

宋城演艺 (300144.SZ)

一季度扭亏为盈，存量扩容与项目升级助全面复苏成长

买入

核心观点

2022 年经营承压，处于业绩预告区间内。2022 年公司实现营收 4.58 亿元/-61.36%，恢复至疫情前的 17.53%；归母净利润 0.10 亿元/-96.94%，但仍盈利；扣非净亏损 3670.57 万元/-113.71%；EPS 0.004 元，处于业绩预告区间。Q4 公司收入同降 59%，但归母和扣非净利润均减亏，成本费用控制良好。

2022 年各项目均承压，轻资产确认有限，珠海、澳洲项目转让至集团。2022 年核心项目均拖累，公司杭州本部、三亚、九寨、桂林等项目收入同比下降 5-6 成，仅恢复至 2019 年 10-20%+；张家界、西安、上海基本处闭园状态；仅丽江项目收入 0.85 亿元/-26.65%（暑期阶段良好），恢复 25.57%，并实现盈利 0.25 亿元，收入下滑下净利率仍与 2021 年相当，主要得益于其成本费用持续优化。2022 年，公司将珠海、澳洲项目转让给集团，但未来由上市公司经营管理，从而回笼部分现金流，助力上市公司轻装上阵发展。同时，2022 年公司仅轻资产确认收入 0.16 亿元/-83.87%，轻资产确认非常有限。

2023Q1，公司收入恢复近 3 成，归母净利润和扣非净利润均扭亏为盈。2023Q1 公司营收 2.34 亿元/+174.82%，较 2019Q1 恢复 28.43%；归母净利润/扣非净利润各 0.60/0.56 亿元，均扭亏为盈，较 19Q1 恢复约 16%、15%。除三亚、丽江项目外，公司核心项目 3 月才开始逐步复园，故恢复程度仍然受制。但 2023Q1VS2022Q1，公司演出场次增加近一倍，丽江项目已明显超疫情前，3 月杭州开园后，散客预计已快速恢复疫前水平。

旅游逐步迎来旺季，存量扩容&内容升级助复苏成长，轻重结合扩张夯实中线增长中枢。结合我们跟踪，公司五一场次预订已超疫前，今年 Q2/Q3 伴随旅游逐步迎来旺季，其复苏有望明显加速。同时，VS2019 年，公司自营项目从“3（成熟）+2（培育）”个增至“5（成熟）+4（培育）”，核心成熟项目剧院翻倍、承载量扩容；西安千古情 3 月升级亮相后成效显著，再次彰显公司内容迭代能力，期待上海项目后续升级推出后的经营表现。佛山项目预计今年内有望推出。此外，集团海外扩张未来预计由上市公司经营管理，而疫情三年变化下，政府与景区对文旅演艺项目的需求更侧重实效与运营，公司强运营能力下，未来国内外多元轻资产扩张有望逐步构筑新的增长驱动。

风险提示：疫情反复；新项目扩张、新模式验证低于预期；股东减持风险。

投资建议：维持买入。综合考虑花房或有潜在影响，上海项目开业节奏以及西安、张家界培育期等影响，我们下调公司 23-25 年 EPS 至 0.33/0.56/0.68 元（此前 23/24 年 EPS 0.40/0.63 元），对应 PE44/26/22x。旅游逐步迎来旺季，存量扩容及内容升级下公司 Q2/Q3 复苏成长有望全面提速，未来轻重结合扩张有望更加多元灵活，助力中线成长中枢，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@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

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.59 元
总市值/流通市值	38148/33377 百万元
52 周最高价/最低价	17.31/10.59 元
近 3 个月日均成交额	380.85 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宋城演艺 (300144.SZ) - 复苏在望，更轻更强，演艺龙头开启全新成长》——2023-03-06
 《宋城演艺 (300144.SZ) - 签约轻资产三峡项目，千古情 IP 再显优势》——2022-11-25
 《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

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,185	458	1,965	3,044	3,686
(+/-%)	31.3%	-61.4%	329.3%	54.9%	21.1%
净利润(百万元)	315	10	867	1458	1772
(+/-%)	-118.0%	-96.9%	8880.6%	68.1%	21.5%
每股收益(元)	0.12	0.00	0.33	0.56	0.68
EBIT Margin	18.5%	-50.4%	44.5%	47.3%	47.7%
净资产收益率 (ROE)	4.1%	0.1%	10.6%	15.9%	17.0%
市盈率 (PE)	121.1	3949.9	44.0	26.2	21.5
EV/EBITDA	78.2	650.4	34.1	23.0	19.5
市净率 (PB)	4.99	5.05	4.68	4.16	3.66

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

2022 年经营承压, 处于业绩预告区间内。2022 年公司实现营收 4.58 亿元/-61.36%, 恢复至疫情前的 17.53%; 实现归母净利润 0.10 亿元/-96.94%, 但仍盈利; 扣非净亏损 3670.57 万元/-113.71%; EPS 0.004 元, 处于业绩预告区间。2022Q4 公司收入同降 59%, 但归母净利润和扣非净利润均减亏, 成本费用控制良好。

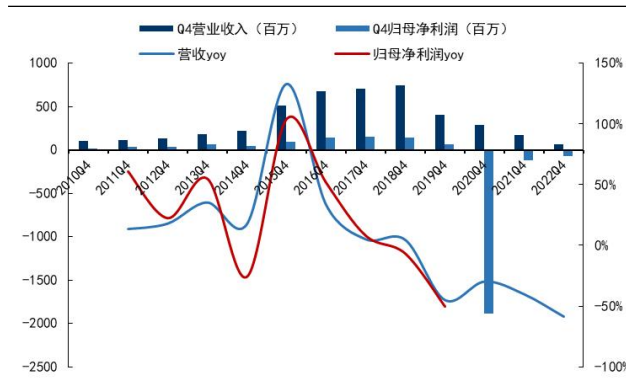
2022 年报之会计师事务所出具保留意见, 主要系参股 35% 子公司花房集团旗下参股 25% 的公司出现风险事项, 影响会计师对花房相关长期股权价值的确认; 此事项预计不影响宋城自身正常经营, 且预计后续有望妥善解决。

图1: 公司 2022 年收入及归母净利润表现



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

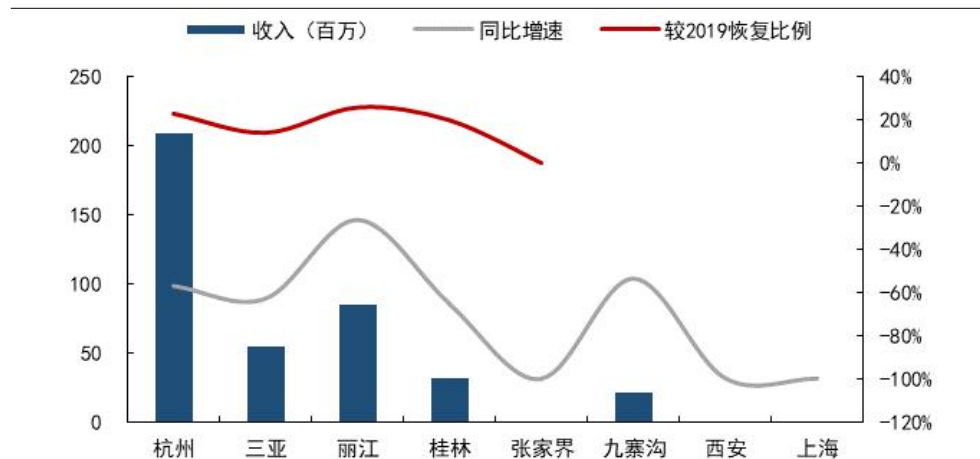
图2: 公司 2022Q4 收入及归母净利润表现



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年各项目均承压, 轻资产确认有限, 珠海、澳洲项目转让至集团。2022 年核心项目均拖累, 公司杭州本部、三亚、九寨、桂林等项目收入同比下降 5-6 成, 仅恢复至 2019 年 10-20%+; 张家界、西安、上海基本处闭园状态; 仅丽江项目收入 0.85 亿元/-26.65% (暑期阶段良好), 恢复 25.57%, 并实现盈利 0.25 亿元, 收入下滑下净利率仍与 2021 年相当, 主要得益于其成本费用持续优化。2022 年, 公司将珠海、澳洲项目转让给集团, 但未来由上市公司经营管理, 从而回笼部分现金流, 助力上市公司轻装上阵发展。同时, 2022 年公司仅轻资产确认收入 0.16 亿元/-83.87%, 轻资产确认非常有限。

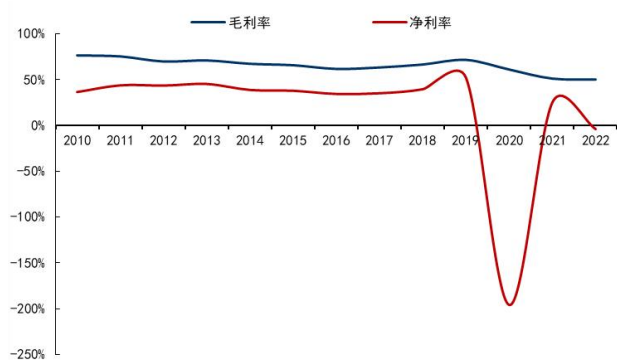
图3: 公司 2022 年主要项目收入表现



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

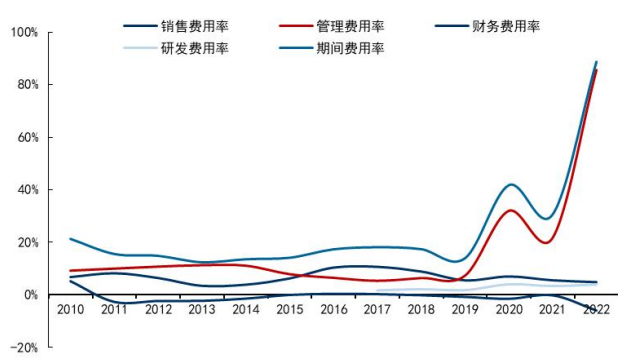
2022 年疫情下毛利率持续承压，期间费率增幅较大。2022 年公司毛利率小幅下滑 0.95pct，较 2019 年下降 21.26pct；期间费用率同比+57.99pct，较 2019 年+74.64pct，主要系公司各景区因受疫情影响将闭园期间营业成本列入管理费用所致；销售/研发费率-0.71/+0.58pct。综合在核心项目经营明显承压下，公司仍实现微盈，逆境中彰显业绩韧性。

图4：公司毛利率和净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

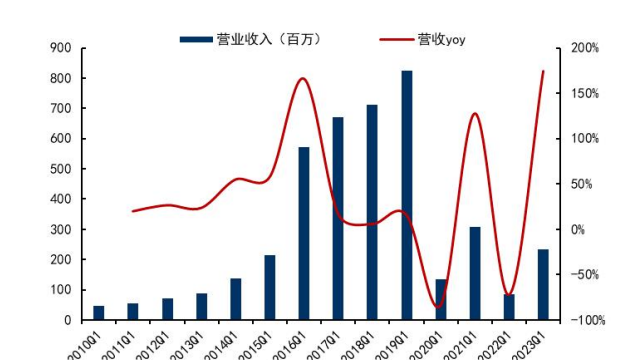
图5：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

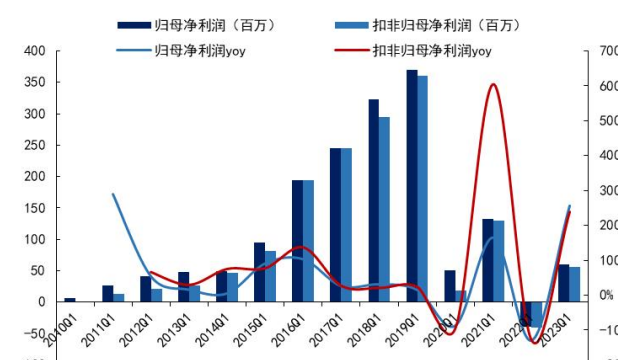
2023Q1，公司收入恢复近3成，归母净利润和扣非净利润均扭亏为盈。2023Q1 公司营收 2.34 亿元/+174.82%，较 2019Q1 恢复 28.43%；归母净利润/扣非净利润各 0.60/0.56 亿元，均扭亏为盈，较 19Q1 恢复约 16%、15%。

图6：公司 2023Q1 收入情况



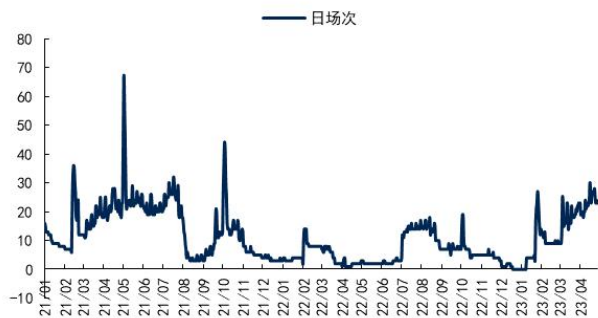
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 2023Q1 归母净利润情况

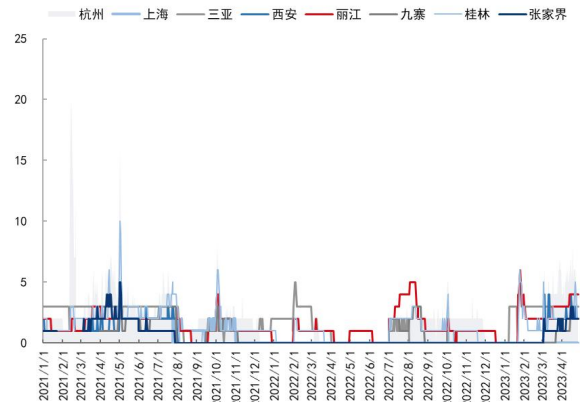


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 23Q1 演出场次同比翻倍，春节游客接待量可比口径恢复近疫前水平。公司 2023Q1 演出场次过千（1073），相比 22 年同期增加近一倍（2023Q1 演出 1073 场，2022Q1 演出 516 场），恢复明显。除三亚、丽江项目外，公司核心项目 3 月才开始逐步复园，故恢复程度仍然受制。其中，杭州、九寨、张家界、西安等项目于 23 年 3 月开园，丽江、桂林、郑州、炭河等项目均在 1 月下旬开园，对 23Q1 贡献有限。春节黄金周期间旗下景区演出场次较 2022 年同期增长 70%，可比口径下恢复至 2019 年的 85%；游客接待量达到 2022 年的近 3 倍，可比口径下恢复至 2019 年的近 90%，展现出强劲的复苏态势。此外，《西安千古情》经改版升级后，开演即登顶西安景点收藏 TOP1，引发新华社、央广网等主流媒体关注；杭州宋城开启“我回大宋”春季主题活动，荣登杭州景点热销 TOP1。

图8：公司每日演出场次变化


资料来源：公司公告、公司官方微信公众号、国信证券经济研究所整理

图9：公司主要项目每日演出场次变化


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

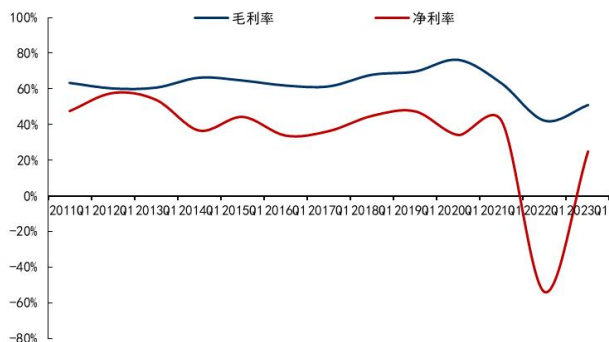
表1：宋城演艺主要项目近期演出情况及 2023Q1VS2022Q1

项目	近期演出情况	22Q1 演出场次	23Q1 演出场次
杭州	2023. 3. 4 复园，每日场次在 3-8 场不等	12	124
三亚	2023. 1. 8 开园至今，除春节假期场次有所增加，其余每日 3 场	185	253
丽江	2023. 1. 22 元旦开园至今，1. 22-2. 6 每日 3-6 场不等，2. 3-3. 17 每日 2 场，3. 18-4. 12 每日 3 场，4. 13 至今每日 4 场	67	175
桂林	2023. 1. 22 元旦开园至今，1. 22-2. 5 每日 2-6 场不等，2. 6-3. 2 基本每日 1 场，3. 4-4. 13 多为每日 2 场，4. 14 至今每日 2-5 场不等	54	137
九寨	2023. 3. 23 开园至今，3. 23-4. 13 每日 1 场，4. 14 至今每日 2 场	0	9
张家界	2023. 3. 4 开园至今，3. 4-3. 5 每日 2 场，3. 6-3. 25 每日 1 场，3. 26 至今多为每日 2 场，偶尔 1 场或 3 场	0	35
西安	2023. 3. 4 开园至今，多为每日 2 场	0	64
上海	2021. 11. 1 起停演至今	0	0
郑州	2023. 1. 20 开园至今，1. 28-2. 4 每日 2 场，2. 6 至今基本为每日 1 场	58	100
宜春	2023. 1. 8 开园至今，1. 8-1. 21 每日 1 场，1. 22-1. 27 每日 2 或 3 场，1. 28 至今多为每日 1 场	64	94
炭河	2023. 1. 23 开园至今，1. 28-3. 3 每日 1 场，3. 4 至今每日 1 场或 2 场	76	82
合计		516	1073

资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所预测注：实际演出场次可能存在部分偏差

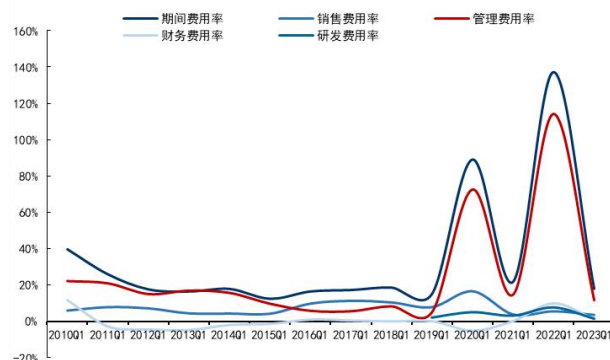
23 年 Q1 公司毛利率、净利率、费用率均有明显改善。2023Q1 公司毛利率同比上升 8.80pct，净利率转正为 24.91%，期间费用率为 17.68%，其中管理费用同比-72.05%，费率同比-102.59pct，主要系公司项目陆续开园（22 年同期疫情期间公司多数项目均处于休园状态，休园期间的营业成本计入管理费用），销售/研发/财务费用率同比分别-2.01/-6.03/-8.73pct。2023Q1 公司实现经营现金流金额 1.66 亿元，同比显著改善（22Q1 为 0.21 亿元）。

图10: 公司 2023Q1 毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司 2023Q1 期间费用率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

旅游逐步迎来旺季，存量扩容&内容升级助复苏成长，轻重结合扩张夯实中线增长中枢。结合我们跟踪，公司五一场次预订已超疫前，今年 Q2/Q3 伴随旅游逐步迎来旺季，其复苏有望明显加速。同时，VS2019 年，公司自营项目从“3（成熟）+2（培育）”个增至“5（成熟）+4（培育）”，核心成熟项目剧院翻倍、承载量扩容；西安千古情 3 月升级亮相后成效显著，再次彰显公司内容迭代能力，期待上海项目后续升级推出后的经营表现。佛山项目预计今年内有望推出。此外，未来集团海外扩张预计也有望委托上市公司管理运营，而疫情三年变化下，政府与景区企业对文旅演艺项目的需求更侧重实效与运营，公司强运营能力下，未来国内外多元轻资产扩张有望逐步构筑新的增长驱动。

投资建议：维持买入。综合考虑花房或有潜在影响，上海项目开业节奏以及西安、张家界培育期等影响，我们下调公司 23-25 年 EPS 至 0.33/0.56/0.68 元（此前 23/24 年 EPS 0.40/0.63 元），对应 PE44/26/22x。旅游逐步迎来旺季，存量扩容及内容升级下公司 Q2/Q3 复苏成长有望全面提速，未来轻重结合扩张有望更加多元灵活，助力中线成长中枢，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复，新项目扩张低于预期；商誉减值风险；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
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
300144.SZ	宋城演艺	14.59	381.48	0.00	0.33	0.56	0.68	3950	44	26	22	买入
603136.SH	天目湖	28.75	53.56	0.11	1.01	1.25	1.47	261	28	23	20	买入
600138.SH	中青旅	14.18	102.64	-0.46	0.62	0.87	1.06	-31	23	16	13	买入

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1859	2327	2654	4133	5561	营业收入	1185	458	1965	3044	3686
应收款项	12	13	54	77	94	营业成本	580	228	757	1159	1403
存货净额	13	11	19	51	64	营业税金及附加	22	28	37	58	70
其他流动资产	121	36	197	304	369	销售费用	66	22	90	102	122
流动资产合计	2008	2613	3148	4791	6312	管理费用	256	392	174	239	280
固定资产	3102	2844	2684	2715	2629	研发费用	41	19	33	46	55
无形资产及其他	1713	1006	966	926	887	财务费用	(1)	(27)	(43)	(78)	(110)
投资性房地产	1327	1200	1200	1200	1200	投资收益	182	187	86	121	125
长期股权投资	1678	1757	2257	2252	2246	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	0	15	15
资产总计	9827	9420	10256	11885	13275	其他收入	(69)	(8)	(33)	(46)	(55)
短期借款及交易性金融负债	37	297	0	300	200	营业利润	372	(8)	1003	1655	2007
应付款项	482	327	702	1226	1540	营业外净收支	(29)	(6)	(30)	(20)	(20)
其他流动负债	229	227	273	148	184	利润总额	344	(14)	973	1635	1987
流动负债合计	748	851	975	1675	1924	所得税费用	41	3	165	278	338
长期借款及应付债券	270	0	0	0	0	少数股东损益	(13)	(27)	(60)	(101)	(123)
其他长期负债	853	737	892	841	790	归属于母公司净利润	315	10	867	1458	1772
长期负债合计	1123	737	892	841	790	现金流量表（百万元）					
负债合计	1871	1588	1867	2516	2714	净利润	315	10	867	1458	1772
少数股东权益	310	283	232	192	144	资产减值准备	(1900)	(10)	0	0	0
股东权益	7645	7549	8156	9177	10417	折旧摊销	292	292	300	324	342
负债和股东权益总计	9827	9420	10256	11885	13275	公允价值变动损失	2	2	0	(15)	(15)
关键财务与估值指标						财务费用	(1)	(27)	(43)	(78)	(110)
每股收益	0.12	0.00	0.33	0.56	0.68	营运资本变动	(2147)	(71)	366	185	205
每股红利	0.06	0.06	0.10	0.17	0.20	其它	1894	385	(51)	(40)	(49)
每股净资产	2.92	2.89	3.12	3.51	3.98	经营活动现金流	(1545)	608	1483	1912	2254
ROIC	3.75%	-3.23%	15%	28%	31%	资本开支	0	18	(100)	(301)	(201)
ROE	4.12%	0.13%	11%	16%	17%	其它投资现金流	333	(223)	0	0	0
毛利率	51%	50%	62%	62%	62%	投资活动现金流	190	(285)	(600)	(295)	(195)
EBIT Margin	19%	-50%	44%	47%	48%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBITDA Margin	43%	13%	60%	58%	57%	负债净变化	(12)	(270)	0	0	0
收入增长	31%	-61%	329%	55%	21%	支付股利、利息	(145)	(144)	(260)	(437)	(532)
净利润增长率	-118%	-97%	8881%	68%	22%	其它融资现金流	2186	973	(297)	300	(100)
资产负债率	22%	20%	20%	23%	22%	融资活动现金流	1876	145	(557)	(137)	(632)
股息率	0.4%	0.4%	0.7%	1.1%	1.4%	现金净变动	521	469	326	1480	1427
P/E	121.1	3949.9	44.0	26.2	21.5	货币资金的期初余额	1338	1859	2327	2654	4133
P/B	5.0	5.1	4.7	4.2	3.7	货币资金的期末余额	1859	2327	2654	4133	5561
EV/EBITDA	78.2	650.4	34.1	23.0	19.5	企业自由现金流	0	(50)	1292	1405	1804
						权益自由现金流	0	653	1031	1769	1795

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所提及的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