

## 疫情反复影响业绩复苏，经营韧性显现

## ——宋城演艺 2021 年三季度报点评

事件：公司发布三季度报，21Q3 营收 2.81 亿元/-16.2% yoy，归母净利润 0.54 亿元/-42.3% yoy，扣非归母净利润 0.52 亿元/-42.8%。

## 核心观点

- 局部疫情反复影响暑期旺季复苏，拖累 Q3 业绩。公司前三季度营收 10.16 亿元/+64.2% yoy，恢复至 19Q1-Q3 的 46%，归母净利润 4.33 亿元/+323% yoy，恢复至 19Q1-Q3 的 34%；21Q3 营收 2.81 亿元/-16.2% yoy，恢复至 19Q3 的 36%，归母净利润 0.54 亿元/-42.3% yoy，恢复至 19Q3 的 11%。公司三季度业绩承压主要受到 7 月底南京疫情爆发影响，暑期旅游旺季受到较大管制，公司多地项目关停 1-2 个月，导致三季度公司项目总场次同比下降三成左右；同时成本端部分存在刚性，净利润下滑幅度大于收入。
- 压力测试下演艺主业仍超预期实现盈利，彰显经营高效率。21Q3 投资收益 0.39 亿元，其中对联营企业投资收益 0.35 亿元对应花房科技贡献，剔除后估算主业 Q3 盈利约 0.2 亿元，成本费用控制力优秀。现金流依旧稳健，公司前三季度经营性净现金流 7.38 亿元，其中 Q3 为 2.57 亿元。
- 国庆复苏好于行业，但 Q4 疫情扰动仍存不确定性。据公司官网 10 月 1-7 日各大千古情等主秀演出 229 场，恢复至 19 年同期的 80% 以上；接待游客超 150 万人次，其中散客占比 83%；国庆营收约 1 亿元，恢复至 19 年同期的 75%，优于旅游业整体 60% 的恢复程度，其中散客收入已恢复至 19 年同期水平。但上周西北疫情已波及 10 省市，北京、贵州、甘肃暂停跨省游，杭州暂停中高风险地区跨省游，Q4 疫情或对公司复苏步伐再次造成影响。

## 财务预测与投资建议

- 由于南京、西北多地疫情影响旅游业复苏进展，我们调整 21-23 年 EPS 预测为 0.22/0.47/0.61 元（调整前为 0.45/0.63/0.74 元）。虽然疫情不确定性仍在，但公司行业地位、竞争壁垒未发生改变，西塘、珠海等新项目和演艺谷新模式值得期待，考虑到疫情对 21 年业绩有较大影响，我们采用可比公司 2022 年 36 倍 PE 进行估值，对应目标价 16.74 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 疫情反复影响旅游行业复苏；新项目爬坡不及预期；存量项目竞争加剧

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,612	903	1,359	2,533	3,336
同比增长(%)	-18.7%	-65.4%	50.6%	86.3%	31.7%
营业利润(百万元)	1,726	(1,699)	750	1,467	1,964
同比增长(%)	7.6%	-198.5%	144.1%	95.6%	33.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,340	(1,752)	583	1,216	1,597
同比增长(%)	4.1%	-230.8%	133.3%	108.6%	31.3%
每股收益(元)	0.51	(0.67)	0.22	0.47	0.61
毛利率(%)	71.4%	60.9%	65.2%	68.7%	69.3%
净利率(%)	51.3%	-194.2%	42.9%	48.0%	47.9%
净资产收益率(%)	14.8%	-20.6%	7.6%	14.3%	16.4%
市盈率	27.7	(21.2)	63.6	30.5	23.2
市净率	3.9	5.0	4.7	4.1	3.5

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10月26日)	13.93 元
目标价格	16.74 元
52周最高价/最低价	22.98/11.85 元
总股本/流通A股(万股)	261,469/228,769
A股市值(百万元)	36,423
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021年10月26日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.05	-3.6	-5.43	-15.85
相对表现	-6.02	-11.23	-4.84	-20.34
沪深300	0.97	7.63	-0.59	4.49



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

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn  
张玉洁

联系人 zhangyujie@orientsec.com.cn

联系人 朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

## 相关报告

业绩短期波动不改长期向好趋势，上海项目 2021-04-27  
值得期待：——宋城演艺 20 年年报及 21 年一季报点评

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

由于今年下半年以来南京、福建、西北等多地疫情反复影响旅游业复苏，我们调整对公司 2021-2023 年盈利预测假设：

- 1) 疫情及政策管控造成跨省旅游和团队游受到较大影响，导致各地千古情项目入园人次减少，因此调低现场演艺业务收入、旅游服务业收入假设；
- 2) 管理费用相对刚性，由于收入假设下调，导致管理费用率假设上调；

**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	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>费用率假设</b>						
销售费用率	5.0%	5.2%	5.3%	5.0%	5.2%	5.3%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	7.2%	7.2%	7.2%	14.9%	8.4%	7.2%
变动幅度				7.7%	1.2%	0.0%
<b>分业务盈利预测</b>						
<b>现场演艺</b>						
销售收入	1,999	2,805	3,370	1,018	2,075	2,845
变动幅度				-49.1%	-26.0%	-15.6%
毛利率	62.4%	68.4%	68.5%	59.3%	66.4%	68.2%
变动幅度				-3.1%	-2.0%	-0.2%
<b>旅游服务业</b>						
销售收入	452	353	379	306	347	353
变动幅度				-32.3%	-1.8%	-6.8%
毛利率	78.7%	66.7%	66.0%	81.3%	73.2%	66.8%
变动幅度				2.6%	6.5%	0.8%
<b>其他</b>						
销售收入	145	167	192	35	111	138
变动幅度				-76.2%	-33.7%	-28.0%
毛利率	98.2%	98.2%	98.2%	98.2%	98.2%	98.2%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
<b>合计</b>	<b>2,597</b>	<b>3,325</b>	<b>3,940</b>	<b>1,359</b>	<b>2,533</b>	<b>3,336</b>
变动幅度				-47.7%	-23.8%	-15.3%
<b>综合毛利率</b>	<b>67.3%</b>	<b>69.7%</b>	<b>69.7%</b>	<b>65.2%</b>	<b>68.7%</b>	<b>69.3%</b>
变动幅度				-2.0%	-1.0%	-0.3%

数据来源：东方证券研究所

**表 2：主要财务数据变动分析表**

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,597	3,325	3,940	1,359	2,533	3,336
变动幅度				-47.7%	-23.8%	-15.3%
营业利润	1,443	1,960	2,323	750	1,467	1,964
变动幅度				-48.0%	-25.2%	-15.5%
归属母公司净利润	1,181	1,651	1,938	583	1,216	1,597
变动幅度				-50.6%	-26.3%	-17.6%
每股收益（元）	0.45	0.63	0.74	0.22	0.47	0.61
变动幅度				-50.6%	-26.3%	-17.6%
毛利率(%)	67.3%	69.7%	69.7%	65.24%	68.71%	69.33%
变动幅度				-2.0%	-1.0%	-0.3%
净利率(%)	45.5%	49.7%	49.2%	42.9%	48.0%	47.9%
变动幅度				-2.6%	-1.6%	-1.3%

数据来源：东方证券研究所

## 投资建议

由于南京、西北多地疫情影响旅游业复苏进展，我们调整 21-23 年 EPS 预测为 0.22/0.47/0.61 元（调整前为 0.45/0.63/0.74 元）。虽然疫情不确定性仍在，但公司行业地位、竞争壁垒未发生改变，西塘、珠海等新项目和演艺谷新模式值得期待，考虑到疫情对 21 年业绩有较大影响，我们采用可比公司 2022 年 36 倍 PE 进行估值，对应目标价 16.74 元，维持“买入”评级。

**表 3：可比公司估值表**

公司	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
三特索道	10.21	0.16	0.11	0.40	0.51	63.46	93.58	25.85	20.02
中国中免	264.47	3.14	5.92	7.97	10.47	84.10	44.65	33.17	25.25
桂林旅游	4.92	-0.74	-0.14	0.08	0.23	-6.65	-35.27	60.44	20.98
西藏旅游	9.48	0.02	0.11	0.15	0.19	453.59	86.18	63.20	49.89
丽江股份	5.62	0.13	0.09	0.32	0.44	43.80	64.67	17.55	12.64
锦江酒店	51.10	0.10	0.49	1.42	1.91	496.12	103.80	35.87	26.80
首旅酒店		-0.50	0.33	1.03	1.34	-48.34	73.12	23.54	18.11
调整后平均							72	36	22

数据来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

疫情反复影响旅游行业复苏；新项目爬坡不及预期；存量项目竞争加剧

**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	913	2,043	3,212	营业收入	2,612	903	1,359	2,533	3,336
应收票据及应收账款	5	6	13	15	25	营业成本	747	353	472	793	1,023
预付账款	17	22	17	36	56	营业税金及附加	36	12	18	33	43
存货	6	13	8	17	26	营业费用	146	64	68	132	177
其他	1,107	534	795	689	766	管理费用及研发费用	237	326	243	263	306
<b>流动资产合计</b>	<b>2,921</b>	<b>1,913</b>	<b>1,746</b>	<b>2,799</b>	<b>4,085</b>	财务费用	(18)	(13)	2	(1)	(13)
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	2	3	5
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	172	134	148
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	<b>营业利润</b>	<b>1,726</b>	<b>(1,699)</b>	<b>750</b>	<b>1,467</b>	<b>1,964</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,120</b>	<b>7,282</b>	<b>7,451</b>	<b>7,863</b>	<b>8,262</b>	营业外收入	6	3	8	6	6
<b>资产总计</b>	<b>11,041</b>	<b>9,195</b>	<b>9,197</b>	<b>10,663</b>	<b>12,346</b>	营业外支出	102	41	73	30	30
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,630</b>	<b>(1,737)</b>	<b>685</b>	<b>1,443</b>	<b>1,940</b>
应付票据及应付账款	301	372	276	540	792	所得税	265	30	89	216	330
其他	464	321	375	439	449	<b>净利润</b>	<b>1,365</b>	<b>(1,767)</b>	<b>596</b>	<b>1,226</b>	<b>1,610</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>765</b>	<b>694</b>	<b>651</b>	<b>979</b>	<b>1,241</b>	少数股东损益	25	(15)	13	10	13
长期借款	0	282	282	282	282	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,340</b>	<b>(1,752)</b>	<b>583</b>	<b>1,216</b>	<b>1,597</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.51	-0.67	0.22	0.47	0.61
其他	394	484	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>394</b>	<b>766</b>	<b>282</b>	<b>282</b>	<b>282</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,159</b>	<b>1,460</b>	<b>933</b>	<b>1,261</b>	<b>1,523</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	268	323	336	346	359	成长能力					
股本	1,453	2,615	2,615	2,615	2,615	营业收入	-18.7%	-65.4%	50.6%	86.3%	31.7%
资本公积	2,476	1,211	1,211	1,211	1,211	营业利润	7.6%	-198.5%	144.1%	95.6%	33.9%
留存收益	5,694	3,650	4,102	5,230	6,638	归属于母公司净利润	4.1%	-230.8%	133.3%	108.6%	31.3%
其他	(9)	(63)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,882</b>	<b>7,735</b>	<b>8,264</b>	<b>9,402</b>	<b>10,823</b>	毛利率	71.4%	60.9%	65.2%	68.7%	69.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,041</b>	<b>9,195</b>	<b>9,197</b>	<b>10,663</b>	<b>12,346</b>	净利率	51.3%	-194.2%	42.9%	48.0%	47.9%
						ROE	14.8%	-20.6%	7.6%	14.3%	16.4%
						ROIC	14.6%	-19.4%	7.9%	13.7%	15.6%
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%	10.1%	11.8%	12.3%
净利润	1,365	(1,767)	596	1,226	1,610	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	2.68	2.86	3.29
财务费用	(18)	(13)	2	(1)	(13)	速动比率	3.81	2.74	2.67	2.84	3.27
投资损失	(273)	(14)	(172)	(134)	(148)	营运能力					
营运资金变动	476	(75)	(289)	399	141	应收账款周转率	72.2	152.6	136.8	172.3	161.7
其它	(153)	2,076	(171)	2	4	存货周转率	159.3	36.1	44.6	65.2	48.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,571</b>	<b>394</b>	<b>146</b>	<b>1,680</b>	<b>1,796</b>	总资产周转率	0.2	0.1	0.1	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)	1,934	0	0	0	每股收益	0.51	-0.67	0.22	0.47	0.61
其他	1,548	(1,588)	176	136	150	每股经营现金流	1.08	0.15	0.06	0.64	0.69
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,181)</b>	<b>(941)</b>	<b>(425)</b>	<b>(465)</b>	<b>(451)</b>	每股净资产	3.68	2.83	3.03	3.46	4.00
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	27.7	-21.2	63.6	30.5	23.2
其他	(161)	(78)	(133)	(86)	(176)	市净率	3.9	5.0	4.7	4.1	3.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(161)</b>	<b>113</b>	<b>(146)</b>	<b>(86)</b>	<b>(176)</b>	EV/EBITDA	19.0	-23.4	38.3	21.6	16.6
汇率变动影响	2	(10)	-0	-0	-0	EV/EBIT	20.9	-20.8	47.4	24.3	18.3
<b>现金净增加额</b>	<b>232</b>	<b>(444)</b>	<b>(424)</b>	<b>1,129</b>	<b>1,169</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)