



公司研究 | 深度报告 | 黄山旅游 (600054.SH)

稀缺资源禀赋筑基，内外共振驱动成长

报告要点

黄山旅游正迈入高质量发展新时期，成长动能充足。公司核心项目加速落地，东大门索道即将建成开放，有效串联主景区与东海景区，大幅提升景区承载与接待能力；区域交通持续优化，高铁网络不断完善，客流增量可期，为景区带来稳定客源支撑；酒店板块同步升级，北海宾馆改造后重新开业，国际航线不断扩容，入境旅游复苏有望缓解公司山下酒店经营压力。多重利好叠加，公司景区、交通、酒店三大业务协同发力，经营基本面持续向好，未来增长空间广阔。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001

SFC: BUX176



杨会强

SAC: S0490520080013



马健轩

黄山旅游 (600054.SH)

2026-04-23

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

稀缺资源禀赋筑基，内外共振驱动成长

核心资源禀赋突出，经营业绩稳健向好

公司依托黄山风景区稀缺资源，目前已构建景区、索道、酒店、旅行社、餐饮五大核心业务板块，并叠加智慧文旅、文创零售、夜游演艺等新兴业态，形成覆盖“吃住行游购娱”的全链条业务矩阵。公司近年业绩基本面保持稳健，营收与客流整体稳中有升。

节假日增加提振旅游需求，旅游产业战略地位提升

从总量视角看，2025 年起我国全体公民法定节假日由 11 天增至 13 天，新增 2 天分别为春节除夕、劳动节 5 月 2 日。假期总量扩容，直接延长居民可支配出行时间，有望带动国内旅游人次稳步增长，提升长线出行、跨省出游、深度体验等需求。从区域视角看，春秋假从杭州等试点城市逐步推广，春秋假叠加周末形成 5 天小长假，带动亲子机票、景区门票预订量增长。错峰出游模式缓解了旺季拥堵，激活春秋传统旅游淡季市场，让旅游资源利用率大幅提升。

高铁路网加密，轨道交通提升旅游便利性

2026 年黄山周边高铁交通继续改善，辐射客群范围持续扩大。随着杭衢高铁于 2025 年 12 月开通，金建高铁兰建段进入试运行并预计 2026 年一季度具备开通运营条件，黄山与上海、杭州等高消费城市的时间距离有望继续压缩，带动周末与短途出行需求提升。另外黄山旅游 T1 线一期工程自 2025 年 10 月正式开工，项目建成后，将实现“三铁合一”——黄山北高铁、旅游轨道交通 T1 线、东大门索道无缝衔接，构建“快进慢游”的黄金旅游廊道。

景区东向扩容，山城联动打开发展新空间

历经多年谋划建设，2026 年有望成为“一索一道一中心”核心项目从规划蓝图落地为实景成效的一年。在山上景区，东大门索道有效串联黄山主景区与东海景区，打通全域旅游核心廊道，实现两大片区景观互通、客流联动，大幅提升景区整体通行效率与承载能力。在山下方面，随着东大门关键性工程的推进，黄山风景区“山上观光，山下休闲”的蓝图正加速变为现实。

山上酒店重启，山下酒店经营压力或缓解

山上核心酒店北海宾馆已完成改造并重新开业，定位高端观景接待，补齐山顶优质住宿短板，客流与营收回升明确。国际航线不断扩容，入境旅游复苏有望缓解公司山下酒店经营压力。另外，山下推进滨江东路 12 号酒店建设，地处市中心政务商务核心区，定位高端会议与商务接待，完善市区高端酒店布局。

投资建议及盈利预测

黄山旅游正迈入高质量发展新时期，成长动能充足。公司核心项目加速落地，东大门索道即将建成开放，有效串联主景区与东海景区，大幅提升景区承载与接待能力。区域交通持续优化，高铁网络不断完善，客流增量可期，为景区带来稳定客源支撑。酒店板块同步升级，北海宾馆改造后重新开业，滨江东路 12 号高端酒店稳步推进。多重利好叠加，公司景区、交通、酒店三大业务协同发力，经营基本面持续向好，未来增长空间广阔。

风险提示

- 1、客流增长不及预期；2、徽菜业务表现不及预期；
- 3、酒店板块项目改进节奏不及预期；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

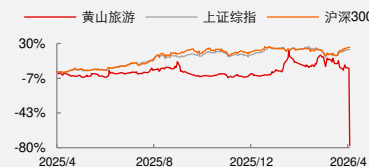
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	12.16
总股本(万股)	72,938
流通A股/B股(万股)	51,330/21,608
每股净资产(元)	6.55
近12月最高/最低价(元)	14.76/11.08

注：股价为 2026 年 4 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《2025 年三季报点评：项目多点开花，期待增长潜力》2025-11-11
- 《2025 年中报点评：进山游客稳健增长》2025-08-31
- 《2025 年一季报点评：进山游客大幅增长，期间费用率管控优秀》2025-05-09


 更多研报请访问
 长江研究小程序

目录

核心资源禀赋突出，经营业绩稳健向好	6
公司简介：业务矩阵完善，发展迈入新阶段	6
财务分析：财务表现稳健，酒店驱动盈利弹性	11
股权结构：地方国资控股，股权结构长期稳定	14
节假日增加提振旅游需求，旅游产业战略地位提升	16
核心看点：东大门新开、高铁加密、酒店重启	18
高铁路网加密，轨道交通提升旅游便利性	18
景区东向扩容，山城联动打开发展新空间	19
山上酒店重启，山下酒店经营压力或缓解	23
投资建议及盈利预测	25
风险提示	26

图表目录

图 1：黄山旅游股价复盘（1997 年 5 月 6 日为基准日，股价/基准日股价）	7
图 2：公司主营业务情况	7
图 3：黄山迎客松	8
图 4：太平湖景区	8
图 5：花山谜窟景区	8
图 6：黄山景区索道运送游客及乘索率	9
图 7：黄山旅游索道平均客单价	9
图 8：黄山旅游收入分业务占比	11
图 9：公司历年营收及增速	12
图 10：公司归母净利润及增速	12
图 11：公司接待游客人次	12
图 12：公司销售、管理与财务费用	13
图 13：公司期间费用率	13
图 14：公司毛利率及净利率	13
图 15：黄山旅游收入结构	14
图 16：黄山旅游毛利润结构	14
图 17：公司分业务毛利率	14
图 18：公司股权结构（截至 2025 年）	15
图 19：三大黄金周旅游人次	16
图 20：三大黄金周旅游总收入	16
图 21：黄山市周边区域性综合交通枢纽正不断完善	18
图 22：黄山旅游 T1 线一期线路示意图	19
图 23：黄山风景区示意图以及东海景区规划总平面图	20
图 24：黄山风景名胜区东海景区详细规划	21
图 25：东黄山国际休闲度假区示意图	23

图 26：北海宾馆改造前房间	24
图 27：北海宾馆改造后房间	24
表 1：黄山索道简介	9
表 2：黄山旅游旗下酒店规模、等级、投资历史及 ADR 水平梳理	9
表 3：徽商故里拓店历史及城市分布梳理.....	10
表 4：黄山风景区资源有偿使用费变更	11
表 5：公司部分董事与高管履历概览（截至 2025 年）	15
表 6：《全国年节及纪念日放假办法》修订历程.....	16
表 7：浙江、江苏、四川省代表性区域春秋假安排	17
表 8：2025 年“5·19 中国旅游日”主题月部分平台补贴活动	17
表 9：途径黄山市高铁线路盘点	18
表 10：公司与黄山旅游集团有限公司全资子公司黄山东海景区开发有限公司签署《东海索道托管服务合同》	20
表 11：东黄山国际休闲度假区总体规划.....	22
表 12：黄山屯溪国际机场国际航班.....	24
表 13：公司营收及利润敏感性分析（百万元）	26

核心资源禀赋突出，经营业绩稳健向好

公司简介：业务矩阵完善，发展迈入新阶段

回顾黄山旅游上市以来的股价走势，若剔除历史性因素，三轮显著上涨行情均清晰地指向了景区交通设施与外部交通网络的重大突破，呈现出强烈的“硬件驱动”特征。因此2026年在浙江杭衢高铁、金建高铁兰建段开通以及东大门索道投运预期下，公司有望迈入新阶段。

第一轮（2005-2007年）：股改启动与景区承载力扩容。这一阶段的核心驱动力源于制度红利与内部升级的叠加。2005年股权分置改革启动，理顺了公司治理结构，激发了大股东经营动力。与此同时，2006年黄山风景区门票价格上调，直接增厚了业绩预期；而云谷索道在这一时期建成投运，则有效缓解了山上核心景区的客流压力，为游客量的持续增长打开了硬件空间，共同推动公司价值重估。

第二轮（2008-2010年）：索道提价与高铁预期。此轮行情启动于外部环境逐步企稳之后，核心逻辑在于“即期业绩兑现”与“远期蓝图展开”的共振。索道、门票价格的上调，为公司提供了稳定的现金流增量，巩固了业绩增长的基础。更为关键的是，京福、黄杭高铁于2009年前后相继进入规划与开工阶段，尽管距通车尚有时日，却为市场描绘出黄山从交通末端跃升为区域枢纽的宏大前景。基于未来客流爆发的长期预期，成为推动股价走强的核心催化剂。

第三轮（2014-2016年）：高铁通车与战略升级。这是前期预期集中兑现的收获期。2015年京福高铁全线通车，将黄山正式接入全国高铁路网，长三角等核心客源地的时空距离被大幅压缩，高铁游效应释放。同时，景区内部扩容项目如西海大峡谷缆车运营与玉屏索道改造完成，显著提升了接待能力。公司战略上明确退出房地产业务、聚焦旅游主业，内外共振下，基本面与估值迎来双击。

图 1：黄山旅游股价复盘（1997 年 5 月 6 日为基准日，股价/基准日股价）



资料来源：公司公告，人民网，黄山云谷索道，黄山日报，黄山公众号，黄山区共青团，杭州网，金华发布，东黄山河畔微苑，长江证券研究所

在此特殊时点下，黄山旅游具备较高关注度，本文先从其基础业务入手，分析其基本情况。公司依托黄山风景区稀缺资源，目前已构建景区、索道、酒店、旅行社、餐饮五大核心业务板块，并叠加智慧文旅、文创零售、夜游演艺等新兴业态，形成覆盖“吃住行游购娱”的全链条业务矩阵。

图 2：公司主营业务情况



资料来源：公司官网，长江证券研究所

景区业务：黄山旅游景区业务以黄山风景区为核心，统筹运营太平湖、花山谜窟两大优质景区，形成“一山一湖一窟”的优质资源矩阵。黄山作为世界双遗产、国家 5A 级景区，拥有不可复制的自然与文化稀缺资源，是公司业绩的稳定压舱石。太平湖为国家 4A 级景区，湖光秀美、生态优良，被誉为“黄山情侣”，主打休闲度假与水上体验。花山世界以千年谜窟为基底，融合科技夜游与沉浸式体验，打造日游+夜游全天候产品。公司持续推进景区提质升级与业态创新，三大景区资源互补、协同发力，筑牢景区业务基本盘，支撑业绩稳健增长。

图 3：黄山迎客松



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 4：太平湖景区



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 5：花山谜窟景区



资料来源：公司官网，长江证券研究所

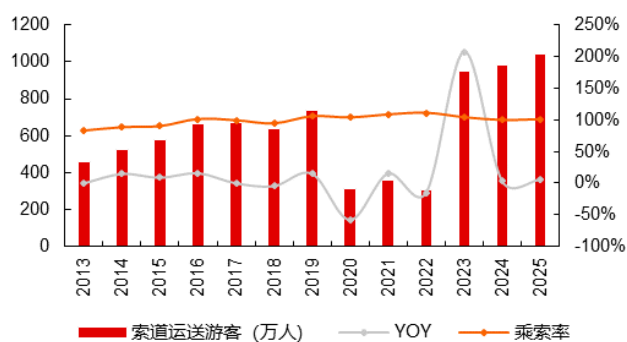
索道及缆车业务：公司拥有黄山云谷索道、玉屏索道、太平索道和西海观光缆车，东大门索道预计 2026 年投运，主要提供客运观光服务。云谷索道作为全国较早的客运索道企业之一，是连接云谷寺与白鹅岭的核心通道；玉屏索道上至玉屏景区蒲团松，是连接温泉、玉屏两大景区的重要通道；太平索道作为往复式客运索道，目前在全亚洲居于领先地位，有效提升了景区通行效率；西海观光缆车下起排云溪，上至天海，为游客深入西海大峡谷提供了便利。

表 1：黄山索道简介

	全长 (米)	高差 (米)	运行速度 (米/秒)	理论单向运量 (人/小时)	可观赏风景
东大门索道	6638	-	-	2100	九天峰、石门峡等
云谷索道	2666	775	6	2000	天都峰、莲花峰、佛掌峰、喜鹊登梅、仙人翻桌、葫芦石、羊子过江等
太平索道	3709	1014	10	600	光明顶、九龙峰、鸡公峰、丹霞峰等
玉屏索道	2600	871	6	2400	天都峰、莲花峰、圣泉峰等
西海观光缆车	892	497	8	800	丹霞峰、飞来石、双笋峰、石床峰、光明顶等

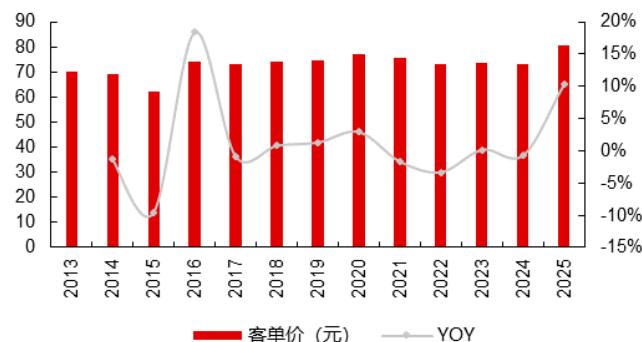
资料来源：黄山旅游网，黄山新闻联播，长江证券研究所

图 6：黄山景区索道运送游客及乘索率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 7：黄山旅游索道平均客单价



资料来源：公司公告，长江证券研究所

酒店业务：黄山旅游酒店业务形成山上核心接待、山下配套支撑的完善布局，整体结构均衡、承载能力突出。山上以北海宾馆、西海饭店、玉屏楼宾馆等为核心，定位高端旅居与观景接待，北海宾馆改造焕新后显著提升山顶供给品质。山下布局汤口、市区等门户区域，运营轩辕国际、昱城皇冠假日等酒店，并推进滨江东路 12 号高端酒店建设，覆盖商务、会议、度假等多元需求。公司通过山上山下联动、新旧项目协同，持续优化客房、会议、餐饮设施配比，酒店板块盈利能力稳步提升，成为公司业绩稳健增长的重要支撑。

表 2：黄山旅游旗下酒店规模、等级、投资历史及 ADR 水平梳理

旗下酒店	经营模式	房量占地	酒店星级	ADR 水平	开业年份	改造历史
山上酒店						
北海宾馆	自有自营分公司	客房 219 间	四星	1241-2727 元 双人间/套房	1958	2004-2008 改造，总投资 1386 万元；2019 至 2025 年环境整治改造。
狮林大酒店	自有自营分公司	客房 151 间 占地 0.67 万平方米	四星	868-4232 元 单间/双人间/套房	1998	2007-2008 年改造，总投资 1046 万元
西海饭店	自有自营子公司	客房 312 间 (饭店/山庄 180/132)	四星	1119-8464 元 单间/双人间/套房/家庭间	1988	2001-2003 山庄改造，总投资 2077 万元；2007-2008 山庄、饭店改造，总投资 619 万元；2010-2013 饭店改造，总投资 2.5 亿元；2014 山庄室内改造，总投资 447 万元；2016 山庄 A 区改造，总投资 843 万元；
排云型旅酒店	自有自营分公司	客房 141 间	四星	1119-4232 元 单间/双人间/套房	1995 (原排云楼宾馆，2021 年改造)	2006-2008 改造，总投资 718 万元；2019-2020 改造，总投资 6108 万元

					更名开业)	
白云宾馆	自有自营分公司	客房 202 间	四星	960-1396 元 单间/双人间/家庭房 (多人经济间床位 368 元)	1996 (2008 年整合天海招待所)	2007-2008 天海山庄改扩建, 总投资 3834 万元
玉屏楼宾馆	自有自营分公司	客房 65 间	四星	1119-6397 元 单间/双人间/家庭房/套房	1955	2014-2015 改扩建, 总投资 976 万元
雲山·曙光里	自有自营分公司	客房 13 间	-	2747-4224 元 单间/双人间/家庭房	2019 (原北海宾馆曙光木屋改建)	2018 年内改造原资产, 投资额未披露
雲山·狮林崖舍	自有自营分公司	客房 9 间 占地 300 平方米	-	4115-13566 元 双人间/套房	2023 (原狮林大酒店附属楼改建)	2018-2022 年改造原资产, 总投资 2536 亿元
山下酒店						
汤泉大酒店	自有自营分公司	客房 47 间 占地 0.81 万平方米	-	302-864 元 双人间/家庭房	2008	2008 年工程总投资 2863 万元 (后续综合楼投资 650 万元)
轩辕国际大酒店	自有自营分公司	客房 267 间 另有会议、宴会厅 5 个	五星	264-714 元 双人间/家庭房/套房	2008	2006-2008 年建设总投资 1.86 亿元
黄山国际大酒店	自有自营分公司	客房 356 间 另有会议厅 7 个	五星	181-3937 元 双人间/套房	1995	2006-2008 年改造总投资 5067 万元
崇德楼酒店	自有自营子公司	客房 266 间, 占地 1.8 万平方米, 另有大小会议室 5 个、学术报告厅 2 个、会议中心 1 个	-	定位政务服务, 无零售渠道	2018	-
黄山昱城皇冠假日酒店	自有, 委托洲际管理	客房 481 间, 占地 8.2 万平方米, 另有会议室	五星	499-1794 元 双人间/套房	2012	2010-2012 年建设总投资 6.5 亿元

资料来源: 公司公告, 黄山旅游官方预订平台, 中国黄山, 长江证券研究所

徽菜业务: 公司依托黄山旅游品牌、资源、资金及人才优势, 以“徽商的厨房、家乡的味道”为发展定位, 打造了徽文化主题餐饮品牌, 在全国多地开设连锁主题餐饮门店, 主要提供徽菜餐饮等服务。公司徽菜餐饮板块先后荣获“中华老字号”、“中国餐饮百强”、“国家级五钻酒家”等多项荣誉。

表 3: 徽商故里拓店历史及城市分布梳理¹

年份	新开门店	城市拓展	新设架构	独立门店数 (家)	累计门店分布 (家)
2006	黄山仙人洞店 (莲花宾馆改建)	黄山		1	黄山 1
2010	北京朝阳门店	北京	成立北徽餐饮	2	黄山 1, 北京 1
2013	北京远大店 (托管)	北京	成立北京徽商情 (20 年注销)	3	黄山 1, 北京 2
2014	北京三里河店	北京	成立北徽小馆	4	黄山 1, 北京 3
2015	北京广安门店	北京	成立徽商文化 (文化餐饮、特色商贸、精品酒店、项目投资四大板块)、北徽酒店 (2021 年注销)	5	黄山 1, 北京 4
2016	天津水上公园店	天津	成立天津徽商故里	6	黄山 1, 北京 4, 天津 1
2018	浙江杭州店	杭州	成立杭州徽商故里、合肥徽商故里	7	黄山 1, 北京 4, 天津/杭州 1
2019	山东济南店、合肥墨街店	济南、合肥	成立济南徽商故里、南徽餐饮	9	黄山 1, 合肥 1, 北京 4, 天津/杭州/济南 1
2020	北京北土城店、合肥大蜀山店	北京、合肥	成立北京北土城店、合肥徽商小馆、昱安餐饮	11	黄山 1, 合肥 2, 北京 5, 天津/杭州/济南 1
2021	浙江宁波店、合肥贡街店+贡街小馆、北京元大都店、北京复兴路店	宁波、合肥、北京	成立宁波、阜阳、蚌埠、芜湖餐饮管理公司	15	黄山 1, 合肥 3, 北京 7, 天津/杭州/济南/宁波 1
2022	安徽蚌埠店、安徽阜阳店、合肥水西门店	蚌埠、阜阳、合肥	成立上海、滁州餐饮管理公司	18	黄山 1, 合肥 4, 北京 7, 天津/杭州/济南/宁波/蚌埠/阜阳 1

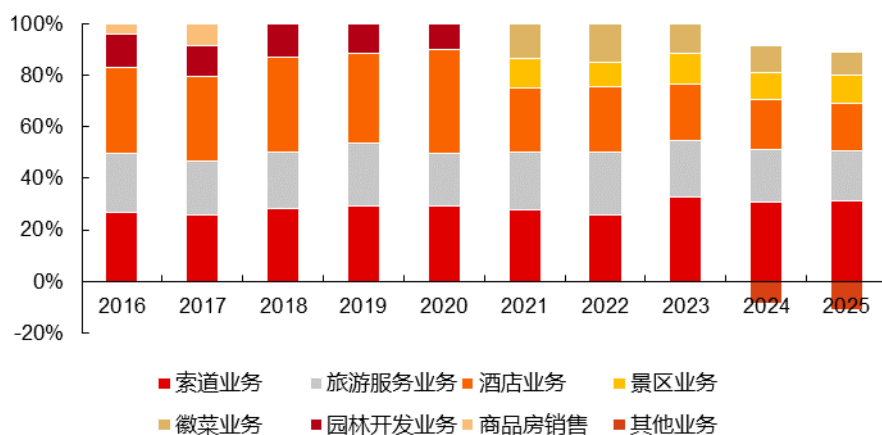
¹ 2021 年 8 月, 徽商故里完成黄山旗下旅游酒店进驻、新增 8 家品牌授权店。

2023	上海虹桥店、上海陆家嘴店、芜湖古城店、滁州店、北京双井店、北京国贸店	上海、芜湖、滁州、北京	24	黄山 1, 合肥 4, 北京 9, 上海 2, 天津/杭州/济南/宁波/蚌埠/阜阳/芜湖/滁州 1
2024	合肥骆岗公园店、安徽六安店、广东深圳店等	安徽、广东、合肥	29	-

资料来源：公司公告，公司官网，新华网，凤凰网，澎湃新闻，长江证券研究所

除以上外公司还拥有旅行社以及智慧旅游业务，整体看已形成均衡多元的营收格局，索道及缆车业务为第一大收入来源，近三年收入占比持续保持在 35%以上，其余板块协同发展、占比分布合理：旅游服务与酒店业务贡献稳定客流与住宿收入，景区业务依托核心资源提供基础营收，徽菜业务则依托地域文化特色打造餐饮增长点。整体结构稳健、主次清晰，支撑公司持续稳健经营。

图 8：黄山旅游收入分业务占比



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

财务分析：财务表现稳健，酒店驱动盈利弹性

进入公司具体财务分析前需了解资源有偿使用费的情况。黄山风景区资源有偿使用费政策于 2025 年优化调整，自 2025 年 1 月 1 日起试行两年，征收范围与费率均发生显著变化。本次调整将索道、缆车、山上山下酒店、景区交通等纳入征收范围，索道缆车按营业收入 15%计征，山上酒店按 4%、山下酒店按 2%、景区交通按 3%征收（不在上市公司体内），替代原有按票计征模式。政策变更扩大了覆盖范围、规范了计费标准，对公司索道与酒店两大核心业务形成阶段性成本影响。

表 4：黄山风景区资源有偿使用费变更

变更维度	变更前 (2024 年及以前)	变更后 (2025 年起执行)
征收范围	仅部分业务缴纳：玉屏索道、云谷索道、太平索道按每票 10 元缴纳；西海观光缆车及山上酒店暂不缴纳。	全面覆盖：对景区内依托资源从事经营的索道、缆车、交通、酒店等全面征收。
征收标准	定额征收：索道为 10 元/票，与票价和收入无关。	按收入比例征收： - 索道和缆车：15% - 景区交通：3% - 山上酒店：4% - 山下酒店：2%
财务影响	代收代付：原缴纳的费用作为代收款项，不计入公司的营业收入和营业成本。	计入成本：新费用将直接计入公司营业成本，直接影响利润表。

本。

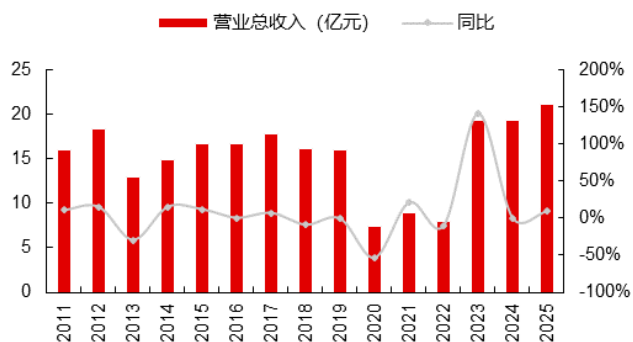
利润影响

预计 2025-2026 年，每年减少利润总额约 5000 万元。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

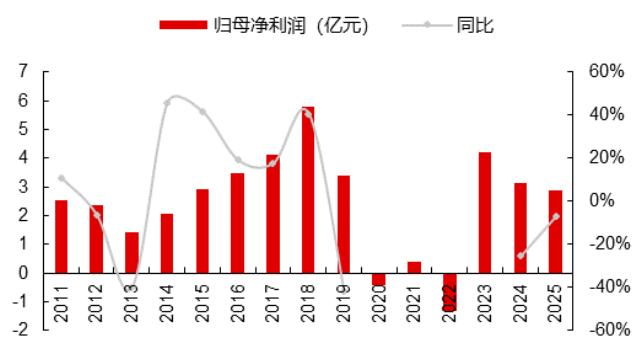
公司业绩与客流景气度高度相关。2023 年在出行需求集中释放带动下，客流回暖推动经营杠杆释放，公司收入与利润同步显著改善。2024 年在行业景气延续的同时，受阶段性天气扰动以及景区门票减免等促销政策影响有效购票人次与客单价，同时上年同期存在补贴、税费等基数因素扰动，2024 年收入与利润同比有所回落。2025 年，公司在精准营销、渠道与产品结构优化的推动下，收入端稳健增长，但利润端受到资源有偿使用费影响有所下滑。

图 9：公司历年营收及增速



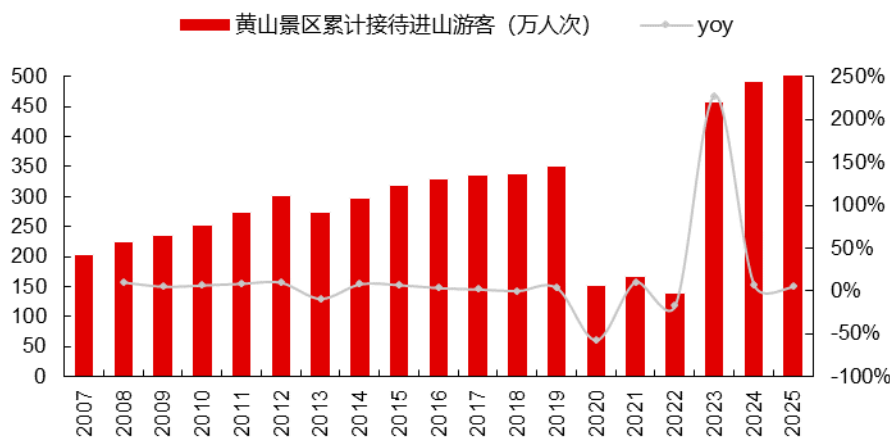
资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

图 10：公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

图 11：公司接待游客人次

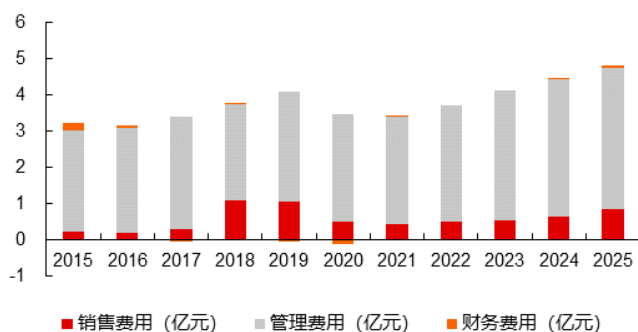


资料来源：公司公告，长江证券研究所

盈利能力方面，期间费用率优化，资源有偿使用费影响毛利率。2025 年公司毛利率在资源有偿使用费影响下同比下滑 4.92pct 至 46.86%，但期间费用率有所改善，拆分看，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率同比分别+0.72/-1.25/+0.11/+0.04，

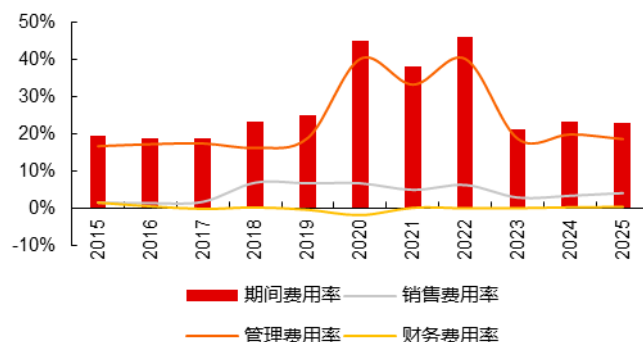
销售费用率增长主要系广告宣传以及营销费用增加所致，在管理费用率大幅优化下，公司期间费用率同比下降 0.38pct 至 22.88%，部分对冲了毛利率下滑的影响，公司 2025 年净利率同比下滑 2.88pct 至 14.73%。

图 12：公司销售、管理与财务费用



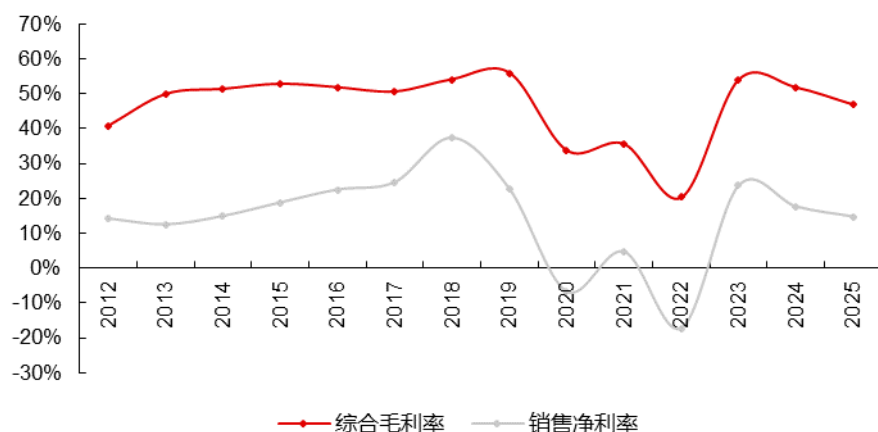
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 13：公司期间费用率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

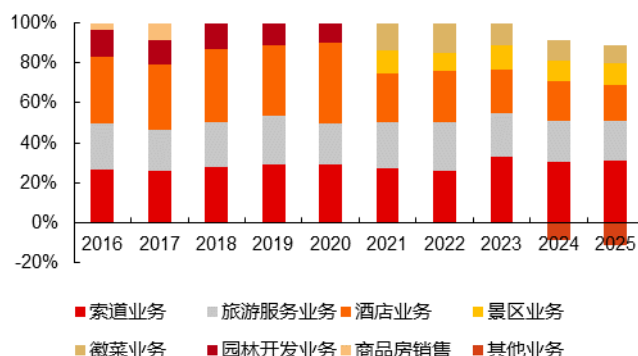
图 14：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

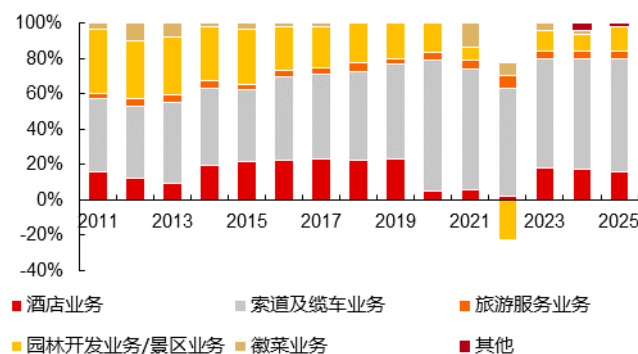
分板块看，公司毛利润高度依赖索道及缆车业务，该板块是核心利润来源，毛利占比长期保持在 60%以上，对整体盈利水平起到决定性支撑作用。索道及缆车业务具备天然的高毛利属性，尽管执行新资源有偿使用费政策，对盈利形成一定分流影响，但凭借成熟运营、稳定客流与成本管控优势，其毛利率依旧维持在 70%以上，盈利韧性显著强于旅游服务、酒店、景区及徽菜等其他业务板块。

图 15：黄山旅游收入结构



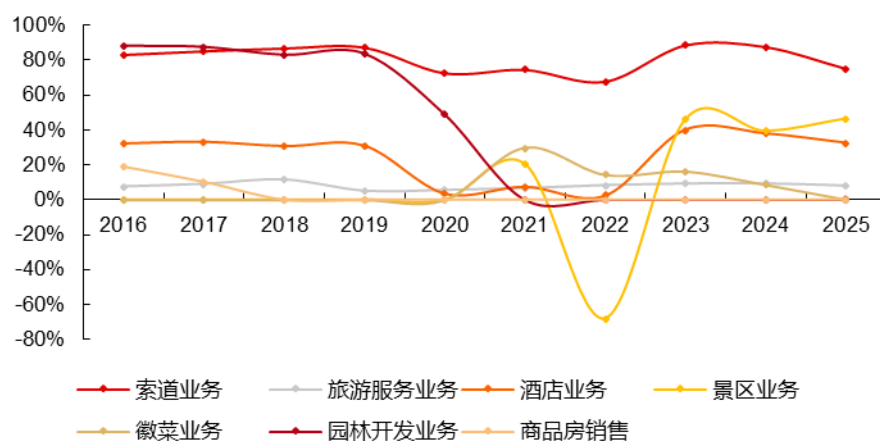
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 16：黄山旅游毛利润结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：公司分业务毛利率

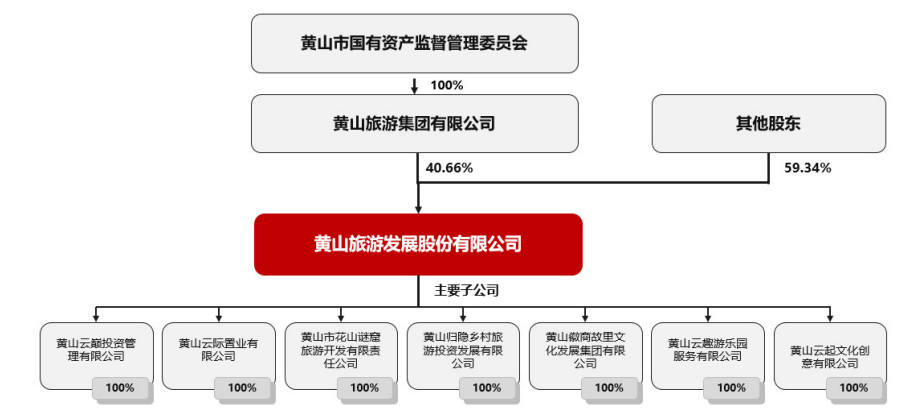


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

股权结构：地方国资控股，股权结构长期稳定

公司股权结构稳定集中，国有资本控股特征明确。截至 2025 年末，公司控股股东为黄山旅游集团有限公司，持股 40.66%，实际控制人为黄山市人民政府国有资产监督管理委员会。其余股东持股比例均不超过 1%，控制权清晰稳固。

图 18：公司股权结构（截至 2025 年）



资料来源：Wind，长江证券研究所

黄山旅游管理层团队整体经验丰富、结构稳定，核心成员深耕文旅行业与地方管理多年。公司高管多具有政府及国资体系任职背景。董事长章德辉长期任职财政及文旅系统，总裁孙峻历任政府部门及国资平台职务，团队兼具行政资源协调与景区运营经验，治理结构稳健。

表 5：公司部分董事与高管履历概览（截至 2025 年）

董事及高级行政人员	职位	履历简介
章德辉	董事长，董事	历任黄山市财政局办公室主任、外事财务科(金融科)科长，黄山市旅游局副局长，黄山市旅游委员会副主任，黄山市黟县县委常委、副县长，黄山市市政府副秘书长，黄山市徽文化产业投资有限公司总经理。
孙峻	总裁，董事	曾任黄山市旅游局办公室主任，市场开发处处长、人事教育处处长，黄山市委办公厅秘书处处长，黄山市督查室副主任，黄山市委办公厅副主任。
丁维	高级副总裁、董事会秘书、董事	曾任公司投资发展中心战略主办、董事会秘书、副总裁等职位。现任黄山旅游发展股份有限公司董事、高级副总裁、董事会秘书。
卫超	副总裁	曾任安徽省城乡规划设计研究院院长，安徽省海绵城市建设研究中心负责人，黄山旅游发展股份有限公司总裁助理。现任黄山旅游发展股份有限公司副总裁。
汤石男	高级副总裁、董事	曾任本公司总裁助理、副总裁、高级副总裁、徽商故里文化发展集团有限公司总经理等职位。现任黄山旅游发展股份有限公司董事、高级副总裁。
石月红	副总裁	曾任本公司职工代表监事、酒店事业部总经理，黄山太平湖文化旅游有限公司董事长等职位。现任黄山旅游发展股份有限公司副总裁、黄山徽商故里文化发展集团有限公司执行董事。
许飞	副总裁	曾任本公司投资发展中心战略研究经理、战略发展部负责人、投资管理部总监等职位。现任黄山旅游发展股份有限公司副总裁、投资管理部总监。
迟武	高级副总裁	曾任黄山旅游集团有限公司总裁办主任，黄山旅游发展股份有限公司董事等职位。现任黄山旅游发展股份有限公司高级副总裁。
王雁	总会计师	曾任本公司财务管理中心计统主办，财务管理中心财务投资部经理，财务管理中心副总监。现任黄山旅游发展股份有限公司总会计师、财务管理中心总监。
刘敏	职工董事	曾任黄山旅游发展股份有限公司投资发展中心战略研究部主办，战略发展部主办等职位。现任黄山旅游发展股份有限公司职工代表董事、董事会办公室主任。
胡彩宝	董事	曾任黄山区政府外事办公室（侨务办公室）副主任，黄山旅游集团有限公司董事、副总裁、黄山旅游发展股份有限公司董事。现任黄山旅游集团有限公司常务副总裁、黄山旅游发展股份有限公司第八届董事会董事。

秦国元 董事 曾任黄山市城市规划局综合科科长、区政府常务副区长、区委副书记。现任黄山旅游集团有限公司党委副书记、董事、总裁、黄山旅游发展股份有限公司董事。

资料来源：iFinD，长江证券研究所

节假日增加提振旅游需求，旅游产业战略地位提升

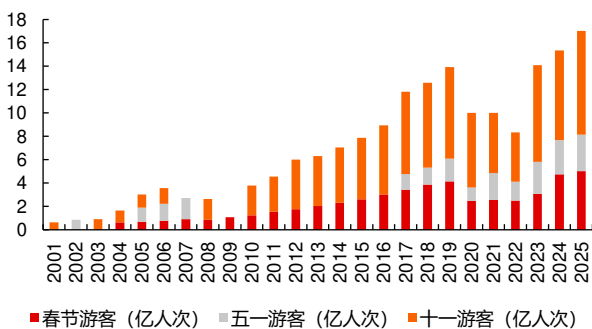
从总量视角看，2025 年起我国全体公民法定节假日由 11 天增至 13 天，新增 2 天分别为春节除夕、劳动节 5 月 2 日。假期总量扩容，直接延长居民可支配出行时间，有望带动国内旅游人次稳步增长，提升长线出行、跨省出游、深度体验等需求。假期红利持续转化为出行与消费增量，为旅游市场与服务消费提供稳定支撑。

表 6：《全国年节及纪念日放假办法》修订历程

节假日	1949 年版	1999 年版	2007 年版	2013 年版	2024 年版
新年	1 天（1 月 1 日）	1 天（1 月 1 日）	1 天（1 月 1 日）	1 天（1 月 1 日）	1 天（1 月 1 日）
春节	3 天（农历正月初一、初二、初三）	3 天（农历正月初一、初二、初三）	3 天（农历除夕、正月初一、初二）	3 天（农历正月初一、初二、初三）	4 天（农历除夕、正月初一至初三）
劳动节	1 天（5 月 1 日）	3 天（5 月 1 日、2 日、3 日）	1 天（5 月 1 日）	1 天（5 月 1 日）	2 天（5 月 1 日、2 日）
国庆节	2 天（10 月 1 日、2 日）	3 天（10 月 1 日、2 日、3 日）	3 天（10 月 1 日、2 日、3 日）	3 天（10 月 1 日、2 日、3 日）	3 天（10 月 1 日至 3 日）
清明节	未列入	未列入	1 天（农历清明当日）	1 天（农历清明当日）	1 天（农历清明当日）
端午节	未列入	未列入	1 天（农历端午当日）	1 天（农历端午当日）	1 天（农历端午当日）
中秋节	未列入	未列入	1 天（农历中秋当日）	1 天（农历中秋当日）	1 天（农历中秋当日）
全体公民法定节假日总天数	7 天	10 天	11 天	11 天	13 天

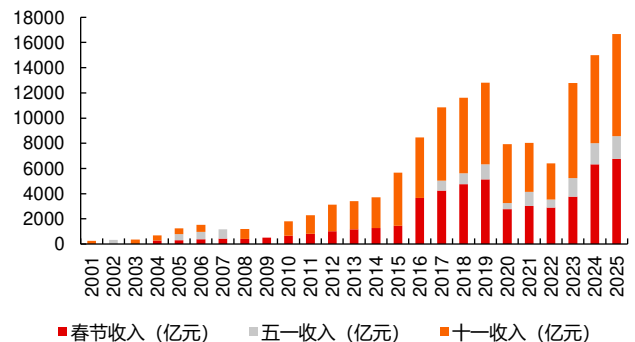
资料来源：国家行政法规库，长江证券研究所

图 19：三大黄金周旅游人次



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 20：三大黄金周旅游总收入



资料来源：iFinD，长江证券研究所

从区域视角看，春秋假从杭州等试点城市逐步推广，浙江已成为全国首个全省推行中小学春秋假的省份，江苏、四川等多地也纷纷跟进探索。这一变化有效释放旅游需求，春秋假叠加周末形成 5 天小长假，带动亲子机票、景区门票预订量增长。错峰出游模式缓解了旺季拥堵，激活春秋季节传统旅游淡季市场，让旅游资源利用率大幅提升。节假日体

系的完善不仅提升了游客出行体验，更为旅游行业注入持续动力，推动行业景气度稳步攀升。

表 7：浙江、江苏、四川省代表性区域春秋假安排

省份	代表地市/区域	春假安排 (2026 年)	秋假安排 (2026 年)
浙江省	杭州市（主城区）	4 月 28-30 日	待定
	宁波市、嘉兴市、衢州市、台州市	4 月 28-30 日	待定
	绍兴市	4 月 1-3 日	待定
	温州市、湖州市、丽水市	4 月 29-30 日、5 月 6 日	待定
江苏省	南京市、苏州市、常州市、盐城市、连云港市	4 月 1-3 日	待定
	无锡市	4 月 1-3 日	11 月中旬（与周末连休）
	泰州市（姜堰区、泰兴市）	4 月 1-3 日	待定
	泰州市（靖江市、兴化市、海陵区等）	4 月 2、3、7 日	待定
	宿迁市	4 月 1-3 日	11 月 14-18 日
	南通市	4 月 2、3、7 日	11 月 26-30 日
四川省	绵阳市	4 月与清明连休	11 月第三周后三天
	达州市	清明节假期前	11 月第二周后三天
	凉山州	清明节，与清明连休	融合在彝族年假期中
	成都市	清明假期后（部分区县 4 月 1-3 日）	11 月第二周周三至周五
	自贡市	“五一”假期前后（2 天）	11 月第二个星期的星期三至星期五

资料来源：光明网，凉山州教育和体育局，四川教育发布，宿迁发布，达州发布，江苏教育发布，长江证券研究所

旅游产业战略地位提升，政策红利落地。2023 年 9 月国务院办公厅发布《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》；2024 年 5 月习近平总书记提出加快建设旅游强国新要求，6 月，文旅部、国家发改委等 9 部门推出《关于推进旅游公共服务高质量发展的指导意见》，8 月国务院进一步提出《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》，9 月各地政府配合国庆发放 5 亿元文旅消费券；2025 年 4 月，文化和旅游部召开新闻发布会，提出各省市突出惠民乐民，引导旅游景区、旅行社、酒店民宿、院团剧场等推出门票减免、折扣套餐、联票优惠等优惠促销活动，集中推出文化和旅游消费券包。多个合作单位投入惠民补贴超 10 亿元，各地计划出台的惠民举措超 6000 项。旅游政策接力出台，行业补贴政策以消费券等形式落地，产业链各环节均有望受益。

表 8：2025 年“5·19 中国旅游日”主题月部分平台补贴活动

企业	补贴
美团	发挥一站式生活服务平台优势，投入 亿级补贴 ，联动全国餐饮、酒店、景区、本地生活等行业优质商家，开展一系列丰富多彩的惠民生、促消费活动
蚂蚁集团	支付宝将联合平台上千商家和合作伙伴投入 3.5 亿元 补贴，推出旅游惠民主题会场、入境游客专享大礼包、景区“碰一下支付”补贴升级加码、AI 创新服务带动二次消费等惠民举措
高德地图	在主题月期间推出系列便民惠民举措，包括：协调打车、顺风车、酒店、景区门票、租车、加油等各个业务板块资源，推出 519 元优惠券包 ，总计价值超 1.5 亿元
华住集团	组织旗下 30 余个品牌矩阵参与活动，推出多重惠民举措。其中，亿元礼遇计划活动覆盖超过全国 1.1 万家酒店，总让利近 1 亿元

携程集团

携程预计投入总价值超过 **2.5 亿元** 的折扣优惠及惠民消费券，涵盖机票、酒店、门票、团队游等全品类旅游产品

资料来源：广东省文旅厅，长江证券研究所

核心看点：东大门新开、高铁加密、酒店重启

高铁路网加密，轨道交通提升旅游便利性

在长三角一体化加速推进背景下，黄山市高铁网络由“点状接入”走向“米字型成网”，黄山北站枢纽辐射能力持续增强，客源圈加速向华东核心城市扩容。复盘历史通车节点，高铁对黄山客流的拉动在通车后逐步兑现：合福高铁于 2015 年 6 月开通后，黄山景区在 2016 年上半年接待进山游客同比增长 8.83%（全年仅 3.71%）；杭黄高铁于 2018 年开通后，景区在次年接待进山游客同比增长 3.57%（2018 年增速仅 0.6%），长三角短途客流导入能力显著增强。进入新一轮路网完善阶段，昌景黄高铁于 2023 年开通后，景区在次年接待进山游客同比增长 7.60%，高铁对中部客源与长三角联程客流的导入效应更为突出。

图 21: 黄山市周边区域性综合交通枢纽正不断完善



资料来源：中国黄山，长江证券研究所

2026 年高铁交通继续改善，辐射客群范围持续扩大。随着杭衢高铁于 2025 年 12 月开通，长三角交通网络进一步提速；金建高铁兰建段进入试运行并预计 2026 年一季度具备开通运营条件，黄山与上海、杭州等高消费城市的时间距离有望继续压缩，带动周末与短途出行需求提升。总体来看，随着合福、杭黄、昌景黄、池黄、宣绩等线路相继贯通，黄山加速融入以杭州、合肥为代表的“1.5 小时经济圈”及以上海等为代表的“2.5 小时经济圈”，交通条件改善不仅支撑景区客流稳步扩容，也有望带动索道、景区交通等二消场景的转化率提升与兑现。

表 9：途经黄山市高铁线路盘点

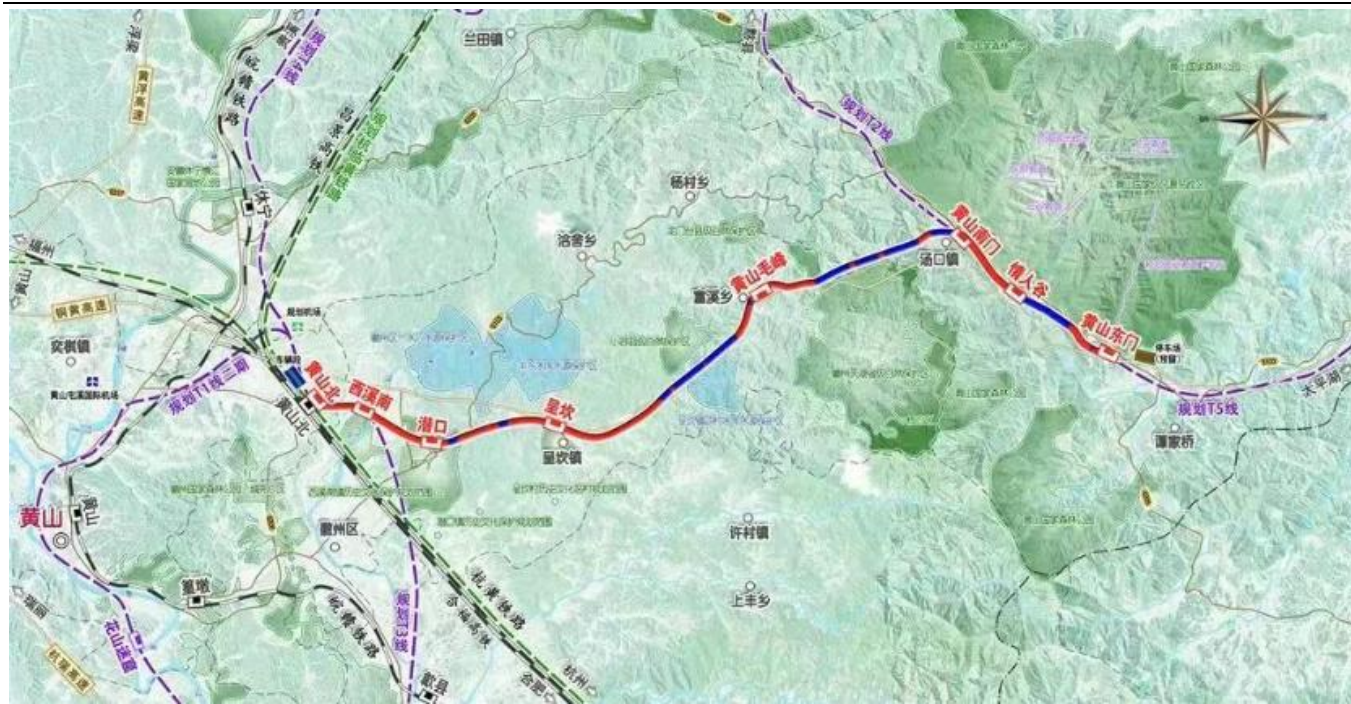
线路	开通时间	线路走向	开通后节约时长
合福高铁	2015.06	合肥—黄山北—福州	合肥→黄山：缩短至 1.5 小时；福州→黄山：缩短至不足 2.5 小时

杭黄高铁	2018.12	杭州—建德—黄山	杭州→黄山：由原来约 3 小时缩短至约 1.5 小时
昌景黄高铁	2023.12	南昌—景德镇—黄山	南昌→黄山：由原来约 3 小时缩短至最快约 1 小时
池黄高铁	2024.04	池州—黄山	池州→黄山：由原来 2 小时以上缩短至约 30 分钟
宣绩高铁	2024.10	宣城—宁国—绩溪— 黄山	宣城→黄山：缩短至 42 分钟
杭衢高铁	2025.12	杭州—建德—衢州	杭州→黄山：缩短至 40 分钟
金建高铁	预计 2026 年一季度 部分开通	金华—兰溪—建德 (后接入杭黄段)	金华→黄山：缩短至 1 小时；温州→黄山：缩短至 2 个多小时（前接入金温高铁）

资料来源：铁道发展动态，澎湃新闻、央视网、中国铁路，长江证券研究所

另外黄山旅游 T1 线一期工程自 2025 年 10 月正式开工，预计 2029 年 4 月开通运营。线路全长约 43.6 公里，起于黄山北站，止于黄山东门站，串联沿线重点景区，是全国首条交旅融合旅游轨道交通专线。项目建成后，将实现“三铁合一”——黄山北高铁、旅游轨道交通 T1 线、东大门索道无缝衔接，构建“快进慢游”的黄金旅游廊道。T1 线开通后，与黄山东大门形成联动，大幅缩短枢纽至景区的时空距离，优化游览组织与客流分配，有效缓解黄山风景区交通瓶颈，显著提升景区综合承载能力与服务水平，助力黄山形成“四门迎客、山城联动、全域畅游”新格局，为建设国际一流旅游目的地提供坚实交通支撑。

图 22：黄山旅游 T1 线一期线路示意图



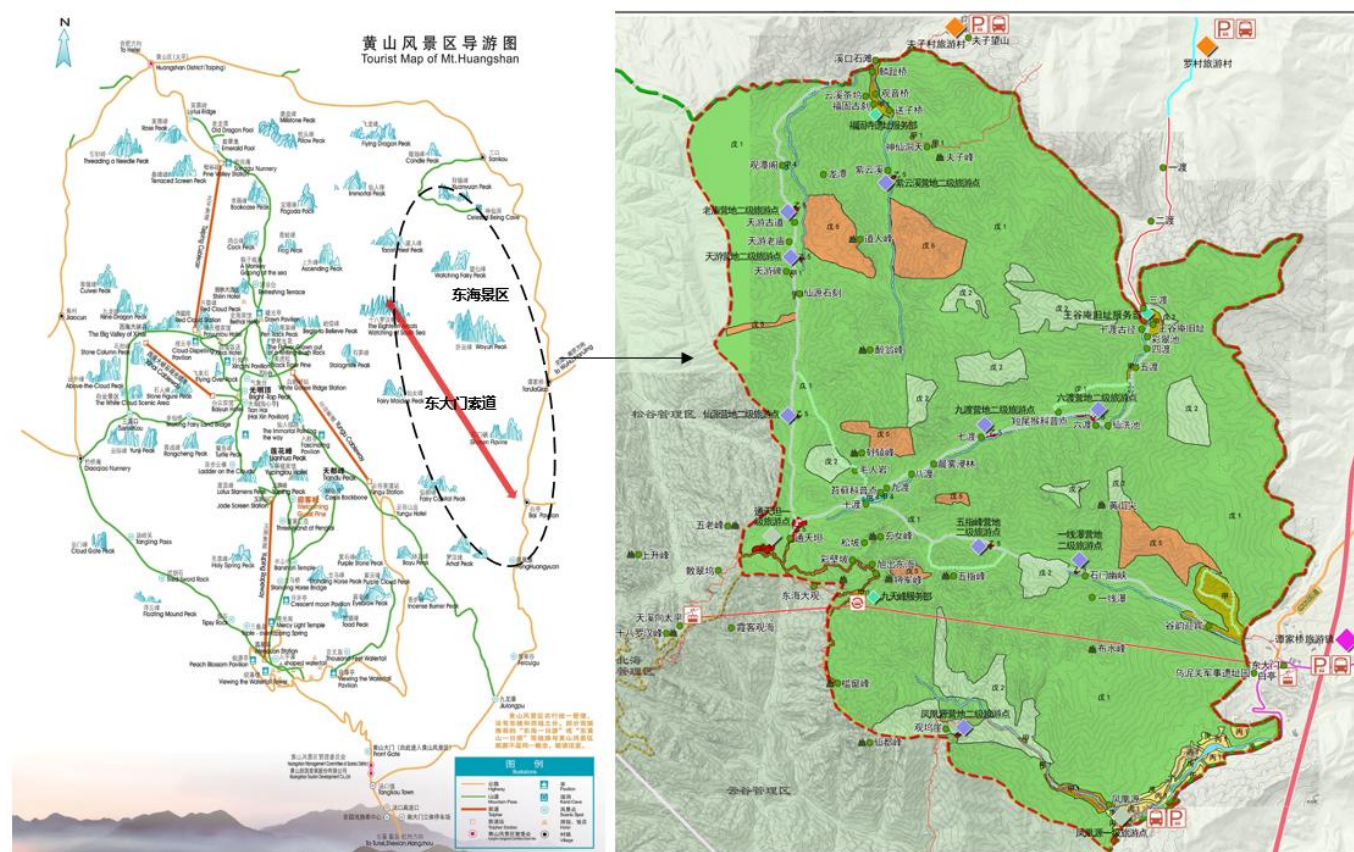
资料来源：铁道发展动态，长江证券研究所

景区东向扩容，山城联动打开发展新空间

2026 年有望成为黄山旅游发展进程中极具里程碑意义的关键一年。2017 年黄山正式启动东海景区开发项目，历经多年谋划建设，2026 年成为“一索一道一中心”核心项目从规划蓝图落地为实景成效的一年。其中，“一索”即云谷索道下半段（东大门索道）建设

有序推进，预计于 2026 年建成开通；“一中心”东大门综合服务中心在 2025 年末已进入最后收尾阶段，预计 2026 年正式投用。黄山在 2026 年将正式形成“四门迎客”的全新格局，游客可由东大门入园，搭乘云谷索道下半段直达东海景区，有效分流南大门客流压力，推动形成“山上观光、山下度假”的山城联动发展新模式，开启黄山旅游高质量发展新篇章。

图 23：黄山风景区示意图以及东海景区规划总平面图



资料来源：黄山发布，黄山风景区管委会，携程，长江证券研究所

公司已公告拟与控股股东黄山旅游集团的全资子公司黄山东海景区开发有限公司签署《东海索道托管服务合同》，受托负责东海索道开业筹备与运营管理。本次托管为阶段性过渡安排，因资产审计评估与定价工作尚未完成，托管期限含筹备期与暂定一年运营期，待该索道项目满足注入上市公司条件后，再以合法合规的方式注入公司，若资产转让完成则提前终止托管合同。

表 10：公司与黄山旅游集团有限公司全资子公司黄山东海景区开发有限公司签署《东海索道托管服务合同》

费用项目	适用阶段	收费标准/金额	支付方式	备注
筹备管理费	筹备期	200 万元（固定费用）	筹备期开始后一次性支付	作为受托方启动筹备工作的固定成本补偿。若因受托方原因导致索道无法开业，需全额退还；若因不可抗力，则退还 50%；若因委托方原因，则不予退还。
基本管理费	运营期	按东海索道分公司营收的 8% 收取	每个季度首月 15 日前预付上个季度的费用	基于托管工作量及品牌技术输出价值等因素协商确定。年度结束后，根据第三方机构审计的最终营收进行调整。
劳务报酬费	筹备期及运营期	根据派驻人员人数及公	按月支付	涵盖派驻人员的工资、奖金、社保公积金等所有薪酬待遇。

司薪酬管理标准确定

资料来源：公司公告，长江证券研究所

在山上景区方面，东大门索道有效串联黄山主景区与东海景区，打通全域游览核心廊道，实现两大片区景观互通、客流联动，大幅提升景区整体通行效率与承载能力。

东海景区规划打造福固寺、石门峡、翡翠谷-凤凰源三大景群，布局天游寻仙、林泉十渡、石门探幽、丞相东源四条景线，形成索道揽胜、东海大观、文化寻踪、石峡探幽、生态科考、天游寻仙、山林运动七大游览主题，并构建四大特色游赏板块：以石门峡揽胜为核心的生态观光游赏区，兼具入口集散、交通衔接与高山峡谷观光功能；以福固、天游访古为特色的黄山文化寻踪区，彰显祈福文化与古道人文底蕴；以林泉十渡为载体的自然山林运动区，主打生态休闲与山地户外体验；以翡翠谷-凤凰源为依托的生态科考区，融合爱情文化、峡谷水系与科普研学功能。

图 24：黄山风景名胜区内东海景区详细规划



资料来源：北京城建东黄山国际度假小镇，长江证券研究所

在山下方面，随着东大门关键性工程的推进，黄山风景区“山上观光，山下休闲”的蓝图正加速变为现实。

作为山下综合服务基地的东黄山国际休闲度假区正按照三个功能组团协同推进。其中，南组团定位为黄山二级旅游服务基地，旨在打造集旅游集散、度假休闲、购物娱乐于一体的国际小镇核心区。目前，南组团建设已基本成型：黄山国际会展中心已于 2025 年初投入试运营。东、北组团分别聚焦海派风情农旅小镇和徽州特色民宿功能，处于规划完善与后续开发阶段。南组团的基本建成将与山上东海景区形成协同效应，推动黄山从传统观光型向休闲度假复合型转变。

表 11：东黄山国际休闲度假区总体规划

规划阶段	规划时间	时期定位	预计游客接待量	配套住宿设施规划
近期	2025-2027 年	国家级旅游度假区创建建设期	• 2027 年总游客量：约 148.71 万人次 • 旺季日均游客：约 4725 人次 • 高峰日游客：达 1 万人次 • 过夜游客：37.18 万人次	新增客房 2514 间，床位约 0.3 万张
中期	2028-2030 年	功能完善提升期	• 2030 年总游客量：约 252.47 万人次 • 旺季日均游客：约 8000 人次 • 高峰日游客：达 1.6 万人次 • 过夜游客：75.74 万人次	新增客房 630 间，床位约 0.09 万张
远期	2031-2035 年	品质发展期	• 2035 年总游客量：约 295.44 万人次 • 旺季日均游客：约 9400 人次 • 高峰日游客：达 1.9 万人次 • 过夜游客：103.40 万人次	新增客房 1500 间，床位约 0.24 万张 规划期末总计：5058 间，0.71 万张

资料来源：《东黄山国际休闲度假区总体规划（2025-2035） 规划环境影响评价报告书》，长江证券研究所

图 25：东黄山国际休闲度假区示意图

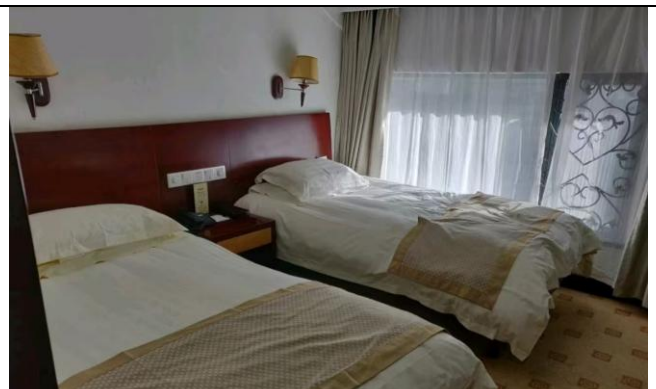


资料来源：东黄山河畔微苑，长江证券研究所

山上酒店重启，山下酒店经营压力或缓解

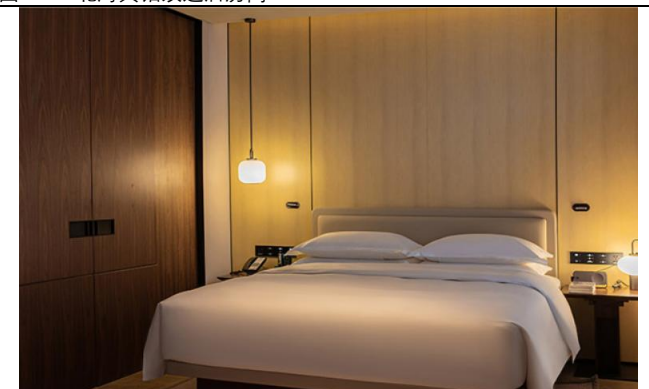
黄山北海宾馆经全面改造升级后已于 2025 年 9 月 20 日重新开业，定位景区核心高端旅居酒店，硬件设施与服务品质显著提升。改造前，北海宾馆依托核心区与优质接待能力，于 2018 年实现营业收入 6836 万元、净利润 2335 万元，经营效益突出。作为黄山山上重要住宿载体，北海宾馆重启运营将有效补齐山顶高端住宿供给，提升景区综合接待水平与盈利能力，有望为公司带来稳定业绩增量，进一步增厚酒店板块收益，助力黄山旅游主营业务高质量发展。

图 26：北海宾馆改造前房间



资料来源：美团，长江证券研究所

图 27：北海宾馆改造后房间



资料来源：公司官网，长江证券研究所

国际航线不断扩容，入境旅游复苏有望缓解公司山下酒店经营压力。黄山屯溪国际机场依托过境免签政策红利，国际航线网络持续扩容，2026 年上半年密集恢复与新增吉隆坡、曼谷、首尔、河内等多条国际直飞航线，境外客源通达性显著提升。国际客流稳步恢复与增长，将有效带动山下住宿需求回暖，缓解公司山下酒店经营压力，为旅游服务、酒店、徽菜等板块带来增量支撑。与此同时，公司加快核心城区酒店资产布局，2026 年 2 月董事会已审议通过滨江东路 12 号酒店项目议案，项目地处黄山市中心政务区与商务区核心地段，区位优势突出。

表 12：黄山屯溪国际机场国际航班

航线	类型	2025 年计划
中国香港	正班航线	全年执行，每周往返三趟。冬春航季（周三、周五、周日）；夏秋航季（周一、周三、周五）。
韩国仁川	包机航线	分阶段恢复：4 月 9 日至 6 月 11 日，以及 9 月至 10 月。计划每周往返两趟（周三、周六）。
韩国清州	包机航线	分阶段恢复：4 月 12 日至 6 月 11 日，以及 10 月 11 日至 11 月 26 日。计划每周往返两趟（周三、周六）。
韩国釜山	包机航线	分阶段恢复：4 月 11 日至 6 月 10 日，以及 10 月 10 日至 11 月 25 日。计划每周往返两趟（周二、周五）。
越南胡志明	包机航线	恢复运行：4 月 10 日至 10 月 28 日。平均每月飞 5 至 7 趟。
越南河内	包机航线（新开）	新开航：4 月 26 日至 10 月 25 日。除 4 月 26 日外，5 月至 10 月平均每月往返 7 至 8 趟。
马来西亚吉隆坡	包机航线（新开）	新开航：3 月 29 日至 6 月 30 日。计划每周往返一趟（周六）。
航线	类型	2026 年预计开通时间
马来西亚吉隆坡	待定（参考 2025 年为包机）	2026 年 3 月 7 日（已恢复）
泰国曼谷	待定（新开）	2026 年 3 月 27 日（计划）
韩国首尔	待定（新开）	2026 年 4 月上旬（计划）
韩国釜山	待定（参考 2025 年为包机）	2026 年 4 月上旬（计划）
韩国大邱	待定（新开）	2026 年 4 月上旬（计划）
韩国济州	待定（新开）	2026 年 4 月上旬（计划）
越南河内	待定（参考 2025 年为包机）	2026 年 4 月下旬（计划）
越南胡志明市	待定（参考 2025 年为包机）	2026 年 4 月下旬（计划）

资料来源：黄山市人民政府网，黄山发布，长江证券研究所

投资建议及盈利预测

黄山旅游正迈入高质量发展新时期，成长动能充足。公司核心项目加速落地，东大门索道即将建成开放，有效串联主景区与东海景区，大幅提升景区承载与接待能力。区域交通持续优化，高铁网络不断完善，客流增量可期，为景区带来稳定客源支撑。酒店板块同步升级，北海宾馆改造后重新开业，滨江东路 12 号高端酒店稳步推进，住宿、会议、餐饮产品结构持续优化。多重利好叠加，公司景区、交通、酒店三大业务协同发力，经营基本面持续向好，未来增长空间广阔。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.44/3.72/3.99 亿元，对应 PE 分别为 26/24/22X，维持“买入”评级。

风险提示

1、客流增长不及预期。自然资源型景区公司营收及盈利能力修复均依赖国内旅游人次增长，考虑宏观环境压力，若居民旅游出行意愿不及预期，可能对与接待量直接相关的门票、索道业务营收及盈利能力形成压力。

2、徽菜业务表现不及预期。徽商故里是公司成长性来源、“走出去”战略先手，考虑大店模型爬坡时间整体偏长、扩张节奏有赖战略延续性，若门店运营成效及拓店进度不及预期，徽菜餐饮业务成长及盈利改善曲线斜率或偏低。

3、酒店板块项目改进节奏不及预期。公司旗下酒店部分项目处在改造升级过程中，项目推进顺利，按照计划投产，将会为公司带来可观收入业绩；若项目进展节奏不及预期，则可能导致公司错失潜在的盈利时机。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。综合考虑上述不确定性因素，公司经营风险可能造成的结果包括但不限于盈利预测结果偏差、估值偏高等，悲观假设下，预计公司 2026-2028 年营收增速分别为 7%、5%、4%，对应实现营收 22.7、23.8、24.8 亿元，实现归母净利润 3.2、3.5、3.6 亿元。

表 13：公司营收及利润敏感性分析（百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2296	2444	2576	2267	2382	2479
YoY	9%	6%	5%	7%	5%	4%
归母净利润	344	372	399	324	345	363
YoY	17.7%	8.1%	7.2%	10.9%	6.4%	5.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2109	2296	2444	2576	货币资金	1738	1680	1874	2022
营业成本	1121	1217	1297	1369	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	989	1080	1147	1207	应收账款	32	37	40	41
%营业收入	47%	47%	47%	47%	存货	55	248	131	162
营业税金及附加	29	31	33	35	预付账款	34	26	30	34
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	137	128	135	139
销售费用	82	92	98	103	流动资产合计	1996	2119	2210	2398
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期股权投资	162	157	154	144
管理费用	391	425	440	451	投资性房地产	25	31	40	51
%营业收入	19%	19%	18%	18%	固定资产合计	1626	1589	1588	1612
研发费用	4	4	4	4	无形资产	216	232	257	289
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	55	56	56	56
财务费用	5	0	0	0	递延所得税资产	18	18	18	18
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	2013	2275	2610	2857
加: 资产减值损失	-10	0	0	0	资产总计	6111	6479	6933	7427
信用减值损失	3	0	0	0	短期贷款	7	7	7	14
公允价值变动收益	24	0	0	0	应付款项	295	298	320	344
投资收益	-20	7	7	8	预收账款	1	1	1	1
营业利润	489	546	592	634	应付职工薪酬	120	131	139	147
%营业收入	23%	24%	24%	25%	应交税费	60	62	67	71
营业外收支	1	0	0	0	其他流动负债	260	240	257	276
利润总额	490	546	592	634	流动负债合计	743	739	791	854
%营业收入	23%	24%	24%	25%	长期借款	16	16	16	16
所得税费用	179	175	189	203	应付债券	0	0	0	0
净利润	311	372	402	431	递延所得税负债	40	40	40	40
归属于母公司所有者的净利润	292	344	372	399	其他非流动负债	332	332	332	332
少数股东损益	18	27	31	33	负债合计	1132	1128	1180	1242
EPS (元)	0.40	0.47	0.51	0.55	归属于母公司所有者权益	4778	5123	5495	5893
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	201	228	259	291
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	4979	5351	5753	6185
经营活动现金流净额	666	380	770	671	负债及股东权益	6111	6479	6933	7427
取得投资收益收回现金	4	7	7	8	基本指标				
长期股权投资	23	5	3	10		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-525	-452	-590	-553	每股收益	0.40	0.47	0.51	0.55
其他	-13	3	4	5	每股经营现金流	0.91	0.52	1.06	0.92
投资活动现金流净额	-510	-438	-576	-529	市盈率	28.30	25.77	23.84	22.25
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.73	1.73	1.61	1.50
股权融资	6	0	0	0	EV/EBITDA	8.80	10.10	9.04	8.32
银行贷款增加 (减少)	22	0	0	7	总资产收益率	4.8%	5.3%	5.4%	5.4%
筹资成本	-154	0	0	0	净资产收益率	6.1%	6.7%	6.8%	6.8%
其他	-100	0	0	0	净利率	13.9%	15.0%	15.2%	15.5%
筹资活动现金流净额	-225	0	0	7	资产负债率	18.5%	17.4%	17.0%	16.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-69	-58	194	148	总资产周转率	0.36	0.36	0.36	0.36

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。