

宋城演艺 (300144)

证券研究报告

2022年11月29日

跨省游不再与风险区联动，宋城演艺大股东等转让10%股份、实控人地位不变

■文旅部贯彻优化防疫工作的二十条措施，11月18日公告关于印发旅行社、上网服务场所、娱乐场所、剧院等演出场所防疫指南的通知，此外，还公告印发《旅游景区疫情防控措施指南》(2022年11月修订版)的通知。

1)《旅行社新冠肺炎疫情防控工作指南(第五版)》，跨省旅游经营活动不再与风险区实施联动管理，意味着旅游经营活动在非高风险区有望得以展开，此前21年8月开始实施跨省旅游熔断(第三版)、22年5月开始实施跨省旅游熔断(第四版)。

2)《剧院等演出场所新冠肺炎疫情防控工作指南(第六版)》，较第五版新增“无疫情地区原则上不对剧院等演出场所接待消费者人数比例做限制，原则上不对演唱会、音乐节、实景旅游演出等大型营业性演出活动观众人数做限制”。此外，低风险地区“举办大型营业性演出活动……适当控制人数规模”放松为“由属地党委、政府……自行决定……观众人数”；暂缓举办营业性演出活动的地区由“中、高风险区”收窄为“高风险区”；以及，自行决定演出场所接待人数的主体由“各省(市、区)党委、政府”转变为“属地党委、政府”。

3)《旅游景区疫情防控措施指南》(2022年11月修订版)，较21年10月版将“加强入口管理”有关内容单独提炼完善到第12条、并增加了第十八条落实主体责任，此外，其他优化措施相对有限，主要系旅游景区较剧院等演出场所更早在去年上一版已进行优化。

■非高风险区跨省游、演艺等业务限制减少，而且高风险区范围也在缩小，因此旅行社、演艺、景区等旅游市场有望受益此次政策指南优化，若叠加疫情及消费好转预计将形成进一步基本面催化。此次政策指南优化主要利好国内旅行社、长线旅游目的地、演艺企业，后续一方面期待有基本面催化、另一方面期待更多优化措施出台。

■宋城演艺11月18日公告，宋城集团向金研宋韵转让1.31亿股，占总股本5.01%；宋城集团/黄巧灵/刘萍分别向华能贵诚信托转让0.46/0.77/0.08亿股，占总股本1.76%/2.94%/0.31%，合计1.31亿股，占总股本5.01%。此次大股东合计转让10.02%股份，转让价格均为12.16元/股，转让价款合共为31.86亿元，此次转让不会导致实控人变化，转让后宋城集团/黄巧灵/刘萍/黄巧龙分别持股22.71%/8.88%/1.07%/3.28%，转让后宋城集团、黄巧灵及其一致行动人合计持股降至35.94%。金研宋韵系杭州金研子罕持股企业，归属金研资本系；华能贵诚系中国华能集团控股、贵州省及国内多家大型国有企业参股的全国性信托金融机构，两者在此之前与宋城均无关联交易。

本次股份转让价款分两期支付，与金研宋韵/华能贵诚的首笔转让价款分别为总价款的50%/52%，应于其支付条件满足后30日内支付；次笔为总价款50%/48%，应于首笔转让价款支付后24/18个月内支付。且转让方同意对此次转让履行差额补足等增信义务，并有权按约定分享超额收益。

■乐观来看，大股东转让股份后回流了资金释放了压力，22年4月上市公司曾以4.58亿元对价将下属全资子公司珠海宋城演艺王国转让给大股东，并由宋城集团负责珠海项目的后续投资开发与建设、且疫情以来景区演艺受损度高经营现金流有限，而疫后复苏的项目发展还需要资金；大股东转让10%股份后仍持股35.94%相对不低、且有转让款差额补足义务显示对股价信心。

保守而言，受损度高的旅行社渠道疫后恢复是高于预期还是如期还是不及预期、老年群体易属感人群对其初期恢复是否有影响，还需疫情好转后观察。

整体上，我们认为无需过虑股权的非实控人地位变动，核心要跟进整体旅游复苏节奏及公司业绩兑现周期、尤其是增量项目疫后爬坡是否符合预期，近期跨省游及演出活动优化信号尤其利好宋城演艺、建议加大关注。

■公司21Q2/22Q3收入较19年恢复度为72%/35%、业绩恢复度为59%/22%，22Q1-Q3货币资金为23.77亿元、长期借款率16%，在上市公司层面，虽因为疫情业务受损，但得益于模式，有投资小、回报高、复制性强的优势、叠加疫后降本增效，整体压力可控。公司作为国内演艺龙头、竞争优势突出且伴随时间推移领先优势强化，虽有赖团客在疫情反复下复苏存波折、但疫后旅游演艺需求长期存在，期待桂林、张家界、西安及上海项目疫后爬坡向上，以及项目持续扩容带来增量业绩，我们预计公司22-24年归母净利润为1.27/12.64/16.99亿元，同比增速分别为-60%/+893%/+34%，当前股价对应23/24年PE为29/22x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观环境波动风险，疫情不确定性风险，新项目开业不及预期风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	902.59	1,184.86	588.00	2,860.98	3,724.59
增长率(%)	(65.44)	31.27	(50.37)	386.56	30.19
EBITDA(百万元)	2,336.29	732.77	527.27	1,881.50	2,240.68
归属母公司净利润(百万元)	(1,752.40)	315.13	127.30	1,264.25	1,699.36
增长率(%)	(230.80)	(117.98)	(59.60)	893.11	34.42
EPS(元/股)	(0.67)	0.12	0.05	0.48	0.65
市盈率(P/E)	(21.07)	117.16	290.01	29.20	21.73
市净率(P/B)	4.98	4.83	4.72	4.17	3.66
市销率(P/S)	40.90	31.16	62.79	12.90	9.91
EV/EBITDA	19.13	47.59	65.90	17.26	14.14

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	社会服务/旅游及景区
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	14.12元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,614.69
流通A股股本(百万股)	2,287.69
A股总市值(百万元)	36,919.48
流通A股市值(百万元)	32,302.14
每股净资产(元)	2.93
资产负债率(%)	17.01
一年内最高/最低(元)	18.05/10.59

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

何富丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110521120003
hefuli@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《宋城演艺-季报点评:22Q3业绩基本符合预期，估值历史低位等待更强复苏》2022-11-03
- 《宋城演艺-半年报点评:业绩符合预期，暑期迎来区域性复苏》2022-08-29
- 《宋城演艺-首次覆盖报告:国内首屈一指的演艺龙头，短看复苏长看新项目新模式空间》2022-08-14

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,337.78	1,858.75	1,299.41	3,746.92	4,536.70	营业收入	902.59	1,184.86	588.00	2,860.98	3,724.59
应收票据及应收账款	5.89	2.20	6.99	26.28	16.03	营业成本	352.67	579.59	288.12	915.51	1,191.87
预付账款	21.93	9.51	10.87	61.15	19.76	营业税金及附加	11.93	22.37	11.10	28.54	37.15
存货	13.42	12.52	10.82	31.21	19.74	销售费用	63.65	66.18	32.93	171.66	230.92
其他	534.38	124.82	586.55	663.74	412.83	管理费用	288.08	256.19	158.76	200.27	260.72
流动资产合计	1,913.41	2,007.79	1,914.65	4,529.30	5,005.07	研发费用	37.49	41.18	20.58	71.52	111.74
长期股权投资	1,534.54	1,677.55	1,677.55	1,677.55	1,677.55	财务费用	(12.84)	(0.95)	1.90	(20.28)	(54.56)
固定资产	2,508.75	2,697.05	2,446.73	2,282.10	2,119.94	资产/信用减值损失	(1,910.46)	(26.66)	(24.61)	(29.64)	(65.35)
在建工程	771.87	404.74	678.38	811.82	877.92	公允价值变动收益	0.25	(12.10)	(3.62)	(5.62)	(7.58)
无形资产	1,880.03	1,712.82	1,664.36	1,615.90	1,567.44	投资净收益	14.01	181.84	146.99	102.49	40.56
其他	586.74	1,326.55	1,019.21	961.99	939.49	其他	3,757.15	(295.23)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	7,281.94	7,818.72	7,486.23	7,349.37	7,182.35	营业利润	(1,699.35)	372.46	193.37	1,560.99	1,914.37
资产总计	9,195.34	9,826.51	9,400.88	11,878.66	12,187.41	营业外收入	3.24	6.09	8.11	19.00	11.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	41.01	34.71	60.61	55.00	90.07
应付票据及应付账款	372.48	481.95	202.18	560.75	498.69	利润总额	(1,737.11)	343.84	140.87	1,524.99	1,835.37
其他	132.67	178.17	268.54	1,355.37	466.82	所得税	29.84	41.25	16.91	247.97	110.13
流动负债合计	505.14	660.12	470.72	1,916.12	965.51	净利润	(1,766.95)	302.59	123.96	1,277.02	1,725.24
长期借款	282.00	270.00	220.00	160.00	100.00	少数股东损益	(14.55)	(12.54)	(3.35)	12.77	25.88
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(1,752.40)	315.13	127.30	1,264.25	1,699.36
其他	484.39	853.42	577.15	638.32	689.63	每股收益(元)	(0.67)	0.12	0.05	0.48	0.65
非流动负债合计	766.39	1,123.42	797.15	798.32	789.63						
负债合计	1,460.08	1,871.30	1,267.87	2,714.44	1,755.14	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	322.97	310.44	307.71	318.25	337.43	成长能力					
股本	2,614.69	2,614.69	2,614.69	2,614.69	2,614.69	营业收入	-65.44%	31.27%	-50.37%	386.56%	30.19%
资本公积	1,211.36	1,250.04	1,250.04	1,250.04	1,250.04	营业利润	-198.48%	-121.92%	-48.08%	707.26%	22.64%
留存收益	3,649.55	3,931.34	4,035.00	5,077.60	6,337.47	归属于母公司净利润	-230.80%	-117.98%	-59.60%	893.11%	34.42%
其他	(63.33)	(151.30)	(74.43)	(96.35)	(107.36)	获利能力					
股东权益合计	7,735.26	7,955.21	8,133.01	9,164.23	10,432.27	毛利率	60.93%	51.08%	51.00%	68.00%	68.00%
负债和股东权益总计	9,195.34	9,826.51	9,400.88	11,878.66	12,187.41	净利率	-194.15%	26.60%	21.65%	44.19%	45.63%
						ROE	-23.64%	4.12%	1.63%	14.29%	16.83%
						ROIC	-25.61%	5.65%	3.52%	22.86%	39.82%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债率	15.88%	19.04%	13.49%	22.85%	14.40%
净利润	(1,766.95)	302.59	127.30	1,264.25	1,699.36	净负债率	-13.49%	-19.51%	-13.07%	-38.90%	-42.29%
折旧摊销	293.09	352.17	298.78	303.29	308.17	流动比率	2.76	2.68	4.07	2.36	5.18
财务费用	17.78	23.51	1.90	(20.28)	(54.56)	速动比率	2.74	2.67	4.04	2.35	5.16
投资损失	(14.01)	(181.84)	(146.99)	(102.49)	(40.56)	营运能力					
营运资金变动	71.01	208.28	(297.19)	1,238.91	(596.00)	应收账款周转率	160.82	293.12	127.96	171.97	176.04
其它	1,793.03	45.76	(6.97)	7.15	18.29	存货周转率	92.41	91.33	50.37	136.14	146.21
经营活动现金流	393.94	750.47	(23.16)	2,690.83	1,334.71	总资产周转率	0.09	0.12	0.06	0.27	0.31
资本支出	(802.25)	(289.74)	549.91	162.47	112.33	每股指标(元)					
长期投资	(1,934.06)	143.01	0.00	0.00	0.00	每股收益	-0.67	0.12	0.05	0.48	0.65
其他	1,795.31	110.17	(1,067.61)	(125.75)	(197.78)	每股经营现金流	0.15	0.29	-0.01	1.03	0.51
投资活动现金流	(941.00)	(36.56)	(517.70)	36.72	(85.45)	每股净资产	2.83	2.92	2.99	3.38	3.86
债权融资	307.27	13.38	(72.32)	(34.25)	(2.28)	估值比率					
股权融资	(288.24)	(180.04)	53.84	(245.80)	(457.20)	市盈率	-21.07	117.16	290.01	29.20	21.73
其他	94.05	(29.55)	0.00	0.00	0.00	市净率	4.98	4.83	4.72	4.17	3.66
筹资活动现金流	113.08	(196.20)	(18.48)	(280.05)	(459.49)	EV/EBITDA	19.13	47.59	65.90	17.26	14.14
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	21.51	79.19	152.08	20.57	16.40
现金净增加额	(433.98)	517.71	(559.33)	2,447.51	789.78						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com