

桂林旅游（000978）

盘活存量&布局增量，桂林文旅龙头焕新

增持（首次）

2026 年 01 月 04 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旂璿

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	467.10	431.68	429.78	444.37	458.80
同比（%）	260.89	(7.58)	(0.44)	3.39	3.25
归母净利润（百万元）	11.81	(204.46)	32.71	38.29	50.89
同比（%）	104.07	(1,830.70)	116.00	17.09	32.88
EPS-最新摊薄（元/股）	0.03	(0.44)	0.07	0.08	0.11
P/E（现价&最新摊薄）	286.89	-	103.63	88.51	66.61

投资要点

■ **立足桂林、辐射华南的多元化旅游集团**：桂林旅游成立于 1998 年 4 月，2000 年 5 月上市，依托桂林景区自然禀赋，经营景区旅游业务、漓江游船客运、漓江大瀑布饭店、客运服务等多元业务，聚焦旅游主业，文旅深度融合，打造桂林多元化旅游集团。2024 年桂林旅游旗下景区接待游客 317.8 万人次，yoy-11.5%。2024 年公司营收为 4.32 亿元，同比-7.58%，其中景区旅游/游船客运/饭店/客运服务业务收入占比分别为 48%/30%/17%/4%。

■ **旅游市场复苏强劲，政策红利持续释放**：1) 居民出行意愿强劲，旅游市场需求旺盛。根据交通部数据，2025 年前三季度延续增长态势，铁路/民航客流量累计同比分别增长+6.0%/5.2%。2) 节假日旅游市场复苏势头强劲。根据文旅部数据，2025 年国庆中秋 8 天假期全国国内出游人次为 8.88 亿，较 2024 年国庆节假日 7 天增加 16%。3) 服务消费政策频出，有望助力释放文旅消费潜力。2023 年起，中央陆续出台各项促消费和释放文旅消费潜力的政策文件，25 年 12 月中央经济工作会议的首要重点任务是“坚持内需主导，建设强大国内市场”。

■ **核心旅游资源赋能，多重举措增效发展**：1) 核心旅游资源构筑区域竞争壁垒。作为桂林市国资委旗下唯一旅游上市公司，公司布局两江四湖、漓江游船、银子岩等核心旅游目的地。2) 保存量&甩包袱盘活存量资产，布局优质项目。公司通过资产减值与低效剥离推进资产结构优化，2020-2024 年累计计提资产减值超 4 亿元，同步剥离持续亏损和闲置土地等低效资产；25 年高端住宿产品漓江·瀑上酒店成功落地；桂林旅游市场资源丰富，公司控股股东桂林旅投旗下拥有丰富的旅游资产等，25 年中秋国庆双节期间，实现总收入 558.91 万元，接待量与营收同比双增长。

■ **盈利预测与投资评级**：我们预测 2025-2027 年公司归母净利润为 0.3/0.4/0.5 亿元，对应 PE 为 104/89/67 倍。桂林旅游背靠桂林市国资委享受政策红利，保存量&甩包袱优化利润表现，新增项目打开成长空间。考虑到桂林旅游作为广西旅游龙头，提质增效和资源整合预期下公司有估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示**：桂林旅游市场需求波动、资产优化进度不及预期，自然灾害及恶劣天气的影响等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.24
一年最低/最高价	5.61/8.15
市净率(倍)	3.06
流通 A 股市值(百万元)	3,389.18
总市值(百万元)	3,389.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.37
资产负债率(%，LF)	51.37
总股本(百万股)	468.13
流通 A 股(百万股)	468.12

相关研究

内容目录

1. 公司概况：立足桂林、辐射华南的多元化旅游集团	4
1.1. 发展历程：深耕桂林的上市旅游公司	4
1.2. 业务模式：景区旅游、游船客运为核心	5
1.3. 股权结构：股权结构稳定，核心股东持股集中	10
2. 旅游市场复苏强劲，政策红利持续释放	11
3. 核心旅游资源赋能，多重举措增效发展	12
3.1. 核心旅游资源构筑区域竞争壁垒	12
3.2. 盘活存量资产，布局优质项目	13
4. 财务分析	16
5. 盈利预测及投资建议	17
5.1. 盈利预测	17
5.2. 投资建议	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1:	桂林地区主要景点分布图.....	4
图 2:	桂林漓江风光.....	4
图 3:	桂林旅游公司发展历程.....	5
图 4:	公司营收拆分（亿元）.....	6
图 5:	公司毛利润拆分（亿元）.....	6
图 6:	桂林旅游主营业务游客接待量（单位：万人）.....	6
图 7:	景区游客接待量（万人次）和毛利润（亿元）.....	7
图 8:	2018-2025H1 漓江旅游客运营收（亿元）和 yoy.....	7
图 9:	漓江游船线路.....	8
图 10:	2018-2025H1 饭店游客接待量（万人次）.....	8
图 11:	2018-2025H1 饭店营收（亿元）.....	8
图 12:	桂林漓江大瀑布饭店.....	9
图 13:	2018-2025H1 客运服务营收（亿元）和毛利率.....	9
图 14:	公司股权结构图（截至 2025 年 12 月）.....	10
图 15:	2024 年来铁路民航单月客运量（亿人次）及 yoy.....	11
图 16:	2016-2024 及 2025Q1-3 国内旅游人次及收入.....	11
图 17:	节假日旅游人次及较 2019 年的恢复情况.....	11
图 18:	节假日旅游收入及较 2019 年的恢复情况.....	11
图 19:	桂林市旅游总收入及 yoy.....	13
图 20:	桂林市游客总人数及 yoy.....	13
图 21:	龙胜温泉.....	13
图 22:	银子岩溶洞.....	13
图 23:	两江四湖景区国潮音乐会.....	14
图 24:	“上新了·桂林”文创产品.....	14
图 25:	桂林旅游 2020 年-2024 年资产剥离及计提资产减值的情况.....	14
图 26:	漓江·瀑上大酒店.....	15
图 27:	生动莲花现场图.....	15
图 28:	芦笛景区.....	15
图 29:	冠岩景区.....	15
图 30:	公司营业收入与 yoy.....	16
图 31:	公司分业务毛利率.....	16
图 32:	公司期间费用率.....	16
图 33:	公司归母净利润及同比增速.....	17
表 1:	各景区票价及构成.....	7
表 2:	漓江星级游船票价及包含内容.....	7
表 3:	公司主要管理层介绍.....	10
表 4:	2023 年以来中央出台的文旅相关政策梳理.....	12
表 5:	桂林旅游收入预测拆分（单位：亿元）.....	18
表 6:	毛利率和费用率预测.....	18
表 7:	营收和归母净利润预测.....	18
表 8:	桂林旅游可比公司估值（截至 2025 年 12 月 31 日）.....	19

1. 公司概况：立足桂林、辐射华南的多元化旅游集团

1.1. 发展历程：深耕桂林的上市旅游公司

依托优越自然禀赋，构建全产业链。桂林旅游成立于 1998 年 4 月。2000 年 5 月，公司在深交所上市。桂林旅游拥有国家 5A 级景区——两江四湖景区、国家 4A 级景区——银子岩、龙胜温泉、资江天门山、丰鱼岩、贺州温泉等桂林主要的旅游景区。公司主营业务为游船客运、景区旅游业务、酒店、公路旅行客运、出租车业务。2024 年游客接待量为 568.34 万人次，同比-8.12%；公司收入 4.32 亿元，同比-7.58%。

图1：桂林地区主要景点分布图



数据来源：世界地图网，东吴证券研究所

图2：桂林漓江风光



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司自成立以来分为三个阶段：

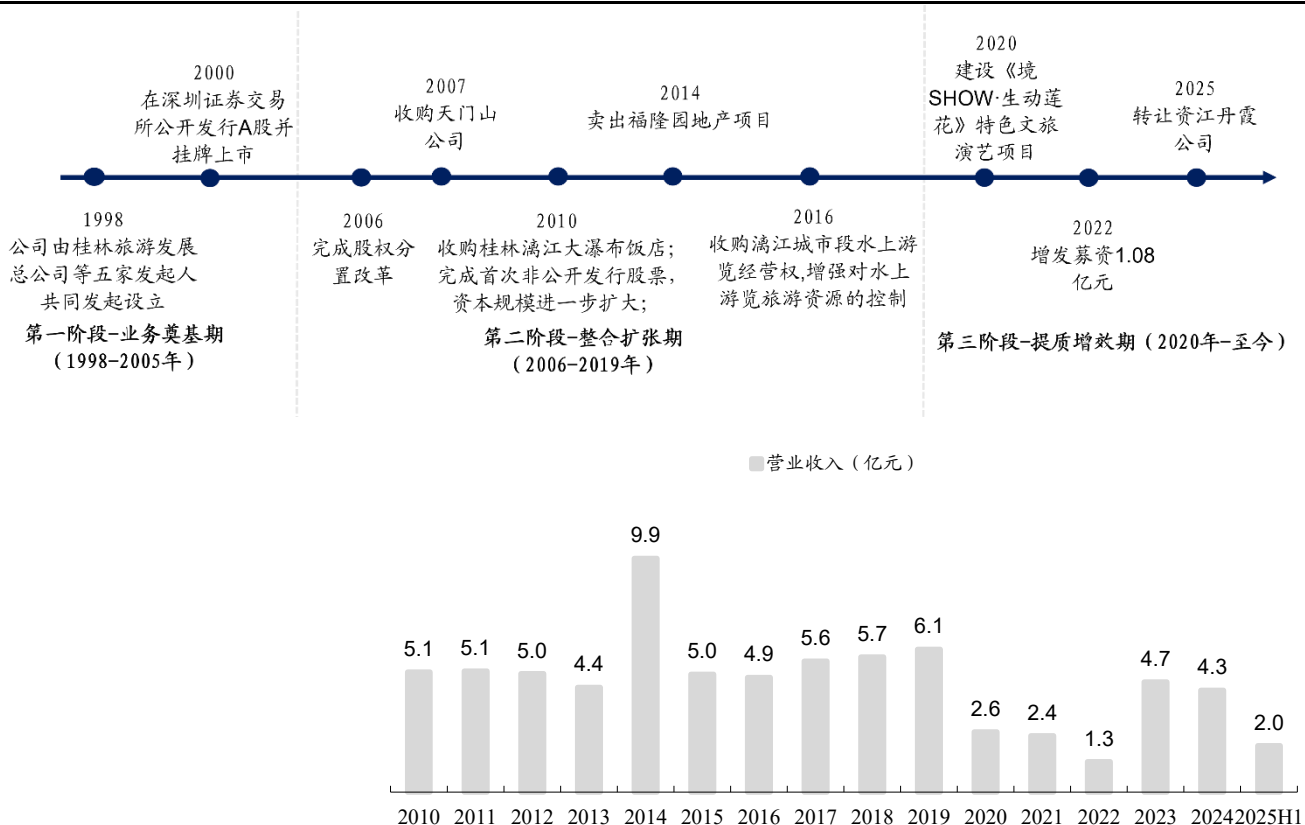
业务奠基期（1998-2005 年）：完成股份制改造与核心业务确立。公司于 1998 年经广西壮族自治区人民政府批准，由五家发起人共同设立。2000 年，公司成功在深圳证券交易所挂牌上市，成为国内较早的旅游类上市公司。上市前后，公司业务核心围绕桂林的经典景区丰鱼岩、银子岩、龙脊温泉、贺州温泉展开，初步确立了在游船客运、旅游观光等领域的市场地位。

整合扩张期（2006-2019 年）：推进资本运作与内部资源优化。2006 年，公司实施股权分置改革。2007 年，公司收购天门山公司。2010 年及之后，公司非公开发行股票，资本公积转增股本；同年，收购了桂林漓江大饭店。2014 年，公司将福隆园地产项目转由桂林市兴进实业有限责任公司整体承继，实现大幅营收增长。公司在 2016 年收购了漓江城市段水上游览经营权，增强了对水上旅游资源的控制。

提质增效期（2020 年至今）：聚焦主业强化与高质量发展。进入本阶段，公司发展

重心转向提质增效与巩固竞争优势。2020 年，公司开始建设《境 SHOW·生动莲花》特色文旅演艺项目。2022 年，公司完成新一轮定向增发。桂林旅游 2020-2025 年通过资产减值与低效剥离推进资产结构优化，2025 年 11 月公司发布公告拟挂牌处置资江丹霞公司，于 12 月完成转让。目前，公司致力于旗下两江四湖、温泉、岩洞等多品类景区的运营模式创新与服务升级，并积极推动酒店、客运等配套业务的协同发展，以提升整体盈利能力和市场竞争力，应对行业新挑战。

图3：桂林旅游公司发展历程

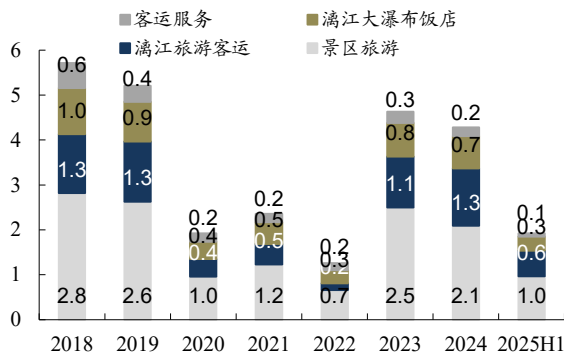


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：景区旅游、游船客运为核心

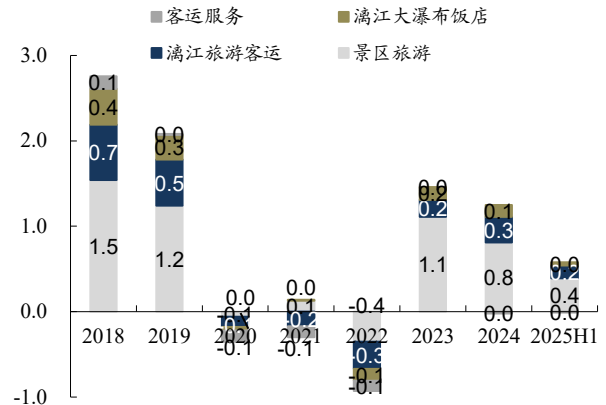
景区旅游为主要收入来源。公司主要从事旅游服务及与旅游服务相关的业务，包括游船客运、景区旅游业务、酒店、公路旅行客运、出租车业务等。2024 年公司收入 4.32 亿元，同比减少 7.58%，其中景区旅游/游船客运/饭店/客运服务业务收入分别为 2.09/1.28/0.72/0.19 亿元，分别占比 48%/30%/17%/4%，景区旅游为核心收入来源。2024 公司毛利润为 1.19 亿元，其中景区旅游/游船客运/饭店/客运服务业务分别占比 69%/25%/12%/-2%。景区旅游贡献近 7 成毛利。

图4：公司营收拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

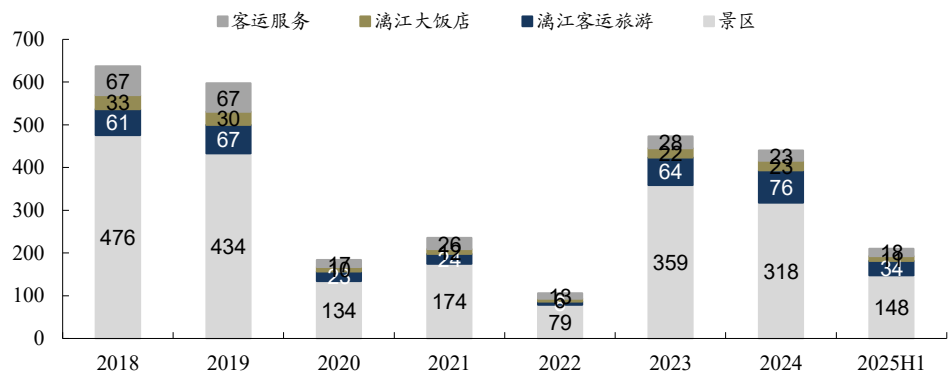
图5：公司毛利润拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司核心业务客流复苏。2024 年公司总游客接待量为 568.34 万人次，同比-8.12%。主营业务中，景区/漓江饭店/漓江客运旅游/客运服务业务游客接待量分别为 317.80/75.61/22.78/23.46 万人，景区接待量占比近六成。景区游客接待量显现复苏势头，2025 年上半年为 148.02 万人次，同比增加 6.96%。

图6：桂林旅游主营业务游客接待量（单位：万人）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

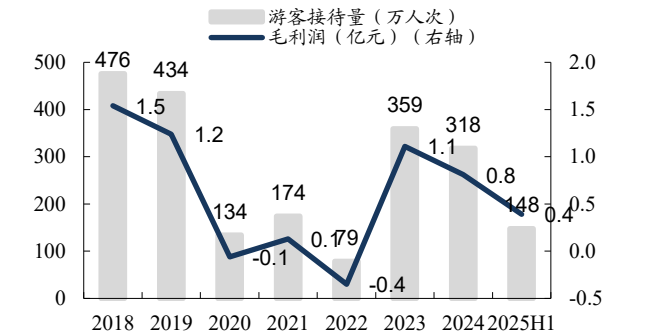
景区旅游业务：营收客流承压，桂林旅游以模式创新固本强基。景区包括两江四湖、银子岩、贺州温泉、龙胜温泉、丰鱼岩、资江天门山景区等。2024 年景区旅游业务营业收入 2.09 亿元，同比降低 16.5%；客流量 317.8 万人次，同比减少 11.52%。桂林旅游通过创新运营模式和提升服务质量，继续在景区旅游业务中保持竞争优势。

表1: 各景区票价及构成

景区（截至25年12月控股比例%） 票价构成	
两江四湖景区	日游船票45元起（分豪华船票和浪漫游）；夜游船票88元起（分主题船票和豪华船票）
银子岩景区（96.87%）	银子岩溶洞单票65元，银子岩+地球记忆套票共95元
贺州温泉	单票69元
龙胜温泉（73.26%）	单票100元
丰鱼岩景区（51%）	单票45元
资江天门山景区	门票28元；索道（往返）80元；资江天门山+船票套票68元

数据来源：景区订票小程序，携程，东吴证券研究所

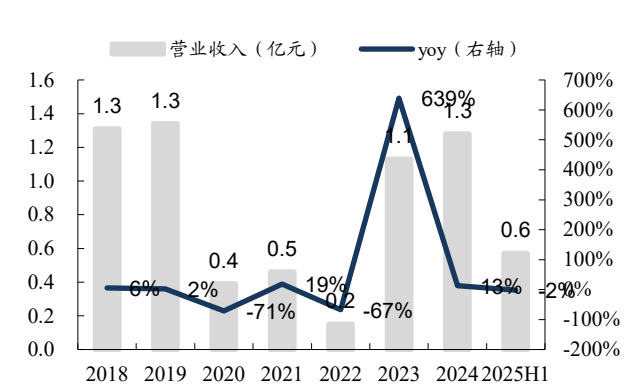
图7: 景区游客接待量（万人次）和毛利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

漓江旅游客运：市场份额稳固，收入增长显著。漓江旅游客运业务 2024 年客流量为 76 万人次，同比增长 18%。截至 2025 年 H1，公司拥有漓江星级游船 41 艘（4,126 个客位），约占桂林市漓江星级游船总数的 30.83%。公司通过精准营销、市场开拓和精细运营，提升漓江旅游客运业务的市场竞争力。漓江旅游客运业务的收入增长和市场份额的稳固，显示出其在桂林旅游业务中的重要地位。

图8: 2018-2025H1 漓江旅游客运营收（亿元）和 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2: 漓江星级游船票价及包含内容

星级游船	票价	包含内容
三星级游船	三星级游船桂林-阳朔245元/人（含盒餐）	双层客舱，船餐统一配餐
四星级游船	四星级游船桂林-阳朔360元/人（含自助餐）	双层甲板，中西式自助餐与定制餐饮+智慧旅行
五星级游船	定制出行，人均1000+元	静音舒适，高端分子料理+AI智能服务+传统文化体验+帐篷体验

数据来源：漓江游船公司公众号，东吴证券研究所

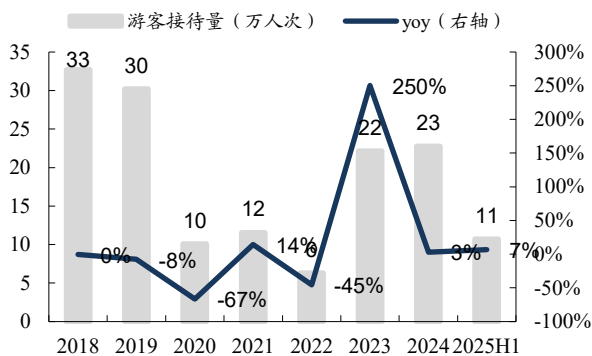
图9：漓江游船线路



数据来源：桂林国旅官网，东吴证券研究所

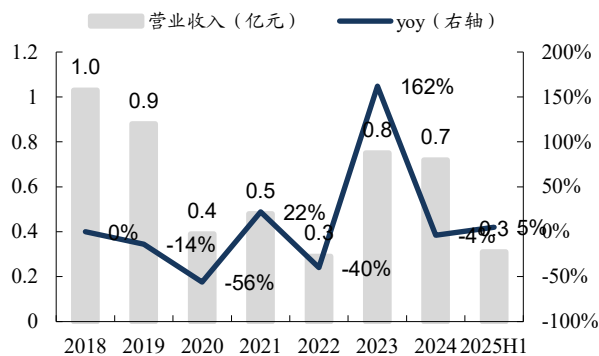
漓江大瀑布饭店：地处江山会景处，打造高端绿色旅游饭店。漓江大瀑布饭店位于桂林市中心，距离桂林两江国际机场 25 公里，紧邻桂林火车站。饭店东临漓江，南邻象山公园，北望独秀峰、叠彩山，环境优美。截至 2025 年 H1，该饭店拥有各类客房 652 间，提供多种服务。2024 年，饭店开设非遗体验馆，全新升级了会议厅与套房，打造店中店“瀑上酒店”。漓江大瀑布饭店在 2024 年共接待游客 22.78 万人次，同比增长 2.89%；漓江大瀑布饭店 2024 年的营收同比减少 3.99%至 0.72 亿元。

图10：2018-2025H1 饭店游客接待量（万人次）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：2018-2025H1 饭店营收（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

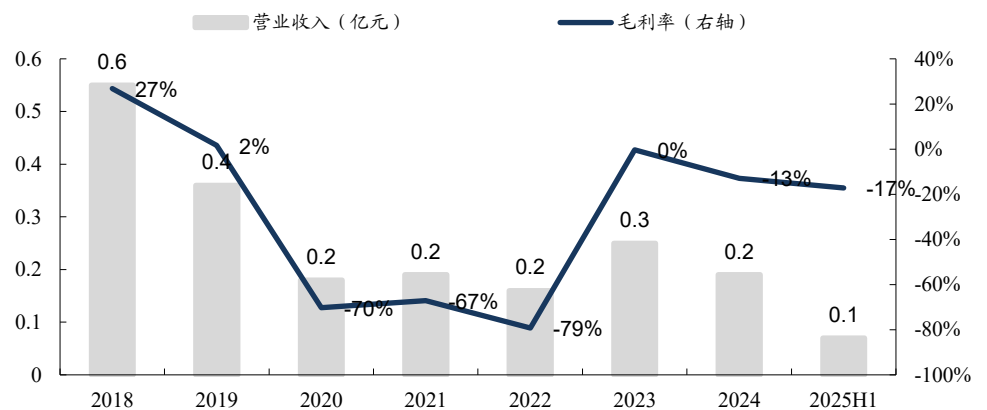
图12: 桂林漓江大瀑布饭店



数据来源：漓江大瀑布饭店官网，东吴证券研究所

客运服务：车辆数量减少，营收下滑明显。主营旅游客运，承接各单位、个人和团体包车、会议用车、旅游用车、通勤班车、商务用车等各类包车业务。2024 年实现营业收入 0.19 亿元，同比下降 23.10%，在桂林旅游主营业务中占比 4.37%。截至 2025 年 8 月，公司拥有出租汽车 59 辆，受网约车冲击较大，较 2024 年同期减少 101 辆，约占桂林市出租汽车总量的 3.47%；公司拥有大中型旅游客车 127 辆，约占桂林市旅游客车总量的 3.74%。

图13: 2018-2025H1 客运服务营收（亿元）和毛利率

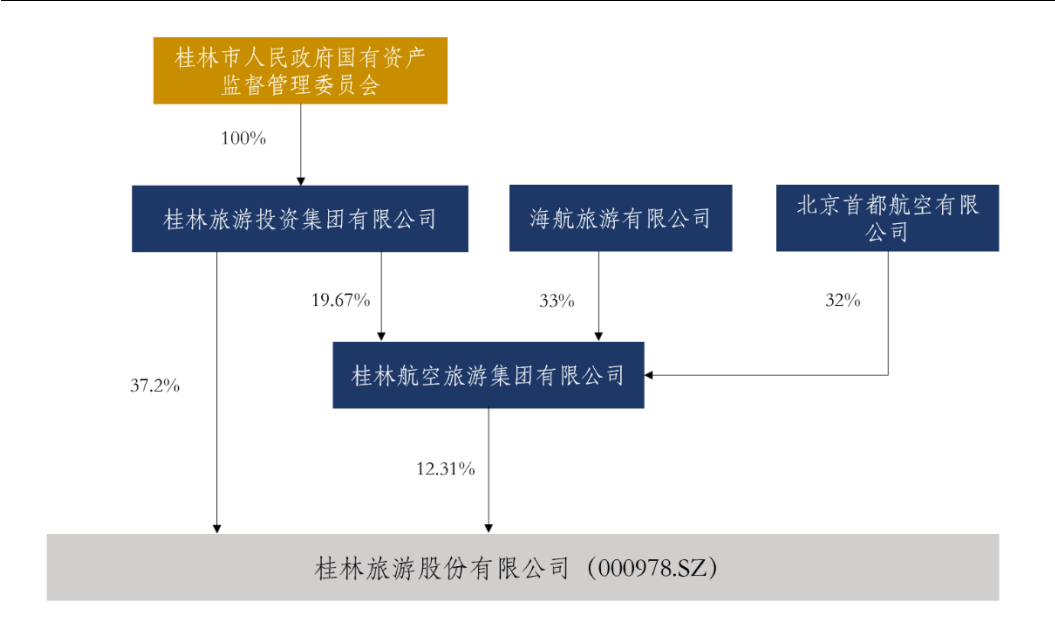


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 股权结构：股权结构稳定，核心股东持股集中

公司股权结构稳定,核心股东持股集中。桂林旅投集团为公司第一大股东,截至 2025 年 12 月 10 日,直接持有公司 37.2%的股份。桂林市国资委为公司实际控制人,国资背景赋能桂林旅游发展。第二大股东为桂林航空旅游集团,持股 12.31%。公司股权结构稳定。

图14：公司股权结构图（截至 2025 年 12 月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司管理层经验丰富。公司管理人员兼具政府管理与旅游产业经验,政企背景协同,覆盖文旅运营、资本运作及企业治理,结构稳定专业。

表3：公司主要管理层介绍

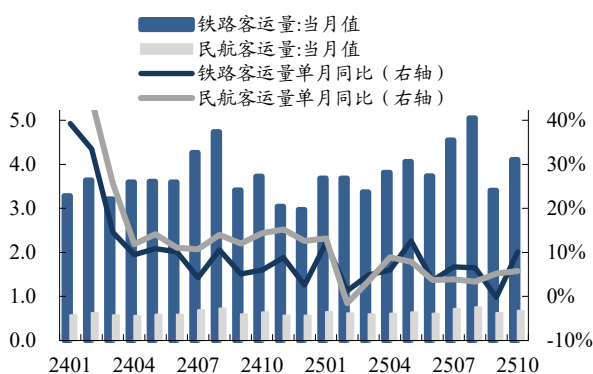
姓名	职务	简介
陈靖	董事长	历任桂林市雁山区民政局副局长,桂林市雁山区团委书记,桂林市雁山区旅游文化体育局局长;现任桂林旅游股份有限公司董事长、桂林旅游股份有限公司党委书记、第七届董事会董事长。
郑宁丽	董事、副总裁	历任桂林市景区旅游经营管理有限责任公司总经理、桂林旅游发展总公司营销中心副总经理,现任桂林旅游股份有限公司第七届董事会董事、副总裁。
桂海鸿	董事	历任海航航空集团有限公司总裁助理、海南航空控股股份有限公司董事;现任桂林旅游股份有限公司第七届董事会董事、海航航空集团有限公司副总裁。
文政	董事、总裁	历任桂林市质量技术监督局人事科科长、计量科科长;现任桂林旅游股份有限公司党委副书记、第七届董事会副董事长、总裁。
王小龙	董事、副总裁	历任桂林市文化产业投资有限责任公司副总经理,桂林市文化体育产业投资发展集团有限公司总经理助理、董事、副总经理;现任桂林旅游股份有限公司董事、副总裁。
陈丽华	财务总监	历任桂林旅游股份有限公司审计部副总经理、财务部副总经理;现任桂林旅游股份有限公司财务部总经理、桂林荔浦丰鱼岩旅游有限责任公司董事。
陈薇	董事会秘书	现任桂林旅游股份有限公司证券部(董事会办公室)总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 旅游市场复苏强劲，政策红利持续释放

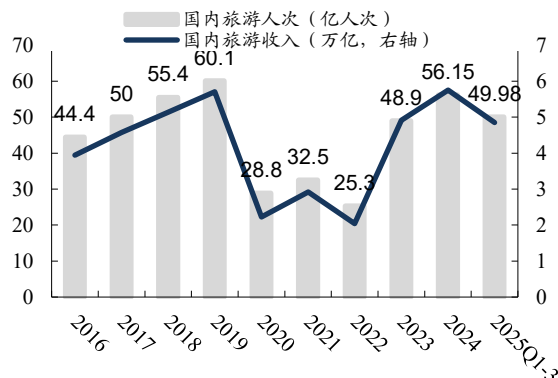
居民出行意愿强劲，旅游市场需求旺盛。根据交通部数据，2024 年铁路/民航客运量分别达 43.12/7.3 亿人次，同比增长 12%/18%。2025 年前三季度延续增长态势，铁路/民航客流量累计同比分别增长+6.0%/5.2%。据文旅部数据，2024 年国内出游人次 56.15 亿，同比增长 15%，恢复至 2019 年同期的 93%，国内游客出游总花费 5.75 万亿元，同比增长 17%，恢复至 2019 年同期 101%。2025 年前三季度国内出游人次/游客出游总花费同比分别+18.0%/11.5%。居民出行意愿与消费能力同步增强，旅游市场景气度高。

图15：2024 年来铁路民航单月客运量（亿人次）及 yoy



数据来源：交通部，东吴证券研究所

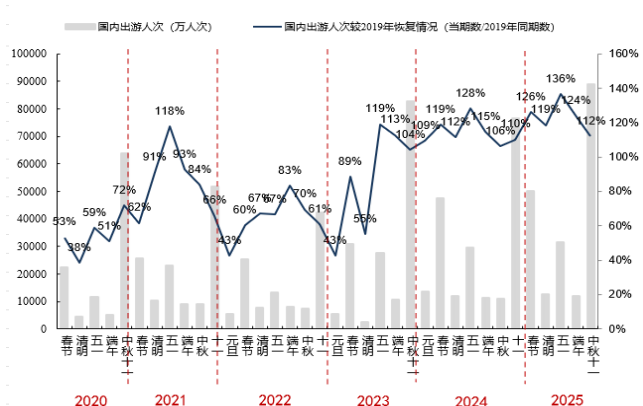
图16：2016-2024 及 2025Q1-3 国内旅游人次及收入



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

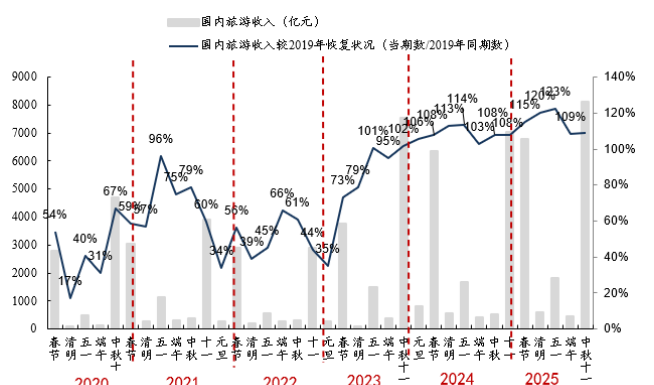
节假日旅游市场复苏势头强劲。自 2024 年起，国内出游人次与旅游收入已全面恢复并超越疫情前水平，且人次增速高于收入增速。根据文旅部数据，2025 年国庆中秋 8 天假期期间全国国内出游人次为 8.88 亿，较 2024 年国庆节假日 7 天增加 16%；国内旅游收入 8090.06 亿元，较 2024 年国庆节假日 7 天增加 15%。

图17：节假日旅游人次及较 2019 年的恢复情况



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

图18：节假日旅游收入及较 2019 年的恢复情况



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

消费政策频出，有望助力释放文旅消费潜力。2023 年起，中央陆续出台各项促消费和释放文旅消费潜力的政策文件。“十五五”规划建议中指出，推进旅游强国建设，丰富高品质旅游产品供给，提高旅游服务质量，提升入境游便利化国际化水平。同时强调推进文旅深度融合，大力发展文化旅游业，以文化赋能经济社会发展。

表4：2023 年以来中央出台的文旅相关政策梳理

发布日期	发文部门	文件	内容
2023 年 7 月 28 日	国家发展改革委	《关于恢复和扩大消费的措施》	全面落实带薪休假制度，鼓励错峰休假、弹性作息，促进假日消费。加强区域旅游品牌和服务整合，积极举办文旅消费促进活动。健全旅游基础设施，鼓励制定实施景区门票减免、淡季免费开放等政策。
2023 年 9 月 27 日	国务院办公厅	《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》	重点关注加大优质旅游产品和服务供给，提出推进文化和旅游深度融合发展、实施美好生活度假休闲工程、实施体育旅游精品示范工程、开展乡村旅游提质增效行动、发展生态旅游产品等要求。
2024 年 7 月 29 日	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	提出激发改善型消费活力，其中文化娱乐消费和旅游消费均为重要方向，并在文化娱乐、旅游消费方面给出发展意见。
2024 年 11 月 6 日	国务院办公厅	《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	为巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果，以冰雪运动为引领，带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，推动冰雪经济成为新增长点。
2024 年 11 月	国务院办公厅	修订《全国年节及纪念日放假办法》	自 2025 年 1 月 1 日起，全体公民放假的假日增加 2 天，其中春节、劳动节各增加 1 天。
2025 年 1 月 13 日	国务院办公厅	《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》	着力把文化旅游业培育成支柱产业，措施包括丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体消费需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策、优化消费环境等。
2025 年 3 月 16 日	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》	第三项服务消费提质惠民行动中提到，扩大文体旅游消费，推动冰雪消费，发展入境消费。另有包括落实和优化休假制度等内容。
2025 年 4 月 11 日	商务厅	《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》	提出 14 项新一轮试点的具体任务，涉及电信服务、医疗康养、商贸文旅等方面。
2025 年 9 月 5 日	商务部等 9 部门	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	创新和丰富服务消费场景，支持优质消费资源与知名 IP 跨界合作，打造商旅文体健融合的消费新场景；加强我国文旅资源国际宣传推广，鼓励旅行社、在线旅游平台推出适合外国人的特色旅游线路。
2025 年 12 月 6 日	文旅部、交通部	《进一步促进邮轮运输及旅游服务发展的若干措施》	鼓励开发海上丝绸之路、环球游等长航线；支持外国籍邮轮临时经营国内沿海运输；推进邮轮无目的地海上游试点；优化多点挂靠审批流程；丰富“邮轮+”消费场景。
2025 年 12 月 10 日	工信部、国家发改委、文旅部	《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》	以消费升级引领产业升级；组织文旅消费促进活动、如游购乡村、赏冰乐雪；探索区域一体化文旅消费惠民措施。

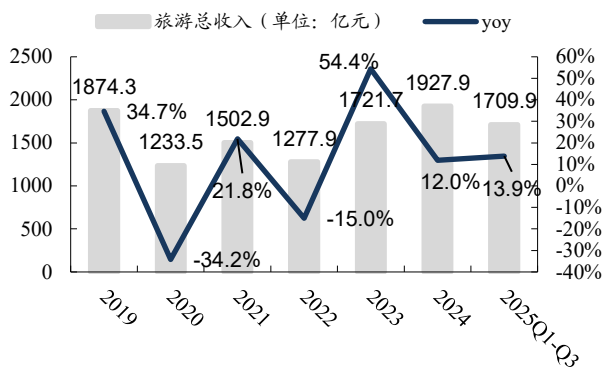
数据来源：政府官网，东吴证券研究所

3. 核心旅游资源赋能，多重举措增效发展

3.1. 核心旅游资源构筑区域竞争壁垒

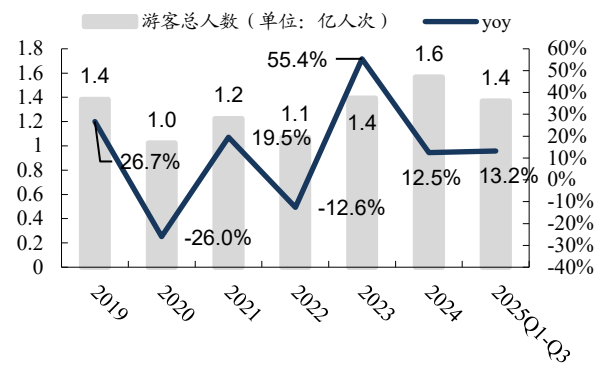
桂林市旅游市场稳健增长，恢复至疫情前水平。疫情冲击下桂林市旅游收入及游客数量波动较大，疫情后区域旅游市场逐步复苏。2024 年及 2025 年前三季度桂林市接待的游客总人数分别为 1.57/1.37 亿人次，同比增长 12.5%/13.2%；旅游总收入分别为 1927.89/1709.89 亿元，同比增长 12.0%/13.9%，已逐步恢复至疫情前水平。

图19：桂林市旅游总收入及 yoy



数据来源：桂林市文旅局，东吴证券研究所

图20：桂林市游客总人数及 yoy



数据来源：桂林市文旅局，东吴证券研究所

布局桂林地区核心旅游目的地。作为桂林市内头部旅游公司，桂林旅游布局多个标志性景区。其中，著名的两江四湖景区位于桂林主城区核心文旅带，而龙胜温泉位于龙胜各族自治县，是华南地区著名的温泉度假胜地，被誉为“华南第一泉”。此外，桂林旅游在荔浦市布局银子岩、丰鱼岩两大 4A 级溶洞景区，形成覆盖自然山水、溶洞奇观、温泉度假的多元化景区旅游矩阵，资源壁垒不可替代，市场前景广阔。

图21：龙胜温泉



数据来源：桂林龙胜温泉旅游度假区公众号，东吴证券研究所

图22：银子岩溶洞



数据来源：桂林银子岩公众号，东吴证券研究所

3.2. 盘活存量资产，布局优质项目

多元化举措联动赋能，有效激活景区客流增长潜力。一方面，桂林旅股联名“上新了·故宫”打造文创 IP，同时升级龙胜/贺州温泉品质，构建覆盖高端住宿、文化体验、

休闲度假的全场景产品矩阵；另一方面在春节、“三月三”、五一等关键节点打造爆款活动，其中 2025 年春节焰火秀吸引了 20 万人次的现场观众，五一假期各景区分别举办国潮音乐会等多场活动，5 月 1 日至 4 日游客接待量与营收同比分别增长 10%、13%。

图23：两江四湖景区国潮音乐会



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

图24：“上新了·桂林”文创产品



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

盘活不良资产，提质增效。桂林旅游 2020-2025 年通过资产减值与低效剥离推进资产结构优化，2020-2024 年累计计提资产减值超 4 亿元，涉及长期股权投资、固定资产等标的，同步剥离闲置土地等低效资产。2025 年三季度桂林旅游收购漓胜旅游与景区通公司强化票务数字化协同，12 月公司以 3450 万元转让资江丹霞公司，该公司自 2008 年以来累计亏损 2.9 亿元，其中 2024 年全年亏损 2413 万元。公司通过整合优质资产、盘活不良资产，以实现运营效率提升。

图25：桂林旅游 2020 年-2024 年资产剥离及计提资产减值的情况

年份	事件类型	具体事件	金额（万元）	影响
2020	资产减值	参股子公司井冈山公司对涉及的杜鹃山索道资产组计提资产减值	7925.16	当年投资收益减少1692.97万元
2020	资产减值	对旅游汽车公司的长期股权投资计提减值准备	5067.33	合并报表不受影响
2020	资产剥离	桂林公司向桂林旅游发展总公司出售库存商品及投资性房地产	4853.76	清理公司涉房资产业务，归母净利润减少642万元
2020	资产剥离	资源县政府收回资江丹霞公司资源县合浦街北的国有土地使用权	3500	盘活存量资产，归母净利润+1752万元
2020	资产剥离	丹霞温泉公司被破产管理人接管，自2020年12月起公司不再将丹霞温泉公司纳入合并报表范围	-	资江丹霞公司对其债权的损失约为1.45亿元，归母净利润-7,845万元。
2021	资产减值	对罗山湖旅游公司土地使用权计提资产减值	1307.81	归母净利润减少915.47万元
2021	资产减值	对持有的罗山湖旅游公司长期股权投资计提减值准备	6100	不影响合并报表
2022	资产减值	对持有的桂林公司长期股权投资计提减值准备	5999.78	归母净利润减少4,044.67万元
2022	资产减值	对持有的罗山湖公司长期股权投资计提减值准备	783.85	
2022	资产减值	对丰鱼岩公司的固定资产计提资产减值准备	751.67	
2022	资产减值	对旅游汽车公司的固定资产计提资产减值准备	547.77	
2022	资产减值	对出租车公司的固定资产计提资产减值准备	427.12	
2022	资产减值	对资江丹霞公司的固定资产计提减值准备	291.75	
2022	资产减值	对其他非流动资产象山景区投资款计提资产减值准备	1462.5	资产与净资产同时减少9,191.20万元；归母净利润减少9,191.20万元。
2024	资产减值	对持有的井冈山公司长期股权投资计提减值准备	2220.38	
2024	资产减值	对部分持续亏损子公司的固定资产计提减值	2478.99	
2024	资产减值	罗山湖旅游公司对其他非流动资产计提减值准备	10144.78	净利润减少6.1万元
2024	资产剥离	2024年1月，桂林翰飞健康科技有限公司完成注销登记，不再纳入公司合并报表范围	-	
2025	资产剥离	公开转让资江丹霞公司100%股权暨债权	3450	优化公司资产结构，提高资产运营效率，减少亏损

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新项目布局稳健推进。2025 年以漓江·瀑上酒店为核心的高端住宿产品成功落地，成为高端客群引流关键。酒店于 2024 年 12 月 28 日开业，投资 3000 万元，拥有 44 套

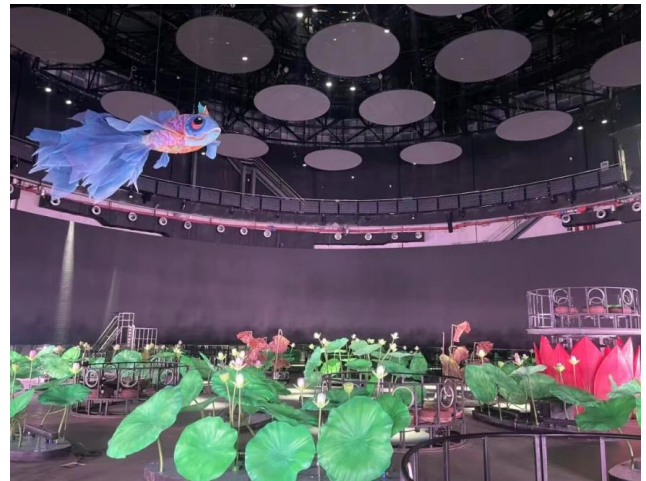
精致客房和 5 个特色餐厅，价格区间为 880-3680 元/晚，其中两江四湖江景房和象鼻山一线江景房分别为每晚 1080 元/1380 元，建成漓江山水极致景观的高端酒店。2025 年 12 月公司与合作方签署协议，在《境 show·生动莲花项目》现有基础上建设影剧院，项目开业三年内收取每年 420 万固定租金，以及 20% 门票收入扣除固定租金后的分成款。

图26：漓江·瀑上大酒店



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

图27：生动莲花现场图



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

控股股东景区资源丰富，中秋国庆双节市场表现亮眼。控股股东桂林旅游投资集团为桂林市人民政府直属国有企业，旗下拥有国家 5A 级景区象山景区，国家 4A 级景区七星景区、芦笛景区、冠岩景区等核心景区以及桂山华星酒店。公司通过多重举措实现桂林文旅焕新，将喀斯特溶洞奇观与高端住宿结合起来推出芦笛景区野奢民宿，同时在冠岩地下河开发沉浸式体验项目。2025 年中秋国庆双节期间，集团旗下景区与酒店累计接待游客 34.08 万人次，实现总收入 558.91 万元，接待量与营收较 2024 年同期实现双增长。

图28：芦笛景区



数据来源：集团公众号，东吴证券研究所

图29：冠岩景区

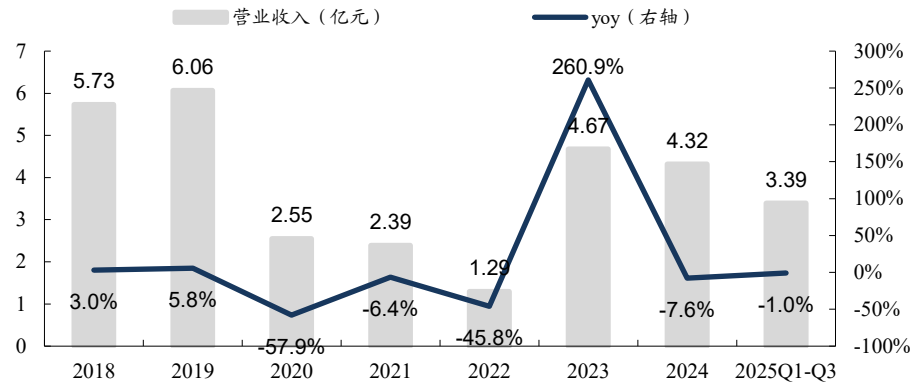


数据来源：集团公众号，东吴证券研究所

4. 财务分析

受市场竞争加剧、需求疲软等因素影响，公司营收下滑明显。2019 年公司实现营业收入 6.06 亿元，同比增长 5.8%。疫情期间旅游需求骤降导致营收下滑，疫情后消费回暖，2023 年公司营收为 4.67 亿元，同比增长 260.9%。2024 年-2025 年三季度，行业竞争加剧、成本上升及需求疲软拖累增速，2025Q1-Q3 营收仅 3.39 亿元，同比-1.0%。

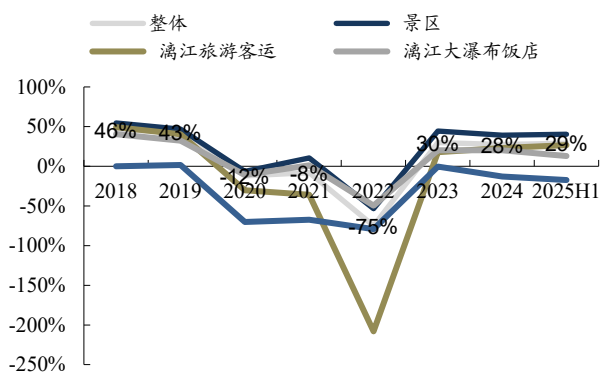
图30：公司营业收入与 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

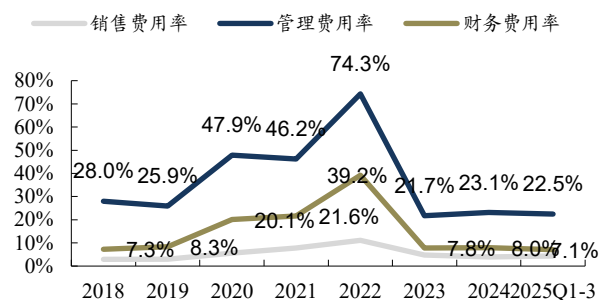
毛利率疫情后回升，期间费用率较疫情前小幅下降。疫情期间由于营业收入下滑，但成本高企，导致公司毛利率大幅下滑。疫情后毛利率逐步修复，2025H1 公司毛利率为 29%，业务韧性增强。期间费用率较疫情前小幅下降，2025 年 Q1-Q3 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 4.28%/22.49%/7.08%。

图31：公司分业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

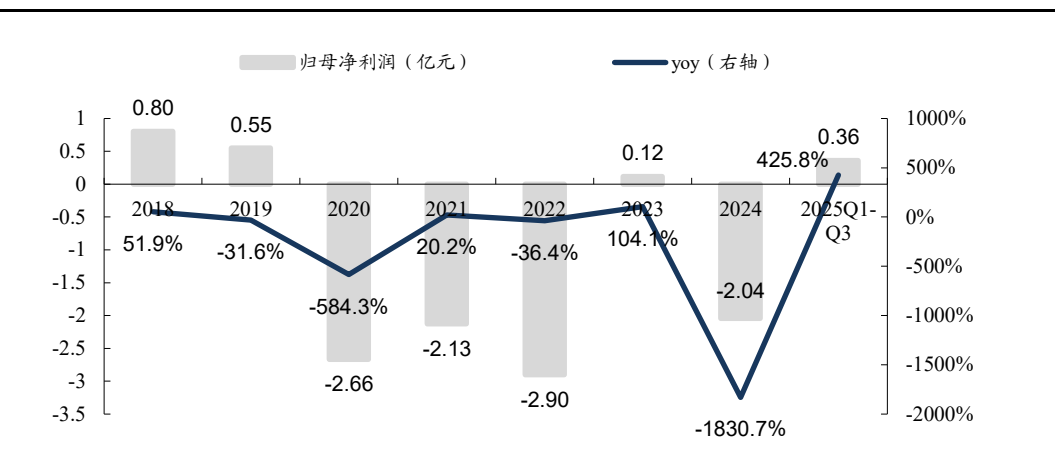
图32：公司期间费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盘活存量资产、收回账款，2025 年 Q1-Q3 净利润扭亏为盈。2024 年由于亏损资产和减值拖累，归母净利润为-2.04 亿元。2025 年公司保核心业务基本盘，同时收回账款增厚利润，2025 年 Q1-Q3 公司归母净利润为 3576.78 万元，同比扭亏为盈。

图33: 公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

关键假设：

桂林旅游主要景区：景区提质增效，智慧文旅与业态焕新。预测 2025-2027 年收入分别为 2.11/2.17/2.24 亿元，同比+1%/+3%/+3%。

漓江旅游客运：运力优化致短期承压，漓江旅游客运智能升级推动长期增长，我们预测 2025-2027 年漓江客运收入 1.25/1.29/1.33 亿元，同比-2%/+3%/+3%。

漓江大瀑布饭店：饭店位于核心位置，经营稳健，考虑到瀑上酒店落地与客房餐厅升级，我们预测 2025-2027 年漓江大瀑布饭店收入为 0.76/0.80/0.84 亿元，同比+6%/+5%/+5%。

客运服务：公司出租车受网约车冲击较大，截至 2025 年 8 月，出租车数量较 2024 年同期减少 101 辆，约占桂林市出租汽车总量的 3.47%，因此我们预测 2025-2027 年收入为 0.14/0.14/0.15 亿元，同比-26%/+3%/+2%。

表5: 桂林旅游收入预测拆分 (单位: 亿元)

收入拆分	2024	2025E	2026E	2027E
景区业务	2.09	2.11	2.17	2.24
yoy	-16%	1%	3%	3%
漓江旅游客运业务	1.28	1.25	1.29	1.33
yoy	13%	-2%	3%	3%
漓江大瀑布饭店业务	0.72	0.76	0.80	0.84
yoy	-4%	6%	5%	5%
客运业务	0.19	0.14	0.14	0.15
yoy	-24%	-26%	3%	2%
其他	0.04	0.04	0.04	0.04
yoy	0%	0%	1%	1%
收入合计	4.32	4.30	4.44	4.59
yoy	-8%	0%	3%	3%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所预测

毛利率及费用率方面: 随着公司收入增长, 提质增效, 费用率逐步下降, 盈利能力逐步改善。我们预计 2025-2027 年毛利率为 29.5%/34.1%/36.4%, 销售、管理、财务费用率合计为 31.2%/28.4%/27.5%。

表6: 毛利率和费用率预测

指标	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	27.5%	29.5%	34.1%	36.4%
销售费用率	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%
管理费用率	23.1%	21.0%	19.0%	18.5%
财务费用率	8.0%	6.3%	5.6%	5.3%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所预测

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 4.3/4.4/4.6 亿元, yoy-0.4%/+3.4%/+3.2%, 随着客流带动收入增长和运营效率提升, 2025-2027 年归母净利润分别为 0.33/0.38/0.51 亿元, 同比扭亏/+17.1%/+32.9%, 归母净利率为 7.6%/8.6%/11.1%。

表7: 营收和归母净利润预测

指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	4.32	4.30	4.44	4.59
yoy	-8%	0%	3%	3%
归母净利润 (亿元)	-2.04	0.33	0.38	0.51
归母净利率	-47.4%	7.6%	8.6%	11.1%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所预测

5.2. 投资建议

我们预测 2025-2027 年公司归母净利润为 0.3/0.4/0.5 亿元,对应 PE 为 104/89/67 倍。我们选择有扩张预期的景区上市公司西域旅游、九华旅游、峨眉山 A 和丽江股份作为可比公司, 2026 年可比公司平均 PE 估值为 23 倍。桂林旅游背靠桂林市国资享受政策红利, 保存量&甩包袱优化利润表现, 新增项目打开成长空间。考虑到桂林旅游作为广西旅游龙头, 提质增效和资源整合预期下公司有估值溢价, 首次覆盖给予“增持”评级。

表8: 桂林旅游可比公司估值 (截至 2025 年 12 月 31 日)

股票代码/ 简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资 评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
300859.SZ/ 西域旅游	57	0.9	1.0	1.3	1.5	66	55	45	39	增持
603199.SH/ 九华旅游	41	1.9	2.2	2.4	2.7	22	19	17	15	买入
000888.SZ/ 峨眉山 A	69	2.3	2.6	3.0	3.3	29	27	23	21	未评级
000888.SZ/ 丽江股份	50	2.1	2.2	2.4	2.7	24	23	21	18	未评级
4 家可比公司按市值加权平均 PE							32	23	21	
000978.SZ/ 桂林旅游	34	-2.0	0.3	0.4	0.5	-17	104	89	67	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 桂林旅游、西域旅游和九华旅游盈利预测由东吴证券研究所给出, 峨眉山 A 和丽江股份预测为 12 月 31 日 wind 一致预期

6. 风险提示

桂林旅游市场需求波动: 公司业务客流依托桂林旅游市场整体景气度, 若消费者需求偏好变化, 可能出现桂林旅游市场客流下滑的情况。

资产优化进度不及预期: 公司积极推进低效、不良资产的盘活处置, 若资产优化进度不及预期, 将影响公司盈利预期。

自然灾害及恶劣天气的风险: 雨雪天气或自然灾害等不可抗力因素, 导致景区无法正常经营, 客流受到影响。

桂林旅游三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	181	428	533	667	营业总收入	432	430	444	459
货币资金及交易性金融资产	48	279	385	518	营业成本(含金融类)	313	303	293	292
经营性应收款项	61	79	77	75	税金及附加	9	9	10	10
存货	5	4	4	4	销售费用	17	17	17	17
合同资产	0	0	0	0	管理费用	100	90	84	85
其他流动资产	67	66	67	69	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	1,977	1,868	1,765	1,656	财务费用	34	27	25	24
长期股权投资	424	424	424	424	加:其他收益	9	9	9	9
固定资产及使用权资产	1,022	917	813	707	投资净收益	15	24	24	25
在建工程	23	36	48	58	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	320	309	297	285	减值损失	(152)	19	(4)	(3)
商誉	19	19	19	19	资产处置收益	(4)	0	0	0
长期待摊费用	5	0	2	2	营业利润	(174)	35	45	62
其他非流动资产	163	162	162	162	营业外净收支	(14)	0	0	0
资产总计	2,157	2,295	2,298	2,323	利润总额	(188)	34	45	62
流动负债	379	509	493	483	减:所得税	16	2	7	11
短期借款及一年内到期的非流动负债	179	319	319	319	净利润	(204)	33	38	51
经营性应付款项	109	101	89	81	减:少数股东损益	1	0	0	0
合同负债	6	6	6	6	归属母公司净利润	(204)	33	38	51
其他流动负债	85	83	78	76	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.44)	0.07	0.08	0.11
非流动负债	701	676	656	641	EBIT	(1)	61	70	86
长期借款	644	619	599	584	EBITDA	93	216	228	248
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.50	29.51	34.11	36.38
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	(47.37)	7.61	8.62	11.09
其他非流动负债	55	56	56	56	收入增长率(%)	(7.58)	(0.44)	3.39	3.25
负债合计	1,080	1,185	1,149	1,124	归母净利润增长率(%)	(1,830.70)	116.00	17.09	32.88
归属母公司股东权益	1,072	1,105	1,143	1,194					
少数股东权益	5	5	5	5					
所有者权益合计	1,077	1,110	1,148	1,199					
负债和股东权益	2,157	2,295	2,298	2,323					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	85	161	180	200	每股净资产(元)	2.29	2.36	2.44	2.55
投资活动现金流	(45)	(23)	(32)	(29)	最新发行在外股份(百万股)	468	468	468	468
筹资活动现金流	(53)	93	(42)	(37)	ROIC(%)	(0.05)	2.95	2.89	3.39
现金净增加额	(13)	231	106	134	ROE-摊薄(%)	(19.07)	2.96	3.35	4.26
折旧和摊销	94	155	158	161	资产负债率(%)	50.06	51.64	50.02	48.38
资本开支	(61)	(50)	(51)	(51)	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	103.63	88.51	66.61
营运资本变动	11	(6)	(18)	(12)	P/B(现价)	3.16	3.07	2.97	2.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>