

积跬步才能至千里，演艺帝国冉冉升起

——宋城演艺（300144）首次覆盖

增持（首次）

2021年06月30日

报告关键要素：

宋城演艺是A股唯一一家演艺型主题公园上市公司，聚焦演艺主业，从“一台剧目、一个公园、一张门票”向“一个集群、一个产业、一个平台”不断升级。优秀的商业模式赋予其卓越的扩张能力，随着公司旗下成熟运营的4个项目疫情后营业恢复正常，2018-2020年落地的6个次新项目逐步成熟，以及2021年-2023年4个新项目的陆续落地，公司未来2-4年盈利持续增长具备较强确定性。本文主要分析了公司扩张成功的关键因素、未来的看点、以及如何看待市场担忧的问题。

投资要点：

具备卓越的扩张能力，目前已开业11个宋城景区。目前公司正在运营的重资产项目有8个，分别为杭州宋城、三亚千古情、丽江千古情、九寨千古情、桂林漓江千古情、张家界千古情、西安中华千古情、上海千古情；正在运营的轻资产项目有3个，分别为宁乡炭河千古情、宜春明月千古情、郑州黄帝千古情。其中，杭州宋城、三亚、丽江、宁乡景区开业时间较长已处于成熟阶段，其他7个项目，开业时间不长，尚处于盈利爬坡阶段。

第一轮异地扩张成功带动公司业绩高增，第二轮扩张将开启更加有效的增长曲线。第一轮扩张开业于2013-2014年，第一轮扩张后的2014-2019年，公司营业收入CAGR为18.97%，归母净利润CAGR为23.66%，而在此期间，本部杭州宋城的营业收入CAGR仅为10.06%，远低于公司整体的年复合增速。公司能保持高速增长，主要靠异地扩张的拉动。2017年以来，公司进入第二轮异地扩张项目开业阶段，第二轮扩张较第一轮扩张节奏更加密集，增加了轻资产模式，且对景区进行了大规模升级，并根据旅游发展趋势打造内容更加丰富的城市演艺和演艺谷，预计将开启更加有效的增长曲线。

成长性强，未来看点多。1) **旅游复苏**：国内疫情控制良好，旅游行业将逐步恢复甚至超越疫情前的水平；2) **在手项目充足**：在建3个重资产和1个轻资产项目，将于未来3年内逐步开业；3) **次新项目成熟**：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	902.59	1737.44	3220.63	4533.57
增长比率(%)	-65	92	85	41
净利润(百万元)	-1752.40	707.54	1107.90	1766.50
增长比率(%)	-231	140	57	59
每股收益(元)	-0.67	0.27	0.42	0.68
市盈率(倍)	-24.95	61.79	39.46	24.75
市净率(倍)	5.90	4.90	4.02	3.07

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	2,614.69
流通股A股(百万股)	2,208.71
收盘价(元)	16.72
总市值(亿元)	437.18
流通A股市值(亿元)	369.30

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：	陈雯
执业证书编号：	S0270519060001
电话：	18665372087
邮箱：	chenwen@wlzq.com.cn
研究助理：	李滢
电话：	15521202580
邮箱：	liyings1@wlzq.com.cn
研究助理：	王鹏
电话：	15919158497
邮箱：	wangpeng1@wlzq.com.cn

近年新开张 4 个重资产项目以及 2 个轻资产项目，尚爬坡阶段，未来 3 年盈利能力将逐年增强。4) **成熟景区改造升级**：公司持续对现有景区进行硬件扩容和演艺产品推新，将有力提升景区客流量和客单价。5) **推出新的景区形式**：打造演艺谷和城市演艺集群，拓展一线城市和发达城市群市场；6) **布局空间大**：全国项目仅涉足 11 个省市，15 个城市，大部分区域还未覆盖；7) **六花减值后轻装上阵**：2020 年六花大额计提减值，减值计提后将使六花对公司财务的不确定影响大大降低。

如何看待市场担忧的两个主要问题：1) **资产负担加重，资金不足风险**：公司资产负债率低，疫情前每年经营性现金净流入约 15 亿元，经过测算，公司现金充裕，不需要再融资也可以满足在手项目建设所需资金需求。2) **管理能力跟不上扩张节奏**：公司经过多年深耕，建立了专业管理团队，在剧目上实行自制与外购结合对剧目进行多元化创新，内容创作上从黄董事长亲力亲为转为团队创作模式，从过去经验看，其扩张有条不紊，能保证项目顺利盈利，我们对公司管理能力持乐观态度。

盈利预测与投资建议：预计公司 2021-2023 年的营收为 17.37/32.21/45.34 亿元，对应增速分别为 92%/85%/41%；2021-2023 年的归母净利润为 7.08/11.08/17.67 亿元，对应增速分别为 140%/57%/59%；EPS 为 0.27/0.42/0.68 元，2021 年 6 月 29 日公司收盘价对应 PE 分别为 62/40/25 倍。2021 年疫情对公司的影响并未完全消除，预计 2022 年之后有望恢复正常。随着疫情后旅游反弹，景区升级，新项目推出，次新项目成熟，以及六花减值后轻装上阵，公司有望开启新一轮增长周期，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

风险因素：自然灾害和安全事故风险、宏观经济波动风险、新项目经营不及预期风险。

正文目录

1 旅游演艺龙头，“主题公园+旅游演艺”转型“演艺王国”	6
1.1 发展 20 多年，确立两大品牌和六大战略	6
1.2 黄巧灵先生为公司实控人及核心人物	7
1.3 六间房出表后，重新聚焦现场演艺主业	8
1.3.1 主业包括现场演艺和旅游休闲	8
1.3.2 六间房出表，主营业务重新聚焦现场演艺	8
1.4 ROE 大幅领先同业，疫情及花房减值导致公司业绩承压	9
2 疫情推动周边游热度攀升，Z 世代引领旅游市场国潮风	12
2.1 国内疫情影响逐步消退，旅游恢复势不可挡	12
2.2 全球疫情仍呈反复态势，助推出境游回流国内市场	13
2.3 Z 世代逐步崛起，引领旅游市场国潮崛起	15
3 公司具备卓越的扩张能力，通过扩张带动业绩持续高增	16
3.1 公司经历三个发展阶段，目前处于第二轮异地扩张中	16
3.2 轻重资产模式结合扩张	17
3.3 异地扩张速度快，建设周期短	19
3.4 扩张模式趋于成熟，开启有效增长曲线	20
4 公司异地成功复制的关键因素分析	21
4.1 商业模式优秀，主题公园+演艺节目	21
4.2 内容优秀，持续迭代，品牌力强	23
4.3 谨慎选址，卡位一线旅游资源	24
5 未来增长点	25
5.1 项目分散，全国布局仍有空间	25
5.2 新开业景区尚处于盈利爬坡阶段	26
5.3 硬件扩容和演艺产品推新，存量景区改造升级	30
5.3.1 硬件扩容	30
5.3.2 演艺产品推新	31
5.4 增加新的演艺模式，试水城市演艺、演艺谷	31
5.4.1 城市演艺：落地上海，打造“东方百老汇”	31
5.4.2 演艺谷：大手笔打造综合旅游目的地，对标法国狂人国	35
6 如何看待市场担忧的两个主要问题	42
6.1 担忧一：资产负担加重，资金不足风险	42
6.2 担忧二：节目编排与管理能力跟不上扩张节奏	44
7 盈利预测与投资建议	45
8 风险提示	48
图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司项目梳理	7
图表 3: 减持前股权结构	7
图表 4: 按计划减持后股权结构	7
图表 5: 宋城千古情	8
图表 6: 宋城主题乐园内活动	8
图表 7: 全息改版丽江千古情	8
图表 8: IP 衍生品实体商店	8
图表 9: 公司各项业务营收构成 (%)	9
图表 10: 2020 年公司各项营收占比	9

图表 11:	公司旗下项目疫情后闭园及复园\开业时间	10
图表 12:	2014-2021Q1 公司营收及增速	11
图表 13:	2014-2021Q1 公司归母净利润及增速	11
图表 14:	销售毛利率和净利率情况	12
图表 15:	期间费用率整体趋势	12
图表 16:	公司 ROE (加权) 稳步上升	12
图表 17:	2019-2020 年 ROE (加权) 领先行业	12
图表 18:	历年国内游客及旅游收入情况	13
图表 19:	疫情后各季度旅游人数及恢复情况	13
图表 20:	疫情后各节假日旅游恢复情况	13
图表 21:	各国累计确诊人数统计 (单位: 万例, 截至 2021. 6. 27)	14
图表 22:	新冠疫苗接种情况 (单位: 万剂) _20210627	14
图表 23:	按人口比例接种疫苗数前 10 的国家和地区_20210627	14
图表 24:	Z 世代人口占比	15
图表 25:	Z 世代最喜爱的景点	16
图表 26:	宋城演艺主题公园发展的三个阶段	17
图表 27:	宋城演艺重资产项目梳理	18
图表 28:	宋城演艺轻资产项目梳理	18
图表 29:	宋城演艺轻资产业务收入情况 (单位: 亿元)	19
图表 30:	宋城演艺轻资产业务毛利率水平	19
图表 31:	宋城演艺从 2015 年开始加快异地扩张节奏	19
图表 32:	公司景区建设周期一般 1-2 年	20
图表 33:	2020 年现场演艺收入占比	20
图表 34:	公司 2014-2019 年营收 (剔除六间房) 年复合增速 (单位: 亿元)	21
图表 35:	公司 2014-2019 年归母净利 (剔除六间房) 年复合增速 (单位: 亿元)	21
图表 36:	杭州宋城 (包括 2 个乐园和 1 个水公园) 2014-2019 年营收年复合增速 (单位: 亿元)	21
图表 37:	旅游演艺市场分类	22
图表 38:	国内部分主题公园投资额	22
图表 39:	主要旅游演艺项目净利率_2019 年	24
图表 40:	主要旅游演艺项目 ROE_2019 年	24
图表 41:	杭州宋城景区选址	24
图表 42:	三亚千古情景区选址	24
图表 43:	九寨千古情景区选址	24
图表 44:	丽江千古情景区选址	24
图表 45:	桂林千古情景区选址	25
图表 46:	张家界千古情景区选址	25
图表 47:	公司国内项目分布	25
图表 48:	各省潜在景区选址	26
图表 49:	宋城演艺已经开业景区的成熟度	27
图表 50:	历年宋城现场演艺项目毛利率	27
图表 51:	首轮复制三大景区收入及增速	28
图表 52:	桂林游客人数、旅游总收入及增幅	29
图表 53:	桂林千古情营业收入及增幅 (百万元)	29
图表 54:	张家界游客人数、旅游总收入及增幅	29
图表 55:	张家界千古情营业收入 (百万元)	29

图表 56:	已开业千古情景区（重资产）占地面积和所在城市游客数量	30
图表 57:	宋城主要景区及剧目	31
图表 58:	上海旅游业相关情况	32
图表 59:	演艺大世界地理位置	32
图表 60:	演艺大世界发展情况	32
图表 61:	百老汇近年收入及客单价	33
图表 62:	2019 年观众人数及客单价对比	33
图表 63:	上海宋城景区地理位置	34
图表 64:	上海宋城票价详情	34
图表 65:	公司在建重资产项目简介	35
图表 66:	珠海演艺谷节目单	37
图表 67:	西塘演艺小镇地理位置优越	38
图表 68:	珠海演艺谷选址示意	38
图表 69:	嘉善县旅游人次和增速	38
图表 70:	珠海市旅游人次和增速	38
图表 71:	法国狂人国发展历程	39
图表 72:	法国狂人国平面图	40
图表 73:	Cinésécénie 表演	40
图表 74:	法国狂人国票价	40
图表 75:	狂人国主要节目介绍	41
图表 76:	法国狂人国内酒店设施	42
图表 77:	法国狂人国内酒店设施	42
图表 78:	宋城演艺 2021 年开业项目以及在建项目梳理	43
图表 79:	宋城演艺在建项目资金支出	43
图表 80:	宋城演艺历年货币资金与交易性金融资产账面额度	43
图表 81:	宋城演艺历年经营性现金流量净额（单位：亿元）	43
图表 82:	宋城演艺历年资产负债率	44
图表 83:	宋城演艺历年有息负债额度	44
图表 84:	宋城演艺资金收支粗略测算（亿元）	44
图表 85:	盈利预测主要假设	46
图表 86:	盈利预测与估值_对应股价日期 2021-6-29	47
图表 87:	景区上市公司估值_对应股价日期 2021-6-29	47

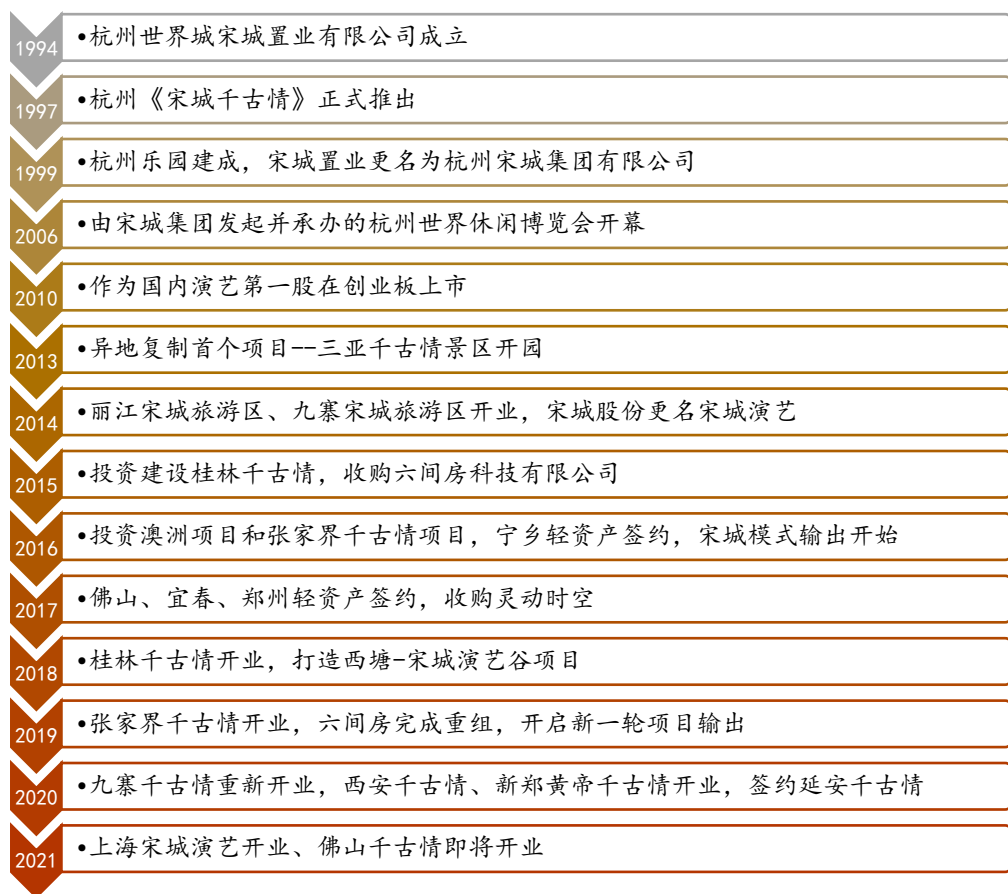
1 旅游演艺龙头，“主题公园+旅游演艺”转型“演艺王国”

1.1 发展 20 多年，确立两大品牌和六大战略

宋城演艺发展股份有限公司于 1994 年在杭州成立，注册资本 6000 万，1996 年首个宋城景区开园，2010 年 12 月，作为国内演艺第一股在深圳交易所挂牌上市。公司通过数十年磨炼，成功打造“主题公园+旅游演艺”模式，确立了“宋城”和“千古情”两大品牌。

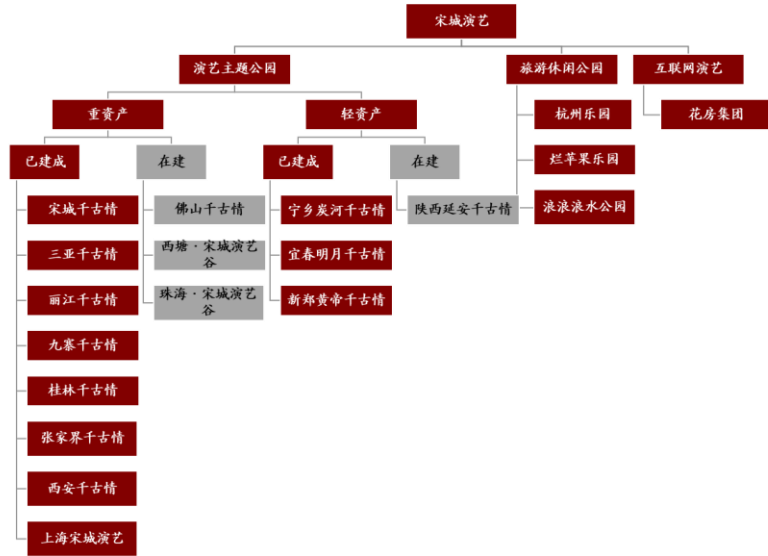
公司采用重资产+轻资产相结合两种复制扩张方式。重资产模式指项目建设资金主要由公司自己投入，轻资产模式指项目建设资金由合作方提供，公司主要输出品牌、节目、管理。目前公司正在运营的重资产项目有八个，分别为杭州宋城景区、三亚千古情景区、丽江千古情景区、九寨千古情景区、桂林漓江千古情、张家界千古情、西安中华千古情、上海千古情；储备的重资产项目有三个，分别为佛山千古情、西塘演艺小镇项目和珠海演艺谷项目；轻资产项目有四个，分别为正在运营的湖南宁乡炭河千古情、江西宜春明月千古情、河南郑州黄帝千古情，及签约不久的陕西延安千古情。

图表1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，万联证券研究所整理

图表2: 公司项目梳理

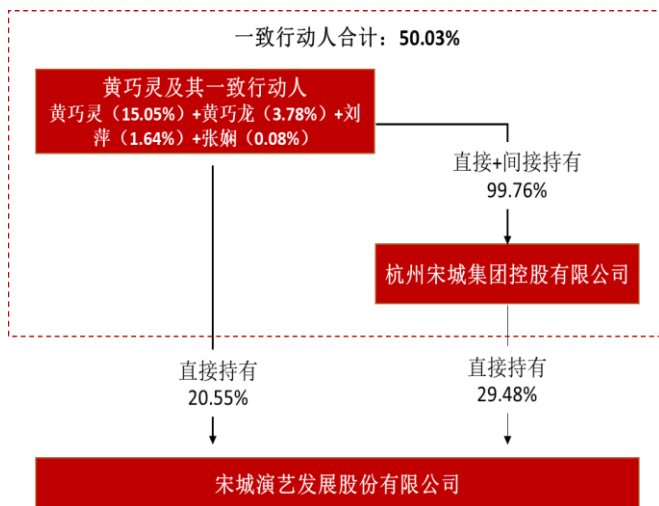


资料来源: 公司官网, 万联证券研究所整理

1.2 黄巧灵先生为公司实控人及核心人物

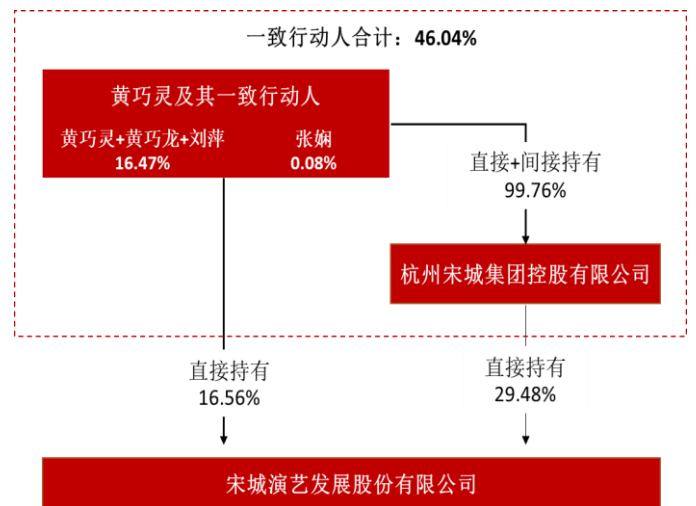
公司实际控制人黄巧灵先生, 是宋城集团创始人、董事长, “千古情”系列演艺作品的总导演、总策划、艺术总监。2020年8月份之前, 黄巧灵及其一致行动人直接及间接总计持股比例占公司股份总数的50.03%。2020年8月12日公司公告, 实际控制人黄巧灵先生及其一致行动人黄巧龙先生、刘萍女士拟以大宗交易方式转让部分股份, 2020年11月20日公告减持完毕, 减持数量合计占公司总股本的3.99%, 减持后黄巧灵先生及其一致行动人合计持有公司股份46.04%。此次减持后实控人持股比例依然处于高位, 不改实控人地位, 也不改变公司基本面和长期逻辑。

图表3: 减持前股权结构



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表4: 按计划减持后股权结构



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

1.3 六间房出表后，重新聚焦现场演艺主业

1.3.1 主业包括现场演艺和旅游休闲

现场演艺是公司的核心业务和主要收入及利润来源。公司独创“主题公园+文化演艺”的经营模式，依托“宋城”和“千古情”两大品牌，为客户提供主题公园集群游玩和千古情演出及多种剧目的观赏服务，主要通过出售门票实现业务收入。已经开业的项目包括《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》、《上海千古情》，佛山、西塘、珠海等正在建设中的项目也将陆续推向市场。

旅游休闲主要指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业务能力和品牌积淀，向合作方提供品牌授权、规划设计、导演编创、托管运营等服务，并通过收取一揽子服务费用及受托经营管理费的方式实现业务收入。已经开业运营的轻资产输出项目有《炭河千古情》、《明月千古情》和《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。

图表5: 宋城千古情



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

图表6: 宋城主题乐园内活动



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

图表7: 全息改版丽江千古情



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

图表8: IP衍生品实体商店



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

1.3.2 六间房出表，主营业务重新聚焦现场演艺

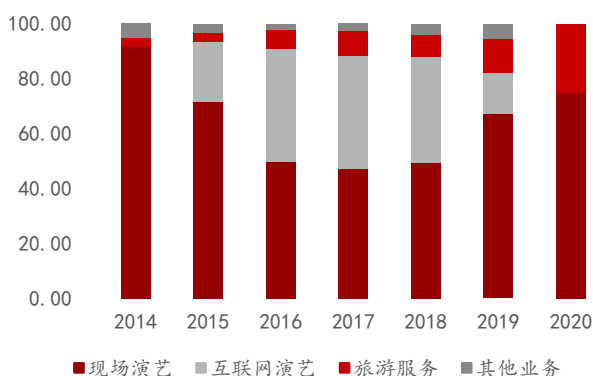
现场演艺是公司最主要的收入来源，2015年通过收购六间房探索线上演艺。2015年之前，公司90%以上收入来源于现场演艺，2015年，宋城演艺收购六间房，开始线上

演艺事业的探索，同时逐渐布局线下、线上演艺的融合，互联网演艺收入占比达到 4 成。且公司开始探索轻资产输出业务，先后落地湖南宁乡炭和千古情、江西宜春明月千古情和河南郑州黄帝千古情三个轻资产项目，旅游休闲收入占比逐步提升，2019 年，旅游休闲业务收入占比达到 12.6%。受疫情影响，在现场演艺基本停滞的情况下，2020 年现场演艺、旅游休闲两个板块占比分别为 70.57%/24.73%。

2019 年 5 月以后六间房不再并表，宋城演艺重新聚焦线下演艺业务。经过近 4 年磨合，线上演艺与现场演艺二者仍然存在较大差别，完整整合存在难度。2019 年 4 月，宋城演艺与奇虎三六零达成股权转让协议，二次交割完成后，宋城演艺公司最终持有六间房与花椒直播重组后的花房集团 39.53% 的股权。此次重组后，六间房不再并表，线上演艺业务不再属于主营业务，宋城演艺重新聚焦并决定深耕现场演艺业务。

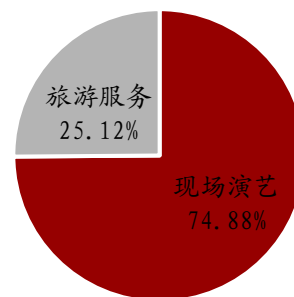
大额计提减值准备，轻装上阵。2020 年 11 月，公司持有的花房公司投资比例受股权被动稀释影响，由 39.53% 下降至 37.06%。受制于行业竞争加剧，移动端对 PC 端产生较大流量冲击，花房集团业绩出现一定下滑，为此，公司计提长期股权投资减值准备 18.61 亿元，期末账面价值余额减少为 14.93 亿元，虚高的资产泡沫被挤掉，降低了未来计提减值的风险。

图表9: 公司各项业务营收构成 (%)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表10: 2020年公司各项营收占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

1.4 ROE 大幅领先同业，疫情及花房减值导致公司业绩承压

受新冠疫情、六间房并表、出表以及花房减值的影响，公司业绩出现大幅度变化。公司 2015 年-2019 年营业收入分别为 16.95 亿元 (+81.21%)、26.44 亿元 (+56.05%)、30.24 亿元 (+14.36%)、32.11 亿元 (+6.2%)、26.12 亿元 (-18.67%)。其中 2015 年与 2016 年的高增长系并表六间房所致，2019 年增速下降系六间房不再纳入公司合并范围影响所致。2020 年 1 月国内 COVID-19 疫情爆发，公司旗下八大景区于 1 月 24 日宣布闭园停业，直至 6 月 12 日才全面恢复营业。受此影响，公司 2020 年营收仅为 9.03 亿元 (-65.44%)。2021 年一季度，由于国内疫情得到控制，公司营收达到 3.06 亿元 (+128.10%)。2015-2019 年归母净利润整体呈增长趋势，增速同样放缓，分别为 6.31 亿元 (+74.58%)、9.02 亿元 (+43.10%)、10.68 亿元 (+18.32%)、12.87 亿元 (+20.57%) 和 13.40 亿元 (+4.09%)。2020 年公司归母净利润亏损 17.52 亿元 (同比下降 230.8%)，其中演艺主营业务盈利 1.1 亿元，但花房减值导致公司业绩大幅亏损。公司出于谨慎考虑，对花房的长期股权投资计提减值准备 18.61 亿元。若不考虑数字娱乐平台财务数据及因持有花房科技的长期股权投资增减变动数据，则公司

2020 年实现营业收入 9.03 亿元 (-59.50%); 归母净利润 1.14 亿元 (-89.11%)。

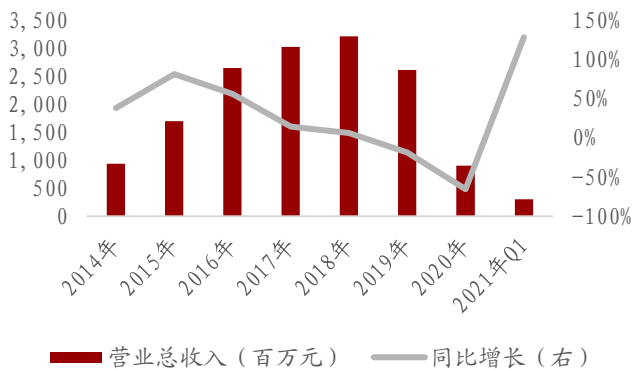
随着疫情影响的进一步减轻,我们对市场复苏保持乐观。2021 年五一期间,全国 11 大宋城合计营收约 1.5 亿元,较 2019 年同期增长 42.71%;总接待游客 165 万人次,较 2019 年同期增长 35.45%,主秀演出 251 场,较 2019 年同期增加 88 场;各大指标全面大幅超越 2019 年同期。当中,上海宋城接待游客 17.9 万人次,营业收入超 2500 万元,打破宋城开业当年黄金周记录;杭州宋城接待游客 43 万人次,较 2019 年同期增长 4.35%,营业收入 4000 万元,增长 15%;桂林宋城接待游客 18.07 万人次,较 2019 年同期增长 68.25%,营业收入增长 47.02%;三亚宋城五一期间已基本恢复至 2019 年同期的 85%;丽江宋城恢复至 2019 年的 95%。

图表11: 公司旗下项目疫情后闭园及复园\开业时间

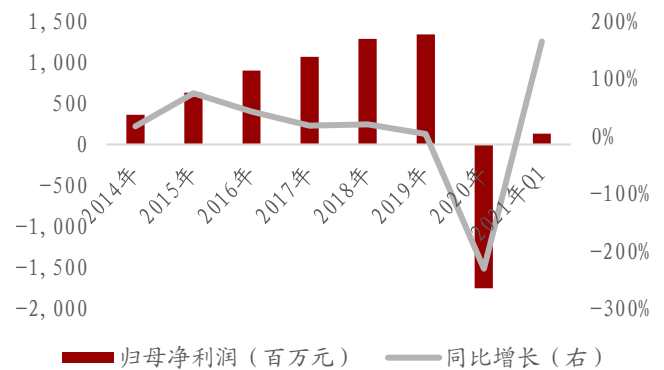
项目名称	闭园时间	原定复园时间	实际复园\开业时间
杭州宋城	2020/1/24	2020/4/3	2020/6/12
桂林千古情	2020/1/24	2020/4/3	2020/6/12
张家界千古情	2020/1/24	2020/4/3	2020/6/12
三亚千古情	2020/1/24		2020/6/12
丽江千古情	2020/1/24		2020/6/12
九寨千古情	2017/8/9		2020/6/12
宁乡炭河千古情	2020/1/24		2020/5/15
宜春明月千古情	2020/1/24		2020/5/16
西安千古情			2020/6/22
新郑黄帝千古情			2020/9/19
上海宋城演艺			2021/4/29

资料来源: 公司官网, 万联证券研究所整理

图表12: 2014-2021Q1公司营收及增速



图表13: 2014-2021Q1公司归母净利润及增速



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

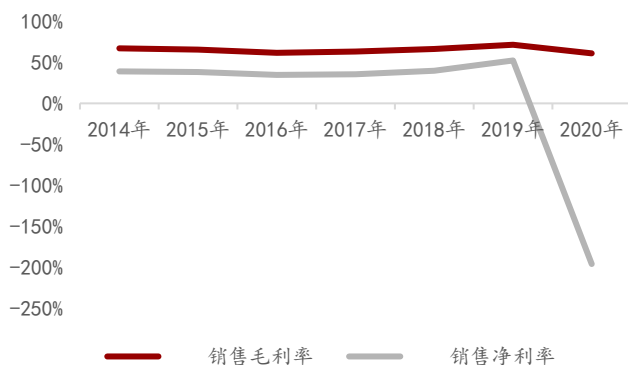
资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

毛利率水平有所回升。上市以来公司毛利率一直维持在70%左右,2014年异地项目前期推广,以及2015年毛利率相对低的六间房并表后使业务结构发生了改变,导致整体毛利率水平下降。随着异地项目逐渐成熟,毛利率水平有所回升。

四项费用率趋于稳定,2020年由于疫情影响期间费用大幅增加。

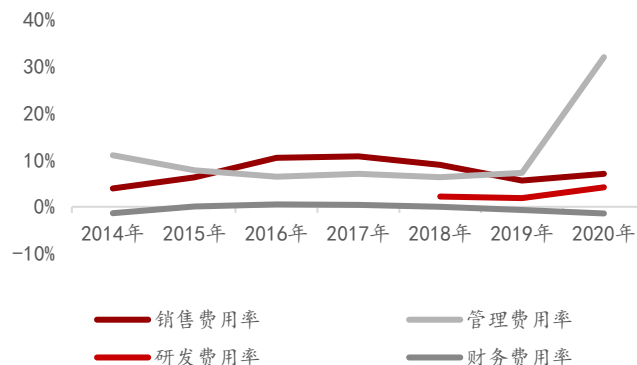
- **销售费用经历大幅增加后下降。**2015-2020年销售费用率分别为6.29%、10.46%、10.76%、8.95%、5.57%和7.05%,由于2015年收购六间房,销售费用率大幅提高,2017年的销售费用率数据基本与2016年持平。2019年、2020年销售费用率下降主要系六间房不再纳入公司合并范围,以及COVID-19疫情的影响所致。
- **管理费用率保持较为稳定。**2015-2020年管理费用率分别为7.79%、6.40%、7.00%、6.31%、7.21%和31.92%,几年间管理费用率保持较为平稳;由于2020年营收大幅下降以及疫情期间公司各景区闭园,按规定将闭园期的营业成本调整,导致管理费用率上涨较多。
- **财务费用率维持较低水平。**2015-2020年财务费用率分别为0.07%、0.51%、0.38%、-0.03%、-0.68%和-1.42%,公司流动资金充足,财务费用率一直维持较低水平,其中2019年、2020年主要系报告期内公司银行存款利息收入同比增加所致。
- **研发费用支出呈下降趋势。**从2018年起,公司开始支出研发费用,2018-2020年研发费用率分别为2.20%、1.85%和4.15%,2019年下降主要系报告期内六间房与密境和风完成重组后,六间房不再纳入合并范围所致。2020年研发费用率上升主要因为疫情导致营业收入大幅降低,而研发支出具备刚性所致。

图表14: 销售毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

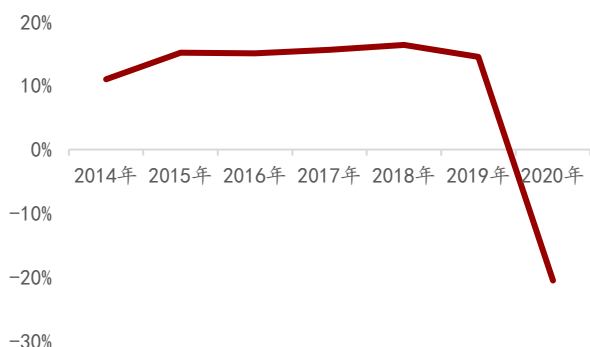
图表15: 期间费用率整体趋势



资料来源: Wind, 万联证券研究所

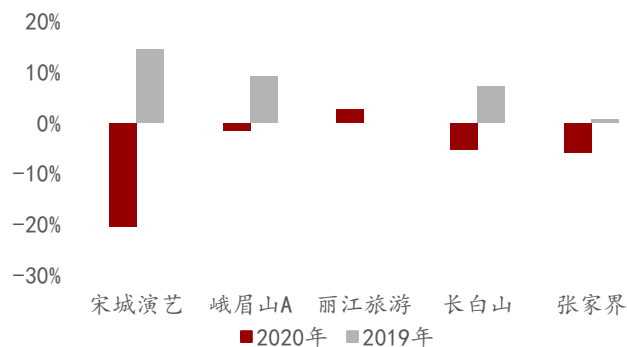
净资产收益率保持提升态势,且大幅领先同业。公司的净资产收益率在过去5年间稳步提升,从2013年的9.72%上升到2019年的14.52%,2020年由于疫情导致ROE大幅下降。对比同行业的公司,公司疫情前净资产收益率远远领先同行业公司。

图表16: 公司ROE(加权)稳步上升



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 2019-2020年ROE(加权)领先行业



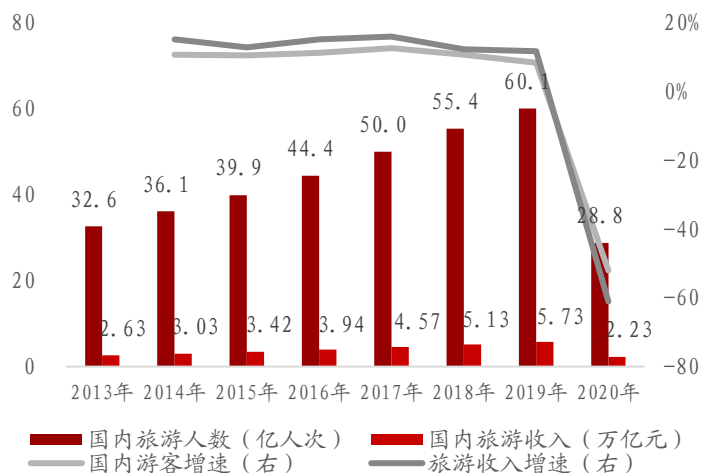
资料来源: Wind, 万联证券研究所

2 疫情推动周边游热度攀升, Z世代引领旅游市场国潮风

2.1 国内疫情影响逐步消退, 旅游恢复势不可挡

疫情导致2020年游客数量及旅游收入大幅下降,但呈现逐季改善趋势。近年来我国经济高速发展,居民生活水平和消费水平持续提高,带来国内旅游人次和旅游收入相应的持续增长。2019年我国国内旅游人数超过60亿人次,旅游总收入超过5.7万亿元。2020年受疫情严重影响,我国国内旅游人次下降至29亿人次,旅游收入下降至2.23万亿元,分别同比大幅下降52.1%及61.1%。但分季度来看,2020年一至四季度旅游人数分别为2.95亿、6.37亿、10.01亿、9.46亿人次,分别相当于2019年同期的17%、49%、66%、67%,呈现明显的逐步恢复趋势。

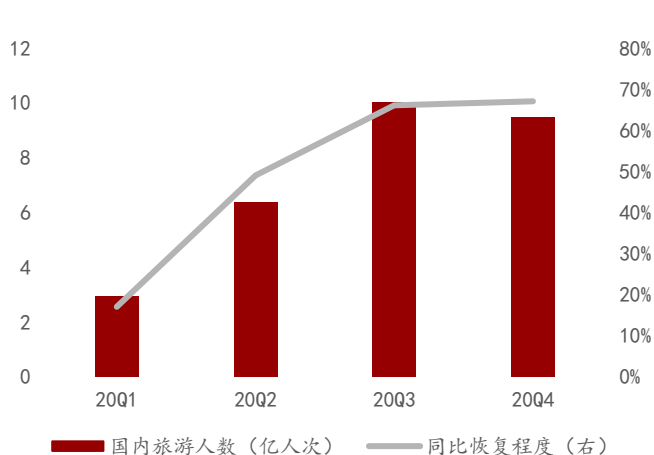
图表18: 历年国内游客及旅游收入情况



备注: 恢复程度为疫情后数据较2019年可比同期的恢复程度, 以百分比计

资料来源: 国家统计局, 中国旅游研究院, 万联证券研究所

图表19: 疫情后各季度旅游人数及恢复情况

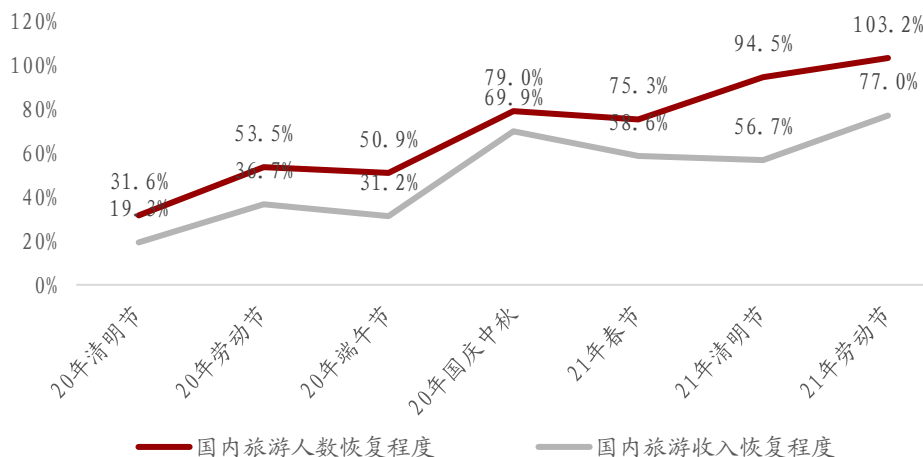


备注: 同比恢复程度指2020年各季度的旅游人次相当于2019年同期旅游人次的比例

资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所整理

2021年旅游经济复苏趋势愈发显著,“五一”游客人数已超疫前同期。2021年第一季度旅游经济景气指数达到105.72,同比和环比分别上升36.8%和20.4%,正在步入“相对景气”到“景气”的通道。经文旅部测算,2021年“五一”假期全国国内游客人数按可比口径恢复至疫前同期的103.2%(与2019年同期相比);国内旅游收入恢复至疫前同期的77.0%;旅游人次及收入恢复程度相对于环比清明假期(分别恢复至疫前同期的94.5%和56.7%)均有改善。

图表20: 疫情后各节假日旅游恢复情况



备注: 恢复程度为疫情后数据较2019年可比同期的恢复程度, 以百分比计

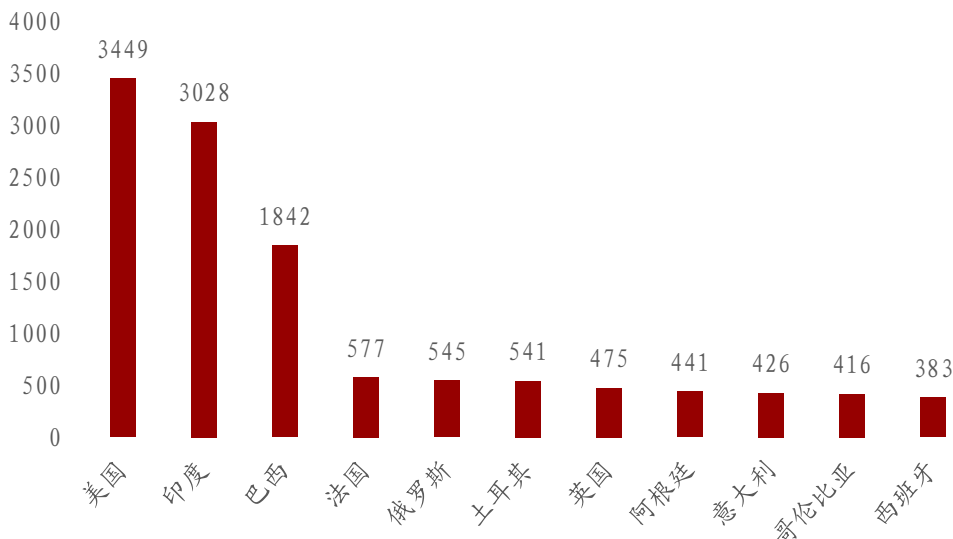
资料来源: 国家统计局, 中国旅游研究院, 万联证券研究所

2.2 全球疫情仍呈反复态势, 助推出境游回流国内市场

全球疫情形势仍然严峻,短期无法解除,国内疫情处于可控状态。截止到2021年5月31日,全球新冠肺炎累计确诊人数已达1.71亿人次,累计死亡病例356万例。从新增确诊人数的趋势来看,全球整体疫情仍呈反复态势。印度确诊人数自三月底开始

逐步飙升，最高峰时单日新增确诊人数超过41万人次，是这轮全球疫情反弹的漩涡中心。据印度卫生部数据，5月31日印度单日新增确诊人数达15.27万人次，新增死亡病例3128例，显示该国疫情仍未得到有效控制。并且在该国发现的变异毒株，具有传播速度快、潜伏期短、病毒载量高的特点，现已向周边东南亚各国快速扩散，这表明全球疫情风险在短期内仍无法解除。相对而言，国内疫情自去年得到有效控制后，仅出现零星反弹，7日内确诊病例108例，处于可控状态。

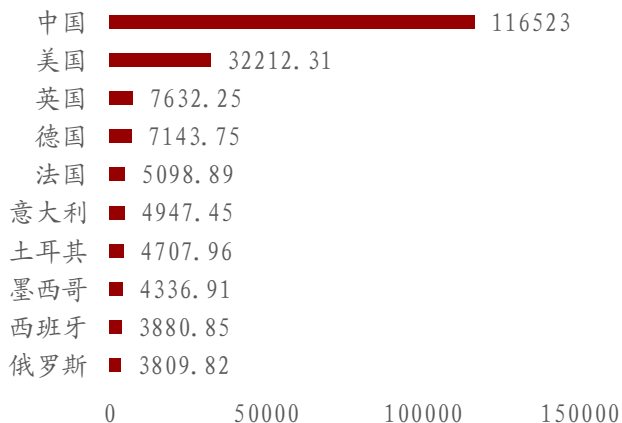
图表21: 各国累计确诊人数统计 (单位: 万例, 截至2021.6.27)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

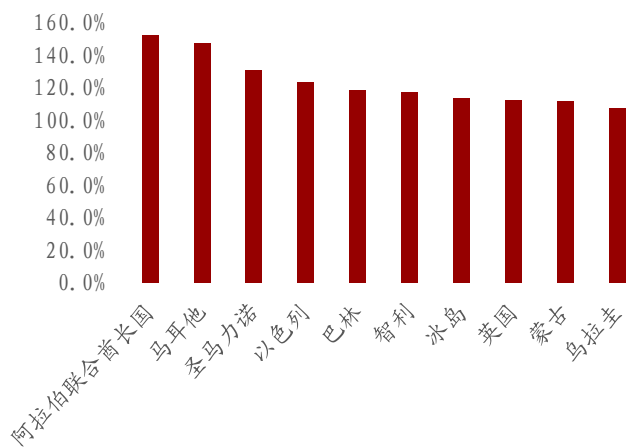
中国内接种疫苗已达11.65亿剂次，位居世界接种疫苗数量之首。从接种数量的结构上来看，目前全球接种新冠疫苗总剂量主要集中在中国以及其他高收入和中高收入国家，包括美国、英国、德国、法国、意大利、土耳其等国家。

图表22: 新冠疫苗接种情况 (单位: 万剂)
_20210627



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表23: 按人口比例接种疫苗数前10的国家和地区
_20210627



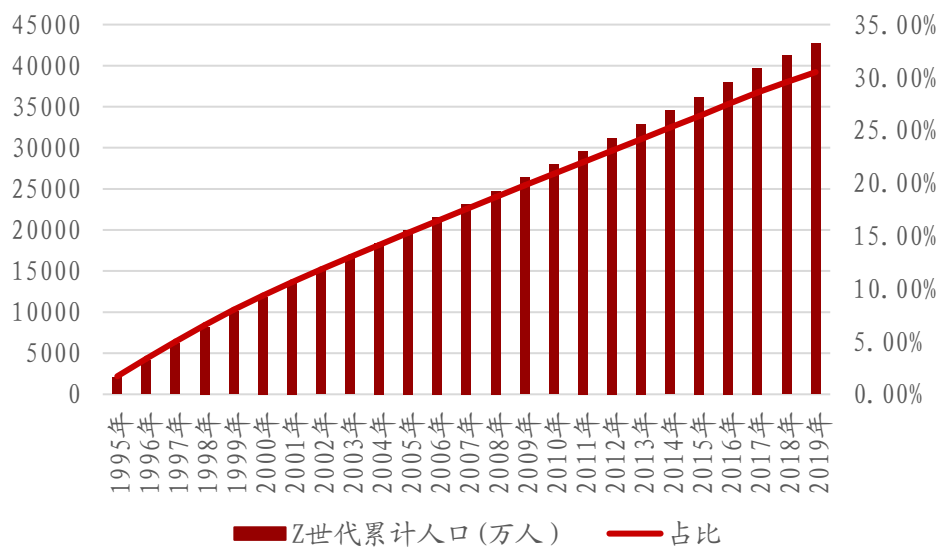
资料来源: Wind, 万联证券研究所

出境游转国内游，周边游热度攀升。我们判断出境游在今年大概率仍无法放开，而国内疫情在得到有效控制的情况下，叠加疫苗接种覆盖率的不断提升，更多的游客将由出境游转为国内游。且由于国外输入疫情的影响，国内零星疫情在今年仍会持续，因此会造成跨省游受到抑制，而周边游热度攀升。据同程航旅数据显示，2021年春节期间，“周边游”的旅游搜索热度上涨71%，而假期前六天周边游整体环比涨幅达289%，部分城市周边游同比增长300%以上。而据驴妈妈数据，“五一”出游中，周边游占比也超过60%。预计未来在疫情完全消退之前，周边游仍将作为大多数人出游的第一选择。

2.3 Z世代逐步崛起，引领旅游市场国潮崛起

Z世代逐步崛起，成为带动消费增长的主力军。Z世代，是指1995年后作为数字化“原住民”出生的人口，据国家统计局数据显示，目前中国Z世代总人数约为4.03亿，占总人口的30%。如今，最早出生的Z世代已经步入社会、成为青年白领的主要人群。其收入和消费水平稳步提升，成为带动消费增长的主力军。《2020Z世代消费态度洞察报告》中显示，中国Z世代开支达人民币4万亿，占全国家庭总开支约13%。

图表24: Z世代人口占比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

旅行在Z世代兴趣爱好中占据着重要地位，并且具有高消费、高频率的特点。根据《Z世代旅行新势力：精致穷的年轻人都把钱花哪儿了》，旅行是Z世代群体业余兴趣爱好的Top3，占比达57%。2019年，他们在度假、旅游领域的消费金额占到44%左右。而旅游频率方面，根据《“Z世代”旅游消费变化报告》，“Z世代”每年旅行2-3次的人群占比45.34%，每年出游4次及以上的人群占比也达到12.42%，这一比例远高于其他年龄段的群体。

Z世代助推国潮崛起，传统文创景点遭热捧。兼具传统文化元素及新颖潮流内容的国潮产品近年来受到热捧，归根结底，其原因在于我国经济水平不断提升所带来的“经济基础”帮助国人更快地建立起“文化自信”的“上层建筑”。Z世代作为享受

经济高速发展红利的一代，更容易形成对于“文化自信”的认同。而在旅游相关方面，从故宫文创的破圈出道，到各类博物馆、文物联名款的走红，标志着旅游国潮“文化自信”的崛起，从马蜂窝旅游统计的数据显示，Z世代最喜爱的排名前50的景点，绝大多数都是国潮文创景区。宋城演艺打造的“千古情”系列演艺作品以及仿古建筑主题公园，立足本土传统文化和历史典故，将传统文化与高科技手段相融合，深受年轻人的欢迎。

图表25: Z世代最喜爱的景点

排名	景点	省份	排名	景点	省份
1	故宫博物院	北京	26	玉龙雪山	云南
2	上海迪士尼度假区	上海	27	蜈支洲岛旅游风景区	海南
3	洪崖洞民俗风貌区	重庆	28	大唐芙蓉园	陕西
4	成都大熊猫繁育研究基地	四川	29	上海城隍庙旅游区	上海
5	鼓浪屿	福建	30	解放碑	重庆
6	锦里	四川	31	八大关	山东
7	外滩	上海	32	南锣鼓巷	北京
8	洱海	云南	33	都江堰景区	四川
9	沙面岛	广东	34	稻城亚丁	四川
10	宽窄巷子	四川	35	橘子洲景区	湖南
11	杭州西湖风景名胜	浙江	36	东方明珠广播电视塔	上海
12	秦始皇兵马俑博物馆	陕西	37	石室圣心大教堂	广东
13	田子坊	上海	38	灵隐寺	浙江
14	西安城墙	陕西	39	天坛公园	北京
15	颐和园	北京	40	珠海长隆海洋王国	广东
16	八达岭长城	北京	41	长江索道	重庆
17	广州塔	广东	42	夫子庙-秦淮风光带	江苏
18	中山陵	江苏	43	厦门大学	福建
19	拙政园	江苏	44	武隆天生三桥	重庆
20	曾厝垵	福建	45	陕西历史博物馆	陕西
21	磁器口古镇	重庆	46	深圳世界之窗	广东
22	丽江古城	云南	47	茶卡盐湖	青海
23	总统府	江苏	48	北京 798 艺术区	北京
24	南京路步行街	上海	49	侵华日军南京大屠杀遇难同胞纪念馆	江苏
25	长隆野生动物世界	广东	50	河坊街	浙江

资料来源：马蜂窝旅游，万联证券研究所

3 公司具备卓越的扩张能力，通过扩张带动业绩持续高增

3.1 公司经历三个发展阶段，目前处于第二轮异地扩张中

宋城演艺发展至今主要经过了三个发展阶段，包括杭州大本营建设期、首轮异地扩张、第二轮异地扩张，目前处于第二轮异地扩张中。

大本营建设期：巩固基本盘。杭州大本营包括 1996 年开业的杭州宋城，以及 2007-2014 年陆续开业的三个主题公园，包括杭州乐园、烂苹果乐园、浪浪浪水公园。

首轮异地扩张：成功与失败并存。首轮异地扩张始于 2011 年，计划在 8 个旅游景区选址建设，但只有 3 个项目获得成功，集中在 2013-2014 年开业，包括三亚千古情、丽江千古情、九寨千古情，而其他 5 个项目停止建设或关闭。

第二轮异地扩张：成功率大幅提升。在首轮扩张成功和失败经验的基础上，公司开始大规模第二轮异地扩张，此轮扩张成功率大大提高，除了澳大利亚的项目中止之外，其他项目均成功推进并开业，从 2017 年开始，已有 7 个千古情景区先后开业，还有 3 个千古情景区在建设中，并将于未来 3 年逐步开业。

图表26: 宋城演艺主题公园发展的三个阶段

发展阶段	位置	景区	公园类型	(预计) 开业时间
杭州大本营	浙江·杭州	杭州宋城	宋文化主题公园	1996年5月
	浙江·杭州	杭州乐园	机动乐园	2007年12月
		烂苹果乐园	室内亲子乐园	2012年7月
		浪浪浪水公园	水乐园	2014年7月
首轮异地扩张	海南·三亚	三亚千古情	热带风情主题公园+冰雪世界	2013年9月
	云南·丽江	丽江千古情	纳西风情主题公园+映像丽江实景演出	2014年3月
	四川·九寨沟	九寨千古情	藏羌风情主题公园+藏秘剧院	2014年5月
	四川·峨眉	峨眉千古情		未开业
	云南·昆明	石林千古情		未开业
	浙江·杭州	吴越千古情		关闭
	山东·泰安	泰山千古情		关闭
福建·南平	武夷千古情		未开业	
二轮异地扩张	湖南·宁乡	宁乡炭河千古情	西周文化主题公园	2017年7月
	广西·桂林·阳朔	桂林千古情	漓江风情主题公园	2018年7月
	江西·宜春	宜春明月千古情	宋文化主题公园	2019年1月
	湖南·张家界	张家界千古情	武陵风情主题公园	2019年6月
	陕西·西安	中华千古情	黄河风情主题公园	2020年6月
	河南·新郑	黄帝千古情	黄河流域文化主题公园	2020年9月
	上海	上海宋城演艺	新型城市演艺	2021年4月29日
	广东·佛山	佛山千古情	岭南风情主题公园	预计2021年下半年
	浙江·嘉善	西塘·宋城演艺谷	多层次旅游目的地	预计2022年
	广东·珠海	珠海·宋城演艺谷	多层次旅游目的地	预计2023年
	陕西·延安	延安千古情	红色文化+陕北文化	未定
	澳大利亚·昆士兰	澳洲传奇		考虑转让

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

3.2 轻重资产模式结合扩张

在一线旅游城市或5级景区, 如杭州、上海、三亚、丽江、九寨沟等地, 公司通过重资产项目, 自己投资建造主题乐园景区。重资产项目包括全资和合资两种形式, 以全资模式为主。杭州、三亚、丽江、张家界、佛山、西塘、珠海的项目都是全资模式, 公司建设投入资金一般需要6-10亿元, 新型演艺谷需要资金投入则需要几十亿左右, 如珠海演艺谷计划投入30亿元。合资模式的项目包括九寨沟、桂林、西安、上海项目, 公司持股比例70%-88%, 为项目控股方, 合作方一般为当地酒店、旅游景区相关企业。合资模式的项目相较于全资模式项目, 投入资金规模要小, 一般为3-8亿元。

在国内二线旅游城市, 公司则主要采用轻资产模式。先后签约了宁乡炭河千古情、宜春明月千古情、黄帝千古情、佛山听音湖(后转为重资产佛山千古情)、延安千古情等项目。轻资产项目即在不参与项目前期投资的前提下, 仅凭借品牌、管理和创意输

出等一揽子服务获取一定额度服务费,并将在后续管理中在合同规定的委托期限内按一定比例收取管理费。目前签约的4个轻资产项目,费用收取方式相同,包括2.6亿元的一揽子服务费用,并在项目开业后5年期间(宜春项目为10年),每年按照景区收入的20%提取管理费。

轻资产项目是公司结合市场需求和自身发展探索的新的商业模式,其优势在于:

(1) **确定性高**。相比自营投资的千古情项目,轻资产项目不需要公司出资,收入模式为固定的服务费+按每年营收的一定比例收取管理费。风险较小,资金回笼较快。

(2) **利润率高**。由于公司提供的品牌和管理输出,成本主要为派驻人员的差旅费和薪酬元,最近三年轻资产项目毛利率都在95%以上。

图表27: 宋城演艺重资产项目梳理

模式	项目名称	合作方	持股比例	公司投入金额	公园面积
全资	杭州宋城千古情	无	100%	10 亿	300 亩
	三亚千古情	无	100%	7-8 亿	225 亩
	丽江千古情	无	100%	6-7 亿	140 亩
	张家界千古情	无	100%	6 亿	170 亩
	佛山千古情	无	100%	3.3 亿+3.7 亿 政府补贴	90 亩
	西塘千古情(一期)	无	100%	10 亿	132 亩
合资	九寨千古情	天源酒店公司、搜罗公司	80%	2.98 亿	33 亩
	桂林千古情	桂林旅游公司	70%	4.55 亿	161 亩
	上海项目	上海世博东迪	88%	8.3 亿	80 亩
	西安中华千古情	世园集团	80%	4.8 亿	100 亩
	珠海演艺王国	未公开	未公开	30 亿(总投资 150 亿)	1500 亩

资料来源:公司公告,万联证券研究所整理

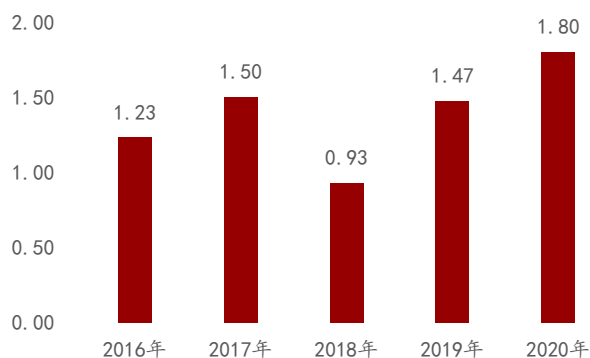
图表28: 宋城演艺轻资产项目梳理

项目名称	合作方	持股比例	委托经营时间	分成方式
宁乡炭河千古情	炭河文化旅游公司	0%	5+5 年	2.6 亿+管理费(景区收入的20%)
宜春明月千古情	明月山旅游公司	0%	10 年	2.6 亿+管理费(景区收入的20%)
新郑黄帝千古情	龙桂文化旅游公司	0%	5 年	2.6 亿+管理费(景区收入的20%)
延安千古情	太乙农业发展集团	0%	5 年	2.6 亿+管理费(景区收入的20%)

备注:宁乡千古情已续签5年委托经营期

资料来源:公司公告,万联证券研究所整理

图表29: 宋城演艺轻资产业务收入情况(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表30: 宋城演艺轻资产业务毛利率水平

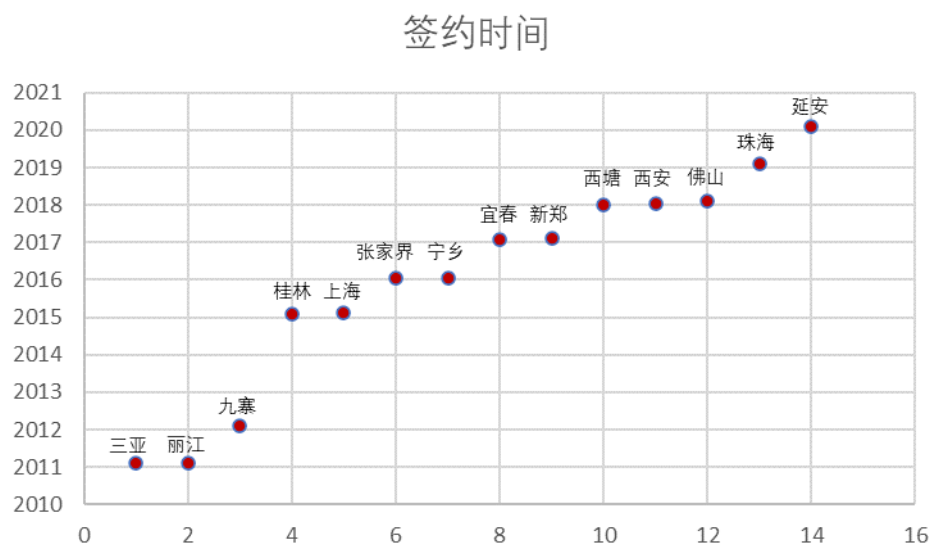


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.3 异地扩张速度快, 建设周期短

公司从2015年起加快异地扩张节奏, 平均每年签约2-3个新项目。虽然第一轮异地扩张总体上取得成功, 但公司的扩张并非一帆风顺。其中, “泰山千古情”虽然成功建成开演, 但从财报上看, 2015-2016年连续两年亏损, 公司注销并清算泰安募投资项目, 将清算后结余的募投资金近3.5亿元补充流动资金。2015年8月, 云南石林募投资项目清算注销。2016年4月, 武夷山市政府正式批复武夷山项目土地收回方案。成功和失败的经验, 帮助公司更好的进行异地扩张。2015年开始的第二轮异地扩张, 公司加快扩张节奏, 平均每年签约2-3个新项目, 而且公司第二轮异地扩张新开业的项目均能在当年实现盈利, 较第一轮扩张, 成功率大幅提升。

图表31: 宋城演艺从2015年开始加快异地扩张节奏



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

新项目建设速度快, 周期一般1-2年, 大型项目3-4年。由于宋城千古情景区主打剧场演艺, 因此相较于器械类、景区类主题公园, 对硬件、建筑的投入要小, 景区占地

规模一般不大，而且已经有了丰富的扩张复制经验，因此新项目建设速度快，周期一般 1-2 年。不过，近年来公司探索转型演艺王国模式，资产有加重的趋势，建设周期也相应的拉长，如西塘千古情（一期）、珠海演艺谷的建设周期都为 3-4 年。

图表32: 公司景区建设周期一般1-2年

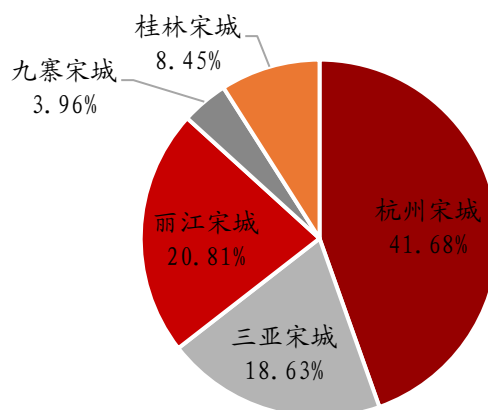
项目名称	动工时间	开业时间	建设周期
丽江千古情	2012.02	2014.03	2年1个月
三亚千古情	2012.03	2013.09	1年6个月
桂林千古情	2017.06	2018.07	1年1个月
宜春明月千古情	2017.09	2018.12	1年3个月
西安中华千古情	2018.03	2020.06	2年3个月
张家界千古情	2018.04	2019.06	1年2个月
新郑黄帝千古情	2018.08	2020.09	2年1个月
上海项目	2018.09	2021.04	2年7个月
西塘千古情（一期）	2018.12	预计 2022	3-4 年
珠海演艺谷	2020.4	预计 2023	3-4 年

资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

3.4 扩张模式趋于成熟，开启有效增长曲线

首轮异地复制的三大景区收入已占据公司线下演艺收入的半壁江山。2020 年杭州宋城收入 2.65 亿元（-68.61%），营收贡献接近公司现场演艺收入的一半，达到 41.68%。三亚、丽江两项目收入分别为 1.19 亿元（-67.88%）、1.33 亿元（-59.54%），分别占比 18.63%和 20.81%。九寨项目受地震后政府统一管制旅游业，于 2017 年 8 月 9 日闭园，2020 年 6 月 12 日重新开园营业，取得收入 2520 万元，占比 3.96%。三大景区合计占公司现场演艺板块营业收入的 44.18%。

图表33: 2020年现场演艺收入占比

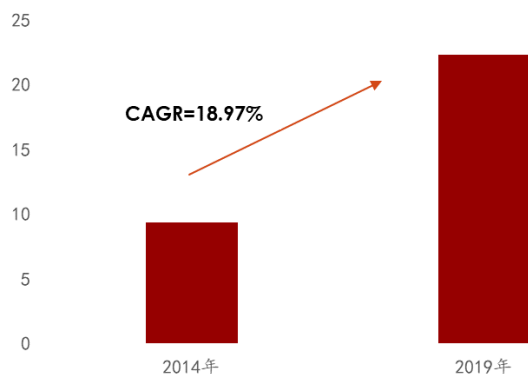


资料来源：公司公告，万联证券研究所整理

第一轮异地扩张成功带动公司业绩高增，预计第二轮扩张将开启更加有效的增长曲线。第一轮扩张开业于 2013-2014 年，新开业的景区一般经过 5-6 年逐步成熟，在这 5-6 年内是新景区的高速增长期。剔除六间房的影响，第一轮扩张后的 2014-2019 年，

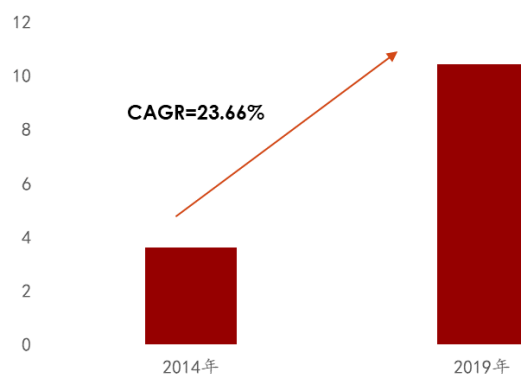
公司营业收入年复合增速为 18.97%，归母净利润年复合增速为 23.66%，而在此期间，本部杭州宋城的营业收入年复合增速仅为 10.06%，远低于公司整体的年复合增速，说明公司能保持高速增长，主要靠异地扩张的拉动。2017 年以来，公司进入第二轮异地扩张项目开业阶段，第二轮扩张较第一轮扩张节奏更加密集，增加了轻资产模式，且对景区进行了大规模升级，预计第二轮扩张将开启更加有效的增长曲线。

图表34: 公司2014-2019年营收(剔除六间房)年复合增速(单位: 亿元)



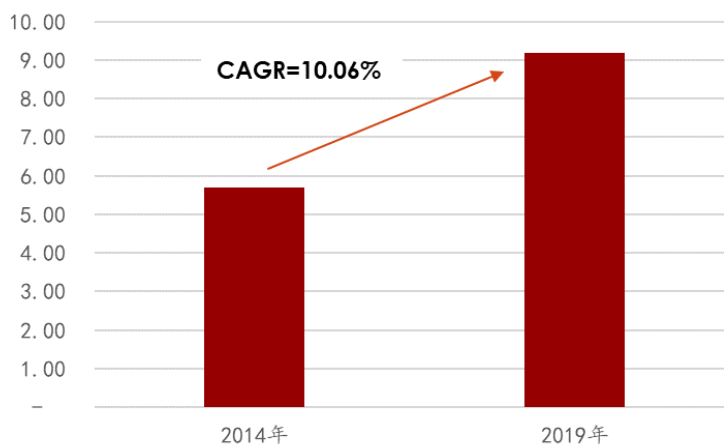
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表35: 公司2014-2019年归母净利(剔除六间房)年复合增速(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表36: 杭州宋城(包括2个乐园和1个水公园)2014-2019年营收年复合增速(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

4 公司异地成功复制的关键因素分析

4.1 商业模式优秀, 主题公园+演艺节目

宋城演艺主要采用“主题公园+演艺节目”的主题公园演艺模式, 且打造强演艺 IP, 如“千古情”系列, 相对于其他类型的商业模式具备明显的优势:

(1) 与其他演艺形式相比, 主题公园演艺对自然资源依赖度不高, 可玩性更强。旅游演艺市场主要分为三大类, 分别为剧场旅游演艺、实景旅游演艺和主题公园旅游演艺。其中: 剧场演艺是我们最熟悉最传统的演出方式, 出现时间最早, 数量最多, 但

形式单一，无法保证票房；**实景演艺**必须基于特定山水资源，画面感、感染力强，有一定壁垒，比如印象系列、又见系列均为实景演艺，对自然资源依赖度高；**主题公园演艺**是围绕演艺剧场打造主题公园，前期投资相对前两种较大，但对于游客来说可玩性更高，相对剧场演艺更容易吸引客流量，对企业来讲附加价值、二次消费高，且对自然资源依赖度较小，相较于实景演出复制成功率更大。

图表37: 旅游演艺市场分类

类型	演出形式	优势	劣势	典型剧目
主题公园演出	大型主题演艺、小型常规表演	旅游+演艺结合，票房有保障、高附加值	投资成本高，短期内难以收回成本	宋城千古情 金面王朝
实景演出	室外大型演出	演艺+实景山水，效果震撼	室外演出受天气影响较大，投资较高、难以复制	印象刘三姐 又见平遥
剧场演出	驻场与巡演结合	投资成本较小，与旅行社、地方政府联系紧密	形式单一、无法保证票房	云南印象 功夫传奇

资料来源：道略演艺产业研究院，万联证券研究所整理

(2) 相对于纯粹的主题公园，**演艺剧场的加持使得公司不需重资产投入即可吸引客流**。主题公园作为典型的重资产模式，往往在前期需要大规模的资本投入，风险较大。一旦出现客流量不及预期、客单价下滑等问题，轻则拉长资本回收期，重则导致杠杆现金链断裂。如华侨城旗下欢乐谷连锁公园，投入金额在 20-50 亿元之间；华强方特旗下的方特欢乐世界主题公园，投入金额至少为 15 亿元；长隆集团旗下的珠海海洋王国投入规模更是达到 250 亿元之巨。相比之下，公司旗下在运营的千古情景区初始投资额均不超过 10 亿元，总投资额远低于其他主题公园。**究其原因，是因为公司在主题公园市场中选择错位竞争，主要采取小型主题公园+文化演艺的商业模式，在占地面积与设备投入等规模投入方面避其锋芒，转而将文化演艺作为景区吸引客流量的关键，从而在大幅降低前期所需资本投入的同时，维持景区对游客的吸引力，确保客流量的稳定增长。**从 2019 年的客流量来看，公司接待游客逾 4000 万人次，仅次于华侨城及华强方特，但资本性支出均值却远低于前两者，表明公司的差异化竞争优势显著。

图表38: 国内部分主题公园投资额

公司	2019 年客流量 (万人次)	2017-2019 年资本性支出 均值 (亿元)	旗下部分项目	总投入金额 (亿元)
华侨城	5397	52.51	深圳欢乐谷	20
			北京欢乐谷	30
			天津欢乐谷	27
			上海欢乐谷	40
			武汉欢乐谷	49
华强方特	5039	17.98	郑州方特欢乐世界	25
			芜湖方特欢乐世界	15
			株洲方特欢乐世界	20

			南宁方特东盟神话	100
			厦门方特梦幻王国	25
海昌海洋公园	2000	15.43	上海海洋公园	50
			三亚海昌梦幻不夜城	69
长隆集团	3702	未披露	珠海长隆海洋王国	250
			杭州宋城千古情	10
宋城演艺	4000	6.72	三亚千古情	8
			丽江千古情	7
			张家界千古情	6

资料来源：各公司公告，万联证券研究所整理

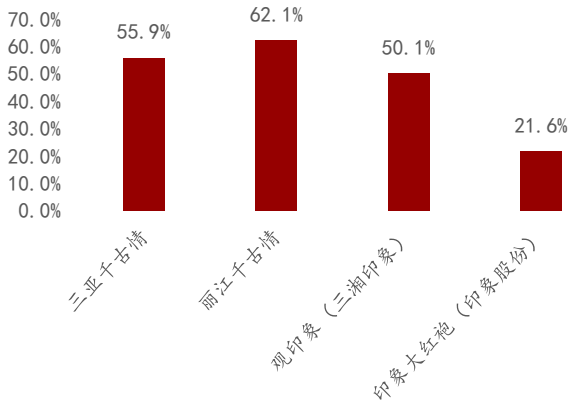
4.2 内容优秀，持续迭代，品牌力强

内容是演艺作品的核心竞争力，复制但不雷同，表演内容深挖文化内涵。“千古情”系列演艺作品，以文化为灵魂，融合浓厚的地方特色和深厚的历史积淀，将人们游览中观赏到的景观和歌舞文化艺术相结合，用文化触动观众内心深处。虽同为千古情系列，各景区的千古情均因地制宜，富有各地的特色与风情。此外，市场上部分旅游演艺产品的演员标准化水平弱，导致核心演员一旦流失，产品质量将大幅下滑。而宋城演艺采用“消灭主角”的流水线模式，规模化培训下提升产品的稳定性，降低演员流失对产品质量的影响。

自建剧本编创表演团队，确保内容持续迭代。旅游演艺作品具有一定的生命周期，如果运营方不能及时响应市场变化，对产品进行更新迭代，就有可能陷入衰退之中。例如实景山水演艺公司观印象，包括“印象”“又见”“最忆”和“归来”四大系列 IP，导演团包括张艺谋、王潮歌、樊跃三位著名导演，但项目的运营控制和创意版权分离，导致产品无法及时吸收观众反馈，产品多年没有迭代。宋城演艺总导演为公司董事长黄巧灵，拥有独立完整的剧本创作及演出团队，能够在运营期间对产品进行持续迭代，实行“每天一小改，每年一大改”的策略，及时获取融入新鲜元素，确保作品的与时俱进。

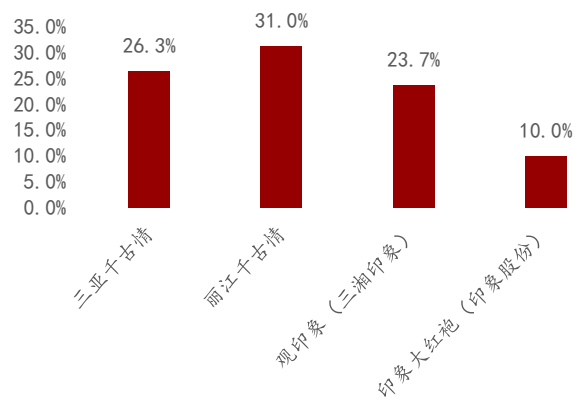
全产业链闭环管理，品牌效应降本增效。宋城演艺是唯一一家覆盖上游剧本创作、景区规划建设、产品编创表演到景区运营管理及后续销售宣传的全产业链龙，并实现了各个环节的高度标准化，使得公司的商业模式具备低成本、高效能的竞争壁垒。其中低成本主要来源于公司在拓展拿地时的品牌效应，以及自建编创团队所带来的成本优势。而高效则体现在公司品牌强大的游客吸引力以及公司运营模式的快速迭代。公司旗下运营成熟的千古情项目（三亚千古情、丽江千古情）净利润率均超过 55%，ROE 也高达 25%以上，高于观印象、印象大红袍的盈利水平。

图表39: 主要旅游演艺项目净利率_2019年



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表40: 主要旅游演艺项目ROE_2019年



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

4.3 谨慎选址, 卡位一线旅游资源

公司目前的项目均在一线旅游城市或热门 5A 级景区, 且离核心景区较近, 游客有足够的逗留时间可以观看演出, 同时当地丰富的客流资源为现场演艺业务提供了保证。从杭州、三亚、丽江、九寨项目的位置发现, 项目距市区或核心景点距离均在 30 分钟之内。桂林千古情景区选址虽离市中心、漓江景区较远, 但从漓江景区起, 以漓江为带, 途径漓江冠岩景区、九马画山峡谷漂流景区、兴坪古镇等, 与整体的游玩路线相符合。反观被公司终止合作的泰山千古情和武夷山项目: 泰山景区的游客一般来登山, 且上下山时间一般为一天, 除非是过夜游客, 否则一般游客在景区停留时间较短, 项目经营效益一般, 上座率不高; 武夷山项目所处的位置远离核心景区。

图表41: 杭州宋城景区选址



资料来源: 百度地图, 万联证券研究所

图表42: 三亚千古情景区选址



资料来源: 百度地图, 万联证券研究所

图表43: 九寨千古情景区选址



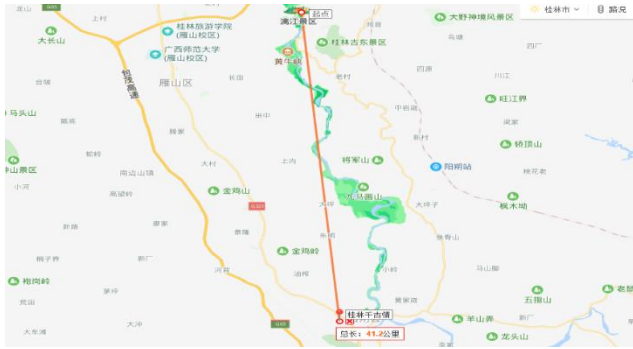
资料来源: 百度地图, 万联证券研究所

图表44: 丽江千古情景区选址



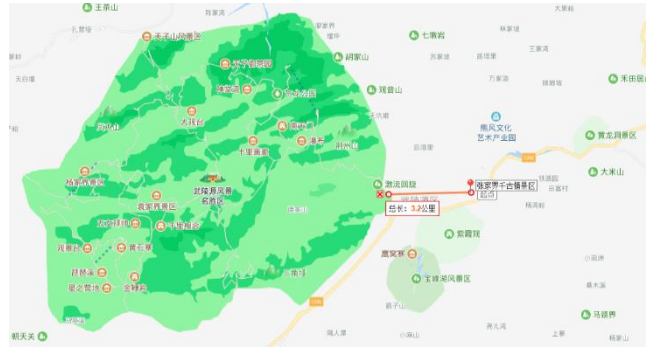
资料来源: 百度地图, 万联证券研究所

图表45: 桂林千古情景区选址



资料来源: 百度地图, 万联证券研究所

图表46: 张家界千古情景区选址



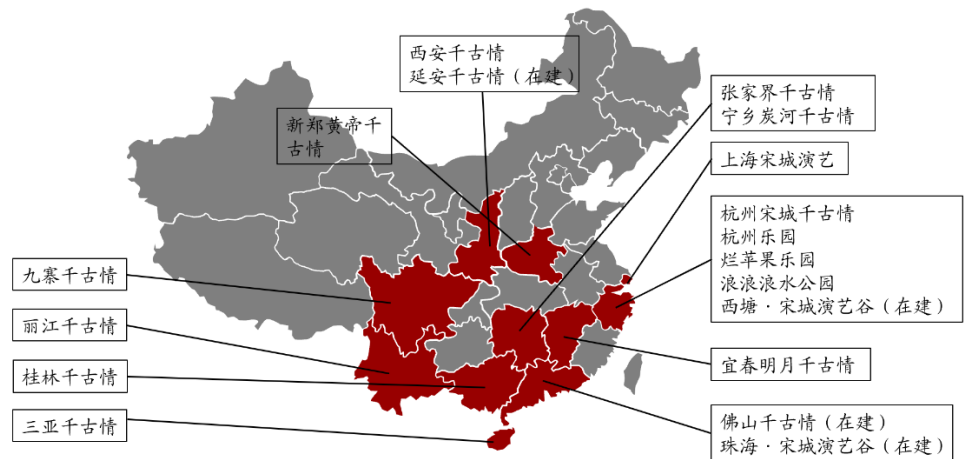
资料来源: 百度地图, 万联证券研究所

5 未来增长点

5.1 项目分散, 全国布局仍有空间

国内项目分散, 未涉足区域广大。截至目前, 宋城演艺的项目最密集区域为大本营杭州市所在的长三角地区, 包含杭州宋城景区, 湘湖片区所属的杭州乐园、烂苹果乐园和浪浪浪水公园以及建设中的上海项目, 其余项目则分散分布在西南、中部以及华南地区。截至目前, 公司所有国内项目共涉及 11 个省市, 15 个城市 (含上海直辖市), 相对于全国 34 个省级行政区, 未来仍有广大的地理空间。

图表47: 公司国内项目分布



资料来源: 网络公开信息整理, 万联证券研究所整理

未覆盖区域有很多适合选址的城市。我们认为景区选址主要考虑几个因素: 1) 交通便利; 2) 具备成熟的旅游配套, 包括交通、住宿; 3) 具备知名度和文化沉淀; 4) 旅游业发达, 游客数量多; 5) 排除冬天长、气温比较低的省份。综合以上因素, 初步筛选出如下个省份和城市, 如河南、山东、安徽、四川、福建等省份。

除了未覆盖区域外, 项目较密集区域仍有布局空间。一是各个城市均各有特色的文化, 只要深挖传统与文化内核, 找准其与演艺表演碰撞结合的点, 就能设计出特色化的主

题乐园，制作出差异化的演艺剧目，以不同的焦点吸引游客；二是同一城市内可以分化多种项目多种题材，如西塘（旋转大剧院）以中世纪题材制作了“中世纪荣耀”，此类型的节目不再适合宋城千古情景区，且同一景区放太多项目会浪费资源，因此可另外在已有项目上开辟第二张票的空间，作为全新增长点。

图表48: 各省潜在景区选址

省/直辖市	城市	交通便利性	4A级以上旅游景区数量	星级酒店数量	著名景点	2019年接待游客人数(万人)
河南	洛阳	有高铁, 有机场	27	38	龙门石窟、白马寺	14200
山东	青岛	有高铁, 有机场	27	72	崂山	10900
青海	西宁	有高铁, 有机场	26	25	青海湖、嘉峪关	5080.2
安徽	黄山	有高铁, 有机场	27	22	黄山、宏村	7402.21
江苏	南京	有高铁, 有机场	26	57	总统府、夫子庙	14682
江西	上饶	有高铁, 有机场	37	48	三清山、婺源	20800
湖北	武汉	有高铁, 有机场	23	53	黄鹤楼、东湖	31898.31
湖南	长沙	有高铁, 有机场	24	40	橘子洲、岳麓山	16832.61
四川	成都	有高铁, 有机场	48	76	都江堰、青城山	27642
重庆	重庆	有高铁, 有机场	114	113	洪崖洞、磁器口	65708.03
福建	厦门	有高铁, 有机场	12	52	鼓浪屿	10012.87

备注: 4A级景区数量为2020年数据, 其余数据均截至2019年末, 其中西宁的游客数据中, 绝大多数游客选择环青海湖游玩线路, 西宁仅作为起点与终点, 故4A景区数量、游客数量均取青海数据
资料来源: 各城市统计局, 携程网, 万联证券研究所整理

5.2 新开业景区尚处于盈利爬坡阶段

公司有8个景区开业期较短, 尚处于盈利爬坡阶段。宋城演艺旗下一共有11个千古情景区开业, 其中只有3个较早成立的景区(杭州宋城、三亚千古情、丽江千古情)已经达到成熟期, 其他8个景区开业时间较短, 其中有6个景区集中于2018年之后才开业, 尚处于盈利爬坡阶段。

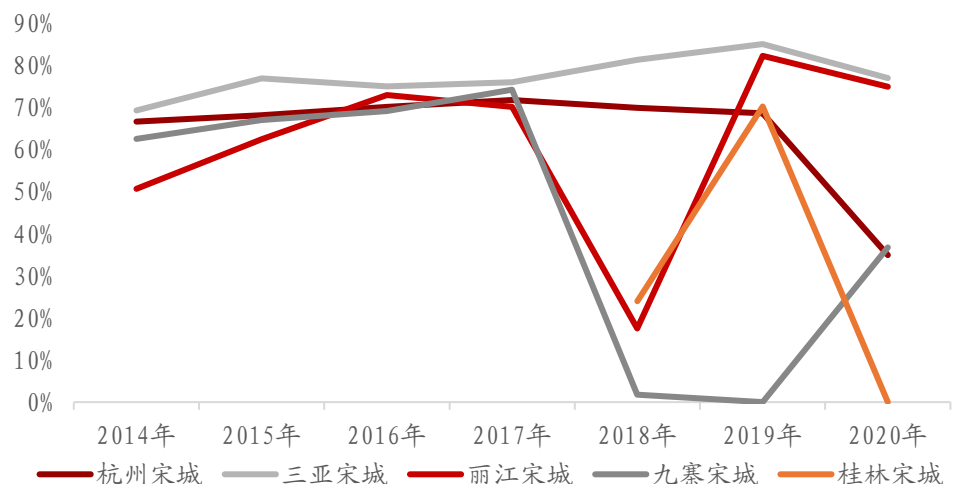
图表49: 宋城演艺已经开业景区的成熟度

运营模式	开业时间	景区	成熟度
重资产	1996年5月	杭州宋城	成熟期
	2013年9月	三亚千古情	成熟期
	2014年3月	丽江千古情	成熟期
	2014年5月	九寨千古情	地震后重新开业, 恢复期
	2018年7月	桂林千古情	爬坡期
	2019年6月	张家界千古情	爬坡期
	2020年6月	中华千古情	爬坡期
	2021年4月29日	上海宋城演艺	开业初期
轻资产	2017年7月	宁乡炭河千古情	半成熟期
	2019年1月	宜春明月千古情	爬坡期
	2020年9月	黄帝千古情	爬坡期

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

三亚和丽江项目开业后 5-6 年进入成熟阶段, 毛利率趋于稳定。从毛利率看, 各景区初始期, 可能由于设施还不完善、管理经验不足、宣传力度不够大等原因, 导致毛利率不高, 经过 5-6 年的运营, 随后毛利率向 70%-80% 区间靠拢, 表示项目进入成熟期, 盈利能力趋于稳定。以开业时间最早的本部杭州宋城为例, 杭州宋城 1996 年开园, 2008 年至 2014 年七年间, 毛利率一直维持在 75%-85% 区间, 直到 2015 年杭州乐园、烂苹果乐园并表后导致毛利率小幅下滑至 68% 左右, 直至 2019 年以前维持在 70% 左右, 2020 年因为疫情下滑至 30%。三亚项目和丽江项目在 2014 年开业初期毛利率在 50%-60% 左右, 此后毛利率逐步提升, 到 2019 年毛利率达到 80%-85% 左右, 已趋于成熟状态。

图表50: 历年宋城现场演艺项目毛利率

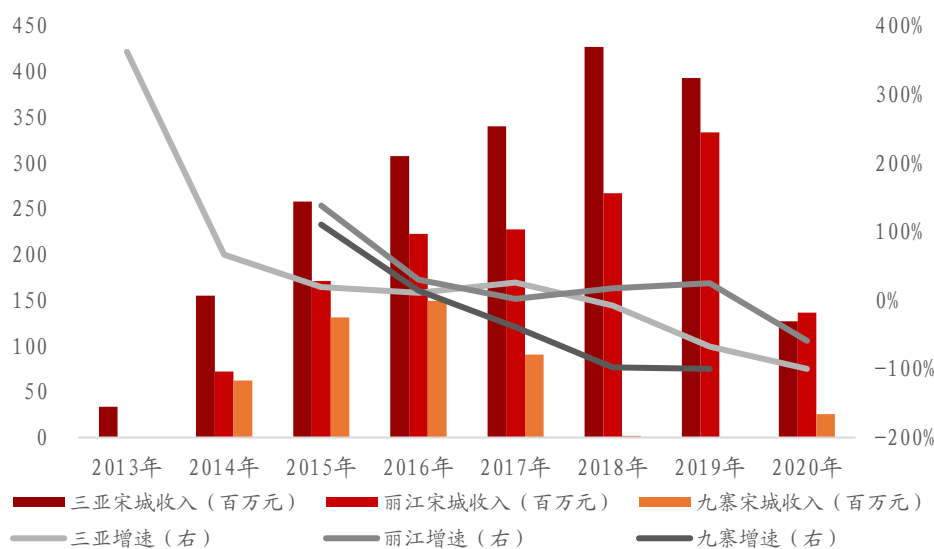


资料来源: wind, 万联证券研究所整理

成熟期营收增长趋缓甚至可能下降, 与旅游市场环境和景区经营相关。三亚项目于 2013 年 10 月开业, 当年营收即达到 3357 万元, 2019 年营收 3.93 亿元, 开业以来至

到 2019 年收入 CAGR 高达 50.67%。受三亚整体旅游人数回落的影响，2019 年三亚宋城景区营收有一定回落。而丽江项目于 2014 年 3 月开业，2019 年营收 3.33 亿元，截止到 2019 年收入 CAGR 为 35.88%，其中 2019 年增速为 24.90%，仍保持较快的增长，主要原因是丽江旅游市场 2017 年整顿，从 2018 年-2019 年开始恢复增长。2020 年受疫情影响，1 月 24 日宋城演艺旗下所有景区宣布闭园歇业，直至 6 月 12 日才全面恢复营业。复园以来丽江、三亚项目恢复态势良好，2020 年 Q4 营收恢复至 2019 年同期七成以上。九寨沟景区 2014 年 5 月开业，2016 年景区营业收入就达到 1.49 亿元，2017 年受地震影响，九寨沟景区受损严重，闭园修复，直至 2020 年 6 月 12 日才与其他景区一同开业，由于闭园时间比较长，目前还处于恢复期。

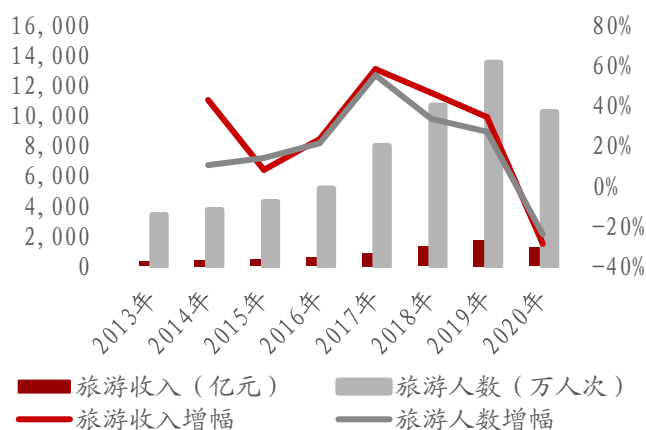
图表51: 首轮复制三大景区收入及增速



资料来源: wind, 万联证券研究所整理

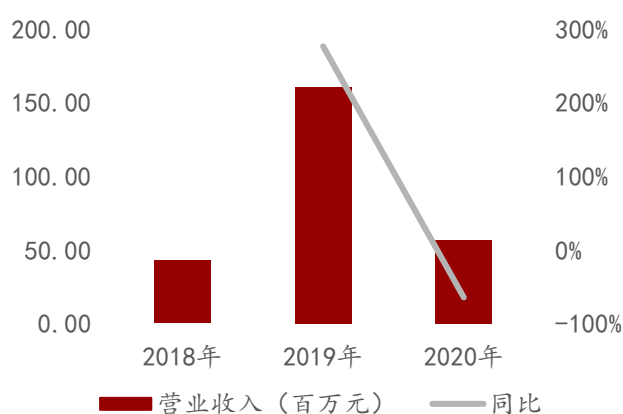
依托桂林旅游业高速发展，桂林千古情有较大增长空间。作为近年新兴的旅游胜地，桂林的旅游行业处于高速发展期。2017 年的旅游人数达到 7983.89 (+54.95%) 万人次，旅游总收入达到 882.89 (+58.00%) 亿元；2018 年-2019 年，旅游收入延续高速增长，达到 1290.89 (+46.21%) 亿元、1,731.75 (+34.15%) 亿元。桂林千古情景区为宋城演艺 (持股 70%) 与当地上市公司桂林旅游 (持股 30%) 携手打造，于 2018 年 7 月 27 日正式营业，当年实现营业收入 0.43 亿。2019 年实现营业收入 1.61 亿元，同比增长 276.58%。预计后续背靠桂林的巨大市场，桂林千古情景区的营收和利润仍有较大增长空间。

图表52: 桂林游客人数、旅游总收入及增幅



资料来源: wind, 万联证券研究所

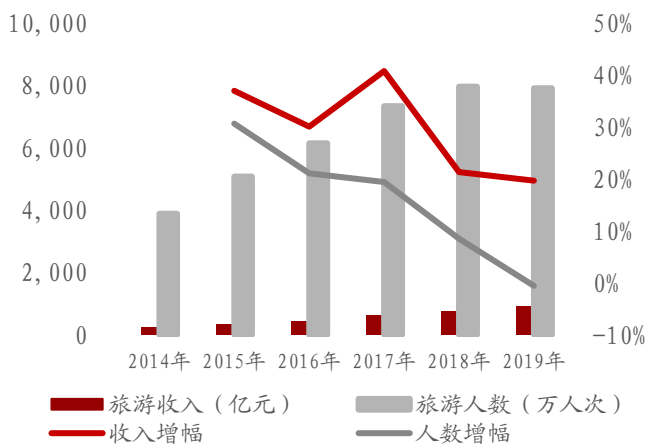
图表53: 桂林千古情营业收入及增幅 (百万元)



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

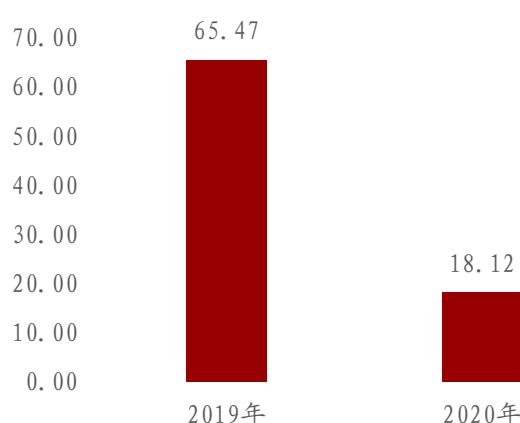
张家界千古情开业时间较短, 市占率水平尚待巩固。张家界千古情顺利开业, 成为张家界首个一年内开工、一年内投产的大型演艺项目, 并以其高品质受到市场的青睐和观众的好评。张家界项目与当地政府合作, 获得各方面优惠政策。全新亮相的《张家界千古情》突破创新科技运用, 引进海洋鱼类飞行器、无人机、雾森系统、3D 全方位威亚并结合全息投影, 使千古情系列演出有了巨大进步。由于张家界项目于 2019 年开业, 2020 年 1 月便遭遇疫情冲击, 至今仍处于业绩爬坡阶段。6 月 12 日复园以来, 景区营收恢复速度一般, 全年取得营收 1812 万元 (-72.32%), 须保持耐心, 待 2021 年进一步稳定市场地位。

图表54: 张家界游客人数、旅游总收入及增幅



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表55: 张家界千古情营业收入 (百万元)

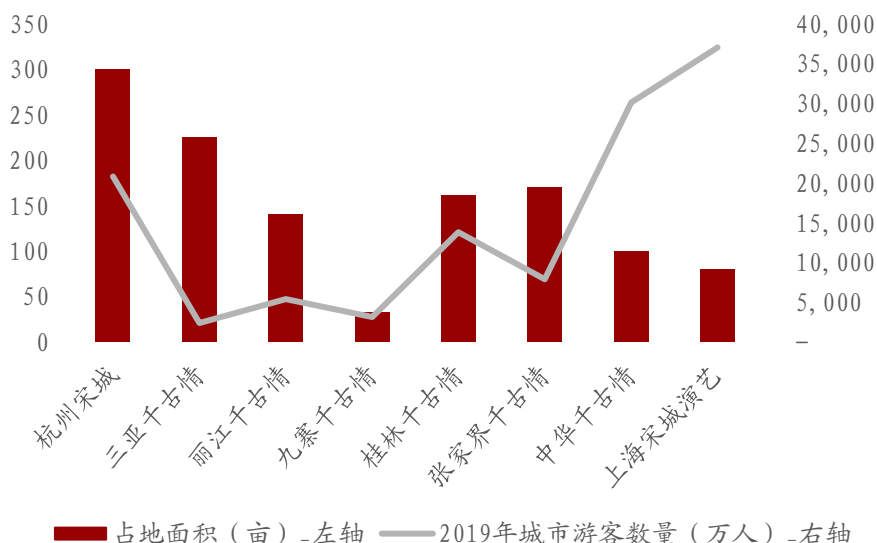


资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

通过成熟景区的盈利水平预测新景区的业绩潜力。在景区经营模式和主题相同的条件下, 影响景区收入的主要因素包括景区占地面积和景区所在地区的客流量。比较已开业重资产运营的千古情景区的占地面积, 除了本部杭州宋城面积较大 (300 亩), 其他景区大都在 150 亩左右, 只有九寨 (33 亩)、上海 (80 亩) 面积相对较小, 比较景区所在地区客流量, 只能统计到所在城市口径, 由于城市面积大小差异, 客流量差距较大, 不具备明显的可比性。但我们判断这些城市作为热门旅游目的地, 每年客流量都在 2000 万人次以上, 客流量足够支撑千古情景区达到一个满意的客流状态。以三

亚、丽江作为对标，预计桂林、张家界、西安中华千古情的营收体量在成熟期都能达到 4 亿元的水平。上海千古情为创新的城市演艺模式，节目内容更加丰富多元，且上海客流量和消费能力较传统景区更高，预计营收体量更大。

图表56: 已开业千古情景区（重资产）占地面积和所在城市游客数量



资料来源: wind, 公司公告, 万联证券研究所整理

5.3 硬件扩容和演艺产品推新，存量景区改造升级

5.3.1 硬件扩容

新增各类型室内外剧院，提升景区承载量。公司以杭州宋城为样本，深度挖掘景区现有资源，推出不同类型、不同体验的室内外演出场所，打造升级的标准剧院、走动式剧院、悬崖剧院、森林剧院、水上看台等全新剧院，给游客以独特的感受及体验。2、3号千古情剧院是公司众多标准化剧院的升级版，悬崖剧院与高雅音乐融合，森林剧院与流行时尚结合，为游客提供了更多选择，满足不同的喜好。2020年宋城演艺增加了将近10个大小室内剧院、7个户外剧院，同时开拓了30多个户外表演场地。其中杭州宋城景区新增1万多个座位，其中两个3000人的室内剧院，一个5000人的半室内剧院，还有一个2500人的室外剧院，从承载量上提高了宋城的天花板。除了宋城景区，其他有条件的千古情景区和新项目也在新增设二号和更多形态的剧院。剧院数和座位数的持续增长，有利于丰富演出类型、提升接待能力、增强游客体验，为产品分层次、分内容、分票价提供充分的硬件可能性。

提升景区硬件配置，延长游客停留时间。通过拓展游客园区游历线路，如三亚景区从此前700米延伸至1.3公里，并增加街区、户外游览活动等（每个项目增加20个以上的大小演出），部分存量项目推出室外剧场室外演出等。通过扩充游览内容，游客单个项目游览时间将从此前2-3小时增至一天，有效丰富宋城大景区概念，以适应后疫情时代的特殊环境，争取更多的客源。

新设网红打卡点，满足年轻群体需求。目前的Z世代喜爱种草、乐意分享，作为互联网原住民，消费倾向更新潮，更个性。为了满足年轻群体的需求，公司旗下各景区纷纷增设网红打卡点，网红台阶“云梯漫步”、网红外景《提线木偶》、天空树、阿月出浴外景网红点、互动游乐馆居士府油纸伞、爱情点赞装置、声音邮局、针雕墙等惊艳亮相。换装馆的推出也深受年轻人的喜爱，增强了体验感及景区氛围。

配套完善，提高服务品质。进一步完善景区配套，强化景观设计和呈现，打造大空间入口大厅，多方位增加游客休憩区，不断提升自营商业比例，持续推进打造“晴雨皆宜、老少同乐”的舒适便捷安全景区。以杭州宋城为例，新建的两个大型美食广场能够同时容纳 1500 人就餐与休息，汇集多种美食品类，满足游客用餐需求。其他各地项目也逐步增加自营商铺的占比，从产品类型、质量把控、硬件配套等方面升级，提高商业品质。

5.3.2 演艺产品推新

产品矩阵丰富，推出“爱在”、“颜色”系列。除了“千古情”系列，公司目前正在加紧推出“爱在”和“颜色”系列。其中，“爱在”系列主打原生态民俗文化，着重表现当地的风土民俗、地域风情，抢占旅行社客户市场；“颜色”系列是一部专注于散客市场的精品演艺，是一台集聚时尚、文化、科技、光影、梦幻、惊奇、恐怖、悬疑等年轻人钟爱的元素于一体的大型互动秀场。公司在保证品质的情况下，通过丰富的产品矩阵拓宽客群覆盖面，从而获取更高的市场份额。这一系列演出正在公司三亚、丽江、西安、张家界等景区进行紧锣密鼓的筹备，主打低端市场的同时保护千古情的高端市场定位。同时公司在这些秀上启用总团和下属艺术团新锐的、年轻的导演组，利用这个机会培养年轻导演团队。

增加室内室外剧目，丰富表演类型。室内中小型剧方面，公司先后推出 5D 实景剧《大地震》、全息秀《幻影》、亲子秀《WA! 恐龙》、怀旧剧《喀秋莎》、走动式演出《上甘岭》《库克船长》等，极大丰富了演艺王国的内容。外场演出方面，公司恢复了武侠剧《燕青打擂》、互动剧《铡美案》等经典传统剧目，新增了悬崖音乐会、森林和水上演唱会、电音趴等潮流内容，为游客提供更多选择。

图表57: 宋城主要景区及剧目

主要景区	主要剧目
宋城景区	《宋城千古情》、5D 实景剧《大地震》、亲子秀《WA! 恐龙》、沉浸式演出《库克船长》、鬼屋《聊斋惊魂》、怀旧剧《喀秋莎》、全息秀《幻影》、民俗剧《抛绣球》、《锅庄》、《奇幻光影秀》、实景战争剧《映山红》、《上甘岭》、《快闪》、《走街》、《集装箱音乐会》
三亚景区	《三亚千古情》、苗族风情剧《上刀山》、5D 实景剧《大地震》
丽江景区	《丽江千古情》、纳西族爱情剧《丽江恋歌》、《藏谜》、5D 实景剧《大地震》
西安景区	《西安千古情》、5D 实景剧《大地震》、怀旧剧《喀秋莎》、民俗剧《抛绣球》、《锅庄》、《快闪》、《走街》

资料来源：公司公告，万联证券研究所

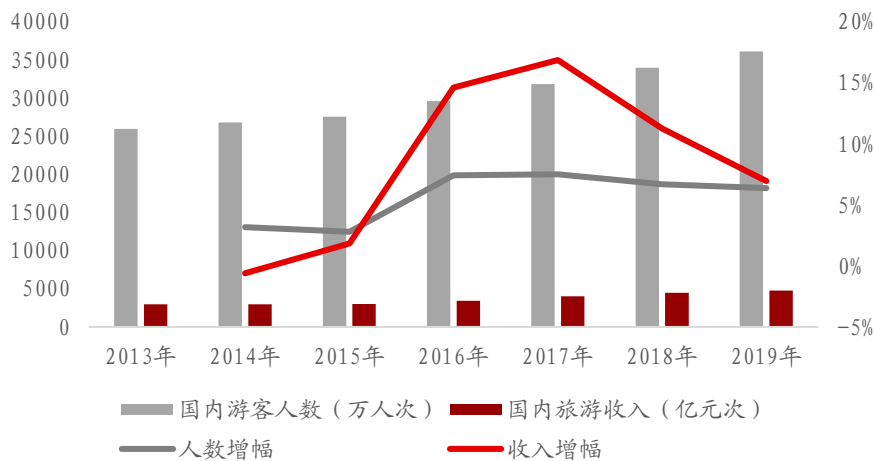
5.4 增加新的演艺模式，试水城市演艺、演艺谷

5.4.1 城市演艺：落地上海，打造“东方百老汇”

试水一线城市演艺，打造“东方百老汇”。上海是我国老牌一线城市，是重要的经济与金融中心之一，生活节奏较快，属于较发达城市的代表。但是对于游玩上海的旅客来说，上海仍是他们的旅游目的地，宋城的旅游演艺主题仍有目标群体。上海旅游局数据显示，近五年来，上海国内旅游人数与旅游收入均逐年增加，且分别保持 6%和

10%左右的增速，预计未来仍有 5000 多亿元的市场。上海千古情于 2021 年 4 月 29 日 开园，意在打造新一代演艺主题公园，目标是做成一个多剧院的国际演艺集群。此外， 上海宋城将引进国内外各种剧目和前沿艺术，聚集城市演艺产业要素，搭建国际演艺 全新平台，将上海宋城打造成“东方百老汇”。

图表58: 上海旅游业相关情况



资料来源: 上海市文化和旅游局, 万联证券研究所整理

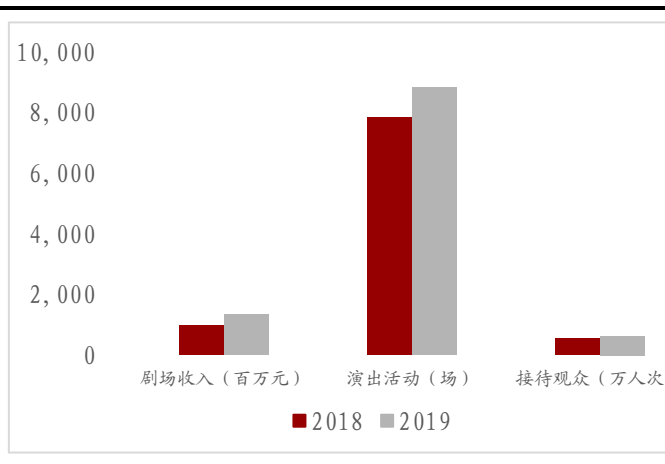
产业集聚推动上海演艺市场良性发展。上海演艺市场发展态势良好，得益于“打造亚洲演艺之都”口号的提出，上海演艺市场空间快速释放，2019年上海49家剧院的67个剧场共计完成演出活动8820场，较2018年增长12.6%；接待观众达631.64万人次，较2018年增长15.3%。其中，上海“演艺大世界”可谓是上海演艺行业“皇冠上的明珠”，其以黄浦区人民广场为核心区域，与上海的黄金商圈紧密交叉，天然具备交通优势和大客流。截至2019年，“演艺大世界”已拥有专业剧场22家、演艺新空间26家，其中人民广场周边1.5平方公里范围内正常运营的剧场及展演空间21个，形成了国内密度最高的剧场群。2019年“演艺大世界”全年演出达2.7万场，推出国内首演、亚洲首演、全球首演剧目79部，著名戏剧导演田沁鑫、陈薪伊和9次格莱美获奖艺术家Wynton Marsalis等名家相继入驻。

图表59: 演艺大世界地理位置



资料来源: 百度地图, 万联证券研究所

图表60: 演艺大世界发展情况

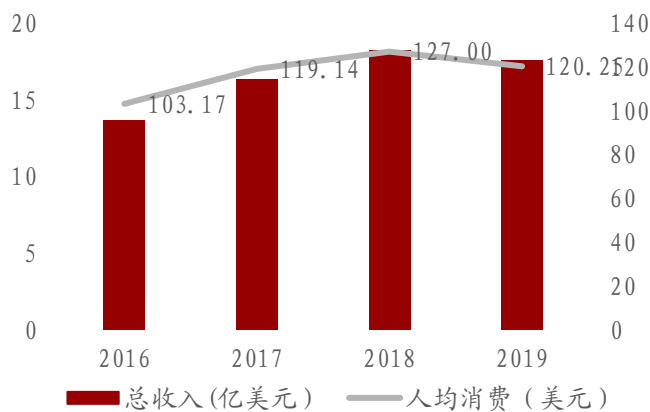


资料来源: 2019年上海文化产业报告, 万联证券研究所

对比国际两大戏剧中心，上海演艺市场仍有较大差距。百老汇与伦敦西区作为世界两大戏剧中心，均以集群式剧院形成平台模式进行发展，从而在形成规模效应，提升对于人才、资源、客群的吸引力之外，还存在对于周边地区经济发展的溢出效应（吸引游客带来周边消费），从而获取政府的大力扶持。2019年，百老汇总收入达到17.58亿美元，接待观众1462万人次，客单价达到120.25美元；而伦敦西区2019年总收入达到7.99亿英镑，接待观众1532万人次，客单价为52.17英镑。而根据《2019年上海文化产业报告》，上海2019年剧场票房为13.4亿元（含租场收入），接待观众631.64万人次，客单价仅为212.15元，在接待观众数量及客单价方面均存在较大差距。

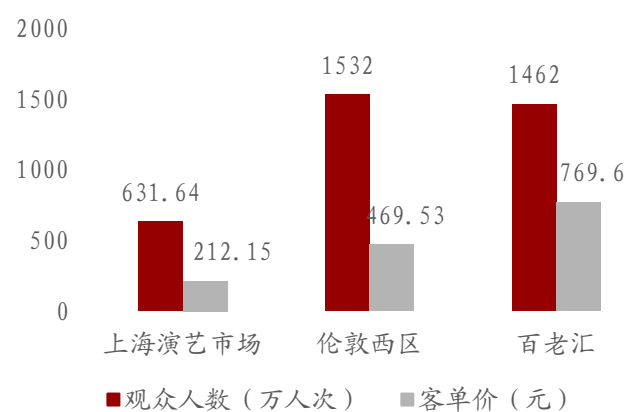
宋城演艺以驻场演出切入上海市场，打造错位竞争优势。虽然上海演出活动总量庞大，但其中大多数为演唱会、音乐会/剧、舞台剧等巡演剧目，鲜有驻场演出剧目，对比国际两大戏剧中心，经久不衰的驻场剧目才是连年吸引无数游客前往的核心“护城河”。而上海宋城景区内推出的《上海千古情》、《热情桑巴》、《颜色》等剧目均为驻场演出，相比“演艺大世界”虽然火爆但却需要流动的巡演类剧目，驻场演出更能成为上海打造演艺之都的一张“名片”。

图表61: 百老汇近年收入及客单价



资料来源: The Broadway League, 万联证券研究所

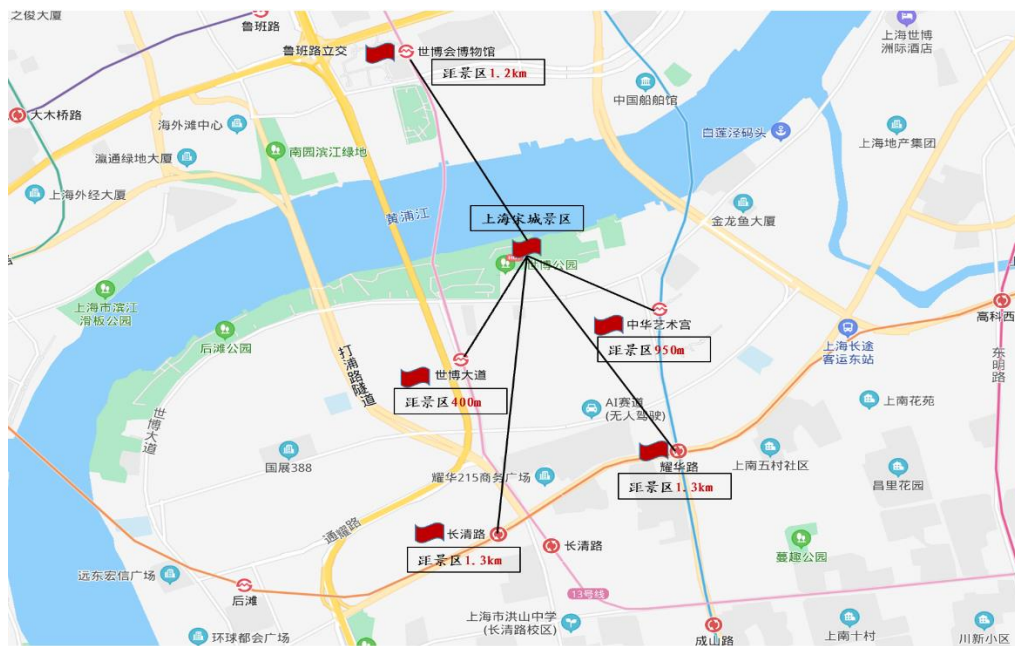
图表62: 2019年观众人数及客单价对比



资料来源: 2019年上海文化产业报告, Society of London Theatre, The Broadway League, 万联证券研究所

上海千古情区位优势明显，满足各类观众需求。上海项目位于城市永久性公园绿地世博公园内，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。上海项目总建筑面积4万多平米，拥有3个可容纳五千人的室内大剧场，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。

图表63: 上海宋城景区地理位置



资料来源: 百度地图, 万联证券研究所整理

开启演艺王国模式, 节目内容极度丰富。目前上海项目演出剧目已超过 50 台, 总演出时长超过 10 个小时。在内容属性上, 既有《上海千古情》, 又有嗨剧《上海颜色》, 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, 此外还包括电音、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。公司有望通过个性化的硬件、多元化的内容打造出未来上海的“百老汇”。

面向多样化客群, 推出多元票价体系。上海项目将推出单票、套票、组合票, 多人直购优惠票、儿童票、夜游票、潮趴票等多种票型以满足闺蜜、亲子、毕业生、公司聚会等各种不同客群需求。而多档票价体系主要分为: 上海宋城景区+主秀《上海千古情》票价 199-1299 元; 景区+亲子秀《WA! 恐龙》亲子套票 379-579 元; 景区+带餐秀《热情桑巴》的 299-758 元; 针对特定需求推出的部分节目与活动的组合票 (如主秀《上海千古情》+带餐秀《热情桑巴》); 针对外购剧目或者引进剧目的单独收费; 此外还有价格优惠的年卡, 目标客群为忠实客户。

图表64: 上海宋城票价详情

票种	包含项目	演出时长	票价
上海宋城+主秀《上海千古情》	演出内容: 《上海千古情》包含申沪溯源/1921/摩登岁月/上海人家/风从海上来 5 场剧幕 景区项目: 大型互动体验项目《大地震》、《战火》、《幽灵船》、《聊斋惊魂》、《巨型天幕》	60min	成人票 379-699 学生票 199 (初中、高中、大学生)、优待票 299 (儿童、老人、学生) 1 大 1 小优待票 658-858 2 大 1 小优待票 999-1299

上海宋城+亲子秀《WA! 恐龙》	演出内容: 亲子秀《WA! 恐龙》 景区项目: 大型互动体验项目《大地震》、《战火》、《幽灵船》、《聊斋惊魂》、《巨型天幕》	40min	1大1小亲子套票 379 2大1小亲子套票 479 2大2小亲子套票 579
上海宋城+带餐秀《热情桑巴》	演出内容: 带餐秀《热情桑巴》 景区项目: 大型互动体验项目《大地震》、《战火》、《幽灵船》、《聊斋惊魂》、《巨型天幕》	50min	成人票 379 优待票(儿童、老人、学生) 299 情侣双人票 758(不含千古情)
主秀《上海千古情》+带餐秀《热情桑巴》	演出内容: 带餐秀《热情桑巴》+《上海千古情》包含申沪溯源/1921/摩登岁月/上海人家/风从海上来 5场剧幕 景区项目: 大型互动体验项目《大地震》、《战火》、《幽灵船》、《聊斋惊魂》、《巨型天幕》	110min	成人联票 659

资料来源: 上海宋城公众号, 万联证券研究所整理

5.4.2 演艺谷: 大手笔打造综合旅游目的地, 对标法国狂人国

2个演艺谷项目未来两年即将问世。公司目前仍有3个已签约在建(重资产)项目, 分别为: 佛山千古情、西塘宋城演艺谷及珠海宋城演艺谷, 其中2个项目均为演艺谷模式。其中西塘演艺谷占地总共300亩, 首期开发132亩, 首期投资10亿元, 目前正处于施工推进阶段, 首期大约2022年开业; 珠海演艺谷规模要大的多, 总共占地1500亩, 项目总投资150亿元, 其中公司投资30亿元, 预计2023年开业。

图表65: 公司在建重资产项目简介

项目名称	面积	公司投资金额	预计开业时间	概况
佛山千古情	90亩	4亿+3.7亿元政府补贴	2021下半年	由轻资产项目-佛山听音湖转化而来, 建设大型剧场, 演艺新形态、休闲商业、科技体验等
西塘·宋城演艺谷	首期132亩 (总共300亩)	首期10亿元	首期2022年	主题公园集群、主题酒店集群、剧院集群、艺术街区、科技体验和休闲商业等, 打造全域旅游示范区
珠海·宋城演艺谷	1500亩	30亿元(项目总投资150亿元)	2023年	涵盖世界上绝大部分的剧院形式和演出形态, 结合演出与参与性体验; 荟萃各地美食并结合演艺节、戏剧节、音乐会、高峰论坛等系列活动

资料来源: wind, 万联证券研究所整理

演艺谷与此前的千古情景区的不同之处：

1) 定位不同：观光游单一景区 VS 休闲度假旅游目的地

宋城演艺的项目经历了多次升级，早期国内旅游以观光游为主，因此最初杭州宋城主题公园仅一个剧院，游客 1.5-3 小时即可游完，可满足游客观光游需求；随后在第一轮异地复制期间，公司根据旅游发展趋势，对景区内容进行了丰富，如三亚二期增加了动物园、小小冰雪世界等，丽江增加了室外剧院丽江恋歌；近两年，由于游客从观光游转为休闲度假游，公司也开始进一步丰富产品内容，包括增加剧院、推出新的表演，以增加景区的吸引力，延长游客逗留时间，但受限于景区占地面积都比较小，普遍只有 150 亩左右，因此最多只能建 2-3 家剧院，产品升级面临瓶颈，游客逗留时间最多只有半天到一天，部分游客的更高要求的休闲度假游需求无法得到满足，由此，公司开始推出演艺谷项目。

演艺谷是公司景区的 4.0 升级版本，从塑造单一景区，向打造全方位、多层次、立体化旅游目的地的战略升级，是一种跨行业、高层次的文化和休闲度假消费模式。如西塘演艺谷规划建设一个融演艺文化、剧院文化、水乡文化、红色文化、时尚文化、国际文化于一体的世界级项目，并将举办世界级艺术节、音乐节、狂欢节等，是一个集“文化演艺、湿地公园、节庆会展、科技博览、休闲体验”于一体的综合项目。珠海演艺谷将建设由 24 个剧院、55000 个座位组成的演艺集群，还包括 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，以及大型演艺培训基地，还将举办“一带一路”演艺节和一系列大型国际艺术活动。相对于公司传统项目占地 150 亩的面积，演艺谷占地面积更大，西塘演艺谷 300 亩，珠海演艺谷更是达到 1500 亩，是公司演艺谷标杆项目。演艺谷可以充分满足游客的休闲度假需求，游客游览完整个景区至少需花费 2-3 天时间。

2) 节目丰富度不同：单台剧目 VS 多剧院多类型表演

宋城演艺传统景区一般以单台剧目“千古情”为核心，后来虽然逐步增加了室内外剧场和节目，但受限于场地面积，产品丰富度还是十分有限。演艺谷节目丰富度大幅度提升，如珠海演艺谷内有室内剧院、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，计划打造 28 台剧目，包括实景演出、情景演出、室内演出、流动式演出、儿童剧、车技表演、VR 科技、餐饮秀、森林剧院、水上表演、烟火表演，涵盖了世界上几乎所有的剧院形式和演出形态，既有精彩纷呈的演出、也有目不暇接的参与性体验、还荟萃各地美食，并结合演艺节、戏剧节、音乐会、高峰论坛等系列活动。

图表66: 珠海演艺谷节目单

类别	演出名称	座位数 (个)
实景演出	广东千古情	14000
	虎门销烟	3000
	崖门海战	3000
	堂吉诃德	3000
	歃血为盟	3000
	惊天烈焰	3000
情景演出	罗马马战	6000
	禅秀	800
	神鸟传奇	3000
	黑色魅惑	
室内演出	珠海千古情	3300
	大地震	3300
	云想衣裳花想容	3300
	映山红	3300
	喀秋莎	3300
	一秀	3300
流动式演出	南海一号	1000
	血战 1938	1000
	古堡魅影	1000
	森林魔法奇遇记	1000
儿童剧	海的女儿	1000
	微风田野	
车技表演	速度与激情	3000
VR 科技	太虚幻境	
餐饮秀	秀色可餐	1000
森林剧院	仲夏夜之梦	300
水上表演	水上飞人	
烟火表演	烟火秀	

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

3) 选址不同: 传统热门旅游景区 V.S 经济发达核心城市群

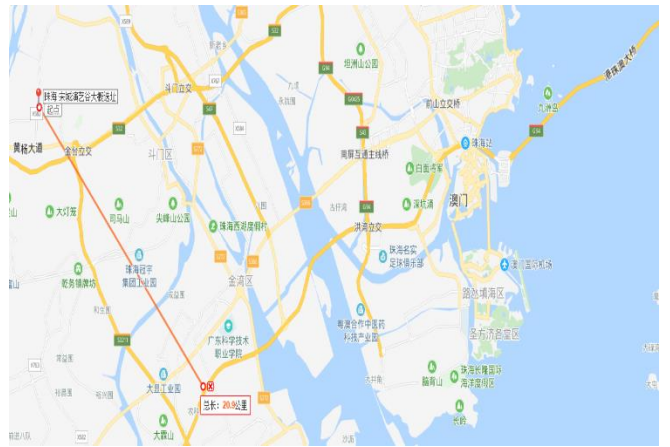
传统的千古情景区选址都在热门旅游景区, 如杭州、三亚、丽江、九寨沟、桂林、张家界等, 大部分拥有独特的自然景区资源, 依托当地一线景区客流溢出效应获客。但演艺谷选址并非热门旅游景区, 而是经济发达的核心城市群的核心位置。其中, 西塘演艺谷在嘉善县西塘镇, 西塘位于长三角城市群核心位置, 距上海、嘉兴、苏州、杭州不过100公里, 且交通便利; 珠海演艺谷位于珠海斗门区斗门镇东面, 为珠三角城市群核心位置, 也是粤港澳大湾区重点建设城市, 与广州、深圳、东莞、澳门都距离较近, 交通方便。这样的地区旅游市场具备较大潜力, 但旅游资源相对不足, 演艺谷通过打造成该区域旅游标杆项目, 吸引周边城市群的居民前来消费。

图表67: 西塘演艺小镇地理位置优越



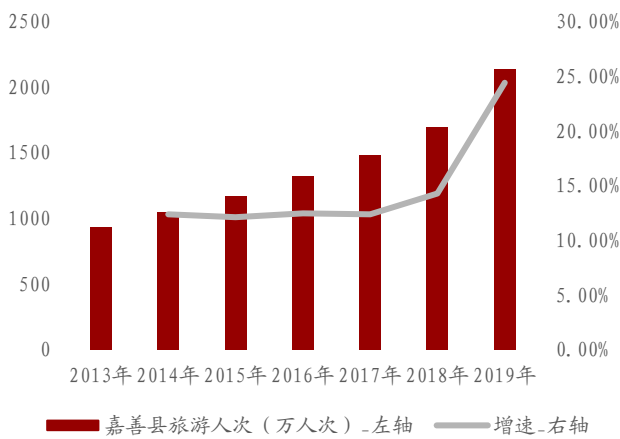
资料来源: 西塘古镇官网, 万联证券研究所

图表68: 珠海演艺谷选址示意



资料来源: 百度地图, 万联证券研究所

图表69: 嘉善县旅游人次和增速



资料来源: 嘉善县政府官网, 万联证券研究所

图表70: 珠海市旅游人次和增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

对标法国狂人国

环顾全球演艺主题公园, 演艺谷的业务模式与法国狂人国比较相似。法国狂人国 (PUY DU FOU) 主题乐园又名榉木山主题公园, 其前身创立于 1977 年, 发展 40 多年来已成为拥有 17 个表演项目、11 家主题餐厅和 5 家主题酒店的大型沉浸式主题乐园。乐园占地超过 300 公顷, 2018 年接待游客数量达到 230 万人, 重游率超过 60%, 曾多次获得“世界最佳主题公园”奖项。由于冬季需要闭园, 狂人国每年仅有不到七个月的运营期, 却可以吸引 200 多万游客造访, 收入超过 1 亿欧元, 是世界演艺型主题乐园中的佼佼者。

狂人国通过不断丰富产品内容和配套设施服务提升接待能力和吸引力。在发展初期, 狂人国主要通过增加舞台面积与看台座位数来增加乐园的客流接待能力。而在能够保证每年稳定增长的客流量之后, 狂人国主要通过兴建全新表演场地以及不断创新演出内容与游览形式的方式来吸引更多游客, 其中包括平均 2 年内就推出 1 部全新的演出, 扩建、兴修全新表演场等。此外, 狂人国还格外注重公园的相关配套, 如酒店、餐厅的风格设计及修建, 目前已拥有 11 家餐厅及 6 家自营酒店。近年来狂人国推出新表演的速度显著加快, 各类设施的翻修兴建投资规模也不断增大, 显示出公园创作能力及管理运营能力的进一步成熟。

图表71: 法国狂人国发展历程

年份	重大事件
1977年	Puy Du Fou 城堡被发现
1978年	大型夜间表演 Cin é sc é nie 首次亮相
1989年	狂人国乐园正式长创立
1990年	建造 12000 个座位的全景看台
1991-1994年	先后推出“猎隼场”、“记忆之路”、“水剧院”及“骑士的节目”表演
1995年	建成“中世纪之城”并推出表演“吟游诗人魔法师”
1997年	“昂米勒要塞”诞生，并拓宽了舞台 5 公顷，增加看台座位 2000 个
1998年	“青年学院”建成，包括 29 个专业，每年培养 600 名学员
2000年	推出“城堡主塔之战”表演
2001年	高卢-罗马角斗场落成
2003年	推出“幽灵鸟舞会”表演
2005年	新建 10000 平米的村庄作为 Cin é sc é nie 的表演场景
2006年	大型旋转木马（6000 平米的表演厅）落成，并推出表演“黎塞留的火枪手”
2008年	推出“Puy Du Fou 历险记”、“马丁传奇”表演
2009年	推出“焰火管风琴”表演
2010年	推出“神矛之谜”表演，并建成第三家酒店
2011年	角斗场翻修，推出“胜利的征兆”表演
2013年	推出“圆桌骑士”表演
2014年	扩建复兴园区，并推出表演“城堡的重生”
2015年	推出“凡尔登恋人”表演；Cin é sc é nie 增添新剧情“威尼斯舞会”
2016年	新建大型表演厅，推出表演“最后的威武”
2017年	推出音乐剧“大钟琴”；建成第五家酒店
2018年	推出“奥德赛”表演
2019年	推出“第一王国”表演
2020年	推出夜晚表演“Les Noces de Feu”、全新酒店 Le Grand Siecie 及一座会议中心

资料来源：法国狂人国官网，万联证券研究所整理

图表72: 法国狂人国平面图



资料来源: 法国狂人国官网, 万联证券研究所

图表73: Cinéscénie表演



资料来源: 法国狂人国官网, 万联证券研究所

节目优质且性价比高, 配套设施齐全让游客流连忘返。狂人国作为纯粹的演艺主题公园(无游乐设备), 能够源源不断地吸引世界各地旅客驻足, 其中 50% 的游客游玩时间长达 2-3 天, 并且重游率高达 60%。其大获成功的原因在于:

1) 性价比高。相比于迪士尼乐园, 狂人国的门票价格较低, 对家庭类出游的吸引力更强。例如同为 3 天门票(2 大 1 小标准家庭), 迪士尼售价为 639 欧元, 而狂人国仅需 186 欧元。

图表74: 法国狂人国票价

类别	游玩时间	购买时间	票价(欧元)
公园门票	1 日	提前预订	成人 37, 儿童 27
		现场购买	成人 43, 儿童 32
	2 日	提前预订	成人 61, 儿童 45
		现场购买	成人 71, 儿童 52
	3 日	提前预订	成人 68, 儿童 50
		现场购买	成人 79, 儿童 58
	4 日	提前预订	成人 73, 儿童 55
		现场购买	成人 84, 儿童 63
公园游览 + Cinéscénie 表演” 套票	1 日	提前预订	成人 61, 儿童 50
	2 日	提前预订	成人 84, 儿童 66
	3 日	提前预订	成人 89, 儿童 70
	4 日	提前预订	成人 94, 儿童 75
Cinéscénie	1 晚	提前预订	成人、儿童均为 28

资料来源: 法国狂人国官网, 万联证券研究所整理

2) 演艺作品精致丰富。狂人国主题公园内共拥有 17 个演艺项目(包括自然、沉浸式演出、复古村庄、夜间表演), 每个项目均制作繁多的表演和景点给游客带来丰富观赏游玩体验和沉浸式氛围。

图表75: 狂人国主要节目介绍

演出名称	演出类型	观众容量	演出时长(分钟)	演员人数	演出形式
电影场景	夜间主秀	14000人	90	5000	烟火水秀
幽灵鸟舞会	动物剧场	3000人	25	15	动物表演
维京海盗	室外剧场	3500人	20	30	战争特效
圆桌骑士	室外剧场	3000人	18	25	圆桌特效
胜利的征兆	角斗剧场	6000人	30	120	斗兽战争
神矛之谜	室外剧场	3500人	18	60	机械战争
航海家的远征	体验场馆	800人/小时	15	8	行进式
凡尔登战役	体验场馆	600人/小时	12	6	行进式
复兴城堡	体验场馆	200人/次	25	50	行进式
最后一个	室内剧场	2500人	25	60	旋转环幕
黎塞留的火枪手	室内剧场	3500人	30	50	室内水秀
火之风琴	音乐喷泉	14000人	30	80	水上舞蹈

资料来源: 法国狂人国官网, 万联证券研究所整理

3) 餐厅、酒店等配套设施齐全。园内有 11 家各有特色的餐厅以及 6 家自营酒店, 包括中世纪风格的 Le Logis de Lescure、城堡建筑的 La Citadelle (城堡)、水上酒店 Les îles de Clovis (克洛维斯群岛) 文艺复兴风格的 Le Camp du Drap d'Or (德拉普营地)、古罗马风情的 La Villa Gallo-Romaine(加洛罗马别墅)及 Le Grand Siecie, 酒店风格各异, 契合园区中古罗马至一战的历史时期风格, 让游客可以在几天的游玩中获得迥然不同的生活体验。

图表76: 法国狂人国内酒店设施



资料来源: 法国狂人国官网, 万联证券研究所

图表77: 法国狂人国内酒店设施



资料来源: 法国狂人国官网, 万联证券研究所

6 如何看待市场担忧的两个主要问题

6.1 担忧一: 资产负担加重, 资金不足风险

市场担忧公司资产负担加重, 主要原因是:

1) 近年来新签项目频率加快, 密集建设并开业, 加重公司的资金负担。如前文所述, 2015 年开始公司加快异地扩张节奏, 平均每年签约 2-3 个新项目, 而且建设速度快, 周期一般 1-2 年, 所以 2018 年至今, 公司有 4 个重资产项目陆续开业, 还有 3 个重资产项目在开工建设, 而且新项目开业后, 收入逐步提升, 一般需 5-6 年才能进入成熟期。

2) 公司转型演艺谷, 资产加重, 后续维护所需资金也增加, 项目回收期拉长。我们在前文分析过公司扩张成功的因素, 其中就包括公司的商业模式与一般的主题公园不同。主题公园作为典型的重资产模式, 往往在前期需要大规模的资本投入, 风险较大。一旦出现客流量不及预期、客单价下滑等问题, 轻则拉长资本回收期, 重则导致杠杆现金链断裂。相对于纯粹的主题公园, 演艺剧场的加持使得公司不需重资产投入即可吸引客流。相比之下, 公司旗下在运营的千古情景区初始投资额均不超过 10 亿元, 总投资额远低于其他主题公园, 资金负担小, 投资回收期也相对更短, 一般开业当年就可实现盈利。公司为了适应旅游行业发展趋势, 转型演艺谷, 而演艺谷的投资规模远大于此前的单一剧目的主题公园, 如珠海演艺谷公司计划投入 30 亿元, 远大于此前单项目的投资额度, 公司此前较轻的资产将逐步加重, 项目投资回收期也将拉长, 开业营业情况如果不及预期, 对公司造成的财务冲击也将加大。

市场的担忧有其合理性, 但通过拆分公司的财务报表, 我们认为公司的资金实力足够支持目前的业务扩张。

目前公司在建的项目包括佛山千古情、西塘演艺谷、珠海演艺谷共 3 个项目, 其中佛山千古情计划 2021 年下半年开业, 西塘演艺谷第一期计划 2022 年开业, 珠海演艺谷计划 2023 年开业, 上海千古情于 2021 年 4 月底开业。

图表78: 宋城演艺2021年开业项目以及在建项目梳理

项目名称	动工时间	开业时间	公司投入金额 (亿元)
上海千古情 (已开业)	2018.09	2021.04	8.3
佛山千古情	2018.03	预计 2021 年下半年	7
西塘千古情 (一期)	2018.12	预计 2022	10
珠海演艺谷	2020.4	预计 2023	30

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所整理

我们假设项目资金支出在建设期间均匀发生, 根据动工、开业时间, 以及项目投入金额, 测算 2021 年-2023 年公司每年的在建项目资金支出分别为 12.5 亿元、10.5 亿元、8 亿元, 3 年项目建设总支出为 31 亿元。

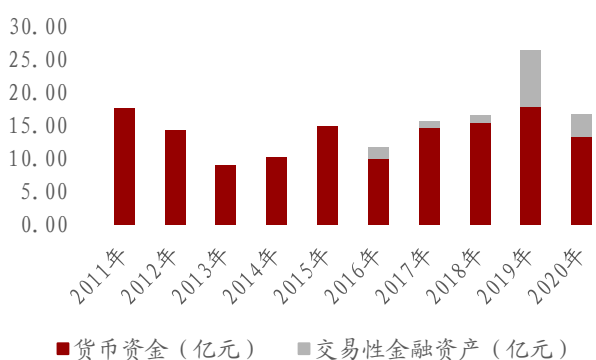
图表79: 宋城演艺在建项目资金支出

在建项目资金支出 (亿元)	2021E	2022E	2023E	合计 (亿元)
上海千古情 (已开业)	1.5			1.5
佛山千古情	2			2
西塘演艺谷	2.5	2.5		5
珠海演艺谷	8	8	8	24
合计 (亿元)	12.5	10.5	8	31

资料来源: 根据公告测算, 万联证券研究所整理

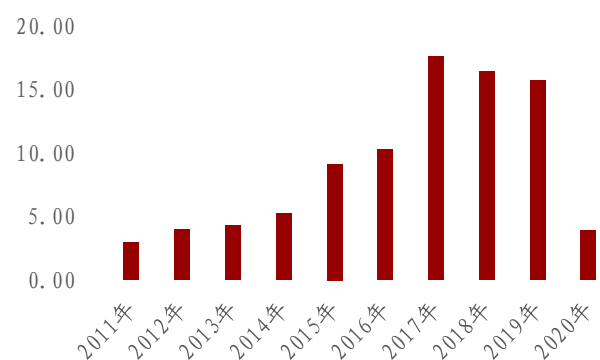
宋城演艺货币资金和现金流充裕, 有息负债低。2020 年年报显示, 公司账上货币资金 13.38 亿元, 交易性金融资产 3.35 亿元, 货币资金与交易性金融资产共计 16.73 亿元。公司现金流丰富, 在新冠疫情之前, 每年的经营性现金净流入为 15 亿元左右, 在 2020 年因为新冠疫情, 经营性现金净流入只有 4 亿元左右, 预计疫情得到控制后能逐步恢复。公司资产负债率非常低, 2020 年年报显示资产负债率只有 15.88%, 其中有息负债规模小, 2017-2019 年公司甚至没有有息负债, 2020 年增加了长期借款 2.82 亿元, 2021 年 Q1 增加了租赁负债 3.81 亿元。

图表80: 宋城演艺历年货币资金与交易性金融资产账面额度



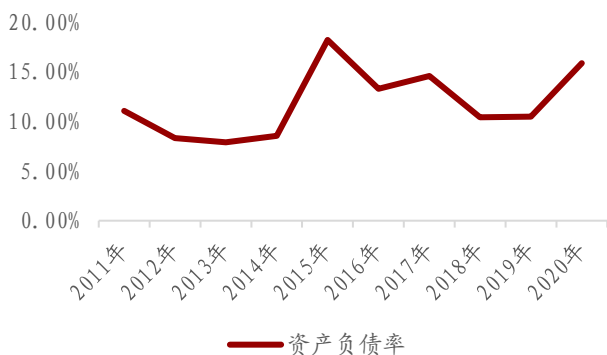
资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

图表81: 宋城演艺历年经营性现金流量净额 (单位: 亿元)



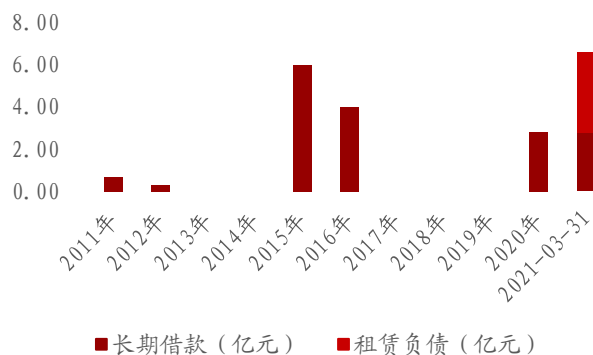
资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

图表82: 宋城演艺历年资产负债率



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

图表83: 宋城演艺历年有息负债额度



资料来源: 公司年报, 万联证券研究所

根据测算, 公司现金充裕, 不需要再融资也可以满足在手项目建设所需资金需求。根据盈利预测模型, 公司 2021-2023 年经营性现金净流入分别为 8.26 亿、18.47 亿、24.44 亿元, 假设有息负债为期 3 年, 利息率 4%, 每年支付利息, 于 2023 年还本, 假设项目资本支出为图表 79 的测算数据, 并不考虑未来 3 年可能新签约并开发的项目, 则我们通过测算, 公司的现金充裕, 在不需要再融资的前提下, 也可以支持项目的建设。而且, 公司资产负债率低, 未来如果存在更多的资金需求, 还可以银行借款。

图表84: 宋城演艺资金收支粗略测算 (亿元)

宋城演艺资金收支测算	2021E	2022E	2023E
货币资金+交易性金融资产 (期初)	16.73	11.69	18.36
经营性现金净流入 (粗略估算)	8.26	18.47	24.44
项目资本支出	12.5	10.5	8
偿债和利息支出	0.26	0.26	6.86
货币资金+交易性金融资产 (期末)	12.23	19.40	27.94

备注: 此经营性现金净流入根据估值模型中的数据填写, 但货币资金+交易性金融资产的测算未考虑其他变量, 只针对项目开支做粗略计算, 因此与报告附表中的盈利预测模型数据不一致。

资料来源: 根据公告测算, 万联证券研究所整理

6.2 担忧二: 节目编排与管理能力跟不上扩张节奏

公司发展初期, 景区是单剧院模式, 每个景区演艺节目主要是《千古情》, 总导演为董事长黄巧灵先生, 加上景区数量少, 第一轮复制后景区一共只有 4 个, 因此一年只需要创作一两台剧目, 景区管理难度也相对比较小。

2015 年公司加速扩张, 每年新开 1-2 个景区, 目前公司一共有 11 个千古情景区, 景区数量增加将增加管理的难度。而且存量景区也开始增建剧院, 如杭州宋城新建了 2 号、3 号剧院, 并推广到其他景区, 公司还增加节目的种类和数量, 如杭州宋城有多达 15 个剧目, 其他景区一般也新增 3-4 个演出节目。公司开始向多层次、综合的演艺目的地转型, 2021 年 4 月推出上海千古情, 推出多达 50 台剧目, 未来两年即将开业的演艺谷项目, 无论剧场数量还是节目的丰富度, 也将远超过传统的景区, 如珠海演艺谷会建设 24 个剧院, 至少 28 场大型剧目。

随着景区数量的增加，以及景区逐步向占地面积更大、节目种类和数量更丰富、配套的服务设施更齐全的综合度假区模式转型，公司的节目编排和管理难度将明显加大，需要公司做好充足的准备，全方位升级管理和运营。公司在过去几年做了如下积极准备措施：

1) **“一主多辅”的演艺矩阵，自制与外购结合对剧目进行多元化创新。**各大景区因地制宜，通过自主创新、与当地艺术家合作或是外部采购、引进多台主题丰富的剧目。其中外部引进除了全国各大剧团的定制剧目外，还引进了开心麻花、天津人艺、祺天文化等国内外知名演出团体出品的 10 余台不同类型的特邀戏剧。在目前宋城的主要景区内，形成了以“千古情系列”为主，其他地方特色演出剧目以及外部引进节目为辅的演艺矩阵。

2) **自制内容创作上，从黄董事长亲力亲为转为团队创作模式。**过去一年多来，公司对创作团队进行了优化、调整和整合，从过去的黄导为主亲力亲为，转变成目前建制制的创作团队模式。目前整个编创团队一共有 60 多个人，包括编导、多媒体、音乐、舞台科技、灯光、舞美、编剧等，分工明确，人尽其才，创作速度从一年两台提速到一年十台各种演出，质量有把控，类型更丰富。如 2021 年下半年公司“爱在”系列演出将陆续推出，将当地纯粹的民族风情与现代表达方式相结合，带给观众不一样的观赏体验。

3) **多年深耕，建立了专业管理团队。**公司深耕演艺行业多年，网罗并培养了一大批专业人才与团队，建立了标准化的经营管理制度，加强对行业发展规律和特点的把握能力，加强在项目选址、投资把控、演艺创意、创作设计、舞台呈现、服装道具、景区运营、观演体验、日常管理等各个环节上的专业性。

4) **致力于成为演艺行业集聚和流量变现平台。**公司管理层在几年前就开始调整发展思路，开始从“一台剧目、一个公园、一张门票”向“一个集群、一个产业、一个平台逐步”转型。公司也提出了平台建设战略，致力于成为演艺相关行业集聚的平台，其中艺术家交流平台和剧目交流平台是平台建设的重要内容，未来的宋城除了自制剧目，将持续呈现更多丰富的、圈层的、针对各类人群的剧目内容。

以上准备措施，将有助于公司面对扩张后的节目编排和管理难度增加的挑战，而且回顾公司在过往发展历程中，在线下演艺主业上，其扩张节奏有条不紊，新开业景区均能在当年实现盈利并形成良性发展，显示出公司具备优秀的管理能力和商业运作能力。因此我们相信公司已经做好了准备，来管理越来越庞大的演艺帝国。

7 盈利预测与投资建议

公司目前一共有 11 个千古情景区在运营，包括 8 个自主投资和运营的重资产景区，以及 3 个输出管理的轻资产景区。包括杭州宋城、三亚千古情、丽江千古情三个成熟的景区，九寨沟千古情于 2017 年因为地震暂停运营，已于 2020 年 6 月重新营业，桂林千古情、张家界千古情、西安千古情、上海千古情为近两年新开张的景区，开张时间分别为 2018 年 7 月、2019 年 6 月、2020 年 6 月及 2021 年 4 月，此外，公司近三年还有 3 个通过输出管理运营的轻资产景区开张，分别是宁乡炭河千古情、宜春明月千古情和新郑黄帝千古情，开张时间分别为 2017 年 7 月、2019 年 1 月及 2020 年 9 月。

随着疫情控制和疫苗逐步普及，出行回升趋势明确，2021 年公司经营将逐步重回正轨，2021-2023 年将有望恢复高增长，主要原因包括：

- 1) **旅游复苏:** 此次疫情主要影响 2020 年经营业绩, 2021 年进入后疫情期, 国外疫情严重, 国内疫情控制良好, 境外游转国内游, 旅游行业将逐步恢复甚至超越疫情前的水平。
- 2) **在建项目陆续开业:** 展望 2021 年-2023 年, 公司将陆续建成 4 个新景区, 包括 2021 年 4 月 29 日已经开业的上海千古情、计划 2021 年下半年开业的广东佛山千古情, 以及计划 2022-2023 年开业的西塘宋城演艺谷(首期)、珠海宋城演艺谷 2 个景区。此外, 公司还新签了一个轻资产项目延安千古情, 预计也将于未来 2-3 年开业。
- 3) **次新项目成熟:** 公司近两年新开张的桂林千古情、张家界千古情、西安千古情、上海千古情共 4 个重资产项目, 以及宜春明月千古情和新郑黄帝千古情共 2 个轻资产项目, 根据过去的经验, 新项目一般经过 5-6 年的成长期才进入成熟期, 因此这些次新项目还处于经营爬坡阶段, 未来 3 年盈利能力将逐年增强。
- 4) **成熟景区改造升级:** 公司持续对现有景区进行硬件扩容和演艺产品推新。在硬件扩容方面, 公司新增各类型室内外剧院, 提升景区硬件配置, 新设网红打卡点。演艺产品推新方面, 公司丰富产品矩阵, 推出“爱在”、“颜色”系列, 增加室内室外剧目, 丰富表演类型。这些措施将有力提升景区客流量和客单价, 进一步提升景区的盈利水平。
- 5) **推出新的景区形式:** 打造过去主要在传统旅游景区开发单剧目的主题公园, 近年来跟随旅游市场发展趋势不断丰富景区形式, 推出城市演艺和演艺谷, 其中城市演艺可以打开一线城市的演艺布局, 演艺谷可以打开核心城市群的演艺布局。
- 6) **全国仍有大量布局空间:** 公司已建成和签订在建的所有国内项目共涉及 11 个省市, 15 个城市(含上海直辖市), 相对于全国 34 个省级行政区, 未来仍有广大的地理空间。如河南、山东、安徽、四川、福建等省份。
- 7) **六花减值后轻装上阵:** 2020 年由于疫情影响和六花大额计提减值, 导致公司净利润大幅亏损, 但减值计提后将使六花对公司财务的不确定影响大大降低。

盈利预测主要假设条件如下表所示:

图表85: 盈利预测主要假设

主要景区(开张时间)	2020A	2021E	2022E	2023E
杭州宋城旅游区收入(百万元)_1996年5月-2014年7月	265.49	477.88	669.03	836.29
YOY	-69%	80.00%	40.00%	25.00%
毛利率	30%	65.00%	68.50%	70.00%
三亚千古情旅游区收入(百万元)_2013年9月	118.68	201.76	312.72	406.54
YOY	-68%	70.00%	55.00%	30.00%
毛利率	75%	80.00%	84.00%	84.00%
丽江千古情旅游区收入(百万元)_2014年3月	132.54	233.27	291.59	320.75
YOY	-51%	76.00%	25.00%	10.00%
毛利率	74%	78.00%	82.00%	82.00%
九寨千古情旅游区收入(百万元)_2014年5月	25.20	63.00	119.70	179.55
YOY		150.00%	90.00%	50.00%
毛利率	36%	66.97%	73.00%	75.00%
桂林千古情旅游区收入(百万元)_2018年7月	53.80	104.91	188.84	292.70
YOY	-50%	95.00%	80.00%	55.00%

毛利率	40%	68.00%	73.00%	75.00%
张家界千古情旅游区收入(百万元)_2019年6月	16.48	41.20	74.16	126.07
YOY	-58%	150.00%	80.00%	70.00%
毛利率	-22%	68.00%	70.00%	75.00%
西安千古情旅游区收入(百万元)_2020年6月	24.72	65.51	124.47	186.70
YOY		165.00%	90.00%	50.00%
毛利率	36%	70.00%	65.00%	65.00%
上海宋城演艺收入(百万元)_2021年4月		150.00	480.00	600.00
YOY			220.00%	25.00%
毛利率		56.00%	65.00%	75.00%

资料来源: wind, 万联证券研究所

预计公司 2021-2023 年的营收为 17.37/32.21/45.34 亿元, 对应增速分别为 92%/85%/41%; 2021-2023 年的归母净利润为 7.08/11.08/17.67 亿元, 对应增速分别为 140%/57%/59%; EPS 为 0.27/0.42/0.68 元, 2021 年 6 月 29 日公司收盘价对应 PE 分别为 62/40/25 倍。

公司是 A 股唯一一家演艺型主题公园上市公司, 没有严格意义上的可比公司。如果与景区上市估值进行比较, 景区类公司的 PE 估值低于宋城演艺。但相较于传统景区扩张困难、成长性低的特点, 宋城演艺具备卓越的扩张能力, 具备成长性, 应享受更高估值。2021 年疫情对公司的影响并未完全消除, 预计 2022 年有望恢复正常。目前运营成熟的景区有 4 个, 随着 2018 年-2020 年落地的 6 个新项目的逐步成熟、2020 年九寨沟项目的重新开业、2021 年-2023 年 4 个新项目的陆续开业, 以及不断新签的项目落地, 公司有望开启新一轮增长周期。首次覆盖, 给予“增持”投资评级。

图表86: 盈利预测与估值_对应股价日期2021-6-29

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	902.59	1737.44	3220.63	4533.57
YoY	-65	92	85	41
归母净利润(百万元)	-1752.40	707.54	1107.90	1766.50
YoY	-231	140	57	59
ROE	-24%	8%	10%	12%
EPS	-0.67	0.27	0.42	0.68
P/E(倍)	-24.95	61.79	39.46	24.75
P/B(倍)	5.90	4.90	4.02	3.07

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表87: 景区上市公司估值_对应股价日期2021-6-29

证券简称	股价	EPS(元)-wind一致预期			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
中青旅	10.60	0.61	0.87	1.04	17.34	12.18	10.15
天目湖	16.82	0.73	0.90	1.01	22.92	18.71	16.59
黄山旅游	9.82	0.42	0.52	0.57	23.50	18.96	17.34
峨眉山A	6.38	0.32	0.40	0.44	19.84	15.88	14.47

资料来源: wind, 万联证券研究所

8 风险提示

- 1、自然灾害和安全事故风险。**公司主营业务为文化演艺和泛娱乐业务，包括现场演艺、互联网演艺和旅游休闲三大板块。游客和观众接待量是影响公司业绩的主要因素，自然灾害、重大疫情、大型活动、安全事故等因素和国家对公司所在行业的宏观政策等社会因素将会对公司经营业绩产生负面影响。
- 2、宏观经济波动风险。**我国发展正处于并将长期处于重要战略机遇期，经济运行总体平稳、稳中有进；世界面临百年未有之大变局，此外全球疫情还未结束，给我国经济发展增加了稳中有变、变中有忧的风险。复杂多变的宏观环境可能影响国民收入水平，进而影响消费需求，从而一定程度上影响公司的经营业绩。
- 3、新项目经营不及预期风险。**旅游行业发展迅猛，众多社会资本纷纷涌入主题公园行业，其中不乏资金实力雄厚的其他行业巨头，行业参与者数量的增加，娱乐形式多样化使得公司面临竞争不断加剧，可能导致新项目经营不及预期。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	903	1737	3221	4534
%同比增速	-65%	92%	85%	41%
营业成本	353	526	1041	1345
毛利	550	1211	2179	3188
%营业收入	61%	70%	68%	70%
税金及附加	12	24	43	61
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	64	110	215	295
%营业收入	7%	6%	7%	6%
管理费用	288	340	829	1027
%营业收入	32%	20%	26%	23%
研发费用	37	35	48	68
%营业收入	4%	2%	2%	2%
财务费用	-13	-29	-35	-72
%营业收入	-1%	-2%	-1%	-2%
资产减值损失	-1878	0	0	0
信用减值损失	-33	0	0	0
其他收益	35	23	57	105
投资收益	14	81	179	178
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	1	1	2	3
营业利润	-1699	838	1318	2096
%营业收入	-188%	48%	41%	46%
营业外收支	-38	0	0	0
利润总额	-1737	838	1318	2096
%营业收入	-192%	48%	41%	46%
所得税费用	30	126	198	314
净利润	-1767	712	1120	1782
%营业收入	-196%	41%	35%	39%
归属于母公司的净利润	-1752	708	1108	1767
%同比增速	-231%	140%	57%	59%
少数股东损益	-15	5	12	15
EPS (元/股)	-0.67	0.27	0.42	0.68

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	-0.67	0.27	0.42	0.68
BVPS	2.83	3.41	4.16	5.45
PE	-24.95	61.79	39.46	24.75
PEG	—	0.44	0.70	0.42
PB	5.90	4.90	4.02	3.07
EV/EBITDA	102.50	48.18	32.79	20.21
ROE	-24%	8%	10%	12%
ROIC	2%	6%	7%	10%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1338	968	1743	2931
交易性金融资产	335	535	380	380
应收票据及应收账款	6	17	20	34
存货	13	9	22	34
预付款项	22	18	41	61
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	199	238	316	390
流动资产合计	1913	1785	2522	3830
长期股权投资	1535	1535	1535	1535
固定资产	2509	4009	5559	8579
在建工程	772	1222	1422	622
无形资产	1880	1967	2195	2410
商誉	12	12	12	12
递延所得税资产	18	18	18	18
其他非流动资产	557	572	587	602
资产总计	9195	11119	13849	17607
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	372	308	709	1041
预收账款	13	176	269	301
合同负债	189	94	247	426
应付职工薪酬	19	20	44	60
应交税费	20	30	51	83
其他流动负债	81	97	163	231
流动负债合计	694	724	1484	2142
长期借款	282	282	282	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	97	97	97	97
其他非流动负债	388	769	769	769
负债合计	1460	1872	2631	3008
归属于母公司的所有者权益	7412	8920	10878	14244
少数股东权益	323	328	340	355
股东权益	7735	9247	11218	14599
负债及股东权益	9195	11119	13849	17607

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	394	826	1847	2444
投资	75	-200	155	0
资本性支出	-1016	-1399	-1348	-1097
其他	0	31	129	128
投资活动现金流净额	-941	-1568	-1064	-969
债权融资	0	0	0	0
股权融资	120	0	0	0
银行贷款增加(减少)	300	0	0	-282
筹资成本	-301	-9	-9	-4
其他	-6	381	0	0
筹资活动现金流净额	113	372	-9	-286
现金净流量	-444	-370	775	1189

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场