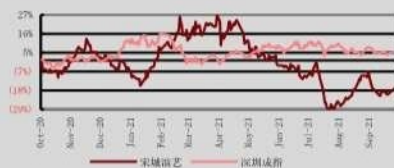


300144.SZ
买入

市场价格：人民币 14.87

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(15.2)	(7.4)	(7.1)	(18.3)
相对深证成指	(12.4)	(5.5)	(3.9)	(29.9)

发行股数(百万)	2,615
流通股(%)	87
总市值(人民币 百万)	38,881
3个月日均交易额(人民币 百万)	428
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
杭州宋城集团控股有限公司	29

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年10月8日收市价为标准

相关研究报告

《2021年国庆旅游数据点评：国内游恢复与管控并存，离岛免税业绩亮眼》 20211010

《社会服务行业周报：海南培育集聚免税经济，双节助力酒旅迎高峰》 20211010

《社会服务行业周报：沪上谋布局免税经济，中秋国内游持续复苏》 20210926

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务

证券分析师：包仁诚

(8621)20328590

rencheng.bao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070002

宋城演艺

向城市演艺拓展，筑平台发展优势

宋城演艺历时二十余年在旅游演艺行业深耕，市场占有率不断提升，品牌影响力持续扩大，疫情前年观演人数超 4,000 万人次。公司利用闭园停业期间，对园区软硬件、营销、人员架构等多方面进行优化升级，从“一台剧目、一个公园、一张门票”的传统千古情模式向“多剧目、多剧院、多活动、多门票”的演艺平台升级转型。上海宋城景区成为宋城演艺业绩又一重点增量，且彰显公司逐步向城市演艺市场探索的决心。随着疫情管控和出游政策的动态化，消费者的出游需求恢复周期缩短，叠加依托国内大循环趋势，宋城演艺深耕国内市场的优势有望加速显现，并推动业绩持续修复。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **旅游演艺市场稳定增长，专业自主编创团队助宋城登行业龙头。**根据道略演艺数据显示，旅游演艺市场票房收入持续增长，2019 年已达 66 亿元，年均复合增速为 16.04%。公司丰富经验、专业自主的编创团队在内容上保证差异化创作和持续创新突破，不断提升和完善游客体验，2018 年宋城千古情系列市占率已达 67%，牢牢占据旅游演艺龙头地位。
- **公司盈利能力长期稳定，净利率已恢复至 2019 年 8 成。**公司拥有从规划设计、导演编创、运营管理、营销推广等全产业链专业团队，能有效降本增效，提升盈利能力。
- **轻重资产扩张并行，演艺平台升级转型。**景区重资产首轮异地扩张复制成功，毛利率不断上扬。二轮扩张项目在疫后增速及增长空间有望进一步释放，轻资产输出得到市场认可，进一步提升行业地位及品牌知名度。旅游演艺与城市演艺相结合，演艺平台升级转型，上海项目成又一重点新增量。

估值

- 当前股本下，预计 2021 至 2023 年每股收益分别为 0.31 元、0.54 元、0.73 元，市盈率分别为 47.5 倍、27.5 倍、20.4 倍。

评级面临的主要风险

- 区域经济恢复结构性差异、新项目落地不及预期、新冠疫情反复风险。

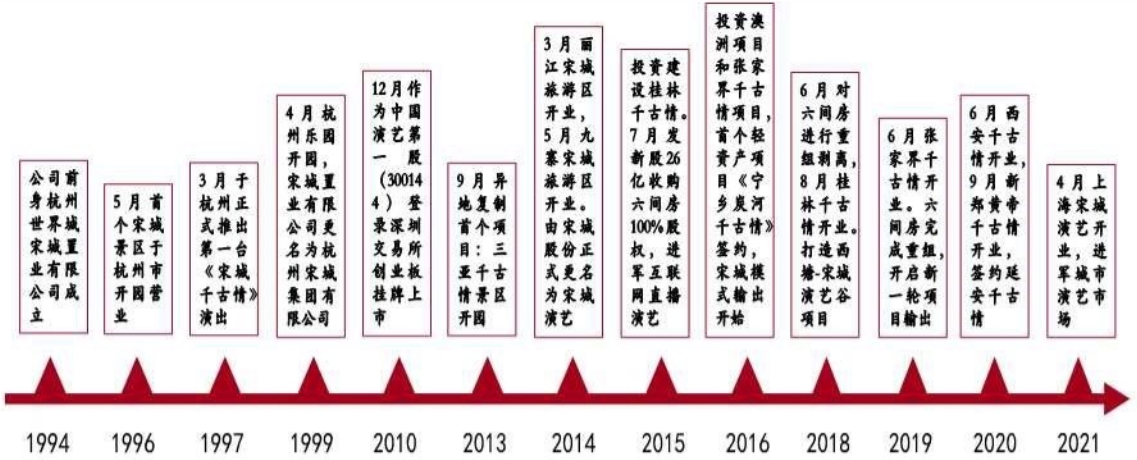
投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,612	903	1,741	2,822	3,729
变动(%)	(19)	(65)	93	62	32
净利润(人民币 百万)	1,340	(1,752)	819	1,415	1,902
全面摊薄每股收益(人民币)	0.512	(0.670)	0.313	0.541	0.727
变动(%)	(42.2)	(230.8)	(146.7)	72.7	34.4
全面摊薄市盈率(倍)	29.0	(22.2)	47.5	27.5	20.4
价格/每股现金流量(倍)	24.7	98.7	23.9	24.3	16.4
每股现金流量(人民币)	0.60	0.15	0.62	0.61	0.91
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.6	(25.8)	31.8	18.3	13.4
每股股息(人民币)	0.111	0.747	0.094	0.189	0.291
股息率(%)	0.7	5.0	0.6	1.3	2.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

宋城演艺：旅游演艺龙头向城市演艺拓展，拓宽产品维度

图表 67. 宋城演艺发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

宋城演艺历时二十余年，已建成及在建杭州、三亚、丽江等数十大旅游区和主题公园、上百台演艺秀，是中国大型文化旅游综合体。公司发展主要经历三个阶段。第一阶段公司深耕于杭州本土，打造“千古情”品牌。1994年公司前身杭州世界城宋城置业有限公司成立。演艺王朝的故事从1996年拉开序幕，5月18日杭州宋城开园营业，打响“给我一天，还你千年”口号。1997年3月于杭州正式推出第一台《宋城千古情》演出。1999年宋城置业有限公司更名为杭州宋城集团有限公司，2010年12月作为中国演艺第一股在深交所挂牌上市。第二阶段公司向省外省市扩展，涉足互联网演艺，打造国际化平台。2013年9月异地复制首个项目——三亚千古情景区开园，接下来的一年丽江、九寨沟宋城旅游区相继开业。2015年7月收购六间房100%股权，进军互联网直播演艺。2016年11月投资澳洲项目欲迈向国际化。第三阶段公司持续扩张的同时注重轻重资产并行，不断升级已有项目。2016年《宁乡炭河千古情》签约，第二年首演正式拉开宋城模式输出的序幕。2018年6月对六间房进行重组剥离，8月桂林千古情开业。同年，打造西塘-宋城演艺谷项目。2019年和2020年张家界千古情和两个轻资产项目——西安、新郑黄帝千古情相继开业。六间房也于2019年完成重组升级，开启新一轮项目输出。2021年4月上海宋城演艺开业，从旅游演艺向城市演艺迈进，并通过未来不断的增量项目巩固自身国内演艺龙头的地位。

图表 68. 宋城演艺股权结构变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 69. 宋城演艺最新股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

黄巧灵先生是公司实际控制人和最终受益人，既是创始人，同时也是“千古情”系列旅游演艺作品的总导演、总策划和艺术总监。截止至 2021 年中报，黄巧灵直接和通过宋城集团及新米花实业发展公司间接持有公司股份共占比 29.48%。2015 年 7 月公司发新股 26 亿收购北京六间房科技有限公司 100% 股权，又于 2018 年 6 月开始对子公司北京六间房科技有限公司与北京密境和风科技有限公司进行资产重组，2019 年 4 月完成六间房和密境和风的工商变更登记。重组完成后，宋城演艺转让所持新公司 10% 股份，六间房不再作为宋城演艺的并表子公司，公司资金至此专注于发展实体旅游演艺项目。中国香港中央结算有限公司自 2019 三季报报告以来，不断增持宋城演艺，占流通 A 股比例从 1.73% 提升至目前的 7.82%，由第六大股东变成目前第三大股东，公司对外资的吸引力持续增强。

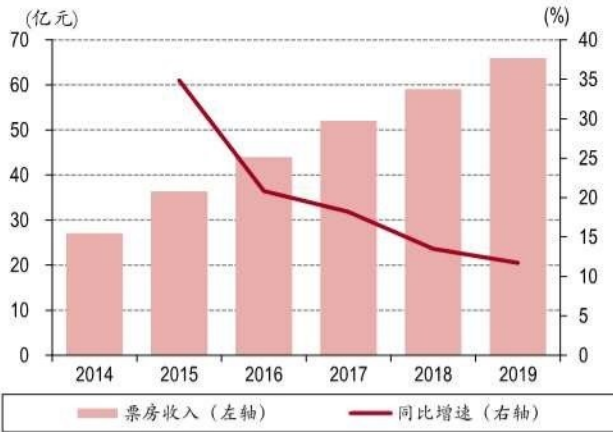
图表 70. 宋城演艺项目整理

开业时间	项目名称	所在地区	投资额 (亿元)	资产性质	剧场数
本地深耕					
1996 年 5 月 18 日	宋城景区	浙江杭州		重资产 (独资)	
1997 年 3 月 29 日	宋城千古情	浙江杭州		重资产 (独资)	
1999 年 4 月 25 日	杭州乐园	浙江杭州		重资产 (独资)	
异地首次扩张					
2013 年 9 月 25 日	三亚千古情	海南三亚	4.9	重资产 (独资)	千古情 1 号剧院、千古情 2 号剧院
2014 年 3 月 21 日	丽江千古情	云南丽江	3.34	重资产 (独资)	1 个千古情大剧院
2014 年 5 月 1 日	九寨千古情	四川阿坝	2.9	重资产 (独资)	1 个千古情大剧院
异地二次扩张 (宋城模式输出开始)					
2017 年 7 月 3 日	炭河千古情	湖南宁乡		轻资产	1 个千古情大剧院
2018 年 8 月 8 日	桂林千古情	广西桂林	8.05	重资产 (合资)	1 个千古情大剧院
2018 年 12 月 28 日	明月千古情	江西宜春		轻资产	1 个千古情大剧院
2019 年 6 月 28 日	张家界千古情	湖南张家界	6	重资产 (独资)	千古情大剧院、千古情 2 剧院
2020 年 6 月 22 日	西安千古情	陕西西安	7	重资产 (合资)	1 号剧院、2 号剧院、3 号剧院、5 号剧院
2020 年 9 月 19 日	皇帝千古情	河南郑州		轻资产	1 个千古情大剧院
异地未来扩张 (演艺谷模式开启)					
2021 年 4 月 29 日	上海世博大舞台	上海	8.3	重资产 (合资)	1 个容纳上万人的演艺广场, 20 多个剧院
2022 年	佛山千古情	广东佛山	7	重资产 (独资)	
2022 年	西塘演艺谷	浙江嘉兴	10	重资产 (独资)	
2024 年	珠海宋城演艺度假区	广东珠海	30	重资产 (独资)	
未定	延安千古情	陕西延安		轻资产	
未定	澳洲传奇	澳大利亚昆士兰	20	重资产 (独资)	

资料来源：公司公告，中银证券

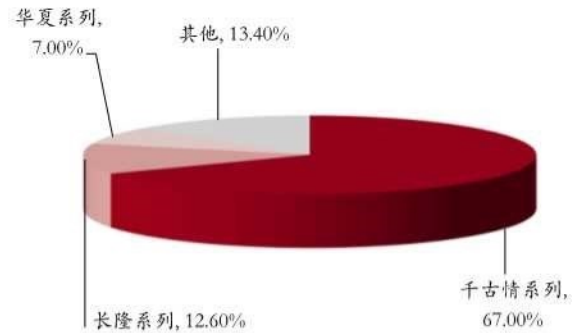
多元化布局，轻重资产扩张并行。目前宋城演艺已营业项目中共有 10 个重资产项目和 3 个轻资产项目，待建项目中有 4 个重资产和 1 个轻资产，其中重资产投资又分为独立投资即有 100% 项目股权和合作投资。重资产因占用资金较大，选址较为谨慎，主要布局在一线旅游城市或热门景区目的地附近以保障大量客流基数。公司投资建设项项目大概需要 3-9 亿元不等，新型演艺谷模式项目具备多剧院、多剧目的设置特点，因此投入增加至 10-30 亿不等。轻资产项目主要坐落于国内有历史底蕴的非热门旅游城市，在不参与前期投资情况下，向合作方提供品牌授权、编创设计及托管运营等一系列服务从而收取管理服务费用。轻资产资金投入小，短期回报快，且适合在二、三线有历史底蕴的旅游城市扩张，有助于公司打开下沉市场。

图表 71. 2014-2019 年中国旅游演艺票房收入统计



资料来源：道略演艺产业研究院，前瞻产业研究院，中银证券

图表 72. 2018 年主题乐园旅游演艺票房占比



资料来源：道略文旅产业研究院，中银证券

旅游演艺市场稳定增长，专业自主编创团队助宋城荣登行业龙头

根据道略演艺产业研究院发布数据显示，旅游演艺市场票房收入持续增长，从 2014 年 27.03 亿元涨至 2019 年的 66 亿元，年均复合增速为 16.04%，近年增速有所放缓。行业中马太效应明显，根据道略文旅产业研究院统计数据显示，2018 年宋城演艺的千古情系列市占率已达到 67%，在演艺市场中遥遥领先，紧随其后是长隆系列占比 12.6% 和华夏系列 7%。能牢牢占据旅游演艺龙头地位，与公司拥有从规划设计、导演编创、运营管理、营销推广等全产业链专业团队分不开，全产业链专业团队有助于公司能最大程度上控制成本、提升效率，从而提高盈利能力。旅游演艺中的核心——内容创作是由一支以黄巧灵为核心具有丰富经验、专业自主的编创团队完成，根据行业热点和游客需求变动，不断融入新思潮和原创性内容，在内容上保证差异化创作和持续创新突破，不断提升和完善游客体验，因此公司的千古情系列能获得广大观众们的喜爱。

公司经营情况分析

疫情前公司业绩持续增长，稳定经营。在疫情影响前，公司营业收入从 2011 年的 5.04 亿元涨至 2019 年的 26.12 亿元，年均复合增速为 20.06%。归母净利润从 2.1 亿元涨至 12.22 亿元，年均复合增速为 21.61%。2019 年业绩增速有所影响的原因为当年六间房与密境和风完成重组，公司丧失六间房控制权，财务报表改为权益法核算，不再直接合并报表。但剔除六间房与密境和风重组财务数据影响，2019 年公司营收同比仍增长 12.68%，归母净利润同比增长 18.05%。2020 年受到疫情影响，导致园区有近半年时间处于闭园状态，受此影响业绩大幅下滑，公司实现营收 9.03 亿元，同比下降 65.44%。同时花房科技计提减值事件导致公司持有的长期股权投资减值，从而影响公司业绩，使得归母净利润为亏损 17.52 亿元。2021 年上半年，疫情防控趋于常态化，虽仍有散发病例扰动旅游市场，公司随即利用闭园期对园区软硬件、营销等多方面进行优化升级，积极推动客流及营收的恢复，2021H1 公司实现营收 7.35 亿元，同比增长 159.66%；实现净利润 3.78 亿元，同比增长 849.43%。

图表 73. 宋城演艺营业收入及归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 74. 宋城演艺毛利率与净利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

公司盈利能力常年稳定，净利率已恢复至 2019 年 8 成。公司常年净利率保持在 40% 以上，毛利率长期保持在 60%-70% 之间，盈利能力稳定。在 2013 年至 2016 年期间，毛利率有所下降，从 70.81% 下降至 61.65%，主要受到首轮异地扩张的成本支出和六间房互联网演艺毛利率低等因素影响，随着三亚、丽江、九寨项目盈利能力渐稳定，六间房出表，公司综合毛利率在 2019 年上升至 71.39%，净利率首次冲破 50% 达到 52.26%。2020 年受到疫情影响毛利率再次下滑至 60.93%，净利率叠加花房科技计提减值影响大幅下降至 -195.76%。2021 年上半年随着疫情控制良好，人群流动渐恢复，公司毛利率小幅上升至 63.77%，净利率上涨至 51.44%，已恢复到 2019 年同期水平的 82.20%。

图表 75. 宋城演艺费用率变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 76. 公司各项业务营收占比

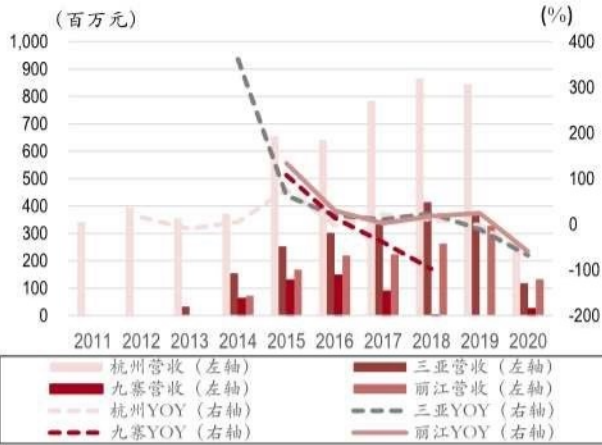


资料来源：公司公告，中银证券

费用支出趋于稳定，管理费用率受到疫情冲击影响有较大变动。销售费用率在 2015-2018 年期间有小幅度提升，主要是因为当时收购六间房，推广费用支出上涨对公司销售费用率有较大影响，2018 年后六间房渐剥离出表叠加疫情影响，销售费用率下降回归之前水平。管理费用率在 2015 年下降也与收购六间房有关，并表后营收有较大幅度增长，导致管理费用率有所下降。2020 年管理费用率大幅上升，主要系公司将因疫情闭园期所产生的营业成本调整至管理费用，叠加因疫情冲击营收大幅下降所致。2021 年上半年公司恢复正常经营后，管理费用率也随之下降至正常水平。公司从 2018 年开始支出研发费用，2020 年研发费用率有所上升主要原因是研发支出具有刚性，而疫情影响营收下降，以致于研发费用率上升。

六间房出表，公司专注现场演艺业务。在公司收购六间房后，公司营业收入主要来源于现场演艺和互联网演艺，2016年两项主营业务占到总营收的90.94%，在2020年公司持有包含六间房和花椒直播的花房科技完成重组出表后，现场演艺和旅游服务业成主要营收来源，公司重新聚集精力经营现场演艺主业，2020年现场演艺营收占总营收比重达到70.57%。

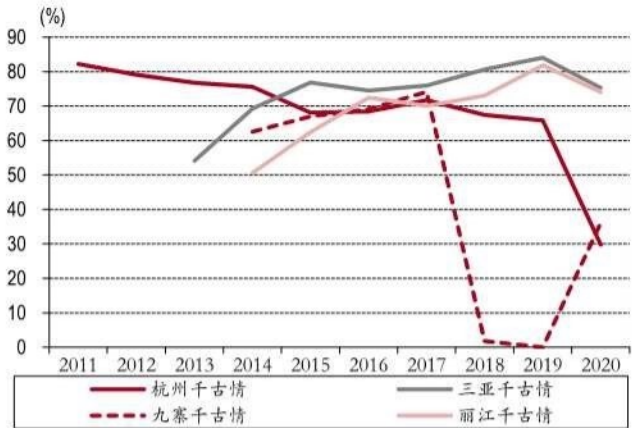
图表 77. 宋城本土及首轮扩张景区营收及增速



资料来源：公司公告，中银证券

注：九寨千古情因2017年受到地震影响后停业，2018-19年均停业，2020年叠加疫情影响，下半年才正式营业。

图表 78. 宋城本土及首轮扩张景区毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

注：九寨千古情因2017年受到地震影响后停业，2018-19年均停业，2020年叠加疫情影响，下半年才正式营业。

1) 现场演艺业务表现

杭州宋城景气依旧，毛利率长期稳定在65%以上。于1996年开业的杭州宋城是公司的核心景区，同时也是现场演艺业务营收的重要来源，目前为止依旧是公司日均上演场次最多，客流最大的景区。营业收入从2011年3.41亿元上涨至2019年的8.46亿元，年均复合10.62%。由于园区开园时间近二十载，设备有所老旧，加之区域旅游业竞争激烈，导致近年毛利率有所下降，但仍疫情前保持65.87%较高毛利率。公司利用因疫情影响而闭园的时期，对杭州宋城进行升级改造计划，对园区硬软件、营销、人员架构等多方面进行优化升级。有望为杭州宋城再添吸引力。

景区扩张异地复制成功，毛利率不断上扬。首轮异地扩张项目有《三亚千古情》、《九寨千古情》和《丽江千古情》在开业2、3年后均能够达到70%以上毛利率，并持续增长突破80%毛利率，实现异地复制品牌成功。九寨千古情因受到2017年地震影响后停业，当年仅正常经营8个月实现0.9亿元营收，毛利率达到74.16%。停业2年后又在2020年受到疫情影响下半年才正式营业，基于九寨沟的旅游客群及交通条件的改善，其营收和毛利仍有上涨空间。三亚千古情项目开业当年便实现盈利，并一直保持着营收高增长，高毛利，中长期来看三亚项目有望受益于海南建设国际旅游消费中心和自由贸易港，疫情后离岛免税景气高涨，带动海南游客量持续上涨，因此三亚项目增长空间犹存。丽江千古情开业以来一直保持营收高增长和高毛利率，开业第三年便全面超越《印象丽江》，并一直保持丽江演艺市场头部地位。二轮扩张项目因在运营初期就受到疫情影响，业绩增速总体不及首轮，疫情后增速及增长空间有望进一步释放。

轻资产输出得到市场认可，进一步提升行业地位及品牌知名度。目前已开业营业的轻资产项目有《炭河千古情》、《明月千古情》和《黄帝千古情》，宁乡炭河千古情开业仅一年，就累计接待游客超400万人次，演出1,000余场次，刷新湖南省大型旅游演出年场次最高、观众数量最多的两项纪录。《炭河千古情》的成功标志宋城演艺轻资产输出项目一经推出即得到市场认可，进一步提升行业地位及品牌知名度。

旅游演艺与城市演艺相结合，上海项目成又一重点新增量。2019年文旅部发布《关于促进旅游演艺发展的指导意见》中明确指出“支持各类经营主体利用室外广场、商业综合体、老厂房、产业园区等拓展中小型旅游演艺空间”这意味着传统依附景区的旅游演艺渐转向更加多元化业态模式。上海演艺项目应运而生，上海宋城景区不仅有标准剧院、鸟秀剧院、森林剧院、悬崖剧院等20多个剧院和表演场所，还有1个可变换空间及容纳上万人的演艺广场。上海项目开业即突破宋城新开业景区客单价新高，为宋城演艺又一重点增量。

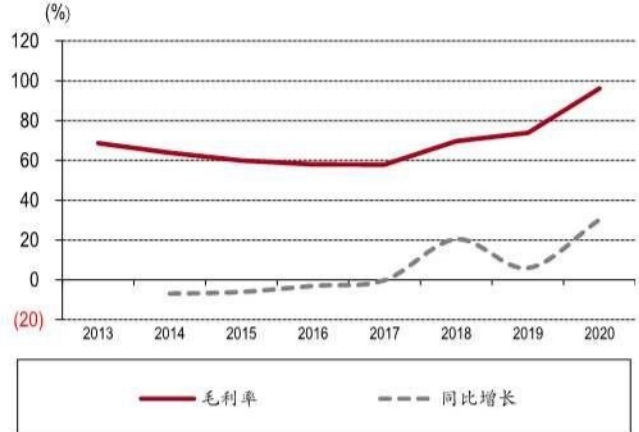
2) 旅游服务业务

图表 79. 宋城旅游服务业务营收及增速变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 80. 宋城旅游服务业务毛利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

旅游服务业务营收稳步增长，毛利率逐渐上升。旅游服务业务营收主要来源于电子商务手续费及涉及轻资产输出业务的设计策划费，从2013年0.16亿元上涨至2020年22.32亿元，年均复合增速为85.37%。旅游服务业务营收波动上涨主要是受到设计策划费收入波动影响，设计策划费营收是按照分阶段确认收入，完成当期项目并获得客户确认后才可确认收入。毛利率变动也是受到设计策划费毛利率变动影响，2020年毛利率进一步上涨有叠加公司闭园期的营业成本调整至管理费用的原因。

图表 81. 电子商务手续费及设计策划费营收变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 82. 电子商务手续费及设计策划费毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测、相对估值及投资建议

图表 83. 宋城演艺营业收入与毛利率预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
文化艺术-现场演艺					
收入(百万元)	1,759.18	636.92	1,181.29	2,117.85	2,927.25
Yoy(%)	10.93	(63.79)	85.47	79.28	38.22
成本(百万元)	474.98	341.23	429.78	544.57	673.98
Yoy(%)	1.90	(28.16)	25.95	26.71	23.76
毛利率(%)	73.00	46.42	63.62	74.29	76.98
旅游服务业					
收入(百万元)	327.41	223.19	467.49	574.93	648.55
Yoy(%)	23.20	(31.83)	109.46	22.98	12.81
成本(百万元)	85.93	8.83	25.32	32.43	37.82
Yoy(%)	6.63	(89.72)	186.69	28.10	16.64
毛利率(%)	73.76	96.04	94.58	94.36	94.17
其他业务					
收入(百万元)	138.29	42.48	92.61	129.65	152.99
Yoy(%)	12.56	(69.28)	118	40	18
成本(百万元)	2.49	2.61	4.65	6.04	6.34
Yoy(%)	4,050.00	4.82	78	30	5
毛利率(%)	98.20	93.86	94.98	95.34	95.85
营业收入合计(百万元)	2,611.75	902.59	1,741.39	2,822.43	3,728.79
Yoy(%)	(18.67)	(65.44)	92.93	62.08	32.11
综合毛利率(%)	56.05	17.91	73.60	79.34	80.74

资料来源:公司公告,中银证券

盈利预测与相对估值

我们预计宋城演艺 2021 年至 2023 年营收分别为 17.41 亿元、28.22 亿元、37.29 亿元,分别同比变化 92.93%、62.08%、32.11%;归母净利润在 2021 年预计扭亏盈利 8.19 亿元,同比变化 146.75%,2022 至 2023 年预计盈利 14.15 亿元、19.01 亿元,分别同比变化 72.72%、34.98%;当前股本下,预计每股收益分别为 0.31 元、0.54 元、0.73 元,市盈率分别为 47.5 倍、27.5 倍、20.4 倍。

图表 84. 宋城演艺可比上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300144.SZ	宋城演艺	买入	14.87	388.81	0.31	0.54	0.73	47.5	27.5	20.4
603136.SH	天目湖	买入	16.72	31.15	0.55	0.73	0.81	30.7	23.0	20.8
600138.SH	中青旅	买入	10.14	73.40	0.44	0.67	0.78	24.0	15.9	13.7
002033.SZ	丽江股份	增持	5.87	32.26	0.14	0.35	0.45	41.6	16.7	13.1
600054.SH	黄山旅游	未有评级	9.28	47.63	0.35	0.49	0.56	26.39	18.82	16.48
000888.SZ	峨眉山 A	未有评级	6.37	33.56	0.27	0.38	0.44	23.76	16.79	14.32
600749.SH	西藏旅游	未有评级	10.46	23.74	0.11	0.15	0.19	95.96	70.77	53.70
可比公司均值								41.42	27.07	21.79
300144.SZ	宋城演艺	买入	14.87	388.81	0.31	0.54	0.73	47.5	27.5	20.4

资料来源:万得,中银证券

注:股价截止日 2021 年 10 月 08 日,未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

投资建议

公司经过多年在旅游演艺行业深耕，且随着持续扩张，已建成全国连锁经营趋势，市场占有率不断提升，品牌影响力持续扩大，疫情前年观演人次超过 4,000 万。宋城演艺利用闭园停业期间，对园区硬软件、营销、人员架构等多方面进行优化升级。以本土园区杭州千古情为实验，从“一台剧目、一个公园、一张门票”的传统千古情模式向“多剧目、多剧院、多活动、多门票”的演艺平台升级转型。上海宋城景区在“五一”期间接待游客 17.9 万人，实现营收超 2,500 万元，客单价创宋城所有新开业景区新高，并有望持续增长，成为宋城演艺业绩又一重点增量。随着疫情管控和政策的动态化，消费者的出游需求恢复周期缩短，叠加依托国内大循环趋势，宋城演艺深耕国内市场的优势有望加速显现，并推动业绩持续修复。首次覆盖，给予**买入**评级。

风险提示

区域经济恢复的结构性差异

因受疫情影响，可能不同区域经济受到疫情影响程度不同，进而恢复程度也会有不同。

新项目落地不及预期

上海项目是以城市演艺为主，上海市区城市演艺市场竞争较大，后续增量能否持续保持还有待观察。同时演艺谷模式也是宋城演艺新尝试，新模式能否成功得到旅客认可也需持续关注。

新冠疫情反复风险

国内疫情防控常态化，疫苗接种普及率高，但仍有可能局部散发病例和变异病毒造成疫情的反复。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,612	903	1,741	2,822	3,729
销售成本	(783)	(365)	(482)	(617)	(755)
经营费用	(110)	(2,007)	(91)	(197)	(315)
息税折旧前利润	1,719	(1,469)	1,168	2,008	2,658
折旧及摊销	(256)	(293)	(353)	(401)	(458)
经营利润 (息税前利润)	1,462	(1,762)	815	1,608	2,200
净利息收入/(费用)	40	45	39	74	111
其他收益/(损失)	182	12	156	118	121
税前利润	1,630	(1,737)	963	1,736	2,347
所得税	(265)	(30)	(140)	(304)	(417)
少数股东权益	25	(15)	4	18	29
净利润	1,340	(1,752)	819	1,415	1,902
核心净利润	1,324	(1,752)	814	1,408	1,895
每股收益 (人民币)	0.512	(0.670)	0.313	0.541	0.727
核心每股收益 (人民币)	0.506	(0.670)	0.311	0.538	0.725
每股股息 (人民币)	0.111	0.747	0.094	0.189	0.291
收入增长(%)	(19)	(65)	93	62	32
息税前利润增长(%)	(3)	(220)	(146)	97	37
息税折旧前利润增长(%)	(3)	(185)	(180)	72	32
每股收益增长(%)	(42)	(231)	(147)	73	34
核心每股收益增长(%)	(42)	(232)	(146)	73	35

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,785	1,338	2,041	2,504	3,620
应收帐款	5	6	15	19	26
库存	6	13	12	21	21
其他流动资产	17	22	21	28	21
流动资产总计	2,921	1,913	2,863	3,218	4,560
固定资产	2,681	3,281	3,912	4,367	4,662
无形资产	1,498	1,880	1,914	1,944	1,971
其他长期资产	3,800	1,786	2,585	4,095	3,080
长期资产总计	7,980	6,947	8,410	10,405	9,712
总资产	11,041	9,195	10,641	11,515	13,180
应付帐款	301	372	361	530	367
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	464	321	1,166	933	1,590
流动负债总计	765	694	1,526	1,463	1,957
长期借款	0	282	300	300	300
其他长期负债	394	484	420	420	420
股本	2,615	2,615	2,615	2,615	2,615
储备	8,170	4,861	5,453	6,373	7,514
股东权益	10,785	7,476	8,068	8,987	10,128
少数股东权益	268	323	327	345	374
总负债及权益	11,041	9,195	10,641	11,515	13,180
每股帐面价值 (人民币)	4.12	2.86	3.09	3.44	3.87
每股有形资产 (人民币)	3.55	2.14	2.35	2.69	3.12
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.68)	(0.40)	(0.67)	(0.84)	(1.27)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,630	(1,737)	963	1,736	2,347
折旧与摊销	256	293	353	401	458
净利息费用	(18)	(13)	7	(11)	(26)
运营资本变动	133	(69)	417	53	268
税金	(240)	(44)	(140)	(304)	(417)
其他经营现金流	(190)	1,965	27	(278)	(254)
经营活动产生的现金流	1,571	394	1,628	1,598	2,377
购买固定资产净值	497	981	950	800	675
投资减少/增加	619	1,964	180	150	150
其他投资现金流	(2,297)	(3,886)	(1,902)	(1,601)	(1,351)
投资活动产生的现金流	(1,181)	(941)	(772)	(651)	(526)
净增权益	(291)	(1,953)	(246)	(495)	(761)
净增债务	0	294	18	0	0
支付股息	291	1,953	246	495	761
其他融资现金流	(161)	(181)	(171)	(484)	(734)
融资活动产生的现金流	(161)	113	(153)	(484)	(734)
现金变动	229	(434)	703	463	1,116
期初现金	1,550	1,785	1,338	2,041	2,504
公司自由现金流	390	(547)	857	947	1,851
权益自由现金流	372	(265)	882	936	1,824

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	65.8	(162.7)	67.1	71.2	71.3
息税前利润率 (%)	56.0	(195.2)	46.8	57.0	59.0
税前利润率 (%)	62.4	(192.5)	55.3	61.5	63.0
净利率 (%)	51.3	(194.2)	47.0	50.1	51.0
流动性					
流动比率 (倍)	3.8	2.8	1.9	2.2	2.3
利息覆盖率 (倍)	n.a.	(225.2)	58.3	116.5	166.7
净权益负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率 (倍)	3.8	2.7	1.9	2.2	2.3
估值					
市盈率 (倍)	29.0	(22.2)	47.5	27.5	20.4
核心业务市盈率 (倍)	29.4	(22.2)	47.8	27.6	20.5
市净率 (倍)	3.6	5.2	4.8	4.3	3.8
价格/现金流 (倍)	24.7	98.7	23.9	24.3	16.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	21.6	(25.8)	31.8	18.3	13.4
周转率					
存货周转天数	2.2	9.8	9.7	9.8	10.1
应收帐款周转天数	5.0	2.3	2.2	2.2	2.2
应付帐款周转天数	43.2	136.1	76.8	57.6	43.9
回报率					
股息支付率 (%)	21.7	n.a.	30.0	35.0	40.0
净资产收益率 (%)	13.9	(19.2)	10.5	16.6	19.9
资产收益率 (%)	11.2	(17.4)	7.0	12.0	14.7
已运用资本收益率 (%)	3.4	(4.9)	2.5	3.9	4.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测