

聚焦文旅主业优质发展,新场景迭代与多元业务协同提供潜力

核心观点

公司 2024 年实现营收 8.64 亿元,同比+19.64%,实现归母净利润 1.47 亿元,同比-3.14%;2025Q1 实现营收 2.12 亿元,同比+55.22%,实现归母净利润 3119.48 万元,同比+158.67%。2024 年公司进一步深化“休闲旅游目的地”战略,聚焦主业。2025 年公司将坚持“文化 IP+旅游+科技”三位一体发展战略,实现文旅产业服务商升级。公司旅游场景持续迭代升级,多元业务与文旅协同潜力大。

事件

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报。2024 年实现营收 8.64 亿元,同比+19.64%,实现归母净利润 1.47 亿元,同比-3.14%;2025Q1 实现营收 2.12 亿元,同比+55.22%,实现归母净利润 3119.48 万元,同比+158.67%。

简评

聚焦景区主业,培育发展优质

公司 24Q4 单季度营收 2.41 亿元,同比+62.2%,实现归母净利润 3637 万元,同比+82.9%。收入业绩均取得高速增长。24Q4 毛利率 50.5%,同比+3.0pct。销售费用率 12.0%,同比-1.3pct。管理费用率 11.7%,同比-4.3pct。整体期间费用率 30.5%,同比-7.2pct,降费趋势明显;2024 年全年,收入结构看,旅游景区业务 5.45 亿元,同比+39.7%,毛利率-1.3pct。旅游服务业务收入 1.07 亿元,同比+767.7%。动漫及动画影视收入 6105.17 万元,同比-61.9%。旅游度假业务收入 5706.16 万元,同比+50.3%。公司毛利率 67.6%,同比+1.3pct。期间费用率 13.3%,同比+1.3pct。经营性现金流净额 2.36 亿元,同比-25.0%。百龙绿色、黄龙洞旅发、凤凰祥盛、齐云山股份、小岛科技均超业绩承诺,整体完成率达 115.48%。全年累计项目股权及资产投资额 7.38 亿元;25Q1 单季度毛利率 50.1%,同比+3.8pct。销售费用率 8.5%,同比-1.0pct。管理费用率 12.6%,同比-0.6pct。整体期间费用率 27.3%,同比-0.7pct。经营活动现金流净额 2427.78 万元,24Q1 为-2655.60 万元。

2024 年公司进一步深化“休闲旅游目的地”战略,在业务结构上凸显聚焦主业,2024 年初收购黄山齐云山旅游管理有限责任公司,完成对“齐云山自由家树屋世界”的投资。2024 年 9 月又取得湖南郴州莽山、广东韶关丹霞山等核心旅游资产,构建“大湘

祥源文旅(600576.SH)

首次评级

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期: 2025 年 04 月 28 日

当前股价: 10.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|---------------|-------------|-------------|
| 3.09/5.32 | 27.88/26.57 | 78.25/70.03 |
| 12 月最高/最低价(元) | | 10.13/3.68 |
| 总股本(万股) | | 105,454.84 |
| 流通 A 股(万股) | | 66,039.01 |
| 总市值(亿元) | | 105.45 |
| 流通市值(亿元) | | 66.04 |
| 近 3 月日均成交量(万) | | 1519.10 |
| 主要股东 | | |
| 祥源旅游开发有限公司 | | 37.38% |

股价表现



相关研究报告

西”、“大黄山”、“大南岭”国际级旅游目的地，形成 9 大旅游目的地资源，完成碧峰峡、齐云山、百龙天梯、黄龙洞等项目焕新升级。2024 年游客接待人次同比 2023 年增长 17.98%，同比 2019 年增长 41.41%。2025 清明假期，公司目的地共接待人次 21.77 万，营收 1340.01 万元，可比口径分别同比+84.62%、+75.37%。持续聚焦文旅主业下，目前形成 5 处 5A 景区、4 大世界自然遗产地、3 大国际旅游目的地、3 家主题旅游度假区、3 大世界地质公园、3 种特殊珍稀自然地貌、2 大超级 IP 布局。

旅游场景持续迭代升级，多元业务协同潜力大

2025 年公司将坚持“文化 IP+旅游+科技”三位一体发展战略，从源于资源的“资产运营”向运用资源的“目的地运营”发展，实现文旅产业服务商升级，轻重资产结合。目的地度假、旅行服务、文化及消费、数字科技 4 大业务板块形成。公司持续推进产品和场景创新，例如祥源·丹霞山文旅综合体项目于 2024 年 9 月开工，预计于 2025 年、2026 年分阶段全面投入运营。齐云山生态旅游度假区 2024 新增 144 间精品客房，显著提升度假接待能力和游客体验。百龙天梯对上下站游客中心、游步道及 VIP 接待区全面改造；祥源通航积极探索“低空+文旅”新模式，开发飞行体验、航空营地等特色产品，2024 年公司战略牵手亿航智能、零重力飞机工业等头部通航企业，探索低空旅游规模化运营，已率先在丹霞山、齐云山等景区构建低空游览示范样本，结合未来行业发展和相关审批有望进一步释放潜力；公司多元业务与旅游度假的协同潜力较大，例如。祥源茶业前瞻性拓展祁门安茶产品线，结合公司旗下旅游目的地资源，推出茶山研学、非遗制茶体验等特色茶旅项目。翔通动漫依托 1200+原创 IP 资源成功构建覆盖动漫、游戏、影视、文学等全产业链生态，一方面持续为公司旅游目的地输出优质文化内容，成功打造黄龙洞夜游、丹霞山夜游等项目，另一方面积极开拓外部市场，承接政府文化宣传片、城市 IP 动画等创意项目。数字科技板块，小岛科技持续强化对内旅游智慧化服务能力，显著提升旅游目的地运营效能。公司积极探索技术服务市场化输出路径。预计未来多业务持续围绕文旅主业协同赋能。

投资建议：预计 2025~2027 年实现归母净利润 3.50 亿元、4.10 亿元、4.74 亿元，当前股价对应 PE 分别为 30X、26X、22X，首次覆盖给予“增持”评级。

图 1: 盈利预测

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 779.74 | 478.21 | 647.68 | 1,013.20 | 1,410.51 | 营业收入 | 722.26 | 864.12 | 1,335.33 | 1,512.58 | 1,712.78 |
| 现金 | 524.66 | 208.49 | 243.21 | 559.22 | 896.55 | 营业成本 | 346.99 | 436.97 | 574.60 | 654.65 | 733.45 |
| 应收票据及应收账款合计 | 52.34 | 58.80 | 92.84 | 104.42 | 118.52 | 营业税金及附加 | 8.09 | 9.62 | 14.14 | 16.45 | 18.54 |
| 其他应收款 | 26.09 | 23.14 | 39.92 | 43.65 | 50.02 | 销售费用 | 59.82 | 78.19 | 110.97 | 125.54 | 141.30 |
| 预付账款 | 17.06 | 12.71 | 23.60 | 25.24 | 29.14 | 管理费用 | 82.02 | 97.55 | 124.19 | 137.64 | 157.58 |
| 存货 | 96.31 | 113.05 | 152.27 | 172.10 | 193.33 | 研发费用 | 16.64 | 14.58 | 22.03 | 24.96 | 28.26 |
| 其他流动资产 | 63.28 | 62.03 | 95.85 | 108.57 | 122.94 | 财务费用 | 4.67 | 22.22 | 25.73 | 16.02 | 9.05 |
| 非流动资产 | 2,916.62 | 4,111.09 | 3,966.68 | 3,804.00 | 3,635.09 | 资产减值损失 | -6.23 | -13.41 | -20.73 | -23.48 | -26.59 |
| 长期投资 | 50.95 | 50.92 | 50.86 | 50.82 | 50.77 | 信用减值损失 | -25.50 | -1.96 | -17.74 | -14.54 | -18.56 |
| 固定资产 | 666.52 | 1,218.73 | 1,177.47 | 1,154.32 | 1,119.67 | 其他收益 | 2.59 | 2.78 | 2.78 | 2.78 | 2.78 |
| 无形资产 | 1,156.19 | 1,498.59 | 1,457.30 | 1,416.60 | 1,375.76 | 公允价值变动收益 | 0.54 | 0.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 1,042.97 | 1,342.85 | 1,281.05 | 1,182.26 | 1,088.88 | 投资净收益 | 0.19 | -0.58 | -0.38 | -0.35 | -0.40 |
| 资产总计 | 3,696.37 | 4,589.30 | 4,614.36 | 4,817.20 | 5,045.60 | 资产处置收益 | 0.60 | -0.43 | 0.05 | -0.02 | -0.06 |
| 流动负债 | 321.65 | 557.61 | 491.52 | 565.76 | 642.67 | 营业利润 | 176.22 | 191.77 | 427.66 | 501.71 | 581.78 |
| 短期借款 | 81.04 | 145.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外收入 | 14.89 | 3.63 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 应付票据及应付账款合计 | 54.31 | 86.05 | 101.18 | 117.68 | 133.04 | 营业外支出 | 4.39 | 0.66 | 1.99 | 1.95 | 1.75 |
| 其他流动负债 | 186.30 | 325.77 | 390.35 | 448.08 | 509.62 | 利润总额 | 186.71 | 194.74 | 435.68 | 509.77 | 590.03 |
| 非流动负债 | 547.35 | 995.95 | 873.39 | 751.94 | 632.97 | 所得税 | 29.49 | 35.37 | 78.42 | 91.76 | 106.21 |
| 长期借款 | 173.10 | 542.64 | 420.09 | 298.63 | 179.66 | 净利润 | 157.22 | 159.37 | 357.25 | 418.01 | 483.83 |
| 其他非流动负债 | 374.24 | 453.31 | 453.31 | 453.31 | 453.31 | 少数股东损益 | 5.82 | 12.82 | 7.15 | 8.36 | 9.68 |
| 负债合计 | 868.99 | 1,553.56 | 1,364.92 | 1,317.70 | 1,275.64 | 归属母公司净利润 | 151.40 | 146.55 | 350.11 | 409.65 | 474.15 |
| 少数股东权益 | 95.67 | 221.70 | 228.85 | 237.21 | 246.88 | EBITDA | 284.68 | 343.61 | 671.69 | 743.12 | 833.05 |
| 股本 | 1,067.32 | 1,054.55 | 1,054.55 | 1,054.55 | 1,054.55 | EPS (元) | 0.14 | 0.14 | 0.33 | 0.39 | 0.45 |
| 资本公积 | 2,492.46 | 2,441.12 | 2,441.12 | 2,441.12 | 2,441.12 | 主要财务比率 | | | | | |
| 留存收益 | -828.08 | -681.63 | -475.07 | -233.38 | 27.40 | 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 归属母公司股东权益 | 2,731.70 | 2,814.04 | 3,020.60 | 3,262.29 | 3,523.08 | 成长能力 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 3,696.37 | 4,589.30 | 4,614.36 | 4,817.20 | 5,045.60 | 营业收入 (%) | 100.48 | 19.64 | 54.53 | 13.27 | 13.24 |
| | | | | | | 营业利润 (%) | 645.63 | 8.82 | 123.01 | 17.31 | 15.96 |
| | | | | | | 归属于母公司净利润 (%) | 511.39 | -3.20 | 138.90 | 17.01 | 15.75 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率 (%) | 51.96 | 49.43 | 56.97 | 56.72 | 57.18 |
| | | | | | | 净利率 (%) | 20.96 | 16.96 | 26.22 | 27.08 | 27.68 |
| | | | | | | ROE (%) | 5.54 | 5.21 | 11.59 | 12.56 | 13.46 |
| | | | | | | ROIC (%) | 6.84 | 6.72 | 10.37 | 11.98 | 14.36 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 (%) | 23.51 | 33.85 | 29.58 | 27.35 | 25.28 |
| | | | | | | 净负债比率 (%) | -9.57 | 15.81 | 5.44 | -7.45 | -19.02 |
| | | | | | | 流动比率 | 2.42 | 0.86 | 1.32 | 1.79 | 2.19 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.89 | 0.52 | 0.76 | 1.25 | 1.66 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.20 | 0.19 | 0.29 | 0.31 | 0.34 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 13.80 | 14.70 | 14.38 | 14.49 | 14.45 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 6.39 | 5.08 | 5.68 | 5.56 | 5.51 |
| | | | | | | 每股指标 (元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 (最新摊薄) | 0.14 | 0.14 | 0.33 | 0.39 | 0.45 |
| | | | | | | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.26 | 0.22 | 0.51 | 0.64 | 0.70 |
| | | | | | | 每股净资产 (最新摊薄) | 2.59 | 2.67 | 2.86 | 3.09 | 3.34 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 69.65 | 71.96 | 30.12 | 25.74 | 22.24 |
| | | | | | | P/B | 3.86 | 3.75 | 3.49 | 3.23 | 2.99 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 27.46 | 23.39 | 16.48 | 14.34 | 12.43 |

数据来源: Wind, 中信建投证券

风险分析

- 国内文旅资源供给较为分散和长尾，旅游目的地存在头部资源集中度高、整体运营难度较大的问题，若公司旗下目的地开发遇到瓶颈或面临国内文旅市场其他供给的分流，则可能对长期成长性产生影响；
- 其他业务如茶叶销售、动漫 IP 等遇到一些公司整体业务转型期的压力，后续其与文旅主业的融合协同程度仍有待验证，若难以契合，则可能影响其他板块整体收入业绩兑现，并对文旅整体获客潜力产生影响；
- 低空旅游目前尚缺乏商业化运营的参考，前期存在运营和管理模式的不确定性，公司未来在旗下目的地将持续推进低空旅游业态发展，具体效果和对营收业绩的贡献有待观察；
- 对公司业绩敏感性测算，主要假设变量在于旅游景区业务毛利率，若假设 2025~2027 年旅游景区毛利率较目前假设分别低 2pct，则对应归母净利润为 3.35 亿元、3.92 亿元、4.54 亿元。若假设 2025~2027 年旅游景区毛利率较目前假设分别高 2pct，则对应归母净利润为 3.65 亿元、4.27 亿元、4.94 亿元；
- 未来文旅资产的整合及收并购存在不确定性。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

分析师介绍

刘乐文

中信建投证券社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事社会服务行业研究八年，对于免税、酒店、餐饮、平台经济等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新浪最佳分析师，新财富最佳海外研究等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部，曾有2年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024年Wind金牌分析师团队成员，2019、2022、2024年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk