

宋城演艺 (300144.SZ)

Q2 业绩有所承压，演艺龙头复工升级、扩张持续

核心观点：

- 上半年业绩承压，主要受景区闭园和限流影响。**2020年上半年公司实现营收和归母净利润分别为2.8亿元和3985万元，同比分别下降80.0%和94.9%，扣非归母净利润1998万元。不考虑六间房重组影响，演艺业务实现归母净利润1047.7万元，同比下降98.1%，受疫情影响公司旗下景区于1月24日闭园，并于6月12日开业，受景区闭园影响业绩有所承压。单季度来看，Q2实现营收1.5亿元，同比下降74.9%，归母净利润亏损1011万元，扣非归母净利润实现盈利151万元。
- 演艺业务：主要景区营收降幅较大，设计策划费收入贡献主要盈利。**杭州宋城景区：上半年实现营收2861万元，同比下降92.8%，毛利率-3.12%，较上年同期毛利率67.8%大幅下降。三亚千古情景区：上半年营收和净利润分别为3731和1611万元，同比分别下降84.0%和88.7%。设计策划费收入：上半年实现营收1.78亿元，同比大幅增长82.2%，毛利率达98.8%，该业务营收和毛利润分别占公司上半年营收和毛利润比例63.0%和80.8%，合同负债对应收入降至1.26亿元。
- 国内游需求有望回暖，演艺龙头项目扩张持续、成长空间广阔，维持“买入”评级。**7月14日文旅部发文恢复跨省团队旅游，随着防控趋势向好，跨省团队游恢复、国内旅游市场预计率先复苏，并有望承接部分出境旅游需求，国内优质景区或将持续受益需求回暖、跨省团队客源恢复。公司存量景区演艺王国模式升级优化值得期待。根据公司2020年半年报，6月22日西安项目如期开园，下半年新郑项目将开业。上海项目预期将于2021年春季开业。佛山项目将于2021年上半年开业，珠海项目有望于2022年开业。公司后续开业项目储备丰富、扩张和盈利能力较强、成长空间较大。考虑以2019年演艺业务盈利为基础，19至22年归母净利润复合增速预期达到22%，给予公司21年40倍的PE估值，对应合理价值23.3元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：**疫情影响短期业绩，新项目盈利不及预期，资产减值风险。

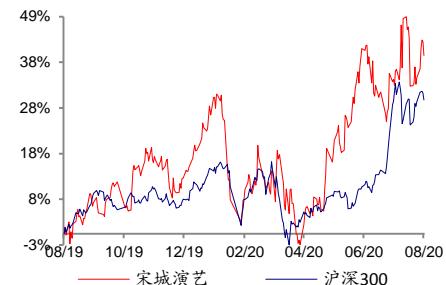
盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,211	2,612	1,431	3,113	3,931
增长率 (%)	6.2	-18.7	-45.2	117.5	26.3
EBITDA (百万元)	1,797	1,703	703	1,811	2,319
归母净利润 (百万元)	1,287	1,340	534	1,524	1,944
增长率 (%)	20.6	4.1	-60.1	185.4	27.5
EPS (元/股)	0.89	0.92	0.20	0.58	0.74
市盈率 (P/E)	24.09	33.51	94.77	33.21	26.04
ROE (%)	15.2	13.9	5.4	13.6	15.0
EV/EBITDA	16.40	25.32	70.25	26.94	20.93

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	19.36元
合理价值	23.3元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-10

相对市场表现



分析师:	安鹏
	SAC 执证号: S0260512030008
	SFC CE No. BNW176
	021-60750610
	anpeng@gf.com.cn
分析师:	沈涛
	SAC 执证号: S0260512030003
	SFC CE No. AUS961
	010-59136693
	shentao@gf.com.cn
分析师:	张雨露
	SAC 执证号: S0260518110003
	SFC CE No. BNU523
	021-60750610
	zhangyulu@gf.com.cn

相关研究:

宋城演艺 (300144.SZ) :Q2	2020-07-15
业绩预计承压，演艺龙头复	
工升级、扩张持续	
宋城演艺 (300144.SZ) :Q1	2020-04-29
疫情影响下维持盈利，期待	
西安和上海项目开业	

目录索引

一、盈利：上半年实现营收 2.8 亿元，归母净利润 3985 万元.....	4
二、演艺业务：闭园影响营收同比降幅较大，下半年有望稳步回升.....	5
三、国内游需求有望回暖，演艺龙头项目扩张持续、成长空间广阔，维持“买入”评级.....	8
四、风险提示	8

图表索引

图 1: 上半年实现营收 2.8 亿元, 同比下降 80.0%.....	4
图 2: 上半年归母净利润 3985 万元, 同比下降 94.9%.....	4
图 3: 上半年毛利率 77.1%, 同比提升 7.4 个百分点.....	4
图 4: 上半年管理费用率上升至 70.5%	4
图 5: Q2 实现营收 1.5 亿元, 同比下降 74.9%.....	5
图 6: Q2 实现归母净利润亏损 1011 万元	5
图 7: Q2 毛利率 77.8%, 同比提升 8.2 个百分点.....	5
图 8: Q2 管理费用率上升至 68.7%.....	5
图 9: 上半年杭州宋城景区实现营收 2861 万元	6
图 10: 上半年杭州宋城景区毛利率-3.1%	6
图 11: 上半年三亚宋城景区实现营收 3731 万元	6
图 12: 上半年三亚宋城景区毛利率 79.7%.....	6
 表 1: 公司存量、在建和储备自建项目梳理	7

一、盈利：上半年实现营收 2.8 亿元，归母净利润 3985 万元

2020年上半年公司实现营收和归母净利润分别为2.8亿元和3984.8万元，同比分别下降80.0%和94.9%，扣非归母净利润1998.0万元，同比下降96.8%。若同比均不考虑六间房重组影响，上半年公司营收同比下降72.6%，实现归母净利润1047.7万元，同比下降98.1%。上半年业绩下滑主要由于公司演艺业务受COVID-19疫情影响较大，公司旗下各景区于2020年1月24日起暂停运营，并于2020年6月12日恢复营业，受景区闭园影响业绩有所承压。

盈利能力方面，上半年公司实现毛利率77.1%，同比提升7.4个百分点。销售费用和研发费用分别为3094和1813万元，同比分别下降68.5%和29.8%。管理费用同比上升123.1%至2.0亿元，主要由于疫情闭园期的营业成本调整到管理费用科目所致。上半年财务费用-1551万元，同比增长129%，主要由于银行存款利息收入同比增加。

图1：上半年实现营收2.8亿元，同比下降80.0%



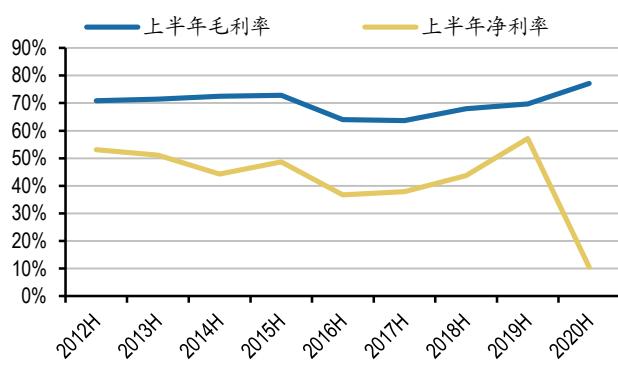
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：上半年归母净利润 3985 万元，同比下降 94.9%



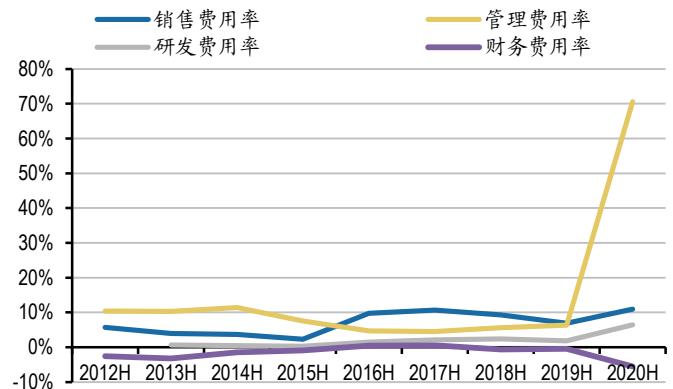
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：上半年毛利率77.1%，同比提升7.4个百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

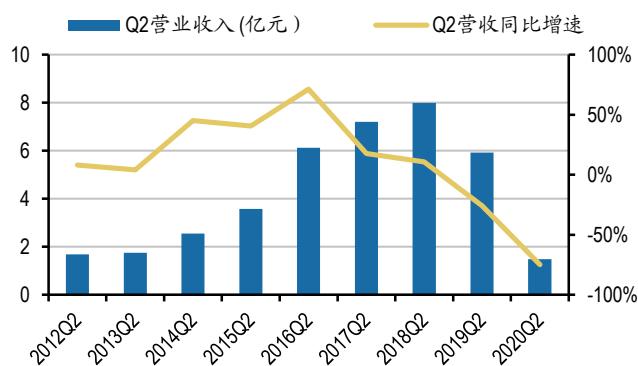
图4：上半年管理费用率上升至 70.5%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

单季度来看，2020年Q2实现营收1.5亿元，同比下降74.9%，环比Q1增长10.5%，20Q2实现归母净利润亏损1011万元，实现扣非归母净利润盈利151万元，环比Q1扣非归母净利润1847万元有所下降。Q2毛利率77.8%，同比提升8.2个百分点。Q2销售费用、管理费用和研发费用分别为877、10203和1131万元，同比分别下降74.8%、上升115.2%和上升48.2%，环比分别下降60.4%、上升4.6%和上升65.9%。

图5：Q2实现营收1.5亿元，同比下降74.9%



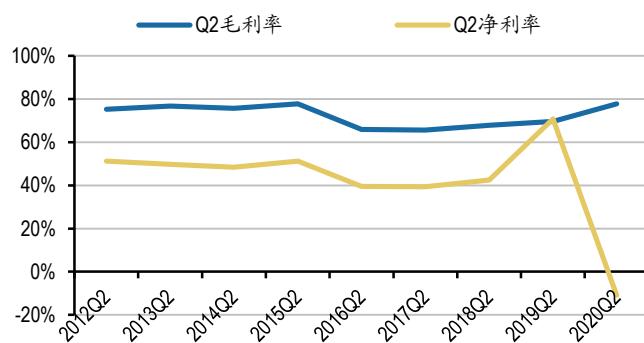
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：Q2实现归母净利润亏损1011万元



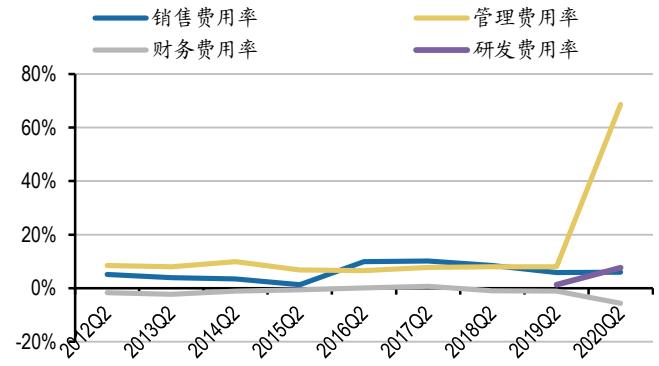
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图7：Q2毛利率77.8%，同比提升8.2个百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：Q2管理费用率上升至68.7%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、演艺业务：闭园影响营收同比降幅较大，下半年有望稳步回升

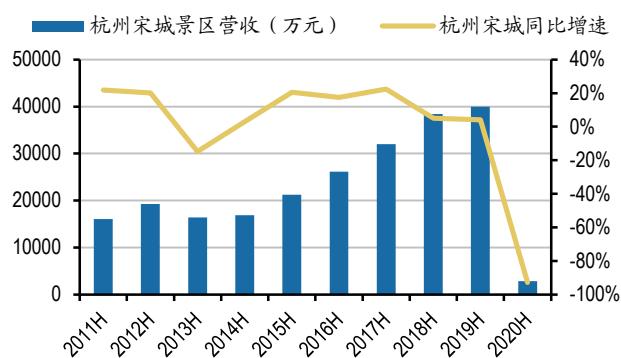
杭州宋城景区：上半年实现营收2861万元，同比下降92.8%，毛利率-3.12%，较上年同期毛利率67.8%大幅下降。杭州宋城景区于2020年7月18日开启“夜游”活动，

推出全新演艺秀《喀秋莎》、《WA! 恐龙》、《幻影》，以及集装箱音乐会、啤酒烧烤美食等夜游新体验。演艺王国在杭州大本营试水成功后，未来将向西安、上海、珠海、三亚、丽江等地复制，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，推动公司向内容+开放的“演艺王国”平台型方向发展。

三亚千古情景区：上半年实现营收和净利润分别为3731万元和1611万元，同比分别下降84.0%和88.7%。上半年实现毛利率79.7%，同比下降6.4个百分点。

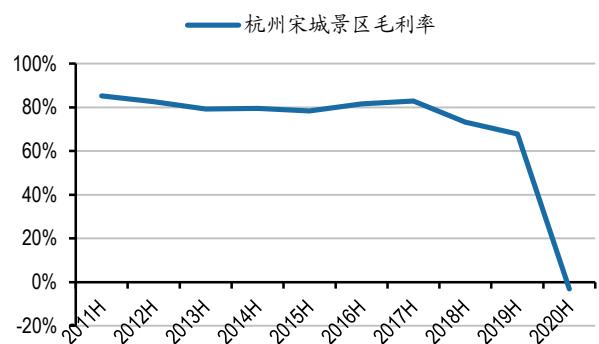
设计策划费营收：上半年实现设计策划费营收1.78亿元，同比大幅增长82.2%，毛利率达98.8%，实现毛利润1.76亿元。2020年上半年设计策划业务营收和毛利润分别占公司上半年整体营收和毛利润比例63.0%和80.8%。公司合同负债从年初2.9亿元下降至1.3亿元，其中策划费、设计费、节目制作费1.1亿元。

图9：上半年杭州宋城景区实现营收2861万元



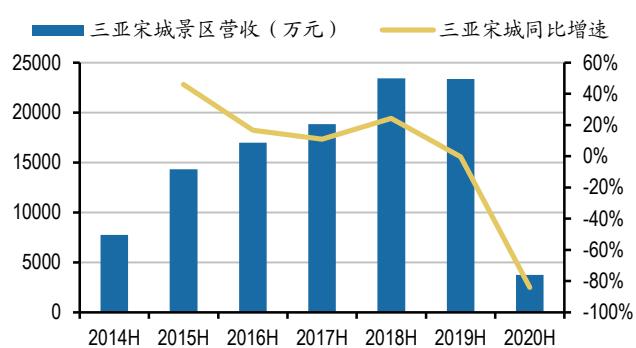
数据来源：公司历年半年报、广发证券发展研究中心

图10：上半年杭州宋城景区毛利率-3.1%



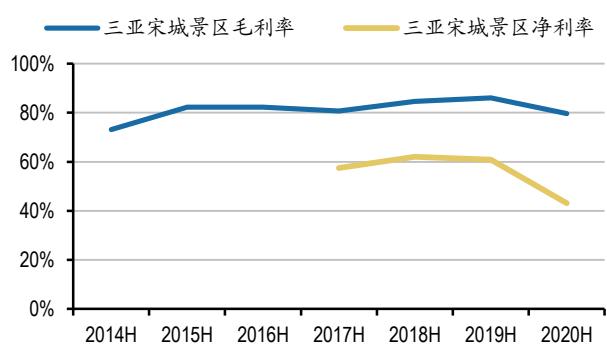
数据来源：公司历年半年报、广发证券发展研究中心

图11：上半年三亚宋城景区实现营收3731万元



数据来源：公司历年半年报、广发证券发展研究中心

图12：上半年三亚宋城景区毛利率 79.7%



数据来源：公司历年半年报、广发证券发展研究中心

上海项目：上海宋城演艺王国已基本筹备完成，正在持续完善多元化内容。公司考虑项目配合市场节奏、以期以更丰富的形态一炮打响，计划于明年春季开业。

珠海项目：珠海项目于2020年4月28日顺利开工，在建工程预算数为25亿元。公司

与2020年4月26日以3.78亿元收购珠海南方影视文化产业有限公司100%股权。

佛山项目：《佛山千古情》项目积极建设推进中，将于明年上半年推向市场。

新郑项目：《黄帝千古情》项目预计将于今年下半年开业。

表1：公司存量、在建和储备自建项目梳理

项目名称	开业日期	建设周期	建设投资额	合作情况	面积	项目选址
宋城千古情	1996年5月	-	-	-	90亩	杭州市西湖区之江路148号
三亚千古情	2013年9月	1年5个月	4.9亿元	设全资子公司	80亩	三亚市迎宾大道区块，迎宾路西北
丽江千古情	2014年3月	2年1个月	3.34亿元	设全资子公司	140亩	丽江市玉龙县城核心区一带，距离丽江古城约6公里
九寨千古情	2014年5月	约1年	2.46亿元	与天源酒店管理公司、搜罗广告公司合作，收购增资组建合资公司（80%）；2015年4月8700万收购《藏谜》60%股权	33亩	四川省九寨沟漳扎镇“中旅大酒店”周边，距离九寨沟风景区沟口7公里
桂林千古情	2018年7月	1年1个月	6.9亿元	与桂林旅游股份有限公司合作，成立合资公司（70%）	161.24亩	广西省桂林市阳朔县城核心区
张家界千古情	2019年6月	1年2个月	5.4亿元	设全资子公司	170亩	张家界市武陵源区索溪峪镇文风居委会百花洲
西安千古情	2020年6月	2年2个月	4.8亿元	与西安世园投资（集团）有限公司合作，成立合资公司（80%）	100亩	西安浐灞生态区世博园内
上海项目	预期2021年春季	预期约2.5年	8.3亿元	与世博东迪合作，成立合资公司（88%）	41200平方米（约合81.8亩）	上海世博大舞台
佛山项目	预期2021年上半年	预期约1年	7亿元	全资子公司	90亩	佛山市南海区西樵镇听音湖片区
西塘项目	预期2021年	预期2年	4亿元（首期）	设全资子公司	预计350亩（首期132亩）	西塘镇西塘港南侧
珠海项目	预期2022年	预期2年	25亿元	设全资子公司	约1500亩（实际拿地为准）	广东省珠海市斗门区斗门镇
澳洲项目	待定	待定	16.9亿元	设全资子公司	44.89万平方米（约合673亩）	澳大利亚黄金海岸的内兰区

数据来源：公司2020年中报、公司历年年报、公司官网、广发证券发展研究中心

注：已建项目所列建设投资额为在建工程预算数（未包含土地价款等其他投资额）；已开业项目建设期以项目开工日期起至正式开业期间计算；未开业项目建设期以公司历年财报和官网披露的预期建设期和预期开业日期计算。

三、国内游需求有望回暖，演艺龙头项目扩张持续、成长空间广阔，维持“买入”评级

2020年7月14日文旅部发文推进旅企扩大复工，恢复跨省团队旅游、调整旅游景区限量措施（30%调至50%），并且出入境旅游业务暂不恢复。随着防控趋势向好，跨省团队游恢复、国内旅游市场预计率先复苏，并有望承接部分出境旅游需求，国内优质景区或将持续受益需求回暖和跨省团队客源恢复。公司杭州宋城景区室内外剧院矩阵和多元化演艺剧目软硬件打造已基本完成，并打造多元化票价体系细分市场，存量景区演艺王国模式升级优化值得期待。

新增项目方面，根据公司2020年半年报，6月22日西安项目如期开园，下半年轻资产新郑项目将开业。在建的上海项目预期将于2021年春季开业，依托一线旅游城市较大游客量基数，西安和上海项目有望持续成长。珠海项目4月28日实现开工，预计于2022年开业。佛山项目将于2021年上半年开业，公司后续开业项目储备丰富、扩张和盈利能力较强、成长空间较大。考虑以19年演艺业务盈利为基础，19至22年归母净利润复合增速预期达到22%，给予公司21年40倍的PE估值，对应合理价值23.3元/股，维持“买入”评级。

四、风险提示

疫情影响下公司短期业绩波动，宏观经济、天气和事件等因素影响出行需求和景区客流量，存量项目增长放缓，新项目进度和盈利不及预期，资产减值风险。

资产负债表		单位: 百万元			现金流量表		单位: 百万元					
至 12 月 31 日		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产		2,800	2,921	2,588	3,032	3,368	经营活动现金流	1,647	1,571	571	2,114	2,159
货币资金		1,550	1,785	1,500	1,816	2,089	净利润	1,278	1,365	534	1,555	1,983
应收及预付		85	23	15	35	44	折旧摊销	256	256	35	63	76
存货		3	6	5	12	15	营运资金变动	128	130	14	596	214
其他流动资产		1,162	1,107	1,068	1,169	1,219	其它	-14	-180	-12	-100	-114
非流动资产		8,017	8,120	8,910	10,335	12,084	投资活动现金流	-1,287	-1,181	-804	-1,378	-1,711
长期股权投资		1,055	3,469	3,469	3,469	3,469	资本支出	-523	-811	-904	-1,496	-1,829
固定资产		2,139	2,311	2,976	4,313	5,918	投资变动	-765	-25	0	0	0
在建工程		146	370	493	581	726	其他	1	-345	100	118	118
无形资产		1,397	1,498	1,498	1,498	1,498	筹资活动现金流	-262	-161	-52	-420	-174
其他长期资产		3,279	472	473	473	473	银行借款	-200	0	236	-236	0
资产总计		10,817	11,041	11,498	13,367	15,452	股权融资	122	14	0	0	0
流动负债		1,117	765	968	1,455	1,731	其他	-183	-174	-288	-184	-174
短期借款		0	0	236	0	0	现金净增加额	98	229	-285	316	274
应付及预收		817	652	494	1,106	1,399	期初现金余额	1,460	1,550	1,785	1,500	1,816
其他流动负债		301	113	238	349	332	期末现金余额	1,550	1,782	1,500	1,816	2,089
非流动负债		11	394	396	396	396						
长期借款		0	0	0	0	0						
应付债券		0	0	0	0	0						
其他非流动负债		11	394	396	396	396						
负债合计		1,129	1,159	1,364	1,851	2,127						
股本		1,453	1,453	2,615	2,615	2,615						
资本公积		2,476	2,476	1,314	1,314	1,314						
留存收益		4,522	5,694	5,937	7,287	9,057						
归属母公司股东权益		8,471	9,614	9,866	11,216	12,986						
少数股东权益		1,217	268	268	299	339						
负债和股东权益		10,817	11,041	11,498	13,367	15,452						
利润表		单位: 百万元			主要财务比率							
至 12 月 31 日		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入		3,211	2,612	1,431	3,113	3,931						
营业成本		1,078	747	379	882	1,118						
营业税金及附加		32	36	23	37	47						
销售费用		288	146	86	187	236						
管理费用		203	188	258	218	236						
研发费用		71	48	19	40	51						
财务费用		-1	-18	9	9	-1						
资产减值损失		32	17	0	0	0						
公允价值变动收益		10	1	0	0	0						
投资净收益		63	273	89	118	118						
营业利润		1,603	1,726	748	1,860	2,365						
营业外收支		-61	-96	-81	-9	-4						
利润总额		1,542	1,630	668	1,852	2,361						
所得税		265	265	134	296	378						
净利润		1,278	1,365	534	1,555	1,983						
少数股东损益		-10	25	0	31	40						
归属母公司净利润		1,287	1,340	534	1,524	1,944						
EBITDA		1,797	1,703	703	1,811	2,319						
EPS (元)		0.89	0.92	0.20	0.58	0.74						

广发社会服务行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017年社会服务行业新财富入围，2019年新财富批零和社会服务业第四名。

安 鹏：联席首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017年社会服务行业新财富入围，2019年新财富批零和社会服务业第四名。

张 雨 露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017年社会服务行业新财富入围，2019年新财富批零和社会服务业第四名。

宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017年煤炭行业新财富第一名团队成员，2019年新财富能源开采行业第一名成员。

高 鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心，2019年新财富批零和社会服务业第四名（团队）。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一期 16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。