

三峡旅游 (002627)

资源、运营禀赋突出，主营业务稳健，省际游轮有望贡献增量 买入 (首次)

2026年04月27日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 杜玥莹

执业证书: S0600526040001

duyy@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
营业总收入 (百万元)	1,600.45	741.32	813.57	896.14	993.86
同比 (%)	(16.10)	(53.68)	9.75	10.15	10.90
归母净利润 (百万元)	129.64	117.59	81.16	128.70	169.80
同比 (%)	2,848.55	(9.29)	(30.98)	58.57	31.93
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.18	0.16	0.11	0.18	0.23
P/E (现价 & 最新摊薄)	42.65	47.02	68.12	42.96	32.56

投资要点

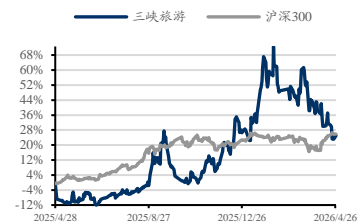
■ **地方国资委旗下龙头企业，聚焦文旅，业务稳健增长。** 公司为地方国资委旗下龙头企业，其主营业务经历了交运、4S 经营、供应链及园区业务的拓展、变化、剥离，当前聚焦文旅，业务稳健增长。目前主要收入/利润来源于两坝一峡相关业务，包括游船、旅游车、港口、景区、旅行社产品销售等，以 2025H1 为例：1) 旅游综合服务业务营收占比 78%，其中旅行社/观光游轮/港口交通及景区业务分别占比 36%/28%/15%；2) 旅游交通服务业务营收占比 48%，其中旅客出行服务/商贸物流/车辆延伸服务等其他分别占比 20%/19%/9%。同时，旅游综合服务及综合交通服务 2025H1 毛利率分别为 29.14% 及 21.46%，为公司利润主要贡献来源。

■ **服务消费政策利好频出，两坝一峡游轮行业稳健，银发经济聚集，跨省游轮具备一定总量。** 发达国家来看，随着人均 GDP 提升及经济、技术等多方面因素进步，服务业占比上升是确定性趋势；国内而言，从规范、扩张至提质，行业政策利好频出。2013-2019 年，国内旅游收入/人次/人均消费年复合 CAGR13.9%/10.7%/2.9%；2024 年以来，旅游上市公司增速/国内服务零售额累计增速均高于社零增长。聚焦三峡，宜昌年接待旅游人次约 1 亿、大体稳定：1) 两坝一峡游轮稳健增长，以三峡旅游公司数据为例，2024/2025H1 游船产品接待游客人次分别为 256.13 万/125.25 万人次，同比+1.93%/+10.96%，观光游轮收入 2.06 亿/1.01 亿，同比+17.73%/+19.59%，其量价均增背后，既有银发旅游稳定、高付费意愿支撑，亦有生态布局优化体现；2) 跨省游轮具备一定总量，2023-2025 年长江三峡游轮年均发船 5261 艘次、年均客运量 127.1 万人，价格更高、盈利能力相对较强，当前豪华型需求占据多数，且增速更快。

■ **公司：两坝一峡独家运营权，资源、运营等禀赋突出，主营业务稳健。** 公司目前为两坝一峡区域运营唯一主体，拥有该区域港口独家运营权，且其运营市场准入受地方政府管控，基于历史具备资源分配能力、稳定的产品和服务口碑、游船港口的运营能力，并以此作为获客基础。据公司公告，截止 2025H1，公司拥有游船 32 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”等多层次观光游轮产品体系。此外，公司近年聚焦产品、客群、营销、运营，精准发力，如推出尊享权益游&巡峡尊享 VIP 等个性化产品、于抖音&小红书等新媒体平台强化推广、通过小包团&私密性体验等拓展年轻客群及入境游。公司游船业务及整体营收增长稳健、且态势较好。

■ **省际游轮有望贡献增量。** 公司聚焦长江黄金航道中高端度假需求，将省际游轮业务作为深化“长江文旅”布局的核心战略支点，全力开拓

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.26
一年最低/最高价	5.17/10.29
市净率(倍)	1.70
流通 A 股市值(百万元)	5,206.20
总市值(百万元)	5,260.61

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.28
资产负债率(% LF)	18.81
总股本(百万股)	724.60
流通 A 股(百万股)	717.11

相关研究

内河游轮旅游新赛道，构建行业领先优势。据公司公告，首两艘 650 客位、1.7 万吨级游轮于 2026 年 4-7 月先后下水，后续 2 艘新能源游轮同步推进建造，计划 2028 年全量投运形成规模化绿色运营矩阵；航线端锚定宜昌 - 重庆黄金线路，打造 4 天 3 晚 / 5 天 4 晚“船 + 景 + 服务”一体化产品。据可研报告披露，以上 4 艘省际游轮有望贡献年利润体量 1 亿元以上。我们测算，在需求端银发度假旅游扩容、供给端产品更新迭代、及运力增加后渠道与营销可规模化的背景下，省际游轮行业具备成长空间，有望贡献超预期营收、利润增量。

- **盈利预测与投资评级：**公司为地方国资委旗下龙头企业，聚焦文旅，并发展“车、船、港、站、社、景”全要素旅游产业服务的现有体系，已初具规模。一方面，国内服务消费稳健增长，公司卡位两坝一峡，具备独家运营权，并凭借资源、运营能力持续优化产品、服务、营销，其游轮业务/主营业务稳健增长；另一方面，公司拟发展省际游轮，有望贡献营收/利润增量。我们假设首两艘 650 客位、1.7 万吨级游轮于 2026 年 4-7 月先后下水，后续 2 艘新能源游轮同步推进建造、2028 年全量投运，预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 8.14/8.96/9.94 亿元，归母净利润分别为 0.81/1.29/1.70 亿元，EPS 分别为 0.11/0.18/0.23 元 / 股，当前股价对应 PE 分别为 68.12X/42.96X/32.56X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争严重加剧；两坝一峡及跨省游轮业务需求严重不及预期；公司产品/营销等方面经营不及预期。

内容目录

1. 三峡旅游：区域旅游龙头，业务稳健增长	5
2. 服务消费政策利好频出，两坝一峡稳定增长，省际游轮总量值得关注	8
2.1. 服务消费稳健增长，政策利好频出	8
2.2. 两坝一峡游轮稳健增长，银发经济聚集	10
2.3. 跨省游轮具备一定总量，客单价更高，豪华增速快	12
3. 公司：资源、运营禀赋突出，主营业务稳健，省际游轮有望贡献增量	15
3.1. 国资委旗下龙头企业，聚焦文旅形成初步生态	15
3.2. 两坝一峡独家运营权，资源与运营禀赋突出，量价均增	16
3.3. 开拓省际游轮：战略规划与业绩增量贡献	18
3.4. 股权结构再明晰，存在整合预期	19
4. 盈利预测与估值	20
5. 投资建议	22
6. 风险提示	22

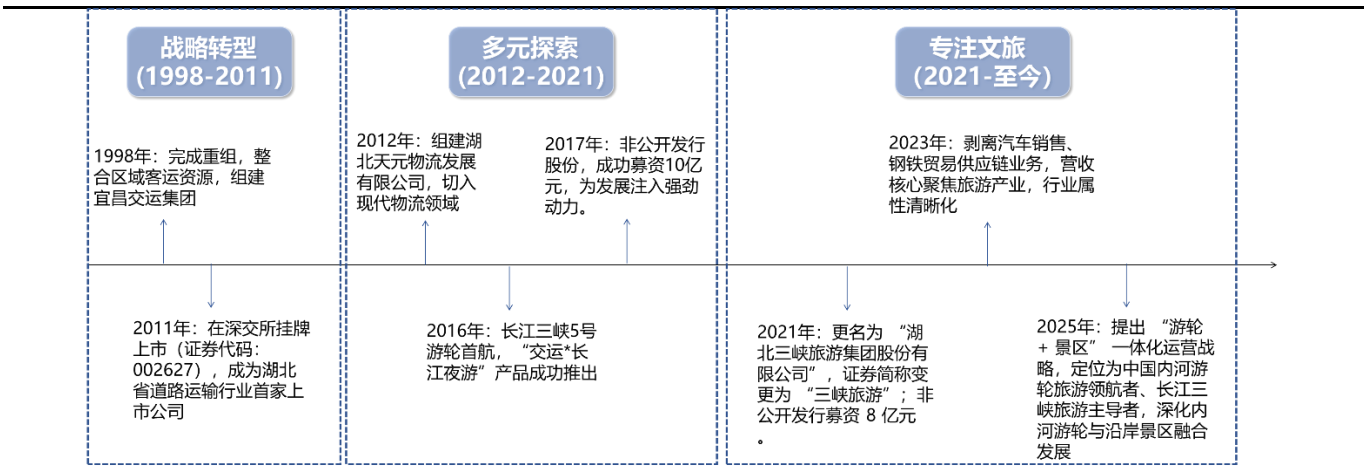
图表目录

图 1: 公司发展历程	1
图 2: 公司目前主要收入/利润来源于旅游综合服务及旅游交通服务	1
图 3: 公司旅游综合服务及综合交通服务毛利率相对稳定	1
图 4: 公司业绩稳健增长	1
图 5: 宜昌国资委控股, 股权结构再明晰	1
图 6: 美日服务业增加值占比逐年增加	1
图 7: 2025 年以来, 服务零售额累计增速高于社零增速	1
图 8: 2024Q1 以来旅游消费数据及商品消费对照比较	1
图 9: 旅游政策发展历程	10
图 10: 宜昌旅游接待游客/收入大体稳定	1
图 11: 两坝一峡游轮业务稳健增长	1
图 12: 银发旅游占比较高、付费意愿较强, 且为游轮行业恢复主力人群	1
图 13: 省际游轮规模底盘扎实, 渝宜线占据大数, 客源全国化	1
图 14: 银发依然主导省际需求 (2025 年 10 月数据)	1
图 15: 豪华型游轮占据产品大数	1
图 16: 2025 年省际游轮豪华型发船数占据多数, 且占比逐年增加	1
图 17: 2025 年省际游轮豪华型客运量占据多数, 且占比逐年增加	1
图 18: 省际游轮客单价与盈利能力优势	1
图 19: 宜昌市国资委旗下龙头企业, 聚焦文旅形成初步生态	1
图 20: 管理层团队阵容稳健、专业背景多元	1
图 21: 享有两坝一峡港口/游船独家运营权	1
图 22: 公司产品优质, 运营能力、资源禀赋突出	1
图 23: 产品·客群·营销·运营: 四维驱动业务增长	1
图 24: 敏感性分析	1
图 25: 控股股东湖北三峡文旅集团产业相对丰富	2
表 1: 收入假设及盈利预测	2
表 2: 可比公司估值表	2

1. 三峡旅游：区域旅游龙头，业务稳健增长

区域旅游龙头，历史主营业务有所调整。公司于 1998 年完成重组，整合区域客运资源组建宜昌交运集团；历史主营业务有所调整：1) 谋划上市，转型并举（1998-2011）。一方面，公司以“宜昌交运”为证券简称，于 2011 年 11 月 3 日在深交所挂牌上市（证券代码：002627），成为湖北省道路运输行业首家上市公司，其业务归类为交通运输板块，核心聚焦传统道路班线客运与汽车销售（4S 店经营）；另一方面，考虑到高铁动车、综合交运体系对原有主业的竞争，公司转型并举，其首发 3 个募投项目，2 个明确投向建设旅游船及购置旅游车，1 个项目投向“客运中心站”建设。2) 多元探索，扩大净资产规模（2011-2020）。这一阶段公司持续探索多元化路径，分别于 2012 年组建湖北天元物流发展有限公司、切入现代物流领域，于 2016 年推动长江三峡 5 号游轮首航、落地航游项目、并于同年首秀首款夜游产品，于 2017 年定增募资 10 亿元投向物流园区建设及土地开发业务、扩大净资产规模，3) 明确文旅聚焦（2021 年至今）。2021 年正式更名为“湖北三峡旅游集团股份有限公司”、简称“三峡旅游”，定增募集 8 亿游轮产业资金，携手三峡资本和同程网络加速转型旅游，募资投向补充现有旅游产品运力，并打造 4 艘长江三峡省际度假游轮；2023 年，完成汽车销售、钢铁贸易供应链业务等业务剥离，形成包含旅游、传统客运为主的主要营收/利润结构，并完成了文旅业务聚焦。

图1：公司发展历程

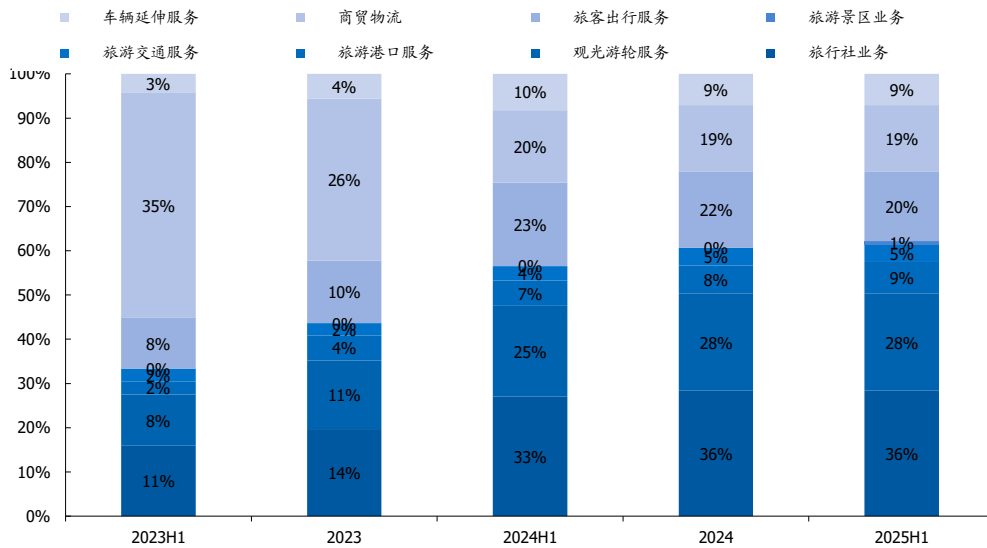


数据来源：公司公告、公司官网，东吴证券研究所

聚焦旅游主业，布局省际游轮，业务稳健增长。1) 经历如上业务变化及聚焦后，公司目前主要收入/利润来源于旅游综合服务及旅游交通服务，以 2025H1 为例：前者

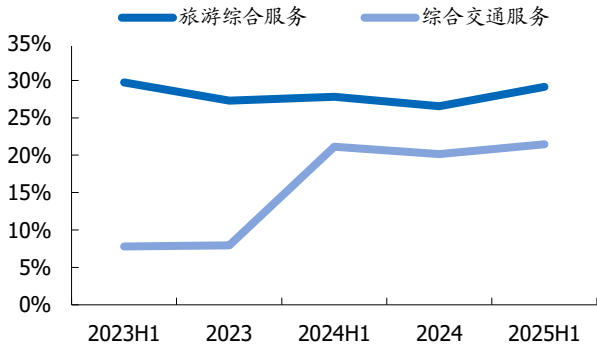
营收占比 78%，其中旅行社/观光游轮/港口交通及景区业务分别占比 36%/28%/15%；后者营收占比 48%，其中旅客出行服务/商贸物流/车辆延伸服务等其他分别占比 20%/19%/9%；分部抵消约-28%。同时，旅游综合服务及综合交通服务 2025H1 毛利率分别为 29.14%及 21.46%，二者为收入及毛利主要贡献来源。2) 增长角度来看：2023-2025 年公司归母净利润稳定为 1-1.5 亿，2025H1，公司营收/归母净利润分别实现 7.5%/17.7%增长，领先行业，其中旅游综合服务分部增速更快，主要系供给增加、产品及营销推进、客群及认可度增强、天气因素等多方面影响。3) 主业聚焦明确：一方面，公司已从传统区域客运服务商，演进为以长江文旅资源为核心、运营能力为支撑的综合文旅运营商，未来将全力构建“车、船、港、站、社、景”全要素旅游产业服务体系；另一方面，公司业务稳健增长，且据公司公告，2026-2028 年将分两批投运 4 艘混合动力新能源跨省游轮（宜昌-重庆往返），有望提升业绩增量。

图2: 公司目前主要收入/利润来源于旅游综合服务及旅游交通服务



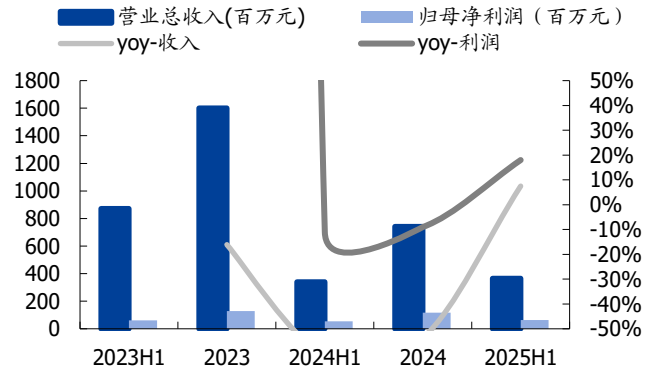
数据来源：公司公告、wind，东吴证券研究所

图3: 公司旅游综合服务及综合交通服务毛利率相对稳定



数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

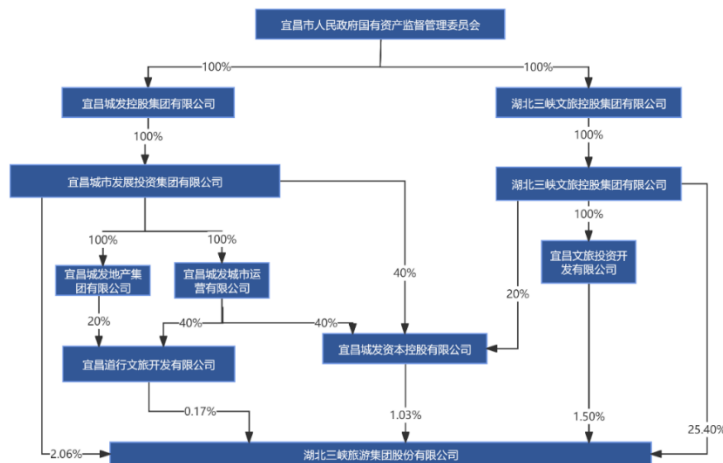
图4: 公司业绩稳健增长



数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所

宜昌国资委控股，股权结构再明晰。 公司为地方国资委控股企业，截止 2026 年 4 月，湖北三峡文化旅游集团直接及通过全资子公司宜昌文旅投资开发有限公司持有公司股份 26.90%，为公司控股股东；宜昌市国资委间接持有公司股份 34.27%，为公司实际控制人。管理层方面，公司管理层团队阵容稳健、专业背景多元，核心成员多具备交通运输、旅游运营、财务管理及投资并购等领域的深厚从业经验与国企管理履历。2025 年 8 月公司公告，公司收到《关于湖北三峡文旅控股集团有限公司章程修订的批复》，湖北三峡文控出资人由宜昌城控变更为宜昌市国资委；至此，公司控股股东与实际控制人之间产权阶级减少，或有利于公司主业不断夯实。

图5: 宜昌国资委控股，股权结构再明晰



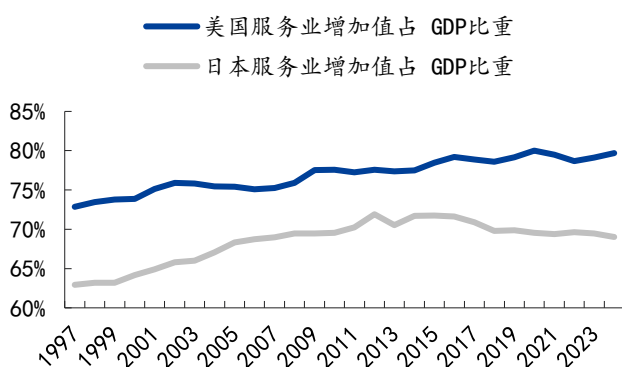
数据来源: 公司公告, wind, 东吴证券研究所, 注: 截止 2026 年 4 月

2. 服务消费政策利好频出，两坝一峡稳定增长，省际游轮总量值得关注

2.1. 服务消费稳健增长，政策利好频出

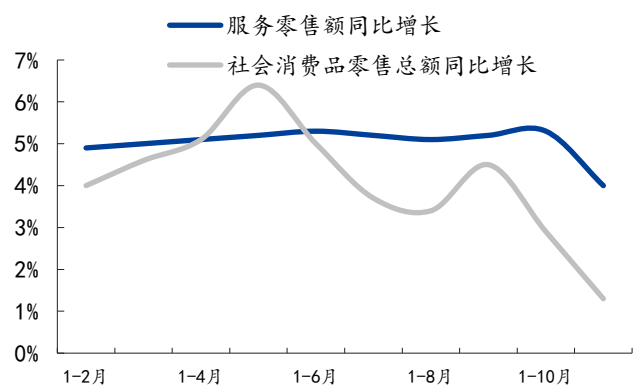
服务消费稳健增长。1) 从发达国家来看，随着人均 GDP 提升及经济、技术等多方面因素的进步，服务业占比上升是确定性趋势：以美国、日本为例，据世界银行数据，其第三产业 GDP 占比分别从 1990 年末的 73%/63% 稳步提升至 2024/2023 年的 79%/69% 以上。2) 2019 年前，供需共振推动国内旅游行业增长：据国家统计局，2013-2019 年国内出游人次由 32.62 亿增至 60.1 亿（CAGR 约 10.7%），国内旅游收入由 2.63 万亿元增至 5.73 万亿元（CAGR 约 13.9%），人均每次出游花费由约 806 元提升至约 953 元（CAGR 约 2.85%），我们认为，其背后是需求发展及供给丰富、政策支持等因素的共同结果；截止 2024 年，国内旅游人次/人均消费分别恢复至 2019 年的 93.5%/107.5%，旅游收入恢复至 2019 年的 100.5%。3) 自 2024Q1 以来，“旅游消费”整体仍强于“商品消费”。据公司公告，2024 年多家旅游上市公司业务同比 2019 年的恢复程度高于社零恢复程度；据国家统计局，2025 年以来，服务零售额累计增速整体持续高于社零增速。

图6：美日服务业增加值占比逐年增加



数据来源：世界银行，东吴证券研究所

图7：2025 年以来，服务零售额累计增速高于社零增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

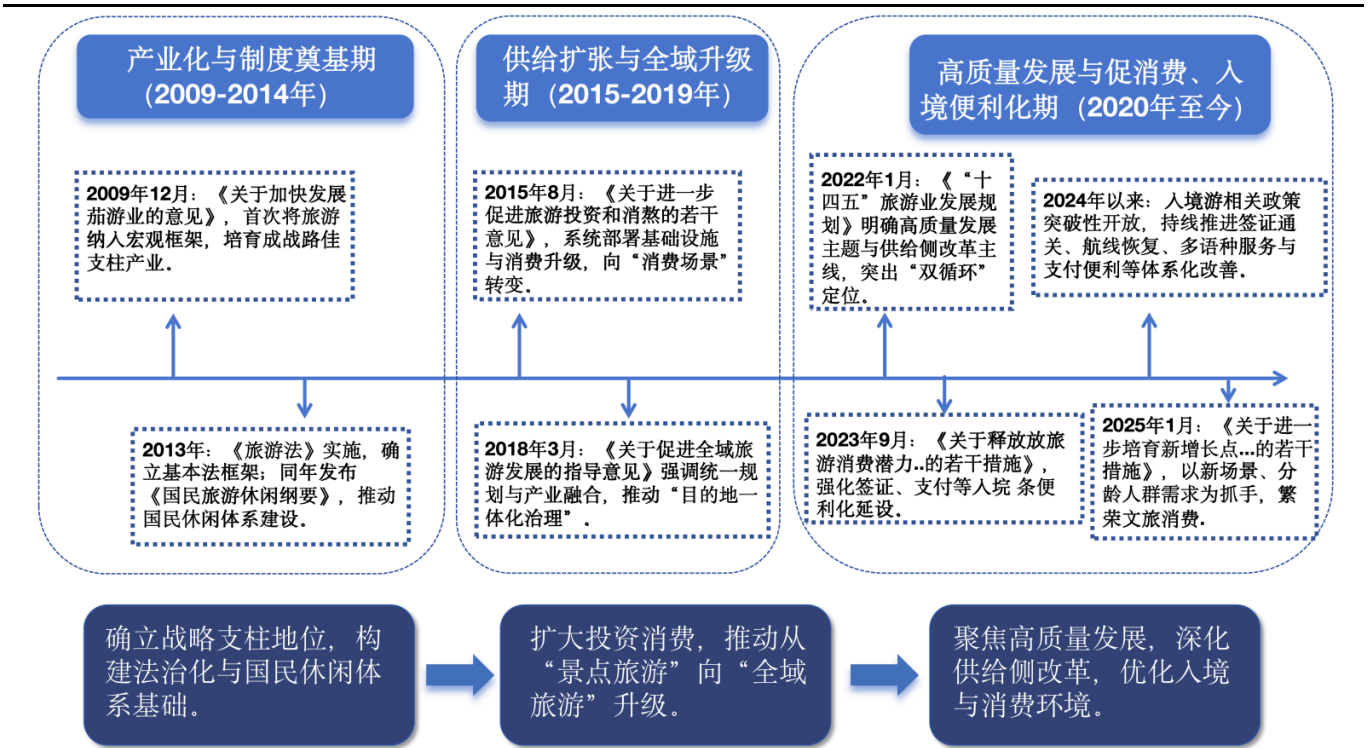
图8: 2024Q1 以来旅游消费数据及商品消费对照比较

景区上市公司	2024Q1 营		2024Q2 营		2024Q3 营		2024Q4 营		2024Q1 社		2024Q2 社		2024Q3 社		2024Q4 社	
	收同比	恢复至	收同比	恢复至	收同比	恢复至	收同比	恢复至	比增速	期水平	比增速	期水平	比增速	期水平	比增速	期水平
宋城演艺	138.70%	67.90%	22.10%	104.20%	-4.70%	106.00%	31.17%	99.51%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
九华旅游	-6.10%	134.70%	14.20%	137.30%	-4.10%	137.00%	20.64%	162.89%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
黄山旅游	-0.40%	127.30%	-0.40%	107.20%	-3.30%	113.20%	5.06%	141.11%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
西域旅游	44.40%	193.60%	4.40%	163.90%	-4.30%	112.00%	-5.56%	-	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
长白山	83.70%	259.50%	29.00%	158.80%	3.20%	132.70%	20.33%	180.49%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
丽江股份	0.00%	140.10%	-3.50%	107.90%	0.60%	104.50%	9.55%	104.88%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
峨眉山A	6.60%	99.30%	0.30%	93.10%	-9.90%	86.50%	-7.17%	88.09%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
中青旅	16.00%	75.60%	-3.70%	73.40%	5.50%	73.00%	0.28%	64.52%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
天目湖	-11.30%	120.00%	-3.70%	119.70%	-26.30%	84.50%	-15.48%	112.93%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
金马游乐	-38.80%	77.30%	-23.50%	99.20%	-35.80%	119.10%	72.06%	73.58%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
三特索道	-11.40%	130.40%	-5.70%	97.30%	1.10%	101.10%	-0.71%	90.26%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
众信旅游	643.40%	41.70%	143.30%	48.40%	67.10%	54.80%	39.12%	56.33%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
岭南控股	89.00%	49.60%	32.40%	55.20%	8.90%	54.10%	11.96%	57.34%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
祥源文旅	3.80%	94.70%	60.00%	172.90%	-14.40%	160.90%	62.16%	-1600.00%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%
大连圣亚	31.80%	206.70%	-3.00%	126.50%	5.60%	156.20%	9.86%	181.40%	4.70%	123.00%	2.60%	118.70%	2.70%	115.90%	3.80%	117%

数据来源: 公司公告, 国家统计局, 东吴证券研究所

政策利好频出。国内旅游政策发展可大体分为三个阶段: 1) 产业化与规范起步期 (2009–2014 年): 政策层面明确旅游的宏观属性, 从单一行业管理上升为扩内需、促就业、稳增长的重要抓手; 通过规范市场秩序+完善制度供给, 推动旅游经营、服务质量与游客权益保护体系逐步成型, 并夯实大众旅游的制度和建设基础。 2) 供给扩张与全域升级期 (2015–2019 年): 政策主线转向“补短板、扩投资、促消费、提供供给”, 推动景区基础设施与交通接驳改善、产品供给更丰富、消费场景更完善; 同时强调从“点状景区开发”升级为“目的地一体化治理”, 通过规划统筹、公共服务、产业融合与综合监管提升旅游承载与运营效率。 3) 高质量发展与促消费、国际化便利期 (2020 年至今): 政策进入高质量发展阶段, 更强调供给侧改革、文旅融合与新业态培育, 以惠民促消费和新场景创新激活需求; 跨境维度同样受到鼓励 (2024 年以来入境游相关政策突破性开放), 持续推进签证通关、航线恢复、多语种服务与支付便利等体系化改善。据国家统计局, 2024 年我国入境游客人次/收入约 1.32 亿人次/6699 亿元, 同比+61%/+78%, 恢复至 2019 年 91%/72%; 出境游客人次约 1.46 亿人次亿元, 同比+44%, 恢复至 2019 年 86%, 既是国内旅游的良好补充, 亦对行业发展形成一定指向作用。

图9：旅游政策发展历程

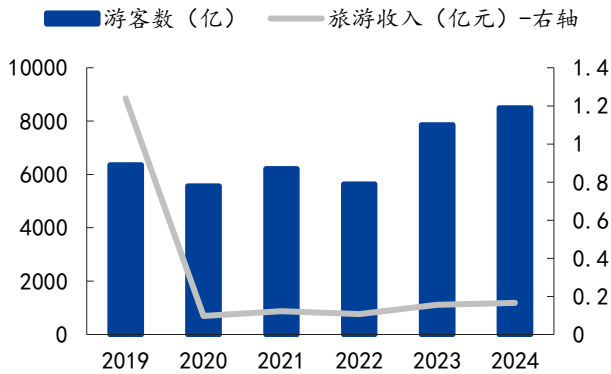


数据来源：国务院，全国人民代表大会常务委员会，新华社，东吴证券研究所

2.2. 两坝一峡游轮稳健增长，银发经济聚集

两坝一峡游轮业务稳健增长。据宜昌统计局，2024年宜昌旅游接待游客1.19亿人次/同比+7.3%，总收入1180.38亿元/同比+7.5%，大体稳定，且略低于国内同期出游人次(+14.8%)及出游总花费(+17.1%)的增速。在此背景下，两坝一峡游轮稳健增长，以三峡旅游公司数据为例，据公司公告：1) 2024年游船产品合计接待游客256.13万人次/同比+1.9%，其中“两坝一峡”接待186.73万人次/同比+0.8%；同期，公司观光游轮服务收入2.06亿元/同比+17.5%，旅游综合服务收入5.70亿元/同比+12.2%，呈现量稳价增；2) 2025H1，受益于供给增加、产品及营销推进、客群及认可度增强、天气因素等多方面影响，继续维持以上趋势。具体的，2025H1，公司游船产品合计接待游客125.25万人次/同比+11.0%，其中“两坝一峡”接待92.51万人次/同比+12.2%；同期，公司观光游轮服务收入1.01亿元/同比+19.5%，旅游综合服务收入2.86亿元/同比+20.2%，呈现量增价增、优于大盘。

图10: 宜昌旅游接待游客/收入大体稳定



数据来源: 宜昌统计局, 东吴证券研究所

图11: 两坝一峡游轮业务稳健增长

	接待人次 (万人次)	同比	观光游轮服务 收入 (亿元)	同比
2024年	256.13	1.9%	2.06	17.5%
2025H1	125.25	11.0%	1.01	19.5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

银发旅游占比较高、付费意愿较强、时间灵活，且为游轮行业恢复主力人群。 1) 占据人群比例较高、且体现较好出行意愿。据新华网数据，截止 2024 年底，我国 60 岁及以上人口约 3.1 亿，约占全国常住人口数的 22.0%；据中国旅游研究院，2023 年我国 60 岁及以上旅游者人数已经达到 11.6 亿人次，约占国内旅游总人次的 20.6%。据澎湃网，45 岁及以上中老年人群占据全国旅游者 40% 份额，2024 年前三季度，50 岁以上银发人群旅游订单同比+26%，高于其他年龄段人群，且 17.6% 的中老年群体每年旅游 3 次及以上。2) 付费意愿较好且时间灵活。据携程，我国多数中老年用户倾向于选择价格较高、服务质量较好以及旅游行程和游玩内容差异化的优质旅游产品，2000-4000 元的中高端产品成为多数中老年用户首选；且以 2024 年国庆节为例，银发人群在线旅游人均消费金额高于大盘约三成；此外，银发人群时间弹性更强，淡季及非传统旅游时段均可出行，有利于目的地客流平稳及更可持续。3) 针对游轮行业，据《2023 年全球邮轮行业报告》显示，2018-2022 年，60 岁以上的银发族为游轮最大消费群体/占所有游客数量 33%；2024 年 1-9 月银发人群邮轮订单同比增长达 280%，显著高于大盘增速，为游轮行业恢复的主力人群。

图12: 银发旅游占比较高、付费意愿较强, 且为游轮行业恢复主力人群



数据来源: 新华网、澎湃网、携程、《2023年全球邮轮行业报告》、东吴证券研究所

2.3. 跨省游轮具备一定总量, 客单价更高, 豪华增速快

省际游轮规模底盘扎实, 渝宜线占据大多数, 客源全国化。 1) 省际游轮规模底盘扎实。据重庆邮轮中心数据, 2023-2025年长江三峡游轮年均发船 5261 艘次、年均客运量 127.1 万人, 平均载客率 (床位) 在 75%左右; 2025年, 长江三峡游轮累计发船 4,972 艘次、完成客运量 120.1 万人、平均载客率 (床位) 76.08%。2) 渝宜线为主航线且并非单一航线支撑。2025年渝宜线发船 2,603 艘次、客运量 81.26 万人, 占 67.66%; 万宜线/奉宜线/渝汉线/其他航线客运量占比分别为 15.67%/11.82%/1.99%/2.86%。3) 客源以国内为主且覆盖多省。包括四川 (9.76%)、浙江 (8.38%)、江苏等地 (8.04%), 前 10 省份合计占比约 55.74%, 印证省际游轮市场全国化客源基础与广覆盖特征。

图13: 省际游轮规模底盘扎实, 渝宜线占据大数, 客源全国化

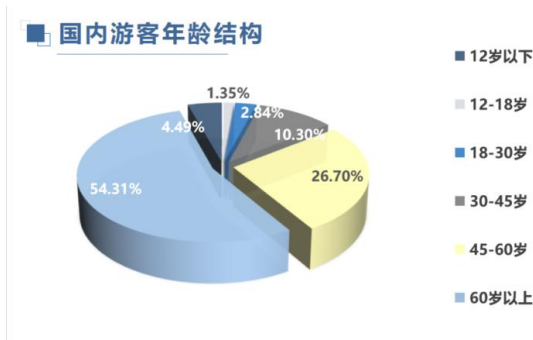
Year	船型	发船数	客运量 (万人)
2019	豪华	2848	65.20
2019	经济	3061	45.80
2020	豪华	962	15.30
2020	经济	875	8.80
2021	豪华	1880	39.60
2021	经济	1389	22.18
2022	豪华	551	12.55
2022	经济	285	3.03
2023	豪华	3160	98.80
2023	经济	2254	38.82
2024	豪华	3018	89.55
2024	经济	2378	34.04
2025	豪华	3139	90.28
2025	经济	1833	29.82

航线	12月		1-12月	
	客运量 (万人)	占比	客运量 (万人)	占比
渝直	2.22	70.63%	81.26	67.66%
万直	0.63	19.94%	18.82	15.67%
奉直	0.08	2.54%	14.20	11.82%
渝汉	0.22	7.00%	2.39	1.99%
其他	0.00	0.00%	3.43	2.86%
合计	3.14	100.00%	120.10	100.00%

数据来源: 新华网、澎湃网、携程、《2023 年全球邮轮行业报告》、东吴证券研究所

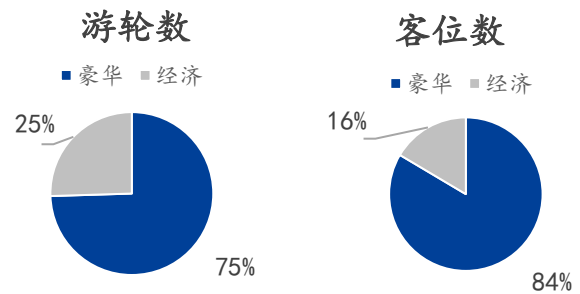
银发依然主导省际需求, 豪华型需求占据多数, 且增速更快。 1) 从年龄划分来看, 省际游轮需求呈明显“银发化”特征: 据重庆邮轮中心披露的月度数据, 2025 年 10 月长江三峡游轮客运量中 60 岁以上占 54.31%、45-60 岁占 26.70%, 银发/准银发合计占比超过八成; 据三峡旅游公司数据, 2024 年公司 46 岁以上中老年客群占比 56%, 较前几年微有下降。2) 从产品结构看, 豪华型游轮占据运力多数。据《长江三峡省际度假型游轮旅游可行性研究报告》, 2023 年, 长江三峡省际游轮在营 47 艘船舶, 豪华型游轮 36 艘、客位数合计 16,449 个, 占市场总运力的 85%, 经济型游轮 11 艘、客位数 3,016 个, 占市场总运力的 15%; 据中国水运网数据, 截止 2024 年末, 长江干线省际客运航线游轮共 51 艘、总客位 20192 个, 其中豪华型 38 艘, 总客位 16867 个, 经济型 13 艘, 总客位 3325 个。3) 从运行表现看, 豪华型需求更旺且增速更快。据重庆航交所, 2025 年豪华型全年发船 3,139 艘次、客运量 90.28 万人, 对应发船/客运量占比分别达到 63.1%/75.2%, 明显高于经济型, 且相对 2019 年的 48.2%/58.7%均有所提升。

图14: 银发依然主导省际需求 (2025年10月数据)



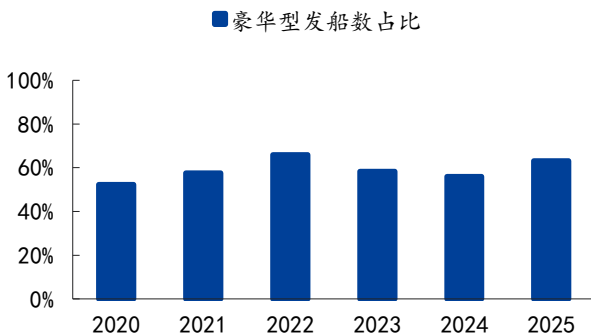
数据来源: 重庆航运交易所, 东吴证券研究所

图15: 豪华型游轮占据产品大数



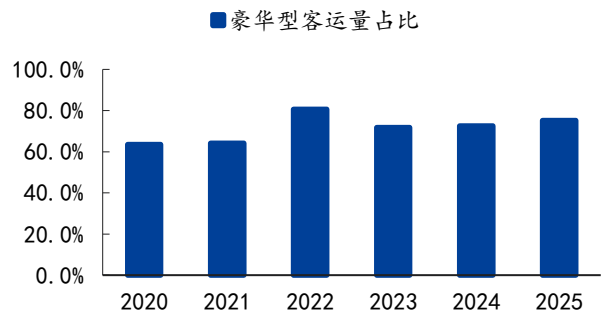
数据来源: 长江三峡省际度假型游轮旅游可行性研究报告, 东吴证券研究所

图16: 2025年省际游轮豪华型发船数占据多数, 且占比逐年增加



数据来源: 重庆航运交易所, 东吴证券研究所

图17: 2025年省际游轮豪华型客运量占据多数, 且占比逐年增加



数据来源: 重庆航运交易所, 东吴证券研究所

省际游轮客单价与盈利能力优于两坝一峡省内游轮。 1) 相较“两坝一峡”以短线观光为主、票价以百元级为核心, 如“两坝一峡过葛洲坝船闸”单程船票约 158 元、叠加“三峡大坝一日游”产品约 258 元, 省际游轮属于跨省多日度假产品, 行程约 3-4 天, 客单价较高。从价格带看, 以主流平台/机构对渝宜线产品的参考报价为例: 经济/普通产品约 650-950 元/人, 豪华型产品更集中在 1500-2500 元及 4000 元及以上的更高价格带。2) 盈利能力方面, 根据公司公告, 以《长江三峡省际度假型游轮旅游可行性研究报告》参考, 4 艘省际游轮达产年份营业收入 3.95 亿元、净利润 1.00 亿元, 对应净利率约 25%, 显著高于公司当前整体盈利水平 (公司 2024 年游轮毛利率约 35%, 归母净利率约 15.9%)。在需求端银发度假旅游扩容、供给端产品更新迭代、及运力增加

后渠道与营销可规模化的背景下，省际游轮行业具备成长空间，有望贡献营收、利润增量。

图 18: 省际游轮客单价与盈利能力优势



数据来源：三峡游轮官网，《长江三峡省际度假型游轮旅游可行性研究报告》，东吴证券研究所

3. 公司：资源、运营禀赋突出，主营业务稳健，省际游轮有望贡献增量

3.1. 国资委旗下龙头企业，聚焦文旅形成初步生态

宜昌市国资委旗下龙头企业，聚焦文旅形成初步生态。如前所述，公司作为地方国资委旗下龙头企业，其主营业务经历了交运、4S 经营、供应链及园区业务的拓展、变化、剥离，最后形成了聚焦文旅、并发展“车、船、港、站、社、景”全要素旅游产业服务的现有体系，当前公司主营业务可分为：1) 两坝一峡相关业务，包括游船、旅游车、港口、景区、旅行社产品销售等，占据公司营收/利润绝大多数（2024 年约 1 亿）；2) 其他业务，包括外部游轮靠泊补给、旅游车对外承接等，主要为 TO B 或 TO G 业务，占据营收/利润贡献少数。管理层方面，公司管理层团队阵容稳健、专业背景多元，核心成员多具备交通运输、旅游运营、财务管理及投资并购等领域的深厚从业经验与国企管理履历；并且，2025H2 以来，公司相继补选董事，拟不断优化治理结构。近年来，整体而言，公司营收/利润增长稳健。

图 19: 宜昌市国资委旗下龙头企业, 聚焦文旅形成初步生态



数据来源: 三峡游轮官网,《长江三峡省际度假型游轮旅游可行性研究报告》, 东吴证券研究所

图 20: 管理层团队阵容稳健、专业背景多元

姓名	职务	任职起始日	学历	出生年份	简历
李根	总经理	2025-06-03	硕士	1983	曾任宜昌市西陵区外事侨务办副主任,宜昌交通旅游产业发展集团有限公司战略投资部副部长、项目管理总监、战略投资部部长,宜昌城市建设投资控股集团有限公司战略投资部部长、综合管理部部长、计划财务部部长,宜昌市融资担保集团有限公司党委书记、董事长、总经理。2025年5月起任湖北三峡文化旅游集团有限公司党委委员,2025年6月起任湖北三峡旅游集团股份有限公司总经理。
鄢鸿	副总经理	2025-01-21	本科	1983	中共党员,大学本科,安全工程专业工程师。曾任宜昌交运集团夷陵客运有限公司经理、湖北宜昌交运集团股份有限公司猗亭客运分公司副经理,宜昌交运集团客运有限公司客运三分公司经理;2018年11月起历任公司道路客运事业部副总经理、总支委员。2022年11月14日起担任公司安全总监,2024年12月31日起任公司党委委员,2025年1月22日起任公司副总经理,负责公司安全生产、环境保护、应急救援、消防安全、工程建设、物资采购、招投标监督管理、资产租赁监督管理等工作。
陈晶晶	副总经理	2025-01-21	本科	1984	中共党员,中级会计师、中级审计师。曾任公司审计与风险管理部部长,2018年1月起任公司计划财务部部长。2022年11月14日起担任公司财务总监,2024年12月31日起任公司党委委员,2025年1月22日起任公司副总经理,负责公司筹融资管理、财务管理、税收筹划、预决算、业财融合、经营计划、目标考核等工作。
叶勇	副总经理	2025-01-21	本科	1971	中共党员,高级船长、高级经营师。曾任宜昌交运长江游轮有限公司党支部书记、董事长、总经理;公司旅游发展事业部总经理、党总支书记;宜昌鑫汇船舶修造有限公司董事长;本公司总经理助理。2024年10月起担任本公司党委委员,兼任宜昌交运三峡人家专线船有限公司总经理,2025年1月22日起任公司副总经理,负责公司战略投资、股权管理、旅游产业项目拓展、信息化建设、产业数字化等工作。
胡军红	董事会秘书	2011-06-09	本科	1971	中共党员,会计师,高级经济师。曾任保利华中实业发展总公司会计,宜昌长江高速客轮有限责任公司财务部经理、副总经理。2015年8月28日至2022年11月3日兼任本公司财务总监,2018年12月27日至2021年9月13日兼任本公司董事,2009年3月20日起担任本公司董事会秘书,2012年2月-2024年12月兼任本公司党委委员,2012年4月13日至2023年6月5日兼任本公司副总经理,曾任湖北三峡旅游集团股份有限公司董事、副董事长。
陈晶晶	财务总监	2022-11-14	本科	1984	中共党员,中级会计师、中级审计师。曾任公司审计与风险管理部部长,2018年1月起任公司计划财务部部长。2022年11月14日起担任公司财务总监,2024年12月31日起任公司党委委员,2025年1月22日起任公司副总经理,负责公司筹融资管理、财务管理、税收筹划、预决算、业财融合、经营计划、目标考核等工作。

数据来源: Choice、东吴证券研究所

3.2. 两坝一峡独家运营权, 资源与运营禀赋突出, 量价均增

享有两坝一峡港口/游船独家运营权。据公司官网, 公司目前为两坝一峡区域运营唯一主体, 拥有该区域港口独家运营权, 且其运营市场准入受地方政府管控, 运营商需与公司签署全部靠泊合作协议后方可申报资质。据公司公告, 截止 2025H1, 公司拥

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，为公司重点投入旅游项目。公司具备资源分配能力、稳定的产品和服务口碑、游船港口的运营能力，以此为获客的基础。

图 21: 享有两坝一峡港口/游船独家运营权



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22: 公司产品优质，运营能力、资源禀赋突出



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

聚焦产品、客群、营销、运营，精准发力，业务稳健且较好增长。产品供给层面，公司深化“游轮+景区”一体化运营模式，创新推出尊享权益游、巡峡尊享VIP等个性化产品，优化两坝一峡全域游线与长江夜游等核心产品矩阵，进一步完善了串珠成链的产品布局；客群层面，公司重点拓展年轻客群与入境游市场，通过小包团、私密性体验等特色服务吸引年轻家庭及结伴游客（“长江夜游”产品客群更年轻化，以家庭、朋友结伴消费为主），依托各类旅游展会积极推进海外营销；在营销层面，公司集中资源在抖音、小红书等新媒体平台强化旅游业务推广，触达各年龄层用户，同步拓展东南亚等海外合作渠道。公司聚焦产品、客群、营销、运营，精准发力，业务稳健且较好增长。2025H1，公司总营业收入 3.67 亿元/同比+7.5%，其中观光游轮服务营业收入 1.01 亿元/同比+19.6%；2025Q3，公司游船产品接待客人供给 105.16 万人/同比+31.6%，游船业务及整体营收增长稳健、且态势较好。细节的，2025 年 1-9 月，公司累计接待入境游客 6.5 万人次/同比+12.26%。

图 23: 产品·客群·营销·运营: 四维驱动业务增长



数据来源: choice, 东吴证券研究所

3.3. 开拓省际游轮: 战略规划与业绩增量贡献

公司聚焦长江黄金航道中高端度假需求，将省际游轮业务作为深化“长江文旅”布局的核心战略支点，全力开拓内河游轮旅游新赛道，构建行业领先优势。据公司公告，首两艘 650 客位、1.7 万吨级游轮将于 2026 年 4-7 月先后下水，后续 2 艘新能源游轮同步推进建造，计划 2028 年全量投运形成规模化绿色运营矩阵；航线端锚定宜昌-重庆黄金线路，打造 4 天 3 晚 / 5 天 4 晚“船+景+服务”一体化产品，串联沿线核心景点，游轮搭载鸿蒙智能系统及高端餐饮、康养项目，精准匹配中高端客群需求，同时深度整合“车船港站社景”资源，实现港口靠泊、地面接驳与景区无缝衔接，依托自身渠道与品牌优势持续优化游客体验，进一步巩固长江文旅领域核心竞争力。

预计省际游轮业务将为公司带来显著业绩增量，成为未来核心利润增长引擎。我们按以下情况进行测算：（1）收入端：依托航线运营与消费延伸实现稳步增长，达产期单船满载量 650 人，按年运营 82 航次、上座率 70% 测算，年接待游客可达 3.731 万人次；基础收入按 3.10 万元 / 航次计算，叠加 5% 的二次消费收入，单船年总营收预计达 1.7794 亿元。（2）成本端：各环节支出可控、结构清晰，单船年折旧按 20 年折旧期计提为 1350 万元，人力成本 1500 万元覆盖 135 名国企正式编制员工（全员缴纳六险二金），燃料及港口费合计 2531.2 万元（其中燃料费 1771.2 万元、港口费 760 万元），另需承担渠道费用 1959 万元、销售费用 890 万元、电池维护成本 89 万元、物料消耗 2509 万元，单船年总成本约 1.1569 亿元。扣除 25% 所得税后，单船年净利润可达 5225 万元。按投运节奏，2027 年 2 艘游轮将实现全年满负荷运行，预计贡献净利润

1.0451 亿元；2029 年 4 艘游轮进入常态化运营阶段后，净利润规模将增至 2.09 亿元，这将为公司业绩持续提升提供强劲支撑。

图 24：敏感性分析

上座率	年接待游客总人次	单船年营收（万元）	单船年总成本（万元）	单船年净利润（万元）	2026 年税后利润 E	2027 年税后利润 E	2028 年税后利润 E	2029 年税后利润 E
60%	31980	15252	1.1569	3864	4877	7728	10955	15456
65%	34645	16523	1.1569	4545	5915	9089	13167	18179
70%	37310	17794	1.1569	5225	6953	10451	15379	20901
75%	39975	19065	1.1569	5906	7991	11812	17592	23624
80%	42640	20336	1.1569	6587	9030	13174	19804	26347
85%	45305	21607	1.1569	7268	10068	14535	22016	29070

数据来源：Choice、东吴证券研究所

3.4. 股权结构再明晰，存在整合预期

控股股东湖北三峡文旅集团产业相对丰富。湖北三峡文化旅游集团有限公司组建于 2024 年 6 月，注册资本 10 亿元，是宜昌市文化旅游产业领域国有资本投资运营主体。据公司官网，集团拥有包含公司（三峡旅游）、宜昌桃花岭饭店、湖北峡州集团等 12 家核心文旅企业，现有 14 家酒店、7 家旅游景区、35 艘内河游轮、8 家旅游港站、1281 辆旅游车和 6 家旅行社，已经构建起“1（上市公司游轮产业发展体系）+2（酒店和景区产业）+N（旅行服务、文化传媒、汽车销售、商务休闲等业态）”实体产业发展新格局，并具备完善文旅产业链布局、不断优化宜昌文旅建设的愿景及历史使命。

图 25: 控股股东湖北三峡文旅集团产业相对丰富



数据来源：湖北三峡文旅集团官网，东吴证券研究所

股权结构再明晰，或有利于项目孵化、运营、联动。据 2025 年 8 月公司公告，湖北三峡文控出资人由宜昌城控变更为宜昌市国资委后，公司控股股东湖北三峡文旅集团与实际控制人产权阶级有所减少：一方面，三峡文旅集团脱离城市建设平台定位，专注旅游项目投资、孵化与资源整合，有利于公司与之形成上游孵化、下游运营的联动机制；另一方面，宜昌市委市政府正推进“建设世界旅游目的地城市”，且三峡文旅集团产业相对丰富，加之服务消费的国家级发展规划，不排除存在整合预期。

4. 盈利预测与估值

营收端（暂不考虑省际游轮）：1）旅游综合服务，主要包括旅游交通服务、观光游轮服务、旅游港口服务、旅行社业务、旅游景区业务，我们根据 2025 年已有披露预测全年营收增长，并预计 2026 年/2027 年对应增速（双位数以上），预计 2025/2026/2027 年分别实现旅游综合服务营业收入分别为 6.81/7.85/9.05 亿元，同比 +19.64%/15.14%/15.34%；2）旅游交通服务，主要包括旅客出行服务、车辆延伸服务、商贸物流，结合 2025 年披露值给予各项持平微降假设，并预计 2026/2027 年大体维持，预计 2025/2026/2027 年分别实现旅游交通服务收入 3.38/3.38/3.38 亿元，同比 -8.11%/0.00%/0.00%。3）内部抵消项。预计 2025/2026/2027 年均为 5-10% 增长。

毛利率及费用率：1) 毛利率，预计公司各项业务随收入增长，成本有所提升，但受益于规模效应，毛利率逐年略有提升，预计 2025/2026/2027 年毛利率分别为 33.4%/34.5%/35.7%；2) 费用率，管理/销售/财务费用率同理，预计 2025-2027 年公司销售费用率整体稳定、管理费用有所提升&管理费用率逐年下降、财务费用率相对较低。

据此估计，2025/2026/2027 年，不考虑省际游轮，公司营业收入分别为 8.14/8.96/9.94 亿元，同比+9.7%/10.1%/10.9%，归母净利润分别为 0.81/1.29/1.70 亿元，同比-31.0%/+58.6%/+31.9%。

表1: 收入假设及盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元，下同）	1907.47	1600.45	741.32	813.57	896.14	993.86
yoy	-12.4%	-16.1%	-53.7%	9.7%	10.1%	10.9%
旅游综合服务	129.83	507.82	569.90	681.81	785.01	905.41
yoy	-44.22%	291.14%	12.23%	19.64%	15.14%	15.34%
其中：旅行社业务	57.69	231.17	263.62	303.16	333.47	366.82
yoy	-45.1%	300.7%	14.0%	15.0%	10.0%	10.0%
邮轮观光业务	39.57	175.26	206.34	253.79	304.55	365.46
yoy	-43.8%	342.9%	17.7%	23.0%	20.0%	20.0%
旅游港口业务	11.85	57.71	58.37	72.96	87.55	105.06
yoy	-56.2%	387.1%	1.1%	25.0%	20.0%	20.0%
旅游交通业务	18.16	38.83	39.07	46.89	53.92	62.01
yoy	-11.1%	113.8%	0.6%	20.0%	15.0%	15.0%
旅游景区业务	2.56	4.85	2.50	5.01	5.51	6.06
yoy	-73.9%	89.7%	-48.4%	100.0%	10.0%	10.0%
综合交通服务	844.32	639.11	367.89	338.06	338.06	338.06
yoy	5.70%	-24.30%	-42.44%	-8.11%	0.00%	0.00%
其中：旅客出行服务	154.17	159.66	161.52	145.37	145.37	145.37
yoy	-20.9%	3.6%	1.2%	-10.0%	0.0%	0.0%
车辆延伸服务	68.91	67.18	67.31	60.58	60.58	60.58
yoy	81.0%	-2.5%	0.2%	-10.0%	0.0%	0.0%
商贸物流	621.24	412.27	139.07	132.11	132.11	132.11
yoy	9.8%	-33.6%	-66.3%	-5.0%	0.0%	0.0%
内部抵消（包含其他业务收入）	933.32	453.52	(196.47)	(206.29)	(226.92)	(249.61)
毛利率	5.45%	15.25%	31.35%	33.35%	34.49%	35.66%
销售费用率	2.4%	2.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%
管理费用率	6.9%	9.6%	18.5%	18.2%	16.5%	14.9%
财务费用率	-0.2%	-1.9%	-2.0%	0.0%	0.0%	0.0%

归母净利润 (百万元)	4	130	118	81	129	170
yoy	-96.2%	3141.0%	-9.3%	-31.0%	58.6%	31.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所(注：历史上因为业务出表，存在总数收入和分部收入加和有区别)

5. 投资建议

公司为地方国资委旗下龙头企业，聚焦文旅，并发展“车、船、港、站、社、景”全要素旅游产业服务的现有体系，已初具规模。一方面，国内服务消费稳健增长，公司卡位两坝一峡，具备独家运营权，并凭借资源、运营能力持续优化产品、服务、营销，其游轮业务/主营业务稳健增长；另一方面，公司拟发展省际游轮，有望贡献营收/利润增量。我们假设首两艘 650 客位、1.7 万吨级游轮于 2026 年 4-7 月先后下水，后续 2 艘新能源游轮同步推进建造、2028 年全量投运，预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 8.14/8.96/9.94 亿元，归母净利润分别为 0.81/1.29/1.70 亿元，EPS 分别为 0.11/0.18/0.23 元/股，当前股价对应 PE 分别为 68.12X/42.96X/32.56X，我们看好公司省际游轮带来的业绩增量（中性假设 2 亿元左右增量，合计归母净利润 3.5 亿元左右），参考可比公司（景区龙头公司 5 家）2026 年 PE 平均值约 27.3X，首次覆盖给予“买入”评级。

表2：可比公司估值表

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
600054.SH	黄山旅游	72.0	3.2	2.9	3.5	4.0	26.2	28.2	25.1	21.9
000888.SZ	峨眉山 A	63.4	2.4	2.5	3.0	3.4	29.7	25.7	21.1	18.8
603099.SH	长白山	98.1	1.4	1.6	1.9	2.3	68.1	62.1	51.1	43.4
002033.SZ	丽江股份	55.8	2.1	2.1	2.3	2.5	23.1	23.6	24.2	22.2
603199.SH	九华旅游	42.0	1.9	2.1	2.4	2.7	20.2	17.2	14.9	15.6
	行业平均						33.5	31.3	27.3	24.4
002627.SZ	三峡旅游	51.8	1.2	0.8	1.3	1.7	31.0	68.1	43.0	32.6

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所，市值为 2026 年 4 月 27 日收盘市值，可比公司中九华旅游、长白山盈利预测来源于东吴证券研究所，其余可比公司盈利预测来源于 2026 年 4 月 27 日 Wind 一致预期

6. 风险提示

- 1) 行业竞争严重加剧。当前公司具备两坝一峡独家运营权，且业务营收/利润主要来自于两坝一峡游船、旅游车、港口、景区、旅行社产品销售等业务，并拟开拓省际游轮。若以上行业竞争严重加剧，或影响盈利预测。
- 2) 两坝一峡及跨省游轮业务需求严重不及预期。如正文分析，由于受益于需求端银发经济的稳定及付费意愿，以及供给端的产品、服务推陈出新，两坝一峡量价均有不同幅度增长，跨省游轮业务具备一定业务体量。若两坝一峡及跨省游轮业务需求严重不及预期，或对公司成长性造成影响。
- 3) 公司产品/营销等方面经营不及预期。如正文所述，公司近年受益于客群变化及产品/营销等多渠道推进，经营情况较好，若未来产品/营销等方面经营不及预期，或有一定负面影响。

三峡旅游三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,803	1,969	1,589	1,660	营业总收入	741	814	896	994
货币资金及交易性金融资产	1,416	1,547	1,564	1,634	营业成本(含金融类)	509	542	587	639
经营性应收款项	32	35	35	35	税金及附加	16	37	37	37
存货	8	8	8	8	销售费用	9	10	11	12
合同资产	0	0	0	0	管理费用	137	148	148	148
其他流动资产	348	379	25	25	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	2,429	2,358	2,234	2,110	财务费用	(15)	0	0	0
长期股权投资	117	117	117	117	加:其他收益	48	48	48	48
固定资产及使用权资产	1,148	1,094	1,040	985	投资净收益	10	10	10	10
在建工程	108	108	108	108	公允价值变动	17	0	0	0
无形资产	371	371	371	371	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	7	7	7	7	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	2	2	2	2	营业利润	160	135	172	216
其他非流动资产	676	659	589	519	营业外净收支	(6)	(23)	(9)	(9)
资产总计	4,232	4,326	4,071	4,142	利润总额	154	112	163	207
流动负债	491	555	246	246	减:所得税	35	31	34	38
短期借款及一年内到期的非流动负债	203	246	246	246	净利润	120	81	129	170
经营性应付款项	151	162	162	162	减:少数股东损益	2	0	0	0
合同负债	4	4	0	0	归属母公司净利润	118	81	129	170
其他流动负债	134	143	143	143	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.16	0.11	0.18	0.23
非流动负债	424	420	420	420	EBIT	117	112	163	207
长期借款	173	173	173	173	EBITDA	248	236	163	207
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.35	33.35	34.49	35.66
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	15.86	9.98	14.36	17.09
其他非流动负债	246	242	242	242	收入增长率(%)	(53.68)	9.75	10.15	10.90
负债合计	915	975	666	666	归母净利润增长率(%)	(9.29)	(30.98)	58.57	31.93
归属母公司股东权益	3,085	3,120	3,173	3,243					
少数股东权益	232	232	232	232					
所有者权益合计	3,317	3,352	3,405	3,475					
负债和股东权益	4,232	4,326	4,071	4,142					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	340	202	126	167	每股净资产(元)	4.26	4.31	4.38	4.48
投资活动现金流	(247)	(64)	2	2	最新发行在外股份(百万股)	725	725	725	725
筹资活动现金流	(139)	(7)	(75)	(100)	ROIC(%)	2.45	2.17	3.38	4.39
现金净增加额	(45)	131	53	70	ROE-摊薄(%)	3.81	2.60	4.06	5.24
折旧和摊销	131	124	124	124	资产负债率(%)	21.62	22.52	16.36	16.08
资本开支	(257)	(22)	(8)	(8)	P/E(现价&最新股本摊薄)	47.02	68.12	42.96	32.56
营运资本变动	109	(14)	0	0	P/B(现价)	1.79	1.77	1.74	1.70

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>