

宋城演艺(300144)

深度报告

行业公司研究—社会服务业

证券研究报告

行稳致远，演艺王国势渐起

——宋城演艺深度报告

✍️：李丹 执业证书编号：S1230520040003
☎️：021-80108040
✉️：lidan02@stocke.com.cn

报告导读

宋城演艺为中国演艺第一股，以“主题公园+演艺”为经营模式，成功打造了“千古情”系列作品。公司重资产项目异地复制能力强，落地后盈利稳定，持续扩张可期。公司稳中求进，不断进取，一方面，突破原有旅游演艺局限，借上海项目试水城市演艺，上海项目开业以来表现良好，城市演艺有望成为异地扩张新逻辑；另一方面，公司将存量项目改造为演艺王国形式，并试图通过珠海项目探索演艺谷形式，有望实现量价双升，驱动业绩增长超预期。

投资要点

□ 财务数据优异：盈利能力强，资产负债率低，经营活动现金流高增

2010-2019年，公司年均毛利率、净利率、ROE分别为69%、41%和11%。公司资产负债率低，2010年至2021年前三季度，公司资产负债率稳定在20%以下。此外，公司正常经营年份经营活动现金流伴随项目数量扩张提升，2010-2019年经营活动现金流CAGR达23%。

□ 公司为主题公园旅游演艺绝对龙头，旅游演艺行业疫情期间迎供需双侧变革，长远来看行业仍大有可为

公司重资产项目经营模式为“主题公园+演艺”模式，相比一般演艺企业，以主题公园为载体能减少演出成本及引流成本高的问题，相比传统旅游企业，公司以文化演艺形成差异化竞争，减少对大型游乐设备的依赖，降低运维成本。在旅游演艺行业，主题公园旅游演艺票房高于剧场旅游演艺及实景旅游演艺，其中宋城的千古情系列占主题公园旅游演艺票房的67%，优势明显。

疫情危中存机，推动旅游演艺行业供需变革。供给端，一方面，疫情导致中小旅游演艺企业出清，竞争格局优化，另一方面，疫情导致景区间歇性闭园，旅游演艺企业被动进入“休整期”，进行园区改造及作品升级，反过来优化产品供给。需求端，客户结构发生改变，由以团客为主转向以散客为主，有利于旅游演艺行业提高下游议价能力，此外，疫情导致游客旅游半径缩短，周边游火热，为旅游演艺企业创造了本地游客需求。长期来看，我们认为，文化赋能及科技加持下，“沉浸式”演出的实现将为旅游演艺行业创造成长机会，此外，旅游演艺向演艺谷的转型以及整个产业体系的完善亦为发展契机。

□ 轻资产项目落地速度快，盈利稳定，获当地政府支持

公司轻资产项目从签约到落地一般需要1年至2年多的时间，落地速度快。轻资产项目以往合作方多为国有控股的旅游投资公司，由政府投资，宋城输出品牌，在为公司盈利的同时促进当地服务业的发展，改善市场环境，受当地欢迎。轻资产项目盈利能力强，设计策划费（不含管理费）的毛利率2018-2019年稳定在95%以上。公司目前在营3个轻资产项目，其中宁乡项目将于2022年到期，目前已完成5年的续签，后续落地的延安千古情也将贡献业绩增量。

□ 区位、产品、营销为公司重资产项目核心竞争力

区位：公司重资产项目选址遵循大选址（一二线旅游目的地）+小选址（项目

评级

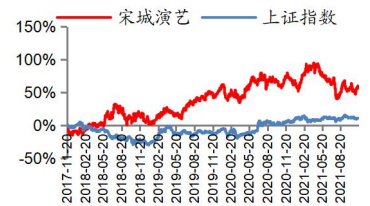
增持

上次评级：首次评级
当前价格：¥14.32

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.02
2Q/2021	0.09
1Q/2021	0.05
4Q/2020	-0.72



公司简介

宋城演艺成立于1994年，于2010年在深交所创业板上市，为中国“演艺第一股”。公司成功打造了演艺作品“千古情”系列，在杭州、三亚、丽江、九寨、张家界、上海等地运营宋城主题演艺公园。

相关报告

报告撰写人：李丹

联系人：李丹

具体的区位位置、交通等)原则。公司重资产项目选址于杭州、三亚、丽江、九寨沟、桂林、张家界等热门旅游目的地,项目地距离周边知名景点或市中心近。此外,公司二轮扩张项目整体较一轮项目游客量更大,市场潜力大。

产品: 公司千古情创作团队具有较强的市场适应能力,千古情系列口碑突出,千古情在桂林、丽江、杭州大众点评均保持了4.8分以上的高分,对比当地实景演出《印象》系列作品得分更高,2019年丽江宋城项目营收为同期《印象丽江》收入的1.8倍。公司重视产品创作,于2020年成立创新部对景区各方面进行创新,并对创作人才实施高薪激励,2021年7月公告以百万年薪招聘创作人才。2020年,公司推出主打低端市场的《爱在》系列,与主打高端的千古情系列形成互补,丰富产品层次,后续表现可期。

营销: 一方面,公司销售渠道广泛,包括传统旅行社模式、线上网络销售模式、终端和门店直销模式。另一方面,公司结合节庆活动如泼水节、国庆节、元旦等对景区进行推广,开创了“我回”、“万人同唱一首歌”等特色活动,未来公司计划对各景区活动进行统一规划及投放,将增强品牌影响力。

□ **增量:疫情好转促进存量项目流量恢复,增量项目落地后表现可期,城市演艺有望成为异地扩张新逻辑**

公司已有重资产项目和轻资产项目在正常经营年份表现稳定,疫情好转后将为公司业绩提供有力保障,2019年下半年开业的张家界项目、2020年新增的西安及上海项目业绩有更大弹性。此外,考虑到公司重资产项目的异地复制经验丰富,计划于2021年下半年或2022年初落地的佛山项目、计划于2022年落地的西塘项目有望提供稳定业绩增量。2023年将落地的珠海项目为演艺谷形式,参考法国狂人国主题公园的建设经验,珠海项目有望创造较以往项目更高的游客回访客流量。上海项目为公司首次尝试城市演艺,开业以来月均收入较以往项目更高,长远来看,城市演艺或可成为异地扩张新逻辑。

□ **提价:演艺王国及演艺谷模式创提价契机**

产品价格主要受演艺内容和客户结构的影响,演艺王国、演艺谷形式的演艺内容、园区业态更加丰富,有利于提价。一方面,在演艺内容逐渐丰富的基础上,公司将形成多元化、多层次的票价体系,区分出高净值人群,提升客单价。此外,餐饮、酒店等二销收入的增加也将提升客单价。另一方面,在演艺谷及演艺王国模式下,散客占比提升,公司将提升对下游的议价能力。公司以杭州大本营作为演艺王国试验项目,转型成效凸显,2020年,杭州宋城国庆中秋黄金周散客收入占比达到85%,商业自营收入提升100%,人均客单价提升30多元。此外,较2019H1,2021H1杭州宋城散客恢复率超过100%,非门票收入占比大幅提升。西塘、珠海项目分别计划于2022、2023年落地,建设为演艺谷形式。

□ **盈利预测及估值**

预计2021-2023年公司分别实现归母净利润5.3、13.1、17.9亿元,对应EPS分别为0.20、0.50、0.68元/股,对应当前股价PE分别为71x、29x、21x。给予2023年30x PE,目标价20.54元/股,折现到2022年对应目标价19.27元/股,首次覆盖,给予“增持”评级。

□ **风险提示**

疫情反复;重大自然灾害风险;安全事故风险;项目异地扩张速度不及预期;新项目落地效果不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	903	1323	2897	3760
(+/-)	-65.44%	46.53%	119.03%	29.78%
归母净利润	-1752	527	1307	1790
(+/-)	-	-	147.80%	36.94%
每股收益(元)	-0.67	0.20	0.50	0.68
P/E	-21.37	70.98	28.64	20.92

正文目录

1. 盈利能力突出，项目异地复制成效显著	6
1.1. 演艺龙头，轻重结合，创始人深耕演艺行业	6
1.2. 两轮扩张锐意进取，异地复制成效显著	8
1.3. 业绩高增长，国庆长假期间经营回暖	11
2. 市场集中，供需变革，旅游演艺未来已来	11
2.1. 主题公园旅游演艺模式占优，竞争格局呈现马太效应	11
2.2. 疫情危中存机，推动行业供需双侧变革	13
2.3. 探索产品升级、收入多元及产业链完善，旅游演艺仍大有可为	15
3. 业务模式探讨：轻资产项目经营稳健，重资产项目优势突出	16
3.1. 轻资产模式：谨慎扩张，盈利稳定，获政府支持	16
3.2. 重资产模式：区位、产品、营销构筑核心优势	18
3.2.1. 区位：大选址+小选址确定项目地，先发优势明显	18
3.2.2. 产品：千古情市场地位领先，业务模式占优，内容更新迭代快	20
3.2.3. 营销：销售渠道广泛，电子商务手续费增长稳定，主题活动增强品牌营销	22
4. 重要项目分析：杭州宋城谋转型，上海宋城辟新径，珠海宋城创产品新高度	23
4.1. 杭州宋城：转型演艺王国，有望量价齐升	23
4.2. 上海宋城：开启城市演艺之路，市场潜力巨大	24
4.3. 珠海宋城：定位演艺集群，战略再升级	26
4.3.1. 打造多天演艺目的地产品，珠海区位优势明显	26
4.3.2. 他山之石：对标法国狂人国主题公园，看珠海宋城未来发展	26
5. 未来展望：成长前景广阔，有望量价双升驱动业绩超预期	30
6. 盈利预测及估值	31
6.1. 盈利预测	31
6.2. 估值及投资建议	34
6.2.1. 历史估值及可比公司估值分析	34
6.2.2. 投资建议	35
7. 风险提示	35

图表目录

图 1: 宋城演艺观演人次及演出场次	6
图 2: 创始人黄巧灵为实际控制人(截至 2021H1)	6
图 3: 现场演艺为公司主要收入来源	7
图 4: 现场演艺毛利润增长快，为公司毛利润主要来源	7
图 5: 现场演艺的毛利率水平较高	7

图 6: 年均毛利率、净利率、ROE 分别为 69%、41%和 11%.....	7
图 7: 资产负债率低.....	8
图 8: 2015-2019 经营活动现金流伴随项目扩张有所增长.....	8
图 9: 杭州宋城旅游区收入最高(单位: 亿元).....	10
图 10: 杭州宋城旅游区毛利润最高(单位: 亿元).....	10
图 11: 伴随第一轮扩张的项目运营成熟, 2014-2016 年游客人次高增.....	11
图 12: 归母净利润 2009-2019 年复合增速 31.4%.....	11
图 13: 2021 国庆长假较 2019 年同期数据.....	11
图 14: 旅游演出剧目票房收入稳步增长.....	13
图 15: 主题公园旅游演艺票房份额 2015-2018 年最高.....	13
图 16: 主题公园旅游演艺演出票房 2014-2018 CAGR 34.7%.....	13
图 17: 2018 年主题公园旅游演艺中千古情系列占比 67.0%.....	13
图 18: 2020 年国庆、中秋杭州宋城黄金周散客占比达 80%.....	15
图 19: 2021 年国庆假期宋城全部景区散客人数占比达到 83%.....	15
图 20: 游客小长假平均出游半径在 215 公里以内.....	15
图 21: 2021 年 1 至 5 月自驾游客中出游跨省、跨市比例不高.....	15
图 22: 2018 年沉浸式旅游演艺项目首演占比 44%.....	16
图 23: 2018 年沉浸式演出票房占比.....	16
图 24: 设计策划费(含管理费)收入稳定.....	18
图 25: 设计策划费毛利率高.....	18
图 26: 五一小长假期间桂林项目表现优异.....	20
图 27: 桂林千古情五一期间演出场次.....	20
图 28: 丽江宋城 2016 年起营收高于《印象丽江》.....	21
图 29: 丽江宋城营业收入增速较为稳定.....	21
图 30: 电子商务手续费 2015-2019 CAGR 42.4%.....	22
图 31: 电子商务手续费毛利率有所下滑, 在 50%以上.....	22
图 32: 2020 年国庆中秋黄金周杭州宋城散客收入占比 85%.....	24
图 33: 亲子秀《WA!恐龙》.....	25
图 34: 互动体验项目.....	25
图 35: 上海宋城五一亲子秀、带餐秀收入分别占比 35%、5%.....	26
图 36: 各项目开业初月均收入(万元).....	26
图 37: 《角斗士》演出现场.....	28
图 38: 《幽灵鸟舞会》演出现场.....	28
图 39: 法国狂人国主题公园营业额.....	29
图 40: 法国狂人国主题公园游客人数.....	29
图 41: 狂人国主题公园持续投资, 2020 年 0.6 亿欧元投资额创新高.....	30
图 42: 上市以来至 2019 年 PE(TTM).....	34
图 43: 历史及预测市盈率水平.....	34
表 1: 公司轻资产及重资产项目概况.....	9
表 2: 公司各重资产项目毛利润 YOY.....	10
表 3: 各演艺类型代表作品.....	12
表 4: 剧院等演出场所恢复开放的疫情防控措施规定.....	14
表 5: 宋城演艺轻资产合作情况.....	17

表 6: 轻资产门票对比重资产门票价格(原价)	18
表 7: 重资产项目基本情况.....	19
表 8: 《千古情》对比《印象》系列作品(截至 2021.11.19)	21
表 9: 杭州宋城节庆活动.....	23
表 10: 2021 年春节黄金周杭州宋城创六项记录.....	24
表 11: 上海宋城分票价项目	25
表 12: 法国狂人国主题公园发展历史.....	27
表 13: 法国狂人国主题公园票价体系	27
表 14: 法国狂人国主题公园部分标志性演出.....	28
表 15: 营业收入预测.....	32
表 16: 营业成本及毛利率预测.....	33
表 17: 可比公司估值表.....	34

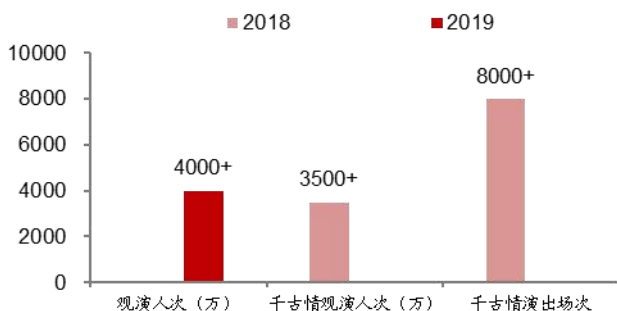
1. 盈利能力突出，项目异地复制成效显著

1.1. 演艺龙头，轻重结合，创始人深耕演艺行业

中国演艺第一股，剧院规模领先，演出规模大。宋城演艺发展股份有限公司（简称“宋城演艺”）成立于1994年，于2010年在深交所创业板上市，为中国“演艺第一股”。公司主要从事文化演艺业务，以确立和巩固世界演艺第一为目标，成功打造了“宋城”和“千古情”品牌。根据公司官网披露的2018年数据，公司旗下拥有74个各类型剧院及17.5万个座位，座位数超过世界两大戏剧中心伦敦西区和美国百老汇全部座位之和。2018年千古情年演出8000多场，2019年千古情年观演人次超4000万。

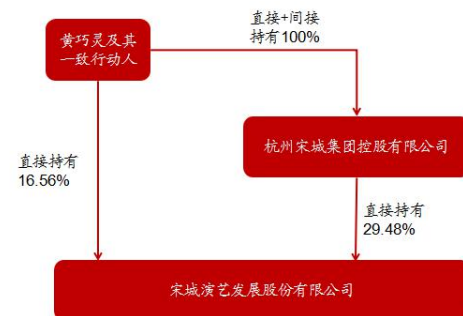
创始人黄巧灵先生为公司实际控制人，深耕演艺行业，为公司剧目整体质量把关。黄巧灵先生为公司创始人，截至2021H1，黄巧灵及其一致行动人（黄巧龙、张娴、刘萍、黄巧燕、戴音琴）直接持有公司16.56%的股份，并通过宋城集团直接持有公司29.48%的股份。黄巧灵先生是中国旅游演艺行业专家，为宋城“千古情”系列演艺作品总导演、总策划、艺术总监，被誉为“中国旅游演艺导演第一人”。2021年8月27日，公司公告黄巧灵先生辞去董事长职务，由原总裁张娴女士担任董事长，黄巧灵先生仍担任公司董事会董事、战略负责人、千古情系列及公司演艺作品的总导演、总策划。此次人事变动有助于黄巧灵先生增强对艺术创作和战略方向的把控。

图 1：宋城演艺观演人次及演出场次



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：创始人黄巧灵为实际控制人（截至 2021H1）

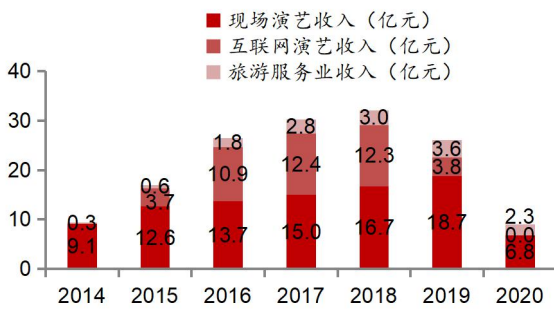


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

重资产、轻资产模式兼备，现场演艺及旅游服务为主要业务。现场演艺是指通过“主题公园+文化演艺”的重资产经营模式，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，业务收入来源主要为门票。重资产项目可以划分为自建及合作两种模式。旅游服务业务包括轻资产输出业务以及网络票务销售业务。

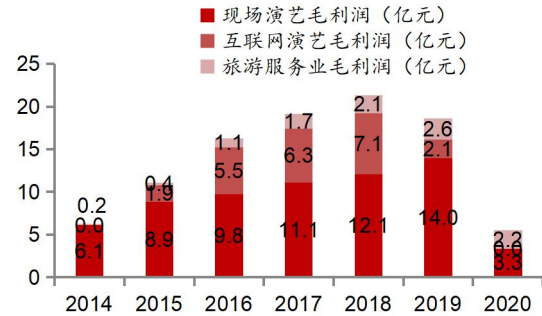
专注线下演艺，互联网演艺业务出表，现场演艺业务稳步增长，为收入、毛利润主要来源。2015年公司并购六间房以布局互联网演艺业务，形成23.7亿元商誉。2019年4月，六间房与另一公司密境和风完成重组，宋城演艺对重组后的公司“花房科技”不拥有控制权，同年5月起互联网演艺业务出表，截至2021H1，公司对花房科技持股比例为37.06%。2020年，公司营收实现9.0亿元，其中现场演艺、旅游服务分别贡献75%和25%；公司毛利润实现5.5亿元，现场演艺、旅游服务的毛利润分别占61%和39%。现场演艺毛利润增长快，2014-2019年复合增速18%。

图 3：现场演艺为公司主要收入来源



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

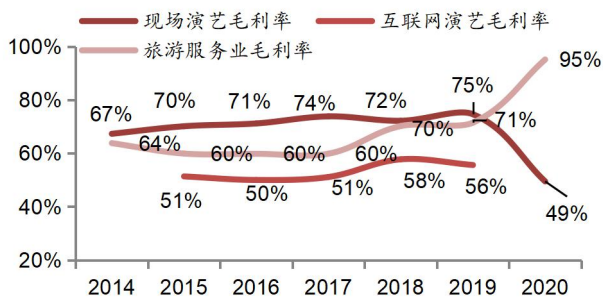
图 4：现场演艺毛利润增长快，为公司毛利润主要来源



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

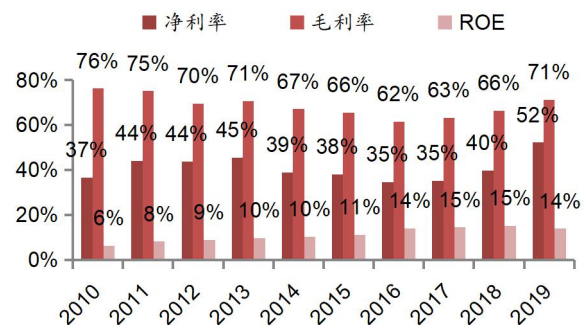
盈利能力突出，“主题公园+演艺”模式具备差异化竞争优势及降低运维成本。2010-2019年，公司年均毛利率、净利率、ROE分别为69%、41%和11%。公司重资产项目经营模式为“主题公园+演艺”模式。相比一般演艺企业，以主题公园为载体一定程度上克服了演出成本及引流成本高的问题；相比传统旅游企业，宋城演艺以文化演艺形成差异化竞争，减少对大型游乐设备的依赖，降低运维成本，盈利能力更强。2015-2019年公司现场演艺的毛利率在70%及以上。2017年起，公司开辟轻资产经营模式，盈利能力增强。此外，互联网演艺板块毛利率较低，此业务出表有利于进一步提升公司盈利水平。

图 5：现场演艺的毛利率水平较高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 6：年均毛利率、净利率、ROE 分别为 69%、41%和 11%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资产负债率低，正常经营年份经营活动现金流伴随项目数量扩张提升。2010年至2021年前三季度，公司资产负债率稳定在20%以下。2013至2014年为公司第一轮项目扩张期，伴随第一轮项目运营的成熟，2015-2017年经营活动现金流明显增长，此外，炭河、明月千古情轻资产项目分别于2017、2018年落地，轻资产项目收费稳定，有利于稳定经营现金流。2020年疫情期间，公司于1月24日至6月12日闭园，导致经营性现金流下降，此外，剥离互联网演艺对公司经营活动现金流也有一定影响。2015至2019年，公司期末现金余额稳定提升，其中2016年的下降主要是由于支付六间房并购款所导致的银行借款所致。

图 7：资产负债率低



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 8：2015-2019 经营活动现金流伴随项目扩张有所增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 两轮扩张锐意进取，异地复制成效显著

公司于 1996 年建成了杭州宋城景区，并于 1997 年正式推出《宋城千古情》，经过多年打磨，公司在旅游文化演艺的创作及主题公园的管理方面积累了丰富的经验，开始两轮异地扩张，并不断丰富演艺形式：

一轮扩张（2013 年 9 月至 2014 年 5 月）：走出杭州，推进“主题公园+演艺”项目在一线旅游目的地的复制。三亚宋城旅游区、丽江宋城旅游区及九寨宋城旅游区开始营业。

二轮扩张（2017 年 7 月至今）：推进重资产项目在一线旅游地桂林、张家界等地的布局，轻资产项目落地，并探索城市演艺及演艺集群项目。已开业的项目方面，此阶段落地的重资产项目包括桂林、张家界、西安和上海项目，其中上海项目标志着公司正式开启城市演艺，于 2021 年 4 月开业。轻资产落地项目包括《炭河千古情》、《明月千古情》和《黄帝千古情》。公司目前在建的重资产项目共三个，包括计划在 2021 年下半年或 2022 年初开业的佛山项目、2022 年开业的西塘项目和计划在 2023 年开业的珠海项目，其中西塘、珠海项目均定位“演艺谷”形式，是公司从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，演艺谷内将形成剧院集群、主题酒店集群、艺术街区集群等，剧院形态和演出形态将更加丰富，并将举办多项主题节庆活动；轻资产在建项目为《延安千古情》。

表 1：公司轻资产及重资产项目概况

项目类型	项目状态	模式	项目名称	地理位置	投资金额(截至 2021H1)	开业时间	占地面积
重资产	已开业	自建	杭州宋城旅游区 (杭州宋城、杭州乐园及烂苹果乐园)	浙江省杭州市西湖风景区西南侧	宋城景区整改项目投资 0.8 亿元 杭州宋城景区改扩建项目已投资约 0.6 亿元 1、2、3、4 号剧院整改累计投入约 2.8 亿元	1996 年 6 月	杭州宋城景区 占地 100 亩
		自建	三亚宋城旅游区	海南省三亚市中心迎宾大道	累计投资 5.6 亿元	2013 年 9 月	约 225 亩
		与政府合作	丽江宋城旅游区	云南省丽江玉龙县城核心区	投资 5.3 亿元, 后续整改已投资 0.3 亿元	2014 年 3 月	约 140 亩
	在建	与政府及当地企业合作	九寨宋城旅游区	四川省九寨沟县漳扎镇	投资 2.4 亿元, 后续整改已投资 0.4 亿元	2014 年 5 月	约 36 亩
		与当地企业合作	桂林宋城旅游区	广西省桂林市阳朔县	投资 4.3 亿元, 后续整改已投资 0.1 亿元	2018 年 7 月	约 160 亩
		与政府合作	张家界宋城旅游区	湖南省张家界市武陵源区索溪峪镇	含后续整改投入累计投资 4.0 亿元	2019 年 6 月	约 146.9 亩
		与政府合作	西安宋城旅游区	陕西省西安市浐灞生态区世博园	预算 5.5 亿元, 已投资 2.7 亿元	2020 年 6 月	-
	轻资产	与当地企业合作	上海宋城旅游区	上海世博园浦东园区	预算 7.1 亿元, 已投资 5.9 亿元	2021 年 4 月	约 27 亩
		与控股股东及政府合作	西塘宋城演艺谷	浙江省嘉兴市西塘镇	预算 4.0 亿元, 已投资 1.2 亿元	预计 2022 年	约 350 亩
		自建	佛山千古情	广东省佛山市南海区西樵镇	预算 4.5 亿元, 已投资 1.5 亿元	预计 2021 年下半年或 2022 年初	约 90 亩
轻资产	与政府合作	珠海宋城演艺度假区	广东省珠海市斗门区斗门镇	预算 25 亿元, 已投资 0.7 亿元	预计 2023 年	约 1500 亩	
	已开业	轻资产	《炭河千古情》	湖南省长沙市宁乡县炭河古城	-	2017 年 7 月	-
	轻资产	《明月千古情》	江西省宜春市明月山温泉风景名胜区	-	2018 年 12 月	约 150 亩	
	轻资产	《黄帝千古情》	河南省郑州市新郑县	-	2020 年 9 月	约 260 亩	
在建	轻资产	《延安千古情》	陕西省延安市西北部	-	2020 年 11 月签约, 未开业	约 150 亩	

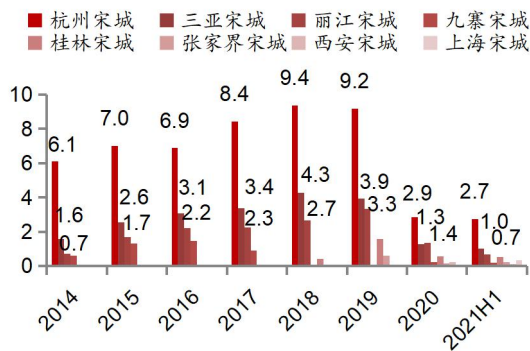
资料来源：公司公告，南海网，郑州晚报，光明网，中新网，浙商证券研究所

杭州宋城旅游区收入、毛利体量最高，其次为三亚宋城、丽江宋城。2014-2020 年，杭州宋城旅游区（包括杭州宋城、杭州乐园及烂苹果乐园）的收入、毛利体量高于其他宋城景区。2019 年，杭州宋城旅游区收入为 9.2 亿元，占公司营收的 35.2%，其次为三亚宋城 3.9 亿元（占比 15.0%）、丽江宋城 3.3 亿元（占比 12.8%）。2019 年杭州宋城毛利

润为 6.3 亿元，占公司毛利的 33.8%，其次为三亚宋城 3.3 亿元（占比 17.9%），丽江宋城 2.7 亿元（占比 14.7%）。

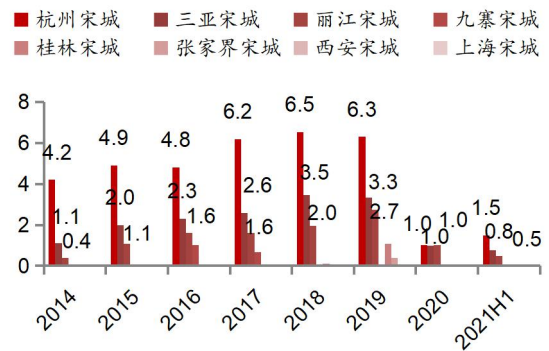
公司重资产项目异地复制能力强，新项目开业第一年即实现盈利，利润逐渐爬坡，游客人数高增。2013 年 9 月开业的三亚项目 2015、2016 年毛利润同比增长 78%、16%；2014 年 3 月开业的丽江 2015 年毛利润翻倍，2016 年同比增长 51%；2018 年 7 月开业的桂林宋城 2019 年毛利润实现高增；九寨项目 2017、2018 年毛利润的下滑主要受到 2017 年 8 月九寨地震的影响。伴随一轮扩张项目运营成熟，公司 2014-2016 年游客人次高增，2014-2016 年公司接待游客人次分别同比增长 76%、53%和 34%，同期现场演艺业务毛利润复合增速 26.4%。

图 9：杭州宋城旅游区收入最高（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：杭州宋城旅游区毛利润最高（单位：亿元）



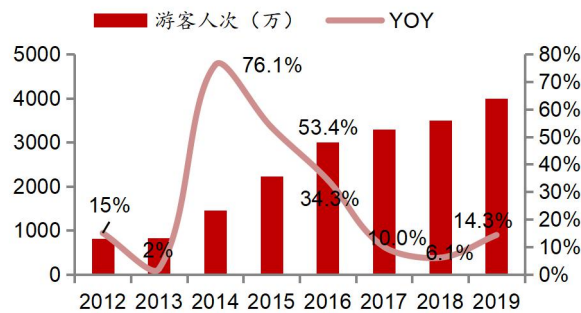
资料来源：公司公告，浙商证券研究所 注：杭州、三亚、丽江数据含其他业务毛利润，其余项目由于公司仅披露主营业务成本，毛利润仅为主营业务毛利润。2014、2015、2020、2021H1 仅披露杭州、三亚、丽江项目毛利润数据。

表 2：公司各重资产项目毛利润 YOY

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
杭州宋城旅游区	17.1%	-1.9%	28.6%	5.4%	-3.6%	-84.1%
三亚宋城旅游区	78.1%	15.6%	12.7%	33.5%	-3.7%	-70.7%
丽江宋城旅游区	180.7%	50.6%	-1.2%	22.3%	39.8%	-62.7%
九寨宋城旅游区			-34.9%	-100.0%		
桂林宋城旅游区					1000.4%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所 注：（1）杭州、三亚、丽江数据含其他业务毛利润，其余项目由于公司仅披露主营业务成本，毛利润仅为主营业务毛利润。（2）九寨项目 2015 年、2020 年未披露毛利润数据，2019 年未营业。（3）桂林项目 2020 年未披露毛利润数据。

图 11：伴随第一轮扩张的项目运营成熟，2014-2016 年游客人次大增



资料来源：公司公告，浙商证券研究所 注：2015、2018、2019 数据为观演人次，其余年份为游客接待总数。

1.3. 业绩高增长，国庆长假期间经营回暖

归母净利润增长快，2020 年剔除花房科技减值后仍实现盈利，2021 年前三季度恢复至 2019 年同期的 34.1%。2009-2019 年，公司归母净利润复合增速为 31.4%，2020 年业绩亏损主要受计提花房科技减值带来的 18.6 亿元长期股权投资损失的影响，剔除该部分投资损失后，公司盈利 1.0 亿元。此次花房科技计提减值主要是由于直播行业流量变现难度加大，PC 端直播起家的六间房平台业绩下滑以及花房科技新业务开展存在潜在失败风险。此次花房科技计提大额减值，短期减值风险已集中释放。

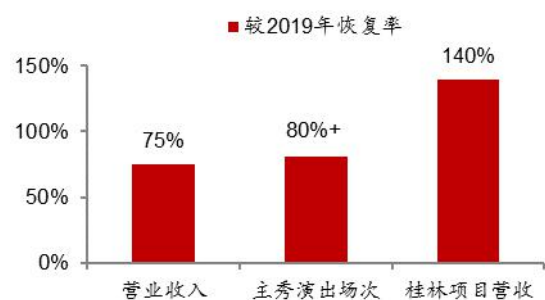
2021 年国庆期间营收及经营数据回暖。国庆七天营业收入约 1 亿元，恢复至 2019 年同期的 75%，其中源自散客的收入已基本恢复至 2019 年同期水平；桂林千古情持续深入开发本地及周边市场，营业收入较 2019 年同期增长 40%。各大千古情等主秀演出 229 场，较 2019 年同期恢复超 80%。

图 12：归母净利润 2009-2019 年复合增速 31.4%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 13：2021 国庆长假较 2019 年同期数据



资料来源：宋城演艺公众号，浙商证券研究所

2. 市场集中，供需变革，旅游演艺未来已来

2.1. 主题公园旅游演艺模式占优，竞争格局呈现马太效应

根据道略演艺产业研究院，旅游演艺可以划分为三种形式：实景旅游演出、主题公园旅游演出和独立剧场旅游演出。实景旅游演出是指以旅游地山水实景为依托打造的，将当地的民俗文化与著名的山水旅游景点紧密结合的旅游演出，代表作品包括《印象》系列等；主题公园旅游演出是指在主题乐园内打造演出剧目，通过演出与游园优势互补，

共同打造的复合型旅游演出项目，代表作品包括《千古情》系列、《C秀》、《闽南传奇》等；独立剧场演出是指在剧场内主要针对旅游人群所打造的旅游演出产品，演出剧目以展示当地文化特色的歌舞、戏剧、曲艺、杂技等演出形式的综合晚会，代表作品包括《又见》系列、《张家界·魅力湘西》等。

表 3：各演艺类型代表作品

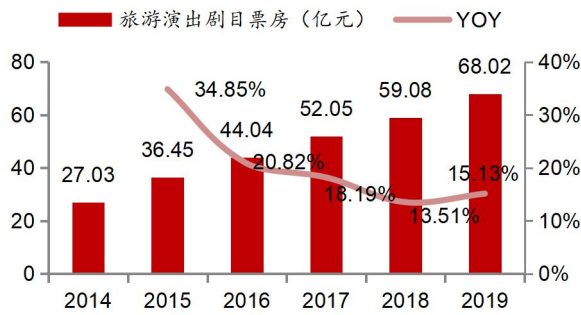
演艺类型	代表剧目名称	出品机构
实景旅游演出	《长恨歌》	陕旅集团山西华清宫文化旅游有限公司
	《文成公主》	域上和美文化旅游股份有限公司
	《印象·刘三姐》	桂林广维文华旅游文化产业公司
	《印象·丽江》	丽江玉龙股份有限公司
	《印象·大红袍》	印象大红袍股份有限公司
主题公园旅游演艺	《C秀》	复星旅游文化集团三亚泛秀演艺有限公司
	《龙秀》	广州长隆集团有限公司
	《闽南传奇》	华夏文化旅游集团股份有限公司
	《三亚千古情》	宋城演艺发展股份有限公司
	《宋城千古情》	宋城演艺发展股份有限公司
独立剧场旅游演艺	《又见敦煌》	敦煌市又见敦煌文化旅游发展有限公司
	《又见平遥》	平遥县印象文化旅游发展有限公司
	《云南印象》	云南杨丽萍文化传播股份有限公司
	《张家界·魅力湘西》	魅力文旅发展有限公司
	《傣秀》	融创文化旅游发展集团有限公司

资料来源：道略演艺，浙商证券研究所

旅游演出票房稳步增长，主题公园演艺占近半份额。根据道略演艺，中国旅游演出剧目 2014-2019 票房 CAGR 达 20.3%，截至 2019 年末票房为 68.02 亿元。主题公园旅游演艺票房 2015 年至 2018 年占旅游演出总票房的 40%以上，占比高于剧场旅游演艺及实景旅游演艺，2018 年主题公园旅游演艺票房份额为 46.8%。

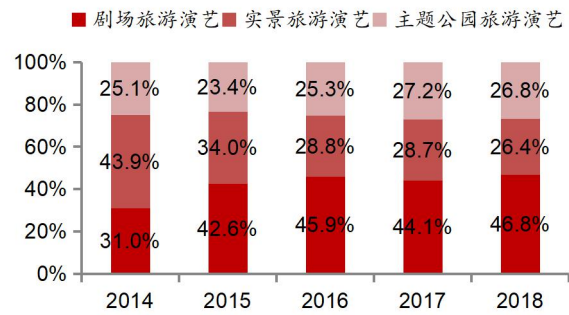
主题公园旅游演艺创新性强，且较实景演出和独立剧场演艺业态更加多元，有利于票房规模增长。（1）实景演出往往由景区聘请知名编导团队打造，创作与运营分开，内容更新迭代较慢，而主题公园演艺的创作和运营一体化，更加灵活，便于不断调整。（2）从游客角度来看，实景演出分布在自然景区，观众基本为远程游客，反复观看可能性不高，演出内容如果打磨得足够完善，无需经常更新。主题公园旅游演艺观众多为周边游客，反复游玩需求更高，因而需要经常更新迭代。（3）从业态来看，实景演出受季节、天气影响较大，一般只能在晚上演出，演出场次受限，主题公园式演艺可以融合主题园内元素丰富旅游内容，相较剧场演艺和实景演艺的业态都更加多元。

图 14: 旅游演出剧目票房收入稳步增长



资料来源: 道略演艺, 浙商证券研究所

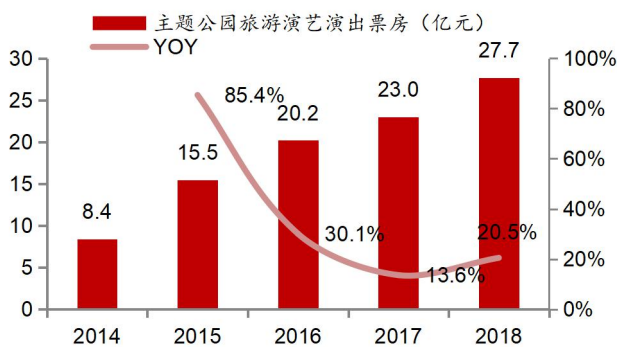
图 15: 主题公园旅游演艺票房份额 2015-2018 年最高



资料来源: 道略演艺, 浙商证券研究所

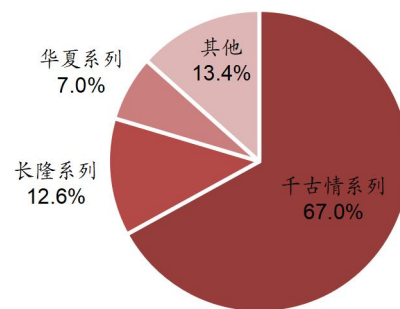
主题公园旅游演艺演出票房规模 2018 年近 30 亿, 市场集中度高, 千古情系列优势明显。2014-2018 年, 主题公园旅游演艺演出票房复合增速 34.7%, 2018 年, 主题公园旅游演艺 CR3 占据 87% 的市场份额, 千古情系列占据主题公园旅游演艺票房的 67.0%, 优势突出, 其次是长隆系列 (12.6%)、华夏系列 (7.0%)。长隆系列由广州长隆集团有限公司出品, 代表作品包括《龙秀》、《魔幻传奇》等, 华夏系列由华夏文化旅游集团股份有限公司出品, 代表作品包括《闽南传奇》、《驼铃传奇》、《神游传奇》等。

图 16: 主题公园旅游演艺演出票房 2014-2018 CAGR 34.7%



资料来源: 道略演艺, 浙商证券研究所

图 17: 2018 年主题公园旅游演艺中千古情系列占比 67.0%



资料来源: 道略演艺, 浙商证券研究所

2.2. 疫情危中存机, 推动行业供需双侧变革

疫情期间旅游演艺企业经营压力加大, 供给出清促进竞争格局优化。受疫情影响, 旅游演艺企业的复演面临不确定性, 且疫情防控升级导致上座率受到控制, 导致收入下降。2020 年 5 月, 文化和旅游部市场管理司印发的《剧院等演出场所恢复开放疫情防控措施指南》中规定: “剧院等演出场所观众人数不得超过剧院座位数的 30%。” 随疫情逐步得到控制, 2020 年 6 月发布的第三版通知中将上座率限制上调至 50%, 2020 年 9 月在第四版中上调至 75%。根据企查查数据, 2020 年全年吊销及注销的文旅演艺公司为 2418 家。2021 年 8 月, 第五版防疫工作指南中取消 75% 红线规定, 大型演出上座率有望提升。

表 4：剧院等演出场所恢复开放的疫情防控措施规定

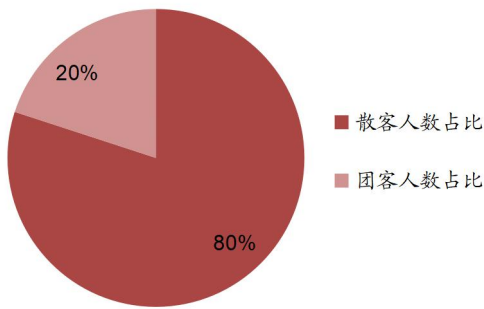
时间	公示文件	规定内容
2020 年 5 月 12 日	《剧院等演出场所恢复开放疫情防控措施指南》	剧院等演出场所观众人数不得超过剧场座位数的 30%，要间隔就坐，保持 1 米以上距离。演员之间要保持一定距离。含有多个剧场的综合性演出场所，同时只能开一个剧场。
2020 年 6 月 22 日	《剧院等演出场所恢复开放疫情防控措施指南（第二版）》	剧院等演出场所观众人数不得超过剧院座位数的 30%，应当间隔就坐，保持 1 米以上距离。含有多个剧场的综合性演出场所，同时只能开一个剧场。
2020 年 8 月 10 日	《剧院等演出场所恢复开放疫情防控措施指南（第三版）》	剧院等演出场所观众人数不得超过剧院座位数的 50%，应当间隔就坐，确保安全距离。含有多个剧场的综合性演出场所，不同剧场之间应当实行错峰或者通过不同路径出入场，并加强统筹调度，安排专人做好现场疏导，避免人员聚集。
2020 年 9 月 18 日	《剧院等演出场所恢复开放疫情防控措施指南（第四版）》	（1）剧院等演出场所观众人数原则上不得超过剧院座位数的 75%；含有多个剧场的综合性演出场所，不同剧场之间应当实行错峰或者通过不同路径出入场。（2）防控风险等级调整为中高风险区域的，建议暂停举办营业性演出活动。
2021 年 8 月 31 日	《剧院等演出场所新冠肺炎疫情防控工作指南（第五版）》	（1）坚持常态化精准防控和局部应急处置有机结合，原则上不对全辖区、全行业实行“一刀切”。（2）疫情低风险地区，对剧院等演出场所接待消费者人数比例不做统一限制，由各省（区、市）党委、政府根据当地疫情防控形势自行掌握。

资料来源：文旅部，浙商证券研究所

疫情导致旅游演艺企业进入短暂“休整期”，产品打磨及闭园升级有利于供给端升级。疫情虽让旅游演艺从业者暂时停下了脚步，但也给予了从业者时间进行思考，以做出更适合市场发展和结构的产品。以宋城演艺为例，2020 年 1 月 24 日至 6 月 12 日为闭园停业期，公司利用这段时间从硬件、软件、营销、组织架构等多方面进行了优化升级，并开展各个项目的整改提升，例如将杭州宋城区改造为演艺王国，向“一台剧目、一个公园、一张门票”的模式向多剧目、多种票型组合的演艺平台转变升级。

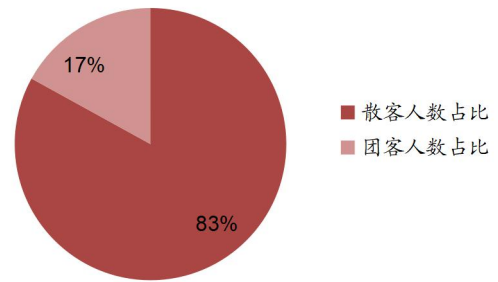
客源由以团客为主转向以散客为主，去旅行社中心化的大众旅游时代到来，旅游演艺企业对下游议价能力有望提升。我国旅游演艺企业长期依赖与旅行社的捆绑销售，客源主要是团队游客，并对旅行社给予返佣，议价能力有限。疫情期间，旅行社组织出游活动受影响，散客比重提升，有利于提升演艺企业对下游的议价能力。根据中国旅游研究院，以 2020 年国庆、中秋假期福州市的数据为例，假日期间全市共接待 502 万游客，其中旅行社等有组织的出游比例不到 2%。宋城演艺的杭州宋城景区 2020 年国庆、中秋黄金周散客人数占比达到 80%，2021 年国庆假期宋城全部景区散客人数占比达到 83%。

图 18：2020 年国庆、中秋杭州宋城黄金周散客占比达 80%



资料来源：宋城演艺公众号，浙商证券研究所

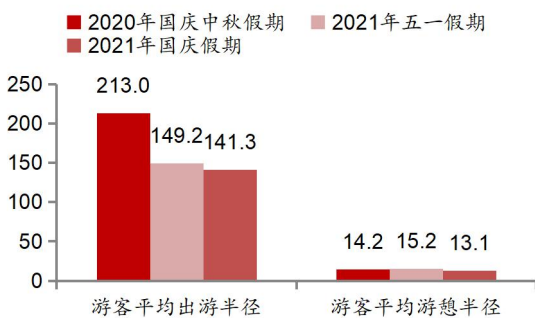
图 19：2021 年国庆假期宋城全部景区散客人数占比达到 83%



资料来源：宋城演艺公众号，浙商证券研究所

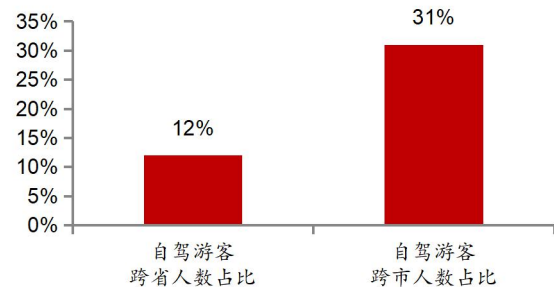
疫情拉动省内游、周边游，有利于培养本地游客观演习惯。疫情改变出行习惯，游客出行半径下降。根据中国旅游研究院，假期游客出行以中短程旅游为主，2020 年国庆中秋长假八日、2021 年五一假期、2021 年国庆假期游客平均出游半径分别为 213.0 公里、149.2 公里和 141.3 公里，在目的地的平均游憩半径为 14.2 公里、15.2 公里和 13.1 公里。2021 年 1-5 月，自驾游客跨省、跨市人数占比不高，分别为 12%和 31%。省内游、周边游的高热度促进旅游演艺企业拓展本地及周边客源，增进短途游客对于演艺项目的了解。

图 20：游客小长假平均出游半径在 215 公里以内



资料来源：中国旅游研究院，浙商证券研究所

图 21：2021 年 1 至 5 月自驾游客中出游跨省、跨市比例不高

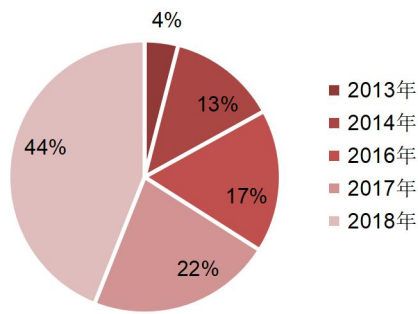


资料来源：中国旅游研究院，浙商证券研究所

2.3. 探索产品升级、收入多元及产业链完善，旅游演艺仍大有可为

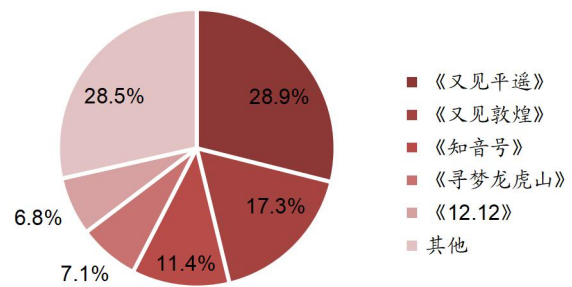
文化赋能及科技加持，“沉浸式”演出为旅游演艺发展新趋势，为旅游演艺产品升级提供想象空间。“沉浸式”演出是指演艺作品采取互动式体验的演出，游客可参与到剧情中，且更注重科技的场景体验。我们认为，旅游演艺企业的最核心竞争力仍然在产品，产品可以通过“文化+科技”实现“沉浸式”体验，增强竞争力。一方面，产品应深入挖掘当地特色文化，提升产品的文化内涵，增强记忆点。在内容质量保证的基础上，旅游文化企业可以借力先进技术，提升观众的视听感受。根据道略演艺数据，“沉浸式”演出正迎来爆发式增长，2018 年，多场“沉浸式”旅游演艺首演，占 2013-2018 年首演数量的 44%，其中《又见》系列票房领先。伴随未来人工智能、VR、AR 技术的发展，沉浸式演艺产品有望持续升级。

图 22：2018 年沉浸式旅游演艺项目首演占比 44%



资料来源：道略演艺，浙商证券研究所

图 23：2018 年沉浸式演出票房占比



资料来源：道略演艺，浙商证券研究所

国内旅游演艺企业营收结构有待多元化，国外演艺谷形式可借鉴。演艺谷形式打造多层次、多元化的内容供给体系，提升游客停留时间，将形成更大产业规模和平台效应。以全球最受欢迎的主题公园之一法国狂人国公园为例，狂人国公园以夜游演艺秀为基础滚动发展，带动景区扩建、演艺产品增加、配套酒店兴建、餐饮二销等相关产业发展。国内旅游演艺企业收入仍以门票为主，以宋城演艺为例，公司 2020 年现场演艺的收入占营收 75%，收入来源为门票收入，目前公司在建的西塘、珠海项目均为演艺谷形式，我们认为未来其营收结构有望继续优化。文旅部在 2019 年 3 月发布的《关于促进旅游演艺发展的指导意见》中也指出：“支持条件成熟的旅游演艺项目向艺术教育、文创设计、展览展示、餐饮住宿、休闲娱乐等综合配套业态转型，因地制宜建设一批旅游演艺小镇、旅游演艺集聚区等。”

产业体系有待完善，契机在于人才培养及政策的支持。根据人民日报 2020 年对旅游演艺行业部分专家及业内人士的报道，国内外的旅游演出行业生态的差异主要在于产业体系的差异，比如目前国内还没有专门投资旅游演艺的基金，没有负责打磨歌舞、灯光、音响的专业化团队。相比之下，国外旅游演艺产业体系较为完善，以美国的百老汇为例，下游的剧院分布，上游的剧目策划、资金筹措和投资选择，以及位于中游的演职人员培训，票房营销方式和渠道，相关衍生产品的设计、制作、销售等，都由一大批专业公司分工负责。文旅部 2019 年 3 月发布的《关于促进旅游演艺发展的指导意见》中也提出：“培养一批适应旅游演艺发展需要的创作、表演、舞美设计、运营管理、市场营销等方面的专业人才。支持艺术院校特别是职业院校与旅游演艺经营主体开展深度校企合作。”我们认为，未来人才的培养及政策的支持有望推动旅游演艺产业体系的建设和发展。

3. 业务模式探讨：轻资产项目经营稳健，重资产项目优势突出

3.1. 轻资产模式：谨慎扩张，盈利稳定，获政府支持

公司自 2016 年开辟轻资产业务模式，盈利模式为收取一揽子服务费+管理费。2016 年，公司签订“宋城·宁乡炭河里文化主题公园”合作协议，开启轻资产模式的第一单。2017 年 7 月、2017 年 11 月、2020 年 11 月，公司陆续完成明月千古情、黄帝千古情和延安千古情项目的签约。轻资产模式下，合作方负责景区建设及日常维护，公司负责提供一揽子服务，包括：“千古情”节目导演、规划概念性方案设计、互动项目概念性设计及运营团队筹备。公司按服务进度分阶段确认一揽子服务费，一揽子服务费往年多为 2.6 亿，一般是开业前后确认服务费的 60%-70%，此外，在景区开业后，于每年年末按照景区营业收入的百分比（往年项目多是 20%）收取管理费。

轻资产业务签约方多为国有控股公司，获当地政府支持，项目实现互惠共赢。从公司轻资产的合作方来看，以往合作方多为国有控股的旅游投资公司，有一定的旅游园区开发及建设经验。轻资产模式由政府投资，宋城输出品牌，为宋城获得较高的品牌溢价和稳定的盈利来源，同时促进当地第三方服务业的发展，改善市场环境。以炭河项目为例，截至2018年7月3日，炭河项目运营一周年，营业收入破1.6亿元，带动周边5000余人就业，拉动全域超过10亿元的产业发展，成功改善宁乡的招商环境，有数个文旅项目主动与宁乡政府探讨合作，看好宁乡的旅游市场。

轻资产项目选址优，多通过依托当地优秀旅游资源或传统景区，注入宋城品牌，提高旅游地的吸引力，落地速度快。延安千古情选址位于延安的红色文化旅游核心区，黄帝千古情位于历史文化悠久的新郑，明月千古情位于明月山景区内。项目的选址佳为后续业务的成功开展打下基础。公司轻资产项目从签约到开业一般需要1年至2年多的时间，建设周期较短。

表 5：宋城演艺轻资产合作情况

签约时间	开业时间	项目名称	合作方	收费方式	地址	占地面积	授权期限
2020.11.16	-	延安千古情	陕西太乙农业发展集团股份	一揽子服务费2.6亿元，并按部学院、枣园革命旧址、枣园1938景区，照经营收入的20%收取基本管理费。	位于延安市区内西北部，毗邻中国延安干安火车站15公里，距离延安南泥湾机场25公里，交通极为便利。	150亩(含50亩停车场)	5年
2017.11.9	2020.9.19	宋城·黄帝千古情景区	宜居教育城龙腾建设发展有限公司(新郑市人民政府指定)	一揽子服务费2.6亿元，并按照经营收入的20%收取基本管理费。	位于新郑市北部，紧邻郑州，距郑州市火车站12公里，距郑州新郑国际机场15公里。新郑在上古时期就有中华人始祖轩辕黄帝在此建都，其历史悠久灿烂，文化底蕴深厚，有着8000年裴李岗文化、5000年的黄帝文化、2700多年的郑韩文化，是中国古代文明最早的发源地之一，是中原核心地带。	260亩(包含配套建设的停车场和游客中心用地)	5年
2017.7.6	2018.12.28	宋城·明月千古情景区	宜春市明月山旅游投资有限公司	一揽子服务费用人民币2.6亿元，管理费另行商议。	位于赣西中部的宜春市明月山温泉风景名胜区内，距离宜春市区15公里。明月山拥有国家级风景名胜、国家5A级景区等多项桂冠，集生态游览、休闲度假等为一体的山岳型风景名胜。	150亩(不含配套建设的停车场及游客中心约50亩用地)	10年
2016.6.21	2017.7.3	宋城·宁乡炭河里公园	炭河旅游、宁乡县人民政府(鉴证人)	一揽子服务费2.6亿元，经营国百强县的第39位。宁乡还拥有深厚的文化主题收入人文积淀，是中国南方青铜器中心，相继出土了震惊世界的四羊方尊、人面纹方鼎等国之重器。	位于长沙市宁乡县，距离市区仅40公里，是湖南最具经济实力的县市之一，位居全		5年，已续签

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

对轻资产输出维持谨慎态度，佛山项目由轻转重。轻资产的项目推进速度及为公司带来的现金流较快，也能够体现出宋城的品牌能力，但公司也在进行持续平衡和考量品牌维护及轻资产输出的关系。2017年6月13日，公司与“樵山投资”签订协议，佛山市南海区听音湖片区通过轻资产合作的方式引入宋城·西樵山岭南千古情景区项目。2018

年12月28日,公司公告受让宋城·西樵山岭南/佛山千古情景区项目公司100%股权,后续将自主打造“宋城·西樵山岭南/佛山千古情景区项目”。对佛山项目的调整基于公司对佛山项目的进一步深入考察,对当地丰富的文化、旅游资源的综合考量以及未来发展的长期看好,由轻资产输出转向自主运营体现了公司对轻资产模式的慎重考量。

已开业轻资产门票价格低于重资产项目。对比轻资产及重资产项目,可以发现重资产项目的票价较轻资产项目更高,桂林千古情、杭州千古情成人票票价分别为300元、320元,而轻资产项目的票价(含演出门票)在170元以下,我们认为这主要是由于目前已开业的轻资产项目位于相对低线的旅游城市,消费水平较低,此外,自主运营下公司对于项目的投入及建设会更加到位,且桂林、杭州项目运营的时间更长,更加成熟。

表 6: 轻资产门票对比重资产门票价格(原价)

类型	项目	成人票	亲子票(1大1小)	家庭票(2大1小)
轻资产	明月千古情	120元	240元	360元
	炭河千古情	160元(含演出门票), 55元(不含演出门票)	-	-
	黄帝千古情	168元	280元	-
自主运营	桂林千古情	300元	570元	880元
自主运营	宋城千古情(杭州)	320元	580元	900元

资料来源:宋城飞猪官方旗舰店,大众点评,浙商证券研究所

轻资产项目落地后运营稳健,毛利率高,宁乡项目成功续签。轻资产业务的一揽子服务费及管理费收入体现在旅游服务业务板块的设计策划费一项。2016-2020年,公司设计策划费收入CAGR为10.5%,增长稳健,2020年疫情期间公司设计策划费收入为1.8亿元,仍同比增长5.8%,体现了轻资产项目收入的稳定性。此外,不考虑管理费,公司设计策划费的毛利率2018-2019年稳定在95%以上,表现了轻资产模式较强的盈利能力。公司的第一单宁乡项目将于2022年到期,公司投资者交流纪要中披露已完成5年的续签。

图 24: 设计策划费(含管理费)收入稳定



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 25: 设计策划费毛利率高



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

3.2. 重资产模式: 区位、产品、营销构筑核心优势

3.2.1. 区位: 大选址+小选址确定项目地, 先发优势明显

重资产项目选址遵循大选址+小选址原则, 保证项目地流量, 市场容量大。大选址侧重自带流量的一二线旅游目的地, 小选址则主要是项目具体的区位位置、交通等。公司重资产项目选址于杭州、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界这样的热门旅游目的地, 且项目地距离周边知名景点或市中心近。比如: 杭州宋城旅游区临近杭州西湖, 张家界宋城旅游区临近武陵源风景名胜区, 九寨宋城旅游区虽距离市中心较远, 但距离知名景点

九寨沟的驾车时间也仅为 10 分钟。我们认为，旅游演艺对景区依赖程度高，先布局的公司占据优势地理位置，项目培育时间长，具备先发优势。

二轮扩张项目整体较一轮项目游客量更大，市场潜力大。根据各地旅游局的统计，截至 2019 年末，一轮扩张的项目三亚、丽江的游客接待人次分别为 2396、5402 万人次，二轮扩张中已落地的九寨、桂林、张家界、上海、西安分别为 186 万、1.38 亿、8049 万和 3.0 亿、3.7 亿人次，后续待落地项目所在地佛山、嘉善（西塘项目）的游客接待人次分别为 6226 万、2136 万。

上海项目及珠海项目选址应另当别论。上海项目为城市演艺模式，城市演艺不同于景区旅游演艺，对外来游客的依赖度更低，应更注重发掘本地消费市场，公司选址于上海，主要是考虑到上海作为一线城市，经济发达，本地居民消费力强，且商务旅客多，但在宋城进入前没有一个知名的驻场演出，市场潜力巨大。珠海项目定位为 2-3 天的旅游目的地演艺集群产品，距离主城区车程 1 小时左右，但演艺集群最核心要素是差异化的、特色的、富有竞争力的内容以及能让游客停留下来的相关配套，目标客群为全国旅客。

表 7：重资产项目基本情况

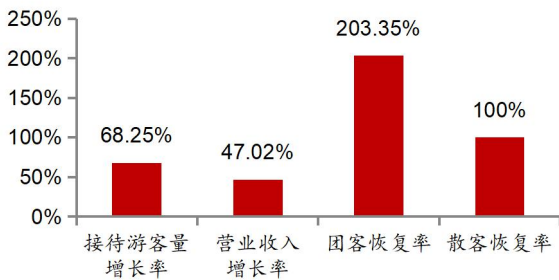
项目	周边知名景点及驾车或步行时间（如无特别说明，均为驾车时间）	地址	距离市中心距离(公里)	所在旅游地游客人次（截至 2019 年末）
杭州宋城旅游区	杭州西湖（12 分钟）	杭州之江国家旅游度假区	13.7	20276 万（杭州市）
三亚宋城旅游区	鹿回头（21 分钟）、大东海旅游区（19 分钟）	三亚市中心迎宾大道	4.7	2396.33 万（三亚市过夜游客）
丽江宋城旅游区	丽江古城（21 分钟）	玉龙纳西族自治县	3.1	5402.35 万（丽江市）
九寨宋城旅游区	九寨沟（10 分钟）	九寨沟县漳扎镇	210.2	186 万（九寨）
桂林宋城旅游区	漓江景区（40 分钟）、遇龙河景区（步行 9 分钟）、图腾古道（11 分钟）	阳朔县千古情大道	59.3	1.38 亿（桂林市）
张家界宋城旅游区	武陵源风景名胜区（10 分钟）、张家界大峡谷（26 分钟）	武陵源区军地坪街道	27.1	8049.3 万（张家界）
西安宋城旅游区	西安世博园（步行 3 分钟）、西安钟楼（43 分钟）、大明宫国家遗址公园（25 分钟）	西安浐灞生态区世博园	11	30110.43 万（西安市）
上海宋城演艺王国	世博中心（步行 6 分钟）、外滩（21 分钟）、中华艺术宫（5 分钟）	世博公园	-	37037.74 万（上海市）
西塘宋城演艺谷	西塘古镇景区（6 分钟）	浙江省嘉兴市嘉善县西塘镇	-	2135.58 万（嘉善县）
佛山千古情景区	西樵山风景名胜区（12 分钟）	佛山市南海区西樵镇听音湖片区	-	6226 万（佛山市）
珠海宋城演艺度假区	-	珠海市斗门区斗门镇	-	4618.21 万（珠海市）

资料来源：公司公告，高德地图，各地旅游局，浙商证券研究所

部分得益于气候优势及选址优势，桂林项目疫情期间恢复迅速，五一及国庆期间表现出色。根据公司投资者业绩交流纪要，桂林 2020Q4 收入高于 2019 年同期，主要得益于两方面原因，一是气候条件及项目选址好，二是桂林项目开业以来经过两年多的培育，

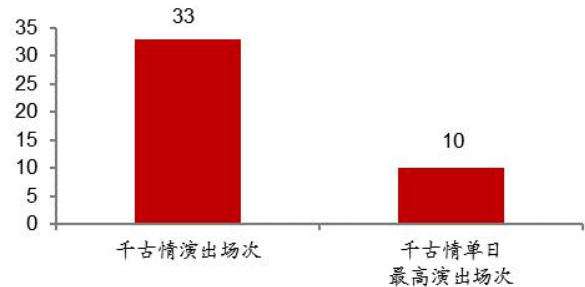
在当地市占率较高。根据公司官方公众号，桂林项目 2021 年五一小长假期间接待游客量 18.07 万人次，较 2019 年同期增长 68.25%，创同期新记录；千古情演出场次创同期新纪录，单日最高演出场次达 10 场，创历史最高记录；营业收入较 2019 年同期增长 47.02%；团客、散客恢复率分别恢复至 2019 年同期的 203.35%和 100%。2021 年国庆小长假桂林项目亦有突出表现，营收较 2019 年同期增长 40%。

图 26：五一小长假期间桂林项目表现优异



资料来源：宋城演艺公众号，浙商证券研究所

图 27：桂林千古情五一期间演出场次



资料来源：宋城演艺公众号，浙商证券研究所

3.2.2. 产品：千古情市场地位领先，业务模式占优，内容更新迭代快

杭州、丽江及桂林除宋城的《千古情》系列外，由张艺谋导演的《印象》系列也是较为知名的演出，我们对比了各地区《千古情》及《印象》系列的表现。

《千古情》系列市场适应能力强，口碑优于同行。千古情宣传语为“一生必看的演出”，公司针对不同的项目所在地的文化推出不同的千古情产品，但无论在杭州、丽江还是桂林地区，宋城的千古情系列都在大众点评保持了 4.8 分以上的高分，体现了公司千古情创作团队较强的市场适应能力。相比之下，《印象西湖》、《印象丽江》、《印象刘三姐》分别是 4.6 分、4.8 分和 3.8 分。此外，在杭州地区，《宋城千古情》演出场次更多，进入市场的时间更早。

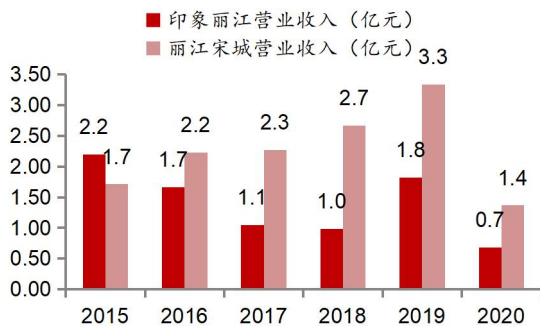
“主题公园+演艺”形式加持，丽江千古情营收高于竞争对手。《印象》系列均为实景演出，《宋城千古情》为剧场演出，受天气影响小，此外，结合主题公园，能进一步提升演艺的价值，为公司创造收益。丽江宋城景区 2014 年 3 月开业，经过两年的培育，2016 年起营收高于《印象丽江》，2019 年营收为 3.3 亿元，是同期《印象丽江》的 1.8 倍。

表 8: 《千古情》对比《印象》系列作品 (截至 2021.11.19)

杭州:		
名称	《宋城千古情》	《印象西湖·最忆是杭州》
开始公演时间	1997 年	2007 年
演出形式	剧场演出	实景演出
票价 (成人票, 原价)	320 元	360 元
演出场次	14:00、19:00 各一场	19:30 一场
大众点评评分	4.8	4.6
丽江:		
名称	《丽江千古情》	《印象丽江》
开始公演时间	2014 年	2006 年
演出形式	剧场演出	实景演出
票价 (成人票, 原价)	300 元	280 元
演出场次	16:30 一场	13:30、13:20、15:00 各一场
2019 年营收 (亿元)	3.33 (含主题公园)	1.82
大众点评评分	4.9	4.8
桂林:		
名称	《桂林千古情》	《印象刘三姐》
开始公演时间	2018 年	2004 年
演出形式	剧场演出	实景演出
票价 (成人票, 原价)	300 元	328 元 (B2 区) / 428 元 (B1 区)
演出场次	16:30 一场	两场 (夏季为 20:00、21:40; 冬季为 19:30、21:05)
大众点评评分	4.8	3.8

资料来源: 大众点评, 公司官网, 印象刘三姐官网, 宋城飞猪官方旗舰店, 公司公告, 浙商证券研究所

图 28: 丽江宋城 2016 年起营收高于《印象丽江》



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

图 29: 丽江宋城营业收入增速较为稳定



资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

公司于 2021 年推出《爱在》系列, 定位低端市场, 丰富产品层次。过去公司通过千古情做高档市场, 但公司发现疫情期间部分区域市场的演艺企业用极低的价格、甚至免费手段获取游客, 根据这样的情况, 决定打造《爱在》系列。另一方面, 千古情产品因为票价原因很难进入源头旅行社, 主要靠品牌影响力、导游推荐和当地散客市场。《爱在》系列主打低端市场, 有利于保护千古情的高端市场定位, 目前三亚、丽江、西安、张家界等项目正在加紧筹备《爱在》系列演出。

对创作团队进行调整,提升创作效率,对创作人才给予高薪激励。公司的内容生产主要包括自制、外采及合作。2020年,公司对原有团队进行调整,将部分人员转为艺术团管理,优秀的继续留在创作组,同时吸收部分曾参与大型演出编创的专业人才、北舞等院校优秀人才。目前的公司创作人员架构更完善,效率更高,创作速度从一年两台提速到一年十台,一台节目一般2个月左右周期。此外,公司2021年7月发布招聘公告,以百万年薪招聘演艺创作人才,包括:编导、音乐、舞美、视频、音响、灯光等,体现了公司对创作人才的重视。

成立创新部,对项目进行全方位创新。公司于2020年成立创新部,主要职责是融合内外部资源,负责从初步立项到评估、给予部分资金测试到全公司推广。涵盖的内容不仅为剧目,还有景区氛围、互动项目、背景音乐、工服、指示牌、灯光系统设计等。

3.2.3. 营销:销售渠道广泛,电子商务手续费增长稳定,主题活动增强品牌营销

公司的销售渠道方面主要分三大类:传统旅行社模式、线上网络销售模式、终端和门店直销模式,其中终端模式特色突出。根据公司公告的投资者交流纪要,我们测算得到2019年上半年散客营收占比在六成水平,团客占比在四成水平。公司的旅行社模式对接团客,疫情之下,公司对旅行社给予营销推广费用的扶持,维护团客渠道。其他渠道主要对接散客,其中终端渠道包括酒店、出租车及客栈销售。出租车是城市文化流动的宣传站,宋城重视对出租车司机的促销推广,邀请出租车司机到宋城看演出,借由出租车司机对游客进行宣传推介。此外,在丽江,2000多家客栈都有宋城的销售机器。许多成都、重庆人周末就会到丽江客栈小憩喝茶,可以把这部分人转为宋城的新客群。

线上销售渠道发展较快。公司打造的电子商务平台——宋城独木桥旅游电子商务平台(www.51dmq.com)自2013年7月5日上线,实现了公司营销的转型升级,大大拓宽了产品销售渠道。电子商务销售收入来自公司与各景区、酒店或代销的旅行社等,根据双方约定的各产品分成比例,在订单生成,游客已入园或入住后表明相关经济利益已经流入对方,门票金额已经收取或者取得收款权时确认收入实现。公司的电子商务手续费营业收入2015-2019年CAGR为42.4%。毛利率有所下滑,但维持在50%以上的较高水平。公司于2018年年报中指出:宋城旅游的分销、直销、终端合计销售额已占据公司整体门票销售的相当份量,并在不断提升。

图 30: 电子商务手续费 2015-2019 CAGR 42.4%



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 31: 电子商务手续费毛利率有所下滑,在50%以上



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

结合节庆活动对景区进行推广,未来计划对各景区活动进行统一规划及投放。公司打造一年四季主题活动,以杭州宋城为例,杭州宋城曾在夏天举办电音泼水节,在国庆节举办“万人同唱一首歌,为祖国献礼”,在元旦举办“双旦奇遇夜”灯等。公司夏天的泼水节一天可以吸引几万人,两年前开启的“我回”系列穿越活动是一种全新体验式

的营销模式，给景区带来量和口碑的提升。宋城未来的营销推广计划将各地的项目、活动进行整合，比如统一时间，全国各地千古情景区都在举行类似火把节、泼水节、狂欢节等各种活动或巡演，集中投放将进一步提高推广效果。

表 9：杭州宋城节庆活动

时间	活动名称	活动内容
2021.7.10-8.22	电音泼水节	电音泼水狂欢、亲子秀《WA! 恐龙》、走动式演出《库克船长》等
2020.10.1-5	“万人同唱一首歌，为祖国献礼”	数百架无人机编队带着五星红旗出现在空中，变幻出“中国心”等各种文字与图形，万名游客挥动手中的五星红旗，同声高唱《我和我的祖国》
2020.12.24-1.3	双旦奇遇夜	网红景点打卡，跨年音乐会，跨年倒计时，演艺节目上映
2020.11.01	宋城奇妙万圣夜	玩鬼屋、探鬼街、扮鬼妆、看鬼秀
2020.9.26	杭州宋城秋季主题活动——天灯节	《天灯盛会》演出、《华灯巡游》演出、初上灯会活动等
2019.3.2	我回大宋	5D 实景体验剧《大地震》、实景战争剧《映山红》全新上演、穿着古装游宋城等

资料来源：宋城演艺官网，浙商证券研究所

4. 重要项目分析：杭州宋城谋转型，上海宋城辟新径，珠海宋城创产品新高度

4.1. 杭州宋城：转型演艺王国，有望量价齐升

公司以杭州宋城为演艺王国试验地，从“一台剧目、一个公园”的千古情模式向“多剧院、多剧目、多活动、多门票”的演艺王国模式转型。我们认为，在此基础上，杭州宋城有望实现量价齐升，此外，作为公司大本营，杭州宋城将带动公司其他项目的改革，形成示范效应，帮助存量项目为公司创造更大的业绩增量。公司于 2020 年 8 月公告的投资者交流纪要中提到，对存量项目三亚、丽江、桂林、西安等以及上海新项目均计划做演艺王国的推广。

完成向演艺王国转型的硬件升级，增设千古情剧院及其他形态剧院，为产品分层次、分内容、分票价创造基础。2019 年底，杭州宋城 3、4 号千古情剧院投入使用，缓解高峰期游客容量不足问题，有时候其中一个千古情剧院可以用于非千古情的剧目，丰富演出形态。此外，2020 年杭州宋城景区利用疫情闭园期新增 10 个室内外剧院、10000 多个座位数，包括两个 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，从游客承载量上提高了宋城的天花板。新增剧院形态包括走动式剧院、悬崖剧院、水上舞台等，覆盖更多人群。此外，对游历线路实现重整优化，空间利用更加充分，并强化以网红打卡点为特色的景区氛围，除了演艺外，提升商业自营比例，通过对商业、美食的自营、联营来提升景区餐饮、完善景区配套设施等。

推动向演艺王国转型的内容升级，形成千古情引领、各类中小剧目补充的全新局面，提升游客逗留时间，实现“量增”。除《宋城千古情》之外，公司形成了《大地震》、《WA! 恐龙》、《上甘岭》、《映山红》、《幻影》、《库克船长》、《悬崖音乐会》、《森林音乐会》等实景演出、室内演出、沉浸式演出、科技秀等演艺形态，以及儿童剧、怀旧剧、亲子剧、国潮剧等演出内容，并且举办了“万人同唱一首歌，为祖国献礼”大型活动、天灯节秋季主题活动。根据公司 2021 年中报，杭州宋城节目容量从 120 分钟提

升至 300 分钟，迎合了散客、亲子家庭、学生群体、周边自驾、旅游团队、企业团建等各类人群的需求，游客逗留时间从 3 小时提升到 6 小时左右。

公司拟进行票价改革，实现多层次票价体系，有望进一步实现“价增”。没有疫情因素时，公司曾计划推出 399 元的演艺王国联票，涵盖所有剧目。疫情后公司通过多次市场测试，计划在 2021 年尝试更多元化的票价体系，并针对高净值人群推出部分高价票。

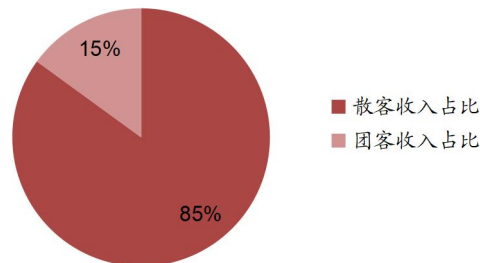
我们认为，演艺王国的建设效果可关注非门票占比、散客占比、客单价三个指标，从数据来看，杭州宋城演艺王国建设成效初显。2020 年，杭州宋城国庆中秋黄金周散客收入占比达到 85%，商业自营收入提升 100%，人均客单价提升 30 多元。2021 年春节黄金周，杭州宋城在总接待量、单日接待量、游客平均逗留时间等方面创下共六项记录。此外，根据公司公告，2021 年上半年与 2019 年同期相比，在疫情反复的背景下，杭州宋城散客恢复超过 100%，非门票收入占比大幅提升。

表 10：2021 年春节黄金周杭州宋城创六项记录

2021 年春节黄金周杭州宋城创六项记录	
游客总接待量	65.75 万人次
单日接待量	14.24 万人次
《宋城千古情》上映场次	96 场
单日最高上映次数	20 场
散客人数占比	99.50%
游客平均逗留时间	5.86 小时

资料来源：宋城演艺公众号，浙商证券研究所

图 32：2020 年国庆中秋黄金周杭州宋城散客收入占比 85%



资料来源：宋城演艺公众号，浙商证券研究所

4.2. 上海宋城：开启城市演艺之路，市场潜力巨大

首次落户一线城市，需加强对本地居民的渗透。以往公司演艺项目选址在核心旅游景区，上海项目是公司首次布局一线城市，历时两年多的打造，已于 2021 年 4 月 29 日开业。城市演艺项目在面向外地游客的同时，需要进一步挖掘本地居民消费市场。我们认为，上海作为城市演艺的首次尝试，若能成功，后续公司有望在其他一线城市复制城市演艺模式，突破宋城原有旅游演艺定位的企业价值天花板，实现公司价值的再提升。

地理位置优越，剧院类型丰富。上海宋城位于世博公园内，临近黄浦江，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。建筑面积 4 万多平方，上下共 7 层，上海宋城拥有 5 个剧院、7000 多个座位，并拥有森林剧院、电音广场、演艺广场、朋克走廊、悬崖剧院等室外剧院，以及上海风情街、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、朋友、家庭、公司、旅行团等各类人群的需求。

实现演艺形式、游艺环节的突破。在演艺内容上，除驻场秀《上海千古情》外，带餐秀《热情桑巴》、亲子秀《WA! 恐龙》、High 秀《颜色》、大型实景演出《大地震》，其中 High 秀《颜色》是宋城演艺继“千古情”后推出的“颜色”系列演艺作品，在剧目形式与内容上进行大胆创新与探索，融沉浸式戏剧、电音潮趴、现场交互、装置艺术、行为艺术、走动式体验等多种艺术形式于一体。在游艺环节设计上，上海宋城增加了大型互动体验项目《战火》《大地震》《幽灵船》《聊斋惊魂》《暴风眼》等，同时嵌入穿越街、魔幻街、天上街市、彩色森林、精灵谷、天空之城、鸟秀剧院、悬崖剧院、玻璃挑台等景点，从游乐、高科技、体验感上力图增加游客体验度。

图 33：亲子秀《WA!恐龙》



资料来源：宋城演艺飞猪官方旗舰店，浙商证券研究所

图 34：互动体验项目



资料来源：宋城演艺飞猪官方旗舰店，浙商证券研究所

首次实现分票价体系。上海项目基于丰富内容和多样客群，形成多元票价体系。目前既有单票，也有包含千古情在内的套票，还有多人直购的优惠票、儿童票、夜游潮趴票。我们通过查询飞猪和大众点评，关注到上海宋城除了单独销售千古情门票、带餐秀以及亲子秀外，也有将千古情及带餐秀进行组合销售。

表 11：上海宋城分票价项目

游玩项目	场次	时长	票价（原价，元）
平日《上海千古情》（非贵宾席）	14:00	1 小时	299
周末《上海千古情》（非贵宾席）	14:00; 19:30	1 小时	399
带餐秀《热情桑巴》（含上海宋城大门票）	18:00	50 分钟	399
亲子秀《WA! 恐龙》（含上海宋城大门票，1 大 1 小）	15:50	35 分钟	399
《上海千古情》+带餐秀《热情桑巴》	-	110 分钟	659

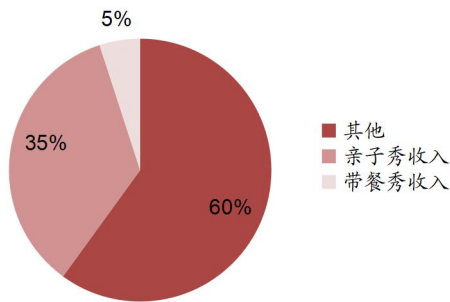
资料来源：公司官网，大众点评，宋城飞猪官方旗舰店，浙商证券研究所

上海宋城五一长假表现出色，客单价创所有景区新高。散客占比多，体现演艺王国特色，五一长假期间上海宋城接待游客 17.9 万人次，散客占比 99.8%；多元剧目支撑收入结构多元化，五一期间亲子秀收入占比 35%，带餐秀收入占比 5%，客单价创宋城所有景区新高，5 天收入超过 2500 万元。

对比以往上半年开业景区，上海项目月均营收水平更高，年内有望盈亏平衡。根据公司 2021 年中报披露的数据，21H1（实际为 4 月 29 日至 6 月末）上海宋城旅游区收入达 3400 万。相比以往同样上半年开业的项目丽江项目（2014 年 3 月 21 日开业）、九寨沟项目（2014 年 5 月 1 日开业），上海项目的月均收入更高，为 1619 万元，而九寨沟、丽江开业初月均营收分别为 624 万、757 万元。2021 中报投资者交流会议中公司预估 2021 年

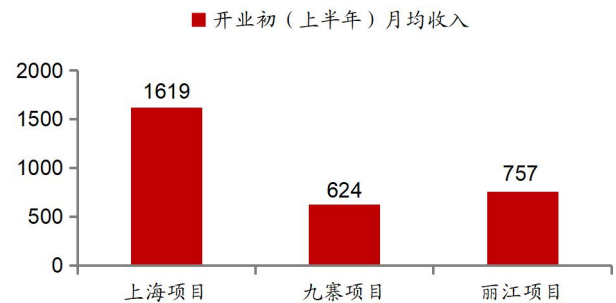
上海项目全年成本费用低于8000万。我们认为，下半年景区迎国庆、中秋双节催化，参考上海宋城开业的收入水平，在疫情稳定的情况下，上海宋城年内有望实现盈亏平衡。

图 35：上海宋城五一亲子秀、带餐秀收入分别占比 35%、5%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 36：各项目开业初月均收入（万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.3. 珠海宋城：定位演艺集群，战略再升级

4.3.1. 打造多天演艺目的地产品，珠海区位优势明显

珠海项目是宋城有史以来规模最大、投资金额最高的项目，拟于2023年开业。珠海项目自2020年4月28日开始建设，项目初期公告拟投资约30亿元（2021中报披露预算为25亿元），相比其他二期项目4至7亿元的投资额规模更大。珠海项目占地面积达到1500亩，根据已有数据，我们计算得到其余重资产项目的平均占地面积仅为137亩。

珠海项目定位全国旅游目的地的演艺集群项目，计划打造2-3天的演艺目的地产品，为公司重要战略升级的重要一步。珠海宋城演艺度假区的投建，是公司从塑造单一景区，向打造全方位、多层次、立体化旅游目的地的战略升级。景区内将布置室内剧院、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，涵盖了世界上几乎所有的剧院形式和演出形态。除各类演出外，也有参与性体验及各地美食，并结合演艺节、戏剧节、音乐会、高峰论坛等系列活动，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。根据2019年10月公告的投资者交流纪要，珠海项目约有24个剧院及28场演出。

珠海为粤港澳大湾区核心区，消费市场巨大，项目所在地距离交通便利。2019年2月18日，中央、国务院正式印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，《规划纲要》将珠海定位为珠江西岸核心城市、大湾区创新高地，彰显了珠海在国家战略布局中的重要地位。珠海地区人口众多，2019年人均GDP达17.6万元人民币，约合2.5万美元，已达到发达国家消费水平。珠海项目所在地距离主城区有1小时车程，但交通便利，紧邻高速路口，按照珠海市的规划，未来的珠海宋城大道是二级交通枢纽，有双向十车道的高速路和轨道交通，北通广州，南至珠海机场，东到珠海市区和深圳，区位优势明显。作为粤港澳大湾区核心区，珠海地区亦具有强大的辐射能力。

4.3.2. 他山之石：对标法国狂人国主题公园，看珠海宋城未来发展

狂人国主题公园为世界知名主题公园，从一台剧发展为大型演艺综合体。狂人国主题公园目前在法国和西班牙均有开业，法国为最早起源地，于1977年建立，西班牙狂人国主题公园自2019年开业，这里我们主要讨论法国狂人国主题公园。法国狂人国主题公园为法国第二大主题公园，仅次于迪士尼，曾分别于2012年、2014年获得“世界最佳主题公园”这一主题公园最高殊荣。法国狂人国主题公园的发展史可以概括为从一台剧发

展为多剧目、业态丰富的大型演艺主题公园，目前法国狂人国主题公园共有白天、夜间的60场演出、4个复古村庄、6家主题酒店以及25家餐厅。

表 12：法国狂人国主题公园发展历史

时间	大事件
1977年	Philippe de Villiers 创作了《Cinéscénie》并主持了第一场演出。
1978年	大型夜间表演《cinéscénie》首次亮相。
1989年	大型夜间表演《cinéscénie》接待了越来越多的旅客，参与表演的 Puyfolais 决定推出融文化与娱乐、趣味与教学、表演与情感于一体的狂人国主题公园。
1991-1994年	每年创新一场全新表演，1991至1994年陆续推出演出——猎隼场、记忆之路、水剧院、骑士的节日等。
1998年	培养法国狂人国主题公园未来艺术家和技术者的“青年学院”落成
2001年	高卢-罗马角斗场落成，“角斗士”为全球独一无二的表演，同年 cinéscénie 大型夜间表演观众突破700万。
2005年	“维京海盗”表演被重新精彩改版，cinéscénie 新建大型布局场景占地10000平方米的村庄。
2006年	占地6000平方米的巨大表演厅大型旋转木马建成，迎接全新演出“黎塞留的火枪手”。
2007年	第一个主题酒店 Villa Gallo-Romaine 酒店建成。
2012年、2014年	获“世界最佳主题公园”荣誉。
2015年	推出全新演出“凡尔登恋人”，cinéscénie 增加“威尼斯舞会”剧情。
2020年	新创投资纪录，推出全新夜间演出“Les Noces de Feu”、一座新酒店及一家新的会议中心。

资料来源：法国狂人国主题公园官网，浙商证券研究所

演艺内容包括日间表演、夜场表演、沉浸式演出等多种形式，还原历史场景，丰富演出形成多天旅游产品，票价实现多元化和多层次。除了最初的大型夜间表演《cinéscénie》，法国狂人国主题公园拥有多场标志性日间演出，包括：角斗士、神矛之谜、维京海盗、幽灵鸟舞会、黎塞留的火枪手等。此外，法国狂人国主题公园安排沉浸式演出，营造历史场景包括文艺复兴时期、第一次世界大战、法国建国时期等。在丰富演艺内容的基础上，法国狂人国主题公园票价体系实现多元化，公园门票按照游览天数的不同分开定价，并区分公园门票和大型夜间演出 Cinéscénie 门票。我们认为，珠海宋城在游览内容丰富的基础上，可以延长游客观光时间，按游客需求划分门票层次，形成多元化票价体系。

表 13：法国狂人国主题公园票价体系

门票类型	票价（欧元）	
公园门票（提前预订）	成人票	儿童票
1日	37	27
2日	61	45
3日	68	50
4日	73	55
公园门票+Cinéscénie 套票（提前预订）	成人票	儿童票
1日	61	50
2日	84	66
3日	89	70
4日	94	75
Cinéscénie 门票（提前预订）	成人票	儿童票
1日	28	28

资料来源：法国狂人国主题公园官网，浙商证券研究所

图 37: 《角斗士》演出现场



资料来源: 法国狂人国主题公园官网, 浙商证券研究所

图 38: 《幽灵鸟舞会》演出现场



资料来源: 法国狂人国主题公园官网, 浙商证券研究所

表 14: 法国狂人国主题公园部分标志性演出

演出	时长	演出内容	技术/特效
《Cinéscénie》	1 小时 30 分钟	从中世纪到二次世界大战, Cinéscénie 大型夜间表演融合真实事件和法式传奇, 如同浪漫曲般向观众娓娓讲述历史。	3D 光雕投影、全自动飞行无人机、360° 音响系统、烟花特效
《幽灵鸟舞会》	-	老鹰、猎鹰、秃鹫、麻鹰、猫头鹰和其他十多种猛禽或在天空中挥翅翱翔, 或落到驯鹰师的手臂上。驯鹰师以精湛的技艺指挥着百鸟舞团	-
《维京海盗》	26 分钟	英勇无畏的村民尝试击退入侵的维京海盗, 保护他们的土地。在雄伟的塔楼下, 战斗在大量特技表演和特效衬托下爆发, 即将进入白热化阶段。讲述的是中世纪中期, 公元 1000 年的时代	22 米高的塔楼、巨大的火焰、20 米长的维京龙船, 水下特技表演
《角斗士》	40 分钟	角斗士战斗、战车比赛以及与动物的搏斗, 营造 200 年前角斗士战斗、战车比赛以及与野兽的搏斗	
《神矛之谜》	-	还原中世纪的剑术搏击及令人惊叹的马术比武	巨型移动舞台布景技术——在演出中将看到长达 60 米的城墙在短短几秒钟内消失; 航空学技术——重达 100 吨的城堡主塔为了抵御入侵者自行移动
《黎塞留的火枪手》	-	融合了剑术对决、诗意独白、优美的弗拉门戈舞和马术表演。表演所在的超大型剧院配有世界上最庞大的幕布, 还原十七世纪的大型剧院	水花与灯光的特效、可移动巨大舞台布景等

资料来源: 法国狂人国主题公园官网, 浙商证券研究所

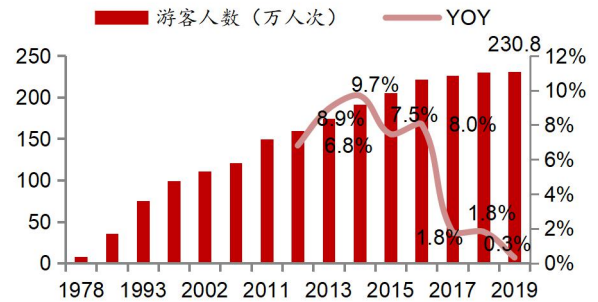
对比之下, 宋城演艺目前的经典演出仍以《宋城千古情》为主, 其余的演出尚处于培养阶段, 珠海宋城面积较法国狂人国主题公园更大, 演出数量仍有提升空间。公司计划推出另一大型原创演出《爱在》系列, 我们认为未来可以关注这一系列的市场推广情况, 此外, 公司通过外采和合作积极开发剧目, 未来剧目有望继续丰富。珠海宋城面积 1500 亩。法国狂人国主题公园面积约为 1170 亩 (55 公顷主题公园及 23 公顷电影院), 珠海宋城面积更大, 但从演艺数量来看, 公司于 2019 年公告的交流纪要中指出珠海宋城计划推出 28 场演出, 而法国狂人国主题公园的演出数量可以达到 60 场, 我们认为珠海宋城的计划演出数仍有提升空间。

狂人国主题公园营业额和游客人数稳步增长，游客回访率高。2006-2019 年狂人国主题公园营业额复合增速为 11.3%，2007-2019 按游客人数复合增速为 5.6%。2019 年，接待游客 230.8 万人次，回访率达 60%以上。我们认为，回访率低仍然是目前国内旅游演艺的痛点之一，演艺谷形式下演艺内容更新迭代快，将提升游客复购水平，珠海宋城项目建设为演艺谷形式，有望拥有较以往项目更高的回访率。

图 39：法国狂人国主题公园营业额



图 40：法国狂人国主题公园游客人数



资料来源：法国狂人国主题公园宣传册，浙商证券研究所

资料来源：法国狂人国主题公园宣传册，浙商证券研究所

我们认为，狂人国主题公园成功的关键在于其独特的经营模式、人才库的搭建以及持续的投资。

狂人国集团主要包括一个协会（依据“1901 协会法”创建）和一个简化的股份公司（société par actions simplifiées）。狂人国乐园集团没有股东，也不收取政府公共资金，百分之百自筹资金，激励机制强。协会组织 cinéscénie 表演，并持有简化股份公司，后者负责公园管理。在此模式下，狂人国乐园聚集 4000 多名志愿者、2400 名永久性和季节性员工。

狂人国集团拥有丰富的人才储备。1998 年起，狂人国乐园集团创建了自己的技术与艺术培训学院“青年学院”，“青年学院”如今包括 33 个专业：服装、戏剧、舞蹈、绘画、照明、布景和道具、马术、马术特技、摄像、视频、表演技术、动物驯养等。学院每年培训 600 多名年轻学员。狂人国公园目前拥有超过 70 个工种的工作人员，协力创意表演，包括编剧、舞台设计、服装设计、训兽员、特技演员、技术人员、园林设计师等。

持续的投资策略是狂人国乐园成功的基础之一。每年狂人国主题公园将 100% 的利润重新投资于新产品。自 1977 年以来，狂人国乐园集团已累计投资超过 6 亿欧元用于其发展。持续的投资不仅促进了主题公园基础设施的完善，也促进了法国狂人国主题公园产品的更新迭代，狂人国公园的每个作品都经过 3 至 5 年的精心雕琢才推向舞台。2020 年，法国狂人国主题公园新创投资纪录，当年投资 0.6 亿欧元，推出全新夜间演出“Les Noces de Feu”、一座新酒店及一家新的会议中心。

图 41：狂人国主题公园持续投资，2020 年 0.6 亿欧元投资额创新高



资料来源：法国狂人国主题公园宣传册，浙商证券研究所

对比来看，宋城内部门没有专门的学校对人才培养，主要是外部引进人才。此次珠海宋城投资规模大，未来有望通过持续投资继续发展。宋城 2020 年内积极吸收部分曾参与大型演出编创的专业人才、北舞等院校优秀人才，并高薪聘请创作人才，体现公司对人才的重视。此次珠海宋城拟投入 30 亿元进行建设，投资规模远超以往项目，作为初期投资对比法国狂人国主题公园创建以来至今超 6 亿欧元（约合 46 亿元）的投资额来说已较高。宋城盈利能力强，融资渠道畅通，且公司对于从单一景区到演艺王国、演艺谷战略的升级非常重视，未来在演艺综合体的建设方面有望进行持续投资。

5. 未来展望：成长前景广阔，有望量价双升驱动业绩超预期

成长前景广阔，建设平台型公司可期。相比原有的“一台剧目、一个公园、一张门票”的千古情模式，公司的演艺王国模式将实现“多剧院、多剧目、多活动、多门票”，演艺谷形式下业态将更加丰富，新的演艺模式将提升公司成长天花板。此外，演艺王国及演艺谷形式下，公司将逐步从内容创意型公司逐步转变为内容聚合的演艺平台型公司，对上下游进行连接，构建新的价值生态和行业秩序。

展望未来，公司业绩存在稳定性因素和超预期点。公司已有重资产项目和轻资产项目在正常经营年份表现稳定，为公司业绩提供一定保障，2020 年新增的西安、上海项目业绩将在疫情好转后逐步放量。此外，考虑到公司重资产项目的异地复制经验丰富，即将落地的佛山、西塘、珠海项目也有望提供稳定业绩增量。在稳定基础上，得益于公司演艺产品的全面升级，公司的业绩增长也存在超预期驱动因素，可分为游客数量增长超预期和产品价格增长超预期两方面来看：

存量及增量项目游客数量均有超预期点。（1）存量项目通过向演艺王国的改造，增加演艺内容，将吸引更多的游客。（2）增量项目方面，在建项目西塘、珠海项目是公司以往项目中占地面积较大的两个项目，均定位演艺谷形式，将分别于 2022、2023 年落地，有望为公司业务带来较以往项目更大的客流增量。此外，多元化内容和丰富的游历体验也将提高游客的回访率，带动游客数量增长。

产品价格有望持续提升。产品价格主要受园区内容和客户结构的影响，一方面，在演艺内容逐渐丰富的基础上，公司将形成多元化、多层次的票价体系，区分出高净值人群，提升客单价。在门票基础上，餐饮、酒店等二销收入的增加也将提升客单价。另一方面，在演艺谷及演艺王国形式下，散客占比提升，公司将提升对下游的议价能力。

6. 盈利预测及估值

6.1. 盈利预测

预计 2021、2022、2023 年公司分别实现归母净利润 5.3 亿元、13.1 亿元 (+147.8%)、17.9 亿元 (+36.9%)，关键假设如下：

(1) **营业收入预测**：预计现场演艺业务板块 2021-2023 年分别实现收入 9.9 亿元、23.7 亿元和 31.5 亿元，其中杭州、三亚、丽江仍将为公司收入贡献最高的项目，新项目包括张家界项目（2019 年开业）、西安项目（2020 年开业）伴随疫情好转，收入将明显放量，桂林项目将维持良好增长态势。此外，预计 2022 年九寨项目将有突出收入表现，2020 年公司的九寨千古情一期整改项目完成，2021 年追加投资继续整改，且九寨地区灾后重建良好，2021 年 9 月 28 日九寨全域恢复开放仪式举行，预计全域恢复开放将对项目收入带来明显正效应。我们亦保守预计增量项目开业时间，假设佛山项目于 2022 年上半年开业，西塘项目于 2022 年下半年开始营业，珠海项目于 2023 年下半年开始营业，开业当年收入规模较小。

(2) **营业成本及毛利率预测**：我们对各业务毛利率进行预测，由此估计得到营业成本，预计 2021-2023 年营业成本分别为 4.6、7.6、9.4 亿元。现场演艺方面，预计各景区 2021 年毛利率将承压，2022 年基本恢复至 2019 年水平，2023 年稳步提升。此外，佛山、珠海、西塘项目由于新开业，预计开业当年毛利率较其他存量项目低。整体毛利率方面，预计得益于对毛利率较低的互联网演艺业务的剥离，公司毛利率未来三年将有所提升。

(3) **资产减值损失**：由于 2020 年花房科技已大额计提减值 18.6 亿元，我们预计未来三年公司资产减值风险下降。预计 2021-2023 年资产减值为 1.3、2.9、3.8 百万元。

表 15: 营业收入预测

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2644.2	3023.8	3211.2	2611.8	902.6	1322.55	2896.83	3759.5
YOY	56.0%	14.4%	6.2%	-18.7%	-65.4%	46.5%	119.0%	29.8%
1、主营业务收入	2587.3	2942.0	3088.3	2473.5	860.1	1272.8	2772.6	3604.3
(1) 现场演艺合计:	1314.6	1431.4	1585.8	1759.2	636.9	986.8	2372.4	3148.1
YOY		8.9%	10.8%	10.9%	-63.8%	54.9%	140.4%	32.7%
其中: 杭州宋城旅游区	642.0	784.3	865.6	845.8	265.5	419.5	862.0	1017.2
YOY		22.2%	10.4%	-2.3%	-68.6%	58.0%	105.5%	18.0%
三亚宋城旅游区	302.6	333.9	414.4	369.5	118.7	149.5	382.1	462.3
YOY		10.3%	24.1%	-10.8%	-67.9%	26.0%	155.5%	21.0%
丽江宋城旅游区	219.1	223.6	262.8	327.6	132.5	136.5	348.1	424.7
YOY		2.1%	17.5%	24.7%	-59.5%	3.0%	155.0%	22.0%
九寨宋城旅游区	147.8	89.6	1.8	0.00	25.2	30.7	124.8	171.0
YOY		-39.4%	-98.0%	-100.0%	-	22.0%	306.0%	37.0%
泰山千古情剧院	3.10							
YOY								
桂林宋城旅游区			41.3	154.7	53.8	104.9	170.5	230.1
YOY				275.0%	-65.2%	95.0%	62.5%	35.0%
张家界宋城旅游区				61.6	16.5	37.9	140.8	178.8
YOY					-73.3%	130.0%	271.5%	27.0%
西安宋城旅游区					24.7	26.7	120.2	158.6
YOY						8.0%	350.0%	32.0%
上海宋城旅游区						81.0	126.0	160.0
YOY							55.5%	27.0%
佛山宋城旅游区							58.0	133.4
YOY								130.0%
西塘宋城旅游区							40.0	132.0
YOY								230.0%
珠海宋城旅游区								80
YOY								
(2) 旅游服务业:	182.5	270.5	268.9	330.9	223.2	286.1	400.2	456.1
YOY		48.2%	-0.6%	23.0%	-32.5%	28.2%	39.9%	14.0%
(3) 互联网演艺:	1090.2	1240.1	1233.6	383.4	0.0	0.0	0.0	0.0
YOY		13.8%	-0.5%	-68.9%	-100.0%			
2、其他业务收入	56.9	81.8	122.9	138.3	42.5	49.7	124.2	155.3
YOY		43.7%	50.2%	12.6%	-69.3%	17.0%	150.0%	25.0%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 16：营业成本及毛利率预测

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业成本	1014.2	1113.0	1078.1	747.19	352.7	461.39	764.17	942.72
YOY	74.2%	9.8%	-3.1%	-30.7%	-52.8%	30.8%	65.6%	23.4%
毛利率	61.6%	63.2%	66.4%	71.4%	60.9%	65.1%	73.6%	74.9%
1、主营业务成本	1013.3	1112.5	1078.0	744.7	350.1	458.9	761.9	940.3
(1) 现场演艺-成本:	391.5	392.3	466.1	475.0	341.9 (分部间抵销前)	452.3	665.0	827.3
现场演艺-毛利率	70.2%	72.6%	70.6%	73.0%		54.2%	72.0%	73.7%
杭州宋城旅游区	202.6	221.9	282.0	288.6		180.4	293.1	315.3
毛利率	68.4%	71.7%	67.4%	65.9%		57.0%	66.0%	69.0%
三亚宋城旅游区	77.0	80.3	80.1	58.9		44.9	61.1	69.3
毛利率	74.5%	75.9%	80.7%	84.1%		70.0%	84.0%	85.0%
丽江宋城旅游区	60.4	67.0	70.9	59.4		53.2	66.1	76.4
毛利率	72.4%	70.1%	73.0%	81.9%		61.0%	81.0%	82.0%
九寨宋城旅游区	45.7	23.2	1.8			17.52	37.44	47.88
毛利率	69.1%	74.2%	1.8%			43.0%	70.0%	72.0%
泰山千古情剧院	5.8							
桂林宋城旅游区			31.4	46.1		42.0	49.4	63.3
毛利率			23.9%	70.2%		60.0%	71.0%	72.5%
张家界宋城旅游区				22.0		21.6	46.5	51.9
毛利率				64.4%		43.0%	67.0%	71.0%
西安宋城旅游区						14.7	39.7	47.6
毛利率						45.0%	67.0%	70.0%
上海宋城旅游区						78.0	36.5	46.4
毛利率						3.7%	71.0%	71.0%
佛山宋城旅游区							20.3	40.0
毛利率							65.0%	70.0%
西塘宋城旅游区							14.8	39.6
毛利率							63.0%	70.0%
珠海宋城旅游区								29.60
毛利率								63.0%
(2) 旅游服务业:	76.6	113.9	90.5	99.5	9.0 (分部间抵销前)	6.6	96.9	113.0
YOY		48.6%	-20.6%	9.9%			1359.0%	16.6%
毛利率	58.0%	57.9%	66.4%	69.9%		97.7%	75.8%	75.2%
(3) 互联网演艺	545.1	606.2	521.4	170.3		0.0	0.0	0.0
YOY		11.2%	-14.0%	-67.3%				
毛利率	50.0%	51.1%	57.7%	55.6%				
2、其他业务成本	0.9	0.6	0.1	2.5	2.6	2.5	2.3	2.4
YOY	664.9%	-39.9%	-89.7%	4179.2%	4.8%	-4.2%	-8.0%	4.3%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

注：2020年公司未披露各景区主营业务成本明细，考虑到2020年公司将部分营业成本划归至管理费用，2020年营业成本可比性不高，我们对2020年各景区营业成本不做预测。

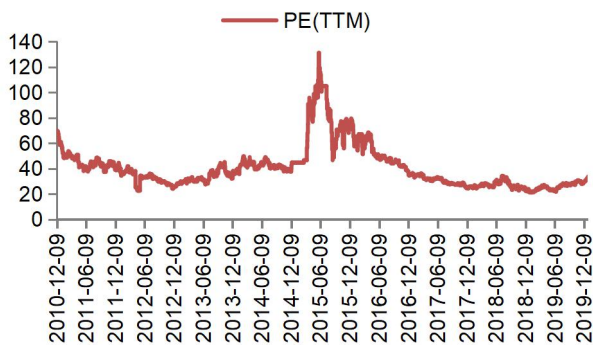
6.2. 估值及投资建议

6.2.1. 历史估值及可比公司估值分析

上市初期（2010年末至2011年），公司PE（TTM）多位于40x-60x水平，此后回落至30x-40x区间。2013年9月至2014年5月，一轮项目陆续落地，经营稳健，公司估值水平稳步提升40x-45x水平。2014年底A股迎牛市，叠加公司于2015年收购六间房，赶上互联网风口，估值走高。2017年，市场担心六间房巨额商誉问题，估值回落。2018年至2019年，二轮项目陆续公告及落地，2019年六间房完成重组，互联网演艺出表，公司估值提升至2019年底的30x水平。

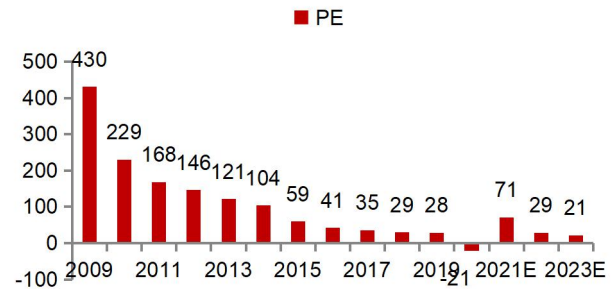
根据我们的预测，2022、2023年对应当前股价公司PE分别为29倍、21倍，已处于公司历史估值水平的低位。

图 42：上市以来至 2019 年 PE（TTM）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 43：历史及预测市盈率水平



资料来源：公司公告，浙商证券研究所 注：按 11 月 19 日收盘价计算。

宋城演艺是目前国内唯一的“主题公园+演艺”上市公司，为提高可比公司组合的参考性，我们既选取景区旅游上市公司包括天目湖、黄山旅游、桂林旅游作为可比公司，又选取丽江股份、三湘印象此类拥有文化演艺业务的公司加入可比公司组合。

宋城演艺较可比公司拥有估值溢价。我们认为，宋城演艺的“主题公园+演艺”模式较可比公司拥有优势，应具有估值溢价。一方面，相比一般景区，宋城选址位于热门旅游地，选址优势相当，但通过已经建立良好口碑的及拥有市场份额的“千古情”系列吸引游客，并持续异地复制，业绩成长性更高。另一方面，相比一般文化演艺企业，宋城演艺主题公园模式具备优势，主题公园业态多元，相较实景演出又能克服天气问题，公司后续的城市演艺及演艺谷项目对演艺产品更新迭代的要求也更高。

表 17：可比公司估值表

证券简称	代码	PE(2018)	PE(2019)	PE(2020)	PE(2021E)	PE(2022E)	PE(2023E)
天目湖	603136.SH	28.09x	23.43x	52.81x	33.83x	21.61x	18.31x
丽江股份	002033.SZ	17.23x	16.23x	46.85x	120.20x	19.39x	13.98x
桂林旅游	000978.SZ	24.01x	35.08x	-7.24x	-31.53x	48.73x	20.62x
黄山旅游	600054.SH	11.90x	20.37x	-149.42x	63.33x	23.75x	18.63x
三湘印象	000863.SZ	-7.37x	11.90x	11.20x	8.30x	7.21x	7.61x
行业平均		20.31x	21.40x	36.96x	56.42x	24.14x	15.83x
宋城演艺	300144.SZ	29.09x	27.95x	-21.37x	70.98x	28.64x	20.92x

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所 注：（1）宋城演艺 2021 至 2023 年 PE 来自我们的预测，其他公司 2021 年至 2023 年 PE 预测值为 Wind 一致预测。（2）行业 PE 平均水平自剔除可比公司负值后计算。

6.2.2. 投资建议

伴随疫情好转，景区游览人数及剧院上座率提升，公司业绩将迎修复，尤其 2019 年下半年及 2020 年新开业项目业绩更具弹性。此外，公司对存量项目进行演艺王国模式改造，有望实现量价双升。公司异地扩张步伐稳健，佛山项目计划于 2021 年下半年或 2022 年初落地，西塘项目计划于 2022 年落地，参考公司以往项目开业数据，开业第二年佛山、西塘项目有望实现利润爬坡。我们预计 2021-2023 年公司分别实现归母净利润 5.3 亿元、13.1 亿元、17.9 亿元，对应 EPS 分别为 0.20 元、0.50 元、0.68 元，对应当前股价 PE 分别为 71x、29x、21x。参考公司历史估值水平及考虑到未来业绩的高成长性，我们给予 2023 年 30x PE，目标价 20.54 元/股，折现到 2022 年对应目标价 19.27 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

7. 风险提示

- (1) 疫情反复风险：国内出现局部疫情反复，将导致景区限流或者暂时关闭。
- (2) 安全事故风险：若出现安全事故，该项目将面临一段整改期，影响正常经营。
- (3) 项目异地扩张速度、新项目落地效果不及预期：项目异地复制是公司规模实现扩张的重要手段，若扩张速度或落地效果不及预期，将影响公司业绩增速。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1913	2482	2533	2462	营业收入	903	1323	2897	3760
现金	1338	1558	1560	1485	营业成本	353	461	764	943
交易性金融资产	335	432	540	436	营业税金及附加	12	16	38	49
应收账款	6	12	14	21	营业费用	64	56	203	244
其它应收款	51	68	150	200	管理费用	288	132	217	271
预付账款	22	16	30	43	研发费用	37	40	52	68
存货	13	8	16	24	财务费用	(13)	25	40	19
其他	149	389	222	253	资产减值损失	1910	1	3	4
非流动资产	7282	8136	9484	11149	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	14	15	15	15
长期投资	1535	2020	2341	1965	其他经营收益	35	5	5	5
固定资产	2509	2689	3158	4760	营业利润	(1699)	611	1600	2183
无形资产	1880	2077	2270	2508	营业外收支	(38)	(8)	(8)	(8)
在建工程	772	762	824	886	利润总额	(1737)	603	1592	2175
其他	587	588	891	1030	所得税	30	72	271	370
资产总计	9195	10618	12017	13610	净利润	(1767)	531	1321	1805
流动负债	694	1773	1756	1545	少数股东损益	(15)	3	14	15
短期借款	0	1181	705	162	归属母公司净利润	(1752)	527	1307	1790
应付款项	372	270	520	730	EBITDA	(1451)	915	1943	2571
预收账款	13	134	242	250	EPS (最新摊薄)	(0.67)	0.20	0.50	0.68
其他	308	189	289	404	主要财务比率				
非流动负债	766	578	673	673		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	282	282	282	282	成长能力				
其他	484	296	391	391	营业收入增长率	-65.44%	46.53%	119.03%	29.78%
负债合计	1460	2352	2430	2218	营业利润增长率	-196.68%	135.97%	161.80%	36.42%
少数股东权益	323	326	341	356	归属于母公司净利润增长率	-	-	147.80%	36.94%
归属母公司股东权益	7412	7940	9247	11037	获利能力				
负债和股东权益	9195	10618	12017	13610	毛利率	60.93%	65.11%	73.62%	74.92%
					净利率	-195.76%	40.13%	45.62%	48.01%
					ROE	-19.89%	6.59%	14.64%	17.06%
					ROIC	-23.02%	5.81%	13.17%	15.80%
					偿债能力				
					资产负债率	15.88%	22.15%	20.22%	16.29%
					净负债比率	20.17%	62.19%	40.63%	20.02%
					流动比率	2.76	1.40	1.44	1.59
					速动比率	2.74	1.40	1.43	1.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.09	0.13	0.26	0.29
					应收账款周转率	160.82	140.42	188.86	164.03
					应付账款周转率	1.05	1.44	1.93	1.51
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	(0.67)	0.20	0.50	0.68
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.12	0.76	0.87
					每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.04	3.54	4.22
					估值比率				
					P/E	(21.37)	70.98	28.64	20.92
					P/B	5.05	4.72	4.05	3.39
					EV/EBITDA	(31.21)	40.72	18.87	14.13

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://www.stocke.com.cn>