

宋城演艺(300144)

报告日期: 2024年01月30日

## 轻重资产加码扩张, 演艺龙头重新起航

### ——宋城演艺深度报告

#### 投资要点

□ **区别于市场:** 市场担心宋城已有项目盈利存在上限, 新项目拓张成功率存在不确定性, 花房减值有一定影响。但我们认为花房进展相对积极, 且若后续减值一次性计提, 则对长期利润影响不大, 公司依托“主题公园+文化演艺”经营模式, 增强各业务板块联动效应和协同效应, 前期投入少, 高坪效、低成本、强复购提升盈利, 重资产项目 ROE 表现较好; 佛山、上海等新项目开业贡献成长, 轻资产项目持续推进, 扩张加速; 团客加速复苏, 散客提振盈利。

#### □ 公园+演艺盈利模式高效可复制

宋城演艺是中国演艺第一股, 主营业务为主题公园和文化演艺的投资、开发、经营, 公司目前在国内已开业运营 8 个重资产项目和 3 个轻资产项目。公司重资产项目前期投入更为经济, 宋城单平米投资额仅 3000 万-6000 万, 远低于可比景区, 重资产项目转固后, 客流增长降低待摊成本占比。

**收入端,** 宋城属于演艺与主题乐园相结合模式, 采取室内演艺, 灵活化选址, 极端天气对表演场次安排影响较小, 可控性强, 同时容量易扩大承接客流弹性。**成本端,** 宋城演艺管理效率高, 人工成本低。凭借对舞台的极致打磨, 宋城演艺形成从作品创作、编排, 到舞台搭建以及推广宣传全产业链覆盖, 标准化异地复制能力更强。**复购端,** 公司剧本编排能力决定高扩张成功率。公司的产品兼具艺术性与大众审美, 并且根据不同地域特色做差异化区分, 剧本不断迭代升级, 保证用户留存和复购, 在新开千古情项目时有望实现更快爬坡。

#### □ 旅游复苏趋势下, 新项目有望持续贡献增长

2023 年 7 月 1 日, 上海宋城焕新开业, 上海千古情景区在开业活动的刺激下预售火爆, 一票难求, 截止 2023 年 7 月底, 预售票总数超过 40 万张, 预计上海宋城有望重启爬坡。公司战略布局粤港澳大湾区, 佛山项目由轻转重, 预计 2024 年春节开业。轻资产项目方面, 推进速度快, 一般在签约后两年左右能够正式开业, 迅速正向吸纳现金流, 持续贡献利润增长。

#### □ 盈利预测与估值

2023-2025 年, 预计公司营业收入 20.40/28.74/32.70 亿元, 同比分别 +346%/41%/14%; 其中现场演艺业务收入 17.30/24.20/27.75 亿元, 设计策划费收入 0.60/1.00/1.00 亿元, 电子商务手续费收入 1.26/1.77/2.03 亿元; 2023-2025 年归母净利润分别为 9.31/13.37/16.98 亿元, 2024-2025 年同比+43.49%/+27.01%。

2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.36/0.51/0.65 元, 对应 PE 分别为 27X/19X/15X。首次覆盖, 给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

消费复苏不及预期风险, 竞争加剧风险, 自然灾害风险。

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 宁浮洁

执业证书号: S1230522060002  
ningfujie@stocke.com.cn

研究助理: 卢子宸

luzichen@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥9.61
总市值(百万元)	25,179.10
总股本(百万股)	2,620.09

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《Q3 收入利润大幅改善, 苦练内功静待花开——宋城演艺点评报告》2022.10.28
- 《多景区闭园导致收入利润承压, 静待客流复苏弹性释放——宋城演艺点评报告》2022.08.27
- 《宋城演艺 2021 年报点评: 疫情扰动下业绩承压, 中长期成长值得期待》2022.04.23

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	457.81	2039.80	2874.01	3269.95
(+/-) (%)	-61.36%	345.55%	40.90%	13.78%
归母净利润	9.66	931.40	1336.50	1697.50
(+/-) (%)	/	/	43.49%	27.01%
每股收益(元)	0.00	0.36	0.51	0.65
P/E	/	27.03	18.84	14.83

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资要点

### □ 一、一句话逻辑

公司以“主题公园+文化演艺”为经营模式，是中国旅游演艺龙头。佛山、上海等新项目开业贡献成长，轻资产项目持续推进，扩张加速，团客加速复苏，散客提振盈利，上座率稳步提升驱动公司业绩超预期。

### □ 二、超预期逻辑

**市场预期：**认为公司拓展项目的空间有限，新项目体量不大，已有项目生命周期较短。

**我们预测：**

#### 1) 公园+演艺盈利模式高效可复制

**收入端**，宋城属于演艺与主题乐园相结合模式，业态丰富，体验性强，采取室内演艺，灵活化选址，极端天气对表演场次安排影响较小，可控性强，同时容量易扩大承接客流弹性。**成本端**，宋城演艺管理效率高，人工成本低。凭借对舞台的极致打磨，宋城演艺形成从作品创作、编排，到舞台搭建以及推广宣传全产业链覆盖，标准化异地复制能力更强。**复购端**，公司剧本编排能力决定高扩张成功率。公司的产品兼具艺术性与大众审美，并且根据不同地域特色做差异化区分，剧本不断迭代升级，保证用户留存和复购，在新开千古情项目时有望实现更快爬坡。

#### 2) 旅游复苏趋势下，新项目有望持续贡献增长

2023年7月1日，上海宋城焕新开业，上海千古情景区在开业活动的刺激下预售火爆，一票难求，截止2023年7月底，预售票总数超过40万张，预计上海宋城有望重启爬坡。公司战略布局粤港澳大湾区，佛山项目由轻转重，预计2024年春节开业。轻资产项目方面，推进速度快，一般在签约后两年左右能够正式开业，迅速正向吸纳现金流，并能够持续贡献利润增长。

### □ 三、检验与催化

新项目爬坡速度超预期，花房进展加速，客单价持续提升。

### □ 四、研究的价值

**与众不同的认识：**市场担心宋城已有项目盈利存在上限，新项目拓张成功率存在不确定性，花房减值有一定影响。但我们认为花房进展相对积极，且若后续减值一次性计提，则对长期利润影响不大，公司佛山、上海等新项目开业贡献成长，轻资产项目持续推进，扩张加速；整体座位数不断扩容，上座率有望持续提升；团客加速复苏，散客提振盈利。

### □ 五、盈利预测及估值

预计23/24/25公司收入20.40/28.74/32.70亿元，同比+346%/41%/14%，归母净利润为9.31/13.37/16.98亿元，24/25年同比+43.49%/+27.01%，23/24/25年PE 27X/19X/15X。

### □ 六、目标价及空间

2024年可比公司平均PE为26X，综合考虑宋城演艺的成长性及未来空间，给予2024年25倍PE估值，对应目标市值334亿元，目标价12.75元/股，当前对应上行空间约30%。

### □ 七、风险因素

消费复苏不及预期风险，竞争加剧风险，自然灾害风险。

## 正文目录

<b>1 宋城演艺：中国演艺第一股</b>	<b>5</b>
1.1 深耕演艺行业，股权结构集中	5
1.2 主营业务：现场演艺+旅游服务	5
1.3 旅游市场复苏，公司复苏恢复趋势向好	6
1.4 花房负面影响有望减弱	7
<b>2 全产业链能力构筑竞争壁垒，演艺公园模式盈利高效</b>	<b>7</b>
2.1 全产业链赋能，经营模块联动协同	7
2.2 室内外剧院矩阵，配合多元化剧目提升客群覆盖力	9
2.3 低成本，高回报，形成可复制的重资产模式	10
<b>3 新项目叠加旅游复苏贡献增长</b>	<b>12</b>
3.1 上海宋城探索城市演艺，进入爬坡期	12
3.2 佛山项目开业有望迎来新增长	14
3.3 轻资产项目持续推进，扩张加速	14
3.4 散客占比提升进一步提高毛利率	15
<b>4 盈利预测与估值</b>	<b>15</b>
4.1 核心关键假设	15
4.2 盈利预测	17
4.3 投资建议：参考可比公司估值，给予目标市值 334 亿元	17
<b>5 风险提示</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 宋城演艺股权结构简图 (截至 2023 年 8 月 26 日)	5
图 2: 宋城演艺营业收入	6
图 3: 宋城演艺净利润情况	6
图 4: 主要景区年度营收情况 (亿元)	7
图 5: 宋城演艺全产业链能力	8
图 6: 2017 年中国旅游细分类型	9
图 7: 2017 年中国主题公园旅游演出剧目票房分布	9
图 8: 宋城演艺大景区战略	10
图 9: 不同景区前期投入对比	10
图 10: 宋城演艺不同千古情前期投入 (亿元)	10
图 11: 宋城演艺待摊费用合计及占比	11
图 12: 宋城演艺在建工程情况 (亿元)	11
图 13: 丽江千古情营业收入超过印象丽江 (亿元)	11
图 14: 宋城现场演艺业务毛利率更为稳定	11
图 15: 三亚千古情净利率和 ROE	12
图 16: 丽江千古情净利率和 ROE	12
图 17: 上海宋城主体外观	12
图 18: 上海千古情景区导览图	12
图 19: 宋城各景区开业当年月收入对比 (万元)	13
图 20: 2021 年各景区贡献营业收入比重 (%)	13
图 21: 上海游客规模远大于杭州和三亚	13
图 22: 上海旅游客流结构	13
图 23: 宋城设计策划费收入与毛利率	15
图 24: 宋城演艺 2019 年团散比	15
表 1: 宋城旗下文旅项目概况	6
表 2: 各演艺类型及代表剧目	8
表 3: 宋城各景区剧院储备情况	9
表 4: 宋城轻资产项目一览	14
表 5: 宋城演艺盈利预测	16
表 6: 宋城演艺盈利预测	17
表 7: 可比公司 PE 估值表	18
表附录: 三大报表预测值	19

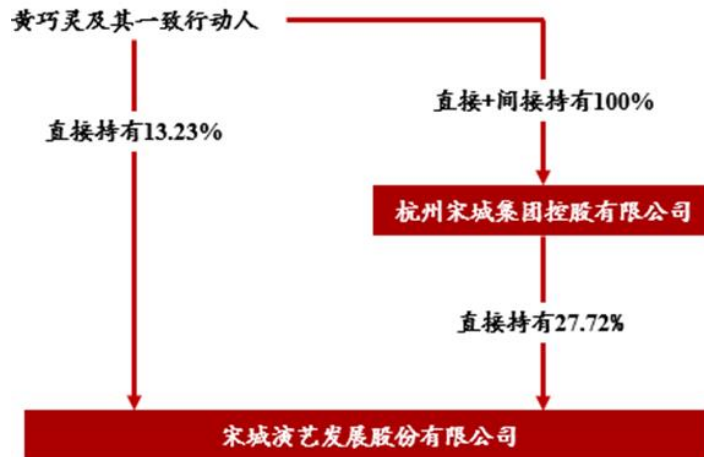
## 1 宋城演艺：中国演艺第一股

### 1.1 深耕演艺行业，股权结构集中

公司是中国演艺第一股，全球主题公园集团十强企业，连续多届获得“全国文化企业30强”称号，是全国文化体制改革工作先进单位。公司主营业务为主题公园和文化演艺的投资、开发、经营。目前宋城演艺正以“演艺宋城，旅游宋城，国际宋城，科技宋城，IP宋城，网红宋城”为战略指引，已建成和在建杭州、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界、西安、上海、佛山、澳大利亚等数十大旅游区、三十大主题公园、上百台千古情及演艺秀，并拥有中国演艺谷等数十个文化娱乐项目。

杭州宋城集团控股有限公司及黄巧灵为公司控股股东及实际控制人，股权结构集中。黄巧灵及其一致行动人直接持有公司 13.23% 股权。公司控股股东杭州宋城集团控股有限公司持有本公司 27.72% 股权，黄巧灵及其一致行动人直接加间接持有杭州宋城集团控股有限公司 100.00% 股权，最终持股比例为 40.95%。

图1：宋城演艺股权结构简图（截至 2023 年 8 月 26 日）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

### 1.2 主营业务：现场演艺+旅游服务

**现场演艺业务：**公司独创“主题公园+文化演艺”的经营模式。依托“宋城”和“千古情”两大品牌，以主题公园等特定场景为载体，为客户提供以多种演艺剧目为核心的优质文旅产品。已经开业的项目包括杭州宋城、三亚千古情景区、丽江千古情景区、九寨千古情景区、桂林千古情景区、张家界千古情景区、西安千古情景区、上海千古情景区等。

**旅游服务业务：**包括轻资产输出业务和网络票务销售业务。轻资产输出业务由公司向合作方提供品牌授权、规划设计、导演编创、托管运营等服务，收取一揽子服务费用及受托经营管理费，已经开业运营的轻资产输出项目有长沙炭河古城、宜春明月千古情景区和郑州黄帝千古情景区。网络票务销售业务主要指对公司运营项目的门票、演出票进行线上直销和分销，以及在此基础上叠加第三方供应商的票务而形成的联票和套票销售。

表1: 宋城旗下文旅项目概况

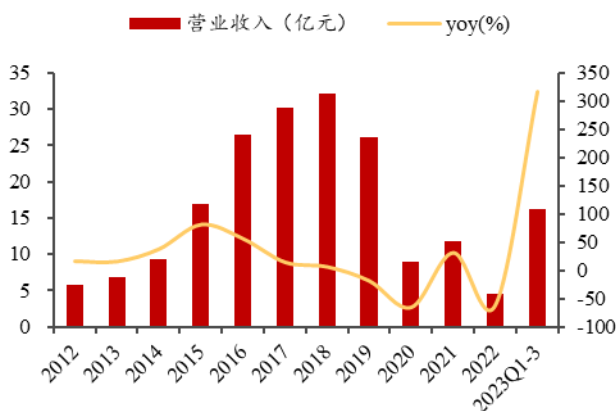
项目状态	项目分类	项目名称	合作方式	已/预计开业时间
已开业	重资产	杭州宋城千古情	自建	1996年5月18日
		三亚千古情景区	自建	2013年9月23日
		丽江千古情景区	自建	2013年3月21日
		张家界千古情景区	自建	2019年6月28日
		九寨千古情景区	合作(持股80%)	2014年5月1日
		桂林千古情景区	合作(持股70%)	2018年8月8日
		西安千古情景区	自建	2020年6月22日
		上海千古情景区	合作(持股88%)	2021年4月29日
在建	重资产	西塘宋城演艺谷	自建	未定
		佛山千古情	自建	预计于2024年2月10日
已开业	轻资产	炭河古城	IP授权	2017年7月3日
		宜春明月千古情景区	IP授权	2018年12月28日
		郑州黄帝千古情	IP授权	2020年9月19日
在建	轻资产	延安千古情景区	IP授权	未定
		三峡千古情	IP授权	暂定2024年5月1日

数据来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

### 1.3 旅游市场复苏, 公司复苏恢复趋势向好

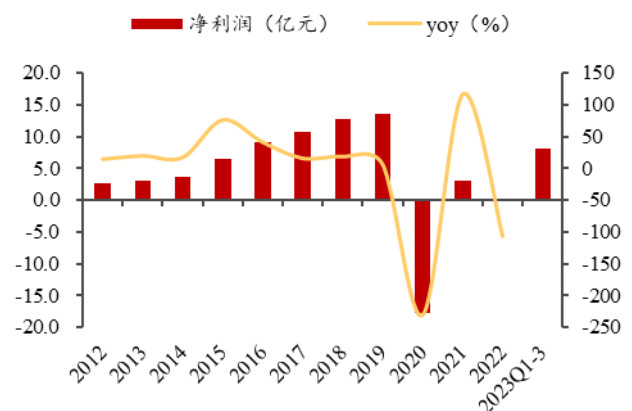
行业和市场强势复苏, 公司营收快速恢复, 费用率改善明显。2023年五一假期旅游出行距离和消费活跃度都创下了历史新高, 国内旅游人次和收入已经超过了2019年同期水平; 暑期以来旅游市场延续了强劲复苏势头。文化和旅游部数据显示, 2023年上半年国内旅游总人次23.84亿, 同比增长63.9%; 国内旅游收入2.3万亿元, 同比增长95.9%。2023年前三季度, 公司实现营业收入16.18亿元, 净利润8.05亿元, 归母净利润7.87亿元, 分别恢复至2019年同期的73.33%、61.93%和61.97%; 三季度单季度实现营业收入8.77亿元, 归母净利润4.84亿元, 分别恢复至2019年同期的111.20%、99.86%。2020-2022年公司各项期间费用率处于高位, 随着人流量恢复、营收增长, 23前三季度销售费用率降至3.82%, 管理费用率降至5.96%。

图2: 宋城演艺营业收入



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 宋城演艺净利润情况

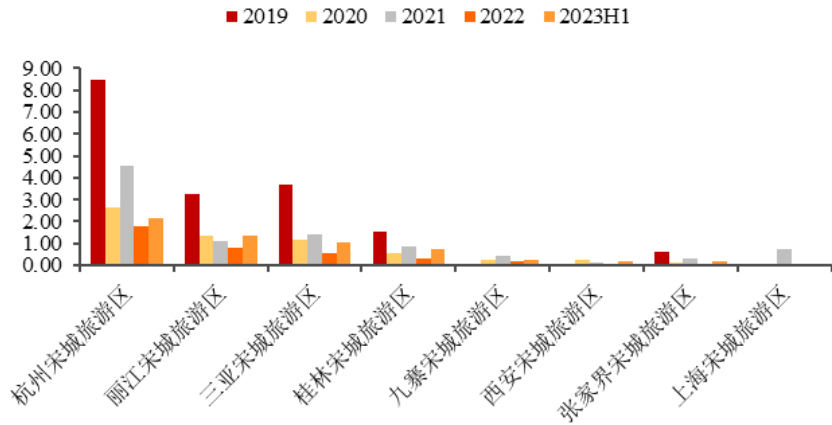


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2023年暑期旺季以来, 各个项目阶段性恢复比例提升明显。其中杭州宋城已基本恢复到2019年同期水平, 丽江千古情景区和桂林千古情景区则大幅超出2019年同期水平。在此基础上, 各个景区进一步抓住市场机遇, 因地制宜开展专题活动。上海千古情景区在开

业活动的刺激下预售火爆，一票难求，截止7月底，预售票总数超过40万张；杭州宋城举办音乐节、狂欢节等主题活动，点燃夏日激情，客群结构进一步年轻化、多样化，开展的杭州市民活动受到广大市民的热烈欢迎，8月12日《宋城千古情》创下一天上演21场的新纪录。得益于项目数量的增加和不断向好的经营恢复比，根据公司2023年半年报，暑期以来公司整体的人次和收入指标已超越2019年同期水平。

图4：主要景区年度营收情况（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 1.4 花房负面影响有望减弱

花房集团2023年业绩有较大下滑，宋城演艺对其持股比例从37.06%下降至35.35%。花房集团持股25%的公司被警方调查，涉及花房集团因该事项被冻结账户资金1.361亿元。截至2023年6月23日止的6个月，该公司未经审核的亏损预计将大约为2910万元，而2022年同期则是净利润2.051亿元。经调整净利润预计将是大约5640万元，2022年同期的净利润约为2.244亿元，其总市值为23亿港元。目前，花房集团所有冻结账户均已解冻且可用于日常业务运营，花房集团已向警方提交待结案扣押款约1.55亿元，正采取积极措施按联交所复牌指引推进复牌工作。

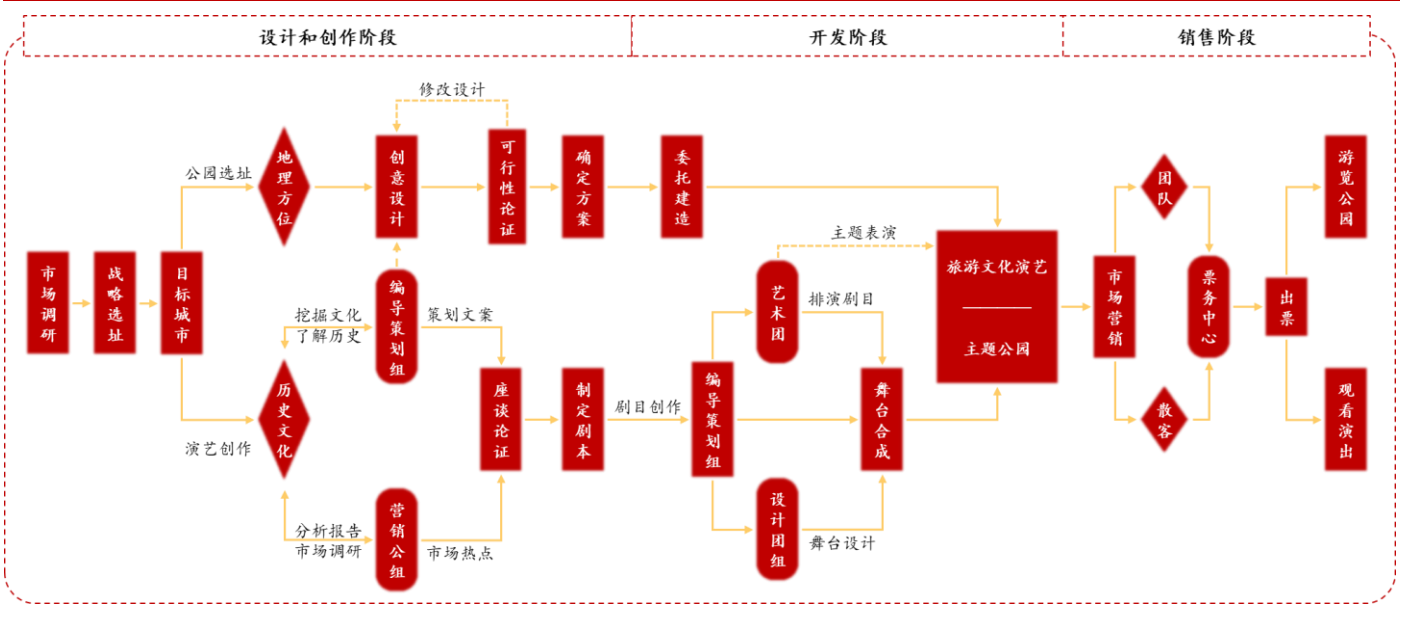
公司将继续督促花房集团，采取积极措施推动案件进展。目前案件已移交检察院，公司将继续积极推动案件进展以及审计师出具经审核的年度业绩，争取尽早消除对公司保留意见审计报告的影响。根据复牌指引，花房集团复牌需满足发布经审计的2022年财务业绩和2023年上半年业绩报告（审阅）、独立调查报告、独立内部控制报告等条件，公司正与复牌顾问、审计师、独立调查顾问沟通并推进相关工作。未来公司将更加坚定专注演艺主业，将按自身发展战略对花房集团长期股权投资制定后续进一步的规划。

## 2 全产业链能力构筑竞争壁垒，演艺公园模式盈利高效

### 2.1 全产业链赋能，经营模块联动协同

全产业链专业性构筑宋城演艺竞争壁垒。在长期发展过程中，公司形成了项目选址、规划设计、投资建设、导演编创、舞台呈现、景区运营、营销推广、提升改造全产业链闭环，加之公司强大的作品产出能力，有力保障了公司的差异化经营能力和持续创新突破能力，有利于公司控制成本、提升效率、增强盈利能力。

图5: 宋城演艺全产业链能力



资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

“主题公园+文化演艺”经营模式增强各业务板块联动效应和协同效应。公司由“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, 不断拓宽护城河。这一以演艺为核心、以主题公园为载体的经营模式克服了单一主题公园的文化内涵不够丰富、建成后缺乏创新和变化的缺陷, 以及单一旅游文化演艺节目体验层次较少、无法满足游客亲身参与和互动体验需求的缺陷。

表2: 各演艺类型及代表剧目

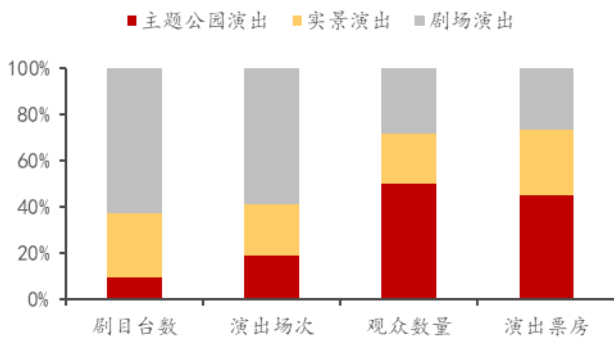
分类	演出载体	特点	作用	代表剧目
主题公园旅游演艺	主题公园	与主题公园游乐互补, 共同打造复合型旅游产品, 主题性尤其明显	以娱乐、参与性为主, 烘托主体公园内氛围	《宋城千古情》《大宋·东京梦华》《狮子王》
实景旅游演艺	自然山水实景演出	优美的自然山水与独特的地域文化紧密结合, 多为大规模	带动区域旅游市场发展	《印象·刘三姐》《长恨歌》《天门狐仙·新刘海砍樵》
剧场旅游演艺	独立剧场	与传统演艺易混淆, 多为城市的文化名片性的产品, 多为政府投资, 会采用巡演方式	带动区域旅游发展, 传播文化	《云南映像》《又见平遥》《时空之旅》

资料来源: 前瞻产业研究院, 社科院旅游研究中心, 浙商证券研究所

演艺公园模式盈利高效。主题公园类旅游演艺节目均在主题公园内演出, 游客在游玩项目的休息间歇也可欣赏演艺节目, 盈利模式高效。根据道略文旅产业研究中心数据, 2017年主题公园旅游演出剧目数量有26台, 仅占总台数的9.6%, 而票房收入却占到旅游演出总票房的45.3%。

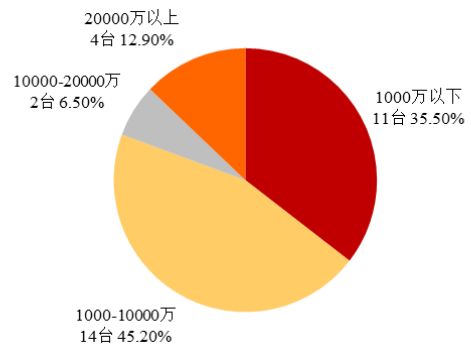


图6: 2017年中国旅游细分类型



资料来源: 道略文旅产业研究中心, 浙商证券研究所

图7: 2017年中国主题公园旅游演出剧目票房分布



资料来源: 道略文旅产业研究中心, 浙商证券研究所

## 2.2 室内外剧院矩阵, 配合多元化剧目提升客群覆盖力

**增加剧院数量, 完善室内外剧院矩阵。**根据公司规划, 每个景区都会考虑配套两个剧院, 一方面有助于丰富景区内容, 而且两个剧院旺季承载能力会增加, 另一方面有利于防范风险事件, 保证景区的持续运营。为实现这一目标, 2020年上半年, 杭州宋城进行了大规模的整改, 推出了风格各异的剧院, 如悬崖剧院、森林剧院、水上看台、沉浸式走动式剧院等, 多种个性化剧院为游客带来了不同的演出体验。

表3: 宋城各景区剧院储备情况

项目名称	剧院储备	个性化剧院类型
杭州宋城	4个标准剧院+1个5000人半室内剧院+1个2500人室外剧院+个性化剧院	森林剧院、悬崖剧院等
三亚千古情	2个标准剧院+个性化剧院	森林剧院、清明上河图电影馆等
丽江千古情	1个标准剧院+个性化剧院	森林剧院、丽江恋歌实景剧场等
九寨千古情	1个标准剧院	
桂林千古情	1个标准剧院+个性化剧院	清明上河图电影馆、3号秘境旅游综合体等
张家界千古情	2个标准剧院(1个在建)+个性化剧院	清明上河图电影馆、火山舞台等
西安千古情	2个标准剧院+个性化剧院	幻境空间、演艺广场等
上海千古情	2个标准剧院+个性化剧院	森林剧院、鸟秀剧院、悬崖剧院等
佛山千古情	规划3个剧院	

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

**配合剧院升级, 公司注重多元化内容产出。**公司持续产出多元化内容, 构建多层次的产品矩阵, 满足不同客群的需求。杭州宋城现已形成了以大型歌舞秀《宋城千古情》为主秀, 包含亲子秀《WA!恐龙》、5D实景剧《大地震》、全息秀《幻影》、战争剧《映山红》、大型互动体验项目《库克船长》《上甘岭》、武侠剧《燕青打擂》、互动剧《铡美案》、裸眼3D《幻境空间》、《悬崖音乐会》《森林音乐会》等涵盖多种演艺形态、多种演出内容的剧目矩阵。

图8: 宋城演艺大景区战略

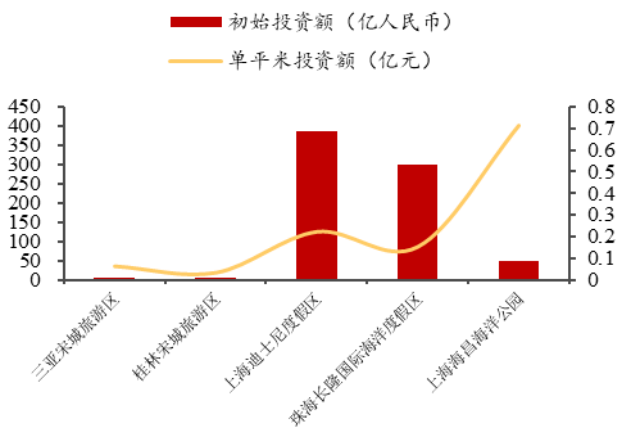


资料来源: 公司公众号, 浙商证券研究所

### 2.3 低成本, 高回报, 形成可复制的重资产模式

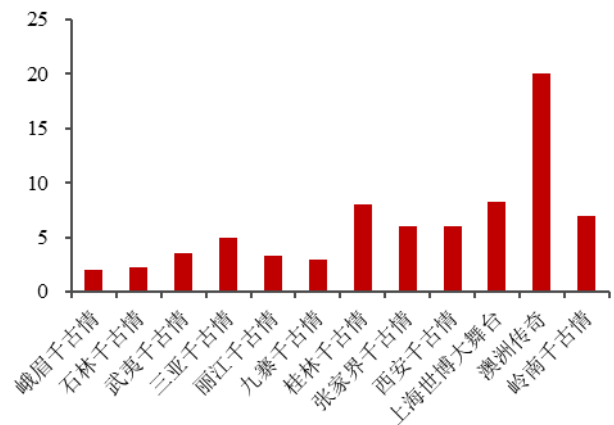
公司重资产项目前期投入更为经济。新项目投资额虽有所增长, 如张家界千古情、上海千古情等, 但总体投资较少; 与同行业公司相比, 宋城演艺表现出在初始投资上的明显优势: 上海宋城初始投资额仅8亿左右, 而上海迪士尼、长隆乐园等项目投资额在300亿人民币以上。从单亩地投资来看, 宋城单平米投资额仅3000万-6000万, 也远低于可比景区。宋城演艺更聚焦于经营和管理, 实现体验和效率的升级。

图9: 不同景区前期投入对比



资料来源: 公司公告, 新华网, 环球网, 浙商证券研究所整理

图10: 宋城演艺不同千古情前期投入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

重资产项目转固后, 客流增长降低待摊成本占比。公司虽然项目逐步扩建和增加, 但随着项目成熟转固, 投运后客流增长, 待摊费用占收入比例成下降状态。从2007年-2014年, 待摊费用占比从12.5%增加到18.8%, 随后下降至2019年14.6%。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/048062010127006032>