

2018年03月28日

# 宋城演艺 (300144.SZ)

## 动态分析

### 业绩平稳增长，演艺龙头地位巩固

事件：公司发布 2017 年年报，实现营业收入 30.24 亿，同比增长 14.36%，归母净利润 10.68 亿，同比增长 18.32%，每股收益 0.73 元。同时拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.20 元（含税）。

◆ **业绩平稳增长，盈利能力小幅提升：**公司业绩实现两位数平稳增长，得益于现场演艺、互联网演艺和旅游服务业共同发力。其中现场演艺（包括杭州宋城、丽江宋城、九寨沟宋城、三亚宋城等）2017 年实现收入 15.00 亿，同比增长 9.42%；互联网演艺（六间房）2017 年实现收入 12.40 亿，同比增长 13.75%；另外旅游服务业（轻资产输出业务）收入 2.84 亿，增长 54.86%，表现亮眼。期间费用方面，2017 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 10.76%、7.00%、0.38%，较上一时期分别+0.3pct、+0.6pct、-0.13pct，期间费用率小幅上升 0.78pct 至 18.14%。但公司毛利率较 2016 年提高 1.54pct 至 63.19%，毛利率的提高使得公司净利率小幅提升 0.7pct 至 35.36%，整体盈利能力有所改善。

◆ **营销策划带动杭州宋城增速 20%+，其他景区值得借鉴：**2017 年杭州宋城实现收入 8.42 亿/+22.43%，主要得益于一系列创新主题活动的创办，积极开拓了年轻人市场，服务品质大力提升。2017 年杭州宋城举办“我回大宋”主题活动，吸引大量游客前往观赏、游玩，活动开展 71 天接待游客 270 万人次。另外园区游客中散客量同比增长 34%，游客结构的优化也有望带动客单价稳步提升。杭州宋城在开业近 20 年来仍取得两位数的增长实属不易，我们认为杭州宋城的景区营销策划活动有望在三亚、丽江等景区复制。其他景区方面，三亚景区在旅游环境整治后平稳增长，收入 3.34 亿/+10.57%；丽江景区受当地旅游市场整治影响，收入增速放缓至 2.10%；九寨沟因为 8 月份地震后停业，收入较同期下滑-39%，但由于其体量较小，对总营收影响不大。

◆ **六间房核心数据稳健增长，收购灵动时空布局手游：**六间房核心数据增长良好，秀场直播领域仍保持领先地位。截止 2017/12/31，六间房签约主播人数超过 29 万/+32%；日均浏览量超过 7.03 亿/+6%；注册用户超过 5920 万/+18.4%；月度活跃用户达到 5621 万/+41%，其中网页端月度活跃用户达到 4512 万，移动端月度活跃用户达到 1109 万；日演艺直播总时长超过 6 万小时；月人均 ARPU 值达到 674 元。2017 年六间房收购的灵动时空推出动作卡牌手游《最无双》，单项目总流水超 9000 万元，并数周位于苹果、华为等应用商店付费榜前列。公司手游业务开发进展顺利，后面有望游戏+直播联动。

◆ **投资建议：**存量项目方面，公司将继续推行营销策划活动，带动景区游客结构调整，促使量（游客量）、价（客单价）稳步增长。新项目方面，2018 年初公司与控股股东宋城集团以及政府签署相关协议，就西塘·中国演艺小镇开发项目达成合作，标志宋城正式进军古镇类演艺项目；3 月份又公告西安千古情项目地址更换为浐灞生态区世博园，该项目选址以及合作方更具优势。未来 2-3 年内，公司每年将保持

餐饮旅游 | 景区 III

投资评级

**买入-A(维持)**

股价(2018-03-27)

20.40 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	29,633.20
流通市值 (百万元)	23,511.15
总股本 (百万股)	1,452.61
流通股本 (百万股)	1,152.51
12 个月价格区间	17.65/21.99 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.89	2.81	8.05
绝对收益	6.69	8.51	2.77

分析师

王冯

SAC 执业证书编号: S0910516120001

wangfeng@huajinsec.cn

021-20377089

报告联系人

齐莉娜

qilina@huajinsec.cn

021-20377037

#### 相关报告

宋城演艺：打造演艺生态圈，宋城价值链凸显 2017-12-25

宋城演艺：杭州宋城景区业绩增速亮眼，六大宋城战略稳步推进 2017-08-16

2~3 个新项目开业（自有+轻资产输出），外延有保障。维持“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**商誉减值风险、景区客流不及预期、互联网演艺受政策影响等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	2,644.2	3,023.8	3,614.5	4,359.0	5,256.8
同比增长(%)	56.0%	14.4%	19.5%	20.6%	20.6%
营业利润(百万元)	1,148.2	1,346.2	1,602.6	1,900.8	2,294.6
同比增长(%)	38.7%	17.3%	19.0%	18.6%	20.7%
净利润(百万元)	902.3	1,067.6	1,299.1	1,538.8	1,855.2
同比增长(%)	43.1%	18.3%	21.7%	18.4%	20.6%
每股收益(元)	0.62	0.73	0.89	1.06	1.28
PE	32.8	27.8	22.8	19.3	16.0
PB	4.6	4.0	3.5	3.1	2.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、业绩平稳增长，盈利能力小幅提升 .....	4
二、收入结构逐步稳健，线上、线下演艺毛利率有所改善.....	4
三、营销策划带动杭州宋城增速 20%+，其他景区值得借鉴.....	5
四、六间房核心数据稳健增长，收购灵动时空布局手游 .....	6
五、轻资产项目逐步落地，释放业绩 .....	6
六、投资建议.....	7
七、风险提示.....	7

## 图表目录

图 1：公司近 5 年营业收入情况.....	4
图 2：公司近 5 年归母净利润情况 .....	4
图 3：公司三费费用率变化情况 .....	4
图 4：公司毛利率、净利率变化情况.....	4
图 5：公司收入结构逐步稳健.....	5
图 6：2017 年现场演艺/互联网演艺毛利率都小幅提升 .....	5
图 7：杭州宋城景区 2017 年收入增速突破 20%+ .....	5
图 8：三亚/丽江/九寨千古情 2017 年收入情况.....	5
图 9：2017 年六间房月度活跃用户数增长 41%至 5621 万 .....	6
图 10：截止 2017 年底六间房签约主播数量达到 29 万.....	6
图 11：轻资产签约时间表 .....	6

## 一、业绩平稳增长，盈利能力小幅提升

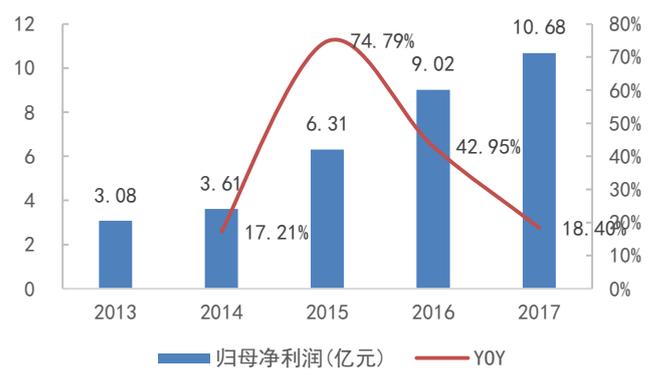
2017年公司实现营业收入30.24亿元，同比增长14.37%；归属于上市公司股东的净利润10.68亿元，同比增长18.4%。公司业绩实现两位数平稳增长，得益于现场演艺、互联网演艺和旅游服务业共同发力。其中现场演艺（包括杭州宋城、丽江宋城、九寨沟宋城、三亚宋城）2017年实现收入15.00亿，同比增长9.42%；互联网演艺(六间房)2017年实现收入12.40亿，同比增长13.75%；另外旅游服务业（轻资产输出业务）收入2.84亿，增长54.86%，表现亮眼。

图 1：公司近 5 年营业收入情况



资料来源：wind；华金证券研究所

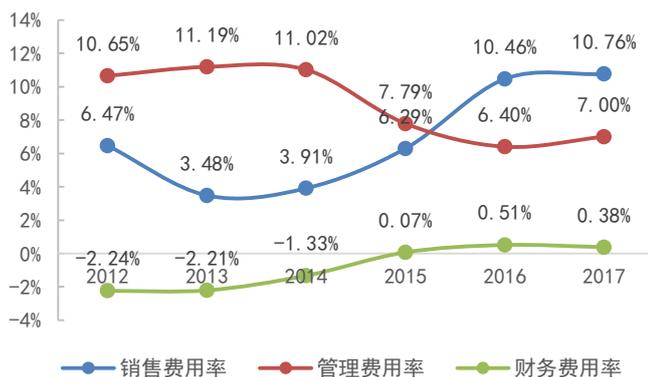
图 2：公司近 5 年归母净利润情况



资料来源：wind；华金证券研究所

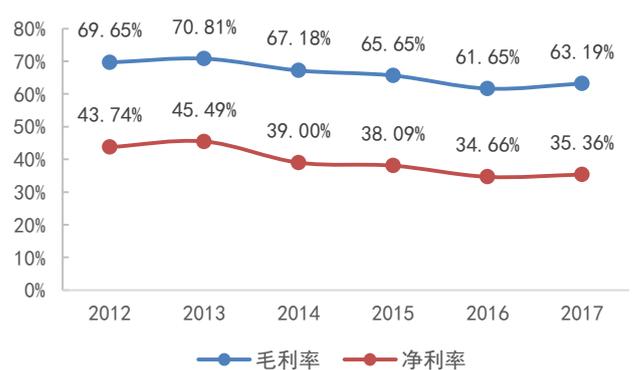
期间费用方面,2017年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为10.76%、7.00%、0.38%，较上一年同期分别+0.3pct、+0.6pct、-0.13pct，期间费用率小幅上升0.78pct至18.14%。但公司毛利率较2016年提高1.54pct至63.19%，毛利率的提高使得公司净利率小幅提升0.7pct至35.36%，整体盈利能力小幅提升。

图 3：公司三费费用率变化情况



资料来源：wind；华金证券研究所

图 4：公司毛利率、净利率变化情况



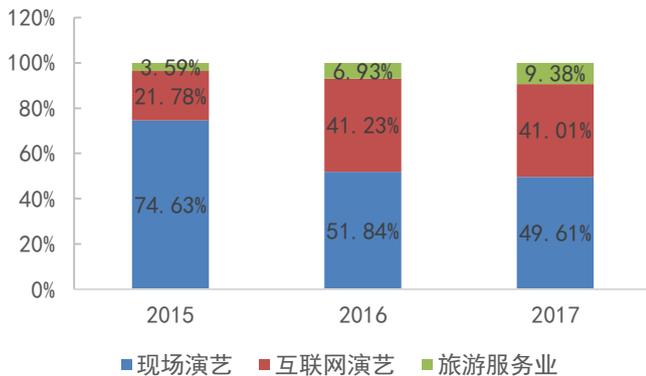
资料来源：wind；华金证券研究所

## 二、收入结构逐步稳健，线上、线下演艺毛利率有所改善

从收入构成上看，互联网演艺收入(六间房于2015年8月并表)占比由2015年的21.78%提升至2017年的41.01%，旅游服务业占比由2015年的3.59%提升至2017年的9.38%，整体看

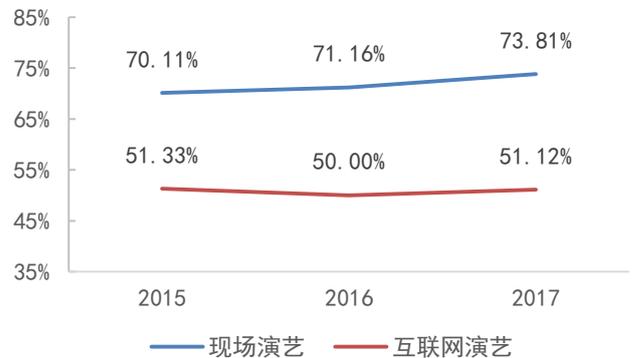
公司各项业务收入更加均衡稳健。分业务毛利率看，现场演艺和互联网演艺 2017 年都小幅提升，分别+2.65pct、+1.12pct 至 73.81%、51.15%。

图 5：公司收入结构逐步稳健



资料来源：wind；华金证券研究所

图 6：2017 年现场演艺/互联网演艺毛利率都小幅提升



资料来源：wind；华金证券研究所

### 三、营销策划带动杭州宋城增速 20%+，其他景区值得借鉴

2017 年杭州宋城景区实现收入 8.42 亿，同比增长 22.43%，主要得益于一系列创新主题活动的创办，积极开拓了年轻人市场，服务品质大力提升。2017 年杭州宋城举办“我回大宋”主题活动，吸引大量游客前往观赏、游玩，活动开展 71 天接待游客 270 万人次；另外景区又先后推出亲子团、学生团、企业团等定制活动，并于 2017/8 /6 创下单日接待游客 14 万人次和单日演出 16 场两项历史新纪录，足以证明营销策划对景区客流提升具有重要意义。

另外园区游客中散客量同比增长 34%，游客结构的优化也有望带动客单价稳步提升。杭州宋城在开业近 20 年来仍取得两位数的增长实属不易，我们认为杭州宋城的景区类营销策划活动有望在三亚、丽江等景区复制。

三亚景区在旅游环境整治后平稳增长，收入 3.34 亿/+10.57%；丽江景区受当地旅游市场整治影响，收入增速放缓至 2.10%；九寨沟因为 8 月份地震后停业，收入较同期下滑-39%，但由于其体量较小，对总营收影响不大。

图 7：杭州宋城景区 2017 年收入增速突破 20%+



资料来源：wind；华金证券研究所

图 8：三亚/丽江/九寨千古情 2017 年收入情况

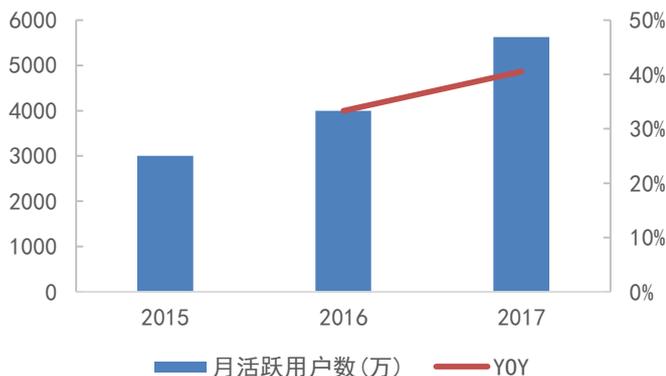


资料来源：2017 年年报；华金证券研究所

## 四、六间房核心数据稳健增长，收购灵动时空布局手游

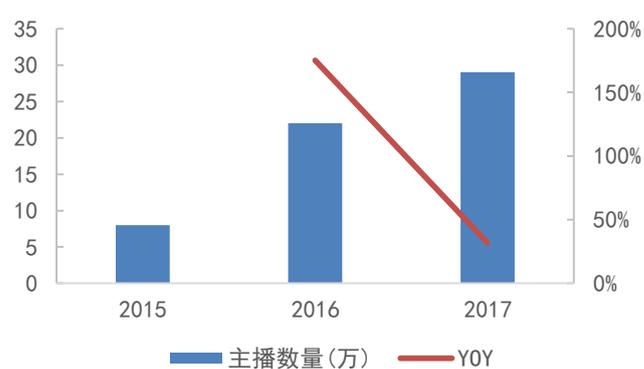
六间房核心数据增长良好，秀场直播领域仍保持领先地位。截止 2017/12/31，六间房签约主播人数超过 29 万/+32%；月均页面浏览量超过 7.03 亿/+6%；注册用户超过 5920 万/+18.4%；月度活跃用户达到 5621 万/+41%，其中网页端月度活跃用户达到 4512 万，移动端月度活跃用户达到 1109 万；日演艺直播总时长超过 6 万小时；月人均 ARPU 值达到 674 元。

图 9：2017 年六间房月度活跃用户数增长 41%至 5621 万



资料来源：公司年报；华金证券研究所

图 10：截止 2017 年底六间房签约主播数量达到 29 万



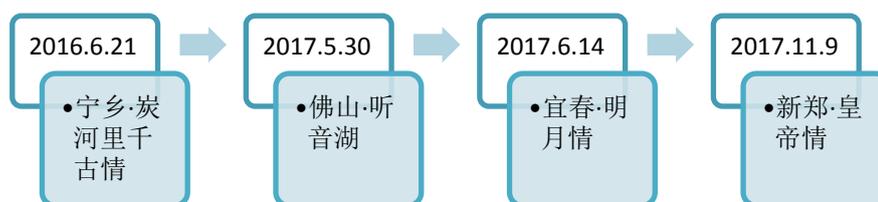
资料来源：公司年报；华金证券研究所

2017 年 3 月公司以 3.8 亿现金收购游戏公司灵动时空，积极布局“直播+移动游戏”战略。2017 年灵动时空推出动作卡牌手游《最无双》，单项目总流水超 9000 万元，并数周位于苹果、华为等应用商店付费榜前列。公司手游业务开发进展顺利，后面有望游戏+直播联动。

## 五、轻资产项目逐步落地，释放业绩

品牌输出加快彰显宋城品牌影响力。2017 年公司先后签约岭南千古情、明月千古情、黄帝千古情等，签约速度明显加快。轻资产业务具有单个项目金额大、利润率高、可持续性强、后期营收分成等特点，项目开业后为公司贡献源源不断现金流。

图 11：轻资产签约时间表



资料来源：公司公告；华金证券研究所

## 六、投资建议

**存量项目方面**，公司将继续推行营销策划活动，带动景区游客结构调整，促使量（游客量）、价（客单价）稳步增长。**新项目方面**，2018年初公司与控股股东宋城集团以及政府签署相关协议，就西塘·中国演艺小镇开发项目达成合作，标志宋城正式进军古镇类演艺项目；3月份又公告西安千古情项目地址更换为沪灞生态区世博园，该项目选址以及合作方更具优势。未来**2-3**年内，公司每年将保持**2~3**个新项目开业（自有+轻资产输出），外延有保障。维持“买入-A”评级。

## 七、风险提示

商誉减值风险、景区客流不及预期、互联网演艺受政策影响等。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	2,644.2	3,023.8	3,614.5	4,359.0	5,256.8	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	1,014.2	1,113.0	1,324.2	1,629.5	1,965.1	营业收入增长率	56.0%	14.4%	19.5%	20.6%	20.6%
营业税费	34.3	30.4	36.3	43.8	52.8	营业利润增长率	38.7%	17.3%	19.0%	18.6%	20.7%
销售费用	276.6	325.3	390.4	470.8	567.7	净利润增长率	43.1%	18.3%	21.7%	18.4%	20.6%
管理费用	169.1	211.8	271.1	326.9	394.3	EBITDA 增长率	35.3%	15.3%	17.4%	17.1%	18.9%
财务费用	13.4	11.6	-5.1	-7.8	-12.7	EBIT 增长率	40.1%	16.5%	18.1%	18.5%	20.5%
资产减值损失	3.0	9.0	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	41.5%	21.9%	17.1%	18.5%	20.5%
加:公允价值变动收益	0.1	1.1	-	-	-	投资资本增长率	14.3%	3.5%	11.5%	0.9%	-6.1%
投资和汇兑收益	14.5	17.7	6.0	6.0	6.0	净资产增长率	14.8%	14.0%	14.6%	15.4%	16.1%
<b>营业利润</b>	1,148.2	1,346.2	1,602.6	1,900.8	2,294.6	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	11.6	-48.8	14.0	14.0	14.0	毛利率	61.6%	63.2%	63.4%	62.6%	62.6%
<b>利润总额</b>	1,159.8	1,297.4	1,616.6	1,914.8	2,308.6	营业利润率	43.4%	44.5%	44.3%	43.6%	43.7%
减:所得税	243.3	228.1	291.0	344.7	415.6	净利润率	34.1%	35.3%	35.9%	35.3%	35.3%
<b>净利润</b>	902.3	1,067.6	1,299.1	1,538.8	1,855.2	EBITDA/营业收入	50.8%	51.2%	50.2%	48.8%	48.1%
						EBIT/营业收入	43.9%	44.8%	44.2%	43.4%	43.4%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	13.3%	14.6%	8.5%	7.4%	8.9%
货币资金	1,005.0	1,460.2	1,953.7	3,248.0	5,239.9	负债权益比	15.3%	17.1%	9.3%	8.0%	9.8%
交易性金融资产	170.1	99.0	99.9	99.9	99.9	流动比率	3.06	1.83	3.33	5.01	5.31
应收帐款	59.6	187.2	50.2	70.9	75.1	速动比率	3.05	1.83	3.32	5.01	5.30
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	86.52	117.15	-311.96	-242.61	-179.23
预付帐款	17.5	13.6	18.0	20.9	26.0	<b>营运能力</b>					
存货	4.7	4.2	6.9	6.7	9.7	固定资产周转天数	242	207	166	133	106
其他流动资产	582.1	541.7	535.0	535.0	535.0	流动营业资本周转天数	-23	-15	-25	-14	-22
可供出售金融资产	193.7	290.5	259.1	259.1	259.1	流动资产周转天数	244	247	247	274	341
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	6	15	12	5	5
长期股权投资	-	34.2	49.1	49.1	49.1	存货周转天数	1	1	1	1	1
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	991	972	903	828	798
固定资产	1,793.0	1,688.7	1,638.7	1,583.3	1,524.2	投资资本周转天数	685	650	585	514	415
在建工程	118.0	230.4	264.4	291.5	329.2	<b>费用率</b>					
无形资产	980.4	1,144.8	1,281.2	1,335.4	1,299.2	销售费用率	10.5%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
其他非流动资产	2,643.3	3,060.2	3,215.0	3,189.9	3,173.2	管理费用率	6.4%	7.0%	7.5%	7.5%	7.5%
<b>资产总额</b>	7,567.3	8,754.7	9,371.2	10,689.7	12,619.7	财务费用率	0.5%	0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	17.4%	18.1%	18.2%	18.1%	18.1%
应付帐款	435.8	437.7	739.4	709.0	1,037.7	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	14.1%	14.6%	15.5%	15.9%	16.5%
其他流动负债	165.1	821.2	60.2	85.1	90.2	ROA	12.1%	12.2%	14.1%	14.7%	15.0%
长期借款	400.0	-	-	-	-	ROIC	19.6%	20.9%	23.6%	25.1%	29.9%
其他非流动负债	5.0	18.0	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,005.9	1,276.9	799.6	794.1	1,127.9	DPS(元)	0.10	0.12	0.14	0.17	0.20
少数股东权益	157.3	147.4	173.9	205.3	243.2	分红比率	16.1%	16.3%	16.0%	16.0%	16.0%
股本	1,452.6	1,452.6	1,452.6	1,452.6	1,452.6	股息收益率	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%
留存收益	4,962.7	5,885.2	6,945.1	8,237.6	9,796.0						
<b>股东权益</b>	6,561.4	7,477.8	8,571.6	9,895.6	11,491.8						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.62	0.73	0.89	1.06	1.28
净利润	916.5	1,069.3	1,299.1	1,538.8	1,855.2	BVPS(元)	4.41	5.05	5.78	6.67	7.74
加:折旧和摊销	203.4	221.4	218.7	234.1	247.5	PE(X)	32.8	27.8	22.8	19.3	16.0
资产减值准备	3.0	9.0	-	-	-	PB(X)	4.6	4.0	3.5	3.1	2.6
公允价值变动损失	-0.1	-1.1	-	-	-	P/FCF	1,006.0	43.7	64.7	20.0	13.3
财务费用	23.4	16.6	-5.1	-7.8	-12.7	P/S	11.2	9.8	8.2	6.8	5.6
投资损失	-14.5	-17.7	-6.0	-6.0	-6.0	EV/EBITDA	21.3	18.0	15.1	12.3	9.6
少数股东损益	14.2	1.7	26.5	31.4	37.9	CAGR(%)	19.7%	21.0%	27.1%	19.7%	21.0%
营运资金的变动	-573.4	431.6	69.6	-3.9	338.2	PEG	1.7	1.3	0.8	1.0	0.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,030.3	1,764.0	1,602.8	1,786.6	2,460.0	ROIC/WACC	1.9	2.0	2.2	2.4	2.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,227.2	-934.5	-682.6	-254.0	-184.0						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-273.3	-366.7	-426.7	-238.4	-284.1						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)