

# 宋城演艺 (300144.SZ)

## 2024年新项目培育突出，推动存量优化与轻资产扩张

优于大市

### 核心观点

**2024年超额完成股权激励目标，分红率提升至50%。**公司2024年业绩处于处于预告区间中值，其中营业收入24.17亿元，同比增长25.49%，超额完成股权激励；归母净利润10.49亿元，扣非净利润10.32亿元，同比扭亏为盈，主要系上年受花房集团减值损失低基数。公司拟向全体股东每10股派发现金红利2元(含税)，合计派发5.25亿元，分红率50.01%，估算股息率2.0%。

**新项目爬坡贡献主要增量，传统存量项目有所承压。**2024九大自营项目收入19.6亿元/+17.5%，归母净利润6.9亿元/+15.4%。新项目贡献主要增量，其中佛山项目首个营业年份表现突出，全年实现归母净利润0.9亿元；西安项目暑期开启双剧院模式，全年收入同比增长178%，归母净利润0.35亿元/扭亏为盈；上海项目全年归母亏损0.16亿元，减亏0.18亿元。传统存量项目整体承压，其中桂林项目表现相对突出，全年归母净利润0.5亿元/+2%，较2019年翻倍增长，市场份额持续提升；杭州/丽江/三亚/九寨/张家界项目归母净利润为2.7/1.7/0.8/0.5/-0.3亿元，同比-1%/-15%/-27%/-10%/-365%，除九寨外均不及2019年水平，预计主要受消费力渐进、出行团散偏好变化、免票景区分流等影响，跟踪后续老项目产品优化与市场策略调整的效果。

**轻资产三峡项目暑期开业，线上直销渠道进展良好，花房贡献正收益。**2024年设计策划费收入达1.85亿元/+118.6%。其中三峡千古情景区于7月开业，全年确认一揽子服务费超1.6亿元。2024年公司电子商务手续费2.7亿元/+56.56%，线上官方直销渠道预订占比超50%。花房集团已于2024年12月退市，2024年贡献投资收益1001万元，长远来看不排除做进一步灵活规划。

**2025Q1收入与净利润平稳，青岛项目确认5000万服务费。**公司25Q1收入5.60亿元/+0.26%，归母净利润2.46亿元/-2.18%，其中拟2026年7月开业的轻资产青岛项目确认前期服务费5000万，与24Q1三峡项目确认金额一致。Q1销售费率/管理费费率同比+2.3/-1.5pct，加大营销投放但优化管理效率。

**风险提示：**消费复苏不及预期，存量项目优化不及预期，股东减持等。

**投资建议：**今年以来存量成熟项目仍面临挑战，同时考虑公司2025年起调整轻资产管理费率，我们下调公司2025-2027年收入至25.9/29.3/31.8亿元（此前25-26年为27.3/31.2亿元），归母净利润至11.4/13.0/14.3亿元（此前为12.8/14.8亿元），对应动态PE为23/20/18x。当前存量成熟项目面临竞争增加与消费变迁两重挑战，跟踪内容优化与线上渠道强化效果；培育项目2024年取得较大进展，后续进一步爬坡及轻资产签约有望贡献业绩增量；良好现金下公司提升分红彰显积极姿态，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,926	2,417	2,596	2,927	3,178
(+/-%)	320.8%	25.5%	7.4%	12.8%	8.6%
净利润(百万元)	-110	1049	1140	1303	1434
(+/-%)	-130.2%	1054.2%	8.7%	14.3%	10.1%
每股收益(元)	-0.04	0.40	0.43	0.50	0.55
EBIT Margin	51.0%	51.3%	51.8%	52.6%	53.0%
净资产收益率(ROE)	-1.5%	12.9%	13.1%	14.0%	14.3%
市盈率(PE)	-234.6	24.6	22.6	19.8	18.0
EV/EBITDA	21.7	17.9	16.9	15.0	13.8
市净率(PB)	3.56	3.18	2.97	2.76	2.57

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：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002

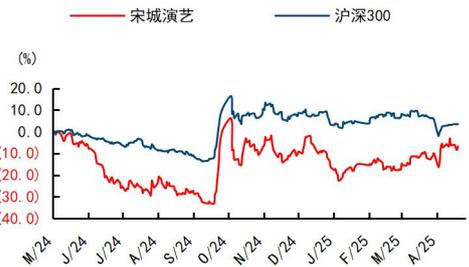
证券分析师：杨玉莹

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	9.84元
总市值/流通市值	25807/23177百万元
52周最高价/最低价	12.43/6.93元
近3个月日均成交额	460.16百万元

#### 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)-三季度业绩平稳略降，持续推进渠道迭代与内容优化》——2024-10-25
- 《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

**2024 年超额完成股权激励目标，分红率提升至 50%。**公司 2024 年业绩处于处于预告区间中值，其中营业收入 24.17 亿元，同比增长 25.49%，超额完成股权激励；归母净利润 10.49 亿元，扣非净利润 10.32 亿元，同比扭亏为盈，主要系上年受花房集团减值损失低基数。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税），合计派发 5.25 亿元，分红率 50.01%，估算股息率 2.0%。

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

**新项目爬坡贡献主要增量，传统存量项目有所承压。**2024 九大自营项目收入 19.6 亿元/+17.5%，归母净利润 6.9 亿元/+15.4%。新项目贡献主要增量，其中佛山项目首个营业年份表现突出，全年实现归母净利润 0.9 亿元；西安项目暑期开启双剧院模式，全年收入同比增长 178%，归母净利润 0.35 亿元/扭亏为盈；上海项目全年归母亏损 0.16 亿元，减亏 0.18 亿元。传统存量项目整体承压，其中桂林项目表现相对突出，全年归母净利 0.5 亿元/+2%，较 2019 年翻倍增长，市场份额持续提升；杭州/丽江/三亚/九寨沟/张家界项目归母净利润为 2.7/1.7/0.8/0.5/-0.3 亿元，同比 -1%/-15%/-27%/-10%/-365%，除九寨沟外均不及 2019 年水平，预计主要受消费力渐进、出行团散偏好变化、免票景区分流等影响，跟踪后续老项目产品优化与市场策略调整的效果。

**轻资产三峡项目暑期开业，线上直销渠道进展良好，花房贡献正收益。**2024 年设计策划费收入达 1.85 亿元/+118.6%。其中三峡千古情景区于 7 月开业，全年确认一揽子服务费超 1.6 亿元。2024 年公司电子商务手续费 2.7 亿元/+56.56%，线上官方直销渠道预订占比超 50%。花房集团已于 2024 年 12 月退市，2024 年贡献投资收益 1001 万元，长远来看不排除做进一步灵活规划。

**2025Q1 收入与净利润平稳，青岛项目确认 5000 万服务费。**公司 25Q1 收入 5.60 亿元/+0.26%，归母净利润 2.46 亿元/-2.18%，其中拟 2026 年 7 月开业的轻资产青岛项目确认前期服务费 5000 万，与 24Q1 三峡项目确认金额一致。Q1 销售费率/管理费率同比+2.3/-1.5pct，加大营销投放但优化管理效率。

**风险提示：**消费复苏不及预期，存量项目优化不及预期，股东减持等。

**投资建议：**今年以来存量成熟项目仍面临挑战，同时考虑公司 2025 年起调整轻资产管理费率，我们下调公司 2025-2027 年收入至 25.9/29.3/31.8 亿元（此前 25-26 年为 27.3/31.2 亿元），归母净利润至 11.4/13.0/14.3 亿元（此前为 12.8/14.8 亿元），对应动态 PE 为 23/20/18x。当前存量成熟项目面临竞争增加与消费变迁两重挑战，跟踪内容优化与线上渠道营销强化效果；培育项目 2024 年取得较大进展，后续进一步爬坡及轻资产签约有望贡献重要增量。此外，公司提升分红彰显积极态度，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 亿元	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
300144.SZ	宋城演艺	10	258	-0.04	0.40	0.43	0.50	-234	25	23	20	优于大市
600054.SH	黄山旅游	12	86	0.43	0.43	0.44	0.49	20	27	27	24	优于大市
603136.SH	天目湖	12	33	0.41	0.39	0.47	0.55	22	31	26	22	优于大市
603199.SH	九华旅游	38	42	0.52	1.68	1.95	2.18	24	23	20	17	优于大市
000888.SZ	峨眉山A	14	74	1.58	0.49	0.55	0.62	33	29	25	23	优于大市
603099.SH	长白山	33	88	0.58	0.59	0.73	0.85	64	56	45	39	优于大市
002033.SZ	丽江股份	9	51	0.72	0.41	0.46	0.51	22	23	20	18	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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2892	2938	3798	4385	5156	营业收入	1926	2417	2596	2927	3178
应收款项	22	35	71	74	81	营业成本	648	783	836	928	1001
存货净额	9	8	22	38	41	营业税金及附加	30	40	42	47	51
其他流动资产	62	52	260	293	318	销售费用	88	140	151	170	184
<b>流动资产合计</b>	<b>3385</b>	<b>4136</b>	<b>5254</b>	<b>5893</b>	<b>6699</b>	管理费用	147	173	180	195	206
固定资产	2802	2792	2625	2642	2545	研发费用	30	41	42	49	52
无形资产及其他	970	935	897	861	825	财务费用	(33)	(32)	(56)	(63)	(77)
投资性房地产	1145	1157	1157	1157	1157	投资收益	(65)	28	20	20	20
长期股权投资	764	776	1276	1270	1265	资产减值及公允价值变动	861	4	5	5	8
<b>资产总计</b>	<b>9065</b>	<b>9796</b>	<b>11210</b>	<b>11824</b>	<b>12491</b>	其他收入	(1750)	(20)	(42)	(49)	(52)
短期借款及交易性金融负债	54	55	200	300	200	营业利润	92	1325	1427	1626	1789
应付款项	256	293	796	902	983	营业外净收支	(49)	(22)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	416	302	324	122	132	<b>利润总额</b>	<b>43</b>	<b>1303</b>	<b>1407</b>	<b>1606</b>	<b>1769</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>726</b>	<b>649</b>	<b>1320</b>	<b>1324</b>	<b>1315</b>	所得税费用	152	227	246	281	309
长期借款及应付债券	96	68	68	68	68	少数股东损益	1	26	21	23	25
其他长期负债	706	668	823	772	721	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(110)</b>	<b>1049</b>	<b>1140</b>	<b>1303</b>	<b>1434</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>802</b>	<b>735</b>	<b>891</b>	<b>840</b>	<b>789</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1528</b>	<b>1384</b>	<b>2210</b>	<b>2164</b>	<b>2104</b>	净利润	(110)	1049	1140	1303	1434
少数股东权益	285	299	317	326	336	资产减值准备	861	(861)	0	0	0
股东权益	7252	8112	8682	9334	10051	折旧摊销	273	280	309	326	342
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9065</b>	<b>9796</b>	<b>11210</b>	<b>11824</b>	<b>12491</b>	公允价值变动损失	(861)	(4)	(5)	(5)	(8)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(33)	(32)	(56)	(63)	(77)
每股收益	(0.04)	0.40	0.43	0.50	0.55	营运资本变动	971	(991)	423	(199)	5
每股红利	0.05	0.11	0.22	0.25	0.27	其它	(858)	880	18	9	10
每股净资产	2.77	3.09	3.31	3.56	3.83	<b>经营活动现金流</b>	<b>276</b>	<b>353</b>	<b>1885</b>	<b>1434</b>	<b>1784</b>
ROIC	-41.60%	16.37%	19%	22%	24%	资本开支	0	622	(100)	(301)	(201)
ROE	-1.52%	12.93%	13%	14%	14%	其它投资现金流	(175)	(703)	0	0	0
毛利率	66%	68%	68%	68%	68%	<b>投资活动现金流</b>	<b>756</b>	<b>(93)</b>	<b>(600)</b>	<b>(295)</b>	<b>(195)</b>
EBIT Margin	51%	51%	52%	53%	53%	权益性融资	0	16	0	0	0
EBITDA Margin	65%	63%	64%	64%	64%	负债净变化	96	(29)	0	0	0
收入增长	321%	25%	7%	13%	9%	支付股利、利息	(143)	(279)	(570)	(651)	(717)
净利润增长率	-130%	1054%	9%	14%	10%	其它融资现金流	(376)	386	145	100	(100)
资产负债率	20%	17%	23%	21%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(468)</b>	<b>(214)</b>	<b>(425)</b>	<b>(551)</b>	<b>(817)</b>
股息率	0.6%	1.1%	2.2%	2.5%	2.8%	<b>现金净变动</b>	<b>564</b>	<b>46</b>	<b>860</b>	<b>587</b>	<b>771</b>
P/E	(234.6)	24.6	22.6	19.8	18.0	货币资金的期初余额	2327	2892	2938	3798	4385
P/B	3.6	3.2	3.0	2.8	2.6	货币资金的期末余额	2892	2938	3798	4385	5156
EV/EBITDA	21.7	17.9	16.9	15.0	13.8	企业自由现金流	0	934	1743	1096	1536
						权益自由现金流	0	1291	1934	1248	1499

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