宋城演艺（300144.SZ）

公司首次评级

2026年11月2日

基本信息	
所属行业	消费品
当前股价	5.25
总市值	136.98亿
PE-TTM	22.71
PB-MRQ	1.84

估值结果		
DDM估值	价值	152.21亿
	上行空间	11%
	状态	合理估值
动态估值	价值	142.13亿
	上行空间	3.8%
	状态	合理估值

四维评级	
成长空间	★☆☆☆☆
盈利趋势	★★☆☆☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★½☆

核心评级结论

宋城演艺为中国旅游演艺行业的代表性企业，独创“主题公园+文化演艺”的经营模式，核心产品“千古情”系列为国内旅游演艺标杆作品，具备深厚的文化IP积淀与成熟的项目运营能力，在国内旅游演艺市场份额长期领先，品牌影响力辐射全国。

公司护城河星级相对较高，得益于公司长期的品牌与运营能力的积淀、遍及全国的项目布局，以及较强的选址能力；公司的盈利趋势与产业格局星级一般，主要系公司所在的旅游演艺行业整体处在成熟期，增速相对平稳，且行业进入门槛不高，竞争较为激烈，但公司作为行业龙头，综合实力较强，市占率有望维持领先地位；公司成长空间星级不高，主要受到宏观消费环境偏弱的拖累，后续有望跟随宏观经济回暖而改善。

假设未来10年，中国旅游演艺行业以年均中低个位数的增速扩容，期间宋城演艺通过存量项目优化、轻量化项目开拓等方式，保持1%左右年均收入增速，市占率基本稳定，测算得公司估值处于合理区间。

我们区别于市场的观点

市场认为：公司“千古情”系列演出受消费潮流变化和竞争加剧等因素影响，后续业绩有持续下滑风险。

我们认为：公司具备存量项目持续优化的能力，包括迭代“千古情”演出剧目，丰富旗下主题公园内演出的形式等，有助于顺应消费者需求的变迁，后续业绩有望维持稳健态势。在此基础上，公司轻量化业务拓展势头尚可，有望对业绩起到巩固作用。

风险提示

公司旅游演艺业务的成长依赖游客访问量和消费意愿的提升，若宏观消费能力持续弱势，公司业绩成长能力则会受到压制；另一方面，若公司主题公园及演出过程中出现安全事故，也可能对公司短期业绩造成一定的扰动。

内容目录

1.基本信息 4
2.业务介绍 4
3.商业模式 4
3.1 资产强度 4
3.2 营销强度 5
3.3 客户集中度 5
4.历史经营绩效 5
4.1 历史盈利能力 5
4.2 历史成长能力 5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级 6
4.4 股东回报评级 6
5.四维评级 6
5.1 成长空间 6
5.2 盈利趋势 7
5.3 产业格局 7
5.4 护城河 7
6.公司估值 8
6.1 核心假设及逻辑 8
6.2 动态估值 9
6.3 DDM估值 9
6.4 估值确定性 9

图表目录

图1：预测2026年收入占比 4
图2：预测2026年毛利占比 4
图3：近年公司盈利能力趋势图 5
图4：近年公司历史成长能力趋势图 5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 6
图6：近年股东回报能力趋势图 6

表1：护城河详解表 7
表2：公司整体业绩预测 8
表3：公司分业务业绩预测 9
表4：公司整体及分业务动态估值 9
表5：公司整体及分业务DDM估值 9

1. 基本信息

公司成立于1994年，总部位于杭州，2010年上市，主要从事现场演艺和旅游服务业务。公司独创“主题公园+文化演艺”经营模式，依托“宋城”和“千古情”两大品牌，以主题公园等特定场景为载体，提供以现场演艺为核心、集互动体验等内容于一体的综合性文旅产品。公司早期以重资产自营模式快速扩张，2017年至今采用“轻资产+重资产”结合的方式，加速进行全国化布局。

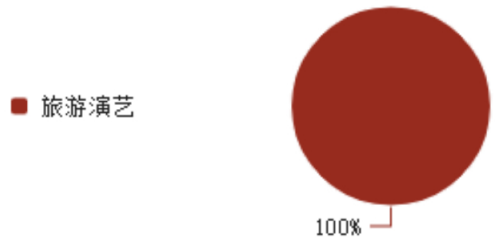
2. 业务介绍

对于宋城演艺公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

旅游演艺：

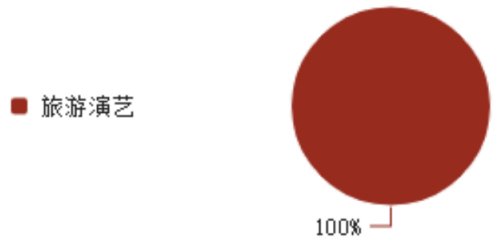
公司旅游演艺业务以“千古情”系列演出项目及相关主题公园为核心，一方面公司通过重资产投入自建主题公园和剧场开展业务；另一方面，公司近年凭借良好的品牌口碑和成熟的运营经验，开拓轻资产业务模式，通过向合作方提供品牌授权、规划设计、导演编创、托管运营等服务，收取一次性设计策划费及后续门票收入分成。此外，公司网上票务分销平台“宋城独木桥”亦能带来一定的电子商务手续费收入。该业务的竞争市场主要在中国国内，海外布局仍在初期阶段。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

旅游演艺行业具备现金流稳定、可复制性强、边际成本低等特点，企业主要依靠品牌价值、运营效率、渠道资源及内容创新创造收益。公司下游直接面对团客旅行社、OTA平台、终端消费者等群体，客户结构较为多元。

3.1 资产强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | **高**

公司业务的资产强度高，单个项目投资规模可达数亿元至十数亿元，依赖实体场景与固定资产创造效益，2025年公司固定资产及在建工程占总资产比例为25.9%。后续公司轻资产项目规模有望提升，资产强度预计降低。

3.2 营销强度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

公司业务营销强度较低，2025年销售费用率为9.4%，但多数情况维持在5%左右。公司销售费用主要包括旗下景区的广告营销费用，相关人员的薪酬等，是公司日常开展业务过程中的关键支出。

3.3 客户集中度

低 | 较低 | 中等 | 较高 | 高

公司业务客户集中度较低，2025年前五大客户收入占比为33.1%，推测主要为互联网票务分销平台、轻资产业务合作方，以及旅行社等销售渠道。

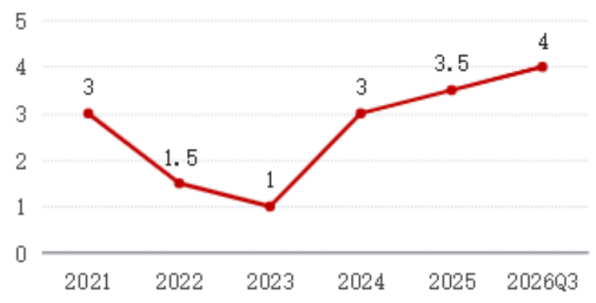
4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效尚可，现金流情况较好，展现出了较优的业务控制力和财务健康状况。公司历史盈利能力和股东回报能力受近年公共卫生事件冲击，以及长期股权投资减值拖累，但已展现出明显恢复态势。公司历史成长能力相对一般，受到成熟项目增长放缓、轻资产项目收入确认节奏的影响。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



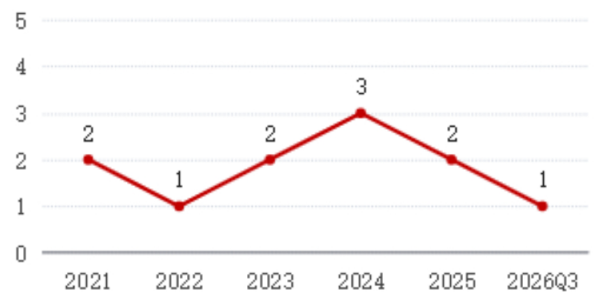
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力相对较好，近年历史盈利能力星级先降后升，主要系近年大型公共卫生事件导致景区多次闭园、演出场次减少，拖累毛利率表现，花房集团计提减值亦对利润端造成冲击。2023年后随着公共卫生事件影响减弱，减值计提减少，公司盈利能力逐渐修复，毛利率从2021年的51.1%升至2026年前三季度的60.5%。

4.2 历史成长能力

★☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



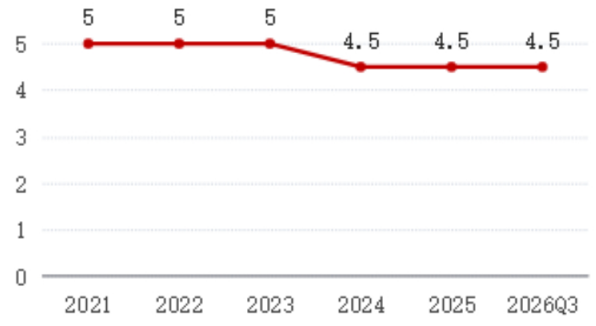
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力一般，近年历史成长能力星级中枢在2星左右，主要受大型公共卫生事件冲击及成熟项目增长乏力影响。2023年以来，随着旅游市场复苏及新项目落地，成长节奏逐步加快，但仍受到轻资产项目收入确认节奏等因素影响，业绩修复过程存在波动。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★½

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



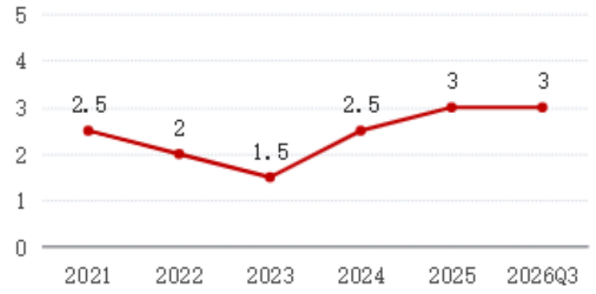
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康程度较好，整体星级较高，主要系公司轻资产项目采用预收款模式，对上下游占款能力较强，同时成熟重资产项目现金流稳健。近年公司业务控制力及财务健康星级略微下降，推测系长期股权投资减值金额下降对财务数字的影响，公司2025年经营性现金流占净利润的比例为181.7%。

4.4 股东回报评级

★★★☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力尚可，近年股东回报能力星级先降后升，推测系近年公共卫生事件造成公司相对全A超额收益下降，并拖累公司分红能力。随着国内旅游市场逐步恢复，公司业务环境有所改善，2025年公司分红比例升至79.8%，股东回报意愿提升。

5. 四维评级

当前角度看，公司成长能力暂时不高，受到宏观经济增速放缓、业务步入成熟期等因素影响；公司盈利趋势稳健，毛利率与市占率较高；产业格局整体一般，主要系行业进入壁垒不高，格局相对分散，竞争激烈等拖累；公司护城河较为稳固，品牌、渠道与资源优势持续性较强。

5.1 成长空间

★☆☆☆☆

公司成长能力不高，暂时受到宏观经济增速放缓、公司业务进入成熟期等因素影响，但在居民较高出游热情，以及公司轻资产业务持续推进下，公司后续业绩有望保持增长。

旅游演艺(0.5星)：

公司旅游演艺行业成长能力暂时偏弱，主要受到宏观消费环境疲软、公司演艺项目发展进入成熟期等因素影响。考虑到居民出游热情较高，公司演出项目管理能力较强，叠加轻资产业务持续推进，预计公司业绩整体保持增长，谨慎假设未来10年收入年均增速在1%左右。

5.2 盈利趋势 ★★☆☆☆

公司盈利趋势尚可，主要系公司旅游演艺业务毛利率较高，市占率领先，后续在长期股权投资减值的拖累减少下，公司盈利有望企稳。

旅游演艺(2星)：

公司旅游演艺业务盈利趋势整体稳健，主要系旅游演艺行业竞争需要掌握产品差异化和性价比之间的平衡，公司“千古情”系列演出品质较优，成本控制较好，毛利率近年在50%-70%左右水平，且市占率行业领先。另一方面，公司近年业绩受花房集团长期股权投资减值拖累，随着花房集团投资减值对公司影响减小，公司利润端有望企稳。

5.3 产业格局 ★★★☆☆

公司所在产业格局整体一般，主要系行业进入壁垒不高，格局相对分散，竞争激烈，同时伴随有被替代品分流的风险。公司作为行业龙头，综合实力较强，市占率有望维持领先。

旅游演艺(3星)：

公司旅游演艺业务产业格局相对一般，主要系旅游演艺行业进入门槛不高，市场格局相对分散，竞争较为激烈，且与临近行业（演唱会等）界限模糊，消费者粘性不高，有一定的分流风险。另一方面，公司凭借较高的品牌知名度、优秀的演出水准，以及对项目选址的精细布局，整体具备一定的竞争壁垒。

5.4 护城河 ★★★½☆

公司护城河星级相对较高，主要包含品牌、线下渠道及资源优势护城河，受益于公司长期积累的品牌口碑、遍布全国的项目布局，以及卡位高客流区域的选址能力。后续预计整体护城河正常小幅衰减，持续为公司贡献超额收益。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
旅游演艺	(4星)公司旅游演艺业务护城河宽度星级较高，测算得2025年市占率行业第一，经壹评级调整后ROIC为20.4%，业务控制力较强，主要系公司“千古情”系列演出品牌知名度及口碑较高，在主要本地生活平台评分领先；公司演出项目及主题公园亦遍布全国十余个核心旅游城市，覆盖区域较广；同时，公司项目选址多位于当地核心旅游目的地附近，卡位客流量较大的区域，助于吸引客流，公司新开轻资产项目亦有望在地方政府支持下，落地于客流较大的区域。	(3星)该业务护城河持续性尚可，主要具备品牌、线下渠道和资源优势护城河。公司“千古情”及“宋城”两大品牌历经多年打磨和沉淀，已形成一定的品牌效应，竞争对手较难撼动，预计后续该护城河较为稳固。公司演出项目及主题公园分布范围较广，包含重资产项目和数个轻资产合作项目，后续该渠道护城河预计正常小幅衰减。公司资源优势护城河源于公司项目选址能力较强，与政府及相关部门合作顺畅，该护城河后续预计正常小幅衰减。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于中国旅游演艺行业整体进入低增长阶段，且公司市占率维持稳定的假设下，公司当前估值处于合理水平，市场对于公司经营状况已有相对充分的了解。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务主要为旅游演艺，我们对其进行盈利预测并估值，该业务的预测核心假设及逻辑如下：

旅游演艺：

收入假设：

1）重资产项目：假设后续居民出游热情基本持续，宏观消费情况逐渐回暖，公司重资产项目持续迭代更新，未来10年公司不同重资产项目收入有望在激烈竞争中，维持稳定态势。

2）轻资产项目：假设公司轻资产项目的初始2.6亿元服务费分3年收取（其中90%于开业前收取），现有项目管理费为每年项目收入的20%，新开项目的管理费降至每年收入的8%，且现有项目的管理费自2030年起统一降至8%。若以单个轻资产项目每年产生收入1.2亿元测算，未来10年公司轻资产项目收入年均增速约在3%左右。

盈利能力假设：

1）毛利率：假设未来10年行业竞争保持较高烈度，公司毛利率可能小幅下滑，从2025年65%左右小幅下降至60%左右，整体维持高水平。

2）费用率：假设未来10年，随着公司经营持续打磨，各项费用投入力度可能加大，谨慎假设公司销售费用率维持2025年的9%左右水平，管理费用率维持在7%左右。

表2：公司整体业绩预测

宋城演艺	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.3	24.2	22.6	17.4	17.0	18.1	18.0	20.4
归母净利润(亿)	-1.1	10.5	8.2	5.7	5.3	5.7	5.4	6.3
归母净利润增速(%)	-129.8	1056.3	-22.0	-30.7	-7.2	8.1	-5.3	16.7
经营性净利润(亿)	-0.9	10.1	8.0	5.5	5.1	5.6	5.3	6.2
经营性净利润增速(%)	60.1	1260.0	-20.5	-31.3	-7.2	8.5	-5.3	17.3
经营性归母净利润(亿)	-0.9	9.8	7.7	5.3	4.9	5.3	5.0	5.9
经营性归母净利润增速(%)	36.7	1217.9	-21.7	-31.3	-7.2	8.5	-5.3	17.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

旅游演艺	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.3	24.2	22.6	17.4	17.0	18.1	18.0	20.4
收入增速(%)	320.8	25.5	-6.6	-22.8	-2.6	6.8	-0.5	12.8
经营性净利润(亿)	-0.9	10.1	8.0	5.5	5.1	5.6	5.3	6.2
经营性净利率(%)	-4.5	41.7	35.5	31.6	30.1	30.6	29.1	30.3
经营性净利润增速(%)	60.1	1260.0	-20.5	-31.3	-7.2	8.5	-5.3	17.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
旅游演艺	3.7%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	6.2
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
旅游演艺(亿)	32.3	58.4	90.7	43.5	-	7.9	142.1
公司整体测算(亿)	32.3	58.4	90.7	43.5	-	7.9	142.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
旅游演艺(亿)	63.5	37.3	100.8	43.5	-	7.9	152.2
公司整体测算(亿)	63.5	37.3	100.8	43.5	-	7.9	152.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★½☆

公司估值确定性相对较好，主要系公司数据披露较为详尽，核心竞争力较为稳固，但同时需警惕消费者偏好的变迁及替代性演艺项目对公司业务的影响。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X＜-50%	-50%≤X＜-30%	-33%≤X＜-20%	-20%≤X＜25%	25%≤X＜50%	50%≤X＜100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1.历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2.历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3.历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4.股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5.资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6.研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7.研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。