

宋城演艺（300144.SZ）

优于大市

短期业绩承压，跟踪项目迭代成效与经营拐点

核心观点

2025Q3 公司收入-9.9%，归母净利润-22.6%，剔除轻资产确认后估算相对承压。2025Q3 公司收入 7.5 亿元/-9.9%，归母净利润 3.5 亿元/-22.6%，扣非净利润 3.4 亿元/-23.4%；2025Q1-3 公司收入 18.3 亿元/-9.0%，归母净利润 7.5 亿元/-25.2%，扣非净利润 7.3 亿元/-26.9%。结合公司投资者交流日志，前三季度轻资产设计策划费确认 1 亿元，其中 Q3 为 5000 万（上年同期确认 1.7 亿元，其中 Q3 确认约 2000 万），若剔除轻资产部分估算自营项目收入同比下滑 16%，利润同比下滑 31%，相对承压。

公司轻重结合发展，自营项目积极改造应对挑战，轻资产签约推进贡献增量。

自营项目：诚然公司面临消费力、消费习惯、市场竞争加剧等多重挑战，但也在持续以市场化方式从产品、内容、渠道、营销、定价层面积极应对，后续需跟踪项目迭代效果与经营拐点。前三季度上海项目收入良好增长且实现盈利，西安项目继续以市占率优先定价策略在激烈市场竞争中保持相对优势，佛山项目受疫情扰动有所影响；成熟项目方面，九寨把握高铁交通改善、桂林与核心旅行社深化合作表现增长，而针对短期仍存压的其他项目，比如公司对开业近 30 年的杭州宋城项目已基本确立了项目整改方案，预计改造后游历空间、演出场所、互动内容将有所丰富，丽江、三亚、张家界项目也积极推进产品整改、渠道拓宽与营销推广。**轻资产项目：**公司此前陆续新签约青岛、台州项目，预计分别于 2026 年 7 月与 2028 年 5 月开业（不排除提前开业可能性），随项目推进轻资产前期一揽子服务费用将贡献收入增量。

Q3 刚性成本下毛利率同比下滑，暑期旺季公司营销投放加大。Q3 公司毛利率为 72.1%，同比下降 3.5pct，预计受人工储备增加与刚性成本扰动影响；Q3 公司销售费用率为 8.2%，同比提升 2.8pct，主要由于暑期旺季公司加大营销投放，加强与明星、达人合作；Q3 管理费率为 5.2%，同比提升 0.19pct，维持一贯相对精细化管理；研发费用率为 1.1%，同比减少 0.1pct。

风险提示：消费复苏不及预期，新项目不及预期，花房减值，股东减持等。

投资建议：今年以来公司存量成熟项目仍面临消费需求变化的挑战，结合前三季度情况与最新场次跟踪，我们下调公司 2025-2027 年收入至 22.6/24.7/26.6 亿元（此前为 25.9/29.3/31.8 亿元），下调公司归母净利润至 8.9/10.1/11.2 亿元（此前为 11.4/13.0/14.3 亿元），对应动态 PE 为 24/21/19x。目前消费环境和出行习惯变迁下，公司轻重结合扩张，持续推进园区内容创新、品牌营销，以市场化运营以应对挑战，后续跟踪项目迭代效果与经营拐点，同时跟踪出海探索的可能性，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,926	2,417	2,263	2,468	2,659
(+/-%)	320.8%	25.5%	-6.4%	9.0%	7.7%
净利润(百万元)	-110	1049	889	1005	1120
(+/-%)	-130.2%	1054.2%	-15.2%	13.0%	11.4%
每股收益(元)	-0.04	0.40	0.34	0.38	0.43
EBIT Margin	51.0%	51.3%	46.3%	48.1%	49.5%
净资产收益率(ROE)	-1.5%	12.9%	10.4%	11.1%	11.6%
市盈率(PE)	-193.8	20.3	24.0	21.2	19.0
EV/EBITDA	18.2	14.9	17.3	15.4	14.0
市净率(PB)	2.94	2.63	2.49	2.35	2.22

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：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.13 元
总市值/流通市值	21339/19168 百万元
52 周最高价/最低价	10.80/8.03 元
近 3 个月日均成交额	470.94 百万元

市场走势



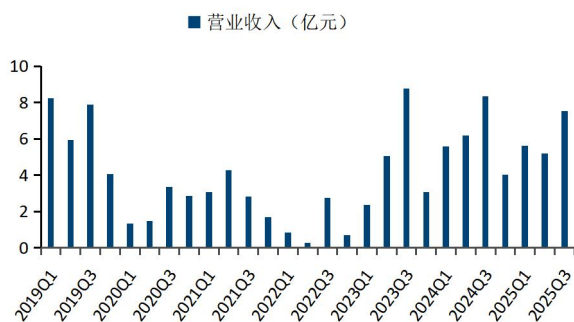
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宋城演艺（300144.SZ）-2024 年新项目培育突出，推动存量优化与轻资产扩张》——2025-04-25
- 《宋城演艺（300144.SZ）-三季度业绩平稳略降，持续推进渠道迭代与内容优化》——2024-10-25
- 《宋城演艺（300144.SZ）-上半年佛山、西安项目均盈利，跟踪下半年千古情演出趋势》——2024-09-04
- 《宋城演艺（300144.SZ）-财报保留事项摘除，新建项目构筑成长空间》——2024-04-26
- 《宋城演艺（300144.SZ）-花房减值拖累利润表现，项目扩容升级助力主业未来成长》——2024-02-01

2025Q3 公司收入-9.9%，归母净利润-22.6%，剔除轻资产确认后估算相对承压。2025Q3 公司收入 7.5 亿元/-9.9%，归母净利润 3.5 亿元/-22.6%，扣非净利润 3.4 亿元/-23.4%，2025Q1-3 公司收入 18.3 亿元/-9.0%，归母净利润 7.5 亿元/-25.2%，扣非净利润 7.3 亿元/-26.9%。结合公司投资者交流日志，前三季度轻资产设计策划费确认 1 亿元，其中 Q3 为 5000 万（上年同期确认 1.7 亿元，其中 Q3 确认约 2000 万），若剔除轻资产部分估算自营项目收入同比下滑 16%，利润同比下滑 31%，相对承压。

图1：宋城演艺营业收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：宋城演艺利润情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司轻重结合发展，自营项目积极改造应对挑战，轻资产签约推进贡献增量。自营项目：诚然公司面临消费力、消费习惯、市场竞争加剧等多重挑战，但也在持续以市场化方式从产品、内容、渠道、营销、定价层面积极应对，后续需跟踪项目迭代效果与经营拐点。前三季度上海项目收入良好增长且实现盈利，西安项目继续以市占率优先定价策略在激烈市场竞争中保持相对优势，佛山项目受疫情扰动有所影响；成熟项目方面，九寨把握高铁交通改善、桂林与核心旅行社深化合作表现增长，而针对短期仍存压的其他项目，比如公司对开业近 30 年的杭州宋城项目已基本确立了项目整改方案，预计改造后游历空间、演出场所、互动内容将有所丰富，丽江、三亚、张家界项目也积极推进产品整改、渠道拓宽与营销推广。**轻资产项目：**公司此前陆续新签约青岛、台州项目，预计分别于 2026 年 7 月与 2028 年 5 月开业（不排除提前开业可能性），随项目推进轻资产前期一揽子服务费用将贡献收入增量。

Q3 刚性成本下毛利率同比下滑，暑期旺季公司营销投放加大。Q3 公司毛利率为 72.1%，同比下降 3.5pct，预计受人工储备增加与刚性成本扰动影响；Q3 公司销售费用率为 8.2%，同比提升 2.8pct，主要由于暑期旺季公司加大营销投放，加强与明星、达人合作；此外，Q3 管理费率为 5.2%，同比提升 0.19pct，维持相对精细化管理；研发费用率为 1.1%，同比减少 0.1pct。

风险提示：消费复苏不及预期，新项目不及预期，花房减值，股东减持等。

投资建议：今年以来公司存量成熟项目仍面临消费需求变化的挑战，结合前三季度情况与最新场次跟踪，我们下调公司 2025-2027 年收入至 22.6/24.7/26.6 亿元（此前为 25.9/29.3/31.8 亿元），下调公司归母净利润至 8.9/10.1/11.2 亿元（此前为 11.4/13.0/14.3 亿元），对应动态 PE 为 24/21/19x。目前消费环境和出行习惯变迁下，公司轻重结合扩张，持续推进园区内容创新、品牌营销，以市场化运营以应对挑战，后续跟踪项目迭代效果与经营拐点，同时跟踪出海探索的可能性，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2892	2938	3650	4026	4589	营业收入	1926	2417	2263	2468	2659
应收款项	22	35	62	63	68	营业成本	648	783	799	832	864
存货净额	9	8	20	32	33	营业税金及附加	30	40	36	39	43
其他流动资产	62	52	226	247	266	销售费用	88	140	181	197	213
流动资产合计	3385	4136	5062	5471	6059	管理费用	147	173	162	171	178
固定资产	2802	2792	2625	2642	2545	研发费用	30	41	37	41	44
无形资产及其他	970	935	897	861	825	财务费用	(33)	(32)	(55)	(58)	(68)
投资性房地产	1145	1157	1157	1157	1157	投资收益	(65)	28	15	15	15
长期股权投资	764	776	1276	1270	1265	资产减值及公允价值变动	861	4	5	5	8
资产总计	9065	9796	11018	11401	11851	其他收入	(1750)	(20)	(37)	(41)	(44)
短期借款及交易性金融负债	54	55	200	300	200	营业利润	92	1325	1123	1266	1408
应付款项	256	293	741	766	792	营业外净收支	(49)	(22)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	416	302	313	110	115	利润总额	43	1303	1103	1246	1388
流动负债合计	726	649	1253	1176	1107	所得税费用	152	227	193	217	242
长期借款及应付债券	96	68	68	68	68	少数股东损益	1	26	21	23	26
其他长期负债	706	668	823	772	721	归属于母公司净利润	(110)	1049	889	1005	1120
长期负债合计	802	735	891	840	789	现金流量表（百万元）					
负债合计	1528	1384	2144	2016	1895	净利润	(110)	1049	889	1005	1120
少数股东权益	285	299	317	326	336	资产减值准备	861	(861)	0	0	0
股东权益	7252	8112	8557	9060	9619	折旧摊销	273	280	309	326	342
负债和股东权益总计	9065	9796	11018	11401	11851	公允价值变动损失	(861)	(4)	(5)	(5)	(8)
关键财务与估值指标						财务费用	(33)	(32)	(55)	(58)	(68)
每股收益	(0.04)	0.40	0.34	0.38	0.43	营运资本变动	971	(991)	400	(261)	(45)
每股红利	0.05	0.11	0.17	0.19	0.21	其它	(858)	880	18	9	10
每股净资产	2.77	3.09	3.26	3.45	3.67	经营活动现金流	276	353	1612	1074	1419
ROIC	-41.60%	16.37%	15%	17%	19%	资本开支	0	622	(100)	(301)	(201)
ROE	-1.52%	12.93%	10%	11%	12%	其它投资现金流	(175)	(703)	0	0	0
毛利率	66%	68%	65%	66%	68%	投资活动现金流	756	(93)	(600)	(295)	(195)
EBIT Margin	51%	51%	46%	48%	50%	权益性融资	0	16	0	0	0
EBITDA Margin	65%	63%	60%	61%	62%	负债净变化	96	(29)	0	0	0
收入增长	321%	25%	-6%	9%	8%	支付股利、利息	(143)	(279)	(445)	(503)	(560)
净利润增长率	-130%	1054%	-15%	13%	11%	其它融资现金流	(376)	386	145	100	(100)
资产负债率	20%	17%	22%	21%	19%	融资活动现金流	(468)	(214)	(299)	(403)	(660)
股息率	0.7%	1.3%	2.1%	2.4%	2.6%	现金净变动	564	46	712	376	563
P/E	(193.8)	20.3	24.0	21.2	19.0	货币资金的期初余额	2327	2892	2938	3650	4026
P/B	2.9	2.6	2.5	2.4	2.2	货币资金的期末余额	2892	2938	3650	4026	4589
EV/EBITDA	18.2	14.9	17.3	15.4	14.0	企业自由现金流	0	934	1475	744	1183
						权益自由现金流	0	1291	1665	892	1138

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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

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