

业绩恢复提速，二轮扩张迎业绩释放期，未来演艺平台可期

——宋城演艺(300144.SZ)深度报告

公司深度

● 公司是中国最大旅游演艺企业，业务扩张持续成功

宋城演艺是中国最大的旅游演艺企业，成立于1994年，开创了“主题公园+文化演艺”的独特商业模式，业务版图从杭州宋城景区起步，不断向三亚、丽江、九寨、桂林、张家界等国内重点旅游城市扩张，且持续取得成功。现场演艺、旅游服务是公司的核心业务，收入占比超八成。目前，杭州宋城、三亚千古情、丽江千古情占公司现场演艺收入的88%，是顶梁柱。

● 渗透率提升促演艺市场规模10年增5倍，行业呈现“一超多强”

道略文旅统计，2019年旅游演艺总票房超68亿，5年复合增速达17%。目前，旅游演艺观众9600万人次，游客渗透率仅1.6%，而海外成熟市场可超20%，这意味着未来10年游客渗透率提升潜力较大。我们预测，国内旅游人次70亿，按5-6%的渗透率可得演艺观众人次接近4亿，市场规模可增5倍达到约400亿。行业仍处于成长期，竞争格局呈现“一超多强”，宋城演艺市占率超过30%，持续稳居第一。

● 公司业绩10年增7倍，净利率达40%，ROE达15%，质地优良

2010-2019年，公司营收从4.5亿元增至26.1亿元，累计增4.8倍，复合增速21.6%；净利润从1.6亿元增至13.4亿元，累计增7.4倍，复合增速26.6%。公司毛利率超70%，净利率达40%，费用率控制出色。从经营性现金流/净利润比值看，公司始终保持110%以上，表明公司盈利质量高。公司负债率常年低于10%，不依靠举债扩张。ROE从2010年的6.5%稳步升至2019年的14.8%。公司经营质地优良。

● 业务恢复明显，看好演艺主业稳定性和成长性，给予“强烈推荐”评级

我们预计公司2020-2022年的收入分别为8.9亿元、24.74亿元、36.5亿元，同比增长-66%、178%、47.6%；归母净利润分别为-17.45亿元、11.27亿元、16.51亿元，同比增长-230.3%、-164.6%、46.5%。对应公司2020-2022年PE分别为-31、48、33倍。公司第二轮扩张项目在未来2-3年将进入业绩爆发期，我们看好公司在政策红利和旅游消费升级下游客对演艺产品需求提升的内外驱动因素叠加下，业务发展的稳定性和成长性将不断强化。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：项目收入不达预期风险，疫情或灾害风险，经济及政策风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,211	2,612	890	2,474	3,650
增长率(%)	6.2	-18.7	-65.9	178.0	47.5
净利润(百万元)	1,287	1,340	-1,745	1,127	1,651
增长率(%)	20.6	4.1	-230.3	-164.6	46.5
毛利率(%)	66.4	71.4	54.3	74.6	78.6
净利率(%)	40.1	51.3	-196.1	45.6	45.2
ROE(%)	13.2	13.8	-22.4	13.2	17.1
EPS(摊薄/元)	0.89	0.92	-0.67	0.43	0.63
P/E	29.0	34.9	-31.3	48.4	33.1
P/B	4.2	5.3	7.2	6.6	5.7

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测

强烈推荐(首次评级)

姚轩杰(分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

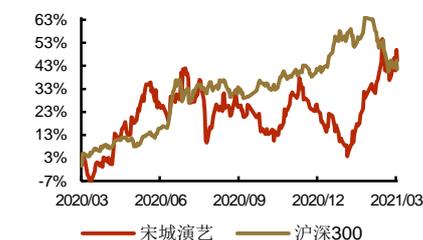
证书编号：S0280518010001

市场数据

时间 2021.03.19

收盘价(元):	21.04
一年最低/最高(元):	14.77/33.29
总股本(亿股):	26.15
总市值(亿元):	550.13
流通股本(亿股):	22.09
流通市值(亿元):	464.71
近3月换手率:	97.06%

股价一年走势



相关报告

《演艺龙头，关注异地新项目拓展情况》2018-08-23

《毛利率水平提升明显，现场演艺业务增长稳健》2018-03-28

《三季度归母净利润同增19%，业绩符合预期》2017-10-26

《宋城演艺中报点评：营收增长17.41%符合预期，线上线下演艺服务带动新一轮发展》2017-08-15

盈利预测、估值与目标价、评级

受疫情冲击影响，公司主业在 2020 年有明显下滑，我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 8.9 亿元、24.74 亿元、36.5 亿元，同比增长-66%、178%、47.6%；归母净利润分别为-17.45 亿元、11.27 亿元、16.51 亿元，同比增长-230.3%、-164.6%、46.5%。对应公司 2020-2022 年 PE 分别为-31、48、33 倍。

公司第二轮扩张项目在未来 2-3 年将进入业绩爆发期，且公司向演艺平台型公司转型，未来在观众人次和票价均有提升空间，这将有力增强公司业绩较快增长的持续性。我们看好公司在政策红利和旅游消费升级下游游客对演艺产品需求提升的内外驱动因素叠加下，业务发展的稳定性和成长性将不断强化。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

关键假设

(1) 国内疫情在 2021 年得到有效控制，各类限制旅游活动的防控措施基本解除，旅游市场逐渐恢复至接近或达到 2019 年的水平；

(2) 公司各大存量景区正常经营，游客人次和演艺收入接近或超过 2019 年的水平；上海项目如期开业，佛山项目和其他在建项目有序推进；

(3) 西安项目、上海项目等新项目游客人次和收入达到预期，产能爬坡顺利。

我们与市场的观点的差异

(1) 市场一些观点认为，旅游演艺市场规模较小，未来发展容易遇到天花板。我们认为，国内旅游演艺市场尚处于成长期，行业现有规模不足百亿，主要原因是游客渗透率极低，仅为 1.6%。随着游客对演艺产品需求提升，以及政策支持力度不断加大，未来 10 年旅游演艺的渗透率有望较大幅度上升至 5-6%，报告中我们测算出未来 10 年旅游演艺行业仍有 5 倍增长空间，规模可达到约 400 亿元。

(2) 市场一些观点认为，公司的主业收入增长需要不断扩张新项目，存在不确定性。我们认为，公司经过两轮扩张，运营项目已超 10 个，新项目当年盈利、第二年就进入业绩释放期，都非常成功。虽然公司需要依靠扩张来实现业绩增长，但未来 10 年公司还有很多旅游热门城市可以扩张，收入增长依然稳健可持续。

(3) 市场一些观点对公司转型演艺平台是否能成功有疑虑。我们认为，公司在杭州本部对演艺王国模式的试验证明是可行的，西安和上海项目是试金石，目前起步良好。未来西塘和珠海演艺谷是公司演艺平台的主要承载，国内市场在这块目前是空白，但未来游客对演艺产品多样化需求增强，国内需要这样的演艺平台，因此公司转型演艺平台是顺应市场的发展趋势。国外有狂人谷这样的成功案例。

股价上涨的催化因素

(1) 国内旅游市场复苏良好，旅游人次和旅游收入同比大幅增长，且逐季恢复到 2019 年的水平；

(2) 公司上海项目开业且经营数据良好，达到或超过预期；

(3) 公司存量项目经过优化和改造，经营数据达到或超过 2019 年的水平。

投资风险

项目的开业及收入不达预期风险；自然灾害或疫情风险；宏观经济及政策风险。

目 录

1、 公司概况——旅游演艺龙头，业务扩张持续成功.....	7
1.1、 公司开创“主题公园+文化演艺”模式，是中国最大旅游演艺企业.....	7
1.2、 现场演艺、旅游服务是公司的核心业务，收入占比超八成.....	8
1.3、 公司股权集中，实控人为编创团队核心，管理层稳定.....	8
2、 演艺行业：渗透率提升带动市场规模 10 年可增 5 倍.....	9
2.1、 2019 年旅游演艺总票房超 68 亿，5 年复合增速达 17%.....	9
2.2、 旅游演艺市场未来 5-10 年可增 5 倍，2030 年规模或达 400 亿.....	10
2.3、 旅游演艺持续增长三要素：游客需求、政策支持、科技赋能.....	12
2.3.1、 夜游经济促进旅游演艺需求快速提升，占比超 80%.....	12
2.3.2、 首部专门性政策出台，旅游演艺迎来新机遇.....	12
2.3.3、 科技赋能，催生沉浸式演艺新空间和新趋势.....	13
2.4、 行业竞争格局——集中度高，呈现“一超多强”，处于成长期.....	14
2.4.1、 旅游演艺分三大类，主题公园类占比最高、增长最快.....	14
2.4.2、 旅游演艺行业呈现“一超多强”格局，宋城演艺市占率超 30%最大.....	15
3、 公司财务：业绩 10 年增 7 倍，净利率达 40%，质地优良.....	16
3.1、 主业盈利稳健，公司净利润 10 年增长超 7 倍.....	16
3.2、 公司毛利率超 70%，净利率达 40%，费用率控制出色.....	17
3.3、 现金流充裕，负债率低，盈利质量高.....	18
3.4、 ROE 稳步提升至 15%，未来或可提高杠杆率促 ROE 继续上升.....	19
4、 公司演艺主业：两轮扩张，项目已达 11 个，业务呈现接力增长趋势.....	20
4.1、 宋城千古情：10 年营收增 1.5 倍，为公司最稳固的基本盘.....	20
4.1.1、 杭州宋城景区是近 10 年营收累计增 150%，占公司演艺主业近一半.....	20
4.1.2、 宋城千古情在杭州市占率第一，龙头地位稳固.....	21
4.2、 三亚千古情：第一轮扩张里盈利最强、毛利率最高的项目.....	22
4.2.1、 三亚千古情：收入 7 年增 10 倍，占现场演艺比重达 21%仅次于杭州.....	22
4.2.2、 三亚千古情市占率稳居当地首位，政策红利将加快市场规模增长.....	23
4.3、 丽江千古情：收入 6 年增 3.7 倍，后来居上的佼佼者.....	24
4.3.1、 丽江项目开业 6 年营收及利润已接近三亚，表现优良.....	24
4.3.2、 超越《印象丽江》后来居上，成为丽江演艺市场王者.....	24
4.4、 九寨千古情受地震和疫情影响停业 3 年，2020 年 6 月恢复营业.....	25
4.5、 桂林千古情：第二轮扩张的首个项目，已是广西演艺新标杆.....	25
4.6、 张家界千古情：2019 年开业，等待业绩释放.....	27
4.7、 西安千古情：2020 年 6 月开业，是公司在西部最重要的项目.....	27
4.8、 轻资产项目：已运营 3 个，净利率超 60%但后续盈利有限.....	29
5、 公司 4 大竞争优势：全产业链运作，硬软件标准化，营销与渠道强大、品牌力强.....	30
5.1、 全产业链运作，协同效应显著.....	30
5.2、 节目编创大同小异、做标准化、持续创新.....	30
5.3、 景区建设突出标准化，分期投入，持续更新.....	31
5.4、 营销能力强大，渠道网络完善.....	32
5.5、 品牌优势显著，连续 5 年获中国旅游演艺机构第一名.....	32
6、 公司成长看点：第二轮扩张项目未来 3 年处于业绩爆发期.....	33
6.1、 桂林、张家界、西安项目产能释放仍有较大空间.....	33
6.1.1、 桂林旅游市场强于丽江，桂林项目未来 2 年业绩有望比肩丽江.....	33
6.1.2、 借力高铁开通及市场恢复，张家界项目将迎业绩爆发期.....	34

6.1.3、	硬软件优于杭州，西安项目盈利水平有望看齐杭州本部	35
6.1.4、	九寨千古情：业绩预计恢复至震前水平	36
6.2、	上海、佛山新项目即将开业，带来新业绩增量	37
6.2.1、	上海项目：拓展城市演艺市场的第一步，2021 年春季开业	37
6.2.2、	佛山千古情：落子珠三角，预计 2021 年下半年或 2022 年初开业	38
6.3、	储备项目：西塘与珠海演艺谷，公司演艺 4.0 的主要承载	39
6.3.1、	西塘项目：公司向演艺平台发展的首个项目，预计 2022 年开业	39
6.3.2、	珠海演艺谷：为公司最大的演艺集群项目，2023 年开业	40
7、	盈利预测与投资建议	41
7.1、	盈利预测	41
7.1.1、	公司收入预测	41
7.1.2、	归母净利润预测	43
7.2、	投资建议	44
8、	风险分析	44

图表目录

图 1:	公司发展历程	7
图 2:	公司股权结构	9
图 3:	2015-2019 年国内旅游演艺票房及增速	9
图 4:	2015-2019 年国内旅游演艺观看人次	10
图 5:	2015-2019 年国内旅游演艺演出剧目数	10
图 6:	2015-2019 年国内旅游演艺演出场次	10
图 7:	2015-2019 年国内旅游演艺平均票价	10
图 8:	2015-2019 年中国旅游演艺渗透率	11
图 9:	2019 年主要旅游城市旅游演艺渗透率	11
图 10:	夜游消费者体验活动	12
图 11:	夜游消费者体验需求状况	12
图 12:	沉浸式演艺效果	14
图 13:	2018 年沉浸式演出总台数及增速、票房及占比	14
图 14:	2018 年三大旅游演艺业态票房占比	15
图 15:	2014-2018 年主题公园旅游演艺票房及增速	15
图 16:	2013-2018 年国内旅游演艺主要系列票房占比	15
图 17:	公司 2010-2019 年营收及增速	16
图 18:	公司 2010-2019 年归母净利润及增速	16
图 19:	公司 2019 年收入结构	17
图 20:	公司 2010-2019 年整体及各分部毛利率	18
图 21:	公司 2010-2019 年费用率情况	18
图 22:	公司 2010-2019 年归母净利率	18
图 23:	2010-2019 年公司现金流和收入、净利的比值	19
图 24:	2010-2019 年公司负债率情况	19
图 25:	公司 2010-2019 年净资产收益率变化	19
图 26:	2011-2019 年公司营收及增速	20
图 27:	2011-2019 年宋城景区收入及占比	21
图 28:	2011-2019 年宋城景区毛利率变化	21
图 29:	三亚千古情景区 2013-2019 年营收及增速	22

图 30:	三亚千古情景区 2013-2019 年净利及增速	22
图 31:	三亚千古情景区 2013-2019 年营收占比	23
图 32:	三亚千古情景区 2013-2019 年毛利率及净利率	23
图 33:	丽江千古情景区 2014-2019 年营收及增速	24
图 34:	丽江千古情景区 2014-2019 年净利及增速	24
图 35:	丽江千古情景区 2014-2019 年营收占比	24
图 36:	丽江千古情景区 2014-2019 年毛利率	24
图 37:	2014-2019 年丽江千古情和印象丽江营收对比	25
图 38:	2014-2019 年丽江千古情和印象丽江毛利率对比	25
图 39:	桂林千古情 2018-2019 年营收及增速	26
图 40:	桂林千古情 2018-2019 年净利及增速	26
图 41:	西安千古情、兵马俑及竞争对手位置	28
图 42:	三种经营模式典型公司营收规模	30
图 43:	三种经营模式典型公司毛利率	30
图 44:	杭州宋城景区举办活动	32
图 45:	公司各项目散客占比	32
图 46:	公司入选 2019 年中国主题公园旅游演艺十强	33
图 47:	公司入选 2019 年中国旅游演艺机构十强	33
图 48:	桂林与丽江 2019 年旅游人次、旅游收入对比	34
图 49:	桂林与丽江千古情 2019 年营收、净利对比	34
图 50:	张家界与丽江 2019 年旅游人次与旅游收入对比	34
图 51:	张家界旅游人次 2021 年目标及增速	35
图 52:	张家界旅游收入 2021 年目标及增速	35
图 53:	西安与杭州 2019 年旅游人次、旅游收入对比	36
图 54:	途径九寨沟的成兰高铁	36
图 55:	九寨千古情历年营收及净利变化	36
图 56:	上海项目地理位置	37
图 57:	佛山市听音湖项目地址	39
图 58:	佛山项目周边交通情况	39
图 59:	西塘演艺谷鸟瞰图	40
图 60:	西塘景区 2017-2019 年旅游人次及增速	40
图 61:	珠海演艺谷项目设计图	41
图 62:	珠海市 2017-2019 年旅游人次、旅游收入及增速	41
表 1:	公司三大业务具体情况	8
表 2:	国内旅游演艺市场规模预估	11
表 3:	全国和两省政策支持及要点	13
表 4:	我国旅游演艺主要分类	14
表 5:	国内旅游演艺主要派系情况	15
表 6:	杭州地区演艺剧目竞争分析	21
表 7:	第一轮扩张三大项目具体情况	22
表 8:	三亚地区演艺剧目竞争分析	23
表 9:	丽江地区演艺剧目竞争分析	25
表 10:	公司第二轮扩张项目具体情况	26
表 11:	桂林地区演艺剧目竞争分析	27
表 12:	张家界地区演艺剧目竞争分析	27

表 13: 西安地区演艺剧目竞争分析.....	29
表 14: 公司轻资产项目概况.....	29
表 15: 国内旅游演艺主要运作模式.....	30
表 16: 各地千古情节目主要内容一览.....	31
表 17: 公司上市以来杭州、三亚、丽江项目每年投资金额一览(万元).....	31
表 18: 途径张家界的 2 条铁路具体情况.....	35
表 19: 西安项目与杭州项目对比.....	36
表 20: 上海千古情拟打造的三台演出节目.....	37
表 21: 北京上海城市演艺未来增长空间巨大.....	38
表 22: 公司收入预测表.....	42
表 23: 公司净利润预测表.....	43

1、公司概况——旅游演艺龙头，业务扩张持续成功

1.1、公司开创“主题公园+文化演艺”模式，是中国最大旅游演艺企业

宋城演艺是中国最大的旅游演艺企业，成立于1994年，开创了“主题公园+文化演艺”的独特商业模式，业务版图从杭州宋城景区起步，不断向三亚、丽江、九寨、桂林、张家界等国内重点旅游城市扩张，且持续取得成功。经过20多年的努力，公司成功打响了“宋城”、“千古情”旅游演艺品牌，创造了中国旅游演艺市场的五个“第一”：演出场次第一、观众人数第一、演艺收入第一、演出利润第一、毛利率第一。

目前，公司在运营的旅游演艺项目包括《宋城千古情》、《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》等，上海、佛山、西塘、珠海等正在规划、建设中的项目也将陆续推向市场。

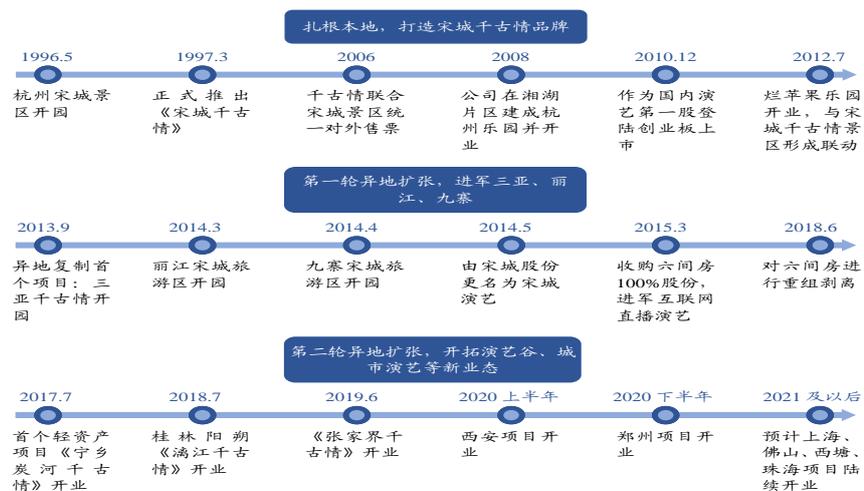
公司的发展主要经历了三个阶段：

第一阶段：深耕杭州，成功打造宋城千古情品牌（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》。2006年，千古情联合宋城景区统一对外售票。2008年，公司在湘湖片区建成杭州乐园并开业。2010年，公司登陆创业板，成为国内演艺第一股。2012年公司在湘湖片区建设的烂苹果乐园开业。

第二阶段：第一轮异地扩张，并涉足互联网演艺（2013-2017）。2013年公司开启第一轮异地复制，三亚、丽江和九寨项目分别于2013年9月、2014年3月和2014年4月开业。公司异地复制项目均大获成功。2015年公司26亿收购六间房，涉足线上直播业务。2019年对六间房进行了重组剥离。

第三阶段：第二轮异地扩张，并开拓演艺谷、城市演艺等新业态（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《桂林千古情》开业；2019年6月《张家界千古情》开业，2020年公司西安项目、郑州轻资产项目开业。上海项目即将开业，佛山、珠海、西塘等项目也积极推进中。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.2、现场演艺、旅游服务是公司的核心业务，收入占比超八成

公司的主要业务为以旅游演艺为内核的主题公园的投资、开发和运营。经过多年的发展，截止 2020 年底，公司的主营业务板块包括现场演艺、旅游服务、互联网演艺等三部分。其中，现场演艺、旅游服务是公司的核心业务和主要收入利润来源。互联网演艺板块（六间房）已于 2019 年 4 月重组出表。在新冠疫情发生前的 2019 年，这三部分业务收入占比分别为 67%、13%、15%。

现场演艺业务：是指公司依托主题公园景区，为广大游客提供主题公园游玩和“千古情”演出服务，通过收取门票的方式实现收入和盈利。杭州宋城千古情、三亚千古情和丽江千古情是公司现场演艺的主要收入来源，2019 年的占比分别为 48%、21%、19%，合计达到 88%。

旅游服务业务：是指公司轻资产输出业务以及网络票务销售业务。轻资产输出业务基于公司多年经营形成的旅游演艺业务能力和“千古情”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。已开业运营的轻资产项目有《炭河千古情》《明月千古情》《黄帝千古情》。网络票务销售主要是对公司运营项目的门票、演出票进行线上直销和分销，以及在此基础上叠加第三方景点的票务形成联票和套票销售。

互联网演艺业务：是指重组后的花房集团，公司持有花房集团 39.53% 股权。花房集团包含基于 PC 端的直播秀场平台六间房和基于移动端的直播及语音秀场平台花椒直播。其收入主要来自于虚拟礼物的销售收入。

表1：公司三大业务具体情况

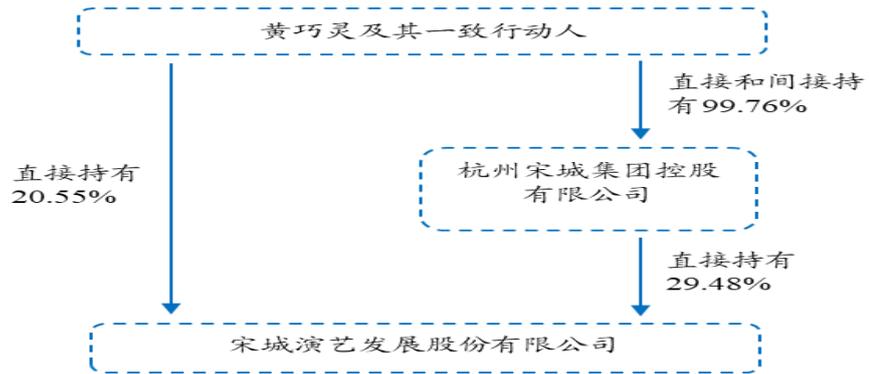
业务分类	具体情况
现场演艺	提供主题公园游玩和“千古情”演出服务，主要靠门票收入盈利。杭州宋城千古情、三亚千古情和丽江千古情是现场演艺主要收入来源，2019 年的占比分别为 48%、21%、19%，合计 88%。
旅游服务	包括轻资产输出业务以及网络票务销售。轻资产输出业务主要向合作方提供品牌授权、规划设计、导演编创、托管运营等服务，收取一揽子费用获得收入，已运营的项目有《炭河千古情》《明月千古情》《黄帝千古情》。网络票务销售主要是公司项目门票、演出票的线上直销、分销，以及叠加第三方景点的联票、套票销售。
互联网演艺	重组后的花房集团包含 PC 直播平台六间房和移动直播平台花椒直播，收入主要来自于虚拟礼物的销售收入。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.3、公司股权集中，实控人为编创团队核心，管理层稳定

公司的创始人黄巧灵。公司控股股东宋城集团持有公司 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、张娴、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。

实控人为公司演艺项目的编创核心，管理团队大多为内部培养，稳定性强。黄巧灵是宋城艺术总团团长，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、业务专业的编创演出人才队伍，且规模不断扩大，已成为国内演艺市场上的佼佼者，也是公司核心竞争力之一、业务持续发展的重要保障。公司管理团队大部分为内部培养，稳定性强，现任高管多数在公司任职超过 10 年。

图2： 公司股权结构

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

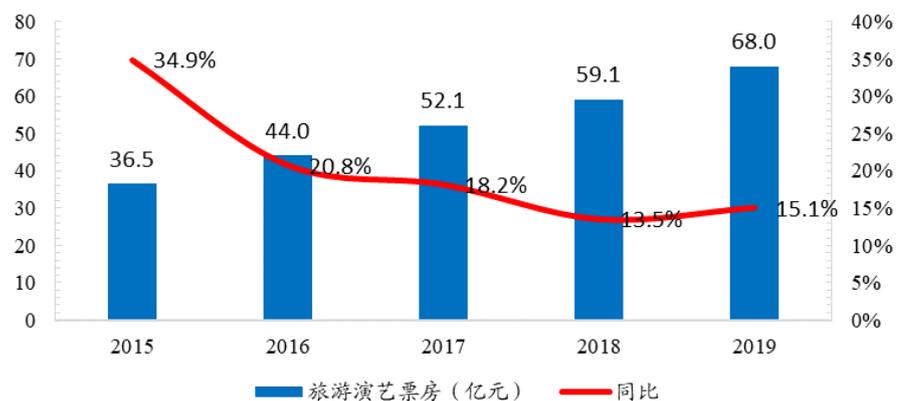
2、 演艺行业：渗透率提升带动市场规模 10 年可增 5 倍

2.1、 2019 年旅游演艺总票房超 68 亿， 5 年复合增速达 17%

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。

根据道略文旅统计，2019 年国内旅游演艺市场的总票房达 68.02 亿元，同比增长 15.1%。2015-2019 年，中国旅游演艺市场保持稳健、快速增长，票房收入从 36.45 亿元增长至 68.02 亿元，复合增速达到 16.9%。

根据**总票房=观看人次×票价**公式，旅游演艺的市场规模在 5 年间扩张近 1 倍，主要得益于演出剧目和演出场次的快速增长带动观看人次的大幅增长，而演出票价基本保持平稳。

图3： 2015-2019 年国内旅游演艺票房及增速

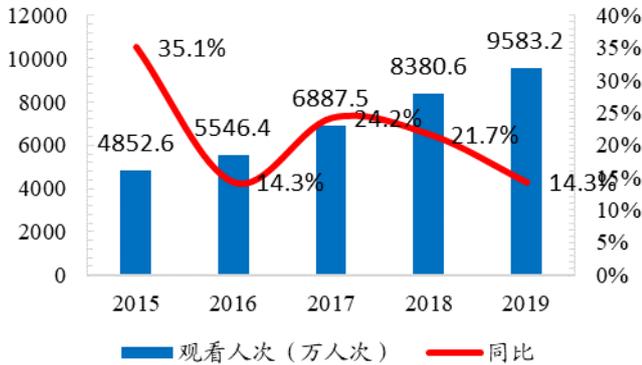
资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

观看人次：2019 年旅游演艺市场的观看人次为 9583.2 万人次，同比增长 14.3%，与 15% 的总票房增速基本同步。2015-2019 年，旅游演艺观看人次从 4852.6 万人次增至 9583.2 万人次，复合增速达 18.5%，略高于票房的复合增速。

观看人次的增长由演出剧目和演出场次的增长推动。2015-2019 年，旅游演艺剧目从 225 台增至 340 台，复合增速 10.9%；旅游演艺场次从 7.7 万场增长至 14.7 万场，复合增速 17.5%。

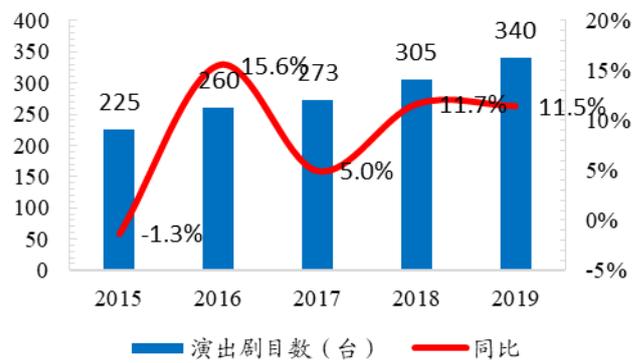
票价：2015-2019年，旅游演艺市场的平均票价分别为75.1元、79.4元、75.6元、70.4元、71元，票房水平相对平稳，基本围绕70-75元上下浮动。

图4：2015-2019年国内旅游演艺观看人次



资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

图5：2015-2019年国内旅游演艺演出剧目数



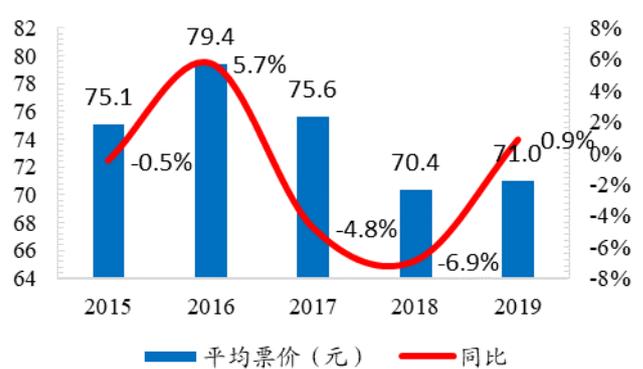
资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

图6：2015-2019年国内旅游演艺演出场次



资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

图7：2015-2019年国内旅游演艺平均票价



资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

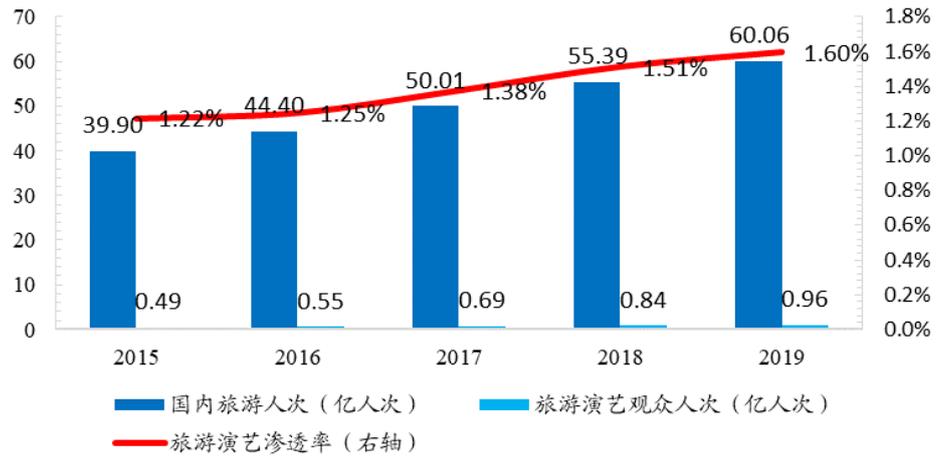
由此可见，旅游演艺市场的扩张还处于量的快速增长阶段。我们预计，在我国旅游演艺市场处于发展初期的阶段，量的增长（观看人次的持续增加）仍是未来3-5年行业增长的最主要动力。

2.2、旅游演艺市场未来5-10年可增5倍，2030年规模或达400亿

我国旅游演艺市场游客渗透率极低，未来有很大提升空间。由上文可知，2019年中国旅游演出观众人次为9583.2万人次，而国内旅游人数达到60.06亿人次，旅游演艺的观众渗透率仅为1.6%，属于极低水平。若时间周期拉长，2015-2019年，这5年间中国旅游演艺的观众渗透率分别为1.22%、1.25%、1.38%、1.51%、1.60%。

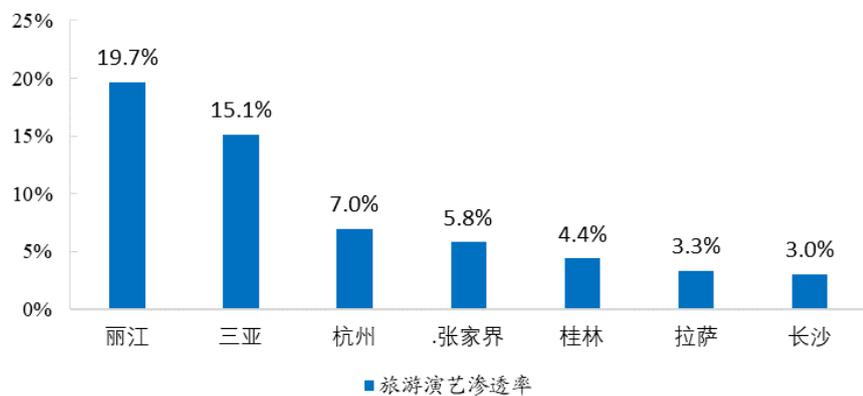
2020年初新冠疫情爆发，旅游出行被暂停，这对旅游业和旅游演艺带来巨大冲击。进入2021年，随着中国成功控制住疫情，以及新冠疫苗接种逐步铺开，人群免疫屏障有望快速构建起来，旅游业和旅游演艺将逐步恢复到正常水平。

我们预计，未来5-10年，旅游演艺观众渗透率将从目前的1.6%提升至5-6%左右，增长空间达到2-3倍。若以国内旅游人次70亿人次（假设旅游人次年均增长与GDP增速同步，5%左右）计算，未来5-10年，旅游演艺的观众人次将达到3.5-4亿人次左右，是2019年约1亿人次的3-4倍。

图8： 2015-2019 年中国旅游演艺渗透率

资料来源：国家统计局，道略文旅，新时代证券研究所

事实上，在欧美发达市场，现场演出的观众渗透率可以达到20%以上。美国纽约百老汇是全球标志性的演艺聚集区，其游客渗透率达到23%。根据道略文旅数据，在国内主要的旅游城市，丽江市的旅游演艺游客渗透率为19.7%，为国内最高，已接近于欧美成熟市场。这主要得益于《印象丽江》和《丽江千古情》两大王牌演艺剧目的贡献。排名第二、三位的城市分别为三亚和杭州，游客渗透率分别为15.1%、7%。而其他旅游城市，大部分都低于5%，距离丽江市的游客渗透率还有3-5倍的空间。值得注意的是，北京、上海、成都、重庆等大量重点旅游城市尚未推出旅游演艺项目。这说明，旅游演艺游客渗透率空间非常巨大，是行业未来增长的最主要动力。

图9： 2019 年主要旅游城市旅游演艺渗透率

资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

票价方面，随着演出剧目的多样化和丰富程度，以及居民人均旅游支出的持续增长，未来5-10年旅游演艺的票价预计可以从目前的70-75元提升至100元，升幅在30%-40%左右，属于相对合理水平。

因此，基于上述假设，我们可以估算出，未来5-10年，中国旅游演艺的市场规模有望达到400亿元，相比2019年的68亿元增长幅度达到488.2%。也就是说，到2030年我国旅游演艺市场的远景规模可以看到400亿左右，增长空间接近5倍。

表2： 国内旅游演艺市场规模预估

指标	2019年数值	未来5-10年预测值	预测增速
----	---------	------------	------

指标	2019年数值	未来5-10年预测值	预测增速
年国内旅游总人次	60	70亿	16.6%
国内旅游演艺渗透率	1.6%	5%-6%	3.4-4.4pct
观看人次(亿)	0.96	3.5-4.2	265%-317%
平均票价(元)	71	100元	40.8%
市场规模	68	350-420亿元	415%-517%

资料来源：国家统计局，道略文旅，新时代证券研究所测算

2.3、旅游演艺持续增长三要素：游客需求、政策支持、科技赋能

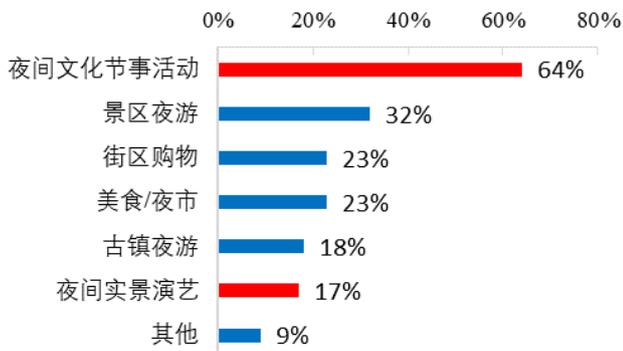
上文我们测算得出，旅游演艺市场未来5-10年仍处于成长阶段，规模增长预计接近5倍。哪些因素是促进行业持续增长的驱动力呢？我们认为，游客需求、政策支持和科技赋能是三个主要的驱动力。

2.3.1、夜游经济促进旅游演艺需求快速提升，占比超80%

近年来，随着人们消费水平提升和夜游经济的兴起，游客对单纯的“走马观花”式的旅游方式吸引力下降，但对深度游、文化游的体验需求快速上升。旅游演艺节目恰好可以满足游客对旅游目的地的人文历史、神话传说、风土人情、民俗习惯等的深入了解，且大多数旅游演艺节目在夜晚演出，促使很多游客从“白天旅游，夜晚休息”转变为“白天看景，晚上看演出”的旅游新模式，提高了游客的深度旅游体验感，延长了其在旅游目的地的旅游时间，可以促进其二次消费。

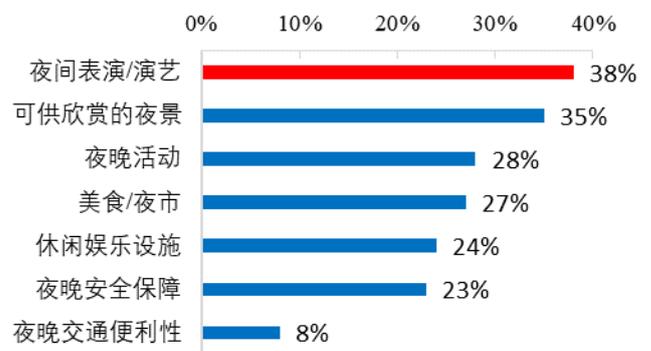
2019年道略文旅对夜游消费者体验活动与体验需求状况的统计显示，夜游体验活动中，夜间文化节事活动占64%，夜间实景演艺占17%，两者合计占比高达81%；夜游体验需求中，夜间表演/演艺占比达38%。

图10：夜游消费者体验活动



资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

图11：夜游消费者体验需求状况



资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

由此可以看出，夜游经济促使游客对旅游演艺的需求快速上升到了第一位，参与、观看夜间表演演艺活动的游客占比超过80%。我们认为，高品质的旅游演艺节目供给并不充分，尚不能满足游客需求的持续快速上升，旅游演艺行业在未来较长时间将呈现需求扩大推动供给提升，从而驱动行业快速发展。

2.3.2、首部专门性政策出台，旅游演艺迎来新机遇

2019年4月，文化和旅游部发布《关于促进旅游演艺发展的指导意见》，这是我国首个促进旅游演艺发展的政策文件，对旅游演艺行业的发展具有深远意义。《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；提出到 2025 年，旅游演艺市场繁荣有序，发展布局更为优化，涌现一批有示范价值的旅游演艺品牌，形成一批运营规范、信誉度高、竞争力强的经营主体。

文化和旅游部政策法规司副巡视员周久财表示，与我国丰富的文化资源相比，旅游演艺的规模种类还不够多；与蓬勃发展的文化和旅游产业相比，旅游演艺的潜力还需进一步挖掘；与日益提升的文化和旅游消费需求相比，旅游演艺水平还需要不断提高。这表明，国内旅游演艺未来在内容质量、种类数量、行业规模等方面都有很大提升空间。我们认为，在政策支持下，旅游演艺行业将迎来新的黄金发展机遇期。

在国家政策出台后，地方政府也纷纷跟进，出台支持当地旅游演艺的政策。2019 年 8 月，浙江省文旅厅发布《浙江省 A 级旅游景区品质提升专项活动方案》明确，鼓励旅游景区演艺发展，推动非遗文化元素植入，不断提升旅游景区文化内涵。到 2020 年底，省内 4A 级以上景区及周边推出 10 台全国著名的旅游演艺节目。

2020 年 3 月，山西省文旅厅提出，要分步实施“一景一剧”全覆盖，在山西 99 个 4A 级以上景区先行先试，创排中小型、特色化、定制类旅游演艺项目，打造一批具有浓郁“晋情晋味”的旅游演艺精品。

表3：全国和两省政策支持及要点

文件/来源	发布者	发布时间	支持旅游演艺要点
《关于促进旅游演艺发展的指导意见》	文旅部	2019 年 3 月	1) 鼓励发展中小型、主题性、特色类、定制类旅游演艺项目；2) 因地制宜建设一批旅游演艺小镇、旅游演艺集聚区；3) 支持在旅游演艺领域推广政府和社会资本合作（PPP）模式，积极引导私募股权投资基金及各类投资机构投资旅游演艺项目，鼓励金融机构开展旅游演艺产品版权质押融资业务；4) 符合高新技术企业认定条件的旅游演艺企业经认定后可依法享受税收优惠；5) 鼓励通过开展城乡建设用地增减挂钩和工矿废弃地复垦利用，为旅游演艺项目提供用地保障；6) 到 2025 年，旅游演艺市场繁荣有序，发展布局更为优化，涌现一批有示范价值的旅游演艺品牌，形成一批运营规范、信誉度高、竞争力强的经营主体。
《浙江省 A 级旅游景区品质提升专项活动方案》	浙江省文旅厅	2019 年 8 月	1) 鼓励旅游景区演艺发展，推动非遗文化元素植入，不断提升旅游景区文化内涵；2) 到 2020 年底，省内 4A 级以上景区及周边推出 10 台全国著名的旅游演艺节目；3) 鼓励创作地方文化旅游演艺项目、文创产品和伴手礼产品，提高景区旅游产品供给质量；4) 鼓励景区实行演出门票打折等政策。
2020 年山西省文化和旅游工作会议	山西省文旅厅	2020 年 3 月	分步实施“一景一剧”全覆盖，在 99 个 4A 级以上景区先行先试，创排中小型、特色化、定制类旅游演艺项目，打造一批具有浓郁“晋情晋味”的旅游演艺精品。

资料来源：文旅部，浙江省文旅厅，山西省文旅厅，新时代证券研究所

2.3.3、科技赋能，催生沉浸式演艺新空间和新趋势

近几年来，随着 5G、VR/AR 技术、三维实境技术、多通道交互技术或机械数控装置等新科技在舞台上的应用，旅游演艺剧目打造出观众体验的沉浸环境，这种高科技元素与旅游演艺的高度融合成为行业发展的新趋势。

沉浸式体验旅游演出，打破演出者与观众的传统观演关系，重新定义观众与表演者的关系，不管是在室内还是室外，舞台和观众区并不存在明显的界限，观众不再是被动的旁观者，演员在其中移动表演，观众可以随着自己的步调自由地穿梭在剧情中，选择自己的所到之处和所见之景，获得独一无二的观剧体验。

运用沉浸式演出，《又见平遥》《又见敦煌》剧目相继取得成功，票房和口碑持续上升。基于此，越来越多的旅游演艺项目选择把沉浸式技术引入到旅游演艺剧目中去。道略数据显示，2018 年新增沉浸式旅游演艺 11 台，演出总台数达 23 台，同比增长 76.9%。

2018年沉浸式旅游演艺总票房达4亿元，其中“又见系列”演出票房占比高达52.8%。

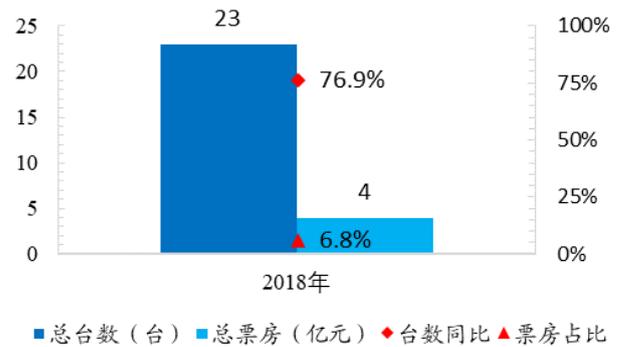
道略文旅调查显示，50%以上的游客都更偏爱互动型的活动，不喜欢正襟危坐地看表演。沉浸式演出既是表演又是互动，可以更好满足游客的新需求。我们认为，智能化、数字化、科技化的体验式、沉浸式旅游演出有广阔的前景，它不仅可以通过极致的感官体验和互动而提高观众人次，也能因科技感提高票价，具备较大的发展潜力，将成为资本竞相追逐的蓝海。

图12: 沉浸式演艺效果



资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

图13: 2018年沉浸式演出总台数及增速、票房及占比



资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

2.4、行业竞争格局——集中度高，呈现“一超多强”，处于成长期

2.4.1、旅游演艺分三大类，主题公园类占比最高、增长最快

旅游演艺类型按照演出方式、场所可以分为主题公园类、实景类、剧场旅游类等三大类。

表4: 我国旅游演艺主要分类

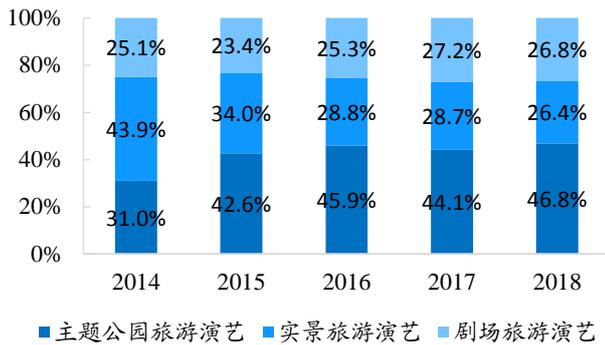
类型	依托	特点
主题公园旅游演艺	主题公园	通常为小型主题公园+演艺剧场的形式，多实行一票制。游客既可以观看剧场演出，了解当地历史文化，又可以在主题公园景区内游玩，延长停留时间，实现二次消费。剧场演出摆脱了天气因素的限制，可以实现旺季一天多场演出。
实景旅游演艺	自然景区	依托传统自然景区打造室外演艺，以秀美的自然风光为舞台背景，演出规模宏大，但缺点是易受天气因素影响；演出多为夜场，演出场次受时间限制。
剧场旅游演艺	旅游城市	多为当地政府参与投资的名片性产品，演出形式以歌舞、马戏为主，更注重对当地旅游形象宣传效果，对经济效益追求放在其次。往往存在缺少专业的演艺管理人才，节目更新创作不及时等问题。

资料来源：文旅部，新时代证券研究所

综合来看，主题公园类的旅游演艺商业模式最优、占比最高、增长最快。道略文旅统计，2014-2018年，主题公园旅游演艺的票房占比从31%快速提升至46.8%，但实景旅游演艺的票房占比持续下降，从43.9%一路降至26.4%；剧场旅游演艺的票房占比基本维持在25%左右。

2018年主题公园旅游演艺票房27.7亿元，增速20.4%，远高于旅游演艺行业整体13.5%的增速。与之鲜明对比的是，实景旅游演艺票房15.6亿元，增长仅5.7%，不到行业增速的一半；剧场旅游演艺票房15.8亿元，增长10.2%，也低于行业增速3个百分点。

图14: 2018年三大旅游演艺业态票房占比



资料来源: 道略文旅, 新时代证券研究所

图15: 2014-2018年主题公园旅游演艺票房及增速

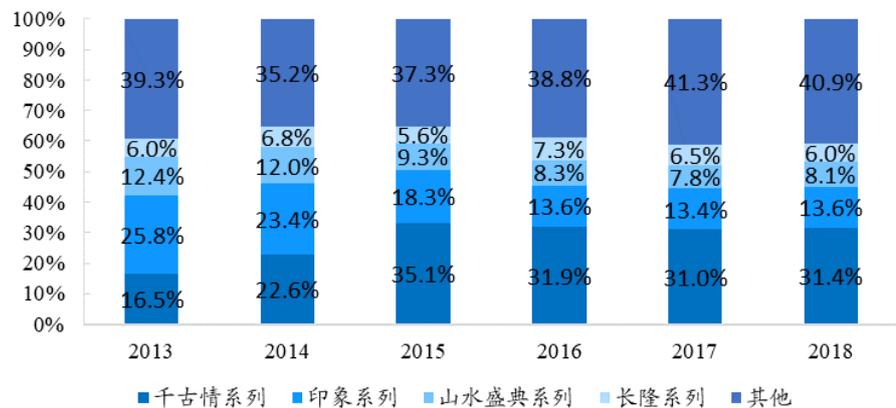


资料来源: 道略文旅, 新时代证券研究所

2.4.2、旅游演艺行业呈现“一超多强”格局, 宋城演艺市占率超30%最大

近几年来, 旅游演艺行业集中度逐步提升。国内旅游演艺主要包括4大派系, 宋城系、印象系、山水系和长隆系, 合计占据国内旅游演艺60%的票房份额(阶段因新项目有所波动)。其中, 宋城演艺的市场份额最高, 占比30%以上, 处于行业绝对龙头地位。而在主题公园旅游演艺的细分市场, 宋城演艺的千古情系列2018年的市占率达到67%, 处于霸主地位。

图16: 2013-2018年国内旅游演艺主要系列票房占比



资料来源: 道略文旅, 新时代证券研究所

表5: 国内旅游演艺主要派系情况

系列	演出类型	导演	代表作	演出特点	目标受众
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	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
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	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
山水系	室外大型实景演出	梅帅元	《天山狐仙·新刘海砍樵》、《禅宗少林·音乐大典》、《文成公主》等	室外演出	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
长隆系	主题公园旅游演艺	-	长隆国际大马戏、长隆横琴国际马戏城	室内演出	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

资料来源: 各公司官网、道略文旅等, 新时代证券研究所

旅游演艺行业盈利符合“二八原则”。根据道略文旅，2015-2019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。

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：一线核心景区的引流；内容与时俱进，视听效果优良，符合观众的喜好和欣赏水平；出品方的营销、管理、运营能力强。

3、公司财务：业绩10年增7倍，净利率达40%，质地优良

3.1、主业盈利稳健，公司净利润10年增长超7倍

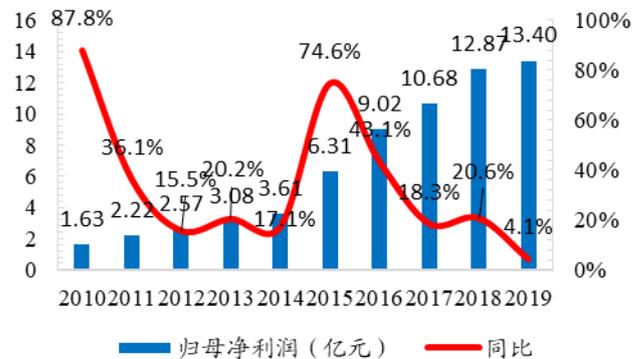
2010年上市以来，公司营收和净利润均保持较高增速。2010-2019年，公司营收从4.5亿元增至26.1亿元，累计增长4.8倍，复合增速达21.6%；净利润从1.6亿元增至13.4亿元，累计增长7.4倍，复合增速达26.6%。

图17：公司2010-2019年营收及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18：公司2010-2019年归母净利润及增速

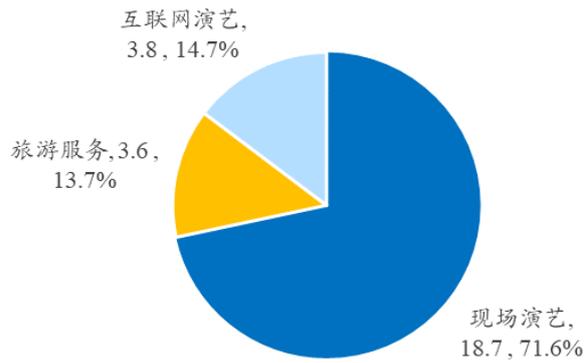


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2013年以前公司主要依靠杭州项目的内生增长，2014-2016年是公司业绩增速的高点，主要得益于第一轮异地扩张项目的成功和收购六间房的利润贡献。2017-2019年，公司业绩增速放缓，主要是六间房业绩下滑和第二轮扩张项目处于建设期和爬坡期所致，业绩增长依靠现有项目的内生增长取得。

2019年公司将六间房剥离出表，更加聚焦现场演艺的主业。若剔除六间房，2019年公司旅游演艺主业营收22.3亿元，同比增长12.68%；归属于上市公司股东的净利润10.4亿元，同比增长18.05%，回归正常增长区间。

现场演艺是公司核心营收来源。公司收入结构可分为现场演艺、互联网演艺（于2019年4月出表）及旅游服务业务（电子商务手续费及轻资产项目策划费）。2019年，现场演艺业务收入18.7亿元，占比71.6%；旅游服务业务收入3.6亿元，占比13.7%。两者营收合计占比达到85.2%，是公司的核心业务。互联网演艺业务收入3.8亿元，占比14.7%。

图19: 公司 2019 年收入结构

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

3.2、公司毛利率超 70%，净利率达 40%，费用率控制出色

毛利率持续增长，现场演艺毛利率表现突出。自 2010 年公司上市以来，公司毛利率水平呈现逐渐下滑到触底回升的走势。2010 年，公司毛利率达到 76.3%；2016 年下滑至 61.6%，之后逐年回升；2019 年上升至 71.4%，较 2016 年提升 10 个百分点。

其中，公司最核心的现场演艺业务毛利率最高，一直保持在 65% 以上。2010-2014 年，现场演艺毛利率从 77% 下降至 67.3%，主要原因是 2011-2013 年公司第一轮异地项目扩张处于建设期，成本支出较多。2015-2019 年，现场演艺业务毛利率触底后逐年上升，从 70.1% 升至 74.6%，这主要得益于第一轮扩张项目运营良好，毛利率在 80% 左右，加上第二轮项目接力贡献收入且保持高毛利。

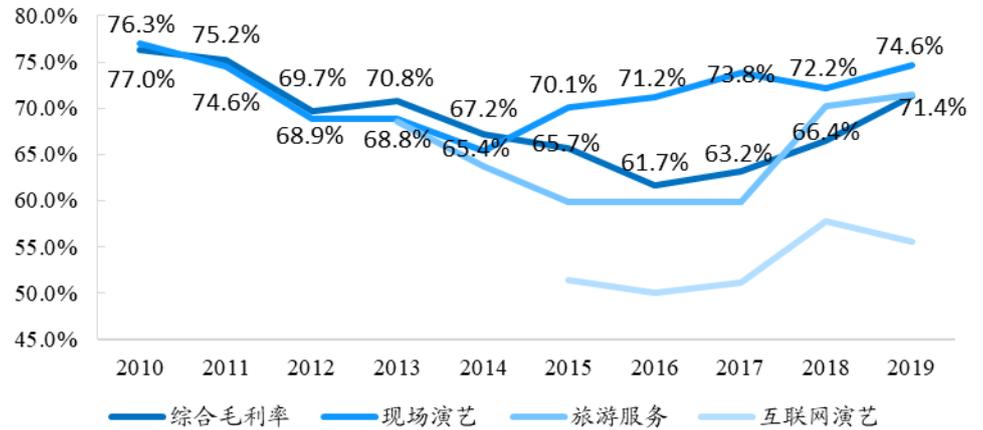
而旅游服务业自 2013 年开始涉足，2013-2017 年毛利率持续下滑，从 68.7% 降至 57.8%，这主要是公司自建的独木桥线上售票系统面临较为激烈的市场竞争，让利较大所致。2018-2019 年，旅游服务业的毛利率大幅上升，分别达到 69.9%、73.7%，这得益于公司轻资产项目贡献收入且毛利率高，同时公司线上售票平台降本增效比较明显。

互联网演艺自 2015 年收购六间房开始涉足。2015-2019 年，互联网演艺业务毛利率基本保持平稳，从 51.3% 微升至 55.9%。

期间费用率保持稳健。2015 年前，公司期间费用率保持在 12%-15%；2016-2018 年，费用率上升至 17%-18%，主要因六间房的费用率较高所致。2019 年费用率下降至 14%，六间房出表后公司费用率回归至现场演艺业务的水平。

对于重视营销和运营的宋城演艺来说，销售费用率和管理费用率是关注的焦点，但公司这两项费用率都较低。2010-2015 年，公司销售费用率保持在 4%-8% 之间；2016-2018 年，销售费用率上升至 9%-11% 之间，主要是收购六间房所致；2019 年销售费用率下滑至 5.57%，回归至现场演艺业务的水平。公司管理费用率自 2014 年的 11% 的高点后，持续下滑至 2019 年的 9%，也回到并购前水平。

由于公司毛利率超 70%，费用率又较低，因此公司的净利率可以保持在 40% 以上的高位。

图20: 公司 2010-2019 年整体及各分部毛利率

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图21: 公司 2010-2019 年费用率情况

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图22: 公司 2010-2019 年归母净利率

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

3.3、现金流充裕, 负债率低, 盈利质量高

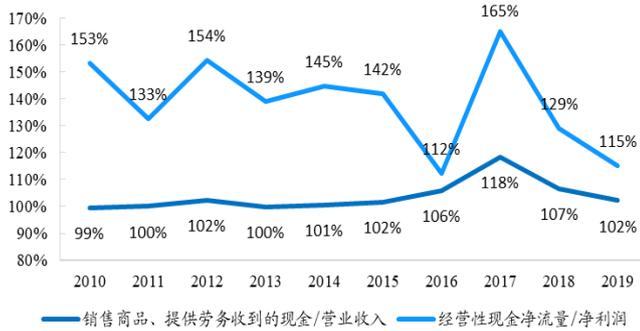
公司现金流充足, 负债水平低。公司旅游演艺主业以现收现付方式为主, 因此经营性现金流充沛, 盈利质量较高。

从销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入比值来看, 公司自上市以来一直维持在 100% 以上。2015-2019 年, 其比值在 102%-118% 之间, 显示其收入质量高。

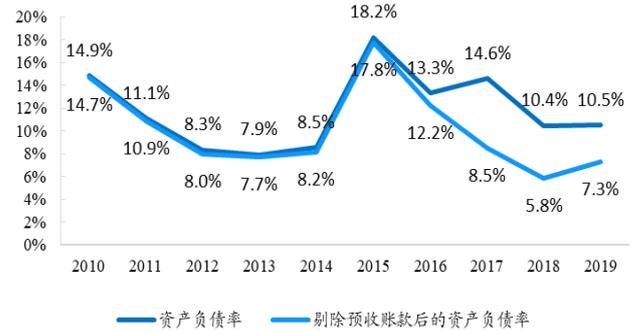
从经营性现金净流量/净利润比值来看, 公司自上市后也始终保持 110% 以上。2015-2019 年, 其比值在 112%-165% 之间, 表明公司的业绩质量也很高。

公司负债率极低。公司历年来的资产负债率都非常低, 没有靠负债扩张业务。自 2010 年上市后公司的负债率一直没有超过 19%, 大部分年份都维持在 10% 以下。

近年来, 公司剔除预收账款后的资产负债率从 2015 年 17.8% 大幅下降到 2019 年的 7.3%, 财务压力小。截止 2019 年 12 月 31 日, 公司没有银行贷款, 无有息负债。

图23: 2010-2019年公司现金流和收入、净利的比值

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图24: 2010-2019年公司负债率情况

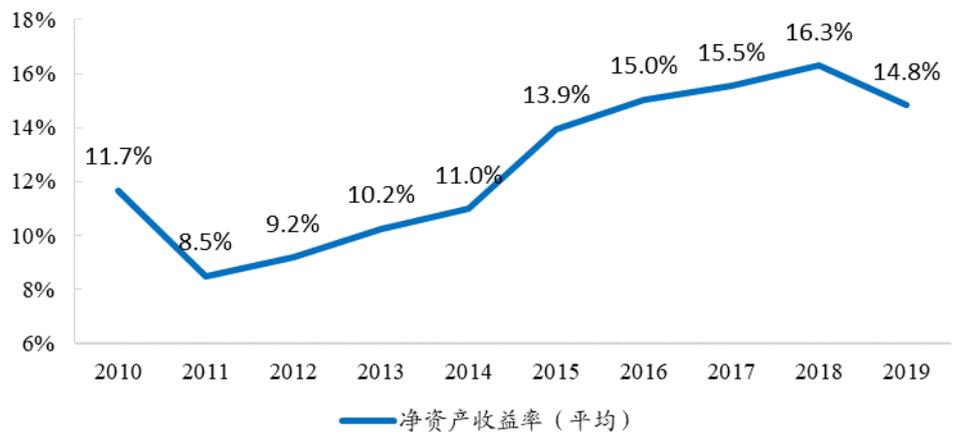
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

3.4、ROE 稳步提升至 15%，未来或可提高杠杆率促 ROE 继续上升

宋城演艺主业 ROE 一直稳步提升。ROE 从 2010 年上市之初的 6.5% 一路上升至 2019 年的 14.8%。

用杜邦分析来看，净利率：公司净利率较高，一直保持在 35-45% 的区间。总资产周转率：2010 年为 0.24，2017 年上升至 0.37 的高点，到 2019 年又回到 0.24，公司总资产周转率与项目扩张正相关，2014-2017 持续上升就是源于第一轮扩张的项目和收购六间房收入爆发。权益乘数：2010-2019 年公司权益乘数一直维持在 1.1-1.25 之间，过低的负债率导致公司杠杆率难以上升。

总体来看，与高端白酒、免税和家电龙头等消费白马股 25% 以上的 ROE 相比，宋城演艺主业的 ROE 不是很高，主要源自公司杠杆率很低，以及总资产周转率整体不高。展望未来，随着宋城新一轮异地扩张项目相继落地，且公司若能适度举债提升杠杆率，那公司 ROE 将持续提升。

图25: 公司 2010-2019 年净资产收益率变化

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4、公司演艺主业：两轮扩张，项目已达 11 个，业务呈现接力增长趋势

4.1、宋城千古情：10 年营收增 1.5 倍，为公司最稳固的基本盘

4.1.1、杭州宋城景区是近 10 年营收累计增 150%，占公司演艺主业近一半

位于公司总部的杭州宋城景区是公司业务最重要的基本盘，其业务收入占公司演艺业务总收入的 40% 以上。杭州宋城景区于 1996 年开业，占地约 90 亩，是以宋代著名画作《清明上河图》为原型打造的仿古主题公园，是国内最大的宋文化主题公园。

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 年公司对宋城景区及 1、2 剧场进行了升级改造，2020 年宋城景区 3、4 号剧场亮相，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 5 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。

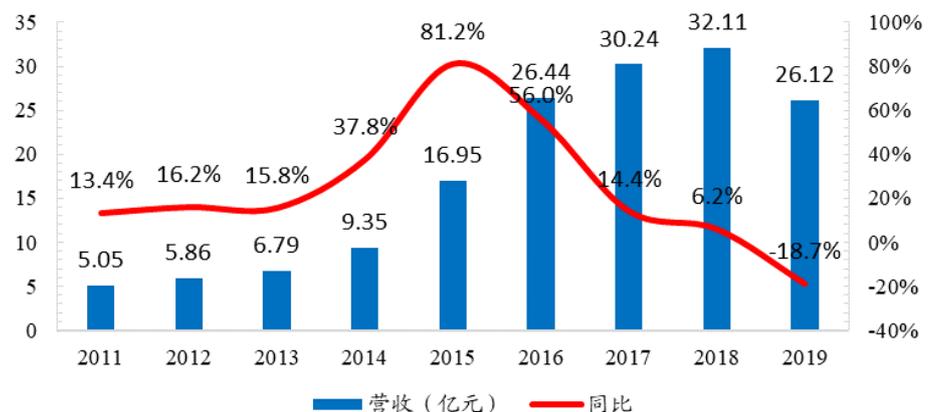
若以平常每日 2 台演出场次计算，宋城景区日接待能力超过 4 万人。而公司在旅游高峰期一个剧院可以上演 8 场节目，景区旺季的日接待能力可达到 10 万人次以上。

杭州宋城景区近 10 年来收入保持稳健、持久增长。2011-2019 年，杭州宋城景区收入从 4.7 亿元增至 9.2 亿元，累计增长 96%，年复合增速达 7.7%。

从收入比重看，2011-2019 年，杭州宋城景区收入占公司现场演艺主业的比重从 100% 降至 49%，这表明公司异地项目成功摆脱了单一景区的依赖，增强了业务的抗风险能力，但也体现了杭州大本营中流砥柱的地位。

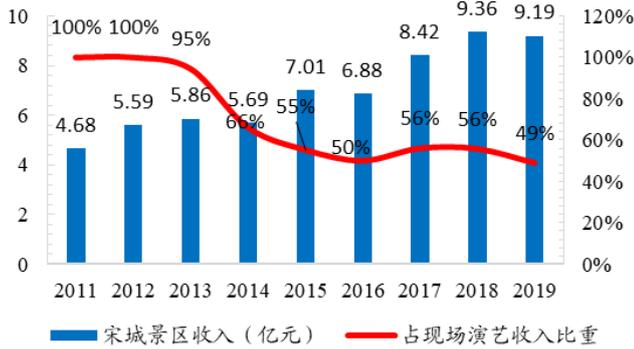
从毛利率看，2011-2019 年，杭州宋城景区毛利率从 74.6% 降至 68.6%，近 5 年来基本稳定在 70% 左右。相比三亚、丽江等地千古情景区 80% 以上的毛利率，杭州景区的毛利率偏低，主要是杭州乐园、烂苹果乐园等项目同业竞争大拉低整体毛利率所致。

图 26： 2011-2019 年公司营收及增速



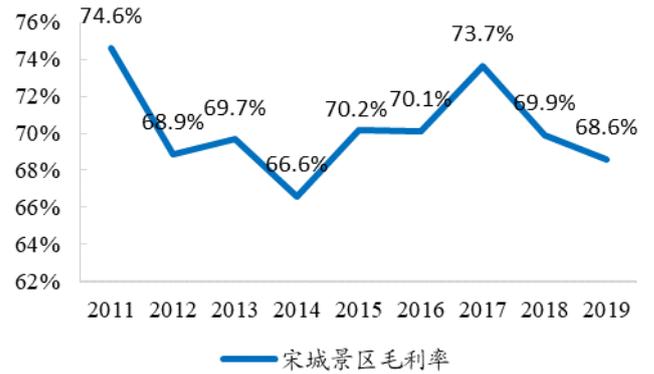
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图27: 2011-2019年宋城景区收入及占比



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图28: 2011-2019年宋城景区毛利率变化



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

4.1.2、宋城千古情在杭州市占率第一，龙头地位稳固

在杭州的旅游演艺市场，《宋城千古情》、《最忆是杭州》、《西湖之夜》、《X 绮幻之境》是主要的演出剧目。其中，《宋城千古情》不论在演出场次、观众人数、营收规模上都处于领先地位，竞争优势明显。

张艺谋导演的《最忆是杭州》前身为《印象西湖》，是目前《宋城千古情》最大的竞争对手。该剧2007年首演，采取室外实景演出形式，2015年被确定为G20杭州峰会项目，升级改造后更名《最忆是杭州》于2016年9月4日在印象西湖场地呈现，2017年5月1日起长驻西湖。据《杭州日报》报道，新节目开演6个多月时间，接待观众近40万人，总收入突破1亿元。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。

《西湖之夜》2004年在杭州东坡大剧院开演，由杭州市旅委和杭州文广集团打造，每天1场，旅游旺季时需加演2-3场，《西湖之夜》首演至今已经接待了国内外500多万人次。缺点在于缺乏其他旅游配套项目，游客停留时间不足。

太阳马戏团的《X 绮幻之境》是由杭州新天地集团和太阳马戏团联手打造的一部沉浸式体验奇幻秀。作为太阳马戏在亚洲的唯一驻场秀，2019年8月开始在杭州新天地太阳剧场上演。尽管该剧公演时间不长，但该剧拥有太阳马戏团的制作团队，内容和演出效果具有国际水准，未来潜力不容小觑。

表6: 杭州地区演艺剧目竞争分析

剧目	地理位置	演艺形式	演出场次	座位数	首演	票价	时长	投资运营方
《宋城千古情》	宋城景区	主题公园旅游 演艺	每天3-18场	近8000	1997年	290	1h	宋城演艺发展股份有限公司
《最忆是杭州》	西湖	室外实景演出	每天演出1-2场，冬季 12月中旬到3月中旬 停演	2000	2007年，2016年 升级改造	340	1h	印象西湖文化发展有限公司
《西湖之夜》	西湖	室内剧院演出	每天一场，旅游旺季时 需加演2-3场	1200	2004年	240	1h	杭州市旅委和文广集团
《X 绮幻之境》	新天地太阳 剧场	剧场演出	每天一场	1500	2019年	360	1.2h	杭州新天地集团、太阳马戏娱乐集团

资料来源: 公司公告、杭州旅游官网, 新时代证券研究所

4.2、三亚千古情：第一轮扩张里盈利最强、毛利率最高的项目

公司 2010 年上市，2011 年开始了异地扩张的步伐，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快速为公司贡献业绩增量。

表7：第一轮扩张三大项目具体情况

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+2000
丽江	2014-3-21	丽江玉龙县城核心区，距古城 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，新时代证券研究所

4.2.1、三亚千古情：收入 7 年增 10 倍，占现场演艺比重达 21%仅次于杭州

作为一线旅游城市，三亚的旅游市场具有游客流量大、停留时间长、消费能力强等特点。三亚千古情景区于 2013 年 9 月开业，占地约 80 亩，是公司第一个异地扩张项目。项目选址位于三亚市中心，距离凤凰机场 15 公里，高铁站 6 公里，交通条件便利。

三亚千古情景区目前有 2 个剧院，1 号剧院座位数约在 4700 个，2018 年新建设的 2 号剧院可增加约 2000 个座位。平日一般演出 3 场左右。

三亚千古情景区开业当年即实现盈利，此后一直保持高速增长趋势，成为目前毛利率最高、盈利能力最强的异地项目。2013-2019 年，三亚千古情景区营收从 0.33 亿元增至 3.9 亿元，7 年累计增幅达到 10.8 倍，年复合增速 50.9%。

收入占比上，2013-2019 年，三亚千古情景区收入占公司现场演艺主业收入的比重从 5.4% 快速上升到 21%。从毛利率来看，2013-2019 年，三亚千古情景区的毛利率从 54.1% 大幅提升至 85%。

图29：三亚千古情景区 2013-2019 年营收及增速



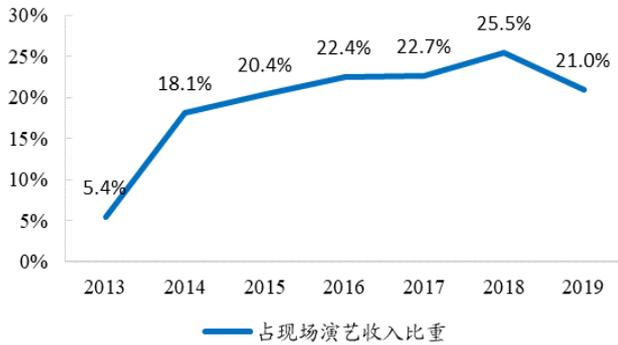
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图30：三亚千古情景区 2013-2019 年净利及增速



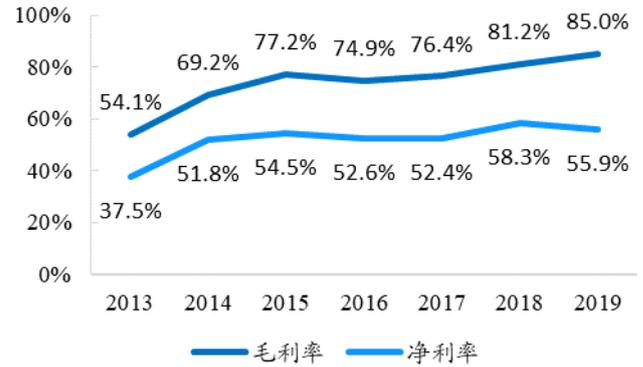
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图31: 三亚千古情景区 2013-2019 年营收占比



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图32: 三亚千古情景区 2013-2019 年毛利率及净利率



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

4.2.2、三亚千古情市占率稳居当地首位, 政策红利将加快市场规模增长

三亚千古情景区在 2013 年开业时, 三亚旅游演艺市场并未成型, 没有叫得响的剧目, 仅有零星几台小规模演艺, 公司凭借其品牌和运营优势, 迅速在三亚打开市场, 稳坐市占率冠军, 也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, 与三亚千古情形成一定的竞争。主要有: 复星文旅的亚特兰蒂斯《C 秀》、陕西旅游的《红色娘子军》、山水盛典的《田野狂欢》等。

这 4 台演艺剧目, 其实各有差异, 不是同质化竞争。从内容上看, 《三亚千古情》主要展现的是三亚的人文历史、民俗风情; 《C 秀》主打海洋元素, 融合舞蹈、杂技、空中艺术的表现形式, 注重高难度表演和视觉震撼; 《田野狂欢》是三亚首个大型山水实景演出, 讲述农耕文明和黎族文化; 《红色娘子军》是经典的抗日题材。从位置上看, 千古情和《红色娘子军》位于三亚湾市区, 人群覆盖广、交通更加便利; 《C 秀》和《田野狂欢》位于海棠湾, 人群定位相对高端、交通不如市区便利。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。

从中长期看, 海南定位为国际自贸港、国际旅游消费中心, 随着政策支持、基础设施、产业等方面不断完善, 三亚的游客接待量仍有很大潜力, 因此三亚的旅游演艺市场仍处于快速增长期, 市场规模的总量会不断提升, 对于包括三亚千古情在内的旅游演艺公司都将是长期利好, 目前无需过多考虑存量竞争。

表8: 三亚地区演艺剧目竞争分析

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+2000	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	复兴文旅	-	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

资料来源: 公司公告、三亚旅游官网, 新时代证券研究所

4.3、丽江千古情：收入 6 年增 3.7 倍，后来居上的佼佼者

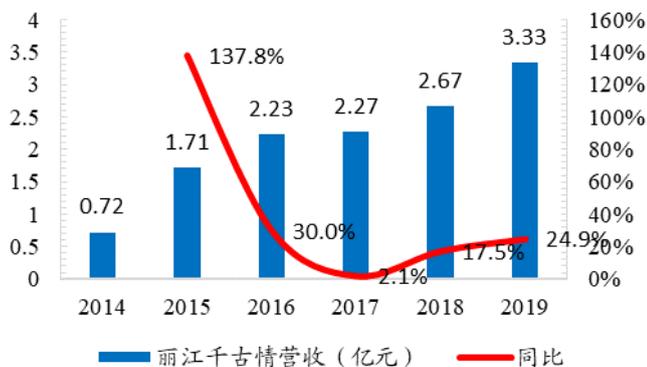
4.3.1、丽江项目开业 6 年营收及利润已接近三亚，表现优良

丽江千古情景区于 2014 年 3 月开业，占地面积约 140 亩，位于丽江市区的玉龙雪山脚下，毗邻丽江古城，距离机场 30 公里、火车站 4 公里，交通便利。丽江千古情剧院座位数约在 4700 个，也规划有 2 号剧院。平日一般演出 3 场左右。

从收入看，丽江千古情景区开业当年也实现盈利，2015 和 2016 年营收分别实现 134% 和 30% 的速增长，2017 年云南省旅游市场整治导致景区增速下滑，2018 年景区恢复较快增长。2014-2019 年，丽江千古情景区收入从 0.7 亿元增至 3.3 亿元，6 年累计增长 371%，年复合增速 36.3%。

从收入占比看，2014-2019 年，丽江千古情景区收入占公司现场演艺收入的比重从 8.4% 上升至 17.8%。从毛利率来看，2014-2019 年，丽江千古情景区的毛利率分别为 52%、63%、72.9%、70.5%、73.5%、82.2%，稳步提升。

图33：丽江千古情景区 2014-2019 年营收及增速



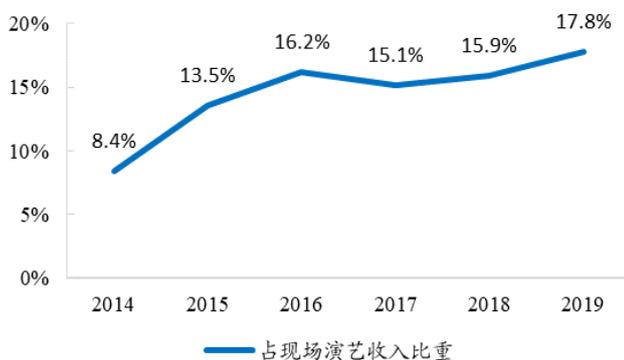
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图34：丽江千古情景区 2014-2019 年净利及增速



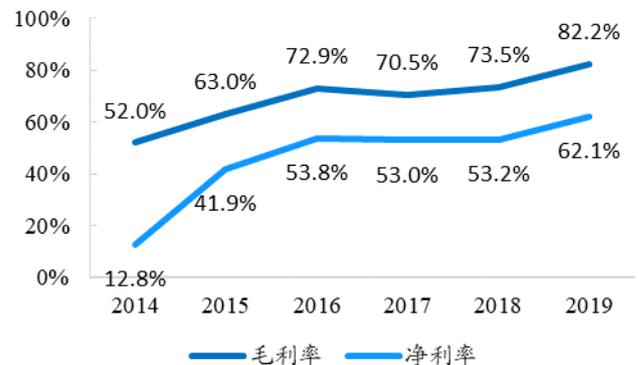
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图35：丽江千古情景区 2014-2019 年营收占比



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图36：丽江千古情景区 2014-2019 年毛利率



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

4.3.2、超越《印象丽江》后来居上，成为丽江演艺市场王者

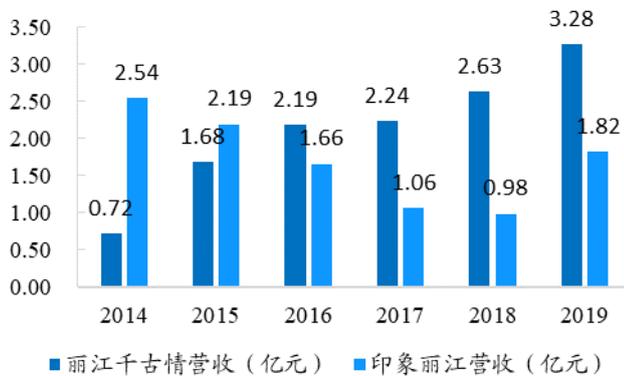
《丽江千古情》在当地的主要竞争对手是张艺谋导演的实景演出《印象丽江》。印象丽江位于玉龙雪山景区内，依托雪山内自然景观在室外演出，每天演出 2-3 场，座位数有 3800 个，遇恶劣天气会停演。

表9: 丽江地区演艺剧目竞争分析

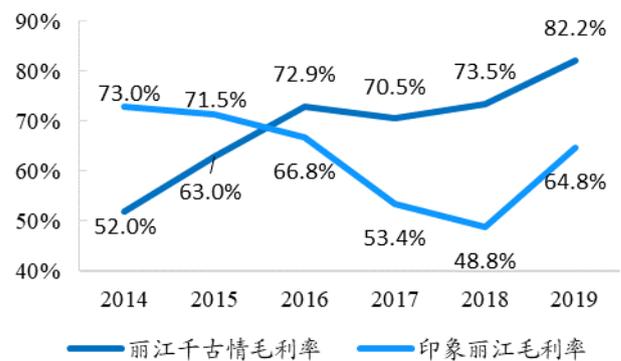
剧目	位置	演艺形式	出品方	投资额	演出场次	座位数	首演	人均票价	时长
丽江千古情	宋城景区	主题公园旅游 演艺	宋城演艺		每天 2-3 场, 旺季加演	4700	2014 年 3 月	300	60 分钟
印象丽江	玉龙雪山甘海子蓝 月谷剧场露天舞台	室外实景演出	三湘印象	2.5 亿	每天 2-3 场	3800	2006 年 7 月	248	65 分钟

资料来源: 公司公告、互联网资料等, 新时代证券研究所

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 年印象丽江的营收和毛利率开始下降, 一直延续至今。对比之下, 丽江千古情开业第 3 年 (2016 年) 就在营收和利润方面全面超越印象丽江, 后来居上成为丽江旅游演艺市场的王者, 这充分显示了公司在项目运营管理、节目内容质量和渠道营销上的强大竞争优势。

图37: 2014-2019 年丽江千古情和印象丽江营收对比

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图38: 2014-2019 年丽江千古情和印象丽江毛利率对比

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

4.4、九寨千古情受地震和疫情影响停业 3 年, 2020 年 6 月恢复营业

九寨千古情景区于 2014 年 5 月开业, 占地面积约 33 亩, 位于阿坝藏族羌族自治州九寨沟县漳扎镇, 距离九寨沟景区 7 公里左右, 车程 10 分钟之内。

景区开业后营收迅速增长。但自 2017 年 8 月受地震影响而关闭停业近 3 年, 直到 2020 年 6 月国内疫情成功控制后才有序恢复营业。2014-2017 年, 九寨千古情景区收入分别为 0.62 亿元、1.3 亿元、1.48 亿元、0.9 亿元, 开业当年也实现盈利, 2015-2016 年的增速达到 109.7%、13.8%。但 2018 年、2019 年和 2020 年上半年基本无收入。

在九寨千古情进入之前, 九寨沟旅游演艺市场份额最大的剧目是《藏谜》, 于 2007 年 8 月推出, 深受游客喜欢。2015 年 4 月宋城演艺公告拟出资 8700 万元收购藏谜运营方容中尔甲文化传播有限公司 60% 股权。整合完成后, 九寨千古情景区拥有九寨沟最具竞争力的两台演艺剧目, 掌握了当地市场的绝对话语权。

4.5、桂林千古情: 第二轮扩张的首个项目, 已是广西演艺新标杆

第一轮 3 个异地扩张项目结束后, 宋城演艺在 2015-2017 年这 3 年时间里对已有项目进行跟踪、优化, 使其逐步成熟稳定, 并开启第二轮扩张的项目签约和建设。第二轮扩张的选址更加注重一线旅游目的地和一线城市, 投资形式更加多样化, 有合资也有轻资产输出, 同时公司开始探索向城市演艺的业务扩展。

自 2018 年起，公司第二轮扩张的项目陆续开业。2018 年 7 月和 2019 年 6 月公司分别开业了桂林和张家界项目。2020 年 6 月，西安项目开业。2021 年春季，上海项目计划开业。此外，佛山项目、西塘演艺谷、珠海演艺王国等处于建设期。

表10: 公司第二轮扩张项目具体情况

二轮扩张项目	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	桂林市阳朔县阳朔镇骠马村	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	武陵源区索溪峪镇百花洲	147 亩	100%持股	6 亿，土地 1.07 亿
西安千古情	2020 年 6 月	西安浐灞生态区世博园内	约 100 亩	宋城演艺 80%，西安世园投资公司 20%	6 亿
上海项目	预计 2021 年春季	世博园浦东园区		宋城演艺 88%，上海世博东迪公司 12%	7 亿
佛山项目	建设期	佛山市南海区西樵镇听音湖片区	约 90 亩	100%持股	一期投资 7 亿，政府提供 3.7 亿
西塘演艺谷	建设期	西塘镇西塘港南侧	约 350 亩	100%持股	首期 10 亿

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

桂林千古情景区于 2018 年 7 月 27 日正式营业，占地面积约 161 亩，位于广西省桂林市阳朔县城核心区，交通四通八达。项目投资 8 亿元，宋城演艺持股 70%，桂林旅游持股 30%。

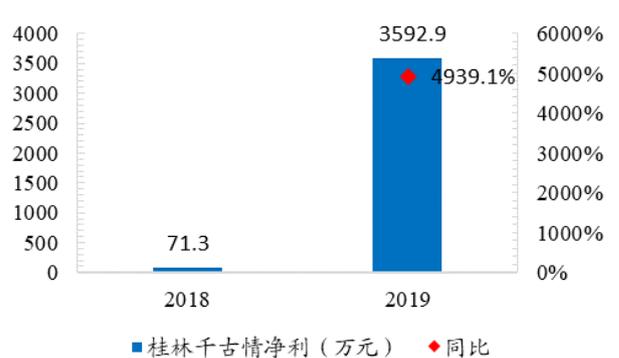
2018 年，桂林千古情景区实现收入 4266 万元，净利润 71.7 万元，延续了公司项目当年开业当年盈利的奇迹。2019 年，桂林千古情实现收入 1.6 亿元，同比增长 276%；实现净利润 3593 万元，同比增长 4939.1%。开业 2 年多来，桂林千古情年接待游客近 360 万人次，成为广西地区演出场次、观众人数最多的大型旅游演出，也成为广西旅游演艺市场的新标杆。

图39: 桂林千古情 2018-2019 年营收及增速



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图40: 桂林千古情 2018-2019 年净利及增速



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

桂林千古情在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，2003 年公演，具有颇高的知名度。根据三湘印象公告，印象刘三姐 2017 年和 2018 年，年票房收入均突破 2 亿元，年观演人数均超过 150 万人次。

我们认为，桂林千古情已接近印象刘三姐的收入规模，凭借千古情的品牌优势和宋城的运营能力和历史成功经验，桂林千古情有望较快超越印象刘三姐，成为桂林演艺市场的冠军。

表11: 桂林地区演艺剧目竞争分析

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
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	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	65 分钟

资料来源: 公司公告、三湘印象等, 新时代证券研究所

4.6、张家界千古情: 2019 年开业, 等待业绩释放

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, 占地约 170 亩, 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, 客流量大。项目开业一个月内就创造了一天连演 6 场的纪录。2019 年, 张家界千古情收入 0.65 亿元, 开业首季度即实现盈利, 创造了公司新项目盈利的新纪录。

自 2000 年《张家界·魅力湘西》诞生后, 张家界相继涌现出《天门狐仙·新刘海砍樵》、《西兰卡普》、《魅力张家界》、《梦幻张家界》、《烟雨张家界》等演艺项目, 演艺市场发展相对成熟, 已成为张家界旅游城市的重要名片。

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。我们认为, 凭借千古情的品牌优势和宋城的运营能力和历史成功经验, 张家界千古情有望在较短时间内后来居上。

表12: 张家界地区演艺剧目竞争分析

剧目	位置	演艺形式	出品方	投资额	演出时间/场次	座位数	首演	票价	时长
魅力湘西	武陵源核心区入口	剧场演出	冯小刚	4.5 亿	每晚 2 场	2880	2000 年, 2017 年升级改版	208	90 分钟
天门狐仙·新刘海砍樵	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 点 20	3050	2009 年 9 月	188	90 分钟
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	日均 3 场, 高峰期 6 场	800	2011 年 4 月	210	80 分钟

资料来源: 公司公告、山水公司官网等, 新时代证券研究所

4.7、西安千古情: 2020 年 6 月开业, 是公司在西部最重要的项目

2018 年 3 月, 公司与西安世园投资合作签约, 成立项目公司运营西安千古情项目, 项目公司注册资本 6 亿元, 宋城演艺持股 80%, 西安世园持股 20%。西安世园投资负责为西安千古情项目建设、提供演出场所及其他配套基础设施; 承诺项目演出场所建设完成后, 与项目公司签订《租赁合同》, 以每年 300 万元的租赁费将演出场所租给项目公司, 租期 20 年。宋城演艺负责项目公司的运营管理, 主导完成西安千古情项目的筹备、编创、运营等工作。此次合作模式是在自主投资和轻资产输出并行的发展模式下的再次创新。

西安千古情项目占地面积约 100 亩, 规划建设 6 个剧院, 形成演艺集群。项目位

于西安世博园内，处于参观兵马俑回程的必经之路，与兵马俑形成旅游动线，有较好的客流基础。2020年6月22日，西安千古情景区正式开业。在国庆期间，西安千古情在预约限流的情况下实现了一天连演6场的记录，人气爆棚。开业三个月，西安千古情景区就成为了国庆西安热门旅游目的地之一。

西安市作为十三朝古都，为国内一线旅游城市目的地，拥有秦始皇兵马俑、大雁塔、华清宫、西安城墙等优质丰富的旅游资源。2019年，西安市接待海内外游客3亿人次，同比增长21.71%；旅游总收入3146.05亿元，同比增长23.14%。

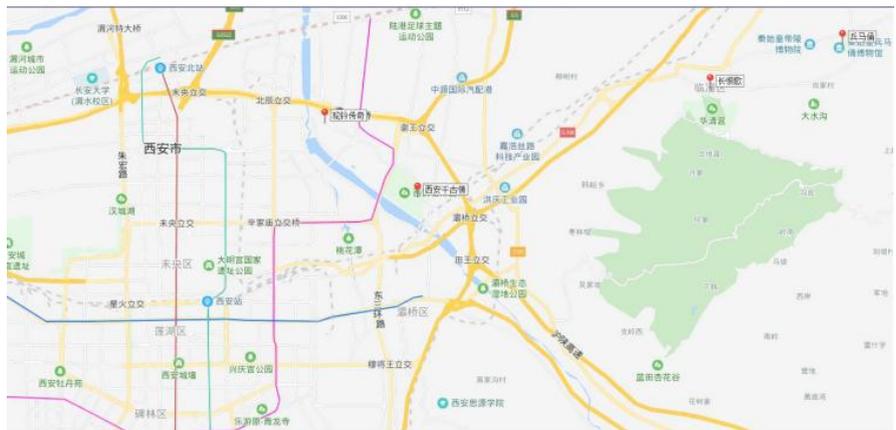
西安拥有得天独厚的演艺基因，旅游演艺行业历来得到当地各级政府的高度重视和大力支持。1982年9月，由陕西歌舞剧院推出的《仿唐乐舞》被业界视为国内最早旅游演艺之一。2006年，陕西旅游集团在华清宫景区打造了实景演出《长恨歌》，一经推出便成为“爆款”，在全国掀起了一波“旅游演艺”热。截至2019年，西安打造了至少13台旅游演艺作品，成为国内旅游演艺项目数量最多、最集中的旅游目的地城市。

目前，在西安现有的13部旅游演艺作品中，以唐文化为主题的就有7部，且《长恨歌》一台演出便占据了西安全市70%左右的市场份额。在此情况下，宋城演艺选择将《西安千古情》落户世博园，在地理位置上规避了与西安旅游东线核心区的《长恨歌》等老牌演艺的直接交锋。

同时，《西安千古情》在内容创作上也区别于当地已有的演艺风格和模式，以一位华裔少女回国寻根的故事为主线，讲述西安上下千年的传奇故事，并在舞台上运用上万套舞台机械设备和数十项舞台新发明，以虚实结合的表现手法打破舞台与观众区域的界限，让观众沉浸式感受古文明与高科技之间碰撞出的火花。

总的来看，与西安千古情能形成竞争的主要是长恨歌和驼铃传奇。《长恨歌》位于华清宫景区，离市区较远，为实景演出，2007年首演2015年改版升级，每晚演出2场，但每年冬季的11月-3月停演。《驼铃传奇》是华夏文旅在西安旅游度假区打造的驻场演出，于2018年4月首演，每天2场。该度假区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，位置与西安世博园较近，与西安千古情的竞争更直接。

图41： 西安千古情、兵马俑及竞争对手位置



资料来源：百度地图，新时代证券研究所

表13: 西安地区演艺剧目竞争分析

剧目	地理位置	演艺形式	出品方	投资额	演出时间/场次	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 年升级改造	218	70分钟
驼铃传奇	华夏文旅西安度假区	剧场演出, 360度旋转 观众席	华夏文旅	1亿	每天2场	3000	2018年4月	238	60分钟

资料来源: 公司公告、陕西旅游等, 新时代证券研究所

4.8、轻资产项目: 已运营3个, 净利率超60%但后续盈利有限

在第二轮扩张期, 公司在三四线城市的旅游目的地采取了品牌输出的轻资产模式扩张, 收入结构为: 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, 合作期限一般为5-10年。目前, 公司有3个轻资产的项目: 宁乡炭河、宜春明月、新郑黄帝项目。

宁乡炭河千古情项目, 位于湖南省宁乡县炭河古城, 距离长沙市100公里, 车程2小时之内, 总投资25亿, 于2017年7月开业。截至2018年7月项目开业一周年, 《炭河千古情》演出1000余场, 游客人次超过400万, 创下湖南省旅游演出场次、观众数量两项新纪录。

宜春明月千古情项目, 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, 占地约200亩, 于2018年12月开业。

新郑黄帝千古情项目, 位于郑州市, 投资5亿元, 占地约200亩, 于2020年9月开业。

轻资产模式前期投资资金极低, 短期回报较快, 且盈利能力较高, 考虑成本投入有限, 轻资产业务的净利率可以达到60%左右, 且前期除了人工外基本没有其他额外投入, ROE极高, 但缺点是占用相关人工(设计团队和运营团队), 后续分成有限。目前主要在部分三四五线城市有所布局, 如湖南宁乡, 江西宜春及河南新郑三个项目。未来预计不是公司拓展的重点。

表14: 公司轻资产项目概况

项目名称	地理位置	占地面积/总投资	开业时间	合作期限	合作模式
宁乡炭河千古情	湖南省宁乡县炭河古城	25亿	2017年7月	5年	2.6亿元+20%年可支配经营收入作为管理费
宜春明月千古情	宜春市明月山温泉风景名胜区	10亿, 约200亩	2018年12月	10年	2.7亿元+项目经营收入20%作为管理费
新郑黄帝千古情	郑州皇帝千古情景区	5亿, 约200亩	2020年9月	5年	2.6亿元+景区经营收入20%作为管理费

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

5、公司4大竞争优势：全产业链运作，硬软件标准化，营销与渠道强大、品牌力强

5.1、全产业链运作，协同效应显著

国内旅游演艺主要分为3种运作模式：演艺剧本创作及运营策划模式、外购演艺版权+景区运营模式、自主创作+景区运营模式。

表15：国内旅游演艺主要运作模式

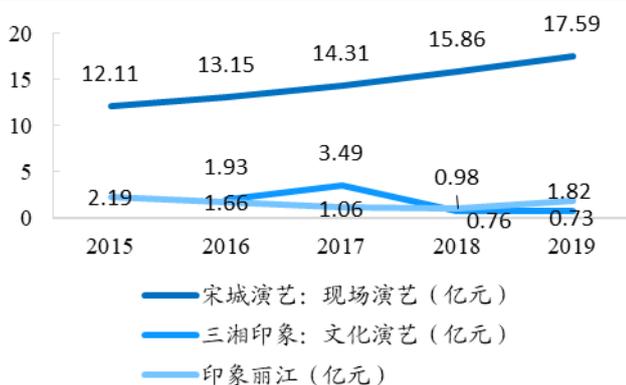
模式	说明
演艺剧本创作及运营策划	公司只进行演艺剧本创作及运营策划，不经营实体景区，是轻资产旅游演艺创作公司，代表公司有印象、山水盛典等。
外购演艺版权+景区运营	公司向第三方创作机构购买演艺节目版权，负责景区演艺运营，代表公司为丽江旅游的印象丽江，峨眉山A的“只有峨眉山”。
自主创作+景区运营	公司负责演艺剧本创作到景区建设以及后续运营等全产业链，目前国内仅宋城演艺实现全产业链运营。

资料来源：新时代证券研究所

相比前两者分割化的运营模式，宋城演艺创造了“主题公园+文化演艺”的全产业链运营模式，具有显著的竞争优势和协同效应，具体包括：1）剧本创作与景区运营形成正向反馈、良好协同；2）各项目间共享公司资源，降低边际成本提高规模效应；3）景区运营有成功复制优势。

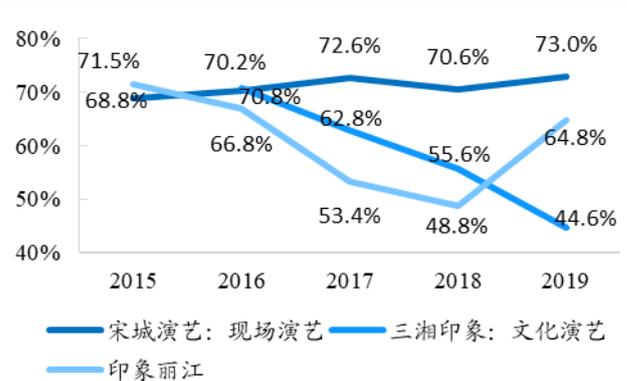
与分割运营模式相比，宋城演艺独特的“主题公园+文化演艺”全产业链模式是其核心竞争力之一，也是宋城能够成为全国最大的旅游演艺公司的重要原因之一。近年来，宋城演艺现场演艺业务营收保持稳步增长的态势，规模效应带动公司毛利率得到显著提升。与之形成鲜明对比的是，以丽江旅游的印象丽江为代表的景区运营类公司和以三湘印象为代表的剧本创作类公司营收及毛利率均出现同步下滑的态势。

图42：三种经营模式典型公司营收规模



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图43：三种经营模式典型公司毛利率



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

5.2、节目编创大同小异、做标准化、持续创新

宋城演艺各地的千古情节目演出内容与形式基本上大同小异。大同方面：各地的千古情节目核心元素类似，都包括历史起源、战争、爱情、今日美好生活等故事情节。此外，在表现手法上，歌舞、杂技、移动舞台、灯光烟雾秀等形式也通用于

各项目。小异方面：每个千古情节目均展现当地历史文化、风土人情，例如宋城千古情展现南宋文化，三亚千古情展现黎苗文化，丽江千古情展现纳西文化等。公司的千古情演出在市场上做到了雅俗共赏、老少皆宜，覆盖全年龄段人群。

大同小异的节目内容与演出形式，逐渐演化形成了宋城演艺节目编创的标准化。各地千古情节目标准化意味着宋城可以规模化进行培训，消除对个别主演的依赖风险。这一方面可以保证节目质量，不会因为演员更换导致质量波动；另一方面也能提升宋城对演员的议价能力。此外，节目标准化可以提升新的千古情节目创作速度，目前公司每年最多可编创 3-4 部千古情节目。

表16: 各地千古情节目主要内容一览

	杭州	三亚	丽江	桂林	张家界	九寨	炭河	宜春
序	《良渚之光》	《落笔洞》	《纳西创世纪》	《远古的呼唤》	《沧海桑田》	-	-	《燃烧吧！瓷器》
第一场	《宋宫宴舞》	《鹿回头》	《泸沽女儿国》	《大地飞歌》	《武陵仙境》	《九寨传说》	《在河之洲》	《明月皇后》
第二场	《金戈铁马》	《洗夫人》	《马帮传奇》	《米粉传情》	《天子山传说》	《古羌战歌》	《炭河绝恋》	《嫦娥奔月》
第三场	《西子传说》	《海上丝路》	《古道今风》	《靖江王府》	《小城往事》	《汉藏和亲》	《妲己艳舞》	《魅力江西》
第四场	《魅力杭州》	《鉴真东渡》	《玉龙第三国》	《刘三姐》	《马桑树》	《大爱无疆》	《牧野之战》	《十送红军》
尾声	-	《美丽三亚》	《寻找香巴拉》	-	《爱在湘西》	《天地吉祥》	《爱在宁乡》	《有情人终成眷属》

资料来源：公司官网，新时代证券研究所

5.3、景区建设突出标准化，分期投入，持续更新

宋城演艺在各地的千古情景区，从规划设计到建设布局，呈现大同小异特征，突出标准化。大同方面：各项目景区均由千古情大剧院、仿古商业街等部分构成。小异方面：各项目景区会根据当地实际，布局有当地特色或者独特需求的景点和游乐项目。比如，丽江千古情有茶马古城、那措寨等景点；三亚千古情设置了冰雪世界，满足热带地区观众对冰雪项目的渴望。公司管理层介绍，标准化剧院与景区布局可以使建设周期缩短 3 个月，投资额减少 30%，有利于新项目保质保量落地。

景区设施持续更新，小修与大修相结合。宋城所有项目均有一个共同点，即项目开业时投资额一般为计划总投资额的 60% 左右，剩余 40% 将在开业后每年持续投入，用于景区内设施更新换代。以三亚项目为例，该项目于 2013 年 9 月开业，2011-2013 年该项目在建工程总投资额为 3.13 亿元，而 2014-2018 年又继续投入了 1.7 亿元。项目资金分阶段投入一方面可以降低投资现金流压力，另一方面持续更新的景区设施也能提升游客体验。

表17: 公司上市以来杭州、三亚、丽江项目每年投资金额一览（万元）

单位：万元	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	累计	土地价格	合计
杭州宋城	4,285	8,569	13,463	12,030	6,253	3,720	3,119	1,352	9,803	62,594	1,083	63,677
三亚		124	6,903	24,295	2,065	5,211	7,547	1,224	994	48,362	14,420	62,782
丽江			4,083	14,834	26,601	1,012	1,116	1,907	6,035	55,587	9,380	64,967

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5.4、营销能力强大，渠道网络完善

景区的运营离不开市场营销；营销活动的好坏对景区经营收入有重大影响。宋城演艺历来非常重视营销，营销创意能力强大。公司善于制造话题效应，推动媒体自发传播，为公司带来巨大的社会宣传效果。比如 2017 年杭州宋城景区推出“我回大宋”系列穿越活动，打造了一种全新的体验式的营销模式，创下同一天最多人玩古装穿越的世界纪录。活动开展 71 天接待游客 270 万人次，大大提升了景区的曝光度和知名度。2020 年国庆节，公司推出“万人同唱一首歌，为祖国献礼”大型活动，入园散客占比超过 80% 创历史新高，商业自营收入实现超 100% 的增长。

公司不断与时俱进，重视新媒体营销，增加年轻人粘性。近两年来，公司更加注重微博、微信、抖音等平台的运用，善用网红引爆话题。例如公司举办的专题活动多次登上新浪、腾讯等新媒体头条，公司演员的抖音号“宋城小白”粉丝数已达 65.2 万（截至 2020.1.13）。新媒体营销为公司产吸引了一大批消费能力强的年轻粉丝，为市场拓展和收入增长提供了强有力的保证。

宋城演艺非常重视销售渠道建设，渠道网络优势明显。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）。

旅行社团客仍是公司客流的基本盘，宋城依然非常重视旅行社销售渠道。与竞争对手相比，宋城通常会给予旅行社相似的利润空间，但由于游客在宋城景区的反馈整体较高，旅行社也更加愿意宣传宋城的产品。经过多年发展，公司建立办事处 15 个，营销子公司签约全国大小旅行社 2500 家，和企事业单位签约超过 1000 家，已经建立起强大的销售渠道网络，竞争优势明显。

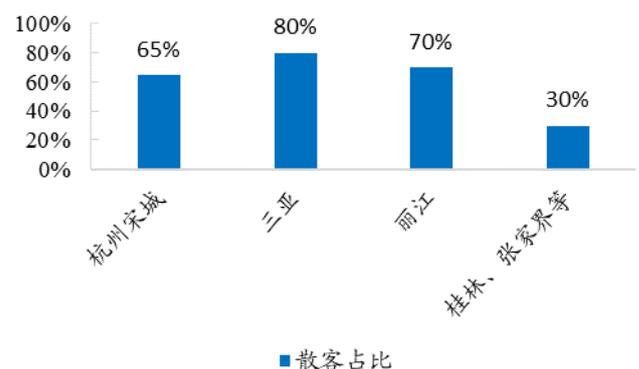
在稳固团课基本盘的同时，公司也积极发力散客和终端市场。散客和终端门票销售的结算价远高于旅行社。目前杭州宋城的散客占比约为 65%，三亚项目开业以来散客占绝对多数，约 80%。丽江项目散客、终端收入占比 70% 左右。桂林、张家界等新市场还在开拓，散客占比在 30% 左右，未来会持续优化。

图44：杭州宋城景区举办活动



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图45：公司各项目散客占比



资料来源：新时代证券研究所

5.5、品牌优势显著，连续 5 年获中国旅游演艺机构第一名

宋城演艺是中国最大的演艺集团，“宋城”、“千古情”以其影响力成为了现场演艺和创意产业的代表性品牌。良好的市场美誉度和强大的品牌影响力使公司在项目拓展、资源掌控、人才吸引、市场开拓等方面全面受益。

在 2020 中国旅游演艺大会发布的多个榜单中，宋城演艺荣获“2019 年中国旅游演艺机构十强”榜首，这已是公司连续 5 年获得该奖项冠军，彰显了公司的品牌价值和经营实力。

同时，宋城演艺旗下 5 台大型演出《宋城千古情》《三亚千古情》《丽江千古情》《炭河千古情》《桂林千古情》分别荣获“2019 年中国主题公园旅游演艺十强”第一、二、三、五、六位，占据了十强 50% 的席位。公司每一个新项目都有十足的后劲，在开业第 2-3 年就能冲进前十，充分说明公司的项目运营能力和品牌效应强大。

图46: 公司入选 2019 年中国主题公园旅游演艺十强

★★ 2019年中国主题公园旅游演艺十强 ★★	
剧目名称	机构名称
《宋城千古情》	宋城演艺发展股份有限公司
《三亚千古情》	宋城演艺发展股份有限公司
《丽江千古情》	宋城演艺发展股份有限公司
《魔幻传奇II》	广州长隆集团有限公司
《炭河千古情》	宋城演艺发展股份有限公司
《桂林千古情》	宋城演艺发展股份有限公司
《大宋·东京梦华》	开封清明上河园股份有限公司
《闽南传奇》	华夏文化旅游集团股份有限公司
《驼铃传奇》	华夏文化旅游集团股份有限公司
《极境奇技》	广州长隆集团有限公司

资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

图47: 公司入选 2019 年中国旅游演艺机构十强

★★ 2019年中国旅游演艺机构十强 ★★	
机构名称	机构名称
宋城演艺发展股份有限公司	陕西旅游集团有限公司
广州长隆集团有限公司	华夏文化旅游集团股份有限公司
北京天创文旅文化发展集团有限公司	丽江玉龙旅游股份有限公司
平遥县印象文化旅游发展有限公司	上海文广演艺（集团）有限公司
域上和美文化旅游股份有限公司	魅力文旅发展有限公司

资料来源：道略文旅，新时代证券研究所

总而言之，宋城演艺的核心竞争力概括来说就是将“主题公园+文化演艺”全产业链的各个环节都做到市场领先，最终形成综合能力最强，竞争力最优。宋城演艺通过这 10 年各个项目的经营成果证明了当前宋城模式是最适合国内旅游演艺市场的模式。模仿宋城者有很多，例如同样采用“主题公园+演艺”模式的华夏文旅，但无论从市场评价还是从经营数据来看，能与宋城比肩的竞争对手尚未出现，主要原因在于模仿宋城某些成功之处较为容易，但将学习宋城全产业链每个环节的成功经验非常困难。也正是这些模仿者和竞争对手的出现，能让市场更加理解宋城的核心竞争力与护城河。

6、公司成长看点：第二轮扩张项目未来 3 年处于业绩爆发期

6.1、桂林、张家界、西安项目产能释放仍有较大空间

6.1.1、桂林旅游市场强于丽江，桂林项目未来 2 年业绩有望比肩丽江

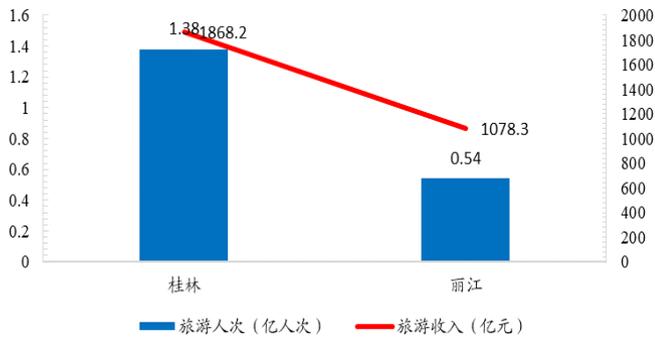
桂林千古情项目 2018 年 7 月开业，在疫情前只运营了一年半。2018-2019 年桂林千古情收入分别为 4266 万元、1.6 亿元，同比增长 276.6%；净利润分别为 71.3 万元、3592.9 万元，同比增长 50 倍。净利润率达 22.5%。进入 2021 年，国内疫情已成功控制且疫苗接种将有望达到“群体免疫”的目标，旅游市场将快速反弹。

同为西南西区的一线旅游目的地，桂林的旅游资源优于丽江，2019 年桂林市的旅游接待人次和旅游收入分别为丽江市的 2.5 倍和 1.73 倍（桂林市旅游接待人数达 1.38 亿人次，旅游收入 1868.2 亿元。丽江市接待游客 5402.35 万人次，旅游收入 1078.26 亿元）。

而经过 5 年多经营，丽江千古情已经是一个较为成熟的项目，2019 年营收达到 3.3 亿元，净利润达 2.1 亿元。因此，当旅游市场强劲复苏来临，我们可以预期，桂林千古情的收入和净利在 2021-2022 年有望接近或达到丽江项目水平。这也意味

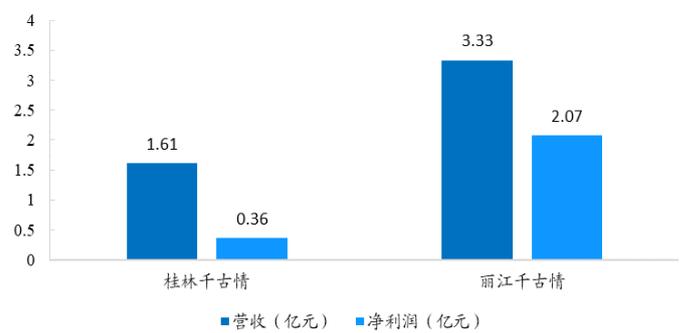
着，桂林千古情项目的收入可达3亿，比2019年增1倍；净利超2亿，比2019年的增长6倍。

图48: 桂林与丽江2019年旅游人次、旅游收入对比



资料来源: wind, 新时代证券研究所

图49: 桂林与丽江千古情2019年营收、净利对比



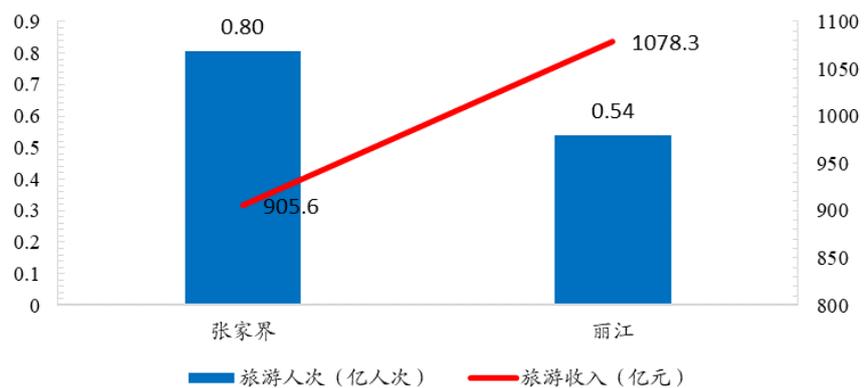
资料来源: wind, 新时代证券研究所

6.1.2、借力高铁开通及市场恢复，张家界项目将迎业绩爆发期

张家界千古情项目于2019年6月开业，在疫情前只运营了半年。该项目虽开业当年营收0.65亿，也实现了盈利，但经营状态相当于只打了热身战，产能释放还远未到正常水平。2021-2022年，若旅游市场恢复到疫情前，根据公司三亚、丽江等过往项目的经验，张家界千古情将快速迎来业绩爆发期，增速在2-3倍。

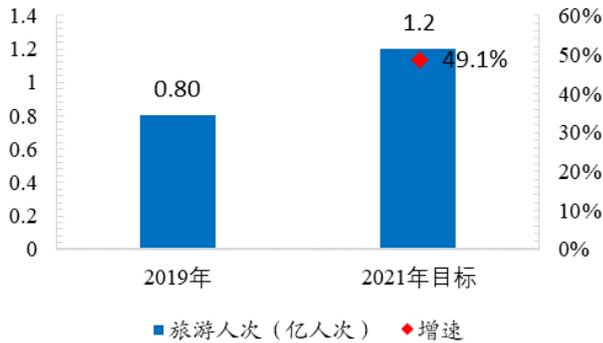
2019年，张家界接待游客8049.3万人次，旅游总收入905.6亿元。张家界旅游人次远高于丽江、旅游收入与丽江持平。张家界市2021年政府工作报告指出，2021年张家界要实现旅游人次达到1.2亿人次、旅游总收入达到1200亿元的目标，两项指标比2019年的均要增长20%以上；并计划在未来五年打造“中国旅游演艺之都”。因此，我们认为，在自身条件和政策支持背景下，张家界项目后续收入和利润也有望达到丽江项目的规模，收入在3亿元以上，净利润达2亿左右。

图50: 张家界与丽江2019年旅游人次与旅游收入对比



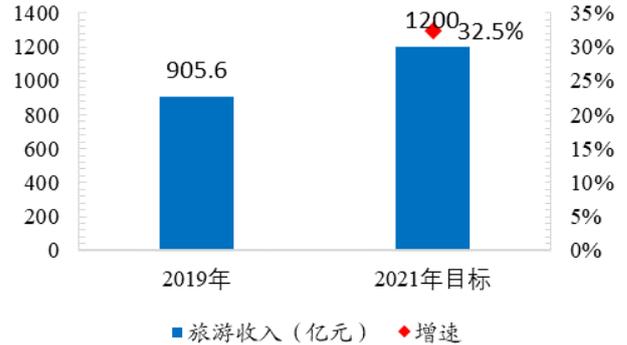
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图51: 张家界旅游人次 2021 年目标及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图52: 张家界旅游收入 2021 年目标及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

另外, 投资者需要非常重视的是, 交通方面, 途径张家界的黔张常铁路已经于 2019 年 12 月通车, 长沙至张家界的距离将压缩至 2 小时 40 分, 极大提高了张家界的旅游通达能力。此外, 另一条连通张家界的张吉怀高铁正在建设, 计划于 2021 年 12 月通车。张家界坐拥世界自然遗产, 主要景区年接待游客仅为 500 万人次左右, 其重要制约因素之一就是交通不方便。有了已开通的黔张常铁路和即将开通张吉怀高铁, 张家界交通状况将得到极大改善, 旅游市场将迎来新一轮增长。

表18: 途径张家界的 2 条铁路具体情况

铁路名	通车时间	最高时速	主要站点
黔张常铁路	2019 年 12 月	200km/h	黔江站、张家界西站、常德站
张吉怀高铁	预计 2021 年 12 月	350km/h	张家界西站、吉首东站、怀化南站

资料来源: 国铁集团, 新时代证券研究所

6.1.3、硬软件优于杭州, 西安项目盈利水平有望看齐杭州本部

西安千古情于 2020 年 6 月开业, 在疫情防控背景下, 景区客流量始终限制在 75% 以下, 未能发挥有效产能。但我们对西安项目未来的业绩增长抱有厚望, 预计西安项目未来 3-5 年可以比肩杭州本部的盈利水平。2019 年, 杭州宋城收入 9.2 亿元, 毛利达 6.3 亿元。

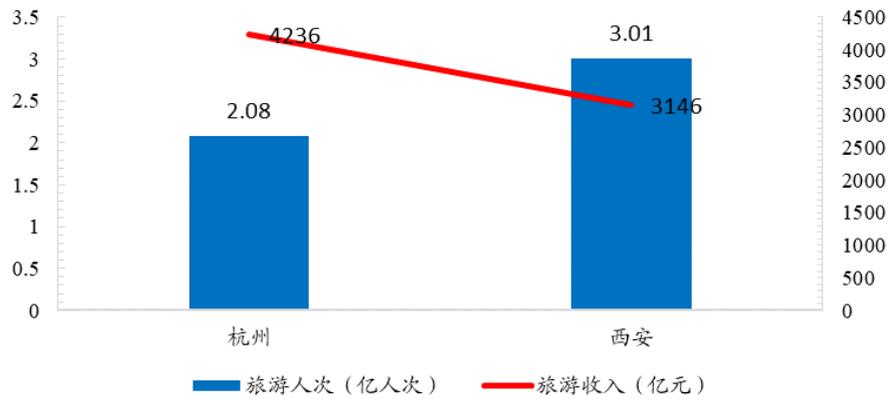
主要逻辑有三点: 第一, 西安游客量高出杭州 50%。西安市作为十三朝古都, 是国内一线旅游城市目的地, 拥有秦始皇兵马俑、大雁塔、华清宫、西安城墙等优质丰富的旅游资源。2019 年, 西安市接待海内外游客 3 亿人次, 位居全国第四; 旅游总收入 3146 亿元。而 2019 年杭州市接待游客超过 2 亿人次, 实现旅游收入 4236 亿元。西安的旅游人次高出杭州的 50%, 旅游收入比杭州低 25%, 这说明西安的旅游客流量大, 人均消费略低。客流量大是最大的优势, 人均消费额可以培养和提高。

第二, 西安项目占地面积和剧院数量均超过杭州。西安千古情项目占地达 100 亩, 建设 6 个座位数达 3000-4000 个的大型剧院, 打造演艺王国。但杭州本部占地不到 70 亩, 目前建设有 4 个大型剧院。因此, 从游客体验和停留时间到游客观看演出的场次及内容丰富度, 西安项目未来的潜力预计会逐步比肩杭州本部。

第三, 西安项目毛利率将高于杭州。西安千古情项目, 宋城占股 80%, 但其没有投入资金进行项目开发, 除了负责千古情的编创和运营外, 只需以 300 万元/年的金额租赁场地, 固定成本非常少, 可以称之为类轻资产项目。因此, 这意味着西安项目开业运营后利润里将高于其他项目, 预计成熟后毛利率有望超过 85%, 不

仅高于现有的三亚和丽江项目（毛利率 82%左右），更明显高于杭州本部。

图53: 西安与杭州 2019 年旅游人次、旅游收入对比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表19: 西安项目与杭州项目对比

项目	占地面积	剧院数	座位数
西安项目	100 亩	6 个	合计 1.8 至 2.4 万个
杭州项目	不到 70 亩	4 个	不到 2 万个

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

6.1.4、九寨千古情: 业绩预计恢复至震前水平

九寨千古情景区在 2017 年地震后一直未开放, 直到 2020 年 6 月才重新开放。在地震前的 2015-2016 年, 九寨千古情景区收入分别为 1.3 亿元、1.48 亿元, 净利润可以达到 0.5 亿元左右。我们认为, 作为相对成熟的九寨千古情景区, 不仅有游客基础和知名度, 也创造过可观的收入和利润, 重新开放后经营有望迅速恢复到震前水平, 业绩也将实现大跃升。

此外, 途径九寨沟的成兰高铁已经于 2020 年 12 月建成通车, 届时九寨沟交通条件将得到极大改善, 接游客人次也有望较地震前 (2016 年为 500 万人次) 上一个台阶。因此, 我们预计, 九寨千古情景区 2021-2022 年可以带给公司年均约 0.5-1 亿的净利润增量。

图54: 途径九寨沟的成兰高铁



资料来源: 国铁集团, 新时代证券研究所

图55: 九寨千古情历年营收及净利变化



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

6.2、上海、佛山新项目即将开业，带来新业绩增量

6.2.1、上海项目：拓展城市演艺市场的第一步，2021年春季开业

公司于2015年11月与上海世博东迪文化发展有限公司成立合资公司“上海宋城世博演艺发展有限公司”，打造上海“宋城演艺世博大舞台”项目，宋城演艺持股88%，世博东迪持股12%。上海项目是宋城演艺首次落户一线城市，实现从旅游演艺向城市演艺拓展的第一步。

项目位于城市核心区的世博园浦东园区，区位条件极佳。项目总投资约8.3亿元，经过改扩建后的世博大舞台将集演艺、娱乐等功能为一体，楼高7层，总面积将达到4万平方米。

宋城演艺在世博大舞台将推出大型歌舞《上海千古情》、国际歌舞秀《上海一秀》、大型沉浸式演出《我回上海滩》三台演艺形态差异化、覆盖各个年龄段和不同群体观众的全新演艺作品。

上海项目2018年9月开工建设，原计划2020年4月开业，但因疫情影响推迟到2021年春季开业。

图56：上海项目地理位置



资料来源：百度地图，新时代证券研究所

表20：上海千古情拟打造的三台演出节目

剧目名称	类型	主要内容	座位数
《我回上海滩》	大型沉浸式演出	用全新的艺术方式、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。	500
《上海一秀》	国际歌舞秀	定位专业、高雅、国际化的歌舞秀，呈现上海国际都市风情。	2000
《上海千古情》	大型歌舞	立足于上海历史，讲述了上海浦江风云，演出分为《申沪溯源》《上海1921》《黄金时代》《血肉磨坊》《风从上海来》等幕，再现申城6000年前的崧泽遗址到战国时春申君封邑，中国共产党一大的光辉历程，二三十年代十里洋场的风云跌宕，淞沪会战四行仓库八百壮士的慷慨悲歌，将上海红色文化、海派文化、江南文化融合呈现。	3000

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

一线城市的城市演艺市场规模增长空间大。城市演艺是居民文化消费的重要组成部分，与城市的经济发展水平、人文素养和消费能力紧密相关。目前，我国城市

演艺发展仍处于成长的早期阶段，未来空间较大。

城市演艺一般在核心一线城市率先发展。截止 2018 年，上海市各类演出主体 1992 家，全年共举办营业性演出场次 30086 场，观众人次 1614 万，票房收入约 18 亿元；北京市全年营业性演出场次 24684 场，观众人次 1120 万，票房收入 17.8 亿元。对于纽约、伦敦，其人口只有北京、上海的 1/3，但百老汇和伦敦西区的观众人数就超过北京、上海，票房收入更是数倍于北京、上海。这是差距，也意味着国内一线城市的城市演艺规模仍有很大的增长空间。

表21：北京上海城市演艺未来增长空间巨大

城市	人口	票房	观众人数
北京	2154 万	17.76 亿元	1120.2 万
上海	2415 万	18 亿元	1613.5 万
纽约（百老汇）	840 万	18.25 亿美元	1437 万
伦敦西区	880 万	7.65 亿英镑	1550 万

资料来源：各文旅局、百老汇联盟、美国剧院等，新时代证券研究所

2017 年 12 月，上海发布《关于加快本市文化创意产业创新发展的若干意见》，提出了打造“亚洲演艺之都”的目标，重点支持世博园区旅游演出剧场群等 8 个演艺集聚区建设，加快形成演艺产业集聚效应。宋城演艺上海项目的开业恰逢其时，将充分享受政策红利和市场发展机遇。

辩证看待宋城上海项目风险与收益。一些投资者认为，宋城的强项是旅游演艺而非城市演艺，上海项目的运营不在公司的经验范围内，一旦失败会极大影响业绩。诚然，宋城演艺拓展城市演艺市场存在一定风险，但是值得注意的是，上海项目主体之一仍为《上海千古情》，而上海作为国际化大都市，也是重要的旅游目的地。2019 年上海市接待旅游人次达到 3.7 亿人次，仅次于重庆位居第二。因此《上海千古情》依然延续此前旅游演艺的发展模式，成功概率高，这就意味着上海项目的基本盘稳固。若《上海一秀》《我回上海滩》等城市演艺节目能够成功融入市场，那么上海项目将给公司带来极大的信心，后续有可能继续向北京、广州、深圳等一线城市拓展；若不成功，那公司的《上海千古情》基本盘仍是稳固的，不会伤及根本，不会出现部分投资者理解的那种全面失败风险。

6.2.2、佛山千古情：落子珠三角，预计 2021 年下半年或 2022 年初开业

佛山千古情项目经历了由轻转重的过程：1) 2017 年 6 月，公司与佛山市南山区政府旗下的樵山投资签订轻资产合作协议，公司收取前端服务费 2.6 亿元+后端每年景区门票收入的 20%；2) 2018 年 2 月，项目公司南海樵山文化以底价 1.6 亿元竞得西樵听音湖片区约 6 万平米土地，用于建设宋城西樵山岭南千古情景区；3) 2018 年 12 月，佛山项目由轻转重，由宋城自主建设运营。

考虑到佛山项目一期总投资 7 亿元，且当地政府将补助 3.7 亿元，因此公司仅需投资 3.3 亿元即可拥有并运营佛山项目，是公司投资额最少的一个自有项目。这充分体现了公司的品牌价值和运营能力的市场溢价水平。

目前，佛山周边的旅游演艺项目主要为广州、珠海长隆集团马戏城中的马戏表演；而岭南千古情项目将融合西樵山历史文化和民风民俗，凸显岭南狮艺、黄飞鸿武术等岭南元素，布局演艺新形态、休闲商业、科技体验等内容，差异化明显。佛山项目预计于 2021 年下半年或者 2022 年初开业。

2019 年佛山市接待旅游者人数 6226 万人次，比上年增长 14.79%；旅游总收入

891.86 亿元，增长 10.23%，达到或超过三亚、丽江等城市的旅游人次和旅游收入。此外，佛山地处粤港澳大湾区核心地带，随着广佛同城化、大湾区立体交通体系建设逐渐落地，大湾区“一小时旅游圈”已形成，佛山项目未来的发展潜力很大。

图57: 佛山市听音湖项目地址



资料来源：百度地图，新时代证券研究所

图58: 佛山项目周边交通情况

出发地点	交通方式	时间
广州	驾车	约 1h
	跨城公交	约 2.5h
深圳	驾车	约 2h
	高铁	约 3h

资料来源：百度地图，新时代证券研究所

6.3、储备项目：西塘与珠海演艺谷，公司演艺 4.0 的主要承载

公司两个主要的储备项目——西塘演艺谷和珠海演艺谷项目。这是公司继千古情模式成功后，对于自身积累 20 多年旅游演艺经验、资本、人才等优势所开发的第四代演艺产品，实现从单台演出到多台演出、单张门票到多种门票组合的转型升级，推动公司向内容+开放的“演艺王国”平台型方向发展。

6.3.1、西塘项目：公司向演艺平台发展的首个项目，预计 2022 年开业

西塘项目是公司向演艺 4.0 阶段探索的第一个项目。具体情况为：1) 2018 年 1 月，公司及宋城集团与嘉善县政府及西塘镇政府签订《西塘·中国演艺小镇项目战略协议书》，规划用地 5000 亩，总投资额高达 200 亿元；2) 2018 年 12 月，公司全资子公司以 1.43 亿元竞得西塘镇西塘港南侧约 132 亩土地使用权，紧靠西塘古镇西门，并公告首期投资 10 亿元建设西塘·宋城演艺谷项目，总占地面积约 350 亩（预计土地总投资 3.79 亿元）。

公司所希望的宋城从单一景点+演出的定位转变为演艺集聚地、网红新地标、社交新平台的演艺 4.0 产品，世界上最成功的范例当属法国狂人国。

法国狂人国地处巴黎西南方，成立于 1977 年，从最初的 1 台戏发展成为拥有 17 场表演、11 家餐厅、5 家主题酒店的大型主题公园，在每年不到 7 个月的运营期内（冬天下雪闭园）接待超过 230 万名游客。法国狂人国最大的特色就是园区内丰富而逼真的历史再现主题演出，例如《黎塞留的火枪手》、《兰斯的秘密》、《凡尔登的爱人》等，供不同年龄段、不同地区的游客欣赏。

经营业绩方面，法国狂人国在 2006-2018 年间，营业收入由 2.48 亿元增长至 7.91 亿元，CAGR 达 10.2%，净利润由 1084 万元上升至 5753 万元，CAGR 为 14.9%，呈现持续稳健的快速增长趋势。作为一个经历了 40 年的成熟主题公园，在欧洲这样稳定的成熟市场，这个经营业绩表现突出。

与法国狂人国类似，西塘演艺谷也将建设剧院集群、艺术街区、休闲商业区等内容，以室内外历史题材大型表演等演出为核心，并将举办艺术节、戏剧节等主题活动，打造演艺聚集区。西塘项目主要建设 4 个大型剧院、特色街区和商业综合体，

总建筑面积 15 万平方米。由于疫情影响建设进度有所放缓,公司预计西塘项目 2022 年开业。

西塘演艺谷毗邻国家 5A 景区西塘古镇,有望受益古镇超千万的游客人数的协同效应,为项目建成后的客流带来引流。根据嘉善县统计局数据,2019 年嘉善县接待国内外游客 2135.58 万人次,同比增长 24.4%;旅游总收入 268.93 亿元,同比增长 25.2%。其中,西塘景点接待国内外游客 1136.27 万人次,同比增长 11.8%。

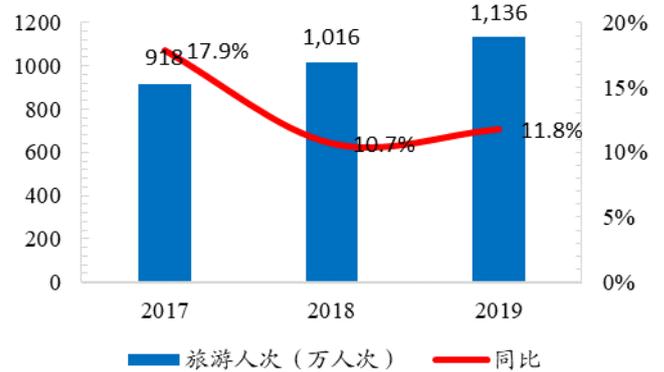
此外,嘉善县为长三角一体化的核心区块,其所覆盖的江浙沪地区是中国经济最发达的地区之一,旅游消费能力强。西塘演艺谷有望给西塘古镇增添旅游新方式,成为长三角文化演艺产业打卡地,长期发展前景可期。

图59: 西塘演艺谷鸟瞰图



资料来源: 宋城演艺, 新时代证券研究所

图60: 西塘景区 2017-2019 年旅游人次及增速



资料来源: 嘉善县统计局, 新时代证券研究所

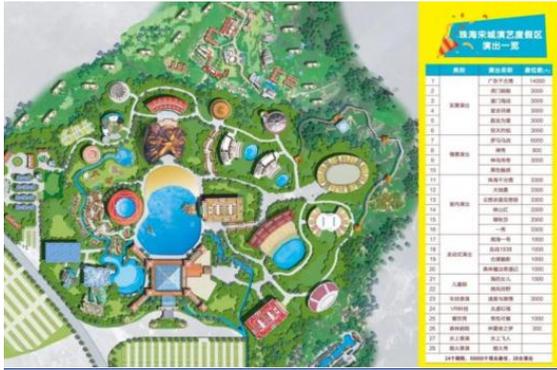
6.3.2、珠海演艺谷: 为公司最大的演艺集群项目, 2023 年开业

2019 年 10 月,公司公告,将投资约 30 亿元建设珠海·宋城演艺谷项目。项目选址于珠海市斗门区黄杨山麓,占地 1500 亩,计划建设 24 个剧院(室内剧院、实景剧场、悬浮剧院、森林剧院、科技剧院、儿童剧院、走动式剧院、旋转式剧院、餐饮剧院等)、28 台演出、55000 个座位组成的演艺谷,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,涵盖了世界上几乎所有的剧院形式和演出形态,还将举办“一带一路”演艺节和一系列大型国际艺术活动。观众看完所有演出,至少需要 2-3 天。公司预计珠海项目将在 2023 年开业。

珠海演艺谷是一种跨行业、高层次的文化娱乐和休闲度假消费模式,是对现有文化旅游产品形式的突破和创新,将成为珠海的文化地标。

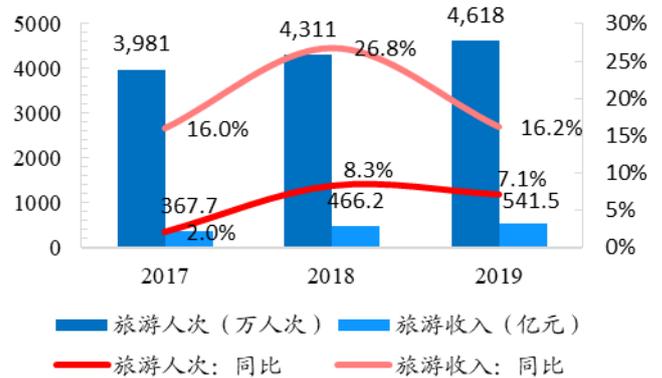
珠海是珠三角主要的旅游城市之一。2019 年,珠海接待游客总人数 4618.21 万人次,同比增长 7.1%;旅游总收入 541.53 亿元,同比增长 16.2%,相当于三亚的一半。但珠海作为粤港澳大湾区的重要城市,能辐射大湾区近亿人口,且大湾区经济发达、旅游消费能力强。我们认为,未来该项目有望成为公司新的利润增长点和长期可持续发展的重要保障。

图61: 珠海演艺谷项目设计图



资料来源: 宋城演艺, 新时代证券研究所

图62: 珠海市 2017-2019 年旅游人次、旅游收入及增速



资料来源: 珠海市统计局, 新时代证券研究所

7、盈利预测与投资建议

7.1、盈利预测

目前,公司主要核心业务为现场演艺与旅游服务两大块,互联网演艺业务已出表。因此,我们对公司目前已运营的每个千古情景区和轻资产项目、电子商务业务等业务进行收入和净利预测。

7.1.1、公司收入预测

由于公司每个千古情景区的运营情况各不相同,因此我们需要根据过往历史收入和 2021-2022 年经营恢复情况及未来发展潜力来对每一个已运营的千古情景区预期收入进行逐一拆分、估算,具体的关键假设条件如下:

现场演艺业务:

(1)杭州宋城:疫情影响 2020 年收入下滑 65%,2021 年恢复至 2019 年的 90%,2022 年增长 20%;

(2)三亚千古情:疫情影响 2020 年收入下滑 65%,2021 年恢复至 2019 年的 90%,2022 年增长 25%;

(3)丽江千古情:疫情影响 2020 年收入下滑 65%,2021 年恢复至 2019 年的 90%,2022 年增长 30%;

(4)九寨千古情:2021 年恢复至 2017 年地震前水平,2022 年恢复至 2016 年正常水平;

(5)桂林千古情:疫情影响 2020 年收入下滑 65%,2021 年恢复至 2019 年的 90%,2022 年项目处于快速增长阶段,增长 40%;

(6)张家界千古情:疫情影响 2020 年收入下滑 15%(因 2019 年只开业半年,同比实际下滑 65%),2021 年恢复至 2019 年全年实际收入的 90%,2022 年项目处于快速增长阶段,增长 60%;

(7)西安千古情:2020 年开业半年,按张家界项目类比,预计 0.5 亿收入,2021 年处于项目第二年业务爆发阶段,增长 3 倍,2022 年继续高增长 80%;

(8)上海千古情:2021 年春季开业全年预计收入 1 亿,2022 年业务爆发,增

长3倍;

(9) 佛山千古情: 预计2022年初开业, 按桂林、张家界项目类比, 当年收入0.9亿。

旅游服务业务:

(10) 电子商务手续费: 疫情影响2020年收入下滑60%, 2021年恢复至2019年的90%, 2022年增长20%;

(11) 设计策划费(轻资产项目): 疫情影响2020年收入下滑65%, 2021年因郑州项目第二年业务爆发期, 收入略超2019年, 2022年较快增长30%。

剔除互联网演艺(花房集团)业务, 我们预计公司2020-2022年的收入分别为8.9亿元、24.74亿元、36.5亿元, 同比增长-66%、178%、47.6%。

表22: 公司收入预测表

单位: 亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现场演艺					
杭州宋城	9.36	9.19	3.22	8.04	9.65
yoy		-1.82%	-65.00%	150.00%	20.00%
三亚千古情	4.27	3.93	1.38	3.44	4.30
yoy		-7.96%	-65.00%	150.00%	25.00%
丽江千古情	2.67	3.33	1.17	2.91	3.79
yoy		24.72%	-65.00%	150.00%	30.00%
九寨千古情	0.018	0	0.1	0.9	1.44
yoy					60.00%
桂林千古情	0.43	1.61	0.56	1.41	1.97
yoy		274.42%	-65.00%	150.00%	40.00%
张家界千古情		0.65	0.55	1.55	2.48
yoy			-15.00%	180.00%	60.00%
西安千古情			0.50	2.00	3.60
yoy				300.00%	80.00%
上海千古情				1.00	4.00
yoy					300.00%
佛山千古情					0.9
小计	16.75	18.71	7.47	21.25	32.12
yoy		11.71%	-60.06%	184.33%	51.17%
旅游服务					
电子商务手续费	1.73	1.8	0.72	1.66	1.99
yoy		4.05%	-60.00%	130.00%	20.00%
设计策划费(轻资产项目)	1.27	1.74	0.70	1.81	2.35
yoy		37.01%	-60.00%	160.00%	30.00%
景区配套交通	0.03	0.03	0.01	0.02	0.04
小计	3.03	3.57	1.43	3.49	4.38
yoy		17.82%	-60.06%	144.43%	25.65%
互联网演艺					
	12.33	3.83	0	0	0

单位：亿元		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	yoy		-68.94%			
公司总收入	合计	32.11	26.11	8.90	24.74	36.50
	yoy		-18.68%	-65.92%	177.94%	47.58%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

7.1.2、归母净利润预测

现场演艺业务方面，按照每个已运营的千古情项目，我们可以根据历史情况和未来经营发展趋势对每个项目的毛利率、净利率进行分析、估算，再加总得出所有千古情景区的净利润总和。

有关千古情景区的具体毛利率、净利率关键假设如下：

(1) 杭州、三亚、丽江项目：2021-2022年，毛利率、净利率恢复至疫情前水平，因景区容量扩大还会微升；

(2) 九寨项目：2021-2022年，毛利率、净利率恢复至地震前、疫情前水平；

(3) 桂林项目：2021-2022年，项目逐步进入成熟期，毛利率、净利率将达到丽江项目的90%；

(4) 张家界项目：2021-2022年，项目产能继续爬坡释放并进入正轨，毛利率、净利率将达到丽江项目的65%左右；

(5) 西安、上海项目：2021-2022年，项目处于开业后的业务爆发期，毛利率、净利率将逐年大幅提升至桂林、张家界项目的水平；

(6) 佛山项目：若2022年初开业，那毛利率、净利率水平比照开业当年的张家界项目。

由于2020年六间房出现资产减值，公司按权益法确认长期股权投资损失约7.24亿元，计提减值准备约11.08亿元，两者合计约18.32亿元，受此影响2020年公司归属于上市公司股东的净利润预计亏损16-19亿元。

但剔除互联网演艺（花房集团）业务及上述投资损失及减值影响，我们预计公司2020-2022年的归母净利润分别为1.1亿元、11.27亿元、16.51亿元，同比增长-89.5%、924%、46.4%。

表23：公司净利润预测表

单位：亿元		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现场演艺						
杭州宋城	毛利率	69.87%	68.59%	45.00%	70.00%	70.00%
	净利润	4.07	3.95	0.48	3.70	4.44
三亚千古情	毛利率	81.22%	84.99%	60.00%	85.00%	85.00%
	净利润	2.49	2.19	0.34	1.99	2.49
丽江千古情	毛利率	73.45%	82.20%	58.00%	83.00%	84.00%
	净利润	1.42	2.07	0.33	1.84	2.42
九寨千古情	毛利率				67.00%	68.00%
	净利润	-0.33	-0.20	-0.30	0.46	0.75
桂林千古情	毛利率	24.39%	70.13%	50.00%	74.00%	78.00%
	净利润	0.07	0.36	0.14	0.77	1.14

单位：亿元		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	归母净利润（持 股 70%）	0.05	0.25	0.10	0.54	0.80
张家界千古情	毛利率		64.52%	40%	68%	70%
	净利润		0.25	0.08	0.62	1.04
西安千古情	毛利率			30.00%	65.00%	75.00%
	净利润			0.08	0.80	1.80
	归母净利润（持 股 80%）			0.06	0.64	1.44
上海千古情	毛利率				30.00%	60.00%
	净利润				0.1	1.2
	归母净利润（持 股 88%）			-0.35	0.088	1.056
佛山千古情	毛利率					60.00%
	净利润					0.23
旅游服务业	毛利率	70.29%	71.43%	55.00%	71.00%	72.00%
	净利润	1.15	1.48	0.36	1.39	1.84
归母净利润	合计	8.85	10.44	1.10	11.27	16.51
	yoy		17.93%	-89.46%	924.05%	46.44%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

7.2、投资建议

受疫情冲击影响，公司主业在 2020 年有明显下滑，我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 8.9 亿元、24.74 亿元、36.5 亿元，同比增长-66%、178%、47.6%。考虑花房集团 2020 年的投资损失及减值影响，预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为-17.45 亿元、11.27 亿元、16.51 亿元，同比增长-230.3%、-164.6%、46.5%。对应公司 2020-2022 年 PE 分别为-31、48、33 倍。

公司第二轮扩张项目在未来 2-3 年将进入业绩爆发期，且公司向演艺平台型公司转型，未来在观众人次和票价均有提升空间，这将有力增强公司业绩较快增长的持续性。我们看好公司商业模式和竞争壁垒，在政策红利和旅游消费升级下游客对演艺产品需求提升的内外驱动因素叠加下，公司业务发展的稳定性和成长性将不断强化。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

8、风险分析

(1) 项目的开业及收入不达预期风险：公司的业绩增长主要依赖项目扩张推动，新项目存在投资规划变动带来的能否如期开业和后续收入增长的不确定风险。

(2) 自然灾害及疫情反复的风险：地震、洪灾和疫情等不可抗力事件，会导致公司项目被迫停止营业或客流显著低于预期。

(3) 宏观经济及政策风险：宏观经济的波动会影响居民收入及消费欲望，国家对景区票价、主题公园投资等出台限制政策，将对公司收入增长产生负面影响。

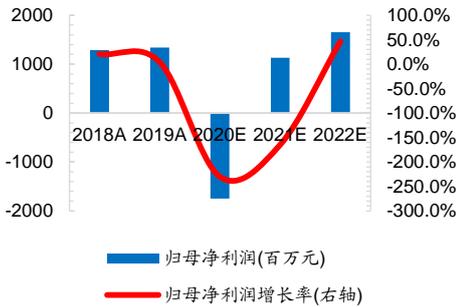
(4) 投资及商誉减值风险：公司仍持有 39.53% 的花房集团股权，花房未来的业绩若表现持续低预期，公司依然存在投资和商誉减值的风险。

附：财务预测摘要

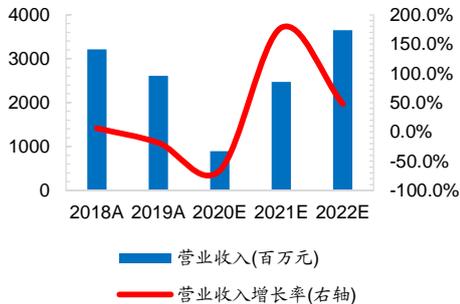
1、毛利率、EBIT率、净利率



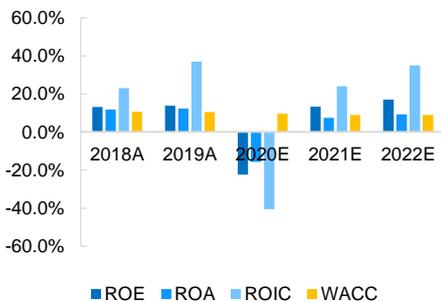
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3211	2612	890	2474	3650
营业成本	1078	747	407	628	781
折旧和摊销	256	256	264	322	376
营业税费	32	36	9	30	55
销售费用	288	146	89	161	256
管理费用	203	188	126	156	248
财务费用	-1	-18	83	238	360
公允价值变动损益	10	1	0	6	3
投资收益	63	273	161	182	190
营业利润	1603	1726	-1521	1409	2078
利润总额	1542	1630	-1598	1329	1997
少数股东损益	-10	25	-12	2	16
归属母公司净利润	1287	1340	-1745	1127	1651

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	10817	11041	11163	15188	18128
流动资产	2800	2921	1379	2960	3738
货币资金	1550	1785	490	1682	2628
交易型金融资产	107	854	353	438	548
应收帐款	67	5	16	51	44
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	164	126	0	242	114
存货	3	6	0	6	2
可供出售投资	285	0	192	159	117
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1055	3469	4663	6237	7983
固定资产	2139	2311	972	2007	2698
无形资产	1397	1498	1621	1741	1831
总负债	1129	1159	3328	6643	8351
无息负债	1117	776	787	765	760
有息负债	11	383	2541	5877	7591
股东权益	9688	9882	7835	8546	9777
股本	1453	1453	2615	2615	2615
公积金	2476	2476	1314	1314	1314
未分配利润	4171	5176	4301	4845	5636
少数股东权益	1217	268	256	258	274

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1647	1571	-1815	1176	2483
净利润	1278	1365	-1757	1129	1667
折旧摊销	256	256	264	322	376
净营运资金增加	338	-509	239	322	-272
其他	-225	459	-560	-597	711
投资活动产生现金流	-1287	-1181	-1268	-2661	-2456
净资本支出	665	813	402	905	418
长期投资变化	-320	-25	-1194	-1506	-1746
其他资产变化	-942	-393	-2060	-3263	-3784
融资活动现金流	-262	-161	-619	-616	-741
股本变化	0	0	1162	0	0
债务净变化	-148	30	2169	3315	1708
无息负债变化	51	-342	11	-21	-6
净现金流	90	232	-3702	-2102	-713

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标

2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
-------	-------	-------	-------	-------

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.2	-18.7	-65.9	178.0	47.5
净利润增长率	19.5	6.8	-228.7	164.3	47.6
EBITDA 增长率	18.8	4.6	-170.6	243.9	45.1
EBIT 增长率	19.3	5.4	-198.9	198.9	51.0
估值指标					
PE	29.0	34.9	-31.3	48.4	33.1
PB	4.2	5.3	7.2	6.6	5.7
EV/EBITDA	30.9	28.7	-43.7	31.4	21.9
EV/EBIT	36.2	33.4	-36.3	38.0	25.5
EV/NOPLAT	43.7	39.9	-33.0	44.7	30.5
EV/Sales	16.9	20.1	63.5	23.7	16.2
EV/IC	6.4	5.3	5.6	4.1	3.5
盈利能力 (%)					
毛利率	66.4	71.4	54.3	74.6	78.6
EBITDA 率	54.6	70.2	-145.5	75.3	74.1
EBIT 率	46.6	60.4	-175.1	62.3	63.8
税前净利润率	49.9	66.1	-170.9	56.9	56.9
税后净利润率 (归属母公司)	33.2	43.0	-215.7	38.7	37.8
ROA	11.8	12.4	-15.7	7.4	9.2
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.2	13.8	-22.4	13.2	17.1
经营性 ROIC	23.0	37.0	-40.6	24.1	34.9
偿债能力					
流动比率	2.5	3.8	0.4	0.5	0.5
速动比率	1.7	3.6	0.3	0.4	0.4
归属母公司权益/有息债务	747.1	25.1	3.0	1.4	1.3
有形资产/有息债务	435.6	13.7	0.9	0.8	0.8
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.89	0.92	-0.67	0.43	0.63
每股红利	0.12	0.20	0.16	0.17	0.17
每股经营现金流	0.75	1.27	-0.69	0.45	0.95
每股自由现金流(FCFF)	0.19	1.67	-0.80	0.16	0.83
每股净资产	5.83	6.62	2.90	3.17	3.63
每股销售收入	2.21	1.80	0.34	0.95	1.40

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚轩杰，社服行业首席分析师，中国人民大学硕士，5年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	梁爽 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	阎喜蒙 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	丁培培 销售经理 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>