

信义山证 汇通天下

证券研究报告

社服/人工景区

宋城演艺 (300144.SZ)

维持评级

报告原因：业绩预告

花房科技减值拖累全年业绩，继续推进存量改造、增量落地 增持

2021年4月23日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月22日

收盘价(元):	21.83
年内最高/最低(元):	22.52/14.53
流通A股/总股本(亿):	22.09/26.15
流通A股市值(亿):	482.2
总市值(亿):	570.8

基础数据：2021年3月31日

基本每股收益	0.05
每股净资产(元):	2.83
净资产收益率:	1.77%

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】宋城演艺(300144.SZ)2020年业绩预告点评：计提直播业务长期股权投资减值损失，后续专注演艺业务(2021-02-04)

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- 公司2020年实现营收9.03亿元(-65.44%)，归母业绩亏损17.52亿元(-230.8%)，扣非归母业绩亏损17.68亿元(-244.66%)，EPS-0.67元。如果不考虑数字娱乐平台财务数据以及因持有花房科技的长期股权投资增减变动，期内公司实现营收9.03亿元(-59.50%)，归母净利润1.14亿元(-89.11%)，扣非归母净利润0.98亿元(-90.86%)。
- 花房科技计提减值准备影响全年业绩。期内公司按权益法对花房科技计提资产减值，长期股权投资损失约7.24亿元，计提长期股权投资减值准备11.07亿元两项合计约18.32亿元，对业绩产生较大拖累。本次减值准备对公司财务产生一次性影响，预计不会影响整体现金流，剥离具有商誉减值风险以及监管风险的直播平台业务有利于公司专注旅游演艺。
- 疫情期间存量项目优化、增量项目有序推进。存量项目方面，公司以杭州宋城为基础打造杭州宋城演艺王国，疫情期间杭州宋城新增10个室内外剧院、1万多个座位数，剧院数和座位数持续增长有利于丰富演出类型、提升接待能力、增强游客体验。增量项目方面，西安和郑州项目落地，上海宋城于2021年4月29日开业，佛山、西塘、珠海正在建设中项目将陆续推向市场，轻资产延安项目完成签约，公司储备项目丰富。
- 期内公司毛利率下滑10.46pct至60.93%，整体费用率上升27.75pct至41.7%。销售费用6364万元(-56.26%)、研发费用3748万元(-22.58%)系疫情影响及花房科技不再纳入合并范围所致；管理费用2.88亿元(+53.06%)系疫情期间公司将闭园成本从营业成本调整至费用所致；财务费用-1284万元(+27.62%)系银行借款利息及汇兑损益增加所致。
- 21Q1公司营收、业绩基本恢复到2019年同期35%左右。21Q1公司实现营收3.06亿元(+128.1%)，归母净利润1.32亿元(+164.99%)，扣非归母净利润1.3亿元(+604.5%)。毛利率下滑13.23pct至63.1%，整体费用率大减67.28pct至21.62%。其中销售费用率3.6%(-12.9pct)系2021年春节假期受二次疫情影响公司控制费用所致，管理费用率14.69%(-57.89pct)系上年同期公司将营业成本列入费用所致同比基数较大。
- 投资建议：目前城市周边游热度提升，叠加出境需求回流，长三角、珠三角、京津冀等核心客源地周边游市场升温明显。文旅消费市场持续下沉，三四线城市和小镇青年消费占比不断增加。公司年内继续推进存量项目升级改造；推出“爱在”“颜色”系列，建立高中低产品矩阵；推进增量项目佛山、西塘、珠海项目建设。我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.37\0.59\0.73，对应公4月22日收盘价21.83元，2021-2023年PE分别为59.7\36.9\29.7，维持“增持”评级。

存在风险

- 大股东减持风险；景区客流下降风险；新项目业绩不及预期风险。

盈利预测和财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	903	1995	3152	3877
收入同比	-65%	121%	58%	23%
归母净利润(百万元)	-1752	955	1543	1917
净利润同比	-231%	154%	62%	24%
毛利率	60.9%	73.0%	74.0%	74.5%
ROE	-22.8%	13.3%	20.3%	22.9%
EPS(元)	-0.67	0.37	0.59	0.73
P/E	-32.57	59.77	36.99	29.77
P/B	7.70	8.25	7.45	6.75
EV/EBITDA	19	39	26	22

资料来源：wind，山西证券研究所

1. 公司 2020 年报 2021 年一季报业绩表现

公司发布 2020 年财务报告，期内实现营收 9.03 亿元（-65.44%），归母业绩亏损 17.52 亿元（-230.8%），扣非归母业绩亏损 17.68 亿元（-244.66%），EPS-0.67 元。如果不考虑数字娱乐平台财务数据以及因持有花房科技的长期股权投资增减变动，期内公司实现营收 9.03 亿元（-59.50%），归母净利润 1.14 亿元（-89.11%），扣非归母净利润 0.98 亿元（-90.86%）。向全体股东以每 10 股派发人民币 2 元现金股利分红，以资本公积向全体股东每 10 股转增 8 股。

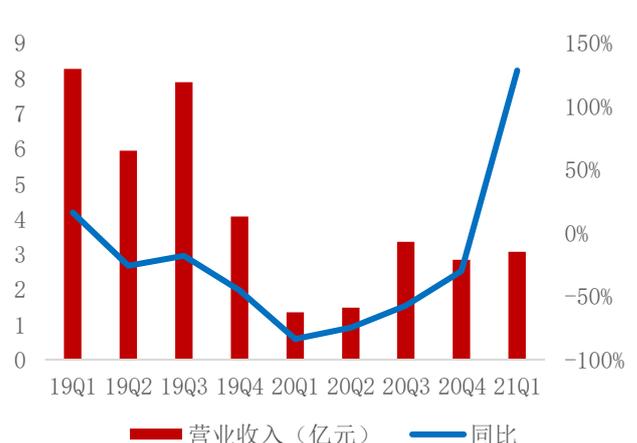
花房科技计提减值准备影响全年业绩。报告期内公司按权益法对花房科技计提资产减值，长期股权投资损失约 7.24 亿元，计提长期股权投资减值准备 11.07 亿元两项合计约 18.32 亿元，对业绩产生较大拖累。本次减值准备对公司财务产生一次性影响，预计不会影响整体现金流，剥离具有商誉减值风险以及监管风险的直播平台业务有利于公司专注于旅游演艺。分季度来看，受疫情影响 20Q2 业绩亏损，Q3 旺季整体实现扭亏为盈，Q4 受花房科技计提减值准备 18.32 亿元影响业绩下滑最明显。Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别为 1.34 亿元/1.48 亿元/3.35 亿元/2.84 亿元，同比增长-83.71%/-74.94%/-57.45%/-29.96%；归母净利润 0.5 亿元/-0.1 亿元/0.94 亿元/-18.79 亿元，同比增长-86.5%/-102.44%/-80.64%/-2805.58%。

图 1：宋城演艺营收情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：宋城演艺单季度营收情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

21Q1 公司各景区处于营业和复苏状态，营收、业绩基本恢复到 2019 年同期 35%左右。21Q1 公司实现营收 3.06 亿元（+128.1%），归母净利润 1.32 亿元（+164.99%），扣非归母净利润 1.3 亿元（+604.5%）。毛利率下滑 13.23pct 至 63.1%，整体费用率大减 67.28pct 至 21.62%。其中销售费用率 3.6%（-12.9pct）系 2021

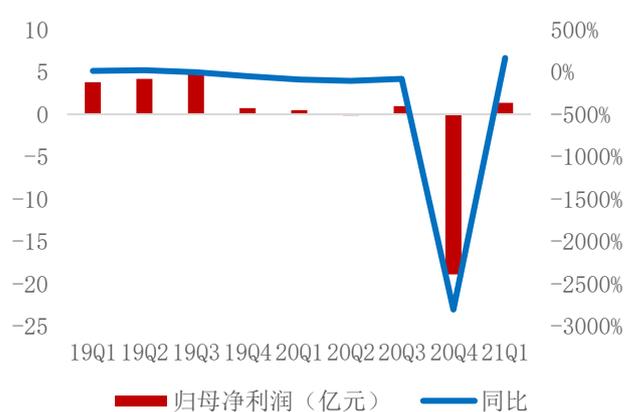
年春节期间受二次疫情影响公司控制费用所致，管理费用率 14.69%（-57.89pct）系上年同期闭园期间公司将营业成本列入管理费用所致同比基数较大，研发费用率 3.24%（-1.84pct）系研发投入增加所致，财务费用率 0.09%（+5.35pct）系租赁负债利息增加所致，其他收益同比减少 97.87%系收到政府补助同比减少所致。

图 3：宋城演艺归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：宋城演艺单季度归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

1.1 收入端

疫情期间存量项目优化、增量项目有序推进。2020 年受疫情影响，公司旗下各景区于 2020 年 1 月 24 日起停运，6 月 12 日全面恢复营业。存量项目方面，公司以杭州宋城为基础，打造杭州宋城演艺王国，践行“一台剧目、一个公园、一张门票”的模式向多剧目、多种票型组合的演艺平台转变；疫情期间，杭州宋城新增 10 个室内外剧院，1 万多个座位数，打造升级标准剧院、走动式剧院、水上看台等全新剧院，剧院数和座位数持续增长，有利于丰富演出类型、提升接待能力、增强游客体验。增量项目方面，西安和郑州项目落地，上海宋城项目于 2021 年 4 月 29 日开业，佛山、西塘、珠海等正在建设中项目将陆续推向市场，轻资产延安项目完成签约，公司储备项目丰富。内容方面，目前公司逐步形成以千古情为核心，如新项目《上海千古情》《佛山千古情》等，新辟“爱在”“颜色”系列，丰富演出产品矩阵。

表 1：公司 2020 主营业务收入情况

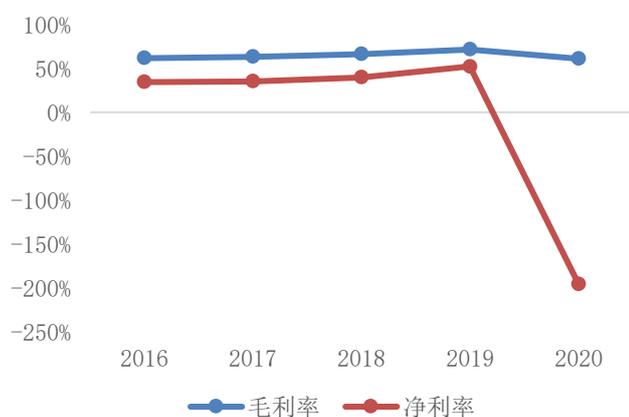
分产品	营业收入 (亿元)	yoy	占比	yoy	毛利率	yoy
杭州宋城旅游区	2.86	-68.78%	31.67%	25.63pct	34.90%	-33.69pct
三亚宋城旅游区	1.27	-67.64%	14.06%	12.31pct	76.95%	-8.04pct
丽江宋城旅游区	1.36	-59.06%	15.06%	10.60pct	74.85%	-7.35pct

资料来源：公司公告，山西证券研究所

1.2 费用端

期内公司毛利率下滑 10.46pct 至 60.93%，整体费用率上升 27.75pct 至 41.7%。其中销售费用 6364 万元（-56.26%）主要系疫情影响及花房科技不再纳入合并范围所致；管理费用 2.88 亿元（+53.06%）系疫情期间公司各景区闭园，将闭园成本从营业成本调整至费用所致；研发费用 3748 万元（-22.58%）系花房科技不再纳入合并范围所致，研发费用主要用于舞台效果、票务系统升级；财务费用-1284 万元（+27.62%）系银行借款利息及汇兑损益增加所致。经营活动产生现金流净额同比下降 74.93%系花房科技不再纳入合并范围所致；投资活动产生现金流净额同比增加 20.35%系公司购买和赎回理财产品同比减少所致；筹资活动产生现金流净额同比增加 170%系银行借款增加所致。

图 5：宋城演艺毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：宋城演艺各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

2. 投资建议及盈利预测

3 月中旬文旅部取消娱乐场所人数限制，年内公司旗下景区客流预计逐渐恢复至疫情前水平。目前城市周边游热度提升，叠加出境需求回流，长三角、珠三角、京津冀等核心客源地周边游市场升温明显，公司在大型一二线城市基本实现演艺项目覆盖。同时文旅消费市场持续下沉，三四线城市和小镇青年文旅产品消费占比不断增加，公司轻、重资产相结合，布局演艺王国、暑假夜游等产品，顺应市场潮流。年内将继续推进存量项目升级改造，提升复购率；推出“爱在”“颜色”系列，建立高中低产品矩阵；推进增量项目佛山、西塘、珠海项目建设。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.37\0.59\0.73，对应公 4 月 22 日收盘价 21.83 元，2021-2023 年 PE 分别为 59.7\36.9\29.7，维持“增持”评级。



3. 风险提示

大股东减持风险；景区客流下降风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；新项目业绩不及预期风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,913	2,430	2,580	2,690	营业收入	903	1,995	3,152	3,877
现金	1,338	1,472	1,619	1,813	营业成本	353	539	819	989
应收账款	56	272	273	275	营业税金及附加	12	6	9	12
其他应收款	51	265	265	265	销售费用	64	112	176	217
预付账款	22	22	23	23	管理费用	288	199	315	388
存货	13	14	14	14	财务费用	(13)	(28)	(44)	(54)
其他流动资产	433	386	386	299	资产减值损失	(1,878)	(1)	(1)	(1)
非流动资产	7,282	7,017	7,188	7,774	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	1,535	1,841	1,934	2,127	投资净收益	14	1	1	1
固定资产	2,542	2,797	2,853	2,938	营业利润	(1,699)	1,169	1,878	2,328
无形资产	1,880	1,899	1,918	1,937	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动	1,325	480	484	772	营业外支出	41	1	1	1
资产总计	9,195	9,447	9,767	10,464	利润总额	(1,737)	1,169	1,877	2,328
流动负债	694	1,859	1,766	1,661	所得税	30	199	319	396
短期借款	0	0	0	0	净利润	(1,767)	970	1,558	1,932
应付账款	372	376	380	384	少数股东损益	(15)	15	15	15
其他流动负	321	1,483	1,386	1,277	归属母公司净利	(1,752)	955	1,543	1,917
非流动负债	766	321	335	351	EBITDA	2,336	1,428	2,112	2,544
长期借款	282	285	288	291	EPS (元)	(0.67)	0.37	0.59	0.73
其他非流动	484	36	48	60					
负债合计	1,460	2,179	2,102	2,012					
少数股东权	323	350	350	350					
股本	2,615	2,615	2,615	2,615					
资本公积	1,211	437	437	437					
留存收益	3,650	3,681	3,713	3,744					
归属母公司股东	7,412	6,918	7,665	8,452					
负债和股东权	9,195	9,447	9,767	10,464					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金	394	1,149	1,600	1,937	成长能力				
净利润	(1,752)	955	1,543	1,917	营业收入	-65.44%	121.00%	58.00%	23.00%
折旧摊销	293	105	105	105	营业利润	-198.48	-168.80	60.59%	24.00%
财务费用	18	(6)	(10)	(10)	归属于母公司净	-230.80	-154.50	61.57%	24.24%
投资损失	(14)	(1)	(1)	(1)	获利能力				
营运资金变动	198	81	(52)	(89)	毛利率(%)	60.93%	73.00%	74.00%	74.50%
其他经营现	1,652	15	15	15	净利率(%)	-194.15	47.88%	48.96%	49.45%
投资活动现金	(941)	(1,692)	(1,149)	(1,062)	ROE(%)	-22.84%	13.35%	20.33%	22.86%
资本支出	0	(900)	(900)	(900)	ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
长期投资	1,934	(250)	(250)	(250)	偿债能力				
其他投资现	(2,875)	(542)	1	88	资产负债率(%)	15.88%	23.07%	21.52%	19.22%
筹资活动现金	113	(384)	(411)	(405)	净负债比率(%)	-2.32%	-4.21%	3.60%	0.01%
短期借款	0	(430)	(430)	(430)	流动比率	2.76	1.31	1.46	1.62
长期借款	282	40	40	40	速动比率	2.74	1.30	1.45	1.61
普通股增加	1,162	0	0	0	营运能力				
资本公积增	0	0	(50)	(50)	总资产周转率	0.09	0.21	0.33	0.38
其他筹资现	(1,331)	6	29	35	应收账款周转	160.82	308.03	405.57	415.71
现金净增加额	(434)	(927)	40	470	应付账款周转	2.68	5.33	8.34	10.15
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	(0.67)	0.37	0.59	0.73
					每股经营现金流(最新)	0.15	0.44	0.61	0.74
					每股净资产(最新摊薄)	2.83	2.65	2.93	3.23
					估值比率				
					P/E	(32.6)	59.8	37.0	29.8
					P/B	7.7	8.3	7.4	6.8
					EV/EBITDA	19.14	38.66	26.09	21.51

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

