

2021年08月27日

证券研究报告·2021年中报点评

宋城演艺 (300144) 休闲服务

持有 (维持)

当前价: 14.53 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩仍受疫情影响，持续打造演艺王国

投资要点

- **营收恢复至7成，人事完成过渡。**2021H1 公司营收 7.3 亿元 (+160.0%)，其中现场演艺业务收入为 5.7 亿元 (+625.8%)，旅游服务业务收入为 1.4 亿元 (-25.3%)，主营业务收入已恢复至 2019 年同期水平 70% 以上。2021H1 公司实现归母净利润 3.8 亿元，扣非归母净利润 3.2 亿元，公司积极利用疫情平静期开展经营，盈利能力不断恢复。此外，黄巧灵辞去董事长职务，继续担任千古情及演艺作品总导演&总策划等职务，原总裁张娴接任董事长，顺利交接过渡。
- **杭州项目持续升级，推进演艺王国打造。**2021H1 公司演艺主业收入为 5.7 亿元 (+625.8%)，其中营收排名前 4 的杭州、三亚、丽江和桂林项目收入分别为 2.6 亿元/9721 万元/6703 万元/5399 万元，恢复至 2019H1 的 68.8%/43%/48%/75%。杭州宋城作为公司的样板产品，不断打磨更新，形成了千古情引领、多元剧目补充穿插的全新局面，节目容量从 120 分钟提升至 300 分钟，游客逗留时间从 3 小时提升至 6 小时左右，和 2019 年相比，杭州宋城散客恢复超 100%，非门票收入占比大幅增长，《WA! 恐龙》等新剧目将加快全国推广。各地项目以杭州项目为模板，持续推进演艺公园打造工作，
- **新项目上海宋城顺利开业，城市演艺空间逐渐打开。**公司重点打造的上海项目于 4 月 29 日开业，上海宋城拥有 5 个剧场和 7000 多个座位，得益于优越的区位、广阔的市场需求、多元化演艺内容和丰富的票价系统，项目呈现良好发展态势，五一小长假期间收入超 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黄金周记录，上海项目上半年开业仅 2 个月营收排名便跻身前 5，成为公司城市演艺模式的一次里程碑式实践。上海项目的成功为后续的佛山、西塘和珠海等储备项目打下了坚实基础。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2021-2023 年归母净利润分别是 7.76/13.68/18.73 亿元，考虑到公司优良的商业模式，目前正向演艺平台集团转型，观众人次和人均票价均有提升空间，项目扩张能继续支撑公司估值水平，维持“持有”评级。
- **风险提示：**新项目运营不及预期；疫情反复影响；存量项目改造效果不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	902.59	1872.31	2957.16	3844.31
增长率	-65.44%	107.44%	57.94%	30.00%
归属母公司净利润 (百万元)	-1752.40	776.24	1368.31	1872.73
增长率	-230.80%	144.30%	76.27%	36.86%
每股收益 EPS (元)	-0.67	0.30	0.52	0.72
净资产收益率 ROE	-22.84%	8.82%	13.63%	16.03%
PE	-21.7	48.9	27.8	20.3
PB	4.91	4.28	3.75	3.23

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛

执业证号: S1250519080004

电话: 021-58351679

邮箱: smg@swsc.com.cn

联系人: 池天惠

电话: 13003109597

邮箱: cth@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	26.15
流通 A 股(亿股)	22.88
52 周内股价区间(元)	12.6-22.52
总市值(亿元)	379.92
总资产(亿元)	98.64
每股净资产(元)	2.93

相关研究

1. 宋城演艺 (300144): 演艺龙头再起航, 城市演艺谱新曲 (2021-04-09)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司现场演艺业务由于受到疫情反复影响，仍处于逐步恢复的状况，预计 2022 年完全恢复，在 2021-2023 年参观人数的增速分别为 120%/60%/30%，人均消费额保持不变，毛利率逐渐恢复，2021-2023 年分别为 65%/68%/68%；

假设 2：公司旅游服务业务在 2021-2023 年网络票务订单的增速分别为 70%/50%/30%，毛利率受疫情的影响相对较小，2021-2023 年分别为 75%/70%/68%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2020A	2021E	2022E	2023E
现场演艺	收入	676	1487	2379	3093
	增速	-63.9%	120.0%	60.0%	30.0%
	毛利率	49.5%	65.0%	68.0%	68.0%
旅游服务	收入	227	385	578	752
	增速	-36.5%	70.0%	50.0%	30.0%
	毛利率	95.1%	75.0%	70.0%	68.0%
合计	收入	903	1872	2957	3844
	增速	-65.4%	107.4%	57.9%	30.0%
	毛利率	60.9%	67.1%	68.4%	68.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预测与评级：

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别是 7.76/13.68/18.73 亿元，考虑到公司优良的商业模式，目前正向演艺平台集团转型，观众人次和人均票价均有提升空间，项目扩张能继续支撑公司估值水平，维持“持有”评级。

风险提示：

新项目运营不及预期；疫情反复影响；存量项目改造效果不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	902.59	1872.31	2957.16	3844.31
营业成本	352.67	616.77	934.73	1230.18
营业税金及附加	11.93	22.49	34.95	46.80
销售费用	63.65	140.42	192.22	211.44
管理费用	288.08	187.23	266.14	307.54
财务费用	-12.84	97.41	-21.56	-26.59
资产减值损失	-1877.72	0.00	0.00	0.00
投资收益	14.01	30.00	30.00	30.00
公允价值变动损益	0.25	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-1699.35	837.99	1580.68	2104.94
其他非经营损益	-37.77	-55.30	-37.87	-42.16
利润总额	-1737.11	782.69	1542.81	2062.78
所得税	29.84	0.00	163.14	174.50
净利润	-1766.95	782.69	1379.67	1888.28
少数股东损益	-14.55	6.44	11.36	15.55
归母净利润	-1752.40	776.24	1368.31	1872.73
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1337.78	7252.25	8978.06	11015.47
应收和预付款项	78.35	128.83	213.45	281.65
存货	13.42	23.48	35.58	46.83
其他流动资产	483.86	805.30	910.45	1054.51
长期股权投资	1534.54	1534.54	1534.54	1534.54
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3280.63	3163.37	3043.85	2922.09
无形资产和开发支出	1891.69	1809.55	1726.47	1647.20
其他非流动资产	575.08	586.78	527.10	494.83
资产总计	9195.34	15304.09	16969.50	18997.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	424.05	602.56	987.43	1271.73
长期借款	282.00	222.00	192.00	222.00
其他负债	754.03	5604.47	5666.38	5723.90
负债合计	1460.08	6429.03	6845.81	7217.64
股本	2614.69	2614.69	2614.69	2614.69
资本公积	1211.36	1211.36	1211.36	1211.36
留存收益	3649.55	4719.59	5956.86	7597.10
归属母公司股东权益	7412.29	8545.65	9782.92	11423.16
少数股东权益	322.97	329.42	340.78	356.32
股东权益合计	7735.26	8875.06	10123.70	11779.48
负债和股东权益合计	9195.34	15304.09	16969.50	18997.12
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	-1419.10	1237.17	1864.09	2386.75
PE	-21.68	48.94	27.77	20.29
PB	4.91	4.28	3.75	3.23
PS	42.09	20.29	12.85	9.88
EV/EBITDA	-25.62	28.42	17.96	13.18
股息率	0.76%	—	0.34%	0.61%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-1766.95	782.69	1379.67	1888.28
折旧与摊销	293.09	301.77	304.97	308.41
财务费用	-12.84	97.41	-21.56	-26.59
资产减值损失	-1877.72	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-253.67	-167.64	187.25	137.55
其他	4012.04	-30.00	-30.00	-30.00
经营活动现金流净额	393.94	984.23	1820.32	2277.64
资本支出	-677.60	-70.00	-70.00	-75.00
其他	-263.40	-187.03	114.96	10.67
投资活动现金流净额	-941.00	-257.03	44.96	-64.33
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	282.00	-60.00	-30.00	30.00
股权融资	-102.86	0.00	0.00	0.00
支付股利	-290.52	293.79	-131.03	-232.50
其他	224.47	4953.48	21.56	26.59
筹资活动现金流净额	113.08	5187.27	-139.47	-175.90
现金流量净额	-443.93	5914.48	1725.81	2037.41

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	-65.44%	107.44%	57.94%	30.00%
营业利润增长率	-198.48%	149.31%	88.63%	33.17%
净利润增长率	-229.46%	144.30%	76.27%	36.86%
EBITDA 增长率	-172.24%	187.18%	50.67%	28.04%
获利能力				
毛利率	60.93%	67.06%	68.39%	68.00%
三费率	37.55%	22.70%	14.77%	12.81%
净利率	-195.76%	41.80%	46.66%	49.12%
ROE	-22.84%	8.82%	13.63%	16.03%
ROA	-19.22%	5.11%	8.13%	9.94%
ROIC	-35.02%	17.59%	24.58%	32.52%
EBITDA/销售收入	-157.23%	66.08%	63.04%	62.09%
营运能力				
总资产周转率	0.09	0.15	0.18	0.21
固定资产周转率	0.37	0.76	1.27	1.74
应收账款周转率	160.82	269.28	246.47	222.25
存货周转率	36.11	33.43	31.66	29.86
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.50%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	15.88%	42.01%	40.34%	37.99%
带息债务/总负债	19.31%	3.45%	2.80%	3.08%
流动比率	2.76	1.43	1.64	1.90
速动比率	2.74	1.43	1.64	1.90
股利支付率	-16.58%	-37.85%	9.58%	12.41%
每股指标				
每股收益	-0.67	0.30	0.52	0.72
每股净资产	2.96	3.39	3.87	4.51
每股经营现金	0.15	0.38	0.70	0.87
每股股利	0.11	-0.11	0.05	0.09

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn