

宋城演艺 (300144.SZ)

二季度演艺主业复苏提速，暑期客流和收入已超疫前

买入

核心观点

二季度演艺业务估算恢复到疫前水平，环比 Q1 恢复明显提速。上半年，公司实现收入 7.41 亿元/+562.85%，较 19H1 演艺收入可比恢复 72%；归母/扣非净利润 3.03/2.95 亿元，同比+1140.11%/+399.39%，较 19H1 演艺主业可比恢复 5 成+。单二季度，公司收入 5.06 亿元，归母/扣非净利润 2.42 亿元/2.40 亿元，估算均基本恢复到 2019Q2 演艺主业水平，较 Q1 恢复（收入和净利润各恢复 4 成/2 成）明显提速，主要主要系存量项目复苏+轻资产贡献。

上半年丽江、桂林等表现突出，杭州本部 Q2 复苏提速，轻资产贡献增量。

公司丽江、三亚、桂林项目 1 月复园，杭州、西安、九寨、张家界等项目 3 月复园，上海项目 7.1 重新营业。VS2019 上半年，上半年丽江项目收入/归母净利润 1.36/0.85 亿元，恢复 94/96%；桂林项目收入 0.73/0.19 亿元，恢复 98%/136%；二者按可比口径收入、净利率等均超疫前；杭州本部收入 2.27 亿元，恢复 57%，但 Q2 收入估算恢复 7-8 成，逐步提速；三亚项目收入/归母净利润各 1.06/0.62 亿元，恢复 45/44%。此外，西安、张家界、上海等其他项目因爬坡期影响，部分亏损拖累，其中西安/上海上半年归母亏损 0.08/0.47 亿元，上海主要系重新开业前营销等费用增加阶段影响。此外上半年公司轻资产项目收入 0.76 亿元，带来增量贡献；花房预计有所拖累。

公司暑期客流和收入已超疫前，复苏提速，西安、上海重新改造后表现突出。

此前，受制团队客群恢复较慢，公司景区复苏呈渐进趋势。但公司与时俱进调整经营策略和项目扩容，暑期至今公司整体客流和收入已超疫情前（杭州暑期基本恢复至疫前，丽江/桂林均大幅超疫前），复苏明显提速。展望未来，考虑今年上海、张家界、西安、九寨等恢复以及佛山项目明年初有望开业，公司自营项目正逐步从 2019 年的“3（成熟）+2（培育）”项目提升至“5（成熟）+4（培育）”，且存量项目剧院承载量翻倍，有望持续扩容成长。同时，公司结合客群需求优化升级项目能力突出，今年西安、上海项目重新改造开业后表现靓丽（西安暑期阶段达 6-7 场/天）。此外，后续文旅项目需求增加+景区升级需求，有望助力轻资产扩张。

风险提示：宏观、疫情等系统性风险，股东减持风险，花房减值等风险。

投资建议：维持公司 2023-2025 年 EPS0.29/0.55/0.68 元，对应 PE41/22/18x。二季度演艺主业恢复和暑期经营表现预计有望提振市场信心。考虑公司过去三年运营项目增加，承载扩容，且西安/上海等项目验证公司升级改造能力卓越，其后续经营优化和成长表现仍可期。同时，顺应后疫情下行业趋势变化，公司未来国内外轻资产扩张有望逐步构筑新的增长驱动。公司经营复苏提速，轻重扩张皆有期待，维持“买入”。

公司研究·财报点评

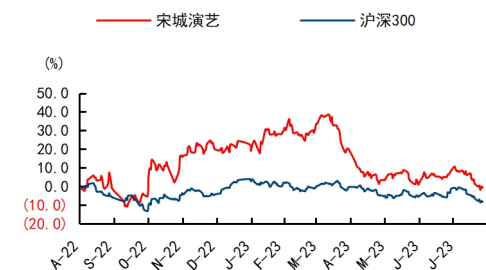
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003
证券分析师：张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002
证券分析师：钟瀚 0755-82132098
zhongxiao@guosen.com.cn
S0980513100003
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 12.04 元
总市值/流通市值 31481/28311 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 305.48 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) - 上海项目升级优化重开业，演艺龙头成长进行时》——2023-07-03
《宋城演艺 (300144.SZ) - 一季度扭亏为盈，存量扩容与项目升级助力全面复苏成长》——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

盈利预测和财务指标

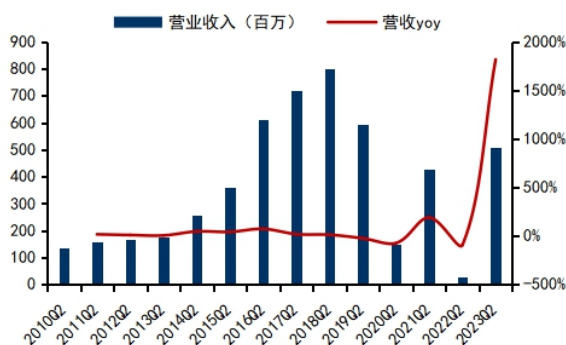
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,185	458	1,908	2,906	3,520
(+/-%)	31.3%	-61.4%	316.7%	52.3%	21.2%
净利润(百万元)	315	10	769	1426	1766
(+/-%)	-118.0%	-96.9%	7861.2%	85.4%	23.9%
每股收益(元)	0.12	0.00	0.29	0.55	0.68
EBIT Margin	18.5%	-50.4%	39.8%	47.9%	49.3%
净资产收益率 (ROE)	4.1%	0.1%	9.5%	15.7%	17.1%
市盈率 (PE)	99.9	3259.6	40.9	22.1	17.8
EV/EBITDA	65.2	541.3	31.5	19.7	16.4
市净率 (PB)	4.12	4.17	3.89	3.47	3.05

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

二季度演艺业务估算恢复到疫前水平，环比 Q1 恢复明显提速。上半年，公司实现收入 7.41 亿元/+562.85%，较 19H1 演艺收入可比恢复 72%；归母/扣非净利润 3.03/2.95 亿元，同比+1140.11%/+399.39%，较 19H1 演艺主业恢复 5 成+，好于我们此前业绩前瞻的预测。需说明的是，2019 年上半年因花房 4 月底出表影响，今年上半年与 2019 年上半年整体收入和归母净利润直接不可比，故我们上述主要比较演艺业务恢复情况。

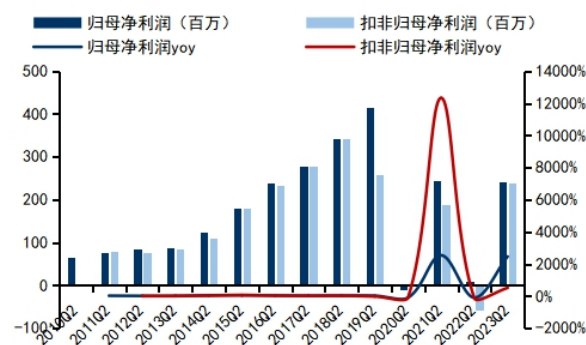
单二季度，公司收入 5.06 亿元，归母/扣非净利润 2.42 亿元/2.40 亿元，估算均基本恢复到 2019Q2 演艺主业水平，较 Q1 恢复（收入和净利润各恢复 4 成/2 成）明显提速，主要系存量项目复苏+轻资产贡献。其中我们在估算恢复情况时也剔除花房贡献及其出表带来的收益影响。

图1：公司 2023Q2 收入表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

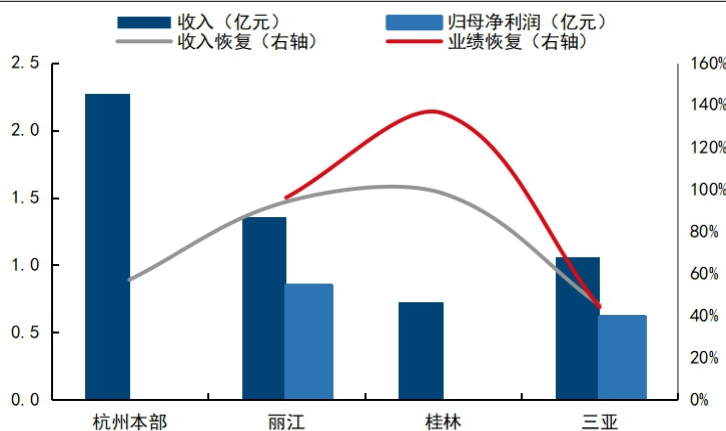
图2：公司 2023Q2 归母及扣非净利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

存量演艺项目：上半年丽江、桂林等项目恢复良好，杭州本部二季度复苏提速。从复园节奏来看，公司丽江、三亚、桂林等项目今年 1 月开始恢复营业，杭州、西安、九寨沟、张家界等项目 3 月开始营业，上海项目 7.1 重新营业。VS2019 上半年，上半年丽江项目收入和归母净利润 1.36/0.85 亿元，恢复 94/96%；桂林项目收入 0.73/0.19 亿元，恢复 98%/136%，恢复良好；二者净利率均超疫前。并且，如果从可比营业时间来看，丽江千古情景区和桂林千古情景区人次和收入均已反超历史同期最高水平，表现突出。同时，上半年杭州本部收入 2.27 亿元，恢复 57%，但 Q2 收入估算恢复 7-8 成，复苏明显提速；三亚项目收入/归母净利润各 1.06/0.62 亿元，恢复 45/44%。

图3：2023 年上半年公司部分项目经营恢复情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

与此同时，九寨沟、西安、张家界等项目重新开业后，上半年收入各为 0.24/0.21/0.19 亿元，逐步复苏，但部分项目因处于爬坡期上半年估算亏损有所拖累。同时，上海项

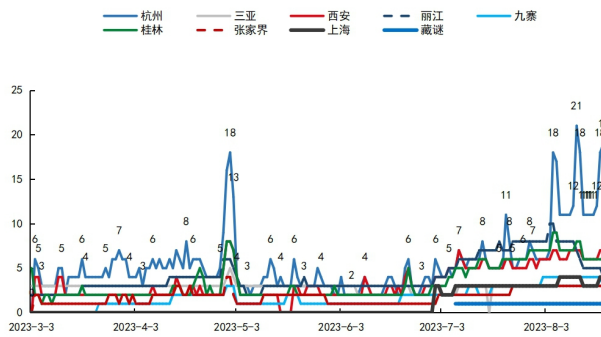
目7月1日重新开业，但因二季度也有一定重新开业营销登费用影响。综合来看，西安\上海上半年各归母亏损0.08/0.47亿元。

图4：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5：公司主要项目每日演出场次变化

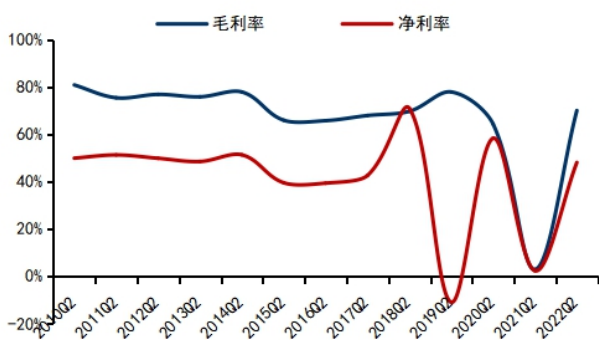


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

此外上半年公司轻资产项目确认带来收入0.76亿元，估算带来增量贡献估算0.5亿元+；花房有所拖累。

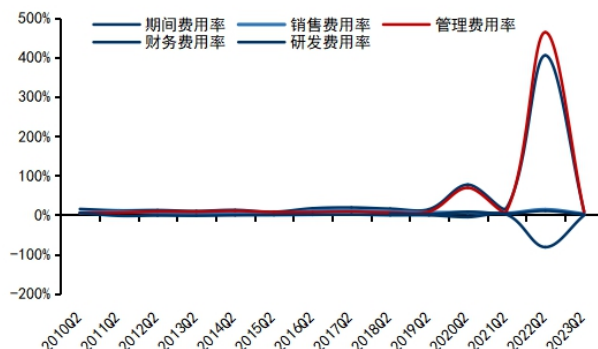
2023年上半年，公司毛利率为63.95%/+12.93pct，期间费率17.86%/-6.13pct，均较去年同期显著改善，但与2019年上半年相比，今年上半年毛利率仍然低5.76pct，期间费率低3.04pct，主要系2019年同期有花房业务影响且今年上半年公司项目逐步开业，部分新项目处于爬坡期综合影响。2023年二季度，公司毛利率69.93%，较疫情前增加0.32pct，有轻资产贡献和丽江项目毛利率改善等影响；期间费率8.72%，较2019年同期-5.34pct，除花房出表因素外，也与公司成熟项目费用优化和轻资产确认节奏差异相关。

图6：公司2023Q1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7：公司2023Q2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

公司暑期景区客流和收入已超疫前，恢复趋势明显提速，西安、上海重新改造后表现突出。公司过往项目因各区域游客特点和发展历程差异，团散结构各有差异，部分存量项目团队客群占相对不低。但在后疫情时代旅游市场复苏中，团队客群恢复明显逊于散客，导致公司部分项目此前复苏呈渐进趋势。但公司通过与时俱进营销调整和项目扩容，因地制宜开展各类活动，暑期公司景区人次和收入已超越2019年同期（杭州暑期基本恢复至疫前，8月12日《宋城千古情》创下一天上演21场的新纪录，丽江/桂林项目均大幅超疫前），复苏明显提速。

展望未来，项目增加、承载扩容，内容升级持续助力中线成长。考虑今年上海、张家界、西安、九寨等复园以及佛山项目明年初有望开业，公司自营项目正逐步从 2019 年的“3（成熟）+2（培育）”项目提升至“5（成熟）+4（培育）”，且存量项目剧院承载量翻倍，有望持续扩容成长。同时，公司结合消费变化优化升级项目能力突出，今年西安、上海项目重新改造开业后表现靓丽（西安暑期阶段达 6-7 场/天，上海千古情景区在开业活动的刺激下预售火爆，截止 7 月底，预售票总数超过 40 万张）。此外，后续文旅项目需求增加+景区升级需求等，有望其助力轻资产扩张。

与此同时，根据公司公告，公司控股股东以及实际控制人黄巧灵今年 8 月 24 日承诺：自承诺函签署之日起六个月内不减持所持有的公司股票，也侧面有助于稳定市场情绪。

此外，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。今年 7 月 26 日，花房集团公告已向政府机关提交待结案扣押款约人民币 1.55 亿元，其所有冻结账户均已解冻且可用于日常业务运营，后续相关事宜解决预计也在积极推进中。

风险提示：宏观、疫情等系统性风险，股东减持风险，财报保留事项处理情况可能低于预期，花房减值等风险。

投资建议：维持公司 2023-2025 年 EPS 为 0.29/0.55/0.68 元，对应 PE41/22/18x。二季度演艺主业恢复和暑期经营表现预计有望提振市场信心。考虑公司过去三年运营项目增加，承载扩容，且西安/上海等项目验证公司项目升级改造能力卓越，其后续经营优化和成长表现仍可期。同时，顺应后疫情下行业趋势变化，公司未来国内外轻资产扩张有望逐步构筑新的增长驱动。公司经营复苏提速，轻重扩张皆有期待，维持“买入”评级。

表1：可比公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE				投资评级	
				亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E		24E
300144.SZ	宋城演艺	12.04	314.81	0.00	0.29	0.55	0.68	—	40.94	22.08	17.83	买入
603136.SH	天目湖	22.58	42.07	0.11	1.01	1.25	1.47	205.27	22.36	18.06	15.36	买入
600138.SH	中青旅	11.99	86.79	-0.46	0.62	0.87	1.06	—	19.21	13.85	11.29	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
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)
						财务费用	(1)	(27)	(43)	(76)	(105)
关键财务与估值指标	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	0.5%	0.5%	0.7%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	1338	1859	2327	2638	3965
P/E	99.9	3259.6	40.9	22.1	17.8	货币资金的期末余额	1859	2327	2638	3965	5335
P/B	4.1	4.2	3.9	3.5	3.1	企业自由现金流	0	(50)	1247	1239	1738
EV/EBITDA	65.2	541.3	31.5	19.7	16.4	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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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