

国资背景综合旅游集团，全产业链布局构筑
成长护城河

——岭南控股（000524）深度报告

增持（维持）

2026年03月27日

投资要点：

广州市属综合性旅游集团，旅行社+酒店运营双轮驱动：岭南控股前身为东方宾馆，成立于1993年，历经2014年收购岭南国际酒店、2016年重组收购花园酒店、中国大酒店及广之旅等核心资产，转型为集商旅出行、住宿、汽车服务于一体的综合性旅游集团。公司实际控制人为广州市国资委，合计持股62.54%，股权结构稳定。财务方面，2025年前三季度营收34.1亿元，毛利率17.7%维持行业高位。公司核心业务为旅行社与酒店运营，2025年上半年旅行社与酒店业务营收占比分别为73.5%和26.1%，出境游业务快速回升，境外营收占比升至40.6%，境内外业务结构回归均衡。

主业基石稳固，产业链布局全面：旅行社业务方面，国内旅游市场持续复苏，2024年行业营收恢复至2019年的85.4%；出境游供需同步发力，2025年居民出境人数达1.7亿人次，东南亚凭借免签政策成为首选目的地。核心子公司广之旅成立于1980年，拥有约200家门店，构建全域产品矩阵，2025年上半年营收15.4亿元，出境游占比55.3%成为主要收入来源。**酒店业务方面**，公司旗下拥有广州花园酒店、中国大酒店、广州东方宾馆等自有高端酒店；子公司岭南酒店管理规模居华南地区首位，通过“南北协同”战略推进轻资产输出，2020年至2024年营收复合增长率24.0%。**文旅产业链方面**，公司以“一主多元”为核心战略，拓展景区运营、免税零售、会展服务等业态，形成协同效应。

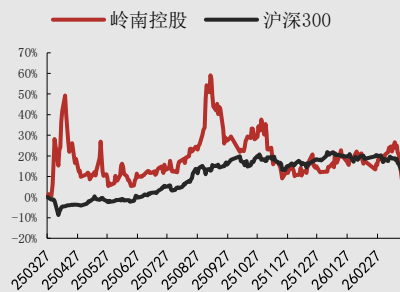
企业护城河稳固，多点开花格局初显：公司核心亮点包括：（1）公司通过创新交易结构解决同业竞争，2023年控股股东收购都市酒店70%股权并承诺注入上市公司，过渡期内由岭南酒店受托管理，预计2026年下半年启动股权转让，注入后有望每年贡献近1亿元收入增量。（2）银发旅游市场潜力十足，2025年60岁以上人口达3.2亿，银发人群呈现跟团游偏好显著、高端游需求突出、错峰游特征明显三大特征，与旅行社业务高度契合。（3）公司拓展政企物业管理新赛道，打造“岭业”品牌，项目数量与规模迅速增长。（4）公司依托文旅核心要素构建完整产业链闭环，资产结构轻重结合，形成兼具资源壁垒与扩张能力的核心护城河。

盈利预测与投资建议：岭南控股作为广州市国资委旗下综合性旅游集团，股权结构稳定，国资背景在项目获取与融资方面奠定坚实优势。公

基础数据

总股本（百万股）	670.21
流通A股（百万股）	669.95
收盘价（元）	11.89
总市值（亿元）	79.69
流通A股市值（亿元）	79.66

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

依托粤港澳大湾区，乘风破浪打造泛旅游生态圈

分析师：

叶柏良

执业证书编号：S0270524010002

电话：18125933783

邮箱：yebli@wlzq.com.cn

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4309.03	4744.45	5230.98	5928.58
增长比率（%）	25.43	10.10	10.25	13.34
归母净利润（百万元）	150.15	72.73	79.92	89.06
增长比率（%）	116.08	-51.56	9.88	11.44
每股收益（元）	0.22	0.11	0.12	0.13
市盈率（倍）	53.70	110.85	100.89	90.53
市净率（倍）	3.56	3.45	3.33	3.21

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

公司以“旅行社+酒店”双轮驱动，依托广之旅深耕出境游与银发客群，产品体系精准匹配市场需求；酒店管理轻资产输出模式持续扩张，都市酒店资产注入预期。文旅产业链覆盖“吃、住、行、游、购、娱”全要素，协同效应显著，广州市内免税店开业进一步延伸消费场景。公司现金储备充裕，财务结构稳健，兼具资源壁垒与成长弹性，具备长期配置价值。我们预计公司 2025-2027 年营收同比增速为 10.10%/ 10.25%/ 13.34%，净利润同比增速为 -51.56%/9.88%/11.44%，EPS 分别为 0.11/0.12/0.13 元，对应 2026 年 3 月 25 日收盘价的 PE 分别为 111/101/91 倍，维持公司“增持”评级。

风险因素：自然灾害和安全事故风险，国际环境不确定性风险，宏观经济增长不及预期风险。

正文目录

1 广州市属综合性旅游集团，旅行社+酒店运营双轮驱动	5
1.1 商旅行业三十载，业务范围持续扩张.....	5
1.2 公司股权结构稳定，管理层经验丰富.....	5
1.3 疫情影响消退，公司业绩步入复苏轨道.....	7
1.4 旅行社+酒店运营双轮驱动，海外市场快速恢复.....	8
2 主业基石稳固，产业链布局全面	9
2.1 旅行社业务：旅游市场持续复苏，出境游有望成为核心驱动.....	9
2.2 酒店业务：行业规模持续扩张，轻资产模式日趋成熟.....	14
2.3 文旅产业链业务：产业链持续扩张，业务日趋多元.....	16
2.3.1 景区管理业务.....	17
2.3.2 免税业务.....	17
2.3.3 餐饮业务.....	17
2.3.4 会展业务.....	18
3 企业护城河稳固，多点开花格局初显	18
3.1 消除同业竞争，并购注入有望带来收入增量.....	18
3.2 银发旅游需求释放，出行特征与旅行社业务高度契合.....	19
3.3 物业管理规模迅速增长，国资背书拓展业务版图.....	20
3.4 文旅产业链协同效应凸显，多元业务增长稳健.....	21
4 投资建议与风险因素	22
5 风险提示	23
图表 1: 公司发展历程一览.....	5
图表 2: 公司股权结构稳定（截至 2026.3.17）.....	6
图表 3: 公司核心管理层经验丰富.....	6
图表 4: 2022-2024 年公司营收 CAGR 达 104.6%.....	7
图表 5: 2023 年公司归母净利润实现转正.....	7
图表 6: 公司毛利率维持行业较高水平.....	7
图表 7: 公司净利率快速恢复.....	7
图表 8: 公司经营性现金流表现良好.....	8
图表 9: 公司期间费用率呈下降趋势.....	8
图表 10: 公司核心业务为旅行社与酒店运营管理.....	8
图表 11: 疫情后公司主营业务结构逐步回归常态.....	8
图表 12: 公司出境游业务快速恢复.....	9
图表 13: 公司境内外业务结构回归均衡.....	9
图表 14: 2024 年我国旅行社数量达 4.3 万家.....	9
图表 15: 疫情后我国旅行社营收持续恢复.....	9
图表 16: 2025 年我国居民出境人次达 1.7 亿.....	10
图表 17: 我国国际航线数量有所恢复.....	10
图表 18: 2024Q3 旅行社组织出境旅游人次.....	10
图表 19: 当前国内游市场规模已超疫情前.....	11
图表 20: 国内旅游人均花费持续提升.....	11
图表 21: 广之旅拥有多个运营中心，完成了全国性战略布局.....	11
图表 22: 广之旅精准匹配游客多元化旅行需求.....	12

图表 23: 广之旅营收快速恢复.....	12
图表 24: 出境游为广之旅核心业务.....	12
图表 25: 广之旅部分境外游热销套餐.....	13
图表 26: 我国住宿业营收总体呈现稳步增长.....	14
图表 27: 2024 年我国酒店业门店数达 34.9 万家.....	14
图表 28: 2024 年我国酒店门店连锁化率为 26.8%.....	15
图表 29: 2024 年我国酒店客房连锁化率为 40.1%.....	15
图表 30: 广州花园酒店为广州市经典地标.....	15
图表 31: 中国大酒店长期承接广交会等接待任务.....	15
图表 32: 岭南酒店拥有多层次品牌体系.....	16
图表 33: 2020-2024 年岭南酒店营收 CAGR 达 24.0%.....	16
图表 34: 广之旅悦景拥有丰富的景区资源.....	17
图表 35: 公司将餐饮与文化深度融合.....	18
图表 36: 岭南集团战略投资都市酒店集团.....	19
图表 37: 我国老年人口数.....	20
图表 38: 我国老年人口占比持续提升.....	20
图表 39: 中老年群体对于共同出游人群的偏好.....	20
图表 40: 岭南酒店物业管理公司部分物管项目收入（万元）.....	21
图表 41: 岭南控股协同效应.....	22

1 广州市属综合性旅游集团，旅行社+酒店运营双轮驱动

1.1 商旅行业三十载，业务范围持续扩张

公司为广州市属综合性旅游集团，深耕商旅行业三十载。岭南控股前身为东方宾馆，成立于1993年1月。2014年6月，公司收购岭南国际酒店管理有限公司，从单体酒店经营转型为酒店品牌管理运营商。2015年6月，公司正式更名为岭南控股。2016年，公司启动重大资产重组，收购广州花园酒店及中国大酒店100%股权、广州广之旅90.45%股权，并通过非公开发行股份募集配套资金不超过15亿元，至2017年已转型为集商旅出行、住宿、汽车服务等业务于一体的综合性旅游集团。此后，公司连续收购武汉飞途、四川新界国旅等多家外省市旅行社，持续拓展广之旅运营范围，加快商旅出行业务全国布局。截至2025年上半年，广之旅在全国开设门店约200家，其中广东省内119家，实体业务规模持续扩大。

图表1: 公司发展历程一览



资料来源: 公司公告、公司官网、万联证券研究所

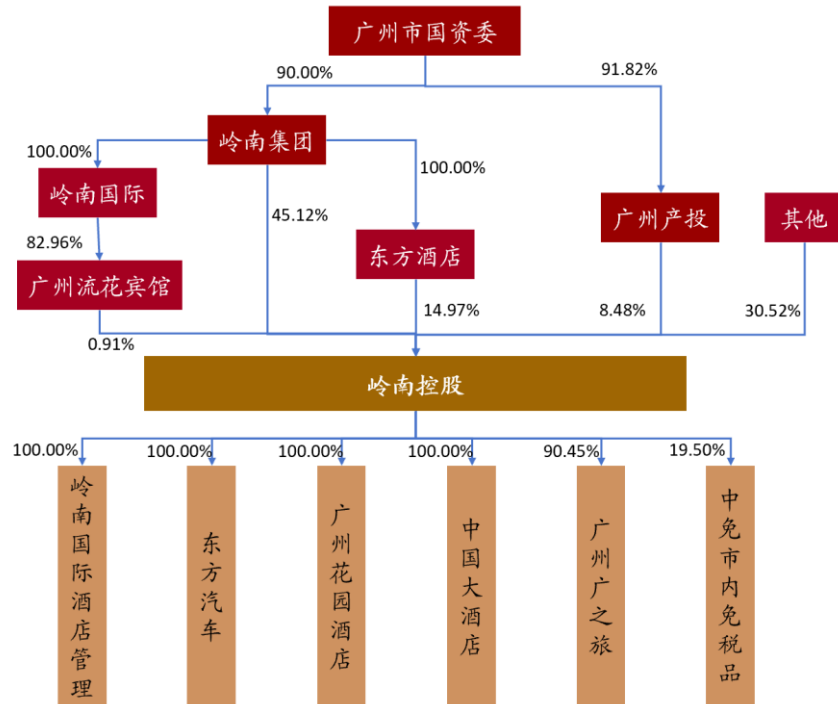
公司拥有多元化业务结构，旅游产业链持续延伸。公司主营业务涵盖旅行社业务、酒店业务及产业链相关业务，形成多元化布局。旅行社业务主要依托子公司广之旅运营，服务范围包括国内游、出境游、入境游，定位于中高端市场，具备较强的品牌影响力与行业认可度。酒店业务主要由自有酒店及子公司岭南酒店负责，涵盖酒店管理与酒店经营两大板块，旗下拥有“花园酒店”“岭南东方酒店”“中国大酒店”“岭南五号酒店”“岭南星光营地”“岭居创享公寓”“岭舍创享公寓”“岭业”等核心系列品牌。公司酒店管理规模连续两年位居“中国饭店集团60强”第14位，并在《HOTELS》2024年度全球酒店集团205强榜单中位列酒店数第23位、客房数第27位。产业链相关业务涵盖餐饮、景区、会展服务、旅运及科技等领域，持续向旅游产业链上下游延伸。

1.2 公司股权结构稳定，管理层经验丰富

公司由广州市国资委控股，股权结构稳定。公司实际控制人为广州市国资委，通过岭南集团及广州产投合计间接控制公司62.54%的股权。其中，岭南集团为控股股东，直接持有公司45.12%的股权，并通过广州市东方酒店集团有限公司及广州流花宾馆集团股份有限公司间接持有公司15.72%的股权，合计持股60.84%。国资旅游产业综

合平台的定位为公司 在项目获取、信贷融资等方面奠定了坚实的竞争优势。

图表2: 公司股权结构稳定 (截至 2026.3.17)



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

公司核心管理层深耕商旅行业多年, 经验丰富。公司董事长王亚川先生历任广州百货人力资源部培训主管, 广百商学院综合管理部副主任, 企业文化与品牌传播部副总监, 党委办公室副主任, 党委组织部部长, 人力资源部总监, 党委书记; 总经理朱红女士历任岭南国际酒店管理党委副书记、董事、总裁; 董事会秘书石婷女士历任港联不动产服务董事会秘书、碧桂园智慧物业高级法务经理、广东固信律师事务所律师、广东博谦律师事务所律师。公司核心管理层具备丰富的产业及管理经验。

图表3: 公司核心管理层经验丰富

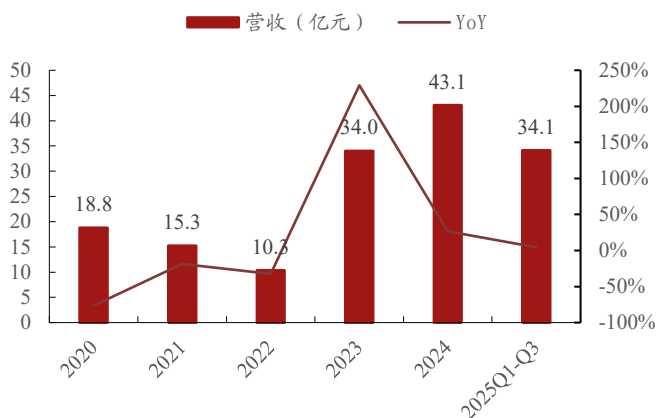
姓名	职务	性别	出生年份	履历
王亚川	董事长、董事	男	1978	历任广州百货人力资源部培训主管, 广百商学院综合管理部副主任, 企业文化与品牌传播部副总监, 党委办公室副主任, 党委组织部部长, 人力资源部总监, 党委书记。
朱红	总经理、董事	女	1979	历任广州岭南国际酒店管理有限公司党委副书记、董事、总裁。
唐昕	副总经理	男	1973	历任岭南国际资本运营部副总经理、运营管理一部副总经理, 岭南国际酒店管理副总裁, 岭南控股总法律顾问。
石婷	董事会秘书、总法律顾问	女	1984	历任港联不动产服务董事会秘书、碧桂园智慧物业高级法务经理、广东固信律师事务所律师、广东博谦律师事务所律师。
陈志斌	会计机构负责人	男	1971	历任广州市祈福酒店管理财务部经理、岭南国际财务管理部总监、岭南国际酒店管理财务管理部总经理。

资料来源: 同花顺、公司公告、万联证券研究所

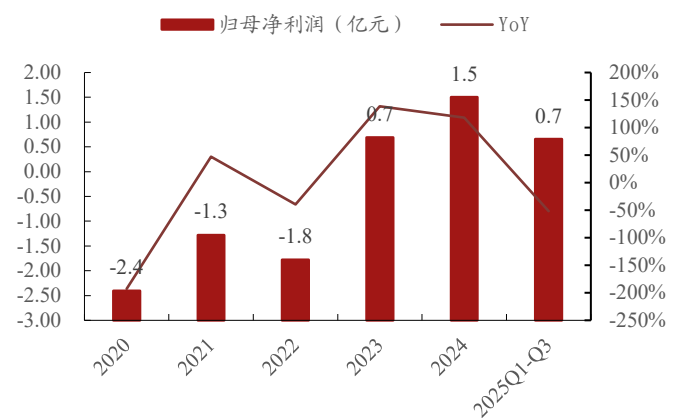
1.3 疫情影响消退，公司业绩步入复苏轨道

疫情冲击后公司业绩实现V型反转，营收与利润快速修复。2020年至2022年，国内疫情多点频发，国内游“熔断”机制常态化，出境游持续停摆，叠加商务出行及大型会议需求锐减，公司经营受到较大影响。2022年，公司实现营收10.3亿元，同比下滑32.2%。自2023年起，随着疫情结束、居民出行意愿逐步恢复，公司业绩进入复苏通道。2022年至2024年，公司营收由10.3亿元增长至43.1亿元，期间复合增长率达104.6%；归母净利润由-1.8亿元增至1.5亿元，成功实现扭亏为盈。2025年前三季度，公司实现营收34.1亿元，同比增长4.4%；归母净利润0.7亿元，同比下滑51.5%，主要原因为上年同期存在较大规模的非经常性收益，扣除非经常性损益后主营业务盈利能力仍保持稳健。

图表4: 2022-2024年公司营收 CAGR 达 104.6%



图表5: 2023年公司归母净利润实现转正

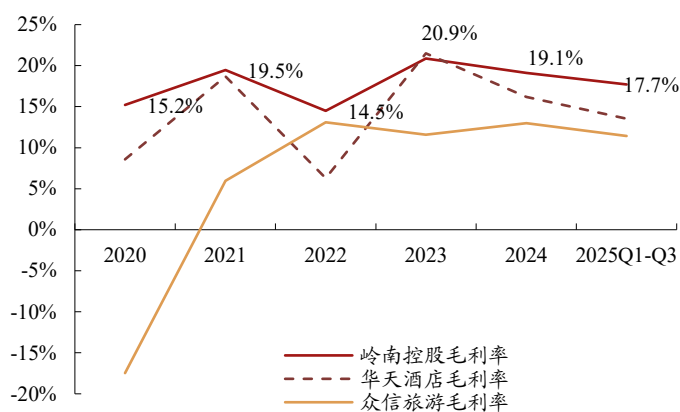


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

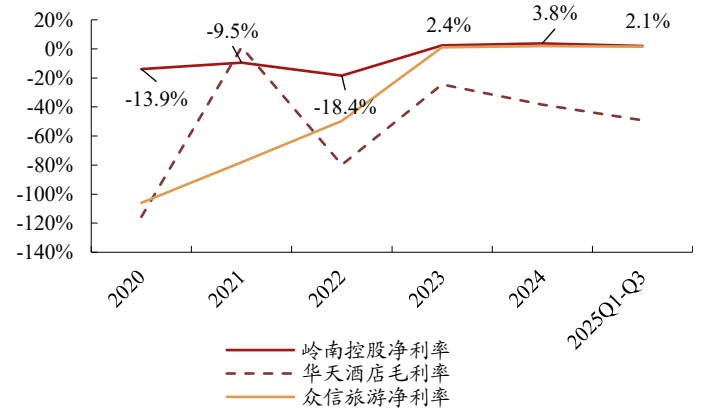
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

公司毛利率维持行业较高水平，盈利能力稳定。公司依托高毛利的酒店业务与规模化的旅行社业务形成协同互补，整体毛利率持续处于行业高位。2020年至2024年，公司毛利率由15.2%增长至19.1%，总体呈波动上升趋势。2025年前三季度，公司毛利率为17.7%，较华天酒店、众信旅游分别高出4.2个百分点和6.3个百分点。2020年至2024年，公司净利率由-13.9%提升至3.8%；2025年前三季度小幅回落至2.1%，但仍保持正向水平，整体仍处复苏通道。

图表6: 公司毛利率维持行业较高水平



图表7: 公司净利率快速恢复

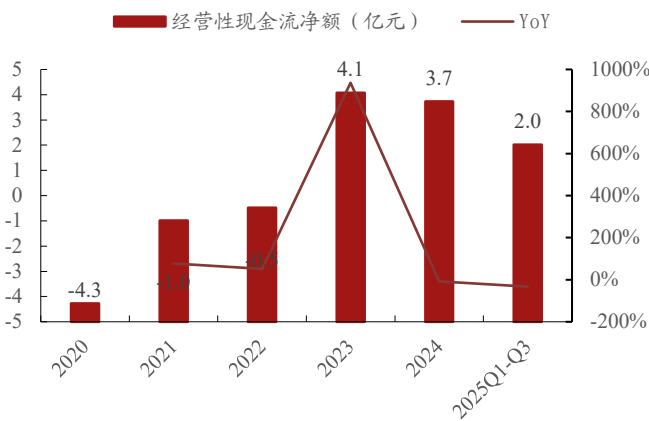


资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

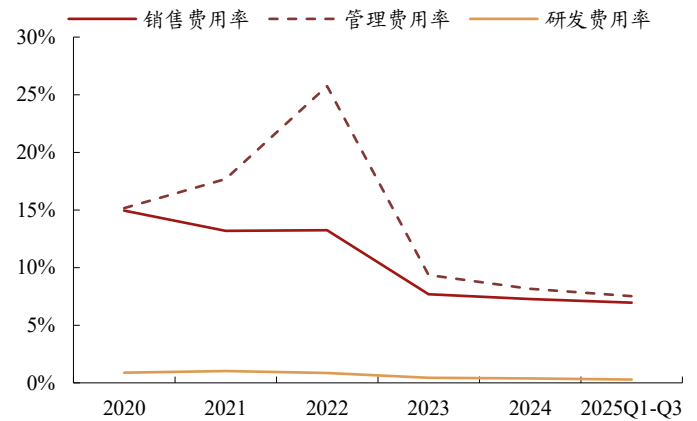
公司经营造血能力显著恢复，期间费用率优化。受外部环境影响，2020年至2022年公司经营性现金流净额连续三年为负，但亏损幅度逐年收窄，由-4.3亿元改善至-0.5亿元。2023年，随着疫情结束、经营复苏，公司经营性现金流净额强劲反弹至4.1亿元，实现由负转正。2024年及2025年前三季度，公司经营性现金流净额分别为3.7亿元和2.0亿元，整体现金流状况保持稳健，为公司业务拓展提供了坚实支撑。费用率方面，2020年至2022年，公司期间费用率由29.3%快速攀升至37.2%，主要因营业收入下滑导致管理费用率由15.2%被动上升至25.7%。2023年，随着营业收入恢复，销售费用率与管理费用率分别下降至7.7%和9.4%，期间费用率由37.2%降至17.0%。2025年前三季度，公司期间费用率进一步下降至14.6%，较2023年降低2.3个百分点，费用管控能力持续改善。

图表8: 公司经营性现金流表现良好



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

图表9: 公司期间费用率呈下降趋势

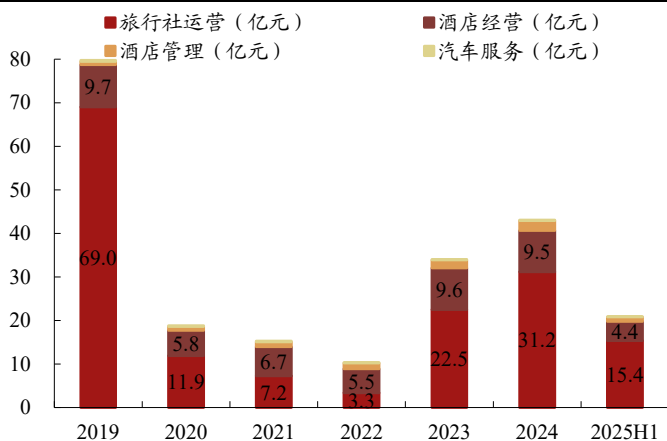


资料来源: 同花顺、万联证券研究所

1.4 旅行社+酒店运营双轮驱动，海外市场快速恢复

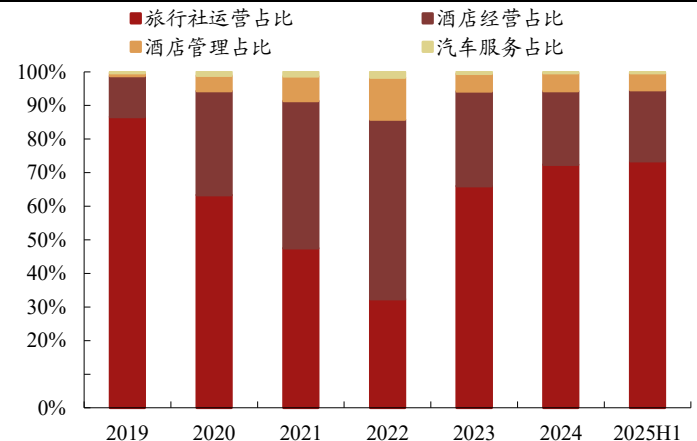
公司核心业务为旅行社与酒店运营管理。公司核心业务涵盖旅行社运营与酒店运营管理两大板块。2019年，公司旅行社运营、酒店经营、酒店管理业务占总营收比重分别为86.6%、12.2%、0.9%，旅行社业务为绝对核心。疫情期间，旅行社业务受到较大冲击，酒店业务阶段性成为主要收入来源。2023年疫情结束后，主营业务结构逐步回归常态。2025年上半年，旅行社业务与酒店业务营收分别为15.4亿元和5.4亿元，占比恢复至73.5%和26.1%，两大业务形成双轮驱动格局，共同推动公司营收稳步恢复。

图表10: 公司核心业务为旅行社与酒店运营管理



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

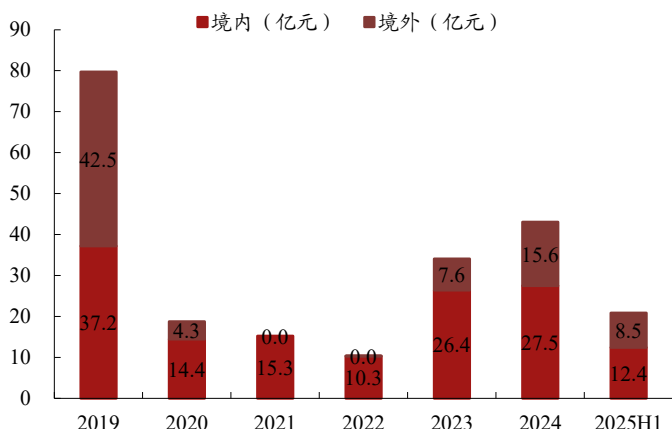
图表11: 疫情后公司主营业务结构逐步回归常态



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

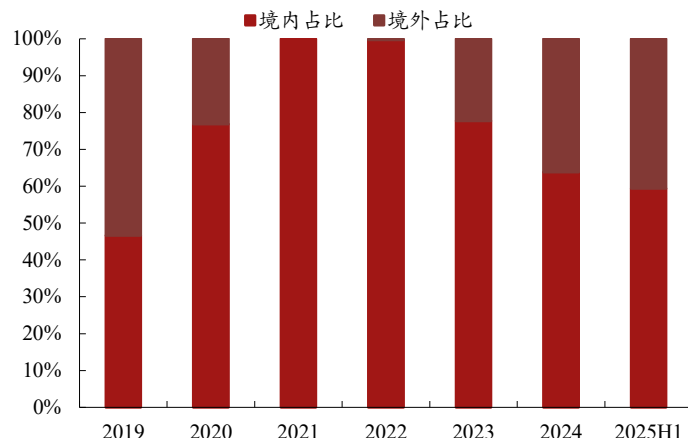
出境游业务快速恢复，境内外业务结构回归均衡。 2020年，受外部环境影响，公司出境游业务大幅下滑，境外营收由2019年的42.5亿元降至4.3亿元，占总营收比重为23.1%，较2019年下降30.3个百分点。2021年至2022年，公司境外营收规模接近归零，境内业务成为绝对支柱，占比一度接近100%。2023年起，随着疫情管控逐步放开，公司出境游业务开始复苏，当年实现营收7.6亿元，占比提升至22.3%。2024年，公司境外业务进一步放量，实现营收15.6亿元，同比增长105.5%。2025年上半年，公司境外营收达8.5亿元，占比升至40.6%，较2024年提升4.4个百分点，延续强劲恢复态势，境内外业务结构逐步回归均衡。

图表12: 公司出境游业务快速恢复



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

图表13: 公司境内外业务结构回归均衡



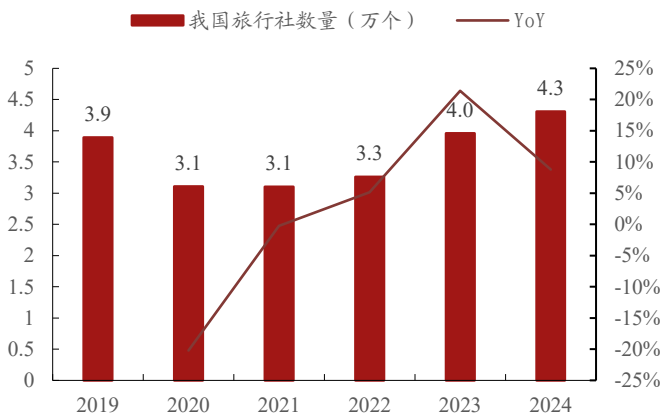
资料来源: 同花顺、万联证券研究所

2 主业基石稳固，产业链布局全面

2.1 旅行社业务：旅游市场持续复苏，出境游有望成为核心驱动

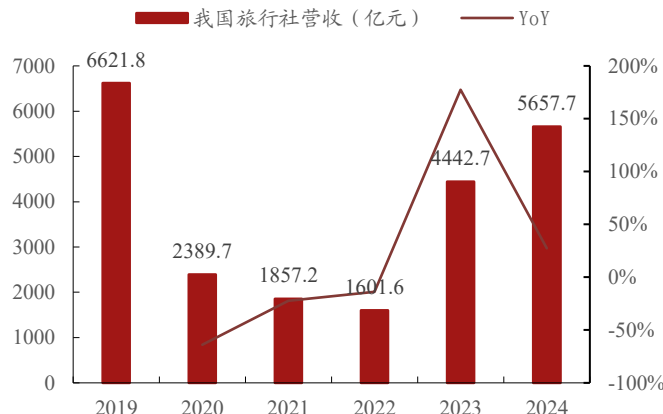
旅游需求复苏，旅行社数量显著回升。 根据国家统计局数据，受疫情影响，2021年我国旅行社数量降至3.1万家，较2019年下降20.5%。自2022年起，旅行社数量逐步恢复；2023年随着行业复苏提速，旅行社数量跃升至4.0万家，同比增长21.4%，超过疫情前水平；2024年旅行社数量进一步增至4.3万家，同比增长8.8%，保持增长态势。从收入端看，2020年至2022年我国旅行社行业持续承压，行业营收从2019年的6621.8亿元降至2022年的1601.6亿元，累计降幅达75.8%。2023年，伴随旅游需求集中释放，旅行社营收大幅反弹至4442.7亿元，同比增长177.4%；2024年，行业营收进一步增至5657.7亿元，同比增长27.3%，恢复至2019年水平的85.4%，行业整体仍处于复苏通道。

图表14: 2024 年我国旅行社数量达 4.3 万家



资料来源: 国家统计局、万联证券研究所

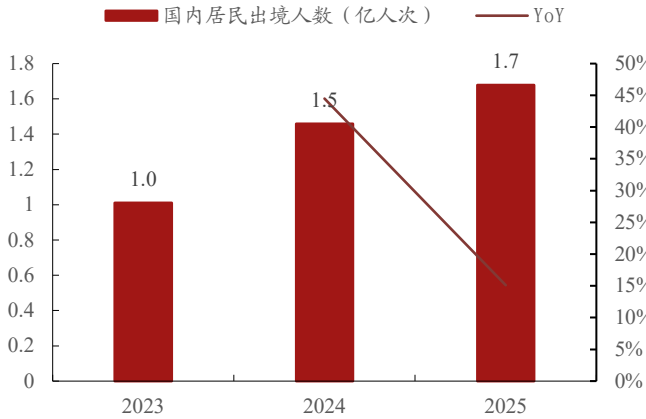
图表15: 疫情后我国旅行社营收持续恢复



资料来源: 文旅部、万联证券研究所

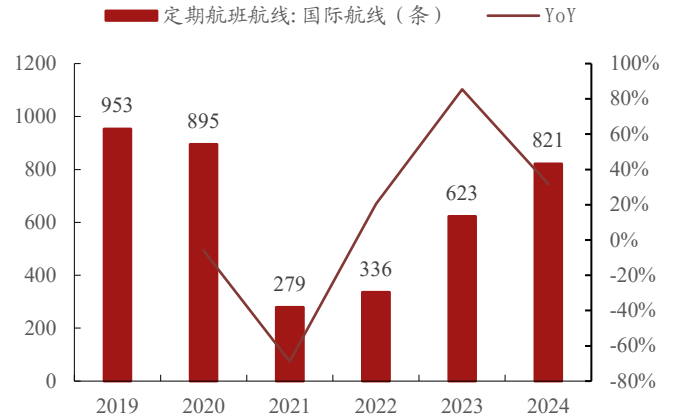
供需两端发力，我国出境游市场持续火热。从需求端看，2023年至2025年我国居民出境人数逐年回升，由1.0亿人次增至1.7亿人次，期间CAGR达30.4%。根据国家移民管理局数据，我国普通护照签发量持续上升，2022年至2025年由106.8万本增至2089.7万本，居民出境旅游意愿不断增强。从供给端看，我国国际航线正加速恢复，2023年国际航线数量达623条，同比增长85.4%；2024年进一步增至821条，同比增长31.8%，已恢复至疫情前水平的86.1%。随着出境游需求的持续释放和国际运力的稳步修复，我国出境游市场有望保持高景气度。

图表16: 2025年我国居民出境人次达1.7亿



资料来源: 国家统计局、万联证券研究所

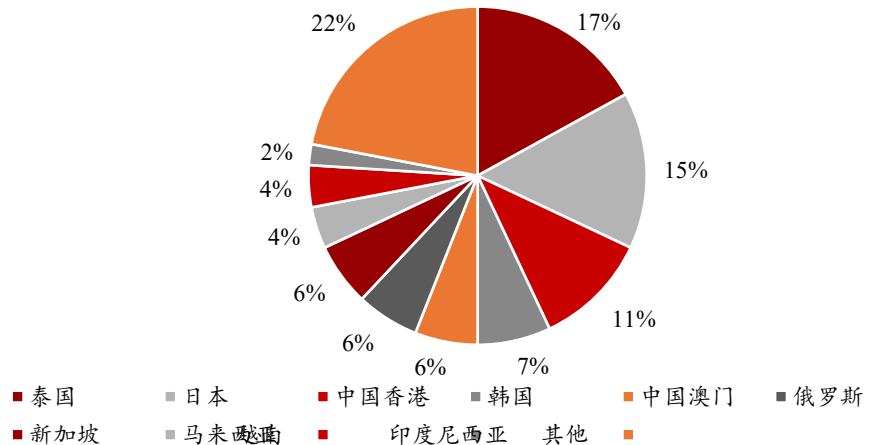
图表17: 我国国际航线数量有所恢复



资料来源: 同花顺、万联证券研究所

东南亚地区凭借政策利好与区域合作深化，成为我国居民出境游首选目的地。根据文旅部发布的2024年第三季度全国旅行社调查报告，我国居民出境游目的地排名前十的国家依次为泰国（17%）、日本（15%）、中国香港（11%）、韩国（7%）、中国澳门（6%）、俄罗斯（6%）、新加坡（6%）、马来西亚（4%）、越南（4%）以及印尼（2%），其中东南亚国家合计占比超过三成，成为我国游客出境游首选，主要原因包括：1）2024年新马泰集体宣布对华免签政策，其中泰国将免签停留期延长至60天，显著提升了出行便利性；2）东盟国家正积极推进“单一旅游签证”计划，拟借鉴申根模式简化跨境旅游流程，区域旅游合作持续深化，旅游门槛不断降低，推动东南亚成为中国游客出境游的首选板块。

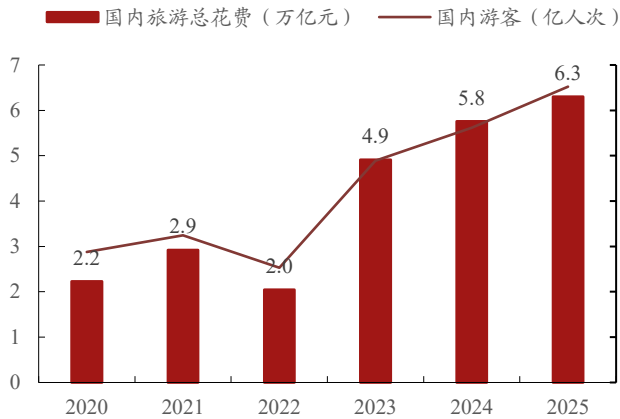
图表18: 2024Q3 旅行社组织出境旅行人次 TOP10



资料来源: 文旅部、万联证券研究所

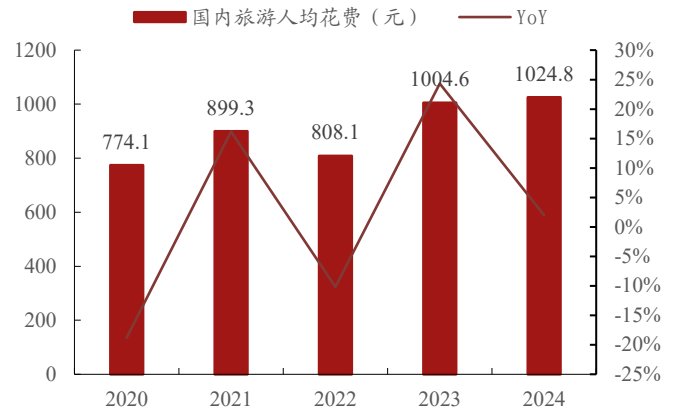
国内游市场规模持续复苏，消费升级趋势初显。从整体规模看，2023年起我国国内出游人次迅速回升，2025年进一步增至65.2亿人次，已超过2019年疫情前水平。国内旅游总花费同步增长，从2019年的5.7万亿元增至2025年的6.3万亿元，创下历史新高。从人均消费水平看，我国国内旅游人均花费呈现稳步攀升态势，2023年突破千元大关，达1004.6元，2024年进一步提升至1024.8元，较2019年的953.3元增长7.5%。居民旅游消费意愿持续增强，消费结构正从“看风景”向“享体验”升级。

图表19: 当前国内游市场规模已超疫情前



资料来源: 中国旅游研究院、国家统计局、万联证券研究所

图表20: 国内旅游人均花费持续提升



资料来源: 中国旅游研究院、国家统计局、万联证券研究所

广之旅为公司旅行社业务核心，业务模式成熟。广之旅成立于1980年，初期以接待入境港澳同胞为主，并首创香港出境游业务。80至90年代，广之旅参与创办深圳、珠海“特区游”，试办泰国、新加坡等出境线路，同年获评一级旅行社；1992年，广之旅开设全国首家旅行社服务网点，针对香港游推出差异化产品；2001年起，广之旅陆续在北京、香港、佛山、马来西亚等地设立分支机构，拓展全国及海外市场。2017年，广之旅通过重大资产重组纳入岭南控股，依托国资资源加速整合。近年来，广之旅完成了由华南总部、华北运营中心、华中运营中心、西北运营中心、华东运营中心、西南运营中心等构成的全国性战略布局，搭建起覆盖全国的多市场组团、多口岸出发、多签证中心的网络体系。目前，广之旅拥有约200家门店，业务覆盖全球100多个国家和地区，并提供跟团游、自由行和当地玩乐三种形式，能够满足游客的多元化出行需求。

图表21: 广之旅拥有多个运营中心，完成了全国性战略布局



资料来源: 广之旅官网、万联证券研究所

丰富的产品体系叠加独特的评价标准，广之旅精准匹配游客多元化旅行需求。产品端，广之旅构建了覆盖跟团游、自由行、当地玩乐的全域产品矩阵，并针对细分客群持续创新。面向家庭私密出游，广之旅推出“一家一团”服务；针对银发人群策划“乐龄悦行”出境游系列，精准回应中老年游客对舒适与深度的双重期待；为追求独特体验的“玩家型”游客打造“环球玩家营”与“国内玩家营”系列，以“超前锁定稀缺资源、匹配最佳观赏季、大咖带队”为核心卖点；在户外徒步赛道，广之旅成立“悦野徒步俱乐部”，创新性地将线路按难度划分为休闲体验级到极限远征级五个等级，覆盖从“新手”到“资深玩家”的所有爱好者，并推行“双领队”服务模式，由服务型领队和户外向导型领队共同保障游客安全与体验。此外，广之旅于2018年发布业内独树一帜的团队旅游评价体系，从“吃、住、行、游”4个维度延展住宿、餐饮、大交通、地面交通、景点与体验、导游讲解、自费、购物等8大评价指标，通过量化评分将产品分为“誉、颂、尚、典、乐”五个系列，精准匹配游客多元化旅行需求。

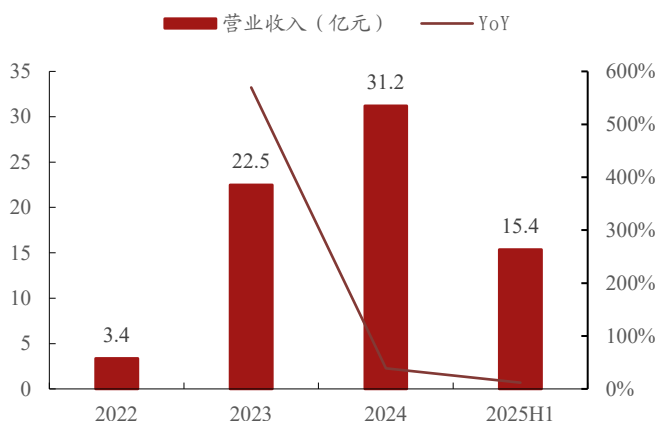
图表22: 广之旅精准匹配游客多元化旅行需求

产品系列	评分标准	定位	系列特点
誉	总分为 22-24 赞，且任一维度分数不低于 5 赞。	全程尊享，独特体验	优质严选，吃住行游全系列高端品质。
颂	总分为 20-21 赞，且任一维度分数不低于 4 赞。	个性轻奢，独特品味	地道体验，含当地极具特色精品服务。
尚	总分为 16-19 赞，且任一维度分数不低于 3 赞。	精挑细选，好玩不贵	高性价比，全方位涵盖高性价比体验。
典	总分为 12-15 赞，且任一维度分数不低于 2 赞。	名胜波澜，浓缩经典	乐享精华，畅游旅行目的地风情。
乐	总分为 8-11 赞。	精算价格，品质如一	经济实惠，兼具核心体验和旅游搭配。

资料来源：广之旅官网、万联证券研究所

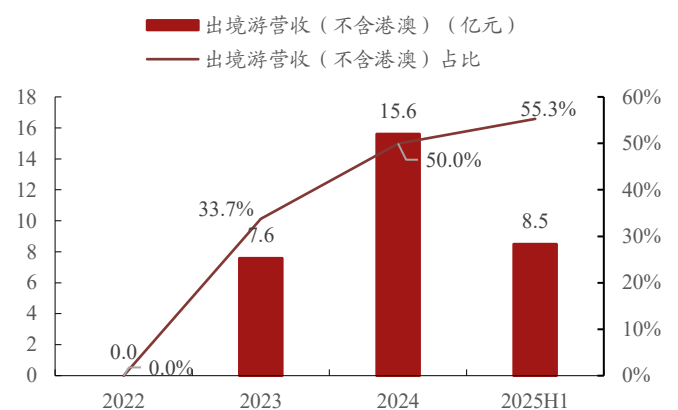
广之旅营收快速恢复，出境游业务贡献核心增长动力。2022年至2024年，广之旅营收由3.4亿元增至31.2亿元，期间CAGR达202.9%；2025年上半年，广之旅实现营收15.4亿元，同比增长11.8%，整体处于快速恢复通道。分业务看，2025年上半年，广之旅出境游与国内游营收分别达8.5亿元和6.9亿元，出境游占比提升至55.3%，成为广之旅最主要收入来源。

图表23: 广之旅营收快速恢复



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表24: 出境游为广之旅核心业务



资料来源：公司公告、万联证券研究所

广之旅深耕出境游市场，持续整合全球旅游资源。依托总部位于广州的天然地理优势，广之旅在东南亚及港澳游市场占据有利地位。2025年3月，广之旅“哥哥姐姐的闪亮旅行”系列首个出境游团队成功启航，超220名游客搭乘邮轮前往东南亚，船上活动深度融合文化元素，游客更化身“文化交流大使”与当地进行友好互动；2026年1月，广之旅组织近150名游客搭乘爱达·地中海号从广州南沙母港出发，开启9天8晚的“东南亚三国”航次，游客年龄覆盖3岁至90岁全年龄段客群。澳洲市场方面，广之旅与澳大利亚各州旅游局及航空公司达成多项深度合作。2025年9月，广之旅启动“昆士兰度假启幕·美好自然而然”与“礼遇1000家·盛邀凯恩斯”双主题推广项目，加速整合昆士兰州文旅资源；2025年11月，广之旅联合维多利亚州旅游局及香港航空、深圳航空，依托新开通的直飞墨尔本航线，推出多款澳洲主题旅游产品。欧洲市场方面，广之旅产品覆盖近30个国家，线路组合丰富多样，涵盖单国深度游以及长达三周的十国联游，能够满足多样化需求。此外，公司积极开拓美洲、非洲等新兴旅游目的地，2025年上半年，公司依托印尼、哈萨克斯坦等新航线首航资源，组织多个新目的地首团，并推出“科考伴行南极”等高端线路，持续整合全球旅游资源。

图表25: 广之旅部分境外游热销套餐

产品主题	时长(天)	产品描述	价格(元)	图例
【尚·深度】西澳大利亚	9	西澳大利亚州广阔而多元，是澳大利亚最大的州，占据了澳大利亚近三分之一的面积。开启0时差之旅，从鬼斧神工的尖峰石阵、梦幻少女的粉红湖，到世界级酒庄绵延的绿色葡萄园和清澈的海水，西澳大利亚州这片土地有无尽的探索机会。	20,999	
【尚·深度】舒享法瑞意	12-14	广之旅法瑞意系列王牌产品，主打舒适度的真舒享旅程，超丰富的高含金量玩法；梦幻阿尔卑斯雪山，乘坐瑞士当地最陡峭缆车登上瑞士雪朗峰，在观景台尽情欣赏极致壮美的阿尔卑斯山景；乘黄金列车地道游瑞士，欣赏窗外流动的湖光山色；由持牌官导带你深度参观巴黎精华地标“两宫一院”；官导带游罗马深度游。	24,999	
【尚·慢享】沙姆沙伊赫私享度假	8	经典埃及之旅，拾起一段史诗般的时光。从古老而神秘的尼罗河，到拥挤的中心城市开罗，从逝去文明的雄伟遗址到沙姆沙伊赫的度假休闲，您可以在傍晚静坐于神庙之前，伴随着悠扬缭绕的祈祷声，在灯光中邂逅消失的古城，也可以躺在沙姆沙伊赫的海滩上仰望浩瀚星辰。	10,999	
【自由行】丽笙岛 Radisson Blu	5-7	位于南阿里环礁-潜水保护区，众多潜水点和全年可见的鲸鲨、海豚，海龟及季节性蝠鲼。酒店附近拥有12处潜水点，于2020年全新开业，浪漫心形设计是求婚，度蜜月的不二之选。全岛免费Wifi覆盖，每间别墅均配有超大私人泳池，别墅面积最小为215㎡，最多可容纳4人入住；基础水上别墅220㎡起。家庭出行的客人更有多种双卧及三卧别墅可供选择。	20,399	
【典·博览】经典新加坡、马来西亚	5-6	游鱼尾狮公园、滨海湾花园看超级树，赏幻彩生辉水幕表演；前往避暑圣地乌鲁卡利尔山，体验度假区的吃喝玩乐。	2,799	

资料来源：易起行、万联证券研究所

国内游产品因时制宜，精准匹配假期与季节出行需求。广之旅国内游产品涵盖跟团游、自由行、当地玩乐等多种类型，目的地覆盖全国。针对不同假期和季节特点，广

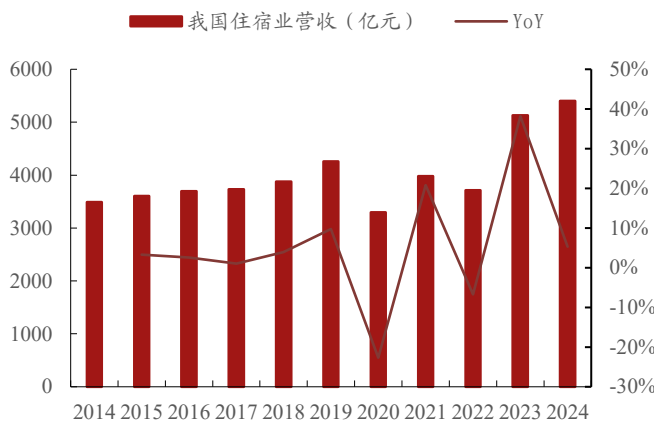
之旅均会对国内游产品的侧重点进行动态调整。2026年3月，广之旅“西藏林芝桃花包列”主题系列团如期出发，近200名游客奔赴雪域高原，该活动已连续举办十六年，2019年至今累计输送超12万人次进藏。同期，“岭南号·潮玩二月二”广西主题包列率先启程，以壮乡春龙节为核心，游客可深度参与祈福仪式、非遗天琴弹唱、千人长桌宴等特色环节。针对冬季市场，广之旅围绕“温泉康养、红色研学、客家年味、樱花季”四大主题，设计8条纯玩线路，覆盖梅州、龙岩等地。通过因时制宜的产品策略，广之旅有效匹配了不同季节的出行需求。

积极把握政策机遇，广之旅入境游业务发展迅速。2025年以来，我国持续优化签证便利化政策，将法国、德国、意大利、韩国等45国单方面免签政策延长至2026年12月31日，并新增对巴西、阿根廷等11国实行单方面免签。在此背景下，广之旅积极推进白云机场国际中转“免签一日游”项目，自2024年6月推出以来，已接待来自近50个国家的国际中转旅客，游客可从白云机场出发享受免费交通、导游、景点参观及广式点心等服务。同时，公司高质量完成广东省侨联海外归侨、“广州过年·花城看花”等大型国际接待活动。2024年，广之旅入境游总业务量同比增长超3倍，“广州国际中转免费一日游”项目接待人数月均环比上升超30%。随着免签政策红利持续释放及支付便利化水平提升，公司入境游业务有望延续快速增长态势。

2.2 酒店业务：行业规模持续扩张，轻资产模式日趋成熟

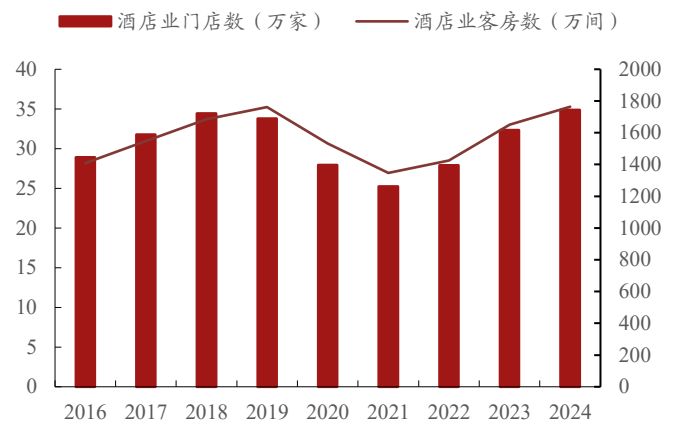
我国酒店市场规模庞大，总体呈现稳步增长趋势。据国家统计局数据，2014-2024年我国限额以上住宿业企业主营收入由3486.3亿元增至5397.7亿元，期间CAGR达4.5%，除2020年及2022年受疫情影响有所下滑外，收入规模总体保持稳步增长。截至2024年，我国住宿业设施总数约57.0万家，客房总规模达1927.8万间，其中酒店业门店数达34.9万家，客房总数1764.3万间。

图表26: 我国住宿业营收总体呈现稳步增长



资料来源：同花顺、万联证券研究所

图表27: 2024年我国酒店业门店数达34.9万家

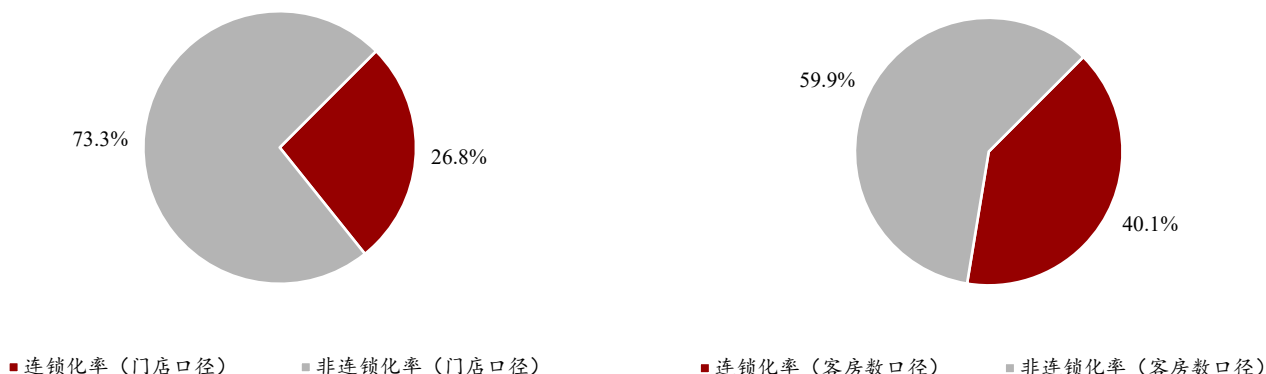


资料来源：中国饭店协会、万联证券研究所

我国酒店行业连锁化率稳步提升，轻资产模式发展空间广阔。近年来，我国酒店业连锁化率持续提高。截至2024年底，连锁酒店数量约9.3万家，门店连锁化率达26.8%；连锁客房数约707万间，客房连锁化率达40.1%。与发达国家酒店品牌普遍70%以上的连锁化率相比，我国酒店连锁化率仍处于较低水平，在轻资产转型方面存在较大发展空间。

图表28: 2024 年我国酒店门店连锁化率为 26.8%

图表29: 2024 年我国酒店客房连锁化率为 40.1%



资料来源: 中国饭店协会、万联证券研究所

资料来源: 中国饭店协会、万联证券研究所

公司旗下自有高端酒店积淀深厚, 构成酒店经营业务核心。公司酒店经营业务主要依托自有产权酒店, 为顾客提供酒店住宿、餐饮、会议及商业物业租赁等服务, 主要营收由广州花园酒店及中国大酒店贡献。其中, 广州花园酒店是中国创建白金五星级饭店首批三家酒店中唯一的本土品牌酒店, 拥有828间客房及多间餐厅、宴会厅, 配套服务与设施较为完善, 是体现广州城市形象的经典酒店之一。中国大酒店于1984年开业, 1990年获评国内首批五星级酒店, 地处广州市越秀区核心地段, 拥有850间客房, 长期承接广交会及高端商务、政务接待任务, 在广州高端酒店市场中占据重要地位。此外, 公司旗下还拥有广州东方宾馆, 坐落于流花商圈, 运营历史超过六十年, 拥有653间客房及亚洲最大的酒店会展中心。

图表30: 广州花园酒店为广州市经典地标

图表31: 中国大酒店长期承接广交会等接待任务



资料来源: 广州花园酒店官网、万联证券研究所

资料来源: 中国大酒店官网、万联证券研究所

公司酒店管理业务依托岭南酒店开展, 旗下品牌矩阵丰富。公司酒店管理业务的核心企业是全资子公司岭南酒店, 管理规模连续2年位居“中国饭店集团60强”第14位, 并位列《HOTELS》2024年度全球酒店集团205强榜单的酒店数第23位、客房数第27位。截至2025H1, 岭南酒店在全国运营酒店超过1400家, 管理客房近11万间, 酒店管理规模位居华南地区首位, 旗下拥有“花园酒店”“岭南东方酒店”“中国大酒店”“岭南五号酒店”“岭居创享公寓”等多个核心系列品牌, 构建了适应大住宿业态发展趋势的多层次品牌体系。

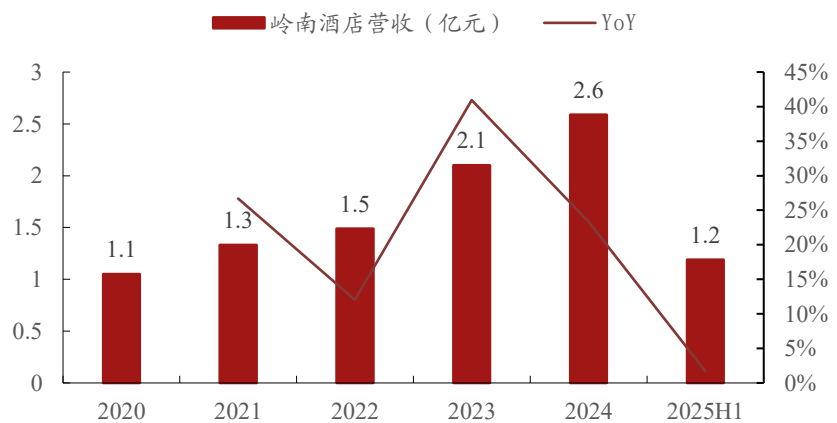
图表32: 岭南酒店拥有多层次品牌体系



资料来源: 岭南酒店官网、万联证券研究所

酒店管理业务持续扩张, 轻资产输出模式日趋成熟。岭南酒店有序推进“南北协同”的全国布局战略, 成立岭南酒店北方总部、都市集团南方总部, 形成南北双向联动, 为酒店管理业务营收持续增长提供新动能。2025年上半年, 岭南酒店在广州、深圳、韶关、汕头、潮州、揭阳、茂名等地新增轻资产项目布局, 积极把握文旅消费多元化趋势, 以“文化IP+场景”驱动节庆营销, 依托“广府醒狮”、“手作技艺”等非遗活化项目, “灯会+”、“走进非遗”、“岭南粤菜小师傅”、“邮历岭南”等特色节庆, “花开岭南‘印’新春”、“巧手木偶·戏韵白云”等非遗品牌活动积极塑造“岭南酒店走进非遗”文旅IP。2020-2024年, 岭南酒店营收由1.1亿元增至2.6亿元, 期间CAGR达24.0%, 维持较高增速; 2025H1, 岭南酒店实现营收1.2亿元, 同比+1.6%, 酒店管理业务持续扩张。

图表33: 2020-2024年岭南酒店营收 CAGR 达 24.0%



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

2.3 文旅产业链业务: 产业链持续扩张, 业务日趋多元

公司坚持以“一主多元”为核心战略, 持续拓展文旅产业链。在商旅出行与住宿两大主业的基础上, 公司通过“融合+”的发展路径, 横向拓展景区运营、文旅科技、免税零售、旅游交通及会展服务等多元业态, 纵向深化文旅与体育、非遗、文创等产业的融合, 产业链持续延伸。

2.3.1 景区管理业务

公司成立广之旅悦景公司负责景区管理，业务范围持续扩张。在广东省内，广之旅悦景拥有广州白云山鸣春谷、月溪书院及封开奇境景区等项目，覆盖广州及粤西地区。其中，通过收购白云山旅发，广之旅悦景以观光车业务联动鸣春谷与月溪书院，持续增强对白云山核心景区资源的控制；2025年，鸣春谷景区中标科普项目，转型为中小学生科研基地，拓展自然研学业态；2026年春节，广之旅悦景推出系列文旅活动，联动景区、文创与研学板块，既为本地居民提供休闲去处，也让来穗游客深度体验广州风情。在封开龙山景区，广之旅悦景配套开发“景区+酒店”一体化运营模式，以封开2天游产品及奇境岭南东方酒店实现从旅行社业务向目的地资源端的延伸。在广东省外，广之旅悦景以贵州高荡千年布依古寨景区为代表，探索“东部运营+西部资产”协作模式，2023年运营团队入驻后游客量从不足5万人次跃升至2024年的18万人次以上，游客平均停留时间延长至1.5天，在推动景区发展的同时助力乡村振兴。

图表34: 广之旅悦景拥有丰富的景区资源



资料来源：各景区官网、万联证券研究所

2.3.2 免税业务

公司联合多方设立合资公司，切入市内免税新赛道。2025年5月，岭南控股与中免集团、广百股份、白云机场共同投资设立中免市内免税品（广州）有限公司，其中岭南控股出资877.5万元持股19.5%。2025年8月，广州首家市内免税店在天河区国际金融中心正式开业，成为市内免税新政后新设的8家市内免税店之一，主要面向出境旅客销售食品、服装、箱包、工艺品等便于携带的消费品，不设购物限额。店内设有全球高端威士忌体验馆并引入中华老字号及岭南特色品牌，以“免税+有税”、“进口+国产”、“线上+线下”相结合的经营思路，打造融合全球精品与本地特色的“城市会客厅”。未来，广州市内免税店有望依托广之旅及公司旗下酒店资源，通过旅行团地接服务和公司旗下酒店会员体系导入稳定客源，实现“住宿+购物+免税”的场景联动，持续延伸和优化旅游产业链布局。

2.3.3 餐饮业务

公司以特色美食为载体，系统化弘扬岭南餐饮文化。依托“旅游+”战略及全产业链资源整合能力，公司持续推进文旅融合，构建体现“广州风韵、广东味道、岭南特色、

“中国风范”的餐饮宴会标准，旗下酒店常态化开展广东粤剧、发光舞狮秀、非遗烧箔画DIY等岭南文化主题活动，将餐饮与文化深度融合。在产品创新方面，公司推出岭南手信迎春大礼包、广府盆菜等年节产品，并设立“岭南餐饮策划工作室”提供传统年味解决方案；此外，公司与小马智行联名推出“城市手信”主题月饼和“驭见未来”主题下午茶，将岭南餐饮文化与科技美学相融合。第十五届全国运动会期间，公司以“舌尖上的全运”为理念，推动旗下酒店推出“广式片皮鸭”“八闽家宴”“南沙家宴”等时令主题餐饮，以味蕾盛宴传递广府文化的独特韵味。

图表35: 公司将餐饮与文化深度融合



资料来源：环球旅讯、万联证券研究所

2.3.4 会展业务

公司会展场地资源丰富，积极承接各类展会服务项目。会展业务是公司加快旅游产业融合的重要平台及战略性成长业务。通过全资子公司广州广之旅国际会展服务有限公司，岭南控股成功运营广东国际旅游产业博览会、广府文化嘉年华等大型展会，并拥有中华老字号博览会、广东国际会奖旅游交流大会、中国国内旅游目的地供应商大会、中国大酒店德国啤酒节、粤菜师傅走进美丽乡村等自主会展项目，还曾运营博古斯世界烹饪大赛亚太赛和中国赛等国际赛事。通过举办各类展会与赛事活动，公司实现了客流导入与酒店、餐饮、旅游等业务的有效联动，进一步强化了“会展+文旅”的产业协同效应。

3 企业护城河稳固，多点开花格局初显

3.1 消除同业竞争，并购注入有望带来收入增量

并购打开全国市场，通过创新交易结构解决同业竞争问题。2023年12月12日，公司原控股股东岭南国际与都市酒店原股东签订《股权转让协议》，以现金方式收购都市酒店70%股权。都市酒店集团是一家以酒店管理为主营业务的企业，旗下拥有8”

“都市花园”“青年·都市迷你”“我的地盘”与“舍舍”等8个自主酒店品牌，3000多家门店遍布全国，会员人数超过8000万。由于该交易会在控股股东体系内形成同业竞争，岭南国际于同日向公司出具《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺在

3年内将所持都市酒店股权以市场公允价格转让给公司。在过渡期内，公司全资子公司岭南酒店受托管理都市酒店70%股权，委托管理费按都市酒店年度营业收入的1%计算，委托管理期为3年。2024年11月，岭南集团通过国有股权无偿划转成为岭南控股控股股东，原由岭南国际承担的同业竞争消除承诺由岭南集团承接继续履行。本次交易采用“委托管理过渡—承诺期内定向转让”的两阶段结构，旨在消除大股东体系内的同业竞争，最终实现标的资产注入上市公司。目前，都市酒店已完成工商变更并设立南方总部，与岭南酒店实现一体化运营，公司南北协同和核心品牌规模化发展迈出关键步伐。

股权转让尚待财务规范完成，预计2026年下半年启动，未来有望贡献显著收入增量。截至2026年3月，岭南酒店仍持续受托管理都市酒店集团，股权转让尚未正式启动，主要原因为都市酒店财务事项规范仍需整改以符合上市公司内控标准。三年承诺期将于2027年1月届满，预计股权转让将于2026年下半年启动，2026年底至2027年初完成。2024年，公司为岭南国际提供酒店管理服务产生新增收入67.84万元。随着酒店业务景气度逐步回暖，若都市酒店集团顺利注入上市公司，预计自2027年起每年将为公司贡献近1亿元的收入增量。

图表36: 岭南集团战略投资都市酒店集团

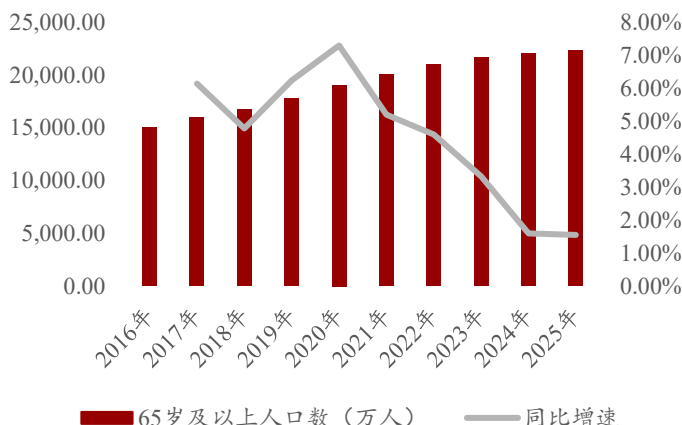


资料来源：岭南集团，万联证券研究所

3.2 银发旅游需求释放，出行特征与旅行社业务高度契合

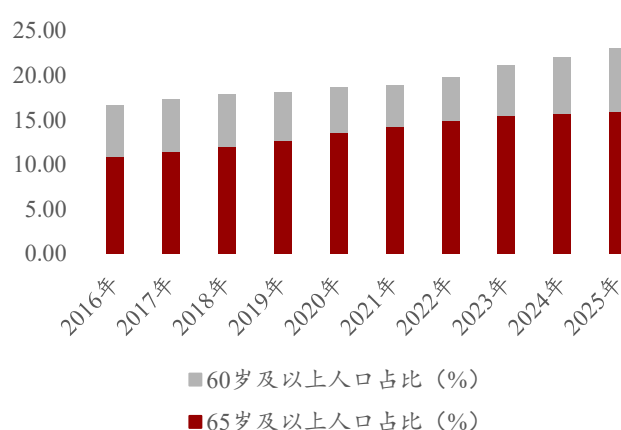
老年人口规模持续扩大，银发旅游市场潜力十足。我国人口老龄化进程不断加快，老年人口数量持续攀升，老年旅游市场需求稳步增长。截至2025年，我国60岁以上人口已达3.2亿，占全国总人口的23%，其中65岁及以上老年人口2.2亿，占比15.9%。伴随老年人口基数的持续扩大，老年旅游市场空间广阔。据中国旅游研究院预测，到2025年底，超过1亿“活跃老年群体”将成为旅游市场的重要驱动力，银发游市场规模有望突破1万亿元。

图表37: 我国老年人口数



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

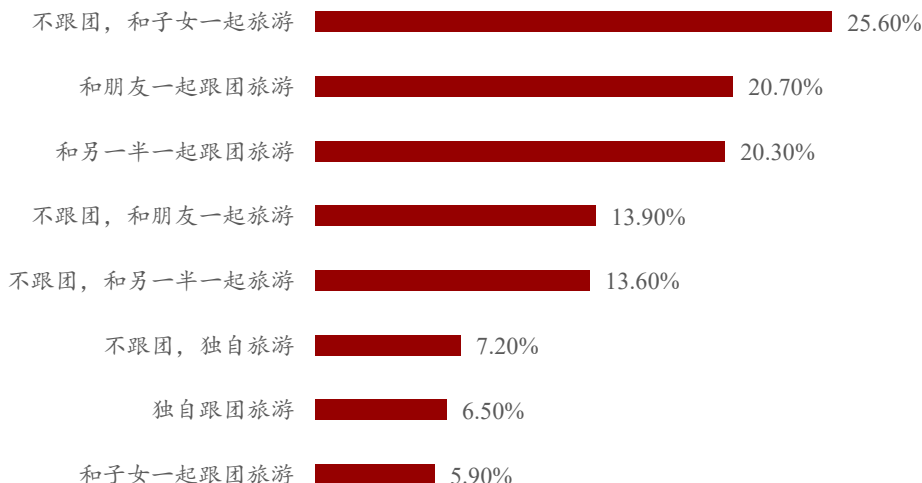
图表38: 我国老年人口占比持续提升



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

银发人群旅游需求呈现三大鲜明特征, 利好公司旅行社业务拓展。(1) 跟团游偏好显著: 与年轻群体追求自我意识表达不同, 银发人群更倾向于与朋友、伴侣乃至陌生人分享旅行体验。调查显示, 除了和子女一同出游外, 中老年群体在与朋友或伴侣出行时更偏好跟团游, 形成稳定的客群基础。(2) 高端游需求突出: 活跃的老年游客一方面出于健康和舒适需求, 对旅行品质要求较高; 另一方面出游预算相对充裕, 消费水平通常高于年轻群体, 为旅行社业务带来较高的客单价和长期增长空间。(3) 错峰游特征明显: 中老年群体拥有更为充裕的休闲时间, 出行更倾向于避开节假日和旅游旺季, 其错峰出行特征有助于熨平传统旅行社业务的季节性波动, 提高资源运营效率, 也更利好需要较长出游时间的出境长线游。

图表39: 中老年群体对于共同出游人群的偏好



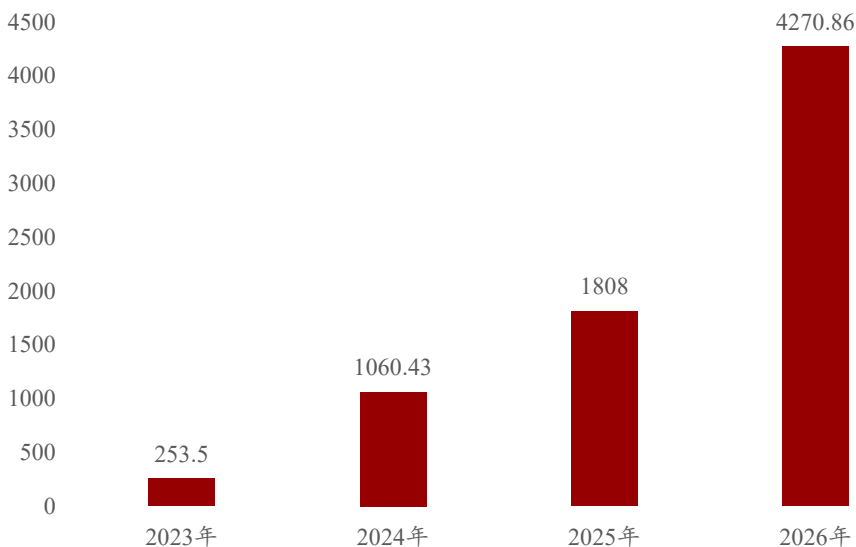
资料来源: 灼识咨询, 万联证券研究所

3.3 物业管理规模迅速增长, 国资背书拓展业务版图

公司拓展政企物业管理新赛道, “岭业”品牌管理规模快速增长。依托逐渐成熟的酒

店管理品牌输出能力，公司自2022年起成立广州岭南酒店物业管理有限公司，打造“岭业”品牌，专注于服务政务及企事业单位的大型办公物业或功能园区。根据公司公开数据，成立近四年来，“岭业”品牌管理规模迅速增长，项目营业收入总计超过7000万元。截至2024年末项目数量已增至19个，公司凭借国企背景及集住宿、办公、会议、餐饮、维保、差旅服务于一体的综合保障能力，在政企物管服务领域核心竞争力突出，业务拓展前景明朗。

图表40: 岭南酒店物业管理公司部分物管项目收入（万元）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

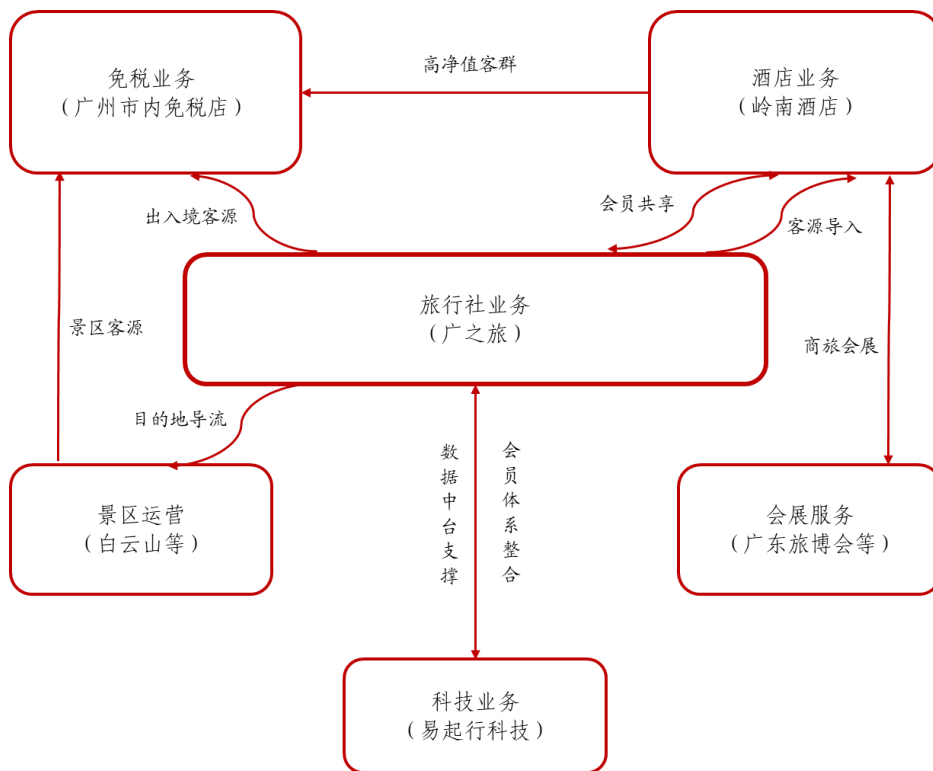
注：根据已公开的项目销售金额统计，存在统计偏误风险。

3.4 文旅产业链协同效应凸显，多元业务增长稳健

岭南控股依托“吃、住、行、游、购、娱”文旅核心要素，构建了完整的产业链闭环体系。以广之旅旅行社为流量入口，公司通过全国200余家门店及线上平台形成稳定的获客渠道；以岭南酒店为承接载体，将旅行社客源有效转化为住宿消费，再通过景区运营、会展服务、旅运业务等延伸场景，持续挖掘客户全生命周期价值。广州市内免税店开业后，公司进一步依托出入境游客源和高星级酒店高净值客群，实现精准导流与场景营销，将流量价值最大化变现，单客贡献能力显著高于单一业务模式的竞争对手。

在资产结构上，公司轻重结合、配置合理。重资产端，公司持有广州花园酒店、中国大酒店等核心物业，构筑了稳固的资产底盘；轻资产端，酒店管理业务采用品牌输出模式快速扩张，以较低资本支出撬动规模增长。财务结构方面，截至2025年三季度，公司货币资金达18.94亿元，占总资产比例近半，充裕的现金储备既保障了主业扩张所需资金，也为战略性投资预留了空间。业务与资产的多元性，叠加国资背景下文旅平台的独特定位，构成了公司既有资源壁垒、又有扩张能力的核心护城河，业绩增长的稳健性较强。

图表41: 岭南控股协同效应



资料来源: 万联证券研究所

4 投资建议与风险因素

岭南控股作为广州市国资委旗下综合性旅游集团，股权结构稳定，国资背景在项目获取与融资方面奠定坚实优势。公司以“旅行社+酒店”双轮驱动，依托广之旅深耕出境游与银发客群，产品体系精准匹配市场需求；酒店管理轻资产输出模式持续扩张，都市酒店资产注入预期。文旅产业链覆盖“吃、住、行、游、购、娱”全要素，协同效应显著，广州市内免税店开业进一步延伸消费场景。公司现金储备充裕，财务结构稳健，兼具资源壁垒与成长弹性，具备长期配置价值。

我们对公司的盈利预测关键假设如下：

(1) 旅行社业务：出境游受益于银发客群需求稳步增长，长期发展基础稳固，但受国际环境不确定性影响，预计营收增速将有所放缓；国内游在高位运行背景下预计保持低速增长；入境游及景区等其他业务受益于免签政策及春秋假等政策红利持续释放，增速有望表现亮眼。

(2) 酒店业务：自营酒店收入保持稳定，轻资产项目持续输出贡献增量；若都市酒店集团顺利注入，预计自2027年起将为公司提供额外营收。

(3) 毛利率：公司经营环境相对稳定，业务模式成熟，预计综合毛利率保持整体平稳。

(3) 费用及利润端：费用率保持平稳。2024年公司因收到参股企业广州世界大观股份有限公司现金分红款等款项共计7606.68万元并计入非经常性损益，2025年无此项非经常性收益，预计归母净利润同比有所下滑，但扣除非经常性损益后净利润预计同比正向增长。

基于以上假设，我们预计公司2025-2027年营收同比增速为10.10%/10.25%/13.34%，净利润同比增速为-51.56%/9.88%/11.44%，EPS分别为0.11/0.12/0.13元，对应2026年3月25日收盘价的PE分别为111/101/91倍，维持公司“增持”评级。

5 风险提示

- 1. 自然灾害与安全事故风险。** 旅游行业具有显著的流动性及异地性特征，游客在出行过程中对目的地环境依赖度较高，一旦发生自然灾害、重大疫情或安全事故，将直接影响游客出行意愿与接待人次。若此类事件对公司品牌声誉或运营稳定性造成冲击，可能导致客流量下降，进而对公司经营业绩产生不利影响。
- 2. 国际环境不确定性风险。** 出境游是公司旅行社业务的重要收入来源之一。当前国际地缘政治复杂多变，出境游面临较高的外部不确定性。若国际关系紧张、口岸政策收紧或目的地旅游营商环境恶化，均可能对出境游业务形成制约，进而影响公司整体收入水平。
- 3. 宏观经济增长不及预期风险。** 旅游及酒店服务属于可选消费，收入弹性较高，行业景气度与居民收入水平及增长预期密切相关。若宏观经济增速放缓，居民消费意愿及能力受到抑制，将对旅游、餐饮等服务消费行业形成压力，进而影响公司经营业绩。

利润表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4309	4744	5231	5929
同比增速 (%)	25.43	10.10	10.25	13.34
营业成本	3486	3844	4238	4802
毛利	823	901	993	1127
营业收入 (%)	19.10	18.98	18.98	19.01
税金及附加	36	41	45	51
营业收入 (%)	0.82	0.87	0.86	0.86
销售费用	314	351	385	437
营业收入 (%)	7.28	7.39	7.35	7.37
管理费用	351	409	443	505
营业收入 (%)	8.15	8.62	8.47	8.52
研发费用	16	19	20	23
营业收入 (%)	0.38	0.39	0.39	0.39
财务费用	-12	6	6	6
营业收入 (%)	-0.28	0.13	0.12	0.10
资产减值损失	-5	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	7	11	11	13
投资收益	75	9	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
资产处置收益	-4	0	0	0
营业利润	189	95	105	117
营业收入 (%)	4.39	2.00	2.00	1.98
营业外收支	17	10	10	10
利润总额	206	105	115	127
营业收入 (%)	4.79	2.21	2.19	2.15
所得税费用	44	24	26	29
净利润	162	81	89	98
营业收入 (%)	3.76	1.70	1.70	1.66
归属于母公司的净利润	150	73	80	89
同比增速 (%)	116.08	-51.56	9.88	11.44
少数股东损益	12	8	9	9
EPS (元/股)	0.22	0.11	0.12	0.13

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.22	0.11	0.12	0.13
BVPS	3.38	3.49	3.61	3.74
PE	53.70	110.85	100.89	90.53
PEG	0.46	-2.15	10.21	7.92
PB	3.56	3.45	3.33	3.21
EV/EBITDA	17.15	35.39	30.78	27.31
ROE	6.62%	3.11%	3.30%	3.55%
ROIC	3.64%	2.83%	3.34%	3.59%

资产负债表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1683	1961	2135	2436
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	138	148	169	190
存货	11	20	13	25
预付款项	99	114	124	141
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	307	331	324	355
流动资产合计	2239	2575	2766	3147
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	413	377	341	304
在建工程	8	5	3	2
无形资产	464	445	426	406
商誉	53	47	43	38
递延所得税资产	99	99	99	99
其他非流动资产	413	411	438	472
资产总计	3690	3963	4120	4471
短期借款	0	-8	-14	-20
应付票据及应付账款	365	442	439	563
预收账款	0	0	0	0
合同负债	420	468	514	583
应付职工薪酬	145	170	184	210
应交税费	23	22	26	29
其他流动负债	250	291	299	331
流动负债合计	1202	1394	1462	1716
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	48	48	48	48
其他非流动负债	144	144	144	144
负债合计	1394	1586	1654	1908
归属于母公司的所有者权益	2267	2340	2420	2509
少数股东权益	28	36	45	55
股东权益	2296	2377	2465	2564
负债及股东权益	3690	3963	4120	4471

现金流量表 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	374	294	226	360
投资	-1	16	-8	-8
资本性支出	-92	-26	-32	-39
其他	81	9	0	0
投资活动现金流净额	-12	-1	-40	-47
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	-8	-6	-6
筹资成本	-10	-6	-6	-6
其他	-38	0	0	0
筹资活动现金流净额	-49	-14	-12	-12
现金净流量	309	279	174	301

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场