

2018年08月23日

证券研究报告·2018中报点评

宋城演艺 (300144) 休闲服务

买入 (维持)

当前价: 23.37元

目标价: 28.62元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

存量项目成长+增量项目推进, 内生盈利增强

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年中报, 2018H1实现营收15.11亿元, 同比增长8.5%, 实现归母净利润6.7亿元, 同比增长27%, 扣非净利润6.4亿元, 同比增长21.8%, 其中Q2单季度实现营收8亿元, 同比增长10.8%, 实现归母净利润3.4亿元, 同比增长23.1%。
- **存量项目三亚表现亮眼, 盈利能力改善明显。** 1) 2018H1公司现场演艺业务实现收入7.9亿元, 同比小幅下降4.3%, 毛利率同比提升6.1pp至66.7%。其中杭州宋城在G20效应的高基数业绩上继续稳步增长, 三亚千古情受益于海南30周年和59国免签政策, 通过推出“我回丝路”和岛民优惠等活动显著提升接待量, 四月单月接待人次同比大增60%以上, 实现营收2.3亿元 (YoY+24.3%), 对应毛利率84.6% (YoY+3.88pp); 丽江千古情通过营销策略的改进克服云南旅游整治影响, 并有效控制成本, 业绩实现持续增长。2) 2018H1公司以天猫旗舰店、宋城旅游微官网、微信大号为核心的自营渠道营收同比2017年增长82.06%, 占电子商务总营收的比例攀升至45.71%, 散客比例提升有效改善公司盈利水平, 整体毛利率同比提升4.3ppt至67.9%。规模效应凸显带动整体销售费用率下降1.3pp至9.3%, 受九寨千古情灾后停业以及六间房研发支出增加影响, 管理费用率上升至8.1% (YoY+1.4pp), 整体三费率16.8% (YoY-1pp), 盈利能力改善明显。
- **储备项目稳健推进, 轻资产开启业绩增长第二引擎: 1) 自建项目方面:** 桂林项目于2018年7月27日顺利开业, 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。2) **轻资产项目方面:** 轻资产炭河项目开业满一年, 接待游客超400万人次, 《炭河千古情》演出1000余场, 营收超1.6亿元, 表现超市场预期; 此外公司目前已签约轻资产项目4个, 在手订单超10亿元, 后续轻资产输出项目将以2-3个/年速度投放, 策划费、设计费、节目制作费预收账款同比提升40%至6.7亿元, 签约项目确定性强, 轻资产项目金额大利润高, 有望为公司开启又一业绩驱动引擎。
- **六间房重组贡献投资收益, 专注主业龙头强者恒强。** 密境和风现有股东拟以标的股权作价51亿元认购六间房新增的注册资本, 重组和股权转让后公司持有股份占比将降至30%左右, 对应权益利润将以投资收益形式进入报表, 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70%股权将形成约5.6亿元投资收益将增厚公司业绩, 长期来看六间房出表后费用端拖累减少, 重组公司协同发展未来有望贡献可观投资收益, 整体来看有助于公司专注主业, 进一步巩固公司演艺休闲景区龙头地位。
- **盈利预测与评级。** 目前公司自建及轻资产项目进展顺利, 演艺主业业绩贡献可持续, 随着九寨千古情未来运营恢复以及六间房出表, 费用端有望继续改善, 盈利能力仍存提升空间, 根据中报财报披露情况我们对盈利预测进行了调整, 预计2018-2020年EPS分别为1.06元、0.97元、1.26元, 对应PE 22X、24X、19X。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28.62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, 六间房重组进度不及预期。

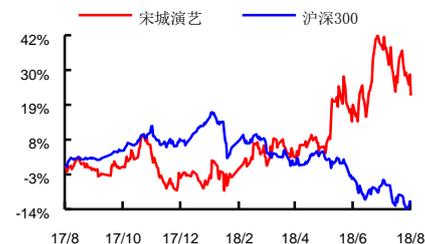
西南证券研究发展中心

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) | 11.83 |
| 52周内股价区间(元) | 17.67-27.04 |
| 总市值(亿元) | 339.47 |
| 总资产(亿元) | 93.27 |
| 每股净资产(元) | 5.37 |

相关研究

1. 宋城演艺(300144): 存量项目支撑稳健成长, 散客化助力盈利增强 (2018-07-16)
2. 宋城演艺(300144): 剥离六间房专注主业, 演艺龙头稳健成长 (2018-07-03)
3. 宋城演艺(300144): 业绩平稳增长, 演艺龙头多箭齐发 (2018-03-28)
4. 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)

| 指标/年度 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3023.83 | 3004.79 | 3101.01 | 4064.75 |
| 增长率 | 14.36% | -0.63% | 3.20% | 31.08% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1067.61 | 1545.07 | 1402.70 | 1834.79 |
| 增长率 | 18.32% | 44.72% | -9.21% | 30.80% |
| 每股收益EPS(元) | 0.73 | 1.06 | 0.97 | 1.26 |
| 净资产收益率ROE | 14.30% | 17.55% | 14.17% | 16.02% |
| PE | 32 | 22 | 24 | 19 |
| PB | 4.63 | 3.92 | 3.48 | 3.00 |

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

关键假设:

- 1) 预计六间房三季度出表, 因此我们将六间房 2018H1 业绩进行并表, 2018H2 按照 30% 股权比例保守估算重组集团公司投资损益并入宋城。
- 2) 假设杭州宋城、三亚千古情、丽江千古情占杭州、三亚、丽江年旅游收入的比例保持稳定, 同时当地旅游收入增速水平保持稳定。
- 3) 毛利率方面, 新开桂林项目参考以往三亚、丽江、九寨项目毛利率偏低, 预计桂林项目 2018 年毛利率约 65%。
- 4) 轻资产输出项目单独测算, 包括管理费与门票分成, 预计每年签约项目 2-3 个, 每个项目管理费约 2.6 亿元, 按照建设时间确认。

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 | 1551.0 | 1964.1 | 2701.6 |
| | 增速 | 8.6% | 8.4% | 26.6% | 37.5% |
| | 毛利率 | 72.6% | 72.4% | 72.3% | 72.1% |
| 互联网演艺 | 收入 | 1240.1 | 537.0 | - | - |
| | 增速 | 195.4% | -56.7% | - | - |
| | 毛利率 | 51.1% | 51.0% | - | - |
| 轻资产输出 | 收入 | - | 473.2 | 614.7 | 768.2 |
| | 增速 | - | - | 29.9% | 25.0% |
| | 毛利率 | - | 61.8% | 61.7% | 63.5% |
| 计划策划费 | 收入 | 150.2 | 165.2 | 181.7 | 199.8 |
| | 增速 | 22.4% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| | 毛利率 | 51.1% | 52.0% | 52.0% | 52.0% |
| 电子商务费 | 收入 | 120.4 | 192.6 | 250.3 | 300.4 |
| | 增速 | 101.0% | 60.0% | 30.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 64.9% | 65.0% | 65.0% | 65.0% |
| 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 | 3004.8 | 3101.0 | 4064.7 |
| | 增速 | 14.4% | -0.6% | 3.2% | 31.1% |
| | 毛利率 | 63.2% | 66.0% | 76.8% | 76.4% |

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 | 现金流量表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 3023.83 | 3004.79 | 3101.01 | 4064.75 | 净利润 | 1069.27 | 1547.47 | 1404.88 | 1837.64 |
| 营业成本 | 1113.02 | 1020.23 | 720.70 | 957.74 | 折旧与摊销 | 221.36 | 289.30 | 298.66 | 308.26 |
| 营业税金及附加 | 30.38 | 52.05 | 47.79 | 59.61 | 财务费用 | 11.55 | 6.32 | 7.28 | 9.21 |
| 销售费用 | 325.30 | 273.13 | 297.20 | 396.65 | 资产减值损失 | 8.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 211.79 | 255.41 | 248.08 | 325.18 | 经营营运资本变动 | 387.54 | -230.48 | -110.57 | 76.88 |
| 财务费用 | 11.55 | 6.32 | 7.28 | 9.21 | 其他 | 65.34 | -569.67 | 1.73 | -1.27 |
| 资产减值损失 | 8.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 1764.02 | 1042.94 | 1601.98 | 2230.73 |
| 投资收益 | 17.70 | 9.67 | 0.27 | 0.27 | 资本支出 | -684.26 | -120.00 | -150.00 | -180.00 |
| 公允价值变动损益 | 1.11 | 560.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -250.24 | 569.67 | 0.27 | 0.27 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -934.50 | 449.67 | -149.73 | -179.73 |
| 营业利润 | 1346.23 | 1967.32 | 1780.23 | 2316.62 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -48.85 | -26.67 | -29.55 | -31.18 | 长期借款 | -400.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1297.38 | 1940.65 | 1750.68 | 2285.44 | 股权融资 | 0.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 228.11 | 393.18 | 345.80 | 447.80 | 支付股利 | -145.26 | -213.52 | -309.01 | -280.54 |
| 净利润 | 1069.27 | 1547.47 | 1404.88 | 1837.64 | 其他 | 178.38 | -198.87 | -7.28 | -9.21 |
| 少数股东损益 | 1.66 | 2.41 | 2.18 | 2.86 | 筹资活动现金流净额 | -366.75 | -412.40 | -316.30 | -289.75 |
| 归属母公司股东净利润 | 1067.61 | 1545.07 | 1402.70 | 1834.79 | 现金流量净额 | 455.15 | 1080.22 | 1135.95 | 1761.24 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 财务分析指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 1460.16 | 2540.37 | 3676.32 | 5437.57 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 200.80 | 137.72 | 150.37 | 202.26 | 销售收入增长率 | 14.36% | -0.63% | 3.20% | 31.08% |
| 存货 | 4.17 | 3.82 | 0.70 | 2.59 | 营业利润增长率 | 17.25% | 46.14% | -9.51% | 30.13% |
| 其他流动资产 | 640.71 | 637.30 | 654.54 | 827.20 | 净利润增长率 | 16.67% | 44.72% | -9.21% | 30.80% |
| 长期股权投资 | 34.20 | 34.20 | 34.20 | 34.20 | EBITDA 增长率 | 15.69% | 43.30% | -7.81% | 26.26% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1919.20 | 1880.91 | 1863.26 | 1866.01 | 毛利率 | 63.19% | 66.05% | 76.76% | 76.44% |
| 无形资产和开发支出 | 3931.71 | 3807.39 | 3683.07 | 3558.75 | 三费率 | 18.14% | 17.80% | 17.82% | 17.98% |
| 其他非流动资产 | 563.73 | 557.04 | 550.35 | 543.66 | 净利率 | 35.36% | 51.50% | 45.30% | 45.21% |
| 资产总计 | 8754.68 | 9598.76 | 10612.82 | 12472.23 | ROE | 14.30% | 17.55% | 14.17% | 16.02% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 12.21% | 16.12% | 13.24% | 14.73% |
| 应付和预收款项 | 799.54 | 523.85 | 511.84 | 758.91 | ROIC | 19.29% | 26.57% | 24.13% | 31.80% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 52.22% | 75.31% | 67.27% | 64.80% |
| 其他负债 | 477.36 | 255.74 | 185.94 | 241.17 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1276.90 | 779.58 | 697.78 | 1000.09 | 总资产周转率 | 0.37 | 0.33 | 0.31 | 0.35 |
| 股本 | 1452.61 | 1452.61 | 1452.61 | 1452.61 | 固定资产周转率 | 1.74 | 1.78 | 1.84 | 2.44 |
| 资本公积 | 2476.31 | 2476.31 | 2476.31 | 2476.31 | 应收账款周转率 | 115.77 | 95.79 | 101.90 | 112.31 |
| 留存收益 | 3408.88 | 4740.42 | 5834.10 | 7388.35 | 存货周转率 | 251.53 | 255.33 | 221.01 | 304.64 |
| 归属母公司股东权益 | 7330.35 | 8669.34 | 9763.02 | 11317.27 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 118.25% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 147.43 | 149.84 | 152.02 | 154.88 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 7477.78 | 8819.18 | 9915.04 | 11472.15 | 资产负债率 | 14.59% | 8.12% | 6.57% | 8.02% |
| 负债和股东权益合计 | 8754.68 | 9598.76 | 10612.82 | 12472.23 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 1.83 | 4.36 | 6.59 | 6.59 |
| | | | | | 速动比率 | 1.83 | 4.35 | 6.59 | 6.58 |
| | | | | | 股利支付率 | 13.61% | 13.82% | 22.03% | 15.29% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.73 | 1.06 | 0.97 | 1.26 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.05 | 5.97 | 6.72 | 7.79 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.21 | 0.72 | 1.10 | 1.54 |
| | | | | | 每股股利 | 0.10 | 0.15 | 0.21 | 0.19 |
| 业绩和估值指标 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | | | | |
| EBITDA | 1579.14 | 2262.94 | 2086.17 | 2634.09 | | | | | |
| PE | 31.80 | 21.97 | 24.20 | 18.50 | | | | | |
| PB | 4.63 | 3.92 | 3.48 | 3.00 | | | | | |
| PS | 11.23 | 11.30 | 10.95 | 8.35 | | | | | |
| EV/EBITDA | 20.32 | 13.62 | 14.22 | 10.60 | | | | | |
| 股息率 | 0.43% | 0.63% | 0.91% | 0.83% | | | | | |

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 |
| | 汪文沁 | 机构销售 | 021-68415380 | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 机构销售 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@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 | yyi@swsc.com.cn |
| | 陈霄 (广州) | 机构销售 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |