

公司研究/公告点评

2020年07月15日

社会服务/景点 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 20.30  
合理价格区间(元): 24.96~25.59

**梅昕** 执业证书编号: S0570516080001  
研究员 021-28972080  
meixin@htsc.com

**孙丹阳** 执业证书编号: S0570519010001  
研究员 021-28972038  
sundanyang@htsc.com

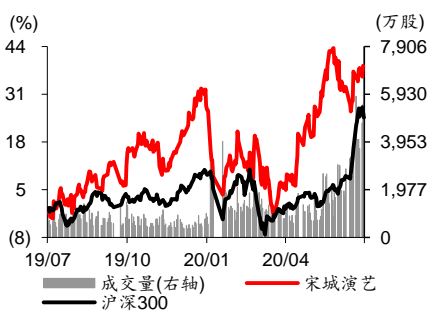
**王莎莎** 执业证书编号: S0570517090002  
研究员 010-56793922  
wangshasha@htsc.com

**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

相关研究

- 1《宋城演艺(300144 SZ,买入): 至暗时刻已过, 关注新项目进展》2020.04
- 2《宋城演艺(300144 SZ,买入): 2019年如期增长, 疫情不改长期逻辑》2020.02
- 3《宋城演艺(300144 SZ,买入): 上海项目明年开业在即, 空间可期》2019.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,615
流通 A 股 (百万股)	2,209
52 周内股价区间 (元)	17.30-32.88
总市值 (百万元)	53,078
总资产 (百万元)	10,937
每股净资产 (元)	3.67

资料来源: 公司公告

## 疫情拖累业绩, 团队游恢复有助客流回暖

### 宋城演艺(300144)

#### 疫情对公司 1H20 业务有较大负面拖累

公司公告 1H20 业绩预告, 实现归母净利润 0-7851 万元, 相较于去年同期下降 100%-90%。公司旗下各景区于 2020 年 1 月 24 日起暂停运营, 6 月 12 日始全面恢复营业。跨省团队游恢复/景区游客接待上限升至最大量 50%, 演艺游客量有望修复。短期疫情不改长期发展逻辑, 公司停业期间加紧内功修炼, 有望向多剧目、多种票型组合的综合演艺王国转变升级; 西安项目 6 月 22 日亮相沪灞, 上海项目开业在即, 贡献明后年业绩增长点。预计 20-22 年 EPS0.17/0.62/0.75 元, 维持买入评级。

#### 停业期间加紧内功修炼, 宋城演艺王国雏形初现

据公告, 公司充分利用闭园停业期开展各个项目的整改提升, 对硬件设施、内容创作、市场营销、景区商业、精细化用工等多方面进行优化升级。以杭州大本营为例, 室内外剧院矩阵和多元化演艺剧目等软硬件的打造已基本完成, 宋城演艺王国雏形初现。公司积极探索创新模式, 丰富夜游经济休闲产品, 为公司未来持续增长储备充足动力。

#### 西安项目 6 月 22 日亮相沪灞, 上海项目开业在即

西安宋城演艺王国位于铲灞区世博园, 占地面积约 100 亩, 6 月 22 日开园, 其室内演艺项目《西安千古情》也于同日首演, 该作品以华裔少女归国寻根为故事主线, 以半坡之光/灞河之洲/大禹治水/大唐盛世/丝绸之路为主要章节, 充分融合舞蹈/杂技/情景剧等元素, 结合诸多舞台新科技, 再现西安恢弘史诗。除《西安千古情》, 公司还计划推出《喀秋莎》等 10 余台针对不同群体的演出。据公司官网, 今年 3Q“上海宋城演艺王国·世博大舞台”将以《上海千古情》等十余台驻场演出隆重启幕, 可容纳 6000 名观众。

#### 跨省团队游恢复/景区游客接待上限升至最大量 50%, 演艺游客量有望修复

据文旅部 7 月 14 日发文, 各地文化和旅游行政部门在做好疫情防控工作的前提下, 经相关部门同意后, 可恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省(区、市)团队旅游及“机票+酒店”业务, 旅游景区接待游客量由不得超过最大承载量的 30% 调至 50%。据调研, 公司丽江项目团客占比 60-70%, 桂林项目占比 65%, 杭州项目占比 35%, 三亚项目占比 20%, 目前已开业项目单日演出场次均在 1-2 场(公司官网数据), 跨省团队游恢复及景区游客接待上限提升有助于公司游客量逐渐回暖, 若疫情持续好转, 我们认为后续针对景区接待游客量的限制有取消可能。

#### 演艺龙头异地项目密集落地期, 维持买入

短期疫情反复影响客流, 公司每 10 股转增 8 股摊薄 EPS, 原预计 20-22 年 EPS0.6/1.12/1.32 元, 调整至 0.17/0.62/0.75 元, 市场风险偏好提升, 可比公司 21 年平均 PE40 倍, 公司商业模式优秀, 持续推进异地项目, 疫情不改长期发展逻辑, 给予公司 21 年目标 PE40-41 倍, 目标价 24.96-25.59 元(前值 32.23-32.82 元), 维持买入。

风险提示: 疫情反复影响客流; 后续新项目开业进较慢。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,211	2,612	1,268	3,598	4,228
+/-%	6.20	(18.67)	(51.46)	183.81	17.51
归属母公司净利润 (百万元)	1,287	1,340	442.98	1,632	1,955
+/-%	20.57	4.09	(66.94)	268.38	19.78
EPS (元, 最新摊薄)	0.49	0.51	0.17	0.62	0.75
PE (倍)	41.24	39.62	119.82	32.53	27.16

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	预测 PE 2020	预测 PE 2021
002607.SZ	中公教育	1946.43	107.26	77.95	57.11
600754.SH	锦江酒店	297.14	34.62	55.28	25.62
600258.SH	首旅酒店	180.05	63.18	100.33	18.37
601888.SH	中国中免	3709.70	168.39	121.69	59.38
	平均值	1533.33	93.36	88.81	40.12

注: 交易日期截至 2020 年 7 月 15 日, 皆为 Wind 一致盈利预测。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

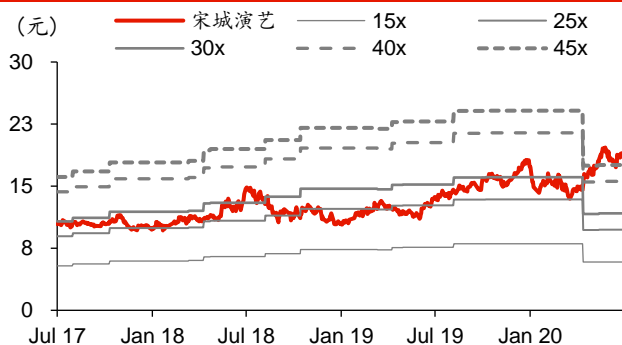
图表2: 公司主要财务指标盈利预测调整前后对照

	调整前			调整后			调整原因
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
杭州宋城	622.36	1,075.79	1,185.09	367.54	1,111.80	1,224.76	公司旗下原有项目 6 月 12 日方复园, 且复原后接待游客量由不得超过最大承载量的 30% 的限制、此前团队游也未恢复, 客流恢复情况低于预期; 其中三亚项目下调幅度好于其他项目, 主要因海南密集发布离岛免税放宽政策, 提振客流, 我们认为三亚千古情或受益于免税客流外溢。我们原预期上海项目暑期前开业, 因目前尚未有明确时间表, 亦下调盈利预测
yoy	-33.50%	72.86%	10.16%	-60.00%	202.50%	10.16%	
三亚宋城	275.26	467.15	514.61	196.36	496.78	547.25	
yoy	-33.50%	69.71%	10.16%	-50.00%	153.00%	10.16%	
丽江宋城	239.66	414.28	452.14	133.37	418.26	456.49	
yoy	-33.50%	72.86%	9.14%	-60.00%	213.60%	9.14%	
九寨宋城	89.04	200.76	229.35	49.50	215.61	246.31	
yoy		125.47%	14.24%		335.57%	14.24%	
桂林宋城	130.90	243.10	307.52	55.00	229.73	290.61	
yoy	-23.00%	85.71%	26.50%	-65.76%	317.69%	26.50%	
张家界宋城	72	172.80	242.14	45	198.90	262.31	
yoy	-10.00%	140.00%	40.13%	-31.28%	342.00%	31.88%	
西安宋城	64	200.00	336.00	43.2	220.00	336.00	
yoy		212.50%	68.00%		409.26%	52.73%	
上海宋城	84.16	244.21	354.30	42.30	233.82	346.18	
yoy		190.17%	45.08%		452.75%	48.06%	
现场演艺毛利率	70.59	75.26	78.14	57.25	75.26	78.14	因公司有折旧摊销等固定成本, 开园延迟对公司毛利率亦有较大影响, 故下调已开业项目的毛利率预测
杭州宋城	75.00	80.89	81.44	60.00	80.89	81.44	
三亚宋城	79.23	79.97	80.50	60.00	79.97	80.50	
丽江宋城	77.58	78.32	78.92	60.00	78.32	78.92	
九寨宋城	72.15	74.05	75.49	60.00	74.05	75.49	
桂林宋城	74.89	77.60	78.65	60.00	77.60	78.65	
张家界宋城	50.00	76.83	79.02	60.00	76.83	79.02	
西安宋城	30.00	60.00	77.29	30.00	60.00	77.29	
上海宋城	30.00	60.00	74.01	30.00	60.00	74.01	

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

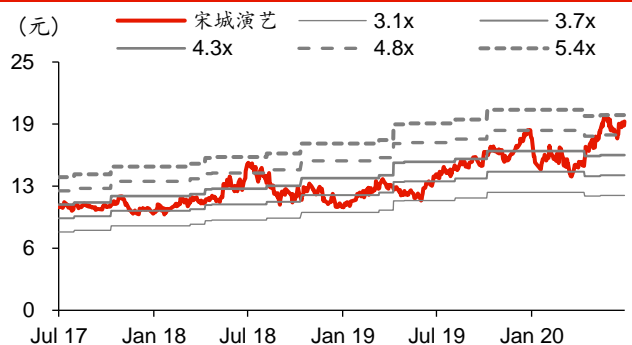
PE/PB - Bands

图表3: 宋城演艺历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 宋城演艺历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,800	2,921	2,806	4,783	5,591
现金	1,550	1,785	1,008	2,516	3,696
应收账款	66.82	5.34	30.88	71.92	48.88
其他应收账款	164.07	125.57	15.02	384.00	84.88
预付账款	17.84	17.22	0.00	48.30	8.46
存货	3.27	6.11	0.00	11.21	0.89
其他流动资产	997.75	981.68	1,752	1,752	1,752
非流动资产	8,017	8,120	8,437	8,690	8,971
长期投资	1,055	3,469	3,534	3,584	3,638
固定投资	2,139	2,311	2,431	2,490	2,570
无形资产	1,397	1,498	1,603	1,738	1,849
其他非流动资产	3,425	841.69	869.73	877.89	913.88
资产总计	10,817	11,041	11,243	13,473	14,562
流动负债	1,117	765.04	513.27	1,324	659.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	317.62	300.66	358.06	534.72	429.12
其他流动负债	799.77	464.38	155.21	789.29	230.83
非流动负债	11.34	393.64	401.34	403.00	402.37
长期借款	0.00	0.00	7.70	9.35	8.72
其他非流动负债	11.34	393.64	393.64	393.64	393.64
负债合计	1,129	1,159	914.62	1,727	1,062
少数股东权益	1,217	268.32	271.43	279.38	290.52
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
留存公积	4,522	5,694	6,089	7,559	9,351
归属母公司股东权益	8,471	9,614	10,057	11,467	13,209
负债和股东权益	10,817	11,041	11,243	13,473	14,562

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,647	1,571	514.43	2,238	1,982
净利润	1,278	1,365	446.09	1,640	1,966
折旧摊销	256.29	256.50	270.43	300.86	330.48
财务费用	(1.09)	(17.74)	(3.74)	6.90	33.95
投资损失	(63.28)	(273.17)	(60.00)	(40.00)	(43.94)
营运资金变动	127.71	130.08	(130.79)	340.33	(292.30)
其他经营现金	50.04	110.88	(7.57)	(9.44)	(11.51)
投资活动现金	(1,287)	(1,181)	(1,305)	(503.85)	(556.07)
资本支出	664.95	813.26	522.56	503.29	557.58
长期投资	(319.83)	(25.02)	(65.00)	(50.00)	(53.94)
其他投资现金	(942.08)	(393.13)	(847.32)	(50.56)	(52.44)
筹资活动现金	(261.83)	(160.81)	13.36	(226.60)	(246.48)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	7.70	1.65	(0.63)
普通股增加	0.00	0.00	1,162	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	(1,162)	0.00	0.00
其他筹资现金	(261.83)	(160.81)	5.66	(228.25)	(245.85)
现金净增加额	89.79	231.76	(777.09)	1,508	1,180

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,211	2,612	1,268	3,598	4,228
营业成本	1,078	747.19	461.10	892.78	963.84
营业税金及附加	32.03	36.16	14.83	40.99	49.59
营业费用	287.54	145.50	126.78	287.84	338.23
管理费用	202.56	188.22	152.13	359.80	422.79
财务费用	(1.09)	(17.74)	(3.74)	6.90	33.95
资产减值损失	31.90	(17.43)	0.00	0.00	4.23
公允价值变动收益	9.66	0.99	2.97	3.68	4.33
投资净收益	63.28	273.17	60.00	40.00	43.94
营业利润	1,603	1,726	567.81	2,034	2,431
营业外收入	15.54	6.00	35.00	20.00	19.13
营业外支出	76.34	101.52	58.79	71.78	77.11
利润总额	1,542	1,630	544.02	1,982	2,373
所得税	264.90	265.15	97.93	341.98	407.61
净利润	1,278	1,365	446.09	1,640	1,966
少数股东损益	(9.63)	25.11	3.11	7.95	11.14
归属母公司净利润	1,287	1,340	442.98	1,632	1,955
EBITDA	1,752	1,833	772.68	2,230	2,611
EPS (元, 基本)	0.49	0.51	0.17	0.62	0.75

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	6.20	(18.67)	(51.46)	183.81	17.51
营业利润	19.09	7.63	(67.09)	258.14	19.56
归属母公司净利润	20.57	4.09	(66.94)	268.38	19.78
获利能力 (%)					
毛利率	66.43	71.39	63.63	75.19	77.20
净利率	40.08	51.30	34.94	45.36	46.23
ROE	13.19	13.81	4.32	13.96	14.56
ROIC	22.95	37.01	10.43	42.00	43.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	10.43	10.49	8.13	12.82	7.30
净负债比率 (%)	(15.88)	(14.19)	(5.96)	(18.06)	(24.45)
流动比率	2.51	3.82	5.47	3.61	8.47
速动比率	1.69	3.62	5.25	3.48	8.29
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.24	0.11	0.29	0.30
应收账款周转率	64.04	72.39	70.00	70.00	70.00
应付账款周转率	4.35	2.42	1.40	2.00	2.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.51	0.17	0.62	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.71	0.20	0.86	0.76
每股净资产(最新摊薄)	3.24	3.68	3.85	4.39	5.05
估值比率					
PE (倍)	41.24	39.62	119.82	32.53	27.16
PB (倍)	6.27	5.52	5.28	4.63	4.02
EV_EBITDA (倍)	30.05	27.87	66.13	22.24	18.55

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，梅昕、孙丹阳、王莎莎、沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师梅昕、孙丹阳、王莎莎、沈晓峰本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司