

2019年08月22日

证券研究报告·2019中报点评

宋城演艺 (300144) 休闲服务

买入 (维持)

当前价: 26.41元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

演艺主业表现稳健, 第二轮复制扩张已开启

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年营业收入为14.2亿元, 同比减少6.2%; 实现归母净利润7.9亿元, 同比增加18%; 实现归属上市公司股东扣非后净利润为6.2亿元, 同比减少2.9%。其中2019Q2, 营业收入为5.9亿元, 同比减少25.9%; 实现归属上市公司股东净利润为4.1亿元, 同比增加21%; 实现归属上市公司股东扣非后净利润为2.6亿元, 同比减少24.6%。若剔除六间房重组影响, 2019H实现营收10.3亿元 (yoy+16%); 归母净利润5.4亿元, 同比增长13.3%, 扣非净利润为5.3亿元, 同比增长16.4%。
- **核心演艺主业稳健增长, 丽江、桂林表现亮眼, 整体盈利水平持续提升。** 1) **分版块营收:** 现场演艺/互联网演艺/旅游服务业务分别实现营收8.1亿元 (yoy+1.8%) / 3.8亿元 (yoy-38.1%) / 1.7亿元 (yoy-45%), 杭州宋城通过新增“我在宋城当演员”等互动新模式提升, 2019H实现营收4亿元 (yoy+4.1%) 延续稳健增长; **三亚项目**受去年同期基数较高以及海南旅游大环境影响收入小幅下降至2.3亿元 (yoy-0.3%); **丽江千古情**受益于丽江游客数量回暖和景区全新主题活动推出等利好, 营收大幅增长至1.4亿元 (yoy+31%) 表现亮眼; **桂林项目**开业满一年, 上半年营业收入7483万, 开业一周年累计演出约1000场, 接待游客近360万人次, 单日最高演出6场。六间房出表导致仅确认1-3月收入, 同比大幅下滑; 2) **毛利率方面:** 现场演艺业务得益于规模效应以及桂林项目实现盈利, 毛利率水平大幅提升至73.4% (yoy+6.7pp), 六间房毛利率同比持平, 旅游服务业务受益于轻资产管理费占比提升毛利率大幅提升36.2pp至74.2%, 整体毛利率提升至69.7% (yoy+1.8pp)。3) **费用方面:** 六间房出表推动公司报告期销售费用率大幅降低至6.9% (yoy-2.4pp), 研发费用亦同比大幅下降, 毛利率与费用率的双重改善叠加六间房重组投资收益影响非经1.5亿元, 推动净利率大幅提升至57.2% (yoy+13.5pp)。
- **新增演艺景区项目稳步推进, 2020-2021年迎来项目第二轮释放周期。** 报告期内, 张家界千古情于6月顺利开业, 随后7月“爱在湘西”大剧院正式开工, 张家界优质客源基础上期待后期表现。其他项目: 西安项目完成各主体结构建设, 进入内部安装和装修阶段; 上海项目完成三证办理, 施工建设正在进行; 佛山项目有序推进规划报建工作, 后续将进行相关证照办理并启动前期工程; 西塘项目取得施工许可, 正处于施工推进阶段; 澳洲项目正在进行政府审批工作。开业时间方面, 西安项目和上海项目计划于2020年上半年建成开业, 其他项目也将在后续年度陆续释放, 第二轮扩张已开启。
- **轻资产模式持续验证, 六间房出表聚焦演艺+主题乐园主业:** 1) 公司现有轻资产模式中宁乡景区继续优异表现, 5月2日接待游客超过3.4万人次, 再创历史新高; 明月千古情景区开业以来稳步运营, 多方面进行优化与提升下游游客满意度达98.2%, 高居江西文化旅游演艺项目榜首。其余在建轻资产项目中新郑·黄帝千古情项目工程建设稳步推进, 完成《黄帝千古情》剧院的前期设计对接与演艺设备对接, 预计2020年建成开业。目前账上预收款项4.2亿元, 其中仍有3.5亿元策划管理费待确认, 可见轻资产项目储备仍较丰富。2) 2019年4月六间房顺利出表, 重组后宋城持有重组公司39.5%股权, 商誉(23.7亿元)潜在

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)	11.89
52周内股价区间(元)	18.9-26.41
总市值(亿元)	383.63
总资产(亿元)	112.43
每股净资产(元)	6.50

相关研究

1. 宋城演艺 (300144): 存量+增量项目齐增长, 六间房重组稳步推进 (2019-03-29)
2. 宋城演艺 (300144): 业绩符合预期, 六间房重组稳步推进 (2019-01-24)
3. 宋城演艺 (300144): 业绩表现稳健, 自建+轻资产支撑高成长 (2018-10-29)
4. 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)

减值风险消除，重新聚焦现场演艺+主题乐园主业，项目二轮扩张启动背景下，演艺龙头中长期业绩增长可期。

- **盈利预测与评级。**根据 2019 中报，考虑六间房重组以及各景区业务表现，我们对盈利预测进行调整，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.95 元、0.91 元、1.10 元，对应 PE 28X、29X、24X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新项目进展或不及预期，景区突发事件影响、宏观经济低迷风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3211.19	2874.59	3064.99	3681.49
增长率	6.20%	-10.48%	6.62%	20.11%
归属母公司净利润（百万元）	1287.19	1382.16	1318.08	1604.76
增长率	20.57%	7.38%	-4.64%	21.75%
每股收益 EPS（元）	0.89	0.95	0.91	1.10
净资产收益率 ROE	13.19%	12.86%	11.17%	12.19%
PE	30	28	29	24
PB	4.53	4.01	3.61	3.21

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

关键假设：

- 1) **演艺景区：**预计 2019-2021 新增项目陆续释放，且新项目在前三年毛利率逐渐提升至现有成熟项目水平，预计九寨千古情 2019 年恢复运营。现有项目中杭州宋城、三亚项目 5%左右平稳增长，丽江项目受旅游环境改善出现反弹，九寨预计 2020 年重新开放。
- 2) **轻资产管理费：**假设按照项目签订到项目开业月度均摊，且平均每年新增 1-2 个新项目。
- 3) 假设其他业务稳健增长。

表 1：收入成本预测

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
现场演艺	收入	1585.8	1881.3	2496.5	3012.3
	增速	10.8%	18.6%	32.7%	20.7%
	毛利率	70.6%	69.6%	66.3%	65.5%
互联网演艺	收入	1233.6	383.4		
	增速	-0.5%	-68.9%		
	毛利率	57.7%	55.6%		
计划策划费	收入	92.62	219.4	212.8	254.0
	增速	-38.3%	136.9%	-3.0%	19.4%
	毛利率	95.7%	90.0%	80.0%	75.0%
电子商务费	收入	173.1	202.6	112.0	123.2
	增速	43.8%	17.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	55.7%	58.0%	58.0%	58.0%
其他业务	收入	122.9	184.3	239.6	287.5
	增速	50.2%	50.0%	30.0%	20.0%
	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%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	收入	3211.2	2874.6	3065.0	3681.5
	增速	6.2%	-10.5%	6.6%	20.1%
	毛利率	66.4%	63.9%	61.7%	60.7%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3211.19	2874.59	3064.99	3681.49	净利润	1277.56	1388.70	1322.67	1608.21
营业成本	1078.09	1037.77	1175.26	1447.91	折旧与摊销	256.29	305.98	311.68	318.15
营业税金及附加	32.03	30.17	31.41	37.86	财务费用	-1.09	-7.51	-11.57	-16.00
销售费用	287.54	201.22	183.90	184.07	资产减值损失	31.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	202.56	229.97	183.90	184.07	经营营运资本变动	-380.44	12.00	24.04	27.94
财务费用	-1.09	-7.51	-11.57	-16.00	其他	463.01	-309.72	-110.40	-116.67
资产减值损失	31.90	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1647.24	1389.44	1536.41	1821.62
投资收益	63.28	304.51	106.39	109.32	资本支出	-565.17	-120.00	-150.00	-180.00
公允价值变动损益	9.66	5.22	6.01	6.36	其他	-722.03	194.11	6.01	6.36
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1287.20	74.11	-143.99	-173.64
营业利润	1603.26	1692.70	1614.51	1959.25	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-60.80	-16.05	-17.59	-17.58	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1542.46	1676.65	1596.92	1941.67	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	264.90	287.95	274.25	333.46	支付股利	-174.31	-257.44	-276.43	-263.62
净利润	1277.56	1388.70	1322.67	1608.21	其他	-87.52	-12.89	11.57	16.00
少数股东损益	-9.63	6.55	4.59	3.45	筹资活动现金流净额	-261.83	-270.33	-264.86	-247.62
归属母公司股东净利润	1287.19	1382.16	1318.08	1604.76	现金流量净额	89.79	1193.22	1127.57	1400.36
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1549.95	2743.17	3870.74	5271.10	成长能力				
应收和预付款项	248.74	189.15	215.89	259.16	销售收入增长率	6.20%	-10.48%	6.62%	20.11%
存货	3.27	3.15	1.56	3.39	营业利润增长率	19.09%	5.58%	-4.62%	21.35%
其他流动资产	997.75	904.34	957.18	1128.27	净利润增长率	19.48%	8.70%	-4.76%	21.59%
长期股权投资	1055.42	1171.03	1277.42	1386.74	EBITDA 增长率	17.69%	7.14%	-3.84%	18.11%
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	2285.72	2262.34	2263.26	2287.70	毛利率	66.43%	63.90%	61.66%	60.67%
无形资产和开发支出	4184.28	4032.62	3880.97	3729.32	三费率	15.23%	14.74%	11.62%	9.57%
其他非流动资产	492.03	481.10	470.16	459.22	净利率	39.78%	48.31%	43.15%	43.68%
资产总计	10817.16	11786.89	12937.17	14524.89	ROE	13.19%	12.86%	11.17%	12.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.81%	11.78%	10.22%	11.07%
应付和预收款项	909.70	776.34	853.89	1044.50	ROIC	20.73%	20.51%	20.07%	24.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	57.87%	69.27%	62.47%	61.43%
其他负债	219.03	211.26	237.75	290.28	营运能力				
负债合计	1128.73	987.60	1091.64	1334.77	总资产周转率	0.33	0.25	0.25	0.27
股本	1452.61	1452.61	1452.61	1452.61	固定资产周转率	1.68	1.35	1.45	1.75
资本公积	2476.31	2476.31	2476.31	2476.31	应收账款周转率	64.04	51.92	65.05	65.70
留存收益	4521.75	5646.47	6688.12	8029.26	存货周转率	289.88	323.56	350.34	364.13
归属母公司股东权益	8471.08	9575.39	10617.04	11958.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.62%	—	—	—
少数股东权益	1217.35	1223.90	1228.49	1231.94	资本结构				
股东权益合计	9688.43	10799.29	11845.53	13190.11	资产负债率	10.43%	8.38%	8.44%	9.19%
负债和股东权益合计	10817.16	11786.89	12937.17	14524.89	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.51	3.93	4.67	5.03
					速动比率	2.50	3.93	4.67	5.03
					股利支付率	13.54%	18.63%	20.97%	16.43%
					每股指标				
					每股收益	0.89	0.95	0.91	1.10
					每股净资产	5.83	6.59	7.31	8.23
					每股经营现金	1.13	0.96	1.06	1.25
					每股股利	0.12	0.18	0.19	0.18
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1858.47	1991.16	1914.61	2261.40					
PE	29.80	27.76	29.11	23.91					
PB	4.53	4.01	3.61	3.21					
PS	11.95	13.35	12.52	10.42					
EV/EBITDA	19.55	17.64	17.76	14.42					
股息率	0.45%	0.67%	0.72%	0.69%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn