



2021-05-05

公司深度报告

买入/首次

西藏旅游(600749)

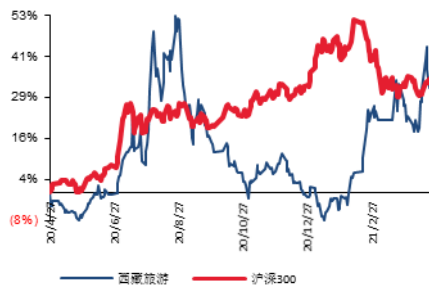
目标价: 17.25

昨收盘: 11.08

可选消费 消费者服务 II

高原盛景步入成长周期 拟注入优质资产增厚业绩

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	227/227
总市值/流通(百万元)	2,578/2,578
12个月最高/最低(元)	13.23/7.90

相关研究报告:

证券分析师: 王湛

电话: 010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517100003

报告摘要

西藏旅游主要从事旅游目的地运营。公司拥有林芝地区的核心旅游资源,雅鲁藏布大峡谷和巴松措是目前西藏仅有的两个自然风光类5A级景区,此外公司还持有苯日景区、鲁朗花海牧场景区、阿里地区的4A级景区神山圣湖景区和龙虎山江西鹰潭的龙虎山景区内运营有“道养小镇·古越水街”项目。

2018年新奥控股成为公司控股股东。新奥集团是在2020年中国民营企业500强中排名第26位,实力雄厚布局广泛。新奥进驻西藏旅游以来,在企业文化、组织架构、产品运营、人才储备、激励机制等方面做出重大调整,2018年实现扭亏。经过近3年的打磨,公司的经营管理逐渐步入正轨,产品创新研发和游客服务受到市场认可。

引导旅游产品创新,大幅提升核心景区竞争力。2018年以来公司持续对景区进行了大量的升级改造,完善基础设施。大峡谷景区于2020年被评为5A级景区。为了增加与游客的互动性,丰富景区产品,公司开发了悬崖秋千、康养温泉、低空热气球、帆船等产品,提升二次消费收入占比。产品创新对景区客单价的影响非常显著,2020年大峡谷景区客单价提高19.2%,巴松措提高30%,带动盈利能力的改善。随着景区产品的不断打磨,未来仍有提升空间。

拟重组新绎游船,布局海洋旅游运输服务。公司拟通过发行股份和支付现金的方式向控股股东购买新绎游船资产,交易价格13.7亿元,10倍PE估值低。新绎游船主营北海-涠洲岛、北海-海口和蓬莱-长岛三条航线,其中北海-涠洲岛航线由新绎游船独家运营,掌控码头核心资源,致力于从旅游航线向旅游目的地的转型。游船业务具有稳定的现金流和优秀的利润率,能够与公司现有业务形成产品品类、地域、人次、资源等方面的有效协同,大幅提升公司的盈利能力。

疫情后公司进入新的成长周期。今年3月以来随着疫情受控,景区和航线业务客流均迅速恢复,预计今年客流有望持平2019年。近年来西藏政府加大游客推广力度,2013年-2019年游客接待量复合增长率高达21%,旅游收入规模的复合增长率23%,公司景区资源禀赋突出,将承接更大的客流增量。2021年7月拉林铁路即将通车,外部交通便利性大幅改善。最重要的是过去两年多公司在景区的大量投入和提升将逐渐形成竞争优势并反映在业绩上,公司驶入高速成长的赛道。

投资建议：

暂不考虑重组事项对公司业绩的影响，预计 2021-2023 年西藏旅游实现归母净利润 2474 万元、3355 万元、4421 万元，同比增速 421.6%、35.6%、31.8%，EPS 分别为 0.11 元/股、0.15 元/股、0.19 元/股，对应 PE 分别为 102 倍、75 倍、57 倍。

我们看好公司经过管理提效、产品升级创新后带来的持续成长性，看好新绎游船重组给公司带来的业绩增量及其自身的成长空间，给予公司“买入”评级。

风险提示：

公司存在与新绎游船重组失败的风险；存在收购新绎游船后业绩承诺不能完成，整合效果不达预期的风险；存在新项目拓展速度低于预期的风险；存在已有项目受恶劣天气、自然灾害、突发事件、疫情、边境冲突等影响临时或长期停业、收入下滑的风险；存在国内疫情因素导致旅游市场发生较大变化的风险；存在宏观经济下滑影响游客出行意愿的风险。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	125.93	200.18	263.37	335.25
(+/-%)	-33%	63%	32%	27%
净利润(百万元)	4.74	24.74	33.55	44.21
(+/-%)	-77%	422%	36%	32%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.11	0.15	0.19
市盈率(PE)	421	102	75	57

资料来源：Wind，太平洋证券整理

目录

一、 新奥控股，景区经营持续改善	6
(一) 西藏旅游第一股	6
(二) 资源禀赋优势显著	8
(三) 公司财务状况分析	10
(四) 拟重组新绎游船业务	12
二、 西藏旅游业市场空间广阔	13
(一) 政策助力打造世界旅游目的地	13
(二) 西藏旅游业处于高速增长期	14
(三) 交通改善带动区域旅游发展	15
(四) 疫情后复苏速度全国领先	16
三、 深耕优质景区，进入业绩兑现期	17
(一) 雅鲁藏布大峡谷	17
(二) 巴松措	20
(三) 阿里神山圣湖	22
(四) 苯日景区	24
四、 智慧化运营 布局全域旅游	25
(一) 智慧生态平台建设	25
(二) 建设地接服务体系，提升游客体验	26
(三) 搭建数字营销体系，全链路全渠道营销	27
五、 重组新绎游船 提升业绩贡献	28
(一) 历史沿革	28
(二) 主营业务分析	28
(三) 航线业务分析	31
1、北海-涠洲岛航线	31
2、北海-海口航线	33
3、蓬莱-长岛航线	34
六、 盈利预测与投资建议	34
(一) 西藏旅游业绩预测	34
(二) 投资建议	37
七、 风险提示	37

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 西藏旅游股权结构	6
图表 3: 新奥集团产业布局	7
图表 4: 公司在西藏自治区的主要景区资源	8
图表 5: 雅鲁藏布江大峡谷	9
图表 6: 巴松措景区	9
图表 7: 2016-2020 年营业收入及增长情况	10
图表 8: 2016-2020 年主营业务构成 (百万元)	10
图表 9: 2020 年公司各业务营收占比	10
图表 10: 2016-2020 年归母净利润及增速变化	10
图表 11: 2019 与 2020 年分季度扣非净利润对比	11
图表 12: 公司整体毛利率和净利率情况	11
图表 13: 分业务毛利率变化情况 (%)	12
图表 14: 期间费用及费用率变化	12
图表 15: 西藏全区旅游空间布局示意图	13
图表 16: 2014-2020 年西藏旅游接待量及增长率	14
图表 17: 2014-2020 年西藏旅游收入规模及增长率	14
图表 18: 川藏公路 (317、318 国道)	15
图表 19: 2020 年西藏旅游恢复领先全国	17
图表 20: 雅鲁藏布大峡谷游览图	17
图表 21: 景区产品列表	18
图表 22: 景区体验产品——低空热气球	19
图表 23: 景区体验产品——悬崖秋千	19
图表 24: 大峡谷索松村桃花	19
图表 25: 巴松措景区概览	20
图表 26: 巴松措景区营收持续增长	21
图表 27: 巴松措景区净利润情况	21
图表 28: 巴松措景区仍有深度开发的空间	22
图表 29: 冈仁波齐转山路线图	23
图表 30: 神山圣湖景区收入成本情况	23
图表 31: 阿里神山冈仁波齐	23
图表 32: 苯日景区风光	25
图表 33: 尼洋河游船	25
图表 34: 景区大数据平台	25
图表 35: 打造智慧生态平台	26
图表 36: 构建旅游地接服务体系	27
图表 37: 数字营销体系	27
图表 38: 2018-2020 年新绎游船收入构成 (万元)	29
图表 39: 2019 年新绎游船收入占比	29
图表 40: 2018-2020 年新绎游船主要业务毛利率	29
图表 41: 2019 年各航线客流分布季度占比	29
图表 42: 2018-2020 年新绎游船净利润情况	30
图表 43: 2018-2020 年各航线平均客单价	30
图表 44: 2018-2020 年各航线乘坐人次	30
图表 45: 2018-2020 年各航线客座率	30
图表 46: 各航线客船类型及数量	31

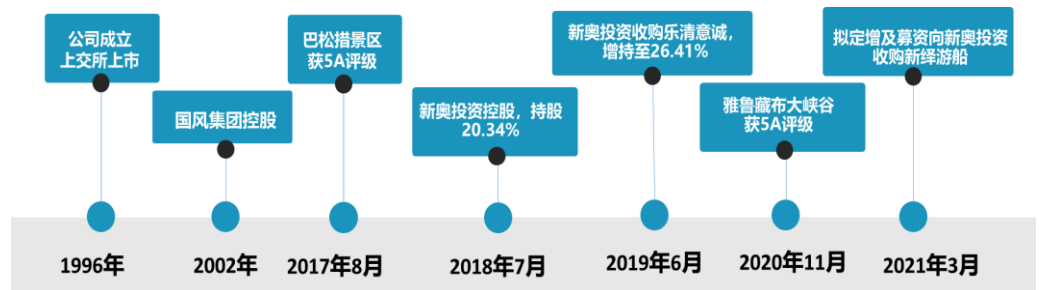
图表 47: 北海市旅游客流持续高增长	32
图表 48: 涠洲岛上岛人数持续增长	32
图表 49: 北海-涠洲岛航线客船情况	32
图表 50: 北海-海口航线客船情况	33
图表 51: 蓬莱-长岛航线客船情况	34
图表 52: 主要景区业务收入预测	35
图表 53: 西藏旅游整体收入预测	36

一、新奥控股，景区经营持续改善

（一）西藏旅游第一股

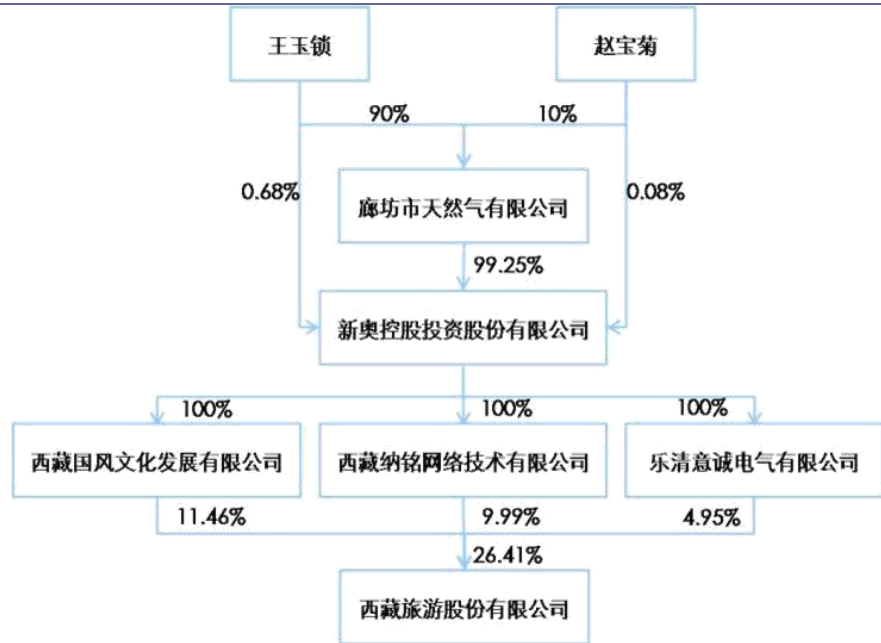
2018年新奥控股成为公司控股股东。西藏旅游股份有限公司成立于1996年9月，并于同年10月在上海证券交易所上市，是西藏自治区唯一的一家旅游业上市公司。公司成立之初为国有控股，此后经过数次股权变更，2002年国风集团有限公司成为公司控股股东。2018年7月，新奥控股投资股份有限公司（以下简称新奥控股）通过收购西藏国风文化、西藏纳铭网络两家公司，成为西藏旅游的控股股东，持股比例20.34%，王玉锁先生成为公司的实际控制人。2019年6月，新奥控股通过收购乐清意诚电气，增持公司股份至26.41%，控制权进一步加强。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

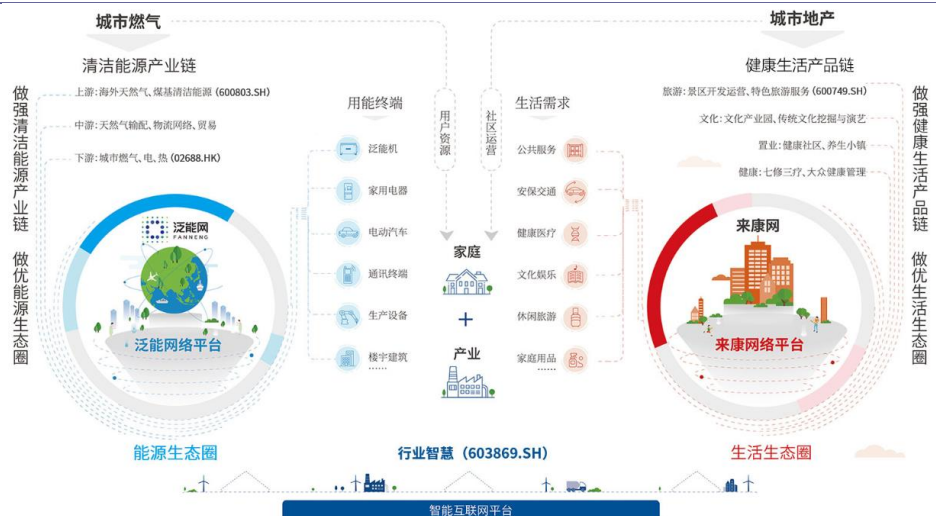
图表2：西藏旅游股权结构



资料来源：公司报告，太平洋研究院整理

新奥集团布局广泛，资金实力雄厚。新奥控股与新奥集团均是王玉锁先生实际控制下的企业，新奥集团以燃气业务起家，后逐步通过收购上市平台与优质资产布局能源、旅游等多个领域，涵盖新奥能源、新奥股份、新智认知、西藏旅游 4 家上市公司。在全国工商联发布的2020中国民营企业500强榜单中，新奥集团以1645亿元营业收入位列榜单第26位。

图表3：新奥集团产业布局



资料来源：新奥集团官网，太平洋研究院整理

新奥控股后，公司基本面持续向好。2018年7月新奥进驻西藏旅游以来，先后实施了人

才援藏、管理提升、技术支持等一系列务实举措。集团各部门也从实际情况出发，给予西藏旅游对口帮扶援助。两年多来，西藏旅游在集团的帮助下，呈现出良好的发展势头：（1）2018年实现扭亏为盈，2019年摘星摘帽。（2）运营效率大幅提升，盈利能力持续改善，2020年疫情影响下扣非仅小幅微亏，在同行业中表现突出。（3）组织架构调整，统筹整合各业务条线及赋能群，扁平化管理，推进整体创值运营一体化。（4）改善政企关系，完善营商环境，公司发展获政府大力支持。

拟实施股权激励，激发管理团队积极性。2019年10月25日公司公告了以集中竞价回购公司股份的方案，2020年4月公司完成回购共计4.77万股，占公司总股本的2.10%，存放于回购专用证券账户。根据公司董事会审议通过的回购方案，回购的股份将全部用于后续公司股权激励计划。2020年公司业绩受疫情影响较大，预计2021年股权激励计划有望开始实施。

（二）资源禀赋优势显著

公司主要从事康乐旅游目的地运营。公司目前运营的景区主要位于林芝和阿里两地。其中林芝地区的景区包括雅鲁藏布大峡谷（5A）、巴松措（5A）、苯日和鲁朗花海牧场景区，阿里地区的景区包括神山圣湖景区（4A）。此外公司在位于江西鹰潭的龙虎山景区内运营有“道养小镇·古越水街”项目。

图4：公司在西藏自治区的主要景区资源



资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

公司拥有林芝地区的核心旅游资源。林芝市距离省会拉萨407公里，车程5-6小时。林芝市平均海拔3000米，是整个西藏地区海拔相对较低，植被覆盖率高的地区，游客进入后

高原反应的概率较低。西藏旅游拥有林芝地区核心景区，雅鲁藏布大峡谷、巴松措是西藏仅有的两个自然风光类的5A级景区，是游客到林芝的打卡必去之地。苯日景区和鲁朗花海牧场景区在生态旅游景观资源丰富的同时，藏传佛教、少数民族特色旅游资源也较为集中，是公司在林芝国际生态旅游区的重要战略资源布局。

图表5：雅鲁藏布江大峡谷



资料来源：百度图片，太平洋研究院整理

图表6：巴松措景区



资料来源：百度图片，太平洋研究院整理

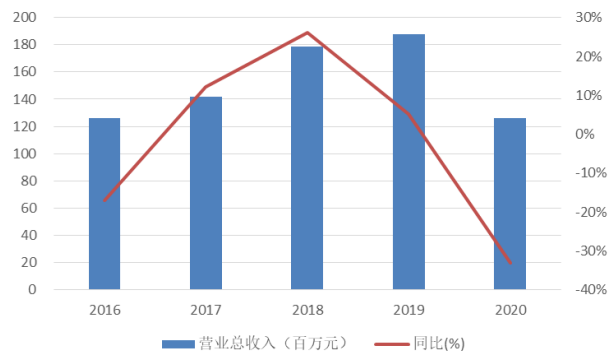
神山圣湖是宗教色彩浓郁的高端旅游目的地。阿里普兰县冈底斯山脉的主峰冈仁波齐同时被印度教、苯教、耆那教和藏传佛教的教徒尊奉为“世界中心”，它与旁边的玛旁雍措并称为“神山圣湖”。疫情前每年都有大批来自国内外（尤其是印度）的信众不远千里前来转山转湖，朝圣祈福。由于阿里地区深入西藏腹地，交通不便且海拔较高，注定景区游览以高端旅游客群及香客为主。

涉足文化传媒和旅行社业务。公司的传媒业务包括雪巴拉姆藏戏演出和《西藏人文地理》杂志。此外，公司运营有旅行社业务，圣地国际旅行社、神山国际旅行社提供商旅、康养、会奖等旅游服务。

（三）公司财务状况分析

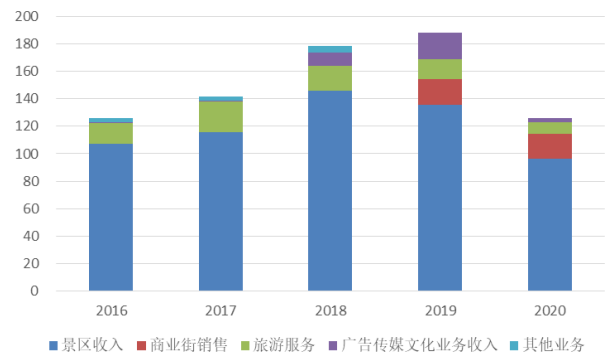
营业收入疫情前持续增长。2016年受尼泊尔地震口岸关闭，“两限一警”等政策的影响，西藏旅游营收处于近年低点。其后公司加大营销创新力度，产品与服务持续改善，管理质量提升，营收持续增长，2016-2019年CAGR为14.2%。2020年受疫情影响，营收下滑33%。

图表7：2016-2020年营业收入及增长情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表8：2016-2020年主营业务构成（百万元）

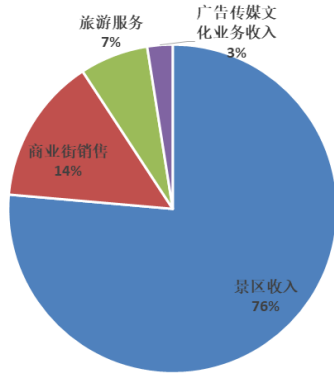


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

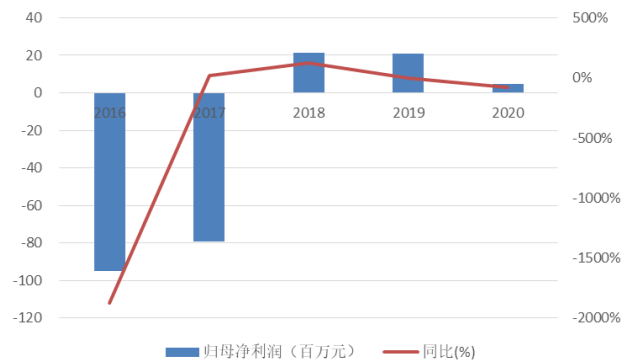
景区运营是主要收入来源。公司目前主要收入来自景区开发与运营、商街运营、旅游服务和广告传媒文化业务收入。2018年公司将西藏地区5个酒店资产置出，目前旅游服务主要为旅行社业务。2019年公司持股80%的江西新绎“道养小镇·古越水街”项目开放，公司新增商街运营业务。从收入占比看，景区收入占比超70%，是公司营收的主要来源，商街运营正在培育期，逐步贡献营收增量。

图表9：2020年公司各业务营收占比

图表10：2016-2020年归母净利润及增速变化



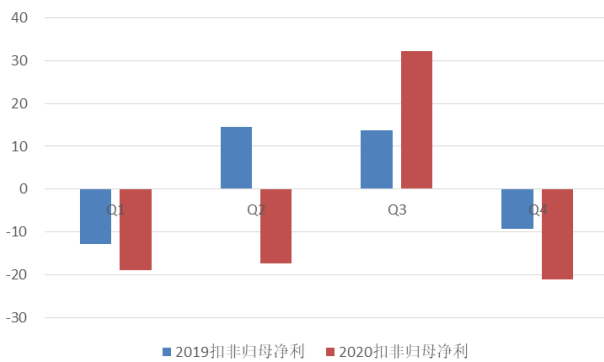
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

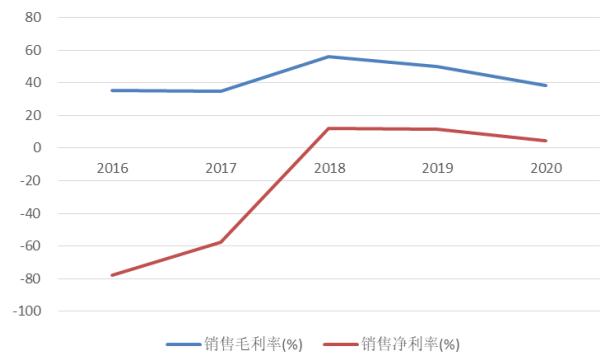
2018年新奥入主后实现净利润扭亏, 2020Q3盈利迅速恢复。2016-17年受口岸关闭, 交通制约、酒店亏损因素的影响, 虽然游客数量有所增长, 但公司业绩持续亏损。2018年新奥控股后, 公司通过营销创新, 渠道整合, 资产结构优化 (置出亏损酒店) 等手段, 实现全年归母净利润2127万元。2019年大峡谷景区南岸道路维修, 景区常规游览线路全年封闭施工致客流下滑, 全年各景区游客接待总量和归母净利润基本与2018年持平。2020年受疫情影响, 全年归母净利474万元/-77%, 但7月15日跨省团队游放开后, 公司下半年扣非后净利润1112万元, 超2019年同期的444万元。

图表11: 2019与2020年分季度扣非净利润对比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表12: 公司整体毛利率和净利率情况

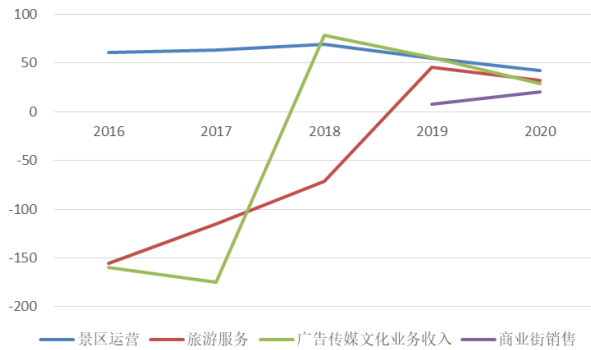


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

成本控制效果显著, 毛利率及净利率持续改善。2016年以来随着客流的改善和景区二次销售占比的提升, 公司毛利率从2016年的35.35%提升至2018年的56.19%, 保持增长趋势。2019年毛利率49.71%, 下滑原因是: (1) 公司景区的营销政策由上年的销售现金返利政策调整为销售折扣优惠, 导致景区业务收入与销售费用同步下滑, 还原至同一口径是平稳发展的状态。(2) 2018年度雪巴拉姆藏戏成本分别在销售费用和营业成本核算, 2019年度统

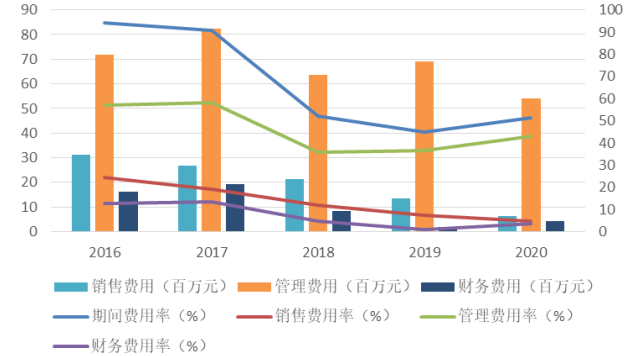
一并纳入营业成本核算导致营业成本提高，传媒业务毛利率下滑。2020年受疫情影响，商业街运营以外的业务毛利率均有所下滑。净利率的走势与毛利率基本保持同步。

图表13：分业务毛利率变化情况（%）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表14：期间费用及费用率变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

受公司营销政策及当地旅游政策的影响，销售费用持续降低。西藏地区的游客以团客为主，公司2019年以前通过现金返利的形式与旅行社合作。2016年支付了2015和2016两个年度的销售返利，销售费用较高；2017年仅支付当年销售费用，销售费用率恢复至19%；2018年受“冬游西藏”政策影响减少返利费用，销售费用率降至11.88%；2019年公司营销政策由返利改为销售折扣，销售费用率再次大幅下降至7.24%。2020年受疫情影响，全年整体市场营销活动减少，公司销售费用下降54%，销售费用率降至4.95%。

管理费用及费用率整体呈下降趋势。2017年公司支付了巴松措5A景区建设补偿费855万元，致管理费用上涨。2018年处置酒店资产，管理费用率大幅下降至35.71%。2019年公司实行了薪酬体系改革，提高员工福利待遇，管理费用增长8.25%。2020年公司严控成本，同时受社保减免、公积金减半等扶持政策影响，管理费用下降21.65%。

期间费用率逐年改善，资产负债率较低。通过偿还银行贷款及股东财务资助，公司财务费用率持续下降。2020年底资产负债率24.33%，处于较低水平。2016年以来公司期间费用率持续的从94%下降至2019年的45%，助力公司业绩的提升。

（四）拟重组新绎游船业务

3月22日，公司公告拟向控股股东新奥控股以发行股份及支付现金的方式购买其持有的新绎游船100%股权，交易金额暂定为13.7亿元。交易分为两部分：

（1）发行股份及支付现金购买资产：拟通过发行股份的方式支付本次交易对价的50%，发行价8.52元/股，预计发行股份不超过80,399,061股；剩余50%的交易对价通过现金支付。

(2) 募集配套资金：拟采用询价方式非公开发行股份募集配套资金，用于支付本次交易中的现金对价及本次交易相关费用等，不足部分由公司自有资金或自筹解决。

新绎游船客流稳定，现金流充沛。新绎游船目前主要运营北海—涠洲岛、北海—海口、蓬莱—长岛三条航线，其中北海—涠洲岛航线为公司独家运营，客流量大，旅游属性强，是游船公司业绩的主要来源。2019年游船公司实现营收6.74亿元，净利润1.35亿元。重组有利于进一步整合优质旅游资产，完善上市公司产品布局，提升整体盈利能力。

资产置入估值合理。新绎游船2018年、2019年的归母净利润分别为15342万元、13620万元，对应13.7亿的交易价格，PE估值8.9倍、10.1倍，估值合理。

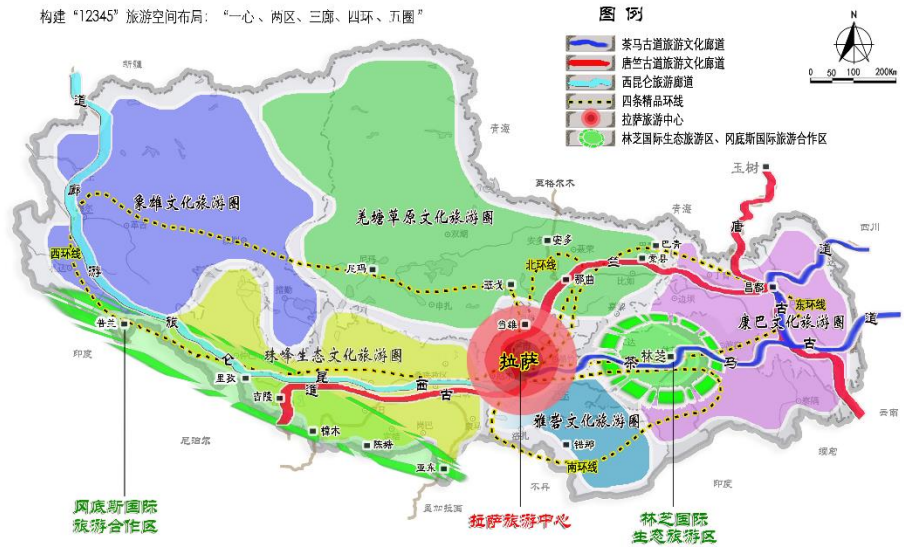
若重组成功新奥控股权进一步加强。目前控股股东新奥控股间接持有公司26.41%的股权，发行股份购买资产后，新奥控股将直接持有公司26.16%的股权，合计持股比例增至45.66%，有利于公司的运营管理和资本运作。

二、西藏旅游业市场空间广阔

(一) 政策助力打造世界旅游目的地

西藏旅游业发展受政策大力推动。在“西藏十三五旅游业发展规划”中，西藏自治区提出重点打造拉萨国际文化旅游城市，建设林芝国际生态旅游区和冈底斯国际旅游合作区，加快由景点旅游发展模式向全域旅游发展模式转变。林芝地区重点建设尼洋河旅游区、大巴松措旅游区、通麦易贡旅游区、波密冰川森林旅游区、横断山怒江峡谷旅游区、雅鲁藏布河谷旅游区、雅鲁藏布大峡谷等七大生态旅游功能区。冈底斯国际旅游合作区以阿里地区为主，普兰县作为核心，积极推进普兰边境旅游。

图表15：西藏全区旅游空间布局示意图



资料来源：西藏自治区十三五旅游发展规划，太平洋研究院整理

打造区域旅游名片，拉动客流增长。每年3-4月，林芝地区通过举办桃花节提前进入旅游旺季，桃花节作为林芝地区发展旅游的一张名片至今已有20年历史。2018年起西藏旅游发展厅推出“冬游西藏”的活动，活动从每年的10月15日至次年3月15日持续5个月，希望通过减免门票和补贴旅行社的方式拉动淡季客流提升，转变游客“西藏冬季不适宜旅游”的观念，激发旅游消费热情。

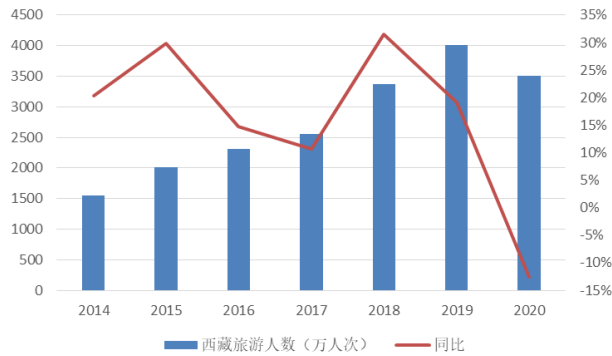
(二) 西藏旅游业处于高速增长期

旅游接待人数和旅游收入保持快速增长。近年来，随着交通改善、居民可支配收入提升、旅游基础设施建设完善等多方面因素的共同作用下，西藏旅游行业在以往低基数的基础上正处于高速增长期。2013年-2019年游客接待量复合增长率高达21%，旅游收入规模的复合增长率23%，年均旅游收入占全区GDP的比重超过25%，高于全国11%的平均水平。

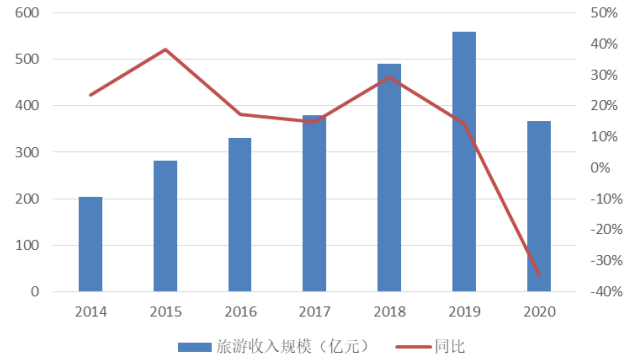
旅游业是带动西藏经济发展的支柱产业。2019年，西藏全区累计接待海内外游客4012.15万人次，同比增长19.1%，旅游收入达559.28亿元，同比增长14.1%，旅游收入占全区GDP的33%，旅游业带动西藏社会经济发展的重要地位已逐步确立。

图表16：2014-2020年西藏旅游接待量及增长率

图表17：2014-2020年西藏旅游收入规模及增长率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(三) 交通改善带动区域旅游发展

西藏旅游交通现状。目前省外游客前往西藏旅游仍以跟团游为主，旅行社一般会选择从拉萨进藏，然后通过公路交通前往林芝、日喀则、阿里等地区。虽然林芝、阿里、日喀则、昌都均设有机场，但由于海拔高起飞降落时间受限，通航城市有限，客流少票价高，不作为主要的旅游交通工具。

省内交通以318，219国道为主干路连接以拉萨为中心的林芝、阿里等主要城市。目前西藏内部的交通以公路运输为主，318国道（川藏公路南线）起始于上海，经四川成都进藏，在自治区内途径昌都市、林芝市、拉萨市、日喀则市，是省内非常重要的公路。219国道（新藏公路）连接新疆喀什与西藏日喀则，通过318国道与拉萨相连，是去往阿里地区的主干道。西藏地区公路不收费，以区间限速为主。

图表18: 川藏公路（317、318国道）



资料来源: 百度图片, 太平洋研究院整理

拉林高等级公路通车, 缩短交通用时。2019年4月26日, 西藏拉萨至林芝段高等级公路全线通车, 拉萨至林芝的通行时间由之前的8小时大大缩短至5小时以内, 提升了林芝地区的通达性, 游客前往林芝的意愿提升, 停留时间延长。

拉林铁路即将开通, 区域交通持续改善。铁路运输方面, 川藏铁路拉萨至林芝段铺轨完成, 2021年4月1日开始验收, 预计7月正式通车。拉林铁路设计时速160km/h, 开通后拉萨至林芝用时将缩短至3小时左右, 拉萨至林芝的客流转化率将再上新台阶。川藏铁路预计将于2026年建设完成, 建成后从成都到拉萨坐火车将从48小时减少到约13个小时, 省外游客进藏将有更多选择。

航空客运迅速发展, 航线数量增长。航空运输方面, 2020年拉萨新开航线数量增加, 每周执飞航班较2019年增长17.5%。自治区政府工作报告显示, 2021年西藏拟新增航线29条国内航线, 区内航线票价年内再降20%, 2021年西藏民航旅客吞吐量将突破600万人次, 旅游人次和收入双双增长20%以上。航线、班次、旅游便利性和经济性的持续改善将有力促进西藏全时全域旅游的可持续发展。

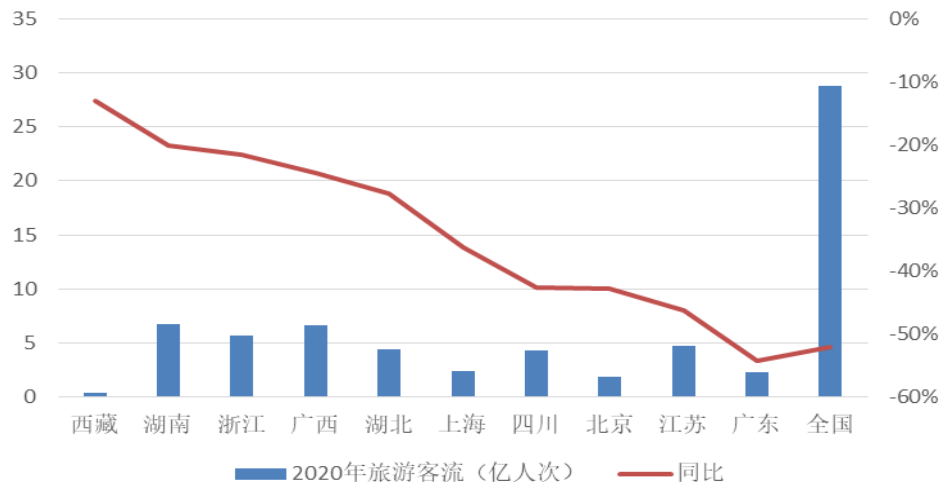
(四) 疫情后复苏速度全国领先

西藏地处西南边陲, 疫情控制优于内地。西藏自治区地广人稀, 疫情爆发以来累计确诊1例新冠肺炎病例, 是国内疫情控制最好的地区。且西藏地区旅游基数低, 近几年正处于高速增长期。

疫情后西藏旅游业迅速复苏。西藏大部分景区于3月底陆续恢复营业，布达拉宫等一系列标志性旅游资源于6月初恢复开放。2020年上半年西藏接待游客达833万人次，同比-38%，在全国旅游市场复苏率中排名第一。特别是5、6月，西藏旅游率先在全国实现正增长，同比增长率27.04%与36.86%。随着7月份跨省游业务的逐步开放，下半年西藏接待游客2671.6万人次，与2019年持平。

全年恢复情况大幅高于全国平均水平。根据西藏统计局《2020年全区经济运行情况》数据显示，2020年西藏接待国内外游客3505.01万人次/-12.6%，实现旅游收入366.42亿元/-34.5%。对比之下，去年全国旅游人次下滑52.1%，旅游收入下滑61.1%，西藏的恢复情况远高于全国平均水平。

图表19：2020年西藏旅游恢复领先全国



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、深耕优质景区，进入业绩兑现期

(一) 雅鲁藏布大峡谷

雅鲁藏布大峡谷是世界上最大的峡谷。谷内从高到低包含九个垂直自然带，生物多样性丰富。大峡谷景区位于林芝市米林县派镇，可以仰看著名的南迦巴瓦峰，俯瞰雅鲁藏布江、古村落等自然人文景观。2020年11月，文化和旅游部为林芝雅鲁藏布大峡谷景区授牌国家5A级旅游景区。

图表20：雅鲁藏布大峡谷游览图



资料来源：景区微信小程序，太平洋研究院整理

景区游览以观光车和游船为主。大峡谷景区游览路线沿江纵深而上，从景区大门到最深处直白村单程约20公里，绝大部分游客选择乘坐观光车游览，沿途经过大渡卡遗址、千年桑树、情比石坚、南迦巴瓦观山台和亲水平台几个主要景点。此外，公司还提供雅江游船服务，包括长线和短线，短线为景区内水面及湖心岛游览，长线与苯日景区形成联动。

公司在景区的收入主要来自门票、观光车、餐饮及游船、热气球、秋千等体验项目。其中门票旺季150元（每年10月15日至次年3月30日执行淡季门票75元，2018年开始每年10月15日至次年3月15日“冬游西藏”活动期间票价在淡季基础上再半价，即37.5元），其中政府收取30%，提取惠民基金10元，公司收入95元/人。进入景区的游客几乎全部乘坐观光车游览，车费90元/人。景区入口处有自助餐，餐费50元，60%左右的游客会选择用餐。

图表21：景区产品列表

产品	价格(元)	产品	价格(元)
门票	150	热气球	199
观光车	90	康养温泉	38
自助餐	50	咖啡厅	22-35
游船(短线)	160	文创产品	5-200
悬崖秋千	35		

资料来源：景区微信小程序，太平洋研究院整理

二销产品不断丰富，提升游客体验，增厚公司业绩。2018年新奥接手公司后为创建5A对景区进行了大量的升级改造，景区道路由单车道升级为双向车道，新建了游客接待大厅等很多基础设施。大峡谷景区主要观赏雅江、雪山等自然风光，为了增加与游客的互动性，丰富景区产品，公司开发了悬崖秋千、康养温泉、低空热气球等产品，产品创新对景区客单价的影响非常显著，2020年景区客单价192元，同比提升19.2%。目前景区团客占比65%-70%，但近年来随着自驾游的兴起，散客占比提升较为明显，预计未来二销产品的营收占比将进一步提升。

图表22：景区体验产品——低空热气球



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

图表23：景区体验产品——悬崖秋千



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

景区客流受进藏游客数量及旅游政策影响波动。2018年受自治区第一次“冬游西藏”政策（机票、酒店打折，门票免票，政府提供补贴）大力推动，西藏自治区旅游人迅猛增长，大峡谷景区客流47.6万人。2019年景区常规游览线路封闭施工，新开通线路的基础条件和游客接待能力有限，另外“冬游西藏”政策变化，设置最高奖励上限，机票、酒店打折力度下降，部分门票不再免票等，客流略有下滑至46.5万人。2020年7月15日跨省游恢复后，大峡谷景区开始发力，全年接待30.9万人。

桃花节期间景区客流大幅增长，2021年客流有望创新高。今年一二月份，受国内疫情反复的影响，国内旅游行业普遍受影响，3月林芝桃花节开幕，林芝地区旅游业开始快速升温，3月底4月初高峰期住宿“一房难求”。大峡谷景区内的索松村是观赏桃花的绝佳位置，雪山与桃花相映成趣。3月景区接待客流7.55万人，超过19年同期水平。从2020H2客流迅速恢复的状况及今年客流情况判断，我们预计今年全年客流大概率超过2018年高点，有望达到60万人。

图表24：大峡谷索松村桃花



资料来源：百度图片，太平洋研究院整理

(二) 巴松措

巴松措景区位于林芝市工布江达县，距林芝市区120公里，车程1.5-2小时。巴松措是藏传佛教红教的一处著名神湖和圣地，宗教地位高。湖水碧绿柔美，周围青山环绕，距岸边百米有一湖心岛，岛上有唐代建筑“措宗贡巴寺”，是西藏有名的红教宁玛派寺庙。2017年，巴松措被国家文旅部评为5A级景区，是西藏地区首个自然风光类的5A级景区，也是国家级森林公园。

图表25：巴松措景区概览



资料来源：巴松措景区，太平洋研究院整理

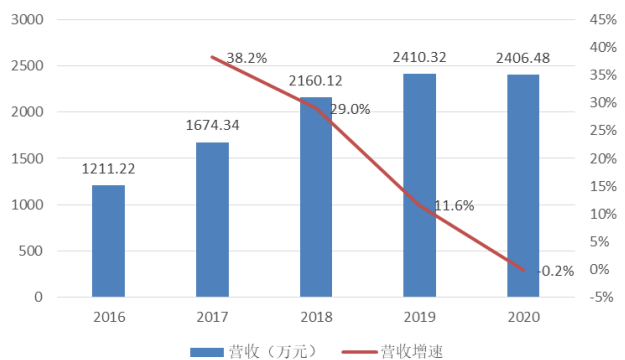
景区的游览一般有观光车和游船两种路线。观光车路线，游客在景区门口乘坐观光车到湖心岛游览，下岛后继续乘坐大巴车沿观景栈道各处景点游览，到达终点结巴村后住宿或返回。游船路线，游客坐大巴车到湖心岛后，换乘游船往返湖心岛——遗忘码头（遗忘即藏语结巴，也叫结巴村码头），步行前往结巴村游览。

西藏旅游持有巴松措旅游开发有限公司81%的股权。自然人贾文丽持有19%股权，由于历史原因，巴松措景区门票由政府收取并负责景区基础设施维护，公司在景区的收入主要包括观光车（50元）、游船（150元），政府收取15%的分成，此外公司还有帆船、热气球、敢敢咖啡、定制深度游等二销收入。进入景区的游客基本都会乘坐观光车，约有38%的游客会乘坐游船，游客乘船转化率对客单价的提升影响非常明显，2020年景区客单价90元/人，同比2019年提高30%。

恢复景区管理，加大水上投入。2018年公司控制权变更后，主要工作着手于：（1）恢复政府关系，修复与当地村民关系，实现合作共赢。（2）恢复景区管理，改变村民私自带游客进景区和民船游湖的乱象。（3）办理水上运输许可，推动当地成立海事局，通过收购村民个人游船实现水上独家合法运营。（4）加大水上投入，增加运力和船型，2019年增加新能源观光游艇和观光竹筏，2020年新增2艘帆船，供不应求的情况下今年将继续增加4艘。2020年景区接待游客27万人次。

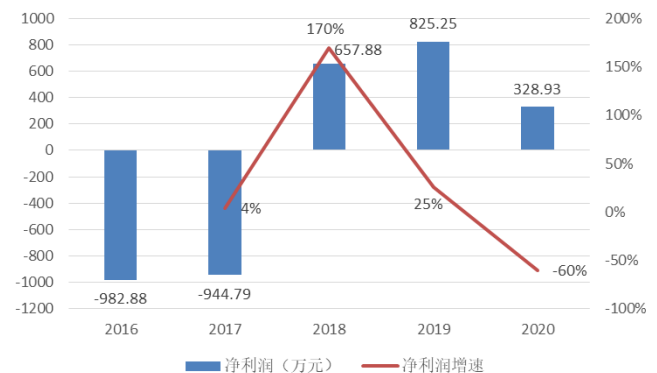
2018年起景区业绩大幅改善。2018年公司将亏损的巴松措酒店出售，并在当地政府的配合下推动了一系列的改革，当年巴松措景区营收接近翻倍（剔除酒店影响），利润增长接近两倍，实现扭亏为盈，距离新奥入主不足半年。2019年景区船游接待量持续增长，同时通过预算管理及内部控制，有效降低了运营成本，营收2410万/+11.6%，净利润825.25万/+25%。2020年受疫情影响景区收入与2019年基本持平，净利润下滑60%至329万元。

图表26：巴松措景区营收持续增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理
注：巴松措酒店资产2018年出售

图表27：巴松措景区净利润情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

景区未来定位高端滨湖度假景区，产品打造持续推进。目前景区常规游览路线止于结巴村，仍有大量优质旅游资源待开发。未来公司对景区的打造主要在三个方面：（1）丰富水上体验类产品。新增水上休闲类运动，如垂钓、游船、漂流、皮划艇等。新建措高湿地码头、户外乐园等、新增措高湿地水上线路，逐步完善水上项目布局。（2）依托结巴村，

打造滨湖度假休闲小镇目的地，增加内容消费，提高住宿和过夜率。（3）打造白朗沟高端徒步体验产品，近距离体验冰川、河谷、森林等自然生态。

图表28：巴松措景区仍有深度开发的空間



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

（三）阿里神山圣湖

阿里地区的冈仁波齐峰和玛旁雍措并称为“神山圣湖”，是4A级景区。冈仁波齐神山被苯教、藏传佛教、印度教以及耆那教共同认定为“世界的中心”，每年，来自藏区、印度、尼泊尔等世界各地的香客前来转山转湖，希望洗涤灵魂，免受轮回之苦。

阿里地区的旅游市场呈现以下特点：

- 1、**交通不便，民众通行受行政管制。**神山圣湖所在的阿里地区普兰县距离拉萨1200公里，驾车需18小时。阿里昆莎机场仅通航拉萨（每天3-4班）、喀什（每周1-2班）、成都（每天一班，经停拉萨）、西安（每周一班，经停喀什）四个城市，且航班数量少。国内游客去阿里旅行需要办理边防证，境外游客需要有资质的旅行社办理入藏函。
- 2、**高原缺氧，旅游基础设施薄弱。**阿里地区平均海拔4500米，转山最高海拔5700米。阿里全年平均气温仅为0度，气候环境恶劣。景区及周边住宿条件较差，旅游配套有待提升。公司此前在景区内及县城持有两家酒店，2018年出售给关联企业。
- 3、**游客以香客及高端户外团队为主。**目前，旅游区以国内和国际香客为核心，主要以藏区、内地、印度、尼泊尔等南亚地区为主。近年来，以高原观光、户外探险、

感受宗教文化为目的的高端旅行产品逐渐丰富，国内旅游团队及散客的数量明显增长。

景区收入主要来自于景区门票和观光车。目前神山和圣湖的门票分别为150元，政府分成20%，此外还有环湖观光车、神山观光车、救援转运等旅游服务收入。景区每年向政府缴纳80万元的资源使用费。

图表29：冈仁波齐转山路线图

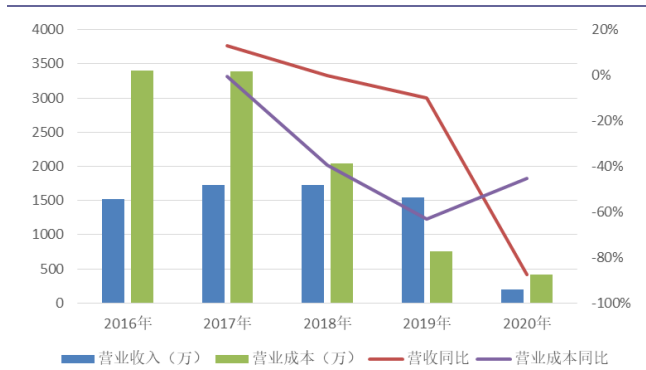


资料来源：百度图片，太平洋研究院整理

2018-2019年营业成本大幅下降，业绩明显改善。受客流量、交通、自然环境等因素影响，景区收入增长有限，运营成本较高，连续多年处于亏损状态。2018年5月公司将阿里地区的两个酒店出售，营收与2017年持平，运营成本大幅下降。2019年酒店出售继续影响景区营业收入和营业成本，如不计酒店的影响，营业收入较上期增长 13.50%，毛利率较上期增长 4.82%，主要原因是游客接待量及景区内二次消费产品收入实现一定增长。2020年受疫情影响，境外客源无法进入，中印边境紧张导致西藏本地游客赴阿里受到一定政策限制，景区收入大幅下滑88%，公司压缩成本节约开支，营业成本下降45%。

图表30：神山圣湖景区收入成本情况

图表31：阿里神山冈仁波齐



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: 百度图片, 太平洋研究院整理

宗教色彩浓郁，潜在客流巨大。印度教是世界人口信奉最多的宗教之一，教徒超过10亿，在南亚、东南亚、欧洲、北美、南非等地均有广泛的印度裔信徒。藏传佛教分布于我国藏族主要聚居地区（西藏、青海、四川、甘肃、云南等）以及蒙古，尼泊尔，不丹，印度、俄罗斯的部分地区，信徒约1300万。印度教、藏传佛教、苯教以及耆那教信徒都相信绕神山圣湖转圈可以洗清一生罪孽，在轮回中免遭堕入无间地狱，甚至脱离六道轮回来世成佛。如果在转山中死去，被认为是一种造化。因此转山朝圣被信众视为一生中最重要的事，甚至不惜倾家荡产来此践行。此外，以宗教文化体验、观光、户外为目的的高端游客是当地客流的另一个增长点。

以“轻开发、重运营”为原则，打造成全国高端旅游新高地。阿里景区后续发展方向更加侧重质量，为不同客群打造不同的体验产品、游线和服务；提升景区基础设施质量，争创5A级景区。**针对香客，增加补给点，提供生命保障。**根据转山、转湖不同路段的难易程度及体力消耗程度，结合餐饮、营地、医疗设施等项目合理新增补给服务点。**针对自驾游客，增加体验内容，丰富游客体验。**以“PASS“联票模式打造”山湖联动“完整体验。同时在山湖同框观景台、大经幡、直热寺、高原温泉公园等景点打造一系列网红打卡点。**针对高端团客，提供全程无忧的服务和体验。**提供全程定制化，全程供氧服务。结合周边核心资源，推出地接服务，并上线低空飞行推出“空+陆”旅游模式，让游客用最短时间和最少体力体验最多的产品。

（四）苯日景区

苯日景区地处林芝市半小时旅游圈内，又在拉萨或林芝前往大峡谷景区的必经之路上，景区客源包括本地休闲游客和长线团队及散客。景区自然景观包括尼洋河湿地风光和苯日神山，游客可以登上观景台和雅尼玻璃栈道欣赏自然风光，也可以参与尼洋河漂流，或者

乘船游江并往返江心岛，公司在岛上组织了“彩跑节”，开发了越野赛道、沙滩摩托、旋转秋千等休闲项目。长线游船产品可以从苯日景区行驶至大峡谷景区，沿途欣赏高原自然风光，形成景区之间的联动。2020年公司打造了针对周边游客的林卡营地，用于本地游客休闲娱乐烧烤聚会。

公司在景区的收入主要包括景区门票、景区直通车、租车、游船、漂流餐饮及江心岛休闲项目等二销收入。其中景区门票价格70元，19年开始政府分成40%，短程游船150元，苯日-大峡谷景区的长线游船710元。2019年景观收入1700万（不含政府分成），其中门票收入占比45%，约有15%的游客乘坐游船。目前景观团队游占比80%，以过路游客为主，停留时间较短，未来景区的发展方向主要集中在本地游客，通过丰富景区产品，打造城市周边休闲娱乐目的地。

图表32：苯日景区风光



资料来源：百度图片，太平洋研究院整理

图表33：尼洋河游船



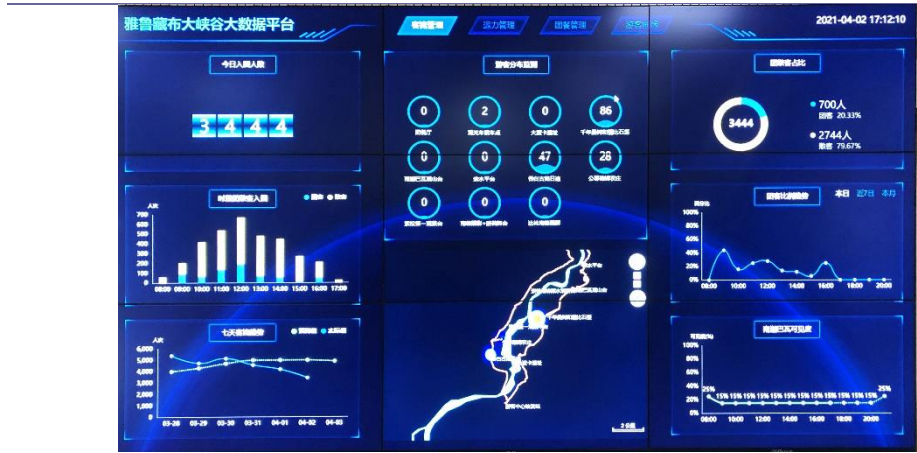
资料来源：百度图片，太平洋研究院整理

四、智慧化运营 布局全域旅游

（一）智慧生态平台建设

完善景区大数据采集，根据游客画像打造有竞争力的产品。公司在旗下景区重点搭建大数据平台，根据游客实名购票信息、景区实时监控、产品动销情况采集基础数据，分析游客地域来源、年龄层次、停留时间、产品偏好等信息，用于指导产品研发，营销策略，提升服务质量。

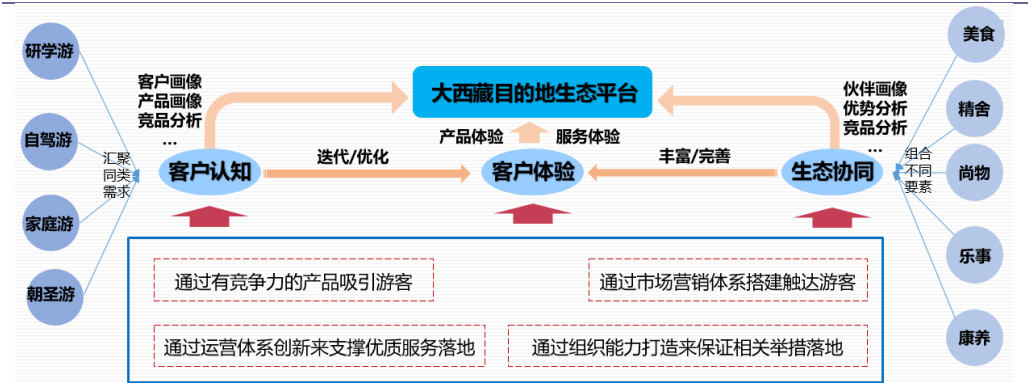
图表34：景区大数据平台



资料来源：大峡谷景区，太平洋研究院整理

整合当地旅游资源，打造智慧生态平台。目前林芝地区旅游要素相对分散，游客初次抵达存在信息获取不及时、不对称的问题。公司是林芝当地最大的旅游企业，具有较高的社会声望，正积极参与林芝市智慧旅游平台搭建，希望能够发挥资源聚集优势，通过数字化技术，将吃、住、行、游、购、娱等旅游各要素整合在一起，打造智慧生态平台，通过游客画像与产品画像的匹配，为游客提供多样化的最优解决方案，提升游客的归属感和满意度，支撑林芝地区打造国际生态旅游区。

图表35：打造智慧生态平台



资料来源：太平洋研究院整理

(二) 建设地接服务体系，提升游客体验

打通旅游“最后一公里”，以林芝片区为试点建立地接运营中心。公司计划通过布局游客主要交通入口，打通林芝区域内部交通，实现机场、火车站与市区集散点、酒店及景区直通，覆盖林芝散客中心+林芝高铁站+米林高铁站+景区，占领交通触点资源，为游客提

供全方位的交通出行解决方案，探索地接服务体系。择机在阿里地区推广，拉萨到阿里直通及沿线资源合作，同时围绕阿里地区落地环线。拉萨地接考虑与生态伙伴合作建立。

图表36：构建旅游地接服务体系



资料来源：太平洋研究院整理

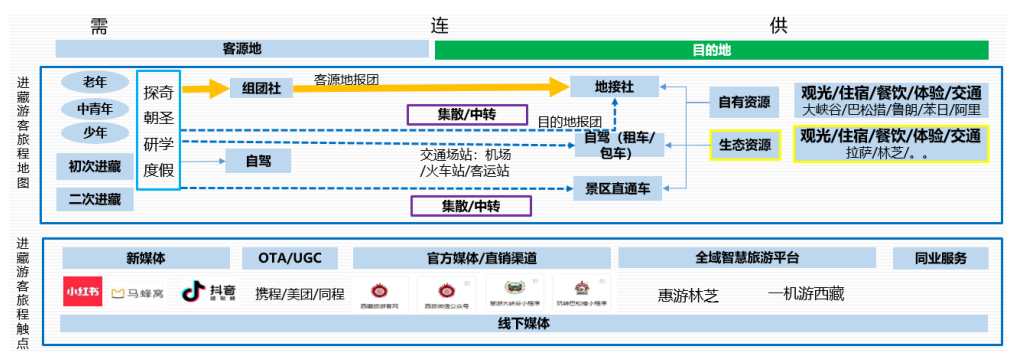
(三) 搭建数字营销体系，全链路全渠道营销

构建全渠道营销体系，实现精准营销。基于大数据平台积累的游客信息，公司对进藏客群的情况进行全方位分析，识别游客出行地图触点价值，构建全渠道品牌营销体系，大力发展中高端市场，重点提升品牌形象及私域流量建设，逐步降低对传统渠道的依赖，根据游客需求，实现精准定位和营销。

借助“慧游”系列小程序，实现游客即时互动并认知客户需求。目前各景区的直销渠道包括微信公众号和小程序，游客可以在小程序中预订景区体验产品，查看景区导览、景点介绍和游玩攻略，购买文创商品，预约导游服务。未来公司会将小程序整合升级，实现景区之间、景区与本地生活之间的一体化，提供全方位多样化的服务。

加大外部媒体营销力度，主题活动提升媒体曝光度。公司加大在外部媒体的营销力度，小红书、抖音、各大OTA/UGC均有布局。通过举办巴松措短视频大赛、自行车越野赛等、笨日彩跑节、大峡谷音乐节、彩林节、工布新年等主题活动实现良好的曝光效果，吸引大量区内外游客的关注度及参与。

图表37：数字营销体系



资料来源：太平洋研究院整理

五、重组新绎游船 提升业绩贡献

(一) 历史沿革

2006年北海海运国企改制，新奥集团实现控股。1952年6月，广西省国营轮船运输公司北海分公司成立，1993年更名为广西北海海运总公司。2006年7月5日，北海市国资委与新奥集团签订《国有产权转让合同》，转让北海海运剥离了非经营性资产和闲置码头资产后的生产经营性净资产，新奥集团以北海海运净资产出资设立新奥海洋运输有限公司，后更名为“北部湾旅游有限公司”。最初北部湾旅以能源运输为主业，后随着北海旅游业的发展，旅游客运（北海-涠洲岛、北海-海口），旅游服务逐渐成为主要收入来源。

旅游运输业务2015年上市，2018年划转至新绎游船。2015年北部湾旅（603869.sh）上市，后更名为新智认知，2018年新智认知将航线业务（北海-涠洲岛、北海-海口航线）、港口码头服务、船舶修造业务相关的主要资产、负债、人员通过增资划转及承债式转让的方式转移至全资子公司新绎游船。

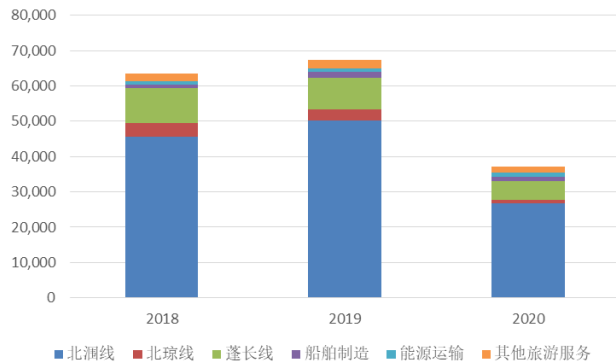
新智认知剥离新绎游船至新奥控股。2020年12月，为进一步聚焦城市安全智慧运营商主线，新智认知将新绎游船以13.7亿出售给关联方新奥控股。此时，新绎游船在整体业务构成、业务发展方向及资产构成相较于IPO时发生了一定变化。新绎游船通过收购渤海长通新增长岛-蓬莱航线，不再经营旅行社业务，战略定位为：立足于现有海洋旅游航线业务，并依托于IPO之后新建的航站楼、海洋旅游基地等基础设施，打造以海洋旅游航线为中心，集购物、运动、娱乐服务为一体的综合体。

(二) 主营业务分析

新绎游船主营业务为海洋旅游运输服务。新绎游船目前主要运营了北海-涠洲岛、北海

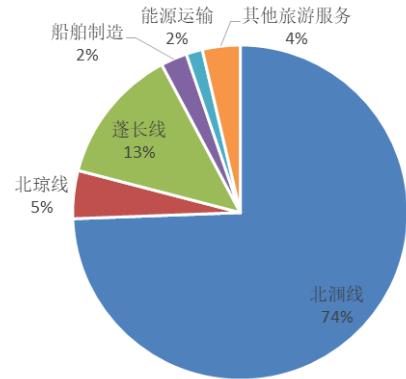
-海口以及蓬莱-长岛3条海洋旅游航线，其中航线业务收入占公司总营收的90%左右。除海洋旅游运输服务外，公司还从事了船舶修造业务、能源运输业务和旅游服务业务，但收入占比10%左右。

图表38：2018-2020年新绎游船收入构成（万元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表39：2019年新绎游船收入占比

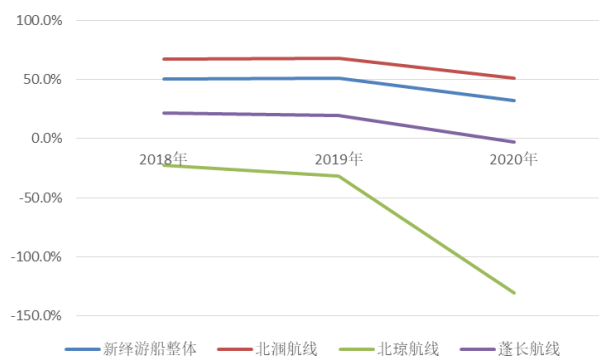


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

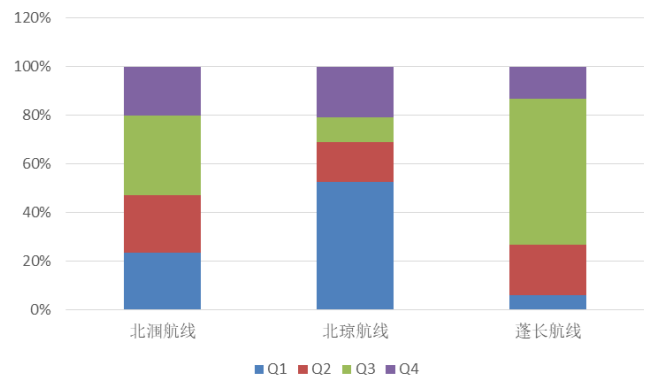
发展战略上，新绎游船致力于旅游航线向旅游目的地的转型。航线业务以外，公司将航线两端的集散中心作为未来发展的重点方向，突破原有的港口功能，致力于旅游体验的提升，而航线是连接两端场景的运输工具。

北涸航线在现有三条航线中毛利率高，优势明显。2018-2020年新绎游船整体毛利率分别为50.4%、51.1%、32.1%，净利润分别为15576万元、13545万元、3767万元，净利率分别为24.5%、20.1%、10.1%。2019年净利润及净利率的下滑主要是当期费用增加及处置酒店资产带来的资产减值损失，2020年主要受疫情期间停运及全年客流下滑影响。其中，北涸航线18-20年毛利率分别为66.8%、67.5%、51.3%，北涸线客流量大，季节性差异小，运营效率更高。

图表40：2018-2020年新绎游船主要业务毛利率

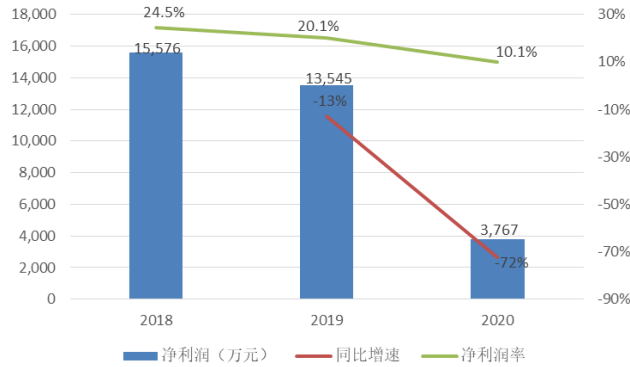


图表41：2019年各航线客流分布季度占比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

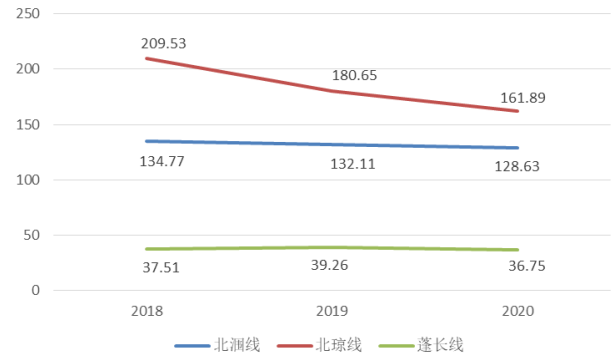
图表42: 2018-2020年新绎游船净利润情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表43: 2018-2020年各航线平均客单价



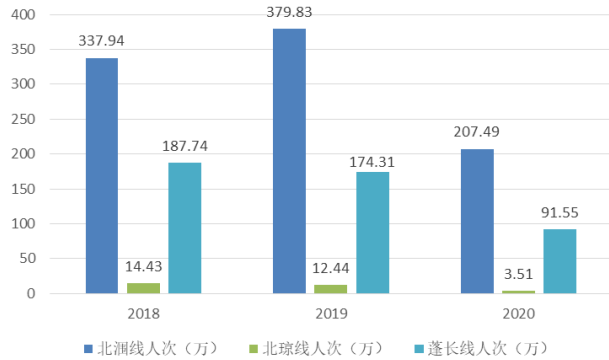
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

北涠线和北琼线采用市场调节定价, 蓬长线采取政府定价, 各航线客单价基本稳定。公司客船主要分为高速客船、普通客船和客滚船。在市场调节定价的航线, 公司根据自身的经营成本、船舶状况、靠泊条件及市场供需情况制定和调整各航线相应船舶的票价, 报备当地物价及交通主管部门。北涠线从2013年以来船票价格基本稳定, 根据船型、客舱服务、座位等级分为120/150/180/210/240五档, 其中150元为主力价格。北涠线整体客单价在130元左右, 根据当年营销活动力度小幅波动。北琼线18-20年客单价波动较大是由于船票售价较高的北部湾66号船由于北海港口停靠能力问题于19年8月停运。蓬长线客单价变化较小。

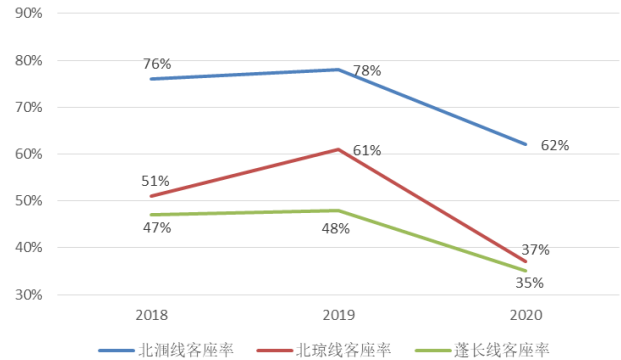
北涠航线乘客人次快速增长, 客座率高。18-19年北涠线乘客人次增长12.4%, 北涠线Q1-Q4客流分布更加均衡, 全年客座率较高。北琼和蓬长线淡旺季区分更加明显, 北琼线旺季在Q1、Q4, 蓬长线Q3客流占全年60%以上, 且北琼和蓬长线非独家运营, 班次调整不够灵活, 影响客座率的提升。

图表44: 2018-2020年各航线乘坐人次

图表45: 2018-2020年各航线客座率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表46: 各航线客船类型及数量

航线	高速客船	普通客船	客滚船
北海-涠洲岛	5	2	-
北海-海口	-	-	1
蓬莱-长岛	2	3	7
合计	7	5	8

资料来源: 公司公告, 太平洋研究院整理

(三) 航线业务分析

1、北海-涠洲岛航线

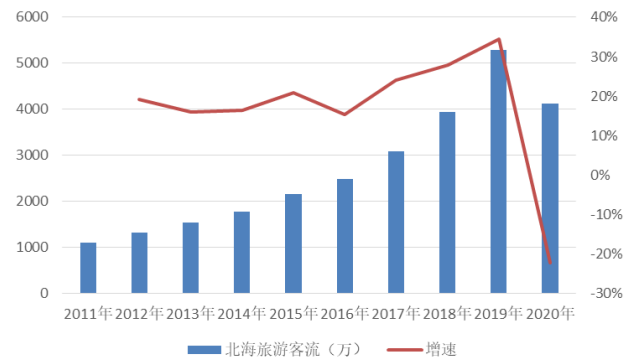
北海成为热门滨海旅游目的地。北海是我国首批十四个沿海开放城市之一，近年来，北海在外部交通、城市基础设施建设、旅游市场推广等方面加大投入力度，旅游配套设施日益完善，对游客的吸引力大幅提升。2011年-2019年，北海市旅游客流的复合增长率达到21.6%，远超全国旅游客流10.8%的增速。

涠洲岛是中国最大、最年轻的火山岛。涠洲岛位于北海市东南面北部湾海域，面积约25平方公里。涠洲岛拥有海洋生态系统、原生态环境、火山遗址及特有的海岛风光，还有鳄鱼山景区（5A）、三婆古庙、石螺口海滩、滴水丹屏、芝麻滩、天主教堂、嘉庆古炮台、海洋灯塔等景点，具有丰富的历史文化内涵。

旅游业的发展带动涠洲岛客流大幅增长。2005年《中国国家地理》杂志“选美中国”活动中，涠洲岛被评为“中国十大最美丽海岛”，位列第二。近年来涠洲岛旅游业保持迅猛发展。北海市政府积极推动涠洲岛旅游基础设施升级，加强涠洲岛生态环境及海岛资源保护，不断提高涠洲岛海岛旅游的接待能力。2015年-2019年涠洲岛上岛人数保持22.2%的复合增速。2019年上岛人数162万人，2020年受疫情影响下滑至62万人，2021年3月开始随着疫

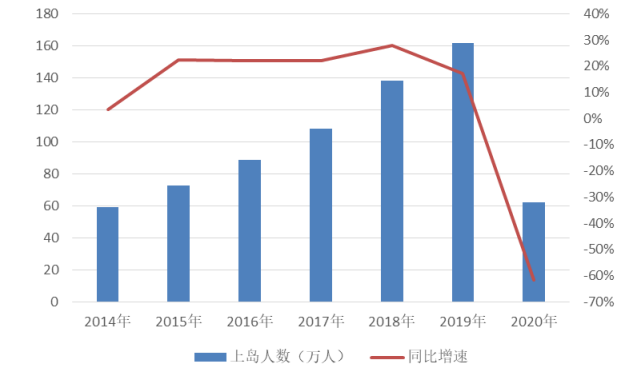
情管制的放松客流迅速恢复。北涠航线是游客进入涠洲岛的唯一交通方式，伴随着涠洲岛旅游业的发展，旅游客运业务持续保持增长。

图表47：北海市旅游客流持续高增长



资料来源：广西省统计局，太平洋研究院整理

图表48：涠洲岛上岛人数持续增长



资料来源：涠洲岛管委会，太平洋研究院整理

新绎游船独家运营北涠航线。北涠航线航程24海里，乘坐高速客船80分钟即可到达。新绎游船自有的北海国际客运港是北海到涠洲岛的唯一官方上岛渠道，且其参股公司新奥航务（持股49%）控制涠洲岛目前唯一使用的客运码头——涠洲岛西角码头，公司目前是北海至涠洲岛旅游航线独家运营商。新奥2006年开始运营北涠航线后，在船舶、港口、旅游服务设施等方面进行了大量的投资，从运营经验、船队规模、技术水平、管理人才等方面均不存在竞争对手。旅游客运涉及城市交通运输，从政府的角度以安全运营为第一要务，因此公司独家运营北涠航线受政府支持。

拥有当地最大船队，承接游客和居民出海观光、交通往返等需求。凭借持续船型升级、新型高档游船投运，公司已成为所在地区船队规模最大、载客能力最强的海洋旅游船队之一。北涠线目前共有客船7艘，其中高速客船5艘，普通客船2艘，公司对北涠线船舶持续更新投入，2020年新造北游26号，技术水平、船舱装饰布局、航程体验均处于行业领先水平。

图表49：北海-涠洲岛航线客船情况

船舶名称	客船种类	投入运营时间	客位数	航速	抗风等级	吨位	油耗 (吨/航次)
北游 26	高速客船	2020.7	1200	32.5	7级	2620	1.4
北游 16	高速客船	2013.1	1146	35	7级	2440	1.52
北游 12	高速客船	2012.9	1146	35	7级	2440	1.47
北游 18	高速客船	2011.10	372	29	6级	460	0.7
北游 28	高速客船	2011.10	372	29	6级	460	0.71
北游 25	普通客船	2018.12	850	17.5	8级	3938	1.66
北游 15	普通客船	2015.9	636	17.4	8级	2521	1.31

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

涠洲岛游客接待能力仍有较大空间。受岛上水、电供给能力限制，同时考虑到岛上生态环境保护，涠洲岛实行限流，目前实施的标准是夏季9000人/天，冬季11000人/天，小长假（如十一、春节）游客停留时间长的情况下限流9000人。水、电供给是岛上游客接待能力的主要瓶颈，目前岛上水、电均为自给自足，自来水厂正在进行二期扩建，供电政府正在推进跨海联网工程，随着水电及岛上旅游配套的完善，未来上岛限流仍有较大的提升空间。

航班安排灵活，具有控本增效优势。2018、19年新绎游船北涠航线客座率分别为76%、78%，20年Q3客座率迅速恢复至72%。公司客座率持续保持优秀，运力利用率高，效益最大化。公司采取灵活排班制度，可根据淡旺季客流量有效调整航班次数，保证每趟航班的上座率维持在理想区间内，从而最大化利用已有运力、控制成本、提高效率，缓解疫情、台风等不利外部环境造成的消极影响。

2、北海-海口航线

北琼旅游航线跨越北部湾，是广西和海南之间唯一的客运通道，也是两省间物资交流的重要渠道。北琼线全程 119 海里，由新绎游船和海峡股份共同运营，每日双方各安排一个北海至海口航班及一个海口至北海航班，旺季各增加一班单程航线，夕发朝至。北琼线客货混运，全部为客滚船。目前公司仅北部湾3号用于北琼线，豪华船北部湾66号由于靠泊港口受限2019年暂时退出。

图表50：北海-海口航线客船情况

船舶名称	客船种类	投入运营时间	客位数	载车量	抗风等级	吨位	油耗 (吨/航次)
北部湾3号	客滚船	1999.2	367	40	7级	2572	1.56
北部湾66(停)	客滚船	2017.9	700	75	8级	12336	7.34

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

北琼线有望受益于海南自贸港建设带来的客流增长。目前内陆沿海通往海口的客轮主要始发于广东湛江的徐闻港，全程60-90分钟，相对更加便捷。广西省到海南铁路客运班次较少，北海到海口无直达列车，北琼线是广西到海口客运的有力补充，满足了北海直达海口的客运需求。航线从93年开始运营，每年稳定20-30万客流，一四季度海南岛旺季，北琼线客座率相对较高。随着海南自贸港建设和离岛免税政策的深入人心，未来北琼线有望受益于海南省客流的的增长。

3、蓬莱-长岛航线

公司通过控股子公司渤海长通经营蓬莱-长岛航线。蓬莱-长岛航线全程约 7 海里，乘坐客船约需40分钟到达，蓬长线承担了岛陆间人员和货物的运输任务。新智认知于 2016 年4月完成对长岛渤海长通旅运有限公司65%股权的收购，并于 2019年10月以渤海长通 65% 股权对新绎游船进行增资，从而新绎游船的航线业务增加蓬莱-长岛旅游航线。目前蓬长线由三家船运公司共同运营，渤海长通以营收规模统计的市场占有率均接近 50%，运力规模最大，市占率最高。山东半岛旅游淡季明显，Q3接待客流占全年的60%以上，Q2占比约20%。

图表51：蓬莱-长岛航线客船情况

船舶名称	客船种类	投入运营时间	客位数	载车量	抗风等级	吨位	油耗(吨/航次)
寻仙 71	高速船	2019.6	360	-	7 级	694	0.15
寻仙 70	高速船	2019.6	360	-	7 级	494	0.14
海马 5 (停)	高速船	2019.11	99	-	7 级	82	0.1
长岛明珠	客滚船	2016.5	499	27	8 级	3737	0.24
长岛银珠	客滚船	2017.11	430	24	8 级	2981	0.26
长岛金珠	客滚船	2017.10	430	24	8 级	2981	0.27
长岛丹珠	客滚船	2018.3	260	5	7 级	635	0.12
长通 16	客滚船	2016.2	414	12	7 级	1802	0.27
新长通 1	客滚船	2016.2	470	21	8 级	1942	0.23
长通 3	客滚船	2016.2	376	14	7 级	955	0.1
寻仙 80	普通客船	2018.3	360	-	7 级	1916	0.16
寻仙 81	普通客船	2018.3	360	-	7 级	1916	0.16
寻仙 12	普通客船	2017.1	400	-	8 级	782	0.52
寻仙 16 (停)	普通客船	2019.11	360	-	7 级	496	0.33

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

蓬长航线票价近年有一定上调，带动客单价提升。蓬莱至长岛及长岛县域内各航线轮渡票价均为政府定价，根据航运企业经营和成本情况，结合长岛县政府和港航局意见，烟台市物价局对蓬长轮渡票价予以确定。2016年初至2017年8月底，蓬长线票价统一为30元，2017年9月全部船型提高到45元，2019年6月5日至今政府将高速客船的票价调整为60/80/100元三档，其他船型不变，带动客单价从38元提升至39元。

六、盈利预测与投资建议

(一) 西藏旅游业绩预测

目前公司景区业务收入占比7-8成，是收入的主要来源。在现有景区中，雅鲁藏布大峡谷和巴松措是西藏地区仅有的两个自然风光类5A级景区，游客转化率高，停留时间长，疫情前合计贡献了约75%的景区业务收入。2020年疫情期间游客向核心景区集中，两大景区贡献了景区业务收入的近90%。从毛利率上看，大峡谷景区毛利率在左右55%，巴松措毛利率超过50%，是公司的主要利润来源。

疫情后核心景区将迎来客流和客单价双升，带动营收高速增长。今年3月以来，核心景区客流快速恢复，到3月底已经持平甚至超过疫情前水平，随着Q2、Q3旅游旺季的来临，全年客流较去年大幅增长的确性强。疫情期间，景区加强基础设施建设，开发创意旅游产品，增加游客门票之外的二次消费，大峡谷和巴松措客单价均明显提升。未来随着景区产品的继续打磨，客单价仍有提升的空间，同时带动毛利率的提升。客流和客单价共同增长下，预计大峡谷景区2021-2023年收入分别为10155万元/13160万元/16582万元，同比增速71%/30%/26%；预计巴松措2021-2023年营收分别为3441万元/4460万元/5620万元，同比增速43%/30%/26%。。

苯日景区在承接外地客流的同时积极开发本地周边游群体，景区产品丰富度提升，江心岛开发提上日程。2019年收入下降主要受到政府分成变化、冬游西藏补贴减少以及租车业务线路受制等外部因素的影响，如不考虑上述因素影响与18年收入基本持平。今年景区将重点打造林卡营地和江心岛户外，布局本地客流的消费。预计景区2021-2023年收入分别为1758万元/2089万元/2413万元，同比增速129%/19%/16%。

阿里地区客流恢复有待出入境政策放开，宗教圣地潜在客流量大。预计阿里地区今年仍以国内客流为主，收入大幅恢复仍有待出入境政策的放松，随着国际上疫苗的逐渐普及，边境口岸会逐步放开。为宗教信仰而来的客流稳定性高，以户外观光、宗教文化体验为主的客流也在增长，景区未来的成长空间仍很大。

图表52：主要景区业务收入预测

		2018年	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E
大峡谷景区	客流（万人次）	48	47	31	48	57	69
	客流增速		-2%	-34%	55%	20%	20%
	客单价（元）	162	162	193	212	229	240
	客单价增速		0%	19%	10%	8%	5%
	营业收入（万元）	7713	7518	5956	10155	13160	16582
	收入增速		-3%	-21%	71%	30%	26%
	毛利率	57%	54%	54%	56%	57%	58%
巴松措	客流（万人次）	31	35	27	35	42	50
	客流增速		7%	-23%	30%	20%	20%
	客单价（元）	69	69	90	99	107	112
	客单价增速		1%	30%	10%	8%	5%

	营业收入 (万元)	2160	2410	2407	3441	4460	5620
	收入增速		-7%	0%	43%	30%	26%
	毛利率	41%	51%	53%	53%	54%	55%
苯日	客流 (万人次)	29	23	14	23	25	28
	客流增速		-20%	-39%	60%	10%	10%
	客单价 (元)	69	74	55	77	83	87
	客单价增速		7%	-26%	40%	8%	5%
	营业收入 (万元)	2011	1729	785	1758	2089	2413
	收入增速		-14%	-55%	124%	19%	16%
	毛利率	27%	24%	-31%	25%	26%	27%
神山圣湖	客流 (万人次)	5	6	1	2	5	8
	客流增速		10%	-77%	50%	150%	50%
	客单价 (元)	260	268	143	214	278	334
	客单价增速		3%	-47%	50%	30%	20%
	营业收入 (万元)	1365	1549	192	432	1405	2529
	收入增速		14%	-88%	125%	225%	80%
	毛利率	1%	15%	-115%	1%	15%	20%

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

预计未来三年在收入增速63%/32%/27%，毛利率持续改善。2018-2020年，公司年报数据在收入、成本、费用等方面的统计口径发生了部分变化，为了更好的了解公司的经营情况，我们对2018和2019年景区业务的毛利率按照2020年口径进行了还原，可以看到公司景区业务毛利率持续改善。2020年虽然疫情导致收入大幅下滑，但受景区二次消费金额大幅增长的影响，毛利率降幅很小，这一改善在疫情后会继续大幅提升景区业务毛利率。预计公司2021-2023年整体收入为20018万元/26337万元/33525万元，增速分别为59%/32%/27%，毛利率提升至46%/47%/48%。

图表53：西藏旅游整体收入预测

		2018年	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E
景区业务	营业收入 (万)	14564	13555	9619	15787	21114	27144
	营收增速	26%	-7%	-29%	64%	34%	29%
	还原后毛利率	44%	45%	43%	50%	50%	51%
其他业务	营业收入 (万)	3296	5237	2974	4231	5223	6381
	营收增速		88%	-43%	42%	23%	22%
	毛利率	-2%	36%	25%	29%	33%	37%
西藏旅游	营业收入 (万)	17860	18792	12593	20018	26337	33525
	营收增速		12%	-33%	59%	32%	27%
	还原后毛利率	38%	42%	39%	46%	47%	48%

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

注：毛利率与年报数据差异的说明：

- 1、2020年公司对成本口径进行了重分类，大峡谷景区的景区构筑物折旧由管理费用重分类至成本。
- 2、19年销售政策变动，由支付现金形式变成折扣方式（收入减少，费用减少）。

（二）投资建议

2018年7月新奥控股入主西藏旅游后，在企业文化、组织架构、产品运营、人才储备、激励机制等方面做出重大调整。经过近3年的打磨，期间经历了疫情的考验，公司的经营管理逐渐步入正轨，产品创新研发和游客服务受到市场认可，业绩大幅改善。

公司业绩将受益于：（1）疫情恢复带动客流恢复性增长；（2）西藏地区的旅游客流的增长。近年来西藏地区政府加大旅游推广力度，2013年-2019年西藏游客接待量GAGR增速21%，旅游收入CAGR增速23%。公司景区资源禀赋突出，将承接更大的客流增量；（3）最重要的一点：过去两年多公司在景区的大量投入和提升将逐渐形成竞争优势并反映在业绩上，公司驶入高速成长的赛道。

为了寻找新的业绩增长点，完善产品布局公司拟收购新绎游船资产。新绎游船具有稳定的现金流和优秀的利润率，能够淡化西藏地区淡旺季差异明显的问题，大幅提升公司的盈利能力，预计交易将在今年年内完成。

不考虑重组事项对公司业绩的影响，预计2021-2023年西藏旅游实现归母净利润2474万元、3355万元、4421万元，同比增速424%、35.6%、30.4%，EPS分别为0.11元/股、0.15元/股、0.19元/股，对应PE分别为102倍、75倍、57倍。

我们看好公司经过管理提效、产品升级创新后带来的持续成长性，看好新绎游船重组给公司带来的业绩增量及其自身的成长空间，给予公司“买入”评级。

七、风险提示

公司存在与新绎游船重组失败的风险；存在收购新绎游船后业绩承诺不能完成，整合效果不达预期的风险；存在新项目拓展速度低于预期的风险；存在已有项目受恶劣天气、自然灾害、突发事件、疫情、边境冲突等影响临时或长期停业、收入下滑的风险；存在国内疫情因素导致旅游市场发生较大变化的风险；存在宏观经济下滑影响游客出行意愿的风险。

资产负债表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	93	472	400	527	671
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收和预付款项	46	41	67	75	105
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	10	8	10	13	15
其他流动资产	439	74	274	324	374
长期股权投资	0	0	0	0	0
金融资产投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产和在建工程	278	315	298	278	252
无形资产和开发支出	429	427	371	315	259
其他非流动资产	25	32	16	3	3
资产总计	1321	1368	1436	1535	1679
短期借款	94	59	58	46	56
交易性金融负债	0	0	0	0	0
应付和预收款项	150	197	142	196	219
长期借款	19	17	17	17	17
其他负债	4	60	23	37	90
负债合计	266	333	240	295	382
股本	227	227	227	227	227
资本公积	954	928	928	928	928
留存收益	-125	-121	-96	-62	-18
归属母公司股东权益	1056	1034	1191	1232	1283
少数股东权益	-1	1	4	8	13
股东权益合计	1055	1035	1196	1240	1296
负债和股东权益合计	1321	1368	1436	1535	1679

现金流量表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	80	21	64	192	91
投资性现金流	-94	319	-140	-60	-55
融资性现金流	-106	30	5	-6	108
现金增加额	-120	370	-71	126	144

利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	188	126	200	263	335
营业成本	95	78	108	139	173
营业税金及附加	1	0	1	1	2
营业费用	14	6	14	18	23
管理费用	69	54	62	80	100
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	2	4	3	3	3
资产减值损失	0	-3	0	0	0
投资收益	13	12	13	14	15
公允价值变动损益	2	1	1	1	1
其他经营损益	-1	7	2	0	-2
营业利润	21	7	28	37	48
其他非经营损益	1	-1	1	1	1
利润总额	22	6	27	36	47
所得税	0	0	1	1	2
净利润	22	6	26	35	45
少数股东损益	1	1	1	1	1
归母净利润	21	5	25	34	44
预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营收增长率	5.2%	-33.0%	58.7%	31.5%	27.4%
归母净利润增速	-2.0%	-77.2%	425.0%	35.6%	30.4%
EPS	0.10	0.03	0.11	0.15	0.19
DPS	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流	35.2%	9.2%	28.1%	84.7%	40.2%
销售毛利率	49.5%	38.1%	46.0%	47.1%	48.4%
销售净利率	11.7%	4.8%	13.0%	13.3%	13.4%
ROE	2.0%	0.5%	2.4%	3.1%	3.9%
ROIC	1.9%	-0.6%	1.6%	2.4%	3.8%
市盈率(P/E)	103	421	102	75	57
市净率(P/B)	2.0	1.9	2.1	2.0	1.9
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.c
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610)88321761

传真：(8610)88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。