

# 19 年经营稳健，持续关注文旅复苏及项目落地进展

增持 (维持)

2020 年 05 月 11 日

证券分析师 汤军

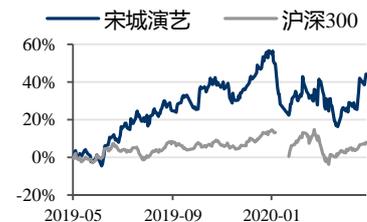
执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,612	1,538	3,143	3,893
同比 (%)	-18.7%	-41.1%	104.4%	23.9%
净利润 (百万元)	1,340	733	1,520	1,832
同比 (%)	4.1%	-45.3%	107.4%	20.5%
每股收益 (元/股)	0.92	0.50	1.05	1.26
P/E (倍)	32.82	59.99	28.93	24.00

## 股价走势



**事件:** 1) 公司 19 年营收 26.12 亿 (-18.7%), 归母 13.40 亿 (+4.1%), 扣非归母 12.22 亿 (-4.5%); 2) 公司 20Q1 营收 1.34 亿 (-83.7%), 归母 4996.03 万 (-86.5%), 扣非归母 1846.77 万 (-94.9%)。

### 投资要点

#### ■ 19 年表现稳健，符合预期。

- 2019 年公司营收 26.12 亿 (-18.7%), 归母净利 13.40 亿 (+4.1%), 扣非归母 12.22 亿 (-4.5%); 剔除六间房影响后, 19 年公司营收同增 12.7%, 归母净利同增 18.1%, 扣非归母同增 23.0%; 19Q4 营收 4.06 亿 (-45.2%), 归母净利 6971.33 万 (-50.1%), 主要受六间房出表影响。
- 2019 年三亚项目营收 3.93 亿 (-8.0%), 净利润 2.19 亿 (-12.0%); 丽江项目营收 3.33 亿 (+24.9%), 净利润 2.07 亿 (+45.9%); 桂林项目营收 1.6 亿 (+276.6%), 净利润约 3400 万, 张家界项目实现盈利, 新项目表现良好; 宋城演出收入 2.79 亿 (+28.7%), 净利润 2.01 亿 (+25.0%)。

#### ■ 利润率提升，六间房出表扰动费用结构。

- 2019 年公司毛利率 71.4% (+5.0pct), 净利率 52.3% (+12.5pct), 主要得益于现场演艺等高利润率产品占比提升。销售费用率 5.6% (-3.4pct), 主要受六间房出表影响; 管理费用率 7.2% (+0.9pct), 财务费用率 -0.7%, 主要是由于公司利息收入提升;
- 19Q4 毛利率 60.8% (+6.9pct), 销售费用率 5.7% (-5.0pct), 管理费用率 13.4% (+4.1pct), 成本费用结构的变化主要与六间房出表有关。

#### ■ 疫情冲击难以避免，提品质，推联票，稳现金。

- 2020 年 Q1 公司营收 1.34 亿元 (-83.7%), 归母净利润 4996.03 万元 (-86.5%), 扣非归母净利润 1846.77 万元 (-94.9%)。非经常性损益中政府补贴 2355 万 (税前), 交易性金融资产处置 1859 万 (税前);
- 由于全民居家隔离, 预计疫情对 20H1 业绩冲击在所难免, 原定于 4 月初开园的宋城、桂林、张家界的千古情项目及杭州乐园暂缓开园;
- 公司正重点推进杭州宋城演艺王国的全面提升与各大剧目的编创, 预计未来将推出 399 元/人一日联票 (原有千古情 320 元/人票价体系保留), 将实现多剧目、多种票型组合的演艺平台转变、升级;
- 报告期政府密集出台扶持与减免政策, 2 月底公司分别收到三亚及杭州政府补助 830 万元/1400 万元, 刚性付现成本降低, 存量现金充足, 有力支持复苏。

## 市场数据

收盘价 (元)	30.27
一年最低/最高价	20.00/33.47
市净率 (倍)	4.58
流通 A 股市值 (百万元)	35981.64

## 基础数据

每股净资产 (元)	6.61
资产负债率 (%)	9.73
总股本 (百万股)	1452.61
流通 A 股 (百万股)	1188.69

## 相关研究

1、《宋城演艺 (300144): Q3 主业稳健增长, 新项目表现良好》2019-10-23

2、《宋城演艺 (300144): 主业增长符合预期, 丽江表现优异》2019-08-22

3、《宋城演艺 (300144): 19Q1 演艺主业增长亮眼, 新一轮扩张稳步推进》2019-04-25

- 规划项目年内推出，长期业绩成长可期。
  - 疫情停业期间，各景点整改及建设仍在进行，西安、上海等项目将于年内开放。伴随旅游需求反弹，新项目下半年带来业绩增仍可期待；
  - 未来公司规划中西塘、佛山项目建设均按计划进行，公司项目开发模式较为成熟，增长动力可持续。
- 盈利预测：疫情对短期业绩冲击在所难免，基于疫情保守假设公司 20-22 年营收 15.38、31.43、38.93 亿元，同比增长-41.1%、104.4%、23.9%，预计公司 20-22 年归母净利 7.33、15.2、18.32 亿元，同比增长-45.3%、107.4%、20.5%，对应动态 PE 为 60、29、24 倍。长线看好公司多项目落地增厚业绩，维持增持评级。
- 风险提示：疫情蔓延导致宏观经济波动、行业复苏缓慢、公司新项目落地及经营不及预期。

表 1：核心数据拆分表

单位：百万元	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业总收入	799.26	959.79	740.28	824.71	592.63	788.83	405.58	134.35
yoy	10.8%	4.1%	4.3%	15.9%	-25.9%	-17.8%	-45.2%	-83.7%
归母净利润	343.01	482.25	139.74	370.20	414.91	484.97	69.71	49.96
yoy	23.1%	22.3%	-6.7%	14.9%	21.0%	0.6%	-50.1%	-86.5%
毛利率	67.8%	73.8%	53.9%	69.8%	69.6%	79.9%	60.8%	76.3%
期间费用率	15.4%	13.1%	24.2%	15.0%	14.1%	8.9%	21.5%	88.9%
其中：销售费用率	8.5%	7.0%	10.7%	7.7%	5.9%	3.1%	5.7%	16.5%
管理费用率（含研发费用）	8.0%	6.8%	11.6%	7.3%	9.3%	6.1%	18.0%	77.7%
财务费用率	-1.0%	-0.7%	2.0%	0.0%	-1.1%	-0.3%	-2.2%	-5.3%
归母净利率	42.9%	50.2%	18.9%	44.9%	70.0%	61.5%	17.2%	37.2%
ROE	4.4%	6.0%	1.7%	4.2%	4.4%	5.0%	0.7%	0.5%
pct	0.3%	0.4%	-0.4%	-0.1%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-3.7%
资产负债率	14.1%	13.7%	10.4%	13.2%	13.6%	12.3%	10.5%	9.7%
pct	2.2%	1.1%	-4.2%	-1.5%	-0.5%	-1.4%	0.1%	-3.5%
存货	4.66	3.18	3.27	3.20	7.47	4.55	6.11	6.41
较上年同比增减	-0.71	-2.20	-0.90	-1.21	2.81	1.37	2.84	3.21
存货周转天数	1.64	1.35	1.24	1.17	2.25	1.79	2.26	17.72
较上年同比增减	-0.15	-0.38	-0.19	-0.52	0.61	0.45	1.02	16.55
应收账款	36.88	69.81	66.82	76.92	10.36	16.36	5.34	2.64
较上年同比增减	-0.66	34.44	33.36	36.06	-26.52	-53.44	-61.49	-74.28
应收账款周转天数	4.19	5.64	5.62	7.84	4.90	5.09	4.97	2.67
较上年同比增减	0.55	2.48	2.51	3.15	0.71	-0.55	-0.65	-5.17
应付账款及应付票据	197.59	284.21	317.62	330.49	451.06	343.40	300.66	285.64
较上年同比增减	51.08	138.38	139.01	165.10	253.46	59.19	-16.97	-44.85
预收账款	729.74	752.01	498.98	448.76	418.71	387.29	351.73	45.41
较上年同比增减	529.57	403.95	-32.69	-246.77	-311.03	-364.72	-147.24	-403.35
经营性现金流净额	848.06	1426.29	1647.24	718.08	995.41	1492.35	1571.45	(20.44)
较上年同比增减	22%	5%	-7%	53%	17%	5%	-5%	-103%
筹资性现金流净额	(209.70)	(263.39)	(261.83)	13.43	(160.91)	(160.91)	(160.81)	(0.09)
较上年同比增减	-28%	-28%	-29%	-113%	-23%	-39%	-39%	-101%
资本开支	162.20	250.20	95.65	265.40	154.29	180.50	213.07	162.15
较上年同比增减	1%	397%	-60%	69%	-5%	-28%	123%	-39%

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：经营及筹资性现金流为年内累计值

宋城演艺三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2921</b>	<b>1954</b>	<b>2065</b>	<b>2007</b>	<b>营业收入</b>	<b>2612</b>	<b>1538</b>	<b>3143</b>	<b>3893</b>
现金	1785	445	314	454	减:营业成本	747	408	824	1015
应收账款	5	39	50	61	营业税金及附加	36	20	41	51
存货	6	2	6	5	财务费用	146	86	163	202
其他流动资产	1124	1468	1694	1488	管理费用	188	141	209	258
<b>非流动资产</b>	<b>8120</b>	<b>10276</b>	<b>12646</b>	<b>15133</b>	财务费用	71	31	63	78
长期股权投资	3469	5447	7587	9639	资产减值损失	-18	-2	25	58
固定资产	2311	2503	2757	3151	加:投资净收益	273	63	63	31
在建工程	370	262	139	101	其他收益	4	8	8	8
无形资产	1498	1603	1738	1849	<b>营业利润</b>	<b>1726</b>	<b>915</b>	<b>1878</b>	<b>2260</b>
其他非流动资产	472	461	426	393	加:营业外净收支	-96	-19	-22	-19
<b>资产总计</b>	<b>11041</b>	<b>12230</b>	<b>14711</b>	<b>17141</b>	<b>利润总额</b>	<b>1630</b>	<b>896</b>	<b>1856</b>	<b>2242</b>
<b>流动负债</b>	<b>765</b>	<b>1619</b>	<b>2644</b>	<b>3422</b>	减:所得税费用	265	143	297	359
短期借款	0	300	1264	1749	少数股东损益	25	20	39	51
应付账款	301	180	399	296	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1340</b>	<b>733</b>	<b>1520</b>	<b>1832</b>
其他流动负债	464	1140	981	1377	EBIT	1625	899	1886	2301
<b>非流动负债</b>	<b>394</b>	<b>266</b>	<b>309</b>	<b>295</b>	EBITDA	1881	1164	2190	2652
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	394	266	309	295	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1159</b>	<b>1886</b>	<b>2952</b>	<b>3717</b>	每股收益(元)	0.92	0.50	1.05	1.26
少数股东权益	268	288	328	379	每股净资产(元)	6.62	6.92	7.87	8.98
归属母公司股东权益	9614	10056	11431	13045	发行在外股份(百万股)	1453	1453	1453	1453
<b>负债和股东权益</b>	<b>11041</b>	<b>12230</b>	<b>14711</b>	<b>17141</b>	ROIC(%)	13.6%	7.1%	12.2%	12.8%
					ROE(%)	13.8%	7.3%	13.3%	14.0%
					毛利率(%)	71.4%	73.5%	73.8%	73.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	51.3%	47.7%	48.4%	47.0%
经营活动现金流	1571	1001	1687	2737	资产负债率(%)	10.5%	15.4%	20.1%	21.7%
投资活动现金流	-1181	-2228	-2653	-2793	收入增长率(%)	-18.7%	-41.1%	104.4%	23.9%
筹资活动现金流	-161	-112	-229	-290	净利润增长率(%)	4.1%	-45.3%	107.4%	20.5%
现金净增加额	232	-1340	-1195	-346	P/E	32.82	59.99	28.93	24.00
折旧和摊销	256	265	304	352	P/B	4.57	4.37	3.85	3.37
资本开支	813	288	194	447	EV/EBITDA	22.32	37.50	20.44	17.03
营运资本变动	130	53	-138	476					

数据来源: 贝格, 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>

