

旅游投运央企平台，轻重结合海内外扩张

增持(首次)

2025年09月29日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旖瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书: S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万港元) | 4,494 | 4,627 | 5,039 | 5,336 | 5,559 |
| 同比(%) | 48.22 | 2.96 | 8.90 | 5.89 | 4.19 |
| 归母净利润(百万港元) | 239.55 | 105.97 | 273.34 | 415.64 | 597.20 |
| 同比(%) | 扭亏 | (55.76) | 157.94 | 52.06 | 43.68 |
| EPS-最新摊薄(港元/股) | 0.04 | 0.02 | 0.05 | 0.08 | 0.11 |
| P/E(现价&最新摊薄) | 36.98 | 83.59 | 32.41 | 21.31 | 14.83 |

投资要点

- 中旅旗下旅游目的地一体化平台:** 香港中旅成立于1992年7月,同年11月在香港上市,是央企中国旅游集团旗下的旅游资产投资和运营平台。截至2024年底,公司通过参控股投资运营国内外景区度假区约60家,其中5A景区18家、4A景区18家。2024年公司实现收入46.27亿港元,同比+3%,其中旅游景区及相关/旅游证件及相关/酒店/客运业务四大板块占比分别为44%/7%/18%/24%。
- 旅游出行持续高景气,政策助力释放消费潜力:** 2025年上半年国内出游人次/游客出游总花费同比分别+20.6%/15.2%,我们预计未来旅游人次将在高基数下持续稳健增长。服务消费政策频出,有望助力释放文旅消费潜力。
- 旅游景区为核心,多元业务稳发展:**
 - 旅游景区:** 全国布局景区,实现投运一体化。细分板块主题公园/自然人文/休闲度假/景区配套服务2024年收入为5.96/12.41/4.58/0.50亿港元。1) **主题公园:** 布局深圳世界之窗、锦绣中华两个重点项目。2) **自然人文景区:** 通过控股、参股布局沙坡头、德天、中泸文旅和开元森泊等,2024年沙坡头/德天接待游客146/220万人次,收入4.65/2.90亿港元。3) **休闲度假景区:** 2024年地产/旅游收入分别为1.15/3.43亿港元,旅游度假区珠海、咸阳和安吉公司项目。4) **景区配套服务:** 以轻资产输出管理为核心,截至2024年底共输出管理景区27家。5) **布局新项目贡献增量:** 公司持续布局重庆游乐园和深圳大鹏度假区等新项目,2025年8月收购吉林松花湖项目布局冰雪旅游,未来有望贡献业绩增量。
 - 酒店业务:** 定位港澳高端市场,经营持续优化。酒店业务拥有高端品牌维景,公司在港澳运营6家酒店和1家服务式公寓,在北京运营1家酒店。经营数据持续改善,2025年上半年,港澳酒店RevPAR为731港元,同比+12%,北京维景酒店RevPAR同比基本持平。
 - 客运业务:** 运营客车和客船业务,服务大湾区跨境客流。中旅巴士开展大湾区跨境客运,轮渡核心航线包括香港-澳门航线。受益于港人北上,2024年客运业务收入10.93亿港元,同比+11%。
- 盈利预测及投资建议:** 香港中旅作为全国领先的文旅投资运营一体化平台,背靠央企中旅集团打造多个标杆文旅项目,立足大湾区发展多元业务,未来布局海内外文旅新项目赋能成长。我们预测2025-2027年公司归母净利润为2.7/4.2/6.0亿港元,对应PE为32/21/15倍。考虑香港中旅未来有望继续拓展优质旅游资产,公司有一定的估值溢价,首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动、新增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(港元) | 1.60 |
| 一年最低/最高价 | 0.91/2.99 |
| 市净率(倍) | 0.55 |
| 港股流通市值(百万港元) | 8,858.61 |

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(港元) | 2.93 |
| 资产负债率(%) | 26.89 |
| 总股本(百万股) | 5,536.63 |
| 流通股本(百万股) | 5,536.63 |

相关研究

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 公司概况：中旅旗下旅游目的地一体化平台 | 5 |
| 1.1. 发展历程：旅游目的地投资运营平台 | 5 |
| 1.2. 业务模式：全国布局景区资产，发展大湾区多元业务 | 6 |
| 1.3. 股权结构：背靠央企中旅集团 | 8 |
| 2. 核心看点：旅游景区为核心，多元业务稳发展 | 9 |
| 2.1. 行业：旅游出行持续高景气，政策助力释放消费潜力 | 9 |
| 2.2. 旅游景区：全国布局景区，实现投运一体化 | 11 |
| 2.3. 酒店业务：定位港澳高端市场，经营持续优化 | 17 |
| 3. 财务分析 | 19 |
| 4. 盈利预测及投资建议 | 20 |
| 4.1. 盈利预测 | 20 |
| 4.2. 投资建议 | 21 |
| 5. 风险提示 | 22 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 沙坡头旅游度假区 | 5 |
| 图 2: 德天跨国瀑布 | 5 |
| 图 3: 公司发展历程 | 6 |
| 图 4: 主要业务收入拆分 (亿港元) | 6 |
| 图 5: 景区运营管理数 (家) | 7 |
| 图 6: 旅游景区及相关业务分部营收拆分 (亿港元) | 7 |
| 图 7: 旅行证件及相关业务收入 (亿港元) 及 yoy (右轴) | 7 |
| 图 8: 酒店业务收入及利润 (亿港元) | 8 |
| 图 9: 客运业务收入和利润 (亿港元) | 8 |
| 图 10: 公司股权结构图 (截至 2025 年 6 月 30 日) | 9 |
| 图 11: 2024 年铁路民航单月客运量 (亿人次) 及 yoy | 10 |
| 图 12: 2016-2024 及 2025H1 国内旅游人次及收入 | 10 |
| 图 13: 公司参控股景区分布 (截止 2024 年 12 月 31 日) | 11 |
| 图 14: 主题公园营收和利润 (亿港元) | 12 |
| 图 15: 自然人文景区营收和利润 (亿港元) | 12 |
| 图 16: 重点控股景区营收情况 (亿港元) | 14 |
| 图 17: 非控股景区投资收益 (亿港元) | 14 |
| 图 18: 沙坡头钻石酒店 | 14 |
| 图 19: 泾海廊道 | 14 |
| 图 20: 休闲度假景区营收情况 (亿港元) | 15 |
| 图 21: 恒大海泉湾投资收益 (亿港元) | 15 |
| 图 22: 吉林松花湖滑雪度假区 | 16 |
| 图 23: 景区配套服务营收情况 (亿港元) | 17 |
| 图 24: 2024 年输出管理景区情况 (家) | 17 |
| 图 25: 公司营收及 yoy | 19 |
| 图 26: 公司毛利润和毛利率 | 19 |
| 图 27: 公司三大费用率 | 19 |
| 图 28: 公司归母净利润及归母净利率 | 20 |

| | |
|--|----|
| 表 1: 公司管理层简介 (截至 2025 年 6 月 30 日) | 9 |
| 表 2: 2023 年以来中央出台的文旅相关政策梳理 | 10 |
| 表 3: 主题公园旗下公司 | 12 |
| 表 4: 自然人文景区旗下资产 (截至 2025 年 6 月 30 日) | 13 |
| 表 5: 休闲度假景区旗下资产 (截至 2025 年 6 月 30 日) | 15 |
| 表 6: 景区配套服务业务旗下资产 (截至 2025 年 6 月 30 日) | 16 |
| 表 7: 旅游景区业务新项目 (截至 2025 年 6 月 30 日) | 17 |
| 表 8: 公司酒店信息一览 | 18 |
| 表 9: 酒店业务经营数据 | 18 |
| 表 10: 香港中旅收入预测拆分 (单位: 亿港元) | 20 |
| 表 11: 毛利率和费用率预测 | 21 |
| 表 12: 营收和归母净利润预测 | 21 |

表 13: 香港中旅可比公司估值（截至 2025 年 9 月 26 日） 22

1. 公司概况：中旅旗下旅游目的地一体化平台

1.1. 发展历程：旅游目的地投资运营平台

打造一流旅游目的地投资与运营服务商。香港中旅成立于1992年7月，同年11月在香港上市，是中国旅游集团旗下旅游资源投资和运营平台，公司以旅游目的地开发运营为重点，主要业务包括投资与运营旅游景区及相关业务、旅行证件及相关业务、酒店业务、跨境客运业务等。公司践行中国旅游集团“立足香港、深耕海南、拓展内地、做精海外”的发展战略，截至2024年底，香港中旅共计投资运营约60家国内外景区度假区，其中5A景区18家、4A景区18家。

图1：沙坡头旅游度假区



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图2：德天跨国瀑布



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司自成立以来分为三个发展阶段：

聚焦旅游核心业务，理顺旗下资产（1992-2008年）：公司成立于1992年，同年在港交所上市，业务涉及旅游休闲、酒店、运输、物业开发、科技投资、基建等多个领域。2000年以后，公司聚焦旅游休闲核心业务，陆续出售路桥项目、终止货运运输服务等，开发珠海海泉湾等休闲度假目的地，发展旅游社和酒店业务。2007年主题公园接待游客400万人次，公司整体收入44.17亿港元。

优化资产结构与业务，开发自然人文旅游目的地（2009-2019年）：为应对金融危机后人们消费需求不足的形势，公司对现有经营业务进行进一步优化。明确“旅游目的地+旅游地产”模式，重点开发自然人文旅游目的地，与浙江、河南等当地政府或企业开展合作，建立合资公司开发旅游资源。剥离货运业务后，公司专注于客运服务，下属香港中旅汽车服务有限公司与参股信德中旅船务投资有限公司分别提供汽运与船运服务。2014年公司出售连年亏损的芒果网，2015年公司关闭高尔夫球会所，出售渭河发电厂。控股母公司层面，2016年国旅集团与港中旅集团合并，成为中国旅游集团。

退出旅行社和地产业务，聚焦主业实施精品战略（2020-至今）：2020-2022年疫情影响主业客流，公司坚持“保生存，谋发展”战略，退出营收不及预期的旅游景点（如嵩山、慈城古镇等），出售旅行社业务，针对现有业务开展存量优化，同时推动“地产+旅游”建设，缓解公司资金压力。2023年后回归旅游主业，与大理、重庆、马尔代夫等海内外

多地合作开发旅游景区，整合外部资源，加大产品创新研发力度。

图3：公司发展历程

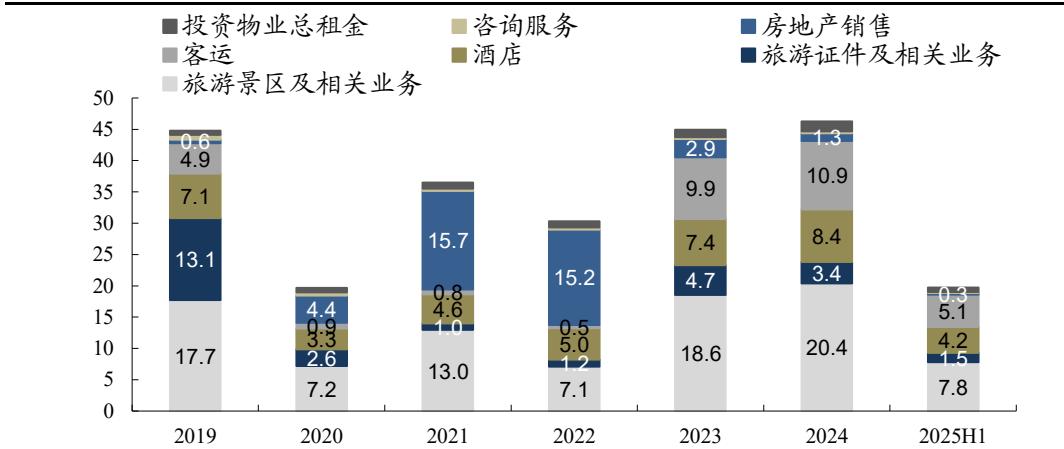


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：全国布局景区资产，发展大湾区多元业务

公司主要运营旅游景区及相关业务、旅游证件及相关业务、酒店业务及客运业务四大板块：1) 旅游景区作为核心业务，包含主题公园、景区、景区配套服务等业务，旗下资产遍布全国。2024年/2025H1 旅游景区及相关收入达 20.37/7.81 亿港元，同比+10%/-13%，占营业收入 44%/40%。2) 旅游证件及相关业务，主要受理港澳台居民来往内地的旅游证件办理等相关业务，2024/2025H1 实现营业收入 3.44/1.47 亿港元，同比-27%/-18%，占营业收入 7%/7%。3) 酒店业务，布局港澳高端酒店，2024/2025H1 酒店业务收入 8.37/4.18 亿港元，同比+14%/+11%，占比 18%/21%。4) 客运业务，包含大湾区跨境客车及客船业务，2024/2025H1 客运业务收入 10.93/5.13 亿港元，同比+11%/-4%，占比 24%/26%。5) 房地产销售业务规模 2023 年起持续收缩。

图4：主要业务收入拆分（亿港元）

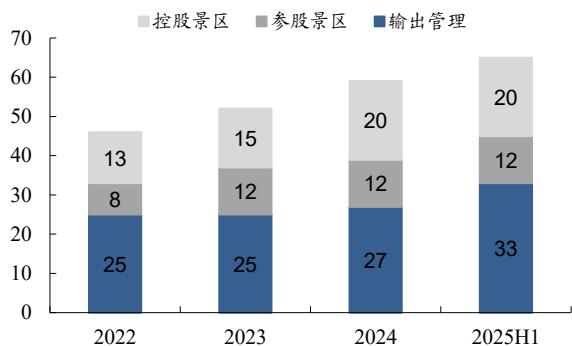


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

旅游景区及相关业务以全国化布局发展版图，包含主题公园、自然人文景区、休闲度假景区和景区配套服务四大部分。截至 2025 年 6 月底，公司已布局 65 家景区，形成 20 家控股、12 家参股、33 家管理输出的矩阵，包含 18 家 5A 级景区（占全国 5%）、21 家 4A 级景区。2024 年旅游景区及相关收入为 20.37 亿港元，同比+10%；其中主题公园/自然人文景区/休闲度假景区/景区配套服务的收入为 5.96/12.41/4.58/0.50 亿港元。2025

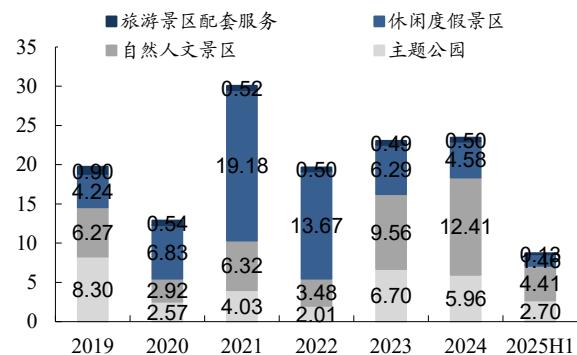
年 H1 旅游景区业务实现收入 7.81 亿港元，同比-13%，主要系天气和需求影响、新项目爬坡期。

图5：景区运营管理数（家）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

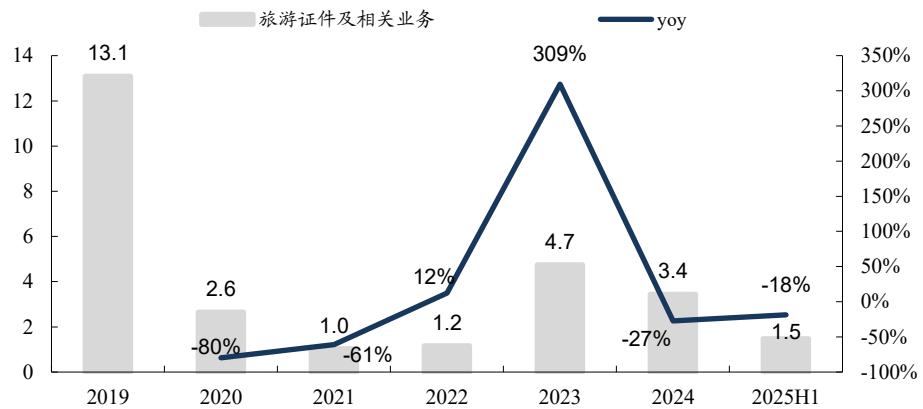
图6：旅游景区及相关业务分部营收拆分（亿港元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

旅游证件业务需求回归常态。公司受出入境管理局委托，主要在香港地区受理港澳台居民来往内地通行证的申请，同时代受理在港就学就业人员往来港澳通行证换发补发及签注延期申请，代办中国签证、外国签证以及车辆相关证件的办理。受益于香港及中国内地放宽旅行限制，旅游证件业务需求在 2023 年大幅增长，2024 年需求恢复至正常水平。旅行社业务于 2021 年剥离，收益不再计入，因此 2024 年收入相较 2019 年减少约 10 亿港元。2024 年本集团旅游证件及相关业务收入为 3.44 亿港元，同比-27%；应占利润为 1.76 亿港元，同比-30%。公司不断优化旅游证件业务系统，并积极配合推进数字化转型。

图7：旅行证件及相关业务收入（亿港元）及 yoy（右轴）

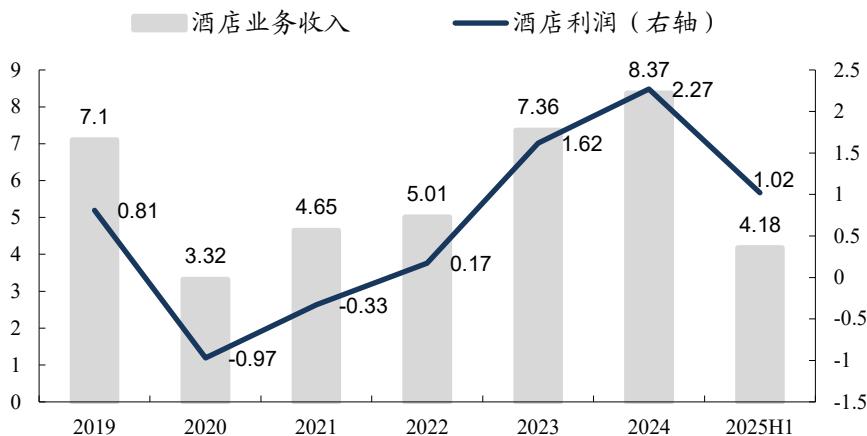


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

深耕港澳酒店市场，覆盖中高端需求。公司布局港澳和北京酒店市场，港澳有 6 家酒店和 1 家服务式公寓，北京有 1 家酒店，其中红磡维景酒店及柏景轩服务式公寓于 2024 年 5 月前后投入运营。2024 年港澳酒店入住率 95%，同比基本持平，平均房价为 760 元，同比+2%。2024 年酒店业务收入为 8.37 亿港元，同比+14%，酒店分部利润为

2.27亿港元，系新增酒店和经营持续改善。

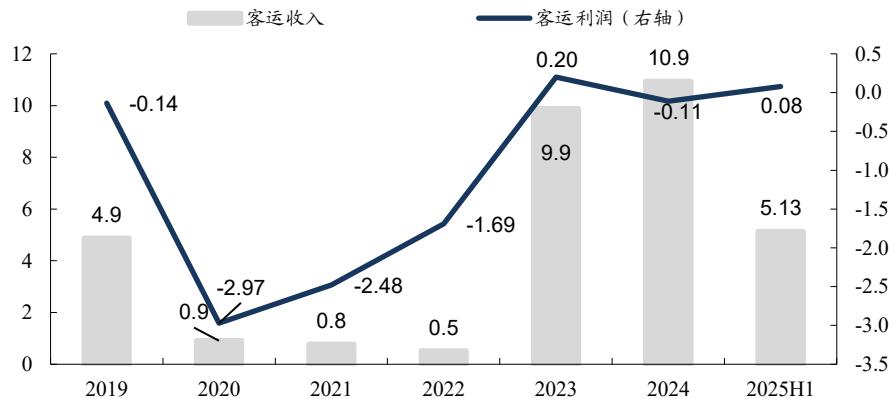
图8：酒店业务收入及利润（亿港元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

大湾区跨境客运业务受益于港人北上趋势。公司客运业务包括客车与客船业务，巴士业务由控股子公司中旅巴士运营，拥有超过260辆大巴，线路覆盖粤港澳大湾区及内地多个省市，核心路线包括香港至澳门、广东省内各市（如广州、深圳、东莞、佛山、中山、江门、肇庆等）、以及广西和福建等省际长途线路。轮渡业务核心航线包括香港往返澳门的双向航线。客运业务受益于港人北上市场趋势和深中通道开通，开拓客运市场，港澳红色快速飞船、港深跨境大巴等业务恢复迅速。2024年客运业务收入10.93亿港元，同比+11%，利润为-0.11亿港元。

图9：客运业务收入和利润（亿港元）



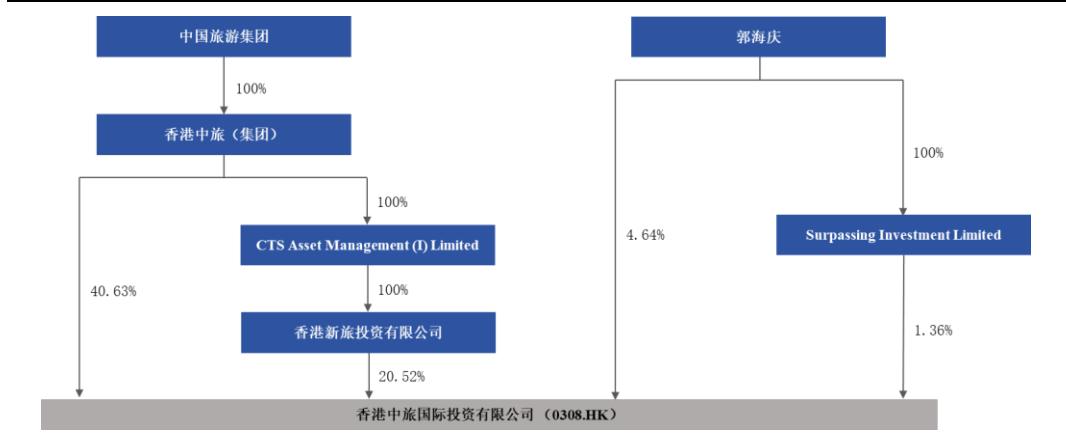
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 股权结构：背靠央企中旅集团

背靠央企中旅集团，控股股东资源赋能发展。中国旅游集团是唯一以旅游为主业的

央企，是香港中旅的间接控股股东，截至 2025 年 6 月 30 日，共持有上市公司 61.15% 股份。郭海庆个人持有公司 4.64% 的股份，并通过 Surpassing Investment Limited 持有 1.36% 的股份，为公司二大股东。香港中旅背靠央企控股股东，资源赋能发展。

图 10：公司股权结构图（截至 2025 年 6 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1：公司管理层简介（截至 2025 年 6 月 30 日）

| 姓名 | 年龄 | 职务 | 任职履历 |
|-----|----|----------|---|
| 吴强 | 53 | 主席兼执行董事 | 吴先生于 2022 年 11 月 9 日由香港中旅国际投资有限公司非执行董事调任为执行董事，并获委任为香港中旅国际投资有限公司董事会主席。 |
| 冯刚 | 51 | 执行董事、总经理 | 冯先生于 2022 年 11 月 9 日获委任为本公司总经理及执行董事，同时担任香港中旅若干附属公司董事。 |
| 李鹏宇 | 47 | 执行董事 | 李先生在 2022 年 11 月 9 日获委任为公司执行董事。曾任中旅(集团)人力资源部副总经理。 |
| 曾伟雄 | 67 | 非执行董事 | 曾伟雄先生自 2018 年 1 月 1 日起出任载通国际控股有限公司、九龙巴士(一九三三)有限公司及龙运巴士有限公司董事。 |
| 范志识 | 55 | 非执行董事 | 范志识先生，于 2022 年 11 月 9 日获委任为香港中旅国际投资有限公司非执行董事。 |
| 郑江 | 55 | 非执行董事 | 郑江先生。于 2025 年 7 月 22 日委任为香港中旅国际投资有限公司非执行董事。 |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

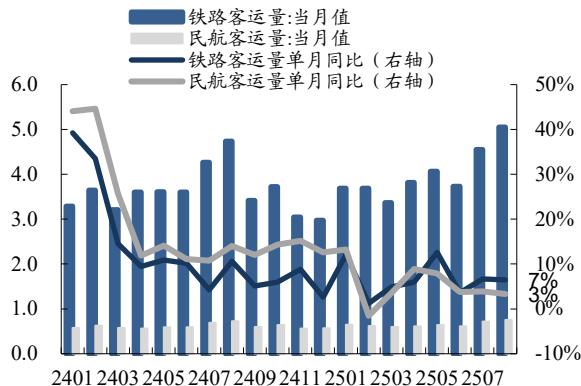
2. 核心看点：旅游景区为核心，多元业务稳发展

2.1. 行业：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 年上半年，铁路/民航客流量累计同比分别增长+6.7%/6.0%。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

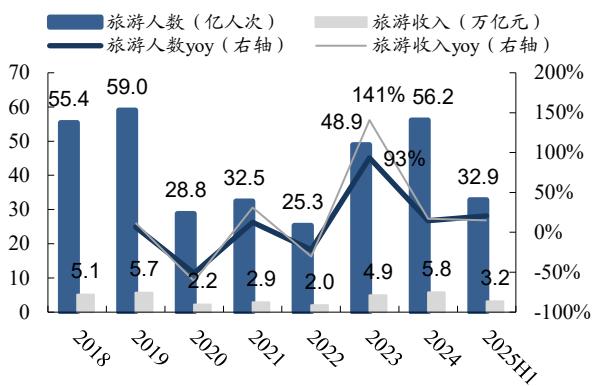
内游客出游总花费 5.75 万亿元，同比增长 17%，恢复 2019 年同期 101%；2025 年上半年国内出游人次/游客出游总花费同比分别+20.6%/15.2%。我们预计未来国内旅游人次将在高基数下持续稳健增长。

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及2025H1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发展、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。 |
| 2025年4月11日 | 商务厅 | 《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》 | 提出 14 项新一轮试点的具体任务，涉及电信服务、医疗康养、商业文旅等方面。 |

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.2. 旅游景区：全国布局景区，实现投运一体化

背靠中旅集团唯一旅游央企平台，公司全国化景区资产，参与投资、运营、管理等环节。旅游景区及相关业务包含主题公园、自然人文景区、休闲度假景区和景区配套服务四大部分。

图13：公司参控股景区分布（截止 2024 年 12 月 31 日）



数据来源：公司业绩 PPT，东吴证券研究所

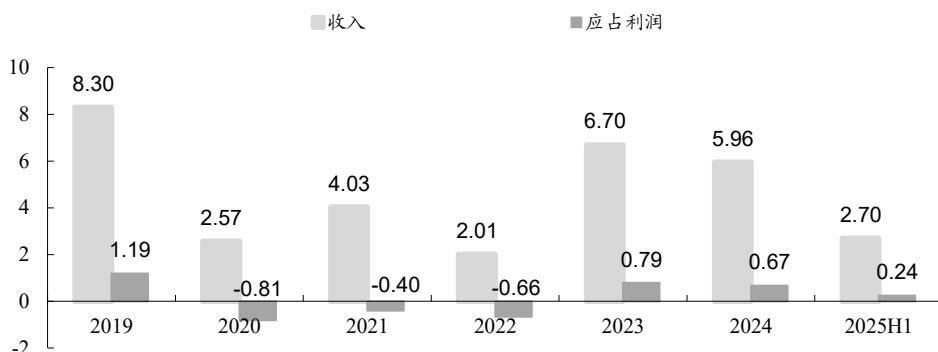
主题公园：旗下布局深圳世界之窗、锦绣中华两个重点项目。2024 年景区积极推进 IP 创新与业态升级，主题公园实现收入 5.96 亿港元，同比-11%；经营性应占利润 0.67 亿港元，同比-15%；营收的下降主要受上半年广东强降雨等极端气候影响，游客接待量下滑。2025 年 H1 主题公园实现收入 2.70 亿港元，同比-7%；经营性应占利润 0.24 亿港元，同比-20%；营收的下降主要受竞品分流、恶劣气候以及产品结构变化等的影响。

表3：主题公园旗下公司

| 名称 | 位置 | 主要负责景区 | 主营业务 | 持股比例 |
|--------------|-----------|-------------|----------------|------|
| 深圳世界之窗有限公司 | 广东省深圳市南山区 | 深圳世界之窗(深圳市) | 景区及其配套设施的建设与经营 | 51% |
| 深圳锦绣中华发展有限公司 | 广东省深圳市南山区 | 锦绣中华(深圳市) | 景区及其配套设施的建设与经营 | 51% |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

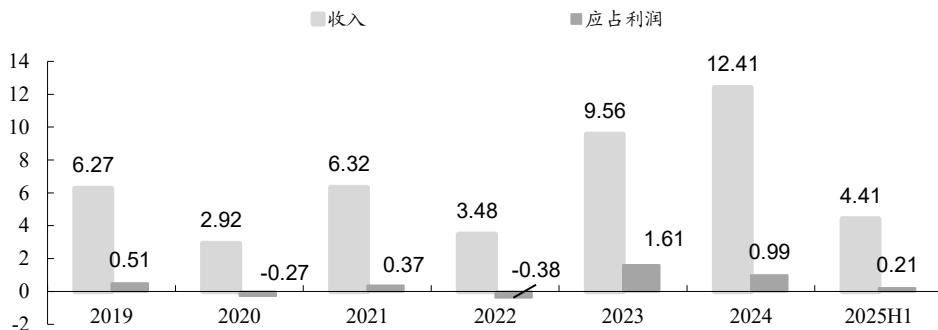
图14：主题公园营收和利润（亿港元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

自然人文景区：公司通过控股、参股形式布局多个景区。自然人文景区资产布局全国，拓展至马尔代夫，包括控股景区投资与非控股景区投资方式。2024年，自然人文景区业务收入持续增长，实现收入12.41亿港元，同比+30%，占旅游景区及相关业务收入52.9%；应占利润0.99亿港元，同比-39%。2025年H1自然人文景区业务实现收入4.41亿港元，同比-13%，占旅游景区及相关业务收入50.6%；应占利润0.21亿港元，同比-66%，业绩下降主要系极端气候与部分景区设施关闭。

图15：自然人文景区营收和利润（亿港元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

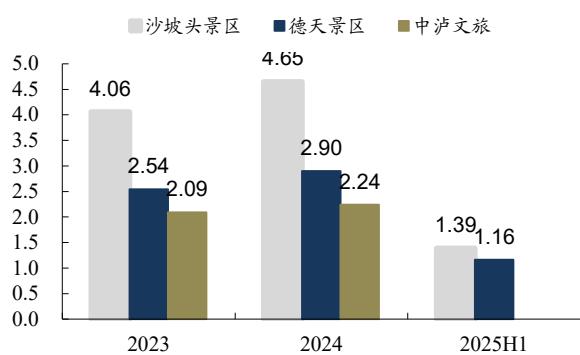
表4：自然人文景区旗下资产（截至 2025 年 6 月 30 日）

| 分类 | 名称 | 位置 | 景区 | 主营业务 | 持股 |
|-------|---|-------------------|---|---------------------|--------|
| 控股景区 | 中旅(宁夏)沙坡头旅游景区有限公司 | 宁夏中卫市 | 沙坡头旅游景区 | 景区、酒店和配套的建设与经营 | 46% |
| | 中旅(宁夏)沙坡头索道游乐有限公司 | 宁夏中卫市 | 沙坡头旅游景区 | 索道和娱乐项目的经营管理 | 51% |
| | 江西星子庐山秀峰客运索道有限公司 | 江西省九江市庐山市 | 秀峰景区 | 索道旅客客运 | 80% |
| | 中旅广西德天瀑布旅游开发有限公司 | 广西省崇左市大新县 | 德天风景区 | 景区及其配套设施的建设与经营 | 70% |
| | 中旅泸州老窖文化旅游发展有限公司 | 四川省自由贸易试验区 | 泸州老窖旅游区 | 景区及其配套设施的建设与经营 | 60% |
| | 中旅泸沽湖(丽江)旅游发展有限公司 | 云南省丽江市 | 泸沽湖旅游景区 | 景区及其配套设施的建设与经营 | 51% |
| | 中旅新疆旅游运营管理有限责任公司 | 新疆乌鲁木齐市 | 喀拉峻景区(伊犁)、江布拉克景区(昌吉)、赛里木湖景区(博乐市) | 景区及其配套设施的建设与经营 | 51% |
| | 中旅柏睿新疆旅游发展有限公司 | 新疆伊犁州伊宁市 | 金沙滩旅游度假区(巴音郭楞)、赛里木湖牧云野奢金帐营地(博乐市)、那拉提林隐酒店(伊宁市) | 景区及其配套酒店/民宿的建设与经营 | 61.33% |
| 非控股景区 | 中旅(浙江)千岛湖旅游发展有限公司 | 浙江省杭州市淳安县 | 千岛湖景区 | 景区及其配套设施的建设与经营 | 55% |
| | 中旅(云南)旅游发展有限公司 | 云南省大理市 | 大理洱海生态廊道 | 景区及其配套设施的建设与经营 | 66% |
| | 黄山玉屏客运索道有限责任公司 | 安徽省黄山市 | 黄山慈光阁 | 客运索道运输 | 20% |
| | 黄山太平索道有限公司 | 安徽省黄山市 | 黄山松谷景区 | 客运索道运输 | 30% |
| | 长沙世界之窗有限公司 | 湖南省长沙市开福区 | 长沙世界之窗 | 景区及其配套设施的建设与经营 | 26% |
| | 长春净月潭游乐有限责任公司 | 吉林省长春市净月高新技术产业开发区 | 净月潭景区 | 景区及其配套设施的建设与经营 | 30% |
| | 杭州开元森泊旅游投资有限公司 | 浙江省杭州市萧山区 | 杭州开元森泊度假乐园、莫干山开元森泊度假乐园 | 实业投资、旅游和酒店项目开发 | 34% |
| | 常德市桃喜文化旅游投资有限公司 | 湖南省常德市 | 桃花源景区桃喜山谷 | 旅游开发项目策划咨询、提供资产管理服务 | 34% |
| 投资 | Handhuvaru Ocean Holidays Private Limited | 马尔代夫 | Anbar Island 度假村 | 景区及其配套设施(酒店)的建设与经营 | 50% |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

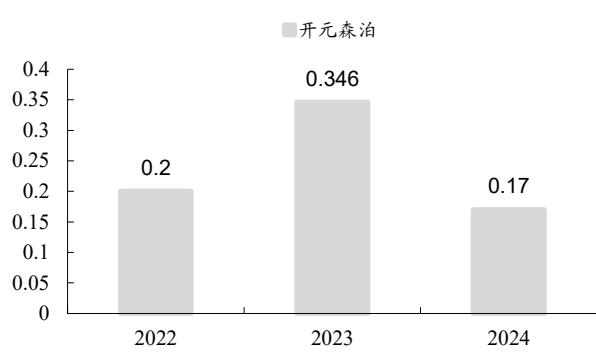
沙坡头和德天景区是自然人文景区业务的核心。沙坡头景区和德天景区 2024 年全年接待游客 146/220 万人次，营收为 4.65/2.90 亿港元，同比增加 15%/14%；景区营收主要包括门票及酒店、购物。参股资产方面，开元森泊重点经营杭州和莫干山度假乐园项目，2024 年贡献投资收益达 1700 万港元，占公司总投资收益的 25%。2025 年 H1 沙坡头景区和德天景区营收为 1.39/1.16 亿港元，同比减少 1%/27%。2025 年中旅开元森泊龙岐湾度假区项目落户深圳大鹏，总投资 20 亿元，计划打造住宿、餐饮、游乐的综合度假体，预计 2028 年竣工。

图16：重点控股景区营收情况（亿港元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图17：非控股景区投资收益（亿港元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

轻重结合投资拓展，注重二级消费收入。在景区门票经营权难以获取的背景下，公司利用自身景区管理等优势与地方政府合作，先管理景区，摸索景区资源可发展空间。若有可观的二级消费增长点，则以此为依据开展点状投资，获取二次消费增量收入。否则两三年后选择退出以降低资产持有成本。如洱海廊道项目，公司利用无门票开放型景区吸引客流量，通过点状投资开发景区直通车、旅拍等产品获取二次消费收入。

图18：沙坡头钻石酒店



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图19：洱海廊道



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

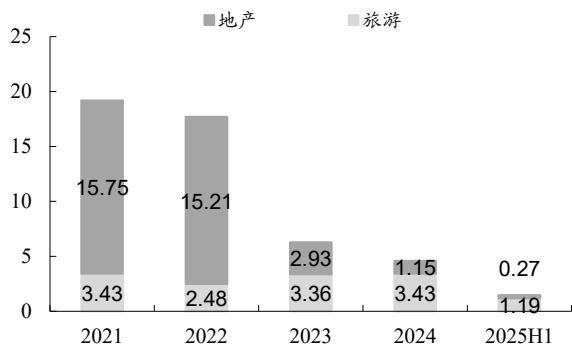
休闲度假景区业务主要分为地产与旅游双板块。地产板块包括房地产项目的开发与经营，旗下资产有海泉湾二期开发、安吉县商住用房开发项目/高端别墅项目等；旅游板块主要为海泉湾度假区的开发与管理。2024年休闲度假景区总业务收入4.58亿港元，同比-27%，其中地产/旅游营收为1.15/3.43亿港元，同比-61%/+2%。核心度假区珠海海泉湾2024年收入2.21亿港元，同比-11%，房地产结转收入减少；咸阳海泉湾/安吉公司收入同比减少25%/41%；珠海恒大海泉湾置业的投资亏损约为1900万港元。2025年H1休闲度假景区业务收入1.47亿港元，同比-33%。2025年H1地产/旅游营收为0.27/1.19亿港元，同比-61%/-20%，珠海市恒大海泉湾置业有限公司的投资亏损约为1700万港元。

表5：休闲度假景区旗下资产（截至2025年6月30日）

| 名称 | 位置 | 主要负责景区 | 主营业务 | 持股比例 |
|-----------------|-----------|-------------------|-----------------------------------|--------|
| 港中旅(珠海)海泉湾有限公司 | 广东省珠海市平沙镇 | 港中旅·珠海海泉湾度假区（珠海市） | 景区及其配套设施的建设与经营、房地产项目的开发与经营 | 100% |
| 中旅(咸阳)海泉湾有限公司 | 陕西省咸阳市秦都区 | 咸阳海泉湾度假区（咸阳市） | 景区及其配套设施的建设与经营、房地产项目的开发与经营 | 89.14% |
| 珠海市恒大海泉湾置业有限公司 | 广东省珠海市金湾区 | 珠海海泉湾二期项目（珠海市） | 房地产项目的开发与经营 | 49% |
| 港中旅(安吉)旅游发展有限公司 | 浙江省湖州市安吉县 | 安吉旅游度假区（湖州市） | 酒店及相关旅游休闲设施的建设与管理、普通住宅和商业地产的开发与管理 | 97.09% |

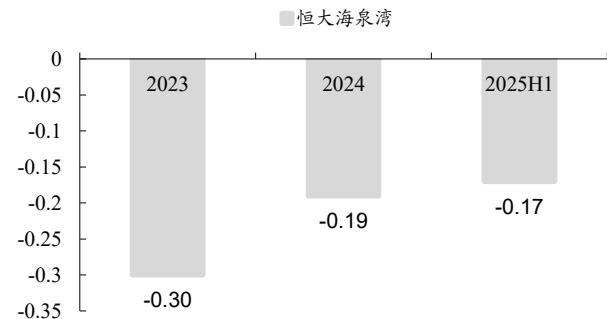
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图20：休闲度假景区营收情况（亿港元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图21：恒大海泉湾投资收益（亿港元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

收购吉林松花湖项目，布局冰雪旅游。公司于2025年8月公告，收购长春万科持有的吉林省松花湖国际度假区开发有限公司75%股权，收购万科酒店管理有限公司持有的北京万冰雪体育有限公司75%股权。松花湖公司持有吉林省松花湖度滑雪假区，经营松花湖滑雪场、西武王子大饭店、瞻云salomon酒店、青山公寓和商业街，收入来自雪

场、酒店、小镇运营，稳定期年收入超3亿元，年客流量达35万人次，松花湖项目已实现亏转盈，预计将为公司未来长期盈利贡献重要增量。北京万冰雪累计管理9家雪场，主要业务为雪场开发规划、建设咨询和滑雪教学等。

图22：吉林松花湖滑雪度假区



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

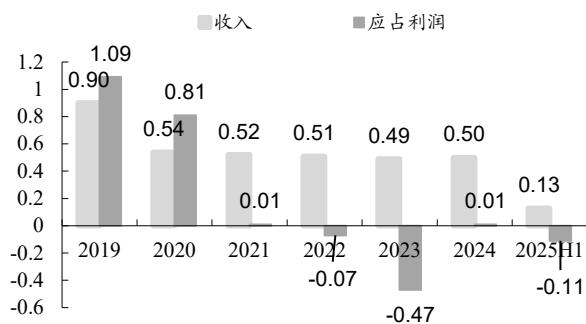
景区配套服务业务以轻资产输出管理为核心，中旅风景为旅游目的地提供定制化解决方案和全程运作服务。2024年景区配套服务业务收入0.5亿港元，同比增长2%。截至2024年底，公司通过轻资产运营输出管理景区27家，布局5A级景区7家、4A级景区11家、其他景区9家。

表6：景区配套服务业务旗下资产（截至2025年6月30日）

| 名称 | 位置 | 主要负责景区 | 主营业务 | 持股比例 |
|-------------------|-----------|-------------------------------|-------------------|------|
| 天创国际演艺制作交流有限公司 | 北京市东城区 | 喀什古城(喀什市)、桂林漓江景区(桂林市) | 策划创意及演艺管理 | 78% |
| 中旅智业文化发展(深圳)有限公司 | 广东省深圳市南山区 | 荔波世界级旅游景区(荔波县) | 旅游策划 | 51% |
| 中旅风景(北京)旅游管理有限公司 | 北京市西城区 | 临夏八坊十三巷景区(临夏市)、白水洋·鸳鸯溪景区(宁德市) | 提供一站式旅游投资开发运营解决方案 | 100% |
| 中旅(深圳)城市发展有限公司 | 广东省深圳市南山区 | 深圳世界之窗、锦绣中华(深圳)、深圳港中旅大厦(深圳) | 房地产项目的开发与经营 | 100% |
| 中旅游度假旅游管理(海南)有限公司 | 海南省海口市美兰区 | 深圳世界之窗、锦绣中华(深圳)、深圳港中旅大厦(深圳) | 房地产项目的开发与经营 | 100% |

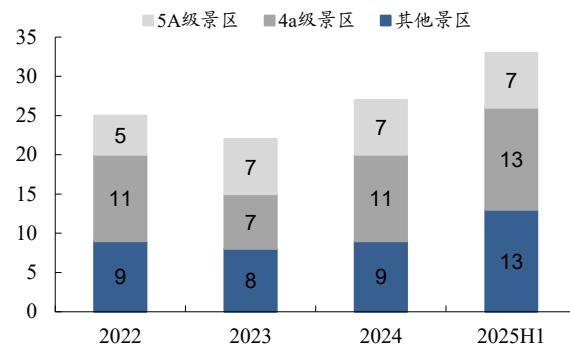
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图23：景区配套服务营收情况（亿港元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图24：2024年输出管理景区情况（家）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司持续布局新项目。公司设立合资公司中旅重庆（持股 51%）投资 9.9 亿元建设重庆游乐园项目，预计 2028 年开业；设立中旅森泊（持股 51%）投资 15.5 亿元打造深圳大鹏度假区，预计 2027 年完工。持续布局新项目，完善会员体系，未来有望贡献收入利润增量。

表7：旅游景区业务新项目（截至 2025 年 6 月 30 日）

| 名称 | 主要负责景区 | 主营业务 | 持股比例 | 建成/投运时间 |
|------------------|-------------|--------------------|------|--------------|
| 中旅西南（重庆）旅游发展有限公司 | 重庆游乐园 | 游乐园和配套商业建设运营 | 51% | 2028 年开业 |
| 中旅森泊（深圳）旅游度假有限公司 | 深圳大鹏龙岐湾度假区 | 住宿、餐饮和游乐度假综合体的建设运营 | 51% | 2027 年完工 |
| 中旅（海南）航天旅游发展有限公司 | 海南文昌航天旅游区 | 航天旅游产品投资开发运营 | 51% | 完成注册 |
| 中旅（瑞金）文化旅游发展有限公司 | 江西瑞金共和国摇篮景区 | 剧目创作与运营，商业运营 | 51% | 2025 年底首演 |
| 中旅（汕头）旅游发展有限公司 | 汕头南澳黄花山森林公园 | 投资运营管理，包括交通、体验产品等 | 100% | 2025 年 1 月接管 |
| 中旅亚丁（稻城）旅游发展有限公司 | 稻城亚丁村 | 酒店、餐饮、旅游交通等 | 51% | 2025 年营业 |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.3. 酒店业务：定位港澳高端市场，经营持续优化

布局港澳和北京高端商务酒店。酒店业务大致分为三个板块，港澳 6 间酒店+1 家服务式公寓、北京广安门维景国际大酒店有限公司和香港中旅维景国际酒店管理有限公司。其中港澳 6 间酒店分别为旺角维景酒店、湾仔睿景酒店、九龙维景酒店、铜锣湾维景酒店、澳门维景酒店和红磡维景酒店；另外 1 家服务式公寓为柏景轩服务式公寓。

表8：公司酒店信息一览

| | 酒店位置 | 开业/装修时间 | 房间数 | 定位 | 价格 | 风格 |
|--------------|---------------------|----------|-----|-----|--------------|------|
| 旺角维景酒店 | 香港油尖旺区九龙旺角荔枝角道 22 号 | 2016 年装修 | 430 | 高端 | ¥ 910 起 (/晚) | 商务 |
| 湾仔睿景酒店 | 香港湾仔区轩尼诗道 41-49 号 | 2006 年装修 | 172 | 中高端 | ¥ 670 起 (/晚) | 商务 |
| 九龙维景酒店 | 香港油尖旺区九龙窝打老道 75 号 | 2018 年装修 | 485 | 高端 | ¥ 761 起 (/晚) | 商务 |
| 澳门维景酒店 | 澳门澳门半岛新口岸北京街 199 号 | 2018 年装修 | 347 | 高端 | ¥ 785 起 (/晚) | 休闲 |
| 红磡维景酒店 | 香港油尖旺区红磡畅通道一号 | 2024 年开业 | 536 | 高端 | ¥ 700 起 (/晚) | 商务 |
| 柏景轩服务式公寓 | 香港湾仔区骆克道 42-50 号 | 2024 年开业 | 110 | 中高端 | ¥ 570 起 (/晚) | 常住商务 |
| 北京广安门维景国际大酒店 | 北京西城区广安门内大街 338 号 | 2018 年装修 | 217 | 高端 | ¥ 758 起 (/晚) | 休闲 |

数据来源：携程，高德，东吴证券研究所

港澳酒店经营数据持续改善。2024 年港澳 6 间酒店+1 家服务式公寓的平均入住率为 95%，同比基本持平，平均房价 760 港元，同比+2%，单房收入（RevPar）为 722 港元，同比+2%。北京维景酒店 2024 年平均入住率 81%，同比-1pct，平均房价 706 元，同比+3%，RevPar 为 572 元，同比+1%。行业整体表现承压下，公司酒店经营数据同比改善，同时房量增加助力收入、利润超越 2019 年同期。2025 年上半年，港澳酒店入住率为 95%，同比+0.7pct，房价 768 港元，同比+11%，RevPar 为 731 港元，同比+12%；北京维景酒店量增价减，RevPar 同比基本持平。

表9：酒店业务经营数据

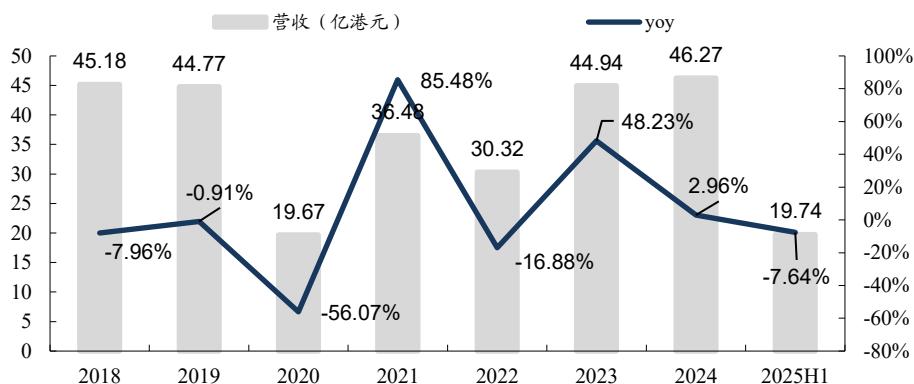
| | 2019 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------------------------|------|------|------|------|
| 港澳 6 间酒店+1 家服务公寓 | | | | |
| 入住率 | 76% | 95% | 95% | 95% |
| 平均房价（港元） | 673 | 748 | 760 | 760 |
| RevPar（港元） | 511 | 711 | 722 | 722 |
| PR 同比 | | 39% | 2% | 2% |
| 北京维景酒店 | | | | |
| 入住率 | 36% | 82% | 81% | 81% |
| 平均房价（元） | 532 | 692 | 706 | 706 |
| RevPar（元） | 192 | 567 | 572 | 572 |
| PR 同比 | | 196% | 1% | 1% |
| 总计营收（亿港元） | 710 | 501 | 736 | 837 |
| 运营总成本费用（亿港元） | 629 | 484 | 574 | 610 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 财务分析

客流带动营收持续恢复。疫情期间，公司通过增加房地产销售等维持收入体量，2023年起客流恢复带动旅游主业增长，同时景区和酒店新项目贡献增量。2024年公司营收46.27亿港元，*YoY+3.0%*。2025年H1收入为19.74亿港元，*YoY-7.6%*，天气影响景区客流。

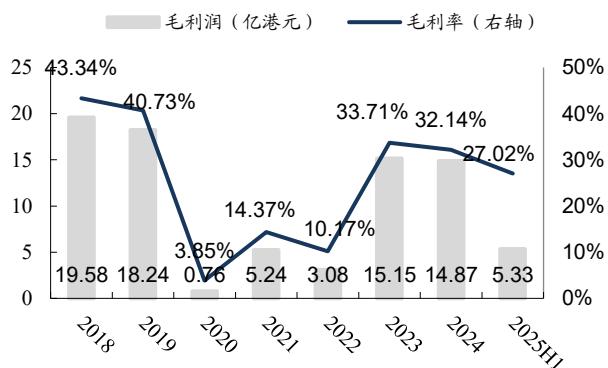
图25：公司营收及*YoY*



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

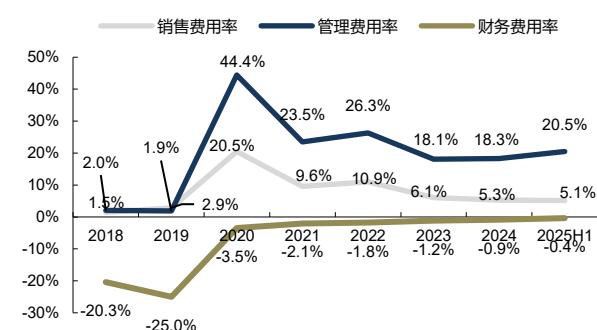
毛利率30%左右，费用率相对稳定。2024年公司毛利润为14.87亿港元，同比-1.9%；毛利率为32.1%，同比-1.6pct。2023年后期间费用率相对稳定，2024年销售/管理/财务费用率分别为5.3%/18.3%/-0.9%。

图26：公司毛利润和毛利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

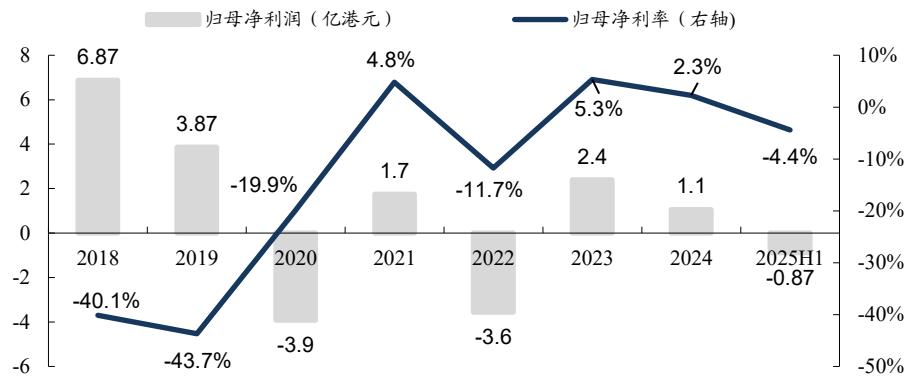
图27：公司三大费用率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

经营利润回归常态，净利受减值拖累。2023年主业回暖且运营提效，归母净利润2.4亿港元。2024年经营层面延续修复，营业利润为3.62亿港元，同比-7.6%；净利端受资产减值拖累，归母净利润为1.1亿港元，同比-55.8%。

图28：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

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

关键假设：

旅游景区及相关业务：新项目相继落地，客流增长带动收入增长，我们预测2025-2027年旅游景区及相关收入分别为22.41/24.20/25.90亿港元，同比+10%/+8%/+7%。

旅游证件及相关业务：2023年需求爆发式释放，此后业务量恢复常态，我们预测2025-2027年收入为2.92/2.63/2.50亿港元，同比-15%/-10%/-5%。

酒店收入：港澳客流恢复带动RevPAR持续向好，公司新增酒店项目带动收入增长，我们预测2025-2027年酒店收入为9.88/10.37/10.68亿港元，同比+18%/+5%/+3%。

客运收入：大湾区跨境客流持续增长，我们预计2025-2027年客运收入为12.25/13.23/13.62亿港元，同比+12%/+8%/+3%。

表10：香港中旅收入预测拆分（单位：亿港元）

| 收入拆分 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 旅游景区及相关业务 | 20.37 | 22.41 | 24.20 | 25.90 |
| _{yyo} | 10% | 10% | 8% | 7% |
| 旅游证件及相关业务 | 3.44 | 2.92 | 2.63 | 2.50 |
| _{yyo} | -27% | -15% | -10% | -5% |
| 酒店 | 8.37 | 9.88 | 10.37 | 10.68 |
| _{yyo} | 14% | 18% | 5% | 3% |
| 客运 | 10.93 | 12.25 | 13.23 | 13.62 |
| _{yyo} | 11% | 12% | 8% | 3% |
| 房地产销售 | 1.27 | 0.63 | 0.32 | 0.16 |

| | | | | |
|------------|------|------|------|------|
| <i>Yoy</i> | -57% | -50% | -50% | -50% |
| 咨询服务 | 0.29 | 0.30 | 0.31 | 0.32 |
| <i>yoy</i> | 1% | 3% | 3% | 3% |
| 投资物业总租金收入 | 1.60 | 2.00 | 2.30 | 2.42 |
| <i>yoy</i> | 3% | 9% | 6% | 4% |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

毛利率及费用率方面：随着公司收入增长，毛利率逐年恢复，费用率稳中有降。2025-2027年毛利率为32.7%/34.5%/35.3%，销售、管理、财务费用率合计为21.0%/19.6%/19.0%。

表11：毛利率和费用率预测

| 指标 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 32.1% | 32.7% | 34.5% | 35.3% |
| 销售费用率 | 5.3% | 4.1% | 3.5% | 3.2% |
| 管理费用率 | 18.3% | 17.3% | 16.8% | 16.6% |
| 财务费用率 | -0.9% | -0.1% | -0.7% | -0.8% |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

我们预测公司2025-2027年营业收入分别为50.39/53.36/55.59亿港元，2025-2027年CAGR为6.3%。随着公司新增业务爬坡、减值影响缩小、运营效率提升，我们预测2025-2027年归母净利润分别为2.73/4.16/5.97亿港元，同比+158%/52%/44%，归母净利率为5.4%/7.8%/10.7%。

表12：营收和归母净利润预测

| 指标 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（亿港元） | 46.27 | 50.39 | 53.36 | 55.59 |
| <i>yoy</i> | 3.0% | 8.9% | 5.9% | 4.2% |
| 归母净利润（亿港元） | 1.06 | 2.73 | 4.16 | 5.97 |
| 归母净利率 | 2.3% | 5.4% | 7.8% | 10.7% |

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

4.2. 投资建议

香港中旅作为全国领先的文旅投资运营一体化平台，背靠央企中旅集团打造多个标杆文旅项目，立足大湾区发展多元业务，未来布局海内外文旅新项目赋能成长。我们预测2025-2027年公司归母净利润为2.7/4.2/6.0亿港元，对应PE为32/21/15倍。

我们选择有扩张预期的景区上市公司祥源文旅、西域旅游、长白山、九华旅游和峨眉山A作为可比公司，2025年可比公司平均估值为44倍；考虑香港中旅未来有望继续拓展优质旅游资源，公司有一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

表13：香港中旅可比公司估值（截至 2025 年 9 月 26 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 |
|--------------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | |
| 600576.SH/ 祥源文旅 | 82 | 1.5 | 3.9 | 4.6 | 5.3 | 56 | 21 | 18 | 16 | 增持 |
| 300859.SZ/ 西域旅游 | 68 | 0.9 | 1.0 | 1.3 | 1.5 | 79 | 65 | 54 | 47 | 增持 |
| 603099.SH/ 长白山 | 121 | 1.4 | 1.8 | 2.2 | 2.6 | 84 | 66 | 54 | 46 | 未评级 |
| 603199.SH/ 九华旅游 | 40 | 1.9 | 2.2 | 2.4 | 2.7 | 22 | 19 | 17 | 15 | 买入 |
| 000888.SZ/ 峨眉山 A | 70 | 2.3 | 2.6 | 3.0 | 3.2 | 30 | 26 | 24 | 22 | 未评级 |
| 五家可比公司按市值加权平均 PE | | | | | | | 44 | 37 | 32 | |
| 0308.HK/ 香港中旅 | 89 | 1.1 | 2.7 | 4.2 | 6.0 | 84 | 32 | 21 | 15 | 增持 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：祥源文旅、西域旅游和九华旅游盈利预测由东吴证券研究所给出，长白山和峨眉山 A 预测为 wind 一致预期；香港中旅货币单位为港元，其余均为人民币

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。

新增项目落地进度不及预期：公司通过收购资产和开发建设新增景区项目，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。

香港中旅三大财务预测表

| 资产负债表(百万港元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表(百万港元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 流动资产 | 7,976.17 | 5,697.39 | 5,908.48 | 5,892.03 | 营业总收入 | 4,627.43 | 5,039.05 | 5,335.73 | 5,559.39 |
| 现金及现金等价物 | 2,288.13 | 4,388.28 | 4,286.11 | 4,935.97 | 营业成本 | 3,140.38 | 3,391.61 | 3,493.36 | 3,598.16 |
| 应收账款及票据 | 193.46 | 6.72 | 6.97 | 0.00 | 销售费用 | 245.60 | 208.76 | 187.88 | 178.49 |
| 存货 | 4,546.86 | 522.87 | 536.62 | 0.00 | 管理费用 | 845.43 | 870.79 | 896.92 | 923.82 |
| 其他流动资产 | 947.72 | 779.52 | 1,078.78 | 956.06 | 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 16,555.76 | 16,796.35 | 17,024.66 | 16,758.81 | 其他费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 9,325.20 | 9,578.55 | 9,819.23 | 9,560.37 | 经营利润 | 396.02 | 567.89 | 757.57 | 858.92 |
| 商誉及无形资产 | 1,789.24 | 1,781.48 | 1,774.11 | 1,767.11 | 利息收入 | 51.13 | 45.76 | 65.77 | 75.72 |
| 长期投资 | 1,414.86 | 1,414.86 | 1,414.86 | 1,414.86 | 利息支出 | 10.92 | 25.95 | 28.95 | 30.45 |
| 其他长期投资 | 3,286.91 | 3,286.91 | 3,286.91 | 3,286.91 | 其他收益 | (17.75) | 13.62 | 24.94 | 183.86 |
| 其他非流动资产 | 739.55 | 734.55 | 729.55 | 729.55 | 利润总额 | 418.47 | 601.32 | 819.33 | 1,088.05 |
| 资产总计 | 24,531.93 | 22,493.75 | 22,933.14 | 22,650.84 | 所得税 | 214.83 | 240.53 | 311.34 | 380.82 |
| 流动负债 | 3,945.03 | 1,755.12 | 1,895.60 | 1,015.12 | 净利润 | 203.64 | 360.79 | 507.98 | 707.23 |
| 短期借款 | 815.12 | 915.12 | 1,015.12 | 1,015.12 | 少数股东损益 | 97.67 | 87.45 | 92.34 | 110.03 |
| 应付账款及票据 | 763.04 | 310.90 | 320.22 | 0.00 | 归属母公司净利润 | 105.97 | 273.34 | 415.64 | 597.20 |
| 其他 | 2,366.87 | 529.10 | 560.25 | 0.00 | EBIT | 378.27 | 581.51 | 782.51 | 1,042.78 |
| 非流动负债 | 2,455.01 | 2,455.01 | 2,455.01 | 2,455.01 | EBITDA | 902.90 | 835.92 | 1,049.20 | 1,308.64 |
| 长期借款 | 991.38 | 991.38 | 991.38 | 991.38 | | | | | |
| 其他 | 1,463.63 | 1,463.63 | 1,463.63 | 1,463.63 | | | | | |
| 负债合计 | 6,400.04 | 4,210.13 | 4,350.61 | 3,470.13 | | | | | |
| 股本 | 9,222.30 | 9,222.30 | 9,222.30 | 9,222.30 | 主要财务比率 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 少数股东权益 | 2,025.88 | 2,113.33 | 2,205.68 | 2,315.71 | 每股收益(港元) | 0.02 | 0.05 | 0.08 | 0.11 |
| 归属母公司股东权益 | 16,106.01 | 16,170.29 | 16,376.86 | 16,865.00 | 每股净资产(港元) | 2.91 | 2.92 | 2.96 | 3.05 |
| 负债和股东权益 | 24,531.93 | 22,493.75 | 22,933.14 | 22,650.84 | 发行在外股份(百万股) | 5,536.63 | 5,536.63 | 5,536.63 | 5,536.63 |
| | | | | | ROIC(%) | 0.92 | 1.74 | 2.38 | 3.24 |
| | | | | | ROE(%) | 0.66 | 1.69 | 2.54 | 3.54 |
| | | | | | 毛利率(%) | 32.14 | 32.69 | 34.53 | 35.28 |
| | | | | | 销售净利率(%) | 2.29 | 5.42 | 7.79 | 10.74 |
| | | | | | 资产负债率(%) | 26.09 | 18.72 | 18.97 | 15.32 |
| | | | | | 收入增长率(%) | 2.96 | 8.90 | 5.89 | 4.19 |
| | | | | | 净利润增长率(%) | (55.76) | 157.94 | 52.06 | 43.68 |
| | | | | | P/E | 83.59 | 32.41 | 21.31 | 14.83 |
| | | | | | P/B | 0.55 | 0.55 | 0.54 | 0.53 |
| | | | | | EV/EBITDA | 5.60 | 7.63 | 6.27 | 4.53 |

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港元,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：

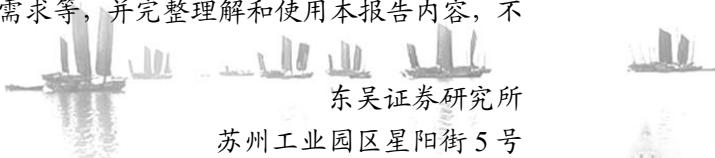
公司投资评级：

- 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>

