



会展核心公司，投资贡献增量，体育业务加速发展

——兰生股份首次覆盖报告

兰生股份（600826.SH）
专业服务

证券研究报告/公司深度报告

2026 年 05 月 19 日

评级： 增持（首次）

分析师：郑澄怀

执业证书编号：S0740524040004

Email: zhengch@zts.com.cn

分析师：张骥

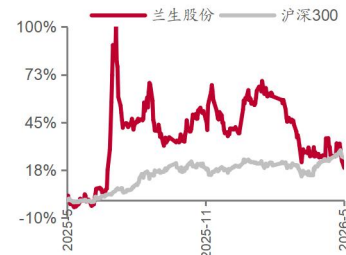
执业证书编号：S0740523060001

Email: zhangji01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	735.53
流通股本(百万股)	735.53
市价(元)	9.03
市值(百万元)	6,641.87
流通市值(百万元)	6,641.87

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,643	1,626	1,700	1,805	1,940
增长率 yoy%	16%	-1%	5%	6%	7%
归母净利润（百万元）	307	326	339	373	410
增长率 yoy%	11%	6%	4%	10%	10%
每股收益（元）	0.42	0.44	0.46	0.51	0.56
每股现金流量	0.42	0.49	0.34	0.47	0.55
净资产收益率	7%	7%	7%	7%	8%
P/E	21.6	20.4	19.6	17.8	16.2
P/B	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3

备注：股价截止自2026 年 05 月 18 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 核心观点：**基于当前时点，公司基本面向上趋势确定性较强。会展布局高景气赛道，上海马拉松有望 27 年进入世界大满贯系列赛事。我们认为，当前公司估值尚未完全反应未来景气度和确定性。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。**我们预计，公司 26/27/28 年收入为 17.00/18.05/19.40 亿元，yoy+5%/+6%/+7%，归母净利润 3.39/3.73/4.10 亿元，yoy+4%/+10%/+10%，对应 PE 估值分别为 19.6/17.8/16.2 x，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 会展业务以国内高景气赛道展会为主，已形成较好品牌效应和先发优势。**25 年公司旗下单项展会参加人次在 10 万人以上的有 8 场，涉及人工智能、智能制造、宠物经济等高景气赛道。如核心展会世界人工智能大会，疫后 23-25 年，每年参会人数和展会面积都在提升。25 年，公司会展组织业务收入、毛利率同比都有明显提升，景气度已在报表端验证。我们认为，公司会展业务未来有望持续受益于相关赛道的高速发展。
- 投资收益贡献业绩增量且提供较高市值支撑。**截至 25 年期末，公司账面货币资金 21.25 亿元，交易性金融资产（以基金为主）5.16 亿元，长期股权投资 4.70 亿元，其他权益工具投资（银行、证券个股为主）17.14 亿元。整体看，公司金融资产相关投资标的稳健，具备业绩贡献持续性，为公司市值提供较高支撑。
- 体育业务进入高速发展期，上海马拉松有望 27 年进入世界大满贯系列赛事。**公司体育业务近期已发生重大积极变化。第一，2025 年 11 月，“上海东浩兰生体育有限公司”正式揭牌。第二，上海马拉松有望 27 年进入马拉松世界大满贯系列赛事。第三，2026 年 4 月，公司董事会审议通过参股无锡汇跑 26%股权。
- 参考东京马拉松，上海马拉松赛事收入体量有望持续增长。**日本东京马拉松于 2012 年正式加入世界马拉松大满贯赛事，也是日本目前唯一的大满贯马拉松赛事。运营公司东京马拉松财团 2014 至 2025 财年，参赛费/赞助费收入的 CAGR 分别为 8.8%/4.6%，同期日本名义 GDP 的 CAGR 仅 1.9%。参考东京马拉松，我们认为上海马拉松未来收入增长的核心原因：1.赛事参赛人数增长；2.单人报名费提价；3.海外选手占比持续提升；4.赛事价值提升带来的赞助费提升。
- 较高比例分红，重视股东回报。**公司制定并披露（2025 年-2027 年）股东回报规划，明确现金分红比例不低于当年实现的可分配利润 50%。2025 年，公司两次现金分红合计约 2.17 亿元，占公司 2025 年度归母净利润的比例 66.7%。按 5 月 18 日收盘价，25 年年度分红对应的股息率 3.3%。
- 风险提示：**会展业务景气度不及预期的风险；上海马拉松无法成为大满贯赛事的风险；公司财务投资出现波动的风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

一、上海国资实控的会展龙头公司，投资贡献增量业绩	4
1.1 上海国资实控人，2020 年完成资产置换。	4
1.2 整体收入利润稳健，投资贡献增量业绩	4
二、会展业务：国内会展龙头，布局景气赛道，持续受益于相关赛道的发展	7
三、体育业务：亮点纷呈，有望加速发展	9
3.1 25 年旗下体育公司更名并增资，夯实体育在公司整体的战略地位	10
3.2 上海马拉松，27 年有望成为全球马拉松大满贯系列赛事 9 站之一	10
3.3 参考日本东京马拉松，上海马拉松赛事收入体量有望持续增长	11
3.4 参股无锡汇跑，进一步做大做强马拉松赛道	16
四、盈利预测与估值	17
风险提示	19
会展业务景气度不及预期的风险	19
上海马拉松无法成为大满贯赛事的风险	19
公司财务投资出现波动的风险	19
研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险	19

图表目录

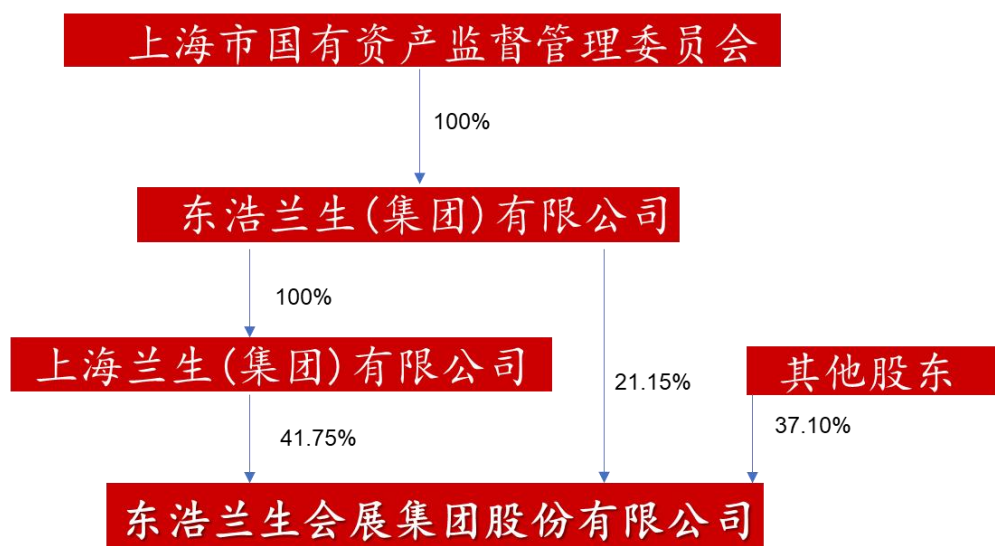
图表 1: 公司实控人为上海市国资委	4
图表 2: 兰生股份资产置换前后的股权结构	4
图表 3: 兰生股份疫后营收整体稳健	5
图表 4: 兰生股份归母净利润 25 年创新高	5
图表 5: 兰生股份各项业务收入情况 (单位: 亿元)	5
图表 6: 兰生股份各项业务模式	6
图表 7: 兰生股份的投资净收益与公允价值变动损益情况	6
图表 8: 兰生股份资产负债表与投资相关科目	6
图表 9: 兰生股份会展各项业务毛利率情况	7
图表 10: 兰生股份核心展会涵盖较高景气度赛道, 未来有望持续扩容	8
图表 11: 世界人工智能大会展会面积和参展人数 25 年创新高	8
图表 12: 兰生股份 25 年参展人数超 10 万人次展会 8 场, 涉及人工智能、智能制造、 宠物经济等高景气赛道	8
图表 13: 兰生股份赛事活动服务的毛利率情况	9
图表 14: 兰生股份“三上”系列赛事参赛规模	10
图表 15: 上海马拉松申请大满贯赛事节奏	11
图表 16: 2026 东京马拉松赛事基本信息	11
图表 17: 2026 东京马拉松对日本经济的直接拉动约 790 亿日元	12
图表 18: 东京马拉松参赛人数与完成率统计 (单位: 人)	13
图表 19: 成为大满贯赛事之后, 东京马拉松财团收入稳定增长	13
图表 20: 东京马拉松财团 25 财年主营收入拆分	14
图表 21: 东京马拉松财团 14-25 年, 参赛费收入 CAGR 8.8%、赞助费收入 CAGR 4.6% (单位: 亿日元)	14
图表 22: 同期日本名义 GDP, CAGR 1.9%	15
图表 23: 2026 东京马拉松与 2026 上海马拉松对比	15
图表 24: 东京马拉松海外选手占比逐步提升	16
图表 25: 无锡汇跑收入利润情况	17
图表 26: 兰生股份收入预测 (单位: 亿元)	17
图表 27: 兰生股份毛利率预测	18
图表 28: 预期公司投资收益和公允价值变动损益整体稳健	18
图表 29: 兰生股份与可比公司估值	19

一、上海国资实控的会展龙头公司，投资贡献增量业绩

1.1 上海国资实控人，2020 年完成资产置换。

- **公司实控人为上海国资委。**截至 25 年期末，公司控股股东为上海兰生（集团）有限公司，与关联方东浩兰生（集团）有限公司合计持股比例 62.9%，公司实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。
- **公司 2020 年完成同一实控人的资产置换，成为会展龙头公司。**2020 年 10 月公司完成重大资产重组，兰生股份以兰生轻工 51% 股权与东浩兰生集团持有的会展集团 100% 股权的等值部分进行置换。置出外贸资产的同时注入优质会展资产。公司主营业务由进出口贸易转变为会展业务。21 年 4 月，经董事会和股东大会审议通过，公司名称由“上海兰生股份有限公司”正式变更为“东浩兰生会展集团股份有限公司”。

图表 1：公司实控人为上海市国资委



来源：公司 25 年年报，中泰证券研究所

图表 2：兰生股份资产置换前后的股权结构

股东名称	本次重组前		本次重组后	
股东名称	重组前持股数量（万股）	重组前持股比例（%）	重组后持股数量（万股）	重组后持股比例（%）
兰生集团	22065.9	52.46	22065.9	41.17
东浩兰生集团	0.0	0	11527.9	21.51
其他股东	19998.3	47.54	19998.3	37.32
合计	42064.2	100	53592.1	100

来源：公司公告，中泰证券研究所

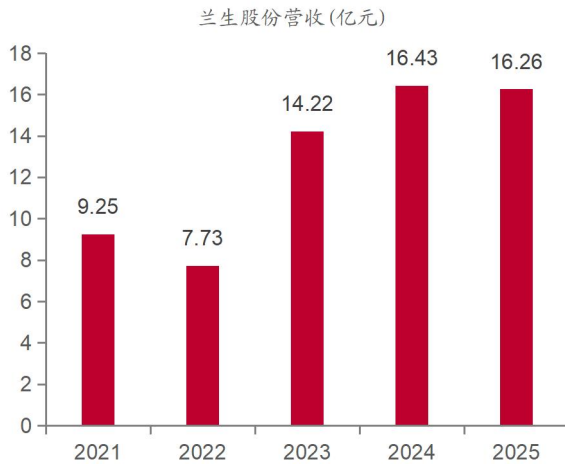
1.2 整体收入利润稳健，投资贡献增量业绩

- **疫情后线下业务逐步恢复，公司收入整体稳健。**23-25 年，公司实现收入为 14.22/16.43/16.26 亿元，整体收入稳健。按业务拆分，主要分为会展组织、会展配套服务、赛事活动、展馆运营服务等。

- **公司业绩端有财务投资贡献。**公司 25 年实现归母净利润 3.26 亿元，创公司资产置换之后的新高。25 年，公司投资净收益+公允价值变动损益 1.76 亿元，贡献增量业绩。截至 25 年期末，公司账面货币资金 21.25 亿元，交易性金融资产 5.16 亿元，长期股权投资 4.70 亿元，其他权益工具投资 17.14 亿元。

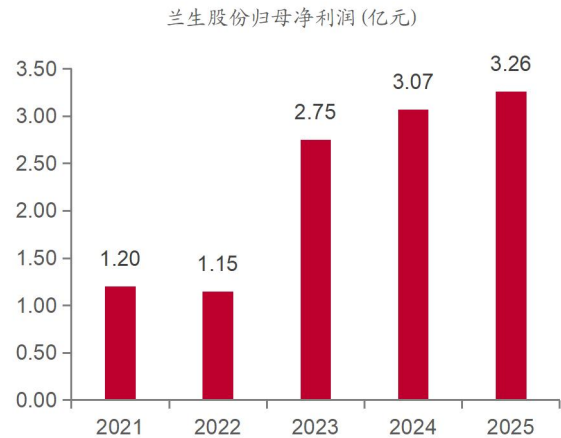
细分看，交易性金融资产主要以基金为主，其他权益工具投资主要以银行、证券个股为主，长期股权投资主要包括上海兰生大厦投资管理有限公司、上海东瑞慧展私募投资基金合伙企业（该基金投资分别持有蓝箭航天 0.255% 的股份及微纳星空 1.31% 的股份）。我们认为，公司整体投资标的相对健康，具备长期价值。长期看，投资收益一方面贡献利润增量，另一方面为公司市值提供较高支撑。

图表 3：兰生股份疫后营收整体稳健



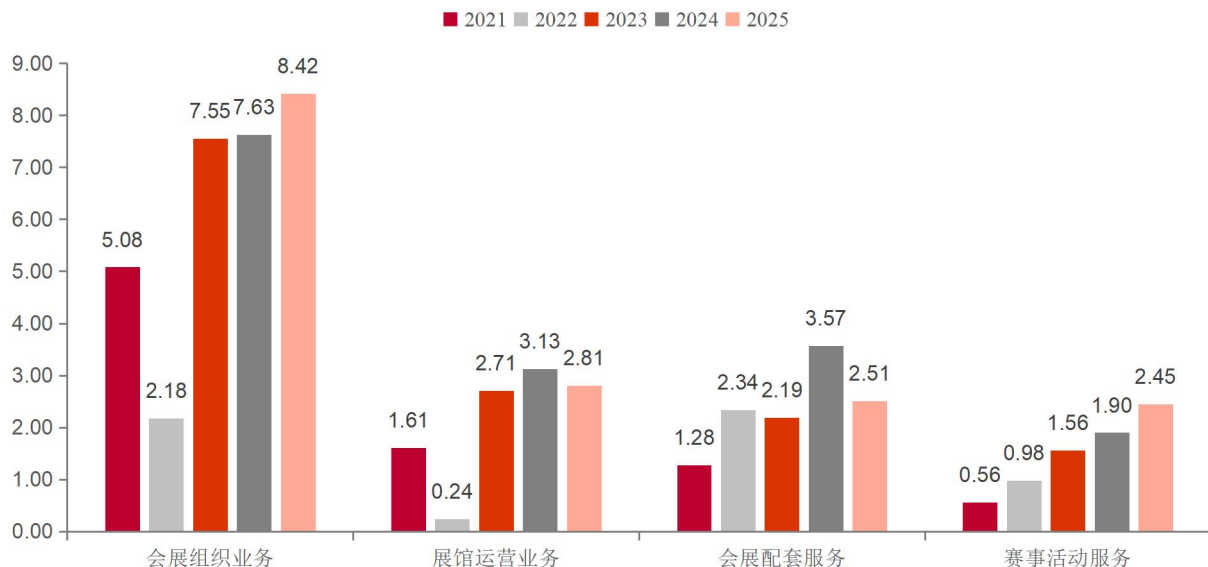
来源：wind，中泰证券研究所

图表 4：兰生股份归母净利润 25 年创新高



来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：兰生股份各项业务收入情况(单位：亿元)



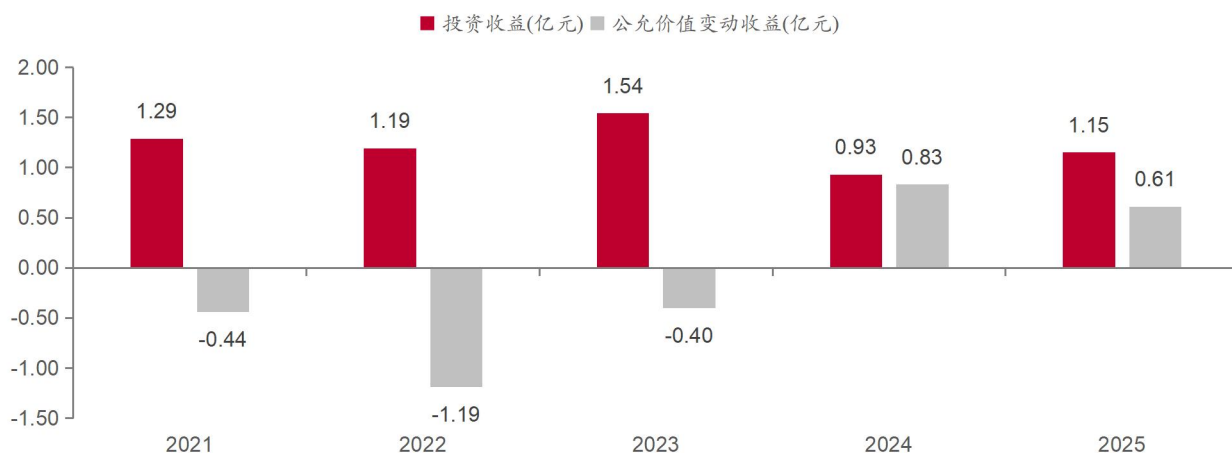
来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：兰生股份各项业务模式

业务	主要模式
会展组织业务	组织会展产生的展位、门票、广告（商业赞助）、配套活动等方面的销售收入； 向会议、活动的主办方、会展项目的服务商收取服务佣金收入； 组织会展活动过程中的其他收入
展馆运营业务	公司拥有上海世博展览馆的运营管理权，向大型展会/活动收取展馆场地租金及展馆现场配套服务收入
会展配套服务	在展会组织过程中向参展商、会展组织方提供广告、物流运输及搭建设计等配套服务，向客户收取搭建、广告、运输等服务费用
赛事活动服务	组织赛事活动产生的门票、广告（商业赞助）收入、服务佣金收入等

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：兰生股份的投资净收益与公允价值变动损益情况



来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：兰生股份资产负债表与投资相关科目

科目	金额(亿元)	主要内容
货币资金	21.25	
交易性金融资产	5.16	以基金为主，如上海国企 ETF（510810）等。公允价值变动计入当期损益。
其他权益工具投资	17.14	以银行、券商股为主，如国泰海通（601211）、工商银行（601398）、农业银行（601288）、华福证券。取得的股利计入当期损益。
长期股权投资	4.70	权益法核算，主要包括上海兰生大厦投资管理有限公司、上海东瑞慧展私募投资基金合伙企业等
合计	48.25	

来源：wind，公司 25 年年报，中泰证券研究所

二、会展业务：国内会展龙头，布局景气赛道，持续受益于相关赛道的发展

- 公司会展业务核心两方面。第一，会展组织+配套，主要为组织举办境内外展览以及相关的广告、物流等服务；第二，展馆运营。公司主要运营上海世博展览馆。公司作为全国会展行业龙头公司之一，组织展会覆盖国内重点城市。

会展组织业务 23/24/25 年收入分别为 7.55/7.63/8.42 亿元；会展配套业务 23/24/25 年收入分别为 2.19/3.57/2.51 亿元；展馆运营业务 23/24/25 年收入分别为 2.71/3.13/2.81 亿元。

- 毛利率整体向上，反应核心展会较好景气度。收入最高的核心业务会展组织，疫情后毛利率持续向上，25 年达 39.8%，反应较好的景气度。25 年会展配套/展馆运营毛利率分别为 26.5%/41.2%，同比 24 年提升 2.1/3.7pct。我们认为主要原因是展会面积扩大，根据公司年报，25 年，公司的世界人工智能大会（WAIC）参展面积首次突破 7 万平米。TOPS 它博会战略并购成都宠博会，形成了“上海+成都”的东西部市场联动格局。

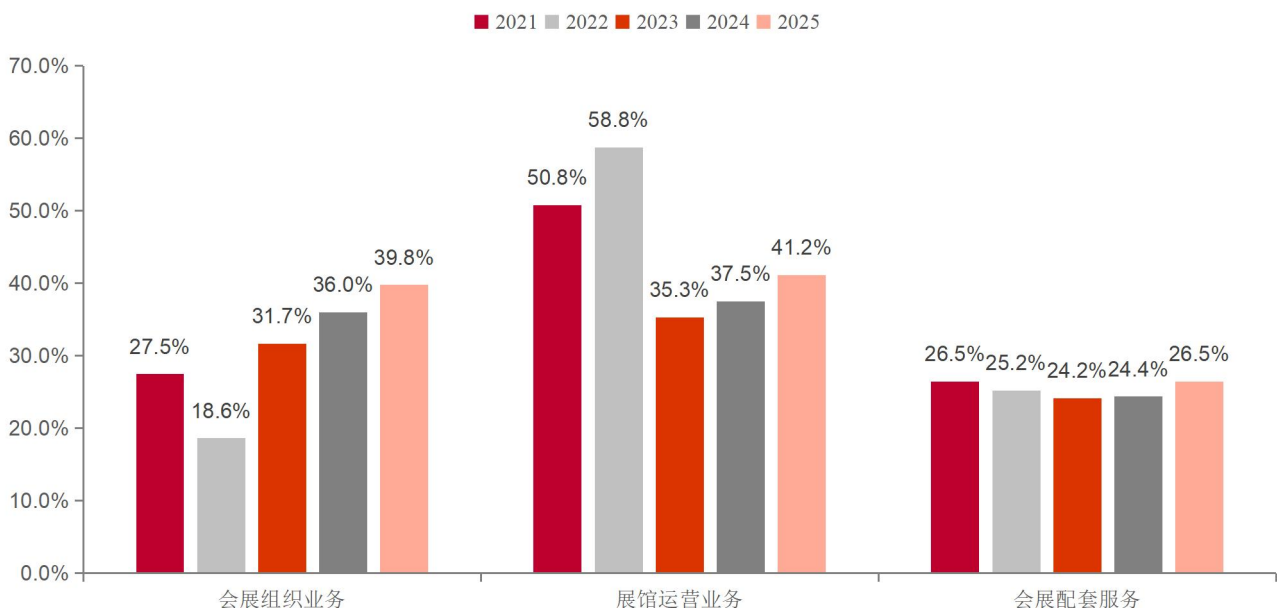
- 10 万人次以上的核心展会反应景气赛道趋势，未来有望持续扩容。根据公司 25 年年报，25 年旗下单项展会参加人次在 10 万人以上的有 8 场，涉及人工智能、智能制造、宠物经济等高景气赛道。

以 25 年公司展会参会人数最多的世界人工智能大会为例，23/24/25 年世界人工智能大会展会面积 5.0/5.2/7.0 万平方米，参会人次 17.7/30.0/35.5 万人次，保持持续增长。

以宠物经济展会它博会为例，公司 24 年 1 月完成它布斯的交割，后者主营的 TOPS 它博会，24/25 年展会面积分别为 7.0/10.0 万平米，参会人次分别为 15.8/24.0 万人次。

我们认为，核心展会高景气，是公司会展业务的收入利润稳健向上的核心原因。兰生股份核心展会已形成较好品牌效应和先发优势，未来有望持续受益于相关赛道的高速发展。

图表 9：兰生股份会展各项业务毛利率情况



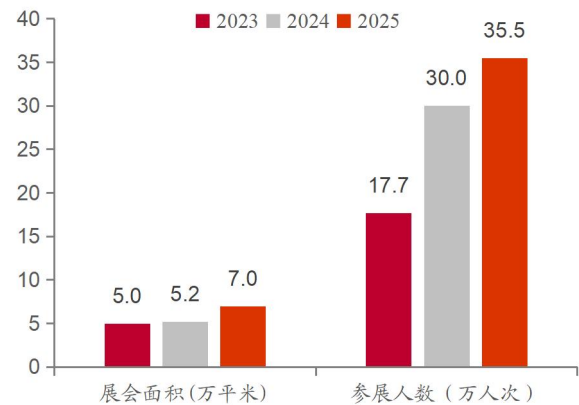
来源：wind，中泰证券研究所

图表 10：兰生股份核心展会涵盖较高景气度赛道，未来有望持续扩容



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 11：世界人工智能大会展会面积和参展人数 25 年创新高



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 12：兰生股份 25 年参展人数超 10 万人次展会 8 场，涉及人工智能、智能制造、宠物经济等高景气赛道

展会名称	举办时间	举办地点	展会面积 (万平方米)	参展人数 (万人次)	展会细分赛道
2025 上海国际广印展	2025.3.4-2025.3.7	国家会展中心（上海）	17.0	18.0	数字喷印技术设备、雕刻设备、广告介质及材料、标识及照明、展览展示、数字印花、图文快印、喷墨印刷工业应用
2025TOPS 它博会	2025.5.8-2025.5.11	国家会展中心（上海）	10.0	24.0	宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物服务、宠物训练、宠物美容、宠物保险
2025 厦门工业博览会暨第 29 届海峡两岸机械电子商品交易会	2025.5.9-2025.5.12	厦门国际博览中心（翔安）	7.6	10.6	工业自动化、数控机床与金属加工、机器人、工业互联网
2025 华南国际工业博览会	2025.6.4-2025.6.6	深圳国际会展中心（宝安新馆）	10.0	10.7	工业自动化、数控机床与金属加工、机器人、工业互联网
2025 世界人工智能大会	2025.7.26-2025.7.29	世博中心、上海世博展览馆	7.0	35.5	人工智能产业
2025TOPS 成都宠博会	2025.9.18-2025.9.21	成都世纪城新国际会展中心	5.0	12.0	宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物服务、宠物训练、宠物美容、宠物保险

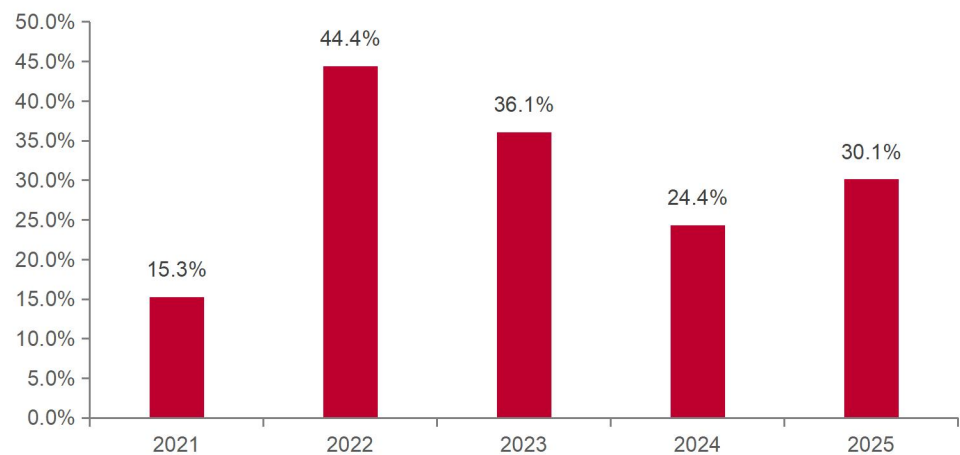
第 25 届中国 国际工业博览会	2025.9.23-20 25.9.27	国家会展中心（上海）	30.0	20.0	数控机床与金属加工、工业自动化、节能环保技术与工业配套、新一代信息技术与应用（工业互联网）等
2025 中国国际 机电产品博览会暨武汉国际 工业博览会	2025.10.11-2 025.10.13	武汉国际博 览中心	8.0	10.2	工业自动化、数控机床与金属加工、机器人、工业互联网

来源：公司年报，中泰证券研究所

三、体育业务：亮点纷呈，有望加速发展

- **公司体育业务目前核心依托上海的“三上”赛事：上海马拉松、上海赛艇公开赛、上海帆船公开赛。**从图表 5 可以看出，体育赛事是公司自 21 年以来（资产置换后）唯一每年收入都持续增长的业务。21-25 年，赛事活动服务收入分别为 0.56/0.98/1.56/1.90/2.45 亿元。毛利率方面，因公司项目每年变化，整体毛利率有波动。25 年赛事活动服务毛利率 30.1%，同比增 5.8pct。
- **公司的体育赛事规模持续发展。**疫情后的 23 年，公司举办以上海马拉松、上海赛艇公开赛为主的 8 场赛事项目，总参与人数超 7.7 万人。25 年，公司举办以“三上”为主的 11 场赛事项目，并在马拉松领域成功构建覆盖半马、10 公里精英赛、女子半马、少儿跑等全年龄段的路跑赛事体系，并创新举办耐克女子夜跑等活动。

图表 13：兰生股份赛事活动服务的毛利率情况



来源：wind，中泰证券研究所



图表 14：兰生股份“三上”系列赛事参赛规模

	2021	2022	2023	2024	2025
上海马拉松（参赛人数）	因疫情取消	18000	38000	38000	23000
上海赛艇公开赛（参赛人数）	1000	530	700	未披露	650
上海帆船公开赛（参赛艇数）	——	——	——	35 条 ILCA6 级 25 条 J80 级	31 条 ILCA6 级 25 条 ILCA7 级 30 条 J80 级

来源：公司年报，中泰证券研究所

3.1 25 年旗下体育公司更名并增资，夯实体育在公司整体的战略地位

- **2025 年 11 月，“上海东浩兰生体育有限公司”正式揭牌。**兰生旗下体育板块公司完成由“上海东浩兰生赛事管理有限公司”到“上海东浩兰生体育有限公司”的战略更名。
- **根据同期公告，公司以自有资金完成增资。**公司注册资本从 300 万元增至 5300 万元。根据公司公告，此次更名+增资，旨在增强体育公司市场竞争力，提升全球影响力，进一步拓宽业务赛道、优化产业布局。我们认为，公司的这次决策大幅提升体育板块在公司整体的战略地位，不排除未来公司体育业务出现赛事和规模的进一步扩张。

3.2 上海马拉松，27 年有望成为全球马拉松大满贯系列赛事 9 站之一

- **目前，大满贯为马拉松顶级赛事，全球范围内共 7 站。**根据世界马拉松大满贯(AbbottWMM)官网，该项赛事是由七项全球规模最大、最负盛名的马拉松赛事组成的系列赛，为世界业余运动员提供唯一真正全球化的项目。目前全球七站分别为东京马拉松、波士顿马拉松、伦敦马拉松、悉尼马拉松、柏林马拉松、芝加哥马拉松以及纽约马拉松。其中，25 年悉尼马拉松加入，大满贯赛事由 6 站增加至 7 站。
- **上海马拉松是中国唯一的雅培世界马拉松大满贯候选赛事，有望在 27 年正式成为世界马拉松大满贯赛事。**根据国家体育总局 26 年 3 月的新闻报道，自 2024 年起，上海马拉松正式成为雅培世界马拉松大满贯候选赛事，按照要求需在三年内连续两次通过评估考核。25 年上海马拉松已顺利通过第一阶段考核，若 26 年上海马拉松再次通过考核，则将在 2027 年正式成为世界马拉松大满贯系列赛的一员。届时，上海马拉松与开普敦马拉松一起加入 2027 年世界马拉松大满贯系列赛，该系列赛全球范围内将扩容至 9 站。

图表 15：上海马拉松申请大满贯赛事节奏



来源：国家体育总局官网，中泰证券研究所

3.3 参考日本东京马拉松，上海马拉松赛事收入体量有望持续增长

日本东京马拉松于 2012 年正式加入世界马拉松大满贯赛事，也是目前日本唯一的大满贯马拉松赛事。

- 26 年日本东京马拉松单项赛事对全日本的直接经济拉动约 790 亿日元，对东京的直接经济拉动约 565 亿日元。

26 年，东京马拉松于 26 年 3 月 1 日举办，吸引全球 38,500 名跑者。此次马拉松报名费进行一轮涨价，日本本土跑者报名费由之前的 16,500 日元/人提升至 19,800 日元/人，涨幅 20%，外国跑者报名费由之前的 160 美元/人提升至 230 美元/人，涨幅 44%。

图表 16：2026 东京马拉松赛事基本信息

项目	详情
赛事名称	东京马拉松 2026 (Tokyo Marathon 2026)
赛事定位	世界马拉松大满贯赛事、2025-2026 年度 MGC 系列赛
举办日期	2026 年 3 月 1 日 (星期日)
赛事项目	1. 全程马拉松 2. 10.7km 项目
报名费/人 (含手续费 + 税)	全程马拉松： 日本居民参赛者：19,800 日元；海外参赛者：230 美元 10.7 公里项目： 日本居民参赛者：5,600 日元；海外参赛者：60 美元
参赛人数	全程马拉松：38,500 名 10.7km 项目：约 500 名
赛道起点 / 终点	起点：东京都厅 (Tokyo Metropolitan Government Building) 终点：东京站前 (Tokyo Station/Gyoko-dori Ave.)

主办方 (Organizer)	东京马拉松财团 (Tokyo Marathon Foundation/東京マラソン財団)
共同主办方 (Co-organizers)	日本田径联盟 (JAAF)、东京都政府、日本电视台、产经新闻、东京新闻等
运营方 (Managing Organization)	东京陆上竞技协会
支持单位 (Supporting Organizations)	日本体育厅、国土交通省、日本观光厅、东京都市长会、日本体育协会、日本奥委会、日本残障体育协会等
特别赞助 (Presenting Partner)	东京地铁株式会社
官方赞助商 (Official Partners)	STARTS CORPORATION INC.; Mastercard; McDonald's Company (Japan), Ltd; SEIKO GROUP CORPORATION 等 27 家企业

来源：东京马拉松赛事官网，中泰证券研究所

根据东京马拉松官网，此次马拉松带来的社会效益显著。对全日本的直接经济拉动约 790 亿日元 (若按人民币兑日元 1:23 的汇率，约 34.4 亿人民币)，对东京的经济拉动约 565 亿日元 (若按人民币兑日元 1:23 的汇率，约 24.6 亿人民币)。经济拉动效应主要来自两方面：

- 第一， **外国跑者来到东京的消费**。26 年东京马拉松共 17,551 名外国跑者参加。外国跑者来日本时平均有 2.2 名同伴，平均停留时间为 6.2 天。该估算中未包括参加马拉松前后的国内观光费用。
- 第二， **本国跑者的消费**。一名日本跑者平均停留 1.5 晚，平均同伴人数为 1.3 人，即约 2.3 人平均在东京停留 1.5 晚，总计约 3.5 晚的经济活动。此外，该估算中还未考虑每位日本选手在服装和鞋子上的花费，预计超过 32,500 日元 (若按人民币兑日元 1:23 的汇率，约 1413 元人民币)。

图表 17：2026 东京马拉松对日本经济的直接拉动约 790 亿日元



来源：东京马拉松赛事官网，中泰证券研究所

- 从运营方收入角度看，运营方东京马拉松财团收入持续增长。收入结构中，赞助费和参赛费是核心。

根据日本东京马拉松官网，东京马拉松财团¹ (Tokyo Marathon Foundation/東京マラソン財団) 的 2025 财年的收入达到 64.40 亿日元 (若按人民币兑日元 1:23 的汇率，约 2.8 亿人民币²)，2013 年东京马拉松成为大满贯赛事以来，收入持续增长。

从收入结构看，最核心收入为赞助费和参赛费 (报名费)。25 财年公司主营业务收入 (事業収益) 57.23 亿日元，(若按人民币兑日元 1:23 的汇率，约 2.5 亿人民币)。其中，赞助费收入 30.71 亿日元，占比 53.7%；参赛费收入 11.51 亿日元，占比 20.1%，两项合计占主营业务收入 73.8%。因 26 年东京马拉松对参赛费提价，我们预计参赛费收入将进一步增长。

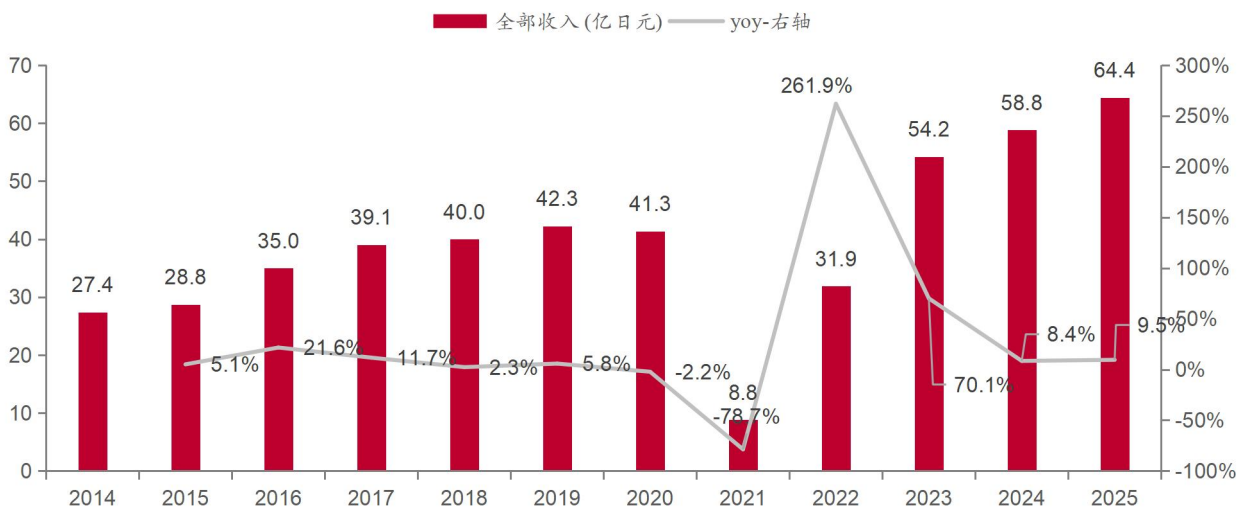
东京马拉松的赞助费和参赛费长期看一直持续增长。从赛事规模看，东京马拉松自 2012 年以来 (疫情期间除外) 每年的参赛人数基本维持在 3.5-3.8 万人左右，但商业价值持续提升。东京马拉松财团 14 至 25 财年，参赛费/赞助费 CAGR 分别为 8.8%/4.6%，同期日本名义 GDP CAGR 仅为 1.9%。东京马拉松财团的参赛费与收入费增速远高于同期日本名义 GDP。

图表 18：东京马拉松参赛人数与完成率统计 (单位：人)

YEAR	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2021	2023	2024	2025
Number of starters	26,058	27,386	30,164	32,080	33,353	35,954	36,228	35,556	35,310	36,173	35,378	35,911	37,604	19,057	38,231	36,697	37,480
Finisher rate (%)	96.3	97.4	96.6	94.1	97.2	96.5	96.1	96.0	96.4	95.9	96.0	96.2	94.3	95.9	95.6	96.6	96.6

来源：东京马拉松赛事官网，中泰证券研究所

图表 19：成为大满贯赛事之后，东京马拉松财团收入稳定增长



来源：东京马拉松赛事官网，中泰证券研究所。标注年份为财年，2014-2018 年财年日期为前年 4 月 1 日至当年 3 月 31 日，2019 至 2025 财年日期为前年 7 月 1 日至当年 6 月 30 日。全部收入指的是经常收益

¹ 属于财团法人机构

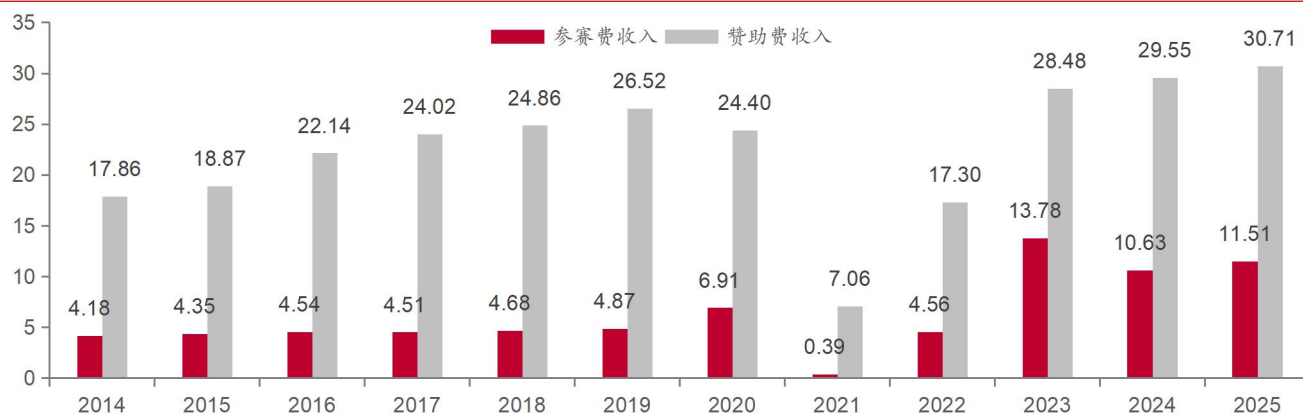
² 此处需考虑人民币兑日元长期持续升值的影响，若剔除升值影响，则换算后的人民币收入高于 2.8 亿元。

图表 20：东京马拉松财团 25 财年主营收入拆分

收入拆分	金额（日元）	占比
赞助费收入	3,071,060,000	53.7%
参赛费收入	1,150,720,444	20.1%
赞助物品收入	524,216,336	9.2%
会费收入	391,556,951	6.8%
手续费收入	278,401,589	4.9%
设施使用费收入	194,536,761	3.4%
特许权使用费收入	95,417,813	1.7%
受托业务收入	7,537,508	0.1%
商品销售收入	7,480,884	0.1%
广告费收入	2,902,403	0.1%
主营收入（事业收益）合计	5,723,830,689	100.0%

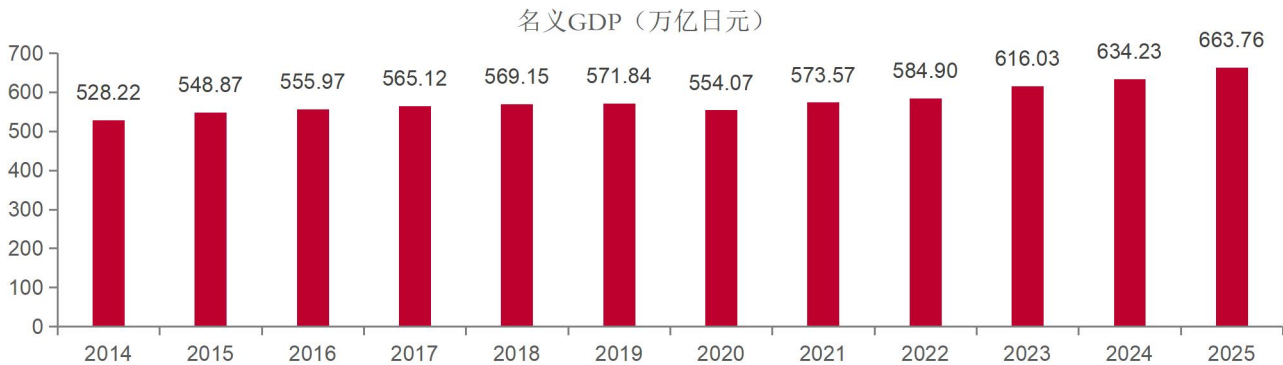
来源：东京马拉松赛事官网，中泰证券研究所

图表 21：东京马拉松财团 14-25 年，参赛费收入 CAGR 8.8%、赞助费收入 CAGR 4.6%（单位：亿日元）



来源：东京马拉松赛事官网，中泰证券研究所。标注年份为财年，2014-2018 年财年日期为前年 4 月 1 日至当年 3 月 31 日，2019 至 2025 财年日期为前年 7 月 1 日至当年 6 月 30 日。

图表 22：同期日本名义 GDP，CAGR 1.9%



来源：日本内阁府官网，中泰证券研究所。

■ 2026 上海马拉松 VS 2026 东京马拉松，参赛规模和参赛费都有差异。

26 年上海马拉松将已定于 26 年 12 月开跑。值得一提，此次上海马拉松也迎来扩容，马拉松项目由往届 23,000 人提升至 30,000 人，但即便如此，离 26 东京马拉松 38,500 人规模仍有差距。此外，从单人报名费和企业赞助数量看，上海马拉松较日本东京马拉松也有差距。

从参赛者来源看，因为报名费国内与海外有较明显差距，因此海外跑者越多的赛事，整体参赛费收入越高。

上海马拉松若未来加入大满贯赛事，海外跑者占比有望显著提升。马拉松大满贯赛事作为全球马拉松顶级赛事，是世界跑者关注的焦点，根据世界马拉松大满贯(AbbottWMM)官网，25 年悉尼马拉松加入之前，完成全部六项大满贯赛事的跑者将获得六星奖牌。而随着开普敦马拉松和上海马拉松的持续申办，雅培世界马拉松大满贯计划将增设九星奖牌，作为全球跑者共同努力的目标。根据马拉松专业网站第三方网站“Running with Rock”，在东京马拉松入选世界大满贯赛事不久的 2015 年，非本土选手占比仅 20%，随赛事影响力逐步增强，至 2025 年，非本土选手占比已经提升至 48%。而对比 2025 年上海马拉松，根据人民网新闻，海外跑者的占比仅 13.3%，长期看提升空间巨大。

■ 综上，我们认为，参考日本东京马拉松发展历史，上海马拉松赛事收入体量有望持续增长。核心原因：1.赛事参赛人数增长；2. 单人报名费提价；3. 海外选手占比持续提升；4.赛事价值提升带来的赞助费提升。

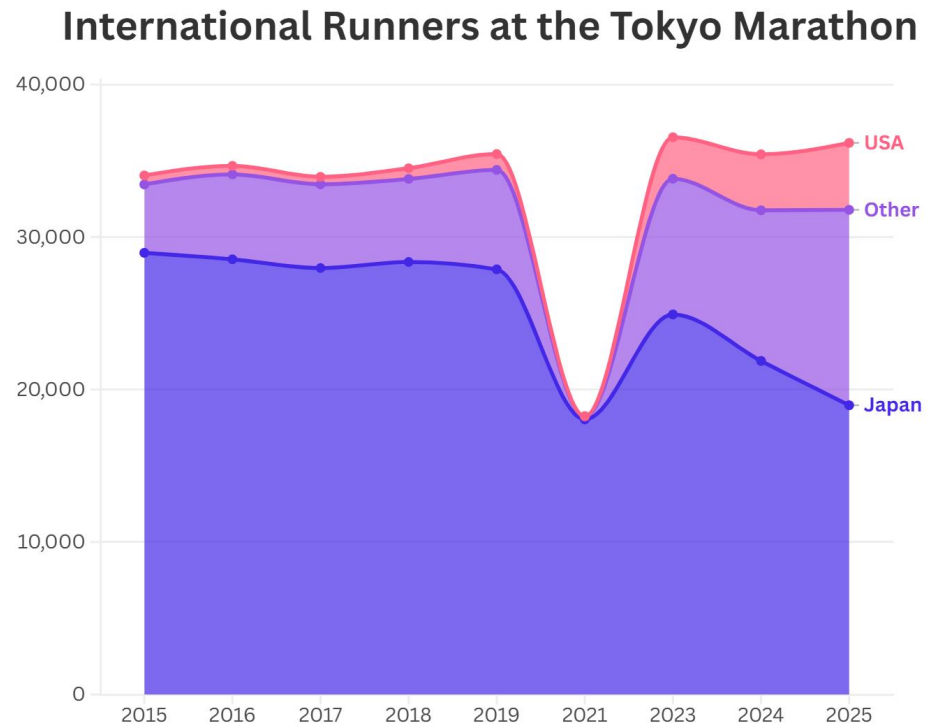
图表 23：2026 东京马拉松与 2026 上海马拉松对比

	2026 东京马拉松	2026 上海马拉松
举办时间	2026 年 3 月 1 日	2026 年 12 月 6 日
地点	日本东京	中国上海
赛事项目	1. 全程马拉松 2. 10.7km 项目	1. 全程马拉松 2. 竞速轮椅马拉松
参赛规模	全程马拉松：38,500 名	全程马拉松：30,000 名
参赛选手来源	参考 25 年东京马拉松，非本土选手比例约 48%	参考 25 年上海马拉松，非本土选手比例 13.3%

报名费	全程马拉松： 日本居民：19,800 日元； 海外参赛者：230 美元	全程马拉松： 中国籍（包含港澳台）：200 元人 民币； 海外参赛者：160 美元
企业赞助	特别赞助+官方赞助商，共计 28 家 企业	创始赞助商+至尊赞助商+荣耀赞 助商+官方赞助商+赛事支持商， 共计 16 家企业

来源：东京马拉松赛事官网，中泰证券研究所

图表 24：东京马拉松海外选手占比逐步提升



Source: @RunningwithRock

来源：Running with Rock，中泰证券研究所

3.4 参股无锡汇跑，进一步做大做强马拉松赛道

根据公司 25 年年报，2026 年 4 月，公司董事会审议通过收购无锡汇跑体育有限公司部分股权并定向增资的议案，同意体育公司通过协议受让及定向增资方式取得无锡汇跑体育有限公司 26% 股权。至 26 年 5 月 14 日，该事项仍在推进中。

无锡汇跑是国内马拉松赛事运营领域头部公司，25 年 12 月曲江文旅退出无锡汇跑股东，无锡市体育产业发展集团进入。此次兰生股份若成功参股无锡汇跑，有望进一步提升公司的马拉松赛事运营能力，赋能上海马拉松并进一步推进异地赛事扩张。此外，参股无锡汇跑也是“上海东浩兰生体育有限公司”揭牌后的重要资本动作，预计未来产业链整合仍将继续。

图表 25：无锡汇跑收入利润情况

	2021	2022	2023	2024
营收 (万元)	5389.2	1404.5	11443.8	17465.7
净利润 (万元)	839.9	-958.4	1343.3	361.7

来源：曲江文旅公告，中泰证券研究所

四、盈利预测与估值

- 预计公司 26/27/28 年收入分别为：17.00/18.05/19.40 亿元，yoy+4.6%/+6.2%/+7.5%。

会展业务方面，因 25 年世界人工智能大会面积首次突破 7 万平方米、战略并购成都宠博会等重要事件催化带来收入高增，26 年尚未看到短期有重大展会规模的突破性进展，因此会展组织业务增速相对谨慎预期，预期收入增速较 25 年收入增速低。预计 26/27/28 年收入 8.60/8.85/9.15 亿元，yoy+2.1%/+2.9%/+3.4%，未来若出现重大展会突破，收入增速将有望提升。展馆运营方面，我们认为整体维持稳定，预计 26/27/28 年收入 2.90/2.98/3.05 亿元，yoy+3.2%/+2.8%/+2.3%。会展配套服务收入预计稳定，预计 26/27/28 年收入 2.60/2.67/2.75 亿元，yoy+3.6%/+2.7%/+3.0%

体育业务方面，25 年收入中主要有 2025 年世界赛艇锦标赛的一次性收入贡献，因此收入增速较快，且基数高。但考虑到 26 年上海马拉松扩容，以及上海帆船公开赛仍在爬坡期（26 年新引入 ILCA4 级青少年帆船项目）。我们预计 26 年仍将保持正增，但收入增速低于 25 年。我们预计，27/28 年随上海马拉松顺利进入世界大满贯赛事，相关赞助费、参赛费收入明显提升，因此 27/28 收入增速将进一步加速。预计赛事活动服务 26/27/28 年收入 2.80/3.45/4.35 亿元，yoy+14.3%/+23.2%/+26.1%

图表 26：兰生股份收入预测（单位：亿元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
会展组织业务	7.63	8.42	8.60	8.85	9.15
yoy		10.4%	2.1%	2.9%	3.4%
展馆运营业务	3.13	2.81	2.90	2.98	3.05
yoy		-10.2%	3.2%	2.8%	2.3%
会展配套服务	3.57	2.51	2.60	2.67	2.75
yoy		-29.7%	3.6%	2.7%	3.0%
赛事活动服务	1.90	2.45	2.80	3.45	4.35
yoy		28.9%	14.3%	23.2%	26.1%
其他	0.20	0.07	0.10	0.10	0.10
合计	16.43	16.26	17.00	18.05	19.40
yoy		-1.0%	4.6%	6.2%	7.5%

来源：wind，中泰证券研究所

- 预计公司 26/27/28 年毛利率分别为 37.1%/37.9%/38.1%。

整体看，公司的会展业务和体育业务都有较明显的经营杠杆，未来随收入规模提升毛利率预计提升。公司会展业务因布局景气度较高的细分赛道，未来景气度仍将持续，毛利率预计将整体维持稳健。预计 26/27/28 年会展组织业务的毛利率 40.2%/40.5%/40.5%，展馆运营业务毛利率 43.2%/44.5%/44.9%，会展配套业务属于配套服务相对毛利率较低，预计未来毛利率持平左右，26/27/28 年毛利率 26.5%/26.0%/26.0%。赛事活动服务方面，预计毛利率随收入增长较好提升，26/27/28 年毛利率 32.5%/36.0%/37.0%。

图表 27：兰生股份毛利率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
会展组织业务	36.0%	39.8%	40.2%	40.5%	40.5%
展馆运营业务	37.5%	41.2%	43.2%	44.5%	44.9%
会展配套服务	24.4%	26.5%	26.5%	26.0%	26.0%
赛事活动服务	24.4%	30.1%	32.5%	36.0%	37.0%
综合毛利率	32.6%	36.6%	37.1%	37.9%	38.1%

来源：wind，中泰证券研究所

投资方面，公司整体投资标的以稳健为主，我们认为公司相关标的与此轮科技牛市关联度较弱，整体维持稳健预期。26/27/28 年公司投资收益+公允价值变动损益分别为 1.45/1.50/1.55 亿元

图表 28：预期公司投资收益和公允价值变动损益整体稳健

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
投资收益(亿元)	0.93	1.15	1.20	1.20	1.25
公允价值变动收益(亿元)	0.83	0.61	0.25	0.30	0.30

来源：wind，中泰证券研究所

费用开支方面，管理费用和销售费用整体维持稳健。25 年，公司管理费用/管理费用率 2.01 亿元/12.35%，是最核心费用开支项，预计整体稳健，26/27/28 年管理费用预期 2.10/2.15/2.20 亿元。25 年，公司销售费用/销售费用率 0.93 亿元/5.71%，预计整体稳健，26/27/28 年销售费用预期 1.05/1.12/1.22 亿元。

- 综上，预计公司 26/27/28 年归母净利润 3.39/3.73/4.10 亿元，yoy+4%/+10%+10%。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。

从公司估值角度，两条思路供参考：

1. 可以按整体口径归母净利润进行 PE 估值
2. 因公司财务投资+会展业务+体育业务分属三个不同赛道，可以按照分部估值。财务投资方面，26Q1 期末，公司净资产 44.7 亿元（多数为金融资产）；会展业务方面，参考 22 年，当年投资净收益+公允价值变动=0，体育赛事活动服务收入 0.98 亿元基数低，归母净利润 1.15 亿元可视为全部由会展业务贡献。疫情之后会展业务收入体量明显增长，可以预计未来对公司归母净利润贡献明显高于 1.15 亿元。体育业务方面，可参考体育公司（中体产业、力盛体育、珠江股份等相关体育业务）收入体量，对应 PS 进行估值。

因公司核心收入来自会展，可比公司为米奥会展，按公司整体口径归母净利润 PE 看，26 年公司估值 19.6x，低于米奥会展 22.2x 估值，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 29：兰生股份与可比公司估值

可比公司估值								
代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (2026E, 亿元)	归母净利润 (2027E, 亿元)	归母净利润 (2028E, 亿元)	PE (2026E)	PE (2027E)	PE (2028E)
300795.SZ	米奥会展	31.47	1.42	1.72	2.36	22.16	18.30	13.34
002858.SZ	兰生股份	66.42	3.39	3.73	4.10	19.59	17.81	16.20

来源：米奥会展盈利预测来自 wind 一致预期，中泰证券研究所，市值数据为 2026 年 5 月 18 日收盘价

风险提示

会展业务景气度不及预期的风险

- 考虑到公司研报对会展业务布局景气度较高赛道，在盈利预测中对公司的会展业务给予稳中有升的预期，若会展景气度不及预期，可能对公司收入利润产生负面影响。

上海马拉松无法成为大满贯赛事的风险

- 公司远期核心看点之一是上海马拉松成为大满贯赛事之后的成长性，但此事件尚未落地，有无法通过评估的风险。

公司财务投资出现波动的风险

- 公司财务投资整体金额较高，对公司利润产生正向贡献，投资收益和公允价值变动损益不及预期的风险。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,125	2,296	2,440	2,635	营业收入	1,626	1,700	1,805	1,940
应收票据	1	0	0	0	营业成本	1,030	1,069	1,120	1,200
应收账款	197	211	224	236	税金及附加	14	7	7	8
预付账款	22	40	41	44	销售费用	93	105	112	122
存货	12	21	11	12	管理费用	201	210	215	220
合同资产	1	7	2	3	研发费用	3	3	4	4
其他流动资产	552	562	560	564	财务费用	10	8	9	5
流动资产合计	2,910	3,130	3,277	3,491	信用减值损失	-5	-1	-3	-5
其他长期投资	1	1	1	1	资产减值损失	-4	-2	0	-1
长期股权投资	470	470	470	470	公允价值变动收益	61	25	30	30
固定资产	508	494	481	468	投资收益	115	120	120	125
在建工程	4	4	4	4	其他收益	16	3	4	5
无形资产	1	0	2	2	营业利润	458	444	490	536
其他非流动资产	2,100	2,238	2,416	2,565	营业外收入	2	2	3	2
非流动资产合计	3,084	3,207	3,374	3,510	营业外支出	1	1	2	1
资产合计	5,994	6,336	6,650	7,001	利润总额	459	445	491	537
短期借款	0	100	100	100	所得税	100	89	98	107
应付票据	0	0	0	0	净利润	359	356	393	430
应付账款	339	342	362	391	少数股东损益	33	17	20	20
预收款项	23	9	35	27	归属母公司净利润	326	339	373	410
合同负债	91	235	249	268	NOPLAT	367	362	400	433
其他应付款	83	83	83	83	EPS (摊薄)	0.44	0.46	0.51	0.56
一年内到期的非流动负债	106	106	106	106					
其他流动负债	208	172	174	177					
流动负债合计	850	1,046	1,109	1,152					
长期借款	192	192	192	192					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	272	268	273	278					
非流动负债合计	464	460	465	470					
负债合计	1,314	1,506	1,574	1,622					
归属母公司所有者权益	4,547	4,680	4,906	5,188					
少数股东权益	134	151	171	191					
所有者权益合计	4,680	4,831	5,076	5,379					
负债和股东权益	5,994	6,336	6,650	7,001					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	363	249	347	408	成长能力				
现金收益	393	389	456	518	营业收入增长率	-1.1%	4.6%	6.2%	7.5%
存货影响	0	-9	10	-1	EBIT 增长率	13.0%	-3.6%	10.6%	8.3%
经营性应收影响	22	-28	-15	-13	归母公司净利润增长率	6.2%	4.0%	10.1%	9.8%
经营性应付影响	-14	-11	46	21	获利能力				
其他影响	-39	-91	-150	-117	毛利率	36.6%	37.1%	37.9%	38.1%
投资活动现金流	826	-24	-47	-61	净利率	22.1%	20.9%	21.8%	22.1%
资本支出	-13	-11	-43	-72	ROE	7.0%	7.0%	7.3%	7.6%
股权投资	-20	0	0	0	ROIC	21.2%	18.5%	18.7%	18.2%
其他长期资产变化	859	-13	-4	11	偿债能力				
融资活动现金流	-409	-55	-156	-152	资产负债率	21.9%	23.8%	23.7%	23.2%
借款增加	9	100	0	0	债务权益比	12.2%	13.8%	13.2%	12.6%
股利及利息支付	-295	-298	-330	-359	流动比率	3.4	3.0	3.0	3.0
股东融资	1	0	0	0	速动比率	3.4	3.0	2.9	3.0
其他影响	-124	143	174	207	营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
					应收账款周转天数	47	43	43	43
					应付账款周转天数	112	115	113	113
					存货周转天数	0	0	0	0
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.44	0.46	0.51	0.56
					每股经营现金流	0.49	0.34	0.47	0.55
					每股净资产	6.18	6.36	6.67	7.05
					估值比率				
					P/E	20	20	18	16
					P/B	2	1	1	1
					EV/EBITDA	28	29	25	22

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。