

中信证券研究部


姜娅
 首席消费产业
 分析师
 S1010510120056



杨清朴
 社会服务分析师
 S1010518070001

核心观点

受疫情管控限流及部分地区惠民政策下低价施行，预计公司 Q3 整体增长恢复还较有限，而同时景区固定成本较高、西安项目开业带来折摊等费用增加，因此预计 Q3 公司盈利同比还将体现较大降幅。我们预计 20Q3 收入 3.38 亿元/-57%、归母净利润 9300 万元 (vs 19Q3 4.85 亿元)。我们认为年内疫情影响折射到财务端的压力集中释放后，来年将重回正常轨道，上海项目开业还将带动公司回归成长。

■ **Q3 预计接待量环比改善，收入端总体仍承压。**公司存量项目来看，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 日全部复园，西安项目 6 月 22 日开业。7 月中旬跨省团队游恢复后公司游客接待量改善显著，结合公司官网披露的演出场次跟踪情况来看，8 月后存量项目基本恢复至日均 2 场左右，丽江、桂林已逐步回升至 4-5 场；杭州本部在夜游狂欢活动和全新演艺秀《喀秋莎》《WA!恐龙》等带动下场次恢复节奏更快，周末单天引流可达 4-6 千人。但从整体收入端预期来看，尽管客流量恢复良好，但演出上座率仍然受到政策限制（8 月中旬由 30% 上调至 50%，9 月底升至 75%），且公司阶段性通过低价策略吸引客流（部分地方政府也对降价给出了指导意见），预计有效票价比率还将下降，我们综合预计存量可比项目收入同比下滑幅度在 50%-70% 之间；新项目西安、重新开业的九寨项目预计合计收入约 2000-2500 万，综合预计公司 Q3 单季收入 3.38 亿元、整体下滑约 57%。

■ **年内财务压力释放，来年重回成长。**公司存量业务稳态下单季度经营成本约 1.5 亿，考虑景区固定成本相对较高，同时 Q3 以来杭州多个新剧院已投入使用，九寨、西安开业初期将伴有开办费用及折旧摊销的增加，因此预计 Q3 单季毛利率水平环比将出现较大幅度下降，我们预测 Q3 公司归母净利润约 9300 万 (vs 19Q3 4.85 亿)。全年来看，预计 Q4 公司核心旅游演艺主业仍将受到疫情反复以及游客出游心理变化的影响，截至 20Q2 公司账面上的长期股权投资约 34.9 亿元（主要为公司持有的花椒六间房约 39.5% 股权），花房整体投资收益影响预计也将存在。综上，我们下调 2020 年公司归母净利润预测至 1.44 亿元 (vs 原预测 5.2 亿元)，其中杭州、三亚、丽江项目预计同比 70% 以上下滑，桂林项目微亏，张家界、九寨、西安单项目权益后亏损约 2000 万元；假设花房存在较大负收益影响。展望来年，上海项目 5 月左右开业将带来又一重磅产品，同时虽然疫情影响下西安、张家界等新项目还将继续爬坡，但公司总体收入增长和盈利表现将重回正常轨道，鉴于当前市场情况我们调整公司 2021-2022 年归母净利润预测至 12.50、17.19 亿元 (vs 原预测 16.01、19.05 亿元)。

■ **风险因素：**自然灾害影响；新项目拓展不及预期；互联网演艺板块政策性风险。

宋城演艺	300144
评级	买入 (维持)
当前价	16.75 元
总股本	1,453 百万股
流通股本	1,189 百万股
52 周最高/最低价	27.04/18.9 元
近 1 月绝对涨幅	13.72%
近 6 月绝对涨幅	24.20%
近 12 月绝对涨幅	1.48%

■ **投资建议：**Q3 公司环比恢复显著，但总体仍受疫情影响，短期财务压力存在。而虽然疫情影响还将持续一段时间，对新项目爬坡期及未来现金流造成或有影响，但基本上回升趋势已明确，上海项目的开业也将为公司带来新的动力，2021 年公司有望重回正常轨道，回归成长。综上，暂不考虑佛山、西塘、珠海等新项目预期，下调 2020-2022 年归母净利润预测至 1.44 亿、12.50 亿、17.19 亿元（原预测 5.2 亿、16.01 亿、19.05 亿元），对应预计 2020-2022 年 EPS 预测为 0.06/0.48/0.66 元（原为 0.20/0.62/0.73 元），对应 21/22 年 PE 约 35/25 倍。从国庆数据表现看，公司旗下各景区合计接待游客同比恢复约 91.5%，营收与去年同期持平。公司用经营端的强劲表现向市场证明其管理层的强大执行力和经营效率，对未来演艺谷模式的落地稳步推进，在 1-2 年需求端回流趋势非常明确情况下，公司有望继续承载来自国内游和周边游市场的核心消费力量，维持中长期成长逻辑判断，和“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3211	2612	875	2882	3822
营业收入增长率	6.2	-18.7	-66.5	229.4	32.6
净利润(百万元)	1287	1340	144	1250	1719
净利润增长率	20.6	4.1	-89.3	768.8	37.5
每股收益 EPS(基本)(元)	0.89	0.92	0.06	0.48	0.66
毛利率%	66.4	71.4	57.6	72.2	74.1
净资产收益率 ROE%	15.2	13.9	1.5	11.5	13.9
PE	19	18	304	35	25
PB	5.2	4.6	4.5	4.0	3.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 21 日收盘价

表 1：公司分季度预测表

单位：亿元	19Q3	19Q4	2019	20Q1	20Q2	20Q3 E	20Q4 E	2020E
营业收入	7.89	4.10	26.35	1.34	1.48	3.38	2.55	8.75
杭州本部	2.20	1.62	7.98	0.45	0.35	0.94	0.68	2.42
三亚千古情	1.20	0.67	4.30	0.23	0.24	0.40	0.30	1.17
桂林千古情	0.70	0.14	1.68	0.08	0.09	0.32	0.07	0.56
丽江千古情	1.50	0.36	3.33	0.16	0.11	0.65	0.18	1.09
张家界千古情	0.50	0.16	0.66	0.11	0.09	0.15	0.02	0.37
九寨千古情	-	-	-	-	-	0.10	0.00	0.10
西安千古情	-	-	-	-	-	0.12	0.04	0.16
轻资产项目结算	0.30	-0.12	1.36	0.30	0.46	0.00	0.50	1.26
六间房	-	0.00	2.50	-	-	-	-	-
传统业务及其他	1.49	1.26	4.53	0.0	0.14	0.70	0.76	1.63
营业成本	1.59	1.63	7.51	0.33	0.33	1.09	1.37	3.11
毛利	6.30	2.47	18.84	1.01	1.15	2.30	1.18	5.64
营业税金及附加	0.10	0.12	0.39	0.0	0.02	0.04	0.03	0.10
折旧费	0.60	0.63	2.43	0.50	0.50	0.65	0.65	2.30
员工薪酬	0.15	0.02	0.45	0.06	0.06	0.12	0.12	0.36
广告宣传费	0.7	-0.1	1.60	0.05	0.50	0.25	0.30	1.10
其他（财务费用、投资收益）	-1.16	0.88	-2.40	-0.16	0.23	0.08	0.16	0.31
利润总额	5.91	0.93	16.39	0.55	-0.16	1.16	0.18	1.73
归母净利润	4.85	0.72	13.42	0.50	-0.10	0.93	0.11	1.44

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,211	2,612	875	2,882	3,822
营业成本	1,078	747	370	801	991
毛利率	66.4%	71.4%	57.6%	72.2%	74.1%
营业税金及附加	32	36	16	54	72
销售费用	288	146	119	147	168
营业费用率	9.0%	5.6%	13.6%	5.1%	4.4%
管理费用	273	237	194	350	498
管理费用率	8.5%	9.1%	22.2%	12.1%	13.0%
财务费用	-1	-18	8	39	55
财务费用率	0.0%	-0.7%	0.9%	1.4%	1.4%
投资收益	84	277	-58	57	63
营业利润	1,603	1,726	135	1,531	2,096
营业利润率	49.9%	66.1%	15.5%	53.1%	54.8%
营业外收入	16	6	20	5	5
营业外支出	76	102	30	30	30
利润总额	1,542	1,630	125	1,506	2,071
所得税	265	265	29	252	347
所得税率	17.2%	16.3%	23.2%	16.7%	16.7%
少数股东损益	-10	25	0	4	5
归属于母公司股东的净利润	1,287	1,340	144	1,250	1,719
净利率	40.1%	51.3%	16.5%	43.4%	45.0%
每股收益 (元) (摊薄)	0.89	0.92	0.06	0.48	0.66

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,287	1,340	144	1,250	1,719
少数股东权益	-10	25	0	4	5
折旧和摊销	256	256	251	277	298
营运资金的变化	122	129	-554	-504	-391
其他经营现金流	-8	-176	40	-2	-2
经营现金流合计	1,647	1,575	-119	1,025	1,629
资本支出	-665	-813	-620	-1,245	-1,485
投资收益	1	0	-58	57	63
资产变卖	142	2	30	20	0
其他投资现金流	-765	-370	0	0	0
投资现金流合计	-1,287	-1,181	-648	-1,168	-1,422
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-200	372	500	500	0
股息支出	-183	-174	-19	-163	-223
其他融资现金流	122	-358	-8	-39	-55
融资现金流合计	-262	-161	474	298	-279
现金及现金等价物净增加额	98	233	-293	155	-71

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,550	1,785	1,492	1,647	1,576
存货	3	6	2	4	4
应收账款	67	5	25	77	94
其他流动资产	1,180	1,124	1,339	1,960	2,305
流动资产	2,800	2,921	2,858	3,688	3,979
固定资产	2,139	2,311	2,791	3,150	3,484
长期股权投资	1,055	3,469	3,469	3,469	3,469
无形资产	1,397	1,498	1,454	1,409	1,369
其他长期资产	3,425	842	746	1,379	2,272
非流动资产	8,017	8,120	8,459	9,407	10,594
资产总计	10,817	11,041	11,317	13,095	14,573
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	318	301	74	160	198
其他流动负债	800	464	341	441	381
流动负债	1,117	765	415	602	579
长期借款	0	0	500	1,000	1,000
其他长期负债	11	394	394	394	394
非流动性负债	11	394	894	1,394	1,394
负债合计	1,129	1,159	1,309	1,995	1,973
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
归属于母公司所有者权益合计	8,471	9,614	9,739	10,827	12,323
少数股东权益	1,217	268	269	273	278
负债股东权益总计	10,817	11,041	11,317	13,095	14,573

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	21.4	-13.6	-66.5	229.4	32.6
营业利润增长率	39.6	28.2	-92.2	1032.1	36.8
净利润增长率	42.7	25.5	-89.3	768.8	37.5
毛利率	66.4	71.4	57.6	72.2	74.1
EBIT Margin	48.0	55.4	20.0	53.1	54.8
EBITDA Margin	56.0	65.2	48.7	62.7	62.6
净利率	40.1	51.3	16.5	43.4	45.0
净资产收益率	15.2	13.9	1.5	11.5	13.9
总资产收益率	13.4	12.4	1.3	9.8	12.0
资产负债率	10.4	10.5	11.6	15.2	13.5
所得税率	17.2	16.3	23.2	16.7	16.7
股利支付率	13.6	12.8	19.4	13.0	13.0

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。