

报告日期：2022年7月22日

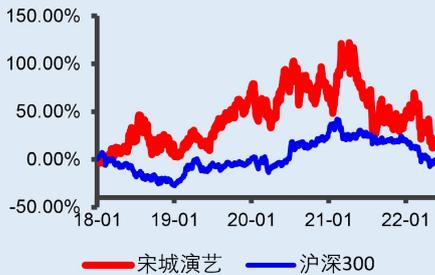
成功打造业态新模式，强化业绩高增长预期

— 宋城演艺（300144）深度研究报告

华龙证券研究所

投资评级：买入

(2022年7月22日)



公司基本情况

当前价格：13.53元/股

股本：26.15亿

流通股：22.88亿

主要财务数据(2021-12-31)

营业收入：11.85亿元

净利润：3.15亿元

净利润同比增长率：117.98%

基本每股收益：0.12元

每股净资产：2.92元

研究员：姬志麒

执业证书编号：S0230521030008

邮箱：jizq@hlzqgs.com

电话：0931-4635761

地址：东岗西路638号

请参阅文后免责条款

摘要（核心观点）：

- 成功打造“主题公园+旅游演艺”商业模式，核心竞争力凸显。公司重资产项目与轻资产项目协同发展，不断优化收入结构，毛利率水平显著提升，盈利能力行业领先；公司向旅游演艺平台转型，“多剧院+多剧目+多门票”运营模式实现业绩多极增长，下游溢价能力提升，量价双驱动业绩增长显著；经历两轮异地低成本复制的成功扩张发展后，占据先发区位优势。
- 文化演艺行业集中度高，公司市场份额占比过半。在休闲旅游升级趋势不改的背景下，行业整体发展仍处于复苏通道，目前较低的渗透率使得行业市场规模具备较大的提升空间。公司千古情系列市场份额位于旅游演艺行业之首。在短途游、周边游、夜游等旅游习惯形成后，公司一体化经营、服务产品多元化与快速迭代的发展模式更加符合后疫情时期的旅游需求，是旅游行业复苏基础上公司延续扩张与业绩提升的重要支撑因素。
- 差异化竞争优势成就公司行业龙头地位。公司具有强大的创意能力和丰富的创意实践，建立了难以突破的创意壁垒，在此基础上整合重构产业链上下游，形成了全产业链闭环运营模式。并且逐渐从内容创意向平台型公司发展，打造演艺王国、城市演艺与演艺谷为主的新业态发展模式，进一步提升了公司发展空间的广度与深度，强化了公司在旅游演艺行业的龙头地位。
- 盈利预测与估值：具备卓越的扩张能力与高成长性，长期发展空间较大，相较同业具有一定估值溢价。公司发展模式清晰，竞争优势显著、扩张成长能力强，业绩复苏韧性强，具备未来投资价值。疫情期间，公司通过项目软硬件整改升级、不确定性项目转让、运营管理变革等多措施修炼内功，实现厚积薄发。预计公司2022-2024年营业收入分别为14.7/29.4/38.6亿元，归母净利润分别为3.3/12.0/17.1亿元，每股收益分别为0.13元/0.46元/0.65元，对应当前股价的PE分别为88X/35X/25X，维持“买入”评级。

风险提示：

疫情反复超预期、消费需求不及预期、存量项目恢复不及预期、新项目进度不及预期。

目录

1. 旅游演艺绝对龙头，持续深耕发展成效显著	1
1.1. 轻重资产结合发展完成两轮扩张，异地复制模式成功	1
1.2. 实控人掌舵编创团队，深耕旅游演艺行业	3
2. 运营模式具备竞争优势，盈利能力行业领先	4
2.1 盈利能力凸显，业绩 10 年增长 7 倍	4
2.2. 经营弹性领先行业，业绩波动式复苏	8
3. 休闲旅游升级趋势不改，旅游演艺市场规模仍具提升空间	11
3.1. 供给端：“主题公园+旅游演艺”独创模式优势显著，市场份额占比近半	11
3.2. 需求端：渗透率提升带动市场规模 10 年可增 5 倍	13
3.2.1 行业整体发展处于稳步复苏通道中，随疫情爆发情况呈现波动式复苏	13
3.2.2 国内旅游演艺市场渗透率低，仍具备较大提升空间	15
4. 全产业链布局与轻重资产结合扩张以稳固公司竞争优势	17
4.1. 差异化竞争优势成就龙头地位	17
4.2. 公司苦练内功，力争模式优化，三大新模式成为未来新的增长极	20
4.3. 轻资产项目与重资产项目协同发展	23
5. 估值及投资建议	24
6. 风险提示	26

1. 旅游演艺绝对龙头，持续深耕发展成效显著

1.1. 轻重资产结合发展完成两轮扩张，异地复制模式成功

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年首个宋城景区启动运营，并于2010年在深交所创业板挂牌上市，成为中国“演艺第一股”。公司是全国文化企业30强，国家文化和科技融合示范基地，主要业务有现场演艺、旅游服务等，涵盖文化艺术、旅游休闲等细分市场，经历数十年深耕拓展，成功独创出具有相当竞争优势的“主题公园+旅游演艺”商业模式，并确立了“千古情”和“宋城”两大旅游演艺品牌。宋城在经历了杭州本地发展与两轮异地扩张发展后，业务版图已经分布于全国多个重点旅游城市，包括三亚、丽江、九寨沟、桂林、张家界、佛山、西塘等，而且项目扩张成效显著。

公司采用重资产与轻资产相结合的复制扩张方式。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8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3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（股权转让给宋城集团，宋城演艺提供委托管理和品牌授权服务）；轻资产项目有4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，及陕西延安千古情。

图 1：公司轻资产与重资产项目梳理

项目类型	项目状态	模式	项目名称	持股比例	开业时间	占地面积 (亩)
重资产	已运营	自建	杭州宋城旅游景区	100%	1996年6月	100
		自建	三亚宋城旅游景区	100%	2013年9月	约225
		与政府合作	丽江宋城旅游景区	100%	2014年3月	约140
		与政府及当地企业合作	九寨宋城旅游景区	100%	2014年5月	约36
		与当地企业合作	桂林宋城旅游景区	70%	2018年7月	约160
		与政府合作	张家界宋城旅游景区	100%	2019年6月	约147
		与政府合作	西安宋城旅游景区	80%	2020年6月	/
	在建	与当地企业合作	上海宋城旅游景区	80%	2021年4月	约27
		与控股股东及政府合作	西塘宋城演艺谷	100%	预计2022年	约350
		与控股股东及政府合作	珠海宋城演艺王国	0%	预计2023年	约1500
轻资产	已运营	自建	佛山千古情	100%	预计2022年	约90
		轻资产	炭河千古情 (长沙宁乡)	/	2017年7月	/
		轻资产	明月千古情 (宜春明月)	/	2018年12月	约150
	在建	轻资产	黄帝千古情 (郑州陈县)	/	2020年9月	约260
		轻资产	延安千古情 (陕西延安)	/	2020年11月签约	约1500

资料来源：公司公告, 华龙证券研究所

公司经历了三个发展阶段。公司 1996 年建成运营杭州宋城景区后于次年正式推出《宋城千古情》，随后在多年不断的经验积累发展后，完成了两轮全国重点旅游景点的扩张布局，不断扩大经营规模，而且扩张经营成效显著。

第一轮异地扩张发展阶段（2013 年-2017 年）：走出杭州，开启第一轮运营模式复制，并涉足互联网演艺行业。三亚、丽江和九寨项目分别于 2013 年 9 月、2014 年 3 月和 2014 年 4 月建成运营，异地复制项目均大获成功，印证了公司复制扩张发展能力；2015 年 7 月公司以 26 亿

收购从事互联网演艺的六间房公司，凭借互联网风口，估值得以快速提升；2019年4月底，六间房和花椒重组尘埃落定，六间房如期出表，商誉问题有效解决；千古情IP授权的宁乡项目标志着公司开启轻资产项目。

第二轮异地扩张发展阶段（2018-至今）：多元化发展时期，开拓演艺王国、演艺谷、城市演艺等新业态再度取得成功。包括桂林、张家界、西安和上海等重资产项目落地；2020年以杭州为试点打造演艺王国模式，开启纵向发展模式；2021年4月上海项目正式开业，开启城市演艺项目横向发展模式，并推进西塘演艺小镇、珠海演艺谷模式等，丰富了公司服务内容，显著提升了游客体验感，为公司拓展出新的业绩贡献点，进一步提升估值空间；包括《炭河千古情》、《明月千古情》、《黄帝千古情》，以及三个在建的轻资产项目落地，标志着公司真正从单一景区模式向全方位、多层次、立体化的商业模式升级。

图 2：公司发展阶段



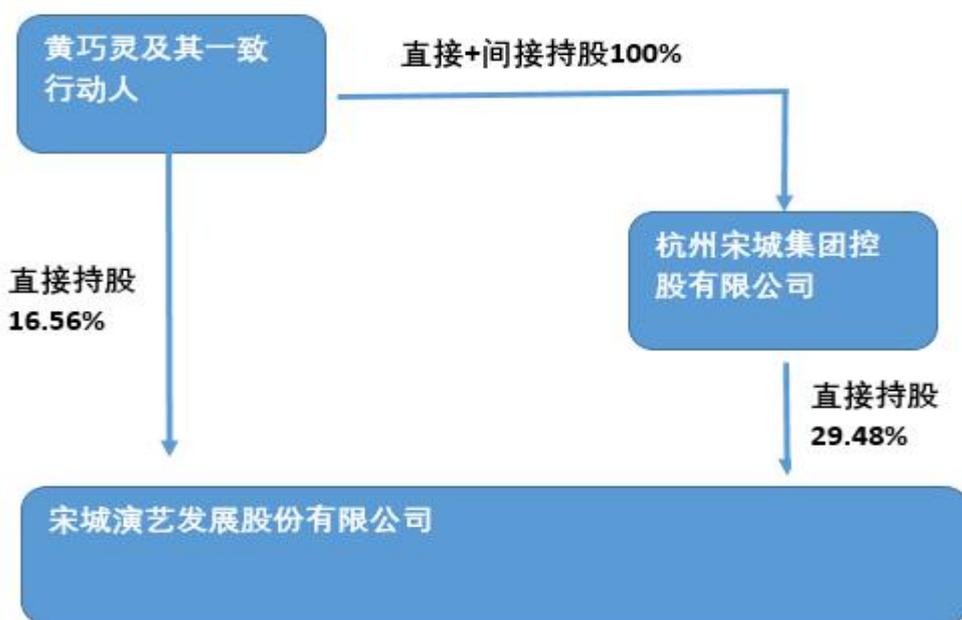
资料来源：公司公告，华龙证券研究所

1.2. 实控人掌舵编创团队，深耕旅游演艺行业

公司实际控制人黄巧灵先生，是宋城集团创始人、董事长，中国旅游演艺行业专家，“千古情”系列演艺作品的总导演、总策划、艺术总监，被誉为“中国旅游演艺导演第一人”。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。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。在其领导下，公司拥有一支具有丰富经验、业务专业的编创演出人才队伍，且规模不断扩大，已成为国内演艺市场上的佼佼者，也是公司核心竞争力之一、业务持续发展的重要保障。

图 3：公司实控人股权持有比例



资料来源：公司公告, 华龙证券研究所

2. 运营模式具备竞争优势，盈利能力行业领先

2.1 盈利能力凸显，业绩 10 年增长 7 倍

重资产与轻资产模式兼备发展，现场演艺及旅游服务为主要业务。其中，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

“主题公园+旅游演艺”的偏向重资产的经营模式，其依托“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，业务收入主要来自门票出售。旅游休闲服务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，并收取一揽子服务费用及受托经营管理费作为利润贡献。另外，网络票务销售主要是对公司运营项目的门票、演出票进行线上直销和分销，以及在此基础上叠加第三方景点的票务形成联票和套票销售（互联网演艺于2020年资产剥离）。

图 4：现场演艺为公司主要收入来源



资料来源：iFind, 华龙证券研究所

图 5：现场演艺毛利润贡献



资料来源：iFind, 华龙证券研究所

局部疫情扰动，业绩波动复苏。2021年国内疫情多次反复，特别是自2021Q3以来，随着新冠变异毒株在我国多地散点传播，动态清零的常态化疫情防控措施使得主要以室内演艺为主的宋城受到较大影响，业绩复苏受阻，2021Q4亏损幅度相较2020年同期进一步拉大。公司2021年实现营业收入11.85亿元，同比增长31.27%（为2019年收入的45%）；实现归母净利润3.15亿元，同比增长117.98%；营业利润3.72亿元，同比增长121.92%；利润总额3.44亿元，同比增长119.79%；经营性现金流净额7.50亿元，同比增长90.50%，同比改善显著，而且，截至22Q1账上

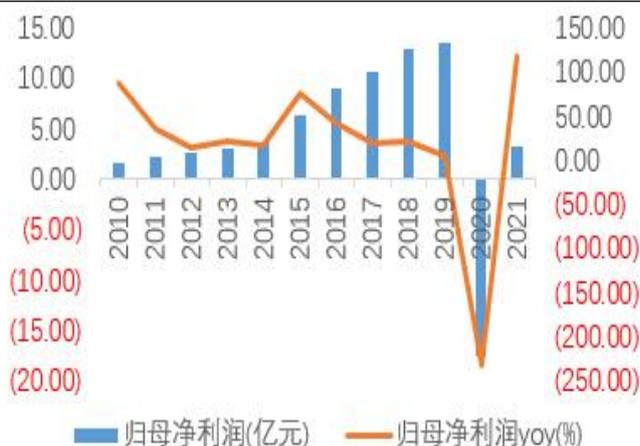
流动资金逾 17 亿元，资金面依然健康。2021 年公司毛利率为 51.08%，同比下滑 9.85%；净利率为 25.54%，同比增长 221.30%，相比 2020 年同期扭亏为盈。

图 6：2010-2021 年营收（亿元）及同比增速



资料来源：iFind, 华龙证券研究所

图 7：2010-2021 年归母净利润及同比增速



资料来源：iFind, 华龙证券研究所

“主题公园+旅游演艺”运营模式下，盈利能力突出，业绩 10 年增 7 倍。2010 年上市以来，公司营收和净利润均保持较高增速，从 2010-2019 年财务数据来看，公司营收从 4.5 亿元增至 26.1 亿元，累计增长 4.8 倍，复合增速达 21.6%；净利润从 1.6 亿元增至 13.4 亿元，累计增长 7.4 倍，复合增速达 26.6%。公司年均毛利率、净利率、ROE 分别为 69%、41%和 11%，相比一般演艺企业，克服了演出成本及引流成本高的问题。

相比其他传统旅游企业，宋城独创运营模式形成了差异化竞争，并减少对大型游乐设备的依赖，降低运维成本，增强盈利能力。2015-2019 年公司现场演艺的毛利率均维持在 70%及以上；2019 年毛利率高达 71.4%，疫前公司的盈利能力稳中略增；2020 年文旅活动受到疫情重创，但公司全年毛利率仍维持 60.9%的高位，经营情况保持较强韧性，支撑整体盈利能力。2015-2018 年综合净利率稳定在 34%-40%区间中，2019 年净利率环比提升 12.48% 至 52.26%，主要驱动因素包括剔除六间房后聚焦毛利率更高的现场演艺活动，六间房与密境和风完成重组后销售费用降低，以

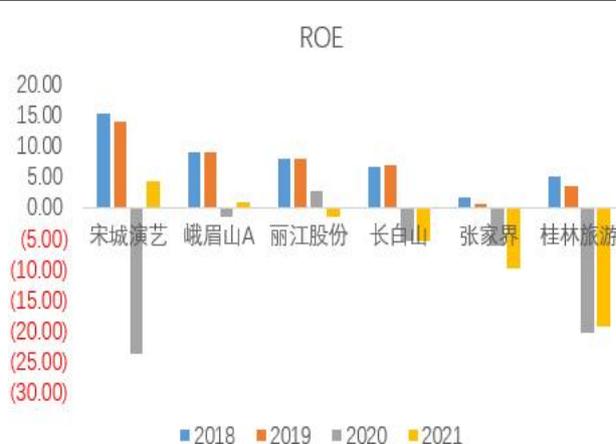
及重组带来投资净收益率达 10.46% 的影响。公司 ROE 水平从 2010 年的 6.4% 上升至 2018 年的 15.2%，后期受疫情影响出现下滑，但是相对同行业疫前资产回报远远处于领先水平。我们认为随着扩张项目相继落地，若能适度举债提升杠杆率，那公司 ROE 将持续提升。未来，随着千古情品牌力逐渐提升，预计未来将加大与政府合作开发，以千古情+政府合作或城市演艺+政府合作为主要经营模式，保障盈利能力，延续 ROE 领先水平。

图 8：2010 年-2021 年毛利率、净利率、净资产收益率



资料来源：iFind, 华龙证券研究所

图 9：2018-2021 年旅游行业 ROE 比较



资料来源：iFind, 华龙证券研究所

现金流充裕，负债率低，盈利质量高。公司旅游演艺主业以现收现付款方式为主，因此经营性现金流充沛，盈利质量较高。2010 年至 2021 年前三季度，公司资产负债率稳定在 20% 以下。从销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入比值来看，公司自上市以来一直维持在 100% 以上。2015-2019 年，其比值在 102%-118% 之间，显示其收入质量高。从经营性现金净流量/净利润比值来看，公司自上市后也始终保持 110% 以上。2015-2019 年，其比值在 112%-165% 之间，表明公司的业绩质量也很高。公司负债率极低。公司历年来的资产负债率都非常低，没有靠负债扩张业务。自 2010 年上市后公司的负债率一直没有超过 19%，大部分年份都维持在 10% 以下。近年来，公司剔除预收账款后的资产负债率从 2015 年 17.8% 大幅下降到 2019 年的 7.3%，财务压力小。

图 10: 2010-2021 年公司负债率情况



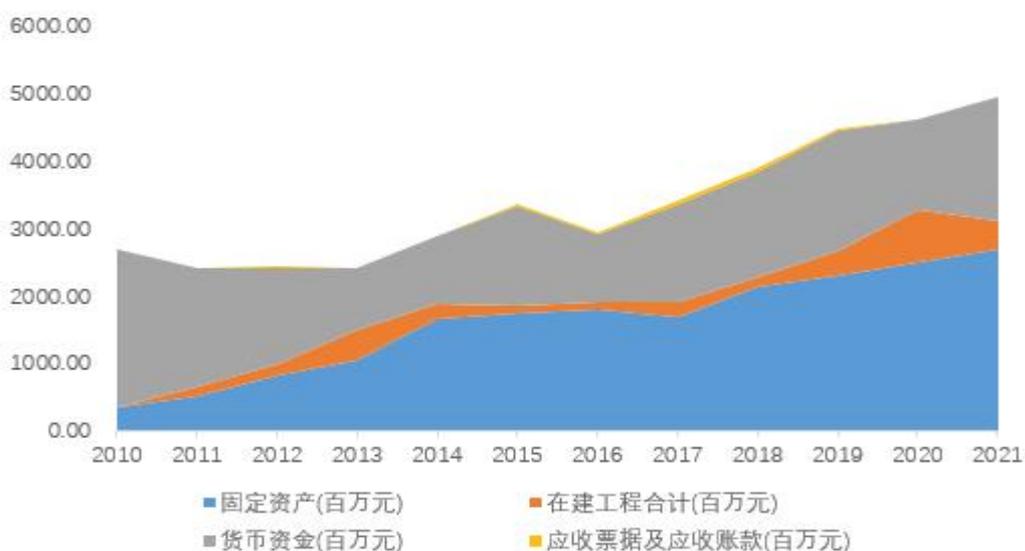
资料来源: iFind, 华龙证券研究所

图 11: 2010-2021 年公司现金流和收入、净利的比值



资料来源: iFind, 华龙证券研究所

图 12: 公司资产结构情况



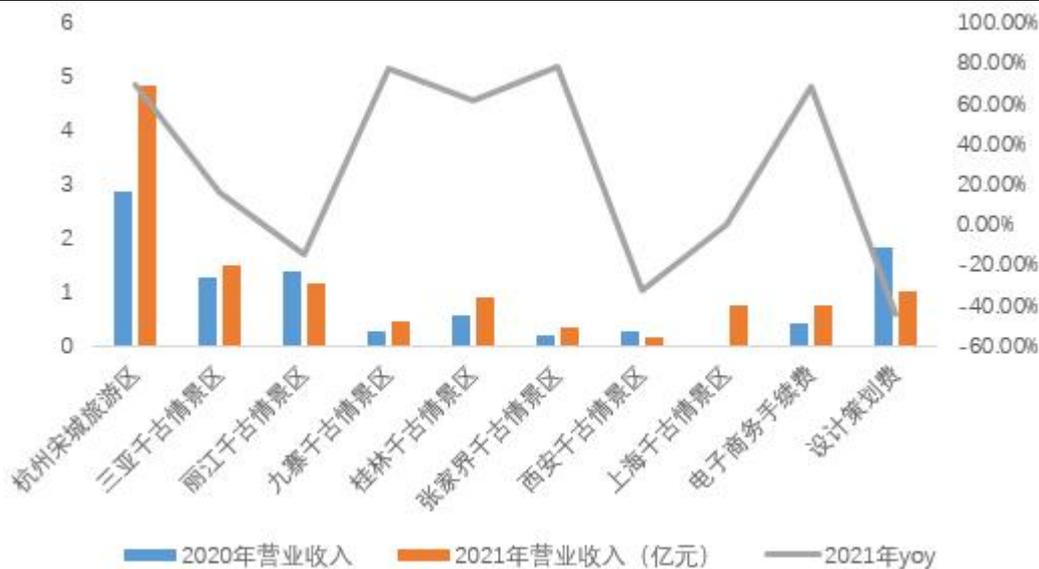
资料来源: 公司公告, 华龙证券研究所

2.2. 经营弹性领先行业，业绩波动式复苏

2021 年公司经营情况分项目来看：杭州本地项目，异地项目中三亚、丽江、桂林、张家界恢复势头良好，收入恢复至 2019 年同期约 4-5 成水平。盈利角度来看，杭州、三亚、丽江、九寨存量项目预计贡献利润约

1.9 亿，桂林、张家界、西安、上海等次新项目预计亏损近 1 亿（其中上海项目收入 0.74 亿元，亏损 0.52 亿元），主要系疫情拉长项目爬坡期拖累业绩表现。轻资产项目结算贡献收入 1.02 亿元，叠加花房贡献投资收益 1.04 亿元，对全年业绩扭亏为盈支撑作用显著。1) 杭州项目收入 4.86 亿元，同比增长 69.36%，恢复至 19 年的 53%，毛利率 43.45%，同比增长 8.55%；2) 三亚项目收入 1.48 亿元，同比下降 9.46%，恢复至 19 年的 38%，毛利率 67.49%，同比下降 9.46%，净利润 0.54 亿元；3) 丽江项目收入 1.16 亿元，同比下降 17.27%，恢复至 2019 年的 35%。毛利率 57.58%，同比下降 17.27%；4) 九寨项目收入 0.45 亿元，同比增长 77.18%；5) 桂林项目收入 0.91 亿元，同比增长 61.07%，恢复至 2019 年的 57%；6) 张家界项目收入 0.32 亿元，同比增长 78.18%，恢复至 2019 年的 49%；7) 西安项目收入 0.17 亿元，同比下降 32.87%；8) 上海项目收入 0.74 亿元；9) 电商手续费 0.73 亿元，同比增长 68.63%；10) 轻资产设计策划费 1.02 亿元，同比下降 44.33%。

图 13：2021 年公司分产品营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，华龙证券研究所

五一、国庆假期期间经营情况亮眼。尽管受疫情影响 2021 年总体经

营承压，但是假期期间多地千古情经营数据表现亮眼。春节黄金周，宋城共接待 65.75 万游客，千古情单日最高演出 20 场，其中总接待量、单日接待量、千古情总场次及单日场次、散客占比、客均逗留市场六项指标创新高记录；五一小长假，宋城共接待游客量为 165 万人次，较 2019 年同期增长 35.45%，实现总营收为 1.5 亿元，较 2019 年同期增长 42.71%；其中团队游客恢复率达到 154.48%，散客恢复率为 128.25%；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，各大千古情等主秀演出 229 场，较 2019 年同期恢复超 80%。从数据上看，宋城 2021 年节假日数据恢复速度较快，成为扭亏为盈的关键因素之一。比如，上海千古情全年实现收入 7304.6 万元，其中五一小长假期间接待游客 17.9 万人次，单日最高演出 20 场，收入超 2500 万元，客单价创宋城所有景区新高。

疫情期间营收占比较大的千古情项目间歇性闭园打乱公司一季度规划，拖累业绩。2022 年 Q1 实现收入 8530.4 万元，2021 年同期为 3.06 亿元，同比下滑 72.16%；归母净利润亏损 3858.6 万元，2021 年同期实现归母净利润 1.32 亿元，同比下滑 129.15%。2022 年 Q1 销售费用同比减少 58.33%，主要系公司各景区受疫情影响间歇性闭园广告投入较少所致；研发费用同比减少 34.42%，同样系公司各景区受疫情影响间歇性闭园所致。2022 一季度业绩出现较大幅度下滑的主要原因系本轮疫情带来的影响较为严重，上海疫情大规模爆发，周边城市杭州、苏州等多地均受影响，公司最大主营项目杭州宋城、新建设的上海千古情景区间断性闭园显著拖累 Q1 业绩，宋城各地景区开园策略也受到较大影响。截至 4 月 15 日，根据宋城演艺官网显示，其全国景区依然处于开园状态的仅剩杭州乐园、杭州烂苹果乐园、炭河古城及黄帝千古情景区。

3. 休闲旅游升级趋势不改，旅游演艺市场规模仍具提升空间

3.1. 供给端：“主题公园+旅游演艺”独创模式优势显著，市场份额占比近半

低成本与多元内容更加符合后疫情时期游客需求。主题公园旅游演艺国内目前旅游演艺形式主要以实景旅游演出、主题公园旅游演出和独立剧场旅游演出为主，比如主题公园旅游演出代表项目千古情系列、C秀、闽南传奇等，实景演出代表是印象，独立剧场演出代表是又见系列、魅力湘西等。从行业统计数据来看，2014-2019年，中国旅游演出剧目票房CAGR达20.3%，2019年末票房达到68.02亿元。综合来看，主题公园旅游演艺商业模式最优、占比最高、增长最快，票房占比从2014年的31%快速提升至46.8%，而实景旅游演艺的票房占比持续下降，从43.9%一路降至26.4%；剧场旅游演艺基本维持在25%左右。主题公园旅游演艺模式竞争优势主要体现在：一是一体化经营模式下，创作运维成本相对其他两类低，而且内容迭代更快，创作运营更加灵活；二是主题公园演艺可以融合多元丰富内容，提高体验感，而且相对实景演出受季节气候影响较小；三是主题公园模式更符合后疫情时期旅游的特征改变，包括针对短途游、周边游、夜游等游客提高不同内容，相较实景演出内容更多针对长途单次游客更具优势。

表 1：我国旅游演艺主要分类

类型	依托	特点	剧目
主题公园旅游演艺	主题公园	通常为小型主题公园+演艺剧场的形式，多实行一票制。游客既可以观看剧场演出，了解当地历史文化，又可以在主题公园景区内游玩，延长停留时间，实现二次消费。剧场演出摆脱了天气因素的限制，可以实现旺季一天多场演出。	《C秀》、《龙秀》、《闽南传奇》、《宋城千古情》
实景旅游演艺	自然景区	依托传统自然景区打造室外演艺，以秀美的自然风光为舞台背景，演出规模宏大，但缺点是易受天气因素影响；演出多为夜场，演出场次受时间限制。	《长恨歌》、《文成公主》、《印象·刘三姐》、《印象·丽江》
剧场旅游演艺	旅游城市	多为当地政府参与投资的名片性产品，演出形式以歌舞、马戏为主，更注重对当地旅游形象宣传效果，对经济效益追求放在其次。往往存在缺少专业的演艺管理人才，节目更新创作不及时等问题。	《又见敦煌》、《又见平遥》、《云南印象》、《张家界·魅力湘西》

资料来源：公司公告，华龙证券研究所

图 15: 国内三类旅游演出形式票房收入情况



资料来源: iFind, 华龙证券研究所

图 16: 2014-2015 年主题公园旅游演艺票房份额占比



资料来源: iFind, 华龙证券研究所

市场集中度高，千古情系列位于主题公园旅游演艺之首。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票房 27.7 亿元，增速 20.4%，远高于旅游演艺行整体 13.5% 的增速。实景旅游演艺票房 15.6 亿元，增长仅 5.7%；剧场旅游演艺票房 15.8 亿元，增长 10.2%。2018 年，千古情系列占据主题公园旅游演艺票房的 67.0%，处于行业绝对龙头地位。其次是长隆系列（12.6%）、华夏系列（7.0%），CR3 占据市场 87% 的份额，集中度提升明显，而且这一局势受疫情影响行业出清后将进一步提升，并且进一步抬升进入门槛。

图 17: 2014-2018 年主题公园旅游演艺票房及增速

图 18: 2018 年主题公园旅游演艺中千古情系列占比



资料来源：iFind, 华龙证券研究所

资料来源：iFind, 华龙证券研究所

旅游演艺行业盈利符合“二八原则”。根据道略文旅数据统计，2015-2019年全国实景演出真正实现盈利的只约占9%，另外11%的项目能收支平衡，其余80%则处于亏损状态。演艺行业目前的现状符合“二八原则”，少数优质的演艺项目吸引了大部分的游客，实现了创新——盈利——再创新的正向循环，不符合市场需求的产品遭到淘汰。宋城演艺“主题公园+旅游演艺”模式的成功主要是因为异地优质景区复制模式，内容更新迭代速度快，游客体验效果优良，并形成核心优质景区引流，降低创作、营销与管理费用，印证行业竞争集中的特征，规模与品质是核心竞争力。

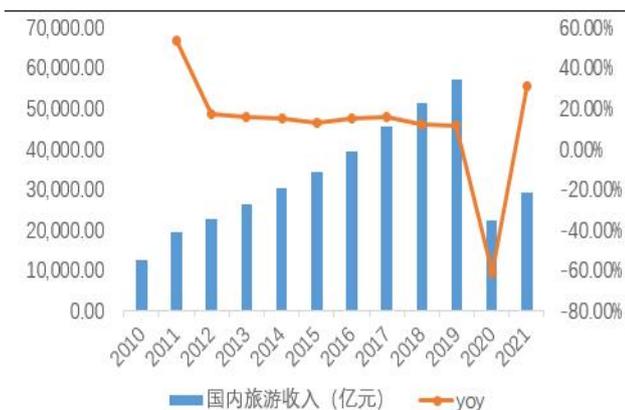
3.2. 需求端：渗透率提升带动市场规模 10 年可增 5 倍

3.2.1 行业整体发展处于稳步复苏通道中，随疫情爆发情况呈现波动式复苏

根据文化和旅游数据，2021年全年国内旅游人数为32.46亿人次，同比提升12.75%，恢复至2019年的54%；实现国内旅游收入2.92万亿元，同比提升30.94%，恢复至2019年的51%；客单价为899.57元，同比提升16%，恢复至2019年的94%。其中，2021上半年复苏强劲，实现国内游收入1.63万亿元/+157.90%，恢复至2019年的58.60%水平；下半年受疫情扰动出现小幅回落，实现收入1.29万亿元/-19.27%，恢复至2019年的43.82%水平。逐季度来看，2021Q1-4分别实现国内游人次10.24亿

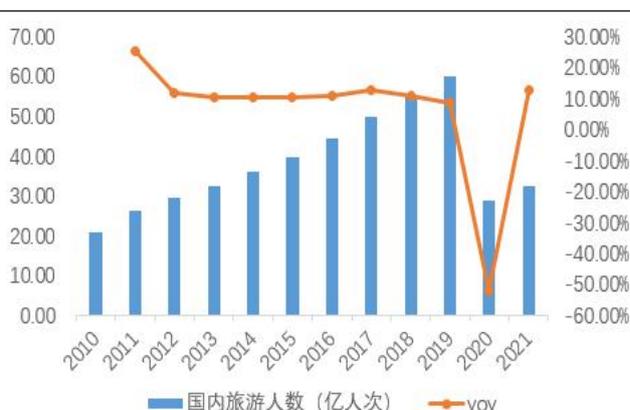
/+247.12%、8.47 亿/+32.97%、8.18 亿/-18.28%、5.57 亿/-41.12%，分别恢复至 2019 年的 57.62%、65.15%、53.69%、39.51%水平。2022Q1 实现国内游人次 8.3 亿/-18.95%，恢复至 2019 年的 46.71%，国内游收入 0.77 万亿元/+4.00%。中国旅游研究院 4 月初预计，2022 年上半年有望实现国内旅游出游人数为 19.08 亿人次，国内旅游收入为 1.71 万亿元，同比小幅正增长，或有望分别恢复至 2019 年同期的 62%和 61%。

图 19：2010-2021 年国内旅游收入及增速



资料来源：iFind, 华龙证券研究所

图 20：2010-2021 年国内旅游人数及增速



资料来源：iFind, 华龙证券研究所

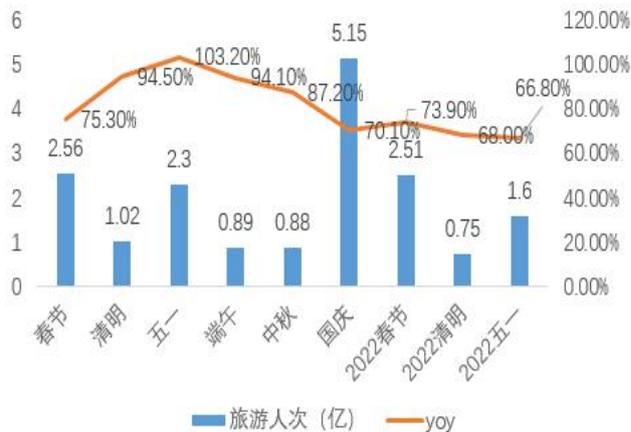
从节假日表现来看，2021H1 节假日表现逐步转好。结合中国旅游研究院数据，2021 年春节、清明、五一假期国内旅游人次分别达到 2.56 亿、1.02 亿、2.30 亿，分别恢复至疫情前水平（2019 年）的 75.3%、94.5% 及 103.2%，旅游人次恢复良好，五一期间游客人数已恢复超出疫情前！国内旅游收入则分别达到 3011 亿元、272 亿元和 1132 亿元，各恢复至 2019 年的 58.6%、56.7%、77.0%，五一假期同样为小高峰。2021H2 多地疫情反复，节假日恢复较为一般。2021 年端午、中秋、国庆国内旅游人次为 0.89 亿、0.88 亿、5.15 亿，分别恢复至 2019 年的 94.1%、87.2%、70.1%，旅游收入为 294 亿元、371 亿元和 3891 亿元，分别恢复至 2019 年的 74.8%、78.6%和 59.9%，整体上节假日表现与旅游板块恢复节奏基本一致。受疫情反复影响，2022 上半年节假日恢复程度低于去年同期，2022 年春节、清明假期旅游人次分别恢复至 2019 年的 73.9%、68.0%，旅游收入仅恢复

至 2019 年的 56.3%、39.2%。2022 年“五一”假期，全国共有 8716 家 A 级旅游景区正常开放，占 A 级旅游景区总数的 61.3%，国内旅游出游 1.6 亿人次/-30.2%，实现旅游收入 646.8 亿元/-42.9%，按可比口径估算，分别恢复至 2019 年 66.8%、44.0%，与 2021 年 103.2%、77.0%的恢复程度相比差距较大。

图 21：2021 年假期旅游收入及恢复至 2019 年同期水平 图 22：2021 年旅游人次及恢复至 2019 年同期水平



资料来源：iFind, 华龙证券研究所



资料来源：iFind, 华龙证券研究所

3.2.2 国内旅游演艺市场渗透率低，仍具备较大提升空间

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

观看人次的增长由演出剧目和演出场次的增长推动。2015-2019 年，旅游演艺剧目从 225 台增至 340 台，复合增速 10.9%；旅游演艺场次从 7.7 万场增长至 14.7 万场，复合增速 17.5%。2015-2019 年，旅游演艺市场的平均票价分别为 75.1 元、79.4 元、75.6 元、70.4 元、71 元，票房水平相对平稳，基本围绕 70-75 元上下浮动。旅游演艺市场的扩张还处于量的快速增长阶段，在我国旅游演艺市场处于发展初期的阶段，量

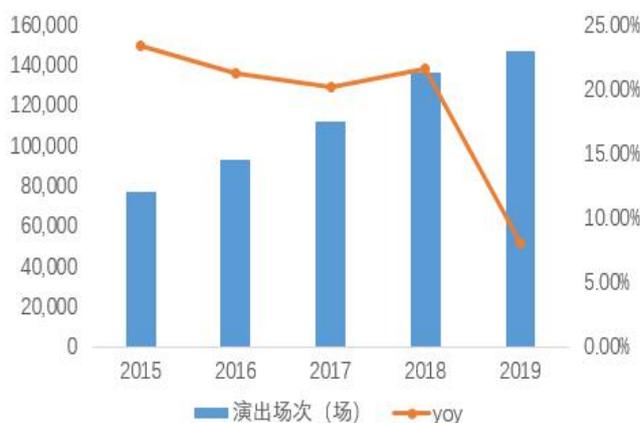
的增长(观看人次的持续增加)仍是未来 3-5 年行业增长的最主要动力。

图 23: 2015-2019 年国内旅游演艺观看人次(万人次)



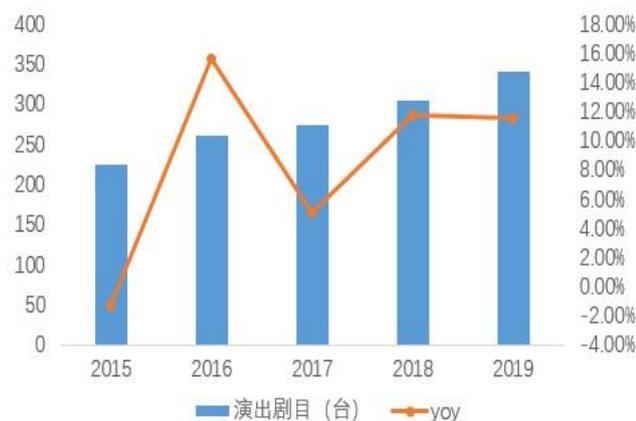
资料来源: iFind, 华龙证券研究所

图 24: 2015-2019 年国内旅游演艺演出剧目数(台)



资料来源: iFind, 华龙证券研究所

图 25: 2015-2019 年国内旅游演艺演出场次(场)



资料来源: iFind, 华龙证券研究所

图 26: 2015-2019 年国内旅游演艺平均票价(元)



资料来源: iFind, 华龙证券研究所

据 2019 年数据来看,2019 年中国旅游演出观众人次为 9583.2 万人次,而国内旅游人数达到 60.06 亿人次,旅游演艺的观众渗透率仅为 1.6%,水平仍然较低。拉长周期来看,2015-2019 年间,国内旅游演艺的观众渗透率分别为 1.22%、1.25%、1.38%、1.51%、1.60%。而从欧美市场来看,演艺观众渗透率可达到 20%左右,如纽约百老汇渗透率达到 23%;国内丽江景区的演艺观看游客渗透率是 19.7%,成为国内最高,接近欧美

市场，随后是三亚、杭州，渗透率依次为 15.1%、7%。我们预计，旅游演艺游客渗透率空间非常巨大，是行业未来增长的最主要动力。假如未来 5-10 年，旅游演艺观众渗透率将从目前的 1.6% 提升至 5-6% 左右，增长空间达到 2-3 倍。若以国内旅游人次 70 亿人次（假设旅游人次年均增长与 GDP 增速同步，5% 左右）计算，未来 5-10 年，旅游演艺的观众人次将达到 3.5-4 亿人次左右，是 2019 年约 1 亿人次的 3-4 倍。

图 27：2015-2019 年中国旅游演艺渗透率



资料来源：iFind, 华龙证券研究所

4. 全产业链布局与轻重资产结合扩张以稳固公司竞争优势

4.1. 差异化竞争优势成就龙头地位

从运维模式来看，宋城系主要以室内演出及一体化运维打造差异化竞争。一方面，印象系和山水系均为室外演出，而且部分演出需要在夜晚进行，因此相较宋城系而言，容易受到天气、时间、地点、场次的限制；另一方面，印象系列由知名导演张艺谋、王潮歌打造，与梅帅元导演操刀创作的山水系类似，后期的运维主要由当地政府及企业完成，演艺过程中缺少专业团队打磨与升级，新节目推出缓慢，对于周边游、短途游、夜游等多频次游客兴起后缺乏吸引力；长隆系的表演则依赖于高额的投入成

本。相比之下，宋城系具有一定领先优势，主要体现在：投资规模不大，容易异地复制；节目创新迭代快，并融入当地特色文化，具有差异化输出效果；不易受到天气、单日场次等限制，灵活可控；一体化运维，具有成本优势、规模优势、创作优势。

从目标受众来看，宋城系推出多剧院、多剧目形式，演艺节目涉及歌舞、杂技等，表现出爱情、生活、地震、战争等多类型故事情节，演绎通俗易懂，各年龄段游客均易接受；印象系则定位于高雅艺术，表演多依托自然山水，注重利用原生态的自然美，对特定人群有较强的吸引力；山水系具有鲜明的民族特色和艺术特色，结合山水实景给人以感染力；长隆系主要以马戏表演和杂技特效表现为主，包括动物互动、水上汇演、地上巡演等环节，对年轻人吸引力更大。另外，演员质量来看，宋城坚持与艺术院校的合作模式，不断提高演员的标准和素质，整体创作素质较高，表演质量得以保证；内容创作来看，宋城确定了“一年一大改、一月一小改”的方向，不断对演出进行打磨，可以有效增加演出节目的创造力和吸引力，促进公司收入增长。

表 2：宋城演艺潜在竞争者

项目名称	潜在竞争者
杭州千古情	印象西湖、西湖之夜、最忆是杭州
三亚千古情	C秀、红色娘子军、梦幻海洋不夜城、亚特兰蒂斯项目
丽江千古情	印象丽江
九寨千古情	高原红
桂林千古情	漓水-古越、印象刘三姐
张家界千古情	魅力张家界、烟雨张家界梦幻张家界、印象张家界、天门孤仙、武陵魂-梯玛神歌
西安千古情	大唐女皇、秦汉风云、长恨歌、再回系列、三秦印象、王昭君、二虎守长安、秦俑情
上海世博项目	上海大歌剧院、上音歌剧院、上海东方艺术中心、上海世博中心、梅赛德斯奔驰文化中心
佛山千古情	广州长隆国际大马戏、珠海长隆横琴国际马戏城
西塘演艺小镇	西塘古镇
珠海演艺谷	长隆海洋公园
宁乡炭河项目	
宜春明月千古情	
郑州黄帝千古情	禅宗少林音乐大典

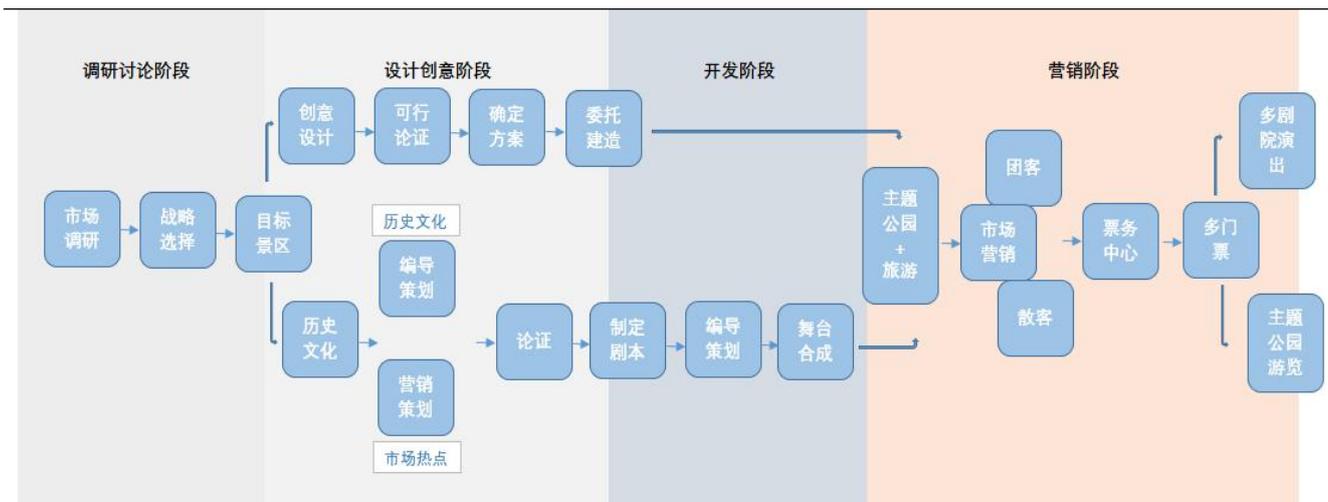
资料来源：iFind, 华龙证券研究所

从营销模式来看，多维营销不断提升品牌影响力。一方面，公司对演艺模式进行全面整合升级，通过多剧场、多剧目打造复合景点，不断提升品牌力，契合董事长黄巧灵“基于内容创作上的营销”理念。提出“一生必看的演出”、“给我一天，还你千年”等口号，2020年提出新的口号“宋城，让生活有戏！”另一方面，宋城演艺与旅行社深度合作，团客市场资源得到丰富。目前宋城已经与1500多家旅行社进行合作，与旅行社达成了互助关系，项目推广初期依赖于旅行社合作进行宣传 and 导流，在工作日及白天主打团客市场，旅行社成为白天时间段演出的主要群体，公司销售渠道中给予旅行社的折扣最高，售价为零售价的5-6折，形成互利共赢模式。同时，宋城项目全国布局，通过打造千古情IP，可有效提升消费者对旅行线路评价，以千古情为背书，巩固团客市场。从线上营销来看，微博、小红书、抖音等全渠道布局，知名KOL、KOC发布相关旅游体验笔记过万篇，传统线上美团、携程等APP持续广告投放，“宋城演艺”公众号和小程序打通订票与实时节目详情等提升粘性。

我们认为宋城在旅游演艺行业中占有一席之地，主要取决于设计、创作、开发、销售价值链环节的全产业链运行模式，而且全产业链闭环能力难以复制，成为核心竞争优势。主要体现在：一是，公司具有强大的创意能力和丰富的创意实践，建立了难以突破的创意壁垒，形成了项目选址、规划设计、投资建设、导演编创、舞台呈现、景区运营、营销推广、提升改造全产业链闭环。强大的创意能力和全产业链专业性覆盖有力保障了公司的差异化经营能力和持续创新突破能力，有利于公司控制成本、提升效率、增强盈利能力。二是公司以创意为起点、以演艺为核心、以主题公园为载体，在经营模式上明显区别于传统的演艺企业和旅游企业。“主题公园+文化演艺”的经营模式在一定程度上解决了一般演艺企业没有自有载体、演出成本高、引流成本高、观众更换频率低的难题，克服了传统旅游企业核心竞争力不明显、可复制性差、过度依赖大型游乐设备、边际

效应低下、服务差异化不突出、赢利能力较弱的缺点。公司在此基础上进一步从“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”的演艺公园模式转型升级，持续丰富演艺经营内容，拓宽护城河。三是，公司建立了覆盖全国的文化演艺平台，在项目数量、剧院和座位数、演出场次、观演人数等方面全面领先，成长为中国最大的演艺集团，形成强大的品牌优势。四是，公司先发进入了全国一线旅游休闲目的地和重点商业城市，优先占据了区域内客流量制高点，区域优势和区位优势显著，加大了潜在竞争者进入的成本和难度。五是，公司以打造平台型企业为目标，以开放的心态引导人才、内容、资源等要素的自由流转和集聚，带头整合并重构产业链上下游，实现低成本高效率经营。

图 28：宋城演艺全产业链闭环运营模式



资料来源：公司年报，华龙证券研究所

4.2. 公司苦练内功，力争模式优化，三大新模式成为未来新的增长极

杭州演艺王国模式：量价齐升巩固盈利

公司经历三个发展阶段后进入新发展业态，开启演艺王国模式运营。1.0 模式是主题公园+1 个剧院，2.0 模式是主题公园+双剧院，这两种模式都存在容纳游客限制，在客单价相对稳定，无法大幅提升时，观看人数与频次的提升将是主要的业绩增长极。而随着公司进入 3.0 模式的演艺王

国模式，形成主题公园+多剧院、多剧目、多活动、多门票”模式后，不仅提升游客体验，提升游客数量，还将为公司带来多极增长点。杭州项目进行“演艺王国”模式的筹划与推进，从硬件到内容进行全面升级，未来将逐步应用于部分异地宋城项目；同时 VR、AR 等科技应用于演出和旅游场景、以平台化战略、精细化运营推动效率提升，不断强化自身竞争力、拓宽护城河。

疫情期间，公司加强内功修炼，实施软硬件升级改造，为疫情缓解后全面运营做好准备。比如，杭州本部增加剧院类型及数量，设有两个可分别容纳 3500 人的大型剧院，2020 年新增 10 个室内外剧院、1 万余个座位数；推出了悬崖剧院、森林剧院、走动式剧院、水上看台等风格各异的剧院；在《宋城千古情》、《映山红》《WA! 恐龙》等大受欢迎剧目上新增了《喀秋莎》、《幻影》、《库克船长》、以及亲子秀《WA! 恐龙》、《保护蛋计划》等新剧目；推出聊斋惊魂鬼屋等大型体验项目、悬崖音乐会、森林音乐会等，以及不定期开展泼水节、圣诞跨年、黄金周、夜游、快闪等活动，丰富了游客体验，打通了多极利润增长点。演艺王国模式在剧目内容与质量保证前提下，实现了“量价齐升”效果，杭州项目票价提升至 320 元，并推出 399 元/人一日票等组合票，客流接待能力提升和客单价提升对未来营收规模提升打下稳固基础，收入有望突破 12 亿元，毛利率达到 9 亿元。

上海城市演艺模式：打造东方百老汇

公司与世博东迪进行战略合作，总投资 8.3 亿元，占比面积 1.8 万平方米，打造城市演艺模式。2010 年世博会后，上海旅游市场转变为以本地居民出行为主导，2011 年起本地居民出游次数便超过外省人员，2018 年后本地居民占比稳超 52%。而且上海有众多旅游景点，有完善的交通配套设施以及丰富的娱乐设施，旅游吸引度较高，市场广阔空间大。同时，政府大力打造“演艺大世界”，以上海市黄浦区人民广场为核心区域，辐射整个黄浦区乃至上海中心城区的演艺聚焦和产业发展区，为公司城市

演艺模式发展提供优良环境，极具风险收益比，而且有望在北京、重庆等夜经济发达及旅游基数大的城市复制，提升潜在城市演艺项目的空间。

上海旅游市场比较成熟，而且存在诸如东方明珠登高类、黄浦江船坞类、迪士尼等旅游项目，但是上海宋城所推出的城市演艺模式具有差异性，而且随着上海宋城项目丰富，未来将形成各项目联动，与上海其他旅游项目形成需求互补休闲服务。公司在内部设置开放性艺术街区“宋城Downtown”，拥有10个小剧场集群、2000平米的可变空间，可对外征集音乐剧、话剧、舞剧、非遗、前沿艺术等各类优秀演艺团体入驻。演艺内容融入城市特色，包含大型驻场秀《上海千古情》外，还加入了多台不同类型的剧目，例如《四行仓库》、《花想容》等。上海宋城提供多种演出、多种票价、多种组合，给不同游客群体更多选择，其中亲子秀收入占比35%，带餐秀收入占比5%，丰富了城市演艺的多元性，增加了公园的综合收入。

珠海演艺谷模式：打造中国版“狂人国主题公园”

珠海演艺谷一期投资20亿元，二期投资10亿元，预计2023年开业。珠海宋城演艺度假区项目，由24个剧院、55000个座位组成的演艺谷，其中包含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，大型演艺人才培训基地等内容。演艺谷旨在打造世界级的演艺秀集群，如室内剧院、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，涵盖丰富的剧院形式和演出形态，在原有的基础上进一步丰富游客体验。

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。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门票。珠海宋城也将形成多元化票价体系，强化游客二次消费意愿，提升业绩贡献。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。珠海宋城面积比

国狂人国主题公园面积更大，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，相较而言，珠海宋城演艺场次仍有提升空间。

4 月 23 日，宋城演艺公告称将全资子公司珠海宋城演艺王国有限公司 100%股权转让给宋城集团，未来将由宋城集团负责珠海宋城演艺公园的建设和孵化，同时宋城集团将委托宋城演艺对演艺公园进行经营管理。该举措有利于公司投资模式，减轻重资产投资压力，同时资本开支得到改善，公司可以将重心移至园区的经营管理。

西塘将搭建主题公园集群+民宿度假及主题酒店集群+剧院集群，以及艺术街区、科技体验和休闲商业区等，打造产业升级综合项目。以《吴越千古情》为主体，根植西塘当地文化，将水面表演和船秀表演相结合，使演艺港湾形成一个立体多维大秀场，走差异化路线。西塘作为江南水乡六大古镇之一，有着丰富的历史文化沉淀。区位优势明显、人文积淀深厚的西塘具有发展旅游业的强大优势。西塘距离上海及杭州较近，有利于西塘项目与杭州宋城、上海宋城或其他景点的联动，推行联票机制，打造演艺集群。而且，演艺谷新模式的推广将推动公司从单一的娱乐消费转化为休闲旅游一体的综合景区。同时，演艺谷项目成功实施将为公司进一步扩张提供好的借鉴模板，更易发挥平台效应，通过吸引全球优秀剧目形成正反馈循环，进而打造旅游胜地，为公司增厚业绩，为城市赋能。

4.3. 轻资产项目与重资产项目协同发展

公司轻资产项目盈利稳定，毛利率高，盈利模式为一揽子服务费+管理费。目前运营的轻资产项目包括宁乡炭河主题公园、宜春明月千古情、郑州黄帝千古情，以及在建的延安千古情。轻资产模式多为与当地政府和国有控股企业合作，完成品牌输出，改善现金流能力，提升品牌溢价能力和增加盈利来源。在收入确认方面，通常开业前确认服务费的 60%-70%，开业后，每年按照景区营业收入的百分比（往年项目多是 20%）收取管理

费。2016-2020年，公司设计策划费收入 CAGR 为 10.5%，其中 2020 年疫情期间仍保持 5.8% 的增长速度，体现出收入稳定性较好。而且，公司设计策划费的毛利率 2018-2019 年保持在 95% 以上的增速，亦说明在稳定收入基础上仍具有较强盈利能力。

图 29：16-21 年设计策划费（含管理费）收入



资料来源：公司公告，华龙证券研究所

图 30：16-19 年设计策划收入（不含管理费）毛利率



资料来源：公司公告，华龙证券研究所

5. 估值及投资建议

5.1. 相对估值

从公司运营模式看，是 A 股上市公司中唯一一家文化旅游演艺型的主题公园上市公司，目前旅游行业中没有严格意愿上的可比公司。在与其他旅游景区类旅游公司比较来看，景区类公司的 PE 估值低于宋城演艺，而且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，成长性相对较高，更应享受一定估值溢价。

表 3：可比公司估值表

公司	收盘价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
峨眉山A	8.18	43.10	0.04	0.38	0.45	188.91	21.53	18.05
黄山旅游	10.85	66.68	0.05	0.40	0.52	217.00	27.13	20.91
丽江股份	8.93	49.07	0.14	0.30	0.38	62.75	29.67	23.54
天目湖	25.53	47.56	0.32	0.71	0.90	79.11	35.77	28.32
中青旅	11.86	85.85	0.29	0.67	0.86	40.97	17.82	13.76
平均值			0.17	0.49	0.62	117.75	26.38	20.91
中位数			0.14	0.40	0.52	79.11	27.13	20.91

注：收盘价为 2022 年 7 月 5 日价格，可比公司 EPS、PE 预测为万得一致预期。行业 PE 平均水平自剔除可比公司负值后计算。

资料来源：Wind, 华龙证券研究所

5.2. 投资建议

国内文化旅游演艺行业竞争相对集中，现有行业发展模式而言，宋城逐渐从内容创意性模式发展成平台型公司，布局对接旅游演艺全产业链的上下游发展，打造演艺王国、城市演艺与演艺谷为主的新业态发展模式，进一步提升了公司发展空间广度与深度，重新定义了行业发展价值生态。基于公司低成本异地复制发展模型，在以杭州宋城景区为大本营，向全国重点优质景区不断拓展，占据先发区位优势，具备较强扩张能力和较高成长性。公司重资产项目与轻资产项目协同发展，不断优化收入结构，提高毛利率水平；“主题公园+文化演艺”独创商业模式下，转型“多剧院+多剧目+多门票”运营模式不仅丰富盈利增长极，丰富游客游历与观赏体验，提升回访率，而且有益于议价能力提升，提高单价水平，维持公司高毛利发展水平，实现量价双驱动效应，进一步巩固公司核心竞争优势。

从业绩复苏来看，疫情期间，旅游行业作为环境变化高敏感性行业，业绩受到较大冲击，出现明显下滑。但是随着疫情影响边际减弱，整体行业处于波动式复苏趋势中，公司业绩经历回落后亦处于复苏周期，多数项目收入恢复至 2019 年同期 4-5 成水平，后期随着疫情常态化防控措施，奥密克戎疫苗全面覆盖，新冠治疗药物全面上市等较大确定性趋势发展，公司业绩有望延续复苏。从公司过往项目扩张来看，第二轮异地扩张项目

将于未来 2-3 年进入业绩爆发增长期，具备业绩高增长预期。而且考虑到公司经历疫情影响出现的业绩回落，公司将珠海项目，澳洲项目转让给宋城集团公司，珠海项目开业前三年将由上市公司运营演艺部分收取管理费，待发展成熟之时，演艺部分将由上市公司收回体内，这样将减少疫情期间发展的不确定性，降低上市公司风险，大量回笼资金的同时有助于减少不确定性对业绩修复的影响。

整体而言，公司发展空间巨大，发展模式清晰，竞争优势显著、扩张成长能力强，业绩复苏韧性强，具备未来投资价值。而且，公司在疫情期间通过现有项目软硬件整改升级、不确定性项目转让、运营管理变革、待开业项目积极筹备等多措施修炼内功，为旅游市场全面恢复的业绩增长奠定坚实基础，实现厚积薄发。预计公司营业收入分别为 14.7/29.4/38.6 亿元，归母净利润分别为 3.3/12.0/17.1 亿元，每股收益分别为 0.13/0.46/0.65，对应当前股价的 PE 分别为 88X/35x/25x，维持“买入”评级。

表 4：盈利预测简表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,184.90	1,477.60	2,942.50	3,862.90
增长率	31.00%	24.70%	99.14%	31.28%
净利润	315.1	333.5	1,195.30	1,711.80
每股收益(元)	0.12	0.13	0.46	0.65
每股净资产(元)	2.92	3.07	3.39	3.85
盈利和估值	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	114.5	88	35	25
市净率(倍)	4.7	4.5	4.1	3.6

资料来源：Wind, 华龙证券研究所

6. 风险提示

(1) 疫情反复超预期。公司主营业务为文化演艺和泛娱乐业务，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、安全事故等因素将会对公司经营业绩产生负面影响；疫情反复影响

消费者出现，进而影响旅游市场复苏。

(2) 宏观经济波动风险。世界面临百年未有之大变局，此外全球疫情还未结束，给经济发展增加一定不确定性。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。

(4) 新项目建设进度低于预期。环保、招拍挂进度、天气、疫情等因素影响新项目建设，当前佛山、西塘、珠海等项目仍处在建设中，建设进度及投资规划结构存在一定风险。

免责及评级说明部分

分析师声明：

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人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。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上	
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
回避		基本面向淡，行业指数落后沪深300指数	