

岭南控股 (000524)

出境游龙头全国布局, 国资赋能多元化成长 增持 (首次)

2024年09月25日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001
shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书: S0600123070017
wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1035	3404	5115	6431	7564
同比 (%)	(32.22)	229.02	50.28	25.71	17.62
归母净利润 (百万元)	(178.02)	68.84	167.36	216.87	268.92
同比 (%)	(39.30)	138.67	143.12	29.58	24.00
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.27)	0.10	0.25	0.32	0.40
P/E (现价&最新摊薄)	-	84.22	34.64	26.73	21.56

投资要点

- 旅行社&酒店双主业发展的出境游龙头:** 公司前身为东方宾馆, 后经过资产重组、并购等拓展商旅出行和住宿业务, 拥有广之旅、东方宾馆、花园酒店、岭南酒店等多个知名品牌。作为广州国资唯一的文旅上市平台, 公司立足华南进行全国化布局, 打造集旅行社、酒店、景区、会展和汽车服务等业务为一体的综合旅游集团。2019年旅行社运营/酒店经营/酒店管理收入分别为 69.04/9.70/0.74 亿元, 占比为 87%/12%/1%; 2024年H1公司收入为 19.3 亿元, 恢复 2019年同期的 52%。
- 出入境游市场复苏, 龙头竞争格局改善:** 1) 疫后出境游市场复苏, 旅游需求渐显多元化。2023年出境游达 0.87 亿人次, 恢复至 2019年的 56%; 国际客流结构调整, 2024H1 港澳台居民出入境人次占比为 42%, 较 2019 年全年+8pct。2) 出境游旅行社供给出清, 龙头公司市占率提升。2023年/2024H1 全国旅行社组织出境人次为 2019年同期的 8%/19%, 出境游持续修复。2023 年末旅行社从业人数同比+29%, 旅行社供给显著修复, 但从业人数较 2019 年同期仍-25%; 行业龙头资源优势明显, 率先组建供应链, 市占率有望提升。3) 受益于政策支持, 入境游空间较大。2023 年入境游人数为 0.82 亿人次, 为 2019 年同期的 56%, 计算得客单价为 4553 元, 为 2019 年的 73%, 免签政策和便利化措施将推动入境游发展。
- 全国布局&多元成长, 出境游带动业绩修复:** 1) 产品: 扎根华南布局全国, 推动“旅游+”业务多元化。广之旅出境游产品覆盖欧洲、东南亚等目的地, 酒店品牌矩阵覆盖中高端, 未来广之旅线下门店和酒店管理业务持续推进全国化布局; 同时发展景区和会展“旅游+”多元业务。2) 成长: 旅行社+酒店双主业驱动, 国资平台资源整合。广州国资平台资源丰富, 酒店业务受托管理都市酒店 70% 股权, 景区业务收购白云山旅发 100% 股权。中国旅游研究院预计 2024 年出境旅游人数为 1.30 亿人次, 为 2019 年同期的 84%, 公司有望释放业绩弹性。
- 盈利预测与投资评级:** 岭南控股作为国内出境游旅行社龙头, 旅行社&酒店业务深耕华南市场并进行全国化扩张, 广州国资平台赋能成长。疫情期间旅行社行业供给出清, 龙头公司有望率先受益于出境游恢复, 盈利能力持续修复。我们预测岭南控股 2024-2026 年归母净利润分别为 1.7/2.2/2.7 亿元, 对应 PE 估值 35/27/22 倍, 与可比公司估值水平基本相同, 出境游业务快速恢复, 龙头公司市占率有望提升, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动、行业竞争加剧、汇率上涨、酒店管理规模增长不及预期等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.65
一年最低/最高价	5.89/11.11
市净率(倍)	2.73
流通 A 股市值(百万元)	5,795.29
总市值(百万元)	5,797.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.17
资产负债率(%LF)	40.27
总股本(百万股)	670.21
流通 A 股(百万股)	669.98

相关研究

《岭南控股(000524): 岭南控股: 重组后新增 3 家公司并表, 追溯调整后业绩同比增长 12.55%》

2017-08-30

《岭南控股(000524): 岭南控股: 重组后各业态协同融合, 有望实现跨越式发展》

2017-03-19

内容目录

1. 旅行社&酒店双主业发展的出境游龙头	5
1.1. 发展历程：打造全国化综合旅游集团	5
1.2. 业务模式：旅行社和酒店业务为核心	6
1.3. 股权结构：国资股权划转，管理层经验丰富	9
2. 出入境游市场复苏，龙头竞争格局改善	10
2.1. 疫后出境游市场复苏，旅游需求渐显多元化	10
2.2. 出境游旅行社供给出清，龙头公司市占率提升	13
2.3. 受益于政策支持，入境游空间较大	15
3. 全国布局&多元成长，出境游带动业绩修复	15
3.1. 产品：扎根华南布局全国，推动“旅游+”业务多元化	15
3.2. 成长：国资平台资源整合，出境游带动业绩修复	18
4. 财务分析	19
5. 盈利预测与投资建议	21
5.1. 盈利预测	21
5.2. 投资建议	23
6. 风险提示	23

图表目录

图 1:	旅游全产业链布局.....	5
图 2:	公司发展历程.....	6
图 3:	2017-2023 年及 2024H1 公司营收拆分 (单位: 亿元)	7
图 4:	2017-2023 年及 2024H1 广之旅营收及 yoy	7
图 5:	2017-2023 年及 2024H1 广之旅净利润及净利率	7
图 6:	2017-2023 及 2024H1 酒店经营业务营收 (亿元)	8
图 7:	2017-2023 及 2024H1 酒店经营业务净利润 (亿元)	8
图 8:	2017-2023 及 2024H1 酒店管理业务营收及 yoy	8
图 9:	2017-2023 及 2024H1 岭南酒店营收及净利润	8
图 10:	2023 年以来长途出行客流及较 2019 年恢复程度.....	9
图 11:	2017-2023 及 2024H1 公司营收及归母净利率	9
图 12:	未来无偿划转完成后的股权结构.....	9
图 13:	2015-2023 年我国出境旅游人数	11
图 14:	2023 年以来我国国际航线客运量 (万人次) 及恢复程度.....	11
图 15:	我国出入境人员结构 (单位: 亿人次)	12
图 16:	2022 年中国内地受访者出境游客目的地区域分布.....	12
图 17:	2023 年 7 月中国不同年龄段出境游用户人数占比.....	12
图 18:	2010-2019 我国与部分国家出境游渗透率对比	13
图 19:	旅行社组织出境游人次及较 2019 年同期恢复程度.....	13
图 20:	2019-2023 年全国旅行社总数	14
图 21:	2019-2023 年全国旅行社从业人数	14
图 22:	2023 年行业龙头旅行社门店市占率.....	14
图 23:	2015-2019 及 2023 年入境游人次及客单价	15
图 24:	2017-2023 年旅行社业务成本构成 (亿元)	16
图 25:	岭南酒店品牌矩阵.....	16
图 26:	鸣春谷景区图示.....	17
图 27:	广之旅国际会展业务.....	17
图 28:	“消失的月饼”图示.....	17
图 29:	《消失的名茶》图示.....	17
图 30:	都市花园喀什古城观光塔店.....	18
图 31:	白云山景区.....	18
图 32:	广州白云机场国际航班量和客流量恢复程度.....	19
图 33:	广之旅微信平台.....	19
图 34:	广之旅抖音账号.....	19
图 35:	2017-2023 年及 2024H1 公司营收 (亿元) 及同比增速	20
图 36:	2017-2023 年及 2024H1 公司分业务毛利率	20
图 37:	2017-2023 年及 2024H1 公司四大费用率	21
图 38:	2017-2023 年及 2024H1 归母净利润及同比增速	21
表 1:	岭南控股管理团队.....	10
表 2:	广之旅部分跟团游产品.....	16

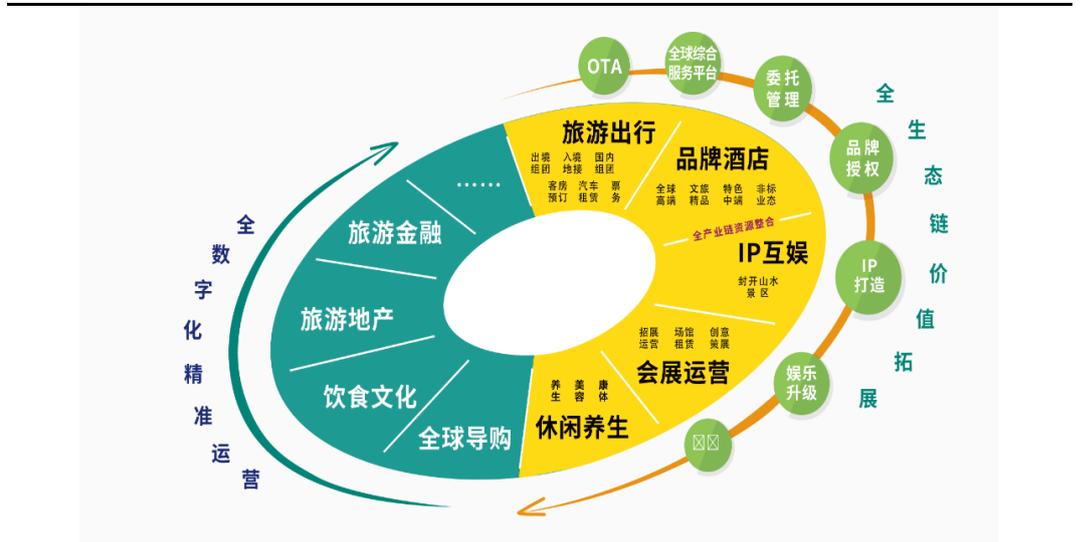
表 3: 收入预测拆分 (单位: 亿元)	22
表 4: 岭南控股毛利率及三费率预测.....	22
表 5: 岭南控股营业收入及归母净利润 (单位: 亿元)	23
表 6: 岭南控股可比公司估值 (截至 2024 年 9 月 24 日)	23

1. 旅行社&酒店双主业发展的出境游龙头

1.1. 发展历程：打造全国化综合旅游集团

深耕广东面向全国，旅游全产业链布局。公司前身为东方宾馆，于1993年在深交所挂牌上市，2014年起从酒店经营拓展到酒店管理业务，2017年完成重大资产重组，置入广之旅等资产，正式转型为综合旅游集团。目前，公司旗下业务构成主要包括商旅出行、住宿、会展、景区及汽车服务等业务，形成了覆盖旅行社、酒店、餐饮、会展、景区、旅游交通、旅游手信的完整旅游产业链。截至2023年底，公司旅行社平台“广之旅”全国布局子分公司及服务网点超过500家，目的地管理覆盖全球100多个国家与地区；根据中国饭店业协会数据，岭南国际酒店集团门店数1042家，客房数7.68万间，中国饭店集团中按房量排名第11。

图1：旅游全产业链布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司自1993年成立以来，分为三个发展阶段：

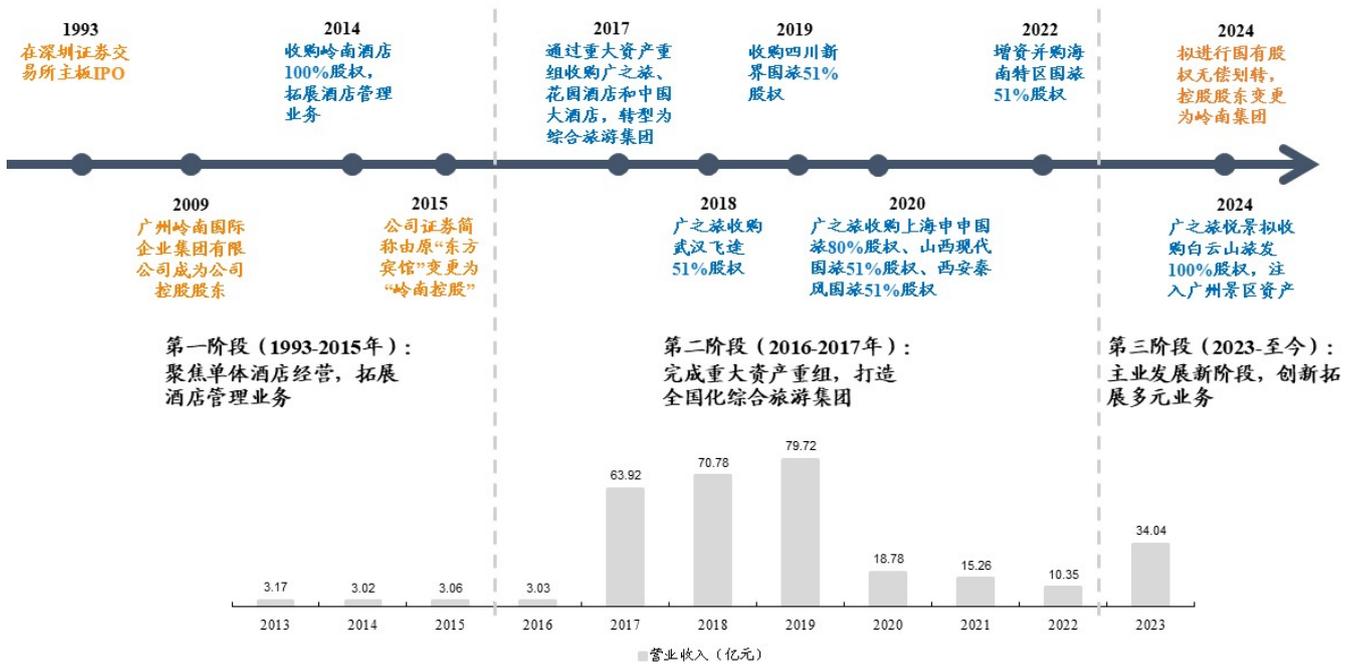
第一阶段（1993-2015年）：聚焦单体酒店经营，拓展酒店管理业务。公司前身为东方宾馆，于1993年11月在深交所主板上市，主营业务为酒店运营及办公楼出租。2006年收购东方汽车100%股权。2009年6月，岭南国际成为公司控股股东。2014年公司收购广州岭南国际酒店管理有限公司（下文简称“岭南酒店”）100%股权，拓展酒店管理业务，2015年公司更名为“岭南控股”。以“岭南花园酒店”、“岭南东方酒店”、“岭南佳园度假酒店”及“岭南五号酒店”等品牌为依托，积极拓展新的酒店管理项目，初步形成了岭南酒店“品牌+资本+创新”的发展新模式。

第二阶段（2016-2022年）：完成重大资产重组项目，打造全国化综合旅游集团。2016年公司开始实施重大资产重组，2017年2月完成重组，并购广之旅90.45%股权、花园酒店100%股权、中国大酒店100%股权，由酒店经营管理集团转型为旅游+酒店为核心

的综合旅游集团。2018年起，公司收购多家广东省外区域旅行社公司，持续推进全国化布局。疫情期间公司积极拓展线上渠道，广之旅自主开发运营“行走网”与“易起行”平台，构建线上线下全渠道销售体系。

第三阶段（2023-至今）：主业发展新阶段，创新拓展多元业务。公司整合交通和旅游资源，拓展“旅游+”新业态，2023年起旅行社业务受益于出入境游和国内游的快速恢复；岭南酒店以“品牌+资本+创新”的发展新模式进行扩张。2024年子公司广之旅悦景收购白云山旅发100%股权，整合广州国资旗下景区资源。

图2：公司发展历程

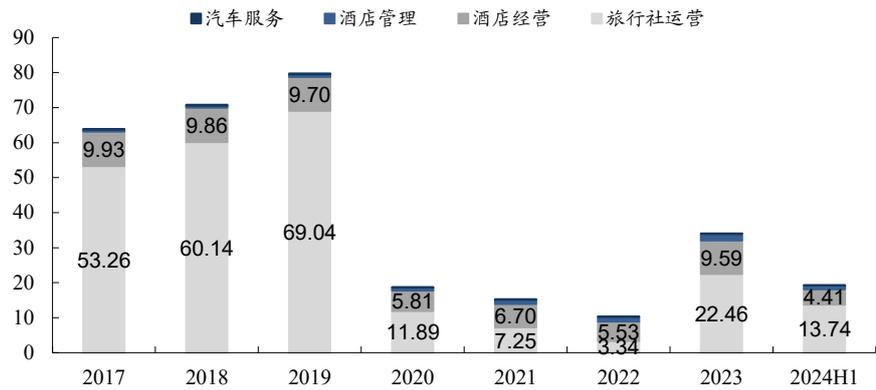


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：旅行社和酒店业务为核心

旅行社业务和酒店运营管理业务为核心收入来源。分业务板块来看，2019年旅行社运营/酒店经营/酒店管理/汽车服务收入分别为69.04/9.70/0.74/0.24亿元，其中旅行社业务和酒店经营管理业务为主要收入来源，收入占比87%/13%。2023年随着居民出行恢复，旅行社业务逐渐恢复，酒店业务超越疫情前水平，2023年旅行社运营/酒店经营/酒店管理收入分别为22.46/9.59/1.81亿元，分别为2019年同期的33%/99%/245%，占比为66%/28%/5%。

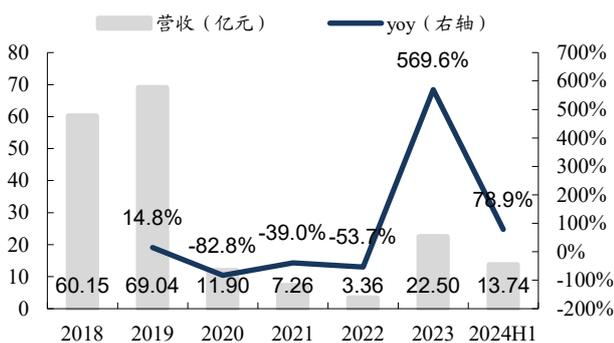
图3: 2017-2023 年及 2024H1 公司营收拆分 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

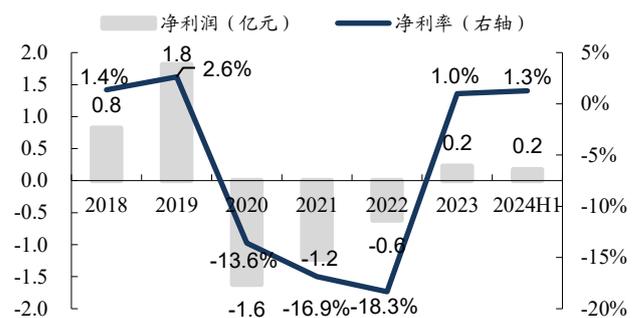
旅行社运营: 广之旅是全国领先的出境游平台。广之旅是公司商旅出行核心平台, 业务包括国内游、出境游、入境游、旅游电子商务、会展、景区运营管理, 以及酒店住宿、景区门票、航空票务等代理预定服务等。截至 2024 年上半年, 广之旅在全国开设门店共 188 家, 其中广东省内开设门店共 109 家。2023 年广之旅实现营收 22.50 亿元, 同比增长 570%, 恢复 2019 年同期的 20%; 其中, 出境游/国内游营收为 7.59/13.42 亿元; 分地区看, 华南总部之外的分子公司实现营收合计 8.59 亿元, 占广之旅总营收的 38%。2023 年广之旅实现净利润 0.22 亿元, 归母净利润同比扭亏为 0.11 亿元。2024 年上半年出境游快速恢复, 广之旅营收为 13.74 亿元, 恢复 2019 年同期的 43%, 其中出境游/国内游/入境游营收分别为 6.98/5.07/0.19 亿元, 净利润率为 1.3%。

图4: 2017-2023 年及 2024H1 广之旅营收及 yoy



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 2017-2023 年及 2024H1 广之旅净利润及净利率

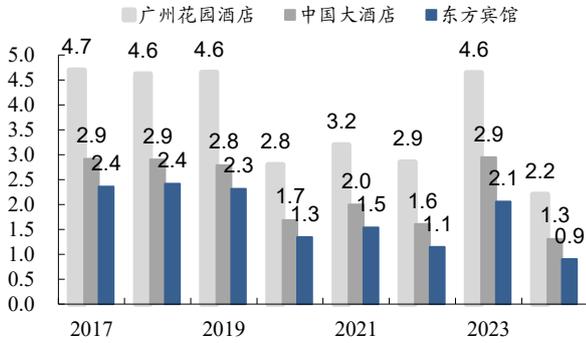


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

酒店经营: 自有产权门店基本恢复疫情前。2023 年公司住宿业整体营收规模较 2019 年同期+9.21%, 其中经营和管理业务营收占比分别为 84%/16%。酒店经营业务主要运营广州花园酒店、广州东方宾馆和中国大酒店三家老牌五星级自有产权酒店, 收入包括餐饮服务收入、酒店客房服务收入、物业出租收入和商品销售收入。2023 年酒店经营业务实现收入 9.6 亿元, 同比+73%, 为 2019 年同期 99%, 其中东方宾馆/花园酒店/中国大酒

店营收分别为 2.1/4.6/2.9 亿元，为 2019 年同期的 89%/100%/106%，净利润分别为 -0.1/0.2/0.4 亿元，营收基本恢复疫情前。2024H1 酒店经营业务实现收入 4.4 亿元，同比 +7%，为 2019 年同期 102%。

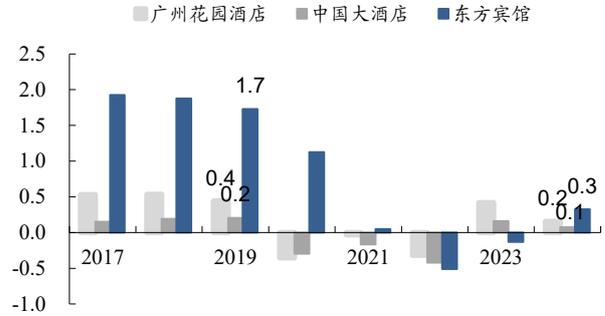
图6: 2017-2023 及 2024H1 酒店经营业务营收(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 花园酒店、中国大酒店为子公司口径, 东方宾馆为母公司口径

图7: 2017-2023 及 2024H1 酒店经营业务净利润(亿元)

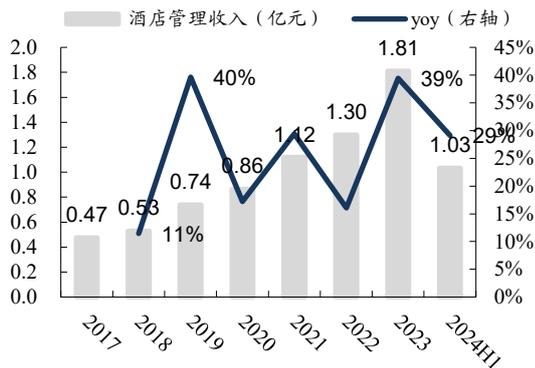


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 花园酒店、中国大酒店为子公司口径, 东方宾馆为母公司口径

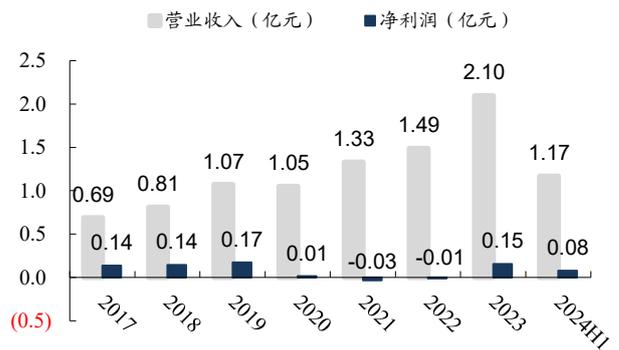
酒店管理: 核心平台为岭南酒店, 内生+外延规模持续扩张。酒店管理业务主要以轻资产品牌管理输出模式, 提供输出品牌标准、中央预订、客源推送等运营管理服务, 收取管理费收入和技术支持服务收入。公司依托“委托管理+特许加盟”双发展模式, 酒店管理规模持续扩大。2023 年岭南酒店实现营收 2.10 亿元, 同比增长 41%, 较 2019 年增长 96%, 净利润为 0.15 亿元; 2024H1 岭南酒店营收 1.17 亿元, 同比+25%, 净利润为 0.08 亿元。

图8: 2017-2023 及 2024H1 酒店管理业务营收及 yoy



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 2017-2023 及 2024H1 岭南酒店营收及净利润

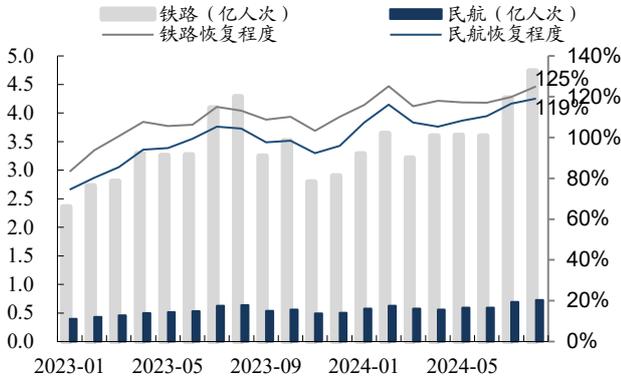


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

疫情期间业绩承压, 疫情后客流量带动营收恢复。2017-2019 年公司营收分别为 63.92/70.78/79.72 亿元, 业务稳步增长。2020-2022 年公司的旅行社及住宿业务等受限, 营收大幅度下降, 归母净利率同步下降至 -12.78%/-8.39%/-17.20%。2023 年起居民出行需求持续恢复, 2024 年 7 月铁路/民航客运量恢复 2019 年同期的 120%/117%, 同时出境

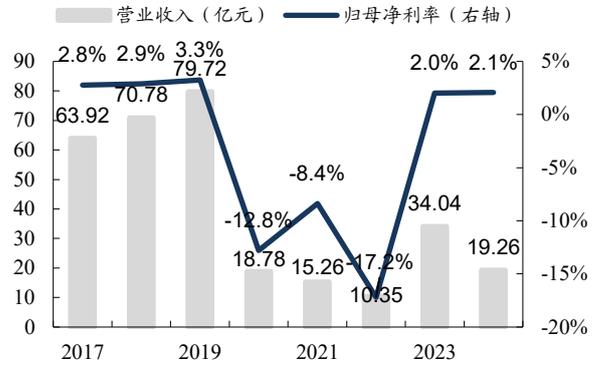
游快速修复，带动公司业绩持续向好。2023 年公司营收达 34.04 亿元，恢复至 2019 年同期水平的 43%，2024H1 营收为 19.26 亿元，恢复至 2019 年同期的 52%。

图10: 2023 年以来长途出行客流及较 2019 年恢复程度



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图11: 2017-2023 及 2024H1 公司营收及归母净利润率

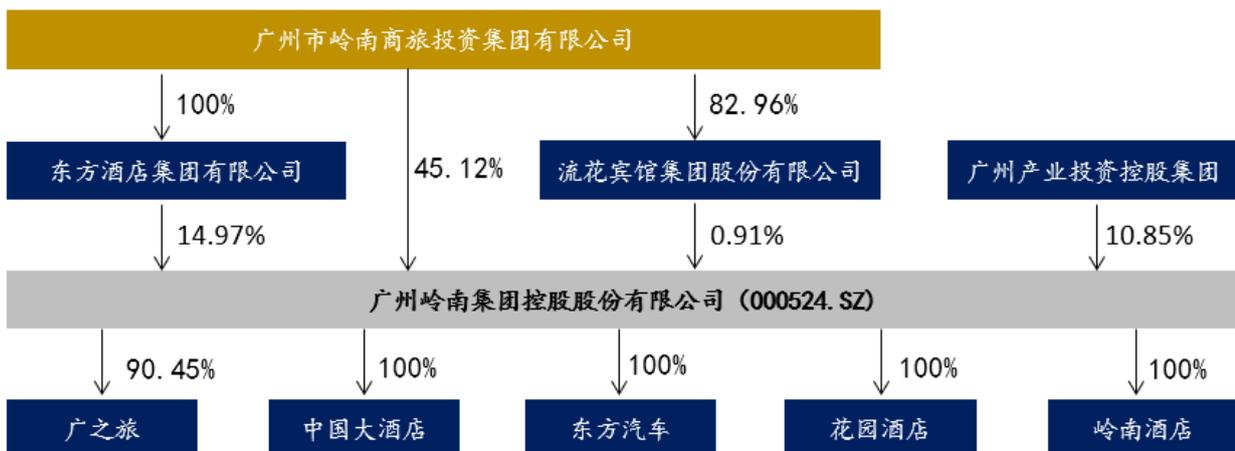


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 股权结构: 国资股权划转, 管理层经验丰富

国资股权无偿划转后, 岭南集团成为公司控股股东, 实控人为广州国资委。截至 2024 年 8 月, 公司控股股东为岭南国际, 直接持股比例为 45.12%, 实控人为广州国资委。2022 年 12 月, 岭南国际控股股东岭南集团拟将岭南国际直接持有上市公司的 45.12% 股权无偿划转至岭南集团, 同时拟将岭南国际持有的东方酒店集团 100% 股权和流花宾馆集团 82.95% 股权无偿划转至岭南集团。未来该划转完成后, 岭南集团将成为岭南控股的控股股东, 直接及间接持有公司 61% 的股权, 实控人仍为广州国资委。

图12: 未来无偿划转完成后的股权结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

管理层经验丰富。公司管理层人员具有丰富的酒店业、旅行社业、会展业运营与管理的运营管理经历，能够有效提升公司的运营效率，推动业务发展战略的制定和落实。

表1: 岭南控股管理团队

姓名	职务	简介
李峰	董事长	高级管理人员工商管理硕士。曾任东方宾馆董事、总经理、党委书记，岭南酒店副董事长、总经理，花园酒店董事长、岭南国际副总经理等。现任岭南集团党委委员、副总经理，本公司党委书记，岭南酒店党委书记、董事长。
罗枫	副董事长	经济学学士，高级经济师。曾任岭南国际副总经济师、副总法律顾问。现任岭南集团副总经济师、经营管理中心总经理，本公司副董事长，东方酒店集团董事长、岭南旅游发展董事、岭南置业总经理、岭南集团（香港）董事长。
陈白羽	董事、总经理	工商管理硕士。曾任广之旅工会主席、纪委书记、总裁，岭南酒店总裁，东方宾馆分公司总经理、业主代表、党委书记。现任本公司党委副书记、董事、总经理，广之旅党委书记、董事，岭南会展董事长。
冯峰	董事	本科学历，中国注册会计师。曾任岭南国际资本运营部副总经理、法律事务部副总经理。现任岭南集团战略与投资发展中心副总经理、流花宾馆董事。
唐昕	副总裁	金融学硕士。曾任岭南国际资本运营部副总经理、运营管理一部副总经理，岭南酒店副总裁，本公司总法律顾问。现任本公司党委委员、副总经理，广之旅董事，岭南酒店董事，中国大酒店董事。
石婷	董事会秘书	法学硕士学位。曾任港联不动产董事会秘书、碧桂园智慧物业高级法务经理，广东固信律师事务所律师、广东博谦律师事务所律师。现任本公司党委委员、总法律顾问。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 出入境游市场复苏，龙头竞争格局改善

2.1. 疫后出境游市场复苏，旅游需求渐显多元化

居民出境游意愿修复，出境游市场有序复苏。自 2023 年初疫情防控政策逐步宽松，我国出境游市场开始重启。根据中国旅游研究院数据，2023 年居民出境旅游意愿增强，出境旅游人数超过 0.87 亿人次，同比+190%，恢复至 2019 年的 56%，预计 2024 年出境旅游人数为 1.30 亿人次，为 2019 年同期的 84%。随着我国旅游市场动能和居民出境游意愿的修复，出境旅游人数有望回归疫情前的稳定增长状态，国际旅游市场预计将迎来有序复苏。

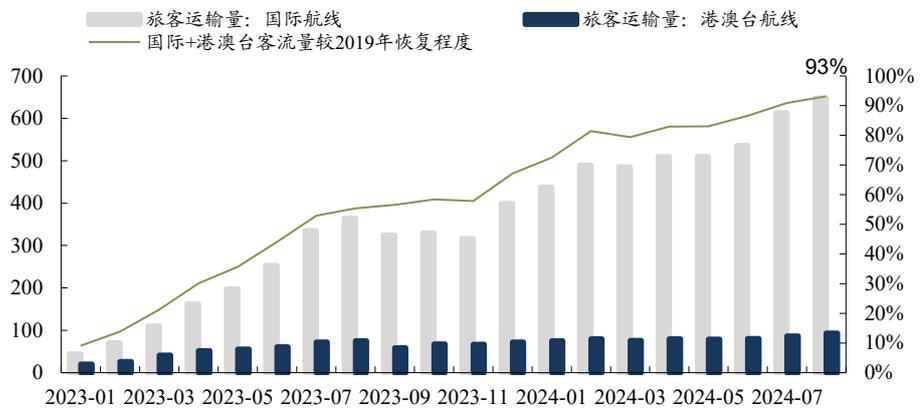
图13: 2015-2023 年我国出境旅游人数



数据来源: 中国旅游研究院, 东吴证券研究所

供给: 国际航线和签证继续恢复, 利好出境游进一步修复。2023 年以来我国国际航班逐渐恢复, 2024 年 8 月国际+港澳台航线旅客运输量合计 740.2 万人次, 恢复至 2019 年同期的 93%。随着国际公商务人员往来和旅游、留学等市场的继续恢复, 航空公司的航班运力调整逐步到位, 国际航班将继续增加。同时, 签证政策逐渐放开, 免签名单增加, 新兴目的地热度增加, 预计出境游将得到进一步修复。

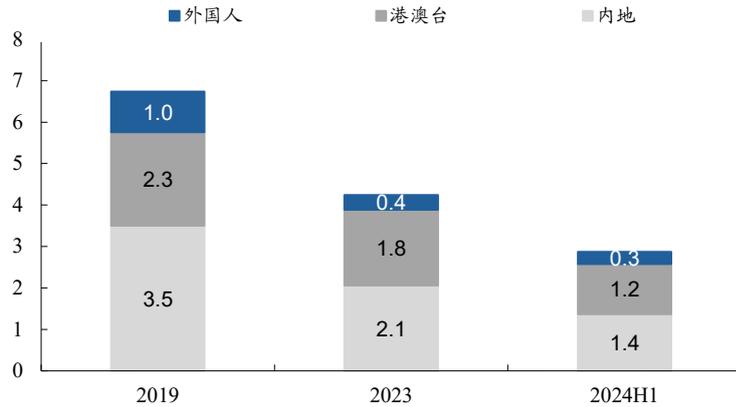
图14: 2023 年以来我国国际航线客运量 (万人次) 及恢复程度



数据来源: 民航局, 东吴证券研究所

国际客流结构调整, 港澳台出入境人次占比提高。2023 年全国移民管理机构全年累计查验出入境人员 4.24 亿人次, 同比上升 267%, 为 2019 年同期的 63%; 其中内地居民、港澳台居民和外国人分别为 2.06/1.83/0.35 亿人次, 分别占比 49%/43%/8%, 较 2019 年-4pct/+9pct/-6pct, 由于签证及国际航线恢复原因, 2023 年港澳台地区率先恢复。2024 年上半年出入境 2.87 亿人次, 同比+71%, 恢复至 2019 年同期的 83%, 内地居民、港澳台居民和外国人占比分别为 48%/42%/10%, 较 2019 年全年-5pct/+8pct/-4pct。

图15: 我国出入境人员结构 (单位: 亿人次)

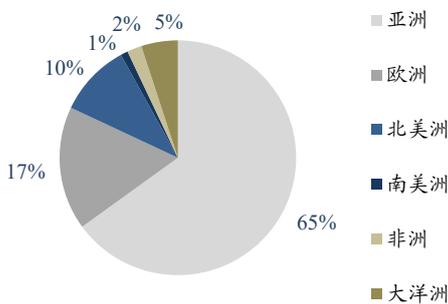


数据来源: 国家移民管理局, 东吴证券研究所

出境游目的地多元化趋势显现, 亚洲国家和地区仍为热门选择。根据中国旅游研究院的调查, 受访者中有超过四分之一的游客有意愿前往欧美进行旅游, 其次为东南亚和港澳台地区。2022年以来, 中国游客的出境选择更为多元化, 欧洲、北美洲、非洲等占比提升, 亚洲国家和地区仍然以 65%的比例位列榜首。

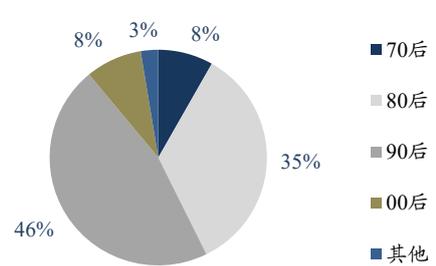
年轻用户开始主导出境游市场, 更加关注出行品质与体验。《2023 年中国出境游行业发展报告》统计, 2023 年 7 月 90 后及 00 后用户合计占比超过五成, 成为最重要的出境游用户群体。年轻人正在改变中国出境游市场, 具体体现在: (1) 截至 2023 年 7 月, 90 后与 00 后人口规模达到 3.7 亿人, 正在改变中国出境游市场的消费偏好、需求结构以及旅行方式; (2) 更加追求多元化及个性化, 出行需求不断细化, 更青睐于满足多样化、定制化的旅行预定平台; (3) 计划性较低, 年轻人出游决策时间短, 不愿意被周密的计划约束, 追求体验感。

图16: 2022 年中国内地受访者出境游客目的地区域分布



数据来源: 《中国出境旅游发展年度报告 (2023-2024)》, 东吴证券研究所

图17: 2023 年 7 月中国不同年龄段出境游用户人数占比

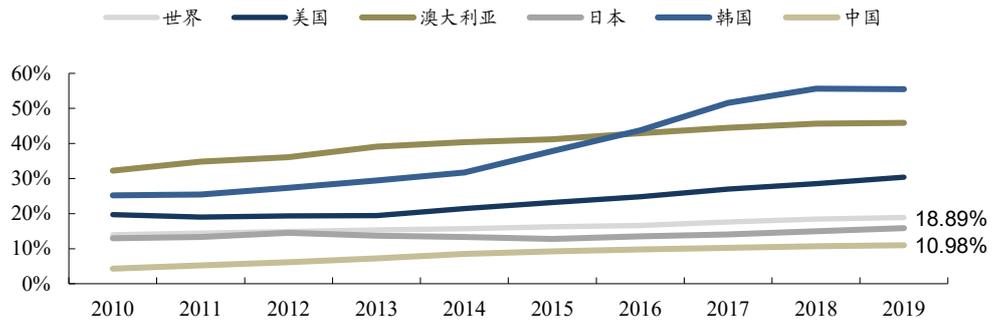


数据来源: 《2023 年中国出境游行业发展报告》, 东吴证券研究所

居民出境游渗透率较低, 仍有提升空间。与世界平均水平及部分国家相比, 我国出境游渗透率仍有较大提升空间, 出境游客群体量有望持续增长。疫情前, 我国出境游市

场快速发展，随着签证、交通的便利性提升，国内的出境游人数继续保持稳步提升，渗透率也呈上涨趋势。2019年各国出境游渗透率达到高峰，我国出境游渗透率为11%，低于世界平均水平19%，较美国、韩国、澳大利亚等成熟市场有较大差距，仍有很大提升空间。目前我国出境游旅客主要来自于一线城市，中小城市的出境游人数也在逐年增加，随着城市化进程推进，未来非一线城市居民有望成为渗透率提升的主要引擎。

图18: 2010-2019 我国与部分国家出境游渗透率对比

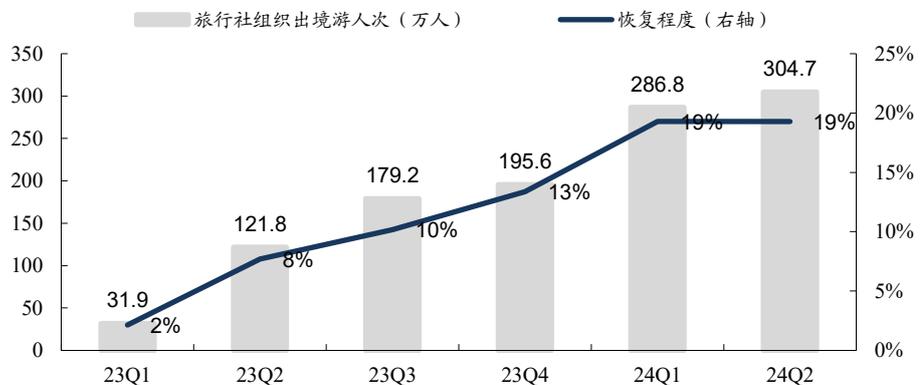


数据来源：UNWTO，世界银行，东吴证券研究所

2.2. 出境游旅行社供给出清，龙头公司市占率提升

旅行社组织出境游人次持续恢复，跟团游占比比较低。根据文旅部数据，2023年全国旅行社组织出境528.35万人次，为2019年同期的8%；跟团游人次占出境游整体的6%，2019年同期为41%，受限于目的地放开和供应链重组进度，跟团游恢复节奏慢于出境游行业整体水平。2024年上半年旅行社组织出境游591.55万人次，为2019年同期的19%，跟团游进一步恢复。我们预计跟团游占比持续提升，但因为消费者行为发生明显变化，未来出境游自由行占比将低于疫情前水平。

图19: 旅行社组织出境游人次及较2019年同期恢复程度



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

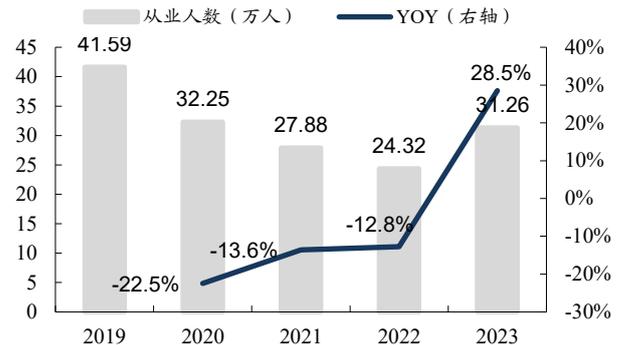
疫情冲击旅行社供给出清。根据文旅部数据，疫情期间国内旅游市场遭受冲击，在旅行社数量增加的情况下从业人数大幅减少，2022年末从业人数24.32万人，较2019年末-42%，供给大幅出清。一方面，疫情后消费者出游习惯发生改变，小红书、抖音等自媒体平台旅游内容产出拉平大众旅游信息差，游客自由行能力提升，参团意愿降低；另一方面，疫情期间大量旅游从业者转行，旅行社产能出清。2023年全国旅行社总数为5.63万家，同比+25%，旅行社从业人数31.26万人，同比+29%，旅行社供给显著修复，但从业人数较2019年同期仍-25%。

图20: 2019-2023年全国旅行社总数



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

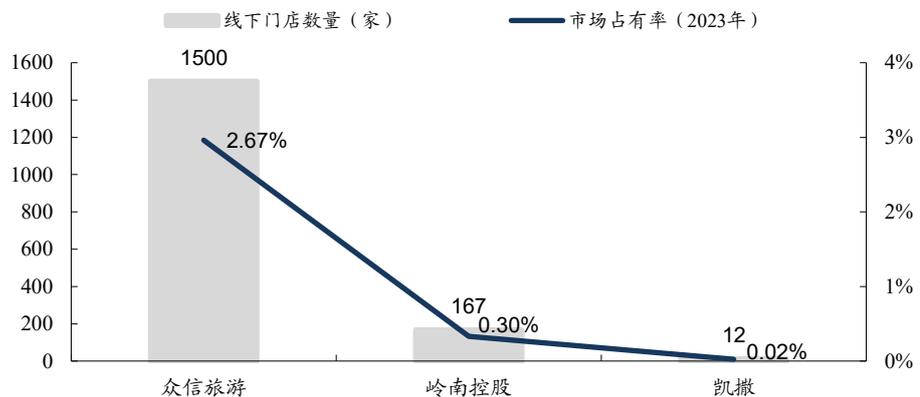
图21: 2019-2023年全国旅行社从业人数



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

行业龙头资源优势明显，市占率提升。截至2019年底，众信旅游线下门店数量为751家，尽管受到疫情影响门店数量在2020至2022年间略有波动，但疫情后迅速迎来强势反弹，到2023年底，门店数量累计达1500家，较2019年增长99.7%。截至2023年底，众信旅游、岭南控股、凯撒门店数量分别为1500、167、12家，头部品牌对出境游市场复苏反应较快，行业龙头市占率将快速提升。

图22: 2023年行业龙头旅行社门店市占率



数据来源：文旅部，公司公告，东吴证券研究所

2.3. 受益于政策支持，入境游空间较大

入境游市场持续恢复。2023年入境游人数为0.82亿人次，恢复2019年同期的56%；国际旅游收入为530亿美元，按照7.0467汇率换算为人民币，计算得客单价为4553元，为2019年的73%。随着国际航班恢复和入境旅游便利化措施相继实施，入境游市场持续修复，根据国家移民局数据，2024年H1全国各口岸入境外国人1463.5万人次，同比+153%，其中通过免签入境854.2万人次，同比+190%。

图23：2015-2019及2023年入境游人次及客单价



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

免签政策和便利化措施推动入境游发展。发展入境游是推动旅游业高质量发展、促进国内消费的重要内容，2023年以来国家针对入境游出台了一系列政策文件。2023年9月，国务院办公厅印发了《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》，提出要加强入境旅游工作，开展和落实签证、国际航班、在华旅行便利度等方面的入境旅游促进措施。签证方面，2023年起陆续扩大单方面免签国家范围，同时不断优化144小时过境免签政策；支付方面，增加布设外币兑换业务网点和外卡刷卡设备，提高支付便利度，便利境外人员住宿等，政策支持入境游规模持续增长。

3. 全国布局&多元成长，出境游带动业绩修复

3.1. 产品：扎根华南布局全国，推动“旅游+”业务多元化

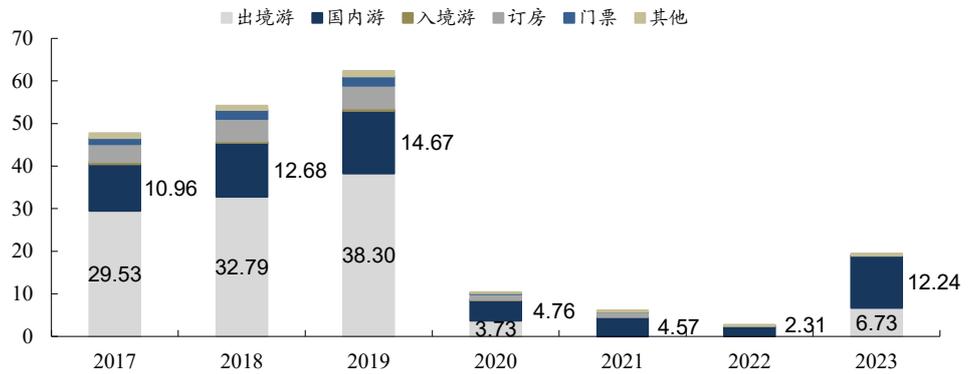
出境游产品为核心，公司加快全国布局。公司旅行社业务深耕华南区域，有较强的品牌影响力，同时2018-2020年陆续收购武汉、四川、上海、山西、西安等地地接旅行社资产，推进全国化布局。公司产品覆盖目的地为欧洲、东南亚、日本、澳新等的出境游，中长线的国内游和周边游等。2019年旅行社业务成本中，出境游/国内游/入境游占比分别为61%/24%/1%。

表2: 广之旅部分跟团游产品

类型	产品主题	时长(天)	价格(元/人)
出境游	【尚·深度】舒享法瑞意	12	18999起
出境游	【颂·博览】新加坡、马来西亚*安心大红花	5	7999起
国内游	【尚·深度】呼伦贝尔、额尔古纳、满洲里、海拉尔	6	6999起
周边游	【休闲】珠海*珠海*珠澳海湾游*船游观港珠澳大桥*打卡珠海日月贝	1	198

数据来源: 易起行微信小程序, 东吴证券研究所

图24: 2017-2023年旅行社业务成本构成(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

酒店品牌覆盖中高端, 立足广州辐射全国。自有酒店广州花园酒店(“岭南花园酒店”品牌旗舰店)、广州东方宾馆(“岭南东方酒店”品牌旗舰店)和中国大酒店均为五星级奢华型酒店。委托管理核心平台岭南酒店旗下有“岭南花园酒店”、“岭南东方酒店”、“岭南五号酒店”、“岭南创享公寓”等核心品牌, 覆盖五星级、四星级商务和度假, 四星级公寓品牌等, 中国饭店业协会口径, 2022年岭南酒店为中国饭店集团第31位。

图25: 岭南酒店品牌矩阵



数据来源: 岭南酒店官网, 东吴证券研究所

“旅游+”发展景区和会展多元业务。多年来公司坚持“一主多元”和“旅游+”的发展规划，积极延伸业务范围，厚增景区和会展的营运能力。景区业务方面，公司以广之旅悦景公司为平台，目前已管理粤西封开奇景景区、广州白云山鸣春谷和月溪书院等广东省内景区，同时拓展贵州高荡景区等省外项目，2023年共接洽意向景区运营开发项目10多个，公司目的地旅游资源将进一步丰富。会展业务方面，公司核心IP为每年暑期举办的广东省旅博会，2023年新承接运营白云国际会议中心国际会堂、南沙湾滨海会议中心等业务，利用会展场地资源优势，打造的一体化会展运营模式。

图26：鸣春谷景区图示



数据来源：白云山景区官网，东吴证券研究所

图27：广之旅国际会展业务



数据来源：广之旅国际会展官网，东吴证券研究所

文旅融合发展，创新引领提升。广之旅加大与目的地文旅推广机构联动，打造成为现代综合文旅品牌运营商。公司住宿业务积极构建“酒店+文化”场景，以文化赋能旅游新业态，满足消费者多元化消费需求，利用酒店品牌打造特色文化活动，探索“食品+”发展模式，打造“消失的名菜”、“消失的月饼”、“消失的名茶”等典型主题特色消费创新活动，举办各类文化艺术活动百余场。商旅出行业务方面，广之旅推出“体育+旅游”系列线路，并入选广州市教育局、文旅局认证的首批研学承办机构。

图28：“消失的月饼”图示



数据来源：文旅中国，东吴证券研究所

图29：《消失的名茶》图示



数据来源：中国证券报，东吴证券研究所

3.2. 成长：国资平台资源整合，出境游带动业绩修复

广州国资平台资源丰富。作为广州国资委下属唯一文旅平台，公司深耕华南区域运营旅行社和酒店等业务，未来可承接集团旗下优质资源。

- 1) **酒店板块：**2023年12月，公司控股股东岭南集团收购都市酒店70%股权，委托岭南酒店管理上述都市酒店股权，都市酒店以经济型为主，旗下有“舍舍·美素酒店”、“都市118连锁酒店”、“都市MINI·精选酒店”、“青年·都市迷你酒店”、“都市花园酒店”及“我的地盘主题酒店”等连锁品牌。根据《2023中国酒店集团及品牌发展报告》显示，在2022年中国酒店集团规模前50强中都市酒店以1468间门店数位列第10，门店全国化布局，在北方下沉市场有较强竞争力，未来将补足公司经济型连锁板块。
- 2) **景区板块：**2024年4月，岭南控股孙公司广之旅悦景公司以615.18万元向间接控股股东岭南集团的全资子公司旅业公司收购白云山旅发100%股权。白云山旅发主要承担白云山景区的游览观光车运营、旅行社团体接待、旅游宣传推广等业务，2023年实现营收3283.0万元，净利润为49.5万元。白云山景区将与原有管理的鸣春谷景区和月溪书院产生业务联动，增强公司在旅游产业链上的延伸和目的地资源的控制。

图30：都市花园喀什古城观光塔店



数据来源：都市酒店集团预订官网，东吴证券研究所

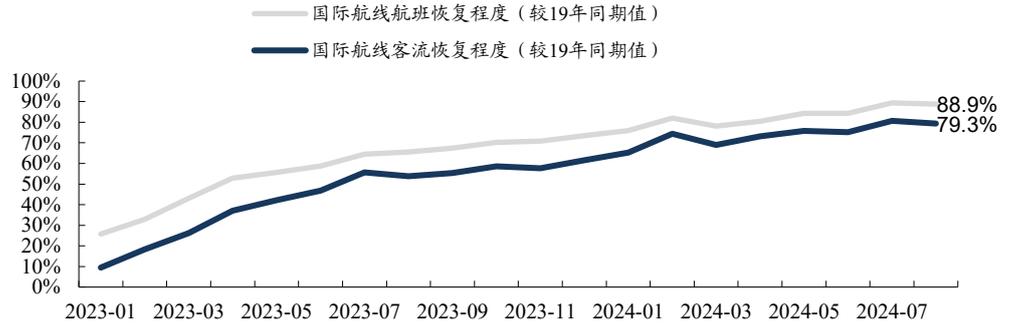
图31：白云山景区



数据来源：白云山景区官网，东吴证券研究所

出境游业务随国际客流继续恢复，酒店规模持续扩张。据中国旅游研究院预计，2024年我国出境游人数将达到1.3亿，有望恢复至2019年的84%；2024年8月，广州白云机场国际+地区航线的航班量/客流量分别为9552架次/134万人次，分别恢复至2019年同期的89%/79%。随着国际航班、目的地签证等旅游供应链逐步恢复，出境游市场有望加速复苏，广之旅作为出境游行业龙头业绩将持续爬坡。酒店业务持续推进粤港澳大湾区“9+2”城市全覆盖，进一步扩大北方布局，实现全国化布局，2023年拓展管理项目21个，酒店管理规模将持续提升。

图32: 广州白云机场国际航班量和客流量恢复程度



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

推进数字化建设, 线上线下深度融合。公司积极推进数字技术与实体运营深度融合, 构建大数据平台, 推进智能化电商平台建设, 布局多个自媒体营销渠道, 以数智化提升运营能力。2023年广之旅小程序用户达到160万人, 广之旅及“岭客汇”平台会员人数超过500万人, 其中2023年新增会员超60万人。公司通过数智迭代赋能产业新发展, 持续夯实数字化建设, 深入推进数据中台和业务中台的联动应用, 提高业务中台产品应用覆盖面, 能够有效提升主营业务的经营效率, 培育高质量发展竞争优势。

图33: 广之旅微信平台



数据来源: 广州白云山景区官网, 东吴证券研究所

图34: 广之旅抖音账号



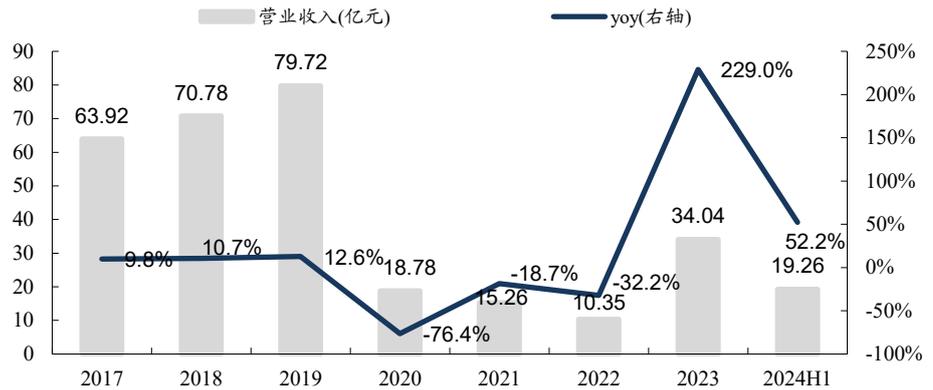
数据来源: 广之旅国际会展官网, 东吴证券研究所

4. 财务分析

2024H1 营收恢复疫情前的 52%。2017 年收购广之旅、花园酒店和中国大酒店后,

旅行社+酒店双主业驱动营收增长，2019 年营收为 79.72 亿元，2017-2019 年 CAGR 为 11.7%。疫情期间出境游受阻，公司营收大幅下滑，收购地接社后支撑国内游业务。2023 年国内出行率先恢复，国内游依托地接社表现较好，公司酒店管理规模较 2019 年大幅提升，境外游及签证等逐渐放开，2023 年公司营收为 34.04 亿元，同比+229.0%，为 2019 年的 42.7%。2024 年 H1 营收为 19.26 亿元，同比+52.2%，为 2019 年同期的 52.4%，出境游恢复将带动营收持续修复。

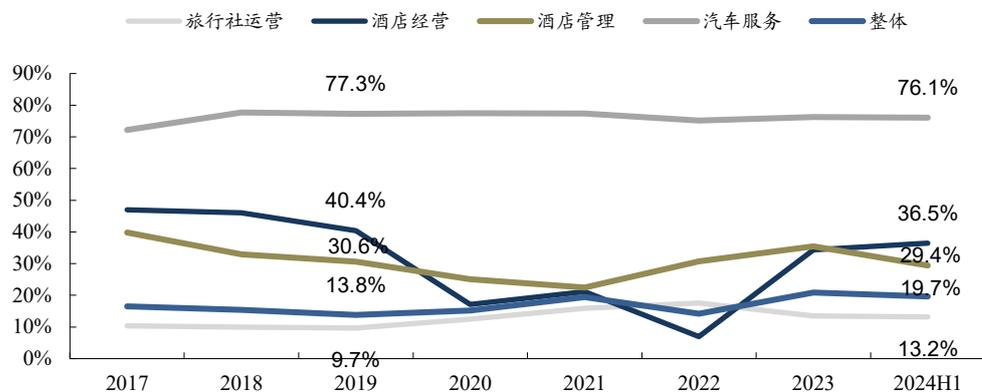
图35：2017-2023 年及 2024H1 公司营收（亿元）及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

旅行社业务带动毛利率超越疫情前。2019 年旅行社/酒店运营/酒店管理/汽车服务业务毛利率分别为 9.7%/40.4%/30.6%/77.3%。疫情期间，旅行社业务毛利率提升的原因或为国内游占比提升；酒店经营业务由于营收大幅下滑而成本相对刚性，毛利率大幅下降；酒店管理业务毛利率有所下滑，汽车服务毛利率保持稳定。2023 年起旅行社和酒店业务恢复，2023 年公司毛利率为 20.9%，较 2019 年+7.1pct，盈利能力显著提升，2024H1 毛利率为 19.7%。

图36：2017-2023 年及 2024H1 公司分业务毛利率

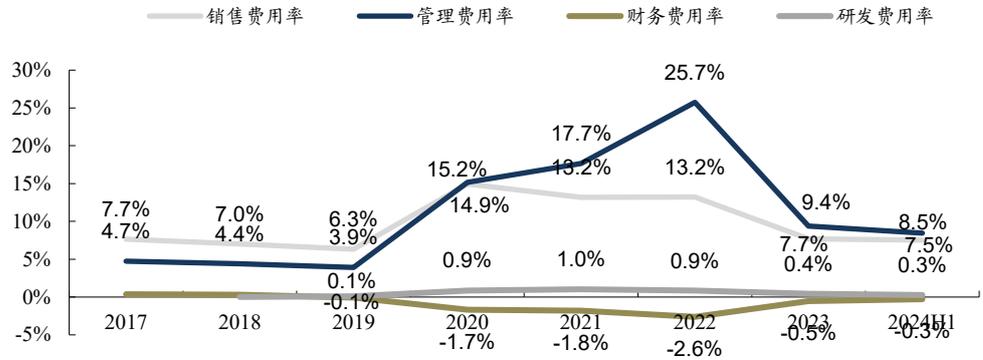


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

四大费用率持续改善。2019 年销售、管理、财务和研发四大费用率合计为 10.3%；2020 年起由于营收大幅下滑，费用率大幅上升；2023 年以来，随着商务出行业务带动

营收逐步恢复，公司费用率明显改善。2024H1 公司四费率为 16.0%，同比-2.8pct，未来费用率有望持续改善。

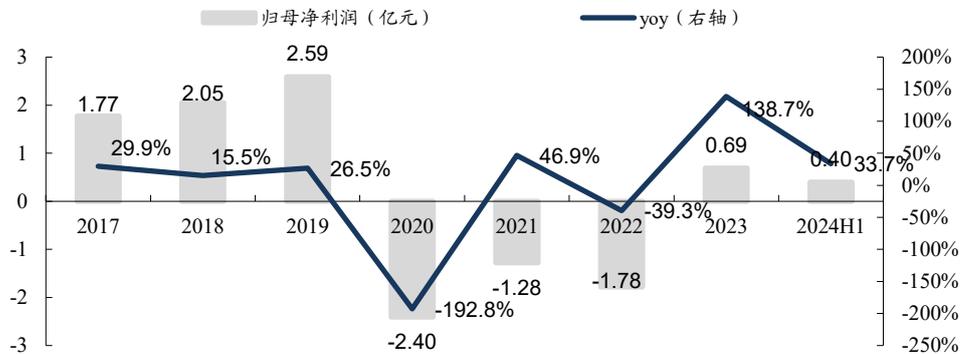
图37: 2017-2023 年及 2024H1 公司四大费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

归母净利润持续恢复。2017 年资产重组完成后，公司业绩稳步增长，2019 年归母净利润为 2.59 亿元，归母净利率 3.3%，2017-2019 年归母净利润 CAGR 为 20.9%。2023 年随着公司酒店和旅行社业务逐步恢复，营收增长带动业绩修复，2023 年归母净利润为 0.69 亿元，恢复至 2019 年同期的 26.64%。2024H1，公司归母净利润 0.40 亿元，同比 +33.7%，归母净利率为 2.1%。

图38: 2017-2023 年及 2024H1 归母净利润及同比增速



数据来源：东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

关键假设:

旅行社业务: 广之旅深耕华南地区，布局全国市场，随着国际航班和签证逐步放开，

出境游业务大幅修复，国内游稳定增长，同时公司积极拓展景区和会展业务，预计旅行社业务 2024-2026 年分别实现营收 38.31/48.8/57.66 亿元，同比增长 71%/27%/18%。

酒店经营业务： 自营酒店 2023 年营收超越疫情前，未来经营情况预计保持稳定，预计酒店经营业务 2024-2026 年实现营收 10.2/12.3/14.1 亿元，同比增长 7%/20%/15%。

酒店管理业务： 岭南酒店管理规模持续增长，受托管理都市酒店后加快北方市场扩张，RevPAR 承压下管理业务收入增长稳定，预测 2024-2026 年酒店管理业务分别实现营收 2.4/3.1/3.7 亿元，同比增长 35%/25%/20%。

汽车服务业务： 汽车服务业务由子公司东方汽车负责运营，包括广州区域出租车和商务租赁车业务，经营保持稳健。预测 2024-2026 年汽车服务业务分别实现营收 0.2/0.2/0.2 亿元，同比增长 3%/3%/3%。

表3：收入预测拆分（单位：亿元）

业务	2022	2023	2024E	2025E	2026E
旅行社业务	3.34	22.46	38.31	48.80	57.66
yoy	-53.9%	572.5%	70.6%	27.4%	18.2%
酒店经营业务	5.53	9.59	10.23	12.28	14.12
yoy	-17.5%	73.4%	6.7%	20.0%	15.0%
酒店管理业务	1.30	1.81	2.44	3.05	3.67
yoy	16.1%	39.2%	35.0%	25.0%	20.3%
汽车服务业务	0.17	0.17	0.18	0.18	0.19
yoy	-15.0%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%
合计	10.35	34.04	51.15	64.31	75.64
yoy	-32.2%	229.0%	50.3%	25.7%	17.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

预计公司毛利率较疫情前提升。疫情期间出境游行业供给出清，公司出境游产品单价提升，毛利率较疫情前有所提升。随着营收规模逐渐恢复，三费率回落，未来将维持相对稳定。

表4：岭南控股毛利率及三费率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	19.5%	14.5%	20.9%	19.5%	19.1%	19.1%
销售费用率	13.2%	13.2%	7.7%	6.7%	6.4%	6.3%
管理费用率	17.7%	25.7%	9.4%	8.2%	7.8%	7.6%
财务费用率	-1.8%	-2.6%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	-0.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

综上，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.67/2.17/2.69 亿元，同比增长 143%/30%/24%。随着出境游及国内游需求释放，公司各业务表现回暖，预计公司净利率状况将持续改善，2024-2026 年归母净利率分别为 3.3%/3.4%/3.6%。

表5: 岭南控股营业收入及归母净利润 (单位: 亿元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	15.26	10.35	34.04	51.15	64.31	75.64
yoy	-18.7%	-32.2%	229.0%	50.3%	25.7%	17.6%
归母净利润	-1.28	-1.78	0.69	1.67	2.17	2.69
归母净利率	-8.4%	-17.2%	2.0%	3.3%	3.4%	3.6%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.2. 投资建议

岭南控股作为国内出境游旅行社龙头, 旅行社&酒店业务深耕华南市场并进行全国化扩张, 广州国资平台赋能成长。疫情期间旅行社行业供给出清, 龙头公司有望率先受益于出境游恢复, 盈利能力持续修复。由于目前以出境游业务为主要营收来源且规模较大的上市公司仅有众信旅游和岭南控股, 选取众信旅游作为可比公司, 众信旅游 2024-2026 年 PE 为 35/27/21 倍。我们预测岭南控股 2024-2026 年归母净利润分别为 1.7/2.2/2.7 亿元, 对应 PE 估值 35/27/22 倍, 与可比公司估值水平基本相同, 出境游业务快速恢复, 龙头公司市占率有望提升, 首次覆盖给予“增持”评级。

表6: 岭南控股可比公司估值 (截至 2024 年 9 月 24 日)

股票代码/ 简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资 评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002707.SZ/ 众信旅游	62	0.3	1.8	2.3	2.9	191	35	27	21	增持
000524.SZ/ 岭南控股	58	0.7	1.7	2.2	2.7	84	35	27	22	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 岭南控股和众信旅游的估值由东吴证券研究所预测

6. 风险提示

宏观经济波动: 若经济景气度不及预期, 居民旅游出行需求增长乏力, 出境游等业务增长承压, 进而影响公司的盈利情况。

汇率上涨: 目前较多目的地国家汇率大幅上涨, 导致居民出境游成本增加, 价格上涨影响出行意愿, 进而对公司主营业务收入产生影响。

市场竞争加剧: 旅行社行业供给逐渐增加, 或采取价格战等方式抢占市场份额, 酒店行业供给增加且需求端较弱, 公司老牌酒店或面临较大竞争压力, 进而影响公司营收和利润表现。

酒店管理规模增长不及预期: 岭南酒店深耕华南地区, 受托管理都市酒店后拓展北方市场, 在全国化市场拓展酒店管理规模过程中存在增长不及预期的风险。

岭南控股三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,670	2,040	2,477	2,938	营业总收入	3,404	5,115	6,431	7,564
货币资金及交易性金融资产	1,345	1,615	1,997	2,426	营业成本(含金融类)	2,694	4,117	5,201	6,118
经营性应收款项	213	304	357	397	税金及附加	33	36	42	42
存货	12	17	20	22	销售费用	262	342	410	480
合同资产	0	0	0	0	管理费用	319	417	504	576
其他流动资产	99	104	103	93	研发费用	15	15	16	17
非流动资产	1,667	1,658	1,640	1,622	财务费用	(18)	(28)	(27)	(26)
长期股权投资	2	1	1	1	加:其他收益	13	20	26	30
固定资产及使用权资产	500	478	457	436	投资净收益	(2)	1	1	1
在建工程	13	21	28	34	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	481	464	447	430	减值损失	0	4	3	1
商誉	57	54	52	50	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	225	255	284	313	营业利润	111	242	314	389
其他非流动资产	387	384	370	357	营业外净收支	0	1	1	1
资产总计	3,336	3,697	4,117	4,560	利润总额	111	243	314	390
流动负债	1,073	1,251	1,429	1,573	减:所得税	30	61	79	97
短期借款及一年内到期的非流动负债	16	30	35	40	净利润	81	182	236	292
经营性应付款项	346	343	361	374	减:少数股东损益	13	15	19	23
合同负债	337	384	450	514	归属母公司净利润	69	167	217	269
其他流动负债	375	494	583	645	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.10	0.25	0.32	0.40
非流动负债	137	152	157	164	EBIT	98	215	287	364
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	261	275	344	417
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.87	19.52	19.12	19.11
租赁负债	45	53	58	66	归母净利率(%)	2.02	3.27	3.37	3.56
其他非流动负债	91	99	99	99	收入增长率(%)	229.02	50.28	25.71	17.62
负债合计	1,210	1,402	1,586	1,737	归母净利润增长率(%)	138.67	143.12	29.58	24.00
归属母公司股东权益	2,100	2,255	2,472	2,741					
少数股东权益	25	40	59	82					
所有者权益合计	2,126	2,295	2,531	2,823					
负债和股东权益	3,336	3,697	4,117	4,560					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	407	306	409	450	每股净资产(元)	3.13	3.36	3.69	4.09
投资活动现金流	(114)	(44)	(37)	(33)	最新发行在外股份(百万股)	670	670	670	670
筹资活动现金流	(51)	7	10	12	ROIC(%)	3.32	7.05	8.62	9.84
现金净增加额	242	269	382	429	ROE-摊薄(%)	3.28	7.42	8.77	9.81
折旧和摊销	163	60	56	52	资产负债率(%)	36.28	37.93	38.53	38.09
资本开支	(115)	(28)	(22)	(18)	P/E(现价&最新股本摊薄)	84.22	34.64	26.73	21.56
营运资本变动	143	67	121	108	P/B(现价)	2.76	2.57	2.35	2.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>