

信义山证 汇通天下

证券研究报告

社服/人工景区

报告原因：业绩预告

2020年4月28日

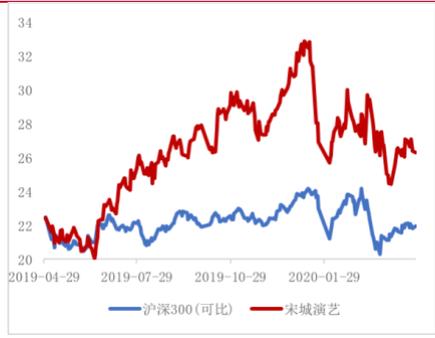
宋城演艺（300144.SZ）

疫情下20Q1业绩承压明显 中长期看好复园及储备项目落地增持

维持评级

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年4月27日

收盘价(元):	26.32
年内最高/最低(元):	32.88/20.04
流通A股/总股本(亿):	11.76/14.53
流通A股市值(亿):	309.46
总市值(亿):	382.33

基础数据：2019年12月31日

基本每股收益	0.9223
每股净资产(元):	6.62
净资产收益率:	14.52%

分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496309

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】宋城演艺（300144.SZ）三季报点评：新项目表现良好，六间房出

事件点评

- 公司发布 2019 年财务报告，报告期内公司实现营业收入 26.12 亿元（-18.67%），归母净利润 13.39 亿元（+4.09%），扣非归母净利润 12.22 亿元（-4.50%），营收同比下降显著。若同比不考虑数字娱乐平台及六间房与密境和风重组的财务数据，公司期内实现营收 22.28 亿元（+12.68%），归母净利润 10.44 亿元（+18.05%），扣非归母净利润 10.76 亿元（+23.03%），营收、净利润均提速。EPS0.92 元，拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 8 股。
- 六间房出表后，公司主营业务回归现场演艺。现场演艺仍是公司主要收入来源，期内实现营收 18.71 亿元（+11.78%），占收入比重 71.64%（+19.51pct）；互联网演艺由于六间房出表下降明显，实现营收 3.83 亿元（-68.92%），占总营收 14.68%（-23.74pct）。杭州宋城大本营贡献主要业绩，期间实现营收 9.19 亿元（-1.82%）业绩平稳；三亚宋城因区域业绩承压实现营收 3.93 亿元（-7.97%）有所下滑；丽江宋城实现营收 3.33 亿元（+24.90%），业绩约增 40%增速显著；新项目张家界 2019 年 6 月正式开业，全年实现营收 6547 万元；桂林项目 2018 年 7 月开业，期内实现营收 1.61 亿元，业绩 0.35 亿元，表现良好。
- 受六间房出表影响，公司期内毛利率提升 4.96pct 至 71.39%，整体费用率下降 3.47pct 至 13.95%。其中销售费用率 5.57%（-3.38pct）、研发费用率 1.85%（-0.34pct）系报告期内六间房与密境和风完成重组后、六间房不再纳入合并范围所致；管理费用率 7.21%（+0.90pct）；财务费用率 -0.68%（-0.65pct）系报告期内利息收入增加所致。目前公司毛利率和费用率基本反应龙头演艺项目的正常水平。
- 受疫情影响 2020Q1 营收同比下降 83.71%。往年第一、三季度是公司常规销售旺季，19Q1 营收占总营收 31.58%、19Q3 占总营收 30.20%。2020Q1 经营情况：实现营收 1.34 亿元（-83.71%），归母净利润 4996 万元（-86.50%），扣非归母净利润 1846 万元（-94.87%）。期内毛利率 76.33%（+6.56pct），受疫情影响整体费用率 88.89%（+73.91pct）上涨显著，其中销售费用率 16.50%（+8.80pct）管理费用率 72.59%（+67.49pct）研发费用率 5.08%（2.87pct）财务费用率 -5.26%（-5.24pct）。
- 投资建议：受新冠肺炎疫情影响，公司主要实景演艺项目自 1 月 24 日

表带动费用端下降（2019-10-23）

【山证社服】宋城演艺（300144.SZ）中报点评：六间房顺利出表，主要景区表现稳定（2019-8-22）

【山证社服】宋城演艺（300144.SZ）年报点评：主要景区盈利能力增强，六间房超预期完成业绩承诺（2019-3-29）

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

闭园，目前受室内实景表演人群聚集影响还未接到有关部门通知恢复营业的通知，预计全年业绩承压明显。按照往年营收情况一季度为上半年销售旺季，从目前表现来看 2020Q1 营收同比下降 83.71%，二季度及暑假业绩释放需要等待明确复园通知。公司新开业项目（张家界、桂林）期内表现良好，第二轮轻资产输出西安、上海、新郑项目有望今年落地，佛山、西塘、珠海演艺谷项目建设有序推进，新项目储备丰富。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.31\1.02\1.25，对应公司 4 月 27 日收盘价 26.32 元，2020-2022 年 PE 分别为 85.49\25.89\21.07，维持评级给予“增持”评级。

存在风险

➢ 同行竞争风险；安全事故风险；景区客流下降风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；居民消费需求不及预期风险；新项目业绩不及预期风险。

表一：宋城演艺 2019 年盈利变化分析

单位：万元

	2019	2018	同比增长率
营业收入	261,175.32	321,119.28	-18.67%
营业成本	74,718.93	107,809.32	-30.69%
毛利率	71.39%	66.43%	4.96pct
销售费用	14,550.36	28,753.92	-49.40%
管理费用	18,821.51	20,255.87	-7.08%
研发费用	4842.45	7,056.76	-31.38%
财务费用	-1,774.39	-108.66	1532.97%
投资净收益	27,316.62	6,328.08	331.67%
营业利润	172,557.52	160,326.13	7.63%
加：营业外收入	599.78	1,553.99	-61.40%
减：营业外支出	10,151.70	7,634.23	32.98%
利润总额	163,005.61	154,245.89	5.68%
减：所得税	26,515.26	26,490.12	0.09%
净利润	136,490.35	127,755.78	6.84%
减：少数股东损益	2,511.25	-962.88	-360.81%
归母净利润	133,979.09	128,718.76	4.09%
扣非归母净利润	122,210.06	127,973.31	-4.50%
EPS	0.9223	0.8861	4.09%

数据来源：wind，山西证券研究所

表二：宋城演艺 2019 主营业务情况

单位：万元

	营业收入	YOY	毛利率	YOY	占比	YOY
现场演绎	187,116.79	11.78%	71.64%	19.51pct	74.62%	2.46pct
互联网演艺	38,341.23	-68.92%	14.68%	-23.74pct	55.59%	-2.14pct

杭州宋城旅游区	91,888.46	-1.82%	35.18%	6.04pct	68.59%	-1.28pct
三亚宋城旅游区	39,272.92	-7.97%	15.04%	1.75pct	84.99%	3.77pct
丽江宋城旅游区	33,343.39	24.90%	12.77%	4.46pct	82.20%	8.75pct
数字娱乐平台	38,341.23	-68.92%	14.68%	-23.74pct	55.59%	-2.14pct

数据来源：wind，山西证券研究所

表三：宋城演艺 2019 费用率变化情况

	2019	2018	同比
销售费用率	5.57%	8.95%	-3.38pct
管理费用率	7.21%	6.31%	0.90pct
研发费用率	1.85%	2.20%	-0.34pct
财务费用率	-0.68%	-0.03%	-0.65pct

数据来源：wind，山西证券研究所

表四：宋城演艺 2020Q1 年盈利变化分析

单位：万元

	2020Q1	2019Q1	同比增长率
营业收入	13,435.22	82,470.85	-83.71%
营业成本	3,180.26	24,929.02	-87.24%
毛利率	76.33%	69.77%	6.56pct
销售费用	2,216.47	6,350.36	-65.10%
管理费用	9,752.12	4,204.45	53.57%
研发费用	681.89	1,820.24	-83.78%
财务费用	-707.32	-20.83	-138.86%
投资净收益	3,511.68	973.19	260.84%
营业利润	5,211.41	45,933.42	-88.65%
加：营业外收入	190.52	34.87	446.37%
减：营业外支出	46.49	113.20	-58.93%
利润总额	5,355.44	45,855.10	-88.32%
减：所得税	770.54	6,772.02	-88.62%
净利润	4,584.90	39,083.08	-88.27%
减：少数股东损益	-411.13	2,062.90	-119.93%
归母净利润	4,996.03	37,020.18	-86.50%
扣非归母净利润	1,846.77	36,015.35	-94.87%
EPS	0.0344	0.2549	-86.50%

数据来源：wind，山西证券研究所

表五：宋城演艺 2020Q1 费用率变化情况

	2020Q1	2019Q1	同比
销售费用率	16.50%	7.70%	8.80pct
管理费用率	72.59%	5.10%	67.49pct
研发费用率	5.08%	2.21%	2.87pct
财务费用率	-5.26%	-0.03%	-5.24pct

数据来源：wind，山西证券研究所

表六：宋城演艺重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2612	1436	3108	3667
收入同比(%)	-19%	-34%	116%	18%
归母净利润	1340	447	1477	1815
净利润同比(%)	4%	-67%	230%	23%
毛利率(%)	74.1%	73.0%	74.6%	73.5%
ROE(%)	13.80%	7.2%	20.6%	23.0%
每股收益(元)	0.92	0.31	1.02	1.35
P/E	28.54	85.49	25.89	21.07
P/B	3.98	6.17	5.26	4.11
EV/EBITDA	21	46	18	15

数据来源：wind

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,921	3,237	3,837	4,462	营业收入	2,612	1,436	3,108	3,667
现金	1,785	2,053	2,566	3,079	营业成本	747	388	789	972
应收账款	131	266	267	269	营业税金及附加	36	19	40	48
其他应收款	126	260	260	260	销售费用	146	187	218	220
预付账款	17	17	18	18	管理费用	188	287	249	257
存货	6	6	6	6	财务费用	(18)	29	59	66
其他流动资产	856	634	719	830	资产减值损失	(17)	(1)	(1)	(1)
非流动资产	8,120	9,000	9,295	10,111	公允价值变动收	1	0	0	0
长期投资	3,469	4,162	4,370	4,807	投资净收益	273	20	20	70
固定资产	2,311	2,357	2,405	2,477	营业利润	1,726	548	1,774	2,176
无形资产	1,498	1,237	1,276	1,299	营业外收入	6	11	11	11
其他非流动	842	1,243	1,244	1,528	营业外支出	102	3	3	3
资产总计	11,041	12,237	13,132	14,574	利润总额	1,630	556	1,782	2,184
流动负债	765	5,754	5,857	6,569	所得税	265	89	285	349
短期借款	0	2,089	2,089	2,089	净利润	1,365	467	1,497	1,835
应付账款	301	3,225	3,325	3,137	少数股东损益	25	20	20	20
其他流动负	464	440	443	1,343	归属母公司净利润	1,340	447	1,477	1,815
非流动负债	394	11	11	11	EBITDA	2,014	823	2,073	2,476
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	0.31	1.02	1.25
其他非流动	394	11	11	11					
负债合计	1,159	5,765	5,868	6,580					
少数股东权益	268	271	308	328	主要财务比率				
股本	1,453	1,453	1,453	1,453	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	2,476	4,946	3,329	2,476	成长能力				
留存收益	5,694	4,543	5,862	5,639	营业收入	-18.67%	-45.00%	116.36%	18.00%
归属母公司股东	9,614	6,201	7,264	9,304	营业利润	7.63%	-68.23%	223.60%	22.67%
负债和股东权	11,041	12,237	13,132	14,574	归属于母公司净利	4.09%	-66.62%	230.24%	22.88%
					获利能力				
					毛利率(%)	71.39%	73.00%	74.60%	73.50%
					净利率(%)	51.30%	31.13%	47.52%	49.48%
					ROE(%)	13.81%	7.22%	20.61%	22.95%
					ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	10.49%	41.00%	40.00%	38.00%
					净负债比率(%)	16.00%	-32.13%	-6.40%	-3.00%
					流动比率	3.82	1.12	1.29	1.31
					速动比率	3.81	0.85	0.87	0.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.24	1.10	1.10	1.10
					应收账款周转率	10.80	10.30	10.30	10.30
					应付账款周转率	8.45	0.81	0.95	1.14
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.92	0.31	1.02	1.25
					每股经营现金流	1.08	0.60	1.35	1.98
					每股净资产(最新摊薄)	6.62	4.27	5.00	6.41
					估值比率				
					P/E	28.5	85.5	25.9	21.1
					P/B	4.0	6.2	5.3	4.1
					EV/EBITDA	20.90	46.22	18.28	15.09

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,571	876	1,957	2,870
净利润	1,340	447	1,477	1,815
折旧摊销	256	354	354	354
财务费用	0	(6)	(10)	(10)
投资损失	(273)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	255	81	136	711
其他经营现	(6)	20	20	20
投资活动现金	(1,181)	(913)	(1,215)	(1,240)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(2,413)	(250)	(250)	(250)
其他投资现	1,232	237	(65)	(90)
筹资活动现金	(161)	(423)	(514)	(524)
短期借款	0	(430)	(430)	(430)
长期借款	0	40	40	40
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	(161)	(33)	(74)	(84)
现金净增加额	229	(460)	228	1,105

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

