，景区内部分演出产品组合	价格不等
自制剧+其他	夜游门票，部分剧目可选	价格不等
	嗨剧《上海颜色》	单独定价499元
外聘剧	提供剧院，与外部艺术团队合作分成等	不同定价套餐 视情况单独定价

资料来源：公司公告，投资者交流日志等，wind，国信证券经济研究所整理

上海项目展望：旅游演艺客群庞大，未来有望对标杭州本部

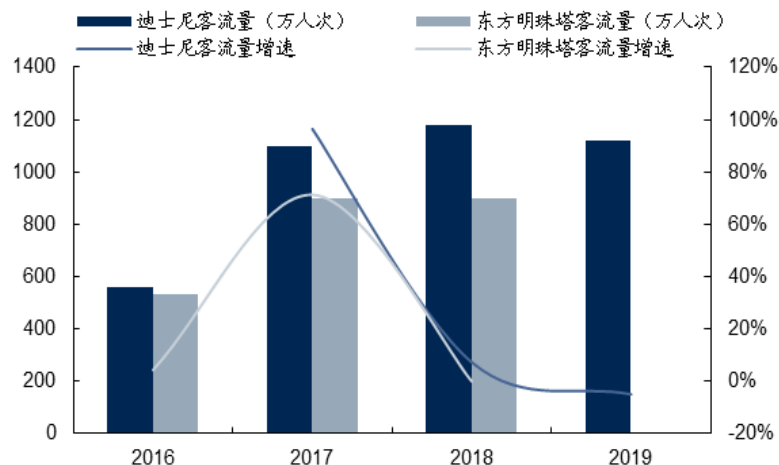
- 公司上海项目背靠区域亿级客源支撑，兼具城市演艺与旅游演艺特色，本地外地游客兼顾。
- 旅游演艺：上海旅游和商务游客市场庞大，2019年游客市场达3.7亿人次，其中上海迪士尼年接待游客1121万人次，东方明珠（2018）登塔人数900万人次（过往团队市场等为主），远超国内其他一线旅游目的地（国内一线旅游目的地核心景点年接待量多在300-500万人次不等）。区域竞争来看，上海旅游演艺目前竞争相对有限，主要系ERA时空之旅等，相对可控。同时，虽上海项目面积相对不大，但多元内容及多层剧院下，接待能力仍有支撑。考虑区域经济水平等，我们认为公司从旅游演艺的角度，未来中长线有望对标公司杭州本部项目，收入盈利较有支撑。

图42：上海市近五年旅游人数及变化



资料来源：Wind，上海旅游局等，国信证券经济研究所整理

图43：上海市代表景点迪士尼、东方明珠客流情况



资料来源：Wind，TEA，上海旅游局，公司公告等，国信证券经济研究所整理

上海项目展望：城市演艺空间广阔，优质内容系关键

- 打造亚洲演艺之都背景下，上海城市演艺市场空间广阔。2017年上海文创50条即推出打造亚洲演艺之都。结合上海最新十四五规划和2035年远景目标纲要，上海将扩大“演艺大世界”、“演艺新空间”产业集聚和辐射效应，打造亚洲演艺之都。2018年，上海演出场次超过3万场，观众1600万+，演出收入达18亿元。2019年仅剧场演艺观众达631.64万人次/+15.3%，剧场票房10.98亿元，租场收入2.42亿元，共计13.4亿元/+38%，如下图所示，上海票房规模全国TOP2。
- 鉴于此，上海城市演艺参与者相对众多，但未来有望形成演艺产业集群效应，公司上海项目也有望受益，核心看内容及定位。同时，目前城市演艺客单价偏高，未来若公司内容丰富多元，定位亲子、闺蜜、中老年等市场，差异化定位，并通过自创及合作等模式，城市演艺亦有看点。

图44：上海市近五年旅游人数及变化



资料来源：Wind，上海旅游局等，国信证券经济研究所整理

图45：上海市代表景点迪士尼、东方明珠客流情况



资料来源：Wind，TEA，上海旅游局，公司公告等，国信证券经济研究所整理

上海项目测算：未来3-5年收入有望5亿+，盈利相对有支撑

- **上海项目收入展望：**结合前文分析，旅游演艺方面，参考公司杭州本部2018、2019年收入8亿+若客单140~200元，估算客流400-571余万，业绩近4亿元，假设经过3-4年培育后，若客单价150-250元不等（取决于公司未来多元套餐及团散结构），客流达到250-300万人次，则旅游演艺营收有望达3.75-7.50亿元。城市演艺方面，由于系公司新模式探索，对公司产品内容、营销等提出更高要求，若按照200-300元客单价估算，客流暂按50-100万估算，则相应收入规模1-3亿元（参考上汽上海文化广场2019年收入1.3亿元/+17%），目前预测略审慎，有待持续跟踪。
- **盈利展望：**上海项目内容产品更加多元，其中城市演艺的净利率或低于传统大剧场模式下的旅游演艺产品。参考开心麻花剧场净利率水平及公司传统旅游演艺净利率水平，考虑公司过往注重投入产出等特点，初步预计上海项目未来成熟期净利率或30-50%之间，但后续仍需跟踪。

表 5：上海项目旅游演艺和城市演艺收入规模估算区间（亿元）

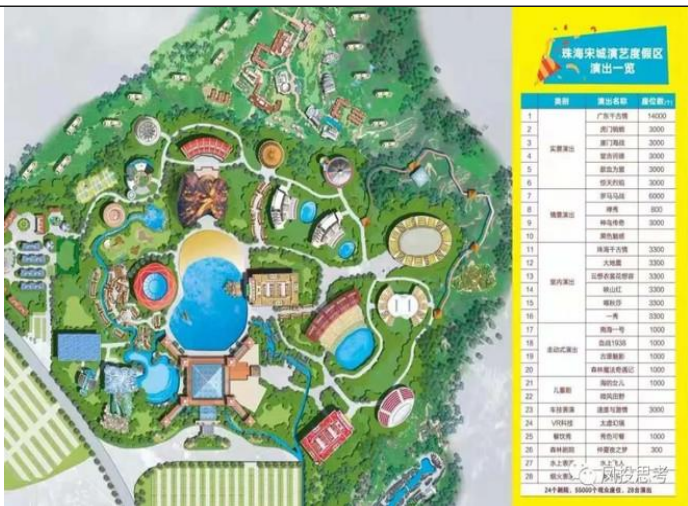
客流/客单价	50	100	150	200	250	300	350	400	450	500
100	0.50	1.00	1.50	2.00	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50	5.00
125	0.63	1.25	1.88	2.50	3.13	3.75	4.38	5.00	5.63	6.25
150	0.75	1.50	2.25	3.00	3.75	4.50	5.25	6.00	6.75	7.50
175	0.88	1.75	2.63	3.50	4.38	5.25	6.13	7.00	7.88	8.75
200	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
225	1.13	2.25	3.38	4.50	5.63	6.75	7.88	9.00	10.13	11.25
250	1.25	2.50	3.75	5.00	6.25	7.50	8.75	10.00	11.25	12.50
275	1.38	2.75	4.13	5.50	6.88	8.25	9.63	11.00	12.38	13.75
300	1.50	3.00	4.50	6.00	7.50	9.00	10.50	12.00	13.50	15.00
325	1.63	3.25	4.88	6.50	8.13	9.75	11.38	13.00	14.63	16.25
350	1.75	3.50	5.25	7.00	8.75	10.50	12.25	14.00	15.75	17.50

资料来源：公司公告等，上海地方政务局等，国信证券经济研究所整理

演艺模式转型：珠海项目预计2023推出，演艺王国模式集大成者

- **珠海项目**：公司于2019年10月公告，拟投资30亿，占地1500亩，在粤港澳大湾区核心位置打造珠海项目。2020年4月28日，公司珠海·宋城演艺度假区项目正式开工，预计**2023年建成开业**。
- 珠海项目选址珠海斗门，公司希望通过打造**24个剧院、28台演出、55000个座位**组成的演艺谷，预计将打造世界级的演艺秀集群。项目还将包括**4个主题文化街区、2个亲子体验区、4000间主题客房**的主题演艺酒店集群，作为旅游一站式目的地配套。从演出来看，公司预计珠海项目将包括大型实景演出《广东千古情》以及《南海一号》《崖门海战》《虎门销烟》等**28台大型演出**。剧院形式有室内剧院、室外实景剧场、悬浮、森林、古堡、VR、儿童剧院、走动式剧院等，涵盖了世界上几乎所有的剧院形式和演出形态。消费者看完所有演出，至少需要**2-3天**。

图46：宋城珠海项目初步规划图



资料来源：公司公告及官方微信号等，国信证券经济研究所整理

图47：公司珠海项目具体选址情况



资料来源：百度地图，公司官微，珠海市政府网，国信证券经济研究所整理

珠海项目测算：预计长线成熟期收入10亿+，净利率或30%+

- **珠海项目收入展望：**一参考珠海长隆主题公园，2016-2018年每年在800-1000万人次；二看宋城杭州本部此前收入8亿+，业绩近4亿，若客单140~200元，估算客流400-571余万。若珠海一期5-6个剧院，暂不考虑酒店，在3-5年培育后，若客单价150-200元，客流250-300万人次，则其营收有望达3.75-6亿元。若配套酒店，假设客单价200-250元，营收有望5-7.5亿元，如投入20-30亿元，对应长线客流有望400-600万人次，客单价200-300元，则营收有望达8-18亿元。
- **盈利展望：**考虑珠海项目投入相对重于公司原有模式，预计其盈利能力低于公司目前成熟期项目净利率50%左右。但参考我们此前对法国狂人国20-30%利润估算（每年仅开业不到7个月且人工较贵），且考虑珠海气候条件更有优势及宋城更注入性价比等特征，不考虑集团负责投资的酒店等配套，估算成熟期净利率不排除有望30-40%左右，值得期待。

图48：珠海长隆海洋公园旅游人数

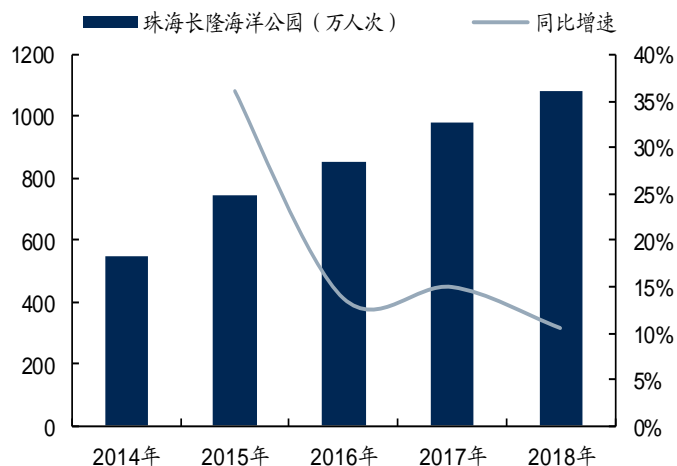


表6：珠海项目前景敏感性分析（单位：百万元）

客单价/客流万人次	100	150	200	250	300	350	400	450	500	550	600
100	100	150	200	250	300	350	400	450	500	550	600
150	150	225	300	375	450	525	600	675	750	825	900
200	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	1100	1200
250	250	375	500	625	750	875	1000	1125	1250	1375	1500
300	300	450	600	750	900	1050	1200	1350	1500	1650	1800
350	350	525	700	875	1050	1225	1400	1575	1750	1925	2100
400	400	600	800	1000	1200	1400	1600	1800	2000	2200	2400
450	450	675	900	1125	1350	1575	1800	2025	2250	2475	2700
500	500	750	1000	1250	1500	1750	2000	2250	2500	2750	3000
550	550	825	1100	1375	1650	1925	2200	2475	2750	3025	3300
600	600	900	1200	1500	1800	2100	2400	2700	3000	3300	3600
650	650	975	1300	1625	1950	2275	2600	2925	3250	3575	3900
700	700	1050	1400	1750	2100	2450	2800	3150	3500	3850	4200
750	750	1125	1500	1875	2250	2625	3000	3375	3750	4125	4500
800	800	1200	1600	2000	2400	2800	3200	3600	4000	4400	4800

资料来源：Wind，珠海旅游局等，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理估算

组织体系转型：精细管理、人才引进，创新与定制支持

- 借助疫情契机，公司精细管理、人才引进，创新与定制支持，核心拟打造演艺平台模式公司。
- 精细管理：对演出品质、设备使用、安全管理、景区运营进行全方位精细化、标准化垂直管理；
- 人才引进：内部创作人员优化，引入外部优秀人才（曾参与大型演出编创的专业人才、北舞等院校优秀人才，创造效率从此前1年2台到1年10台），市场化激励，强化艺术创作；通过定制剧等方式与外部合作，采购剧目或引进专项演员；搭建艺术交流平台引进优秀剧目等打造多层次演出；
- 营销创新：强化互联网推广、网红营销等。如通过微博、微信、抖音、B站等平台合作营销等；
- 定制策划：为特定人群提供定制化主题产品。

图 49：公司疫情后组织体系优化全面适应新模式下的新变化



资料来源：公司官网官微、wind等，国信证券经济研究所整理

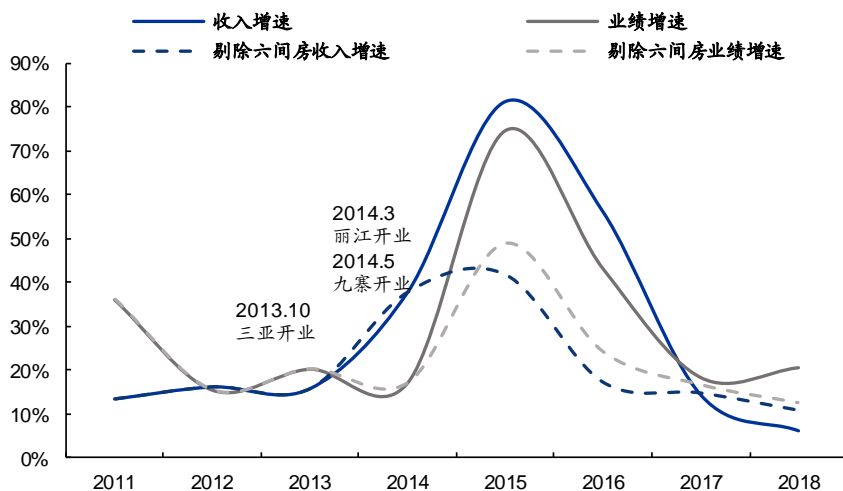
●业绩展望:

新模式新项目下,未来3年业绩有望较19年翻番

看点一：疫后恢复背景下，存量恢复和新项目潜力有望逐步释放

- 结合行业分析，虽然2020H2至今年初旅游演艺恢复节奏仍受疫情阶段扰动，但考虑国内疫情企稳及国内外疫情防控差异，2021年国内游整体恢复值得期待。鉴于此，我们预计公司原有成熟杭州、三亚、丽江、九寨等项目2021年有望恢复性增长，Q2后或有望逐渐靠拢2019年同期水平。
- 结合首轮扩张经验：新项目集中开业第1、2年收入大增，业绩第2、3年爆发。在公司2013-2014年上一轮异地扩张周期中，旅游演艺主业收入的高增长主要体现主要新项目中开业的首年及次年，而业绩的高增长则主要体现在新项目集中开业的次年及第三年。公司桂林、张家界、西安等项目仍处于成长期，考虑疫情影响，我们预计上述项目业绩潜力在2021-2022年及以后逐步体现。

图50：宋城演艺上市以来收入和业绩成长情况



资料来源：公司公告，商务部、海口海关等，国信证券经济研究所整理

看点一：疫后恢复背景下，存量恢复和新项目潜力有望逐步释放

- 假设项目运营的第三个完整年度开始进入相对成熟期，如假设桂林、张家界项目对标九寨、丽江项目，西安项目主要参考三亚等，上海、西塘、佛山等项目参考杭州/三亚宋城景区，则桂林、张家界、西安、上海、佛山、西塘六个自主投资项目成熟后每年合计营收规模有望实现15-22亿，盈利规模有望7-11亿元。除此以外，考虑2020年新签约延安项目，且炭河、宜春、新郑等项目仍有门票收入20%提成量，从而也能对盈利带来补充支持。
- 综合来看，在新项目如期开业的假设下，假设2022年及以后国内疫情影响完全消除，且暂未考虑2023年珠海项目收益，我们预计2022年，公司旅游演艺主业盈利有望较公司2019年旅游演艺主业10亿元左右的盈利规模增长约50%~60%+，2023年业绩对比19年增速有望达75-100%。

表 7：宋城演艺2018年及此后新开业项目盈利空间估算

分类	项目名称	开业时间	对标	持股比例	预计项目2-3年初步成熟后每年收入体量	3年左右较成熟期盈利体量估算
自主投资项目 (全额确认门票收入)	桂林阳朔千古情	2018年7月开业	九寨/丽江	70%	1.5-2.5亿元	归母净利润预计0.75-1.0亿元
	张家界千古情	2019年6月底	九寨/丽江	100%	1.5-2亿元	归母净利润预计0.8-1.2亿元
	西安中华千古情	2020年6月	三亚/杭州	80%	有望3-4.5亿元	归母业绩1.2-2亿元
	上海千古情	预计2021Q2	三亚/杭州	88%	有望3-4.5亿元	归母业绩1.5-2.2亿元
	佛山千古情	预计2021H2或22年初	三亚/杭州	100%	有望3-4.5亿元	归母业绩1.5-2.2亿元
轻资产项目 (一次性服务费2.6-2.7亿分2-3年确认+开业后每年门票收入*提成比例)	西塘千古情	预计2022年开业	三亚/杭州	100%	有望3-4.5亿元	归母业绩1.5-2.2亿元
	珠海千古情	预计2023年开业	规模最大	100%	珠海项目预计投资20-30亿，预计分期投入，	
	江西宜春明月千古情景区	2018年12月底开业	宁乡	不持股，仅门票分成	一次性服务费2.7亿(含开业活动费)分2-3年确认，开业前后确认2个亿的60-70%，之后6000-7000万分5期或10期确认，此外开业后每年2000-4000万的管理费收入提成(收入20%)	
	新郑·黄帝千古情景区	预计2020年9月	宁乡		一次性服务费2.6亿分2-3年确认，门票分成等同上	
延安千古情	暂未公开明确	宁乡	一次性服务费2.6亿分2-3年确认，门票分成等同上			

资料来源:公司公告,投资者关系活动表,国信证券经济研究所整理

看点二：从1到4到N，全国扩张版图未来预计持续推进中

- 在第一轮扩张后，公司实现了旅游演艺项目从1到4的突破，从目前已公告的项目来看，公司新一轮扩张有望实现从4到15的突破（其中宁乡、宜春、新郑、延安为轻资产项目）。全国演艺版图有望不断添砖加瓦。结合公司官方微信公众号披露，除了目前已经公告的上述项目外，公司未来还可能在**北京、成都、重庆、珠海、江苏、贵州**等区域布局新项目，我们预计公司未来全国（含港澳台）合计共**18-20**个左右的项目空间相对仍有一定支撑（包括已经公告项目）。

图 51：宋城演艺现有项目及潜在储备项目分布图

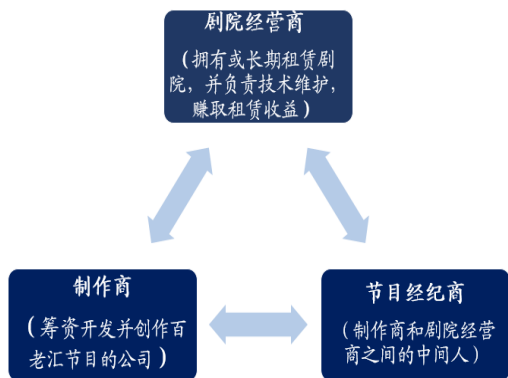


资料来源：公司公告、公司官网及官微等，国信证券经济研究所整理

看点三：演艺集群扩容客源与成长，对标国际龙头成长空间广阔

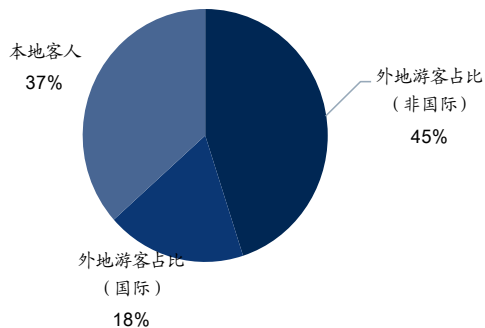
- **演艺集群模式国际借鉴之一：百老汇和伦敦西区，核心在于采取演艺剧群平台模式，政府支持，三方参与专业分工，产业链相对闭环，注重商业与艺术平衡，背靠核心经济区域客源支撑，品牌提升后外地客流驱动。其中百老汇通过百老汇&外百老汇&外外百老汇等形成多层次演艺体系，既有经典项目作核心支撑，也有持续的演出创作推出出新脱颖而出，艺术氛围浓厚，溢出效应显著。**
- **1978-2019年百老汇22年票房收入年均CAGR增约6%，客单价提升为主。2019年百老汇总体票房达到17.58亿美元，平均票价为120.23美元，购票人次约1462万人次，演出场次13333场，上座率达到90.51%。1997-2019年22年间，百老汇票房收入年均复合增5.97%，主要由客单价提升（CAGR为4.26%）贡献，而购票人次CAGR为1.63%，且上座率22年提升了9.11pct，达到90%+。**

图52：百老汇三大运营主体



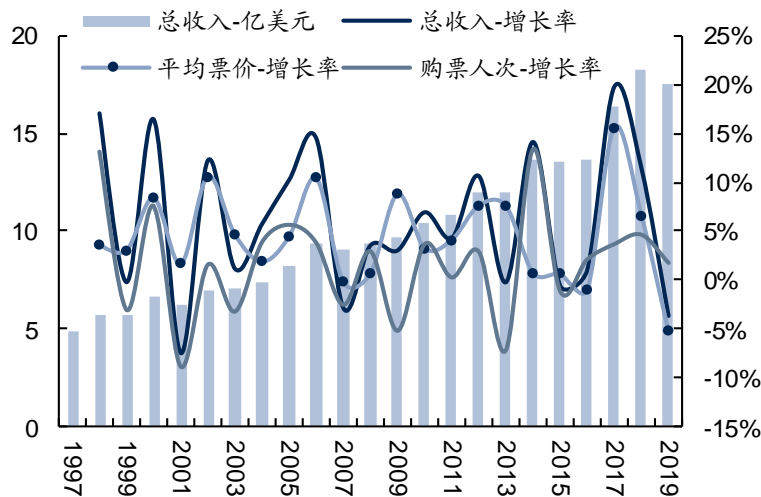
资料来源：维基百科，百老汇官网，搜狐媒体等，国信证券经济研究所整理

图53：2018年百老汇游客构成



资料来源：百老汇官网等，国信证券经济研究所整理

图54：1978-2019年百老汇22年票房收入及客单价增长情况

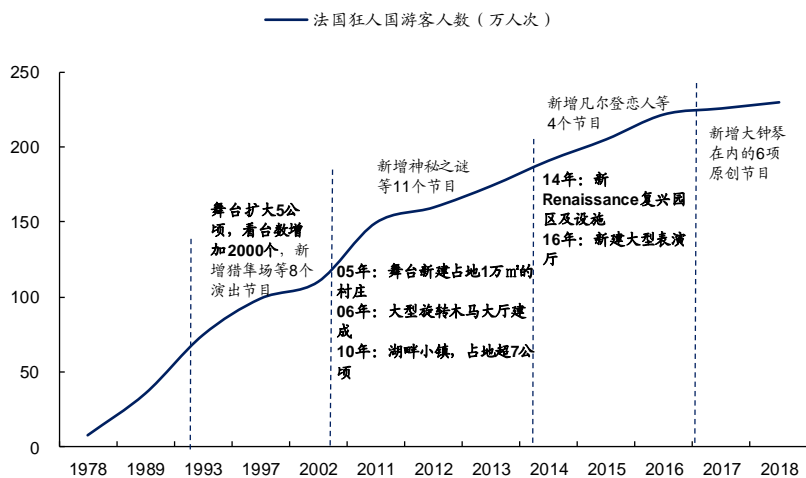


资料来源：The Broadway League，国信证券经济研究所整理

看点三：演艺集群扩容客源与成长，对标国际龙头成长空间广阔

- **演艺集群模式国际借鉴之二：法国狂人国，法国第二大主题公园，依托演艺丰富更新长盛不衰。**法国狂人国系演艺类主题公园，始于1977年，距离巴黎1.5小时火车，地理位置优势并不特别突出，主要以复古等建筑为主。近40年来，法国狂人国通过剧院不断增加和室内外演艺集群的持续丰富，其客流从1978年的8万人左右提升至2018年的230万人（每年仅营业不到7个月），**近40年年均复合客流增速达9%，重游率高达60%+（2015年为65%），游览时间长（50%游览2-3天），长盛不衰。**2018年，法国狂人国收入达1.12亿欧元，2011-2018年收入CAGR12%（客流年均增约6%，客单价约年均增5%）。作为一个经历了40年的成熟主题公园，在欧洲这样非常稳定的成熟市场，这个增长表现较为突出，演出内容且持续创新是其成功的核心。

图55：法国狂人国1978-2018年客流成长及演出丰富情况



资料来源：法国狂人国官网/APP等，国信证券经济研究所整理

表：法国狂人国发展一览表

年份	说明
1977	Philippe de Villiers 发现 Puy du Fou 城堡
1978	大型夜间表演首次亮相，展台扩建可容纳 12000 人，年游客数达到 8 万人。
1989	建立狂人国 Grand Parc
1991	推出 The falconry show 和 Memory trail
1992	推出 Water Theatre
1994	推出 Knighthood Festival
1995	中世纪古城建成，《魔术师 Menestrel》节目开演
1997	舞台扩大 5 公顷，看台增加 2000 个。
1998	创建初级学院，培养表演者和技术人员
2000	大公园创造瀑布秀《地牢之战》
2001	高卢罗马露天体育场建成
2004-2005	推出 1900 年集市，推出《维京秀》
2006	建成 6000 平方米的巨型大厅，推出冬日秀“圣诞故事”
2007	推出首个酒店“高卢罗马别墅”
2008	推出《奥德赛》、《马丁的传奇》、《令人眼花缭乱的结局》庆祝乐园成立 30 周年，并开始面向企业客户
2010	主题酒店克洛维斯高亮相，推出大型表演《兰斯的神秘》
2011	高卢体育场建成，乐园打造大型演出《胜利的符号》
2012	推出“德拉方舟的幻想世界”
2013	Grand Parc 成立 25 周年，这一年推出新演出《圆桌骑士》，年游客数达到 191.2 万人
2014	推出文艺复兴主题世界，狂人国城堡首次与公众见面，并打造演出《文艺复兴城堡》，推出第四座酒店“金丝织物之田”，以及餐厅“两项王冠”
2015	乐园已经推出三个新项目，其中包括新演出《凡尔登的爱人》、夜间秀《火之风暴》
2016	推出最新表演《最后的荣耀 Le Dernier Panache》，年游客数达到 220 万人
2017	推出《大钟楼》、《一个不寻常的音乐剧》、《城堡》、《5个夜城》
2018	狂人国将成为全世界首个推出特别设计的垂直过山车以增强观众体验的主题乐园，年游客数达到 230 万人
2019	推出原创作品《第一王国》

资料来源：官方网站、国信证券经济研究所整理

看点三：演艺集群扩容客源与成长，对标国际龙头成长空间广阔

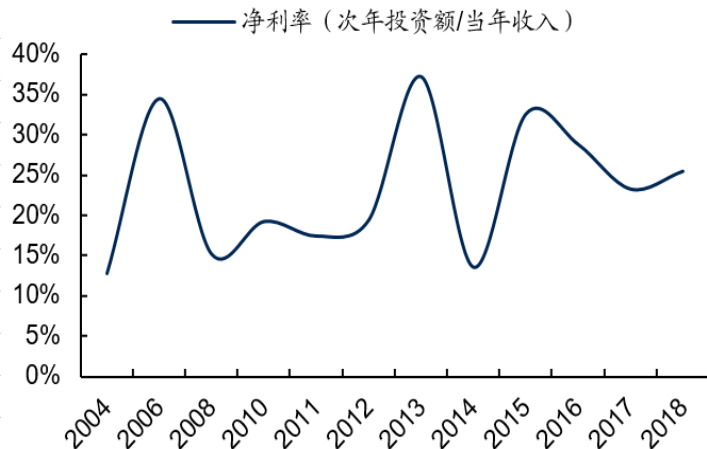
- 具体来看，法国狂人国的收入方式多元化，包括演出门票、酒店住宿、餐饮及其他衍生收入。
- 法国狂人国本身系非盈利组织经营，官网仅提及其盈利主要用于再投入。如参考其每年持续投入情况，2016年后，法国狂人国每年的投资额大幅提升到25亿欧元以上。若按其投入估算为上一年盈利情况，则据此推算法国狂人国盈利能力如下图所示，近几年净利率估算在20-30%，考虑法国本身人工高昂，且公司每年仅开业6个多月，虽然有持续投入的因素，但本身盈利能力在国外成熟市场已经较为可观。当然，由于系非盈利组织运营，以上估算仅供参考。
- 未来5-10年，公司“演艺王国”城市演艺模式预计将开启公司第二增长曲线。

图56：法国狂人国每年投入情况



资料来源：法国狂人国官网等，国信证券经济研究所整理

图57：法国狂人国盈利能力假设推算



资料来源：法国狂人国官网等，国信证券经济研究所整理估算

终局展望：公司中长线成长空间分析与推演——区域竞争分析

● **成熟项目占据区域演艺龙头地位，新开项目目前仍处于经营爬升周期。**总体来看，公司目前自营及合作项目目前所在区域竞争格局如下表所示。其成熟项目如杭州、三亚、丽江、九寨等项目均处于区域演艺绝对龙头地位，桂林项目2018年暑期开业，经过几年的培育，目前在区域的龙头地位也基本确立；而张家界、西安项目分别于2019年、2020年6月开业，且区域演艺市场竞争较为激烈，故这两个项目目前仍处于区域竞争，抢夺和巩固市场份额中；上海项目系公司演艺王国重要试点，也是公司一线城市首个项目，未来珠海项目有望成为公司演艺王国集大成者，因此不同区域项目，不同阶段，公司项目侧重及演出配置、经营策略相对有差异。

表8: 公司现有演艺项目区域竞争情况及自身项目特点

公司自营及合作项目	区域竞争对手	宋城项目特点
杭州宋城千古情	最忆是杭州、太阳马戏团《X绮幻之境》等，偏高端	主题公园赋能，定位中高端，雅俗共赏，接待容量更可观，区域演艺市场王者，目前积极向演艺王国转型升级
三亚千古情	C秀，红色娘子军等	主题公园赋能，雅俗共赏，地处一线旅游目的地，区域演艺市场绝对龙头，未来拟增爱在系列拓宽覆盖客群，进一步巩固和提升市场份额
丽江千古情	印象丽江、丽水金沙等	主题公园，室内外演出兼顾，雅俗共赏，接待容量可观，地处一线旅游目的地，区域演艺绝对龙头，未来拟增爱在演出拓宽覆盖客群
九寨千古情	藏谜等大小演出（藏谜已被宋城收购）	主题公园赋能，雅俗共赏，区域演艺市场绝对龙头，与藏谜协同
桂林漓江千古情	印象刘三姐等	主题公园赋能，雅俗共赏，虽然开业时间远逊于刘三姐，但目前已经超越刘三姐成为区域演艺市场TOP1，未来重在继续爬升
张家界千古情	魅力湘西、天门狐仙等	主题公园赋能，雅俗共赏，但疫情下区域价格竞争仍较激烈
西安中华千古情	驼铃传奇、长恨歌、大唐追梦等	主题公园赋能，雅俗共赏，但疫情下区域价格竞争仍较激烈，未来拟推爱在演出进一步扩容客群覆盖，巩固和提升市场份额
上海项目	旅游演艺主要系ERA时空之旅等，但各类城市演艺相对较丰富（演唱会、话剧、沉浸式演出等）	公司首个一线城市项目，21Q2有望开业，拟旅游演艺+城市演艺结合，打造演艺王国模式，多元票价体系，系公司演艺集群模式重点项目
佛山千古情	相对无直接演艺对手	目前正在筹备中，政府3.7亿补贴支持，背靠珠三角，预计盈利有支撑
西塘千古情	相对无直接演艺对手	目前正在筹备中，优势在于比邻西塘古镇，未来旅游演艺客源有较强支撑，且公司产业链运作成熟
珠海演艺王国	珠海长隆主题公园+马戏，但与宋城内容差异较大	目前规划建设，拟成为公司演艺王国集大成者，面积1500亩，相对最大

资料来源: 各地政府网站, 公司官网、万德、搜狐新闻等, 国信证券经济研究所整理

终局展望：公司中长线成长空间分析与推演——区域客流潜力

● 结合我们对公司既有公告项目或储备项目2018年区域客流和区域代表景区客流的汇总分析，公司目前二轮项目选址本身多系国内一线旅游目的地，未来从区域选址和项目配套比较来看，我们认为桂林、张家界、西塘、佛山等项目有望对标丽江/三亚，部分区域如西安、上海、珠海等地在考虑演艺集群模式成长下，其中长线体量还不排除有望对标杭州本部。

表9：公司首轮、次轮及或有潜在项目区域客流情况

分类	城市	2018年接待游客（万人次）	代表景区	2018年代表景区客流（万人次）
本部	杭州	18403	西湖/灵隐寺	1766/343
第一轮	三亚	2100	三亚天涯海角	480
第一轮	丽江	4643	玉龙雪山	432
第一轮	阿坝州	2910	九寨沟	500
第二轮	阳朔	1750	银子岩	279
第二轮	张家界	8522	武陵源核心景区一次进山	409
第二轮	西安	24700	秦始皇帝陵	858
第二轮	上海	34871	东方明珠塔	900+
第二轮	佛山	5424	西樵山	594
第二轮	嘉善县	1717	西塘古镇	1000+
第二轮	珠海	2778	珠海长隆海洋王国	1083
潜在可能	北京	31093	故宫	1700+
潜在可能	江苏苏州	2182	苏州园林	4A景区及以上137万
潜在可能	重庆	59723	洪崖洞	776
潜在可能	成都	24000	青城山-都江堰	812
潜在可能	贵州安顺	10100	黄果树瀑布	9490
潜在可能	澳门	3580	-	-
潜在可能	海南海口	2671	-	-

资料来源：各地旅游局、凤凰网，新浪网、<https://www.bangkokpost.com/>等，国信证券经济研究所整理

注：阿坝州及九寨沟系2017年数据，九寨沟2017年8月地震，此后关闭。

终局展望：外延扩张&模式升级下，公司长线成长空间广阔

- **长线空间展望：**考虑最新调整，假设项目如期落地且运营5年+达成成熟期后，公司5-8年长线盈利空间整体估算：
- **谨慎假设，**仅考虑已有项目，预计盈利空间约23-28亿元，若考虑2个储备项目并运营成熟，则有望27-34亿元；
- **中性假设，**假设演艺集群取得一定成效，并考虑3-4个储备项目落地且运营成熟，预计盈利空间有望38-56亿元；
- **乐观假设，**假设演艺集群模式成效超预期，考虑6-7个储备项目落地成熟，未来10年后长线盈利或有望60-80亿元。

表10：宋城演艺自有项目未来潜在空间估算（分谨慎、中性和乐观三种假设，假设项目运营5-8年后不断丰富达到成熟期）

分类	项目区域	谨慎假设	中性假设	乐观假设	说明
本部	杭州	4.0-4.5亿元	4.5-5.0亿元	5.0-6.0亿元	中性和乐观假设考虑演艺集群成效，其中乐观假设还考虑杭州乐园等部分协同
第一轮	三亚	2.5-3.0亿元	3.0-3.5亿元	3.5-5.0亿元	中性和乐观假设考虑演艺集群成效
第一轮	丽江	2.5-3.0亿元	3.0-3.5亿元	3.5-5.0亿元	中性和乐观假设考虑演艺集群成效
第一轮	阿坝州	0.7-0.8亿元	0.8-1.0亿元	1.0-1.5亿元	场地相对受限制，乐观假设部分考虑租赁或外延新增拓展剧院
第二轮	阳朔	2.0-2.5亿元	2.5-3.5亿元	3.5-4.0亿元	有望对标丽江、三亚等，中性和乐观假设考虑演艺集群成效
第二轮	张家界	2.2-3.0亿元	2.7-3.5亿元	3.5-4.5亿元	有望对标丽江、三亚等，中性和乐观假设考虑演艺集群成效
第二轮	西安	2.5-3.5亿元	3.0-4.5亿元	4.5-5.0亿元	有望对标杭州、三亚等，但需要升级打磨，中性和乐观假设考虑演艺集群成效
第二轮	上海	2.0-3.0亿元	3.0-4.5亿元	4.5-5.0亿元	有望对标杭州、三亚等，中性和乐观假设考虑演艺集群成效，新模式是否验证影响较大
第二轮	佛山	2.0-2.5亿元	2.5-3.0亿元	3.0-3.5亿元	有望对标丽江等，中性和乐观假设考虑演艺集群成效，本身因补贴预计净利率可能较高
第二轮	西塘	2.0-2.5亿元	2.5-3.0亿元	3.0-3.5亿元	有望代表丽江、三亚等，中性和乐观假设考虑演艺集群成效
第二轮	珠海	1.2-2.0亿元	2.0-3.5亿元	4.0-6.0亿元	新模式探索，盈利空间波动范围更大
潜在可能	北京	2.0-3.0亿元	3.0-4.5亿元	4.5-5.0亿元	
潜在可能	江苏苏州		3.0-4.0亿元	3.5-4.5亿元	
潜在可能	重庆			3.5-4.5亿元	
潜在可能	成都	2.0-3.0亿元	3.0-4.0亿元	4.0-5.0亿元	
潜在可能	贵州安顺			2.0-2.5亿元	
潜在可能	澳门		2.0-2.5亿元	2.0-3.0亿元	
潜在可能	海南海口			2.0-3.0亿元	

资料来源：公司公告及官网、官微等资料，国信证券经济研究所整理估计，注：未考虑海外项目，并结合西塘等部分项目最新情况有所调整等。

●投资建议：
模式优良，复苏在即，新模式新阶段，“买入”评级

盈利预测：未来3年分项目预测结果

表11：公司各项目收入分拆预测

收入	开业时间（新项目估算）	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
杭州本部	1997年	84,217	93,588	91,888	20,872	64,391	95,369
			11%	-2%	-77%	209%	48%
三亚项目	2013年10月	33,998	42,672	39,273	13,746	32,989	40,577
			26%	-8%	-65%	140%	23%
丽江项目	2014年3月	22,724	26,696	33,343	13,337	27,675	38,468
			17%	25%	-60%	108%	39%
九寨沟项目	2014年5月	9,059	178	0	2,239	9,750	14,138
桂林	2018年7月		4,266	16,065	4,819	16,065	23,294
张家界	2019年6月			6,547	3,200	8,000	16,000
西安	2020年6月				2,100	13,500	18,900
上海	预计2021Q2				0	8,000	15,440
佛山	预计2022年				0	0	11,700
西塘	预计2021年底或22年初				0	0	9,500
珠海	预计2023年				0	0	0
独木桥		12,058	17,349	18,043	6,315	8,841	11,493
			44%	4%	-65%	40%	30%
轻资产合计		16,315	12,668	17,328	20,900	17,300	18,700
六间房	2019年4月底出表	124,013	123,360	38,341			
			-1%	-69%			
总收入		302,383	321,140	261,175	87,828	206,973	314,106
收入增速		14%	6%	-19%	-66%	136%	52%
剔除六间房主业收入增速		15%	11%	13%	-61%	136%	52%

资料来源：公司公告、万德、国信证券经济研究所整理预测

投资建议：模式优良，复苏在即，新模式新阶段，“买入”评级

- **盈利预测：**暂维持公司20-22年EPS至-0.65/ 0.37/0.63元，21/22年估值55/32x。花房减值20年拖累较大，但利空出尽后，未来公司有望轻装上阵谋发展，且未来澳洲项目也有望处置回笼资金。就2021年而言，疫情恢复节奏及新项目开业表现对公司盈利预测影响较大，后续需要持续跟踪，我们预测偏中性。但预计2022年之后疫情影响将相对消除，业绩可预测性相对更强。
- **投资建议：**公司借疫情契机重新打磨升级，未来一看存量复苏，二看2021年春季重磅上海项目有望开业，三看后续新项目持续落地。公司第一增长曲线过往已验证，目前处于疫后逐步恢复扩张周期+第二增长曲线拟初步验证的关键时点，新模式有望开启新阶段，维持“买入”评级。

图 58：宋城演艺上市以来股价及估值复盘



资料来源：公司公告, WInd, 国信证券经济研究所整理

风险提示

- 大规模传染性疫情等系统性风险
- 盈利预测的风险： 存量和新项目可能因为开业节奏、疫情影响等使的盈利预测估算乐观。
- 政策风险
- 互联网演艺领域政策监管较为严格，未来不排除存在政策风险。
- 目前景区门票降价主要针对国有重点景区，民企主题公园暂不涉及，且因其自主投资的商业特点一般而言较难干预，但未来也不能排除对民企这类景区门票提价约束等的潜在风险。
- 财务风险
- 六间房目前已经完成出表，且2020年已经计提较大比例的减持，但若花房未来表现持续低预期，则长期来看仍存在长期股权投资减值的风险。
- 市场风险
- 新项目建设进度可能低于预期，可能受环保、招拍挂进度、天气等因素影响，同时虽然公司过往异地项目总体较为成功，但未来新项目开业后的经营情况也可能因市场竞争或宏观经济等因素表现低于预期。上海项目、珠海项目系公司新模式试点，其表现情况也可能低于预期。
- 存量项目增长可能相对平稳，多剧院模式探索可能低于预期，且部分区域其他新增竞争项目可能带来阶段影响。
- 其它风险
- 大股东或刘岩等六间房原有股东的减持风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1785	1200	1000	1000	营业收入	2612	878	2041	3123
应收款项	131	43	84	128	营业成本	747	316	612	812
存货净额	6	0	1	2	营业税金及附加	36	12	20	31
其他流动资产	145	70	112	172	销售费用	146	105	90	106
流动资产合计	2921	2680	3384	4800	管理费用	188	355	172	180
固定资产	2681	1757	2404	2765	财务费用	(18)	(52)	104	174
无形资产及其他	1498	1456	1413	1370	投资收益	273	(835)	105	128
投资性房地产	472	472	472	472	资产减值及公允价值变动	18	(1467)	(8)	(6)
长期股权投资	3469	4625	6409	7209	其他收入	(78)	0	0	0
资产总计	11041	10989	14082	16617	营业利润	1726	(2160)	1139	1941
短期借款及交易性金融负债	0	2041	4046	5035	营业外净收支	(96)	10	10	10
应付款项	301	31	150	228	利润总额	1630	(2150)	1149	1951
其他流动负债	464	249	236	317	所得税费用	265	(408)	193	322
流动负债合计	765	2321	4432	5581	少数股东损益	25	(30)	(10)	(17)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1340	(1711)	966	1646
其他长期负债	394	523	692	693					
长期负债合计	394	523	692	693	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	1159	2844	5124	6274	净利润	1340	(1711)	966	1646
少数股东权益	268	243	234	220	资产减值准备	(14)	(9)	3	2
股东权益	9614	7903	8724	10123	折旧摊销	228	309	371	424
负债和股东权益总计	11041	10989	14082	16617	公允价值变动损失	(18)	1467	8	6
					财务费用	(18)	(52)	104	174
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	3684	(197)	194	58
每股收益	0.51	-0.65	0.37	0.63	其它	36	(17)	(11)	(17)
每股红利	0.07	0.00	0.06	0.09	经营活动现金流	5255	(157)	1530	2120
每股净资产	3.68	3.02	3.34	3.87	资本开支	(583)	(800)	(986)	(750)
ROIC	18%	2%	23%	37%	其它投资现金流	(748)	(512)	(820)	(1312)
ROE	14%	-22%	11%	16%	投资活动现金流	(3743)	(2469)	(3591)	(2862)
毛利率	71%	64%	70%	74%	权益性融资	14	0	0	0
EBIT Margin	57%	10%	56%	64%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	66%	45%	74%	77%	支付股利、利息	(174)	0	(145)	(247)
收入增长	-19%	-66%	132%	53%	其它融资现金流	(941)	2041	2005	989
净利润增长率	4%	--	-156%	70%	融资活动现金流	(1277)	2041	1860	742
资产负债率	13%	28%	38%	39%	现金净变动	235	(585)	(200)	0
息率	0.4%	0.0%	0.3%	0.6%	货币资金的期初余额	1550	1785	1200	1000
P/E	39.9	-31.2	55.3	32.5	货币资金的期末余额	1785	1200	1000	1000
P/B	5.6	6.8	6.1	5.3	企业自由现金流	4581	(615)	532	1396
EV/EBITDA	31.7	140.9	38.6	24.7	权益自由现金流	3639	1469	2451	2240

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM