

宋城演艺 (300144.SZ)

Q3 环比改善明显，演艺龙头蓄力待发

核心观点:

- **Q3 实现归母净利润 0.9 亿元，环比显著改善。**2020 年前三季度公司实现营收 6.2 亿元，同比下降 72.0%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比下降 89.5%。前三季度毛利率 65.3%，同比下降 8.0 个百分点。前三季度公司管理费用大幅上升系闭园期间经营成本会计科目调整，且研发费用投入有所增加。**单季度来看**，Q3 营收 3.4 亿元，同比下降 57.5%，环比增长 126.0%，归母净利润 9390 万元，同比下降 80.6%，环比扭亏为盈。Q3 毛利率 55.4%，同比下降 24.4 个百分点，主要由于营收降幅较大。费用方面，Q3 管理费用率 15.0%，同比上升 9.4 个百分点，研发费用 1167 万元，同比大幅上升。Q3 销售费用率 3.6%，同比上升 0.5 个百分点。三季度末合同负债为 1.6 亿元，环比 Q2 未减少。
- **9 月 18 日文旅部再次上调景区最大接待量至最大承载量的 75%。**随着防控趋势向好、跨省团队游恢复，国内旅游市场持续复苏、并有望承接部分出境旅游需求，国内优质景区或将持续受益需求回暖、跨省团队客源恢复。此外，公司旗下景区演艺王国模式升级优化值得期待。
- **Q3 环比改善明显，演艺龙头成长空间广阔，维持“买入”评级。**6 月 22 日西安项目如期开园，9 月 19 日轻资产新郑项目开业，Q3 公司盈利虽仍承压，但环比改善明显。未来上海项目预期 21 年春季开业，上海项目的落成有望打开公司新一轮城市演艺扩张空间。此外，珠海项目预计于 2022 年开业，也将打开公司进入大体量度假综合体形态产品的市场空间，公司项目储备丰富、成熟模式盈利能力较强、项目扩张成长空间较大。考虑以 19 年演艺业务盈利为基础，19 至 22 年归母净利润复合增速预期达到 19.1%，给予公司 21 年 40 倍的 PE 估值，对应合理价值 20.7 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情影响短期业绩，新项目盈利不及预期，资产减值风险。

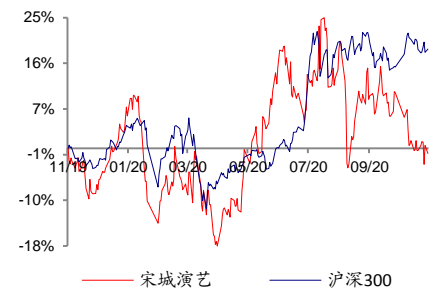
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,211	2,612	940	2,914	3,812
增长率 (%)	6.2	-18.7	-64.0	210.1	30.8
EBITDA (百万元)	1,797	1,703	392	1,836	2,366
归母净利润 (百万元)	1,287	1,340	176	1,353	1,764
增长率 (%)	20.6	4.1	-86.8	667.2	30.4
EPS (元/股)	0.89	0.92	0.07	0.52	0.67
市盈率 (P/E)	24.09	33.51	242.41	31.60	24.24
ROE (%)	15.2	13.9	1.9	12.7	14.4
EV/EBITDA	16.40	25.32	107.09	22.42	17.29

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	16.35 元
合理价值	20.7 元
前次评级	买入
报告日期	2020-11-02

相对市场表现



分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-38003693



anpeng@gf.com.cn

分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师:

张雨露



SAC 执证号: S0260518110003

SFC CE No. BNU523



021-38003692



zhangyulu@gf.com.cn

相关研究:

宋城演艺 (300144.SZ):Q2 2020-08-10

业绩有所承压，演艺龙头复

工升级、扩张持续

宋城演艺 (300144.SZ):Q2 2020-07-15

业绩预计承压，演艺龙头复

工升级、扩张持续

目录索引

一、Q3 实现归母净利润 0.9 亿元，环比显著改善.....	4
二、盈利预测和投资建议.....	6
三、风险提示	7

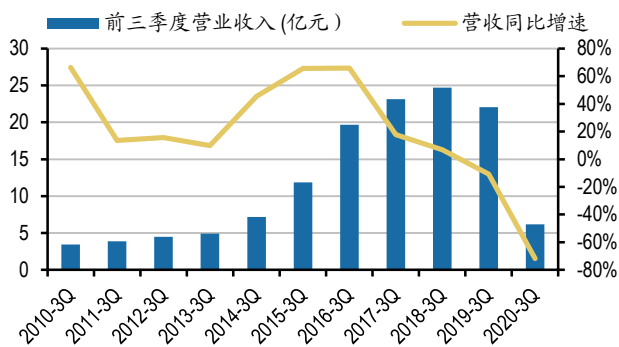
图表索引

图 1: 2020 年前三季度营收 6.2 亿元, 同比下降 72.0%.....	4
图 2: 前三季度归母净利润 1.3 亿元, 同比下降 89.5%.....	4
图 3: 前三季度毛利率 65.3%, 同比下降 8.0 个百分点.....	4
图 4: 前三季度管理费用率 40.4%, 同比大幅上升.....	4
图 5: Q3 公司实现营收 3.4 亿元, 同比下降 57.5%.....	5
图 6: Q3 归母净利润 0.9 亿元, 同比下降 80.6%.....	5
图 7: Q3 毛利率 55.4%, 同比下降 24.4 个百分点.....	5
图 8: Q3 管理费用率 15.0%, 同比上升 9.4 个百分点.....	5
表 1: 公司分业务、分项目营收拆分预测表 (单位: 万元).....	6
表 2: 公司存量、在建和储备自建项目梳理.....	7

一、Q3 实现归母净利润 0.9 亿元，环比显著改善

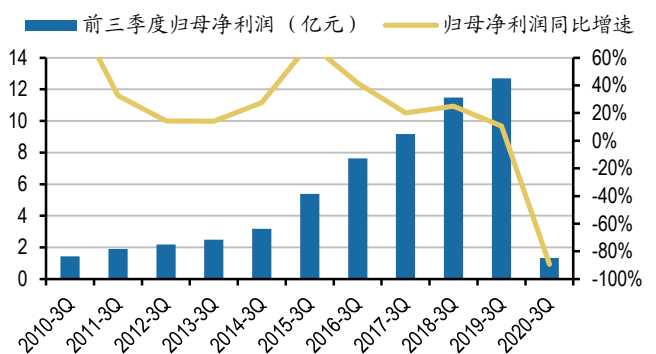
2020年前三季度公司实现营收6.2亿元，同比下降72.0%，实现归母净利润1.3亿元，同比下降89.5%，扣非归母净利润1.1亿元，同比下降89.8%。前三季度毛利率65.3%，同比下降8.0个百分点。前三季度销售费用率7.0%，同比上升1.4个百分点，研发费用率4.8%，同比上升3.5个百分点，前三季度公司管理费用2.5亿元，管理费用率40.4%，同比上升34.3个百分点，主要由于2020年1月24日至6月11日闭园期间营业成本调整到管理费用科目。

图1：2020年前三季度营收6.2亿元，同比下降72.0%



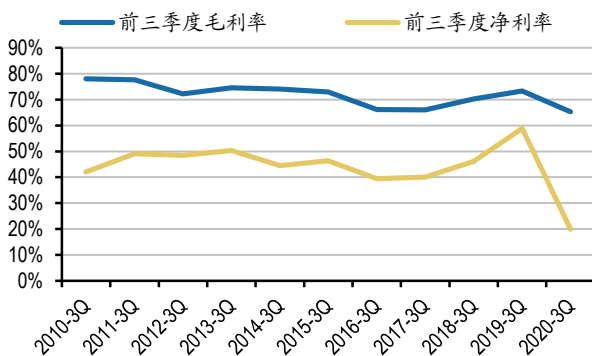
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：前三季度归母净利润 1.3 亿元，同比下降 89.5%



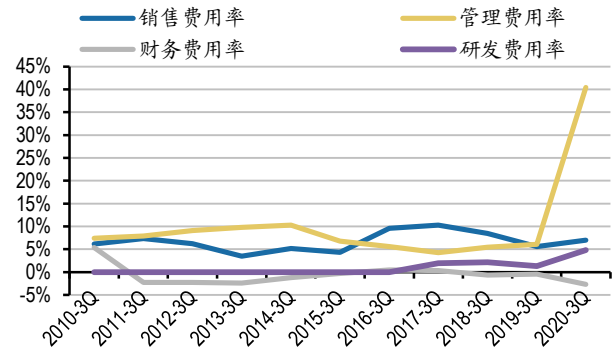
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：前三季度毛利率65.3%，同比下降8.0个百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：前三季度管理费用率 40.4%，同比大幅上升



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

单3季度来看，Q3公司实现营收3.4亿元，同比下降57.5%，环比增长126.0%，实现归母净利润9390万元，同比下降80.6%，环比Q2扭亏为盈，扣非归母净利润9136万元，同比下降80.9%，环比较Q2扣非净利润151万元大幅提升。Q3毛利率55.4%，同比下降24.4个百分点，毛利率下降主要由于营收降幅较大，Q3营业成本为1.5亿元，同比下降5.8%。费用方面，Q3管理费用5039万元，同比增长13.1%，Q3管理费用率15.0%，同比上升9.4个百分点。Q3研发费用1167万元，同比19年Q3研发费用364万元大幅上升，环比Q2上升3.1%。Q3销售费用率3.6%，同比上升0.5个百分点。三季度末合同负债为1.6亿元，较二季度末的1.3亿元并未减少。

图5: Q3公司实现营收3.4亿元，同比下降57.5%

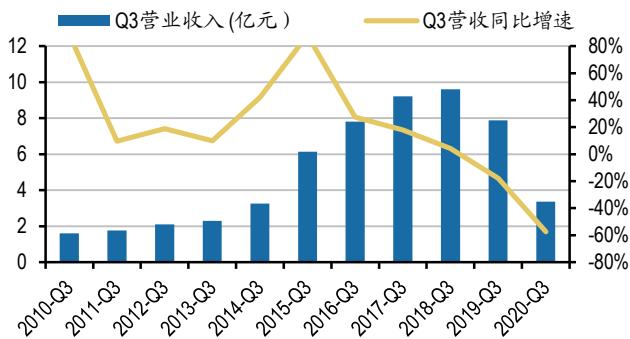
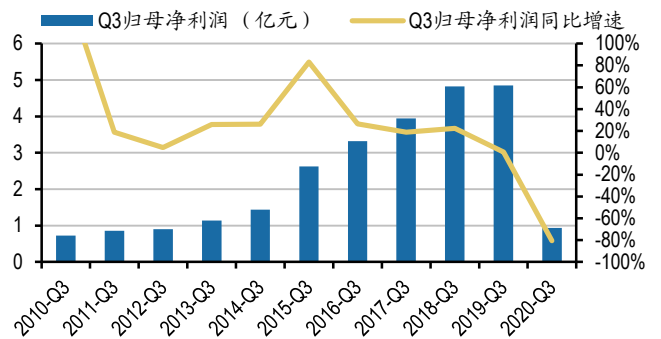


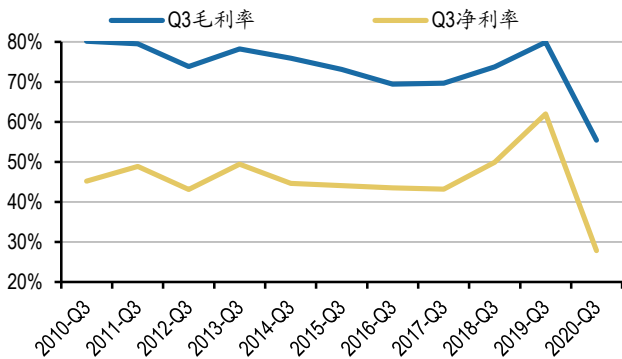
图6: Q3归母净利润0.9亿元，同比下降80.6%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

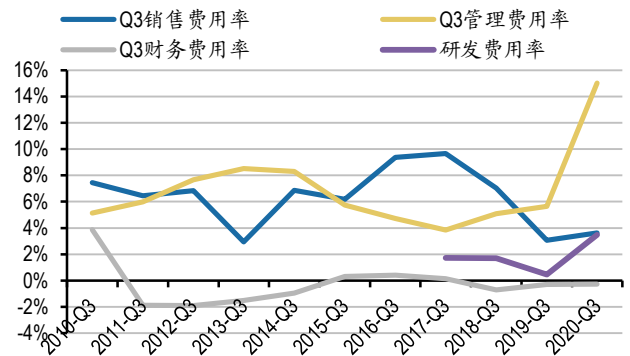
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图7: Q3毛利率55.4%，同比下降24.4个百分点



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图8: Q3管理费用率15.0%，同比上升9.4个百分点



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、盈利预测和投资建议

2020年7月14日文旅部发文推进旅企扩大复工,恢复跨省团队旅游、调整旅游景区限量措施(30%调至50%),并且出入境旅游业务暂不恢复。2020年9月18日文旅部再次调整景区游客接待量至不超过最大承载量的75%,景区游客限量持续放宽。随着防控趋势向好、跨省团队游恢复,国内旅游市场持续复苏、并有望承接部分出境旅游需求,国内优质景区或将持续受益需求回暖和跨省团队客源恢复。公司杭州宋城景区室内外剧院矩阵和多元化演艺剧目软硬件打造持续探索推进,未来有望打造多元化票价体系细分市场,公司旗下景区演艺王国模式升级优化值得期待。

新增项目方面,在建的上海项目预期将于2021年春季开业,上海项目的落成有望打开公司新一轮城市演艺扩张空间。此外,珠海项目预计于2022年开业,也将打开公司进入大体量度假综合体项目产品的市场空间,公司未来开业项目储备丰富、成熟模式盈利能力较强、成长空间较大。考虑以19年演艺业务盈利为基础,19至22年归母净利润复合增速预期达到19.1%,给予公司21年40倍的PE估值,对应合理价值20.7元/股,维持“买入”评级。

表 1: 公司分业务、分项目营收拆分预测表 (单位: 万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
杭州宋城景区	84,217	93,588	91,888	28,835	91,888	101,077
同比增速		11.1%	-1.8%	-68.6%	218.7%	10.0%
三亚千古情景区	33,998	42,672	39,273	14,084	43,200	49,680
同比增速		25.5%	-8.0%	-64.1%	206.7%	15.0%
丽江千古情景区	22,724	26,696	33,343	13,979	36,678	42,179
同比增速		17.5%	24.9%	-58.1%	162.4%	15.0%
九寨千古情景区	9,059	178	-	3,097	9,291	11,149
同比增速		-98.0%			200.0%	20.0%
桂林千古情景区		4,266	16,065	5,923	18,475	20,322
同比增速			276.6%	-63.1%	211.9%	10.0%
张家界千古情景区			6,547	3,393	9,821	15,713
同比增速				-48.2%	189.4%	60.0%
其他新建自有项目				5,000	46,000	95,000
线上演艺业务	124,013	123,360	38,341	-	-	-
同比增速		-0.5%	-68.9%	-100.0%		
轻资产和电子商务等其他业务	28,373	30,360	35,717	19,653	36,035	46,119
同比增速		7.0%	17.6%	-45.0%	83.4%	28.0%
公司营业收入总额	302,383	321,119	261,175	93,965	291,387	381,240
同比增速		6.2%	-18.7%	-64.0%	210.1%	30.8%

数据来源: 公司历年年报、广发证券发展研究中心

表2: 公司存量、在建和储备自建项目梳理

项目名称	开业日期	建设周期	建设投资额	合作情况	面积	项目选址
宋城千古情	1996年5月	-	-	-	90亩	杭州市西湖区之江路148号
三亚千古情	2013年9月	1年5个月	4.9亿元	设全资子公司	80亩	三亚市迎宾大道区块, 迎宾路西北
丽江千古情	2014年3月	2年1个月	3.34亿元	设全资子公司	140亩	丽江市玉龙县城核心区一带, 距离丽江古城约6公里
九寨千古情	2014年5月	约1年	2.46亿元	与天源酒店管理公司、搜罗广告公司合作, 收购增资组建合资公司(80%); 2015年4月8700万收购《藏谜》60%股权	33亩	四川省九寨沟漳扎镇“中旅大酒店”周边, 距离九寨沟风景区沟口7公里
桂林千古情	2018年7月	1年1个月	6.9亿元	与桂林旅游股份有限公司合作, 成立合资公司(70%)	161.24亩	广西省桂林市阳朔县城核心区
张家界千古情	2019年6月	1年2个月	5.4亿元	设全资子公司	170亩	张家界市武陵源区索溪峪镇文凤居委会百花洲
西安千古情	2020年6月	2年2个月	4.8亿元	与西安世园投资(集团)有限公司合作, 成立合资公司(80%)	100亩	西安浐灞生态区世博园内
上海项目	预期2021年春季	预期约2.5年	8.3亿元	与世博东迪合作, 成立合资公司(88%)	41200平方米(约合81.8亩)	上海世博大舞台
佛山项目	预期2021年上半年	预期约1年	7亿元	全资子公司	90亩	佛山市南海区西樵镇听音湖片区
珠海项目	预期2022年	预期2年	25亿元	设全资子公司	约1500亩(实际拿地为准)	广东省珠海市斗门区斗门镇
西塘项目	-	-	4亿元(首期)	设全资子公司	预计350亩(首期132亩)	西塘镇西塘港南侧
澳洲项目	待定	待定	16.9亿元	设全资子公司	44.89万平方米(约合673亩)	澳大利亚黄金海岸的内兰区

数据来源: 公司2020年中报、公司历年年报、公司官网、广发证券发展研究中心

注: 已开建项目所列建设投资额为在建工程预算数(未包含土地价款等其他投资额); 已开业项目建设期以项目开工日期起至正式开业期间计算; 未开业项目建设期以公司历年财报和官网披露的预期建设期和预期开业日期计算。

三、风险提示

疫情影响公司短期业绩波动, 宏观经济、天气和事件等因素影响出行需求和景区客流量, 行业竞争加剧、存量项目盈利下降风险, 项目投资风险, 资产减值风险。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	2,800	2,921	2,134	2,797	3,123	
货币资金	1,550	1,785	934	1,587	1,853	
应收及预付	85	23	14	34	44	
存货	3	6	30	19	15	
其他流动资产	1,162	1,107	1,157	1,157	1,211	
非流动资产	8,017	8,120	8,792	9,354	10,911	
长期股权投资	1,055	3,469	3,469	3,469	3,469	
固定资产	2,139	2,311	2,313	2,346	2,838	
在建工程	146	370	638	1,175	2,249	
无形资产	1,397	1,498	1,767	1,760	1,751	
其他长期资产	3,279	472	605	605	605	
资产总计	10,817	11,041	10,927	12,151	14,034	
流动负债	1,117	765	760	778	1,017	
短期借款	0	0	172	0	0	
应付及预收	817	652	220	525	686	
其他流动负债	301	113	368	252	331	
非流动负债	11	394	396	396	396	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	11	394	396	396	396	
负债合计	1,129	1,159	1,156	1,174	1,413	
股本	1,453	1,453	2,615	2,615	2,615	
资本公积	2,476	2,476	1,314	1,314	1,314	
留存收益	4,522	5,694	5,580	6,758	8,348	
归属母公司股东权益	8,471	9,614	9,509	10,687	12,277	
少数股东权益	1,217	268	262	290	344	
负债和股东权益	10,817	11,041	10,927	12,151	14,034	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	3,211	2,612	940	2,914	3,812	
营业成本	1,078	747	367	852	1,113	
营业税金及附加	32	36	11	35	46	
销售费用	288	146	66	175	229	
管理费用	203	188	319	210	274	
研发费用	71	48	42	76	76	
财务费用	-1	-18	4	4	-1	
资产减值损失	-32	17	0	0	0	
公允价值变动收益	10	1	0	0	0	
投资净收益	63	273	60	79	83	
营业利润	1,603	1,726	216	1,651	2,167	
营业外收支	-61	-96	-14	-7	-3	
利润总额	1,542	1,630	202	1,644	2,165	
所得税	265	265	32	263	346	
净利润	1,278	1,365	170	1,381	1,818	
少数股东损益	-10	25	-7	28	55	
归属母公司净利润	1,287	1,340	176	1,353	1,764	
EBITDA	1,797	1,703	392	1,836	2,366	
EPS (元)	0.89	0.92	0.07	0.52	0.67	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	1,647	1,571	139	1,763	2,208	
净利润	1,278	1,365	170	1,381	1,818	
折旧摊销	256	256	259	270	292	
营运资金变动	128	130	-242	181	178	
其它	-14	-180	-47	-68	-80	
投资活动现金流	-1,287	-1,181	-880	-759	-1,768	
资本支出	-523	-811	-812	-838	-1,851	
投资变动	-765	-25	0	0	0	
其他	1	-345	-68	79	83	
筹资活动现金流	-262	-161	-111	-351	-174	
银行借款	-200	0	172	-172	0	
股权融资	122	14	0	0	0	
其他	-183	-174	-283	-179	-174	
现金净增加额	98	229	-851	653	266	
期初现金余额	1,460	1,550	1,785	934	1,587	
期末现金余额	1,550	1,782	934	1,587	1,853	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	6.2%	-18.7%	-64.0%	210.1%	30.8%
营业利润增长	19.1%	7.6%	-87.5%	663.9%	31.3%
归母净利润增长	20.6%	4.1%	-86.8%	667.2%	30.4%
获利能力					
毛利率	66.4%	71.4%	60.9%	70.8%	70.8%
净利率	39.8%	52.3%	18.0%	47.4%	47.7%
ROE	15.2%	13.9%	1.9%	12.7%	14.4%
ROIC	16.5%	16.7%	1.4%	15.4%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	10.4%	10.5%	10.6%	9.7%	10.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%
流动比率	2.51	3.82	2.81	3.60	3.07
速动比率	2.49	3.79	2.75	3.54	3.02
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.24	0.09	0.25	0.29
应收账款周转率	64.04	72.39	365.00	365.00	365.00
存货周转率	289.88	159.34	12.17	45.63	73.00
每股指标 (元)					
每股收益	0.89	0.92	0.07	0.52	0.67
每股经营现金流	1.13	1.08	0.05	0.67	0.84
每股净资产	5.83	6.62	3.64	4.09	4.70
估值比率					
P/E	24.09	33.51	242.41	31.60	24.24
P/B	3.66	4.67	4.50	4.00	3.48
EV/EBITDA	16.40	25.32	107.09	22.42	17.29

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。