

证券研究报告—动态报告

餐饮旅游

景点

宋城演艺(300144)

买入

2021年三季度报点评

(维持评级)

2021年10月24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)	2,615/2,288
总市值/流通(百万元)	36,998/32,371
上证综指/深圳成指	3,595/14,445
12个月最高/最低(元)	23.04/11.85

相关研究报告:

《宋城演艺-300144-2021年中报点评:上半年经营符合预期,公司积极应对疫情后时代》——2021-08-28
 《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年三季度报点评: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

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

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

三季度实现盈利好于预期 费控及花房表现出色

● 暑期疫情扰动下 Q3 复苏放缓,但单季盈利好于预期

21Q3 公司实现营收 2.81 亿元/-16.24%,归母业绩 0.54 亿元/-42.29%。暑期疫情影响公司 Q3 收入和业绩各恢复 36%/11%,盈利好于我们此前业绩前瞻预测,主要系公司费用管控优良和花房投资收益贡献增加。今年前三季度,公司营收及业绩各恢复约 46%/34%。

● 疫情下旺季主业阶段停业,费控及花房投资收益助力 Q3 仍盈利

7.1-7.20, 公司旗下演艺项目稳步复苏,但此后受疫情多地扩散等影响,公司演艺项目除上海项目外先后关停。其中公司杭州本部关停 16 天,直至 8.22 室外版千古情恢复;三亚、丽江、桂林、张家界项目各关停 37、27、37、54 天不等,西安项目 8.2 关停至今。各项目旺季停业直接影响演艺主业复苏进程。不过,依托 7 月经营及公司良好的成本费用管控等,公司演艺主业 Q3 仍然实现微利,实属不易。花房预计运营良好,前三季度收益估算 0.88 亿元,同比翻番,其中 Q3 单季估算约 0.35 亿元,环比 Q2 增约 25%,助力公司 Q3 盈利。Q3 疫情下,公司毛利率 46.54%/-8.89pct,期间费率 38.51%/+16.68pct。

● 疫情持续反复影响短期主业经营,期待明年复苏弹性及中线成长

疫情持续反复影响公司主业复苏节奏,带来短期盈利的不确定性。但在暑期旺季多数项目关停背景下,公司 Q3 仍实现盈利可见公司的成本费用管控优异。同时,公司在疫情反复下摸索打磨内功,积极多元尝试:上海项目亲子模块,张家界“爱在系列”演出,杭州本部室外版尝试等,积极探索新玩法。若未来疫情消散,主业复苏的经营弹性相对较大,且新模式新探索也有助于公司进一步成长。此外,公司佛山、西塘、珠海等项目稳步推进中,中长线扩张仍有持续看点。

● 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

● 短期仍受疫情干扰,期待未来复苏弹性及中线成长,维持“买入”

考虑短期疫情反复,假设明后年疫情相对可控,我们下调公司 21-23 年 EPS 至 0.18/0.43/0.61 元(此前为 0.22/0.46/0.65 元),动态 PE78/33/23 倍。短期盈利承压,但公司不断新模式摸索应对,中长线伴随新项目新模式推进,业绩成长空间仍有支撑,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,611.75	902.59	1,326.80	2,255.56	2,999.90
(+/-%)	-18.67%	-65.44%	47.00%	70.00%	33.00%
净利润(百万元)	1,339.79	-1,752.40	479.00	1,113.89	1,585.34
(+/-%)	4.09%	-230.80%	-127.33%	132.55%	42.32%
摊薄每股收益(元)	0.92	-0.67	0.18	0.43	0.61
EBIT Margin	57.23%	20.63%	28.65%	52.72%	57.21%
净资产收益率(ROE)	13.94%	-23.64%	6.13%	12.71%	15.68%
市盈率(PE)	15.37	-21.16	77.40	33.29	23.39
EV/EBITDA	12.63	86.73	53.43	24.01	17.75
市净率(PB)	2.14	5.00	4.74	4.23	3.67

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

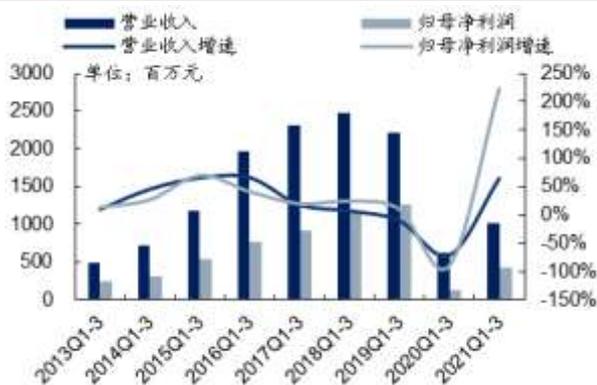
注:摊薄每股收益按最新总股本计算

暑期疫情扰动下 Q3 恢复放缓，但单季实现盈利好于预期

2021 年前三季度，公司实现营收 10.16 亿元/+64.20%；实现归母业绩 4.33 亿元/+223.38%；实现扣非业绩 3.70 亿元/+232.56%，EPS0.17 元。与 2019 年同期相比，公司营收恢复 46.04%，业绩恢复 34.06%，扣非业绩恢复 33.79%。

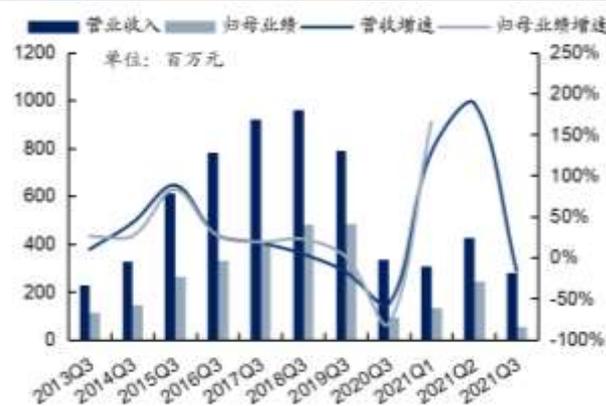
其中，Q3 单季，公司实现营收 2.81 亿元/-16.24%，归母业绩 0.54 亿元/-42.29%，扣非业绩 0.52 亿元/-42.84%。与 2019 年 Q3 相比，公司营收恢复 35.64%，业绩恢复 11.18%，扣非业绩恢复 10.93%，疫情反复下相对逊于 Q2（Q2 营收/业绩/扣非业绩分别恢复 72.23%/59.28%/72.85%）。但是，考虑 Q3 暑期疫情对公司演艺主业影响本较大（大部分项目暑期旺季阶段关停），公司最终 Q3 业绩仍能盈利相对难能可贵，预计主要来自良好的费用管控及花房投资收益贡献。

图 1：公司 2021 年前三季度营收和业绩变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2021Q3 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

暑期疫情下演艺主业阶段停业，费用管控得当及花房收益助力 Q3 仍盈利

Q3 以来，7.1-7.20，公司旗下演艺项目本逐步复苏，演艺场次明显回升，但此后受暴雨、南京疫情多地扩散影响，公司演艺项目除上海项目外先后关停。具体来看，公司杭州本部 8.6 起关停，直至 8.22 推出室外版千古情恢复；三亚项目 8.11 起关停 37 天，丽江项目 8.23 起关停 27 天，桂林项目 8.4 起关停 37 天，张家界项目 7.28 起关停 54 天（直至 9.20 爱在湘西才恢复上演），西安项目 8.2 关停至今。考虑 7.20-8.25 本系暑期最旺季，对旅游公司全年经营影响重大，这一阶段各项目停业直接影响演艺主业恢复节奏。不过，依托 7 月份近 1 月经营及公司良好的成本费用管控，加之杭州本部后续推出室外项目部分对冲，公司演艺主业 Q3 仍然微利（估算千万+），实属不易，其中关停时间较短的杭州、丽江、三亚等预计略有贡献。此外，我们预计轻资产项目 Q3 确认极为有限。

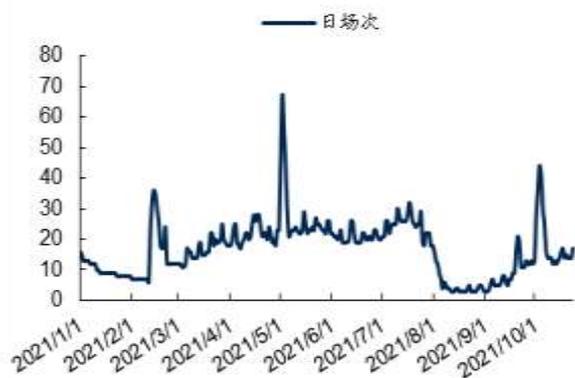
表 1：2021 年暑期公司主要项目关停情况

项目	关停情况
杭州本部	8.6 起关停杭州宋城 16 天，8.22 推出室外版千古情，9 月后室内版恢复演出
三亚千古情	8.11 起关停 37 天
丽江千古情	8.23 起关停 27 天
九寨千古情	7.30 起关停 28 天
桂林千古情	8.4 起关停 37 天
张家界千古情	7.28 起关停千古情及爱在湘西，9.20 爱在湘西才恢复上演
西安千古情	8.2 起关停，直至 10 月 24 日尚未恢复
炭河千古情	7.30 起关停 28 天
宜春千古情	8.6 起关停 42 天
郑州千古情	7.21 起关停共 46 天

资料来源：公司官网、官微，国信证券经济研究所整理

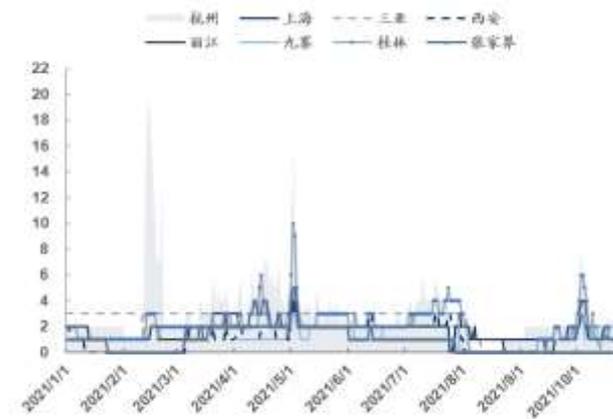
此外，花房预计运营良好，公司前三季度联营企业和合营企业的投资收益（主要系花房投资收益）达到 8790.19 万元/+116.05%，其中 Q3 单季 3,494.69 万元/+1102%，环比 Q2 增 25.02%，对公司 Q3 盈利进行了有力补充。

图 3：今年以来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：公司主要项目每日演出场次变化



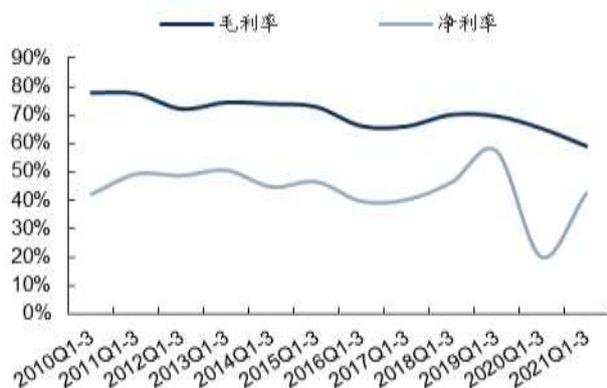
资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

疫情影响下，2021 年前三季度，公司毛利率同比下降 6.34pct（今年暑期疫情反复影响），较 2019 年下降 14.34pct。前三季度，公司期间费用率同比下降 14.95pct（管控较良好），较 2019 年增加 14.17pct，其中管理费用率同比上年高基数下降 16.23pct，但较 2019 年仍上升 11.97pct，销售、财务、研发费用率分别同比-2.17/+2.66/+0.79pct，较 2019 年-0.76/+0.41/+2.55pct。前三季度净利率为 42.20%，同比+22.28pct，较 2019 年仍下降 16.71pct。

Q3 单季，暑期疫情及项目关停影响下，公司毛利率 46.54%，同比下降 8.89pct，较 2019Q3 下降 33.33pct；公司销售/管理/研发/财务费率同比各增 3.81、11.76、1.91、-0.79 pct，导致期间费率整体增 16.68pct，较疫情前增 32.18pct。

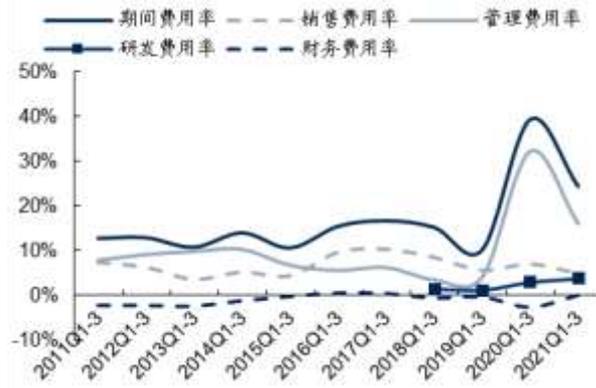
前三季度，公司实现经营现金流净额 7.38 亿元，同增约 365%。Q3，公司经营现金流 2.57 亿元，环比 Q2 的 3.95 亿元有所下降，但考虑疫情影响仍较可观。

图 3：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 4：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

短期疫情反复影响演艺主业复苏进程，期待未来复苏弹性及中线成长

公司演艺项目以室内演出为主，在疫情反复中相对复苏受制。今年暑期以来的疫情反复及跨省游限制影响公司演艺主业恢复节奏。近期西北疫情也可能对公

司四季度经营产生不利影响。整体来看，疫情的持续反复也带来公司阶段盈利的不确定性。但在暑期最旺季项目多数关停下，公司 Q3 仍艰难盈利可见公司的成本费用管控仍然优良。

同时，公司疫情下沉淀摸索打磨内功，积极多元尝试。一是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；二是此前部分项目推出爱在系列，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，但若明年国内疫情企稳，则公司经营有望迎来复苏弹性，且新模式新探索也有助于公司进一步成长。此外，公司佛山、西塘、珠海等项目也在积极推进中，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。

短期仍受疫情干扰，期待明后年复苏弹性及中线成长，维持“买入”评级

考虑 9-10 月等短期疫情反复影响，并兼顾疫情下新项目爬坡节奏等，但假设明后年疫情相对可控，我们下调公司 21-23 年 EPS 至 0.18/0.43/0.61 元（此前为 0.22/0.46/0.65），动态 PE78/33/23 倍。短期疫情反复影响公司复苏节奏乃至新项目推广效果，但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 年业绩成长空间仍有支撑，依然维持“买入”评级。

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		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1338	1200	1715	1545	营业收入	903	1327	2256	3000
应收款项	56	65	93	123	营业成本	353	513	722	930
存货净额	13	1	1	2	营业税金及附加	12	19	29	36
其他流动资产	171	106	124	165	销售费用	64	92	74	96
流动资产合计	1913	1909	2791	3208	管理费用	288	323	241	222
固定资产	3281	3782	4198	4527	财务费用	(13)	(44)	(14)	(35)
无形资产及其他	1880	1826	1773	1719	投资收益	14	113	125	132
投资性房地产	587	587	587	587	资产减值及公允价值变动	1878	0	0	0
长期股权投资	1535	2035	1318	2118	其他收入	(3790)	0	0	0
资产总计	9195	10138	10665	12159	营业利润	(1699)	538	1329	1883
短期借款及交易性金融负债	12	675	0	0	营业外净收支	(38)	10	10	10
应付款项	372	115	189	270	利润总额	(1737)	548	1339	1893
其他流动负债	309	309	290	365	所得税费用	30	99	235	322
流动负债合计	694	1100	479	635	少数股东损益	(15)	(30)	(10)	(14)
长期借款及应付债券	282	282	282	282	归属于母公司净利润	(1752)	479	1114	1585
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	2021	1610	1768	净利润	(1752)	479	1114	1585
少数股东权益	323	297	289	277	资产减值准备	1	1	2	2
股东权益	7412	7819	8766	10114	折旧摊销	258	352	422	472
负债和股东权益总计	9195	10138	10665	12159	公允价值变动损失	(1878)	0	0	0
					财务费用	(13)	(44)	(14)	(35)
					营运资本变动	(66)	(32)	220	87
					其它	(18)	(26)	(11)	(14)
					经营活动现金流	(3455)	773	1747	2133
					资本开支	(2679)	(800)	(786)	(750)
					其它投资现金流	519	(201)	(322)	(515)
					投资活动现金流	(226)	(1501)	(391)	(2065)
					权益性融资	120	0	0	0
					负债净变化	282	0	0	0
					支付股利、利息	(301)	(72)	(167)	(238)
					其它融资现金流	3152	662	(675)	0
					融资活动现金流	3234	590	(842)	(238)
					现金净变动	(447)	(138)	515	(170)
					货币资金的期初余额	1785	1338	1200	1715
					货币资金的期末余额	1338	1200	1715	1545
					企业自由现金流	(2298)	(169)	836	1234
					权益自由现金流	1136	530	174	1263

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。

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。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