

20Q3 仍处复苏期, 持续关注文旅市场恢复情况, 演艺龙头厚积薄发待天时

增持 (维持)

2020 年 10 月 29 日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,612	870	2,800	3,934
同比 (%)	-18.7%	-66.7%	221.9%	40.5%
净利润 (百万元)	1,340	143	1,330	1,871
同比 (%)	4.1%	-89.3%	829.0%	40.6%
每股收益 (元/股)	0.51	0.05	0.51	0.72
P/E (倍)	31.24	292.29	31.46	22.38

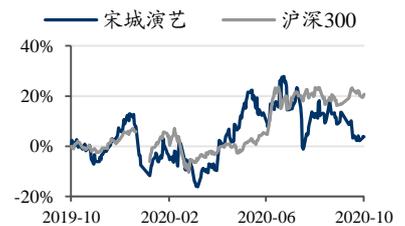
事件: 公司发布 20 年三季报, 受疫情直接影响, 在前三季度有近 5 个月闭园的情况下, 前三季度共实现营业收入 6.18 亿元 (-71.96%), 实现归母净利润为 1.34 亿元 (-89.47%), 扣非后净利润 1.11 亿元 (-89.84%)。

6 月 12 日存量项目恢复开业, Q3 进入复苏期, 单季度实现营业收入 3.36 亿元 (-57.45%), 环比修复明显, 较 20Q2 增长约 126%; 单季度归母净利 9,390 万元 (-80.64%), 同时经营现金流 2.82 亿元, 均较 Q2 由负转正。

投资要点

- ▶ **演艺主业进入复苏轨道, 存量项目预计可实现盈利, 现金流表现出色**
- ▶ 公司存量项目于 6 月 12 日正式恢复开业, 同时西安项目 6 月 22 日开业, 轻资产项目黄帝千古情 9 月 19 日首演, 20Q3 公司演艺主业进入全面恢复期。Q3 单季度实现营收 3.36 亿元 (-57.45%), 环比较 20Q2 增长约 126%, 恢复明显; 实现归母净利 9,390 万元 (-80.64%), 较 Q2 由负转正。
- ▶ 6 月以来演艺主业持续复苏。我们预计轻资产项目设计咨询收入等主要在 20H1 发生, Q3 单季收入主要由演艺主业贡献。其中由于疫情影响和团队游恢复进程较慢的因素, 预计公司团散结构将较 2019 年有较大变化, 散客比例可能显著提升。相应的, 散客比例较高的旅游目的地, 如海南、丽江等预计恢复相对更好, 而杭州大本营因基数较高, 恢复相对海南、丽江较缓。
- ▶ 花房集团受益疫情宅经济, 20H1 营收创历史新高, 对应公司贡献投资收益 0.29 亿元, Q3 单季度表现有所放缓, 根据母公司利润表, 对联合营投资收益 332 万元。
- ▶ **Q3 单季度**毛利率约 55.43%, 较去年同期下降 24.44pct, 主要是疫情影响下, 收入尚未完全恢复, 而存在部分刚性成本。相应的归母净利率约 27.98%, 较去年同期下降 33.5pct。
- ▶ 值得一提的是, **20Q3 单季度, 经营现金流实现约 2.82 亿元**, 收入/经营现金流量净额仅 1.19, 盈利质量较高, 展现出公司演艺商业模式的韧性, 在客流逐步恢复过程中, 可创造良好现金流持续正循环。Q3 的经营现金流入也驱动整体前三季度经营现金流转正, 达到 1.59 亿元。
- ▶ **新项目进展顺利, 厚积薄发布局长期未来:**
- ▶ 上海项目进展顺利, 综合演艺产品线逐步成型, 预计将于 21 年春季开业, 将视外部环境等综合情况均定具体时间。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	16.70
一年最低/最高价	15.46/33.47
市净率 (倍)	4.62
流通 A 股市值 (百万元)	36885.44

基础数据

每股净资产 (元)	3.61
资产负债率 (%)	11.87
总股本 (百万股)	2614.69
流通 A 股 (百万股)	2208.71

相关研究

- 1、《宋城演艺 (300144): 20H1 逆市盈利, 疫情下博观约取, 沉淀多元剧目引领文旅复苏》2020-08-10
- 2、《宋城演艺 (300144): 19 年经营稳健, 持续关注文旅复苏及项目落地进展》2020-05-11
- 3、《宋城演艺 (300144): Q3 主业稳健增长, 新项目表现良好》2019-10-23

- 黄帝千古情 9 月开业后反响热烈，而佛山千古情预计将于上海项目开业后即择时推出。同时，珠海宋城演艺谷项目和西塘中国演艺小镇项目均在如期建设中，珠海项目预计将于 2022 年推出。
- 丰富的项目储备为公司未来中长期发展打下坚实基础，在上海项目完成后预计将逐步开始思考新项目的可能，或向成都等都市级城市迈进。
- 国庆中秋黄金周表现出色，“演艺王国”模式初见效果，持续关注文旅市场复苏进程：
 - 国庆中秋黄金周期间，据公司官方公众号，公司收入破亿，已经达到去年同期水平。旗下各景区合计接待游客同比恢复至约 91.54%。其中，“千古情”主剧目合计共演出 301 场（+11.48%），实现同比正增长。
 - 其中，杭州宋城“演艺王国”模式下，通过悬崖音乐会、森林音乐会等全新演艺活动，迅速提升散客比例，创历史新高，散客接待人数和收入占比分别超过 80%和 85%。同时，在将园区商业收归自营后，提升显著，商业自营收入实现超 100%增长，人均客单价提升超 30 元。长期“量价提升”逻辑中的“价”效果显著。现在看来，杭州“演艺王国”模式实践初见成效，随市场恢复进程有望向存量项目不断复制。
 - 继 7 月 14 日放开跨省团队游和 8 月 12 日演出场所限流上升到 50%后，9 月 18 日文旅部再次发文，将旅游景区接待游客量进一步提升至最大承载量的 75%。在疫情防控逐步稳健的情况下，政策持续支持，提振消费者出游信心。未来持续关注文旅市场的复苏进程和公司存量项目表现。
- 盈利预测：至暗时刻已过，公司在疫情下沉淀多元剧目，为复苏打下坚实基础，Q3 厚积薄发开启复苏之路，实现正盈利和正向现金流。我们预计疫情平稳假设下，公司业绩将持续复苏，但由于 Q4 是传统旅游淡季，因此更谨慎考虑当年的盈利。而未来将通过储备项目的逐步落地和多元化剧目支撑的产品升级，实现“量价齐升”，驱动公司长期的高增长，预计 20-22 年营收分别为 8.7/ 28.0/ 39.3 亿元，同比增长-66.7%/ 221.9%/ 40.5%；预计 20-22 年归母净利 1.4/ 13.3/ 18.7 亿元，同比增长-89.3%/ 829.0%/ 40.6%；当前股价对应动态 PE 分别为 292.3/ 31.5/ 22.4 倍。长期看好公司商业模式，文旅复苏和新项目落地，叠加多元化剧目和大商业支撑，未来量价齐升可期，维持“增持”评级。
- 风险提示：疫情反复导致宏观经济波动、文旅行业复苏缓慢、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	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	740.28	824.71	592.63	788.83	405.58	134.35	148.52	335.65
<i>yoy</i>	4.3%	15.9%	-25.9%	-17.8%	-45.2%	-83.7%	-74.9%	-57.45%
归母净利润	139.74	370.20	414.91	484.97	69.71	49.96	(10.11)	93.90
<i>yoy</i>	-6.7%	14.9%	21.0%	0.6%	-50.1%	-86.5%	-102.4%	-80.64%
毛利率	53.9%	69.8%	69.6%	79.9%	60.8%	76.3%	77.8%	55.4%
期间费用率	24.2%	15.0%	14.1%	8.9%	21.5%	88.9%	76.5%	21.8%
其中: 销售费用率	10.7%	7.7%	5.9%	3.1%	5.7%	16.5%	5.9%	3.6%
管理费用率 (含研发费用)	11.6%	7.3%	9.3%	6.1%	18.0%	77.7%	76.3%	18.5%
财务费用率	2.0%	0.0%	-1.1%	-0.3%	-2.2%	-5.3%	-5.7%	-0.3%
归母净利率	18.9%	44.9%	70.0%	61.5%	17.2%	37.2%	-6.8%	28.0%
ROE	1.7%	4.2%	4.4%	5.0%	0.7%	0.5%	-0.1%	1.0%
<i>pct</i>	-0.4%	-0.1%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-3.7%	-4.5%	-4.0%
资产负债率	10.4%	13.2%	13.6%	12.3%	10.5%	9.7%	12.0%	11.9%
<i>pct</i>	-4.2%	-1.5%	-0.5%	-1.4%	0.1%	-3.5%	-1.6%	-0.5%
应收账款	66.82	76.92	10.36	16.36	5.34	2.64	11.97	3.52
<i>较上年同比增减</i>	33.36	36.06	-26.52	-53.44	-61.49	-74.28	1.62	-12.8
应收账款周转天数	5.62	7.84	4.90	5.09	4.97	2.67	5.51	6.23
<i>较上年同比增减</i>	2.51	3.15	0.71	-0.55	-0.65	-5.17	0.61	1.14
应付账款及应付票据	317.62	330.49	451.06	343.40	300.66	285.64	431.68	346.35
<i>较上年同比增减</i>	139.01	165.10	253.46	59.19	-16.97	-44.85	-19.37	2.95
预收账款	498.98	448.76	418.71	387.29	351.73	45.41	34.93	14.28
<i>较上年同比增减</i>	-32.69	-246.77	-311.03	-364.72	-147.24	-403.35	-383.77	-373.01
经营性现金流净额	220.95	718.08	277.34	496.93	79.10	-20.44	-103.30	282.45
<i>较上年同比增减</i>	-46.29%	53.46%	-27.04%	-14.06%	-64.20%	-102.85%	-137.25%	-43.16%
筹资性现金流净额	1.56	13.43	-174.34	0.00	0.10	-0.09	-40.89	160.54
资本开支	95.65	265.40	154.29	180.50	213.07	162.15	200.51	422.2
<i>较上年同比增减</i>	-60%	69%	-5%	-28%	123%	-39%	30%	134%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 经营及筹资性现金流、资本开支均为单季值

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
流动资产	2,921	4,788	4,622	4,935	营业收入	2,612	870	2,800	3,934
现金	1,785	3,605	3,284	3,689	减:营业成本	747	365	751	1,037
应收账款	5	20	60	52	营业税金及附加	36	16	37	53
存货	6	1	7	4	财务费用	146	122	145	204
其他流动资产	1,124	1,163	1,272	1,190	管理费用	188	191	186	260
非流动资产	8,120	7,312	9,047	10,329	财务费用	71	17	56	79
长期股权投资	3,469	3,531	4,366	4,925	资产减值损失	-18	-8	-11	-3
固定资产	2,311	1,515	2,370	3,037	加:投资净收益	273	66	37	31
在建工程	370	202	148	125	其他收益	4	8	8	8
无形资产	1,498	1,603	1,738	1,849	营业利润	1,726	232	1,670	2,334
其他非流动资产	472	461	426	393	加:营业外净收支	-96	-39	-22	-19
资产总计	11,041	12,100	13,669	15,264	利润总额	1,630	193	1,648	2,315
流动负债	765	621	1,040	1,121	减:所得税费用	265	31	280	394
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	25	19	38	51
应付账款	301	129	399	312	归属母公司净利润	1,340	143	1,330	1,871
其他流动负债	464	492	641	809	EBIT	1,625	189	1,645	2,312
非流动负债	394	563	606	592	EBITDA	1,881	441	1,944	2,691
长期借款	0	297	297	297					
其他非流动负债	394	266	309	295	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1,159	1,184	1,646	1,712	每股收益(元)	0.51	0.05	0.51	0.72
少数股东权益	268	288	325	376	每股净资产(元)	3.68	4.07	4.47	5.04
归属母公司股东权益	9,614	10,629	11,698	13,176	发行在外股份(百万股)	1453	2615	2615	2615
负债和股东权益	11,041	12,100	13,669	15,264	ROIC(%)	13.6%	1.4%	11.1%	13.9%
					ROE(%)	13.8%	1.5%	11.4%	14.2%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	71.4%	58.1%	73.2%	73.6%
经营活动现金流	1,571	15	1,927	2,422	销售净利率(%)	51.3%	16.5%	47.5%	47.5%
投资活动现金流	-1,181	752	-2,039	-1,614	资产负债率(%)	10.5%	9.8%	12.0%	11.2%
筹资活动现金流	-161	1,053	-210	-403	收入增长率(%)	-18.7%	-66.7%	221.9%	40.5%
现金净增加额	232	1,820	-322	405	净利润增长率(%)	4.1%	-89.3%	829.0%	40.6%
折旧和摊销	256	252	299	378	P/E	31.24	292.29	31.46	22.38
资本开支	813	-761	864	734	P/B	4.35	3.94	3.58	3.18
营运资本变动	130	-320	308	157	EV/EBITDA	21.20	87.01	19.92	14.26

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>