

# 宋城演艺 (300144.SZ)

## 第三季度净利润较快增长，控费增效应对疫情挑战

**买入**

### 核心观点

**第三季度收入基本持平，净利润大幅增长。**2022Q3，公司实现营收 2.76 亿元/-1.66%，归母净利润 1.05 亿元/+93.51%，扣非净利润 1.25 亿元/+140.16%。**净利润增速远高于收入增速，核心系公司持续成本费用优化所致。**与 2019Q3 相比，公司收入恢复约 35%，归母净利润和扣非净利润恢复约 22%、26%，主要系疫情反复影响。前三季度公司实现营收 3.88 亿元/-61.78%，归母净利润为 0.76 亿元/-82.48%，扣非净利润 2670 万元/-92.78%，EPS0.03 元。**Q3 盈利改善推动公司前三季度净利润转正。**

**丽江表现最靓丽，杭州预计持平微增，费用控制良好。**杭州本部依托夜游+亲子等产品打造，预计持平微增，仍系公司利润的最核心构成；**丽江项目**受益暑期区域高景气，收入和业绩大增，估算贡献净利润数千万；**九寨项目**暑期表现良好，整体盈利；**三亚项目**因疫情略有承压，桂林预计相对稳定；处培育期的上海、张家界、西安项目 Q3 仍闭园，但成本费用控制下预计同比明显减亏。此外，花房继续贡献投资收益约 3000-4000 万左右，非流动资产处置带来税后亏损约 2000 万。**费用方面**，Q3 公司毛利率 68.83%/+22.29pct；期间费率 30.17%/-8.34pct，其中销售/管理/研发费率各-4.83%/+0.77%/-3.47pct，成本费用控制良好。

**产品升级，控费增效，努力应对疫情下的不利局面。**应对疫情考验，公司苦练内功，不断提升抗风险能力：一是面对 8 个自营主题公园刚性成本压力，努力推动数字化及各类管理优化，最大化降低损失，今年 Q3 丽江项目收入提升同时，成本亦控制良好，为未来疫情企稳盈利复苏创造良好条件；二是疫情企稳时多管齐下多元抓客流，如暑期杭州宋城推出夜游活动，积极拓展周边客群等；三是闭园期间针对《上海千古情》、《西安千古情》做了全面改版升级，引入《摸金玦》、《你是演奏家 2》等剧目丰富演艺内容，为后续复苏蓄势；四是公司此前公告将珠海、澳洲项目回售大股东，回笼资金，降低压力，未来轻资产扩张预计更加灵活多元，以期争取更多增长看点。

**风险提示：**疫情反复，新项目扩张低于预期；商誉减值风险；股东减持风险。

**维持“买入”评级。**考虑疫情扰动的不确定性增加，我们下调公司 2022-2024EPS 至 0.05/0.37/0.55 元（此前预计 22-24 年 EPS 各为 0.07/0.40/0.58 元），对应 PE227/31/21x。公司原有业务模式虽受疫情影响较大，但公司在后疫情时代苦练内功，提高运营效率，商业模式上也有更多思考铺垫，未来复苏弹性值得期待，我们维持中长期“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	903	1,185	489	1,922	2,493
(+/-%)	-65.4%	31.3%	-58.7%	292.7%	29.8%
净利润(百万元)	-1752	315	135	980	1412
(+/-%)	-230.8%	-118.0%	-57.3%	627.5%	44.1%
每股收益(元)	-0.67	0.12	0.05	0.37	0.54
EBIT Margin	16.5%	18.5%	-12.4%	49.1%	56.2%
净资产收益率 (ROE)	-23.6%	4.1%	1.7%	11.6%	15.0%
市盈率 (PE)	-17.5	97.1	227.1	31.2	21.7
EV/EBITDA	78.8	63.4	109.9	24.7	18.2
市净率 (PB)	4.13	4.00	3.95	3.63	3.25

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

### 公司研究·财报点评

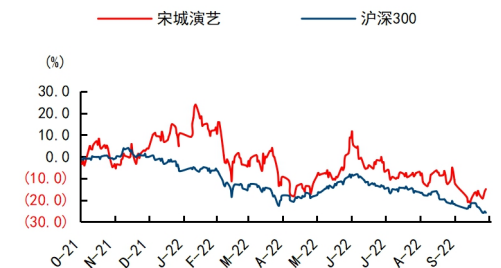
#### 社会服务·旅游及景区

**证券分析师：曾光** 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003  
**证券分析师：钟潇** 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003  
**证券分析师：张鲁** 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002  
**联系人：杨玉莹** 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级 买入(维持)  
 合理估值  
 收盘价 11.70 元  
 总市值/流通市值 30595/26770 百万元  
 52 周最高价/最低价 18.05/10.59 元  
 近 3 个月日均成交额 288.95 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

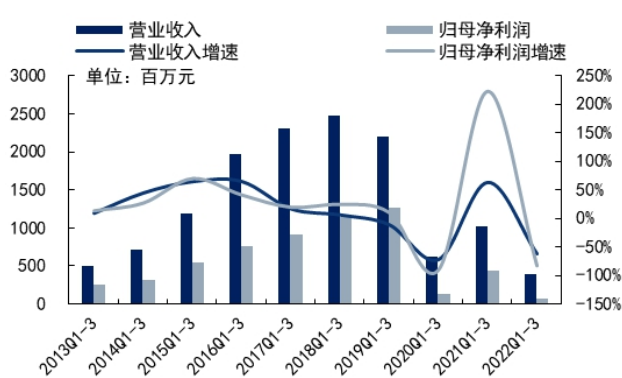
#### 相关研究报告

《宋城演艺 (300144.SZ) - 二季度努力实现微利 多管齐下迎接疫后复苏》——2022-08-28  
 《宋城演艺 (300144.SZ) - 疫情影响主业经营，轻装上阵积极多元谋成长》——2022-04-24  
 《宋城演艺-300144-2021 年三季度报点评：三季度实现盈利好于预期，费控及花房表现出色》——2021-10-25  
 《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

**第三季度收入基本持平，净利润大幅增长。**公司第三季度实现营收 2.76 亿元/-1.66%，实现归母净利润 1.05 亿元/+93.51%，实现扣非净利润 1.25 亿/+140.16%。去年低基数+成本费用优化+暑期良好助力今年 Q3 业绩大增。净利润增速远高于收入增速，核心系公司持续成本费用优化所致。不过，与 2019 年同期相比，公司收入恢复约 35%，归母净利润和扣非净利润恢复约 22%、26%，仍有差距，主要系疫情反复影响。

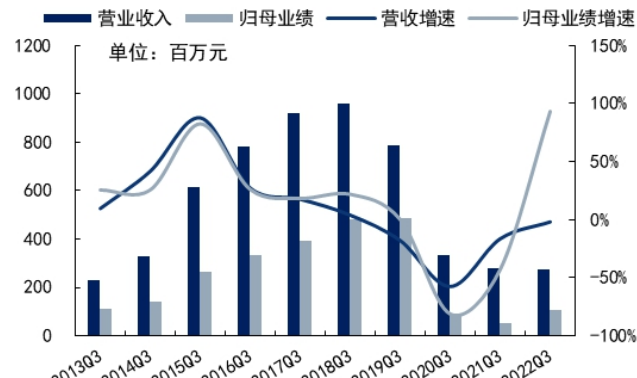
**前三季度盈利转正。**2022Q1-Q3，公司实现营收 3.88 亿元/-61.78%，较疫情前恢复约 18%；归母净利润为 0.76 亿元/-82.48%，仅为疫情前的 6%，扣非净利润 2670 万元/-92.78%，EPS0.03 元。公司上半年核心项目经历间歇性闭园承压明显，但随着 7 月 2 日部分核心项目复园带动 Q3 表现，推动前三季度盈利转正。

图1：公司历年 Q1-3 收入及业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

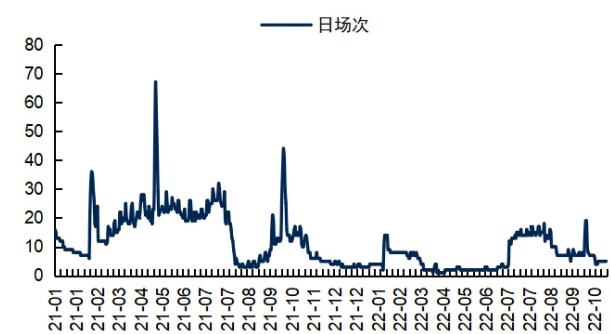
图2：公司历年 Q3 收入及业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

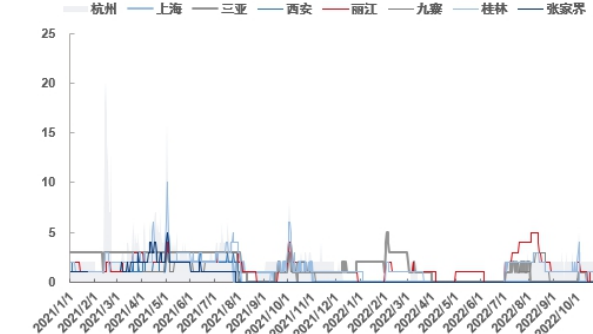
**第三季度分项目分拆如下：**1) **杭州本部**（杭州宋城+杭州乐园）依托夜游+亲子等产品打造，拓宽周边游客群，预计收入同比持平，业绩正增长，仍系公司利润的最核心构成；2) **丽江项目**受益暑期高景气，收入和业绩大增，估算净利润贡献数千万；3) **九寨项目**暑期预计表现良好，整体盈利；4) **三亚项目**因疫情略有承压，桂林预计相对稳定；5) **上海、张家界、西安项目**处于闭园状态，但同时也较好的控制了成本费用，预计同比明显减亏（去年 Q3 培育期又遇疫情相对拖累）。此外，花房继续贡献投资收益约 3000-4000 万左右，非流动资产处置带来损失税后利润影响约 2000 万左右。综合来看，公司对核心项目积极产品优化，拓展本地客群，降低疫情影响，同时也进行了良好的成本费用控制，以提升自身抗风险能力。

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

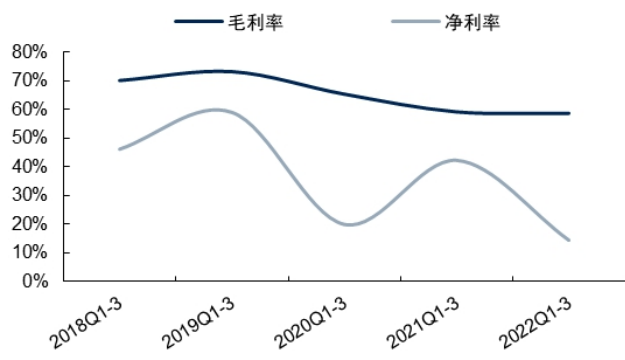
图4：公司主要项目每日演出场次变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

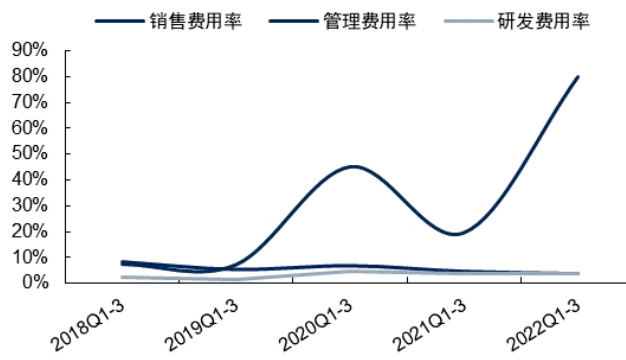
**财务分析：严控费用提升抗风险能力。**公司 Q1-Q3 毛利率为 58.49%，同比减少 0.51pct，期间费用率 79.18%，同比增长 54.63pct。其中，期间费率大增主要系闭园期间成本计入管理费用，导致管理费率大增 60.25pct 至 80%影响，但公司销售费用率为 3.95%/-0.85pct，在收入承压下仍控制良好，其绝对额下降 68.53%；研发费用率 3.72%/+0pc。Q3，公司毛利率为 68.83%，同比增长 22.29pct；期间费用率为 30.17%/-8.34pct，其中销售费用率为 2.60%/-4.83pct，甚至较 19 年减少 0.47pct，控制优良，管理费用率为 27.54%/+0.77pct，研发费用率为 1.91%/-3.47pct。

图5：公司毛利率及净利率有所下滑



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率有所提升



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**应对疫情考验，公司积极苦练内功，控费增效，不断提升自身抗风险能力：**一是面对 8 个自营主题公园的刚性成本压力，公司立足全国一盘棋，形成了总部“一中心五部门”、各项目公司“四部一团”的核心管理架构，努力推动数字化及各类管理优化，最大化降低损失，今年 Q3 丽江项目在收入提升的同时，成本依然得到良好控制，也为公司未来疫情企稳下更好的盈利复苏创造了良好条件；二是疫情企稳时多管齐下多元抓客流，如暑期杭州宋城推出夜游活动，积极拓展周边客群等；三是闭园期间针对《上海千古情》、《西安千古情》做了全面改版升级，引入《摸金球》、《你是演奏家 2》等剧目丰富演艺内容，为后续复苏蓄势；四是公司此前还公告将珠海、澳洲项目回售给大股东，回笼资金，降低压力，未来轻资产扩张预计也会更加灵活多元，以期争取更多增长看点。

**维持“买入”评级。**结合近两年疫情反复情况，考虑疫情扰动的不确定性增加，我们下调公司 2022-2024EPS 至 0.05/0.37/0.55 元（此前预计 22-24 年 EPS 各为 0.07/0.40/0.58 元），对应 PE227/31/21x。公司原有业务模式虽受疫情影响较大，但公司在后疫情时代苦练内功，提高运营效率，商业模式上也有更多思考铺垫，未来复苏弹性值得期待，我们维持中长期“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。

表1：可比公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
300144.SZ	宋城演艺	11.70	305.92	0.12	0.05	0.37	0.55	97.10	234.00	31.62	21.27	买入
603136.SH	天目湖	28.75	53.56	0.28	0.06	0.70	0.92	102.68	479.17	41.07	31.25	买入
002033.SZ	丽江股份	8.52	46.82	-0.07	0.03	0.20	0.34	-	284.00	42.60	25.06	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1338	1859	1600	2550	3587	营业收入	903	1185	489	1922	2493
应收款项	56	12	13	49	63	营业成本	353	580	196	655	755
存货净额	13	13	(3)	21	25	营业税金及附加	12	22	9	35	30
其他流动资产	171	121	49	192	249	销售费用	64	66	15	58	75
<b>流动资产合计</b>	<b>1913</b>	<b>2008</b>	<b>1662</b>	<b>2814</b>	<b>3928</b>	管理费用	288	256	323	201	194
固定资产	3281	3102	2915	2920	2808	研发费用	37	41	7	29	37
无形资产及其他	1880	1713	1644	1577	1509	财务费用	(13)	(1)	(19)	(21)	(51)
投资性房地产	587	1327	1327	1327	1327	投资收益	14	182	214	153	160
长期股权投资	1535	1678	2178	2172	2167	资产减值及公允价值变动	1878	(2)	0	15	15
<b>资产总计</b>	<b>9195</b>	<b>9827</b>	<b>9726</b>	<b>10810</b>	<b>11738</b>	其他收入	(3790)	(69)	(7)	(29)	(37)
短期借款及交易性金融负债	12	37	441	300	200	营业利润	(1699)	372	172	1133	1627
应付款项	372	482	(106)	499	602	营业外净收支	(38)	(29)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	309	229	68	68	79	<b>利润总额</b>	<b>(1737)</b>	<b>344</b>	<b>152</b>	<b>1113</b>	<b>1607</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>694</b>	<b>748</b>	<b>402</b>	<b>867</b>	<b>881</b>	所得税费用	30	41	23	174	254
长期借款及应付债券	282	270	270	270	270	少数股东损益	(15)	(13)	(6)	(41)	(59)
其他长期负债	484	853	1009	958	907	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(1752)</b>	<b>315</b>	<b>135</b>	<b>980</b>	<b>1412</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>766</b>	<b>1123</b>	<b>1279</b>	<b>1228</b>	<b>1177</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1460</b>	<b>1871</b>	<b>1681</b>	<b>2095</b>	<b>2058</b>	净利润	(1752)	315	135	980	1412
少数股东权益	323	310	306	290	266	资产减值准备	1893	(1900)	1	(0)	(0)
股东权益	7412	7645	7739	8425	9413	折旧摊销	258	292	354	379	396
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9195</b>	<b>9827</b>	<b>9726</b>	<b>10810</b>	<b>11738</b>	公允价值变动损失	(1878)	2	0	(15)	(15)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(13)	(1)	(19)	(21)	(51)
每股收益	(0.67)	0.12	0.05	0.37	0.54	营运资本变动	1826	(2147)	(506)	352	(14)
每股红利	0.12	0.06	0.02	0.11	0.16	其它	(1910)	1894	(5)	(16)	(23)
每股净资产	2.83	2.92	2.96	3.22	3.60	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1563)</b>	<b>(1545)</b>	<b>(22)</b>	<b>1680</b>	<b>1756</b>
ROIC	3.79%	3.75%	0%	14%	19%	资本开支	0	1840	(100)	(301)	(201)
ROE	-23.64%	4.12%	2%	12%	15%	其它投资现金流	519	333	0	0	0
毛利率	61%	51%	60%	66%	70%	<b>投资活动现金流</b>	<b>2453</b>	<b>2029</b>	<b>(600)</b>	<b>(295)</b>	<b>(195)</b>
EBIT Margin	16%	19%	-12%	49%	56%	权益性融资	(10)	0	0	0	0
EBITDA Margin	45%	43%	60%	69%	72%	负债净变化	282	(12)	0	0	0
收入增长	-65%	31%	-59%	293%	30%	支付股利、利息	(301)	(145)	(40)	(294)	(424)
净利润增长率	-231%	-118%	-57%	628%	44%	其它融资现金流	(1290)	350	404	(141)	(100)
资产负债率	19%	22%	20%	22%	20%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1337)</b>	<b>36</b>	<b>363</b>	<b>(435)</b>	<b>(524)</b>
股息率	1.0%	0.5%	0.1%	1.0%	1.4%	<b>现金净变动</b>	<b>(447)</b>	<b>521</b>	<b>(259)</b>	<b>950</b>	<b>1037</b>
P/E	(17.5)	97.1	227.1	31.2	21.7	货币资金的期初余额	1785	1338	1859	1600	2550
P/B	4.1	4.0	4.0	3.6	3.2	货币资金的期末余额	1338	1859	1600	2550	3587
EV/EBITDA	78.8	63.4	109.9	24.7	18.2	企业自由现金流	0	178	(304)	1227	1361
						权益自由现金流	0	515	116	1104	1304

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 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 层  
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