


## 存量项目稳步修复，新项目表现超预期

 证券研究报告

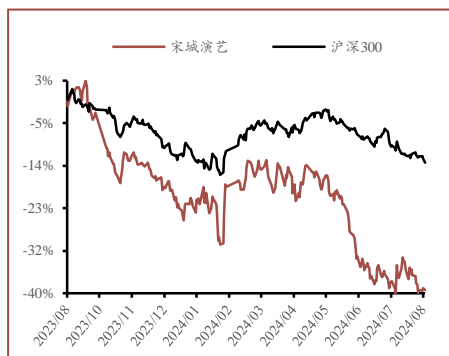
 投资评级:增持(维持)

### 基本数据

2024-08-29

收盘价(元)	7.52
流通股本(亿股)	23.51
每股净资产(元)	2.89
总股本(亿股)	26.20

最近 12 月市场表现


**分析师** 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001

liuyang01@ctsec.com

### 相关报告

- 《2023 年各项目稳步复苏，佛山项目热度超预期》 2024-04-28
- 《23 年各地项目持续复苏，关注异地复制项目建设》 2024-01-31
- 《三季度场次与收入双修复，关注新项目建设爬坡》 2023-10-26

### 核心观点

- ❖ **事件：宋城演艺发布 2024 年半年报。**公司 2024 年上半年实现收入 11.77 亿元，同比 2023 年上半年增长 59%；实现归母净利润 5.50 亿元，同比增长 81.75%；实现扣非归母净利润 5.47 亿元，同比增长 85.22%。
- ❖ **存量项目经营稳健，稳固公司营收基本盘。**上半年西安千古情景区充分发挥“大演艺”的模式优势和高品质演艺的内容优势，需求旺盛，刷新西安演艺市场演出场次、游客人次等各项记录；杭州宋城继续发挥大本营和试验田的作用，吸引了大批年轻游客体验参与，打造了多元演艺模式的示范效应；其他各个景区牢牢抓住游客需求，不断打破流量天花板，市场竞争力不断提升，市场占有率持续扩大。业绩层面，上半年杭州宋城旅游区/三亚千古情景区/丽江千古情景区营收分别为 2.93/1.12/1.25 亿元，较 2023 年同期分别变动 -0.26%/-0.20%/-3.49%。
- ❖ **上半年新开业的佛山与三峡项目表现超预期。**上半年公司广东千古情区和三峡千古情区相继开业。广东千古情景区开业以来高开高走，主秀《广东千古情》首演后连续多天单日上演 9 场，打破新开业“千古情”单日演出场次的多项记录，上半年日均上演 4.2 场，游客平均停留时长超过 4 小时。《三峡千古情》在 8 月 3 日和 8 月 4 日单日上演 8 场，再度刷新湖北大型旅游演艺纪录。
- ❖ **多维度升级提升游客体验，运营效率显著优化。**上半年西安千古情启用 2 号剧院，提升了接待能力和经济效益。上海千古情景区对二楼以上空间启动全面的整改升级工作，打造新场景，扩容新空间，营造新氛围。杭州宋城完成停车场提升改造，增加车位 1,100 余个，有效解决客流高峰期“停车难”问题，切实为游客出行提供便利。各个景区还纷纷推出汉服体验店、换装馆，引进品牌餐饮店铺，完善路牌标识、充电宝布点和网红打卡点，增加宋礼店 SKU。
- ❖ **投资建议：**预计公司 2024-2026 年实现营收 28.20 / 32.13 / 35.89 亿元，归母净利润 12.48 / 15.29 / 16.99 亿元，对应 PE 为 15.8 / 12.9 / 11.6X，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济不及预期；新项目爬坡不及预期；行业竞争加剧。

### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	458	1926	2820	3213	3589
收入增长率(%)	-61.36	320.76	46.40	13.94	11.68
归母净利润(百万元)	-48	-110	1248	1529	1699
净利润增长率(%)	-115.15	-130.20	1235.82	22.44	11.13
EPS(元/股)	-0.02	-0.04	0.48	0.58	0.65
PE	—	—	15.78	12.89	11.60
ROE(%)	-0.64	-1.52	14.36	14.88	14.13
PB	5.10	3.57	2.27	1.92	1.64

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 08 月 29 日收盘价计算）

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>457.81</b>	<b>1926.32</b>	<b>2820.09</b>	<b>3213.27</b>	<b>3588.55</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	228.28	648.30	881.91	950.40	1065.20	营业收入增长率	-61.4%	320.8%	46.4%	13.9%	11.7%
营业税费	27.51	30.38	44.56	50.77	56.70	营业利润增长率	-117.5%	241.8%	1,562.6%	20.5%	11.1%
销售费用	22.31	88.34	141.00	147.81	165.07	净利润增长率	-115.2%	-130.2%	1,235.8%	22.4%	11.1%
管理费用	391.90	146.52	225.61	244.21	272.73	EBITDA 增长率	-71.3%	700.8%	41.5%	18.9%	11.8%
研发费用	18.57	30.01	45.12	51.41	57.42	EBIT 增长率	-207.1%	543.4%	51.3%	19.3%	11.5%
财务费用	-27.20	-33.30	-29.96	-37.97	-41.51	NOPLAT 增长率	-227.6%	962.2%	-150.6%	19.3%	11.5%
资产减值损失	0.00	-861.02	-120.00	-120.00	-140.00	投资资本增长率	-2.5%	-4.9%	20.4%	15.3%	15.3%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-2.49</b>	<b>0.07</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	-2.3%	-3.0%	19.7%	17.8%	16.7%
投资和汇兑收益	129.99	-64.76	141.00	160.66	179.43	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>-65.20</b>	<b>92.46</b>	<b>1537.16</b>	<b>1852.49</b>	<b>2058.20</b>	毛利率	50.1%	66.3%	68.7%	70.4%	70.3%
加:营业外净收支	-6.05	-49.24	-5.00	-5.00	-5.00	营业利润率	-14.2%	4.8%	54.5%	57.7%	57.4%
<b>利润总额</b>	<b>-71.24</b>	<b>43.22</b>	<b>1532.16</b>	<b>1847.49</b>	<b>2053.20</b>	净利润率	-16.3%	-5.6%	45.6%	48.3%	48.1%
减:所得税	3.48	151.81	245.15	295.60	328.51	EBITDA/营业收入	37.3%	71.0%	68.6%	71.6%	71.7%
<b>净利润</b>	<b>-47.75</b>	<b>-109.91</b>	<b>1248.41</b>	<b>1528.61</b>	<b>1698.82</b>	EBIT/营业收入	-48.5%	51.1%	52.8%	55.3%	55.2%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2327.42	2891.86	3455.10	3699.50	4142.05	固定资产周转天数	1959	431	409	473	520
交易性金融资产	225.22	400.29	500.29	600.29	700.29	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-451</b>	<b>-44</b>	<b>-42</b>	<b>-15</b>	<b>-1</b>
应收账款	0.97	5.08	5.10	5.61	6.35	流动资产周转天数	2083	641	527	505	510
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	1	1	1	1	1
预付账款	3.93	7.02	8.82	9.50	10.65	存货周转天数	19	6	5	5	5
存货	11.04	8.97	13.08	14.91	16.46	总资产周转天数	7543	1722	1263	1285	1314
其他流动资产	31.79	55.00	75.00	95.00	115.00	投资资本周转天数	6709	1516	1247	1262	1303
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	-0.6%	-1.5%	14.4%	14.9%	14.1%
长期股权投资	1695.42	763.91	863.91	963.91	1063.91	ROA	-0.5%	-1.2%	11.6%	12.5%	12.2%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	-2.8%	-30.9%	13.0%	13.4%	13.0%
固定资产	2457.07	2273.61	3159.92	4168.42	5108.33	费用率					
在建工程	387.11	528.22	678.22	878.22	1178.22	销售费用率	4.9%	4.6%	5.0%	4.6%	4.6%
无形资产	1005.97	969.96	930.46	890.96	851.46	管理费用率	85.6%	7.6%	8.0%	7.6%	7.6%
其他非流动资产	1.89	3.04	3.04	3.04	3.04	财务费用率	-5.9%	-1.7%	-1.1%	-1.2%	-1.2%
<b>资产总额</b>	<b>9358.54</b>	<b>9065.38</b>	<b>10720.54</b>	<b>12226.17</b>	<b>13971.12</b>	三费/营业收入	84.5%	10.5%	11.9%	11.0%	11.0%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付账款	327.42	256.40	258.05	269.95	292.24	资产负债率	17.0%	16.9%	15.9%	13.1%	11.3%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净权益比	20.4%	20.3%	18.9%	15.1%	12.7%
其他流动负债	6.30	12.85	14.85	16.85	18.85	流动比率	3.07	4.66	4.31	5.07	5.73
长期借款	0.00	96.50	82.00	82.00	82.00	速动比率	3.02	4.56	4.21	4.94	5.57
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-7.02	34.90	195.23	255.94	300.85
<b>负债总额</b>	<b>1587.67</b>	<b>1528.43</b>	<b>1702.49</b>	<b>1604.23</b>	<b>1572.49</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	283.49	284.81	323.42	346.70	372.57	DPS(元)	0.05	1.00	1.20	1.30	1.40
股本	2614.69	2620.09	2620.47	2620.47	2620.47	分红比率	-2.74	-1.19	0.12	0.11	0.11
留存收益	3743.11	3502.46	4810.14	6390.75	8141.57	股息收益率	0.3%	10.1%	16.0%	17.3%	18.6%
<b>股东权益</b>	<b>7770.87</b>	<b>7536.95</b>	<b>9018.05</b>	<b>10621.94</b>	<b>12398.62</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	-0.02	-0.04	0.48	0.58	0.65
净利润	-47.75	-109.91	1248.41	1528.61	1698.82	BVPS(元)	2.86	2.77	3.32	3.92	4.59
加:折旧和摊销	392.78	382.88	445.01	522.81	591.41	PE(X)	—	—	15.8	12.9	11.6
资产减值准备	0.74	865.55	122.00	122.00	142.00	PB(X)	5.1	3.6	2.3	1.9	1.6
公允价值变动损失	2.49	-0.07	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	26.50	28.21	7.63	6.94	6.58	P/S	83.4	13.4	7.0	6.1	5.5
投资收益	-129.99	64.76	-141.00	-160.66	-179.43	EV/EBITDA	213.7	17.1	8.7	7.2	6.2
少数股东损益	-26.98	1.32	38.61	23.28	25.87	CAGR(%)					
营运资金的变动	120.14	134.06	-5.17	7.20	23.95	PEG	—	—	0.0	0.6	1.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>331.95</b>	<b>1418.78</b>	<b>1719.82</b>	<b>2054.42</b>	<b>2313.56</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>309.18</b>	<b>-564.57</b>	<b>-1272.83</b>	<b>-1503.08</b>	<b>-1594.42</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-195.61</b>	<b>-295.47</b>	<b>128.98</b>	<b>-306.94</b>	<b>-276.58</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 29 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。