

各项目营收恢复较快，上海项目明年开业迎演艺新模式

宋城演艺 (300144)

事件

发布三季报，前三季度实现营业收入 6.19 亿元，同比下降 71.96%，实现归母净利润 1.34 亿元，同比下降 89.47%，实现扣非归母净利润 1.11 亿元，同比下降 89.84%。

简评

业绩受疫情拖累，Q3 稳步复苏

公司前三季度营收及业绩下滑幅度较大，仍受到疫情拖累，Q3 单季度实现营业收入 3.36 亿元，同比下降 57.45%，实现归母净利润 9390.35 万元，同比下降 80.64%，由于公司主要项目多数在 Q2 末恢复营业，Q3 单季度仍在稳步恢复中。Q3 毛利率达 55.4%，同比下降 24.4pct；费用端，Q3 销售费用率达 3.6%，同比提升约 0.5pct。管理费用率达 15.0%，同比提升约 9.3pct。研发费用率达 3.5%，同比提升约 3pct。前三季度实现经营活动现金流量净额 1.59 亿元，同比下降 89.4%，主要受六间房不再并表以及疫情影响收入下滑，但经营性现金流仍维持净流入；报告期末，存货余额较年初增长 184.35%，主要系库存商品增加所致。应付职工薪酬较期初减少 46.26%，系发放职工薪酬所致。管理费用同比增加 86.49%，主要系疫情期间各公司闭园，将营业成本调整至本科目所致。Q3 公司研发费用在疫情之下进一步增加，同比增长 220.14%，前三季度研发费用已超去年同期。

各项目收入恢复情况较好，散客提升，创作能力逐步积累

公司旗下各项目自恢复营业以来，收入均迎来较快恢复，公司旗下自营景区收入至 10 月份已基本恢复至同比 80% 水平。至 10 月份，桂林项目收入恢复速度较快，同比约达 135%，杭州乐园及烂苹果乐园收入恢复至 110%，均超同期水平。三亚和丽江项目收入恢复也已超 70%，杭州宋城收入恢复约 65%。总体看，各项目收入恢复情况均较快，Q4 若无疫情反复等影响，预计旗下各景区平均收入恢复程度有望延续趋势，年末或有望接近同期水平。公司年内散客比也有较好提升，年内至今散客比较去年同期约提升近 13 个百分点，预计占比已超 65%，散客化成为大趋势，未来国内市场对演艺产品的内容需求不断提升，多台演出的演艺谷及多种演艺形式需要通过内容充分吸引散客，延长消费时间，散客比近年稳步提升，反映公司演艺吸引力粘性。在 Q2 末大部分项目恢复营业的情况下，Q3 单季公司即实现经营性现金流转

维持
增持

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440520070008

发布日期：2020 年 10 月 31 日

当前股价：16.6 元

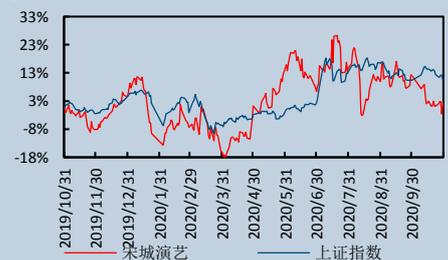
目标价格 6 个月：21 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-9.14/-9.15	-10.08/-8.18	1.73/-7.98
12 月最高/最低价 (元)		33.47/15.46
总股本 (万股)		261,469.4
流通 A 股 (万股)		220,870.92
总市值 (亿元)		434.04
流通市值 (亿元)		366.65
近 3 月日均成交量 (万股)		2,503.62
主要股东		
杭州宋城集团控股有限公司		29.48%

股价表现



相关研究报告

- 20.08.09 【中信建投景点】宋城演艺(300144): 受益下半年旅游复苏, 扩张稳健运营改善
- 19.10.23 【中信建投景点】宋城演艺(300144): 旅游主业表现亮眼, 新项目稳步推进
- 19.09.02 【中信建投景点】宋城演艺(300144): 主业增长稳定, 二轮扩张渐落地

正，且带动全年经营性现金流净额回正。同时公司也在年内结合自身演艺龙头的地位，一定程度上让利前端旅行社，帮助产业链逐步恢复。对于未来演艺市场的竞争，剧作和演艺产品的创作能力成为重要竞争力，公司积极加强创作团队的能力建设，同时激发演艺工作人员创作热情，形成产品创作的良性生态。目前公司旗下剧目在多年积累中已形成丰富的矩阵，对于未来多场演出的演艺谷或演艺王国模式有较多的内容储备。

上海项目明年上半年落地，演艺模式迎来转换期

公司上海项目预计大概率将于明年春季开业，目前项目整体进入竣工验收阶段。上海项目是公司进入一线城市发展城市演艺的重要尝试，关注度较高，较好的客流覆盖度预计也有望为公司带来重要的业绩驱动。当前，公司的演艺发展模式也逐步迎来新阶段，过往比较熟悉的模式成为公司的基本盘。未来公司演艺模式向两个方面发展，一是以上海项目为代表的城市演艺项目，其内容需求与景区演艺有较大差别，且一定程度上会面临城市内部其他丰富舞台剧或产品的竞争。二是以珠海演艺谷等为代表的多场演艺的演艺主题乐园模式，需要内容丰富和集成，同时需要留住过夜游客，延长游客的消费时间以及提升主题乐园内部的二次消费和配套等。此两种模式与过往的演艺发展存在一定的区别，公司目前拥有演艺内容的丰富储备，较强的品牌认知度以及多种演艺场景的积累及探索，有望在新模式下进一步增强客户粘性，打开发展空间。

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.17、0.59、0.73 元，当前股价对应 PE 分别为 99X、28X、23X，维持“增持”评级。

风险提示：新项目建设或培育不及预期；存量项目恢复不及预期；内容创作及新演艺模式的发展不及预期；宏观旅游环境及政策变化。

盈利预测

表 1：盈利预测

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2612	1173	3267	3924
变化率	-18.7%	-55.1%	178.6%	20.1%
归母净利润	1340	441	1546	1900
变化率	4.1%	-67.1%	251.0%	22.9%
EPS (元)	0.92	0.17	0.59	0.73
P/E	18.0	98.5	28.1	22.8

资料来源：Wind，中信建投

表 2： 宋城演艺财务报表预测

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2612	1173	3267	3924	经营活动现金流	1571	506	1848	1927
减：营业成本	747	440	931	1099	净利润	1365	449	1575	1936
营业税金及附加	36	14	39	47	折旧摊销	256	259	327	413
营业费用	146	104	183	204	财务费用	-18	-52	-23	-24
管理费用	188	182	232	275	投资损失	-273	-83	-100	-100
财务费用	-18	-52	-23	-24	营运资金变动	130	-55	76	-291
资产减值损失	-17	-1	-10	-9	其它经营现金流	111	-12	-5	-7
其他收益	4	2	3	3	投资活动现金流	-1181	382	-875	-751
投资收益	273	83	100	100	资本支出	813	-92	155	261
营业利润	1726	550	1954	2358	长期股权投资	-25	-1	-1	-1
营业外收入	6	5	6	19	其他投资现金流	-393	288	-721	-491
营业外支出	102	20	62	45	筹资活动现金流	-161	-281	45	-248
利润总额	1630	534	1898	2332	短期借款	0	55	20	0
减：所得税	265	85	323	396	长期借款	0	0	0	12
净利润	1365	449	1575	1936	其他筹资现金流	-161	-336	25	-261
少数股东损益	25	8	29	36	现金净增加额	232	607	1018	928
归属母公司净利润	1340	441	1546	1900					
EBITDA	1833	747	2170	2682					
EPS（摊薄）	0.92	0.17	0.59	0.73					

资产负债表（百万元）					主要财务指标				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2921	2225	3290	2844	营业收入增长率（%）	-18.7	-55.1	178.6	20.1
货币资金	1785	1310	2328	1906	归母净利增长率（%）	4.1	-67.1	251.0	22.9
应收票据及应收账款	5	18	56	40	毛利率（%）	71.4	62.5	71.5	72.0
预付账款	17	20	45	7	净利率（%）	51.3	37.6	47.3	48.4
存货	6	10	9	6	ROE	13.8	4.5	13.6	14.6
非流动资产	8120	8061	8360	9801	ROIC	37.0	9.7	32.3	27.9
长期股权投资	3469	3470	3470	3500	EPS	0.92	0.17	0.59	0.73
固定资产	2311	2350	2570	3895	PE	18.0	98.5	28.1	22.8
资产总计	11041	10286	11650	12644	PB	2.5	4.4	3.8	3.4
流动负债	765	319	1389	1078	总负债 / 总资产	10.5	3.2	12.0	8.7
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.8	7.0	2.4	2.6
应付票据及应付账款	301	155	208	671	速动比率	3.8	7.0	2.4	2.6
非流动负债	394	11	10	22					
负债合计	1159	329	1399	1101					
少数股东权益	268	277	306	341					
归属母公司股东权益	9614	9681	9946	11203					

资料来源：Wind，中信建投

分析师介绍

陈如练：上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投社会服务团队，2年国有资本风险投资经验，2年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:杨洁
 邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
 浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
 电话:(8621) 6882-1612
 联系人:翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:陈培楷
 邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk