

旅游及景区行业深度报告

细分主题与日历效应带来行情向上，交通改善及项目扩容共筑成长空间

方正证券研究所证券研究报告

分析师

李珍妮

登记编号：S1220523080002

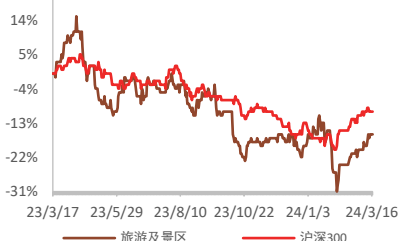
联系人 王雪尼

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总数家数	37
总股本(亿股)	876.99
销售收入(亿元)	224.97
利润总额(亿元)	-340.47
行业平均 PE	341.78
平均股价(元)	19.70

行业相对指数表现



资料来源：wind 方正证券研究所

相关研究

景区行情来自哪里？业绩整体恢复，但更重要的是估值提升。1) 业绩层面，2023 年国内旅游市场恢复，景区经营整体复苏，部分景区受益于疫情期间扩张措施的延后释放，实现了亮眼增长。2) 估值层面，历史来看，景区板块的日历效应带来节假日前的普涨机会，阶段性旅游热点的爆发对板块整体情绪也有提振。就个股而言， α 主要来自于周边交通基础设施的改善、自身项目的建设扩容，针对性强的细分旅游爆点的催化也十分明显，如 2023 年 5 月的宗教游之于峨眉山、又如 2024 年 1 月的冰雪游之于长白山和大连圣亚。

旅游市场能否看长？国民旅游需求经历 2023 年报复性释放后仍持续，2024 年元旦/春节假期国内旅游人次较 19 年恢复度分别为 109%/119%，其背后或系大众旅游消费观念及习惯的永久性变化，此外，年轻群体在全域出游人群中占比提升，2022 年中国全域旅游人群中 25 岁及以下群体占 54%、较 19 年的 26%（去哪儿口径）提升 18pct，带来需求长期向上的支撑。同时，大众旅游存在一定预算约束，旅游诉求及营销方式也存在迭代，因此有性价比的名山大川类、具备精神疏压功能、可营销性强的目的地有望成为潜在爆点。

哪些景区有结构性机会？1) 长期有交通改善或景区扩容，带来客流量提升预期的目的地：如【九华旅游】【黄山旅游】（池黄高铁预计 24 年中开通，串联皖南两山一湖核心景点，九华山交通转换中心投运增加停车供给）；【峨眉山】（峨眉山后山线路开通，金顶索道正推进升级扩容）；【三特索道】（千岛湖牧心谷待开业）【丽江股份】（摩梭小镇二期正在建设中）。2) 位于宗教游、冰雪游等热门旅游赛道的目的地：如【九华旅游】【峨眉山】（传统佛教圣地）；【长白山】（强势冰雪旅游目的地，避暑及冰雪两旺）。3) 有性价比、营销便利的名山大川：【丽江股份】【桂林旅游】（立足全国一线旅游目的地，“小砂糖橘”标签实现引流）。

盈利预测与投资建议：我们看好 24 年国内旅游景气度，建议关注：1) 具备性价比的名山大川，其受众广泛、消费者认知强烈，且符合大众旅游消费存在预算约束的背景；2) 具有宗教文化底蕴的旅游目的地，可承接年轻群体出于“精神疏压”、“个性传达”、“社交标签”等目的产生的新增宗教游需求；3) 有交通改善或项目扩容预期的景区，虽其带来的客流及最终收入的提升难以精确估算，但对估值提升有较强催化；4) 分红稳定且比例较高的景区。建议关注：【九华旅游】【峨眉山】【丽江股份】【三特索道】【桂林旅游】等。

风险提示：宏观经济波动风险；周边交通及项目建设对客流提升不及预期风险；自然天气变化影响。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1 经营向好带来业绩复苏，扩容、交通改善及需求驱动估值拔升	5
1.1 2023 年景区经营整体恢复良好，部分公司边际变化明显	5
1.2 景区板块日历效应明显，细分需求及自身边际变化驱动估值拔升	7
2 国民旅游热情预计长期延续，性价比、精神疏压为潜在爆点	9
2.1 旅游市场火爆是昙花一现还是长远趋势？	9
2.2 旅游需求旺盛，预算约束存在，结构性机会在哪里？	12
2.2.1 高性价比的名山大川	12
2.2.2 具备精神疏压功能的旅游目的地	13
2.2.3 有多重标签、可营销性强的旅游目的地	14
3 哪些个股有机会？	15
3.1 九华旅游：细分宗教需求提供催化，交通改善及项目扩容助力成长	15
3.1.1 九华旅游：背靠池州国资，立足佛教名山，多元布局旅游产业链	15
3.1.2 23 年收入及利润快速恢复，经营持续向好	16
3.1.3 佛教底蕴浓厚，交通改善为核心支撑	17
3.2 峨眉山 A：传统佛教四大名山之一，交通改善及索道扩容带来向上动力	19
3.2.1 西南景区行业龙头，背靠峨眉山行稳致远	19
3.2.2 营收及利润增长稳健，现金流情况良好	21
3.2.3 自然及宗教资源禀赋突出，交通改善及索道扩容提升承载上限	22
3.3 三特索道：国资入驻便利资源整合，多点布局经营更具弹性	24
3.3.1 索道业务为基，实现多点布局	24
3.3.2 2023 年收入恢复亮眼，盈利能力大幅改善	25
3.3.3 国资入驻积极赋能，未来新项目建设落地带来增量	27
3.4 丽江股份：滇西北旅游龙头，交通改善及项目扩容可期	27
3.4.1 以玉龙雪山为核心，外延扩张壮大布局	27
3.4.2 23 年经营修复亮眼，收入业绩均超 19 年水平	28
3.4.3 交通改善活跃大滇西环线旅游生态，摩梭小镇二期建成带来增量供给	29
3.5 桂林旅游：好山好水甲天下，有望领先受益国内旅游热潮	30
3.5.1 立足桂林旅游资源，业务覆盖多元出行场景	30
3.5.2 主营业务稳健，2023 年归母净利润扭亏	31
3.5.3 享有全国一流旅游资源，有望承接国民旅游热情	32
4 盈利预测及投资建议	34
5 风险提示	35

图表目录

图表 1: 23 年以来, CS 景区板块收入持续恢复 (亿元, %)	5
图表 2: 23 年以来, CS 景区板块归母净利润持续恢复 (亿元, %)	5
图表 3: 23Q1-Q3 景区个股营收及恢复度 (亿元, %)	6
图表 4: 23Q1-Q3 景区个股归母净利润及恢复度 (亿元, %)	6
图表 5: 中信景区指数 (CI005302.WI) 主要受节假日前出游预期及业绩表现影响	7
图表 6: 2024 年 1 月 1 日至 3 月 5 日景区上市公司涨跌幅	8
图表 7: 长白山估值主要受项目扩容、交通改善及细分旅游需求增长提振	8
图表 8: 历史节假日全国旅游人数及旅游收入较 19 年恢复度	9
图表 9: 历史节假日全国旅游客单价及较 19 年恢复度	9
图表 10: 2019 年中国去哪儿用户年龄分布	10
图表 11: 2022 年中国全域旅游不同年龄分布情况	10
图表 12: 2024 年中国和世界人群在旅游方面的消费意愿	11
图表 13: 青年消费者更愿意在哪些品类上尝试新品?	11
图表 14: 三亚和哈尔滨酒店价格对比 (元)	11
图表 15: 2023“国内游”游客人均花费区间分布	11
图表 16: 自然景区较人工景区客单价往往更低	12
图表 17: 2023 年马蜂窝旅游城市热度 TOP 10	13
图表 18: 暑期旺季各重点旅游城市酒店均价 (元/间夜)	13
图表 19: 国民出游的众多目的中, 放松解压排名第一	13
图表 20: 近一个月小红书相关词条的发布笔记数和获赞数	13
图表 21: 2024 年春节九华山客流	14
图表 22: 2024 年春节峨眉山客流	14
图表 23: 2023 年 3 月用户旅游信息获取渠道	14
图表 24: 淄博、哈尔滨、河南旅游高峰时期小红书上相关笔记的累计获赞数	15
图表 25: 小红书中哈尔滨相关笔记及 tag	15
图表 26: 九华旅游发展历程	15
图表 27: 九华旅游股权结构 (截止 23/9/30)	16
图表 28: 九华旅游营业收入 (亿元, %)	16
图表 29: 九华旅游归母净利润 (亿元, %)	16
图表 30: 九华旅游收入拆分 (%)	17
图表 31: 九华旅游分业务毛利率 (%)	17
图表 32: 九华旅游毛利率及费用率 (%)	17
图表 33: 九华山寺庙	18
图表 34: 九华山地理位置	18
图表 35: 24 年春节假期全国 5A 级名山大川热度 Top10	18
图表 36: 24 年春节九华山客流火爆	18
图表 37: 池黄高铁线路走向示意图	19
图表 38: 九华旅游交通改善图解	19
图表 39: 九华山交通转换中心效果图	19
图表 40: 峨眉山 A 发展历程	20
图表 41: 峨眉山 A 股权结构	20
图表 42: 峨眉山 A 营业收入及同比增速 (亿元, %)	21
图表 43: 峨眉山 A 归母净利润 (亿元, %)	21
图表 44: 峨眉山 A 分业务收入 (%)	22
图表 45: 峨眉山 A 分业务毛利率 (%)	22

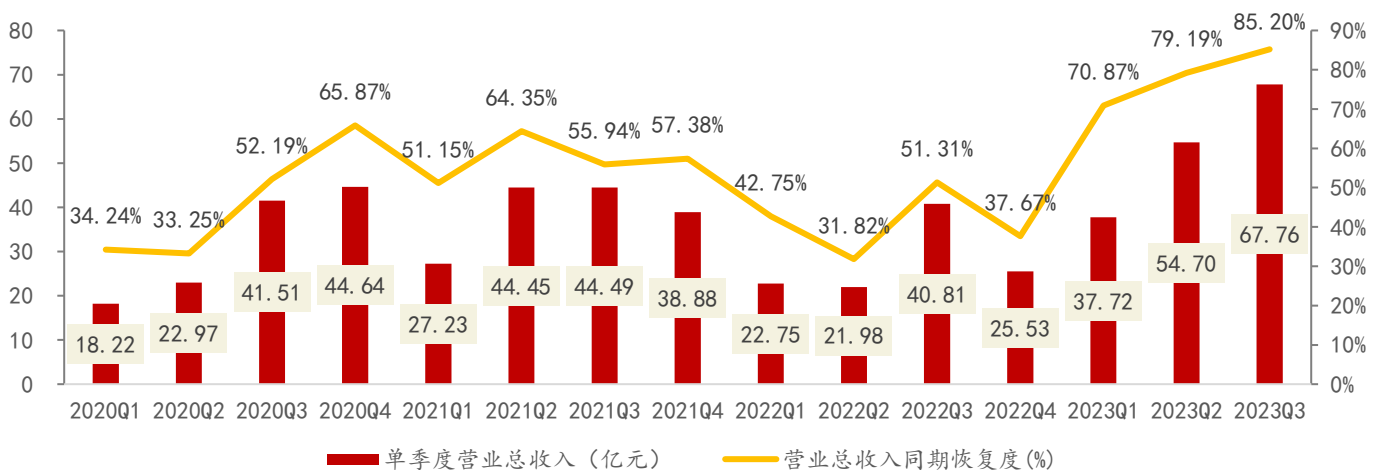
图表 46: 峨眉山 A 毛利率及费用率 (%)	22
图表 47: 峨眉山金顶景观	23
图表 48: 报国寺外观	23
图表 49: 改造项目总体方案示意图	24
图表 50: 三特索道发展历程	24
图表 51: 三特索道股权结构 (截止 23/9/30)	25
图表 52: 三特索道营业收入 (亿元, %)	25
图表 53: 三特索道归母净利润 (亿元, %)	25
图表 54: 三特索道收入拆分 (%)	26
图表 55: 三特索道分业务毛利率 (%)	26
图表 56: 三特索道毛利率及费用率 (%)	26
图表 57: 子公司净利润变动 (百万元)	27
图表 58: 子公司游客接待量 (万人/次)	27
图表 59: 丽江股份发展历程	28
图表 60: 丽江股份股权结构 (截止 23/9/30)	28
图表 61: 丽江股份营业收入 (亿元, %)	29
图表 62: 丽江股份归母净利润 (亿元, %)	29
图表 63: 丽江股份分业务收入 (%)	29
图表 64: 丽江股份分业务毛利率 (%)	29
图表 65: 摩梭小镇区位图	30
图表 66: 摩梭小镇建设内容示意图	30
图表 67: 桂林旅游发展历程	31
图表 68: 桂林旅游股权结构 (截止 23/9/30)	31
图表 69: 桂林旅游营业收入 (亿元, %)	32
图表 70: 桂林旅游归母净利润 (亿元, %)	32
图表 71: 桂林旅游收入拆分 (%)	32
图表 72: 桂林旅游分业务毛利率 (%)	32
图表 73: 桂林山水风景图	33
图表 74: 桂林溶洞	33
图表 75: 广西“小砂糖橘”出圈	33
图表 76: 自然景区上市公司盈利预测及估值表 (截至 2024/3/11)	34
图表 77: 自然景区上市公司 2017-2019 年年度现金分红比例 (%)	34

1 经营向好带来业绩复苏，扩容、交通改善及需求驱动估值拔升

1.1 2023 年景区经营整体恢复良好，部分公司边际变化明显

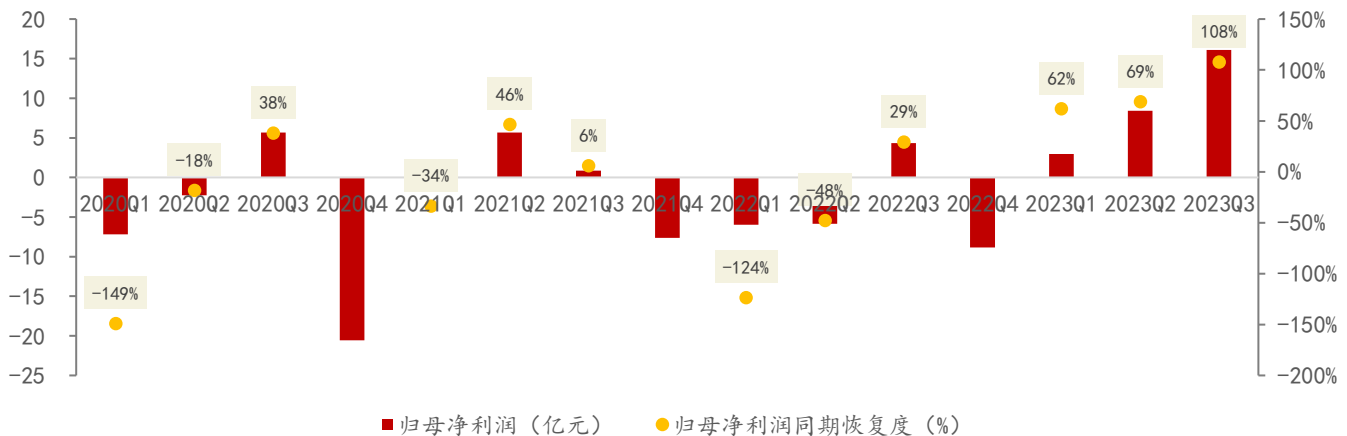
2023 年初以来，景区板块整体进入复苏通道，23Q1-Q3，板块整体收入分别为 37.7/54.7/67.8 亿元，较 19 年同期恢复度分别增至 71%/79%/85%，为疫情以来各季度最高值，景区成本较为刚性，收入回升下经营杠杆显现，叠加部分景区疫情期间降本增效及项目扩容，利润端随之恢复并在 23Q3 恢复至 19 年同期的 108%。

图表1:23 年以来，CS 景区板块收入持续恢复（亿元，%）



资料来源：wind，方正证券研究所

图表2:23 年以来，CS 景区板块归母净利润持续恢复（亿元，%）



资料来源：wind，方正证券研究所

景区公司收入的超额恢复主要来自：1) 细分旅游需求增长；2) 交通改善；3) 景区自身项目扩容。2023 年前三季度，景区板块整体收入较 19 年同期仍有 12% 缺口，主要受收入绝对值较高的中青旅出境旅行社业务恢复缓慢拖累，除此之外绝大部分景区上市公司收入均超 19 年同期，除国民积压的旅游出行需求集中释放带来的普遍客流利好外，大连圣亚、九华旅游、长白山等上市公司的亮眼恢复主要来自细分旅游需求的火爆、增量项目的落地、交通改善的催化。具体来看，1) 大连圣亚 23Q1-Q3 收入较 19 年恢复度达 144%，系 2021 年哈尔滨极地公园开业，大连景区也新增两大场馆，接待能力的疫后释放；2) 九华旅游 23Q1-Q3 收入较 19 年恢复度 135%，主要系宗教旅游热门主题拉动叠加公司酒店业务扩容；3)

长白山 23Q1-Q3 收入较 19 年恢复度 129%，主要得益于 21 年底敦白高铁通车带来的交通改善延后释放及冰雪游、避暑游的火热。

图表3:23Q1-Q3 景区个股营收及恢复度 (亿元, %)

公司名称	营业收入 (亿元)								较 19 年同期恢复度 (%)			
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-Q3
九华旅游	1.34	1.56	1.27	4.17	1.92	1.88	1.81	5.62	143%	120%	143%	135%
天目湖	0.89	1.31	1.67	3.87	1.20	1.63	1.92	4.75	135%	124%	115%	123%
长白山	0.49	0.80	2.57	3.85	0.70	0.98	3.30	4.97	141%	123%	129%	129%
西藏旅游	0.15	0.65	0.76	1.56	0.25	0.65	0.85	1.75	165%	101%	111%	112%
曲江文旅	3.17	3.33	3.39	9.89	3.27	3.62	4.33	11.21	103%	109%	128%	113%
大连圣亚	0.44	0.86	1.45	2.76	0.69	1.13	2.14	3.97	157%	130%	148%	144%
中青旅	25.43	33.10	36.92	95.45	16.58	25.21	25.56	67.34	65%	76%	69%	71%
黄山旅游	2.64	4.64	5.10	12.39	3.38	4.99	5.97	14.35	128%	108%	117%	116%
*ST 西域	0.08	0.53	1.48	2.10	0.11	0.84	1.74	2.69	134%	157%	117%	128%
三特索道	1.09	1.75	2.39	5.23	1.60	1.80	2.39	5.79	147%	103%	100%	111%
丽江股份	1.28	1.90	2.40	5.58	1.80	2.12	2.49	6.42	140%	112%	104%	115%
桂林旅游	1.16	1.84	1.75	4.75	0.86	1.10	1.71	3.67	74%	60%	98%	77%
峨眉山 A	2.55	2.74	3.44	8.73	2.38	2.54	3.30	8.22	93%	93%	96%	94%
张家界	0.54	1.16	1.54	3.24	0.64	1.15	1.48	3.27	118%	99%	96%	101%
合计	41.27	56.16	66.14	163.57	35.38	49.64	58.99	144.01	86%	88%	89%	88%

资料来源: wind, 方正证券研究所

景区经营成本较为刚性, 收入完全恢复至常态水平后经营杠杆相对明显, 且由于归母净利润基数不高、因此表现增速较高。

图表4:23Q1-Q3 景区个股归母净利润及恢复度 (亿元, %)

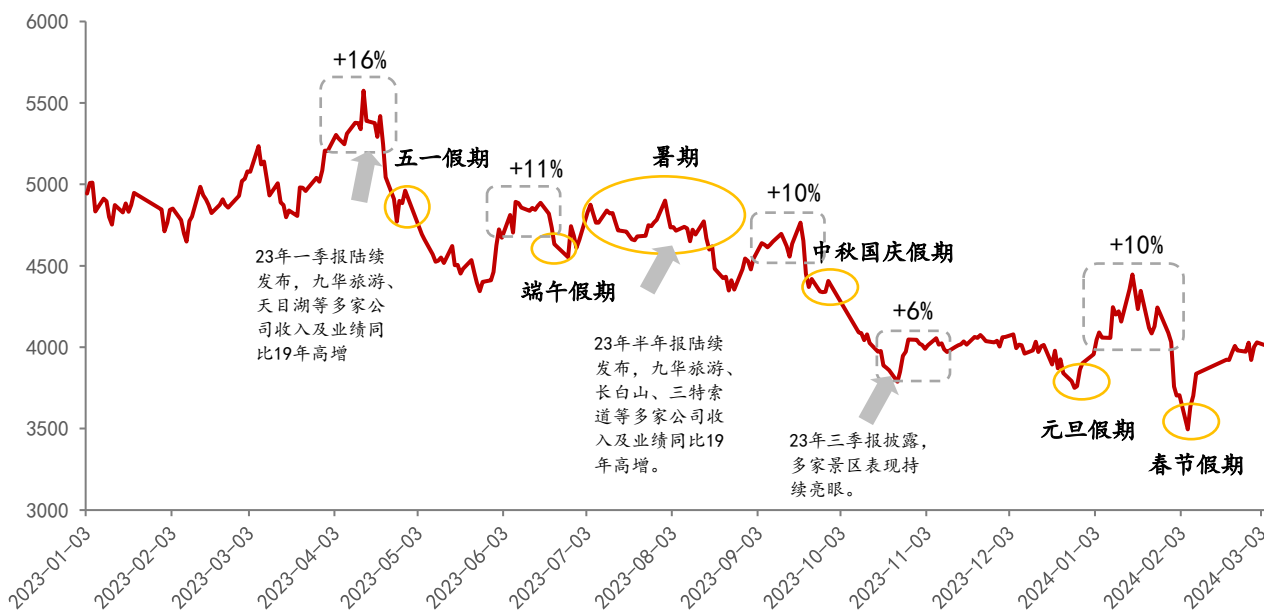
公司名称	归母净利润 (亿元)								较 19 年同期恢复度 (%)			
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q1-Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1-Q3
九华旅游	0.39	0.42	0.27	1.07	0.62	0.49	0.40	1.52	160%	118%	152%	142%
天目湖	0.15	0.39	0.61	1.15	0.19	0.43	0.58	1.20	128%	112%	94%	104%
长白山	-0.25	0.02	1.06	0.82	-0.04	0.16	1.39	1.52	16%	1005%	132%	185%
西藏旅游	-0.08	0.15	0.18	0.25	-0.09	0.12	0.22	0.25	114%	77%	123%	98%
曲江文旅	0.31	0.34	0.38	1.03	0.09	0.04	0.49	0.62	30%	11%	132%	61%
大连圣亚	-0.09	0.16	0.65	0.73	0.02	0.17	0.91	1.10	-22%	109%	139%	151%
中青旅	0.64	3.18	1.63	5.45	-0.05	1.11	1.00	2.06	-7%	35%	61%	38%
黄山旅游	0.24	1.45	1.68	3.36	0.65	1.35	2.08	4.08	274%	94%	124%	121%
*ST 西域	-0.13	0.16	0.80	0.84	-0.13	0.44	0.94	1.25	101%	268%	117%	149%
三特索道	-0.39	0.02	0.55	0.18	0.29	0.22	0.83	1.34	-74%	1237%	150%	743%
丽江股份	0.35	0.63	0.87	1.85	0.55	0.66	0.91	2.12	156%	105%	105%	115%
桂林旅游	-0.02	0.12	0.45	0.55	-0.13	0.13	0.36	0.36	642%	112%	79%	66%
峨眉山 A	0.19	0.58	1.09	1.86	0.70	0.75	1.16	2.61	362%	131%	106%	140%
张家界	-0.08	0.17	0.32	0.40	-0.30	-0.11	-0.01	-0.42	362%	-66%	-4%	-106%
合计	0.05	1.51	3.28	4.84	1.12	1.66	3.24	6.01	2038%	110%	99%	124%

资料来源: wind, 方正证券研究所

1.2 景区板块日历效应明显，细分需求及自身边际变化驱动估值拔升

景区板块波动受节假日影响明显，乐观业绩预期同样拉动板块增长。中信景区指数的日历效应明显，一般来说，法定节假日前1个月左右，受假期出游良好的预期驱动，整体景区板块起涨，此后伴随预订数据或景区实际客流数据兑现，节假日前后逐步消化。2023年五一假期、端午假期、中秋国庆假期前1个月，指数最高涨幅分别达16%/11%/10%。此外，2023年为出行链复苏大年，多个景区收入及业绩表现亮眼，景区业绩披露前市场预期提前反应同样可拉动景区指数增长。

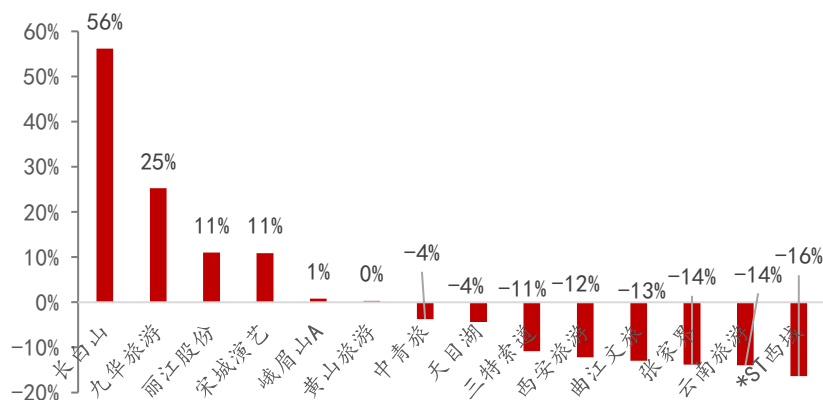
图表5: 中信景区指数 (CI005302.WI) 主要受节假日前出游预期及业绩表现影响



资料来源: wind, 方正证券研究所

2024年年初至今（截至3月5日），长白山股价涨幅56%位居第一。复盘长白山上市以来行情，其几次大涨行情多数系项目扩张、交通改善或细分旅游需求火爆驱动：1) 2014年上市初期，公司募投资金用于长白山国际温泉度假区建设，存在项目扩容预期，上市首年阶段最高涨幅达398%；2) 2016年12月，长白山温泉皇冠假日酒店投运，酒店拥有300余间客房、定位高端，带来景区二消增长预期，2016年年中至12月底公司区间最高涨幅23%；3) 2021年底敦白高铁开通，当年下半年公司股价最高涨幅达66%，估值从15X提升至23X；4) 2023年国内旅游市场复苏，公司自2023年3月至9月暑期旺季结束上涨76%，估值从16X增至25X左右，2024年元旦假期东北冰雪游爆火，公司股价较2023年12月最高涨幅达174%，估值从25X增至66X。

图表6:2024年1月1日至3月5日景区上市公司涨跌幅



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表7:长白山估值主要受项目扩容、交通改善及细分旅游需求增长提振



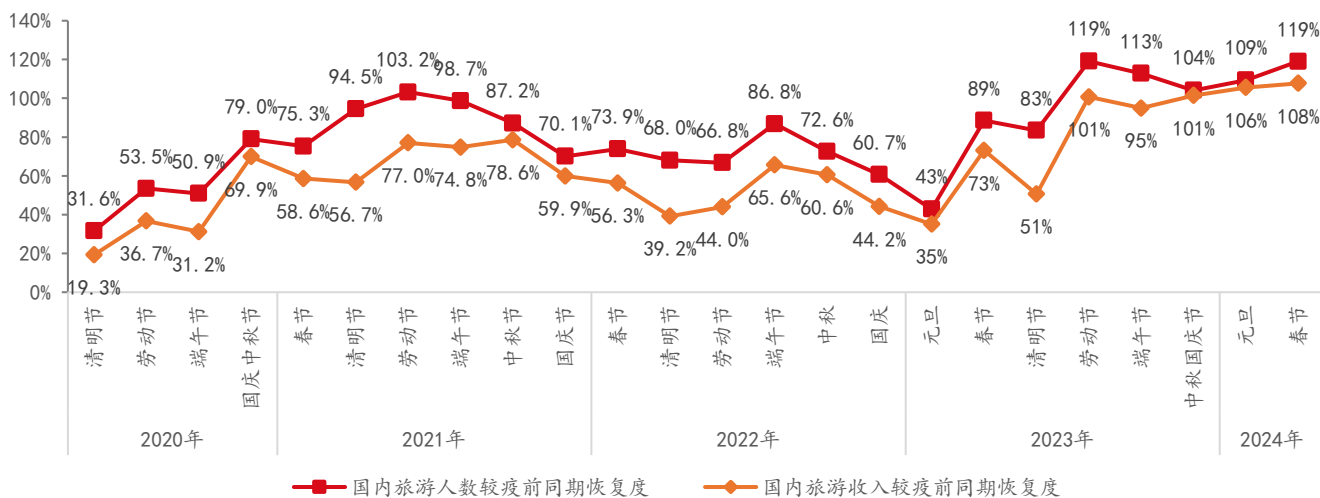
资料来源: wind, 方正证券研究所

2 国民旅游热情预计长期延续，性价比、精神疏压为潜在爆点

2.1 旅游市场火爆是昙花一现还是长远趋势？

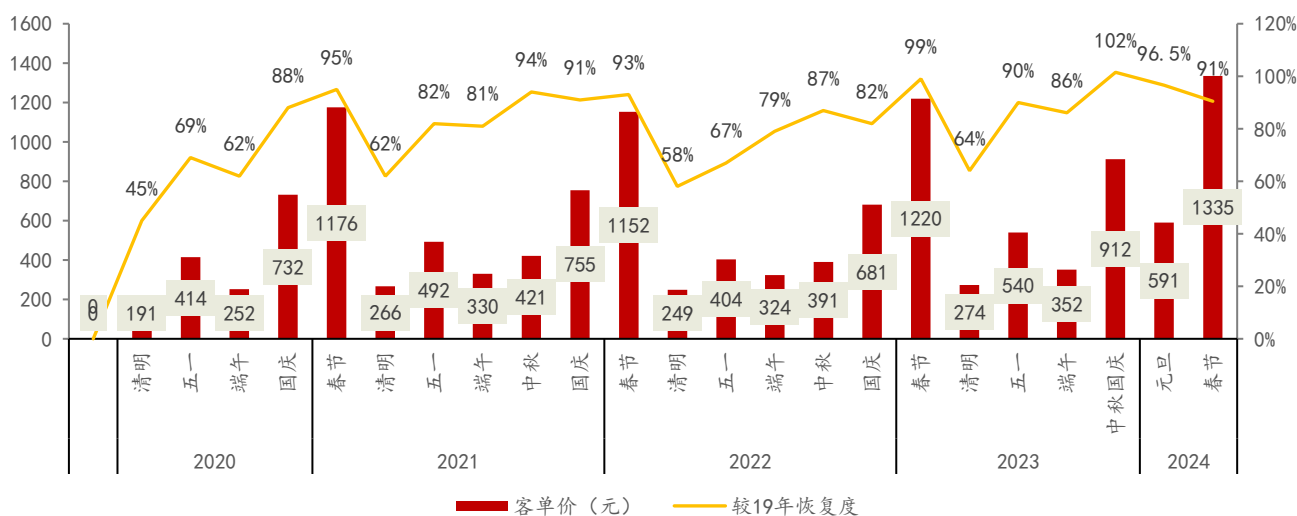
国民出游热情持续性超预期，客单价较 19 年仍有缺口。2023 年，文旅行业复苏势头显著且持续，23 年五一/端午/国庆假期国内旅游人次较 19 年恢复度分别为 119%/113%/104%。国民旅游热情延续至 24 年春节，春节假期 8 天，全国国内旅游出游 4.74 亿人次，同比增长 34.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 19.0%；国内游客出游总花费 6326.87 亿元，同比增长 47.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 7.7%；按可比口径，对应客单价较 23 年同期增长 9.7%，较 19 年下降 9.5%。文旅部可比口径下，客单价较 19 年仍有缺口，或系节假日低客单的自驾游群体比例提升，此外也不排除居民旅游存在预算约束的可能。

图表8: 历史节假日全国旅游人数及旅游收入较 19 年恢复度



资料来源：文旅部，方正证券研究所

图表9: 历史节假日全国旅游客单价及较 19 年恢复度



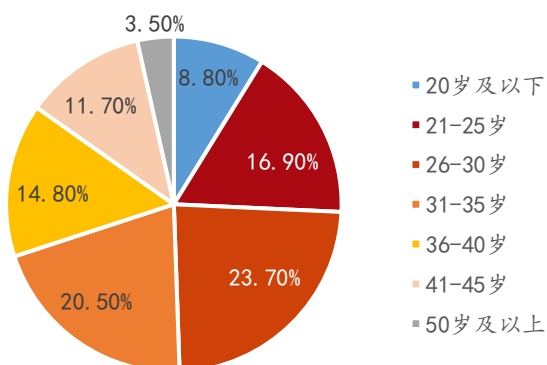
资料来源：文旅部，中国政府网，方正证券研究所

若国内旅游需求热度的持续并非积压需求的释放，而是消费者旅游消费习惯的改变，则将在更长维度促进全国旅游市场规模的增长。消费习惯的改变或来自以下 3 个方面：1) 疫情后消费者观念转变、重视体验感；2) 房地产市场投资价值减

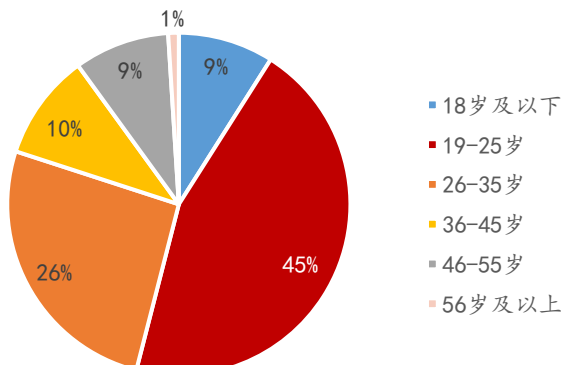
弱，消费者资源配置或发生结构性变化；3）旅游产品及营销手段更新迭代、丰富供给。

消费力层面：经济压力较小的年轻群体占比超7成，其旅游消费能力相对坚挺。虽然从消费者决策逻辑出发，旅游消费意愿的持续性有较强支撑，但消费力仍是必备条件。一般认为，已婚已育群体整体经济负担较其他年龄段更大、时间可协调性更弱，因此在旅游消费上会相对谨慎，而更年轻的群体出游预算约束相对宽松、更年长的群体可支配资产相对更高且时间更宽裕。根据2022年中国全域旅游的年龄结构，35岁及以下的用户占比达80%（19年去哪儿口径为70%），其中25岁及以下的用户占54%（19年去哪儿口径为26%），这部分消费能力较强的客群占比较高，为国民旅游整体消费力提供支撑。而35岁以上的旅游者仅占20%，其中36-55岁的中年旅游者占19%，此部分群体在对未来收入预期悲观的背景下更倾向于收紧旅游娱乐预算，但由于这一年龄段的旅游者在国内旅游总人数中的比例较低，因此对整个旅游市场的影响有限。基于此，我们对于2024年国内旅游市场的增长持相对乐观态度。

图表10:2019年中国去哪儿用户年龄分布



图表11:2022年中国全域旅游不同年龄分布情况

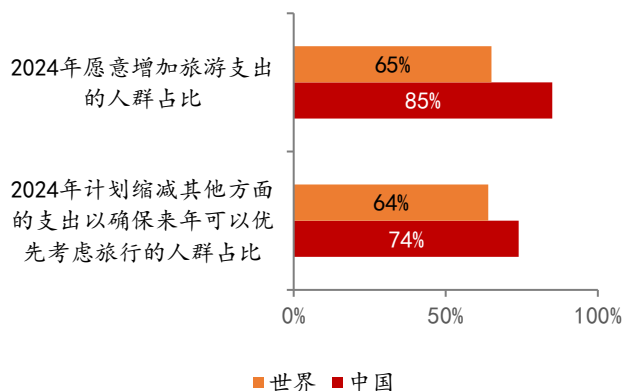


资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

资料来源：艾媒咨询，方正证券研究所

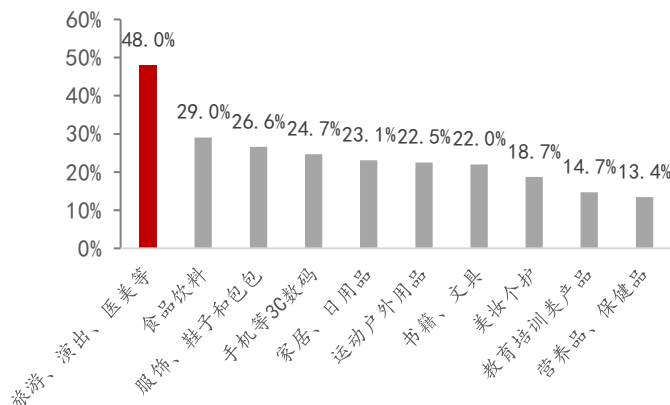
消费意愿层面：根据希尔顿集团发布的《2024年全球旅行趋势报告》，中国消费者对旅游的热情和投入在全球范围内名列前茅，在24年，有85%的中国消费者表示愿意增加旅游支出，超过全球平均水平（65%），同时，有74%的中国消费者计划在其他方面节省开支，以便优先实现旅游计划。而根据DT研究院数据，48%的青年消费者在旅游、演出、医美等体验、悦己类产品上有较强的新品尝试意愿，在所有消费品类中位居第一。从调研结果看，即使在存在整体消费预算约束的情况下，国内消费者对于具备体验、社交、疏压属性的旅游需求仍实现了结构性提升，结合前文，青年消费者为旅游市场的主要消费主体，其消费力、消费意愿、消费决策逻辑将影响中长期旅游市场的整体增长和结构性变化。

图表12: 2024 年中国和世界人群在旅游方面的消费意愿



资料来源：希尔顿，方正证券研究所

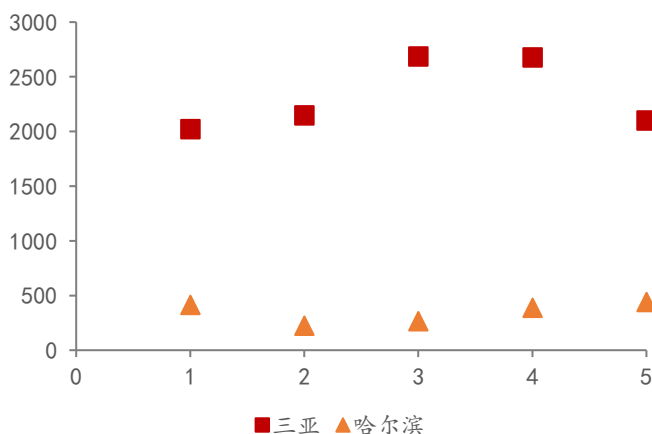
图表13: 青年消费者更愿意在哪些品类上尝试新品？



资料来源：DT 研究院，方正证券研究所注：数据截至 2023 年 12 月 13 日

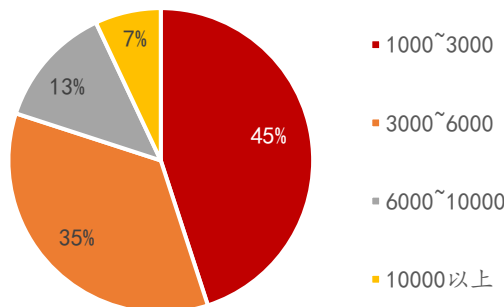
国民旅游预计仍存在预算约束，性价比依旧为大众旅游消费主流。2024 年元旦假期，虽然避寒游表现依旧亮眼，但冰雪旅游热度更胜一筹，除冰雪旅游日益风靡外，也不乏东北物价整体较海南地区更低的因素。除机票外，旅行出游占比较重的支出为住宿，综合考虑当地核心景观和交通便利度，可选取三亚海棠湾和哈尔滨中央大街周边 2 公里以内的酒店作为对比，按照欢迎度排序后，三亚前五名的酒店价格均在 2000 元以上，而哈尔滨前五名酒店价格均在 500 元以下，仅为三亚的四分之一左右。除此之外，东北旅游消费较其他传统热门旅游城市也相对便宜。马蜂窝的数据也印证了这一趋势，2023 年“国内游”游客人均花费区间低于 6000 元的人群占比达 80%，其中花费在 1000~3000 元的占比达到了 45%，而 6000 元以上的占比仅为 20%，性价比仍是大众旅游消费的主流。

图表14: 三亚和哈尔滨酒店价格对比（元）



资料来源：大众点评，方正证券研究所

图表15: 2023 “国内游”游客人均花费区间分布



资料来源：马蜂窝大数据中心，方正证券研究所

2.2 旅游需求旺盛，预算约束存在，结构性机会在哪里？

2.2.1 高性价比的名山大川

名山大川风景独秀，高性价比下吸引力凸显。全国重点自然景区多为自然资源禀赋优异的名山大川，其内部娱乐住宿等项目建设难度较大、二次消费的项目较少，收入来源主要为门票及景区内交通费，且 2018 年“票改”之后重点国有景区门票价格被设置上限，整体来看硬性花费较人工景区更少。大众出游的预算约束相对明显，对性价比的重视程度提高，叠加疫情三年长线游出行不便、疫后回补性需求旺盛，因此有名山大川属性的自然景区成为游客偏爱的出游地点。

图表16: 自然景区较人工景区客单价往往更低

	门票价格（元/人）	客单价（元/人）	二次消费项目（元/人）
自然景区	黄山	190	478
			索道下行全价票（云谷/玉屏）：80/90 云谷索道上行全价/儿童：80/40 观光缆车单程/往返全价：100/200
	长白山	105	331
			景区内大巴车票：85 北/西景区旅游班车：35/24 北景区天池主峰车票：80
	峨眉山	160	401
			金顶索道上行/下行：65/55 万年索道上行/下行：65/45 全山往返观光车：90
	张家界国家森林公园	227（成人）/116（优惠） /33（特惠）/3（市民）	482
人工景区	九华山	160	341
			花台索道上（下行）票/联票：85/160 百岁宫缆车上（下行）票/联票：100/55 夜场沪沽湖索道篝火晚会票：48
	丽江泸沽湖景区	70	-
			沪沽湖索道+女神洞+篝火晚会：128 普洛码头猪槽船票：150
	桂林两江四湖景区	免费	-
			日游豪华船票：90 夜游豪华船票成人/儿童：210/105
	迪士尼	719（标准）/539（儿童、 老年、残障）	861
人工景区			皇家宴会厅公主套餐含“奇梦之光幻影秀” 预留观赏区域：740 奇妙生日蛋糕：298 乐园指定餐厅奇妙生日派对：868 皇家宴会厅夏日周末假日双人下午茶套餐 兑换券：528
	环球影城	748（特定日）/638（旺 季）/528（平季）	994
			梅尔斯餐厅：人均 95 小黄人美食乐园：94 老巢餐厅：94
	杭州宋城千古情	320（观众席）/350（贵 宾席）/580（豪华席）	352
			杭州千古情酒店：260
	海昌海洋公园	399（成人）/ 249（儿童）	429
			奥特曼主题餐厅：148 奥特曼光之店商品套装：148 度假酒店鲨鱼平台星空自助晚餐：238 电动星际战舰碰碰船：96 电动助力脚踏船：80

资料来源：大众点评，上海迪士尼官网，北京环球度假区官网，海昌海洋公园官网，飞猪官网，方正证券研究所

根据马蜂窝数据，2023 年旅游热度 TOP 10 的城市分别为北京、成都、重庆、上海、杭州、西安、广州、贵阳、苏州、南京，其中，成都、重庆、西安、苏州、贵阳等地旅游消费颇具性价比。对于旅游客群来说，机酒在旅游支出中占比较高，我们选取了驴镜平台暑期各城市酒店平均价格进行对比，发现上述热度靠前的城

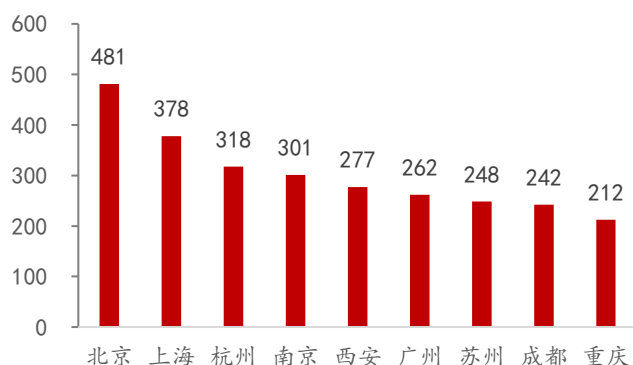
市旺季酒店平均价格均在 300 元/间夜以内，住宿花销较北京、上海、杭州等城市更具性价比。

图表17:2023 年马蜂窝旅游城市热度 TOP 10

2023年热门城市TOP20							
排名	城市	省份	区域	排名	城市	省份	区域
1	北京	北京	华北	11	长沙	湖南	华中
2	成都	四川	西南	12	深圳	广东	华南
3	重庆	重庆	西南	13	青岛	山东	华东
4	上海	上海	华东	14	西双版纳	云南	西南
5	杭州	浙江	华东	15	桂林	广西	华南
6	西安	陕西	西北	16	武汉	湖北	华中
7	广州	广东	华南	17	厦门	福建	华东
8	贵阳	贵州	西南	18	福州	福建	华东
9	苏州	江苏	华东	19	威海	山东	华东
10	南京	江苏	华东	20	三亚	海南	华南

资料来源：马蜂窝大数据中心，方正证券研究所

图表18:暑期旺季各重点旅游城市酒店均价（元/间夜）

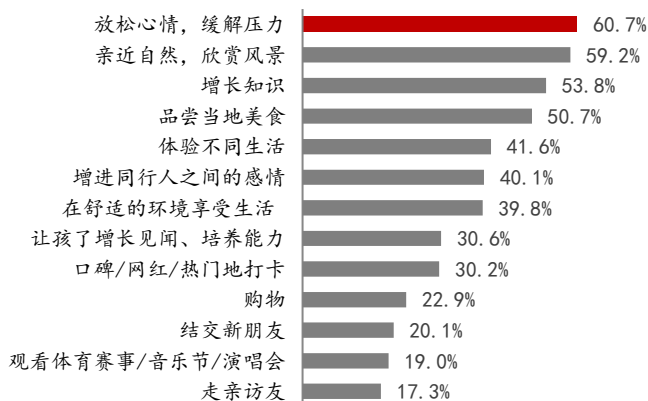


资料来源：驿镜数据，方正证券研究所

2.2.2 具备精神疏压功能的旅游目的地

放松解压为出游首要诉求，精神疏压关注度不断提升。艾瑞咨询的调研结果显示，2023 年，放松心情和缓解压力是大众出行的首要目的，占比高达 60.7%。从小红书的数据也可以看出，大众对于精神疏压的需求和关注度不断提升。在 2023 年 12 月 17 日至 2024 年 1 月 17 日的一个月内，与“治愈”相关的笔记发布量达到了近 40 万，总点赞数超过了 4520 万；与“松弛感”“解压”“焦虑”“抑郁”“emo”等关键词相关的笔记也呈现出持续增长的趋势。随着精神压力的逐渐增大，人们希望通过出游缓解压力、进行心灵的治愈，具体的方式有寺庙烧香、露营、滑雪徒步等等。

图表19:国民出游的众多目的中，放松解压排名第一



资料来源：艾瑞咨询，方正证券研究所

图表20:近一个月小红书相关词条的发布笔记数和获赞数

关键词	发布笔记数（万）	获赞数（万）
治愈	39.21	4520.14
松弛感	3.49	324.92
解压	1.56	153.59
焦虑	2.69	119.77
抑郁	0.4	34.57
emo	0.33	15.38

资料来源：新红，方正证券研究所注：数据取自 2023.12.17-2024.1.17

龙年春节假日期间，峨眉山和九华山景区持续火爆。截至 2024 年 2 月 17 日 18:00，峨眉山景区接待游客 40.03 万人次，实现门票收入 3085.13 万元，同比 2023 年分别增长 44.03%和 54.05%。金顶和雷洞坪高山区的宾馆酒店等住宿入住率每天持续高达 80%以上，景区连续 4 天售罄景区门票、连续 7 天售罄观光车票，每天客流量均达 3 万人以上。九华山核心景区在大年初四及初五两天累计接待游客 15.05 万人次，进入景区车辆 42625 台次，分别较去年增长 24.5%、27.88%。峨

眉山和九华山为宗教旅游的代表性目的地，其春节受益于传统善男信女类忠实游客，此外年轻群体烧香拜佛潮流同样对景区内客流有提振作用。

图表21:2024年春节九华山客流



资料来源：小红书，方正证券研究所

图表22:2024年春节峨眉山客流

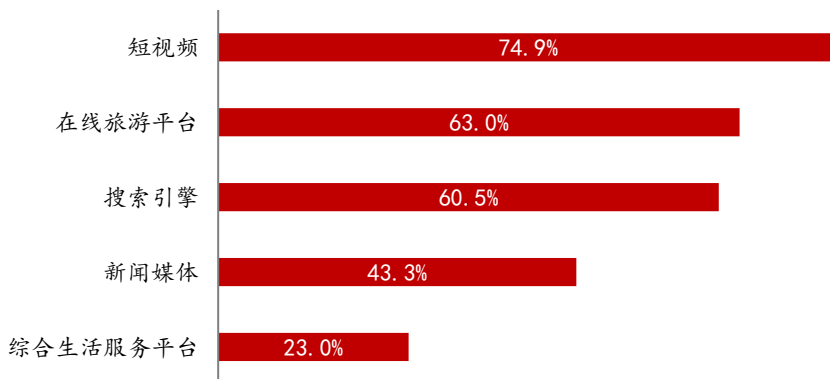


资料来源：人民号，方正证券研究所

2.2.3 有多重标签、可营销性强的旅游目的地

随着互联网的普及，新兴社交媒体逐渐成为景区推广的最有效的营销手段。2023年3月的一项调查显示，通过短视频获取旅游信息的人群已占到74.9%，已经成为大众的主要信息来源。在新兴社媒平台中，抖音、小红书、快手等领先者发挥了重要作用。2023年五一期间，小红书上与淄博相关的笔记累计获赞数超过450万，是淄博旅游热潮的重要推动力量。24年1月期间，哈尔滨与河南成为了旅游的热门目的地，在社交媒体上引发了广泛的关注和讨论。在1.11至1.18的一周内，小红书上哈尔滨相关笔记的累计获赞数达249万，河南达146万。各地文旅局纷纷利用小红书等社交媒体打造旅游营销的爆点。以哈尔滨为例，小红书上与其相关的热门tag有“冰雪大世界”“南方小土豆”“尔滨你让我感到陌生”“讨好型滨格”等等，相关的笔记引起用户的广泛关注和激烈讨论，使得哈尔滨的热度持续攀升。

图表23:2023年3月用户旅游信息获取渠道



资料来源：嘉世咨询，洞见研报，方正证券研究所

图表24:淄博、哈尔滨、河南旅游高峰时期小红书上相关笔记的累计获赞数



图表25:小红书中哈尔滨相关笔记及 tag



资料来源:新红, 方正证券研究所

资料来源:小红书, 方正证券研究所

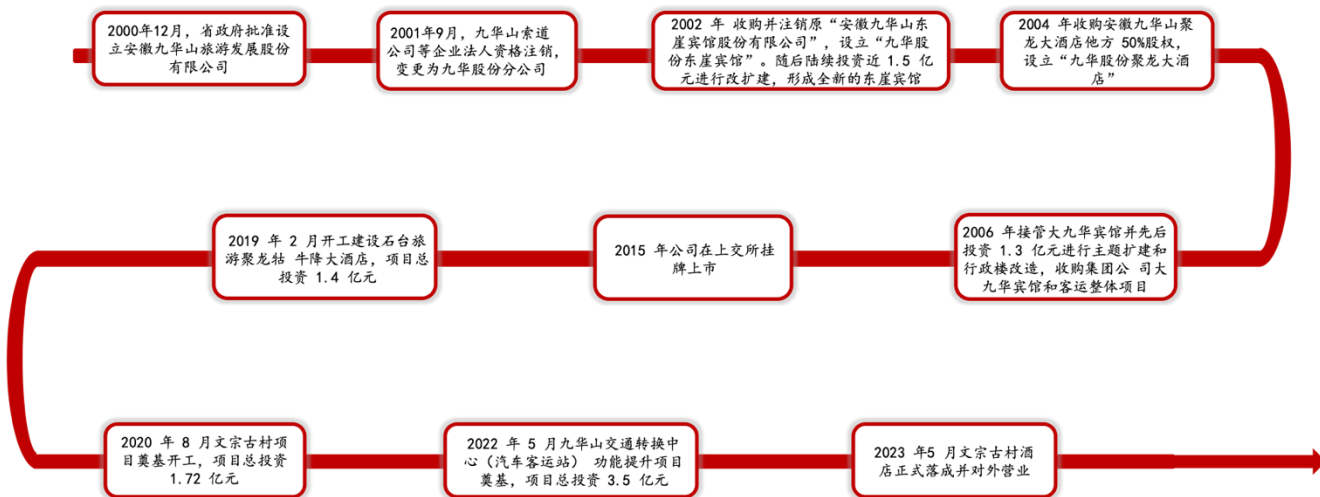
3 哪些个股有机会?

3.1 九华旅游: 细分宗教游需求提供催化, 交通改善及项目扩容助力成长

3.1.1 九华旅游: 背靠池州国资, 立足佛教名山, 多元布局旅游产业链

九华旅游成立于2000年12月, 为池州市首家主板上市企业, 此后通过并购等手段实现对九华山风景区内核心资产的整合, 目前下辖天台索道、百岁宫缆车、花台索道、东崖宾馆、聚龙大酒店、西峰山庄、大九华宾馆等23家分子公司, 业务涵盖“食、住、行、游、购、娱”旅游各要素。

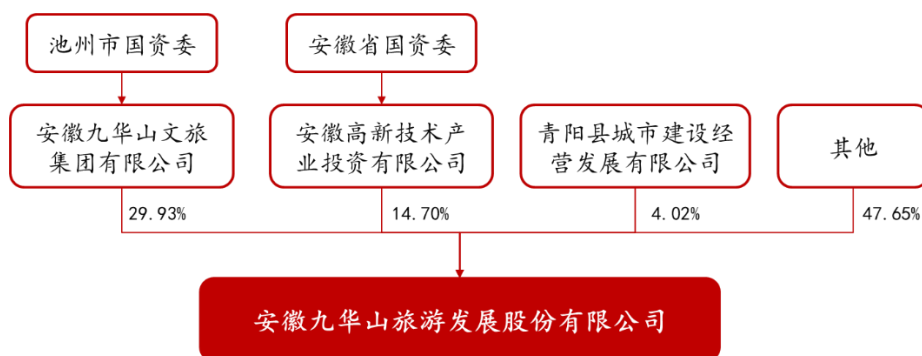
图表26:九华旅游发展历程



资料来源:公司官网, 方正证券研究所

公司实控人为池州市国资委。公司第一大股东为安徽九华山文化旅游集团有限公司, 持股比例为29.93%, 实际控制人为池州市国资委。此外, 公司第二大股东为安徽省高新技术产业投资有限公司, 持股比例为14.70%, 穿透后实控人为安徽省国资委。

图表27: 九华旅游股权结构 (截止 23/9/30)

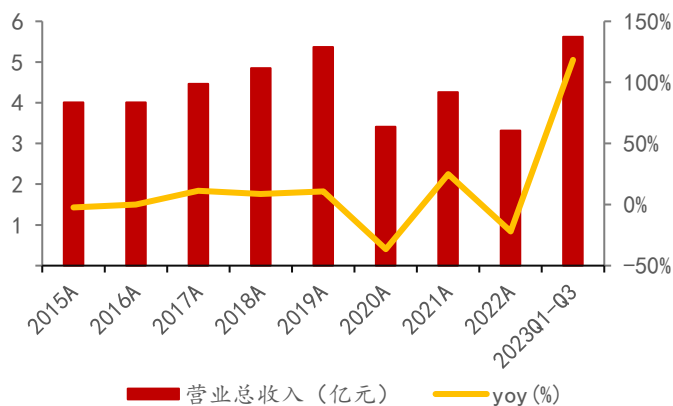


资料来源: wind, 方正证券研究所

3.1.2 23 年收入及利润快速恢复, 经营持续向好

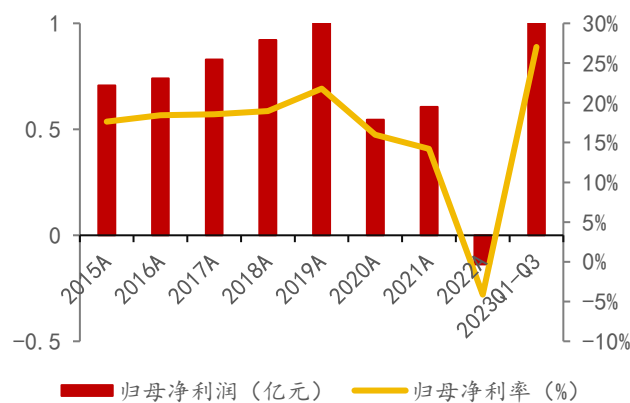
公司疫情前经营稳健, 2015-2019 年营收从 4.01 亿元增至 5.37 亿元, CAGR 7.6%, 收入的增长拉动经营杠杆的释放, 同期公司归母净利润从 0.71 亿元增至 1.17 亿元, CAGR 13.4%。疫情期间公司客流量明显下降, 整体业绩水平不高, 2022 年归母净利润出现亏损。2023 前三季度公司业务经营情况出现明显好转, 营业收入和归母净利润 yoy 分别为 118.44%、+15250.00%, 创近 10 年来新高, 主要系疫情后寺庙旅游需求大幅上升, 客流量快速恢复, 以及交通基础设施改善, 为出游带来了便利。此外, 公司通过改革促进效能提升, 改善经营杠杆, 大幅提升了总利润。

图表28: 九华旅游营业收入 (亿元, %)



资料来源: wind, 方正证券研究所

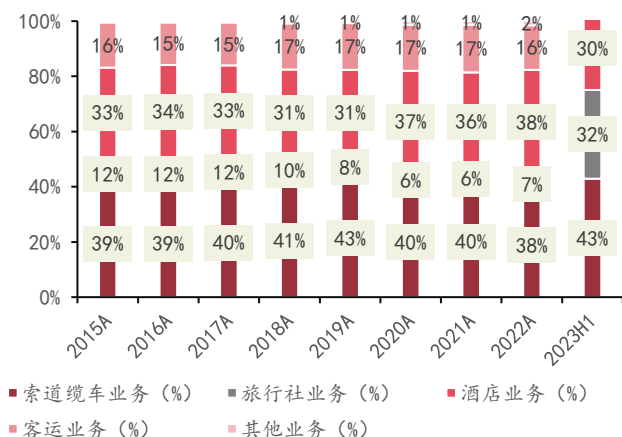
图表29: 九华旅游归母净利润 (亿元, %)



资料来源: wind, 方正证券研究所

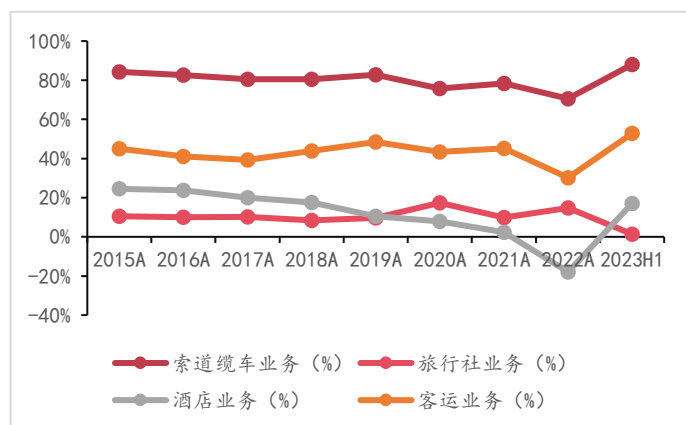
索道缆车为公司主要收入及利润来源, 旅行社业务收入占比提升。索道缆车及酒店为公司主要收入来源, 2015-2022 年收入占比合计超 70%, 2023H1 公司索道缆车/酒店收入贡献分别为 43%/30%。旅行社业务在疫情前收入贡献基本在 10%-12% 区间, 23H1 占比提升至 32%, 客运业务收入贡献基本稳定在 15%-20% 区间。毛利率层面, 索道缆车业务毛利率较高, 2015-2019 年基本处在 80%-85% 区间, 23H1 为 88.07%; 23H1 酒店/旅行社/客运业务毛利率分别为 17.04%/1.37%/52.81%。

图表30:九华旅游收入拆分 (%)



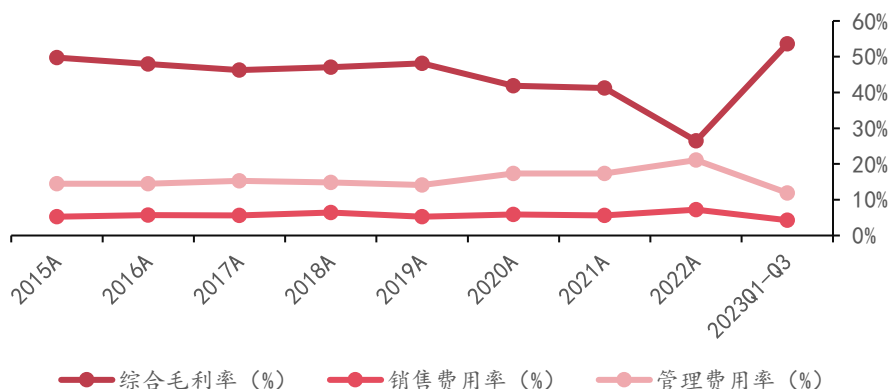
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表31:九华旅游分业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表32:九华旅游毛利率及费用率 (%)

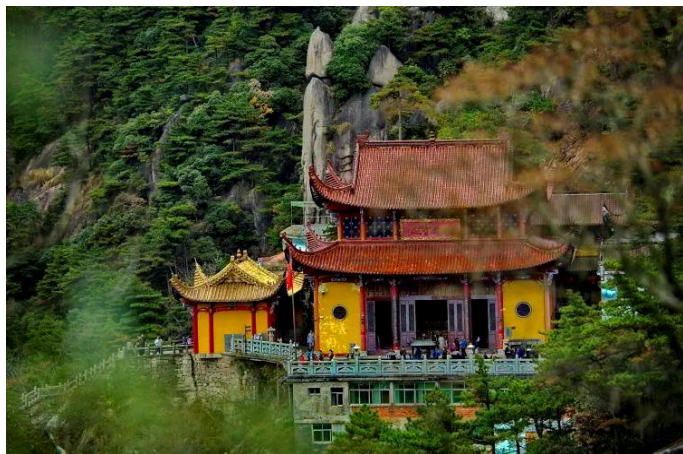


资料来源: wind, 方正证券研究所

3.1.3 佛教底蕴浓厚, 交通改善为核心支撑

毗邻长三角区位优势显著, 佛教底蕴浓厚。九华山地处南京、上海、杭州、武汉、合肥、黄山之间, 毗邻我国长三角地区, 区域内经济发达, 居民消费水平较高, 为九华山提供优质客源。就自然风光而言, 九华山山间植被茂盛, 瀑布流泉, 环境清幽, 风景秀丽, 亦具备观赏性。除区位优势和自然风景外, 九华山还拥有悠久的佛教历史和深厚的佛教文化底蕴, 是中国佛教四大名山之一, 地藏菩萨的道场, 拥有“莲华佛国”的美誉, 吸引了众多宗教信徒及爱好者拜佛祈福。

图表33:九华山寺庙



资料来源:公司官网,方正证券研究所

图表34:九华山地理位置



资料来源:高德地图,方正证券研究所

佛教主题景区景气度高,九华山旺季催化明显。九华山的主要客源为礼佛群体,因此九华山区别于其他景区、旺季往往为每年一季度。春节前后为礼佛高峰,腾讯位置服务通过大数据对春节期间旅游进行了观测,发布了最新“全国公司 5A 级名山大川热度 Top10”榜单,池州九华山位列榜首,成为最热名山大川旅游地。伴随年轻群体在“躺平”“上班上学不如上香”的新流行趋势下纷纷选择“蹭”宗教旅游目的地的“热度”,未来九华旅游预计将承接新增礼佛需求、延续高景气。

图表35:24 年春节假期全国 5A 级名山大川热度 Top10

热度排名	所在城市	名山大川
1	池州	九华山
2	泰安	泰山
3	南京	钟山
4	南宁	青秀山
5	乐山	峨眉山
6	十堰	武当山
7	忻州	五台山
8	舟山	普陀山
9	乐清	雁荡山
10	衡阳	南岳衡山

资料来源:腾讯位置服务,九华山风景区官网,方正证券研究所

图表36:24 年春节九华山客流火爆



资料来源:小红书,方正证券研究所

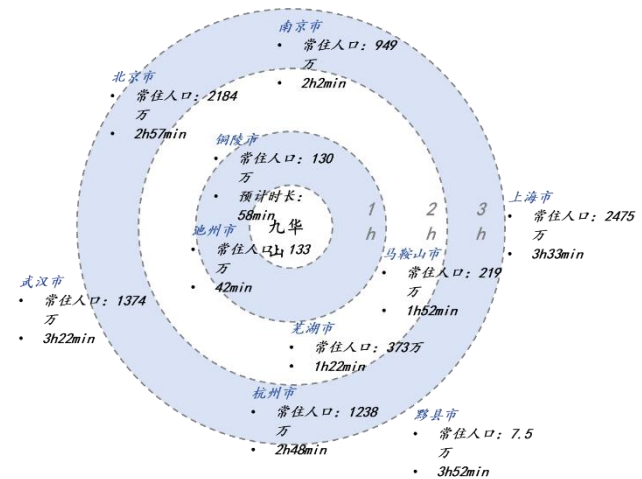
公司核心成长看点来自 2024 年的交通改善:1)池黄高铁预计 2024 年 6 月通车,其经由九华山、太平湖、黄山等风景名胜,是串联皖南“两山一湖”核心景点的黄金旅游线路,开通后外地游客可直达九华山站,且九华山站至黄山西站之间仅需 30 分钟,为九华山与黄山两地游客串线旅游带来极大便利。2)九华山机场扩建过程预计 2024 年 7 月完工,该项目总投资 7.51 亿元,主要建设内容包括:跑道向西北延长 400 米至 2800 米;新建 1 条垂直联络道,新建 7 个 C 类站坪机位;新建国内航站楼近 15000 平方米,改建老航站楼 2300 平方米;以及其他配套及辅助生产设施。新建航站楼投入使用后,预计 2030 年九华山机场可实现旅客吞吐量 190 万人次的目标。

图表37:池黄高铁线路走向示意图



资料来源：中国铁路微信公众号，方正证券研究所

图表38:九华旅游交通改善图解



资料来源：国家统计局，去哪儿，高德地图，方正证券研究所

交通转化中心投运，景区承载上限提升。2022年12月，九华山交通转换中心项目开工，2024年春节投运。交通转换中心项目集游客换乘、咨询、智能化服务为一体，投运后停车泊位由此前的不足2000个增至5207个，并可实现每小时换乘超5000人次的目标，成为省内5A旅游景区最大的现代化交通换乘中心，显著提升九华山风景区旅游接待能力和服务水平，景区承载能力进一步提高。

图表39:九华山交通转换中心效果图



资料来源：腾讯网，方正证券研究所

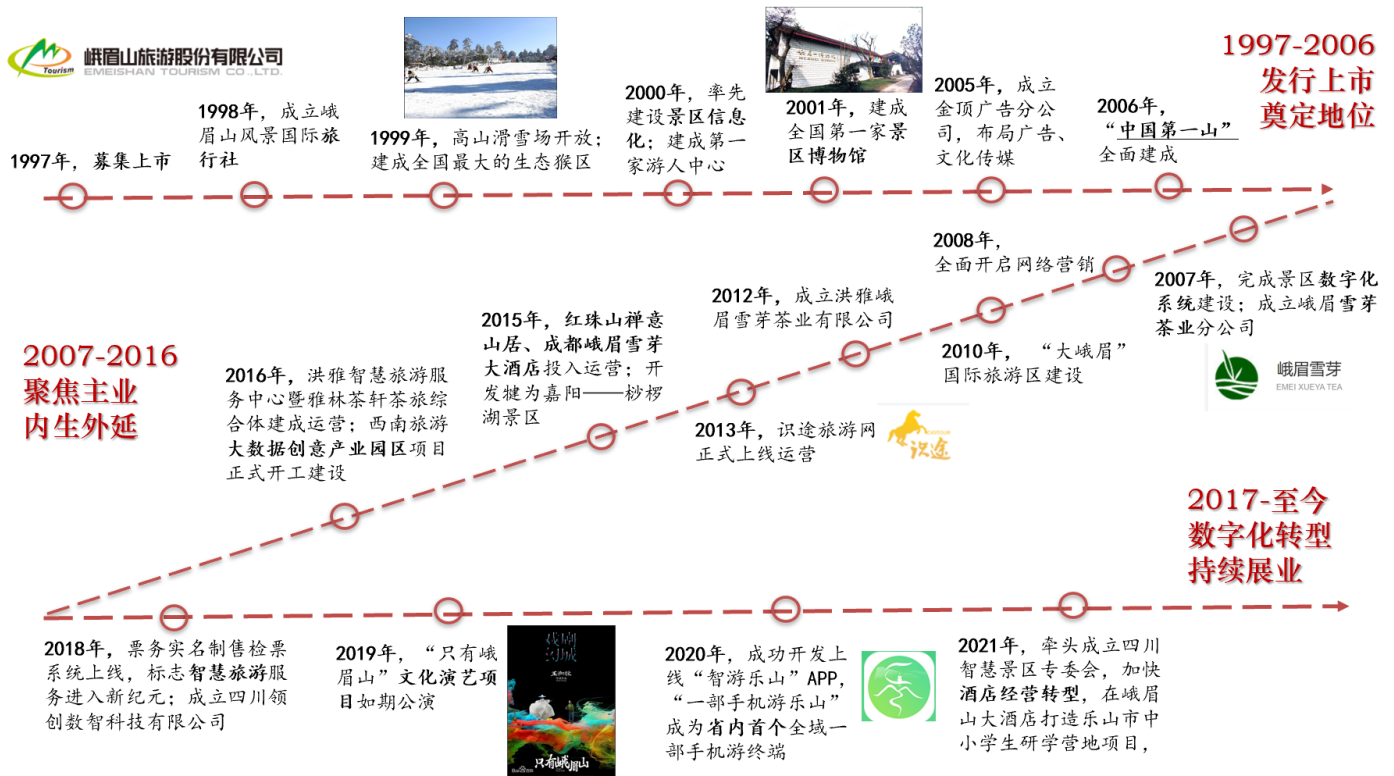
3.2 峨眉山A：传统佛教四大名山之一，交通改善及索道扩容带来向上动力

3.2.1 西南景区行业龙头，背靠峨眉山行稳致远

四川省内唯一旅游上市公司，处于行业领先地位。峨眉山旅游股份有限公司成立于1997年，同年10月在深交所上市，是西南地区第一家旅游上市公司和中国第二家景区上市公司。公司依托峨眉山得天独厚的世界自然与文化双遗产旅游资源，发展成为集景区门票、索道、宾馆饭店、茶业、演艺、旅行社、旅游商品、广告传媒、旅游大数据信息技术和软件开发等为一体的综合性文旅企业。截至2024

年1月，旗下拥有以游山票分公司、金顶索道分公司、红珠山宾馆分公司、峨眉雪芽茶业集团为代表的12余家分（子）公司，在职员工近2000人。

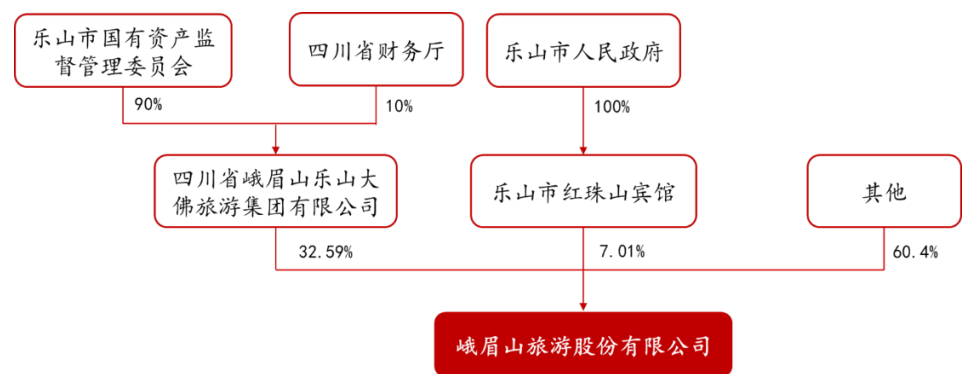
图表40:峨眉山A发展历程



资料来源：公司官网，方正证券研究所

股东实力雄厚，国资委为实际控制人。峨眉山A的股东四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司与乐山市红珠山宾馆，分别持有公司32.59%、7.01%股份，其余零散股份由基金、银行、保险公司持有。其中，乐山市国有资产监督管理委员会持有四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司的90%股权，为公司的实际控制人，属于正县级特设机构；其余10%股份由四川省财政厅持有。第二大股东乐山市红珠山宾馆也由乐山市人民政府100%控股。

图表41:峨眉山A股权结构



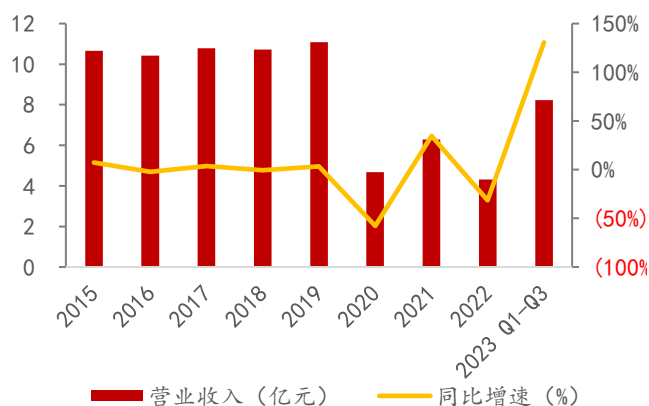
资料来源：wind，方正证券研究所

3.2.2 营收及利润增长稳健，现金流情况良好

公司营收基本稳定，景区属性致其受不可抗力影响大。2015年-2019年，公司加大网络营销宣传力度，内生外延拓展业务，用新空间带动新增长，收入稳定在10亿元左右，2019年全年营收达11.08亿元。2020年受新冠肺炎疫情影响，公司主营业务受到前所未有的冲击，加之在8月旅游旺季遭遇乐山特大洪水，2020年全年游山人数184.95万人次，同比下降53.53%；营业收入同比下降57.82%。截至2023年，公司疫后恢复度良好，1-9月公司实现营业收入8.22亿元，已恢复至2019年全年营收的74.22%。

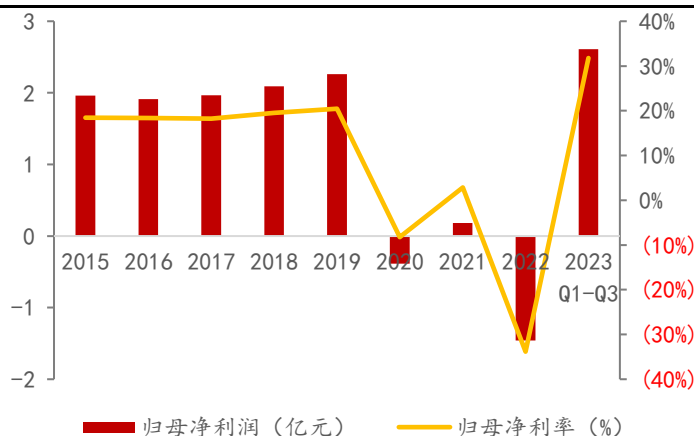
归母净利润疫后恢复良好，归母净利率小幅波动。与营业收入波动走势相似，2015年-2019年期间均保持增长，2020年归母净利率最高至20.42%。2020年到2022年受疫情影响，景区接待游客数大幅减少，各业务收入相应产生较大跌幅，归母净利润分别为-0.39亿元/0.18亿元/-1.46亿元。截至最新报告期，2023年1-9月公司实现归母净利润2.61亿元，归母净利率达31.8%、创历史新高。

图表42: 峨眉山 A 营业收入及同比增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 方正证券研究所

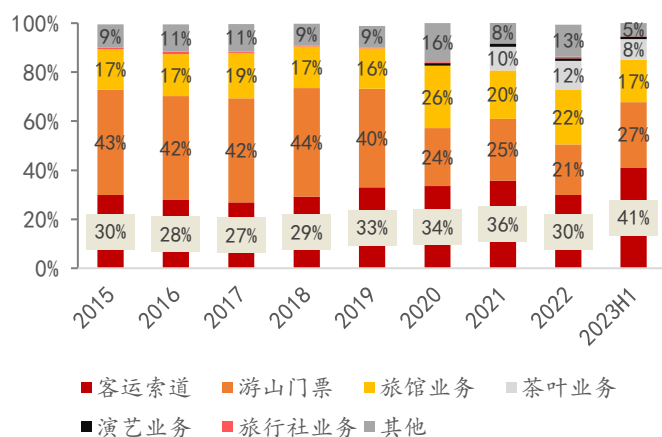
图表43: 峨眉山 A 归母净利润 (亿元, %)



资料来源: wind, 方正证券研究所

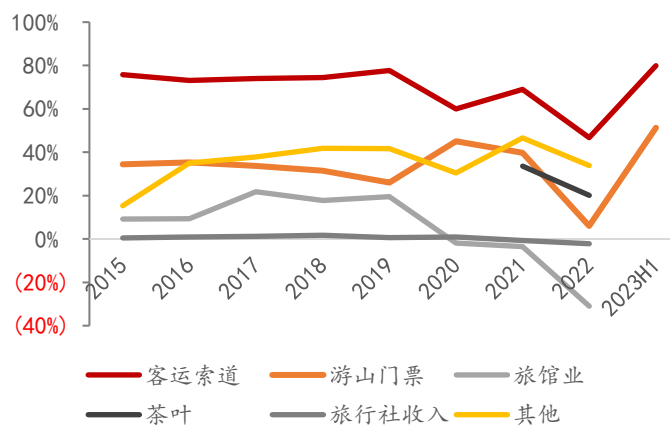
客运索道及游山门票贡献主要收入及毛利润。2015-2022年间，除疫情期间外，客运索道及游山门票合计贡献公司7成左右收入，2023H1，二者收入占比达68%，其中客运索道/游山门票收入占比分别为41%/27%。旅馆业务亦为公司占比较高的业务，稳态情况下收入贡献基本在17%左右。就毛利润角度而言，客运索道及游山门票亦为公司主要利润来源，二者疫情前毛利率基本处于70%-80%/30%-40%区间，23H1分别恢复至80%/51%。

图表44:峨眉山A分业务收入(%)



资料来源: wind, 方正证券研究所

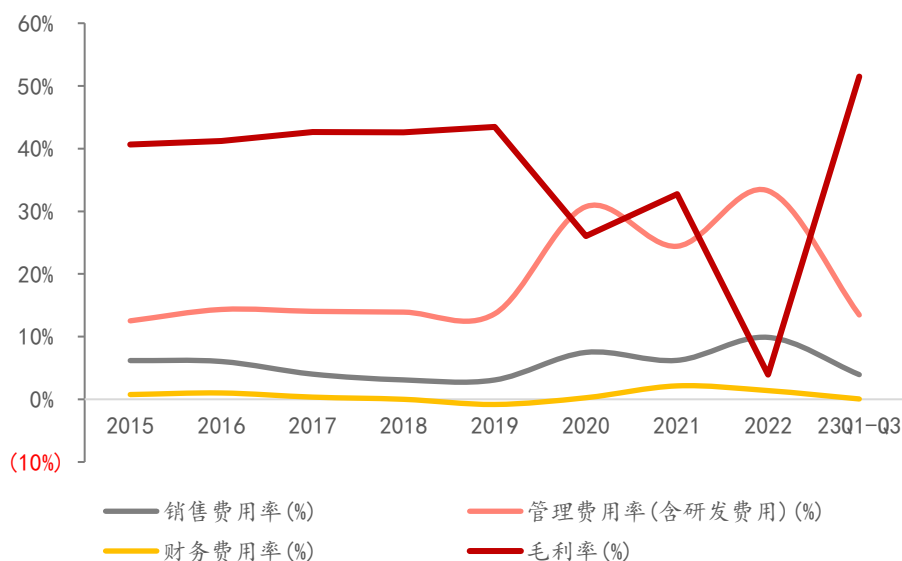
图表45:峨眉山A分业务毛利率(%)



资料来源: wind, 方正证券研究所

23年毛利率实现快速回升,费用率基本稳定。2015-2019年,公司毛利率基本保持在40%以上,疫情期间波动较大,但疫后实现了快速复苏,23Q1-Q3公司毛利率回升至51.5%。费用端基本保持稳定,23Q1-Q3公司销售费用/管理费用分别为3.9%/13.5%,与19年全年水平基本持平。

图表46:峨眉山A毛利率及费用率(%)



资料来源: wind, 方正证券研究所

3.2.3 自然及宗教资源禀赋突出,交通改善及索道扩容提升承载上限

自然、人文资源禀赋突出,业务协同拓宽经营支撑点。峨眉山拥有丰富的自然和人文资源,是世界级的旅游景点,风景秀丽,素有“峨眉天下秀”之美誉。其也是佛教文化的发祥地之一,被誉为“大光明山”。峨眉山地处四川省,拥有众多的历史文化名城和自然风光,为峨眉山提供了广阔的客源市场。峨眉山A是一家国有控股的上市公司,股东背景优越,资金实力雄厚。公司以景区为主营业务,同时开展酒店、旅行社、电子商务等多元化业务,形成了良好的业务协同效应。公司注重科学管理和创新发展,不断提高旅游服务质量和效率,增强旅游竞争力和盈利能力。

图表47:峨眉山金顶景观



资料来源：微峨眉，方正证券研究所

图表48:报国寺外观



资料来源：携程旅行，方正证券研究所

“大峨眉”规划逐步落地，周边交通持续改善。2023年1月，四川省政府办公厅印发《大峨眉交旅融合先行示范区建设方案》，规划把乐山市、雅安市和眉山市的21个县（市、区）作为大峨眉区域，探索全省交旅深度融合发展可行路径，预计到2025年，大峨眉区域实现“主要景区高速直达，全域慢游顺直畅达，乡村旅游联网通达”，有力支撑大峨眉建设世界重要旅游目的地。

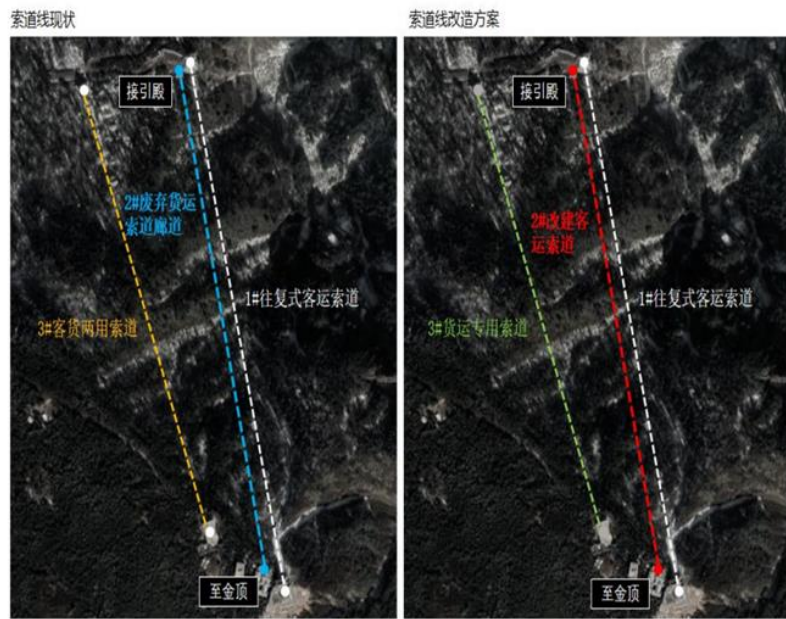
1) 后山线路开通：目前，自驾去峨眉山一般选择“前山”路线，即自驾至零公里停车场后乘大巴车从雷洞坪上山，后山线路尚未开通。当前，峨眉山南山片区（后山）旅游发展的主通道龙池镇南山村至苦蒿坪村公路已全面开工建设，将通过美丽乡村路、步行道、索道等建设，形成一条新的上山通道。在建峨眉至汉源高速公路衔接成乐、乐西、雅西等省内多条高速公路，按照建设计划，将于24年内建成通车。届时，从峨汉高速公路经连接线抵达南山，可直达峨眉山最高峰万佛顶。

2) 以峨眉山为核心，当地正在打造两条环峨眉山景区旅游主环线，依托已建成和规划建设的公路把优质旅游资源串联成环，路线覆盖峨眉山市全域、全长约220公里，串联峨眉山风景名胜区、大佛禅院等5个A级景区及150个国省文旅资源。预计到2024年6月，文旅康养内环线主通道基本形成。

3) 未来乐西高速及成乐高速扩容等项目的建设开通，大交通发挥的人流支撑作用将进一步提升，必将有力拓展峨眉山客源城市群，推动景区旅游人数持续增长。

景区扩容和索道改造，有望提升客流量和盈利能力。2022年7月，峨眉山宣布投资3.51亿元自募资金对金顶索道进行改造提升，预计2024年底试运营。项目建成后，金顶索道的设计运力和实际运力将分别提升80%和110%，景区承载量将大幅增加。

图表49:改造项目总体方案示意图



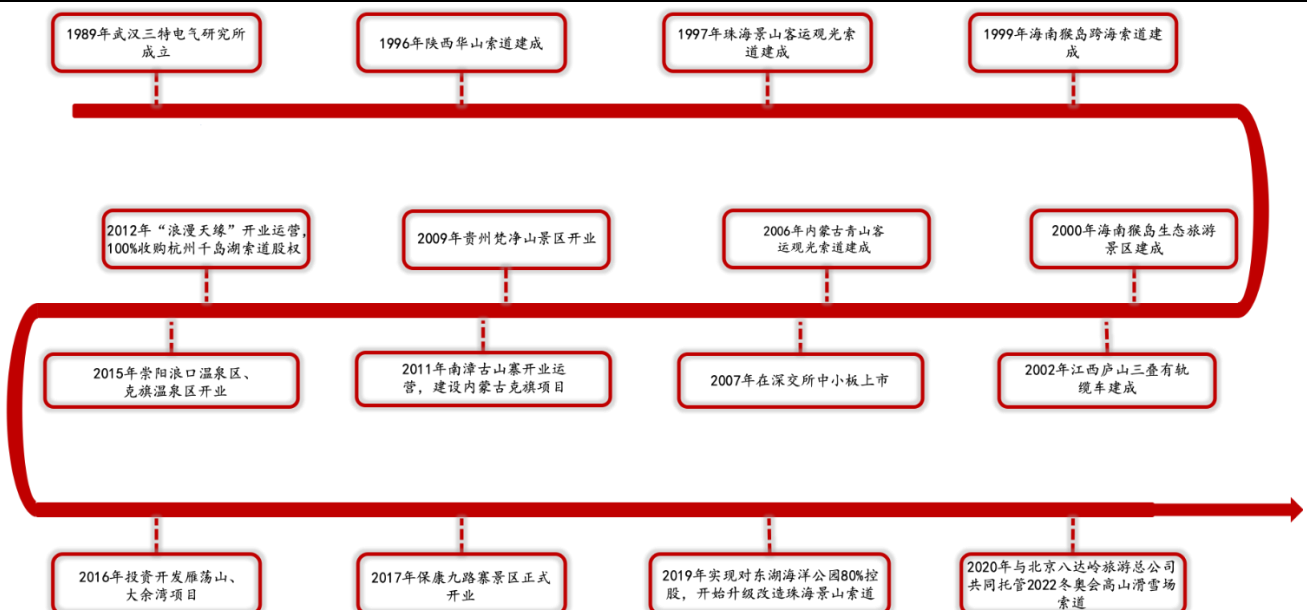
资料来源：公司公告，方正证券研究所

3.3 三特索道：国资入驻便利资源整合，多点布局经营更具弹性

3.3.1 索道业务为基，实现多点布局

三特索道成立于1989年，为武汉市第一批股份制改革试点的高科技企业，自1995年确定了以旅游客运观光索道为主业的战略以来，公司共建设、运营索道二十余条，在客运索道的开发建设、经营管理方面积累了丰富的经验，并在客运索道种类、适应环境、数量、资产总量、技术创新能力、管理水平等方面位居全国同行业前列。2003年以来，顺应公众对旅游产品需求的升级，公司业务由索道专业化领域向旅游业多元化发展，先后在全国投资、建设、经营了十多个旅游目的地项目，旗下项目包含自然景区、酒店、温泉、主题乐园、景区交通等多种旅游业态。目前，公司已形成“索道+景区+住宿和商业配套”的多元产品矩阵。

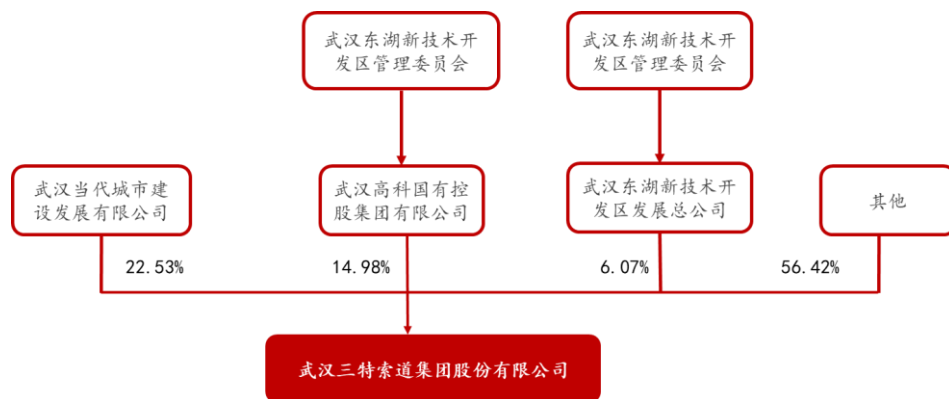
图表50: 三特索道发展历程



资料来源：公司官网，方正证券研究所

国资入驻，武汉东湖新技术开发区管理委员会成为公司新实控人。2023年2月公司原控股股东当代建发和当代科技向高科国有控股集团协议转让 2655 万股并放弃表决权，自此高科集团持有公司 14.98% 股份、武汉东湖新技术开发区发展总公司（高科集团 100% 持股）持有公司 6.07% 股份。原实控人艾路明通过持有当代科技集团 28.21% 股份，目前仅持有三特索道 7.44% 股份。高科集团成为公司控股股东（21.05%），武汉东湖新技术开发区管理委员会为公司新实控人。

图表51:三特索道股权结构（截止 23/9/30）

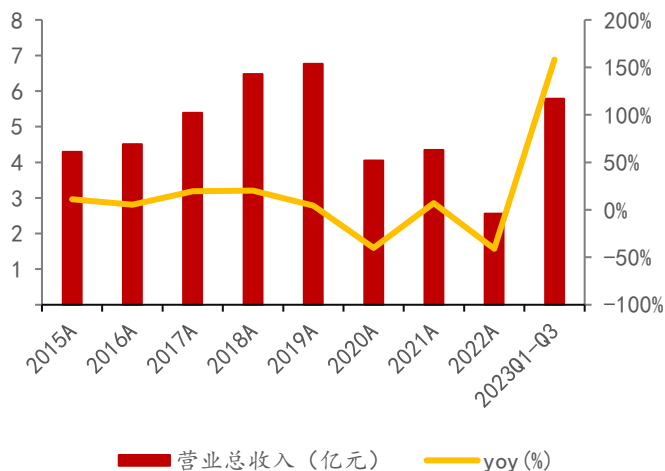


资料来源: wind, 方正证券研究所

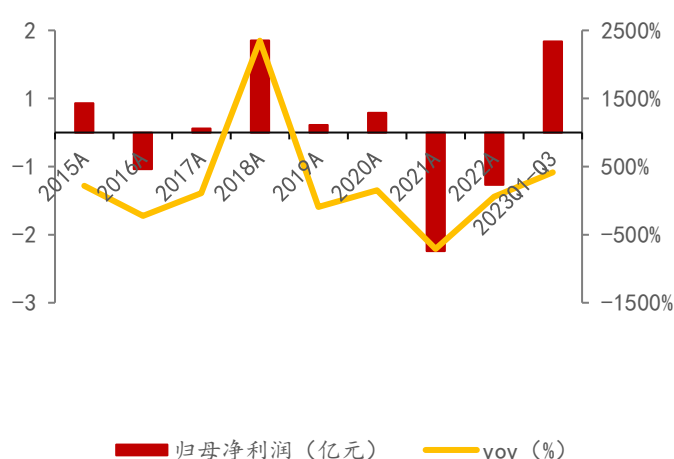
3.3.2 2023 年收入恢复亮眼，盈利能力大幅改善

23 年公司收入恢复超 19 年水平，盈利大幅改善。公司疫情前收入持续增长，受亏损项目拖累盈利能力不稳定。2015-2019 年公司营收从 4.29 亿元增至 6.77 亿元，CAGR 12.08%。虽然公司营收持续增长，但盈利水平受新建项目及亏损项目影响波动相对较大，2015 年公司实现归母净利润 0.43 亿元、对应归母净利润率 10.0%，2016 年受环境、建设期项目和处置资产影响，公司亏损 0.54 亿元，2018 年受建设期项目爬坡归母净利润率又达 20.8%。2023 年前三季度公司业务经营情况出现明显好转，营业收入同比 23 年增长 158.23% 达 5.79 亿元、超 19 年同期水平，归母净利润 1.34 亿元、同比 23 年大幅扭亏、较 19 年同期的 0.18 亿元同样表现亮眼，主要系公司旗下成熟景区复苏良好、且公司清理了部分亏损项目。

图表52:三特索道营业收入（亿元，%）



图表53:三特索道归母净利润（亿元，%）

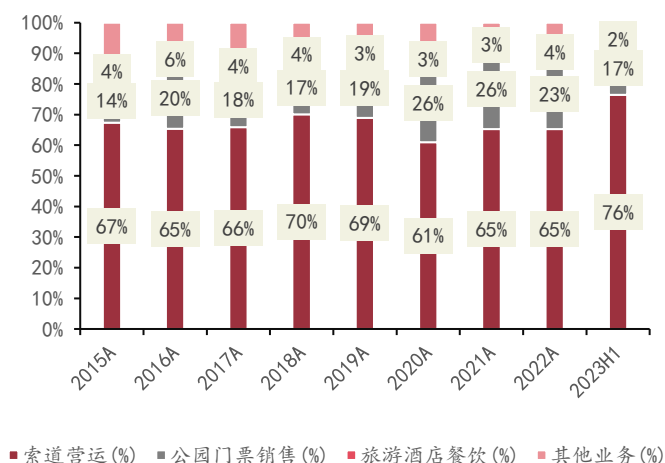


资料来源: wind, 方正证券研究所

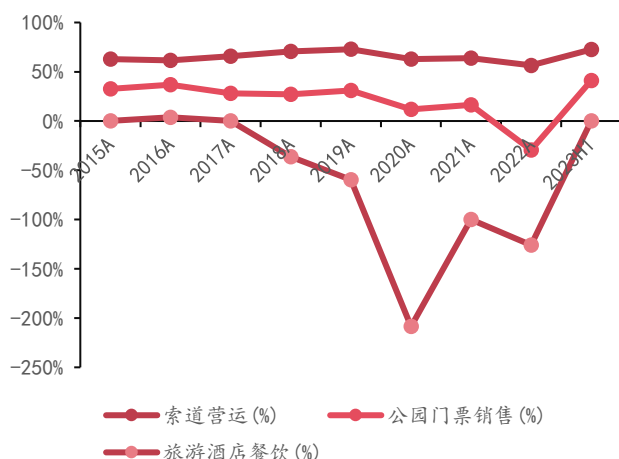
资料来源: wind, 方正证券研究所

索道及公园门票为公司主要收入及利润来源，其中索道贡献超7成收入及9成毛利润。索道营运业务为公司主要收入及利润来源，2015年至今该业务收入占比一直在60%以上，23H1进一步提升至76%，索道业务毛利率同样在公司旗下业务板块中为最高，2015-2019年从63%提升至73%，23H1回归73%高位。公园门票业务为公司第二大业务，2015-2019年收入占比处于14%-20%区间、23H1为17%，该业务毛利率疫情前在30%左右、23H1年增至41%。旅游酒店餐饮、温泉业务、景区观光旅游车及旅行社等业务收入占比多在低个位数。

图表54:三特索道收入拆分 (%)



图表55:三特索道分业务毛利率 (%)

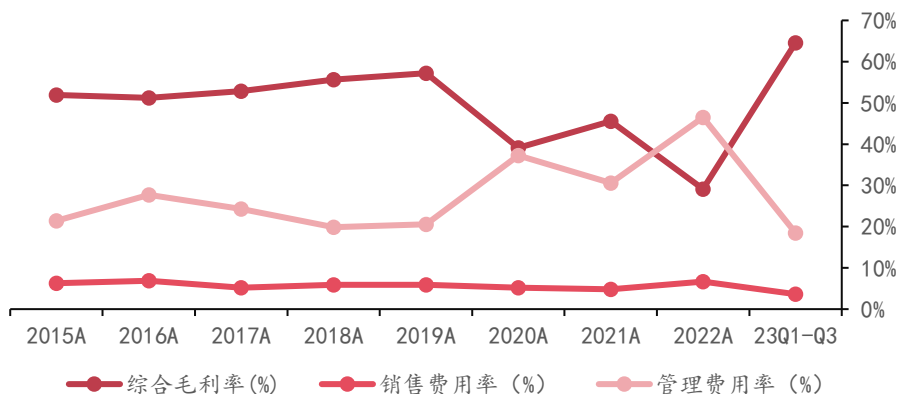


资料来源: wind, 方正证券研究所

资料来源: wind, 方正证券研究所

毛利率改善，费用率优化，经营效率提高。疫情前公司毛利率基本上稳健增长，至2019年已达57.2%。疫情期间，国内景区受损严重，但受益于公司旗下景区多点布局带来的经营韧性，公司综合毛利率始终为正。2023年国内旅游市场开始回暖，2023年前三季度公司综合毛利率达到66.25%，创历史新高。在盈利能力提升的同时，公司2023Q1-Q3的销售/管理费用率分别为3.6%/18.48%、较2019年全年水平分别-2.3/-2.1pct，主要源自公司人员的压减及经营杠杆的显现。

图表56:三特索道毛利率及费用率 (%)



资料来源: wind, 方正证券研究所

3.3.3 国资入驻积极赋能，未来新项目建设落地带来增量

国有资本入驻，理顺机制积极赋能。2023 年 2 月国有控股上市企业高科集团成为公司控股股东，武汉东湖新技术开发区管理委员会成为公司新实控人。国资入主后，三特索道作为湖北省内唯一一家旅游景区上市公司有望享受股东方深度支持及资源赋能。23 年 8 月高管团队换届，新团队的诞生也将为公司注入新的活力。

公司旗下多项目经营亮眼，未来新项目建设带来增量收入业绩贡献。根据公司 23 年中期数据，旗下多家子公司都较 19H1 取得了较好的业绩，其中庐山三叠泉、贵州梵净山、海南猴岛公司分别实现 73.07%、45.94%和 41.58%的利润增长，华山索道净利润也恢复至 19 年同期的 87%，珠海索道游客接待量同比增加 116.40%，这些公司未来将成为三特索道经营业绩提高的核心驱动力。此外，公司旗下的千岛湖牧心谷生态乐园、猴岛穹顶天幕秀等项目在持续稳步推进中，克旗等处于亏损状态的项目也在最大程度盘活资产，缩小亏损窄口，预计将进一步提升公司盈利能力。

图表57:子公司净利润变动（百万元）

子公司	2019H1 (百万元)	2023H1 (百万元)	同比 (%)
贵州梵净山公司	41.53	60.61	45.94%
海南索道公司	16.11	18.71	16.14%
华山索道公司	19.14	16.67	-12.90%
庐山三叠泉公司	4.53	7.84	73.07%
海南猴岛公司	3.8	5.38	41.58%
千岛湖旅业公司	5.55	-0.96	-117.30%
崇阳旅业公司	-10.66	-5.42	49.16%
克旗公司	-13.02	-7.39	43.24%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表58:子公司游客接待量（万人/次）

子公司	2019H1 (万人/次)	2023H1 (万人/次)	同比 (%)
贵州梵净山公司	55.06	86.94	57.90%
海南猴岛项目	47.41	61.42	29.55%
华山索道公司	79.02	74.96	-5.14%
珠海索道公司	19.02	41.16	116.40%
东湖海洋公园	-	60.16	-
千岛湖索道公司 (合并)	43.09	58.02	34.65%
庐山三叠泉公司	17.33	23.46	35.37%

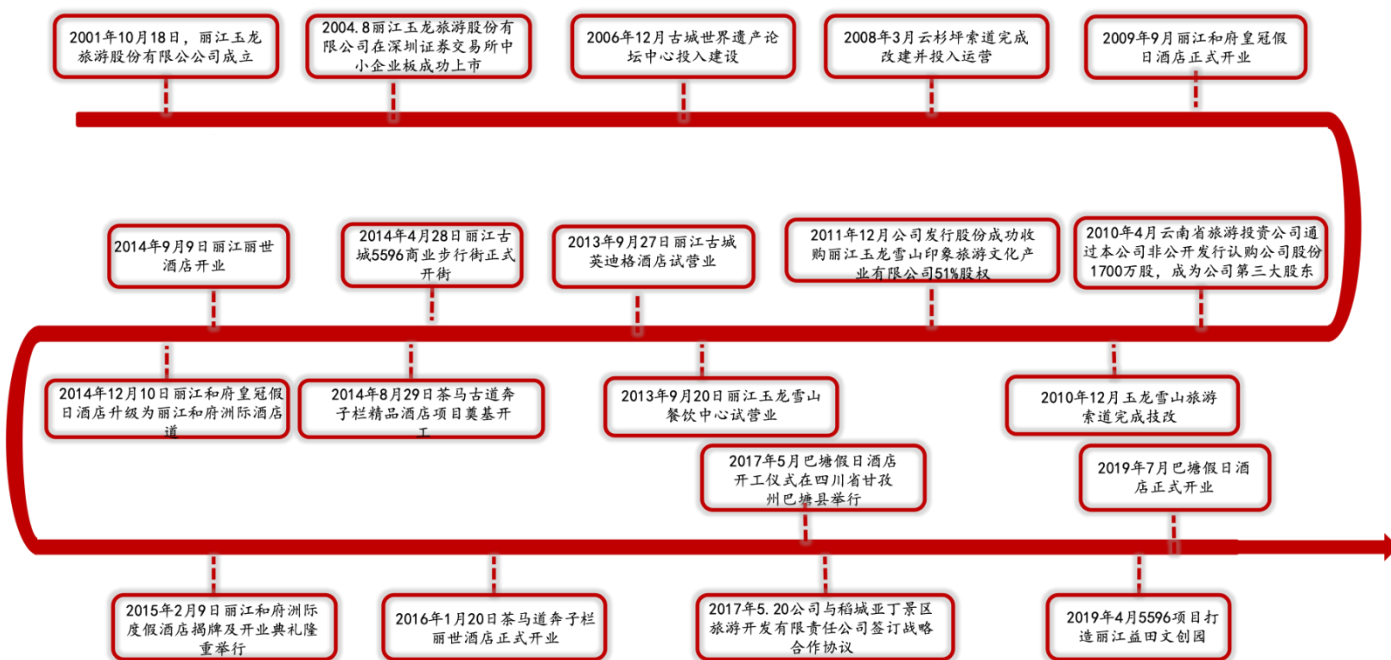
资料来源：公司公告，方正证券研究所

3.4 丽江股份：滇西北旅游龙头，交通改善及项目扩容可期

3.4.1 以玉龙雪山为核心，外延扩张壮大布局

丽江股份成立于 2001 年 10 月，2004 年 8 月在深交所成功上市，是云南省第一家旅游上市企业，滇西北唯一的 A 股上市公司。其核心景区资源为坐落在丽江市北部的玉龙雪山，在玉龙雪山景区内运营玉龙雪山索道、云杉坪索道、牦牛坪索道 3 条索道及《印象·丽江》演出，2014 年起公司通过外延扩张布局丽江古城、泸沽湖、香格里拉地区，目前经营范围涵盖索道、文化演艺、高端酒店、旅游交通、旅行社、旅游纪念品开发销售、餐饮经营等。

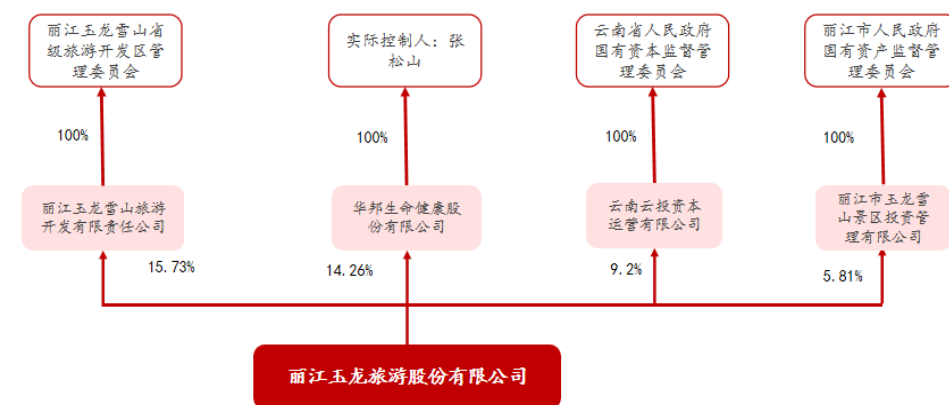
图表59: 丽江股份发展历程



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

丽江股份的前四大股东分别是丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司/华邦生命健康/云南云投资本/丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司, 所占股份分别是15.73%/14.26%/9.2%/5.81%, 其余股份由基金/其他有限责任公司/个人持有。根据公司22年年报, 张松山先生作为华邦生命健康股份有限公司董事长, 为丽江股份实控人。公司的控股股东仍为丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司。

图表60: 丽江股份股权结构 (截止 23/9/30)



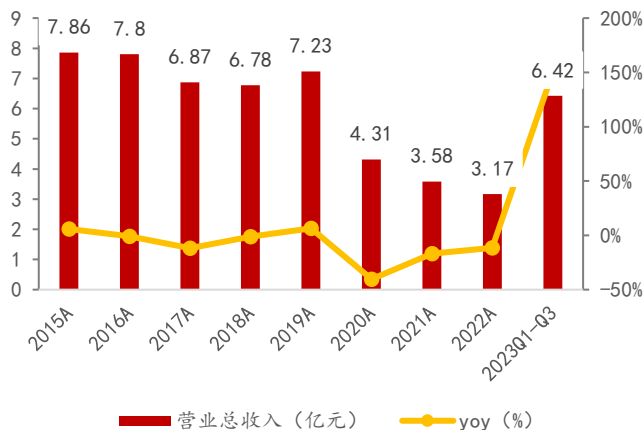
资料来源: wind, 方正证券研究所

3.4.2 23 年经营修复亮眼, 收入业绩均超 19 年水平

23 年公司营收及净利润快速恢复, 预计创历史新高。疫情前公司营收相对稳定, 2015-2019 年基本在 6.8-7.8 亿元。23 年前三季度公司实现收入 6.42 亿元、较 22 年同期增长 150%、恢复至 19 年同期的 115%。公司常态情况下盈利能力较强, 2016-2019 年归母净利率基本处于 28%-30% 区间, 2019 年为 28.1%, 2023 年以来

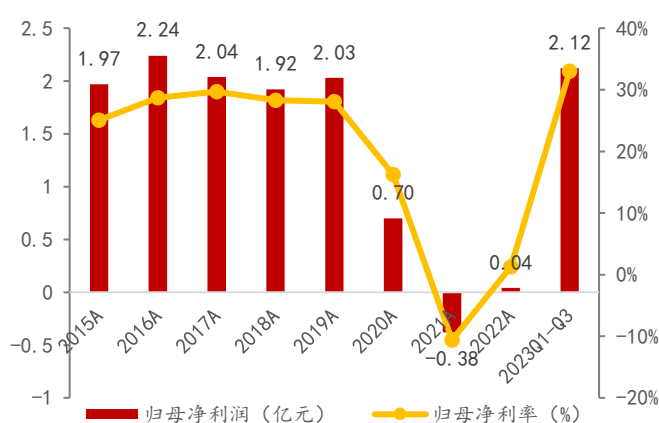
客流恢复拉动收入提升、带来经营杠杆的释放，公司前三季度归母净利润率达到33.0%。根据公司2023年业绩预告，公司2023全年预计实现营收7.95-8.05亿元（历史最高为2015年的7.86亿元），归母净利润2.15-2.4亿元（历史最高为2016年的2.24亿元）。

图表61: 丽江股份营业收入（亿元，%）



资料来源: wind, 方正证券研究所

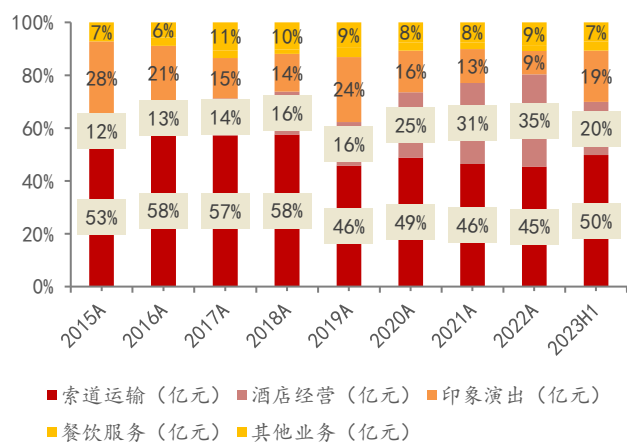
图表62: 丽江股份归母净利润（亿元，%）



资料来源: wind, 方正证券研究所

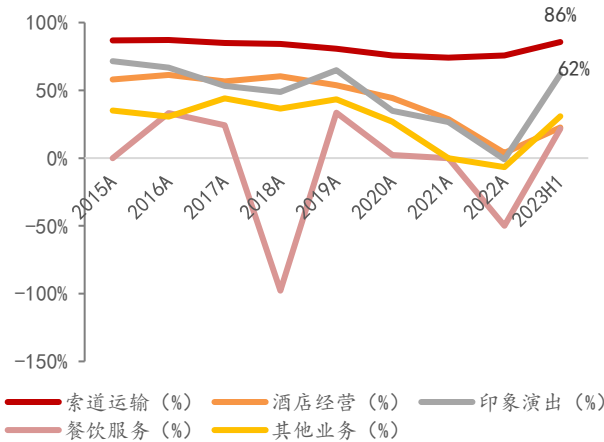
索道为公司营收及利润最主要贡献，酒店/印象演出亦为重要驱动。公司最早依托玉龙雪山景区起家，经营景区内索道业务，2015-2019年，索道业务收入贡献基本占总收入的50%-60%，2023H1为50%，索道业务毛利率高企，疫情前稳态情况下基本在80%以上，疫情对客流的拖累消除后，23H1迅速回升至86%的高水平。2015年至今酒店业务有一定扩张，2016/2019年茶马道丽世酒店/巴塘假日酒店相继开业为酒店业务带来增量，拉动该业务收入占比从疫情前15%左右的水平提升至23H1的20%，就毛利率而言，23H1酒店业务毛利率23%、尚未修复至疫情前的50%-60%水平。印象演出疫情前收入占比相对波动但毛利率稳定在较高水平，23H1其收入占比/毛利率分别为19%/62%。

图表63: 丽江股份分业务收入 (%)



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表64: 丽江股份分业务毛利率 (%)



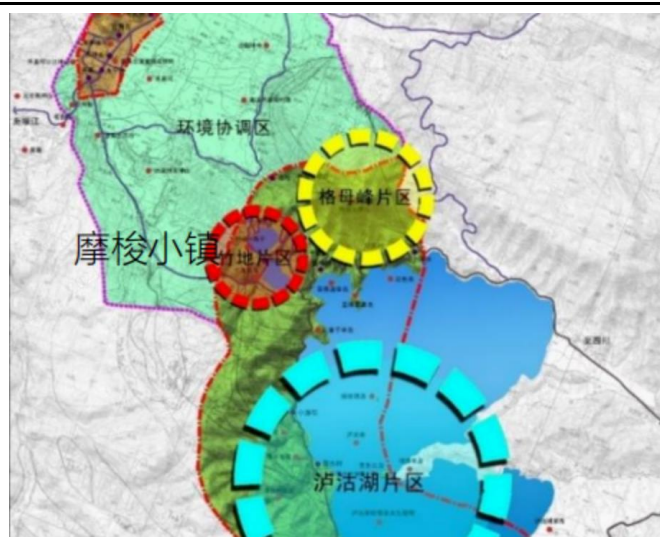
资料来源: wind, 方正证券研究所

3.4.3 交通改善活跃大滇西环线旅游生态，摩梭小镇二期建成带来增量供给
省内交通大幅改善，利好景区客流提升。2016年末，沪昆高铁通车，昆明市接入全国高铁网，带来交通环境的大幅改善，但随后，2017年云南正式施行22条旅

游市场整治措施，打击不合理低价游、建立旅行社“黑名单”制度实施行业禁入，在短期压抑了交通改善带来的云南省内旅游人数释放，之后的疫情也带来了进一步抑制作用。疫情结束后，沪昆高铁的开通对客流的拉动作用有望延后释放。此外，2021年9月底，香丽高速通车，大幅缩短了丽江至香格里拉的通行时间；2023年春节前，丽攀高速公路已经通车，自此成都至丽江只需7、8小时；2023年11月底，丽香铁路通车运行，串联起丽江至迪庆州多个知名景点；丽江机场将由4D改扩建为4E，周边交通的改善将吸引更多长短途游客、利好丽江景区客流提升。

积极融入大滇西旅游环线，拓展旅游产品供给。公司抓住云南省和丽江市全力推进“大滇西旅游环线”和滇川藏大香格里拉生态旅游圈、丽江推进世界文化旅游名城建设的政策机遇，积极布局大香格里拉生态旅游圈，主动融入大滇西旅游环线，拓展金沙江经济带全域旅游的开发，稳步推进泸沽湖摩梭小镇项目、玉龙雪山游客集散中心等项目的开发，增加景区供给、提升游客承载能力。根据公司公告，泸沽湖摩梭小镇二期预计于2024年建成并投运，项目包括泸沽湖英迪格酒店、摩梭宫沉浸式演艺、希尔顿欢朋酒店和摩梭风情休闲街等，项目建成后景区旅游业态将进一步丰富、游客体验也有望提升。

图表65: 摩梭小镇区位图



资料来源：掌上小凉山微信公众号，方正证券研究所

图表66: 摩梭小镇建设内容示意图



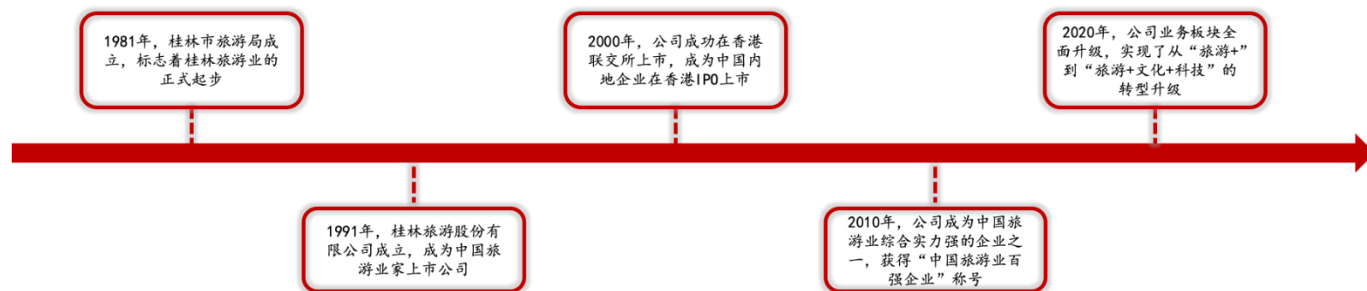
资料来源：掌上小凉山微信公众号，方正证券研究所

3.5 桂林旅游：好山好水甲天下，有望领先受益国内旅游热潮

3.5.1 立足桂林旅游资源，业务覆盖多元出行场景

桂林旅游成立于1998年4月，为广西省第一家旅游类上市公司，也是整个桂林旅游业的领军企业。公司拥有桂林地区核心旅游资源两江四湖景区、银子岩景区、龙胜温泉景区、丰鱼岩景区、资江天门山景区的经营权，并与公司控股股东旅投集团合作建设桂林市区著名景区——七星景区和象山景区；拥有五星级酒店桂林漓江大瀑布饭店100%股权；截至2022年12月31日，公司拥有漓江星级游船41艘，共4,126个客位，约占桂林市漓江星级游船总数的32.55%；拥有出租汽车262辆、约占桂林市出租汽车总量的11.63%，拥有大中型旅游客车146辆、约占桂林市旅游客车总量的5.35%。

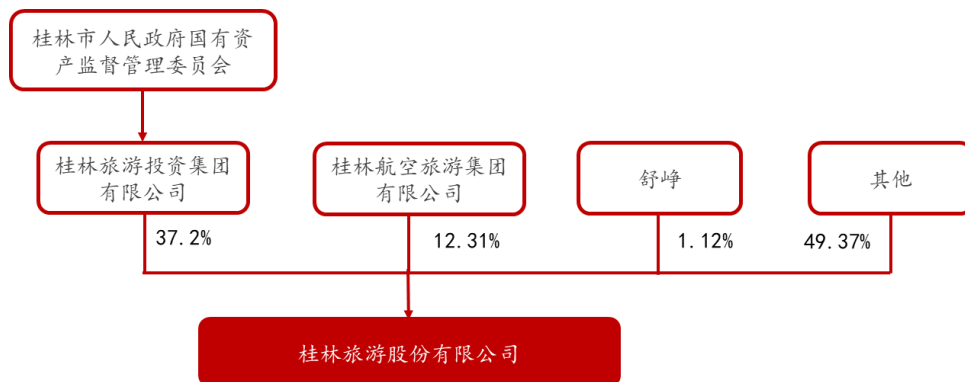
图表67: 桂林旅游发展历程



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

桂林市国资委为实控人, 便利资源整合。公司第一大股东为桂林旅游投资集团(桂林市国资委 100%持股), 截至 2023 年 9 月 30 日其持股比例为 37.2%, 第二大股东为桂林航空旅游集团有限公司, 持股比例为 12.31%。公司背靠实控人桂林市国资委, 在桂林市及周边旅游资源的整合及配合上享受便利。

图表68: 桂林旅游股权结构 (截止 23/9/30)

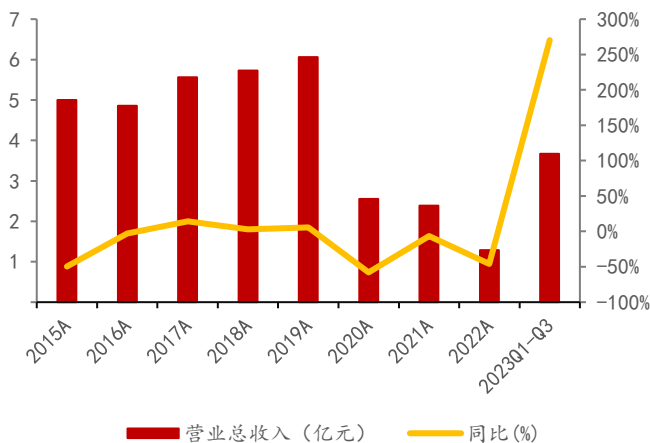


资料来源: wind, 方正证券研究所

3.5.2 主营业务稳健, 2023 年归母净利润扭亏

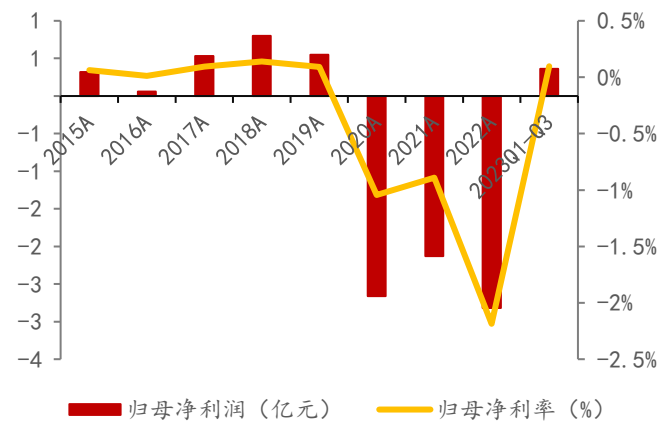
23 年收入复苏, 归母净利润同比扭亏为盈。2015-2019 年, 公司营收从 5.00 亿元增至 6.06 亿元, CAGR 4.9%, 2023 年前三季度, 伴随客流恢复公司收入回升至 3.67 亿元、同比增加 270%、恢复至 2019 年同期的 77%。疫情前公司归母净利润最高为 2018 年的 0.8 亿元、对应归母净利率为 14.0%, 2023 年前三季度公司实现归母净利润 0.36 亿元、同比扭亏、恢复至 2019 年的 65.5%, 前三季度归母净利率为 9.8%、较 19 年同期的 11.6% 有 2pct 缺口。根据公司 2023 年业绩预告, 23 全年公司可实现收入约 4.7 亿元, 实现归母净利润 0.16 亿元, 较 19 年同期恢复度分别为 78%/29%。

图表69: 桂林旅游营业收入 (亿元, %)



资料来源: wind, 方正证券研究所

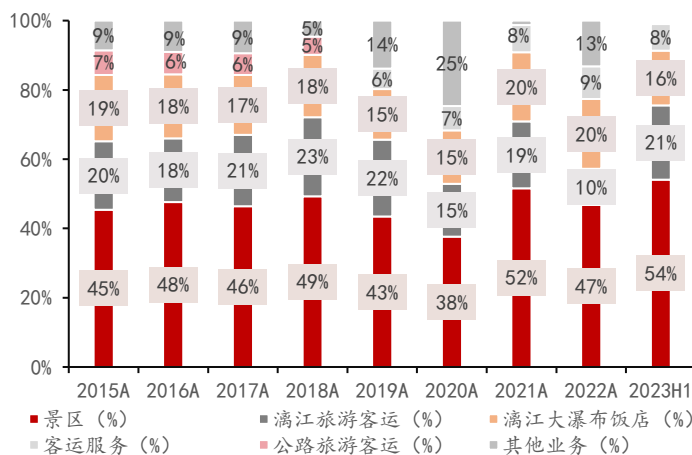
图表70: 桂林旅游归母净利润 (亿元, %)



资料来源: wind, 方正证券研究所

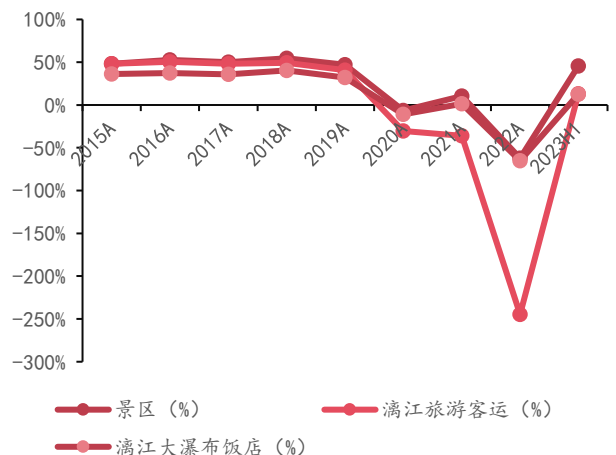
景区、漓江客运及酒店为公司主要收入及利润来源。景区为公司收入最主要的来源, 疫情前占比约在 45%-50% 区间, 23H1 收入占比为 54%; 漓江旅游客运在常态情况下稳定贡献公司约 20% 的收入, 23H1 收入占比为 21%; 漓江瀑布大饭店 23H1 收入占比 16%, 接近疫情前水平。就毛利润而言, 景区/漓江旅游客运/漓江大瀑布饭店疫情前常态毛利率分别在 45%-55%/40%-50%/35%-40% 区间, 23H1 分别恢复至 46%/13%/13%。

图表71: 桂林旅游收入拆分 (%)



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表72: 桂林旅游分业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 方正证券研究所

3.5.3 享有全国一流旅游资源, 有望承接国民旅游热情

自然资源禀赋一流, 旅游消费具有性价比。公司所在的广西省桂林市拥有全国一流的自然资源及世界发育最完善、最典型的岩溶地貌, 其山错落有致、妩媚秀丽, 其水蜿蜒曲折、清澈如镜, 更有独特的溶洞地貌, 观赏性极强, 素有“桂林山水甲天下”的美誉。公司旗下拥有桂林地区核心旅游资源, 包括两江四湖景区、银子岩景区、象山景区等, 其经营的漓江游船业务覆盖漓江风景区。且桂林当地乃至广西全省物价水平较低, 在旅游目的地中具备性价比。

图表73: 桂林山水风景图



资料来源：广西和文化旅游厅微信公众号，方正证券研究所

图表74: 桂林溶洞



资料来源：桂林市文化广电和旅游局微信公众号，方正证券研究所

营销发力打造新爆点，有望承接火爆国民旅游热情。2023 年末、2024 年初，东北地区尤其是哈尔滨在冰雪旅游的风靡下火速“出圈”，广西南宁某幼儿园的 11 位 3-6 岁学龄前儿童赴东北游学，之后迅速在网络平台蹿红，被网友戏称“广西‘小砂糖橘’勇闯哈尔滨”，在各大短视频平台上，广西“小砂糖橘”的短视频和直播连续两天冲上热搜。随后，广西各级文旅部门快速反应，互动加大宣传力度、持续响应，并及时制定冬春游广西工作方案，出台景区门票、住宿、文娱消费等领域的优惠措施，在热点带动及自治区内各地市配合下，24 年春节假期广西旅游订单量同比增长 859%。桂林作为传统国民级旅游目的地，在国民心目中已具备较高认知度，在营销迭代催化下有潜在爆点。

图表75: 广西“小砂糖橘”出圈



资料来源：广西新闻频道微信公众号，方正证券研究所

4 盈利预测及投资建议

供给具有稀缺性，需求持续旺盛，利好头部景区。景区供给具有稀缺性，全国一线旅游资源多由当地国资委掌握及牵头整合，中长期除现有景区扩容外、供给数量无增加空间。而国民旅游需求在经历了 2023 年报复性释放后仍然强劲持续，2024 年元旦/春节假期国内旅游人次较 19 年恢复度分别为 109%/119%，旅游消费客单价较 19 年仍有缺口。我们认为大众旅游消费观念及习惯或发生永久性变化，此外，年轻群体在全域出游人群中占比提升也带来需求长期向上的支撑及细分需求的转变。

我们对 24 年国内旅游景气度保持乐观，建议关注：1) 具备性价比的名山大川，其受众广泛、消费者认知强烈，且符合大众旅游消费存在预算约束的背景；2) 具有宗教文化底蕴的旅游目的地，可承接年轻群体出于“精神疏压”、“个性传达”、“社交标签”等目的产生的新增宗教游需求；3) 有交通改善或项目扩容预期的景区，虽其带来的客流及最终收入的提升难以精确估算，但对估值提升有较强催化；4) 分红稳定且比例较高的景区。

图表76: 自然景区上市公司盈利预测及估值表（截至 2024/3/11）

股票简称	当前市值 (亿元)	23 年业绩 (业绩预告)	24 年业绩 (wind 一致预期)	25 年业绩 (wind 一致预期)	23 年 PE	24 年 PE	25 年 PE
长白山	68	1.41	1.91	2.26	48	36	30
黄山旅游	85	4.10	4.86	5.42	21	17	16
峨眉山 A	53	2.25	3.29	3.87	23	16	14
九华旅游	39	1.75	2.04	2.24	22	19	18
天目湖	36	1.48	2.05	2.46	24	18	15
三特索道	25	1.25	1.60	1.80	20	16	14
丽江股份	53	2.27	2.63	2.92	23	20	18
行业平均					26	20	18

资料来源: wind, 方正证券研究所

图表77: 自然景区上市公司 2017-2019 年年度现金分红比例 (%)

	2017	2018	2019	平均
丽江股份	40.4%	43.0%	32.4%	38.6%
天目湖	37.9%	58.1%	0.0%	32.0%
黄山旅游	43.3%	16.5%	23.4%	27.7%
峨眉山 A	26.8%	25.2%	23.3%	25.1%
九华旅游	20.0%	20.4%	20.8%	20.4%
云南旅游	10.2%	10.0%	32.1%	17.4%
长白山	10.2%	10.3%	15.2%	11.9%
三特索道	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: wind, 方正证券研究所

5 风险提示

- 1) **宏观经济波动风险。**旅游行业作为可选消费与宏观经济相关性较强，若宏观经济波动超预期，则有可能对居民消费产生不利影响。
- 2) **周边交通及项目建设对客流提升不及预期风险。**多个自然景区存在周边交通改善及景区内项目扩容的预期，若项目建设不及预期、或建成后对周边客流的吸引不及预期，则可能影响公司远期收入业绩的增长。
- 3) **自然天气变化影响。**景区经营受自然天气变化影响显著，若发生自然灾害或天气剧烈变化，则有可能影响景区客流，进而影响公司阶段性收入业绩表现。

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，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。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com