2019 年 03 月 28 日
证券研究报告•2018 年报点评
宋城演艺（300144）休闲服务

买入（维持）
当前价：22.36 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

存量+增量项目齐增长，六间房重组稳步推进

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年年报，全实现营收 32.1 亿元，同比增长 6.2%，实现归母净利润 12.9 亿元，同比增长 20.57%，扣非净利润 12.8 亿元，同比增长 15.6%；其中 Q4 单季度实现营收 7.4 亿元，同比增长 4.3%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比下滑 6.7%。同时公布一季度业绩预告：预计 2019Q1 归母净利润 2.9-3.5 亿元（yoy+10%~20%）。

- **存量+增量演艺项目齐增长，六间房顺利完成业绩承诺。**1）自建项目领衔增长：杭州宋城/三亚/丽江/九寨/桂林分别实现营收 8.7 亿元（yoy+10.4%）/4.1 亿元（yoy+24.1）/2.6 亿元（yoy+17.5%）/178 万元（yoy-98%）/4125 万元，其中杭州宋城通过促销活动等大力推广实现营收持续增长，三亚受益于海南旅游岛发展实现靓丽增长，丽江旅游政治影响逐渐消除，九寨在工程上已达到了开业预期，桂林千古情实现当年开业当年盈利；2）轻资产项目表现出色：宁乡炭河千古情正式开园一周年累计接待游客超 400 万人，营收突破 1.6 亿元，核心演出《炭河千古情》演出 1000 余场，成为湖南地区标志性景区之一；《明月千古情》于 2018 年 12 月 28 日在宜春成功首演，全年计划策划费 9262 万元（yoy-38.3%），主要受佛山项目由轻转重影响。3）六间房年内实现营收 12.3 亿元（yoy-0.5%），通过优化产品结构和成本管控毛利率大幅提升至 57.7%（yoy+6.6pp），净利率提升至 33.3%，顺利完成业绩承诺。

- **演艺业务盈利整体稳定，费用端有所优化。**1）杭州宋城由于促销等因素影响下毛利率小幅下滑 3.8pp 至 66.9%，三亚/丽江项目通过高散客占比（分别 85%、70%左右），毛利率分别增长至 81.2%（yoy+4.7pp）/73.5%（yoy+3pp），演艺业务整体毛利率同比提升至 77.2%。设计策划费毛利率大幅提升至 95.7%（yoy+43.4pp），充分体现轻资产模式盈利能力，加之六间房毛利水平大幅提升，公司整体毛利率提升至 3.2pp 至 66.4%；2）费用方面，六间房销售策略优化推动销售费用下降，异地项目无形资产摊销及六间房的超额业绩奖励计提增加导致管理费用增幅较大，此外归还银行贷款推动财务费用大幅减少，销售/管理/财务费用率分别同比变动-1.8pp/+1.5pp/-0.03pp，整体期间费用率同比降低 0.5pp 至 17.4%，毛利率水平整体提升+费用端优化推动净利率同比大增 4.4pp 至 39.8%，盈利能力有所提升。

- **六间房重组首次交割完成，轻重结合深耕演艺景区市场。**1）密境和风股东于 2018 年 12 月 28 日已完成 19.96%股权对六间房进行增资，宋城对重组公司持

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3211.19	2729.09	2757.49	3206.10
增长率	6.20%	-15.01%	1.04%	16.27%
归属母公司净利润（百万元）	1287.19	1145.72	1183.12	1330.86
增长率	20.57%	-10.99%	3.26%	12.49%
每股收益 EPS（元）	0.89	0.79	0.81	0.92
净资产收益率 ROE	13.19%	10.78%	10.22%	10.50%
PE	25	28	27	24
PB	3.83	3.48	3.16	2.85

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
电话：010-57758600
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)	18.9-27.04
总市值(亿元)	324.80
总资产(亿元)	108.17
每股净资产(元)	5.83

相关研究

1. 宋城演艺（300144）：业绩符合预期，六间房重组稳步推进 (2019-01-24)
2. 宋城演艺（300144）：业绩表现稳健，自建+轻资产支撑高成长 (2018-10-29)
3. 宋城演艺（300144）：存量项目成长+增量项目推进，内生盈利增强 (2018-08-24)
4. 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)
5. 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)
6. 宋城演艺（300144）：业绩平稳增长，演艺龙头多箭齐发 (2018-03-28)

股比例 76.96%，预计密境和风剩余 80.04%股权将在六间房业绩审核完成后增资，预计可在 2019 年 4 月 30 日前完成，不考虑存量股转让问题则届时公司对重组公司持股 40%，六间房可顺利出表。2）新项目方面，预计张家界 2019 年年中开业、西安千古情预计于 2020 年初开业，上海项目于 2018 年 9 月 27 日启动，佛山项目“由轻转重”，预计 2021 年开业，本轮自建项目平均资金投入约 6 亿元，预计于 2019-2020 年显著贡献业绩；宁乡、宜春轻资产项目按计划落地且表现出色印证公司轻资产模式可行性，其余轻资产项目亦稳步推进，假设未来年均开工 2 个轻资产项目，预计每年可贡献 2 亿元左右管理费收入，截止 2018 年末预收款项 5 亿元，未来轻资产持续落地可期，有望为公司开启又一业绩驱动引擎。

- **盈利预测与评级：**目前公司自建及轻资产项目有序推进，演艺主业业绩贡献可持续，新项目运营平稳后盈利能力仍存提升空间，假设六间房 4 月按计划出表，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.79 元、0.81 元、0.92 元，对应 PE 28X、27X、24X，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，六间房重组进度或不及预期。

关键假设：

1） 预计六间房 2019 年 4 月出表，预计九寨千古情 2019 年恢复运营；

2） 自建项目中杭州宋城平稳增长，2018-2021 年三亚、丽江旅游收入复合增速分别为 18.3%、9.7；

3） 毛利率稳中小幅提升，现场演艺各项目整体毛利率与 2018 年年报水平基本持平。

根据以上假设得到公司 2019-2021 年收入成本预测如下表：

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
现场演艺	收入	1585.8	1848.5	2238.6	2650.4
	增速	10.8%	16.6%	21.1%	18.4%
	毛利率	70.6%	70.2%	69.9%	70.2%
互联网演艺	收入	1233.6	425.9	-	-
	增速	-0.5%	-65.5%	-	-
	毛利率	57.7%	45.0%	-	-
计划策划费	收入	92.62	115.8	133.1	139.8
	增速	-38.3%	25.0%	15.0%	5.0%
	毛利率	95.7%	90.0%	80.0%	75.0%
电子商务费	收入	173.1	202.6	241.0	265.2
	增速	43.8%	17.0%	19.0%	10.0%
	毛利率	55.7%	55.0%	55.0%	55.0%
其他业务	收入	122.9	132.7	140.7	146.3
	增速	50.2%	8.0%	6.0%	4.0%
	毛利率	100.0%	98.0%	98.0%	98.0%
景区交通	收入	3.2	3.7	4.1	4.5
	增速	-	15.0%	12.0%	10.0%
	毛利率	-6.7%	2.0%	6.0%	15.0%
合计	收入	3211.2	2729.1	2757.5	3206.1
	增速	6.2%	-15.0%	1.0%	16.3%
	毛利率	66.4%	67.2%	70.4%	70.3%

数据来源： Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3211.19	2729.09	2757.49	3206.10
营业成本	1078.09	893.83	815.65	951.55
营业税金及附加	32.03	34.03	31.12	36.08
销售费用	287.54	234.70	234.39	262.90
管理费用	202.56	152.83	151.66	173.13
财务费用	-1.09	4.64	4.70	5.38
资产减值损失	31.90	0.00	0.00	0.00
投资收益	63.28	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	9.66	3.54	3.99	4.36
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1603.26	1420.48	1462.21	1643.20
其他非经营损益	-60.80	-34.66	-36.66	-39.04
利润总额	1542.46	1385.82	1425.55	1604.16
所得税	264.90	248.68	251.29	283.25
净利润	1277.56	1137.15	1174.27	1320.91
少数股东损益	-9.63	-8.57	-8.85	-9.96
归属母公司股东净利润	1287.19	1145.72	1183.12	1330.86

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1277.56	1137.15	1174.27	1320.91
折旧与摊销	256.29	275.65	283.25	291.88
财务费用	-1.09	4.64	4.70	5.38
资产减值损失	31.90	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-380.44	-127.90	37.03	-35.60
其他	463.01	-3.54	-1.99	-5.36
经营活动现金流净额	1647.24	1285.10	1499.29	1585.66
资本支出	-565.17	-120.00	-150.00	-180.00
其他	-722.03	3.54	3.99	4.36
投资活动现金流净额	-1287.20	-116.46	-146.01	-175.64
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-257.44	-229.14	-236.62
其他	-261.83	-25.04	-4.70	-5.38
筹资活动现金流净额	-261.83	-282.48	-233.84	-242.01
现金流量净额	89.79	886.16	1119.44	1168.02

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1549.95	2436.11	3555.55	4723.57
应收和预付款项	248.74	184.43	196.59	225.78
存货	3.27	2.71	0.47	1.88
其他流动资产	997.75	868.12	835.93	924.32
长期股权投资	1055.42	1055.42	1055.42	1055.42
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2285.72	2273.77	2284.21	2316.02
无形资产和开发支出	4184.28	4051.53	3918.77	3786.02
其他非流动资产	492.03	481.10	470.16	459.22
资产总计	10817.16	11354.20	12307.58	13473.60
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	909.70	618.64	690.54	782.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	219.03	184.46	159.21	178.65
负债合计	1128.73	806.47	814.73	896.46
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	4521.75	5410.03	6364.00	7458.24
归属母公司股东权益	8471.08	9338.95	10292.92	11387.16
少数股东权益	1217.35	1208.78	1199.93	1189.98
股东权益合计	9688.43	10547.73	11492.85	12577.14
负债和股东权益合计	10817.16	11354.20	12307.58	13473.60

财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
销售收入增长率	6.20%	-15.01%	1.04%	16.27%
营业利润增长率	19.09%	-11.40%	2.94%	12.38%
净利润增长率	19.48%	-10.99%	3.26%	12.49%
EBITDA 增长率	17.69%	-8.49%	2.90%	10.87%
获利能力				
毛利率	66.43%	67.25%	70.42%	70.32%
三费率	15.23%	14.37%	14.18%	13.78%
净利率	39.78%	41.44%	44.68%	44.83%
ROE	13.19%	10.78%	10.22%	10.50%
ROA	11.81%	10.02%	9.54%	9.80%
ROIC	20.73%	16.99%	17.86%	20.39%
EBITDA/销售收入	57.87%	61.98%	66.59%	65.85%
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.25	0.22	0.23
固定资产周转率	1.68	1.28	1.30	1.51
应收账款周转率	64.04	47.57	55.52	58.28
存货周转率	289.88	299.02	314.76	355.21
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.62%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	10.43%	7.10%	6.62%	6.65%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.51	4.39	5.70	6.62
速动比率	2.50	4.39	5.70	6.62
股利支付率	0.00%	22.47%	19.37%	17.78%
每股指标				
每股收益	0.89	0.79	0.81	0.92
每股净资产	5.83	6.43	7.09	7.84
每股经营现金	1.13	0.88	1.03	1.09
每股股利	0.00	0.18	0.16	0.16

业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	1858.47	1700.76	1750.15	1940.46
PE	25.23	28.35	27.45	24.41
PB	3.83	3.48	3.16	2.85
PS	10.11	11.90	11.78	10.13
EV/EBITDA	16.38	17.38	16.25	14.05
股息率	0.00%	0.79%	0.71%	0.73%

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn