

祥源文旅（600576）

内生外延拓展旅游资产，文旅大集团启航前行

增持（首次）

2025 年 04 月 03 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	463.56	722.26	886.06	1,356.34	1,543.38
同比（%）	5.23	55.81	22.68	53.08	13.79
归母净利润（百万元）	22.53	151.40	161.72	396.42	464.79
同比（%）	(33.39)	572.12	6.81	145.13	17.25
EPS-最新摊薄（元/股）	0.02	0.14	0.15	0.38	0.44
P/E（现价&最新摊薄）	428.36	63.73	59.67	24.34	20.76

投资要点

■ **打造全球领先的文旅资产服务商：**祥源控股集团于 2017 年入主上市公司，主营业务为动漫及其衍生和影视制作等，2022 年起公司通过完成资产重组、资产置换、现金收购等方式陆续收购多个景区相关资产，布局“大湘西”、“大黄山”、“川渝”、“大湾区”等旅游目的地资源，实现动漫影视文化到文旅投资运营的转型，并构建“文化 IP+旅游+科技”新模式。2023 年公司营收为 7.2 亿元，其中景交服务/酒店/动物园/智慧文旅/动漫及其衍生/茶叶销售业务收入分别占比 49%/5%/5%/22%/11%。

■ **内生+外延拓展景区相关资产，持续释放业绩弹性：**

● **存量资产贡献稳定利润，客流增长+新增项目实现内生增长。**1) 大湘西片区景交项目贡献核心利润，百龙天梯/凤凰祥盛/黄龙洞 2023 年净利润分别为 1.05/0.21/0.19 亿元。2) 大黄山区域以齐云山主题旅游度假区目的地为核心，2023 年齐云山股份净利润为 795 万元。自由家树屋等酒店等新项目将贡献业绩增量。3) 四川碧峰峡主题旅游度假区，涵盖野生动物世界、生态峡谷景区和大熊猫基地等核心板块，2023 年收入/净利润分别为 1.25/0.58 亿元，空中廊桥助力景区接待能力提升。

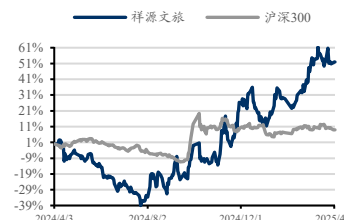
● **持续整合景区资产，贡献利润增量。**1) 大南岭片区布局湖南莽山五指峰景区，辐射湖南、广东客群，2024H1 收入/净利润为 0.48/0.11 亿元。2) 中标丹霞山 5 个项目特许经营权，布局华南目的地，2023 年景区门票和锦江画廊收入 0.54 亿元。3) 卧龙大熊猫神树坪基地，与碧峰峡协同发展，2024Q1-3 净利润 1012 万元。4) 控股股东文旅资源丰富，将助力公司整合资产。

■ **布局低空旅游和旅行服务，助力多元化发展：**1) 打造“祥源旅行”旅行服务品牌，实现“线上+线下”一体化布局。公司整合公司目的地资源，通过数字化技术平台，融合旅游目的地周边吃住行游购娱等项目，提供丰富多元的文旅产品。2) 布局低空经济，构建“低空+文旅”综合服务业态。公司成立祥源通航布局“低空+旅游”业务，已经与亿航智能、零重力、小鹏汇天达成战略合作，亿航 EH216-S 已在广东丹霞山、齐云山、花世界实现首飞，3 月 28 日国内已取得首张 OC 证。

■ **盈利预测与投资评级：**祥源文旅是中国领先的文旅资产服务商，布局多个目的地稀缺景区资源，打造“文化 IP+旅游+科技”新模式，未来内生增长和外延扩张助力释放业绩弹性。我们预测 2024-2026 年公司归母净利润为 1.6/4.0/4.6 亿元，对应 PE 为 60/24/21 倍。考虑公司有望继续整合景区资产，有估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动、资源整合进度不及预期、新项目落地进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.17
一年最低/最高价	3.59/10.12
市净率(倍)	3.52
流通 A 股市值(百万元)	6,055.78
总市值(百万元)	9,670.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.60
资产负债率(%LF)	28.06
总股本(百万股)	1,054.55
流通 A 股(百万股)	660.39

相关研究

内容目录

1. 公司概况：文旅资产运营为核心，打造全球领先的文旅资产服务商	5
1.1. 发展历程：整合文旅资源，“文化 IP+旅游+科技”特色模式	5
1.2. 业务模式：转型文旅运营，实现业绩高增	5
1.3. 股权结构：背靠全国领先的文旅集团祥源控股	8
2. 公司看点：内生+外延拓展景区业务，布局低空旅游+旅游服务	9
2.1. 旅游出行持续高景气，政策助力释放消费潜力	9
2.2. 推进文旅资产整合+运营，持续释放业绩弹性	10
2.2.1. 大湘西片区贡献核心利润	11
2.2.2. 以齐云山为核心打造大黄山休闲度假目的地	12
2.2.3. 成渝区域打造熊猫 IP 旅游度假区	13
2.2.4. 持续整合景区资产，新增项目贡献利润增量	13
2.3. 打造服务旅行品牌“祥源旅行”	15
2.4. 亿航智能获批 OC 证，布局低空+旅游业务	16
3. 财务分析	18
4. 盈利预测与投资建议	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1:	公司发展历程图.....	5
图 2:	公司收入拆分 (单位: 亿元)	6
图 3:	旅游行业收入拆分 (单位: 亿元)	6
图 4:	旅游行业毛利拆分 (单位: 亿元)	6
图 5:	公司旅游资产梳理.....	7
图 6:	文化行业收入拆分 (亿元)	7
图 7:	动漫 IP 与文旅行业.....	7
图 8:	祥源·祁红产业文化博览园.....	8
图 9:	祥源茶”品牌系列产品.....	8
图 10:	股权结构图 (截至 2024 年 9 月 30 日)	8
图 11:	2024 年铁路民航单月客运量 (亿人次) 及 yoy.....	9
图 12:	2016-2024 国内旅游人次及收入	9
图 13:	景区相关资产进入上市公司时间线.....	11
图 14:	2019-2023 凤凰祥盛、百龙天梯及黄龙洞收入	12
图 15:	2019-2023 凤凰祥盛、百龙天梯及黄龙洞净利润	12
图 16:	2019-2023 碧峰峡营业收入及净利润	13
图 17:	2019-2023 碧峰峡客流量	13
图 18:	莽山五指峰景区摩天岭电梯.....	14
图 19:	莽山五指峰景区主要收费项目	14
图 20:	日暮锦江游船.....	14
图 21:	水上丹霞游船.....	14
图 22:	卧龙中华大熊猫苑神树坪基地.....	15
图 23:	卧龙中景信营收和净利润 (万元)	15
图 24:	祥源旅行品牌.....	16
图 25:	祥源旅行小程序.....	16
图 26:	丹霞山 eVTOL 首飞	17
图 27:	祥源花世界 eVTOL 首飞	17
图 28:	祥源文旅与亿航智能签署合作协议.....	17
图 29:	民用无人驾驶载人航空器运营合格证.....	17
图 30:	祥源文旅与零重力飞机工业战略合作签约.....	18
图 31:	零重力飞机模型.....	18
图 32:	与小鹏汇天合作布局飞行汽车	18
图 33:	祥源文旅与小鹏汇天合作签约.....	18
图 34:	公司营收及 yoy.....	19
图 35:	公司毛利率.....	19
图 36:	公司四项费用率.....	19
图 37:	公司归母净利润及归母净利率.....	20
图 38:	公司资产负债率.....	20
表 1:	公司主要管理层介绍.....	9
表 2:	2023 年以来中央出台的文旅相关政策梳理.....	10

表 3: 大湘西片区主要景区资产..... 11

表 4: 大黄山片区主要景区资产..... 12

表 5: 成渝片区主要景区资产..... 13

表 6: 上市公司景区资产收购情况..... 15

表 7: 2021 年以来中央出台的低空经济相关政策梳理..... 16

表 8: 祥源文旅收入预测拆分（单位：亿元）..... 21

表 9: 祥源文旅毛利率及三费率预测..... 22

表 10: 祥源文旅营业收入及归母净利润（单位：亿元）..... 22

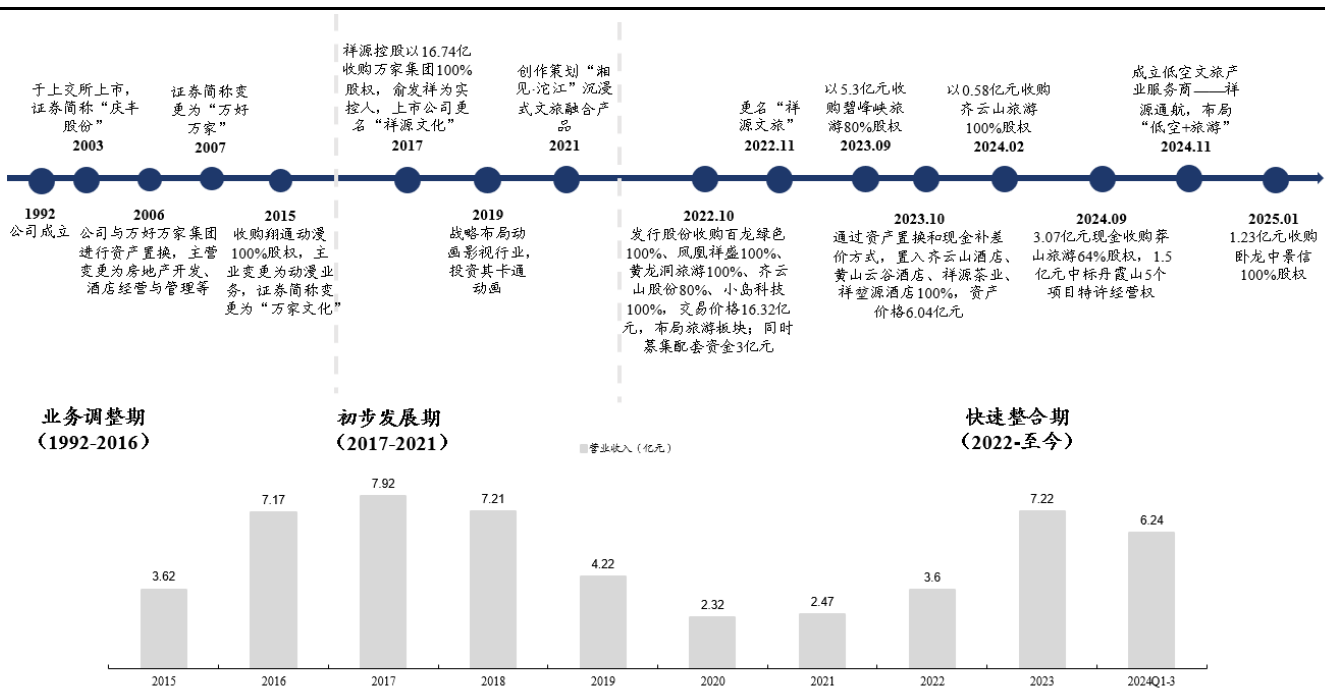
表 11: 祥源文旅可比公司估值（截至 2025 年 4 月 2 日）..... 23

1. 公司概况：文旅资产运营为核心，打造全球领先的文旅资产服务商

1.1. 发展历程：整合文旅资源，“文化 IP+旅游+科技”特色模式

祥源文旅是全国领先的文旅产业服务商。祥源控股入主后，上市公司陆续以资产重组、资产置换和现金收购等方式，整合景区相关资产。公司现以旅游目的地投资运营为核心，文旅科技创新融合发展的沪市主板上市公司。公司以“文化与科技助力美好生活”为企业使命，打造“文化 IP+旅游+科技”特色产业模式，已形成“目的地度假、动漫影视、文创消费、数字科技”协同发展的业务格局，致力于成为领先的文旅产业服务商。

图1：公司发展历程图



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

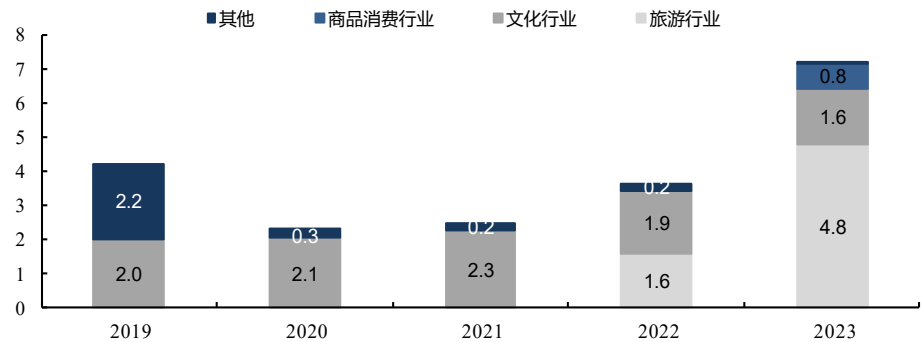
2022年整合文旅资产，布局低空经济。2022年10月公司通过发行股份以16.32亿元收购百龙绿色、凤凰祥盛、黄龙洞旅游、齐云山股份等股权，募集配套资金3亿元。2022年11月，公司更名“祥源文旅”。2023年9月，以5.3亿元收购碧峰峡旅游80%股权；2024年9月，以1.5亿元中标丹霞山景区特许经营权；以3.07亿元收购莽山旅游64%股权，完成后持股84%。2025年1月，以1.23亿元收购卧龙中景信100%股权。2024年11月，公司成立祥源通航，打造“低空+旅游”新模式。

1.2. 业务模式：转型文旅运营，实现业绩高增

公司布局旅游行业、文化行业、商品消费行业和其他行业四大业务板块：1) 旅游

行业为核心业务，包含景交、酒店、动物园等业务，旗下资产布局大湘西、大黄山、川渝等片区。2023 年旅游收入为 4.8 亿元，同比增加 207.7%，占营业收入 66.5%。2) 文化行业，主要包含动漫及衍生业务和 22 年资产重组前相关业务，2023 年实现营业收入 1.6 亿元，同比下降 14.4%，占营业收入 22.2%。3) 商品消费行业，主要为茶叶销售业务，2023 年茶叶销售收入 0.78 亿元，占比 10.8%，生产运营“祥源茶”品牌系列产品。

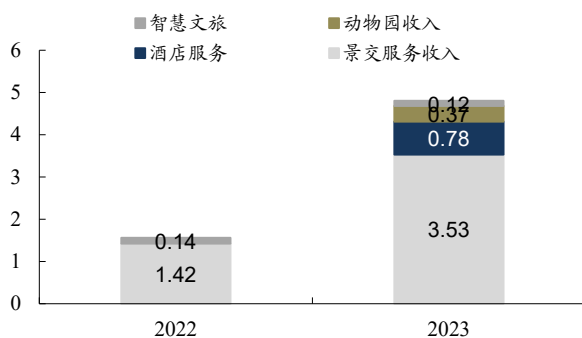
图2：公司收入拆分（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

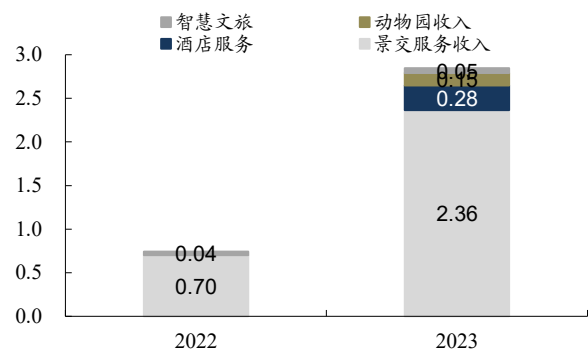
旅游板块以景区交通业务为核心。公司依托稀缺景区资源，运营景区交通、住宿服务、旅行服务等业务，2023 年景交服务/酒店服务/动物园业务收入分别为 3.53/0.78/0.37 亿元，占旅游板块营收 73.5%/16.3%/7.7%，景交服务贡献主要收入；毛利率分别为 67.0%/36.2%/39.2%。另有智慧文旅业务，2023 年收入 0.12 亿元，小岛科技平台为景区提供票务销售验证、闸机核销、清分结算等服务。

图3：旅游行业收入拆分（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：旅游行业毛利拆分（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

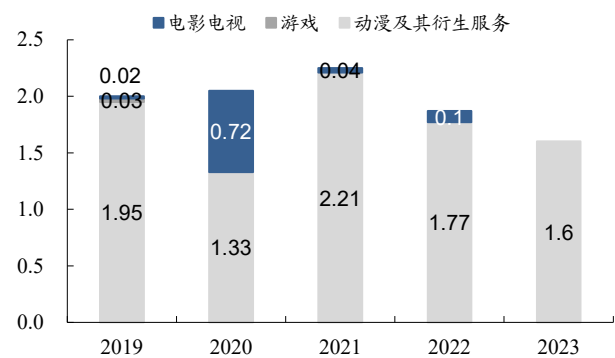
图5：公司旅游资产梳理

景区资产	所在地	项目名称	收费标准	加入上市公司时间
凤凰古城(5A)	湖南省	《湘见·沱江》艺术游船项目	沱江游船：日游票85元/人次；夜游票：168元/人次	2022
张家界黄龙洞(5A)	湖南省	景区游船、景区观光车、语音讲解	黄龙洞游船：36元/人次 景区观光车：15人以下300元/车；15人以上199元/车（包含绿色通道和人工讲解） 语音讲解：25元/人次	2022
张家界百龙天梯(5A)	湖南省	百龙天梯	百龙天梯：65元/人次	2022
碧峰峡(5A)	四川省	野生动物世界、生态峡谷景区、大熊猫基地	野生动物世界：180元/人次 大熊猫基地：100元/人次（含峡谷索道、观光车）	2023
齐云山(4A)	安徽省	月华索道、横江竹筏漂流、景区交通车、自由家树屋世界、月华度假酒店	月华索道：60元/人次（单程） 景区交通车：35元/人次（单程） 横江竹筏漂流：58元/人次	2024
丹霞山(5A)	广东省	锦江画廊游船、翔龙湖渡船、景区旅游区间交通、水上丹霞游船、丹霞山索道5个项目特许经营权，以及丹霞山文旅综合体投资、建设、运营	锦江画廊游船：100元/人次 翔龙湖渡船：40元/人次（双程） 水上丹霞游船：120元/人次 丹霞山索道：60元/人次（往返）	2024
莽山五指峰(4A)	湖南省	客运索道、景区观光车、餐饮服务、住宿服务、门票	门票：280元/人次（含往返索道和景区观光车）	2024
卧龙大熊猫苑	四川省	景区开发和运营	门票：85元/人次	2025

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

动漫及其衍生包含动漫及动画影视业务。公司拥有翔通动漫、其卡通等国内知名动漫品牌，翔通动漫拥有包括绿豆蛙、酷巴熊在内的超过 600 个原创动漫版权、1200 余个动漫版权形象，推动动漫创意、策划、制作、发行和版权、衍生品开发运营。其卡通积极布局动画电影产能业务，在提效的基础上丰富业务类型。同时依托数字科技技术与目的地深度创新结合，赋能文旅资产运营。2023 年动漫及其衍生业务收入 1.60 亿元，同比-9.4%，毛利率为 26.1%。

图6：文化行业收入拆分（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图7：动漫 IP 与文旅行业



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

打造祥源茶业，结合文旅资源，祁红博物馆是 4A 级景区。公司以生产、运营“祥源茶”品牌系列产品为核心业务，形成了以祁门红茶和武夷岩茶为两大消费茶类，普洱茶、福建白茶、祁门安茶为三大后发酵茶类的产品体系，拥有全自动工夫红茶生产流水线，其规模位于行业前列。2023 年茶叶销售收入 0.78 亿元，毛利率为 54.1%。祁红博物

馆是国家 4A 级景区，安徽省规模最大的茶叶专业博物馆，也是目前中国唯一的祁门红茶博物馆。

图8：祥源·祁红产业文化博览园



图片来源：公司官网、东吴证券研究所

图9：“祥源茶”品牌系列产品

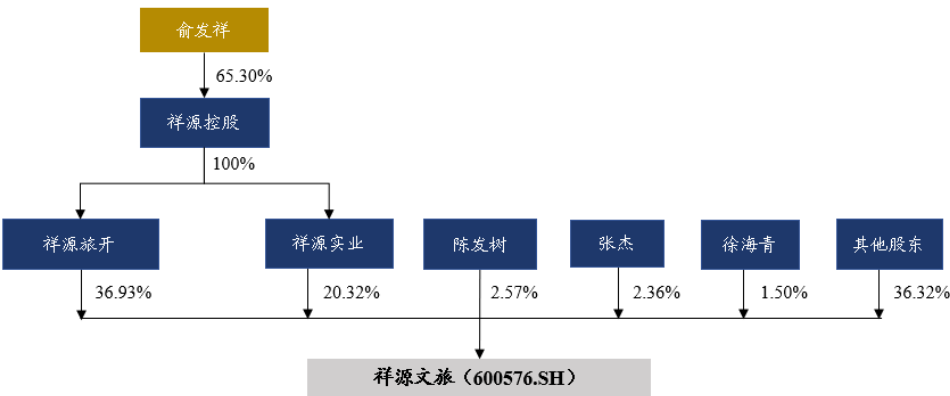


图片来源：公司官网、东吴证券研究所

1.3. 股权结构：背靠全国领先的文旅集团祥源控股

大股东是全国领先的文旅集团祥源控股，管理层经验丰富。截 2024 年 9 月 30 日，祥源控股分别通过其全资子公司祥源旅开和祥源实业持有上市公司 36.93%、20.32% 股权，祥源控股实控人俞发祥先生为上市公司实控人。祥源控股成立于 1992 年，以文旅投资建设运营为主导，控股上市公司祥源文旅（600576.SH）和交建股份（603815.SH），2018 年以来连续七年荣获“中国旅游集团 20 强”。公司管理层深耕文旅投资、运营产业多年，行业经验丰富。

图10：股权结构图（截至 2024 年 9 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

控股股东文旅资产储备和景区运营经验丰富。公司控股股东祥源控股集团自 2008 年布局文旅产业以来，投资建设运营了 40 余个文旅项目，分布在全国 14 个省，覆盖世界遗产 6 处，国家 5A 级景区 10 处、4A 级景区 16 处，集团旗下文旅资产储备充足。

表1: 公司主要管理层介绍

姓名	职位	工作经历
王衡	董事长	曾任祥源控股集团投资发展中心副总经理，祥源文化公司董事、副总裁、董事会秘书。杭州市高层次人才、杭州市企业上市与并购促进会联席会长、中国上市公司协会文化和旅游专业委员会副主任。现任公司董事长。
孙东洋	董事、总裁	曾任巅峰旅投副总经理，东方园林文旅集团副总裁兼研发、运营中心总裁，东方园林风景集团常务副总裁，祥源控股集团助理总裁，现任公司董事、总裁。
徐中平	董事、副总裁、财务负责人	曾任安徽蓝德集团股份有限公司会计、财务经理，安徽欧力电器有限公司财务副部长、财务部长、财务总监，祥源控股集团财务管理部副总经理、集团文旅事业群财务负责人。现任公司财务总监、董事、副总裁。
虞卫宁	副总裁	曾任杭州宋城产业营销有限责任公司大区域营销经理，中民航旅投资有限公司武夷山项目文旅副总经理、景区总经理，祥源旅开副总经理，凤凰古城文化旅游投资股份有限公司总经理。现任公司副总裁。
詹纯伟	副总裁	曾任浙江大学药业有限公司工程部经理、总经理助理、营销公司副总经理，万好万家集团法务总监，祥源文化董事会秘书、法务总监（兼任）、副总经理、总经理。现任公司副总裁。
王琦	董事会秘书	曾任公司法务中心经理、总监、公司监事。现任公司董事会秘书。

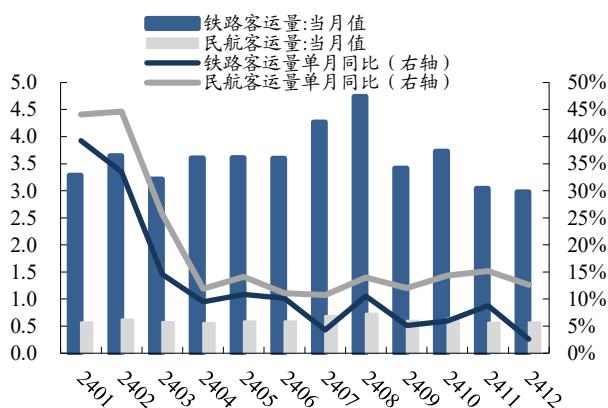
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 公司看点：内生+外延拓展景区业务，布局低空旅游+旅游服务

2.1. 旅游出行持续高景气，政策助力释放消费潜力

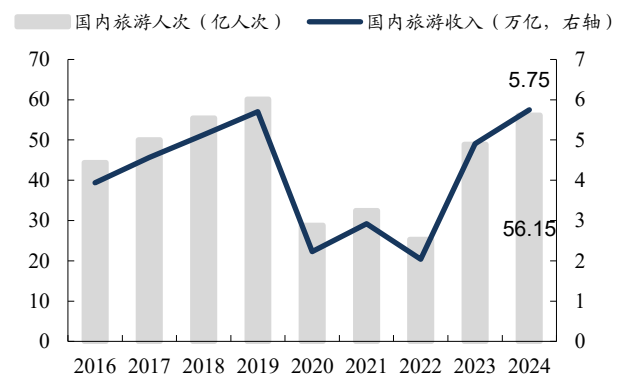
需求端：居民出行意愿强，旅游市场高景气。根据交通部数据，2024 年铁路/民航客运量同比分别增长 12%/18%，居民出行意愿高景气；2025 年 1-2 月，铁路/民航客流量累计同比分别增长+6.4%/5.5%。据文旅部数据，2014-2019 年国内旅游人次 CAGR 为 11%；2024 年国内出游人次 56.15 亿，同比增长 15%，恢复至 2019 年同期的 93%，国内游客出游总花费 5.75 万亿元，同比增长 17%。我们预计未来国内旅游人次将在高基数下持续稳健增长。

图11: 2024 年铁路民航单月客运量（亿人次）及 yoy



数据来源：交通部，东吴证券研究所

图12: 2016-2024 国内旅游人次及收入



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

消费政策频出，有望助力释放文旅消费潜力。2023 年起，中央陆续出台各项促消费和释放文旅消费潜力的政策文件。2025 年两会政府工作报告中，消费被明确列为政府十大工作任务之首，提出“大力提振消费、全方位扩大国内需求”；落实到文旅消费方面，提出释放文旅消费潜力，优化休假制度，发展冰雪经济、入境游等。政策端发力有望助力释放旅游行业消费潜力。

表2：2023 年以来中央出台的文旅相关政策梳理

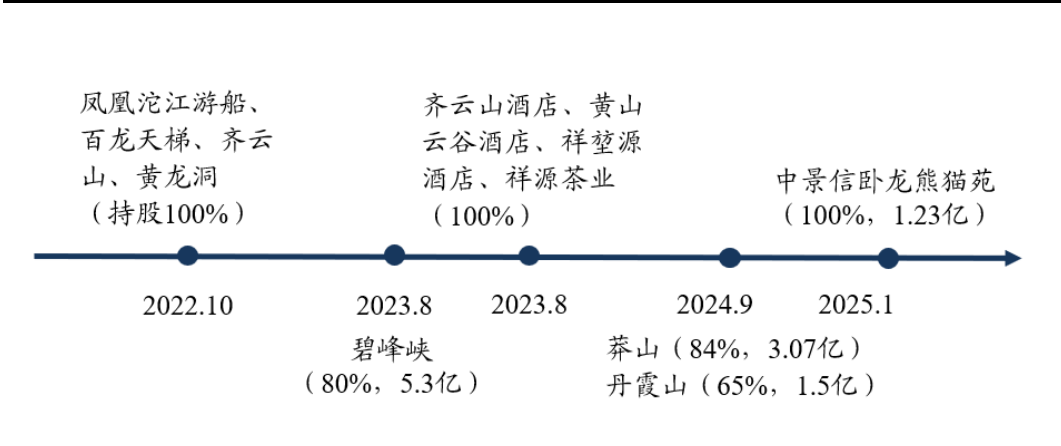
发布日期	发文部门	文件	内容
2023 年 7 月 28 日	国家发展改革委	《关于恢复和扩大消费的措施》	全面落实带薪休假制度，鼓励错峰休假、弹性作息，促进假日消费。加强区域旅游品牌和服务整合，积极举办文旅消费促进活动。健全旅游基础设施，鼓励制定实施景区门票减免、淡季免费开放等政策。
2023 年 9 月 27 日	国务院办公厅	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	重点关注加大优质旅游产品和服务供给，提出推进文化和旅游深度融合、实施美好生活度假休闲工程、实施体育旅游精品示范工程、开展乡村旅游提质增效行动、发展生态旅游产品等要求。
2024 年 7 月 29 日	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	提出激发改善型消费活力，其中文化娱乐消费和旅游消费均为重要方向，并在文化娱乐、旅游消费方面给出发展意见。
2024 年 11 月 6 日	国务院办公厅	《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	为巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果，以冰雪运动为引领，带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，推动冰雪经济成为新增长点。
2024 年 11 月	国务院办公厅	修订《全国年节及纪念日放假办法》	自 2025 年 1 月 1 日起，全体公民放假的假日增加 2 天，其中春节、劳动节各增加 1 天。
2025 年 1 月 13 日	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》	着力把文化旅游业培育成支柱产业，措施包括丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体消费需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策、优化消费环境等。
2025 年 3 月 16 日	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》	第三项服务消费提质惠民行动中提到，扩大文体旅游消费，推动冰雪消费，发展入境消费。另有包括落实和优化休假制度等内容。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.2. 推进文旅资产整合+运营，持续释放业绩弹性

自 2022 年起，公司通过重大资产重组、资产置换、现金收购等方式，目前已形成（1）景区类：三大旅游度假区（即齐云山生态文化旅游度假区、碧峰峡休闲旅游度假区、丹霞山休闲旅游度假区），以及张家界百龙天梯、张家界黄龙洞游船+语音讲解+景交车、凤凰古城沱江游船、湖南莽山五指峰、卧龙中华大熊猫苑等核心旅游景点；（2）酒店类：公司旗下齐云山自由家树屋世界、齐云山祥富瑞度假酒店、黄山祥源云谷度假酒店、湖南凤凰古城祥源熊公馆、四川雅安碧峰峡祥源萌趣酒店；（3）消费类：祥源茶、景区手办等资产，增厚公司利润。

图13：景区相关资产进入上市公司时间线



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2024 年 9 月 3.07 亿收购莽山旅游 64%股权，收购完成后共持有 84%股权

2.2.1. 大湘西片区贡献核心利润

大湘西片区资产以景区交通为主。2022 年公司通过发行股份收购百龙绿色、黄龙洞旅游和凤凰祥盛 100%股权，实现对大湘西文旅的布局。

凤凰祥盛以沱江泛舟观光作为核心体验式旅游产品，是游客游览凤凰古城时既可以感受独特的土家族、苗族民俗文化，又能欣赏秀丽的自然风景。璀璨的夜景、沉浸式的游船是必体验产品之一；

百龙天梯位于世界自然遗产核心区——武陵源风景名胜区的重要交通体验载体，垂直高差 335 米，运行高度 326 米，每小时运载量超 5500 人次，被誉为“世界上最高、运行速度最快、载重量最大的电梯”，并载入吉尼斯世界纪录。百龙天梯实现了现代科技和自然景观的完美结合，是当代人工建筑的典范，实现了“山上游，山下住”的目标，以自身的创造性、文化特性成为海内外游客热衷打卡的网红胜地，是张家界旅游的新地标。

黄龙洞景区位于张家界武陵区，以溶洞景观闻名，公司通过洞内洞外夜游光影秀进一步营造氛围、结合湘西土家族风情增加田园轻游乐产品、打造田园主题高端住宿产品，将黄龙洞升级为全景主题沉浸式项目，满足游客“可观、可学、可游、可玩”需求。目前公司提供游船、语音讲解及观光车服务。

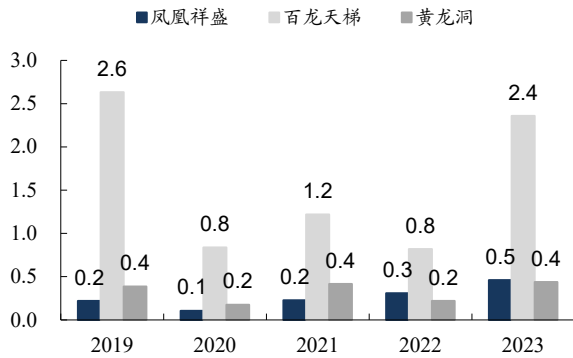
表3：大湘西片区主要景区资产

景区资产	位置	主要经营项目
凤凰祥盛	湖南省凤凰县	沱江泛舟观光服务
百龙天梯	湖南省张家界市	旅游观光电梯服务
黄龙洞	湖南省张家界市	游船运输、语音讲解及景区观光车服务

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

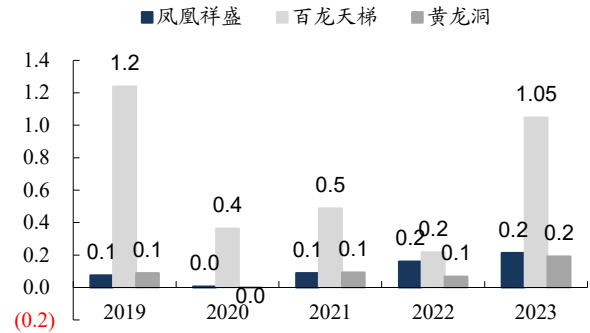
2023 年百龙天梯/凤凰祥盛/黄龙洞净利润占比为 66%/13%/12%。凤凰祥盛/百龙天梯/黄龙洞 2023 年收入分别为 0.46/2.36/0.44 亿元，较 2019 年+108%/-10%/+14%，净利润分别为 0.21/1.05/0.19 亿元，占公司净利润的 14%/67%/12%，较 2019 年+184%/-15%/+116%。2023 年凤凰游船/百龙天梯/黄龙洞客流量分别为 71/505/103 万人次，恢复至 2019 年 175%/97%/69%。

图14: 2019-2023 凤凰祥盛、百龙天梯及黄龙洞收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图15: 2019-2023 凤凰祥盛、百龙天梯及黄龙洞净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.2. 以齐云山为核心打造大黄山休闲度假目的地

齐云山片区以景区为核心，打造综合旅游目的地。2022 年公司通过发行股份收购齐云山股份 80%股权，2023 年置入齐云山酒店、黄山云谷酒店，2024 年收购齐云山自由家树屋世界酒店。大黄山片区以齐云山景区为核心，业务涵盖景区交通、酒店经营与度假区服务等，打造休闲度假目的地。

表4: 大黄山片区主要景区资产

景区资产	位置	业务类型	经营项目
齐云山景区	安徽省黄山市	景交	月华索道、景区交通车、横江竹筏漂流服务
		酒店	齐云山月华酒店, 自由家树屋世界酒店
		齐云小镇	三养为主题的文旅旅游区
黄山景区	安徽省黄山市	酒店	黄山祥源云谷酒店

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

齐云山景区以景交业务为主，2023 年营收、净利润超越疫情前。齐云山股份收入以景区交通为主，2021 年索道观光/景区交通车和竹筏漂流收入占比分别为 90%/6%/4%。2023 年齐云山景区收入为 0.32 亿元，净利润为 795 万元，均超越疫情前；2023 年客流为 83.61 万人次，客单价 38 元。齐云山酒店/黄山云谷酒店 2023 年 1-5 月营收分别为

1235/694 万元，净利润分别为 393/63 万元，未来随着定位高端市场的自由家树屋世界酒店逐步爬坡，酒店业态将贡献可观利润增量。

2.2.3. 成渝区域打造熊猫 IP 旅游度假区

碧峰峡景区打造旅游度假区。2023 年公司通过现金及承债的方式收购碧峰峡 80% 持股，收购对价 5.3 亿元。碧峰峡景区是雅安市唯一一家 5A 级景区，主要经营景交、动物园门票销售、酒店住宿餐饮服务，打造熊猫 IP 旅游度假区。

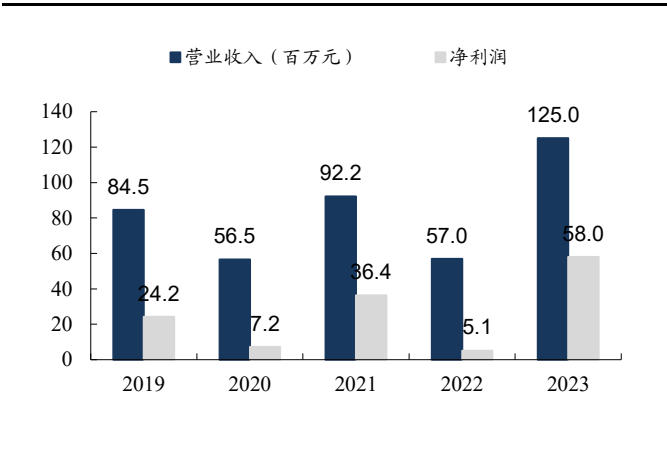
表5：成渝片区主要景区资产

景区资产	位置	主要经营项目
碧峰峡景区	四川省雅安市	1. 景区交通服务，包含动物园及峡谷景区观光车、动物园投食车、峡谷景区电梯运输服务
		2. 景区内野生动物世界、大熊猫基地门票销售
		3. 景区酒店住宿餐饮服务（萌趣主题酒店、望幽山居和逸养空间等）

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

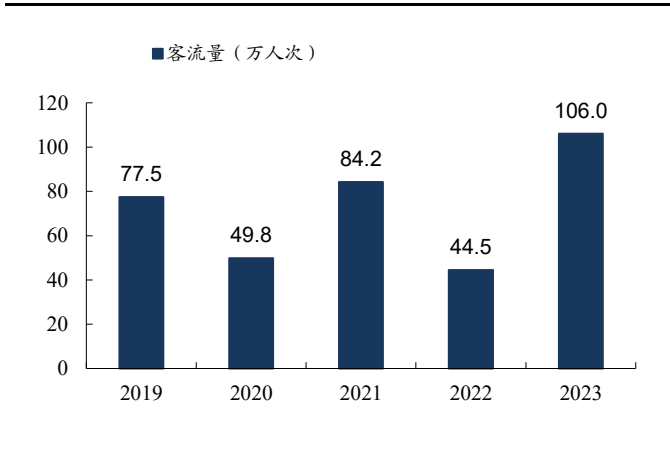
2023 年碧峰峡客流增长带动营收、净利润显著超越疫情前。2023 年碧峰峡收入达到 1.25 亿元，同比增长 120%，较 2019 年+48%，净利润为 0.58 亿元，较 2019 年+140%。2023 年景区客流达 106 万人次，较 2019 年增长 37%。

图16：2019-2023 碧峰峡营业收入及净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：2019-2023 碧峰峡客流量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

空中廊桥有望带动客流增长，打造以“大熊猫文化”为核心的综合休闲度假目的地。2024 年 8 月空中廊桥正式通行，将串联野生动物园和熊猫基地，优化了旅游线路，提升游客游览效率，有助于带动客流转增长。根据公司 2023 年报，未来碧峰峡整体游览空间将扩容一倍，新增品质度假服务，新增东线、游乐产品和度假酒店聚落，打造以“大熊猫文化”为核心的国际级综合性休闲度假目的地。

2.2.4. 持续整合景区资产，新增项目贡献利润增量

大南岭片区布局湖南莽山五指峰，辐射湖南、广东客群。2024 年 9 月公司以 3.07

亿元价格收购莽山 64%资产，全资子公司祥源堃鹏合计持股 84%。莽山五指峰景区位于湖南省郴州市宜章县，紧邻大湾区和长株潭两大城市群，拥有丰富的植物资源。公司主要经营景区管理、景交（观光车、电梯）、索道、餐饮住宿项目，提供一体化休闲旅游综合服务。景区是全国首家无障碍山岳旅游景区，拥有脱挂式抱索器客运索道，配备多辆载人和载椅式爬楼机，满足轮椅全程无障碍通行。2023 年/2024 上半年莽山景区营业收入分别达到 1.06/0.48 亿元，净利润分别为 0.46/0.11 亿元。

图18：莽山五指峰景区摩天岭电梯



数据来源：景区官网，东吴证券研究所

图19：莽山五指峰景区主要收费项目

序号	收费项目	票价
1	景区门票	150 元/人
2	索道（单程）	120 元/人
3	观光车（单程）	10 元/人
4	电梯（单程）	40 元/人

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中标丹霞山运营，布局华南旅游目的地。丹霞山景区位于广东省韶关市，是世界自然遗产、国家自然保护区、国家 5A 级旅游景区、广东省十大最美森林旅游目的地等。2024 年 9 月，公司控股孙公司丹霞山旅游（上市公司持股 65%）与丹霞山管委会签订特许经营授予合同，以 1.5 亿元中标丹霞五个旅游特许经营权项目，包括对投资、运营、维护锦江画廊游船、水上丹霞游船、翔龙湖渡船、丹霞山索道及景区旅游区间交通五大项目，以及相关配套服务和项目。2023 年丹霞山景区客流量 180.7 万人次，为 2019 年的 62%；2023 年景区门票和锦江画廊收入为 5440 万元，后续随着文旅综合体项目建成投运、低空项目带来增量体验，丹霞山客流有望持续增长。

图20：日暮锦江游船



数据来源：祥源丹霞山微信公众号，东吴证券研究所

图21：水上丹霞游船



数据来源：祥源丹霞山微信公众号，东吴证券研究所

新增布局大熊猫神树坪基地，与碧峰峡协同发展。2025 年 1 月公司全资子公司以

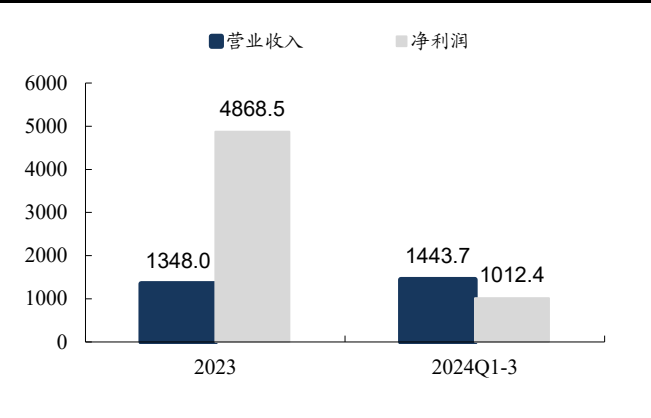
1.23 亿元（包含承接债务 0.68 亿元）收购卧龙中景信 100%股权，卧龙中景信主要运营卧龙大熊猫苑神树坪基地，位于四川省阿坝州汶川县，交通便利，周边生态资源丰富，客源市场广阔。2023 年卧龙中景信收入 1348 万元，净利润 4565 万元（剔除债务重组收益后 783 万元），2024Q1-3 收入为 1444 万元，净利润 1012 万元。未来神树坪基地将与碧峰峡景区协同发展，促进景区客流进一步提升。

图22: 卧龙中华大熊猫苑神树坪基地



数据来源：景区官网，东吴证券研究所

图23: 卧龙中景信营收和净利润（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

控股股东文旅资产储备丰富，未来有望助力上市公司继续整合资产。公司控股股东祥源控股集团自 2008 年布局文旅产业以来，投资建设运营了 40 余个文旅项目，分布在全国 14 个省，覆盖世界遗产 6 处，国家 5A 级景区 10 处、4A 级景区 16 处，集团旗下文旅资产储备充足，景区运营经验丰富，未来有望助力上市公司继续整合运营景区资产。

表6: 上市公司景区资产收购情况

景区资产	收购对价（亿元）	收购方式	开始时间	落地时间
百龙绿色 100%	12.21	发行股份	2021.5.19	2022.10.9
凤凰祥盛 100%	1.78	发行股份	2021.5.19	2022.10.8
黄龙洞 100%	1.63	发行股份	2021.5.19	2022.9.30
齐云山股份 80%	0.49	发行股份	2021.5.19	2022.10.8
碧峰峡 80%	5.30	现金，承接债权（0.34 亿元）	2023.7.20	2023.8.8
齐云山酒店、黄山云谷酒店、祥源茶业、祥堃源酒店 100%	6.04	资产置换，现金支付价差 2.91	2023.7.31	2023.8.17
莽山旅游 84%	0.88	收购 20%	2023.12.27	2024.7.12
	3.07	现金及承债收购 64%	2024.9.18	2024.9.23
丹霞山 5 项特许经营	1.50	现金	2024.9.20	2024.9.25
卧龙中景信 100%	1.23	现金及承债(0.68 亿)	2024.12.20	2025.1.8

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 打造服务旅行品牌“祥源旅行”

打造“祥源旅行”旅行服务品牌，实现“线上+线下”一体化布局。2024 年 3 月，公司成立祥源旅行全资子公司，整合祥源旅游目的地资源和丰富运营经验，湖南、四川、

安徽、河北、浙江等地祥源旗下主要项目资源为起点，瞄准旅游目的地“最后一公里”，通过数字化技术平台，在“吃、住、行、游、购、娱”全链条与游客互动，以精细化的自营产品，为游客提供高品质服务和高质量体验。未来公司将打造文旅休闲度假业务“线上+线下”全链路服务能力和一站式旅行服务品牌，未来有望贡献可观的收入增量。

图24：祥源旅行品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图25：祥源旅行小程序



数据来源：祥源旅行微信小程序，东吴证券研究所

2.4. 亿航智能获批 OC 证，布局低空+旅游业务

政策赋能低空旅游成为文旅消费新业态。2021 年《国家综合立体交通网规划纲要》首次将“低空经济”概念写入国家规划，标志着低空经济正式上升为国家战略；2023 年 12 月，中央经济工作会议把低空经济列入战略性新兴产业；2024 年“低空经济”首次写入政府工作报告，同年 12 月，国家发展改革委成立低空经济发展司统筹低空经济发展；2025 年以来，全国已有 30 个省份将“低空经济”发展规划写入政府工作报告或出台相关政策，推动低空飞行路线、应用示范区等项目建设。随着低空经济应用场景不断拓展，低空旅游将成为文旅消费新业态。

表7：2021 年以来中央出台的低空经济相关政策梳理

发布日期	发文部门	文件	内容
2021 年 2 月 24 日	国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	发展交通运输平台经济、枢纽经济、通道经济、低空经济
2023 年 12 月 11 日	中央经济工作会议	-	打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业
2024 年 9 月 27 日	国务院	2024 年《政府工作报告》	积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎
2024 年 12 月 27 日	国家发展和改革委员会	-	成立低空经济发展司

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

布局低空经济，构建“低空+文旅”综合服务业态。祥源文旅于 2024 年 11 月出资设立控股子公司祥源通航，探索开展景区空中观光游览应用，目标构建“低空+文旅”综合服务业态。2024 年 11 月 14 日，祥源文旅与亿航智能达成战略合作，第一批计划采购

50 台亿航 EH216-S 无人驾驶载人航空器（eVTOL）。2025 年 1 月 1 日，祥源通航在丹霞山完成亿航 EH216-S 首航，提供垂直起降观光、巡回飞行及多景点串飞服务。2025 年 3 月 8 日，合肥祥源花世界景区落地第三个低空旅游示范地，两架 EH216-S 完成首飞，推进全国景区低空运营网络布局。

图26：丹霞山 eVTOL 首飞



数据来源：祥源文旅微信公众号，东吴证券研究所

图27：祥源花世界 eVTOL 首飞



数据来源：祥源文旅微信公众号，东吴证券研究所

亿航智能获批全球首张 OC 证,低空旅游商业化落地有望加速。2025 年 3 月 28 日，亿航智能 EH216-S 无人驾驶载人航空器相关运营航司获得全国第一批运营合格证（OC 证），此前 EH216-S 已获得载人 eVTOL 产品型号合格证（TC）、标准适航证（AC）、生产许可证（PC），EH216-S 成为全球首个“四证齐全”的无人驾驶载人航空器，标志着低空旅游、短途通航等商业化业态将加速落地。公司积极布局低空景区游览项目，未来有望赋能景区运营管理。

图28：祥源文旅与亿航智能签署合作协议



数据来源：祥源文旅微信公众号，东吴证券研究所

图29：民用无人驾驶载人航空器运营合格证

民用无人驾驶航空器运营合格证 REMOTELY PILOTED AIRCRAFT SYSTEMS AIR OPERATOR CERTIFICATE		
合格证编号 (NUMBER):		UAOC-C-ZN-20250328001
运行人名称/NAME OF OPERATOR: 广东亿航通用航空有限公司		
运行人地址/BUSINESS ADDRESS:		碧山大街29号1号楼1201
主运行基地/PRINCIPAL BASE OF OPERATIONS: 广东省广州市穗港智造特别合作区穗港码头		
运行管理联系人/CONTACT PERSON:		王栋
经审查，该运行人符合中国民用航空规章第92部(CCAR-92)的要求，批准从事如下种类运行： Upon findings that the air operator complies with the requirements of CHINA CIVIL AVIATION REGULATION part 92(CCAR-92), the air operator is approved to conduct operations of the following category:		
运行种类/CATEGORY OF OPERATION:		
☒ 固定翼飞行/Fixed Operation 航线飞行/Line Operation ☐ 其他飞行/Others		
经营种类/COMMERCIAL OPERATION:		
☐ 载客类/Passenger Transportation ☒ 载人类/Person onboard ☐ 载货类/Laden ☐ 培训类/Training ☐ 其他类/Others		
请扫描二维码核验经批准的具体运营内容 Please scan the QR code to verify the approved operation.		
上述运行的具体限制详见局方批准的《运营规范》。 Limitations for above operations may refer to OPERATION SPECIFICATION approved by CAAC.		
本运营合格证除被放弃或吊销，2年有效。 This certificate shall be valid for 2 years, unless abandoned or revoked.		

数据来源：广州黄埔微信公众号，东吴证券研究所

战略牵手零重力飞机工业，加速“低空+文旅”战略布局。2024 年 11 月 20 日，祥源通航与零重力飞机工业签署战略合作协议。零重力以新能源航空器整机研制为核心，布局电动固定翼飞机、电动垂直起降飞行器（eVTOL）等多元化型号产品，将助力祥源文旅探索“低空+文旅”新场景、新玩法、新体验。

图30: 祥源文旅与零重力飞机工业战略合作签约



数据来源: 祥源文旅微信公众号, 东吴证券研究所

图31: 零重力飞机模型



数据来源: 祥源文旅微信公众号, 东吴证券研究所

战略携手小鹏汇天, 加速推进“低空+旅游”商业化落地。2025年2月, 祥源通航携手亚洲规模最大的飞行汽车公司小鹏汇天, 依托祥源文旅旗下优质旅游资源与小鹏汇天汽车技术优势, 探索“售训修托”一体化模式, 进一步构建产业链闭环, 形成可复制商业模式。

图32: 与小鹏汇天合作布局飞行汽车



数据来源: 祥源文旅微信公众号, 东吴证券研究所

图33: 祥源文旅与小鹏汇天合作签约

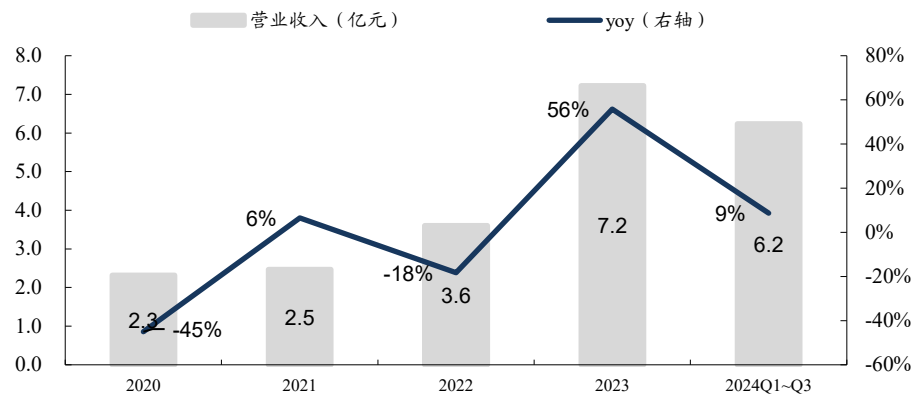


数据来源: 祥源文旅微信公众号, 东吴证券研究所

3. 财务分析

收入规模持续提升。2022年起公司陆续收购景多个区资产, 2023年起旅游市场快速复苏, 客流增长带动公司营收规模持续增长。2023年公司收入7.2亿元, 同比+56%; 2024年Q1-3收入6.2亿元, 较2023年同期+9%。

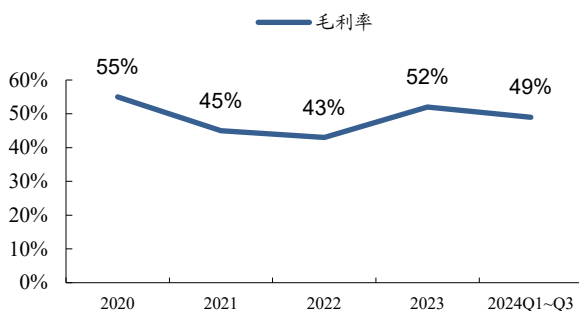
图34：公司营收及 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

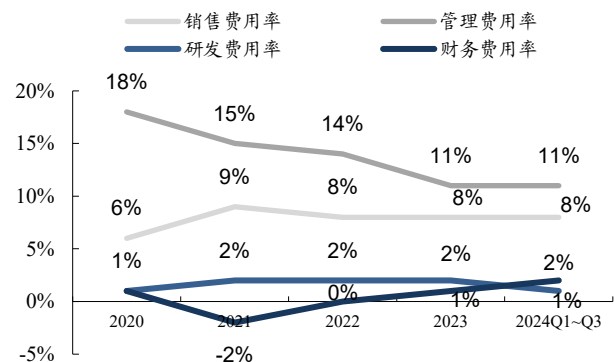
景区交通业务带动毛利率提升，费用率基本稳定。2023 年公司毛利率为 52.0%，景区交通业务恢复带动毛利率提升。2024Q1-3 公司毛利率为 49.0%，较 2023 年同期-4.1pct。公司费用率基本保持稳定。

图35：公司毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

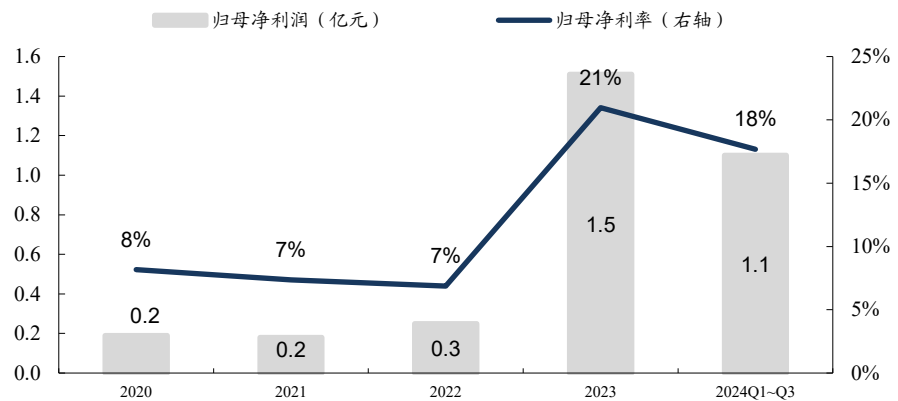
图36：公司四项费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利能力持续释放。景区资产随旅游市场恢复释放利润，2023 年归母净利润达 1.5 亿元，归母净利率为 21%，创历史新高。2024 年 Q1-3 归母净利润为 1.1 亿元，较 2023 年同期+9%，归母净利率为 18%。随着业务规模增长及经营杠杆作用显现，盈利能力有望进一步提升。

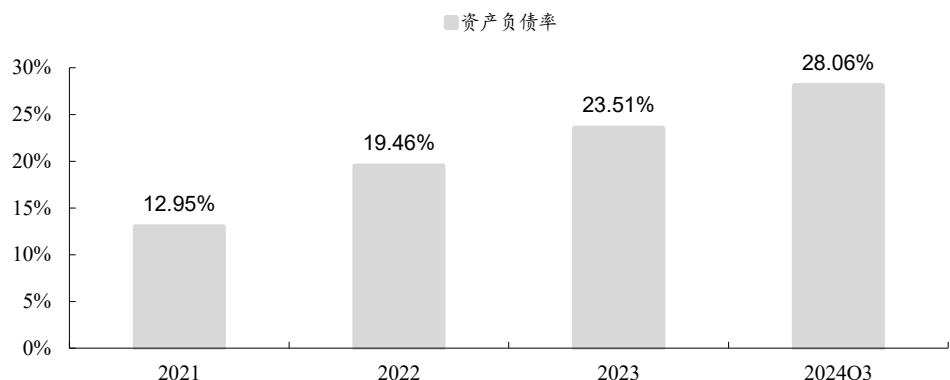
图37: 公司归母净利润及归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

资产负债率因收购项目有所增长，整体处于合理状态。截至 2022/2023/2024Q3 末，公司资产负债率为 19.46%/23.51%/28.06%，由于公司自 2022 年起陆续收购体外资产，负债率逐年提升，但对比同行业公司，仍处于合理水平。

图38: 公司资产负债率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

关键假设:

景交业务: 莽山、丹霞山等新增业务后将显著贡献收入增量，随着公司持续运营体内景区项目，客流驱动内生增长，我们预测 2024-2026 年景交业务将分别实现营收 5.02/9.13/10.25 亿元，同比增长 42.4%/81.7%/12.3%。

酒店业务: 2024 年酒店行业经营承压，后续酒店行业供需将改善，公司积极布局度假酒店等项目，我们预测 2024-2026 年酒店业务将分别实现营收 0.36/0.39/0.44 亿元，同比-

5.0%/+8.0%/+10.0%。

动物园业务：碧峰峡新增空中廊桥将驱动客流增加，预测 2024-2026 年动物园业务将分别实现营收 0.48/0.58/0.66 亿元，同比增长 30.0%/20.0%/15.0%。

智慧文旅项目软硬件集成建设和数字化运营及技术业务：随着公司旗下小岛科技互联网技术、智能设备与大数据体系的建设完善，云票务系统、分销及清分结算系统、业务系统等数字化产品的纵深布局，预测 2024-2026 年该业务营收分别为 0.12/0.13/0.14 亿元，同比-5.0%/+8.0%/+8.0%。

动漫及衍生业务：公司动漫 IP 多产业联动，“动漫+文旅”产业价值链整合发力，预测 2024-2026 年动漫及衍生业务分别实现营收 1.59/1.62/1.67 亿元，同比-1.0%/+2.0%/+3.0%。

茶叶销售业务：公司通过线上线下融合发展的路径推广茶叶产品，与文旅融合宣传茶文化，消费者对公司高品质茶叶认知持续加深，预测 2024-2026 年茶叶销售业务分别实现营收 0.82/0.94/1.09 亿元，同比增长 5.0%/15.0%/15.0%。

租赁业务：我们预测 2024-2026 年租赁业务分别实现营收 0.09/0.10/0.10 亿元，同比增长 2.0%/5.0%/5.0%。

表8：祥源文旅收入预测拆分（单位：亿元）

业务	2022	2023	2024E	2025E	2026E
景交业务	1.42	3.53	5.02	9.13	10.25
yoy	-	148.4%	42.4%	81.7%	12.3%
酒店业务	0.24	0.38	0.36	0.39	0.44
yoy	-	58.7%	-5.0%	8.0%	12.0%
动物园业务	-	0.37	0.48	0.58	0.66
yoy	-	-	30.0%	20.0%	15.0%
智慧文旅业务	0.14	0.12	0.12	0.13	0.14
yoy	-	-8.5%	-5.0%	8.0%	8.0%
动漫及衍生业务	1.77	1.6	1.59	1.62	1.67
yoy	-19.8%	-9.4%	-1.0%	2.0%	3.0%
茶叶销售业务	0.79	0.78	0.82	0.94	1.09
yoy	-	-0.4%	5.0%	15.0%	15.0%
租赁	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10
yoy	-	0.7%	2.0%	5.0%	5.0%
其他	0.12	0.19	0.38	0.68	1.09
yoy	-	57.5%	100.0%	80.0%	60.0%
合计	3.60	7.22	8.86	13.56	15.43

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营提效和规模效应下，预计公司毛利率稳步提升。随着景区客流增长和新增资产

进入公司体内，营收规模显著增长。规模效应下毛利率稳中有升，预计 2024-2026 年分别为 49.8%/57.0%/57.2%；叠加经营提效，费用率整体有改善趋势。

表9：祥源文旅毛利率及三费率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	43.0%	52.0%	49.8%	57.0%	57.2%
销售费用率	10.0%	8.3%	8.2%	6.5%	6.2%
管理费用率	14.3%	11.4%	11.2%	9.0%	8.8%
研发费用率	1.9%	2.3%	1.6%	1.2%	1.1%
财务费用率	0.5%	0.6%	1.1%	0.3%	0.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综上，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.62/3.96/4.65 亿元。随着公司包括景交、酒店等业务布局扩张，营收规模快速增长，杠杆效应下预计公司净利率将持续改善，2024-2026 归母净利润分别为 1.62/3.96/4.65 亿元，归母净利率分别为 18.3%/29.2%/30.1%。

表10：祥源文旅营业收入及归母净利润（单位：亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4.64	7.22	8.86	13.56	15.43
yoy	5.2%	55.8%	22.7%	53.1%	13.8%
归母净利润	0.23	1.51	1.62	3.96	4.65
归母净利率	4.9%	21.0%	18.3%	29.2%	30.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

祥源文旅是中国领先的文旅资产运营商，布局多个目的地的稀缺景区资源，打造“文化 IP+旅游+科技”的业务模式，未来内生增长和外延扩张助力释放业绩弹性。我们预测 2024-2026 年公司归母净利润为 1.6/4.0/4.6 亿元，对应 PE 为 60/24/21 倍。

我们选取有产能扩张预期的景区上市公司西域旅游、长白山、峨眉山 A 和丽江股份作为可比公司，2025 年可比公司平均估值为 32 倍；考虑祥源文旅未来有望继续整合优质景区资产，公司有一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

表11：祥源文旅可比公司估值（截至 2025 年 4 月 2 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	
300859.SZ/ 西域旅游	58	1.1	1.2	1.5	1.8	55	49	40	33	增持
603099.SH/ 长白山	87	1.4	1.7	2.1	2.5	63	52	41	34	未评级
000888.SZ/ 峨眉山 A	76	2.3	2.7	3.1	3.4	33	28	25	22	未评级
002033.SZ/ 丽江股份	52	2.3	2.4	2.6	2.8	23	22	20	19	未评级
四家可比公司按市值加权平均 PE							39	32	28	
600576.SH/ 祥源文旅	97	1.5	1.6	4.0	4.6	64	60	24	21	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：祥源文旅和西域旅游盈利预测由东吴证券研究所给出，其余公司的盈利预测为 wind 一致预期

5. 风险提示

宏观经济波动：若宏观经济波动、扩大内需政策效果不及预期，公司客流增长或承压，进而影响公司的经营状况。

资源整合进度不及预期：公司持续推进优质景区资产外延并购，若整合进度不及预期，将影响公司业绩增长预期。

新增项目落地进度不及预期：公司积极拓展旅游目的地配套项目，并开展旅游服务和低空旅游等新项目，若新项目落地进度不及预期，将影响公司业务成长性。

自然灾害和极端天气影响经营：若发生重大自然灾害或极端天气事件，将使公司客流减少，进而对营收业绩造成不利影响。

祥源文旅三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	780	549	1,035	1,564	营业总收入	722	886	1,356	1,543
货币资金及交易性金融资产	528	291	724	1,249	营业成本(含金融类)	347	445	584	660
经营性应收款项	69	62	77	68	税金及附加	8	10	12	12
存货	96	111	137	147	销售费用	60	73	88	96
合同资产	0	0	0	0	管理费用	82	99	122	136
其他流动资产	86	84	97	100	研发费用	17	14	16	17
非流动资产	2,917	3,334	3,330	3,329	财务费用	5	10	4	4
长期股权投资	51	131	131	131	加:其他收益	3	3	4	4
固定资产及使用权资产	659	717	693	667	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	12	30	30	31	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	1,156	1,196	1,231	1,261	减值损失	(32)	(28)	(26)	(26)
商誉	532	512	492	482	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	130	136	142	148	营业利润	176	211	509	598
其他非流动资产	377	611	610	609	营业外净收支	10	12	13	14
资产总计	3,696	3,883	4,365	4,893	利润总额	187	222	522	612
流动负债	322	431	502	543	减:所得税	29	44	104	122
短期借款及一年内到期的非流动负债	179	258	278	298	净利润	157	178	417	489
经营性应付款项	55	65	82	89	减:少数股东损益	6	16	21	24
合同负债	7	9	12	12	归属母公司净利润	151	162	396	465
其他流动负债	82	99	129	143	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.14	0.15	0.38	0.44
非流动负债	547	519	514	512	EBIT	185	232	525	615
长期借款	158	138	133	131	EBITDA	278	345	646	743
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	51.96	49.77	56.97	57.24
租赁负债	16	16	16	16	归母净利率(%)	20.96	18.25	29.23	30.12
其他非流动负债	374	366	366	366	收入增长率(%)	55.81	22.68	53.08	13.79
负债合计	869	950	1,016	1,055	归母净利润增长率(%)	572.12	6.81	145.13	17.25
归属母公司股东权益	2,732	2,821	3,217	3,682					
少数股东权益	96	112	133	157					
所有者权益合计	2,827	2,932	3,350	3,839					
负债和股东权益	3,696	3,883	4,365	4,893					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	269	312	531	635	每股净资产(元)	2.56	2.67	3.05	3.49
投资活动现金流	(1)	(513)	(103)	(113)	最新发行在外股份(百万股)	1,055	1,055	1,055	1,055
筹资活动现金流	(396)	(36)	5	3	ROIC(%)	4.62	5.68	11.81	12.21
现金净增加额	(128)	(237)	433	525	ROE-摊薄(%)	5.54	5.73	12.32	12.62
折旧和摊销	93	113	121	128	资产负债率(%)	23.51	24.47	23.27	21.55
资本开支	(55)	(191)	(91)	(100)	P/E(现价&最新股本摊薄)	63.73	59.67	24.34	20.76
营运资本变动	(35)	(8)	(29)	(9)	P/B(现价)	3.58	3.42	3.00	2.62

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>