宋城演艺（300144）

产品沉淀升级显真章，签约延安千古情，品牌输出再下一城

增持（维持）

2020 年 11 月 16 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

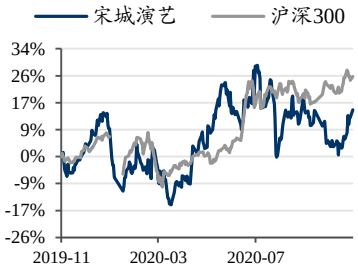
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,612	870	2,878	4,038
同比（%）	-18.7%	-66.7%	230.9%	40.3%
归母净利润（百万元）	1,340	141	1,402	1,953
同比（%）	4.1%	-89.5%	895.5%	39.3%
每股收益（元/股）	0.51	0.05	0.54	0.75
P/E（倍）	35.71	339.78	34.13	24.50

事件：公司发布公告：于 2020 年 11 月 16 日与陕西太乙农业发展集团签署《延安千古情项目总协议书》，延安千古情项目占地约 150 亩（含 50 亩停车场），由太乙集团负责项目的开发建设及运营，而公司负责品牌授权、节目编创、方案设计、开业筹备等品牌和管理输出，双方将发挥各方优势，将延安千古情打造成延安乃至陕北地区的文化地标之一。

投资要点

- **疫情中沉淀升级，签约延安千古情，品牌输出再进一步。**公司本次签约延安千古情，是继湖南宁乡炭河千古情、宜春明月千古情、郑州黄帝千古情后的第四个轻资产品牌输出项目，再次验证了公司强大的品牌号召力。根据历史轻资产项目经验，**建设周期通常在 1.5-2 年**，考虑到疫情仍未完全消失，我们谨慎预计延安项目**有望于 2023 年上半年正式开业**。
- **历史轻资产项目表现出色，彰显宋城品牌号召力，延安千古情有望复制成功。**以黄帝千古情为例，9 月 19 日正式开业后，黄帝千古情迅速成为当地文旅爆款，开演第 8 天单日演出即可达 4 场，国庆期间 8 天共演出 49 场，最高单日达 8 场，排名抖音郑州景区热门榜第一。在过往轻资产项目的成功经验基础上，叠加疫情下对**多元剧目和演艺王国模式的沉淀升级**，延安千古情将复制优秀项目经验，有望再造爆款。
- **轻资产品牌输出模式毛利高，新项目将贡献增量盈利，加速复苏。**根据公告，延安项目与历史轻资产项目收费模式基本一致，分为包括品牌授权费及使用费、方案设计费、剧目创作费等在内的**一揽子费用 2.6 亿元**，和开业后的**基本管理费（按本项目年经营收入的 20%收取）**。由于公司在轻资产项目中主要承担品牌和管理输出，其成本大都为人力成本，相对较低。从历史数据来看，18、19 和 20H1 设计策划费毛利率分别高达 95.7%/ 98.5%/ 98.8%。我们预计公司在建设期中将根据实际的工作进度和约定的里程碑收取相应的一揽子费用为收入，并在项目开业后持续分享项目收入，贡献增量收益，加速公司的复苏进程。
- **盈利预测与投资评级：**公司在疫情冲击下沉淀多元剧目，实现产品升级，为复苏打下坚实基础。自主投资为主、品牌输出为补充的战略下，若疫情平稳，公司业绩将持续复苏，同时考虑到延安千古情将带来的收入和业绩增量，我们预计 20-22 年营收分别为 8.7/ 28.8/ 40.4 亿元，同比增长-66.7%/ 230.9%/ 40.3%；预计 20-22 年归母净利 1.4/ 14.0/ 19.5 亿元，同比增长-89.5%/ 895.5%/ 39.3%；当前股价对应动态 PE 分别为 339.8/ 34.1/ 24.5 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.30
一年最低/最高价	13.25/20.99
市净率(倍)	5.07
流通 A 股市值(百万元)	40419.38

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）：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》2020-10-30

2、《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

3、《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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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
yoy	*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
yoy	*-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%
pct	*-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%
pct	*-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
较上年同比增减	*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
较上年同比增减	*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
较上年同比增减	*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
较上年同比增减	*-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
较上年同比增减	*-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
较上年同比增减	*-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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宋城演艺三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**2,921**	**4,768**	**4,626**	**4,968**
现金	1,785	3,585	3,281	3,719
应收账款	5	20	62	53
存货	6	1	7	4
其他流动资产	1,124	1,163	1,276	1,192
非流动资产	**8,120**	**7,309**	**9,129**	**10,427**
长期股权投资	3,469	3,528	4,388	4,948
固定资产	2,311	1,515	2,426	3,109
在建工程	370	202	151	127
无形资产	1,498	1,603	1,738	1,849
其他非流动资产	472	461	426	393
资产总计	**11,041**	**12,077**	**13,755**	**15,394**
流动负债	**765**	**601**	**1,058**	**1,100**
短期借款	0	0	0	0
应付账款	301	122	406	304
其他流动负债	464	479	653	796
非流动负债	**394**	**563**	**606**	**592**
长期借款	0	297	297	297
其他非流动负债	394	266	309	295
负债合计	**1,159**	**1,164**	**1,664**	**1,692**
少数股东权益	268	287	324	375
归属母公司股东权益	9,614	10,626	11,767	13,328
负债和股东权益	**11,041**	**12,077**	**13,755**	**15,394**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,571	2	2,012	2,473
投资活动现金流	-1,181	752	-2,100	-1,635
筹资活动现金流	-161	1,046	-216	-400
现金净增加额	232	1,800	-304	438
折旧和摊销	256	252	301	383
资本开支	813	-761	924	750
营运资本变动	130	-340	338	124

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2,612**	**870**	**2,878**	**4,038**
减:营业成本	747	359	750	1,036
营业税金及附加	36	16	39	55
营业费用	146	122	158	218
管理费用	188	191	202	281
财务费用	71	17	58	81
资产减值损失	-18	-1	-4	-6
加:投资净收益	273	63	63	31
其他收益	4	8	8	8
营业利润	**1,726**	**228**	**1,736**	**2,403**
加:营业外净收支	-96	-39	-22	-19
利润总额	**1,630**	**189**	**1,714**	**2,385**
减:所得税费用	265	30	274	382
少数股东损益	25	18	38	50
归属母公司净利润	**1,340**	**141**	**1,402**	**1,953**
EBIT	1,625	185	1,711	2,382
EBITDA	1,881	437	2,012	2,765

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.51	0.05	0.54	0.75
每股净资产(元)	3.68	4.06	4.50	5.10
发行在外股份(百万股)	1453	2615	2615	2615
ROIC(%)	13.6%	1.4%	11.6%	14.4%
ROE(%)	13.8%	1.5%	11.9%	14.6%
毛利率(%)	71.4%	58.8%	73.9%	74.4%
销售净利率(%)	51.3%	16.2%	48.7%	48.4%
资产负债率(%)	10.5%	9.6%	12.1%	11.0%
收入增长率(%)	-18.7%	-66.7%	230.9%	40.3%
净利润增长率(%)	4.1%	-89.5%	895.5%	39.3%
P/E	35.71	339.78	34.13	24.50
P/B	4.98	4.50	4.07	3.59
EV/EBITDA	24.38	101.55	22.23	16.03

数据来源：贝格数据，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