

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

宋城演艺(300144.SZ)

投资评级 增持

上次评级 增持

刘嘉仁 社零&amp;美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

王越 社零&amp;美护分析师

执业编号: S1500522110003

联系电话: 18701877193

邮箱: wangyue1@cindasc.com

宿一赫 社服行业研究助理

联系电话: 15721449682

邮箱: suyihe@cindasc.com

张洪滨 社服行业研究助理

联系电话: 18916616659

邮箱: zhanghongbin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 宋城演艺23年报&24年一季报点评:保留意见消除, 减值后聚焦主业, 新老项目齐头并进

2024年4月28日

**事件:公司披露23年报&24年一季报:**1)23年营收19.26亿元/同比+320.8%,归母净利-1.10亿元/同比-130.2%,扣非归母净利-0.88亿元/同比+6.2%,若剔除持有花房集团的长期股权投资形成的投资收益以及减值损失影响,则归母净利为8.29亿元;2)23Q4单季度营收3.09亿元/同比+343.0%,归母净利-8.97亿元,扣非归母净利-8.64亿元。3)24Q1营收5.60亿元/同比+138.7%,归母净利2.52亿元/同比+317.3%,扣非归母净利2.49亿元/同比+349.1%。

**23年公司旗下景区陆续开园,助力演艺主业修复。**

①**演出场次方面:**可比口径下,23年杭州/三亚/丽江/桂林项目演出场次较19年恢复度分别为89%/73%/105%/91%,全年整体/重资产项目场次恢复度分别为117%/119%。

②**营收方面:**杭州/三亚/丽江/桂林项目分别实现营收6.55/1.92/3.22/1.90亿元,较19年恢复度分别为71%/49%/97%/118%,九寨/张家界/西安/上海项目分别实现营收0.89/0.69/0.52/0.98亿元。

③**利润方面:**三亚/丽江/桂林项目净利润分别为1.11/1.95/0.69亿元,较19年恢复度为50%/94%/202%,净利率分别为57%/61%/36%,较19年分别+1.6pct/-1.4pct/+15.0pct;九寨/张家界净利润分别为0.50/0.10亿元,净利率分别为57%/15%;西安/上海项目分别亏损0.38、0.61亿元。

④**轻资产业务:**确认收入0.85亿元,其中约0.66亿元由子公司三亚宋城无边科技确认,所得税率15%,对应净利率81%。

**成熟项目焕发活力,展现挖潜空间。**杭州项目23五一连续两天单日上演18场,暑期创下1天21场新纪录,丽江、桂林项目单日演出场次也创出历史新高,市占率持续提高,团散比不断优化。

**培育项目快速爬坡,站稳脚跟提升份额。**①西安项目改版后市场反馈良好,23国庆连续多日演出8场,24年春节期间连续5天每天10场,体现宋城项目整改升级的灵活性及成功率;此外,基于场次瓶颈,西安项目计划在暑期启用2号剧院,我们认为增设剧院提升场次天花板的逻辑也有望在丽江、桂林、佛山等项目上得到验证。②佛山项目于大年初一正式开业,春节演出65场,连续多天单日上演9场,打破新开业项目单日演出场次纪录,此外佛山项目后续将创新推出万人实景演出《Oh!珠江》,脱离千古情框架,挖掘年轻客群,未来有望向其他园区推广。

**保留意见消除,减值后聚焦主业。**受外部环境和直播行业景气度下滑等因素影响,公司对持股35.35%的花房集团计提长期股权投资减值损失8.61亿元,未来将专注演艺主业,压制股价因素得到有效缓解;此外,22年报被出具保留意见导致部分机构无法进行配置,此次年报非标事项消除,公司有望获

得增量资金关注。

**24Q1 业绩符合预期。**①收入端，24Q1 实现营收 5.60 亿元，较 19 年恢复度 68%（19 年 1-4 月收入包含互联网演艺业务），24Q1 演出场次 2181 场，重资产演出 1935 场，较 19Q1 恢复度分别为 157%/173%。②毛利端，24Q1 毛利率 68.75%，较 19Q1 -1.02pct，或源于培育项目毛利率偏低。③费用端，销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为 4.74%/7.92%/1.34%/-0.29%，较 19Q1 分别-2.96pct/+2.82pct/-0.87pct/-0.26pct，公司持续推进降本增效，费用整体向好。④利润端，归母净利润 2.52 亿元，归母净利率 44.98%/较 19Q1 +0.09pct。

**盈利预测与投资建议：**宋城成熟项目改版升级提升天花板，培育项目快速爬坡，轻重模式结合推进异地扩张，公司基本面及长期成长性仍然稳健，我们看好公司未来业绩弹性和增长空间。此外，公司对花房计提减值，坚定专注演艺主业；23 年也发布股权激励计划，缓解市场对管理层担忧。我们测算公司 24-26 年归母净利分别为 12.8/15.1/16.6 亿元，当前市值对应 PE 为 21/18/16 倍，维持对公司的“增持”评级。

**风险因素：**宏观经济复苏不及预期，市场竞争加剧，新项目爬坡不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	458	1,926	2,933	3,259	3,518
增长率 YoY %	-61.4%	320.8%	52.2%	11.1%	7.9%
归属母公司净利润(百万元)	-48	-110	1,282	1,506	1,660
增长率 YoY%	-115.2%	-130.2%	1266.0%	17.5%	10.3%
毛利率%	50.1%	66.3%	66.9%	69.2%	69.8%
净资产收益率ROE%	-0.6%	-1.5%	15.0%	14.9%	14.1%
EPS(摊薄)(元)	-0.02	-0.04	0.49	0.57	0.63
市盈率 P/E(倍)	—	—	21.18	18.03	16.35
市净率 P/B(倍)	3.63	3.74	3.17	2.69	2.31

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,613</b>	<b>3,385</b>	<b>5,870</b>	<b>7,697</b>	<b>9,650</b>
货币资金	2,327	2,892	5,326	7,147	9,098
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1	5	7	8	9
预付账款	4	7	13	13	14
存货	11	9	26	26	26
其他	269	472	498	503	503
<b>非流动资产</b>	<b>6,746</b>	<b>5,681</b>	<b>5,498</b>	<b>5,330</b>	<b>5,143</b>
长期股权投资	1,695	764	764	764	764
固定资产(合)	2,457	2,274	2,123	1,941	1,765
无形资产	1,006	970	945	919	892
其他	1,587	1,673	1,667	1,706	1,722
<b>资产总计</b>	<b>9,359</b>	<b>9,065</b>	<b>11,369</b>	<b>13,027</b>	<b>14,793</b>
<b>流动负债</b>	<b>851</b>	<b>726</b>	<b>1,667</b>	<b>1,743</b>	<b>1,754</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	327	256	791	782	772
其他	524	470	876	961	982
<b>非流动负债</b>	<b>737</b>	<b>802</b>	<b>790</b>	<b>780</b>	<b>780</b>
长期借款	0	97	97	97	97
其他	737	706	694	684	684
<b>负债合计</b>	<b>1,588</b>	<b>1,528</b>	<b>2,457</b>	<b>2,523</b>	<b>2,534</b>
少数股东权益	283	285	349	425	510
归属母公司	7,487	7,252	8,563	10,079	11,749
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,359</b>	<b>9,065</b>	<b>11,369</b>	<b>13,027</b>	<b>14,793</b>

重要财务指标					
单位: 百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	458	1,926	2,933	3,259	3,518
同比(%)	-61.4%	320.8%	52.2%	11.1%	7.9%
归属母公司净利润	-48	-110	1,282	1,506	1,660
同比(%)	-115.2	-130.2	1266.0	17.5%	10.3%
毛利率(%)	50.1%	66.3%	66.9%	69.2%	69.8%
ROE%	-0.6%	-1.5%	15.0%	14.9%	14.1%
EPS (摊薄)(元)	-0.02	-0.04	0.49	0.57	0.63
P/E	—	—	21.18	18.03	16.35
P/B	3.63	3.74	3.17	2.69	2.31
EV/EBITDA	213.71	17.14	11.41	9.09	7.54

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>458</b>	<b>1,926</b>	<b>2,933</b>	<b>3,259</b>	<b>3,518</b>
营业成本	228	648	971	1,005	1,062
营业税金及附加	28	30	32	36	39
销售费用	22	88	93	95	97
管理费用	392	147	137	132	126
研发费用	19	30	44	47	51
财务费用	-27	-33	-6	-7	-8
减值损失合计	0	-861	-10	-10	-10
投资净收益	130	-65	29	33	35
其他	8	2	16	18	19
<b>营业利润</b>	<b>-65</b>	<b>92</b>	<b>1,696</b>	<b>1,992</b>	<b>2,195</b>
营业外收支	-6	-49	-17	-17	-17
<b>利润总额</b>	<b>-71</b>	<b>43</b>	<b>1,679</b>	<b>1,974</b>	<b>2,178</b>
所得税	3	152	333	393	434
<b>净利润</b>	<b>-75</b>	<b>-109</b>	<b>1,346</b>	<b>1,582</b>	<b>1,745</b>
少数股东损益	-27	1	64	76	85
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-48</b>	<b>-110</b>	<b>1,282</b>	<b>1,506</b>	<b>1,660</b>
EBITDA	171	1,367	1,952	2,249	2,453
EPS (当年)(元)	-0.02	-0.04	0.49	0.57	0.63

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>332</b>	<b>1,419</b>	<b>2,522</b>	<b>1,936</b>	<b>2,037</b>
净利润	-75	-109	1,346	1,582	1,745
折旧摊销	393	383	278	281	282
财务费用	26	28	10	10	10
投资损失	-162	-130	65	-29	-33
营运资金变动	120	134	889	71	10
其它	-3	917	28	26	25
<b>投资活动现金流</b>	<b>309</b>	<b>-565</b>	<b>-85</b>	<b>-96</b>	<b>-75</b>
资本支出	-244	-396	-90	-103	-110
长期投资	539	-169	5	5	0
其他	14	0	0	3	35
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-196</b>	<b>-295</b>	<b>-3</b>	<b>-20</b>	<b>-10</b>
吸收投资	0	34	15	0	0
借款	0	290	0	0	0
支付利息或股息	-144	-143	-10	-10	-10
<b>现金流净增加额</b>	<b>462</b>	<b>559</b>	<b>2,434</b>	<b>1,820</b>	<b>1,952</b>

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**蔡昕妤**，圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、培育钻石板块。

**李汶静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**林凌**，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

**张洪滨**，复旦大学金融学硕士，复旦大学经济学学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。