



多因共振：旅游花式打卡，共赴“诗和远方”

行业评级：增持

分析师：裴伊凡

证券执业证书号：S0640516120002

研究助理：郭念伟

证券执业证书号：S0640123040023

▣ 2024年旅游新趋势：下沉游、网红化、散客化

- 旅游市场加速复苏，2024年旅游数据全面超越2019年同期：据世界旅游及旅行理事会与牛津经济研究院数据显示，2024年中国国内全年旅游收入预计将达到创纪录的6.79万亿元（约合9380亿美元），较2019年高出11%，旅游消费需求呈现加速释放的趋势，政策出台&产品创新有望激发旅游消费的更大潜能。
- A股上市公司可划分为大三类：按照我国旅游景区商业运营模式，我们将A股旅游景区公司划分为强自然资源景区、旅游地运营服务商、旅游产品分销商。
- 2024年旅游市场新趋势：①下沉游盛行，追求高性价比；②景区网红化，年轻人愿意“凑热闹”；③散客化凸显，旅行社业务复苏缓慢。

▣ “旅游强国”政策&供需两旺，出行板块乘风起

- 政策东风：全面深化“旅游强国”顶层设计，文旅融合成未来重要方向；地方性政策接踵而至，加速培育旅游新业态。
- 旅游供给：①存量交通供给迅速复苏，居民区域流动更加畅通；②增量交通供给规划进展，利好景区客流提振；③优质景区供给增多，中西部地区发掘潜力更大；④景区&索道扩容提升客流容量，收入天花板持续突破；⑤OTA平台及旅行社持续创新旅游产品，数字科技激活旅游新动能；⑥自然景区客单价更低，人工景区旅游产品更丰富；⑦文旅线上营销出圈，自媒体拉平城市间营销资源差距。
- 旅游需求：消费者画像多元化，“差异化旅行能力”激发市场新活力；人均GDP破万美元，国内游&出境游增量空间可期。

▣ 投资建议

- 2024年，居民旅游诉求在经历了2023年的报复性释放后仍然得到了延续，春节、五一旅游数据已经得到验证，我们认为，未来旅游市场存在以下看点：①**旅游强国战略强力支撑**，上层建筑决定行业未来方向；②**景区&交通扩容**，旅游产品供给日益丰富，便利性提升；③**自媒体蓬勃发展**，旅游景区有望依靠线上流量打造特色化爆点；④**人均GDP过万美元**，居民“走出去”需求愈发强烈，因国内的区域性经济差异，国内游&出入境游均处于增长阶段。
- 基于政策支持&供需双升的多重共振之下的旅游市场，出行板块存在结构性机会，建议关注①**高性价比、强自然属性的名山大川**：2023年业绩恢复度高，大众认可度高，且后续仍有景区扩容&交通改善提振客流量的预期，如【黄山旅游、峨眉山】；②**宗教游、冰雪游等特色游目的地**：有效承接游客的精神需求和爱好满足，容易形成集中性规模效应，短期业绩呈现高弹性，如宗教游【峨眉山、九华旅游】、冰雪游【长白山】；③**景区&索道&交通扩容带来接待能力提升的旅游目的地**：部分景区基于当下供需情况，开展景区扩建、新增索道、完善交通等基础设施建设，将有望带来客流量提升，拔高景区收入天花板，如【三特索道、桂林旅游】；④**低基数下的出入境游市场**：出入境航班&签证供给持续增加，跨境游需求加速释放，出入境客流恢复带动机场免税业务增长【中国中免、王府井】，布局出入境游公司业绩仍有恢复&增量空间【众信旅游】；⑤**“品牌溢价+市长率提升”的优质酒店**：中端酒店持续增长，连锁化率较低的下城市场供需两旺，挖掘潜力仍很大，头部酒店加速抢占市场【君亭酒店、锦江酒店】。

01

PART

2024年旅游新趋势：下沉游、网红化、散客化

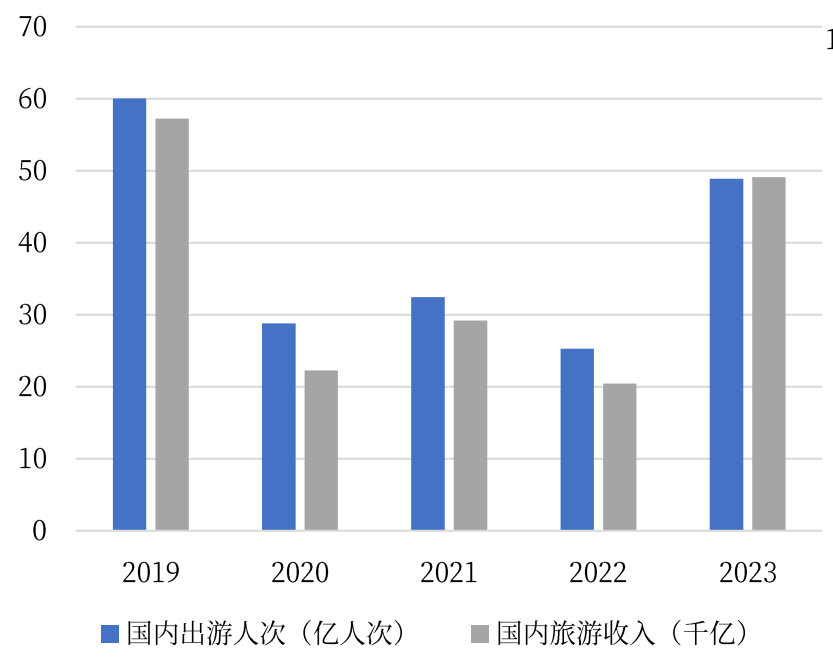
1.1 旅游行业市场：旅游市场加速复苏，2024年旅游数据全面超越2019年同期



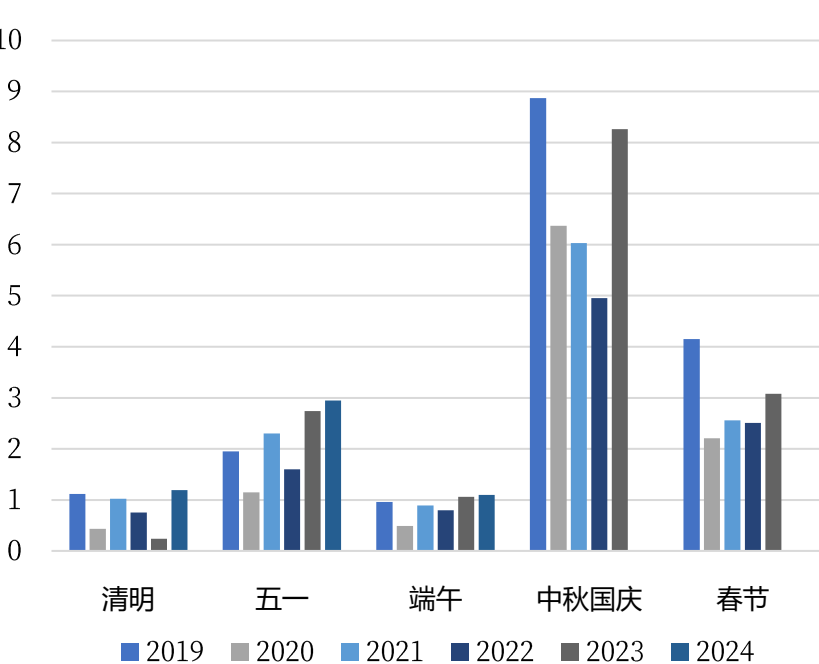
2024年旅游市场加速复苏。2022年底外部环境优化后，国内旅游市场进入复苏阶段，2023年全年基本保持稳健复苏，进入2024年，旅游市场加速升温，从春节假期、“五一”假期到端午假期，各大出游平台发布的数据显示，短途游、周边游、自驾游等产品受欢迎，出境游、入境游等业态全线回暖。全国A级旅游景区的县域覆盖率由2012年的73%提升至2023年的93%，旅游景区有力支撑旅游发展和县域经济发展。据世界旅游及旅行理事会与牛津经济研究院数据显示，2024年中国国内全年旅游收入预计将达到创纪录的6.79万亿元（约合9380亿美元），较2019年高出11%。我们认为，旅游逐步成为越来越多中国百姓的日常消费，人们更加追求个性化、多样化、创新性的旅游产品和便捷周到的旅游服务，旅游消费需求呈现加速释放的趋势，政策出台&产品创新有望激发旅游消费的更大潜能。

旅游数据已经全面超越2019年同期。据文旅部数据中心测算，“五一”假期，国内旅游出游合计2.95亿人次，同比增长7.6%，按可比口径较2019年同期增长28.2%；国内游客出游总花费1668.9亿元，同比增长12.7%，按可比口径较2019年同期增长13.5%。除五一假期，2024年春节、端午、清明的出行数据均已超2019年同期，旅游市场全面复苏，我们看好暑期国内游&出境游的数据表现，有望助推相关上市公司业绩兑现。

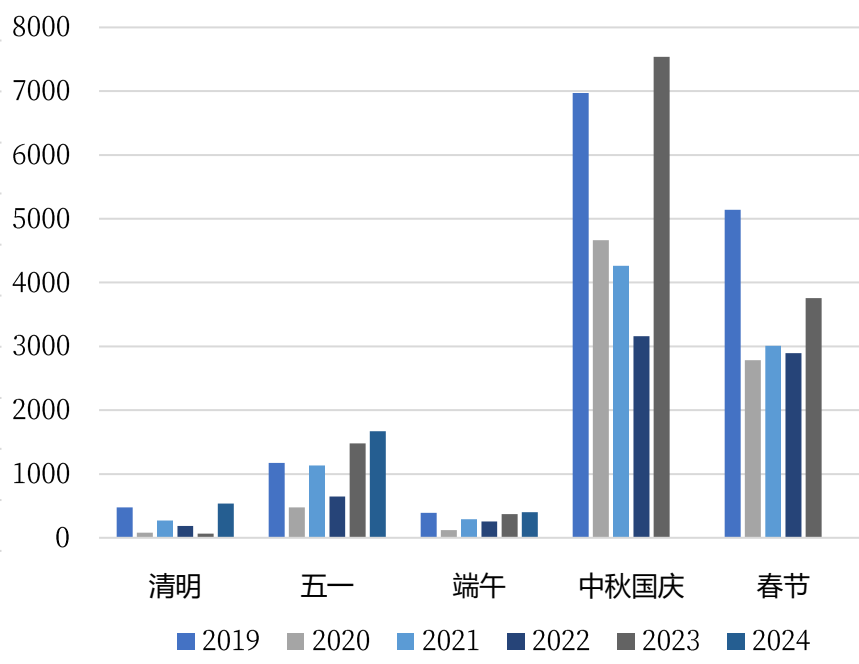
图表1：2019-2023年旅游人次和收入



图表2：2019-2023年节假日旅游人次（亿人次）



图表3：2019-2023年节假日旅游收入（亿元）



资料来源：Wind、央视网、文旅部等，中航证券研究所整理

- 按照我国旅游景区商业运营模式，我们将A股旅游景区公司划分为强自然资源景区、旅游地运营服务商、旅游产品分销商。
- (1) **强自然资源景区**：主要经营具备较高天然禀赋的自然山水风光类景区，盈利主要来源于门票销售、索道、景区周边商业开发、旅游综合服务等。该类景区一般归地方政府所有，因其独特的自然资源自带流量属性，A股上市的公司可以划分为单一景区（如长白山、黄山旅游、九华旅游等）和多资源综合体（如张家界等）。
- (2) **旅游地运营服务商**：基于旅游景区的特点提供旅游目的地的服务，运营商将人文景观与自然环境融合形成特色化产品，持续的资本投入和人力运营使得产品保持生命力和新鲜感，成为旅游景区体验的一部分，跨地域运营商（如宋城演艺为多地景区提供演艺秀及娱乐项目、中青旅为乌镇和古北水镇策划主题活动）具备异地扩张实力但受制于订单承接能力，单一地域运营商（如天目湖主要围绕天目湖周边打造全方位旅游产业链）更注重结合当地资源精耕细作。
- (3) **旅游产品分销商**：主要从事旅游产品的销售和分销，通常会设计出境游或境内游产品，与交通部门、旅游社、景区等多方合作，并投入人力进行产品销售。高人力投入的平台化的运营模式，使其较易扩张，形成规模效应，但在A股上市的主要以出境游的产品分销商为主。

图表4：A股旅游景区行业按商业模式划分

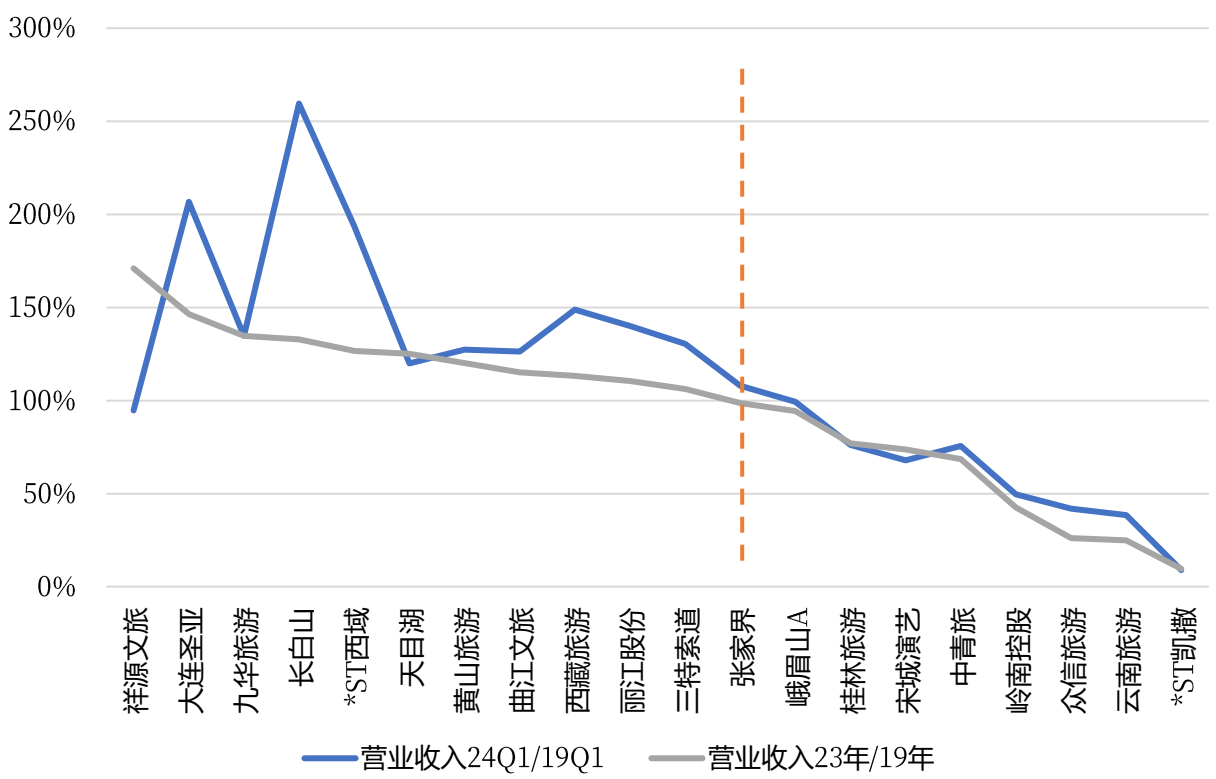
	强自然资源景区	旅游地运营服务商	旅游产品分销商
特点	资源密集型 注重天然禀赋，难复制	资本密集型 注重运营能力，易复制	人力密集型 注重营销能力，易复制
代表公司	单一景区：黄山旅游、长白山、峨眉山A、九华旅游 多资源综合体：*ST西域、桂林旅游、西藏旅游、张家界、丽江股份	单一地域：天目湖、云南旅游 跨地域：宋城演艺、中青旅、三特索道、祥源文旅、大连圣亚、三湘印象、曲江文旅	出境游：众信旅游、*ST凯撒 境内+境外：岭南控股

1.2 旅游行业竞争格局：A股上市公司可划分为大三类

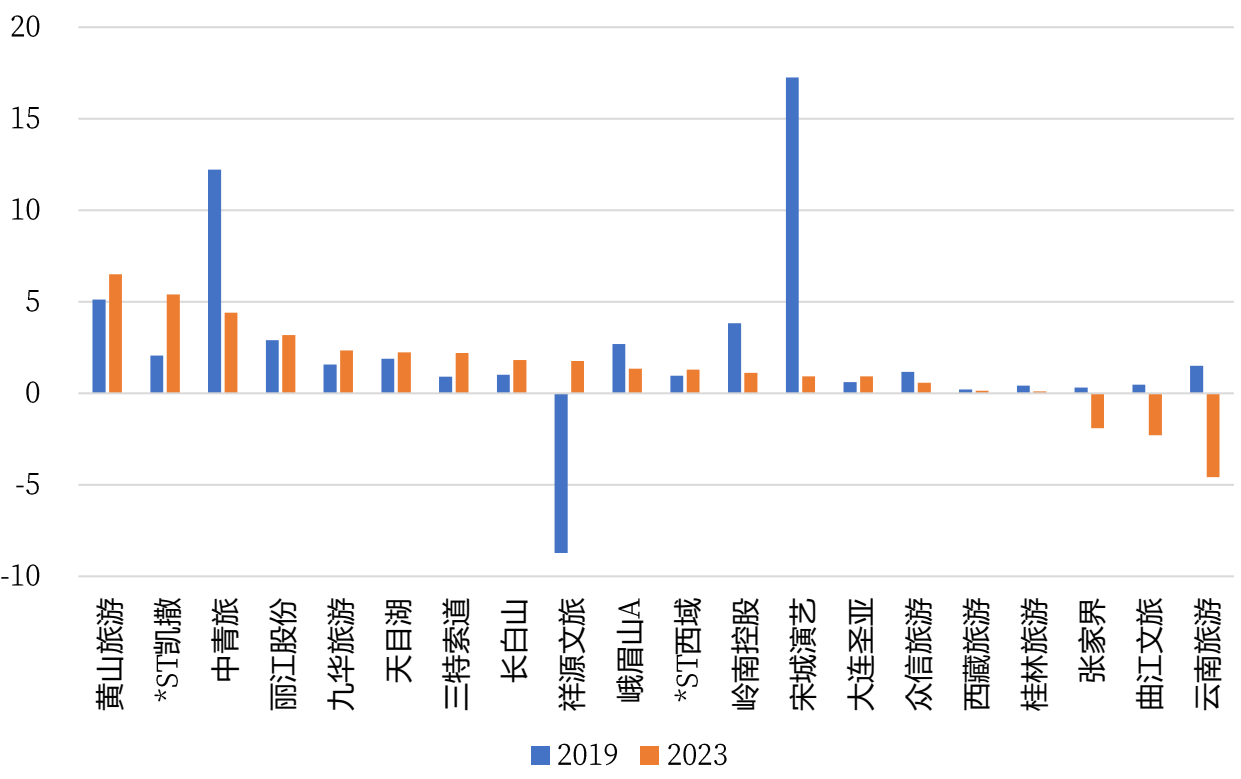


- **从营业收入的维度来看**，与2019年比较，2023年以九华旅游、长白山、黄山旅游为代表的强自然资源景区恢复度较好，主要系报复性出游叠加冰雪游&寺庙游火热所致，此外，景区运营能力较好和产品设计出色的景区运营商祥源文旅、大连圣亚、天目湖等营收较为亮眼，受制于航班恢复较慢及出境产品供给不足等多因素影响，以众信旅游、ST凯撒、岭南控股为代表旅游产品分销商恢复度较低，2024年有望从免签政策和航班复苏中受益。
- **从营业利润的维度来看**，大部分公司的营业利润较2019年小幅提升，中青旅、宋城演艺利润下滑较大，祥源文旅扭亏为盈，张家界、曲江文旅、云南旅游则处于亏损状态，2024年伴随旅游市场复苏以及政策支持力度加大，更多上市公司盈利能力有望提振。

图表5：A股旅游景区类营业收入较2019年恢复程度



图表6：A股旅游景区类2019年和2023年营业利润对比（亿元）



资料来源：ifind，中航证券研究所整理

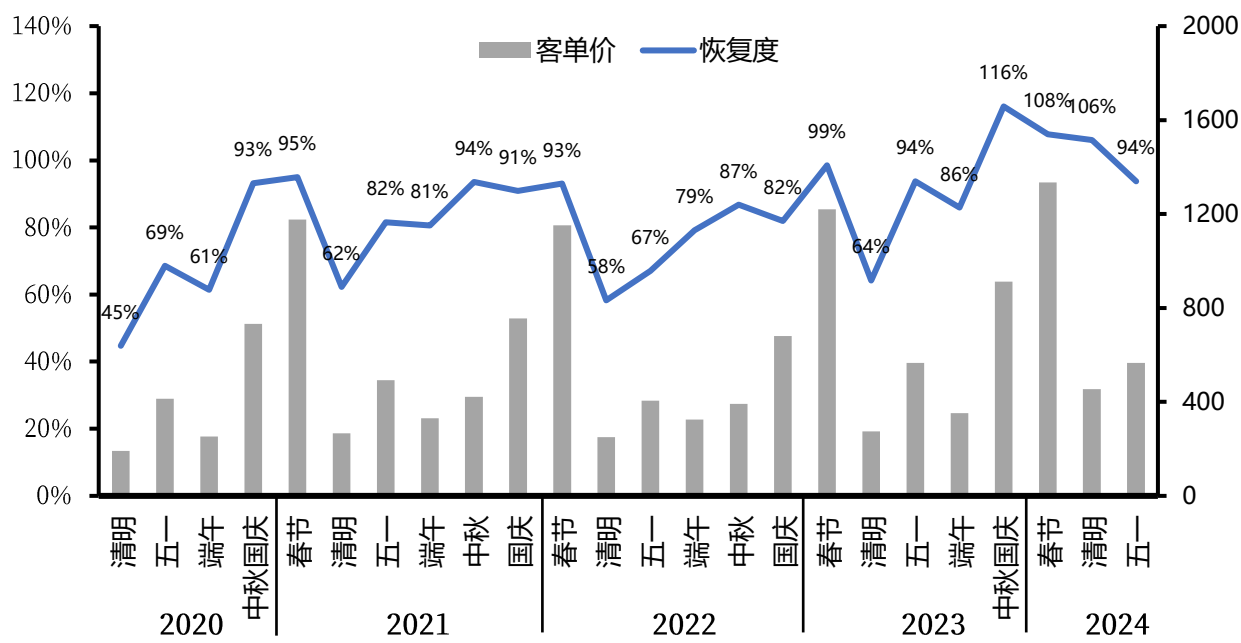
1.3 2024年旅游市场新趋势一：下沉游盛行，追求高性价比



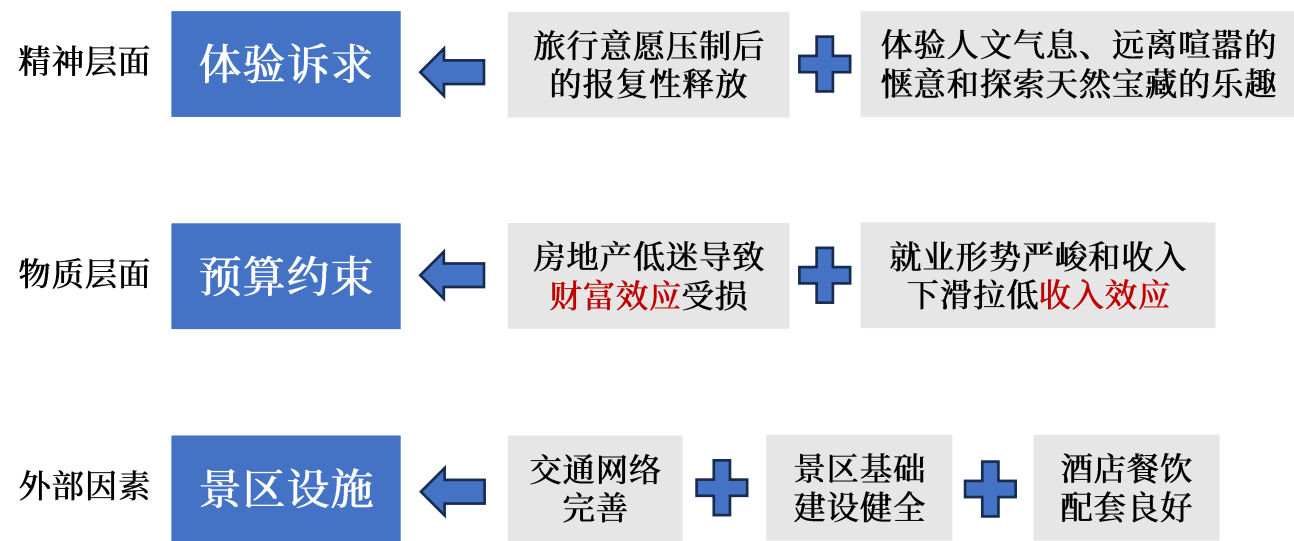
▣ **追求高性价比的下沉游成为更多年轻人的热门选择**：2023年以来，四川彭州、贵州花溪、吉林梅河口、贵州榕江、广东南澳县、江苏太仓、青海茫崖等诸多小众目的地成为年轻人的旅行选择。2024年以来，春节、清明出游客单价已经超过2019年同期水平，但五一客单价略微承压，下沉游趋势显现，出游意愿依旧高涨，但消费者更为注重性价比和旅行体验。

▣ **我们认为，越来越多的人选择下沉游的原因在于以下三点**：①**精神层面**：随着旅行意愿压制后的报复性释放，越来越多的游客渴望感受祖国大好河山的壮丽景色和丰富的人文气息，下沉游能够更好地追求远离城市喧嚣的惬意生活，更容易体验探索天然宝藏的乐趣，能够满足游客日益增长的差异化精神文化需求。②**物质层面**：房地产市场的低迷导致财富效应受损，就业形势的严峻和收入的下滑也使得消费者在旅游预算上更加谨慎，尽管游客对旅游的热情高涨，但**预算约束**仍对旅行目的地的选择产生干预，旅游消费出现显著分层，大众旅行更加注重性价比。③**外部因素**：下沉游目的地已经具备完善的交通网络、健全的景区基础设施和酒店和餐饮等配套服务，完全能够满足游客在当地的基本需求，小众目的地已为游客出行提供基础设施保障，且相关设施仍在持续完善之中。

图表7：假期旅游客单价较2019年同期恢复程度



图表8：下沉游诉求形成的逻辑剖析



资料来源：文旅部、央视网、人民网、经济日报等，中航证券研究所整理

1.3 2024年旅游市场新趋势二：景区网红化，年轻人愿意“凑热闹”



- 借助自媒体平台，文旅机构频频发力。小红书、抖音等新媒介逐渐成熟且用户活跃度较高，各地文旅机构纷纷入局造势，从“进淄赶考”到“王婆说媒”，从“天水麻辣烫”到“菏泽郭有才”，网红景点的集中出圈既有流量选择的随机性，亦有政府助力的必然性，往往容易在短期内形成规模效应和话题爆点，带动当地旅游经济发展和知名度提升。但网红效应难以追踪和预测，且持续性难以保障，较难形成对于酒店、餐饮、景区公司基本面的根本改变，在关注自媒体话题热度的同时，更应关注政府及企业对于持续性需求的发掘以及旅游产品和服务供应的质量提振。
- 年轻人愿意“凑热闹”&“特种兵”&“周末游”体现消费观念变迁，中长期或改变旅游市场格局。和传统旅游模式不同，Z世代作为引领消费的新势力，更愿意且享受多元化的旅行方式，既能去网红景区打卡凑热闹，也能“特种兵式”短时间去多个景点，还倾向于把握周末时间出行放松，在旅行结束后，往往会在社交平台或自媒体平台进行分享，触发更多人的共鸣，从而形成全新的旅游模式。在景区网红化、旅客年轻化、旅行方式多元化的背景下，旅游景区无论提供的产品和服务，还是运营模式，都需要创新以适应最新的旅游方式变革，有可能重塑旅游市场格局。

图表9：网红景点及相关话题

目的地	话题
山东淄博	#淄博烧烤#进淄赶考
黑龙江哈尔滨	#南方小土豆#冰雪奇缘
甘肃天水	#天水麻辣烫
浙江新昌	#采茶游
重庆	#8D城市#魔幻轻轨
郑州开封	#王婆说媒
新疆阿勒泰	#我的阿勒泰
陕西西安	#摔酒碗#大唐不夜城
四川成都	#慢节奏#熊猫花花#天府之国
山东泰安	#小小泰山拿捏#泰山夜爬
湖北张家界	#甜蜜经济
天津	#天津baibai跳水

图表10：“王婆说媒”清明节期间热度变化情况



资料来源：微博话题、小红书话题、澎湃新闻，中航证券研究所整理

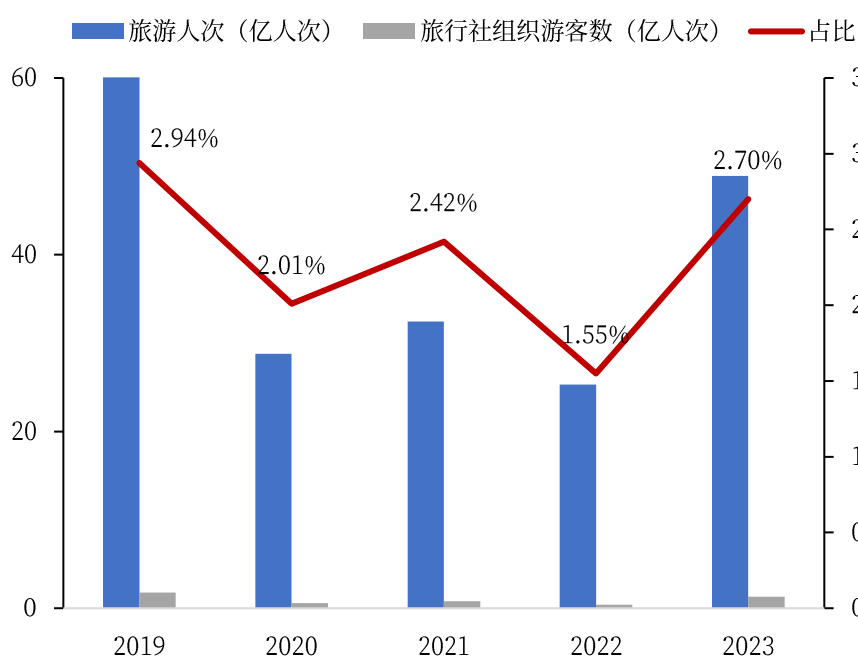
1.3 2024年旅游市场新趋势三：散客化凸显，旅行社业务复苏缓慢



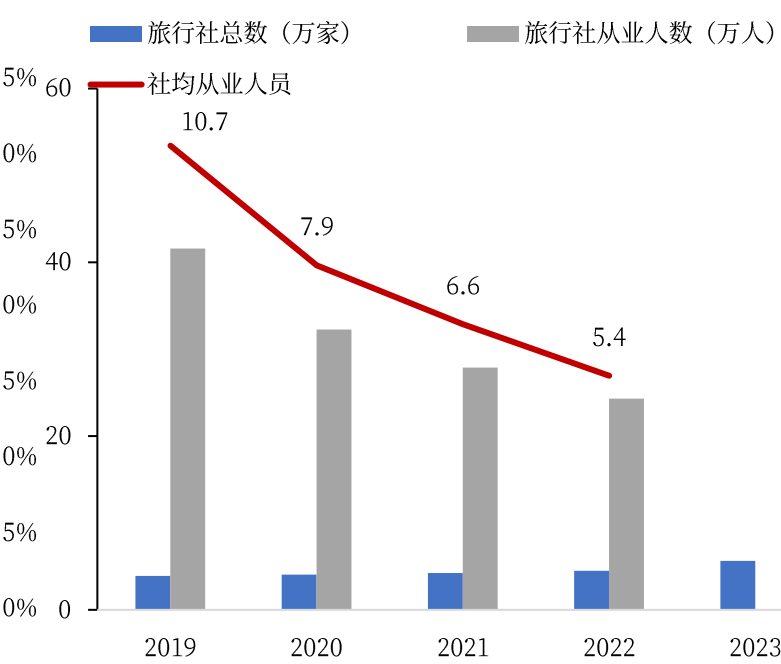
游客自由行能力显著提升，参团意愿降低。需求侧，年轻人出游占比提升，其更加追求灵活性、私密性，且抖音、小红书等自媒体平台的熟练使用很大程度上缩小信息差，使其能够自行合理规划旅游行程；消费者出游习惯发生改变，2019-2022年外部环境的变化，使得消费者更加关注安全和个性化需求。**供给侧**，旅游行业正在经历一轮产能出清，旅行社从业人员大幅下降，当下优质旅游产品的供给仍然匮乏，在旅游乱象频出的背景之下，消费者对于旅行社及旅行产品的信任度仍待提升，旅游服务的标准化建设和监管“任重道远”。供需景气度弱复苏之下，出游散客化趋势凸显，2023年旅行社组织游客相较于前几年明显增长，但仍未恢复至2019年水平；以黄山景区为例，2019年散客率仅为60%，2023年春节散客率一度涨至93%，2023年全年散客率虽有所下滑，但仍旧维持较高比例（80%），散客化趋势依然持续。

旅行社业务复苏缓慢，小型化趋势明显。截至2022年底，旅行社数量在持续增长，但旅行社规模已经较2019年缩小近一倍，行业不景气导致从业人员大量减少，行业产能加速出清，伴随国内游&出境游的复苏，2024年有望看到旅行社业务的增长，尤其可以关注**低基数**的出境游赛道。我们认为，旅行社小型化趋势对于行业标准化和市场监管并非利好，服务质量的参差化程度或提升，个性定制化服务和专注于细分领域的旅游类型供给有望增加，市场扩大化、供给多元化、服务参差化的背景之下，具有标准化产品、良好口碑优势、渠道资源禀赋的龙头旅游产品提供商或将率先受益。

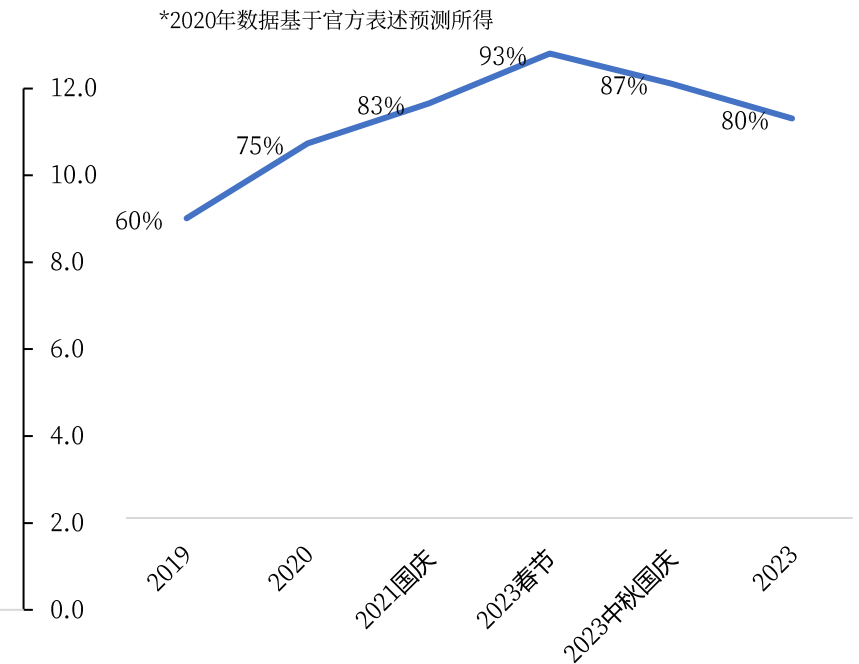
图表11: 国内旅游人数和旅行社组织游客数



图表12: 旅行社总数和旅行社从业人数



图表13: 黄山景区散客率



资料来源：Wind、新京报、安徽人民政府网、黄山人民政府网、发改委等，中航证券研究所整理

02

PART

“旅游强国” 政策&供需两旺，出行板块乘风起

2.1 政策东风：全面深化“旅游强国”顶层设计，文旅融合成未来重要方向



▣ **文旅事业稳步推进，旅游强国战略持续深化。**2024年5月17日，党中央首次以旅游发展为主题召开重要会议，习近平总书记对旅游工作作出重要指示。5月19日，文旅部发布《关于拟确认22家旅游度假区为国家级旅游度假区的公示》，这也是首次国家级旅游度假区公示数量最多的一批名单，国家级文旅品牌即将“扩容”。为推动文旅行业发展，国家层面相继出台支持政策和激励措施，2024年7月《关于推进旅游公共服务高质量发展的指导意见》明确提出利用3到5年时间，基本建成结构完备、标准健全、运行顺畅、优质高效，与旅游业高质量发展相匹配的旅游公共服务体系，重点推动旅游与文化产业共同发展，构建类型多样、分布均衡、特色鲜明、品质优良的文旅供给体系，促进文化和旅游业态融合、产品融合、市场融合，**文旅融合已经上升为国家文化及旅游业发展的重要方向。**

图表14：国家层面文旅相关顶层设计政策

重点文件/会议	时间	部门	政策内容
“十四五”旅游业发展规划	2022年1月	国务院	发展环境，坚持创新驱动发展，优化旅游空间布局，构建科学保护利用体系，完善旅游产品供给体系，拓展大众旅游消费体系，建立现代旅游治理体系，完善旅游开放合作体系，健全旅游综合保障体系。
《国民旅游休闲发展纲要（2022—2030年）》	2022年7月	发改委、文旅部联合印发	培育现代休闲观念、保障旅游休闲时间、优化旅游休闲空间、丰富优质产品供给、完善旅游休闲设施、发展现代休闲业态、提升旅游休闲体验、推进产品创新升级、等10项重点任务。
文化和旅游部关于加强5G+智慧旅游协同创新发展的通知	2023年4月	工信部、文旅部	加强重点旅游区域5G网络覆盖，鼓励重点单位网络建设资源开放，创新5G+智慧旅游服务新体验，探索5G+智慧旅游营销新模式，提升5G+智慧旅游管理能力，加强5G+智慧旅游产品供给，增强5G+智慧旅游主体创新活力，打造5G+智慧旅游示范标杆，建设5G+智慧旅游样板村镇。
《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》	2023年9月	国务院	加大优质旅游产品和服务供给，激发旅游消费需求，加强入境旅游工作。
《国内旅游提升计划（2023—2025年）》	2023年11月	文旅部	加强国内旅游宣传推广，丰富优质旅游供给，改善旅游消费体验，提升公共服务效能，支持经营主体转型升级，深化重点领域改革，提升旅游市场服务质量，加强市场综合监管，实施“信用+”工程。
全国文化和旅游产业发展工作会议	2024年3月	-	进一步发挥文化和旅游产业在稳增长、扩内需中的重要作用，推动文化和旅游产业成为发展新质生产力的重要动能和实现高质量发展的重要着力点。
《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	2024年6月	发改委、文旅部等五部门	培育文旅体育消费新场景。深化旅游业态融合创新，积极发展冰雪旅游、海洋旅游等业态，鼓励发展旅游专列等旅游新产品。推动城乡文旅提质增效，优化入境旅游产品和服务，提升入境旅游便利水平。
《关于推进旅游公共服务高质量发展的指导意见》	2024年7月	文旅部、发改委等九部门	利用3到5年时间，基本建成结构完备、标准健全、运行顺畅、优质高效，与旅游业高质量发展相匹配的旅游公共服务体系，旅游公共服务有效供给明显扩大，服务效能明显提升，对薄弱领域、高峰时段和特殊人群的服务保障能力明显增强，人民群众对旅游公共服务的满意度明显提高。

资料来源：中国政府网、中国旅游报，中航证券研究所整理

2.1 旅游政策：地方性政策接踵而至，加速培育旅游新业态



▣ **地方政府政策发力，提振旅游经济。** 文旅产业是国家重点关注的产业，各地结合当地旅游资源特色，积极打造旅游产品和特色新兴旅游目的地，完善旅游基础设施建设，持续推动文旅产业提质增效，加速释放文旅消费潜力，拉动当地旅游经济健康可持续发展。

图表15：2023年以来各地旅游政策

省/市	主要旅游地	重点文件/会议	时间	部门	政策内容
北京	天安门、天坛、故宫、环球影城、颐和园	2024年全市文化和旅游工作会议	2024年2月	北京市文化和旅游局	以改革创新的精神、奋发有为的状态，开创首都文化和旅游发展新局面，加快“演艺之都”建设，推进首都文艺舞台繁荣发展；加强非遗系统性保护传承，推动中华优秀传统文化创造性转化、创新性发展；持续推动文旅产业提质增效，进一步释放文旅消费潜力；推动文化和旅游市场向高品质和多样化发展。
广东	丹霞山、广州长隆度假区、开平碉楼与村落	2024年文化和旅游消费促进活动安排	2022年4月	广东省文化和旅游厅	以“文旅惠民乐民 共享美好生活”为主题，组织开展2024年全省文化和旅游消费促进活动。着力推进文旅深度融合，培育具有广东特色的消费新业态新模式，满足消费者多样化、个性化、品质化的消费需求。
河南	龙门石窟、殷墟、开封府、嵩山	《河南省推进旅游公路高质量发展行动方案》	2024年4月	河南省交通运输厅 河南省文化和旅游厅	强化旅游公路主体设施建设；完善旅游公路服务设施；完善交通安全设施；丰富旅游产品供给；提高出行服务品质；提升智慧出行体验；美化路域环境；提升路侧优质景观；营造节点景观效果。
甘肃	嘉峪关、天水麦积山、平凉崆峒山、敦煌鸣沙山月牙泉、张掖七彩丹霞、临夏炳灵寺石窟	《关于推动文化和旅游深度融合实现高质量发展的实施意见》	2023年5月	甘肃省委办公厅 甘肃省人民政府办公厅	资源融合促共建，着力推动文化与旅游资源互相整合、要素互相融合、空间互相利用；产品融合促育新，创造性转化、创新性发展为要求，全力推动我省文化旅游产品融合创新，着力培育一批文化旅游精品；产业融合促兴业，推动“文化+旅游”模式创新，构建“文旅+”全产业链发展新格局；市场融合促创收，推动文化和旅游市场主体做大做强，文化和旅游市场管理融合、服务质量创优。
四川	峨眉山、黄龙景区、九寨沟、稻城亚丁	《四川省建设世界重要旅游目的地规划（2023—2035年）》	2023年7月	四川省人民政府办公厅	塑造具有国际知名度的旅游品牌；建设具有全球竞争力的旅游精品；强化世界旅游目的地的基础设施支撑；提升国际化旅游服务品质；促进国内国际更高水平旅游开放合作；提高现代化国际化旅游治理能力。
山东	泰山、天下第一泉、青岛金沙滩、曲阜明故城	《山东省旅游服务质量提升行动实施方案（2024—2026年）》	2024年4月	山东省人民政府办公厅	“好客服务 乐享山东”旅游服务基础提升；旅游服务产品打造；旅游服务标准引领；旅游从业素质提升；旅游服务秩序规范。
		《加快入境旅游高质量发展的若干措施》	2024年4月	山东省文化和旅游厅	优化签证和通关政策；推进航旅深度融合；丰富入境旅游产品供给；提升入境旅游便利化服务能力；强化境外营销推广；加大入境旅游扶持力度
海南	蜈支洲岛、呀诺达热带雨林、南山文化旅游区	《海南旅游业高质量发展三年行动计划（2024—2026年）》	2024年2月	海南省人民政府办公厅	多措并举打造特色新兴旅游目的地；丰富高质量产品供给提升品牌影响力；加强行业信用体系建设和市场整治。

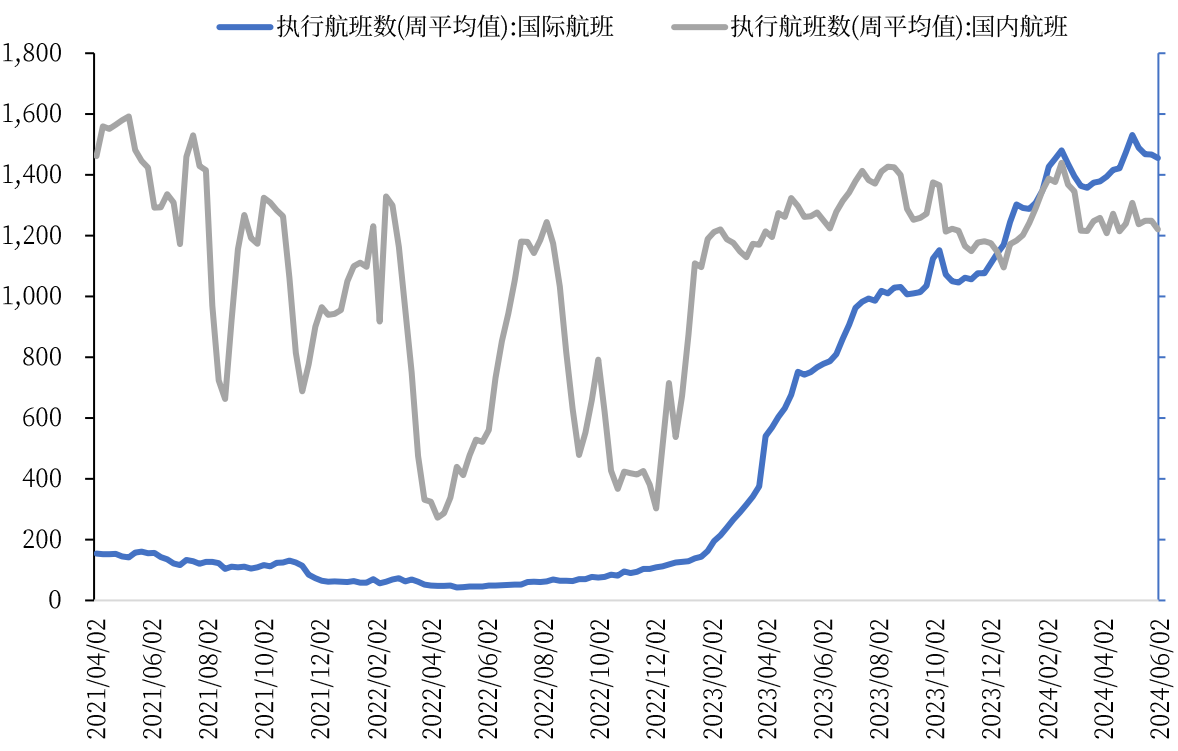
资料来源：文旅部、四川省人民政府网、北京市文旅局等，中航证券研究所整理

2.2 旅游供给：存量交通供给迅速复苏，居民区域流动更加畅通

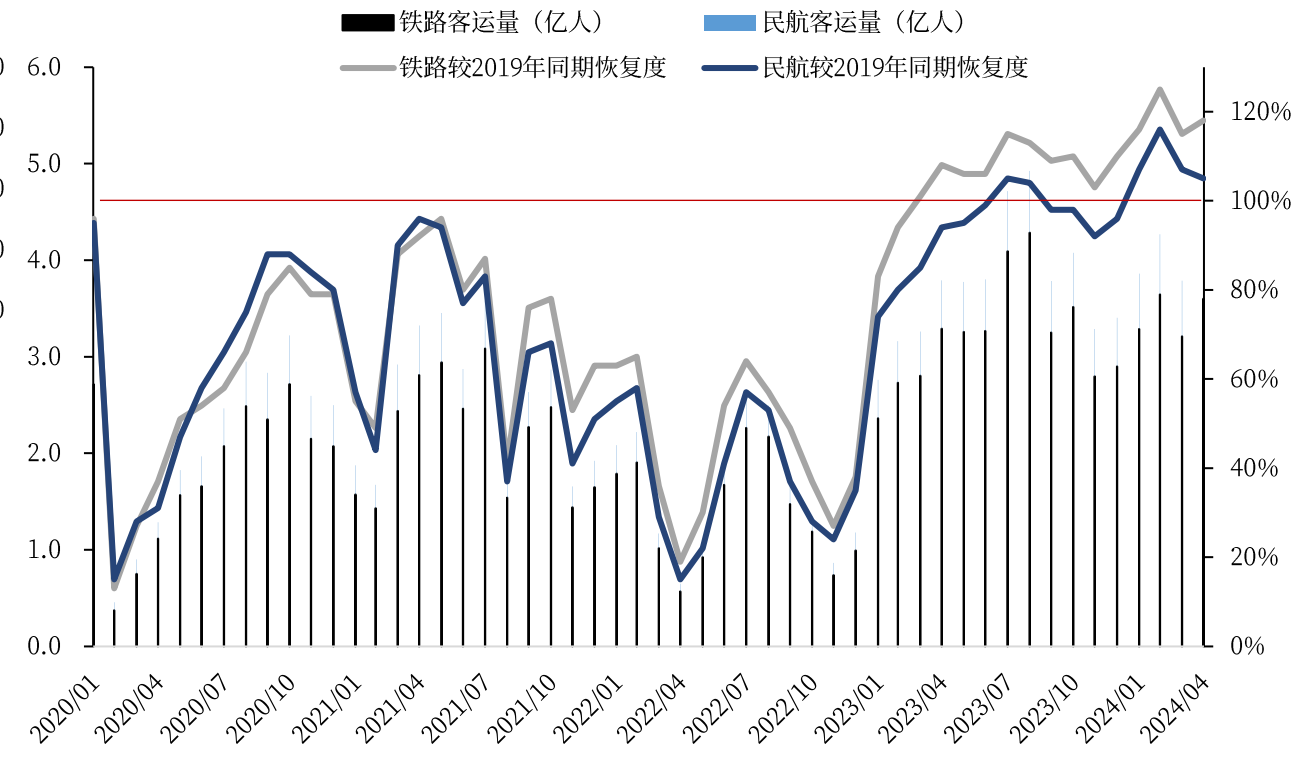


- 国内铁路&民航交通供给全面复苏，客流量自23Q2起远超2019年同期。2023年以来，居民出游意愿报复性恢复，铁路&民航客流量持续复苏，其中铁路复苏较快且客流量趋势得以延续（2023年3月以来，铁路客运量持续超越2019年同期），民航客运量则是2023年7&8月短暂超越2019年同期后，在2024年前四个月实现全面超越。从出游数据上看，在2023年暑期和五一、国庆长假期间，国内出游人次显著超越2019年，挤压需求得以集中释放，2024年春节旅游人次/游客总花费按可比口径较2019年同期+19.0%/+7.7%，仍然延续出游需求释放势头。
- 国际航班仍处于复苏阶段，已恢复至2019年同期的七成以上。自外部环境优化以来，国际航班在持续恢复，据飞常准发布的数据显示，2024年6月以来，中国民航国际及地区航线实际执行客运航班量3.76万班次，同比2023年增长70%，已恢复至2019年同期的71%。国际航班的恢复，利好出境游市场的复苏回暖。

图表16：国际航班和国内航班执行航班数（架）



图表17：铁路&民航客运量及较2019年同期恢复度



资料来源：Wind、新华社、上观新闻，中航证券研究所整理

2.2 旅游供给：增量交通供给规划进展，利好景区客流提振



▣ **景区交通供给持续完善，出游便利性提升。** 各地政府和相关部门积极推进景区增量交通供给规划，旨在提升交通基础设施和服务水平，从而进一步促进景区客流的增长。以沈白高铁为例，项目建成通车后，北京至长白山的最短列车运行时间将压缩至4小时以内，沈阳至长白山最短列车运行时间将压缩至1.5小时，出游便利性大幅提升。

图表18：主要景区交通规划

景区	铁路	高速公路	机场
黄山	池黄高铁/昌景黄高铁，分别于2024年4月/2023年12月，正式通车	-	-
长白山	沈白高铁，预计2025年开通	大蒲柴河至烟筒山高速公路，2023年11月正式通车	-
桂林	-	龙城高速，2023年12月正式通车；桂林至柳州高速公路改扩建，2023年12月正式通车	桂林机场T1航站楼改扩建，2025年前，新建设桂林资源、桂林恭城、桂林兴安三座机场
丽江	丽香铁路，2023年11月26号开通；	宁永高速/大永高速，2023年3月/12月正式通车 华丽高速，有望2024年6月底建成通车	丽江三义机场三期改扩建
九华山	池黄高铁，2024年4月正式通车	-	2024年1月，池州九华山机场成功沟通南方航空，将原有的揭阳=池州航线优化为揭阳=池州=郑州
张家界	-	张官高速公路，预计2026年全线通车	2023年3月17日，张家界机场航站楼扩建竣工，2024年4月完成全国首个机场128TR（自发自收）5G-A通感一体化基站部署开通
峨眉山	2023年10月11日，江北机场新增一趟到峨眉车站高铁	峨汉高速/成峨高速，2023年12月29日/5月11日全线通车运营	

图表19：沈白高铁（沈阳至长白山）线路规划



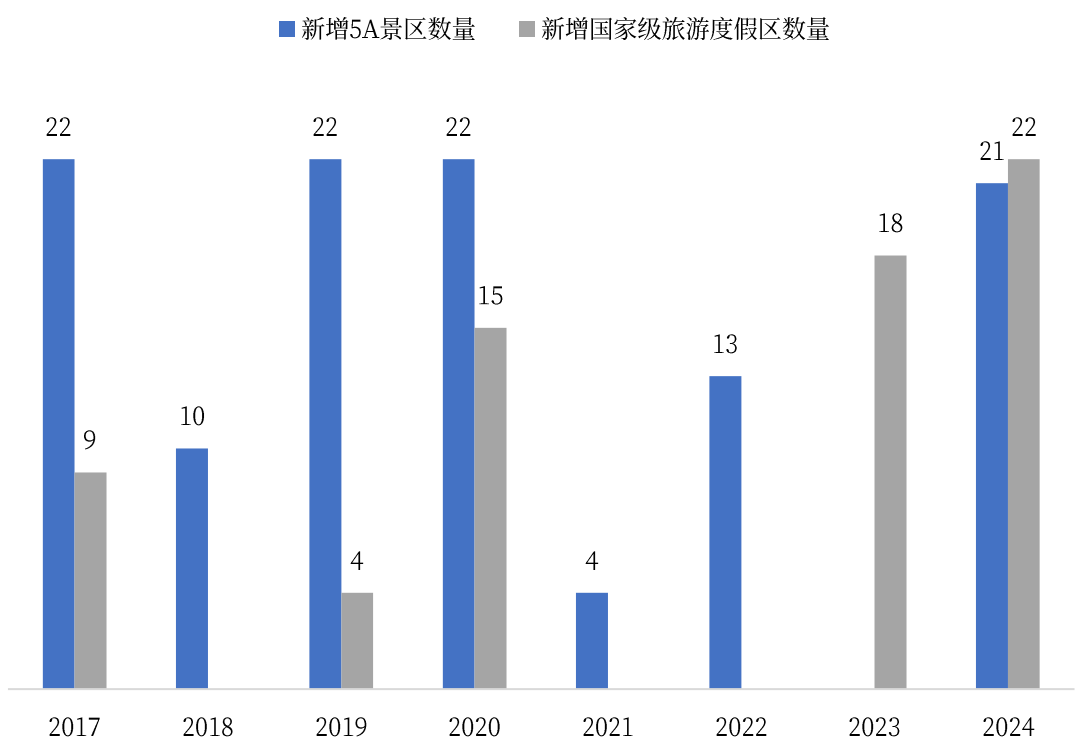
资料来源：人民网、央视网、澎湃新闻、九派新闻等，中航证券研究所整理

2.2 旅游供给：优质景区供给增多，中西部地区发掘潜力更大

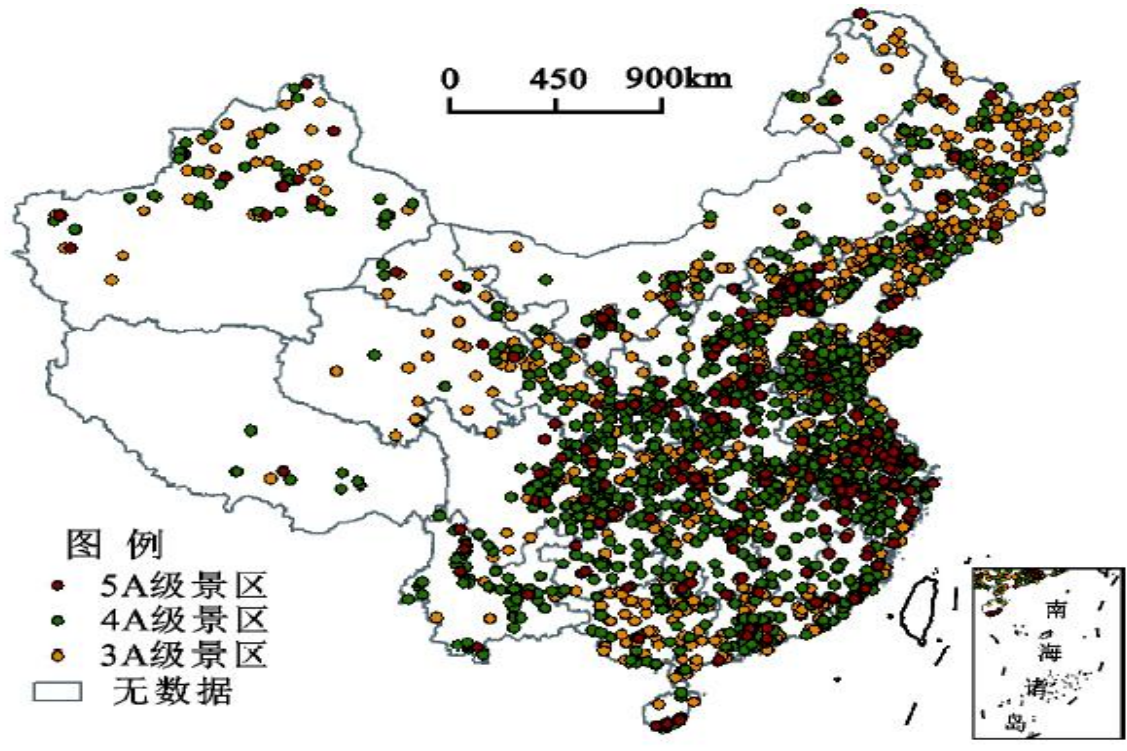


- **外部环境优化后，优质景区加大供给。** 2021-2023年5A景区供给略少，2024年5A景区及国家级旅游度假区供给数量明显增多，合并增量超2020年前。截至2023年底，全国共有A级景区1.49万家，国家级和省级旅游度假区700多家，国家级旅游休闲街区111家，国家级夜间文化和旅游消费集聚区243家，国家工业旅游示范基地142家，全国乡村旅游重点村镇1597家。加速打造优质5A类景区，国家级旅游景区数量持续增多，多元化景区供给满足消费者个性化体验的需求，驱动旅游经济发展。
- **A级景区向东部聚集，中西部地区开发潜力大。** 据研究表明，山岳类景区在中、西部地区呈凝聚型分布，东部地区呈均匀分布；建筑类型景区多集中分布于中、东部经济发达地区；城乡景观类以东部地区最多，中部和西部数量相当；纪念类、宗教类景区全部聚集在历史悠久的东部农业文化区。东部地区因地理位置、历史、人文等原因，景区相对中西部更为多元、丰富，且大部分已经开发，西部地区受制于交通等原因，部分景区未开发或开发不彻底，未来仍有发掘空间，有望为国内景区供给和旅游收入贡献新增量。

图表20：2017年以来新增5A级景区及国家级旅游度假区数量



图表21：中国3A/4A/5A级景区空间分布



资料来源：文旅部、中国政府网、《中国3A级以上旅游景区空间聚集特征研究》等，中航证券研究所整理



- **多家景区规划扩容项目，关注增量客流及旅游产品表现。**峨眉山、长白山、黄山等均计划扩容景区，包括旅游项目扩容、酒店扩容、索道扩容等，将有助于提升景区游客承载量，改善游客的游览体验，多元化旅游产品供给及新建索道交通有望为景区带来增量收入，提振上市公司业绩。
- **峨眉山金顶索道扩容改造，景区接待能力有望提升。**金顶景区游览人数占整个峨眉山风景区游览人数的90%，由接引殿乘坐金顶索道上金顶的游客量占金顶景区游览人数的80%以上，金顶索道两条索道每小时设计运力共2450人，实际每小时运力仅为2000人，由于山岳型景区的特点，**旅游旺季和游览时间段的集中更加剧了游客拥堵和滞留**。为提升索道客运、货运效率，2023年7月，峨眉山拟以自筹资金投资3.5亿元实施金顶索道改造提升项目，项目包括新建2号客运交通索道1条，更换3号客货两用交通索道支架3座及相关配套附属设施，建设期18个月。项目建成后，有效提高游客输送效率，减少游客等待时间，提升整体游览体验，与此同时，景区客流承载力得以提升，叠加索道收入增加，公司收入天花板有望进一步突破。

图表22：黄山东海景区扩容规划



图表23：重点景区公司未来扩容规划

公司名称	扩容项目
峨眉山A	金顶索道提升改建预计2025年完工 后山打通、川零公路建设完成后景区双线上下山
长白山	再融资酒店项目推进，规划2025年竣工 长白山周边景区整合中
黄山旅游	东黄山开发和东大门索道建设推进(预计2025年6月建成) 酒店项目如北海宾馆升级后投运
九华旅游	狮子峰索道项目计划于2026年11月竣工
天目湖	24年暑期拟投运漂流项目，后续推进南山小寨二期项目，推进动物王国项目

资料来源：澎湃新闻、锦观新闻、36氪、焦点黄山等，中航证券研究所整理

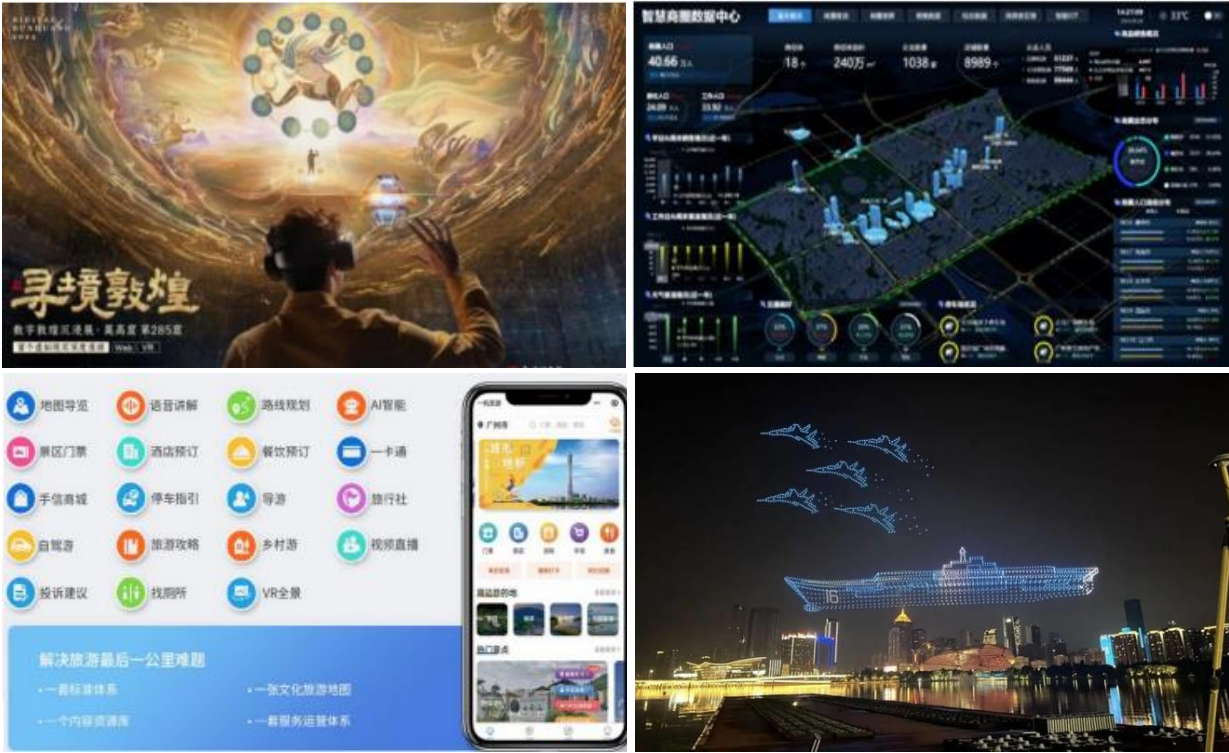
▣ **OTA平台创新旅游产品，在线旅游持续火热。** 艾瑞UserTracker数据显示，2023年在线旅游APP月度总使用次数、总使用时间平均同比增长30%以上，用户旅游消费需求高涨，叠加在线平台持续推出有吸引力、竞争力、创造力的旅游产品，例如2024年携程、同程推出亲子游产品，飞猪、同程推出乡村游产品等，冒险旅游、主题公园旅游、音乐节旅游等创新产品涌现，在线旅游产品供给不断丰富，进一步推动了用户旅游消费的增长和旅游市场的活跃度。

▣ **文旅产业数字化进程加速，VR&AR&低空经济等科技元素持续注入。** 以数字技术为依托，逐渐形成了数字旅游产品、数字服务内容、数字监管系统和平台的矩阵，在满足新消费需求的同时，增强旅游业的发展动能。数字化进程和科技元素提升了旅游业的效率和用户体验，未来有望催化更多的产业和产品创新转型。

图表24：OTA平台推出亲子游和乡村游产品

产品灵活化、多样化、有趣化带动销量；寓教于乐，推动亲子游发展	
携程	同程
2024年，携程与中国首批国家公园推出一起参观“国家科普教育基地” “门票+X”产品，优化产品形态，拉动二销产业，也助力目的地、景区搭建多元化的收益矩阵	2024年5月19日，同程旅行围绕吃住行游购娱6大系列、“畅游中国，幸福生活”主题，携手潮州、沈阳、石家庄、宁波、鄂尔多斯、贵阳、德宏、遵义、福州9大城市，推出“519中国旅游日”主题盲盒活动
从助力乡村旅游到推广境外旅游，致力内外兼顾，共同发展	
飞猪	同程
“益起寻美”乡村旅游数字提升行动计划面向乡村旅游从业者、电商从业者、文旅创业人员等，开展超1万人次线上线下公益培训，覆盖100个县域，探索出“乡村旅游+数字经济”发展路径	2024年3月20日，同程旅行推出“疯狂星期三”出境机票专属福利及国际机票 2024年6月12日，同程旅行宣布，将与韩国旅游发展局联合推出“韩国青春悠游卡——玩转青春派”主题活动

图表25：数字科技与旅游深度融合



资料来源：携程、同程、飞猪、太原市无人机应用协会、巨有科技等，中航证券研究所整理

❑ 自然景区和人工景区各有优势，满足消费者多元化需求。①**自然景区**：除门票外的主要收入来自索道、缆车等景区交通费用，相比于二次消费项目丰富的人工景区，自然景区的收费项目相对单一、客单价较低，能满足人们对于接近自然、欣赏美景的需求，尤其是外部环境优化以来，自然景区凭借其独特的自然资源和生态景观吸引了大量游客。②**人工景区**：通常配备丰富的娱乐设施和多样化的服务项目，使得其收益模式更加多元化，客单价更高，且人工景区在主题创意、文化展示和科技运用方面具有显著优势，能够提供的综合性服务和娱乐设施体验，对于追求便利性、娱乐性、设计性的游客更有吸引力。我们认为，性价比趋势延续下，强IP、强营销的自然景区经营更具业绩弹性（以“冰雪游”热潮下的长白山为例），建议关注客流增长具备潜力、具备扩容预期、旅游产品创新的自然景区。

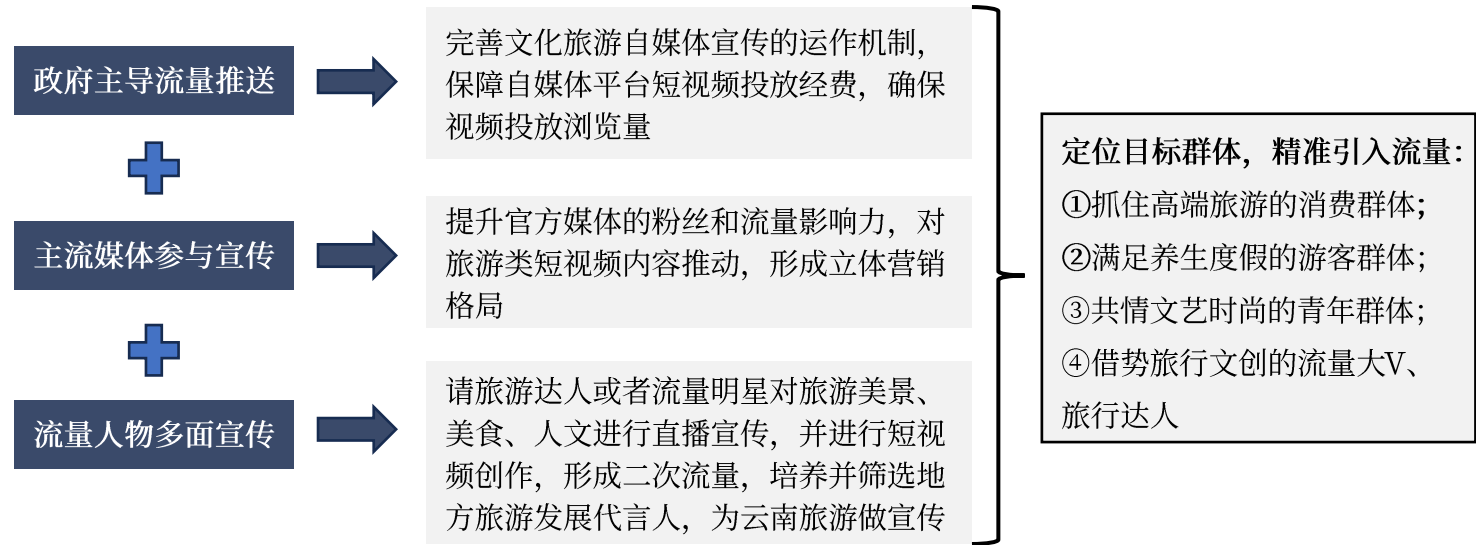
图表26：主要自然&人工景区客单价及消费项目

类型	景区	门票价格 (元/人)	客单价 (元/人)	二次消费项目（元/人）	总收入 (亿元)	接待人数 (万)	数据时间	类型	景区	门票价格（元/人）	客单价 (元/人)	二次消费项目（元/人）	总收入 (亿元)	接待人 数（万）	数据时间
自然景区	黄山	190	421.8	云谷、太平索道票，单程80 玉屏索道票单程90 西海大峡谷观光缆车票，单程100	19.3	457.46	截至2023	人工景区	迪士尼	常规日 475 特别常规日 599 高峰日 719 特别高峰日 799	1131.9	8/14项目快通1999/2399 奇梦之光幻影秀 预留观赏位 168 童车租赁/园内导览 80	400.0	8300	五周年 累计
	长白山	105	225.6	景区内交通车票85 池北区游客换乘中心往返北/西景 区山门票票35/24 北/西/南景区全价组合票 225/214/190	6.2	274.8	截至2023		环球影城	淡季： 528 旺季： 638 特定： 748	约1500	魔法袍租赁 88 导览服务 258	-	-	-
	峨眉山	160	220.0	金顶索道：上行65，下行55 万年索道：上行65，下行45 滑雪场：滑雪100元/人/小时 全山观光往返车票： 90	10.5	474.97	2023年度		杭州宋城 千古情	观众席： 320 贵宾席： 350 豪华席： 580	约500	-	-	63	2024年 春节
	张家界 国家森林公园	165	238.2	黄石寨索道单程/往返 65/118 天子山索道单程/往返 72/144 百龙天梯单程/往返 65/130 杨家界索道单程/往返 76/152 十里画廊小火车单程/往返 38/76	0.2	28.06	春节		海昌海洋 公园	平日：标准票/优 待票 299/180 高峰日：标准票/ 优待票 360/240	515.9	奥特曼光之店套装148 奥特英雄彩绘 59	18.2	929	2023年度
	九华山	160	900.6	往返大巴车票50 百岁宫缆车上/下/往返 55/55/100 天台索道上/下/往返 85/85/160 花台索道上/下/往返 85/85/160	0.7	1.67	24端午		欢乐谷	陆上： 200 水上： 140	279.8	北京：金面王朝神话秀 VIP/A/B/C/D区 880/480/380/280/180 上海：蹦极 280，卡丁 车180，滑索90	2.6	327	2019成都 欢乐谷

资料来源：澎湃新闻、大皖新闻、环球网、北京商报、中国政府网等，中航证券研究所整理

- ❑ 地方文旅营销盛行，下沉游趋势城市依靠自媒体“出圈”。除了部分名山大川自带流量外，近几年城市整体的营销出圈日益重要，利用自媒体等多元化广泛传播。文旅营销主要展现出以下特征：①**营销方式**：由传统营销向抖音、小红书、美团等平台传播推广转变；②**营销节奏**：结合出游节奏和流量入口精准营销投放，注重ROI转化；③**营销内容**：结合产品及活动策划，引爆热点，低成本高效引流。基于此，云南旅游制定了“政府背书+主流媒体宣传+流量IP引流”多面宣传的线上营销策略，抓住流量红利，发展地方旅游经济。我们认为，自媒体平台崛起拉平了城市间的营销资源差距，“进淄赶烤”的淄博、“南方小土豆”勇闯哈尔滨、麻辣烫的甘肃天水，流量效应带火了诸多特色城市，这也对旅游城市和旅游产品运营带来了全新的考验和要求，提升流量把控、线上线下联动、高效运营和精准营销能力成为文旅发展的关键环节。
- ❑ 哈尔滨冰雪游依靠线上营销取得成功，成就标杆型“城市大IP”。2023-2024年冰雪季，哈尔滨冰雪大世界打出了“传统媒体+新媒体+游客口碑传播”的营销组合拳，整体宣传可统计曝光量达885亿次，其中，哈尔滨极地公园连续举办80场“淘学企鹅”冰雪大巡游，相关话题一个月内12次登上抖音同城榜第一&全国总榜第三名，获央广网等媒体报道140余次，仅3个月曝光量突破100亿次。在营销的带动下，61天的运营期内，哈尔滨冰雪大世界共接待海内外游客271万人次，各项销售指标均为历届最高值。哈尔滨依靠线上营销等多种手段成功打造“城市大IP”，带动当地旅游经济消费超预期增长，未来或有更多旅游城市借鉴其经验，加大线上宣传力度。

图表27：云南旅游流量互联网营销策略



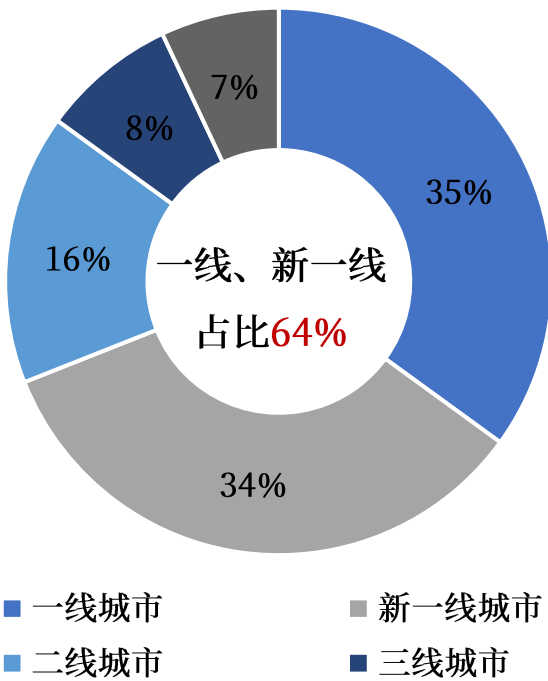
图表28：哈尔滨“淘学企鹅”冰雪大巡游



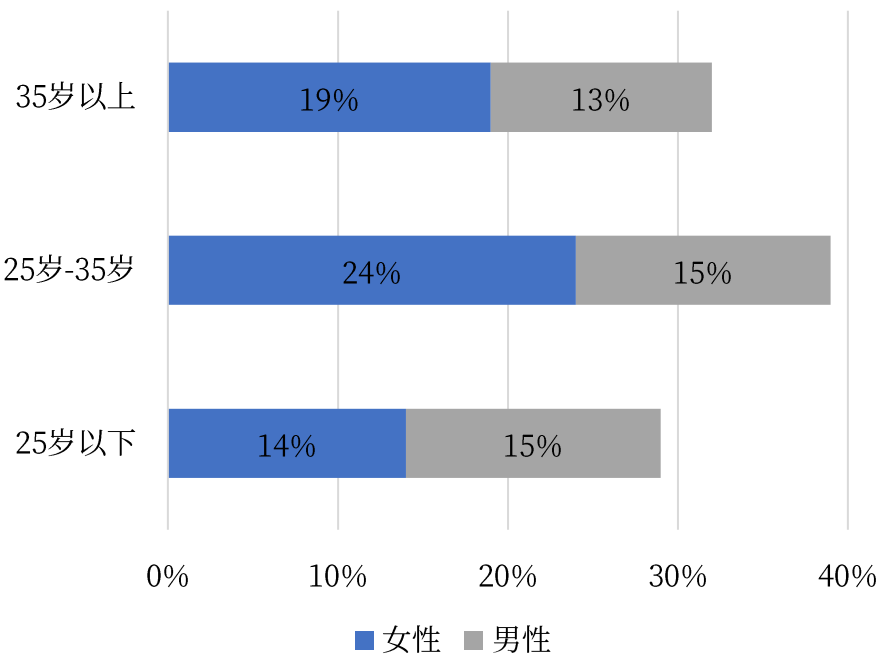
▣ **旅游消费者画像：一线城市的年轻女性成主力军，Z世代逐渐崛起。** ①**一线及新一线游客占比超半数：**发达城市居民人均可支配收入较高，且追求享乐和人生体验意愿较强，一线及新一线游客占比超64%，构成了主要的客源群体；②**“她经济”成旅游主力：**25-35岁/35岁以上女性消费者占游客比例为24%/19%，分别超过同年龄男性9pct/6pct，且中青年女性的消费意愿及消费能力强于男性（度假产品人均订单价格高于男性21%，全年人均旅行消费支出大于男性8%），成为旅行消费人群的“绝对主力”，未来伴随着90后、00后女性接棒且银发族消费品质化升级，女性群体在旅游经济中有望释放更大潜力；③**“Z世代”热衷新型旅游方式：**“特种兵”、“反向游”、“Citywalk”逐渐成了Z世代的热门选择，市场有望出现品质化、融合化、多样化的旅游产品。

▣ 我们认为，年轻人的执行力&中青年的消费力&银发族的“钞能力”，不同年龄段旅游经济呈现新活力，持续驱动旅游市场做大做强，旅游人次&旅游消费再上新台阶。

图表29：2023年游客客源城市水平分布



图表30：2023年游客性别年龄分布



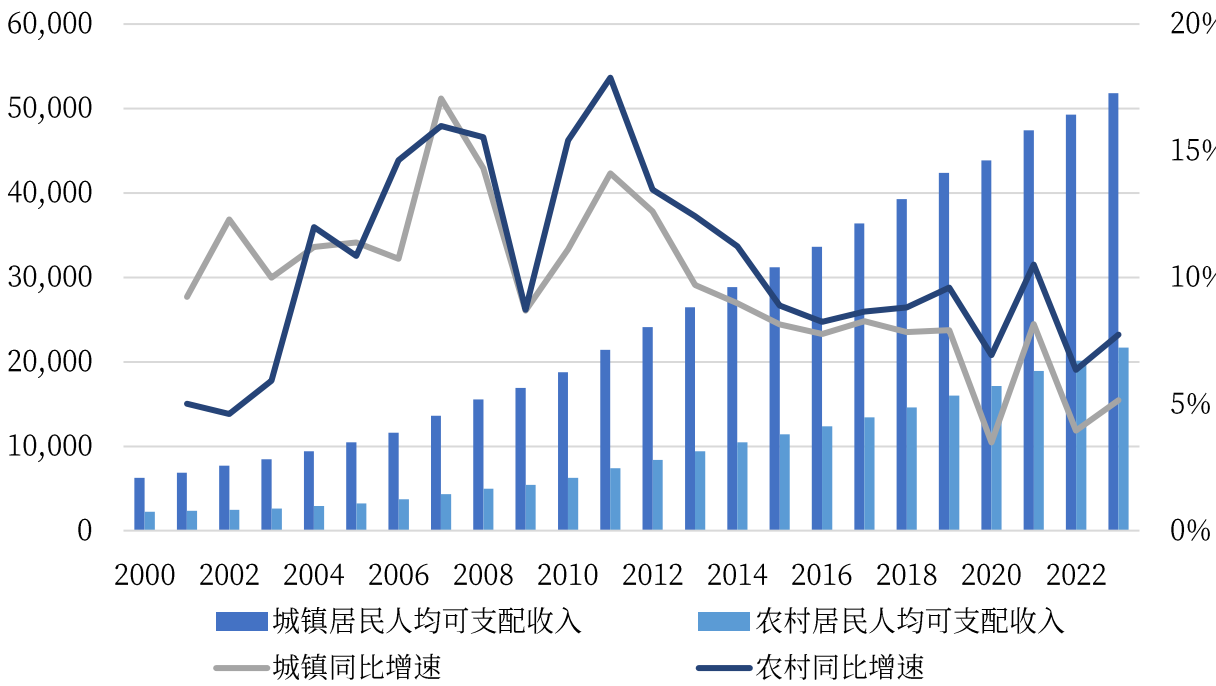
图表31：2024年女性旅游消费特征

项目类型	女性的表现
独自出行	由2019年的6%提升至2024年的11%
消费能力	度假产品人均订单价格高于男性21%
消费支出	女性全年人均旅行消费支出大于男性8%
出游经历	64%的女性至少有2次出游经历
线上下单	途牛直播间70%的订单来自女性
旅拍	女性旅拍用户近八成
出境游	女性用户下单比例达57%

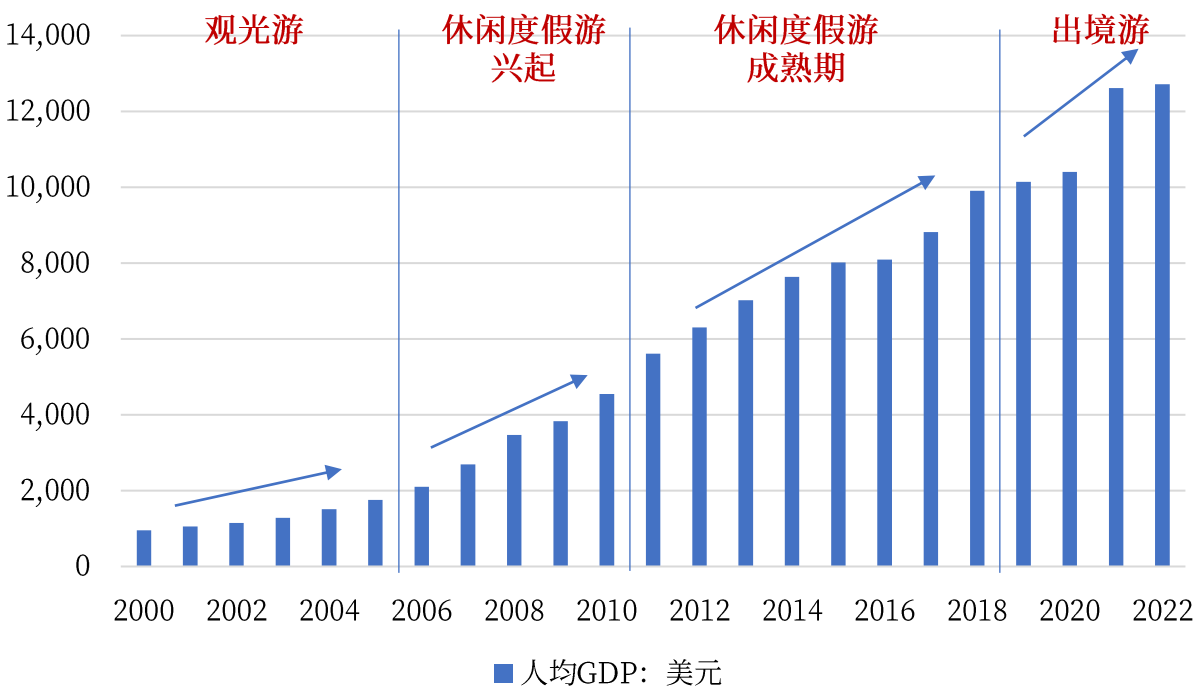
2.3 旅游需求：人均GDP破万美元，国内游&出境游增量空间可期

- 居民可支配收入增速企稳，城镇居民可支配收入破五万大关。**近年来，我国居民人均可支配收入持续上涨，截至2023年底，农村/城镇居民可支配收入分别突破20000/50000元，且增速逐渐企稳，预期收入增加有望驱动居民消费信心建设，利好旅游经济加速发展。
- 人均GDP破万美元，旅游经济发展进入新阶段。**根据行业一般发展规律，当人均GDP达到1000美元时，观光游进入快速发展阶段；达到2000美元时，休闲游骤升；达到3000美元时，旅游需求迅速增长，度假游渐旺；人均GDP超过5000美元后，将进入成熟的休闲度假经济时代；人均GDP超过10000美元时，出境游成为越来越多人的选择。以日韩为例，日本从1964到1973年十年间人均GDP从8902美元增长至16463美元，出境旅游人数从12.8万人次增长到224.8万人次（增长了17.88倍，GAGR高达37.77%），韩国则1986-1996十年间人均GDP从6560美元增长至14332美元，出境旅游增长了10.21倍，GAGR高达26.17%。我们认为，虽然现阶段我国人均GDP已经突破10000美元，但是各区域经济发展水平各异，各区域居民所处旅游阶段也不同，北上广深等发达城市已经步入出境游的快车道，二三线城市逐步进入休闲度假经济时代，欠发达地区居民仍处于旅游消费的快速增长期，我国的旅游经济发展状况区域分化明显，国内游&出境游均有较大增量空间。

图表32：中国城镇和农村人均可支配收入（元）



图表33：中国人均GDP



资料来源：Wind，中航证券研究所整理

03

PART

投资建议

■ 2024年，居民旅游诉求在经历了2023年的报复性释放后仍然得到了延续，春节、五一旅游数据已经得到验证，旅游市场展现出了年轻化、下沉化、网红化、散客个性化的新趋势。我们认为，未来旅游市场存在以下看点：①旅游强国战略强力支撑，上层建筑决定行业未来方向；②景区&交通扩容，旅游产品供给日益丰富，便利性提升；③自媒体蓬勃发展，旅游景区有望依靠线上流量打造特色化爆点；④人均GDP过万美元，居民“走出去”需求愈发强烈，因国内区域性经济差异，国内游&出入境游均处于增长阶段。

■ **投资建议**：基于政策支持&供需双升的多重共振之下的旅游市场，出行板块存在结构性机会，建议关注①**高性价比、强自然属性的名山大川**：2023年业绩恢复度高，大众认可度高，且后续仍有景区扩容&交通改善提振客流量的预期，如【**黄山旅游、峨眉山**】；②**宗教游、冰雪游等特色旅游目的地**：有效承接游客的精神需求和爱好满足，容易形成集中性规模效应，短期业绩呈现高弹性，如宗教游【**峨眉山、九华旅游**】、冰雪游【**长白山**】；③**景区&索道&交通扩容带来接待能力提升的旅游目的地**：部分景区基于当下供需情况，开展景区扩建、新增索道、完善交通等基础设施建设，将有望带来客流量提升，拔高景区收入天花板，如【**三特索道、桂林旅游**】；④**低基数下的出入境游市场**：出入境航班&签证供给持续增加，跨境游需求加速释放，建议关注离岛免税商品销售结构改善，出入境客流恢复带动机场免税业务增长，布局出入境游的公司业绩仍有恢复&增量空间【**众信旅游**】；⑤**“品牌溢价+市长率提升”的优质酒店**：酒店行业整体连锁化率和产品结构仍有较大提升和优化空间，中端酒店持续增长，连锁化率较低的下沉市场供需两旺，挖掘潜力仍很大，头部酒店加速抢占市场【**君亭酒店、锦江酒店**】。

图表34：旅游相关标的2019年及2023年财务数据对比

				2019年				2023年			
		股票名称	预期&特点	营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)	EPS(元)	销售净利率(%)	营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)	EPS(元)	销售净利率(%)
强自然 资源 景区	单一景区	黄山旅游	杭昌高铁、池黄高铁相继投运， 景区扩容、酒店改造预期	16.07	3.4	0.46	22.63%	19.29	4.23	0.58	23.64%
		长白山	交通改善、避暑&冰雪游，火山温 泉部落二期项目逐步落地	4.67	0.75	0.28	16.11%	6.2	1.38	0.52	22.25%
		峨眉山A	佛教圣地，成乐高速扩建，金顶索道 改造，演艺项目逐步落地	11.08	2.26	0.43	20.39%	10.45	2.28	0.43	8.66%
		九华旅游	佛教圣地，武杭高铁池黄段、九华 山交通转换中心项目顺利推进	5.37	1.17	1.06	21.78%	7.24	1.75	1.58	24.14%
	多资源 综合体	桂林旅游	高速扩建、公路改线、航线开发， 客流量复苏	6.06	0.55	0.15	4.10%	4.67	0.16	0.04	0.29%
		丽江股份	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逐步落地	7.23	2.03	0.37	32.21%	7.99	2.27	0.41	31.52%

资料来源：iFind，中航证券研究所整理

图表34： 旅游相关标的2019年及2023年财务数据对比

				2019年				2023年			
		股票名称	预期&特点	营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)	EPS(元)	销售净利率(%)	营业收入(亿元)	归母净利润(亿元)	EPS(元)	销售净利率(%)
强自然资源景区	多资源综合体	*ST西域	立足天池自然景区	2.41	0.74	0.63	32.41%	3.05	1.06	0.68	35.06%
		张家界	景区客运业务受益于客流复苏	4.25	0.11	0.03	2.67%	4.2	-2.39	-0.59	-56.99%
旅游地运营服务商	单一地域	天目湖	项目建设推进，沪苏湖高铁开通	5.03	1.24	1.07	28.15%	6.3	1.47	0.79	26.72%
		云南旅游	黄石陆公园开放有望提振客流	28.79	0.95	0.09	2.10%	7.19	-4.27	-0.42	-68.09%
	跨地域	中青旅	客流复苏，出境游&旅行社业务	140.54	5.68	0.78	6.47%	96.35	1.94	0.27	3.16%
		祥源文旅	动漫衍生，数字化管理	4.22	-8.53	-1.37	-207.79%	7.22	1.51	0.14	21.77%
		大连圣亚	冰雪游，项目扩张	3.19	0.42	0.33	12.11%	4.68	0.34	0.27	12.65%
		曲江文旅	IP引流，布局新文旅项目	13.05	0.45	0.21	3.56%	15.04	-1.95	-0.77	-13.19%
		西藏旅游	收购新绎游船60%股权，交通改善	1.88	0.21	0.09	11.44%	2.13	0.15	0.06	7.29%
		三特索道	扩张加速，国资入股	6.77	0.11	0.08	3.51%	7.19	1.28	0.72	19.56%
		宋城演艺	客流量提升，增量项目	26.12	13.4	0.92	52.26%	19.26	-1.1	-0.04	-5.64%
旅游产品分销商	出境游	众信旅游	出境游复苏，国内游兴起	126.22	0.69	0.08	0.61%	32.98	0.32	0.03	1.03%
		*ST凯撒	出境游复苏	60.34	1.26	0.16	2.52%	5.82	6.07	0.38	79.40%
	境内+境外	岭南控股	出境游复苏，酒店项目扩容	79.72	2.59	0.39	3.62%	34.04	0.69	0.10	2.39%
旅游相关消费	免税	中国中免	消费税后置预期，免税店扩容	479.67	46.29	2.37	0.11	675.40	67.14	3.25	10.76
		王府井	多业态系统发展，免税项目投运	267.89	9.61	1.24	0.04	122.24	7.09	0.63	6.22
	酒店	君亭酒店	门店扩店预期，新管理层上任	150.99	10.93	1.14	0.08	146.49	10.02	0.94	8.72
		锦江酒店	直营店经营改造，渠道优化	3.82	0.72	1.20	0.19	5.34	0.31	0.16	7.92

资料来源：iFind，中航证券研究所整理

- ❑ **宏观经济波动风险：**目前我国尚处于经济恢复期内，若出现宏观经济波动等偏离经济预期的情况，行业将会受到打击。
- ❑ **行业监管风险：**针对行业乱象，监管或趋向严格，部分公司存在被整顿调整风险。
- ❑ **市场竞争风险：**旅游市场竞争激烈，新兴旅游目的地和新的旅游服务形式不断出现，可能对传统旅游业务造成冲击。
- ❑ **政策变动风险：**政府旅游政策的调整、签证政策的变化可能直接影响旅游业的发展，如限制出入境政策、环保政策等。
- ❑ **自然灾害风险：**地震、台风、洪水等自然灾害可能对旅游景区及旅游线路造成破坏，影响旅游活动的正常开展。
- ❑ **景区扩容不及预期：**景区扩容项目需要大量资金投入，可能因资金等问题导致建设周期延长。
- ❑ **居民消费信心不及预期：**消费支出减少、旅游频次降低、消费结构变化等不确定性因素。



中航社会服务团队简介

裴伊凡（证券执业证书号：S0640516120002），英国格拉斯哥大学经济学硕士，中航证券社会服务行业分析师，覆盖互联网传媒、教育、医美、免税、餐饮、旅游等行业。

郭念伟（证券执业证书号：S0640123040023），社服行业研究助理，曼彻斯特大学硕士，2023年加入中航证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

免责声明

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。