

宋城演艺 (300144.SZ)

地位稳固蓄力长期，演艺龙头复苏在即

公司深耕文化演艺行业，多轮异地扩张奠定龙头地位。回顾历史，公司历经三阶段发展：1) 1996-2012年公司专注杭州本部，积累项目经验；2) 2013-2017年开启第一轮异地扩张，“主题公园+文化演艺”的核心商业模式在三亚与丽江项目得到成功验证；3) 2017年-至今公司轻重并行，上海项目涉足城市演艺。当前，2019年六间房出表完成后，公司专注于文化演艺主业。2021年公司实现营业收入11.85亿元，其中现场演艺与旅游服务业占营业收入的比重分别为81.10%/14.51%。

演艺行业疫情前稳健发展，旅游演艺及城市演艺竞争要素有所差异。 1) 疫情前国内演艺行业稳健增长，2019年市场规模为572.24亿元，2014-2019年CAGR为5.69%。疫情对于行业扰动显著，2020/2021年市场规模分别为268.88/335.85亿元。2) 演艺行业按照受众主要分为旅游演艺及城市演艺，其中旅游演艺受众多为游客，2019年实现票房约70亿元；城市演艺受众多为本地及周边居民，2019年实现票房收入约120亿元。3) 旅游演艺及城市演艺竞争要素有所差异。旅游演艺依靠旅游目的地客源导流，以选址为核心竞争要素。行业格局集中，宋城系遥遥领先。城市演艺依靠优质内容导流，客单价更高，以产品力为核心，强调对本地及周边散客的吸引力。4) 回望百老汇发展历程，选址优质、高效运作模式、产品迭代构成其核心竞争力。

“主题公园+文化演艺”模式优质，轻重并举助力扩张，全产业链闭环为核心竞争力。 1) 公司以“主题公园+文化演艺”模式经营，主题公园为演艺节目引流、提升逗留时间和二消；演艺节目则大幅提高客单价并丰富游客体验，同时降低对于投资较高的大型游乐设施的依赖程度。对比其他主题公园，公司主题公园前期投资低、盈利能力强、回本周期更短。2) 优质模式基础上，公司异地扩张稳步推进。重资产项目新项目开业首年可实现盈利，1-2年间迅速爬坡，3-4年可进入业绩稳定期。如2013年开业的三亚项目，当年即实现盈利。重资产基础上，公司结合轻资产输出助力扩张、彰显公司创作、品牌等核心竞争力。轻资产项目公司基本收取前期服务费2.6亿，后续收入20%作为管理费，已有成功项目炭河千古情等，同时新项目持续签约。3) 全产业链的闭环、上下游协同，蓄力长期。上游来看：设计创作端选址精准，产品矩阵不断创新，其中《WA! 恐龙》针对亲子群体，受到一致好评；开发端科技赋能沉浸式体验，新增各类网红活动；营销端来看：销售营销端同时发力团散客，深度合作旅行社并全面铺开营销网络。

后疫情时代周边游领先恢复；展望将来，成熟项目再破上限，新项目未来可期。 1) 后疫情时代周边游恢复领先，回顾2020-2022年，疫情扰动较小阶段公司恢复领先，展现恢复韧性。2) 展望未来：杭州宋城景区试点演艺王国，“多剧院、多剧目、多票价”提升客流量与客单价，疫情收敛下成熟项目有望继续稳健增长。上海项目初涉城市演艺，选址优质、客源质量高、产品储备丰富，疫情扰动收敛后有望继续强势爬坡。其他项目中，西安项目打造演艺王国模式，多剧目、多剧院收入成长潜力大；张家界、桂林项目整体可对标丽江项目持续爬坡。成熟项目如三亚、丽江项目仍继续挖潜，有望持续突破。

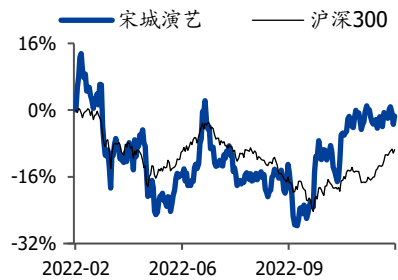
投资建议：公司作为行业龙头，全产业链优势稳固。伴随疫情收敛：1) 成熟项目恢复，同时公司积极强化内功，对于部分成熟项目进行升级改造，有望复苏同时打开进一步增长曲线；2) 上海项目城市演艺布局持续探索，

买入 (首次)

股票信息

行业	旅游及景区
前次评级	
2月1日收盘价(元)	14.80
总市值(百万元)	38,697.47
总股本(百万股)	2,614.69
其中自由流通股(%)	87.49
30日日均成交量(百万股)	25.82

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号: S0680520080008

邮箱: duyueying@gszq.com

研究助理 毕筱璟

执业证书编号: S0680121030013

邮箱: bixiaojing@gszq.com

相关研究

选址优质、散客占比高，疫情收敛下有望持续强势爬坡；3) 杭州项目全面试点演艺王国模式并进一步异地复制；4) 佛山等 2022 年及以后开业的新项目有望正常实现爬坡与盈利。综合来看，我们预计 2022-2024 年公司分别实现归母净利润 0.11/8.46/14.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.00/0.32/0.54 元/股。参考公司历史估值水平，我们给予公司目标价 18.8 元/股，对应 2024 年 PE 35X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复；存量项目恢复不及预期；新项目发展不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	903	1,185	517.0	1,963.4	3,136.7
增长率 yoy (%)	-65.4	31.3	-56.4	279.8	59.8
归母净利润 (百万元)	-1,752	315	10.7	846.2	1,405.9
增长率 yoy (%)	-230.8	-118.0	96.6	7827.0	66.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	-0.67	0.12	0.00	0.32	0.54
净资产收益率 (%)	-22.8	3.8	0.1	9.8	14.5
P/E (倍)	-21.6	120.3	3551.6	44.8	27.0
P/B (倍)	5.1	5.0	5.0	4.7	4.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 2 月 1 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1913	2008	1607	1400	1663
现金	1338	1859	1470	1110	1414
应收票据及应收账款	6	2	2	13	13
其他应收款	51	10	16	84	76
预付账款	22	10	4	48	35
存货	13	13	0	30	10
其他流动资产	484	115	115	115	115
非流动资产	7282	7819	7981	9065	9869
长期投资	1535	1678	1864	2061	2253
固定资产	2509	2697	2826	3284	3592
无形资产	1880	1713	1804	1886	1944
其他非流动资产	1359	1731	1487	1833	2081
资产总计	9195	9827	9588	10465	11532
流动负债	694	748	684	1051	1053
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	372	482	482	527	735
其他流动负债	321	266	202	524	318
非流动负债	766	1123	1069	1031	986
长期借款	282	270	216	177	133
其他非流动负债	484	853	853	853	853
负债合计	1460	1871	1753	2082	2039
少数股东权益	323	310	310	286	255
股本	2615	2615	2615	2615	2615
资本公积	1211	1250	1250	1250	1250
留存收益	3650	3931	3940	4612	5748
归属母公司股东权益	7412	7645	7525	8096	9238
负债和股东权益	9195	9827	9588	10465	11532

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	394	750	182	1363	1878
净利润	-1767	303	11	822	1375
折旧摊销	293	352	407	476	558
财务费用	-13	-1	-33	2	23
投资损失	-14	-182	-133	-151	-120
营运资金变动	-71	163	-69	211	39
其他经营现金流	1966	115	0	3	4
投资活动现金流	-941	-37	-436	-1412	-1246
资本支出	1018	694	377	887	612
长期投资	453	539	-187	-197	-192
其他投资现金流	529	1197	-246	-722	-826
筹资活动现金流	113	-196	-135	-310	-329
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	282	-12	-54	-38	-45
普通股增加	1162	0	0	0	0
资本公积增加	-1265	39	0	0	0
其他筹资现金流	-66	-223	-81	-272	-285
现金净增加额	-444	521	-389	-359	303

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	903	1185	517	1963	3137
营业成本	353	580	200	674	905
营业税金及附加	12	22	7	29	48
营业费用	64	66	33	117	192
管理费用	288	256	377	216	314
研发费用	37	41	21	39	63
财务费用	-13	-1	-33	2	23
资产减值损失	-1878	-10	0	0	0
其他收益	35	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	-12	0	-3	-4
投资净收益	14	182	133	151	120
资产处置收益	1	5	0	0	0
营业利润	-1699	372	45	1034	1708
营业外收入	3	6	5	5	5
营业外支出	41	35	38	36	37
利润总额	-1737	344	12	1003	1676
所得税	30	41	1	181	302
净利润	-1767	303	11	822	1375
少数股东损益	-15	-13	0	-24	-31
归属母公司净利润	-1752	315	10.7	846.2	1405.9
EBITDA	-1466	658	377	1447	2201
EPS (元)	-0.67	0.12	0.00	0.32	0.54

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-65.4	31.3	-56.4	279.8	59.8
营业利润(%)	-198.5	121.9	-87.9	2188.6	65.3
归属于母公司净利润(%)	-230.8	-118.0	-96.6	7827.0	66.1
获利能力					
毛利率(%)	60.9	51.1	61.3	65.7	71.2
净利率(%)	-194.2	26.6	2.1	43.1	44.8
ROE(%)	-22.8	3.8	0.1	9.8	14.5
ROIC(%)	-22.1	3.1	-0.3	8.8	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	15.9	19.0	18.3	19.9	17.7
净负债比率(%)	-8.5	-10.0	-5.6	-1.4	-4.8
流动比率	2.8	2.7	2.3	1.3	1.6
速动比率	2.5	2.5	2.2	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
应收账款周转率	160.8	293.1	227.0	260.0	243.5
应付账款周转率	1.0	1.4	1.6	1.3	1.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.67	0.12	0.00	0.32	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.29	0.07	0.52	0.72
每股净资产(最新摊薄)	2.83	2.92	2.88	3.10	3.53
估值比率					
P/E	-21.6	120.3	3551.6	44.8	27.0
P/B	5.1	5.0	5.0	4.7	4.1
EV/EBITDA	-25.4	56.9	100.2	26.3	17.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 2 月 1 日收盘价

内容目录

1. 宋城演艺：全国化布局的国内演艺龙头	7
1.1. 多年打磨铸就全国演艺龙头	7
1.2. 股权结构稳定，创始人黄巧灵把关剧目编创质量	8
1.3. 营收规模稳步增长，花房减值聚焦演艺主业	8
2. 演艺行业疫情前稳健，旅游演艺及城市演艺竞争要素有所差异	11
2.1. 演艺行业疫情前稳健，旅游演艺及城市演艺受众及竞争要素有所差异	11
2.1.1. 旅游演艺：旅游需求+转化率提升消费驱动需求增长，行业高度集中、千古情系列独占鳌头	13
2.1.2. 城市演艺：百花齐放，核心为优质内容输出	15
2.2. 百老汇，国外演艺龙头成功之路	16
3. 多元化经营实现差异化定位，龙头地位稳固、蓄力长期	18
3.1. “主题公园+文化演艺”模式独特，前期投资低、盈利能力强	18
3.2. 轻重经营结合，异地项目扩张持续推进、周期稳定	19
3.3. 产业链闭环、上下游协同，蓄力长期	21
3.3.1. 卡位核心点位，产品矩阵丰富，剧目创新融合	22
3.3.2. 科技赋能，体验性不断强化	23
3.3.3. 营销网络优化，与旅行社合作稳定	24
4. 展望未来：杭州项目再破上限，上海项目拓展城市演艺	24
4.1. 杭州宋城：转型演艺王国，存量项目再升级	24
4.2. 上海项目：从旅游演艺到城市演艺，未来可期	26
4.3. 其他项目来看，二轮项目仍处于培育期；三亚、丽江等项目继续挖潜	28
5. 后疫情时代周边游领先恢复，公司数据已有体现	30
5.1. 旅游需求增长，后疫情时代周边游领先恢复	30
5.2. 公司恢复数据已有印证	32
6. 盈利预测及估值	32
6.1. 盈利预测	32
6.2. 估值与投资建议	34
7. 风险提示	34

图表目录

图表 1: 公司多年打磨铸就演艺龙头，项目异地扩张卓有成效	7
图表 2: 公司股权结构稳定	8
图表 3: 疫情前公司收入规模稳步增长	9
图表 4: 公司毛利率水平较高	9
图表 5: 疫情前公司整体费用率维持稳健	9
图表 6: 疫情前公司净利润稳健增长，归母净利润率能够达到 40% 以上	9
图表 7: 聚焦现场演艺，旅游服务业收入比重提升	10
图表 8: 旅游服务收入体量稳步提升	10
图表 9: 公司主营业务以现场演艺为主，旅游服务逐步发展	10
图表 10: 疫情前国内演出行业稳健增长，2019 年增长提速	11
图表 11: 演出场次 2020 年受到明显扰动，2021 年有所恢复	11
图表 12: 2019 年中国演出行业票房收入中，剧场、演唱会等城市演艺约 120 亿元，旅游演艺约 70 亿元	12
图表 13: 现场演艺行业主要分为旅游演艺及城市演艺，其内容及观众构成有较大区分	12
图表 14: 国内来看，演出市场演出场次、票房收入主要集中于北京、上海、江苏等相对发达省份	12

图表 15: 当前 18-24 岁消费者成为演艺行业消费主力	13
图表 16: 《不眠之夜》官方剧照	13
图表 17: 2015-2019 年中国旅游演艺市场稳步增长	14
图表 18: 旅游演艺以主题演艺公园为主, 实景演出市场规模萎缩	14
图表 19: 旅游演艺项目开发过程来看, 围绕成熟旅游资源分布	14
图表 20: 华北、华东、西南为重要的旅游演艺分布区域	14
图表 21: 行业格局集中, 千古情系列独占鳌头	15
图表 22: 旅游演艺龙头运营模式、演出形式有所差异	15
图表 23: 城市演艺以音乐会等为主要形式	15
图表 24: 2018-2019 年演出购票用户中年轻人占比高	16
图表 25: 2018-2019 演出购票城市来看, 主要集中在高线城市	16
图表 26: 百老汇经典剧目经久不衰	16
图表 27: 百老汇收入多年持续增长, 2019 年收入达到 18.29 亿美元	17
图表 28: 百老汇观演人次逐步提升, 2019 年达到 1477 万人	17
图表 29: 美国百老汇剧院达到 41 个, 包括外百老汇数据达到 80 个	17
图表 30: 百老汇地理位置优越	17
图表 31: 百老汇每年创作作品数量维持在 30 台以上	18
图表 32: 百老汇观众中本地游客占比有所下降	18
图表 33: 各主题公园初期投资额对比来看, 宋城乐园显著较低	19
图表 34: 对比其他主题公园, 宋城盈利毛利率水平行业领先	19
图表 35: 公司资产负债率(%)显著低于其他主题公园	19
图表 36: 公司现金流充足	19
图表 37: 公司的现场演艺业务可分为重资产与轻资产两种经营模式, 布局外延至一线城市	20
图表 38: 第一批重资产项目异地复制成功, 已步入成熟阶段, 净利润率能够达到 50% 以上	20
图表 39: 轻资产项目助力扩张, 彰显公司创作能力和品牌力	21
图表 40: 公司主要业务形成完善的上下游布局	22
图表 41: 宋城异地重资产项目卡位优质旅游城市的核心点位	22
图表 42: 《WA! 恐龙》演出剧照	23
图表 43: 5D 实景剧《大地震》剧照	23
图表 44: 公司研发持续投入, 打造沉浸式体验	23
图表 45: 公司旗下各景区节庆活动丰富、助力引流	24
图表 46: 杭州宋城整改后配套持续完善, 剧院体系丰富	25
图表 47: 2020-2021 年公司及各景区恢复情况来看, 存量项目升级转型效果显著	26
图表 48: 上海项目选址优越	27
图表 49: 上海宋城主要项目及分布	27
图表 50: 西安游客数量增速较快, 显著领先全国水平	28
图表 51: 西安千古情布局	28
图表 52: 西安竞争项目较多, 宋城千古情具备优势	29
图表 53: 桂林项目布局	29
图表 54: 对比丽江项目爬坡曲线, 预计桂林项目收入(亿元)呈现相似趋势	29
图表 55: 张家界 1 号剧院座位数约为 3000 个	30
图表 56: 疫情前张家界接待游客数量持续增长	30
图表 57: 国内旅游总收入与旅游人数疫情前稳步提升	31
图表 58: 疫情期间各个节假日接待游客人次及旅游收入相对于 2019 年恢复程度主要受到疫情扰动	31
图表 59: 2021 周边游出行人均花费分布来看, 人均消费提升	31
图表 60: 美国疫情后恢复来看, 短距离出行恢复显著较快	31
图表 61: 2021 周边游热门城市 TOP20	31

图表 62: 疫情控制较好阶段, 部分景区已有较好恢复.....	32
图表 63: 2021 “五一” 来看, 公司恢复领先	32
图表 64: 宋城演艺各业务 2022-2024 年盈利预测 (百万元)	33
图表 65: 历史来看, 公司 PE 水平基本维持在 35X	34

1. 宋城演艺：全国化布局的国内演艺龙头

1.1. 多年打磨铸就全国演艺龙头

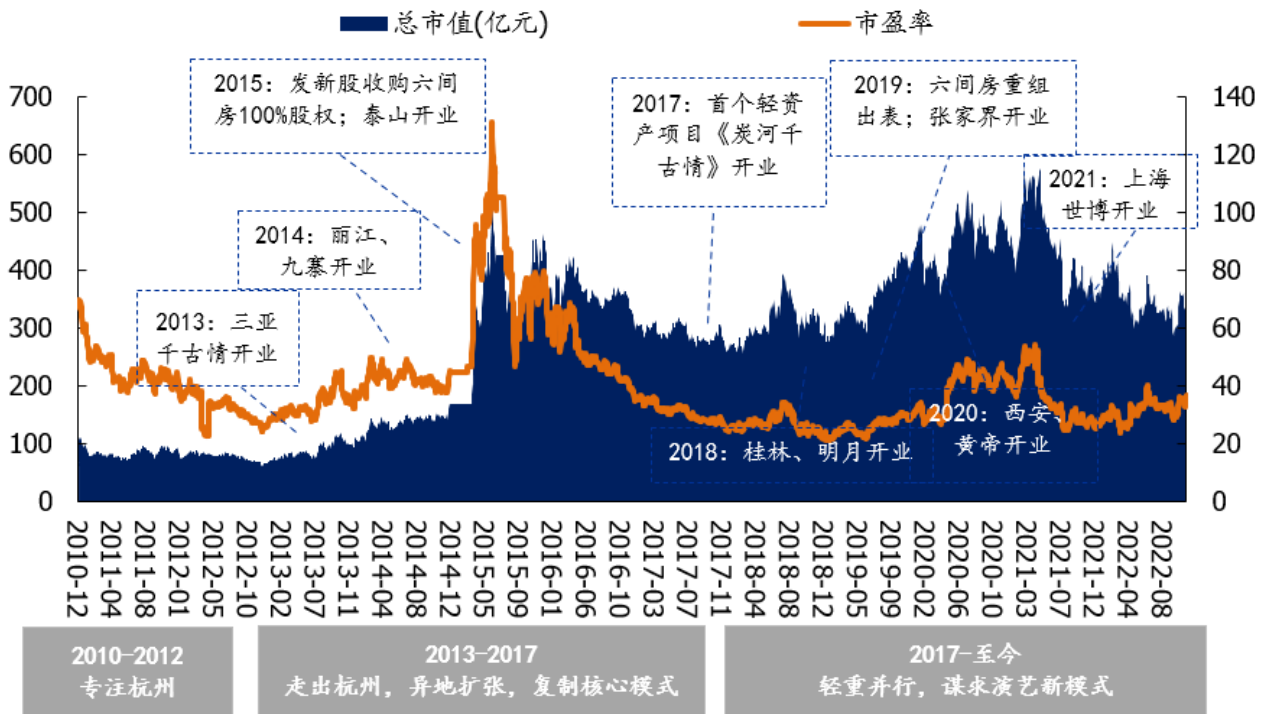
宋城演艺发展股份有限公司（简称“宋城演艺”）成立于1994年，2010年在深交所上市。公司主要从事旅游演艺业务，成功打造“千古情”品牌，在国内演艺市场处于领先地位，被誉为“中国演艺第一股”。回顾历史，公司发展经历了三个阶段：

第一阶段（1996-2012年）：专注杭州宋城景区，多年打磨积累经验。此阶段公司的主要项目为杭州宋城景区与杭州乐园景区，通过在杭州的持续深耕，夯实了“主题公园+文化演艺”的核心竞争力，同时全力拓展旅游客源市场，加大营销网络建设力度，为公司下一步实现异地项目的经营铺设打下坚实基础。

第二阶段（2013-2017年）：走出杭州，“主题公园+文化演艺”核心商业模式的异地复制能力得到成功验证。2013年9月25日，异地复制首个项目——三亚千古情景区开园；2014年丽江、九寨宋城景区相继落地。落地后各项目基本能够实现首年盈利。本轮公司选择一线旅游景区、采用重资产模式扩张，充分验证异地复制能力。

第三阶段（2017年-至今）：轻重并行，谋求演艺新模式。公司持续推进重资产项目的异地扩张，桂林、张家界、西安及上海景区正式营业；以《炭河千古情》为代表的轻资产项目开始输出。此阶段，公司积极探索多元化发展：进军上海，完成从旅游演艺到城市演艺的突破。

图表1：公司多年打磨铸就演艺龙头，项目异地扩张卓有成效



资料来源：wind，公司公告，国盛证券研究所

1.2. 股权结构稳定，创始人黄巧灵把关剧目编创质量

黄巧灵及其一致行动人合计持股 40.95%。截至 2022 年底，杭州宋城集团持股 27.7%，为公司第一大股东，黄巧灵、黄巧龙、刘萍分别持有杭州宋城集团 85.8%/10.0%/3.4% 股权。黄巧灵、黄巧龙、刘萍为一致行动人，持股比例为 40.95%。杭州宋城集团控股有限公司及黄巧灵为公司控股股东及实际控制人。2022 年 12 月 5 日，金研宋韵与宋城集团、黄巧灵先生、刘萍女士签署股权转让协议，合计受让宋城集团、黄巧灵、刘萍持有的流通股 1.31 亿股，占上市公司股本总额的 5.01%。协议转让完成后，黄巧灵人及其一致行动人持股数量将由 12.01 亿股减少至 10.71 亿股，持股比例降至 40.95%。

图表 2: 公司股权结构稳定



资料来源: wind, 国盛证券研究所

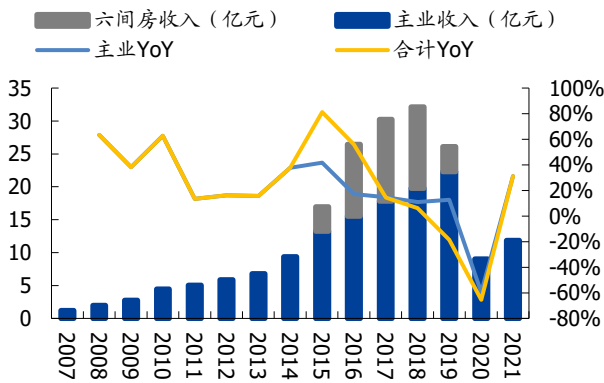
公司创始人黄巧灵卸任董事长，专注于核心剧目编创。黄巧灵先生担任“千古情”系列作品的总导演、总策划与艺术总监，为相关剧目的灵魂人物。2021 年 8 月 27 日，黄巧灵先生辞去董事长职务，担任的其他职务不变，由原总裁张娴女士继任董事长。未来，黄巧灵先生将持续深耕核心品牌“千古情”的创作与更新，并进一步增强对整体编创质量的把控。

1.3. 营收规模稳步增长，花房减值聚焦演艺主业

疫情前营收规模稳步提升，盈利能力较强。1) 疫情前收入稳健增长，疫情期间扰动。疫情前，2010-2019 年，剔除花房并表及出表影响，公司营业收入保持稳健增长，2019 年公司剔除花房实现营业收入 22.29 亿元，2010-2019 年 CAGR 为 19.61%；疫情对于公司正常经营扰动，2020/2021/2022Q1-3，公司分别实现营业收入 9.03/11.85/3.88 亿元，分别同比-65.44%/+31.27%/-61.78%。2) “主题公园+文化演艺”模式下，盈利能力强。毛利率多年来维持在约 70%，经营模式克服了单一景区/演艺的缺点（将在后文详细说

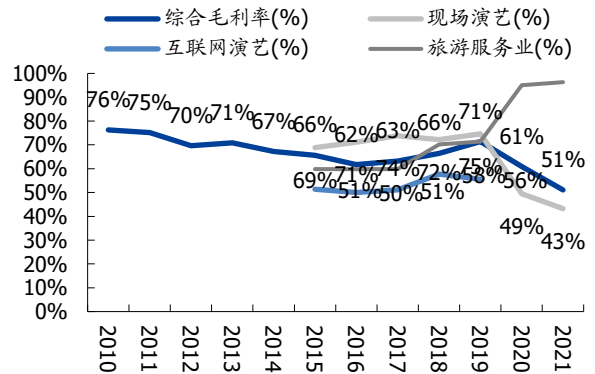
明), 现场演艺业务的毛利率中枢达到 65%以上, 盈利能力强。3) 公司归母净利润率能够达到 40%以上, 疫情前利润稳健增长。疫情前公司销售费用率及管理费用率中枢都维持在 5%-10%, 高毛利率、费用率稳健下整体盈利能力强。净利润率能够达到 40%以上。疫情前公司归母净利润稳健增长, 2019 年公司实现归母净利润 13.40 亿元/同比+4.09%, 剔除六间房影响, 公司 2010-2019 年利润复合增速达到 25.47%。2020 年疫情冲击下营业成本中折旧摊销等费用相对刚性, 若剔除花房减值影响, 公司实现归母净利润 1.11 亿元, 受到较大扰动。2021 年疫情扰动环比有所收敛叠加公司积极应对、降本增效, 全年实现归母净利润 3.15 亿元, 环比显著改善。

图表 3: 疫情前公司收入规模稳步增长



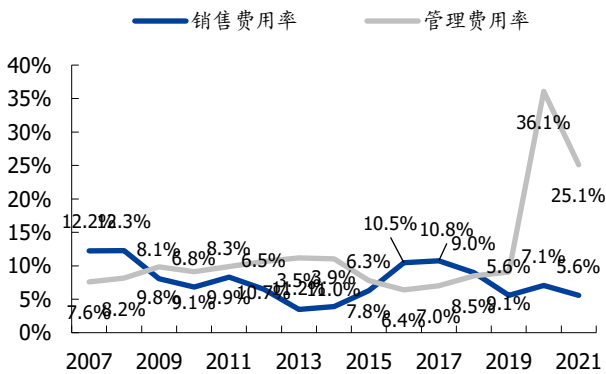
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公司毛利率水平较高



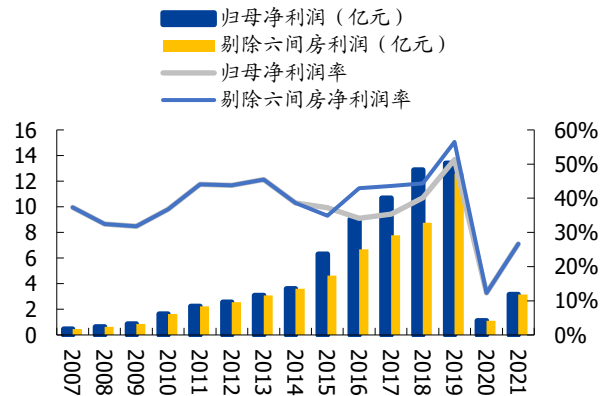
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 疫情前公司整体费用率维持稳健



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 疫情前公司净利润稳健增长, 归母净利润率能够达到 40%以上



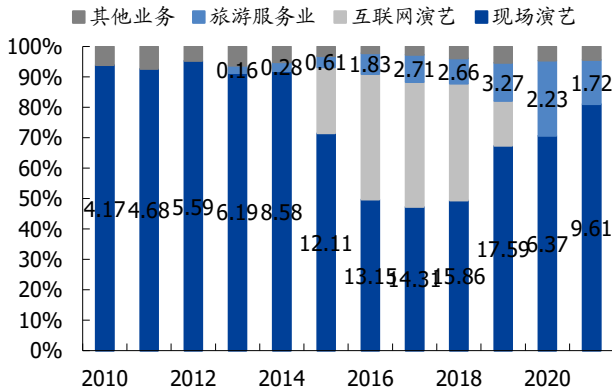
资料来源: wind, 国盛证券研究所

花房减值, 轻装上阵。公司于 2015 年以 26.02 亿元收购直播平台六间房, 探索打造线下演艺与线上娱乐相结合的“大演艺生态圈”的尝试; 2019 年六间房与花椒重组, 公司持股比例降至 39.53%, 互联网演艺业务完成出表 (2015-2019 年间的互联网演艺业务主要来源于六间房)。2021 年, 考虑到直播行业竞争激烈致流量获取成本提升, 六间房业绩表现不及预期, 公司公告对花房科技计提长期股权投资损失和减值准备合计 18.61 亿元。此次计提是出于对花房科技未来收入与自由现金流的谨慎性预期, 所带来的短期风险已一次性释放完毕, 减值后公司的战略重心将更聚焦于文化演艺主业。

当前聚焦演艺主业, 轻重并举。2019 年六间房出表完成后, 互联网演艺退出主营业务, 公司聚焦主业现场演艺业务。公司现主要业务为文化艺术业 (现场演艺) 与旅游服务业,

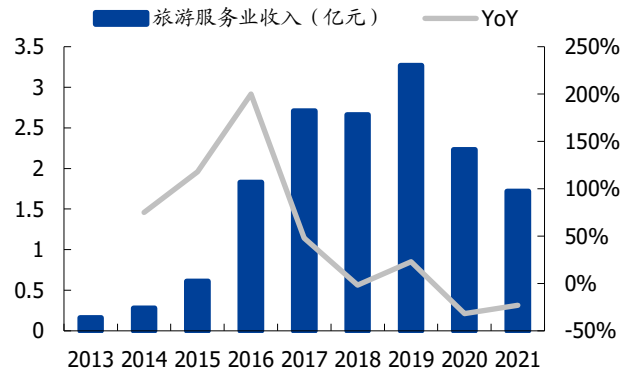
2021年两项业务的营收贡献分别为9.61/1.72亿元，占营业收入的比重分别为81.10%/14.51%。其中，1)现场演艺为公司核心业务，公司立足于杭州宋城景区，以“千古情”为主要品牌，在多地打造了主题公园集群和千古情系列演出服务，以门票和演出收入为主要营收来源；2)旅游服务业主要包括设计策划与网络票务销售，公司为合作方提供品牌授权、规划设计等旅游演艺解决方案，收入来源为服务费与管理费，网络票务销售即线上直销或分销公司景区门票及千古情演出票，亦有与其他景点的联动销售。公司专注于现场演艺业务，轻资产输出收入稳步增长。

图表7: 聚焦现场演艺，旅游服务业收入比重提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表8: 旅游服务收入体量稳步提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司主营业务以现场演艺为主，旅游服务逐步发展

业务	经营范围	收入来源
现场演艺	独创“主题公园+文化演艺”的经营模式，依托“宋城”和“千古情”两大品牌，为客户提供主题公园集群游玩和千古情演出及多种剧目的观赏服务。已经开业的项目包括《宋城千古情》、《三亚千古情》、《丽江千古情》、《九寨千古情》、《桂林千古情》、《张家界千古情》、《西安千古情》及上海世博大舞台。	主要为门票收入
旅游服务	1)轻资产输出业务基于公司多年经营形成的业务能力和品牌积淀，向合作方提供品牌授权、规划设计、导演编创、托管运营等服务，并通过收取一揽子服务费用及受托经营管理费的方式实现业务收入；2)网络票务销售主要是对公司运营项目的门票、演出票进行线上直销和分销，以及在此基础上叠加第三方景点的票务形成联票和套票销售。	主要为服务费、管理费、门票分成及销售收入

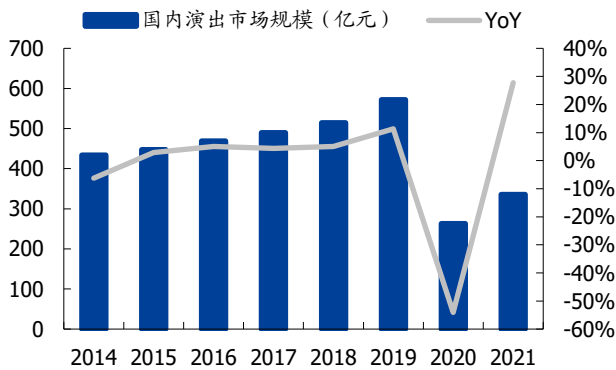
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 演艺行业疫情前稳健，旅游演艺及城市演艺竞争要素有所差异

2.1. 演艺行业疫情前稳健，旅游演艺及城市演艺受众及竞争要素有所差异

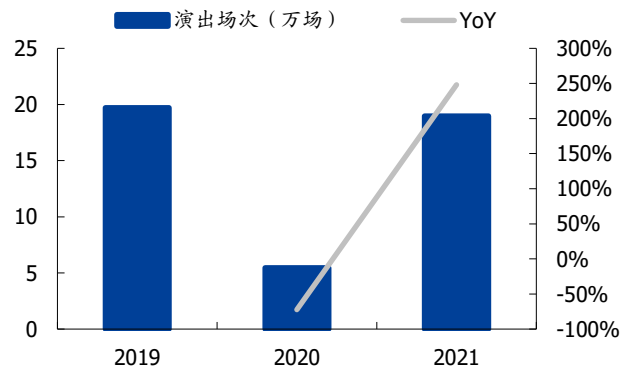
疫情前演艺行业稳健增长，疫情对于行业打击显著。演艺产业是以演艺产品的创作生产、表演销售及其他配套服务机构共同构成的产业体系。根据中国演出行业协会，疫情前我国演出市场规模稳步增长，2019年市场规模达到572.24亿元/同比+11.31%；国内演出场次为19.71万场。2020年上半年由于疫情影响，大众出行几乎全面受限，人流密度高的室内演出接近全部关停，行业承压显著；同年下半年起，文旅部逐步放开上座率限制，目前各剧院可以100%销售，相关限制已经取消。2020年下半年起行业开始有所恢复；2020/2021年国内演出行业市场规模分别为268.88/335.85亿元，分别同比-54.06%/+27.76%。演出场次分别为5.45/18.97万场。2021年演出场次恢复领先演出市场规模恢复，单场次演出收入显著降低，供给恢复下短期需求仍受到一定抑制。

图表 10: 疫情前国内演出行业稳健增长，2019 年增长提速



资料来源：中国演出行业协会，国盛证券研究所

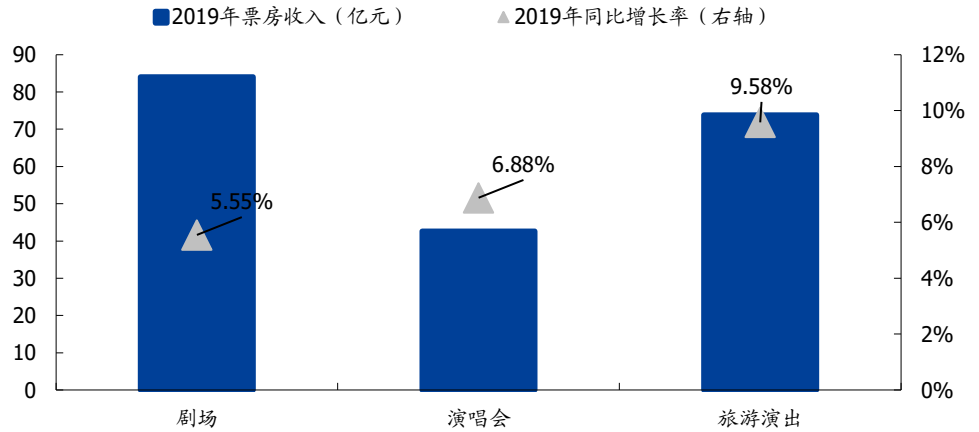
图表 11: 演出场次 2020 年受到明显扰动，2021 年有所恢复



资料来源：中国演出行业协会，国盛证券研究所

演艺市场按照受众主要分为旅游演艺与城市演艺，旅游演艺依靠目的地客源倒流、城市演艺优质内容为核心能力。按受众来分，现场演艺主要由旅游演艺与城市演艺构成：1) 旅游演艺是文化和旅游融合发展的产物，依靠旅游目的地客源导流，受众多为外地游客，大多在旅游目的地进行长期的驻场演出，地方文化特色鲜明，2019年实现票房约70亿元；2) 城市演艺依靠优质内容导流，受众多为本地及周边居民，注重个性化与互动性，2019年实现票房收入约120亿元。

图表 12: 2019 年中国演出行业票房收入中, 剧场、演唱会等城市演艺约 120 亿元, 旅游演艺约 70 亿元



资料来源: 中国演出行业协会, 灯塔研究院, 国盛证券研究所

图表 13: 现场演艺行业主要分为旅游演艺及城市演艺, 其内容及观众构成有较大区分

类别	特征	内容	观众构成
旅游演艺	旅游目的地生态中的一环, 节目大多是固定的, 旅游城市与景区起到天然导流作用。	主题公园演艺 实景演艺 剧场旅游演艺	外地游客为主
城市演艺	对节目内容的质量和创新性要求更高, 有“驻演+巡演”两种模式, 演唱会等取决于明星 IP 的影响力。	音乐类 (音乐会、演唱会、音乐节) 戏剧类 (话剧、音乐剧、戏曲、儿童剧) 曲艺杂技	本地及周边游客为主

资料来源: 中国演出协会, 公开信息整理, 国盛证券研究所

从区域分布来看, 当前国内演出市场发展不均衡。根据中国演出行业协会, 演出市场演出场次、票房收入主要集中于北京、上海、江苏等相对发展省份。排名前 10 位的地区占全国市场份额比重超过 65%, 从区域布局来看, 国内演出市场地域分布发展并不均衡。

图表 14: 国内来看, 演出市场演出场次、票房收入主要集中于北京、上海、江苏等相对发达省份

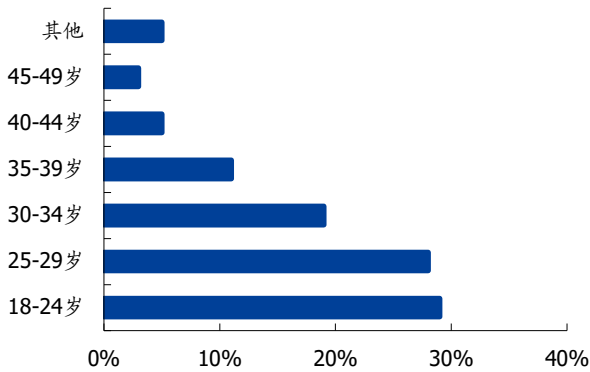
	演出场次前十省份	票房收入前十省份
1	上海	江苏
2	北京	上海
3	江苏	广东
4	四川	浙江
5	重庆	北京
6	浙江	四川
7	天津	重庆
8	广东	山东
9	陕西	天津
10	河南	陕西

资料来源: 中国演出行业协会, 中国国盛证券研究所

Z 世代成为演艺行业消费主力军, 演出行业向个性化、年轻化方向发展。其消费观更追

求个性化，展现出兴趣优先、注重体验、理性消费等多元特征，个性化与体验化成为吸引 Z 世代要素。典型案例为沉浸式演出《不眠之夜》。《不眠之夜》（《sleep no more》）是以莎士比亚的《麦克白》为背景创作的沉浸式戏剧，自 2016 年亚洲首演来几乎场场爆满，以高达 700 元的平均票价赢得了极高的用户粘性。位于上海麦金侬酒店的《不眠之夜》有多达 90 个房间、近 30 位演员，每一位演员都有一条独立的案件线索，观众的行为与选择完全自由，个人的体验因互动的不同而大相径庭，给予了观众充沛的主动体验权，这极大驱动了观众的好奇心，大大提高了用户复购率。

图表 15: 当前 18-24 岁消费者成为演艺行业消费主力



资料来源: 中国演出行业协会, 国盛证券研究所

图表 16: 《不眠之夜》官方剧照

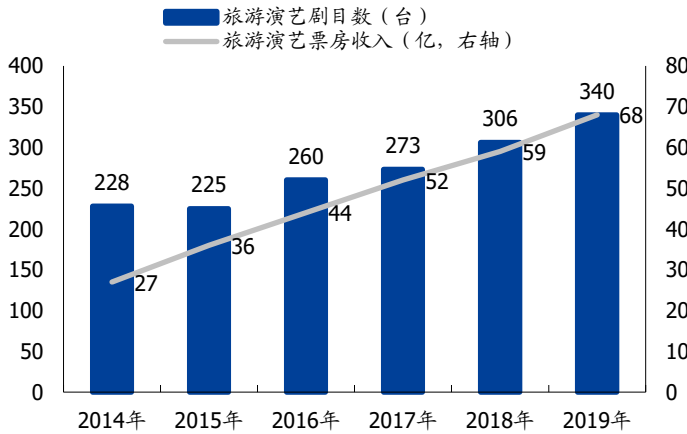


资料来源: 周末画报, 国盛证券研究所

2.1.1. 旅游演艺: 旅游需求+转化率提升消费驱动需求增长, 行业高度集中、千古情系列独占鳌头

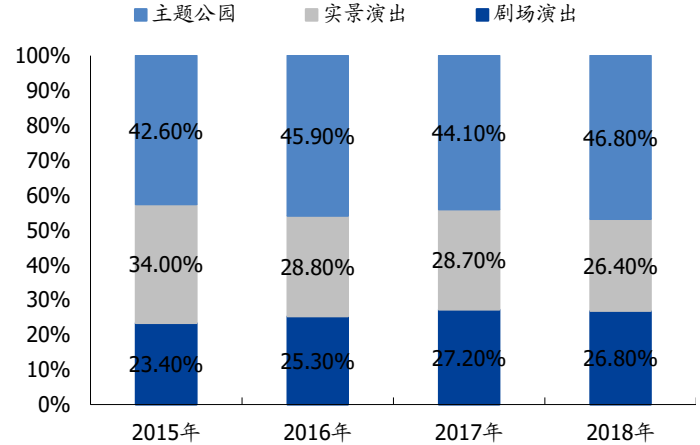
疫情前旅游演艺市场规模逐步扩张, 主题公园演艺市场规模占比持续提升。1) 根据道略演艺, 2015-2019 年我国旅游演艺市场保持持续增长。2019 年分别实现票房收入 68.02 亿元, 2015-2019 年 CAGR 分别为 16.9%, 2019 年旅游演艺观众人次近 1 亿。2) 旅游演艺按照形式主要分为主题公园演艺、实景演艺及剧场旅游演艺, 主题公园演艺市场规模占比持续提升。旅游演艺行业发展早期主要为剧院类旅游演艺, 其投资成本相对较小、演出数量多, 在旅游人们城市的传统剧场或茶馆等地上演, 但其演出形式单一、同质化严重。实景类演艺依托于当地旅游资源、具备较好的游客体验度, 但其需在景区内实景演出、对于选址要求高且维护成本高, 后期异地复制难度大。主题公园类旅游演艺节目均在主题公园内演出, 主题公园及演出相互融合、对游客吸引力强, 且不依托于自然景观, 便于成熟项目后续复制扩张能力。根据道略演艺, 我国旅游演艺中主题公园演出市场规模占比持续提升, 由 2015 年 42.60% 提升至 2019 年 46.80%。

图表 17: 2015-2019 年中国旅游演艺市场稳步增长



资料来源: 道略演艺, 国盛证券研究所

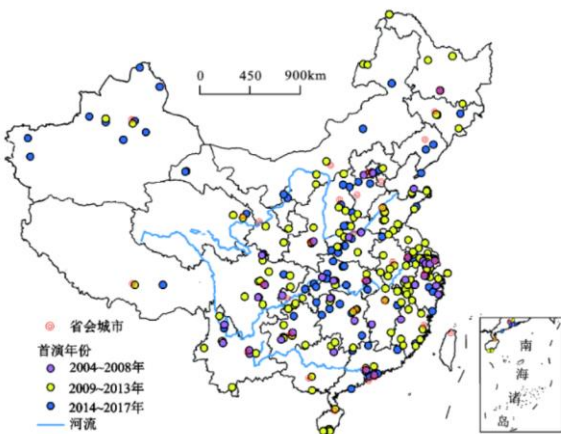
图表 18: 旅游演艺以主题演艺公园为主, 实景演出市场规模萎缩



资料来源: 道略演艺, 国盛证券研究所

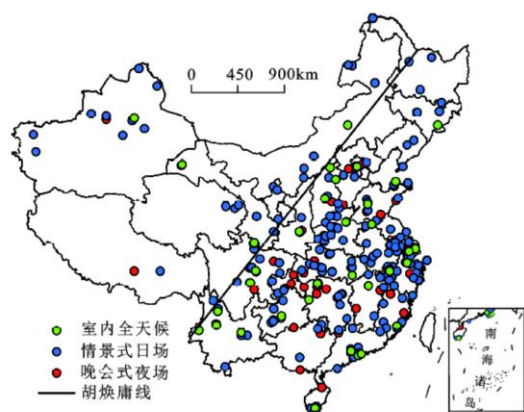
旅游演艺依托于景区, 选址为旅游演艺核心竞争要素、产品及营销亦必不可少。旅游演艺主要针对外地游客人群, 其观看人数=客流量*转化率, 以客流量为核心变量, 靠近成熟旅游资源能够为旅游演艺项目带来稳定的客流量, 由此选址为旅游演艺核心竞争要素。根据《中国实景演艺旅游资源时空格局研究》, 旅游演艺的分布形成以东部沿海地区为支点, 沿长江向中西部扩散的特征。微观上, 中国旅游演艺的空间扩散呈现出由省会、重点旅游城市向三四线城市扩散的特征。逐步从旅游发展较早且规模较大的成熟旅游城市向后续发展起来的新兴旅游地推进。依托区域经济和旅游资源优势、借势市场基础和成熟景区带来的稳定游客量, 是大多数旅游演艺项目生存发展的基础条件, 其具有对旅游经济和市场的强依附性特征。选址之外, 产品质量把控、营销能力提升有助于提升转化率。综合来看, 旅游演艺依托于成熟景区, 以选址为核心竞争要素, 在此基础上, 产品质量把控及营销能力提升有助于提升转化率。

图表 19: 旅游演艺项目开发过程来看, 围绕成熟旅游资源分布



资料来源: 《中国实景演艺旅游资源时空格局研究》, 国盛证券研究所

图表 20: 华北、华东、西南为重要的旅游演艺分布区域

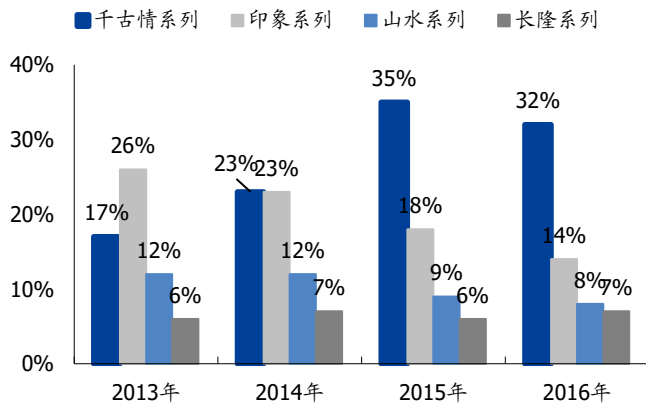


资料来源: 《中国实景演艺旅游资源时空格局研究》, 国盛证券研究所

竞争格局来看, 行业格局集中, 千古情系列独占鳌头。根据道略演艺, 国内旅游演艺龙头主要为宋城系、印象系、山水系及长隆系。其前期投入、运营模式及演出形式皆有所差异。其中宋城系多以室内演艺为主, 采取“主题公园+文化演艺”一体化模式, 全产业链运作。而印象、山水等则以室外演出系列为主, 印象、山水系主要轻资产运营、以项目输出为主要运营模式, 如印象系列主要收取创作费用和后期门票收入分成, 投资运营相对以当地政府或企业为主, 以大型实景演出为主要特色。根据道略演艺, 我国旅游演

艺市场格局相对集中，2016年行业CR3达到54%，其中宋城系市占率显著领先。

图表 21: 行业格局集中，千古情系列独占鳌头



资料来源: 道略演艺, 国盛证券研究所

图表 22: 旅游演艺龙头运营模式，演出形式有所差异

演出类型	导演	代表作品	演出地点	前期投资和后期运营情况
宋城系 主题乐园+文化演艺	黄巧灵	宋城千古情	室内	基本 10 亿元以下
印象系 室外实景演出	张艺谋等	印象刘三姐	室外	单个项目投资额不等, 主要由创作团队创作后收取创作分成以及后续门票分成
山水系 室外实景演出	梅帅元	天门狐仙, 新刘海砍樵	室外	主要负责创作, 后期与当地企业共同负责经营
长隆系 主题乐园+现场演艺		长隆国际大马戏	室内	大型主题乐园+现场演出, 投入 200 亿元以上

资料来源: 公司公告, 公开新闻资料等, 国盛证券研究所

2.1.2. 城市演艺：百花齐放，核心为优质内容输出

城市演艺以音乐戏剧为主体，客单价高。城市演艺多在高客流的城市驻点或在不同城市巡演，目标客户侧重于当地居民，运用较多现代科技，主要包括音乐类（音乐会、演唱会、音乐节）、戏剧类（话剧、音乐剧、戏曲、儿童剧）及曲艺杂技（相声表演、杂技演出）。其中，音乐与戏剧类为演出场次主体，2018年，音乐与戏剧类演出合计占城市演艺总演出场次的80%以上，贡献票房收入70%以上。相比旅游演艺，城市演艺的客单价更高，各品类均在百元之上，话剧类演出客单价最高，平均票价可达350元以上。

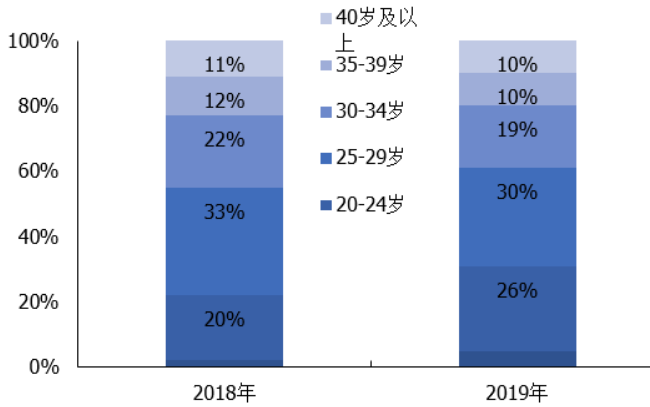
图表 23: 城市演艺以音乐会等为主要形式

类别	场次 (万)	同比	平均票价 (元)	同比	上座率	同比	观众人数 (万)	同比	票房收入 (亿)	同比
舞蹈	0.64	3.20%	180	20.00%	52%	4.0pct	314	2.00%	9.3	1.30%
音乐会	2.42	8.50%	200	11.10%	84%	5.0pct	772.8	8.30%	14.3	7.50%
话剧	1.75	9.40%	360	2.90%	85%	-	503.62	7.00%	26.2	3.10%
戏曲	1.57	-3%	310	-5%	75%	-3pct	353.25	-6%	8.1	-11%
儿童剧	2.46	15.00%	220	10.00%	60%	-3pct	339.48	2.40%	10.8	7.40%
曲艺杂技	1.05	14.10%	230	15.00%	69%	46.8pct	166.64	10.10%	10.9	13.10%

资料来源: 中国演出协会, 国盛证券研究所

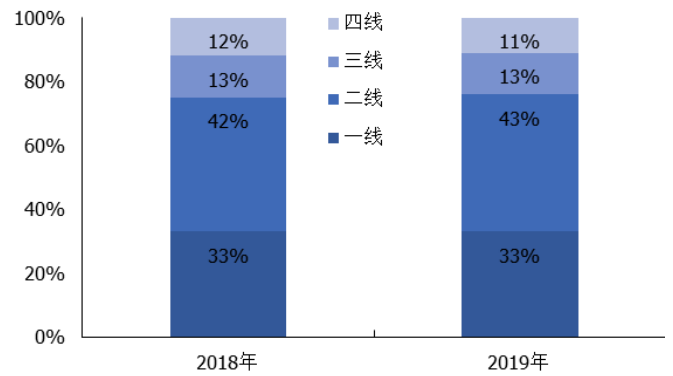
年轻群体消费意愿更高，下沉市场渗透率有望提升。1) 根据灯塔研究院，城市演艺市场消费结构年轻化趋势明显，2019年的购票用户中90后占比达56%，呈现“低频次、高单价、稳输出”的特征，95后购票能力持续提升，2018/2019年占比分别为22%/31%。在演出形式中，年轻用户群体最偏爱演唱会，在演唱会用户群体分布中，90后人群占比为72%。2) 当前城市演艺消费群体主要分布于高线城市。同年的城市购票用户分布中，一/二/三/四线城市的占比分别为33%/43%/13%/11%。结合城市演艺的高客单价及个性化体验等特质，当前仍主要集中于高线城市，下沉市场渗透率有望提升。

图表 24: 2018-2019 年演出购票用户中年轻人占比高



资料来源: 灯塔研究院, 中国演出行业协会, 国盛证券研究所

图表 25: 2018-2019 演出购票城市来看, 主要集中在高线城市



资料来源: 灯塔研究院, 中国演出行业协会, 国盛证券研究所

城市演艺以优质内容为核心竞争力, 技术为辅。相较于旅游演艺, 城市演艺更多聚焦于本地及周边居民, 对内容质量及创新的要求也就更高。全球演艺标杆纽约百老汇秉持“内容为王”原则, 经典剧目吸金能力极强, 经典剧目如《狮子王》上映逾二十年热度不减, 截止 2023 年 1 月贡献票房收入高达 18.10 亿美元。2) 国内城市演艺的龙头是开心麻花, 其以优质内容为核心推出了一系列舞台剧, 奠定了独特的喜剧风格, 剧场演出业务收入保持稳定增长; 同名电影《夏洛特烦恼》等广受好评, 带来了极高的品牌知名度。近年来, 随着 VR 等前沿科技的发展, 技术在演艺中的地位也越发重要。根据道略演艺, 2018 年我国沉浸式演出总票房约 4 亿元, 总台数同比增长 76.9%, 迎来爆发式增长。先进技术通过多感官体验、沉浸式角色扮演等使观众身临其境, 进一步增添了剧目内容的丰厚程度, 切合互联网时代观众对强互动、新体验的需求。

图表 26: 百老汇经典剧目经久不衰

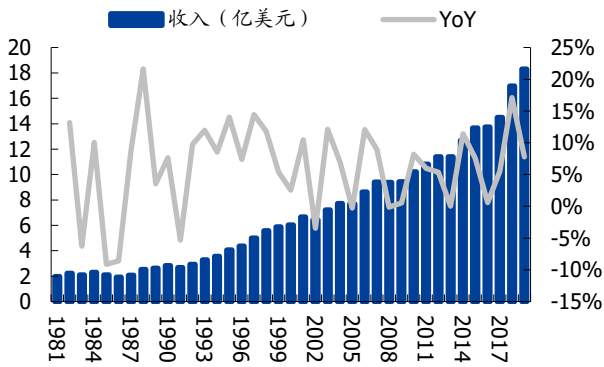
剧目	观众人数 (百万)	历史票房收入 (亿美元)
狮子王	16.62	18.10
魔法坏女巫	13.15	14.90
歌剧魅影	20.00	13.30
芝加哥	9.95	7.23
汉密尔顿	3.31	8.05

资料来源: 百老汇官网, 国盛证券研究所

2.2. 百老汇, 国外演艺龙头成功之路

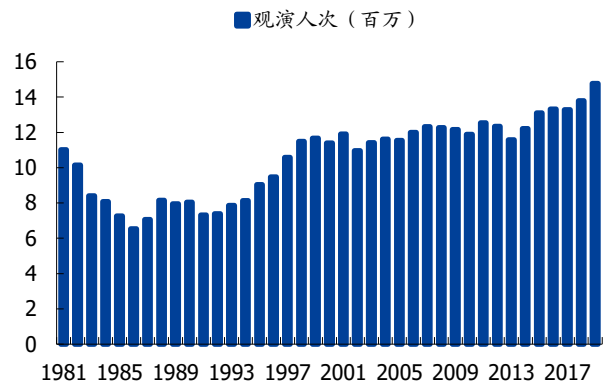
多剧院集群, 收入持续稳健增长。纽约百老汇的 41 家剧院 (经百老汇联盟认可) 也基本聚集在时代广场附近 12 个街区以内, 曼哈顿时代广场的周边消费配套设施十分齐全。从地理上看, 是指纽约市中心长达 25 公里的一条长街, 南北纵贯曼哈顿岛, 从文化上看, 百老汇大街中段的“时报广场”周边聚集了几十家剧院, 是美国商业性戏剧娱乐中心, 也是美国音乐剧的代名词, 美国百老汇地区核心区域剧院数高达 41 个, 连上外百老汇则数量则有 80 个。根据百老汇官方网站, 百老汇收入延续持续增长, 2019 年收入达到 18.29 亿美元、观演人次达到 1477 万人。总结百老汇成功经验, 其选址、运作模式、优质产品助力成功。

图表 27: 百老汇收入多年持续增长, 2019 年收入达到 18.29 亿美元



资料来源: 百老汇官网, 国盛证券研究所

图表 28: 百老汇观演人次逐步提升, 2019 年达到 1477 万人



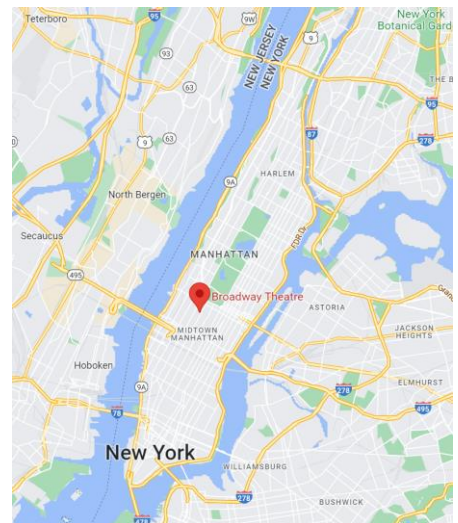
资料来源: 百老汇官网, 国盛证券研究所

图表 29: 美国百老汇剧院达到 41 个, 包括外百老汇数据达到 80 个



资料来源: popspots, 国盛证券研究所

图表 30: 百老汇地理位置优越



资料来源: 谷歌地图, 国盛证券研究所

多方参与下市场化、专业化、集约化的运作模式。百老汇艺术演出产业已经发展成熟, 形成了以制作人、经纪人、主创人员、表导演人员、舞美操作人员、舞台特效人员以及从事商业策划宣传、票务营销、衍生品设计制作销售人员等组成的规模庞大、组织严密、操作规范的从业者队伍, 并且在市场化条件下自发聚集, 这样既保证了演出质量, 又通过高度商业化的运作模式获取最大的利润。

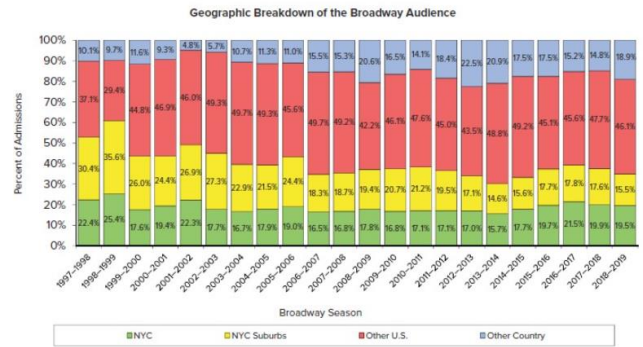
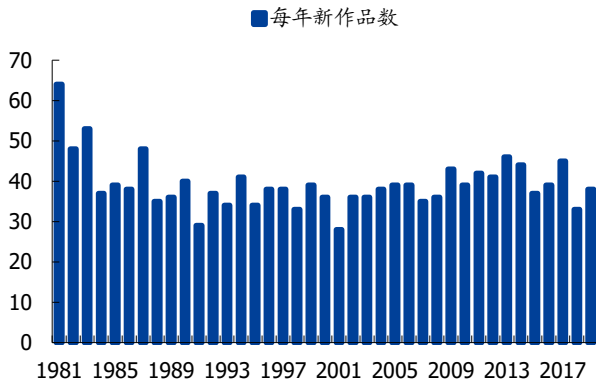
产品: 孵化产品体系成熟。百老汇则拥有一套清晰的剧院分层和表演“孵化链”体系。以地理位置、剧院规模和受大众欢迎的程度为标准, 可将百老汇剧院分为百老汇 (Broadway)、外百老汇 (Off-Broadway) 和外外百老汇 (Off-Off-Broadway) 三种。百老汇剧院区位于百老汇大道 44 街至 53 街, 剧院规模为超过 500 个座位的大型专业剧院, 通常上演广受大众欢迎的商业化经典剧目; 外百老汇位于剧院区之外的 41 街和 56 街, 通常为座位数约在 100-499 之间的中小规模剧场, 部分外百老汇剧院属非营利性质的, 演出剧目更多样化, 但演出热门程度和票价都较百老汇剧院区为低。更小或更外围的剧院属于外外百老汇, 通常为座位数在 99 座以下的小型剧院, 上演内容新颖、形式独特的实验戏剧, 制作成本低、票价最便宜。目前, 剧目培育体系已经颇为成熟, 即百老汇的新剧往往先在外外百老汇进行“孵化”和试演出, 并将票房好的剧目转移到外百老

汇扩大宣传，最终将孵化成功的热门剧目移至剧院区进行商业性演出。

高粘性客户众多。根据百老汇观众报告，一年购票次数达到 15 次及以上的这部分人群被百老汇剧院联盟定义为最忠诚观众，这部分人只占观众总人数的 5%，但其购票的场次量占百老汇全年观演场次总量的 28%。高粘性客户占比高，客户质量高。同时 2018-2019 年度百老汇观众中，35%来自纽约大都市区，46%来自美国其他地区，19%为海外游客。

图表 31: 百老汇每年创作作品数量维持在 30 台以上

图表 32: 百老汇观众中本地游客占比有所下降



资料来源: 百老汇官网, 国盛证券研究所

资料来源: 百老汇官网, 国盛证券研究所

3. 多元化经营实现差异化定位，龙头地位稳固、蓄力长期

3.1. “主题公园+文化演艺”模式独特，前期投资低、盈利能力强

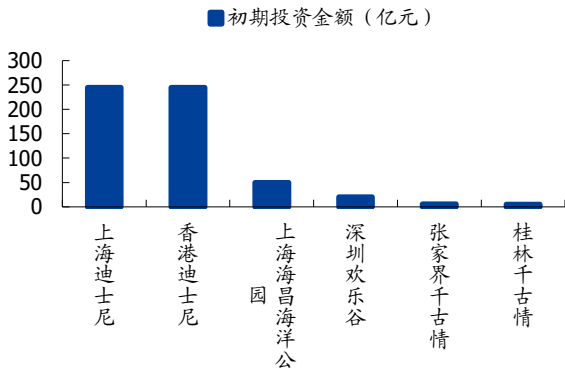
公司深耕行业，较早确立“主题乐园+文化演艺”模式。公司深耕行业，1996年5月18日，宋城景区开园。1997年3月29日，《宋城千古情》公演。2006年起，千古情联合宋城景区统一对外售票。“主题乐园+文化演艺”模式进一步确立。后续扩张过程中，公司自营的重资产项目均采用“主题乐园+文化演艺”的多元化经营模式，二者相辅相成。

1) 对比印象系列等演艺项目，“主题乐园+文化演艺”模式中，主题公园天然为演艺节目引流，克服了单一演出模式的高导流成本问题；同时主题乐园作为演绎项目载体，提升游客游玩时间、提升体验感，促进酒店、餐饮等二次消费提升，从而提升客单价。2) 对比其他主题公园，演艺节目带给游客多元化体验，文化输出打造景区一体式沉浸氛围，有效解决了单一主题公园体验不够丰富等问题，在打造文化品牌的同时提高客单价。减少单一主题公园对于前期投资较高的大型游乐设备的依赖，降低前期投资。同时，宋城千古情系列对编创、营销、演出人才等各方面的要求都较高，项目可复制性低。

“主题公园+演艺模式”模式优越，前期投资低、盈利能力更强。1) 对比其他主题乐园，宋城主题公园前期投资低。自建主题公园为重资产项目，需要庞大的投资额来支撑初期运营，如主题公园龙头迪士尼投资额庞大：上海迪士尼初期投资额高达约 250 亿，香港迪士尼造价达 140 亿港元。宋城的投资额随着异地扩张的深入而逐渐提高，从三亚丽江的 3-5 亿元提升至上海项目的 10 亿元，但总体来看投资额低于其他主题公园。2) 综合来看，低初期投资下，宋城盈利能力领先其他主题公园及演艺项目，项目成熟期短。宋城的盈利能力领先于其他项目，毛利率可达 65%-70%；对比来看，海昌海洋公园毛利率中枢基本维持在 45%-55%，公司项目盈利能力领先。此外，宋城的异地复制项目成熟周

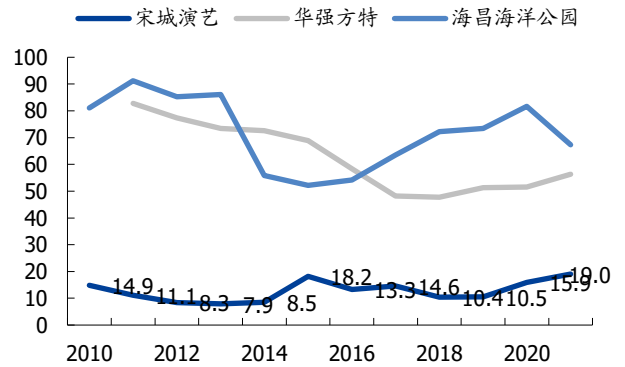
期短，如三亚、丽江等项目，开业首年即可实现盈亏平衡，2-3年进入成熟期。

图表 33: 各主题公园初期投资额对比来看，宋城乐园显著较低



资料来源: 各公开新闻, 公司公告等, 国盛证券研究所

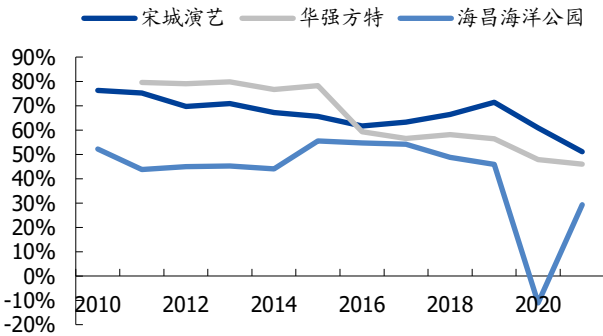
图表 34: 对比其他主题公园, 宋城盈利毛利率水平行业领先



资料来源: wind, 国盛证券研究所

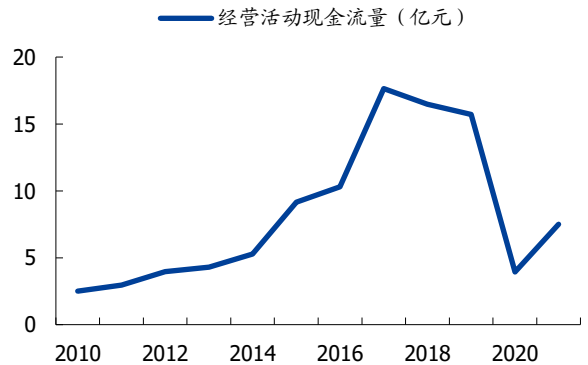
较低前期投资下负债依赖度低, 公司现金流充足。公司资产负债率低, 2010-2021 年均稳定在 20% 以下, 经营对负债的依赖程度较低。此外, 公司现金流健康、经营性现金流充足。

图表 35: 公司资产负债率(%)显著低于其他主题公园



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 36: 公司现金流充足



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3.2. 轻重经营结合, 异地项目扩张持续推进、周期稳定

公司的现场演艺业务可分为重资产与轻资产两种经营模式, 布局外延至一线城市。重资产模式下多为自建或合作项目, 公司自投土地、相关建筑并自营景区, 以早期的杭州、三亚、丽江、九寨等为典型代表; 轻资产模式下多为 IP 授权, 公司无所有权, 只负责节目编创、托管运营等服务, 《炭河千古情》为公司首个轻资产项目。相较于重资产模式, 轻资产模式投资低、风险小且回报率高。从布局来看, 公司存量项目多位于二三线的旅游城市或拥有较多常住居民的城市, 上海宋城项目的成功落地预示着公司向一线城市进军的能力。

图表 37: 公司的现场演艺业务可分为重资产与轻资产两种经营模式, 布局外延至一线城市

项目性质	项目名称	开业时间	所在地点	投资额	持股比例	备注
重资产(自建+合作)	杭州千古情	1996-05-18	浙江杭州	-	100%	
	三亚千古情	2013-09-25	海南三亚	4.9 亿	100%	
	丽江千古情	2014-03-21	云南丽江	3.34 亿	100%	
	九寨千古情	2014-05-01	四川阿坝	2.98 亿	100%	
	桂林千古情	2018-08-08	广西桂林	约 5 亿	70%	
	张家界千古情	2019-06-28	湖南张家界	6 亿	100%	
	西安千古情	2020-06-22	陕西西安	7 亿	80%	
	上海世博大舞台	2021-04-29	上海世博园	约 7-8 亿	88%	
	佛山千古情	待定	广东佛山	约 7 亿	100%	
	西塘演艺谷	待定	浙江嘉兴	首期 10 亿	100%	筹备中
珠海演艺谷	待定	广东珠海	30 亿	100%	转让控股股东	
轻资产(IP 授权)	泰山千古情	-	山东泰安	/	/	
	炭河千古情	2017-07-03	湖南宁乡	/	/	
	明月千古情	2018-12-28	江西宜春	/	/	
	黄帝千古情	2020-09-09	河南郑州	/	/	
	延安千古情	-	陕西延安	/	/	
	三峡千古情	2024-05-01 (暂定)	湖北	/	/	

资料来源: 公司公告, 公司官网, 各地官方新闻等, 国盛证券研究所

重资产项目异地复制能力强, 异地项目开业第一年即可盈利。公司拥有从设计策划端、开发端到销售营销端的全产业链闭环团队, 典型项目异地复制能力极强。根据公司公告, 不考虑疫情扰动, 正常经营情况下, 新项目开业首年可实现盈利, 1-2 年间迅速爬坡, 3-4 年可进入业绩稳定期, 并在之后通过扩张剧院等方式取得新一轮突破, 如 2013 年开业的三亚项目, 当年即实现盈利。参考三亚、丽江等早期异地扩张景区, 成熟期项目净利率超过 50%, 异地复制项目盈利能力极强, 成熟周期稳定, 基本投资回收周期在 4-5 年。

图表 38: 第一批重资产项目异地复制成功, 已步入成熟阶段, 净利率率能够达到 50%以上

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
三亚项目									
收入(亿元)	0.34	1.55	2.53	3.03	3.34	4.14	3.70	1.19	1.43
毛利率(%)	54.1%	69.2%	76.8%	74.5%	75.9%	80.7%	84.1%	75.3%	66.3%
净利润(亿元)	0.13	0.80	1.40	1.62	1.78	2.49	2.19	0.69	0.54
净利率率(%)	37.5%	51.8%	55.5%	53.4%	53.3%	60.0%	59.4%	58.1%	37.7%
丽江项目									
收入(亿元)		0.72	1.68	2.19	2.24	2.63	3.28	1.33	1.11
毛利率(%)		50.61%	62.39%	72.44%	70.06%	73.03%	81.88%	74.09%	55.75%
净利润(亿元)		0.09	0.72	1.20	1.20	1.42	2.07	0.63	0.34
净利率率(%)		12.8%	42.6%	54.6%	53.8%	54.0%	63.2%	47.4%	30.5%

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

轻资产项目助力扩张，彰显公司创作能力和品牌力。炭河千古情的运营标志着公司正式开启轻资产业务的新模式。该模式下，公司只负责向合作方提供品牌授权、规划设计、导演编创、托管运营等服务，并通过收取一揽子服务费用及受托经营管理费的方式实现业务收入：在景区开业前一般确认服务费，开业后按每年营收的比例（约20%）收取管理费。公司轻资产项目的合作方多为国有控股的旅游投资公司，具有深厚的景区开发建设经验，且多有当地政府背书。轻资产项目持续扩张彰显公司品牌力、管理能力，展望未来来看，轻资产化布局有望助力公司全国化持续布局。

图表 39: 轻资产项目助力扩张，彰显公司创作能力和品牌力

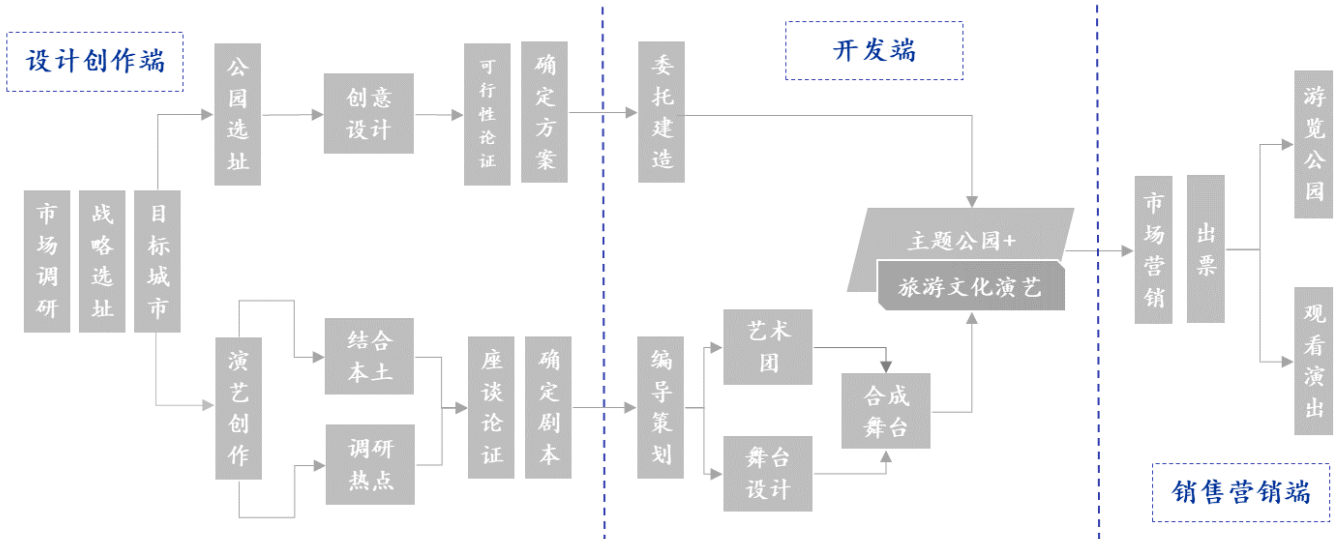
项目	开业时间	收费方式	合同期限	占地面积	合作方
炭河千古情	2017-07	服务费 2.6 亿，管理费 20%	5 年，已续签	/	宁乡市文化旅游投资有限公司黄材分公司
明月千古情	2018-12	服务费 2.6 亿，管理费另行商议	10 年	150 亩	宜春市明月山旅游投资有限公司
黄帝千古情	2020-09	服务费 2.6 亿，管理费 20%	5 年	260 亩	郑州宜居教育城龙腾建设发展有限公司
延安千古情	待定	服务费 2.6 亿，管理费 20%	5 年	150 亩	陕西太乙农业发展集团股份有限公司
三峡千古情	待定	服务费 2.6 亿，管理费 20%	10 年	136 亩	湖北省交投宜昌投资开发有限公司、宜都市人民政府

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.3. 产业链闭环、上下游协同，蓄力长期

主题公园行业的上游行业主要是各类专业人员或机构提供的服务与劳务，包括主题概念创意、园区布局规划、氛围设计和主题节目策划等服务；不同类型主题公园的下游行业差异较大，以杭州宋城为例，主要游客为旅行社组织的团队游客，因此下游行业为旅行社业，旅行社组织水平的高低直接影响到景区的客流量。目前，我国的主题公园的上游行业尚未形成规模化产业，相关创意、设计和策划等工作大多由主题公园自行承担，公司的自主创新能力是项目能否成功的核心环节。旅游演艺行业的产业链主要可分为三部分，1) 设计创作端：选址、剧本创作、演绎制作等；2) 开发端：节目与活动策划等；3) 销售营销端：通过线上线下的票务运营接触消费者。公司深耕主题公园与旅游演艺二十余年，精心打造了一支全产业链闭环的工作团队。

图表 40: 公司主要业务形成完善的上下游布局



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

3.3.1. 卡位核心点位, 产品矩阵丰富, 剧目创新融合

卡位优质核心点位。公司选择的项目均位于旅游业发达的城市, 如杭州、三亚、丽江、九寨沟、桂林、张家界等均为热门旅游城市, 自带引流效应, 各类资源充足。在选择项目具体位置时, 公司重点关注项目的周边交通、基础设施、距离市中心远近等因素, 如杭州宋城距离西湖仅 10km, 张家界宋城距离武陵源风景区仅 4km。如前所述, 选址为旅游演艺的核心因素, 公司卡位核心旅游城市的核心点位, 助力项目引流。

图表 41: 宋城异地重资产项目卡位优质旅游城市的核心点位

项目	当地核心景点	所在地 2019 年游客数 (亿人)
杭州项目	西湖景区: 10-15km	杭州市: 2.03
三亚项目	市中心/亚龙湾: 6/16km	三亚市: 0.24
丽江项目	丽江古城: 7-8km	丽江市: 0.54
九寨沟项目	九寨沟风景区: 5-6km	九寨沟: 186 万 (受地震影响)
桂林项目	十里画廊: 4km	桂林: 1.38
张家界项目	武陵源风景区: 3-5km	张家界: 0.80
西安项目	位于西安世博园内	西安市: 3.01
上海项目	位于世博园	上海市: 3.61

资料来源: 百度地图, 各地旅游局等, 国盛证券研究所

高水平创作团队, 创新部对项目全面改进。千古情系列的编创团队以黄巧灵为核心, 不断引入专业人才。2020 年, 公司对创作团队进行改革, 仅保留部分表现优异的成员, 其余的转为艺术团管理, 同时从北舞等专业院校吸纳具有演艺节目编创经验的人才。同年, 公司成立创新部, 从剧目到景区气氛、灯光、活动等各方面进行全方位的评估, 并弥补此前在互联网推广方面的不足。公司对于创作团队与负责部门的不断完善是其产品保持活力的来源之一。

现有产品持续换新, 产品矩阵持续丰富。1) 现有产品不断优化焕新。自上映以来, 千古

情系列始终坚持“一年一大改、一月一小改”的战略方针，不断对演出进行改善。公司十分重视游客的反馈，如在杭州景区中特别设置导游接待室，负责收集导游和游客对千古情演出的意见，有针对性地进行调整；此外，公司每年还定期邀请相关领域的专家学者座谈，并与省市演艺业协会保持紧密联系，及时掌握行业发展的最新动态。2) 新产品矩阵持续完善，针对更多细分市场。2021年，公司正式推出《爱在》系列，主打民俗风情，定位中低档团客与大众散客，打入低端市场，与千古情地高端市场定位在各赛道稳步成长；推出《WA! 恐龙》等演艺项目，亲子剧《WA! 恐龙》通过高科技舞台制作、带领观众沉浸式体验侏罗纪恐龙世界，拓展家庭亲子与年轻用户的受众群体，推出以来《WA! 恐龙》受到一致好评。公司多元化的演艺产品有助于实现其差异化定位，拓展游客群体。

图表 42: 《WA! 恐龙》演出剧照



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 43: 5D 实景剧《大地震》剧照



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

3.3.2. 科技赋能，体验性不断强化

科技赋能，打造沉浸式体验。技术对提升演出效果与观众体验帮助极大，是推动产业升级发展的有力杠杆。目前，三亚千古情旅游演艺有限公司、杭州宋城演艺谷科技文化发展有限公司两家全资子公司已获得高新技术企业认定，体现了公司“以科技融合文化的手段打造演艺精品”的理念。2020年，公司研发投入3748.8万元，同比减少22.58%，系花房科技不再纳入合并范围所致。该投入主要用于新技术对舞台效果全方位提升的运用、后台控制体系、虚拟现实内容制作，票务系统升级等投入。公司不断引进全息、VR、AR、MR等技术，应用一键播控系统、现场动捕等技术，致力于打造智能演艺。

图表 44: 公司研发持续投入，打造沉浸式体验

	2020年	2019年	2018年
研发人员数量(人)	253	252	326
研发人员数量占比	17.56%	17.37%	19.09%
研发投入(万元)	3748.8	4842.5	7056.8
研发投入占营收比例	4.15%	1.85%	2.20%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

节庆活动丰富。公司恢复营业以来，根据周边游、暑期夜游、国庆、双旦、春节等各类节庆和时点推出不同的主题活动，通过各类票价及产品组合测试市场，为未来演艺王国的多元票价体系做准备。2021年7月份，公司顺应市场潮流，推出《颜色》夜游、泼水节及朋克快闪等活动，增强对游客的吸引力。为了更好地切合Z世代年轻群体的偏好，公司旗下各景区新增各类网红打卡点，如云梯漫步、《提线木偶》、天空树、阿月出浴等，

满足了年轻用户群体新潮个性的消费需求。

图表 45: 公司旗下各景区节庆活动丰富, 助力引流

地点	时间	内容
杭州宋城	2021 春节期间	杭州市民新春特惠, 99 元游宋城
	2021 暑假期间	开启电音泼水节
三亚宋城	2021 春节期间	首个黎苗中国年活动
	2021 暑假期间	开启电音泼水节
丽江宋城	2021-03 至 2021-05	开启“花痴节”, 享受高原水乡的春日花景
	2021 暑假期间	开启电音泼水节
张家界宋城	2021 暑假期间	开启电音泼水节
西安宋城	2021 暑假期间	开启电音泼水节
桂林宋城	2021 暑假期间	开启电音泼水节

资料来源: 公司公众号, 丽江新闻等, 国盛证券研究所

3.3.3. 营销网络优化, 与旅行社合作稳定

与旅行社深度合作, 团客来源稳定。公司的“宋城”品牌在旅行社和游客中享有良好的口碑, 主要通过四个阶段与旅行社合作: 1) 进入新市场后, 进行市场的分析与信息的统计; 2) 组织目标旅行社座谈, 初步达成合作意向; 3) 通过产品介绍筛选比较, 确定符合要求的旅行社; 4) 与合作旅行社设计旅游路线并发放宣传资料, 吸引游客前来旅游。

全面铺开营销网络, 提升散客比例。散客的客单价相比团客更高, 散客比例的提升有利于增加整体收入。公司从线上与线下两方面入手推进营销工作。线上方面, 公司加强自媒体、短视频平台的多元化发展, 开展“全员拍抖音”活动, 提高品牌在各平台的曝光度, 增强粉丝粘性。线下方面, 公司根据各地的实际情况开展了第一轮市场下沉工作, 针对目标城镇发放传单、布局物料等, 增强了品牌输出。

4. 展望未来: 杭州项目再破上限, 上海项目拓展城市演艺

4.1. 杭州宋城: 转型演艺王国, 存量项目再升级

当前, 杭州宋城转型演艺王国突破增长壁垒, 向“多剧院、多剧目、多票价”转型。公司以杭州宋城为样本试验演艺王国模式的改革, 并计划对三亚、丽江、桂林、西安等存量项目做模式推广。作为公司体量最大的项目, 杭州宋城的成功改革将为其他项目提供重要指导作用, 使公司业绩出现更大的飞跃。

- **剧院改扩建, 配套完善。**公司通过对杭州宋城进行全方位的硬件扩容, 为产品分层次、分内容、分票价提供了充分可能性, 具体表现在: 1) **剧院改扩建:** 2019 年末, 杭州宋城 3 号与 4 号两个新剧院投入使用, 提高剧院高峰期的接纳能力; 2020 年利用疫情闭园期新增 10 个室内外剧院、10000 多个座位数, 接待容量进一步得到增加。此外, 公司通过深度挖掘杭州景区现有资源, 推出了不同类型的室内外演出场所, 除升级的标准剧院外, 还打造了一系列新体验式演出场所如走动式剧院、悬崖剧院、森林剧院、水上看台等, 给游客独特的演出体验; 2) **优化游览路线与内容:** 在不扩大面积的前提下重新设计游玩线路, 增加室内外小剧场与互动空间, 配合新

增设的网红打卡点如古风换装馆等，有效延长了游客停留时间，满足了年轻群体的需求；3) 景区配套完善：杭州宋城新增两个大型美食广场，可以同时容纳 1500 余人就餐休息，并不断提升自营商铺的比例，从产品类型、质量把控、硬件配套等方面全面升级。

图表 46: 杭州宋城整改后配套持续完善，剧院体系丰富



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

- **产品矩阵百家齐放，商业版图持续扩张。**公司通过内容升级，逐步形成了以“千古情”系列为核心的内容矩阵，新增内容“爱在”、“颜色”系列、亲子秀《WA! 恐龙》、融入先进技术的 5D 实景剧《大地震》和全息秀《幻影》、走动式演出《上甘岭》、悬崖音乐会、电音趴等多种全新内容。2021 年中期，杭州宋城节目容量从 120 分钟提升至 300 分钟，充分满足了各类人群的需求，游客逗留时间从 3 小时提升至 6 小时左右，游玩饱满度与体验度大幅上升。
- **票价改革，推出多元票价体系。**特惠票方面，50 元票型可在《喀秋莎》、《大地震》、《幻影》、《WA! 恐龙》四场中任选一台，99 元套餐均可观看；同年 8 月，公司取消 50 元票型，更改 99 元票型为四台剧目任选一。高价票方面，疫情前，公司原计划在杭州宋城推出覆盖所有剧目的 399 元联票；疫情后通过多次实测，杭州宋城票价最终定为 320 元。公司计划在未来尝试更多元的票价体系，并针对高净值游客推出更高价的票型。

拆分客流和客单价，2021 年杭州宋城转型效果显著。2021 年五一期间，杭州宋城实现营收 4000 万+，较 2019 年同期增长约 15%，项目转型的实际落地有所落地。拆分客流和客单价：

- 1) **客流量方面**，疫情后，杭州宋城客流量明显恢复。根据公众号的数据，杭州宋城 2021 年春节期间共接待游客 65.75 万人次，最高单日接待量达 14.24 万人次；同年五一期间共接待游客 43 万人次，较 2019 年同期增长 4.35%。
- 2) **客单价方面**，2020 年国庆中秋期间人均客单价提升 30 元+。我们将客单价分为门票收入及景区内非门票收入：票价方面，公司计划在保留 320 元票型的基础上推出 399 元票型，票价组合有望在不久的将来得到进一步提升。非门票收入方面，目前杭州宋城项

目逐渐向演艺集群方向发展，集吃喝玩乐于一体，同时大力提高自营商铺比例，2020年国庆期间商业自营收入同增超100%。考虑到高票价组合的推出、演艺集群模式的不断完善及大众消费观念的升级，客单价的提升或将成为公司未来增长的重要动力。

3) 散客比例方面，2021年春节期间，杭州宋城散客占比高达99.50%，游客平均逗留时长达到5.86小时；同年五一期间，杭州宋城散客恢复率比较2019年同期达108%，团队游客恢复率为85%，散客比例显著提高。考虑到周边游热度的攀升及公司新剧目的不断创新，高净值散客的比例有望继续提升。

图表 47: 2020-2021 年公司 & 杭州景区恢复情况来看，存量项目升级转型效果显著

时间	经营情况	演出情况
2020 年黄金周	公司收入与去年同期持平；接待游客量恢复率 91.5%；人均客单价提升 30 元+；散客率提升。	“千古情”演出共 301 场，同比增长 11.48%。
2021 年春节	杭州景区接待游客 65.8 万人次，单日最高游客量达 14.2 万人次。	“千古情”演出 96 场，单日最高演出 20 余场。
2021 年五一	杭州景区收入 4000 万+，较 2019 年同期增长 15%；接待游客 43 万人次，较 2019 年同期增长 4.4%；散客较 2019 年同期恢复 108%，团客较 2019 年同期恢复 85%；游客平均逗留时长达 7.32 小时，创历史新高。	“千古情”演出 51 场。
2021 年国庆	公司收入约 1 亿元，较 2019 年同期恢复率 75%；杭州景区接待游客约 30 万人次。	“千古情”演出共 229 场，较 2019 年同期恢复 80%+。

资料来源：公司官方公众号，公开信息整理，国盛证券研究所

4.2. 上海项目：从旅游演艺到城市演艺，未来可期

公司上海项目全称上海宋城演艺王国·世博大舞台，是公司与世博东迪进行的战略合作项目，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，用地面积约 18000 平方米，拥有多个可容纳数千人的室内大剧场。

初涉城市演艺，上海项目选址优越。作为公司从旅游演艺到城市演艺的首次尝试，上海无疑是一个绝佳的选择：1) 经济发达，需求强劲：上海是全国最发达的城市之一，2021 年 GDP 达 43214.9 亿元，同比增长 8.1%；人均年可支配收入达 78027 元，同比增长 8.0%；2) 产业成熟：本地城市演艺市场快速发展，为宋城项目的转型落地提供了强基本面支撑；3) 本地人口众多且占主导：2021 年五一期间上海接待游客 1688.9 万人次，本地居民占比 63%，考虑到 2020 年本地常住人口为 2.49 千万，上海本地游市场的空间十分广阔；4) 旅游业较发达：上海旅游景点众多，交通及配套设施完善，旅游资源众多，2019 年实现旅游收入 4789.3 万元；5) 落户世博园，周边资源丰富：上海宋城位于世博大舞台，临近黄浦江、中华艺术宫与世博公园，毗邻 7 号线、8 号线及 13 号线，配套完整、交通便捷。综合来看，上海项目再次印证了公司在异地复制时的优秀选址能力。

图表 48: 上海项目选址优越

时间	GDP (亿元)	人均可支配收入 (元)	常住人口 (万人)	旅游人数 (亿人次)	旅游收入 (亿元)
2015年	25123.5	49867.2	2458.0	2.9	3004.7
2016年	28178.7	54305.0	2467.0	3.0	3443.9
2017年	30633.0	58988.0	2466.0	3.2	4025.1
2018年	36011.8	64183.0	2475.0	3.4	4477.2
2019年	38155.3	69441.6	2481.0	3.6	4789.3
2020年	38700.6	72232.0	2488.0	2.4	2809.5
2021年	43214.9	78027.0	2489.0		

资料来源: wind, 国盛证券研究所

当前上海本地的演艺活动丰富, 规模化的演艺产业正在形成。根据上海市演出行业协会发布的数据, 2021年上海 45 家专业剧院 70 个剧场共举办演出 3317 台, 演出场次共 8750 场, 观众人次 413.8 万, 剧场票房收入 8.8 亿元, 整体数据相比上年同期均有显著提升。同年, 新业态也迎来爆发式增长: 如音乐剧方面, 全年观众人次达 52.4 万, 经典剧目《沉默的真相》、《罗密欧与朱丽叶》等在各大剧场亮相并取得了亮眼的业绩。近年来, 上海致力于打开其作为一线城市的城市演艺空间: 2018 年以人民广场为核心, “演艺大世界”正式划定, 旨在将上海打造成“亚洲演艺之都”; 2020 年, 演艺大世界在线演艺发展峰会举行, 强调要集中资源打造完整的演艺产业链, 塑造成熟的演艺产业生态。

上海项目演艺新突破, 城市演艺剧目丰富定位多个细分人群。上海项目立足经典剧目《上海千古情》, 《上海千古情》分为 5 个部分。分别是《申沪溯源》《1921》《摩登时代》《上海人家》《风从海上来》。在此基础上, 上海项目主打 High 秀《颜色》。《颜色》在内容与形式上都进行了全面的创新, 融沉浸式体验、电音、互动、走动式、行为艺术等多种新潮形式为一体; 2021 年 7 月, 上海宋城推出《颜色》夜游、朋克快闪等夜间活动, 极大满足了年轻用户群体的需求。此外, 经典剧目《上海千古情》、亲子秀《WA! 恐龙》、带餐秀《热情桑巴》等面向各类不同的游客群体, 做到了全年龄覆盖。基于其丰富的内容与多样的客群, 上海项目首次实行多元票价体系, 有效针对客群的不同实现收入的最大化。

图表 49: 上海宋城主要项目及分布

楼层	主要项目
一层	幽灵船、战火、换装馆、5 号剧院 (热情桑巴)、2 号剧院 (WA! 恐龙)、魔幻街、天幕、小吃广场、餐厅。
一层 户外	彩色森林 (寻找侏罗纪)、森林剧院 (奇迹、魔幻泡泡秀)、音乐广场、戏水池、鸟秀剧院 (森林神鸟)、演艺公园。
二层	宋城故事展馆、小剧院集群、咖啡馆、餐厅。
三层	艺术展示空间。
四层	1 号剧院、3 号剧院 (上海千古情演出地)、换装馆、申沪溯源酒吧、摩登时代。
五层	演艺研发中心。
六层	斜屋、侧屋、隐身屋、VR 体验馆 (月光宝盒)、暴风眼、天方夜谭、天上的街市 (神灯快闪、水晶球)、6 号剧院 (High 秀)、skyclub 酒吧。
七层 露台	天空之城 (水之灵)、玻璃观景台、悬崖剧院 (花之舞曲)、精灵山洞、精灵谷、精灵餐厅、奇幻空间、滑道、小剧场、聊斋惊魂。

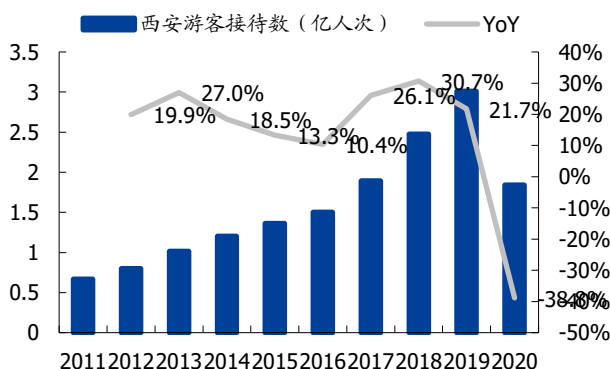
资料来源: 新浪等公开资料, 国盛证券研究所

营销力度大，本地散客占绝对主导地位；开业以来表现不俗。1) 上海宋城通过线上线下多路线的营销，成功吸引了众多散客。公司通过在抖音、小红书等主流社交媒体开设账号推送宣传视频；特殊活动营销如古装节、泼水节、开业优惠等活动与福利持续推出。通过全面的宣传与营销，本地居民对上海宋城的熟悉度大大提升，宋城品牌得以广泛传播。2021年五一期间，开业不久的上海宋城散客占比高达99.8%。2) 开业以来表现不俗。上海宋城于2021年4月29日正式开业，迎来五一开门红：接待游客量17.9万人次，营业收入达2500万元，其中亲子秀收入占比35%，带餐秀收入占比5%，平均日演出场次多达100余场，客单价创公司所有景区新高。至6月末，上海宋城共实现营收3400万，平均月营收约1700万，远高于九寨、丽江等项目的开业初月营收额（分别为624万元与757万元）。根据公司公告，2021年全年，上海宋城共实现收入7396万元。

4.3. 其他项目来看，二轮项目仍处于培育期；三亚、丽江等项目继续挖潜

西安项目：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%，公司负责项目运营管理。1) 选址：西安为国内著名旅游城市。西安是享誉世界的历史文化名城，先后有13个王朝在此定都，是中华文明重要的发祥地之一。根据前瞻产业研究院，西安接待游客数量疫情前持续攀升，2019年西安接待游客数量达到3.0亿人次，同比+21.7%。2014-2019年复合增速达到20.2%。西安宋城选址临近西安世博园，交通便利，地理位置卡位优越。2) 竞争相对激烈。西安作为历史文化古城，演艺项目相对竞争激烈。竞品来看，主要竞品《长恨歌》演出历史久、口碑较好，但为室外实景演出，与千古情演出形式有所差异。而其他竞品当前在口碑、品牌等方面并不具备优势。3) 西安项目立足“主题公园+现场演艺”模式，打造演艺王国模式。项目共规划7个剧院，多台节目共同演出。以《西安千古情》为主秀，包括《大地震》实景演出、亲自秀《WAI!恐龙》等系列丰富演出内容，同时包括《国风快闪》、《丝路欢歌》等多个演艺秀。内容丰富且针对多元细分人群。西安项目已经在线上订票平台凸显出吸引力。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。4) 当前仍处于培育期，后续有望持续爬坡贡献增量。西安项目2020年开业，当年疫情影响下实现收入0.25亿元，仍处于培育阶段、预计疫情扰动收敛后爬坡贡献增量，预计2025年贡献收入约2-3亿元。从盈利能力来看，西安项目为轻重结合模式，不需项目投资折旧摊销，预计毛利率即净利润率水平领先。

图表 50: 西安游客数量增速较快，显著领先全国水平



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

图表 51: 西安千古情布局



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 52: 西安竞争项目较多, 宋城千古情具备优势

	主要内容	位置	形式	导演	门票价格	携程评分
宋城千古情	展现大禹治水、丝绸之路等西安文化历史。	世博园	室内演出	黄巧灵		4.7/1142人
长恨歌	讲述唐玄宗与杨贵妃爱情故事。	华清宫	室外实景演出	苏乐慈	238-348元 (普通区)	4.7/11799人
梦长安-大唐迎宾盛礼	以盛唐的迎宾礼开始表演、融合了13朝的古都历史与丝绸之路沿线的人文风情。	南门文化礼仪广场	室内演出	张继钢	260-580元	4.4/279人
12.12	西安事变。	临潼区华清宫景区内	室内情景互动演出	李捍忠	169元	暂无评分
驼铃传奇	丝绸之路传奇故事。	西安华夏文旅大剧院	室内演出	夏春亭	238—378元	4.3/450人

资料来源: 马蜂窝、携程, 国盛证券研究所

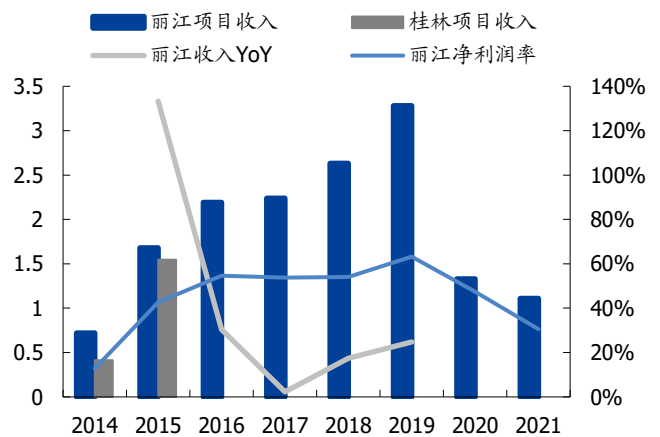
桂林项目: 桂林千古情景区位于阳朔县城千古情街道。与丽江项目相比, 两个项目均位于处于南部旅游城市, 其中桂林 2019 年接待游客数量为 1.38 亿人次; 丽江 2019 年接待游客数量为 5402 万人次, 桂林作为旅游城市本身吸引客流量领先丽江, 游客基数更大。对比选址来看: 桂林项目的选址优势更为突出, 桂林千古情距离西街仅约 3km; 丽江千古情距离丽江古城约 6km。桂林千古情地理位置更优、预计较大游客体量基础上转化率更高。根据阳朔资讯, 丽江千古情开业一年 (2018 年 7 月-2019 年 7 月) 接待游客人数约为 360 万人次。目前桂林项目仍处于逐步成熟阶段, 由于其较大的游客基数、更核心的地理位置, 预计进入成熟期后的收入贡献有望超过丽江项目。

图表 53: 桂林项目布局



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 54: 对比丽江项目爬坡曲线, 预计桂林项目收入 (亿元) 呈现相似趋势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

张家界项目: 张家界千古情 2019 年 6 月开业, 临近武陵源景区, 卡位核心景区。拥有大庸古街、陶源秘境、情人海、烂苹果亲子乐园四大主题区。根据宋城演艺官方公众号描述, 千古情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, 2019 年开业当年实现收入 0.65 亿元。竞争来看, 竞品主要包括《天门狐仙-刘海砍樵》实景演出、《魅力湘西》。项目周边竞品数量较少且根据携程来看竞品当前热度及市场反

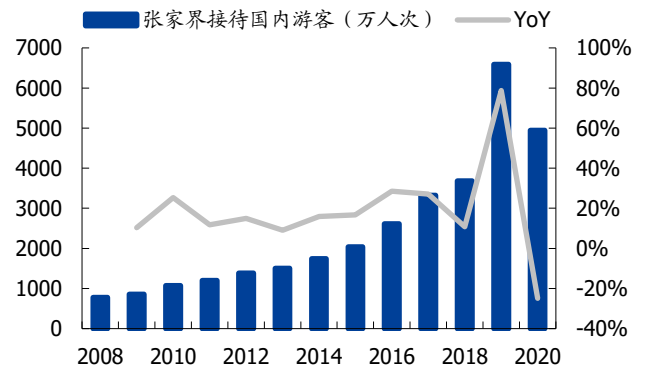
馈相对不高。目前张家界1号剧院座位数约为3000个。张家界从接待游客体量上接近丽江，预计成熟阶段贡献收入与丽江项目相近。

图表 55: 张家界1号剧院座位数约为3000个



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 56: 疫情前张家界接待游客数量持续增长



资料来源: wind, 国盛证券研究所

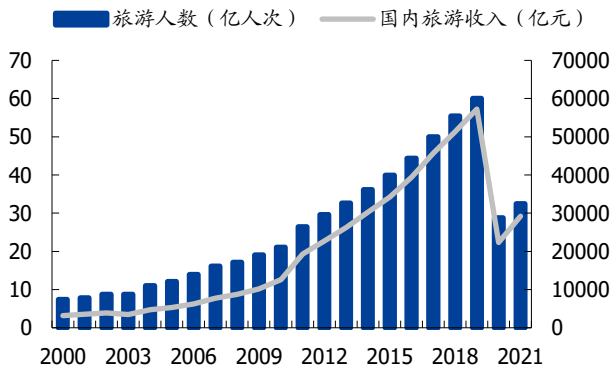
三亚、丽江、九寨等首轮扩张成熟项目积极扩容、剧目丰富持续挖潜。1) 三亚项目: 2020年以来, 公司持续对于三亚千古情调整。从渠道端持续加强和免税店、高端度假酒店等的合作和渠道拓展, 预计对于转化率有所提升; 在园区建设方面延长三亚景区的游历线路, 从不到1公里拓展到了2-3公里。2021年7月亲子秀《WA! 恐龙》亮相三亚千古情, 通过线路编排、节目丰富延长游客逗留和游历时间; 同时二号剧场已经完成建设。未来有望在成熟项目基础上再做突破。2) 丽江项目: 丽江项目新增设二号剧院, 预计园区游客承载量具备进一步提升空间。3) 九寨项目: 九寨项目2012年开业, 2017年实现收入0.9亿元, 2018-2019年受地震影响九寨项目闭园两年, 但九寨作为国内著名旅游景点、对于游客仍具有较强吸引力, 预计后续恢复韧性较强。

5. 后疫情时代周边游领先恢复, 公司数据已有体现

5.1. 旅游需求增长, 后疫情时代周边游领先恢复

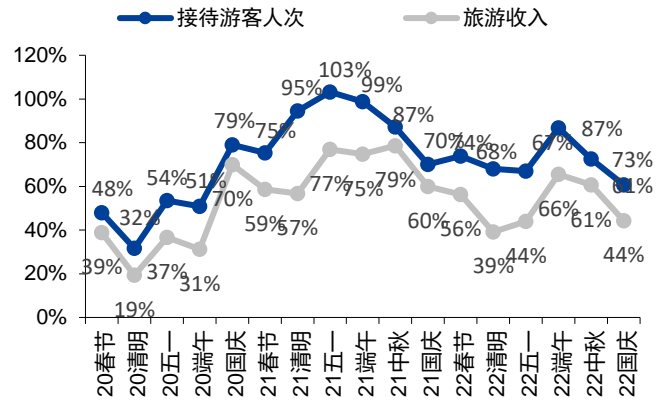
疫情前国内旅游市场稳步增长, 疫情扰动收敛阶段需求有所恢复。2019年国内旅游总收入为5.7万亿元, 国内旅游人数为60.1亿人次, 2010-2019年复合增速分别为18.3%/12.4%, 旅游市场快速增长。据BCG与巨量引擎的调研, 在娱乐体验(娱乐服务+旅行度假)方面, 消费者消费升级趋势明显。2020年疫情以来, 旅游市场主要受到疫情扰动, 在疫情扰动相对收敛的阶段, 如2021年五一, 国内出游接待人次已恢复至疫情前水平。

图表 57: 国内旅游总收入与旅游人数疫情前稳步提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

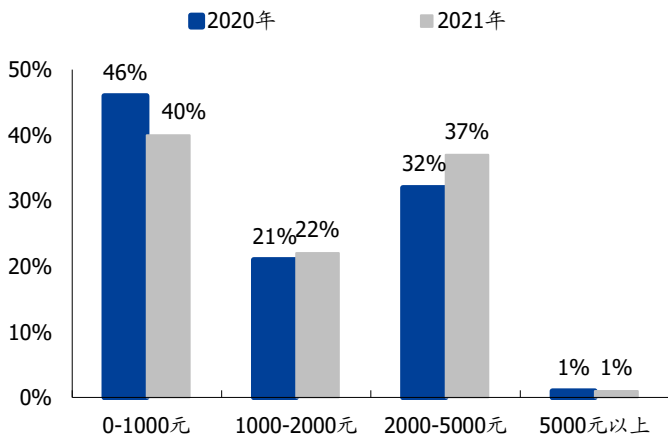
图表 58: 疫情期间各个节假日接待游客人次及旅游收入相对于 2019 年恢复程度主要受到疫情扰动



资料来源: wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

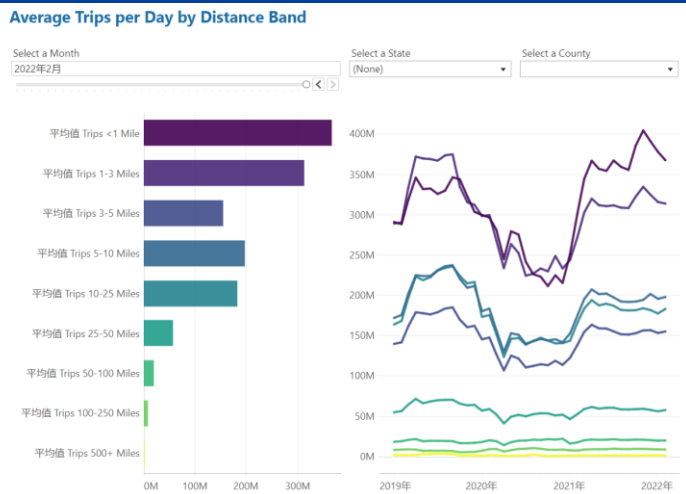
疫情期间出境游受阻, 出游半径明显缩短, 或对于消费者出游习惯产生影响。疫情期间, 大众出行多以短途游、周边游为主, 城市周边游热度持续攀升。据马蜂窝的《2021 年周边游数据报告》, 2021 年周边游品质大幅提升, 1-7 月“周边游”搜索热度暴涨, 较上年同期增长 258%, 人均花费逾 2000 元的同比增长 5%。疫情持续影响下, 消费者出游习惯或将改变、出游半径有所缩短。对标美国及日本来看, 出行恢复过程中, 短途游恢复领先, 后疫情时代周边游迎来发展机遇。

图表 59: 2021 周边游出行人均花费分布来看, 人均消费提升



资料来源: 马蜂窝大数据中心, 国盛证券研究所

图表 60: 美国疫情后恢复来看, 短距离出行恢复显著较快



资料来源: 美国交通运输部, 国盛证券研究所

图表 61: 2021 周边游热门城市 TOP20

排名	城市	省份	热度涨幅	排名	城市	省份	热度涨幅
1	北京	北京	159%	11	青岛	山东	295%
2	成都	四川	146%	12	天津	天津	334%
3	上海	上海	237%	13	厦门	福建	186%
4	西安	陕西	180%	14	苏州	江苏	234%
5	重庆	重庆	207%	15	兰州	甘肃	346%
6	杭州	浙江	178%	16	合肥	安徽	616%

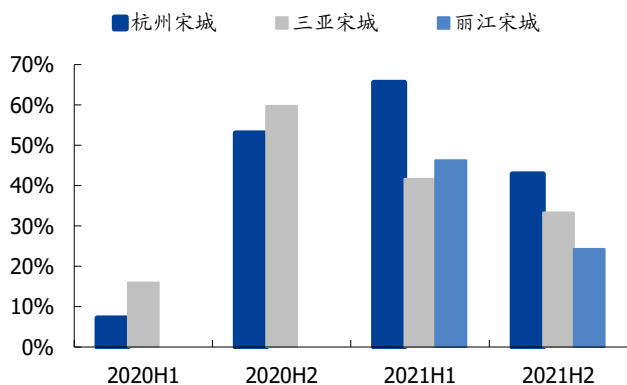
7	广州	广东	234%	17	三亚	海南	176%
8	南京	江苏	208%	18	深圳	广东	128%
9	长沙	湖南	253%	19	昆明	云南	138%
10	武汉	湖北	649%	20	湖州	浙江	159%

资料来源：马蜂窝大数据中心，国盛证券研究所

5.2. 公司恢复数据已有印证

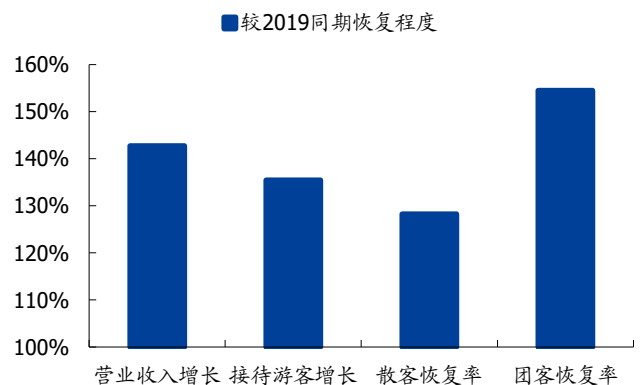
疫情后表现稳步恢复，疫情扰动收敛时期经营数据恢复态势良好。2020年受疫情影响，公司各景区暂停营业直至6月12日，上半年业绩受到较大影响。2020年下半年起，各景区陆续恢复正常经营，在疫情反复、出行限制等因素扰动的情况下，公司逐步有所恢复，根据公司公告，以杭州宋城为例，2020H2/2021H1，景区营业收入分别恢复至2019年同期53.1%/65.5%，环比持续改善。部分节假日期间，如2021年五一期间，公司各项指标大幅超越2019年同期，实现营收约1.5亿元，接待游客165万人次，较2019年同期分别增长42.7%/35.5%，散客与团客基本恢复至2019年同期水平。拆分结构来看，杭州宋城恢复程度于2021H1显著领先三亚、丽江等远途目的地，一线城市周边短途恢复领先。

图表 62: 疫情控制较好阶段，部分景区已有较好恢复



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 63: 2021“五一”来看，公司恢复领先



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

6. 盈利预测及估值

6.1. 盈利预测

我们预计 2022-2024 年公司分别实现营收 5.17/19.63/31.37 亿元，预计 2023 年存量项目基本恢复至 2019 年 70% 水平，2024 年基本恢复到疫情前正常经营水平。其中具体公司存量项目及未来三年内将开业的新项目预测如下：

1) 杭州项目：预计 2022-2024 年实现营收 1.82/6.77/8.88 亿元。

2) 一轮项目: 三亚与丽江项目已进入成熟期, 考虑到演艺王国模式的进一步推广及当地旅游资源的充分释放, 未来复苏趋势明显, 预计三亚项目 2022-2024 年实现营收 0.55/2.77/3.70 亿元; 丽江项目 2022-2024 年实现营收 0.43/2.30/3.28 亿元。

3) 二轮项目: 二轮项目大多在 2018-2019 年间开业, 由于 2020 年受疫情影响较大, 未能按时进入成熟期。我们预计疫情后桂林、张家界、西安项目将继续爬坡。上海项目专注于城市演艺, 周边散客潜力大、客单价高, 且开业五一期间表现优异, 我们预计 2023-2024 年实现营收 2.30/5.14 亿元。

4) 新项目: 佛山项目预计 2023 年开业, 西塘项目预计 2024 年开业; 届时疫情的影响收敛, 新项目爬坡。我们预计佛山项目 2023-2024 年分别实现营收 0.10/0.69 亿元; 西塘项目 2024 年实现营业收入 0.66 亿元。

图表 64: 宋城演艺各业务 2022-2024 年盈利预测 (百万元)

业务及项目拆分	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
文化艺术行业	2819.39	2142.59	636.92	960.88	322.22	1726.43	2847.94
<i>yoy</i>	<i>5.5%</i>	<i>-24.0%</i>	<i>-70.3%</i>	<i>50.9%</i>	<i>-67.8%</i>	<i>457.7%</i>	<i>65.0%</i>
杭州宋城旅游区	865.58	845.76	265.49	453.42	181.84	676.61	888.05
三亚宋城旅游区	414.43	369.51	118.68	142.56	55.43	277.13	369.51
丽江宋城旅游区	262.76	327.58	132.54	111.45	42.58	229.30	327.58
九寨宋城旅游区	1.78		25.20	44.30	11.65	62.73	89.61
桂林宋城旅游区	41.25	154.70	53.80	87.51	11.60	75.17	167.10
张家界宋城旅游区		61.64	16.48	31.39	12.74	82.39	185.49
西安宋城旅游区			24.72	16.42	6.37	83.04	171.76
上海宋城旅游区				73.83		229.95	513.92
佛山宋城旅游区						10.12	69.23
西塘宋城旅游区							65.70
旅游服务业	265.76	327.41	223.19	172.10	137.68	171.38	213.25
<i>yoy</i>	<i>-1.8%</i>	<i>23.2%</i>	<i>-31.8%</i>	<i>-22.9%</i>	<i>-20.0%</i>	<i>24.5%</i>	<i>24.4%</i>
其他业务	122.86	138.29	42.48	51.90	57.09	65.65	75.50
<i>yoy</i>	<i>50.2%</i>	<i>12.6%</i>	<i>-69.3%</i>	<i>22.2%</i>	<i>34.0%</i>	<i>34.0%</i>	<i>34.0%</i>
总营收	3,211.2	2,611.8	902.6	1,184.9	517.0	1963.5	3136.7
<i>yoy</i>	<i>6.2%</i>	<i>-18.7%</i>	<i>-65.4%</i>	<i>31.3%</i>	<i>-57.4%</i>	<i>289.3%</i>	<i>59.8%</i>
毛利率	66.43%	71.39%	60.93%	51.08%	61.31%	65.66%	71.16%
销售费用率	8.95%	5.57%	7.05%	5.59%	6.32%	5.95%	6.14%
管理费用率	6.31%	7.21%	31.92%	21.62%	72.91%	11.00%	10.00%
归母净利润	1287.19	1339.79	-1752.40	315.13	10.7	846.2	1405.9

资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

毛利率: 2022 年疫情扰动下公司大部分园区均闭园, 但闭园期间公司将营业成本列入管理费用, 预计 2022 年毛利率维持相对稳定。2023-2024 年, 随疫情企稳, 收入端逐步恢复, 毛利率有望回升, 综合来看, 我们预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 61.31%/65.66%/71.16%。

费用端: 销售费用率: 公司费用管控能力较强, 预计后续销售费用率基本维持稳定, 预计 2022-2024 年销售费用率为 6.32%/5.95%/6.14%。

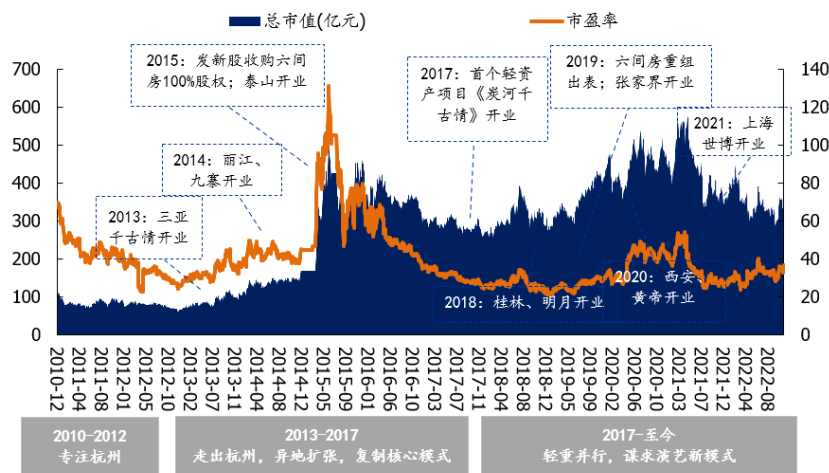
管理费用率：2022年疫情扰动下公司闭园时间较长，因将闭园期间成本归于管理费用，预计2022年公司管理费用率显著提升，为预计后续随园区开园、运营稳定而回落，假设为72.91%，2023-2024年来看，伴随公司旗下主题公园恢复整成经营，预计管理费用率趋于稳定，我们预计公司2023-2024年管理费用率分别为11.00%/10.00%。

综合来看，预计公司2022-2024年分别实现归母净利润0.11/8.46/14.06亿元。

6.2. 估值与投资建议

公司作为行业龙头，全产业链优势稳固。伴随疫情收敛：1) 成熟项目恢复，同时公司积极强化内功，对于部分成熟项目进行升级改造，有望复苏同时打开进一步增长曲线；2) 上海项目城市演艺布局持续探索，选址优质、散客占比高，疫情收敛下有望持续强势爬坡；3) 杭州项目全面试点演艺王国模式并进一步异地复制；4) 佛山等2022年及以后开业的新项目有望正常实现爬坡与盈利。综合来看，我们预计2022-2024年公司分别实现归母净利润0.11/8.46/14.06亿元，对应EPS分别为0.00/0.32/0.54元/股。参考公司历史估值水平，我们给予公司目标价18.8元/股，对应2024年PE 35X，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 65: 历史来看，公司 PE 水平基本维持在 35X



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2020年以来公司估值采用 PE Forward

7. 风险提示

(1) **疫情反复。**国内疫情大体得到有效控制，但部分地区仍有零星反复，预计未来仍无法彻底清零。对疫情的担忧及相关政策的限制或将阻碍消费者出行，影响旅游行业的复苏。

(2) **存量项目恢复不及预期。**演艺王国模式推广效果不佳、文化演艺市场竞争的加剧等因素或将阻碍存量项目的恢复。

(3) **新项目发展不及预期。**上海项目首次涉足城市演艺，实际盈利能力有待商榷；西塘及珠海演艺谷建设进度不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com