

证券研究报告—深度报告

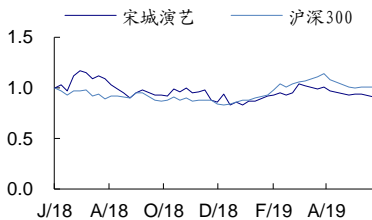
社会服务

景点

宋城演艺(300144)
买入

合理估值: 31-33 元 昨收盘: 20.64 元 (维持评级)

2019年06月17日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,453/1,189
总市值/流通(百万元)	29,982/24,535
上证综指/深圳成指	2,882/8,810
12个月最高/最低(元)	27.70/18.48

相关研究报告:

《宋城演艺-300144-重大事件快评: 六间房出表落定, 聚焦主业有望二次腾飞》——2019-04-30

《宋城演艺-300144-2019年一季报点评: 一季度演艺主业增长靓丽, 全国演艺版图徐徐拉开》——2019-04-25

《宋城演艺-300144-2018年年报点评: 18年财报符合预期, 19Q1预计演艺主业增势良好》——2019-03-28

《宋城演艺-300144-重大事件快评: 重新加大自营, 商业模式升级, 公司发展进入新阶段》——2019-01-02

《宋城演艺-300144-2018年三季报点评: 三季报符合预期, 新项目新成长助力新阶段》——2018-10-29

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

演艺王者重聚主业, 二轮扩张再显峥嵘

● 旅游演艺行业政策利好, 寡占格局龙头地位凸显

旅游演艺兼文化和旅游双重属性, 政策积极扶持, 周期性较弱, 且行业溢出效应显著, 国内外成熟演艺表明其对经济的带动有望 1:5 甚至 1:10。目前行业首个纲领性文件已出台, 未来 3-5 年再迎黄金发展期。同时, 行业呈现寡占竞争格局, 千古情、印象、山水、长隆系全方位 PK 下各有千秋, 其中千古情品牌以其设计策划运营推广全产业链优势等市场份额明显居首, 先发优势突出。

● 公司旅游演艺商业模式已获广泛验证, 六间房出表事宜也落地

公司民企机制灵活, 以小投入、高盈利的“主题公园+旅游演艺”模式成为国内旅游演艺绝对龙头。公司自建为主, 轻重结合扩张, 总投入可控(单项目投入 6-10 亿元), 高盈利高成长(过往新项目首年打平, 第二/三年高速增长, 成熟期净利率 40%+)。此前估值受制于六间房及新项目酝酿期有所承压, 今年 4 月底六间房出表落定, 且新一轮项目集中开业期将至, 有望助力公司全新成长。

● 新一轮扩张有望助力未来业绩翻番, 多剧院演艺集群带来新看点

公司目前含签约总项目 14 个, 19-21 年迎来第二轮开业潮, 参考上轮扩张经验: 新项目集中开业第 1-2 年收入高速增长, 而业绩多在第 2-3 年爆发, 若如期开业, 乐观预计 21-22 年演艺利润有望翻番, 估值有支撑。借鉴法国狂人国 40 年长盛不衰案例, 公司积极探索多剧院演艺集群, 开启存量新成长。IPO 后从 1 到 4 再到 10+, 全国扩张潜力仍大, 未来 3 年总布点数上看 18-20 个。

● 风险提示

宏观系统性风险; 新项目或低于预期; 减值风险, 股东减持风险。

● 新一轮项目扩张+多剧院演艺集群探索, 给予中线“买入”评级

预计 19-21 年 EPS0.91/0.96/1.28 元, 对应 PE23/21/16x, 其中演艺主业对应 EPS0.74/0.92/1.24 元, PE28/22/17x。公司商业模式优异, 正迎来第二轮项目扩张周期, 2020-2021 年将迎来收入和业绩的快速成长爆发期, 演艺利润 18-21 年预期翻倍, 中长线依托多剧院演艺集群模式存量内生潜力有望持续显现, 全国扩张仍有空间, 后续随着 A 股入富和 MSCI 扩容资金面有望持续受益, 且新项目集中开业期预计估值弹性较大。结合不同估值, 给予未来 12-18 个月合理市值 450 亿元 (50%空间, 对应 2020 年 32x), 中线“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,024	3,211	2,701	3,176	3,984
(+/-%)	14.4%	6.2%	-15.9%	17.6%	25.4%
净利润(百万元)	1068	1287	1328	1397	1855
(+/-%)	18.3%	20.6%	3.2%	5.2%	32.8%
摊薄每股收益(元)	0.73	0.89	0.91	0.96	1.28
EBIT Margin	44.4%	50.2%	37.6%	50.6%	54.6%
净资产收益率(ROE)	14.6%	15.2%	13.8%	13.0%	15.0%
市盈率(PE)	28.1	23.3	22.6	21.5	16.2
EV/EBITDA	20.3	17.0	23.7	15.8	12.1
市净率(PB)	4.09	3.54	3.12	2.78	2.42

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

预计 19-21 年 EPS0.91/0.96/1.28 元，对应 PE 估值 23/21/16x，其中演艺主业主业绩 10.70/13.38/17.96 亿元（18 年 8.76 亿元），对应 EPS0.74/0.92/1.24 元，PE28/22/17x。我们认为公司商业模式优异，正处于新一轮项目扩张周期，参考首轮扩张经验，如新项目如期开业，乐观预计 2021-2022 年公司旅游演艺主业主业绩有望较 2018 年翻番，中长线依托多剧院演艺集群模式存量内生潜力有望持续，全国扩张仍有空间，后续随着 A 股入富和 MSCI 扩容资金面有望持续受益，且新项目集中开业期预计估值弹性较大。结合不同估值，给予未来 12-18 个月合理市值 450 亿元（50%空间，对应 2020 年 32x），中线“买入”评级。

核心假设与逻辑

核心假设：张家界项目预计 2019 年 6 月底开业，当年基本打平，次年开始贡献盈利；西安、上海项目 2020 年上半年 3-5 月之间陆续开业，按公司过往项目经验预计 2020 当年贡献盈利，佛山项目预计 2020 年下半年开业，当年基本打平，西塘项目预计 2021 年开业且当年贡献盈利。九寨项目 2020 年恢复营业。

公司核心成长看点：1、2019-2021 年进入新一轮扩张周期，选址优化下，未来成长空间可预见，若已公告项目如期开业且参考过往经验，乐观预计 2021-2022 年公司旅游演艺主业主盈利有望较 2018 年演艺主业主近乎翻番。2、多剧院演艺集群模式有望释放存量项目潜力，并带来新项目更大成长空间。3、公司未来不排除在珠三角、西南等区域布局新的项目，全国旅游演艺空间有望持续扩容。

与市场的差异之处

第一，市场部分投资者担心公司第二轮项目扩张后面临成长天花板，我们认为：1、公司已开始探索多剧院演艺集群模式，有望助力内生挖潜并扩大单一项目成长周期；2、除现有项目外，公司未来在西南、珠三角或其他区域仍有新的项目扩张预期，我们初步预计全国含港澳等项目空间布点数有望上看 18-20 个左右。

第二，市场部分投资者担心上海项目与杭州客源或有重叠，我们认为上海区域客源基础非常充分，且公司以千古情系列为基础再配合一定城市演艺布局，可以充分利用原有优势同时在民企高效机制下探索城市演艺空间，仍有一定支撑。

股价变化的催化因素

第一，新一轮项目集中开业以及开业后表现突出，宁乡、宜春、张家界等距离相对不远的项目中线均表现良好，多剧院演艺集群取得良好经营和业绩表现。

第二，旅游演艺行业政策持续利好，政府支持力度加大，新项目陆续落地。

核心假设或逻辑的主要风险

宏观系统性风险及区域天气、特殊事件的可能风险；新项目开业进度及开业表现低于预期；互联网演艺监管等政策风险以及六间房目前长期股权投资未来可能因业绩持续欠佳而存有减值压力；大股东及六间房股东减持风险。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值：2020 年合理估值 30.5-31.8 元.....	6
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值：2020 年合理估值 29.9-32.0 元.....	7
投资建议.....	8
旅游演艺模式优良，政策利好，寡占格局龙头凸显	9
旅游演艺行业：顺应消费升级大势，最新纲领性文件有望开启新成长.....	9
旅游演艺特征一：周期性相对弱，更多受政策、区域事件影响.....	10
旅游演艺特征二：溢出效应显著，政府较为支持.....	11
竞争对手 PK：千古情系&印象系&山水系等对比，龙头优势凸显.....	12
公司分析：演艺主业模式优良，六间房出表落地	16
传统旅游白马，近几年股价承压：六间房问题+新项目酝酿期等制约.....	16
盈利模式：旅游演艺高盈利高成长，轻重结合，先发优势助力扩张.....	18
终止项目退出风险较为可控，损失相对有限.....	20
成长看点一：新一轮异地项目成长空间测算	22
总览：公司目前 14 个演艺项目布局，规模&成长潜力突出.....	22
依托第一轮扩张基础，大小选址优化下，助力第二轮项目扩张成长.....	23
宋城演艺绝对龙头品牌及产业链优势下，无惧竞争.....	25
首轮扩张经验：新项目集中开业第 1/2 年收入大增，业绩第 2/3 年爆发.....	26
新一轮项目测算：乐观预计 21-22 年演艺主业盈利有望较 18 年翻番.....	27
成长看点二：演艺集群夯实内生，全国扩张版图可期	29
国外借鉴：法国狂人国依托多剧院演艺集群 40 年来客流量年均复合增 9%.....	29
宋城：已有多剧院探索初显成效，未来多剧院演艺集群有望带来新增长.....	31
从 1 到 4 再到 N，公司全国扩张版图可期.....	32
财务分析：良好商业模式带来盈利能力和现金流优异	34
演艺主业经营现金流充沛，收入质量较好.....	34
资产负债率低，财务状况良好.....	34
“主题公园+文化演艺”模式下盈利能力强劲，近五年稳步上升.....	35
盈利预测及投资建议	36
假设前提.....	36
投资建议.....	36
风险提示	38
附表：财务预测与估值	40
国信证券投资评级	41
分析师承诺	41
风险提示	41
证券投资咨询业务的说明	41

图表目录

图 1: 宋城演艺异地项目开业期间估值提升.....	8
图 2: 演艺行业周期性相对不明显.....	11
图 3: 2017 年演艺行业票房收入及观众情况.....	11
图 4: 宋城杭州本部历史收入表现, 相对抗周期.....	11
图 5: 2007-2010 年宋城景区客流变化.....	11
图 6: 百老汇旅游演艺对经济的贡献高达 1:10.....	12
图 7: 《印象刘三姐》带动了阳朔旅游收入增长.....	12
图 8: 旅游演艺市场集中度情况.....	12
图 9: 旅游演出, 宋城居首.....	12
图 10: 印象系列业务及盈利模式.....	13
图 11: 演艺项目的净利率对比.....	14
图 12: 宋城演艺上市以来股价及估值复盘.....	16
图 13: 花椒第一步增资后的股权结构.....	17
图 14: 重组完成后六间房股权结构.....	17
图 15: 三亚、丽江和九寨项目投入预算分布.....	18
图 16: 三亚、丽江和九寨开业前三年表现.....	18
图 17: 桂林阳朔漓江千古情地理位置图.....	24
图 18: 张家界千古情地理位置图.....	24
图 19: 西安中华千古情地理位置图.....	24
图 20: 上海项目地理位置图.....	24
图 21: 西塘演艺谷处长三角腹地, 紧邻西塘景区.....	25
图 22: 佛山项目位置.....	25
图 23: 九寨项目开业以来收入和盈利成长情况.....	26
图 24: 宋城演艺上市以来收入和业绩成长情况.....	27
图 25: 法国狂人国 1978-2018 年客流成长及演出丰富情况.....	29
图 26: 法国狂人国建筑特点.....	30
图 27: 法国狂人国演出场景之一(夜景效果).....	30
图 28: 法国狂人国演出场景之二(室外演出).....	31
图 29: 法国狂人国部分俯视图.....	31
图 30: 法国狂人国 2004-2017 年收入增长情况.....	31
图 31: 法国狂人国客单价变化情况.....	31
图 32: 宋城杭州景区收入和业绩表现.....	32
图 33: 丽江依托多剧院在区域客流受限下逆势表现良好.....	32
图 34: 宋城演艺现有项目分布图.....	33
图 35: 宋城经营性现金流净额规模较大.....	34
图 36: 宋城经营性现金流/收入比例较高, 营收质量较高.....	34
图 37: 宋城剔除预收账款后的资产负债率较低.....	35
图 38: 宋城带息债务/全部投入资本持续走低.....	35
图 39: 宋城盈利能力强劲, 演艺主业尤其稳步上升.....	35
图 40: 宋城净资产收益率近五年稳步上升.....	35

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: FCFE 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	7
表 4: EVA 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	7
表 5: 同类公司估值比较.....	7
表 6: 旅游演艺的主要分类	9
表 7: 旅游演艺行业的缘起与发展.....	9
表 8: 《关于促进旅游演艺发展的指导意见》政策要点.....	10
表 9: 国内旅游演艺主要龙头情况.....	13
表 10: 千古情及印象系列演出场次对比	14
表 11: 宋城演艺截至 2019 年一季报前十大股东情况.....	16
表 12: 宋城演艺上市以来重要事项说明	17
表 13: 公司三种项目模式.....	18
表 14: 宋城演艺目前项目投资及占地面积情况	19
表 15: 各大景区门市价及网售价对比	19
表 16: 公司目前已经终止的几个项目情况.....	20
表 17: 宋城演艺目前在手演艺项目一览	22
表 18: 公司目前已开业项目小选址情况	23
表 19: 第一轮和第二轮异地复制项目旅游市场对比	23
表 20: 公司新项目选址及周边情况.....	24
表 21: 张家界、西安目前现有代表演艺产品情况	25
表 22: 《宋城千古情》与《印象西湖》的对比.....	25
表 23: 《丽江千古情》开业对《印象丽江》的影响	26
表 24: 宋城各项目客流对比	27
表 25: 宋城演艺 2018 年及此后新开业项目盈利空间估算.....	28
表 26: 法国狂人国发展一览表	30
表 27: 宋城演艺主要项目收入预测情况	36

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：2020 年合理估值 30.5-31.8 元

我们认为公司商业模式优良，正处于新一轮项目集中扩张周期，参考首轮扩张经验，新项目集中开业第 1、2 年收入高速增长，第 2、3 年业绩爆发；且中长线依托多剧院演艺集群模式存量内生潜力有望持续显现，全国扩张仍有空间。预计 2019 年受六间房出表影响收入同减 16%，2020-2021 年收入分别同增 18%、25%，此后收入增速逐渐收敛趋于平稳。成本率因公司业务结构调整及规模效应逐步下降，费用率主要系 2019 年六间房出表有所波动，此后逐步稳定。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	56.0%	14.4%	6.2%	-15.9%	17.6%	25.4%	13.0%	12.5%	12.0%	11.5%	11.0%	10.5%	10.0%
营业成本/营业收入	38.4%	36.8%	33.6%	39.5%	34.7%	32.1%	31.9%	31.7%	31.7%	31.6%	31.6%	31.6%	31.6%
管理费用/营业收入	5.4%	5.9%	5.0%	8.0%	5.5%	5.0%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
销售费用/销售收入	10.5%	10.8%	9.0%	12.5%	6.9%	6.4%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
营业税及附加/营业收入	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税税率	21.0%	17.6%	17.2%	21.0%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%
股利分配比率	14.8%	15.6%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.89	T	21.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.29%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.89
公司股价（元）	20.64	Ke	8.30%
发行在外股数（百万）	1453	E/(D+E)	99.78%
股票市值(E, 百万元)	29982	D/(D+E)	0.22%
债务总额(D, 百万元)	67	WACC	8.29%
Kd	6.50%	永续增长率（10 年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 和 EVA 估值方法，得到公司 2020 年的合理估值区间为 30.5-31.8 元，对应市值 443-461 亿元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: FCFE 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

		WACC 变化				
		7.3%	7.8%	8.30%	8.8%	9.3%
永续 增 长 率 变 化	3.5%	50.75	44.27	39.16	35.03	31.63
	3.0%	45.83	40.52	36.23	32.70	29.73
	2.5%	41.94	37.48	33.81	30.73	28.12
	2.0%	38.78	34.96	31.77	29.05	26.72
	1.5%	36.17	32.85	30.03	27.61	25.51
	1.0%	33.97	31.04	28.53	26.35	24.44
	0.5%	32.10	29.48	27.22	25.24	23.49

资料来源: 国信证券经济研究所分析

表 4: EVA 估值结果相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

		WACC 变化				
		7.3%	7.8%	8.30%	8.8%	9.3%
永 续 增 长 率 变 化	3.5%	45.90	40.31	35.90	32.32	29.37
	3.0%	42.16	37.51	33.74	30.64	28.03
	2.5%	39.20	35.23	31.96	29.22	26.89
	2.0%	36.80	33.35	30.46	28.01	25.90
	1.5%	34.81	31.77	29.19	26.97	25.04
	1.0%	33.14	30.42	28.09	26.06	24.28
	0.5%	31.72	29.26	27.13	25.26	23.61

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 2020 年合理估值 29.9-32.0 元

目前市场上以“主题公园+演艺”为主要经营模式的上市公司仅有宋城演艺一家, 可比公司缺乏。因此我们从其盈利模式角度出发, 选取具有外延扩张预期的消费领域龙头公司(中国国旅、海底捞、华住)进行对比, 同时选取在部分业务上具有共同特征的上市公司(迪士尼、六旗娱乐)进行对比。

综合来看, 目前可比公司 2019 年平均动态 PE 估值为 31x, 2020 年平均动态 PE 估值为 26x。根据我们的盈利预测宋城演艺目前 2019 年和 2020 年的动态估值分别为 23x、21x, 略低于可比公司平均动态估值。

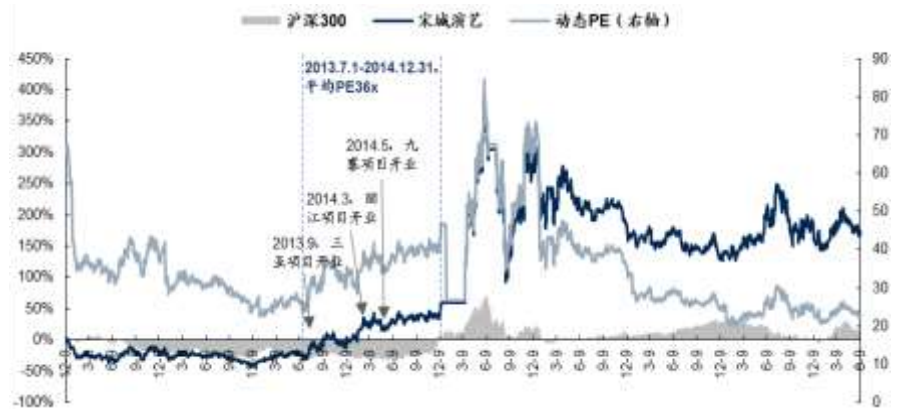
表 5: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (06-14)	EPS (元)				PE				PEG (2019)	总市值 (亿元)
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
300144.SZ	宋城演艺	20.64	0.89	0.91	0.96	1.28	23	23	21	16	1.74	300
可比公司												
601888.SH	中国国旅	79.46	1.59	2.38	2.72	3.22	50	33	29	25	1.25	1551
6862.HK	海底捞	25.88	0.31	0.49	0.70	0.90	83	53	37	29	1.24	1371
DIS.US	迪士尼	979.45	48.96	47.18	45.78	50.69	20	21	21	19	4.78	17627
SIX.US	六旗娱乐	356.24	25.69	19.21	21.31	23.83	14	19	17	15	-4.36	300
HTHT.US	华住	217.12	6.04	6.62	9.16	11.61	36	33	24	19	1.32	2549
均值							42	31	26	22	0.73	

资料来源: Wind、Bloomberg, 国信证券经济研究所整理和预测(中国国旅、海底捞的盈利预测来自于 Wind 一致预期, 迪士尼、六旗娱乐和华住的盈利预测来源于 Bloomberg 一致预期)。

备注: 表中货币单位均为人民币。

图 1: 宋城演艺异地项目开业期间估值提升



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

分析宋城演艺上市以来股价及估值走势，异地项目开业期间助力估值提升，均值 36x。2013 年下半年，随着异地项目开业临近（2013 年 9 月三亚千古情项目开业，2014 年 3 月、5 月丽江、九寨千古情项目先后开业），估值明显提升，三亚千古情项目开业后数据持续超预期进一步支撑估值提升；2013.7.1-2014.12.31，公司估值在 24-47x 区间波动，平均估值 36x。

目前公司正进入新一轮扩张期，未来 12-18 个月将是公司项目的密集落地期，考虑到公司此新一轮项目扩张期时平均动态估值 36x，最高 47x，即项目扩张期阶段估值溢价相对可以明显超过其历史平均估值。我们给予公司 2020 年动态估值 31-33x，据此测算 2020 年合理估值区间为 29.9-32.0 元，对应中值 31.0 元，对应 2020 年合理市值在 450 亿元左右。

投资建议

综合来看，预计 19-21 年 EPS0.91/0.96/1.28 元，对应 PE23/21/16x，其中演艺主业业绩 10.70/13.38/17.96 亿元（18 年 8.76 亿元），对应 EPS0.74/0.92/1.24 元，PE28/22/17x。综合来看，我们认为公司商业模式优良，正处于新一轮项目集中扩张周期，参考首轮扩张经验（新项目集中开业第 1、2 年收入高增长，第 2、3 年业绩爆发），如新项目如期开业，乐观预计 2021-2022 年公司旅游演艺主业业绩有望较 2018 年翻番，中长线依托多剧院演艺集群模式存量内生潜力有望持续显现，全国扩张仍有空间，后续随着 A 股入富和 MSCI 扩容资金面有望持续受益，且随着新项目集中开业估值弹性增强（上一轮异地复制扩张时平均动态估值 36x）。结合不同估值，给予未来 12-18 个月合理市值 450 亿元（50% 空间，对应 2020 年 32x），中线“买入”评级。

回顾公司 2010 年以来的发展历程：1、2010-2014 年是公司第一轮异地复制探索期，虽然 2010 年因搭上上海世博热潮，业绩与估值迎来戴维斯双击，随后进入了持续 2 年的估值消化期，但随着 2013-2014 年三亚、丽江、九寨项目先后落地并取得显著成功，公司股价迎来一波上涨通道。2、2015-2018 年，公司迎来多元化发展探索期，先后进入影视、综艺、网上直播等领域，特别是收购六间房 2015 年使得公司市值最高达到 500 亿+，但 2017-2018 年随之而来的网上直播行业的政策强监管环境带来了市场的担忧。虽然六间房 2015-2018 年业绩均超出对赌承诺，但市场悲观情绪并未缓解，随着 2019 年 4 月底六间房的出表，公司的多元化战略暂告一段落。期间虽然有宁乡、桂林、宜春项目的相继开业，但利润体量相对较小，且以轻资产模式为主。3、2019 年公司将进行新一轮的演艺项目集中开业期和重新聚焦优势主业的发展，值得市场期待。

旅游演艺模式优良，政策利好，寡占格局龙头凸显

旅游演艺行业：顺应消费升级大势，最新纲领性文件有望开启新成长

旅游演艺：顺应消费升级大势。旅游演艺兼具文化和旅游双重属性，往往与当地历史、民俗文化等结合进行深度演绎，在游客观光游览的同时可以给游客更加深刻的文化历史和休闲娱乐体验，顺应旅游消费升级的趋势（从观光到休闲到度假），在旅游消费中成为日益重要的组成部分。目前旅游演艺主要包括主题公园演出、实景演出、独立剧场演出等多种形式。

表 6：旅游演艺的主要分类

分类	说明
主题公园演出	为配合主题公园而开发，只在主题公园内演出的各种演艺
实景演出	把旅游目的地真实的自然环境转变成巨型演出舞台，以当地居民和居民的日常生活、风土民情、风俗习惯等转化成艺术素材的各种演艺
独立剧场演出	在旅游目的地的专业剧场和演艺餐厅、茶馆内针对旅游人群打造的旅游演出产品，以展示当地文化特色的歌舞、戏剧、曲艺、杂技等演出形式为主的综合演艺

资料来源：中国社会科学院旅游研究中心等，国信证券经济研究所整理

旅游演艺行业发展回顾：优质项目助力行业成长。参考我们的 2011 年 9 月行业专题研究报告《旅游演艺行业的崛起：从“一台戏”到“一个产业”》，我国旅游演艺行业从 20 世纪 80 年代开始萌芽，最早源于外事接待（1982 年西安《仿唐乐舞》），促进了旅游与演艺的有机结合；1995 年，为了扭转景区吸引力下降的不利局面，华侨城推出《中华百亿盛会》，提高景区客流，此后宋城等纷纷入局；2005 年以后，随着《印象刘三姐》等演艺项目的经济及社会效益日渐显现，旅游演艺项目井喷般增长。2013 年，受《旅游法》出台严格打击零负团费，加之去三公，国企及行政事业单位所有福利团和奖励团等取消，导致旅行社客流全面承压，对此前较依赖旅行社团队的演艺行业来说影响较大。但此后，随着大众游客旅游演艺消费的增加，演艺行业重回正增长，并随着印象系、千古情系等新的演艺项目不断增加而持续增长。

表 7：旅游演艺行业的缘起与发展

时期	定位	发展状况	特点	主要作品
萌芽期 (1982 年-1999 年)	从“接待式”到“依附式”	最早缘于外事接待、政府接待，陕西歌舞剧院推出仿古乐舞《仿唐乐舞》；后华侨城为提升景区吸引力，旗下民俗文化村推出大型广场演艺节目，世界之窗、宋城集团也路线推出演艺节目，旅游演艺项目依附于景区。	旅游演艺节目大部分依附于景点存在，用以丰富旅游景点的文化观赏内涵，提高客流入气；数量少。	仿唐乐舞、吴桥杂技、中华百亿盛会、欧洲之夜、宋城千古情、纳西古乐、创世纪、龙凤舞中华、蜀风雅韵
成长期 (2000 年-2004 年)	从“依附式”到“共赢式”	表现方式：山水实景结合民俗文化，以庞大的演出阵容和歌舞杂技等多种形式表现；参与人群：张艺谋、杨丽萍等名人加盟。	表现方式和演出质量大有提高；对外的影响力和竞争力不断增强；开始与旅游景点相互促进，形成共赢发展局面；数量明显增长。	吉鑫宴舞、杏坛圣梦、梦幻漓江、丽水金沙、魅力湘西、跨世纪、云南映象、西湖之夜、印象刘三姐、功夫传奇、勐巴拉娜西、风中少林、藏王宴舞、蝴蝶之旅
疯狂扩张期 (2005 年-2013 年)	从“共赢式”到“一个产业”	政府塑造新名片、促进就业和经济的需要，在资金、土地等方面支持演艺；打了国有、民间资本涌入；旅游景点纷纷推出演艺节目。	对其周边的经济带动作用不断增强，独立影响力日益凸显；数量井喷发展，质量参差不齐。	ERA—一时空之旅、时空魅影、金沙、土风苗韵、梦回大唐、印象丽江、香巴拉映象、龙舞京城、长恨歌、森林密码、千古风流、走进延安、盛世峡江、梦萦周庄、满园神韵、夜泊秦淮、盛世佛韵、紫塞风华、四季周庄、铁血丹心、天下峨眉、禅宗少林音乐大典、印象西湖、金面王朝、藏谜、浪漫天涯、火凤凰、井冈山、大宋东京梦华、天地浪漫、道解都江堰、天驹成吉思汗、中华泰山封禅大典、印象海南岛、魅力湘西、天门狐仙、印象大红袍、印象普陀、希夷之大理、东方霓裳、鼎盛王朝康熙大典
规范整合期 (2013 年-至今)	从“一个产业”到真正的“文化产业”	2012 年底八项规定及 2013 年多部委提倡节俭办晚会；不得使用财政资金举办营业性文艺晚会等，使演艺市场开始整合；大众文化审美提高，倒逼产业发掘文化内涵，提高演出水平；产业链延伸，丰富配套业态，开发演艺衍生品等。	市场温和升温，逐步打磨出精品；分化严重，盈利项目只占 20%；强者愈强，集中度加强。	汉秀、知音号、又见平遥、又见五台山、又见国乐、长恨歌、又见敦煌、秘境奇迹、最忆是杭州、云南的响声、敦煌盛典、红色娘子军、锦宴、梦里老家、丽江千古情、三亚千古情、九寨千古情、炭河千古情、文成公主、归来三峡

资料来源：道略演艺、百度百科、公司公告等，国信证券经济研究所整理

旅游演艺首个纲领性文件出台，行业发展有望迎来新阶段。4月1日，国家文化和旅游部发布《关于促进旅游演艺发展的指导意见》，这是我国目前首个促进旅游演艺发展的文件，对旅游行业后续成长具有纲领性意义。该文件明确表示：到2025年，旅游演艺市场繁荣有序，发展布局更为优化，涌现一批有示范价值的旅游演艺品牌，形成一批运营规范、信誉度高、竞争力强的经营主体，旅游演艺产业链更加完善，管理体系基本健全，在推动文化和旅游融合发展中的重要作用充分彰显，对相关产业行业的综合带动作用持续发挥。如下表所示，政策对旅游演艺经营主体发展壮大打造旅游演艺小镇、产业集团等方面积极扶持，在各种场地利用方面进行明确，并强调政府支持和社会融资支持等，以保障旅游演艺新项目、新技术等的不断推进提升。并且，结合文化和旅游部政策法规司副巡视员周久财表示，与我国丰富的文化资源相比，旅游演艺的规模种类还不够多；与蓬勃发展的文化和旅游产业相比，旅游演艺的潜力还需进一步挖掘；与日益提升的文化和旅游消费需求相比，旅游演艺水平还需要不断提高。换言之，国内旅游演艺未来在内容技术和规模品类等方面都有较大提升空间。鉴于此，我们认为在旅游演艺行业在业内首个纲领性文件出台及后续不断支持下，结合其2025年目标，在未来3-5年，旅游演艺行业将迎来新的黄金发展期，行业龙头有望直接受益。

表 8: 《关于促进旅游演艺发展的指导意见》政策要点

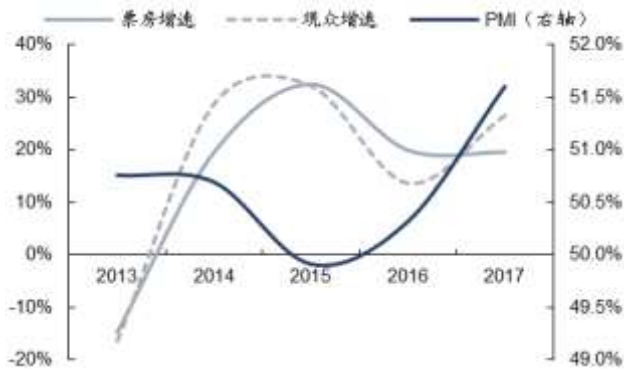
分类	具体要点
政策方向	鼓励发展中小型、主题性、特色类、定制类旅游演艺项目。 支持各类经营主体利用室外广场、商业综合体、老厂房、产业园区等拓展中小型旅游演艺空间。 鼓励旅游演艺经营主体与旅行社、旅游公司等合作制作大中型驻场综艺演出，开发设计主题鲜明的旅游线路。 推动建设体现新科技的剧场及舞台。 支持条件成熟的旅游演艺项目向艺术教育、文创设计、展览展示、餐饮住宿、休闲娱乐等综合配套业态转型，因地制宜建设一批旅游演艺小镇、旅游演艺集聚区等。 推动旅游演艺经营主体与相关企业在创意策划、市场营销、品牌打造、衍生品开发等方面开展合作，打造跨界融合的产业集团。
	鼓励成熟的旅游演艺经营主体通过股权融资、并购重组、品牌连锁等方式整合相关旅游演艺项目。 鼓励各地通过政府购买服务等方式，扶持一批有地方特色、有市场前景的中小型经营主体。 鼓励国家全域旅游示范区创建单位率先打造优质旅游演艺项目 优先推动国家边境旅游试验区和边境全域旅游示范区创建单位打造跨境旅游演艺节目。 支持在旅游演艺领域推广政府和社会资本合作（PPP）模式。 积极引导私募股权投资基金 鼓励金融机构开展旅游演艺产品版权质押融资业务。 鼓励保险机构开展针对旅游演艺项目的保险业务。 符合高新技术企业认定条件的旅游演艺企业经认定后可依法享受税收优惠，企业发生的符合条件的创意和设计费用依法适用税前加计扣除政策。 鼓励通过开展城乡建设用地增减挂钩和工矿废弃地复垦利用，为旅游演艺项目提供用地保障。 在不改变用地主体、规划条件的前提下，市场主体利用旧厂房、仓库提供旅游演艺服务的，可执行在五年内继续按原用途和土地权利类型使用土地的过渡期政策。 落实《国家发展改革委等5部门关于规范主题公园建设发展的指导意见》要求，防止以发展旅游演艺为名盲目建设主题公园。
政策保障	

资料来源:国家文化和旅游部, 绿维文旅等自媒体报道, 国信证券经济研究所整理

旅游演艺特征一：周期性相对弱，更多受政策、区域事件影响

总体来看，参考道略演艺的统计，从2013年到2017年，我国旅游演艺节目台数从187台增加到268台，增长了43%；旅游演艺场次从5.33万场增加到8.58万场，增长了61%；旅游演艺观众人次从2789万人次增加到6821万人次，增长了145%；旅游演艺票房收入从22.6亿元增长到51.5亿元，增长了128%。其中，结合我们此前《社会服务行业周期性专题：物转星移终往复，花落花开会有时》深度报告分析，旅游演艺行业相对弱周期。如下图所示，2012年以来，国内旅游演艺行业整体增速与经济增速关联相对不大，主要是行业政策、区域事件及新项目影响。2015年经济相对有所承压，但旅游演艺依托2013、2014年宋城演艺三亚、丽江、九寨千古情项目的陆续开业，2015年演艺票房增长50%+，仍然保持较快增长。

图 2：演艺行业周期性相对不明显



资料来源：道略演艺，国信证券经济研究所整理

图 3：2017 年演艺行业票房收入及观众情况



资料来源：道略演艺，国信证券经济研究所整理

以宋城演艺杭州项目为例，其历 22 年经久不衰，受经济周期影响较小，更多受旅游政策和区域事件影响。虽然 2008 年杭州宋城景区客流下滑 5.76%，但除了全球经济影响外，其实最主要受奥运会虹吸效应及南方雪灾影响，且公司结合门票提价、提高散客占比等措施收入同增约 9%。2009 年随着雪灾等影响消除，叠加 08 年低基数效应，客流及收入增速强势复苏，宋城景区收入同增 41%；2010 年在世博会拉动及剧院改造影响下继续维持高速增长。此后宋城景区 2011-2013 年表现较为平稳，2013 年更多受去三公、旅游法影响；2014-2017 年除 G20 峰会及天气（2016 年）影响外，宋城景区也基本维持稳定增长，其中 14 杭州本部收入下滑主要系杭州乐园影响，《宋城千古情》仍维持正增长，2018 年在此前高基数下仍然维持 10% 左右的收入增长。

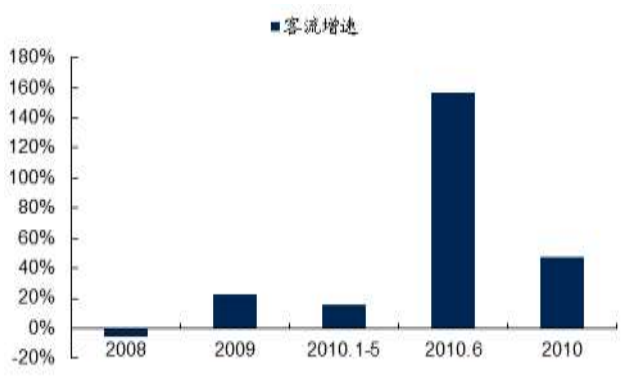
图 4：宋城杭州本部历史收入表现，相对抗周期



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：2008 年杭州的修正收入增速剔除了新开杭州乐园影响

图 5：2007-2010 年宋城景区客流变化



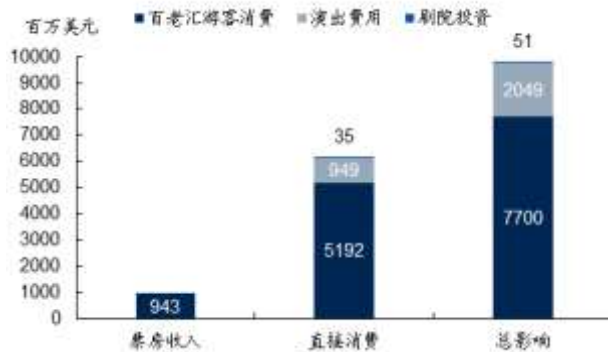
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

旅游演艺特征二：溢出效应显著，政府较为支持

结合国内外旅游演艺发展案例，旅游演艺整体溢出效应显著，故政策政府支持方面持续友好。国外成熟旅游演艺：行业对经济的贡献达 1:5 至 1:10。2009 年，美国纽约百老汇票房收入达到 9.43 亿美元，但是对纽约州经济的拉动却达到 98 亿美元，溢出效应显著。国内：演艺节目能增加游客逗留时间，成为当地名片，带动经济发展。自《印象刘三姐》公演后，阳朔县的旅游收入占全市旅游收入从 04 年的 8% 增长到 10 年的 19%。鉴于此，政府对扶持旅游演艺项目采取积极支持的态度。而宋城作为上市公司品牌优势及既有异地复制经验提供支撑，在政府支持下可轻重结合扩区域扩张。例如宋城演艺轻重结合的西安项目，政府出资更多，但宋城依托品牌和编创运营产业链一体化优势，在运营公司持

股 80%；而佛山项目由轻资产转自建后，政府额外给予了 3.7 亿的补贴支持。

图 6：百老汇旅游演艺对经济的贡献高达 1:10



资料来源：《Broadway's Economic Contribution to New York City 2008-2009》，国信证券经济研究所整理

图 7：《印象刘三姐》带动了阳朔旅游收入增长

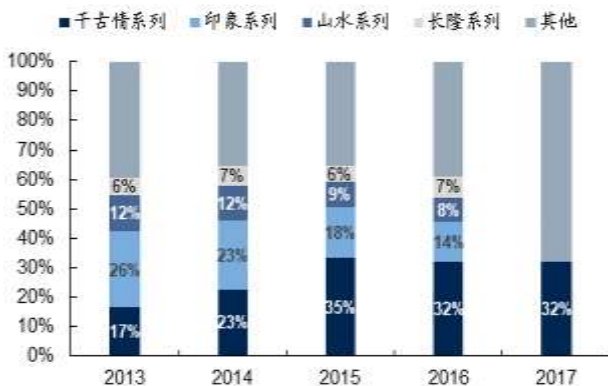


资料来源：桂林旅游局、阳朔政府网、新华网等媒体报道，国信证券经济研究所整理

竞争对手 PK：千古情系&印象系&山水系等对比，龙头优势凸显

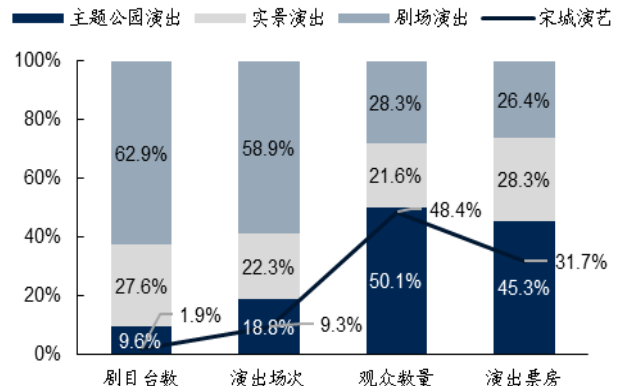
如下图所示，近几年来，旅游演艺行业集中度逐步提升，基本超过 60% 的份额被前四大演艺公司占据（千古情系、印象系、山水系及长隆系），但阶段市场份额会受到新项目开业影响略有波动。其中，宋城演艺的市场份额最高，占比三成以上，处于行业绝对龙头地位。2017 年，宋城演艺旗下 5 台剧目共演出超过 8000 场，吸引游客 3300 万人次，创造了超过 16 亿元的票房，用同类市场上不到 20% 的剧目，占有了 70% 的票房收入。

图 8：旅游演艺市场集中度情况



资料来源：道略演艺、国信证券经济研究所整理

图 9：旅游演出，宋城居首



资料来源：道略演艺、国信证券经济研究所整理

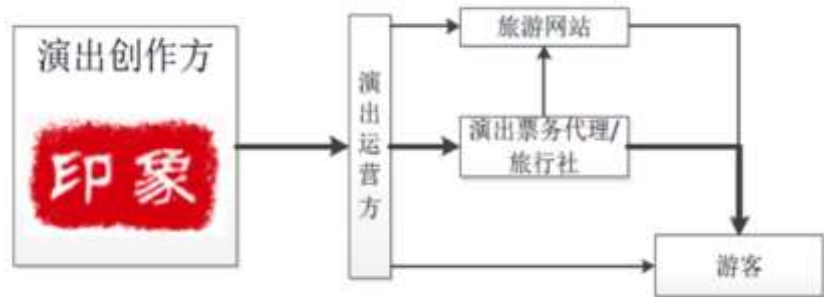
相比目前其他竞争对手，宋城演艺集旅游演艺全产业链于一身，设计+建造+运营皆有支撑，因此在国内演艺行业优势凸显。具体来看，目前国内旅游演艺主要是四大系：宋城系、印象系、山水系和长隆系。

宋城千古情系：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，演出安排相对不受天气影响，部分项目另外配备一定室外演出作为补充。虽然也有重资产，但相比其他主题公园，宋城自建项目投资额通常仅 3-10 亿，属于“重资产”中的“相对较轻投资”的投资模式。

印象系：以张艺谋、王潮歌、樊跃团队的观印象团队核心（2016 年被三湘印象

收购),以大型实景演出特色,艺术特色鲜明,名导品牌优势突出,不过室外演出受天气影响相对较大。从业务模式来看,与宋城系自建项目的“设计+建造+运营”全产业链模式相比,印象系主要作为演出创作方,主要负责演出剧目的创意策划制作,轻资产运作为主;而项目投资运营方通常为景区当地国有资产管理平台或其控制的公司,在印象授权后运营演出项目。具体来看,观印象的盈利模式为“演出创作+知识产权许可”,除向投资运营方收取一次性固定的创作费用,还会在演出的存续期内提取票房收入的一定比例(通常为8%-15%,部分项目存在年度保底收入,个别项目会参股,但一般占比也很低)。

图 10: 印象系列业务及盈利模式



资料来源:三湘股份公告,国信证券经济研究所整理

山水系:同印象系的演出类似,同样以大型室外山水实景演出为主,其核心人物系梅帅元,代表项目包括《天门狐仙·新刘海砍樵》、《禅宗少林·音乐大典》《中华泰山封禅大典》等,其业务模式早期以演艺项目设计输出为主,后续则开始通过演艺设计输出的优势,与当地企业共同参股设立公司运营项目。

长隆系:采取超大型主题公园+演艺的模式,其演艺产品以室内为主,主要依赖超大型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,可区分主题公园单独售票,客单价较高。但与宋城系列不同的是,长隆主题公园规模和投资额都很大,根据大公网等媒体报道,珠海横琴长隆海洋主题公园总投资高达250亿元,虽然其中包括大型主题公园及水公园+3个大型酒店+大型马戏剧院及其他配套,等总投资也远高于宋城系的3-10亿元单体项目投入。在这种情况下,长隆演艺的特点是单体规模庞大,但依赖其超大型主题公园的客流基础,因此扩张数量上相对有一定限制。

表 9: 国内旅游演艺主要龙头情况

分类	演出类型	导演	代表作	演出特点	目标受众	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、灯光特效于一体,包括战争与爱情等故事情节,通俗易懂,受众较广	早期项目一般总投入约3-5亿元,第二轮异地新项目6-10亿元但通常分多期投资(双剧院配置)
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,印象大板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,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
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	与超大型主题公园投入一体,故投资规模庞大,上百亿规模

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

与此同时，室内演出模式下，**演出弹性也较为显著**。如下表所示：宋城千古情系列演出不受时间、天气等限制，白天晚上均可表演，日常情况下每天可以 2-3 场，旺季周末可达 4-5 场；且单日单剧院下可以一天最高 7-8 场，双剧院下可以达到一天 15 场，而印象丽江只能在白天演出，最高峰可演 4 场，印象刘三姐和印象西湖需灯光效果，只能在晚上演出，前者最高每天 4 场，后者最高 2-3 场（今年国庆每天 2 场）。并且，室外实景演出，受天气影响有不确定性，相对不利于旅行社安排行程。从体验来看，室外演出借助山水实景，有一定的天然感染力，但室内演出，因为有空调、无日晒、蚊虫较少，季节性上也有优势。

表 10: 千古情及印象系列演出场次对比

演艺项目	平时单日演出场次	高峰期最高一天演出场次
杭州宋城千古情	2(周末 4-5)	18 (双剧院背景下)
丽江千古情	2-3	5-6
三亚千古情	3	7
桂林千古情	2	6
炭河千古情	1	8
印象刘三姐	2	4
印象丽江	1-2	4
印象西湖	2	2

资料来源：公司官网、公司公告、微信公众号等，国信证券经济研究所整理

综合来看，目前国内几大演艺龙头各有千秋。其中，宋城系的相对优势突出：

- 主题公园+室内为主演出剧场模式：**项目瞬时接待客流较高，可上万人，双剧院下，单日最高客流可以达到 5-6 万人，并不逊色于投资几十亿的主题公园单日接待能力（上海海昌主题公园单日接待上限 6 万人），且室内演出场次可根据客流调整，相对不受天气影响，故高客流下带来高盈利产出。
- 全产业链：**宋城演艺通过其全产业链综合布局且创作、运营、营销各环节环环不弱，带来突出的品牌优势和运营优势，且环环相扣下可使经营效率得以最优。
- 规模优势且相对不依赖演员个人水平：**千古情系列由于全国布局，不仅项目建设投入可以更加优化，且不同项目的演员经过短期培训可以很快表现另一个项目，因此可以依据各地淡旺季不同全国灵活调配，比如杭州本部有两套表演团队，杭州 Q4 和 Q1 淡季时可以部分支援三亚，从而可以效益最大化。

图 11: 演艺项目的净利率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理估算

在这种情况下，宋城演艺高盈利高产出成效显著：宋城丽江、九寨、三亚、一般开业次年净利率就可以 40%+，成熟后，净利率 50%+，略好于印象系列（印象丽江成熟期 40%左右，区域整顿降至 26%，印象西湖此前估算净利率 30-40%左右，项目整改后有所提升）。

公司分析：演艺主业模式优良，六间房出表落地

传统旅游白马，近几年股价承压：六间房问题+新项目酝酿期等制约

宋城演艺系国内旅游演艺绝对龙头，民企背景，黄巧灵是实际行动人，直接和间接持股累计 33.24%。公司最早以在杭州经营仿古建筑主题公园杭州宋城景区起家，民企背景机制灵活，积极在主题公园发展上另辟蹊径，以资金、土地依赖较低的旅游文化演艺为突破口，“小投入，高盈利”，打破非国有背景主题公园在资本、土地等方面的发展壁垒，确立“主题公园+旅游文化演艺”的多元化发展模式，并据此专享“旅游”、“文化”的双重政策扶持，打造出旅游文化演艺的第一品牌，演绎出别样精彩。

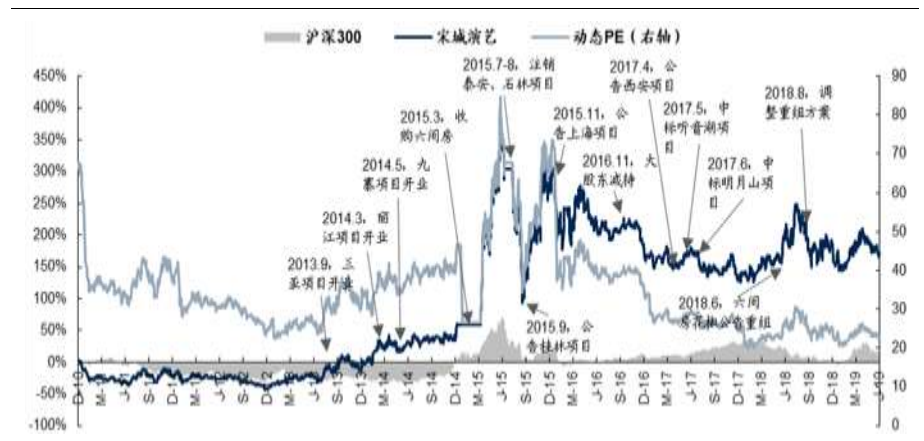
表 11：宋城演艺截至 2019 年一季报前十大股东情况

股东名称	方向	占总股本比例 (%)
宋城集团	不变	29.48%
黄巧灵	不变	3.76%
社保 113 组合	增加	3.22%
兴全	增加	2.17%
基本养老保险 802 组合	增加	1.94%
香港中央结算有限公司(流通股)	减少	1.19%
黄巧龙	不变	0.95%
刘岩	新进	0.89%
易方达	减少	0.87%
社保 503 组合	减少	0.83%
合计	不变	45.30%

资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

2000 年 12 月 28 日，公司登陆 A 股，上市以来估值和股价走势如下图。

图 12：宋城演艺上市以来股价及估值复盘



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

- 1、IPO 上市之初：公司因“旅游演艺+主题公园”异地复制扩张预期+项目本身盈利优良估值较高，此后估值逐步合理回归(首个异地项目开业进度略低预期)；
- 2、2013 年下半年，随着异地项目开业临近(2013 年 9 月三亚千古情项目开业，2014 年 3 月、5 月丽江、九寨千古情项目先后开业)，估值明显提升，三亚千古情项目开业后数据持续超预期进一步支撑估值提升；
- 3、牛市共振：阶段盘整后，因 2014 年底大盘转牛，加之公司收购处于互联网风口的互联网演艺—六间房，估值快速提升，但也伴随大盘转熊估值明显调整。

4、2016 年底，由于大股东减持，加之互联网演艺行业竞争格局变化，市场对六间房商誉风险的担忧，从而持续抑制估值，对新项目公告包括轻资产宁乡项目的超预期成功等反应也不显著。

5、2018 年上半年，随着六间房重组预期明朗化，公司估值开始有所恢复，但因重组方案调整，六间房出表时间延后至 2019 年 4 月底，公司估值又开始承压，尤其此后对于出表的进度担忧一直压制估值。2018 年 12 月底后，由于佛山项目轻资产转自建，加之新项目进度问题，公司短期主业增长相对稳健，对公司估值也有所压制。

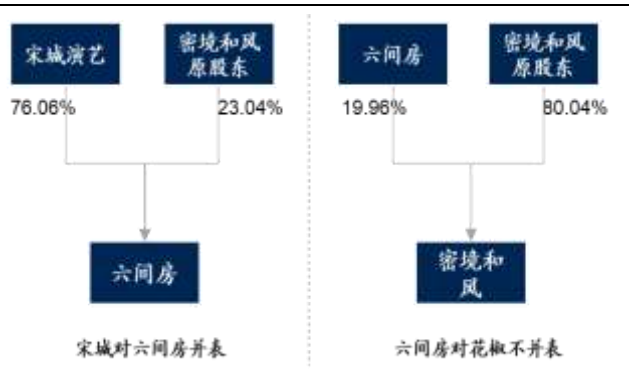
表 12: 宋城演艺上市以来重要事项说明

时间	事项
2013 年 9 月	三亚项目开业
2014 年 3 月/5 月	丽江/九寨项目开业
2015 年 3 月 18 日	收购六间房，复牌
2015 年 7 月 20 日	注销原泰安募投项目，以轻资产方式运营
2015 年 8 月 25 日	黄巧灵增持
2015 年 9 月 17 日	公告桂林项目
2015 年 11 月 18 日	公告上海世博大舞台项目
2015 年 12 月 15 日	收购六间房配套融资非公开完成，股份 2016 年 1 月上市
2016 年 11 月 10 日	公告澳洲传奇项目
2016 年 11 月 23 日	大股东减持
2017 年 3 月 8 日	六间房收购灵动时空
2017 年 3 月 14 日	公告非公开增发方案
2017 年 4 月 6 日	公告西安项目
2017 年 5 月/6 月	中标佛山听音湖项目、江西明月山项目
2017 年 12 月 20 日	公司定增方案终止
2018 年 6 月 28 日	公告六间房花椒重组方案，六间房拟出表
2018 年 8 月 30 日	公告重组方案调整，六间房推迟至拟 2019 年 4 月底出表

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

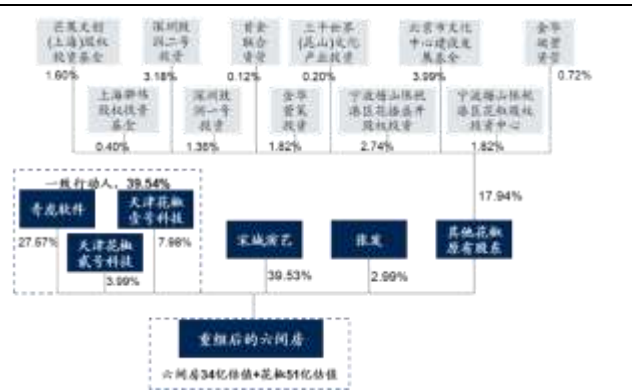
6、2019 年 4 月底，六间房与花椒重组尘埃落定，六间房终于如期出表。出表前后其持股结构如下。六间房不再合并报表后，相应由公司收购六间房产生的商誉问题可以有效解决。但由于市场部分投资者对公司仍持有的六间房近 40% 股权存有疑虑（担心后续六间房业绩拖累），同时也担心六间房转让长期股权投资科目下，仍可能有一定减值风险，叠加 4 月底后市场逐步承压，公司股价表现较为稳定。

图 13: 花椒第一步增资后的股权结构



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: 重组完成后六间房股权结构



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们认为：前几年，因业绩承诺约束，六间房在新技术投入拓展新的增长点方面非常谨慎，客观而言也影响拓展长期新的增长点。六间房与花椒重组后，且实控人转为互联网背景的奇虎软件，奇虎软件作为互联网公司，与直播平台属性的契合度高，且奇虎软件之前在直播领域的一系列动作也显示出其对直播业务的高度重

视。在这种情况下，六间房+花椒的组合有望释放活力。考虑六间房+花椒的新主体股权结构更加开放，我们认为其后续融资渠道也有望放宽，不排除积极引入新的战略投资者，支持其不断顺应行业特点积极产品升级与快速推广，抢占更高的市场份额。在花房有效整合后，我们认为未来不排除存有境外上市等资本运作预期，退出渠相对道更趋灵活化。当然未来若上市存在市值走势的一定不确定性，但总体有望带来新的发展看点与机遇。

盈利模式：旅游演艺高盈利高成长，轻重结合，先发优势助力扩张

公司目前包括三种盈利模式：自建“主题公园+旅游演艺项目”（部分项目当地政府给予一定的补贴支持）模式、轻资产输出模式（项目设计、运营管理等）、合作模式（政府与公司成立资产+运营公司的形式，共同投资，公司依托其旅游演艺优势获得较大收益）。

表 13：公司三种项目模式

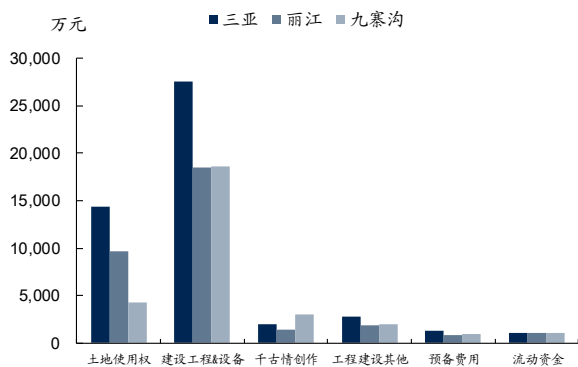
分类	代表项目	盈利模式
自建模式	杭州/三亚/丽江/九寨	自投土地、建筑物等，早期每个项目 3-5 亿，目前 6-10 亿元（至少包括 2 个剧院），一般第一年打平，第二年进入业绩爆发期
轻资产模式	宁乡	一次性 2.6 亿的设计策划费用分 2-3 年确认，此外门票收入提成 20%。宋城不投入，也不拥有项目所有权
合作模式	西安项目	公司与合作方成立资产公司+运营公司，资产公司以合作方主投，主要投资土地、相关建筑配套等；运营公司宋城演艺主导，持股 80%，主要投资剧院、演艺项目等，并租赁资产公司物业，据此估算一般只用投入总体 50% 左右，但可以分享项目 80% 的收益，投入产出比更高。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

自建项目：最主要的模式，总投入可控，产权自主，盈利能力突出

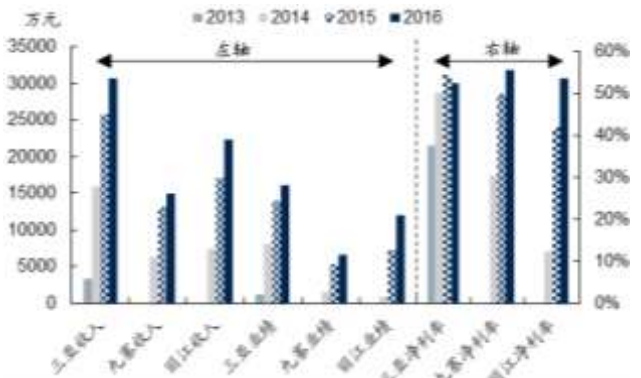
自建项目需要公司初期有一定的投入，对公司有一定资金要求，但优势在于全产权（或控股），且后续盈利能充分享受，且本身物业也有望持续升值，是公司目前最主要的拓展模式。具体从投入分析：公司丽江、三亚、九寨等项目最初总投资预算约 3-5 亿（包括 1 个剧院的投资预算，但部分项目预留了第二剧院的场地），一般占地面积在 100-200 亩（九寨沟相对较小，仅 33 亩），主要包括土地使用权、建筑工程包括剧院投资（一般占比较高），项目制作及其他等方面，如下图所示。不过，随着项目后期的扩建和第二剧院的打造，部分项目的总投入可能上升至 6-8 亿元。在这种情况下，公司第二轮异地项目因普遍包括第二剧院等预算（部分还包括第三剧院及其他配套升级），总项目投入拓展到 6-10 亿元左右。

图 15：三亚、丽江和九寨项目投入预算分布



资料来源：公司公告及官网资料等，国信证券经济研究所整理

图 16：三亚、丽江和九寨开业前三年表现



资料来源：各地旅游局等，国信证券经济研究所整理
注：九寨项目净利润率未考虑归母影响

自建项目投入回报分析：从过往宋城演艺三亚、丽江、九寨等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），第二三年开

始进入业绩爆发期，第三年开始异地项目的净利率基本能达到 50%左右的较高水平，接近本部杭州宋城(九寨 17-18 年因地震影响除外)。从第二轮项目来看，虽然总投入略有提高，但分期投入来看本质相差不大，更多是预留进一步扩容提升盈利潜力的空间，因此其较快盈利成长仍值得期待。其中桂林项目 2018 年暑期开业，综合来看(在考虑线上电商收益等下)当年实现打平，表现突出。后续西塘项目考虑政府 3.7 亿补贴支持(资产性补贴，每年按一定条件递减折旧，有助于盈利能力提升)。

表 14: 宋城演艺目前项目投资及占地面积情况

项目	项目初始投资预算	公司持股比例	公司投资情况或拟投资预算	土地(亩)
三亚	4.9 亿元	100%	一期 5 亿元，目前整体约 7-8 亿元(包括第二剧院的投入等)	80 亩
丽江	3.34 亿元	100%	一期 5 亿元，总体约 6-7 亿元左右	140 亩
九寨沟	2.98 亿元	70%	一期 2.46 亿元左右	33 亩
桂林	5 亿元	70%	项目实际总投入约 6.5-7.0 亿元，公司实际投入约 4.55 亿元。	160 亩
张家界	6 亿元	100%	预计一期 5.38 亿元左右	170 亩
西安	10 亿元	80%	运营公司总体投入 6 亿元，其中上市公司投入 4.8 亿元，此外预计资产公司由政府主投	100 亩
上海	预计 8 亿元+	88%	预计一期 7 亿元左右	总建筑面积 41200 平方米
佛山	7 亿元+	100%	公司投入 4 亿元+，另外政府给予 3.7 亿的补贴	90 亩
西塘	10 亿元	100%	目前规划 7 亿元左右	总体预计 350 亩，一期已拍得 132 亩
澳洲项目	17 亿元	100%		44.89 万平方米，约 673 亩

资料来源:公司财报及公告，新华网、搜狐新闻等媒体报道，国信证券经济研究所整理

注:西安项目总投资约 10 亿元，包括资产公司+运营公司，其中运营公司总体投资约 6 亿元，上市公司投资 4.8 亿元，占比 80%，剩余 20%由政府旗下投资公司投资。此外资产公司主要由政府旗下公司投资。

表 15: 各大景区门市价及网售价对比

演出	门市价(元)(普通席位)	网售价(元)
宋城千古情	310	290
三亚千古情	300	280
丽江千古情	300	280
桂林千古情	280	260
印象刘三姐	190	178
印象西湖(最忆是杭州)	360	340
印象丽江	280	248
天门狐仙	170	160
长恨歌	268	248
文成公主	380	280
又见平遥	238	228
汉秀	219	209
芜湖方特欢乐世界	220	220
芜湖方特梦幻王国	240	220
宁波方特	280	260
郑州方特欢乐世界	260	260
郑州方特梦幻王国	240	240
迪士尼	399/575	379/555
深圳欢乐谷	220	210
上海欢乐谷	220	220
广州长隆欢乐世界	250	215
珠海长隆海洋王国	350	325

资料来源:各大景区官网、携程、同程官网、国信证券经纪研究所整理

公司自建模式之所以净利率突出，核心在于演艺剧场模式投资有限，如前文所述，宋城单个项目投资 6-10 亿，远小于其他主题公园几十亿的投资，但从接待

客流来看,如上海迪士尼单日最高客流,海昌海洋公园单日最高流量为 6.4 万,深圳欢乐谷最高客流 5.79 万,而宋城演艺杭州本部单日最高客流可以达到近 7 万人(14 万人次折算)。从门票定价来看,宋城演艺千古情景点名义门票均价在 300 元左右(OTA 在 280 元左右),低于上海迪士尼门票价格 399 元(OTA 为 379 元),但高于上海、深圳等一线城市欢乐谷的门票价格。综合来看,宋城演艺项目门票价格与众多大型游乐主题公园相较差距不大,但项目客流接待上限却明显高于各主题公园,同时叠加前期投入少、后期运营维护成本低等优势,宋城演艺项目投资回报率往往较高。

轻资产模式:短期盈利能力最强,但后续收益有限

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(5-10 年)。**轻资产模式前期投资资金极低,短期回报较快,且盈利能力较高**,考虑成本投入有限,轻资产业务的净利率可以达到 60% 左右,且前期除了人工外基本没有其他额外投入,ROE 极高,**但缺点是占用相关人工(设计团队和运营团队),后续分成有限**。目前主要在部分三四五线城市有所布局,如湖南宁乡,江西宜春及河南新郑三个项目。未来预计不是公司拓展的重点。

合作模式:核心在与政府共赢,投入有限,后期分成比例高

目前主要以**西安项目**为代表,类似上海迪士尼、华强方特部分项目的运营模式,即一个项目通过**资产公司+运营公司**两个公司进行运作,资产公司以合作方主投(一般是政府背景,更多考虑当地税收、就业等综合收益),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,据此估算一般只用投入总体接近 50%,但可以分享项目 80% 的收益,投入产出比相对更高。

终止项目退出风险较为可控,损失相对有限

与此同时,我们也对公司此前有公告,但最后终止的项目进行分析,主要包括泰安、石林、武夷山项目。

表 16: 公司目前已经终止的几个项目情况

项目	开始	终止	大选址	小选址	放弃原因	其他	退出成本
泰安重资产	2011 年泰安千古情公司注册成立	2015 年清算	泰安是一线旅游目的地,2017 年接待游客超 6700 万人次	泰安旅游经济开发区天平湖西岸	1)选址偏僻,不在泰山、岱庙等旅游动线上;2)泰安游客滞留时间短(下午登山,晚上住在山上)	基本无建设	以 1.26 亿元竞拍得泰安土地使用权,无建设,直接退换土地给政府,基本无退出成本
泰安轻资产	2015 年 7 月上映	2016 年		泰山大剧院,距泰山景区仅 10 分钟车程,距泰山站 6 分钟	1)登山游客滞留时间短;2)座位少,仅 1073 个,且无配套公园,盈利规模小	2015、2016 年收入 361、360 万,微利,但占用一个团队	剧院为免费租赁,仅有些改造费用,可忽略不计
石林	2011 年石林阿诗玛公司注册成立	2015 年 8 月石林募投项目注销清算	一线旅游目的地,2017 年大小石林景区接待入园游客 350 万人次	石林景区旁	毗邻昆明且交通便利,石林游客滞留时间短,晚上回昆明过夜	基本无建设	主要是购买土地的成本,购买土地 3785 万元,退出时政府退还约 2000 万
武夷山	2011 年武夷山千古情公司注册成立	2016 年 4 月武夷山市政府批复武夷山项目土地收回方案	一线旅游目的地,2017 年武夷山市接待游客 1200 万人次	距武夷山景区较远	远离核心景区	基本无建设	主要是购买土地的成本,购买土地 7437 万元,基本原价退还政府,损失可以忽略

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

从这三个项目的大选址来看,泰安市、石林县和武夷山市均是国内一二线旅游目的地,大选址客流有支撑;但其中泰安的爬山游客通常下午上山晚上在山上过夜,而演出通常在晚上进行;石林距离昆明很近,游客当天即可返回昆明,

在石林滞留时间很短。并且，从小选址来看，泰安项目最初小选址距泰山和岱庙较远，不便于旅游动线的设计，虽然此前改为市区大剧院模式，离泰山景区车程较短，但因为登山游客停留时间较短，且座位仅 1073 个，有无配套公园，故仅仅微利，但需要占用一个运营演出团队，因此后续终止。同时，武夷山千古情项目所在地距武夷山较远，不利于引流游客，而武夷山的旅游动线上没有找到合适的位置不佳，所以项目终止。总体而言，公司经过了第一轮异地扩张后，在大小选址上的综合考虑更经验，会综合考虑旅游动线、客流特点等考虑对小选址更加重视，更加优化自身项目布局，民企对项目投资回报的高度重视显示公司这方面的风险防范和控制能力。

与此同时，从这三个项目的情况来看，整体退出成本较为有限，基本上属于无建设，土地基本上原价归还给政府，退出成本较低。虽然泰安大剧院曾有运营，但因轻资产运营模式，主要仅系相关剧院改造费用，总体损失也非常可控。整体来看，公司此前终止项目退出风险也较为可控。

成长看点一：新一轮异地项目成长空间测算

我们认为，公司未来增长主要包括三方面的看点：

1、目前公司已经进入新一轮异地项目集中开业高峰期，选址优化下，未来成长空间可预见。

2、多剧院演艺集群焕发内生增长新活力，做大旅游演艺版图想象空间。

3、从1到N，除现有项目外，公司未来还拟考虑其他如珠三角、西南等区域落地新的项目，全国旅游演艺空间有望持续扩容。

本章先主要分析第一点，2-3 见后文分析。

总览：公司目前 14 个演艺项目布局，规模&成长潜力突出

公司目前已公告在手项目 14 个，主要包括存量的杭州、三亚、丽江、九寨、湖南宁乡千古情项目（轻资产），2018 年 7 月已经开业的桂林阳朔千古情项目，2018 年 12 月已经开业的江西宜春项目，以及后续拟开业的自建张家界/西安/上海/佛山/西塘/澳洲项目，轻资产模式的郑州项目等，主要情况如下表所示。

表 17：宋城演艺目前在手演艺项目一览

分类	项目名称	开业时间	说明
	杭州宋城千古情	1997 年	杭州本部，占地不到 100 亩，多年来一直是公司业绩核心，现有 2 家剧院开业，预计 19 年新开 1 家大剧院和 2 家 500 人座位以上的剧院。
	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、冰雪世界、热带动物园、水公园等主题公园，目前第二剧院正在积极推进中，预计 2019 年有望推出。
	丽江千古情	2014 年 3 月	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露天剧院等。
	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 10 月推出“千古情一日游”套餐，并对门票价格进行提升， 2017 年 8 月因地震关闭，近两年一直处于关闭状态，预计 2020 年有望恢复。
	桂林漓江千古情	2018 年 7 月	与桂林旅游合资成立子公司桂林漓江千古情有限公司实现对项目的管理，预留了 3 个剧院的位置。
自主投资项目	张家界千古情	预计 2019 年 6 月底	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 2017 年 12 月取得项目用地，以及开工前的准备工作。
	西安中华千古情	预计 2020 年春节	西安浐灞生态区世博园内，其中世园集团持股 20%，宋城持股 80%
	上海世博大舞台项目	预计 2020 年上半年	与上海世博东迪文化发展有限公司共同出资设立上海宋城世博演艺发展有限公司，进而对项目进行管理，计划建设 4 个剧院，采取 4 种表现形式，对于城市演艺外推具有极强的借鉴意义。
	佛山千古情	预计 2020 年	在佛山西樵镇听音湖片区引入旅游演艺项目，以演艺剧场+主题景区为项目的主要内容，其中剧场座位数不少于 2500 个。
	西塘·中国演艺小镇	预计 2021 年	项目拟投资额达到 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。
	澳洲黄金海岸项目	预计 2021 年中下旬	澳大利亚传奇王国，位于澳大利亚昆士兰州的黄金海岸城市，目前正在持续推进规划审批等前期工作。
轻资产，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	长沙·宁乡炭河里文化主题公园	2017 年 7 月	以管理输出的轻资产模式开拓景区并开展旅游演艺项目。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。2017 年 10 月 7 日《炭河千古情》连演七场，接待量达 5.6 万人次，创下湖南省旅游演出场次、观众数量两项新纪录。
	江西宜春明月千古情景区	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·黄帝千古情景区	预计 2020 年 3 月	新郑黄帝千古行，投资 5 亿元，占地约 200 亩。标志着宋城演艺异地复制、轻资产输出等各种模式的全面成熟。

资料来源：公司公告、公司官网或地方媒体报道等，国信证券经济研究所整理

依托第一轮扩张基础，大小选址优化下，助力第二轮项目扩张成长

2013-2015 年是公司第一轮异地项目复制周期，经过当年的选址和近几年的运营，公司对于旅游演艺的大选址和小选址经验更加丰富，不仅关注大选址的区域客流基础、游客消费水平和交通情况，也关注小选址的优劣。毕竟，从此前丽江和九寨项目选址的得失经验来看，丽江项目因为不在丽江最经典的旅游动线上，因此初期培育客流引导与旅行社的谈判沟通颇费功夫，九寨项目位置优良，毗邻核心景区，但受限于地理位置，停车场车位少，项目入口车道较窄，因此也会部分影响高峰期客流进出体验以及高峰期的客流接待瓶颈。

表 18: 公司目前已开业项目小选址情况

项目	小选址	主干道	停车场
杭州宋城	距离核心景区西湖 10km，便于旅游动线设计	双向六车道	大型停车场
三亚千古情	距离亚龙湾、鹿回头、天涯海角、大小东海等著名景区不超过 30km，便于旅游动线设计	双向八车道	大型停车场
丽江千古情	距离丽江古城 6km，毗邻文笔海	基本不堵车	大型停车场
九寨千古情	毗邻九寨沟（5km），常作为九寨沟游的配套产品	项目入口车道较窄	停车场车位较少
桂林漓江千古情	距离西街 4km，距离银子岩、漓江等很近；阳朔县城较小，景点集中	双向四车道	大型停车场
长沙·宁乡炭河里文化主题公园	距离长沙市区 2 小时车程，便于拓展周边自驾游	双向两车道	大型停车场

资料来源:公司公告, 百度高德地图等, 国信证券经济研究所整理

在这种情况下，公司在新项目布局时不仅关注大选址，同时也关注小选址，位置是否在旅游动线上，离核心景区的距离远近、交通情况、停车配置情况，高峰期出入核心要道车辆进出情况等方面，从而为下一轮扩张奠定良好的基础。

从大选址客流基础来看，第二轮国内项目自建项目桂林、张家界、西安、上海、佛山、西塘等项目，其中桂林、张家界、西安、上海均系国内一线旅游城市，客流基础良好，尤其西安、上海客流潜力突出，而西塘依托西塘景区，客流优势也并不逊色。佛山虽然并非一线旅游目的地，但地处珠三角腹地，周边游客流基础充足，且消费能力较强，因此大选址上优势也较为突出。

表 19: 第一轮和第二轮异地复制项目旅游市场对比

城市	2018 年国内外客流 (万人次)	代表核心景区	客流 (万人次)
三亚	2243	南山景区购票入园	499
丽江	4643	玉龙雪山景区	432
阿坝州	2370	九寨沟	500
桂林阳朔县	1750	印象刘三姐(2017 年)	162
张家界	8522	武陵源风景区	3029
西安	24739	秦始皇陵	858
上海	34871	东方明珠塔 (2017 年)	900
佛山	5424	-	-
浙江嘉善县	1717	西塘镇景点	1016

资料来源:各地旅游局、百度搜索、国信证券经济研究所整理

注: 九寨因 2017 年地震, 故为 2016 年人数, 其他系 2018 年人次。

从小选址来看，本轮新项目选址相对更加注意与核心景区的距离，旅游动线，进出车道的高峰期接纳能力，停车场配置等，也在一定程度上为第二轮项目的盈利成长提供坚实基础。

以桂林项目为例，公司在桂林项目的选址位于阳朔当地客流最密集的阳朔西街附近，距离阳朔西街和阳朔客运站仅 3 公里，车程 10 分钟，客流基础良好。并且，从我们实地走访来看，阳朔主要街道交通都较为拥挤，以 2 车道为主，公司主要竞争对手印象刘三姐虽然距离阳朔西街更近，但因其进出仅双向 2 车道，高峰期拥堵严重。而公司桂林千古情项目则临近阳朔目前最宽的一条主干道（双向四车道），高峰期车辆以及旅行社大巴进出都极为方便，加之停车位较为充足和室内演出等优势，使桂林千古情项目在其开业仅半年左右，其客流已经开始

超过开业多年的印象刘三姐项目。

表 20: 公司新项目选址及周边情况

项目	开业时间	小选址	景区周边主干道	停车场
桂林漓江千古情	2018 年 7 月	距离阳朔西和阳朔汽车站均仅有 3 公里, 10 分钟车程	双向四车道, 阳朔县最宽的道路	400 多个停车位
张家界千古情	预计 2019 年 6 月底	距离武陵源核心景区、宝峰湖、黄龙洞景区等不超过 10km, 便于旅游动线设计	-	449 个停车位
西安千古情	预计 2020 年春节	距离市中心约 10km, 西安旅游景点多且较为集中, 公共交通便利, 便于旅游动线设计	-	-
上海世博大舞台项目	预计 2020 年上半年	位于浦东新区世博大道, 毗邻东方明珠、上海科技馆、环球金融中心等著名景点	双向八车道	-
佛山千古情	预计 2020 年	位于佛山市南海区西樵镇听音湖片区, 毗邻西樵山风景名胜, 距离广州/深圳车程分别为 1/2 小时	-	停车场 27 亩
西塘演艺小镇	预计 2021 年	距离 5A 级景区西塘古镇 3km, 车程在 10 分钟以内	-	-
宜春千古情	2018 年 12 月	位于明月山景区旁, 有温泉	-	游客服务中心及停车场占地 50 亩
新郑千古情	预计 2020 年 3 月	距黄帝故里 30km, 无一线旅游景点, 历史人物古迹较多	双向八车道	停车场 50 亩

资料来源:公司公告、百度地图、国信证券经济研究所整理

从其他待开业项目的小选址来看, 张家界项目距离核心的武陵源景区 10 公里, 处于武陵源核心景区、宝峰湖、黄龙洞景区之间的交汇处, 非常便于旅游动线设计, 交通方便, 且停车位也预留较为充分。西安项目距离市中心 10 公里, 交通进出方便; 而上海世博大舞台项目位于黄浦江边, 地理位置优势突出。西塘项目更是与西塘景区一墙之隔, 车程 10 分钟内, 非常方便西塘千古情项目未来依托西塘景区千万级客流做强做大。

图 17: 桂林阳朔漓江千古情地理位置图



资料来源:百度地图、国信证券经济研究所整理

图 18: 张家界千古情地理位置图



资料来源:张家界市统计局、国信证券经济研究所整理

图 19: 西安中华千古情地理位置图



资料来源:搜狐网、国信证券经济研究所整理

图 20: 上海项目地理位置图



资料来源:百度地图、国信证券经济研究所整理

图 21: 西塘演艺谷处长三角腹地, 紧邻西塘景区



资料来源: 浙江省土地使用权网上交易系统, 百度地图, 国信证券经济研究所整理

图 22: 佛山项目位置



资料来源: 百度地图, 国信证券经济研究所整理

综合来看, 在公司第二轮旅游演艺项目扩张的选址考虑上, 公司更加务实, 在把握大局的同时也注意小选址的各方面细节, 从而有助于提高其项目成功率, 提升未来这一轮项目的盈利前景。

宋城演艺绝对龙头品牌及产业链优势下, 无惧竞争

在目前新一轮项目中, 张家界、西安等地当地均有较为成熟的演艺项目, 张家界区域主要包括《天门狐仙新刘海砍樵》、《魅力湘西》等, 西安则主要包括《长恨歌》、大唐芙蓉园内的《梦回大唐》等演出, 如下表所示, 市场部分投资者也对此有所疑虑。

表 21: 张家界、西安目前现有代表演艺产品情况

区域	代表演出	基本情况及客流
张家界	《天门狐仙》	梅帅元山水团队创作, 2018 年全年共演出 274 场, 接待游客将近 40 万人
	《魅力湘西》	张家界文旅主打“名片”之一, 总导演为著名导演冯小刚, 2018 年共 130 万各国游客, 同比增长 13%, 创历史最好记录
西安	《长恨歌》	是西安旅游的演艺标杆, 自 2006 年推出以来, 截止 2018 年, 至今已演出 3000 余场, 累计接待游客 600 多万人, 2015 年舞剧《长恨歌》共演出 286 场, 接待观众 60 万人, 收入 1.2 亿元。
	《梦回大唐》	目前正在升级改造, 新版《梦回大唐》将于 2019 年 10 月进行首演。2013 年共接待观众 13 万人次, 实现收入 2000 万元

资料来源: 搜狐网, 张家界智慧旅游官方平台, 中国文化报, 华清宫景区等, 国信证券经济研究所整理

我们认为, 公司过往杭州、丽江和九寨沟的实践显示公司无惧竞争, 在当地已有演出的情况下, 即使作为后进入者, 同样也能依托其强大的品牌和全产业链优势较快胜出。

表 22: 《宋城千古情》与《印象西湖》的对比

分类	宋城杭州千古情			印象西湖		
	2008	2010	2017	2008	2010	2017
开业时间		1997 年 3 月		2007 年		5.1 复演
演出场次	969	1,403		300		282
座位数量	1300	2800	7889	1,300	1,300	1600
演出人数(万)	144	299	400-500	23	80	40
每场人数	1486	2131		767	1316	1418
收入(万元)	14,167	32,101	估算 7.4 亿+		约 7000 多万	1 亿元+
人均票价	98.39	107.36				
成本(万元)	2,047	1,627				
毛利率	85.55%	94.93%	估算 90%+			
净利润(万元)	6,416	16,334	估算 3.9 亿+			
净利润率	45.29%	50.88%	估算 52%+			估算约 50%

资料来源: 公司公告、Wind 等, 国信证券经济研究所整理

如上表，从最早杭州宋城千古情与印象西湖的 PK 来看，无论客流、收入还是盈利规模，杭州宋城的相对优势显著。2014 年宋城进入丽江演艺市场后，客流、收入数据持续攀升，对丽江原有的《印象丽江》演出产生了一定冲击，2017-2018 在丽江区域整治承压下，丽江千古情相比印象丽江仍能相对平稳增长，而印象丽江下滑进一步加速，也体现出公司在竞争下脱颖而出的实力。

表 23: 《丽江千古情》开业对《印象丽江》的影响

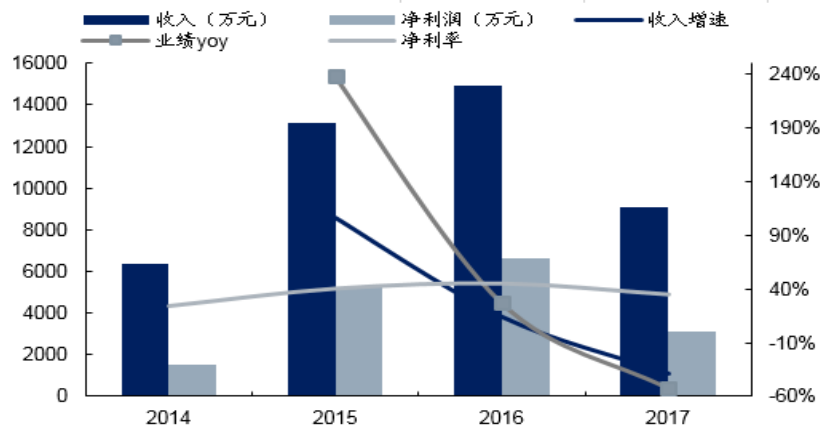
分类	印象丽江				丽江千古情			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
开业时间	2006 年 5 月				2014 年 3 月			
演出场次	896	750	535	520	980			
演出人数	202	154	100	96	336	400		
每场人数	2254	2057	1864	1851	3432			
座位数	2900	2900	2900	2900	3800	3800		
上座率估算	79%	72%	65%	64%	90%			
收入(万)	21,884	16,355	10,537	9,843	17,120	22,256	22,724	26696
人均票价	108	106	106	100	51	56		
成本	6236	5428	4912	4950	6,347	6,038	6,695	7,088
毛利率	72%	67%	53%	49%	63%	73%	70%	73%
净利润	8,899	6,373	2,770	1,953	7,175	11966	12041	14198
净利润率	41%	39%	26%	20%	42%	54%	53%	53%

资料来源:公司公告、Wind 等, 国信证券经济研究所整理

备注: 印象丽江每年的创作提成约占当年营业收入的 9%, 其 2018 年客流、上座率、每场人数等数据系估算数据, 公司 18 年披露了场次及收入和盈利数据, 丽江千古情除收入、成本、净利润以外的数据均为估算

在九寨，在面对《藏谜》等众多竞争对手的情况下，公司九寨项目却迅速实现盈利，此后更是进一步整合了《藏谜》，在九寨演艺市场迅速占据绝对优势。甚至，前文也提到，在去年暑期才开业的桂林项目上，面对老牌演艺项目印象刘三姐的竞争，公司依托选址交通及室内演出等优势以及突出的运作能力，仅半年时间，目前客流已经超过印象刘三姐项目。

图 23: 九寨项目开业以来收入和盈利成长情况



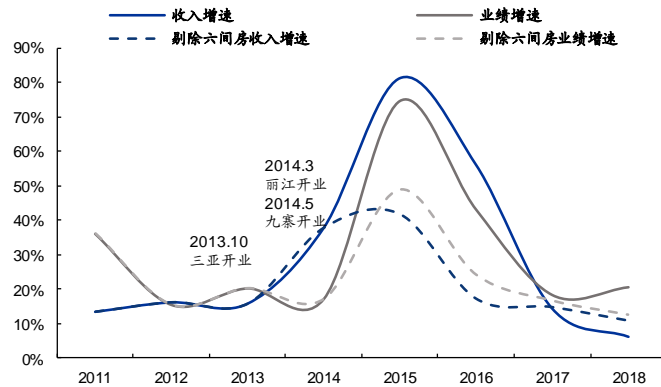
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

因此，虽然西安、张家界等项目已经有一定的演艺竞争对手，但我们仍然对公司该区域的后续盈利成长较有信心，其中尤其对于西安项目，考虑目前游客在西安的平均停留时间都在 2-3 天以上，加之游客基础庞大，因此西安项目的后续成长空间仍尤为值得关注。

首轮扩张经验：新项目集中开业第 1/2 年收入大增，业绩第 2/3 年爆发
 目前来看，上市八年来，宋城演艺在 2010 年世博会带来的高基数上，2011-2018 年 8 年收入年均复合增长达 28%，业绩年均复合增长 29%，保持强劲增长。剔

除六间房并表影响，公司在 2010 年高基数下，2011-2018 年演艺主业收入年均复合增长 21%，业绩年均复合增长 23%，表现仍然可圈可点，主要依托公司主业从 1 个本部扩张到 4 个项目带来的驱动及本身的持续内生较快增长所致(其中九寨 2017 年地震后处于关闭状态，但宁乡等一定轻资产收益补充)，表现较为靓丽。2018 年收入增长 6%，业绩增长 21%，剔除六间房后的收入增速为 11%，业绩增速为 13%，主要来自存量项目内生增长所致，九寨项目全年未开业有所拖累，且轻资产确认有限，虽有桂林项目开业新增，但因首期开业且基数原因相对影响不大，故整体增长相对平稳。

图 24: 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

具体来看，如上图所示，在公司 2013-2014 年的上一轮异地扩张周期中，旅游演艺主业收入的高增长主要体现主要新项目集中开业的首年及次年，而业绩的高增长则主要体现在新项目集中开业的次年及第三年。

从这个角度而言，考虑目前现有项目进度，预计 2020-2021 年进入收入较快增长期，而业绩的潜力在 2020-2022 年及以后逐步体现。

新一轮项目测算：乐观预计 21-22 年演艺主业盈利有望较 18 年翻番

综合来看，参考已开业项目客流表现和开业前三年经营表现，以及我们的持续跟踪，我们对公司上述项目进行如下估算。

表 24: 宋城各项目客流对比

	开业时间	开业半年	开业一年	开业两年	开业三年
三亚	2013 年 10 月	截至 2014 年 3 月，累计游客 91 万人次	开业一周年，累计演出 695 场，累计接待游客 180 万人次		开业三周年，累计演出超过 3000 场，接待游客近 1000 万人次
丽江	2014 年 3 月	截至 2014 年 10 月底演出 408 场，累计游客 144 万人次	2014.3.21-2015.6.30，累计演出 968 场，接待观众 332 万人次，实现营收 1.4 亿元	-	开业三周年，累计接待游客超 1500 万人次
九寨	2014 年 5 月	截至 2014 年 11 月底演出 410 场，累计接待游客 188 万人次		累计演出约 1500 场，累计接待游客量超 580 万人次	累计演出 2800 余场，累计接待游客超 1000 万人次
宁乡	2017 年 7 月	开业半年累计客流达 200 万人次	开业首年接待游客约 400 万人次，营收 1.6 亿	-	-

资料来源: 湖南日报、浙江在线、云南经济日报、公司官网、公司年报等, 国信证券经济研究所整理

假设项目运营的第三个完整年度开始进入相对成熟期，如假设桂林、张家界项目对标九寨、丽江项目，西安项目主要参考三亚等，上海、西塘、佛山等项目参考杭州/三亚宋城景区，则桂林、张家界、西安、上海、佛山、西塘六个自主投资项目成熟后每年合计营收规模有望实现 15-22 亿，盈利规模有望 7-11 亿元。除此以外，考虑轻资产项目持续性收益（单个项目一次性收益 2.6 亿预计在 2016-2020 年之间逐步体现），即仅考虑宜春和新郑的门票收入 20% 增量部分，

预计二者收入合计 4000-8000 万，税后净利润 2400-4800 万。综合来看，在新项目全部如期开业的假设下，我们乐观预计 2021-2022 年左右，公司旅游演艺主业盈利较公司 2018 年旅游演艺主业 8.8 亿元的盈利规模有望翻番。

表 25: 宋城演艺 2018 年及此后新开业项目盈利空间估算

分类	项目名称	开业时间	对标	持股比例	预计项目 2-3 年初步成熟后每年收入体量	3 年左右较成熟期盈利体量估算
自主投资项目 (全额确认 门票收入)	桂林阳朔千古情	2018 年 7 月开业	九寨/丽江	70%	1.5-2.5 亿元	归母净利润预计 0.75-1.0 亿元
	张家界千古情	预计 2019 年暑期	九寨/丽江	100%	1.5-2 亿元	归母净利润预计 0.8-1.2 亿元
	西安中华千古情	预计 2020 年春节	三亚/杭州	80%	有望 3-4.5 亿元	归母业绩 1.2-2 亿元
	上海千古情	预计 2020 年 4 月正式开业，此前或试营业	三亚/杭州	100%	有望 3-4.5 亿元	归母业绩 1.5-2.2 亿元
	佛山千古情	预计 2019Q2 开工，2020 年下半年营业	三亚/杭州	100%	有望 3-4.5 亿元	归母业绩 1.5-2.2 亿元
	西塘千古情	预计 2021 年开业	三亚/杭州	100%	有望 3-4.5 亿元	归母业绩 1.5-2.2 亿元
	澳洲项目	暂定中		100%	公司预计可能 2-4 亿的澳币收入，1-2 亿的澳币利润，但目前观察中，已拿地，但公司规划重启审批过程中。	
轻资产项目 (一次性服务费 2.6-2.7 亿分 2-3 年确认+开业后每年门票收入*提成比例)	江西宜春明月千古情景区	2018 年 12 月底开业	宁乡	不持股,仅门票分成	一次性服务费 2.7 亿(含开业活动费)分 2-3 年确认,开业前后确认 2 个亿的 60-70%,之后 6000-7000 万分 5 期或 10 期确认,此外开业后每年 2000-4000 万的管理费收入提成(收入 20%)	
	郑州·黄帝千古情景区	预计 2020 年	宁乡	不持股,仅门票分成	一次性服务费 2.6 亿分 2-3 年确认,开业前后确认 2 个亿的 60-70%,之后 6000-7000 万分 5 期或 10 期确认,此外开业后每年 2000-4000 万的管理费收入提成(收入 20%)	

资料来源:公司公告,投资者关系活动表,国信证券经济研究所整理

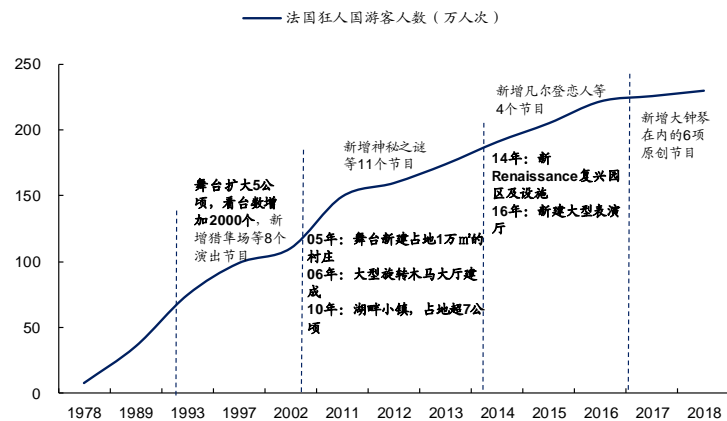
成长看点二：演艺集群夯实内生，全国扩张版图可期

在关注前述已公告待开业项目的成长潜力同时，市场同时还关注以下两个方面的内容：**1、从内生增长来看**，市场此前部分投资者也担心公司上述项目全部落地后的成长潜力。我们认为，公司依托运营杭州宋城景区 10 多年持续成长的成功经验，在运营不断优化提升上依托民企优势较有支撑，并且，公司正在积极探索单一项目多剧院演艺集群模式，有望带来未来持续内生增长重要新增看点。**2、从外延来看**，第二轮项目落地后，公司剩余项目成长空间。我们认为依托宁乡等实践，公司在经济有一定支撑，人口密集等国内区域仍然有一定拓展空间。

国外借鉴：法国狂人国依托多剧院演艺集群 40 年来客流量年均复合增 9%

法国狂人国系演艺类主题公园，始于 1977 年。近 40 年来，法国狂人国通过剧院不断增加和室内外演艺集群的持续丰富，其客流从 1978 年的 8 万人左右提升至 2018 年的 230 万人，近 40 年年均复合客流增速达 9%，长盛不衰。由于冬季闭园影响，法国狂人国每年仅有不到 7 个月的运营期，但 2014 年起成为法国排名第二的主题公园，2016 年收入就超过 1 亿欧元，2018 年游客达到 230 万人次，非常可观。并且，法国狂人国不断通过拓展线上渠道、丰富演艺表现、增加二次消费等方式不断提高重游率（2015 年为 65%）、游览时长（50% 游览 2-3 天）等，持续多年量价齐升。

图 25：法国狂人国 1978-2018 年客流成长及演出丰富情况



资料来源：法国狂人国官网/APP 等，国信证券经济研究所整理

具体来看，法国狂人国距离巴黎 1.5 小时火车，地理位置优越并不特别突出，其发展历程如下表所示。1978-1997 年，主要通过不断增加舞台+看台座位数增加客流接待能力，以核心演出为主不断丰富为主，1990 年看台数增至 1.2 万，1993 年舞台再扩大 5 公顷，看台数增加 2000 个，新增猎隼场等 8 个演出节目（猎隼场、记忆之路、水剧院、骑士的节日、中世纪之城、昂米勒要塞、城堡主塔之战、高卢-罗马角斗场），以欧洲传统历史文化为核心，客流从 1978 年的 8.2 万人增加到 1997 年的 99.3 万人，客流年均复合增长 14%。

此后，此后进入 21 世纪，法国狂人国更加侧重场地规模的扩大和演出内容及其他游览形式的持续丰富。2005 年，舞台新建占地 1 万 m² 的村庄；2006 年，建成大型旋转木马大厅；2010 年新增占地超过 7 公顷的湖畔小镇。期间因 2008 年全球金融危机等有所影响，整体 1997-2011 之间客流年均复合增长 3%。2011 年后，通过建设复兴园区及设施，新建大型表演厅，新增凡尔登恋人等 4 个节

目不断助力成长，其中 2017-2018 年新增大钟琴在内的 6 项原创节目。在这种情况下 2011-2018 年法国狂人国客流量年均复合增长 6%，客单价年均复合增长 6%（2011-2017），持续呈现良好增长。

表 26: 法国狂人国发展一览表

年份	说明
1977	Philippe de Villiers 发现 Puy du Fou 城堡
1978	大型夜间表演首次亮相，展台扩建可容纳 12000 人，年游客数达到 8 万人
1984	首场晚会活动
1989	建立狂人国 Grand Parc
1991	推出 The falconry show 和 Memory trail
1992	推出 Water Theatre
1994	推出 Knighthood Festival
1995	中世纪古城建成，《魔术师 Menestrel》节目开演
1997	舞台扩大 5 公顷，看台增加 2000 个。
1998	创建初级学院，培养表演者和技术人员
2000	大公园创造瀑布秀《地牢之战》
2001	高卢罗马露天体育场建成
2004	推出 1900 年集市
2005	推出维京秀
2006	建成 6000 平方米的巨型大厅
2006	推出冬日秀“圣诞谜事”
2007	推出首个酒店“高卢罗马别墅”
2008	推出《奥德赛》、《马丁的传奇》、《令人眼花缭乱的结局》庆祝乐园成立 30 周年，并开始面向企业客户
2009	乐园建造四个新工程
2010	主题酒店克洛维斯岛亮相，推出大型表演《兰斯的秘密》
2011	高卢体育场建成，乐园打造大型演出《胜利的符号》
2012	推出“德拉方丹的幻想世界”
2013	Grand Parc 成立 25 周年，这一年推出新演出《圆桌骑士》，年游客数达到 191.2 万人
2014	推出文艺复兴主题世界，狂人国城堡首次与公众见面，并打造演出《文艺复兴城堡》
2014	乐园推出第四座酒店“金丝织物之田”，以及餐厅“两项王冠”
2015	乐园已经推出三个新项目，其中包括新演出《凡尔登的爱人》、夜间秀《火之风琴》
2016	推出最新表演《最后的荣耀 Le Dernier Panache》，年游客人数达到 220 万人
2017	推出《大钟楼》、《一个不寻常的音乐剧》、《城堡》、《5 个夜城》
2018	狂人国将成为全世界首个推出特别设计的遥感飞机以增强观众体验的主题乐园，年游客人数达到 230 万人
2019	推出原创作品《第一王国》

资料来源:官方网站、国信证券经济研究所整理

图 26: 法国狂人国建筑特点



资料来源:法国狂人国官网/APP 等, 文旅商业评论微信公众号, 国信证券经济研究所整理

图 27: 法国狂人国演出场景之一(夜景效果)



资料来源:法国狂人国官网/APP 等, 国信证券经济研究所整理

图 28: 法国狂人国演出场景之二 (室外演出)



资料来源: 法国狂人国官网/APP 等, 国信证券经济研究所整理

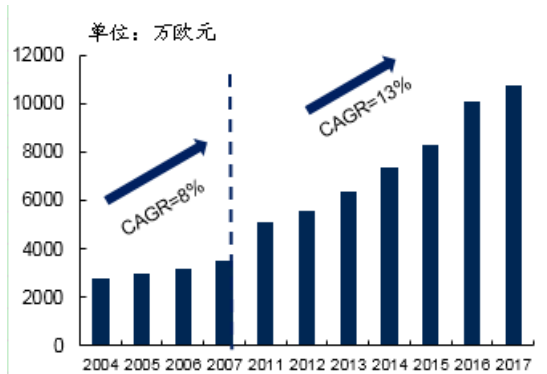
图 29: 法国狂人国部分俯视图



资料来源: 法国狂人国官网/APP 等, 国信证券经济研究所整理

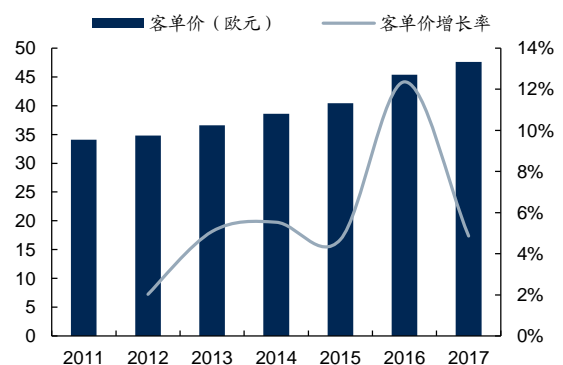
截至目前, 法国狂人国主题公园目前占地 300 万平方米, 覆盖 15 个村落, 包括 17 场演出, 其中 11 项室外 (含 2 场夜秀)、6 项室内 (含 4 场展览型演出), 创造了 1950 个季节工位, 233 个稳定就业的同时, 间接贡献了 4700 个就业岗位, 估计每年为当地贡献 2.2 亿欧元的经济效益。**2017 年, 法国狂人国收入达到 1.07 亿欧元, 2011-2017 年收入年均复合增长 13% (客流约 6%, 客单价约 6%), 作为一个经历了 40 年的成熟主题公园, 在欧洲这样非常稳定的成熟市场, 这个增长表现较为突出。**

图 30: 法国狂人国 2004-2017 年收入增长情况



资料来源: 法国狂人国官网/APP 等, 文旅商业评论微信公众号, 国信证券经济研究所整理

图 31: 法国狂人国客单价变化情况



资料来源: 法国狂人国官网/APP 等, 文旅商业评论微信公众号, 国信证券经济研究所整理

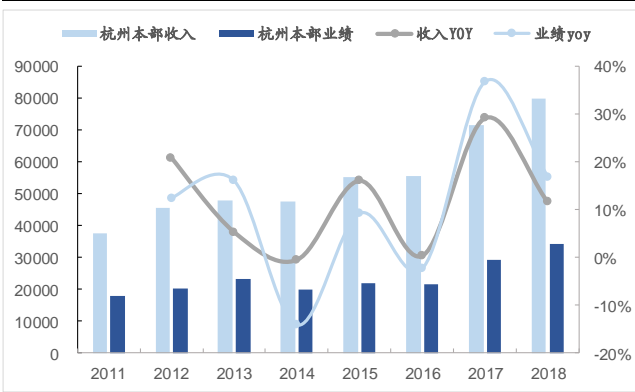
宋城: 已有多剧院探索初显成效, 未来多剧院演艺集群有望带来新增长

宋城杭州本部: 20 多年长盛不衰, 第二剧院的成长助力近几年高基数下高成长。杭州宋城景区于 1996 年开园, 20 多年来长盛不衰, 近六年 (2012-2018) 年化平均收入和业绩增速在 10% 左右, 在园区 80 亩左右的有限面积下, 2018 年实现收入 8 亿元+, 业绩估算 3.5 亿元左右, 堪称国内旅游演艺的最经典案例, 主要得益于公司良好的经营运作和内容的不断丰富挖潜。其中, 一是来自公司对景区内容的持续丰富, 同时通过各种丰富的活动 (比如近两年颇有特色的穿越活动等) 不断低成本推广获得良好客流口碑效应, 二是依托 2013 年下半年开业的杭州宋城景区第二剧院, 进一步提高了其高峰期最大接待量, 从以前最高峰的 8 场逐步提升到现在最高峰的 14 场, 进一步加速了景区成长, 且此后高峰期还部分借助杭州乐园的剧院演出, 拓宽成长。

丽江: 区域承压, 但丽江千古情依托多剧院丰富内容+有效营销推广, 逆势增长。

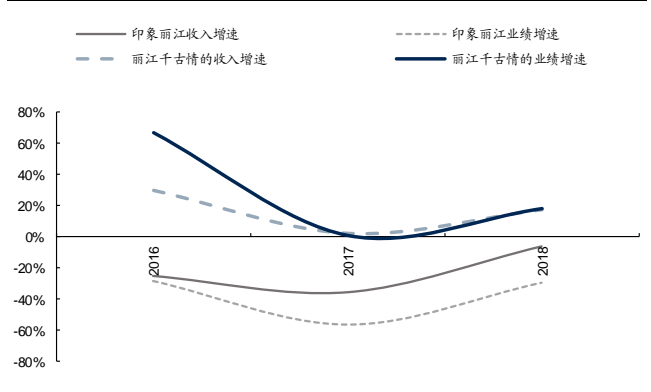
2017-2018 年，丽江区域因整顿承压，但丽江千古情通过第二剧院在淡季通过演出一些差异化小项目（《大地震》等演出），再配合室外剧场《丽江恋歌》等补充，使景区同时可以观看 3 台不同特色的演出，不仅可以提高高峰期接待瓶颈，还可以提高游客满意度，有助于客流在区域承压下仍逆势企稳，收入 2018 年恢复正增长。

图 32: 宋城杭州景区收入和业绩表现



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理
备注: 以上收入剔除了杭州乐园的数据, 但包括了烂苹果乐园

图 33: 丽江依托多剧院在区域客流受限下逆势表现良好



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

目前来看，公司在 2018 年底对宋城杭州本部全面改造的基础上，拟以其最熟悉的杭州本部为试点全面探索多项目演艺模式的发展空间，2019 年下半年杭州本部预计完成 3、4 号剧院及半露天丽江恋歌剧院建设，预计 2019 年底杭州景区将拥有 5 个能容纳 3000 人以上的剧院以及 2 个 500 人左右的剧院，可同时上演 12 个剧目，进一步加速宋城杭州景区成长。

与此同时，公司目前西塘项目、上海项目、西安项目、佛山项目等新项目都预留了 3 个剧院左右的空间，其中西塘项目由于规划面积 350 亩，系公司目前国内项目中最大的一个，且位置优良，因此既包括公司核心的千古情形式，依托西塘景区客流支撑盈利前景可观，同时，演艺谷预计包括 4-5 台剧院，除千古情之外还包括部分针对年轻人的演艺秀场，形式可以更加灵活多变，包括艺术街区、科技体验、休闲商业区等内容，以公司擅长的演艺、秀、剧等为核心，并将举办艺术节、戏剧节、音乐节、狂欢节等具有国际水准和国际影响力的主题节庆活动，预计有望成为公司多演艺模式的重要试验田。

未来，通过杭州本部以及西塘模式的探索，对标国际法国狂人国等已有成功经验，公司可以探索新的演艺模式，与其经典千古情系列互补，若成功可以在公司其他异地项目不断复制推出（公司异地项目多数预留 2-3 剧院空间），从而有效拓宽宋城演艺后续成长空间。

虽然宋城演艺多剧院模式的探索仍待持续的实践探索，后续大面积铺开后能否实质提高客单价和游客停留时间，目前仍需要持续跟踪观察，但这体现了公司在深挖内生潜力方面的考虑。同时由于公司未来 14 个项目形式，1 个项目的成功可以多项目推广，如果单一项目不成功可以持续调整，即使失败投入也较有限，试错成本相对可控，因此也有持续挖潜优化的空间。规模优势叠加民企灵活激励下各种物尽其用和最优化成本为其多剧院模式探索提供了最有利的投入产出优化的支撑。

从 1 到 4 再到 N，公司全国扩张版图可期

公司 2010 年底上市，2011 年-2015 年是公司第一轮异地项目扩张期。2013 年三亚开业，2014 年 3 月和 5 月，丽江和九寨项目分别开业，公司项目从 1 到 4，

从而带来持续较快增长。

总体来看，在第一轮扩张后，公司实现了旅游演艺项目从 1 到 4 的突破，从目前已公告的项目来看，公司第一轮扩张有望实现从 4 到 14 的突破（其中澳洲为海外项目，宁乡、宜春、新郑为轻资产）。

图 34：宋城演艺现有项目分布图



资料来源：公司公告及官网资料等，国信证券经济研究所整理

在已有公告项目的情况下，我们认为区域经济、人口密度等支撑下的情况下，公司未来还有一定的新项目扩张空间：

1、从现有项目版图分布来看，西南成渝地区仅九寨项目，仍相对真空，未来有一定项目拓展的空间；同时，从华南珠三角一带来看，相比长三角的布局情况，珠三角目前仅有佛山项目，考虑珠三角区域经济、人口等与较长三角并不明显逊色，我们认为未来珠三角仍有进一步丰富的可能性。在北方，目前主要为西安和新郑项目，未来北京及周边也不排除一定的可能性。此外，在港澳台地区或东南亚，国内游客基础仍有较好支撑，未来也不排除一定布局的可能性。**总体来看，我们预计公司未来 18-20 个左右的项目空间相对仍有一定支撑。其中，考虑经济、人口及区域消费习惯等，我们认为西南成渝区域、珠三角区域不排除成为公司接下来新项目关注的重点区域等。**

2、未来持续跟踪：一方面，目前长沙、宜春、张家界是公司距离相对最近的三个项目，未来若这三个项目经过 2-3 年时间的检验仍彼此生存良好，说明在经济中等，人口密集的区域，公司项目的辐射密度可以在一定延展；同时，在长三角区域，杭州、西塘和上海三个项目的位置也相对临近，后续错位竞争的情况需要持续跟踪，若可以通过内容的丰富或错位竞争和营销推广得以持续有效支撑，则公司的项目拓展潜力还有进一步提升空间。

财务分析：良好商业模式带来盈利能力和现金流优异

演艺主业经营现金流充沛，收入质量较好

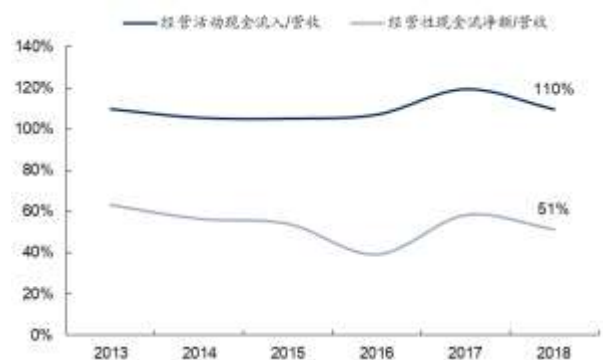
公司旅游演艺主业以现收现付业务为主，除旅行社业务外基本不存在账期，因而经营性现金流充沛，收入质量较高。如下图所示，公司 2013-2017 年经营性现金流一直呈现稳定增长的趋势，2018 年有所放缓，预计主要是因为六间房微跌，以及轻资产项目收入与现金流确认节奏差异导致（公司签约轻资产项目时收到主要的设计管理费，但一般需要根据项目开业节奏确认为收入）。

图 35：宋城经营性现金流净额规模较大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

图 36：宋城经营性现金流/收入比例较高，营收质量较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

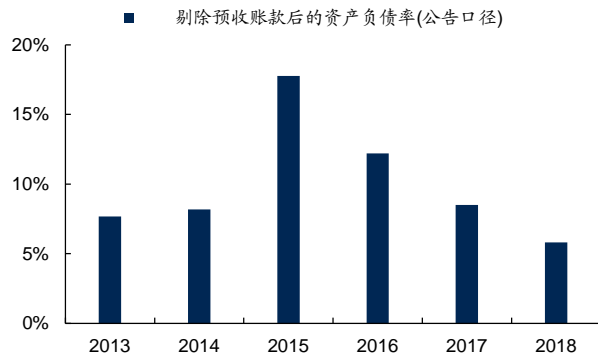
从经营性现金流和营收的配比来看，2013-2018 年经营活动现金流入/营收的比例保持在 1.05-1.2 之间，而经营性现金流净额/营收的比例在 40%-60% 之间，应收账款/营收在 0.5%-2% 之间，整体营收质量较高，仅 2017-2018 年略有小幅波动，预计主要系前述轻资产的现金到账及收入确认节奏差异影响。总体来看，充沛的现金流与较高的收入质量能够保障公司有充足的资金进行项目扩张，推动公司发展。

资产负债率低，财务状况良好

截止 2018 年 12 月 31 日，公司没有银行贷款，此前主要系 2015 年收购六间房时有部分带息债务，2018 年底银行借款全部归还完毕，无带息债务。剔除预收账款后的资产负债率从 2015 年 17.76% 持续下降到 2018 年的 5.82%，财务压力较小。从带息债务/全部投入资本来看，2013-2018 年的比例均低于 10%，呈持续下降趋势。

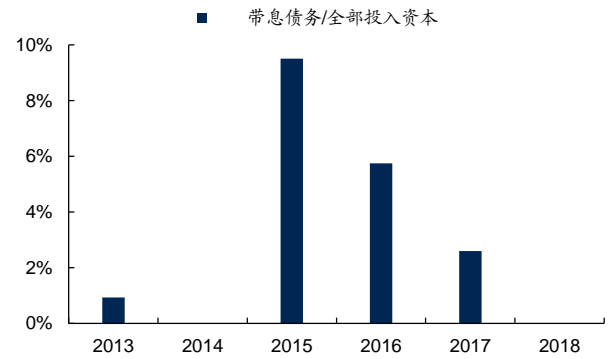
虽然公司未来随着新一轮项目扩张可能带来新的资金需求，可能通过银行贷款等方式筹措资金带来带息债务的重新上升，但考虑公司现有存量旅游演艺项目（含桂林）未来几年稳定成长的情况下可以贡献 20 亿+的现金流，且新项目分期建设分期开业也有助在一定程度上减少资金压力，加上存量项目现金流的持续补充，从而有助于上市公司的持续增长。

图 37: 宋城剔除预收账款后的资产负债率较低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 38: 宋城带息债务/全部投入资本持续走低

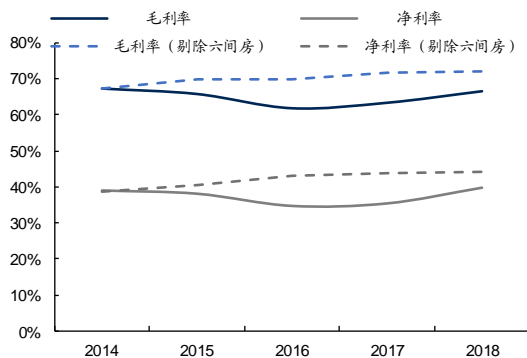


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

“主题公园+文化演艺”模式下盈利能力强劲, 近五年稳步上升

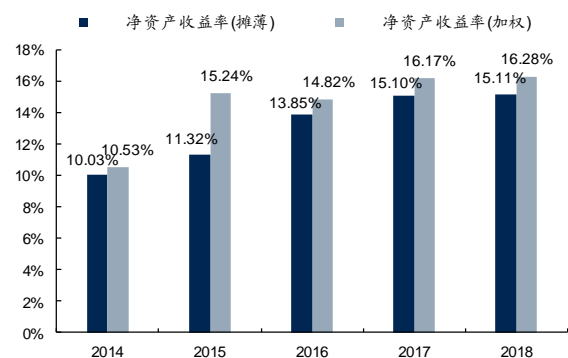
公司整体毛利率较高, 2014-2018 年一直在 60-70%之间, 其中剔除六间房营销后, 其“主题公园+文化演艺”模式下公司竞争优势明显, 毛利率在 70%+, 且呈现持续提升之势。高毛利下, 公司净利率也较高, 在 35-40%之间, 体现出较强的盈利能力, 其中剔除六间房影响在 39-44%之间, 且呈现稳步上升的趋势。2014-2018 年, 公司 ROE 一直保持在 10%-16%之间, 呈稳步上升趋势, 盈利能力良好。

图 39: 宋城盈利能力强劲, 演艺主业尤其稳步上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 40: 宋城净资产收益率近五年稳步上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测及投资建议

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

存量项目: 预计公司杭州本部 2019-2021 年的收入增速在 6-8%左右, 三亚项目增速在 7-13%之间, 丽江项目因为前两年区域承压, 2019 年预计增长 26%, 2020-2021 年增速逐步回落至 21%、16%左右。

新项目: 预计张家界项目 2019 年 6 月底 7 月初开业, 当年基本盈利打平, 次年开始贡献盈利; 西安、上海项目 2020 年上半年 3-5 月之间陆续开业, 按照公司过往项目经验预计 2020 当年贡献盈利, 佛山项目预计 2020 年下半年开业, 当年基本打平, 西塘项目预计 2021 年开业且当年贡献盈利。

预计公司九寨项目 2020 年恢复营业。

表 27: 宋城演艺主要项目收入预测情况

收入	开业时间(新项目系估算)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
杭州本部	1997 年	84,217	93,588	100,462	108,139	114,964
			11%	7%	8%	6%
三亚项目	2013 年 10 月	33,998	42,672	45,659	51,595	57,270
			26%	7%	13%	11%
丽江项目	2014 年 3 月	22,724	26,696	33,637	40,701	47,213
			17%	26%	21%	16%
九寨沟项目	2014 年 5 月	9,059	178	1,493	16,719	19,562
			-98%	739%	1020%	17%
桂林	2018 年 7 月		4,266	14,000	17,920	21,862
				228%	28%	22%
张家界	预计 2019 年 6 月底			3,800	13,000	16,250
西安	预计 2020 年春节				12,500	16,875
上海	预计 2020 年上半年				11,000	22,000
佛山	预计 2020 年下半年				3,000	18,000
西塘	预计 2021 年					16,000
独木桥		12,058	17,349	19,431	23,900	28,202
			44%	18%	23%	18%
轻资产合计		16,315	12,668	19,820	18,000	19,000
六间房	预计 2019Q1 出表	124,013	123,360	30,840		
			-1%	-75%		
总收入		302,383	321,119	270,141	317,554	398,364
收入增速		14%	6%	-16%	18%	25%
剔除六间房主业收入增速		15%	11%	21%	33%	25%

资料来源:公司财报, 国信证券经济研究所整理预测

投资建议

综合来看, 在上述假设前提下, 我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 27.01、31.76、39.84 亿元, 其中 2019 年受六间房出表影响, 收入表观下滑, 但如果剔除六间房影响, 实际收入增速在 21%左右 (轻资产确认差异影响及桂林、张家界新增贡献), 归属母公司净利润 13.28/13.97/18.56 亿元, 对应 EPS0.91/0.96/1.28 元, 相应估值 23/21/16 倍, 其中旅游演艺主业业绩 10.70/13.38/17.96 亿元, 对应 EPS0.74/0.92/1.24 元, 相应动态 PE 估值 28/22/17 倍。

结合我们前文分析, 受限于 2019 年主业增长相对稳健, 且部分投资者对公司

仍持有的六间房近 40%股权存有疑虑（担心后续六间房业绩拖累），叠加此前新项目开业进度相对低于预期，导致公司今年以来股价平稳。

立足当下，从基本面来看，考虑公司张家界项目有望于 2019 年 6 月底试营业，西安、上海、新郑项目有望于 2020 年上半年营业，其他佛山、西塘等项目也积极推进中。**参考公司上一轮扩张经验：其新项目集中开业第 1、2 年收入增长最显著，而业绩则多在次年和第三年集中爆发。**我们预计公司 2020 年、2021 年将迎来收入和业绩的快速成长爆发期，受经济影响相对可控；且公司通过探索多剧院演艺集群模式有望持续夯实内生增长潜力，演艺项目从 1 到 4 到 14 到 N，持续扩容仍有一定空间，中长线成长支撑显著。

与此同时，从资金面来看，公司目前位列 A 股入富名单中（2019 年 6 月 21 日收盘后正式生效），同时，公司位列 MSCI 5 月 14 日公布的首批扩容名单中，考虑公司商业模式优良，现金流等良好，后续随着 A 股入富和 MSCI 扩容也有进一步资金支撑。从估值来看，公司 2020 年无论主业估值还是整体估值仅 21-22 倍，考虑公司此前 2013-2014 年第一轮异地项目扩张时，其动态 PE 估值平均 36 倍左右，估值区间【24,47】。随着下半年逐步进入估值切换，公司 2020-2021 年的动态估值均较有吸引力。

综合来看，我们认为公司商业模式优良，目前处于新一轮项目扩张周期，2020 年、2021 年将迎来收入和业绩的快速成长爆发期，中长线依托多剧院演艺集群模式存量内生潜力有望持续显现，新项目拓展带来长线支撑，后续随着 A 股入富和 MSCI 扩容资金面有望持续受益，且新项目集中开业期预计估值弹性较大。结合不同估值，给予未来 12-18 个月合理市值 450 亿元（50%空间，对应 2020 年 32x），中线“买入”评级。。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司 2020 年的合理估值在 29.9-32.0 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2020 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 2020 年 32 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们预计张家界项目 2019 年 6 月底 7 月初开业，当年基本打平；西安、上海、新郑（轻资产）项目 2020 年上半年 3-5 月之间陆续开业，佛山项目 2020 年下半年开业，其中西安、上海项目按照公司过往项目经验预计 2020 当年贡献盈利，佛山项目基本打平，西塘项目 2021 年开业且当年贡献盈利，上述假设可能因为开业时间进度不达预期等使的上述盈利预测估算乐观。

我们预计九寨项目 2020 年恢复营业，实际情况可能低于预期。

存量丽江、三亚和杭州项目表现可能低于我们的盈利预测假设。

政策风险

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。

目前景区门票降价主要针对国有重点景区，民企主题公园暂不涉及，且因其自主投资的商业特点一般而言较难干预，但未来也不能排除对民企这类景区门票提价约束等的潜在风险。

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 39.53% 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，若表现持续低预期存在长期股权投资减值的风险。

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。其中，澳洲项目因为在国外，所受监管规定与国内可能有一定差异，且目标受众与国内游客可能也有一定偏

差，最终经营成果存在一定的不确定性。

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。

其它风险

大股东或刘岩等六间房原有股东的减持风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1550	1890	1680	1857	营业收入	3211	2701	3176	3984
应收款项	231	185	218	273	营业成本	1078	1066	1102	1277
存货净额	3	3	3	4	营业税金及附加	32	27	32	40
其他流动资产	909	540	635	797	销售费用	288	338	219	253
流动资产合计	2800	2789	2809	3367	管理费用	203	256	215	239
固定资产	2286	2781	3279	3727	财务费用	(1)	(60)	(58)	(58)
无形资产及其他	1397	1357	1318	1278	投资收益	63	258	59	59
投资性房地产	3279	3279	3279	3279	资产减值及公允价值变动	(22)	(11)	(14)	(16)
长期股权投资	1055	1364	2029	2694	其他收入	(50)	310	0	0
资产总计	10817	11571	12714	14345	营业利润	1603	1632	1712	2276
短期借款及交易性金融负债	0	67	89	52	营业外净收支	(61)	11	11	11
应付款项	318	210	208	241	利润总额	1542	1644	1723	2288
其他流动负债	800	491	433	500	所得税费用	265	345	336	446
流动负债合计	1117	768	730	793	少数股东损益	(10)	(30)	(10)	(13)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1287	1328	1397	1855
其他长期负债	11	11	14	15					
长期负债合计	11	11	14	15	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1129	779	743	808	净利润	1287	1328	1397	1855
少数股东权益	1217	1192	1183	1172	资产减值准备	23	(18)	2	2
股东权益	8471	9600	10788	12364	折旧摊销	214	282	331	379
负债和股东权益总计	10817	11571	12714	14345	公允价值变动损失	22	11	14	16
					财务费用	(1)	(60)	(58)	(58)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(250)	(20)	(183)	(113)
每股收益	0.89	0.91	0.96	1.28	其它	(31)	(8)	(11)	(14)
每股红利	0.13	0.14	0.14	0.19	经营活动现金流	1266	1577	1550	2125
每股净资产	5.83	6.61	7.43	8.51	资本开支	(539)	(731)	(805)	(805)
ROIC	17%	10%	14%	18%	其它投资现金流	(8)	(64)	(102)	(164)
ROE	15%	14%	13%	15%	投资活动现金流	(1568)	(1104)	(1572)	(1633)
毛利率	66%	61%	65%	68%	权益性融资	122	0	0	0
EBIT Margin	50%	38%	51%	55%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	57%	48%	61%	64%	支付股利、利息	(183)	(199)	(210)	(278)
收入增长	6%	-16%	18%	25%	其它融资现金流	637	67	22	(37)
净利润增长率	21%	3%	5%	33%	融资活动现金流	392	(133)	(187)	(315)
资产负债率	22%	17%	15%	14%	现金净变动	90	340	(210)	177
息率	0.6%	0.7%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	1460	1550	1890	1680
P/E	23.3	23	21	16	货币资金的期末余额	1550	1890	1680	1857
P/B	3.5	3.1	2.8	2.4	企业自由现金流	760	333	637	1212
EV/EBITDA	17.0	23.7	15.8	12.1	权益自由现金流	1397	447	706	1222

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 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，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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