

证券研究报告—动态报告/公司快评

社会服务

宋城演艺 (300144)
买入

景点

重大事件快评

(维持评级)

2020年08月12日

减持时点略显意外，未来依然落脚新项目和客流恢复

证券分析师: 曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003
证券分析师: 钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003
联系人: 姜甜	0755-81981367	jiangtian@guosen.com.cn	

事项:

公司8月11日晚间公告，实际控制人黄巧灵先生及其一致行动人黄巧龙先生、刘萍女士拟以大宗交易方式转让部分股份，减持数量合计不超过104,587,776股，即合计不超过公司总股本的4%。若按披露上限减持4%，则减持后实控人及一致行动人合计持有公司股份46.03%。

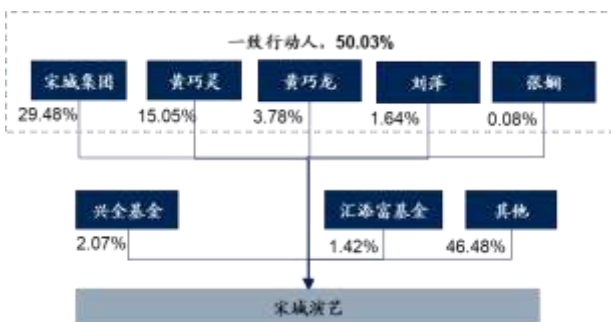
国信社服观点: 1) 虽然本次实控人减持计划公告在此前市场预期之外，短期不排除有一定情绪影响，但并不影响实控人高位控股上市公司的局面，也不影响公司中线成长逻辑；2) 从基本面的角度，公司存量项目仍有望后续环比逐步恢复。展望明年，一是若疫情如果超预期恢复，不排除存在补偿性消费需求反弹；二是从明年消费个股选择来看，综合成长与估值，公司相对性价比也日益凸显。3) 维持公司20-22年EPS 0.18/0.59/0.76元，估值102/30/23倍，中长线看，伴随新项目新模式积极推进，未来3-5年业绩成长确定性仍有支撑，维持“买入”。

评论:

■ 实控人及其一致行动人拟减持股份不超过4%，减持后持股比例仍处于高位

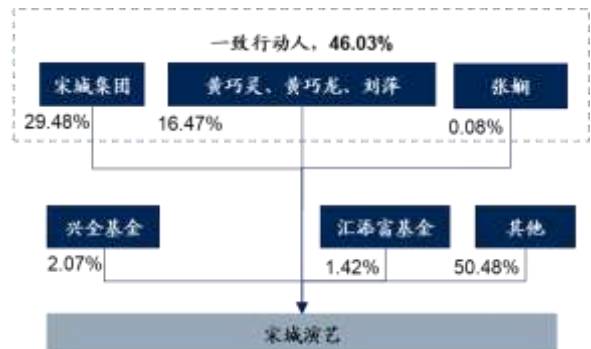
为了优化公司股权结构，增强公司股权的流动性，公司实际控制人黄巧灵先生及其一致行动人黄巧龙先生、刘萍女士拟以大宗交易方式转让公司部分股份，减持数量合计不超过104,587,776股，即合计不超过公司总股本的4%。转让时限为公告披露之日起3个交易日后的六个月内，且在任意连续九十个自然日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的2%。

图1: 减持前公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 减持后公司股权结构 (若按上限减持4%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

本次减持前，截至8月11日，公司控股股东杭州宋城集团、实际控制人黄巧灵先生及其一致行动人合计持有本公

公司股份 1,308,141,522 股，占公司总股本的 50.03%，处于绝对控股地位，且持股比例在上市民企中也处于相对较高的情况。其中，如下图所示，公司实际控制人、董事长黄巧灵先生持有公司股票 393,392,225 股，占公司总股本的 15.05%；一致行动人黄巧龙先生持有公司股票 98,836,643，占公司总股本的 3.78%；一致行动人刘萍女士持有公司股票 42,910,758 股，占公司总股本的 1.64%。结合公告，本次减持主要系实控人自身资金需求。若按披露上限减持 4%，则减持后实控人及一致行动人合计持有公司股份 46.03%。

我们认为：本次实控人减持公告相对在此前市场预期之外，结合近期中报公布上海项目延期等因素影响，短期不排除有一定情绪影响。但是，上述减持完成后，实控人仍持有上市公司股份达 46.03%，实控人地位不变且持股比例仍处于高位，并不影响公司中线成长逻辑。同时，公司以大宗交易的方式减持，未来也不排除引入合适的中线投资者，积极共谋成长。

■ 存量项目有望逐步环比向好，新项目新模式支撑成长中枢

存量项目后续有望逐步环比向好。公司存量项目杭州、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界以及轻资产宁乡、宜春项目 6 月 12 日已经全部复园，西安新项目 6 月 22 日也已开业。由于短期国内个别区域疫情仍阶段反复，加之今年暑期延后且相对较短，国内旅游市场完全恢复至历史同期仍有待时日。但是，结合 7 月 14 日《文化和旅游部发布推进旅游企业扩大复工复产有关事项》的通知，国内跨省游放开，且景区接待上限从最大承载量的 30%提高至 50%，后续旅游市场仍有望环比逐步有所改善。结合我们近期对官网宋城演艺场次的跟踪，公司 8 月以来主要项目场次多数工作日 2 场，周末 2-4 场不等，其中丽江、桂林已经开始逐步达到 4-5 场，恢复节奏更快。与此同时，随着国内疫情防控体系日益完备，结合此前北京、大连等地疫情的较快有效控制等成功案例，我们预计后续即使国内个别区域再阶段反复，预计学习效应下整体也相对可控。并且，考虑国外疫情情况以及国内外政治经济情况，出境游预计在未来一段时期均有压力，相对而言，国内游环比逐步改善预期则有望强化。明年疫情如果超预期恢复，不排除存在补偿性消费需求反弹。

与此同时，公司仍对国内演艺市场中线成长充满信心，不仅继续推进新项目布局，同时也积极投入模式创新试点演艺王国集群，上半年公司固定资产新增 1.83 亿，在建工程增加 2.59 亿，新项目和新模式具体推进情况如下。

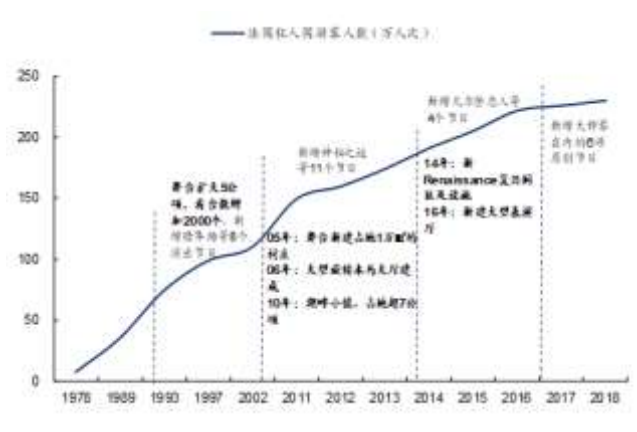
新项目仍有望积极推进。公司轻资产新郑项目《黄帝千古情》项目预计将于今年下半年开业；上海项目已基本筹备完成，计划将于明年春季精彩亮相；《佛山千古情》项目预计将于明年上半年推向市场。此外，西塘、珠海等项目也在积极推进中。中线来看，结合公司此前官方微信号，公司仍有持续新项目空间，未来成都、北京、江苏等区域也不排除落地新项目。

图 3：公司全国范围内新项目积极推进中



资料来源：公司公告、公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 4：法国狂人国 1978-2018 年客流成长及演出丰富情况



资料来源：公司公告、公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

杭州本部试点演艺王国集群模式，未来有望积极推广。公司今年上半年完成了数十台新剧目的策划编创工作，并于 7 月 18 日开启杭州宋城夜游狂欢活动，推出全新演艺秀《喀秋莎》、《WA! 恐龙》、《幻影》，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，目前来看初步试水良好，夜游每天接待游客几千人/天。演艺王国在杭州大本营试水成功后，未来将向西安、上海、珠海、三亚、丽江等地复制，实现从单台演出到多台演出、单张门票到多种门票组合的转型升级，推动公司向内容+开放的“演艺王国”平台型方向发展。对标国外成功经验法国狂人国

40年长盛不衰成功经验（每年开业不到7月，客流250万，重游率60%+），未来长线成长空间仍值得期待。综合来看，我们认为，新项目+新模式有望支持公司中长期持续成长，未来3-5年业绩成长确定性有支撑。

■ 风险提示

宏观系统性风险及大规模传染疫情风险；监管风险；六间房长期股权投资减值风险；新项目扩张低于预期；既有项目增长趋缓；股东减持风险。

■ 投资建议：大股东减持不改中线逻辑，新项目+新模式支撑成长中枢，维持“买入”

按最新股本摊薄，暂维持公司20-22年EPS 0.18/0.59/0.76元，估值102/30/23倍，其中预计演艺主业EPS 0.15/0.57/0.74元，估值117/31/24倍。虽然本次实控人减持计划公告在此前市场预期之外，短期不排除有一定情绪影响，但并不影响实控人高位控股上市公司的局面，也不影响公司中线成长逻辑。从基本面的角度，公司存量项目仍有望后续环比逐步恢复。展望明年，一是若疫情如果超预期恢复，不排除存在补偿性消费需求反弹；二是从明年消费个股选择来看，综合成长与估值，公司相对性价比也日益突出。中长线看，伴随新项目新模式积极推进，未来3-5年业绩成长确定性仍有支撑，维持“买入”。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 20-8-11	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	214.28	2.37	1.90	3.64	90.38	112.78	58.87	25.77
002607	中公教育	买入	38.00	0.29	0.38	0.51	129.87	100.69	75.17	79.34
300144	宋城演艺	买入	17.82	0.51	0.18	0.59	34.78	101.51	30.02	5.50
300010	豆神教育	买入	19.23	0.04	-0.04	0.41	494.78	-480.75	46.90	0.00
600754	锦江酒店	买入	47.45	1.14	0.85	1.32	41.61	55.73	35.84	3.60
600258	首旅酒店	买入	19.59	0.90	0.05	0.95	21.86	365.94	20.60	2.37
300662	科锐国际	增持	59.71	0.84	0.92	1.22	71.49	64.78	49.07	14.95
603043	广州酒家	买入	44.97	0.95	0.87	1.32	47.30	51.99	34.01	9.32
000796	凯撒旅业	买入	16.19	0.16	-0.10	0.18	103.46	-169.18	89.99	5.86
002707	众信旅游	增持	8.84	0.08	-0.10	0.21	113.27	-86.33	41.70	3.66
603136	天目湖	增持	29.15	1.07	0.79	1.29	27.24	36.90	22.60	4.10
600138	中青旅	买入	12.03	0.78	0.20	0.88	15.33	59.15	13.67	1.42
002621	美吉姆	增持	7.68	0.20	-0.18	0.23	38.40	-42.67	33.39	5.28
000888	峨眉山A	增持	6.11	0.43	0.06	0.44	14.23	99.75	14.02	1.36
600054	黄山旅游	增持	9.03	0.46	0.10	0.50	19.63	94.84	18.04	1.61
002159	三特索道	买入	12.90	0.08	-0.12	0.39	161.25	-107.50	32.84	1.86
000978	桂林旅游	增持	5.09	0.15	0.13	0.24	33.93	39.15	21.21	1.17
002033	丽江股份	增持	6.56	0.37	0.08	0.37	17.71	82.71	17.75	1.48

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1785	1200	1000	1000
应收款项	131	59	119	164
存货净额	6	1	2	3
其他流动资产	145	95	160	219
流动资产合计	2921	2721	3467	4884
固定资产	2681	3176	3823	4182
无形资产及其他	1498	1456	1413	1370
投资性房地产	472	472	472	472
长期股权投资	3469	4625	6409	7209
资产总计	11041	12449	15584	18117
短期借款及交易性金融负债	0	1194	2773	3335
应付款项	301	67	229	353
其他流动负债	464	418	333	495
流动负债合计	765	1679	3335	4183
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	394	523	692	693
长期负债合计	394	523	692	693
负债合计	1159	2202	4026	4876
少数股东权益	268	243	234	223
股东权益	9614	10004	11323	13018
负债和股东权益总计	11041	12449	15584	18117

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.51	0.18	0.59	0.76
每股红利	0.07	0.03	0.09	0.11
每股净资产	3.68	3.83	4.33	4.98
ROIC	18%	2%	27%	35%
ROE	14%	5%	14%	15%
毛利率	71%	67%	74%	73%
EBIT Margin	57%	6%	62%	62%
EBITDA Margin	66%	32%	75%	72%
收入增长	-19%	-54%	144%	37%
净利润增长率	4%	-66%	238%	28%
资产负债率	13%	20%	27%	28%
息率	0.4%	0.1%	0.5%	0.6%
P/E	34.8	101.5	30.0	23.4
P/B	4.8	4.7	4.1	3.6
EV/EBITDA	27.7	127.1	23.4	17.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2612	1189	2904	3989
营业成本	747	390	764	1058
营业税金及附加	36	12	29	40
销售费用	146	166	113	162
管理费用	188	546	205	266
财务费用	(18)	(52)	56	107
投资收益	273	118	120	86
资产减值及公允价值变动	18	(40)	(8)	(6)
其他收入	(78)	310	0	0
营业利润	1726	515	1848	2435
营业外净收支	(96)	15	10	10
利润总额	1630	530	1858	2445
所得税费用	265	101	316	465
少数股东损益	25	(30)	(10)	(13)
归属于母公司净利润	1340	459	1552	1994

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1340	459	1552	1994
资产减值准备	(14)	(1)	3	2
折旧摊销	228	309	371	426
公允价值变动损失	(18)	40	8	6
财务费用	(18)	(52)	56	107
营运资本变动	3684	(24)	122	184
其它	36	(24)	(11)	(13)
经营活动现金流	5255	759	2044	2598
资本开支	(583)	(800)	(986)	(750)
其它投资现金流	(748)	(512)	(820)	(1312)
投资活动现金流	(3743)	(2469)	(3591)	(2862)
权益性融资	14	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(174)	(69)	(233)	(299)
其它融资现金流	(941)	1194	1579	563
融资活动现金流	(1277)	1125	1346	264
现金净变动	235	(585)	(200)	(0)
货币资金的期初余额	1550	1785	1200	1000
货币资金的期末余额	1785	1200	1000	1000
企业自由现金流	4581	(454)	994	1854
权益自由现金流	3639	781	2527	2330

相关研究报告

《宋城演艺-300144-2020年半年报点评：疫情不改龙头本色，新模式新项目支撑长期中枢》 ——2020-08-09

《宋城演艺-300144-重大事件快评：复园在即，重启市值成长新征程》 ——2020-05-19

《宋城演艺-300144-深度报告：不断进击的中国演艺新标杆》 ——2020-05-12

《宋城演艺-300144-2019年报及2020年一季报点评：短跟复园节奏，中看演艺复制及演艺集群成长》 ——2020-04-28

《宋城演艺-300144-2019年三季报点评：三季报主业较快增长，新项目新模式新看点》 ——2019-10-23

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032