

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

社会服务

景点

**宋城演艺 (300144)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2020年05月19日

## 复园在即，重启市值成长新征程

证券分析师: 曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003
证券分析师: 钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003
联系人: 姜甜	0755-81981367	jiangtian@guosen.com.cn	

### 事项:

近期，宋城演艺部分项目恢复时间逐步公布，市场对公司的关注度也有所提升，我们在5月11日外发深度报告《宋城演艺-300144-不断进击的中国演艺新标杆》基础上，结合对公司的最新跟踪，就公司近期关注要点进行进一步梳理。

**国信社服观点:** 1) 疫情下，今年公司盈利冲击难免，但正如我们5月11日深度报告《宋城演艺-300144-不断进击的中国演艺新标杆》所述，**公司最坏时刻已过，公司核心项目逐步复园在望**，存量项目预计6月中旬复园，新项目开业时间也已明确，2021年成长预计仍有支撑。2) **公司正全力打造室外剧院，预计今年10月前核心项目有望逐步推出**，短期室外演出受限相对更少，中线可与室内演出互补提振演艺王国扩容。3) 中长线来看，短期疫情冲击不改公司中线成长逻辑。一方面，**公司过往已开业项目均反复验证其模式优秀**（首年打平，次年盈利，3年后净利率逐步40%+），且未来储备项目仍有持续落地预期。另一方面，**公司在疫情下的沉寂时间全面厉兵秣马，全面发力演艺王国模式**，储备30多台项目，未来演艺集群模式有望带来新支撑。4) **暂不考虑公司10转增8除权影响，维持公司2020-2022年EPS0.38/1.15/1.41元，相应估值83/28/22倍**，其中预计20-22年旅游演艺主业EPS 0.32/1.10/1.37元，相应动态PE估值98/29/23倍。公司目前复园有望，新项目积极推进中，趋势正逐步向好。同时，公司积极打造新口号新logo新模式新征程，中线商业模式优良+项目复制扩张+演艺集群有望助力公司市值新一轮成长，重申未来12个月合理市值585亿元（对应2021年35x），继续“买入”评级。

### 评论:

#### ■ 立足当下，公司存量项目复园和新项目开业节奏已逐步明朗

**疫情下公司短期业绩冲击难免。** 新型肺炎疫情防控下，宋城演艺核心景区自2020年1月24日起暂时闭园，导致公司短期主业相对受影响，今年一季度收入业绩明显下滑也印证这一点，考虑目前情况及文旅部限流30%等措施，加之疫情特殊背景下，室内景区恢复节奏也相对弱于室外景区，故我们预计公司今年业绩承压已难免，但市场也有预期。

**但是环比来看，公司目前存量项目复园节奏及新项目开业节奏已逐步明朗，趋势在好转！** 结合我们的持续跟踪，存量项目中，轻资产模式的《炭河千古情》、《明月千古情》室内景区已分别于5月15日、16日复园，自营项目的杭州《宋城千古情》拟于6月12日（初步）复园，其他自营项目（包括九寨沟项目）预计也都将在6月中旬恢复开业，为迎接暑期市场做好充分准备，同时公司也会结合政策导向做好随时开业的准备。短期疫情影响仍未完全消除，且文旅部还有30%的限流措施等，预计演艺市场的恢复也需要一定时间；但公司也计划采取一系列营销手段等推动市场恢复，例如薇娅直播推荐的398元“杭州宋城2天1晚双人套餐”等，短期重点抓周边游和省内游市场，中线紧跟跨省游复苏趋势，公司后续成长仍值得期待。

新项目方面，开业节奏也逐步明朗。2020年预计西安、上海和轻资产新郑项目会相继开出。其中西安项目计划今年6月下旬推出，目前工程建设正在收尾。上海预计今年暑期推出，主体建设结构基本完成，室内空调、消防等正在有序安装。新郑项目计划今年Q4推出，目前土建已基本完成，室外绿化景观正在收尾，舞台设备正在调试。2021年预计佛山、西塘会相继推出，目前均已开工建设。2022年，预计珠海项目有望推出，目前正在做前期设计工作，整体方案已基本完成，计划今年Q3开工建设。公司在设计、建设和人才储备方面均做了较为充分的准备，有望支撑后续新项目陆续建设开业。

**表 1: 宋城演艺存量项目恢复营业及新项目开业时间**

项目	模式	恢复营业/开业时间	说明
炭河千古情	轻资产	2020-5-15	3月24日开放室外景点，5月15日全部开放
明月千古情	轻资产	2020-5-16	2月21日开放户外景点，5月16日全部开放
杭州宋城千古情	自营	预计 2020-6-12	
三亚千古情	自营		
丽江千古情	自营		
桂林漓江千古情	持股 70%	存量项目包括九寨项目均预计	2020年6月中旬恢复营业
张家界千古情	自营		
九寨千古情	持股 80% (另藏谜 60%)		
西安中华千古情	创新合作模式, 运营 持股 80%	预计 2020 年 6 月下旬	工程建设正在收尾
上海世博项目	持股 88%	预计 2020 年 暑期	主体建设结构基本完成, 室内空调、消防等正在有序安装
新郑·黄帝千古情	轻资产	预计 2020 年 Q4	土建基本完成, 室外绿化景观正在收尾, 舞台设备正在调试
佛山千古情	自营	预计 2021 年	已开工建设, 基础已完成, 主体正在施工
西塘·中国演艺小镇	自营	预计 2021 年	已开工建设, 基础已完成, 主体正在施工
珠海·宋城演艺谷	自营	预计 2022 年	目前正在做前期设计工作, 整体方案已基本完成, 计划今年 Q3 开工建设

资料来源: 公司官网及微信公众号等, 国信证券经济研究所整理

## ■ 疫情下全力打造室外剧院, 限流下仍有一定支撑

公司此前演出均以室内演出为主, 优势在于晴雨皆宜, 受天气影响小。但在本次疫情影响下, 室内景区所受限制相比室外景区更大, 鉴于此, 公司也积极应对, 拟在主要的存量项目新建 1-2 个室外剧院 (仅九寨等体量较小的项目除外, 面积较小相对受限), 从而更好地应对疫情后的新环境, 并为后续演艺王国模式不断丰富提供支撑。

具体来看, 结合我们的持续跟踪, 室外剧院一可以用于演出室外千古情 (可以尝试火炮等原室内不方便的特效提升观演体验), 一晚至少可以演出 2 场 (6000 人左右), 二是其余时间也可以用于海盗大战、堂吉珂德等室外实景演出, 丰富公司演出内容。在这种情况下, 即使后续仍有疫情阶段扰动或游客心理影响, 在相对悲观的情况下, 室外演出也能提供良好支撑, 从而可以在疫后相对特殊的情况下为公司扩充游客来源提供良好支撑。而疫情全面恢复后, 由于室外实景演出的特色差异, 与公司的室内演出完全可以互补, 带给游客更加丰富的观演体验, 本身也有助于其演艺王国模式的持续打造和提升。

从投入来看, 单一室外剧场一般相对小于室内剧场, 其中公司存量项目中杭州、丽江此前原有丽江恋歌室外剧场, 预计可以改造后推出, 成本较可控; 而新建项目中, 部分在建剧院计划建成可以把屋顶和两面墙壁打开的模式, 虽然相比原有规划会新增一些投入, 但整体较为可控, 后续性价比也较高。目前来看, 公司正在积极推进核心项目如杭州、三亚、丽江、张家界等室外剧院推进, 艺术团也正在积极排练室外项目, 预计今年 10 月前部分核心项目的室外剧院有望建成, 室外演出届时有望正式推出。

此外, 按照文旅部的相关规定, 目前室内景区仍需限流 30%。但从公司的角度, 考虑其本身单体项目实际承载量较高 (多数核心园区最高接待量 6 万或以上), 如果游客信心能逐步恢复, 通过错峰不同场次等安排 (剧场较大, 也可以错位安排), 加之公司本身成本管控等较为优良, 在单日多场次的假设下, 预计公司仍可盈利。因此, 只要后续游客出游情绪逐步能有所恢复, 即使短期仍有限流 30% 约束, 公司仍能通过优良的成本管控和多场次安排实现盈利。

## ■ 疫情下厉兵秣马, 强化管理与营销, 打造新口号新 logo 新模式新征程, 新的成长周期值得期待

疫情下厉兵秣马, 备战新成长。面对疫情挑战, 公司从营销、管理、游客体验等多维度出发, 完善公司运营机制, 提高运营效率, 助力公司未来新成长。

**加大精准营销：**公司不断与时俱进，采用最高性价比的宣传。过去主要采用线下线上相结合的方式，近两年更加注重微博、微信、抖音等平台的运用，善用网红引爆话题。今年在疫情背景下，公司计划实行更精准营销，预计在携程、新美大等平台会有更多曝光，细化到情侣、闺蜜、亲子、国潮等细分群体精准营销。在当前网红经济热度非凡的情况下，也不排除公司未来加重布局抖音、网红、直播等传播途径，营造各类热点，不断提升其产品知名度，例如前述薇娅直播间推广宋城产品。

**垂直化与扁平化管理：**继续加强用工垂直化、扁平化管理，进一步优化用工比例、精简人员；采用灵活用工方式，用工精准到每日，按照当天的客流情况安排用工，精细化管理促进效益提升。截至目前，公司很多项目的用人规模下降了约 20% 左右，集团整体成本下降了 10% 以上，用工管理极其精简。

**提高游客体验：**把宋城打造成晴雨皆宜、老少同乐、好评率高的景区。宋城过往整体游客满意度较高，仅有部分差评多与餐饮相关。鉴于此，公司把原来的 800 多个小店变成 4-5 个老店，探索餐饮自营模式，在食材、卫生、环境等方面实现规范化。此外，项目的艺术团以前是当地的团长负责，现在该项目总经理直接负责，严格把控演出质量。

图 1：加大精准营销，善用网红引爆话题



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：提升管理服务能力，改善游客体验



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在上述具体措施推动下，公司力图打造新口号、新 logo、新模式，开启发展新征程。新口号（宋城，让生活有戏！）、新 logo 在原有口号及 logo 基础上进一步丰富了内涵，也体现了公司从单一剧目向演艺王国的新模式转变：探索话剧、音乐剧等多种剧目，以及实景演出等多种演艺模式（详细后文分析），从而有望开启公司发展新征程，朝着打造“世界演艺第一”的目标迈进。在这种情况下，公司新的成长周期值得期待。

图 3：宋城新定位：让生活有戏，开启多剧院模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：公司未来发展展望



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 中线成长看点：既有成功模式不断复制，储备项目积极推进，未来 3 年盈利成长确定性有支撑

**24 年打磨不断优化，商业模式持续验证。**2020 年 5 月 18 日，是公司第一个项目杭州宋城千古情开业 24 周年日。经过了 20 多年的摸索和打磨，公司演艺 1.0 和 2.0 项目均已验证宋城过往商业模式优异。无论是首轮三亚、丽江、

九寨项目，还是二轮扩张中已经落地的桂林、张家界项目，均实现了首年打平或微利（上半年开业一般当年微利，下半年开业一般当年打平），次年有效盈利（一般盈利5000-8000万），第三年盈利有望上亿元（九寨受限于场地与季节瓶颈除外）。最为成熟的杭州本部在2个剧院支撑的情况下，估算2019年收入8亿+，业绩4个亿左右。

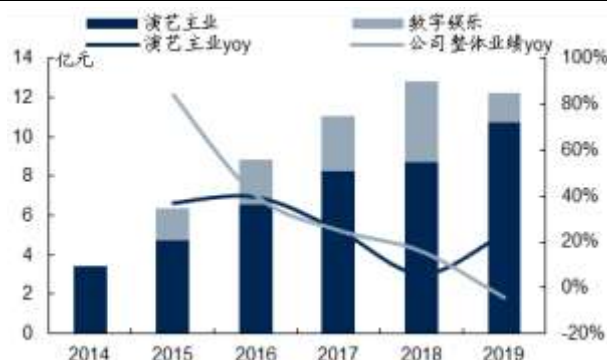
鉴于此，在优异商业模式支撑下，过往5年公司整体实现了靓丽的增长，2015-2019年公司收入整体复合增速为22.8%，业绩复合增速为28.8%；单看演艺主业，过去5年收入复合增速为19.0%，业绩复合增速为25.5%。毛利率和净利率水平也稳步上升，表现可圈可点。

图 5：公司收入表现



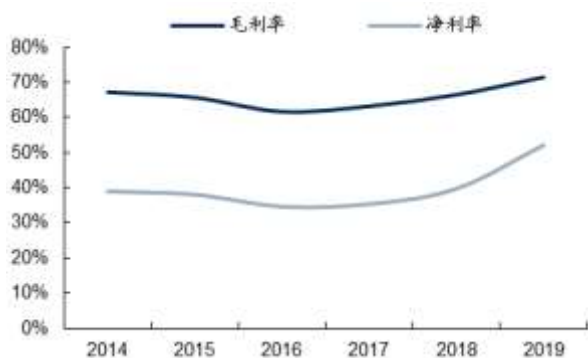
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司整体盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司演艺主业盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在这种情况下，公司二轮扩张项目不断落地，有望对公司未来几年成长带来确定性支撑。结合我们前文分析及下表，西安、上海有望今年6月、暑期推出，新郑（轻资产）有望今年Q4推出，佛山、西塘有望2021年推出，珠海项目有望2022年推出，这些区域本身游客市场良好，未来项目体量可观；再结合首轮存量项目的持续成长，以及桂林、张家界等次新项目的持续发力（桂林、张家界项目分别于2018年7月、2019年6月开业），公司未来几年成长具有良好确定性支撑。

全国演艺版图有望不断添砖加瓦，储备项目有望不断丰富。如下图所示，首先，国内超一线北上广深大都市，目前只落地了上海项目，未来如果上海项目能够成功，未来其他大都市也有望成为潜在市场；其次，新一线城市中的重庆、成都、南京、苏州也具备投资可能性；其三，福建、云南、贵州等也有很多旅游目的地可以挖掘。综合来看，结合公司官方微信公众号披露，除了目前已经公告的项目外，公司未来还可能在北、成、重、江、贵等区域布局新项目，我们预计公司未来全国（含港澳台）合计共18-20个左右的项目空间相对仍有一定支撑（包括已经公告项目）。

**表 2: 宋城演艺已公告项目情况**

分类	项目名称	开业时间	持股比例及合作方	剧院及相关说明
自主投资及合作投资	杭州千古情	1997 年	100%	目前 2 家室内+1 家室外, 预计 2020 年有望新开 1 家大剧院和 2 家 500 人座位以上的剧院。
	三亚千古情	2013 年 10 月	100%	含千古情景区, 冰雪世界等, 二号剧院 2019 年底已达可使用状态, 原动物世界未来预计也可能改造成新剧院
	丽江千古情	2014 年 3 月	100%	配备 2 个剧院, 二号剧院已达可使用状态
	九寨千古情	2014 年 5 月	80%	1 个剧院, 17 年 8 月地震关闭, 预计 2020 年有望恢复
	桂林漓江千古情	2018 年 7 月	70%, 桂林旅游	预留 3 个剧院空间
	张家界千古情	2019 年 6 月	100%	目前 1 号剧院开业, 2 号剧院在在建中
	西安中华千古情	预计 2020 年 6 月	80%, 世园集团	预留 3 个剧院空间
	上海世博项目	预计 2020 年下半年	88%, 世博东迪公司	公园开放式, 计划建设 4 个剧院, 旅游+城市演艺
	佛山千古情	预计 2021 年	100%	公园+剧院, 剧院座位不低于 2500 个, 政府补贴 3.7 亿
	西塘·中国演艺小镇	预计 2021 年	100%	预计包括 4-5 个剧院
	珠海·宋城演艺谷项目	预计 2022 年	100%	预计包括 24 个剧院
	澳洲黄金海岸项目	暂无确定时间表	100%	处于前期规划报批中
	轻资产, 设计创作等一次性收入 2.6-2.7 亿+后续门票收入 20%分成	长沙·宁乡炭河项目	2017 年 7 月	
江西宜春明月千古情		2018 年 12 月		
新郑·黄帝千古情		预计 2020 年开业		位于新郑, 投资 5 亿元, 占地约 200 亩

资料来源: 公司公告、公司官网或地方媒体报道等, 国信证券经济研究所整理  
 注: 2020 年新项目开业进度可能需结合疫情情况跟踪

从投资方式来看, 目前公司包括自主投资(丽江、三亚、张家界等)+轻资产(宁乡、宜春、新郑等)+轻重结合(如西安项目等)多种模式, 为公司下一步潜在项目投资提供更多可能性, 公司也会根据项目区位, 当地政府合作、资金规划等情况灵活选择。

从投资节奏来看, 任何投资都是有节奏的。公司第一轮扩张后, 中间有几年相对沉寂, 核心在于不断打磨, 总结提炼相关经验, 更好地为下轮扩张蓄势, 此后桂林、张家界等也进一步验证。未来公司也会不断总结现有项目经验, 把握好持续扩张的节奏。

**表 3: 公司首轮、次轮及或有潜在项目区域客流情况**

分类	城市	2018 年接待游客 (万人次)	代表景区	2018 年代表景区接待游客 (万人次)
本部	杭州	18403	西湖/灵隐寺	1766/343
第一轮	三亚	2100	三亚天涯海角	480
第一轮	丽江	4643	玉龙雪山	432
第一轮	阿坝州	2910	九寨沟	500
第二轮	阳朔	1750	银子岩	279
第二轮	张家界	8522	武陵源核心景区一次进山	409
第二轮	西安	24700	秦始皇帝陵	858
第二轮	上海	34871	东方明珠塔	900+
第二轮	佛山	5424	西樵山	594
第二轮	嘉善县	1717	西塘古镇	1000+
第二轮	珠海	2778	珠海长隆海洋王国	1083
潜在可能	北京	31093	故宫	1700+
潜在可能	江苏苏州	2182	苏州园林	4A 景区及以上 137 万
潜在可能	重庆	59723	洪崖洞	776
潜在可能	成都	24000	青城山-都江堰	812
潜在可能	贵州安顺	10100	黄果树瀑布	9490
潜在可能	澳门	3580	-	-
潜在可能	海南海口	2671	-	-
潜在可能	泰国芭提雅	1370	-	-

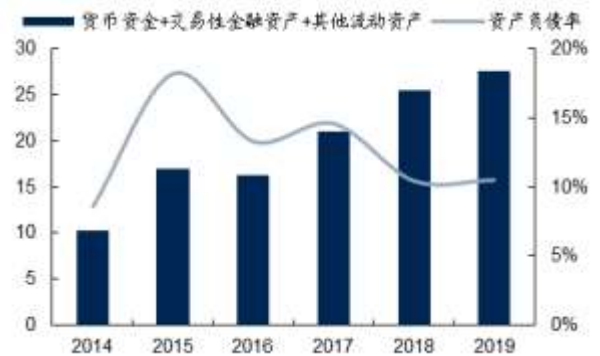
资料来源: 各地旅游局、凤凰网, 新浪网、<https://www.bangkokpost.com/>等, 国信证券经济研究所整理  
 注: 阿坝州及九寨沟系 2017 年数据, 九寨沟 2017 年 8 月地震, 此后关闭。芭提雅客流系 2016 年数据。

图 9: 宋城演艺现有项目和储备项目分布图



资料来源: 公司公告、官方微信号、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司现金及资产负债情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

从持续扩张的资金需求来看,截至 2019 年底,公司资产负债率为 10.49%,有息负债为 0,为公司后续项目扩张储备了良好的债权和股权融资空间。虽然疫情影响下,公司阶段线下公园停业,有刚性人工等支出压力,但截至 2020Q1 末,公司账上仍有 20 多亿现金储备,支撑公司后续业务发展。

与此同时,虽然今年受疫情影响,但公司并没有调整自身的投资节奏,西安、上海、佛山、西塘、珠海等项目均在推进。疫情之下,虽然行业部分新进入者或者此前综合实力欠佳的部分参与者可能相对谨慎,但反而有可能加速行业优胜劣汰。公司依托既有模式的不断改良和丰富升级,未来有望不断提升市场份额。根据管理层公开交流记录,公司目前就其各类项目情况做了 5 年周期的财务测算。未来某些时点,随着公司新项目的持续推进,公司也有可能阶段性的会有一些资金缺口,到时再综合考虑债权、股权等多种灵活的融资方式。

#### ■ 中线成长: 疫情期不断内容丰富, 储备 30 多台演出, 全面打造演艺王国

结合公司此前公告,公司杭州、上海和西安将作为宋城演艺王国的首批项目,将实现从单台演出到多台演出、单张门票到多种门票组合的转型升级,推动公司向聚合+开放的平台型方向发展,积极探索演艺集群模式发力新成长。疫情期间,公司全面厉兵秣马丰富内容。目前来看,宋城演艺王国除了拥有王牌演出《宋城千古情》之外,还将推出《花想容》、沉浸式演出《上甘岭》《古堡惊魂》、大型实景演出《维京海盗》,以及《燕青打擂》等 30 余台演出。与此同时,桂林、张家界等项目预计也将不断丰富,以期不断提升景区的综合竞争力。

表 4: 宋城演艺王国有望全新亮相, 上海、西安新项目也有望推出

项目名称	核心演出	其他配套演出
杭州宋城本部	《宋城千古情》	国潮剧《花想容》、怀旧剧《喀秋莎》、都市秀《摩登时代》、全息秀《大地震》以及《映山红》《燕青打擂》《铡美案》《抛绣球》《快闪》《走街》《锅庄》等
桂林项目	《桂林千古情》	《大地震》《水上飞人》《民族快闪》《灵渠点兵》《锅庄狂欢》
张家界项目	《张家界千古情》	《民族迎宾巡游》《摆手篝火狂欢》《土司招婿》《江湖快闪秀》
杭州乐园		全新升级《精灵花式大巡游》《真人油画秀》《恐龙快闪秀》等网红演艺秀,融入移动花车、不倒翁、机器人等多种网红元素
上海项目	《上海千古情》	包括沉浸式演出,国际歌舞秀、悬疑等多种形式
西安项目	《西安千古情》	国潮剧《花想容》、全息秀《幻影》、都市秀《摩登时代》、5D 实景剧《大地震》等数十台高水准的精彩演出。

资料来源:公司公告及官方微信号,国信证券经济研究所整理

图 11: 公司新推全息秀幻影



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 5D 实景剧大地震剧照



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 国潮剧花想容



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 都市剧摩登时代



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从重点项目来看, 公司杭州宋城本部原有的运营和客源基础, 未来伴随多剧院 10 余台演出, 拟推出 399 元/人一日票 (原有千古情 320 元/人票价体系保留), 游客可观看数十台丰富多元的演出剧目。从“一台剧目、一个公园、一张门票”的模式向多剧目、多种票型组合的演艺平台转变、升级。

**西安项目**系公司与政府合作项目代表, 轻重结合, 公司依托其品牌和先发优势, 投入相对有限, 但运营公司层面持股 80%, 收益较有支撑。预计今年 6 月中下旬可以试营业。届时除了万众期待的《西安千古情》大型歌舞, 观众还可以在这里欣赏到国潮剧《花想容》、全息秀《幻影》、都市秀《摩登时代》、5D 实景剧《大地震》等数十台高水准的精彩演出。

**上海项目**同样将打造演艺王国, 预计暑期左右推出。上海市场经济发展水平较高, 游客及本地客群基础庞大, 但相关演艺产品供给相对并不多 (时空之旅、不眠之夜等)。公司目前在上海项目已经安排了 10 台剧目, 既有民国背景讲述上海开埠历史的演出, 加入百乐门、旗袍、知青等元素, 针对游客市场和本地怀旧游客; 也有国外风情等多种不同类型演出, 满足不同游客需求。并且, 上海项目目前的演出游客一天都无法看完, 并安排了剧目可以轮换, 阶段性可能引入新剧, 通过不断内容丰富, 既可以做大其游客市场, 又可较好地辐射本地市场, 未来重游率也有一定支撑。

**珠海项目**预计系公司演艺 4.0 模式, 集吃住行游购娱为一体的演艺集群, 是公司未来的发展方向, 也是从过去的投资模式、产品模式, 发展到平台模式。公司于 2019 年 10 月公告, 拟投资 30 亿, 占地 1500 亩, 在粤港澳大湾区核心位置打造珠海项目。2020 年 4 月 28 日, 公司珠海·宋城演艺度假区项目正式开工, 预计 2022 年有望建成开业。

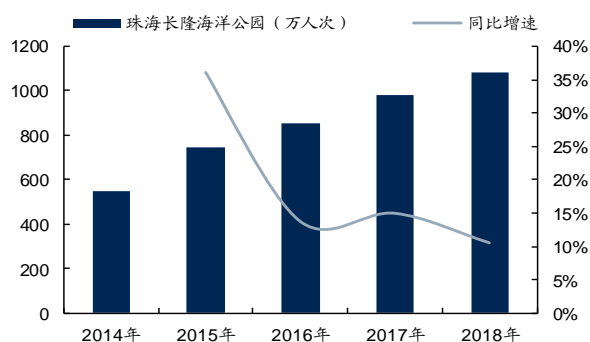
公司希望通过打造 24 个剧院、28 台演出、55000 个座位组成的演艺谷, 预计将打造世界级的演艺秀集群。同时, 项目还将包括 4 个主题文化街区、2 个亲子体验区、4000 间主题客房的主题演艺酒店集群, 作为旅游一站式目的地配套。从**演出来看**, 公司预计珠海项目将包括大型实景演出《广东千古情》以及《南海一号》《崖门海战》《虎门销烟》等 28 台风格迥异的大型演出也将在此呈现。剧院形式有室内剧院、室外实景剧场、悬浮剧院、森林剧院、古堡剧院、VR 剧院、禅剧院、儿童剧院、走动式剧院、旋转式剧院、餐饮剧院等, 涵盖了世界上几乎所有的剧院形式和演出形态。消费者看完所有演出, 至少需要 2-3 天。

图 15: 珠海项目规划分布图



资料来源: 公司官方微信号等、国信证券经济研究所整理

图 16: 珠海长隆海洋公园旅游人数



资料来源: Wind, 珠海旅游局等, 国信证券经济研究所整理

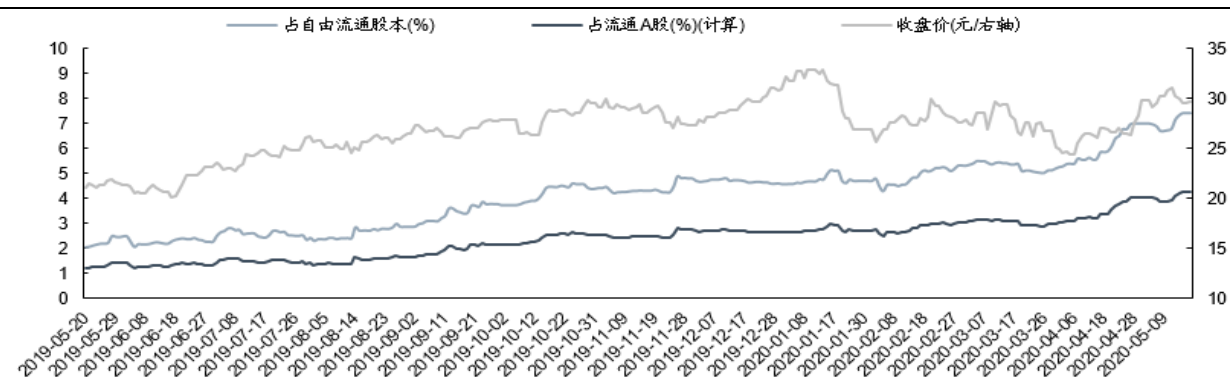
虽然珠海项目总投资 30 亿元相对不低, 但系分期投入, 且公司民营背景一直强调资源使用效率最大化和控制投入产出, 结合公司目前自有资金状况, 我们预计分期投入下, 自有资金+银行贷款等仍可较好支撑, **资金压力相对可控**。从**珠海未来收入展望**来看, 对标珠海长隆 2016-2018 年每年在 800-1000 万人次, 以及杭州本部此前双剧院模式下收入 8 亿+, 我们对珠海项目的收入成长较有信心, 参考我们深度报告《宋城演艺-300144-不断进击的中国演艺新标杆》中的分析, 我们预计珠海项目 3 年培育后收入有望 5-7.5 亿元, 中线 8-18 亿元。从**盈利能力的角度**, 考虑珠海项目将是公司演艺模式真正 4.0 范本, 对标法国狂人国, 但又不完全类似。首先, 狂人国本身系非盈利组织经营, 而宋城作为一直高度注重投资回报优化的民企, 因此在投入上预计更加优化, 同时经营效率上也更高; 其次, 狂人国因为纬度偏北, 每年仅经营 6 个多月, 但宋城选址珠海, 珠海本身从其气候、地理位置来说更加优异, 完全可以全年营业且淡旺季差异有限。其三, 宋城不断在优化单体剧院投入模型, 单一千古情模式下投入产出随着规模经济效益体现及公司的不断优化, 本身也在不断优化提升。并且, 能做成珠海项目这样规模体量的项目本身有限, 公司会谨慎测算, 分期投入, 精耕细作。因此, 从中长线的角度, 我们对宋城珠海项目的盈利前景较有信心, 只是, 考虑酒店等配套, 因此盈利能力可能相对低于目前 2.0 模式下成熟期净利率 50%左右的水平。若按 25-40%左右估算其净利率水平, 对应中线盈利前景也较为可观。

**最重要的是, 珠海项目是公司演艺模式真正 4.0 的范本, 其本身项目的延展性好于现有 1.0、2.0 模板, 更加适应休闲、度假游时代变化, 可以为公司进一步扩张提供非常好的借鉴模板。**无论对标法过狂人国, 还是对标百老汇及伦敦西区, 演艺集群形成后, 更易发挥平台效应, 吸引全世界优秀剧目, **形成正向反馈机制, 不仅有助于珠海项目本身的成长, 也可为公司后续的其他项目、演艺创作、剧目合作等提供储备和更多的可能性。**

### ■ 近期沪港通不断增持, 显示境外资金关注度持续提升

从资金面的角度, 去年底以来, 公司凭借优良的商业模式和现金流情况, 也较受沪港通等境外资金关注, 只是此后受疫情影响阶段受制。但 4 月以来沪港通持股比例从此前的 2.48% 提升至 3.49%, 其持有自由流通股的比例从 5.25% 提升至 7.39%, 显示关注度不断提升。

图 17: 宋城演艺-近期沪港通不断增持



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



## ■ 花房重组后稳健运营，后续也积极探索新的成长机遇

六间房 2019 年 4 月正式出表，重组后的花房集团平稳良好运营，积极探索整合及模式创新。2020Q1 受疫情影响，国内居民使用线上 APP 的时间大幅增长，线上视频平台也迎来红利期。根据 Trustdata2020 年初发布的移动互联网全行业排行榜，花椒直播排名第 84 位，在视频直播细分领域中排名第 2，仅次于虎牙（总排名 64 位）。疫情使云端办公、互联网等被大量使用，功能性的直播（直播+）将成为直播市场的重要细分领域。疫情期间，花房直播上线了云办公、云婚礼、云演唱会等，抓紧“直播+”机会，2020 年也会稳步探索未来发展战略和资本规划。

## ■ 投资建议：复园节奏日趋明朗，演艺王国和持续扩张带来中线看点，维持“买入”评级

综合来看，疫情下，今年全年公司盈利冲击难免，尤其考虑到公司核心以室内演出为代表，因此疫情后的短期恢复节奏确实也受到一定不利影响。但正如我们 5 月 11 日深度报告《宋城演艺-300144-不断进击的中国演艺新标杆》所述，公司最坏时刻已过，公司核心项目逐步复园在望，存量项目和西安、上海、新郑等新项目开业时间也已明确。结合我们的持续跟踪，虽然 2020 年冲击难免，但预计随着疫情的退散，2021 年之后公司大概率将回到正常的成长轨道上，存量项目持续成长，演艺王国模式助力及新开项目贡献有望对其 2021 年成长构筑良好支撑。

中长线来看，短期疫情冲击不改公司中线成长逻辑。一方面，公司过往已开业项目均反复验证其模式优秀（首年打平，次年盈利，3 年后净利率逐步 40%+），短期疫情虽然可能部分影响阶段开工节奏，但不改公司中线复制扩张逻辑，且未来储备项目仍有持续落地预期。另一方面，公司在疫情下的沉寂时间全面厉兵秣马，全面发力演艺王国模式，不断设计储备新演出项目，未来演艺集群模式有望带来新支撑。结合我们此前报告分析，我们认为，对标国外成功经验法国狂人国 40 年长盛不衰等演艺集群成功经验（每年开业不到 7 月，客流 250 万，重游率 60%+），未来长线成长空间值得期待。

暂不考虑公司 10 转增 8 除权影响，维持公司 2020-2022 年 EPS0.38/1.15/1.41 元，相应估值 83/28/22 倍，其中预计 20-22 年旅游演艺主业 EPS 0.32/1.10/1.37 元，相应动态 PE 估值 98/29/23 倍。疫情不改中长线成长逻辑，目前逐步复园有望，新项目积极推进中，趋势正逐步向好。同时，公司积极打造新口号新 logo 新模式新征程，中线商业模式优良+项目复制扩张+演艺集群有望助力市值新一轮成长，明后年动态估值仍有良好支撑，重申未来 12 个月合理市值 585 亿元（30%空间，对应 2021 年 35x），继续“买入”评级。

## ■ 风险提示

大规模传染疫情风险，宏观系统性风险及区域天气、特殊事件的可能风险；新项目开业进度及开业表现低于预期；政策监管风险；六间房目前长期股权投资未来可能因业绩持续欠佳而存有减值压力；大股东及六间房股东减持风险。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 20-05-19	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国国旅	买入	89.40	2.37	1.14	2.93	37.71	78.63	30.53	10.75
002607	中公教育	买入	28.67	0.29	0.38	0.51	97.99	75.97	56.72	59.86
300144	宋城演艺	买入	31.68	0.92	0.38	1.15	34.35	83.17	27.53	5.43
300010	立思辰	买入	16.78	0.04	-0.04	0.41	431.74	-419.50	40.93	0.00
600754	锦江酒店	买入	28.72	1.14	0.85	1.32	25.18	33.73	21.69	2.18
600258	首旅酒店	买入	15.55	0.90	0.05	0.95	17.36	290.48	16.35	1.88
300662	科锐国际	增持	46.00	0.84	0.92	1.22	55.08	49.90	37.80	11.52
603043	广州酒家	买入	31.94	0.95	0.87	1.32	33.59	36.92	24.16	6.62
000796	凯撒旅业	买入	9.09	0.16	-0.10	0.18	58.09	-94.99	50.53	3.29
002707	众信旅游	增持	5.44	0.08	-0.10	0.21	69.70	-53.13	25.66	2.25
603136	天目湖	增持	23.56	1.07	0.79	1.29	22.02	29.82	18.26	3.31
600138	中青旅	买入	9.85	0.78	0.20	0.88	12.55	48.43	11.19	1.17
002621	美吉姆	增持	9.92	0.20	-0.18	0.23	49.60	-55.11	43.13	4.87
000888	峨眉山 A	增持	5.73	0.43	0.06	0.44	13.35	93.54	13.15	1.28
600054	黄山旅游	增持	8.23	0.46	0.10	0.50	17.89	86.43	16.44	1.47
002159	三特索道	买入	10.49	0.08	-0.12	0.39	131.13	-87.42	26.70	1.51
000978	桂林旅游	增持	4.53	0.15	0.13	0.24	30.20	34.85	18.88	1.04
002033	丽江股份	增持	5.64	0.37	0.09	0.38	15.23	59.89	14.99	1.27

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：天目湖的盈利预测来自于 Wind 一致预期

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1785	1200	1000	1000
应收款项	131	72	136	169
存货净额	6	2	2	3
其他流动资产	145	117	182	226
<b>流动资产合计</b>	<b>2921</b>	<b>2758</b>	<b>3507</b>	<b>4897</b>
固定资产	2681	3176	3823	4182
无形资产及其他	1498	1456	1413	1370
投资性房地产	472	472	472	472
长期股权投资	3469	4625	6409	7209
<b>资产总计</b>	<b>11041</b>	<b>12487</b>	<b>15623</b>	<b>18130</b>
短期借款及交易性金融负债	0	892	2452	3055
应付款项	301	258	308	385
其他流动负债	464	486	433	528
<b>流动负债合计</b>	<b>765</b>	<b>1636</b>	<b>3192</b>	<b>3968</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	394	523	692	693
<b>长期负债合计</b>	<b>394</b>	<b>523</b>	<b>692</b>	<b>693</b>
<b>负债合计</b>	<b>1159</b>	<b>2159</b>	<b>3884</b>	<b>4661</b>
少数股东权益	268	243	234	224
股东权益	9614	10084	11505	13245
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11041</b>	<b>12487</b>	<b>15623</b>	<b>18130</b>

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.92	0.38	1.15	1.41
每股红利	0.12	0.06	0.17	0.21
每股净资产	6.62	6.94	7.92	9.12
ROIC	18%	4%	30%	36%
ROE	14%	5%	15%	15%
毛利率	71%	47%	72%	73%
EBIT Margin	57%	15%	60%	61%
EBITDA Margin	66%	36%	71%	71%
收入增长	-19%	-44%	125%	24%
净利润增长率	4%	-59%	202%	22%
资产负债率	13%	19%	26%	27%
息率	0.4%	0.2%	0.5%	0.7%
P/E	34.3	83.2	27.5	22.5
P/B	4.8	4.6	4.0	3.5
EV/EBITDA	27.4	90.3	21.3	17.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2612</b>	<b>1468</b>	<b>3305</b>	<b>4115</b>
营业成本	747	775	919	1122
营业税金及附加	36	15	33	41
销售费用	146	206	152	175
管理费用	188	248	230	261
财务费用	(18)	(52)	42	94
投资收益	273	118	120	86
资产减值及公允价值变动	18	(40)	(8)	(6)
其他收入	(78)	310	0	0
营业利润	1726	665	2041	2502
营业外净收支	(96)	15	10	10
<b>利润总额</b>	<b>1630</b>	<b>680</b>	<b>2051</b>	<b>2512</b>
所得税费用	265	156	390	477
少数股东损益	25	(30)	(10)	(12)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1340</b>	<b>553</b>	<b>1671</b>	<b>2047</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>1340</b>	<b>553</b>	<b>1671</b>	<b>2047</b>
资产减值准备	(14)	(1)	3	2
折旧摊销	228	309	371	426
公允价值变动损失	(18)	40	8	6
财务费用	(18)	(52)	42	94
营运资本变动	3684	197	40	97
其它	36	(24)	(11)	(13)
<b>经营活动现金流</b>	<b>5255</b>	<b>1074</b>	<b>2082</b>	<b>2565</b>
资本开支	(583)	(800)	(986)	(750)
其它投资现金流	(748)	(512)	(820)	(1312)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3743)</b>	<b>(2469)</b>	<b>(3591)</b>	<b>(2862)</b>
权益性融资	14	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(174)	(83)	(251)	(307)
其它融资现金流	(941)	892	1559	604
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1277)</b>	<b>809</b>	<b>1309</b>	<b>297</b>
<b>现金净变动</b>	<b>235</b>	<b>(585)</b>	<b>(200)</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	1550	1785	1200	1000
货币资金的期末余额	1785	1200	1000	1000
企业自由现金流	4581	(121)	1022	1811
权益自由现金流	3639	812	2547	2338

## 相关研究报告

《宋城演艺-300144-深度报告：不断进击的中国演艺新标杆》 ——2020-05-12

《宋城演艺-300144-2019 年报及 2020 年一季报点评：短跟复园节奏，中看演艺复制及演艺集群成长》 ——2020-04-28

《宋城演艺-300144-2019 年三季报点评：三季报主业较快增长，新项目新模式新看点》 ——2019-10-23

《宋城演艺-300144-重大事件快评：落子粤港澳大湾区，珠海项目打造 4.0 演艺谷升级》 ——2019-10-08

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 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 楼  
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