

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

10月14日晚，公司发布19Q3业绩预告：预计2019年前三季度归母净利润预计同比增长5%-20%，2019Q3单季同比增长0-5%；预告期内花椒、六间房重组后各项业务均保持稳中向好态势，若同比均剔除数字娱乐平台及六间房与密境和风重组的财务影响，则前三季度归母净利润9.39亿-11.10亿元，同增约10%-30%，Q3单季归母净利润4.29亿-5.22亿元，同增约15%-40%。Q3在六间房出表利润降低情况下仍然实现正增长，折射出旅游主业的优秀表现。

■ Q3 单季新开业项目经营良好，丽江高增长带动整体超预期。分项目预计：1) 本部：预计杭州本部收入增约5%，Q3暑期停车场租赁以及园区改造折旧略增，预计盈利小幅增长；2) 三亚：三亚今年以来整体增长放缓明显，公司在上年同期高基数情况下预计收入和利润2-3%低个位数下滑。3) 丽江：2019年以来丽江市整体游客接待量预计增长近20%，预计丽江项目客流同比增约26-27%、收入端同比增长预计超30%，而利润端增速预计达50-60%。4) 新开业项目：桂林和张家界项目Q3表现超预期，预计桂林前三季度收入约1.2亿，张家界Q3收入约6000万。综上，我们预计Q3旅游主业同比增约27%，环比提速。

■ 花房整合之后的经营状况良好。六间房预计Q3可比口径单季净利基本持平；花椒年初至今经营情况持续改善，根据第三方平台数据来看，花椒7-9月前300名头部主播收入增幅达30%，增长趋势良好，与六间房合并后活动合作力度和成本管控方面继续强化，因此Q3单季花房整体预计实现正盈利。无论是六间房还是整合后的花房平台，业务韧性及盈利表现持续超预期，出表未对公司业绩形成明显拖累，是公司业绩超预期的原因之一。

■ 根据Q3业绩快报指引，我们对19年当期业绩做出调整：上调全年业绩预测至13.03亿（原预测12.05亿元），其中旅游主业9.9亿元，同比增长20.5%。主要调高了丽江、桂林项目贡献，以及花房相关的投资收益确认，同时三亚受当地景气影响略有调低。Q4来看国庆黄金周期间杭州宋城和三亚客流接待量均有7%左右下滑，主要受宏观经济、华东旅游整体景气偏弱以及国人长假出游更趋理性等因素影响。但公司及时对三亚产品结构做出调整，预计全年收入利润同比有望持平。结合前三季度表现，我们将丽江项目净利预测由此前1.85亿上调至2.19亿；桂林项目预计全年收入将达1.6亿，权益利润贡献预测由此前约4000万上调至4700万。轻资产部分Q3单季结算预计有限，维持预期全年利润为9500万。考虑近期公告的珠海项目30亿投资额相对此前异地项目投入体量较大，虽然公司经营现金流可满足公司发展的资金需求，但预计公司仍有概率寻求一定的银行贷款满足其资本开支计划，因此预期财务费用增加情况下，略微下调2021年预测至17.72亿元（原预测17.89亿元）。

■ 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	26.36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：**我们预计未来 2-3 年公司将迎来高确定性快速增长周期，一方面存量项目保持快增，同时珠海、西塘等 4.0 模式项目陆续储备、启动建设，我们认为公司探索新产品模式符合消费升级的需求，是为公司更加长期的持续增长进行战略储备。阶段性来看，预计 2020-2021 年建设期对公司业绩影响小、资金需求虽大但公司现金流较为充足，2021 年进入新一轮项目开业期后将迎 2-3 年产品检验期，公司能否打开更大的成长空间尚待时间体现。因此，新产品模式短期更多是战略布局，对财务表现几无影响，公司目前仍处于新项目密集开业前期市场给予确定性溢价的过程。鉴于 Q3 经营表现超预期，结合未来 1-2 年新项目投入带来的融资成本增加影响，调整 2019-21 年归母净利润预测至 13.03 亿/14.36 亿/17.72 亿元（原预测 12.05 亿/14.08 亿/17.89 亿元），其中演艺主业 9.9 亿/13.4 亿/16.8 亿元，及花房产生的投资收益 1.17 亿/0.54 亿/0.47 亿元；对应预计 2019-2021 年 EPS 为 0.90/0.99/1.22 元（原预测 0.83/0.97/1.23 元），现价对应 19/20 年 PE 约 29/27 倍，维持“买入”评级。

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3024	3211	2936	3455	4077
营业收入增长率	14.4	6.2	-8.6	17.7	18.0
净利润(百万元)	1068	1287	1303	1436	1772
净利润增长率	18.3	20.6	1.2	10.2	23.3
每股收益 EPS(基本)(元)	0.73	0.89	0.90	0.99	1.22
净资产收益率 ROE%	14.6	15.2	13.6	13.4	14.5
每股净资产 (元)	5.05	5.83	6.58	7.40	8.42
PE	36	30	29	27	22
PB	5.2	4.5	4.0	3.6	3.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 14 日收盘价

表 1: 公司项目分季度业绩预测表 (万元)

	2018	2019E	18H1	18Q3	18Q4	19H1	19Q3 E	YOY	19Q4 E
杭州宋城本部	37,789	39,029	19,688	14,000	4,102	19,786	14,700	5.0%	4,543
三亚千古情	24,862	23,793	14,524	7,000	3,339	14,198	6,790	-3.0%	2,805
丽江千古情	14,198	21,913	5,577	7,000	1,621	8,849	11,200	60.0%	1,864
九寨千古情	-2,638	-2,379	-1,208	-500	-930	-979	-500	0.0%	-900
桂林漓江千古情	-76	4,750	-570	500	-6	1,951	2,800	460.0%	-1
张家界千古情		1,000	-	-	-	-	600		400
六间房	41,111	11,000	18,853	13,000	9,258	7,000	4,000		-
轻资产	8,149	9,500	5,600	2,549	-	7,000	2,500	-1.9%	-
其他业务 (电商、19 年六间房投资收益等)	5,324	21,705	3,898	4,676	-3,410	20,705	7,000	49.7%	-6,000
合计	128,719	130,312	66,520	48,225	13,974	78,511	49,090	1.8%	2,711
YoY%							1.8%		-80.6%
旅游主业 (不含轻资产)	74,136	88,107	38,011	28,000	8,125	43,806	35,590	27.1%	8,711
YoY%		18.8%				15.2%	27.1%		7.2%

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,024	3,211	2,936	3,455	4,077
营业成本	1,113	1,078	913	1,013	1,084
毛利率	63.19%	66.43%	68.92%	70.68%	73.42%
营业税金及附加	30	32	39	52	62
销售费用	325	288	214	200	190
营业费用率	10.76%	8.95%	7.30%	5.80%	4.67%
管理费用	212	273	292	477	556
管理费用率	7.00%	8.51%	9.95%	13.81%	13.64%
财务费用	12	-1	-13	20	69
财务费用率	0.38%	-0.03%	-0.43%	0.59%	1.68%
投资收益	22	84	152	69	62
营业利润	1,346	1,603	1,794	1,758	2,175
营业利润率	44.52%	49.93%	61.09%	50.87%	53.35%
营业外收入	2	16	25	20	20
营业外支出	50	76	32	10	10
利润总额	1,297	1,542	1,787	1,768	2,185
所得税	228	265	326	327	408
所得税率	17.58%	17.17%	18.27%	18.52%	18.69%
少数股东损益	2	-10	4	4	5
归属于母公司股东的净利润	1,068	1,287	1,303	1,436	1,772
净利率	35.31%	40.08%	44.38%	41.57%	43.45%
每股收益 (元) (摊薄)	0.73	0.89	0.90	0.99	1.22

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,068	1,287	1,303	1,436	1,772
少数股东权益	2	-10	4	4	5
折旧和摊销	221	256	243	279	318
营运资金的变化	430	122	-646	-624	-409
其他经营现金流	44	-8	-316	-45	10
经营现金流合计	1,764	1,647	588	1,050	1,696
资本支出	-538	-665	-1,171	-1,050	-1,180
投资收益	26	1	152	69	62
资产变卖	18	142	30	20	0
其他投资现金流	-441	-765	1,097	-49	-56
投资现金流合计	-935	-1,287	108	-1,010	-1,175
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-200	-200	0	1,000	500
股息支出	-167	-183	-261	-287	-354
其他融资现金流	0	122	55	29	-12
融资现金流合计	-367	-262	-205	741	134
现金及现金等价物净增加额	463	98	491	781	655

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,460	1,550	2,041	2,821	3,476
存货	4	3	5	5	4
应收账款	33	67	84	92	101
其他流动资产	808	1,180	1,485	2,014	2,336
流动资产	2,306	2,800	3,614	4,932	5,917
固定资产	1,689	2,139	2,469	3,020	3,672
长期股权投资	34	1,055	2,655	2,655	2,655
无形资产	1,145	1,397	1,353	1,308	1,268
其他长期资产	3,581	3,425	1,482	1,776	2,082
非流动资产	6,449	8,017	7,958	8,759	9,678
资产总计	8,755	10,817	11,572	13,691	15,595
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	179	318	183	203	217
其他流动负债	1,080	800	601	497	408
流动负债	1,259	1,117	784	700	625
长期借款	0	0	0	1,000	1,500
其他长期负债	18	11	11	11	11
非流动性负债	18	11	11	1,011	1,511
负债合计	1,277	1,129	795	1,711	2,137
股本	1,453	1,453	1,453	1,453	1,453
资本公积	2,476	2,476	2,519	2,568	2,625
归属于母公司所有者权益合计	7,330	8,471	9,556	10,754	12,228
少数股东权益	147	1,217	1,221	1,225	1,230
负债股东权益总计	8,755	10,817	11,572	13,691	15,595

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	14.4	6.2	-8.6	17.7	18.0
营业利润增长率	17.3	19.1	11.9	-2.0	23.7
净利润增长率	18.3	20.6	1.2	10.2	23.3
毛利率	63.2	66.4	68.9	70.7	73.4
EBIT Margin	44.4	48.0	50.3	49.6	53.6
EBITDA Margin	51.7	56.0	58.6	57.6	61.4
净利率	35.3	40.1	44.4	41.6	43.5
净资产收益率	14.6	15.2	13.6	13.4	14.5
总资产收益率	12.4	13.4	12.6	11.5	12.3
资产负债率	14.6	10.4	6.9	12.5	13.7
所得税率	17.6	17.2	18.3	18.5	18.7
股利支付率	16.3	13.6	17.8	19.9	19.9

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. 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；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal 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员）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、35 及 36 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) 071/10/2018。

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。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条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的内容。

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 2019 版权所有。保留一切权利。