

18 年业绩符合预期，预计 19Q1 主业稳增长 增持（维持）

2019 年 03 月 28 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,211	2,787	3,167	3,772
同比 (%)	6.2%	-13.2%	13.6%	19.1%
净利润 (百万元)	1,287	1,314	1,441	1,741
同比 (%)	20.6%	2.1%	9.7%	20.7%
每股收益 (元/股)	0.89	0.90	0.99	1.20
P/E (倍)	25.85	25.33	23.09	19.12

事件：公司发布 2018 年年报，实现营业收入 32.11 亿 (+6.20%)，归母净利润 12.87 亿元 (+20.57%)，扣非净利 12.79 亿 (+15.62%)；发布 19 年 Q1 业绩预告，预计归母净利为 3.54-3.87 亿元 (+10%-20%)。

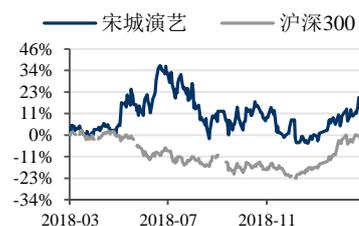
投资要点

■ **业绩稳步发展，增长符合预期。**18 年实现营收 32.11 亿元 (+6.2%)，主要由现场演艺主业驱动；归母净利润 12.87 亿元 (+20.57%)，净利率提升 4.42pct；扣非净利 12.79 亿元 (+15.62%)，较 17 年的非经常性损益主要是政府补贴和投资收益。18 年 Q4 单季实现营收 7.40 亿元 (+4.34%)，归母净利润 1.40 亿元 (-6.66%)，扣非净利 1.68 亿元 (-8.76%)，单季业绩波动估计与旅游淡季、计提资产减值 3027 万以及宋城景区整修有关。

■ **现场演艺主业发展稳健，轻资产业务增厚业绩。**现场演艺全年营收 16.74 亿元 (+11.60%)，包括电商手续费收入 (+43.9%)、轻资产收入 (-22.4%) 以及景区配套交通服务收入 (318 万) 在内的旅游服务业营收 3.04 亿元 (+7.00%)。千古情全年演出 8000 多场，年观演人次超过 3500 万 (+6%)，市场占有率位居前列并不断提升。

- **杭州宋城：提升游客满意度，演艺集群格局初形成。**升级改造各类软硬件设施。演艺集群格局初步形成，丰富了游客体验内容；推出市场专题营销，单日最高演出场次达 18 场，样板老项目保持 (9.36 亿) 11.13% 的高增速，表现亮眼。18 年杭州项目毛利率 69.87%，同比下降 3.78pct，主要与整修费用增加有关。
- **三亚千古情：产品品质+创意活动驱动，增长亮眼。**18 年营收 4.27 亿 (+25.51%)，毛利率 81.22% (+4.85pct)，净利润增长 39.65%，国庆期间三亚千古情接待游客量首次攀升至三亚八大景区之首。
- **丽江千古情：提升品质，巩固终端市场。**散客、终端、电商全面发力，散客收入同比大增 98%。18 年实现营收 2.67 亿元 (+17.48%)，毛利率 73.45% (+2.91pct)，净利润增长 17.92%。
- **漓江千古情：开业当年基本实现盈亏平衡。**于 18 年 7 月 27 日正式开业，国庆期间最高单日演出达到 6 场，18 年实现营收 4125 万，毛利率 23.92%，全年微亏 109 万元。
- **九寨千古情：有望逐步恢复开业。**目前在工程上已达到了开业预期，后续重新开业时间将综合考虑九寨沟灾后恢复情况、政府的统筹安排和淡旺季特点、以及进入九寨的游客量等因素来确定。
- **轻资产模式验证品牌力。**轻资产收入 1.27 亿元 (-22.4%)，1) 宁乡炭河千古情：开业一周年累计接待游客超过 400 万人次，《炭河千古情》演出 1000 余场，根据一周年营业额突破 1.6 亿元计算对应收入预计约 4 千万。2) 明月千古情：2018 年 12 月 28 日在宜春首演，预计 18 年确认设计费超 8 千万。3) 黄帝千古情：如期取得建设用地，工程建设按部就班推进，项目周边基础设施、配套设施建设也顺利进行，同时积极编创剧目，有望于 2020 年开业。佛山项目转为重资产项目，截至 18 年底预收设计费余额 4.24 亿元。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	22.91
一年最低/最高价	18.58/27.85
市净率 (倍)	3.93
流通 A 股市值 (百万元)	27107.04

基础数据

每股净资产 (元)	5.83
资产负债率 (%)	10.43
总股本 (百万股)	1452.61
流通 A 股 (百万股)	1183.20

相关研究

- 1、《宋城演艺 (300144)：佛山项目轻转重，西塘项目打造产品 4.0》2019-01-01
- 2、《宋城演艺 (300144)：主业增速平稳，明年新项目有望陆续落地》2018-10-29
- 3、《宋城演艺 (300144)：上半年业绩符合预期，新项目有望打开增长空间》2018-08-23

■ 六间房完成业绩承诺，重组稳步推进。

- 18年六间房营收12.34亿元(-0.53%)，归母净利4.11亿元(+42%)，扣非净利4.08亿元(+43%)，满足业绩承诺3.57亿，经减值测试商誉未减值，估计业绩增长与营销政策优化带来的销售费用降低有关，剔除六间房利润后，主业利润为8.76亿(+12.55%)。
- 直播业务发展良性。18年六间房签约主播人数超过30万(+1万)；月均页面浏览量超过7.15亿(+1.7%)；注册用户超过6416万(+8.4%)；月活5827万(+3.7%)，ARPU达940元(+39.5%)。
- 重组逐步推进，12月26日六间房股东信息有所变更，花椒壹号、贰号已分别持有六间房15.36%和7.68%的股权，宋城演艺持股76.96%，至18年底，合并报表长期股权投资比期初增加10.21亿元，主要由于首次交割后六间房持有密境和风19.96%股权，重组第二步计划于4月30日完成，届时六间房将完成出表。

■ 期间费用基本平稳。三大期间费用率17.43%(-0.7pct)。其中销售费用率8.95%(-1.8pct)，主要由于六间房营销政策优化所致；管理费用率8.51%(+1.5pct)，主要由于公司异地项目无形资产摊销增加47%以及六间房超额业绩奖励计提1575万；财务费用率-0.03%(-0.4pct)，主要受益于公司归还银行借款。

■ 新一轮项目落地带动业绩成长性。西安、佛山项目预计将于20年开业，上海项目18年9月27日开工建设，预计将于19年底或20年推出。此外，佛山项目转为自营；西塘项目计划首期投资10亿建设西塘宋城演艺谷、探索宋城演艺产品的4.0版本。

■ 19年Q1演艺主业预计高增长。公司预计归母净利为3.54-3.87亿元(+10%-20%)，非经常性损益预计620万，对应扣非净利增速约18%-29%。据此预计演艺主业增速在35%以上，预计部分来自于明月千古情设计费收入确认。

■ 盈利预测：假设六间房于4月30日出表，暂不考虑老股出售，预计19-21年归母净利为13.14、14.41、17.41亿元，同比增速2.1%、9.7%、20.7%对应PE为25、23、19倍。演艺主业归母净利为10.76、13.73、16.73亿元，同比增速22.82%、27.37%、21.82%，对应PE为30、24、19倍。

■ 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；六间房重组不达预期的风险。

表1：核心数据拆分表

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业总收入	671.54	721.09	921.70	709.51	711.86	799.26	959.79	740.28
yoy	17.2%	17.6%	17.9%	4.9%	6.0%	10.8%	4.1%	4.3%
归母净利润	245.05	278.56	394.30	149.70	322.19	343.01	482.25	139.74
yoy	26.3%	17.0%	18.9%	8.1%	31.5%	23.1%	22.3%	-6.7%
毛利率	61.46	65.67	69.69	53.87	67.97	67.84	73.78	53.89
期间费用率	17.05	18.55	15.40	22.33	18.37	15.41	13.14	21.90
其中：销售费用率	11.18	10.18	9.66	12.36	10.29	8.49	7.04	10.66
管理费用率	5.52	7.70	5.58	9.54	8.22	7.95	6.79	9.25
财务费用率	0.35	0.67	0.15	0.43	(0.13)	(1.02)	(0.70)	1.99
归母净利率	36.5%	38.6%	42.8%	21.1%	45.3%	42.9%	50.2%	18.9%
ROE	3.75	4.14	5.64	2.06	4.31	4.45	5.99	1.67
pct	0.35	0.08	0.20	-0.13	0.56	0.31	0.36	-0.39
资产负债率	13.21	11.92	12.60	14.59	14.71	14.14	13.72	10.43
pct	-4.55	-4.50	-2.90	1.29	1.50	2.22	1.12	-4.15
存货	10.42	5.37	5.37	4.17	4.40	4.66	3.18	3.27
较上年同比增减	7.54	0.06	-32.02	-0.51	-6.02	-0.71	-2.20	-0.90
存货周转天数	2.63	1.79	1.73	1.43	1.69	1.64	1.35	1.24

较上年同比增减	1.42	0.04	-6.46	0.07	-0.93	-0.15	-0.38	-0.19
应收账款	29.94	37.54	35.36	33.46	40.86	36.88	69.81	66.82
较上年同比增减	12.24	28.10	-10.73	14.68	10.92	-0.66	34.44	33.36
应收账款周转天数	3.26	3.64	3.16	3.11	4.70	4.19	5.64	5.62
较上年同比增减	0.63	1.72	-1.09	0.75	1.43	0.55	2.48	2.51
应付账款及应付票据	180.53	146.51	145.83	178.62	165.39	197.59	284.21	317.62
较上年同比增减	26.86	-89.05	-79.90	-31.92	-15.13	51.08	138.38	139.01
预收账款	160.91	200.17	348.05	531.66	695.52	729.74	752.01	498.98
较上年同比增减	109.11	144.79	164.44	449.82	534.61	529.57	403.95	-32.69
经营性现金流净额	384.51	697.18	1352.62	1764.02	467.92	848.06	1426.29	1647.24
较上年同比增减	0.34	0.22	0.25	0.71	0.22	0.22	0.05	-0.07
筹资性现金流净额	(104.10)	(291.57)	(364.13)	(366.75)	(103.28)	(209.70)	(263.39)	(261.83)
较上年同比增减	2.86	1.03	0.11	0.34	-0.01	-0.28	-0.28	-0.29
资本开支	87.43	160.41	50.35	240.05	156.91	162.20	250.20	95.65
较上年同比增减	-0.32	1.17	-0.01	-0.46	0.79	0.01	3.97	-0.60

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 2：收入拆分表

单位：百万元	2015	2016	2017	2018
文化艺术业	1579.61	2404.77	2671.51	2907.59
yoy	84.0%	52.2%	11.1%	8.8%
占比	96.3%	92.9%	90.4%	90.5%
毛利率	64.7%	61.1%	62.6%	66.0%
杭州宋城旅游区	655.72	642.04	842.17	935.88
yoy	15.25%	-2.09%	31.17%	11.13%
三亚宋城旅游区	253.02	302.61	339.98	426.72
yoy	63.17%	19.60%	12.35%	25.51%
丽江宋城旅游区	168.46	219.05	227.24	266.96
yoy	134.03%	30.03%	3.74%	17.48%
九寨宋城旅游区	129.85	147.76	89.61	1.78
yoy	108.05%	13.79%	-39.36%	-98.02%
桂林漓江千古情				41.25
yoy				-
互联网演艺	369.10	1,090.21	1,240.13	1,233.60
yoy		195.37%	13.75%	-0.53%
旅游服务业	60.89	183.22	283.73	303.60
yoy	115.0%	200.9%	54.9%	7.0%
占比	3.7%	7.1%	9.6%	9.5%
毛利率	59.9%	58.2%	59.8%	70.2%
设计策划费	17.06	122.66	163.15	126.68
yoy	57.87%	618.87%	33.01%	-22.36%
电子商务手续费	43.80	59.88	120.36	173.13
yoy	150.08%	36.71%	101.00%	43.84%

数据来源：公司公告，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、意见及推测不一致的报告。

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>

