

推荐 (维持)

演艺需求步入复苏期，业绩修复可期

风险评级：中风险

宋城演艺 (300144) 深度报告

2022年07月29日

投资要点：

魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119462
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

■ **二十余年积淀丰富创作管理能力。**公司是国内最早进入主题公园与旅游文化演艺行业的企业之一。公司于1996年建成宋城景区，1997年正式推出《宋城千古情》剧目，历经初创期、发展期、融合期、扩张期四个阶段，成功打造了以“主题公园+旅游文化演艺”模式为核心的“宋城”品牌。在超二十年的探索中积累了丰富的运营经验，拥有强大的主题景区设计和运营、文化演艺节目创作编排能力。

■ **后疫情时代旅游需求波动复苏。**2021年二季度以来国内旅游出行持续受到散点疫情反复扰动，旅游人数持续下降，但整体疫苗接种已达到较高水平叠加国产新冠药上市，防疫政策出现实质性放松。从节假日旅游数据来看，2022年五一国内疫情较大规模反弹的情况下，旅游人数相对疫情前同期变化情况相对稳定，居民旅游需求韧性显现，对疫情扰动的担忧逐渐淡化，端午假期疫情受控后旅游经济快速反弹。旅游演艺需求随经济发展而快速提升，演艺市场快速扩大。

■ **勇于探索，多模式扩张。**公司采取轻重资产并行模式快速扩张，已完成对三亚、桂林、丽江、西安等重要旅游目的地布点，轻资产模式布局人流、空间相对较小的宁乡、宜春等低线旅游城市，拓宽市场空间。上海项目首次布局一线城市，以多元化的演艺王国模式探索城市演艺市场，2021年五一业绩喜人，剧目打磨孵化后有望吸引更多本地游客游玩。

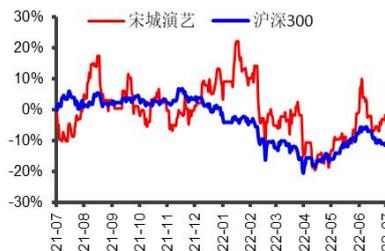
■ **投资建议：维持“推荐”的投资评级。**6月以来国内疫情逐渐受控，政策放松、补贴落地及新冠药物上市等利好因素先后释放，而节假日出游人数快速反弹，旅游经济底部确认进入修复期。公司7月以来多个千古情园区恢复营业，我们预计后续张家界、上海等项目将随着防疫精准化而逐渐放松，业绩修复可期。公司佛山项目已基本完成筹建，珠海、澳洲项目转由控股股东宋城集团开发并由公司经营，现金流充足受疫情冲击较小。长期来看，公司试点转型城市演艺与演艺谷模式，凭借公司二十多年沉淀的剧目创作经验与成熟的管理模式，转型项目有望为公司打开城市演艺需求的新增长点。上海、珠海试点模型若较成功，后续有望迎来新一轮集中签约与扩张，叠加新冠疫情逐步受控，公司有望迎来业绩与估值双击。预计2022/2023年EPS分别为0.32元、0.26元，对应PE分别为42.51倍、51.06倍，维持“推荐”的投资评级。

■ **风险提示。**疫情反复、自然灾害、项目转型不及预期、行业竞争加剧等。

主要数据 2022年7月28日

收盘价(元)	13.41
总市值(亿元)	350.63
总股本(亿股)	26.15
流通股本(亿股)	22.88
ROE(TTM)	1.89%
12月最高价(元)	17.11
12月最低价(元)	10.90

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，同花顺

相关报告

目 录

1. 二十余年积淀丰富创作管理能力	4
1.1 持续探索打开市场空间	4
1.2 股权结构较集中，实控人是公司灵魂人物	5
1.3 千古情景区为核心，盈利能力优异	6
1.4 专注旅游演艺业务	8
1.5 主题公园+千古情模式打造独特竞争优势	8
2. 后疫情时代出游需求波动复苏	10
2.1 疫情受控、政策利好，旅游需求进入修复通道	10
2.2 后疫情时代或波动复苏，本地游客重要性提升	12
2.3 旅游需求多样化，主题公园等文化演艺消费需求兴起	13
3. 勇于探索，多模式扩张	15
3.1 轻重资产双模式开启异地扩张	15
3.2 上海试点：拓展一线城市演艺公园需求	17
4. 投资策略	19
5. 风险提示	19

插图目录

图 1：公司融合阶段重组前架构	4
图 2：公司融合阶段重组后架构	4
图 3：公司发展历程	5
图 4：2022Q1 公司前五大股东及主要子公司	5
图 5：公司营收构成（亿元）	6
图 6：公司毛利率（%）	6
图 7：公司现场演艺业务收入（亿元）	7
图 8：公司景区收入占比（%）	7
图 9：公司资产负债率（%）	7
图 10：公司现金比率	7
图 11：花房科技收入（不含密境和风）	8
图 12：花房科技净利润（不含密境和风）	8
图 13：印象丽江收入与丽江宋城景区收入对比（亿元）	9
图 14：各项目疫情前营收爬坡较快	9
图 15：疫情前后分季度旅游人数及其同比（亿人次，%）	10
图 16：疫情后旅游人数对比 2019 年同期（%）	10
图 17：全球新冠疫苗接种（截至 7 月 25 日）	10
图 18：我国新冠疫苗接种率（截至 7 月 25 日）	10
图 20：全球新增确诊数（截至 7 月 27 日）	12
图 21：中国新增确诊数（截至 7 月 27 日）	12
图 19：2021 年来国内节假日旅游人次（亿人次）较 2019 年恢复情况（%）	13
图 20：2019 年出行游客年龄分布	13
图 21：Z 世代出游频率	13
图 22：2022 年春节游客文化体验项目比例	14
图 23：春节出游动机占比	14
图 24：旅游演出剧目逐步增长	14
图 25：旅游演出票房快速增长	14

图 26: 张家界千古情靠近武陵源景区	16
图 27: 桂林千古情靠近商业街区与风景区	16
图 28: 宋城项目扩张进度	16
图 29: 上海宋城	17
图 30: 上海本地游客占比 (%)	17
图 31: 2018 年上海游客分布	18
图 32: 2018 年上海旅游出行方式分布	18
图 29: 上海游客数 (万人次)	18
图 30: 上海本地游客占比 (%)	18
图 34: 亲子秀《哇! 恐龙》	19
图 35: 带餐秀《热情桑巴》	19

表格目录

表 1: 宋城演艺千古情主秀演出时段 (截至 2022 年 7 月 27 日)	9
表 3: 全球主要新冠口服小分子药研发进展	11
表 4: 防疫政策实质性放松	12
表 5: 宋城景区及千古情扩张历程	15
表 6: 公司盈利预测简表 (2022/7/28)	20

1. 二十余年积淀丰富创作管理能力

公司简介。公司是国内最早进入主题公园与旅游文化演艺行业的公司之一。公司于 1996 年建成宋城景区，1997 年正式推出《宋城千古情》剧目，历经初创期、发展期、融合期、扩张期四个阶段，成功打造了以“主题公园+旅游文化演艺”模式为核心的“宋城”品牌。在超二十年的探索中积累了丰富的运营经验，拥有强大的主题景区设计和运营、文化演艺节目创作编排能力。

1.1 持续探索打开市场空间

公司发展历程可分为五个阶段。企业初创阶段、发展阶段、融合阶段、扩张阶段、转型阶段。

初创阶段：1996 年至 2002 年。1996 年公司建成杭州宋城景区，并于次年推出《宋城千古情》剧目，开始探索并初步形成了“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式。早期的宋城千古情尚处于初创阶段，作为宋城景区的推广产品免费向游客演出。

发展阶段：2003 年至 2005 年。公司大力打造《宋城千古情》，推出剧场版《宋城千古情》等多样化的表演形式，修建宋城大剧院与宋城景区初步形成业务联动效应。

融合阶段：2006 年至 2010 年。《宋城千古情》成为公司核心品牌产品，同时为避免与实控人形成同业竞争、专注主题公园及旅游文化演艺业务，公司开启了一系列以整合自身业务体系为目的的重组。

异地扩张阶段：2011 年至 2020 年。公司于 2010 年在创业板上市后开启了融资扩张阶段，

图 1：公司融合阶段重组前架构

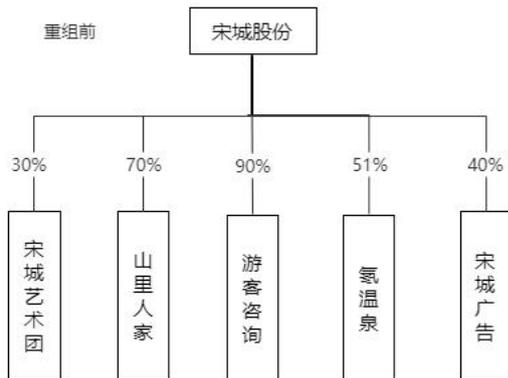
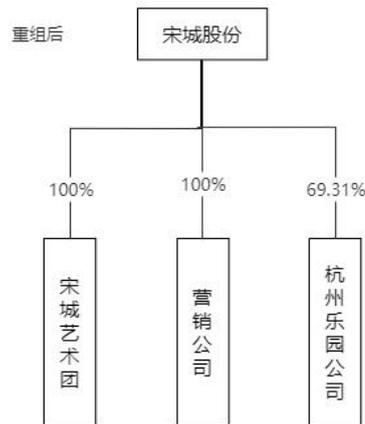


图 2：公司融合阶段重组后架构



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

凭借总导演强大的创作能力和杭州宋城的经验，先后开业三亚、丽江、九寨、泰山、桂林、张家界、西安、黄帝等重资产项目，并通过宁乡炭河千古情项目成功开启轻资产输出的扩张模式。

转型阶段：2020 年至今。杭州宋城试点演艺王国模式，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升级。2021 年五

一黄金周前开业的上海宋城则是对城市演艺的一次拓展，为后续西塘演艺小镇、珠海演艺谷探索新的盈利模式。

图 3：公司发展历程

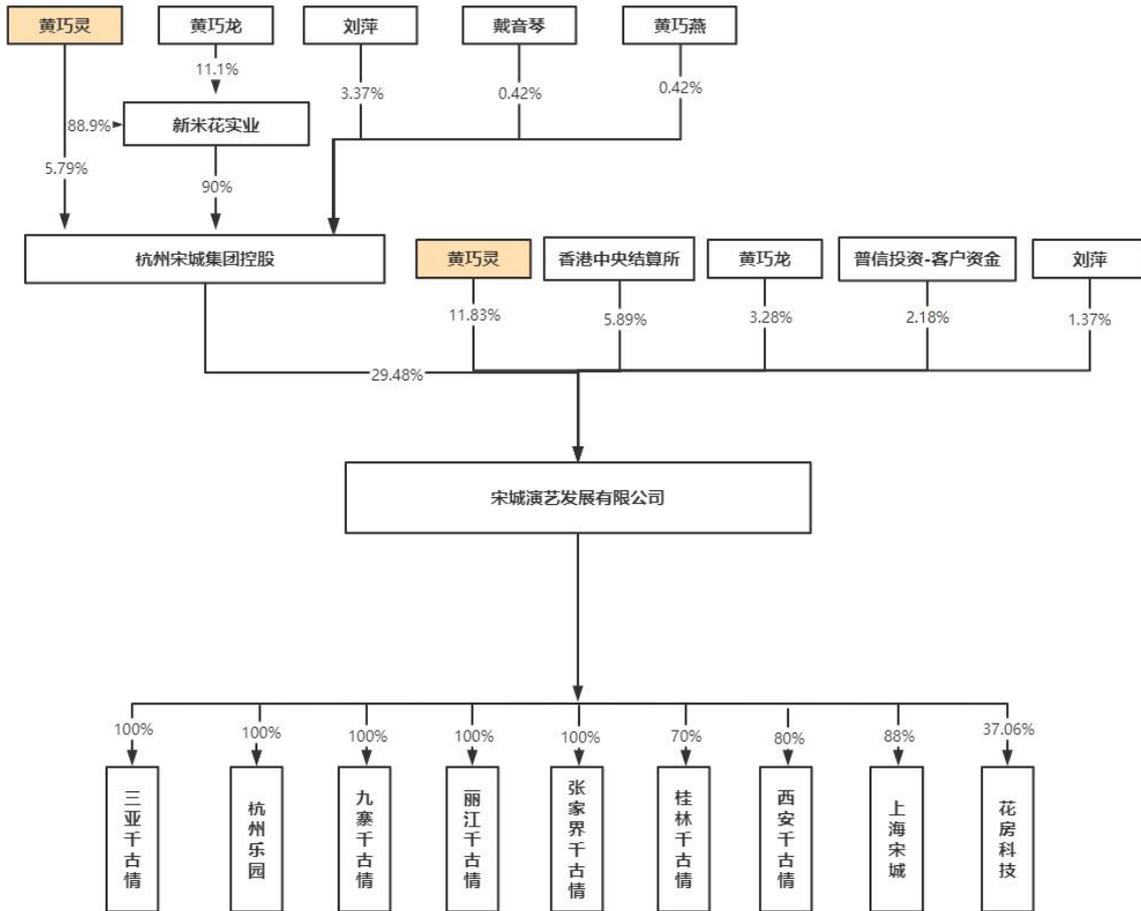


资料来源：公司官网，公司招股说明书，公开资料，东莞证券研究所

1.2 股权结构较集中，实控人是公司灵魂人物

公司股权结构较为稳定。公司实控人为创始人黄巧灵及其一致行动人，黄巧灵通过新米花公司及宋城集团以直接及间接方式共持有公司 37.12%的股份，与一致行动人黄巧龙（关联自然人）合计持有公司 43.34%股份，股权相对集中。黄巧灵先生为公司异地扩张的核心剧目《千古情》系列的总导演，是公司的灵魂人物。2021年8月以来实控人卸任董事长专注剧目创作，但考虑到公司对演艺剧目更新和再创作的要求较高，后续上海城市演艺王国、珠海演艺谷等关键转型项目有大量剧目需要黄巧灵先生把关创作，公司股权结构变动的风险较小。实控人专注创作更有利于公司从“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升级。

图 4：2022Q1 公司前五大股东及主要子公司



资料来源：同花顺，公司公告，东莞证券研究所

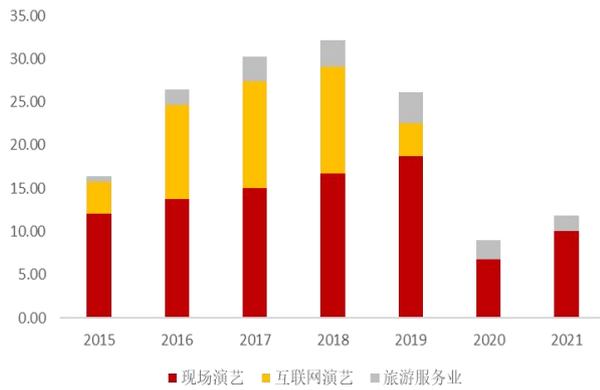
注：截至 2022 年 7 月 1 日，普信投资已告解散。

1.3 千古情景区为核心，盈利能力优异

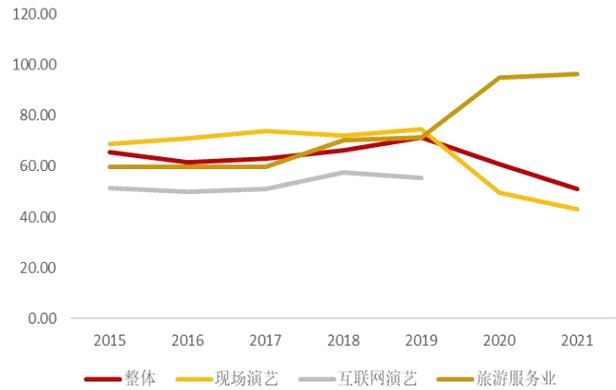
重资产贡献核心收入，演艺业务毛利率较高。公司收入主要来源于宋城千古情主题公园及相应的现场演艺业务、2015 年收购六间房直播平台形成的互联网演艺业务及轻资产模式输出产生的设计策划业务收入。整体毛利率较高，2015 年-2019 年毛利率基本维持在 60%，疫情爆发后有所下降，但 2022Q1 仍维持在 42.22%。分业务来看，疫情前千古情景区毛利率最高，疫情前基本维持在 70%左右；互联网演艺业务毛利率水平较为稳定，在 50%-57%区间；而旅游服务业务受电子商务手续费业务影响而略低于整体毛利率水平，剔除电子商务手续费影响后，轻资产设计策划业务毛利率最高，基本在 90%以上。

图 5：公司营收构成（亿元）

图 6：公司毛利率（%）



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

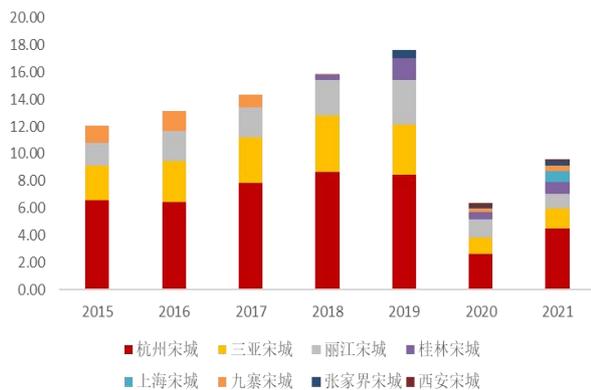


资料来源：同花顺，东莞证券研究所

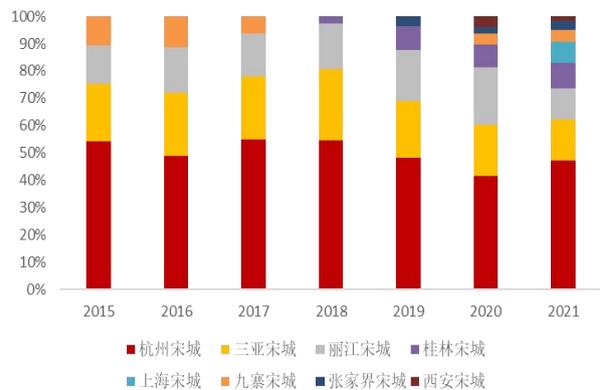
主题公园旅游演艺是公司核心业务。作为公司起源的杭州宋城是公司收入的基石经过二十年的打磨已经形成稳定的盈利能力，2015年至2019年营收由6.56亿元增长至8.46亿元，年均复合增长率为6.57%。三亚、丽江、桂林、张家界等宋城旅游景区处于爬坡期，所在城市以旅游经济为主，本地游客相对较少，2019年占公司现场演艺业务比重分别为21%、18.6%、8.8%、3.5%，而杭州项目营收占现场演艺收入的48.1%。对比杭州和桂林、丽江等宋城景区的营收增速，公司大部分项目仍处于爬坡阶段，长期来看收入增长潜力巨大。

图 7：公司现场演艺业务收入（亿元）

图 8：公司景区收入占比（%）



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

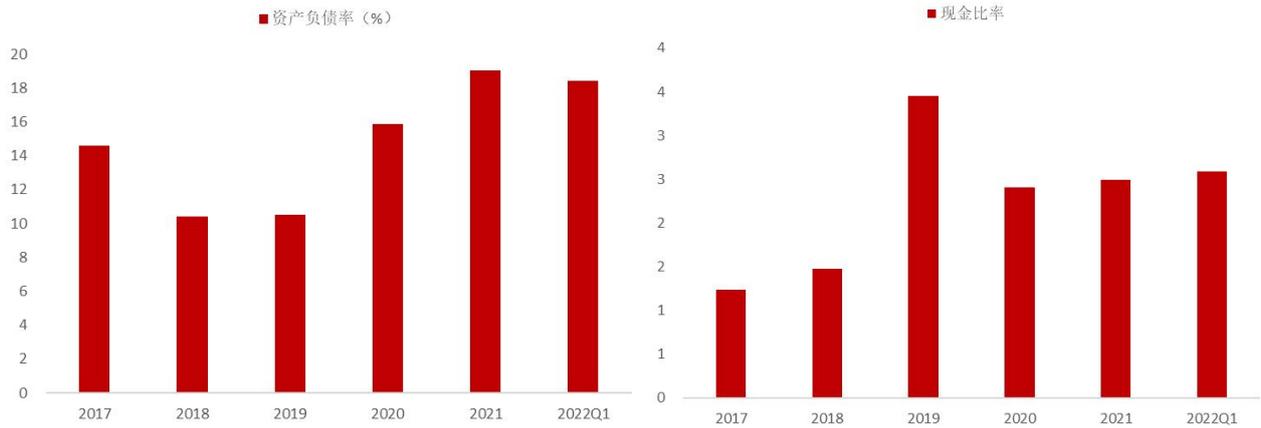


资料来源：同花顺，东莞证券研究所

现金、资产负债结构优秀，转让珠海、澳洲项目强化现金流。公司资本结构良好，疫情冲击下2020年、2021年、2022Q1经营活动现产生的现金流量净额分别为3.94亿元、7.5亿元、0.21亿元，但公司截至2022Q1资产负债率仅18.4%。截止2022年Q1公司现金及等价物共12.6亿元，加上向控股股东宋城集团转让珠海和澳洲项目预计资金回笼10.52亿元，预计公司现金及等价物约23亿元，现金储备充足。

图 9：公司资产负债率（%）

图 10：公司现金比率



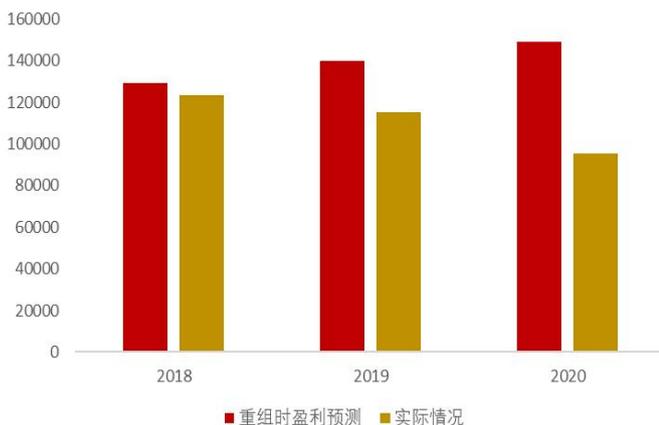
资料来源：同花顺，东莞证券研究所

资料来源：同花顺，东莞证券研究所

1.4 专注旅游演艺业务

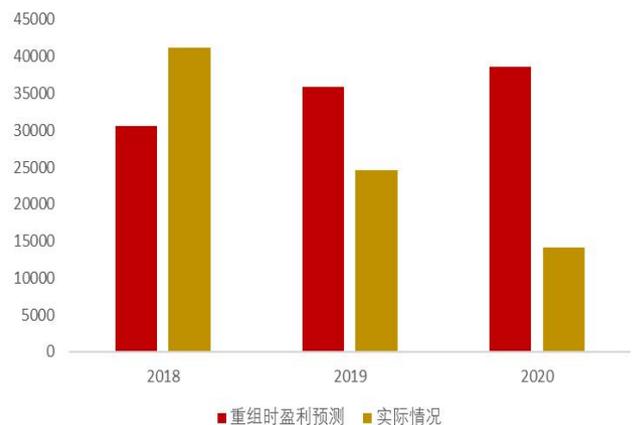
花房重组出表，回归现场演艺。2015年，公司通过发行股份方式收购直播平台六间房100%股权，正式开启对互联网演艺模式的探索。本次重组中六间房总资产账面价值为0.65亿元，股东全部权益账面价值为0.38亿元，股东全部权益评估价值为26.14亿元，导致收购完成后公司账面增加近24亿商誉。重组完成后六间房直播平台与公司现场演艺业务结合进度不及预期，叠加直播行业竞争愈发激烈、盈利能力大幅下降影响，2019年4月公司将六间房与密境和风重组，重组后奇虎三六零及一致行动人花椒壹号、花椒贰号将成为新平台的第一大股东，六间房出表。2021年1月，受到PC端直播平台六间房业绩下滑影响，公司对花房科技长期股权投资计提了减值准备11亿、按权益法形成的长投损失7亿，合计影响约18亿。减值后公司剩余长期股权投资价值约15.05亿元，短期内减值风险已得到释放。

图 11：花房科技收入（不含密境和风）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 12：花房科技净利润（不含密境和风）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

注：已扣除股权支付和股份转让影响

1.5 主题公园+千古情模式打造独特竞争优势

从核心的旅游演艺出发，行业内的主要竞争对手为山水盛典系列、印象/又见系列等旅游演艺剧目。旅游演艺主要划分为实景演出、主题公园演出、独立剧场演出三种主要形式，宋城演艺属于主题公园演出模式。国内旅游演艺不发达，较为知名的演艺剧目

主要有千古情系列、印象系列、山水系列和长隆系等。其中，长隆系列属于主题公园演艺，但演出依托于长隆主题乐园，以马戏表演为主，选址多为珠海、广州等经济、客流发达的一、二线城市，与公司竞争较少。

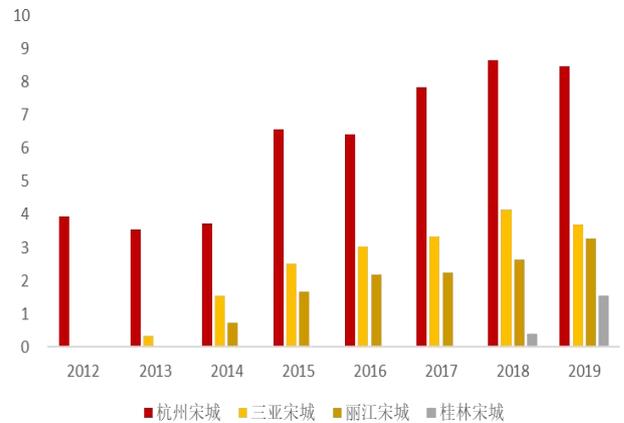
对比主要竞争对手。梅帅元导演策划的山水盛典系列与张艺谋、王潮歌及樊跃导演联合创作的印象系列知名度较高，都属于大型室外实景演出，占地面积、人员、声光电设备等要求较高，受天气影响较为明显。公司千古情等剧目为室内剧场表演，独立剧场投入较小但空间受限，千古情景区选址多在景区周边，占地面积较大，但成本小于实景演出盈利能力稳定。印象系列创作与运营分离，剧目更新、创新的动力不足，导致长期竞争力不足，千古情系列剧目能够及时更新，主题公园+剧场能够按照需求增加演出剧目和场次，导致丽江宋城整体营收自2016年起超越印象丽江演出收入。

各千古情景区爬坡期较短，盈利能力强劲。千古情系列剧目经过多年打磨拥有较高的知名度，新项目布局通常靠近核心旅游景区和商业中心，主题公园+演艺模式投入成本低，多重因素作用下千古情景区开业后营收快速增长，往往两年左右能够实现盈利。其中，三亚宋城开业7年（数据截至2019年）营收复合增长率为48.9%，丽江宋城（数据截至2019年）开业6年营收复合增长率为35.4%，桂林宋城开业第二年营收同比增长278%，盈利能力强劲。

图 13：印象丽江收入与丽江宋城景区收入对比（亿元）



图 14：各项目疫情前营收爬坡较快



资料来源：各公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

旅游演艺延长游客停留时间。旅游演艺作为旅游景区特色旅游资源的凝练与展现，更多作为旅游景区的补充而非与旅游景区直接竞争。国内主要旅游目的地及5A级景区以自然风光历史人文观光为主，游客游览时间通常为白天，夜游较少，而旅游演艺通常布局在旅游景区内或周边地区，为游客提供额外的游玩项目，更深入的体验当地历史文化。从宋城演艺千古情主秀演出安排的时间段来看，旅游演艺主秀集中在下午五点至晚九点的黄金时间段，错开自然景区游玩时段的同时为游客提供夜间游玩的场所，发展夜间旅游经济。

表 1：宋城演艺千古情主秀演出时段（截至 2022 年 7 月 27 日）

主秀	场次	演出时间
----	----	------

宋城千古情	2	14:00-15:00、19:30-20:30
三亚千古情	1	17:00-18:00
丽江千古情	4	14:00-15:00、16:30-17:30、18:00-19:00、20:30-21:30
九寨千古情	1	18:00-19:00
桂林千古情	2	16:00-17:00、19:30-20:30
炭河千古情	1	14:30-15:30
明月千古情	1	14:30-15:30
黄帝千古情	2	14:00-15:00、18:30-19:30

资料来源：公司微信公众号，东莞证券研究所

2. 后疫情时代出游需求波动复苏

2.1 疫情受控、政策利好，旅游需求进入修复通道

旅游出行受新冠变种病毒持续扰动，但疫情冲击逐渐淡化。2021年二季度以来国内旅游出行持续受到散点疫情反复扰动，旅游人数持续下降。2021Q1-2022Q2 国内旅游人数分别为 10.24 亿人次、8.47 亿人次、8.18 亿人次、5.57 亿人次、8.3 亿人次、6.25 亿人次，按可比口径分别恢复至 2019 年同期的 57.62%、65.15%、53.69%、39.51%、46.71%、48.08%。旅游出行意愿受疫情及防疫政策限制承压，但新增确诊病例数较多的 2022Q1、2022Q2 旅游人数仍好于 2021Q4，对比 2019 年同期来看，旅游出行并未出行进一步下滑，疫情对旅游出行影响淡化。

图 15：疫情前后分季度旅游人数及其同比（亿人次，%）

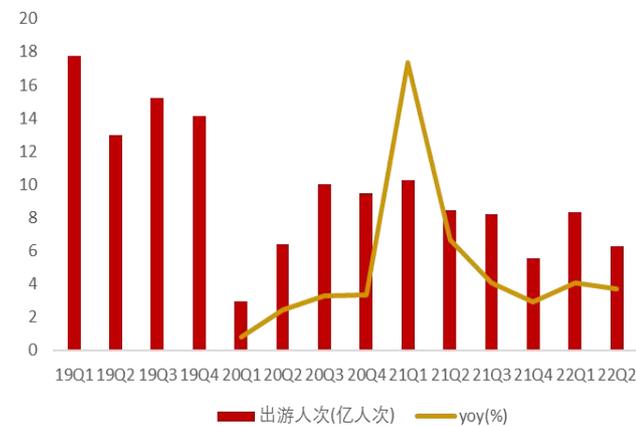
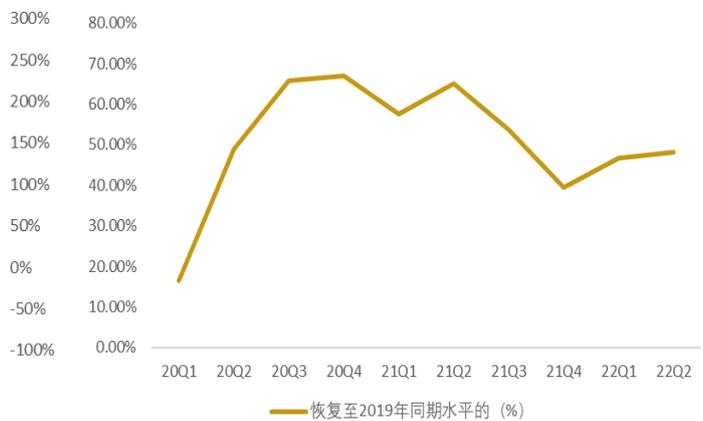


图 16：疫情后旅游人数对比 2019 年同期（%）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

资料来源：文旅部，东莞证券研究所

疫苗接种放缓，整体免疫已达到较高水平。全球新冠疫苗自 2020 年 12 月陆续开始接种，截至 2022 年 7 月 27 日，全球新冠疫苗每百人接种量为 155.53 剂次，全球新冠疫苗完全接种率达 61.48%，全球新冠疫苗接种增速放缓，但发达国家疫苗完全接种率达到较高水平。我国新冠疫苗接种量边际放缓，每百人疫苗接种量达 239.75 剂次，远超全球平均水平，整体免疫已达到较高水平。

图 17：全球新冠疫苗接种（截至 7 月 27 日）

图 18：我国新冠疫苗接种率（截至 7 月 27 日）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

资料来源：ifind，东莞证券研究所

国产新冠药物已上市，缩短中症患者住院时间。国内目前在研的新冠口服药物中，进展较快的包括君实生物的VV116、真实生物的阿兹夫定和开拓药业的普克鲁胺。国家药监局于7月21日附条件批准真实生物的阿兹夫定上市，7月25日药监局应急附条件批准阿兹夫定新冠肺炎治疗适应症注册。阿兹夫定临床结果优秀，将有效缩短中度新冠肺炎患者症状改善时间。

表 3：全球主要新冠口服小分子药研发进展

公司	药物名	作用靶点	研发进展
默沙东	Molnupiravir	RdRp	英国获批；美国、日本 EUA 授权使用
辉瑞	Paxlovid	3CLpro	美国获批；中国获附条件批准
盐野义	S-217622	3CLpro	临床 III 期
君实生物	VV116	RdRp	乌兹别克斯坦获批
真实生物	阿兹夫定	RdRp	已上市
开拓药业	普克鲁胺	雄激素受体抗剂	巴拉圭、波黑获批 EUA，加纳获批
先声药业	SIM0417	3CLpro	临床 II / III 期
众生药业	RAY003/RAY004	3CLpro	临床 I 期
泽璟制药	盐酸杰克替尼片	JAK 抑制剂	临床 I 期
歌礼制药	ASC10	RdRp	临床前
歌礼制药	ASC11	3CLpro	临床前
君实生物	VV993	3CLpro	临床前
云顶新耀	EDDC-2214	3CLpro	临床前
科兴生物	SHEN26	RdRp	临床前

资料来源：各公司公告，FDA，CDE，东莞证券研究所

政策利好不断，防疫政策逐步放松。从政策方面看，2022 年上半年多次会议关注疫情受损行业，国务院、文旅部等多次发文提出对相关行业进行帮扶，防疫政策出现实质性放松。尽管 2022 年 4 月国内疫情出现较大规模反弹，但新冠疫苗接种率的提高、国产新冠药研发推进及疫情防控精准化方案的逐步成熟满足了疫情防控放松的初步条件，2022 年 5 月 31 日文旅部收窄跨省游“熔断”范围至县市、6 月 28 日密接隔离时间减半及次日行程卡摘星都有效提振旅游出行信心。

表 4：防疫政策实质性放松

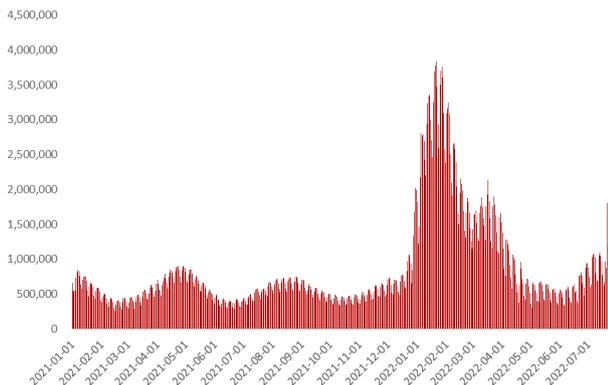
发布日期	相关文件	发文单位	主要内容
2021 年 10 月 28 日	《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南（2021 年 10 月修订版）》	文旅部	明确疫情高风险地区旅游景区该暂停运营的要立即暂停运营。旅游景区游客接待上限由各省（区、市）党委、政府根据当地疫情防控形势确定，不搞“一刀切”。
2022 年 3 月 15 日	《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第九版）》	卫健委	新版诊疗方案较上版删除了无症状密接者的认定和疑似病例单独隔离的治疗方案，隔离标准放松。增加特异性抗新冠病毒药物。调整出院标准，降低隔离时间。
2022 年 5 月 31 日	关于加强疫情防控 科学精准实施跨省旅游“熔断”机制的通知	文旅部	跨省游熔断收窄至出现中高风险地区的县市，各省市文旅部自行宣布暂停与恢复跨省游
2022 年 6 月 28 日	新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）	卫健委	密接、入境隔离从 14+7 下调至 7+3，密接的密接者 7 天居家隔离
2022 年 6 月 29 日	通信行程卡取消“星号”标记	工信部	通信行程卡取消星号标记，避免层层加码

资料来源：文旅部，卫健委，工信部，东莞证券研究所

2.2 后疫情时代或波动复苏，本地游客重要性提升

新冠疫情具有不确定性，国内旅游或波动复苏。2022 年以来，奥密克戎等新冠肺炎变种病毒持续反复，BA.4\BA.5 等新冠肺炎病毒亚变种及二代变种等传染能力更强，在全球范围内掀起新一轮感染高峰，我国出入境航班增加及防疫放松的大背景下或持续受到输入性病例扰动，6 月国内防疫政策实质性放松以来国内疫情数据。整体看散点疫情反复的影响将随着疫苗、药物、防疫精准化而逐渐减弱，国内旅游需求将波动复苏。

图 20：全球新增确诊数（截至 7 月 27 日）



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

图 21：中国新增确诊数（截至 7 月 27 日）



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

疫情反复扰动下，预期旅游出行恢复节奏为本地>周边>省内>跨省>国际旅游。尽管 6 月国内跨省游熔断范围已收窄至县市带来暑期跨省游的爆发式反弹，但近期散点疫情随出游人数的增多而有所反弹。长期来看，后疫情时代或将在旅游复苏与散点疫情反复中持续试探新的平衡点直到新冠肺炎彻底结束，对疫情扰动的担忧导致在较长的一段时间内省内游仍将占据较大比例，我们认为长时间的省内游在疫情结束后也将培育出短途游习惯，增加居民周末进行周边游的比例，本地市场重要性有所提升，旅游演艺需要更多重视提升游客复游率。

跨省游“熔断”等防疫措施限制下，后疫情时代旅游出行半径逐渐收窄。从节假日旅游出行人数来看，2021 年下半年来，国内散点疫情反复并蔓延至多个省市，导致旅游出行人数逐渐下降。散点疫情影响下，2021 年中秋、国庆及 2022 年春节、五一、端午假期国内出游人数分别为 0.88 亿人次、5.15 亿人次、2.51 亿人次、1.6 亿人次、0.80 亿人次，分别恢复至 2019 年同期的 98.7%、87.2%、70.1%、73.9%、66.8%、86.8%，旅游出行波动较大。跨省游“熔断”政策限制及散点疫情蔓延影响下，居民对疫情影响工作、教育的担忧加剧，导致省内游短途出行占比快速提升。根据携程数据显示，2021 年国庆假期期间，携程省内游和跨省游出行占比各半，2022 年春节期间携程本地酒店订单量占比提升至约 60%；中国旅游研究院数据显示，端午假期居民出游范围为市内和城郊的占比达 52.2%，47.0%的受访者选择了缩短出游距离，49.0%的游客出游不超过 100 公里，87.4%的游客出游不超过 300 公里，过半游客选择自驾出游，占比达 51.2%，后疫情时代本地游客重要性提升。

图 19：2021 年来国内节假日旅游人次（亿人次）较 2019 年恢复情况（%）



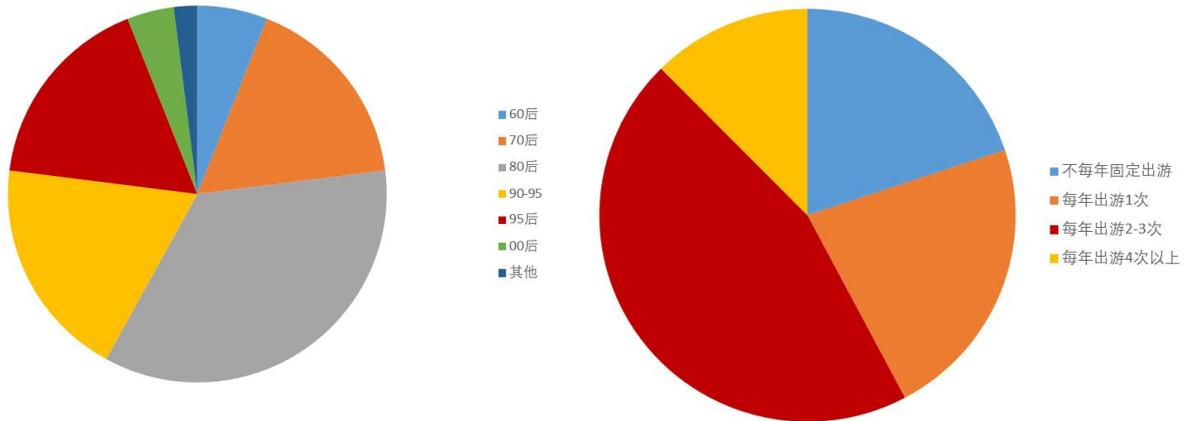
资料来源：文旅部，东莞证券研究所

2.3 旅游需求多样化，主题公园等文化演艺消费需求兴起

游客结构逐渐年轻化。我国出游居民的年龄结构逐渐年轻化，2019 年携程报告显示，我国居民出行结构中，60 后与 70 后占比约 23%，消费能力最高的 80 后占比约 35%，90-95 年群体占比约 19%，95 后与 00 后占比分别约 17%、4%。Z 世代（95 后）消费意愿强烈，消费能力较强。根据马蜂窝发布的《后疫情时代的“新旅游”：Z 世代旅游消费变化报告》显示，Z 世代游客相较上一代拥有更高的出游频次，每年旅行 2-3 次的人群约占出行游客整体的 45.34%，每年出游 1 次及每年出游 4 次以上的游客占比分别约为 22.36%、12.42%。年轻游客的个性需求催生了旅游供给的多样化，2019 年近 40% 的“电影酒店”、“电竞酒店”住客为 95 后。根据文化和旅游部数据中心春节假日市场数据报告，2022 年春节期间有 91.4% 的游客参加了文化体验活动，81.8% 的游客参与了两项以上，其中历史文化街区、博物馆、美术馆分别有 28.8%、45.4%、45.3% 的游客曾游玩过。文化场馆、都市商圈、休闲街区、夜间灯光演艺、文创产品等已经彻底融入居民日常文化休闲生活，文化消费逐渐成为人民群众日常生活新常态。

图 20：2019 年出行游客年龄分布

图 21：Z 世代出游频率

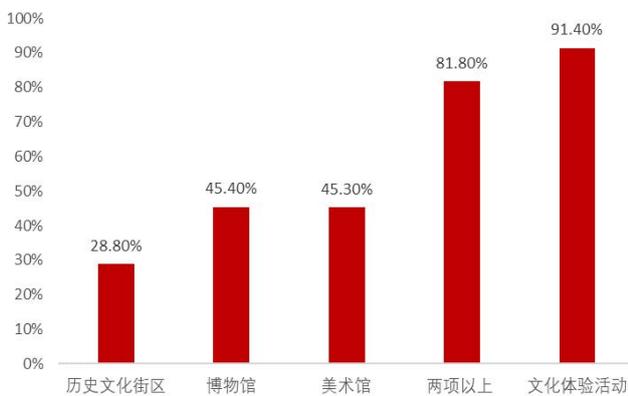


资料来源：携程，东莞证券研究所

资料来源：马蜂窝，东莞证券研究所

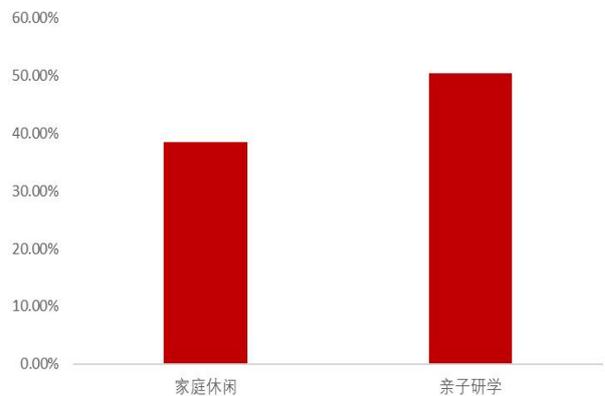
旅游需求多样化。2022年春节期间自驾游出行占比近五成，与家人、朋友、情侣出行的比重达76.6%。散客占比逐渐提高，消费者相对能够更深度的游玩探索景区，拥有更高的消费潜力，促进旅游需求多样化。文化旅游、体育旅游、冰雪旅游、研学旅游、康养旅游和乡村旅游等旅游需求逐渐增长，带动旅游经济快速发展。从出游动机来看，2022年春节假期亲子研学和家庭休闲占比分别达38.4%和50.3%，传统的自然风景观光不再是主要的旅游方式。

图 22： 2022 年春节游客文化体验项目比例



资料来源：中国旅游研究院，文旅部，东莞证券研究所

图 23： 春节出游动机占比

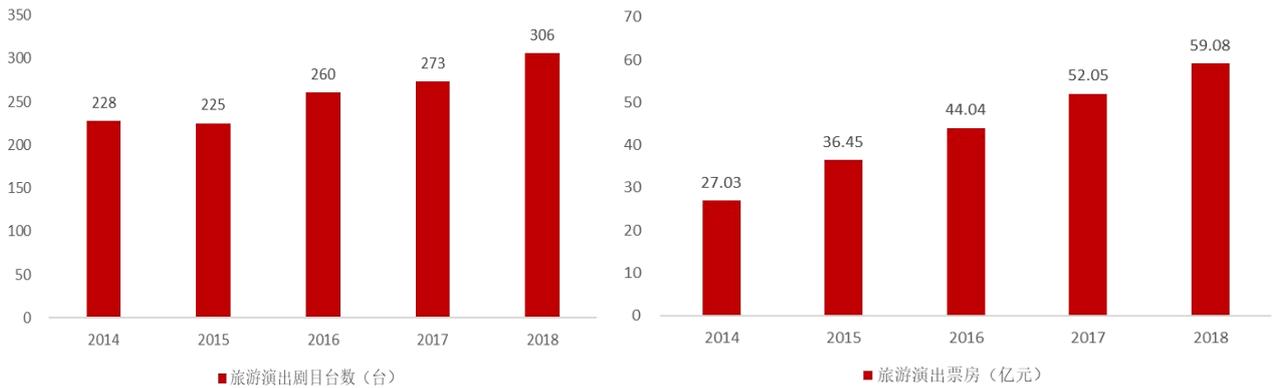


资料来源：中国旅游研究院，东莞证券研究所

旅游演艺需求快速增长。随着经济水平逐渐提高，居民旅游需求快速增长，旅游演艺需求也随之增长。2014年至2018年，我国旅游演出票房从27.03亿元快速提升至59.08亿元，年均复合增长率达21.59%，而旅游演出剧目从228台增加至306台，年均复合增长率仅7.63%。远超供给的旅游演艺需求增速表明越来越多的居民愿意在游览观光后通过旅游演艺进一步体验当地历史文化。

图 24： 旅游演出剧目逐步增长

图 25： 旅游演出票房快速增长



资料来源：中国旅游研究院，文旅部，东莞证券研究所 资料来源：道略演艺，东莞证券研究所

3. 勇于探索，多模式扩张

3.1 轻重资产双模式开启异地扩张

“主题公园+演艺”模式开启快速扩张阶段。公司自1997年来逐步确立以“主题公园+演艺”为核心的千古情景区模式，经过十年打磨后千古情剧目逐步形成了强大品牌力和知名度，为主题公园吸引了庞大的客流，主题公园保障千古情剧目正常演出的同时延长游客游玩时间，增加收入，形成互补。“主题公园+演艺”模式中主题公园多布局于知名自然景区周边区域，投入相对较低，具有较高的可复制性。2011年公司上市后公告泰山、三亚、丽江项目投资规划，开启首轮异地扩张阶段。经历了吴越、泰山项目停演的经验后，公司扩张模型逐渐成熟，逐步形成轻重资产并行的扩张模式。

表5：宋城景区及千古情扩张历程

开业时间	项目	城市	轻/重资产	当前状态 (2022-7-10)	发展阶段
1996年5月	宋城景区	浙江杭州	重资产	开业	确定核心模式
1997年3月	宋城千古情	浙江杭州	重资产	开业	
1999年4月	杭州乐园	浙江杭州	重资产	开业	
2013年9月	三亚千古情	海南三亚	重资产	开业	首轮异地扩张
2014年3月	丽江千古情	云南丽江	重资产	开业	
2014年5月	九寨千古情	四川阿坝	重资产	开业	
2015年7月	泰山千古情	山东泰安	轻资产	停业	次轮异地扩张
2017年7月	炭河千古情	湖南宁乡	轻资产	开业	
2018年8月	桂林千古情	广西桂林	重资产	开业	
2018年12月	明月千古情	江西宜春	轻资产	开业	
2019年6月	张家界千古情	湖南张家界	重资产	受疫情影响闭园	
2020年6月	西安千古情	陕西西安	重资产	受疫情影响闭园	
2020年9月	黄帝千古情	河南郑州	轻资产	开业	
2021年4月	上海世博园	上海	重资产	受疫情影响闭园	
-	佛山千古情	广东佛山	重资产	在建	
-	珠海演艺谷	广东珠海	重资产	在建，转让控股股东	
-	澳洲传奇	澳大利亚昆士兰	重资产	在建，转让控股股东	

资料来源：公司官网，公司公告，东莞证券研究所

重资产占据热门旅游城市。重资产模式选址以热门旅游目的地或一线城市为主，自然旅游资源与历史文化丰富，经济较发达，游客停留游玩时间较长，消费潜力大。千古情景区在热门旅游目的地布点通常离核心旅游资源或市中心较近，如杭州宋城临近杭州西湖景区，公共交通便利；桂林千古情距离十里画廊景区约 13 分钟车程；张家界千古情景区毗邻武陵源风景区。该类项目布局无需过多营销投入吸引游客，且游客游览完风景区后可在下午至晚上的黄金时间段就近前往观看千古情演出。目前公司已完成三亚、桂林、张家界、九寨沟、西安、杭州、上海、丽江等热门旅游城市布局，正在修建佛山、珠海、西塘项目扩大核心城市群布局。

图 26：张家界千古情靠近武陵源景区



资料来源：百度地图，东莞证券研究所

图 27：桂林千古情靠近商业街区与风景区



资料来源：百度地图，东莞证券研究所

轻资产打开低线旅游城市市场。一线城市及热门旅游目的地资源有限，公司核心点位潜在布局空间较小，且核心点位竞争激烈，如桂林千古情需直面《印象 刘三姐》等大型山水实景演艺剧目的竞争。已开业的轻资产项目布局客流相对较小的旅游城市，景区建设周期短，回报率高，运营维护由当地市政府及相关公司负责，具有更高的复制扩张潜力。参照此前泰山项目和现有项目，相对低线的旅游城市游客停留时间较短，游客停留时间较短难以安排多段行程，游客量及盈利能力相对低下。轻资产模式通过与当地政府合作，减少投入，同时回报稳定，不受游客量和盈利能力影响，风险较低，因此毛利率较高，有利于快速扩张，并为公司增加品牌影响力，扩大市场。

图 28：宋城项目扩张进度



资料来源：公司微信公众号，东莞证券研究所

3.2 上海试点：拓展一线城市演艺公园需求

上海宋城打造城市演艺王国。上海宋城千古情景区即上海宋城演艺王国世博大舞台项目，由公司与上海世博东迪合作开发，公司持股 88%。上海项目共 7 层，总建筑面积超 4 万平米，拥有多个可容纳千人的室内剧场及穿越街、魔幻街、天上街市、千古情街、音乐广场等特色休闲娱乐设施。

图 29：上海宋城



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 30：上海本地游客占比（%）

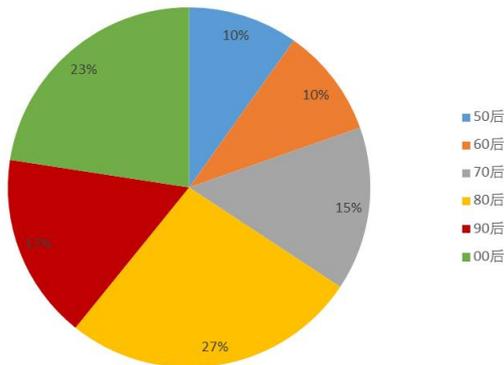


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

试点布局一线城市，演艺王国迎剧目多元化大考。上海宋城演艺王国项目是公司首次布

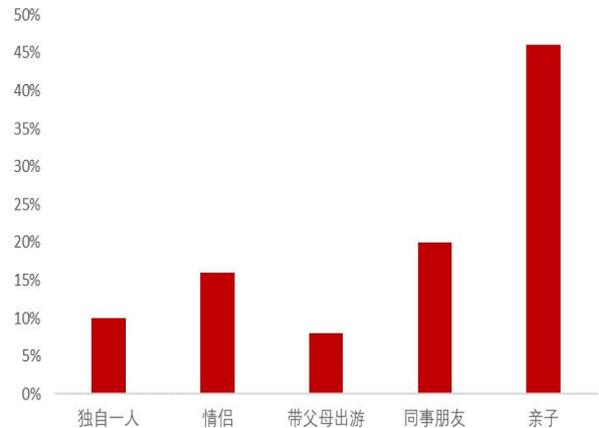
局一线城市，作为国内主要客源地和目的地，上海游客群体与杭州、三亚等旅游城市有着显著区别。从游客结构来看，有一定经济基础的 80 后与假期较长的 00 后出游比例最高，2018 年 50 后与 60 后的老年人口占比约 20%、70 与 80 后的中生代游客占比约 42%、已参与工作的 90 后占比约 17%、最为年轻的 00 后游客占比约 23%。从出行伴侣选择上看，占比最高的亲子出游约 46%，与同事朋友出游约 20%，情侣出游约 16%，独自出游约 10%，带父母出游约 8%。亲子出游符合游客年龄中 30-40 岁群体与 00 后群体，90 后则更多与朋友情侣出游，传统单剧目的千古情模式无法满足多样化、年轻化的游客群体需求，考验上海宋城剧目多元化能力。

图 31：2018 年上海游客分布



资料来源：马蜂窝，东莞证券研究所

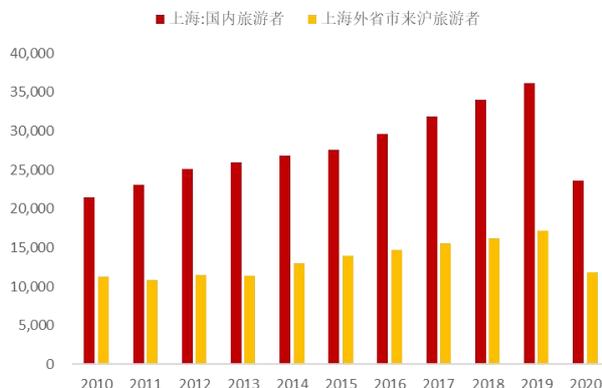
图 32：2018 年上海旅游出行方式分布



资料来源：马蜂窝，东莞证券研究所

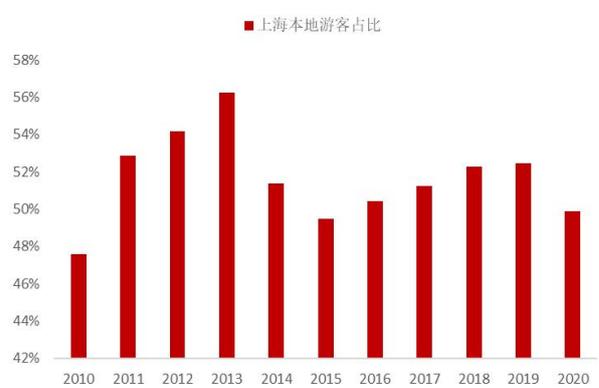
上海旅游需求旺盛，潜力巨大。上海作为热门旅游目的地，游客数量逐年增长，2019 年上海国内游客数达 3.61 亿人次，较 2010 年增加 1.47 亿人次，年均复合增长率达 5.96%，其中上海本地游客近半，布局一线城市极大地提升了千古情景区的潜力。2021 年五一小长假期间，上海宋城演艺王国景区实现收入超 2,500 万元，接待游客 17.9 万人次，客单价创宋城所有景区新高，打破全国宋城开业当年黄金周纪录。但上海年轻化、多元化的游客结构，也对公司演艺王国模式提出了多元化的挑战，若模式成功有望在北京、广州复制，凭借一线城市庞大的客流和客单价有望成为公司业绩增长的爆发点。

图 29：上海游客数（万人次）



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

图 30：上海本地游客占比 (%)



资料来源：同花顺，东莞证券研究所

上海城市演艺王国项目对剧目多样化依赖度较大，考验公司剧目创作能力。早期宋城便采取过演艺公园模式，拥有《燕青打擂》、《劫法场》等多台剧目，但最后千古情系列一

剧独大，证明当时国内演艺需求不充足，仍以希望深入体验当地历史文化的外地游客为主。演艺玩过模式相较千古情模式拥有更多元化的剧目，上海宋城已推出亲子秀《哇！恐龙》、大型实景演出《大地震》、带餐秀《热情桑巴》等多类型剧目，能够同时满足 Z 世代、亲子、情侣、中老年人的观演需求，公司具有打造多样化剧目的能力，上海项目试点过程中有望逐步孵化多个剧目。

图 34：亲子秀《哇！恐龙》



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 35：带餐秀《热情桑巴》



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

4. 投资策略

维持“推荐”的投资评级。6月以来国内疫情逐渐受控，政策放松、补贴落地及新冠药物上市等利好因素先后释放，而节假日出游人数快速反弹，旅游经济底部确认进入修复期。公司7月以来多个千古情园区恢复营业，我们预计后续张家界、上海等项目将随着防疫精准化而逐渐放松，业绩修复可期。公司佛山项目已基本完成筹建，珠海、澳洲项目转由控股股东宋城集团开发并由公司经营，现金流充足受疫情冲击较小。长期来看，公司试点转型城市演艺与演艺谷模式，凭借公司二十多年沉淀的剧目创作经验与成熟的管理模式，转型项目有望为公司打开城市演艺需求的新增长点。上海、珠海试点模型若较成功，后续有望迎来新一轮集中签约与扩张，叠加新冠疫情逐步受控，公司有望迎来业绩与估值双击，预计2022/2023年EPS分别为0.32元、0.26元，对应PE分别为42.51倍、51.06倍，维持“推荐”的投资评级。

5. 风险提示

疫情反复。新冠疫情及其变种具有不确定，公司千古情项目受疫情影响较大。

自然灾害风险。宋城各千古情剧目主要在室内演出，受天气影响较小，但仍可能受台风等自然灾害影响导致闭园或客流减少。

项目转型不及预期。公司当前在杭州宋城、上海世博园及未来即将开业的珠海演艺谷等项目试点转型与过往不同的商业模式，试点转型存在较大的不确定性，可能对公司盈利能力产生较大影响。

行业竞争风险。热门旅游资源较为稀缺，千古情项目往往面对其他旅游演艺剧目的直接竞争，且外地游客形成紧迫，往往选择其中一台观看，导致热门旅游景区竞争较为激烈。

表 6：公司盈利预测简表（2022/7/28）

科目（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,185	881	2,089	3154
营业总成本	965	920	1,413	1459
营业成本	580	545	940	902
营业税金及附加	22	12	28	42
销售费用	66	53	104	158
管理费用	256	247	251	252
财务费用	(1)	(6)	(14)	(21)
其他经营收益	41	71	104	126
公允价值变动净收益	(12)	5	5	5
投资净收益	(10)	(123)	(12)	(18)
营业利润	372	14	810	1691
加 营业外收入	6	1052	6	6
减 营业外支出	35	12	35	35
利润总额	344	1054	782	1662
减 所得税	41	228	94	199
净利润	303	826	688	1462
减 少数股东损益	(13)	1	1	2
归母公司所有者的净利润	315	825	687	1460
基本每股收益(元)	0.12	0.32	0.26	0.56
PE（倍）	111.27	42.51	51.06	24.01

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、北京证券交易所股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票、非上市公司等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，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。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn