

2018年04月02日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

### 股价走势



买入(维持)

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,024	3,592	4,243	4,916
同比(%)	14.4%	18.8%	18.1%	15.9%
净利润(百万元)	1,068	1,345	1,592	1,850
同比(%)	18.3%	26.0%	18.4%	16.2%
每股收益(元/股)	0.73	0.93	1.10	1.27
P/E(倍)	28.30	22.46	18.97	16.33

**事件:**公司发布2017年年报,报告期内实现营收30.24亿元(+14.36%);归属净利润10.68亿元(+18.32%);扣非净利润11.07亿元(+24.77%)。公司发布2018年Q1业绩预告,预计归母净利为2.70-3.19亿元(+10%-30%)。

### 投资要点

- **业绩稳步发展,增长符合预期。**17年实现营收30.24亿元(+14.36%),其中现场演艺营收15.00亿元(+9.42%),互联网演艺12.40亿元(+13.75%),旅游服务业2.84亿元(+54.86%)。17Q4单季营收7.10亿元(+4.91%)。
  - **杭州宋城:抓住后G20时代红利,创新发展助业绩新高。**抓住后G20时代的黄金时期推出多种创新活动,游客量和营收不断突破新高,创下单日接待游客14万人次和单日演出16场的历史新纪录,团散比再次刷新,散客量同比增长34%。17年杭州宋城实现营收8.42亿元(+22.43%),毛利率73.65%(+3.54pct)。
  - **三亚千古情:市场环境改善,营销渠道拓展,小容量释放高产能。**在三亚市场环境提升的同时,充分利用线上线下营销渠道,借鉴杭州宋城成功经验推出“我回丝路”穿越活动,带动景区各项指标增长,散客比例为公司内最优。17年三亚宋城实现营收3.40亿元(+10.57%),毛利率76.37%(+1.43pct)。
  - **丽江千古情:环境整治下实现逆势增长,服务提升、长期良性发展可期。**丽江旅游秩序整顿,整体游客减少,17年丽江宋城实现营收2.27亿元(+2.10%),毛利率70.54%(-2.33pct),业绩逆势增长;公司以提升服务品质为抓手,加强景区整改和维护以确保服务品质,有望在旅游环境优化的长期红利下良性增长。
  - **九寨千古情:受地震影响业绩大幅下滑,18年有望恢复。**8月受地震影响后暂停营业,实现营收0.91亿元(-39.32%),占总营收3%(-2.64pct),影响不大;九寨沟已于3月逐步恢复开放,18年有望逐步消除地震影响。

### 市场数据

收盘价(元)	20.80
一年最低/最高价	17.65/21.99
市净率(倍)	4.12
流通A股市值(百万元)	23972.21

### 基础数据

每股净资产(元)	5.05
资产负债率(%)	14.59
总股本(百万股)	1452.61
流通A股(百万股)	1152.51

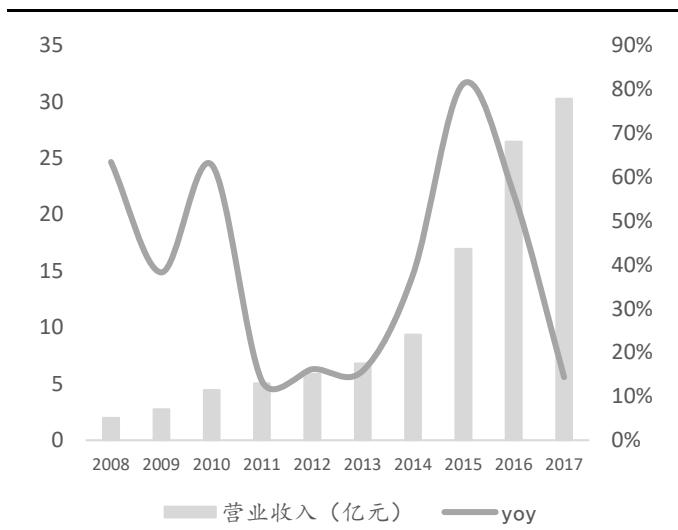
### 相关研究

- 1、《宋城演艺:业务稳健增长,异地项目+轻资产输出项目储备充足成长性强》2017-08-16
- 2、《宋城演艺:轻资产输出再下一城,中标听音湖片区旅游演艺项目》2017-05-31
- 3、《宋城演艺:宋城+唐大明宫,拟7亿打造西安千古情布局“一带一路”》2017-04-07

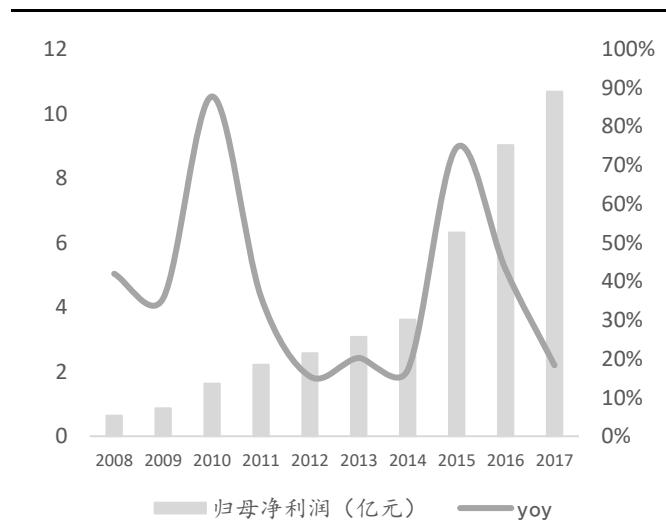
- **轻资产模式：首个项目落地，品牌输出能力得到验证。**公司首个轻资产项目宁乡宋城炭河古城开业，《炭河千古情》半年演出近 500 场，游客量超 200 万人次，炭河 17 年确认约 1.25 亿收入，并有望持续取得可观的管理费。17 年设计策划费总收入 1.50 亿元 (+22.41%)，轻资产模式步入收获期。
- **线上演艺：六间房实现平稳增长，并购北京灵动布局手游业务。**六间房全年收入 12.4 亿元 (+13.75%)，其中 17 年并表的灵动时空贡献收入 5637 万元，剔除并表影响后内生增速 8.58%，实现平稳增长。六间房全年实现净利润 2.89 亿 (+23%)，其中灵动时空净利润 3696 万元，剔除并表影响后六间房利润增速 7.33%。
- **研发投入夯实发展基础，期间费用基本平稳。**三大期间费用率 18.1% (+0.7pct)。管理费用 2.12 亿元 (+25.2%)，由于：1) 藏迷于九寨千古情地震停业期间营业成本调整至管理费用；2) 研发支出增加，2017 年研发人员达 307 人 (+11%)，研发支出达到 5289 万元 (+21%)，主要为千古情系列演出、宋城旅游、六间房（含灵动时空）的研发投入，为公司异地复制打下扎实的基础。销售费用 3.25 亿 (+17.6%)，主要由于六间房营销费用增加导致。财务费用 0.12 亿 (-13.96%)，主要受益于公司借款费用减少。
- **经营效益提升，利润增长符合预期。**17 年实现营业利润 13.46 亿元 (+17.25%)，归母净利 10.68 亿元 (+18.32%)，扣非归母净利 11.07 亿元 (+24.77%)。17 年公司毛利率达 63.2% (+1.6pct)，净利率达 35.4% (+0.8pct)。17Q4 单季营业利润 2.08 亿元 (+18.40%)，归母净利 1.50 亿元 (+8.08%)，扣非归母净利 1.84 亿元 (+37.31%)。
- **现场演艺业务不断创新，市占率持续攀升。**17 年签约西塘•中国演艺小镇项目，深度拓展特色演艺小镇模式；旗下各大景区市占率提高，渠道散客化、散客电商化，品牌影响力提升；全年千古情系列演出达 8000 余场，观众超过 3500 万人次。18 年自营项目漓江千古情有望开业迎客，现场演艺业务市占率有望继续攀升。
- **轻资产模式复制快、风险低、弹性强，在手订单增速可观。**除宋城炭河古城开业外，17 年岭南千古情、明月千古情和黄帝千古情等项目相继签约，在手订单超 10 亿元，策划、设计、节目费的预收账款达 4.75 亿元，同比增长 4.35 亿元。18 年明月千古情有望开业，进一步验证品牌输出实力，驱动盈利提升。
- **拓展业务形态，形成线上线下协同，泛娱乐增长驱动收入多元化。**
- **六间房打造移动、PC 联动，活跃用户保持良性增长。**报告期内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 亿元 (+6%)；注册用户超过 5920 万 (+18.4%)；月活用户达 5621 万 (+41%)，其中网页端月活 4512 万，移动端月活 1109 万，移动端打造初现成效；日演艺直播总时长超 6 万小时；随着用户人群的扩大，月人均 ARPU 值微降至 674 元 (-1%)。

- **并购灵动时空，布局手游产业，谋求长期协同。**灵动时空打早手游明星产品《最无双》，数周位于应用商店付费榜前列，项目总流水超过 9000 万元；18 年，自研和代理齐头并进，有望创造新增长。
- **线上线下打造女团，多元布局泛娱乐。**线上打造虚拟偶像安菟女团，进行偶像泛娱乐 IP 产业布局，歌曲播放量突破 2000 万；线下打造树屋女孩演艺女团，率先推出国风定位，粉丝经济效应初显。
  
- **春节景区火爆，18Q1 有望超预期，18 年新项目落地有望显著增厚业绩。**春节期间，公司旗下各大景区举办了穿越主题“我回”系列活动，业绩表现亮眼，为全年内生增长奠基：1) 杭州宋城景区年初三单日演出 15 场，接待 9.55 万人次，营收创历史新高；2) 三亚千古情景区春节假期总共接待游客逾 30 万人次，位列三亚八大主流景区第二位，年初四接待游客 5.38 万人次创下开业以来接待新纪录。此外，新项目（1 个自有项目，1 个轻资产项目）的开业有望显著增厚 18 年业绩。
  
- **盈利预测：**持续看好现场演艺业务的良性复制、轻资产品牌输出带来的业绩弹性，以及线上线下协同的多元化发展，预计 18-20 年归属净利润为 13.45、15.92、18.50 亿元，同比增速为 26%、18%、16%，EPS 为 0.93、1.10、1.27 元，对应 PE 为 22、19、16 倍，维持“买入”评级。
  
- **风险提示：**可能存在项目进度低于预期、客流增长低于预期的风险；六间房业绩不达预期的风险。

图表 1：历年营收及增速



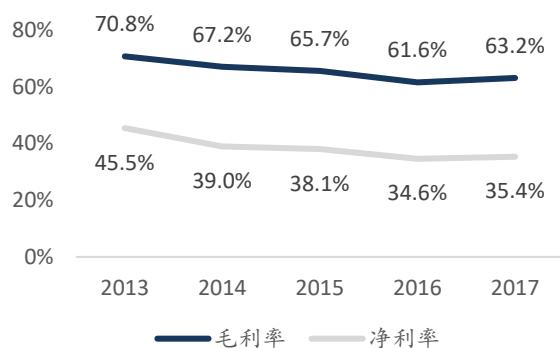
图表 2：历年归母净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

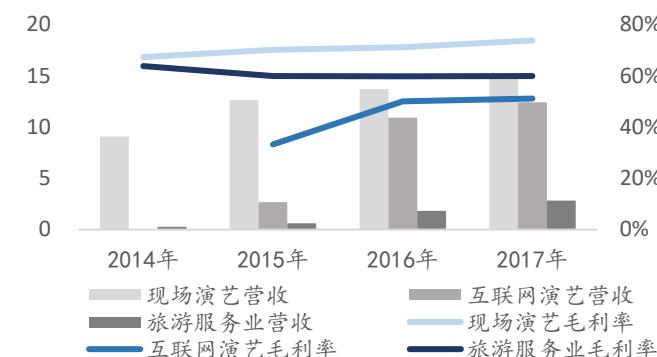
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3: 2013-2017 年毛利率、净利率



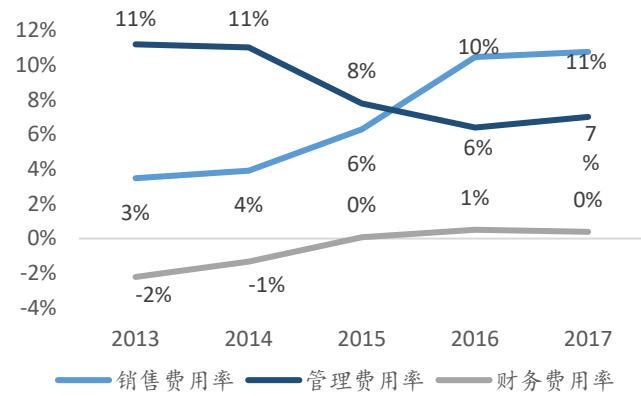
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4: 2014-2017 年分部业绩及毛利率（亿元）



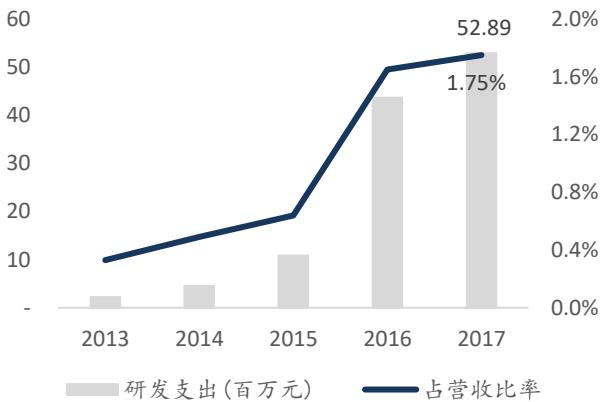
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5: 2013-2017 年三大费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6: 研发支出及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 7: 公司自有项目情况

地区	名称	区位	预计/开业时间	占地面积/座位	持股
杭州宋城	杭州宋城	杭州	1996	3189 个座位	100%
	杭州乐园	杭州	1999	3300 个座位	100%
	烂苹果乐园	杭州	2012	约 1100 个座位	100%
三亚宋城	三亚千古情	三亚	2013.9	约 80 亩	100%
丽江宋城	丽江千古情	丽江	2014.3	约 140 亩	100%
新设	藏谜	九寨沟	2007	2034 个座位	60%
	九寨千古情	九寨沟	2014.5	约 33 亩	80%
	漓江千古情	桂林	2018.6	约 160 亩	70%
	张家界千古情	张家界	2019.3	约 179 亩	100%
	中华千古情	西安	2019.6	约 100 亩	80%
	上海世博大舞台	上海	2019.6	约 5500 座	88%
	澳洲传奇王国	昆士兰	2020		100%
	西塘千古情	嘉兴	2020	约 5000 亩	

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

图表 8：公司轻资产输出项目

项目	地址	开业时间	服务费	管理费	委托经营时 间	规模
宁乡炭河里	湖南长沙宁乡县	2017	2.6 亿元	经营收入的 20%	5 年	
佛山听音湖	广东佛山市	2020	2.6 亿元	门票收入的 20%	10 年	约 62 亩
宜春明月情	江西宜春市	2018	2.6 亿元	未确定	10 年	
新郑黄帝情	河南新郑市	2020	2.6 亿元	经营收入的 20%	5 年	约 260 亩

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

宋城演艺三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>2306</b>	<b>2522</b>	<b>3695</b>	<b>4798</b>	<b>营业收入</b>	<b>3024</b>	<b>3592</b>	<b>4243</b>	<b>4916</b>
现金	1460	1793	2781	4043	减: 营业成本	1113	1298	1516	1719
应收账款	33	23	46	33	营业税金及附加	30	34	41	47
存货	4	6	6	8	财务费用	325	387	459	546
其他流动资产	808	700	862	715	管理费用	212	253	300	358
<b>非流动资产</b>	<b>6449</b>	<b>6903</b>	<b>7558</b>	<b>7984</b>	<b>财务费用</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>15</b>
长期股权投资	34	18	21	17	资产减值损失	9	9	11	12
固定资产	1689	2277	2827	3231	加: 投资净收益	18	19	20	21
在建工程	230	236	212	189	其他收益	1	0	0	0
无形资产	1145	1201	1276	1358	<b>营业利润</b>	<b>1346</b>	<b>1619</b>	<b>1924</b>	<b>2239</b>
其他非流动资产	3351	3171	3222	3188	加: 营业外净收支	-49	-27	-30	-27
<b>资产总计</b>	<b>8755</b>	<b>9425</b>	<b>11253</b>	<b>12782</b>	<b>利润总额</b>	<b>1297</b>	<b>1592</b>	<b>1894</b>	<b>2211</b>
<b>流动负债</b>	<b>1259</b>	<b>745</b>	<b>1130</b>	<b>951</b>	<b>减: 所得税费用</b>	<b>228</b>	<b>239</b>	<b>284</b>	<b>332</b>
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	2	8	18	30
应付账款	179	292	251	368	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1068</b>	<b>1345</b>	<b>1592</b>	<b>1850</b>
其他流动负债	1080	453	879	583	EBIT	1293	1587	1888	2202
<b>非流动负债</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	EBITDA	1514	1806	2174	2552
长期借款	0	10	16	18					
其他非流动负债	18	14	15	15	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1277</b>	<b>768</b>	<b>1160</b>	<b>984</b>	每股收益(元)	0.73	0.93	1.10	1.27
少数股东权益	147	155	173	203	每股净资产(元)	5.05	5.85	6.83	7.98
归属母公司股东权益	7330	8501	9919	11595	发行在外股份(百万股)	1453	1453	1453	1453
<b>负债和股东权益</b>	<b>8755</b>	<b>9425</b>	<b>11253</b>	<b>12782</b>	ROIC(%)	14.1%	15.8%	16.1%	16.1%
					ROE(%)	14.3%	15.6%	16.0%	15.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	63.2%	63.9%	64.3%	65.0%
经营活动现金流	1764	1389	2078	2206	销售净利率(%)	35.3%	37.4%	37.5%	37.6%
投资活动现金流	-935	-678	-913	-757	资产负债率(%)	14.6%	8.2%	10.3%	7.7%
筹资活动现金流	-367	-377	-178	-186	收入增长率(%)	14.4%	18.8%	18.1%	15.9%
现金净增加额	455	333	987	1263	净利润增长率(%)	18.3%	26.0%	18.4%	16.2%
折旧和摊销	221	219	286	350	P/E	28.30	22.46	18.97	16.33
资本开支	538	526	634	435	P/B	4.12	3.55	3.05	2.61
营运资本变动	431	-175	189	-18	EV/EBITDA	19.16	15.77	12.66	10.30

数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15%与 -5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15%以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>