

# 景区行业报告： 天生万物以养人，现金牛行业重回增长



**吴劲草**

东吴商社

首席证券分析师

S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn



**石旖瑄**

东吴商社

证券分析师

S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

2024年2月22日



- 1.2023旅游景区行业关键词：报复性、网红化
- 2.景区上市公司数据盘点：客流、利润表现分化
- 3.投资建议与风险提示

- **2023旅游景区行业关键词：报复性、网红化。**我们将旅游景区行业按商业模式细分为：顶级自然景区、旅游目的地服务商、旅行产品分销，全国扩张性由低到高；垄断核心资源，复制性、运营能力决定长期成长。2023旅游市场呈现4个特征：1) 疫后报复性出游，景区恢复可观；2) 网红旅游目的地层出不穷；3) 散客化趋势明显；4) 旅行社经营活动恢复缓慢。
- **景区上市公司数据盘点：客流、利润表现分化。**我们梳理了20家A股景区上市公司的财务和经营数据，疫情期间业务规模和利润水平大幅下滑，2023年以来旅游市场景气带动景区业务持续修复，现金牛行业重回增长。对比各公司2023年客流和归母净利率较2019年同期的恢复程度，各景区表现分化，部分景区特别是自然景区已全面超越疫情前，部分与旅行社恢复相关或疫情期间产能扩张的公司仍在恢复中。
- **投资建议：**报复性出游后2024年高基数下，精选规模增长仍具确定性、利润率仍有空间的旅游景区公司。2024年A股旅游景区公司，建议关注低基数的**宋城演艺、中青旅、天目湖、众信旅游、岭南控股**，受益于网红效应的**长白山、大连圣亚**，以及运营成熟稳定增长的**黄山旅游、九华旅游、峨眉山A**等标的。
- **风险提示：**居民出游意愿走弱、行业竞争加剧等风险。

## 1. 2023旅游景区行业关键词：报复性、网红化

- 我们将旅游景区行业按商业模式细分为：顶级自然景区、旅游目的地服务商、旅行产品分销，全国扩张性由低到高。
- 顶级自然景区主要指全国知名、具有丰富历史文化口碑积淀、自带流量的景区，有较强的重资源特征。通常由当地政府背景企业/管委会实现垄断运营，由于其较高的全国知名度及客观自然条件，基本无异地复制性，主要围绕自然景观进行多层次的游客流量变现（包括门票、索道、交通、酒店及综合旅行产品等多种方式）。典型公司如黄山旅游、九华旅游、长白山等，几乎都在A股上市。
- 旅游目的地服务商主要指服务于知名旅游目的地的景区/体验项目，通常融合了本地自然环境及人文特色并进行产品化，虽然并不自带流量，但通过持续的运营和投入成为了当地旅行体验的重要部分。这类景区需要资产投入，在运营和资金实力稳固后具有一定的本地或异地扩张性，代表公司如宋城演艺、中青旅、天目湖等。这一类主体占到旅游景区公司中的主要部分。
- 旅行产品分销公司主要进行旅游产品的撮合销售，则通常具备重人力的特征。资产较轻，依赖人力投入，扩张性最强，同时也会面临激烈竞争。如众信旅游、携程、同程旅行等。

表：旅游景区行业按商业模式特征分类

	顶级自然景区	旅游目的地服务商	旅行产品分销
特点	重资源，复制性差	重投资、重运营，具备一定扩张性	重人力，扩张性最强
代表公司	黄山旅游、长白山、峨眉山A、*ST西域、九华旅游、桂林旅游、西藏旅游、张家界、丽江股份	宋城演艺、中青旅、天目湖、曲江文旅、云南旅游、三特索道、祥源文旅、西安旅游、大连圣亚、三湘印象、华强方特、海昌海洋公园、复兴旅游文化、澳博控股、新濠国际发展、美高梅中国、永利澳门、金沙中国、银河娱乐	众信旅游、岭南控股、*ST凯撒、携程、同程旅行、途牛、香港中旅

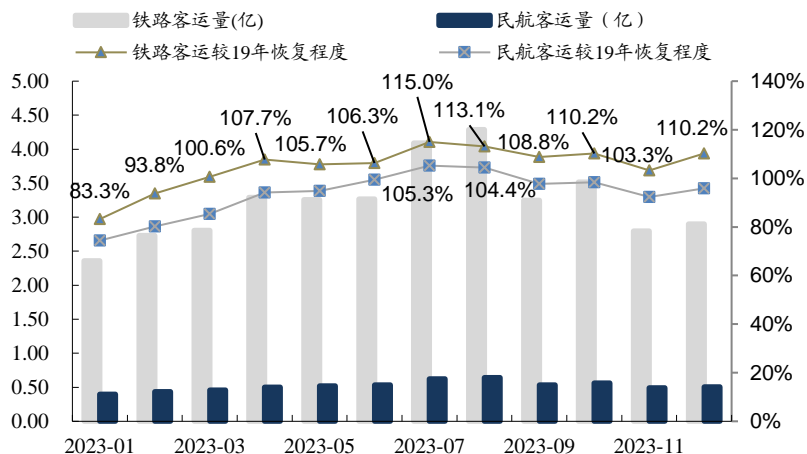
低

扩张性

高

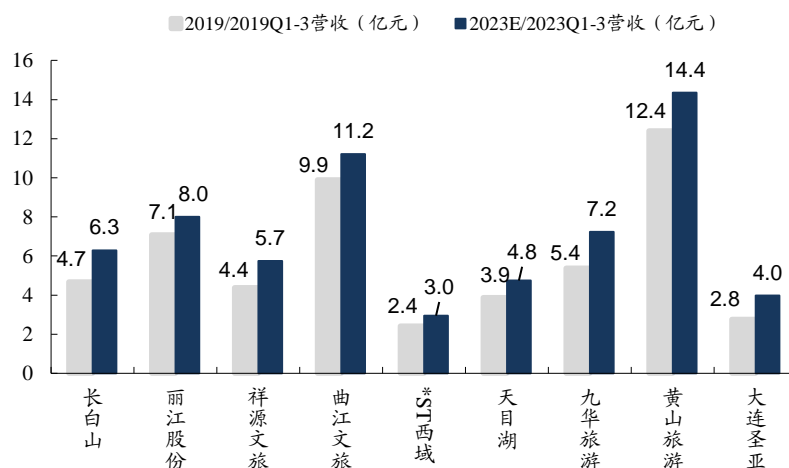
- 疫后报复性出游，客流量自Q2起全面超越疫情前。**疫后居民出游意愿恢复，自2023年3月起，铁路月度客运量均超2019年同期。民航国内航线客流量自4月起超越2019年同期，国际+地区航线客流量持续恢复，12月为2019年同期的67%。暑期和五一、国庆长假期间，国内出游人次显著超越疫情前，积压需求集中释放。2024年春节旅游人次/游客总花费按可比口径较2019年同期+19.0%/7.7%。
- 景区上市公司恢复可观。**居民报复性出游带动旅游业恢复，景区上市公司在营收/客流方面逐步恢复，部分景区业绩和运营数据全面超过2019年同期水平。
- 我们认为在2023年高基数下，2024需精选同比仍有增长、估值合理的景区进行投资。**

图：月度铁路/民航客运量



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图：部分公司2023年与2019年同期营收对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：长白山/丽江股份/\*ST西域/九华旅游为2023预告值（中值），其余公司为Q1-3数据

- 借力自媒体平台，热度话题为文旅造势。**小红书、抖音等新媒介流量生态逐渐成熟，文旅机构入局新媒体平台为当地旅游造势。新榜数据显示，截至2023年11月小红书、抖音企业机构账号认证占比分别为99%/91%，粉丝超10万的文旅局账号数量超100。以洱海为例，大理2023年1-11月客流量达8753万人次，实现旅游收入1277亿元，分别恢复至2019年全年的165.2%/135.6%。
- 自媒体热点聚集效应显著，网红旅游目的地层出不穷。**2023年网红景点层出不穷。烧烤文化兴起，山东淄博的#进淄赶烤#Tag在抖音、小红书等众多社交平台现象级爆火，2023年3月淄博接待游客达480万人次，“五一”期间住宿预定量较2019年上涨800%。冬日冰雪游热度上升，“南方小土豆”相关话题带动哈尔滨冰雪大世界等目的地出圈，2024年春节假期，哈尔滨市累计接待游客1009.3万人次，实现旅游总收入164.2亿元。游客接待量与旅游总收入达到历史峰值。
- 网红效应通常很难预测，但可跟踪、且对股价弹性较大，2024仍然需对自媒体平台催化的网红事件保持关注。**

图：2023年网红景点梳理

目的地	话题
广东江门	#江门x《狂飙》#
云南大理	#去有风的地方#
山东淄博	#淄博烧烤# #进淄赶烤#
贵州台江	#村BA# #村超#
天津	#天津跳水大爷#
上海	#繁花#
黑龙江哈尔滨	#南方小土豆#

数据来源：新榜数据，小红书，东吴证券研究所

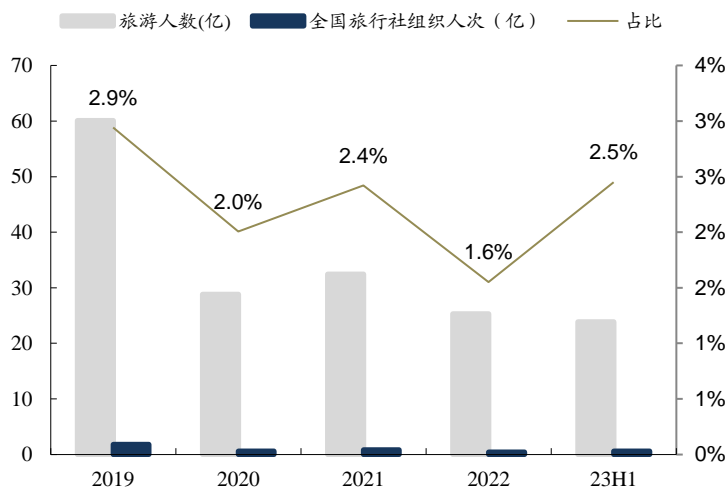
图：2023年1-9月微博热度TOP10自然景观/人文景点

	自然景观	人文景点
TOP 1	洱海	外滩
TOP 2	长白山	故宫
TOP 3	峨眉山	上海迪士尼度假区
TOP 4	玉龙雪山	洪崖洞
TOP 5	稻城亚丁	北京动物园
TOP 6	涠洲岛	西湖
TOP 7	老君山	大唐不夜城
TOP 8	南澳岛	雍和宫
TOP 9	九寨沟	北京环球度假区
TOP 10	武功山	什刹海

数据来源：微博，克劳锐，东吴证券研究所

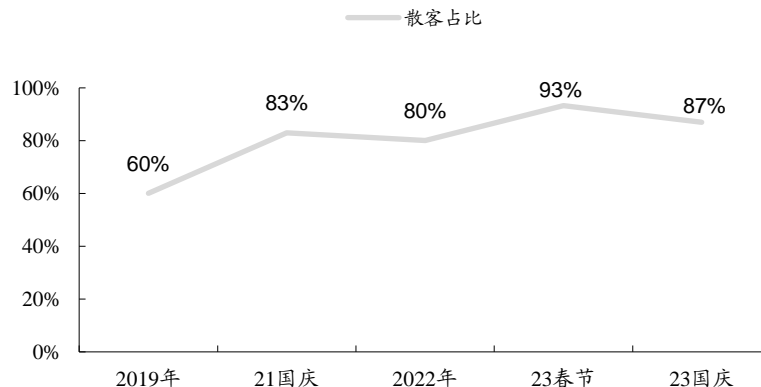
- 游客自由行能力提升，参团意愿降低。**一方面，疫情后消费者出游习惯发生改变，小红书、抖音等自媒体平台的旅游内容产出拉平大众旅游信息差，使得消费者自由行的能力提高；一方面，疫情期间大量旅游从业者转行，旅行社产能出清，2023年优质的旅行社产品供给仍有限，旅游乱象频出导致口碑参差，仍需规范治理。
- 景区散客化趋势明显。**2023年H1全国旅行社组织游客人数占旅游总人数2.5%，游客出行偏向自由行，2019年全年为2.9%。景区游客结构随之变化，散客比例明显提升。以黄山风景区为例，2019/2022年黄山风景区的散客比例为60%/80%，2023年中秋国庆假期散客占比87%，散客化趋势明显。

图：国内旅游人数与旅行社组织人数



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

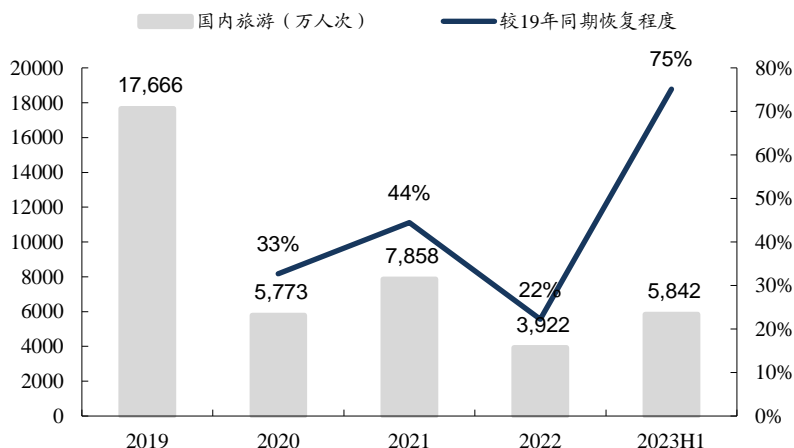
图：黄山风景区部分时段散客比例



数据来源：黄山文旅，黄山市人民政府，新华网，东吴证券研究所；注：2022年为黄山市全市数据

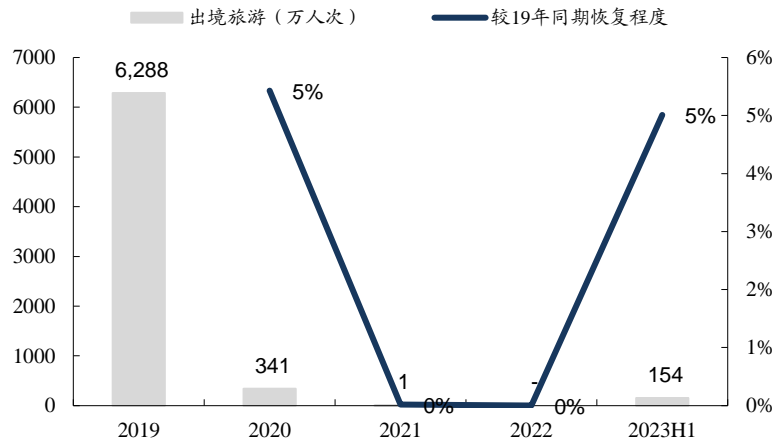
- **供应链重组过程中，旅行社恢复缓慢。**2023年Q1/Q2全国旅行社国内游组织1981/3861万人次，合计恢复2019H1的75%，国内旅行社业务逐渐恢复。由于签证和国际航线机票等原因影响，出境游恢复缓慢，2023H1旅行社出境游组织154万人次，恢复2019年同期的5%。
- 随着免签目的地的增加和国际航线继续恢复，出境游业务有望恢复。文旅部数据，2024年春节假期入出境旅游约683万人次，其中出境游约360万人次，入境游约323万人次，均接近2019年同期水平。中国旅游研究院预计2024年全年入出境旅游人数超2.6亿人次，恢复2019年的87%。
- **考虑自媒体平台渗透已与2019年相比大幅上台阶，我们认为散客化趋势仍将延续，但随旅行社产品供给进一步优化、产能进一步回升，旅行社组织人次仍将持续提升。2024年出境游在低基数下或将成为市场亮点。**

图：国内游旅行社组织人次及恢复程度



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

图：出境游旅行社组织人次及恢复程度

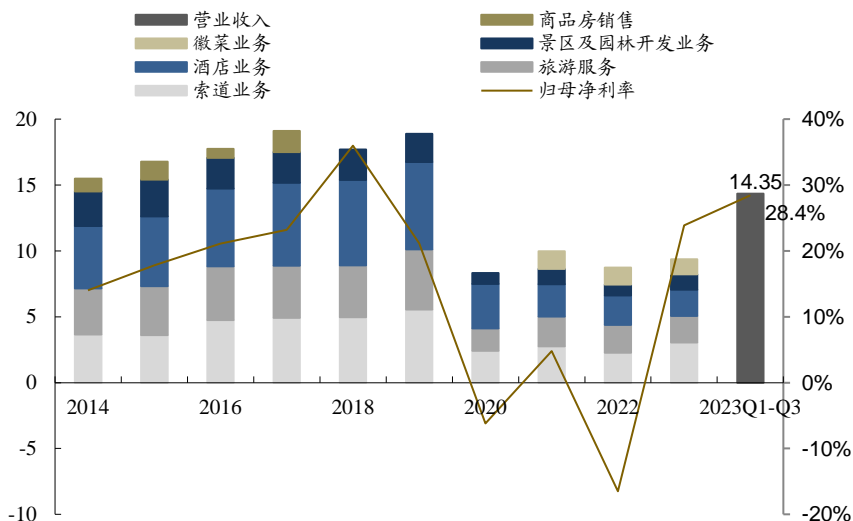


数据来源：文旅部，东吴证券研究所；注：2022年出境游旅行社组织人次未披露

## 2.景区上市公司数据盘点：客流、利润表现分化

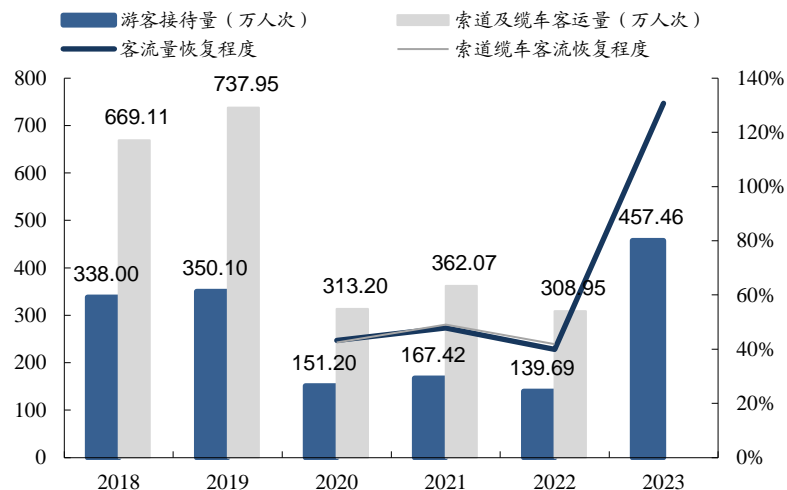
- 依托黄山优势旅游资源，业绩超疫情前：**公司2023年主营业务为索道、旅行社、酒店、景区、徽菜业务。2023年H1索道/旅游服务/景区及园林开发业务收入分别占比36%/24%/14%。2023Q1-Q3实现营业收入14.35亿元，较2019年同期+16%，归母净利率为28%，较2019年同期+1pct。公司预计2023年归母净利润为3.6~4.6亿元，中值较2019年增长20.6%。
- 景区客流强势复苏：**2023年黄山景区全年游客接待量创历史新高，预计达457万人次，较2019年同期+31%，2023Q1-Q3索道运送游客量达738.01万人次，较2019年同期+28%。2024年春节假期共接待游客20.8万人次，日均客流较2023/2019年春节7天日均同比+27%/44%。
- 交通圈改善，新项目落地：**得益于杭昌高铁、池黄高铁相继投运，客流有望提升；黄山国际大酒店、平湖假日酒店等改造项目逐步落地，公司接待能力持续提高。

图：2014-2023Q3营收拆分（亿元）及归母净利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

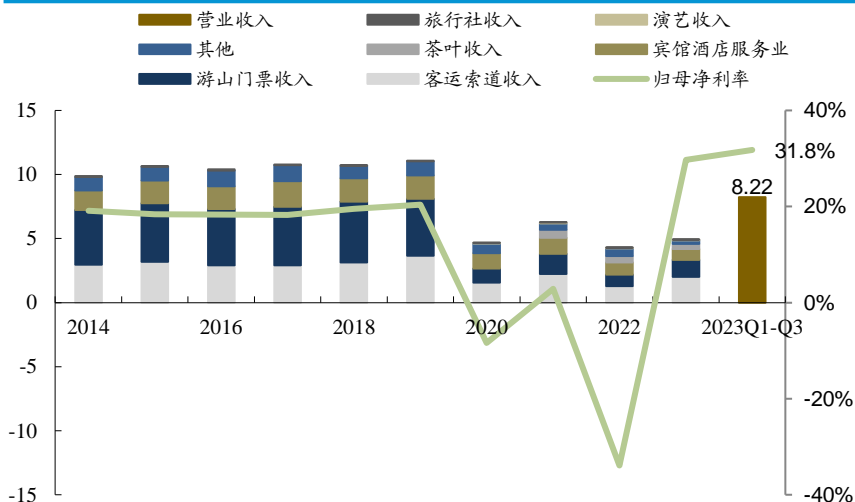
图：2018-2023年黄山景区客流量及索道客运量（万人次）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

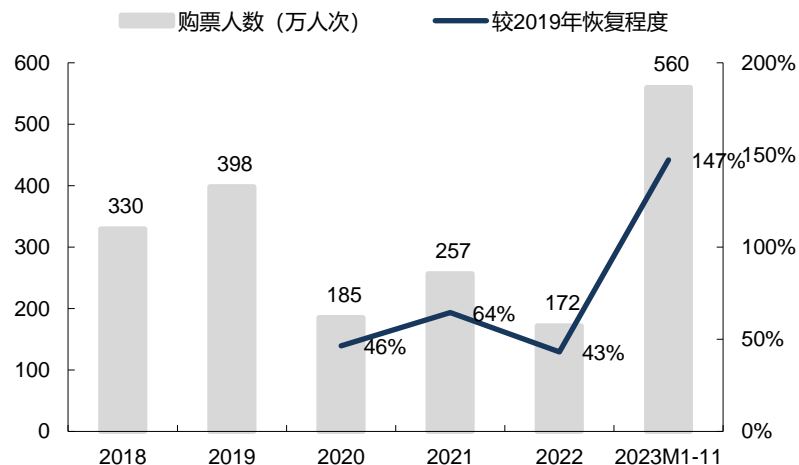
- 依托峨眉山景区发展多元业态，净利润基本恢复疫情前：**公司2023年主营业务包含索道、景区门票、酒店、茶叶、演艺、旅行社业务。2023H1索道/景区门票/酒店/茶叶收入占比分别为41%/27%/17%/8%。2023Q1-Q3实现营业收入8.22亿元，恢复至2019年同期水平的94%，归母净利润率为32%，较2019年同期+10pct。预计2023年归母净利润为2.0~2.5亿元，中值为2019年的99.6%。
- 佛教文化名山，客流较疫情前增长近5成：**出行复苏和寺庙经济走红带动峨眉山客流强势复苏，2023年1-11月峨眉山景区接待游客量达560万人次，较2019年同期+47%。2024春节假期，峨眉山景区接待游客40.03万人次，同比2019/2023年+97%/44%。
- 高速扩容+索道改造+开发文旅新项目：**成乐高速扩建完成有望提升客流量，金顶索道改造+峨眉山国际大酒店改建+“只有峨眉山”演艺项目逐步落地，接待能力持续提升。

图：峨眉山A营收拆分（亿元）与归母净利润率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

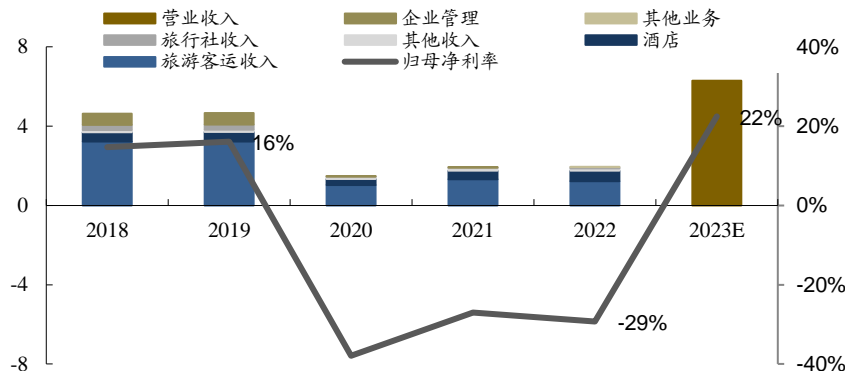
图：峨眉山景区客流量（万人次）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

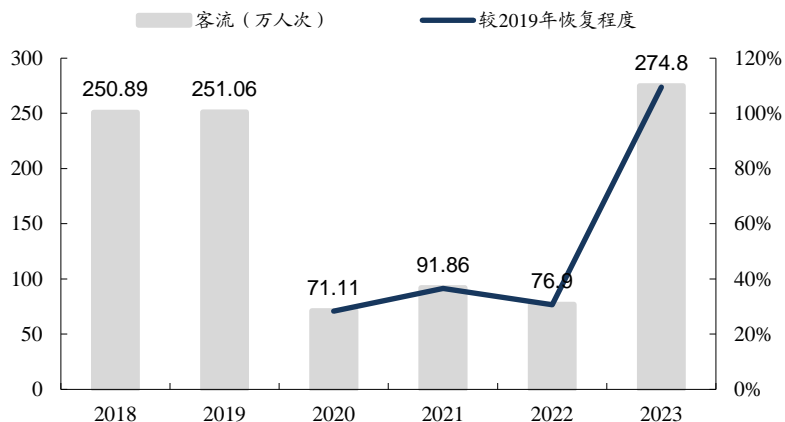
- 依托长白山自然资源，业绩超越疫情前：**公司主要业务旅游客运/企业管理/酒店/旅行社2019年收入占比为69%/12%/10%/5%。2023年预计实现营收6.29亿元，较2019年+35%，归母净利润为1.36-1.46亿元，归母净利率中值22%，较19年+6pct。
- 冰雪游需求旺盛，客流显著提升：**2023年旅游客流稳步复苏，主景区累计接待游客274.8万人次，较2019年+9.4%。冰雪游火爆，2024年1月接待游客23万人次，较2019年同期+191%。24年春节接待游客7.61万人次，按可比口径同比增长128%。
- 交通网络逐渐完善，布局“冰雪温泉+夏季避暑”新业态：**随着交通网络完善以及火山温泉部落二期项目逐步落地，进一步匹配市场需求。

图：2018-2023E营收拆分（亿元）与归母净利率



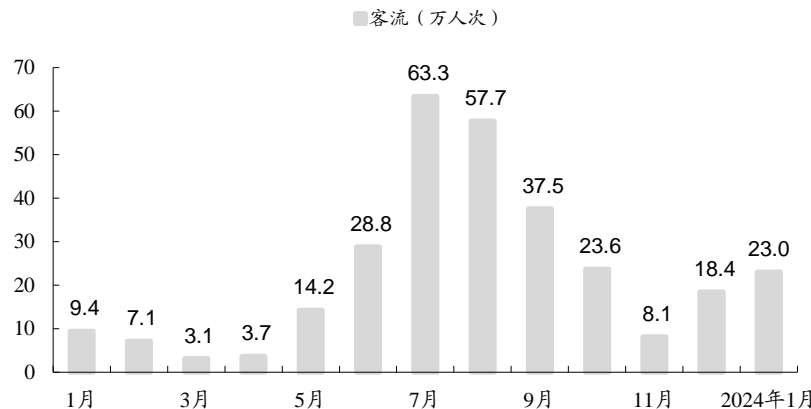
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图：2016-2023年长白山景区客流量（万人次）



数据来源：公司公告、长白山景区管理委员会、东吴证券研究所

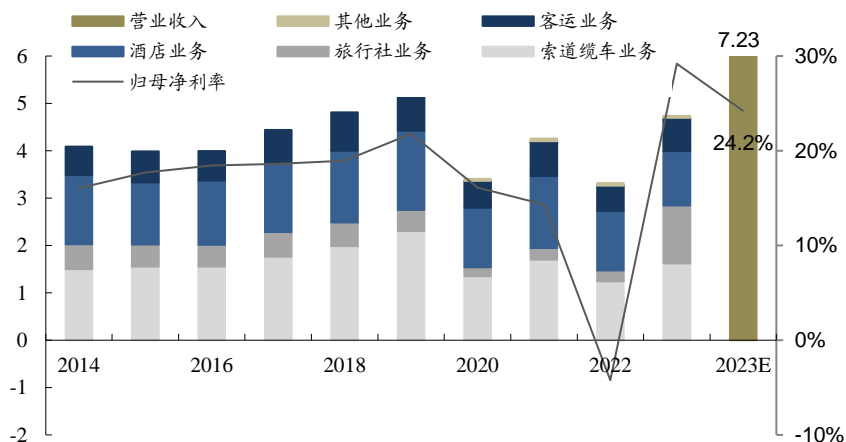
图：2023年长白山月度客流量（万人次）



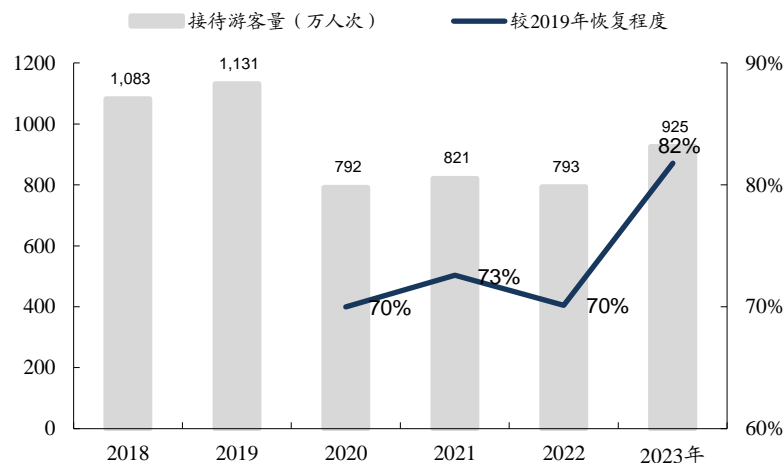
数据来源：公司公告、长白山景区管理委员会、东吴证券研究所

- 怀抱“莲花佛国”优质资源，索道和旅行社业务为主：**九华旅游2023年主营业务涵盖索道缆车、酒店、客运、旅行社多元化业务。2023H1索道缆车/旅行社/客运业务收入占比为43%/32%/19%。预计2023年全年实现营收7.23亿元，较2019年同期+35%；预计归母净利率为24.2%，较2019年同期+2pct。
- 疫后客流逐步复苏，2023全年客流恢复疫情前8成：**得益于文旅行业复苏与寺庙经济走红，九华山景区游客量逐渐恢复，2023全年接待游客925.18万人，恢复至2019年全年水平的81.8%。2024春节假期九华山接待游客47.2万人次，日均客流量较2023/2019年春节7天日均同比+31%/10%。
- 交通改善+徽菜项目：**武杭高铁池黄段、九华山交通转换中心项目顺利推进，投资徽菜餐饮项目。

图：2014-2023Q3营收拆分（亿元）与归母净利率



图：2018-2023年九华山景区客流量（万人次）

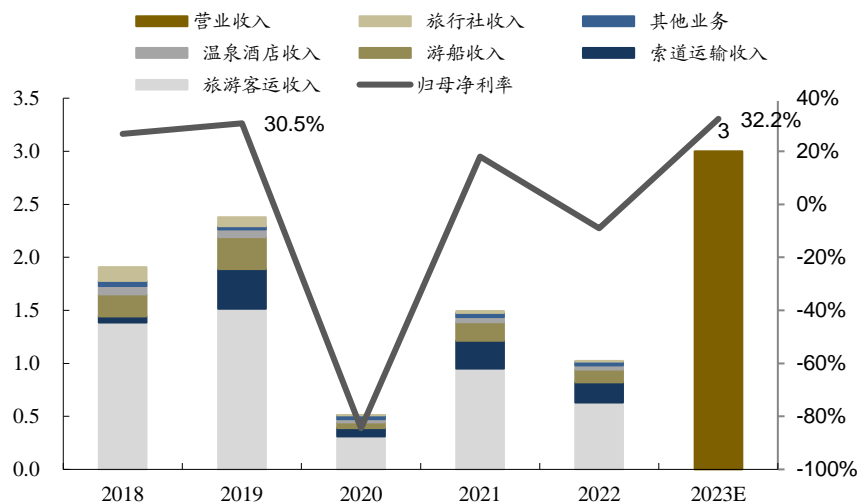


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

数据来源：公司公告、九华山风景区管委会、东吴证券研究所

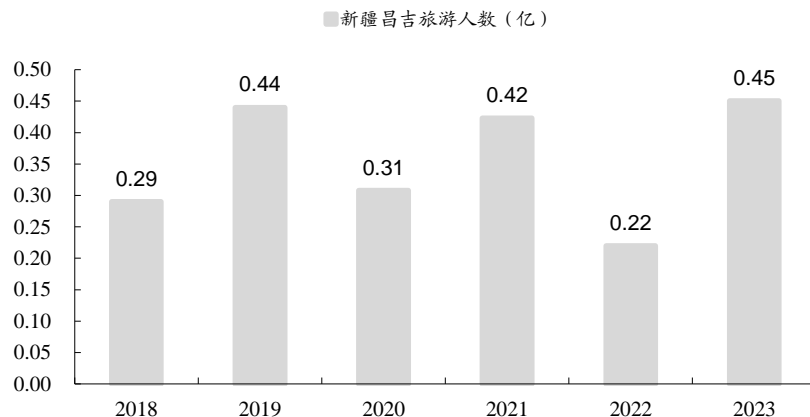
- 核心资产为新疆天山天池景区和五彩湾古海温泉景区，营收主要来自客运和索道业务：**公司主营业务为道路旅客运输、索道业务、游船观光和温泉酒店业务，2023H1营收占比分别65%/19%/9%/3%。预计2023年实现营收为2.95~3.05亿元，中值较2019年同期+25%，预计归母净利率中值为32%，较2019年同期+2pct。
- 客流恢复疫情前水平。**2023年公司开展一系列文旅活动，旅客量持续爬坡。2023H1天山天池景区接待游客数量91.92万人次，为2019年同期82%。天池所在昌吉州2023年接待游客0.45亿人次，恢复疫情前水平。
- 加强营销+降本增效：**未来公司将继续提升核心旅游产品吸引力，加强营销，落实降本增效。

图：\*ST西域2018-2023E营收拆分和归母净利率（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

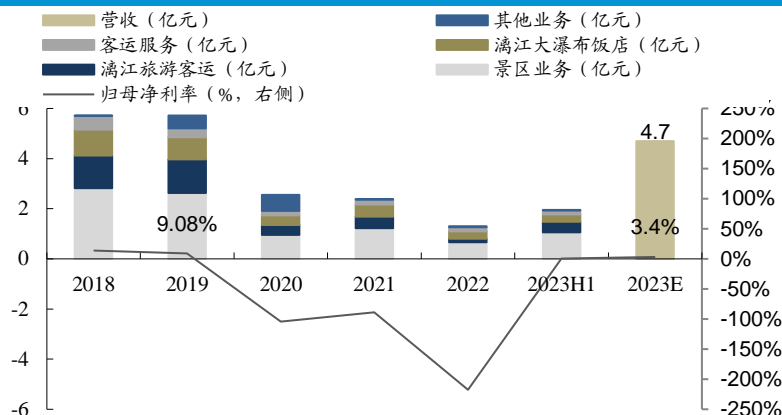
图：新疆昌吉州接待游客人数



数据来源：昌吉市人民政府、东吴证券研究所

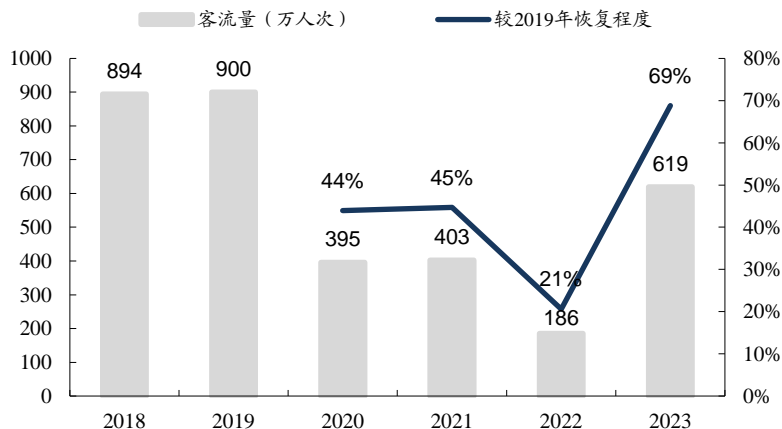
- 桂林漓江风景区为核心，业绩仍在恢复中：**  
 2023H1营业收入1.96亿元，其中景区/漓江旅游客运/漓江大瀑布饭店/客运服务/其他业务分别占比54%/21%/15%/8%/1%。预计2023年实现营收4.7亿元，恢复2019年同期82%；归母净利率为3.4%，为2019年同期37.5%。
- 2023年客流恢复疫情前7成：**预计2023全年接待游客619万人次，恢复至2019年同期69%，旅游业务逐步复苏。2023年节假日客流量超越2019年水平，2024年春节客流量较2023/2019年+71%/72%。
- 未来看点：**得益于桂林至柳州高速公路的改扩建项目建成通车、国道321雁山至临桂段公路改线工程的不断推进以及航线的不断开发，客流量稳步提升。

图：2018-2023年公司营收（亿元）及归母净利率（%）



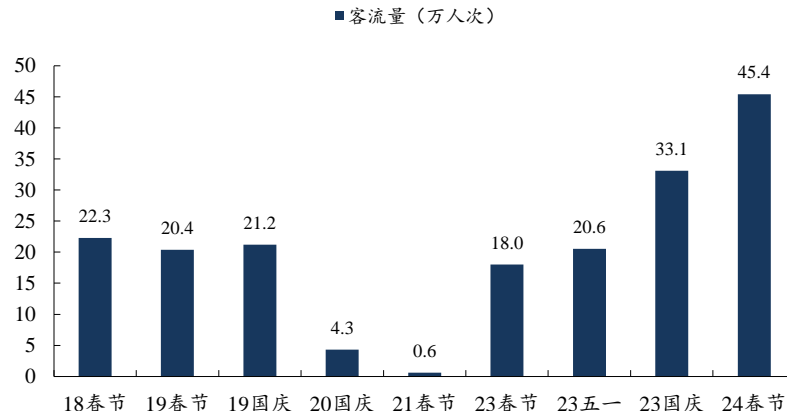
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：2018-2023年公司接待游客人次（万人次）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：2018-2024年节假日漓江风景区客流量（万人次）



数据来源：公众号，东吴证券研究所

□ **背靠玉龙雪山和丽江古城等优质资源，业绩超越疫情前：**

2023H1营业收入3.93亿元，其中索道运输/酒店经营/印象演出分别占比50%/20%/19%。预计2023年实现营收为7.95~8.05亿元，中值较2019年同期+10.5%；预计归母净利润中值为28.4%，恢复疫情前水平。

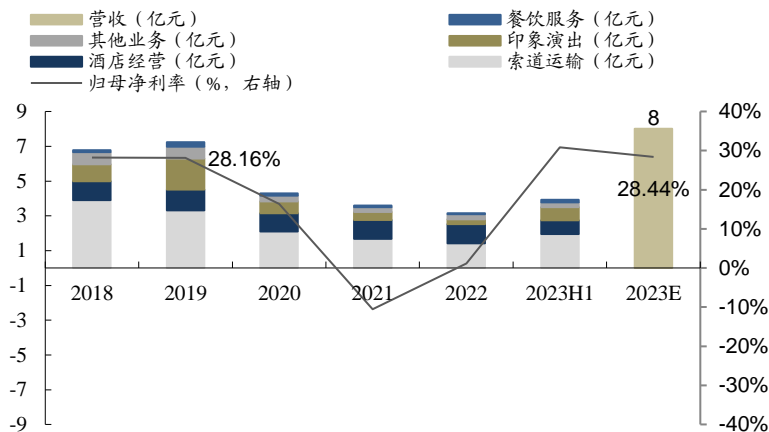
□ **客流恢复疫情前：**

2023年前三季度丽江客流大幅恢复，索道运输业务接待游客达482.5万人次，为2019年的101%，预测全年将达565万的历史新高。2024年春节公司索道业务/演出业务接待游客量同比+77%/67%。

□ **未来看点：**

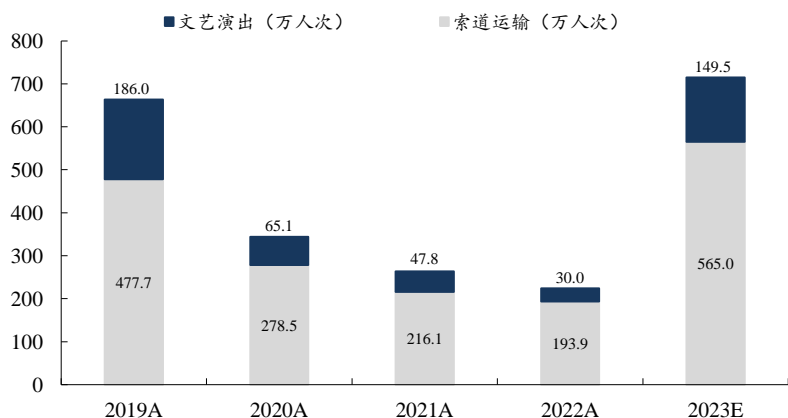
旅游资源布局由玉龙雪山扩大至滇西北地区，泸沽湖摩梭小镇二期项目以及丽江机场三期改扩建项目的逐步落地。

图：2018-2023年公司营收（亿元）及归母净利润率（%）



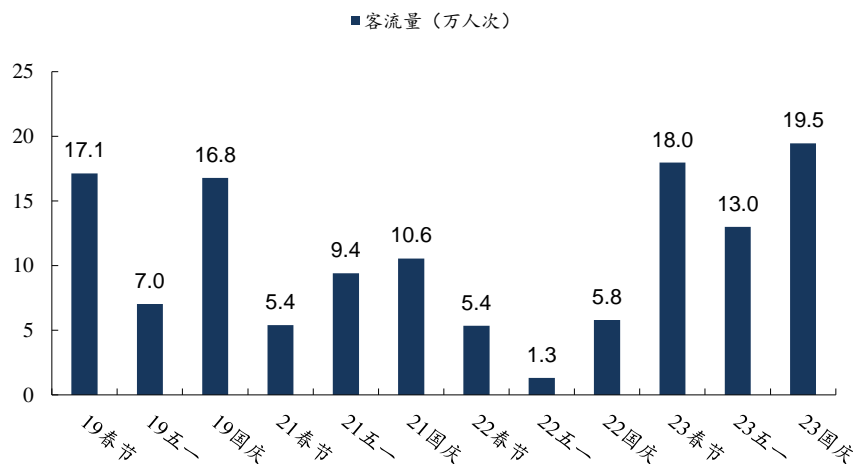
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：2019-2023年索道及文艺演出业务接待游客人次



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

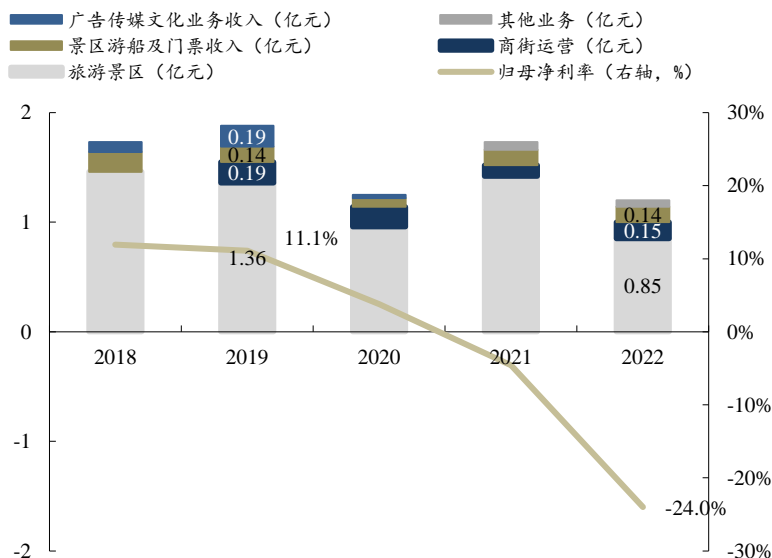
图：节假日丽江玉龙雪山景区客流量（万人次）



数据来源：新闻资讯，东吴证券研究所

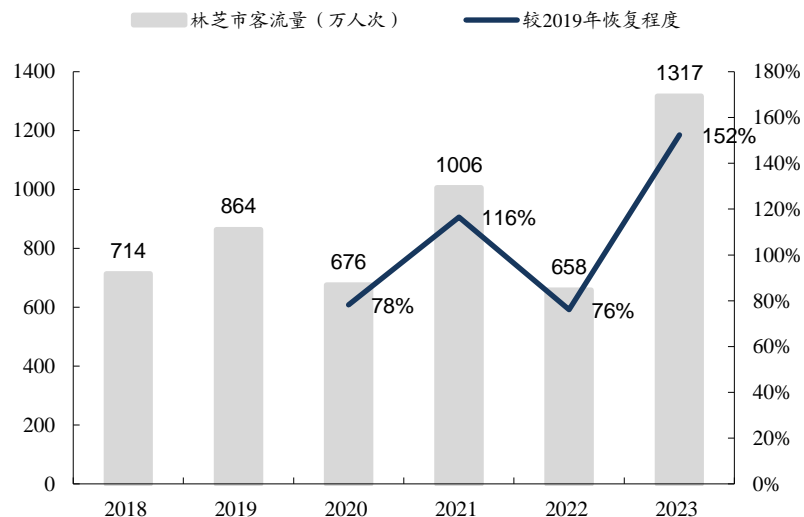
- ❑ **以旅游景区业务为主，23年净利润恢复疫情前7成：**公司目前运营的景区主要位于林芝和阿里两地，2022年实现营收1.2亿元，其中旅游景区/商街运营/景区游船及门票收入及其他业务分别占比70.8%/12.5%/11.7%/5%。预计2023年归母净利润为0.14亿元，恢复至2019年的67.2%。
- ❑ **当地客流量较疫情前增长5成：**公司运营景区主要所在地林芝市2023年接待游客1317万人次，为2019年的152.4%，大幅超越疫情前水平。2024年春节、藏历新年期间，林芝市共接待游客16万人次，实现旅游收入8490万元，较2023年同比分别+196%/176%，较2019年同比分别+70%/19%
- ❑ **未来看点：**交通改善促进客流量提升，产品创新和管理增效提高盈利能力，收购新绎游船60%股权。

图：2018-2022年公司营收（亿元）及归母净利率（%）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

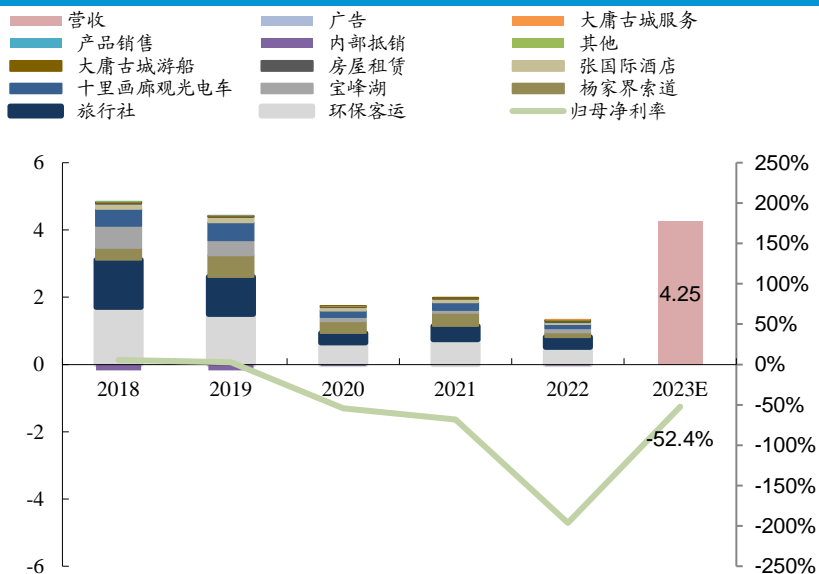
图：2018-2023年林芝市接待游客人次（万人次）



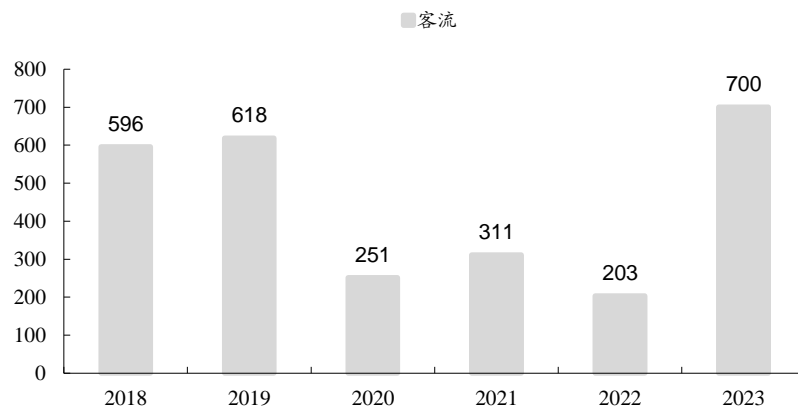
数据来源：统计局、东吴证券研究所

- 客运和旅行社业务为主：**公司运营张家界优质旅游资产，主营业务为环保客运、旅行社、杨家界索道、宝峰湖和十里画廊观光电车等旅游景区业务，2023H1收入分别占比43%/ 18%/ 16%/ 12%/8%。预计2023年全年实现营收4.0~4.5亿元，中值为2019年同期99.9%；大庸古城公司折旧摊销、财务费用、计提资产减值损失拖累归母净利润仍亏损。
- 客流量恢复疫情前：**2023H1环保客运/宝峰湖/十里画廊观光电车/杨家界索道的购票人数分别为186.18/41.54/47.50/43.14万人，分别恢复到2019年同期的133%/189%/86%/101%。2023年张家界全市接待游客4200万人次，同比历史最高2019年+16.2%。
- 未来看点：**客流持续恢复，利润端有改善空间。

图：张家界2018-2023Q3营收拆分（亿元）和归母净利率

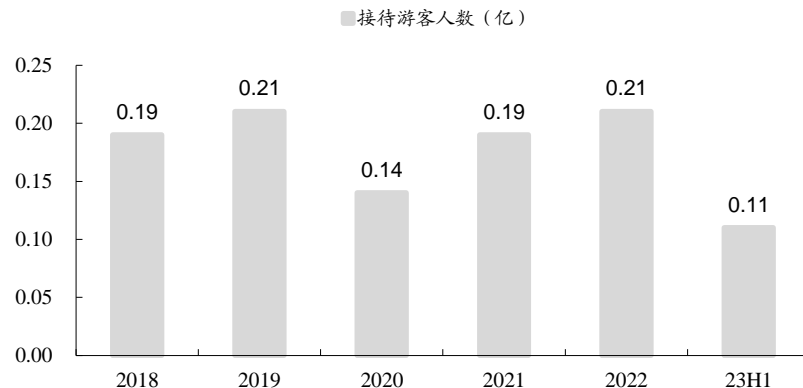


图：张家界森林公园2018-2022游客接待量（万人次）



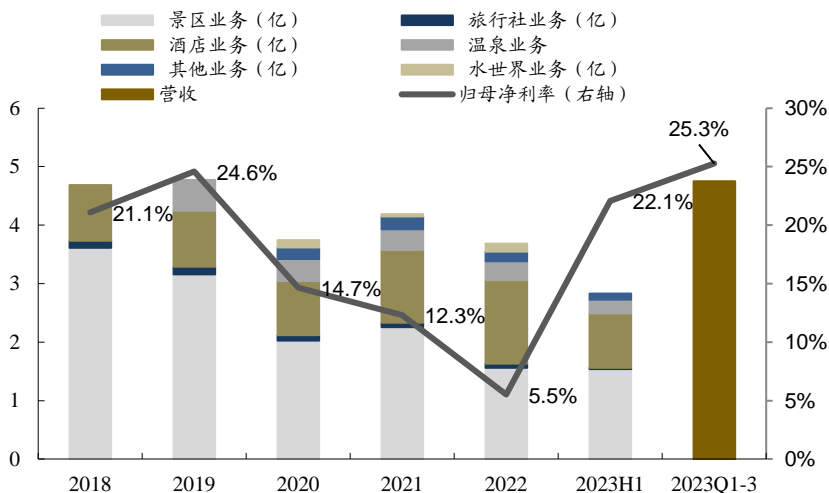
- ❑ **景区和酒店业务为主：**公司运营天目湖景区，2023年H1景区/酒店/温泉业务收入占比为54%/33%/8%。23年Q1-3公司实现营收4.75亿，较19年同期+23%；归母净利率为25.3%，恢复至19年同期85%。预计2023全年归母净利润为1.40~1.55亿元，中值较19年同期增长19.2%。
- ❑ **客流超越疫情前：**2023年H1溧阳市接待游客0.11亿人次，较2019年同期+15%，23年国庆中秋假期天目湖度假区共接待人次较2019年同期+47%。24年春节天目湖接待人次/旅游收入同比+128%/73%，平均客房出租率76%。
- ❑ **未来看点：**平桥漂流项目、南山小寨二期、御水温泉三期、动物王国项目等建设持续推进，沪苏湖高铁开通提升客流。

图：溧阳市接待游客人数



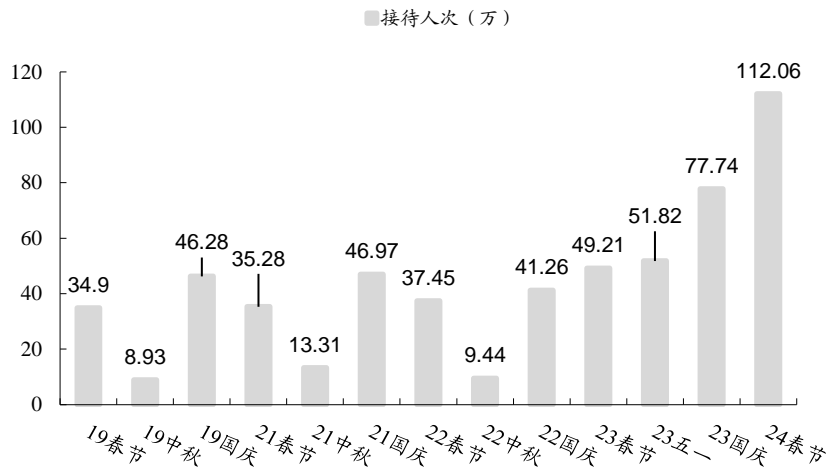
数据来源：溧阳市人民政府，中国溧阳公众号，东吴证券研究所

图：营收构成与归母净利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

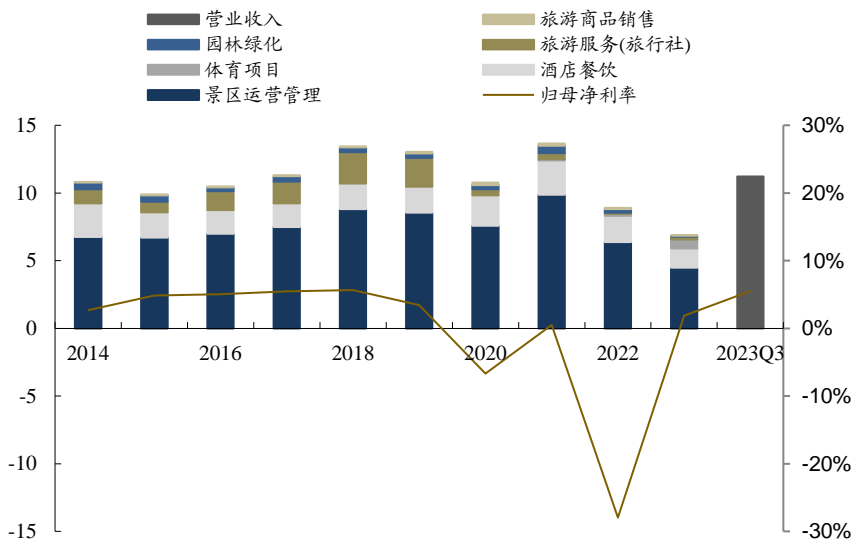
图：部分节假日天目湖度假区游客流量



数据来源：天目湖公众号，中国溧阳，溧阳文旅，东吴证券研究所  
注：19中秋/20国庆仅为三大景区客流

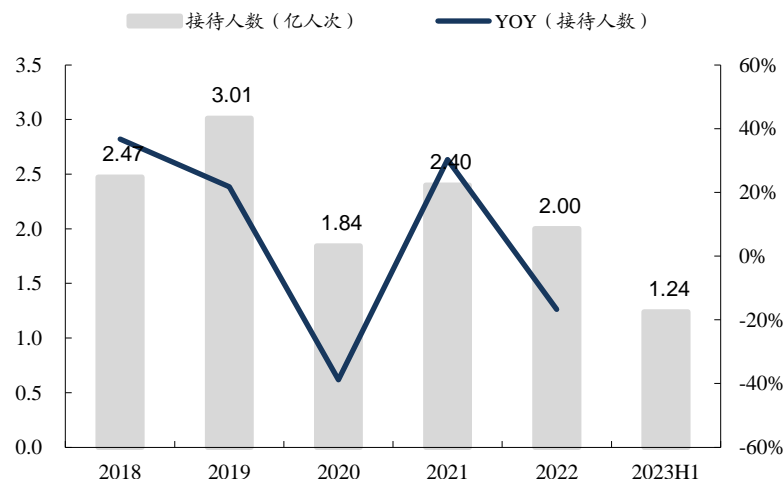
- 运营西安历史文化核心景区资源，净利润仍在恢复中：**曲江文旅运营西安优质城市旅游资源，2023H1前三大业务景区运营管理/酒店餐饮/体育项目的收入分别占65%/21%/10%。2023年Q1-Q3公司实现营收11.2亿元，较2019年同期+13%，归母净利率为5.5%，恢复2019年同期的53%。预计2023年归母净利润为0.17~0.23亿元，中值恢复至2019年的44.4%。
- 西安作为网红旅游目的地，客流量维持高位：**2023H1西安全市接待游客量达1.24亿，超越2019年同期水平。中秋国庆假期，西安全市各文博开放单位客流量约237.18万人次，较2019年同比增长35%。2024年春节，西安因央视春晚分会场火爆出圈，城市热度进一步飙升，春节假期期间，曲江新区共计接待市民游客约789.73万人次，同比去年增长了28.69%（按可比口径）。
- 文旅融合持续打造爆火IP，布局异地扩张项目：**持续打造《长安十二时辰》、“盛唐密盒”“不倒翁小姐姐”等爆火IP引流。布局温州雁荡山、乐清北大街、大同古城等文旅项目。

图：曲江文旅营收拆分（亿元）与归母净利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

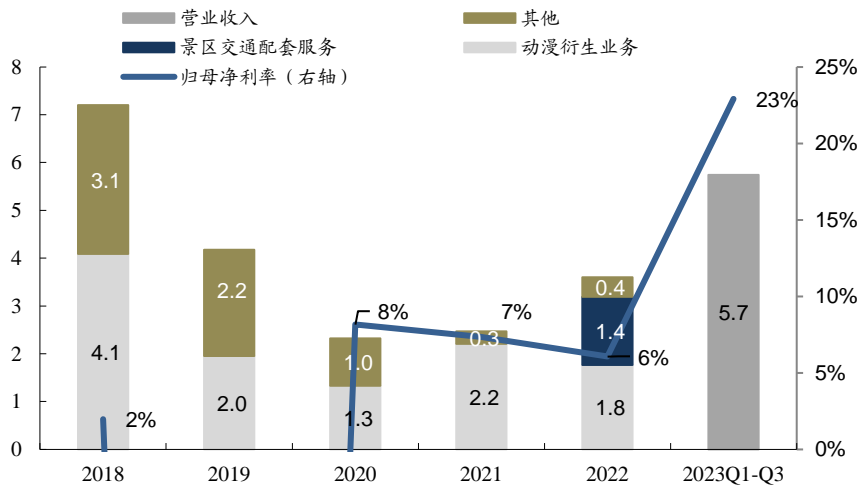
图：西安市旅游接待人次



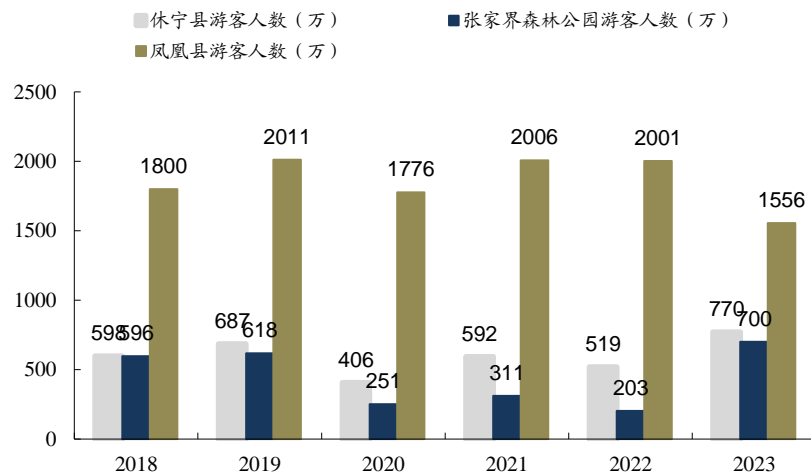
数据来源：公司公告、西安市文旅局、东吴证券研究所

- 以动漫衍生和景区交通配套为主，“文化IP + 旅游+科技”协同发展：**2022年收购5家文旅公司股权后，公司依托张家界百龙天梯、黄龙洞、湖南凤凰古城和安徽齐云山4大旅游资产运营交通配套业务。公司主营业务为景区交通配套服务和动漫衍生业务，2022年收入占比分别为39%/49%。2023前三季度公司实现营收5.7亿元，归母净利率为23%。预计2023全年归母净利润为1.45~1.65亿元。
- 4大稀缺旅游资产客流超越疫情前：**2023暑假公司4大旅游景区共接待游客235.42万人次，较19年同期增长13.83%。核心景区所在张家界市/休宁县2023年接待游客量较2019年同期+16%/12%，2023Q1-Q3凤凰县接待游客量较2019年同期+34%。2024年春节假期，公司景区业务接待游客48.71万人次，同比2023/2019年+40%/71%，营收3110.52万元，同比2023/2019年+38%/69%
- 持续布局景区度假化，文旅融合创新提高客单价：**通过数字化管理提供创新性旅游体验，未来二次消费增加有望带动客单价提升。

图：祥源文旅营收结构（亿元）和归母净利率

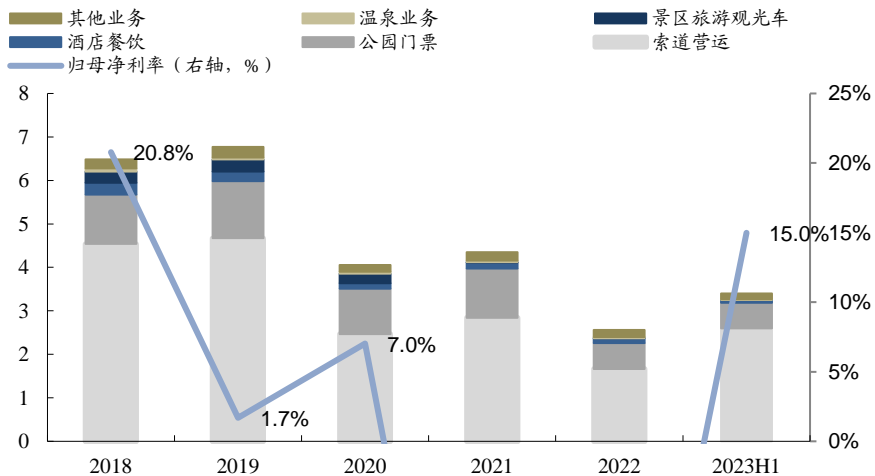


图：祥源文旅主要景区所在地客流量（亿元）

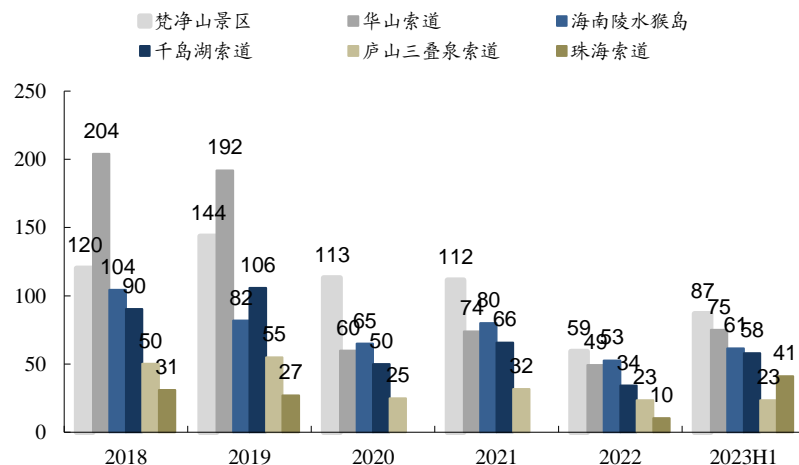


- ❑ **索道运营为核心业务，营收利润超越疫情前。**截至2023年H1，索道运营/公园门票/酒店运营/其他业务收入分别占公司营收的76%/17%/2%/4%。2023Q1-3，公司营收较2019年同期+11%，归母净利率达到23%。预计2023年归母净利润为1.0-1.5亿元，超2019年水平，国资入主治理效果显著。
- ❑ **2023年主要景区客流恢复疫情前水平。**公司2023H1各项目客流量快速恢复，较2019年同期+28%。2023年1-10月，贵州铜仁（梵净山所在地）接待游客量较2019年同期+5%；2023年华山景区/陵水县接待人数达到325/537万人次，较2019年同期+4%/+79%。2024年春节正月初一至初七，公司项目累计接待游客48.41万人次，分别较2023年/2019年春节+32%/45%；实现营业收入同比+22%，可比口径下较2019年春节+29%。
- ❑ **规模和客单价均有提升空间。**公司自2021年起明确了“生态主题乐园综合运营商”的战略定位，以索道为发力支点拓展至景区开发运营，客单价有提升空间，储备项目异地扩张有望贡献增量。

图：公司营收结构（亿元）及归母净利率

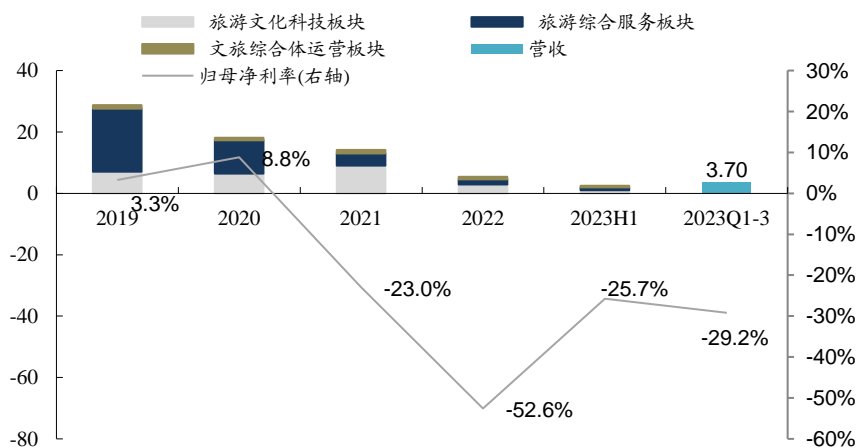


图：公司主要项目接待游客数（万人次）



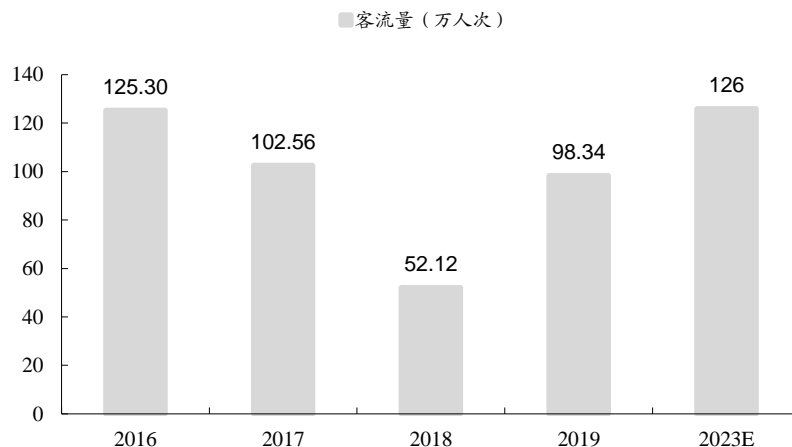
- 景区综合运营为主，2023年业绩仍亏损：**2023H1旅游文化科技/旅游综合服务/文旅综合体运营业务收入占比为44%/35%/21%，主要运营世博园景区，以及禄丰恐龙谷项目等。2023年Q1-3实现营收3.0亿，恢复2019年同期23.5%。预计2023年归母净利润亏损3.5~5.5亿元，2019年归母净利率为3%。
- 客流量较2019年增长近3成：**2023年中秋国庆假期昆明接待游客1283.75万人次，单日客流量较2019年+32.6%。2023年禄丰恐龙谷景区客流预计将超126万人次，较2019年同期增长28.1%。
- 未来看点：**后续黄石陆公园开放，客流有望增长。

图：云南旅游营收结构（亿元）及归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

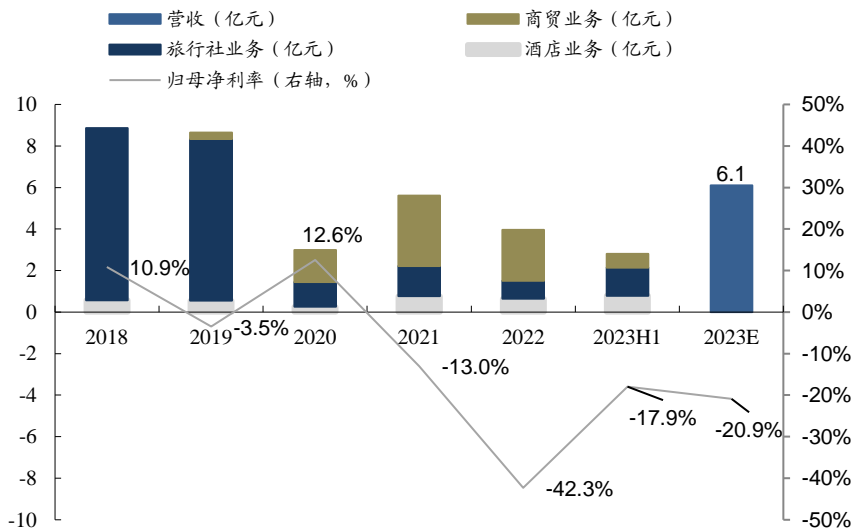
图：禄丰恐龙谷景区游客流量



数据来源：禄丰市人民政府官网，东吴证券研究所；注：2023为预测值

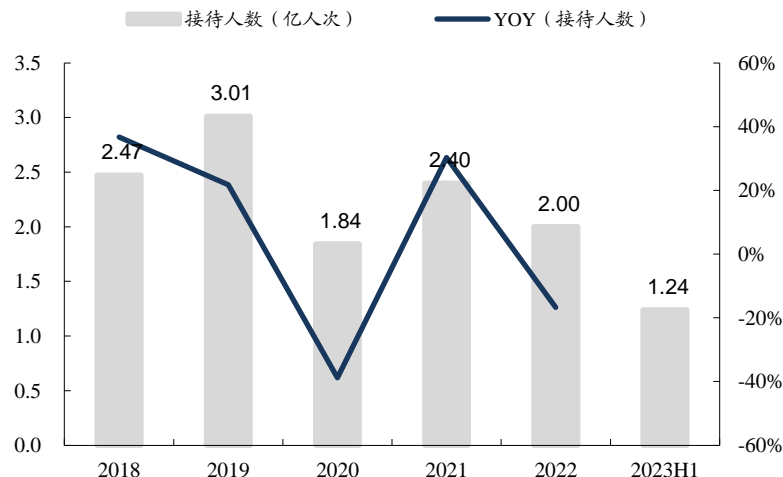
- 旅行社业务、酒店业务和商贸业务为主。** 2023年H1，公司旅行社业务/酒店业务/商贸业务收入占比分别为48%/28%/23%。预计2023年全年实现营收5.35~6.85亿元，中值为2019年同期71%；归母净利润为-1.05~-1.50亿元，归母净利率中值为-21%，较2019年-17pct，营收利润仍在恢复中。
- 西安客流超越疫情前。** 2023年上半年西安市全市接待游客量达1.24亿，超越2019年同期水平。2024年春节假期，西安重点文旅聚集区接待游客1617.09万人次，同比增长47%；公司整体营收和游客接待量同比实现大幅增长，酒店平均出租率持续在80%以上。
- 定增拟拓展直营酒店布局。** 西安文旅市场热度持续，有望带动公司经营改善。拟定增不超过6亿元，其中4.4亿元在未来3年内投资建设17家直营酒店，扩大酒店业务规模，提高酒店业务核心竞争力。

### 图：西安旅游营收组成及归母净利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

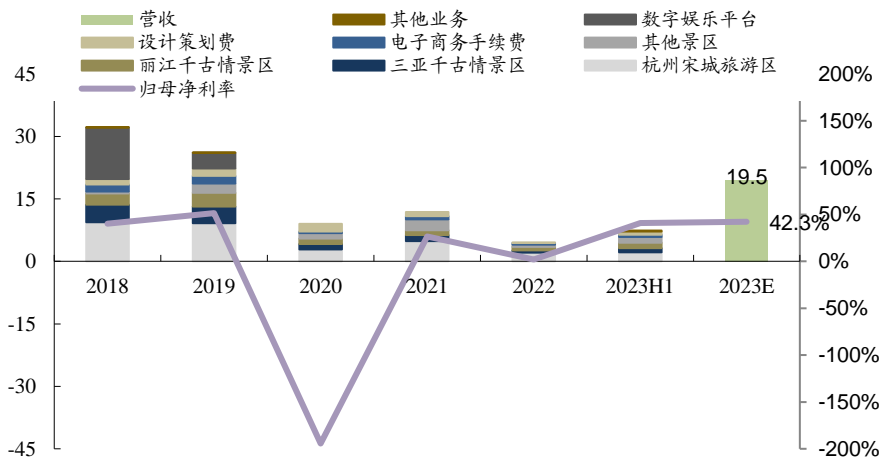
### 图：西安市旅游接待人次



数据来源：西安市文旅局、西安发布、东吴证券研究所

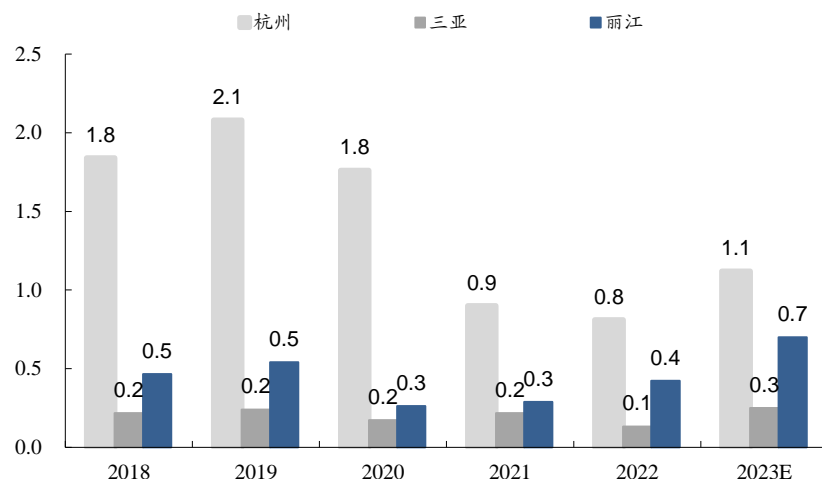
- ❑ **“主题公园+文化演艺”模式的现场演艺业务为核心：**公司主营业务为现场演艺和旅游服务（包括轻资产输出和网络票务销售业务），2023H1杭州宋城/丽江/三亚千古情的营收占比为29%/18%/14%。预计2023年公司实现营业收入18.5~20.5亿元，中值恢复至2019年同期75%；若剔除长期股权投资产生的投资收益与减值损失影响，预计2023年归母净利率为42.3%，较2019年同期-9.0pct。
- ❑ **杭州客流量恢复疫情前6成，24年春节各指标大幅超越疫情前：**2023年中秋国庆期间11大《千古情》合计演出338场，为2019年同期73.3%，单日最高上演59场。文旅局数据，预计2023年杭州/丽江/三亚接待游客1.12/0.70/0.25亿人次，为2019年的61%/129%/104%。2024年春节假期，11台“千古情”共演出506场，为2019年同期的251%；总接待游客量272万人次，为2019年同期的207%；总营收2.2亿元，为2019年同期的189%。“千古情”单日最高上演81场，达到2019年同期的203%。
- ❑ **未来看点：**随着团队游恢复，存量项目客流量继续回升；上海、西安和佛山新项目贡献增量。

图：宋城演艺营收拆分（亿元）和归母净利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

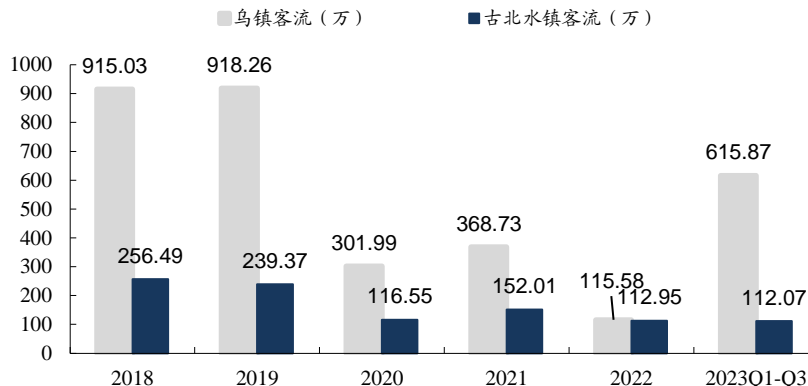
图：杭州、三亚、丽江2018-2023E客流量（亿人次）



数据来源：各地文旅局，东吴证券研究所

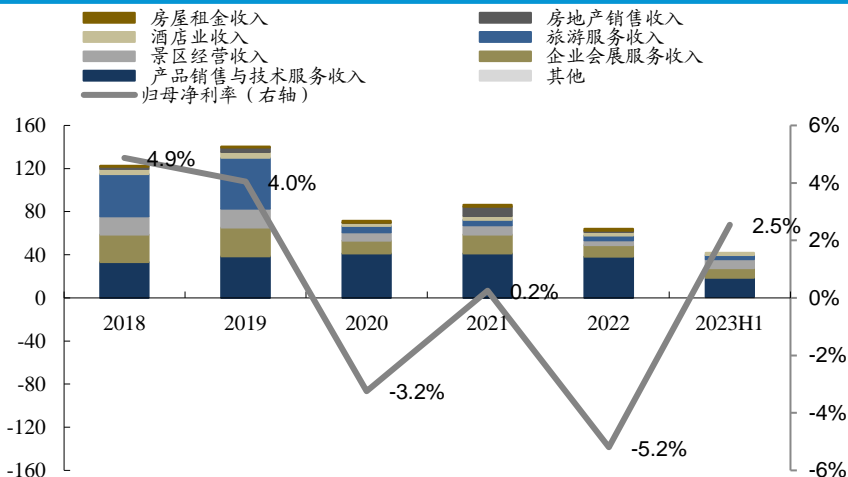
- 核心景区资产为乌镇和古北水镇：**2023年H1，公司实现前四大业务IT产品销售与服务/企业会展/景区经营/旅游服务收入占比为42%/ 21%/20%/9%。2023Q1-3营收67.34亿元，为2019年同期71%，归母净利率为3%，恢复2019年同期54%；预计2023年归母净利润为1.8亿元，恢复至2019年同期32%。
- Q3乌镇/古北水镇客流量恢复9/5成：**2023年Q1-Q3乌镇/古北水镇接待游客615.87/112.07万人次，恢复至2019年同期84%/59%，单Q3恢复疫情前92%/49%。
- 未来看点：**随着国际客流的持续爬坡，关注出境游旅行社业务复苏。

### 图：乌镇/古北水镇游客流量



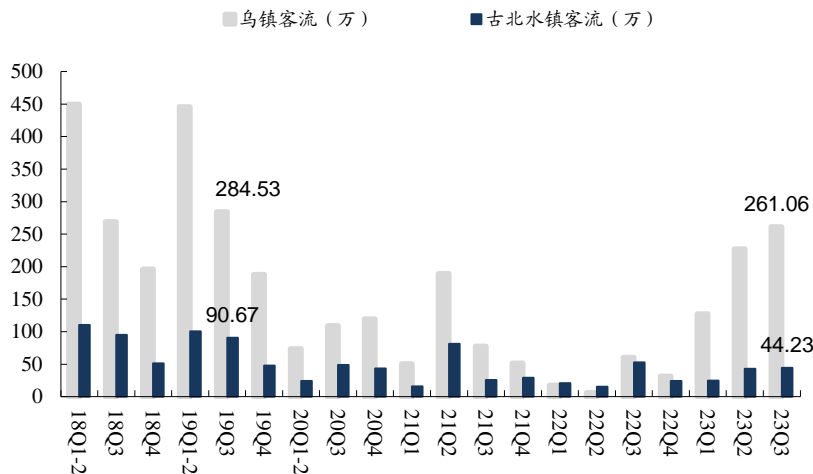
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 图：营收构成与归母净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

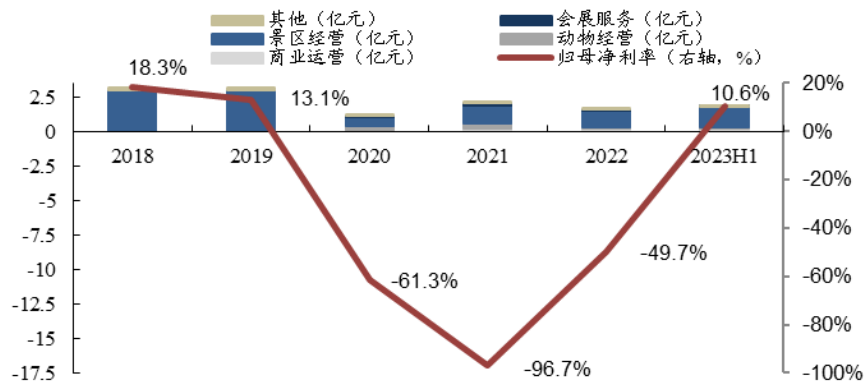
### 图：季度游客流量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

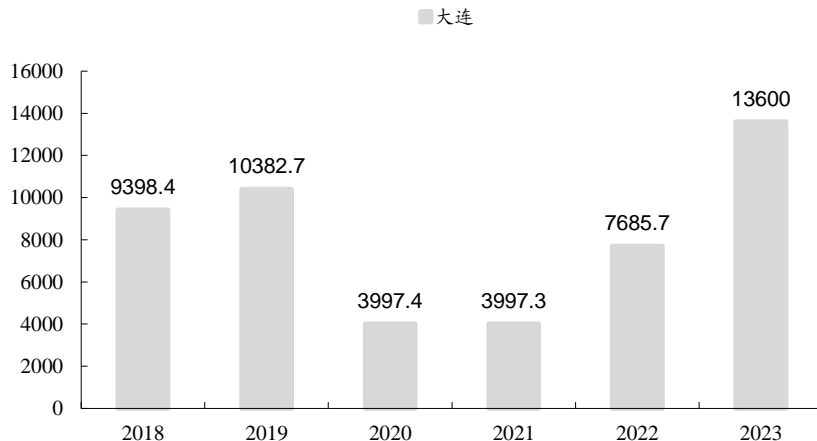
- 聚焦以海洋世界为主的景区经营业务。** 2023年H1公司景区经营/商业运营/会展服务/动物经营业务收入占比分别为84%/13%/1%/2%。2023Q1-3，公司营收恢复2019年同期的144%，归母净利率为28%，为2019年同期107%。预计2023全年归母净利润为0.30-0.45亿元，中值为2019年的90%。
- 大连市客流量预计大幅超越疫情前。** 2023年大连市客流快速恢复，全年接待游客1.36亿人次，实现旅游收入1493亿元，分别恢复至2019年的148%和175%。2024年春节假期前5天，大连市共接待游客455.14万人次，同比增长196.80%，较2019年同期增长131.82%；旅游综合收入较2019年同期增长236.94%。
- 冰雪游热+异地项目建设，客流量或持续提升。** 未来随着冰雪旅游热度维持高位，以及公司异地项目（营口、镇江、淳安）的落成，公司客流量有望进一步提升。

图：2018-2023H1公司主要营收组成及归母净利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

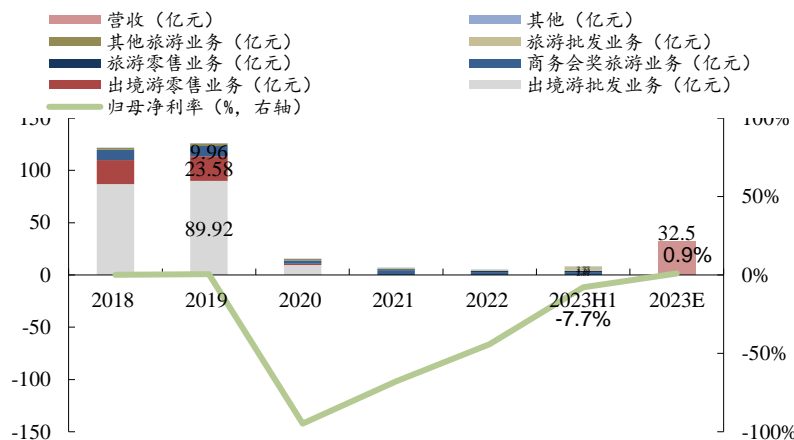
图：大连市接待游客量 (万人次)



数据来源：文旅局、东吴证券研究所

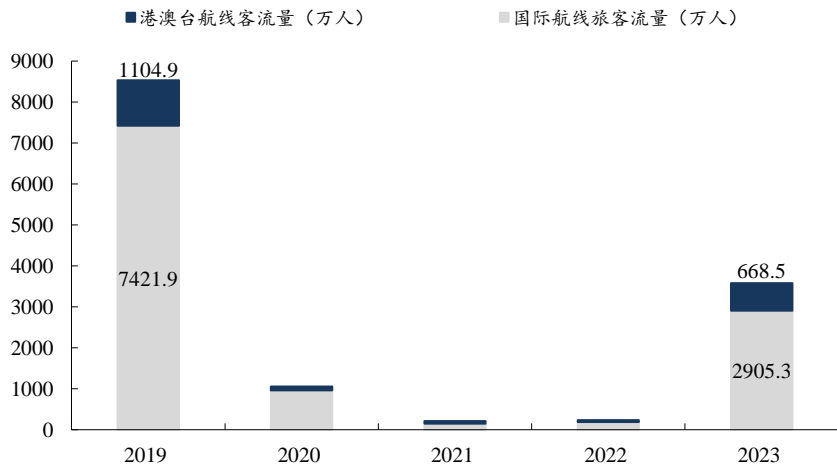
- **出境游旅行社业务为核心**：2023H1营业收入7.9亿元，其中旅游批发业务/整合营销服务旅游零售业务/分别占比48%/36%/17%。预计2023年实现营收30-35亿元，中值恢复至2019年同期26%；预计归母净利率为0.9%，为2019年同期161.8%。
- **12月国际客流恢复疫情前7成**：2023年国际航线及港澳台航线客流分别为2905.3/668.5万人次，总人数恢复2019年的42%。分月度看，恢复程度持续提升至12月的67%。
- **未来看点**：签证放松、国际客流恢复带动出境游复苏，成本增加带动价格较疫情前上涨。

图：2018-2023年营业收入（亿元）及归母净利率（%）



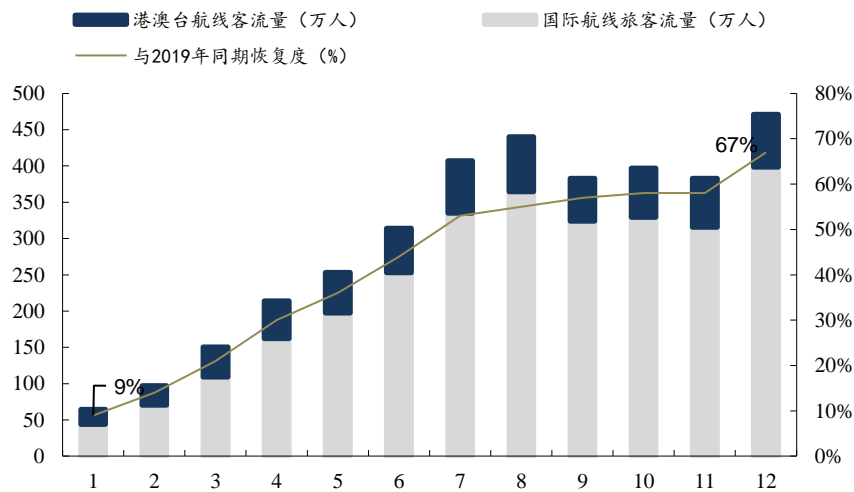
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：2019-2023年国际航线及港澳台航线客流量（万人）



数据来源：民航局，东吴证券研究所

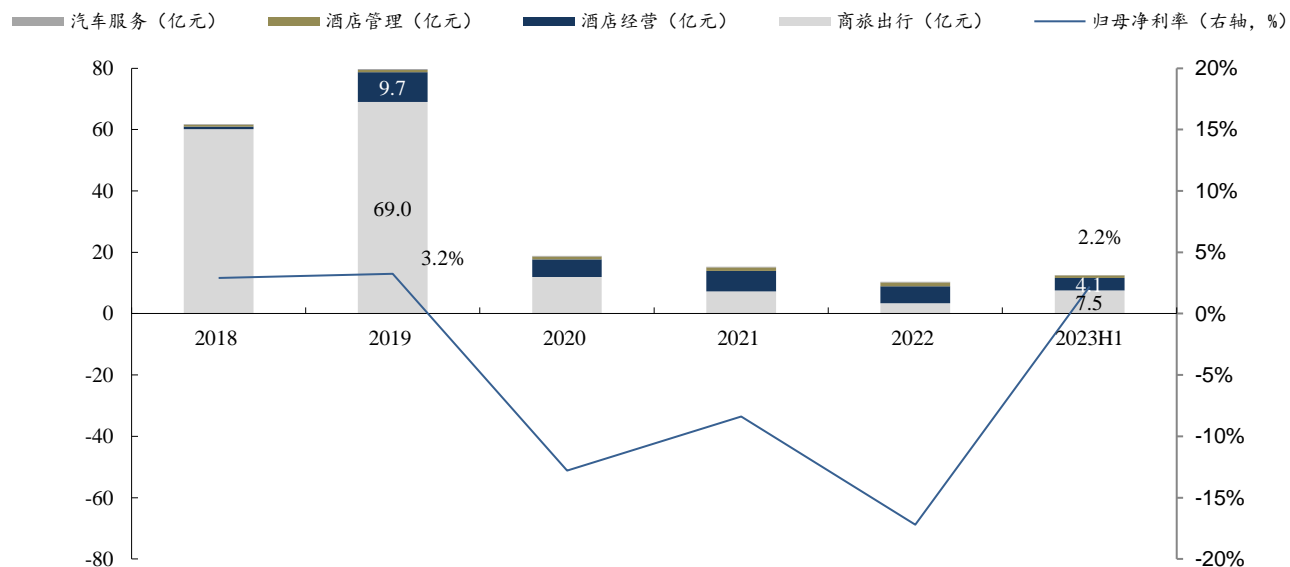
图：2023年月国内外航线客流（万人）与恢复度（%）



数据来源：民航局，东吴证券研究所

- **公司主营业务：**2023H1 商旅出行（旅行社）/酒店经营/酒店管理业务营收占比分别为60%/33%/6%。预计2023年归母净利润为-9.5~-7.0亿元，中值较2019年减少11.53亿元。
- **核心经营数据：**2023年航线客流大幅恢复，国际航线及港澳台航线客流分别达2905万人次与668.5万人次，总人数恢复2019年的49.1%。2023年12月国际及港澳台航线客流471.2万人次，是2019年同期的67%。
- **未来看点：**出境游继续恢复，客流量有望进一步提升；同时拓展酒店管理项目与规模。

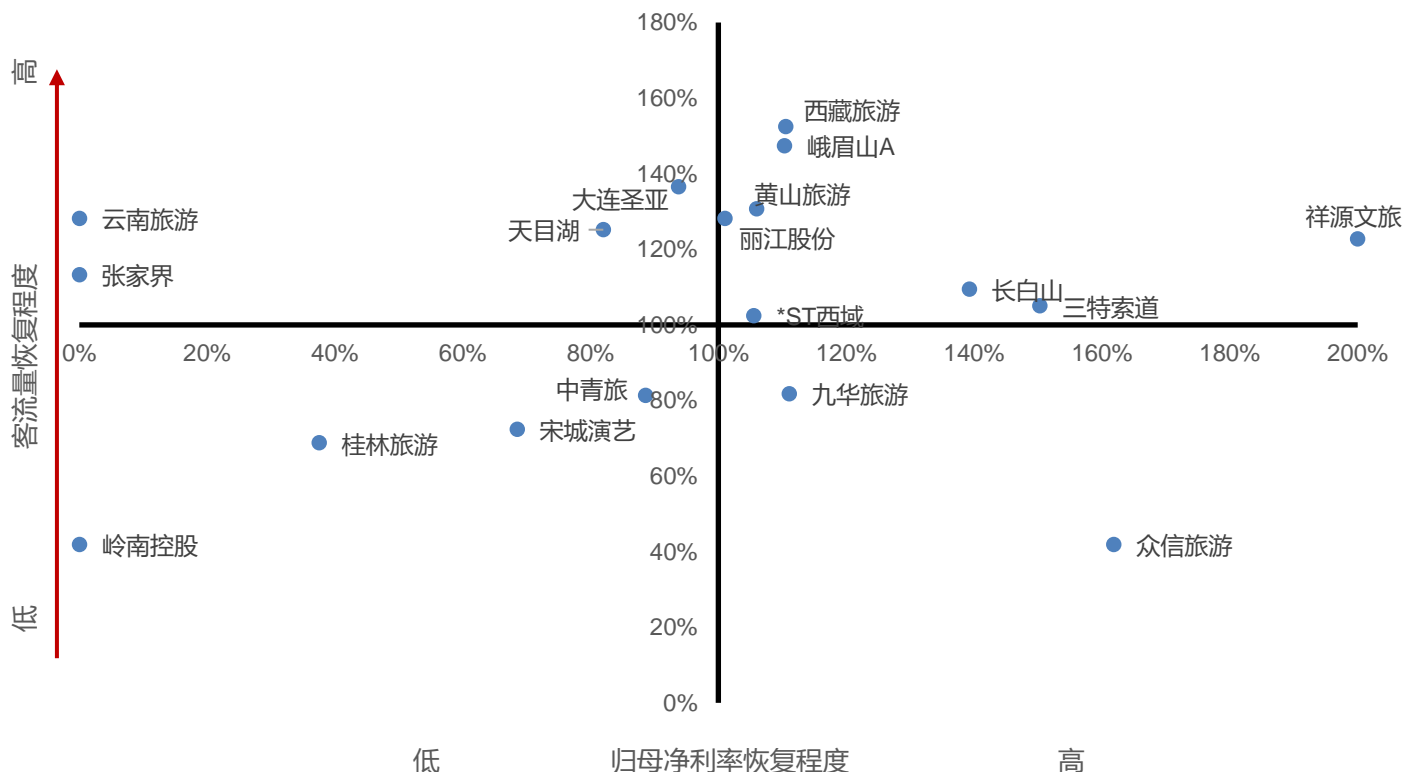
图：岭南控股营业收入（亿元）及归母净利润率（%）



### 3. 投资建议与风险提示

- **报复性出游后2024年高基数下，精选规模增长仍具确定性、利润率仍有空间的旅游景区公司。**
- 疫情期间业务规模和利润水平大幅下滑，2023年以来旅游市场修复，2024年部分景区特别是自然景区高基数。精选2023年利润率&客流量较2019年同期恢复程度偏低的公司，2024年规模增长仍具确定性、利润率仍有提升空间的标的。

图：旅游景区公司2023年客流量恢复程度（纵轴）vs利润率恢复程度（横轴）



数据来源：Wind、东吴证券研究所。注：黄山旅游、峨眉山A、西藏旅游、天目湖、云南旅游、三特索道、祥源文旅、中青旅、大连圣亚和岭南控股的归母净利润率为Q3口径；张家界、云南旅游和岭南控股净利润率2019年正值、2023年负值，恢复程度取值为0，祥源文旅利润率恢复程度310%，取200%；\*ST西域、西藏旅游、祥源文旅、三特索道、宋城演艺、天目湖、大连圣亚、众信旅游和岭南控股客流量为当地总客流量

- **A股旅游景区公司2024年投资建议：**建议关注低基数的**宋城演艺、中青旅、天目湖、众信旅游、岭南控股**，受益于网红效应的**长白山、大连圣亚**，以及运营成熟稳定增长的**黄山旅游、九华旅游、峨眉山A**等标的。

表：旅游景区公司盈利预测

股票代码/简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
300144.SZ/ 宋城演艺	274	0.10	-1.38	11.93	14.66	2840	-	23	19
603099.SH/ 长白山	67	-0.57	1.57	1.91	2.26	-	43	35	30
600138.SH/ 中青旅	74	-3.34	2.97	5.15	6.57	-	25	14	11
002707.SZ/ 众信旅游	60	-2.21	0.27	1.91	3.05	-	223	32	20
002033.SZ/ 丽江股份	52	0.04	2.43	2.73	3.01	1417	22	19	17
000888.SZ/ 峨眉山A	48	-1.46	2.97	3.24	3.83	-	16	15	12
600054.SH/ 黄山旅游	68	-1.32	4.07	4.77	5.38	-	17	14	13
603136.SH/ 天目湖	33	0.20	1.18	1.36	2.48	162	28	24	13
000524.SZ/ 岭南控股	48	-1.78	0.79	2.04	2.75	-	60	23	17
600706.SH/ 曲江文旅	32	-2.49	0.60	0.87	1.05	-	53	36	30
603199.SH/ 九华旅游	39	-0.14	1.74	1.99	2.20	-	22	19	18
002159.SZ/ 三特索道	25	-0.77	1.19	1.55	1.74	-	21	16	14
600593.SH/ 大连圣亚	23	-0.78	1.19	1.57	1.88	-	19	14	12

数据来源：Wind、东吴证券研究所

注：宋城演艺盈利预测由东吴证券给出，其余公司盈利预测为wind一致预期，数据截至2024年2月21日。

- **风险提示：**居民出游意愿走弱、行业竞争加剧等风险。
- **居民出游意愿走弱：**宏观经济波动、居民消费习惯改变等因素可能会导致居民出游意愿走弱。
- **行业竞争加剧：**随着旅游市场逐渐回到正轨，景区公司运营快速恢复，各地文旅局和景区加大宣传力度，同区域景区竞争激烈。

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

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>

# 东吴证券 财富家园