

宋城演艺 (300144)

2023年08月25日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

主题公园进入平台化阶段，文化演艺龙头迎来复苏

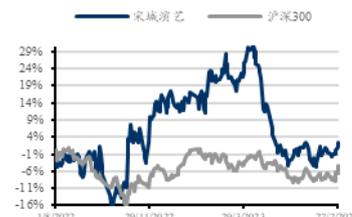
增持 (维持)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	458	1,993	2,736	3,112
同比 (%)	-61%	335%	37%	14%
归母净利润 (百万元)	10	926	1,331	1,624
同比 (%)	-97%	9491%	44%	22%
每股收益 (元/股)	0.00	0.35	0.51	0.62
P/E (倍)	3,560.10	37.12	25.84	21.17

投资要点

- 中国演艺第一股，疫后迎来发展新起点。**宋城演艺成立于1994年，是国内演艺行业龙头。公司独创“主题公园+文化演艺”的经营模式，以杭州宋城为起点，目前共有8个重资产和3个轻资产项目在运营。公司通过轻重结合的模式进行项目扩张，重资产项目投运后快速爬坡超越盈亏线，轻资产项目收入前高后稳，低风险实现异地扩张。公司现场演艺业务疫情前稳步扩张，营收2012-2019年从5.86亿元增长至22.28亿，疫后公司盈利能力有望逐步回升。
- 旅游演艺行业：伴随中国旅游行业黄金十年，内容差异化+产品多元化拓宽未来空间。**1) **旅游演艺伴随中国旅游行业黄金十年蓬勃发展，疫后发展重回轨道。**2010-2019年我国旅游行业迎来黄金十年，国内旅游人数及收入逐年提高，旅游演艺市场规模逐年扩张至2019年的52.30亿元，疫后旅游演艺行业逐步恢复，有望重回发展轨道。2) **内容差异化+产品多元化拓展旅游演艺行业发展空间。**注重内容差异树立品牌；推动产品多元化扩大客群覆盖，抬高市场天花板；“宋城”和“千古情”系列主题公园模式在两大方向上优化空间大，持续迭代形成成长久生命力。
- 公司核心看点：竞争优势仍在，疫后复苏可期。**1) **定位独特形成优秀项目模型。**演艺内容形成景区文化名片，获得政府支持形成建设合力；人造园区及剧场演出规避特殊天气，抬升单项目天花板；新项目一般开业首年可实现盈亏平衡、3年有望到成熟状态，大额转固后ROE可提升至40-60%的超高水平。2) **运营迭代保持领先，占据旅游演艺市场心智。**公司运用先进技术手段带来震撼视觉效果；设立自有主题公园进行多产品组合，灵活迭代适应市场需求；通过独特宣传标语打造品牌印记。3) **三重动力助疫后营收超越疫情前。**重点项目有望随全国跨省游自然恢复；九寨、张家界、西安、上海等次新项目继续爬坡；疫情期间产能扩张支持单项目营收天花板上移，产品及运营创新有望带动量价齐升。
- 盈利预测与投资评级：**公司作为中国旅游演艺龙头公司，以“主题公园+文化演艺”模式不断扩张，定位独特形成优秀项目模型，运营迭代保持领先，随着旅游演艺行业重回轨道，公司有望在疫后快速恢复盈利能力。考虑到宋城演艺商业模式较为独特，少有可比公司，疫情前宋城演艺的PE-Forward在20-35倍区间，我们预测宋城演艺2023-2025年归母净利润分别9.26/13.31/16.24亿元，对应PE估值为37/26/21倍，2024年对应估值相比疫情前估值区间为合理偏低，维持“增持”评级。
- 风险提示：**在建项目建设进度不及预期，新项目业绩爬坡不及预期，行业竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.15
一年最低/最高价	10.59/17.31
市净率(倍)	4.51
流通 A 股市值(百万元)	30,082.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.92
资产负债率(% ,LF)	16.18
总股本(百万股)	2,614.69
流通 A 股(百万股)	2,287.64

相关研究

《宋城演艺(300144): 22 年报 & 23 年一季报点评: 稳健经营渡过低谷, 23Q1 曙光初现》

2023-04-29

《宋城演艺(300144): 2021 年年报 & 2022 年一季报点评: 疫情扰动业绩承压, 转让项目轻装上阵, 不确定性中寻找确定性》

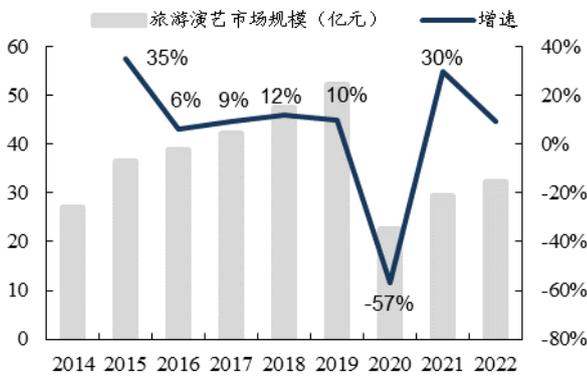
2022-04-25

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢吴劲草, 汤军和石璋璋的指导。

1. 旅游演艺行业：伴随中国旅游行业黄金十年，内容差异化+产品多元化拓宽未来空间

旅游演艺伴随中国旅游行业黄金十年蓬勃发展，疫后发展重回轨道。2010-2019年我国旅游行业蓬勃发展，迎来黄金十年，国内旅游人数以及国内旅游收入逐年提高，保持稳健增长趋势。2019年我国国内旅游人数达到60.06亿人，旅游收入为5.72万亿元。国内旅游的发展推动国内以旅游业为依托的旅游演艺发展，旅游演艺市场规模在疫情前逐年扩张。2020年旅游演艺市场受疫情扰动，发展受挫，市场规模萎缩至32亿元级别。疫情后旅游演艺行业逐步恢复，旅游演艺市场规模逐步扩大，重回发展轨道。

图1：2014-2022年旅游演艺市场规模及增速



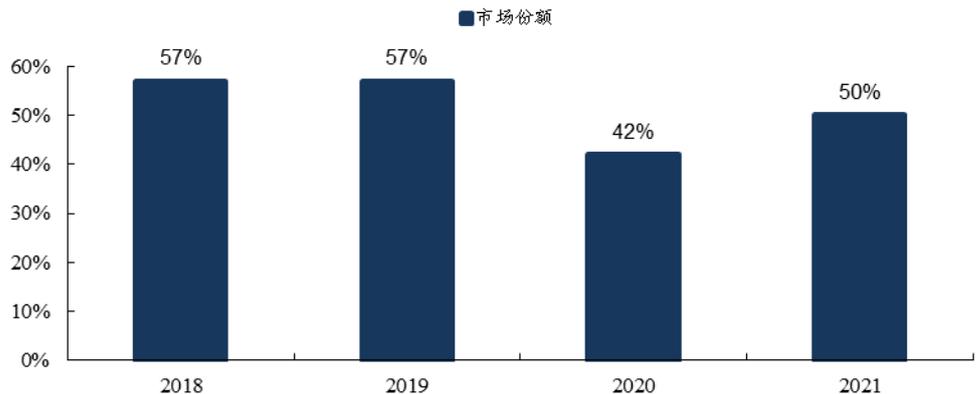
数据来源：前瞻产业研究院，中国演出行业协会官网，东吴证券（香港）

图2：2010-2019年国内旅游收入、人数及增速



数据来源：国家统计局，东吴证券（香港）

图3：宋城占旅游演艺市场份额（2018-2021）



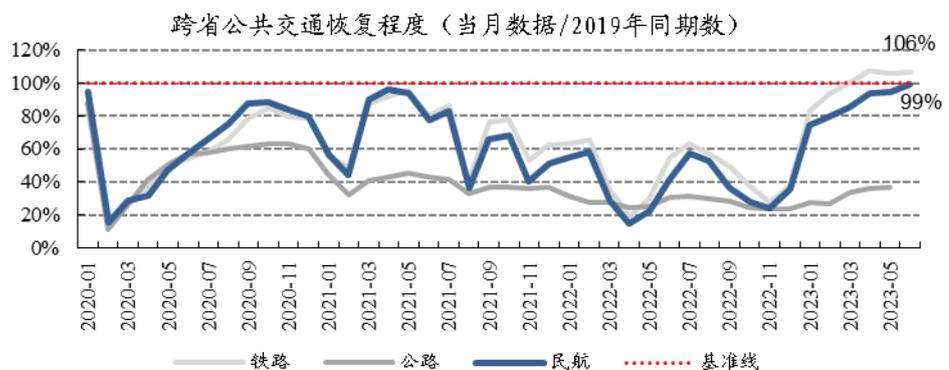
数据来源：公司年报，前瞻产业研究院，中国演出行业协会官网，东吴证券（香港）

2. 公司核心看点：竞争优势仍在，疫后复苏可期

订单业绩测算：基于以上假设，我们预计特高压项目（新建+改扩建）有望为公司 2023-2025 年带来订单为 52/7/34 亿元，有望在 2024-2026 年贡献收入分别为 21/34/18 亿元，有望大幅地提升公司 2024-2026 年的业绩弹性。

重点项目随全国跨省游自然恢复。2023 年为国内旅游复苏之年，宋城旅游演艺业务在疫情前就具有良好增长态势，在疫情后期，全国跨省公共交通恢复程度不断爬坡，在 6 月份铁路出行已恢复至 19 年同期的 106%，民航出行已逐渐恢复至 19 年同期的 99%，可以预见杭州、三亚、丽江等成熟项目将随着公共交通恢复而持续贡献稳定收入，同时桂林，张家界等千古情项目有望在未来 2-3 年内快速增长。

图4：2020 年以来铁路、民航客流恢复程度



数据来源：交通运输部，东吴证券（香港）

3. 盈利预测与投资评级

盈利预测与投资建议：宋城演艺作为中国旅游演艺龙头公司，以“主题公园+文化演艺”模式不断扩张，定位独特形成优秀项目模型，运营迭代保持领先，随着旅游演艺行业重回轨道，公司有望在疫后快速恢复盈利能力。考虑到宋城演艺商业模式较为独特，少有可比公司，疫情前宋城演艺的 PE-Forward 在 20-35 倍区间，我们预测宋城演艺 2023-2025 年归母净利润分别为 9.26/13.31/16.24 亿元，对应 PE 估值为 37/26/21 倍，2024 年对应估值相比疫情前估值区间为合理偏低，维持“增持”评级。

4. 风险提示

在建项目建设进度不及预期，新项目业绩爬坡不及预期，行业竞争加剧等。

宋城演艺三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,613	3,376	4,914	6,723	营业收入	458	1,993	2,736	3,112
现金	2,553	3,344	4,882	6,691	减:营业成本	228	710	905	955
应收账款	5	0	0	0	营业税金及附加	28	0	0	0
存货	11	0	0	0	销售费用	22	128	170	188
其他流动资产	44	32	32	32	管理费用	392	183	204	215
非流动资产	6,808	6,624	6,458	6,306	研发费用	19	60	68	62
长期股权投资	1757	1757	1757	1757	财务费用	-27	-44	-56	-87
固定资产	2,916	2,764	2,617	2,475	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	387	387	387	387	加:投资净收益	187	227	256	278
无形资产	1,006	976	956	946	其他收益	7	12	14	16
其他非流动资产	742	740	741	741	资产处置收益	2	0	0	0
资产总计	9,420	10,000	11,372	13,029	营业利润	-8	1,194	1,715	2,071
流动负债	851	298	298	298	加:营业外净收支	-6	0	0	0
短期借款	297	291	291	291	利润总额	-14	1,194	1,715	2,071
应付账款	341	0	0	0	减:所得税费用	3	239	343	414
其他流动负债	213	7	7	7	少数股东损益	-27	29	41	33
非流动负债	737	1,037	1,037	1,037	归属母公司净利润	10	926	1,331	1,624
长期借款	0	300	300	300	EBIT	-222	1,150	1,658	1,984
其他非流动负债	737	737	737	737	EBITDA	171	1,332	1,825	2,136
负债合计	1,588	1,335	1,335	1,335					
少数股东权益	283	312	353	386	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
归属母公司股东权益	7,549	8,353	9,684	11,308	每股收益(元)	0	0.35	0.51	0.62
负债和股东权益	9,420	10,000	11,372	13,029	每股净资产(元)	2.89	3.19	3.70	4.32
					发行在外股份(百万股)	2,615	2,615	2,615	2,615
					ROIC(%)	-3.25	10.18	12.89	13.45
					ROE(%)	0.13	11.09	13.74	14.36
					毛利率(%)	50.14	64.35	66.93	69.3
					销售净利率(%)	2.11	46.48	48.63	52.19
					资产负债率(%)	16.85	13.35	11.74	10.24
					收入增长率(%)	-61.36	335.3	37.31	13.72
					净利润增长率(%)	-96.94	9491.32	43.65	22.04
					P/E	3560.1	37.12	25.84	21.17
					P/B	4.55	4.12	3.55	3.04

注: 货币单位为人民币元

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

