



AI 双中台赋能标准化复制，轻重资产双轮打开文旅成长新空间

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 公司是完成“主题公园+文化演艺”全国复制验证的文旅演艺龙头，经营性现金流充沛、2025 年分红率提升至 79.8%、高分红属性强；2) 经历 2025 年阶段性承压后，异地项目经营分化中已出现结构性亮点，2025 年上海/西安/九寨/桂林项目营收分别同比+42.9%/+10.6%/+7.2%/+4.4%，验证模式迭代与复制能力仍在；3) AI 数智化中台、杭州大本营扩容及轻资产持续输出，有望推动公司逐步向平台型文旅公司转型。
- **三十年演艺龙头，强现金流高分红筑安全垫。**公司成立于 1994 年，2010 年登陆创业板，是“中国演艺第一股”，主营聚焦现场演艺+旅游服务两大板块。2025 年公司实现营收 22.6 亿元、归母净利润 8.2 亿元，虽同比下滑 6.6%/22.0%，但经营性现金流净额仍达 15.5 亿元，高于归母净利润；拟分红 6.5 亿元，分红率约 79.8%，资产负债率仅 14.5%，体现出较强经营安全边际与现金回报能力。
- **文旅高质量发展阶段，龙头受益结构分化。**2024 年起国内旅游需求重新进入稳健增长区间，2025 年国内居民出游人次 65.22 亿，超越 2019 年的 60.1 亿人次，创历史新高；同比层面，比 2024 年同期增加 9.1 亿，同比增长 16.2%，连续三年保持“两位数”高增长态势。国内旅游需求的稳定增长为文旅演艺行业提供了总量扩容的土壤，文旅需求逐步转向“品质升级+内容驱动+场景复购”，行业竞争重心从单一景区资源转向内容生产、运营组织与异地复制能力。公司在剧院数、座位数、演出场次、观众人次及经营效益等维度处于行业前列，具备较强品牌 IP、创意编排、跨区域运营及标准化复制能力。
- **模式迭代+轻重双轮+AI 赋能三重成长驱动。**公司“主题公园+文化演艺”模型经多轮异地项目落地验证，已形成重资产打造标杆、轻资产输出放量的双轮驱动格局，新项目培育周期持续缩短、盈利兑现效率稳步提升，具体来看，2025 年公司现场演艺营收 18.1 亿元，同比下降 4.3%，旅游服务业营收 3.6 亿元，同比下降 18.0%，轻资产确认节奏阶段性波动。但是项目端已经出现亮点，上海/西安/九寨/桂林项目营收分别同比+42.9%/+10.6%/+7.2%/+4.4%，验证存量升级与新项目培育仍具弹性。同时，公司持续推进 AI 管理中台、AI 艺术中央厨房，并通过收购杭州宋城实业为全国项目标准化赋能与场景复制夯实底座。
- **盈利预测与评级：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.8/8.6/9.4 亿元，对应 PE 为 21/19/17 倍。公司作为景区演艺全国复制龙头，具备一定规模壁垒和中长期平台化溢价，同时现金流充裕、具备高分红属性，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**文旅消费恢复不及预期风险、区域竞争加剧风险、新项目落地及培育低于预期风险、轻资产确认节奏波动风险、AI 与数智化转型效果不及预期风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2257.60	2221.26	2311.26	2434.43
增长率	-6.61%	-1.61%	4.05%	5.33%
归属母公司净利润（百万元）	817.67	783.53	864.34	938.94
增长率	-22.03%	-4.18%	10.31%	8.63%
每股收益 EPS（元）	0.31	0.30	0.33	0.36
净资产收益率 ROE	9.73%	8.57%	8.76%	8.83%
PE	20	21	19	17
PB	1.93	1.77	1.64	1.53

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：苟宇睿
执业证号：S1250524030001
邮箱：gyr@swsc.com.cn

分析师：陈柯伊
执业证号：S1250524100003
邮箱：ckyyf@swsc.com.cn

分析师：潘妍洁
执业证号：S1250525100002
电话：023-65796461
邮箱：panyj@swsc.com.cn

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	26.09
流通 A 股(亿股)	25.82
52 周内股价区间(元)	5.75-9.69
总市值(亿元)	162.53
总资产(亿元)	93.42
每股净资产(元)	2.98

相关研究

目 录

1 公司概况：深耕主题演艺三十余年，业绩释放改善信号	1
1.1 历史沿革：国内标杆型文旅演艺企业	1
1.2 股权结构：创始人控制力强，股权结构集中稳定	2
1.3 管理团队：创始人文艺掌舵，职业经理人统筹运营	3
1.4 财务表现：业绩存在周期波动，26Q1 费用优化释放改善信号	4
2 行业分析：政策+旅游需求双轮扩容市场，行业格局分散竞争逐步走向效率分化	6
2.1 市场空间：政策催化+需求扩容双轮驱动文旅演艺景气上行	6
2.2 竞争格局：行业集中度偏低，公司依托标准化体系打开全国扩张空间	8
3 公司分析：重轻资产双轮驱动+AI 双中台赋能，文旅标准化复制打开长期成长空间	9
3.1 异地复制迭代，AI 中台赋能标准化高效扩张	9
3.2 轻重资产双轮驱动，城市演艺开拓增长新赛道	11
3.3 AI 赋能与数智化战略转型，双中台驱动降本增效与标准化输出	12
4 盈利预测与估值	14
4.1 盈利预测	14
4.2 相对估值	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司基本介绍.....	1
图 2: 公司股权结构.....	3
图 3: 2022-2026Q1 公司收入及同比增速.....	4
图 4: 2022-2026Q1 公司归母净利润及同比增速.....	4
图 5: 2022-2025 公司分业务收入及同比增速.....	5
图 6: 2022-2025 公司整体及分业务毛利率.....	5
图 7: 2022-2026Q1 公司毛利率与净利率.....	5
图 8: 2022-2026Q1 公司费用率情况.....	5
图 9: 2010-2025 年公司分红率及现金分红总额.....	6
图 10: 2022-2026Q1 公司经营活动现金流净额及同比增速.....	6
图 11: 2021-2025 年国内游客人次及同比增速.....	6
图 12: 2021-2025 年国内游客出游总花费及同比增速.....	6
图 13: 2024 年中国文旅演出市场竞争格局（按销售收入）.....	8
图 14: 2025 年公司分景区营业收入及同比增速.....	10
图 15: 2025 年公司分景区营业收入占比.....	10
图 16: 公司上海千古情景区.....	10
图 17: 公司西安千古情景区.....	10
图 18: 2023-2025 年各景区毛利润以及 2025 年各景区毛利润同比增速.....	11
图 19: 公司广东千古情景区 1.....	12
图 20: 公司广东千古情景区 2.....	12

表 目 录

表 1: 公司发展阶段与经营重心.....	2
表 2: 公司核心治理与管理团队.....	3
表 3: 文旅行业相关部分法律法规及政策.....	7
表 4: 轻重资产双轮驱动.....	11
表 5: 轻资产输出项目进展.....	12
表 6: 公司 AI 数智化转型相关的核心布局.....	13
表 7: 分业务收入及毛利率.....	14
表 8: 可比公司估值.....	15
附表: 财务预测与估值.....	16

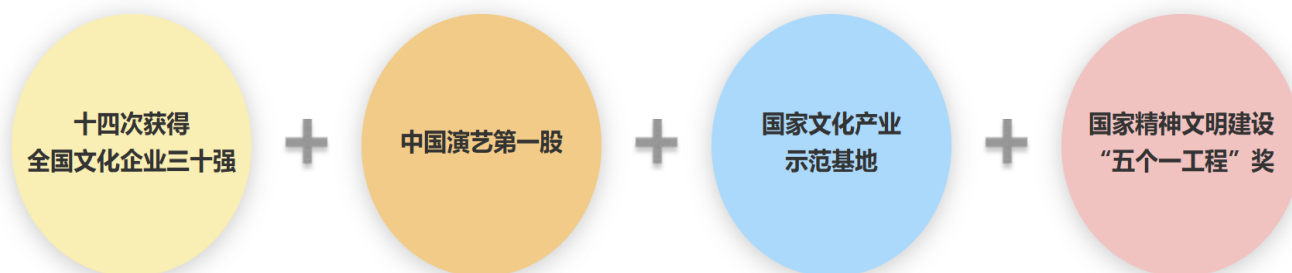
1 公司概况：深耕主题演艺三十余年，业绩释放改善信号

1.1 历史沿革：国内标杆型文旅演艺企业

宋城演艺成立于 1994 年，并于 2010 年 12 月登陆深交所，成为“中国演艺第一股”。公司以“宋城”“千古情”两大品牌为核心，独创“主题公园+文化演艺”经营模式，主营业务包括现场演艺业务与旅游服务业务两大板块。其中，现场演艺以景区和剧院为载体，提供以大型演艺秀、互动体验和园区沉浸消费为核心的综合文旅产品；旅游服务则包括轻资产输出和网络票务销售等业务。

宋城演艺是国内头部文旅演艺上市企业，综合实力、行业规模稳居全球演艺行业前列。宋城演艺隶属中国大型文旅集团宋城集团，已经十四次获得全国文化企业三十强，以及国家文化产业示范基地、国家精神文明建设“五个一工程”奖等多项荣誉，拥有 105 个各类型剧院、220000 个座位，创造了世界演艺市场的五个“第一”：剧院数第一、座位数第一、年演出场次第一、年观众人次第一、年演出利润第一，以文化演艺、旅游景区等为主业，确立了“宋城”“千古情”等品牌。

图 1：公司基本介绍



数据来源：公司官网，西南证券整理

宋城演艺的成长大致可分为四个阶段。

1) 1994 年至 2012 年为初始培育期，公司以杭州大本营为核心，1996 年 5 月宋城景区正式营业，1997 年 3 月《宋城千古情》正式公演，2007 年底杭州乐园成立，2010 年完成上市，完成了“单一景区—核心剧目—资本平台”的基础搭建。这一阶段的关键意义在于，公司并非先有全国扩张，再反向补运营能力，而是先在杭州完成产品模型、客群运营和内容体系的长期打磨，为后续复制奠定样板基础。

2) 2013 年至 2016 年，公司进入首轮异地扩张阶段。三亚、丽江、九寨沟项目相继开业，且均布局于国内重点旅游目的地，验证了“主题公园+文化演艺”模式在异地的落地可行性。这一阶段以重资产为主，核心逻辑是优先切入高流量旅游城市，通过景区自带客流和内容产品协同，降低新项目冷启动风险。首轮扩张的成功也证明了公司的能力并非局限于杭州本地文化红利，而具备可迁移、可本地化改造、可标准化复制的商业模型。

3) 2017 年至 2020 年，公司开启第二轮扩张，特征由单一重资产复制转向轻重结合。

一方面，公司继续在桂林、张家界、西安等地布局重资产项目；另一方面，炭河、明月、黄帝千古情等轻资产项目相继落地。这一阶段的意义在于，公司扩张模式开始从“资本驱动”转向“品牌+管理+创意输出驱动”，即通过输出品牌授权、规划设计、导演编创和托管运营能力，实现更轻的资本消耗与更广的项目覆盖。轻资产模式的加入，也助力公司放大 IP 影响力、拓展区域布局并强化行业标准制定能力。

4) 2021 年至今，公司进入转型升级阶段。一方面，上海、广东等项目打开超一线城市

与大湾区等新市场空间，另一方面，公司在组织、内容、营销和技术层面全面升级，推动“多剧院、多剧目、多活动、多门票”演艺公园模式进一步深化。特别是 2025 年公司将定义其为从传统文旅演艺向“文化+科技+AI+新场景”全面转型升级的战略奠基年，推动 AI 管理中台、AI 艺术中央厨房和组织架构重构，显示公司正尝试把过去 30 年积累的经验从“项目能力”抽象为“平台能力”。

表 1：公司发展阶段与经营重心

发展阶段	时间	核心事件	战略重心	发展意义
初始培育期	1994-2012 年	1996 年杭州宋城开业，1997 年《宋城千古情》公演，2007 年杭州乐园成立，2010 年上市	深耕杭州、打磨产品模型	完成模式雏形验证，奠定品牌与资本平台基础
首轮异地扩张	2013-2016 年	三亚、丽江、九寨沟项目相继开业	重资产复制热门旅游目的地	验证异地复制可行性，建立全国化扩张信心
次轮异地扩张	2017-2020 年	桂林、张家界、西安重资产项目落地，炭河、明月、黄帝轻资产项目推进	轻重结合、加速全国布局	扩张模式从资本驱动转向品牌与管理输出驱动
转型升级阶段	2021 年至今	上海、广东等项目开业，AI 中台与中央厨房推进	平台化、数智化、演艺公园升级	从项目经营走向体系赋能，强化长期平台价值

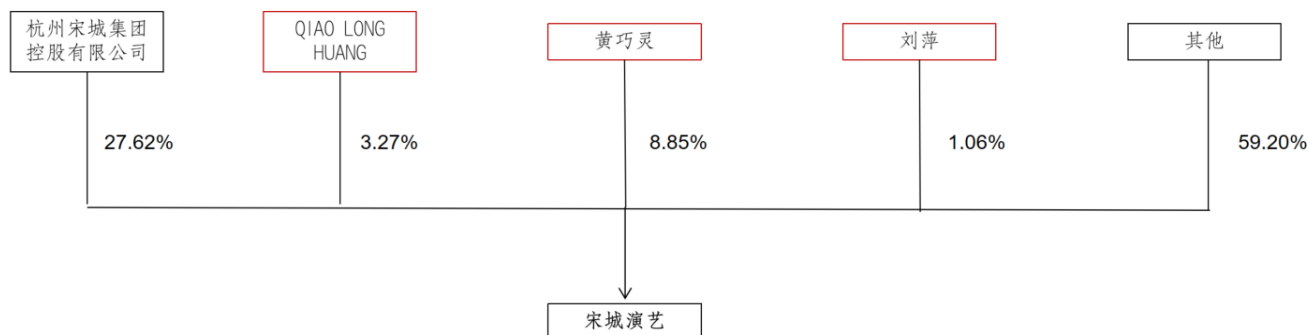
数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司的业务结构也从单体项目走向平台体系。截至 2025 年末，公司已开业运营的自营项目包括杭州、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界、西安、上海、广东九个项目；轻资产输出项目包括长沙炭河古城、宜春明月千古情景区、三峡千古情景区。2025 年公司实现营业收入 22.6 亿元，其中现场演艺收入 18.1 亿元，占比 80.0%；旅游服务收入 3.6 亿元，占比 15.8%；其他业务收入 0.95 亿元，占比 4.2%。虽然轻资产和票务业务在补充公司的成长弹性，但是公司的基本盘仍然依托成熟自营项目的现场演艺能力。

1.2 股权结构：创始人控制力强，股权结构集中稳定

公司股权结构集中稳定，创始人控制力强。截止 2026Q1，杭州宋城集团控股有限公司持股 27.62%，黄巧灵持股 8.85%，QIAO LONG HUANG 持股 3.27%，刘萍持股 1.06%；根据公司披露，杭州宋城集团控股有限公司、黄巧灵为公司控股股东和实际控制人，QIAO LONG HUANG 与刘萍为黄巧灵关联自然人。公司股权结构呈现创始人强控制的状态，在文旅演艺这种高度依赖创意、长期投入和战略定力的行业里，稳定控制权有利于保持项目扩张节奏、内容风格延续和长期资本配置一致性。

图 2：公司股权结构



数据来源：同花顺iFind，西南证券整理；注：截至2026/3/31

1.3 管理团队：创始人文艺掌舵，职业经理人统筹运营

公司经营管理逐步职业经理人化，实现“创始人审美与品牌掌舵”和“职业经理人经营落地”的阶段分工。2021年8月，公司创始人黄巧灵卸任董事长，由张娴接任；2023年8月，黄巧灵、黄巧龙进一步辞去董事职务，但黄巧灵仍为实控人，并继续担任总导演、总策划，更聚焦编创和设计规划工作。创始人黄巧灵，作为“千古情”系列的总导演、总策划、艺术总监，他既掌握作品创作方向，也具备强烈的商业判断与游客需求把握能力。与之对应，张娴更加代表公司治理现代化的一面，其2000年加盟宋城集团，2010年起担任公司总裁，2021年8月接任董事长，长期深度参与公司经营管理。她曾全面策划2006年杭州休博会闭幕式演出并担任总指挥，既具备文旅演艺项目操盘经验，也熟悉上市公司治理与组织管理。作为公司内部培养起来的核心管理者，其既能承接黄巧灵时代的文化基因，又能推动组织流程化、标准化和平台化升级。

表 2：公司核心治理与管理团队

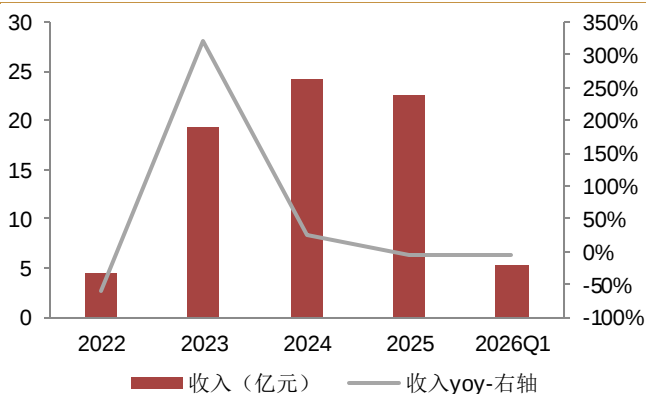
姓名	职位	关键履历
黄巧灵	实际控制人、总导演、总策划	公司创始人，长期担任董事长，2021年卸任董事长，2023年辞任董事后仍负责编创与战略方向
张娴	董事长	2000年加盟公司，2010年任总裁，2021年接任董事长
商玲霞	总裁	1997年入职，历任多个经营岗位，2021年起任总裁
张建坤	执行总裁	长期负责工程建设与运营管理
赵雪璿等	常务副总裁/董秘等	长期在公司内部任职

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 财务表现：业绩存在周期波动，26Q1 费用优化释放改善信号

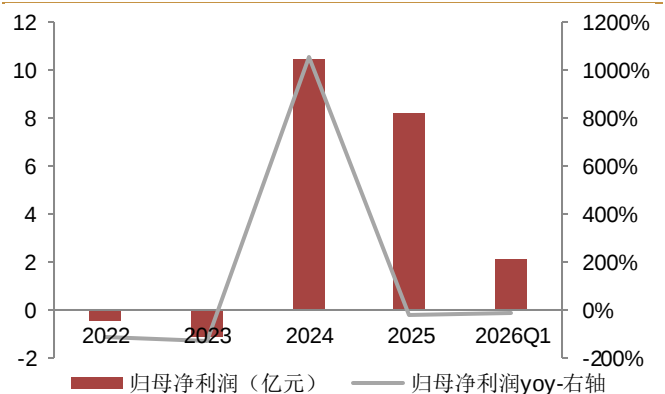
公司业绩波动性较大。2024 年公司实现营收 24.2 亿元、同比增长 25.5%，归母净利润 10.5 亿元、同比增长 1054.2%，扣非归母净利润 10.3 亿元，经营性现金流 14.45 亿元、同比增长 1.9%，呈现出修复与扩张的状态。但进入 2025 年，伴随轻资产收入确认节奏放缓、部分成熟项目受区域旅游环境与消费习惯变化影响承压、广告宣传与平台技术服务费加大投放，公司营收回落至 22.6 亿元、同比下降 6.6%，归母净利润 8.2 亿元、同比下降 22.0%，扣非归母净利润 7.85 亿元、同比下降 24.0%。

图 3：2022-2026Q1 公司收入及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

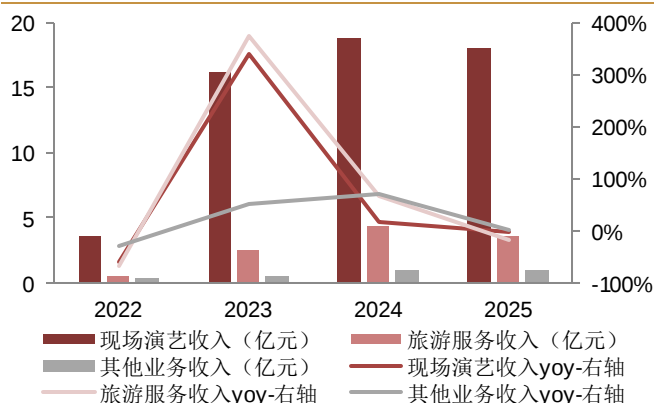
图 4：2022-2026Q1 公司归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

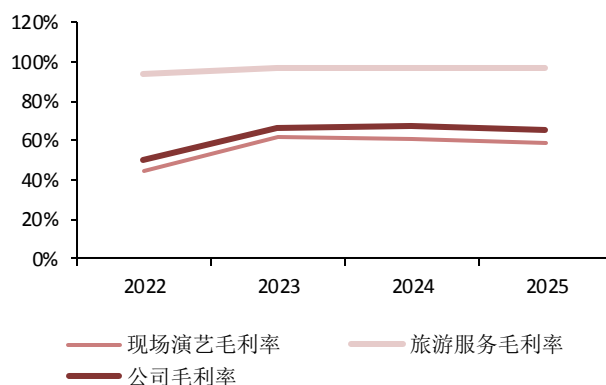
具体来看，2025 年业绩受到了“结构错配+营销加投+存量分化”三重压力影响。2025 年公司的归母净利润同比下滑幅度高于收入降幅，反映压力主要集中在盈利结构。首先是来自轻资产收入确认节奏变化。2025 年公司旅游服务业收入 3.6 亿元、同比下降 18.0%，其中电子商务手续费收入 2.4 亿元、同比下降 13.6%，设计策划费收入 1.2 亿元、同比下降 25.6%。由于 2025 年无新轻资产项目开业，且此前三峡项目带来的较高确认基数消退，导致高毛利的设计策划收入减少，对整体盈利形成明显拖累。其次是来自存量项目经营分化。2025 年现场演艺收入仍有 18.1 亿元，同比仅下降 4.3%，说明基本盘相对稳固，但是内部项目表现明显分层。上海/西安/九寨/桂林分别实现现场演艺相关收入 1.6/1.6/1.0/2.1 亿元，同比增长 42.9%/10.0%/6.9%/4.5%；而三亚/丽江/广东/张家界分别同比下降 14.1%/15.3%/28.3%/44.7%。杭州大本营实现现场演艺相关收入 5.9 亿元，同比仅降 0.6%，体现龙头项目较强韧性，但还不能够完全对冲弱势区域项目的拖累。第三重压力来自营销投放加大对利润率的影响。2025 年公司销售费用率提升至 9.4%，同比上升 3.6pp，销售费用金额约 2.1 亿元，同比增长 51.85%；管理费用率 7.0%，同比略降；财务费用率由 2024 年的明显负值抬升至 -0.1%，主因存款利率下行导致利息收入减少。综合来看，2025 年公司毛利率下滑至 64.8%，同比下降 2.9pp；净利率降至 37.7%，同比下降 6.8pp。这是公司全国项目矩阵进入成熟期后，不同区域景气、竞争结构和消费能力差异所致，这三重压力或导致公司的短期利润承压，但是后续也有望通过内容迭代、营销资源再配置和 AI 中台降本增效提供改造空间。

图 5：2022-2025 公司分业务收入及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

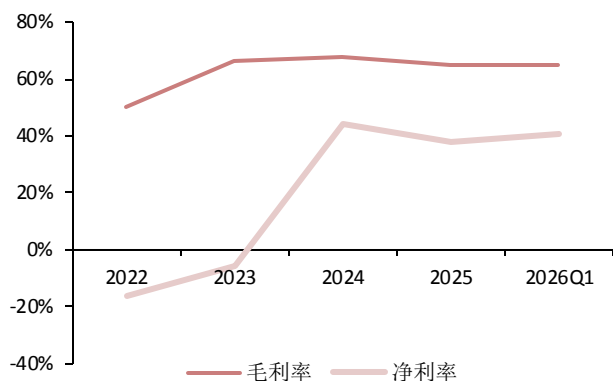
图 6：2022-2025 公司整体及分业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

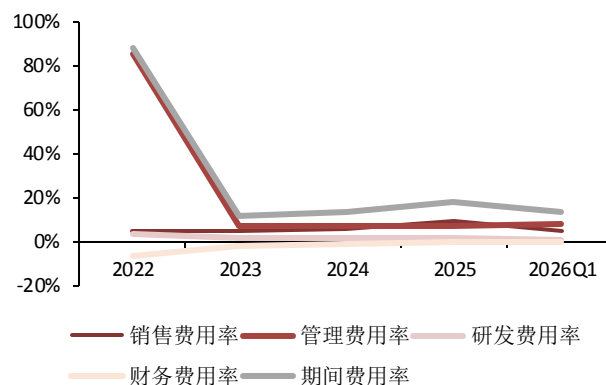
26Q1 业绩释放边际改善信号。26Q1 公司实现营收 5.3 亿元、同比下降 5.3%，归母净利润 2.1 亿元、同比下降 15.1%，经营性现金流 1.9 亿元、同比下降 28.2%，短期压力仍未完全释放。压力来源主要有三点：一是春节时间偏迟导致旺季需求后置；二是部分区域市场环境变化和游客消费习惯迭代，影响客流与转化；三是公司主动调整营销策略，部分活动尚未全面铺开。但与 2025 年全年相比，公司的费用端已经出现了边际改善，整体期间费用率 14.0%，较 2025Q1 同比下降 0.6pp，较 2025 年全年期间费用率下降 4.0pp；销售费用率 5.0%，同比下降 2.1pp，说明公司前期高强度买量和品牌投放正在收缩，营销资源开始从“广覆盖”转向“精准投放”。此外，公司毛利率为 64.9%，与 2025 年全年 64.8% 基本持平，说明项目经营层面的盈利底盘仍然牢固。

图 7：2022-2026Q1 公司毛利率与净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

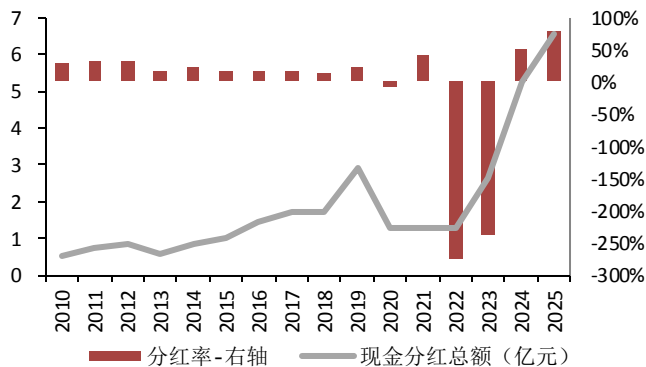
图 8：2022-2026Q1 公司费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

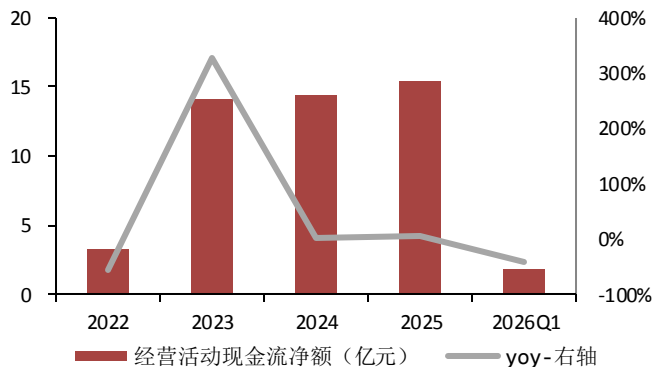
2025 年分红率提升至历史高位。尽管公司 2025 年利润相对承压，公司仍将分红率提升至历史高位，拟每 10 股派现 2.5 元，合计分红 6.5 亿元，对应 79.8% 分红率，而 2024 年分红率分红为 5.25 亿元、分红率 50.0%，2023 年为 2.6 亿元、每 10 股派现 1 元。分红政策连续上台阶，直接反映管理层对现金流和长期经营稳定性的信心。更重要的是，这种高分红并非建立在举债或压缩经营投入之上。2025 年公司经营活动现金流净额 15.5 亿元，同比增长 7.0%，不仅高于 2024 年的 14.45 亿元，也高于当年 8.2 亿元归母净利润。若以分红额除以经营性现金流测算，现金分红覆盖率仅约 42.2%，说明即便在高分红后，公司经营现金仍有相当余量用于项目升级、扩容和金融资产配置。

图 9：2010-2025 年公司分红率及现金分红总额



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2022-2026Q1 公司经营活动现金流净额及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

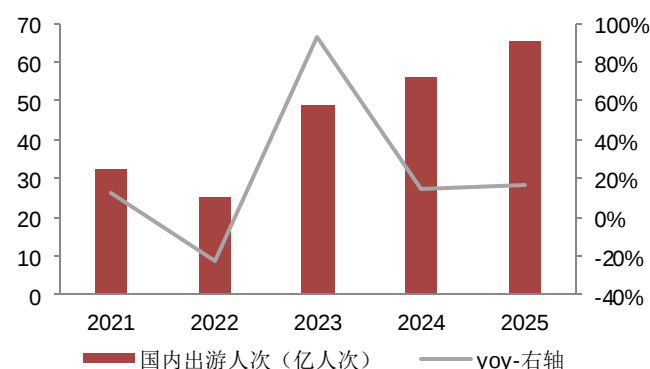
2 行业分析：政策+旅游需求双轮扩容市场，行业格局分散竞争逐步走向效率分化

2.1 市场空间：政策催化+需求扩容双轮驱动文旅演艺景气上行

文旅演出以各地自然山水、历史遗存、民俗文化为核心依托，兼顾文化传播与旅游消费双重目标，借助舞台艺术、实景造景、互动体验等多元手段，为游客打造沉浸式文化观赏体验。该业态最大特点是文旅属性深度绑定，一方面承载地域文化输出、城市形象宣传职能，另一方面也是文旅产业链中核心体验与消费载体。

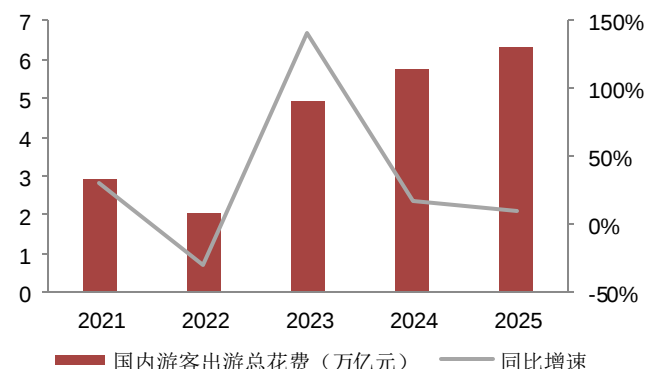
2024 年起国内旅游需求重新进入稳健增长区间。根据中国社会科学院旅游研究中心，在各种政策利好的叠加作用下，2024 年国内出游人次达 56.15 亿，较上年增加 7.2 亿，同比增长 14.8%；2024 年国内游客出游总花费达 5.75 万亿元，较上年增加 0.8 万亿元，同比增长 17.1%。2025 年旅游市场维持了增长态势，国内居民出游人次 65.22 亿，超越 2019 年的 60.1 亿人次，创历史新高；同比层面，比 2024 年同期增加 9.1 亿，同比增长 16.2%，连续三年保持“两位数”高增长态势。同时，2025 年国内居民旅游消费意愿也有所提升，2025 年国内居民出游花费 6.3 万亿元，同比增长 9.5%。国内旅游需求的稳定增长为文旅演艺行业提供了总量扩容的土壤。

图 11：2021-2025 年国内游客人次及同比增速



数据来源：文化和旅游部，迈点研究院，西南证券整理

图 12：2021-2025 年国内游客出游总花费及同比增速



数据来源：文化和旅游部，迈点研究院，西南证券整理

2025 年是中国文旅市场迈向高质量发展的关键之年。我国高度重视文旅演出产业发展，相继出台了一系列政策支持、鼓励行业发展，为我国文旅演出行业发展提供了良好的政策环境。其中 2025 年《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》提出从消费惠民、产品供给、消费场景、产业政策、消费环境等六方面 18 项措施推动文旅消费升级；《提振消费专项行动方案》进一步提出拓展景区服务项目、延长经营时间、扩大接待规模，政策重点已从“恢复旅游”转向“提升产品质量与消费深度”。

表 3：文旅行业相关部分法律法规及政策

时间	发布单位	文件名称及行业相关主要内容
2025 年 1 月	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》：从丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策、优化消费环境 6 个方面提出 18 项具体措施，着力把文化旅游业培育成为支柱产业
2025 年 1 月	文旅部等九单位	《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》：提出增加银发旅游列车服务供给等措施扩大服务供给，积极培育服务消费新增长点，更好满足银发群体旅游服务需求
2025 年 2 月	市场监管总局等五部门	《优化消费环境三年行动方案（2025-2027 年）》：健全旅游领域信用体系，建设商旅文体融合的品质量消费集聚区，通过信用监管和分级分类管理，优化文旅消费环境
2025 年 3 月	两会	《政府工作报告》：大力提振消费，全方位扩大国内需求；落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力；健全文化产业体系和市场体系，加快发展新型文化业态，大力发展旅游业
2025 年 3 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》：扩大文体旅游消费，深化线上线下、商旅文体健融合多业态消费融合，创新多元化消费场景；发展入境消费，有序扩大单方面免签国家范围，优化区域入境免签政策
2025 年 4 月	文旅部办公厅	组织开展 2025 年全国文化和旅游消费促进活动：以“文旅惠民乐民 共享美好生活”为主题，围绕劳动节、暑期、国庆节、春节等重点时段，组织各地全年举办文化和旅游消费促进活动，从供需两端发力推动文化和旅游消费持续繁荣
2025 年 9 月	商务部等九部门	《关于扩大服务消费的若干政策措施》：聚焦服务消费扩容，从培育服务消费促进平台、丰富高品质服务供给、激发服务消费新增量等方面提出积极发展首店经济、打造一批商旅文体融合的消费新场景、挖掘传统文化 IP 市场价值、吸引境外人员入境消费、优化节假日安排等举措
2025 年 9 月	国务院办公厅	《关于进一步加强旅游市场综合监管的通知》：从落实监管责任、完善监管机制、提高监管水平、增强监管保障能力等提出具体要求，以优化旅游市场消费环境，改善游客消费体验，推动旅游业高质量发展
2025 年 10 月	二十届四中全会	坚持扩大内需，大力提振消费，坚持惠民生和促消费紧密结合，以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性。激发全民族文化创新创造活力，繁荣发展社会主义文化，提升中华文明传播力影响力
2025 年 12 月	中央经济工作会议	持续扩大内需、优化供给，深入实施提振消费专项行动，扩大优质商品和服务供给，释放服务消费潜力
2026 年 3 月	两会	“十五五”规划纲要相关部署：大力发展文化旅游业，深化以文塑旅、以旅彰文，推进旅游强国建设。促进服务业优质高效发展，聚焦文化旅游等，培育一批生活性服务业新增长点。增强居民消费能力，改善消费意愿，适应不同群体消费需求扩大优质供给，促进全社会商品和服务消费较快增长。激发改善型消费活力，扩大文体旅游消费，优化营业性演出、体育赛事审批管理，深化商旅文体健融合，打造一批沉浸式互动式消费新场景。坚持以人民为中心的创作导向，把提高质量作为文艺创作的生命线，营造良好文化生态，提升文化原创能力。丰富高品质旅游产品供给，深挖特色资源和文化内涵，积极推动多业态融合发展。加强对外文化交流合作，深化文明交流互鉴，展现可信、可爱、可敬的中国形象

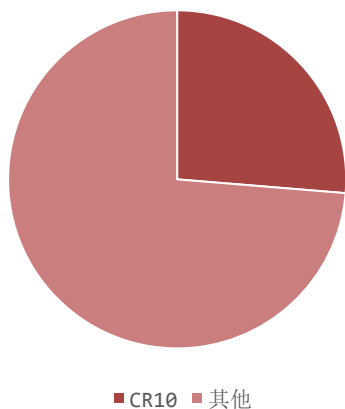
数据来源：公司公告，西南证券整理

本轮政策有望驱动文旅行业底层竞争逻辑发生三方面改变。第一，供给端政策重心由传统景区建设转向场景迭代，智慧文旅、沉浸式业态为核心鼓励方向，企业若缺少持续内容与设施升级能力，容易在同质化竞争中被快速出清；第二需求端游客诉求从浅层观光转向情绪深度体验，根据中国旅游研究院数据显示，2025 年以情感体验为首要出游目标的游客占比 68%，远超景观观光的 23%，演艺带动跨城出行成为主流消费趋势；第三竞争边界也突破单一景区范畴，延伸至文旅跨产业全链条协同，演艺从单一门票产品转变为撬动住宿、夜游、文创等多元消费的流量核心。

2.2 竞争格局：行业集中度偏低，公司依托标准化体系打开全国扩张空间

国内文旅演出行业呈现市场高度分散、龙头企业依托 IP 与全产业链模式构筑盈利壁垒的格局。文旅演出依托景区资源落地，行业供给与各地文旅禀赋深度绑定，国内旅游资源分布广泛催生大量中小经营主体，行业集中度偏低，根据智研咨询，2024 年行业 CR10 仅 26.3%，说明多数市场仍由区域型项目、本地资源型项目和中小运营方共同构成。这种格局决定了行业不是标准化连锁竞争，而是“全国品牌平台能力”与“地方资源禀赋”并存的竞争体系：一类企业依靠全国复制能力和品牌输出扩张，另一类企业依靠独特景区资源和在地历史 IP 构筑高壁垒。

图 13：2024 年中国文旅演出市场竞争格局（按销售收入）



数据来源：智研咨询，西南证券整理

在行业内部，公司的主要竞争并非来自单一全国性对手，而是来自不同城市中拥有稀缺资源和成熟 IP 的区域龙头。以西安本地市场为例，陕西旅游坐拥国内首部大型实景历史舞剧《长恨歌》、国内首创实景影画《1212 西安事变》两大标杆演艺产品。其中《长恨歌》依托华清宫独有皇家园林实景资源，2024 年实现营收 6.8 亿元，全年接待游客 249.35 万人次，演出上座率 87.8%，毛利率高达 84.1%。陕西旅游旅游演艺营收较依赖西安本地项目，2024 年其旅游演艺总收入 7.4 亿元，同比增长 22.6%；2025 年该项收入回落至 6.0 亿元，同比-18.5%，对应整体演艺毛利率 74.8%。对标同处西安市场的公司旗下西安千古情景区，2024 年景区整体实现营收 1.45 亿元，同比增长 178.0%；2025 年整体实现营收 1.6 亿元，同比稳步提升 10.6%。尽管公司 2025 年现场演艺整体毛利率仅 56.7%，低于陕西旅游，但依托双剧场运营模式与丰富的园区户外互动演艺业态，景区营收逆势实现正增长，持续抬升西安本地演艺市场份额。

行业已经从“单剧目竞争”进入“复合场景竞争”。目前文旅消费有一个共性迁移，也就是消费者购买的不再是单一功能，而是场景、文化、互动与情绪的综合体验，因此公司围绕内容、流量、渠道三个维度推进策略升级，通过沉浸式演艺、互动体验、夜游经济、艺术节和主题活动等多元场景系统升级，形成“大剧院+小剧院集群+街区快闪演出+沉浸式体验”的立体结构，以提升游客停留时长和释放重复消费潜力。

高质量发展也意味着行业的马太效应与盈利分化会同步加剧。一方面，头部项目受益于品牌、客流卡位和运营体系，能持续强化护城河。公司作为中国文旅演艺行业龙头，在剧院数、座位数、演出场次、观众人次、经营效益等方面处于领先地位。另一方面，行业整体同质化供给增加、局部目的地价格竞争加剧，也导致部分成熟项目承压。2025 年公司三亚、丽江、广东、张家界等项目收入分别同比下降 13.6%、15.1%、23.9%和 44.7%，而上海、西安则分别增长 42.9%和 10.6%，九寨、桂林维持正增长。这表明行业已进入明显的项目分化时代，同一家公司内部，不同城市项目也会因区域景气度、竞争格局和产品迭代能力不同而出现分层。

未来行业的竞争焦点或将聚焦在效率提升上。公司也在做相应的战略调整，一方面通过轻资产项目持续输出，提升品牌外延和资本效率；另一方面，通过 AI 管理中台、AI 艺术中央厨房和杭州大本营扩容，强化内容创制、标准化管理和跨区域复制能力。这将助力公司把成功经验沉淀为可复制、可迭代、可标准化的能力体系。

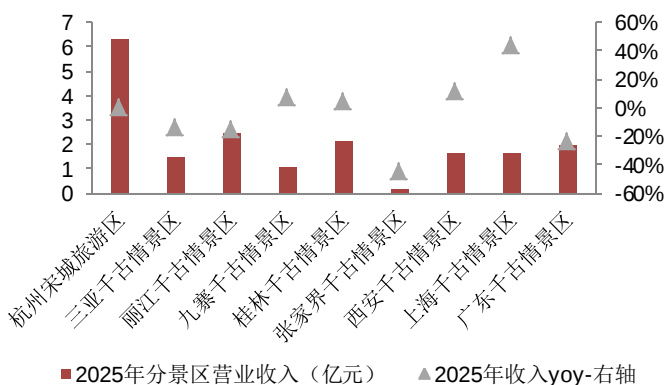
3 公司分析：重轻资产双轮驱动+AI 双中台赋能，文旅标准化复制打开长期成长空间

3.1 异地复制迭代，AI 中台赋能标准化高效扩张

公司的异地复制正在从早期的重资产单点扩张，逐步演化为重资产验证模型+轻资产放大品牌+中央厨房与 AI 中台提升复制效率的新阶段。

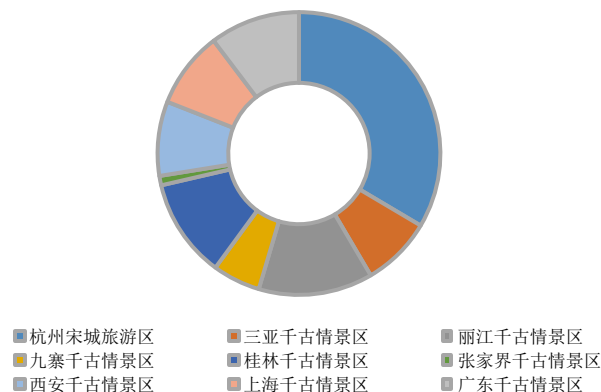
杭州项目是公司商业模式的原点，依托景区场景提供沉浸式消费，以核心演艺秀形成流量锚点，并通过园区互动、餐饮零售和夜游等业态提升客单价和停留时长。其成功之处在于，演艺并非景区附属，而是整个商业闭环的核心流量入口。从历史上看，公司长期打磨成型的“主题公园+文化演艺”一体化运营模式，已完成两轮异地扩张落地验证。首轮复制主要落在三亚、丽江、九寨等旅游目的地，依托优质旅游客流与较强目的地属性，快速完成“公园+演艺”模式落地，其中三亚项目总投资约 4.9 亿元，丽江 3.3 亿元，九寨 2.9 亿元，投资强度整体可控。更重要的是，首轮项目在成熟后展现出较高盈利质量。2019 年三亚、丽江项目毛利率一度达到 80%以上，证明公司并不依赖大型游乐设备堆砌，而是以内容、场景和运营能力驱动高回报。这一阶段的意义在于，市场第一次看到宋城模式并非“杭州单点奇迹”，而是可以在异地成功迁移的成熟模型。第二轮扩张时，公司开始布局桂林、张家界、西安、上海等竞争更充分、客群结构更复杂的区域。虽然这一轮扩张受到了宏观环境等因素的影响，但近两年新项目与培育项目已逐步成为公司收入的重要增量来源：2025 年西安千古情景区整体实现收入 1.6 亿元，同比增长 10.6%，收入占比提升至 7.1%；上海千古情景区整体实现收入 1.65 亿元，同比增长 42.9%，和收入占比提升至 7.3%。

图 14：2025 年公司分景区营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：各景区整体收入取自公司年度报告中“收入与成本-营业收入构成-分产品”表格

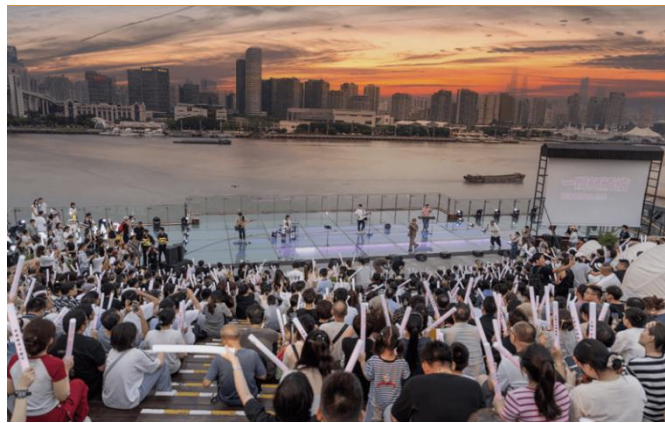
图 15：2025 年公司分景区营业收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司异地复制正从“复制一台大秀”升级为“复制一整套多剧场、多场景、多票型的演艺公园体系”。公司早期项目的核心卖点更多集中于《千古情》主秀本身，但近年公司在上海、西安、杭州等地明显强化了外场演出、沉浸互动、主题活动和夜游产品，通过增加中小剧目、NPC 互动、主题街区、快闪演艺等方式延长停留时间、提高复购率与景区综合吸引力。上海景区的同比增长并非简单依靠自然客流恢复，而是建立在内容更新升级、活动营销、业态拓展和夜游产品培育基础之上；西安景区则在高强度竞争市场中，通过“人气为王、规模制胜”策略，叠加在地文化表达和双剧院模式，持续扩大市场份额。

图 16：公司上海千古情景区



数据来源：公司官网，西南证券整理

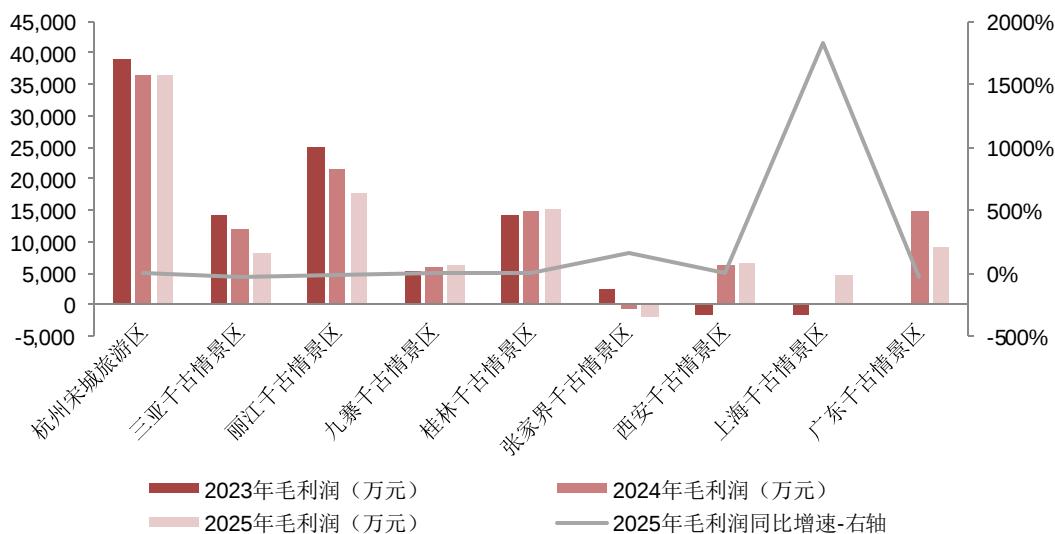
图 17：公司西安千古情景区



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司复制的成功标准从“短期收入爬坡”切换为“培育期更短、盈利拐点更早、投资回报更稳”。从这一指标看，佛山、西安、上海三个项目的表现已经形成阶段性突破。佛山作为公司 2024 年新开的第九个自营景区，开业首年即实现盈利，明显优于传统文旅重资产项目普遍需要 2-3 年爬坡的行业经验。西安项目在 2024 年暑期开启双剧院模式后快速扭亏，2025 年进一步巩固市场领先地位。上海项目则在开业初期受外部环境扰动较大、前期成本较高的情况下，于 2025 年实现毛利 4650.5 万元。这均说明公司对新项目的培育能力和经营校准能力正在改善，而不是削弱。

图 18：2023-2025 年各景区毛利润以及 2025 年各景区毛利润同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：各景区毛利润基于公司年度报告中“合并财务报表项目注释 - 营业收入和营业成本 - 营业收入、营业成本的分解信息”中各景区的营业收入和营业成本计算所得

复制体系正在由“项目公司驱动”向“总部中台驱动”迁移。公司将 2025 年定位为“文化+科技+AI+新场景”全面转型升级的战略奠基年，引入 100 余名管理和 AI 专业人才，将总部十多个部门整合为 AI 创新中心、AI 管理中心两大核心系统，并正式搭建 AI 管理中台和 AI 艺术中央厨房。AI 管理中台强调把 30 年成熟运营经验标准化、算法化、智能化，解决跨区域管理折损问题；AI 艺术中央厨房则整合创作素材、剧目经验和运营数据，以 AI 提升剧目创作、舞台设计、内容迭代效率。

3.2 轻重资产双轮驱动，城市演艺开拓增长新赛道

公司相较传统文旅企业的优势在于已经逐步形成“重资产树标杆、轻资产扩边界”的双轮驱动。

表 4：轻重资产双轮驱动

模式	主要收入来源	优势	挑战
重资产自营	门票、演艺、园区二消	收入体量大、品牌外溢强	投资大、回收期较长
轻资产输出	设计策划费、品牌授权、托管运营、电商票务	资本效率高、复制快、利润弹性大	收入确认节奏波动

数据来源：公司公告，西南证券整理

重资产项目的优势在于可深度整合景区、演艺、商业与夜游消费，适合作为城市或区域文旅地标。其缺点是前期投资大、爬坡周期长。公司早期通过重资产项目完成异地验证，构筑了品牌影响力和内容标准。截止 2025 年末，公司已开业运营的自营项目达到 9 个。

轻资产输出由合作方承担建设投资，公司主要提供品牌授权、规划设计、导演编创、开业筹备与托管运营，收取一揽子服务费和经营管理费，投入资本极低但利润率与现金回流效率显著高于重资产模式。2025 年旅游服务业收入为 3.6 亿元，同比下降 18.0%，主因当年无新轻资产项目开业、此前三峡项目高确认基数消退，导致高毛利设计策划收入减少，阶段性拖累利润。但轻资产的战略意义并未削弱：三峡千古情于 2024 年 7 月开业，为公司近年

轻资产模式重新被市场认识的关键样板，一揽子服务费约 2.6 亿元，开业百天收入破亿元，直接推动 2024 年设计策划费收入高增。2025 年公司又连续签下青岛“丝路千古情”（一揽子服务费 2.6 亿元，开业后按项目年经营收入 8%收取管理费、期限 10 年，已于 2026 年 6 月 26 日开园，项目开票仅 8 小时线上销售额便突破千万）与台州“东海千古情”（预计 2028 年 5 月开业）两大项目。

表 5：轻资产输出项目进展

项目	关键进展	战略含义
三峡千古情	2024 年 7 月开业，一揽子服务费约 2.6 亿元，开业百天收入破亿元	成熟样板，验证轻资产收入兑现能力
青岛丝路千古情	服务费 2.6 亿元+开业后 10 年按经营收入 8%收管理费，2026-06-26 开园，线上售票 8 小时破千万	北方城市级文旅工程，2026 年新增确认与品牌抓手
台州东海千古情	2025 年签约，预计 2028 年 5 月开业	储备中长期轻资产业绩来源，延长成长久期
存量项目管理费率	由 20%统一下调至 8%	强化合作共赢，利于长期扩张

数据来源：公司公告，西南证券整理

伴随文旅消费结构变化，演艺产品的消费场景也在从传统旅游目的地向城市周边休闲、夜间经济与本地复购场景延展。佛山位于粤港澳大湾区，是人口密度高、经济活力强但并非传统强旅游城市的区域市场，公司以“演艺为核心”的差异化定位切入珠三角文化休闲消费空白，提供了“都市圈休闲演艺目的地”新样本；上海则进一步验证了高线城市演艺公园模式的盈利重塑能力。这意味着公司的项目选址逻辑正从“景区流量型”拓展到“城市消费型”，背后对应中国文旅消费从目的地旅游向都市圈微度假、周边游、夜间文化消费的结构迁移。若后续轻资产与新场景结合顺利，公司未来收入结构有望从“景区客流依赖”转向“旅游客流+城市客流”双支撑。

图 19：公司广东千古情景区 1



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 20：公司广东千古情景区 2



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 AI 赋能与数智化战略转型，双中台驱动降本增效与标准化输出

公司于 2025 年明确提出向“文化+科技+AI+新场景”全面转型。公司持续推进人才、平台、组织三大关键布局。一是人才梯队全面升级，规模化引进 100 余名管理和 AI 专业人才，搭建 AI 技术研发与应用专属团队，完成数智化转型的人才储备，这说明公司正尝试将

AI 内生为核心能力；二是组织架构根本性变革，打破传统部门壁垒，将总部十多个部门精简整合为 AI 创新中心、AI 管理中心两大核心系统，策划、营销等核心职能部门同步优化，形成高效、敏捷、科技导向的全新组织体系，**这将有利于 AI 直接嵌入经营决策与内容生产中枢**；三是**两大 AI 平台正式成立**，**AI 管理中台**将打通全景区运营管理链路，解决跨区域管理半径大、战略执行衰减、人才稀释痛点，实现标准化、智能化、垂直化高效管控，**AI 艺术中央厨房**将整合公司 30 年的创作素材、剧目经验和运营数据，用 AI 赋能内容研发、剧目迭代、场景设计，大幅提升创作效率与品质稳定性。

具体来看，**AI 管理中台将重塑连锁化效率边界**。公司项目分布广、景区类型多、客源结构差异大，传统人工管理模式在景区数量提升后，天然会遭遇“总部知道、地方做不到”的问题。AI 管理中台将解决跨区域管理半径大、战略执行衰减、人才稀释痛点，实现标准化、智能化、垂直化高效管控。该平台在未来还有望从“辅助管理”升级为“经营操作系统”。总部可基于同一套数据口径、执行规则和运营模板，对不同景区进行更实时的调度、考核与优化，从而实现管理上的“一竿子插到底”。这一能力的突破有望帮助公司未来实现降本增效。公司 2025 年销售费用达到 2.1 亿元，较 2024 年的 1.4 亿元明显增长；研发费用为 3903 万元，较 2024 年的 4126 万元基本稳定；管理费用为 1.6 亿元，较 2024 年的 1.7 亿元有所回落。费用结构变化说明，公司目前仍处于“前置投入换中期效率”的阶段，营销推广与新体系搭建对短期利润形成扰动，但若 AI 中台有效提升投放转化、统一运营标准并降低重复管理成本，则中长期费用率存在优化空间。

AI 艺术中央厨房有利于公司将创意转化为工业化供给。文旅演艺行业的优质项目往往依赖导演团队、创作骨干和长期磨合，具备一定非标属性。行业的难点就在于新项目能够复制场地与资本，却难复制创意质量与持续迭代能力。公司建设 AI 艺术中央厨房，正是要把过去高度依赖个人经验的内容生产，转化为可复制、可协同、可快速更新的体系能力。AI 艺术中央厨房将整合 30 年创作素材、剧目经验和运营数据，用 AI 赋能剧目创作、舞台设计、演出编排、内容迭代，实现多项目、多剧目并行高效研发，保障全国景区内容品质统一、快速迭代。这一机制会将 AI 变为创作者的得力助手，有助于加快生产、提升能效以及加速迭代。

杭州大本营扩容，为“中央厨房”提供物理载体。公司 2025 年收购杭州宋城实业 100% 股权，获得紧邻杭州宋城景区的 138.65 亩土地及 11 幢建筑，收购的主要目的之一就是将宋城景区打造为演艺“中央厨房”基地。在建筑中增加舞蹈培训中心、演艺研发中心，形成公司的中央厨房，指导全国景区，推动宋城模式从“一个景区的成功经验”升级为“可复制的行业标准”。

表 6：公司 AI 数智化转型相关的核心布局

布局方向	具体内容	战略含义
AI 管理中台	经营管理、数据决策、组织协同	提升效率，降低管理半径成本
AI 艺术中央厨房	内容创作、排演标准化、品质稳定	提升复制效率与内容供给能力
杭州中央厨房基地	139 亩土地与 11 幢建筑	构建全国项目赋能中心
文化+科技+AI+新场景	组织与产品双升级	打开平台化估值空间

数据来源：公司公告，西南证券整理

短期来看，数值化转型有望帮助公司费用率优化、缩短项目培育周期以及提升品质稳定性；中期来看，有望提升轻资产复制效率、扩大跨区域管理半径；长期来看，有望推动公司向平台型文旅科技公司转型。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到宏观环境逐步回暖，上海、西安等项目会继续爬坡，杭州稳态经营以及部分承压项目企稳，我们预计 2026-2028 年现场演艺业务收入降幅会逐步减小并恢复增长，并假设 2026-2028 年现场演艺收入同比增速分别为 -3.0%/3.0%/5.5%，毛利率分别为 54.5%/56.5%/57.5%。

假设 2：考虑到公司 2025 年已签订青岛“丝路千古情”和台州“东海千古情”项目，且青岛项目在 2026 年 6 月开园后售票情况良好，我们假设 2026-2028 年旅游服务收入同比增速分别为 5.0%/10.0%/8.0%，毛利率分别为 98.0%/98.0%/98.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
现场演艺	收入（百万元）	1805.7	1751.6	1804.1	1894.3
	增速	-4.3%	-3.0%	3.0%	5.0%
	毛利率	56.7%	54.5%	56.5%	57.5%
旅游服务	收入（百万元）	356.7	374.5	412.0	444.9
	增速	-18.0%	5.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	97.9%	98.0%	98.0%	98.0%
其他	收入（百万元）	95.2	95.2	95.2	95.2
	增速	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	93.6%	93.0%	93.0%	93.0%
合计	收入（百万元）	2257.60	2221.3	2311.3	2434.4
	增速	-6.61%	-1.6%	4.1%	5.3%
	毛利率	64.8%	63.5%	65.4%	66.3%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们根据公司的主要业务选取了分别代表免税文旅消费、景区目的地与酒店休闲连锁的中国中免、黄山旅游、锦江酒店以及首旅酒店作为可比公司。从 PE 的角度看，2026-2028 年，可比公司平均估值为 20/17/15 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 22.2/23.1/24.3 亿元，yoy 为 -1.6%/4.1%/5.3%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 7.8/8.6/9.4 亿元，对应 PE 为 21/19/17 倍。公司作为景区演艺全国复制龙头，具备一定规模壁垒和中长期平台化溢价，同时现金流充裕、具备高分红属性，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
601888.SH	中国中免	58.08	1.73	2.47	2.91	3.36	34	24	20	17
600054.SH	黄山旅游	11.14	0.4	0.49	0.55	0.62	28	23	20	18
600754.SH	锦江酒店	19.40	0.87	1.09	1.28	1.47	22	18	15	13
600258.SH	首旅酒店	12.43	0.73	0.84	0.94	1.04	17	15	13	12
平均值							25	20	17	15
300144.SZ	宋城演艺	6.23	0.31	0.30	0.33	0.36	20	21	19	17

数据来源：Wind，西南证券整理（股价选取 2026 年 7 月 30 日收盘价）；注：可比公司 26E-28E EPS 来自 wind 一致预期

5 风险提示

1) 文旅消费恢复不及预期风险。若居民出行及可选消费需求弱于预期，公司客流与客单价修复可能低于预测。

2) 区域市场竞争加剧风险。若重点区域新增文旅供给增加，可能对部分项目客流与票价形成压力。

3) 新项目落地及培育不及预期风险。轻资产项目推进、培育项目爬坡节奏若低于预期，可能影响中期增长兑现。

4) 轻资产收入确认节奏波动风险。旅游服务业务受设计策划费、托管运营等确认时点影响，业绩波动可能高于自营项目。

5) AI 与数智化转型效果不及预期风险。若 AI 中台、艺术中央厨房与杭州基地赋能效果弱于预期，费用优化和复制效率提升或不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2257.60	2221.26	2311.26	2434.43	净利润	851.25	815.71	899.83	977.51
营业成本	795.68	811.12	799.69	820.65	折旧与摊销	357.32	357.94	357.94	357.94
营业税金及附加	45.47	40.49	42.97	45.59	财务费用	-1.59	-3.33	-7.63	-10.22
销售费用	212.99	177.70	173.34	170.41	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用 (含研发)	196.67	188.81	194.15	202.06	经营营运资本变动	230.43	-316.39	-27.96	-0.68
财务费用	-1.59	-3.33	-7.63	-10.22	其他	108.52	-63.60	-19.31	-34.82
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1545.93	790.32	1202.87	1289.72
投资收益	42.27	35.00	35.00	35.00	资本支出	141.79	70.00	70.00	70.00
公允价值变动损益	-1.03	1.00	1.00	1.00	其他	-956.91	415.29	-65.46	24.33
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-815.12	485.29	4.54	94.33
营业利润	1078.53	1042.48	1144.74	1241.95	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-14.16	-22.56	-19.63	-19.72	长期借款	-67.50	-30.00	-20.00	-10.00
利润总额	1064.37	1019.92	1125.11	1222.23	股权融资	22.84	0.00	0.00	0.00
所得税	213.11	204.22	225.28	244.72	支付股利	-652.67	-163.53	-156.71	-172.87
净利润	851.25	815.71	899.83	977.51	其他	90.63	38.17	5.63	10.22
少数股东损益	33.58	32.18	35.50	38.56	筹资活动现金流净额	-606.70	-155.37	-171.08	-172.64
归属母公司股东净利润	817.67	783.53	864.34	938.94	现金流量净额	124.10	1120.24	1036.33	1211.41
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2942.25	4062.49	5098.82	6310.23	成长能力				
应收和预付款项	32.08	46.00	42.35	44.64	销售收入增长率	-6.61%	-1.61%	4.05%	5.33%
存货	6.68	6.80	4.71	5.88	营业利润增长率	-18.59%	-3.34%	9.81%	8.49%
其他流动资产	1653.51	1278.55	1381.43	1395.05	净利润增长率	-20.82%	-4.18%	10.31%	8.63%
长期股权投资	788.03	788.03	788.03	788.03	EBITDA 增长率	-14.22%	-2.59%	7.01%	6.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2650.34	2373.56	2096.78	1820.00	毛利率	64.76%	63.48%	65.40%	66.29%
无形资产和开发支出	906.01	810.22	714.43	618.64	三费率	16.35%	16.35%	15.57%	14.88%
其他非流动资产	1260.16	1199.89	1144.52	1089.15	净利率	37.71%	36.72%	38.93%	40.15%
资产总计	10239.05	10565.54	11271.07	12071.62	ROE	9.73%	8.57%	8.76%	8.83%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.31%	7.72%	7.98%	8.10%
应付和预收款项	258.36	342.81	328.19	332.31	ROIC	26.76%	27.67%	32.35%	40.13%
长期借款	0.00	-30.00	-50.00	-60.00	EBITDA/销售收入	63.53%	62.90%	64.69%	65.30%
其他负债	1229.83	729.33	726.36	728.15	营运能力				
负债合计	1488.19	1042.14	1004.54	1000.46	总资产周转率	0.23	0.21	0.21	0.21
股本	2624.68	2608.87	2608.87	2608.87	固定资产周转率	0.88	0.95	1.13	1.37
资本公积	1383.14	1398.94	1398.94	1398.94	应收账款周转率	489.96	506.48	499.08	512.19
留存收益	4557.06	5177.05	5884.68	6650.76	存货周转率	112.25	120.34	118.35	120.74
归属母公司股东权益	8437.36	9177.71	9885.34	10651.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	120.94%	—	—	—
少数股东权益	313.50	345.68	381.18	419.75	资本结构				
股东权益合计	8750.87	9523.40	10266.52	11071.16	资产负债率	14.53%	9.86%	8.91%	8.29%
负债和股东权益合计	10239.05	10565.54	11271.07	12071.62	带息债务/总负债	0.00%	-2.88%	-4.98%	-6.00%
					流动比率	5.52	12.72	16.06	18.81
					速动比率	5.51	12.70	16.05	18.79
					股利支付率	79.82%	20.87%	18.13%	18.41%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.30	0.33	0.36
					每股净资产	3.23	3.52	3.79	4.08
					每股经营现金	0.59	0.30	0.46	0.49
					每股股利	0.25	0.06	0.06	0.07
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	1434.26	1397.09	1495.05	1589.66					
PE	19.88	20.74	18.80	17.31					
PB	1.93	1.77	1.64	1.53					
PS	7.20	7.32	7.03	6.68					
EV/EBITDA	7.80	7.32	6.07	4.93					
股息率	4.02%	1.01%	0.96%	1.06%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn