

2025 年 10 月 17 日

香港中旅(308.HK)

SDIOSI

公司动态分析

证券研究报告

旅游

投资评级: 未有

6 个月目标价 未有

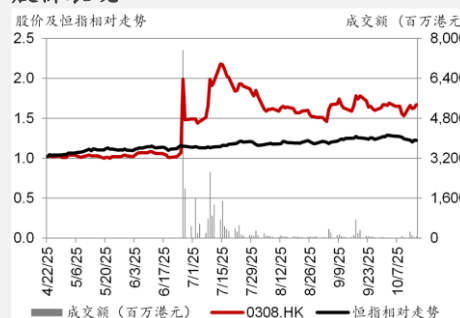
股价 2025-10-17 1.66 港元

总市值(百万港元)	9,246.18
流通市值(百万港元)	9,246.18
总股本(百万股)	5,536.63
流通股本(百万股)	5,536.63
12 个月低/高(港元)	0.9/3
平均成交(百万港元)	119.37

股东结构

中国旅游集团	40.62%
香港新旅投资	20.52%
郭海庆	7.00%
先锋领航	1.43%
维景基金顾问	0.91%
其他	29.51%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.14	-23.41	33.17
绝对收益	5.03	-17.73	60.58

数据来源: Wind、港交所、公司

旅游地产业务剥离，进一步聚焦核心业务

事件: 10 月 12 日, 香港中旅发布公告, 公司拟向股东实施建议分派, 通过集团重组将旅游地产业务分拆至私人公司。同时董事局建议实施股本削减, 将股本账内的进账由 92.2 亿港元削减至 7.2 亿港元。在剥离持续亏损旅游地产业务后, 公司将聚焦核心业务, 预计报表端也将会有所改善。此外, 公司积极布局冰雪经济, 此前宣布收购万科旗下的吉林松花湖国际度假区开发有限公司和北京万冰雪体育有限公司的 75% 股权, 相关业务将于 11 月并表, 预计给公司带来更多收入和利润增量。

报告摘要

剥离旅游地产业务, 聚焦核心业务。为改善核心竞争力和整体盈利能力, 公司宣布将进行集团重组, 将旅游地产业务的权益重组至私人公司持有, 剥离的部分包括 5 个项目: 珠海海泉湾、咸阳海泉湾、安吉度假村、深圳大空港项目、成都金堂项目。拟剥离部分 2023/2024/2025H1 收入分别为 6.29/4.59/1.47 亿港元, 净亏损 4.61/2.39/1.92 亿港元。由于旅游地产业务持续亏损, 且未来盈利能力存在不确定性, 剥离后将减少对利润的拖累。公司预计建议分派将导致 1.6 亿港元亏损, 主要由于旅游地产业务相关的累计汇兑差额的重新分类。分派完成后, 公司仍将保留并聚焦于原有的其他业务, 其中包括: 1) 旅游景区及相关业务, 包括主题公园 (深圳世界之窗和深圳锦绣中华), 自然人文景区目的地 (沙坡头景区、德天瀑布、泸州老窖文化旅游及泸沽湖等), 旅游景区配套服务; 2) 旅游证件及相关业务; 3) 酒店业务, 包括港澳六家酒店及一家服务式公寓、北京维景酒店、香港中旅维景国际酒店管理有限公司; 4) 客运业务, 主要包括大湾区跨境巴士及轮渡服务。

股东可选分派方案: 本次分派为股东提供了实物和现金两种分派方案, 1) 实物分派: 按每股股份对应一股私人公司股份的基准实施; 2) 现金分派: 每股支付 0.336 港元现金代价, 约为公告日期前最后一个交易日收盘价每股 1.53 港元的 21.96%。沪 (深) 港通股东因收取私人公司股份存在困难, 将直接收取现金分派。分派完成后, 旅游地产业务将从上市公司出表, 成为集团直接控股的私人公司。

建议股本削减, 产生进账转入保留溢利。此外, 公司董事局建议将股本账内的进账由公告时的 92.22 亿港元削减 85 亿港元至 7.22 亿港元, 因建议股本削减而产生的 85 亿港元进账, 将转拨至公司的保留溢利, 该款项将作为可供分配储备动用。由于建议分派后, 公司的保留溢利将大幅减少, 将严重限制公司依法派付股息及/或进行任何须动用可供分派储备的公司行动。而当股本削减生效后, 公司将能更灵活地进行公司行动及/或就股息政策作出决策。

积极布局冰雪经济, 收购冰雪项目。8 月 26 日, 公司与长春万科房地产开发有限公司及相关方订立股权转让协议, 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, 并与万科酒店管理有限公司及相关方订立股权转让协议, 收购万科酒管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滑雪度假区, 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。万冰雪公司以雪场开发策规划、建设咨询、运营管理、营销宣传、滑雪教学为核心业务, 累计管理 9 家知名雪场, 并拥有丰富的山地教学合作资源, 具备较强的滑雪产业整合能力。预计上述项目在今年 11 月进行并表, 有望带来业绩增量。公司表示将积极响应国家号召, 发展冰雪经济, 未来相关项目也会做进一步的发展规划。

杨怡然 CFA

消费行业分析师

laurayang@sdicsi.com.hk

后续展望：公司上半年业绩有所下滑（见附录表格），主要是受到旅游景区业务的负面影响较大。剥离持续亏损旅游地产业务后，预计报表端将会有所改善。从其他业务来看，酒店业务持续增长，且由于酒店固定成本占比较大，收入提升会使得费用率下降，从而使利润增速快于收入；客运业务相对稳定，旅游证件业务也将回归正常水平。相信在消费复苏和旅游回暖的带动下，整体业绩也将在下半年有一定的改善。此外，冰雪旺季即将到来，11月冰雪业务并表也将为公司的业绩带来更多增量。根据彭博一致预期，2025/2026/2027年PE分别为148.24/23.57/19.19x，与A股的几家景区运营的同行相比（见附录表格），香港中旅的规模相对较大，业务范围也更广，此前由于旅游地产业务的影响，短期利润端承压。随着旅游地产业务剥离和冰雪业务的并表，公司未来业绩表现有望持续改善，推荐关注后续业务发展。

风险提示：宏观经济下行，消费及旅游市场疲软；行业竞争加剧；冰雪业务增长不及预期。

公司业绩概览及各分部表现

(亿港元, 31/12 年结)	2024H1	2024	2025H1
总收入	21.37	46.27	19.74
YOY (%)	+4%	+3%	-8%
主要业务分部收入			
—旅游景区及相关业务	10.37	23.45	8.71
YOY (%)	+3%	+2%	-16%
占比 (%)	48.53%	50.68%	44.12%
—旅游证件及相关业务	1.80	3.44	1.47
YOY (%)	-18%	-27%	-18%
占比 (%)	8.44%	7.43%	7.46%
—酒店业务	3.68	8.20	4.29
YOY (%)	+16%	+18%	+17%
占比 (%)	17.21%	17.72%	21.75%
—客运业务	5.37	10.93	5.13
YOY (%)	+22%	+11%	-4%
占比 (%)	25.12%	23.63%	26.01%
毛利	6.11	14.87	5.33
毛利率 (%)	29%	32%	27%
归母净利润	0.63	1.06	-0.87
YOY (%)	-72%	-56%	转亏
经营业务应占利润	1.62	3.07	0.14
YOY (%)	-22%	+8%	-91%
主要业务分部应占利润			
—旅游景区及相关业务	0.26	0.14	-1.12
YOY (%)	-70%	转正	转亏
—旅游证件及相关业务	0.94	1.76	0.67
YOY (%)	-18%	-30%	-29%
—酒店业务	0.82	2.27	1.02
YOY (%)	+19%	+40%	+24%
—客运业务	0.06	-0.11	0.08
YOY (%)	-10%	转亏	+33%

资料来源：公司财报，国证国际

彭博一致预测

(亿港元, 31/12 年结)	2025E	2026E	2027E
收入	45.24	46.89	50.30
YOY (%)	-2.2%	+3.6%	+7.3%
毛利率 (%)	29.90%	34.84%	37.14%
归母净利润	0.62	3.71	4.75
YOY (%)	-41.8%	+498.4%	+28.0%
P/E	148.24	23.57	19.19

资料来源：彭博，国证国际（截至 10 月 17 日）

同业估值对比

公司名称	代码	25H1 收入 (人民币/港币 亿元)	25H1 净利润 (人民币/港币 亿元)	市值 (人民币/港 币亿元)	PE (TTM)
中青旅	600138. SH	48.66	0.97	69.34	45
黄山旅游	600054. SH	9.40	1.37	81.76	26
ST 张家界	000430. SZ	1.94	-0.33	29.63	N/A
香港中旅	308. HK	19.74	-0.87	91.91	N/A

资料来源: Wind, 公司资料, 国证国际研究 (截至 10 月 17 日)

客户服务热线

香港: 22131888

国内: 4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其他附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010