

强烈推荐-A (维持)

宋城演艺 300144.SZ

目标估值: 30.7 元

当前股价: 26.41 元

2019 年 08 月 22 日

主业增长凸显韧性, 新项目开启新篇章

基础数据

上证综指	2880
总股本(万股)	145261
已上市流通股(万股)	117578
总市值(亿元)	384
流通市值(亿元)	311
每股净资产(MRQ)	6.5
ROE(TTM)	14.9
资产负债率	13.6%
主要股东	杭州宋城集团控股有
主要股东持股比例	29.48%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《宋城演艺(300144)——主业增长稳健, 六间房出表扰动中报业绩》2019-07-12
- 2、《宋城演艺(300144)——六间房剥离出表, 聚焦主业加速发展》2019-04-30
- 3、《宋城演艺(300144)——千古情主业高增长, 轻资产项目贡献显著》2019-04-25

梅林

021-68407471  
meilin@cmschina.com.cn  
S1090517070006

研究助理

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn

事件:

8月21日, 宋城演艺发布2019年半年度报告。上半年公司实现收入14.17亿元, 同比下降6.21%; 归母净利润7.85亿元, 同比增长18.03%; 扣非后归母净利润6.18亿元, 同比下降2.85%; 基本每股收益0.54元/同比增长18.04%; 业绩情况与前次预告一致。

其中, 2019Q2实现收入5.93亿元, 同比下降25.85%; 归母净利润4.15亿元, 同比增长20.96%; 扣非后归母净利润2.58亿元, 同比下降24.61%。

评论:

**1、旅游主业稳健向上, 丽江项目表现突出。**剔除与六间房相关的收益, 公司上半年旅游主业收入10.3亿元/增长16%, 扣非归母净利润5.3亿元/增长16.4%, 符合市场预期。分项目看, 杭州本部收入增长4.1%, 毛利率下降5.4pct至67.8%, 主要是维修费用和扩建停车场相关租金开支, 预计净利润持平; 受海南旅游大环境的影响, 三亚收入较同期持平, 毛利率上升1.50pct至86.1%, 净利润微降2.2%; 丽江项目受益市场环境改善与终端合作深化, 收入大增31%, 毛利率上升6.9pct至79.6%, 净利润增长近60%, 公司积极调整渠道策略, 打通了客栈等当地终端, 散客贡献加大; 桂林项目上半年实现收入7483万元, 净利润1951万元, 新项目表现靓丽。

**2、散客电商化, 轻资产逐步确认收入。**2019上半年自营渠道客流量和营收保持30%以上增速, 自营电商渠道占比继续上升; 轻资产项目确认设计策划费收入约9000万元, 较同期略有提升。公司预收款项中, 目前仍有设计策划费3.54亿元, 未来将逐步转化为收入, 确保整体业绩持续增长。

**3、六间房重组出表, 带来非经常性处置收益。**4月29日, 六间房和花椒完成重组顺利出表, Q2确认一次性的资产处置收益约1.5亿元。上半年预计六间房花椒给宋城贡献净利润8843万元左右, 上年同期为1.89亿元, 主要由于合并后, 宋城持有新公司39.53%股权, 并表范围减少盈利被摊薄, 目前六间房经营延续前期表现, 花椒盈利仍有改善空间。

**4、张家界千古情开业, 新项目建设有序推进。**张家界项目6月28日顺利开业, 九寨项目在工程上已达开业预期。目前储备项目进展顺利, 西安、上海、新郑项目将于2020年落地, 其中上海项目完成三证办理, 西安项目完成各主体结构建设, 预计2020上半年建成开业; 佛山、西塘项目或于2021年落地。澳洲项目正在进行政府审批工作。

**5、毛利率提升，六间房出表致费用率变化。**2019 上半年，公司整体毛利率上升 1.80pct，主要受三亚项目、丽江项目带动。销售费用率下降 2.40pct，主要因六间房重组出表所致；管理费用率同比持平，财务费用率上涨 0.13pct，因公司购买低风险理财产品所致。

**6、投资建议：**上半年宋城主业表现稳健，丽江项目表现突出，去年开业的桂林项目开始贡献增量，由于六间房重组出表，扰动总体业绩。公司新项目持续推进，后续张家界、西安、上海项目将贡献增量，未来三年年均复合增长有望达到 30%。我们预计 2019-2021 年归母净利润为 13.3/14.5/18.2 亿元，其中千古情主业贡献 10.4/13.7/17.3 亿元，增长 19%/31%/26%，按分部估值法，剔除花房股权估值（按 34 亿），对应主业 PE 为 34x/26x/20x，给予 2020 年 30x 目标估值，维持“强烈推荐-A”投资评级。

**7、风险因素：**1、项目推进不达预期；2、当地市场环境或恶劣天气风险

**表 1：公司中报业绩拆分（单位：百万元）**

	营业收入			归母净利润		
	2018H1	2019H1	YoY	2018H1	2019H1	YoY
千古情						
——杭州	384	399	4.1%	191	190	-0.5%
——三亚	234	233	-0.3%	145	142	-2.2%
——丽江	111	145	31.0%	56	89	58.7%
——九寨（80%）	0	0	—	-10	-8	19.0%
——桂林（70%）	0	75	—	-4	14	—
——电商手续费	63	82	30.0%	29	40	40.0%
——设计策划费	80	90	12.5%	40	45	12.5%
——其他（非经常损益）	18	9	—	29	33	13.8%
<b>千古情合计</b>	<b>891</b>	<b>1034</b>	<b>16.0%</b>	<b>476</b>	<b>545</b>	<b>14.4%</b>
六间房	620	383	-38.1%	189	88	-53.1%
六间房处置收益等					152	
<b>合计</b>	<b>1511</b>	<b>1417</b>	<b>-6.2%</b>	<b>665</b>	<b>785</b>	<b>18.0%</b>

注：杭州本部、电商手续费、设计策划费净利润为预测值。资料来源：公司公告、招商证券

**表 2：公司上半年分业务收入和毛利率情况（单位：百万元）**

	营业收入	YoY	毛利率	YoY（百分点）
杭州宋城景区	399.40	4.05%	67.79%	-5.40pct
三亚宋城旅游区	233.44	-0.31%	86.08%	1.50pct
丽江宋城旅游区	144.80	30.98%	79.61%	6.90pct
数字娱乐平台	383.41	-38.14%	55.59%	-1.00pct
<b>营业总收入</b>	<b>1417.337</b>	<b>-6.21%</b>	<b>69.71%</b>	<b>1.80pct</b>

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 公司业绩摘要 (单位: 百万元)

单位: 百万元	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	18H1	19H1
一、营业总收入	712	799	960	740	825	593	1,511	1,417
二、营业总成本	365	392	385	560	380	273	757	653
其中: 营业成本	228	257	252	341	249	180	485	429
营业税金及附加	4.7	9.8	5.5	12.0	5.9	8.9	14.5	14.8
销售费用	73.2	67.8	67.6	78.9	63.5	34.8	141.0	98.3
管理费用	58.5	63.6	48.8	68.5	42.0	47.4	122.1	89.5
研发费用	0.0	0.0	16.4	17.4	18.2	7.6	0.0	25.8
财务费用	-0.9	-8.18	-6.7	14.7	-0.21	-6.56	-9.1	-6.8
资产减值损失	1.8	1.9	1.6	26.6	0.0	0.0	3.6	0.0
三、其他经营收益	10.1	15.4	13.6	33.7	14.4	180.1	25.6	194.5
公允价值变动收益	1.7	3.6	1.9	2.5	4.6	0.9	5.2	5.6
投资收益	8.5	11.9	11.7	31.2	9.7	179.2	20.4	188.9
资产处置收益	16.7	0.1	0.0	2.3	0.0	0.0	16.8	0.0
其他收益	0.1	0.1	0.1	1.4	0.1	1.7	0.2	1.8
四、营业利润	373.5	423.0	588.6	218.1	459.3	501.6	796.6	960.9
加: 营业外收入	10.8	0.9	2.2	1.6	0.3	0.6	11.7	1.0
减: 营业外支出	0.8	12.3	7.3	55.9	1.1	6.5	13.1	7.6
五、利润总额	383.6	411.7	583.5	163.8	458.6	495.7	795.2	954.2
减: 所得税	64.0	71.7	104.0	25.3	67.7	75.8	135.7	143.5
六、净利润	319.5	340.0	479.5	138.5	390.8	419.9	659.5	810.7
减: 少数股东损益	-2.7	-3.0	-2.8	-1.2	20.6	5.0	-5.7	25.6
七、归属母公司净利润	322.2	343.0	482.2	139.7	370.2	414.9	665.2	785.1
EPS	0.22	0.24	0.33	0.10	0.25	0.29	0.46	0.54
主要比率								
毛利率	68.0%	67.8%	73.8%	53.9%	69.8%	69.6%	67.9%	69.7%
主营税金率	0.7%	1.2%	0.6%	1.6%	0.7%	1.5%	1.0%	1.0%
销售费率	10.3%	8.5%	7.0%	10.7%	7.7%	5.9%	9.3%	6.9%
管理费费率	8.2%	8.0%	6.8%	11.6%	7.3%	9.3%	8.1%	8.1%
营业利润率	52.5%	52.9%	61.3%	29.5%	55.7%	84.6%	52.7%	67.8%
实际税率	16.7%	17.4%	17.8%	15.4%	14.8%	15.3%	17.1%	15.0%
净利率	44.9%	42.5%	50.0%	18.7%	47.4%	70.8%	43.6%	57.2%
YoY								
收入增长率	6.0%	10.8%	4.1%	4.3%	15.9%	-25.9%	8.5%	-6.2%
营业利润增长率	25.5%	25.1%	17.1%	5.0%	23.0%	18.6%	25.3%	20.6%
净利润增长率	31.0%	20.0%	20.4%	-3.7%	22.3%	23.5%	25.1%	22.9%

资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2306	2800	3119	4055	5470
现金	1460	1550	1991	2825	4106
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	33	67	59	65	77
其它应收款	154	164	152	168	199
存货	4	3	4	5	6
其他	654	1016	913	992	1081
<b>非流动资产</b>	6449	8017	8728	9098	9438
长期股权投资	34	1055	1055	1055	1055
固定资产	1689	2139	2684	3078	3409
无形资产	1145	1397	1506	1511	1515
其他	3581	3425	3482	3453	3458
<b>资产总计</b>	<b>8755</b>	<b>10817</b>	<b>11847</b>	<b>13153</b>	<b>14907</b>
<b>流动负债</b>	1259	1117	962	1026	1190
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	179	318	266	273	309
预收账款	532	499	441	487	577
其他	549	301	255	266	305
<b>长期负债</b>	18	11	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	11	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>1277</b>	<b>1129</b>	<b>962</b>	<b>1026</b>	<b>1190</b>
股本	1453	1453	1453	1453	1453
资本公积金	2469	2497	2476	2476	2476
留存收益	3409	4522	5729	6966	8546
少数股东权益	147	1217	1227	1232	1242
归属于母公司所有者权益	7330	8471	9658	10895	12475
<b>负债及权益合计</b>	<b>8755</b>	<b>10817</b>	<b>11847</b>	<b>13153</b>	<b>14907</b>

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1764	1157	1347	1608	2070
净利润	1116	1278	1347	1465	1839
折旧摊销	221	256	300	341	377
财务费用	17	2	(6)	(14)	(20)
投资收益	(18)	(63)	(249)	(146)	(157)
营运资金变动	431	128	(23)	(40)	26
其它	(4)	(444)	(22)	3	5
<b>投资活动现金流</b>	(935)	(1769)	(761)	(566)	(560)
资本支出	(520)	(523)	(1010)	(712)	(717)
其他投资	(414)	(1246)	249	146	157
<b>筹资活动现金流</b>	(367)	702	(145)	(209)	(229)
借款变动	(200)	(200)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	122	(20)	0	0
股利分配	(155)	(63)	(221)	(223)	(249)
其他	(12)	844	97	14	20
<b>现金净增加额</b>	<b>455</b>	<b>90</b>	<b>441</b>	<b>834</b>	<b>1281</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3024	3211	2837	3131	3714
营业成本	1113	1078	903	927	1047
营业税金及附加	30	32	28	31	37
营业费用	325	288	254	249	277
管理费用	159	203	159	202	219
财务费用	12	(1)	(6)	(14)	(20)
资产减值损失	9	32	(11)	3	5
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00
投资收益	18	63	249	146	157
<b>营业利润</b>	1393	1604	1696	1830	2247
营业外收入	2	16	10	10	0
营业外支出	50	76	60	50	0
<b>利润总额</b>	1345	1543	1646	1790	2247
所得税	228	265	299	325	408
<b>净利润</b>	1116	1278	1347	1465	1839
少数股东损益	2	(10)	20	10	20
<b>归属于母公司净利润</b>	1115	1288	1327	1455	1819
<b>EPS (元)</b>	0.73	0.89	0.91	1.00	1.25

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	14%	6%	-12%	10%	19%
营业利润	21%	15%	6%	8%	23%
净利润	24%	16%	3%	10%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	63.2%	66.4%	68.2%	70.4%	71.8%
净利率	36.9%	39.8%	47.5%	46.8%	49.5%
ROE	15.9%	14.9%	13.1%	12.7%	14.2%
ROIC	16.0%	15.3%	12.0%	12.2%	13.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.6%	10.4%	8.1%	7.8%	8.0%
净负债比率	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	2.5	3.2	4.0	4.6
速动比率	1.8	2.5	3.2	3.9	4.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	62.9	72.5	59.9	48.6	45.4
应收帐款周转率	25.8	15.2	10.7	12.0	12.4
应付帐款周转率	1.4	1.1	0.8	0.9	0.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.73	0.89	0.91	1.00	1.25
每股经营现金	1.21	0.80	0.93	1.11	1.42
每股净资产	5.15	6.67	7.49	8.35	9.44
每股股利	0.12	0.15	0.15	0.16	0.21
<b>估值比率</b>					
PE	36.2	29.8	28.7	26.3	21.1
PB	5.1	4.0	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	23.2	20.3	20.6	18.1	15.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**梅林：**社会服务业首席分析师，注册会计师非执业会员，南京大学/上海交通大学管理学学士/硕士，2015-2017 年在中银国际证券从事社会服务业研究，作为核心成员，所在团队获得 2015、2016 年新财富最佳分析师第三、第四名，2017 年 3 月加入招商证券。

**李秀敏：**社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018 年 6 月加入招商证券，重点覆盖酒店、免税板块。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。