

主业基本盘保持韧性，关注项目升级与轻资产拓展进展

核心观点

- **公司收入短期仍有压力，但核心项目韧性与区域分化并存。**25年公司实现收入22.58亿元，同比-6.61%。分项目看，上海、西安、九寨、桂林收入分别同比+42.90%/+9.95%/+6.85%/+4.45%，杭州收入5.91亿元，同比-0.67%，大本营表现相对稳健；三亚、丽江、广东、张家界分别同比-14.09%/-15.32%/-28.28%/-44.68%，反映区域客流、项目生命周期及竞争压力存在差异。26Q1公司实现收入5.34亿元，同比-5.29%，降幅较25年全年略有收窄。
- **利润端短期承压，费用投放已有所收敛。**25年公司归母净利润8.18亿元，同比-22.03%，降幅高于收入端，主要受毛利率回落及销售费用增加影响。25年毛利率64.8%，同比下降约2.9pct；销售费用率约9.4%，同比提升约3.6pct，主要系广告宣传投入及平台技术服务费增加。26Q1归母净利润2.11亿元，同比-15.06%，其中销售费用同比减少2.1pct。我们认为，短期毛利率仍受成本刚性影响，但三费节省有望形成部分对冲。
- **公司持续推进项目升级、轻资产输出及AI中台建设，股东回报力度延续。**25年公司定位为向“文化+科技+AI+新场景”转型升级的战略奠基年，引入100余名管理和AI专业人才，并搭建AI管理中台、AI艺术中央厨房；项目端，公司通过收购宋城实业储备杭州大本营扩容空间，同时签订青岛“丝路千古情”和台州“东海千古情”两大轻资产输出项目。上述布局仍处于推进和落地阶段，对业绩的拉动需要逐步体现，但有助于提升内容迭代和项目复制能力。股东回报方面，公司25年拟每10股派发现金红利2.5元，按5月15日收盘价计算，对应股息率约3.51%；截至26年4月30日，累计回购0.85亿元，占总股本0.40%。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司26-28年每股收益分别为0.34、0.37、0.40元（原26年预测为0.52元）。考虑文旅消费恢复节奏及部分项目经营压力，我们下调26年收入预测；同时由于项目收入恢复仍需时间、成本刚性较强，毛利率假设亦有所下调。根据可比公司26年的PE水平，给予公司28倍市盈率，对应目标价9.52元，维持买入评级。

风险提示

文旅消费恢复节奏不及预期；区域市场竞争加剧；新项目推进及经营改善不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,417	2,258	2,387	2,513	2,631
同比增长(%)	25.5%	-6.6%	5.7%	5.3%	4.7%
营业利润(百万元)	1,325	1,079	1,160	1,266	1,363
同比增长(%)	1333.0%	-18.6%	7.6%	9.1%	7.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,049	818	890	973	1,049
同比增长(%)	1054.2%	-22.0%	8.8%	9.4%	7.8%
每股收益(元)	0.40	0.31	0.34	0.37	0.40
毛利率(%)	67.6%	64.8%	65.8%	66.9%	67.7%
净利率(%)	43.4%	36.2%	37.3%	38.7%	39.9%
净资产收益率(%)	13.7%	9.9%	9.9%	9.8%	9.6%
市盈率	17.8	22.9	21.0	19.2	17.8
市净率	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2026年05月15日）	7.13元
目标价格	9.52元
52周最高价/最低价	9.97/7.06元
总股本/流通A股（万股）	262,468/259,738
A股市值（百万元）	18,714
国家/地区	中国
行业	社会服务
报告发布日期	2026年05月16日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-5.94	-9.17	-17.57	-20.06
相对表现%	-5.69	-12.89	-21.84	-44.44
沪深300%	-0.25	3.72	4.27	24.38



证券分析师

谢宁铃	执业证书编号：S0860520070001 xieningling@orientsec.com.cn 021-63326320
沈津任	执业证书编号：S0860526040004 shenjiren@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

春节开门红，业绩预告符预期，落子青岛 2025-02-17
项目

投资建议

我们预测公司 26-28 年每股收益分别为 0.34、0.37、0.40 元（原 26 年预测为 0.52 元）。考虑文旅消费恢复节奏及部分项目经营压力，我们下调 26 年收入预测；同时由于项目收入恢复仍需时间、成本刚性较强，毛利率假设亦有所下调。根据可比公司 26 年的 PE 水平，给予公司 28 倍市盈率，对应目标价 9.52 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2026/5/15	每股收益 (元)				市盈率			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
三特索道	002159	15.97	0.81	1.02	1.26	1.52	19.75	15.69	12.69	10.48
天目湖	603136	10.18	0.35	0.42	0.46	0.51	28.85	24.17	21.95	19.91
长白山	603099	37.66	0.47	0.63	0.74	0.82	79.30	59.86	51.17	45.94
黄山旅游	600054	11.36	0.40	0.49	0.55	0.62	28.33	23.36	20.56	18.45
丽江股份	002033	9.01	0.39	0.42	0.46	0.51	23.19	21.45	19.66	17.64
西域旅游	300859	28.63	0.48	0.66	0.77	0.89	59.42	43.50	36.98	32.27
	调整后平均						28.12	24.79	22.07	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

文旅消费恢复节奏不及预期；区域市场竞争加剧；新项目推进及经营改善不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,938	2,942	3,874	5,027	6,273	营业收入	2,417	2,258	2,387	2,513	2,631
应收票据及应收账款	5	4	5	5	5	营业成本	783	796	817	831	849
预付账款	11	10	10	11	12	销售费用	140	213	217	225	231
存货	8	7	9	8	8	管理费用	173	158	164	169	174
其他	1,175	1,672	1,685	1,684	1,682	研发费用	41	39	41	43	45
流动资产合计	4,136	4,635	5,582	6,734	7,980	财务费用	(32)	(2)	(29)	(40)	(52)
长期股权投资	776	788	776	776	776	资产减值损失	2	(0)	0	0	0
固定资产	2,642	2,468	2,357	2,242	2,120	公允价值变动收益	4	(1)	1	1	1
在建工程	150	183	257	314	354	投资净收益	28	42	2	2	2
无形资产	935	904	875	846	817	其他	(17)	(17)	(19)	(22)	(24)
其他	1,157	1,262	1,128	1,040	953	营业利润	1,325	1,079	1,160	1,266	1,363
非流动资产合计	5,660	5,605	5,393	5,218	5,020	营业外收入	2	1	2	2	2
资产总计	9,796	10,239	10,975	11,953	13,000	营业外支出	24	16	31	31	31
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,303	1,064	1,132	1,237	1,334
应付票据及应付账款	293	156	263	247	230	所得税	227	213	226	247	267
其他	356	685	280	284	280	净利润	1,075	851	905	990	1,067
流动负债合计	649	840	543	531	511	少数股东损益	26	34	16	17	18
长期借款	68	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,049	818	890	973	1,049
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.40	0.31	0.34	0.37	0.40
其他	668	648	648	648	648	主要财务比率					
非流动负债合计	735	648	648	648	648		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
负债合计	1,384	1,488	1,191	1,179	1,159	成长能力					
少数股东权益	299	314	329	346	365	营业收入	25.5%	-6.6%	5.7%	5.3%	4.7%
股本	2,623	2,625	2,625	2,625	2,625	营业利润	1333.0%	-18.6%	7.6%	9.1%	7.6%
资本公积	1,339	1,376	1,383	1,383	1,383	归属于母公司净利润	1054.2%	-22.0%	8.8%	9.4%	7.8%
留存收益	4,264	4,557	5,447	6,420	7,469	获利能力					
其他	(114)	(120)	0	0	0	毛利率	67.6%	64.8%	65.8%	66.9%	67.7%
股东权益合计	8,411	8,751	9,784	10,774	11,841	净利率	43.4%	36.2%	37.3%	38.7%	39.9%
负债和股东权益总计	9,796	10,239	10,975	11,953	13,000	ROE	13.7%	9.9%	9.9%	9.8%	9.6%
现金流量表						ROIC	13.2%	9.9%	9.7%	9.5%	9.2%
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力					
净利润	1,075	851	905	990	1,067	资产负债率	14.1%	14.5%	10.9%	9.9%	8.9%
折旧摊销	328	316	272	275	277	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(32)	(2)	(29)	(40)	(52)	流动比率	6.37	5.52	10.28	12.68	15.63
投资损失	(28)	(42)	(2)	(2)	(2)	速动比率	6.36	5.51	10.26	12.67	15.61
营运资金变动	(80)	168	(308)	(11)	(20)	营运能力					
其它	182	255	166	(1)	(1)	应收账款周转率	499.5	545.0	555.1	523.8	550.5
经营活动现金流	1,445	1,546	1,005	1,211	1,270	存货周转率	95.1	112.2	106.5	100.3	106.2
资本支出	(144)	36	(119)	(101)	(79)	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
长期投资	(12)	(12)	12	0	0	每股指标 (元)					
其他	(1,471)	(839)	3	3	3	每股收益	0.40	0.31	0.34	0.37	0.40
投资活动现金流	(1,627)	(815)	(104)	(98)	(76)	每股经营现金流	0.55	0.59	0.38	0.46	0.48
债权融资	(28)	(25)	(6)	0	0	每股净资产	3.09	3.21	3.60	3.97	4.37
股权融资	78	39	7	0	0	估值比率					
其他	(381)	(621)	29	40	52	市盈率	17.8	22.9	21.0	19.2	17.8
筹资活动现金流	(331)	(607)	31	40	52	市净率	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	9.2	10.7	10.6	9.9	9.3
现金净增加额	(513)	124	931	1,153	1,246	EV/EBIT	11.5	13.8	13.1	12.1	11.3

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。