

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

社会服务

黄山旅游（600054）

增持

景点

重大事件快评

（维持评级）

2021年07月20日

## 山上山下齐升级 携手蚂蚁集团迎接数智时代

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003  
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003  
证券分析师：姜甜 0755-81981367 jiangtian@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080005

## 事项：

近期，公司与蚂蚁集团签署合作协议，成立合资公司途马科技。同时，黄山旅游旗下的花山谜窟和花山花海园区7月开业。我们就公司近期情况进行了跟踪。

国信社服观点：1) 疫情之下，公司积极山上山下齐升级，花山谜窟开启沉浸式夜游新体验，推动观光游向休闲游升级延伸。2) 数智化布局强化，携手蚂蚁集团打造一站式智慧文旅服务平台。3) 景区客流今年以来渐进恢复，暑期旺季来临有望助力客流加速复苏。4) 风险提示：疫情反复等系统性风险，门票降价风险、景区开发限制，新项目节奏可能低于预期等。5) 投资建议：考虑今年以来恢复节奏，暂预计公司2021-2023年EPS0.24/0.47/0.52元，对应PE40/20/18倍。公司在国企自然景区龙头中治理较为优良，目前暑期逐步来临，且公司正积极山上山下齐升级，升级花山世界项目开启沉浸式夜游新体验，携手蚂蚁集团打造一站式智慧文旅服务平台，数字化布局加速，中长线区域资源整合成长仍有支撑，暂维持“增持”评级。

## 评论：

## ■ 疫情之下，景区承压，黄山景区积极山上山下齐升级，花山世界开启沉浸式夜游新体验

疫情带来自然景区全新挑战，山上山下齐升级。近几年，公司持续推进“一山一水一窟一村”战略，持续丰富提升。山上核心围绕基于核心景区特有资源优势，持续供给端优化提升，包括逐步推进对山上6-7家酒店的改造工程，挖掘高端度假、高端会务、摄影主题、亲子主题等各个细分市场，努力提升景区山上业务收入和盈利贡献。山下核心侧重休闲游升级，考虑太平湖等环评推进仍需一定时间，故公司近两年重点升级花山谜窟项目，打造花山世界，将其核心主业从此前景区观光游积极向休闲游延伸。

具体来看，花山世界主题乐园由花山谜窟、花山花海两大园区组成，数字科技赋能。项目于2019年6月正式启动施工，在原有的自然观光属性基础上再升级，通过景观提升、环境整治等手段，充分应用互动投影、5G、AR/VR、全息、多媒体等高新技术，新增游戏体验性项目，将园区打造成集自然观光与科技体验于一体的沉浸式主题乐园。花山谜窟、花山花海两大园区在产品业态上相互补充，为游客带来“自然生态下的户外休闲”和“科技展演下的夜游体验”。该项目落地标志“山水村窟”战略布局中“窟”项目有效推进。目前项目开业仅一期，总投资预计4亿+，拟打造成外地游客夜间游玩新地标。未来还有二期和三期规划，分别对应的是散客的无动力山地运动项目和民宿体验项目等，预计三期总投资7-8个亿。

总体来看，花山世界项目是黄山旅游“走下山走出去”“二次创业”战略中“山水村窟”的重要一环，有望助力公司观光游向休闲游项目延伸，并通过数字、科技赋能，带来户外休闲和夜游等新体验，逐步从依靠“门票经济”到向“产业经济”过渡，从传统的自然观光型景区到沉浸式体验型景区的转变，有望带来成长多元化看点。

图 1：花山世界夜景图一



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 2：花山世界图二



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

### ■ 疫情之下，数智化布局强化，携手蚂蚁集团打造一站式智慧文旅服务平台

疫情下，携手蚂蚁集团打造一站式智慧文旅服务平台，加速数字化转型。疫情下，景区数字化布局与区域一站式布局加快推进。黄山旅游携手蚂蚁集团的数字文旅合作开展将有力推进疫后常态下景区经营，契合‘目的地新旅游新生活’发展目标。7月10日，黄山旅游和蚂蚁集团双方合资成立的安徽途马科技有限公司正式揭牌成立。合资公司注册资本共1.2亿，其中，黄山旅游全资子公司黄山智慧旅游共认缴5610万元，持有注册资本的46.75%；蚂蚁集团全资子公司上海云鑫认缴4590万元，持有注册资本的38.25%；另外以15%的注册资本作为员工持股平台。合作后，将围绕一大核心，即赋能黄山旅游官方平台，聚焦数智文旅建设。

此前，黄山旅游打造了国内领先的目的地智慧旅游平台——黄山旅游官方平台。平台于2019年8月上线，截至2021年6月，目前注册会员超140万，成交总额达15亿元，是黄山市对游客提供一站式在线产品和服务的官方总入口。该平台将是双方未来的合作中心。在此基础上，途马科技的成立意在打造主客共享的目的地新旅游新生活一站式服务平台，为游客提供全过程、全场景的智慧化服务，提升游客的体验感与舒适度。途马科技依托于黄山旅游官方平台，提供当地的旅游资源接入，而蚂蚁集团利用关联公司的支付工具、地图定位、大数据支持、流量导入等进行优势互补，意实现到“一码游黄山”的远景规划。

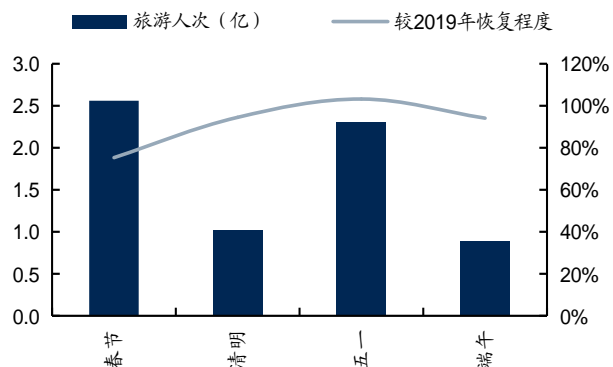
7月黄山旅游官方支付宝小程序正式上线，无论是本地居民，还是外地游客，通过支付宝搜索“黄山”，进入小程序就能体验到覆盖吃喝玩乐住用行的上百种服务，可线上购票、预约入园、预定食宿，定制个性旅游路线；旅途中用户还可预定导游和租车、查询停车、租赁山顶帐篷等，热门商家的优惠券也能一键领取，为游客提供了全场景、全数字化的服务。据支付宝数据披露，“黄山旅游”小程序上线三天，搜索量上涨12倍，收藏量涨7倍。

总体来看，安徽途马科技未来侧重“景区数字化解决方案”和“提供数字化体验产品”两大方向为该平台升级迭代赋能。同时，景区数字化平台化的全面转型，对景区管理者可以提供海量数据来源，便于后续决策，同时为公司后续山上山下联动和山下休闲游延伸提供有利支撑，对游客而言，一站式数字化服务也有助于提升游玩体验，提升景区综合吸引力。

### ■ 黄山景区客流今年以来渐进恢复，暑期旺季来临有望助力客流加速复苏

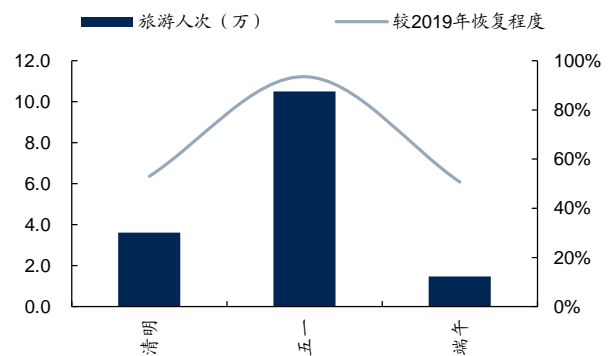
今年以来疫情阶段扰动，国内游整体渐进复苏中。据中国旅游研究院数据显示，2021年清明、五一、端午假期国内旅游人次分别达到1.02亿、2.30亿、0.9亿，分别恢复至疫情前水平（2019年）的94.5%、103.2%、94.1%；旅游收入分别达到271.7亿/恢复56.7%、1132.2亿/恢复77.0%、294.3亿/恢复74.8%，由于周边游等相对占主导，长线游不足等，因此旅游收入恢复弱于客流恢复。

图 3：2021 年小长假国内游整体客流恢复概况



资料来源：中国旅游研究院，国信证券经济研究所整理

图 4：2021 年小长假黄山旅游客流恢复情况



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

聚焦黄山景区，由于今年仍有疫情持续扰动影响，叠加前述国内游周边游等阶段仍占主导特点，黄山景区清明、五一、端午三个假期实现旅游人次 3.6 万、10.5 万、1.5 万，较 2019 年恢复程度分别为 53.3%、93.5%、50.7%，相对逊于国内旅游人次恢复情况。在这种背景下，结合我们的持续跟踪，我们预计公司 2021 年以来，客流相对 2019 年同期恢复约 6 成左右。6 月华南疫情短期也有波动。但 2021 年 7 月尤其第二周以来，伴随暑假来临，公司客流环比持续升温，后续有望逐步加速复苏。

#### ■ 新媒体新营销，加速疫情后转型升级

**打造新媒体矩阵，开展云旅游玩转新营销：**公司利用 OTA 直播乘势而上，参加携程、湖南卫视等直播间活动，精心策划“赏黄山十二时辰 品徽州十二风味”直播活动，开展“在家云旅游”“坐山观海看世界”等主题直播活动，提升黄山旅游市场曝光度。景区积极跟随需求打造爆款产品：引进索道全景透明车厢，太平湖景区引入喷射艇、摩托艇等多项运动产品；另打造“云”系列产品，创新产品业态：包括高山云阳台、高山云瑜伽、高山云 SPA 等“云”系列产品，自带网红效应，并利用抖音、小红书、B 站等新媒体平台进行裂变式推广，获得了广泛的关注。

#### ■ 产品延伸：新零售+餐饮等多元化布局，带来增长看点

**线上电商和线下体验店共同赋能新零售：**以文化创业为内核，打造黄山景区专属文化衍生品品牌，打造黄山 IP 集群，包括名优特产、文创产品等，在景区内外打造场景化新零售，目前在景区内已开设 11 家线下体验店，并已上线 300 余款产品，已打造黄山好礼、迎客松系列文创产品，迎客松饼干，“五福”书签、黄山帆布包等颇受欢迎。多元化线上矩阵：利用淘宝、微信线上商城等多家电商平台、自媒体平台进行营销推广，为游客带来消费新体验。新零售运营模式以线上线下相结合，探索出可向全国输出的“黄山模式”。

**徽菜餐饮：**“徽商故里”品牌是黄山旅游打造的餐饮子版块项目，意在以美食推广黄山旅游，以美食宣传徽州文化，荣获中国十大特色餐饮品牌、中国连锁餐饮更具投资价值品牌等荣誉。目前拥有 11 家徽文化主题餐厅和 1 家商贸公司，分别分布在北京、天津、杭州、合肥、济南等地，未来盈利有望开始逐步显现。

#### ■ 投资建议：山上山下齐升级，数智化转型助力，暑期逐步来临，维持“增持”评级。

考虑今年以来恢复节奏，暂预计公司 2021-2023 年 EPS0.24/0.47/0.52 元，对应 PE40/20/18 倍。公司在国企自然景区龙头中治理较为优良，暑期逐步来临，且公司正积极山上山下齐升级，升级花山世界项目开启沉浸式夜游新体验，携手蚂蚁集团打造一站式智慧文旅服务平台，数字化布局加速，中长线区域资源整合成长仍有支撑，暂维持“增持”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1973	1906	2182	2674
应收款项	30	45	63	67
存货净额	29	24	35	37
其他流动资产	50	250	352	378
<b>流动资产合计</b>	<b>2082</b>	<b>2225</b>	<b>2632</b>	<b>3156</b>
固定资产	1812	1822	1737	1595
无形资产及其他	172	167	162	158
投资性房地产	772	772	772	772
长期股权投资	56	60	60	60
<b>资产总计</b>	<b>4894</b>	<b>5047</b>	<b>5363</b>	<b>5740</b>
短期借款及交易性金融负债	6	100	100	212
应付款项	112	79	114	119
其他流动负债	242	223	283	299
<b>流动负债合计</b>	<b>359</b>	<b>402</b>	<b>497</b>	<b>630</b>
长期借款及应付债券	3	3	3	3
其他长期负债	66	66	66	66
<b>长期负债合计</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>69</b>
<b>负债合计</b>	<b>428</b>	<b>471</b>	<b>566</b>	<b>699</b>
少数股东权益	203	209	224	241
股东权益	4263	4367	4573	4800
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4894</b>	<b>5047</b>	<b>5363</b>	<b>5740</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	-0.06	0.24	0.47	0.52
每股红利	0.11	0.10	0.19	0.21
每股净资产	5.84	5.99	6.27	6.58
ROIC	-4%	4%	11%	13%
ROE	-1%	4%	8%	8%
毛利率	34%	46%	48%	49%
EBIT Margin	-14%	15%	25%	26%
EBITDA Margin	1%	29%	36%	37%
收入增长	-54%	69%	41%	7%
净利润增长率	-114%	-474%	98%	10%
资产负债率	13%	13%	15%	16%
息率	1.1%	1.0%	2.0%	2.2%
P/E	-148.6	39.7	20.0	18.2
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	791.8	20.5	11.9	10.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>741</b>	<b>1252</b>	<b>1760</b>	<b>1889</b>
营业成本	490	674	913	956
营业税金及附加	11	20	26	28
销售费用	48	104	106	111
管理费用	297	269	280	299
财务费用	(14)	(10)	(5)	(4)
投资收益	33	22	30	30
资产减值及公允价值变动	39	0	0	0
其他收入	(4)	0	0	0
营业利润	(24)	217	469	529
营业外净收支	(2)	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>(26)</b>	<b>227</b>	<b>479</b>	<b>539</b>
所得税费用	24	45	110	132
少数股东损益	(4)	8	25	28
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(46)</b>	<b>174</b>	<b>344</b>	<b>379</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>(46)</b>	<b>174</b>	<b>344</b>	<b>379</b>
资产减值准备	5	21	(1)	(2)
折旧摊销	116	174	192	199
公允价值变动损失	(39)	0	0	0
财务费用	(14)	(10)	(5)	(4)
营运资本变动	334	(240)	(36)	(13)
其它	(15)	(16)	16	19
<b>经营活动现金流</b>	<b>354</b>	<b>113</b>	<b>515</b>	<b>582</b>
资本开支	(248)	(201)	(101)	(51)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(262)</b>	<b>(205)</b>	<b>(101)</b>	<b>(51)</b>
权益性融资	9	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(79)	(69)	(138)	(152)
其它融资现金流	<b>229</b>	<b>94</b>	<b>0</b>	<b>112</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>80</b>	<b>25</b>	<b>(138)</b>	<b>(40)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>171</b>	<b>(67)</b>	<b>276</b>	<b>492</b>
货币资金的期初余额	1801	1973	1906	2182
货币资金的期末余额	1973	1906	2182	2674
企业自由现金流	(4)	(118)	389	509
权益自由现金流	225	(16)	393	624

## 相关研究报告

- 《黄山旅游-600054-2020 年年报点评：业绩符合预期，跟踪行业复苏与区域整合》 ——2021-04-24
- 《黄山旅游-600054-2020 年半年报点评：疫情下短期承压明显，资源整合支撑中线成长》 ——2020-08-23
- 《黄山旅游-600054-2019 年年报点评：短跟疫情恢复节奏，中看资源整合与转型升级》 ——2020-04-25
- 《黄山旅游-600054-2019 年半年报点评：高铁通车助力客流增长，中线关注管理提升及资源整合》 ——2019-08-26
- 《黄山旅游-600054-2018 年年报点评：18 年扣非主业平稳，关注高铁通车与区域整合》 ——2019-04-15

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032