

宋城演艺（300144.SZ）

上海项目升级优化重开业，演艺龙头成长进行时

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 社会服务 · 旅游及景区

◆ 投资评级：买入（维持评级）

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	

事项：

公司《上海千古情》项目曾于 2021 年 4 月 29 日开业，并阶段运营，但此后因疫情反复处于关闭状态。闭园期间。今年 7 月 1 日，公司上海项目演出和园区全新升级优化后重新开业。

国信社服观点：1) **上海项目全新升级优化：**一是主秀《上海千古情》剧情更紧凑有感染力，技术呈现等全新升级，二是**园区精修升级**，新增符合年轻人喜欢的穿越街等，游览路线也更便捷合理；三是**定价更具性价比**（演出更丰富的情况下，名义票价 318/358 元明显优于此前 399-699 元的票价，开业定价尤具吸引力），营销更加精准。我们预计上海项目今年有望基本打平，培育 2-3 年后，仅考虑千古情一台盈利主秀下，有望贡献亿级利润，若未来盈利演出有望持续丰富，则可能更高。2) **短期来看，受制于跟团游恢复节奏较慢以及目前消费渐进复苏环境**，我们略下调公司 23-25 年 EPS 至 0.29/0.55/0.68 元（此前为 0.33/0.56/0.68 元），对应 PE42/23/18x。4 月以来股价回调也与主业短期恢复节奏和公司财报保留事项等因素相关。3) **中线成长仍可期，维持买入评级。**考虑公司过去三年运营项目增加，承载扩容，内容升级，西安和上海项目重新优化升级能力（升级后的西安项目 7.1 后近期每天场次已经达到 4-5 场），展现公司中线复制和成长能力。同时，顺应后疫情下行业趋势变化，公司未来国内外多元轻资产扩张有望逐步构筑新的增长驱动。综合看，公司轻重结合扩张可期，维持“买入”。4) **风险提示：**宏观经济、疫情等系统性风险，股东减持风险，花房减值风险；财报保留事项处理节奏有一定不确定等。

评论：

◆ 上海项目优化之一：主秀《上海千古情》演出全面优化，演出项目更加聚焦

1、主秀《上海千古情》演出全面升级优化。相比 2021 年的演出，主要调整如下 1) **剧情内容大幅调整**，删除原以巧巧为主线《上海人家》等故事情节，新增了《觉醒年代》等剧情内容，从原有上海普通平凡人家个体以小见大的故事方式改为更加具有振奋感染力的建党初期青年群体的斗争故事，其他剧目也进行了相应修改，使**情节更加紧凑有感染力**；二是**演出表现手法进一步升级和丰富**，进一步丰富了观众喜爱的杂技、特效和各种不按常理的演员出场方式，比如剧院瞬间变海底，巴士开到舞台上，观众体验现场水幕、宣传报、花瓣等各种效果，每 3-5 分钟就有高潮迭起，更多的演出记忆点；三是**演出技术效果升级**，通过全息等更多高科技手段应用，画面效果更加精美和有震撼力，适合拍照打卡。整体来看，一小时的演出诚意满满，情节更扣人心弦，演出也带给观众更充分和更全方位的感官体验。

表1：2021 年和 2023 年上海千古情演出对比

	2021 年	2023 年
	《申沪溯源》	《申沪溯源》
	《1921》、《摩登时代》	《沪上传奇》
	《上海人家》	《觉醒年代》
	《风从海上来》	《风从海上来》

资料来源：中国新闻网，国信证券经济研究所整理

图1: 2021 年旧版《上海千古情》剧照



资料来源：搜狐网、睿途旅创等，国信证券经济研究所整理

图2: 2021 年旧版《上海千古情》剧照



资料来源：搜狐网、睿途旅创等，国信证券经济研究所整理

图3: 2023 年新版《上海千古情》剧照



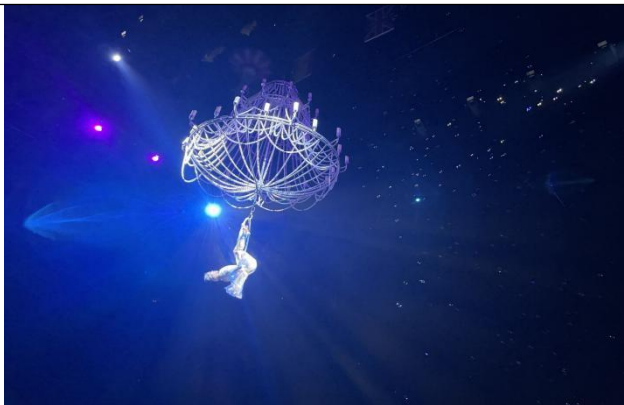
资料来源：浦东发布，国信证券经济研究所整理

图4: 2023 年新版《上海千古情》剧照



资料来源：浦东发布，国信证券经济研究所整理

图5: 2023 年新版《上海千古情》剧照



资料来源：浦东发布，国信证券经济研究所整理

图6: 2023 年新版《上海千古情》剧照



资料来源：搜狐网等，国信证券经济研究所整理

2、演出项目更加聚焦。2021 年，公司除了主秀《上海千古情》，还包括亲子秀《WA！恐龙》、《热情桑巴》、丽影秀《S 秀》以及拟推出 High 秀《颜色》等。但从实际经营来看，作为培育期的新项目，同时驾驭多个不同定位、不同特色的演出现实操作中有一定难度，初期投入产出相对不一定可匹配，各自单独售票观众接受度也有差异。本次重新推出后，公司主打《上海千古情》，同时包括《WA！恐龙》、《大地震》等演出（包括在一票制内），内容更加聚焦，对于爬坡期的项目设置可以更加从容。未来客流逐步成体量

后公司再可进一步丰富推出，经营灵活度也相对更高。

图7：2021年4月29日上海项目演出安排

时间	剧目	演出地点	演出时长
16:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
16:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
16:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
16:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
17:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
17:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
17:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
17:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
18:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
18:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
18:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
18:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
19:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
19:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
19:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
19:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
20:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
20:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
20:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
20:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
21:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
21:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
21:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
21:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
22:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟

资料来源：上海千古情园区，国信证券经济研究所整理

图8：2023年7月1日上海项目演出安排

时间	剧目	演出地点	演出时长
14:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
14:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
14:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
14:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
15:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
15:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
15:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
15:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
16:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
16:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
16:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
16:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
17:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
17:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
17:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
17:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
18:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
18:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
18:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
18:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
19:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
19:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
19:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
19:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
20:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
20:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
20:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
20:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
21:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
21:15	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
21:30	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
21:45	《森林剧场》	森林剧场	15分钟
22:00	《森林剧场》	森林剧场	15分钟

资料来源：上海千古情园区，国信证券经济研究所整理

◆ 上海项目优化之二：园区精修升级，游览路线更加便捷合理

上海宋城项目总用地面积 18039 平方米（折合近 30 亩），建筑面积 41200 平方米，相比宋城其他项目（除九寨外多数在 100 亩上下），占地面积相对小，主要通过多层剧院形式进行丰富（含办公等共 8 层，但主剧院跨越多层），剧院座位数 5000-6000 个，其中主剧院千古情剧院接近 3000 个座位。但 2021 年初开业时，由于内容交错，游客需要频繁上楼下楼，游览体验欠佳。

本次园区的优化，核心结合年轻人的偏好进行了升级：1）重新精装了园区主体的 1-2 楼（3 楼目前暂未开发，待逐步丰富、客流逐步培育后再推出），新设颇具民国风情的穿越街，重现古色古香的老上海，配合现场表演和特色效果，颇具特色，尤其适合年轻人打卡拍照。2）增加“幻境空间”、“森林剧院”等；3）此外，原有街区升级优化，包括时空街、千古情街、朋克广场等特色区域；4）大型互动体验项目《战上海》，还将《森林音乐会》《爱情交响乐》《集装箱音乐会》《穿越狂欢》等演出融入游玩路线。整体来看，目前游览内容室内、室外各有特色，但总体游览路线较此前有所优化，更加便捷，且结合年轻人的喜好进行了升级改造，提升其参与感体验感。

图9：7月1日上海千古情穿越街照片



资料来源：上海千古情园区，新浪网等，国信证券经济研究所整理

图10：森林剧院照片



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 上海项目优化之三：定价更具性价比，更符合当下消费环境

根据官微，目前上海项目整体定价如下：名义票价普通席/贵宾席 318/358 元（含园区和《上海千古情》、《WA!恐龙》等所有游览项目和演出），近期开业期间预售价为 159/199 元（6.25-7.16 期间预售价格，但该期间购买后可预约 7.1-10.8 日的游览日期和场次）。与 2021 年开业相比，上海项目名义售价和目前实

际票价均有下降（此前仅千古情名义售价普通席/贵宾席 399/499 起，如含其他演出名义票价 679 元，《WA! 恐龙》单度售票一大一小 399 元不等，开业初期散客仅千古情基本也要 200-300 元）。总体来看，目前定价更具有性价比，更贴近当期消费环境。

表2：2021 年上海千古情园区名义定价

项目/票价(元)	观众席	贵宾席	豪华沙发席	联票项目/票价	观众席	贵宾席
上海千古情	399	499	699	千古情+颜色	679	779
颜色	399			千古情+S 秀	679	779
S 秀	399			千古情+热情桑巴	679	779
热情桑巴	399					
优待票	299					
WA! 恐龙	399/1 大人 1 小孩 499/2 大人 1 小孩					

资料来源：2021 年上海千古情园区公告，国信证券经济研究所整理

图11：2023 年公司上海千古情定价情况



资料来源：宋城旅游官微，国信证券经济研究所整理

图12：上海千古情区位优势



资料来源：高德地图、腾讯网登，国信证券经济研究所整理

◆ 上海项目综合展望：项目升级，区位良好，定价具性价比，整体展望较积极

综合来看，1、上海作为中国一线核心城市，本身游客体量可观，城市游客量远超杭州，更无论三亚、丽江等区域，其代表景区上海迪士尼 2019 年客流也超千万，客流基础雄厚；2、公司上海项目本身区域优势良好，地处浦东新区，距离陆家嘴核心区域仅 20-30 分钟车程；3、上海项目演出和园区本次升级优化明显，且定价更具性价比，较符合当下消费环境；4、相比 2021 年公司上海项目线上线下综合全方位营销攻势（线下地铁站等交通枢纽均有广告投入，线上也多方面营销），今年公司主要聚焦抖音、小红书等自媒体投放，营销投入更加精准可控。

表3：2019 年旅游城市客流和代表景区客流比较

旅游城市	2019 年旅游人数（万人次）	项目	代表景区	代表景区旅游人次（万人）
杭州	20,814	杭州	西湖/西溪湿地	1895/504
三亚	2,396	三亚	三亚南山景区	494
丽江	5,402	丽江	丽江玉龙雪山索道	477
西安	30,110	西安	西安兵马俑	1,200
上海	37,038	上海	上海迪士尼	1,121

资料来源：各地旅游局，中新网，公司公告，迪士尼等官网等，国信证券经济研究所整理

综合来看，我们整体认为上海项目后续表现值得期待。但考虑上海项目面积相对不大，在假设仅考虑千古情一台盈利主秀（其他演出作为补充但假设暂未单独贡献明显收益的情况下），我们对上海项目展望如下。今年系重新开业首年或有爬坡期影响基本持平，但培育 2-3 年后，我们预计有望贡献亿级利润，4-5 年预计有望贡献 1.8 亿利润。如果未来还有除千古情以外的新的盈利主秀出现，则盈利空间有望更高。

表4：上海项目的收入和盈利测算——仅考虑千古情一台盈利主秀的情况下

上海项目分拆	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2025 年乐观	远期空间
客流量（万人）假设估算	32		43	115	142	160	187
收入（亿元）	0.74	0.00	145	165	188	200	230
归母净利润（亿元）-持股 88%	-0.45	-0.48	0.63	1.90	2.66	3.20	4.30

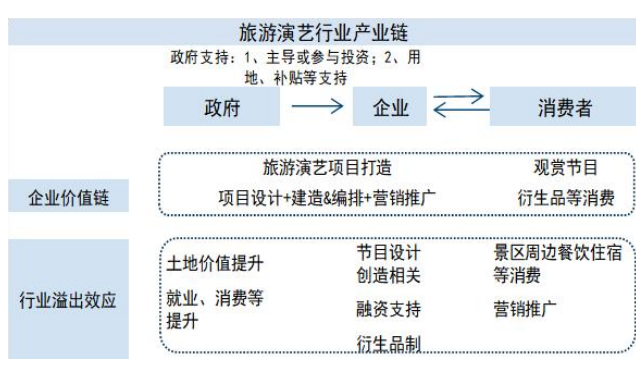
资料来源：公司官微，公司公告，国信证券经济研究所整理预测

◆ 后疫情时代文旅项目需求增加+景区升级评定新规，拓展公司未来轻资产项目想象空间

演艺强溢出效应下政府支持逻辑不变，存量盘活，新项目更重运营实效。演艺行业从产业链而言主要包括政府、企业和消费者等三个层面，主要具有两大特点：一是溢出效应突出，二是盈利二八分化显著。三年疫情下部分演艺运营方可能承压退出。出行放开后，演艺行业溢出效应下政府整体支持逻辑不变，只是财政预算压力下更重视项目本身的投入产出与运营成效。同时，部分地方政府开始考虑引入强运营的演艺企业优化部分闲置项目。

景区星级评定新规为强运营企业提供发展机遇。今年 3 月文旅部就《旅游景区质量等级的划分与评定》（修订稿）公开征求意见中在 5A/4A 景区标准中特别强调景区需要配备高品质的旅游演艺产品或文化旅游活动。鉴于此，考虑旅游演艺行业本身需要商业性和艺术系的有效平衡，对一体化运营要求较高，从而为运营能力较强的旅游演艺企业提供了新的成长机会。宋城演艺作为行业龙头有望直接受益，助力其新项目成长。

图13：2021 年，旅游演艺行业市场份额，宋城仍排名第一



资料来源：道略演艺、劲旅网等，国信证券经济研究所整理

图14：《旅游景区质量等级的划分与评定》征求意见稿

03版标准等级划分条件框架 (以AAAAA级旅游景区为例)	修订标准等级划分与评定条件框架 (以AAAAA级旅游景区为例)
5.1.1 旅游交通	6.1.1 资源价值
5.1.2 游览	6.1.1.1 资源禀赋价值
5.1.3 旅游安全	6.1.1.2 旅游市场影响
5.1.4 卫生	6.1.2 旅游交通
5.1.5 邮电服务	6.1.2.1 外部交通
5.1.6 旅游购物	6.1.2.2 交通标识与停车服务
5.1.7 经营管理	6.1.3 游览设施
5.1.8 资源和环境的保护	6.1.3.1 游客中心
5.1.9 旅游资源吸引力	6.1.3.2 导览系统
5.1.10 市场吸引力	6.1.3.3 游览线路与游览工具
5.1.11 承接待海内外旅游者	6.1.3.4 卫生与休息设施
5.1.12 游客抽样调查满意度	6.1.4 游览服务
	6.1.4.1 解说系统
	6.1.4.2 讲解服务
	6.1.4.3 购物服务
	6.1.4.4 餐饮服务
	6.1.4.5 特殊服务
	6.1.5 旅游安全
	6.1.5.1 安全管理与容量控制
	6.1.5.2 安全设施与安全警示
	6.1.5.3 安全救援与应急处置
	6.1.6 文化特色
	6.1.6.1 文化主题
	6.1.6.2 文化利用
	6.1.6.3 企业文化

资料来源：搜狐网等，国信证券经济研究所整理

同时，考虑公司过往轻资产项目扩张成功经验，新时代背景下未来轻资产扩张也值得期待。

表5: 宋城演艺轻资产项目总览

项目名称	签约开业时间	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内, 距离宜春市区15公里, 总投资10亿元。
河南·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	2022年底签约, 预计2024年5月1日开业	宜都市人民政府及湖北交投宜昌投资开发有限公司	项目编创、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。

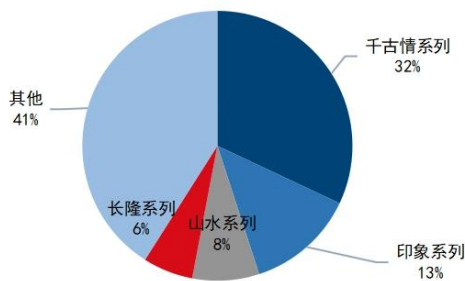
资料来源: 公司公告, 公司官网或地方媒体报道等, 国信证券经济研究所整理

◆ 中线展望: 演艺龙头项目优化和复制能力可观, 助力公司中线成长

公司系旅游演艺行业龙头。目前公司在全国范围内拥有10个自营项目(含佛山、西塘, 不含珠海)和5个轻资产项目, 如包括轻资产项目及其他各类剧院储备, 公司目前已经全国运营74各类型剧院, 175000个座位, 全国布局和渠道优势凸显。

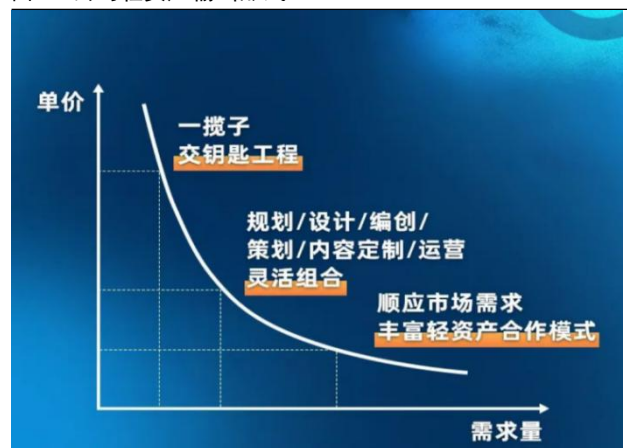
与2019年相比, 公司项目增加, 承载扩容, 内容升级, 从而有望进一步加速中线成长。一是今年公司自营项目将从“3(成熟)+2(培育)”个走向“5(成熟)+4(培育)”个, 总量扩容明显。二是原有核心项目承载量翻倍(杭州、丽江、三亚等), 进一步扩容中线成长空间。三是项目持续优化能力, 无论是此前的桂林项目升级优化, 还是今年西安、上海项目的优化, 均在一定侧面体现公司结合市场消费者需求和偏好优化项目的能力。其中西安项目7.1开始场次已经开始逐步上升至4-5场, 作为重新开业的爬坡期项目表现较良好。同时, 后疫情时代文旅项目需求增加+景区升级评定新规, 有望进一步拓展公司未来轻资产项目想象空间。

图15: 2021年, 旅游演艺行业市场份额, 宋城仍排名第一



资料来源: 道略演艺等, 国信证券经济研究所整理

图16: 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

图17: 西安千古情最新场次明显增加

演出时间 2023年7月3日-7月9日						
周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
7月3日	7月4日	7月5日	7月6日	7月7日	7月8日	7月9日
15:00 16:20 17:40 19:00	15:00 16:20 17:40 19:00	15:00 16:20 17:40 19:00	15:00 16:20 17:40 19:00	15:00 16:20 17:40 19:00	13:30 15:00 16:20 17:40 19:00	13:30 15:00 16:20 17:40 19:00
开闭园时间: 11:00-21:00						
注: 千古情演出时间根据实际情况进行微调或加场。						
西安千古情景区地址: 浐灞生态区世博园得宝门 咨询电话: 029-88089888						

资料来源: 公司官网、携程等, 国信证券经济研究所整理

从海外拓展来看, 未来预计集团资产扩张, 上市公司以轻资产管理的方式介入运营。澳洲项目剥离给集团后, 未来若建成开业, 不排除委托给上市公司进行运营管理。同时, 结合宋城演艺官方微信号, 宋城集团新任总裁黄鸿鸣今年2月底带队推进泰国项目。泰国芭提雅项目是宋城集团继澳大利亚黄金海岸市后的第二个海外演艺项目。该项目是集团为宋城演艺孵化的演艺项目, 未来开业将委托宋城演艺运营管理。综合来看, 我们预计宋城系未来海外项目预计均由集团进行投资, 上市公司参与管理。鉴于此, 上市公司轻资产扩张区域可以更加多元, 风险可控, 成长则可更多元。

◆ 投资建议: 短期兼顾财报保留事项进展和项目复苏节奏, 中线演艺龙头成长优势可观, 维持“买入”

综合公司上市以来股价及估值表现, 核心如下图所示。总体来看, 公司正常平均估值 30x 上下, 项目扩张期和新模式探索有助于阶段提振估值至 40x 及以上, 疫情期间项目企稳恢复阶段有助于估值修复, 多数参考正常化下的经营业绩预期进行估值定价。

图18: 宋城演艺上市以来股价表现及 PE 估值复盘与分析



资料来源: Choice, 公司公告及官微等, 国信证券经济研究所整理 注: 2020-2022 年估值均按对标 2019 年业绩进行估算

短期来看，受制于跟团游恢复节奏相对较慢以及目前消费渐进复苏环境，公司存量项目整体也呈现渐进复苏的过程，同时考虑重新开业项目目前也需要市场爬坡培育过程。公司4月以来股价回调预计也与其渐进复苏和财报保留事项等因素相关。考虑消费环境和跟团游复苏节奏，我们略下调公司23-25年EPS至0.29/0.55/0.68元（此前为0.33/0.56/0.68元），对应PE42/23/18x。但考虑公司过去三年运营项目增加，承载扩容，内容升级，西安和上海项目重新优化升级能力，展现公司中线复制和成长能力。与此同时，顺应后疫情下行业趋势变化，公司未来国内外多元轻资产扩张有望逐步构筑新的增长驱动。综合来看，公司未来轻重结合扩张可期，维持“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；财报保留事项处理节奏有不确定性。

表6: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS					PE					投资评级
				21A	22A	23E	24E	25E	21A	22E	23E	24E	25E	
300144.SZ	宋城演艺	12	324	0.12	0.00	0.29	0.55	0.68	103	3351	43	23	18	买入
000888.SZ	峨眉山A	11	60	0.03	-0.28	0.49	0.54	0.59	334	-41	23	21	19	买入
002159.SZ	三特索道	18	32	-0.98	-0.43	0.61	0.75	0.83	-19	-42	30	24	22	买入
600054.SH	黄山旅游	13	93	0.06	-0.18	0.49	0.57	0.66	213	-71	26	22	19	增持
603136.SH	天目湖	26	48	0.28	0.11	1.01	1.25	1.47	92	235	25	21	18	买入
600138.SH	中青旅	13	91	0.03	-0.46	0.62	0.87	1.06	427	-27	20	14	12	买入
002033.SZ	丽江股份	11	60	-0.07	0.01	0.35	0.42	0.46	-158	1624	31	26	23	增持
603199.SH	九华旅游	35	38	0.01	-0.12	1.34	1.53	1.70	2809	-294	26	23	20	无评级

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告：

- 《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》——2023-05-02
- 《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

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	2638	3965	5335	营业收入	1185	458	1908	2906	3520
应收款项	12	13	52	74	90	营业成本	580	228	777	1101	1310
存货净额	13	11	20	48	59	营业税金及附加	22	28	36	52	63
其他流动资产	121	36	191	291	352	销售费用	66	22	115	94	109
流动资产合计	2008	2613	3126	4603	6060	管理费用	256	392	186	224	255
固定资产	3102	2844	2684	2715	2629	研发费用	41	19	33	41	49
无形资产及其他	1713	1006	966	926	887	财务费用	(1)	(27)	(43)	(76)	(105)
投资性房地产	1327	1200	1200	1200	1200	投资收益	182	187	86	121	126
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	10233	11696	13023	其他收入	(69)	(8)	(33)	(41)	(49)
短期借款及交易性金融负债	37	297	0	300	200	营业利润	372	(8)	889	1604	1980
应付款项	482	327	728	1143	1409	营业外净收支	(29)	(6)	(30)	(20)	(20)
其他流动负债	229	227	293	138	168	利润总额	344	(14)	859	1584	1960
流动负债合计	748	851	1021	1581	1777	所得税费用	41	3	150	269	331
长期借款及应付债券	270	0	0	0	0	少数股东损益	(13)	(27)	(60)	(111)	(137)
其他长期负债	853	737	892	841	790	归属于母公司净利润	315	10	769	1426	1766
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	1913	2422	2567	净利润	315	10	769	1426	1766
少数股东权益	310	283	232	188	134	资产减值准备	(1900)	(10)	0	0	0
股东权益	7645	7549	8087	9085	10321	折旧摊销	292	292	300	324	342
负债和股东权益总计	9827	9420	10233	11696	13023	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)	(76)	(105)
2021	2022	2023E	2024E	2025E		营运资本变动	(2147)	(71)	419	60	157
每股收益	0.12	0.00	0.29	0.55	0.68	其它	1894	385	(51)	(44)	(54)
每股红利	0.06	0.06	0.09	0.16	0.20	经营活动现金流	(1545)	608	1438	1751	2194
每股净资产	2.92	2.89	3.09	3.47	3.95	资本开支	0	18	(100)	(301)	(201)
ROIC	3.75%	-3.23%	13%	27%	30%	其它投资现金流	333	(223)	0	0	0
ROE	4.12%	0.13%	10%	16%	17%	投资活动现金流	190	(285)	(600)	(295)	(195)
毛利率	51%	50%	59%	62%	63%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	-50%	40%	48%	49%	负债净变化	(12)	(270)	0	0	0
EBITDA Margin	43%	13%	56%	59%	59%	支付股利、利息	(145)	(144)	(231)	(428)	(530)
收入增长	31%	-61%	317%	52%	21%	其它融资现金流	2186	973	(297)	300	(100)
净利润增长率	-118%	-97%	7861%	85%	24%	融资活动现金流	1876	145	(527)	(128)	(630)
资产负债率	22%	20%	21%	22%	21%	现金净变动	521	469	310	1328	1369
股息率	0.4%	0.4%	0.7%	1.3%	1.6%	货币资金的期初余额	1338	1859	2327	2638	3965
P/E	102.9	3357.0	42.2	22.7	18.4	货币资金的期末余额	1859	2327	2638	3965	5335
P/B	4.2	4.3	4.0	3.6	3.1	企业自由现金流	0	(50)	1247	1239	1738
EV/EBITDA	67.0	556.7	32.4	20.3	16.9	权益自由现金流	0	653	986	1602	1725

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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