

三峡旅游（002627.SZ）

内河游轮领航者，省际游轮开启新成长

优于大市

核心观点

“两坝一峡”唯一游船运营主体，省际游轮项目即将落地。公司实控人为宜昌市国资委，前身为区域道路客运企业，历经多年整合转型，已发展为以“两坝一峡”为核心资源的区域文旅服务商；伴随陆续剥离低效传统业务，旅游主业收入占比持续提升（25H1收入占比78%），其中2023年底公司完成对乘用车4S与供应链等业务出表，2024年公司营业收入7.4亿元（+54%），归母净利润1.18亿元（+9%）；2025年前三季度公司收入恢复正增长（+9%），公司预计2025年实现归母净利润0.56-0.72亿元（含补税及资产减值）。公司为“两坝一峡”唯一运营主体，已形成形成两坝一峡、长江夜游、高峡平湖、三峡人家专线等在内的短途游船产品矩阵，基本盘竞争格局优、现金流基础扎实。同时，公司正从短途观光延伸至省际度假市场，旗下“长江行·揽月”与“长江行·极光”省际游轮分别已于2026年4月并即将于7月首航。

长江三峡产品体系多层次并存，供给约束下大型化、高端化趋势明确。长江三峡游船市场已形成一日游/夜游、2-3日中短程产品和4-5日经典省际游轮并存的多层次格局。长线省际游轮和重庆“两江游”等产品多为多主体经营，而宜昌核心水域短途产品由三峡旅游体系主导，竞争格局更优。需求端，长江三峡游轮客群以50岁以上银发群体为主，受益于蓬勃发展的银发出行需求；供给端，在“退三进一”约束下行业扩张总体温和，未来5年省际游轮客位复合增速预计约3.0%-6.1%。与此同时，游轮大型化、高端化正持续抬升单船盈利模型：以大美游轮为例，华夏神女1/2/3号投资额分别为0.89/1.2/2.0亿元，我们测算华夏神女3号由于载客量大以及客单价更高，盈利模型显著优化，行业扩容本质不是低效供给增加，而是盈利中枢上移。

公司看点：基本盘量价齐升，省际游轮弹性有望逐年兑现。基本盘方面，2023/2024年公司游船产品在三峡大坝旅游区渗透率分别约76.1%/79.8%，属于核心旅游产品，且随着公司产品更加多元以及开拓高端客群，2023-2025H1客单价保持快速提升。我们预计公司观光游轮服务收入将由2024年的2.06亿元增至2030年的3.75亿元，对应2024-2030年收入复合增速约10%；净利率存在较大爬坡空间（新运力运载率爬坡以及综合客单价保持提升），我们测算净利润将从2024年的3251万元增长至2030年的1.1亿元，复合增速24%。**省际游轮方面**，首批“长江行·揽月”“长江行·极光”于2026年投运，后续两艘船预计于2028年投运。按我们的单船模型测算，在运载率82%-86%、客单价3000-4000元假设下，单船年收入可达1.12-1.57亿元、单船利润可达2554-5118万元，对应利润率23%-33%，4艘船完整年度利润增量有望达到1.04-2.05亿元，将抬升公司盈利中枢。

投资建议：我们暂维持公司2025年盈利预测，鉴于长江三峡旅游目的地高景气度以及游轮产品渗透率持续提升，略上修2026-2027年营业收入与利润，预计2025-2027年营收分别为812/1014/1247百万元，同比+10%/+25%/+23%（此前为812/996/1245百万元）；归母净利润分别为69/168/216百万元，同比-41%/+144%/+29%（此前为69/150/206百万元），基于26年4月21日收盘价，对应26-27年PE值为79/32/25X。综合绝对与相对估值，预计公司未来1年期合理股价为8.95-9.84元，维持“优于大市”评级。

风险提示：新项目落地时间不及预期风险，市场竞争风险。

公司研究·深度报告

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光

证券分析师：杨玉莹

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn yangyuying@guosen.com.cn

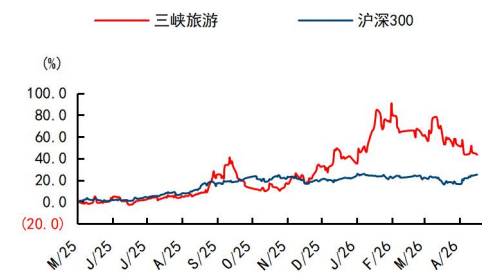
S0980511040003

S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	8.95 - 9.84 元
收盘价	7.53 元
总市值/流通市值	5456/5400 百万元
52周最高价/最低价	10.29/5.17 元
近3个月日均成交额	190.44 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,600	741	812	1,015	1,246
(+/-%)	-16.1%	-53.7%	9.5%	25.1%	22.8%
归母净利润(百万元)	130	118	69	168	216
(+/-%)	2890.3%	-9.3%	-41.4%	144.0%	28.6%
每股收益(元)	0.18	0.16	0.10	0.23	0.30
EBIT Margin	2.3%	9.6%	11.6%	16.9%	18.6%
净资产收益率(ROE)	4.2%	3.8%	2.2%	5.3%	6.6%
市盈率(PE)	42.9	46.4	79.2	32.5	25.2
EV/EBITDA	40.9	31.8	27.9	19.7	16.3
市净率(PB)	1.79	1.77	1.75	1.72	1.67

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

剑指内河游轮领航者，盈利能力不断提升	6
立足“两坝一峡”产品体系，省际游轮项目即将投运	6
聚焦旅游主业，盈利能力持续提升	9
游轮行业：受益于银发经济崛起，行业供给有序稳定	11
多层次供给并存，竞争格局存在差异	11
游轮游是银发旅游的绝佳载体，大型化高端化发展提升盈利水平	13
“退三进一”政策限制省际游轮无序扩张，龙头竞争优势强化	16
公司看点：基本盘稳健向上，省际游轮弹性可期	18
省际游轮：产品差异化打开利润弹性	18
“一日游”产品仍具有长期成长空间	20
盈利预测与投资建议	22
风险提示	25
附表：财务预测与估值	27

图表目录

图1: 公司发展历程图	6
图2: 三峡旅游-旗下游轮数量变化情况（2020 年末-2025H1 末）（单位：艘）	7
图3: 三峡旅游-旗下旅游交通车辆数量变化情况（2019 年末至 2025H1 末）（单位：辆）	7
图4: 公司 2019-2025Q3 收入及增速	9
图5: 公司 2021-2025H1 各业务收入	9
图6: 公司 2019-2025Q3 公司毛利率	10
图7: 公司 2021-2025H1 毛利润结构（亿元）	10
图8: 公司 2019-2025H1 游轮观光业务收入及增速	10
图9: 公司游轮产品游客接待量（万人次）	10
图10: 公司 2019-2025H1 各项费用率表现	11
图11: 公司归母净利润（亿元）及同比增速	11
图12: 2022 年中国老年群体旅游产品选择偏好度	13
图13: 我国 60 周岁及以上老年人数量及占比	13
图14: 银发族出行时段集中在传统旅行淡季	13
图15: 国内游轮游年龄结构	14
图16: 长江三峡游轮客运量（万人次）	14
图17: 长江游轮客运量分航线占比	14
图18: 长江三峡游轮定价体系	14
图19: 大美游轮 2014-2025H1 毛利率与净利率变化	16
图20: 大美游轮豪华游轮运载率	16
图21: 两坝一峡线路图	20
表1: 截至 2025 上半年末公司各项主营业务梳理	8
表2: 公司省际游轮项目基本概况	9
表3: 长江三峡游轮产品简介	12
表4: 长江三峡游轮各类产品竞争格局	12
表5: 2025 年豪华型游轮供给增加，经济型供给收缩	15
表6: 华夏神女号游轮单船模型测算	16
表7: 2025 年长江游轮新船开工、旧船退市情况	17
表8: 长江三峡省际游轮市场运力供给测算	17
表9: 长江三峡省际游轮市场-船队与对应舰船划分一览（截至 2024 年末）	18
表10: 公司省际游轮项目单船盈利模型测算	19
表11: 公司省际游轮项目爬坡测算表	20
表12: 公司观光游轮服务收入测算	21
表13: 三峡旅游各项业务收入预测（单位：亿元）	23
表14: 公司盈利预测假设条件（%）	24
表15: 资本成本假设	24

表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元，人民币）	24
表 17: 可比公司估值表	25

剑指内河游轮领航者，盈利能力不断提升

立足“两坝一峡”产品体系，省际游轮项目即将投运

公司前身可追溯至 1935 年的宜昌汽车站，实控人为宜昌市国资委，历经多次资产整合，目前围绕长江三峡丰富的旅游资源，开展游船、物流、旅行社等多项业务，2021 年公司通过非公开发行股票募集资金 8.16 亿元拟开展省际游轮业务，首艘游轮已于 2026 年 4 月投入运营，公司迈入发展新纪元。公司发展大致可分为如下三个阶段：

第一阶段：传统运输立业期（1935-2009 年）：国资道路运输龙头形成与资本化

公司前身可追溯至 1935 年，历经多次整合，于 1998 年正式成立宜昌交运集团。作为区域核心国资交通企业，公司以道路客运、汽车销售为核心业务，建立了稳固的运营网络。通过 2006 年的国企改革与 2008 年的股份化改造，公司完善了治理结构，为登陆资本市场奠定基础。

第二阶段：旅游转型探索期（2010-2020 年）：应对冲击，主动切入旅游赛道，开发两坝一峡产品体系

在高铁网络冲击传统客运的背景下，公司于 2010 年战略性切入“两坝一峡”旅游市场，标志着从运输向“运输+旅游”转型的开启。2011 年成功上市后，利用募集资金持续扩大游轮船队，强化旅游服务能力。面对 2014 年沿江高速全线贯通带来的直接挑战，公司退出传统水上客运，资源向旅游业务集中。后期通过收购九凤谷景区等举措，初步构建了“游轮+景区”的产业链雏形。这一阶段，公司实现了从被动防御到主动寻求第二增长曲线的关键转变。

第三阶段：主业聚焦升华期（2021 年至今）：战略更迭，开启省际游轮业务

2021 年公司通过非公开发行股票募集资金 8.16 亿元，引入了三峡资本与同程旅行作为战略投资者，实现了资本与产业资源的协同。此次定增募资的核心投向即为长江三峡省际度假型游轮项目。根据公司披露，该项目总投资规划为 10.63 亿元，计划建造 4 艘省际度假游轮，以运营长江最经典的“宜渝航线”。随即，公司于 2021 年 8 月 2 日正式更名为“三峡旅游”，确立了全面聚焦旅游产业、剑指“中国内河游轮旅游领航者”的全新战略定位。公司首艘省际游轮长江行·揽月、长江行·极光预计于 2026 年投入运营。

图1：公司发展历程图



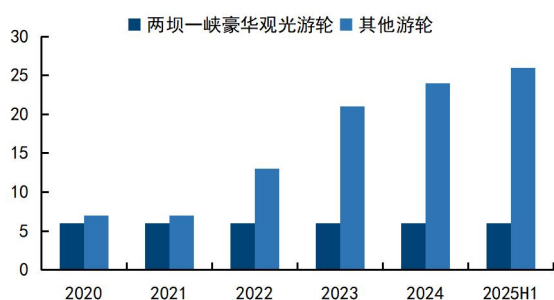
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权架构清晰，宜昌市国资委为实际控制人。截至 2025 年三季度末，前十大股东总持股比例为 45.80%。股权穿透来看，湖北三峡文化旅游集团有限公司（以下简称“湖北三峡文旅”）为上市公司主要控股股东，直接持股比例为 25.40%；宜昌市国资委通过湖北三峡文旅、宜昌高新投资开发有限公司、宜昌国有资本投资控股集团有限公司、宜昌城市发展投资集团有限公司、宜昌文旅投资开发有限公司等多家公司间接持有上市 34.27% 的股份，为公司实际控制人。

公司为两坝一峡区域唯一游船运营主体，观光游船服务为目前重点投入项目。目前公司的主要业务分为旅游综合服务业务和综合服务交通业务两大类，2025 年上半年旅游综合服务业务收入占比 78%（含内部抵消），为公司核心收入与利润来源。公司旅游综合服务业务收入细分为：

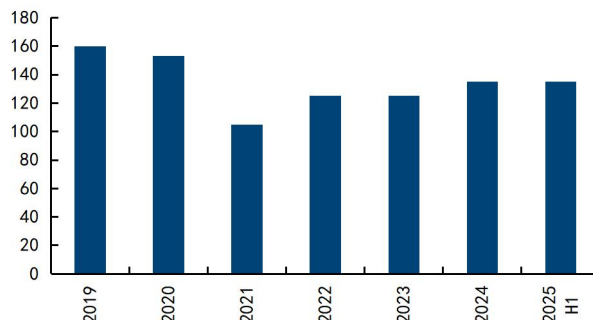
- 1) 旅游交通服务：包含景区直通车、包车服务等，截至 2025H1，公司旗下旅游交通车辆数量低于 2019 年，近年来运力相对平稳；
- 2) 观光游轮服务：两坝一峡相关景区游船服务，目前公司开发推出了“两坝一峡”、“长江夜游”、“高峡平湖”、“三峡人家专线”、“南京滨江游”等满足多层次需求的观光游轮产品体系，是公司重点投入的旅游项目。根据公司投资者交流信息表，公司为两坝一峡（三峡大坝、葛洲坝、西陵峡）唯一游船运营主体，经营优势突出。2022-2025 年，公司新线路游船数量逐年增长，由 2022 年的 13 艘增长至 2025H1 的 26 艘，为观光游轮收入持续增长提供保障；
- 3) 旅行社服务：公司旗下共 2 家旅行社，门市部 13 个；
- 4) 旅游港口服务。主要系是为公司旅游船舶和其他公司的客船提供靠泊与离泊、转运、行李寄存、代理服务，并为游客提供候船、上下船以及餐饮、住宿、购物、娱乐等综合性服务；
- 5) 旅游景区运营：公司于 2019 年收购三峡九凤谷景区。

图2：三峡旅游-旗下游轮数量变化情况（2020 年末-2025H1 末）（单位：艘）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图3：三峡旅游-旗下旅游交通车辆数量变化情况（2019 年末至 2025H1 末）（单位：辆）



资料来源：公司年报及半年报，国信证券经济研究所整理

连续剥离低价值传统业务，预计综合交通服务业务将平稳发展。当前公司综合交通服务主要包括旅客出行服务、车辆延伸服务、商贸物流服务。收入端近年来呈收缩趋势，主要系公司剥离一系列低价值传统业务所致。2023 年 5 月，公司转让所持有的湖北神农旅游客运有限公司（简称“神旅客运”）50% 的股权。2023 年 11 月，公司完成出售汽车销售公司 40% 股权及湖北天元供应链有限公司（“天元供应链”）100% 股权。我们预计业务调整已基本充分，存量业务未来有望平稳发展。

表1：截至 2025 上半年末公司各项主营业务梳理

业务板块	细分业务板块	核心内容与运营数据（截至 2025 年半年度报告期末）
旅游综合服务 (发展重心)	1. 旅游交通服务	- 景区直通车：运营“旅哟·三峡旅游直通车”，拥有 10 余条线路，连接宜昌东站、三峡游客中心至三峡人家、清江画廊等核心景区。 - 旅游运力：截至报告期末，拥有旅游客运车辆 125 台。
	2. 观光游轮服务	- 核心产品：“两坝一峡”系列观光游轮。 - 船队规模：拥有各类游船 32 艘，包括长江三峡系列、新能源游轮等。 - 航线产品：涵盖“两坝一峡”精华游、长江夜游、高峡平湖游及“船进三峡人家”专线等。
	3. 旅行社服务	- 业务布局：旗下拥有 2 家旅行社，共设立 13 个营业网点，开展地接与组团业务。
	4. 旅游港口服务	- 港口网络：运营 8 个旅游客运港口，提供船舶靠泊、游客集散及综合配套服务。
	5. 旅游景区运营	- 运营主体：全资运营三峡九凤谷景区，定位为体验式生态旅游景区。
综合交通服务	1. 旅客出行服务	- 道路班线客运：经营固定线路客运，采用公车与责任经营模式。已开行宜昌、荆州区域10 条城际公交与5 条定制客运线路。拥有班线客运车辆 562 台（含城市/城乡公交），其中公车经营 496 台，责任经营 66 台。 - 汽车客运站服务：拥有三级以上客运站 7 座（一级站 1 座，二级站 2 座），提供站务、代理、安检等服务。 - 出租车客运：以承包经营为主。拥有出租车 564 台，其中承包经营 547 台，公车经营 17 台。
	2. 车辆延伸服务	- 服务内容：利用自有场地资源，开展车辆加油、充电、机动车检测等配套服务。 - 资产规模：运营加油站 8 座、机动车检测站 4 座、充电站 4 座。
	3. 商贸物流服务	- 物业租赁：核心为天元国际汽车城、三峡钢铁贸易中心、宜昌汽车贸易城三大专业化市场，辅以旅游港站等零散物业。 - 钢铁物流：依托物流园区及自有铁路优势，提供多式联运、仓储装卸等一站式服务。 - 商超销售：在交通港站等人流密集区域开展日常消费品零售。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

省际游轮项目预计于 2026 年落地，公司开启成长新纪元。公司于 2021 年募集游轮产业发展项目资金 8 亿元，主要用途为省际度假游轮建设，2025 年 4 月发布更新版本《长江三峡省际度假型游轮可行性研究报告》，计划建设省际度假型游轮

四艘、运行宜渝航线，项目总投资为 10.63 亿元，首批省际游轮 2 艘，预计于 2026 年投入运营。根据可研报告，4 艘省际游轮全部投运并进入达产年份后，预计可实现年营业收入约 3.95 亿元，实现净利润约 1 亿元。我们认为公司省际游轮项目在路线、硬件、运营等层面可展开差异化竞争，从而取得产品溢价，收入及利润有望取得超预期表现。（后文详细分析）

表2: 公司省际游轮项目基本概况

类别	项目	具体内容与数据
投资计划	总投资	108,894.40 万元（约 10.89 亿元）
	建设分期	1. 首批（2 艘）：2026 年 6 月（第一艘）、2026 年 12 月（第二艘）完工并投入营运。 2. 第二批（2 艘）：2028 年 6 月完工。
	单船造价	1. 首批：25,927.00 万元/艘 2. 第二批：27,223.35 万元/艘
	分期投资	1. 首批总投资：54,447.00 万元（含铺底资金 2,593.00 万元） 2. 第二批总投资：54,447.40 万元
	达产年收入	3.95 亿元
经济效益	达产年净利润	1.00 亿元
	税后内部收益率 (IRR)	10.75%
	动态投资回收期	11.90 年

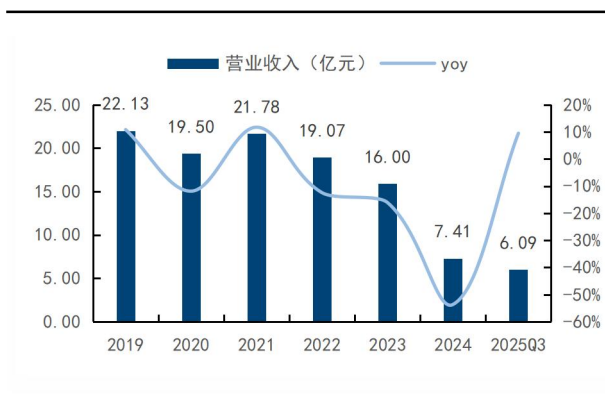
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

根据公司投资者交流，公司已确立“长江三峡旅游主导者”和“中国内河游轮旅游领航者”的战略目标，其中游轮的发展目标对应的是“中国内河游轮旅游领航者”，主要通过两个路径来实现：一是加快推进省际游轮自建，开发运营省际度假游轮旅游业务；二是通过外延式拓展，跻身省际豪华游轮头部方阵，成为中国内河游轮旅游领航者。

聚焦旅游主业，盈利能力持续提升

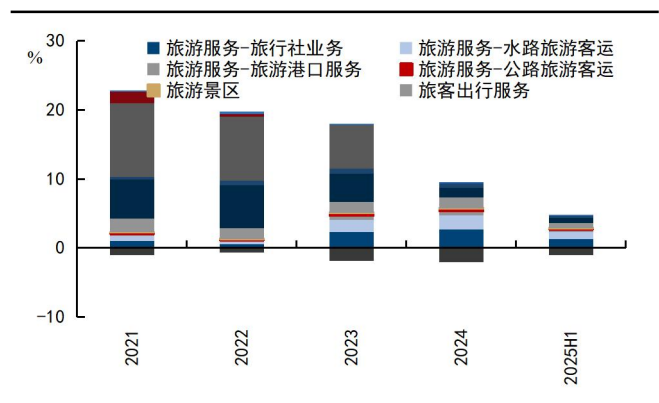
剥离部分交运业务聚焦旅游主业，25 年收入企稳回升。2023-2024 年公司营业收入呈下滑趋势，主要系 2023 年 12 月公司剥离了资金密集型的乘用车经销及服务业务、供应链管理业务聚焦旅游主业。2025 年公司收入已重回增长，2025 年前三季度公司营业收入同比增长 9.5%。从业务结构看，2025 年上半年旅游服务业务收入占比已达到 78%，其中占比较高的业务为旅行社业务以及游船观光业务（水路旅游客运），2025 年上半年收入占比依次为 39.5%、35.3%。

图4: 公司 2019-2025Q3 收入及增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

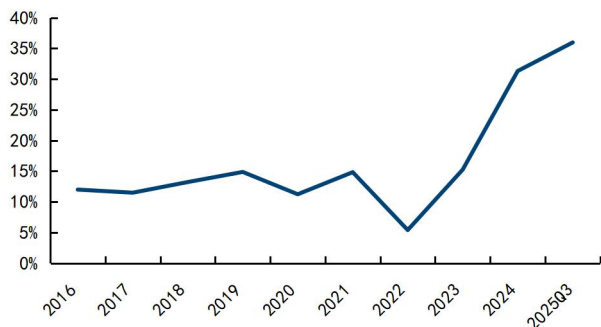
图5: 公司 2021-2025H1 各业务收入



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

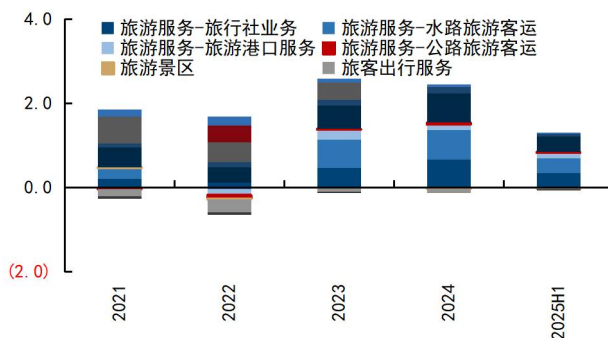
各业务间毛利率差异较大，观光游轮业务毛利贡献最高。2023 年起，公司毛利率呈明显的上升趋势，从 2022 年的 5% 提升至 2025 年前三季度的 36%，主要系剥离乘用车业务聚焦旅游主业带来的盈利能力提升。目前公司各项业务毛利率差异较大，商贸物流、观光游轮、旅游港口服务毛利率较高，2025 年上半年公司毛利润主要由旅行社业务和游船观光业务构成，占比分别为 27%、29%。

图6：公司 2019-2025Q3 公司毛利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司 2021-2025H1 毛利润结构（亿元）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

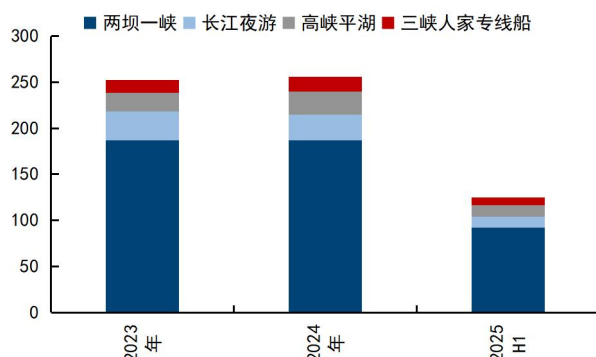
游轮产品客流 2025 年同比提升，多元化产品驱动增长。2025H1 公司游轮观光业务收入同比+20%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司共有游船 32 艘，其中长江三峡系列豪华游轮 6 艘，西陵峡系列游船 12 艘（新能源游轮 2 艘），三峡画廊系列游船 3 艘，高峡平湖系列游船 4 艘、三峡人家专线船 2 艘以及长友 1 艘、长江 3 号 1 艘，定制化游艇 1 艘，在建省际豪华游轮 2 艘。目前公司开发推出了“两坝一峡”（包含葛洲坝船闸线、西陵峡线、三峡升船机线和全域游线）、“长江夜游”、“高峡平湖”、“三峡人家专线”、“南京滨江游”等满足多层次需求的观光游轮产品体系，是公司重点投入的旅游项目。2025 年上半年公司游轮观光业务收入同比增长 20%，主要由游轮产品游客接待量提升带动，2025 年上半年两坝一峡、长江夜游、高峡平湖、三峡人家专线船游客接待量分别同比增长 12%、4%、5%、18%。根据公司年报，2024 年公司新投运西陵峡系列游船 2 艘，预计随着运载率提升将为公司持续带来增量。

图8：公司 2019-2025H1 游轮观光业务收入及增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司游轮产品游客接待量（万人次）

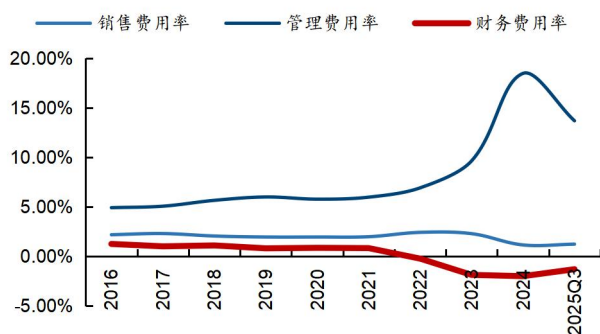


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

费用管控良好，一次性补税影响导致 25Q3 利润下滑。随着收入企稳回升，公司各项费用率大致平稳，2025 年前三季度公司销售费用率、管理费用率分别

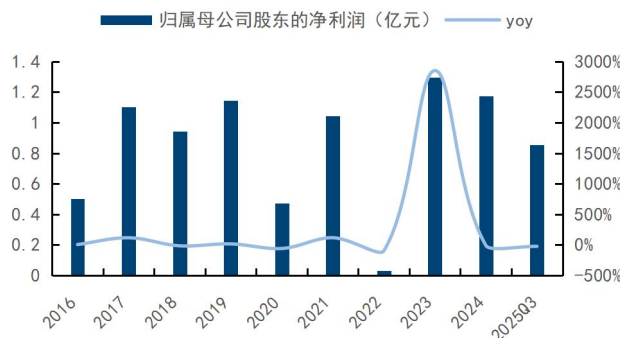
+0.17pct、-0.48pct。公司前三季度归母净利润同比下滑 23%（单 Q3 归母净利润同比下滑 62%），主要由于子公司湖北宜昌长江三峡游轮中心开发有限公司补缴税款的影响，该影响导致 2025 年前三季度税金及附加增加 2179.56 万元、营业外支出同比增加 2192.33 万元。我们预计随着收入结构优化、一次性补税影响已计提完毕，公司利润有望持续释放。

图10: 公司 2019-2025H1 各项费用率表现



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

游轮行业：受益于银发经济崛起，行业供给有序稳定

多层次供给并存，竞争格局存在差异

长江三峡旅游产品体系目前已形成经典省际游轮、中短程省际产品和宜昌侧短途游船产品并存的多层次格局。长江三峡是中国首批向世界推出的旅游名片之一，也是世界唯一可以乘坐大型游轮游览的内河大峡谷，兼具雄奇山水、厚重人文和 大国重器景观三重吸引力。从产品体系看，当前长江三峡游船产品体系已形成多层次格局：1）一日游及夜游产品，主要包括宜昌侧的“两坝一峡”“长江夜游”“高峡平湖”“船进三峡人家”，以及重庆侧的“两江游/两江夜游”、“两峡一峰”等线路；2）2-3 日中短程产品，主要包括奉节—宜昌、万州—宜昌、宜昌—奉节等精华段产品；3）4-5 日及以上省际游轮产品，主要是重庆—宜昌 4 天 3 晚、宜昌—重庆 5 天 4 晚等经典省际游轮线路。从游客运载量方面，2024 年长江三峡省际游轮客运量约 124 万人次，三峡旅游游船产品（宜昌侧一日游）游客接待量 256 万人次，重庆两江游接待游客量约 358 万人次。综合来说，一日游项目面向大众市场，适合观光入门、景点打卡等需求，游客基数大；省际游轮项目面向中高端市场，适合时间充裕、深度参观沿岸风景的人群，游客基数相对较小，但随着供给升级有较大的成长空间。

从价格带看，不同游程产品的客单价层次也较为分明。公开票务信息显示，一日游及夜游产品价格整体较低，其中宜昌长江夜游公开票价约 129-138 元/人；高峡平湖相关公开产品中，三峡大坝观光车票+高峡平湖游船产品约 110 元/人起；三峡人家景区官方套票价格为 210 元/人，而“船进三峡人家”专线游轮公开票价约 298-398 元/人；两坝一峡一日游在公开票务平台上多落在 200-300 元/人区间。2-3 日中短程产品的公开票价一般在 880-1650 元/人起，如重庆—万州—宜昌 2 天 1 晚、3 天 2 晚产品在公开票务中心的起步价分别约为 880 元/人、

1450-1650 元/人。4-5 日及以上经典省际游轮的价格带则明显更高，世纪游轮官网公开信息显示，奉节—茅坪 1 日游产品约 699 元/人起，而重庆—宜昌 4 天 3 晚、宜昌—重庆 5 天 4 晚的高端产品，公开体验和票务信息多处于 3000 元/人以上，官方票务公开起步价可见 3499 元/人起。整体来看，游程越长、船型越新、房型越高端，票价中枢越高。

表3: 长江三峡游轮产品简介

产品层级	代表产品	典型时长	核心停靠/游览点	主要消费场景	定价水平
一日游/夜游	两坝一峡、长江夜游、高峡平湖、船进三峡人家、重庆两江游	半日—1 日	葛洲坝、西陵峡、三峡大坝、宜昌城区夜景、三峡人家等	观光入门 / 夜经济 / 景区联动	百元—数百元/人
2-3 日中短程	奉节—宜昌、万州—宜昌、宜昌往返 3 天 2 晚等	2-3 日	瞿塘峡、巫峡、西陵峡、白帝城、三峡大坝等	精华段体验 / 周末度假	千元级/人
4-5 日及以上省际游轮	渝宜/宜渝经典线、高端豪华游轮系列	4-5 日及以上	白帝城、神女溪/小三峡、瞿塘峡、巫峡、西陵峡、三峡大坝等	经典度假 / 深度游	三千元以上起，高端产品更高

资料来源：携程平台，国信证券经济研究所整理

从竞争格局看，多主体经营是长江三峡水上旅游市场常态。在 4-5 日及以上省际游轮市场，长江三峡区域现有 13 家省际游轮企业、47 艘游轮、19,453 个客位，2024 年累计完成客运量 123.59 万人次，经营主体较多，市场参与主体包括世纪游轮、黄金游轮、美维游轮、总统游轮、长江探索、星际游轮等多品牌。2-3 日中短程产品同样不是单一主体经营，公开票务和航班产品显示，奉节—宜昌、万州—宜昌、宜昌—奉节等线路可由皇家、总统、维多利亚、新高湖、长江观光等不同主体承运，本质上是经典省际游轮产品的精华段压缩版本。一日游及夜游产品中，重庆“两江游/两江夜游”也体现出明显多主体特征，重庆市政府公开资料显示，重庆“两江游”由 3 家经营主体运营、共有 8 艘游船参与。

与之相比，宜昌核心水域短途游主要由三峡旅游主导。三峡旅游为两坝一峡唯一运营主体，同时与地方国企合作运营其他产品：高峡平湖早期由公司与相关地方国企共同参股的平台运营，三峡旅游在 2023 年通过摘牌受让股权后持股提升至 56.86%，并于 2023 年 8 月取得控制权，将其正式纳入合并范围；三峡人家专线则可追溯至 2018 年，公司控股子公司交运游轮与三峡人家公司签订框架协议，拟共同投资组建专线游船公司，2020 年双方所属子公司进一步签订合资组建协议。

表4: 长江三峡游轮各类产品竞争格局

产品类型	代表产品	主要经营主体特征	经营格局	竞争特征归纳
经典省际游轮	渝宜/宜渝经典线	三峡旅游（新进入）、世纪、黄金、美维、总统、星际、长江探索等	13 家经营主体	企业数量多、船队多，竞争相对激烈
中短程省际产品	奉节—宜昌、万州—宜昌、宜昌往返等	多品牌滚动发船	多主体经营	本质为经典线路的精华段压缩版，主体仍较分散
重庆侧城市夜游	重庆两江游/两江夜游	3 家企业、8 艘游船	较为集中	参与主体数量少于长线
宜昌核心短途产品群	两坝一峡、长江夜游、高峡平湖、船进三峡人家等	三峡旅游体系主导	高度集中	三峡旅游主导（部分产品其他企业有参股）

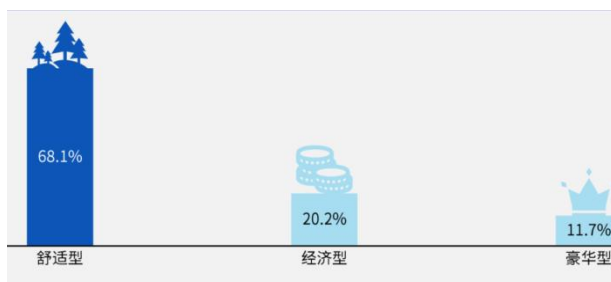
资料来源：携程平台，重庆邮轮中心，国信证券经济研究所整理

总体说来，短途产品竞争格局更优但客单价水平较低，省际长途游轮客单价及游客承载量高但也正因如此参与竞争的主体更多，对现金流、运营能力、产品开发能力要求更高。因此短途游经营主体也会将业务向省际长途有进行延伸，例如大美游轮、三峡旅游等，故下文分析主要侧重于省际游轮市场。

游轮游是银发旅游的绝佳载体，大型化高端化发展提升盈利水平

银发旅游需求日益旺盛，已成为国内消费市场的重要增长极。截至 2024 年末，全国 60 周岁及以上老年人口规模达 3.1 亿人，占总人口的 22.0%，全国老龄委调查数据显示，当前银发旅游人数已占旅游总人数的 20% 以上。政策层面持续发力，国办印发的《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》明确提出拓展老年旅游产品，商务部等部门也推动增开旅游专列以满足银发群体需求。据国家税务总局报道，2025 年上半年，老年旅游服务销售收入同比增长 26.2%，显著高于社会消费总额整体增速，显示出强劲的消费潜力。

图12: 2022 年中国老年群体旅游产品选择偏好度



资料来源：中国老龄产业协会，国信证券经济研究所整理

图13: 我国 60 周岁及以上老年人数量及占比



资料来源：养老服务专委会，国信证券经济研究所整理

银发族成为错峰出行主力，有望推动旅行市场淡季不淡。根据去哪儿旅行发布《2025 “新银发一族” 飞行报告》，在国内出行时，55-70 岁“新银发一族”的飞行高峰出现在 1 月、3 月、7 月、9 月，正值每年的旅行淡季。各地政府出台银发经济相关支持政策，提升银发游优质供给，拉动旅行淡季需求。

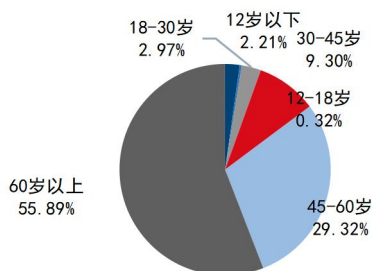
图14: 银发族出行时段集中在传统旅行淡季



资料来源：去哪儿网，国信证券经济研究所整理

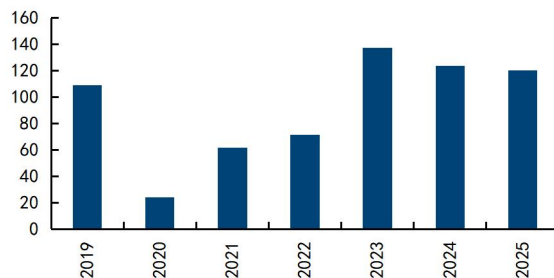
游轮游以其节奏舒缓、服务一站式及文化沉浸感强等特点，天然成为银发族偏好的旅行品类。相较于常规旅游方式，游轮产品有效避免了频繁更换住宿与长途舟车，更适应老年人的体力特征；同时，游轮旅行融丰富的餐饮、社交、文化体验于一体，能够满足银发游客对“慢游”和深度体验的核心诉求。根据重庆游轮中心的数据显示，购买游轮产品的游客中，60岁+用户在五成以上，50岁+用户在八成以上。据AgeTravel报道，在三峡游轮产品的客群中，50岁以上的银发人群占比达到90%以上，占据绝对主力。

图15：国内游轮游年龄结构



资料来源：银发之旅，国信证券经济研究所整理

图16：长江三峡游轮客运量（万人次）

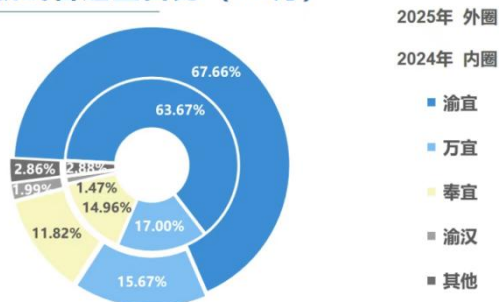


资料来源：重庆游轮中心，国信证券经济研究所整理

长江三峡航线凭借其独特的自然资源与航道条件，成为发展银发游轮游的黄金载体，产品价格分层清晰以满足不同消费能力。该区域航线可划分为长途和短途两类。长途航线以重庆-宜昌（省际游轮）4天3晚经典航线为主力产品，据行业数据估算，其运力占市场总运力的60%以上。此航线分为“下水”（重庆至宜昌，4天3晚）和“上水”（宜昌至重庆，5天4晚）两个方向，途经丰都鬼城、奉节白帝城、瞿塘峡、巫峡、西陵峡及三峡大坝等核心景点。短途航线则以宜昌为中心的“两坝一峡”（西陵峡、三峡大坝、葛洲坝）一日游产品为代表，凭借高度浓缩的工程与峡谷景观体验，成为高效入门选择。从客单价看，2025年长江游轮市场价格基本稳定，结合部分OTA在线旅游平台数据（80家携程度假和游轮板块有效商家；33家飞猪度假板块有效商家），常规渝宜经典航线平季价格达到2200元/人以上，2025年，中高端游轮产品仍受到市场青睐，高客单价和一价全含游轮达到9艘（长航全系列游轮、世纪荣耀/凯歌/绿洲/远航、长江奇迹、长江探索），平季价格超过4000元/人，为常规渝宜线游轮均价1.5-2倍。

图17：长江游轮客运量分航线占比

分航线客运量占比（12月）



资料来源：重庆游轮中心，国信证券经济研究所整理

图18：长江三峡游轮定价体系

渝宜航线	船舶数量（艘）	发船班次（艘次）	客运量（万人）	床位负载率
一价全含	6	430	9.83	66.38%
高客单价	9	673	18.12	66.53%
豪华游轮	36	2593	81.11	80.97%

资料来源：宜昌公路一路为你，国信证券经济研究所整理

为响应市场需求，三峡游轮供给端持续优化，船舶翻新与大型化、主题化/场景化趋势显著。产品创新不再局限于硬件升级，更注重打造沉浸式主题体验以满足银发游客对情绪价值的深层需求。例如，重庆长江黄金游轮有限公司结合不同时段，推出针对各年龄层的专属主题活动，如三峡纸鸢节、亲子夏令营、国潮季等。上市公司三峡旅游的省际游轮项目规划 4 艘新船，首批两艘分别已于 2026 年 4 月和预计于 7 月投入运营，第二批两艘规划于 2028 年 6 月投入运营。世纪游轮旗下的“世纪绿洲”号已于 2023 年投入运营，该游轮注重降噪减震功能；而“世纪传奇”号则执航重庆-上海长线航线。这种从“产品”到“场景”的转变，正推动三峡游轮从传统观光向沉浸式休闲度假转型。根据重庆游轮中心数据，2025 年豪华型游轮供给占比同比显著提升，经济型游轮发船航次及客运量均同比下滑。

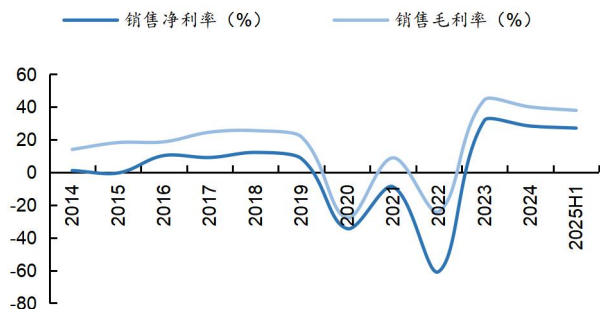
表5: 2025 年豪华型游轮供给增加，经济型供给收缩

年份	2025 年				2024 年			
	12 月		1-12 月		12 月		1-12 月	
类型	发船数（航次）	客运量（万人）	发船数（航次）	客运量（万人）	发船数（航次）	客运量（万人）	发船数（航次）	客运量（万人）
豪华型	132	2.69	3139	90.28	78	1.92	3018	89.55
经济型	33	0.46	1833	29.82	66	0.52	2378	34.04
合计	165	3.14	4972	120.10	144	2.44	5396	123.59

资料来源：重庆邮轮中心，国信证券经济研究所整理

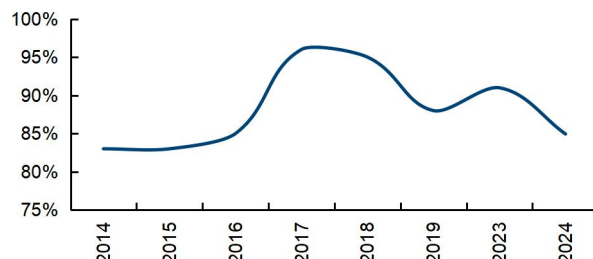
豪华型游轮客单价及运载率高于普通游轮，有更好的盈利能力。参考新三板上市公司大美游轮发展路径，公司于 2012 年开启省际豪华游轮项目（华夏神女 1 号），业务由普通经济型游轮延伸至豪华游轮。后续公司分别于 2014、2021 年投运华夏神女 2 号、华夏神女 3 号，豪华游轮业务规模逐步扩大，于 2015 年公司陆续退出普通游轮项目（海内观光项目）。根据公司 2014 年报披露，华夏神女 1 号全年运载率 83%，而同期海内观光游船运载率仅 19%，2014 年公司海内观光轮 385.5 班次实现收入 3540 万元，而同期豪华游轮共计 47 班次实现收入 2808 万元，豪华游轮单班次营收为普通游轮的 6.5 倍。大美游轮净利率由 2014 年的 1% 提升至 2024 年的 28%，毛利率由 2014 年的 14% 提升至 2024 年的 40%。

图19: 大美游轮 2014-2025H1 毛利率与净利率变化



资料来源: choice, 国信证券经济研究所整理

图20: 大美游轮豪华游轮运载率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

大型游轮承载量大娱乐设施丰富、具有更高的客单价，成熟期盈利模型更优。根据大美游轮公司披露，华夏神女1号、华夏神女2号、华夏神女3号投资额分别为8900万元、1.2亿元、2亿元，高投资额带来更丰富的游乐设施以及更高的游客承载量，从而获得更高的单船收益。根据携程价格查询，以2026年3月产品价格为例，华夏神女1号、2号主力房型价格中枢在2000元/人左右，而华夏神女3号价格中枢则达到3000元/人以上。同时，新船具有更先进的动力系统，在燃料航杂方面更加经济。结合公司招股书以及2024年报披露，我们测算新船华夏神女3号利润率在30%以上，远高于华夏神女1号。

表6: 华夏神女号游轮单船模型测算

	华夏神女1号	华夏神女2号	华夏神女3号
运载率	85%	85%	85%
满载人次	350	400	650
班次	40	40	43
年载客量	11900	13600	23757.5
客单价	2228	2428	3558
年收入(万元)	2651.32	3302.08	8452.9185
投入额(万元)	8000	12000	20000
折旧摊销	445	600	1000
燃料	530	606	985
航杂(10%)	265	297	845
人工(18%-22%)	556.7772	660.416	1690.5837
材料(15%)	397.698	495.312	1267.937775
利润	456	643	2664
利润率	18.9%	19.5%	31.5%

资料来源: 大美游轮公告, 三峡游轮网上售票大厅官网, 国信证券经济研究所整理

“退三进一”政策限制省际游轮无序扩张，龙头竞争优势强化

三峡游轮行业在规章指引下供给格局总体稳定，“退三进一”等政策有助于优化供需结构。根据宜昌公路公众号，截至2025年末，长江三峡区域省际游轮企业共有12家（重庆和湖北各6家），省际游轮47艘，总客位19,453个。根据公司可行性研究报告披露，省际游轮中老旧船舶逐渐下线，按“退三进一”运力置换政策，更新为新建省际游轮运力。2025年行业共退出3艘旧船，对应退运客位568

个；同期有 3 艘新船上线，新增客位 1,490 个，供给扩张总体仍处于有序可控状态。进一步看，未来五年行业预计还将退出 10 艘旧船、对应客位 2,345 个；截至 2024 年末，经长江航务管理局批准的新建运力为 20 艘、合计 12,088 个客位，其中仅 9 艘已开工，说明行业虽有新增运力储备，但从获批到开工、再到实际投运仍需时间，短期内并不存在无序放量基础，我们预计未来长江游轮供给稳步增长。

表7：2025 年长江游轮新船开工、旧船退市情况

类别	客运企业	船舶名称	首航时间	客位数
上线	湖北皇家	长江探索	2025 年 5 月 29 日	402
	重庆东江	美维凯璇	2025 年 9 月 28 日	590
	巴东楚天	楚天长江如歌	2025 年 10 月 1 日	498
退市	宜昌江腾	三国	/	568
	巴东楚天	总统一号		
	重庆东江	美维凯蕾		
吉水	宜昌交运	长江行·揽月	2026 年上半年	650
	重庆交运	重轮长江云帆		650
	重庆冠达	世纪梦想	2026 年下半年	650
开工	宜昌交运	长江行·极光	2026 年下半年	650
	重庆大美	华夏六号	2026 年下半年	650
	重庆长航	长江七号	2027 年上半年	638

资料来源：中国政府网，各地方政府网，国信证券经济研究所整理

中期维度，若仅考虑已开工船新增运力，三峡游轮市场客位数复合增速仅 3%，供给端增长相对可控。在上述基础上，我们以 2025 年末行业总客位 19,453 个为基数，对未来 5 年行业供给进行情景测算。假设未来 5 年行业退出旧客位 2,345 个，新增客位则取决于已获批 12,088 个新建运力的实际落地比例：若仅已开工项目对应运力落地，则 5 年后行业总客位约为 22,548 个，对应 5 年客位复合增速约 3.0%；若已获批运力中 60%-75% 在未来 5 年落地，则总客位将增至 24,361-26,174 个，对应 5 年客位复合增速约 4.6%-6.1%；即便在全部获批运力落地的满额情景下，行业总客位也仅增至 29,196 个，对应 5 年复合增速约 8.5%。整体看，三峡省际游轮行业未来供给仍以温和扩张为主，行业竞争格局难以在短期内显著恶化，具备品牌、资金与运力升级能力的头部企业有望在本轮供给更新中进一步提升份额。

表8：长江三峡省际游轮市场运力供给测算

情景	核心假设	未来 5 年新增客位 (个)	未来 5 年退出客位 (个)	5 年后总客位 (个)	较 2025 年末净增客位 (个)	5 年客位 CAGR
1	仅已开工 9 艘在未来 5 年全部投运，对应已获批运力落地 45%	5,440	2,345	22,548	3,095	3.0%
2	已获批运力中 60% 在未来 5 年落地	7,253	2,345	24,361	4,908	4.6%
3	已获批运力中 75% 在未来 5 年落地	9,066	2,345	26,174	6,721	6.1%
4	已获批 12,088 个客位在未来 5 年全部落地	12,088	2,345	29,196	9,743	8.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司看点：基本盘稳健向上，省际游轮弹性可期

省际游轮：产品差异化打开利润弹性

横向比较市场上长江三峡省际游轮产品，我们认为公司旗下长江行揽月在硬件、路线、设施等方面具有差异化：

1) 硬件水准方面，三峡旅游省际游轮采用“燃油+动力电池”增程式混合动力，意味着低噪音、低振动。全舱智能方面，引入华为鸿蒙智家（HarmonyOS）系统，通过语音指令即可调节舱内灯光、温度及呼叫服务，实现“动口不动手”的便捷体验。

2) 线路安排层面，相较传统线路（丰都鬼城、双桂山、三峡之巅等强体力点位），公司省际游轮采取一价全包（含主要景点与体验）、规避高体力消耗、并新增白鹤梁水下博物馆/816 工程遗址/雨仙谷等文化与工程奇观体验，显著提升适老化与舒适度。同时，由于公司深耕两坝一峡目的地，省际游轮产品中也增加西陵峡、葛洲坝、三峡大坝等途经点，有望成为独家目的地。

表9：长江三峡省际游轮市场—船队与对应舰船划分一览（截至 2024 年末）

游轮	长江行·揽月	星际雅典娜	华夏神女3	美维凯璇
所属公司	三峡旅游	重庆渝鸿船务有限公司（星际游轮）	重庆大美长江三峡游轮股份有限公司	重庆市东江实业有限公司（美维游轮）
投入运营时间	2026 年 4 月 18 日（首航）	2021 年	2021 年 5 月	2025 年 10 月
承载量	载客 650 人	载客 650 人	载客 650 人	载客 590 人
定价（参考携程）	4999 元/人起	2054 元/人起	1310 元/人起	3069 元/人起
4 天 3 晚	包含涪陵二选一（白鹤梁水下博物馆+涪陵榨菜历史记忆馆或 816 工程遗址、忠县夜游，奉节二选一（白帝城或三峡之巅）、瞿塘峡、巫峡、西陵峡西段、三峡升船机、西陵峡东段、葛洲坝船闸	赠送重庆一日游，游览丰都鬼城、忠县-石宝寨、瞿塘峡、夔门、巫峡、自选白帝城或小三峡、三峡大坝、自选升船机	赠送重庆一日游，游览丰都雪玉洞/忠县石宝寨，游览白帝城或三峡之巅（自愿自费），船过瞿塘峡、夔门、巫峡，游览神女溪（或小三峡）（包含），游览三峡大坝，自愿自费升船机	游览丰都雪玉洞，自选丰都鬼城，自选游览白帝城或三峡之巅，游览神女溪，游览三峡大坝，自选升船机
5 天 4 晚	包含葛洲坝船闸、西陵峡东段、三峡大坝、三峡升船机、西陵峡西段、巴东夜游、巫峡、瞿塘峡，奉节二选一（白帝城或三峡之巅），涪陵二选一（白鹤梁水下博物馆+涪陵榨菜历史记忆馆或 816 工程遗址	游览三峡人家、三峡大坝、自选升船机或屈原故里、自选小三峡或神女溪、自选白帝城或三峡之巅、石宝寨、丰都鬼城，赠送重庆一日游	游览三峡大坝，自选升船机或屈原祠、三峡人家，游览神女溪或小三峡（赠送），船过巫峡、夔门、瞿塘峡，自选白帝城或三峡之巅，游览丰都雪玉洞，自选武陵山大裂谷，赠送重庆一日游	游览三峡大坝、三峡人家、巫峡、巴东神农溪、瞿塘峡、丰都鬼城，抵达重庆

硬件设施	华为鸿蒙智家，全舱智能场景联动与AI管家服务，支持人脸识别/NFC无感入住。全船客房配独立观景阳台，房间宽敞，基础房型 28 m ² 。增程式混合动力系统：燃油+电池，较同等尺寸节能 20%以上。全船 Wi-Fi 覆盖	第 6 代新型五星游轮：房间宽敞（基础房型 20 m ² ）。配备电影院、自助餐厅、天空观景酒吧等设施。定期举办艺术创作及展览活动。	长江三峡区域第一艘实行功能分区的游轮（前半部客房，后半部公共娱乐），减震降噪。顶层 1300 m ² 观景平台，首创“炸裂式玻璃廊桥”。利用高新科技，Wi-Fi 与一卡通全覆盖。	长江首艘光伏发电豪华游轮，配置 300kW 太阳能光伏系统，将光能直接转化为电能。采用油电混合动力技术，直流组网、储能电池、顶层光伏发电协同，实现零污染、低噪音航行，减少碳排放。首创长江上移动的“江上院子”，以“川西庭院”为样本，“峡江六景”为灵感来源，营造巴蜀民俗空间。
------	--	---	--	--

资料来源：携程平台，各邮轮公司官网，国信证券经济研究所整理

根据目前预售产品定价来看，长江行·揽月相较同业来讲有产品溢价。我们统一选取携程平台部分近年来新投运的长江游轮产品 4 月份的报价进行比较，鉴于更新的设施设备以及差异化路线，从预售价格看，公司长江行·揽月游轮产品定价上线更高，同时主力房型的定价中枢也更高（4000 元以上），起始价为华夏神女 3 号的约 3.8 倍，为 2025 年 10 月投运的美维游轮的 1.6 倍。

当前定价水平下，公司省际游轮项目利润有望高于可研报告保守测算。三峡旅游传统旺季集中在 5 月、7 月、8 月及 10 月，票价显著高于当前的淡季水平。根据大美游轮披露，2025 年公司船票平均单价为 1968 元、人均二消 505 元，我们认为长江行·揽月游轮游轮产品零客单价有望达到 3936 元以上（按照 2 倍定价估算），若计算二消则有望进一步提升（4000 元以上）。根据公司可研报告，省际游轮产品定价参考宜渝航线市场定价取 2800-3000 元/人，旅行社协议结算价格取 2500 元/人，我们认为公司产品的实际均价有望带来更高的利润弹性。我们针对运载率和客单价这两个因子进行情景假设，单船利润贡献在 0.26-0.51 万元，4 艘船全部投运进入成熟期后完整年度带来的利润增量则为 1.04 亿元-2.05 亿元，有望为公司带来巨大的利润弹性。

表10：公司省际游轮项目单船盈利模型测算

	保守	中性	乐观
运载率	82%	84%	86%
满载人次	650	650	650
班次	70	70	70
年载客量（人次）	37310	38220	39130
客单价（元/人）	3000	3500	4000
年收入（万元）	11193	13377	15652
投入额（万元）	25927	25927	25927
折旧摊销（万元）	1296	1296	1296
燃料（万元）	1679	1720	1761
航杂（万元）	1119	1338	1409
人工（万元）	2020	2020	2020
材料（万元）	1679	2007	2348
利润（万元）	2550	3747	5114
利润率	22.78%	28.01%	32.67%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

单船爬坡方面，我们假设投运当年按成熟利润的 60%-80%、首个完整运营年按 80%-95%、第二个完整运营年起按 100%。此外，揽月号于 2026 年 4 月投运，极光号 2026 年 7 月投运，我们假设第三艘、第四艘游轮分别于 2028 年 6 月和 2028 年 12 月投运。则公司省际游轮项目利润爬坡情况如下表：我们预计 2030 年公司四艘省际全部成熟后的首个完整年度，2026 年为关键的首航验证期，若客座率及客单价表现良好，则有助于提升市场对于 2027-2030 年公司利润爬坡的预期，从而形成股价的重要潜在催化。

表11：公司省际游轮项目爬坡测算表

年份	揽月	极光	第三艘	第四艘	合计利润 (保守, 亿元)	合计利润 (中性, 亿元)	合计利润 (乐观, 亿元)
2026E	投运当年 (4月)	投运当年 (7月)	—	—	0.18	0.31	0.48
2027E	首个完整运营年	首个完整运营年	—	—	0.43	0.67	0.97
2028E	成熟期	成熟期	投运当年 (6月)	投运当年 (12月)	0.61	0.92	1.30
2029E	成熟期	成熟期	首个完整运营年	首个完整运营年	0.94	1.42	1.99
2030E	成熟期	成熟期	成熟期	成熟期	1.02	1.50	2.05

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

“一日游”产品仍具有长期成长空间

公司“一日游”产品基本盘稳固，持续深耕两坝一峡目的地。根据公司投资者互动平台，公司为“两坝一峡”旅游发展联盟的成员单位，作为“两坝一峡”区域唯一的游船运营主体，拥有“车、船、港、站、社、景”旅游要素齐全的国有旅游类上市公司，公司将深度参与旅游发展联盟共同打造的线路产品，在旗舰产品“两坝一峡”基础上，又打造了长江夜游、三峡人家、高峡平湖等补充产品。2025 年上半年，公司旅游综合业务营收达 2.86 亿元，同比增长 20.20%，其中观光游轮收入 1.01 亿元，同比增长 19.59%，游客接待量达 125.25 万人次，创下新高，充分证明了其核心产品的市场吸引力和运营稳定性。

图21：两坝一峡线路图



资料来源：楚之雁旅游，国信证券经济研究所整理

公司在“一日游”产品中建立的立体化营销体系和品牌影响力可以复用于省际游轮业务。根据公司年报，2024 年拓展异业联名营销，联合京东物流、饿了么、蜜雪冰城、潜江楚虾王、大洋百货、常德米汤味道等开展本地生活产品联名营销，借势和悦号游轮首航活动与北部湾航空、东海航空、三峡机场等联合营销基础，积极布局“航空+旅游”融合发展模式，为省际游轮市场开拓、渠道建设做好准备；同时，打通自有渠道链路，打通“旅哟”小程序与自有旅行社业务通道，在提升门店销售和服务效率的同时，实现旅游产品资源与游客、旅游消费者的碎片化联通、整合创效。

“两坝一峡”作为宜昌乃至长江三峡的核心旅游名片和流量入口，与省际游轮业务形成了天然的协同与导流关系。公司明确指出，现有的“两坝一峡”观光产品与省际度假游轮并非竞争关系，相反，宜昌作为省际游轮主要的集散地和起始点，观光游轮积累的庞大客源（2025 年上半年接待境外游客约 4.4 万人次）可为长线度假产品提供显著的客流转换。这种“短途引流、长途转化”的商业模式，使得公司在一日游领域建立的客户认知、渠道网络和服务口碑，能有效降低省际游轮市场的获客成本，加速新业务爬坡。

表12：公司观光游轮服务收入测算

年份	三峡大坝旅游区游客量（万人）	游船总人次（万人）	渗透率	客单价（元/人）	观光游轮服务收入（亿元）	收入同比增速
2023A	330	251	76.15%	70	1.753	—
2024A	321	256	79.79%	81	2.063	17.73%
2025E	333	283	85.00%	89	2.510	21.64%
2026E	346.3	298	86.00%	94	2.799	11.53%
2027E	359.5	311	86.50%	99	3.069	9.64%
2028E	372.1	324	87.00%	103	3.322	8.27%
2029E	384	336	87.50%	106	3.552	6.90%
2030E	395.5	348	88.00%	108	3.753	5.65%

资料来源：重庆游轮中心，公司公告，国信证券经济研究所整理

我们认为公司游轮观光（一日游）项目长期看仍有成长空间，中长线有望保持稳健的复核增长。我们以三峡大坝旅游区游客数量*公司一日游产品渗透率*客单价来计算公司游轮观光业务的收入规模，分拆来看：

三峡大坝旅游区游客：2025 年，三峡大坝旅游区全年接待游客数量近 333 万人，创历史新高，2026Q1 三峡大坝旅游区共接待游客 56.35 万人较去年同期增长 19.25%，再创历史新高。除国内旅游人次平稳增长之外，据中央广电国际在线报道，2026 年清明宜昌入境游井喷。我们认为三峡大坝旅游区将在银发族+入境游的双重共振下取得游客数量的不断增长；

公司一日游产品渗透率：2023/2024 年三峡大坝旅游区接待游客分别约 330 万/321 万人次，对应公司游船产品渗透率分别约 76.1%/79.8%，作为区域旅游的核心产品，渗透率已经处于高位，但仍在持续提升，我们预计公司一日游产品渗透率每年取得小幅增长，到 2030 年达到 88%；

一日游产品客单价：2023 年观光游轮服务隐含客单价约 69.7 元/人，2024 年提升至 80.6 元/人，同比+16%，25H1 约 80.7 元/人，较 24H1 的 74.9 元/人提升约 7.8%。客单价中枢持续上行主要受益于 VIP、臻享全域游等高客单产品占比提升，也是近年来公司游船观光业务收入快速增长的核心抓手。我们预计高端化与定制化、以及散客占比提升趋势延续，客单价有望持续上行。

综上，我们预计公司观光游轮服务收入将由 2024 年的 2.06 亿元增至 2030 年的 3.75 亿元，对应 2024-2030 年收入复合增速约 10%，具体拆解如下：

利润率存在较大爬坡空间，我们测算 2024-2030 年观光游轮业务利润复合增速超 20%。利润率方面，公司控股子公司宜昌交运长江游轮（主要为游轮观光业务）2023、2024、2025H1 净利率分别为 29.9%/15.3%/19.6%，净利率波动主要系：①2024 年公司新投运西陵峡系列游船 2 艘，新运力仍在爬坡当中；②募集资金利息收入贡献减少。随着公司游船产品客单价提升以及新船爬坡，我们认为观光游轮净利率有望在 25H1 的基础上持续上行，若 2024 年至 2030 年净利率由 15% 提升至 30%（2023 年水平），则该业务净利润将从 2024 年的 3251 万元增长至 2030 年的 1.1 亿元，复合增速 24%。

盈利预测与投资建议

公司细分业务较多，我们对于各项业务的收入端核心假设如下：

我们预计公司旅游综合服务 2025-2027 年收入分别为 658/882/1107 百万元，分别同比+16%/34%/26%，核心假设如下：

观光游船业务：根据上文分析，公司的产品矩阵向高端化、差异化产品延伸，客单价在 2024、2025 年取得良好增长。接待人次方面，2025 年公司游船项目游客接待人次增长提速，我们预计 2026 年随着新船运载率爬升、市场上旧船淘汰等因素，接待人次有望保持小幅上升。我们预计 2025-2027 年公司观光游船服务收入分别同比+22%、+11%、+9%。

省际游轮业务：长江行揽月与长江行极光分别已于 2026 年 4 月及预计于 7 月首次投运，根据揽月号排班情况来看，每周约往返一次。我们预计公司省际游轮 2026 年、2027 年分别发送 70 艘次、140 艘次。客单价及运载率方面，我们预计投运第一年营销活动较多、渠道渗透有限，我们假设 2026 年客单价 3800 元/人，运载率 83%，2027 年以上两项均稳步提升。我们预计升级游轮业务 2026-2027 年收入分别为 1.4、3.1 亿元。

其他业务：包含旅行社、景区、港口服务等，非公司重点发展业务。2025 年旅游综合服务的其他业务在较低基数下均呈现出良好的增长迹象，我们预计 2026-2027 年其他业务小幅增长。

我们预计公司综合交通业务 2025-2027 年收入分别为 347/346/353 百万元，收入规模大致保持稳定，核心假设如下：

商贸物流业务：商贸物流服务主要包括物业租赁、钢铁物流（多式联运及仓储装卸服务）及商超销售等业务。2023 年 12 月公司转让供应链业务，2024 年该收入大幅下滑，2025 年上半年商贸物流业务收入同比增长 4.76%，我们预计该业务 2026-2027 年保持小幅增长。

其他业务：主要为旅客出行及车辆延伸服务。我们预计此两项业务并非公司业务重心，且会受到一定程度的竞争加剧扰动，预计收入规模呈收缩趋势。

内部抵消交易：由于内部抵消业务主要发生在旅游综合服务业务单元（旅行社及游船业务），我们假设内部抵消收入增速与旅游综合服务业务收入增速大致相当。

我们对公司各项业务的毛利率假设为：

旅游综合服务：

观光游船：我们预计随着平均客单价以及运载率提升，公司观光游船业务毛利率有望持续提升。我们预计 2025-2027 年公司游船观光业务毛利率分别为 35%/36%/37%（仍低于 2023 年水平，未来仍有持续提升空间）。

省际游轮：省际游轮项目前期投入高，我们预计前期折旧摊销对毛利率影响较大，后续随着新船爬坡毛利率有望逐步改善。我们预计 2026-2027 年省际游轮业务毛利率分别为 35%、40%。

其他业务：我们预计其他业务毛利率 2025-2027 年保持稳定。

综合交通业务：我们预计 2025-2027 年公司综合交通业务毛利率保持提升，主要系毛利率较高的商贸物流业务收入占比逐渐提升。我们预计 2025-2027 年公司综合交通业务毛利率分别为 21%、25%、25%。

表13：三峡旅游各项业务收入预测（单位：亿元）

	2024	2025E	2026E	2027E
总营收（百万元）	741.32	812.01	1015.44	1246.48
yoy	-54%	10%	25%	23%
旅行社业务（百万元）	569.90	658.40	881.67	1106.72
yoy	0.12	16%	34%	26%
观光游轮服务（百万元）	263.62	303.16	348.64	376.53
yoy	14%	15%	15%	8%
游船产品游客接待（万人次）	206.34	251.94	280.41	306.21
yoy	18%	22%	11%	9%
客单价（元/人）	256	284	299	310
yoy	0%	11%	5%	4%
旅游港口服务（百万元）	58.37	61.29	66.19	71.49
yoy	1%	5%	8%	8%
旅游景区	2.50	2.55	2.68	2.81
yoy	-48%	2%	5%	5%
省际游轮			143.5	308.6
运载率			83%	85%
全年艘次			70.0	140.0
客单价（元/人次）			3800.0	3990.0
综合交通服务（百万元）	367.89	346.86	346.18	353.11
yoy	-71%	-6%	0%	2%
内部抵消（百万元）	-203.38	-200.155	-220.418	-221.343
其他业务（百万元）	6.91	6.91	8	8
毛利率	31%	32%	35%	36%
旅游综合服务	27%	28%	29%	32%
旅游交通服务	14%	15%	15%	16%
观光游轮服务	34%	35%	36%	37%
旅行社服务	25%	25%	25%	25%
旅游港口服务	21%	22%	22%	22%
旅游景区运营	-122%	-40%	-30%	-20%
豪华游轮	0%	0%	35%	40%

综合交通服务	20%	21%	25%	25%
旅客出行服务	-6%	-7%	-7%	-7%
车辆延伸服务	21%	22%	23%	23%
商贸物流	50%	51%	51%	52%

资料来源：中国政府网，各地方政府网，国信证券经济研究所整理

综上，我们预计公司 25-27 年营业收入 812/1014/1247 百万元，同比 +10%/+25%/+23%；69/168/216 百万元，同比-41%/+144%/+29%；基于 26 年 4 月 21 日收盘价，对应 26-27 年 PE 值为 79/32/25X。

我们分别采取绝对与相对估值：1) 绝对估值：根据以下表格主要假设条件，采用 FCFE 与 FCE 估值方法，并进行敏感性分析如下，对应合理估值 9.53-9.84 元。

表 14：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	-16.1%	-53.7%	9.5%	25.1%	22.8%	20.0%	15.0%
营业成本/营业收入	84.7%	68.6%	67.5%	65.2%	63.9%	63.4%	63.4%
管理费用/营业收入	8.4%	16.2%	15.9%	14.0%	12.5%	9.0%	7.5%
销售费用/销售收入	2.30%	1.16%	1.20%	1.40%	1.80%	2.00%	2.00%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表 15：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.00	T	22.49%
无风险利率	2.50%	Ka	9.00%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.07
公司股价（元）	7.53	Ke	9.44%
发行在外股数（百万）	725	E/(D+E)	92.03%
股票市值(E, 百万元)	5456	D/(D+E)	7.97%
债务总额(D, 百万元)	473	WACC	9.0%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表 16：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元，人民币）

		WACC 变化				
FCFF		8. 0%	8. 5%	9. 01%	9. 5%	10. 0%
永续增长率变化	3. 0%	13. 16	11. 78	10. 63	9. 66	8. 84
	2. 5%	12. 24	11. 04	10. 04	9. 18	8. 43
	2. 0%	11. 48	10. 42	9. 53	8. 75	8. 08
	1. 5%	10. 83	9. 89	9. 08	8. 38	7. 76
	1. 0%	10. 28	9. 43	8. 70	8. 05	7. 48
		WACC 变化				
FCFE		8. 0%	8. 5%	9. 01%	9. 5%	10. 0%
永续增长率变化	3. 0%	13. 20	11. 93	10. 85	9. 94	9. 15
	2. 5%	12. 38	11. 26	10. 31	9. 49	8. 77
	2. 0%	11. 69	10. 69	9. 84	9. 09	8. 43
	1. 5%	11. 09	10. 20	9. 42	8. 74	8. 14
	1. 0%	10. 58	9. 77	9. 06	8. 43	7. 87

资料来源：国信证券经济研究所分析

2) **相对估值**：我们认为长江三峡区域本质上也是具备资源禀赋突出的景区目的地，公司一方面背靠两峡一坝的独家运营权贡献稳定收入现金流，另一方面积极拓展省际市场打开后续增长空间，即背靠优质资源基础上逐步提升市占率，有望享受估值溢价。考虑公司 2026 年省际游轮下水爬坡后 2027 年利润进一步释放，2028-2030 年仍有第二批省际游轮投运带来的业绩弹性，远期剑指内河游轮龙头，考虑成长性与稀缺性应该获得估值溢价。参考可比自然景区公司 2027 年平均估值 24x，其中具备更强成长性与资源禀赋的公司享受更高估值，因此我们给予其 2027 年 30-33x 估值，对应每股股价为 8.95—9.84 元。

总体而言，综合绝对估值与相对估值，我们给予公司合理股价为 8.95-9.84 元。公司主业基本盘在超 1 亿利润基础上稳健增长，省际游轮拓展升级有望打开成长弹性，远期剑指内河游轮龙头，维持“优于大市”评级。

表 17: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
		元	亿元	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	
000888.SZ	峨眉山 A	12	65	0.45	0.50	0.56	0.62	28	25	22	20	优于大市
603199.SH	九华旅游	38	42	1.68	1.95	2.18	2.41	22	19	17	16	优于大市
600054.SH	黄山旅游	12	89	0.43	0.40	0.49	0.53	28	30	25	23	优于大市
603099.SH	长白山	35	96	0.54	0.48	0.71	0.84	65	73	50	42	优于大市
603136.SH	天目湖	11	29	0.39	0.35	0.49	0.61	28	31	22	18	优于大市
	均值							34	36	27	24	
002627.SZ	三峡旅游	8	55	0.16	0.10	0.23	0.30	47	79	32	25	优于大市

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测（注：EPS 按最新股本计算）

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 8.95-9.84 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的国内景区龙头相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2027 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的稀缺性和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予一定溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设传统游船业务客流与客单价仍有向上空间，总体均呈现良好增长，可能发生不及预期风险。

我们假设公司省际游轮业务投入后因新船效应与产品差异化良好爬坡，实际可能因游轮投运进度不及预期，导致业绩兑现延迟，或竞争格局不及预期；

我们假设公司毛利率有望稳步改善，实际可能出现成本控制不及预期风险；

我们假设公司管理费率平稳略增，可能出现费用管控不及预期风险。

宏观经济风险

豪华游轮行业和宏观经济周期具有一定相关性，宏观经济波动或下行会对公司业绩产生较大的影响。

经营风险

行业新增运力释放，竞争加剧，价格管控不当，爬坡与定价低于预期。

极端天气、长江汛期等不可抗力影响游轮正常运营。

财务风险

减值风险，公司 2025 年预计对景区部分进行减值，后续若经营进一步承压则有减值压力。

税收相关风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1460	1416	1590	1476	1509	营业收入	1600	741	812	1015	1246
应收款项	412	345	200	250	307	营业成本	1356	509	548	662	796
存货净额	5	8	8	10	13	营业税金及附加	16	16	16	20	25
其他流动资产	28	34	37	47	57	销售费用	37	9	10	14	22
流动资产合计	1912	1803	1836	1784	1887	管理费用	154	137	144	147	171
固定资产	1185	1247	1387	1509	1616	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	415	371	357	343	330	财务费用	(30)	(15)	(21)	(24)	(26)
投资性房地产	621	694	694	694	694	投资收益	63	10	10	10	10
长期股权投资	115	117	119	121	123	资产减值及公允价值变动	(0)	17	15	15	15
资产总计	4249	4232	4393	4451	4649	其他收入	42	47	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	9	203	300	200	200	营业利润	171	160	140	220	283
应付款项	139	114	121	148	182	营业外净收支	(13)	(6)	(50)	0	0
其他流动负债	173	174	174	206	252	利润总额	158	154	90	220	283
流动负债合计	321	491	594	554	634	所得税费用	39	35	20	50	64
长期借款及应付债券	371	173	173	173	173	少数股东损益	(10)	2	1	3	4
其他长期负债	215	251	281	311	341	归属于母公司净利润	130	118	69	168	216
长期负债合计	586	424	454	484	514	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	907	915	1048	1038	1148	净利润	130	118	69	168	216
少数股东权益	231	232	233	234	235	资产减值准备	(4)	4	0	0	0
股东权益	3111	3085	3112	3180	3266	折旧摊销	121	129	139	157	173
负债和股东权益总计	4249	4232	4393	4451	4649	公允价值变动损失	0	(17)	(15)	(15)	(15)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(30)	(15)	(21)	(24)	(26)
每股收益	0.18	0.16	0.10	0.23	0.30	营运资本变动	261	1	178	28	40
每股红利	0.02	0.11	0.06	0.14	0.18	其它	(6)	(3)	0	1	1
每股净资产	4.21	4.26	4.30	4.39	4.51	经营活动现金流	503	231	371	340	416
ROIC	1.81%	2.22%	3%	5%	6%	资本开支	0	(196)	(251)	(251)	(251)
ROE	4.17%	3.81%	2%	5%	7%	其它投资现金流	1	8	0	0	0
毛利率	15%	31%	32%	35%	36%	投资活动现金流	(44)	(189)	(253)	(253)	(253)
EBIT Margin	2%	10%	12%	17%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	27%	29%	32%	33%	负债净变化	149	(198)	0	0	0
收入增长	-16%	-54%	10%	25%	23%	支付股利、利息	(13)	(80)	(41)	(101)	(130)
净利润增长率	2890%	-9%	-41%	144%	29%	其它融资现金流	(499)	471	97	(100)	0
资产负债率	27%	27%	29%	29%	30%	融资活动现金流	(228)	(85)	56	(201)	(130)
股息率	0.2%	1.5%	0.8%	1.8%	2.4%	现金净变动	232	(44)	174	(114)	33
P/E	42.9	46.4	79.2	32.5	25.2	货币资金的期初余额	1228	1460	1416	1590	1476
P/B	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	货币资金的期末余额	1460	1416	1590	1476	1509
EV/EBITDA	40.9	31.8	27.9	19.7	16.3	企业自由现金流	0	(11)	139	68	142
						权益自由现金流	0	262	252	(14)	163

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032