

业绩短期波动不改长期向好趋势，上海项目值得期待

——宋城演艺 20 年年报及 21 年一季度点评

公司发布 20 年年报，20 年实现营收 9.03 亿元/-65.44%，归母净利-17.52 亿元/-230.80%，扣非归母净利-17.68 亿元/-244.66%。若不考虑数字娱乐平台财务数据及因持有花房科技的长期股权投资增减变动数据，则公司实现归母净利 1.14 亿元/-89.11%，扣非归母净利 0.98 亿元/-90.86%。

公司发布一季报，21Q1 实现营收 3.06 亿元/+128.10%，归母净利 1.32 亿元/+164.99%，扣非归母净利 1.30 亿元/+604.50%。

核心观点

- **疫情影响下公司 20 年业绩承压，21Q1 表现略好于预期。**（1）公司各景区于 20 年 1 月起暂停运营，于 6 月全面恢复营业，上半年受疫情影响相对较大，下半年伴随景区经营逐渐恢复，营收降幅有所收窄，20Q1/Q2/Q3/Q4 对应营收增速-83.71%/-74.94%/-57.45%/-29.96%；考虑 21 年初疫情反复及就地过年政策影响，公司 21Q1 表现略好于预期，实现营收 3.06 亿元，为 19 年同期将近 4 成。（2）分项目来看，公司杭州/三亚/丽江旅游区分别实现营收 2.87/1.27/1.36 亿元，对应同比-68.78%/-67.64%/-59.06%，公司 20 年设计策划收入 1.83 亿元/+5.84%。（3）公司 20 年现场演艺业务实现毛利率 49.47%/-25.15%，毛利率下滑主要系固定成本占比高所致；旅游服务业实现毛利率 95.09%/+23.64%，毛利提升主要系高毛利业务设计策划收入占比提升所致。（4）公司 20 年销售费用 7.05%/+1.48pct，管理费用 31.92%/+24.71pct，管理费用率上升主要系公司将闭园期间原属于计入营业成本的金额计入管理费用所致。
- **花房科技计提减值降低业绩不确定性，转让龙泉山项目优化业务结构。**（1）19 年 4 月六间房剥离出表后，公司对重组后的北京花房科技有限公司形成长期股权投资。由于流量获取成本增加、PC 端直播业绩下滑等因素，20 年公司投权益法确认长投损失 7 亿元，并计提减值准备 11 亿，合计约 18 亿元，此次减值使得公司业绩不确定性减弱；20 年末公司长投项目中花房科技账面余额 14.93 亿。（2）公司于 21 年 4 月签约转让龙泉山项目，拟交易总对价为 2.76 亿元，转让后业务结构将进一步优化，有利于公司轻装上阵，聚焦主业。
- **疫情之下公司厉兵秣马，积极探索新发展模式。**（1）公司于疫情期间完成全国所有的景区向演艺王国转型的硬件投资：①将游历路线由平均 700m 拓展至 1.3km，延长游客停留时间；②新增各类型室内外剧院，丰富演出形式。（2）对内容进行升级：①杭州宋城景区试水演艺王国概念，形成实景演出、室内演出、沉浸式演出、科技秀等多项演艺形态；②在三亚、丽江、西安、张家界等项目加紧筹备爱在系列，爱在系列主打低端市场，推出后有利于公司丰富票价体系，增强对各类游客的覆盖。
- **业绩短期波动不改长期向好趋势，上海项目值得期待。**疫情影响下公司业绩短期波动，长期向好趋势不改，外延拓张步伐稳健。上海项目将于 21 年 4 月 29 日亮相，兼具城市演绎与旅游演艺特点，新模式值得期待；佛山、西塘等项目也在积极推进。

财务预测与投资建议

- 由于 21Q1 疫情有所反复，并考虑到 22 年零星疫情或有爆发，我们调整公司 21-23 年 EPS 预测为 0.45/0.63/0.74 元（调整前 21-22 年 EPS1.15/1.26 元），使用可比公司估值法，由于 21 年公司业务受疫情影响较大，我们对 22 年进行估值，给予 40 倍市盈率，对应目标价 25.20 元，维持买入评级。

风险提示

- 疫情有所反复，上海项目开业不及预期，新项目落地不及预期

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,612	903	2,597	3,325	3,940
同比增长(%)	-18.7%	-65.4%	187.7%	28.1%	18.5%
营业利润(百万元)	1,726	(1,699)	1,443	1,960	2,323
同比增长(%)	7.6%	-198.5%	184.9%	35.9%	18.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,340	(1,752)	1,181	1,651	1,938
同比增长(%)	4.1%	-230.8%	167.4%	39.8%	17.4%
每股收益(元)	0.51	(0.67)	0.45	0.63	0.74
毛利率(%)	71.4%	60.9%	67.3%	69.7%	69.7%
净利率(%)	51.3%	-194.2%	45.5%	49.7%	49.2%
净资产收益率(%)	14.8%	-20.6%	15.2%	18.5%	18.1%
市盈率	40.9	(31.3)	46.4	33.2	28.3
市净率	5.7	7.4	6.7	5.6	4.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月27日)	21.48 元
目标价格	25.20 元
52 周最高价/最低价	23.04/14.57 元
总股本/流通 A 股(万股)	261,469/220,871
A 股市值(百万元)	56,164
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021 年 04 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.97	4.37	29.32	47.78
相对表现	3.64	2.23	30.54	28.58
沪深 300	-0.67	2.14	-1.22	19.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

相关报告

疫情波动不改价值，长期看好不变 2020-05-05

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

由于 21Q1 疫情有所反复，并考虑到 22 年零星疫情或有爆发，我们调低 21-22 年核心景区游客人次，对 21-22 年盈利预测进行调整。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
核心假设				
销售费用率	4.3%	4.0%	5.0%	5.2%
变动幅度			0.7%	1.2%
管理费用率	7.0%	7.0%	7.2%	7.2%
变动幅度			0.2%	0.2%
核心景区相较于 19 年游客增速				
杭州旅游区	-2.0%	2.9%	-10.0%	2.6%
变动幅度			-8.0%	-0.3%
三亚旅游区	4.2%	19.8%	-10.0%	17.0%
变动幅度			-14.2%	-2.8%
丽江旅游区	2.2%	17.6%	-10.0%	8.0%
变动幅度			-12.2%	-9.6%
分产品盈利预测				
文化艺术业-现场演艺				
销售收入	2,824	3,127	1,999	2,805
变动幅度			-29.2%	-10.3%
毛利率	67.2%	70.9%	62.4%	68.4%
变动幅度			-4.8%	-2.5%
旅游服务业				
销售收入	404	294	452	353
变动幅度			12.0%	20.2%
毛利率	71.8%	55.5%	78.7%	66.7%
变动幅度			6.9%	11.2%
其他				
销售收入	183	210	145	167
变动幅度			-20.7%	-20.6%
毛利率	98.2%	98.2%	98.2%	98.2%
变动幅度			0.0%	0.0%
合计				
销售收入	3,411	3,631	2,597	3,325
变动幅度			-23.9%	-8.4%
综合毛利率	69.39%	71.23%	67.3%	69.7%

变动幅度

-2.1%

-1.5%

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币亿元（标注除外）	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入	3,411	3,493	2,597	3,325
变动幅度			-23.9%	-4.8%
营业利润	1,907	2,103	1,443	1,960
变动幅度			-24.3%	-6.8%
归属母公司净利润	1,551	1,685	1,181	1,651
变动幅度			-23.9%	-2.0%
每股收益（元）	1.15	1.26	0.45	0.63
变动幅度			-60.9%	-50.0%
毛利率(%)	69.4%	71.2%	67.3%	69.7%
变动幅度			-2.1%	-1.5%
净利率(%)	49.0%	50.4%	45.5%	49.7%
变动幅度			-3.5%	-0.7%

数据来源：东方证券研究所

投资建议

由于 21Q1 疫情有所反复，并考虑到 22 年零星疫情或有爆发，我们调整公司 21-23 年 EPS 预测为 0.45/0.63/0.74 元（调整前 21-22 年 EPS1.15/1.26 元），使用可比公司估值法，由于 21 年公司业务受疫情影响较大，我们对 22 年进行估值，给予 40 倍市盈率，对应目标价 25.20 元，维持买入评级。

表 3：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2021/4/27	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E
大连圣亚	600593	21.60	0.32	0.60	0.64	0.64	66.63	36.00	33.75	33.75
张家界	000430	5.63	0.03	-0.23	0.12	0.12	206.23	-24.71	46.92	46.92
三特索道	002159	12.28	0.06	0.16	0.36	0.50	190.98	76.32	34.06	24.71
西藏旅游	600749	10.61	0.09	0.02	0.02	0.02	115.58	507.66	507.66	507.66
中国中免	601888	306.98	2.37	3.14	5.99	8.02	129.48	97.62	51.26	38.27

	调整后 平均						145.35	69.98	44.08	39.65
--	-----------	--	--	--	--	--	--------	-------	-------	-------

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

疫情有所反复，上海项目开业不及预期，新项目落地不及预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,785	1,338	1,038	2,566	4,263	营业收入	2,612	903	2,597	3,325	3,940
应收票据及应收账款	5	6	25	20	29	营业成本	747	353	850	1,006	1,195
预付账款	17	22	32	48	67	营业税金及附加	36	12	26	40	47
存货	6	13	14	21	30	营业费用	146	64	130	173	209
其他	1,107	534	859	730	798	管理费用及研发费用	237	326	213	273	323
流动资产合计	2,921	1,913	1,967	3,385	5,187	财务费用	(18)	(13)	2	(5)	(21)
长期股权投资	3,469	1,535	1,535	1,535	1,535	资产减值损失	16	1,910	110	49	48
固定资产	2,311	2,509	2,692	2,930	3,207	公允价值变动收益	1	0	4	2	2
在建工程	370	772	1,098	1,359	1,568	投资净收益	273	14	152	149	163
无形资产	1,498	1,880	1,826	1,773	1,719	其他	4	35	20	20	20
其他	472	587	300	267	233	营业利润	1,726	(1,699)	1,443	1,960	2,323
非流动资产合计	8,120	7,282	7,451	7,863	8,262	营业外收入	6	3	8	6	6
资产总计	11,041	9,195	9,418	11,248	13,449	营业外支出	102	41	73	30	30
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,630	(1,737)	1,378	1,936	2,299
应付票据及应付账款	301	372	497	685	925	所得税	265	30	179	271	345
其他	464	321	165	170	154	净利润	1,365	(1,767)	1,199	1,665	1,954
流动负债合计	765	694	662	855	1,079	少数股东损益	25	(15)	18	14	16
长期借款	0	282	282	282	282	归属于母公司净利润	1,340	(1,752)	1,181	1,651	1,938
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.51	-0.67	0.45	0.63	0.74
其他	394	484	0	0	0						
非流动负债合计	394	766	282	282	282	主要财务比率					
负债合计	1,159	1,460	944	1,137	1,361	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
少数股东权益	268	323	341	355	371	成长能力					
股本	1,453	2,615	2,615	2,615	2,615	营业收入	-18.7%	-65.4%	187.7%	28.1%	18.5%
资本公积	2,476	1,211	1,211	1,211	1,211	营业利润	7.6%	-198.5%	184.9%	35.9%	18.5%
留存收益	5,694	3,650	4,307	5,930	7,891	归属于母公司净利润	4.1%	-230.8%	167.4%	39.8%	17.4%
其他	(9)	(63)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,882	7,735	8,474	10,111	12,088	毛利率	71.4%	60.9%	67.3%	69.7%	69.7%
负债和股东权益总计	11,041	9,195	9,418	11,248	13,449	净利率	51.3%	-194.2%	45.5%	49.7%	49.2%
						ROE	14.8%	-20.6%	15.2%	18.5%	18.1%
						ROIC	14.6%	-19.4%	15.0%	17.6%	17.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	10.5%	15.9%	10.0%	10.1%	10.1%
净利润	1,365	(1,767)	1,199	1,665	1,954	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	174	187	180	188	203	流动比率	3.82	2.76	2.97	3.96	4.81
财务费用	(18)	(13)	2	(5)	(21)	速动比率	3.81	2.74	2.95	3.93	4.78
投资损失	(273)	(14)	(152)	(149)	(163)	营运能力					
营运资金变动	476	(75)	(148)	255	70	应收账款周转率	72.2	152.6	155.3	136.1	148.2
其它	(153)	2,076	(64)	48	47	存货周转率	159.3	36.1	62.1	57.5	46.8
经营活动现金流	1,571	394	1,017	2,001	2,090	总资产周转率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
资本支出	(601)	(1,287)	(601)	(601)	(601)	每股指标(元)					
长期投资	(2,129)	73	0	0	0	每股收益	0.51	-0.67	0.45	0.63	0.74
其他	1,548	274	(179)	151	165	每股经营现金流	1.08	0.15	0.39	0.77	0.80
投资活动现金流	(1,181)	(941)	(780)	(450)	(436)	每股净资产	3.68	2.83	3.11	3.73	4.48
债权融资	0	294	(12)	0	0	估值比率					
股权融资	0	(103)	0	0	0	市盈率	40.9	-31.3	46.4	33.2	28.3
其他	(161)	(78)	(525)	(23)	43	市净率	5.7	7.4	6.7	5.6	4.7
筹资活动现金流	(161)	113	(537)	(23)	43	EV/EBITDA	28.5	-35.1	33.0	25.0	21.4
汇率变动影响	2	(10)	-0	-0	-0	EV/EBIT	31.4	-31.3	37.1	27.4	23.3
现金净增加额	232	(444)	(300)	1,528	1,697						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn