

宋城演艺 (300144.SZ)

盈利增长稳健，期待西安和上海项目

核心观点：

- **19 年公司演艺业务营收和归母净利润分别增长 13%和 17%，成长稳健。** 2 月 26 日公司发布 19 年业绩快报。19 年公司实现营收 26.2 亿元，同比下降 18.6%，实现归母净利润 13.4 亿元，同比增长 4.3%。若同比均不考虑六花重组，公司 19 年实现营收 22.3 亿元，同比增长 12.9%，实现归母净利润 10.4 亿元，同比增长 17.2%，实现扣非净利润 10.7 亿元，同比增长 21.3%。线下演艺业务成长稳健。单季度来看，19Q4 实现营收 4.1 亿元，Q4 归母净利润 7223 万元，我们测算 Q4 若同比不考虑六花重组，演艺业务营收略有下降，归母净利润表现平稳。
- **西安和上海项目预期 2020 年内开业，轻资产新郑项目贡献利润增量。** 目前在建和储备项目中，根据公司 2 月 3 日公告，西安和上海项目预期将于 2020 年内开业，重点新项目值得期待。此外，轻资产新郑项目也将于本年推出，九寨项目亦将恢复运营，预计轻资产业务或助力公司提升演艺业务盈利稳定性。长期来看，2021 至 22 年期间，在建的佛山、西塘和珠海项目也有望稳步推进、陆续落成。公司在建和储备项目规模较存量项目更大、业态更为多元，持续成长可期。
- **疫情影响短期，旅游需求或反弹，西安和上海项目值得期待，维持“买入”评级。** 疫情影响下公司旗下景区闭园预计带来短期影响，考虑公司拟推出一日票、三亚公司获得政府补助 828.5 万元，我们预计 20-21 年公司 EPS 分别为 0.75 和 1.02 元/股，同比分别下降 18.8%和增长 36.1%，考虑公司独特的异地复制能力，盈利能力较强、未来三年处于新一轮扩张期，长期成长可期，维持合理价值 31.9 元/股的判断不变。公司为演艺龙头，储备项目丰富、成长空间较大，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 疫情影响下公司短期业绩波动，宏观经济、天气和事件等因素影响出行需求和景区客流量，存量项目增长放缓，异地项目进度和盈利不及预期，资产减值风险。

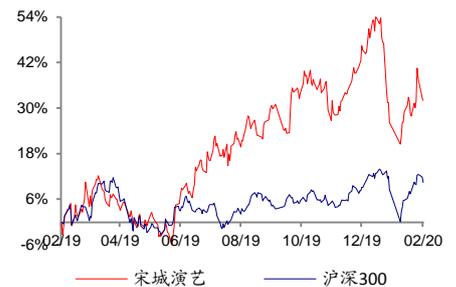
盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,024	3,211	2,615	2,416	2,946
增长率(%)	14.4	6.2	-18.6	-7.6	22.0
EBITDA(百万元)	1,565	1,797	1,467	1,365	1,819
净利润(百万元)	1,068	1,287	1,342	1,090	1,485
增长率(%)	18.3	20.6	4.3	-18.8	36.1
EPS(元/股)	0.73	0.89	0.92	0.75	1.02
市盈率(P/E)	25.39	24.09	30.49	37.54	27.57
市净率(P/B)	3.70	3.66	4.18	3.76	3.31
EV/EBITDA	16.52	16.40	26.33	28.60	21.20

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	28.18 元
合理价值	31.9 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-27

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003

SFC CE No. BNU523



021-60750610



zhangyulu@gf.com.cn

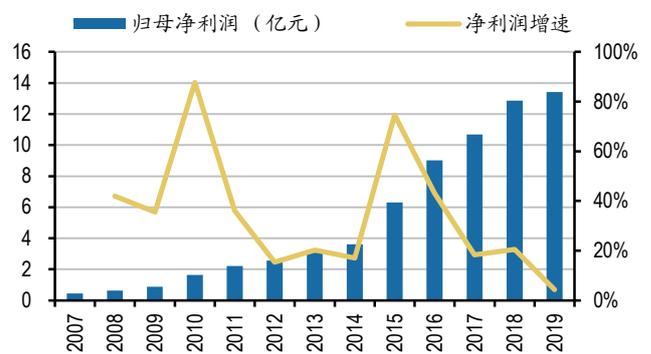
相关研究：

宋城演艺 (300144.SZ) :19 2020-01-20
 年盈利增长稳健，演艺龙头项目持续扩张

图1: 2019年公司实现营业收入26.2亿元



图2: 2019年公司实现归母净利润13.4亿元



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图3: 2019年Q4公司实现营业收入4.1亿元

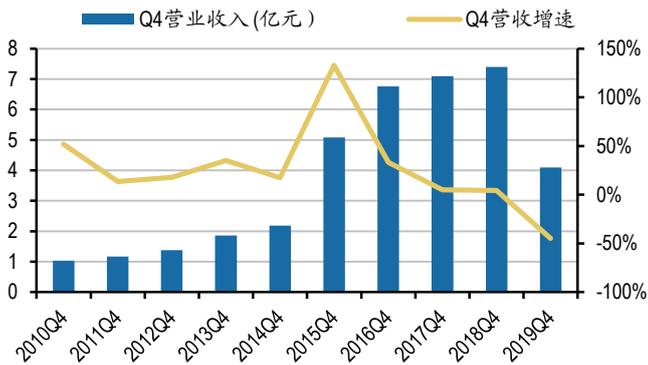
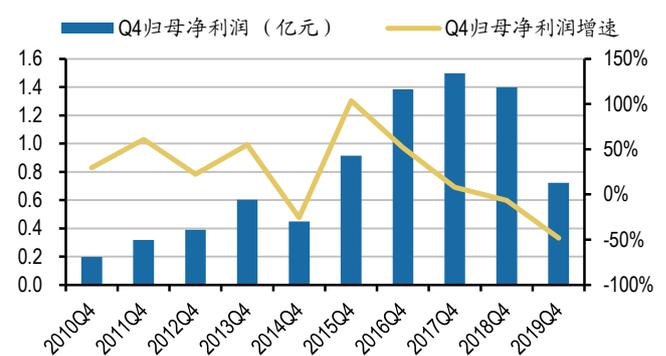


图4: 2019年Q4公司实现归母净利润7223万元



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表1: 公司存量、在建和储备自建项目情况概览

项目名称	开业期	建设期	投资额	合作情况	面积	项目选址
宋城千古情	1996年5月	-	-	-	90亩	杭州市西湖区之江路148号
三亚千古情	2013年9月	1年5个月	4.9亿元	设全资子公司	80亩	三亚市迎宾大道区块, 迎宾路西北
丽江千古情	2014年3月	2年1个月	3.34亿元	设全资子公司	140亩	丽江市玉龙县城核心区一带, 距离丽江古城约6公里
九寨千古情	2014年5月	约1年	2.46亿元	与天源酒店管理公司、搜罗广告公司合作, 收购增资组建合资公司(80%); 2015年4月8700万收购《藏谜》60%股权	33亩	四川省九寨沟漳扎镇“中旅大酒店”周边, 距离九寨沟风景区沟口7公里
桂林千古情	2018年7月	1年1个月	6.9亿元	与桂林旅游股份有限公司合作, 成立合资公司(70%)	161.24亩	广西省桂林市阳朔县城核心区
张家界千古情	2019年6月	1年2个月	5.4亿元	设全资子公司	170亩	张家界市武陵源区索溪峪镇文风居委会百花洲
西安项目	预期2020年	预期约2年	4.8亿元	与西安世园投资(集团)有限公司合作, 成立合资公司(80%)	100亩	西安浐灞生态区世博园内
上海项目	预期2020年	预期约1.5年	8.3亿元	与世博东迪合作, 成立合资公司(88%)	41200平方米(约合81.8亩)	上海世博大舞台
佛山项目	预期2021年	尚未开工	7亿元(一期)	全资子公司	90亩	佛山市南海区西樵镇听音湖片区
西塘项目	预期2021年	预期2年	10亿元(首期)	设全资子公司	预计350亩(首期132亩)	西塘镇西塘港南侧
珠海项目	待定	尚未开工	约30亿元	设全资子公司	约1500亩(实际拿地为准)	广东省珠海市斗门区斗门镇
澳洲项目	待定	待定	20.2亿元	设全资子公司	44.89万平方米(约合673亩)	澳大利亚黄金海岸的内兰区

数据来源: 公司公告、公司官网、公司财报、广发证券发展研究中心

注: 已开业项目建设期以项目开工日期起至正式开业期间计算; 未开业项目建设期以公司公告和官网预期建设期和开业时间计算。

风险提示

疫情影响下公司短期业绩波动, 宏观经济、天气和事件等因素影响出行需求和景区客流量, 存量项目增长放缓, 异地项目进度和盈利不及预期, 资产减值风险。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,306	2,800	3,468	3,044	3,572
货币资金	1,460	1,550	2,295	1,883	2,377
应收及预付	47	85	16	15	16
存货	4	3	3	3	3
其他流动资产	794	1,162	1,155	1,143	1,175
非流动资产	6,449	8,017	8,731	10,094	10,941
长期股权投资	34	1,055	1,055	1,055	1,055
固定资产	1,689	2,139	2,804	4,141	4,991
在建工程	230	146	195	221	218
无形资产	1,145	1,397	1,397	1,397	1,397
其他长期资产	3,351	3,279	3,279	3,279	3,279
资产总计	8,755	10,817	12,200	13,138	14,512
流动负债	1,259	1,117	775	595	446
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	710	817	616	460	307
其他流动负债	549	301	159	135	139
非流动负债	18	11	382	382	382
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	11	382	382	382
负债合计	1,277	1,129	1,158	977	829
股本	1,453	1,453	1,453	1,453	1,453
资本公积	2,476	2,476	2,476	2,476	2,476
留存收益	3,409	4,522	5,864	6,955	8,439
归属母公司股东权益	7,330	8,471	9,793	10,884	12,368
少数股东权益	147	1,217	1,249	1,277	1,315
负债和股东权益	8,755	10,817	12,200	13,138	14,512

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,024	3,211	2,615	2,416	2,946
营业成本	1,113	1,078	839	811	824
营业税金及附加	30	32	27	25	30
销售费用	325	288	131	121	147
管理费用	159	203	152	121	147
研发费用	53	71	34	36	38
财务费用	12	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	9	32	0	0	0
公允价值变动收益	1	10	0	0	0
投资净收益	18	63	292	32	32
营业利润	1,346	1,603	1,722	1,337	1,794
营业外收支	-49	-61	-97	-6	-2
利润总额	1,297	1,542	1,625	1,331	1,791
所得税	228	265	251	213	269
净利润	1,069	1,278	1,374	1,118	1,523
少数股东损益	2	-10	32	28	38
归属母公司净利润	1,068	1,287	1,342	1,090	1,485
EBITDA	1,565	1,797	1,467	1,365	1,819
EPS (元)	0.73	0.89	0.92	0.75	1.02

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,764	1,647	947	988	1,372
净利润	1,069	1,278	1,374	1,118	1,523
折旧摊销	221	256	35	63	60
营运资金变动	431	128	-266	-168	-182
其它	42	-14	-196	-26	-30
投资活动现金流	-935	-1,287	-553	-1,400	-877
资本支出	-520	-523	-845	-1,432	-909
投资变动	-441	-765	0	0	0
其他	26	1	292	32	32
筹资活动现金流	-367	-262	351	0	0
银行借款	-200	-200	0	0	0
股权融资	0	122	0	0	0
其他	-167	-183	351	0	0
现金净增加额	463	98	745	-412	494
期初现金余额	1,005	1,460	1,550	2,295	1,883
期末现金余额	1,460	1,550	2,295	1,883	2,377

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	14.4%	6.2%	-18.6%	-7.6%	22.0%
营业利润增长	17.0%	19.1%	7.4%	-22.3%	34.1%
归母净利润增长	18.3%	20.6%	4.3%	-18.8%	36.1%
获利能力					
毛利率	63.2%	66.4%	67.9%	66.4%	72.0%
净利率	35.4%	39.8%	52.5%	46.3%	51.7%
ROE	14.6%	15.2%	13.7%	10.0%	12.0%
ROIC	19.0%	16.5%	14.5%	11.1%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	14.6%	10.4%	9.5%	7.4%	5.7%
净负债比率	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.83	2.51	4.47	5.12	8.00
速动比率	1.82	2.49	4.46	5.10	7.97
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.33	0.23	0.19	0.21
应收账款周转率	115.77	64.04	365.00	365.00	365.00
存货周转率	251.53	289.88	308.23	281.17	292.67
每股指标 (元)					
每股收益	0.73	0.89	0.92	0.75	1.02
每股经营现金流	1.21	1.13	0.65	0.68	0.94
每股净资产	5.05	5.83	6.74	7.49	8.51
估值比率					
P/E	25.39	24.09	30.49	37.54	27.57
P/B	3.70	3.66	4.18	3.76	3.31
EV/EBITDA	16.52	16.40	26.33	28.60	21.20

广发社会服务行业研究小组

- 沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 张 雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 康 凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围。
- 高 鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。