

# 宋城演艺 (300144.SZ)

## 财报保留事项摘除，新建项目构筑成长空间

公司研究 · 深度报告

社会服务 · 演艺

投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

联系人：杨玉莹

0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

- **“旅游演艺+主题公园”行业：**1) 2023年来国内旅游客流持续复苏，中旅院预计2024年国内游人数较2023年+20%，出游景气良好，从而为游园观演提供良好客流基础。2) 2023年旅游演艺项目丰富带动客流增长超过2019年（总场次恢复好于客流），但不同项目经营表现加速分化。3) 文旅出圈带动、景区评定新规等为旅游演艺后续丰富提供基础，但消费渐进复苏下，项目能否兼顾商业性和艺术性成制胜关键，未来更考验其产品、运营和营销能力。4) **国外借鉴：日本消费承压30年，强IP主题公园客流和经营表现逆势有支撑。**1990-2019年东京迪士尼客流CAGR稳定增长3%，客单价提升，营业利润率持续改善，股价1996年底上市以来上涨12倍。
- **宋城演艺：全国扩张的“主题公园+旅游演艺”龙头，与时俱进“造项目”和“改项目”能力均突出。**公司民企机制灵活，相对“小投入，高盈利”，打破非国有主题公园在资本、土地等方面的瓶颈，确立“主题公园+旅游文化演艺”的发展模式。2010年创业板上市后全国扩张，目前公司在全国范围内拥有10个自营项目（含佛山、西塘，不含珠海）和5个轻资产项目。立足全产业链布局，公司过往发展中既有开业一炮而红的成功案例，也有开业初期相对平平，但经过公司成功改造后能逐步赢得市场龙头地位的经典案例（桂林、西安等），验证公司与与时俱进**“造项目”和“改项目”的卓越能力！**2019年，公司旅游演艺主业收入22.3亿元，归母业绩10.4亿元，系杭州、丽江、三亚等三大核心项目贡献。2023年因花房减值拖累亏损，演艺主业盈利8.29亿元，较2019年恢复近8成，主要系核心项目3月复园，新项目爬坡期亏损。
- **成长逻辑：商业模式&现金流良好+未来2-3年相对确定性成长，横向对比有优势。**1) 商业模式优良，轻重结合扩张，现金流良好：2019年/2023年经营净现金流15.7亿/14.19亿元，2023年末货币资金及交易性金融资产32.92亿，未来成熟项目稳定现金流有望助力分红提升。2) **未来2-3年，二轮项目开始进入盈利释放期，横向对比有优势：**2024-2026年系公司第二轮扩张项目逐步贡献利润的核心周期。综合存量剧院翻倍+新项目逐步爬坡贡献+经营效率优化，**我们预计2025年自营项目（不含理财和轻资产等）有望较2019年业绩增55-80%，项目整体成熟期有望较19年增增79-118%。**轻资产三峡和延安项目也有望助力近几年归母业绩增长。中线来看，若部分兼顾轻资产中线贡献，未来成熟期演艺主业盈利贡献仍有望较2019年可比增长55-86%左右。3) 未来自营和轻资产项目仍不排除进一步外延扩张，且集团海外等项目未来有望由上市公司托管，带来一定潜在增量看点。4) **2023年公司新一轮股权激励方案出台，未来不排除更趋职业经理人化，全面激发主观积极性。**
- **前期制约因素逐步解决。**2023年3月花房问题致公司2022年财报带保留事项。目前，花房2023年年报经审计无保留意见，静待复牌中。宋城演艺2023年年报经审计无保留意见，并追溯摘除2022年年报保留事项。此外，2023年花房减值8.61亿元，减值后公司对花房的估值降至21.61亿，接近花房的净资产20.44亿元，短期扰动预计可控。未来，公司有望对花房长期股权投资制定后续进一步的规划，以彻底解决花房问题。
- **盈利预测和投资建议：**上调公司2024-2026年归母业绩为12.32/15.01/17.30亿元（此前2024/2025年为11.90/15.01亿，2024年略上调，2025年维持不变，新增2026年预测），EPS为0.47/0.57/0.66元，对应PE22/18/16x。原有财报保留事项等制约因素逐步解决。公司与与时俱进“造项目”和“改项目”能力均突出，商业模式和现金流优良，当下正处于第二轮扩张项目盈利逐步释放周期，未来2-3年业绩增长相对确定，横向对比相对优势。结合横向和纵向估值对比，给予公司未来6-12月目标市值**320-342亿元，较当期有17-25%的提升空间，维持“买入”。**
- **风险提示：**系统性风险；花房减值及其他相关经营风险；政策风险；新项目不及预期，股东减持等风险。

01

“旅游演艺+主题公园”行业：出游景气支撑客流基础，新趋势下产品&运营为王

02

公司看点：“旅游演艺+主题公园”全产业链高效运作，“造项目”和“改项目”能力均突出

03

成长周期：未来2-3年迎新一轮项目盈利释放周期，商业模式&现金流有良好

04

花房积极推进复牌，宋城财报保留事项摘除，财务制约问题逐步解决

05

盈利预测与投资建议：存量扩容+新项目扩张助力成长，维持“买入”评级

# 旅游行业：2023年出游人次整体较快复苏，今年以来景气继续良好

- 首先来看，国内出游人次恢复系“旅游演艺+主题公园”行业发展的核心客群基础。
- 2023年以来，国内旅游行业持续复苏，旅游人次恢复尤其领先。2023年，居民出行旅游逐步复苏，2023年我国国内游人次和收入分别较2019年同期恢复80%、85%，其中Q1-Q4国内旅游人次分别恢复至68%/90%/85%/81%。其中，五一和十一，国内旅游人数和收入均超过2019年同期水平，表现突出。
- 今年以来出游景气持续向好，中旅院预计2024年国内游人数收入恢复超2019年，较2023年有望增长超20%。今年以来，元旦、春节、清明等假期，国内出游仍然维持较高景气度。春节8天超长假期，国内游客流和收入按可比口径各恢复至2019年同期的119%/108%，创历史新高；清明假期国内旅游收入较2019年恢复2020年来首次超过旅游人数的恢复节奏。中旅院预计2024年国内游人数/收入将恢复到2019年的100%/105%，同比2023年仍增长超20%。综合来看，经过了2023年旅游的补偿性释放，2024年国内居民出游人次热度仍相对良好，为“旅游演艺+主题公园”行业发展提供了有效的客流基础。

图：2021年以来各节假日旅游人次恢复情况



资料来源：国家文旅部，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 旅游产品趋势演绎：文旅营销出圈，线上渗透提速，倒逼旅游产品营销运营提升



- **在线旅游渗透率显著提升**：无论旅游信息传播与获取，还是旅游产品预订，线上运营都极为重要。1) 国内消费者越来越依赖线上信息选择出游目的地；2) 线上预订大交通和住宿；3) 综合口碑与性价比确定旅游景点或城市打卡点。
- **区域引流变化**：除了部分名山大川自带流量外，近几年城市整体的营销出圈日益重要，利用自媒体等多元化广泛传播。
- **旅游产品供给**：核心看旅游产品品质（口碑）、产品定价、接待能力、组织安排（线路安排等）。旅游产品的体验是硬件设施+软性服务的综合（活动、体验等等），愉快的旅游氛围营造也构成旅游产品的软实力。
- **旅游产品营销**：一是营销方式的转变，注重线上传播与推广（用好抖音、小红书、美团等平台）；二是结合出游节奏和流量入口精准营销投放，注重ROI效果；三是营销内容的持续打造，结合产品及活动策划，引爆热点，低成本高效引流。
- **综合来看，对旅游城市和旅游产品运营提出了全新的考验和要求，更关注其线上线下的联动，高效运营和精准营销能力。**

图：旅游产品趋势演绎

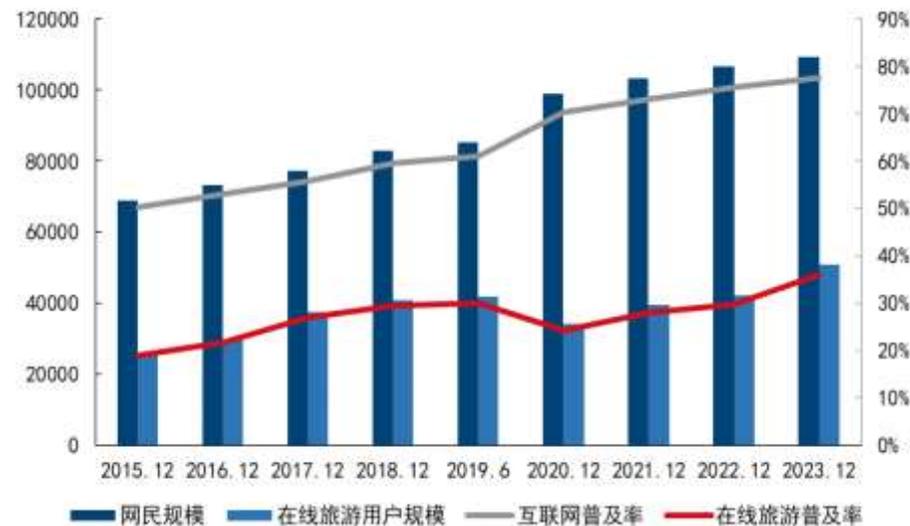
出游决策变化：先定目的地-机票&酒店大交通—旅游目的地（刚需/体验/性价比）or城市打卡

区域城市出圈                      景区联动城市营销，先引流客源

旅游产品供给	产品品质	自然资源禀赋+公园及演艺呈现+IP与互动体验
	产品定价	消费渐进复苏下，如何更好的多元产品定价，性价比平衡
	接待能力	旅游季节性特点-旺季产能直接影响上限
	组织安排	旅游动线精准设计安排、各类节日活动安排与沉浸体验

旅游产品营销	线上渗透提升	游客出行方式转变带来旅游营销方式转变
	精准高效营销	时间节奏把握（节前）、根据ROI效果投放
	营销内容持续打造	打造活动或爆点，吸引游客自发宣传

图：2015年以来我国网民规模及在线旅游用户规模情况（单位：万人，%）



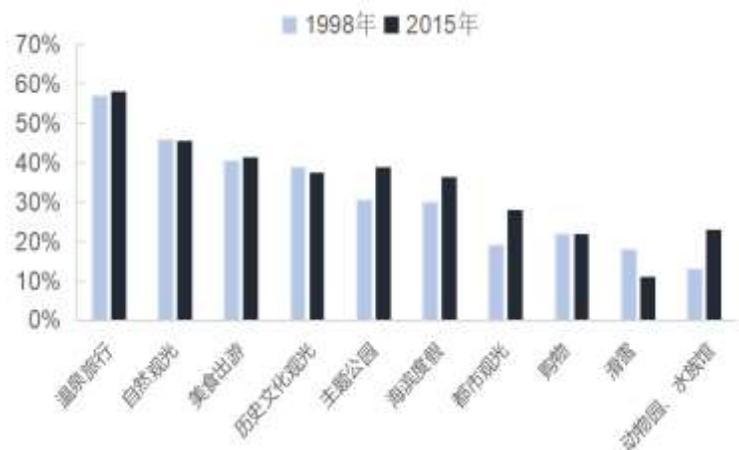
资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

资料来源：CNNIC，国信证券经济研究所整理

# 国际借鉴：日本消费承压30年，核心主题公园等目的地仍受追捧，相对优势凸显

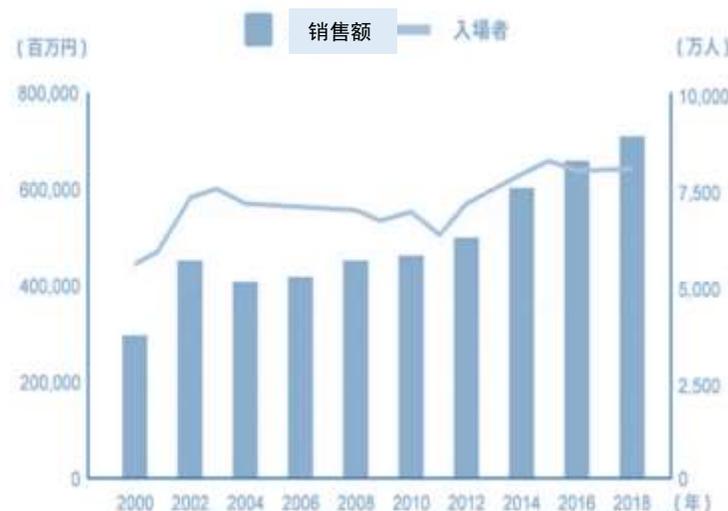
- 1990s后，日本居民旅游消费预算受限，旅游行业也差异化发展。90年代后日本经济泡沫破裂，其居民可支配收入增速放缓，2000年后日本单个家庭旅游消费支出也有所承压。从其旅游消费偏好的调查来看，2015VS1998年，主题公园、海滨度假、都市观光等选择有所增加。
- 具体来看，日本主题公园整体趋势仍相对良好。虽然日本家庭旅游消费也受大环境影响，但其国内主题公园在入园客流相对平稳的基础上实现销售额的逆势上行，并于2012年后在供给端持续扩容更新及入境游客增长双重助力下，迎来增速边际向上。根据日本经济产业省的特定服务产业动态统计，2001-2019年日本国内主题公园行业销售额累计提升36%（期间也经历了入境游波动），CAGR为2%，相对优势突出。
- 其中，强IP和精细化运营的主题公园龙头录得优于行业整体的增长与盈利，实现强者恒强。在整体需求疲软的情况下，日本国内主题公园内部也相对有所分化，优秀的主题公园龙头企业如东京迪士尼通过持续的园区丰富、IP强化及精细化运营，带来了较大的虹吸效应；2018年（历史高点）东京迪士尼游客人次较2000年提升88%，市占率从2000年的35%+升至43%；其中日本本地人累计提升73%。伴随精细化收益管理和运营，公司营业利润率持续上行，带动其运营的主题公园-东方乐园股价1996年底到目前上涨12x以上，横向对比日本其他消费，表现突出。

图：日本居民希望进行的国内旅行形式（1998年VS2015年）



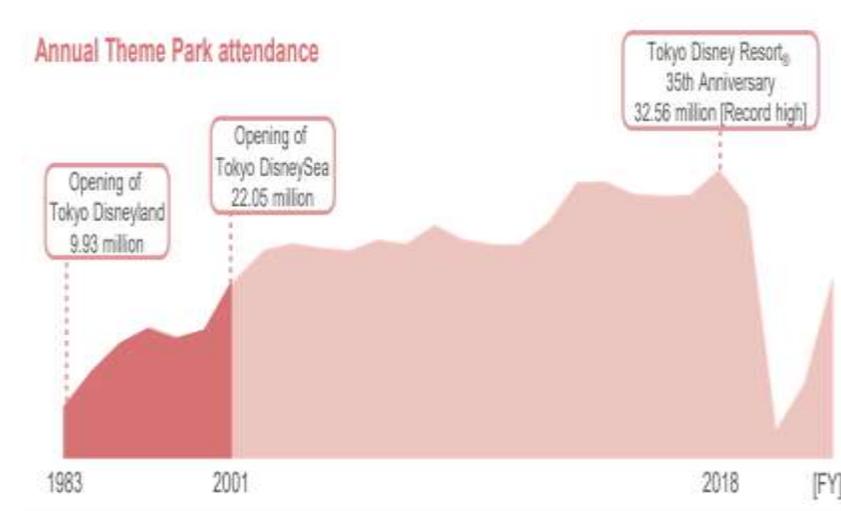
资料来源：公益财团法人日本交通公社，国信证券经济研究所整理

图：日本主题公园销售额2000-2018年以来持续增长



资料来源：Career Ticket，日本经济产业省，国信证券经济研究所整理

图：日本东方乐园开业以来客流增长变化

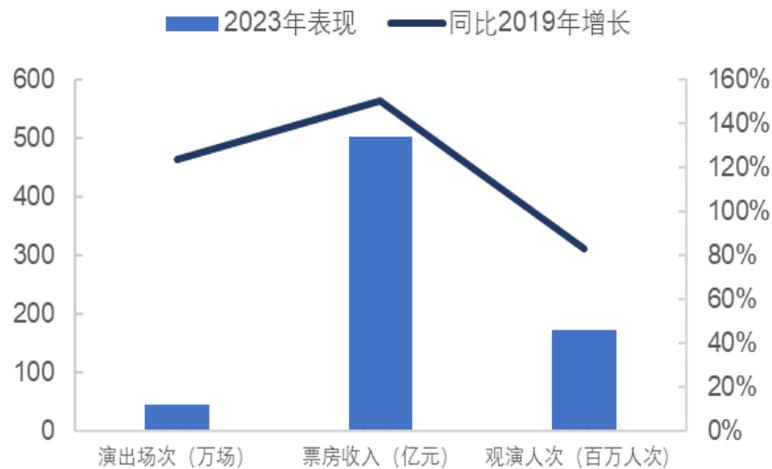


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 演艺行业：2023年演出场次超2019年，项目不断丰富内容多元

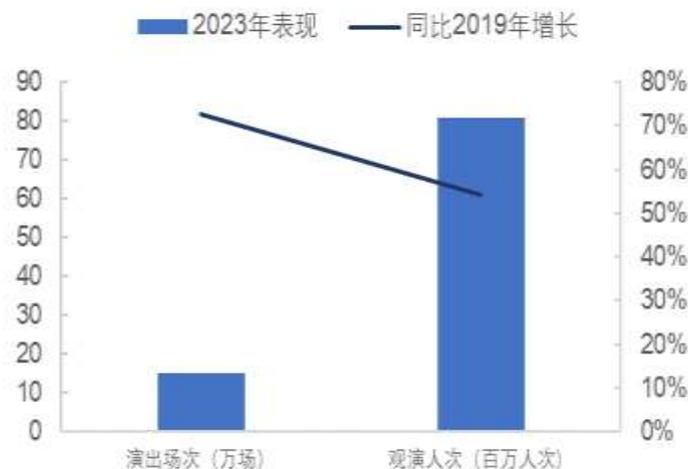
- **2023年全国线下演出市场爆发，较2019年强劲增长。**2023年，结合中国演出协会报道，全国演出场次44.06万场（不含农村演出和娱乐场所演出），与2019年相比增123.55%；票房收入502.32亿元，与2019年相比增150.65%；观演人数1.71亿人次，与2019年相比增83.01%，核心体系线下体验服务消费释放，演唱会、音乐节等各类演出活动爆发。
- **聚焦旅游演艺：核心来自“出游客群”（本地周边+异地客群）+“观演”渗透转换，项目丰富助推2023年旅游演艺场次和观演人数较2019年各增长73%、54%。**根据文化产业评论报道，据不完全统计，2023年上半年旅游演艺剧目即超400场，较2019年同期340场增加60余场。技术迭代，需求良好，旅游演艺结合景区拓展或城市旅游形成多元新模式，共同丰富行业供给。2023年，全年旅游演艺场次15.07万场，与2019年相比增长72.61%；观演人数8055.13万人次，与2019年相比增长54.14%。
- **但需要说明的是，旅游演艺项目客单价相对不低，更依赖各个项目自身的品质、运营水平和营销导流能力。**据同程旅行等数据，2023年Q1-Q3期间，旅游演艺客均收益贡献是同期景点大门票客均收益贡献的5倍。结合前文，供给提升下，2023年全国旅游演艺场次增长超7成，而观演人数增长超5成，可见人次恢复略逊于场次，不同演艺项目之间表现仍有分化，更考验各项目自身的品质和运营、营销能力。

图：2023年全国演出市场较2019年强劲增长



资料来源：中国演出协会，国信证券经济研究所整理

图：2023年全国演出市场较2019年强劲增长



资料来源：中国旅游新闻网，中国演出协会，国信证券经济研究所整理

图：2023年1-9月旅游演艺与景区大门票客均收益对比

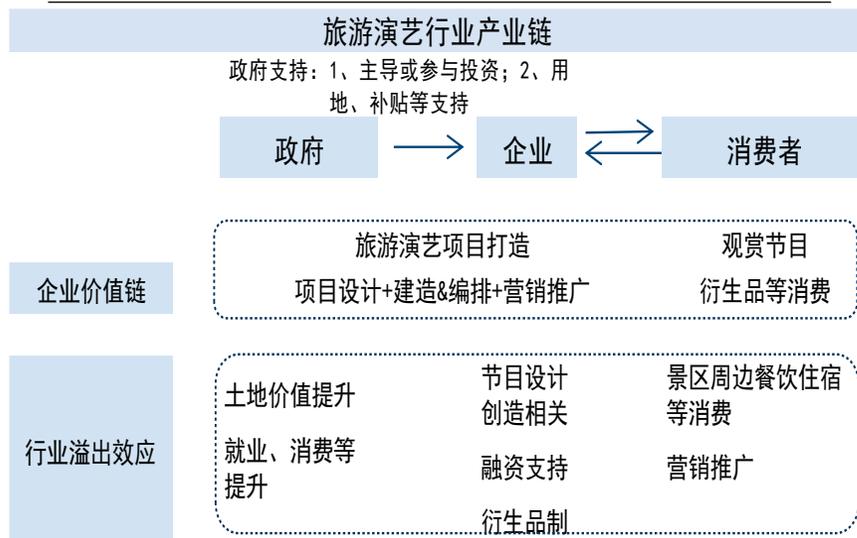


资料来源：中国演出协会，同程旅行，国信证券经济研究所整理

# 旅游演艺产业链：溢出效应仍存，不同运营主体差异化演绎

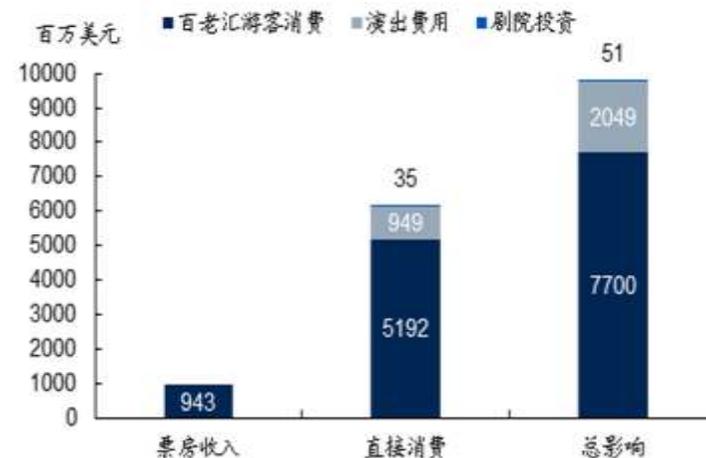
- **旅游演艺产业链溢出效应凸显，盈利二八分化。**从产业链而言，演艺行业主要包括政府、企业和消费者等三个层面。由于旅游演艺项目可以通过客流提升持续带动周边产业发展（吃住娱购等消费），因此**溢出效应突出**。参考美国百老汇、英国伦敦西区、法国狂人国等演艺对周边经济带效应分别达到1:9、1:3、1:2不等。但与此同时，**旅游演艺盈利二八分化显著**，据《空间秘探》2018年报道，80%的旅游演艺项目均亏损，真正盈利的不到9%，11%处于收支持平状态。
- **旅游演艺的投资运营主体：主要包括三类玩家，**一是为国有控股平台旗下的相关投资主体，以国有院团或请大导演编导，侧重提升当地旅游吸引力和担当旅游名片作用，但由于这类旅游演艺项目往往设计方和运营方相对分离，在与时俱进项目更新上相对不足，故不同产品经营分化较大；二是房产公司投资为主，此前主要偏文旅项目拿地为主，选址上不一定符合旅游经营，加上资金压力和地产红利周期褪去，部分出局；三是专注旅游演艺主业的行业玩家，包括宋城演艺等全国布局的龙头，也包括部分单一区域的运营主体，在实践中经营成效也存在分化。

图：演艺产业链



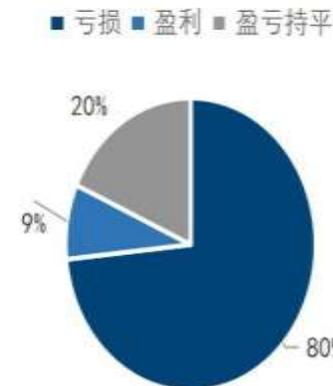
资料来源：道略演艺、空间秘探，国信证券经济研究所整理

图：旅游演艺外溢效应良好：百老汇对带动1：9



资料来源：灯塔研究院、中国演出协会，国信证券经济研究所整理

图：旅游演艺行业盈利二八分化



资料来源：空间秘探，国信证券经济研究所整理

# 供需分析：文旅出圈效应和景区评定新规带来新机遇，消费者需求迭代演进

- **供给层面：**1) 景区星级评定新规为强运营企业提供发展机遇。2023年3月文旅部就《旅游景区质量等级的划分与评定》（修订稿）公开征求意见，将游览设施、游览服务、文化特色、景区智慧化等新增列为大项，**更看重景区的文旅产品相关配套**。考虑旅游演艺可以较好结合当地文化特色，往往成为景区文旅配套丰富的首选，从而利好旅游演艺的相关服务提供商。2) **文旅营销带动城市有效出圈的示范效应下，兼顾2023年来文旅市场的回暖和旅游演艺溢出效应，也为后续旅游演艺发展提供有效支撑。**但目前环境消费渐进复苏+地产周期褪去，**旅游演艺行业新增投资或更加务实**，一部分可能借助高科技手段（灯光、舞美或）与城市街区或景区、公园等结合，打造旅游演艺新业态；另一部分则青睐有一定品牌知名度，演艺运营体系完善和投入回报性价比较高的演艺运营商合作或引入其投资，带来新机遇。
- **需求层面：**1) 自媒体的广泛渗透下，消费者可多维度了解产品口碑；同时，伴随旅游演艺产品的丰富和技术迭代，消费者对旅游演艺产品也提出了新的要求，倒逼演艺项目产品提质升级，技术革新；2) 消费渐进复苏背景下，消费者重视线下体验但也兼顾性价比；3) 区别名山大川，旅游演艺更需要营销导流，尤其伴随出行方式的变化，如果很有效线上合作推广，且保持各分销渠道价格合理，激励到位，也考验各旅游演艺产品的持续成长。

图：景区升级评定新规征求意见稿

03版标准等级划分条件框架 (以AAAAA级旅游景区为例)	修订标准等级划分与评定条件框架 (以AAAAA级旅游景区为例)
5.1.1 旅游交通	6.1.1 资源价值
5.1.2 游览	6.1.1.1 资源禀赋价值
5.1.3 旅游安全	6.1.1.2 旅游市场影响
5.1.4 卫生	6.1.2 旅游交通
5.1.5 邮电服务	6.1.2.1 外部交通
5.1.6 旅游购物	6.1.2.2 交通标识与停车服务
5.1.7 经营管理	6.1.3 游览设施
5.1.8 资源和环境的保护	6.1.3.1 游客中心
5.1.9 旅游资源吸引力	6.1.3.2 导览系统
5.1.10 市场吸引力	6.1.3.3 游览线路与游览工具
5.1.11 年接待海内外旅游者	6.1.3.4 卫生与休息设施
5.1.12 游客抽样调查满意率	6.1.4 游览服务
	6.1.4.1 解说系统
	6.1.4.2 讲解服务
	6.1.4.3 购物服务
	6.1.4.4 餐饮服务
	6.1.4.5 特殊服务
	6.1.5 旅游安全
	6.1.5.1 安全管理与容量控制
	6.1.5.2 安全设施与安全警示
	6.1.5.3 安全救援与应急处置
	6.1.6 文化特色
	6.1.6.1 文化主题
	6.1.6.2 文化利用
	6.1.6.3 企业文化

资料来源：文旅部、搜狐网，国信证券经济研究所整理

# 旅游演艺竞争格局：经营模式各有侧重，宋城演艺全产业链运营优势较突出



- **旅游演艺：经营模式各有侧重，龙头凸显。**国内旅游演艺玩家宋城千古情系、印象系、山水系、华夏系及长隆系等，目前还包括锋尚文化以及产业链相关大丰实业等，具体如下表所示。其中宋城、华夏系以室内演艺为主，前者采取主题公园+旅游演艺一体化模式，集景区设计建造、内容编创和项目运营一体全产业链运作优势突出，后者系演出单独售票，周边商业或景区配套另外收费等模式。印象、山水等以室外演出系列为主，知名导演项目设计输出，投资运营以当地政府或企业为主，以大型实景演出为主要特色。锋尚文化则从大型国家级文艺活动灯光舞美等一站式设计输出，逐步介入旅游演艺设计创作等。
- 此外，其他上游相关公司：**锋尚文化、大丰实业**等，前者侧重灯光舞美文化创意设计，后者侧重舞台设备等，并以此进行产业链延伸拓展，但项目侧重和运营上仍有差异。

表：国内旅游演艺主要龙头情况

分类	演出类型	导演	演艺代表作	演出特点	目标受众	商业模式与投入
宋城系	主题公园+旅游演艺	黄巧灵	《宋城千古情》、《丽江千古情》、《三亚千古情》、《炭河千古情》等	室内演出，相对不受天气限制	相对雅俗共赏，集歌舞、杂技、灯光特效与一体，包括战争与爱情等故事情节，通俗易懂，受众较广	采取主题公园+演艺的模式，集景区设计及建造、演艺内容编创、项目运营为一体全产业链运作，以室内演出千古情系为核心，投资额3-10亿+不等，重资产中的相对轻投资模式。
印象系	室外大型实景演出	张艺谋、王潮歌、樊跃	《印象·刘三姐》、《印象·丽江》、《又见平遥》、《最忆是杭州》等	室外演出，受天气影响较大	艺术感较强，区域民族特色鲜明，结合山水实景给人以感染力	印象主要负责创作分成，投资运营等由当地政府或企业进行，早期项目投资额较低，近期单个项目投资额不等，印象太极6亿元、最忆韶山冲50亿元。
山水系	室外大型实景演出	梅帅元	《天门狐仙·新刘海砍樵》、《禅宗少林·音乐大典》、《文成公主》等	室外演出，受天气影响较大	艺术特色和区域民族特色鲜明，结合山水实景给人以感染力	山水系早期也主要项目创作设计输出为主，此后则与当地企业成立合资公司模式负责项目投资和运营，风险共担
华夏系	主题公园+旅游演艺	夏春亭	《驼铃传奇》《神游传奇》《闽南传奇》	室内演出，相对不受天气限制	结合华夏历史，反映地域民俗文化，集歌舞、杂技、灯光特效与一体，通俗易懂，受众较广	采取景区+演艺模式，以室内演出传奇系为核心，总投资规模上十亿，具体分项目差异，西安项目整体达到28亿，分3期建设，厦门总投资13亿，威海项目投资数十亿。
长隆系	主题公园+演艺	-	长隆国际大马戏、长隆横琴国际马戏城	室内演出，相对不受天气限制	主要以马戏表演、杂技特效表现为主，包括部分动物互动等环节，场面宏大	超大型主题公园+演艺的模式，主要依赖主题公园项目带来的上千万级的客流支撑，演艺包括马戏、动物互动及杂技等多重形式，受众面较广，客单价较高。总投资规模单体上百亿，扩张数量上相对限制
锋尚文化	实景或光影秀等演出	沙晓岚	《大唐追梦》、《汉颂》和《天汉传奇》、《如梦晋阳》、《金声玉振》、拈花湾《禅行3.0》	室内外兼有	光影效果突出震撼力较强	主要项目创意设计为主，收取一揽子相关费用，同时也尝试收益分成等模式。

资料来源: 各公司官网、道略演艺等, 国信证券经济研究所整理

# 公司概况：“主题公园+旅游演艺”行业翘楚，2019年演艺主业业绩近11亿元

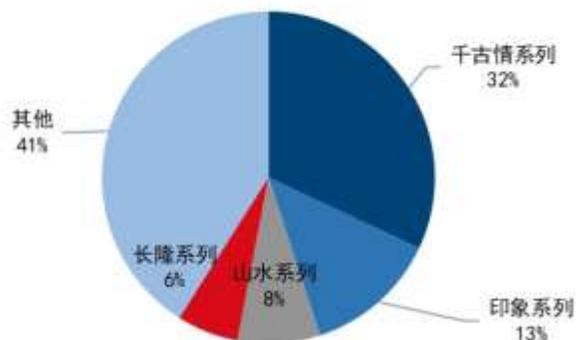
- **宋城演艺：全国扩张的“主题公园+旅游演艺”龙头。**公司系旅游演艺行业绝对龙头，民企机制灵活，“小投入，高盈利”，打破非国有背景主题公园在资本、土地等方面的发展瓶颈，确立“主题公园+旅游文化演艺”的发展模式。2010年创业板上市后全国扩张，演艺全产业链运营能力优良。目前公司在全国范围内拥有10个自营项目（含佛山、西塘，不含珠海）和5个轻资产项目，运营74各类型剧院，175000个座位（含轻资产与储备项目），全国布局优势凸显。参考道略演艺，公司2021年旅游演艺行业票房占比约32%，排名第一。
- **2019年，公司旅游演艺主业扣非业绩10.8亿元，主要来自杭州、丽江、三亚等核心项目贡献。**2019年公司实现收入26.1亿元，归母/扣非业绩各13.4/12.2亿；如果剔除花房影响，公司实现收入22.3亿元/+12.7%；实现归母/扣非净利润10.4/10.8亿元，同增18.1%/23.0%。
- **疫情三年承压明显，2023年逐步复苏，但2023Q4因计提花房减值有所承压。**疫情三年，公司收入和业绩均明显承压，2020-2022年公司归母净利润分别实现-17.52（花房计提减值影响）、3.15、-0.48亿元。2023年，公司旗下项目逐步复苏，全年收入为19.26亿元，较2019年同期恢复74%；归母亏损1.10亿元，扣非亏损0.88亿元，若剔除8.61亿元花房减值影响预计主业归母利润已恢复至近八成。

图：宋城演艺在旅游演艺市场处于龙头地位



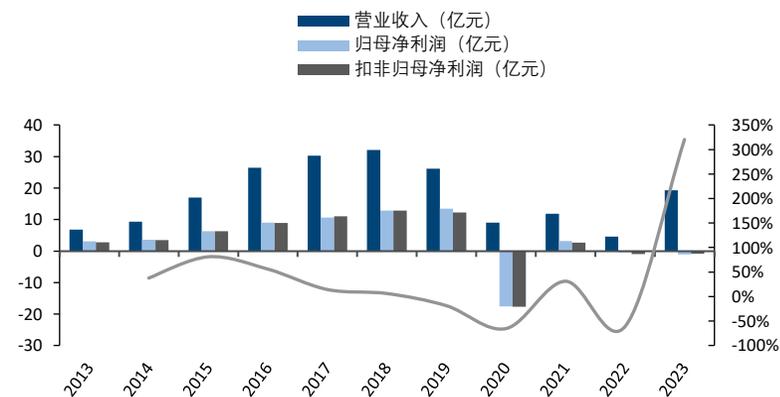
资料来源：道略演艺、公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2021年，旅游演艺行业市场份额，宋城仍排名第一



资料来源：道略演艺，国信证券经济研究所整理

图：公司2013-2023年收入和业绩表现



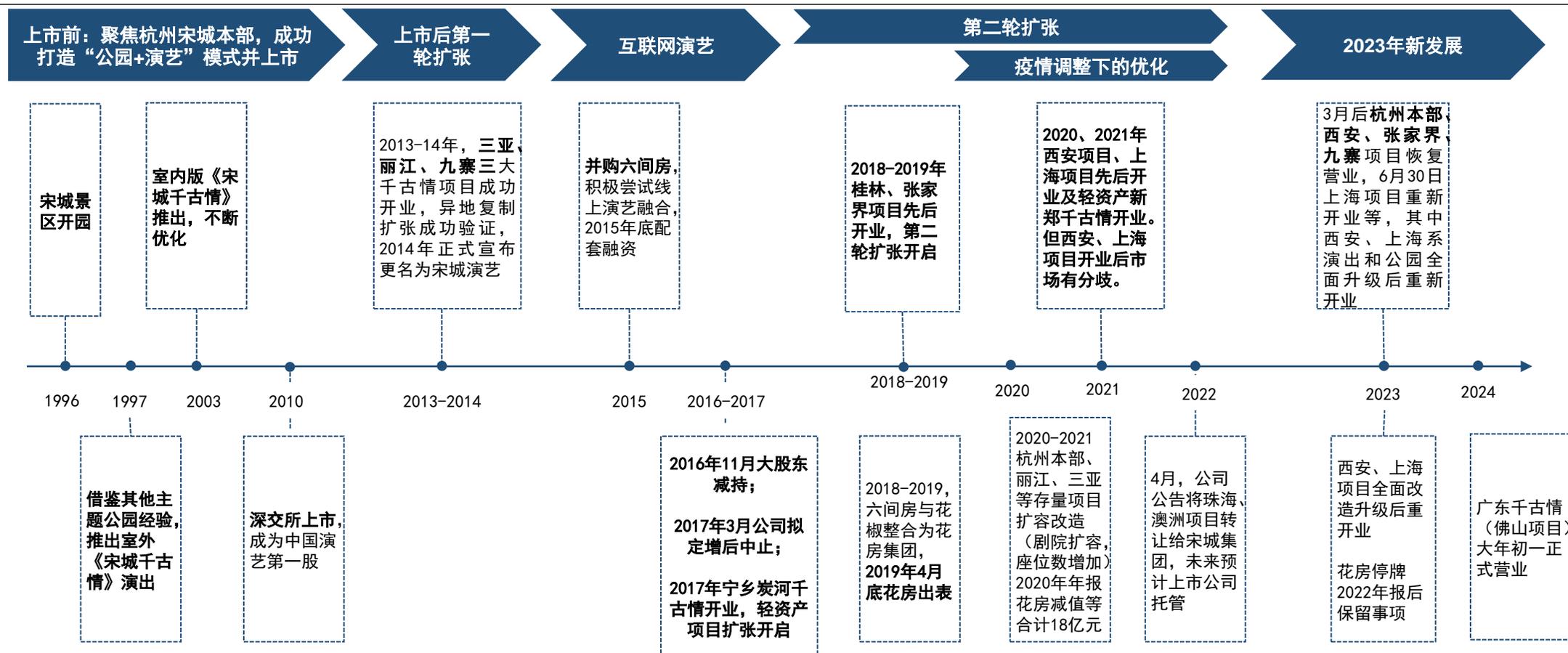
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 宋城演艺发展回顾：“主题公园+旅游演艺”复制扩张，存量深耕轻重结合发展



- 回顾公司成长历程：围绕“主题公园+旅游演艺”全产业链模式的打造、复制与扩张，其次兼顾互联网演艺的布局与调整
- 1996-2003年：“主题公园+旅游演艺”模式逐步成形；2010年底上市后，2013-2014年系第一轮异地扩张成功验证；第二轮复制扩张中间遭遇疫情，也有过部分项目雏形不及预期，但公司整体调整与时俱进能力良好。此外其花房项目因内外环境变化调整，目前积极推进中。

图：宋城演艺上市前后发展历程



资料来源：公司公告，公司官网、官微，国信证券经济研究所整理

# 股权结构：民企背景，黄巧灵为实际控制人，直接和间接持股超40%



- 公司实际控制人为黄巧灵，其直接和间接持股（包括一致行动人）合计为40%左右，对公司具有绝对话语权。此外，2022年底，大股东协议转让5.01%公司股权给金研宋韵（此后因股权激励授予股份后降为4.9998%）。
- 2021年8月卸任董事长，由张娴接任。2023年8月，黄巧灵、黄巧龙辞去公司董事职务，市场部分投资者有所顾虑。结合公开交流日志，黄总辞去董事后仍是上市公司实控人，并继续担任总导演职务（65岁），更聚焦编创和设计规划工作。而上市公司未来预计更偏职业经理人化，从而更有利公司中长线发展。同时，考虑其作为大股东（及其一致行动人），同样需遵守董监高类似的减持规则（如下表，需要提前披露减持机会，3个月竞价减持不超过1%；协议转让受让方6个月内不得减持等）。2023年8月下旬，实控人黄巧灵承诺未来半年内不减持。

图：宋城演艺股权结构（按2023年三季报后更新）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：证监会对大股东、董监高减持的基本要求

适用股东类型	减持方式	具体要求
大股东、董监高	集中竞价	首次卖出前15个交易日预先披露减持计划，并披露减持进展和结果。
大股东、特定股东	集中竞价	3个月内减持不超过公司股份总数1%
	大宗交易	减持比例：3个月内大宗交易不超过公司股份总数2% 减持时间：受让方6个月内不得转让受让股份
大股东	协议转让	协议转让后不再具有大股东身份/协议转让特定股份：出让方、受让方应当在6个月内共同遵守竞价1%以及减持信息披露规定
大股东一致行动人		减持比例与大股东合并计算并披露
离职董监高		任期内和任期届满后6个月内：每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的25%
		离职后半年内：不得转让其所持本公司股份

资料来源：证监会，国信证券经济研究所整理

# 股权激励：2023年新一轮股权激励落地，收入考核为主，全面调动管理层积极性



- 2023年推出新一轮股权激励方案，激励对象范围相对较广。公司曾在2013-2016年（第一轮异地扩张期）推出首轮股权激励方案，时隔7年后，2023年9月，公司再次推出新一轮限制性股票激励计划，拟向激励对象授予不超过1270万股（占公告时总股本的0.49%），激励对象为公司高管和中层管理及其他核心人员共322人，范围较广。首次授予价格：6.36元/股，较具吸引力。
- 本次股权激励特点：以营收为考核指标，全面调动经营人员积极性。激励计划设置公司及个人双层次考核体系，以2022年营收为考核基数，公司层面上分别设置触发值和目标值，如果当年收入完成目标值则按100%解锁，如果当年收入或累计收入完成介于触发值与目标值之间，则按收入介于触发/目标值之间的完成比例解锁；个人层面绩效考核评价合格/优秀当年即可行使100%额度，否则不可行使额度。综合看本次激励以巩固锻炼职业经理人团队为出发点，旨在调动员工积极性，助力公司走向更加现代化职业经理人管理模式。
- 2023年100%达成解锁第一期股权激励的目标，期待项目扩张成长带来持续增量。2023年，公司累计实现营收19.26亿，已超过2023年营收100%解锁第一期股权激励的条件（18.5亿元）。同时，公司2023/2024/2025年收入目标值较2019年演艺主业各恢复83%/107%/140%，触发值则恢复66%/86%/112%，上述激励可有效兼顾公司存量项目恢复和新项目培育节奏，也有望持续助力后续成长。从利润率角度，伴随公司在逐步解决花房遗留问题的同时有望更加聚焦主业，结合公司过往成本费用控制和净利率水平，我们对演艺主业后续盈利能力较有信心。

图：公司股权激励方案要点

股权激励对象	公司高管和核心骨干不超过365人，包括总裁商总、黄鸿鸣（董事）、张建坤（执行总裁）、赵雪璿、陈胜敏等5位高管以及中层管理及其他核心人员。
股权激励总股数	不超过1270万股，占公司目前总股本的0.49%。（首次授予1130万股，占比0.43%，预留140万股，占比0.05%。）
股权激励价格	6.36元/股
激励有效期	60个月
考核基数	2022年营收
考核目标	2023年、2023-2024年、2023-2025年营业收入增长率
触发值	相应各区间累计收入增长率
解锁条件	按收入完成比例解锁
解锁节奏	若2023年三季报前完成授予，则按首次授予起12个月后24/36/48个月解锁40%/40%/20%；若2023年三季报后完成授予，则按首次授予起12个月后24/36个月各解锁50%、50%。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司2023年股权激励方案业绩解锁条件（收入考核目标）

股权激励业绩考核目标	2023	2024	2025
收入目标值（亿元）	18.5	23.9	31.2
目标值（100%解锁）同比YOY	304%	29%	31%
收入触发值（亿元）	14.8	19.1	25.0
营收触发值（达到可开始解锁）同比YOY	223%	640%	1185%
触发值较2019年演艺主业恢复	66%	86%	112%
目标值较2019年演艺主业恢复	83%	107%	140%

实际收入值介于触发值与目标值之间，则按实际值/目标值的比例解锁

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 组织效率：总部垂直扁平化管理，人员精简运营高效

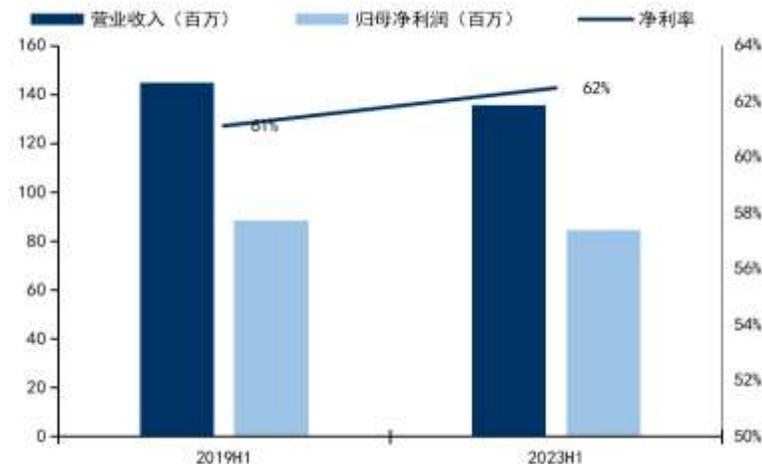
- 2020-2022年三年大考，公司以改革促发展，向管理要效益，组织优化，运营效率进一步提升。
- 总部垂直扁平化管理：管理层级有效压缩，四部一团的管理架构逐渐定型并不断深化，“中央厨房”式垂直管理效果日渐显现，运营效率有效提升，能耗物耗明显降低。
- 人员优化：各项目人员打通可有机调度，不仅为项目运营提供了强有力的保障，也大幅增强了员工的综合能力，为员工上升打开了多样化通道。通过正式工、季节工、临时工、实习生的多元化合理搭配，保障淡旺平季不同阶段的用工结构更加合理、有效和经济。
- 智能化、数字化的运用，在水电能耗管控、票务管理、客群结构分析、剧院管理、人才库升级等方面都发挥了较好的作用。
- 综合来看，公司可比项目经营效率进一步提升。以存量丽江项目为例，2023年上半年，丽江项目实现收入/归母净利润1.36/0.85亿元，较2019年恢复94%/96%。2023H1丽江项目对应净利率62.5%，收入未完全恢复下，项目盈利能力较疫情前61.1%进一步提升（旅游演艺项目本身具有高经营杠杆边际成本较低特点，盈利能力对收入较敏感）。

图：公司组织架构图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺丽江项目收入和净利润表现情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 商业模式：轻重结合连锁复制扩张，多元模式构造公司基本盘



- 公司目前国内共有15个项目，包括多种盈利模式：1) 自建“主题公园+旅游演艺项目”模式（9个项目，已开业7个）；2) 轻资产设计和管理输出模式（5个项目，已开业3个）；3) 合作模式（1个项目，即西安项目），此外未来预计还可能包括托管模式。
- 过往来看，自建“主题公园+旅游演艺”模式是公司最主要的商业模式，占据核心主导。但未来综合考虑投入产出性价比等，我们预计公司后续在合作、轻资产及托管模式等方面不排除拥有更多可能。

表：公司主要项目商业模式

分类	代表项目	盈利模式
自建模式	杭州/三亚/丽江/九寨/桂林/张家界/上海/佛山/西塘等	自投土地、建筑物等，早期一般每个项目配一个剧院，一期总投入在3-5亿元（1个公园+1个剧院1个演出），扩建后总投资一般6-8亿（配置2个剧院）、新一轮项目因包括2-3个剧院空间总投资6-10亿元（分期投入）。一般每个项目面积80-100多亩，仅九寨33亩。过往来看，正常全年运营下，一般第一年打平，第二三年进入业绩爆发期，成熟期净利率可达40-50%（部分项目所得税率15%）。
轻资产模式	宁乡/宜春/新郑/延安/三峡等	轻资产管理输出模式下，公司通过设计管理输出及运营托管，每个项目一次性赚取一揽子设计策划费用2.6亿元和此后该项目每年门票收入20%的提成（期限5-10年）。上市公司不需要额外投入资源，也不拥有项目物业所有权。轻资产模式的特点前期上市公司基本不投资资金，回报较快，且盈利能力和ROE较高，但缺点是占用相关成熟团队人工，后续中长期回报有限。
合作模式	西安项目等	以西安项目为例，公司与合作方成立资产公司+运营公司，资产公司以合作方主投，主要投资土地、相关建筑配套等；运营公司宋城演艺主导，持股80%，主要投资剧院、演艺项目等，并租赁资产公司物业。在这种情况下，宋城依托其品牌和管理溢价，预计可以分享更多收益，投入产出比相对更高。
托管模式	未来珠海、澳洲、泰国等	由控股股东宋城集团进行投入和建设，上市公司受托进行运营并获得相应收益，具体收费模式仍待后续明确

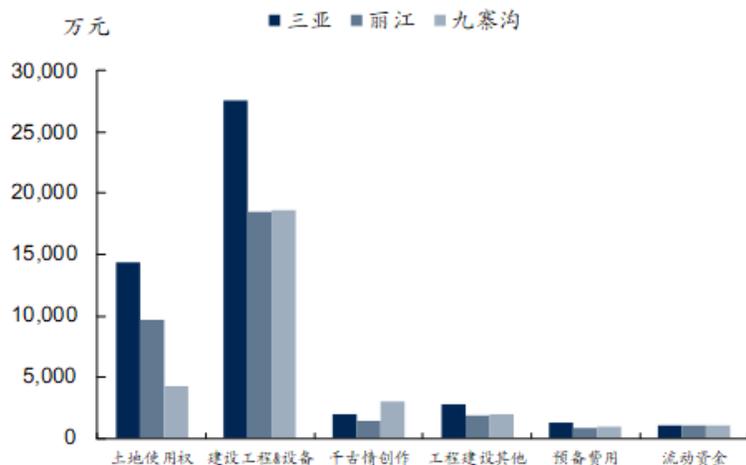
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

# 核心优势：“主题公园+文化演艺”，投入可控，盈利能力较强，连锁扩张成长



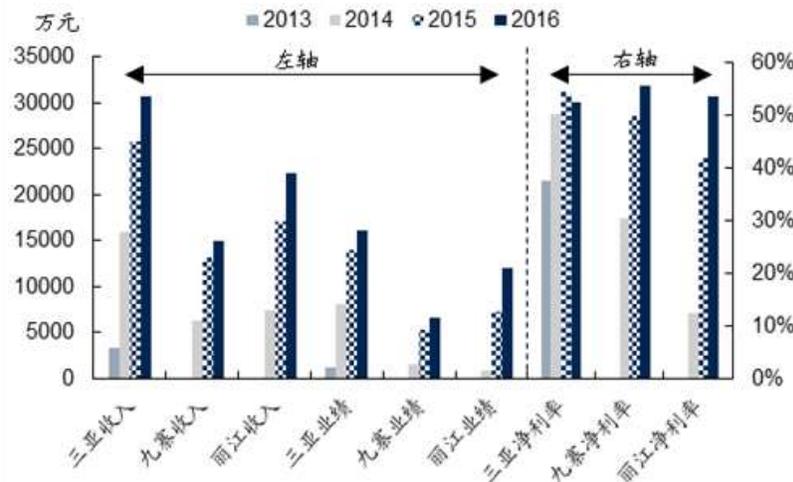
- 公司立足“主题公园+文化演艺”商业模式，小投入大产出，可连锁复制扩张。公司通过“主题公园+文化演艺”的经营模式，打破主题公园或单一演艺商业模式弊端，可有效突围，平衡投入与产出。与主题公园相比，公司可不依赖于大型娱乐设备，但通过剧院等模式承载量可观，并可通过演艺内容迭代更新，前期投入和更新成本均可控；与单一演艺项目相比，演艺类主题公园不仅游览内容可以更丰富多元化，承载规模也较为可观，客单价也可更加灵活。近年来，公司在此基础上进一步从“一台剧目、一个公园”的千古情模式向“多剧院、多剧目、多活动、多门票”的演艺公园模式转型升级，持续丰富演艺经营内容，拓宽护城河。多剧院模式下，公司单日最高客流可以达到5-6万人，最高一天可以上演18场核心千古情演出+其他多场不同特色的演出（亲子儿童剧等），进一步扩容公司承载力并提升客户体验。
- 第一轮复制扩张项目均成功验证，第二轮扩张项目因疫情扰动，目前多数处于培育提升期。从过往宋城演艺三亚、丽江、九寨等第一轮异地项目的复制经营来看，基本是第一年打平或微利（取决于当年开业营业时间），开业第1、2年收入大增，业绩第2、3年爆发，第三年开始异地项目的净利率基本能达到40-50%+左右的较高水平，盈利能力较可观。从第二轮项目投入来看，虽然总投入略有提高，但多数其分期投入，更多是预留进一步扩容提升盈利潜力的空间。目前桂林项目已逐步成熟，而其他二轮项目因2020-2022年扰动等，目前还处于培育期。

图：三亚、丽江和九寨项目投入预算分布



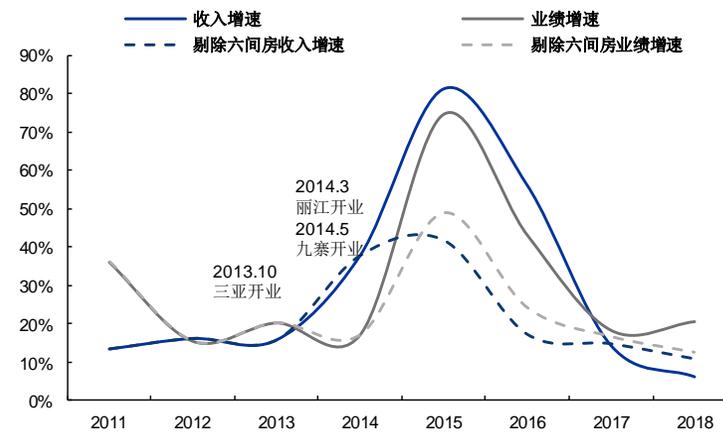
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三亚、丽江和九寨开业前三年表现



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺上市以来收入和业绩成长情况

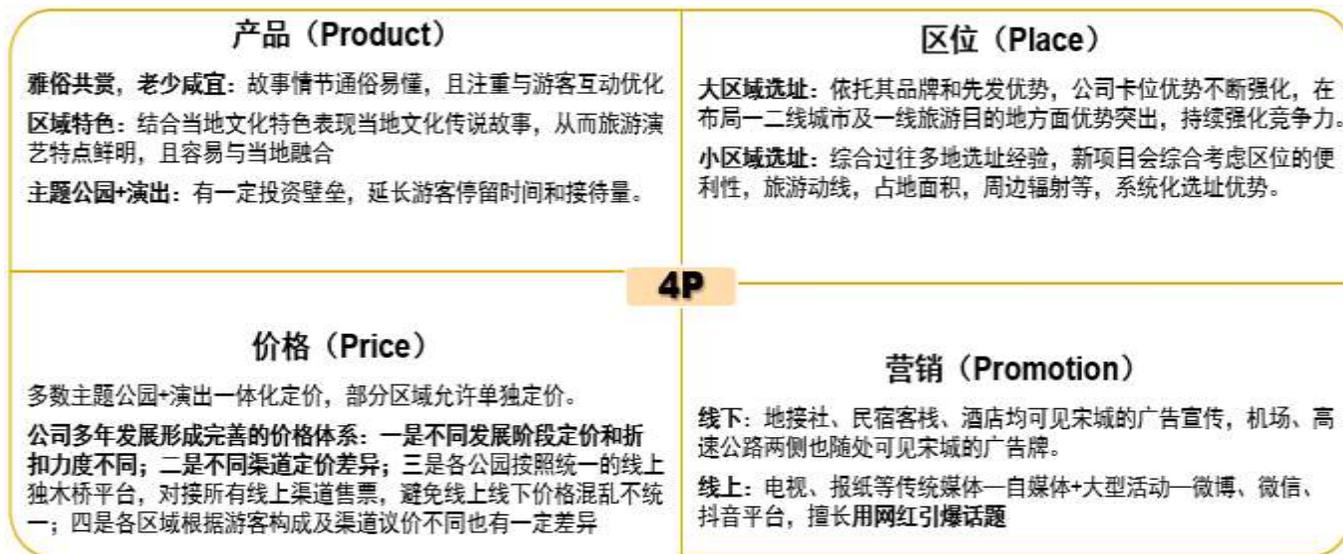


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 核心优势：全产业链闭环运作，4P综合运营优势突出

- **全产业链运作兼顾作品艺术性与公司运营效率。**公司基于演艺全产业链闭环运作，集投资、编创、运营一体化，通过创作、运营，营销各环节环环相扣，在运营中寻找艺术与效率的平衡，用最小的成本撬动最高额的回报，体现出产品创作及运营（选址、营销、定价）实力。
- **4P“产品（Product）+区位（Place）+价格（Price）+营销（Promotion）”体现综合运营竞争力。**产品方面，公司高度注重商业性和艺术性统一，将利用声光电的标准化模板与当地特色文化相结合，异地可批量复制性高。一方面根据消费者需求不断迭代产品，过往内容升级能力屡次验证；同时相对不依赖演员个人水平，可依据各地淡旺季不同全国灵活调配，实现效益最大化。**区位方面**，依托公司品牌及先发优势支持，公司大、小选址上的区位卡位优势也日益显现。**在定价和营销上**，与传统旅游景区自带流量相比，公司在引流上探索出一套**相对低成本的蛛网式营销方案**，擅长根据不同区域团散客差异和游客群体差异进行多元化布局，不断灵活调整策略，成熟项目基本均系当地旅游演艺市场第一名，占据绝对主动权。并且，经过持续努力拓展，公司已建成全国连锁经营的态势，正常年份观演人次超过4,000万，全国范围内资源调配，与OTA等电商渠道统一合作，进一步提高营销效率，品牌影响力不断扩大。

图：4P核心竞争优势



# 核心优势：全产业链成熟运作下，与时俱进“改项目”能力突出

- **演艺项目：盈利二八分化显著，“叫好又叫座”难。**结合我们此前《宋城演艺：不断进击的中国演艺新标杆》等公司深度报告等分析。总体来看，旅游演艺产品，盈利二八分化显著，艺术性与商业性的统一往往难兼顾，且实际经营过程中随着外部环境的变化还需要在运营和营销策略上及时调整。换言之，旅游演艺项目能持久不衰，项目内容优良受众较广与成熟高效的运作缺一不可。
- **宋城演艺：与时俱进“改项目”能力突出，有望夯实其自有项目盈利成长基础。**回顾历史，公司千古情模式异地复制过程中也并非完全一帆风顺，部分项目开业初期也受到一定争议。以第二轮项目为例，桂林、西安、上海开业初期评价均有分歧和争议，主秀或是与本地文化结合不足，或是难以引起年轻人共鸣或情节设计衔接不够流畅等，公司此后均结合消费者反馈，可重新编排演出内容（演出修改主要系人工，辅以部分设备投入，但远低于主题公园大型项目更迭成本），并针对性优化园区。因此，由于公司全产业链运作，可根据消费者反馈进行修改，在可控的投入下对原有项目进行升级和迭代，与时俱进改项目能力突出，因此在爬坡期后多数都能进入良好的经营周期。

图：公司2021年及之前已开业项目梳理

开业时间	项目名称	开业初期评价	开业后项目修改
2013年	三亚	开业后表现突出	
2014年	丽江	主秀和园区良好，但选址与核心旅游动线路偏差，初期营销导流颇费功夫	园区内容持续丰富，室内外演出兼有，提高对游客吸引力
	九寨	开业后表现较突出	
2018年	桂林	主秀：初期评价不一 园区：待丰富提升	主秀几次小修改，园区丰富改善，2021年后龙头地位逐步确定
2019年	张家界	产品良好，区域竞争激烈	阶段增加爱在湘西演出，尝试与当地产品价格竞争
2020年	西安	主秀：西安本地周秦汉唐特色不足 园区：园区内容需丰富，停车位需提升	主秀大幅修改，增加本地特色，园区丰富扩容
2021年	上海	主秀：部分故事情节较难引起年轻人共鸣 园区：多层建筑，同时旅游动线设计不合理	主秀的主线全部修改，园区1-2层精修

# 项目梳理：全国核心卡位布局，轻重项目扩张逐步成规模体系



■ 公司各项目整理如下表所示，其中杭州宋城、三亚、丽江、九寨在疫前已经培育进入成熟期（区域旅游演艺市场排名第一），仅九寨项目因地震阶段关闭；桂林项目和张家界项目在疫前处于培育期。目前，公司已经有5个成熟项目（杭州、三亚、丽江、九寨、桂林）、4个培育项目（包括2024年春节开业的佛山项目），1个推进中的项目，叠加其他轻资产和潜在托管项目，规模较此前明显跃升，进而助力成长。

表：宋城演艺主要项目情况

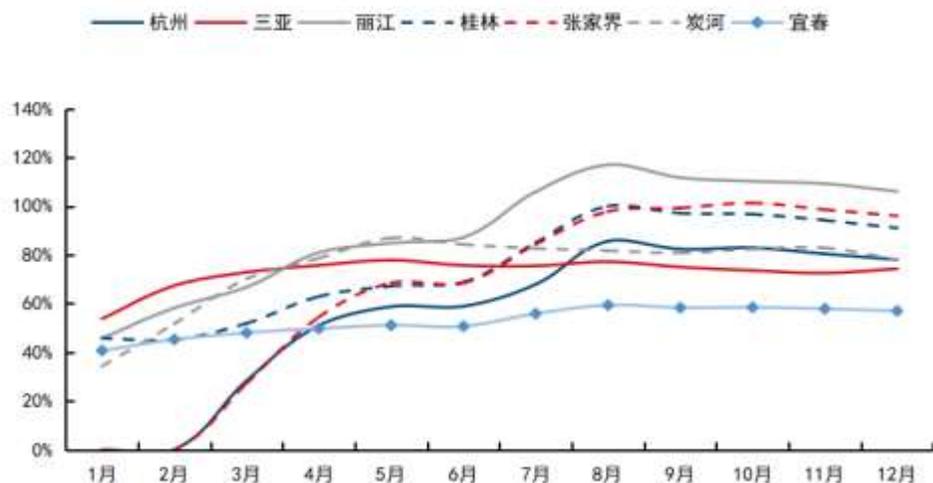
分类	项目名称	开业时间	说明
自主投资及合作合资项目	杭州宋城千古情	1997年	杭州本部，占地近100亩，业绩重要核心之一，2013年前1剧院，2020年前双剧院，后逐步为5-6个多剧院布局。
	三亚千古情	2013年10月	项目占地面积80亩，建设了千古情景区等主题公园，第二剧院建好待启用中
	丽江千古情	2014年3月	占地面积200亩以上，距丽江古城6公里，以大型歌舞《丽江千古情》为核心内容，同时还包括丽江恋歌等户外剧院等。
	九寨千古情	2014年5月	出资8700万元以股权受让及现金增资的方式收购项目。2017年8月因地震关闭，2020年6月复园，疫情三年反复。
	桂林千古情	2018年7月	与桂林旅游成立合资公司经营，公司持股70%，预留了3个剧院的位置。
	张家界千古情	2019年6月	总投资约6亿人民币。主要建设内容包括剧场、演艺、文化旅游主题公园、商业及生活配套设施。
	西安中华千古情	2020.6, 2023.3升级后重开	西安浐灞生态区世博园内，其中世园集团持股20%，宋城持有股80%。公司首个合作模式项目。
	上海项目	2021.4, 2023.6升级后重开	与上海世博东迪共同出资设立合资公司，项目位于上海世博园内，宋城持股88%，拟打造演艺集群。
	佛山千古情	2024年春节	位于佛山西樵镇听音湖片区，其中剧场座位数不少于2500个，且政府给予该项目补贴3.70亿元。
轻资产项目	西塘千古情	待定	地处西塘古镇周边，二期拿地推进中。
	长沙·宁乡炭河千古情	2017年7月	公司轻资产首单，截止2017年底，《炭河千古情》演出场次近500场，游客量超200万人次。
	江西宜春明月千古情	2018年12月	位于赣西中部的宜春市明月山温泉风景名胜区内，距离宜春市区15公里，总投资10亿元。
	郑州·新郑黄帝千古情	2020年9月	新郑黄帝千古情，投资5亿元，占地约200亩，2020年9月开业后阶段表现较为突出。
设计创作编排等每个项目收入2.6-2.7亿+后续门票收入20%分成	延安千古情	2020年11月签约	位于延安市区内西北部，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。
	三峡千古情	2022年11月公告签约	三峡千古情项目位于宜都市鲟龙湾文化旅游产业园，宜都市是巴楚文化交融之地。项目已于协议签署当天正式开工，预计景区和演出开业时间暂定为2024年5月1日；委托管理期限10年。
未来可能托管项目	珠海演艺王国	待定	项目选址于珠海市斗门镇，拟投资30亿元，总占地约1500亩，拟规划建设一个世界级文化演艺项目，包括数十个剧院集群、国际演艺界等十大板块的内容。目前该项目已转给集团，由集团投资，未来可能由上市公司运营管理。
	澳洲项目	待定	集团投资，未来可能上市公司运营
	泰国芭提雅项目	待定	集团投资，未来可能上市公司运营

资料来源：公司公告，公司官微、劲旅网，国信证券经济研究所整理

# 2023年公司复苏：受制跟团游恢复节奏上半年渐进复苏，第三季度提速明显

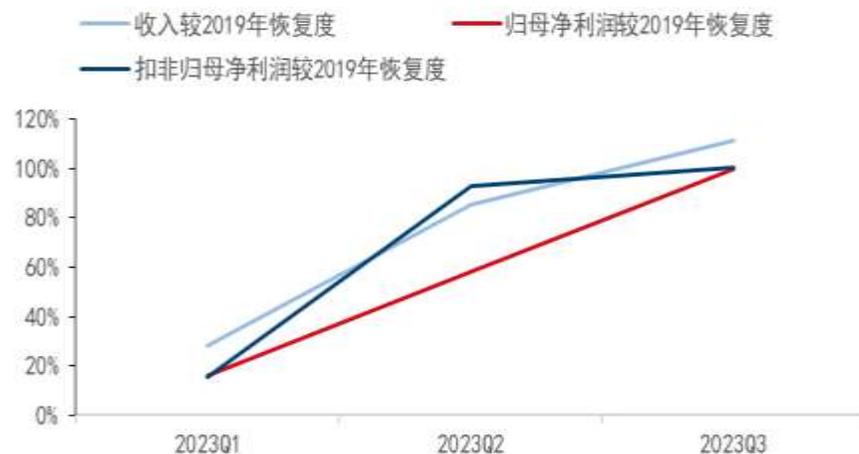
- 2023年旅游行业复苏景气良好，但补偿系需求释放主要利好自带流量的名山大川，其他景区则需要看各自品质与营销，口碑导流。
- 2023年宋城演艺项目表现：核心演艺项目Q1末陆续复园，Q2/Q3恢复逐步提速，Q4淡季略放缓。宋城自2023年3月8日核心项目开园后，Q2渐进恢复，上半年收入恢复7成。2023Q3叠加新项目贡献，演出场次已恢复至19年同期，演艺主业收入和归母净利润均超2019年同期，但2024Q4主业因淡季新项目爬坡及存量项目升级改造恢复放缓。2023年前三季度，公司收入16.2亿元，较2019年恢复73%；归母业绩7.9亿元，恢复38%；剔除花房扰动恢复67%，较中报恢复5成+也明显提速。第四季度因淡季和新项目爬坡，存量项目改造等主业经营相对平稳。我们认为，尽管宋城演出引流属性略逊于名山大川，但公司复园后通过产品迭代、与时俱进调整营销与运营，在部分项目团队游仍有拖累的情况下，仍然成功转化散客流量，助推核心景区场次恢复至疫情前、新项目爬坡良好；同时借助精细化管理获得完全恢复的利润表现，也再次彰显产品打造&运营&营销在旅游常态化阶段的重要性。

图：宋城演艺2023年各项目场次恢复情况（根据公司官微等，部分有偏差）



资料来源：公司官微、官网，国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺疫后单季度收入、归母、扣非净利润及较2019年恢复度



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

## 2023年公司复苏：各项目分化，受各区域团队恢复、消费差异及产品竞争等影响



- 若以2019年宋城演艺项目成熟度为基准分类，受复园时间、团客占比、区域消费、产品竞争等差异影响，恢复速度呈现分化表现。
- **成熟项目：丽江恢复超疫前，杭州剔除开园节奏也已完全复苏，三亚恢复落后。**疫前宋城大本营及第一轮扩张项目已基本成熟（九寨项目在2019年因震灾闭园需要重新培育），且团队游均占据一定比例，在行业整体团队游恢复滞后的情况下，公司积极运用抖音、小红书等方式配合各类园区活动营销推广，有效吸引散客，全年维度丽江项目恢复至疫情前，对比印象丽江收入恢复至7成+，进一步彰显公司引流能力；杭州本部在剔除复园滞后因素后也恢复至疫前；三亚则因区域部分景区免票等恢复相对落后。
- **九寨、桂林、张家界等项目，整体恢复至9成+。**相比2019年区域竞争情况，桂林项目目前已成区域市场绝对龙头，逐步进入成熟期，阶段收入指标超疫前；张家界项目2023年3月复园，整体演出场次恢复至96%；九寨2019年处停业状态，2023年也重开业。
- **西安、上海新项目重新升级后分别于2023年3月、7月复园，日均场次爬坡亮眼，如下图，展现公司与与时俱进项目优化调整能力。**

表：宋城演艺演出场次2023年Vs2019年

项目	2023年开业时间	2023总场次	2023日均场次	2019总场次	2019日均场次	总场次较2019年恢复
杭州	2023年3月	1373	3.8	1760	4.8	78%
三亚	2023年1月	975	2.7	1313	3.6	74%
丽江	2023年1月	1159	3.2	1093	3.0	106%
九寨	2023年3月	474	1.3	0	0.0	
桂林	2023年1月	948	2.6	1042	2.9	91%
张家界	2023年3月	488	1.3	508	1.4	96%
西安	2023年3月	915	2.5	0	0.0	
上海	2023年6月	485	1.3	0	0.0	
炭河	2023年1月	399	1.1	514	1.4	78%
宜春	2023年1月	429	1.2	751	2.1	57%
郑州	2023年1月	545	1.5	0	0.0	
藏谜	2023年7月	178	0.5	0	0.0	
合计		8368	22.9	6982	19.1	120%

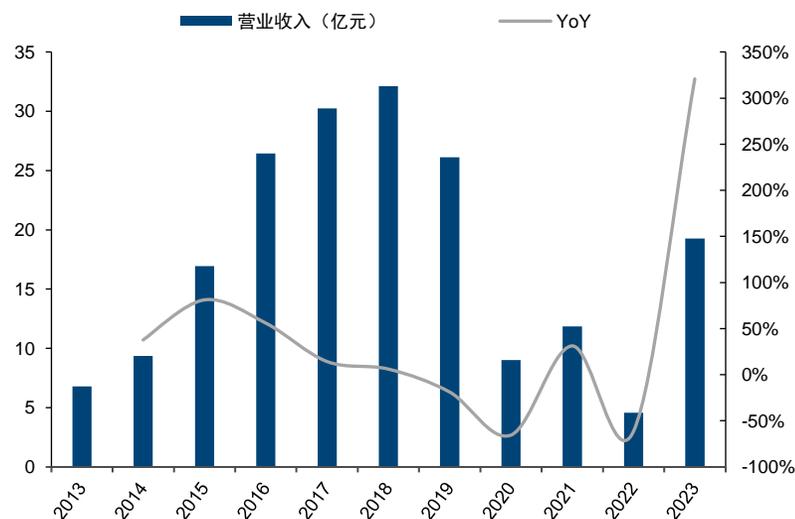
资料来源：公司官网，公司官微，国信证券经济研究所整理 注：各项目数据为每日公开演出场次，临时场次微调使得实际合计值与披露数存在差异。

## 2023年经营表现：3月起核心项目复园后主业渐进复苏，亏损下年报仍宣布分红



- 2023年公司演艺主业业绩预计恢复近8成，核心项目渐进复苏且新项目仍有拖累。2023年，公司实现营收19.26亿元/+320.76%，归母业绩亏损1.10亿元，同比转亏；扣非归母业绩亏损0.88亿元，处于此前业绩预告区间内，主要系花房减值等拖累。剔除花房集团减值和投资收益波动等影响，公司实现归母业绩8.29亿元，较去年同期可比口径亏损1.29亿元同比扭亏为盈，积极改善。与2019年同期演艺主业相比，2023年公司收入恢复86%，归母业绩恢复79%，主要系公司核心项目2023年3月才陆续复园，三亚业绩仅恢复约50%，部分新项目上海、西安等2023年归母亏损合计超8000多万所致。丽江项目盈利基本恢复到2019年，九寨沟、张家界项目各盈利0.5、0.1亿元。此外，若剔除存量项目更新改造带来的0.48亿元非经扰动影响，估算演艺主业恢复更佳。
- 公司宣布派发现金股利。虽然2023年公司归母业绩亏损，但仍拟每10股派现1元，股息率约1%；良好的现金流基础上后续股东回报值得期待。

图：公司年度收入表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司归母净利润表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 2024年一季度：核心项目低基数下增长靓丽，预计主业归母净利润恢复近9成



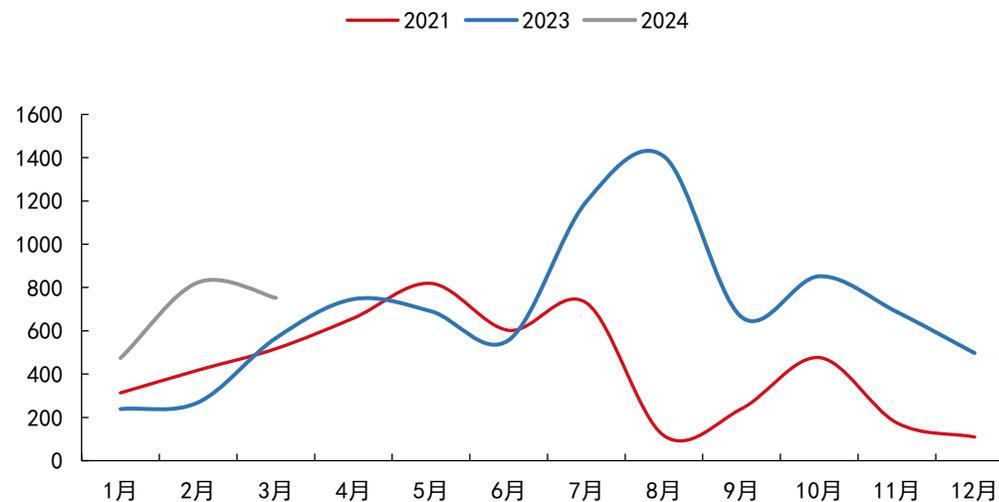
- 2024Q1公司主业归母净利润恢复近9成，表现良好。公司2024年一季度实现收入5.60亿元/+138.70%；实现归母业绩2.52亿元/+317.33%，整体表现良好。与2019年同期演艺主业相比（不计花房影响），公司收入恢复105%，归母业绩恢复近9成，考虑2019Q1轻资产确认带来的收益不低（2024Q1轻资产确认预计低于19Q1）和新项目爬坡期拖累等影响，我们认为今年一季度整体演艺主业经营表现良好。
- 2024Q1宋城演艺千古情演出场次同比翻倍以上，杭州本部项目实现完全复苏，三亚项目仍有拖累。2024Q1宋城千古情演出总场次共计2242场，同比增长109%，预计已超2019年同期。考虑去年同期3月核心项目才陆续复园，今年在相对低基数背景下录得靓丽增长。
- 与2019年同期相比，核心项目除中预计杭州本部已实现完全复苏，丽江、桂林表现良好，而三亚项目旺季Q1恢复依旧不及2019年同期，新项目爬坡期场次贡献良好，但Q1淡季下，估算归母业绩层面仍有亏损拖累。

图：宋城演艺季度业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：宋城演艺场次跟踪情况

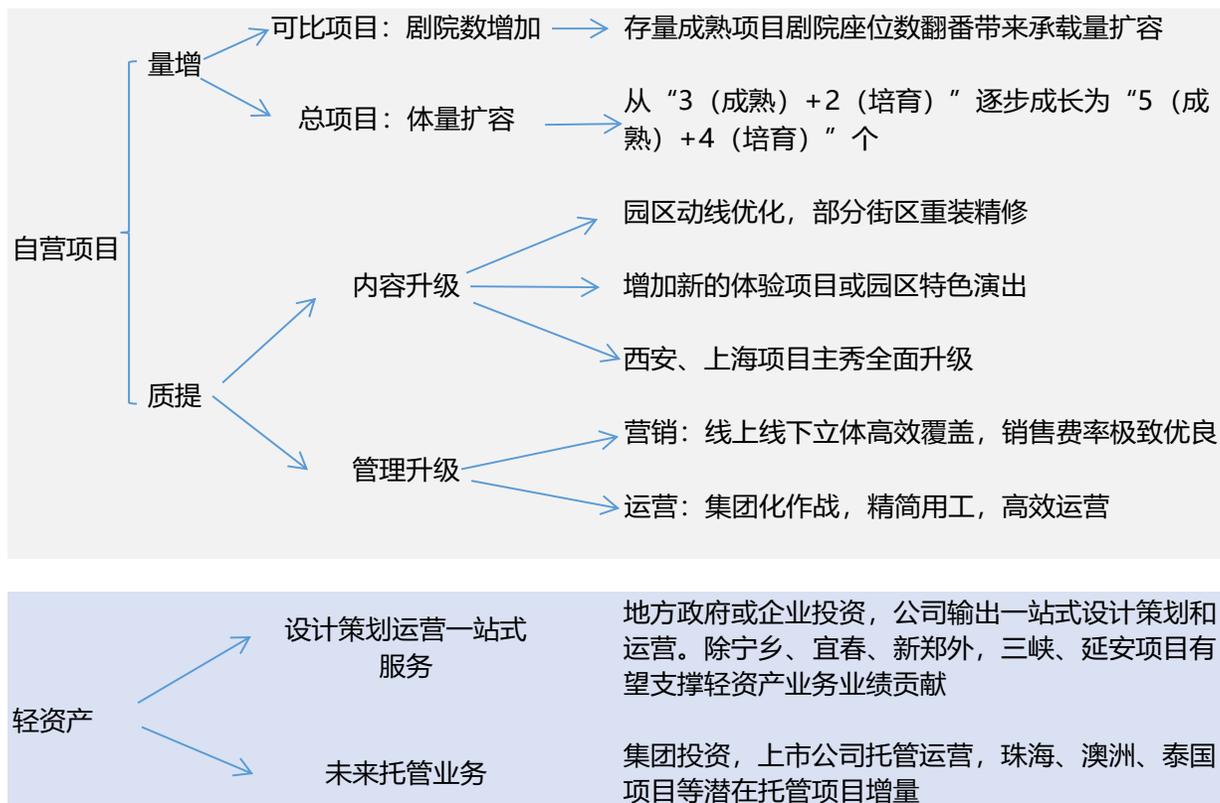


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

# 成长周期：存量扩容升级、项目总量增长、轻资产&托管业务仍可期待

- 总体来看，公司未来成长如下图所示。自营项目层面：一看自营项目剧院座位数翻番带来的扩容和总项目个数成长和爬坡成熟带来的成长空间（从2019年的3（成熟）+2（培育）”变为“5（成熟）+4（培育）”个项目）；二看内容和管理升级带来的持续优化，前者可提高消费者体验和项目品质，长线不排除孵化新的收费项目，后者优化运营效率。
- 轻资产&托管业务方面：三峡项目一揽子项目确认支撑轻资产收入盈利贡献，延安项目有望接续成长，后续还不排除进一步轻资产扩张助力；同时，集团旗下的珠海、澳洲、泰国等项目，未来若顺利落地开业，也可能委托上市公司托管运营，从而带来相应收入增长。

图：宋城演艺未来自营和轻资产项目成长



# 自营成长：核心景区剧院承载量翻番，有望打开高峰期流量天花板



■ 单个项目承载量看，疫后核心景区剧院翻番，有望打开高峰期流量天花板。为了突破高峰期接待瓶颈，提供更多元演艺产品提升游客体验度，公司积极扩容核心项目剧院数。1、首轮项目除九寨沟外，其他项目核心千古情剧院和座位数基本翻倍，有效扩容成长。其中，杭州本部疫情期间，新增10个室内外剧院、10000多个座位数，其中千古情主剧院从2个增加到4个。2、第二轮项目目前千古情剧院在1个座位，但多数预留至少1个剧院空间，或者储备剧院日常演出其他演艺产品，丰富项目体验，也为后续扩容新的演艺项目或高峰期双剧院预留空间。

图：宋城演艺各项目剧院及座位数增加情况

项目分类及区域	核心项目	开业与复园时间		项目阶段	2019年		2023年及之后		未来增量看点	
		开业时间	复园时间		千古情剧院	千古情剧院座位	千古情剧院	千古情剧院座位		
核心项目	第一轮	杭州	1996年5月	2023年3月	成熟期	2	6000+	4	12000	剧院集群规模充分，核心在多元演艺内容组合提升
		三亚	2013年9月	2023年1月	成熟期	1	3300	2	6000+	内容需要进一步有效丰富和升级改造，暑期亲子
		丽江	2014年3月	2023年1月	成熟期	1	3300	2	6000+	内容持续丰富，千古情+藏谜+丽江恋歌等多演出共振
		九寨	2014年5月	2023年3月	成熟期	1	3300	1	3300	逐步恢复到疫情前正常运营水平
	第二轮	桂林	2018年7月	2023年1月	成熟期	1	3300	1	3300	内容持续丰富，未来新增暑期亲子系列等
		张家界	2019年6月	2023年3月	培育期	1	3300	1	3300	区域市场竞争趋于稳定，千古情+爱在系列配合价格多元
		西安	2020年6月	2023年3月	培育期			1	3300	演出和园区全面升级优化后，有望逐步贡献增量利润
		上海	2021年4月	2023年6月	培育期			1	3300	演出和园区升级后有望逐步贡献增量利润，且高层仍可于
		佛山	2024年2月	/	拟开业			1	3300	预计有望投入使用，政府支持下成本相对可控
		西塘	/	/	筹建期					推进中
轻资产项目	宁乡								门票提成收入为主，其他相对占比更低	
	宜春									
	新郑									
	延安								设计策划费近2-3年逐步确认中	
	三峡								设计策划费近2-3年逐步确认中	
可能托管项目	珠海								核心看未来托管协议，门票收入分成模式	
	澳洲									
	泰国									

资料来源：公司官网、官方微信号，公司公告，国信证券经济研究所整理 注：宋城演艺最初千古情剧院座位数在3000-4700个多不等，但此后随观演效果调整实际开放座位一般在3300个左右。

# 自营成长：由“3（成熟）+2（培育）”变为“5（成熟）+4（培育）”个项目



- 综合来看，相比其他旅游目的地，公司优势首先来自于其近几年新项目扩张，未来具有良好成长空间，且2024年上半年基数压力较低。
- 从存量项目数量看，2023VS2019年，公司自营项目将从“3（成熟）+2（培育）”个走向“5（成熟）+4（培育）”个，盈利成长空间提升。
- 2019年，公司主要演艺主业业绩来自杭州本部、三亚和丽江项目，合计贡献近8亿左右的归母业绩，加上线上独木桥、理财及轻资产收益合计扣非10.76亿元。而此时桂林、张家界仍处于爬坡期，九寨仍闭园中。
- 2023-2024年后，除了杭州、三亚、丽江项目外，桂林项目逐步进入成熟期，九寨项目也复园（地震前归母利润体量在0.5-0.7亿元），新增西安、上海、佛山（2024年春节开业）项目。公司逐步拥有5个成熟项目，4个培育项目。参考下表中我们对各项目恢复或爬坡期表现的预测，展望2025年，我们初步预计其自营项目盈利（含独木桥等贡献，不含轻资产和理财收益等）有望较2019年可比口径增长55-80%。

图：2019VS2023年后，公司核心项目体量变化，从自营项目将从“3（成熟）+2（培育）”个走向“5（成熟）+4（培育）”个，盈利空间逐步扩容

2019年自营项目情况			2023-2025年自营项目情况				
3成熟+1停业+2培育		2019年	5成熟+4培育		2023E	2024E	2025E
成熟项目	杭州本部	估算3.5-4.0亿	成熟项目	杭州本部	估算2-3亿	估算3.5-4.0亿	估算4.0亿左右
	三亚项目	2亿+		三亚项目	估算1-1.5亿	估算1-1.5亿	估算2亿+
	丽江项目	2亿+		丽江项目	估算2亿+	估算2亿+	估算2亿+
停业项目	九寨沟	亏损0.2亿+	成熟项目	桂林项目（归母）	估算0.4-0.7亿	估算0.75-1.0亿元左右	估算1亿或以上
				九寨沟项目（归母）	估算盈利	估算盈利数千万元	估算0.7亿元
培育期项目	桂林项目	盈利0.2亿+	培育期项目	张家界项目	预计亏损	估算打平上下	估算盈利数千万元
	张家界项目	爬坡期打平		西安项目	预计亏损	估算打平或盈利	估算盈利数千万元
				上海项目	预计亏损	估算有望盈利	估算盈利数千万元
				佛山项目		估算有望打平或盈利	估算盈利数千万元

资料来源：公司公告，公司官微，国信证券经济研究所整理

# 自营成长：内容升级——存量项目提质升级、精修园区、内容丰富



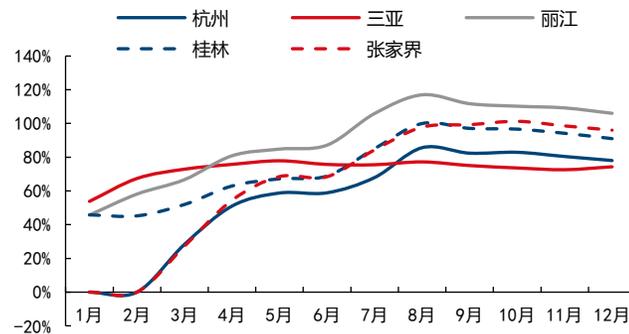
- **杭州本部丰富优化：**公司通过精修园区，搭建多元化剧目矩阵，从过往简单追求人次周转到提升品质。公司杭州本部1) 通过重新规划旅游动线，增加剧院等，精修园区，延长游览路线；2) 增加全新演艺秀《喀秋莎》、《WA! 恐龙》、《大地震》、《幻影》、《库克船长》、《上甘岭》等，以及VR、AR相关《幻境空间》、《虚拟空间》；3、推出各类穿越节、音乐节、万圣节等活动，主题多元，提升客户参与度。鉴于此，杭州本部的演出内容和游园体验明显提升，游客停留时间也较此前明显增长，从疫情前每个游客2-3小时到近两年5-7小时。2023年3月复园后，虽然有团队拖累，但仍渐进复苏，2023年暑期收入接近疫情前水平。2024年春节客流/收入估算超2019年同期。
- **丽江项目：内容丰富+区域恢复，2023年全年恢复良好。**其中，2023H1VS2019H1，项目收入/归母净利润1.36/0.85亿元，恢复94/96%，净利率提升，全年估算客流有望超疫情前。2024年春节客流/收入预计均超2019年同期水平。
- **三亚项目：2023年恢复相对较慢，2024年预计项目将改造升级。**由于三亚2023年部分景区免票（天涯海角等），影响收费景区表现，三亚项目2023年恢复相对较慢。但公司预计将对三亚项目进一步提质升级，就园区动线、旅游内容进一步优化丰富，以推动其未来复苏。
- **桂林项目：疫情期间确立市场领先地位，成为区域演艺市场龙头（参考右图排名领先），逐步开始进入成熟期，2023年预计经营超2019年。**
- **九寨项目：重新复园开业（2017年地震后歇业），有望提供新增量；张家界项目：在市场竞争下逐步成长中。**

表：杭州宋城本部演出

分类	节目名称
主秀	《宋城千古情》
大型互动体验项目	《上甘岭》、《库克船长》
光影互动	《My all》
沉浸式3D	《幻境空间》、《虚拟空间》
大型互动VR项目	《太虚幻境》
5D实景剧	《大地震》
非遗演出	《皮影戏》
亲子秀	《WA! 恐龙》
街头互动	《捉拿武松》、《抛绣球》、《穿越快闪》
街头互动	《大宋奇遇记》、《锅庄》、《都市丽人》
	鬼屋《聊斋惊魂》、《清明上河图》、《铡美案》

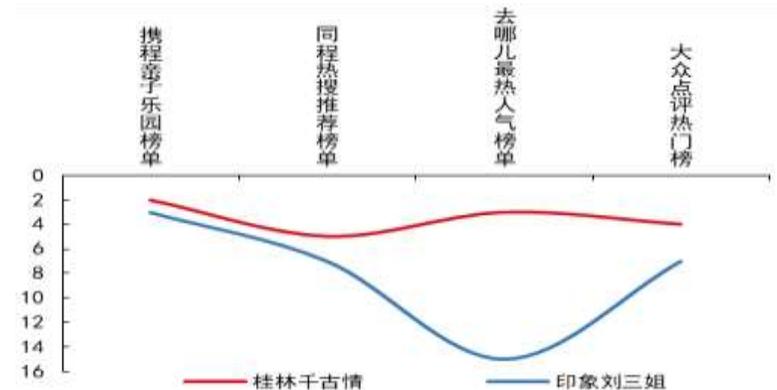
资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图：2023年公司原有项目场次较2019年恢复情况



资料来源：公司官方微信公众号，公司官网，国信证券经济研究所整理

图：桂林千古情OTA排名情况



资料来源：携程、同程、去哪儿、大众点评，国信证券经济研究所整理

# 自营成长：内容升级——西安项目全面改造重开业，场次超预期，未来看价格提升

- **西安千古情：“合作项目”模式更优，2023年主秀《西安千古情》+园区全新改造升级后开业。**西安项目最早于2020年6月正式开业，占地118亩，系公司与世园投资合作的项目，按合作框架投入产出预计效率更高。2020年开业后，因疫情扰动且西安旅游演艺市场竞争较激烈，且项目本地历史文化特色相对不足，开业后表现平稳。2023年，公司对西安项目进行了全面升级改造：1) **主秀升级**，根据周秦汉唐的历史对主秀内容全面优化，以全新高科技手段舞台和声光电手段全面演绎西安历史；2) **园区升级**，动线优化，内容丰富，且建造停车场车位超1000个，方便游客出行；3) **营销升级**，利用小红书、抖音等多渠道持续充分营销。项目改造后，其演艺+公园的优势得以充分发挥，竞争力明显增强。
- **西安项目展望：升级后场次表现超预期，今年预计有望打平或盈利。**2023年3月西安项目重开园后，全年总场次915场；今年春节高峰达10场，已达到单个剧院基本上限接待水平，在西安10余台演出竞争中快速崛起。考虑西安市场竞争较激烈，我们估算西安项目初期定价相对不高（初期团队价格可能偏低，本地99元/109元阶段活动票价），短期仍处爬坡期；**但随着其市场份额持续攀升，我们预计后续价格不排除调整（最新抖音等团购价单人为278元起，双人400元等，有所提升），估算今年预计有望打平或盈利，未来2-3年将成为公司盈利增长驱动之一。**

表：西安演艺项目对比

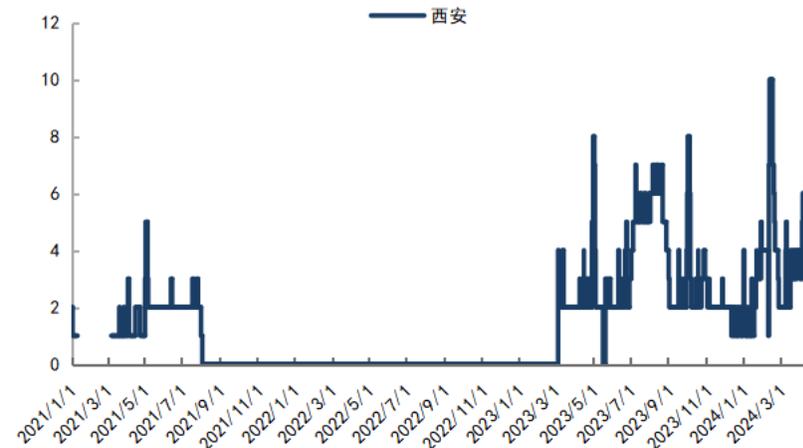
演出	出品方	推出时间	内容	地点	2021年五一接待游客数	特点
西安千古情	宋城演艺	2020年	穿越周秦汉唐，书写历史弘章，《半坡之光》《周韵秦风》《汉使张骞》《大唐盛世》《新的长安》等篇章	西安千古情景区	8.8万	演出+主题公园；科技感舞台；多剧目，内容丰富。宋城与西安世园投资合作项目，共同成立资产和运营公司，公司运营公司持股80%，投入性价比更优。
长恨歌	陕西旅游	2006年	以白居易《长恨歌》为蓝本，再现华清宫中唐玄宗与杨玉环爱情故事	华清宫景区	3.5万	首部大型实景历史舞台剧，充分发掘舞台资源、结合高科技舞美灯光
驼铃传奇	华夏文旅	2017年	以“一带一路”为主线，深入挖掘大唐传统文化，现古丝路千年历史，《岁月再现》、《送君千里》、《狼道遇险》、《异国风情》、《祥雨洗尘》、《迎郎归来》、《华夏盛世》	华夏文旅大剧院	7.2万	一座大剧院、七幕剧情；“会跑的观众席”，颠覆“一面舞台一面观众”的观演传统；面向大众

图：西安千古情新旧对比（上旧 下新）



资料来源：灯塔研究院、中国演出协会等，国信证券经济研究所整理

图 西安的千古情场次情况



资料来源：宋城演艺公众号，国信证券经济研究所整理

资料来源：西安文旅之声微信公众号，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 自营成长：内容升级——上海项目主秀和园区显著优化，2024年有望进一步扩容



- **上海项目：位置优良，占地面积不大，系公司首个建筑体内演艺为主的项目。**上海项目位于上海世博公园内，最早2021年开业，离黄浦江近在咫尺，位置优良，兼具海派文化、老工业基地、时尚活力等元素，区位、交通和配套优势突出。项目占地面积不大，多层建筑模式，总建筑面积4万多平米，拥有3个可容纳数千人的室内大剧场，以及丛林剧院、电音广场、演艺广场、朋克走廊、悬崖剧院等室外剧院，以满足各色人群的需求。但2021年开业初期定价相对不低，且主秀对年轻人的共鸣相对不足。
- **2023年主秀全面升级，园区1-2层改造，定价更具性价比，未来有望进一步扩容提升助力成长。**上海项目2023年6月底全面提升后重新开业：一是主秀《上海千古情》演出全面优化，内容大幅调整更加聚焦，新增《觉醒时代》等剧情内容；音乐、舞美、服化道效等均进行了全方位升级，视觉冲击力更强，氛围沉重感减少；二是园区优化，过去多层剧院内容交错降低游览体验，公司通过重新精装了园区主体；调整动线，新设颇具民国风情的穿越街等；升级原有街区，丰富多种演艺和互动项目，融入大型互动体验项目《战上海》等。同时，针对2021年定价不低（名义票价普通席/贵宾席为318/358元，且《WA! 恐龙》等单独定价），2023年定价策略相对更具性价比，2023年新开业期间预售价为159/199元，包含所有游览项目和演出，目前抖音等活动价为399元+/双人，单人278起。目前上海项目仅开业园区+1-2层，2024年预计上海项目3-4层等有望进一步改造后推出，增加游玩、餐饮等设施配套，提高园区接待能力和成长空间，2024年或有望基本打平。

图：上海千古情地理位置良好



图：改造后上海千古情穿越街照片



表1：主秀《上海千古情》2021年和2023年演出对比

2021年	2023年
《申沪溯源》	《申沪溯源》
《1921》、《摩登时代》	《沪上传奇》
《上海人家》	《觉醒年代》
《风从海上来》	《风从海上来》

资料来源：中国新闻网，国信证券经济研究所整理

资料来源：上海千古情园区，百度地图、新浪网等，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司官微、新浪网等，国信证券经济研究所整理

# 自营成长：内容升级——广东千古情春节开业录得开门红，未来成长可期

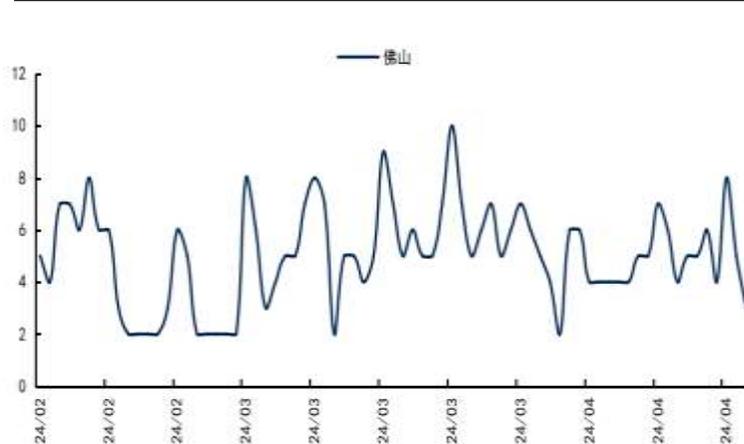
- 《广东千古情》2024年春节正式开业，春节录得开门红，打破新开业千古情多项记录。广东千古情项目地处国家5A级景区广东佛山西樵山风景名胜区内，占地约90亩，剧场座位数超过3000个。2024年正月初一正式开业。项目包括广东千古情主秀，运用最新高科技技术，结合武术、醒狮等岭南特色元素，还原老广东底色。2024年春节黄金周广东千古情景区接待游客41万人次，《广东千古情》演出65场，连续多天单日上演9场，打破新开业“千古情”多项纪录。开业以来至4月20日，其平均场次在5场左右（包括工作日及淡季），表现突出。
- 《广东千古情》最早系轻资产项目，此后转为公司自营项目，但政府支持力度较大。一期总投资额约为7亿，其中政府补贴达3.7亿（预计有望部分递减后续成本摊销）。鉴于此，虽然佛山并非一线旅游目的地，但地处珠三角，且项目成本相对可控，后续盈利仍有期待。
- 展望后续，公司《广东千古情》将在二季度推出彩色狂欢季等特色主题活动，将为游客提供更优质的游玩体验。2024年底，该项目预计还将进一步丰富提升，推出大型室外演出《oh! 珠江》等，持续丰富优化。
- 开业初期，广东千古情阶段特惠散客活动价118元，此后提升至198元起/人（按OTA等平台定价，散客票价）。团队价格或有一定折扣，但综合其散客定价变化和场次变化，我们对其今年全年开业首年的收入较有信心，综合起成本投入特点，我们初步预计该项目2024年有望打平盈利。

图：佛山千古情春节期间部分节目单

13:05-13:20	《功夫高村舞狮采青》	千古情广场
13:15-13:35	互动巡游《奇遇动物城》	风情街
13:35-13:42	快闪秀《繁花之约》	穿越街
13:45-14:00	《龙行龘龘》	千古情广场
14:00-15:00	大型歌舞《广东千古情》	千古情剧院
15:10-15:17	《锅庄狂欢》	千古情广场
15:30-16:00	5D实景剧《大地震》	千古情剧院
16:00-16:20	互动秀《国潮机甲》	市井街-穿越街
16:00-16:20	《红韵摩登秀》	千古情广场-穿越街
16:00-16:20	《缤纷糖果秀》	穿越街
16:25-16:32	《天上街市》	风情街
16:40-17:00	《潮汕英歌舞》	市井街-风情街-穿越街-千古情广场
17:00-17:20	《夜光醒狮》	千古情广场

资料来源：广东千古情公众号，国信证券经济研究所整理

图：广东千古情（佛山）演出场次情况



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图：广东千古情项目照片

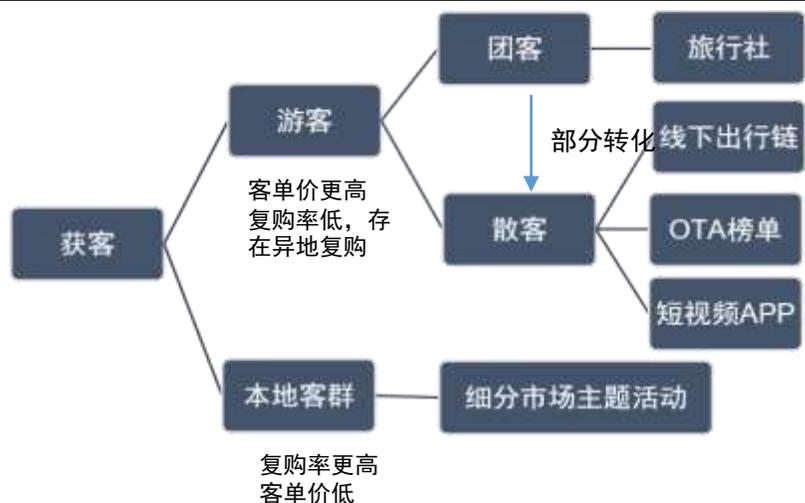


资料来源：羊城晚报，国信证券经济研究所整理

# 自营成长：管理升级——营销顺应新变化，线上线下全方位发力，营销极致高效

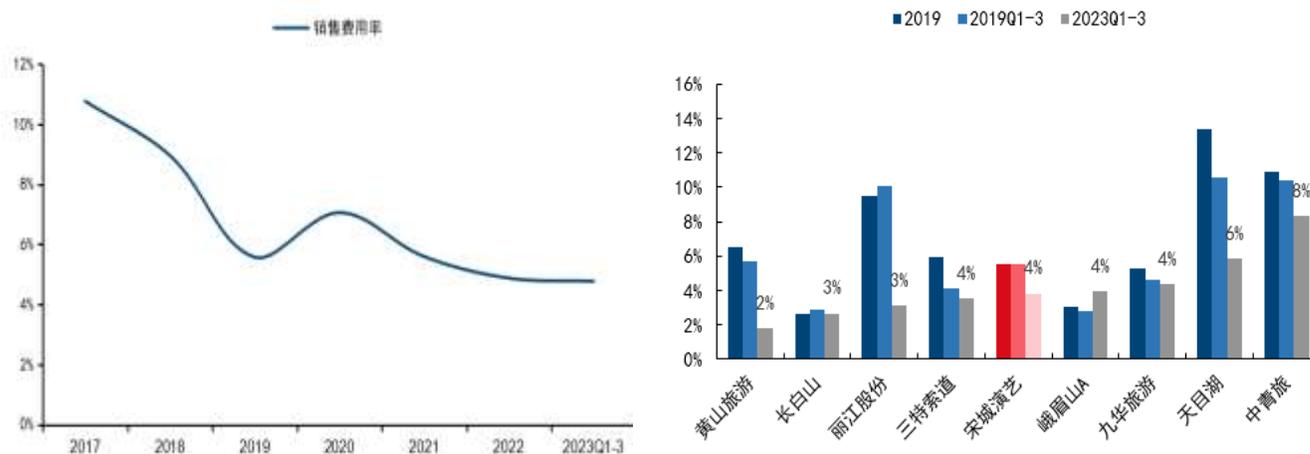
- 传统线下营销网络扎实完备，新型线上营销渗透率持续提升。公司下设市场营销中心与品牌策划中心，多年已摸索出一套团散结合的蛛网式销售体系。团客方面，“高容纳量+一站式省心安排+室内出品稳定”属性有助于团客有效转化。散客方面，线下渠道触达游客出行全流程。线上闭环式布局，构建多账号矩阵经营模式，精准营销有效促进销售转化。通过自主孵化网红人物如“杭州宋城小白”等达人矩阵强化种草价值；采用“短视频+官播+达播”的形式，借助旅游达人、旅行社等多渠道进行分销，拉新促活，实现从种草到消费的闭环。据新抖网、蝉妈妈等数据，2023年，公司部分项目暑期夜游销售近6成来自抖音，西安千古情景区抖音转化率区域排名靠前。
- 运营前置、统一规划，有效布局内容矩阵，销售费率管控优良，相比部分自带流量的名山大川也毫不逊色。1) 公司深度挖掘文化资源，巧妙融合热点与节假日特色，通过自上而下全面策划，成功打造爆款活动，并借此自发导流。西安千古情景区兵马俑版本的“科目三”出圈，抖音上仅西部网转载视频转发量已达22.7万。2) 提前布局，精准掌握活动节点，根据ROI效果灵活调整投放力度。上海千古情景区在开业前精心策划“民国旗袍”主题，通过邀请媒体和知名达人提前体验增加曝光，自发导流。3) 立足极致营销思路，散客贡献营收占比持续上升，有效控制广告投入。2023年Q1-Q3，公司销售费用率仅3.82%，相比部分自带流量的名山大川也并不逊色，作为一个人造景区，销售费率可谓管控卓越，营销极致高效。

图：公司多元获客渠道



资料来源：携程、去哪儿网、同程旅行、大众点评，国信证券经济研究所整理

图：公司销售费用率情况及与其他景区对比



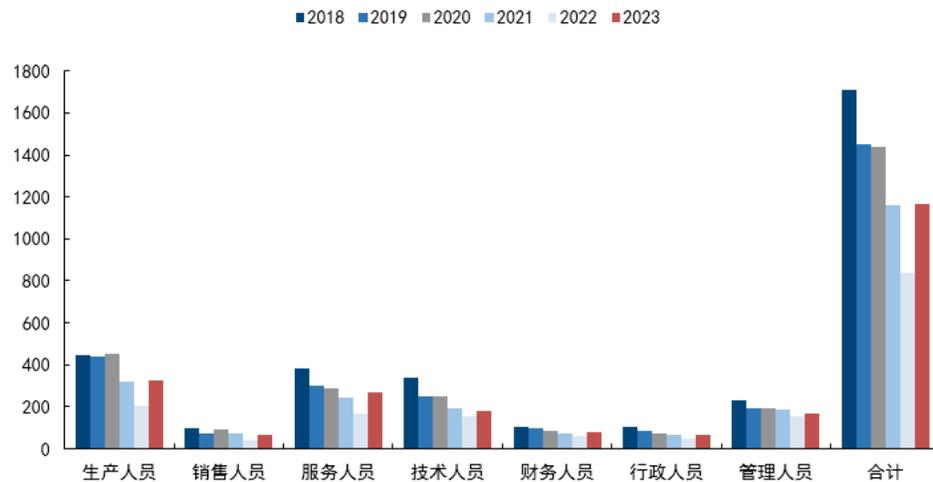
资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

# 自营成长：管理升级——集团组织优化全国一盘棋，灵活用工运营效率再升



- 面对8个自营主题公园的刚性成本压力，公司立足全国一盘棋，形成了总部“一中心五部门”、各项目公司“四部一团”的核心管理架构，努力推动数字化及各类管理优化，最大化降低损失，2023年Q3丽江项目在收入提升的同时，成本依然得到良好控制，也为公司未来疫情企稳下更好的盈利复苏创造了良好条件。
- 组织架构更扁平化，为实现平台型企业的目标，公司对组织架构进行了系统性和集成式改革；对管理流程进行了标准化、垂直化、扁平化重构。通过对部门、层级和岗位的全面整合优化，自上而下采用“中央厨房”式管理，最大化减少中间环节损耗。
- 人工灵活安排：公司对员工队伍进行了集约化、拓展性结构优化，人员效率更加高效。利用社会资源，满足旅游项目在淡旺季的用工需求弹性，强化合作、外包、众包等更多元的灵活用工模式；2022年6月公司研发的社会化用工平台上线。鉴于此，公司不断精简固定人力，员工人数从2018年的1700+大幅减少到2022年的840人，既有疫情期间因素，也有灵活用工等贡献。2023年，伴随新项目开业和经营恢复，员工人数回升至1166人，但整体较2019年仍有20%的优化，且项目总量较2019年显著提升，预计整体人员效率提升显著。

图：公司近年来员工人数逐年变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 轻资产成长：今年有望开业三峡项目，未来延安项目等有望接续成长



- 疫情前，公司依托良好的运营管理能力，已开启轻资产扩张，先后落地宁乡、宜春、新郑项目。公司轻资产项目通过一揽子设计输出等收取一次性费用2.6亿元左右（根据开业前节奏分批确认收入，开业当年为主），以千古情品牌进行项目运营管理（5-10年，可优先续约），按照景区经营收入的20%收取基本管理费，投入产出非常可观。
- 近几年疫情扰动，但公司仍先后落定延安、三峡项目等轻资产项目，进一步验证公司旅游演艺龙头优势和品牌口碑。公司2020、2022年先后落定延安、三峡等项目。其中，2022年11月在外部仍有各种挑战下，三峡千古情项目仍能顺利签约，且预计2024年暑期正式开业，充分体现公司旅游演艺行业长期发展中所积累的丰富运营经验以及人才优势，同时也彰显公司在旅游演艺行业的龙头地位。
- 展望未来，结合前文，旅游景区项目文旅升级和存量盘活有望成为未来文旅产业迭代演进的重要方向。宋城演艺过往多个轻资产实践和自营项目验证为其进一步获取轻资产项目提供支撑。同时，公司自身未来也不排除提供更多元化轻资产输出手段，以更好地适应新发展。

表：宋城演艺轻资产项目总览

项目名称	签约开业时间	项目合作方	协议条款	项目情况
长沙·宁乡炭河千古情	2017年7月	宁乡县炭河古城文化旅游投资建设开发有限公司	项目设计输出等一次性费用2.6亿元，合同签订之日起至本项目正式开业后服务期5年，按照景区经营收入的20%收取基本管理费。	公司轻资产首单，截止2018年7月3日，宁乡炭河古城接待游客超400万人次，营业收入破1.6亿元，核心演出《炭河千古情》演出1000余场，刷新了湖南省大型旅游演出年场次最高、观众数量最多的两项纪录。
江西·宜春明月千古情	2018年12月	宜春市明月山旅游投资有限公司	项目设计输出等一次性费用2.7亿元，服务期10年，按照景区经营收入的20%收取基本管理费。	位于赣西中部的宜春市明月山温泉风景名胜区，距离宜春市区15公里，总投资10亿元。
河南·新郑黄帝千古情	2020年9月	新郑市人民政府及郑州竹桂园旅游景区开发有限公司	项目设计输出等一次性费用2.6亿元，规划设计标准建设完成并交付之日起授权期5年，按照景区经营收入的20%收取基本管理费。	新郑黄帝千古情，投资5亿元，占地约200亩，2020年9月开业后阶段表现良好。
延安千古情	2020年11月公告签约，开业未定	太乙集团	项目设计输出等一次性费用2.6亿元，此外，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，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，预计2024年5月1日开业	湖北宜都市人民政府及湖北交投宜昌投资开发有限公司	项目编创、规划概念性方案设计、互动体验项目设计、开业筹备等一揽子服务，相关服务费用共计2.6亿元项目，开业起10年委托经营，管理费为年经营收入的20%。	项目位于宜都市鲟龙湾文化旅游产业园，占地约136亩，将依托鲟龙主题生态旅游岛，围绕三峡峡江历史文化、三国文化、巴楚文化，展现可信、可爱、可敬的中国形象，打造成湖北乃至长江黄金旅游带的文化地标之一。

资料来源：公司公告，公司官网或地方媒体报道，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

## 轻资产：托管业务——集团投资+上市公司托管模式，如落地有望带来新增量

- 未来，对于海外项目等，公司还有望拓展集团投资，上市公司托管形式，轻资产扩张区域可以更加多元，风险可控，成长则可更多元。
- 珠海项目：公司于2019年10月公告，拟投资30亿，占地1500亩，在粤港澳大湾区核心位置打造珠海项目。2022年4月，公司公告以4.58亿元将其转让给控股股东宋城集团。珠海项目未来由宋城集团负责投资建设和孵化，同时委托宋城演艺对珠海项目进行经营管理，宋城集团向宋城演艺支付品牌授权及委托管理费用，前三年分别为0.8亿、1.0亿、1.2亿。宋城集团同时承诺待珠海宋城演艺公园符合注入公司条件的情况下，将优先转让给上市公司。
- 澳洲项目：2022年4月由上市公司转让给集团，未来若建成开业，不排除委托给上市公司进行运营管理。
- 泰国项目：结合宋城演艺官方微信号，宋城集团新任总裁黄鸿鸣2023年年2月底带队推进泰国项目。泰国芭提雅项目拟打造泰国芭提雅地标式演艺项目，是集团海外扩张的第二个项目。该项目是集团为宋城演艺孵化的演艺项目，未来开业预计将委托宋城演艺运营管理。
- 综合来看，未来对于珠海及海外项目，通过集团投资+上市公司托管运营等方式，可以更加灵活扩张成长，有望推动中长线成长增量。

图：珠海项目地理位置

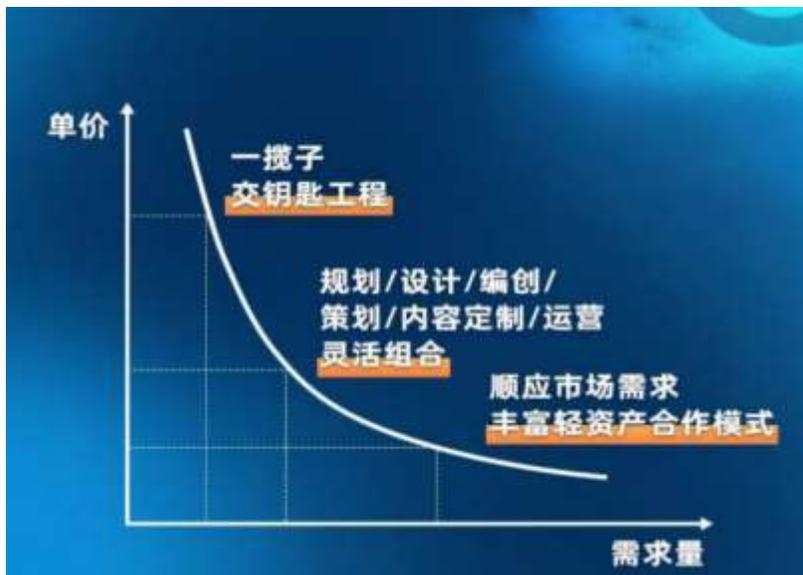


资料来源：百度地图，公司官微、珠海市政府网，国信证券经济研究所整理

## 中长线：未来轻资产扩张有望更加灵活多元，自营项目仍有一定潜在可能

- 后疫情时代旅游演艺新机遇下，公司有望开展多元化轻资产扩张，带来新的成长看点。聚焦国内，结合前文分析，原有部分存量文旅项目不排除有一定重新盘活优化需求，同时也关注景区&主题公园进一步演艺延伸等需求。但无论政府还是企业端，疫情三年后均更重运营实效，对项目一体化综合运营能力要求较高，进而为宋城这样全国布局、品牌优势且运营高效的企业龙头轻资产扩张提供了有利机会。公司可依托在“主题公园+旅游演艺”上的丰富经验，其未来多元化轻资产扩张有望更加灵活推进，在现有一揽子交钥匙模式的基础上，顺应市场需求，不排除与政府、企业、景区、演艺主体等一起，积极探索更多样化的项目开发模式和运营模式，丰富轻资产合作模式，甚至通过项目模块化方式因地制宜运营输出，更好发挥品牌效应，进一步提高盈利能力。
- 从自营项目来看，结合下图，在现有项目布局基础上，公司未来仍不排除在西南如成渝区域探索新项目的潜在机会，我们预计公司未来全国（含港澳台）合计共15-20个左右的项目空间相对仍有一定支撑（包括已经公告项目）。

图：公司轻资产输出形式



资料来源：公司公告、公司官网或官微，国信证券经济研究所整理

图：公司潜在项目扩容城市



资料来源：公司公告，公司官网或官微，国信证券经济研究所整理

# 演艺小结：估算自营项目成熟期较2019年增79-118%，演艺主业可比增55-86%



■ 结合我们对项目所在区域及代表景区客流情况，兼顾项目占地规模，区域消费水平和竞争情况，对标原杭州、三亚、丽江、九寨等项目，我们对目前旅游演艺主业项目成熟期展望对标分析如下表所示。其中自营项目（含独木桥等线上分销收益，不含理财和轻资产等）全部成熟期业绩较2019年3个项目主业增长79-118%。若结合轻资产业务中性假设贡献考虑，演艺主业盈利贡献则有望16-20亿元，较2019年可比增长约55-86%。

不同区域客流、景区及演艺竞争情况分析				项目情况及此前表现（亿元）				成熟期预测估算（亿元）			
项目	2019年 (万人次)	区域代表景 区	2019年代表景 区人次(万人)	最新区域演艺竞争	项目所处阶段	面积	收入/利润	2019年或此前高 点收入/利润	成熟期对标	成熟期谨慎 估算	成熟期乐观 估算
杭州市	20814	西湖/西溪湿地	1895/504	有竞争但多年培育公司龙头地位稳固	双剧院千古情成熟	100亩左右	收入2018 归母净利润2018	9.36 估算近3.5-4.2		9.50 4.20	10.80 4.63
三亚市	2,396	三亚南山景区	494	演艺竞争相对有限，公司龙头地位较稳固	单剧院千古情成熟	80亩	收入2018 归母净利润2018	4.27 2.49		3.63 2.29	4.30 2.56
丽江市	5,402	丽江玉龙雪山索道	477	演艺竞争不低，但公司区域演艺第一地位明确	单剧院千古情相对成熟期	200亩+	收入 归母净利润	3.33 2.07	项目占地较大，品质良好	4.01 2.50	4.60 2.82
九寨沟县 (2016年)	720	九寨沟景区 (2016年)	500	演艺有竞争，但公司区域演艺第一地位明确	2019年处停业期，且项目面积有限	几十亩	九寨沟收入2016 归母净利润	1.49 估算0.6-0.7亿	项目本身体量和面积较小，有接待瓶颈	1.60 0.67	1.75 0.75
桂林市	13,800	桂林旅游景区	434	有竞争竞争，但公司目前处区域演艺第一地位	单剧院千古情逐步爬坡	160亩	桂林收入 归母净利润	1.61 0.25	参考区域竞争，预计成熟期有望接近三亚、丽江，兼顾持股比例70%	3.50 1.40	4.10 1.72
张家界市	8,049	张家界武陵源核心区	429	竞争较激烈，格局尚未明确	单剧院千古情爬坡	140亩+	张家界收入 归母净利润	0.65 0.02	考虑大小区位和竞争等，预计低于三亚/丽江体量	1.90 0.76	2.50 1.13
西安市	30,110	西安兵马俑	1,200	市场竞争激烈，格局尚未确定	单剧院千古情爬坡	100亩+	西安收入 归母净利润		综合区域和竞争等情况，预计低于杭州，持股80%	2.85 1.21	3.50 1.57
上海市	37,038	上海迪士尼	1,121	区域更多城市演艺等，并无完全同质产品	单剧院千古情爬坡	用地30亩	上海项目收入 归母净利润			2.30 0.91	3.40 1.29
佛山市	6,226	佛山西樵山2017	372	周边主要系珠海长隆等演出，但类型不同	单剧院千古情新开业	90亩	佛山项目收入 归母净利润			1.50 0.83	2.50 1.38
西塘	2,136	西塘古镇景区	1,136	二期征地推进中，尚未开业			西塘收入 归母净利润		二期征地中，谨慎预计	0.85 0.38	1.30 0.59
独木桥 (线上平台)							收入 归母净利润	1.80 0.68		1.90 0.76	2.40 0.96
轻资产								1.73 1.07		0.40 0.31	0.72 0.56
演艺总收入								22.28		33.94	41.87
演艺归母净利润								10.44/10.76		16.21	19.94

资料来源：公司公告、官网、官方微信号，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 财务问题：花房集团积极推进复牌中，宋城演艺2022&2023年报摘除保留事项



- 最新2023年报及此前2022年均已获得无保留意见的审计意见。2023年3月，因花房集团旗下参股25%的公司被调查，花房停牌，宋城演艺2022年审计师出具带保留事项的审计报告。此后，公司与花房一直积极致力于解决相关问题。目前看，花房集团近期已先后发布2022年报、2023H1和2023年报，最新花房2023年年报审计师出具标准无保留意见。且花房已向联交所提交复牌指引所需文件，正积极等待复牌。同时，宋城演艺2023年年报审计师出具无保留意见，并追溯调整，对2022年年报摘除保留事项。同时公司对花房集团计提8.61亿元减值，减值后公司对花房的估值降至21.61亿，接近花房的净资产20.44亿元，短期扰动预计可控。
- 中线来看，结合公司投资者关系日志，其未来将按自身对花房集团长期股权投资制定后续进一步的规划，期待未来彻底解决花房问题。

表：宋城演艺：花房集团重组始末及花房问题最新进展

年份	事件	财务影响
2015	以26亿元（自筹+增发）收购六间房100%股权，布局互联网演艺。签署业绩对赌，2015-2018年度净利润分别为1.51亿元、2.11亿元、2.75亿元和3.57亿元	8月并表100%股权，形成23亿商誉
2018	六间房和北京密境和风（主业为花椒直播）第一步重组完成，密境和风原股东以其持有的密境和风的19.96%股权完成对六间房的增资；六间房的整体估值为34亿元，密境和风的整体估值为51亿元	12月持有六间房股权比例从100%变更为76.96%
2019	5月六间房和花椒重组，成为花房集团	5月花房出表，公司持有39.53%股权，形成34亿元长期股权投资
2020	年底重估花房集团可回收金额为15.78亿元	计提减值18.6亿元；公司持有花房股权39.53%稀释至37.06%
2022	12月，花房（03611.HK）港交所上市	投资比例由37.06%下降为35.35%
2023	3月，花房集团参股25%的公司被警方调查，冻结花房集团相关账户资金1.36亿元。 4月，花房集团未能正常发布2022年年报，在联交所停牌至今（2024年4月24日）。 8月，花房集团已向警方提交待结案扣押款约1.55亿元，所有账户全部解冻	由于无法判断花房影响，2022年宋城年报审计师出具保留意见 受市场环境、政策变化等行业性因素影响，花房集团2023年业绩有较大下滑 1月底：宋城演艺发布2023年业绩预告，对花房相关资产计提减值准备
2024	2月：先后发布独立调查审核结果、2022年年报及2023年中期业绩 3月及4月1日：发布2022年审计后年报及2023年中期报告，已提交联交所复牌指引相关文件 4月23日：花房发布经审计无保留意见的2023年年报 4月25日晚：宋城演艺发布经审计无保留意见的2023年年报，并追溯调整2022年年报，摘除相关保留事项。	4月25日：宋城演艺2023年年报审计师出具无保留意见，并对2022年年报进行会计差错更正，更新后2022年年报经审计系标准无保留意见。明确2023年对花房减值8.61亿元，花房部分长期股权投资期末末值为7.64亿元，对应估值与花房2023年末净资产相近。

资料来源：宋城演艺及花房公告，国信证券经济研究所整理

表：宋城演艺收购六间房以来重点财务指标变化

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
宋城持股花房集团比例	100%	100%	100%	76.96%	39.53%	37.06%	37.06%	35.35%	35.35%
花房重要指标（亿元）（根据宋城演艺报表披露）									
花房收入	7.27	10.90	12.40	12.34	29.33	37.77	45.40	50.98	25.70
花房净利润	1.62	2.35	2.89	4.11	1.72	-0.11	3.21	2.21	-2.21
花房对宋城的财务影响（亿元）									
期末长期股权投资					34.26	14.93	16.44	16.95	7.64
投资收益					0.68	-0.06	1.19	0.82	-0.78
计提减值					-	-18.61	-	-	-8.61
商誉	23.70	23.70	23.70	23.70	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

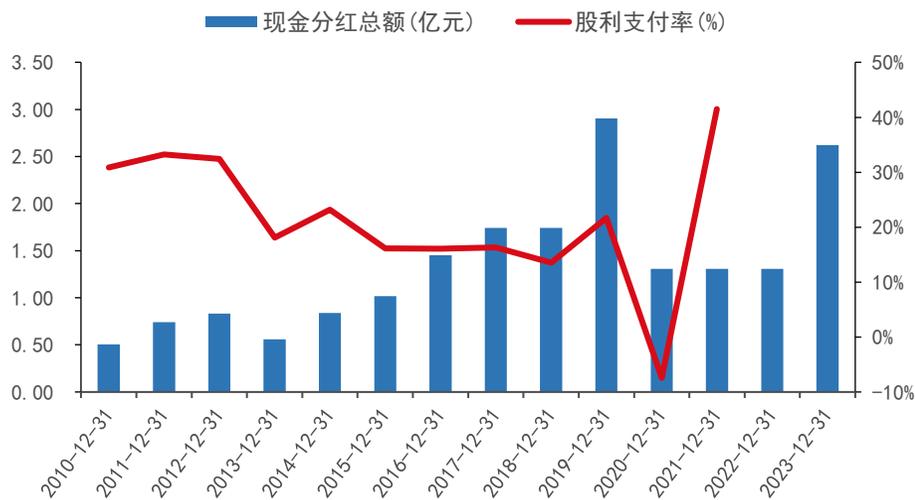
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 看点小结：商业模式和现金流优良，二轮项目利润释放期，花房制约因素逐步解决



- 在消费渐进复苏下，我们认为商业模式+现金流良好，且未来2-3年能有相对确定性增长支撑的龙头横向比较相对优势突出，值得关注。
- 聚焦宋城演艺：公司以“旅游演艺+主题公园”模式全国扩张，剔除疫情扰动期，现金流均优良，且目前正处于二轮项目盈利逐步释放周期，横向比较有相对确定成长优势。公司自营项目从2019年的3（成熟）+2（培育）”变为目前“5（成熟）+4（培育）”个项目，综合区域、竞争、规模和公司过往项目爬坡经验，我们初步预计2025年自营项目（不含理财和轻资产等）有望较2019年自营项目业绩增长55-80%，成熟期有望增75-110%。兼顾轻资产可能放缓，我们仍预计成熟期演艺主业盈利贡献较2019年可比增长50-80%左右。
- 市场对公司担忧主要有三：1、花房及其带来的相关财务问题；2、主业未来进一步外延扩张可能放缓；3、公司治理等方面
- 我们认为：1) 伴随花房已提交复牌指引所需资料，且花房自身2023年年报经审计无保留意见，最新公司公告其2023年财报保留事项已摘除，且追溯调整2022年财报。同时，花房计提减值8.61亿元，已减值至花房净资产附近，阶段靴子落地，未来公司也不排除考虑彻底解决花房问题。2) 未来自营和轻资产项目仍不排除进一步外延扩张，且存量项目的持续扩容挖潜，集团海外等项目未来有望由上市公司托管，仍有成长增量看点。3) 若公司后续大额资本开支逐步趋缓，考虑其商业模式现金流良好，未来不排除进一步同时分红率，从而提升其资本市场回报。4) 新一轮股权激励等落地，未来预计公司进一步摸索职业经理人模式，以助力长期成长。

图：公司过往分红情况



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图：公司现金流情况及资本支出（注：现金流出记为负号）



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

# 核心假设与盈利预测：预计2024-2026年归母业绩12/15/17亿元



核心假设：1、假设西塘项目2026年营业；2、224-2026年轻资产方面预计主要考虑宜昌三峡、延安千古情轻资产项目收益等；3、假设存量杭州项目，2024-2026年逐步恢复，2026年略超其2018年高点水平（剧院扩容）；三亚项目较2019年高点仍有差距，丽江、桂林等超2019年同期水平；4、新项目假设上海、西安、佛山、张家界等今年基本打平或部分贡献盈利，2025年开始规模化贡献利润，其中佛山项目今年以来场次跟踪表现出色；5、独木桥系线上分销渠道利润，预计稳定增长。6、花房2025-2026假设投资收益基本持平。鉴于此，我们预计公司2024-2026年收入分别为27.58/31.56/35.81亿元，对应归母净利润12.32/15.01/17.30亿元，具体如下表所示。

宋城演艺项目收入分拆	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
杭州本部	8.42	9.36	9.19	2.87	4.86	2.08	6.55	8.55	9.08	9.62
三亚	3.40	4.27	3.93	1.27	1.48	0.55	1.92	2.11	2.28	2.49
丽江	2.27	2.67	3.33	1.37	1.16	0.85	3.22	3.57	3.84	4.15
九寨	0.91	0.02		0.26	0.45	0.21	0.89	1.50	1.58	1.61
桂林		0.43	1.61	0.57	0.91	0.32	1.90	2.28	2.62	2.86
张家界			0.65	0.18	0.32		0.69	1.02	1.63	1.93
西安				0.25	0.17		0.52	1.47	2.21	2.83
上海					0.74		0.98	2.34	2.81	3.23
佛山								1.05	1.73	2.95
西塘										0.50
独木桥	1.21	1.73	1.80	0.43	0.73	0.40	1.75	2.08	2.36	2.62
轻资产	1.63	1.27	1.73	1.83	1.02	0.16	0.85	1.61	1.41	1.04
演艺收入合计	17.84	19.78	22.28	9.03	11.85	4.58	19.26	27.58	31.56	35.81
演艺主业绩（含理财）	7.78	8.76	10.44	1.14	2.01	-1.23	8.29	12.52	14.99	17.28
演艺主业归母净利率	44%	44%	47%	13%	17%	-27%	43%	45%	48%	48%
花房收入	12.40	12.34	3.83							
花房业绩&减值	2.89	4.19	2.95	-26.01	2.28	2.65	-7.19	-0.20	0.02	0.02
宋城公司总收入	30.24	32.11	26.12	9.03	11.85	4.58	19.26	27.58	31.56	35.81
宋城总归母业绩	10.68	12.87	13.40	-17.52	3.15	0.10	-1.10	12.32	15.01	17.30
归母净利率	35%	40%	51%	-194%	27%	2%	-6%	45%	48%	48%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：单位为亿元

# 公司股价和估值复盘：新项目扩张与业绩验证期带来估值提升

- 公司2016-2019年整体动态PE估值水平：20x~48x之间波动，平均在30x左右；旅游演艺主业动态估值26x-48x，平均36x。2020-2022年期间，如按2019年业绩，其整体动态PE估值在30x左右，演艺主业39x。
- 从估值变化阶段来看，其中花房扰动、新项目低于预期，复苏预期较悲观时或其他大股东减持等影响，公司整体动态估值在20x左右，但在复苏预期较高，新项目扩张加速期或者项目表现超预期，驱动股价上升，估值高点在40x出头。2023年4月后回调主要系2022年财报保留事项影响、出行链承压及恢复相对较慢等影响，估值回落到20x左右。

图：宋城演艺股价和估值历史复盘



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

- 参考前文假设，我们略上调公司2024-2026年归母净利润为12.32/15.01/17.30亿元（此前2024/2025年为11.90/15.01，24年考虑佛山项目超预期略上调，2025年暂维持不变，新增2026年预测），对应EPS为0.47/0.57/0.66元，对应PE22/18/16x。
- 相对估值分析：公司所在“旅游演艺+主题公园”连锁复制扩张的可比对标上市公司相对较少。从可比估值的角度，我们选取公司旗下具有演艺项目的景区公司峨眉山A（旗下演出《只有峨眉山》）、丽江股份（旗下演出《印象丽江》）部分作为参考，其2024/2025年估值平均为24/21x。虽然公司民企背景，并不拥有名山大川自然资源，但从过往发展来看，公司旅游演艺全产业链布局下，其“打造项目”和“优化项目”能力突出，可连锁复制扩张，既有项目可扩容升级优化，与时俱进顺应时代不断谋求发展，相对估值预计可以享受一定溢价。并且，考虑2024年部分新项目仍处于爬坡周期（打平或微利），我们以2025年为基准，给予22-23xPE左右，对应公司目标市值为327~342亿元，较当期市值仍有20-25%的上涨空间。
- 结合公司历史估值变化，公司历史正常发展阶段平均估值30x左右（含花房），旅游演艺主业动态估值26x-48x，平均36x。考虑公司财报保留事项已顺利解除，2023年报&2022年报经审计均无保留意见，未来有望进一步聚焦主业发展，新项目爬坡和存量项目扩容助力成长。综合公司商业模式，自身发展阶段，当前消费环境变化以及公司新项目近几年可能得增量带动，我们给予2024年当期动态26-27x（低于其历史平均估值和主业估值），对应公司目标市值320-333亿元，对应目前市值预计有17-22%的空间。
- 综合来看，公司以“旅游演艺+主题公园”模式全国扩张，剔除疫情扰动期，现金流均优良，且目前正处于第二轮扩张项目盈利逐步释放周期，横向比较有相对确定成长优势。综合上述估值分析，我们给予公司未来6-12月目标市值320-342亿元，较当期市值有17-25%的提升空间，维持“买入”评级。

表：宋城演艺相对估值表

代码	公司简称	股价 2024/4/25	总市值 亿元	EPS					PE					投资评级
				22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E	
300144.SZ	宋城演艺	10	273	0.00	-0.04	0.47	0.57	0.66	2816	-248	22	18	16	买入
000888.SZ	峨眉山A	12	66	-0.28	0.43	0.54	0.60	0.66	-45	29	23	21	19	买入
002033.SZ	丽江股份	10	55	0.01	0.41	0.43	0.49	0.54	1499	29	23	20	19	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- **盈利预测的风险：**新项目可能因为开业时间进度不达预期等使的盈利预测估算乐观。
- **宏观系统性风险：**因大规模传染疫情、宏观经济环境波动等，可能影响公司项目经营表现。
- **政策风险**
  - 公司参股子公司花房集团处互联网演艺行业，目前互联网演艺领域政策监管较为严格，未来不排除存在政策风险。
- **财务风险**
  - 六间房目前已经完成出表，但因为上市公司仍持有35.5%的花房股权，花房未来的业绩波动对公司业绩波动仍可能有一定影响。虽然2023年公司已计提8.61亿减值，但若花房未来表现持续低预期，仍存在进一步长期股权投资减值的风险。
  - 花房集团目前处于停牌中，后续需要跟踪其复牌节奏及表现，且未来仍不能完全排除花房集团可能带来的其他风险。
  - 2024年2月，深交所对其更换会计师事务所事项发出关注函；2024年3月1日，公司已正式回函说明，并附原会计师事务所回复说明；2024年3月18日，公司召开股东大会审议通过更换会计师事务所提案。
- **市场风险**
  - 新项目建设进度可能低于预期，可能受环保、招拍挂进度、天气等因素影响，同时虽然公司过往异地项目总体较为成功，但未来新项目开业后的经营情况也可能因市场竞争或宏观经济等因素表现低于预期。
  - 存量项目增长可能相对平稳，多剧院模式探索可能低于预期，且部分区域其他新增竞争项目可能带来阶段影响。
  - 公司未来新项目扩张节奏可能放缓。
- **其它风险**
  - 大股东或其他股东的减持风险。

# 财务报表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2327	2892	3853	5069	6421	营业收入	458	1926	2758	3156	3581
应收款项	13	22	76	80	91	营业成本	228	648	877	962	1083
存货净额	11	9	21	36	42	营业税金及附加	28	30	52	57	64
其他流动资产	36	62	276	316	358	销售费用	22	88	125	145	161
<b>流动资产合计</b>	<b>2613</b>	<b>3385</b>	<b>4626</b>	<b>5901</b>	<b>7313</b>	管理费用	392	147	197	222	247
固定资产	2844	2802	2511	2468	2335	研发费用	19	30	43	49	56
无形资产及其他	1006	970	931	893	856	财务费用	(27)	(33)	(61)	(102)	(130)
投资性房地产	1200	1145	1145	1145	1145	投资收益	130	(65)	(20)	2	0
长期股权投资	1695	764	1264	1258	1253	资产减值及公允价值变动	(2)	861	5	5	8
<b>资产总计</b>	<b>9359</b>	<b>9065</b>	<b>10477</b>	<b>11666</b>	<b>12902</b>	其他收入	(8)	(1750)	(43)	(49)	(56)
短期借款及交易性金融负债	297	54	0	300	200	营业利润	(65)	92	1511	1830	2108
应付款项	327	256	786	865	1011	营业外净收支	(6)	(49)	(20)	(10)	(10)
其他流动负债	227	416	317	118	137	<b>利润总额</b>	<b>(71)</b>	<b>43</b>	<b>1491</b>	<b>1820</b>	<b>2098</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>851</b>	<b>726</b>	<b>1103</b>	<b>1283</b>	<b>1348</b>	所得税费用	3	152	239	297	342
长期借款及应付债券	0	97	97	97	97	少数股东损益	(27)	1	21	23	27
其他长期负债	737	706	861	810	760	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(48)</b>	<b>(110)</b>	<b>1232</b>	<b>1501</b>	<b>1730</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>737</b>	<b>802</b>	<b>958</b>	<b>907</b>	<b>856</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>1588</b>	<b>1528</b>	<b>2060</b>	<b>2190</b>	<b>2204</b>	净利润	(48)	(110)	1232	1501	1730
少数股东权益	283	285	303	312	322	资产减值准备	(10)	861	63	(13)	(38)
股东权益	7487	7252	8114	9165	10376	折旧摊销	292	273	371	400	418
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9359</b>	<b>9065</b>	<b>10477</b>	<b>11666</b>	<b>12902</b>	公允价值变动损失	2	(861)	(5)	(5)	(8)
						财务费用	(27)	(33)	(61)	(102)	(130)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(71)	971	369	(242)	16
每股收益	-0.02	-0.04	0.47	0.57	0.66	其它	(98)	(858)	(45)	22	49
每股红利	0.06	0.05	0.14	0.17	0.20	<b>经营活动现金流</b>	<b>68</b>	<b>276</b>	<b>1984</b>	<b>1662</b>	<b>2167</b>
每股净资产	2.86	2.77	3.10	3.50	3.96	资本开支	0	(1920)	(100)	(301)	(201)
ROIC	-2.71%	-41.60%	24%	34%	34%	其它投资现金流	(223)	(175)	0	0	0
ROE	-0.64%	-1.52%	15%	16%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(240)</b>	<b>(1164)</b>	<b>(600)</b>	<b>(295)</b>	<b>(195)</b>
毛利率	50%	66%	68%	70%	70%	权益性融资	16	34	0	0	0
EBIT Margin	-50%	51%	53%	55%	55%	负债净变化	(270)	97	0	0	0
EBITDA Margin	13%	65%	67%	67%	67%	支付股利、利息	(144)	(143)	(369)	(450)	(519)
收入增长	-61%	321%	43%	14%	13%	其它融资现金流	<b>1453</b>	<b>1510</b>	<b>(54)</b>	<b>300</b>	<b>(100)</b>
净利润增长率	-115%	130%	-1221%	22%	15%	<b>融资活动现金流</b>	<b>642</b>	<b>1452</b>	<b>(423)</b>	<b>(150)</b>	<b>(619)</b>
资产负债率	20%	20%	23%	21%	20%	<b>现金净变动</b>	<b>469</b>	<b>564</b>	<b>961</b>	<b>1217</b>	<b>1352</b>
股息率	0.5%	0.5%	1.4%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	1859	2327	2892	3853	5069
P/E	-570.6	-248.4	22.2	18.2	15.8	货币资金的期末余额	2327	2892	3853	5069	6421
P/B	3.6	3.8	3.4	3.0	2.6	企业自由现金流	0	(3145)	1870	1297	1882
EV/EBITDA	471.9	22.9	16.0	13.9	12.4	权益自由现金流	0	(1539)	1868	1683	1891

资料来源：公司资料和国信证券预测

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
	行业投资评级	卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上	

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032