

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

优于大市

核心观点

上半年收入增长 59%，归母净利润增长 82%，处于预告区间中值。2024H1 公司收入 11.8 亿元/+58.1%，归母净利润 5.5 亿元/+81.7%，处于业绩预告区间中值。2024Q1 收入 5.6 亿元/+138.7%，归母净利润 2.5 亿元/+317.3%。2024Q2 收入 6.2 亿元/+22.1%，归母净利润 3.0 亿元/+23.2%。一季度存量项目在低基数上经营天数回归正常，收入利润均实现翻倍式增长；二季度存量项目表现分化部分有所承压，但新项目培育期突出表现，整体业绩符合预期。

上半年佛山、西安新项目均盈利，传统存量基本盘项目整体稳健但受消费环境及区域因素等表现分化，轻资产三峡项目预计贡献一次性增量。上半年九大自营项目收入 8.7 亿元/+52.5%，归母净利润 3.4 亿元，其中 Q1 低基数下增长较快，Q2 部分项目恢复略分化、新项目贡献显著增量。具体来看：

1) 新项目表现突出，上半年贡献约 1.1 亿元归母净利润增量。上半年佛山项目归母净利润 0.5 亿元，首个营业年份表现超预期。西安项目归母净利润 0.2 亿元，一季度已经盈利，二季度盈利扩大，上半年首次扭亏，去年同期归母亏损近 0.1 亿元；7 月 6 日 2 号剧院启用进一步打开旺季接待瓶颈，暑期演出场次居各项目首位。上海项目归母亏损 0.2 亿元，同比减亏 0.3 亿元。

2) 传统存量基本盘整体稳健，部分承压。上半年杭州项目归母净利润 1.3 亿元/+36%，同比增加 0.3 亿元，Q1 低基数、Q2 预计持平略增，华东团恢复渐进。三亚项目归母净利润 0.6 亿元/+4%，同比平稳，但不到 2019 年的二分之一，东南亚等平替游分流影响延续；桂林项目归母净利 0.2 亿元/+2%，超 2019 年水平；九寨收入同比相对平稳，归母净利润 0.05 亿元。丽江项目有所承压，归母净利润 0.7 亿元/-15%，预计主要受短期当地加大文旅市场综合整治力度影响；张家界项目亏损 0.07 亿元，演艺竞争加剧。

3) 此外，上半年轻资产收入 1.4 亿，同比增加 0.7 亿，其中三峡项目贡献主要增量。目前该项目已于 7 月 26 日开业，公司表示 Q3 预计确认 2000 万+。

电子商务手续费同比翻倍，线上渠道建设逐步推进。2024H1 公司电子商务手续费 1.28 亿元，同比增长 120%，线上渠道快速成长，后续线上散客渠道能力建设值得重点跟踪观察。

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：上半年公司业绩稳步复苏，其中新项目出色表现再次验证公司造项目与改项目能力；但结合最新跟踪，7-8 月暑期旺季传统存量千古情项目总场次同比降幅较二季度有所扩大，且受整体消费环境影响，明后年存量项目经营场次仍待持续跟踪。据此，我们下调未来 3 年存量项目贡献，上调疫后新项目业绩，同时尚未考虑后续潜在新项目贡献，下修公司 2024-2026 年归母净利润至 11.1/12.8/14.8 亿元（此前为 12.3/15.0/17.3 亿元），对应动态 PE 为 18/16/14x。公司商业模式优良，目前消费环境下已有的股权激励目标有望进一步激发管理层的主观能动性，后续线上散客渠道能力建设值得重点观察，充足现金储备下分红提升也值得期待，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

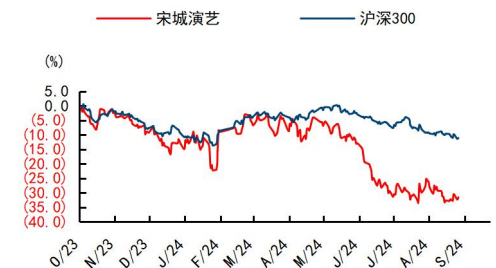
社会服务·旅游及景区

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 0755-82132098 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 7.65 元
 总市值/流通市值 20047/17988 百万元
 52 周最高价/最低价 13.07/7.11 元
 近 3 个月日均成交额 242.34 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) - 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
 《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

盈利预测和财务指标

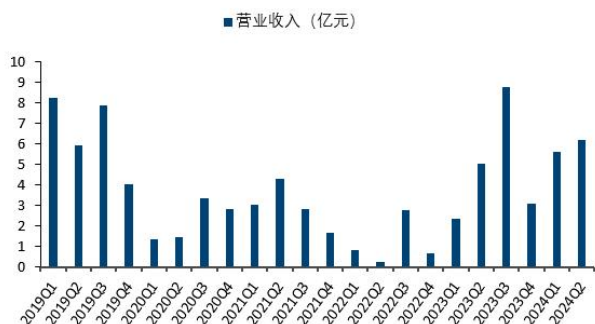
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	458	1,926	2,421	2,730	3,124
(+/-%)	-61.4%	320.8%	25.7%	12.7%	14.4%
净利润(百万元)	-48	-110	1109	1277	1480
(+/-%)	-115.2%	-130.2%	1108.9%	15.2%	15.9%
每股收益(元)	-0.02	-0.04	0.42	0.49	0.56
EBIT Margin	-50.4%	51.0%	53.6%	53.8%	54.1%
净资产收益率(ROE)	-0.6%	-1.5%	13.8%	14.3%	14.9%
市盈率(PE)	-418.9	-182.4	18.1	15.7	13.5
EV/EBITDA	353.4	17.2	13.1	11.8	10.5
市净率(PB)	2.67	2.76	2.50	2.25	2.01

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

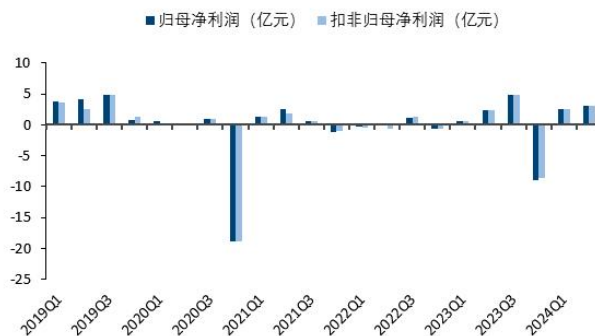
上半年收入增长 59%，归母净利润增长 82%，处于预告区间中值。2024H1 公司收入 11.8 亿元/+58.1%，归母净利润 5.5 亿元/+81.7%，处于业绩预告区间中值。2024Q1 收入 5.6 亿元/+138.7%，归母净利润 2.5 亿元/+317.3%。2024Q2 收入 6.2 亿元/+22.1%，归母净利润 3.0 亿元/+23.2%。一季度存量项目在低基数上经营天数回归正常，收入利润均实现翻倍式增长；二季度存量项目表现分化部分有所承压，但新项目培育期突出表现，整体业绩符合预期。

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

上半年佛山、西安新项目均盈利，传统存量基本盘项目整体稳健但受消费环境及区域因素等表现分化，轻资产三峡项目预计贡献一次性增量。上半年九大自营项目收入 8.7 亿元/+52.5%，归母净利润 3.4 亿元，其中 Q1 低基数下增长较快，Q2 部分项目恢复略分化、新项目贡献显著增量。具体来看：

- 1) 新项目表现突出，上半年贡献约 1.1 亿元归母净利润增量。上半年佛山项目归母净利润 0.5 亿元，首个营业年份表现超预期。西安项目归母净利润 0.2 亿元，一季度已经盈利，二季度盈利扩大，上半年首次扭亏，去年同期归母亏损近 0.1 亿元；7 月 6 日 2 号剧院启用进一步打开旺季接待瓶颈，暑期演出场次居各项目首位。上海项目归母亏损 0.2 亿元，同比减亏 0.3 亿元。
- 2) 传统存量基本盘整体稳健，部分承压。上半年杭州项目归母净利润 1.3 亿元/+36%，同比增加 0.3 亿元，Q1 低基数、Q2 预计持平略增，华东团恢复渐进。三亚项目归母净利润 0.6 亿元/+4%，同比平稳，但不到 2019 年的二分之一，东南亚等平替游分流影响延续；桂林项目归母净利 0.2 亿元/+2%，超 2019 年水平；九寨收入同比相对平稳，归母净利润 0.05 亿元。丽江项目有所承压，归母净利润 0.7 亿元/-15%，预计主要受短期当地加大文旅市场综合整治力度影响；张家界项目亏损 0.07 亿元，演艺竞争加剧。
- 3) 此外，上半年轻资产收入 1.4 亿，同比增加 0.7 亿，其中三峡项目贡献主要增量。目前该项目已于 7 月 26 日开业，公司表示 Q3 预计确认 2000 万+。

电子商务手续费同比翻倍，线上渠道建设逐步推进。2024H1 公司电子商务手续费 1.28 亿元，同比增长 120%，线上渠道快速成长，后续线上散客渠道能力建设值得重点跟踪观察。

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：上半年公司业绩稳步复苏，其中新项目出色表现再次验证公司造项目与改项目能力；但结合最新跟踪，7-8月暑期旺季传统存量千古情项目总场次同比降幅较二季度有所扩大，且受整体消费环境影响，明后年存量项目经营场次仍待持续跟踪。据此，我们下调未来3年存量项目贡献，上调疫后新项目业绩，同时尚未考虑后续潜在新项目贡献，下修公司2024-2026年归母净利润至11.1/12.8/14.8亿元（此前为12.3/15.0/17.3亿元），对应动态PE为18/16/14x。公司商业模式优良，目前消费环境下已有的股权激励目标有望进一步激发管理层的主观能动性，后续线上散客渠道能力建设值得重点观察，充足现金储备下分红提升也值得期待，维持“优于大市”评级。

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	8	200	-0.04	0.42	0.49	0.56	-182	18	16	14	优于大市
000888.SZ	峨眉山A	12	61	0.43	0.49	0.55	0.62	27	24	21	19	优于大市
002033.SZ	丽江股份	8	47	0.41	0.41	0.46	0.51	20	21	18	17	优于大市
603099.SH	长白山	25	66	0.52	0.68	0.79	0.88	47	36	31	28	优于大市
603199.SH	九华旅游	34	38	1.58	1.77	1.95	2.13	22	19	17	16	优于大市
600054.SH	黄山旅游	11	78	0.58	0.65	0.72	0.79	18	16	15	14	优于大市
002159.SZ	三特索道	14	25	0.72	0.85	0.97	1.10	-182	19	17	15	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	0.7%	0.7%	1.7%	1.9%	2.2%	现金净变动	469	564	677	1127	1179
P/E	(418.9)	(182.4)	18.1	15.7	13.5	货币资金的期初余额	1859	2327	2892	3568	4695
P/B	2.7	2.8	2.5	2.2	2.0	货币资金的期末余额	2327	2892	3568	4695	5874
EV/EBITDA	353.4	17.2	13.1	11.8	10.5	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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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