

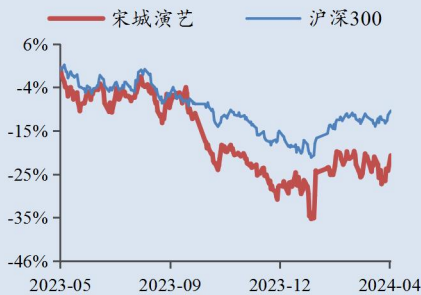
成熟项目业绩回暖，爬坡期项目成长可期

——宋城演艺（300144.SZ）2023 年报及 2024 年一季度点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2024年04月29日

当前价格（元）	10.85
52周价格区间（元）	8.22-14.55
总市值（百万元）	28,428.02
流通市值（百万元）	24,649.91
总股本（万股）	262,009.40
流通股（万股）	227,188.09
近一月换手（%）	26.73

分析师：姬志麒

执业证书编号：S0230521030008

邮箱：jizq@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

公司2024年4月25日发布2023年报及2024年一季度报，2023年实现营收19.26亿元，同比增长320.76%；归母净利润亏损1.10亿元，同比下滑130.20%，扣非归母净利润亏损0.88亿元。若不考虑持有花房集团公司的长期股权投资形成的投资收益及减值损失，归母净利润为8.29亿元。2024Q1营收为5.60亿元，同比增长138.70%；归母净利润2.52亿元，同比增长317.33%，扣非归母净利润2.49亿元，同比增长349.07%。

观点：

➤ **公司业绩持续回暖，盈利水平有望进一步修复。**收入端，公司现场演艺2023年实现营收16.67亿元，同比增长315.63%，恢复至2019年的89%。其中，杭州/三亚/丽江/桂林千古情景区营收分别实现收入6.55/1.92/3.22/1.90亿元，同比增长214.385%/251.64%/277.65%/499.68%，分别恢复至2019年的71%/49%/97%/118%。旅游服务业实现收入2.59亿元，同比增长357.05%。盈利端，2023年现场演艺/旅游服务毛利率分别为61.56%/97.07%，同比2022年分别提升17.62pct/3.12pct，盈利能力改善显著。其中，杭州/三亚/丽江景区毛利率分别为65.11%/76.21%/79.40%，同比2022年分别提升33.23%/6.91%/17.85%。费用端，2023年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为4.6%/7.6%/1.6%，较2019年-1.0pct/+0.4pct/-0.3pct，销售、研发费用率已低于2019年水平，管理费用率在新项目爬坡后仍有下行空间。其中，2023年销售费用较2022年增加，主要系公司各景区广告投入同比增加所致。

➤ **旅游市场出行需求持续释放，成熟项目稳定复苏，新项目爬坡期有望贡献业绩增量。**杭州、丽江、桂林等成熟景区焕发新活力，五一期间共计上演千古情62场，连续两天单日上演18场，成为除西湖外最热门景区；丽江千古情景区和桂林千古情景区单日演出场次各自创出历史新高，门票收入较2019年实现较大增长，市场占有率持续提高，客源结构不断优化；桂林千古情景区终端市场客流实现跨越式发展，有力推动了散客占比的大幅提升。培育项目日渐成熟，爬坡期持续增厚业绩。西安千古情景区不断发挥“演艺+景区”的优势，2024年春节黄金周连续5天每天10场，不断刷新单日演出场次和游客接待量记录；上海千古情景区积极开拓亲子家庭、企业团建、时尚人群、研学游等专题市场，

取得良好的开局。广东千古情 2 月开业至今日均场次超过 5 场，超出预期。2023 年以来公司专注主题演艺主业，全方位开展策划营销，各园区陆续迎来观演热潮，2024 年演出场次有望快速增长。

- **花房减值阶段性影响落地，长投事项基本解决并获无保留审计意见。**根据公司公告，公司参股的联营企业花房集团因受外部环境影响和直播行业景气度下滑影响，经营业绩大幅下滑，基于审慎性原则，就花房长期股权投资计提减值准备 8.6 亿元。截至 2023 年 12 月 31 日，公司持有的花房集团股权比例为 35.35%。本次计提减值后，我们预计公司剩余长投进一步减值概率降低。2023 年 4 月公司联营企业花房集团因被调查涉及部分账户被冻结，致上市公司被出具有保留审计意见。2023 年 7 月 3 日，花房集团已经向有关机关缴纳了 1.55 亿元的待结案扣押款。截至 2023 年 7 月 25 日，花房集团所有被冻结的资金账户已解冻，目前花房集团主要产品和业务仍在正常有序运营，业务运营和财务未受到重大不利影响。中喜会计事务所已对宋城出具 2022/2023 年报的无保留审计意见。预计后续被要求增加待结案扣押款和被追索罚金的可能性较小。
- **盈利预测及投资评级：**公司作为中国演艺行业的龙头企业，独创“主题公园+文化演艺”的经营模式，依托“宋城”和“千古情”两大品牌，以主题公园等特定场景为载体，为客户提供以多种演艺剧目为核心的优质文旅产品。其可异地复制运营模式叠加丰富的演艺内容不断迭代，在赋予公司持续扩张空间的同时仍能不断拓宽护城河，保持竞争优势。而且在成熟项目稳定复苏的同时，轻资产项目与自营新项目持续推进，稳定扩张，有望增厚公司业绩贡献。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 12.06/13.85/15.63 亿元，目前价格对应 PE 为分别为 23.6x/20.5x/18.2x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险、居民消费意愿下滑风险、市场竞争加剧风险、政策风险、新项目业绩爬坡不及预期、引用数据来源发布错误数据风险、其他不可控风险。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	458	1,926	2,591	3,021	3,343
增长率（%）	-61.36	320.76	34.51	16.59	10.67
归母净利润（百万元）	-48	-110	1,206	1,385	1,563
增长率（%）	-115.15	-130.20	1,197.41	14.84	12.85
ROE（%）	-0.96	-1.44	15.25	15.02	15.53
每股收益/EPS（摊薄/元）	-0.02	-0.04	0.46	0.53	0.60
市盈率（P/E）	-595.4	-258.6	23.6	20.5	18.2
市净率（P/B）	3.8	3.9	3.5	3.0	2.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,613	3,385	2,969	3,362	4,733	营业收入	458	1,926	2,591	3,021	3,343
现金	2,327	2,892	2,466	2,855	4,221	营业成本	228	648	777	906	936
应收票据及应收账款	1	5	3	6	4	税金及附加	28	30	72	87	98
其他应收款	12	16	22	23	27	销售费用	22	88	123	141	157
预付账款	4	7	8	9	10	管理费用	392	147	197	230	254
存货	11	9	15	13	16	研发费用	19	30	40	47	52
其他流动资产	257	455	455	455	455	财务费用	-27	-33	-41	-42	-47
非流动资产	6,746	5,681	7,340	8,311	8,652	资产和信用减值损失	-1	-866	-28	-39	-28
长期股权投资	1,695	764	789	822	837	其他收益	9	6	14	9	9
固定资产	2,457	2,274	3,847	4,856	5,460	公允价值变动收益	-2	0	-4	-5	-3
无形资产	1,006	970	850	693	434	投资净收益	130	-65	65	78	52
其他非流动资产	1,587	1,673	1,853	1,940	1,921	资产处置收益	2	0	2	2	2
资产总计	9,359	9,065	10,308	11,673	13,386	营业利润	-65	92	1,473	1,697	1,925
流动负债	851	726	880	854	921	营业外收入	3	3	4	4	3
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	9	52	34	32	32
应付票据及应付账款	327	256	444	373	470	利润总额	-71	43	1,442	1,668	1,897
其他流动负债	524	470	436	482	451	所得税	3	152	133	135	98
非流动负债	737	802	815	810	783	净利润	-75	-109	1,310	1,533	1,799
长期借款	0	97	109	104	78	少数股东损益	-27	1	103	148	236
其他非流动负债	737	706	706	706	706	归属母公司净利润	-48	-110	1,206	1,385	1,563
负债合计	1,588	1,528	1,695	1,664	1,705	EBITDA	11	137	1,753	2,124	2,438
少数股东权益	283	285	388	536	772	EPS (元)	-0.02	-0.04	0.46	0.53	0.60
股本	2,615	2,620	2,620	2,620	2,620						
资本公积	1,220	1,299	1,299	1,299	1,299						
留存收益	3,743	3,502	6,377	10,173	15,477						
归属母公司股东权益	7,487	7,252	8,196	9,418	10,809						
负债和股东权益	9,359	9,065	10,308	11,673	13,386						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	0	0	1,748	1,899	2,392
净利润	-75	-109	1,310	1,533	1,799
折旧摊销	0	0	374	518	631
财务费用	-27	-33	-41	-42	-47
投资损失	-130	65	-65	-78	-52
营运资金变动	0	0	142	-74	33
其他经营现金流	232	77	29	42	29
投资活动现金流	0	0	-1,969	-1,414	-921
资本支出	0	0	2,007	1,456	957
长期投资	0	0	-25	-33	-15
其他投资现金流	0	0	64	76	51
筹资活动现金流	0	0	-205	-96	-105
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-270	97	13	-5	-26
普通股增加	0	5	0	0	0
资本公积增加	-30	79	29	26	45
其他筹资现金流	300	-181	-247	-116	-123
现金净增加额	0	0	-426	389	1,366

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-61.36	320.76	34.51	16.59	10.67
营业利润(%)	-117.50	241.81	1,492.79	15.23	13.46
归属于母公司净利润(%)	-115.15	-130.20	1,197.41	14.84	12.85
获利能力					
毛利率(%)	50.14	66.35	70.00	70.00	72.00
净利率(%)	-16.32	-5.64	50.54	50.75	53.81
ROE(%)	-0.96	-1.44	15.25	15.02	15.53
ROIC(%)	0.14	-4.42	14.35	14.84	15.15
偿债能力					
资产负债率(%)	16.96	16.86	16.44	14.25	12.74
净负债比率(%)	-21.12	-31.21	-22.59	-22.81	-32.12
流动比率	3.07	4.66	3.37	3.94	5.14
速动比率	3.02	4.56	3.29	3.85	5.05
营运能力					
总资产周转率	0.05	0.21	0.27	0.27	0.27
应收账款周转率	289.29	636.92	406.44	444.21	495.86
应付账款周转率	0.56	2.22	6.06	6.06	6.06
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.02	-0.04	0.46	0.53	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.00	0.67	0.72	0.91
每股净资产(最新摊薄)	2.86	2.77	3.13	3.59	4.13
估值比率					
P/E	-595.4	-258.6	23.6	20.5	18.2
P/B	3.8	3.9	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	2,388.62	189.52	15.11	12.35	10.29

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告的风险等级评定为R4，仅供符合华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（C4及以上风险等级）参考使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046