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

增持（维持）

2020 年 08 月 10 日

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,612	1,208	3,198	4,328
同比（%）	-18.7%	-53.7%	164.6%	35.3%
净利润（百万元）	1,340	376	1,560	2,070
同比（%）	4.1%	-72.0%	315.3%	32.7%
每股收益（元/股）	0.51	0.14	0.60	0.79
P/E（倍）	37.78	134.73	32.44	24.45

事件：公司发布 20 年中报，身处受疫情严重冲击的文旅行业，公司依然凭借精细化管理、轻资产项目前端收费及花房的投资收益，逆市实现盈利。20H1 实现营业总收入 2.83 亿元（-80%），实现归母净利润为 3,985 万元（-94.9%），扣非后净利润 1,998 万元（-96.8%）。从 Q2 单季度来看，公司实现营业收入 1.49 亿元（-74.9%），环比有所恢复，增长 10.5%，单季度归母净利亏损 1,011 万元。

投资要点

■ **疫情冲击下 20H1 仅开业 42 天，轻资产项目和花房驱动公司正盈利。**

- 20H1 公司营收 2.83 亿（-80%），归母净利 0.4 亿（-94.9%），扣非归母净利 0.2 亿（-96.8%）；若不考虑花房集团重组影响，则备考利润表情况：20H1 公司营收 2.83 亿，同比下降 72.6%，归母净利 0.1 亿元同比下降 98%；
- 我们预计公司演艺主业 20H1 实现营收约 1 亿元，其中杭州宋城旅游区和三亚宋城旅游区分别实现营收 0.29 亿元（-92.8%）和 0.37 亿元（-84%），受疫情冲击明显。考虑人员费用、折旧摊销等刚性成本下，预计公司演艺主业产生较大亏损；
- 轻资产项目新郑、宜春、宁乡等项目 20H1 贡献前端一次性设计策划费收入 1.78 亿元，毛利率达到 98%，为公司贡献充足的现金流和利润；
- 公司持有花房集团 39.53%股权，包含 PC 端直播平台六间房和移动端平台花椒。20H1 在疫情宅经济下，花椒推出云系列直播，驱动营收达到历史新高。花房集团 20H1 整体实现营收 17.9 亿元，净利润 0.74 亿元，对应公司投资收益 0.29 亿元；
- 在轻资产项目和花房集团的正向盈利驱动下，尽管公司在 20H1 仅开业 42 天，仍在疫情冲击下实现正盈利，凸显公司整体业务模式布局完善、管理效率高。

■ **疫情下博观约取，沉淀多元化剧目演出，潜心打造演艺王国。**

- 疫情冲击下，公司旗下存量景区于 1 月 24 日起暂停运营，直到 6 月 12 日才恢复营业，对公司业绩造成显著影响；
- 疫情加速公司开发多元化剧目、打造演艺王国的决心，期间公司完成了数十台新剧目的策划编创工作，为实现从单台演出向多元化剧目转型打下了坚实的基础；
- 宋城大本营试水演艺王国模式，于 7 月 18 日开启宋城夜游狂欢活动，推出全新演艺秀《喀秋莎》、《WA！恐龙》、《幻影》等，还有集装箱音乐会、啤酒烧烤美食特惠等丰富多元的夜游新体验，探索单门票向多门票组合的转型升级；
- 以演艺王国模式为核心推动存量项目转型和新项目开发。宋城大本营试水成功后，公司将向西安、上海、珠海、三亚、丽江等新老项目进行复制，全面推动公司向内容+开放的“演艺王国”平台型方向发展。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	19.36
一年最低/最高价	17.11/33.47
市净率（倍）	5.41
流通 A 股市值（百万元）	42760.61

基础数据

每股净资产(元)	3.58
资产负债率(%)	12.04
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）：19 年经营稳健，持续关注文旅复苏及项目落地进展》2020-05-11
2、《宋城演艺（300144）：Q3 主业稳健增长，新项目表现良好》2019-10-23
3、《宋城演艺（300144）：主业增长符合预期，丽江表现优异》2019-08-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

■ **配套大商业有望打开客单价增量空间：**

- 疫情期间，公司重新梳理原有景区内的商业体系，以顾客满意度为核心，对原有商业提质减量，将原先以招标为主的餐饮向自营或合营模式进行转变，成立单独的商业管理部、餐饮部，实现景区自营餐饮从 0 到 1 的探索。目前公司门票收入占比超过 95%，景区商业的二次消费潜力巨大，预期大商业的配套优化将有望进一步打开客单价的提升空间；
- 强化营销为中心理念，向细分市场渗透，对不同群体有针对性的推出国潮宋城、亲子宋城、闺蜜宋城、狂欢宋城等系列，丰富夜游经济产品，为未来持续增长储备动力；
- 严控成本，向精细化管理要效率。公司结合景区淡旺季特征，进一步优化岗位编制，以淡季配置为基础，在平季、旺季通过临时工、实习生等多样形式满足用工需求，强化责权统一，从而进一步提升用工效率。

■ **未来项目规划储备增长动力：**

- 疫情停业期间，公司仍旧持续推荐新项目的建设和落地。西安演艺王国核心剧目西安千古情于 6 月 22 日成功首演；
- 上海项目综合考虑下列因素（1）尽管工程建设和千古情等 2-3 台剧目可按原计划于 9 月底完成，但更丰富的多元化剧目内容仍需时间筹备；（2）文旅市场从新冠疫情中复苏仍需更长的周期；（3）根据公司过往项目经验，3-5 月开业的项目更能充分享受到当年的多个旺季周期，广告等资源投放事半功倍，迅速建立起千古情的产品认知；因此为了使上海项目以演艺王国的丰富形态一炮打响，将推迟至明年春季推出。
- 其他储备项目如黄帝千古情、佛山千古情等将按原计划分别于今年下半年和 21 年上半年推出市场。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，预计分别将于 22 年和 21 年开业。
- 未来公司也在持续关注北京、成都等地的项目机会，包括海外的芭提雅或将有项目落地。

■ **盈利预测：**至暗时刻已过，疫情对身处文旅产业的公司造成短期业绩冲击在所难免，但公司在疫情下沉淀多元剧目，为复苏打下坚实基础。6 月开业后，公司通过营销方式创新、演艺王国多元剧目模式创新等挖掘散客、周边游市场潜力。7 月 14 日文旅部发布《关于推进旅游企业扩大复工复业有关事项的通知》有序放开跨省团队游业务，进一步推动文旅市场复苏。我们预计疫情平稳假设下，公司业绩将持续复苏，同时未来储备项目的逐步落地将驱动公司长期的高增长，预计 20-22 年营收分别为 12.1/ 32.0/ 43.3 亿元，同比增长-53.7%/ 164.6%/ 35.3%；预计 20-22 年归母净利 3.76/ 15.6/ 20.7 亿元，同比增长-72.0%/ 315.3%/ 32.7%；当前股价对应动态 PE 分别为 135/ 32/ 24 倍。长期看好公司商业模式，文旅产业复苏和新项目落地将带来持续增长动力，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	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业总收入	959.79	740.28	824.71	592.63	788.83	405.58	134.35	148.52
yoy	*4.1%*	*4.3%*	*15.9%*	*-25.9%*	*-17.8%*	*-45.2%*	*-83.7%*	*-74.9%*
归母净利润	482.25	139.74	370.20	414.91	484.97	69.71	49.96	(10.11)
yoy	*22.3%*	*-6.7%*	*14.9%*	*21.0%*	*0.6%*	*-50.1%*	*-86.5%*	*-102.4%*
毛利率	73.8%	53.9%	69.8%	69.6%	79.9%	60.8%	76.3%	77.8%
期间费用率	13.1%	24.2%	15.0%	14.1%	8.9%	21.5%	88.9%	76.5%
其中：销售费用率	*7.0%*	*10.7%*	*7.7%*	*5.9%*	*3.1%*	*5.7%*	*16.5%*	*5.9%*
管理费用率（含研发费用）	*6.8%*	*11.6%*	*7.3%*	*9.3%*	*6.1%*	*18.0%*	*77.7%*	*76.3%*
财务费用率	*-0.7%*	*2.0%*	*0.0%*	*-1.1%*	*-0.3%*	*-2.2%*	*-5.3%*	*-5.7%*
归母净利率	50.2%	18.9%	44.9%	70.0%	61.5%	17.2%	37.2%	-6.8%
ROE	6.0%	1.7%	4.2%	4.4%	5.0%	0.7%	0.5%	-0.1%
pct	*0.4%*	*-0.4%*	*-0.1%*	*0.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-3.7%*	*-4.5%*
资产负债率	13.7%	10.4%	13.2%	13.6%	12.3%	10.5%	9.7%	12.0%
pct	*1.1%*	*-4.2%*	*-1.5%*	*-0.5%*	*-1.4%*	*0.1%*	*-3.5%*	*-1.6%*
存货	3.18	3.27	3.20	7.47	4.55	6.11	6.41	17.69
较上年同比增减	*-2.20*	*-0.90*	*-1.21*	*2.81*	*1.37*	*2.84*	*3.21*	*10.22*
存货周转天数	1.35	1.24	1.17	2.25	1.79	2.26	17.72	33.06
较上年同比增减	*-0.38*	*-0.19*	*-0.52*	*0.61*	*0.45*	*1.02*	*16.55*	*30.80*
应收账款	69.81	66.82	76.92	10.36	16.36	5.34	2.64	11.97
较上年同比增减	*34.44*	*33.36*	*36.06*	*-26.52*	*-53.44*	*-61.49*	*-74.28*	*1.62*
应收账款周转天数	5.64	5.62	7.84	4.90	5.09	4.97	2.67	5.51
较上年同比增减	*2.48*	*2.51*	*3.15*	*0.71*	*-0.55*	*-0.65*	*-5.17*	*0.61*
应付账款及应付票据	284.21	317.62	330.49	451.06	343.40	300.66	285.64	431.68
较上年同比增减	*138.38*	*139.01*	*165.10*	*253.46*	*59.19*	*-16.97*	*-44.85*	*-19.37*
预收账款	752.01	498.98	448.76	418.71	387.29	351.73	45.41	34.93
较上年同比增减	*403.95*	*-32.69*	*-246.77*	*-311.03*	*-364.72*	*-147.24*	*-403.35*	*-383.77*
经营性现金流净额	1426.29	1647.24	718.08	995.41	1492.35	1571.45	(20.44)	(123.75)
较上年同比增减	*5%*	*-7%*	*53%*	*17%*	*5%*	*-5%*	*-103%*	*-112%*
筹资性现金流净额	(263.39)	(261.83)	13.43	(160.91)	(160.91)	(160.81)	(0.09)	(40.98)
较上年同比增减	*-28%*	*-29%*	*-113%*	*-23%*	*-39%*	*-39%*	*-101%*	*-75%*
资本开支	250.20	95.65	265.40	154.29	180.50	213.07	162.15	200.51
较上年同比增减	*397%*	*-60%*	*69%*	*-5%*	*-28%*	*123%*	*-39%*	*30%*

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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**2921**	**2894**	**1681**	**1764**
现金	1785	1699	320	505
应收账款	5	29	61	62
存货	6	3	4	7
其他流动资产	1124	1163	1296	1190
非流动资产	**8120**	**9764**	**12645**	**15418**
长期股权投资	3469	5447	7587	9639
固定资产	2311	2022	2745	3415
在建工程	370	231	150	122
无形资产	1498	1603	1738	1849
其他非流动资产	472	461	426	393
资产总计	**11041**	**12658**	**14326**	**17183**
流动负债	**765**	**1250**	**1535**	**2673**
短期借款	0	300	667	1240
应付账款	301	246	340	422
其他流动负债	464	704	528	1011
非流动负债	**394**	**266**	**309**	**295**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	394	266	309	295
负债合计	**1159**	**1516**	**1843**	**2967**
少数股东权益	268	281	322	377
归属母公司股东权益	9614	10861	12160	13838
负债和股东权益	**11041**	**12658**	**14326**	**17183**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1571	566	1639	3157
投资活动现金流	-1181	-1703	-3154	-3096
筹资活动现金流	-161	1051	-332	-449
现金净增加额	232	-86	-1847	-388
折旧和摊销	256	252	294	369
资本开支	813	-225	705	733
营运资本变动	130	-2	-206	653

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2612**	**1208**	**3198**	**4328**
减:营业成本	747	465	834	1111
营业税金及附加	36	16	42	57
财务费用	146	111	166	224
管理费用	188	177	213	287
财务费用	71	24	64	87
资产减值损失	-18	-4	12	43
加:投资净收益	273	63	63	31
其他收益	4	8	8	8
营业利润	**1726**	**481**	**1929**	**2549**
加:营业外净收支	-96	-19	-22	-19
利润总额	**1630**	**462**	**1907**	**2530**
减:所得税费用	265	74	305	405
少数股东损益	25	13	41	55
归属母公司净利润	**1340**	**376**	**1560**	**2070**
EBIT	1625	463	1923	2567
EBITDA	1881	715	2217	2936

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.51	0.14	0.60	0.79
每股净资产(元)	3.68	4.15	4.65	5.29
发行在外股份(百万股)	1453	2615	2615	2615
ROIC(%)	13.6%	3.4%	12.3%	14.0%
ROE(%)	13.8%	3.5%	12.8%	15.0%
毛利率(%)	71.4%	61.6%	73.9%	74.3%
销售净利率(%)	51.3%	31.1%	48.8%	47.8%
资产负债率(%)	10.5%	12.0%	12.9%	17.3%
收入增长率(%)	-18.7%	-53.7%	164.6%	35.3%
净利润增长率(%)	4.1%	-72.0%	315.3%	32.7%
P/E	37.78	134.73	32.44	24.45
P/B	5.27	4.66	4.16	3.66
EV/EBITDA	25.85	68.58	22.92	17.46

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