

2020 年报&21Q1 季报点评: Q1 复苏势渐起, 上海宋城展空间 增持 (维持)

2021 年 04 月 26 日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	903	2,219	3,284	4,073
同比 (%)	-65.4%	145.8%	48.0%	24.0%
归母净利润 (百万元)	-1,752	983	1,630	2,086
同比 (%)	-230.8%	N/A	65.8%	28.0%
每股收益 (元/股)	-0.67	0.38	0.62	0.80
P/E (倍)	-32.29	57.56	34.71	27.12

■ **事件:** 公司发布 2020 年报及 21Q1 季报。2020 年公司实现营收 9.03 亿元 (-65.44%), 实现归母净利润-17.52 亿元, 主要系计提花房科技的长期股权投资减值 18.61 亿元所致。其中, 20Q4 单季实现营收 2.84 亿元 (-29.96%), 实现归母净利润-18.86 亿元, 业绩符合市场预期。

21Q1 公司实现营收 3.06 亿元 (+128.10%), 恢复至 19Q1 的 37.16%; 实现归母净利润 1.32 亿元 (+164.99%), 恢复至 19Q1 的 35.76%, 盈利略超此前预期。

投资要点

■ **2020 年演艺主业逆势盈利显韧性, 花房减值无碍成长。** 2020 年公司最终亏损, 主要系基于谨慎性原则, 就所持有的花房科技的长期股权投资计提减值准备 18.61 亿元, 而无碍主业成长以及现金流情况。若剔除数字娱乐平台财务数据和因持有花房科技的长投带来的投资增减变动, 则 **2020 年备考归母净利为 1.14 亿元**, 同比下降 89.11%; 备考扣非归母净利为 0.98 亿元, 同比下降 90.86%。在疫情直接影响下, 公司旗下景区有近 40% 的时间处于暂停营业状态, 但演艺主业依然实现正向盈利, 充分彰显公司的演艺品牌号召力以及商业模式的强大韧性。

■ **存量景区疫情下沉演艺王国模式升级, 21Q1 复苏势头良好。** 公司利用闭园停业期, 实现了从硬件、软件、营销、架构等多方面的优化升级, 以杭州宋城为基, 试点打造多剧目+多票价组合的演艺王国模式, 驱动各个景区加速复苏。分景区来看, **杭州宋城**实现营收 2.87 亿元, 同比下降 68.78%, 其中 20H2 实现营收 2.58 亿元, 恢复至 19 年同期 57.86%; 而**三亚、丽江**景区则分别显现收入 1.27 亿元和 1.37 亿元, 同比分别下降 67.64%和 59.06%, 并且均逆势实现盈利, 分别实现归母净利润 0.69 亿元和 0.63 亿元, 其中 20H2 三亚景区实现营收 0.90 亿元, 已恢复至 2019 年同期的 65.99%。而新开业的西安和黄帝千古情也均有不俗表现。

尽管 21 年初局部疫情仍有反复, 同时“就地过年”政策也部分压制了春节出游, 公司依然实现了营收 3.06 亿元, 归母净利 1.32 亿元; 且进入 3 月后, 偏北方项目陆续开园, 国内压抑的出游需求逐步释放, 复苏势头边际向好趋势明显。随着清明、五一假期的跨省游复苏大势, 预计公司演艺主业将继续加速恢复。

■ **营收下降致表观费用率上升。** 2020 年公司毛利率为 60.93%, 同比下降 10.46 pct, 主要系疫情导致的客流量下降所致; 21Q1 毛利率提升至 63.10%, 相比 2020 年增加 2.17%。而 2020 年公司营销费用率、管理费用率、研发费用率分别上涨 1.48pct、24.71pct 和 2.30pct, 主要系闭园期间的运营成本和部分刚性费用所致。21Q1 随着营收的恢复, 销售费用率和管理费用率分别较 2020 年下降 3.45pct、18.14pct 和 0.92pct。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.64
一年最低/最高价	14.40/23.04
市净率(倍)	7.49
流通 A 股市值(百万元)	47796.47

基础数据

每股净资产(元)	2.89
资产负债率(%)	17.81
总股本(百万股)	2614.69
流通 A 股(百万股)	2208.71

相关研究

- 1、《宋城演艺 (300144): 【东吴社服.汤军】产品沉淀升级显真章, 签约延安千古情, 品牌输出再下一城》2020-11-17
- 2、《宋城演艺 (300144): 20Q3 仍处复苏期, 持续关注文旅市场恢复情况, 演艺龙头厚积薄发待天时》2020-10-30
- 3、《宋城演艺 (300144): 20H1 逆市盈利, 疫情下博观约取, 沉淀多元剧目引领文旅复苏》2020-08-10

- **营销全面升级，加速渗透广泛客群。**随着 Z 时代渐成消费主力军，公司优化营销模式，结合线上、线下，建立立体化营销矩阵，紧抓流量导入。线上，公司加强自媒体、短视频等新兴平台发展，发力内容营销，激发粉丝主动创作热情，提高用户粘性；线下关注下沉市场，向小镇青年强化品牌露出；同时结合各类节庆时点，举行主题活动，测试多票价体系，为演艺王国模式做足准备。
- **上海宋城开业在即，有望验证城实演艺新业态，打开远期成长空间。**经过两年多时间打造，上海项目将于 4 月末正式开业。上海宋城有别于其他存量项目，位于世博公园内，将以上海千古情为主秀，同时配合 4 台个性化演出，打造内容丰富的全新城市演艺公园，实现对多样城市人群的覆盖。我们认为，上海项目有望成为又一力作，并验证公司的城市演艺新业态能力，大幅拓宽公司的项目扩张能力，将高线城市核心城区纳入版图，打开远期空间。
- **盈利预测与投资评级：**由于整体文旅市场仍受局部疫情反复影响，仍在逐步复苏中，我们下调 21-22 年营收为 22.19/ 32.84 亿元，同比增长 145.8%/ 48.0%；归母净利 9.83/ 16.30 亿元，同比增长 N/A/ 65.8%；对应 EPS 为 0.38 (-0.16) 元/0.62 (-0.13) 元。我们预计 23 年营收为 40.73 亿元 (+24.0%)，归母净利为 20.86 亿元 (+28.0%)，对应 EPS 为 0.80 元。当前股价对应动态 PE 分别为 57.6/ 34.7/ 27.1 倍。

公司在疫情下沉淀多元剧目，实现产品升级，强化品牌效应；随着上海、佛山、西塘、珠海等多个项目陆续落地，同时开拓轻资产项目贡献增量收入和业绩，公司成长可期。我们认为公司具备优质而稀缺的商业模式，在文旅复苏景气趋势下，长期看好公司发展，维持“增持”评级。
- **风险提示：**疫情反复导致宏观经济波动、文旅行业复苏缓慢、新项目落地及经营不及预期。

宋城演艺三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,913	1,818	1,787	2,823	营业收入	903	2,219	3,284	4,073
现金	1,338	823	937	1,615	减:营业成本	353	638	842	1,002
应收账款	6	32	15	49	营业税金及附加	12	27	38	46
存货	13	22	25	31	营业费用	64	146	206	249
其他流动资产	556	941	810	1,129	管理费用	288	227	209	228
非流动资产	7,282	9,001	10,375	11,371	研发费用	37	55	66	73
长期股权投资	1,535	1,585	1,635	1,685	财务费用	-13	-16	-26	-36
固定资产	2,509	3,943	5,088	5,902	资产减值损失	1,878	15	15	15
在建工程	772	868	930	943	加:投资净收益	14	60	60	60
无形资产	1,880	2,053	2,211	2,374	其他收益	35	3	3	3
其他非流动资产	587	552	511	468	资产处置收益	1	0	0	0
资产总计	9,195	10,819	12,161	14,194	营业利润	-1,699	1,219	2,026	2,588
流动负债	694	1,466	1,502	1,769	加:营业外净收支	-38	-17	-17	-17
短期借款	0	0	0	0	利润总额	-1,737	1,202	2,010	2,571
应付账款	372	365	847	437	减:所得税费用	30	204	342	437
其他流动负债	321	1,102	654	1,333	少数股东损益	-15	15	38	48
非流动负债	766	751	710	663	归属母公司净利润	-1,752	983	1,630	2,086
长期借款	282	266	225	178	EBIT	-1,727	1,206	2,013	2,572
其他非流动负债	484	484	484	484	EBITDA	-1,434	1,603	2,549	3,236
负债合计	1,460	2,217	2,211	2,432	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	323	338	376	424	每股收益(元)	-0.67	0.38	0.62	0.80
归属母公司股东权益	7,412	8,265	9,574	11,338	每股净资产(元)	2.83	3.16	3.66	4.34
负债和股东权益	9,195	10,819	12,161	14,194	发行在外股份(百万股)	2615	2615	2615	2615
					ROIC(%)	-37.7%	16.7%	23.5%	26.4%
					ROE(%)	-22.8%	11.6%	16.8%	18.1%
					毛利率(%)	60.9%	71.2%	74.3%	75.4%
					销售净利率(%)	-194.2%	44.3%	49.6%	51.2%
					资产负债率(%)	15.9%	20.5%	18.2%	17.1%
					收入增长率(%)	-65.4%	145.8%	48.0%	24.0%
					净利润增长率(%)	-229.5%	156.5%	67.2%	27.9%
					P/E	-32.29	57.56	34.71	27.12
					P/B	7.63	6.85	5.91	4.99
					EV/EBITDA	-38.99	35.23	22.11	17.21

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

