下载日志已记录，仅供内部参考

国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

扬州水上游船观光独家运营商，演艺与新游线拓展成长空间

■ 一文读懂瘦西湖招股说明书

社会服务业

评级： 增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘越男(分析师)	021-38677706	liuyuenan@gtht.com	S0880516030003
任嘉骏(研究助理)	010-83939800	renjiajun@gtht.com	S0880126080018

本报告导读：

独家经营安排与成熟景区客源构成公司的经营基础，“大运扬州”演艺和观光车已贡献增长增量，下一阶段成长关注新夜游、新游线的投运及客流转化。

投资要点：

- **深耕扬州核心水域，经营权与多层次产品构成业务基础。**公司以瘦西湖游船业务起步，形成水上观光、游船演艺、观光车及景区管理的业务组合。公司在蜀冈—瘦西湖指定水域和线路拥有长期独家经营安排，游船及观光车经营权分别延续至 2035 年、2042 年，并在指定古运河区域持续开展游船业务。自有船队、分层产品及运营经验共同支撑游客服务与产品迭代。

- **国内旅游需求持续释放，区域资源与体验升级共同影响增长。**国内旅游呈现人次增长快于花费增长的特征，客流需求仍有支撑，单次消费相对理性。水上游览高度依托当地水域、景观及文化资源，形成全国分散、区域集中的竞争结构。按 2025 年船票收入计，公司在江苏市场排名第二，份额为 18.5%。既有资源提供经营基础，产品内容、客流转化及运营效率决定进一步增长的空间。

- **演艺与观光车已兑现增量，渠道拓展和管理输出丰富经营方式。**2025 年“大运扬州”进入完整运营年度，实现收入 2,948.9 万元，贡献公司当年收入增量的 87.7%；观光车收入同比增长 91.5%，进一步拓展水陆联动收益。OTA 占水上游船业务收入的比例由 2023 年的 12.6%升至 2025 年的 34.8%，线上渠道贡献提高；高邮清水潭委托管理则为公司向外部景区输出运营能力提供实践样本。

- **收入结构改善带动毛利增长，现金回收支持后续投入。**2025 年公司营业收入、毛利及归母净利润分别为 1.412 亿元、8,219.0 万元及 4,829.4 万元，同比分别增长 26.7%、35.6%及 12.6%，费用增加和少数股东损益影响毛利向归母利润的传导。经营活动现金流量净额达 6,682.4 万元，覆盖同期资本开支约 2.3 倍。2026H1 收入及归母净利润均同比小幅下降，旺季客流、天气及成本效率仍是重要影响因素。

- **募投规划：新夜游与新游线拓展产品覆盖，成长贡献需结合投运进度评估。**公司规划开发瘦西湖沉浸式夜游、小秦淮河游线及水上休闲项目，并推进船队更新和新增受托管理。新夜游以“乾隆南巡”为主题，计划于 2027 年 12 月正式运营；按公司预计的年购票 30 万—40 万人次及拟定 160 元票价，完整年度票面交易额约 4,800 万—6,400 万元。该测算体现潜在规模，实际收入与利润仍取决于审批建设、客流爬坡、成交价格及成本安排。

- **风险提示：**天气扰动，客单价及付费转化承压，经营权及景区政策变化

相关报告

社会服务业《国庆游客出行平稳，长假窗口下长线游与小城游表现较强》2026.10.08
社会服务业《欧元区 PMI 回升，AI 出海支付基础设施加快完善》2026.09.27
社会服务业《欧美零售回升、通胀分化，东南亚内容电商大促保持高增》2026.09.20
社会服务业《我国外贸延续高景气，越南拟下调小包免税门槛》2026.09.13
社会服务业《美国就业数据超预期，Temu 布局中东市场》2026.09.06

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 深耕扬州水域，经营权与产品组合构筑业务基础.....3
1.1. 扬州独家水上游船持牌方，构筑强大运营壁垒.....3
1.2. 扬州国资主导，股权结构集中.....5
2. 出游需求延续，苏扬水上游览具备特色体验价值.....7
2.1. 国民出游需求仍在，客单承压出行花费更为理性.....7
2.2. 江苏旅游需求稳增，扬州文化资源形成客源腹地.....8
2.3. 竞争格局：全国分散局部集中，行业进入门槛较高.....9
3. 收入结构改善，盈利与现金创造能力得到验证.....12
4. 演艺与观光车贡献增量，渠道及管理服务丰富经营模式.....17
4.1. 大运扬州进入完整运营年度，贡献主要收入增量.....17
4.2. 观光车规模与效率改善，拓展水陆联动收益.....17
4.3. 以清水潭管理探索异地输出，拓展轻资产运营业务.....18
4.4. OTA 销售占比提升，线上渠道拓展销售触达.....19
5. 募投规划：夜游、新游线与管理输出并举，拓宽成长空间.....22
5.1. 围绕现有能力拓展夜游、新游线及轻资产项目.....22
5.2. 瘦西湖夜游有望成为第二个游船演艺产品.....22
6. 风险提示.....24

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 深耕扬州水域，经营权与产品组合构筑业务基础

1.1. 扬州独家水上游船持牌方，构筑强大运营壁垒

江苏瘦西湖文化旅游股份有限公司以扬州水上游览为核心，业务涵盖游船观光、游船演艺、观光车及景区管理。公司主要依托蜀冈—瘦西湖风景区及古运河指定水域，提供标准观光船、包船及定制“游船＋”服务，并通过“大运扬州”游船演艺拓展夜间文化体验。在水上业务之外，公司运营景区观光车，衔接游船线路与陆地景点，同时通过高邮清水潭委托管理项目，向外部景区输出运营管理、票务及营销服务。水上游船观光服务为公司核心收入来源，2025 年占营业收入的 83.7%。

以瘦西湖游船起步，当前多业务并举。公司前身于 2006 年成立，成立之初即从事瘦西湖游船业务，2016 年改制为股份公司，2017 年登陆新三板。2022 年观光车和高邮清水潭景区管理加入业务版图，2024 年“大运扬州”演艺进一步拓展夜间消费场景。

图1：瘦西湖发展历程



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

核心水域及景区线路的长期经营安排，为公司持续运营和产品投入提供基础。公司拥有瘦西湖指定水域游船及指定线路观光车长期独家经营安排，并在指定古运河非通航水域开展游船业务，是扬州唯一的水上游船观光持牌运营商，在牌照壁垒之下，依托服务经验和自有运力共同支撑产品迭代。

长期迭代打造丰富产品线，满足多层次水上消费需求。公司游船业务可细分为摇橹船、电动自驾船及多类主题船，提供常规观光、包船及定制“游船＋”服务，满足游客在自主游览、文化体验及团队活动等方面的需求；“大运扬州”游船演艺将水上观光与沉浸式演出相结合，丰富夜间旅游体验；观光车则承担景区游览与陆上接驳功能，与游船线路衔接，形成水陆联动的产品组合，覆盖不同客群及消费场景。

图2：公司产品线丰富

船型／产品	数量及单船载客量	主要用途	游览范围及行程	定价机制	收费方式及标准
摇橹船	36 艘；单船载客量未单列	专门提供包船，结合船娘讲解、	蜀冈—瘦西湖风景区，主要涉及乾隆	自主定价	**1,000 元/船/每两站**；不是按人、按小时或全程计价

下载日志已记录，仅供内部参考

		地方戏曲等文化体验	线；按包船安排确定航段		
电动自驾船	121 艘；4—6 人	家庭及小团体自主驾驶、灵活游览	瘦西湖、宋夹城指定水域；无统一固定航程	自主定价	宋夹城四座船 **120 元/船/小时**、六座船 **150 元/船/小时**；瘦西湖五座、六座船均为 **200 元/船/小时**
生态画舫	16 艘；常规最多 20 人，早茶产品最多 16 人	常规观光、录音导览及“游船＋餐饮”	乾隆线完整单程约 60 分钟；北护城河完整单程最多约 30 分钟；宋夹城环岛约 35 分钟	常规观光为政府指导定价；早茶自主定价	乾隆、北护城河：**50 元/人/每两站**；宋夹城环岛、保障湖：**50 元/票**；早茶：**158 元/人**，包含游船与餐饮
豪华画舫	5 艘；24 人	较高舒适度观光、现场讲解、互动问答及包船	主要涉及乾隆线；包船按具体航段安排	常规票为政府指导定价；包船自主定价	乾隆线：**60 元/人/每两站**；包船：**2,000 元/船/每两站**
豪华生态画舫	28 艘；32 人	常规观光、语音导览及包船	乾隆线、北护城河、宋夹城环岛线、保障湖夜游线	常规票为政府指导定价；包船自主定价	乾隆、北护城河：**60 元/人/每两站**；宋夹城：**50 元/票**；保障湖：**60 元/票**；包船：**1,000 元/船/每两站**
安福号	8 艘；32、37 或 42 人	配备沙发、餐桌及现场讲解，满足较高品质观光需求	主要涉及乾隆线	已披露常规票为政府指导定价	**60 元/人/每两站**；未单列该船型包船价格
古典画舫、现代游艇	古典画舫 7 艘：38、100 或 110 人；现代游艇 3 艘：136、206 或 216 人	古运河常规观光及“大运扬州”夜游演艺	①便益门—南门遗址，50 分钟；②东关古渡—南门遗址，40 分钟；③东关古渡—三湾博物馆，40 分钟；④东关古渡经瓜洲、三湾返回，约 6 小时；⑤“大运扬州”约 4.8 公里、60 分钟	常规观光为政府指导定价；演艺实行市场调节价	线路①②：**100 元/人/往返**；线路③：**80 元/人/单程**；线路④：**160 元/人/整条游线**；演艺：古典画舫 **158 元/票**、现代游艇 **168 元/票**，均含演出
仿古钢制画舫	1 艘；20 人	主要承接沉浸式游船演艺	“大运扬州”：便益门广场码头至南门遗址，约 4.8 公里、60 分钟	市场调节价	**158 元/票**，包含船程及演艺
浮筒艇	4 艘；20 人	专门用于“大运扬州”，提供较高品质观演体验	同上；通常夜间每日 3 场，旺季调整	市场调节价	**158 元/票**，包含船程及演艺
定制“游船＋”服务	使用既有船舶，按需求安排；不另计船舶数量	企业会议、团建、主题布置、文化讲解、非遗体验、研学及其他餐饮活动	公司现有运营水域；航线、时长及服务内容按需求确定，企业服务须提前预订	自主定价	“游船＋企业”“游船＋教育”均为 **1,000 元/次起**；其他餐饮按需求定价。价格包含相应增值内容，与普通包船收费口径不同
电动观光车	28 辆；14 座	常规景点接驳、水陆联动及专属包车	红、蓝线路连接瘦西湖北大门与五亭桥等景点；包车可按需求调整停靠及路线	常规票为政府指导定价；包车自主定价	常规单程：**20 元/人**；包车：**500 元/车/30 分钟**

资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

围绕瘦西湖园林水域布局多条游览线路，以不同航程和沿线景观提供多样化游览选择。现有线路包括乾隆线、北护城河线、宋夹城环岛线及保障湖夜游线，覆盖园林观景、历史文化体验和夜间游览等场景。不同航线与船型、服务内容相结合，使公司能够在既有经营区域内形成多层次产品，并通过观光车衔接陆上景点，丰富游客的游览选择。

下载日志已记录，仅供内部参考

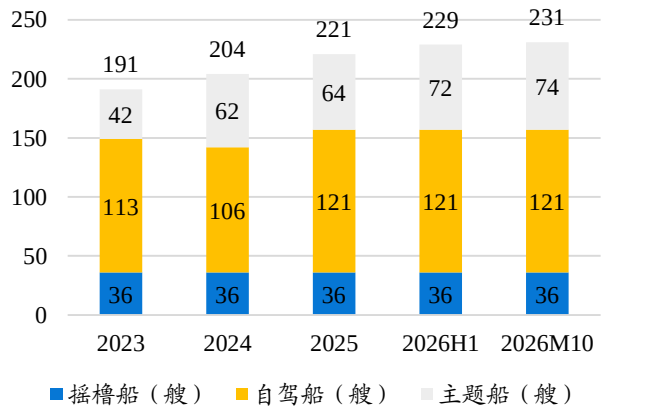
图3：水上游览服务路线



资料来源：招股说明书

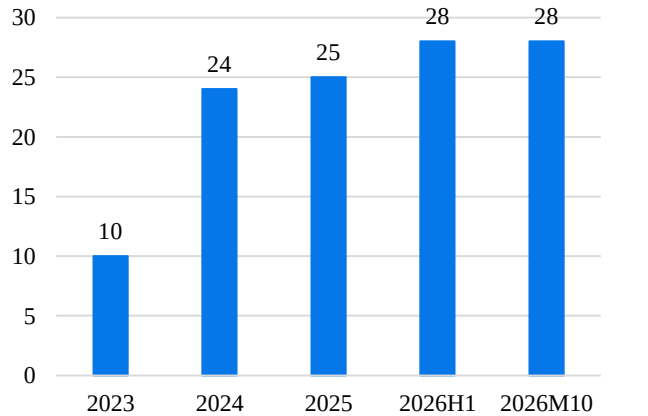
公司全部游船均为自有，运力持续扩充。游船数量由 2023 年末的 191 艘增至 2025 年末的 221 艘，同期观光车由 10 辆增至 25 辆；截至 2026 年 10 月分别达到 231 艘和 28 辆。船队包括 36 艘摇橹船、121 艘自驾船和 74 艘主题船，标准条件下单航次可承载 4,273 人。多船型与观光车共同覆盖常规游览、家庭自驾、团体包船及水陆接驳需求，为产品分层提供运力基础。

图4：公司游船数量不断增长



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

图5：公司观光车数量（辆）



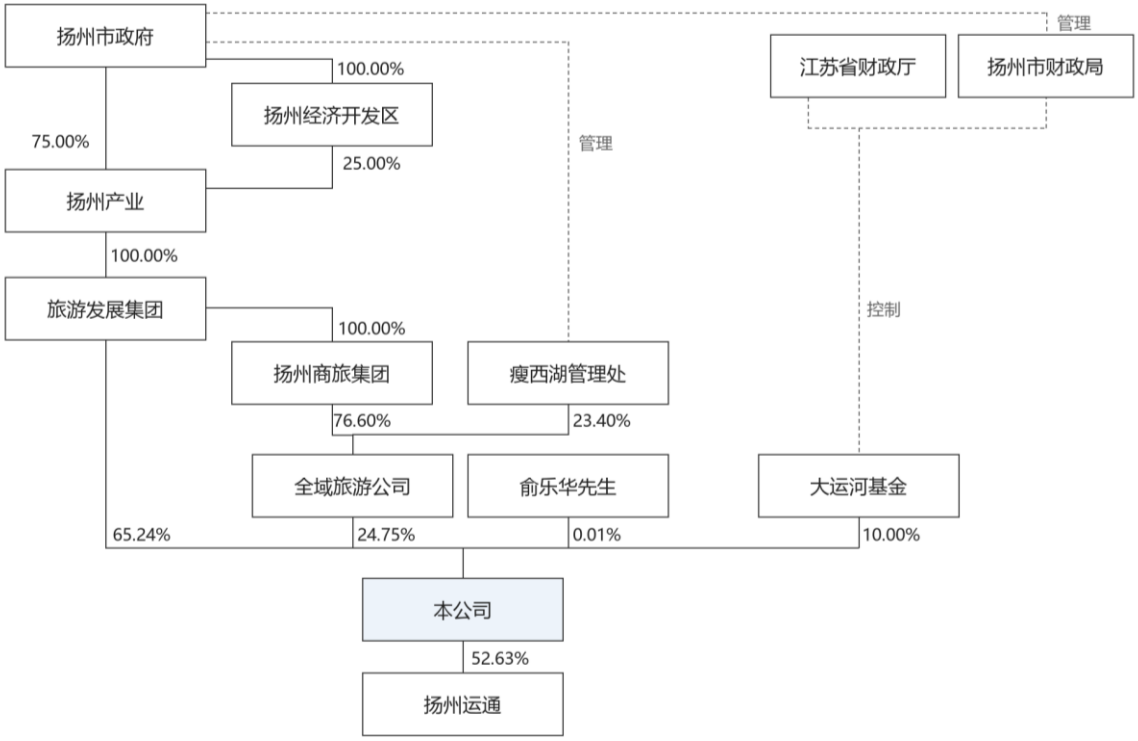
资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

1.2. 扬州国资主导，股权结构集中

扬州国资主导，主要控股股东持股集中。扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司及扬州全域旅游有限公司分别持有公司 65.24%、24.75%的股份，合计持股 89.99%。旅游发展集团由扬州产业全资持有，后者由扬州市政府实控；全域旅游公司主要控股主体最终亦受扬州市政府控制。大运河基金持有公司 10%的股份。公司持有扬州市运通文化演艺发展有限责任公司 52.63%的股权，其余股权由扬州园林、耀有光科技、扬州传媒公司及江苏艺米持有，形成围绕游船演艺业务的多方合作架构。

下载日志已记录，仅供内部参考

图6：公司上市前股权架构



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

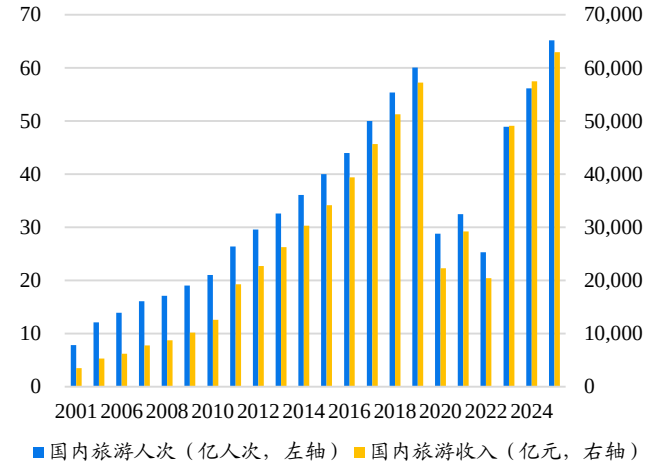
2. 出游需求延续，苏扬水上游览具备特色体验价值

2.1. 国民出游需求仍在，客单承压出行花费更为理性

国内居民出游需求持续释放，旅游人次与总花费在疫后修复基础上进一步增长。从长期趋势看，国内旅游市场规模总体扩大，2023 年以来出游人次与旅游花费连续增长。2025 年，国内居民出游人次达到 65.22 亿，同比增长 16.2%；出游总花费达到 6.30 万亿元，同比增长 9.5%，均超过 2019 年水平。旅游消费需求仍有支撑，但花费增速低于人次增速，行业增长更多由客流扩张带动。

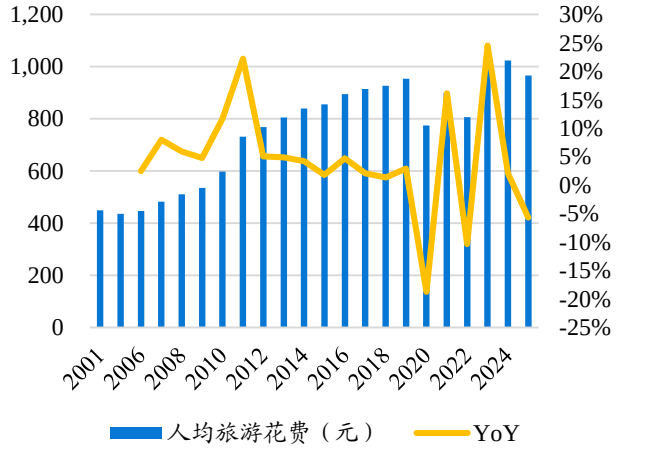
人均出游花费有所回落，旅游消费呈现更为理性、注重性价比的特征。2025 年人均出游花费约 966 元，较 2024 年的 1,024 元下降约 5.7%，与 2019 年的 953 元较为接近，单次消费水平未随出游规模同步提升。居民保持出游意愿的同时，单次出行预算压力仍较大；客流增长与客单承压并存，成为当前国内旅游市场的主要特征。

图7：全国旅游人次及旅游花费



资料来源：文旅部，国泰海通证券研究

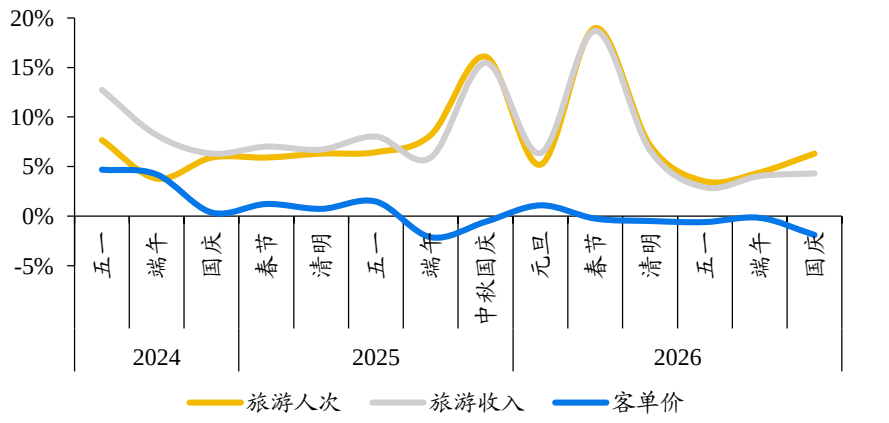
图8：全国出行客单价及增速



资料来源：文旅部，国泰海通证券研究

主要节假日同样呈现量好于价态势，集中出游需求较强，客单提升相对有限。2025 年下半年以来，多数主要假期旅游人次与总花费均保持正增长，但花费增速接近或低于人次增速，多个节假日人均旅游花费同比下降。春节、国庆等长假仍能带动出游需求集中释放，但客流增长未能普遍转化为更高的单客消费，更经济的出游成为当前节假日旅游的主要趋势。

图9：节假日出行表现量好于价



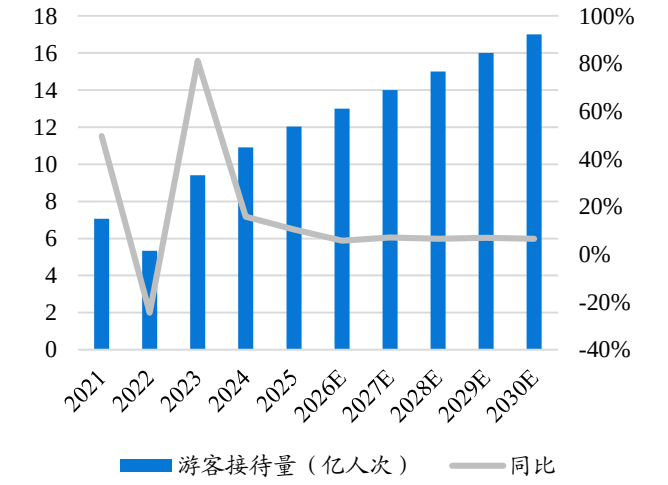
资料来源：文旅部，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2. 江苏旅游需求稳增，扬州文化资源形成客源腹地

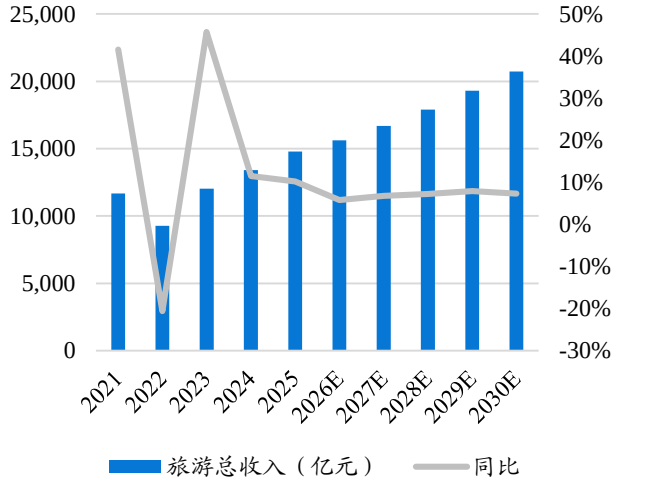
江苏及扬州旅游客源为公司水上游览产品提供需求基础，区域市场扩容有望支撑中长期增长。2025 年，江苏省接待境内外游客超 12.04 亿人次，实现旅游总收入约 1.477 万亿元，同比分别增长 10.4%和 10.2%。2026 年江苏省游客接待总量及旅游消费总额预计分别达到约 13 亿人次、1.563 万亿元，2030 年进一步增至约 17 亿人次、2.073 万亿元，按其预测口径，2025—2030 年复合增速分别为 6.6%和 7.0%。

图10：江苏省游客接待总量及增速



资料来源：江苏省文旅厅，弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

图11：江苏省旅游消费总额及增速

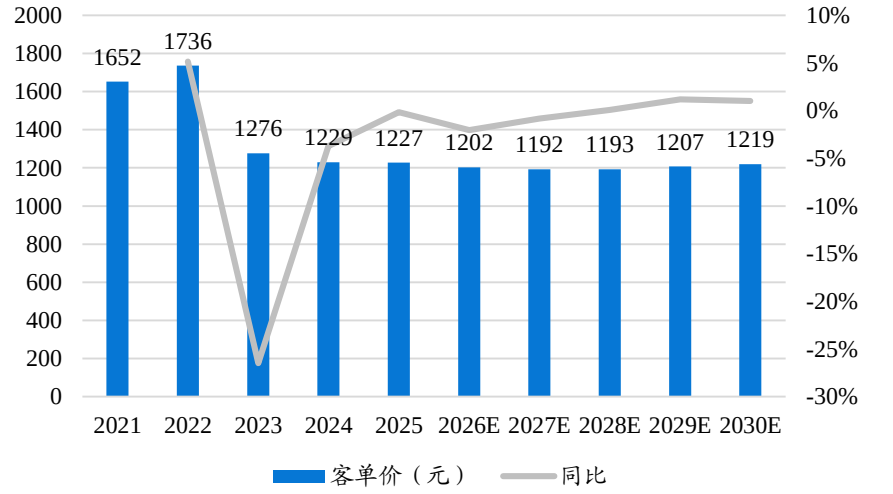


资料来源：江苏省文旅厅，弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

扬州依托大运河文化带与瘦西湖景区，具备鲜明的文化资源和目的地吸引力。瘦西湖景区 2025 年入园人次约 730 万，较 2024 年的约 700 万继续增长。景区客源为游船、夜演、包船和观光车提供消费基础，差异化产品和运营场次将客源进一步转化为收入。

客单表现优于全国水平。2025 年江苏人均旅游收入同比基本持平，同期全国国内居民出游人次及总花费分别增长 16.2%、9.5%，人均出游花费同比-6%，江苏旅游客单表现出一定消费韧性。

图12：江苏省旅游客单价（元）及增速



资料来源：江苏省文旅厅，弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

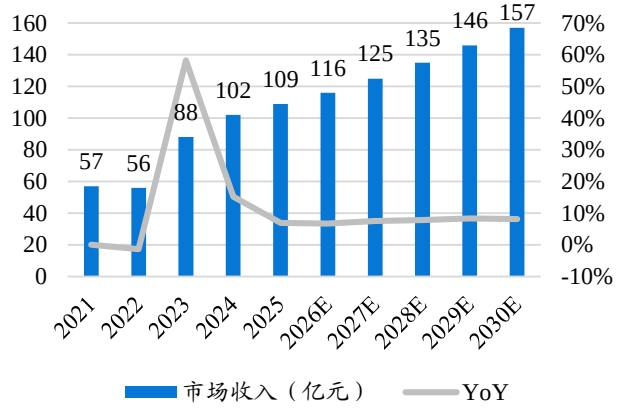
全国水上游览服务市场由恢复性增长转向稳步扩容，预计 2030 年市场规模达 157 亿元，非船票收入占比有望逐步提升。2021—2025 年，中国水上游

下载日志已记录，仅供内部参考

览服务市场收入由 57 亿元增至 109 亿元，CAGR 为 17.7%；其中 2023 年同比增长 58.3%，此后 2024—2025 年增速分别回落至 15.2%、6.9%。2030 年市场收入有望达到 157 亿元，2025—2030 年 CAGR 为 7.7%，行业增长趋于平稳。

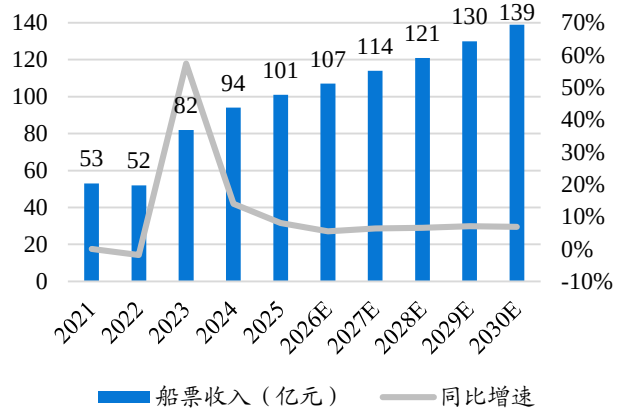
船票收入仍为水上游览市场的主要收入来源，2025 年规模为 101 亿元，预计 2030 年增至 139 亿元，对应 CAGR 为 6.5%。船票收入占比虽高，但增速低于同期市场总收入增速，非船票收入在未来占比有望逐步提升。

图13：中国水上游览服务市场收入及增速



资料来源：文旅部，弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

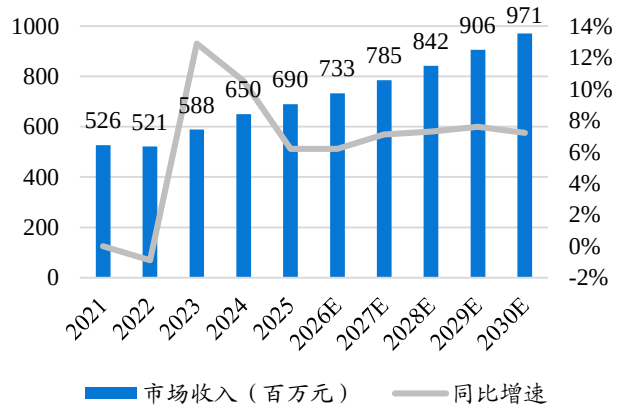
图14：中国水上游览船票市场收入及增速



资料来源：文旅部，弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

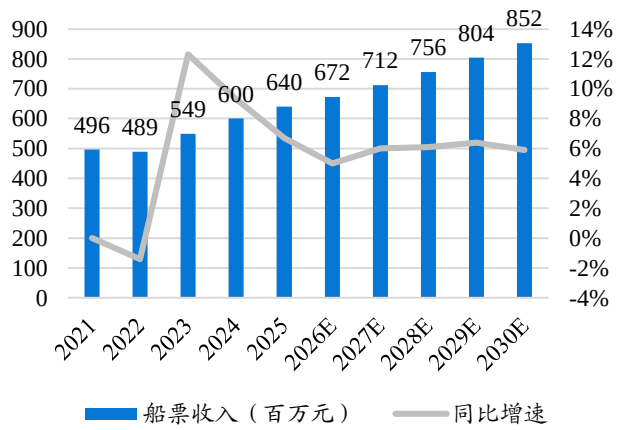
江苏省水上游览服务市场稳步增长，与全国市场趋势基本一致。2021—2025 年，江苏省水上游览服务市场收入由 5.26 亿元增至 6.90 亿元，CAGR 为 7.0%；2023—2025 年同比增速分别为 12.9%、10.5%、6.2%，增长节奏逐步趋稳。2030 年江苏省市场收入有望达到 9.71 亿元，2025—2030 年 CAGR 为 7.1%，与历史阶段基本持平。

图15：江苏水上游览服务市场收入及增速



资料来源：江苏省文旅厅，弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

图16：江苏水上游览船票市场收入及增速



资料来源：江苏省文旅厅，弗若斯特沙利文，国泰海通证券研究

2.3. 竞争格局：全国分散局部集中，行业进入门槛较高

水上游览服务具有鲜明的目的地属性，形成全国分散而局地集中的竞争格局。水上游览高度依托当地水域、沿岸景观及文化资源，黄浦江、秦淮河、瘦西湖等目的地的游览体验各具特色，彼此替代性有限，游客需求主要围绕具体目的地形成。因此，主要水上旅游目的地往往由当地具有资源及经营权优势的运营商主导，但其优势难以直接复制至其他区域。企业跨区域拓展不仅需要重新获取水域经营权、码头及航线许可，还需投入船舶和配套设施，并建立当地渠道与运营体系，扩张难度较高。

下载日志已记录，仅供内部参考

全国水上游览服务市场竞争格局分散，瘦西湖船票收入位列全国第十。2025年全国水上游览服务市场船票收入为101.20亿元，前十大服务提供商合计船票收入28.83亿元，市场份额为28.6%，行业集中度相对较低。其中，第一大服务提供商船票收入为6.00亿元，市场份额为5.9%，尚未形成占据显著份额的单一龙头。瘦西湖2025年船票收入为1.182亿元，市场份额为1.2%，排名全国第十，已进入全国主要水上游览服务提供商行列。

图17：2025年中国前十大水上游览服务提供商（按船票收入）

公司	船票收入（百万元）	市场份额
公司 A	600	5.90%
公司 B	536	5.30%
公司 C	400	4.00%
公司 D	370	3.70%
公司 F	206	2.00%
公司 E	200.1	2.00%
公司 G	180	1.80%
公司 H	145.5	1.40%
公司 I	127	1.30%
本公司	118.2	1.20%
前十大合计	2,882.80	28.60%
市场合计	10,120.00	100.00%

资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

江苏省水上游览服务市场更为集中，瘦西湖在扬州市场占据主导地位。2025年江苏省水上游览服务市场船票收入为6.40亿元，前三大服务提供商合计船票收入4.183亿元，市场份额达65.4%，明显高于全国前十大服务提供商的合计份额，国有运营商贡献大部分船票收入。第一大服务提供商船票收入为2.001亿元，市场份额为31.3%；瘦西湖以1.182亿元船票收入位列第二，市场份额为18.5%；第三大服务提供商市场份额为15.6%。瘦西湖在扬州市水上游览市场的船票收入份额达91.0%，体现出较强的区域竞争优势。

图18：2025年江苏前三大水上游览服务提供商（按船票收入）

	船票收入（百万元）	市场份额
公司 E	200.1	31.30%
本公司	118.2	18.50%
公司 J	100	15.60%
前三大合计	418.3	65.40%
江苏省市场合计	640	100.00%

资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

资源、资质、运营及资本共同构筑水上游览服务市场的高准入壁垒。水上游览服务市场的进入门槛主要体现在四个方面：①适航观光水域供给有限，优质景区及遗产区域经营权须通过竞争性招标或行政审批取得，资源获取构成项目落地的首要约束；②多项经营许可及文化保护要求增加筹备时间与合规成本；③船队管理、线路规划和服务体验依赖长期运营经验及合作关系积累，新进入者难以在短期内建立成熟运营体系；④船舶、码头及配套设施建设需要较大前期投入，后续维护和安全环保要求进一步形成持续资金需求。上述壁垒相互叠加，具备优质水域经营权、成熟运营能力及资金实力的经营者有望形成较为稳固的竞争优势。

下载日志已记录，仅供内部参考

图19：水上游览服务市场的主要准入壁垒

壁垒类型	主要内容	对新进入者的影响
适航水域资源稀缺性	适宜观光的可通航内陆水道资源有限，且通常受到严格监管；优质水域多位于受保护的景区或遗产区域内，相关区域的独家经营权须通过竞争性招标或行政审批取得。	优质资源获取难度较高，资源稀缺性与经营权获取要求共同限制新进入者数量。
监管及许可要求	经营水上游览服务须取得多项许可与批准，审批流程通常较为繁琐、耗时；遗产及文化旅游区域还可能涉及额外的文化保护要求。	增加项目筹备时间及合规成本，提高市场准入门槛。
运营能力及管理经验	经营者须具备船队管理、线路规划及市场推广等专业能力，并通过长期经营积累经验及利益相关方合作关系。	缺乏经验的新进入者面临较高运营风险，难以快速形成兼顾服务品质、安全保障与文化体验的运营能力。
资本密集型投入	前期须投入船舶购置或建造、码头设施、安全设备、票务系统及配套基础设施；后续维护以及满足安全、环保标准亦需持续投入资金。	较高的初始投资与持续性支出对资金实力提出要求，制约财务实力较弱的经营者进入。

资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

我们判断，上述特点使全国低集中度与地方高集中度的竞争态势将在未来长期并存，行业跨区域整合预计较为渐进，区域龙头深耕既有资源、持续升级优化产品、在局部地区提升客流吸引力与客单价仍将是主要发展路径。



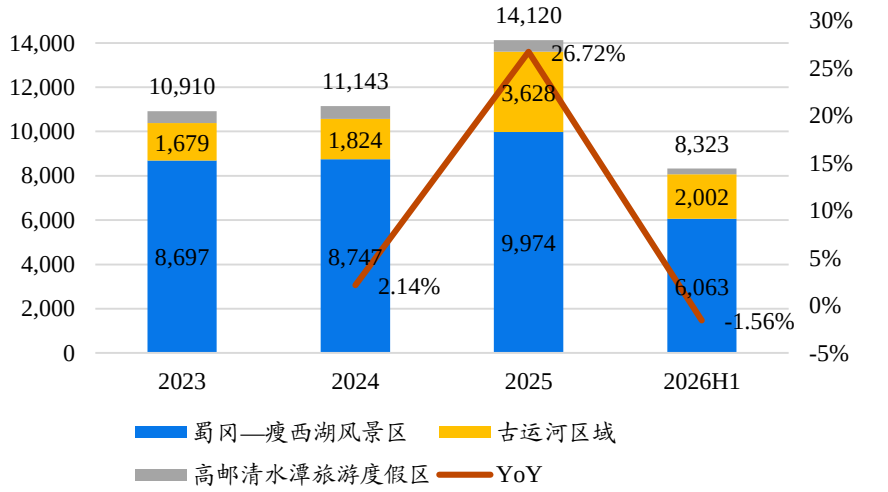
下载日志已记录，仅供内部参考

3. 收入结构改善，盈利与现金创造能力得到验证

蜀冈—瘦西湖构成公司收入基本盘，古运河演艺放量提高了第二大经营区域的贡献。2025 年，公司营业收入达 14,119.6 万元，同比增长 26.7%；其中蜀冈—瘦西湖风景区、古运河区域及高邮清水潭分别贡献 9,974.4 万元、3,628.4 万元及 516.8 万元，占比分别为 70.6%、25.7%及 3.7%。随着“大运扬州”进入完整运营年度，古运河区域收入占比由 2023 年的 15.4%提高至 2025 年的 25.7%，公司增长来源在既有景区观光基础上进一步拓展。

2026 年上半年公司收入同比下降 1.6%、合并净利润下降 5.3%，频繁降雨和高温影响了公司游船、观光车收入情况。

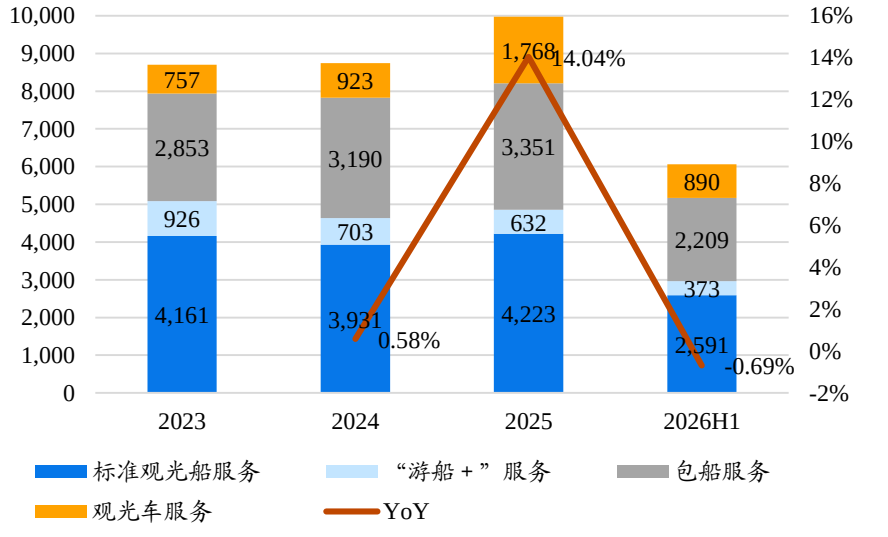
图20：公司各区域营业收入（万元）



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

2025 年蜀冈—瘦西湖区域保持增长，观光车成为收入提升的重要来源。2025 年瘦西湖区域收入 9,974.4 万元，同比增长 14.0%。其中标准观光船和包船收入分别为 4,223.3 万元、3,351.0 万元，同比分别增长 7.4%、5.1%，仍为区域营收的重要引擎；观光车收入达 1,767.7 万元，同比增长 91.5%，贡献该区域当年收入增量的约 68.8%。游船与观光车共同服务景区客源，使公司能够通过水陆产品组合拓展游客消费。

图21：蜀冈—瘦西湖风景区各业务营收（万元）

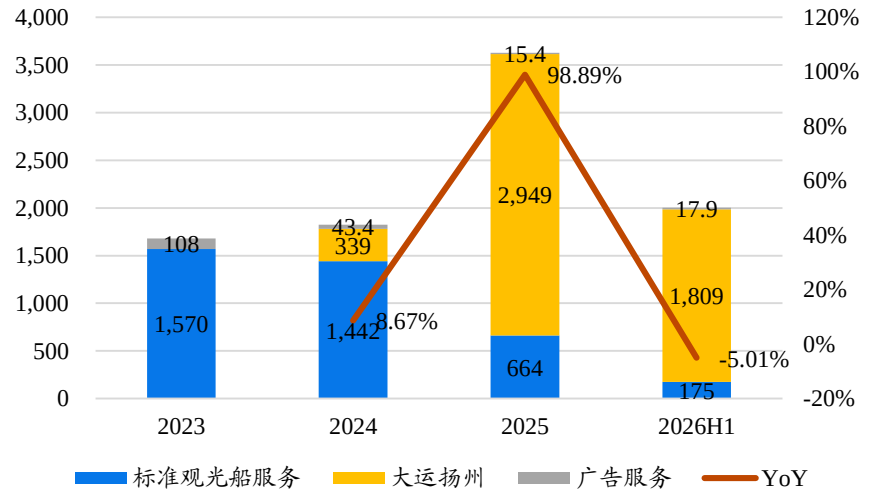


资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

古运河业务重心由日间观光向夜间演艺转换，新增产品带动区域收入规模提升。2025 年，古运河区域收入 3,628.4 万元，同比增长 98.9%；其中“大运扬州”演艺收入 2,948.9 万元，占区域收入的 81.3%，成为主要收入来源。同期，标准观光船收入降至 664.1 万元，同比下降 54.0%。部分日间游览需求转向夜间演艺，夏季高温亦影响日间业务。夜演增长引起了古运河区域整体收入变化，新产品带来的收入增量与既有业务之间存在替代。

图22：古运河区域各业务营收（万元）

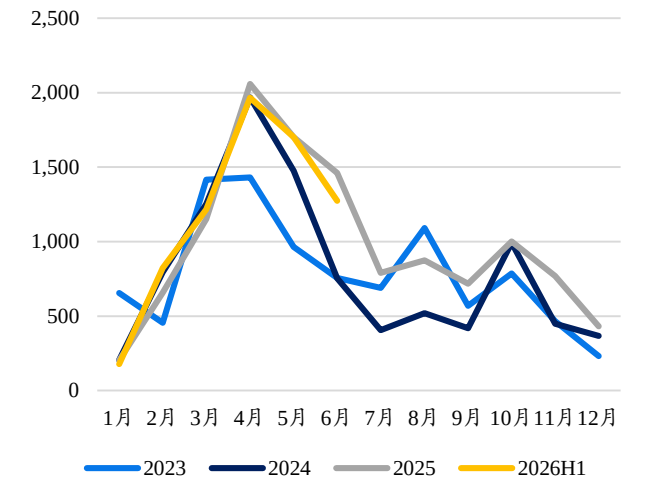


资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

春游旺季贡献较高，收入呈现春季集中、暑期及国庆阶段性回升的季节性特征。扬州春游旺季主要集中于 3—5 月，公司游船及观光车收入在这一时期明显抬升。2025 年，两项业务 3—5 月收入分别为 4,911.9 万元和 663.0 万元，占各自全年收入的 41.6%和 37.5%；同期上半年贡献公司全年收入的 59.9%和合并净利润的 74.7%，利润实现较收入更集中于上半年。

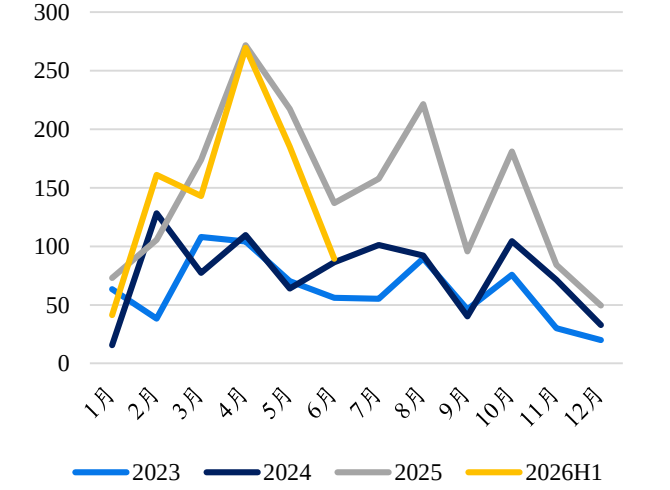
从月度走势看，春游旺季后收入有所回落，暑期及国庆假期带动阶段性回升，进入年末则整体下降。2026 年上半年，游船和观光车收入仍均在 4 月达到期间高点，延续了春季集中的经营特征。春季旺季的客流转化、运力调配及天气条件因此对公司全年业绩具有较大影响。

图23：公司游船各月度收入情况（万元）



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

图24：公司观光车各月度收入情况（万元）



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

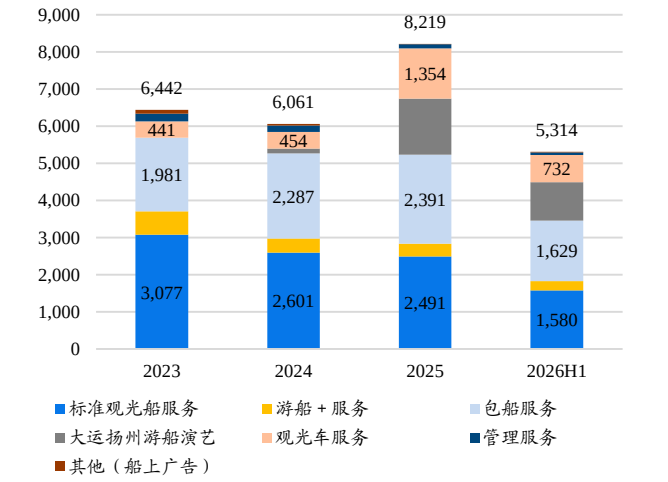
2025 年公司盈利结构进一步多元化。公司毛利由 2024 年的 6,061 万元升至 2025 年的 8,219 万元，同比增长 35.6%，高于收入 26.7%的增速。其中“大

下载日志已记录，仅供内部参考

运扬州”新增毛利约 1,376 万元，观光车新增毛利约 900 万元，两项合计新增约 2,276 万元，相当于公司总毛利增量的 105.5%，对冲了标准观光船等业务的回落。夜演与观光车在公司毛利中的合计占比由 2024 年的 9.7%升至 2025 年的 34.8%，盈利结构正从传统船票向高价值体验产品扩展。

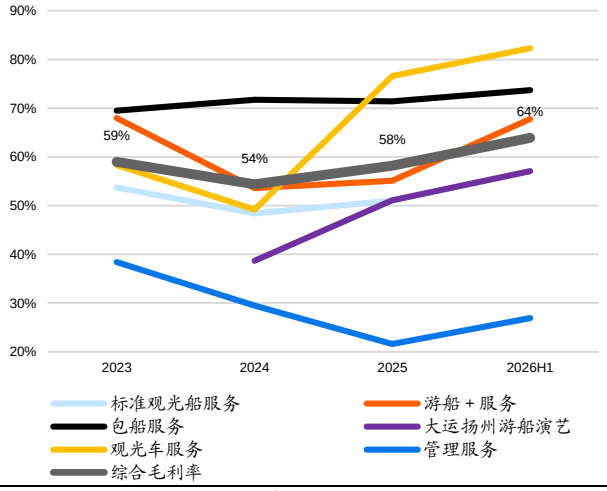
各产品毛利率存在分化，运营规模和成本效率共同影响盈利贡献。 2025 年标准观光船毛利率 51.0%，包船达 71.4%；“大运扬州”由投运首年的 38.7%升至 51.1%，观光车由 49.2%升至 76.6%。夜演获得全年收入贡献后，前期设施投入被更高售票收入摊薄。观光车在运力扩充、智能售检票应用及相对稳定的电动运营成本共同作用下释放经营杠杆。2026 年上半年两项业务毛利率进一步达到 57.1%和 82.3%，带动公司综合毛利率上行至 63.9%。

图25：公司各项主营业务毛利润



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

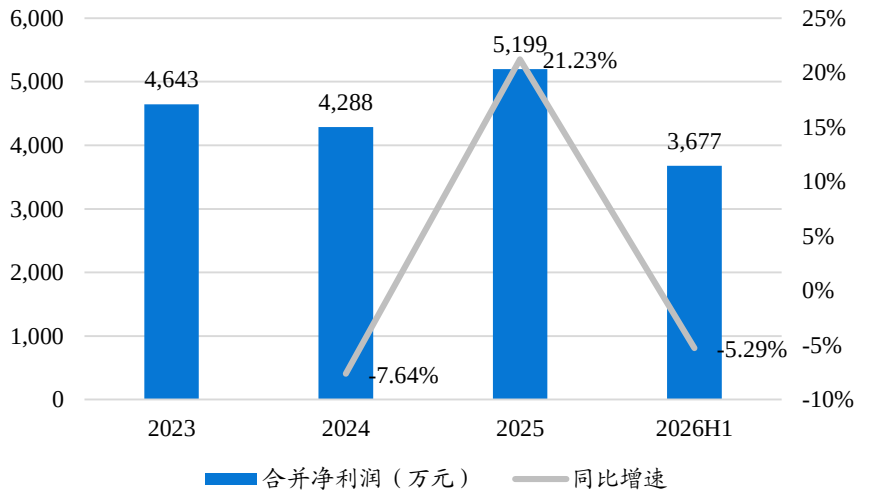
图26：公司各项业务毛利率



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

毛利增长带动利润回升，费用增加及少数股东损益影响归母净利传导。2025 年公司归母净利润 4,829.4 万元，同比增长 12.6%，低于同期合并净利润 21.2%的增幅。费用端，演艺推广等投入推动销售及分销开支由 2024 年的 142 万元增至 282 万元；上市相关专业服务费、历史社保及公积金补缴、用工调整等因素推动行政开支由 466 万元增至 919 万元，此外，公司确认与少数股东认沽安排相关的赎回负债账面变动损失 262 万元。利润归属方面，少数股东损益由 2024 年的 1 万元增至 2025 年的 369.6 万元，进一步拉低了归母利润相对于合并利润的增速。

图27：公司合并净利润（万元）及增速

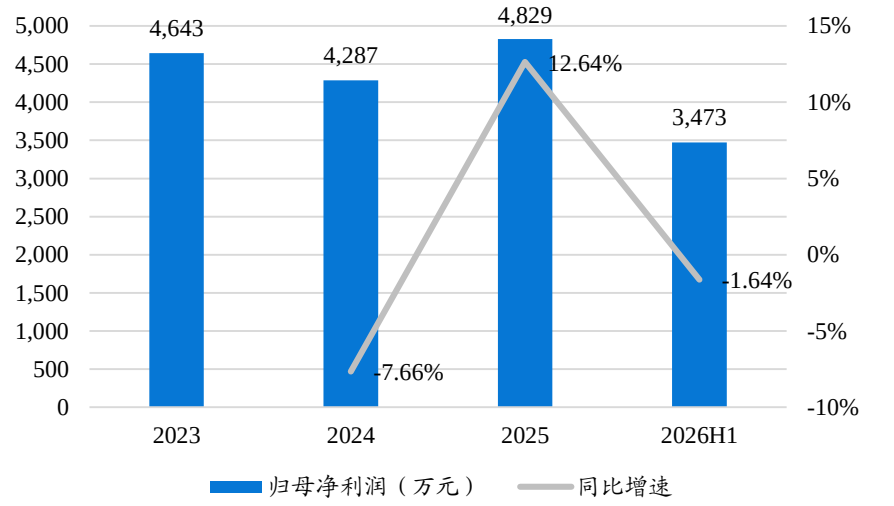


下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

2026 年上半年归母利润小幅回落，成本效率改善与利润归属变化缓冲下行压力。上半年公司归母净利润同比下降 1.64%，在经营之外，营销投入、社保及公积金补缴、上市相关专业服务费用继续增加，使得合并净利润同比下降 5.3%至 3,676.9 万元。同期少数股东损益由 351.9 万元降至 204.3 万元，减少 147.6 万元，抵消了部分合并利润下降对归母利润的影响，使归母利润降幅小于合并净利润降幅。

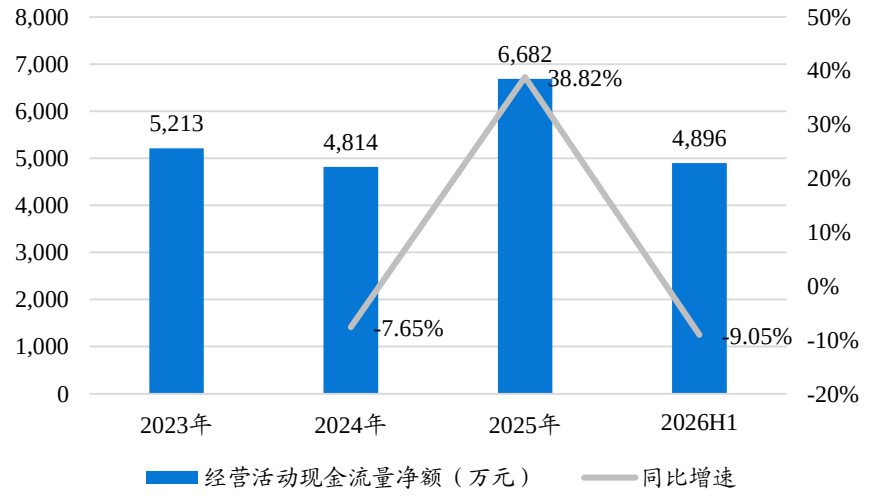
图28：公司归母净利润（万元）及增速



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

票务业务的现金回收为产品升级提供内部资金。2025 年公司经营现金流净额 6,682 万元，同比增长 38.8%，为合并净利润的 1.29 倍；同期资本开支 2,934 万元，经营现金流覆盖资本开支约 2.3 倍。2024 年包含“大运扬州”船舶及灯光设备投入在内的公司资本开支达 5,393 万元；项目运营后，2025 年经营现金流减资本开支转正至 3,749 万元。2026 年上半年经营现金流 4,896 万元，仍覆盖同期 1,947 万元资本开支约 2.5 倍。前期演艺投资与后续现金回收，构成公司继续开发水上体验产品的财务基础。

图29：公司经营性现金流（万元）及增速（%）



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

现金及结构性存款形成资金储备，为后续项目建设提供支持。截至 2026 年 6 月末，公司持有现金及等价物 6,710 万元、按公允价值计量的结构性存款约 1.807 亿元，合计约 2.478 亿元；同期流动资产净值约 2.406 亿元。公司

下载日志已记录，仅供内部参考

夜游、新游线、受托管理及船队升级等未来项目资本开支合计超过 1 亿元。较强的历史现金创造和现有资金储备，为未来分阶段推进项目提供了起点。

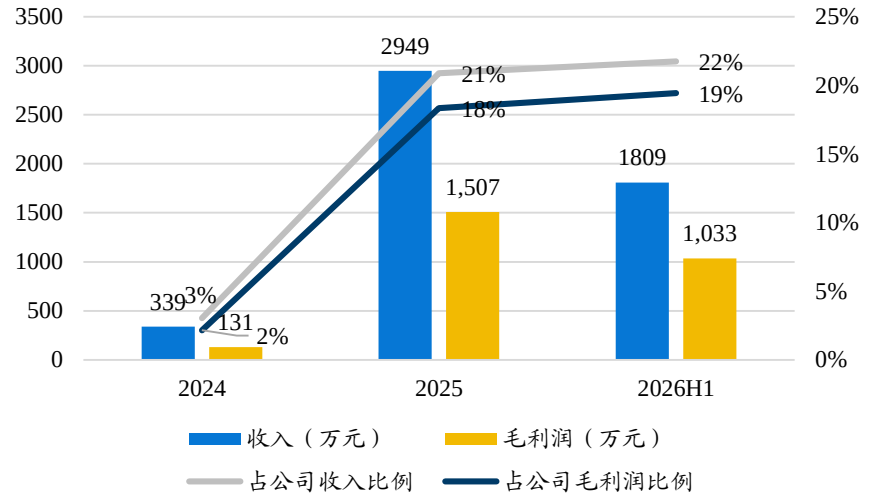
下载日志已记录，仅供内部参考

4. 演艺与观光车贡献增量，渠道及管理服务丰富经营模式

4.1. 大运扬州进入完整运营年度，贡献主要收入增量

2025 年增长主要由特色演艺产品兑现。“大运扬州”自 2024 年 10 月投运后，于 2025 年实现收入 2,949 万元，占公司收入 20.9%；较上年新增 2,610 万元，贡献同期收入总增量的 87.7%。而标准观光船收入同期下降 486 万元，日间需求转向夜间演艺时段，游客消费选择正在改变。

图30：大运扬州项目收入、毛利及占比



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

夜间内容扩展了经营时段与产品价格带。“大运扬州”常规于傍晚至夜间安排三场演艺，游客乘船体验约 60 分钟的古运河水上叙事与光影场景；截至 2026 年 10 月 5 日，自推出以来累计吸引约 42.3 万人。公司以主题船、灯光设施和演出内容组合形成差异化体验，标准票价 158 元或 168 元，高于常规观光船。

图31：大运扬州演出



资料来源：公司官微

图32：大运扬州演出



资料来源：公司官微

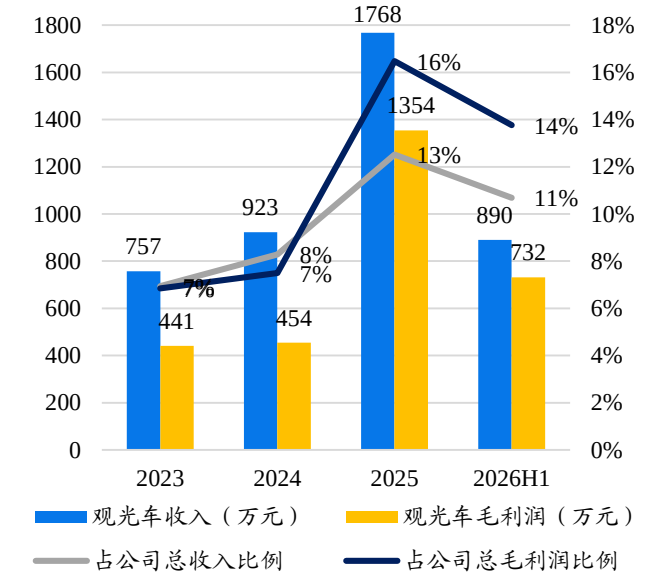
4.2. 观光车规模与效率改善，拓展水陆联动收益

观光车收入增长与成本效率改善共同提升盈利贡献，水陆联动商业价值逐步体现。2025 年公司观光车业务收入 1,768 万元，同比增长 91.5%，毛利率升至 76.6%，2025 年除大运扬州带来的业绩增量外，观光车另贡献 845 万元收入增量，两项合计覆盖当年全部收入增量，推动业务结构从常规船票向

下载日志已记录，仅供内部参考

演艺和水陆组合升级。观光车与游船共同覆盖景区内水陆游览需求，2025 年 3 月启用的智能售检票系统和相对稳定的电动车运营成本推动盈利能力改善。

图33：公司观光车收入、毛利及占比



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

图34：公司观光车线路



资料来源：招股说明书

4.3. 以清水潭管理探索异地输出，拓展轻资产运营业务

清水潭景区管理是公司向轻资产运营服务延伸的实践，推动业务拓展至景区综合管理。公司通过委托管理模式，围绕票务、内部运营、认证与规划、媒体营销及活动策划五个方面输出服务能力。其中，票务服务涵盖售验票、线上预约、客户开发及客流统计；内部运营覆盖游船、观光车、停车场、餐饮及零售等业态，并配套人员统筹、清洁安保等日常管理。同时，公司参与景区品质提升及 4A 级景区认证规划，联动扬州传媒开展宣传推广、活动策划及文创开发，将既有景区经营经验应用于外部项目，形成覆盖游客接待、商业运营与营销推广的综合服务方案。

图35：公司与高邮清水潭景区合作关系



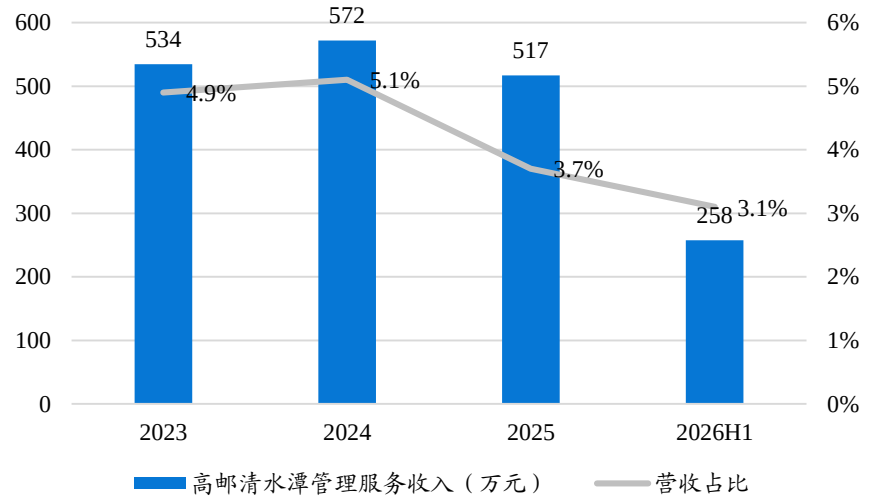
资料来源：招股说明书

收费安排兼顾固定管理费与经营表现，续约为管理服务延续提供合同基础。2025 年，该项目实现管理服务收入 516.8 万元，占公司总收入的 3.7%。新一期合作协议自 2025 年 7 月 1 日延续至 2028 年 6 月 30 日，年度固定管理费由含税 300 万元提高至 350 万元，按半年分期支付；此外，公司享有约

下载日志已记录，仅供内部参考

定基准以内的景区门票、观光船票及观光车票收入，超出基准的部分由四方各分享 25%。这一安排使公司在获得相对稳定服务收入的同时，参与景区经营增长带来的收益。现有项目为公司积累了跨景区管理、渠道协同及多业态运营经验，也为后续输出运营能力提供合作样本。

图36：高邮清水潭管理服务收入（万元）及占公司营业收入比例

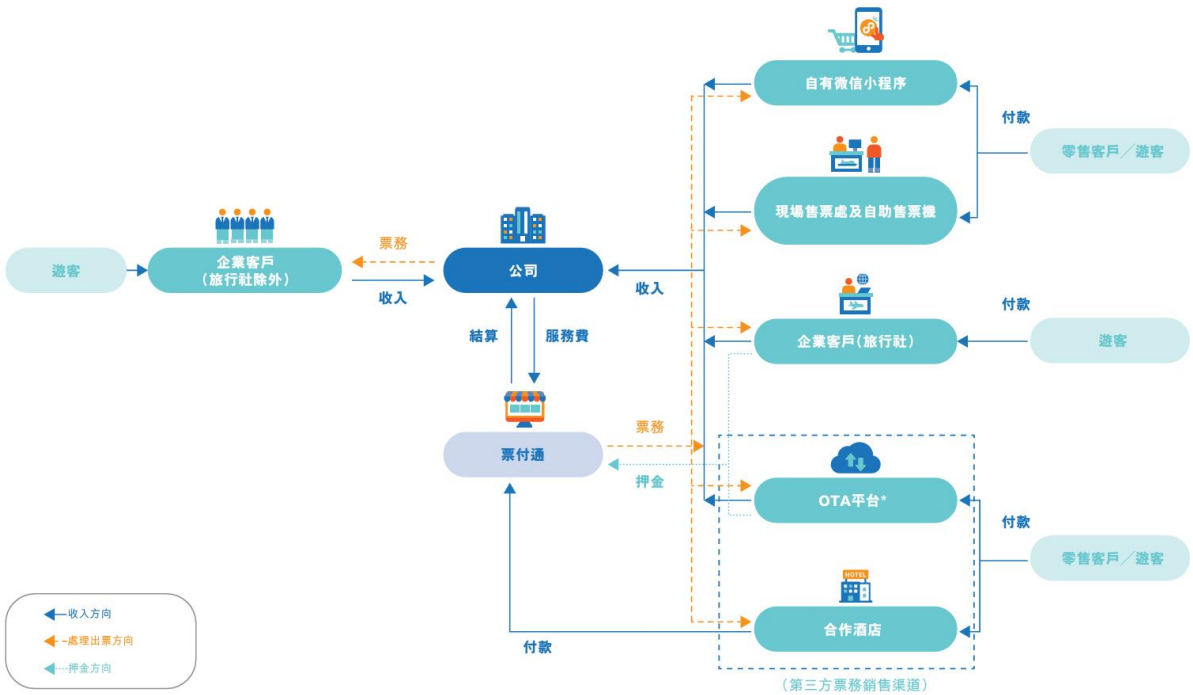


资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

4.4. OTA 销售占比提升，线上渠道拓展销售触达

公司构建“直接销售 + 第三方分销”的销售体系，依托统一票务管理覆盖散客与团体需求。直接销售渠道包括现场售票处及自助售票机、企业客户（含旅行社）和自有微信小程序，第三方渠道主要包括 OTA 平台及合作酒店。公司通过票付通系统管理主要渠道的出票、账户及交易记录，并依据合作协议确定票价、结算价格和服务费用；合作酒店拥有专属票务账户，按月提交结算报告。各渠道实行统一票价政策，同时持续评估渠道销售表现，调整合作安排，以兼顾销售覆盖与管理效率。

图37：公司游船门票销售模式



下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

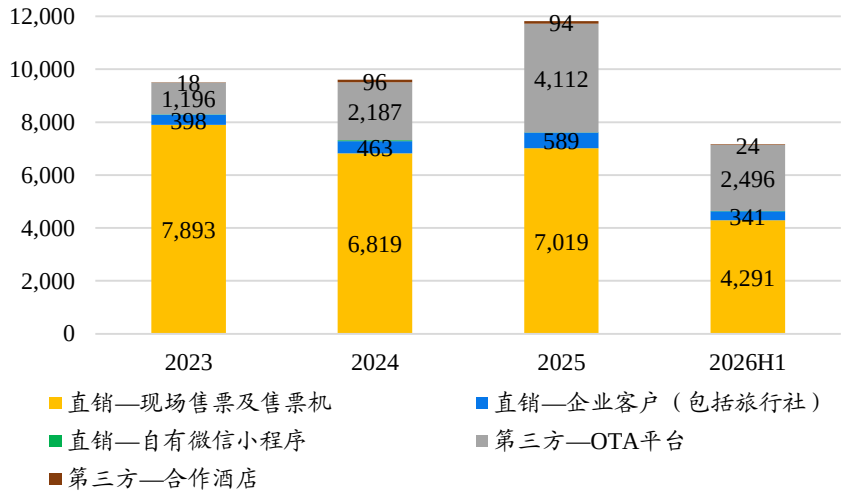
OTA 合作兼具线上预订、市场推广及代理分销功能，是公司拓展销售触达的重要渠道。公司与平台签订一年期、可续签的合作协议，主要采用两类模式：

- 模式 A 通过 OTA 下单，游客向平台付款，平台按协议与公司结算，并收取服务费及／或佣金，相关费用计入销售及分销开支；大部分平台须预付保证金，其余平台在确认实际订单后按约定期限结算。

- 模式 B 由游客扫描线下二维码，经平台线上渠道即时购票，平台无需预付保证金，一般以建议票价与结算价之间的差额形成代理服务费。当前仅一家平台采用该模式，因建议票价与结算价相同，公司未向其支付代理服务费。

现场直销仍占主导，OTA 收入占比显著提升，销售结构逐步向多渠道拓展。2023—2025 年，现场售票处及自助售票机收入占水上游船观光业务收入的比例由 83.0%降至 59.3%，直接销售合计占比由 87.2%降至 64.4%；同期 OTA 占比由 12.6%升至 34.8%，提高 22.2 个百分点，2025 年 OTA 收入达 4,112.1 万元，同比增长 88.0%。企业客户占比由 4.2%升至 5.0%，自有微信小程序及合作酒店占比相对较低。2026H1，现场售票、企业客户及 OTA 占比分别为 59.9%、4.8%、34.9%，其中 OTA 占比较 2025H1 提高 2.8 个百分点，收入同比增长 7.4%，平台分销的重要性进一步提升。

图38：公司各渠道销售收入（万元）

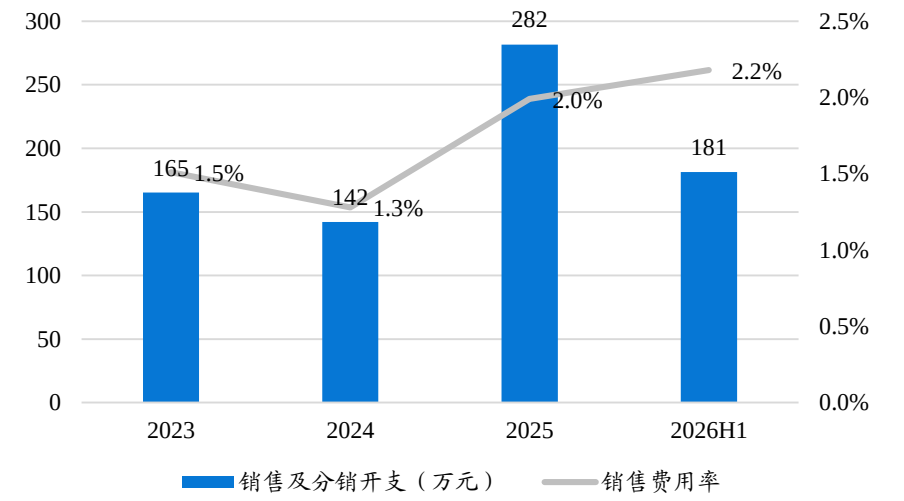


资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

OTA 合作拓展销售触点，渠道结构优化有助于控制销售费用。2024 年公司销售费用率由 1.51%降至 1.28%，体现渠道结构优化对费用控制的积极作用。当年 OTA 收入增长主要来自未产生代理服务费的 B 模式，而收取平台服务费的 A 模式收入有所下降，使公司在扩大 OTA 销售规模的同时减少相关渠道费用。近年公司销售费用率稳中有升，主要与大运扬州演艺营销及推广节奏相关。

图39：公司销售开支及销售费用率



资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 募投规划：夜游、新游线与管理输出并举，拓宽成长空间

5.1. 围绕现有能力拓展夜游、新游线及轻资产项目

募投方向围绕已有水上运营能力展开。“大运扬州”已经把游船、扬州文化故事和夜间光影结合为成熟产品。公司计划将内容演艺延伸至瘦西湖景区水域，同时开发小秦淮河约 718 米新游线、两处水上休闲项目，并更新古运河电动船。夜游延长经营时段，新游线扩展可服务水域，休闲项目补充自主体验，形成“内容升级—场景扩张—运力更新”的产品路径。

管理输出为地域扩张提供另一种模式。现有高邮清水潭项目使公司积累了景区运营经验，计划中的江苏、浙江受托管理项目有望把票务、营销和现场管理能力延伸至外部景区。按公司规划，水上休闲项目拟于 2027 年 6 月、城市小秦淮河游线拟于 8 月、瘦西湖夜游拟于 12 月正式运营；各项目投运将逐步扩大公司的产品与地域覆盖。

图40：公司募资主要用途

方向	建设内容	计划节点	经营看点
瘦西湖沉浸式夜游	以“乾隆南巡”为故事线，改造灯光、演艺设备及游船；拟票价 160 元	2027 年 10—11 月试运营，12 月正式运营	延伸景区夜间经营时段，形成第二个游船演艺产品
小秦淮河游线	约 718 米水道，拟建 2 座码头、购置 24 艘电动船及文创店	2027 年 6—7 月试运营，8 月正式运营	拓展扬州城内新水域与文创消费触点
瘦西湖及三湾水上休闲	两处各拟配置 15 艘双座船及换电设施	拟于 2027 年 6 月正式运营	丰富亲子和自主体验产品
两个新增受托管理项目	目标覆盖江苏、浙江水域；宁波海曙项目仍在洽谈	以签约及投运公告为准	输出景区票务、营销与现场运营经验
古运河六艘纯电船更新	拟替换老旧柴油船	2027 年上半年试运行，6 月前投运	改善游览体验，优化能源及维护成本
营运资金	一般企业用途	随发行方案确定	支持日常运营和项目落地

资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

5.2. 瘦西湖夜游有望成为第二个游船演艺产品

瘦西湖夜游新项目定位区别于现有大运扬州演艺。公司拟以瘦西湖园林水域及各色景点为路线，围绕“乾隆南巡”开发沉浸式游船演艺；现有“大运扬州”则以古运河城市水道与扬州历史文化为场景。不同水域和主题有望共同丰富扬州夜间游览产品，并延长游客在目的地的停留时间。已运营夜演的内容制作、主题船改造和夜间服务经验，为新项目提供可复用的执行基础。

夜游项目潜在规模较大，有望增厚公司收入及毛利。按拟定票价 160 元/人、优惠折扣 5%测算，折后单价为 152 元/人。在年购票人次 30 万—40 万的假设下，对应年票款规模约 4,560 万—6,080 万元，相当于 2025 年公司收入的 32.3%—43.1%；参考公司已有演艺项目情况，悲观、中性及乐观情景分别假设毛利率为 40%、50%及 60%，对应测算毛利约 1,824 万—3,648 万元，相当于 2025 年公司毛利的 22.2%—44.4%。其中，中性情景下年购票人次为 35 万，对应年票款规模 5,320 万元、毛利 2,660 万元，体现夜游项目在未来

下载日志已记录，仅供内部参考

产品矩阵中的重要性。

图41：测算瘦西湖夜游项目营收利润

指标	悲观	中性	乐观
年购票人次（万）	30	35	40
折后单价（元）	152	152	152
折后票款规模（万元）	**4,560**	**5,320**	**6,080**
相当于 2025 年公司收入	**32.3%**	**37.7%**	**43.1%**
假设毛利率	40%	50%	60%
按上述口径测算毛利（万元）	**1,824**	**2,660**	**3,648**
相当于 2025 年公司毛利	**22.2%**	**32.4%**	**44.4%**

资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究
注：考虑各类优惠后票面价格折价 5%作为收入，毛利率参考公司已有演艺项目情况，占比相当于 2025 年公司收入／毛利数据

下载日志已记录，仅供内部参考

6. 风险提示

天气扰动风险：公司游船及观光车业务具有较强户外属性，春游旺季对全年收入贡献较高，持续降雨、高温等天气可能影响游客出行、实际运营场次及运力利用率，进而影响收入与利润。

客单价持续承压风险：游客消费趋于理性，景区客流增长未必同步转化为公司付费游客或单客消费提升；若高附加值产品需求不足、实际成交价格下降，产品升级带来的收入增量可能低于预期。

经营权与景区政策变化风险：公司部分核心业务依赖指定水域及线路经营安排，经营权续期、经营范围、收费要求或景区政策如发生变化，可能影响业务开展及盈利能力。

下载日志已记录，仅供内部参考

附：公司主要项目概览

项目名称	简介	图片
摇橹船	扬州特色手划船，专门提供包船服务，由船娘或船夫操控，结合导游讲解、地方戏曲等内容，形成兼具水上观光与地方文化体验的特色产品。	 
自驾船	电动自航游船，按船型可容纳 4—6 名乘客，仅在瘦西湖及宋夹城指定水域运营，游客可自主驾驶，主要满足家庭及小团体的休闲游览需求。	 
主题船生态画舫	小型经济船型，最大载客量 20 人，侧重性价比，配备录音导览，主要提供常规水上观光服务。	 
主题船豪华画舫	小型豪华船型，最大载客量 24 人，配备精致座椅、茶几及专业导游，通过现场讲解和互动问答提升观光体验。	 
主题船豪华生态画舫	中型豪华船型，最大载客量 32 人，外观采用中国传统木船风格，兼顾传统景观氛围与舒适游览需求。	 
主题船安福号	中型船型，按型号最大载客量分别为 32 人、37 人或 42 人，配备豪华沙发及餐桌，主要面向消费能力较强的游客。	 
主题船古典画舫	传统船型，船首采用双龙造型，按型号最大载客量分别为 38 人、100 人或 110 人，专门在古运河区域运营。	 

下载日志已记录，仅供内部参考

主题船仿古钢制画舫	小型豪华船型，最大载客量 20 人，结合仿古外观与现代化装饰，主要用于大运扬州游船演艺，满足沉浸式观演需求。	 
主题船现代游艇	大型现代化游艇，按型号最大载客量分别为 136 人、206 人或 216 人，专门在古运河区域运营，提供较大规模的游客承载能力。	 
主题船浮筒艇	小型豪华游艇，最大载客量 20 人，专门用于大运扬州游船演艺，主要面向追求较高品质观光体验的游客。	 
大运扬州游船演艺	户外行进式夜游演艺，航程约 4.8 公里、每日运行三场，每场 60 分钟，乘船观看。	 
观光车服务	2022 年 8 月推出，采用 14 座观光车，在蜀冈—瘦西湖风景区指定线路运营，衔接游船线路与陆地景点，为游客提供水陆接驳及沿途观光服务。	 

资料来源：招股说明书，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666