下载日志已记录，仅供内部参考

社会服务 | 旅游及景区

非金融|首次覆盖报告

2026 年 09 月 29 日

三峡旅游(002627.SZ)

——全面聚焦文旅主业，省际游轮增量释放

投资评级：买入（首次）

证券分析师

丁一

SAC：S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

王奕雯

wangyiwen@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2026 年 09 月 28 日
收盘价（元）	6.50
一年内最高/最低（元）	10.29/5.41
总市值（百万元）	4,586.92
流通市值（百万元）	4,538.03
总股本（百万股）	705.68
资产负债率（%）	16.33
每股净资产（元/股）	4.31

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **剥离辅业全面聚焦文旅主业，港航资源筑牢盈利基本盘。**公司近年来推进战略转型，成功剥离乘用车服务、供应链等低效业务，全面聚焦旅游综合服务。作为地方国资委旗下的文旅公司，三峡旅游是“两坝一峡”旅游产品的唯一运营主体，拥有两坝一峡区域主要旅游港口的所有权和使用权，构建了竞争对手难以复制的“港航一体化”护城河。受益于产品升级与客流复苏，核心观光业务量价齐升，2025 年接待量创历史新高。

- **布局省际豪华游轮赛道，高客单价有望带来中长期盈利增长。**2026 年 4 月首艘搭载鸿蒙智家系统的省际游轮“长江行·揽月号”成功首航，标志着公司产品线实现从数百元的短途观光游向数千元的多日度假游的跨越。按其披露的可行性研究报告，定价在 2800-3000 元/人时，达产后单船年净利润为 2,500 万元，投运后实际定价高于项目可研报告，我们预计单船年净利润将高于可研测算情况。随着“揽月号”高客座率的验证以及“极光号”等新船的陆续下水，省际游轮业务预计将成为驱动公司未来 3-5 年业绩的第二增长曲线。

- **银发经济拉动需求扩容，供给侧强约束凸显稀缺价值。**伴随国内老龄化趋势深化，三峡游轮旅游的特性高度契合中老年康养休闲需求。2025 年三峡游轮 50 岁以上客群占比超半数，构成了坚实的消费基本盘。同时，在长江大保护战略下，内河游轮运力实施“退三进一”等政策，行业新增供给被有效控制。在较高的行政审批与资金壁垒下，运力指标正加速向公司等国企龙头集中，行业定价权有望随之增强。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 9.84/12.00/14.33 亿元，同比增速分别为 30.05%/21.95%/19.34%，归母净利润为 1.64/2.25/2.90 亿元，同比增速分别为 156.88%/36.91%/28.91%，当前股价对应 PE 分别为 28/20/16 倍。我们选取同为聚焦旅游综合服务业务的黄山旅游、峨眉山 A、长白山、丽江股份、九华旅游作为可比公司，可比公司 2026 年平均 PE 为 29 倍。考虑到公司观光游轮服务业务基本盘稳固，省际游轮业务正处于快速放量、业绩弹性释放阶段，成长性显著，有望开启第二增长曲线，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示。省际游轮运营不及预期；旅游消费景气度波动；安全事故与自然灾害风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	741	757	984	1,200	1,433
同比增长率（%）	-53.68%	2.10%	30.05%	21.95%	19.34%
归母净利润（百万元）	118	64	164	225	290
同比增长率（%）	-9.29%	-45.64%	156.88%	36.91%	28.91%
每股收益（元/股）	0.17	0.09	0.23	0.32	0.41
ROE（%）	3.81%	2.08%	5.21%	6.92%	8.57%
市盈率（P/E）	39.01	71.75	27.93	20.40	15.83

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 9.84/12.00/14.33 亿元，同比增速分别为 30.05%/21.95%/19.34%，归母净利润为 1.64/2.25/2.90 亿元，同比增速分别为 156.88%/36.91%/28.91%，当前股价对应 PE 分别为 28/20/16 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

旅游综合服务业务：

1）观光游轮作为存量基本盘，2024-2025 年公司游船产品游客接待数同比分别增长 1.93%和 14.81%。我们预计，2026 年游船产品客流增速约 5.4%，2027-2028 年随基数扩大及游轮产品分流，增速逐步放缓至 4.6%；并预计 2026-2028 年观光游轮的客单价分别以 8%/7%/6%的增速上涨，经计算观光游轮业务收入同比增速预计分别为 13.8%/11.9%/10.9%。

2）省际游轮新增业务方面，2026 年上半年该业务营收 0.32 亿元，占总收入的 7.78%。基于我们的保守假设单船营收约 1.17 亿元来测算，考虑揽月号 2026 年 4 月、极光号 2026 年 8 月投运，2026 年合计折算为 1.1 艘单船收入，2027 年两艘完整运营，2028 年第三、四艘投运后全年合计折算为 3 艘单船收入，对应 2026-2028 年省际游轮收入分别为 1.27/2.34/3.51 亿元。

3）2026 年上半年旅行社业务收入同比增长 36.74%；受益于省际游轮品牌溢出及客源导流，我们预计 2026-2028 年旅行社收入同比增长 22%/20%/18%。

4）我们预计省际游轮毛利率高于旅游综合服务业务平均值，将带动整体业务毛利率上涨，预计 2026-2028 年旅游综合服务毛利率分别为 32%/34%/35%。

综合交通服务业务：公司持续聚焦旅游主业，我们预计公司非旅游业务延续此前的经营趋势，综合交通服务业务预计 2026-2028 年将维持-5%的收缩幅度。

投资逻辑要点

公司依托“两坝一峡”旅游产品唯一运营主体与区域港口的资源壁垒，观光游轮业务量价齐升，2026Q1 客流同比高增 31.76%，旅游综合服务 2025 年毛利率提升至 29.13%，基本盘稳固。省际度假游轮首艘“揽月号”2026 年 4 月已上线，截至 6 月 30 日已完整运行 22 个单边航次，平均载客率 92.78%，第二艘“极光号”于 8 月正式投入运营；公司从“一日观光”向“多日度假”的旅游产品升级正打开第二增长曲线。叠加长航局“退三进一”政策严控行业供给，长江三峡省际游轮或成为稀缺赛道，公司经营基本面有望持续向好。

核心风险提示

省际游轮运营不及预期；旅游消费景气度波动；安全事故与自然灾害风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 聚焦旅游主业，争做中国内河游轮旅游领航者 5
1.1. 始于宜昌交运集团，一部交旅融合的战略转型史 5
1.2. 聚焦旅游综合服务业务，游轮旅游驱动增长结构优化 5
2. 内河游轮赛道供需与竞争格局 7
2.1. 政策红利与银发经济共振，内河旅游需求持续扩容 7
2.2. 资源具备天然稀缺性，竞争格局加速优化 9
3. 存量壁垒稳固，省际游轮开启第二增长曲线 13
3.1. 独占“两坝一峡”稀缺资源，量价齐升构筑稳固基本盘 13
3.2. 首艘省际游轮表现突出，高端度假产品验证市场空间 13
4. 盈利预测与估值 15
4.1. 收入拆分与盈利预测 15
4.2. 相对估值 16
5. 风险提示 16

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 三峡旅游公司发展历程 5
图表 2： 2017-2025 年公司营业收入及同比增速 6
图表 3： 2017-2025 公司归母净利润及同比增速 6
图表 4： 2021-2025 年旅游综合服务分业务收入（亿元） 7
图表 5： 2023-2026Q1 主要游船产品游客接待情况（万人） 7
图表 6： 2025 年综合交通服务分业务收入（单位：亿元） 7
图表 7： 2021-2025 年分业务营业收入与毛利率变化趋势 7
图表 8： 2020-2025 年中国居民人均服务性消费支出及占居民人均消费支出比重 8
图表 9： 2015-2026 年国内居民出游人次及花费 8
图表 10： 2019-2026H1 长江三峡游轮客运量及载客率 9
图表 11： 2025 年长江三峡游轮游客年龄结构 9
图表 12： 长江干线航道示意图 10
图表 13： 2025-2026H1 长江三峡游轮分船型游客接待量 10
图表 14： 三峡游轮航线对比 10
图表 15： 2025 年长江三峡游轮航线分布情况 11
图表 16： 2025 年 6 月/2026 年 6 月分航线客运量占比 11
图表 17： 2025 年长江游轮新船建造、上线及老旧船退市情况 11
图表 18： 2019-2025 年长江游轮航班数与平均运行时间 12
图表 19： 2019-2025 年长江游轮客位数与运行船舶数 12
图表 20： 2025 年及 2026 年上半年各游轮公司营运省际游轮及客运量情况 12
图表 21： 2021-2025 年公司观光游轮服务营收规模及毛利率趋势 13
图表 22： 省际游轮项目建造及投资计划 14
图表 23： “长江行·揽月号”运营数据 14
图表 24： 省际游轮服务业务单船盈利预测模型 15
图表 25： 可比公司估值表 16

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 聚焦旅游主业，争做中国内河游轮旅游领航者

1.1. 始于宜昌交运集团，一部交旅融合的战略转型史

三峡旅游是湖北省道路运输行业首家上市公司和宜昌市旅游产业发展领军企业。公司前身为宜昌交运集团，始建于 1935 年，重组于 1998 年，并于 2011 年在深交所上市。公司经历了多轮主营业务调整，早期以道路客运为核心，逐步拓展至乘用车销售、供应链服务及商贸物流等多元化业务；2019 年公司收购九凤谷景区；2021 年公司更名为“三峡旅游”，主营业务重心从“运输线”向“旅游链”转移，并逐步开启战略收缩与主业聚焦；2023 年完成剥离乘用车经销业务、供应链业务等非核心板块，将资源集中投向“两坝一峡”及长江三峡旅游主业，完成了文旅业务聚焦；2026 年 4 月，三峡旅游首艘省际度假游轮“长江行·揽月号”完成首航，为公司开启第二成长曲线。目前，三峡旅游聚焦旅游主业，已形成旅游综合服务和综合交通服务融合发展的产业格局，以及“车、船、港、站、社、景”全要素旅游产业服务体系，致力于成为长江三峡旅游主导者、中国内河游轮旅游领航者。

图表 1：三峡旅游公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，华源证券研究所整理

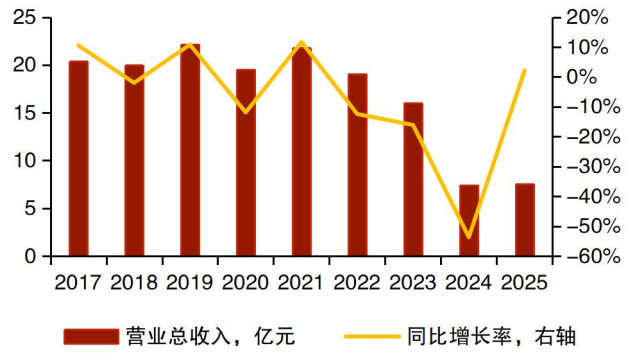
国资控股架构清晰稳定，稀缺资源卡位构筑深厚护城河。公司实际控制人为宜昌市人民政府国有资产监督管理委员会。截至 2026 年 6 月末，公司控股股东湖北三峡文化旅游集团有限公司持有公司 25.40%的股份，其全资子公司宜昌文旅投资开发有限公司持有公司 1.50%的股份。湖北三峡文旅、宜昌国投、宜昌高投、宜昌城发、文旅投资同受宜昌市国资委控制，共持有公司 33.08%的股份，国资委实际可支配表决权比例较高。在资源禀赋方面，长江三峡属世界级旅游资源，而公司是宜昌核心旅游产品“两坝一峡”的唯一运营主体，截至 2025 年末共持有旅游客运港口 8 个，构建了以三峡游轮中心为枢纽的“一主四辅”港站网络。我们认为，航道资质的独占性与港口节点的排他性叠加，确立了公司在宜昌游轮市场的主导地位，存量业务基本盘稳固，竞争对手难以复制。

1.2. 聚焦旅游综合服务业务，游轮旅游驱动增长结构优化

下载日志已记录，仅供内部参考

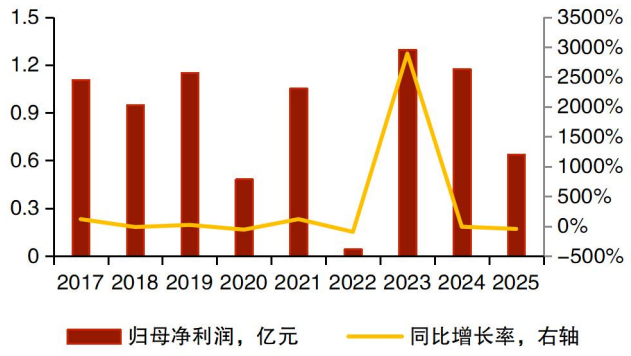
公司利润短期承压，但营收基本盘保持稳健。2023 年公司完成重大资产出售，通过出售汽车销售公司的部分股权和全部债权，以及天元供应链的股权，完成综合交通服务业务中乘用车 4S 服务和供应链业务的剥离。受业务剥离的影响，2024 年公司营业收入 7.41 亿元，同比下降 53.68%;但盈利能力显著提升,毛利率由 2023 年的 15.25%增长至 2024 年的 31.35%，实现归母净利润 1.18 亿元，同比下降 9.29%，归母净利率达 15.86%。2025 年公司实现营业收入 7.57 亿元，同比增加 2.10%；利润总额 0.97 亿元，同比下降 37.17%；归母净利润为 0.64 亿元，同比下降 45.64%。2026 年一季度实现营业收入 1.50 亿元，同比增长 7.04%，归母净利润同比下降 14.78%，主要系省际度假游轮筹备期产生费用但暂无收入、补贴减少等短期因素扰动。

图表 2：2017-2025 年公司营业收入及同比增速



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 3：2017-2025 公司归母净利润及同比增速

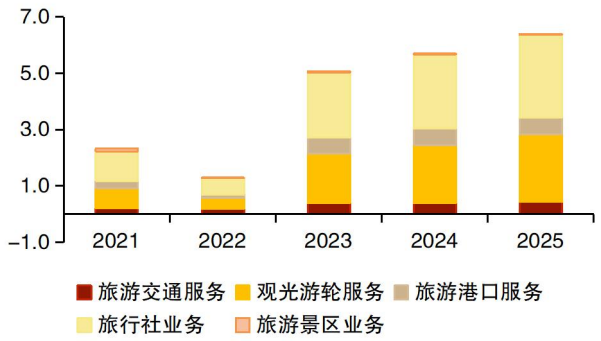


资料来源：ifind，华源证券研究所

旅游综合服务业务是公司发展战略与收入增长核心，产品矩阵不断升级。2025 年，公司旅游综合服务业务实现收入 6.40 亿元，同比增长 12.33%，占总营收比重约 84.6%，毛利率从 2021 年的约 19.49%提升至 2025 年的 29.13%，已成为公司收入和利润增长的核心引擎。旅游综合服务业务包括游轮旅游、旅游交通、旅游港口、旅行社、旅游景区运营。**游轮旅游服务**方面，截至 2025 年末，公司拥有游船 28 艘，其中长江三峡系列豪华游轮 6 艘、西陵峡系列游船 7 艘，已形成“两坝一峡”、“长江夜游”、“高峡平湖”、“三峡人家专线”等多层次需求的观光游轮产品体系。**观光游轮服务** 2025 年实现收入 2.40 亿元，同比增长 16.15%；公司游船类产品全年接待游客 294.07 万人次，同比增长 14.81%，游客接待量创历史新高。公司于 2026 年 4 月正式投运首艘省际度假游轮“长江行·揽月号”，从“一日游”观光向“多日度假”模式升级，第二艘“极光号”于 2026 年 8 月正式投入运营。**旅行社服务**方面，公司拥有 2 家旅行社，2025 年实现收入 2.95 亿元，同比增长 11.81%。截至 2025 年末，公司拥有旅游客运车辆 134 台，景区直通车线路 10 余条，旅游客运港口 8 个。**旅游景区运营**方面，2019 年收购的九凤谷景区定位为体验式景区，收入来源为门票及二次消费。根据公司 2026 年 7 月发布的公告，为进一步聚焦游轮旅游主业发展，优化资源配置，公司计划将持有的湖北三峡九凤谷旅游开发有限公司 100%股权出售给湖北三峡文旅。

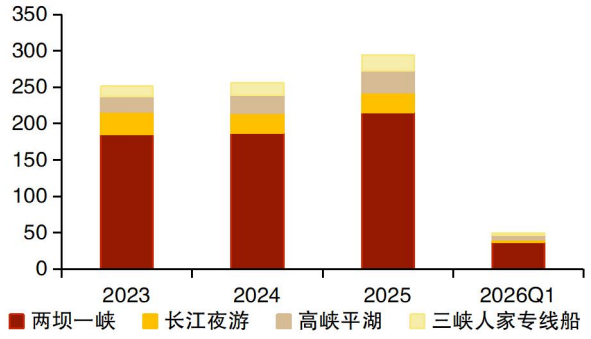
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：2021-2025 年旅游综合服务分业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

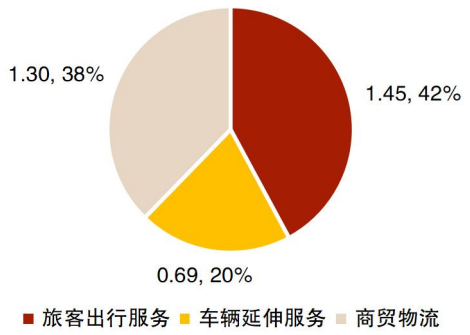
图表 5：2023-2026Q1 主要游船产品游客接待情况（万人）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

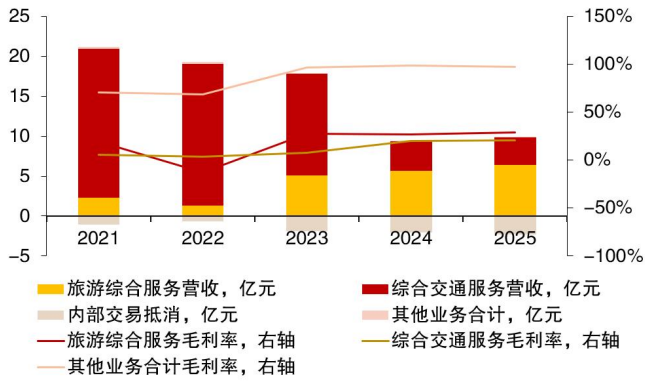
综合交通服务业务整体呈现战略收缩态势，与公司聚焦旅游主业的战略方向一致。公司综合交通服务业务目前主要包括旅客出行服务、车辆延伸服务、商贸物流服务。2025 年，综合交通服务业务收入 3.45 亿元，占总营收比重约 45.52%，对比 2023 年的 79.44%，整体呈现战略收缩态势。**旅客出行服务**方面，截至 2025 年末，公司拥有道路班线客运车辆 569 台，已开行 10 条城际公交和 5 条定制客运线路，同时运营三级以上客运站 7 座、出租车 547 台。**车辆延伸服务**方面，公司运营加油站 8 座、机动车检测站 5 座、充电站 4 座。**商贸物流服务**主要包括物业租赁、钢铁物流及商超销售等业务。2024 年公司新增光伏发电业务。

图表 6：2025 年综合交通服务分业务收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：2021-2025 年分业务营业收入与毛利率变化趋势



资料来源：ifind，华源证券研究所

2. 内河游轮赛道供需与竞争格局

2.1. 政策红利与银发经济共振，内河旅游需求持续扩容

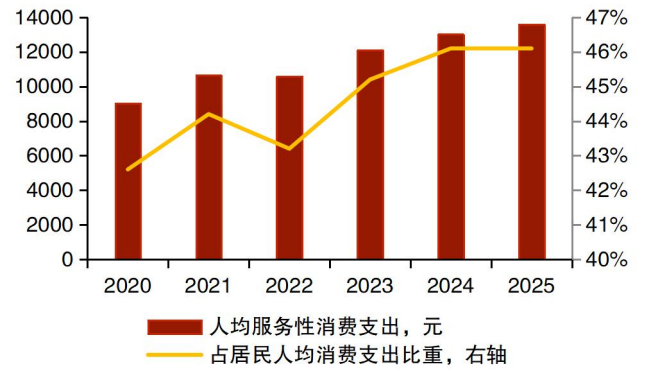
服务消费政策利好频出，国内服务消费日益成为经济高质量发展的重要引擎。我国居民消费结构正逐步转型升级，尤其是服务消费快速增长。国际经验表明，当人均国内生产总值达到 1 万美元时，居民服务性消费需求大幅增加；当人均 GDP 达到 1.5 万美元左右时，消费结构将加快从商品消费主导向服务消费主导转变。中国人均 GDP 从 2020 年的 10,632 美元升至 2025 年的 13,953 美元，连续 3 年超过 1.3 万美元，服务消费预计将进入快速增长阶段。

下载日志已记录，仅供内部参考

从政策支持来看，2026 年 7 月国务院批复同意《扩大消费“十五五”规划》，指出要坚持扩大内需的战略基点，扩大服务消费；《规划》还提出消费结构更优化，居民人均服务性消费支出占居民人均消费支出的比重稳步提高，居民消费底气更足、预期更稳、信心更强。2020–2025 年，中国居民人均服务性消费支出年均增长 8.5%，展现出强大的增长动能，人均服务性消费支出占居民人均消费支出的比重上升 3.5 个百分点，2025 年比重达到 46.1%。近年来，我国还出台了《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》《关于扩大服务消费的若干政策措施》《加快培育服务消费新增长点工作方案》等一系列文件，并在各类提振消费政策中持续加大对服务消费的支持力度。

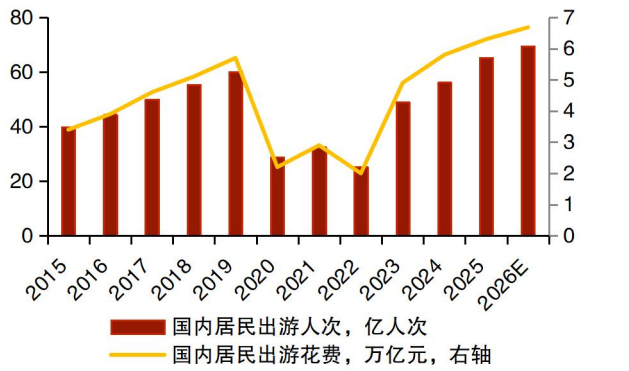
旅游消费作为典型的服务消费，推动文旅产业从复苏回暖转向高质量发展。2025 年，国内文旅行业坚持稳中求进的工作总基调，深化“文旅+”跨界融合，多措并举提振文旅消费、培育产业新质生产力，着力推动文旅产业从复苏回暖转向高质量发展。国家层面陆续出台《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》《提振消费专项行动方案》等重大支持文旅行业高质量健康发展的政策，使得国内旅游业展现出强大的内生动力与升级趋势，实现稳健复苏与结构优化，成为服务业增长和消费回暖的重要引擎。2025 年全年，国内居民出游人次达 65.22 亿，较上年增加 9.07 亿，同比增长 16.2%；国内居民出游花费达 6.30 万亿元，较上年增加 0.55 万亿元，同比增长 9.5%，国内旅游业已从复苏周期全面转向增长周期。同时，消费核心逻辑从传统观光打卡、功能满足，转向追求情绪价值、精神满足与深度文化体验，体验型消费逐渐占据市场主流；亲子、研学、康养、休闲度假等细分赛道需求旺盛，推动文旅消费结构持续优化，成为拉动内需的关键动力。

图表 8：2020–2025 年中国居民人均服务性消费支出及占居民人均消费支出比重



资料来源：国家统计局，华源证券研究所

图表 9：2015–2026 年国内居民出游人次及花费



资料来源：文化和旅游部，艾媒咨询，华源证券研究所

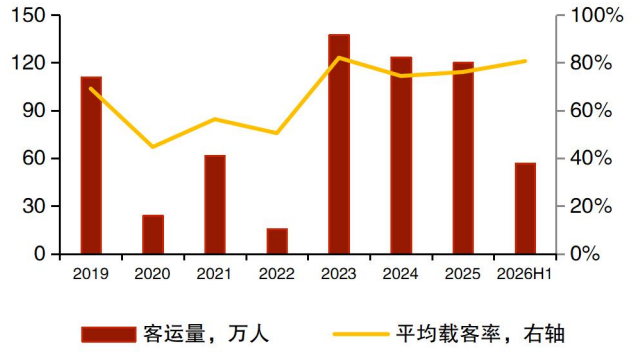
游轮旅游是服务消费升级的典型受益赛道。根据上海航运公众号，邮轮原意是指海洋上定期、定线航行的大型客运轮船，后转型成为休闲度假的交通工具；游轮是用于搭载乘客从事旅行、参观、游览活动的各类客运机动船只的统称，相较邮轮出行距离更短，旅途主要为河流、近海区域。国际邮轮协会（CLIA）数据显示，2025 年全球远洋邮轮乘客达 3,720 万人次，相较 1985 年的 190 万人次，41 年间增长近 19 倍。目前邮轮产业不仅已超越 2019 年的水平，更在进入“新的超级周期”，CLIA 预计全球邮轮乘客量到 2029 年将达约 4,210 万人次。2025 年，中国以 110 万人次的客源量位居全球客源市场第七，同比增长 15.8%。聚焦内

下载日志已记录，仅供内部参考

河游轮，根据 GII 公布的报告数据，2025–2030 年全球内河游轮市场预计增长到 57.36 亿美元，预测期内复合年增长率为 15.5%；中国河流游轮市场规模预计 2030 年将达到 22 亿美元，2024–2030 年复合年增长率为 15.1%。回归国内内河游轮，长江三峡游轮是内河游轮具有代表性的赛道。2025 年全年，长江三峡游轮累计发船 4,972 艘次，累计客运量 120.1 万人，平均载客率 76.08%，较 2024 年同期上升 1.67 个百分点；2026 年 1–6 月，累计发船 2,020 艘次，累计客运量 56.89 万人，同比增长 4.9%，平均载客率为 80.63%，较 2025 年同期上升 4.16 个百分点。我们认为，内河游轮作为一站式服务消费的典型载体，市场需求空间或远未触顶。

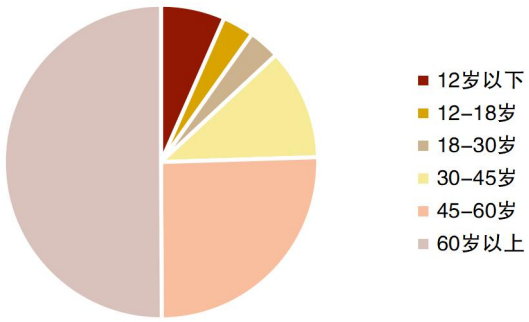
银发经济崛起成为长江三峡旅游消费的重要增量引擎。截至 2025 年末，中国 60 岁及以上人口达 3.2 亿，占总人口 23%；根据中国社会报，预计“十五五”期间，全国老年人口将增长至 3.9 亿人，年均净增加约 1,300 万人，年均增长率达 3.6%。《扩大消费“十五五”规划》专设“发展银发经济”专栏，明确要求拓展银发旅游、康养旅居等多元化服务供给，推动银发经济高质量发展。2026 年全国两会也明确将银发游列为文旅市场四大核心增量赛道之一，有钱有闲的“银发族”预计将成为旅游市场的重要增量，行业的整体扩容也为银发旅游提供了广阔舞台。同程旅行数据显示，2025 年 1–9 月，60 岁以上银发族人均住宿花费较青年群体高 30%以上，在出境豪华邮轮用户中 50–70 岁银发族占比超 70%。三峡游轮产品慢节奏、低强度、高品质的服务体验高度契合休闲度假群体的出行需求，银发人群是公司游轮产品重要客群之一。长江三峡游轮旅游的游客中 60 岁以上老年人群占总量的 50.08%，构成了游轮旅游消费坚实的基本盘。我们认为，银发经济的持续扩容，有望为内河游轮赛道提供长期稳定的需求支撑。

图表 10：2019–2026H1 长江三峡游轮客运量及载客率



资料来源：重庆航运交易所、重庆邮轮中心，华源证券研究所
注：2020–2022 年为全年游船平均负载率

图表 11：2025 年长江三峡游轮游客年龄结构



资料来源：重庆航运交易所、重庆邮轮中心，华源证券研究所

2.2. 资源具备天然稀缺性，竞争格局加速优化

长江三峡具备世界级核心旅游资源及天然稀缺性，游轮呈高端化趋势。长江三峡及三峡大坝水利工程具有独占性与不可替代性，长江三峡是世界上极少数可以乘坐大型内河豪华游轮、长线通航游览高山峡谷的河道，具有雄奇俊秀的峡谷风光、丰富的人文景观和大国重器三峡工程等独具特色的优势资源，是极富魅力的国际游船旅游胜地。目前，长江三峡游船市场涵盖半日游/一日游/夜游、2–3 日中短程产品和 4–5 日经典省际游轮三大层次。长期以来，

下载日志已记录，仅供内部参考

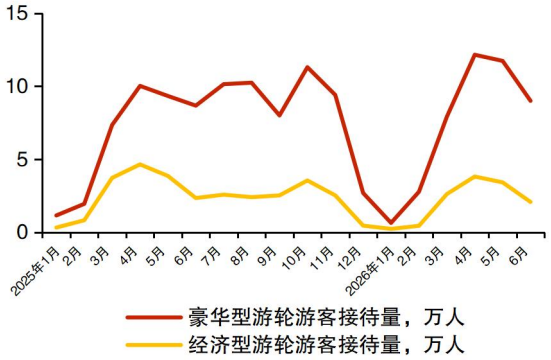
国内三峡游轮多以重庆至宜昌短途航线为主。随着居民消费理念和旅游模式转型升级，游客已不仅仅满足于观光旅游，更重视在产品消费的过程中获得休闲体验互动感受。据重庆邮轮中心数据，2025 年长江三峡豪华型游轮发船 3,139 艘次，同比增长 4%，完成客运量 90.28 万人，同比增长 1%；经济型游船发船 1,833 艘次，同比下降 23%，客运量 29.82 万人，同比下降 12%，豪华型需求增速显著优于经济型。相比传统观光游船，豪华度假游轮的航线更长，客均单价通常在 1000-7000 元不等，不仅大幅提升了基础票价收入，还可以带动船上二次消费的有效转化。

图表 12：长江干线航道示意图



资料来源：新华社，华源证券研究所

图表 13：2025-2026H1 长江三峡游轮分船型游客接待量



资料来源：重庆航运交易所、重庆邮轮中心，华源证券研究所

从游轮航线结构看，长江三峡游轮以渝宜线为核心。渝宜线是长江三峡游轮目前最成熟、选择最丰富的“王牌航线”，穿越瞿塘峡、巫峡、西陵峡（西段）三大峡谷，可打卡三峡大坝和沿岸特色景点。2025 年 1-12 月，渝宜线共计发船 2,603 艘次，完成客运量 81.26 万人，占总量的 67.66%，载客率 80.96%；2026 年上半年，渝宜线客运量达 37.63 万人，占总量的 66.15%，载客率 82.17%。万宜线、奉宜线主要满足短程游船需求，适合预算有限、时间紧张、想体验“说走就走”的年轻人或周边游旅客。2025 年 1-12 月，万宜线、奉宜线分别发船 1,128 艘次和 983 艘次，完成客运量 18.82 万人和 14.20 万人，分别占总量的 15.67%和 11.82%；2026 年上半年，万宜线、奉宜线载客率分别达到 78.08%和 76.45%。此外，渝汉、渝宁、渝沪三条稀缺航线进一步丰富了产品层次，满足深度长线体验需求。2025 年全年，渝汉线共计发船 68 艘次，完成客运量 2.39 万人，占总量的 1.99%，载客率高达 93.93%；其他航线发船 190 艘次，完成客运量 3.43 万人。不同航线共同构成了三峡游轮市场从观光到度假的多层次供给体系。

图表 14：三峡游轮航线对比

需求	推荐航线	预算参考	关键特点
时间+价格敏感	渝宜线 1-3 天短程	199/人起	速览三峡、时间短、价格低
三峡体验感	渝宜线 4-5 天豪华游轮	约 1600/人起	经典三峡之旅，游轮选择多
文化深度	渝汉线 6 天 5 晚	约 3000/人起	三峡两坝+三国赤壁+岳阳楼
豪华体验	渝宁线 10-11 天	约 13800/人起	定制航线，深度长江之旅
全景长江	渝沪线 11-12 天	约 17860/人起	豪华游轮万里长江之旅

资料来源：三峡游轮船票预订中心公众号，华源证券研究所

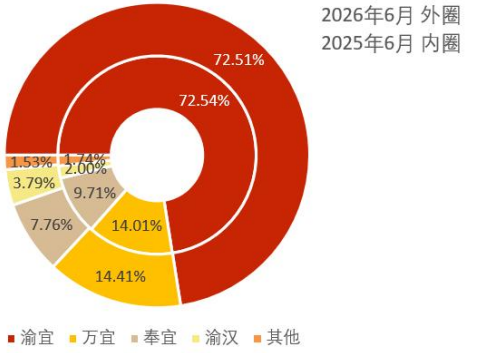
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：2025 年长江三峡游轮航线分布情况

航线	客运量（万人）	占比（%）	载客率（%）
渝宜	81.26	67.66%	80.96%
万宜	18.82	15.67%	72.56%
奉宜	14.2	11.82%	55.42%
渝汉	2.39	1.99%	93.93%
其他	3.43	2.86%	
合计	120.1	100.00%	76.08%

资料来源：重庆航运交易所、重庆邮轮中心，华源证券研究所

图表 16：2025 年 6 月/2026 年 6 月分航线客运量占比



资料来源：重庆航运交易所、重庆邮轮中心，华源证券研究所

“退三进一”政策有望有效约束行业供给的无序扩张。2024 年长航局提出，除兼并重组设立新企业外继续暂停批准设立新的长江干线省际客船运输企业，以及新增运力须以淘汰低效老旧产能为前提，即退出 3 艘省际运输客船可申请新建 1 艘客船等措施。较高的审批准入门槛与资金壁垒，使得长江游轮总运力规模基本锁定，新增供给受到限制。截至 2024 年末，经长航局批准的省际游轮新建运力为 20 艘，客位数合计 12,088 个，其中 9 艘已开工，客位数合计 5,378 个；同时 2025 年起的五年内，公司可研报告预计还将有 10 艘省际游轮退出，客位数合计 2,345 个。2025 年长江游轮共计投入运力 49 艘省际游轮，总客位数 20,768 个；共有 3 艘新船陆续上线运营、3 艘顺利吉水，3 艘开工建设，3 艘老旧船同步退市，行业供给结构持续优化。假设 2025–2030 年 20 艘新船全部投入运营，将净增加 9,743 个客位数达到 30,511 个，2025–2030 年期间年均复合增长率为 8.0%。我们认为，行业虽有新增运力，但短期不存在无序放量，且政策提出有助于老旧船舶持续出清，长江三峡游轮供需结构有望优化，并有望驱动行业步入高质量发展。

图表 17：2025 年长江游轮新船建造、上线及老旧船退市情况

类别	客运企业	船舶名称	首航时间	客位数
上线	湖北皇家	长江探索	2025 年 5 月 29 日	402
	重庆东江	美维凯璇	2025 年 9 月 28 日	590
	巴东楚天	楚天长江如歌	2025 年 10 月 1 日	498
退市	宜昌江腾	三国	\	568
	巴东楚天	总统一号		
	重庆东江	美维凯蕾		
吉水	宜昌交运	长江行·揽月	2026 年上半年	650
	重庆交运	重轮长江云帆	2026 年上半年	650
	重庆冠达	世纪梦想	2026 年下半年	650
开工	宜昌交运	长江行·极光	2026 年下半年	650
	重庆大美	华夏六号	2026 年下半年	650
	重庆长航	长江七号	2027 年上半年	638

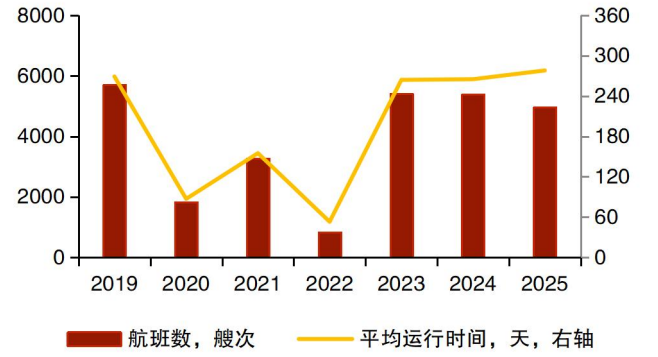
资料来源：重庆邮轮中心，华源证券研究所

游轮运力迭代提速，新船入列推动高端供给升级。2025 年长江游轮投入运力较 2024 年减少 2 艘，但客位数增加 576 个，呈现“减量提质”的结构优化趋势。目前新船主推大型化、高端化、豪华化，造价基本在 2–3 亿元之间。在截至 2024 年底已开工的 9 艘新船中，有 7

下载日志已记录，仅供内部参考

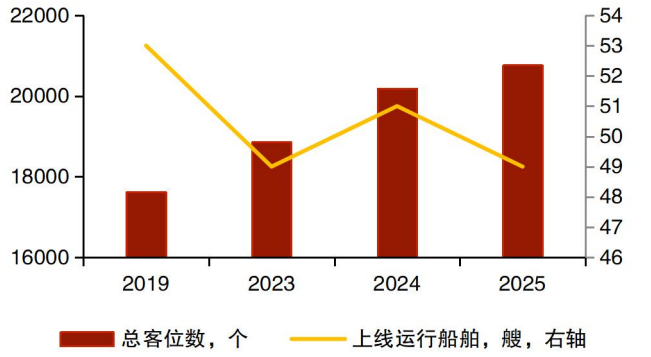
艘游轮长度均为 150 米。重庆邮轮中心预计 2026 年长江省际游轮客位数将净增加 4172 个，运力同比增加 20%，接待能力增加 30 万人以上。2025 年全年游轮平均营运时间为 278 天，比 2024 年长 13 天，其中营运时间达到 280 天的有 18 艘，达到 300 天的有 9 艘；市场景气度来看，单日接待超 4000 人的旺季时间为 143 天，旺季时间占游轮平均营运时间的 51.44%。中高端游轮产品仍受到市场青睐，2025 年和 2026 年上半年，高客单价游轮分别达到 9 艘和 10 艘，平季价格超过 4000 元/人，为常规渝宜线游轮平均价格的 1.5-2 倍，且高客单游轮床位载客率分别达到 66.53%和 70.84%。

图表 18：2019-2025 年长江游轮航班数与平均运行时间



资料来源：重庆邮轮中心，华源证券研究所

图表 19：2019-2025 年长江游轮客位数与运行船舶数



资料来源：重庆邮轮中心，华源证券研究所

竞争格局相对集中，高端化竞争格局相对优越。据《长江游轮旅游发展报告 2025》，2025 年经营长江干线省际客运航线的游轮企业共有 13 家，运营游轮 49 艘。其中，豪华型游轮 38 艘，客位数 17,791 个；经济型游轮 11 艘，客位数 2,977 个。以客运量占比来衡量市占率，2025 年长江三峡省际游轮 CR3 市占率为 46.24%，竞争格局相对集中。长江三峡游轮类型中，按价格划分，人均 4000 元以上的船型供给相对较少，高端化竞争格局相对优越；人均 4000 元以下的船型供给较多，竞争相对激烈。

图表 20：2025 年及 2026 年上半年各游轮公司营运省际游轮及客运量情况

地区	序号	客运企业	2025 年			2026 年上半年	
			营运游轮(艘)	客运量(万人)	占比(%)	客运量(万人)	占比(%)
重庆籍省际游轮	1	重庆渝鸿	7	23.31	19.41%	11.5	20.21%
	2	重庆黄金	7	15.38	12.81%	7.23	12.71%
	3	重庆冠达	6	14.51	12.08%	5.89	10.35%
	4	重庆东江	6	13.18	10.97%	5.94	10.43%
	5	重庆大美	3	8.39	6.99%	3.47	6.10%
	6	重庆长航	3	5.39	4.49%	1.78	3.12%
	7	重庆交运				1.08	1.90%
	小计		32	80.16	66.75%	36.89	64.82%
湖北籍省际游轮	1	武汉扬子江	3	9.12	7.59%	4.06	7.14%
	2	巴东楚天	6	8.73	7.27%	5.85	10.28%
	3	宜昌新高湖	1	7.61	6.34%	4.25	7.46%
	4	宜昌江腾	3	5.73	4.77%	1.90	3.35%
	5	宜昌隆基	1	2.94	2.44%		
	6	宜昌交运				1.12	1.97%
	7	湖北皇家	1	0.89	0.74%	0.49	0.86%

下载日志已记录，仅供内部参考

	小计		15	35.02	29.15%	17.67	31.06%
省际非跨夜游轮	1	重庆冠达	1	4.92	4.10%	2.33	4.10%
	2	宜昌交运	1				
合计			49	120.1	100%	56.89	100%

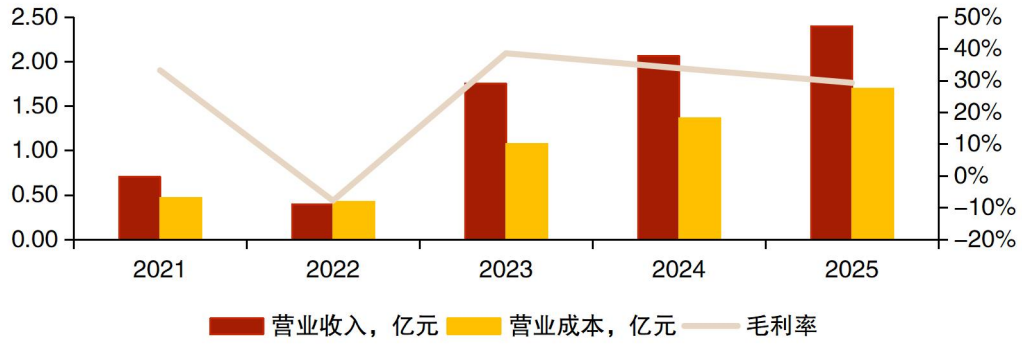
资料来源：重庆邮轮中心，重庆航运交易所，华源证券研究所

3. 存量壁垒稳固，省际游轮开启第二增长曲线

3.1. 独占“两坝一峡”稀缺资源，量价齐升构筑稳固基本盘

公司在宜昌核心水域具备竞争对手难以撼动的护城河。公司是“两坝一峡”旅游产品的唯一运营主体，还拥有两坝一峡区域主要旅游港口的所有权和使用权，也规划确立了以三峡游轮中心为主的“一主四辅”港站网络。2025 年，游船核心产品“两坝一峡”接待 215.57 万人次，同比增长 15.44%；2026Q1“两坝一峡”接待 37.23 万人次，同比增速进一步攀升至 34.21%，延续高增态势。观光游轮业务的增长并非单纯依赖客流扩容，更来自产品创新升级带来的客单价提升。公司近年来持续优化产品结构，推出臻享全域游、鳜侠尊享 VIP 等精品高价类差异化产品，有效拉动盈利结构改善，观光游轮服务毛利率提升至 2025 年的 29%。观光游轮业务的基本盘稳固，为公司贡献了稳定的核心利润来源，也为省际游轮的拓展提供了协同作用与客源导流基础。

图表 21：2021-2025 年公司观光游轮服务营收规模及毛利率趋势



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 首艘省际游轮表现突出，高端度假产品验证市场空间

省际度假游轮是公司从“一日观光”向“多日度假”跨越的战略产品，首航表现超预期。“长江行·揽月号”单船投资约 2.59 亿元，总吨位约 1.7 万吨，最大载客 650 人，配备 259 间客房（含自用和备用舱），并首次搭载华为鸿蒙智家系统，航程全程高速 WiFi 覆盖，采用混合动力模式，船舶空调系统综合节能超 20%。揽月号于 2026 年 4 月 18 日首航，截至 6 月 30 日已完整运行 22 个单边航次，平均载客率 92.78%。省际游轮淡季定价 4399 元/人起，套房价格达 7478 元至 17596 元/人，采用一价全包模式，全面覆盖渝宜线瞿塘峡、巫峡、西陵峡全程核心景观。虽价格较传统豪华游轮客单价更高，运行以来，载客率高于 2026 年上半年

下载日志已记录，仅供内部参考

长江三峡游轮平均载客率的 80.63%。第二艘省际游轮“长江行·极光号”于 2026 年 8 月正式首航，公司预计后续两艘省际游轮将于 2028 年交付。

图表 22：省际游轮项目建造及投资计划

建设周期	首批游轮建造	首批游轮营运及二批轮建造
建造计划（艘）	2	2
单船造价（万元）	25,927	27,223
建造投入资金（万元）	51,854	54,447
铺底资金（万元）（按造价 2.5%计提）	2,593	–
小计（万元）	54,447	54,447

资料来源：公司公告，华源证券研究所

“揽月号”在硬件、服务、游览体验等方面具备差异化竞争优势。公司首批两艘省际游轮呈现五大显著特色：1）硬件配置的先进性，游轮搭载智能家居系统，打造智能便捷的旅居环境；2）服务体验的极致性，创新“服务上岸”模式，构建“船岸一体”全流程服务体系；3）游览体验的独特性，以“登船即入戏”为核心，打造游轮全程沉浸式文化体验；4）行程安排的舒适性，采用上岸游览错峰机制，系统性优化游览节奏与体验感；5）三峡风光的全揽性，深度依托“两坝一峡”核心资源，打造产品差异化亮点。尽管公司 2026Q1 因筹备期费用前置导致归母净利润短期承压，但“揽月号”载客率等运营数据已展现产品竞争力，下半年起随着两艘游轮相继贡献收入，业绩有望进入高速增长通道。

图表 23：“长江行·揽月号”运营数据

截至日期	完成航次数量	平均载客率（床位）
5 月 8 日	6 个单边航次	94.13%
5 月 28 日	12 个单边航次	91.92%
6 月 13 日	17 个单边航次	91.29%
6 月 30 日	22 个单边航次	92.78%
5 月“渝宜线”	/	83.83%
6 月“渝宜线”	/	69.66%

资料来源：公司公告，重庆邮轮中心，华源证券研究所

省际游轮单船盈利模型预测，中性假设下单船净利润率达 31.32%。据公司可研报告数据，定价在 2800-3000 元/人时，达产后单船年净利润为 2,500 万元，然而“揽月号”投运后实际定价高于项目可研报告，我们预计单船年净利润将高于可研测算情况。考虑首航效应及淡旺季波动，我们保守假设，首年两艘游轮平均载客率为 78%，高于 2025 年行业平均水平的 76%，且稍低于 2025 年渝宜线平均水平 80.96%；乐观假设，平均载客率稍低于 2025 年旺季 10 月渝宜线的 88.57%。平均客单价以揽月号淡季定价的 4399 元/人为基准设置，考虑不同房型占比及渠道折扣，我们中性假设平均客单价约 3849 元/人。经测算，预计保守情境下，省际游轮单船年营收有望达到 1.17 亿元，达产净利率为 28.08%，单船每年可贡献近 3,286 万元的净利润。2026 年受限于新船投运初期的市场推广费用集中投放等因素，该板块利润贡献预计相对较小。我们预计，随着 2027-2028 年多艘豪华游轮进入稳定运营状态，新运力集

下载日志已记录，仅供内部参考

中投放后，省际游轮业务有望打破公司原有的营收天花板，成为驱动未来 3-5 年业绩增长的核心引擎。

图表 24：省际游轮服务业务单船盈利预测模型

假设项	保守	中性	乐观
满载客位数，人/航次	528	528	528
年度航次，次/年	76	78	80
载客率	78%	82%	86%
游客接待量，人次	31300	33771	36326
平均客单价，元	3739	3849	3959
年营业收入，万元	11703	12999	14382
年折摊，万元	1728	1728	1728
燃料成本，万元	1518	1518	1518
人工费用，万元	1829	1829	1829
其他费用，万元	2246	2494	2760
税前利润，万元	4382	5429	6546
净利润，万元	3286	4071	4910
净利润率	28.08%	31.32%	34.14%

资料来源：公司公告，华源证券研究所测算（注：预测基于一定前提假设，或存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致单船盈利预测结果存在偏差）

4. 盈利预测与估值

4.1. 收入拆分与盈利预测

旅游综合服务业务：

1）观光游轮作为存量基本盘，2024-2025 年公司游船产品游客接待数同比分别增长 1.93%和 14.81%。我们预计，2026 年游船产品客流增速约 5.4%，2027-2028 年随基数扩大及游轮产品分流，增速逐步放缓至 4.6%；并预计 2026-2028 年观光游轮的客单价分别以 8%/7%/6%的增速上涨，经计算观光游轮业务收入同比增速预计分别为 13.8%/11.9%/10.9%。

2）省际游轮新增业务方面，2026 年上半年该业务营收 0.32 亿元，占总收入的 7.78%。基于我们的保守假设单船营收约 1.17 亿元来测算，考虑揽月号 2026 年 4 月、极光号 2026 年 8 月投运，2026 年合计折算为 1.1 艘单船收入，2027 年两艘完整运营，2028 年第三、四艘投运后全年合计折算为 3 艘单船收入，对应 2026-2028 年省际游轮收入分别为 1.27/2.34/3.51 亿元。

3）2026 年上半年旅行社业务收入同比增长 36.74%；受益于省际游轮品牌溢出及客源导流，我们预计 2026-2028 年旅行社收入同比增长 22%/20%/18%。

4）我们预计省际游轮毛利率高于旅游综合服务业务平均值，将带动整体业务毛利率上涨，预计 2026-2028 年旅游综合服务毛利率分别为 32%/34%/35%。

综合交通服务业务：公司持续聚焦旅游主业，我们预计公司非旅游业务延续此前的经营趋势，综合交通服务业务预计 2026-2028 年将维持-5%的收缩幅度。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测：我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 9.84/12.00/14.33 亿元，同比增速分别为 30.05%/21.95%/19.34%，归母净利润为 1.64/2.25/2.90 亿元，同比增速分别为 156.88%/36.91%/28.91%。

4.2. 相对估值

我们选取同为聚焦旅游综合服务业务的黄山旅游、峨眉山 A、长白山、丽江股份、九华旅游作为可比公司，根据 ifind 一致预测，可比公司 2026 年平均 PE 为 29 倍。我们预计，公司 2026-2028 年 PE 分别为 28/20/16 倍，考虑到公司观光游轮服务业务基本盘稳固，省际游轮业务利润尚未充分展现，正处于快速放量、业绩弹性释放阶段，成长性显著，有望开启第二增长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 25：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
		2026/9/28	26E	27E	28E	26E	27E	28E
600054.SH	黄山旅游	10.51	0.46	0.52	0.58	23	20	18
000888.SZ	峨眉山 A	9.14	0.50	0.55	0.66	18	17	14
603099.SH	长白山	40.60	0.59	0.70	0.79	69	58	51
002033.SZ	丽江股份	8.19	0.44	0.48	0.53	19	17	16
603199.SH	九华旅游	31.84	2.10	2.41	2.75	15	13	12
		平均值				29	25	22
002627.SZ	三峡旅游	6.50	0.23	0.32	0.41	28	20	16

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，三峡旅游盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

1）**省际游轮运营爬坡不及预期：**揽月号首航载客率表现强劲，但新船市场培育周期及品牌认知度提升仍需时间验证，后续航次载客率若低于可研预期，将对盈利预测构成下行风险。

2）**旅游消费景气度波动：**旅游消费属于可选消费，若宏观经济增速放缓或居民消费意愿下降，可能导致游客量及客单价低于预期，影响存量及增量业务的经营表现。

3）**安全事故与自然灾害风险：**长江游轮运营受极端天气、汛期水位等不可抗力影响，安全事故或长时间停航将对公司品牌声誉及经营造成重大冲击。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	472	596	515	439
应收票据及账款	26	27	30	31
预付账款	17	19	23	27
其他应收款	258	324	395	471
存货	8	10	12	14
其他流动资产	540	306	430	609
流动资产总计	**1,322**	**1,282**	**1,404**	**1,593**
长期股权投资	118	126	133	140
固定资产	1,113	1,225	1,412	1,567
在建工程	323	326	208	90
无形资产	193	181	169	157
长期待摊费用	14	13	12	10
其他非流动资产	939	918	905	892
非流动资产合计	**2,701**	**2,788**	**2,840**	**2,857**
资产总计	**4,023**	**4,070**	**4,244**	**4,450**
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	123	119	142	168
其他流动负债	343	329	389	455
流动负债合计	**466**	**448**	**532**	**623**
长期借款	26	25	23	20
其他非流动负债	244	244	244	244
非流动负债合计	**271**	**269**	**267**	**265**
负债合计	**736**	**717**	**799**	**888**
股本	725	706	706	706
资本公积	1,670	1,689	1,689	1,689
留存收益	683	756	855	986
归属母公司权益	3,077	3,151	3,250	3,380
少数股东权益	209	202	195	182
股东权益合计	**3,287**	**3,353**	**3,445**	**3,562**
负债和股东权益合计	**4,023**	**4,070**	**4,244**	**4,450**

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	60	117	178	241
折旧与摊销	134	143	158	172
财务费用	-6	-7	-7	-6
投资损失	-8	-27	-27	-27
营运资金变动	51	146	-120	-172
其他经营现金流	28	55	57	53
经营性现金净流量	**258**	**428**	**238**	**260**
投资性现金净流量	**-299**	**-218**	**-199**	**-179**
筹资性现金净流量	**-304**	**-85**	**-121**	**-156**
现金流量净额	**-344**	**125**	**-82**	**-75**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**757**	**984**	**1,200**	**1,433**
营业成本	**496**	**624**	**744**	**879**
税金及附加	38	30	24	14
销售费用	11	13	14	14
管理费用	137	157	168	172
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-6	-7	-7	-6
资产减值损失	-10	0	0	0
信用减值损失	-2	-3	-4	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	8	27	27	27
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	43	43	45	44
营业利润	**121**	**234**	**325**	**425**
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	26	17	18	21
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**97**	**219**	**310**	**407**
所得税	37	62	92	131
净利润	**60**	**157**	**218**	**276**
少数股东损益	-4	-7	-7	-13
归属母公司股东净利润	**64**	**164**	**225**	**290**
EPS(元)	0.09	0.23	0.32	0.41

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	2.10%	30.05%	21.95%	19.34%
营业利润增长率	-24.56%	93.22%	38.86%	30.86%
归母净利润增长率	-45.64%	156.88%	36.91%	28.91%
经营现金流增长率	-24.10%	65.67%	-44.38%	9.17%
盈利能力				
毛利率	34.46%	36.58%	38.01%	38.64%
净利率	7.91%	15.95%	18.14%	19.29%
ROE	2.08%	5.21%	6.92%	8.57%
ROA	1.59%	4.03%	5.30%	6.51%
估值倍数				
P/E	71.75	27.93	20.40	15.83
P/S	6.06	4.66	3.82	3.20
P/B	1.49	1.46	1.41	1.36
股息率	0.75%	1.98%	2.74%	3.48%
EV/EBITDA	23	12	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司对本报告保留一切权利 未经本公司事先书面授权 本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。