2018 年 07 月 02 日
证券研究报告•动态跟踪报告
宋城演艺（300144）休闲服务

买入（维持）
当前价：23.99 元
目标价：30.51 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

剥离六间房专注主业，演艺龙头稳健成长

投资要点

- **事件：**公司发布公告，北京密境和风科技有限公司全体股东拟以密境和风 100%股权认购宋城演艺全资子公司北京六间房新增注册资本，重组后六间房将不再作为宋城演艺的并表子公司；此外，公司拟向适格投资者转让部分六间房股权，完成转让后公司在重组后集团公司的持股比例将低于 30%。

- **六间房重组+部分股权转让，并表转为投资收益利润，贡献可持续。**1）公司收购六间房 100%股权对应业绩承诺为 2015-2018 年度扣除非经常性损益的净利润分别不低于 1.51 亿元、2.11 亿元、2.75 亿元和 3.57 亿元，自并表后六间房业务保持稳定增长，前三年均以较快增速超出业绩承诺，同时受益于费用管理优化六间房扣非净利率由 15.8%提升至 22.2%，盈利能力改善显著；2）本次重组密境和风现有股东以标的股权作价 51 亿元认购六间房新增的注册资本，目前六间房的整体估值为 34 亿元人民币，与公司 26 亿元收购价相比存在 8 亿元公允价值变动。密境和风运营的花椒直播都是行业领先的直播平台，2017Q4 凭借 2.13%的活跃用户占比位居中国主要娱乐内容类直播 APP 中第一，六间房与花椒可在 PC 端与移动端实现优势互补与用户引流，重组公司将由六间房创始人刘岩团队接管，六间房团队优异的管理水平有望兼顾两平台收入利润水平，逐步实现规模效应；3）此次重组后公司持有股份占比将降至 30%左右，仍为重组公司重要股东，对应权益利润将以投资收益形式进入报表且 2018 年承诺净利润仍保留，短期来看出售部分六间房股权以及六间房 4 亿分红可对公司现金流形成补充，同时六间房约 70%股权将形成约 5.6 亿元公允价值变动收益将纳入 2018 年报表，长期来看随着六间房和花椒线上娱乐业务的良性增长，未来有望持续为公司贡献利润增量。

- **存量项目推动业绩平稳增长，储备项目逐步释放。1）存量项目方面：**杭州宋城作为公司的标杆产品始终保持 25%左右复合增长率，三亚千古情受益于海南主题旅游市场回暖，2017 年营收实现 10.6%增长，丽江项目在地方旅游市场整顿巨大压力下仍实现 2.1%营收增长，九寨千古情受地震因素影响暂停营业至今，业绩贡献有限，存在外在影响消除业绩反弹预期；公司通过自建网络销售平台实行“抓散客化”，2017 年公司通过网络销售已做到近 4 亿人民币的票务销售额，三亚千古情散客比例高达 85%，散客比例的提升有效改善现有项目盈利水平。**2）自建项目方面：**桂林千古情预计 2018 年三季度开业，其余项目预计 2019-2020 年陆续开业，其中澳洲项目所在地具备至少 1200 万人/年的游客基

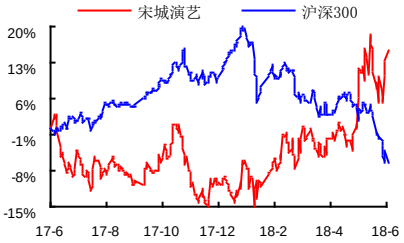
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3023.83	3077.07	3139.17	4068.90
增长率	14.36%	1.76%	2.02%	29.62%
归属母公司净利润（百万元）	1067.61	1647.50	1302.96	1698.73
增长率	18.32%	54.32%	-20.91%	30.38%
每股收益 EPS（元）	0.73	1.13	0.90	1.17
净资产收益率 ROE	14.30%	18.49%	13.19%	15.01%
PE	33	21	27	21
PB	4.75	3.97	3.58	3.12

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱芸
执业证号：S1250517070001
邮箱：zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.53
流通 A 股(亿股)	11.53
52 周内股价区间(元)	17.67-24.54
总市值(亿元)	348.48
总资产(亿元)	91.02
每股净资产(元)	5.25

相关研究

1. 宋城演艺（300144）：业绩平稳增长，演艺龙头多箭齐发 (2018-03-28)
2. 宋城演艺（300144）：轻资产项目再传捷报，异地扩张值得期待 (2017-11-12)

数，宋城将填补当地演艺市场空白，参考 2013-2014 年三亚、九寨、丽江项目投放为公司开启业绩爆发期，本轮自建项目预计 2019 年起贡献业绩，异地甚至异国项目的稳健扩张将再次印证公司发展可持续性。**3）轻资产项目方面：**目前公司已签约轻资产项目 4 个，在手订单超 10 亿元，炭河古城 2017 年开业至 2018Q1《炭河千古情》已接待游客量超 280 万人次，后续宜春、西樵镇、黄帝千古情等轻资产输出项目将以 2-3 个/年速度投放。轻资产项目金额大利润高，预计单个项目可贡献利润达 1.8 亿元，则现有订单可释放利润体量约 8 亿元，有望为公司开启又一业绩驱动引擎。“轻重兼顾”的发展模式将有效增强公司现场演艺产品品牌力，进一步巩固行业龙头地位。

- **盈利预测与评级。**鉴于六间房重组后转为权益法投资收益，化解了市场对六间房业务成长不确定性的质疑，同时目前公司自建及轻资产项目进展顺利，业绩贡献有望体现，根据本次重组对公司的业绩影响，我们对盈利预测进行了调整，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.13 元、0.90 元、1.17 元，对应 PE 21X、27X、21X，未来三年归母净利润将保持 24.8%的复合增长率。考虑到公司作为现场+互联网演艺绝对龙头，丰富的储备项目有望支撑公司业绩持续高成长，参考三湘印象、大连圣亚等可比公司估值，给予公司 2018 年 27 倍估值，对应目标价 30.51 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**自建项目进展或不及预期，轻资产输出项目落实或不及预期，互联网演艺业务增长或不及预期，在线娱乐业政策变动风险。

关键假设：

1）按照公告披露，六间房 2018 年对公司承诺利润仍保留。

2）由于六间房重组时点为 2018H1，因此我们将六间房 2018H1 业绩进行并表，2018H2 除六间房承诺利润外采用收益法，按照 30%股权比例保守估算重组集团公司投资损益，2019 年以后将不再并表。

3）重组后六间房与花椒直播可实现优势互补，六间房有望通过花椒直播强大移动端用户基础实现 PC 端引流，而花椒则有望借助六间房完善的管理体系实现盈利能力提升。

4）六间房股权转让部分将使公司获得对应股权的投资收益。

5）现场演艺业务新开项目不断投放，毛利率水平受新开项目影响略有下降，其他业务毛利率保持相对稳定。

根据以上假设得到公司收入成本预测如下表：

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
现场演艺	收入	1431.4	1821.8	2457.2	3116.4
	增速	8.6%	27.3%	34.9%	26.8%
	毛利率	72.6%	71.3%	71.2%	71.1%
互联网演艺	收入	1240.1	713.1	-	-
	增速	195.4%	-42.5%	-	-
	毛利率	51.1%	51.5%	-	-
旅游服务费	收入	270.5	456.3	591.8	857.8
	增速	48.2%	68.7%	29.7%	44.9%
	毛利率	57.9%	61.0%	60.0%	60.4%
其他业务	收入	81.8	85.9	90.2	94.7
	增速	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	99. 3%	98.0%	98.0%	98.0%
合计	收入	3023.8	3077.1	3139.2	4068.9
	增速	14.4%	1.8%	2.0%	29.6%
	毛利率	63.2%	66.0%	69.9%	69.5%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3023.83	3077.07	3139.17	4068.90
营业成本	1113.02	1047.50	945.72	1241.17
营业税金及附加	30.38	35.39	33.82	45.32
销售费用	325.30	327.98	335.63	434.59
管理费用	211.79	267.14	256.77	309.68
财务费用	11.55	6.47	7.37	9.22
资产减值损失	8.96	0.00	0.00	0.00
投资收益	17.70	9.67	0.27	0.27
公允价值变动损益	1.11	560.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1346.23	1962.25	1560.12	2029.19
其他非经营损益	-48.85	-21.00	-24.85	-27.56
利润总额	1297.38	1941.25	1535.28	2001.62
所得税	228.11	291.19	230.29	300.24
净利润	1069.27	1650.06	1304.99	1701.38
少数股东损益	1.66	2.56	2.03	2.64
归属母公司股东净利润	1067.61	1647.50	1302.96	1698.73

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1069.27	1650.06	1304.99	1701.38
折旧与摊销	221.36	289.30	298.66	308.26
财务费用	11.55	6.47	7.37	9.22
资产减值损失	8.96	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	387.54	-227.31	-20.94	105.63
其他	65.34	-569.67	1.73	-1.27
经营活动现金流净额	1764.02	1148.86	1591.80	2123.22
资本支出	-684.26	-120.00	-150.00	-180.00
其他	-250.24	569.67	0.27	0.27
投资活动现金流净额	-934.50	449.67	-149.73	-179.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-400.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.13	0.00	0.00	0.00
支付股利	-145.26	-213.52	-329.50	-260.59
其他	178.38	-199.02	-7.37	-9.22
筹资活动现金流净额	-366.75	-412.55	-336.87	-269.82
现金流量净额	455.15	1185.98	1105.20	1673.68

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1460.16	2646.14	3751.34	5425.02
应收和预付款项	200.80	141.07	155.11	206.28
存货	4.17	3.92	1.54	3.65
其他流动资产	640.71	650.25	661.38	827.94
长期股权投资	34.20	34.20	34.20	34.20
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1919.20	1880.91	1863.26	1866.01
无形资产和开发支出	3931.71	3807.39	3683.07	3558.75
其他非流动资产	563.73	557.04	550.35	543.66
资产总计	8754.68	9720.93	10700.25	12465.52
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	799.54	537.07	564.62	820.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	477.36	262.09	238.37	307.22
负债合计	1276.90	799.16	803.00	1127.48
股本	1452.61	1452.61	1452.61	1452.61
资本公积	2476.31	2476.31	2476.31	2476.31
留存收益	3408.88	4842.85	5816.31	7254.45
归属母公司股东权益	7330.35	8771.77	9745.23	11183.37
少数股东权益	147.43	150.00	152.03	154.67
股东权益合计	7477.78	8921.77	9897.25	11338.04
负债和股东权益合计	8754.68	9720.93	10700.25	12465.52

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	14.36%	1.76%	2.02%	29.62%
营业利润增长率	17.25%	45.76%	-20.49%	30.07%
净利润增长率	16.67%	54.32%	-20.91%	30.38%
EBITDA 增长率	15.69%	42.99%	-17.35%	25.75%
获利能力				
毛利率	63.19%	65.96%	69.87%	69.50%
三费率	18.14%	19.55%	19.11%	18.52%
净利率	35.36%	53.62%	41.57%	41.81%
ROE	14.30%	18.49%	13.19%	15.01%
ROA	12.21%	16.97%	12.20%	13.65%
ROIC	19.29%	28.24%	22.58%	29.99%
EBITDA/销售收入	52.22%	73.38%	59.45%	57.67%
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.33	0.31	0.35
固定资产周转率	1.74	1.82	1.87	2.44
应收账款周转率	115.77	97.00	101.34	111.76
存货周转率	251.53	258.84	253.31	303.00
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.25%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	14.59%	8.22%	7.50%	9.04%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.83	4.41	5.82	5.83
速动比率	1.83	4.40	5.82	5.82
股利支付率	13.61%	12.96%	25.29%	15.34%
每股指标				
每股收益	0.73	1.13	0.90	1.17
每股净资产	5.05	6.04	6.71	7.70
每股经营现金	1.21	0.79	1.10	1.46
每股股利	0.10	0.15	0.23	0.18

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	1579.14	2258.02	1866.15	2346.67
PE	32.64	21.15	26.75	20.51
PB	4.75	3.97	3.58	3.12
PS	11.52	11.33	11.10	8.56
EV/EBITDA	20.89	14.00	16.34	12.28
股息率	0.42%	0.61%	0.95%	0.75%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn