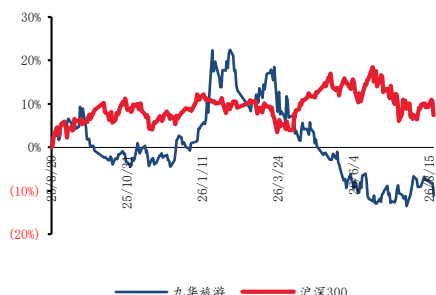


九华旅游 26 中报点评：主业盈利韧性强 外延项目打开成长空间

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	1.11/1.11
总市值/流通(亿元)	35.06/35.06
12 个月内最高/最低价(元)	45.68/30

相关研究报告

<<九华旅游年报点评：客运业务表现亮眼 新项目打开成长空间>>—2026-03-27

<<九华旅游点评：发布定增预案 提升景区核心竞争力>>—2025-05-28

证券分析师：王湛

电话：

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190517100003

事件：公司发布 2026 年中报，报告期内，实现营业收入 5.0 亿元，同比+3.43%；归母净利润 1.52 亿元，同比+7.27%；扣非归母净利润 1.49 亿元，同比+7.51%；

其中 Q2 公司实现营收 2.65 亿元，同比+6.52%，归母净利润 0.82 亿元，同比+12.87%；扣非归母净利润 0.81 亿元，同比+13.52%。

点评：

利润增速跑赢营收，费用管控与现金流表现亮眼。26H1 公司营收增速较前期高增阶段有所回落，但归母及扣非净利润增速显著高于营收增速，费用端呈现结构性分化。其中销售费用率 3.70%，同比提升 0.03pct；管理费用率 10.12%，同比-0.74pct，职工薪酬优化是主要贡献，人员成本管控成为利润韧性的核心支撑；财务费用率 0.16%，同比抬升 0.25pct，受白鹭湾项目新增借款带动利息支出增加影响。综合三项期间费用率 13.98%，同比-0.46pct。景区资产具备强现金流属性，报告期经营现金流增速大幅高于营收、利润增速，主业现金生成能力突出；公司整体资产负债率维持低位，财务结构稳健。

客运、旅行社成为主要收入增量来源。索道缆车为公司高毛利核心资产，报告期收入 1.87 亿元，同比+0.58%，毛利率 89.55%，同比 0.72pct，反映报告期内景区客流增长有限。客运业务受益进山乘车人次提升，收入 1.28 亿元，同比+9.00%，毛利率 62.22%，同比提升 2.47pct；旅行社业务收入 2.17 亿元，同比+12.88%，成为第一大收入来源，但该板块毛利率仅 1.43%，以规模扩张为主，利润贡献有限。酒店板块收入 1.35 亿元，同比+1.20%，增长偏弱，毛利率 16.86%，同比+1.85pct，客房出租率、房价提升空间相对有限。整体来看，高毛利核心资产增长承压，营收增量更多来自低毛利业务，对整体利润拉动有限。

外延收购白鹭湾推进，从单一山岳景区向区域文旅平台转型。受制于九华山山岳景区客流天然上限，存量主业中长期增长空间受限。公司推进石台白鹭湾项目收购，是突破属地资源约束的重要布局，有望实现从单一山岳景区向区域性综合文旅平台的转型。目前项目尚处于培育导入阶段，短期业绩贡献有限，后续需重点跟踪项目运营爬坡、客流兑现以及资本开支落地情况。

投资建议：预计 2026-2028 年九华旅游将实现归母净利润 2.39/2.85/3.32 亿元，同比增速 12.28%/19.33%/16.45%。预计 2026-2028 年 EPS 分别为 2.16/2.58/3.00 元/股，对应 2026-2028 年 PE 分别为 15X、12X 和 11X，给予“买入”评级。

风险提示：九华旅游存在宏观经济增长放缓，游客人数下滑及客单价下滑的风险，存在因天气及不可抗力导致的景区临时停业的风险，存在新项目培育期业绩波动较大的风险，存在市场竞争加剧的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	879	970	1,107	1,252
营业收入增长率(%)	14.93%	10.36%	14.15%	13.16%
归母净利（百万元）	213	239	285	332
净利润增长率(%)	14.42%	12.28%	19.33%	16.45%
摊薄每股收益（元）	1.92	2.16	2.58	3.00
市盈率（PE）	16.48	14.67	12.30	10.56

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	205	227	598	798	1,114
应收和预付款项	7	7	8	9	15
存货	7	6	8	8	9
其他流动资产	259	431	268	268	268
流动资产合计	478	670	881	1,083	1,407
长期股权投资	71	74	77	79	82
投资性房地产	9	9	9	8	8
固定资产	858	816	749	758	675
在建工程	5	99	199	199	199
无形资产开发支出	210	217	209	201	193
长期待摊费用	9	9	11	13	15
其他非流动资产	695	729	915	1,117	1,439
资产总计	1,857	1,952	2,168	2,375	2,611
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	126	72	87	90	91
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	216	228	285	318	354
负债合计	342	300	372	408	445
股本	111	111	111	111	111
资本公积	333	333	333	333	333
留存收益	1,068	1,205	1,349	1,520	1,719
归母公司股东权益	1,515	1,652	1,796	1,967	2,166
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,515	1,652	1,796	1,967	2,166
负债和股东权益	1,857	1,952	2,168	2,375	2,611

现金流量表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	262	312	360	401	444
投资性现金流	-142	-215	80	-91	0
融资性现金流	-88	-76	-69	-110	-128
现金增加额	33	21	371	200	316

利润表 (百万)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	764	879	970	1,107	1,252
营业成本	381	440	483	538	599
营业税金及附加	16	17	19	22	25
销售费用	40	42	48	54	60
管理费用	98	108	120	137	155
财务费用	-1	-1	-2	-6	-7
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	12	10	14	16	18
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	247	284	319	381	444
其他非经营损益	0	0	-1	-1	-1
利润总额	247	284	319	380	443
所得税	61	71	80	95	111
净利润	186	213	239	285	332
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	186	213	239	285	332

预测指标					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	50.21%	49.88%	50.19%	51.37%	52.20%
销售净利率	24.33%	24.22%	24.65%	25.76%	26.51%
销售收入增长率	5.64%	14.93%	10.36%	14.15%	13.16%
EBIT 增长率	5.94%	16.63%	15.94%	18.31%	16.18%
净利润增长率	6.50%	14.42%	12.28%	19.33%	16.45%
ROE	12.28%	12.88%	13.30%	14.50%	15.33%
ROA	10.14%	11.17%	11.60%	12.55%	13.32%
ROIC	11.52%	12.28%	12.97%	14.00%	14.76%
EPS (X)	1.68	1.92	2.16	2.58	3.00
PE (X)	18.85	16.48	14.67	12.30	10.56
PB (X)	2.31	2.12	1.95	1.78	1.62
PS (X)	4.59	3.99	3.62	3.17	2.80
EV/EBITDA (X)	11.20	10.64	7.18	5.76	4.52

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。