

► **公司概况：轻重资产双轮驱动，两轮扩张成就全国演艺龙头。**宋城演艺于 2010 年在深交所上市，上市后通过“主题公园+文化演艺”经营模式开启两轮异地复制，目前全国千古情景区数量 11 家，待开项目 5 家。

► **从行业趋势看宋城演艺发展驱动力：旗下景区多要素契合行业发展趋势，特色景区经营模式客群覆盖面广。****旅游行业：**居民旅游出行半径逐步恢复，长线游复苏进程有望加速，且受益于交通优化及丰富资源，长线游后续或将成为旅游市场长期主线，而公司卡位优质长线游区位优势，后续客流集聚能力有望持续提升。**演艺行业：**沉浸式演艺近年受欢迎程度高，而公司在沉浸式演艺产品的科技赋能、文化加持上均具备应用与研发优势；**旅游演艺行业：**“主题公园+文化演艺”模式客群覆盖面广，趣味性和可玩性较实景演艺项目更强。

► **发展优势：产业链耕耘塑造景区可复制能力，多渠道发力改善景区经营结构。**

1) 产业链闭环：公司是行业内少有打通上中下游全产业链条并拥有固定演艺位置的企业，全产业链条有助于景区轻资产项目复制推进、且可以有效减少新剧目编排时间与交流成本；**2) 演出矩阵打造：**公司近年以千古情演出为核心，小剧院演出、室外演出为辅助，在各景区打造“演艺王国”，通过景区项目丰富度增加、沉浸感提升实现景区表现力革新，带动客流增长；**3) 团散比优化预期：**公司近年多渠道发力，强化景区对散客的吸引力，散客比例增加可对毛利率增长产生促进效果。**4) 供给端优化：**公司旗下多景区于 20-22 年开设 2 号剧院，有望借节假日及旅游旺季驱动全年营收增长；公司近年维持一定比例研发投入，持续发力舞台表现优化及景区智能化建设，景区综合竞争力有望持续增强。

► **成长看点：短期看暑期催化及上海千古情恢复运营支撑，中长期聚焦景区扩张、存量项目成熟与珠海项目增量贡献。****短期来看，1) 暑期旺季催化：**2023 年以来公司旗下各景区项目陆续恢复营业，截至 7 月 1 日，11 家存量景区已全部开业。暑期旺季已至，三亚、丽江、西安等项目较 19 年新增 2 号剧院，杭州宋城较 19 年新增 2 号、3 号剧院且有狂欢节/音乐节助力景气度提升，暑期旺季催化下看好三季度业绩表现；**2) 上海项目恢复运营：**上海项目是公司旗下唯一“城市演艺”定位项目，7 月 1 日恢复运营，其优质区位+多客群覆盖+丰富的景区演艺项目矩阵有望推动其成为公司营收新支撑点。**中长期来看，1) 项目推进：**公司旗下有五大项目处于在建/待开业状态，景区矩阵在长三角、珠三角、粤港澳大湾区区进一步扩张；**2) 存量项目成长：**公司张家界、西安、桂林项目受疫情影响仍处爬坡期，后续有较高成长空间；此外杭州宋城已形成多剧院矩阵，需求端旺盛阶段将对客流形成强支撑。**3) 珠海项目搭建：**珠海项目正在建设中，为公司在休闲度假新突破，建成后有望促业绩增长。

► **投资建议：我们看好宋城演艺 23 年业绩修复，聚焦存量项目成熟及新项目带来的业绩增量，短期关注两大驱动力，中长期聚焦三大增长点。****短期来看，1)** 公司旗下 11 个存量千古情景区截至 7 月 1 日已全部开业，多个景区较疫情前剧院数增加、客流容纳能力提升，7 月以来“暑期旺季+千古情狂欢节”高热度驱动，为公司三季度业绩表现带来想象空间；**2) 上海项目恢复运营，**提供营收新支撑点。**中长期来看，1)** 公司现有五大项目仍在筹备或待开业阶段，景区矩阵后续将进一步完善，品牌影响力及营收增长潜力大；**2) 部分存量项目仍处爬坡期，**成长空间充足；**3) 五大项目中，珠海千古情项目有望切入休闲度假赛道，**打造新成长曲线。我们预计 23/24/25 年公司实现归母净利润 10.71 亿元/14.78 亿元/17.45 亿元，对应 PE 分别为 31x/22x/19x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**区域竞争激烈、新项目不及预期、城市演艺渗透率不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	458	2,169	2,729	3,182
增长率 (%)	-61.4	373.8	25.8	16.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	10	1,071	1,478	1,745
增长率 (%)	-96.9	10990.8	38.0	18.1
每股收益 (元)	0.00	0.41	0.57	0.67
PE	3430	31	22	19
PB	4.4	3.9	3.4	2.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 7 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.89 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 邓奕辰

执业证书：S0100121120048

电话：13585520099

邮箱：dengyichen@mszq.com

相关研究

- 1.宋城演艺 (300144.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：Q1 利润扭亏为盈，“五一”假期景区景气度上行趋势明显-2023/04/29
- 2.宋城演艺 (300144.SZ) 事件点评：三峡千古情项目合作协议签订，通过轻资产景区建设为公司业务发展赋能-2022/11/25
- 3.宋城演艺 (300144.SZ) 2022 年三季报点评：经营韧性充足，看好后续复苏增长-2022/10/29
- 4.宋城演艺 (300144.SZ) 2022 年半年报点评：演艺龙头韧性强劲，看好后续复苏成长-2022/08/27
- 5.宋城演艺 (300144.SZ) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：短期受疫情影响承压，修炼内功布局未来-2022/04/25

目录

1 公司概况：演艺行业龙头企业，转型升级探索演艺项目新模式	3
1.1 发展历程：两轮异地扩张拓展景区覆盖面，转型升级探索“演艺王国”与“城市演艺”新模式	3
1.2 股权结构及管理层情况：实际控制人及其一致行动人持股比例超 40%，高管团队在任时间长	4
1.3 财务状况：疫情扰动下财务杠杆变化幅度小，23Q1 归母净利润扭亏为盈	5
2 从行业趋势看宋城演艺发展驱动力：旗下景区多要素契合行业发展趋势，特色景区经营模式客群覆盖面广	8
2.1 旅游行业：长线游发展前景广阔，宋城演艺卡位优质区位客流集聚能力有望持续提升	8
2.2 演艺行业：沉浸式演艺受欢迎程度高，公司在沉浸式演艺产品上具备优势	9
2.3 旅游演艺行业：“主题公园+文化演艺”模式客群覆盖面广，趣味性和可玩性强	10
3 发展优势：产业链耕耘塑造景区可复制能力，多渠道发力改善景区经营结构	11
3.1 产业链闭环：产业链全环节覆盖促标准化景区打造，强品牌势能高举高打减少复制成本	11
3.2 演出矩阵：“演艺公园”模式突破公司传统业务模式，多剧目演出开拓全新盈利点	13
3.3 团散比优化：成熟期景区毛利率存在上限，散客占比提升将有效优化毛利率水平	14
3.4 供给端优化：景区扩容强化旺季接待能力，持续研发迭代带来崭新体验	15
4 成长看点：短期看暑期旺季催化及上海千古情项目支撑，中长期聚焦景区扩张、存量项目成熟与珠海项目增量贡献	20
4.1 短期看点：各千古情景区暑期旺季提振营收，上海千古情重新营业有望成为营收强支撑点	20
4.2 中长期看点：轻资产/重资产项目双轨扩张，珠海项目迈进休闲度假市场，存量项目仍有充足成长空间	27
5 盈利预测与投资建议	31
5.1 盈利预测假设与业务拆分	31
5.2 估值分析	33
5.3 投资建议	34
6. 风险提示	35
插图目录	37
表格目录	38

1 公司概况：演艺行业龙头企业，转型升级探索演艺项目新模式

1.1 发展历程：两轮异地扩张拓展景区覆盖面，转型升级探索“演艺王国”与“城市演艺”新模式

图1：宋城演艺发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

宋城演艺是中国文化企业三十强之一，主营业务为文化演艺业务，通过“千古情”品牌在全国以“主题公园+文化演艺”的经营模式展开业务，目前在全国拥有千古情景区 11 家，其中杭州、上海、西安、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界千古情景区为重资产运营，新郑、宜春、宁乡千古情景区为轻资产运营。公司经营模式巧妙解决了主题公园行业依赖大型游乐设备、服务差异化不突出以及演艺业务无自有载体、引流成本高的痛点，通过两大业务协同实现了文化演艺业务的稳步发展，纵观公司成长历程：

第一阶段（1994-2009）：初创培育阶段。宋城演艺首家景区杭州宋城于 1996 年开园，1997 年《宋城千古情》首次公演，后续经过不断改版升级逐步确立了“宋城”和“千古情”品牌。此阶段，杭州宋城为发展重心。

第二阶段（2010-2016）：上市+首轮异地扩张。2010 年，宋城演艺于深交所上市，成为中国演艺第一股。宋城演艺以演艺为核心、主题公园为载体，通过“主题公园+文化演艺”的经营模式运营并迅速开始了异地复制，先后在三亚、丽江、九寨沟等旅游胜地成功落地，均采用自主投资、对项目绝对控股的模式。2015 年宋城演艺发布公告上称以 26 亿收购六间房科技有限公司。2018 年六间房科技有限公司与密境和风科技有限公司（花椒直播运营主体）重组，2019 年 4 月重组完成，宋城演艺对重组后的六间房公司持股比例降低（截至 2022 年末，持股比例 35.35%），因此重组后的六间房公司不再作为宋城演艺并表子公司。

第三阶段 (2017-2020)：第二轮异地扩张，轻重资产并行。2017 年 7 月，首个轻资产项目《炭河千古情》于湖南宁乡炭河首演，后续轻资产项目宜春《明月千古情》、新郑《黄帝千古情》也逐一亮相，同时重资产项目在一线旅游城市加速扩张，2018-2020 年《桂林千古情》、《张家界千古情》、《西安千古情》相继开业成功。

第四阶段 (2021 至今)：探索新模式，转型升级阶段。疫情期间，本部杭州宋城利用闭园停业期试水“演艺王国”新模式（“演艺王国”指从单台演出到多台演出的转型升级模式），并逐步尝试在多个景区内应用；2023 年 7 月 1 日，因疫情影响闭园修整的“城市演艺”定位项目上海千古情项目开业，宋城演艺跳出“旅游演艺”框架迈出新步伐。展望未来，公司待开业/在建项目共五个，包括佛山千古情项目（预计 9 月 29 日开业）、珠海宋城演艺王国项目、西塘千古情项目、三峡千古情项目、延安千古情项目，其中三峡、延安、珠海项目为轻资产项目。

1.2 股权结构及管理层情况：实际控制人及其一致行动人持股比例超 40%，高管团队在任时间长

公司实际控制人直接控股比例 8.88%，实际控制人及其一致行动人总持股比例达 40.95%。截至 2023 年 3 月 31 日，公司第一大股东为杭州宋城集团控股有限公司，直接持股比例为 27.72%。从实际控制人及一致行动人表现来看，公司实际控制人为黄巧灵先生，黄巧灵先生及其一致行动人直接持有公司 13.23% 股权，直接加间接持有杭州宋城集团控股有限公司 100% 股权，因此黄巧灵先生及其一致行动人对公司直接加间接的总持股比例为 40.95%，通过直接加间接持有的股权达到实际控制。

高管团队任职时间长，管理能力卓越。黄巧灵是公司核心人物，在其带领下，公司拥有一批经验丰富、专业性强的高管团队，总裁张娴、执行总裁张建坤、财务总监陈胜敏等人均在公司任职数十年，履历丰富，具备卓越的管理能力，优质的高管团队为公司的持续成长的发展提供坚实保障。

图2：公司股权结构图（截至 2023 年 3 月 31 日）



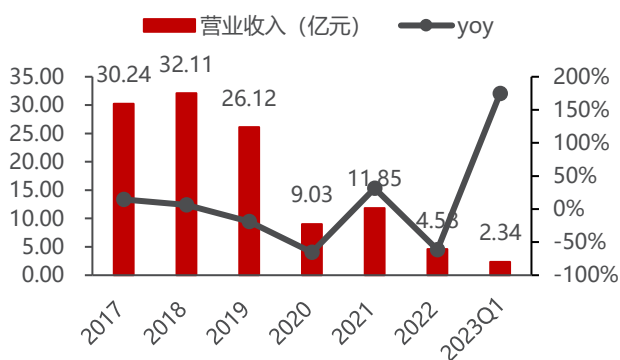
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 财务状况：疫情扰动下财务杠杆变化幅度小，23Q1 归

母净利润扭亏为盈

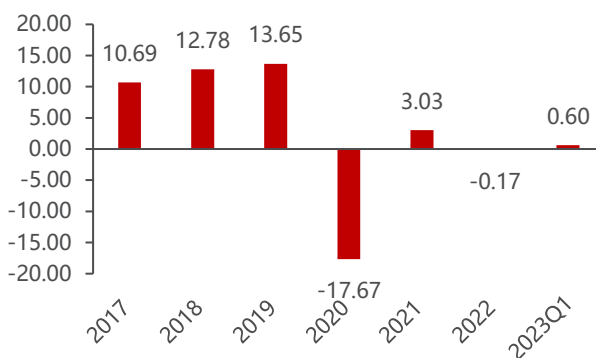
疫情前归母净利润逐年上行，2023Q1 全面步入业绩恢复期。从营收表现来看，疫情前宋城演艺营收表现较为稳定，2019 年营业收入下滑，主要是公司旗下北京六间房科技有限公司与北京密境和风科技有限公司于 2019 年 4 月完成一揽子重组交易，（重组前公司持有六间房股权比例为 100%，重组交易在 2019 年 4 月 29 日全部完成第二次交割后，公司持有六间房股权比例为 40%），重组交割完成后公司对六间房已不具备控制权，导致六间房 2019 年 5-12 月营收改为权益法核算，不纳入合并报表范围所致。2017-2019 年公司现场演艺收入分别为 15.00/16.74/18.71 亿元，CAGR 为 11.69%，千古情景区整体营收表现向好。2020-2022 年，受疫情扰动影响，各景区常处闭园状态，开业景区客流表现不佳，营收整体表现下滑。2023Q1 经营全面进入复苏阶段，2023Q1 营收同比增长 174.83%。从归母净利润表现来看，疫情前归母净利润逐年上行，2020-2022 年疫情扰动下归母净利润整体表现不佳，2020 年归母净利润-17.67 亿元，主是数字娱乐平台财务数据及花房科技长期股权投资增减变动数据影响所致；2021 年疫情扰动减小，归母净利润扭亏为盈；2022 年多景区闭园修整，归母净利润略有亏损。2023Q1，公司归母净利润 0.60 亿元，同比 2022Q1 扭亏为盈。

图3： 2017-2023Q1 营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

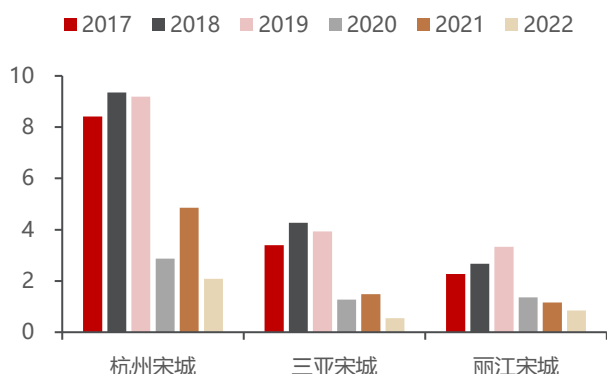
图4： 2017-2023Q1 归母净利润（亿元）



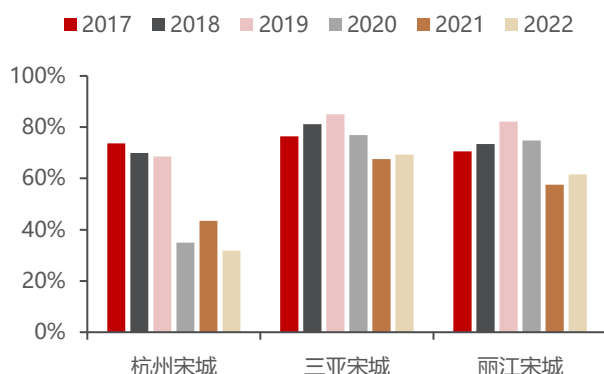
资料来源：公司公告，民生证券研究院

疫情扰动下三大景区营收承压，三亚和丽江千古情毛利率下滑幅度较小。

2020-2022 年，受疫情扰动影响，公司在杭州/丽江/三亚三地景区均有闭园或经营状态下客流不佳的时间段，致使 2020-2022 年三大景区营收较疫情前均处承压状态；从毛利率走势来看，疫情前三亚宋城、丽江宋城毛利率上行趋势明显，2020-2022 年疫情扰动期间均维持较高水平；杭州宋城 2020-2022 年疫情扰动下毛利率下滑幅度较大，其中 2021 年疫情形式转好背景下毛利率有小幅反弹，但 2022 年受疫情影响毛利率进一步向下。

图5：2017-2022 公司杭州宋城、三亚千古情、丽江千古情营收表现（单位：亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2017-2022 公司杭州宋城、三亚千古情、丽江千古情毛利率表现


资料来源：公司公告，民生证券研究院

杜邦分析法框架下，疫情前各项指标整体维稳，疫情扰动下财务杠杆变化较小。

2020 年疫情前，公司 ROE/ROA/权益乘数变化幅度较小，销售净利率和资产周转率变化幅度较大，其中 2018-2019 年销售净利率上行趋势明显，我们认为主要是三亚千古情和丽江千古情逐步步入成熟期盈利能力增强所驱动。2018-2019 年资产周转率有所下滑，我们认为主要是北京六间房重组在 2018、2019 年分别完成首次交割和全部交割，使收入减少、总资产增加所致。2020-2022 年，疫情扰动下权益乘数增加幅度较小，意味着财务杠杆变化小，资产状况较为稳定；销售净利率、资产周转率受营收利润表现不佳影响有所下滑，两项指标低迷表现也使得 ROE、ROA 整体表现不佳。

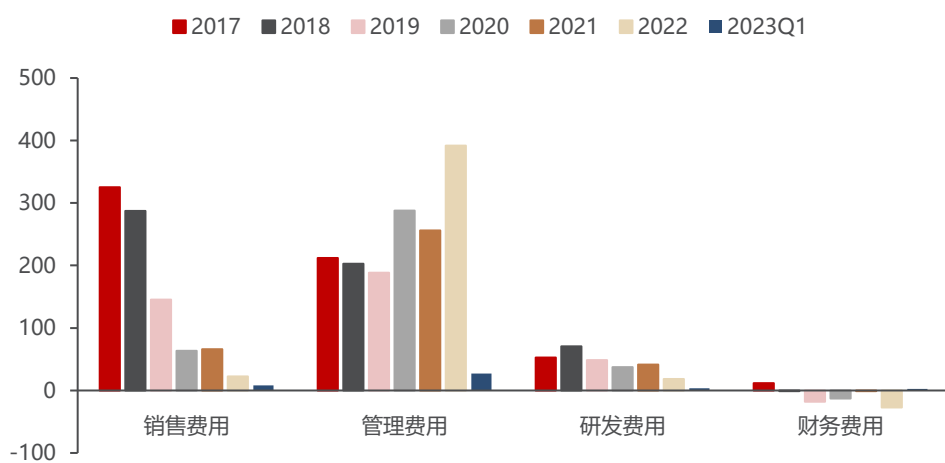
表1：公司杜邦分析相关指标变化趋势

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
ROE	14.3%	13.3%	13.6%	-22.7%	4.0%	0.1%
ROA	12.2%	11.9%	12.1%	-19.1%	3.2%	0.1%
权益乘数	1.17	1.12	1.12	1.19	1.24	1.20
销售净利率	35.3%	40.1%	51.3%	-194.2%	26.6%	2.1%
资产周转率	34.5%	29.7%	23.7%	9.8%	12.1%	4.9%

资料来源：ifind，民生证券研究院

复盘各项费用过往变动幅度明显的节点，疫情前 2019 年销售费用/研发费用下滑趋势明显，主要是六间房不再纳入合并范围使两项费用降低；2020-2022 管理费用显著拔高，主要是景区闭园期间原属于营业成本的金额计入管理费用所致；2023Q1 销售费用因各景区广告投入有所增加，管理费用、研发费用、财务费用分别受去年管理费用高基数影响、研发投入同比减少、外币汇兑损失同比减少影响有所减少。

图7：2017-2022 年宋城演艺各项费用对比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 从行业趋势看宋城演艺发展驱动力：旗下景区多要素契合行业发展趋势，特色景区经营模式客群覆盖面广

2.1 旅游行业：长线游发展前景广阔，宋城演艺卡位优质区位客流集聚能力有望持续提升

居民旅游出行半径逐步恢复，长线游复苏进程有望加速。根据携程《2023 年五一出游报告》， “五一” 用户平均出游距离同比增长 25%，其中飞机出行平均距离 1638 千米，恢复至 19 年同期 98%；高铁出行平均距离 389 千米，恢复至 19 年同期 80%。我们认为，携程 “五一” 数据反映 23 年以来居民旅游半径逐步恢复的整体趋势，而出行半径恢复是居民出行顾虑减小/长线需求增长的体现，大环境下长线旅游复苏进程有望加速。

长线游未来或将是旅游出行主支撑点，宋城演艺卡位优质区位客流集聚能力有望持续提升。我们认为，由于 1) 长线旅游可游览资源覆盖全国，较短线游更为丰富；2) 各旅游景点周边铁路、航运线路逐步修建/开通，使居民长线游出行时交通耗费时间缩短。**长线游未来或将是旅游出行主支撑点，且优质长线旅游资源在交通便捷化发展与当地文旅局多渠道宣传下客流引流能力有望持续提升。**宋城演艺多数千古情项目卡位长线游旅游目的地(如三亚、丽江、九寨沟、桂林、张家界等)，且其所在的各长线游旅游目的地近年均有航线、铁路优化措施，未来随交通便捷化发展，各旅游目的地客流集聚能力将进一步提升。

表2：千古情部分旅游景区卡位优质长线游目的地，各目的地均有交通优化相关规划

千古情景区所在地	交通优化
三亚	三亚凤凰国际机场于 23 年 3 月 26 日执行夏秋换季航班计划，计划新增三亚到宜昌、三亚到潍坊、三亚到邯郸、三亚到岳阳四条航线，更好地满足百姓出行需求
丽江	滇藏铁路丽香段全长 139.7 公里，设计时速 140 公里，南起丽江市，向北跨越金沙江，经小中甸至香格里拉。
九寨沟	2023 年，中国铁路成都局集团公司将确保成兰铁路、成宜高铁建成投运，成兰铁路目前已更名为川青铁路，四川段修成后游客可由松潘县川主寺县乘车至九寨沟，车程约 2 个半小时
桂林	打造全国性综合交通枢纽，计划 “十四五” 期间基本实现 “桂林 1233 出行交通圈”（基本实现 1 小时通勤圈覆盖桂林市区范围、2 小时高速圈覆盖桂林市域范围及主要旅游景区、3 小时高铁圈覆盖广西、广东、湖南、贵州等省城市群、3 小时航空圈覆盖国内东中西部大部分地区及东盟主要国家）
张家界	始于陕西安康，经湖北省、重庆市，终至湖南省张家界的安张铁路力争于 “十四五” 末开建

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 演艺行业：沉浸式演艺受欢迎程度高，公司在沉浸式演艺产品上具备优势

旅游行业呈现年轻化特征，年轻群体对沉浸式项目较为青睐。根据 2023 年携程《“五一”旅游数据报告》：1) “五一”期间 00 后用户预订量较 19 年同期增长超 10 倍；2) 乡村游订单“00 后”人数占比超 34%，领先于 90 后、80 后。旅游行业年轻化趋势明显，00 后逐步成为出行主力军。我们认为，由于年轻客群旅游出行时对体验感、情绪价值重视程度高，对新事物接受程度也高于其他年龄群体，因此旅游行业年轻化背景下，以浸入式戏剧、实景剧本杀和密室逃脱为代表的沉浸式项目迅速崛起，各类基于景区、古镇、古村、剧场展开的沉浸式项目应需而生，沉浸式项目近年更多被新闻媒体所提及，而国家对沉浸式产业发展方面也已出台多项政策，强调推动沉浸式业态发展。

表3：沉浸式演艺鼓励发展相关政策

政策出台时间	政策名称及内容
2019 年 8 月	国务院发布《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，强调沉浸式产业发展
2020 年 11 月	文旅部发布《关于推动数字文化产业高质量发展的意见》，明确指出“推动沉浸式业态与城市公共空间、特色小镇等相结合。开发沉浸式旅游演艺、沉浸式娱乐体验产品，提升旅游演艺、线下娱乐的数字化水平”
2021 年 3 月	国家发改委等 28 部门印发的《加快培育新型消费实施方案》，也提到“加快文化产业和旅游产业数字化转型，积极发展演播、数字艺术、沉浸式体验等新业态”。
2023 年 3 月	文旅部启动智慧旅游沉浸式体验新空间推荐遴选暨培育试点工作

资料来源：国务院，文旅部，国家发改委，民生证券研究院

科技赋能、文化加持为沉浸式演出产品成长核心驱动力，宋城演艺在两方面均具备应用与研发优势。沉浸式演出是表演与互动的综合体，通过场景布局及氛围营造，让游客感受演艺项目背后文化内涵，带给游客更好的视听体验。在 VR、AR、人工智能技术的应用逐步深化、科技水平持续提升的背景下，沉浸式演艺产品的场景和氛围体验将逐步优化，给予游客身临其境的观感；除科技水平提升带来的赋能效果以外，沉浸式演出还可深入挖掘当地文化，将产品与当地文化有机结合，提升产品文化内涵的同时提升产品质量。科技赋能与文化加持下，沉浸式演出或将成为旅游行业长期热点之一。**在沉浸式演艺产品上，从科技赋能角度来看，宋城演艺作为国内较早使用科技技术为舞台演出赋能的企业，近年持续钻研通过科技加强舞台表现力的方式方法，在演出项目科技应用方面具备一定研发及应用优势；从文化加持角度来看，宋城演艺旗下各千古情景区完美融合当地民俗文化，景区布景、千古情演出内容均与当地民俗风格相契合。**

2.3 旅游演艺行业：“主题公园+文化演艺”模式客群覆盖面广，趣味性和可玩性强

面广，趣味性和可玩性强

相较于传统演艺模式，主题公园特色扩大客群覆盖面，打开大众消费市场。传统演艺模式需借助酒店、剧院场地进行演出，演出位置不定、演出效果可能因场地硬件设备问题而有所折扣，主要针对演艺兴趣客群；而“主题公园+文化演艺”的商业模式，可以主题公园特色内容为核心宣传点，使用社交平台宣传和旅行社引流将“小而专”的演艺兴趣客群转化为“广而泛”的大众游客，有效扩大客群覆盖面。

相较于实景旅游演艺，主题公园旅游演艺较剧场旅游演艺趣味性、可玩性更高。旅游演艺目前主要包括实景旅游演艺和主题公园旅游演艺两种形式。实景旅游演艺以室外演出为主，往往布置在旅游景区内部作为引流手段，画面感、感染力强，对演出剧场布置及相关资源配置要求高，亦受天气影响，代表演艺项目为“印象”系列，目前已在桂林、丽江、杭州、海南等地布置演艺场景。主题公园演艺是围绕演艺剧场打造主题公园，代表演艺项目为“千古情”系列。主题乐园场景布置，前期投资相对更大，但与实景旅游演艺相比，主题公园旅游演艺除核心演艺项目外还附带各类街头演艺及主题乐园类项目体验，较实景旅游演艺趣味性、可玩性更高，对儿童客群覆盖力度也更强。

表4：市场主流旅游演艺形式及特点

类型	演艺特点	演出形式	演艺项目优势	代表演艺项目
实景旅游演艺	各地旅游景区内部布置演艺项目	室外大型演出	画面感、感染力强，演出与当地旅游场景主题契合度高	“印象”系列山水实景演出
主题公园旅游演艺	主题乐园、演艺项目均为自建，作为综合业态宣传	室内主题演艺+街头演艺项目	兼顾艺术性与商业性，原创剧目与当地旅游文化相结合	“千古情”系列演出

资料来源：民生证券研究院绘制

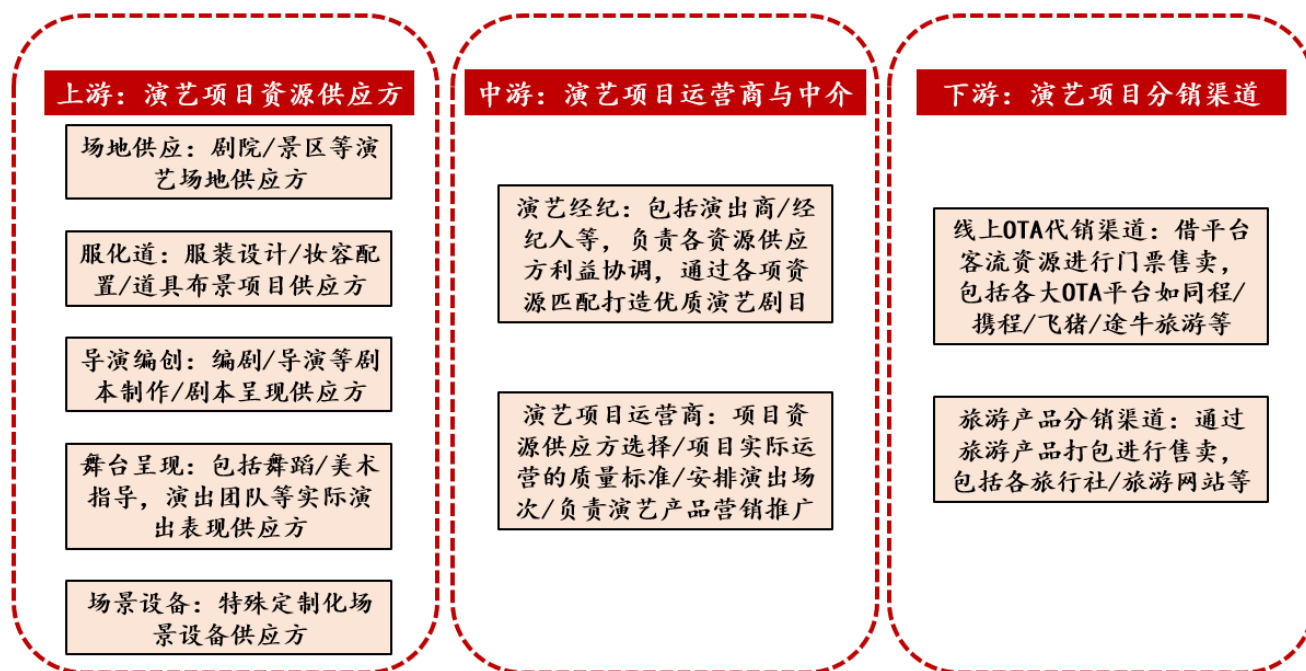
3 发展优势：产业链耕耘塑造景区可复制能力，多渠道发力改善景区经营结构

3.1 产业链闭环：产业链全环节覆盖促标准化景区打造，强品牌势能高举高打减少复制成本

上中下游产业链全覆盖，低成本高效能筑运营壁垒。宋城演艺是旅游演艺行业中少有发力全产业链布局的企业，其经营范围覆盖景区选址、景区规划建设、产品编创表演、景区运营推广等旅游演艺产业链环节，我们认为，全产业链管理优势体现在三个方面：

1) **创作与运营反馈顺畅，最大程度保证演出呈现效果。**演艺项目由导演、制作人、编剧、舞美、演出团队、道具组等多个团队协作完成并由运营商负责实际演艺项目运营，若部分业务外包、采取场景租赁形式演艺、寻找运营商进行演艺项目承做，可能会使项目实际呈现效果与项目规划的理想效果相去甚远，最后导致市场反映不及预期，无法形成由剧本到市场到剧本的良性改善循环。而全产业链覆盖情况下演艺项目从规划到实施均为同一团队运作，且团队对演艺项目所代表的背景、文化均有了了解，自有景区相关设备及技术配备周全，可有效减少中间交流成本及演出设计时可能涉及到的设备、技术相关问题，最大程度保证演出呈现效果与剧本理想效果一致。

图8：旅游演艺产业链流程图一览



资料来源：公司招股说明书，公司公告，民生证券研究院绘制

2) 景区复制能力增强，品牌效应带动景区拓展能力提升。全产业链覆盖对景区复制的赋能作用强，一般演艺项目由运营商承做，需依靠自身渠道、依赖演艺中介对资源供应方进行沟通、整合，即使引进著名演出剧目，因团队构成、团队实力不同，很难在短时间内保证演出质量、实现演出标准化，若演艺项目在此情况下在全国各地复制，可能因各地演出项目质量参差不齐导致品牌声望受损，品牌效应对新项目带来的引流和协同作用也将效应减弱。而宋城演艺依托全产业链覆盖，大幅缩减资源的整合成本，且可通过老演员经验传授方式快速提升新千古情景区内演艺项目的演艺水平，在运营新景区上犯错几率更小，新景区易实现标准化，各地景区间协同作用强，有效推动品牌势能持续提升。

3) 强可复制性匹配地方政府引流需求，短建设周期与景气度提升效果推动轻资产项目可复制潜力提升。从演艺项目实际复制情况来看，全产业链覆盖为公司带来的收益主要落在轻资产项目上，公司轻资产项目一般通过与地方政府旗下文旅投资建设公司举办项目合作的形式展开，地方政府提供建设资金，公司输出品牌、创意、管理等收取一揽子服务费及后续管理费，项目收费标准多为单个项目 2.6 亿元一揽子服务费+按年/项目/景区收取 20%管理费。截至目前，公司旗下运营轻资产项目包括宁乡炭河千古情、宜春明月千古情和新郑黄帝千古情三个，规划进程中的项目有延安千古情和三峡千古情两个，现有项目开业日期为 2017 年 7 月/2018 年 12 月/2020 年 9 月。

a. 从产业链覆盖效果呈现角度来看，“产业链全覆盖+多个项目成功经验”使公司逐渐具备将演艺相关资源打包应用的能力，轻资产项目则是演艺资源打包后的结果呈现，也是产业链全覆盖所带来的高壁垒。

b. 从产业链覆盖的赋能作用来看，旅游业发展是地方政府拉动经济增长、提升就业率水平的主要方式之一，但受制于景区建设、景区运营的知识与经验壁垒，过去地方政府通过房地产商等渠道建设的相关旅游项目实际经营表现往往不达预期，而宋城演艺轻资产项目自带景区经营相关知识经验、优质演出团队及景区设计团队、强品牌效应，且项目建设周期较短，是旅游项目引进的最优选之一，在此基础上，部分地方政府再通过当地特色旅游资源和文化挖掘在演艺项目周边辅以配套项目，通过差异化产品矩阵快速实现成长。

表5：存量及预开设轻资产项目签约时间/开业时间及周边文旅项目

轻资产项目名称	签约时间	开业时间	周边合作文旅项目/城市文化背景
炭河千古情	2016 年 6 月 21 日	2017 年 7 月 3 日	炭河古城景区
明月千古情	2017 年 7 月 6 日	2018 年 12 月 28 日	明月山温泉风景名胜區
黄帝千古情	2017 年 11 月 9 日	2020 年 9 月 19 日	黄帝千古情所处新郑市有 8000 年裴李岗文化、5000 年的黄帝文化、2700 多年的郑韩文化，是中国古代文明最早的发源地之一
延安千古情（在建）	2020 年 11 月 16 日	未定	中国延安干部学院/枣园革命旧址/枣园 1938 景区
三峡千古情（在建）	2022 年 11 月 24 日	未定	宜都鲟龙湾文化旅游产业园

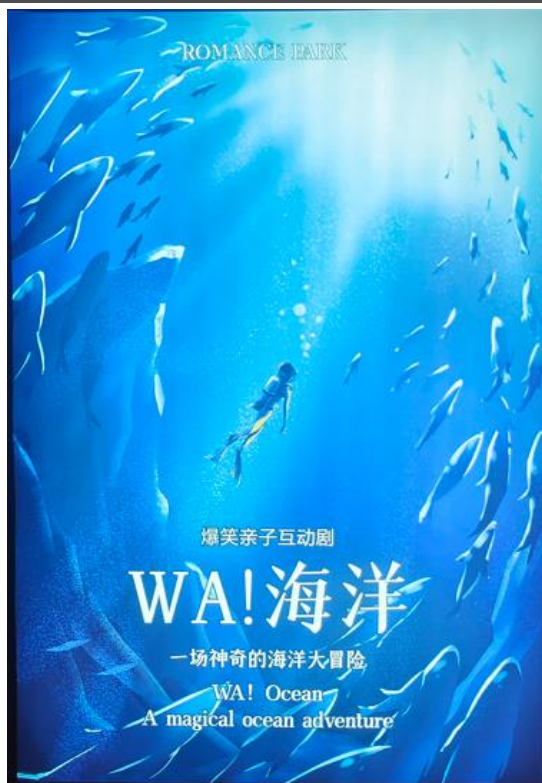
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 演出矩阵：“演艺公园”模式突破公司传统业务模式，多剧目演出开拓全新盈利点

“演艺公园”模式深化演艺壁垒，丰富景区业态强化消费。公司于 2019 年年报中提出多元化演艺公园产品形态战略升级概念，相较于收入集中于园内千古情主秀演出的“一台剧目、一个公园”传统模式，演艺公园模式主打“多剧院、多剧目、多活动、多门票”，通过亲子秀、实景体验项目、互动体验项目、园内主题活动、趣味景区项目（如鬼屋、电影馆等）创造新盈利点，通过景区丰富度提升、多消费层级客群需求匹配的方式提升旅客整体满意度及客单价水平。具体实践上，公司 2020 年上海项目开业时便已应用演艺王国模式，同时推出匹配不同层级客群的 4 台个性化演出。

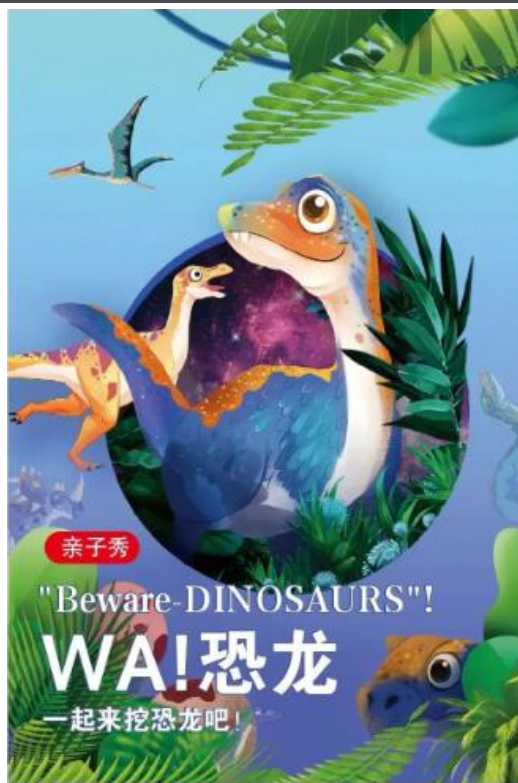
提升游客停留时长，促使二次消费。公司积极开拓多剧院、多类型、多场次的演出模式，引进/自创各类差异化节目满足游客多元化需求，如 2021 年引进《雷雨》、《解忧杂货铺》知名剧目，2022 年编创《WA! 海洋》、《颜色》等面向亲子游、年轻客群的新剧目等；此外，公司在疫情期间调整优化游历线路，增加游客在园区的游园时间，提升游客在景区内二次消费频次与游历丰富度。

图9：亲子互动剧《WA! 海洋》宣传图



资料来源：民生证券研究院拍摄

图10：亲子秀《WA! 恐龙》宣传图



资料来源：宋城演艺公众号，民生证券研究院

向娱乐休闲化方向延申，聚焦本地游客需求。除《宋城千古情》之外，《森林音乐会》等沉浸式演出的多元演艺形态，以及儿童剧、怀旧剧、亲子剧、国潮剧的多元演出内容。公司还推出暑期“夜游+电音狂欢”、万圣主题“宋城奇妙夜”和圣诞元旦“双旦跨年奇遇夜”等年轻人群专题市场，迎合年轻人潮流需求，场次和人次创出新纪录。除了传统演出项目外，宋城积极拓展其他本地活动，承办中国棋院杭州分院第二届“智圣”智力运动会、“智圣”智力运动产业博览会等赛事，举办户外“萌宠见面会”、“游宋城，寻宋韵研学”等娱乐休闲活动，满足本地人休闲娱乐需求。

图11： 宋城演艺森林音乐会



资料来源：宋城演艺公众号，民生证券研究院

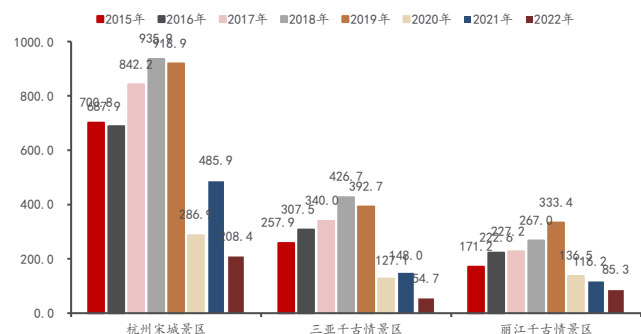
图12： 宋城演艺“夜游+电音狂欢”



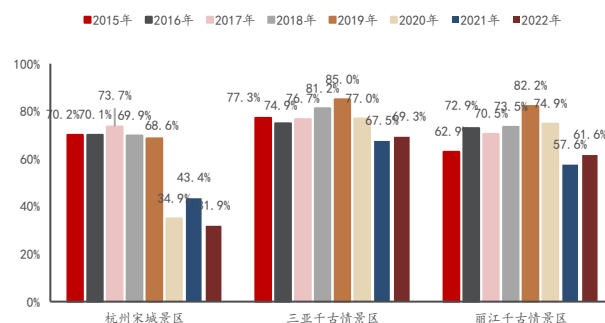
资料来源：宋城演艺公众号，民生证券研究院

3.3 团散比优化：成熟期景区毛利率存在上限，散客占比提升将有效优化毛利率水平

宋城演艺杭州、三亚、丽江千古情景区分别于2002年、2013年9月、2014年3月开业，回顾2014-2019年三大景区经营状况，杭州宋城2014年以来营收增长态势明显，但毛利率变化幅度小，仅2017年毛利率有较大幅度增长；三亚、丽江两地千古情景区明显处于爬坡阶段，2014-2019年期间营收和毛利率均有增长。我们认为杭州宋城2014-2019年营收增长幅度大、毛利率变化相对较小，主要是项目已步入成熟期，毛利率到达上限所致。展开来看，宋城演艺成本结构主要分为两块：**以土地使用权摊销、景区内固定资产折旧为主的固定成本，以及围绕千古情演出场次所支付的，以职工薪酬、舞台演出运营为代表的相关运营成本。**在此成本结构下，假设单场演出根据收入、成本独立核算毛利率水平，由于景区整体成本需核算折旧摊销项，而单场演出仅需核算道具、人工薪酬、舞台费用等运营成本，**千古情景区整体毛利率水平可以接近但不会超过单场演出毛利率水平，因此，景区营收体量到一定程度后，游客数量增加和演出场次增加对毛利率增长的作用开始减小（即成熟期）。**

图13：2015-2022 年宋城演艺杭州、三亚、丽江三地景区营收表现（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2015-2022 年宋城演艺杭州、三亚、丽江三地景区毛利率表现


资料来源：wind，民生证券研究院

因成熟期景区毛利率存在上限，因此千古情景区的业绩突破，除强化品牌知名度与引流力度，通过客流增长推动营收及利润增加外，主要落实在团散比结构优化上。此观点主要基于两个逻辑：1）宋城演艺从单个散客处所获得的实际门票收入仅会受 OTA 平台佣金抽成因素影响，而从单个团客处所获得的实际门票收入还需额外受到旅行社佣金返点及旅行社引流激励机制两大因素影响，因此宋城演艺接待同数量散客所获收入将远超接待同数量团客所获收入。2）由于景区对散客和团客的接待方式无差异，因此在无其他因素影响情况下，接待同数量散客和团客所花费的营业成本基本相同。基于上述逻辑，若游客数量不变，团散比结构优化（散客人数占比提升），公司单个景区营业收入和毛利率水平均将获得提升。我们认为，疫情前，宋城演艺得益于品牌影响力逐步扩大、新媒体营销渠道逐步拓宽、千古情演出更新迭代、景区内旅游要素逐步丰富、景区设计进一步契合年轻客群及亲子游客群需求，各千古情景区在游客接待体量逐步扩大的同时对散客吸引力也在逐步增加，随经营状况恢复，各千古情景区散客占比有望持续增长。

3.4 供给端优化：景区扩容强化旺季接待能力，持续研发迭代带来崭新体验

3.4.1 剧院增设：提升景区容纳能力，借节假日、旅游旺季增厚营收及毛利率水平

疫情下集中发力剧院增设，各景区容纳能力大幅提升。根据公司 23 年 5 月 12 日投资者关系交流表内容，2020-2022 年疫情期间，杭州宋城新建 2 号、3 号标准剧院及悬崖剧院、森林剧院、水上看台等全新剧院，三亚、丽江、西安等其他项目也纷纷新建 2 号标准剧院和其他形式的剧院。此外，公司珠海宋城演艺度假区是广东省重点建设项目，按照世界级演艺度假目的地标准建设，全部建成后将拥有 22 个剧院及表演场所、35 台剧目、超过 3 万个观众座位及与之配套的休闲度假设施。我们认为，宋城演艺景区内剧院数量增加，将有效增加景区实际可接待人次，

提升景区单日营收上限。从景区本身承载能力来看，宋城千古情景区内部空间大、可供小憩的位置较多，景区本身承载上限高，以 2021 年春节杭州宋城表现为例，春节期间杭州宋城单日最高游客量达 14.24 万人次，远超一般旅游景区单日承载量峰值；而从实际可接待游客量来看，由于入场游客大多以观看千古情演出为主要目的，“大门进场+千古情演出”的组合套票为游客主要购买的门票类型，因此，在景区承载量未达上限的背景下，千古情演出场次与景区单日实际可接待客流上限直接相关，标准剧院（即可演出千古情的剧院）数量增加意味着单日实际可接待客流上限提升。

剧院增设可弥补景区节假日演出供不应求问题，全年营收有望迈上新台阶。根据 23 年以来宋城演艺公众号“五一”假期演出场次数据，2023 年“五一”期间，杭州宋城千古情演出 62 场，平均单日演出 12.4 场，高峰期连续两日单日演出 18 场；西安千古情演出 32 场，平均单日演出 6.4 场，桂林千古情演出 33 场，平均单日演出 6.6 场。杭州宋城平均演出场次为西安千古情的 1.93 倍，桂林千古情的 1.88 倍，三大剧院中杭州宋城有 2 号剧院可开设千古情演出，而西安、桂林为单剧院演出，且有多日演出数量达到上限 8 场。**我们认为，西安、桂林千古情在节假日或仍有充足需求因演出场次限制未得到释放，西安、桂林等地千古情项目的 2 号剧院投入应用，有望对节假日单日演出场次增长起到良好赋能效果，带动全年营收增长。**

图15：西安千古情 1 号剧院“五一”单日演出场次 8 场



资料来源：宋城演艺公众号，民生证券研究院

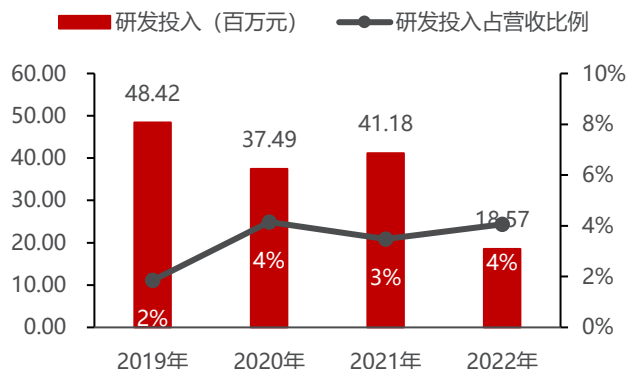
图16：桂林千古情大剧院“五一”单日演出场次 8 场



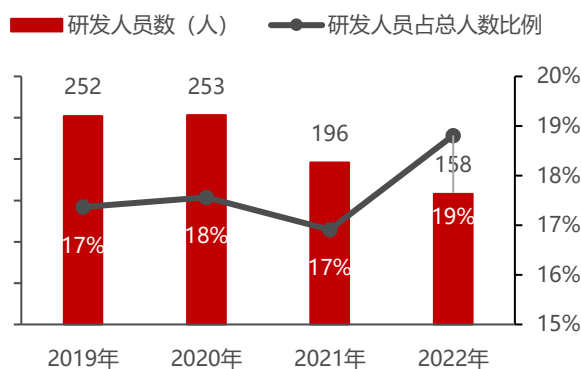
资料来源：宋城演艺公众号，民生证券研究院

3.4.2 研发迭代：演艺产品质量革新提升竞争力，景区智能化推进优化游客体验

稳定研发支出供能，提供景区增长源动力。公司在 20-22 年疫情扰动下仍维持较高比例的研发资金和人员投入，2020-2022 研发投入占营收比例分别为 4.15%/3.48%/4.06%，研发人员占员工总数比例分别为 17.56%/16.91%/18.81%，通过演艺产品质量提升相关研发和景区智能化建设相关研发提升演艺项目竞争力、缓解景区客流周转问题。

图17：2019-2022 年公司研发投入及其占营收比例


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：2019-2022 年公司研发人数及其占总员工比例


资料来源：公司公告，民生证券研究院

演艺产品质量革新：舞台优化提升演艺项目竞争力，产品契合智慧旅游沉浸式

体验新空间培育试点工作需求。西安千古情的演出项目的成功迭代，除演出编排与艺术表达形式方面的提升外，也是成熟舞台技术应用进一步迭代的成果。宋城演艺近年持续探索与舞台整体表现效果相关的技术研究，研究范围覆盖舞台机械技术联合应用、舞美设计与灯光设计结合、实景体验模拟技术、舞台灯光艺术效果、舞台道具结构设备及舞台装置的技术改进等，对舞台演出方方面面细节均有迭代更新考量，保证千古情演出及各类小型演出剧目持续应用最新舞台技术，以演艺技术优势为源动力强化演艺项目竞争力。此外，文旅部于3月16日发布文件启动智慧旅游沉浸式体验新空间推荐遴选暨培育试点工作（智慧旅游沉浸式体验新空间指的是运用增强现实、虚拟现实、人工智能等数字科技并融合文化创意等元素，通过文旅融合、虚实结合等方式，让游客深度介入与互动体验而形成的一种旅游新产品、消费新场景），而宋城演艺千古情演出及各类5D实景项目均有将文化创意与增强现实、虚拟现实等技术融合，在智慧旅游沉浸式体验新空间设计上具有一定先发优势，与文旅部要求相契合，未来有望争取成为文旅部沉浸式体验新空间试点项目。

表6：2022 年公司提升演艺产品质量相关研究

研发项目名称	拟到达目标	对未来发展影响
舞台机械技术联合应用的研究	实现剧场舞台形式变化，提供不同观演体验，满足特效演出效果	增强公司演艺产品表现形式和效果，提升产品客户体验
舞美设计与灯光设计巧妙结合的研究	突出舞台表演的艺术效果和科技效果	提升了舞台表演效果，增加了观众的欣赏需求
舞台中音响扩声技术的应用研究	实现现场高质量音质音色及声学特效指标，可满足系统功能扩充的效果	提升公司演艺产品音效多功能品质，提升产品客户体验
应用于实景体验剧的模拟技术研究	达到模拟淋雨效果，增强演出效果	增强公司演艺产品表现形式和效果，提升产品客户体验
舞台机械技术的个性化应用与设计研究	充分了解到舞台机械设备最终的目的，起到烘托表演氛围，加强表演效果	增强公司演艺产品舞台呈现效果和流畅性，提升产品客户体验
智能远程遥控舞台音响技术及设备的研发	能够改变音响的方向，使得音乐可以向不同方向传播，提高了听众的视听效果	增强公司演艺产品舞台呈现效果和流畅性，提升产品客户体验
舞台表演中舞台灯光艺术效果的应用研究	建立灯光设计的动态调整机制，做好动态调	增强公司演艺产品舞台呈现效果和流畅性，

	控，让表演工作顺利推进	提升产品客户体验
舞台剧虚拟与现实 3D 全息展示方法及应用研究	降低舞台的振动幅度，提升 3D 全息观赏体验	增强公司演艺产品舞台呈现效果和流畅性，提升产品客户体验
舞台灯光智能识别自动切换工艺及装置的研发	实现场景识别后在两组灯光之间进行自由切换，提高装置的实用性	增强公司演艺产品舞台呈现效果和流畅性，提升产品客户体验
舞台道具结构设备的技术改进	克服现有技术的不足，解决了现有道具结构操作不便，以及使用时存在着的安全隐患问题。	优化公司演艺产品舞台呈现效果，提升产品客
舞台装置的技术改进	为了克服现有技术的不足，对舞台装置进行技术改进，解决了设备安装操作不便，以及存在着的安全隐患问题	优化公司演艺产品舞台呈现效果，提升产品客户体验。

资料来源：公司年报，民生证券研究院

景区智能化：优化游客体验，提升景区客流运转能力。公司项目研发上也包括景区智能化建设相关项目，具体囊括线上门票团购系统开发、客流预测模型构建、票据管理系统研发、景区检票系统更新等。我们认为，景区智能化推进可提升园内车辆运力水平、减少游客剧院进场排队时间、解决售票窗口拥堵问题，通过提升景区内客流运转速度来增加单日游客承载量上限，对景区模型优化有一定积极作用。

表7：2022 年公司景区智能化建设相关研究

研发项目名称	拟到达目标	对未来发展影响
财务自动化月结系统的研发	识别多种格式的发票信息，并进行二次转换，统一格式，自动录入系统，将发票信息发送给指定的财务人员进行审核，统一归档	自动检测并标记疑似错误或欺诈的发票，提升准确率，最大限度地降低业务风险
景区线上门票团购系统的开发	实现抖音短视频数据与售票系统后台互通及景区团购和优惠券的发放	旅游景区可以准确地了解消费者的关注点或在信息方面符合旅游客源市场的需求，并及时调整旅游目的地的整体品牌定位，进行有效的营销。
景区客流预测及约车调配系统的开发	构建景区客流预测模型，能够合理高效的对所有车辆进行调度，使得运营系统中景区的车辆数量规模得到合理配置	构建科学合理的车辆调度模型，实现智能化车辆调度系统，合理高效的对所有车辆进行调度
基于区块链网络的票据管理系统的研发	据信息录入模块、票据批量导入模块、发票数据云平台、票据录入状态查询模块、票据信息查询模块、票据明细查询模块，票据统计分析模块，数据备份模块	解决现有的票据管理系统在使用过程中，数据导入效率低，影响票据信息和明细的查询，并不便为票据数据进行分析的问题。同时提升了开票效率及电子发票的安全性，有效防止票据伪造
基于人脸识别的景区检票系统	景区门票管理模块判断了游客是否购票，在游客没购票时，根据游客的人脸图像，生成购票支付结果，实现检票和购票，节约了检票售票时间	人脸图像对景区进行检票和售票，支持多次入园，节省检票售票时间
支付宝小程序售票系统	用户不需要下载安装应用的情况下即时访问，提供便捷的支付和服务。	支付宝小程序作为一种轻量级应用，提高景区售票的效率，带来便捷，具有广阔的市场前景和应用前景
刷脸入园系统	对游客的面部特征进行识别和匹配，实现刷脸入园功能。	建立景区游客信息的数据库系统，采用高效的数据结构和算法，实现快速的数据查询和

		管理，提高用户的使用体验
订单选座系统	通过智能算法分配座位，充分利用场馆座位，优化座位分配，能够减少游客的排队时间，提高售票效率。	智能化的景区剧场订单选座系统的研发，有助于推广旅游产业的发展，提高景区的知名度和美誉度，为景区剧场带来更多的经济效益。

资料来源：公司年报，民生证券研究院

4 成长看点：短期看暑期旺季催化及上海千古情项目支撑，中长期聚焦景区扩张、存量项目成熟与珠海项目增量贡献

4.1 短期看点：各千古情景区暑期旺季提振营收，上海千古情重新营业有望成为营收强支撑点

截至 2023 年 4 月 24 日，公司旗下 11 个可营业景区中已有 10 家重新开业运营，其中三亚、丽江、桂林、明月、黄帝、炭河六大千古情景区均于春节期间开业，杭州、西安、张家界千古情景区于 3 月 4 日开园，九寨千古情景区于 3 月 23 日开园。由于公司每日千古情场次根据预计当日入园客流量规划，因此可从公司每日计划千古情演出场次表现评估公司客流量表现。复盘 1 月 21 日-4 月 24 日宋城演艺千古情演出表现，可将其演出恢复划分为三个区间，洞察其春节以来明显复苏趋势：

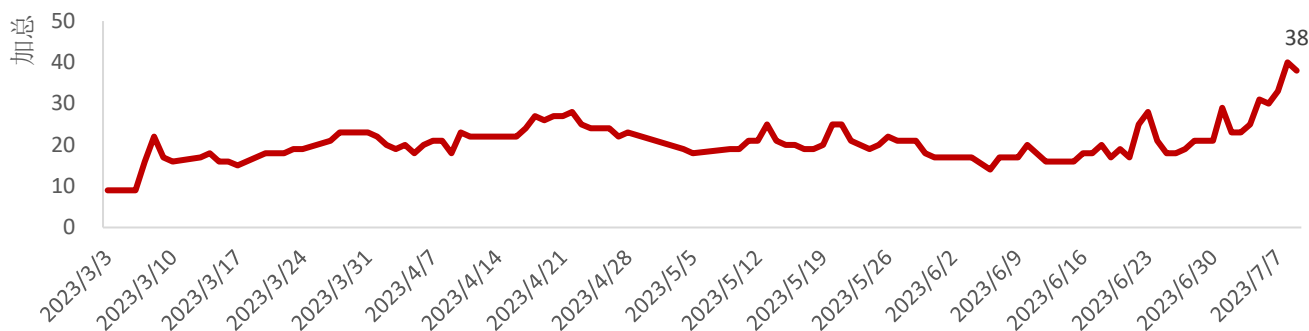
春节期间（1 月 21 日-1 月 27 日）：春节期间宋城演艺仅六大千古情景区开业运营，但总演出场次于 1 月 24 日（大年初三）达每日 25 场峰值水平，其中三亚/丽江/桂林/明月/黄帝/炭河千古情分别演出 5/5/5/3/4/3 场，较前日增加 2/2/2/2/1/2 场，表现远超 22 年春节同期表现（2021 年春节演出场次在 2 月 4 日到达峰值，每日 13 场），且 22 年三亚千古情为演出场次主贡献点，23 年丽江/桂林千古情均有优异表现。

节后过渡期（1 月 28 日-3 月 3 日）：节后宋城演艺回归常态化经营，2 月 6 日起每日演出场次回归 9 场，其中三亚/丽江/桂林/明月/黄帝/炭河千古情分别演出 3/2/1/1/1/1 场，总演出场次高于 22 年春节后的平均每日 7-8 场。

景区矩阵展开-全面复苏期（3 月 4 日-7 月 9 日）：3 月 4 日杭州/西安/张家界景区重开业，开业首日分别演出场次 6/4/2 场，后进入常态化经营阶段，杭州千古情每日演出场次 4-6 场，西安千古情每日演出场次稳定 2 场，张家界千古情每日演出场次 1-2 场。除杭州、张家界千古情以外，丽江、桂林千古情景区演出场次也常随客流量增减变化，丽江、桂林每日基础演出场次 2 场，常态经营阶段峰值可达每日 4 场/每日 5 场。此外，九寨千古情/上海千古情分别于 3 月 23 日/7 月 1 日重新开业，每日演出场次 1 场，至此公司旗下 11 个千古情景区已全部开业。7 月 1 日以来公司各景区热度逐步升温，7 月 9 日全国千古情演出达 38 次，较一周前（7 月 2 日）增加截至 7 月 9 日为止 7 日平均演出场次为 31 次，较 7 月 2 日为止 7 日平均演出场次增长 9 次。暑期旺季各千古情景区迎来全年客流高峰期，多个千古情景区在 20-22 年间开设的 2 号标准剧院有望在 23 年暑期旺季为营收带来强提振，此外，宋城演艺首届千古情狂欢节、首届千古情音乐节分别将于 23 年 7 月 15 日-8 月 13 日，23 年 7 月 22 日-7 月 23 日在杭州宋城举办，杭州

宋城 2 号、3 号标准剧院及悬崖剧院、森林剧院等新剧院已建立完成，客流容纳能力大幅提升，暑期热度有望超越往年。

图19：宋城演艺每日演出场次（单位：次）（截至 2023 年 7 月 9 日）



资料来源：宋城演艺公众号，民生证券研究院

4.1.1 上海千古情恢复运营，多方位优化提升游客体验

上海千古情景区 7 月 1 日恢复运营，首个“城市演艺”定位项目。上海千古情景区于 2021 年 4 月 29 日开业，2021 年五一小长假实现收入 2500 万元，接待游客达 17.9 万人次，客单价创宋城各景区新高，2022 年至 2023 年上半年受疫情影响下暂处闭园状态，于 2023 年 7 月 1 日恢复运营。

作为宋城演艺旗下千古情景区中首个“城市演艺”定位项目，上海千古情景区景区围绕单栋大楼进行设计，内有穿越街、音乐广场、锅庄广场、朋克广场四大游览及演艺互动主题区，景区内拥有演艺剧院、千古情剧院各一个，开业首日单日千古情演出场次为三场，千古情剧院单场演出可容纳人数约 3000 人。相较于 2021 年开业期间景区经营表现，上海千古情主要有以下三大改进：

- 1) 两大渠道拥堵状况大幅缓解：**千古情景区在 2021 年开业期间上楼可通过电梯通道、手扶梯通道两种方式上行，**2021 年开业期间：**户外演艺项目、换装馆、室内实景项目、小吃广场、餐厅及部分剧场演艺项目均集中于一层，部分剧院及特别体验项目集中于四至七层，二层、三层以餐厅、咖啡馆、宋城故事展馆、艺术展示空间为主，游览人次相对较少，但千古情演出入口为二层、三层，因而导致每日千古情演出开场前夕其余楼层游览的客流才开始集中往二层、三层汇聚，景区客流拥堵情况明显，游客体验降低；**景区改进优化后，a. 丰富二楼演出项目：**游客可通过“穿越街”步行梯到达二楼，参与千古情街、光影秀、幻境空间、夜来香等多个较长时间体验项目，游览结束后顺游览路径到达千古情剧院门口；二楼同时也设有演艺剧院出入口，游客可在观赏完其他演艺项目后从二楼出口到达千古情演出剧场门口；**b.通过展望平台设置带动客流前往二楼：**“穿越街”二楼

两侧设置多个展望平台，千古情演出开始前常有街头演艺项目表演，游客可通过步行梯到达二楼，在展望平台观看演艺节目后直接去往千古情剧场。
上海千古情通过两种方式将客流在开场前引流至二层，有效减少千古情演出前夕所面临的拥堵情况，提升游览整体体验。

图20：上海千古情二楼“幻境空间项目可坐下排队等候



资料来源：民生证券研究院拍摄

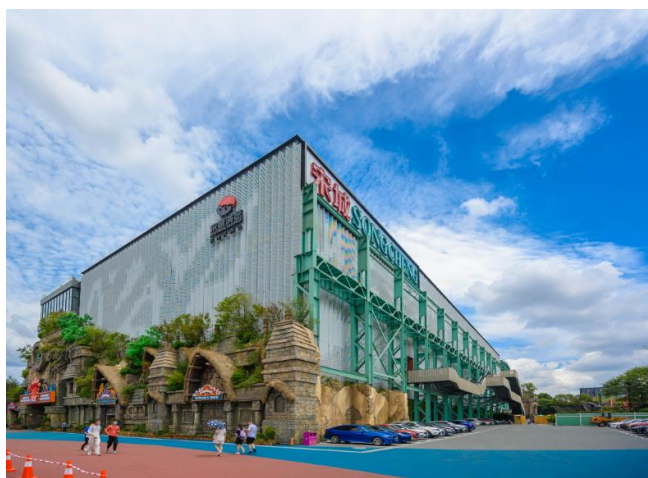
图21：上海千古情景区二楼展台游览视角



资料来源：民生证券研究院拍摄

- 2) **室外演艺空间扩大：**2021年开业期间，室外演艺规划面积较小，千古情大楼右侧室外主要用于停车场布置；**景区改进优化后**，右侧室外大部分场次用于室外演出及游玩场景布置，室外项目更为充实，童玩天地、丛林攀爬、森林牧场等新场景有效提升游览丰富度。
- 3) **演出剧目迭代优化：**2023年7月1日开业后，千古情演出共包含《申沪溯源》、《沪上传奇》、《觉醒年代》、《风从海上来》四幕演出，较2021年期间的《申沪溯源》、《1921》、《摩登岁月》、《上海人家》、《风从海上来》五大剧目有所缩减，删除讲述上海平凡人家故事的《上海人家》剧情，聚焦上世纪20年代建党初期革命先辈的思想觉醒与抗争史诗，赋予千古情演出更为深刻的文化内涵。此外，上海千古情演出的光影效果、沉浸式体验观感较过往也有所优化，舞台切换更为流畅、演出场景更为震撼，且有细雨、花瓣飘落强化演出沉浸式氛围。

图22：2021 年上海千古情外部景象-停车为主，室外演艺空间较少



资料来源：途牛旅行，民生证券研究院整理

图23：2023 年 7 月 1 日开业后上海千古情外部景象-停车面积缩小，右侧室外演艺覆盖面积大幅扩大



资料来源：民生证券研究院拍摄

从景区面积来看，受制于地段位置选择及相关成本，景区整体面积相较于其他千古情景区更小，但项目体系完整、客群覆盖面广，从客群覆盖面来看，其景区设计与演艺项目矩阵主要针对沉浸式演艺兴趣客群、网红打卡客群与亲子游客群的游览需求，通过景区资源有效利用及丰富的项目组合为游客带来充实的游览体验。

图24：上海千古情导览图



资料来源：民生证券研究院拍摄

从客流引流角度来看景区业务结构设计：

- 1) 上海滩风情街道、古装出行搭配、上海滩风情节目多要素发力，瞄准上海滩风格沉浸体验兴趣客群。上海千古情项目核心游览点“穿越街”通过融合中西方文化的建造风格、风格各异的霓虹灯牌、精美浮雕与窗饰设计多元元素组合，完美复刻民国时期上海滩街头景象，中间穿插“评弹”、“第

十二夜”、“民国快闪”、“西装怪杰”等与民国时期上海滩街道风格与概念相符的街头演艺节目，给予游客如百年前上海外滩街头般的沉浸观感，适配对于民国时期上海滩风格具备充足兴趣的旅游群体。

图25：上海千古情“穿越街”民国时期上海滩街头风景



资料来源：民生证券研究院拍摄

图26：上海千古情“穿越街”演艺剧院入口



资料来源：民生证券研究院拍摄

2) 潮流网红要素充足，“网红打卡点”具备强引流潜力。当前旅游环境下，“网红经济”对旅游市场赋能能力较强，而上海千古情景区中分布多个吸引力的多个“网红打卡点”，包括“穿越街”街边可提供民国风格服饰换装拍照的“摩登换装馆”、景区二层沉浸式空间体验项目“光影秀”、景区后侧爱情谷周边风格各异各类浪漫风格景点等。我们认为，新媒体社交平台盛行、年轻群体网络交流愈发频繁的当下，“网红打卡点”的核心意义在于特色景点拍照留念保留并分享精彩瞬间，因此“网红打卡点”更加强调场景风格与意象表现，而上海千古情多个风格各异的网红打卡点较为精准捕捉此项需求，与游客游览拍照意象相符。

图27：上海千古情“教堂”网红打卡点



资料来源：民生证券研究院拍摄

图28：上海千古情“光影秀”打卡项目



资料来源：民生证券研究院拍摄

3) **演艺矩阵、园区项目设计面向儿童群体，准确把握暑期亲子游客群。**上海千古情项目内部设置多个亲子游游览项目，**演出项目方面**，包括《WA!海洋》（暂未开场）、《WA! 恐龙》两大室内大型亲子秀演出，《幻境空间》裸眼 3D 秀，《朋克星球》及《蒸汽巨型木偶》机械风演出、《爱丽丝梦游仙境》及《绿叶仙踪》室外交互节目共同组成的园区内演出项目矩阵，共同构建亲子游娱乐专属的“演艺王国”；**休闲娱乐方面**，景区大楼外室外场景设立戏水池、丛林迷宫、童玩天地小型儿童乐园、丛林攀爬高空行走项目等多个儿童娱乐场景，各娱乐场景周边配备座椅，完美契合大楼内观演结束后儿童娱乐及家长休憩需求。通过演出项目、休闲娱乐场景矩阵布置，上海千古情的亲子游客群引流能力大幅增长，暑期亲子游客群数量及占比有望快速提升。

图29：《WA! 恐龙》亲子秀节目剧照



资料来源：宋城演艺公众号，民生证券研究院整理

图30：上海千古情戏水池项目



资料来源：民生证券研究院拍摄

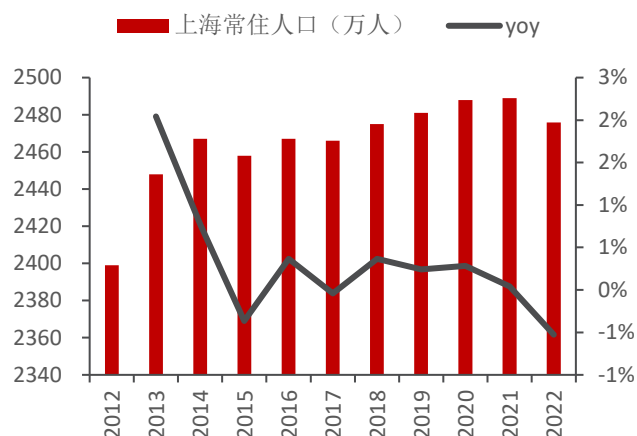
4.1.2 上海千古情潜在客群基数大，较其他本地演艺项目具备一定性价比优势

1) 从上海千古情特色与恢复运营后发展潜力来看，与其他千古情项目选取旅游城市布局，以小部分本地客流+大部分外地客流为主的旅游资源协同经营模式不同，上海千古情从“旅游演艺”赛道跨入“城市演艺”赛道，以本地客群覆盖为主，而上海近年常住人口维持 2400 万人以上，疫情前 2019 年上海本市旅游人数 1.90 亿人，潜在客群基数大，发展上限高。

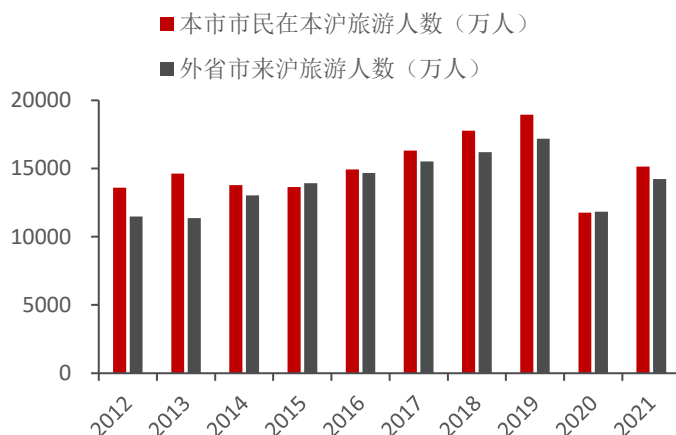
表8：对比我国旅游演艺与城市演艺主要区别

	定位人群	细分品类
城市演艺	聚焦本地游客，休闲娱乐为主	围绕城市内剧院或其他场地开展的音乐类、戏剧类、舞蹈类、杂技类演出
旅游演艺	外地旅游游客为主要客群	主题公园演艺、实景旅游演艺

资料来源：民生证券研究院绘制

图31：上海年末常住人口（万人）


资料来源：wind，民生证券研究院

图32：上海外省和本土市民在沪旅游情况（万人次）


资料来源：wind，民生证券研究院

2) 上海本地演艺市场竞争较为激烈，但上海千古情价格适中、性价比较高，在上海本地演艺市场中具备一定竞争力。根据上海市文旅局数据统计，3月全市演出备案数量931场，较19年同期+75.6%，其中市属国有院团、剧场计划演出672场，主要演出剧院包括上海文化广场、上海大剧院、上海东方艺术中心等，演出种类主要为舞台剧、音乐剧、戏剧，其中不乏高人气老牌剧目，如大体量浸入式演出《不眠之夜》，位处上海影视乐园，占地400余亩的原创IP大型沉浸式戏剧《新世界》；5月3日在上海大剧院首演的全球著名音乐剧《剧院魅影》中文版等。相较于知名城市剧院类演艺项目，上海千古情虽在定价上无显著优势（价格318元-580元，与著名演艺项目相比价格区间处中位水平），但上海千古情的“景区+演艺”组合模式本身具备资源组合优势，园区内主演剧目、街头演出项目及其他室内演出项目丰富度高，当前门票价格下具备较高性价比，在上海本地演艺市场中具备一定竞争力。

表9：上海千古情与上海目前在演的著名演艺项目收费情况对比

演艺项目	收费价格
《上海千古情》	318元-580元
《不眠之夜 Sleep No More》	650元-990元
《剧院魅影》中文版	280元-1280元
《普罗维登》	两人套票389元/张，单票折扣价最低428元
《惊梦》	280元-1080元

资料来源：美团，民生证券研究院

3) 从政策驱动来看，上海政府出台演艺产业发展促进办法，公司有望在剧场建设、客流引流方面获利。上海市政府于2023年4月10日发布《关于促进上海演艺产业发展的实施办法》（以下简称《办法》），在产业创新、产业载体布局、产业主体做大做强及产业发展环境营造等方面集中发力，聚焦产业载体布局和产业主体两方面举措，公司在产业载体布局方面推进演艺聚集区建设、支持剧场建设

提升并多元化拓展演艺空间，在产业主体方面鼓励国有演艺机构引入社会资本并加大对民营演艺机构的扶持力度。此外，政策提出演艺消费繁荣促进方案，通过完善营业性演出低价票及学生公益票等补贴政策助力观众群体培育与扩大。上海千古情作为上海市内唯一“景区+演艺”组合为特色的景区，本轮《办法》实施后有望在剧场建设支持、民营演艺机构扶持及低价票、学生公益票补贴中获利，景区经营能力及获客能力将进一步革新。

4.2 中长期看点：轻资产/重资产项目双轨扩张，珠海项目迈进休闲度假市场，存量项目仍有充足成长空间

4.2.1 轻资产/重资产双轨并行，把握未来成长基点

公司现有 11 个景区在营，其中 8 个为重资产项目，3 个为轻资产项目。炭河千古情、明月千古情、黄帝千古情为轻资产项目，其余千古情景区均为重资产项目。公司轻资产项目指的是由公司向合作方（多为地方政府）提供品牌授权、规划设计、导演编创及托管运营服务，依此收取一揽子服务费用及受托经营管理费的经营项目，合作方将负责项目日常运营所有成本费用。

公司目前拥有建设中的轻资产项目三个，重资产项目两个，不包括股权划转母公司的珠海千古情项目，公司目前规划进程中的轻资产项目包括延安千古情和三峡千古情项目，重资产项目包括西塘千古情和佛山千古情项目。从轻资产和重资产新项目分布点位可以看出公司在两大项目上项目规划逻辑的差别：

1) 轻资产项目：与本地旅游业融合实现优质引流效果，扩大宋城品牌影响力。

以延安千古情和三峡千古情为例，延安千古情毗邻中国延安干部学院、枣园革命旧址、枣园 1938 景区，三峡千古情则位于长江和清江交汇的宜都鲟龙湾文化旅游产业园内，两大轻资产项目的核心作用在于与本地旅游产业业务融合，通过宋城演艺品牌影响力实现更好的引流效果。我们认为，公司在轻资产项目签设、项目运营方面已具备充足经验，且国内满足轻资产项目设立的点位和有具备建立优质旅游目的地需求的潜在合作方较多，随现有轻资产项目建成落地并取得较好成效，后续轻资产项目扩张将更加顺畅。轻资产项目扩张，除一揽子服务费和管理费收入外，于公司而言也有提升品牌知名度及影响力的作用，长期来看可为存量重资产项目带来一定引流效果。

2) 重资产项目：优先考量区位，聚焦长期发展打造营收贡献点。宋城当前所有存量重资产项目均位于 5A、4A 景区周边和优质旅游城市内，两大新开设重资产项目也与优质旅游城市、发展前景广阔的大项目绑定，如西塘千古情位处长三角地带浙江嘉善，项目属于浙江重大旅游投资项目西塘·中国演艺小镇的一部分，演艺小镇总投资金额高达 200 亿元，小镇内千古情景区、AR/VR 乐园、烂苹果亲子乐园、游乐园、水公园、水族馆、动物园多要素为一体，建成后有望成为浙江本地

竞争力强的综合性旅游目的地；佛山千古情则是宋城演艺在珠三角地带的首个千古情景区项目，也是佛山目前投资最大文旅项目，位处国家 5A 景区西樵山周边，总投资额达 16.8 亿元。从重资产项目铺设方向来看，新项目对于当地旅游业成长的重要性、周边旅游资源繁盛程度、所处地理位置均有较深考量，突破原先以地理位置相对偏僻但声名显赫的旅游目的地为主的选择方式，通过长三角、珠三角范围内的项目布局着重覆盖周边游客群，加大重资产景区矩阵铺设面及客群类别覆盖范围。

表10：公司存量及预计开设景区一览

所在城市	是否在营	轻/重	名称	开业时间	所在地区著名景区
杭州	是	重资产	宋城千古情	1996 年 3 月	西湖景区 (5A)
三亚	是	重资产	三亚千古情	2013 年 9 月	南山景区 (5A)
丽江	是	重资产	丽江千古情	2014 年 3 月	玉龙雪山景区 (5A)
九寨沟	是	重资产	九寨沟千古情	2014 年 5 月	九寨沟景区 (5A)
桂林	是	重资产	桂林千古情	2018 年 7 月	漓江景区 (5A)
张家界	是	重资产	张家界千古情	2019 年 6 月	武陵源风景区 (5A)
西安	是	重资产	西安千古情	2020 年 6 月	浐灞世博园 (4A)
上海	是	重资产	上海千古情	2021 年 4 月	迪士尼乐园 (4A)
佛山	否	重资产	西樵千古情	预计 2023 年 9 月 29 日	西樵山风景区 (5A)
西塘	否	重资产	西塘演艺谷	-	西塘古镇 (5A)

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2.2 存量项目成长：公司旗下部分景区仍处爬坡期，杭州宋城多剧院矩阵扩大业绩想象空间

存量项目：受疫情影响部分景区仍处爬坡期，本地景区声望积累后有望收入有望高增。部分公司存量的复制项目中，三亚、丽江、九寨项目已较成熟，为营收的重要来源。张家界、西安、桂林项目受疫情影响仍处爬坡期。其中九寨项目在 2017 年地震后关门停业，2020 年重新开业。张家界、桂林、西安项目则是开业不久后则遭疫情影响，考虑到张家界、桂林、西安三地均为国内著名旅游城市，与其余重资产项目逻辑一致，有望待疫情好转后快速成熟。

存量项目-杭州宋城：景区持续改造扩容，单日可接待游客量超 10 万人。公司 2020 年利用疫情闭园期在杭州宋城新增 10 个室内剧院、10000 多个座位数，存量及新项目新增 2 号剧院及更多形态剧院，景区接待量大幅提升。2021 年春节，杭州宋城共接待 65.75 万人，单日最高游客接待量约 14.24 万人；《宋城千古情》合计演出 96 场，单日最高演出场次达 20 场。

存量项目-西安千古情：项目优化，千古情演艺优化+演艺项目矩阵打造。西安千古情项目于 2020 年 7 月开业，2022 年对演出内容和游园体验进行集中升级，在千古情演出上，宋城演艺优化升级演出编排和艺术表达，强化文化认同感与科技含量，利用沙暴、线阵等技术强化西安千古情舞台呈现和观影体验；在室外演艺及

特色剧院演艺项目上，西安千古情全新编创《WA! 海洋》、《颜色》等剧目，重启《旋鼓舞》、《花间舞》、《国色天香》、《簪花仕女图》等室外民俗风情歌舞项目，通过高科技手段再现地震场面推出《大地震》5D 实景项目，围绕千古情演出为核心打造优质演艺项目矩阵。除演艺项目观赏外，游客还可通过园区内霓裳、汉服、油纸伞租借，学糖画、做泥人、制香囊等娱乐体验，切实感受大唐风情，通过剧目矩阵与沉浸式体验结合，打造剧目丰富、体验多样的演艺王国。

项目优化效果：抖音收藏榜单登顶，五一演出场次显著提升。西安千古情项目优化完成后于 23 年 3 月 4 日重新开业。根据宋城演艺公众号，西安千古情分别于 3 月 14 日、3 月 22 日登顶“抖音吃喝玩乐榜·西安”景点收藏榜单第一位，超越长安十二时辰、大唐不夜城等西安著名大唐文化风格年轻化国潮旅游项目；从千古情演出场次来看，根据宋城演艺公众号数据披露，《西安千古情》“五一”期间演出场次 32 场，“五一”前后每日演出场次多为 2-3 场，“五一”假期及日常演出场次表现与桂林千古情相当。我们认为，西安千古情以大唐文化为基，融合现代潮流元素，当前整体园区属性更偏向国潮，契合年轻一代群体需求；此外，西安千古情开业时间较桂林千古情晚将近两年，爬坡时间相对更短；且西安大唐文化类旅游项目众多，本地大唐风格旅游项目竞争态势激烈。在爬坡期更短、本地市场竞争更为激烈的条件下，西安千古情“五一”假期及日常演出场次与桂林千古情相当，可见西安千古情项目优化后的火热经营态势与良好引流效果。

图33：西安千古情 3 月 14 日登顶抖音西安景点收藏榜



资料来源：宋城演艺公众号，民生证券研究院

图34：西安千古情 3 月 8 日登顶西安景点收藏榜



资料来源：宋城演艺公众号，民生证券研究院

4.2.3 珠海项目：粤港澳大湾区的旗舰项目，休闲度假方向集中突破

宋城演艺珠海千古情景区仍在建设中，建成后有望为公司打造第二成长曲线。珠海千古情是宋城演艺在粤港澳大湾区的旗舰项目，总投资达 150 亿，占地面积 1700 亩，是珠海继长隆海洋公园、华侨城之后第三个旅游大 IP，预计项目建成后拥有 22 个剧院及表演场所、35 台剧目、超 30000 个座位，远超公司现有千古情景区体量。相较于其他千古情景区，珠海项目致力于通过剧院及表演矩阵打造休闲

度假景区，通过休闲度假旅游市场布局从一日游市场跨进尚处蓝海的多日游市场。休闲度假游在《国民旅游休闲发展纲要（2022-2030）》指引下长期有望成为主要旅游方式，而珠海千古情项目大体量、多剧目特点符合休闲度假游需求，且其针对多日游的布局设计也使其与珠海其他旅游 IP 的客群区分，未来有望成为公司营收主支撑点。

图35：《国民旅游休闲发展纲要（2022-2023）》已于 2022 年 7 月发布



资料来源：文化和旅游部，民生证券研究院

图36：宋城演艺珠海度假区总平面图



资料来源：搜狐网，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们将千古情景区存量项目拆分并预测其未来成长表现。

三亚千古情：考虑 2022 年疫情扰动下长线游受冲击较大、22 年 8 月三亚因疫情扰动实施临时全域静态管理两大因素影响，预计 23-25 年疫情扰动减少、长线游需求大幅回暖、三亚旅游属性带动客流持续增长，假设 23 年三亚千古情回归常态化经营，营收恢复至 19 年同期 90%水平（因 2022 年营收受疫情影响基数较低，2023 年营收同比增速高）；24-25 年营收表现持续向好。预计 23-25 年三亚千古情营收 3.52/4.52/5.20 亿元，同比+544%/+28%/+15%。从毛利率表现来看，三亚千古情 2018-2019 年毛利率为 81%/85%，疫情前受益于散客占比提升和收入增长，毛利率持续优化；考虑疫情扰动下旅行社行业出清，三亚旅游目的地近年仍维持较高热度，我们认为 23-25 年三亚千古情散客占比仍将继续提升，营收表现也将持续向好，带动毛利率水平提升，预计 2023 年毛利率恢复向好（因 2022 年毛利率受疫情影响基数较低，2023 年毛利率同比增长明显），24-25 年毛利率超越 19 年同期水平，对应 23-25 年毛利率 79%/86%/86%。

丽江千古情：丽江是长线游、休闲度假游优质目的地，因此受疫情扰动下居民旅游半径减小因素影响明显，预计 23 年疫情扰动减小、长线游回暖，丽江旅游人次有望恢复至 19 年同期 90%水平（因 2022 年营收受疫情影响基数较低，2023 年营收同比增速高）；预计 24-25 年在优质旅游目的地招牌及丽香铁路预期带动下客流有望进一步提升。而丽江千古情在保持渗透率稳定情况下有望获丽江客流赋能。预计 23-25 年丽江千古情营收 3.00/3.66/4.09 亿元，同比+251%/+22%/12%。从毛利率表现来看，丽江千古情疫情前毛利率增势显著，在丽江本地演艺行业中竞争优势明显，毛利率可能仍未接近上限，客流增长预期下 23 年毛利率快速恢复（因 2022 年毛利率受疫情影响基数较低，2023 年毛利率同比增长明显），24-25 年毛利率超越 19 年同期水平，对应 23-25 年毛利率为 76%/83%/84%。

杭州宋城：我们认为，杭州著名景点多、旅游属性强，位处长三角地带，本地经济发展良好拥有一定本地游客群，同时契合长线、短线游和本地游需求，且杭州宋城疫情期间勤修内功，开设新剧院、应用演艺王国模式、丰富景区内容，看好杭州旅游人次 23 年回暖、24 年突破及 23-24 年旅游人次渗透率有望提升，但因杭州宋城 23 年开业时间较晚（3 月 4 日），预计营收恢复至 19 年同期约 85%水平。预计杭州宋城 23-25 年营收 7.71/9.56/11.09 亿元，同比+270%/+24%/16%；从毛利率表现来看，23 年毛利率或因开业时间较晚受影响，较 19 年有所降低；24-25 年随经营状况恢复毛利率有望不断向好，预计 23-25 年杭州宋城毛利率为 61%/68%/70%。

除三亚、丽江、杭州外其他项目：从营收表现来看，20-22 年受疫情扰动影响，各地千古情景区客流减少且闭园时间较长，整体营收表现不佳；23 年，西安、桂林、张家界、九寨、上海古情景区相继开业，除三亚、丽江、杭州三地外其他项目总营收有望实现突破，电子商务手续费也有望快速恢复，营收表现向好（因 2022 年营收受疫情影响基数较低，2023 年营收同比增速高）。24-25 年，各千古情项目逐步度过爬坡阶段，营收有望快速提升。预计 23-25 年除三亚、丽江、杭州三地外其他项目总营收 5.54/7.56/9.38 亿元，同比+496%/+37%/+24%。从过往毛利率表现来看，疫情前 2019 年其他项目整体毛利率达 70%，主要是张家界千古情及桂林千古情两大景区高景气度带动；20-22 年，疫情扰动下各景区客流表现不佳且有闭园情况，毛利率整体处于低位；展望未来，随各千古情景区逐步度过爬坡期，公司毛利率有望修复并逐步向好，预计 23-25 年其他项目毛利率为 58%/67%/70%。

设计策划费：公司设计策划费定义是为其他景区、演艺项目提供整体打包服务时，按照项目进展分阶段确认的收入，此定义与公司轻资产项目定义接近，假设设计策划费为轻资产项目收入，公司目前存量轻资产项目包括新郑黄帝千古情、宁乡炭河千古情和宜春明月千古情，未来计划开业轻资产项目四个，根据公司公告，大部分轻资产项目收取一揽子管理费用 2.6 亿元（按完成阶段确认收入），并按每年经营收入 20%收取委托经营管理费。我们假设 2022 年末开业的四大项目推进较为缓慢，确认营收较少，23-24 年各项目推进、存量项目经营表现回暖突破带动轻资产项目营收增长。预计 23-25 年景区策划费营收 1.93/1.98/2.05 亿元，同比+1070%/+3%/+3%；此外，设计策划费相关项目成本支出少，过往毛利率一直维持高位，后续项目运作模式也未有改变，因此预计 23-25 年设计策划费毛利率仍维持 96%水平。

表11：公司营业收入预测

公司各景区营收表现测算（百万元）	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023E	2024E	2025E
旅游演艺总收入	2611.8	902.6	1184.9	457.8	2169.1	2728.8	3181.6
Yoy	-19%	-65%	31%	-61%	374%	26%	17%
三亚千古情收入	392.7	127.1	148.0	54.7	352.2	452.1	520.3
Yoy	-8%	-68%	16%	-63%	544%	28%	15%
毛利率水平	85%	77%	67%	69%	79%	86%	86%
丽江千古情收入	333.4	136.5	116.2	85.3	299.5	366.1	408.9
Yoy	25%	-59%	-15%	-27%	251%	22%	12%
毛利率水平	82%	75%	58%	62%	76%	83%	84%
杭州宋城收入	918.9	286.9	485.9	208.4	770.7	955.8	1109.3
Yoy	-2%	-69%	69%	-57%	270%	24%	16%
毛利率水平	69%	35%	43%	32%	61%	68%	70%
除三亚千古情、丽江千古情及杭州宋城外其他项目总收入（不包括设计策划费）	406.5	168.7	332.7	93.0	554.0	756.4	937.8
yoy	87%	-59%	97%	-72%	496%	37%	24%
毛利率水平	83%	46%	39%	62%	58%	67%	70%

设计策划费	173.28	183.40	102.10	16.47	192.72	198.44	205.31
Yoy	37%	6%	-44%	-84%	1070%	3%	3%
毛利率水平	98%	96%	96%	96%	96%	96%	96%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

从各项费用率表现来看，我们预计 23 年销售费用率、管理费用率恢复至 19 年同期水平，24-25 年随营收体量增加有所降低，对应 23-25 年销售费用率 5.6%/5.5%/5.4%，对应 23-25 年管理费用率 7.1%/7.1%/7.0%。研发费用率方面，由于文旅部强调智慧旅游沉浸式空间打造，公司在沉浸式空间打造方面具备一定先发优势，后续有望持续发力，预计 23-25 年研发费用率维持在 1.9% 水平；财务费用率方面，我们认为公司财务状况较好，货币资金有望逐年增加，对应货币资金利息收入增长，因此财务费用率为负值且逐步下降，对应 23-25 年财务费用率 -0.7%/-0.8%/-1.0%。

表12：公司各项费用率预测

公司各项费用率表现	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023E	2024E	2025E
销售费用率	5.6%	7.1%	5.6%	4.9%	5.6%	5.5%	5.4%
管理费用率	7.2%	31.9%	21.6%	85.6%	7.1%	7.1%	7.0%
研发费用率	1.9%	4.2%	3.5%	4.1%	1.9%	1.9%	1.9%
财务费用率	-0.7%	-1.4%	-0.1%	-5.9%	-0.7%	-0.8%	-1.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

公司是目前国内唯一的“主题公园+文化演艺”上市公司，考虑宋城演艺基本面稳定、未来客流集聚能力有望逐年提升、本身具备主题乐园属性，我们选取基本面逐步向好，夏季旅游旺季依托水上主题乐园引流提振全年业绩的天目湖，同样具备可复制性的海洋主题乐园标的海昌海洋公园作为可比公司。从估值表现来看，23 年宋城演艺 PE 值低于可比公司 PE 均值，我们认为海昌海洋公园在 IP 赋能、小小海洋馆成长空间广阔两大因素影响下，23 年市场预期处于高位所致；24-25 年宋城演艺 PE 值略高于可比公司 PE 均值，我们认为主要是仍处爬坡期的部分存量千古情项目及正处筹备阶段的千古情项目为公司带来的长期成长空间所致。公司当前基本面稳定，未来发展空间充足，预计 23-25 年 EPS 为 0.41/0.57/0.67 元，对应 PE 为 31/22/19X，维持“推荐”评级。

表13：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600138.SH	天目湖	26.73	1.01	1.25	1.46	26	21	18
002033.SZ	海昌海洋公园	1.13	0.01	0.05	0.07	84	20	15
可比公司平均 (算数平均)						55	21	17
300144.SZ	宋城演艺	12.67	0.41	0.57	0.67	31	22	19

资料来源：wind，民生证券研究院；（可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价为 2023 年 7 月 7 日收盘价）

5.3 投资建议

我们看好宋城演艺 2023 年经营恢复，聚焦存量项目成熟及新项目开业带来的业绩增量。短期来看，1) “五一”假期业绩表现超越 19 年水平，带动千古情景区景气度提升，暑期旺季催化下公司全年业绩有望向好；2) 上海项目恢复运营提供营收支撑。长期来看，1) 除上海项目外，公司现有五大项目仍在筹备或待开业阶段，景区矩阵后续将进一步完善，品牌影响力及营收增长潜力大；2) 部分存量项目仍处爬坡期，成长空间充足；3) 五大项目中，珠海千古情项目有望切入休闲度假赛道，打造新成长曲线。我们预计 23/24/25 年公司实现归母净利润 10.71 亿元/14.78 亿元/17.45 亿元，对应 PE 分别为 31x/22x/19x，维持“推荐”评级。

6. 风险提示

1) 区域竞争激烈风险。部分地区存在耕植于当地的区域性演艺龙头，地方龙头更了解当地的文化习俗，同时对当地的渠道网络更为熟悉，加剧竞争。

2) 新项目不及预期风险。公司筹备的其他千古情项目可能存在开设时间不及预期风险。

3) 城市演艺市场渗透不及预期。上海本地演艺行业竞争态势激烈，定位“城市演艺”的上海千古情项目可能因竞争因素导致渗透率不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	458	2,169	2,729	3,182
营业成本	228	688	688	770
营业税金及附加	28	39	38	41
销售费用	22	121	150	172
管理费用	392	154	194	223
研发费用	19	41	52	60
EBIT	-222	1,130	1,611	1,920
财务费用	-27	-15	-22	-31
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	187	178	183	188
营业利润	-8	1,326	1,820	2,144
营业外收支	-6	-23	-22	-21
利润总额	-14	1,303	1,798	2,123
所得税	3	212	293	346
净利润	-17	1,091	1,505	1,777
归属于母公司净利润	10	1,071	1,478	1,745
EBITDA	171	1,533	2,042	2,380

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,327	2,829	3,560	4,917
应收账款及票据	1	6	7	9
预付款项	4	11	11	12
存货	11	9	8	8
其他流动资产	269	367	394	410
流动资产合计	2,613	3,223	3,980	5,357
长期股权投资	1,757	1,935	2,118	2,306
固定资产	2,457	2,584	2,693	2,803
无形资产	1,006	1,006	1,005	1,005
非流动资产合计	6,808	7,125	7,437	7,757
资产合计	9,420	10,348	11,417	13,114
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	327	300	284	310
其他流动负债	524	519	230	254
流动负债合计	851	819	514	564
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	737	736	736	736
非流动负债合计	737	736	736	736
负债合计	1,588	1,555	1,250	1,300
股本	2,615	2,615	2,615	2,615
少数股东权益	283	303	330	362
股东权益合计	7,833	8,793	10,167	11,813
负债和股东权益合计	9,420	10,348	11,417	13,114

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-61.36	373.78	25.80	16.59
EBIT 增长率	-207.08	608.79	42.62	19.19
净利润增长率	-96.94	10990.81	37.97	18.07
盈利能力 (%)				
毛利率	50.14	68.28	74.78	75.79
净利润率	2.11	49.38	54.16	54.85
总资产收益率 ROA	0.10	10.35	12.94	13.31
净资产收益率 ROE	0.13	12.62	15.02	15.24
偿债能力				
流动比率	3.07	3.94	7.74	9.49
速动比率	3.02	3.87	7.64	9.40
现金比率	2.73	3.46	6.92	8.71
资产负债率 (%)	16.85	15.02	10.95	9.92
经营效率				
应收账款周转天数	0.77	1.00	1.00	1.00
存货周转天数	17.66	5.00	4.00	3.76
总资产周转率	0.05	0.22	0.25	0.26
每股指标 (元)				
每股收益	0.00	0.41	0.57	0.67
每股净资产	2.89	3.25	3.76	4.38
每股经营现金流	0.13	0.47	0.67	0.81
每股股利	0.05	0.05	0.05	0.06
估值分析				
PE	3430	31	22	19
PB	4.4	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	184.15	20.19	14.65	12.00
股息收益率 (%)	0.39	0.39	0.39	0.47

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-17	1,091	1,505	1,777
折旧和摊销	393	403	431	460
营运资金变动	120	-135	-39	31
经营活动现金流	332	1,218	1,746	2,111
资本开支	-244	-529	-543	-573
投资	539	0	0	0
投资活动现金流	309	-529	-543	-573
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-12	-5	-291	0
筹资活动现金流	-196	-187	-472	-181
现金净流量	462	502	731	1,357

插图目录

图 1: 宋城演艺发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构图 (截至 2023 年 3 月 31 日)	4
图 3: 2017-2023Q1 营业收入 (亿元) 及增速.....	5
图 4: 2017-2023Q1 归母净利润 (亿元)	5
图 5: 2017-2022 公司杭州宋城、三亚千古情、丽江千古情营收表现 (单位: 亿元)	6
图 6: 2017-2022 公司杭州宋城、三亚千古情、丽江千古情毛利率表现.....	6
图 7: 2017-2022 年宋城演艺各项费用对比.....	7
图 8: 旅游演艺产业链流程图一览.....	11
图 9: 亲子互动剧《WA! 海洋》宣传图.....	13
图 10: 亲子秀《WA! 恐龙》宣传图.....	13
图 11: 宋城演艺森林音乐会	14
图 12: 宋城演艺“夜游+电音狂欢”	14
图 13: 2015-2022 年宋城演艺杭州、三亚、丽江三地景区营收表现 (单位: 百万元)	15
图 14: 2015-2022 年宋城演艺杭州、三亚、丽江三地景区毛利率表现	15
图 15: 西安千古情 1 号剧院“五一”单日演出场次 8 场	16
图 16: 桂林千古情大剧院“五一”单日演出场次 8 场.....	16
图 17: 2019-2022 年公司研发投入及其占营收比例.....	17
图 18: 2019-2022 年公司研发人数及其占总员工比例.....	17
图 19: 宋城演艺每日演出场次 (单位: 次) (截至 2023 年 7 月 9 日)	21
图 20: 上海千古情二楼“幻境空间项目可坐下排队等候”	22
图 21: 上海千古情景区二楼展台游览视角	22
图 22: 2021 年上海千古情外部景象-停车为主, 室外演艺空间较少	23
图 23: 2023 年 7 月 1 日开业后上海千古情外部景象-停车面积缩小, 右侧室外演艺覆盖面积大幅扩大.....	23
图 24: 上海千古情导览图	23
图 25: 上海千古情“穿越街”民国时期上海滩街头风景	24
图 26: 上海千古情“穿越街”演艺剧院入口.....	24
图 27: 上海千古情“教堂”网红打卡点.....	24
图 28: 上海千古情“光影秀”打卡项目	24
图 29: 《WA! 恐龙》亲子秀节目剧照	25
图 30: 上海千古情戏水池项目	25
图 31: 上海年末常住人口 (万人)	26
图 32: 上海外省和本土市民在沪旅游情况 (万人次)	26
图 33: 西安千古情 3 月 14 日登顶抖音西安景点收藏榜.....	29
图 34: 西安千古情 3 月 8 日登顶西安景点收藏榜.....	29
图 35: 《国民旅游休闲发展纲要 (2022-2023) 》已于 2022 年 7 月发布	30
图 36: 宋城演艺珠海度假区总平面图	30

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司杜邦分析相关指标变化趋势	6
表 2: 千古情部分旅游景区卡位优质长线游目的地, 各目的地均有交通优化相关规划	8
表 3: 沉浸式演艺鼓励发展相关政策	9
表 4: 市场主流旅游演艺形式及特点	10
表 5: 存量及预开设轻资产项目签约时间/开业时间及周边文旅项目	12
表 6: 2022 年公司提升演艺产品质量相关研究	17
表 7: 2022 年公司景区智能化建设相关研究	18
表 8: 对比我国旅游演艺与城市演艺主要区别	25
表 9: 上海千古情与上海目前在演的著名演艺项目收费情况对比	26
表 10: 公司存量及预计开设景区一览	28
表 11: 公司营业收入预测	32
表 12: 公司各项费用率预测	33
表 13: 可比公司 PE 数据对比	34
公司财务报表数据预测汇总	36

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026