

证券研究报告—动态报告/公司快评

社会服务

景点

宋城演艺 (300144)
买入

重大事件快评

(维持评级)

2021 年 02 月 02 日

花房减值消除隐忧 2021 年迈向新起点

证券分析师: 曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003
证券分析师: 钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003
证券分析师: 姜甜	0755-81981367	jiangtian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080005

事项:

宋城演艺发布业绩预告、全资子公司通过高新技术企业认定的公告, 拟计提长期股权投资减值准备的提示性公告等。

国信社服观点: 1) 公司预计 2020 年亏损 16~19 亿, 其中演艺主业盈利 1.10 亿元符合预期, 但花房减值导致公司 2020 年业绩显著承压。2) 疫情下演艺行业寒冬, 公司一抓存量项目提质升级, 新增剧院 10 余个, 丰富游历线路和内容, 拟新推爱在系列演出主打低端市场等; 二看新模式新项目积极推进, 上海项目预计今年春季开业尤其值得期待; 三看内部精细化垂直管理提效, 营销创作引入外部优秀人才, 综合来看, 公司正厉兵秣马备战后疫情时代新成长。投资建议: 考虑短期疫情反复以及公司业绩预告, 我们下调公司 20-22 年 EPS 至 -0.66/0.37/0.63 元 (此前 EPS 预测为 0.06/0.50/0.71 元), 21/22 年估值 46/27x。疫情下公司盈利直接承压, 短期仍需跟踪疫情及跨省游恢复情况。但公司演艺主业也借疫情契机重新打磨升级。伴随国内游逐步恢复, 且今年春季尚有重磅上海项目开业预期, 预计投资情绪后续仍有支撑。花房 2020 年虽然拖累较大, 但利空出尽后, 公司未来反而可轻装上阵谋发展, 且未来澳洲项目也有望处置回笼资金。综合来看, 新项目新模式仍支撑公司中长线成长中枢, 维持“买入”评级。

评论:

■ 花房减值导致公司业绩预亏 16-19 亿, 但有助于未来公司聚焦主业轻装上阵谋发展

公司预计 2020 年亏损 16~19 亿, 其中演艺主业收入 8-9 亿元, 业绩盈利 1.10 亿元符合预期, 但花房减值导致公司 2020 年业绩显著承压。一是由于花房本身计提资产减值, 公司按权益法确认长期股权投资损失约 7.24 亿元; 二是公司出于谨慎考虑, 对花房的长期股权投资计提减值准备约 11.08 亿元, 两者合计约 18.32 亿元, 受此影响, 公司预计 2020 年归母业绩亏损 16-19 亿元。

需要说明的是: 花房 2020 年经营情况本身良好, 减值涉及多方面因素。参考 wind 公司最新交流日志, 花房科技 2020 年营收预计 38 亿, 同比增长 16%, 净利润 (剔除资产减值和股份支付摊销) 约为 3.8 亿, 同比增长 32%, 超额完成管理层年初预测值。但由于行业盈利模式变化, 从事移动端直播的花椒平台业绩增长, 但从 PC 端直播起家的六间房平台业绩下滑, 从而带来新花房主体对六间房的商誉减值压力。同时, 因花房科技减值, 公司出于谨慎性考虑, 也对花房科技长期股权投资进行了减值测试, 相应计提 11 亿左右的减值准备。我们认为: 首先花房科技自身减值使其商誉占净资产占比进一步优化, 本质也有助于其未来更好的发展, 更利于管理层做资本化的准备; 二是公司通过其对花房科技长期股权投资减值后, 其剩余长期股权投资估算在 15 亿左右, 考虑从花房科技最新评估来看, 未来每年的自由现金流仍有 3 个多亿, 具备资本化的价值, 现有长期股权投资估值具有良好支撑, 也有助于公司历史遗留问题的更好地处理, 未来有望更加聚焦演艺主业轻装上阵谋发展。

■ 疫情下行业寒冬，公司一抓存量优化提升，厉兵秣马备战后疫情时代新成长

客观而言，本次疫情对旅游演艺行业影响重大。宋城作为行业龙头，为了应对后疫情时代演艺市场的新局势，一是积极优化存量项目，二是积极拓展新模式储备新项目，在行业寒冬厉兵秣马谋求新成长。

一看存量项目优化，核心在于塑造户外景区，增加爱在系列产品。

1、通过拓展游客园区游历线路，从此前 700 米延伸至 1.3 公里，增加街区、户外游览活动等（每个项目增加 20 个以上的大小演出），延长游客停留时间，部分存量项目推出室外剧场室外演出等，如杭州项目去年新建室外剧院（十一推出万人合唱），西安项目拟推出大唐绝恋，丽江项目原有室外演出丽江恋歌的持续优化等，强化宋城项目室外景区概念。并且，通过游览内容有效丰富，游客单个项目游览时间从此前 2-3 小时增至一天，有效丰富宋城大景区概念，以适应后疫情时代的特殊环境，争取更多的客源。

2、新增各类型室内外剧院：公司 2020 年新增近 10 个大小室内剧院、7 个户外剧院（不含上海项目的数十个剧院），同时开拓了 30 多个户外表演场地。其中公司杭州本部借疫情休园之际，景区新增 1 万多个座位，其中 2 个 3000 人的室内剧院，1 个 5000 人的半室内剧院，1 个 2500 人的室外剧院，从承载量上提高了宋城的天花板。

3、产品丰富，增加爱在系列演出，覆盖中低端客群。目前，公司三亚、丽江、西安、张家界等项目正在加紧筹备“爱在”系列演出，主打低端市场，同时保护千古情的高端市场定位。公司将在保证品质的情况下，建立高中低分层次的产品系统，疫情后通过产品丰富拓宽客群覆盖面，核心在于提供市场份额。

4、三亚项目最新公告高新技术企业认证获批，2020-2022 年将享受 15% 优惠所得税率，对公司盈利有进一步帮助。

图 1：宋城演艺杭州新建室外剧院上演万人合唱



资料来源：腾讯新闻，国信证券经济研究所整理

图 2：《WA！恐龙》演出剧照



资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

■ 疫情下行业寒冬，公司二看新模式新项目积极推进，上海项目尤其值得期待

2020 年暑期，虽然疫情影响，但公司以杭州本部为基础打造多剧院试水演艺王国模式，推出全新演艺秀《喀秋莎》、《WA！恐龙》、《幻影》，还有集装箱音乐会、啤酒烧烤美食特惠等丰富多元的夜游新体验，初步试水良好。在此基础上，公司正集公司全力打造上海项目。

公司上海项目位于上海世博公园内，离黄浦江近在咫尺，兼具海派文化、老工业基地、时尚活力等元素，区位、交通和配套优势都极为突出。项目总建筑面积 4 万多平米，拥有 3 个可容纳数千人的室内大剧场，以及丛林剧院、电音广场、演艺广场、朋克走廊、悬崖剧院等室外剧院，还有上海风情街、鬼屋、夜巴黎酒吧、星空酒吧等供人们休闲娱乐体验场所。能够满足个人、情侣、朋友、家庭、公司、旅行团等各色人群的需求。

演艺王国层面：上海项目预计包括 50 台演出，总演出时长超过 10 个小时。包括《上海千古情》，嗨剧《上海颜色》（针对年轻人市场）、与外部创作团队合作的定制剧（如亲子定制剧，闺蜜定制剧等），以及直接引入外部演出团队出租剧场分成合作的剧目，此前还包括电音、朋克、桑巴、交响乐、脱口秀、鸟秀等各种演艺形态，内容题材多元丰富。公司希

望通过产业链协同，未来积极打造上海“百老汇”。

从票价体系来看，未来上海项目也较为多元。除了传统千古情 300-320 元定价外，还会推出景区联票 399 元，上海颜色 499 元、定制剧（单价不低于 280 元）等多种产品价格体系，满足不同客户不同消费者的需求。

总体来看，上海项目作为公司的新模式探索重点项目，我们预计有望今年春天推出。考虑上海项目占地较小，演出兼有城市演艺与旅游演艺特点，未来若上海成功，还可以考虑其他一线城市复制布局，打开新模式成长空间。

其他新项目积极推进，澳洲项目未来或有望转让回笼资金。公司佛山、西塘、珠海项目也在积极推进，佛山项目预计有望今年底或明年初推出，西塘、珠海项目或有望明后年推出，其中珠海项目有望作为公司演艺王国项目的集大成者，对标法国狂人国成长模式，中长线尤其值得期待。此外公司仍有持续新项目空间，未来成都、北京、江苏等区域也不排除落地新项目。在轻资产项目方面，公司 2020 年 11 月又下一单，延安项目正式公告，预计有望成为公司近两年盈利和现金流的重要补充，助力公司成长。此外，公司此前投资的澳洲项目未来也不排除转让，有助于公司回笼资金聚焦国内演艺主业谋发展。

图 3: 公司全国范围内新项目积极推进中



资料来源：公司公告、公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

■ 管理机制持续优化，积极引入外部优势人才夯实创作、推广基础

借助疫情契机，公司还全方位梳理管理模式，适应新形势新模式下的变化，拟打造演艺平台模式公司。

一是成立垂直管理部，对演出品质、设备使用、安全管理、景区运营进行全方位精细化、标准化管理，减少层级，确保管理精确到位。

二是内部创作人员优化，引入外部优秀人才，市场化激励，强化艺术创作。公司原有创作团队持续优化，同时吸收部分曾参与大型演出编创的专业人才、北舞等院校优秀人才，提升创作效率，创作方面从一年两台提速到一年十台。同时，通过定制剧等方式与外部合作，采购剧目或引进专项演员，以及搭建艺术交流平台引进优秀剧目方式，共同构成未来多元化、多层次的演艺内容。

三是在创新方面，成立创新部，强化互联网推广、网红营销等。

四是成立定制策划部，为特定人群提供定制化主题产品。

综合来看，公司疫情期间主要是侧重管理精细化，同时在艺术创作、推广创新方面积极引入外部优秀人才，以适应演艺王国模式下的新变化。

■ **经营跟踪:** 2020Q4 存量项目恢复约 70%，短期虽有疫情反复影响，但 2021 年春天后仍有望逐步恢复

2020Q4, 公司存量项目营收约 2.8 亿元, 同比 2019Q4 收入恢复 70%。但因为 Q4 系淡季, 且因景区改造提升带来 3300 多万元的费用, 故 Q4 主业预计盈利 1000 万元左右。短期来看, 因秋冬疫情反复、淡季环境叠加春节出游限

图 4: 法国狂人国 1978-2018 年客流成长及演出丰富情况



资料来源：公司公告、公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

制，公司存量项目仍承压。但春节后，伴随国内疫情有效控制（借鉴 2020 年经验），国内出游情绪仍有望逐步恢复，公司存量项目仍有望逐步恢复。

■ **投资建议：花房减值致业绩承压，但利空出尽有助于公司轻装上阵聚焦主业谋发展，维持买入评级**

考虑短期疫情反复以及公司业绩预告，我们下调公司 20-22 年 EPS 至 -0.66/0.37/0.63 元（此前 EPS 预测为 0.06/0.50/0.71 元），21/22 年估值 46/27x。疫情下公司盈利直接承压，短期仍需跟踪疫情及跨省游恢复情况。但公司演艺主业也借疫情契机重新打磨升级。伴随后续国内疫情逐步企稳，出游情绪恢复，存量项目仍有望逐步恢复，且今年春季尚有重磅上海项目开业预期，投资情绪后续仍有支撑。花房 2020 年虽然拖累较大，但利空出尽后，公司未来反而可轻装上阵谋发展，且未来澳洲项目也有望处置回笼资金。综合来看，新项目新模式仍支撑公司中长线成长中枢，维持“买入”评级。

■ **风险提示**

宏观系统性风险及大规模传染疫情风险；监管风险；六间房长期股权投资减值风险；新项目扩张低于预期；既有项目增长趋缓；股东减持风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21-02-01	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	306.00	2.37	3.13	5.03	129.07	97.76	60.83	36.80
6862.HK	海底捞	增持	58.49	0.44	0.18	0.90	132.94	324.96	64.99	0.00
600258	首旅酒店	买入	21.95	0.90	-0.44	0.91	24.50	-49.88	24.06	2.66
600754	锦江酒店	买入	51.10	1.14	0.32	1.26	44.81	159.45	40.42	3.88
1179.HK	华住集团-S	增持	313.88	6.01	-2.64	6.50	52.22	-118.96	48.33	14.39
002607	中公教育	买入	41.21	0.29	0.39	0.58	140.84	105.30	71.11	86.04
300144	宋城演艺	买入	17.07	0.51	-0.66	0.37	33.31	-26.08	46.20	5.27
300662	科锐国际	增持	55.61	0.84	1.05	1.35	66.58	53.19	41.12	13.97
603043	广州酒家	买入	40.23	0.95	1.06	1.36	42.31	37.93	29.64	8.34
300010	豆神教育	买入	9.00	0.04	-0.08	0.32	255.44	-106.66	28.28	2.37
300192	科德教育	增持	13.05	0.27	0.61	0.76	48.14	21.34	17.18	5.27
603136	天目湖	增持	23.89	1.07	0.34	1.24	22.40	70.80	19.34	3.37
002159	三特索道	买入	10.50	0.08	0.51	0.44	131.25	20.52	23.77	1.94
000526	紫光学大	增持	44.84	0.14	0.09	0.63	320.29	485.80	71.69	51.39
600138	中青旅	买入	9.97	0.78	-0.18	0.72	12.70	-54.15	13.84	1.18
000888	峨眉山 A	增持	5.75	0.43	-0.20	0.40	13.40	-28.17	14.35	1.28
600054	黄山旅游	增持	9.24	0.47	-0.10	0.44	19.81	-91.26	20.95	1.65
000796	凯撒旅业	买入	8.28	0.16	-0.10	0.18	52.91	-86.52	46.02	3.00
002707	众信旅游	增持	4.97	0.08	-0.10	0.21	63.68	-48.54	23.44	2.12
002621	美吉姆	增持	5.01	0.20	-0.18	0.23	25.05	-27.83	21.78	3.44
000978	桂林旅游	增持	4.32	0.15	-0.26	0.19	28.27	-16.53	22.98	0.99
002033	丽江股份	增持	6.27	0.37	0.08	0.37	16.93	79.05	16.96	1.42

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1785	1200	1000	1000	营业收入	2612	878	2041	3123
应收款项	131	43	84	128	营业成本	747	316	612	812
存货净额	6	0	1	2	营业税金及附加	36	12	20	31
其他流动资产	145	70	112	172	销售费用	146	105	90	106
流动资产合计	2921	2680	3384	4800	管理费用	188	355	172	180
固定资产	2681	1757	2404	2765	财务费用	(18)	(52)	104	174
无形资产及其他	1498	1456	1413	1370	投资收益	273	(835)	105	128
投资性房地产	472	472	472	472	资产减值及公允价值变动	18	(1467)	(8)	(6)
长期股权投资	3469	4625	6409	7209	其他收入	(78)	0	0	0
资产总计	11041	10989	14082	16617	营业利润	1726	(2160)	1139	1941
短期借款及交易性金融负债	0	2041	4046	5035	营业外净收支	(96)	10	10	10
应付款项	301	31	150	228	利润总额	1630	(2150)	1149	1951
其他流动负债	464	249	236	317	所得税费用	265	(408)	193	322
流动负债合计	765	2321	4432	5581	少数股东损益	25	(30)	(10)	(17)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1340	(1711)	966	1646
其他长期负债	394	523	692	693					
长期负债合计	394	523	692	693					
负债合计	1159	2844	5124	6274					
少数股东权益	268	243	234	220					
股东权益	9614	7903	8724	10123					
负债和股东权益总计	11041	10989	14082	16617					

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1340	(1711)	966	1646
资产减值准备	(14)	(9)	3	2
折旧摊销	228	309	371	424
公允价值变动损失	(18)	1467	8	6
财务费用	(18)	(52)	104	174
营运资本变动	3684	(197)	194	58
其它	36	(17)	(11)	(17)
经营活动现金流	5255	(157)	1530	2120
资本开支	(583)	(800)	(986)	(750)
其它投资现金流	(748)	(512)	(820)	(1312)
投资活动现金流	(3743)	(2469)	(3591)	(2862)
权益性融资	14	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(174)	0	(145)	(247)
其它融资现金流	(941)	2041	2005	989
融资活动现金流	(1277)	2041	1860	742
现金净变动	235	(585)	(200)	0
货币资金的期初余额	1550	1785	1200	1000
货币资金的期末余额	1785	1200	1000	1000
企业自由现金流	4581	(615)	532	1396
权益自由现金流	3639	1469	2451	2240

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《宋城演艺-300144-2020 年三季报点评：Q3 项目恢复程度分化，关注后续复苏节奏与新项目扩张》 —— 2020-10-29

《宋城演艺-300144-重大事件快评：减持时点略显意外，未来依然落脚新项目和客流恢复》 —— 2020-08-12

《宋城演艺-300144-2020 年半年报点评：疫情不改龙头本色，新模式新项目支撑长期中枢》 —— 2020-08-09

《宋城演艺-300144-重大事件快评：复园在即，重启市值成长新征程》 —— 2020-05-19

《宋城演艺-300144-深度报告：不断进击的中国演艺新标杆》 —— 2020-05-12

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032