

宋城演艺 (300144)

证券研究报告

2022年08月14日

国内首屈一指的演艺龙头，短看复苏长看新项目新模式空间

公司是国内首屈一指的演艺龙头、现场演艺贡献核心业绩，波折中复苏、平台化发展。公司以现场演艺为主业，历经本地的杭州、首轮异地的三亚丽江等项目的成功，2018年以来接连开业传统的杭州、张家界、西安项目和城市演艺的上海项目，2021年公司实现营收/归母净利润11.9/3.15亿元（19年同期为26.1/13.4亿元），当年五一小长假游客量/营收较19年增长35%/43%。今年疫后暑期自7月2日起杭州、三亚、桂林、九寨沟及丽江项目重新开园，在波折中复苏并探索平台化发展。

竞争优势：1) 模式优势：独创“公园+演艺”形式，产品性价比高、稳定性强且大众化受众广；模式兼具高盈利和强复制性，稳态净利率可达50%、低投资低人力依赖于复制。**2) 占位优势：**卡位十几个一线旅游目的地和重点城市、项目区位优势便利；**3) 渠道优势：**卡位旅行社渠道双方关系深厚，项目早期依靠高团客引流、一般新项目团客占比为主。**4) 全产业链支持及平台优势：**得益20多年的经验积累和持续的人才扩充、如编创团队发展到成建制的60多人，作为平台型企业有望整合上下游资源。

成长看点：1) 行业层面，在保守/中性/乐观预期下，预计到2030年我国旅游演艺市场规模可达159/235/344亿元、对应23-30年CAGR为15%/18%/23%。2) 公司层面，由存量增量共同推动：

一、存量项目爬坡+扩容：1) 桂林/张家界/西安项目爬坡尚未完成，对比三亚和丽江项目投资额与旅游热度，预计25/25/26年稳态收入达4/3/5亿元、权益净利达2/1+/2+亿元，其中西安项目体量更大但周边竞品更多。2) 杭州宋城打造演艺王国模式，新增10个室内外剧院、1万多个座位，预计25年收入/净利为11.8/5.6亿元、23-25年CAGR为16%/23%；上海项目21年营业8个月实现0.7亿收入，后续面临设计调整以增加剧目丰富度和客群覆盖度，对标杭州宋城/上海迪士尼（客流700/1000万），预计到26年上海千古情实现客流500万人，对应收入/权益净利约7.0/3.1亿。

二、增量项目轻重结合：1) 重资产方面，西塘、佛山项目预计28/26年稳态下收入/权益净利均达3/1.5亿元；2) 轻资产方面，珠海项目由重转轻，项目规格较大、预计27年稳态下对公司收入/权益净利贡献为1.2-2.8/1.0-2.4亿元，此外轻资产项目向长尾市场拓展并通过科技加持带来增量。

三、平台化提效：公司一方面搭平台重塑产业结构，另一方面精简架构人员压成本，21年底员工人数从上一年的1441人降至1159人。

盈利预测与投资建议：预计公司2022-24年营收为9.11/28.61/37.24亿元，yoy-23%/+214%/+30%，归母净利润为1.27/12.64/16.99亿元，yoy-60%/+893%/+34%，综合考虑绝对估值及相对估值，给予公司2024年33xPE，目标市值565亿元，对应目标价21.60元/股。公司作为国内首屈一指的演艺龙头、竞争优势突出且伴随时间推移领先优势强化，虽有赖团客在疫情反复下复苏存波折、但疫后旅游演艺需求长期存在，期待张家界、西安及上海项目未来重新开园，期待未来存量项目爬坡及扩容叠加增量项目开拓带来未来几年可持续的常态增长。

风险提示：疫情影响的不确定性风险，宏观经济波动风险，新项目建设不及预期风险，市场竞争加剧风险，市场空间测算偏差风险

投资评级

行业 社会服务/旅游及景区

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 12.76元

目标价格 21.60元

基本数据

A股总股本(百万股) 2,614.69

流通A股本(百万股) 2,287.69

A股总市值(百万元) 33,363.50

流通A股市值(百万元) 29,190.88

每股净资产(元) 2.92

资产负债率(%) 18.40

一年内最高/最低(元) 18.05/10.90

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

何富丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110521120003
hefuli@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	902.59	1,184.86	910.66	2,860.71	3,724.30
增长率(%)	(65.44)	31.27	(23.14)	214.14	30.19
EBITDA(百万元)	2,336.29	732.77	527.25	1,881.36	2,240.53
归属母公司净利润(百万元)	(1,752.40)	315.13	127.29	1,264.11	1,699.22
增长率(%)	(230.80)	(117.98)	(59.61)	893.13	34.42
EPS(元/股)	(0.67)	0.12	0.05	0.48	0.65
市盈率(P/E)	(18.52)	102.97	254.93	25.67	19.10
市净率(P/B)	4.38	4.24	4.15	3.67	3.21
市销率(P/S)	35.95	27.39	35.63	11.34	8.71
EV/EBITDA	19.13	47.59	57.37	14.90	12.14

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 宋城演艺：国内首屈一指的演艺龙头，加速平台化发展	5
1.1. 发展历程：从杭州走向全国，轻重并举与模式升级	5
1.2. 股权结构：实控人和一致行动人持股 46%，管理团队久耕行业	5
1.3. 业务简析：现场演艺贡献核心业绩，运营 8 个千古情重资产项目	7
1.4. 股价复盘：两轮异地扩张阶段估值提升，疫情复苏下估值有所提振	8
2. 竞争优势：独创“公园+演艺”模式，占位、渠道及产业链、平台优势突出	9
2.1. 模式优势：“公园+演艺”兼具高盈利与强复制属性	9
2.2. 占位优势：卡位一线旅游目的地，占据客流高地	12
2.3. 渠道优势：卡位旅行社渠道，拓宽新渠道	13
2.4. 全产业链及平台优势：全产业链支持，平台化发展	14
3. 成长看点：存量项目爬坡+扩容、增量项目轻重结合，平台化提效	15
3.1. 存量项目：新项目爬坡+老项目扩容，存量待释放空间大	15
3.1.1. 爬坡项目：二轮扩张项目爬坡向上	15
3.1.2. 项目扩容：千古情向演艺公园模式升级	17
3.2. 增量项目：轻重结合稳步推进，科技加持带来新体验	21
3.2.1. 重资产：潜在城市演艺拓展可能，叠加旅游演艺贡献	21
3.2.2. 轻资产：珠海项目预计由重转轻，加大向腰部项目拓展，AR/VR 打造科技增长新引擎	24
3.3. 平台化提效：搭平台重塑产业结构，精简架构人员压成本	26
4. 盈利预测与投资建议	27
4.1. 盈利预测	27
4.2. 估值与投资建议	28
5. 风险提示	30

图表目录

图 1：公司历史沿革：杭州本地发展→两轮异地扩张→多模式发展	5
图 2：公司股权结构（截至 22 年 3 月底）	5
图 3：公司营收及归母净利润（亿元）	7
图 4：公司分业务收入（亿元）	7
图 5：公司分业务毛利率	7
图 6：公司股价复盘	9
图 7：演艺/景区/主题公园净利率对比（%）	11
图 8：宋城演艺景区“大同小异”	11
图 9：千古情演出“消灭主角”	11
图 10：公司项目已实现全国布局	12
图 11：宋城演艺整体团客占比较高	14

图 12: 宋城演艺前 5 大客户占比 19 年后常态化下超 10%	14
图 13: 宋城演艺打造渠道矩阵	14
图 14: 宋城演艺广告宣传费用远高于其他演艺公司 (百万元)	14
图 15: 公司拥有全产业链组织能力	15
图 16: 桂林千古情 21 年五一/国庆假期收入较 19 年同比增速(%)	15
图 17: 桂林千古情 2019 年收入同增 277%	15
图 18: 西安千古情景区示意图	16
图 19: 西安千古情剧目	16
图 20: 18-20 年法国狂人国营收及净利 (亿欧元)	17
图 21: 法国狂人国 LA CINÉSCÉNIÉ 表演	18
图 22: 法国狂人国 LE SIGNE DU TRIOMPHE 表演	18
图 23: 法国狂人国园区规模达 300 公顷	18
图 24: 法国狂人国演艺公园不断扩容、增加剧目及活动内容	18
图 25: 杭州宋城导览地图及剧目	19
图 26: 杭州宋城引入《解忧杂货铺》剧目	19
图 27: 2021 年春节黄金周杭州宋城表现优秀	19
图 28: 杭州宋城 2020 年国庆期间团散比	19
图 29: 燥浪电音节	19
图 30: 亲子秀《WA! 恐龙》	19
图 31: 上海项目采用多档票价体系	20
图 32: 西塘·中国演艺小镇地理位置优越	22
图 33: 西塘古镇客流及收入 (万人, 亿元)	22
图 34: 西塘项目鸟瞰图	22
图 35: 西塘项目的吴越千古情剧目	22
图 36: 西樵听音湖片区	23
图 37: 西樵山岭南千古情景区项目效果示意图	23
图 38: 珠海·宋城演艺谷辐射粤港澳大湾区	25
图 39: 珠海·宋城演艺度假区总平面图	25
图 40: 轻资产项目从头部向腰部拓展	26
图 41: 宋城演艺——全息秀 (幻影)	26
图 42: 宋城演艺——全息秀 (幻影)	26
图 43: 加强实施平台化发展战略	27
图 44: 公司毛利率及费用率 (%)	27
表 1: 公司管理层稳定, 行业经验丰富	6
表 2: 宋城演艺已开业项目基本情况	8
表 3: 千古情系列相比其他演艺作品市场化程度高、符合大众需求、具有性价比	10
表 4: “公园+演艺”的复合业态具备高盈利与强复制特征	10
表 5: 三亚、丽江项目设施、演出场次、平均票价及节假日客流情况 (2019 年)	12

表 6: 三亚及丽江项目两年实现盈利、三年成熟	12
表 7: 宋城演艺卡位一线旅游目的地, 占据客流高地	13
表 8: 项目投资额、设施、竞争环境及收入利润对比	16
表 9: 一线城市剧场数量及演出属性	21
表 10: 国内优质旅游城市旅游人数及旅游资源	23
表 11: 中国演艺市场规模测算 (亿元)	24
表 12: 珠海·宋城演艺王国 2027 年收入预测 (亿元)	25
表 13: 盈利预测-分业务收入	28
表 14: 宋城演艺在 FCFF DCF 模型中的关键假设	29
表 15: 宋城演艺在 FCFF DCF 模型中的估值	29
表 16: 宋城演艺每股价值的敏感性测试	29

1. 宋城演艺：国内首屈一指的演艺龙头，加速平台化发展

1.1. 发展历程：从杭州走向全国，轻重并举与模式升级

公司于杭州起家历经两轮异地扩张，20年间成长为旅游演艺龙头。公司1994年成立、于杭州起家，成功打造高盈利强复制的“景区+演艺”模式，并扩张至全国成为国内首屈一指的演艺龙头，截止21年底已经投入运营的项目共14个，其中重资产项目11个（含3个非千古情景区），轻资产项目3个，合计拥有74个各类型剧场，17.5万个座位数。公司发展可分为以下3个阶段：

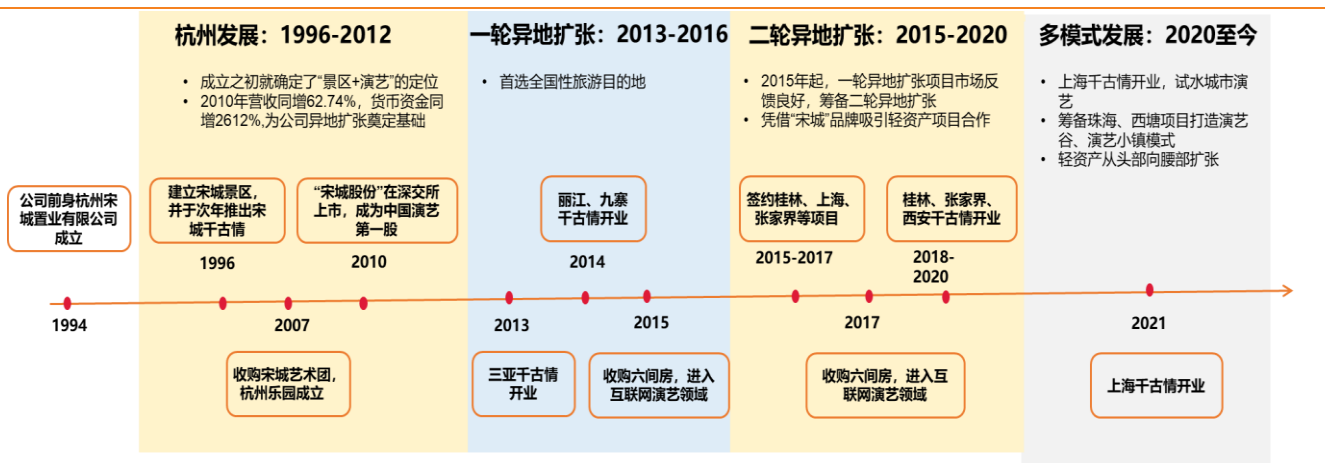
1) **杭州本地发展阶段（1996-2012）**：以杭州为据点，1996年公司建成国内首个宋文化主题公园宋城景区；1997年《宋城千古情》开演，推出千古情IP并受追捧；2010年“宋城股份”在深交所上市，成为旅游演艺第一股。

2) **首轮异地扩张阶段（2013-2016）**：本地发展时期优异的业绩及现金流为异地扩张奠定基础，首轮异地扩张首选一线旅游目的地以获得高客流转化，2013年三亚千古情正式开业，2014年丽江及九寨千古情景区陆续开业。此外公司还曾试水互联网演艺，2015年收购六间房但其在2019年出表。

3) **二轮异地扩张开启，探索轻资产模式（2015-2020）**：凭借首轮扩张项目良好的市场反馈，公司于2015年起筹签二轮项目，桂林、张家界、西安项目分别于18、19、20年开业。此外公司受邀开展轻资产项目合作，宁乡、宜春明月、郑州黄帝千古情分别于17、18、20年开业。

4) **城市及度假演艺探索（2020至今）**：2020年起，杭州本部探索演艺王国模式；2021年4月上海千古情开业，逐步试水城市演艺；同时，集团还有筹备中的珠海项目探索度假演艺的演艺谷模式。此外，公司计划轻资产项目从头部向腰部扩张，并发力探索“文化+快科技”新模式，加速整合产业链资源、向平台型企业发展。

图 1：公司历史沿革：杭州本地发展→两轮异地扩张→多模式发展

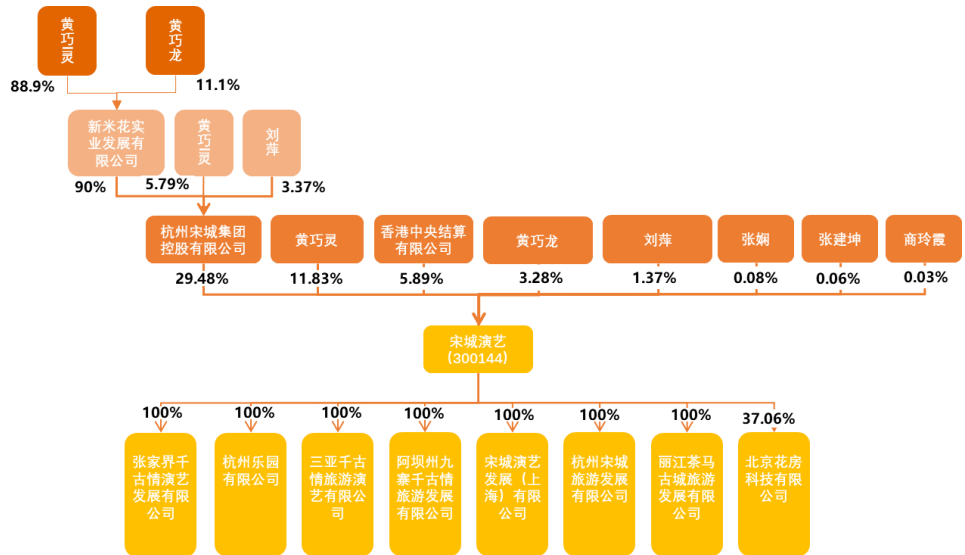


资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构：实控人和一致行动人持股 46%，管理团队久耕行业

创始人黄巧灵先生为实控人，实控人和一致行动人合计持股 45.96%；宋城集团创始人、宋城演艺千古情总导演黄巧灵先生为公司实控人，截至 22Q1 持股比例为 37.13%，其一致行动人黄巧龙（系黄巧灵胞弟）、刘萍（系黄巧龙配偶）、黄巧燕、戴音琴共持股 8.84%。此外，公司董事长张娴/执行总裁张建坤/总裁商玲霞分别持股 0.08%/0.06%/0.03%。

图 2：公司股权结构（截至 22 年 3 月底）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

高管成员以内部提拔为主，久耕行业经验丰富：创始人黄巧灵先生拥有 20 多年行业经验，其他高管成员多数为内部培养提拔、久耕行业相关经验丰富。2021 年 8 月 26 日黄巧灵先生申请辞去董事长业务，由幕前转向幕后担任千古情系列等的总导演、总策划等，张娴女士接任宋城演艺董事长、负责战略规划，商玲霞女士接任公司总裁、负责战略的执行落地，实现权力平稳过渡。

表 1：公司管理层稳定，行业经验丰富

姓名	职务	年龄	任职日期	过往履历
黄巧灵	董事，千古情系列及公司演绎作品总导演、总策划	64	2000.12 至今	<ul style="list-style-type: none"> • 1975 年至 1980 年在部队服役，1980-1993 年历任云和县文联秘书长、主席、海南天涯海角公司董事长、丽水群艺馆常务副馆长等职位； • 1997 年 11 月-2021 年 8 月任公司董事长； • 2021 年 8 月辞任董事长，继续担任董事、千古情系列及公司演绎作品总导演、总策划等职位；
黄巧龙	董事	62	2000.12 至今	<ul style="list-style-type: none"> • 2000 年 12 月起担任公司董事； • 2003 年 3 月至 2009 年 11 月历任宋城控股副总裁，副董事长，董事长，景观房产董事长，休博园公司副总裁；
张娴	董事长、董事	48	2010.05 至 2022.08	<ul style="list-style-type: none"> • 2010 年 12 月至 2021 年 8 月，担任公司总裁； • 2021 年 8 月至今，担任公司董事长；
张建坤	执行总裁、董事	58	2013.01 至 2022.08	<ul style="list-style-type: none"> • 2009-2012 年历任公司副总裁、常务副总裁； • 2013 年担任公司执行总裁
商玲霞	总裁、董事	47	2021.08 至 2022.08	<ul style="list-style-type: none"> • 2001 年任宋城控股董秘，2010-2021 年历任公司副总裁、常务副总裁； • 2021 年 8 月至今担任公司总裁；
郑琪	副总裁	45	2018.10 至 2022.08	<ul style="list-style-type: none"> • 2013 年 12 月至今，任丽江、九寨、桂林等子公司高管； • 2018 年 10 月起担任公司副总裁；
赵雪璿	副总裁	44	2022.7 至今	<ul style="list-style-type: none"> • 1999 年 7 月至 2002 年 2 月任宋城控股总经理秘书； • 2005 年 3 月至 2008 年 2 月任公司人力资源部副总经理； • 2022 年 7 月至今担任公司副总裁；
陈胜敏	财务总监	51	2010.5 至今	<ul style="list-style-type: none"> • 1998 年 1 月至 2002 年 2 月在宋城控股从事财务工作； • 自 2007 年 7 月起任公司财务总监；
侯丽	董事会秘书	39	2021.4 至今	<ul style="list-style-type: none"> • 2008 年 5 月加入，2013 年 1 月起任公司证代； • 2021 年 4 月至今任公司董秘；

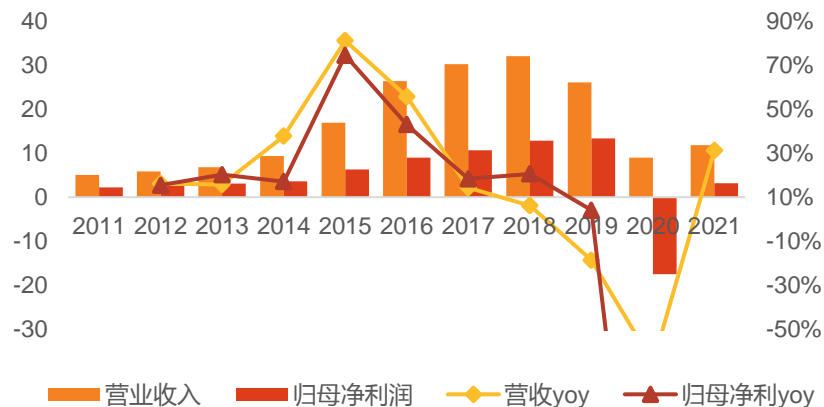
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 业务简析：现场演艺贡献核心业绩，运营 8 个千古情重资产项目

2011-19 年收入/业绩 CAGR 23%/25%，21 年收入恢复至 19 年的 45%、业绩扭亏。2011-19 年营收 CAGR 22.82%至 26.12 亿元，2020 年受疫情影响在 1.24-6.11 日停业、收入恢复度仅 34.6%。2021 年营收恢复至 19 年的 45.37%即 11.9 亿元，得益于景区停业时间缩短叠加上海项目开业，但由于公司卡位旅游目的地及团客渠道，恢复度慢于其他旅游景区上市公司；2022Q1 实现营收 0.85 亿元/同比减少 72.16%，仅恢复至 19 年同期的 10.34%。2011-2019 年归母净利 CAGR 25.18%至 13.40 亿元，20 年归母净亏损 17.52 亿元主要系计提大幅减值损失，剔除减值影响略有盈利。2021 年归母净利 3.15 亿元、实现同比扭亏，恢复至 19 年的 23.52%；22Q1 实现归母净亏损 0.39 亿元，19 年同期为 3.70 亿元。

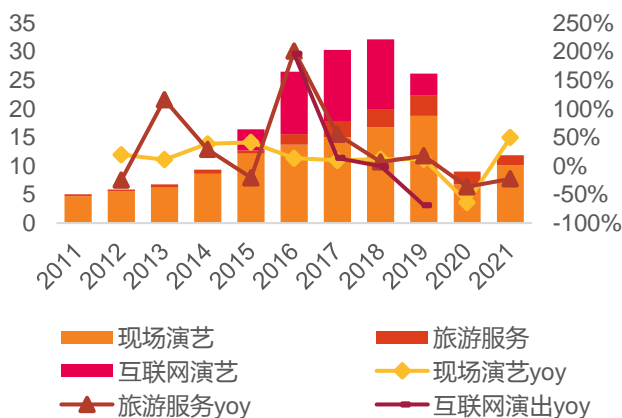
现场演艺贡献核心业绩，2011-19 年收入 CAGR19%、净利率 45%，21 年收入占比 85%。公司重资产的宋城+千古情业务 2011-19 年收入 CAGR18.92%至 18.71 亿元、20/21 年较 19 年收入恢复度为 36%/54%、21 年收入占比 85%；现场演艺疫情前常态化（2019 年）毛利率为 75%、净利率 45%左右，疫情以来毛利率下滑至 40%+，疫情期间采取降本增效措施减少疫情不利影响。此外，公司旅游服务业务指的是轻资产项目及网络票务销售业务，19/21 年营收分别为 3.57/1.75 亿元、毛利率分别为 71.5%/96.3%；互联网演艺业务指的是六间房、15 年并表 19 年出表，目前公司持股重组后的花房集团 37.06%股份，今年 4 月花房集团向港交所递交招股书。

图 3：公司营收及归母净利（亿元）



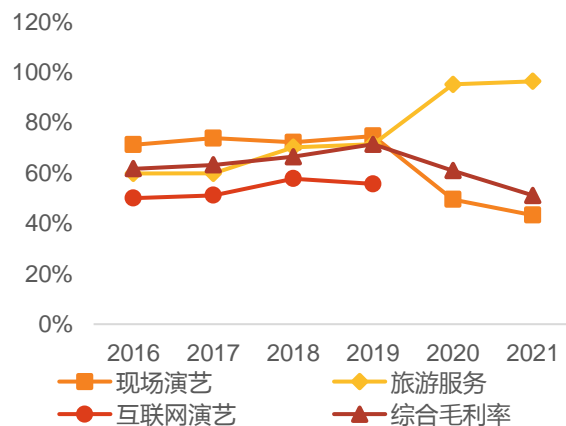
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司分业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司分业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司运营 11 个重资产项目、其中 8 个为千古情景区，今年暑期开园 5 个，二轮扩张投资额增加但持股更灵活、目前仍处于爬坡期。截至 2021 年底，公司运营 11 个重资产（8 个千古情景区）+合作 3 个轻资产项目、今年暑期开园的有杭州、三亚、桂林、九寨沟及丽江 5 个项目，每天千古情演出场次分别为 2/1-2/2/1-2/3-4 场。杭州宋城项目兼顾旅游和城市演艺需求、累计投资额高业绩贡献最大，首轮异地扩张的三亚、丽江和九寨千古情投资额在 3-5 亿元且公司 100%持股，二轮异地扩张的桂林、张家界、西安和上海千古情投资额在 7-10 亿元且除张家界外其余持股均非 100%，如西安项目由西安世园集团和公司联合打造、双方分别持股 20%和 80%，项目投资额约 7 亿元，主要由世园集团承担并负责基础设施建设，每年运营成本仅需 8000 万元；其他几个项目的少数股权基本由当地政府所持有。参考三亚和丽江项目稳态收入均有 3-4 亿元、净利率可达 50%以上，二轮扩张项目潜在可利用空间更大、疫后复苏期爬坡后有望实现比肩乃至超过首轮扩张项目。

表 2：宋城演艺已开业项目基本情况

景区	投资额 (亿元)	基础设施	21 年收入/ 业绩(亿元)	门市价(元)	备注
杭州宋城景区 (重资产)	1.8	共 20 多个剧院及表演场所，其中 5 个 3000 以上座位的室内大剧院	4.86/0.84 (19 年常态化为 9.19/4.16)	观众席 310(门票+千古情)	今年于 2022 年 7 月 2 日开园
三亚千古情 (重资产)	4.9	2 座剧院,1 号剧院 4700 座位	1.48/0.54 (19 年常态化为 3.93/2.19)	观众席 300	2020 年 11 月 26 日升级打造沉浸式户外秀场
丽江千古情 (重资产)	3.34	2 个剧院, 千古情剧院 4700 座位	1.16/0.34 (19 年常态化为 3.33/2.07)	观众席 300	2021 年 7 月 11 日景区新增精灵谷项目
九寨千古情 (重资产)	2.98	1 个室内 5D 大剧院, 3700 座位	0.45/0.03	观众席 240	2017 年 8 月因地震关闭, 同年 9 月开业; 2018、2019 年因泥石流、九寨景区限流 5 千人不对外开放
桂林千古情 (70%) (重资产)	8	1 家剧院开业, 预留 3 个剧院位置	0.91/0.06	观众席 280	今年于 2022 年 7 月 2 日开园
张家界千古情 (重资产)	10	1 家剧院开业, 2 号剧院建设中	0.32/-0.03	观众席 230	今年未开园
西安千古情 (80%) (重资产)	7	5 个室内剧院, 1 个室外剧院	0.17/-0.28	观众席 300	今年未开园
上海千古情 (88%) (重资产)	8.3	3 个室内剧院, 可同时容纳 6000 观众	0.74/-0.46	观众席 299	今年未开园
炭河千古情 (轻资产)		1 个千古情大剧院	-	观众席 200	2019 年 1 月 14 至 1 月 31 日休园整改; 2020 年 3 月 24 日恢复营业
明月千古情 (轻资产)	10	1 个千古情大剧院	-	观众席 180	-
黄帝千古情 (轻资产)	13	1 个千古情大剧院、1 个全息剧院	-	观众席 220	2020 年 6 月 12 日恢复营业

资料来源：公司官网，公司公告，携程网等，天风证券研究所 注：公司重资产项目还包括位于杭州的 3 个不含千古情的乐园，分别为杭州乐园、杭州烂苹果乐园、杭州浪浪浪水公园。

1.4. 股价复盘：两轮异地扩张阶段估值提升，疫情复苏下估值有所提振

公司过去 11-19 年/19-21 年的股价年化涨幅为 2.54%/-31.94%、其中每股 EPS 年化涨幅为 5.49%/-63.88%，静态 PE 从 42x/34x 到 34x/119x（按照 21 年市值/19 年业绩计，21 年静态 PE 为 28x）。11-21 年市值年化涨幅高出股价涨幅 20pct 主要系过去 10 年普通股累计增加 4.72 亿股，其中员工股权激励 386.1 万股，此外是转增、股份回购和高管股份变动。每一次业绩超预期、项目进展超预期带来股价上涨，而由此带来的长期空间信心增强也阶段性带动估值提升。

1) 2010 年底至 2013 年 6 月业绩释放兑现高估值，动态 PE 从 50x 逐渐消化至 24x；上市初期模式的稀缺性使其估值高达 50x，2010-2013 年业绩涨超 60%、兑现高估值；2) 2013 年 6 月至 2014 年底首轮扩张顺利带动估值提升，动态 PE 从 20x 提升至近 30x：期间首轮扩张项目开业后客流量较大、2013-2014 年公司整体业绩（归母净利润）增长超 70%，带动估值从 20x 提升至 30x，期间市值涨幅超 100%。3) 2015 至 2016 年牛熊转换和收购六间房带来估值起伏。因 2014 年底大盘转牛叠加 2015 年 3 月公司收购六间房，动态 PE 从接近 30x 提升至 2015 年 6 月的约 70x、期间市值最高涨幅超 150%；后伴随 2015 年下半年大盘转熊，2016 年下半年动态 PE 回落至 30x，此期间市值跌幅约 30%。4) 2016 年底至 2018 年，大股东减持叠加六间房商誉风险，动态 PE 在 20-30x 之间波动，其中 2018 年 6 月底至 7 月底受六间房出表提振，市值涨幅约 24%。5) 2019 年 6 月至 2019 年底六间房顺利出表叠加张家界项目开业后表现亮眼估值从 25x 回升至 35x，驱动市值实现约 50% 的涨幅。6) 2020 年国内疫情爆发，但出于对疫情恢复速度的乐观预期及公司经营韧性的信心，2020 年初-2021 年 2 月估值仍维持在 30x-40x 较高水平。21 年 4 月疫情好转叠加上海项目开业，常态化 PE 增至 45x，当年年初至 4 月份市值增加 25%，21 年 5 月起估值整体震荡下行至 22 年 5 月的 30x，主要系上海项目开业后市场反馈一般及新项目开业时间推迟。因公司客源以长线跨省为主，且旅行社团客占比较高；叠加期间新项目爬坡受疫情影响放缓，因此业绩恢复速度弱于同业、估值随之阶段性受压制。7) 2022 年 6 月下旬，疫情逐渐缓解、跨省游逐渐恢复，估值略有回升，对应市值 6 月下半月涨幅达 25%。

图 6：公司股价复盘



资料来源：wind，公司公告，公司官网，天风证券研究所 注：疫情后动态 PE 均按照 19 年常态化业绩计算

2. 竞争优势：独创“公园+演艺”模式，占位、渠道及产业链、平台优势突出

2.1. 模式优势：“公园+演艺”兼具高盈利与强复制属性

产品角度：“公园+演艺”的复合业态受众广，得益宋城千古情的性价比和稳定性、大众化和及时更新。1) 性价比：各景区票价在 150-300 元之间，一次购票可观看单体景区当日多个场次演出并可在景区内逗留全天，相比“印象系列”300 元左右门票仅观看 1.5-2

小时演出更具性价比；2) **稳定性**：公司室内演出产品不受天气等因素影响，而“印象系列”等多为山水实景演出、阴雨天排片难以保证；3) **大众化**：千古情系列演出多展示家喻户晓的神话传说、历史典故、本地文化等，与同业主打宗教、民族主题的演艺作品相比更符合大众通俗审美；4) **及时更新**：与初期名导编创起家、但更新依赖单一个体导致后期更新发力的演艺项目不同，公司已形成 60 余人的创作团队，可实现以市场化为导向持续创新。

表 3：千古情系列相比其他演艺作品市场化程度高、符合大众需求、具有性价比

	宋城千古情	印象系列	山水系列	长隆
形式	主题乐园+文化演艺	室外大型实景演出	室外大型实景演出	主题乐园+演艺
定位	大众演出	高雅艺术、民族风情	民族艺术、音乐剧形式等	马戏、杂技特效等
投资成本	投资成本在 3-13 亿元，单景区内 有多个剧院、可承载多场演出		其中中华泰山·封禅大典 总投资为 3 亿元人民币	项目投资额较高，达百亿级别
票价	150-300	99-300	147-278	178-380
代表作	千古情系列（宋城千古情、丽江千古情、炭河千古情等）	印象·刘三姐，印象·丽江， 印象·西湖等	中华泰山·封禅大典、天门狐仙·新刘海砍樵、禅宗少林·音乐大典等	KRK 马术（自由马术）、集体手技、三人力量图等
场地	室内演出	室外演出	室外演出	室内演出
导演	黄巧灵	张艺谋、王潮歌、樊跃等	梅帅元	-
运维	公司自主运维	当地政府或企业负责运维	当地政府或企业负责运维	公司自主运维
演员	舞蹈演员、艺校毕业生	单场演出演员或超 600 人， 采用当地群众参与演出	音乐剧演员、舞蹈演员	马术团队、马戏演员
面向人群	适合全年龄段人群，雅俗共赏。演出内容包括耳熟能详的经典历史故事、神话传说、当地特色文化等，符合大众通俗审美。重演艺内容、轻景观基础。	定位高雅艺术，传承民族文化、非遗文化等，对自然山水景观依赖较重	结合民族、宗教等元素，依托恢弘的山水实景，适合宗教、民族文化爱好者	马戏、杂技表演 更适合亲子游客

资料来源：各公司官网，印象系列官方公众号，山水系列官方公众号，去哪儿网等，天风证券研究所

市场角度，“公园+演艺”的复合业态兼具高盈利与强复制特征，系公园载体实现低成本演出和引流，演艺形式带动景区的差异化快速复制。

“公园+演艺”模式的高盈利性来自于：1) 依托公园载体建设剧院，降低演出成本并实现客源地引流；2) 依托灵活的演出而非机械设施，公园可调整演出排场或丰富内容形式等，从而带来增加二消的可能性；3) 室内演出不受天气等因素影响，也更容易保障旺季的规模化和成本摊薄；4) 演出内容编排简单，相比“印象”系列、“山水”系列等不依赖于名导演因此设计编创成本较低。因此，即便在依赖旅行社渠道、需提供高额返点的情况下，公司仍能保证 40% 以上的常态化净利率，而主题公园及自然景区净利率多数在 10%-30% 之间。

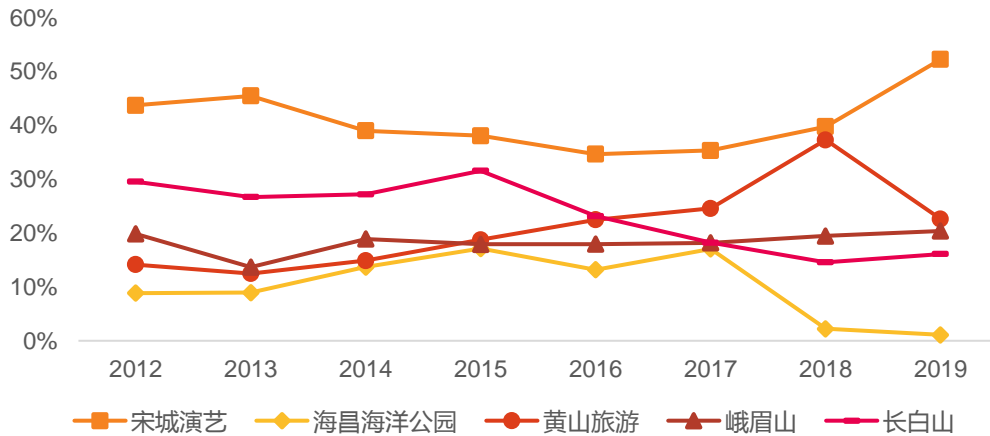
表 4：“公园+演艺”的复合业态具备高盈利与强复制特征

	公园+演艺	自然景区	主题公园
代表项目	宋城演艺、印象·刘三姐等	黄山、峨眉山、九寨沟等	迪士尼，海昌海洋公园、方特世界等
产品属性	人造、人为	自然形成	人造、人为
客群结构	观光需求为主；无显著目标客群	观光需求为主；无显著目标客群	休闲、互动需求居多；亲子、家庭出游为主

客流协同	可基于目的地游客基数与演艺品牌内容实现双向引流，具有较高溢出效应	单一业务，无协同作用	单一业务，无协同作用
消费特征	一次性消费	一次性消费	存在复购行为
内容差异化	内容上可实现公园与演艺的差异化，形式上更加新颖	差异化程度主要取决于自然资源禀赋	差异化程度依赖公园主题、所处区位、IP 阵容等
稳定性	室内演艺不受天气等外部影响，稳定度高，容易保障旺季的规模化；室外空间可拓展观众容量及活动形式，增加二消来源	受天气影响大，稳定度较低	受天气影响大，稳定度较低
可复制程度	可复制	复制难度大	可复制
所需能力	区域卡位能力； 渠道先发布局； 产品设计能力运营及全产业链管理能力；	自然资源禀赋； 产品设计与开发能力； 渠道及运营能力；	区域卡位能力； 产品及 IP 打造能力； 渠道及运营能力；

资料来源：公司 2021 年报，产业信息网，天风证券研究所

图 7：演艺/景区/主题公园净利率对比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

“公园+演艺”模式的强复制性来自于：1) 项目投资成本相对低、主要集中在 3-7 亿元，对外不依赖于名山大川等一线旅游资源，对内景区建设实现“大同小异”；2) 演艺内容同样“大同小异”，以神话传说、民间故事等为主，演出突出故事本身不依赖单一角色、做到了“消灭主角”；3) 编剧创作由黄巧灵个人主导转变为高学历和高能力专业团队共同负责，增强编剧的系统性、保障了剧目更新迭代的可持续性；4) 旅游演艺时代观众对内容质量要求相对低，业态天然具备高流量和低复购属性，带来强复制的基础。

图 8：宋城演艺景区“大同小异”



图 9：千古情演出“消灭主角”



资料来源：公司官网，宋城旅游小程序，天风证券研究所

资料来源：公司官网，天风证券研究所

异地复制新项目平均一年打平、三年成熟，稳态净利率可达 50%、ROE20%+。公司新项目一般开业首年便可实现盈亏平衡、3 年即有望到成熟状态，往往项目新开业时，由于客流少及团客占比高，净利率水平较低；随着项目成熟，净利率水平逐年提升。以三亚和丽江项目为例，成熟净利率维持在 50%以上，毛利率维持在 75%左右，ROE 稳定在 20%以上。以新项目为例，据我们测算，桂林首个完整年权益净利率为 15%，张家界开业半年权益净利率即达 17%，且 21 年桂林项目净利转正、张家界大幅减亏。

表 5：三亚、丽江项目设施、演出场次、平均票价及节假日客流情况（2019 年）

	设施	演出场次	平均票价	节假日客流
三亚	2 个剧场（目前只开放 1 个剧场），可容纳 4700 人	淡季 1-3 场，旺季 4-7 场	成人票 300	1-2 万人
丽江	剧场可容纳 4700 人	淡季 1-3 场，旺季 4-6 场	成人票 300	1-2 万人

资料来源：公司官网，三亚广播电视台，三亚市人民政府网，三亚日报，地产创新案例仓库，“丽江千古情”公众号，“旅行驿站 travelhome”公众号，“微丽江”公众号，知学学园公众号，天风证券研究所

表 6：三亚及丽江项目两年实现盈利、三年成熟

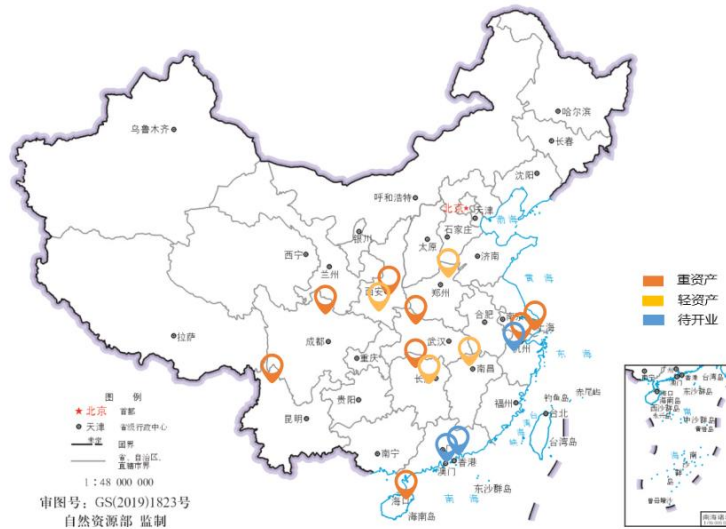
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
三亚	营业收入（百万）	34.55	155.07	257.85	307.47	339.98	426.72	392.73	127.1	147.96
千古情	毛利率	55.43%	69.24%	77.28%	74.94%	76.37%	81.22%	84.99%	76.95%	67.49%
	净利润（百万）	12.58	80.3	140.43	161.65	178.15	248.62	219.38	69	53.69
	净利率	36.41%	51.79%	54.46%	52.58%	52.40%	58.26%	55.86%	54.29%	36.29%
	ROE	2.05%	13.69%	21.71%	22.81%	24.85%	30.49%	26.28%	7.68%	5.64%
丽江	营业收入（百万）		73.93	171.2	222.56	227.24	266.96	333.43	136.52	116.24
千古情	毛利率		51.91%	62.92%	72.87%	70.54%	73.45%	82.20%	74.85%	57.58%
	净利润（百万）		9.22	71.75	119.66	120.41	141.98	207.14	62.84	34
	净利率		12.47%	41.91%	53.77%	52.99%	53.19%	62.12%	46.03%	29.25%
	ROE		3.67%	22.22%	27.04%	21.97%	21.51%	31.05%	10.83%	5.54%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 占位优势：卡位一线旅游目的地，占据客流高地

卡位一线旅游目的地，占据客流高地。旅游演艺的客流多为外地游客，依赖于旅游目的地本身客流的转化，因此对旅游演艺品牌来说，一线旅游目的地为必争之地。在大选址上，公司先发进入杭州及三亚并积极抢占其他市场，目前已布局 15 个一线旅游目的地和重点商业城市，其中重资产已投入运营 8 个、在建 2 个；轻资产已投入运营 3 个，此外，原珠海项目由重转轻，另有一个延安项目于 20 年签约，区域卡位优势一方面提升了公司开展业务的便利性和经济性，另一方面也加大了潜在竞争者进入的成本和难度。此外，在小选址上，公司侧重项目的区域位置、交通便捷度、当地政府支持力度等，所选位置既靠近交通干线又毗邻周边景区，即使在部分旅游资源密集城市如西安，项目区位也不逊于其他竞对。

图 10：公司项目已实现全国布局



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

表 7：宋城演艺卡位一线旅游目的地，占据客流高地

项目	周边知名景点及驾车时间	地址	距市中心距离	所在旅游地客流量（19年）	同区域内竞品名称及成立时间
杭州宋城旅游区	杭州西湖（21分钟）	杭州之江国家旅游度假区	19.8 公里	20276 万（杭州市）	印象西湖（2007）、最忆是杭州（2016）、西湖之夜（2004）
三亚宋城旅游区	鹿回头（25分钟）	三亚市中心迎宾大道	6.4 公里	2396.33 万（过夜游客）	三亚海昌梦幻不夜城（2018）、亚特兰蒂斯 C 秀（2019）
丽江宋城旅游区	丽江古城（20分钟）	玉龙纳西族自治县	4.6 公里	5402.35 万（丽江市）	印象丽江（2005）
张家界宋城旅游区	武陵源风景名胜（12分钟）	武陵源区军地坪街道	36.8 公里	8049.3 万（张家界）	天门山狐仙大剧院（2009）、魅力湘西大剧院（2001）、梦幻张家界（2004）、印象张家界（2011）
西安宋城旅游区	西安世博园（8分钟）	西安浐灞生态区世博园	16.3 公里	30110.43 万（西安市）	陕西大剧院（2017）、白鹿原影视城（2016）、长恨歌（2006）、再回大唐塔（2018）、大唐女皇（2016）

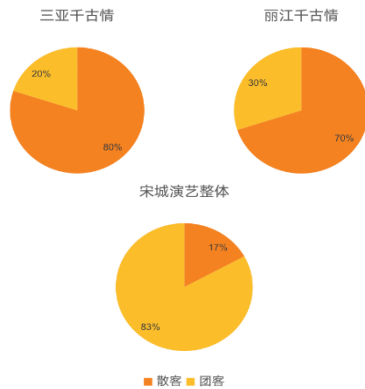
资料来源：高德地图，公司官网，公司招股书，《2019 杭州文旅消费报告》，《2019 年三亚市国民经济和社会发展统计公报》，丽江市文化和旅游局，湖南文旅数据中心，《西安市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，“印象西湖”公众号，“三亚发布”公众号，“丽江日报”公众号，“中国文化报”公众号，“投资界”公众号，“阳朔图腾古道景区”公众号，“益田西街”公众号，“天门狐仙”公众号，张家界·武陵源旅游网，“重庆随游网”公众号，中国摄影在线官网，“西安曲江旅游”公众号，“陕西发布”公众号，“华清宫景区”公众号，“晚报微报”公众号，“大唐女皇”公众号，“领艺世嘉”，“上海音乐学院”公众号，“上海发布”公众号，“湖南湘江集团”公众号，“宜春保利大剧院”公众号，“河南省文化和旅游厅”公众号，中华网，天风证券研究所

2.3. 渠道优势：卡位旅行社渠道，拓宽新渠道

公司卡位并深度绑定旅行社渠道，团客占比超 6 成保证了强客流。对公司来说，与旅行社、电商及终端企业等以收入分成方式合作可以将旅游目的地的潜在客源转换成真实的客流；对这些渠道来说，室内剧场演出相较室外拥有更高的产品稳定度与渠道返点空间，合作性价比高带来双赢基础。公司与成百上千个旅行社合作，项目早期依靠高团客引流、一般新项目团客占比为主，杭州宋城 2013 年团客占比高达 80%，此后优化团散结构团客占比降至 35%左右。疫情以来团客恢复较慢，因此 21 年国庆期间整体团客占比约 17%。疫情前公司

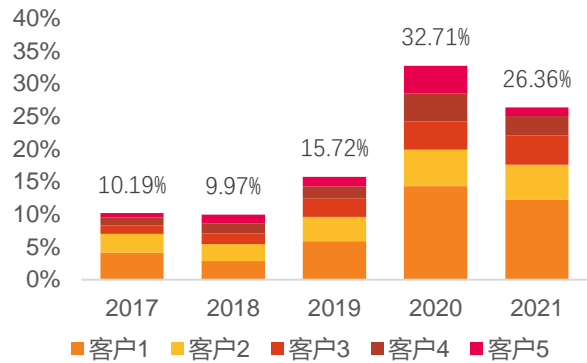
前 5 大客户占比在 10%-15%左右，主要来自 OTA、线下旅行社及轻资产项目方，疫情以来整体收入降低导致前 5 大客户收入占比提升至 26%以上水平。

图 11：宋城演艺整体团客占比较高



资料来源：wind，“旅游演艺”公众号，天风证券研究所 注：三亚千古情为 19H1 数据，丽江千古情为 18Q1-Q3 数据，宋城演艺整体为 21 年国庆期间数据

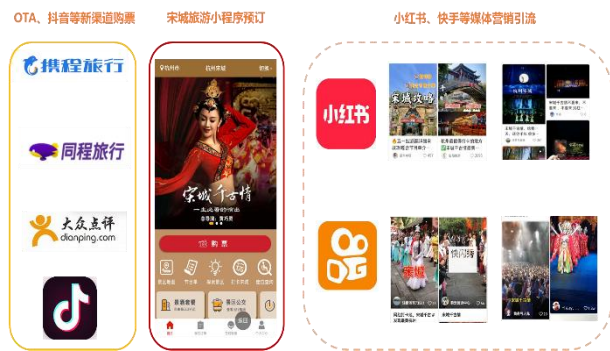
图 12：宋城演艺前 5 大客户占比 19 年后常态化下超 10%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

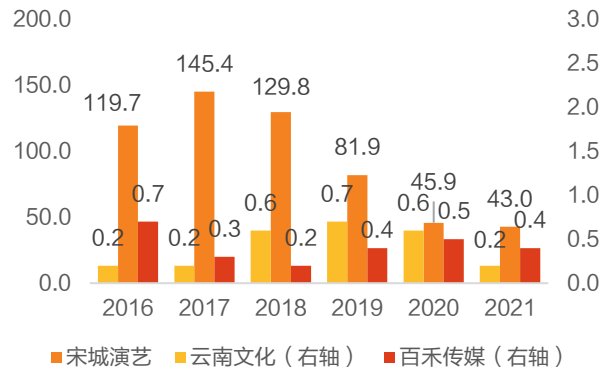
营销迭代升级，线上线多维度打造渠道矩阵。随着新媒体和营销方式崛起，公司采用更加立体化的宣传推广策略，多维度打造渠道矩阵。2018 年公司成立旅游电子商务平台“宋城独木桥”，从事网络票务销售，营销网络覆盖线上线下全旅游领域。此外还与旅游电商头部企业如携程、同程旅行等开展合作，并借助小红书等流量媒体营销引流，此外打造宋城旅游小程序培育私域流量。2021 年，公司以创新创意的主题活动为载体，针对细分人群进行精准推广，针对中长线、周边等细分市场见缝插针式开展收客和运营。公司 18-21 年广告宣传费用分别为 1.30/0.82/0.46/0.43 亿元，远高于其他上市演艺公司。

图 13：宋城演艺打造渠道矩阵



资料来源：携程旅行 APP，同程旅行 APP，大众点评 APP，抖音 APP，宋城旅游小程序，小红书 APP，快手 APP，天风证券研究所

图 14：宋城演艺广告宣传费用远高于其他演艺公司（百万元）



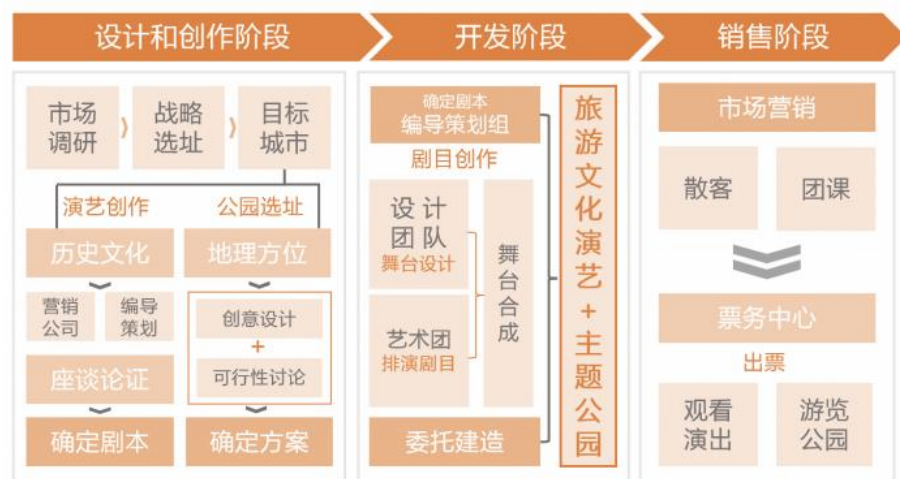
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 全产业链及平台优势：全产业链支持，平台化发展

全产业链运营能力突出，项目选址及编创能力提升。经过 20 多年积累，公司已经形成难以复制的项目选址、规划设计、投资建设、导演编创、舞台呈现、景区运营、营销推广、提升改造的全产业链闭环能力。1) 选址成功率提升：过往泰山项目因营收低而中断、武夷山项目因不位于旅游主线上被注销，其失败为公司积累了选址经验、此后选址成功率越来越高。2) 编创能力提升：早期公司创作工作主要是创始人黄巧灵先生亲力亲为，目前已形成建制化的 60 多人创作团队，包括编导、音乐、舞台科技、舞美、编剧等，而且创作团队大多是专业对口的艺术院校人才，其中部分来自北舞、上戏等院校。创作团队的迭代优化提升了创作速度、从一年 2 台提速到一年 10 台演出，增强了创作的可持续性并

为未来城市演艺更高的编创要求提供了保障。

图 15：公司拥有全产业链组织能力



资料来源：公司公告，天风证券研究所

平台组织与运营：以打造平台型企业为目标、整合上下游资源。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。不断推动公司从内容创意型公司转变为内容聚合的、集艺术欣赏与社交属性共生的平台型公司，为自身以及文化演艺产业创造更多更大价值。2021年，杭州宋城以合作、定制、采购等多种形式引进《雷雨》、《解忧杂货铺》等知名剧目；上海宋城在打造城市演艺多剧目过程中同样逐步引入第三方演出团队。

3. 成长看点：存量项目爬坡+扩容、增量项目轻重结合，平台化提效

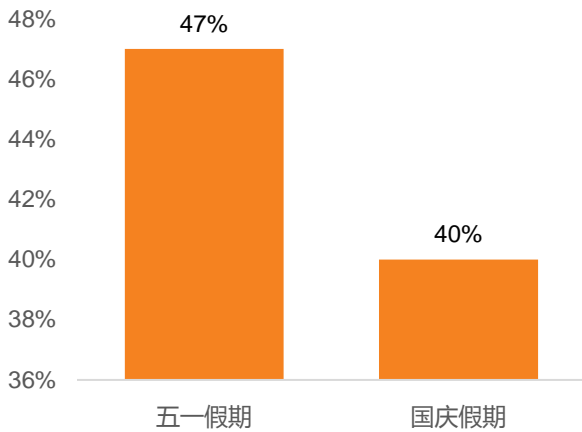
3.1. 存量项目：新项目爬坡+老项目扩容，存量待释放空间大

3.1.1. 爬坡项目：二轮扩张项目爬坡向上

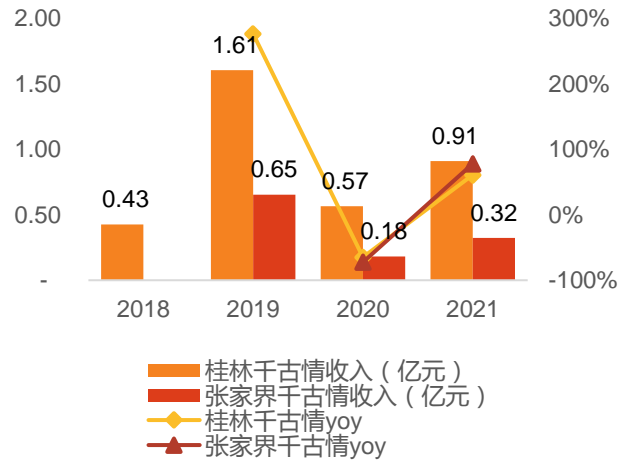
桂林项目卡位高客源景区,张家界项目科技含量高,均处于快速爬坡期。桂林千古情自 2018 年 7 月开园以来，依托所在地优质旅游资源和客流量大力开发周边省份自驾游市场，2021 年五一期间整体演出场次达 33 场、创同期新纪录，团客较 19 年恢复度 203%、超公司整体水平，散客较 19 年恢复度为 100%。张家界千古情 2019 年 6 月开业，共有 300 位演职人员，360 度全息观影，3000 人同时观看，10 倍于拉斯维加斯秀的舞台机械遍布在舞台区域和观众席区域，50 项舞台新发明，上千平米超清 LED 屏，根据宋城演艺官方公众号描述，为张家界迄今为止舞台机械最先进、科技含量最高、演艺水平最高的演出，旺季一天连演 8 场、刷新当地演艺记录，2019 年实现收入 0.65 亿元。2021 年，伴随疫情好转和出游管控放松，桂林千古情景区五一/国庆期间收入分别较 19 年同期增长 47%/40%、全年收入 0.91 亿元，张家界千古情全年收入 0.32 亿元、主要受当地 7 月疫情影响持续闭园，至今仍未开业。

图 16：桂林千古情 21 年五一/国庆假期收入较 19 年同比增速(%)

图 17：桂林千古情 2019 年收入同增 277%



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

西安千古情比传统重资产模式更轻、净利率更高，而且交通位置优越、剧院数量更多，但同区域内竞争激烈。项目 2020 年 6 月开业，西安世园集团和宋城演艺联合打造、各持股 20% 及 80%，世园集团负责演出场地及配套基础设施建设，每年向公司收取 300 万元的演出场所租赁费；宋城演艺负责项目公司运营管理。按照项目投资金额计算，由于西安项目无需折旧，因此拥有更高稳态净利率。西安千古情项目处于兵马俑回程必经之路，剧场数量多达 6 个、超其他千古情景区。2020 年中秋国庆黄金周，《西安千古情》接待游客 5.7 万人次，收入 321.97 万元；《长恨歌》接待游客 5.08 万人次，收入 1380.74 万元；《驼铃传奇秀》接待游客 7.3 万人次，收入 614 万元。西安千古情由于门票价较其他景点略低、游客单价较低，但开业之初客流表现不输竞品。

图 18：西安千古情景区示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 19：西安千古情剧目



资料来源：公司官网，天风证券研究所

参考成熟项目占地规模、剧院数量、旅游热度，预计千古情二轮扩张项目稳态收入可观：
 1) 桂林项目预留 3 个剧院的建设空间、未来容量预计可翻番，且对比区域内其他演艺作品评分明显更高，参考一轮异地扩张项目 3 年到达成熟期，并考虑疫情影响，我们预计桂林项目 25 年成熟，成熟期收入/净利润可分别达 4 亿元/2 亿元；
 2) 张家界项目 2 号剧院正在建设中、周边竞品较少且市场反馈相对较低，我们预计 25 年成熟期收入/净利润在 3 亿元/1+亿元。
 3) 西安千古情开业时间较短、且开业正逢疫情，项目本身容量大、剧院容量约为 2 个丽江项目、预期收入约为 6-7 亿元，但考虑同地区演艺作品丰富且高质量，竞争相对激烈，我们预计西安项目 26 年可发展成熟，预计成熟期收入/业绩可达 5 亿元/2+ 亿元。

表 8：项目投资额、设施、竞争环境及收入利润对比

	占地 (亩)	园内设施	19 年旅游人数 (万)	19 年旅游收入 (亿元)	潜在竞争对手 (括号为大众点评评分)	评分	19 年稳态收入 (亿元)	19 年稳态净利 (亿元)
杭州	300	5 个 3000 以上座位的	20814	4005	印象西湖·最忆是西湖 (4.6)	4.8	9.19	4.16

室内大剧院								
城市	占地面积 (亩)	院内设施	19 年旅游人数 (万)	19 年旅游收入 (亿元)	潜在竞争对手 (括号内为大众点评评分)	评分	预期稳态收入 (亿元)	预期稳态净利 (亿元)
三亚	80	2 座剧院, 4700 座位	2396	633	亚特兰蒂斯 C 秀 (4.8)	4.8	3.93	2.19
丽江	283	2 个剧院, 每个剧院 4700 座位	5402	1078	印象·丽江 (4.8)	4.9	3.33	2.07
桂林	160	1 家剧院开业, 预留 3 个剧院位置	13834	1874	印象刘三姐 (3.9)、再忆三姐情 (3.9)	4.8	4 (25 年)	2 (25 年)
张家界	170	1 家剧院开业, 2 号剧院建设中	8162	991	天门山狐仙大剧院 (4.6)	4.9	3 (25 年)	1+ (25 年)
西安	100	5 个室内剧院, 1 个室外剧院	30110	3146	长恨歌 (4.9)、驼铃传奇 (4.8)、梦回大唐 (4.8)	4.8	5 (26 年)	2+ (26 年)

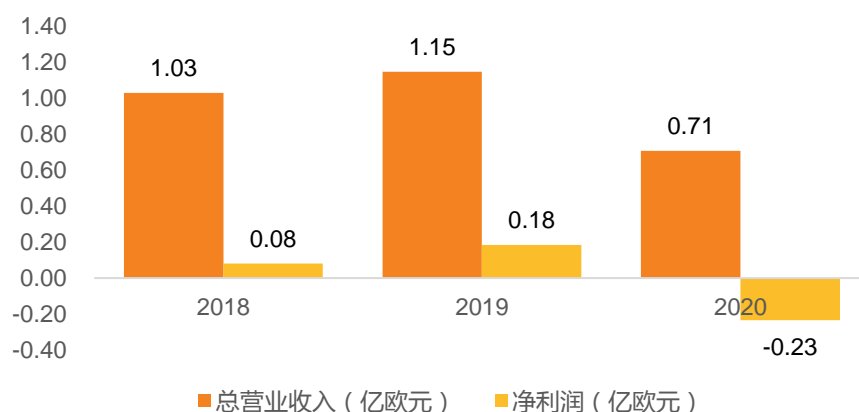
资料来源: 公司招股书, 公司 2019、2020 年报, 公司公告, “印象西湖” 公众号, “深圳本地宝” 公众号, “三亚发布” 公众号, “华夏文旅西安度假区” 公众号, “曲江新区” 公众号, 去哪儿网, “丽江日报” 公众号, “投资界” 公众号, “阳朔图腾古道景区” 公众号, “益田西街” 公众号, “天门狐仙” 公众号, 张家界·武陵源旅游官网, “重庆随游网” 公众号, 中国摄影在线官网, 博雅文化旅游网, “华清宫景区” 公众号, “西安本地宝” 公众号, “长安范儿” 公众号, “海南广播电视台总台” 公众号, “丽江热线” 公众号, 浙江政务服务网, 华侨城旅行社官网, 每日经济新闻, 张家界旅游官网, 天风证券研究所 注: 1) 西安项目收入及净利为 2020 年数据; 2) 评分来自大众点评

3.1.2. 项目扩容: 千古情向演艺公园模式升级

➤ 他山之石: 法国狂人国依托演艺集群模式实现 40 余年经久不衰、愈发壮大

40 余年打造演艺集群, 2019 年成熟状态下收入同增 11%。法国狂人国坐落于法国西南方, 1978 年第一台戏 La Cinéscénie 大型夜间表演首次亮相。经过 40 多年的发展, 如今成为拥有 17 场表演、25 家餐厅、6 家主题酒店的占地面积超 300 公顷的大型历史主题公园。法国狂人国的 17 项演出中, 包含室外演出 11 项 (含夜秀 2 场)、室内演出 6 项 (含展览型演出 4 项), 一般需要两整天才能全部看完。丰富优质的演出吸引大量游客入园, 进而推动营收及业绩稳步增长。2019 年总营收/净利润分别为 1.15/0.18 亿欧元, 同比 +11%/+125%, 20 年受疫情影响营收和业绩有所下降。

图 20: 18-20 年法国狂人国营收及净利 (亿欧元)



资料来源: 法国狂人国年报, 天风证券研究所

演出质量优秀带来高客流, 迭代更新带来高复购。法狂每个表演推出之前, 必须经过 3-5 年的精心雕琢, 从舞台装饰到演员服装设计, 从音乐编排到舞台器械和特效制作, 都精益求精、匠心独具。其中, 核心演艺项目 LA CINÉSCÉNIÉ 每场表演有 2400 名演员、3650 位志愿者参与, 调用演出服装 2.8 万套, 采用无人机等新形式、多角度呈现演出。质量过硬的演出作品带来了高客流, 19 年法国狂人国游客数占法国游客总人数的比例高达 0.77%。公司在其 40 多年的运营中一直将盈利再投入到乐园的升级与完善中, 平均 1-3 年就会有

新剧目推出或对原有剧目内容更新升级，因此狂人国即使没有现代器械型游乐设施，仍维持了 60% 以上的复游率。

图 21：法国狂人国 LA CINÉSCÉNIE 表演



资料来源：法国狂人国官网，天风证券研究所

图 22：法国狂人国 LE SIGNE DU TRIOMPHE 表演



资料来源：法国狂人国官网，天风证券研究所

园区场地不断扩大，表演内容与形式不断丰富，带来高过夜率和客单价。1990 年公园便已建成有 12000 个座位的全景看台，此后不断扩大园区游客容量：1997 年在 Cinéscénie 大型夜间表演舞台扩大 5 公顷，观众看台增加 2000 个座位，2005 年又扩容一个占地 10000 平方米的村庄。同时，公园致力于丰富演出形式，推出夜秀、幽灵鸟舞会室外演出、沉浸式演出等新内容；并不断完善游客游览路线与景点，在 1995 年与 1997 年相继建成中世纪之城（Cité Médiévale）及“昂米勒要塞”（Fort de l'An Mil），此外还有复兴景区和大型表演厅供游客参观。丰富的剧目和活动内容将游客游园时间延长至 2-3 天，增加游客过夜可能、也因此进一步提高了客单价。

图 23：法国狂人国园区规模达 300 公顷



资料来源：法国狂人国官网，天风证券研究所

图 24：法国狂人国演艺公园不断扩容、增加剧目及活动内容

重大事件	
1978 年	Cinéscénie 大型夜间表演首次亮相。
1989 年	融文化与娱乐、趣味与教学、表演与情感于一体的 Puy du Fou 公园正式创建。
1990 年-1994 年	建造拥有 12000 个座位的全景看台，以满足接待要求；每年 Puy du Fou 公园推出一场全新表演。
1995 年-1997 年	园内复古景区：中世纪之城、“昂米勒要塞”建成；Cinéscénie 大型夜间表演诞生 20 周年；舞台扩大 5 公顷，观众看台增加 2000 个座位。
1998 年	为培养 Puy du Fou 未来艺术家和技术者的“青年学院”落成，培养出的人才再次投入公园运作，为园区注入永续发展动力。
2000 年-2005 年	进一步丰富表演剧目：“城堡主塔之战”（Bataille du Donjon）、高卢-罗马角斗场（Stadium Gallo-Romain）上演“角斗士”表演、“幽灵鸟舞会”、“维京海盗”表演改版；新版 Cinéscénie 大型夜间表演向公众亮相，场地进一步扩大。
2007 年、2009 年	第一座主题酒店 Villa Gallo-Romaine、第二座主题酒店 le Logis de Lescure 建成。
2011 年、2013 年	分别推出全新表演“胜利的征兆”（Le Signe du Triomphe）、“圆桌骑士”（Les Chevaliers de la Table Ronde）。
2014 年	Puy de Fou 公园继续扩建，新添 Renaissance 复兴景区（包括 Camp du Drap d'Or 酒店和全新表演“城堡的重生”）。
2015 年-2020 年	推出一系列演出，2015 年全新表演“凡尔登恋人”、Cinéscénie 大型夜间表演添新剧情“威尼斯舞会”；2016 年推出全新原创表演“最后的威武”；2017 年为了庆祝建园 40 年，Puy du Fou 推出音乐剧“大钟琴”；2018 年推出原创表演 Le Mystère de La Pérouse；2019 年推出原创表演第一王国（Le Premier Royaume）；2020 年推出全新夜晚表演“Les Noces de Feu”。
2021 年	准备在中国上海推出一个新的表演 SAGA Shanghai。

资料来源：法国狂人国官网，天风证券研究所

产业链向上游延伸、平台化发展，带来持续增长动能。为培养公园表演所需要的艺术人才和技术人才，狂人国协会于 1998 年成立青年学院，提供服装、戏剧、舞蹈、布景和道具、马术、摄像、视频等 29 种专业培训，青年学院每年可为狂人国公园培养 600 多名相关人才，为园区注入永续发展的动力。

- 以杭州宋城为首探索演艺王国模式，做大做强本地客流，未来可多项目复制，考虑疫情反复扰动影响，预计到 25 年可实现收入/净利润分别为 11.8/5.6 亿元，19-25 年 CAGR 分别为 4.2%/5.2%，主要系期间年份受疫情扰动影响。

1) 在剧院数量上：2020 年杭州宋城新增 10 个室内外剧院、10000 多个座位数，其中包括两个 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，扩容后总座位数在 20000 左右，从承载量上提高了宋城的天花板。未来将完成全国所有的

景区向演艺王国转型的硬件投资。

2) 在内容上：推出室外版《宋城千古情》、实景演出《风笛之恋》、光影秀《MyAll》，节目容量从 120 分钟提升至 300 分钟，又引进《雷雨》、《解忧杂货铺》等知名剧目，一天总演出近百场，实现从“一台剧目、一个公园、一张门票”向“一个集群、一个产业、一个平台”蜕变。并且，目前正在筹划《爱在》系列演出，其与《千古情》形成互补，打造高中低分层次的产品形态，实现对市场的全覆盖。

图 25：杭州宋城导览地图及剧目



资料来源：宋城旅游小程序，天风证券研究所

图 26：杭州宋城引入《解忧杂货铺》剧目



资料来源：大河票务网，天风证券研究所

3) 在线路设计上：游历线路从原来的 700 米拓展至 1.3 千米，每个项目都增加了 20 个以上的大小演出、体验内容，特别是增加了室外的看台、演出，将游客在园内的逗留时间从 3 小时提升至 6 小时。

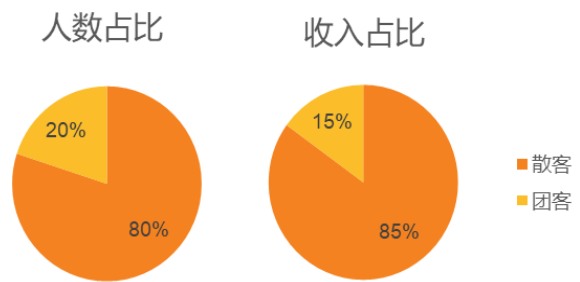
4) 在客群拓展上：试水等“宋城奇妙夜”、“双旦跨年奇遇夜”各种各样室内室外活动的主题推广，市场反响良好。杭州本地客流基数及占比高、演艺市场教育良好，对标法国狂人国以高质量的演出内容、集群式的演出模式实现成熟状态下的收入持续增长，杭州项目未来随着演出剧目的不断完善客流仍有提升可能。

图 27：2021 年春节黄金周杭州宋城表现优秀

2021年春节黄金周杭州宋城表现	
总接待量	65.75万人次
单日接待量	14.24万人次
主秀合计演出场次	96场
主秀单日最高演出场次	20场
散客占比	99.50%
游客平均逗留时长	5.86小时

资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 28：杭州宋城 2020 年国庆期间团散比



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

7月2日杭州宋城全线开业，新节目亮相有望吸引潮人、亲子、情侣客群。2022年7月2日，杭州、三亚、丽江、九寨、桂林等景区开业，众多新节目亮相：1) 燥浪电音节：引入荧光&二次元&泡沫&朋克潮玩，泼水狂欢、湿身蹦迪、燥浪电音等强互动项目凸显夏日凉爽气息和年轻化特点；2) 恐龙狂欢：亲子秀《WA! 恐龙》演出登场，另有恐龙亲子狂欢趴、恐龙巡游节目，带游客度过妙趣横生的亲子时光；3) 夏日烟花大会打造浪漫千古情；4) 夏日研学游提供沉浸式文化之旅。

图 29：燥浪电音节

图 30：亲子秀《WA! 恐龙》



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

- **上海项目试验城市演艺模式，聚焦本地客群、注重高复购，我们预计到 26 年中性预期可实现收入/权益净利润为 7.0/3.1 亿。**

1) 就项目建设难度而言：上海千古情坐落于黄浦江畔，初始投资额 8.3 亿元，公司持股 88%，项目占地面积 4.12 万平方米，拥有 3 个室内剧场，可同时容纳近 6000 名观众，此外还建筑丛林剧院、电音广场、演艺广场、朋克走廊、悬崖剧院等室外剧院，还有上海风情街、鬼屋、夜巴黎酒吧、星空酒吧等休闲娱乐体验场所，项目建设体量大、施工标准高、报审要求严，其成功落地并顺利开业，证明了公司具备在一线城市落地项目的的能力。

2) 就项目内容而言：上海千古情暂定演出剧目合计将超过 50 台，总演出时长超过 10 个小时，室内剧院演出有《上海千古情》、《WA! 恐龙》、带餐秀《热情桑巴》、《颜色》、《S》秀等，室外剧场、公共区域的表演有电音、朋克、芭蕾舞、鸟秀、泡泡秀等，更好的满足细分人群需求。未来还将利用其区位优势，通过剧目定制、引进、购买、合作、出租、分成等方式开展演艺剧目、节庆、会展、IP 展等各类活动，完整架构起上海宋城演艺王国的立体概念。

3) 就模式创新性而言：上海项目主打城市演艺公园模式，城市演艺核心客群为本地用户，客群固定，打造多元化的演艺节目可持续吸引消费者产生重游复购，且由于团客较少、渠道成本较低，故客单价高。在定价体系上，针对多样化的客群设置了更加多元的票价体系。随着散客占比提升和演艺王国模式的推进，未来有效票价或还有提升空间，在提高公司收入质量的同时，也会提升消费者的性价比。

图 31：上海项目采用多档票价体系

上海千古情	热情桑巴	S秀	High秀	WA! 恐龙
			价格 (元)	演出时长 (分钟)
上海宋城+主秀《上海千古情》观众席成人票			399	60
上海宋城+主秀《上海千古情》贵宾席成人票			499	60
上海宋城+主秀《上海千古情》豪华席成人票			699	60
上海宋城+亲子秀《WA! 恐龙》1大1小票 (不含千古情)			399	35
上海宋城+亲子秀《WA! 恐龙》2大1小票 (不含千古情)			499	35
上海宋城+High秀《颜色》成人票 (不含千古情)			399	80
上海宋城+带餐秀《热情桑巴》成人票 (不含千古情)			399	50
上海宋城+丽影秀《S》秀成人票 (不含千古情)			399	50
上海宋城+主秀《上海千古情》观众席+High秀《颜色》成人票			679	140
上海宋城+主秀《上海千古情》观众席+丽影秀《S》秀成人票			679	110
上海宋城+主秀《上海千古情》观众席+带餐秀《热情桑巴》成人票			679	110
上海宋城+主秀《上海千古情》贵宾席+High秀《颜色》成人票			779	140
上海宋城+主秀《上海千古情》贵宾席+丽影秀《S》秀成人票			779	110
上海宋城+主秀《上海千古情》贵宾席+带餐秀《热情桑巴》成人票			779	110

资料来源：公司公告，“宋城演艺”公众号，“丫丫港股圈”公众号，马蜂窝网站，大众点评网站，天风证券研究所

上海项目 21 年成功开业、目前处于调整中，城市演艺的关键在于高复购和高客单、主要有赖于剧目的高质量和差异化。上海项目于 2021 年 4 月开业，五一小长假期间实现收入超 2500 万元，接待游客 17.9 万人次，客单价 399 元创宋城所有景区新高，打破全国宋城开业当年黄金周纪录，其中亲子秀收入占比 35%、带餐秀收入占比 5%，散客占比达 99.8%。开业后，上海千古情毁誉参半，部分游客认为剧目丰富度与质量有待改善，票价性价比比较低。我们认为，城市演艺模式立足本地客群，高复购*高客单才可实现收入规模化，因此在一线城市文化娱乐活动形式和内容都极其丰富的背景下，项目内部剧目的高质量和差异化、多数量和多元化是吸引本地客流产生复购行为的关键点，同时价格体系设置与内容质量结合相比上海市内其他一日游景区如迪士尼等更需提高性价比。上海项目在 21 年冬季闭园期间持续丰富剧目、改善园区管理，目前仍在调试中，期待其剧目丰富完善后开业带来良好市场反响。对标杭州宋城成熟后年游客量可达 700 万人，客单价在 130 元左右，以及上海迪士尼疫情前客流 1000 万人左右，我们预计到 26 年上海客流有望达 500 万人，客单价可达 140-150 元，中性预期可实现收入/权益净利润约为 7.0/3.1 亿。

3.2. 增量项目：轻重结合稳步推进，科技加持带来新体验

3.2.1. 重资产：潜在城市演艺拓展可能，叠加旅游演艺贡献

杭州及上海探索城市演艺模式，成功后或可复制到一线及省会城市。城市演艺立足本地客群，具有高复购、高客单的属性，其得以推广的主要因素有：1) 较大的本地客流基数及较强的消费能力；2) 剧目编创更新的成功方法论。根据 Mapbar 剧场地图数据，北京/广州/深圳剧场数分别为 266/75/54 家，本地已培育起剧场演艺消费习惯，但多为单一剧目借剧院或演艺中心场地演出形式，城市演艺项目有冒头发展趋势但尚未形成品牌。而杭州及上海积极打磨剧目创作及景区改造设计，探索城市演艺模式，未来成功后具备向北京、广州、深圳及省会城市拓展的可能。

表 9：一线城市剧场数量及演出属性

城市	剧场总数	剧场推荐	演出属性
广州	75	广州正佳演艺剧院，广州大剧院，广州话剧艺术中心十三号剧院，广州江南大戏院	借助剧院场
深圳	54	深圳大剧场，华夏艺术中心大剧院，深圳坪山大剧院，福田文体中心，深圳滨海艺术中	地安排演出，

		心, 深圳开心麻花红山剧场	单场 1-3 小时
北京	266	海淀剧场, 繁星戏剧村, 国家大剧院, 中央歌剧院, 北京展览馆剧场, 天桥艺术中心, 鼓楼西剧场	
上海	238	沪西大剧院, 上海音乐厅, 上海大剧院, 上海商城, SNH48 星梦剧院, 云峰杂技, 逸夫舞台, 大剧院, 上海兰心大戏院, 白玉兰剧场	

资料来源: Mapbar, 小红书, 大麦网, 天风证券研究所

西塘千古情、佛山千古情正在打造中, 我们保守预计可于 24/23 年开业, 开业后可贡献一定收入、但体量不大, 未来成都、贵州等部分旅游城市仍有旅游演艺拓展空间。

➤ 嘉善·西塘千古情

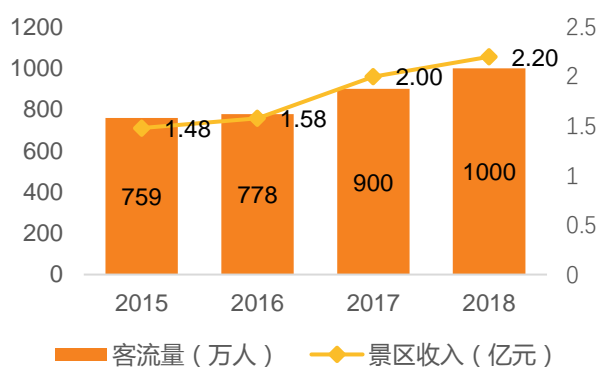
西塘·中国演艺小镇地处江浙沪交界金三角, 毗邻西塘古镇, 区位优势显著。项目一期占地 132 亩, 主要建设 4 个大型剧院、特色街区和商业综合体。从大选址来看, 西塘地处江浙沪三省市交界处, 可承接江浙沪地区游客演艺观光需求, 并与杭州宋城千古情、上海千古情形成联动。从选址方面, 西塘·中国演艺小镇毗邻国家 5A 级景区西塘古镇, 其为中国历史文化名镇之一, 2015-2018 年客流从 759 万人增至 1000 万人, CAGR9.63%, 景区收入从 1.48 亿元增至 2.20 亿元, CAGR14.13%, 有实现客流协同的基础。西塘项目内容设施完善, 游乐、演出阵容庞大: 1) 内有 5 个主题公园, 突出互动性、吸引年轻客群; 2) 大型歌舞《吴越千古情》融合科技、文化等多种元素, 将水面表演和船秀表演相结合, 内容震撼、引人入胜。按照一轮扩张项目的成熟周期、设施数及成熟期营收和净利润, 我们预计其或在 28 年成熟, 成熟期收入/净利润约在 3/1.5 亿元水平。

图 32: 西塘·中国演艺小镇地理位置优越



资料来源: 百度地图, 天风证券研究所

图 33: 西塘古镇客流及收入 (万人, 亿元)



资料来源: 保利物业微信公众号, 天风证券研究所

图 34: 西塘项目鸟瞰图



资料来源: 宋城演艺公众号, 天风证券研究所

图 35: 西塘项目的吴越千古情剧目



资料来源: 宋城演艺公众号, 天风证券研究所

➤ 佛山·西樵山岭南千古情

西樵山岭南千古情项目处于西樵山风景区西侧，占地约 90 亩（6 万平方米），该项目规划建设可容纳 3000 人特大型剧院，座位数约 3000 座；总面积近 1 万²、建筑面积约 2 万²的主题古街区；以及若干个互补性文旅项目。项目周边还有 3 个文旅产业项目，包括一千零一夜·互助社、国艺影视城二期、南海湾医养胜地。文旅项目集群的打造预计可强化西樵山休闲、度假、观光标签，实现项目间客流的相互传导。截至 2021 年 12 月 31 日，西樵山岭南千古情建设进度达 72%。按照一轮扩张项目的成熟周期、设施数及成熟期营收和净利润，我们预计其或在 26 年成熟，成熟期收入/净利润约在 3/1.5 亿元水平。

图 36：西樵听音湖片区



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 37：西樵山岭南千古情景区项目效果示意图



资料来源：佛山乐居公众号，天风证券研究所

综合考虑客流、文化底蕴、周边景点因素，旅游演艺项目仍有 8 个左右的布局空间。旅游演艺项目布局主要考虑：1) 所在城市是否旅游人数众多，游客基数大；2) 所在区域是否文化底蕴丰厚且独特，是否拥有历史典故或名人事迹，以便进行剧目创作；3) 周边是否有著名景点以更好的借助旅行社渠道整合或吸引散客协同游玩。基于以上大选址考量角度，我们筛选出成都、贵阳、哈尔滨、厦门等 8 座城市，认为以上城市仍有项目布局空间。

表 10：国内优质旅游城市旅游人数及旅游资源

	2019 年旅游人数(万)	文化底蕴	周边景点
成都	28023	蜀地文化、川剧文化、大熊猫文化、火锅文化	峨眉山、都江堰、宽窄巷子、大熊猫基地
贵阳	22900	饮食文化、剪纸文化、居住文化、服饰文化、民族文化	黔灵公园、花溪公园、甲秀楼、贵州省博物馆、花果园湿地公园
重庆	65708	具有 3000 多年的悠久历史，巴渝文化发祥地	洪崖洞、磁器口古镇、解放碑、巫山小三峡
哈尔滨	9580	风光秀丽、东欧情调浓郁，素有“东方莫斯科”之称	圣索菲亚大教堂、中央大街、松花江、太阳岛风景区
乌鲁木齐	7526	维吾尔族文化鲜明，可融合古丝绸之路元素	博格达峰、天山大峡谷、新疆国际大巴扎、水磨沟
呼和浩特	4823	草原文化、匈奴文化、鲜卑文化，拥有昭君出塞等历史故事	敕勒川草原文化旅游区、神泉生态旅游景区、大召寺、昭君博物馆
厦门	10013	闽南文化，拥有郑成功的历史故事	鼓浪屿、曾厝垵、观音山、厦门大学、南普陀
青岛	10900	中国道教发祥地之一，遗留了大汶口文化、龙山文化、岳石文化	八大关、五四广场、石老人海水浴场、崂山风景区

资料来源：EPS 数据平台，《2019 年成都市服务业发展报告》，贵州省文化和旅游厅微信公众号，《2019 年贵阳市国民经济和社会发展统计公报》，《2019 年重庆市旅游业统计公报》，青岛党史微信公众号，青岛统一战线微信公众号，《2019 年哈尔滨市国民经济和社会发展统计公报》，《2019 年乌鲁木齐市国民经济和社会发展统计公报》，《呼和浩特市 2019 年旅游统计分析报告》，内蒙古自治区政府门户网站，《2019 年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，厦门旅游网，《2019 年青岛市国民经济和社会发展统计公报》，天风证券研究所

我们对国内旅游演艺市场规模做出以下预测：

1) 基于悲观、中性和乐观预期, 我们假设 2023 年国内旅游人数恢复到疫情前即 2019 年的国内旅游总人数的 80%、100%和 110%, 分别为 480480 万人次、600600 万人次和 660660 万人次。

2) 基于 2015-2019 年的国内演艺渗透率, 预计 2023 年的国内演艺渗透率为 1.70%。在悲观、中性和乐观预期中, 国内演艺渗透率分别以 0.08%、0.1%和 0.2%的速率增长。

3) 根据 2015-2019 年我国演艺票房和我国旅游演艺观众人次, 推测 2023 年的旅游演出的客单价为 74 元。随着供给方演出公司推出内容更丰富, 质量更高的演出产品, 客单价会呈现递增的趋势。在悲观预期中, 客单价以每年 2 元的幅度增长, 在中性和乐观预期中, 客单价以每年 3 元的幅度增长。

根据上述假设, 悲观、中性和乐观情形下, 我国旅游演艺市场规模分别预计 2030 年达到 158.54 亿元、234.69 亿元和 344.41 亿元的水平, 2023-2030 年 CAGR 分别为 14.77%、17.58% 和 22.52%。

表 11: 中国演艺市场规模测算 (亿元)

		悲观							
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内旅游总人数 (亿人)		48.05	51.65	55.53	59.69	64.17	68.98	74.16	79.72
yoy			7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
国内旅游演艺渗透率 (%)		1.70%	1.78%	1.86%	1.94%	2.02%	2.10%	2.18%	2.26%
国内旅游演艺总人数 (亿人)		0.82	0.92	1.03	1.16	1.30	1.45	1.62	1.80
客单价 (元)		74.00	76.00	78.00	80.00	82.00	84.00	86.00	88.00
yoy			2.70%	2.63%	2.56%	2.50%	2.44%	2.38%	2.33%
国内旅游演艺市场规模 (亿元)		60.45	69.88	80.56	92.64	106.29	121.68	139.03	158.54
CAGR									14.77%
		中性							
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内旅游总人数 (亿人)		60.06	64.86	70.05	75.66	81.71	88.25	95.31	102.93
yoy			8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
国内旅游演艺渗透率 (%)		1.70%	1.80%	1.90%	2.00%	2.10%	2.20%	2.30%	2.40%
国内旅游演艺总人数 (亿人)		1.02	1.17	1.33	1.51	1.72	1.94	2.19	2.47
客单价 (元)		74.00	77.00	80.00	83.00	86.00	89.00	92.00	95.00
yoy			4.05%	3.90%	3.75%	3.61%	3.49%	3.37%	3.26%
国内旅游演艺市场规模 (亿元)		75.56	89.90	106.48	125.59	147.57	172.79	201.67	234.69
CAGR									17.58%
		乐观							
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国内旅游总人数 (亿人)		66.07	71.68	77.77	84.39	91.56	99.34	107.78	116.95
yoy			8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
国内旅游演艺渗透率 (%)		1.70%	1.90%	2.10%	2.30%	2.50%	2.70%	2.90%	3.10%
国内旅游演艺总人数 (亿人)		1.12	1.36	1.63	1.94	2.29	2.68	3.13	3.63
客单价 (元)		74.00	77.00	80.00	83.00	86.00	89.00	92.00	95.00
yoy			4.05%	3.90%	3.75%	3.61%	3.49%	3.37%	3.26%
国内旅游演艺市场规模 (亿元)		83.11	104.87	130.66	161.09	196.85	238.72	287.57	344.41
CAGR									22.52%

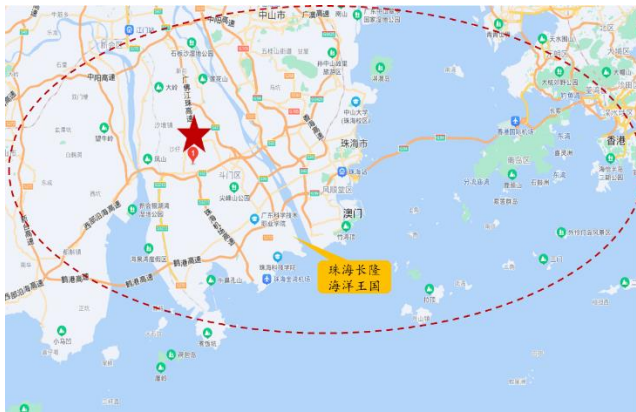
资料来源: wind, 道略演艺, 天风证券研究所

3.2.2. 轻资产: 珠海项目预计由重转轻, 加大向腰部项目拓展, AR/VR 打造科技增长新引

肇

珠海演艺谷试点演艺谷模式，转交集团建设，未来或以收取管理费形式作轻资产运营。珠海项目计划总投资 150 亿元，拥有 22 个剧院及表演场所、35 台剧目、超过 30000 个观众座位及与之配套的休闲度假设施，投资额与园内设施均显著高于本部的杭州宋城项目。就大区来看，珠海项目可承接粤港澳大湾区旅游演艺市场需求，而粤港澳大湾区人口众多，截至 2021 年末总人口达 8669 万人，占全国总人口的 6%，且经济发达、消费能力较强；就小区来看，项目位于珠海斗门区宋城大道，周边有西部沿海高速，交通便利；毗邻黄杨山森林公园，距长隆海洋王国 63 公里、车程 1 小时，可享受周边景区的客流协同效应。考虑到 2022 年 4 月，珠海项目拟将 100%股权转让给宋城集团，回收 4.58 亿元，未来收取一揽子服务费及后续的管理服务费，我们预计成熟期业绩超 0.5 亿元。

图 38：珠海·宋城演艺谷辐射粤港澳大湾区



资料来源：百度地图，天风证券研究所

图 39：珠海·宋城演艺度假区总平面图



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

收入及业绩预期：2019 年珠海主要旅游景点接待游客数 2601 万人，2015-2019CAGR 为 6.6%。区域内著名大型旅游景点——珠海长隆海洋王国占地面积 132 万平方米，内有 8 大主题园区及 5 家主题酒店，包括长隆海洋王国、长隆横琴国际马戏城（占地 2.8 万平米，5000 个座位，票价 288 元）、长隆剧院（占地 7 万平米，6700 个座位，票价 300 元）等设施，2019 年游客量为 1173.6 万人，2014-2019CAGR 为 18.4%，渗透率达到 39.1%。我们假设疫情缓和情形下，2024 年珠海市旅游人数较 2019 年恢复度为 100%，分别测算珠海·宋城演艺王国在不同游客数及客单价组合下的收入：在客单价处于 125-200 元区间，客流量处于 469-704 万人区间时，预计项目收入可达 5.9-14.1 亿元，参考历史轻资产项目收费模式、在开业后收取 20%收入分成，预计公司层面收入可达 1.2-2.8 亿，预计对应净利润约 1.02-2.38 亿元。

表 12：珠海·宋城演艺王国 2027 年收入预测（亿元）

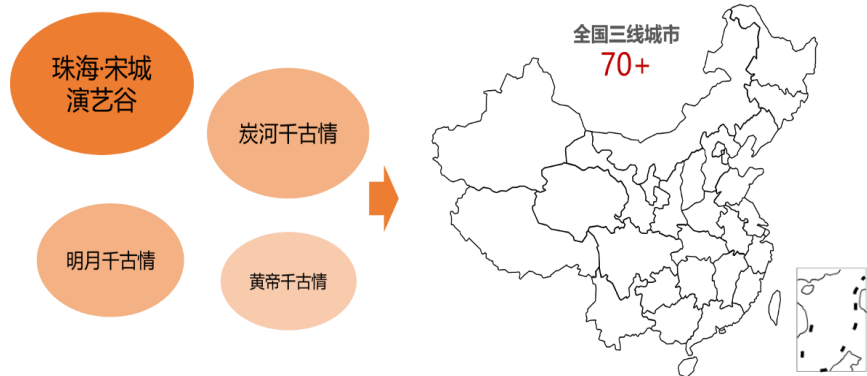
珠海宋城演艺客流量/珠海长隆海洋王国客流量						
客单价（元，列）	30%	40%	50%	60%	70%	80%
/客流量（万人，行）	352	469	587	704	822	939
100	3.52	4.69	5.87	7.04	8.22	9.39
125	4.40	5.87	7.34	8.80	10.27	11.74
150	5.28	7.04	8.80	10.56	12.32	14.08
175	6.16	8.22	10.27	12.32	14.38	16.43
200	7.04	9.39	11.74	14.08	16.43	18.78
225	7.92	10.56	13.20	15.84	18.48	21.12
250	8.80	11.74	14.67	17.60	20.54	23.47

资料来源：AECOM，珠海房频公众号，天风证券研究所 注：珠海宋城项目占地面积 107 万平方米，为珠海长隆海洋王国（132 万平方米）的 81%；建筑面积 70 万平方米，为后者（120 万平方米）的 58%。

轻资产项目向长尾市场拓展，拥抱更多项目机会。公司已落地 3 项轻资产项目，珠海项目

也将以轻资产模式运营，公司明确从头部市场向腰部市场、长尾市场拓展，满足多样化市场需求的战略，未来或对轻资产项目建设及投资规模要求更宽泛，拥抱更多轻资产项目机会，带来收入业绩的增长驱动。

图 40：轻资产项目从头部向腰部拓展



资料来源：公司公告，本地知公众号，天风证券研究所

中期通过科技化、数字化改造提升潜力，降本增效、保持内生性增长；长期推进演艺平台和宋城科技等创新业务落地发展，打造新的增长极。公司加紧实施景区数字化改造，强化科技手段在主题公园和现场演出场景中的应用，提升游客体验。此外，充分发挥在文化创意与科技深度融合方面的丰富经验，通过“战略投资+资源整合”双引擎驱动，加大力度探索和研发元宇宙在主题公园和现场演出中的应用，加快开发以 VR、AR、全息、光影等新兴技术为核心的独立产品，抢占先机迅速成长为国内领先的文化创意与科技深度融合整合供应商，打造科技增长新引擎。

图 41：宋城演艺——全息秀（幻影）



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 42：宋城演艺——全息秀（幻影）



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

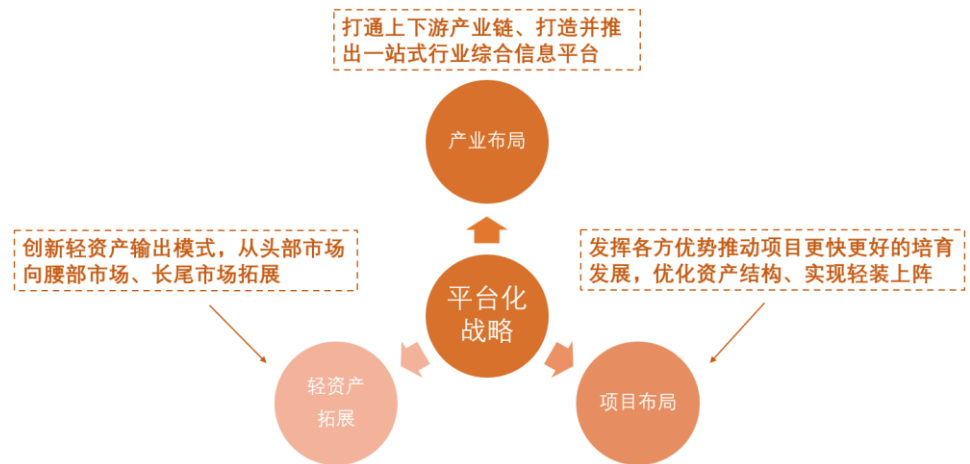
3.3. 平台化提效：搭平台重塑产业结构，精简架构人员压成本

坚定平台化战略，通过打通产业链上下游为自身赋能。产业布局上，公司正在打造一站式行业综合信息平台，以更好地对接供需关系，重塑产业架构，例如上海项目占地面积较大、定位多剧目的城市演艺，因此除自创剧目外还采用引进、采购、战略合作的方式加强内容打造，取彼之长为己所用。项目布局方面，推动珠海、澳洲等项目的转让合作，发挥各方优势推动项目发展，同时减少公司资本开支，优化资产结构，实现轻装上阵。

全面重构组织架构，强化精细化运营管理。公司对部门、层级和岗位的全面整合优化，形成总部“一中心五部门”，各项目公司“四部一团”的核心管理架构，自上而下用“中央厨房”式管理一杆子插到底，最大化保障核心团队的落地，减少中间环节损耗，集约化管理人员和费用。此外，公司建立了社会化用工招聘平台，通过强化合作、外包、众包

等多元灵活用工模式补充暑期旺季和黄金周的兼职用工，减少正式员工数量、降低用工成本，2021年下半年，公司员工人数从1441人缩减至1159人，未来即使景区扩容，仍可凭借社会化用工招聘平台维持整体人员的精简。

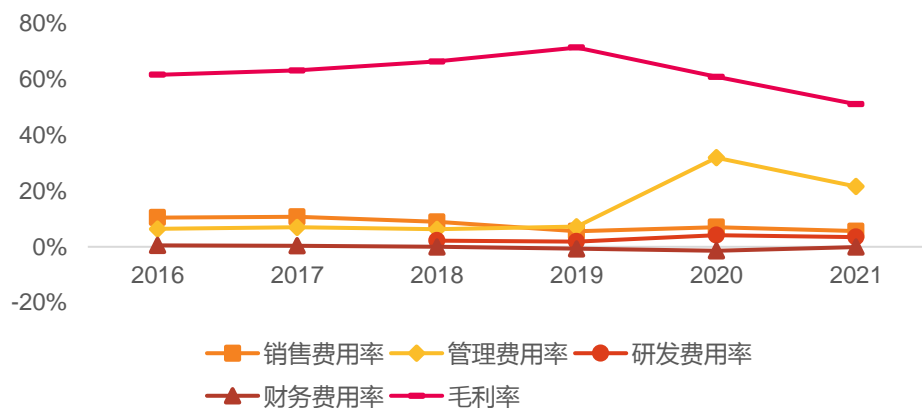
图 43：加强实施平台化发展战略



资料来源：公司公告，天风证券研究所

受益于平台化提效的不断推进，疫前公司费用实现压减、盈利能力提升。疫情前公司毛利率逐年攀升，由2016年的61.65%增至2019年的71.39%，2021年为51.08%。费用层面：1) 销售费用率从2016年的10.46%降至2019年的5.59%，主要系六间房与密境和风完成重组后，六间房不再纳入合并范围所致；2020年同比微增1.48pct至7.05%，2021年重新降至5.59%，主要由于收入受疫情波动影响、基数变动带来费用率的变动；2) 管理费用率，2016-2019年，公司管理费用率处于6%-7%左右的较低区间，2020年疫情期间公司各景区闭园，按规定将闭园期的营业成本调整到管理费用，故费用率增至31.92%，21年回落至21.62%。

图 44：公司毛利率及费用率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

受新冠疫情影响，国内旅游市场2020年出现大幅下滑，21年虽有所恢复，但仍在低位徘徊。考虑22年疫情形势仍不明朗，公司主要采取线下经营方式，受疫情影响较大，随着疫情防控常态化，23年疫情将有较大可能好转，我们假设22年公司营收缓慢恢复，23年公司营收实现快速恢复。预计宋城演艺2022-2024年营收分别为9.11/28.61/37.24亿

元，增速为 -23.1%/+214.1%/+30.2%；归母净利润为 1.27/12.64/16.99 亿元，增速为 -59.6%/+893.1%/+34.4%。

- 1) **存量项目**：预计 2023 年恢复至 19 年的 96%，24 年预计成熟的杭州/三亚/丽江项目将保持约 14%左右的增长；九寨/桂林/张家界项目爬坡进程恢复，24 年增速约为 35%；西安/上海项目规格较大，预计 24 年调试完成后收入增速可达 50%。
- 2) **增量项目**：佛山项目轻资产转为重资产，预计 23 年中开业，两广地区经济发达且购买力度高，是全国主要客源地，考虑项目逐渐爬坡，预计 2023-2024 年营收为 0.40/1.60 亿元。西塘项目区域位置优越，内设 4 个大型剧院、特色街区和商业综合体，预计 2024 年开业，2024 年营收可达 0.40 亿元。

表 13：盈利预测-分业务收入

单位：亿元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	26.12	9.03	11.85	9.11	28.61	37.24
yoy	-18.7%	-65.4%	31.3%	-23.1%	214.1%	30.2%
现场演艺收入	18.71	6.76	10.10	7.35	25.07	32.66
杭州宋城	9.19	2.87	4.86	2.87	8.82	10.23
三亚千古情	3.93	1.27	1.48	1.27	3.77	4.41
丽江千古情	3.33	1.37	1.16	1.37	3.20	3.65
九寨千古情	-	0.26	0.45	0.26	0.68	0.85
桂林千古情	1.61	0.57	0.91	0.57	2.41	3.25
张家界千古情	0.65	0.18	0.32	0.18	1.57	2.12
西安千古情		0.25	0.17	0.25	1.63	2.52
上海千古情			0.74	0.59	2.59	3.62
佛山千古情					0.4	1.6
西塘千古情						0.4
旅游服务	3.57	2.27	1.75	1.76	3.53	4.55
电子商务手续费	1.80	0.43	0.73	0.53	1.81	2.32
设计策划费	1.73	1.83	1.02	1.23	1.72	2.23
归母净利润	13.40	-17.52	3.15	1.27	12.64	16.99
yoy	4.1%	-230.8%	-118.0%	-59.6%	893.1%	34.4%
杭州宋城	4.16	-0.80	0.84	-0.57	3.70	4.61
三亚千古情	2.19	0.69	0.54	0.51	2.11	2.56
丽江千古情	2.07	0.63	0.34	0.48	1.89	2.23
九寨千古情				-0.06	0.10	0.23
桂林千古情（70%）				-0.11	0.70	1.17
张家界千古情				-0.11	0.42	0.53
西安千古情（80%）				-0.09	0.50	0.96
上海千古情（88%）				-0.44	0.78	1.34
佛山千古情					-0.004	0.43
西塘千古情						
电子商务手续费	0.65	0.15	0.30	0.20	0.69	0.91
设计策划费	1.20	0.84	0.62	0.67	0.94	1.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 估值与投资建议

➤ 绝对估值

我们采用三阶段模型对公司价值进行现金流贴现，根据假设 FCFF 估值法下公司 24 年的合理估值为 22.32 元/股。

表 14：宋城演艺在 FCFF DCF 模型中的关键假设

债务资本成本 Kd	4.5%	贝塔值 (β)	1.16
长期有效税率 T	18.0%	无风险利率 Rf	3.5%
债务资本比重 Wd		市场的预期收益率 Rm	11.0%
股权资本成本 Ke	12.2%	永续增长率 g	3.0%
股权资本比重 We	100.0%	过渡期增长率 cagr	10.5%
加权平均资本成本 WACC	12.2%	过渡期年数 N	6

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

表 15：宋城演艺在 FCFF DCF 模型中的估值

单位：百万元	2023E	2024E
NOPLAT	1330	1822
加：折旧摊销	303	308
减：营运资本增加	-1064	613
减：资本支出	162	112
公司自由现金流 FCFF	2534	1405
FCFF 预测期现值	6797	4782
FCFF 过渡期现值	17477	20143
FCFF 永续价值现值	30732	33498
企业价值	55005	58423
加：非核心资产	400	400
减：付息债务	182	125
减：少数股东权益	318	337
股权价值（百万元人民币）	54905	58361
总股本（百万）	2615	2615
每股价值（元）	21.00	22.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们调整永续增速及 WACC 对公司每股价值进行敏感性测试，在永续增速为 2.50%-3.00% 及 WACC 为 11%-13% 的区间内，对应每股价值为 20.32-25.07 元/股。

表 16：宋城演艺每股价值的敏感性测试

		WACC						
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
永续增速	2%	32.02	27.59	24.16	21.43	19.21	17.36	15.81
	2.25%	32.85	28.19	24.6	21.77	19.47	17.57	15.97
	2.50%	33.75	28.82	25.07	22.12	19.74	17.78	16.14
	2.75%	34.71	29.5	25.56	22.49	20.02	18	16.32
	3%	35.76	30.23	26.09	22.83	20.32	18.23	16.5
	3.25%	36.9	31.01	26.65	23.29	20.63	18.48	16.7
	3.50%	38.14	31.85	27.24	23.73	20.96	18.73	16.9

资料来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 相对估值

预计公司 24 年归母净利润为 16.99 亿元，我们给予公司 24 年 33x 估值，对应市值为 561 亿元，对应目标价为 21.44 元/股。上市初期（2010 年末至 2013 年 6 月），伴随业绩的逐渐释放，公司动态 PE 从 50x 逐渐消化至 24x 水平。2013 年 6 月至 2014 年底，一轮异

地扩张项目陆续落地，且经营情况良好，公司估值水平稳步提升 30x 左右水平。2015 年 A 股牛市叠加收购六间房，估值从 30x 提升至 70x，后伴随大盘转熊于 2016 年下半年回落至 30x。2020 年疫情伊始，估值仍维持在 30x-40x 较高水平，21 年 5 月至 22 年 5 月，受疫情反复扰动估值震荡下行至 30x。从公司历史估值水平来看，30x 为稳态情况下的合理估值中枢，考虑 24 年后仍有部分项目爬坡及新项目拓展预期，有收入及业绩持续增长的驱动力，因此我们给予公司 24 年 33x 估值。

绝对估值下给予公司 2024 年市值 583.6 亿元，对应目标价 22.32 元/股，相对估值下给予市值 561 亿元，对应目标价 21.44 元/股，综合考虑给予公司 2024 年 33xPE，目标市值 565 亿元，对应目标价 21.60 元/股。

短期期待佛山、西塘、珠海等新项目开业带来收入业绩增量，中长期看好城市演艺新模式打磨完成后进一步异地扩张、叠加旅游演艺布点增加，拔高公司成长空间。

5. 风险提示

疫情影响的不确定性风险。若新冠疫情恢复进度不及预期，将直接影响公司各景区客流，进而影响公司整体收入与利润水平。

宏观经济波动风险。目前，我国经济处于结构调整的转型过程中，经济增长速度放缓，未来宏观经济的景气度面临一定的不确定性，居民旅游消费意愿或将减弱。

新项目建设不及预期风险。公司珠海项目仍在建设中，若项目主体施工建设及内部设施完善进度不及预期，或将影响公司未来收入表现。

市场竞争加剧风险。旅游演艺行业区域分布较分散，重点旅游城市内部竞争可能相对激烈。

市场空间测算偏差风险。本文对旅游市场空间测算是基于一定前提假设，存在假设不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算偏差。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,337.78	1,858.75	1,327.82	3,718.21	4,564.88
应收票据及应收账款	5.89	2.20	12.04	21.23	21.08
预付账款	21.93	9.51	22.06	49.96	30.94
存货	13.42	12.52	4.24	37.78	13.16
其他	534.38	124.82	624.97	625.28	451.26
流动资产合计	1,913.41	2,007.79	1,991.13	4,452.47	5,081.32
长期股权投资	1,534.54	1,677.55	1,677.55	1,677.55	1,677.55
固定资产	2,508.75	2,697.05	2,446.73	2,282.10	2,119.94
在建工程	771.87	404.74	678.38	811.82	877.92
无形资产	1,880.03	1,712.82	1,664.36	1,615.90	1,567.44
其他	586.74	1,326.55	1,019.21	961.99	939.49
非流动资产合计	7,281.94	7,818.72	7,486.23	7,349.37	7,182.35
资产总计	9,195.34	9,826.51	9,477.36	11,801.83	12,263.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	372.48	481.95	144.30	618.55	440.80
其他	132.67	178.17	402.91	1,220.86	601.20
流动负债合计	505.14	660.12	547.21	1,839.41	1,042.00
长期借款	282.00	270.00	220.00	160.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	484.39	853.42	577.15	638.32	689.63
非流动负债合计	766.39	1,123.42	797.15	798.32	789.63
负债合计	1,460.08	1,871.30	1,344.36	2,637.73	1,831.64
少数股东权益	322.97	310.44	307.71	318.24	337.43
股本	2,614.69	2,614.69	2,614.69	2,614.69	2,614.69
资本公积	1,211.36	1,250.04	1,250.04	1,250.04	1,250.04
留存收益	3,649.55	3,931.34	4,034.99	5,077.48	6,337.24
其他	(63.33)	(151.30)	(74.43)	(96.35)	(107.36)
股东权益合计	7,735.26	7,955.21	8,133.00	9,164.10	10,432.03
负债和股东权益总计	9,195.34	9,826.51	9,477.36	11,801.83	12,263.67

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(1,766.95)	302.59	127.29	1,264.11	1,699.22
折旧摊销	293.09	352.17	298.78	303.29	308.17
财务费用	17.78	23.51	1.90	(20.28)	(54.56)
投资损失	(14.01)	(181.84)	(104.99)	(102.49)	(40.56)
营运资金变动	71.01	208.28	(268.76)	1,181.90	(538.99)
其它	1,793.03	45.76	(6.97)	7.15	18.29
经营活动现金流	393.94	750.47	47.25	2,633.68	1,391.57
资本支出	(802.25)	(289.74)	549.91	162.47	112.33
长期投资	(1,934.06)	143.01	0.00	0.00	0.00
其他	1,795.31	110.17	(1,109.61)	(125.75)	(197.78)
投资活动现金流	(941.00)	(36.56)	(559.70)	36.72	(85.45)
债权融资	307.27	13.38	(72.32)	(34.25)	(2.28)
股权融资	(288.24)	(180.04)	53.85	(245.78)	(457.16)
其他	94.05	(29.55)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	113.08	(196.20)	(18.48)	(280.02)	(459.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(433.98)	517.71	(530.93)	2,390.38	846.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	902.59	1,184.86	910.66	2,860.71	3,724.30
营业成本	352.67	579.59	446.22	915.43	1,191.78
营业税金及附加	11.93	22.37	17.20	28.53	37.15
销售费用	63.65	66.18	51.00	171.64	230.91
管理费用	288.08	256.19	245.88	200.25	260.70
研发费用	37.49	41.18	31.87	71.52	111.73
财务费用	(12.84)	(0.95)	1.90	(20.28)	(54.56)
资产/信用减值损失	(1,910.46)	(26.66)	(24.61)	(29.64)	(65.35)
公允价值变动收益	0.25	(12.10)	(3.62)	(5.62)	(7.58)
投资净收益	14.01	181.84	104.99	102.49	40.56
其他	3,757.15	(295.23)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(1,699.35)	372.46	193.35	1,560.85	1,914.23
营业外收入	3.24	6.09	8.11	19.00	11.07
营业外支出	41.01	34.71	60.61	55.00	90.07
利润总额	(1,737.11)	343.84	140.85	1,524.85	1,835.23
所得税	29.84	41.25	16.91	247.97	110.13
净利润	(1,766.95)	302.59	123.94	1,276.88	1,725.10
少数股东损益	(14.55)	(12.54)	(3.35)	12.77	25.88
归属于母公司净利润	(1,752.40)	315.13	127.29	1,264.11	1,699.22
每股收益(元)	(0.67)	0.12	0.05	0.48	0.65

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-65.44%	31.27%	-23.14%	214.14%	30.19%
营业利润	-198.48%	-121.92%	-48.09%	707.25%	22.64%
归属于母公司净利润	-230.80%	-117.98%	-59.61%	893.13%	34.42%
获利能力					
毛利率	60.93%	51.08%	51.00%	68.00%	68.00%
净利率	-194.15%	26.60%	13.98%	44.19%	45.63%
ROE	-23.64%	4.12%	1.63%	14.29%	16.83%
ROIC	-25.61%	5.65%	3.52%	22.97%	39.56%
偿债能力					
资产负债率	15.88%	19.04%	14.18%	22.35%	14.94%
净负债率	-13.49%	-19.51%	-13.42%	-38.59%	-42.56%
流动比率	2.76	2.68	3.64	2.42	4.88
速动比率	2.74	2.67	3.63	2.40	4.86
营运能力					
应收账款周转率	160.82	293.12	127.96	171.97	176.04
存货周转率	92.41	91.33	108.64	136.14	146.21
总资产周转率	0.09	0.12	0.09	0.27	0.31
每股指标(元)					
每股收益	-0.67	0.12	0.05	0.48	0.65
每股经营现金流	0.15	0.29	0.02	1.01	0.53
每股净资产	2.83	2.92	2.99	3.38	3.86
估值比率					
市盈率	-18.52	102.97	254.93	25.67	19.10
市净率	4.38	4.24	4.15	3.67	3.21
EV/EBITDA	19.13	47.59	57.37	14.90	12.14
EV/EBIT	21.51	79.19	132.40	17.76	14.07

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com