

宋城演艺 (300144.SZ)

三季度业绩平稳略降，持续推进渠道迭代与内容优化

优于大市

核心观点

2024年第三季度公司收入-4.7%，归母净利润-5.5%，与我们前瞻基本一致。2024Q3 公司收入 8.4 亿元/-4.7%，归母净利润 4.6 亿元/-5.5%，扣非净利润 4.5 亿元/-7.1%，符合我们业绩前瞻。Q3 千古情总场次增长 11%，估算单场对应收入-17%，预计系客单价较高的存量项目场次回落，新项目场次占比提升但价格仍处爬坡期，以及整体消费环境综合影响。2024Q1-3 公司收入 20.1 亿元/+24.5%，归母净利润 10.1 亿元/+28.0%，扣非净利润 9.9 亿元/+28.1%。

主业经营：三季度培育项目贡献核心增量，成熟项目高基数下同比承压。自营项目方面，根据官方公众号，三季度宋城旗下自营项目总场次增长约 11%。其中培育项目贡献重要增量，西安、佛山项目上半年已实现盈利，三季度继续表现亮眼，西安项目同比增长 67%，暑期西安项目双剧院并行单日演出场次创新高；佛山项目演出环比持续提升。五大成熟项目场次同比下降约 12%，预计系去年暑期旅游需求集中释放，高基数下挑战较大，且目的地多元和出境恢复对一线旅游目的地产生分流。其中桂林项目场次基本持平，其他项目均有所下滑，杭州本部相对承压，三亚项目正推进内容优化。**轻资产方面**，据公司中报公开交流，三峡项目一揽子服务费于三季度预计确认 2000+万元。

宋城关于花房的账面价值风险可控，后续有望更聚焦主业发展。根据联交所规定，若上市公司连续 18 个月停牌，可能面临除牌。花房 2023 年 4 月停牌至今达到 18 个月，此前已向联交所递交复牌指引要求的全部材料，但截止 10 月最新公告仍处于继续停牌中，暂未取得联交所复牌许可。我们认为，一方面花房目前经营逐步回归正常化经营，三季度宋城投资收益 1581 万元/同比扭亏，预计花房短期对公司业绩仍有正面贡献。另一方面，即使后续花房退市，目前宋城对其计提减值之后对应账面估值约 22 亿，结合花房净资产和账上较为充裕的现金来看（2024H1 分别为 21、19 亿元）风险相对可控。长远来看，宋城聚焦主业经营，后续不排除对花房股权做进一步灵活规划。

风险提示：消费复苏不及预期，新项目不及预期，花房减值，股东减持等。

投资建议：伴随基数好转以及国庆主题活动造势，10 月以来整体演出场次同比趋势较三季度有所改善，我们预计公司全年收入实现 23.1 亿股股权激励目标仍有较高可达性，维持 2024-2026 年收入 24.2/27.3/31.2 亿元，归母净利润 11.1/12.8/14.8 亿元，对应动态 PE 为 24/21/18x。目前消费环境和出行习惯变迁下，公司聚焦主业，不断推进项目创新以及强化线上渠道等散客运营，后续培育项目持续增长动能和成熟项目迭代效果需要重点观察；同时优良模式和充足现金储备下分红提升值得期待，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	458	1,926	2,421	2,730	3,124
(+/-%)	-61.4%	320.8%	25.7%	12.7%	14.4%
净利润(百万元)	-48	-110	1109	1277	1480
(+/-%)	-115.2%	-130.2%	1108.9%	15.2%	15.9%
每股收益(元)	-0.02	-0.04	0.42	0.49	0.56
EBIT Margin	-50.4%	51.0%	53.6%	53.8%	54.1%
净资产收益率 (ROE)	-0.6%	-1.5%	13.8%	14.3%	14.9%
市盈率 (PE)	-553.6	-241.0	23.9	20.7	17.9
EV/EBITDA	458.7	22.3	17.0	15.3	13.5
市净率 (PB)	3.53	3.65	3.30	2.97	2.66

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

公司研究·财报点评

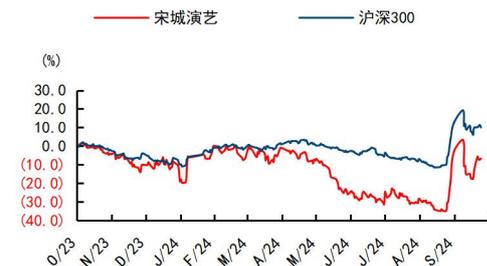
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	证券分析师：杨玉莹 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	10.11 元
总市值/流通市值	26493/23773 百万元
52 周最高价/最低价	12.43/6.93 元
近 3 个月日均成交额	436.28 百万元

市场走势



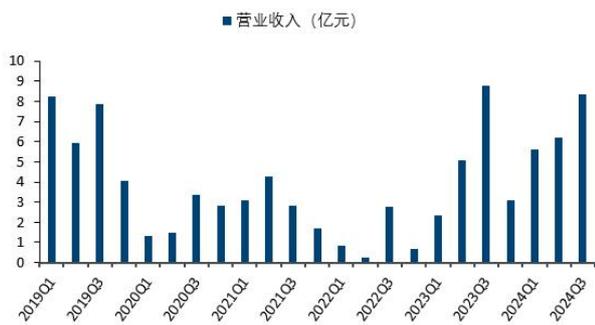
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宋城演艺 (300144.SZ) - 上半年佛山、西安项目均盈利，跟踪下半年千古情演出趋势》——2024-09-04
- 《宋城演艺 (300144.SZ) - 财报保留事项摘除，新建项目构筑成长空间》——2024-04-26
- 《宋城演艺 (300144.SZ) - 花房减值拖累利润表现，项目扩容升级助主业未来成长》——2024-02-01
- 《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》——2023-10-26
- 《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

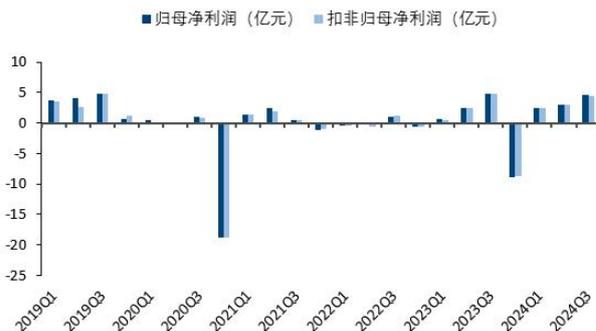
2024年第三季度公司收入-4.7%，归母净利润-5.5%，与我们前瞻基本一致。2024Q3公司收入8.4亿元/-4.7%，归母净利润4.6亿元/-5.5%，扣非净利润4.5亿元/-7.1%，符合我们业绩前瞻。Q3千古情总场次增长11%，估算单场对应收入-17%，预计系客单价较高的存量项目场次回落，新项目场次占比提升但价格仍处爬坡期，以及整体消费环境综合影响。2024Q1-3公司收入20.1亿元/+24.5%，归母净利润10.1亿元/+28.0%，扣非净利润9.9亿元/+28.1%。

图1：宋城演艺营业收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：宋城演艺利润情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

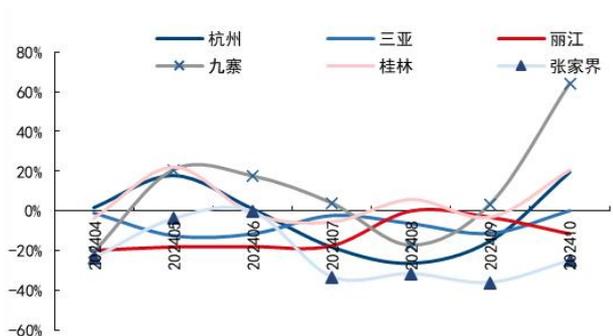
主业经营：三季度培育项目贡献核心增量，成熟项目高基数下同比承压。自营项目方面，根据官方公众号，三季度宋城旗下自营项目总场次增长约11%。其中培育项目贡献重要增量，西安、佛山项目上半年已实现盈利，三季度继续表现亮眼，西安项目同比增长67%，暑期西安项目双剧院并行单日演出场次创新高；佛山项目演出环比持续提升。五大成熟项目场次同比下降约12%，预计系去年暑期旅游需求集中释放，高基数下挑战较大，且目的地多元和出境恢复对一线旅游目的地产生分流。其中桂林项目场次基本持平，其他项目均有所下滑，杭州本部相对承压，三亚项目正推进内容优化。**轻资产方面**，据公司中报公开交流，三峡项目一揽子服务费于三季度预计确认2000+万元。

宋城关于花房的账面价值风险可控，后续有望更聚焦主业发展。根据联交所规定，若上市公司连续18个月停牌，可能面临除牌。花房2023年4月停牌至今达到18个月，此前虽已向联交所递交复牌指引要求的全部材料，但截止10月最新公告仍处于继续停牌中，暂未取得联交所复牌许可。我们认为，一方面花房目前经营逐步回归正常化经营，三季度宋城投资收益1581万元/同比扭亏，预计花房短期对公司业绩仍有正面贡献。另一方面，即使后续花房退市，目前宋城对其计提减值之后对应账面估值约22亿，结合花房净资产和账上较为充裕的现金来看（2024H1分别为21、19亿元）风险相对可控。长远来看，宋城聚焦主业经营，后续不排除对花房股权做进一步灵活规划。

风险提示：消费复苏不及预期，新项目不及预期，花房减值，股东减持等。

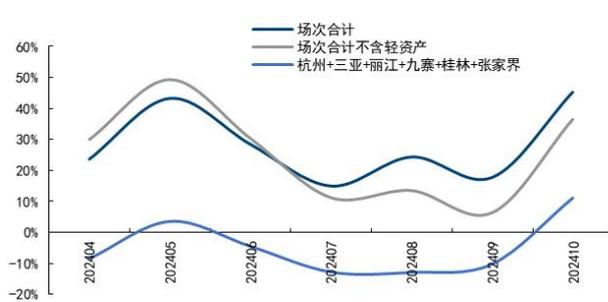
投资建议：伴随基数好转以及国庆主题活动造势，10月以来整体演出场次同比趋势较三季度有所改善，我们预计公司全年收入实现23.1亿股权激励目标仍有较高可达成性，维持2024-2026年收入24.2/27.3/31.2亿元，归母净利润11.1/12.8/14.8亿元，对应动态PE为24/21/18x。目前消费环境和出行习惯变迁下，公司聚焦主业，不断推进项目创新以及强化线上渠道等散客运营，后续培育项目持续增长动能和成熟项目迭代效果需要重点观察；同时优良模式和充足现金储备下分红提升值得期待，维持“优于大市”评级。

图3：宋城演艺场次跟踪（10月为10.1-10.24）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：宋城演艺场次跟踪（10月为10.1-10.24）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
				亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	
300144.SZ	宋城演艺	10	265	-0.04	0.42	0.49	0.56	-241	24	21	18	优于大市
000888.SZ	峨眉山A	13	68	0.43	0.49	0.55	0.62	30	26	23	21	优于大市
002033.SZ	丽江股份	9	49	0.41	0.41	0.46	0.51	21	22	19	17	优于大市
603099.SH	长白山	32	86	0.52	0.68	0.79	0.88	62	48	41	37	优于大市
603199.SH	九华旅游	36	40	1.58	1.77	1.95	2.13	23	21	19	17	优于大市
600054.SH	黄山旅游	11	84	0.58	0.65	0.72	0.79	20	18	16	15	优于大市
002159.SZ	三特索道	15	27	0.72	0.85	0.97	1.10	21	18	16	14	优于大市

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测（注：EPS按最新股本计算）

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2327	2892	3568	4695	5874	营业收入	458	1926	2421	2730	3124
应收款项	13	22	66	69	79	营业成本	228	648	748	844	965
存货净额	11	9	16	29	35	营业税金及附加	28	30	39	44	50
其他流动资产	36	62	242	273	312	销售费用	22	88	114	128	144
流动资产合计	2613	3385	4293	5467	6701	管理费用	392	147	186	205	229
固定资产	2844	2802	2511	2468	2335	研发费用	19	30	36	41	47
无形资产及其他	1006	970	931	893	856	财务费用	(27)	(33)	(59)	(93)	(118)
投资性房地产	1200	1145	1145	1145	1145	投资收益	130	(65)	20	20	20
长期股权投资	1695	764	1264	1258	1253	资产减值及公允价值变动	(2)	861	5	5	8
资产总计	9359	9065	10145	11232	12290	其他收入	(8)	(1750)	(36)	(41)	(47)
短期借款及交易性金融负债	297	54	0	300	200	营业利润	(65)	92	1381	1587	1835
应付款项	327	256	598	692	837	营业外净收支	(6)	(49)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	227	416	258	99	117	利润总额	(71)	43	1361	1567	1815
流动负债合计	851	726	856	1091	1153	所得税费用	3	152	231	266	309
长期借款及应付债券	0	96	96	96	96	少数股东损益	(27)	1	21	23	27
其他长期负债	737	706	861	810	760	归属于母公司净利润	(48)	(110)	1109	1277	1480
长期负债合计	737	802	958	907	856	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1588	1528	1814	1998	2009	净利润	(48)	(110)	1109	1277	1480
少数股东权益	283	285	303	312	322	资产减值准备	(10)	861	63	(13)	(38)
股东权益	7487	7252	8028	8922	9958	折旧摊销	292	273	371	400	418
负债和股东权益总计	9359	9065	10145	11232	12290	公允价值变动损失	2	(861)	(5)	(5)	(8)
关键财务与估值指标						财务费用	(27)	(33)	(59)	(93)	(118)
每股收益	(0.02)	(0.04)	0.42	0.49	0.56	营运资本变动	(71)	971	170	(176)	18
每股红利	0.06	0.05	0.13	0.15	0.17	其它	(98)	(858)	(45)	22	49
每股净资产	2.86	2.77	3.06	3.41	3.80	经营活动现金流	68	276	1663	1506	1918
ROIC	-2.71%	-41.60%	21%	28%	28%	资本开支	0	(1920)	(100)	(301)	(201)
ROE	-0.64%	-1.52%	14%	14%	15%	其它投资现金流	(223)	(175)	0	0	0
毛利率	50%	66%	69%	69%	69%	投资活动现金流	(240)	(1164)	(600)	(295)	(195)
EBIT Margin	-50%	51%	54%	54%	54%	权益性融资	16	34	0	0	0
EBITDA Margin	13%	65%	69%	68%	67%	负债净变化	(270)	96	0	0	0
收入增长	-61%	321%	26%	13%	14%	支付股利、利息	(144)	(143)	(333)	(383)	(444)
净利润增长率	-115%	-130%	1109%	15%	16%	其它融资现金流	1453	1510	(54)	300	(100)
资产负债率	20%	20%	21%	21%	19%	融资活动现金流	642	1452	(386)	(83)	(544)
股息率	0.5%	0.5%	1.3%	1.4%	1.7%	现金净变动	469	564	677	1127	1179
P/E	(553.6)	(241.0)	23.9	20.7	17.9	货币资金的期初余额	1859	2327	2892	3568	4695
P/B	3.5	3.7	3.3	3.0	2.7	货币资金的期末余额	2327	2892	3568	4695	5874
EV/EBITDA	458.7	22.3	17.0	15.3	13.5	企业自由现金流	0	(3145)	1518	1142	1637
						权益自由现金流	0	(1539)	1513	1519	1635

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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提及的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