

买入

宋城演艺 (300144. SZ)

签约轻资产三峡项目，千古情 IP 再显优势

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen. com. cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen. com. cn	执证编码：S0980513100003
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen. com. cn	执证编码：S0980521120002
联系人：	杨玉莹	0755-81982942	yangyuying@guosen. com. cn	

◆ 社会服务 · 旅游及景区

◆ 投资评级：买入（维持评级）

事项：

公司公告：公司及旗下全资孙公司三亚宋城无边科技公司与湖北交投宜昌投资开发有限公司、宜都市人民政府签署《“宋城·三峡千古情”项目合作协议书》。同时，公司此前公告控股股东宋城集团及其一致行动人分别与金研宋韵、华能信托，以 12.16 元/股（协议签署日收盘价 90%）价格各协议转让 11.31 亿股公司股份，二者合计占公司总股本 10.2%，对应金额合计 31.86 亿元。

国信社服观点：1) 三峡轻资产项目落地继续验证公司商业模式优势，未来公司多元轻资产扩张有望持续提速。2) 虽近期控股股东协议转让 10.02% 股权，但实控人地位保持不变，且设置有增信补偿及超额收益分润条款，未来利益绑定下有望共谋发展。3) 投资建议：假设三峡项目如期落地并继续假设 2023 年春天后出行复苏，略上调公司 2022-2024EPS 至 0.05/0.38/0.56(此前为 0.05/0.37/0.55 元)，对应 PE242/33/22x。短期疫情扰动的不确定性仍存，但未来若行业复苏，公司一看近两年产能扩张+内容升级带来的成长空间；二看疫情下推动数字化及各类管理优化，有望助力中线盈利能力的优化提升；三是公司未来轻资产扩有望更加多元化，轻重结合扩张提供中线成长中枢。综合来看，我们仍维持“买入”评级。

评论：

◆ 三峡千古情项目落地，轻资产扩张再提速

公司公告：宋城演艺及旗下全资孙公司三亚宋城无边科技发展有限公司与湖北交投宜昌投资开发有限公司、宜都市人民政府签署《“宋城·三峡千古情”项目合作协议书》，主要要点如下：

- 1) 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，项目将依托鲟龙主题生态旅游岛，围绕峡江历史文化、三国文化、巴楚文化，打造具有特色和底蕴的永久性旅游目的地，有望成为湖北首个大型文化演出项目；
- 2) 公司将提供品牌授权、“千古情”节目编创、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；
- 3) 项目已于协议签署当天正式开工，在合作方按期完成公园和剧院建设并通过规划、消防等验收手续、办妥相关权证具备对外营业的前提下，景区和演出开业时间暂定为 2024 年 5 月 1 日；
- 4) 在公司将接受委托对项目进行日常经营管理，委托经营管理期限为十年（120 个月），自项目开业之日起算，并按照项目年经营收入的 20%收取委托经营管理费。十年期满后，宋城演艺方拥有优先续约权。

我们认为，三峡千古情项目是继宁乡·炭河、宜春·明月、新政·黄帝后，公司落地的又一轻资产项目。公司能以旅游演艺品牌与管理输出的模式持续轻资产扩张，主要得益于在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。从协议条款来看，三峡千古

情项目与此前炭河新郑、宜春、延安等项目大框架基本一致，其开业后经营管理分成时间相对较长，疫情下再次显示公司演艺模式良好的议价能力。

从业绩增厚来看，如果项目 2024 年 5 月如期顺利开业，我们预计 2023-2025 年有望带来一定的业绩增厚（主要系 2.6 亿一揽子合作费用根据项目节奏逐步落地影响）。

表1：宋城演艺轻资产项目总览

项目名称	开业签约时间	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。
郑州·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	预计 2024 年 5 月 1 日	宜昌市人民政府及湖北交投宜昌投资开发有限公司	项目编制、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等，国信证券经济研究所整理

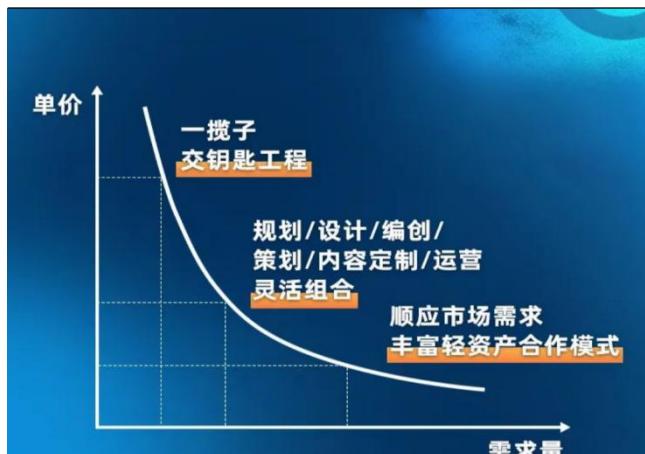
未来多元化轻资产扩张有望继续推进，更好地应对后疫情时代发展。结合公司此前年报及官微等信息，公司未来积极探索更多样化的项目合作开发模式和运营模式，以期更好地应对疫情持续时间不确定的风险。其中轻资产拓展方面，在现有一揽子交钥匙模式的基础上，顺应市场需求，丰富轻资产合作模式，更好发挥品牌效应，提高盈利能力。在三峡千古情落地基础上，随着未来出行环境好转，我们预计公司还不排除更多元轻资产管理输出扩张，有望持续助力公司中线成长。

图1：公司多样化轻量化投资



资料来源：公司官微，公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：公司轻资产输出形式



资料来源：公司官微，公司官网，国信证券经济研究所整理

◆ 控股股东协议转让 10%股权，实控人地位仍保持不变，增信和超额收益条款有助于利益一致谋发展

公司公告股东此前公告拟转让 10.02% 股权，实控人地位不变。公司控股股东宋城集团及其一致行动人分别与金研宋韵、华能贵诚信托签订转让协议，以 12.16 元/股（协议签署日收盘价 90%）价格各协议转让

11.31亿股公司股份，二者合计占公司总股本比例为10.02%，对应金额合计31.86亿元。本次协议转让后，公司控股股东黄巧灵及其一致行动人持股比例降至35.94%，仍为公司控股股东。上市公司业务仍系控股股东最核心利益构成。

设置增信及超额收益安排。根据公告，股权转让方对受让方本次投资标的股份的事宜履行差额补足等增信义务，且基于此甲方有权按约定分享标的股份最终实现的超额收益（如有），进而有助于利益一致谋发展。

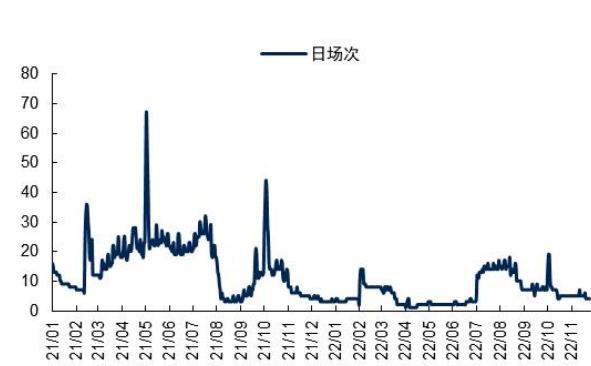
协议受让主体持股均超5%，预计短期对二级市场冲击可控。由于上述系大股东协议转让，且金研宋韵、华能贵诚信托持股比例超过5%，达到举牌线，按短线交易约束要求，故预计6个月内不得出售。并且，按目前减持规定，金研宋韵、华能贵诚信托此后再减持时：一需提前15个交易日披露减持计划，二是三个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数不得超过公司股份总数的百分之一，有较为严格的限制。

总体来看，虽然本次控股股东减持比例不低，但通过协议转让方式，预计可尽量减少短期对二级市场交易的影响；实控人持股仍达到36%，仍系公司控股股东。从承接方的角度，在目前相对艰难的情况下仍愿意受让5%的股权，本身也是看重公司本身商业模式良好及后续复苏下的弹性预期，且协议还包括增信补偿及超额收益分润条款，与控股股东利益一致下未来也有望共谋发展。

◆ 短期经营仍然受疫情反复影响，但未来复苏公司产能扩容和轻重结合扩张下中线成长仍可期

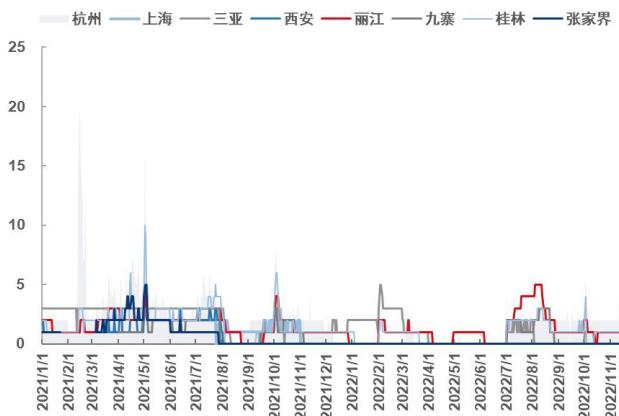
虽然短期出行复苏仍待跟踪，但若明年出行逐步复苏，公司一是主业逐步恢复可期，疫情下公司产能持续扩张（杭州、丽江、三亚座位扩容，西安、上海等新项目等落地）助力中线成长，且未来演艺内容仍有希望持续丰富提升；二是公司疫情下面对8个自营主题公园刚性成本压力，公司努力推动数字化及各类管理优化，最大化降低损失，今年Q3丽江项目收入提升同时，成本亦控制良好，为未来疫情企稳盈利复苏创造良好条件；三是结合本次三峡千古情落地及公司旅游演艺商业模式优势，公司未来轻资产扩张或轻重结合扩张仍有新看点。

图3: 公司每日演出场次变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4: 公司主要项目每日演出场次变化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：短期复苏节奏仍需跟踪，但轻重结合扩张有望助力新成长，维持“买入”评级

假设三峡项目如期落地并继续假设2023年春天后出行复苏，略上调公司2022-2024EPS至0.05/0.38/0.56（此前为0.05/0.37/0.55元），对应PE242/33/22x。公司原有业务模式虽受疫情影响较大，但公司在后疫情时代苦练内功，提高运营效率，未来行业复苏+轻重结合扩张仍值得期待，我们维持中长期“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观系统性风险及大规模传染疫情风险；监管风险；六间房长期股权投资减值风险；新项目扩张低于预期；既有项目增长趋缓；股东减持风险。

表2：可比公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
300144. SZ	宋城演艺	12.44	329.97	0.12	0.05	0.38	0.56	103.22	241.48	33.03	22.40	买入
603136. SH	天目湖	26.21	50.36	0.28	0.06	0.70	0.92	93.61	436.83	37.44	28.49	买入
600138. SH	中青旅	11.35	83.46	0.03	-0.22	0.46	0.75	378.33	-51.59	24.67	15.13	买入
1992. HK	复星旅游文化	7.24	89.72	-2.19	-0.18	0.48	0.75	-	-	15.20	9.67	无评级
2255. HK	海昌海洋公园	3.31	276.35	0.21	-0.05	0.01	0.06	15.65	-	275.48	58.10	无评级

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测 注: 复星旅游文化、海昌海洋公园盈利预测来自万德一致预期。

相关研究报告:

- 《宋城演艺（300144. SZ）-第三季度净利润较快增长，控费增效应对疫情挑战》——2022-10-28
- 《宋城演艺（300144. SZ）-二季度努力实现微利 多管齐下迎接疫后复苏》——2022-08-28
- 《宋城演艺（300144. SZ）-疫情影响主业经营，轻装上阵积极多元谋成长》——2022-04-24
- 《宋城演艺-300144-2021 年三季报点评：三季度实现盈利好于预期，费控及花房表现出色》——2021-10-25
- 《宋城演艺-300144-2021 年中报点评：上半年经营符合预期，公司积极应对疫情后时代》——2021-08-28

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1338	1859	1600	2552	3608	营业收入	903	1185	489	1926	2534
应收款项	56	12	13	49	64	营业成本	353	580	196	655	751
存货净额	13	13	(3)	21	25	营业税金及附加	12	22	9	35	30
其他流动资产	171	121	49	193	253	销售费用	64	66	15	58	76
流动资产合计	1913	2008	1662	2818	3954	管理费用	288	256	323	200	195
固定资产	3281	3102	2915	2920	2808	研发费用	37	41	7	29	38
无形资产及其他	1880	1713	1644	1577	1509	财务费用	(13)	(1)	(19)	(21)	(51)
投资性房地产	587	1327	1327	1327	1327	投资收益	14	182	214	153	160
长期股权投资	1535	1678	2178	2172	2167	资产减值及公允价值变动	1878	(2)	0	15	15
资产总计	9195	9827	9726	10813	11764	其他收入	(3790)	(69)	(7)	(29)	(38)
短期借款及交易性金融负债	12	37	441	300	200	营业利润	(1699)	372	172	1139	1669
应付款项	372	482	(106)	499	597	营业外收支	(38)	(29)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	309	229	68	68	79	利润总额	(1737)	344	152	1119	1649
流动负债合计	694	748	402	867	876	所得税费用	30	41	23	174	257
长期借款及应付债券	282	270	270	270	270	少数股东损益	(15)	(13)	(6)	(41)	(60)
其他长期负债	484	853	1009	958	907	归属于母公司净利润	(1752)	315	135	985	1452
长期负债合计	766	1123	1279	1228	1177	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1460	1871	1681	2095	2053	净利润	(1752)	315	135	985	1452
少数股东权益	323	310	306	290	266	资产减值准备	1893	(1900)	1	(0)	(0)
股东权益	7412	7645	7739	8428	9445	折旧摊销	258	292	354	379	396
负债和股东权益总计	9195	9827	9726	10813	11764	公允价值变动损失	(1878)	2	0	(15)	(15)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(13)	(1)	(19)	(21)	(51)
每股收益	(0.67)	0.12	0.05	0.38	0.56	营运资本变动	1826	(2147)	(506)	352	(23)
每股红利	0.12	0.06	0.02	0.11	0.17	其它	(1910)	1894	(5)	(16)	(24)
每股净资产	2.83	2.92	2.96	3.22	3.61	经营活动现金流	(1563)	(1545)	(22)	1684	1787
ROIC	3.79%	3.75%	0%	14%	20%	资本开支	0	1840	(100)	(301)	(201)
ROE	-23.64%	4.12%	2%	12%	15%	其它投资现金流	519	333	0	0	0
毛利率	61%	51%	60%	66%	70%	投资活动现金流	2453	2029	(600)	(295)	(195)
EBIT Margin	16%	19%	-12%	49%	57%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBITDA Margin	45%	43%	60%	69%	73%	负债净变化	282	(12)	0	0	0
收入增长	-65%	31%	-59%	294%	32%	支付股利、利息	(301)	(145)	(40)	(295)	(436)
净利润增长率	-231%	-118%	-57%	631%	47%	其它融资现金流	(1290)	350	404	(141)	(100)
资产负债率	19%	22%	20%	22%	20%	融资活动现金流	(1337)	36	363	(436)	(536)
股息率	0.9%	0.4%	0.1%	0.9%	1.3%	现金净变动	(447)	521	(259)	952	1056
P/E	(18.6)	103.2	241.5	33.0	22.4	货币资金的期初余额	1785	1338	1859	1600	2552
P/B	4.4	4.3	4.2	3.9	3.4	货币资金的期末余额	1338	1859	1600	2552	3608
EV/EBITDA	83.5	67.2	116.5	26.1	18.8	企业自由现金流	0	178	(304)	1231	1391
						权益自由现金流	0	515	116	1108	1334

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

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。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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 层

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