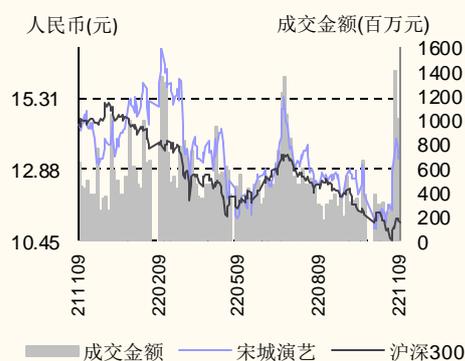


市场价格 (人民币): 13.23 元

目标价格 (人民币): 15.23 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	26.15
已上市流通 A 股(亿股)	22.88
总市值(亿元)	345.92
年内股价最高最低(元)	17.04/10.85
沪深 300 指数	3714
创业板指	2432



护城河稳固，演艺龙头再启航

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	903	1,185	517	2,059	2,912
营业收入增长率	-65.44%	31.27%	-56.38%	298.47%	41.40%
归母净利润(百万元)	-1,752	315	128	926	1,419
归母净利润增长率	-230.80%	-117.98%	-59.24%	621.03%	53.26%
摊薄每股收益(元)	-0.670	0.121	0.049	0.354	0.543
每股经营性现金流净额	0.15	0.29	-0.03	0.69	0.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	-23.64%	4.12%	1.68%	11.51%	15.87%
P/E	N/A	118.82	269.31	37.35	24.37
P/B	6.25	4.90	4.53	4.30	3.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司为国内旅游演艺龙头，主打主题乐园+文化演艺模式，异地复制扩张能力得到验证。截至 3Q22 末，公司运营 8 个重资产千古情景区以及合作 3 个轻资产项目，疫情前优秀项目 1 年即可实现盈亏平衡、3-4 年回本、成熟期净利率高于 55%。在高毛利率、强费用把控、税收优惠下，公司疫情前净利率约为 40%，远超同行。ROE 受低周转、低杠杆拖累仅为 15% 左右，资产剥离与新项目扩张利于未来 ROE 提升，现金流及负债率保持健康水平。
- 商业模式优秀，全产业链把控与优秀营销加持下成就行业龙头地位。① 商业模式优秀：主题公园+演艺模式双向导流，可实现低投入高回报、受天气影响较小、营收更稳定。② 全产业链把控+标准化模块：公司在选址规划、投资建设、创作编排、舞台搭建、推广宣传等方面实现全产业链覆盖和高度标准化运作，各个环节精益求精、成本不断优化，构筑较深护城河。③ 深化渠道建设：深耕旅行社渠道，结合强营销能力开发多样主题活动。
- 保本节流静待疫后复苏弹性，新项目与新模式打开复制想象空间。① 疫情期间公司精简架构、减少人员成本，表现较强经营韧性，假设 23 年疫情企稳，关注园区客流回升+二次扩张项目爬坡+老项目扩容。杭州宋城向演艺王国升级，新增 10 个室内外剧院，预计 22-24 年可实现收入 1.9/8.2/10.8 亿元，桂林、张家界、西安项目仍处爬坡阶段，重资产模式下预计随营收回升，公司业绩反弹明显。② 新园区开园+新模式探索。佛山、西塘新项目延期至 23 年后开业，珠海项目由重转轻。城市演艺一经验证将极大提升公司成长空间，静待上海项目调整后的开园反馈。③ 作品多元+票价改革。公司持续探索平台化发展，引入多元剧目，同时不断更新迭代原有剧目，设立多日联票，利于做大客流量，延长游客停留时间，提升单园收入水平。

投资建议及估值

- 预计公司 22-24 年归母净利润为 1.3/9.3/14.2 亿元，同比 -59.2%/+621.0%/+53.3%，EPS 为 0.05/0.35/0.54 元，对应 PE 为 269.3/37.4/24.4 倍，给予公司 23 年 43 倍 PE，对应目标价 15.23 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险

- 疫情恢复不及预期，新项目拓展速度及落地表现不及预期，商誉减值风险。

苏晨

分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

叶思嘉

联系人
yesijia@gjzq.com.cn

鲍秋宇

联系人
baoqiuyu@gjzq.com.cn

内容目录

1、磨练与进发，演艺龙头再起航	4
1.1、公司历史：异地扩张能力得到验证，参股公司减值后聚焦主业长足发展	4
1.2、股权结构：股权集中，管理层长期稳定	5
1.3、经营情况：疫情前业绩持续提升，短期仍受疫情压制，复苏期弹性可观	5
1.4、项目介绍：重资产先行，实现从 1 到 4 再到 N 扩张	6
2、疫情前旅游演艺稳步发展，疫情后龙头受益竞争格局优化	9
2.1、疫情前旅游演艺绑定景区受益旅游市场发展，转化率仍有提升空间	9
2.2、疫情仍为目前旅游市场恢复最大干扰项，景区运营难上加难	11
2.3、1+3+N 竞争格局，宋城为首、占比超过 4 成，疫后格局有望改善	13
3、商业模式优秀，优秀营销加持下成就行业龙头地位	14
3.1、主题公园+演艺实现低投入高营收强盈利能力、受天气影响较小	14
3.2、全产业链把控+标准化模块	16
3.3、旅行社为基，多渠道发展，营销能力强	18
4、未来看点：存量恢复+新增扩张+单园收入提升	18
4.1、保本节流静待疫后客流回升+二次扩张项目爬坡+老项目扩容	19
4.2、新园区开园+新模式探索	20
4.3、作品多元+多票组合提升单园收入水平	21
5、财务分析：盈利能力及现金流情况优秀	22
6、盈利预测与投资建议	24
6.1、盈利预测	24
6.2、投资建议与估值	26
7、风险提示	27

图表目录

图表 1：公司发展历程与股价复盘	5
图表 2：公司营收短期仍受疫情压制	6
图表 3：公司归母净利润情况	6
图表 4：公司收入分业务构成介绍	6
图表 5：公司现有园区情况（截至 3Q22 末）	7
图表 6：公司现场演艺收入以杭州项目为主，三亚、丽江逐渐发力（百万元）	8
图表 7：三亚、丽江、九寨项目财务爬坡期较短、盈利能力强	8
图表 8：全国旅游人数及收入情况	9
图表 9：全国旅游客单价情况	9
图表 10：2015-2019 年中国旅游演艺票房收入	9
图表 11：2015-2019 年中国旅游演艺场次变化	9

图表 12: 2019 年主要城市旅游演艺转化率.....	10
图表 13: 2018-2019 年丽江旅游演艺市场发展状况.....	10
图表 14: 旅游演艺带动地方经济发展.....	10
图表 15: 我国旅游业相关扶持政策.....	10
图表 16: 疫情后节假日旅游人次、收入、客单价相比 2019 年同期恢复情况.....	11
图表 17: 中国旅游演艺主要分类.....	12
图表 18: 中国旅游演艺细分结构占比情况, 主题公园类增速相对较快.....	12
图表 19: 地方旅投平台疫情冲击下甚至有债务违约事件发生.....	13
图表 20: 我国文旅专项债数量增速较快, 但 22 年发行金额却呈现缩水趋势.....	13
图表 21: 国内旅游演艺主要系列票房占比.....	13
图表 22: 国内主要演艺派系情况.....	13
图表 23: 宋城演艺有息负债率保持极低水平 (%).....	14
图表 24: 宋城演艺经营性现金流持续为正, 自身造血能力强.....	14
图表 25: 国内大多数主题公园前期需要巨额投资.....	15
图表 26: 公司未能成功复制落地的项目大多因选址不当, 但试错成本较低.....	15
图表 27: 对比部分实景演出净利率, 公司项目优势明显.....	16
图表 28: 公司进行全产业链把控.....	16
图表 29: 四大宋城旅游区大门造型较为相似.....	17
图表 30: 公司未来发展确定性 & 成长性分析.....	19
图表 31: 存量项目稳态盈利情况.....	19
图表 32: 部分城市旅游人数情况 (百万人).....	20
图表 33: 上海项目营收及净利润预测.....	21
图表 34: 公司演艺剧目及特色园区活动.....	22
图表 35: 公司毛利率水平处于行业上游.....	22
图表 36: 可比公司销售费用率.....	23
图表 37: 可比公司管理费用率.....	23
图表 38: 可比公司归母净利率情况.....	23
图表 39: 可比公司 ROE 情况.....	24
图表 40: 可比公司总资产周转率.....	24
图表 41: 可比公司权益乘数.....	24
图表 42: 公司净现比、收现比情况.....	24
图表 43: 公司分业务收入预测.....	25
图表 44: 公司毛利率、费用率、归母净利润预测.....	26
图表 45: 可比公司估值比较 (市盈率法).....	27

1、磨练与进发，演艺龙头再起航

- **公司是中国演艺第一股。**于 1996 年建成第一家宋城景区——杭州宋城，1997 年推出《宋城千古情》剧目，成功打造了“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式，致力于用中国文化讲述中国故事，在全国范围内运营十多个景区、近百台演出，“宋城”和“千古情”也树立了良好的品牌知名度与业界认可度，公司在观众人次、经营效益等方面处于国内旅游演艺行业绝对领先地位。

1.1、公司历史：异地扩张能力得到验证，参股公司减值后聚焦主业长足发展

- 公司成立于 1994 年，于 2010 年在深交所上市，公司发展可分为 3 个阶段，筑基：打磨杭州宋城景区模型（1996 年~2013 年）→扩张：异地扩张、轻重结合、发展副业（2014 年~2020 年）→多元探索与回归主业：探索新模式（城市演艺、演艺谷）、控股公司花房集团减值后聚焦主业（2020 至今）。
- 筑基期：公司以“主题乐园+文化演艺”的创新模式成为市场稀缺标的，杭州宋城模式历经数年经营打磨完善，后续存在异地复制扩张逻辑，2011 年公告泰山、三亚、丽江等投资项目意向。
- 扩张期：1) 2013 年首轮异地扩张项目三亚、丽江、九寨开业，2017 年后开启次轮异地扩张，宁乡、桂林、张家界等项目开业，异地复制扩张能力得到验证，其中宁乡项目为公司轻资产模式首次试行，标志公司有望开启轻资产化转型。2) 开启互联网演艺副业：公司 2015 年 8 月以 26 亿元收购从事互联网的六间房 100%股权，借助互联网风口估值得到极大提升，2019 年 4 月六间房与花椒重组为花房科技，六间房出表，公司持股比例下降至 39.5%。
- 多元化探索与回归本业：1) 公司 2020 年以杭州为试点开启演艺王国模式；2021 年 4 月上海项目开业，定位城市演艺；西塘演艺小镇、珠海演艺谷模式亮相，增加盈利创收点，提高估值空间；2022 年 4 月公司将珠海演艺谷（对价 4.6 亿）、澳洲传奇项目（对价 5.9 亿）转让给控股股东宋城集团，排除新项目建设初期的不确定性风险以及疫情、地缘政治等多重因素影响。2) 整合并购产业链下游，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。3) 花房减值落地：2020 年因花房科技增加注册资本至 5333.3 万元（增加 333.3 万元），公司投资比例稀释至 37.1%，并且当年对花房科技计提减值准备 18.6 亿元，减值后账面价值 14.9 亿元，此次减值对财务端影响更偏一次性，旅游演艺与互联网演艺商业逻辑和核心能力不相同，无法整合延长产业链。减值瘦身下市场对公司长期股权投资减值担忧落地，未来公司多元化发展将更加谨慎。

图表 1: 公司发展历程与股价复盘



来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

1.2、股权结构: 股权集中, 管理层长期稳定

■ 股权集中, 实际控制人为公司项目编排核心, 管理团队长期稳定。截至3Q22, 董事长黄巧灵及其一致行动人黄巧龙、刘萍、黄巧燕、戴音琴直接及间接持有公司 57.3%的股权 (其中黄巧灵直接及间接持股 37.1%), 公司股权较为集中。黄巧灵先生是千古情系列演艺作品总导演、总策划、艺术总监, 是公司项目的编创核心, 在其领导下, 公司拥有一支具有丰富经验、独立完整、专业自主的规划设计和编创演出团队, 承担新项目的编创和现有项目的改造提升, 是公司保持差异化经营和持续创新的重要保障, 黄巧灵于 2021 年 8 月卸任董事长, 由张娴接任, 但仍担任总导演、战略负责人, 此次人事变更更有利于黄总将更多的精力分配在艺术创作和对公司未来战略布局的思考等方面。公司现任高管基本由内部培养, 多数在公司任职超过 10 年。

1.3、经营情况: 疫情前业绩持续提升, 短期仍受疫情压制, 复苏期弹性可观

■ 疫情前公司经营稳定, 业绩持续提升, 短期看疫情反复仍为业绩增长最大干扰项。2010-2019 年公司营收由 4.5 亿元增至 26.1 亿元, 归母净利润由 1.6 亿元增至 13.4 亿元。其中 2015 年与 2016 年的高增长系并表六间房所致, 2019 年增速下降系六间房不再纳入公司合并范围。2020 年 1 月疫情爆发, 公司旗下景区于 2022/1/24-2022/6/12 闭园, 全年营收仅为 9.0 亿元/-65.4%, 归母净利为-17.5 亿元, 其中演艺主业仍盈利 1.1 亿元, 但花房减值导致公司业绩大幅亏损。2021 年随疫情企稳旅游市场恢复, 公司营收恢复至 11.8 亿元/+31.3%, 归母净利为 3.2 亿元, 同比扭亏, 恢复至 2019 年的 23.5%。由于 2022 年上半年疫情导致多数园区闭园, 1-3Q22 仅实现收入 3.9 亿元/-61.8%, 归母净利 0.76 亿元/-82.5%, 而 2019 年同期归母净利达 12.7 亿元。

图表 2: 公司营收短期仍受疫情压制



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 公司归母净利润情况



来源: Wind, 国金证券研究所

1.4、项目介绍: 重资产先行, 实现从 1 到 4 再到 N 扩张

- 重资产先行, 异地扩张提速。截至 3Q22 末, 公司运营 11 个重资产 (8 个千古情景区) 以及合作 3 个轻资产项目, 杭州宋城为公司最初打磨项目, 累积投资额高, 业绩贡献大, 首轮异地扩张的三亚、丽江、九寨项目投资额在 3-5 亿元, 由公司 100% 持股, 2021 年, 以上 4 个项目收入总和占公司现场演艺收入比例达 83.3%, 各项目稳态净利率基本可达 50% 以上。二轮异地扩张桂林、张家界、西安和上海千古情投资在 7-10 亿元, 仅有张家界为 100% 持股, 其余项目少数股权基本由当地政府持有 (西安千古情由西安世园集团持股 20%, 负责基础设施建设), 此外, 上海项目开业标志公司向城市演艺模式的多元发展迈出重要一步, 意味着公司未来有向一线城市进军的潜力。2017 年后公司开启炭河、明月、黄帝千古情的轻资产布局, 打开规模扩张想象空间。

图表 4: 公司收入分业务构成介绍

收入构成	2021 年收入占比	模式	项目	盈利模式说明
现场演艺	85.2%	重资产	杭州宋城、三亚千古情景区、丽江千古情景区、张家界千古情	“主题公园+文化演艺”的模式, 自投土地、建筑物等, 以主题公园等特定场景为载体, 为客户提供以多种演艺剧目为核心的优质文旅产品, 公司持股 100%
		轻重结合	西安千古情、桂林千古情、上海千古情、九寨千古情	公司与合作方成立合资公司, 合资方主要投资土地、相关建筑配套等, 宋城负责设备建设及运营, 西安千古情持股 80%, 桂林千古情持股 70%, 上海千古情持股 88%, 九寨千古情持股 60%
旅游服务业	8.6%	轻资产	炭河古城、宜春明月千古情景区、郑州黄帝千古情景区	公司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, 收取一揽子服务费用及受托经营管理费
		网络票务销售		对公司运营项目的门票、演出票进行线上直销和分销, 并在此基础上叠加第三方供应商的票务形成的联票和套票销售

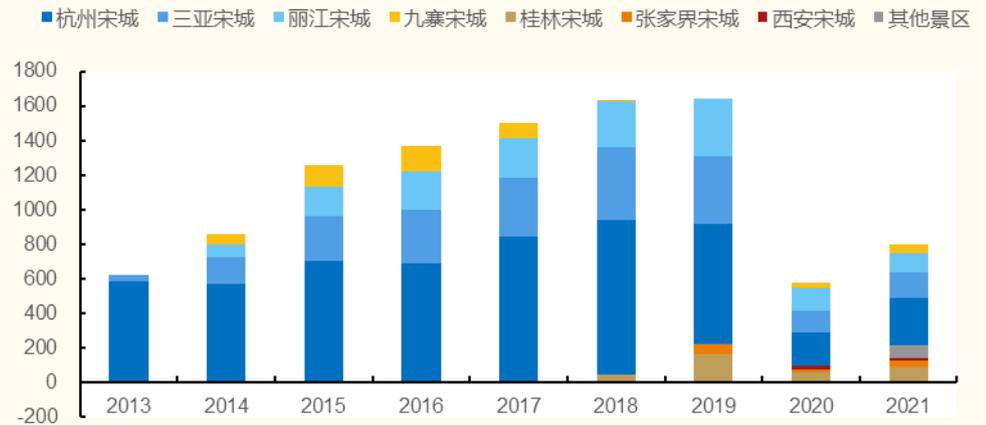
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 5: 公司现有园区情况 (截至 3Q22 末)

项目状态	项目名称	模式	地理位置	已/预计开业时间	投资金额	占地面积 (亩)	基础设施	观众席门票价 (元)	21年收入 (亿元)
已开业 (重资产)	杭州宋城千古情	自建	浙江省杭州市之江路	1996年5月18日	10亿	300	5个3000座以上剧院, 共20余个剧院	300	4.9
	三亚千古情景区	自建	三亚市中心迎宾大道	2013年9月25日	4.9亿	225	共2个4700座剧院	280	1.5
	丽江千古情景区	自建	丽江市玉龙纳西族自治县玉兴路	2013年3月21日	3.3亿	140	2个4700座剧院	280	1.2
	张家界千古情景区	自建	武陵源区索溪峪镇文风居委会百花洲	2019年6月28日 (因疫情暂时闭园)	6亿	170	1个3200座剧院	240	0.3
	九寨千古情景区	合作 (持股80%)	九寨沟县漳扎镇漳扎村	2014年5月1日	2.9亿	33	1个3700座5D剧院	260	0.5
	桂林千古情景区	合作 (持股70%)	桂林市阳朔县阳朔镇驷马村	2018年7月27日	5亿	160	1个3200座剧院	280	0.9
	西安千古情景区	合作 (持股80%)	陕西省西安曲江大明宫国家遗址公园西侧	2020年6月 (因疫情暂时闭园)	7亿	100	1个室外3000至4000座剧院, 5个室内剧院	300	0.2
在建 (重资产)	上海千古情景区	合作 (持股88%)	位于世博园浦东园区, 北接黄浦江, 东靠世博中心	2021年4月29日 (因疫情暂时闭园)	7亿	80	1个室外3000座, 1号剧院3000座, 室内外座位合计万余个, 共20余个剧院和表演场所	379	0.7
	西塘宋城演艺谷	自建	浙江省嘉兴市嘉善县西塘镇	未定 (原预计于21年开业, 因疫情仍在建设中)	首期10亿	350 (首期132)	预计4个剧院	-	-
	佛山千古情	自建 (由轻资产转变而来)	佛山市南海区西樵镇听音湖片区	未定 (原预计于2H21开业, 因疫情仍在建设中)	7亿	90	包含1个3000座剧院, 预计3个剧院	-	-
已开业 (轻资产)	珠海宋城演艺谷	合作	广东省珠海市斗门区斗门镇	2023年	30亿	1500	预计24个剧院	-	-
	炭河古城	IP授权	湖南省宁乡县	2017年7月3日	-	1800 (含炭河古城)	1个2200座剧院	160	20%的管理费用
	宜春明月千古情景区	IP授权	江西省宜春明月山	2018年12月28日	-	200	1个3000座剧院	140	20%的管理费用
	郑州黄帝千古情景区	IP授权	河南省郑州市新郑市龙湖镇大学南路	2020年9月19日	-	260	1个剧院	168	20%的管理费用
	延安千古情景区	IP授权	陕西省延安景区内西北部	未定 (2020年11月签约)	-	150	预计1个3000座主剧院	-	-

来源: 公司公告, 国金证券研究所; 注: 1、公司重资产项目还包括杭州乐园、杭州烂苹果乐园、杭州浪浪浪水公园。2、统计时间截至 3Q22 末

图表 6: 公司现场演艺收入以杭州项目为主, 三亚、丽江逐渐发力 (百万元)



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 异地项目开业即备受瞩目, 项目爬坡期较短。三亚景区 2013 年 9 月开业, 开业首年实现营收 3357 万元, 净利率为 37.5%, 第二年收入达 1.6 亿元, 平均月收入较开业首年提升 362%, 净利率迅速攀升至 51.8%; 第三年收入达 2.5 亿元, 同比增长 63.2%, 净利率为 54.5%。桂林项目 2018 年 7 月开业, 当年即实现盈亏平衡, 3Q19 贡献归母净利约 2000 万; 张家界项目于 2019 年 6 月开业, 截至 3Q19 已贡献 1000 万利润。

图表 7: 三亚、丽江、九寨项目财务爬坡期较短、盈利能力强

	百万	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
三亚宋城	营业收入	33.6	155.1	257.9	302.6	333.9	414.4	369.5	127.1	148.0
	营业成本	15.4	47.7	58.6	77.0	80.3	80.1	58.9	29.3	48.1
	毛利	18.2	107.4	199.3	225.6	253.5	334.3	310.6	97.8	99.9
	毛利率	54.1%	69.2%	77.3%	74.5%	75.9%	80.7%	84.1%	77.0%	67.5%
	营业利润	11.1	94.2	177.0	212.2	238.9	338.4	302.7	79.1	70.5
	净利润	12.6	80.3	140.4	161.7	178.1	248.6	219.4	69.0	53.7
	ROE (摊薄)	2.5%	14.7%	22.8%	23.8%	25.0%	32.5%	26.6%	8.0%	5.8%
	其中: 净利率	37.5%	51.8%	54.5%	53.4%	53.4%	60.0%	59.4%	54.3%	36.3%
	总资产周转率	6.0%	24.5%	38.4%	41.4%	43.4%	49.8%	41.5%	14.0%	15.4%
	杠杆率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
丽江宋城	营业收入		72.0	171.2	219.0	223.6	262.8	327.6	136.5	116.2
	营业成本		35.6	63.5	60.4	66.9	70.9	59.4	34.3	49.3
	毛利		36.4	107.7	158.7	156.7	191.9	268.2	102.2	66.9
	毛利率		50.6%	62.9%	72.4%	70.1%	73.0%	81.9%	74.8%	57.6%
	营业利润		12.4	81.8	141.0	142.6	175.5	252.6	75.0	40.7
	净利润		9.2	71.8	119.7	120.4	142.0	207.1	62.8	34.0
	ROE (摊薄)		3.7%	25.0%	31.3%	24.3%	23.5%	31.2%	10.1%	5.7%
	其中: 净利率		12.8%	41.9%	54.6%	53.8%	54.0%	63.2%	46.0%	29.3%
	总资产周转率		15.9%	28.1%	35.6%	38.4%	41.4%	47.2%	21.0%	18.6%
	杠杆率		1.8	2.1	1.6	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
九寨宋城	营业收入		62.4	131.1						
	营业成本		23.4	42.9						
	毛利		39.0	88.2						
	毛利率		62.5%	67.3%						
	营业利润		26.1	72.8						
	净利润		19.4	64.3						
	ROE (摊薄)		8.1%	23.2%						
	其中: 净利率		31.0%	49.0%						
总资产周转率		23.8%	40.9%							
杠杆率		1.1	1.2							

来源: 公司年报, 国金证券研究所

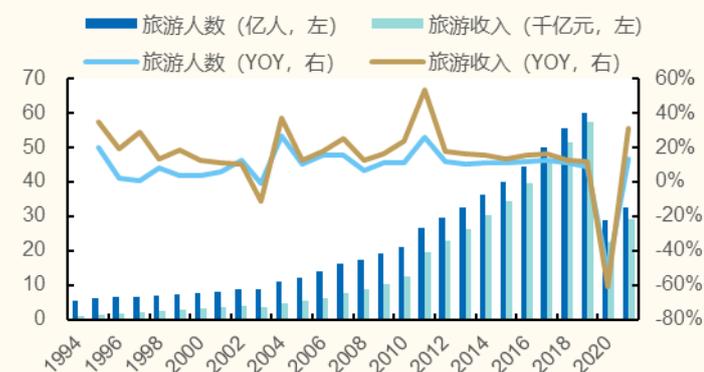
2、疫情前旅游演艺稳步发展，疫情后龙头受益竞争格局优化

- 旅游演艺依附于景区，受益旅游市场快速发展，随着更多优秀演艺内容释放，旅游演艺转化率将持续提升。目前行业正经历存量结构变化，头部企业贡献大，长尾供给在疫情反复下出清，龙头企业受益竞争格局优化，可凭借选址优势+产品质量+成本控制，不断夯实自身竞争实力。

2.1、疫情前旅游演艺绑定景区受益旅游市场发展，转化率仍有提升空间

- 旅游行业快速发展为旅游演艺提供发展机遇，短期虽受疫情影响，长期来看在精神消费需求增长下行业长盛不衰。旅游演艺是景区观光的延伸，其客群主要是基于旅游目的地本身的游客的转化，非常依赖旅游目的地本身的游客基数，因此需要靠近旅游目的地，最好是在热门景点路线之间，方便旅行社将演出加入跟团游的产品组合中。旅游目的地的发展推动旅游演艺行业进步，2019年国内旅游人数突破60亿人次，旅游总收入达5.7万亿元，2010-2019年旅游人数及旅游收入复合增速分别为12.4%、18.3%，人均消费逐年提升，2019年达953.2元/人，精神消费愈发受重视。

图表 8：全国旅游人数及收入情况



来源：文旅部，国金证券研究所

图表 9：全国旅游客单价情况



来源：文旅部，国金证券研究所

- 疫情前旅游演艺行业供需双增，竞争较为激烈。根据道略产业研究数据，旅游演艺票房收入从2015年的36.5亿元增长到2019年的68.0亿元，CAGR达16.9%，整体增速略有放缓。从量来看，2015-2019年，我国旅游演出台数、场次复合增速分别为10.9%、17.6%，主要系观演人次增多，2019年旅游演艺观众人次为9355万，相较2015年实现翻倍增长，2015-2019年CAGR达18.6%，市场需求增速较快，但观演人均支出由2015年75.1元下降至2019年71.0元，也侧面反映市场竞争激烈，企业提价较难实施。

图表 10：2015-2019年中国旅游演艺票房收入



来源：道略演艺，国金证券研究所

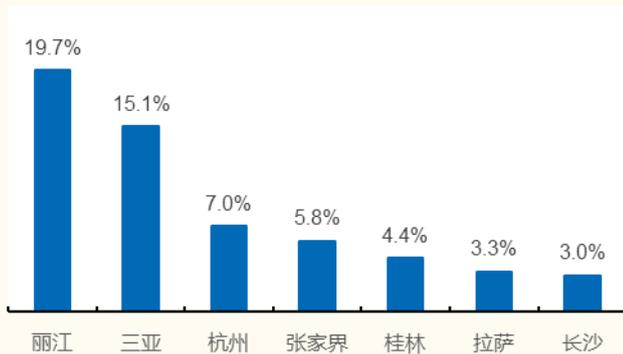
图表 11：2015-2019年中国旅游演艺场次变化



来源：道略演艺，国金证券研究所

- 旅游演艺转化率仍具提升空间。政府支持力度加大、优秀作品不断产出、渠道宣传发展等使得旅游演艺的广度与深度进一步发展。我国旅游演艺转化率最高的城市为丽江（2019 年为 19.7%），主因当地政府在打造旅游产品方面给予较大力度支持，叠加科技与资本的注入。我们认为旅游业作为国民经济的战略性支柱产业，受国家相关政策扶持，旅游演艺利于拉长产业链，为当地居民提供较多就业机会，同时形成地方专属名片、增加游客留宿时间以延长旅游链条，促进酒店、餐饮、购物等衍生产业发展，此外对房地产投资方来说可享受一定土地溢价。我们认为在国家旅游业务利好政策推动下，未来随着优秀演艺内容供给逐步释放，更多旅游城市演艺转化率有望逐步提升。

图表 12：2019 年主要城市旅游演艺转化率



来源：道略文旅产业研究院，国金证券研究所

图表 13：2018-2019 年丽江旅游演艺市场发展状况

	2018 年	2019 年	YOY
演出场次（场）	4235	5959	40.7%
观众人数（万人次）	901.6	1062.6	17.9%
票房收入（亿元）	4.07	5.85	43.7%

来源：道略文旅产业研究院，国金证券研究所

图表 14：旅游演艺带动地方经济发展



来源：中国经济网，国金证券研究所

图表 15：我国旅游业相关扶持政策

发布时间	政策名称	主要内容
2020/2/5	《文化和旅游部办公厅关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》	通知规定，向旅行社暂退部分旅游服务质量保证金。暂退范围为全国所有已依法交纳保证金、领取旅行社业务经营许可证的旅行社，暂退标准为现有交纳数额的 80%。
2021/4/15	《文化和旅游部 国家开发银行关于进一步加大开发性金融支持文化产业和旅游产业高质量发展	从重大项目建设、支持试点示范工作、支持产业创新发展、支持各类文旅市场主体、支持产业国际合作五个方面进一步完善文化产业和旅游产业投融资体系，更好发挥开发性金融优势，加大开发性金融对文化产业和旅游产业高质量发展的支

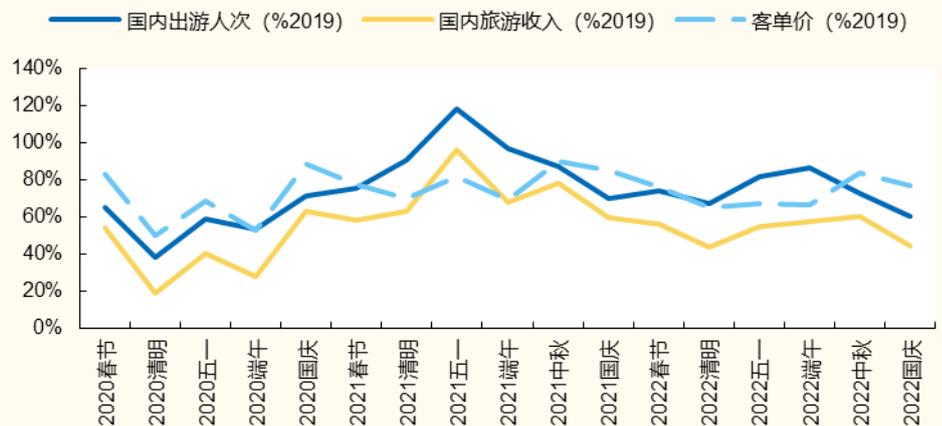
2021/4/30	<p>的意见》 《文化和旅游部 中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会 关于抓好金融政策落实 进一步支持演出企业和旅行社等市场主体纾困发展的通知》</p>	<p>持力度，推进社会主义文化强国建设。 继续推动小微企业金融服务“增量扩面、提质降本”、畅通银企信息渠道、引导合理增加两类主体信用贷款、建立健全文化和旅游企业融资配套服务长效机制、支持各地文化金融服务中心发挥积极作用、鼓励保险机构实施惠企举措、丰富文化和旅游保险产品供给。</p>
2021/12/22	《“十四五”旅游业发展规划》	<p>从坚持创新驱动发展、优化旅游空间布局、构建科学保护利用体系、完善旅游产品供给体系、拓展大众旅游消费体系、建立现代旅游治理体系、完善旅游开放合作体系七个方面出发，着力推动文化和旅游深度融合，着力完善现代旅游业体系，加快旅游强国建设，努力实现旅游业更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展。</p>
2022/2/18	《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》旅游业纾困扶持措施部分	<p>继续实施旅行社暂退旅游服务质量保证金扶持政策，对符合条件的旅行社维持80%暂退比例，鼓励有条件的地方进一步提高暂退比例。加快推进保险代替保证金试点工作，扩大试点范围。 允许失业保险、工伤保险基金结余较多的省份对旅游企业阶段性实施缓缴政策。加强银企合作，引导金融机构对重点文化和旅游市场主体加大信贷投入。政府采购时不得以星级、所有制等为门槛限制相关企业参与。鼓励机关企事业单位将符合规定举办的活动等等交由旅行社承接。鼓励银行业金融机构合理增加旅游业有效信贷供给。 对符合条件的、预期发展良好的旅行社、旅游演艺等领域中小微企业加大普惠金融支持力度。</p>

来源：文旅部，国务院，国金证券研究所

2.2、疫情仍为目前旅游市场恢复最大干扰项，景区运营难上加难

- 短期疫情反复仍为旅游市场恢复最大干扰项。2020年疫情爆发，旅游行业受重创，全国旅游人次及收入断崖式下滑，此后国内出游人次受疫情反复影响恢复程度持续波动，从2020年清明节的38.6%逐步修复到2021年五一的103.2%，随后因广东疫情影响环比回落。2022年9月初疫情再度扰动，随国家倡导中秋、国庆就地过节，中秋及国庆的恢复程度下滑，2022年国庆旅游人次/收入恢复至2019年60.7%/44.3%，本地游仍为主流。我们预计未来旅游复苏将以“本地游→周边游→跨省游”的顺序依次进行。

图表 16：疫情后节假日旅游人次、收入、客单价相比 2019 年同期恢复情况



来源：文旅部，国金证券研究所

- **担忧：室内演艺受疫情冲击较大，如何看待未来恢复速度？**从短期来看，疫情虽反复但旅游需求不减，因此疫情企稳期旅游囤积需求得以快速释放，收入端回升明显。从利润端来看，景区板块因人工、折摊等固定支出的存在，短期业绩承压明显，但一旦恢复，由于杠杆效应业绩向上弹性较大，从2022年二三季度来看，人工/自然景区板块2Q22因大规模疫情影响扣非归母净利润分别为2019年同期的-51.5%/-120.7%，3Q22随疫情企稳，分别恢复至2019年同期15.2%/33.9%，自然景区板块表现出较强弹性，室内演艺在疫情防控要求下不得不直接闭园，因此受疫情常态化影响严重，但大部分景区仅限制游客量，疫情后旅游演艺恢复速度慢于自然景区。从

长期来看，我们认为景区板块表现与疫情政策强绑定，疫情后市场对旅游演艺信心需要逐步建立，完全恢复确实需要疫情防控根本性反转。在此情况下我们于行业中优选自身 α 实力突出的企业，成功的旅游演艺产品一般具备以下几个要素：1) 选址优势，依托一线核心景区的引流；2) 产品优势，演出效果震撼，符合观众的喜好和欣赏水平；3) 运营管理优势，出品方的管理、维护和成本控制水平高。

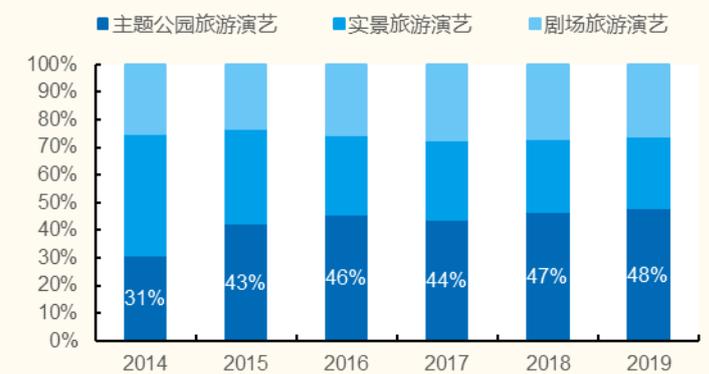
- 旅游演艺行业进入门槛高，运营难度大。演艺需要建立在客流量基础大、旅游资质和名气较高、消费能力较强的目的地，对项目选址、投资体量、内容创作和景区运营能力的要求均较高。旅游演艺主要分为主题公园演艺、实景演艺、剧场演艺，主题公园演出更受游客欢迎，演出剧场容量大且不受天气影响，因此表现出更好的经济效应，票房占比从2014年31%提升至2019年46.8%，规模增速高于旅游演艺整体，与此同时实景旅游演艺票房占比从43.9%下降至26.4%，剧场旅游演艺票房基本维持的25%左右。根据道略文旅，2015-2019年全国实景演出真正实现盈利的只约占9%，另外11%的项目能收支平衡，其余80%则处于亏损状态，实景演出经营压力更大。

图表 17: 中国旅游演艺主要分类

类型	依托	特点	与天气关联度	案例
主题公园旅游演艺	主题公园	与主题公园游乐互补，共同打造复合型旅游产品，主题性明显	不受影响	千古情系列
实景旅游演艺	自然山水景区	将优美的自然山水和当地独特的地域文化结合，多位于景区内部，演出规模宏大	易受恶劣天气影响	印象系列
剧场旅游演艺	旅游城市为主	多为城市的文化名片性的产品，由当地政府投资或控股，追求项目的综合效益	不受影响	云南印象

来源：国金证券研究所

图表 18: 中国旅游演艺细分结构占比情况，主题公园类增速相对较快



来源：道略演艺，国金证券研究所

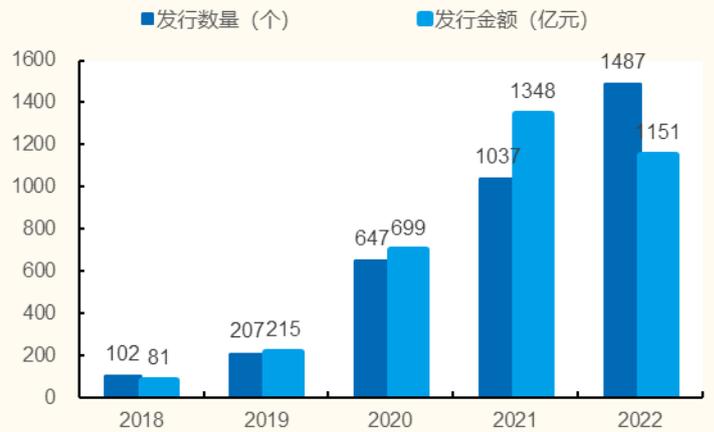
- 文旅投平台在疫情扰动下承担更大债务压力，运营更为艰难。近年来地方文旅投平台资金链压力大涨后，选择举债建设景区，但融资环境变化以及疫情冲击下自身造血不足，平台债务负担沉重，甚至有债务违约事件发生，对其背后的地方政府信誉也造成了影响。据泓创智胜数据，近年来我国文旅专项债数量不断增加，规模迅速扩大，但疫情进入第三年后，专项债发行数量创新高但金额却呈现缩水趋势。一方面同质化的旅游项目以及人工打造的文旅景观吸引力不强，在疫情影响下该类景区则更加缺乏竞争力，面临经营窘境，另一方面，若文旅类平台涉及隐形债务，融资也会受到较为严格的管控，加大了平台债务管控压力。

图表 19: 地方旅投平台疫情冲击下甚至有债务违约事件发生

地方旅投主体	债务违约事件
太白山投资集团	自2020年下半年以来,被交银金融租赁、徽银金融租赁、江苏金融租赁等发起诉讼。此外,其还面临15条限制消费令,申请人包括贵阳贵银金融租赁、中银融资租赁、洛银金融租赁、交通银行陕西省分行、齐商银行西安分行、重庆三峡融资担保集团股份有限公司
陕西法门寺文化发展有限公司	2021年6月开始,因出现租金偿还违约,先后被洛银金融租赁股份有限公司、远东国际融资租赁有限公司、长江联合金融租赁有限公司提起诉讼,并被查封了大量银行账户、股权等财产。另外,法门寺文化还拖欠曲江新区统借款15.29亿元,其中本金11.17亿元,利息4.12亿元
云南康旅集团	2022年9月,旗下成都银城置业已收到执行通知书,中信信托此次诉讼标的金额16.8亿元,其中涉及本金16.7亿元。云南康旅2021年财报显示,自曝该集团2021年12月31日前已经逾期了14.2亿元债务
贵州旅投集团	2022年10月,旗下全资子公司贵州多彩贵州城市建设经营有限公司新增两条被执行人信息,被执行总金额为5475.71万元

来源: 澎湃新闻, 国金证券研究所

图表 20: 我国文旅专项债数量增速较快, 但 22 年发行金额却呈现缩水趋势

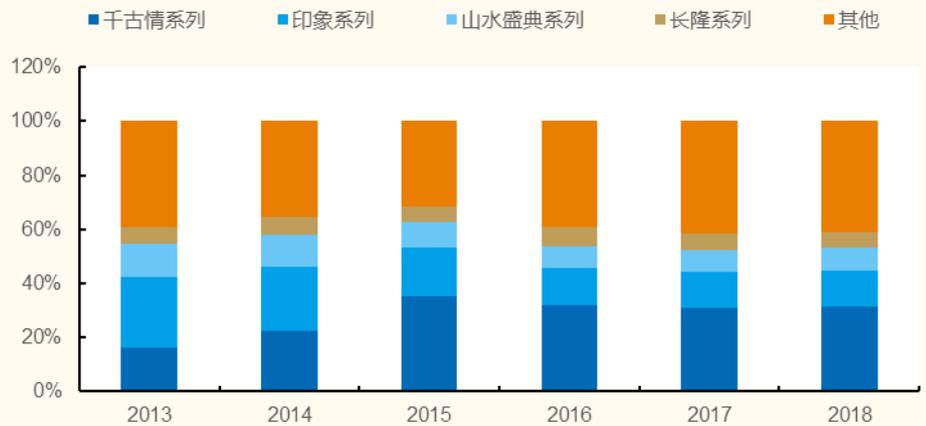


来源: 泓创智胜, 国金证券研究所

2.3、1+3+N 竞争格局, 宋城为首、占比超过 4 成, 疫后格局有望改善

- 国内旅游演艺以宋城为首, 呈现 1+3+N 竞争格局。目前我国旅游演艺市场三大系列(千古情、山水系、印象系)占据主要票房, 合计占比高达 68% (2018 年), 其中宋城占比高达 40%+, 头部旅游演艺公司已布局旅游资源优质、客流丰厚的地区, 且集团资金雄厚、产业链专业度高, 多年积累下在旅游演艺赛道形成先发优势和卡位优势, 马太效应显著。

图表 21: 国内旅游演艺主要系列票房占比



来源: 道略文旅, 国金证券研究所

图表 22: 国内主要演艺派系情况

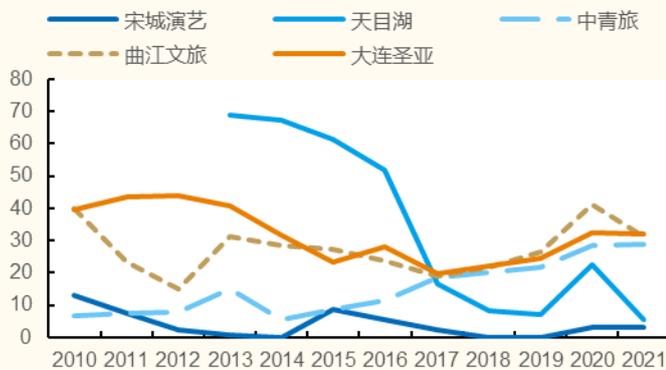
系列	演出类型	场地	代表作	票价 (元)	运维	目标受众
宋城系	主题公园旅游演艺	室内	千古情系列、爱在系列、颜色系列	99-320	公司自主	适合全年龄段人群, 雅俗共赏。演出集歌舞, 杂技, 灯光特效于一体, 内容包括战争、爱情、神话传说等故事情节, 通俗易懂, 受众较广
印象系	室外大型实景演出	室外	《印象·刘三姐》《印象·丽江》《又见平遥》	188-290	当地政府或企业负责	艺术感较强, 区域民族特色鲜明, 结合山水实景给人以感染力
山水系	室外大型实景演出	室外	《天山狐仙》《文成公主》《禅宗少林·音乐大典》	228-354	当地政府或企业负责	结合民族、宗教等元素, 结合山水实景, 侧重于表达文化内涵

系列	演出类型	场地	代表作	票价(元)	运维	目标受众
长隆系	主题公园旅游演艺	室内	长隆国际大马戏	268	公司自主	涵 主要以马戏表演, 杂技特效表演为主, 包括部分动物互动环节, 适合亲子游游客

来源: 携程, 道略文旅, 国金证券研究所; 注: 票价统计采取普通日成人票普通座位价格, 统计时间截至 2022/9/20

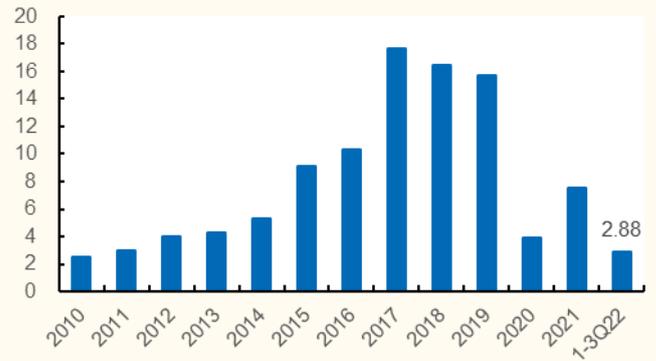
- 疫情之下文旅企业现金流及债务压力激增, 长尾出清与举债风险上升使得行业供给缩减。一方面部分规模较小旅游演艺公司因资金链断裂而出清, 另一方面地方文旅平台债务融资能力减弱, 新项目投资考虑则更为谨慎, 此时宋城演艺于各地项目市占率有望提升, 龙头马太效应进一步体现, 并且从债务结构方面来看, 宋城演艺有息负债率极低, 2021 年仅为 3.1%, 资产负债结构优良, 自身造血能力强、现金流充足, 未来扩张能力有保障。

图表 23: 宋城演艺有息负债率保持极低水平 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 宋城演艺经营性现金流持续为正, 自身造血能力强



来源: Wind, 国金证券研究所

3、商业模式优秀, 优秀营销加持下成就行业龙头地位

3.1、主题公园+演艺实现低投入高营收强盈利能力、受天气影响较小

- 公司主要通过出售门票实现业务收入, 以演艺为核心、主题公园为载体, 实现双向导流, 给予游客更优质游玩体验。相比欢乐谷、迪士尼等大型主题公园来说, 公司低成本仿古型的主题乐园基本不提供刺激娱乐项目, 同时 IP 属性较弱、很难用二次消费带动收入提升, 服务差异化不突出, 但主题公园+演艺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, 并且由于演出时间较为固定, 旅客等待时间长, 影响体验, 增加乐园后, 可延长旅客游玩时间, 提升体验感, 增加住宿、餐饮、购物二次消费的可能性。此外, 室内演艺受天气影响较弱, 收入较露天演艺、游乐园来说更为稳定, 可安排较多场次。
- 投资额较小, 回收期短, 盈利能力优秀, 试错成本低。三亚、丽江千古情投资额分别为 4.9 亿元、3.3 亿元。虽然投资少, 但园区客流不弱, 项目爬坡期及回收期短, 疫情前三亚、丽江项目 1 年即可实现盈亏平衡, 2 年盈利, 3-4 年回本, 成熟期净利率高于 55%, ROE 约 25%。张家界、桂林项目预计 4-6 年回本 (投资较高且旅游市场偏弱)。西安项目与政企合作, 无疫情影响下 2 年左右即可回收, 上海项目高客流高客单预计回收更短。公司未能成功复制落地的项目大多因选址不当, 但实际上投入并不高, 还能得到政府补贴, 并且在退出后政府也会回购土地, 试错成本较低。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, 而印象系列实景演出净利率多数在 20%-40% 之间, 对比印象系列和山水盛典系列输出十余部和三十余部剧目而言, 公司演艺剧目虽不多, 但盈利能力极强, 奠定行业领先地位。

图表 25: 国内大多数主题公园前期需要巨额投资

所属公司	宋城演艺			中青旅	迪士尼	海昌海洋公园	深圳华侨城股份有限公司	华强方特文化科技集团	曲江文旅	广州长隆集团
代表公园	杭州宋城旅游区	三亚宋城旅游区	桂林漓江千古情	古北水镇	上海迪士尼度假区	上海海昌海洋公园	深圳欢乐谷	芜湖方特欢乐世界	大唐不夜城	珠海长隆国际海洋度假区
开业时间	1996年	2013年	2018年	2014年	2016年	2018年	1998年	2008年	2010年	2014年
地理位置	浙江杭州	海南三亚	广西桂林	北京	上海迪士尼度假区	上海	广东深圳	安徽芜湖	陕西西安	广东珠海
占地面积	约300亩	80亩	160亩	>2000亩	约1000亩	>70亩	约500亩	约1800亩	约160亩	>300亩
投资额	1.8亿人民币	4.9亿人民币	8亿人民币	45亿人民币	55亿美元	50亿人民币	20亿人民币	16亿人民币	50亿人民币	300亿人民币

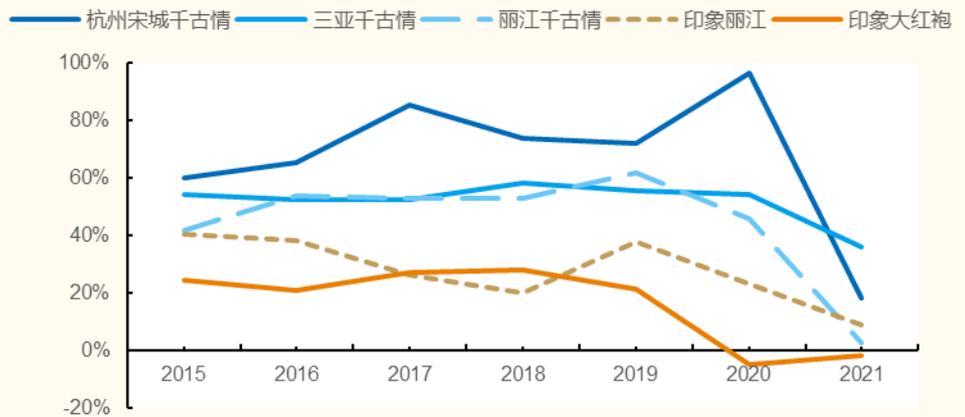
来源: 公司财报, 公司官网, 国金证券研究所

图表 26: 公司未能成功复制落地的项目大多因选址不当, 但试错成本较低

项目名称	模式	地理位置	建设/开业时间	计划投资金额	已投资金额	占地面积 (亩)	基础设施	失败原因推测	项目处置办法
吴越千古情	自建	中国浙江省杭州市萧山区风情大道2555号杭州乐园内(东侧)	2012年2月14日	2.5亿	2.5亿	100+	一个剧院(4700座)用于演出大型歌舞《吴越千古情》	开设于杭州乐园(游乐园)中, 杭州乐园的受众为亲子游群体, 与千古情演艺定位不符, 且被杭州宋城千古情客流所稀释	2014年3月停演, 以搞笑穿越剧《大笑西游》替代, 更迎合年轻人口味
石林阿诗玛项目	自建	中国云南省昆明市石林彝族自治县石林镇	2011年11月公布计划	2.2亿	未进入在建工程	1200	一个主题公园、一个剧院(用于演出《阿诗玛》剧目)以及相关旅游配套设施	石林远离市区, 游客基本上是以当天来回为主, 除了观景外, 观看表演的需求实际上不是很大	2015年8月6日发布公告决定清算注销原石林募投项目, 项目清算后的货币资金余额0.84亿元全部用于补充公司流动资金
武夷山千古情	自建	福建省武夷山市战备路以西	2013年	3.5亿	未进入在建工程	350	一个主题公园、一个剧院用于演出大型歌舞《武夷山千古情》、以及部分旅游配套设施	武夷山项目所处的位置远离核心景区	2016年4月注销武夷山千古情旅游发展有限公司
泰山千古情	原计划自建, 后转为政府合作、剧院托管	原计划: 泰安旅游经济开发区内天平湖西岸 后续轻资产: 中国山东省泰安市泰山区望岳东路中段泰山大剧院	2011年开始计划重资产建设, 后续转为轻资产模式于2015年7月25日开业	重资产计划总投资5亿, 后续转为轻资产项目	3.5亿用于重资产项目投资, 后以2000万自有资金成立全资子公司负责轻资产项目运营	泰山大剧院建筑面积11.3亩(7525平方米)	泰山大剧院(共1073座)	轻资产项目建在大剧院里, 没有配套相应主题乐园, 距离泰山景区车程20min, 在过夜旅客较少的景区转化较难, 收益不及预期	2015年清算注销泰安募投项目, 清算结余3.5亿用于补充流动资金; 2016年年报中披露决定终止泰山千古情大剧院托管合同
澳洲传奇项目	自建	澳大利亚昆士兰州黄金海岸市内兰区	2016年发布建设公告	一期约20亿人民币	3.4亿	673	3大演艺秀和4大主题公园	国际形势处于变化动荡、不确定性较强的特殊时期	2022年宋城演艺将全资子公司宋城国际作价5.94亿元转让控股股东宋城集团, 宋城国际主要资产为澳洲传奇项目

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 对比部分实景演出净利率, 公司项目优势明显

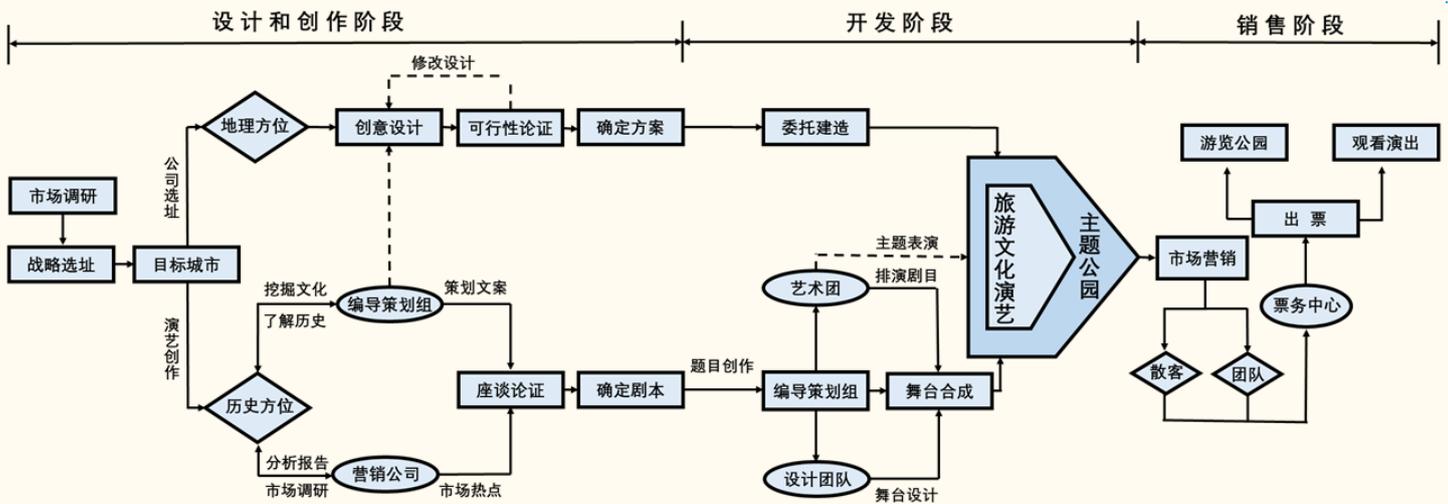


来源: 公司年报, 国金证券研究所

3.2、全产业链把控+标准化模块

- **全产业链条、标准化模块, 复制操盘能力成熟。**公司在选址、规划设计、投资建设、创作编排、舞台搭建、景区运营、推广宣传等方面实现全产业链覆盖和高度标准化运作, 各个环节精益求精、成本不断优化。在此情形下随着积累经验的增多, 公司复制操盘能力日趋成熟, 产业链一体化能力得以不断夯实, 从而构筑较深运营护城河。

图表 28: 公司进行全产业链把控



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **选址:** 优质土地资源获取, 助力公司在异地扩张站稳脚跟, 品牌优势下获取土地成本较低。公司使用较为谨慎的“大选址+小选址”方式, 大选址依附旅游景区, 因一线资源布局点位较为有限, 掌控核心区形成一定资源壁垒; 小选址方便旅行社规划线路, 客流量有保障。从另一案例来看, 印象系列中落地海南海口的《印象·海南岛》, 其演出效果低于预期, 我们分析海口虽然有较大的客流, 但本身缺乏旅游吸引物, 多数情况下被定位为往来三亚的中转站, 因此单纯以名导作品带动旅游的战略效果不明显。除此之外, 在强大品牌效应及引流作用下, 当地政府也愿意给予公司一定土地优惠, 公司获取土地成本约占总投资额的 15%-30%。
- **创作编排:** 优秀的演艺编排能力和节目保障项目落地成功率。演艺节目编排是公司最核心业务, 起初由董事长黄巧灵亲自操刀, 对产品质量把握度极强, 对比印象、又见系列, 其运营控制和创意版权分离, 盈利稳定性弱于公司。同时, 由内部人员创作利于成本控制, 公司创作费用占成本比例

低于 10%，仅约 2000-3000 万，对比又见平遥 1.3 亿左右费用存在显著优势。此外，公司也在培养核心编导和创作管理团队，打造顶尖演艺编排能力，目前公司编剧创作已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，目前已形成 60 多人创作团队，提升了创作速度，从 1 年 2 台提速到 1 年 10 台演出，同时增强编剧的系统性、保障剧目持续更新迭代。

- 产品产出：大众化、标准化产品+地域换肤。1) 宋城主题公园核心为室内大型秀场，再加上表现地域文化的标志性广场、室外秀场、民俗商业街、游乐街（无机械、易维护）、儿童乐园等，附加一条水系贯穿，以及简单的划船等水上项目。项目板块较为标准化，但会根据各地地域特点进行换肤。2) 较为大众化且标准化演艺，结合当地历史文化，展现当地风土人情。每台节目核心元素类似，历史起源、战争、爱情、离别、今日美好生活等元素均出现在宋城各地节目中，更符合大众通俗审美。剧目通常为 5-6 幕，集歌舞、影视、杂技、武术、模特秀等多种表演形式，结合舞台内机械、高科技声光、烟雾、水景进行混搭，但每个环节表现较为模块化，因此可复制性强。此外，剧目消灭主角，演艺模块化也确保剧目稳定性、方便系统性培训，公司对演员也有较强的议价能力。

图表 29：四大宋城旅游区大门造型较为相似



来源：景观智库，国金证券研究所

- 担忧 1：标准化使得复游率下滑？1) 产品持续更新迭代：节目遵从“每月一小改，每年一大改”的规则，听取消费者意见，不断更新换代。公司在 2022 年疫情闭园期间重点对《上海千古情》和《西安千古情》等存量产品改版升级再创作，全面升级《上海颜色》和《餐饮秀》剧本内容；此外，公司持续丰富演艺内容，包括引进《摸金玦》、《你是演奏家 2》等热门剧目，全新编创《大唐绝恋》、《大禹治水》、《WA! 海洋》、《蓝色之恋》等新剧目。2) 我们认为复游率很重要但不是目前阶段主要考虑问题，公司年接待游客人次仅千万水平，与中国约 14 亿人口和年均约 60 亿出游人次相比体量尚小，当前重点在于加快全国布局速度，抓住行业快速增长红利。
- 担忧 2：标准化产品缺乏艺术性？我们认为应正视旅游演艺的定位，旅游演艺为大众消费品而不是艺术品，优秀的商业产品不一定是高品质的，而是把握好品质、接受度、成本控制、可复制性之间的完美平衡，不单单是纸上谈兵，艺术品如芭蕾、歌剧、音乐会由于优秀演员、歌手的限制，无法形成规模效应。
- 综合来看，公司园区可复制性强，异地扩张逻辑已有验证。一般自然景点具备稀缺性难以复制，但蹭景点流量+演艺模式的复制性强，公司一方面凭借优秀的点位保证客流基础，此外演艺内容会结合当地特色文化/美景做调整，演出效果震撼，符合观众的喜好和欣赏水平，且能及时推新，伴随节目更替、回访率更高。

3.3、旅行社为基，多渠道发展，营销能力强

- 公司渠道建设于深度广度皆有优势，结合渠道分销返利，为品牌推广、客源组成提供有力保障。
 - 旅行社仍为旅游演艺最主要渠道，导流作用意义重大。杭州宋城的团散比高达 85%以上，公司与旅行社签订长期合作协议，主要涉及广告宣传、特色路线推广等，同时还采用高票价和高返佣的策略，旅行社返佣比例往往可达 50%以上，年底还会根据带客容量等级进行返点，并且演艺节目为室内表演、演出时间固定，不受天气影响，方便旅行社安排。双方形成利益共同体，互通信息，互补合作。
 - 近年由于疫情影响，散客占比更多，公司议价能力也有一定提升，有望助力盈利水平上行。
 - 底层渠道方面，与地接社、酒店、茶楼等底层渠道达成协议，如在当地酒店茶楼投放宣传册，形成巨型销售网络。
 - 新项目营销渠道丰富。除了旅行社营销渠道，新项目落地前后还会与当地政府合作，在公路两边、高铁站、机场等人流量大、曝光度高的地方大量投放广告，还会针对当地居民举办 2-6 个月的惠民活动，免费或低价吸引当地人游玩，为的是当地人之后能自发向游客介绍或推荐宋城新项目，加快新项目成熟。线上根据 OTA、自营电商、自媒体电商、短视频电商等不同属性设计差异化营销策略，打造老少同乐的城市娱乐休闲社交平台。
- 营销能力强。公司广告宣传语“给我一天，还你千年”、“一生必看的演出”等，方便记忆和传播，又高度概括、提升品牌形象。此外还有古装节、泼水节、花灯节等节庆营销。近年来公司重视创新推广模式，寻找合适的合作伙伴、网红达人，强化短视频及自媒体运用，激活年轻群体的自媒体宣传意愿。

4、未来看点：存量恢复+新增扩张+单园收入提升

- 若不考虑疫情影响，公司未来的成长性我们认为主要在于**旅游项目的拓展、城市演艺项目拓展、演艺谷模式拓展、单园收入提升、专属 IP 的打造**。1) 旅游项目异地复制已被验证，确定性最高，但因公司在三亚、丽江、九寨沟等热门旅游目的地已有项目布局，重复布局稀释客流可能性较大，日后我们认为即使还有乐山、峨眉山、黄山、华山等知名景点可供选择，但数量有限，且能通过选址评估的项目更少，因此未来增量空间不大。2) 上海、西安城市演艺项目尚未经过正常营业周期检验（排除疫情影响），需留意节目内容质量是否符合城市群体口味，避免形成较差口碑传播，一旦逻辑被验证成长空间巨大。3) 珠海演艺谷模式尚未呈现，确定性较低，要满足广阔腹地、巨大人口、强消费力三个选址要素的除了大湾区、长三角、环渤海、成渝地区外可拓展空间较小，并且还可能分散公司其他景区、城市演艺项目客流，成长空间有限，难度较高。4) 提升单园收入可从提升客单价与客流量入手，主动提升门票价容易引起消费者抵触情绪，公司可通过设立多日联票、引入多元剧目、创造二次消费机会等方式提升；客流量则可通过扩充剧场数量、更新及提升节目质量，但因经济增速、产品定位的限制，提升空间不大。5) 打造顶级专属 IP，公司若能打造出如迪士尼一般的顶级 IP，品牌力将大幅提升，后续可通过出售影视版权、文创产品不断变现，同时赋能自身园区二次消费项目更大提升空间，未来想象空间巨大，但同时参考迪士尼近百年历史，IP 的打造是循序渐进的过程，需要切合文化、洞察消费者内心需求，失败案例不计其数，公司的 IP 打造之路仍在摸索阶段。

图表 30: 公司未来发展确定性及成长性分析

	确定性	成长性
旅游项目的拓展	★★★	★
城市演艺项目拓展	★★	★★★
演艺谷模式拓展	★	★★
单园收入提升	★★★	★
打造专属IP	☆	★★★★★

来源: 国金证券研究所

4.1、保本节流静待疫后客流回升+二次扩张项目爬坡+老项目扩容

- 疫情下公司加强费控，精简组织架构与管理流程，推动数字化、精细化发展。2021 年公司对部门、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，“中央厨房”式管理效果日渐显现。同时公司推动数字化改造，减少冗余环节损耗，精细化管理能耗、物耗、低值易耗品。此外，公司建立了社会化用工招聘平台，通过合作、外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由 1441 人缩减至 1159 人。
- 随疫情企稳，客流恢复速度较快。2022 年春节期间三亚千古情景区游客人数同比增长 49%；暑假期间，丽江千古情一天排五场演出，客流和营收恢复到 2019 年的 7 成以上；杭州宋城针对本地、周边人群推出暑期夜游狂欢活动，场面持续火爆，较 2020 年首年推出夜游活动接待量翻倍；酷热下的浪浪浪水公园则成为本地及周边城市民众的消暑胜地。我们认为公司在疫情闭园期间修炼内功，持续打磨产品质量，待疫情企稳、旅游市场回暖，公司核心项目客流量有望迅速回升。
- 存量项目稳态收入预测以 2019 年为标准，考虑剧院扩张比例、游历路线升级等因素，1) 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，以及一个 2500 人的室外剧院，扩容后总座位数提升约 40%达 20000 左右，以 2019 年营收为基准，预计杭州稳态收入/净利润达 12.9 亿元/5.8 亿元，稳态净利率为 45%。2) 三亚及丽江千古情新增设二号剧院，园区承载量天花板得以提升，预计稳态收入/净利润达 5.5 亿元/3.0 亿元、4.7 亿元/2.6 亿元。
- 参考成熟项目占地规模、剧院数量/容量、城市旅游热度、节目质量，对于正处爬坡期项目仍有培育上升空间。1) 桂林作为国内热门旅游城市，2019 年旅游人次为 1.35 亿人，高于丽江 0.53 亿人水平，桂林项目预留 3 个剧院的建设空间、未来容量预计可翻番，参考一轮异地扩张项目约 3 年到达成熟期，并考虑疫情影响，我们预计桂林项目 2025 年成熟，营收未来或超越丽江千古情水平，成熟期收入/净利润可分别达 5.0 亿元/2.5 亿元；2) 张家界项目 2 号剧院正在建设中，项目周边竞品数量较少且市场反馈相对较低，公司项目竞争力突出，预计 2026 年将进入成熟期，稳态收入/净利润为 3.0 亿元/1.2 亿元，稳态净利率约 40%。3) 西安项目于 2020 年 6 月开业，由西安世园集团和公司联合打造、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，公司负责项目运营管理。西安千古情处于游客参观兵马俑回程必经之路，剧场数量多达 6 个，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 2026 年可发展成熟，由于西安项目无需折旧，因此可拥有更高稳态净利率，预计可达 45%左右，预计成熟期收入/业绩可达 6.0 亿元/2.7 亿元。

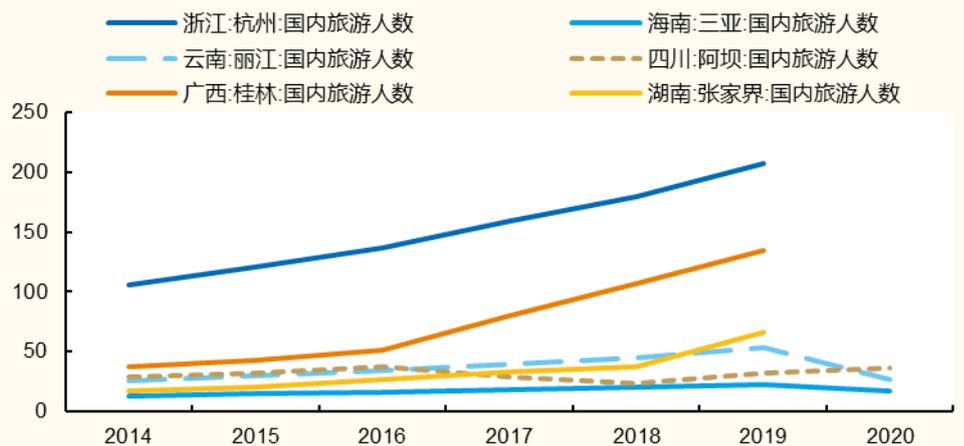
图表 31: 存量项目稳态盈利情况

千古情项目所在城市	占地面积 (亩)	剧院&座位数	座位数 (个)	2019 年旅游人数 (万)	2019 年旅游收入 (亿元)	稳态收入 (预测)	稳态净利润 (预测)	稳态净利率 (预测)	携程评分
杭州	300	5 个 3000 座以上座位	20000	20700	4005	12.9	5.8	45%	4.8

千古情项目所在城市	占地面积 (亩)	剧院&座位数	座位数 (个)	2019 年旅游人数 (万)	2019 年旅游收入 (亿元)	稳态收入 (预测)	稳态净利润 (预测)	稳态净利率 (预测)	携程评分
三亚	80	2 个 4700 座剧院	9400	2197	633	5.5	3.0	55%	4.7
丽江	283	2 个 4700 座剧院	9400	5294	1078	4.7	2.6	55%	4.7
桂林	160	1 个 3200 座剧院, 预留 3 个剧院位置	3200	13500	1874	5.0	2.5	50%	4.6
张家界	170	1 个 3700 座剧院开业, 2 号剧院仍处建设中	3200	6584	991	3.0	1.2	40%	4.7
九寨	33	1 个 3700 座剧院	3700	3150	228	2.0	0.8	40%	4.7
西安	100	5 个室内剧院, 1 个室外剧院		30110	3146	6.0	2.7	45%	4.7

来源: 携程旅行, 各市文旅部, 国金证券研究所; 注: 统计时间截至 3Q22 末

图表 32: 部分城市旅游人数情况 (百万人)



来源: 各省文旅部, 国金证券研究所

4.2、新园区开园+新模式探索

- 城市演艺迎合本地化出游趋势, 平滑旅游淡旺季特征, 日常客流量较大。公司于 2015 年 11 月公布了与世博东迪合作开发上海宋城项目的计划, 并于 2018 年 9 月正式启动, 项目总投资约 8.3 亿元, 公司持股占比为 88%。项目位于世博园浦东园区, 西邻卢浦大桥, 北接黄浦江, 东靠世博中心, 南邻世博大道, 点位优质, 便于本地市民观看演出。项目占地面积 4.1 万平方米, 拥有 3 个室内剧院, 可同时容纳约 6000 人。此外还建造了丛林剧院、电音广场、演艺广场、朋克走廊、悬崖剧院等室外剧院, 以及上海风情街、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, 上海项目落地标志公司城市演艺模式发展迈出重要一步。
- 城市演艺对公司转型演艺平台战略意义重大, 极大提升公司成长空间, 期待上海项目调整后开业带来良好市场反响。上海项目于 2021 年 11 月闭园改造, 期间持续丰富剧目、改善园区管理, 截至 2022 年 11 月仍在调试中。上海客群艺术品鉴能力较高, 对剧目要求更接近国际化水平, 同时由于城市演艺复购性较强, 因此对剧目丰富度要求更高。上海项目整体座位数量约 10000 个, 上海千古情及主要演艺内容的座位数预计约 4000 个, 其余

演出座位数预计为 6000 个。参考存量项目和上海项目特征，中性假设上海项目成熟后平均每天千古情 2.5 场，每场 70% 上座率，假设其他表演平均每天 1 场，上座率 60%，则每日平均接待客流约 10600 人。假设项目成熟期结算客单价约 160 元（综合考虑渠道折扣、儿童票组合、二次消费等）。则全年收入约 6.2 亿元，若参考成熟存量项目和新项目成本结构的稳定性，假设上海项目培育成熟后净利率为 55%，则实现净利润约 3.4 亿元。若上海项目整改之后获市场认可，未来平均演出场次及上座率有望提升，则整体盈利能力仍有优化空间。

图表 33：上海项目营收及净利润预测

	悲观	中性	乐观
千古情座位数	4000	4000	4000
其他演艺座位数	6000	6000	6000
千古情表演场次	2	2.5	3
其他演艺表演场次	0.8	1	1.2
千古情上座率	60%	70%	80%
其他表演上座率	50%	60%	70%
消费人次（人/天）	7200	10600	14640
客单价	140	160	180
年营收（亿元）	3.7	6.2	9.6
净利率	50%	55%	60%
净利润（亿元）	1.8	3.4	5.8

来源：公司公告，国金证券研究所

- 西塘演艺小镇以西塘千古情为核心，项目包括 5 个主题公园（西塘千古情、AR/VR 乐园、烂苹果亲子乐园、游乐园/水公园、彩色水族馆/动物园）以及千古情大剧院、音乐剧院、实验剧院、多媒体剧院等 30 个剧场，100 个排练厅，为宋城 4.0 版本。项目地处江浙沪交界金三角，可承接江浙沪地区游客演艺观光需求，毗邻西塘古镇，有客流协同和文化优势，目前由于疫情影响建设延缓，预计于 2024 年开业。
- 佛山·西樵山岭南千古情项目处于西樵山风景区西侧，2018 年底由轻资产转为重资产，投资约 7-8 亿元，占地约 90 亩，该项目规划建设 3 个可容纳 3000 人特大型剧院，以及总面积近 1 万平米的主题古街区，利于强化西樵山休闲、度假、观光标签，实现项目间客流的相互传导，佛山项目辐射珠三角高消费人群，计划未来发展方向更偏城市演艺，截至 3Q22 西樵山岭南千古情建设已基本完成，项目开业时间考虑疫情影响以及前期宣传所需预计于 2023 年开业。
- 轻资产模式给予公司更广阔的项目拓展空间。在轻资产模式下公司前期需收取 2.6 亿元的品牌授权费，随后每年抽取项目年营收的 20% 作为管理费，投资方需承担项目全部运营费用。2017 年湖南宁乡炭河千古情项目是公司开启轻资产输出的起点，宁乡旅游资源并不算非常丰富，按照公司选址标准不会以重资产模式进入，轻资产模式优势在于一方面可将经营杠杆风险转移给投资方、从而稳定收入水平，另一方面项目选址标准有所放松，利于项目迅速扩张。炭河古城 2018 年首年开业便累积接待游客超过 400 万人次，营业收入破 1.6 亿元，炭河千古情演出 1000+ 场，刷新湖南省大型旅游演出年场次最高、观众数量最多的两项纪录。短期来看因疫情反复公司较为重视轻资产业务，但长期会以效益更高的控股模式为主，类似于西安项目，除非特别看好的项目会以重资产入局。

4.3、作品多元+多票组合提升单园收入水平

- 打造平台型演艺企业，多元作品+多票组合利于提升客流量、延长游客停留时间。公司以上海项目为契机，加快推进平台型企业战略，依托千古情园区，2021 年以合作、定制、采购等多种方式引进《雷雨》、《解忧杂货铺》等知名剧目，以丰富剧目类型，实现低成本高效率经营，服务人群也将从旅游人群拓展到本地城市人群，真正实现从“一个景区，一台演出”到“多

剧院、多剧目、多活动、多门票”转型，长期向“一个集群、一个产业、一个平台”进行蜕变。除主秀“千古情”系列外，园区内还添加多种互动体验项目、歌舞表演、亲子活动等，2022年暑期，公司于杭州宋城打造了造浪电音节，引入电音、蹦迪、狂欢等强互动项目。此外，公司也在进行单张门票到多种门票组合的转型升级，例如两日联票、多日联票等，本质在于将部分一日游转化为两日游、多日游，相应园内商品销售、餐饮娱乐收入亦会随之提高，从而带动人均消费提升。

图表 34：公司演艺剧目及特色园区活动

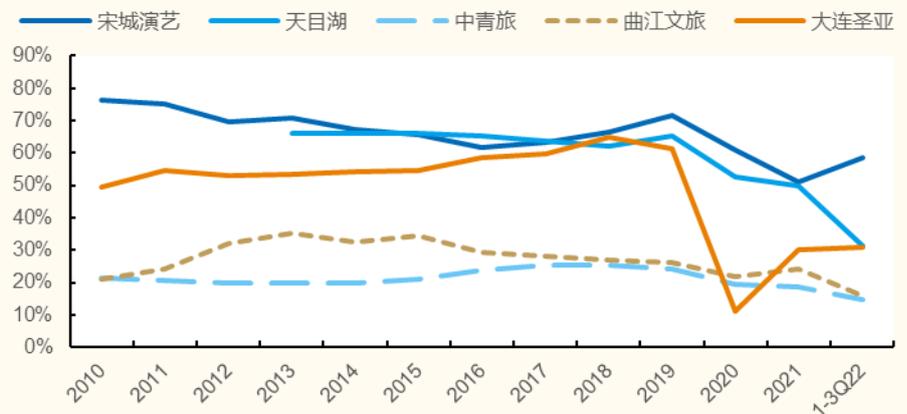
演出类型	特色	当前剧目	演出时长 (分钟)
主秀“千古情”系列	独特的章节立意、情感表达，融合传统文化、潮流文化与地方特色于一体，给游客带来震撼观演体验	《宋城千古情》、《丽江千古情》、《桂林千古情》 《黄帝千古情》 《明月千古情》、《炭河千古情》	60
大型互动体验项目	结合 VR、5D 等高科技，用前沿技术营造虚实结合的舞台效果，搭建现实与虚拟融合的文旅场景，持续推动文化创意与科技深度融合	大型互动体验项目《上甘岭》、《库克船长》、大型骑乘式互动 VR 项目《太虚幻境》、5D 实景剧《大地震》、《清明上河图》电影馆、光影馆	15-20
室外互动	结合民俗历史故事，室外开展，贴近游客，彰显现场体验的快乐和温暖	《捉拿武松》、《跳百索》、《打更人》、《铡美案》等	10-20
歌舞表演	精美歌舞，文质兼美，给游客带来极致视觉享受	《花舞神韵》《梦舞梨园》《仙子来了》《歌声里》《鼓上舞》等	3-8
传统文化	扎根于民族文化和民族精神，用中国文化讲述中国故事，是一场独具魅力的中华文化旅游体验	非遗演出《皮影戏》《川剧变脸》、非遗体验《三姐思乡茶》、民俗表演《抛绣球》、《越剧》等	3-20
亲子活动	针对家庭式游客，个性化强，满足不同类型游客需求	《WA! 恐龙》、《保护蛋计划》、《恐龙亲子大巡游》、《恐龙亲子狂欢趴》	10-20

来源：公司官网，国金证券研究所

5、财务分析：盈利能力及现金流情况优秀

- 优秀商业模式造就高毛利率水平。自上市以来至疫情前，公司毛利率一直维持在 70% 左右，2014 年异地项目前期推广，以及 2015 年毛利率相对低的六间房并表后使业务结构发生了改变，导致整体毛利率水平下降。随着规模扩张，异地项目逐渐成熟，演艺成本不断摊薄，展现良好规模效应。短期因疫情影响客流受限、营收承压，且因折旧摊销、员工工资等刚性支出存在，公司毛利率水平于 2020、2021 年有所下滑，1-3Q22 毛利率为 58.5%/-5.3pct。

图表 35：公司毛利率水平处于行业上游

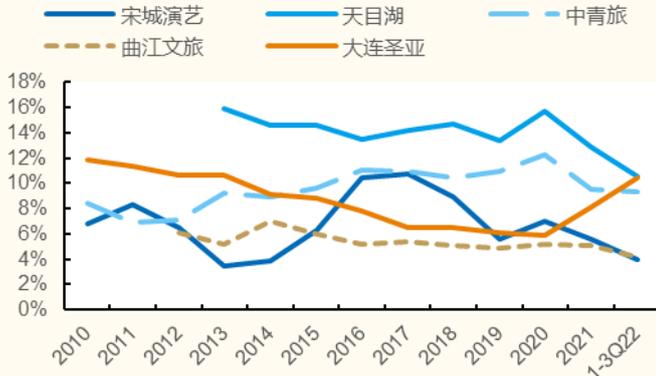


来源：Wind，国金证券研究所

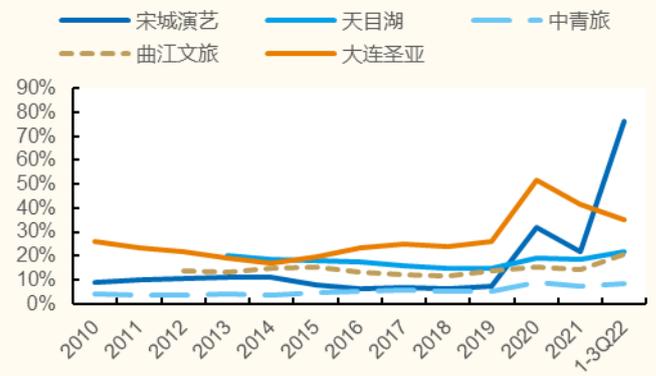
- 疫情反复下费用压力加大。销售费用经历大幅增加后下降。2015 年由于公司收购六间房，销售费用率大幅提升。2019 年、2020 年销售费用率下降

主要系六间房不再纳入公司合并范围，以及疫情影响下闭园期间宣传费用减少，公司 1-3Q22 销售费用率为 4.0%/+0.2pct，保持较为平稳水平；由于 2022 年二季度营收大幅下降以及将闭园期的营业成本调整至管理费用，导致管理费用率大幅上涨，1-3Q22 管理费用率为 76.3%/+64.4pct。

图表 36: 可比公司销售费用率



图表 37: 可比公司管理费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

- 在高毛利率、较强费用把控、以及税收优惠下，公司净利率在疫情前远超同业水平。公司及其子公司可享受西部大开发税收优惠或高新技术企业税收优惠，因此企业所得税率仅为 15%。公司 2010-2013 年专注打磨杭州宋城景区，净利率由 36.7% 逐年增加至 45.5%，随后第一轮异地复制项目三亚、丽江、九寨于 2013、2014 年开业，2014 年净利率下降至 39.0%，随后再次进入成长阶段，2019 年至 52.3%，但后续在疫情反复下，园区遭遇阶段性闭园，客流下降严重，而人工、折摊等固定支出较难摊薄，以及 2020 年公司还计提资产减值 19.1 亿元（主要系公司持有的花房科技长期股权投资减值），因此净利率水平承压，1-3Q22 再度受疫情影响，公司归母净利率为 14.4%/-37.0pct。

图表 38: 可比公司归母净利率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

- ROE 受低周转与低杠杆拖累，资产剥离与新项目扩张利于 ROE 水平提升。公司 ROE 从 2010 年上市之初的 6.4% 上升至 2019 年的 13.9%，受疫情影响 2020 年下滑至 -23.6%，随疫情缓和 2021 年恢复至 4.1%。公司单项目的 ROE 远高于整体 ROE，主因公司不产生效益的资产占比较大，如长期股权投资、其他权益工具、类现金等，导致总资产周转率较低。我们认为随着公司不断扩张项目，加上长期股权投资一次性减值利好，待疫情企稳，新项目逐渐爬坡，贡献利润增长，未来 ROE 仍有较大提升空间。2013-2017 年总资产周转率从 20.4% 提升至 37.1%，主因首轮异地扩张项目开业后高速成长，推动营收高增，2018 年首次下降主因九寨项目停业。公司杠

杆率较低，主因更偏好用自有资金而非贷款去发展新项目，几乎没有有息负债。

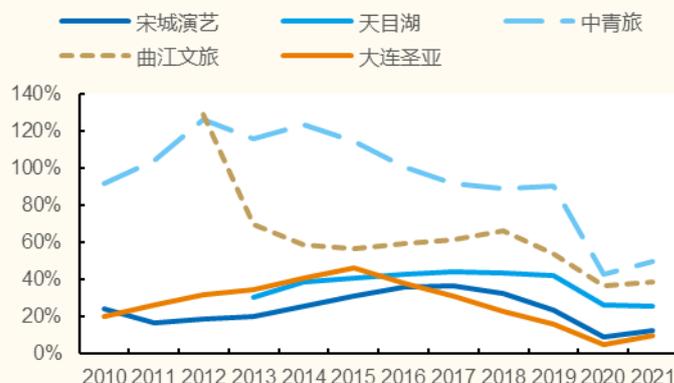
- 现金流情况良好，盈利质量较高。1-3Q22 公司经营性现金流净额为 2.9 亿元，净现比、收现比在正常运营年份均大于 1，主因公司收入来源主要为景区门票，对下游议价能力较强，盈利质量较高。

图表 39: 可比公司 ROE 情况



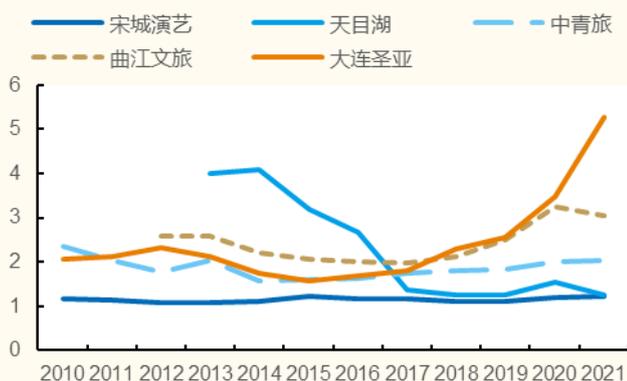
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 40: 可比公司总资产周转率



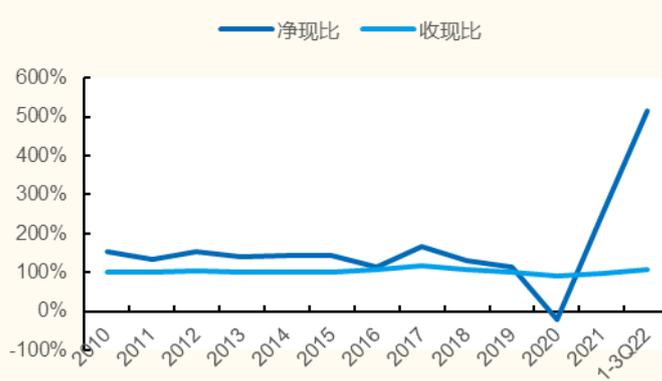
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: 可比公司权益乘数



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 42: 公司净现比、收现比情况



来源: Wind, 国金证券研究所

6、盈利预测与投资建议

6.1、盈利预测

- 景区行业目前盈利预测的假设主要来自于对疫情恢复速度的博弈，这与公司未来业绩表现相关度极高，我们认为国家目前仍然坚持“动态清零”总方针不动摇，但也同时要求提高科学精准防控水平，整体防疫政策实施将更加精准化、人性化，疫情缓和、政策放松虽迟必到。我们假设 2023 年随疫情企稳，各园区演出场次均可基本恢复至 2019 年 80%以上水平，2024 年各园区演出场次均可基本恢复至 2019 年 100%以上水平。
- 杭州项目：疫情后复苏叠加内部剧院扩建、游历线路优化，杭州项目逐渐向演艺小镇升级，客流量、客单价有望逐年提升，预计 2022-2024 年演出场次为 366/1491/1864 场，场均收入同比+8.5%/+5.0%/+5.0%；实现营收 1.9/8.2/10.8 亿元，恢复至 2019 年 20.9%/89.4%/117.3%的水平。
- 三亚项目：国际旅游限制仍未全面开放，国内游、短途游仍为短期大趋势，三亚作为国内最受欢迎旅游城市之一，紧临海旅免税城，公司可与免税热潮实现协同。预计 2022-2024 年演出场次为 275/1038/1298 场，场均收入

同比+40.8%+8.0%+8.0%；实现营收 0.8/3.1/4.2 亿元，恢复至 2019 年 19.3%/78.5%/106.0%的水平。

- 丽江项目：丽江作为热门旅游城市，千古情项目随疫情好转客流恢复弹性较大。预计 2022-2024 年演出场次为 409/995/1216 场，场均收入同比+12.9%+10.0%+5.0%；实现营收 1.0/2.6/3.4 亿元，恢复至 2019 年 29.3%/78.3%/100.5%的水平。
- 九寨项目：2018-2019 年受地震影响九寨项目闭园两年，但作为著名旅游景点热度不减，后续恢复弹性较强，虽然 2022 年因疫情原因再度闭园，我们仍看好其开园后对客流吸引力。预计 2023-2024 年演出场次为 400/600 场，场均收入同比+5.0%/+5.0%，实现营收 0.6/1.0 亿元。
- 桂林项目：考虑到桂林旅游市场客流量大、发展潜力足，预计项目收入未来或可超越丽江项目水平，但目前仍处爬坡期。预计 2022-2024 年演出场次为 290/845/1056 场，场均收入同比+5.0%/+5.0%+5.0%，最终实现营收 0.4/1.4/1.8 亿元，恢复至 2019 年 27.6%/84.5%/111.0%的水平。
- 张家界项目：2022 年因疫情闭园，公司演艺较同类竞争对手更具竞争力，未来仍处爬坡阶段。预计 2023-2024 年演出场次为 426/533 场，场均收入同比+10.0%/+5.0%；实现营收 0.5/0.6 亿元，恢复至 2019 年 72.3%/94.9%的水平。
- 西安项目：2022 年因疫情闭园，西安有庞大旅游经济作为支撑，公司项目区位优势显著，未来试点演艺王国模式值得期待。预计 2023-2024 年演出场次为 450/850 场，场均收入同比+10.0%/+5.0%，实现营收 0.3/0.6 亿元。
- 上海项目：上海项目开创城市演艺新模式，长三角客群购买力强，客单价创公司所有景区新高，未来将提供多种演出、多种票型、多种组合，向平台型演艺公司转型，依托上海庞大旅游市场，城市演艺潜力较大，但项目自 2021 年 11 月开始闭园调整，截至 2022 年 11 月仍处于闭园状态。预计 2023-2024 年演出场次为 400/800 场，场均收入同比+10.0%/+5.0%，实现营收 1.3/2.6 亿元。
- 佛山项目受益两广地区经济发达且消费力强，预计 2023 年开业，考虑项目爬坡，预计 2023/2024 年营收为 0.4/1.1 亿元。西塘小镇区域位置优越，富有文化内涵，内设 4 个大型剧院、特色街区和商业综合体，预计 2024 年开业，预计当年营收约为 0.4 亿元。
- 旅游服务业务：假设设计策划费 2022/2023/2024 年恢复至 2019 年 15.5%/80%/100%水平，电子商务手续费同比+10%/+10%/+10%。综上，旅游服务业收入达 1.1/2.3/2.7 亿元。
- 通过以上分析，我们预计公司 2022-2024 年收入为 5.2/20.6/29.1 亿元，同比-56.4%/+298.5%/+41.4%。

图表 43：公司分业务收入预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	3023.8	3211.2	2611.8	902.6	1184.9	516.8	2059.2	2911.7
yoy	14.4%	6.2%	-18.7%	-65.4%	31.3%	-56.4%	298.5%	41.4%
1、文化艺术业-现场演艺	1500.0	1674.0	1871.2	675.9	1009.7	409.6	1832.2	2641.2
yoy	9.4%	11.6%	11.8%	-63.9%	49.4%	-59.4%	347.3%	44.2%
4 个存量项目								
杭州宋城旅游区	842.2	935.9	918.9	286.9	485.9	192.0	821.4	1078.2
三亚宋城旅游区	340.0	426.7	392.7	127.1	148.0	75.6	308.3	416.2
丽江宋城旅游区	227.2	267.0	333.4	136.5	116.2	97.6	261.1	335.1
九寨宋城旅游区	90.6	1.8		25.7	45.5	0.0	63.7	100.3
二次及三次扩张项目								
桂林千古情景区		42.7	160.6	56.6	91.1	44.4	135.8	178.3
张家界千古情景区			65.5	18.1	32.3	0.0	47.3	62.1

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
西安千古情景区				25.0	16.8	0.0	28.8	57.2
上海千古情景区					74.0	0.0	125.7	263.9
正在开发、未并表项目								
佛山千古情							40	110
西塘小镇								40
2、旅游服务业	283.7	303.6	357.2	226.7	175.1	107.1	227.0	270.5
yoy	54.9%	7.0%	17.6%	-36.5%	-22.7%	-38.8%	111.9%	19.2%
设计策划费	163.2	126.7	173.3	183.4	102.1	26.8	138.6	173.3
yoy	32%	-22%	37%	6%	-44%	-74%	418%	25%
电子商务手续费	120.6	176.9	183.9	43.3	73.0	80.4	88.4	97.2
yoy	101%	47%	4%	-76%	69%	10%	10%	10%

来源：公司财报，国金证券研究所

- 毛利率：2022 年疫情严重，公司大部分园区均闭园，固定成本支出压力增大，随疫情企稳，营收提升，成本压力缓解，毛利率有望回升，预计 2022-2024 年杭州、三亚、丽江项目分为为 42.0%/66.0%/70.0%、69.6%/75.0%/82.0%、62.2%/70.0%/80.0%，综合毛利率为 57.7%/63.0%/68.6%。
- 费用端：公司费用管控能力较强，2022 年因疫情闭园销售费用率有所下降，预计随疫情企稳、园区开园期需营销引流，未来会有小幅提升，预计 2022-2024 年销售费用率为 4.7%/5.5%/5.5%；管理费用率今年因将闭园期间成本归于管理费用而明显上升，预计后续随园区开园、运营稳定而回落，假设为 60.6%/8.0%/7.0%。

图表 44：公司毛利率、费用率、归母净利润预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	63.2%	66.4%	71.4%	60.9%	51.1%	57.7%	63.0%	68.6%
1、文化艺术业-现场演艺	73.8%	72.2%	74.6%	49.5%	43.2%	46.6%	58.4%	65.4%
杭州宋城旅游区	73.7%	69.9%	68.6%	34.9%	43.4%	42.0%	66.0%	70.0%
三亚千古情景区	76.4%	81.2%	85.0%	77.0%	67.5%	69.6%	75.0%	82.0%
丽江千古情景区	70.5%	73.5%	82.2%	74.8%	57.6%	62.2%	70.0%	80.0%
其他景区	73.86%	25.45%	69.90%	27.29%	22.59%	6.2%	55.0%	62.0%
2、旅游服务业	59.8%	70.2%	71.5%	95.1%	96.3%	94.4%	95.0%	95.0%
设计策划费	56.1%	96.9%	98.7%	95.6%	95.9%	94.4%	95.0%	95.0%
其他	64.9%	51.1%	45.8%	93.1%	97.0%	94.4%	95.0%	95.0%
销售费用	325.3	287.5	145.5	63.6	66.2	24.4	113.3	160.1
管理费用	211.8	202.6	188.2	288.1	256.2	313.1	164.7	203.8
销售费用率	10.8%	9.0%	5.6%	7.1%	5.6%	4.7%	5.5%	5.5%
管理费用率	7.0%	6.3%	7.2%	31.9%	21.6%	60.6%	8.0%	7.0%
归母净利润	1067.6	1287.2	1339.8	-1752.4	315.1	128.4	926.2	1419.4
yoy	18.3%	20.6%	4.1%	-230.8%	118.0%	-59.2%	621.0%	53.3%
归母净利率	35.3%	40.1%	51.3%	-194.2%	26.6%	24.9%	45.0%	48.7%

来源：Wind，国金证券研究所

6.2、投资建议与估值

- 综合收入、成本、费用预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.3/9.3/14.2 亿元，同比 -59.2%/+621.0%/+53.3%，EPS 为 0.05/0.35/0.54 元，对应 2022-2024 年 PE 为 269.3/37.4/24.4 倍。
- 我们选取 5 家可比公司对公司按市盈率法进行估值，可比公司 23E PE 中位值在 33.1x，公司“主题公园+演艺”商业模式优秀，具备全产业链运营

优势，项目复制性强，理应享受一定估值溢价，我们给予公司 2023 年 43 倍 PE，对应目标价 15.23 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 45：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	证券简称	股价			EPS			PB			PBG	23E	21-24 CAGR	总市值 (亿元)	
		2022/11/9	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E					2023E
603136.SH	天目湖	29.71	0.47	0.28	0.19	0.73	0.97	53.83	63.74	153.54	40.46	30.76	0.78	51.8%	55.35
600138.SH	中青旅	11.96	-0.32	0.03	-0.18	0.47	0.73	N/A	353.86	N/A	25.68	16.35	0.13	192.2%	86.57
600054.SH	黄山旅游	11.29	-0.06	0.06	-0.07	0.34	0.49	N/A	163.93	N/A	33.05	22.97	0.32	102.0%	69.25
000888.SZ	峨眉山A	7.50	-0.07	0.03	-0.02	0.35	0.46	N/A	192.30	N/A	21.29	16.30	0.15	137.6%	39.52
2255.HK	海昌海洋乐园	6.50	-0.36	0.21	-0.09	0.02	0.12	N/A	12.31	N/A	305.08	55.59		-17.9%	263.63
	中位数							53.83	163.93	153.54	33.05	22.97	0.46	122.0%	
300144.SZ	宋城演艺	13.23	-0.67	0.12	0.05	0.35	0.54	N/A	118.82	269.31	37.35	24.37	0.57	65.2%	345.92

来源：Wind，国金证券研究所

7、风险提示

- 疫情恢复不及预期。疫情仍是公司经营恢复的最大不确定性因素，疫情影响下出于防疫政策规定，公司往往会关闭园区，导致营收下滑，而折旧摊销、人工成本支出较刚性，因此利润端将承受更大压力，若疫情恢复速度不及预期，对应公司园区恢复营业将延期、营业收入将延后回升、业绩表现将持续承压。
- 项目异地扩张速度、新项目落地效果不及预期。项目异地复制是公司规模扩张主要手段，若扩张速度或落地效果不及预期，将影响公司业绩增速以及市场对公司成长能力的判断。
- 商誉减值风险。花房科技在公司报表上记为长期股权投资，仍需接受减值测试。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,612	903	1,185	517	2,059	2,912	货币资金	1,785	1,338	1,859	1,830	2,214	2,647
增长率		-65.4%	31.3%	-56.4%	298.5%	41.4%	应收账款	131	56	12	45	135	176
主营业务成本	-747	-353	-580	-219	-762	-915	存货	6	13	13	5	8	8
%销售收入	28.6%	39.1%	48.9%	42.3%	37.0%	31.4%	其他流动资产	999	506	124	659	872	1,076
毛利	1,865	550	605	298	1,297	1,997	流动资产	2,921	1,913	2,008	2,540	3,229	3,905
%销售收入	71.4%	60.9%	51.1%	57.7%	63.0%	68.6%	%总资产	26.5%	20.8%	20.4%	26.7%	30.8%	33.7%
营业税金及附加	-36	-12	-22	-9	-37	-52	长期投资	3,770	1,759	1,764	1,844	1,832	1,822
%销售收入	1.4%	1.3%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	固定资产	2,681	3,281	3,102	2,814	3,066	3,488
销售费用	-146	-64	-66	-24	-113	-160	%总资产	24.3%	35.7%	31.6%	29.6%	29.3%	30.1%
%销售收入	5.6%	7.1%	5.6%	4.7%	5.5%	5.5%	无形资产	1,639	2,215	2,409	1,753	1,778	1,804
管理费用	-188	-288	-256	-313	-165	-204	非流动资产	8,120	7,282	7,819	6,962	7,248	7,688
%销售收入	7.2%	31.9%	21.6%	60.6%	8.0%	7.0%	%总资产	73.5%	79.2%	79.6%	73.3%	69.2%	66.3%
研发费用	-48	-37	-41	-16	-62	-87	资产总计	11,041	9,195	9,827	9,502	10,478	11,594
%销售收入	1.9%	4.2%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	0	12	37	40	40	40
息税前利润 (EBIT)	1,446	149	219	-64	920	1,493	应付款项	364	438	555	327	621	610
%销售收入	55.4%	16.5%	18.5%	n.a	44.7%	51.3%	其他流动负债	401	244	156	116	637	899
财务费用	18	13	1	4	11	22	流动负债	765	694	748	483	1,299	1,550
%销售收入	-0.7%	-1.4%	-0.1%	-0.8%	-0.5%	-0.8%	长期贷款	0	282	270	270	270	270
资产减值损失	-16	-1,910	-27	-20	-12	-10	其他长期负债	394	484	853	811	558	511
公允价值变动收益	1	0	-12	0	0	0	负债	1,159	1,460	1,871	1,564	2,127	2,331
投资收益	273	14	182	200	200	200	普通股股东权益	9,614	7,412	7,645	7,642	8,046	8,942
%税前利润	16.8%	-0.8%	52.9%	155.1%	18.2%	11.9%	其中：股本	1,453	2,615	2,615	2,615	2,615	2,615
营业利润	1,726	-1,699	372	132	1,131	1,718	未分配利润	5,176	3,132	3,398	3,395	3,799	4,695
营业利润率	66.1%	n.a	31.4%	25.5%	54.9%	59.0%	少数股东权益	268	323	310	295	305	320
营业外收支	-96	-38	-29	-3	-30	-30	负债股东权益合计	11,041	9,195	9,827	9,502	10,478	11,594
税前利润	1,630	-1,737	344	129	1,101	1,688							
利润率	62.4%	n.a	29.0%	24.9%	53.5%	58.0%	比率分析						
所得税	-265	-30	-41	-15	-165	-253		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税率	16.3%	n.a	12.0%	12.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	1,365	-1,767	303	113	936	1,434	每股收益	0.922	-0.670	0.121	0.049	0.354	0.543
少数股东损益	25	-15	-13	-15	10	15	每股净资产	6.618	2.835	2.924	2.923	3.077	3.420
归属于母公司的净利润	1,340	-1,752	315	128	926	1,419	每股经营现金净流	1.082	0.151	0.287	-0.034	0.693	0.702
净利率	51.3%	n.a	26.6%	24.9%	45.0%	48.7%	每股股利	0.200	0.050	0.050	0.050	0.200	0.200
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.94%	-23.64%	4.12%	1.68%	11.51%	15.87%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	12.13%	-19.06%	3.21%	1.35%	8.84%	12.24%
净利润	1,365	-1,767	303	113	936	1,434	投入资本收益率	12.24%	1.86%	2.31%	-0.69%	9.03%	13.26%
少数股东损益	25	-15	-13	-15	10	15	增长率						
非现金支出	273	2,204	413	342	411	440	主营业务收入增长率	-18.67%	-65.44%	31.27%	-56.38%	298.47%	41.40%
非经营收益	-196	29	-129	-265	-144	-147	EBIT增长率	-6.11%	-89.71%	47.46%	-129.31%	1531.42%	62.27%
营运资金变动	130	-71	163	-279	610	108	净利润增长率	4.09%	-230.80%	-117.98%	-59.24%	621.03%	53.26%
经营活动现金净流	1,571	394	750	-89	1,813	1,836	总资产增长率	2.07%	-16.72%	6.86%	-3.30%	10.27%	10.65%
资本开支	-811	-1,016	-685	670	-685	-878	资产管理能力						
投资	-25	75	648	-650	-100	-100	应收账款周转天数	5.0	2.3	1.2	2.0	2.0	2.0
其他	-345	0	0	200	200	200	存货周转天数	2.3	10.1	8.2	9.0	4.0	3.0
投资活动现金净流	-1,181	-941	-37	220	-585	-778	应付账款周转天数	151.0	348.3	269.0	450.0	250.0	200.0
股权募资	14	120	0	0	0	0	固定资产周转天数	323.0	1,014.5	830.8	1,666.0	427.5	317.5
债权募资	0	294	-12	115	-200	0	偿债能力						
其他	-174	-301	-184	-162	-551	-548	净负债/股东权益	-26.71%	-17.82%	-19.54%	-26.11%	-30.61%	-33.35%
筹资活动现金净流	-161	113	-196	-47	-751	-548	EBIT利息保障倍数	-81.5	-11.6	-229.8	15.3	-82.7	-67.2
现金净流量	232	-444	521	84	477	510	资产负债率	10.49%	15.88%	19.04%	16.46%	20.30%	20.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	31	45	74	111
增持	1	7	7	17	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.14	1.18	1.13	1.19	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402