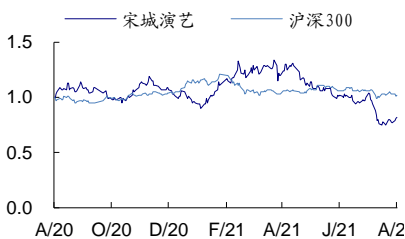


证券研究报告—动态报告
餐饮旅游
景点
宋城演艺(300144)
买入
2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 27 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,615/2,209
总市值/流通(百万元)	35,978/30,392
上证综指/深圳成指	3,485/14,454
12 个月最高/最低(元)	23.04/11.85

相关研究报告:

《宋城演艺-300144-2020 年报及 2021 年一季报点评: Q1 略好于预期, 期待上海新项目新模式验证》——2021-04-23

《宋城演艺-300144-深度报告: 疫情加速行业变革, 城市演艺的破局者》——2021-03-09

《宋城演艺-300144-重大事件快评: 花房减值消除隐忧, 2021 年迈向新起点》——2021-02-02

《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

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

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。

财报点评
上半年经营符合预期 公司积极应对疫情后时代
● 上半年业绩符合预期, 营收整体恢复约 7 成

2021H1, 公司实现营收 7.35 亿元/+159.66%; 实现归母业绩 3.78 亿元/+849.43% (扣非 3.18 亿元), EPS0.14 元, 符合预期。剔除花房影响, 公司演艺主业收入和业绩分别恢复至 2019H1 的 7 成、5 成左右。其中 Q1 收入恢复 5-6 成, Q2 收入恢复 8 成+, Q2 恢复节奏加速。

● 疫情持续反复影响公司主业复苏节奏, 上海项目 4 月底开业

2021H1, 公司杭州项目实现收入 2.75 亿元, 恢复至 2019H1 的 69%; 三亚项目营收 1.01 亿, 恢复至 2019H1 的 43%, 丽江项目营收 0.70 亿元, 恢复至 2019H1 的 48%。并且, VS2019H1, 九寨、桂林、张家界、西安等项目也贡献收入增量。4 月底, 上海项目开业, 在千古情的同时, 公司也积极推进亲子游《WA! 恐龙》等的单独收费产品进行多元尝试。此外, 2021H1, 公司实现演艺设计策划费用 1.01 亿元/-43.53%, 以及花房投资收益估算 0.54 亿元, 合计带来一定盈利补充。疫情持续反复下, 毛利率和期间费用率仍不及疫情前。

● 暑期疫情反复影响今年表现, 关注人事变动影响

今年暑期旺季遭遇疫情反复, 公司 7 月底开始部分项目直接停演, 截止 2021 年 8 月 26 日公司除杭州、上海外其他项目基本停演, 直接影响公司今年经营表现。但是, 公司疫情下沉淀摸索打磨内功, 积极多元尝试: 亲子游模块强化、推出室外演出、爱在系列等多元产品, 虽然疫情反复制约上述探索成效, 但仍有带来中线看点。公司目前已经推出上海项目, 佛山、西塘、珠海等项目也在积极推进中。伴随疫情企稳, 公司后续存量演艺复苏、新项目扩张和新模式探索仍有期待。同时, 公司公告黄巧灵辞任董事长, 张娴、商玲霞新任董事长、总裁。

● 风险提示: 疫情风险, 减值风险及股东减持风险, 新项目不达预期等
● 客流全面恢复仍待时日, 中长线成长仍有期待, 维持“买入”

考虑疫情反复, 我们下调公司 21-23 年 EPS 至 0.22/0.46/0.65 元, 估值 68/32/23 倍。疫情反复下公司客流恢复仍待时日, 但中线来看, 公司新项目新模式探索优化下, 中长线业绩增长仍有支撑, 维持“买入”。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,612	903	1,401.24	2,482.72	3,247.74
(+/-%)	-18.7%	-65.4%	55.25%	77.18%	30.81%
净利润(百万元)	1340	-1752	567.90	1,208.07	1,697.33
(+/-%)	4.1%	-230.8%	-132.41%	112.73%	40.50%
摊薄每股收益(元)	0.92	-0.67	0.22	0.46	0.65
EBIT Margin	57.2%	20.6%	34.87%	52.44%	56.85%
净资产收益率(ROE)	13.9%	-23.6%	7.19%	13.54%	16.38%
市盈率(PE)	15.9	-21.9	67.68	31.82	22.64
EV/EBITDA	13.1	89.8	48.08	23.28	17.38
市净率(PB)	2.22	5.19	4.87	4.31	3.71

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

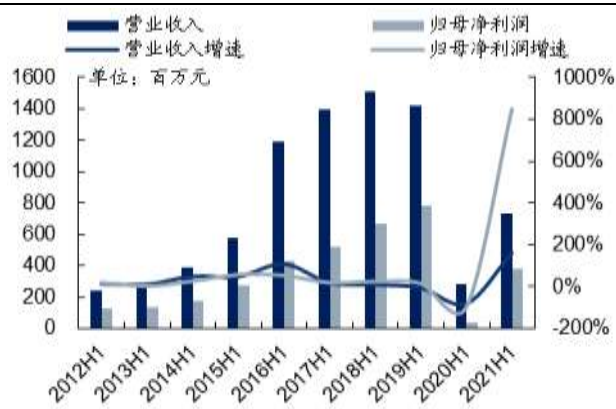
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

上半年业绩符合预期，营收整体恢复约 7 成

2021 年上半年，公司实现营收 73,451.52 万元/+159.66%；实现归母业绩 37,832.96 万元/+849.43%；实现扣非业绩 31,804.63 万元/+1491.82%，EPS0.14 元，符合预期。由于 2019H1 有花房扰动，剔除花房影响，公司演艺主业收入恢复至 2019H1 的 7 成，估算主业业绩恢复 5 成。

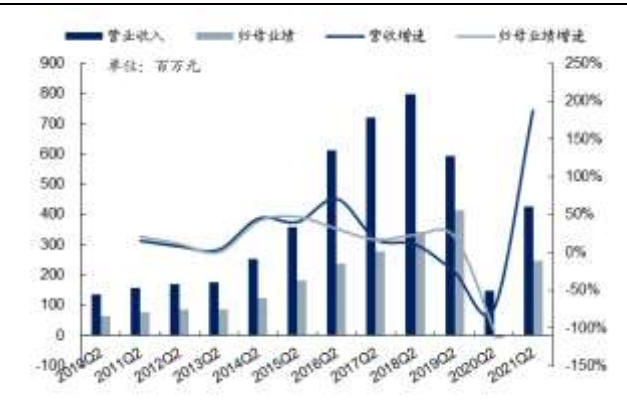
2021Q2，公司实现营收 4.28 亿元/+188.21%，归母业绩 2.46 亿元，同比扭亏，扣非业绩 1.88 亿元，较去年同期盈利 151.23 万元明显向好。与 2019 年同期相比，公司演艺主业预计 Q1 收入恢复 5-6 成，Q2 收入恢复 8 成+，Q2 收入恢复节奏也在改善。

图 1：公司 2021H1 营收和业绩变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：2021Q2 公司收入和业绩变化

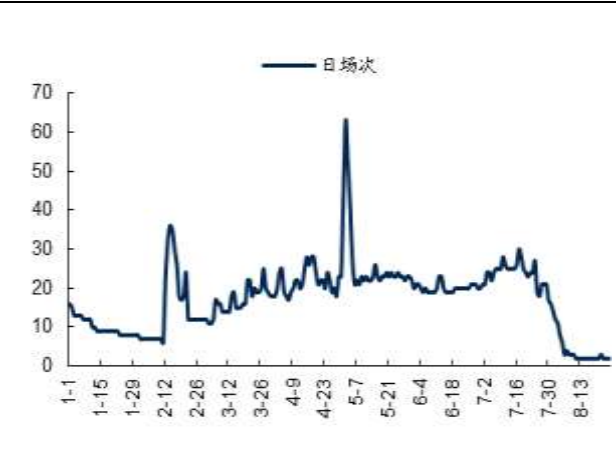


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情持续反复影响公司主业复苏节奏，上海项目 4 月底开业

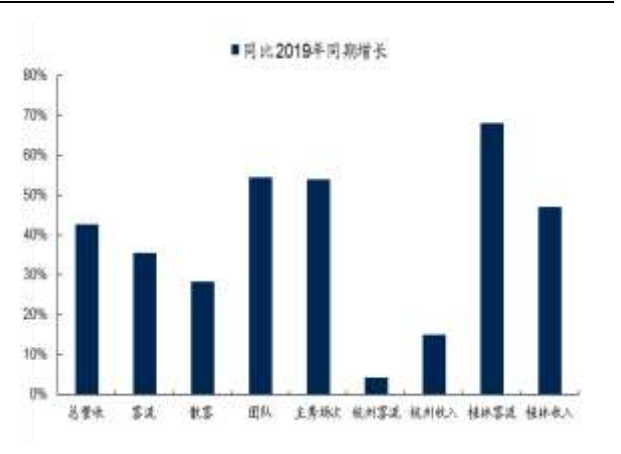
今年以来，国内疫情局部阶段反复，加之后疫情时代室内演出恢复节奏通常逊于室外景点，导致公司今年演艺主业恢复阶段起伏。1-2 月疫情扰动相对承压，3 月开始逐步复苏，五一更是表现靓丽。全国 11 大宋城合计营收约 1.5 亿元，较 2019 年同期增 42.71%；总接待游客 165 万人次，较 2019 年同期增 35.45%，其中散客较 2019 年同期恢复率为 128.25%，团队游客较 2019 年同期恢复率为 154.48%；主秀演出 251 场，较 2019 年同期增加 88 场；各大指标全面大幅超越 2019 年同期。但 6 月后，华南疫情扰动，对公司演艺主业又有压制。

图 3：公司每日演出场次变化



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

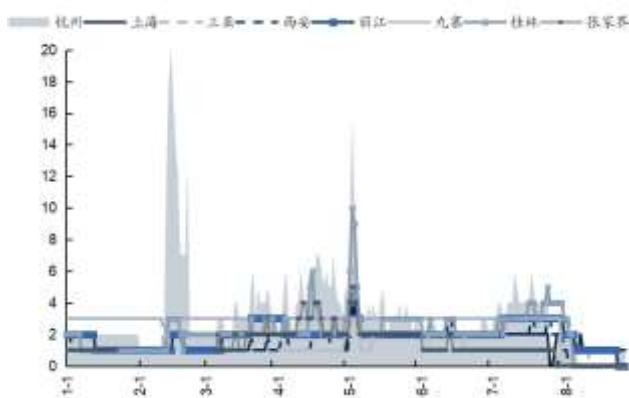
图 4：宋城演艺五一表现及代表项目表现



资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

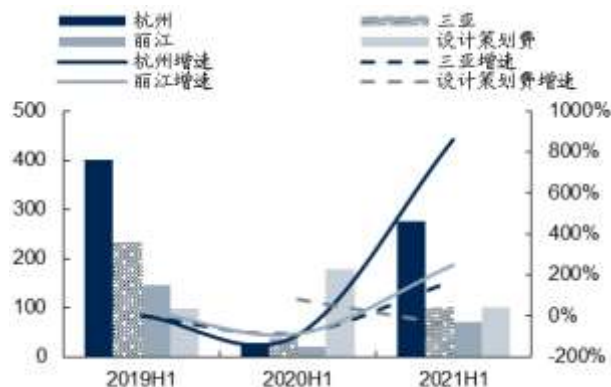
具体来看，上半年公司杭州项目实现收入 2.75 亿元/+860.40%，恢复至 2019 年同期的 69%；三亚项目营收 1.01 亿元/+171.08%，恢复至 2019 年同期的 43%，丽江项目营收 0.70 亿元/+246.18%，恢复至 2019 年同期的 48%。与此同时，与 2019 年同期相比，九寨、桂林、张家界、西安等项目也贡献收入增量。而今年 4 月 29 日，上海项目开业，在千古情的同时，公司也积极推进亲子游《WA! 恐龙》等的单独收费产品，探索多元演艺模式。虽然疫情反复下，新模式打磨需要更多时间探索，预计对 Q2 也产生了部分费用影响，但对公司谋求中长期多元成长也具有积极意义。此外，2021H1，公司实现演艺设计策划费用 1.01 亿元/-43.53%，估算系 19 年同期的 5-6 成；花房上半年贡献投资收益估算 0.54 亿元，二者带来一定的盈利补充。

图 5：公司主要项目每日演出场次变化



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

图 6：公司 2019H1-2021H1 各项目收入同比增速

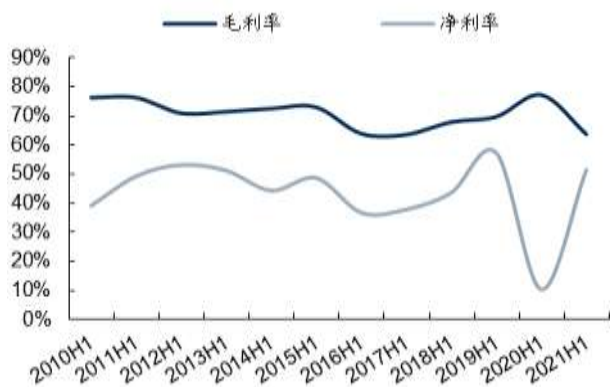


资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

疫情持续反复下，毛利率和期间费用率仍不及疫情前

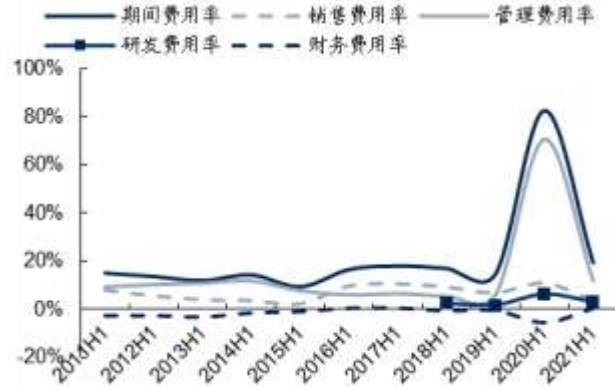
2021 年上半年，公司毛利率同比下降 13.32pct，较 2019 年下降 5.94pct，主要系受疫情反复以及去年同期轻资产业务占比高毛利率偏高影响，杭州、三亚、丽江旅游区毛利率较 2019 年分别下滑 13.81/8.89/12.8pct；同时，公司的期间费用率较 2019 年增加 4.61pct，其中管理费用率较 2019 年上升 5.61pct，销售、研发费用率分别较 2019 年-3.15pct/+1.26pct；财务费用率较 2019 年增加 0.89pct。净利率较 2019 年下降 5.76pct。

图 7：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

暑期疫情影响 Q3 经营表现，但公司仍积极多元尝试布局中线成长

今年暑期旺季疫情再次扰动，结合上图，公司演出场次阶段承压明显，7月底开始部分项目直接停演，截止2021年8月26日公司除杭州、上海外其他项目基本停演。暑期旺季遭遇疫情反复，公司全年旅游演艺主业预计仍然承压。

但是，公司疫情下沉淀摸索打磨内功，积极多元尝试。一是4月底新开业上海项目初步尝试演艺集群模式，立足千古情为基础，亲子游独立售票逐步起量，预计后续亲子游模块有望不断强化，以提升对本地游客的吸引力；二是张家界推出爱在系列，与千古情做组合拳共同营销；三是杭州本部8月23日推出室外版千古情，应对疫情下新局面。虽然暑期疫情反复可能部分制约了公司部分新产品短期成效，但中线来看，伴随后续疫情企稳，上述新模式新探索有助于公司进一步成长。

与此同时，公司目前已经推出上海项目，佛山、西塘、珠海等项目也在积极推进中。公司去年11月公告新签延安轻资产项目，后续轻资产仍有持续补充公司现金流，并带来业绩贡献。并且，结合公司此前官方微信号，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，中长线新项目扩张仍有持续看点。

人事变动：黄巧灵辞任董事长，张娴、商玲霞新任董事长、总裁

公司公告人事变动，实控人黄巧灵辞任董事长，但继续担任公司董事、发展战略委员会主任、总导演兼总策划；原总裁张娴新任董事长；原常务副总裁商玲霞提为总裁。中报显示，黄巧灵及其一致行动人（黄巧龙、张娴、刘萍为黄巧灵的一致行动人）直接持有公司20.55%股权。公司控股股东杭州宋城集团控股有限公司持有本公司29.48%股权，黄巧灵及其一致行动人直接加间接持有杭州宋城集团控股有限公司99.76%股权。

客流全面恢复仍待时日，新模式+新项目助力中线成长，维持“买入”

考虑疫情局部阶段扰动的影响以及跨省游恢复节奏，我们下调公司21-23年EPS至0.22/0.46/0.65元，估值68/32/23倍。虽暑期疫情反复下，客流全面恢复仍待时日，但疫情不改龙头本色，公司积极探索亲子游、爱在系列、室外演艺等，不断应对后疫情时代的新挑战。中长线看，伴随新项目新模式积极推进，未来3-5年业绩成长确定性仍有支撑，暂维持“买入”。

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：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2020	2021E	2022E
现金及现金等价物	1338	1200	1934	1869	营业收入	2612	903	1401	2483
应收款项	56	69	102	133	营业成本	747	353	518	790
存货净额	13	1	2	2	营业税金及附加	36	12	20	32
其他流动资产	171	112	137	179	销售费用	146	64	97	82
流动资产合计	1913	1918	3033	3556	管理费用	188	288	278	277
固定资产	3281	3782	4198	4527	财务费用	(18)	(13)	(44)	(19)
无形资产及其他	1880	1826	1773	1719	投资收益	273	14	113	122
投资性房地产	587	587	587	587	资产减值及公允价值变动	18	1878	0	0
长期股权投资	1535	2035	1318	2118	其他收入	(78)	(3790)	0	0
资产总计	9195	10148	10907	12507	营业利润	1726	(1699)	646	1443
短期借款及交易性金融负债	12	623	0	0	营业外净收支	(96)	(38)	10	10
应付款项	372	118	224	314	利润总额	1630	(1737)	656	1453
其他流动负债	309	292	342	418	所得税费用	265	30	118	255
流动负债合计	694	1034	565	732	少数股东损益	25	(15)	(30)	(10)
长期借款及应付债券	282	282	282	282	归属于母公司净利润	1340	(1752)	568	1208
其他长期负债	484	640	849	851					
长期负债合计	766	922	1131	1133	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1460	1955	1697	1865	净利润	1340	(1752)	568	1208
少数股东权益	323	297	289	277	资产减值准备	(14)	1	1	2
股东权益	7412	7895	8922	10365	折旧摊销	228	258	352	422
负债和股东权益总计	9195	10148	10907	12507	公允价值变动损失	(18)	(1878)	0	0
					财务费用	(18)	(13)	(44)	(19)
					营运资本变动	3684	(66)	(56)	308
					其它	36	(18)	(26)	(11)
					经营活动现金流	5255	(3455)	838	1930
					资本开支	0	(2679)	(800)	(786)
					其它投资现金流	(748)	519	(201)	(322)
					投资活动现金流	(3161)	(226)	(1501)	(391)
					权益性融资	2	120	0	0
					负债净变化	0	282	0	0
					支付股利、利息	(174)	(301)	(85)	(181)
					其它融资现金流	(1513)	3152	611	(623)
					融资活动现金流	(1859)	3234	526	(805)
					现金净变动	235	(447)	(138)	734
					货币资金的期初余额	1550	1785	1338	1200
					货币资金的期末余额	1785	1338	1200	1934
					企业自由现金流	0	(2298)	(104)	1018
					权益自由现金流	0	1136	543	410

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	-0.67	0.22	0.46	0.65
每股红利	0.12	0.03	0.07	0.10
每股净资产	2.83	3.02	3.41	3.96
ROIC	4%	7%	18%	25%
ROE	-24%	7%	14%	16%
毛利率	61%	63%	68%	69%
EBIT Margin	21%	35%	52%	57%
EBITDA Margin	49%	60%	69%	71%
收入增长	-65%	55%	77%	31%
净利润增长率	-231%	-132%	113%	40%
资产负债率	19%	22%	18%	17%
息率	0.8%	0.2%	0.5%	0.7%
P/E	-21.9	67.7	31.8	22.6
P/B	5.2	4.9	4.3	3.7
EV/EBITDA	89.8	48.1	23.3	17.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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。

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