

宋城演艺 (300144.SZ)

第三季度演艺恢复超 2019 年同期，未来增长仍有期待

买入

核心观点

2023 年第三季度公司演艺主业收入和归母净利润均超 2019 年同期。第三季度，公司实现营收 8.77 亿元/+217.32%，较 2019Q3 增 11%；实现归母净利润 4.84 亿元（扣非 4.80 亿元差别不大）/+361.79%，较 19Q3 持平；**如剔除花房影响，公司归母净利润较 19Q3 增约 11%，表现突出，好于我们业绩前瞻预测。**前三季度，公司收入 16.18 亿元，较 2019 年同期恢复 73%；归母业绩 7.87 亿元，恢复 38%；剔除花房扰动恢复 67%，较中报恢复 5 成+也明显提速。

杭州本部暑期加速复苏，丽江、桂林预计 Q3 较 2019 年同期增长，西安项目 Q3 有望贡献盈利。结合我们的场次跟踪及公司中报时的暑期分析，我们推算杭州本部 Q3 业绩恢复到 2019 年同期，丽江、桂林等明显超 2019 年同期，而新开业的西安项目演出暑期高峰日已达八场，预计已开始贡献盈利；此外九寨也有望贡献盈利，而轻资产 Q3 也确认少量收益等。不过，三亚项目预计 Q3 恢复仍不及 2019 年同期，上海项目爬坡期仅部分开放营业且改造等费用影响，张家界因培育期等预计整体略拖累，整体来看，公司演艺主业业绩预计已超 2019Q3，花房亏损影响约 2800 万+。公司今年 Q3 净利率到 55%，如剔除花房亏损估算净利率已近 58%，与 19Q3 剔除花房相当。

三季度演艺主业恢复有望提振明年业绩信心，股权激励等有望助力公司持续成长。虽然今年团队市场发生较大变化，但公司与时俱进调整经营策略和项目扩容，Q2\Q3 演艺主业恢复开始逐步恢复至 2019 年同期。考虑公司今年核心项目 3 月后才陆续逐步恢复营业，且西安、上海、张家界、九寨等项目有望进一步改善，明年有望恢复性增长，同时，佛山项目明年初有望开业，公司自营项目逐步从 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，有望持续中线扩容成长。公司结合客群需求优化升级项目能力突出，今年西安、上海项目重新改造产品口碑有效提升，西安尤其突出。同时，最新股权激励方案对未来收入成长有一定要求，有望调动管理层积极性，更好推动成长，且后续文旅项目需求增加+景区升级需求，有望助力公司轻资产扩张。

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：上调公司 2023-2025 年 EPS 至 0.33/0.52/0.68 元（此前为 0.29/0.55/0.68 元，其中上调今年演艺主业和整体盈利预测，但下调明年花房乃至公司整体盈利预测），对应 PE31/21/16x，明后年估值处历史低位。三季度演艺主业恢复有望提振市场对其明年经营信心。且公司过去三年运营项目增加，承载扩容，且西安/上海等验证公司升级改造能力卓越，未来经营优化、轻资产等扩张等仍有成长空间，维持“买入”。

公司研究·财报点评

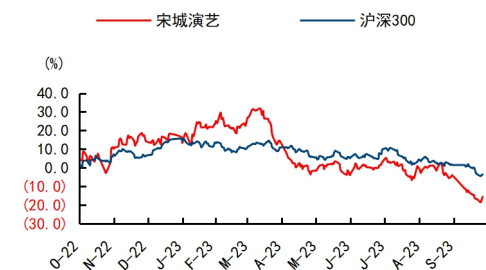
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
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 10.76 元
总市值/流通市值 28134/25301 百万元
52 周最高价/最低价 17.31/10.33 元
近 3 个月日均成交额 324.19 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) - 二季度演艺主业复苏提速，暑期客流和收入已超疫前》——2023-08-27
《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) - 复苏有望，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

盈利预测和财务指标

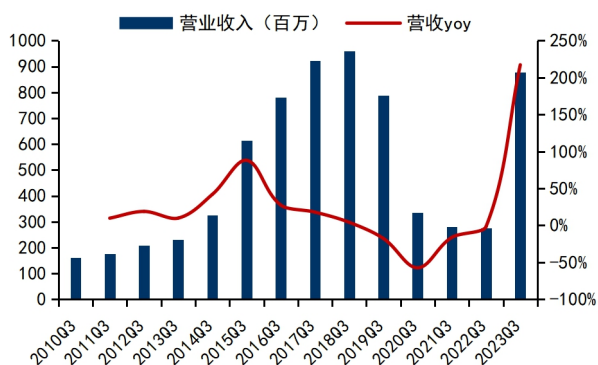
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,185	458	1,937	2,910	3,468
(+/-%)	31.3%	-61.4%	323.0%	50.3%	19.2%
净利润(百万元)	315	10	869	1361	1766
(+/-%)	-118.0%	-96.9%	8895.5%	56.7%	29.7%
每股收益(元)	0.12	0.00	0.33	0.52	0.68
EBIT Margin	18.5%	-50.4%	52.3%	53.2%	54.5%
净资产收益率 (ROE)	4.1%	0.1%	10.7%	14.9%	17.1%
市盈率 (PE)	89.3	2913.1	32.4	20.7	15.9
EV/EBITDA	58.6	486.5	22.6	16.1	13.6
市净率 (PB)	3.68	3.73	3.45	3.09	2.72

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

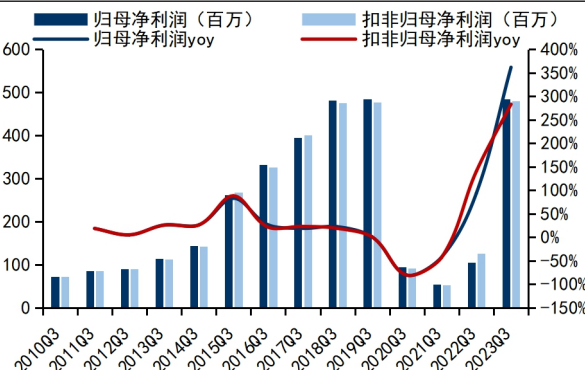
2023 年第三季度公司演艺主业收入和归母净利润均超 2019 年同期。第三季度，公司实现营收 8.77 亿元/+217.32%，较 2019Q3 增 11%；实现归母净利润 4.84 亿元（扣非 4.80 亿元差别不大）/+361.79%，较 19Q3 持平；如剔除花房影响，公司归母净利润较 19Q3 增约 11%，表现突出，好于我们业绩前瞻预测。前三季度，公司收入 16.18 亿元，较 2019 年同期恢复 73%；归母业绩 7.87 亿元，恢复 38%；剔除花房扰动恢复 67%，较中报恢复 5 成+也明显提速。

图1：公司 2023Q3 单季度收入表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

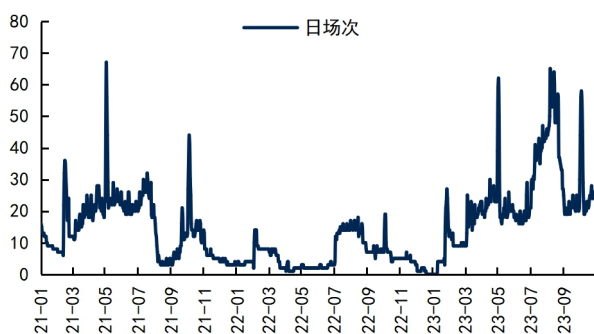
图2：公司 2023Q3 单季度归母及扣非净利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

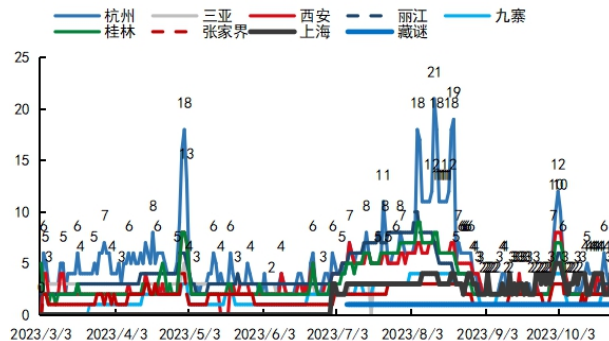
杭州本部暑期加速复苏，丽江、桂林预计 Q3 较 2019 年同期增长，西安项目 Q3 有望贡献盈利。具体来看，虽然公司未披露单三季度各项目收入和业绩表现，但结合我们的场次跟踪及公司中报时对暑期杭州、丽江、桂林等的表述，我们预计杭州本部 Q3 业绩恢复到 2019 年同期，丽江、桂林等有望明显超过 2019 年同期，而调整后重新开业的西安项目演出暑期高峰日已达八场，预计已经开始贡献盈利，此外九寨等项目也有望贡献盈利，而轻资产 Q3 也确认少量收益等。不过，三亚项目预计 Q3 恢复仍不及 2019 年同期，上海项目因爬坡期仅部分开放营业且改造等费用影响，张家界因培育爬坡期等预计整体略拖累，整体来看，公司演艺主业业绩预计已超 2019 年同期。此外，花房 Q3 亏损影响估算约 2800 万左右。

图3：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

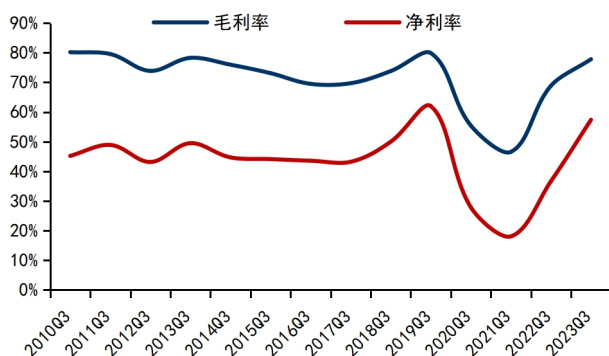
图4：公司主要项目每日演出场次变化



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

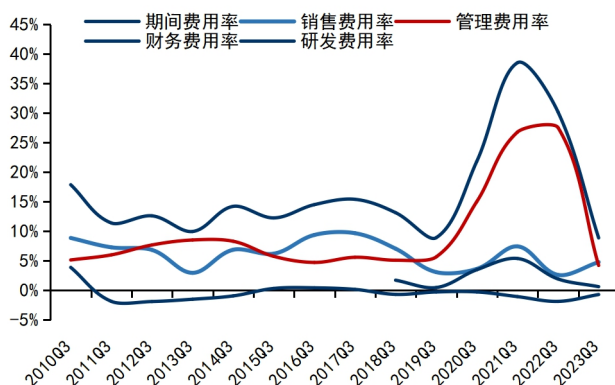
2023 年前三季度，公司毛利率为 71.45%/+12.96pct，较 2019 年同期减少 1.89pct；公司净利率 49.75%/+35.36pct，较 2019 年同期减少 9.15pct；期间费用率 10.10%/-69.08pct，较 2019 年同期-2.46pct。2023 年三季度，公司毛利率 77.79%/+8.96pct，较 2019 年同期减少 2.09pct；公司 Q3 净利率 57.38%/+20.74pct，较 2019 年同期减少 4.60pct；期间费率 8.87%/-21.30pct，较 2019Q3-0.04pct。如果剔除花房亏损拖累，公司 Q3 净利率预计基本恢复到 2019 年同期（不含花房贡献的净利率），这还是在公司有一定培育期项目影响下取得，表现可观。

图5：公司 2023Q3 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6：公司 2023Q3 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

三季度演艺主业恢复有望提振明年业绩信心，股权激励等有望助力公司持续成长。虽然今年团队市场发生较大变化，但公司与时俱进调整经营策略和项目扩容，Q2\Q3 演艺主业恢复开始逐步提速，表现可观。考虑公司今年核心项目 3 月后才陆续逐步恢复营业，且西安、上海、张家界、九寨等项目有望进一步改善，明年有望恢复性增长，同时，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，有望持续中线扩容成长。同时，公司结合客群需求优化升级项目能力突出，今年西安、上海项目重新改造产品口碑有效提升，西安尤其突出。同时，最新股权激励方案对未来收入成长有一定要求，有望调动管理层积极性，更好推动成长，且后续文旅项目需求增加+景区升级需求，有望助力公司轻资产扩张。

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：上调公司 2023-2025 年 EPS 至 0.33/0.52/0.68 元（此前为 0.29/0.55/0.68 元，主要上调今年演艺主业预测乃至整体盈利预测，但下调明年花房预测至微亏 0.16 亿，此前预计盈利 0.6 亿，进而下调公司整体盈利预测），对应 PE31/21/16x，明后年估值处历史低位。三季度演艺主业恢复有望提振市场

对其明年经营信心。且公司过去三年运营项目增加，承载扩容，且西安/上海等验证公司升级改造能力卓越，未来经营优化、轻资产等扩张等仍有成长空间，维持“买入”

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 亿元	EPS				PE				投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
603136.SH	天目湖	18.68	34.80	0.11	0.87	1.13	1.39	171.37	21.51	16.46	13.46	买入
000888.sz	峨眉山 A	9.39	49.48	-0.28	0.53	0.62	0.74	(33.93)	17.56	15.27	12.73	买入
300144.SZ	宋城演艺	10.76	281.34	0.00	0.33	0.52	0.68	2,913.05	32.38	20.67	15.93	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	2348	3651	4966	营业收入	1185	458	1937	2910	3468
应收款项	12	13	53	74	88	营业成本	580	228	562	843	1003
存货净额	13	11	12	33	42	营业税金及附加	22	28	37	52	62
其他流动资产	121	36	194	291	347	销售费用	66	22	105	157	181
流动资产合计	2008	2613	2832	4275	5668	管理费用	256	392	187	260	276
固定资产	3102	2844	2684	2715	2629	研发费用	41	19	33	49	55
无形资产及其他	1713	1006	966	926	887	财务费用	(1)	(27)	(40)	(68)	(96)
投资性房地产	1327	1200	1200	1200	1200	投资收益	182	187	(73)	(85)	0
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	9940	11369	12631	其他收入	(69)	(8)	(33)	(49)	(55)
短期借款及交易性金融负债	37	297	0	300	200	营业利润	372	(8)	980	1547	2001
应付款项	482	327	445	803	1005	营业外净收支	(29)	(6)	0	(20)	(20)
其他流动负债	229	227	212	119	142	利润总额	344	(14)	980	1527	1981
流动负债合计	748	851	658	1222	1347	所得税费用	41	3	171	260	337
长期借款及应付债券	270	0	0	0	0	少数股东损益	(13)	(27)	(60)	(94)	(121)
其他长期负债	853	737	892	841	790	归属于母公司净利润	315	10	869	1361	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	1550	2063	2138	净利润	315	10	869	1361	1766
少数股东权益	310	283	232	195	147	资产减值准备	(1900)	(10)	0	0	0
股东权益	7645	7549	8157	9110	10346	折旧摊销	292	292	300	324	342
负债和股东权益总计	9827	9420	9940	11369	12631	公允价值变动损失	2	2	0	(15)	(15)
						财务费用	(1)	(27)	(40)	(68)	(96)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(2147)	(71)	60	74	96
每股收益	0.12	0.00	0.33	0.52	0.68	其它	1894	385	(51)	(37)	(48)
每股红利	0.06	0.06	0.10	0.16	0.20	经营活动现金流	(1545)	608	1178	1707	2140
每股净资产	2.92	2.89	3.12	3.48	3.96	资本开支	0	18	(100)	(301)	(201)
ROIC	3.75%	-3.23%	16%	28%	30%	其它投资现金流	333	(223)	0	0	0
ROE	4.12%	0.13%	11%	15%	17%	投资活动现金流	190	(285)	(600)	(295)	(195)
毛利率	51%	50%	71%	71%	71%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	-50%	52%	53%	54%	负债净变化	(12)	(270)	0	0	0
EBITDA Margin	43%	13%	68%	64%	64%	支付股利、利息	(145)	(144)	(261)	(408)	(530)
收入增长	31%	-61%	323%	50%	19%	其它融资现金流	2186	973	(297)	300	(100)
净利润增长率	-118%	-97%	8896%	57%	30%	融资活动现金流	1876	145	(557)	(108)	(630)
资产负债率	22%	20%	18%	20%	18%	现金净变动	521	469	21	1303	1315
股息率	0.5%	0.5%	0.9%	1.5%	1.9%	货币资金的期初余额	1338	1859	2327	2348	3651
P/E	89.3	2913.1	32.4	20.7	15.9	货币资金的期末余额	1859	2327	2348	3651	4966
P/B	3.7	3.7	3.4	3.1	2.7	企业自由现金流	0	(50)	1096	1383	1805
EV/EBITDA	58.6	486.5	22.6	16.1	13.6	权益自由现金流	0	653	833	1739	1785

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