

# 疫情不挡升级向好步伐，修炼内功扩大龙头优势

——宋城演艺（300144）2021年中报业绩点评报告

增持（维持）

2021年08月27日

## 报告关键要素：

2021年8月26日，公司发布2021年半年报。

## 投资要点：

**公司业绩复苏势头良好，利润大幅提升：**2021H1，公司实现营收7.35亿元（同比+159.66%），归母净利润3.78亿元（同比+849.43%），其中，Q2实现营收4.28亿元（同比+188.21%），归母净利润2.46亿元（同比+2532.17%）。相较于去年同期受疫情影响闭园停业，今年上半年公司业绩复苏良好，低基数效应下有大幅提升。利润增速快于营收增速，部分源于当期权益法核算的长期股权投资和处置子公司带来1.09亿元投资收益，贡献了利润总额的25.58%。公司积极利用疫情平静期开展经营，演艺主业收入恢复至2019年同期的71.04%，在行业普遍亏损的情况下独树一帜，展示了强大的弹性和韧性。公司参股的花房集团发展趋势良好，直播平台用户稳步增长，半年度营收和净利润预算均超额完成。

**加快演艺公园转型升级，拒绝“躺平”苦练内功：**报告期内，公司稳抓疫情防控和经营发展两条主线，加快向演艺公园转型升级。杭州宋城依托本部优势，先行试点，从硬件提升、内容升级、线路优化等方面加强打造演绎公园，节目容量从120分钟提升至300分钟，迎合多元化游客需求；针对疫情形势变化，积极排练推出室外版千古情，通过路线优化将游客的游览时间从3小时提升至6小时。与2019年同期相比，疫情反复背景下，杭州宋城散客恢复超过100%，非门票收入占比大幅提升。分景区看，上半年杭州宋城实现营收2.75亿元，同比+860.4%，是19年同期的68.8%；三亚、丽江分别实现营收1.01亿元和0.7亿元，同比增长171.08%、246.18%，营收恢复到19年同期的43.32%、48.47%，各个景区均加速复苏，也将有更丰富的剧目内容呈现。上海宋城于4月29日顺利开业，五一小长假期间实现收入超2500万元，接待游客17.9万人次，客单价创宋城所有景区新高，打破全国宋城开业当年的黄金周记录。作为公司首个都市演艺项目，上海宋城将在进一步整改提升完善后，发挥聚集效应和市场潜力，有望成为公司的又一拳头产品。

**后疫情时代经营回归常态，整体费用率下降拉升净利率：**2021年上半年公司毛利率为63.77%，同比下降13.32pct，主要系后疫情阶段各景

## 基础数据

|            |          |
|------------|----------|
| 总股本(百万股)   | 2,614.69 |
| 流通A股(百万股)  | 2,287.69 |
| 收盘价(元)     | 14.70    |
| 总市值(亿元)    | 384.36   |
| 流通A股市值(亿元) | 336.29   |

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

积跬步才能至千里，演艺帝国冉冉升起  
宋城演艺（300144）：业绩稳定增长，后续线上+线下看点众多

## 分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

## 研究助理：

李滢

电话：15521202580

邮箱：liyings1@wlzq.com.cn

## 研究助理：

王鹏

电话：15919158497

邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

|           | 2020A    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|-----------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 902.59   | 1737.44 | 3220.63 | 4533.57 |
| 增长比率(%)   | -65      | 92      | 85      | 41      |
| 净利润(百万元)  | -1752.40 | 707.54  | 1107.90 | 1766.50 |
| 增长比率(%)   | -231     | 140     | 57      | 59      |
| 每股收益(元)   | -0.67    | 0.27    | 0.42    | 0.68    |
| 市盈率(倍)    | -21.93   | 54.32   | 34.69   | 21.76   |
| 市净率(倍)    | 5.19     | 4.31    | 3.53    | 2.70    |

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

区正常开园营业，高毛利的设计策划业务收入占比锐减。2021 年上半年公司营销 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别为 3.79%/11.92%/3.09%/0.41%，同比分别变化-7.15/-58.62/-3.32/+5.89 个 pct。各项费用率下降充分反映公司运营高效，带来净利率的提升；21 年 H1 净利率为 51.44%，同比上升 40.97pct。管理费用率的大幅下降，主因是公司上年同期各景区受疫情影响处于闭园状态，期间营业成本列入管理费用；财务费用率的上升，主要系同比银行借款利息增加及新执行会计准则下确认租赁负债利息支出。此外，公司出售浙江宋城龙泉山旅游开发有限公司，有助于进一步聚焦主业，提高运营和管理效率。

**盈利预测与投资建议：**公司作为中国演艺行业龙头企业，已建成全国连锁经营网络，市场占有率不断提升，资源配置效率日益增强，在全国一二线城市均形成先发优势。公司文化品牌、创意编导、全链服务等资源存在一定稀缺性，珠海、佛山和西塘等在建及储备项目有望后续带来新的业务增长。我们维持此前的盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年的归母净利润增速分别为 140%/57%/59%，对应 2021 年 8 月 26 日收盘价 14.7 元的 PE 分别为 54/35/22 倍，维持“增持”评级。

**风险因素：**疫情和安全事故风险、宏观经济波动风险、新项目经营不及预期风险。

利润表 (百万元)

|                   | 2020A        | 2021E       | 2022E       | 2023E       |
|-------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>903</b>   | <b>1737</b> | <b>3221</b> | <b>4534</b> |
| %同比增速             | -65%         | 92%         | 85%         | 41%         |
| 营业成本              | 353          | 526         | 1041        | 1345        |
| 毛利                | 550          | 1211        | 2179        | 3188        |
| %营业收入             | 61%          | 70%         | 68%         | 70%         |
| 税金及附加             | 12           | 24          | 43          | 61          |
| %营业收入             | 1%           | 1%          | 1%          | 1%          |
| 销售费用              | 64           | 110         | 215         | 295         |
| %营业收入             | 7%           | 6%          | 7%          | 6%          |
| 管理费用              | 288          | 340         | 829         | 1027        |
| %营业收入             | 32%          | 20%         | 26%         | 23%         |
| 研发费用              | 37           | 35          | 48          | 68          |
| %营业收入             | 4%           | 2%          | 2%          | 2%          |
| 财务费用              | -13          | -29         | -35         | -72         |
| %营业收入             | -1%          | -2%         | -1%         | -2%         |
| 资产减值损失            | -1878        | 0           | 0           | 0           |
| 信用减值损失            | -33          | 0           | 0           | 0           |
| 其他收益              | 35           | 23          | 57          | 105         |
| 投资收益              | 14           | 81          | 179         | 178         |
| 净敞口套期收益           | 0            | 0           | 0           | 0           |
| 公允价值变动收益          | 0            | 0           | 0           | 0           |
| 资产处置收益            | 1            | 1           | 2           | 3           |
| <b>营业利润</b>       | <b>-1699</b> | <b>838</b>  | <b>1318</b> | <b>2096</b> |
| %营业收入             | -188%        | 48%         | 41%         | 46%         |
| 营业外收支             | -38          | 0           | 0           | 0           |
| <b>利润总额</b>       | <b>-1737</b> | <b>838</b>  | <b>1318</b> | <b>2096</b> |
| %营业收入             | -192%        | 48%         | 41%         | 46%         |
| 所得税费用             | 30           | 126         | 198         | 314         |
| 净利润               | -1767        | 712         | 1120        | 1782        |
| %营业收入             | -196%        | 41%         | 35%         | 39%         |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>-1752</b> | <b>708</b>  | <b>1108</b> | <b>1767</b> |
| %同比增速             | -231%        | 140%        | 57%         | 59%         |
| 少数股东损益            | -15          | 5           | 12          | 15          |
| EPS (元/股)         | -0.67        | 0.27        | 0.42        | 0.68        |

基本指标

|           | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| EPS       | -0.67  | 0.27  | 0.42  | 0.68  |
| BVPS      | 2.83   | 3.41  | 4.16  | 5.45  |
| PE        | -21.93 | 54.32 | 34.69 | 21.76 |
| PEG       | —      | 0.39  | 0.61  | 0.37  |
| PB        | 5.19   | 4.31  | 3.53  | 2.70  |
| EV/EBITDA | 102.50 | 42.32 | 28.73 | 17.61 |
| ROE       | -24%   | 8%    | 10%   | 12%   |
| ROIC      | 2%     | 6%    | 7%    | 10%   |

资产负债表 (百万元)

|                | 2020A       | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金           | 1338        | 968          | 1743         | 2931         |
| 交易性金融资产        | 335         | 535          | 380          | 380          |
| 应收票据及应收账款      | 6           | 17           | 20           | 34           |
| 存货             | 13          | 9            | 22           | 34           |
| 预付款项           | 22          | 18           | 41           | 61           |
| 合同资产           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动资产         | 199         | 238          | 316          | 390          |
| 流动资产合计         | 1913        | 1785         | 2522         | 3830         |
| 长期股权投资         | 1535        | 1535         | 1535         | 1535         |
| 固定资产           | 2509        | 4009         | 5559         | 8579         |
| 在建工程           | 772         | 1222         | 1422         | 622          |
| 无形资产           | 1880        | 1967         | 2195         | 2410         |
| 商誉             | 12          | 12           | 12           | 12           |
| 递延所得税资产        | 18          | 18           | 18           | 18           |
| 其他非流动资产        | 557         | 572          | 587          | 602          |
| <b>资产总计</b>    | <b>9195</b> | <b>11119</b> | <b>13849</b> | <b>17607</b> |
| 短期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据及应付账款      | 372         | 308          | 709          | 1041         |
| 预收账款           | 13          | 176          | 269          | 301          |
| 合同负债           | 189         | 94           | 247          | 426          |
| 应付职工薪酬         | 19          | 20           | 44           | 60           |
| 应交税费           | 20          | 30           | 51           | 83           |
| 其他流动负债         | 81          | 97           | 163          | 231          |
| 流动负债合计         | 694         | 724          | 1484         | 2142         |
| 长期借款           | 282         | 282          | 282          | 0            |
| 应付债券           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 递延所得税负债        | 97          | 97           | 97           | 97           |
| 其他非流动负债        | 388         | 769          | 769          | 769          |
| <b>负债合计</b>    | <b>1460</b> | <b>1872</b>  | <b>2631</b>  | <b>3008</b>  |
| 归属于母公司的所有者权益   | 7412        | 8920         | 10878        | 14244        |
| 少数股东权益         | 323         | 328          | 340          | 355          |
| <b>股东权益</b>    | <b>7735</b> | <b>9247</b>  | <b>11218</b> | <b>14599</b> |
| <b>负债及股东权益</b> | <b>9195</b> | <b>11119</b> | <b>13849</b> | <b>17607</b> |

现金流量表 (百万元)

|                  | 2020A       | 2021E        | 2022E        | 2023E       |
|------------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| <b>经营活动现金流净额</b> | <b>394</b>  | <b>826</b>   | <b>1847</b>  | <b>2444</b> |
| 投资               | 75          | -200         | 155          | 0           |
| 资本性支出            | -1016       | -1399        | -1348        | -1097       |
| 其他               | 0           | 31           | 129          | 128         |
| <b>投资活动现金流净额</b> | <b>-941</b> | <b>-1568</b> | <b>-1064</b> | <b>-969</b> |
| 债权融资             | 0           | 0            | 0            | 0           |
| 股权融资             | 120         | 0            | 0            | 0           |
| 银行贷款增加(减少)       | 300         | 0            | 0            | -282        |
| 筹资成本             | -301        | -9           | -9           | -4          |
| 其他               | -6          | 381          | 0            | 0           |
| <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>113</b>  | <b>372</b>   | <b>-9</b>    | <b>-286</b> |
| <b>现金净流量</b>     | <b>-444</b> | <b>-370</b>  | <b>775</b>   | <b>1189</b> |

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场