

宋城演艺 (300144)

证券研究报告

2023年08月18日

跟踪深度系列一：项目升级叠加暑期旺季，业绩稳步释放潜力可期

导语：宋城经历3年修炼内功，内部园区产品优化丰富、To C打法日趋成熟、编创&运营团队平台化机制持续强化，我们认为公司过去几年的努力，已在今年上海、西安、杭州千古情，及暑期客流火热的丽江、桂林千古情中得到市场良好的客流和口碑验证，散客占比同样有望实现较好提升。参考过去各千古情的客流、票价、单项目模型，重点看好公司2023-25年业绩修复&持续成长潜力！

上海项目焕新升级，期待后续城市演艺推出。上海千古情作为公司旗下定位“城市演艺”项目，本次升级重开后亮点颇多，1)主秀内容升级，引发观众共鸣；2)明确年轻客群营销思路，一方面在产品设计上将朋克街换成具有民国风情的穿越街供游客打卡传播，另一方面在自媒体平台预热，与KOL合作推广；3)定价策略的调整为景区积累了良好口碑；4)游览项目丰富度提升，满足多种客群特别是亲子群体需求；5)餐饮板块也有改善，优化游客体验。本次升级带来日均3场的稳定客流和不错的市场口碑，期待后续3-6层开放所推出的更多剧目表演。

西安项目主秀改版，杭州本部演艺王国初具成效。1)西安千古情改版，全面展现周秦汉唐辉煌历史，弥补西安演艺市场全景历史题材剧缺失的空白，增强产品力，有望凭借差异化内容从激烈竞争中脱颖而出。目前每日排片5-6场，较2020年首次开业同期每日2场大有提升。2)杭州宋城自2021年开始试点演艺王国，目前看来初具成效。景区增设多个剧院并丰富剧目内容，有望延长散客逗留时间并增加二销收入；举办年轻化活动如音乐节、狂欢节，吸引年轻客群，由旅游景区向日常休闲集散地转变，有助于优化客源结构从而提升客单价。

暑期出游需求释放，演出场次恢复至疫前水平，有效支撑业绩修复。1)整体项目增加，公司自营项目数由2019年的3“成熟”+3“培育”变为现在的5“成熟”+3“培育”+2“待开”，整体演出场次较19年同期高增。2023年7月1日至8月11日公司整体演出场次较19年同期增长57%。2)老项目客流恢复，丽江、桂林表现亮眼，7月8日开始，丽江和桂林千古情演出场次明显超过19年同期，杭州和三亚场次已恢复至19年同期，充分体现客流复苏态势。2023年7月1日至8月11日，丽江、桂林、杭州及三亚四地场次恢复度分别为158%/132%/101%/90%。暑期旺季催化下，看好公司业绩表现。

成熟项目扩容，培育项目爬坡，新项目有序拓展，有望持续贡献业绩增量。1)成熟项目的产品丰富度和园区承载能力提升，将增加实际可接待人次，从而提升景区单日营收上限。此外，举办音乐节、夜游等活动有望吸引更多散客，提升散客占比。2)培育项目经未来几年爬坡成熟，客流会有大幅增长，有望释放业绩增量，期待未来成长潜力。3)储备自营项目佛山、西塘和轻资产项目延安、三峡落地将进一步完善全国布局，打开成长空间。

盈利预测与投资建议：在项目内容升级和营销优化下，公司对于年轻客群吸引力提升。我们看好暑期旺季来临，公司各项目客流复苏以及中长期在成熟项目扩容、培育项目爬坡和储备项目落地等加持下，公司业绩的逐步释放。我们预计2023-2025年公司实现营收21.72/27.53/32.24亿元，调整归母净利润预期为9.13/13.69/16.81亿元（前值2023-2024年为12.64/16.99亿元），对应PE分别为35x/23x/19x，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争激烈，存量项目恢复不及预期，新剧目不及预期。

投资评级

行业 社会服务/旅游及景区

6个月评级 买入（维持评级）

当前价格 12.29元

目标价格 15.71元

基本数据

A股总股本(百万股) 2,614.69

流通A股股本(百万股) 2,287.64

A股总市值(百万元) 32,134.59

流通A股市值(百万元) 28,115.07

每股净资产(元) 2.92

资产负债率(%) 16.18

一年内最高/最低(元) 17.31/10.59

作者

郑澄怀 分析师
SAC执业证书编号：S1110523070003
zhengchenghuai@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《宋城演艺-公司点评:跨省游不再与风险区联动，宋城演艺大股东等转让10%股份、实控人地位不变》 2022-11-29
- 2 《宋城演艺-季报点评:22Q3业绩基本符合预期，估值历史低位等待更强复苏》 2022-11-03
- 3 《宋城演艺-半年报点评:业绩符合预期，暑期迎来区域性复苏》 2022-08-29

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,184.86	457.81	2,171.88	2,752.84	3,224.06
增长率(%)	31.27	(61.36)	374.40	26.75	17.12
EBITDA(百万元)	732.77	264.56	1,379.32	1,904.59	2,262.57
归属母公司净利润(百万元)	315.13	9.66	913.09	1,369.32	1,681.10
增长率(%)	(117.98)	(96.94)	9,354.32	49.97	22.77
EPS(元/股)	0.12	0.00	0.35	0.52	0.64
市盈率(P/E)	101.97	3,327.27	35.19	23.47	19.12
市净率(P/B)	4.20	4.26	3.87	3.37	2.90
市销率(P/S)	27.12	70.19	14.80	11.67	9.97
EV/EBITDA	47.59	132.30	20.37	14.29	11.16

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 上海项目内容优化，年轻客群营销打法升级	5
1.1. 主剧目《千古情》内容优化，引起共鸣	5
1.2. 2C 年轻客群营销思路清晰，打法升级	5
1.3. 定价更为合理，口碑物超所值	6
1.4. 游览路线优化，项目满足多元化客群需求	6
1.5. 配套设施改善，餐饮补齐短板	7
2. 成熟项目客群结构有望优化，次新项目持续爬坡	9
2.1. 杭州试点演艺王国初具成效，客流结构有望优化	9
2.2. 西安项目主秀升级，产品力提升带动客流增加	10
2.3. 次新项目快速爬坡，演出场次超过疫前水平	11
3. 短期暑期支撑+中长期项目成熟，公司业绩修复可期	12
3.1. 短期业绩修复：暑期旺季演出场次恢复至疫前水平	12
3.2. 中长期业绩增长：各类项目成长，未来潜力可期	13
4. 盈利预测与投资建议	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：2021 年旧版《上海千古情》剧照	5
图 2：2021 年旧版《上海千古情》剧照	5
图 3：2023 年新版《上海千古情》剧照	5
图 4：2023 年新版《上海千古情》剧照	5
图 5：民国风情特色的穿越街	6
图 6：上海千古情与网红合作宣传	6
图 7：2021 年首次开业票价体系	6
图 8：2023 年上海千古情定价合理，口碑不错	6
图 9：亲子项目丛林攀爬	7
图 10：穿越街换装馆	7
图 11：2021 年室外场地主要用于停车	7
图 12：2023 年减少室外停车场地，增加室外游玩项目	7
图 13：景区用餐环境宽敞洁净	7
图 14：菜品丰富，价格合理	7
图 15：菜品丰富，价格合理	7
图 16：联营门店与景区外同价	7
图 17：杭州宋城增设多剧院	9
图 18：主秀千古情之外小剧场	9
图 19：杭州千古情音乐节	9
图 20：杭州千古情啤酒狂欢节	9

图 21: 新版千古情《周韵秦风》剧照	10
图 22: 新版千古情《汉使张骞》剧照	10
图 23: 公司整体演出场次远超疫前水平	12
图 24: 杭州项目演出场次恢复情况	13
图 25: 三亚项目演出场次恢复情况	13
图 26: 丽江项目演出场次恢复情况	13
图 27: 桂林项目演出场次恢复情况	13
图 28: 三亚千古情营收及净利情况 (单位: 亿元)	14
图 29: 丽江千古情营收及净利情况 (单位: 亿元)	14
图 30: 佛山千古情效果图	15
图 31: 西塘演艺小镇效果图	15
表 1: 西安千古情串联周秦汉唐历史, 具有差异性	10
表 2: 次新项目场次数恢复情况	11
表 3: 目前公司项目的培育状态	12
表 4: 公司目前储备项目	14
表 5: 公司营收和归母净利润预测	16
表 6: 可比公司估值比较 (股价为 2023 年 8 月 18 日数据)	16

1. 上海项目内容优化，年轻客群营销打法升级

1.1. 主剧目《千古情》内容优化，引起共鸣

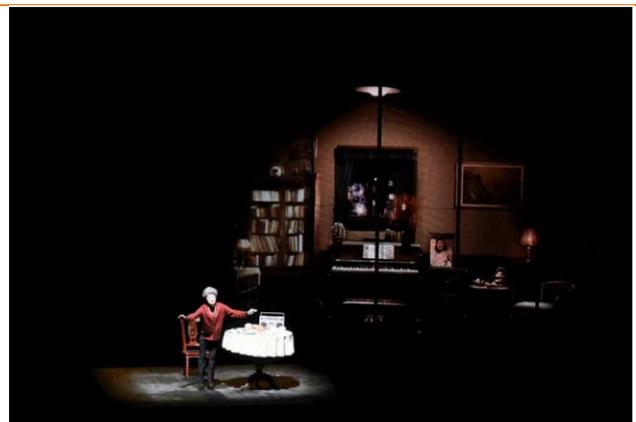
《上海千古情》演出全面升级优化，观感更佳，共鸣更强。主要改变如下：**1) 演出内容大幅调整**，删除了原以巧巧为主线的《上海人家》故事情节，替换为《觉醒年代》，从讲述上海普通人家上山下乡的故事以小见大，到聚焦建党初期革命先烈的抗争史诗，赋予千古情演出更为深刻的文化内涵，更能引起观众共鸣，整体情节紧凑有感染力；**2) 表现手法更佳**，富有新意和惊喜，高空杂技和意想不到的演员出场方式如飞现许文强，高潮迭起不断炒热现场气氛，观演记忆深刻；**3) 演出技术效果升级**，通过全息等更多高科技手段，打造出更震撼的光影效果和沉浸式观演体验，遨游的鲸鱼、扑面而来的水幕以及漫天飞舞的花瓣引起观众频频惊呼。

图 1：2021 年旧版《上海千古情》剧照



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 2：2021 年旧版《上海千古情》剧照



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 3：2023 年新版《上海千古情》剧照



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 4：2023 年新版《上海千古情》剧照



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

1.2. 2C 年轻客群营销思路清晰，打法升级

公司愈加掌握年轻客群的营销思路，并同步体现在产品打造上。**1) 产品打造突出特色**，上海千古情景区将原来的朋克风街区改造为具有民国风情的上海穿越街，极具老上海特色，改造后非常吸引情侣和闺蜜两类群体打卡，穿越街增强了景区的独特性和吸引力。**2) 对年轻客群的营销打法和思路升级**，本次上海升级重开侧重于在微信视频号、抖音、小红书等自媒体宣传，和 KOL 合作推广，覆盖人群更广，引流能力更强。且依靠公司推出的穿越街，吸引年轻人拍照打卡后上传社交媒体能够形成自发性传播。结合此前公司打造宋城小白和宋城林冲 IP 引流杭州宋城，可见公司对年轻客群的营销思路清晰。

图 5：民国风情特色的穿越街



资料来源：宋城旅游小程序，天风证券研究所

图 6：上海千古情与网红合作宣传



资料来源：宋城旅游小程序，天风证券研究所

1.3. 定价更为合理，口碑物超所值

景区调整定价策略，更具性价比。当前上海项目名义票价普通席/贵宾席 318/358 元，开业期间为 159/199 元（4.6 折，为 6.25-7.31 期间预售价格，购买后可预约 7.1-10.8 日的游览日期和场次）。与 21 年千古情 399/499 元名义售价（如含其他演出为 679 元起）、《WA! 恐龙》单独售票一大一小 399 元相比，定价更具有性价比。且从 7 月 1 日开园以来，广受好评，在各 OTA 平台获得高分，霸榜美团、大众点评、抖音旅游榜单。

图 7：2021 年首次开业票价体系

剧目	票价（元） 观众席/贵宾席
上海宋城+《上海千古情》	399/499
上海宋城+《颜色》/《S秀》/《热情桑巴》	399
上海宋城+《上海千古情》+《颜色》/《S秀》/《热情桑巴》	679/779
上海宋城+《Wa! 恐龙》	399/一大一小, 499/两大一小

资料来源：上海千古情宣传册，天风证券研究所

图 8：2023 年上海千古情定价合理，口碑不错



资料来源：宋城演艺公众号，大众点评，去哪儿，天风证券研究所

1.4. 游览路线优化，项目满足多元化客群需求

游览线路优化，增加更多亲子&情侣互动项目。景区 2C 端的产品吸引力较之前更强，融入更多亲子互动项目如丛林攀爬、幻境空间、嬉水区、挖沙区，以及情侣闺蜜项目如穿越街的写真拍照和升级后的恐怖研究院，有助于提升散客比例、亲子、情侣及闺蜜客群比例，后续客群结构有望进一步优化升级。此外，2021 年开业时，千古情大楼右侧场地主要作为停车场，游览线路更多聚集于室内，如今将右侧室外大部分场地作为室外演出及游玩场景布置，室外项目更为充实，室内室外路线结合提升游览丰富度。

图 9：亲子项目丛林攀爬



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 10：穿越街换装馆



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 11：2021 年室外场地主要用于停车



资料来源：浦东发布，天风证券研究所

图 12：2023 年减少室外停车场地，增加室外游玩项目



资料来源：宋城演艺官网，天风证券研究所

1.5. 配套设施改善，餐饮补齐短板

餐饮板块补齐短板，用餐环境和价格优化。从 2020 年开始，公司以杭州本部为试点开始尝试建立更多自有用餐区域，引入星巴克，目前初见成效。本次上海园区同样改善餐饮设施，补齐短板，用餐环境宽敞洁净，座位较多，菜品多样，价格合理。同时公司还在上海园区引入餐饮品牌如 Tims Coffee 等，景区门店与景区外同价。

图 13：景区用餐环境宽敞洁净



资料来源：大众点评，天风证券研究所

图 14：菜品丰富，价格合理



资料来源：大众点评，天风证券研究所

图 15：菜品丰富，价格合理

图 16：联营门店与景区外同价



资料来源：大众点评，天风证券研究所



资料来源：大众点评，天风证券研究所

期待后续开放 3-6 层、城市演艺落地情况。上海千古情项目总用地面积 18039 平方米，近 30 亩，建筑面积 41200 平方米，与其他千古情项目占地多近 100 亩相比，面积较小，主要通过立体化布局丰富演出空间。2021 年开业时，共开放 6 层演艺空间。目前仅开放 1-2 层，待客流逐步培育后有望推出 3-6 层游玩内容及更为丰富的剧目演出，打造城市演艺模式，实现更广阔的成长空间。建议重点关注后续 3-6 层空间开放、非《千古情》剧目推出情况。

2. 成熟项目客群结构有望优化，次新项目持续爬坡

疫情期间，尽管面临外部环境压力，公司仍把握时机修炼内功并积极对外扩张，一方面推动成熟项目杭州宋城转型演艺王国，升级西安项目主秀内容；另一方面签订珠海演艺谷、延安及三峡千古情项目，继续全国扩张步伐。以上举措使得成熟项目客流结构有望优化，培育项目快速爬坡，客流增加，公司未来成长空间可期。

2.1. 杭州试点演艺王国初具成效，客流结构有望优化

杭州宋城自 2021 年试点演艺王国模式，向多剧院、多剧目及多票型的组合转变，目前看来初具成效。纵观公司发展历程，凭借“主题公园+文化演艺”模式实现快速成长，向演艺王国模式升级则会进一步打开想象空间。具体举措为：

- 1) 增设多个剧院，扩大承载量。公司在杭州宋城新建 2 号、3 号千古情剧院并补充多个室外剧院如悬崖剧院、森林剧院等；
- 2) 丰富节目容量，增加非千古情剧目。除千古情主秀外，还有《大地震》、亲子剧《哇！恐龙》、全息剧《幻影》、沉浸式演出《上甘岭》、《库克船长》等各种剧目近百台，满足各类人群的需求，有助于延长游客逗留时间；
- 3) 举办新潮活动，开拓年轻客群。疫情期间杭州宋城推出万圣主题“宋城奇妙夜”，近期举办“千古情音乐节” & “千古情狂欢节”，扩大公司在年轻群体知名度。

杭州宋城向演艺王国转型，有助于优化客流结构。开展演艺集群模式使宋城不仅是旅游景区，还是日常休闲集散地，有助于提升当地客群和散客比例。举办各类活动吸引年轻群体也将优化客群年龄结构，保障持续发展。

图 17：杭州宋城增设多剧院



资料来源：宋城演艺官网，天风证券研究所

图 18：主秀千古情之外小剧场



资料来源：宋城演艺官网，天风证券研究所

图 19：杭州千古情音乐节



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 20：杭州千古情啤酒狂欢节



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

2.2. 西安项目主秀升级，产品力提升带动客流增加

新版《西安千古情》串联各朝历史，全景展示西安历史文化。在 2020 年开业之初，《西安千古情》分为《半坡之光》、《灞河之洲》、《大禹治水》、《大唐盛世》、《丝绸之路》、《伟大复兴》；2023 年根据周秦汉唐的历史体例对演出内容进行大幅优化，新版变更为《半坡之光》、《周韵秦风》、《汉使张骞》、《大唐盛世》、《新的长安》，全面展现周秦汉唐的辉煌历史。且本次升级增加了更多舞台特效和现代科技元素，比如演出中有三千吨洪水倾泻而下，数百立方黄沙扑面而来，更具美感与张力。

图 21：新版千古情《周韵秦风》剧照



资料来源：央视网，天风证券研究所

图 22：新版千古情《汉使张骞》剧照



资料来源：西安千古情公众号，天风证券研究所

西安项目产品力更强，有望凭差异化内容脱颖而出。相比于 2020 年同期日均 2 场演出，目前西安项目日均排片场次可达 5-6 场。

1) **内容差异化**：西安一直是中国旅游演艺高地，演艺市场竞争激烈，竞对项目包含《长恨歌》、《驼铃传奇》、《梦回大唐》等优秀作品。但这些竞对演出题材相对单一，一台演出通常只讲述一个朝代、一个故事，几乎没有一部全景演绎西安历史文化的作品。因此《西安千古情》有望填补西安全景历史题材剧的空白。

2) **演出多元化**：西安项目除千古情表演之外，《大地震》、《国色天香》、《胡姬长歌行》等十余台演艺秀也将联袂上演。

表 1：西安千古情串联周秦汉唐历史，具有差异性

演艺项目	演艺形式	演出内容	门票价格	剧场规模	演出时长	开业时间	去哪儿评分
西安千古情	演艺+主题 公园	以一位华裔少女回国寻根的故事为主线，全面立体展示周秦汉唐的宏大篇章。	278 元	3000-4000 人	60min	2020	5.0
长恨歌	室外实景演出	以白居易传世名篇《长恨歌》为蓝本，重现千年前华清宫里李隆基与杨贵妃的爱情故事。	238 元	3000 人	70min	2007	4.9
驼铃传奇	室内剧场演出	唐朝一支西行驼队一路波折来到罗马帝国，随后满载货物返回长安的故事。	288 元	3000 人	65min	2017	4.9
梦回大唐	室内剧场演出	分为梦幻霓裳、梦邀秦王、梦浴华清、梦萦西域、梦游曲江、梦回大唐六幕。	268 元	700 余人	60min	2005	4.6
大唐追梦	夜晚游船观演	以诗仙李白为贯穿，以将进酒词牌为基调，将盛唐文化和游客参与深度结合在游船幻境中。	280 元	800 人	60min	2019	4.9

资料来源：公司官网，去哪儿 APP 等，天风证券研究所

2.3. 次新项目快速爬坡，演出场次超过疫前水平

次新项目持续爬坡，未来空间可期。桂林项目于 2018 年开业，目前演出场次明显优于 2019 年同期，2023 年 7 月 1 日至 8 月 11 日日均场次 5.8 场，高于 2019 年同期的 4.4 场。张家界项目较为特殊，2019 年开业初期采取低价优惠活动引流，目前场次未恢复至开业水平。九寨项目 2023 年 7 月 1 日至 8 月 11 日日均排片量 2.9 场，高于 2019 年同期 1.2 场。展望未来项目发展，以桂林千古情为例，项目占地 172 亩，位于阳朔遇龙河景区入口，客流基数大，随着项目继续爬坡，成长空间可期。

表 2：次新项目场次恢复情况

	桂林			张家界			九寨		
	2019	2023	恢复情况	2019	2023	恢复情况	2020	2023	恢复情况
7.1-7.7	21	25	119.0%	27	13	48.1%	8	14	175.0%
7.8-7.14	23	35	152.2%	27	14	51.9%	7	16	228.6%
7.15-7.21	29	38	131.0%	30	14	46.7%	7	18	257.1%
7.22-7.28	30	42	140.0%	32	20	62.5%	7	21	300.0%
7.29-8.4	35	49	140.0%	32	21	65.6%	8	24	300.0%
8.5-8.11	45	53	117.8%	35	21	60.0%	14	28	200.0%
7.1-8.11 日均	4.36	5.76	132.2%	4.36	2.45	56.3%	1.21	2.88	237.3%

资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

3. 短期暑期支撑+中长期项目成熟，公司业绩修复可期

3.1. 短期业绩修复：暑期旺季演出场次恢复至疫前水平

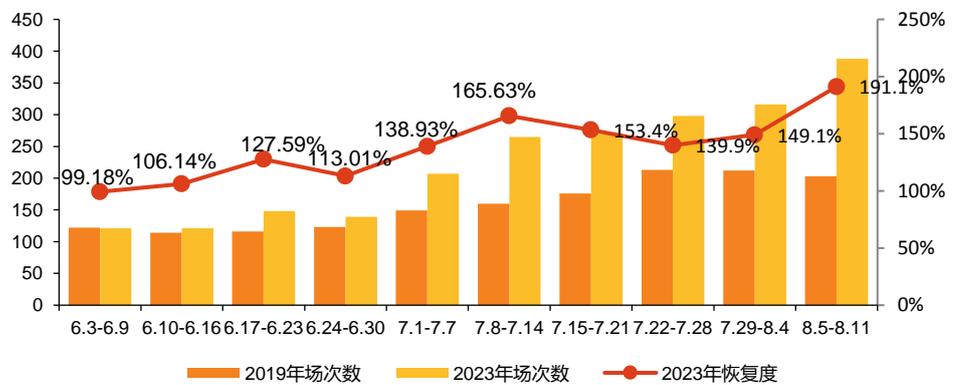
受益于整体项目增加和老项目客流恢复，暑期演出场次远超疫前水平。1) 整体项目增加：目前公司相比 2019 年项目数量增加，由 2019 年的 3 “成熟”+3 “培育” 项目变为现在的 5 “成熟”+3 “培育”+2 “待开” 项目，整体演出场次较 19 年同期高增。2023 年 7 月 1 日至 8 月 11 日，公司整体演出场次较 2019 年同期增长 57%。2) 老项目人流恢复：丽江和桂林项目表现亮眼，7 月 8 日开始，丽江和桂林千古情演出场次明显超过 19 年水平，杭州和三亚已恢复至 19 年同期，充分体现客流复苏态势。2023 年 7 月 1 日至 2023 年 8 月 11 日，丽江、桂林、杭州及三亚四地场次恢复度分别为 158%/132%/101%/90%。暑期旺季催化下，各千古情景区有望提振营收，支撑业绩修复。

表 3：目前公司项目的培育状态

	项目	首次开业时间	培育状态
大本营	杭州千古情	1996.5	成熟
	三亚千古情	2013.9	成熟
一轮扩张	丽江千古情	2014.3	成熟
	九寨千古情	2014.5	成熟
二轮扩张	桂林千古情	2018.8	成熟
	张家界千古情	2019.6	培育
	西安千古情	2020.6	培育
	上海千古情	2021.4	培育
	佛山千古情	暂未开业	待开业
	西塘演艺小镇	暂未开业	待开业

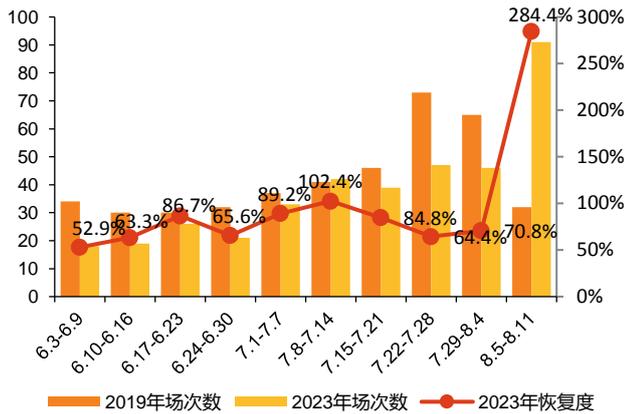
资料来源：公司公告，天风证券研究所；注：将毛利率是否达到 75% 作为成熟项目的判断标准

图 23：公司整体演出场次远超疫前水平



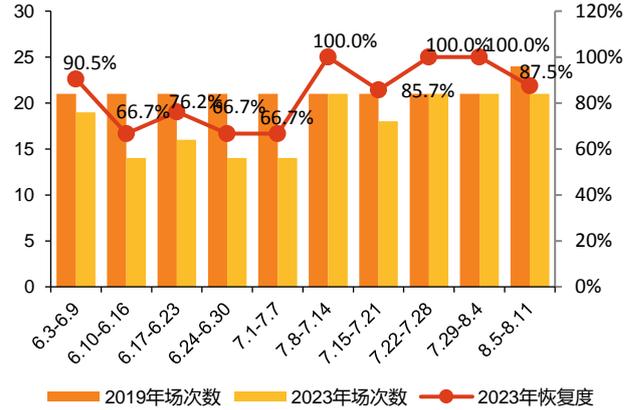
资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 24：杭州项目演出场次恢复情况



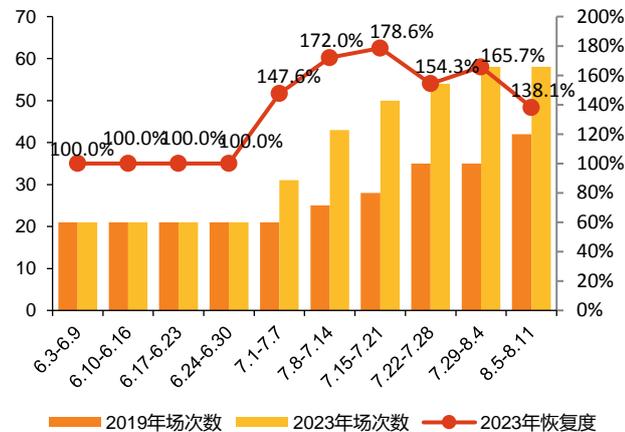
资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 25：三亚项目演出场次恢复情况



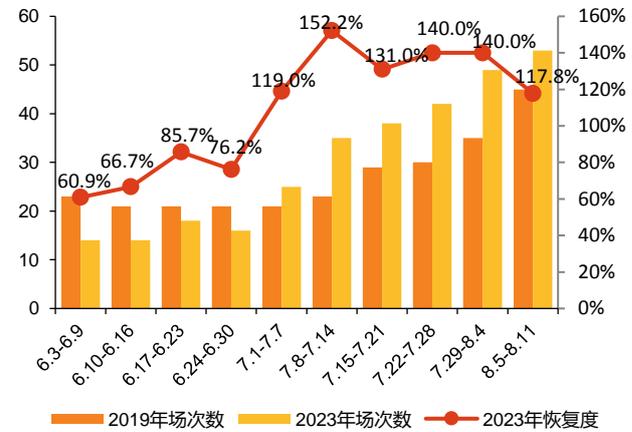
资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 26：丽江项目演出场次恢复情况



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

图 27：桂林项目演出场次恢复情况



资料来源：宋城演艺公众号，天风证券研究所

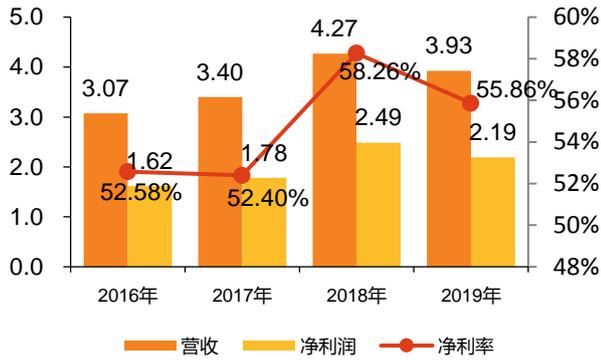
3.2. 中长期业绩增长：各类项目成长，未来潜力可期

从三个维度进行剖析，我们认为公司未来的成长潜力值得期待，持续看好公司未来业绩释放：

维度一：成熟项目扩容仍有增长潜力：成熟项目的产品丰富度和园区承载能力持续优化，如杭州宋城打造演艺王国，剧目内容扩充，增设 2 号、3 号千古情剧院，还补充多个室外剧院如悬崖剧院、森林剧院等。其他项目如三亚、丽江等也纷纷设立 2 号千古情剧院和其它形式的剧场。景区的扩充将有效增加景区实际可接待人次，从而提升景区单日营收上限，贡献业绩增量。此外，公司采取更高效的营销方式，由地铁广告转向自媒体推广宣传，并举办音乐节、狂欢节等年轻化活动，将有助于提高散客和年轻客群占比。

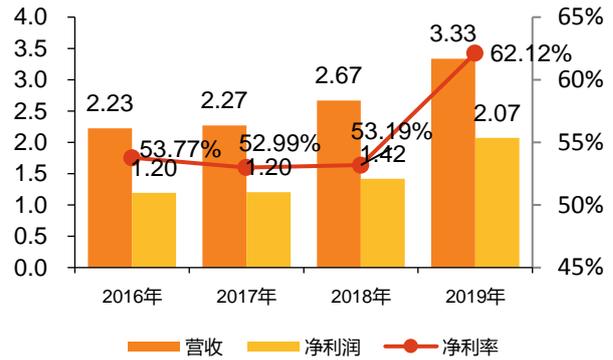
维度二：培育项目成熟后成长可期：疫情期间公司新增西安、上海项目，且西安、上海项目投资额相比其他二次扩张项目更高，地理位置优越。上海千古情处于世博园，距离陆家嘴车程仅需 30 分钟，可与东方明珠等景点形成联动。西安千古情位于灞河沿岸，在西安市中心前往兵马俑的必经之路上，客流基础广阔。参考公司的成熟项目三亚千古情，2019 年实现营业收入 3.9 亿，净利率高达 56%。我们认为上海、西安项目同样具有潜力，且西安项目采取政企合作的方式，仅需支付租金和设备人员费用，持股比例达 80%，盈利能力可期。随着两项目逐渐爬坡成熟，业绩潜力值得期待。

图 28：三亚千古情营收及净利情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：丽江千古情营收及净利情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

维度三：新项目有序扩张，长线成长可期。公司目前自营储备项目有佛山千古情、西塘演艺小镇，轻资产储备项目有延安千古情和三峡千古情。待储备项目建成开业，将进一步扩大宋城版图，丰富客源基础，打开营收增长空间。

- 佛山千古情是宋城演艺在珠三角地带的首个旅游演艺项目，也是佛山目前投资额最大的文旅项目，总投资额达 16.8 亿元，占地面积近 100 亩，定位为岭南文旅龙头项目，将打造成辐射全国的岭南文旅目的地。
- 西塘演艺小镇地处长三角地带浙江嘉善，总投资 200 亿元，规划用地约 5000 亩，是宋城集团在以往“主题公园+旅游演艺”核心模式上提升的超级综合项目，包括主题公园集群、民宿度假及主题酒店集群、剧院集群、艺术街区、科技体验博览、休闲商业区和艺术培训、演艺基金等，并将举办艺术节、戏剧节、音乐节、狂欢节等主题节庆活动。
- 延安千古情位于延安市区内西北部，占地 150 亩，毗邻中国延安干部学院、枣园革命旧址、枣园 1938 景区，属于延安红色文化旅游核心区。项目距延安火车站 15 公里，距离延安南泥湾机场 25 公里。参考 2021 年前 10 个月数据，延安市累计接待游客 3450 万人次，为未来千古情项目提供庞大客流基础。
- 三峡千古情位处宜都鲟龙湾文化旅游产业园内，规划占地面积约 140 亩，将深入挖掘巴楚文化、三峡文化、屈原文化、昭君文化、三国文化，建设极具特色和底蕴的永久性旅游目的地，串起三峡大坝、张家界等名胜景区。该项目将填补湖北大型文旅演艺空白，是宜昌打造长江旅游带、清江旅游带的核心支撑项目。

表 4：公司目前储备项目

项目名称	签约开业时间	协议条款	项目情况
佛山千古情	2017 年 6 月签约	-	是宋城演艺在珠三角地带的首个旅游演艺项目，也是佛山目前投资额最大的文旅项目，总投资额达 16.8 亿元，占地面积近 100 亩，定位为岭南文旅龙头项目，将打造成辐射全国的岭南文旅目的地。
西塘演艺小镇	2018 年 1 月签约	-	位于浙江嘉善，总投资 200 亿元，规划用地约 5000 亩，是宋城集团在以往“主题公园+旅游演艺”核心模式上提升的超级综合项目，包括主题公园集群、民宿度假及主题酒店集群、剧院集群、艺术街区、科技体验博览、休闲商业区和艺术培训、演艺基金等，并将举办艺术节、戏剧节、音乐节、狂欢节等主题节庆活动。
延安千古情	2020 年 11 月签约，开业未定	项目设计输出等一次性费用 2.6 亿元，项目试营业/开业后，按项目年经营收入的 20%收取基本管理费，连续收满 60 个月。	位于延安市区内西北部，占地 150 亩，毗邻中国延安干部学院、枣园革命旧址、枣园 1938 景区，属于延安红色文化旅游核心区。项目距延安火车站 15 公里，距离延安南泥湾机场 25 公里。

三峡千古情 2022 年底签约，
暂定 2024 年 5 月
1 日开业 一揽子相关服务费用 2.6 亿元，
开业起 10 年委托经营管理费为
年经营收入的 20%。

位处宜昌都鲟龙湾文化旅游产业园内，规划占地面积约 140 亩，将深入挖掘巴楚文化、三峡文化、屈原文化、昭君文化、三国文化，建设极具特色和底蕴的永久性旅游目的地，串起三峡大坝、张家界等名胜景区。

资料来源：南方网，中国产业规划网，新浪网，湖北人民政府，天风证券研究所

图 30：佛山千古情效果图



资料来源：南方网，天风证券研究所

图 31：西塘演艺小镇效果图



资料来源：浙江新闻，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们看好在项目升级及营销优化下宋城演艺业绩修复的确定性。1) 暑期旺季推动千古情景区客流恢复至疫前水平，支撑业绩修复；2) 上海、杭州、西安等项目内容升级、营销思路年轻化，吸引客流释放业绩；3) 中长期来看，成熟项目扩容+培育项目爬坡成熟+新项目建成落地将有效贡献业绩增量，成长空间充足。我们预计 2023-2025 年公司实现收入 21.72/27.53/32.24 亿元；由于大部分项目今年 3 月及之后才开始营业且仍处于客流恢复的进程中，我们调整 2023-2025 年归母净利润预测为 9.13/13.69/16.81 亿元（前值 2023-2024 年为 12.64/16.99 亿元），当前股价对应 PE 为 35x/23x/19x。

我们选取拥有多个主题公园的曲江文旅、暑期旺季依托水上主题乐园引流的天目湖以及同样具有可复制性的海昌海洋公园作为可比公司，得到 24 年可比公司 PE 均值为 27x，考虑到宋城演艺的整体排片逐步恢复到疫前水平，成熟项目扩容叠加培育项目爬坡，给予公司 24 年 30x PE，对应目标价 15.71 元，维持“买入”评级。

表 5：公司营收和归母净利润预测

单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	26.12	9.03	11.85	4.58	21.72	27.53	32.24
YOY	-18.67%	-65.44%	31.27%	-61.36%	374.40%	26.75%	17.12%
综合毛利率	71.39%	60.93%	51.08%	50.14%	65.59%	69.77%	72.18%
现场演艺收入	17.59	6.37	9.61	3.66	19.52	25.00	29.34
YOY	10.93%	-63.79%	50.86%	-61.92%	433.44%	28.06%	17.35%
毛利率	73.00%	46.42%	40.35%	38.56%	63.84%	68.58%	71.28%
旅游服务收入	3.27	2.23	1.72	0.54	1.78	2.08	2.42
YOY	23.20%	-31.83%	-22.89%	-68.47%	228.82%	16.77%	16.28%
毛利率	73.75%	96.04%	97.58%	97.22%	77.94%	78.67%	78.57%
其他业务收入	1.42	0.42	0.52	0.38	0.41	0.45	0.48
YOY	12.46%	-70.03%	22.18%	-27.53%	10.00%	8.00%	8.00%
毛利率	88.70%	93.86%	95.66%	94.87%	95.00%	95.00%	95.00%
归母净利润	13.40	-17.52	3.15	0.10	9.13	13.69	16.81
YOY	4.09%	-230.80%	117.98%	-96.94%	9354.32%	49.97%	22.77%
归母净利率	51.30%	-194.15%	26.60%	2.11%	42.04%	49.74%	52.14%

资料来源：wind，天风证券研究所预测；注：2019 年仍有 3.8 亿互联网演艺收入入表，之后由于六间房重组，该部分业务不计入收入

表 6：可比公司估值比较（股价为 2023 年 8 月 18 日数据）

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
曲江文旅	39.23	15.38	-248.73	48.33	92.80	108.19	-13.68	81.17	42.27	36.26
海昌海洋公园	87.63	1.09	-13.96	1.00	4.23	5.44	-8.31	81.36	19.23	14.96
天目湖	43.05	23.11	0.20	1.87	2.32	2.73	249.07	23.05	18.56	15.78
均值							75.69	61.86	26.69	22.33

资料来源：wind 一致预期，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1) **行业竞争激烈。**公司所处演艺市场面临着快速发展和激烈竞争并存的局面，如西安演艺市场中《驼铃传奇》同样为室内演出，凭借真狼表演广受欢迎，《魅力湘西》是张家界最早旅游演出，知名度高。
- 2) **存量项目恢复情况不及预期。**在激烈市场竞争及旅行社渐进复苏情况下，存量项目客流恢复情况的持续性具有不确定性。
- 3) **新剧目培育效果不及预期。**西安项目面临较激烈市场竞争、上海推行城市演艺、西塘小镇仍在建设，最终落地及推行效果和市场接受度存在一定不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,858.75	2,327.42	3,072.36	3,901.21	5,791.08	营业收入	1,184.86	457.81	2,171.88	2,752.84	3,224.06
应收票据及应收账款	2.20	0.97	11.10	4.20	13.72	营业成本	579.59	228.28	747.32	832.18	896.92
预付账款	9.51	3.93	37.59	8.65	41.18	营业税金及附加	22.37	27.51	30.41	38.54	45.14
存货	12.52	11.04	22.17	24.06	15.80	销售费用	66.18	22.31	119.45	143.15	161.20
其他	124.82	269.25	280.97	278.94	288.82	管理费用	256.19	391.90	201.98	256.01	299.84
流动资产合计	2,007.79	2,612.62	3,424.18	4,217.05	6,150.60	研发费用	41.18	18.57	43.44	49.55	51.59
长期股权投资	1,677.55	1,757.22	1,757.22	1,757.22	1,757.22	财务费用	(0.95)	(27.20)	(65.61)	(84.73)	(117.77)
固定资产	2,697.05	2,457.07	2,486.97	2,515.36	2,538.88	资产/信用减值损失	(26.66)	(0.74)	(11.00)	(9.00)	(5.00)
在建工程	404.74	387.11	499.04	594.19	675.06	公允价值变动收益	(12.10)	(2.49)	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,712.82	1,005.97	1,074.09	1,139.37	1,201.78	投资净收益	181.84	187.39	50.00	150.00	150.00
其他	1,326.55	1,200.35	1,100.91	1,146.31	1,208.87	其他	(295.23)	(379.93)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7,818.72	6,807.71	6,918.23	7,152.45	7,381.80	营业利润	372.46	(7.79)	1,133.89	1,659.14	2,032.14
资产总计	9,826.51	9,420.33	10,342.41	11,369.49	13,532.41	营业外收入	6.09	2.86	3.00	3.00	3.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	34.71	8.91	67.37	62.05	73.08
应付票据及应付账款	481.95	327.42	295.35	398.14	424.04	利润总额	343.84	(13.84)	1,069.52	1,600.09	1,962.07
其他	178.17	400.26	857.06	529.07	1,087.14	所得税	41.25	3.48	174.33	257.61	313.93
流动负债合计	660.12	727.68	1,152.40	927.21	1,511.18	净利润	302.59	(17.32)	895.19	1,342.47	1,648.14
长期借款	270.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(12.54)	(26.98)	(17.90)	(26.85)	(32.96)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	315.13	9.66	913.09	1,369.32	1,681.10
其他	853.42	736.65	617.03	672.87	719.99	每股收益(元)	0.12	0.00	0.35	0.52	0.64
非流动负债合计	1,123.42	736.65	617.03	672.87	719.99						
负债合计	1,871.30	1,587.67	1,769.43	1,600.08	2,231.17						
少数股东权益	310.44	283.49	268.36	244.19	213.82	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	2,614.69	2,614.69	2,614.69	2,614.69	2,614.69	成长能力					
资本公积	1,250.04	1,216.81	1,216.81	1,216.81	1,216.81	营业收入	31.27%	-61.36%	374.40%	26.75%	17.12%
留存收益	3,931.34	3,800.51	4,572.27	5,804.81	7,353.61	营业利润	-121.92%	-102.09%	-14647.78%	46.32%	22.48%
其他	(151.30)	(82.84)	(99.15)	(111.10)	(97.70)	归属于母公司净利润	-117.98%	-96.94%	9354.32%	49.97%	22.77%
股东权益合计	7,955.21	7,832.66	8,572.98	9,769.41	11,301.24	获利能力					
负债和股东权益总计	9,826.51	9,420.33	10,342.41	11,369.49	13,532.41	毛利率	51.08%	50.14%	65.59%	69.77%	72.18%
						净利率	26.60%	2.11%	42.04%	49.74%	52.14%
						ROE	4.12%	0.13%	11.00%	14.38%	15.16%
						ROIC	5.65%	-0.86%	20.42%	30.99%	34.91%
						偿债能力					
						资产负债率	19.04%	16.85%	17.11%	14.07%	16.49%
						净负债率	-19.51%	-25.93%	-34.83%	-38.83%	-50.08%
						流动比率	2.68	3.07	2.97	4.55	4.07
						速动比率	2.67	3.06	2.95	4.52	4.06
						营运能力					
						应收账款周转率	293.12	289.29	360.00	360.00	360.00
						存货周转率	91.33	38.85	130.78	119.09	161.76
						总资产周转率	0.12	0.05	0.22	0.25	0.26
						每股指标(元)					
						每股收益	0.12	0.00	0.35	0.52	0.64
						每股经营现金流	0.29	0.13	0.57	0.47	0.85
						每股净资产	2.92	2.89	3.18	3.64	4.24
						估值比率					
						市盈率	101.97	3,327.27	35.19	23.47	19.12
						市净率	4.20	4.26	3.87	3.37	2.90
						EV/EBITDA	47.59	132.30	20.37	14.29	11.16
						EV/EBIT	79.19	-1,282.50	25.79	17.08	13.09

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	302.59	(17.32)	913.09	1,369.32	1,681.10
折旧摊销	352.17	358.67	290.04	311.19	333.19
财务费用	23.51	26.50	(65.61)	(84.73)	(117.77)
投资损失	(181.84)	(187.39)	(50.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	208.28	121.89	424.67	(200.38)	500.94
其它	45.76	29.61	(17.90)	(26.85)	(32.96)
经营活动现金流	750.47	331.95	1,494.29	1,218.55	2,214.51
资本支出	(289.74)	(476.18)	619.63	444.15	452.88
长期投资	143.01	79.66	0.00	0.00	0.00
其他	110.17	705.70	(1,069.63)	(794.15)	(802.88)
投资活动现金流	(36.56)	309.18	(450.00)	(350.00)	(350.00)
债权融资	13.38	16.89	(144.48)	106.35	141.68
股权融资	(180.04)	(95.50)	(154.88)	(146.04)	(116.31)
其他	(29.55)	(117.00)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(196.20)	(195.61)	(299.36)	(39.69)	25.37
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	517.71	445.53	744.94	828.85	1,889.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大 道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com