

600706.SH

增持

原评级：未有评级

市场价格：人民币 16.06

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27.0	7.3	(9.0)	65.2
相对上证综指	27.2	6.9	(6.5)	63.1

发行股数(百万)	255.06
流通股(百万)	254.03
总市值(人民币 百万)	4,096.26
3个月日均交易额(人民币 百万)	376.21
主要股东	
西安曲江旅游投资(集团)有限公司	44.9

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年9月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：旅游及景区

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：纠泰民

(8621)20328498

taimin.jiu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030002

曲江文旅

深耕景区创核心竞争力，业务拓展多渠道盈利

随着疫后我国旅游业逐步复苏，文旅消费需求提升。公司是隶属于西安市曲江新区管委会的地方国有旅游上市公司，拥有当地大量优质文旅资源的开发经营权，文化旅游景区集成运营能力为其核心竞争力。近年来，公司根据文旅业发展趋势不断拓展业务类型，并在全国多地进行景区管理输出，打造产品矩阵，打响曲江品牌，业务具备长期增长潜力。首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **文旅行业稳步恢复，西安成热门目的地和客源地。**随着疫后旅游业的有序恢复，被积压的旅游需求逐步释放，游客出游信心增强，旅游产业链修复，文旅消费有望实现增长。西北地区旅游近些年受到游客偏好，西安作为西北地区的核心城市，以其优质的资源和丰富的产品吸引大量游客；地区经济发展水平较高，居民休闲消费能力强，本地游需求增多。西安地区旅游业发展仍有较大空间。
- **紧跟市场发展趋势，打造知名产品引客流。**当前，文旅融合、夜间文旅、休闲度假、数字文旅等是我国旅游业发展的关键词，政策支持力度大，契合旅游者消费需求。曲江文旅依托独特的在地文化发展文化旅游，打造“夜长安”夜游品牌，运营开放式旅游区，开发数字藏品等，多样化、创新型的产品和服务有望持续吸引游客。
- **多元业态协同发展，“走出去”战略不断升级。**公司利用对优质文旅资源的掌控和文化旅游集成运营管理的能力，协同发展景区、酒店、餐饮、演艺、文创、节事活动等业务，有效提高产品和服务的附加价值和吸引力。公司的异地发展从策划、景区运营等轻资产输出，逐步走向对外投资、建设，将公司集成运营管理的优势进行异地复制，拓宽营收渠道和品牌建设力度，有望提高公司经营韧性。

估值

- 公司作为地方性旅游目的地综合运营国企，积极布局文旅融合及文旅数字化相关产品，具有持续增长动力。当前股本下，我们预计 23-25 年营收分别为 16.11 亿元、18.44 亿元、20.17 亿元，每股收益率分别为 0.11 元、0.24 元、0.35 元，对应 PS 分别为 2.5、2.2、2.0 倍，对应 PE 分别为 143.6 倍、67.0 倍、45.9 倍。首次覆盖，我们给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

项目投资经营和应收账款回收风险，宏观和消费环境变化风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	1,365	891	1,611	1,844	2,017
增长率(%)	26.8	(34.7)	80.8	14.5	9.4
EBITDA(人民币 百万)	263	(25)	330	387	424
归母净利润(人民币 百万)	7	(249)	29	61	89
增长率(%)	(110.3)	(3,458.7)	(111.5)	114.4	45.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.03	(0.98)	0.11	0.24	0.35
市盈率(倍)	553.1	(16.5)	143.6	67.0	45.9
市销率(倍)	3.0	4.6	2.5	2.2	2.0
市净率(倍)	3.4	4.3	4.1	3.9	3.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

1 曲江文旅：文化旅游集成运营商	5
1.1 公司概况及历史发展沿革	5
1.2 公司股权结构	6
1.3 主营业务介绍	7
2 旅游行业：国内游需求回暖，多产融合趋势显著	9
2.1 行业背景：疫情时期发展受阻，需求积压迎接补偿性消费阶段	9
2.2 旅游演艺：文旅融合创意频出，造知名产品引流量	12
2.3 夜间文旅：延长经营时间，溢出效应显著	16
2.4 数字文旅：精细化服务与管理，多样化文旅内容	19
2.5 旅游目的地管理：平台化运营，实现旅游协同发展	21
2.6 开放式旅游区：以经营性活动带动收益	22
3 公司竞争优势：深耕景区管理，多方位拓展业务版图	24
3.1 地缘优势明显，资源禀赋得天独厚	24
3.2 研、策、规、投、建、营一体化，深挖产品内涵求创新	25
3.3 文、商、体、旅融合发展，多板块业务提升抗风险能力	27
4 公司经营状况：营运能力突出，具有较强发展韧性	29
4.1 营收波动，营运能力处于业内较好水平	29
4.2 各主营业务经营状况分析	31
5.盈利预测及估值建议	34
投资建议	37
风险提示	38

图表目录

股价表现	1
投资摘要	1
图表 1. 公司历史发展沿革	5
图表 2. 公司股权结构	6
图表 3. 公司主要子公司	7
图表 4. 公司 2012-2023H1 营收和净利润	8
图表 5. 公司各主营业务营收占比情况	8
图表 6. 公司各主营业务收入	8
图表 7. 国内旅游人次及增长率	9
图表 8. 国内旅游收入及增长率	9
图表 9. 疫情前出入境旅游人次和入境旅游收入	10
图表 10. 西安都市圈发展规划范围示意图	10
图表 11. 关中平原城市群发展规划范围图	10
图表 12. 2023 年我国主要节假日热门旅游目的地排名	11
图表 13. 西安市地区生产总值与社会消费品零售总额	12
图表 14. 西安旅游业接待人次	12
图表 15. 西安市旅游业收入	12
图表 16. 全国演出市场规模及票房收入	13
图表 17. 全国旅游演艺台数	13
图表 18. 全国旅游演艺观众量	13
图表 19. 全国旅游演出场次	13
图表 20. 全国旅游演出票房收入	13
图表 21. 旅游演艺转化率逐年增长	14
图表 22. 2019 年重点城市旅游演艺转化率	14
图表 23. 2022 年中国旅游演艺行业的企业竞争格局	14
图表 24. 旅游演艺相关政策支持	15
图表 25. 西安市旅游演艺相关政策支持	16
图表 26. 夜间旅游市场规模逐年增长	17
图表 27. 夜间消费占比	17
图表 28. 部分夜间文旅支持政策	17
图表 29. 部分城市夜间经济政策	18
图表 30. 西安市夜间经济政策	19
图表 31. 旅游数字化相关政策	20
图表 32. 智慧景区评价指标	20
图表 33. 旅游目的地管理公司投融资平台架构	22
图表 34. 西安城市休闲活跃程度居前	23

图表 35. 西安城市居民休闲时长居前	23
图表 36. 西安市 5A 景区百度搜索指数	24
图表 37. 曲江文旅管理的主要景区	25
图表 38. 景区管理收入分配方式	26
图表 39. 曲江文旅业务矩阵	27
图表 40. 曲江文旅旅游演艺项目	27
图表 41. 曲江文旅文化主题酒店餐饮项目	27
图表 42. 疫情后收入有望快速回升	29
图表 43. 22 年疫情对利润影响显著	29
图表 44. 公司营收同比增速情况	29
图表 45. 疫情后公司快速扭亏	30
图表 46. 公司各主营业务毛利率差别较大	31
图表 47. 销售费用率处于行业较优水平	31
图表 48. 管理研发费用率处于中间水平	31
图表 49. 财务费用率近年较高	31
图表 50. 景区业务营收和毛利率	32
图表 51. 可比公司景区运营业务收入	32
图表 52. 酒店餐饮业务营收和毛利率	32
图表 53. 园林绿化业务营收和毛利率	32
图表 54. 旅游商品业务营收和毛利率	33
图表 55. 旅游服务业务营收和毛利率	33
图表 56. 收入拆分及盈利预测（单位：百万元）	35
图表 57. 可比公司估值-市销率	36
图表 58. 可比公司估值-市盈率	36
利润表(人民币 百万)	39
现金流量表(人民币 百万)	39
财务指标	39
资产负债表(人民币 百万)	39

1 曲江文旅：文化旅游集成运营商

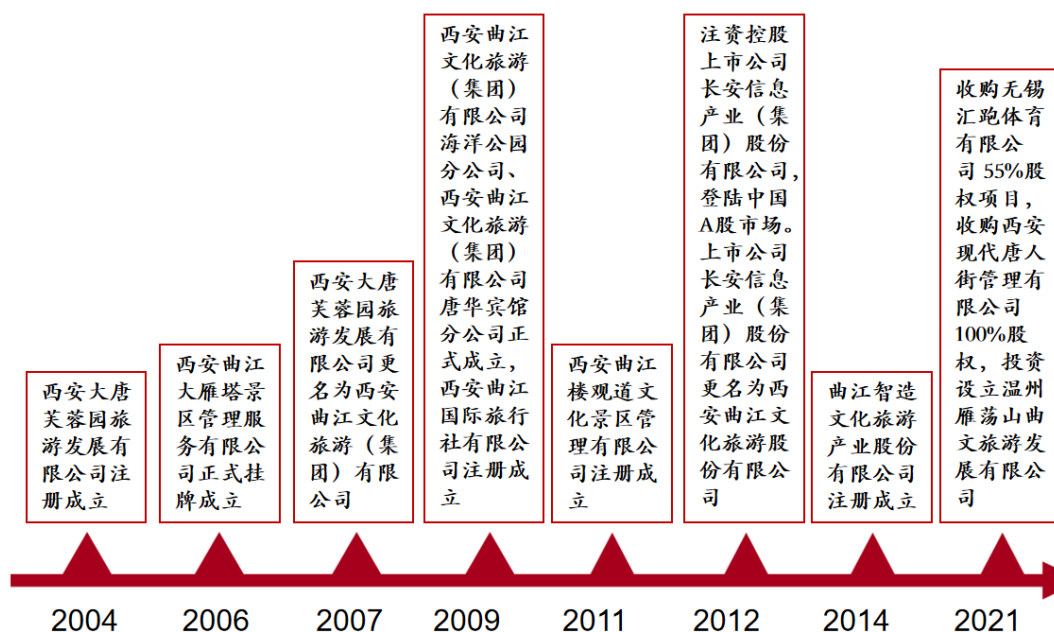
1.1 公司概况及历史发展沿革

国有控股上市公司，打造旅游目的地运营平台。西安曲江文化旅游股份有限公司是隶属于西安曲江新区管理委员会旗下西安曲江文化产业投资（集团）有限公司的国有控股上市公司。2004 年，西安大唐芙蓉园旅游发展有限公司注册成立，该公司于 2007 年更名为西安曲江文化旅游（集团）有限公司，并于 2012 年注资控股上市公司长安信息产业（集团）股份有限公司。随后，西安曲江文化旅游（集团）有限公司更名为西安曲江旅游投资（集团）有限公司，而上市公司长安信息产业（集团）股份有限公司更名为西安曲江文化旅游股份有限公司。公司整合曲江新区地域内各类文旅资源，并不断向外投资和提供智力服务，截至 2023 年半年报，公司共有一级子公司 21 家，二级子公司 3 家，分别经营景区运营管理、酒店餐饮、旅游商品销售、旅游服务(旅行社)、园林绿化、体育项目等业务。

景区运营管理为主业，多样化产品网络，实现产业协同。公司具有历史文化主题景区的总体集成和控制能力，包括整体发展定位、发展路径、规划设计、产品设计等，能够更好地对文化资源进行发现与再创造，形成其独特的竞争力。同时，公司业务涉及旅游服务、餐饮管理、旅游商品销售和园林绿化等，公司通过对当地文化 IP 的所有权掌握和文化内涵的挖掘，将文化要素融入旅游演艺、酒店餐饮、文创商品等产品的开发中，为游客提供高品质、差异化的旅游体验，提高旅游文化内涵和场景体验感，提升产品附加值，并进一步提升曲江品牌影响力。

以曲江区域为核心，以外拓区域为增量，形成旅游产业生态图谱。曲江位于西安城区东南部，为唐代著名的曲江皇家园林所在地，境内有曲江池、大雁塔、大唐芙蓉园、寒窑、秦二世陵、唐城墙等风景名胜古迹及历史遗存。曲江文旅以地缘为优势，掌握区域内众多优质文化资源，通过在地资源的开发利用实现其主要营收，公司旗下运营管理的大唐不夜城步行街、大雁塔·大唐芙蓉园、西安城墙、大明宫国家遗址公园、曲江池遗址公园、唐城墙遗址公园等多个景区，目前已成为西安城市名片的重要部分和“城市会客厅”。同时，曲江文旅不断向外拓张商业版图，在陕西省内，通过服务输出等方式参与到宝鸡等地的文旅项目中；在全国范围内，通过对外投资，获得无锡汇跑体育有限公司、温州雁荡山曲文化旅游发展有限公司等公司股权，并通过旅游规划策划、品牌营销服务等文旅项目智力服务在大同、安仁古镇、奉节白帝城、乐清北大街、烟台芝罘区、海口等多地进行项目拓展，实现自身管理能力的输出。截至 2023 年半年报信息，公司重点跟进项目已覆盖 17 个省、22 个市，共计 26 项文旅项目。

图表 1. 公司历史发展沿革

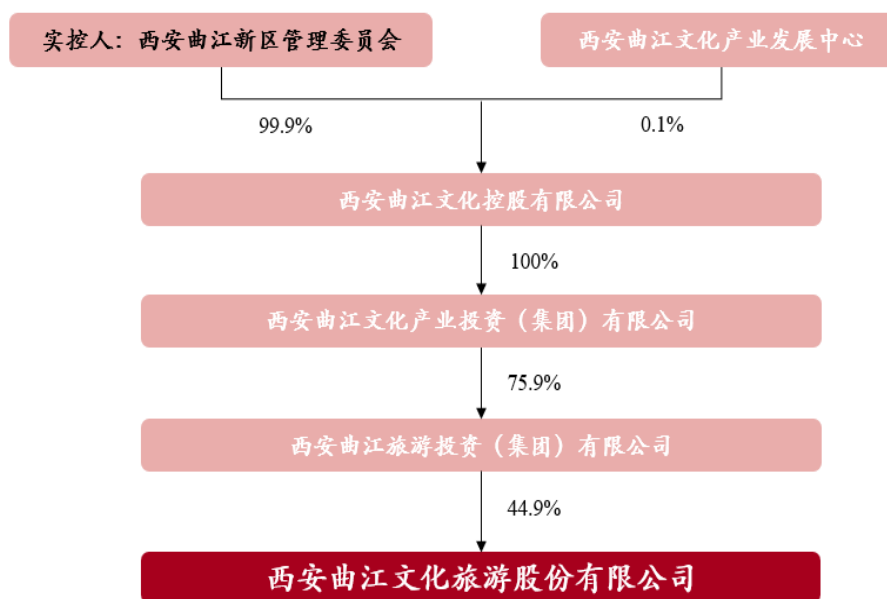


资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

1.2 公司股权结构

地方政府控股管理：西安曲江文化旅游（集团）有限公司于 2012 年注资控股长安信息产业（集团）股份有限公司，随后长安信息产业（集团）股份有限公司更名为西安曲江文化旅游股份有限公司。截至 2023 年半年报，公司控股股东为西安曲江旅游投资（集团）有限公司，拥有曲江文旅 44.9% 的股份，投资集团控股股东为西安曲江文化产业投资（集团）有限公司，文化产业投资集团实际控制人为西安曲江新区管理委员会。西安曲江文化旅游股份有限公司为政府主导、市场化运作的旅游目的地管理公司。

图表 2. 公司股权结构



资料来源：公司公告，中银证券，截至 2023 年半年报

图表 3. 公司主要子公司

子公司名称	主要经营地	持股比例(%)	
		直接	间接
西安曲江大雁塔景区管理服务服务有限公司	西安市	100.00	
西交曲江唐艺坊文化传播有限公司	西安市	100.00	
陕西友联国际旅行社有限责任公司	西安市	56.01	
西安曲江大明宫国家遗址公园管理有限公司	西安市	100.00	
西安曲江国际酒店管理有限公司	陕西省	100.00	
西安曲江如华物业管理有限公司	西安市		100.00
西安曲江新釜餐饮管理有限公司	西安市		80.00
西安曲江国际旅行社有限公司	西安市	100.00	
西交山河景区运营管理服务有限公司	西安市	100.00	
西安曲江城墙旅游发展有限公司	西安市	100.00	
西安曲江智造文化旅游产业股份有限公司	西安市	50.00	
成都智造商业管理咨询有限公司	成都市		100.00
西安曲江浹陂湖景区管理有限公司	西安市	51.00	
西安曲江大唐不夜城文旅发展有限公司	西安市	100.00	
无锡汇跑体育有限公司	无锡市	55.00	
温州雁荡山曲文化旅游发展有限公司	浙江温州市	38.00	
西安曲江大唐文旅工程建设有限公司	西安市	100.00	
海口海瑞曲文化旅游发展有限公司	海口市	100.00	
西安曲江商唐投资有限公司	西安市	100.00	
西安曲江芳唐投资有限公司	西安市	100.00	
西安曲江唐宴投资有限公司	西安市	100.00	
西安曲江唐邑投资有限公司	西安市	100.00	
西安曲江唐相府投资有限公司	西安市	100.00	
西安曲江唐府投资有限公司	西安市	100.00	

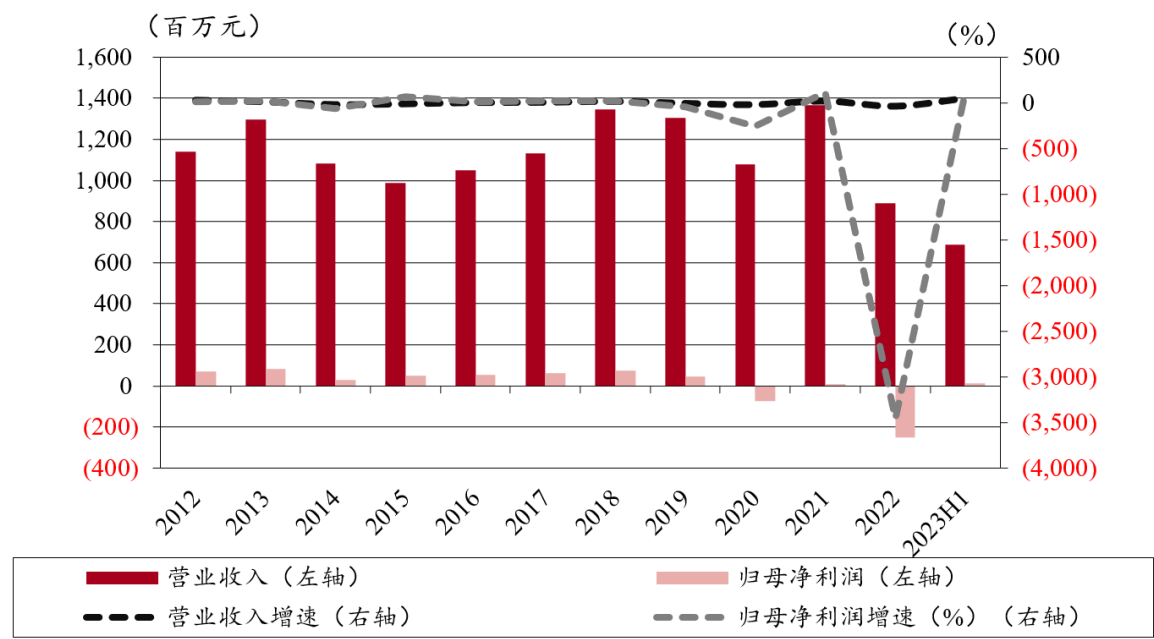
资料来源：公司公告，中银证券，截至 2023 年半年报

1.3 主营业务介绍

深耕景区运营管理，旅游演艺聚人气。公司集历史文化类景区的研究、策划、规划、投资、建设、运营于一体，控股西安曲江大雁塔景区管理服务服务有限公司、西安山河景区运营管理服务有限公司、西安曲江大明宫国家遗址公园管理有限公司、西安曲江城墙旅游发展有限公司、西安曲江浹陂湖景区管理有限公司等景区管理类子公司，其景区业务经营模式以政府委托运营为主。在消费者对于文旅体验质量和深度的要求提高之下，为持续吸引游客，曲江文旅将旅游演艺作为开发重点，现有文化旅游演出包括《梦回大唐》《大唐追梦》《鼓》《哪吒》《寻梦 芙蓉里》《再回长安》等，以提高景区的旅游附加价值。2022 年，公司不断加快重点文旅演艺项目的优化与建设，构建新的演艺体系，孵化演艺 IP。在大唐不夜城老字号首推文旅餐饮主题演艺，在大唐不夜城推出《华灯太白》《盛唐密盒》《旋转的胡璇》等常态化演出，在多类媒体平台上受到较高关注。

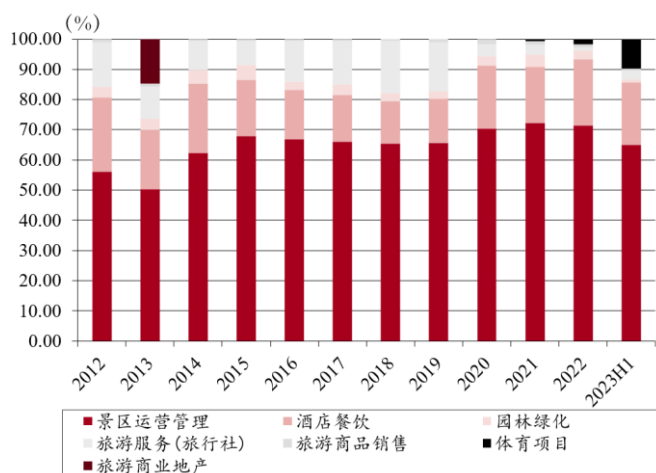
酒店、绿化、旅行社多管齐下，打造产品矩阵。酒店餐饮是当前曲江文旅第二大业务板块，2022 年收入占比约 21.83%，2023 年 H1 收入占比约 20.79%。其中包括了西安唐华华邑酒店、芳林苑酒店、曲江银座酒店、御宴宫等，近年来营业收入小幅度变动。园林绿化业务主要承接政府、企事业单位的园林绿化服务。旅行社业务包括出入境旅游、国内旅游、定制旅游、门票销售、会议会展、签证代办、票务代理等多样化服务，2019 年该业务营收出现下降，并在 2020 年受疫情影响达到谷底。旅游商品销售业务在近几年文创热潮下持续增长，但所占比重较小，为 1%左右。此外，公司于 2021 年开拓体育项目业务，主要经营赛事活动，2022 年营收占比达到 1.58%，2023 年 H1 营收占比已达到 9.68%。

图表 4. 公司 2012-2023H1 营收和净利润



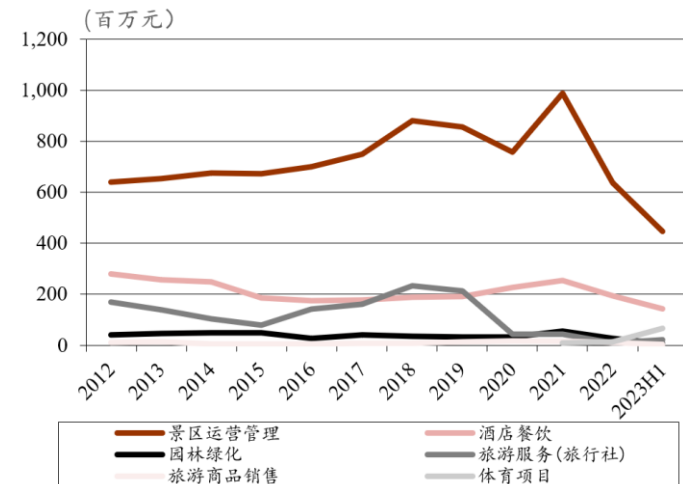
资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 5. 公司各主营业务营收占比情况



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 6. 公司各主营业务收入



资料来源: 公司公告, 中银证券

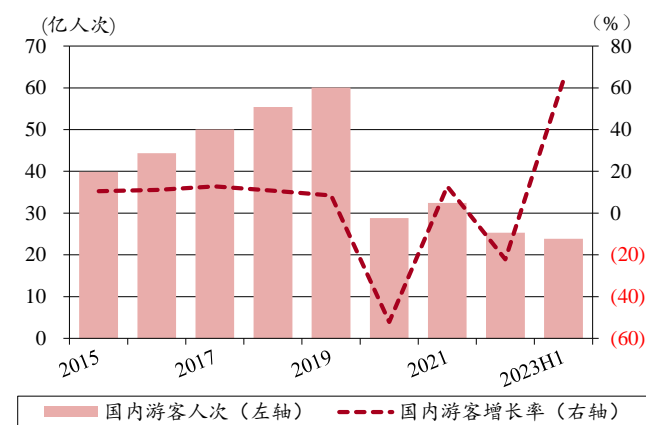
2 旅游行业：国内游需求回暖，多产融合趋势显著

2.1 行业背景：疫情时期发展受阻，需求积压迎接补偿性消费阶段

国内旅游需求回暖明显。2020 年以前，随着我国居民可支配收入提高，旅游业进入快速增长阶段，民众出游意愿强烈，文旅消费能力强劲，游客量和旅游收入持续走高。2015-2018 年国内旅游人次增长率和国内旅游收入增长率均在 10% 以上，2019 年国内旅游达到 60.06 亿人次，国内旅游收入为 5.73 万亿元。出入境旅游方面，入境游客人次、入境旅游收入以及出境旅游人次均在疫情前持续增长，2019 年，入境游客和出境游客分别达到 1.45 亿人次和 1.55 亿人次，入境旅游收入达到 1313 亿美元。2020 年后，由于新冠疫情影响，人员流动受阻，旅游业遭受打击，人们的出游需求受到压制，2020 到 2022 年疫情仍是影响各地区旅游业表现的主要因素。2022 年受到相关影响，全国多地的旅游业受冲击，游客量和旅游收入下降，2022 年全国国内旅游出游 25.3 亿人次，yoy-22.1%，实现国内旅游收入 2.04 万亿元，yoy-30.0%。但随着疫情管制宽松后，出行场景逐步回归正常，先前积压的出行需求也得到一定释放。2023 年上半年，国内旅游总人次 23.84 亿，yoy+63.9%，实现国内旅游收入 2.30 万亿元，yoy+95.9%。分季度来看，2023 年一季度，国内旅游出游 12.16 亿人次，yoy+46.5%。2023 年二季度，随着天气回暖叠加几个重要节假日的催化下，国内旅游出游 11.68 亿人次，yoy+86.9%。2023 年以来，无论是居民出游意愿、企业家信心，还是旅游经济运行综合景气指数，均已达到过去三年以来的最好水平。考虑到已经到来的“暑期档”和国庆、中秋节假期的旺盛需求，以及供给侧和政策面的积极影响，中国旅游研究院预测，全年国内旅游人数 55 亿人次、国内旅游收入超过 5 万亿元，分别恢复到 2019 年的九成和八成以上。

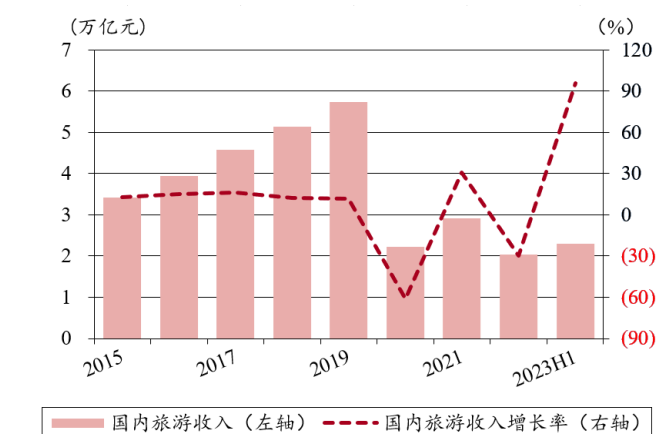
政策有望持续推进国内旅游消费复苏。伴随疫情后出行场景正常化，游客出游信心、意愿回升，文旅行业或将迎来平稳恢复期，消费者两年多年来积压的出游需求或将逐步释放，尤其以返乡探亲、休闲度假、周末游憩等为目的的出游将有望增加。政策方面，23 年年初商务部将 2023 年定位为“消费提振年”，其中提及发展旅游是扩大内需、促进消费的重要举措。2023 年 7 月 31 日，国家出台恢复和扩大消费 20 条措施，其中提及扩大餐饮服务消费、丰富文旅消费，全面落实带薪休假制度、促进文体体育会展消费、提升健康服务消费等方面。平稳恢复期内，政策有望助推文旅消费进一步恢复。

图表 7. 国内旅游人次及增长率



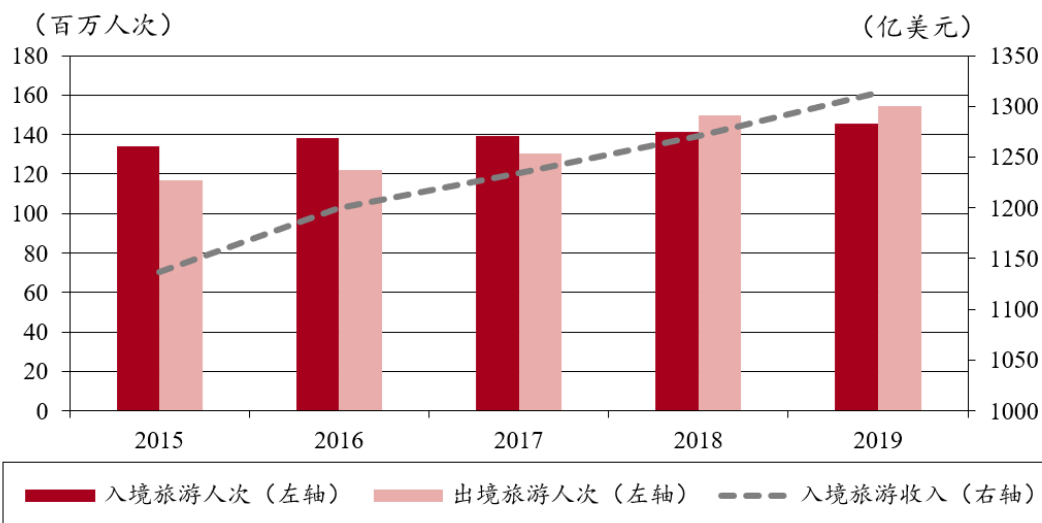
资料来源：iFind，文旅部，中银证券

图表 8. 国内旅游收入及增长率



资料来源：iFind，文旅部，中银证券

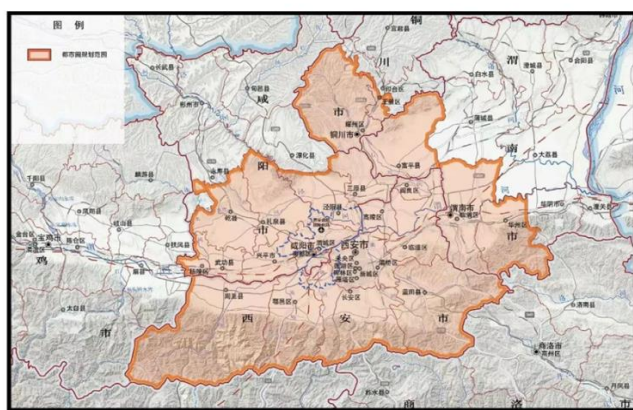
图表 9. 疫情前出入境旅游人次和入境旅游收入



资料来源：文旅部，中银证券

西安城市战略地位提高，文旅资源丰富。西安是我国西北地区核心城市和联合国教科文组织认定的“世界历史名城”，具有重要的战略地位和文化价值。2018 年，在国家发展和改革委员会发布的《关中平原城市群发展规划》中，明确提出建设西安为国家中心城市，西安成为继北京、天津、上海等地区之后第九个国家中心城市建设地区。西安作为西安都市圈核心区、关中平原城市群核心城市，立足古丝绸之路起点，作为向西开放的战略支点，能够辐射带动西北及周边地区发展。西安市作为西北地区最重要的城市之一，经济发达、交通便利，是重要的旅游集散地和客源地。同时，西安作为中国最佳旅游目的地之一，有两项六处遗产被列入《世界遗产名录》，拥有秦始皇陵及兵马俑、大雁塔、小雁塔、唐长安城大明宫遗址、汉长安城未央宫遗址、兴教寺塔等众多高等级旅游景区，吸引力较大，疫情前每年都接待大量的国内外游客。

图表 10. 西安都市圈发展规划范围示意图



资料来源：《西安市都市圈发展规划》，中银证券

图表 11. 关中平原城市群发展规划范围图



资料来源：《关中平原城市群发展规划》，中银证券

西北旅游持续火热，西安为热门目的地和客源地。西北地区由于其独特的自然和人文旅游资源成为国内重要的旅游目的地，而西安作为西北地区的门户，其旅游业发展良好。一方面，西安高质量的文旅融合创新产品吸引大量外地游客，成为节假日期间的热门目的地；另一方面，西安本地居民消费潜力较大，西安市 GDP 总量常年保持西北地区首位，居民可支配收入较高，随着全域旅游建设、开放式旅游区发展及都市休闲业态丰富，本地游客的休闲游憩行为进一步提升。根据西安文旅局，2017 年至 2019 年，西安市历年游客增长率和旅游收入增长率双双高于全国增长率，2019 年西安旅游人次达到 3.01 亿，旅游收入达到 3146.05 亿元。2023 年春节假期期间，根据《携程 2023 年春节旅游总结报告》，目的地为西安的整体旅游订单量同比增长 571%，门票订单量同比增长 678%，跨省游订单量占比 74%。因文旅资源丰富，西安的旅游吸引力较高，春节期间接待人次、旅游收入双创三年以来新高，西安市监测的 15 家重点旅游景区累计接待 227.79 万人次，同比增长 160%，恢复至 2019 年同期水平。2023 年五一假期期间，西安游客量达到 1330.51 万人次，同比 2019 年增长 19.23%，旅游收入达到 107.46 亿元，同比 2019 年增长 29.59%，整体恢复态势良好。

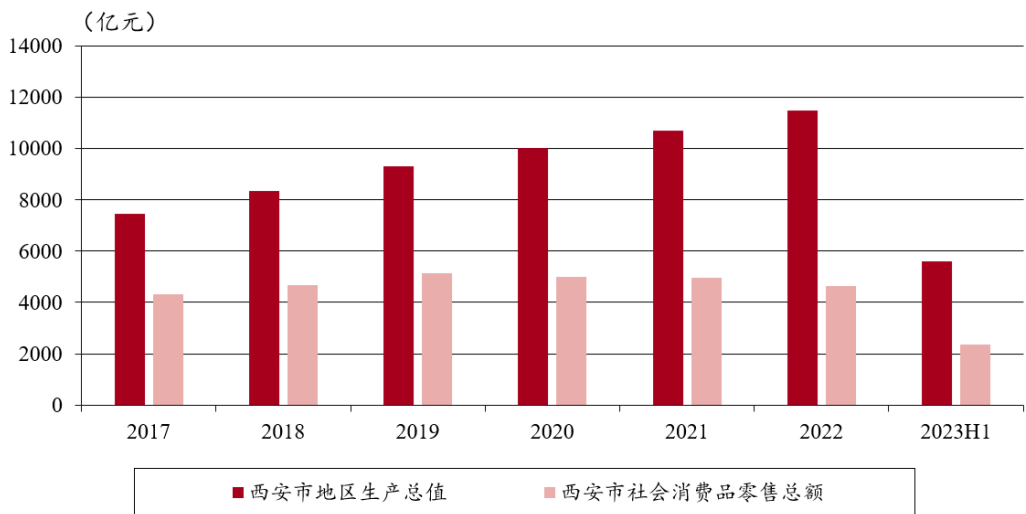
据陕西文艺数据，2023 年春节假期，西安城墙景区接待游客 43.73 万人次，较 2019 年增长 182.13%，根据携程所公布的数据，西安城墙景区荣获春节期间陕西热门景区第一。此外，春节假期期间，秦始皇帝陵博物院累计接待 25.68 万人，华清宫景区累计接待 12.32 万人。2023 五一假期，秦始皇帝陵博物院接待游客 26.62 万人次，同比 2022 年增长 71.48%；华清宫景区接待游客 14.71 万人次，同比增长 2022 年 75.39%；大唐芙蓉园接待游客 10.77 万人次，同比 2022 年增长 37.05%；陕西历史博物馆接待游客 4.43 万人次，同比 2022 年增长 127.77%。西安城墙景区接待 23.9 万人次，同比 2019 年增长 91.5%。大唐不夜城接待 272.74 万人次，同比 2019 年增长 188%。此外，“长安十二时辰”主题街区凭借沉浸式“唐潮”之旅火爆出圈，累计接待 4.6 万人次。

图表 12. 2023 年我国主要节假日热门旅游目的地排名

2023 年我国主要节假日热门旅游目的地排名				
	元旦	清明	五一	端午
1	北京	北京	北京	北京
2	上海	广州	上海	上海
3	成都	杭州	成都	杭州
4	广州	重庆	杭州	广州
5	深圳	深圳	广州	成都
6	杭州	武汉	南京	青岛
7	重庆	西安	重庆	武汉
8	南京	长沙	西安	南京
9	西安	三亚	武汉	深圳
10	武汉	南京	深圳	西安

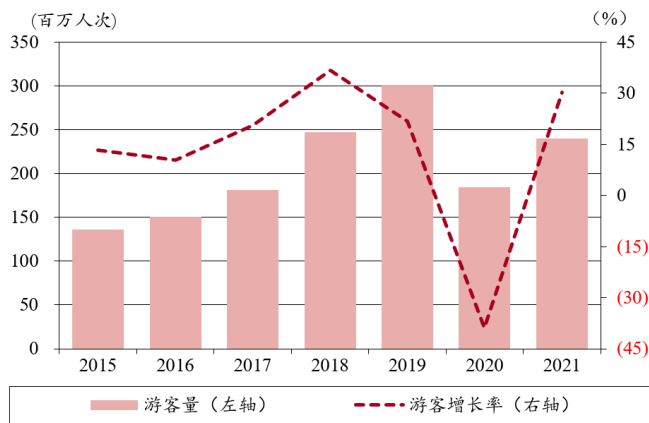
资料来源：携程，中银证券

图表 13. 西安市地区生产总值与社会消费品零售总额



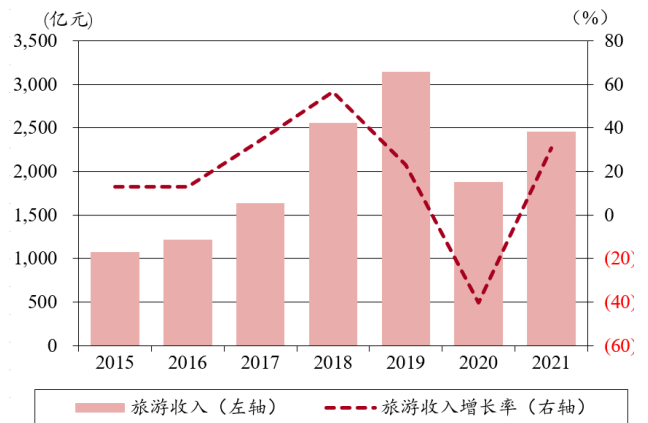
资料来源：西安市人民政府官网，中银证券

图表 14. 西安旅游业接待人次



资料来源：西安市统计年鉴，中银证券

图表 15. 西安市旅游业收入

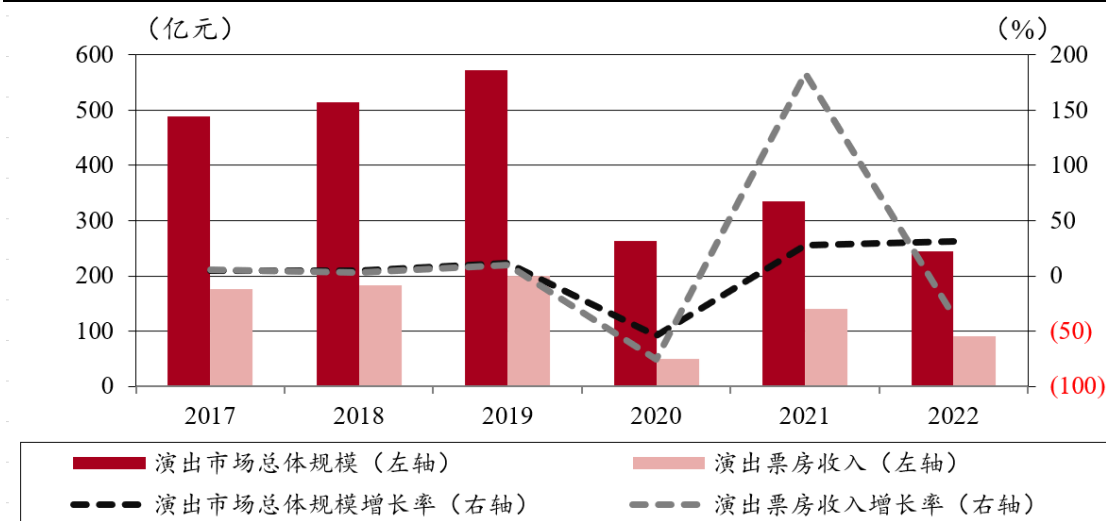


资料来源：西安市统计年鉴，中银证券

2.2 旅游演艺：文旅融合创意频出，造知名产品引流量

演艺市场需求增加，延续上行趋势。旅游演艺作为文化和旅游融合的重要载体，成为许多旅游目的地的重要发展对象。根据中国演出协会发布的年度报告，2016-2019 年我国演出市场持续向好，2019 年市场总规模达到 500 亿以上。其中，旅游演艺作为演艺市场的重要分支，疫情前呈现持续增长状态，根据中国演出行业协会相关统计，2019 年旅游演艺票房达到演出市场总票房的 36.82%。据道略文旅产业研究院相关数据，旅游演艺的总体规模、演出场次、演艺台数及演出观看人数均稳定增长，2016-2019 年旅游演艺台数增长率在 5%-16%，旅游演出观看人次增长率在 14.3%-35.1%。2020 年在疫情影响下国内多数旅游演出暂停，旅游演艺市场也出现短暂停歇。根据中国演出行业协会公布的《2023 上半年全国演出市场简报》，2023 年上半年全国演出市场呈上行趋势，供给需求旺盛，市场活跃，全国营业性演出（不含娱乐场所演出）场次 19.33 万场，与去年同比增长 400.86%；演出票房收入 167.93 亿元，与去年同比增长 673.49%；观众人数 6223.66 万人次，与去年同比增长超 10 倍。2023 年上半年，旅游演艺演出场次 6.84 万场，演出票房收入 70.55 亿元，观众人数 3911.93 万人次，其中二季度环比一季度保持高速增长。从上半年整体情况看，旅游演艺随着出行需求以及文娱深度体验需求的提高而成长迅速，且演艺新业态较为活跃，预计 23 年全年演出市场整体会有较好提升。

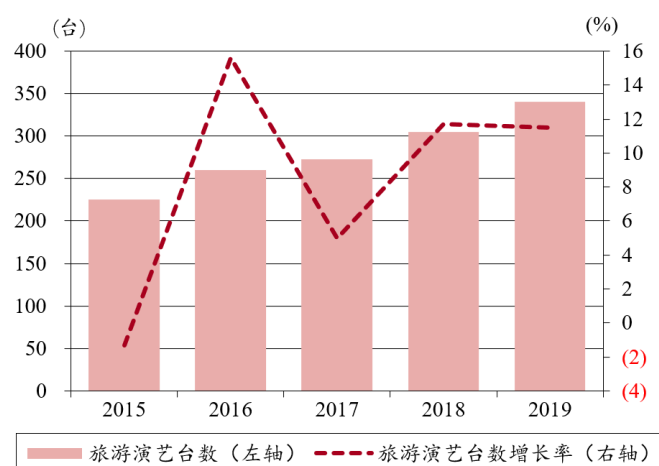
图表 16. 全国演出市场规模及票房收入



资料来源：中国演出行业协会，中银证券

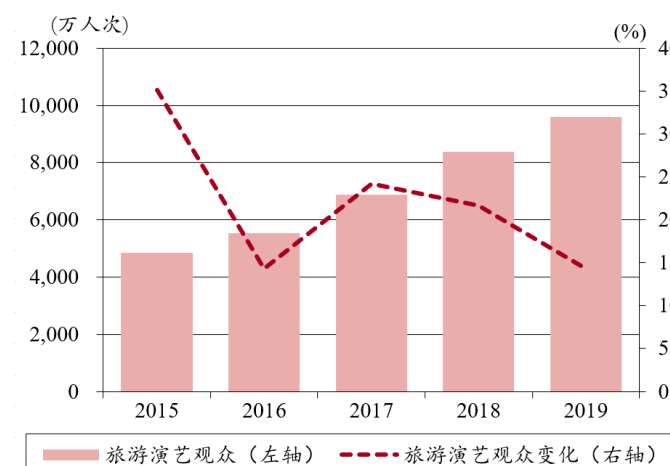
注：2019、2020 年数据由《2021 全国演出市场年度报告》中相关比例计算得到

图表 17. 全国旅游演艺台数



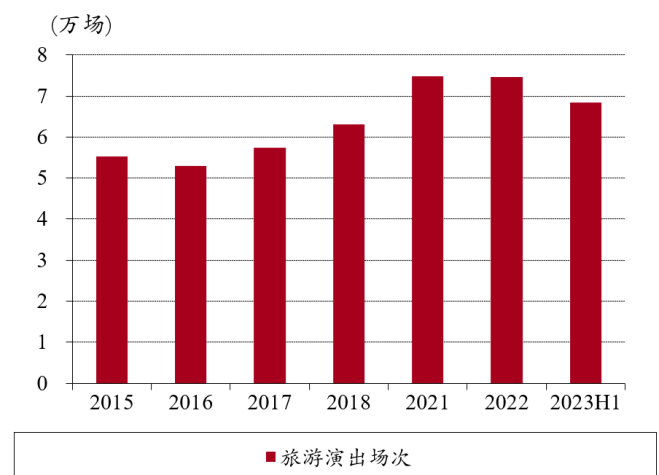
资料来源：道略文旅产业研究院，中银证券

图表 18. 全国旅游演艺观众量



资料来源：道略文旅产业研究院，中银证券

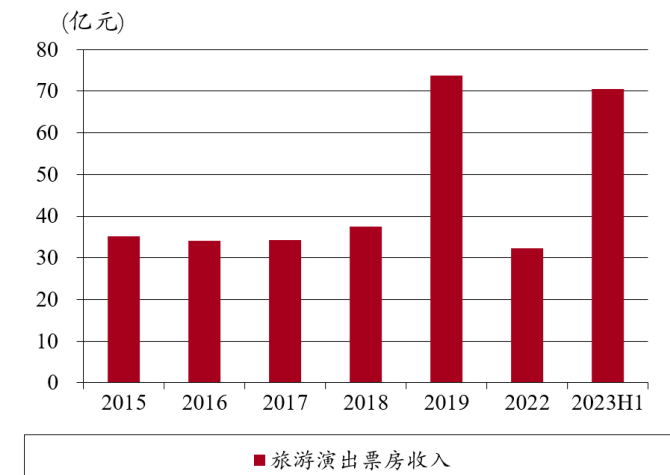
图表 19. 全国旅游演出场次



资料来源：中国演出行业协会，中银证券

注：2019、2020 年旅游演出场次数据未在相关报告中公布

图表 20. 全国旅游演出票房收入

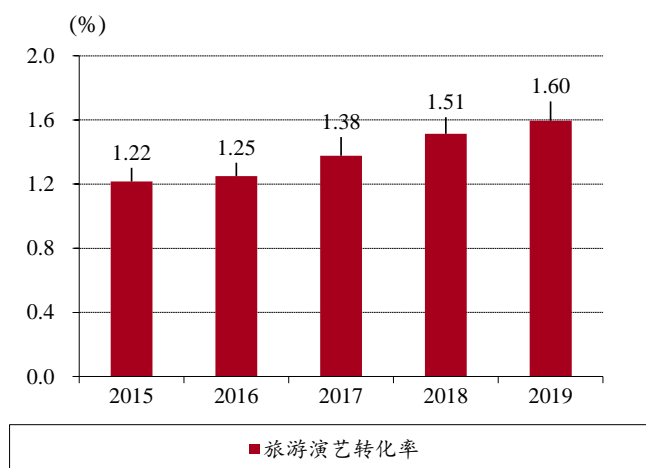


资料来源：中国演出行业协会，中银证券

注：2020、2021 年旅游演出票房收入数据未在相关报告中公布

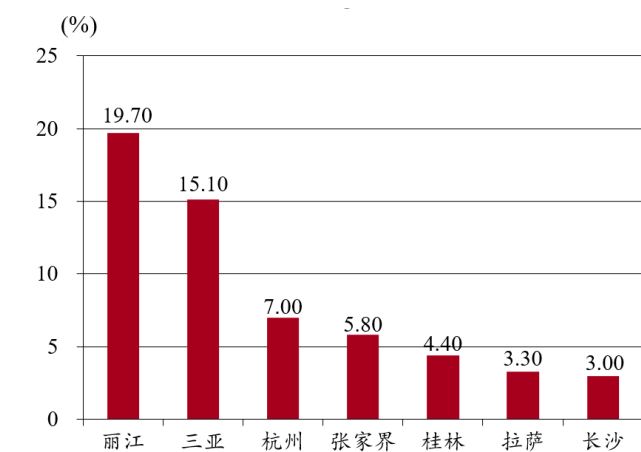
高质量演艺极具吸引力，旅游转化率仍是破题关键。一方面，精品的旅游演艺项目逐渐成为旅游目的地的重要吸引物，例如 2020 年西安《长恨歌》演出 257 场，共接待游客约 44 万人次。2023 年五一假期，杭州宋城假期客流同比 19 年+21.96%，收入同比 19 年+16.85%，5 天上演 62 场次。千古情演出在全国范围内场次达 241 场，同比 19 年+60%。但另一方面，我国现阶段旅游演艺转化率较低，也就是说普通游客中观看演出的人数不多；据道略文旅产业研究院统计，成熟市场如纽约的旅游演艺转化率达 20% 以上，而我国 2019 年部分旅游演艺重点城市如丽江、三亚等地旅游演艺转化率超过 10%，其他重点演艺城市如杭州、张家界、桂林等地仅有 4%-7% 的转化率。但近些年随着旅游演艺项目的质量提高，其吸引力逐渐增强，转化率有望持续提升，未来提升空间较大。

图表 21. 旅游演艺转化率逐年增长



资料来源：国家文旅部，道略文旅产业研究院，中银证券

图表 22. 2019 年重点城市旅游演艺转化率



资料来源：道略文旅产业研究院，中银证券

系列演艺占据主导，疫后行业集中度提升。国内旅游演艺行业经过数十年发展和竞争，呈现出明显的梯队差异，第一梯队以宋城演艺、山水盛典和三湘印象为代表；第二梯队包括华夏文旅集团、华侨城集团、长隆集团、上海迪士尼；第三梯队为国旅联合、曲江文旅、丽江玉龙旅游股份、锋尚传媒等。国内旅游演艺主要包括 4 大派系，宋城系、印象系、山水系和长隆系，2021 年四大派系合计占据国内旅游演艺 60% 的票房份额。疫情后，行业内小型旅游演艺公司加速出清，带来行业集中度提升，2021 年业内 CR3 集中度在 53%，CR5 接近 70%。

图表 23. 2022 年中国旅游演艺行业的企业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

政策支持旅游演艺发展，文旅融合成重要方向，深入实施科技创新驱动战略。文旅融合背景下，旅游演艺受到更多的政策支持，全国和各地方政府也将其纳入发展规划当中。2013 年国务院办公厅印发的《国民旅游休闲纲要》提到将旅游演艺作为旅游休闲消费产品纳入发展。2015 年“关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见”中提出重点开发旅游演艺，以丰富休闲度假产品。2018 年“关于促进全域旅游发展的指导意见”强调演艺与旅游业融合。2019 年“关于促进旅游演艺发展的指导意见”对我国旅游演艺市场提出明确目标和全面详实的发展路径。2021 年，全国“十四五”旅游业发展规划对旅游演艺提出更高要求，产品提质升级和交互式沉浸式旅游演艺发展被着重提出，旅游演艺将进入新的发展阶段。2022 年 8 月，全国“十四五”文化发展规划重点推动旅游与文化产业共同发展，文旅融合已经上升为国家文化及旅游业发展的重要方向。2022 年 11 月，《文化和旅游部关于推动在线旅游市场高质量发展的意见》提出推动旅游行业的创新发展和智慧化水平，促进新技术应用和迭代创新。2023 年 7 月，国家发改委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，强调发挥文旅演艺规模效应，以演艺新空间建设新型文旅消费聚集区。

图表 24. 旅游演艺相关政策支持

旅游演艺相关政策支持		
国民旅游休闲纲要（2013—2020 年）的通知	2013.02	开发旅游演艺、康体健身、休闲购物等旅游休闲消费产品，满足广大群众个性化旅游需求。
国务院办公厅关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见	2015.08	大力开发休闲度假旅游产品。支持重点景区和旅游城市积极发展旅游演艺节目，促进主题公园规范发展。
国务院办公厅关于促进全域旅游发展的指导意见	2018.03	科学利用文化场所开展文化、文物旅游，推动剧场、演艺、游乐、动漫等产业与旅游业融合开展文化体验旅游。
关于促进旅游演艺发展的指导意见	2019.03	到 2025 年，旅游演艺市场繁荣有序，发展布局更为优化，涌现一批有示范价值的旅游演艺品牌，形成一批运营规范、信誉度高、竞争力强的经营主体。旅游演艺产业链更加完善，管理服务体系基本健全，在推动文化和旅游融合发展中的重要作用充分彰显，对相关产业行业的综合带动作用持续发挥。
国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见	2019.08	着力丰富产品供给。鼓励打造中小型、主题性、特色类的文化旅游演艺产品。到 2022 年，培育 30 个以上旅游演艺精品项目，扩大文化和旅游有效供给。
“十四五”旅游业发展规划	2021.12	推动智能旅游公共服务、旅游市场治理“智慧大脑”、交互式沉浸式旅游演艺等技术研发与应用示范。加强文化和旅游业态融合、产品融合、市场融合、服务融合，促进优势互补、形成发展合力。推进国家文化产业和旅游产业融合发展示范区建设。促进旅游演艺提质升级，支持各级各类文艺表演团体、演出经纪机构、演出场所经营单位参与旅游演艺发展，创新合作模式，提升创作质量，推广一批具有示范意义和积极社会效应的旅游演艺项目。
国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	2022.04	持续拓展文化和旅游消费。推动中华优秀传统文化传承创新，促进出版、电影、广播电视等高质量发展。大力发展全域旅游，推动红色旅游、休闲度假旅游、工业旅游、旅游演艺等创新发展，促进非遗主题旅游发展。
“十四五”文化发展规划	2022.08	将“文化和旅游深度融合”列入产业发展的主要目标之一，开展公共文化机构和旅游服务中心功能融合试点，推动文化与旅游、体育、教育、信息、建筑、制造等融合发展，延伸产业链。
《文化和旅游部关于推动在线旅游市场高质量发展的意见》	2022.11	推动旅游行业的创新发展和智慧化水平，促进新技术应用和迭代创新，创造更多新就业形态和新就业岗位，成为旅游产业升级和旅游消费激发的新引擎。
文旅部开展“旅游中国·美好生活”2023 年国内旅游宣传推广活动的通知	2023.03	创新加强国内旅游宣传推广，进一步拓宽传播渠道、丰富宣传内容、创新传播方式，促进我国旅游市场恢复发展，满足人民群众美好旅游需求。
文旅部进一步加强演出市场管理规范演出市场秩序的通知	2023.04	进一步加强演出市场管理，规范演出市场秩序，充分发挥演出市场在促消费、稳增长方面的积极作用，推动文化市场高质量发展。
国家发展改革委关于恢复和扩大消费的 20 条措施	2023.7.31	打造沉浸式演艺新空间，建设新型文旅消费聚集区。

资料来源：国务院办公厅，国家发改委，国家文旅部，中银证券

西安加快“演艺之都”建设，演出集聚下存在类同质化竞争。西安市作为全国重点旅游城市，凭借其优质的文化资源，打造了多台极具地方文化特色的演艺项目，旅游演艺市场也越发繁荣。《长恨歌》、《大唐追梦》、《梦长安》、《驼铃传奇》、《西安千古情》等演艺项目受到旅游者追捧。西安市也在“十四五”相关规划中明确指出建设成为“中国演艺之都”，尤其通过品牌建设、科技赋能、内涵挖掘等手段，进一步打造和提升精品旅游演艺项目。目前，西安市已有十余台大型旅游演艺项目，如华清宫景区的《长恨歌》《12·12 西安事变》，大唐芙蓉园景区的《梦回大唐》《大唐追梦》《鼓》，西安城墙景区的《梦长安》，西安世博园的《西安千古情》等，演出票价普遍在 200 元以上，少数演出单价在 200 元以内。西安地区旅游演艺的主题集中于秦文化、汉文化、唐文化和红色文化，尤以汉唐文化为主，如《长恨歌》《大唐追梦》《梦长安》等演艺主要展现盛唐场景，项目普遍投资大、技术含量高、场景布局华丽、文化内涵深厚，但同时票价较高，内容上具有一定的同质性，项目之间存在一定的竞争关系。

图表 25. 西安市旅游演艺相关政策支持

西安市旅游演艺相关政策支持		
政策名称	时间	内容
《西安市国民经济和社会 发展第十四个五年规划和 二〇三五年远景目标纲要 》	2021.03	创新旅游演艺产品供给，推出更多高水平高质量的演艺市场品牌，打造“演艺之都”。提升“长恨歌”“仿唐歌舞”“驼铃传奇”“西安千古情”等演艺品牌，打造“演艺之都”
《西安市创建国家文化和 旅游消费试点城市实施方 案》	2021.09	打造丝路文化演艺之都。鼓励演艺资源整合利用，运用科技手段创新演出形式，支持《长恨歌》《梦长安》打磨提升、《驼铃传奇》《西安千古情》等创树品牌。突出文化特色和地域特点，推动《大唐追梦》《秦汉·风云》《复活的军团》《12·12》《狄青风云》等出精品、扩影响。鼓励景区引进社会资本，吸引文艺表演团体和表演人才，开发小剧场演艺产品，丰富和提升景区文化内涵。到2022年，全市精品旅游演艺数量超过30部。
《西安市“十四五”文化 和旅游发展规划》	2021.11	创新文化演艺新业态，通过数字赋能文化演出业，创推演出新业态，开发演出新形式，实现演出从形式到内容的升级优化，推动文化演艺进景区、进街区、进社区、进乡村，持续打造西安“中国演艺之都”。支持《长恨歌》《梦长安》等创立国家旅游演艺标准，提升《大唐追梦》《西安千古情》《秦汉风云》等新产品的市场知名度和美誉度。
“奋进新征程 谱写新篇章” 系列新闻发布会	2022.04	一是开展文旅产业链式布局、二是打造旅游演艺金品牌、三是壮大数字文旅产业、四是做大文旅会展产业、五是做强文旅节庆品牌。
《西安市“十四五”商务 发展规划》	2023.05	扩大服务消费，加大文化、体育、旅游、健康、养老、住宿等服务性商业业态的培育和有效供给，推动服务方式创新，发展定制式服务，满足多样化消费需求，开拓个性化、多样化服务消费市场。

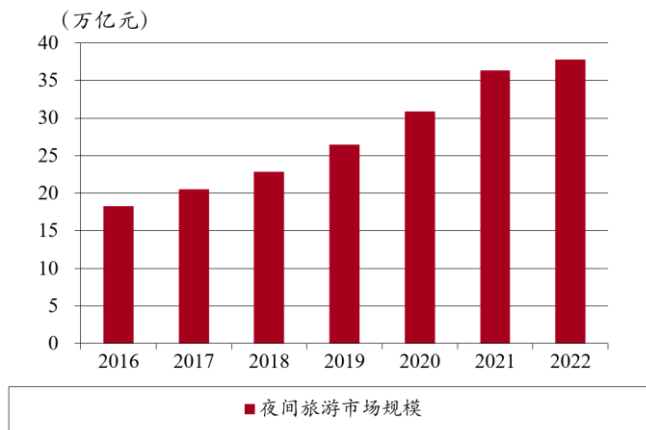
资料来源：西安市人民政府，中银证券

2.3 夜间文旅：延长经营时间，溢出效应显著

根据国家语言资源监测与研究中心的定义，夜间经济指从当日 18 时至次日凌晨所发生的，以当地居民、工作人群、游客为消费主体，以购物、餐饮、娱乐、休闲等服务消费为主要形式的经济活动，包括“食、游、购、娱、体、展、演”等在内的多元夜间消费市场。夜间经济可以提高设施使用率、激发文化创造、增加社会就业、延长游客滞留时间、提高消费水平、带动区域发展，逐渐成为城市经济的重要组成部分。

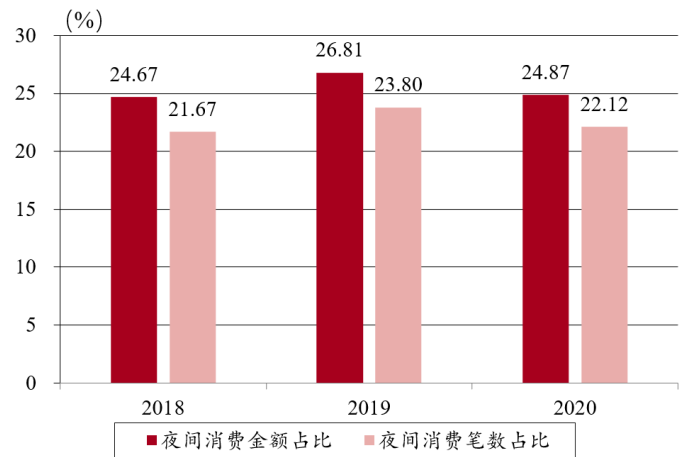
夜间消费占比高，形式多样需求旺盛。据中国旅游研究院统计，2020 年夜间消费金额占全天消费金额的 24.87%，消费笔数占全天的 22.12%，夜间消费成为本地居民和外地游客消费的重要组成部分，而在北京、上海等一线城市，夜间消费占比已突破 50%。根据前瞻产业研究院在对夜间经济规模的测算，其规模逐年提高，即便在疫情影响下，夜间消费能力依然提高。截至 2022 年，中国夜间经济规模达 37.81 万亿元。根据巨量引擎城市研究院发布的《2023 年中国城市夜间经济发展报告》，随着夜间经济覆盖的经济业态越来越多元，从最初寄居于“夜市”形态的夜间经济模式，到如今囊括了餐饮、旅游、购物、文娱等各领域的夜间经济模式，中国夜间经济市场正处于快速发展阶段。2023 年端午假期，夜经济成为文旅消费市场亮点。文旅部专项调查显示，受高温及目的地夜间旅游产品不断丰富等影响，端午假期参与夜间游的游客比例达 22.3%，较 2022 年同期提高 7.9 个百分点。根据文旅部信息，2023 年端午节期间，243 个国家级夜间文化和旅游消费集聚区夜间客流量 3625.3 万人次，其中，西安市城墙景区等多个景区假期累计夜间客流量均已超 60 万人次。

图表 26. 夜间旅游市场规模逐年增长



资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 27. 夜间消费占比



资料来源：中国旅游研究院，中银证券

夜间文旅显著带动旅游消费。关于夜间文旅带动消费的作用机制，对本地居民来说，夜市美食、夜跑、节事等夜间文旅丰富了其休闲活动，使本地居民的消费潜力得到释放；对于外地游客，夜间丰富的文旅活动如演出演艺、街区小镇夜生活等能够有效延长游客在当地的游玩时间，提高过夜游客的比率，以此带动旅游目的地的住宿、餐饮、购物等。此外，夜间文旅发展或能提高对地铁、公交、停车等交通服务的要求，促进地区交通基础设施配套和交通运输业发展。

以政策引导发展，夜间消费集聚区为主要建设形态。2019 年，国务院先后出台《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》和《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，两个政策明确提出发展夜间消费和夜间文旅。夜间经济作为刺激消费的有效手段，全国各大城市也纷纷推出夜间经济发展的支持政策。疫情后，夜间文旅依旧作为发展重点在全国“十四五”旅游发展规划中被提出，并在全国开展国家级夜间文化和旅游消费集聚区建设工作，2023 年 7 月，国家发改委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，强调促进夜间文旅消费创新，构建“24 小时生活圈”。

图表 28. 部分夜间文旅支持政策

部分夜间文旅支持政策		
政策	时间	内容
国务院办公厅关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见	2019.08	大力发展夜间文旅经济。鼓励有条件的旅游景区在保证安全、避免扰民的情况下开展夜间游览服务。丰富夜间文化演出市场，优化文化和旅游场所的夜间餐饮、购物、演艺等服务，鼓励建设24小时书店。到2022年，建设200个以上国家级夜间文旅消费集聚区，夜间文旅消费规模持续扩大。
国务院办公厅关于加快发展流通促进商业消费的意见	2019.08	活跃夜间商业和市场。鼓励主要商圈和特色商业街与文化、旅游、休闲等紧密结合，适当延长营业时间，开设深夜营业专区、24小时便利店和“深夜食堂”等特色餐饮街区。有条件的地方可加大投入，打造夜间消费场景和集聚区，完善夜间交通、安全、环境等配套措施，提高夜间消费便利度和活跃度。
文化和旅游部办公厅关于开展第一批国家级夜间文化和旅游消费集聚区建设工作的通知	2021.07	依托各地现有发展情况良好、文化和旅游业态集聚度高、夜间消费市场活跃的街区（含艺术街区、剧场、博物馆、美术馆、文化娱乐场所集聚地等）、文体商旅综合体、旅游景区、省级及以上文化产业示范园区商业区域等，分批次遴选、建设200家以上符合文化和旅游发展方向、文化内涵丰富、地域特色突出、文化和旅游消费规模较大、消费质量和水平较高、具有典型示范和引领带动作用的国家级夜间文化和旅游消费集聚区
“十四五”旅游业发展规划	2021.12	拓展旅游消费领域。积极发展夜间消费，鼓励文化和旅游场所保证安全的基础上延长开放时间。
国家发展改革委关于恢复和扩大消费的20条措施	2023.07	推动夜间文旅消费规范创新发展，引导博物馆、文化馆、游乐园等延长开放时间，支持有条件的地区建设“24小时生活圈”。

资料来源：国务院办公厅，国家发改委，国家文旅部，中银证券

图表 29. 部分城市夜间经济政策

全国部分城市夜间经济政策		
城市	时间	政策
重庆	2014.06	《重庆市人民政府关于发展夜市经济的意见》
宁波	2014.08	《关于发展月光经济的指导意见》
南京	2017.11	《关于加快推进夜间经济发展的实施意见》
西安	2018.04	《关于推进夜游西安的实施方案》
天津	2018.11	《关于加快推进夜间经济发展的实施意见》
上海	2019.04	《关于上海推动夜间经济发展的指导意见》
济南	2019.06	《关于推进夜间经济发展的实施意见》
北京	2019.07	《北京市关于进一步繁荣夜间经济促进消费增长的措施》
成都	2019.09	《关于发展全市夜间经济促进消费升级的实施意见》
佛山	2020.01	《关于推动夜间经济发展的实施意见》
广州	2020.02	《广州市推动夜间经济发展的实施方案》
宁波	2020.05	《宁波市加快发展夜间经济实施方案》
杭州	2020.07	《杭州市提升发展夜间经济的实施意见》
合肥	2020.07	《合肥市促进夜间消费高质量发展操作规程》
青岛	2020.07	《关于推动夜间经济发展的意见》
天津	2021.04	《天津市2021年发展夜间经济重点工作》
北京	2022.07	《北京市促进夜间经济繁荣发展的若干措施》
重庆	2022.07	《关于加快夜间经济发展促进消费增长的意见》
上海	2022.09	《上海市夜间经济空间布局和发展行动指引（2022-2025）》
湖南	2022.10	《湖南省推动“夜经济”高质量发展进一步扩消费促就业的若干意见》
黑龙江	2023.03	《关于推动夜经济发展进一步促进消费稳定增长的指导意见》

资料来源：各地政府官网，巨量引擎城市研究院，中银证券

西安市大力发展夜间文旅，打造“夜长安”夜游品牌。2018 年，西安市印发《关于推进夜游西安的实施方案》，随后又在西安市“十四五”相关规划及消费促进政策中多次提出夜间文旅建设方案，丰富“夜游、夜购、夜演、夜娱、夜餐、夜展”等夜间消费业态，并通过优化夜间地铁运营组织及公交线路安排，全面提升夜游经济配套服务。大唐不夜城步行街、西安市西安城墙景区、西安市北院门历史文化街区、西安市易俗社文化街区入选“国家级夜间文化和旅游消费集聚区”名单。在《财经国家周刊》、瞭望智库联合相关机构组成课题组所编写的《中国城市夜经济影响力报告》中，西安市夜经济影响力多年名列前茅，逐步打响“夜长安”夜游品牌，品牌效应也为西安的夜间文旅集聚更多人气。2023 年 6 月 26 日，西安市举办“长安夜·我的夜”第四届夜游嘉年华，西安市文旅局策划推出了“夜游、夜演、夜娱、夜憩、夜食、夜购、夜市、夜练、夜读、夜宿”10 个业态 525 个夜游目的地，通过丰富内容供给，壮大新业态，并相应打造精品夜游先例和相关活动。

图表 30. 西安市夜间经济政策

西安市夜间文旅相关政策支持		
政策	时间	内容
《关于推进夜游西安的实施方案》	2018.04	构筑西安夜游经济“一极两轴五板块多节点”的发展格局，依托区域内的主要景区、特色街区、商圈及夜市等，形成人气相对集中的夜游经济消费节点，重点培育夜间观光游憩、文化休闲、演艺体验、特色餐饮、购物娱乐五大夜游经济产业，形成一批与区域商圈发展相融合、具有一定带动辐射功能的特色夜游消费街区。
《西安市国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	2021.03	丰富“夜游、夜购、夜演、夜娱、夜餐、夜展”等夜间消费业态，打造一批夜间经济示范街区，建设国家级夜间文旅消费集聚区。建设夜间文旅消费集聚区：依托大唐不夜城、北院门、书院门等历史文化街区和大唐西市、老城根G-park等文旅商综合体，发展夜间观光、文化休闲、演艺体验、特色餐饮和购物娱乐五大夜间经济。
《西安市创建国家文化和旅游消费试点城市实施方案》	2021.09	叫响“夜长安”夜游品牌。提升钟楼、老城根、西安大都荟等“夜长安”商圈；建设西大街、粉巷、顺城巷、大唐通易坊等美食演艺酒吧茶馆特色风情街区；结合大明宫、曲江池、汉城湖等夜跑线路，开展全民健身活动。支持大唐不夜城、北院门风情街、高新嘉会坊、小寨商圈等创建国家级夜间文化和旅游消费集聚区。支持重点商圈、博物馆、图书馆、美术馆延长开放时间，优化夜间地铁运营组织及公交线路安排，全面提升夜游经济配套服务。
《西安市“十四五”文化和旅游发展规划》	2021.11	创新夜间文化和旅游产品。总结和推广大唐不夜城夜游经济发展经验，支持重点商圈、博物馆、图书馆、美术馆延长夜间开放时间，建设一批24小时书店等全时文化和旅游产品，优化夜间地铁运营组织及公交线路安排，全面提升夜游经济配套服务。丰富“夜游、夜购、夜演、夜娱、夜餐、夜展”等夜间消费业态，打造一批夜间经济示范街区，建设国家级夜间文旅消费集聚区，塑造西安夜游经济品牌。
西安市出台六条措施支持户外经济和夜间经济恢复发展	2022.05	允许具备条件的商业步行街、商业综合体在夜间规定时间段外摆经营，适当延长夜间营业时间；创新夜间消费业态和模式，依托特色商业街区举办文创集市、夜游长安等室外活动，促进文旅商体跨界融合，提升夜间经济活力。
西安市2023年政府工作报告	2023.02	大力实施商圈商业街区建设行动，持续推进钟楼—南门、小寨—大雁塔2个都会级商圈和10个城市级商圈建设，创建不少于10个夜间消费集聚区。

资料来源：西安市人民政府官网，西安市文化和旅游局，中银证券

2.4 数字文旅：精细化服务与管理，多样化文旅内容

数字经济增长显著，规模发展长效明显。随着 5G、人工智能、AR、VR 等数字化科技要素的持续发展，“数字经济”逐步成为推动经济增长的主要引擎之一。根据国家互联网信息办公室发布的《数字中国发展报告 2022》，中国数字经济总体规模已经达到 50.2 万亿元。报告显示，2022 年数字中国建设取得显著成效，我国数字基础设施规模能级大幅提升。根据中国信通院发布的《全球数字经济白皮书 2022》，自 2016 年至 2022 年，中国的数字经济增长规模为 4.1 万亿美元，年均复合增长 14.2%。截至 2023 年 5 月底，我国 5G 基站总数达 284.4 万个，蜂窝物联网终端用户超过 20.5 亿户。《白皮书》显示，今年以来，AI 产业风头较为强劲，AI 大模型已初具应用成效，有望成为各行业基础赋能工具。可见近年来，我国数字经济核心产业不断壮大，相应的新型基础设施建设也在逐步完善。

数字文旅加快布局，数智化助力供给改革。在国务院发布的《“十四五”数字经济发展规划》中指出“十四五”时期是我国数字经济转向深化应用、规范发展和普惠共享的新阶段，其中针对文化和旅游领域提出，要提升社会服务数字化普惠水平，加快推动文化教育、会展旅游、体育健身等领域公共服务资源数字化供给和网络化服务。《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》、《“十四五”旅游业发展规划》等政策和规划中也提出了景区、公共服务、产品和场景等方面的智慧化建设。陕西省针对数字经济发布《陕西省“十四五”数字经济发展规划》，在文旅产业方面，以推动文旅产业数字化为目标，围绕构建陕西文旅数字资源体系，推动数字文化创意产业发展和数字化助力文旅产业融合发展三部分内容进行了部署安排。陕西省和西安市的文旅“十四五”规划进一步对文旅数字化做出了更详细的发展指导。2022 年 10 月，文旅部发布了 2022 年文化和旅游数字化创新实践案例，包括十佳案例和 20 个优秀案例。30 个案例聚焦 5G、人工智能、大数据、云计算等数字技术在文化和旅游领域的创新应用，在服务行业管理、便利游客出游、推进文旅融合发展等方面产生了良好示范、带动作用。

图表 31. 旅游数字化相关政策

政策名称	时间	内容
“十四五”数字经济发展规划	2021.12	提升社会服务数字化普惠水平。加快推动文化教育、医疗健康、会展旅游、体育健身等领域公共服务资源数字化供给和网络化服务。
“十四五”旅游业发展规划	2021.12	加快智慧旅游景区建设，完善智慧旅游公共服务，风度假期旅游产品供给，拓展智慧旅游场景应用。
《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》	2022.05	发展数字化文化消费新场景，大力发展线上线下一体化、在线在场相结合的数字化文化新体验。推进智慧旅游发展，创新智慧旅游公共服务模式，建设旅游监测设施和大数据平台。
《陕西省“十四五”数字经济发展规划》	2022.05	构建陕西文旅数字资源体系。推动数字文化创意产业发展。数字化助力文旅产业融合发展。
《陕西省“十四五”文化和旅游发展规划》	2021.08	积极发展智慧旅游。加强旅游信息基础设施建设，加强智慧旅游相关标准建设。提升5G网络覆盖水平。完善景区监测和大数据平台建设。培育云旅游、云直播等线上数字化体验产品。加快旅游咨询中心、集散中心等旅游基础设施更新。
《西安市“十四五”文化和旅游发展规划》	2021.11	丰富数字文化和旅游产品。突出科技赋能，依托人工智能、移动互联网、虚拟现实等新技术，开发沉浸式文化和旅游体验项目，加强数字文化和旅游创意产品供给。依托西安高新技术和科教优势，推出一批科创沉浸式文化和旅游产品，培育一批智慧文化和旅游企业。
《西安市2023年政府工作报告》	2023.02	持续提升大唐不夜城、北院门、钟鼓楼、永宁门等特色板块品质内涵和游客体验感，支持发展沉浸式、数字化文旅新场景新业态。

资料来源：国务院，文旅部，陕西省人民政府，西安市人民政府，中银证券

数字化提升旅游管理与服务效率，提升游客体验。5G、物联网、AR/VR、人工智能等技术在旅游领域的应用，为游客提供自助导览讲解、行程规划等服务，实现旅游服务便捷化、旅游设施智能化、旅游体验人性化。同时，大数据的应用则帮助文旅企业等主体在旅游营销、景区管理方面实现更高效、精细的管理。在旅游营销方面，大数据能够掌握竞争者动态，明确市场定位，实现精准营销；在景区管理方面，大数据实时监测景区动态和人流，及时应对突发情况。

图表 32. 智慧景区评价指标

全链路游客服务	<ul style="list-style-type: none">对游客游前、游中、游后的全链路服务在线化
旅游综合管理	<ul style="list-style-type: none">推动景区管理系统建设，实现更多的在线化和智能化大数据建设应用及精细化管理加强景区的环境管理和文旅资源保护
全域旅游营销	<ul style="list-style-type: none">利用各类在线平台和科技手段，推动景区文化和品牌内容的生产及传播通过统一营销，带动文旅商融合，带来更多业务增长点，助力景区发展

资料来源：中国旅游报《2020年5A景区数字化发展指数调查报告》，中银证券

数字化创新文旅内容，进一步激发消费。数字化催生出一系列新的文旅产品和业态，如 AR/VR 体验、云旅游、云展览、旅游直播、文旅短视频、数字藏品等，打破了传统旅游业线下消费的局限，迎合了“Z 世代”等消费群体的需求，成为文旅消费的新热点。国务院发展研究中心·东方文化与城市发展研究所、中国社会科学院中国文化研究中心、腾讯社会研究中心发布的《中国数字文化产业发展趋势研究报告》提出，2017 年数字文化产业增加值约为 1.03 万亿元至 1.19 万亿元，总产值约为 2.85 万亿元至 3.26 万亿元。据社会科学文献出版社发布的中国文旅数字化发展报告（2021），其中《2020 中国文化和旅游数字化发展形势及展望》指出，中国在线旅游市场交易规模从 2015 的 4127 亿元增长到 2019 年的 10059 亿元。随着数字化在社会生活中的渗透，消费者对数字文旅产品的接受度将不断提高，数字文旅产品将有更大的发展前景。根据中研普华产业研究院发布的《2021-2026 年中国数字文化产业市场深度分析及未来发展趋势预测报告》，数字文化产业正逐步成为我国文化产业发展的新增长点。未来数字文化产业将朝着生态化竞争继续深入、“IP+产业”全面融合、新技术广泛应用等方向推进。预计到 2035 年我国数字经济将达 16 万亿美元，数字文化产业也有望开启万亿级市场空间。

数字藏品成文旅行业热潮。数字藏品和文旅行业具有天然的契合度，文旅 IP 有助于打造数字藏品，同时，数字藏品与文创商品、旅游纪念品等具有相似的收藏价值。发售景区数字藏品一方面可赋予景区更年轻化、时尚化的属性标签，另一方面，景区通过数字藏品的形式突破时间和空间的限制，帮助景区实现创新性营收。据数字藏品生态平台 iBox 链盒 2023 年 7 月发布的文旅数字藏品研究报告，文旅类数字藏品已位列第四受欢迎的数字藏品，随文旅行业疫后复苏势头强劲，文旅数藏具备更多潜力与可能。

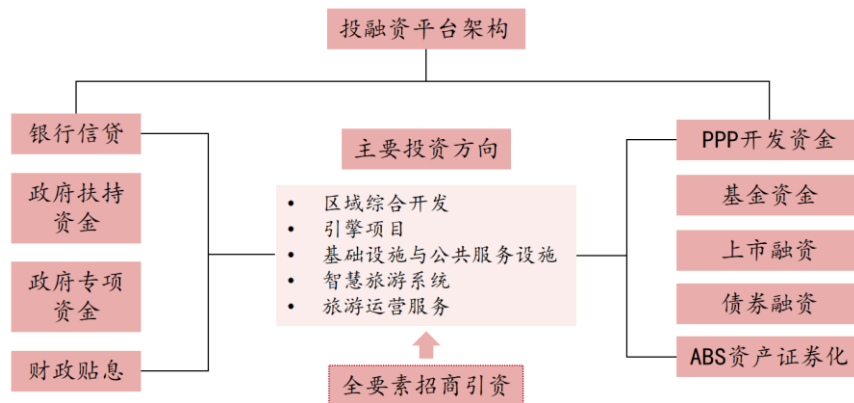
2.5 旅游目的地管理：平台化运营，实现旅游协同发展

平台化运营提高目的地竞争力，地方国有旅游投资集团成主力。绿维文旅规划设计院指出，旅游平台化运营是一种商业运营管理的手段，能够聚集旅游产业链上下游供应商、服务商等，构建多主体共享的旅游商业体系。旅游业由于对资本、旅游资源、人才、信息等要素拥有高度整合连接性，是较早运用平台经济理念的产业。由于多数旅游资源具有公共品属性，在政府和市场的推动下，地方国有旅游投资集团逐步成为旅游资源配置和国有资产重组的主体，承担区域旅游资源整合、旅游产业发展、旅游项目开发及旅游基础设施与公共服务设施建设等功能。例如，黟县徽黄旅游发展集团有限公司承担全县旅游资源整合开发、景区建设、公共设施配套等，乌镇旅游股份有限公司负责乌镇的保护整治与合理开发等。

平台化运营便于投融资对接。旅游目的地管理平台能够充分运用政府支持资金、银行融资、政企合作等多种渠道，如旅游发展专项资金、奖励补贴、政府贷款贴息、PPP、BOT 等，形成基金融资、上市融资及债券融资等的多种融资模式，并发挥自身优势，结合全要素进行招商引资，构建一个相互支撑、相互渗透的投融资平台结构。

平台化运营打造全产业链服务支持。旅游目的地发展需要整合多样化服务商、构建全产业链服务体系来塑造竞争力，该服务体系需要智库、管理者、投资者、成熟 IP、运营商、品牌服务商等多方合作，形成集专家咨询、规划策划、投融资服务、运营服务、营销服务等多种服务为一体的平台体系，以便对旅游资源进行充分整合开发和运营管理，减少各个服务主体和服务环节之间的沟通成本，从而为区域旅游产业发展提供持续动能。

图表 33. 旅游目的地管理公司投融资平台架构



资料来源：绿维文旅，中银证券

2.6 开放式旅游区：以经营性活动带动收益

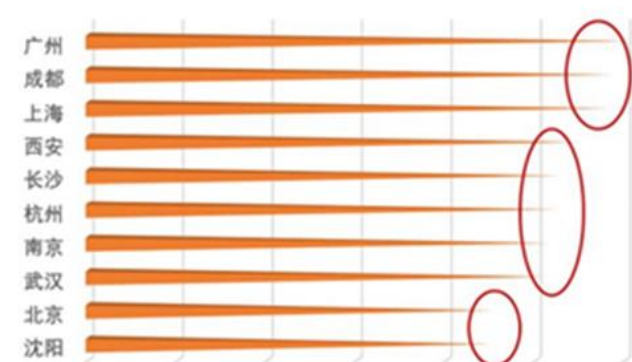
提高客流量，提升复游率，促进游客旅游区内消费。而开放式旅游区是区别于封闭型景区的一种盈利模式，开放式旅游区由于门票免费，能够吸引更多的游客，带动旅游景区热度提升。同时，门票的免除也使游客对其他类型的消费如餐饮、娱乐、购物等有更多意愿，这种以客流量带动旅游消费的模式，或更加契合我国当下大众旅游发展趋势。

本地休闲成趋势，开放式旅游区顺应需求。根据中国旅游研究院《中国休闲发展年度报告（2021）》，我国国民越加注重生活品质提升，休闲活动成为继生理活动、工作或有偿家庭生产经营活动之后的重要选择，休闲时间每日平均 3.8-4.4 小时。从休闲活动类型来看，除消费购物外，文化休闲已成为城乡居民重要的日常生活选项，居民的文化休闲意识也在日益增强。从休闲活动的地理范围来看，居民休闲半径以中短距离为主，87%的受访者选择在 3 公里范围以内进行休闲活动，其中距居住地 1-3 公里的空间范围更是构成了国民休闲的主要活动空间。本地休闲具有近距离、高频次、利用碎片时间等特点，开放式旅游区相较于封闭式旅游区更能满足本地休闲的需求，成为本地居民休闲活动的重要空间之一，游客也更愿意多次前往游玩。

根据中国旅游研究院发布的《中国休闲发展年度报告（2022—2023）》，国民休闲时间较疫情前大幅提升，2022 年城镇居民和农村居民全年总休闲时长分别为 1522.4 小时和 1511.1 小时，比 2019 年分别增加 289.3 小时和 365 小时。随着国民生活品质的不断提高，城乡居民用于休闲的时间开始超过照看老人或孩子、陪孩子学习、家务劳动、看病就医等的时间，休闲成为继生理活动、工作之后的首要选择。2022 年，选择实地购物、外出就餐、美容美发、游乐游艺等消费购物类休闲活动的城乡居民占比具有绝对优势，为 60%—70%。随着闲暇时间增多，城镇居民消费购物占比下降，文化休闲比重上升。节假日选择消费购物的城镇居民占比为 59.49%，分别比工作日、周末低 4.13 和 6.27 个百分点，而选择文化休闲的受访者占比为 22.86%，分别比工作日、周末高出 4.08 和 6.76 个百分点。

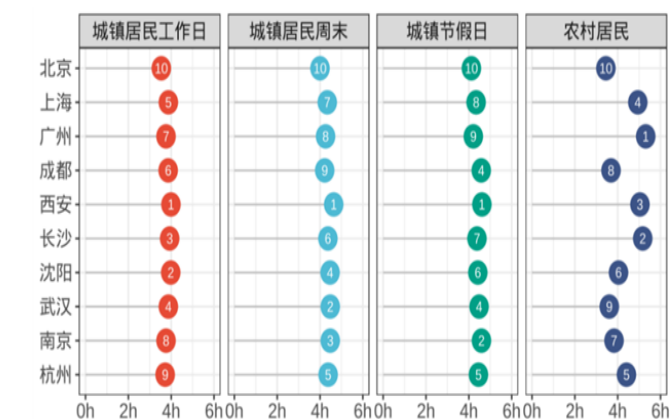
西安居民休闲时间长、休闲热情高。据中国旅游研究院《中国休闲发展年度报告（2021）》统计，广州、成都、上海是休闲活跃程度较高的城市；西安、长沙、杭州、南京、武汉构成了休闲活跃程度居中的第二梯队；而北京与沈阳的休闲活跃度较低。从休闲时间来看，西安城镇居民休闲时间最长，工作日、周末和节假日休闲时间均排名第一；广州、长沙、西安等市农村居民休闲时间较长。从休闲半径来看，西安城镇居民更喜欢在 3 公里范围以内进行休闲。在西安本地休闲需求不断提升的背景下，开放式旅游区将具有更大的发展空间。

图表 34. 西安城市休闲活跃程度居前



资料来源：中国旅游研究院《中国休闲发展年度报告（2021）》，中银证券

图表 35. 西安城市居民休闲时长居前



资料来源：中国旅游研究院《中国休闲发展年度报告（2021）》，中银证券

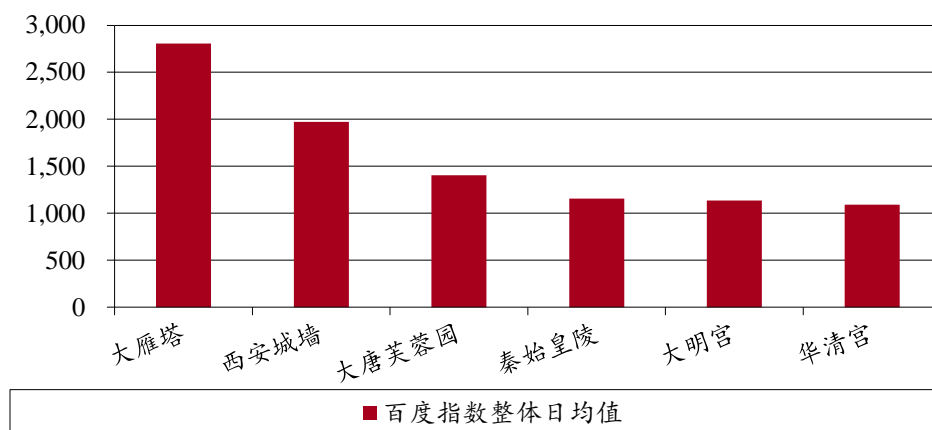
3 公司竞争优势：深耕景区管理，多方位拓展业务版图

3.1 地缘优势明显，资源禀赋得天独厚

充分利用在地文化，建立产品护城河。曲江位于今西安市东南，秦代时，由于其优美的风景，建有“宜春苑”，汉代时为皇家苑囿“上林苑”一部分，隋代时该地疏泉挖池为“芙蓉池”，建皇家御苑“芙蓉园”，唐代时得到空前发展，形成以曲江水系为核心，由曲江池、芙蓉园、杏园、大慈恩寺等诸多景观组成的大型风景游览区。曲江文旅的地缘优势使其能够将秦、汉、唐等在地文化得到充分利用，通过打造主题酒店、主题餐饮、文化演艺、文创产品等，为游客提供具身性体验。

掌握高品质文旅资源，打造优质产品组合。曲江文旅以曲江新区为核心，掌握曲江新区及其周边的众多文旅资源。西安市现共有 5A 级景区五处，其中，由曲江文旅及其子公司运营管理的共三处，分别为西安大雁塔-大唐芙蓉园景区、西安市碑林·城墙历史文化景区和大明宫国家遗址公园，另两处 5A 景区秦始皇帝陵博物院和陕西华清宫文化旅游景区则由陕西旅游股份有限公司运营管理。此外，曲江文旅还负责曲江海洋极地公园、西安曲江楼观生态文化旅游景区等数个 4A、3A 级景区的运营管理。根据百度指数显示，截至 2023 年 8 月 20 日大雁塔景区、大唐芙蓉园景区、西安城墙景区、秦始皇陵等景区的百度指数整体日均值达到 1000 以上。对于文旅资源的把控，能够使景区景点、酒店餐饮、文化演艺等产品之间的合作互动更加便利，便于公司推出更具有优势的旅游产品组合和旅游线路。

图表 36. 西安市 5A 景区百度搜索指数



资料来源：百度指数，中银证券（截至 2023.08.20）

图表 37. 曲江文旅管理的主要景区



资料来源：曲江文旅官网，中银证券

3.2 研、策、规、投、建、营一体化，深挖产品内涵求创新

景区运营管理业务是曲江文旅的第一大业务，营收占比过半，其景区集成运营能力是公司的核心竞争力。公司的景区业务集前期的在地文化研究、项目策划、发展规划和后期的项目投资、开发建设和运营管理于一体，实现产品轻重结合，投资和运营并重。

策划规划+运营管理，轻资产业务提高利润率。策划、规划等文旅项目智力服务为曲江文旅的特色之一，优秀的策划和规划能够充分发挥旅游目的地或景区的资源优势，并通过规划留白等方式实现旅游目的地或景区的可持续发展。曲江文旅通过向当地或其他地区提供文旅项目的策划规划获得一次性收入，例如棣花古镇策划提升改造项目等，该类服务成本低，利润率高，也是曲江文旅早期“走出去”战略的重要内容。景区运营管理是曲江文旅的营收主要来源，曲江文旅及其子公司在西安市内通过向西安曲江新区社会事业管理服务中心、西安曲江大明宫遗址区保护改造办公室、西安城墙开发管理有限公司等单位提供劳务的方式管理大唐不夜城、大唐芙蓉园、曲江池遗址公园、唐城墙遗址公园、大雁塔景区、唐慈恩寺遗址公园、大明宫国家遗址公园、明城墙景区等。

打造一体化旅游消费场所，扩大开放式旅游区规模。2018 年开始，由公司负责管理的西安市大唐不夜城街区获得市场青睐，该街区是融文化、商业、旅游为一体的步行街，汇集创意表演、歌手驻演和网红景点等，2019 年，大唐不夜城接待游客达 1.01 亿人次，营业收入达 112.4 亿。街区通过文旅反哺商业，顶级客流配套高质量商业设施，为游客提供了不亚于繁华商圈的服务，成为本地消费者的新的消费聚集地。此外，曲江池遗址公园、唐城墙遗址公园等公园类旅游区也为免费开放类旅游区，主要通过景区内的经营获得收益。

图表 38. 景区管理收入分配方式

景区	收入分配方式
大唐芙蓉园	<p>资产管理中心委托公司对大唐芙蓉园景区进行运营管理，委托期限为20年。自2011年1月1日至2030年12月31日止委托期限届满，公司在同等条件下有优先续展权。公司管理酬金来源于景区的门票收入，公司可以在该景区进行经营性活动，经营性收入归公司所有。管理酬金来源于大唐芙蓉园的门票收益，分为基本酬金与分成酬金两部分；2019年度门票收益中的7,986万元为基本酬金。如门票收入不足7,986万元，以门票实际收入作为基本酬金，此后每三个年度为周期调增基本酬金。分成酬金采用超率累进方式。具体确定方式为：门票收入超过基本酬金10%以内部分，无分成酬金；门票收入超过基本酬金10%至20%之间部分，其中50%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金20%至30%之间部分，其中60%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金30%至40%之间部分，其中70%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金40%至50%之间部分，其中80%作为分成酬金；门票收入超过基本酬金50%以上部分，无分成酬金。大唐芙蓉园的门票收入直接由公司获取，然后按上述管理酬金确认方式，将超额部分交付资产管理中心。</p> <p>根据公司与资产管理中心签订《〈大唐芙蓉园委托经营管理协议〉的补充协议》《〈大唐芙蓉园委托经营管理协议〉的补充协议二》的相关约定。大唐芙蓉园2020年、2021年、2022年管理酬金（含税）分别为13,407.35万元、13,586.97万元、12,943.93万元。2023年1月1日至2030年12月31日期间的管理酬金，由资产管理中心与公司另行约定。</p>
曲江池遗址公园和唐城墙遗址公园	<p>资产管理中心委托公司对曲江池遗址公园及唐城墙遗址公园进行运营管理，委托期限为20年，自2010年11月1日至2030年10月31日止。委托期限届满，在同等条件公司有优先续展权。景区的经营性收入分配方式为：第一至五年期间，景区的经营性收入100%归公司所有；第六至十年期间，景区的经营性收入92%归公司所有；第十一至十五年期间，景区的经营性收入90%归公司所有；第十六至二十年期间，景区的经营性收入88%归公司所有。</p>
大雁塔景区、大唐不夜城景区和唐慈恩寺遗址公园	<p>委托期限为20年，自2010年11月1日至2030年10月31日止。委托期限届满，大雁塔景区管理公司在同等条件下有优先续展权。景区的经营性收入：第一至五年期间，景区的经营性收入100%归大雁塔景区管理公司所有；第六至十年期间，景区的经营性收入92%归大雁塔管理公司所有；第十一至十五年期间，景区的经营性收入90%归大雁塔景区管理公司所有；第十六至二十年期间，景区的经营性收入88%归大雁塔景区管理公司所有。</p>
曲江大明宫遗址公园	<p>委托期限为20年，自2010年10月1日至2030年9月30日。自2015年6月起年度管理酬金为：12,810万元。大明宫遗址公园公司可在景区内开展经营性活动，经营活动收入归大明宫遗址公园公司所有。</p>
明城墙景区	<p>委托期限自2018年10月1日起。根据相关协议，2022年度管理酬金为5,606.94万元。</p>

资料来源：公司公告，中银证券

全国投资建设布局，“走出去”战略进一步升级。相较于前期公司出走本土依靠策划规划等一次性服务输出，曲江文旅近年加大对外地文旅项目的投资建设和运营管理。公司自身具有景区集成性运营管理优势，尤其是对历史人文类旅游资源及优质 IP 的综合开发能力，叠加其国企背景，受到外地以人文资源为主要开发对象的旅游地信任，外地旅游项目的投资和运营帮助公司实现在国内多个地区的长期营收，提高公司经营韧性，例如与山西太行山大峡谷景区、荆州纪南生态文化旅游区、大同古城等进行合作，进行景区规划策划、运营管理工作。2022 年度，公司持续深化温州雁荡山、山西大同古城、乐清北大街等项目发展合作，完成 2023 年大同市新春系列活动，单日最高客流超 40 万人次，受到央级等主流媒体的报道。2023 年 7 月，公司发布“烟台 西安曲江文旅全域旅游产业发展规划项目”。该项目拟对标西安“大唐不夜城”项目，投资 6 亿元，集食、宿、行、游、购、娱于一体，建设涵盖餐饮、酒店、旅行社、商业、景区等业务的全域旅游项目。2023 年 8 月，多名国家级非遗传承人入驻白鹿仓，与曲江文旅共同打造陕西非遗文化第一基地。公司截至 2023 中报，已有重点跟进项目覆盖 17 个省、22 个市，共计 26 项文旅项目。此外，2023 年 4 月，曲江文旅注册成立曲江乐效数字科技公司，未来有望进一步孵化 IP，或开启电商直播。公司不断加快“走出去”战略，通过多方位产业布局，实现核心运营管理能力输出。

集成运营管理多样化业务，打造目的地管理平台。除对景区的运营管理外，公司的运营管理能力也拓展到其他业务，如住宿、餐饮、演艺、文创、体育等活动项目的研究策划和投资建设，利用专业的团队、高品质的 IP 和标准化的管理，实现“吃、住、行、游、购、娱”等要素的协同发展，并围绕旅游场景、旅游服务、旅游内容创新、旅游投资等业务板块，构建具有独特 IP 的专业化产业平台。

图表 39. 曲江文旅业务矩阵

景区运营管理 <ul style="list-style-type: none"> 旅游资源整合规划 景区精细化管理 城市公共配套服务 精英管理团队输出 活动商业营销管理 品牌活动策划 金钥匙服务管理标准输出 文化旅游产品升级策划 “日游夜演”多元商业 	文化旅游演出 <ul style="list-style-type: none"> 文化旅游精品演出内容策划及管理运营 主题秀、创意水秀、光影秀技术方案定制开发 国内顶尖文化旅游演出项目团队资源导入 室内演艺项目定制开发 舞美特效创意策划 演员培训及管理团队输出 	大住宿 <ul style="list-style-type: none"> “文化旅游+大住宿”产业融合 可研、策划、规划、设计、新建及改建工程实施 酒店及精品民宿的投资、运营、管理、咨询 高星级酒店包装、管理、运营 金钥匙“满意+惊喜”服务 AI系统应用无人智慧化管理 精英管理团队输出 	文化旅游餐饮 <ul style="list-style-type: none"> “文化旅游+餐饮”产业融合 餐饮项目可研、策划、规划、投资、管理运营 “中华老字号”餐饮品牌创新管理、输出 餐饮服务咨询、培训 高端文化餐饮品牌管理输出
文体旅游 <ul style="list-style-type: none"> “文化旅游+体育”产业融合 赛事策划、运营、招商、承办 赛事服务输出 赛事技术输出 文体项目定制开发 赛事商旅、电商服务 赛事衍生品开发 文体设施规划、建设、升级 	旅行服务 <ul style="list-style-type: none"> 出入境及国内旅游服务 多语种高端商务定制 国内及国际特色专列、邮轮服务 研学旅行课程设计运营 电子商务、会议会展、签证代办、票务代理等多元化产品体系 	文旅产业教育培训 <ul style="list-style-type: none"> 培训需求调查及分析 培训计划的制定 培训组织与实施 培训评估与成果转化 全体学员岗位实践历练 标准化团队建设 优质自有人才派驻 后续团队考评服务 	文化旅游金融服务 <ul style="list-style-type: none"> 文旅产融规划 深度整合旅游产业要素 优质资本平台导入 金融赋能 ABS、PE/VC、定向增发、基金等多维融资模式应用 私募股权投资、并购投资、产业投资、产业整合
文化旅游工程建设 <ul style="list-style-type: none"> 景区、旅游商业建造工程规划、设计、施工 游乐设施、展馆工程设计、施工 城市绿化、景观工程规划、设计、施工 绿化、景观工程养护 	高端物业管理 <ul style="list-style-type: none"> 酒店式高端物业管理模式 十余年行业深耕经验多次接待国内外政要 金钥匙“满意+惊喜”服务 文化旅游餐厨、安保、工程保障、保洁、私人定制等全链条品质服务产品升级策划 	文旅项目智力服务 <ul style="list-style-type: none"> 文化艺术经纪服务 旅游策划规划 知识产权综合服务 品牌营销服务 	文创产业 <ul style="list-style-type: none"> 文创产业规划运营 文创产品、IP的设计研发及运营 文创产业链下经营渠道管理 文创产品生产、物流及仓储管理

资料来源：公司官网，中银证券

3.3 文、商、体、旅融合发展，多板块业务提升抗风险能力

以文化为根基，以旅游为载体，构筑文旅产品体系。曲江文旅以丰富的文化资源为底色，以文旅融合为抓手，通过多样化的文化产品建设文化品牌，提高旅游产品的附加价值。文化主题酒店和餐饮方面，曲江文旅经营首家唐文化体验式酒店——西安唐华华邑酒店、仿唐御宴——御宴宫等；旅游文化演艺方面，公司经营超时空唐乐舞剧《梦回大唐》黄金版、以游船形式体验虚实结合、光影交错的大型水舞光影秀《大唐追梦》，以世界非物质文化遗产《东仓鼓乐》打造的唐代宫廷燕乐《鼓》、海洋文化主题自主创排儿童舞台剧《哪吒》等，《梦回大唐》、《鼓》等分别于 2019、2021 年经提升改造后重新上演，旅游演艺项目不断向精品化、沉浸式改进。2022 年公司在大唐不夜城老字号首推文旅餐饮主题演艺，在大唐不夜城推出《华灯太白》《盛唐密盒》《旋转的胡璇》等常态化演出，在大唐芙蓉园景区正式推出《寻梦·芙蓉里》主题演艺；文创商品方面，曲江文旅及其子公司打造“遇见长安”系列盲盒、“李太白的茶货”饮品茶点以及唐仕女、大雁塔主题冰淇淋等系列产品，通过特色 IP 的赋能，打造高品质旅游商品，丰富了消费者的旅游购物内容。

图表 40. 曲江文旅旅游演艺项目



资料来源：曲江文旅官网，中银证券

图表 41. 曲江文旅文化主题酒店餐饮项目



资料来源：曲江文旅官网，中银证券

积极探索数字藏品，加快文旅数字化进程。2021 年底，曲江文旅针对数字文旅产业进行全面规划，强力推动文旅+数字、文旅+科技、文旅+互联网的发展，先后发行了苍龙左骖、白虎右骖、中国年迎财神、鸿运当头等中国传统文化系列数字藏品，西安曲江大明宫国家遗址公园全球限量发行的“O 宇宙 千宫系列”数字藏品，大唐不夜城根据其热门的文创 IP“李白”和“不倒翁小姐姐”推出两款数字藏品，大唐芙蓉园也推出“芙蓉龙”数藏 10000 份。2021 年西安城墙管委会与腾讯云产业联合，建立“长安 IN”文旅数字平台，并已围绕西安城墙景区的文化 IP 发行多个系列数字藏品。2022 年度，公司结合景区优势特点和节庆活动，陆续推出苍龙左骖、白虎右骖、中国年迎财神、春龙翘首 鸿运当头四款数字藏品，围观量达 5 万余次，媒体曝光度达 30 万余次。此外，公司在智慧旅游建设方面不断发力，建立景区、酒店标准化管理体系，建设国内一流的智慧化管理平台，并将大唐不夜城作为试点，利用 AR 技术打造包含导航、搜索、讲解、娱乐等功能的创新应用场景。

涉足体育领域，节事活动发挥溢出效应。2021 年 4 月，曲江文旅以 6875 万元获取无锡汇跑 55% 股权，力图产生“文化+旅游+体育”相互赋能融合发展效应。2021/2022/2023H1，体育项目营业收入分别为 994 万元/1404 万元/6665 万元。无锡汇跑体育有限公司是一家跑步领域的专业化赛事运营机构，主要运营大型路跑赛事和越野跑赛事，核心业务主要包括赛事运营、商旅服务、线上商城、赛事技术服务等。体育活动作为城市休闲的重要内容，能够吸引本地和外地游客的共同参与，公司通过打造曲江池最美跑道、夜跑聚集地品牌，形成常态化湖跑活动。节事活动的举办具有较大的正外部性，能够有效地带动活动举办地周围的餐饮、住宿、购物等业态，其溢出效应有助于曲江文旅的开放式景区、酒店餐饮、文创商品等创收。

夜间文旅项目成特色，带动文旅产品消费。公司紧紧抓住夜间经济的发展热潮，由其子公司经营的大唐不夜城步行街和西安市西安城墙景区入选“国家级夜间文化和旅游消费集聚区”名单，老字号餐饮、小吃街、龙虾节等夜餐项目，曲江池游船、灯光秀等夜游，西安城墙景区、曲江池等地夜跑项目，大唐芙蓉园、西安城墙、大唐不夜城等景区的演出活动，以及街区、商业综合体的购物、看展等，共同打造夜间文旅产品体系，激活了游客在当地的夜间消费。

旅游服务期待弹性复苏，业务拓展寻求新机。公司旅游服务包括了入境旅游、出境旅游、国内旅游、集团产业协同、目的地旅游、定制旅游、专列旅游、研学旅游、商务旅游、门票销售、会议会展、签证代办、票务代理等。在疫情影响下，出入境旅游基本停滞，跨省团队游需求降低。针对旅游服务及旅行社业务发展的困境，国家和各地区出台了暂退质量保证金、政府和企事业单位购买服务等一系列纾困政策，但随着出入境政策边际放宽，出入境航班开始恢复，国内旅游热度渐起，有望利好旅游服务业务发展。另一方面，公司近期着力发展研学游等产品，在国家“双减”政策背景下，助力旅游服务业务回升。

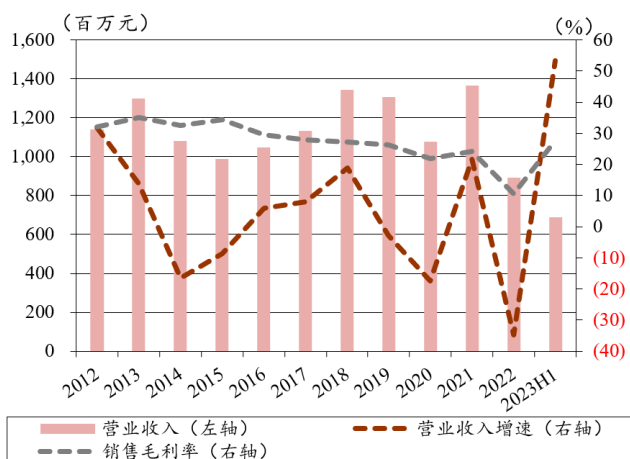
结合后疫情时代游客偏好，业务范围再次拓展。在“微旅游”“微度假”兴起背景下，公司着力推动“曲江绿野露营”品牌化发展，构建杜陵芳草营地、芙蓉湖畔营地、太乙山河营地，吸引大量游客参与，塑造曲江知名度和影响力。2022 年，经股东大会决议，公司的业务板块再一次拓展，在原经营范围基础上增加“规划设计管理”“小微型汽车租赁经营服务”“第一类增值电信业务”“第二类增值电信业务”。规划设计管理是景区运营管理业务的进一步细化和拓展，而汽车租赁业务则能够更好地迎合游客自由行的用车需求。

4 公司经营状况：营运能力突出，具有较强发展韧性

4.1 营收波动，营运能力处于业内较好水平

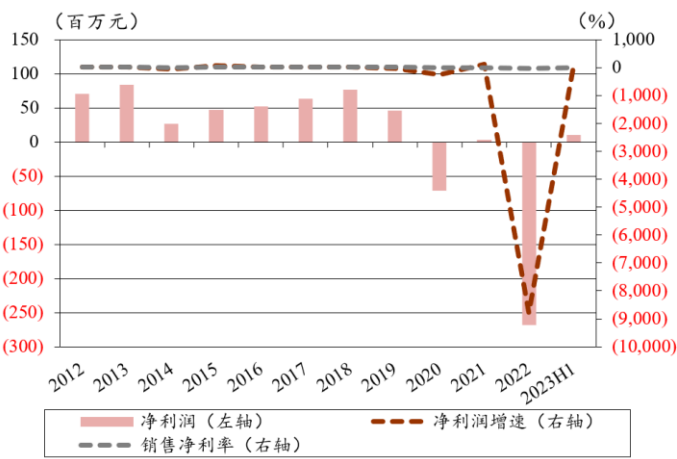
公司营收利润波动较大，营收增速较为稳健。2015 年-2018 年，公司营业收入持续上涨，2018 年营业收入增长率达到 18.78%，其原因在于大唐芙蓉园等景区收入提升。2019 年，公司营收出现负增长，净利润增速下降，主要系报告期内公司大唐芙蓉园景区管理分公司原《梦回大唐》项目提升停演，同时，公司唐华宾馆、西安曲江国际酒店管理有限公司餐饮分公司项目等筹开、御宴宫项目提升改造，导致了公司利润水平下降。2020-2022 年，旅游行业受疫情影响较大，公司营收和净利润出现下降与波动。2021 年，疫情较为平稳公司营收已恢复至疫情前水平体现其业绩韧性。2012 年-2019 年，公司毛利率维持在较为稳定的水平，总体在 25% 以上，2020 年疫情导致毛利率水平出现较大的下降，但仍达到 21.9%，且在 2021 年恢复至往年水平。2022 年旅游业受多地散发疫情影响严重，导致公司营收下降并出现较大亏损，2022 年营收为 8.91 亿元，同比下降 34.75%，净利润为-248.73 万元。据公司 2023 年半年报，公司 2023H1 营收 6.88 亿元，yoy+53.28%。归母净利润方面实现扭亏为盈，2023H1 实现归属于上市公司股东的净利润为 1291 万。23 年以来，随着旅游市场持续回暖，叠加西安文旅资源对于游客的吸引力足够以及公司自身在文旅界的广泛布局，公司业绩也随之较快回升。

图表 42. 疫情后收入有望快速回升



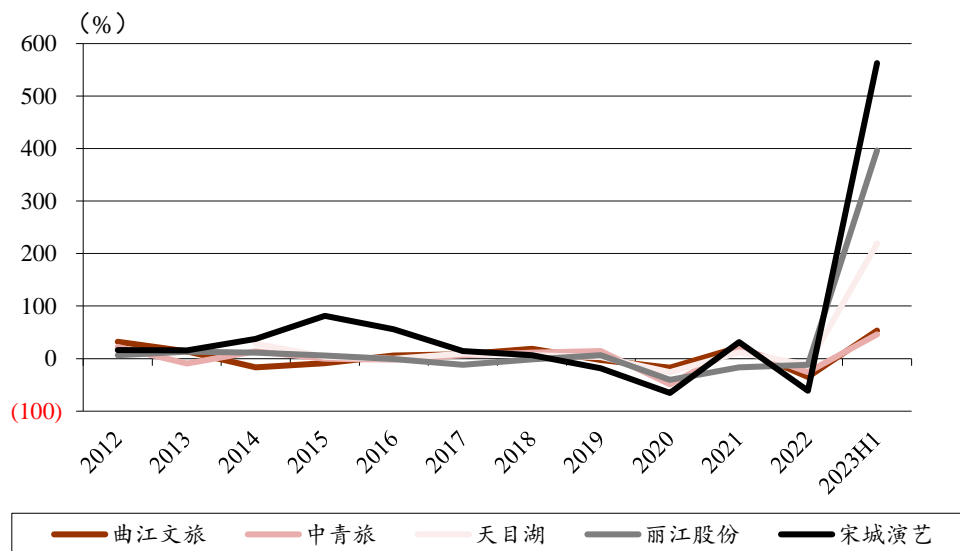
资料来源：iFind，公司公告，中银证券

图表 43. 22 年疫情对利润影响显著



资料来源：iFind，公司公告，中银证券

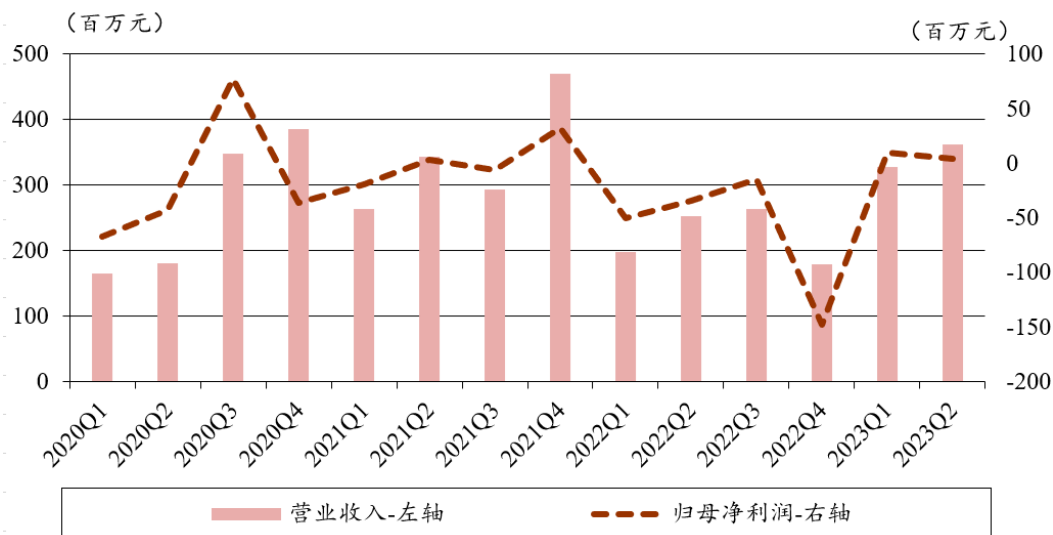
图表 44. 公司营收同比增速情况



资料来源：iFind，公司公告，中银证券

2022 年受疫情影响，公司实现营收 8.91 亿元，同比下降 34.75%，归母净利润-2.49 亿元，由盈转亏。随着疫情的放开，人员流动性增强，景区、旅游演艺、旅行社、酒店等主体逐渐恢复正常运营，2023 年 H1 公司营业收入恢复至 6.88 亿元，同比增长 53.28%，归母净利润为扭亏为盈。节假日数据上，公司完成 2023 年大同市新春系列活动，单日最高客流超 40 万人次，成功实现核心运营管理能力输出。此外，公司加快文旅演艺项目优化建设，在大唐不夜城推出《华灯太白》《盛唐密盒》《旋转的胡璇》等常态化演出。2023 年“五一”假期期间，曲江新区累计接待游客约 457.18 万人次。2023 年公司运营的各景点游客较之前都有了明显增长。随着旅游市场需求的不断释放，叠加消费场景不断拓展，预计公司全年业绩会有较好增长。

图表 45.疫情后公司快速扭亏

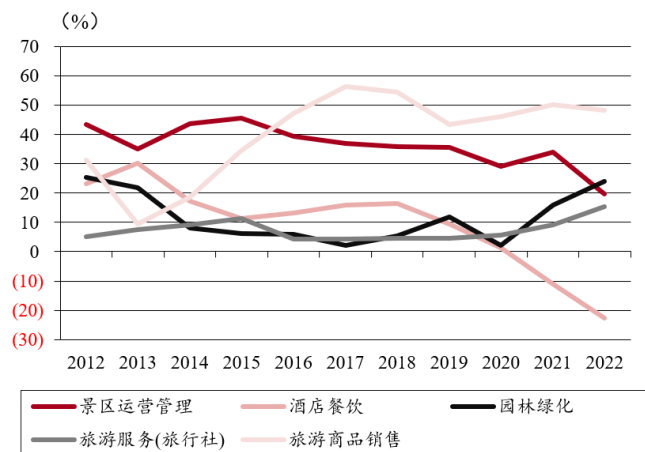


资料来源：公司公告，中银证券

各业务毛利率差别大，轻资产业务毛利率较高。2015 年开始，公司的主营业务中，旅游商品销售和景区运营管理的毛利率远高于其他业务，主要系这两类业务为轻资产运营。酒店餐饮业务毛利率 2019 年后呈下降趋势，主要系 2019 年开始公司多个项目筹开或提升改造等因素影响，随后疫情发生，叠加在建项目转固定资产，折旧摊销增加，酒店业务成本增加。园林绿化业务主要承接政府、企事业单位的园林绿化服务，毛利率受业务量变化较大。旅游服务业务的毛利率整体较低。

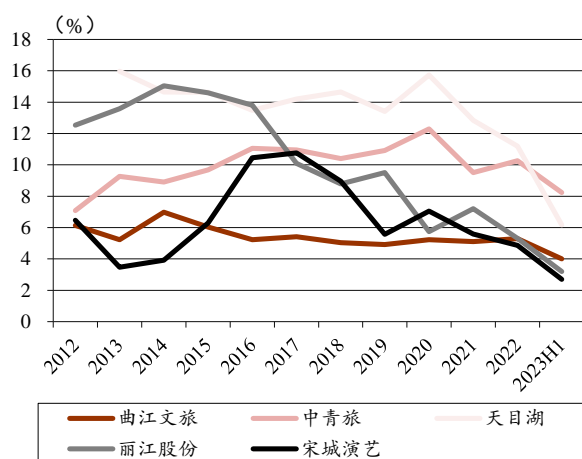
销售费用率较优，财务费用偏高。销售费用率维持在 4%-7% 左右，且在 2022 年减少广告宣传费等，使得销售费用进一步下降，23H1 该值为 4.01%，与行业内其他公司相比，公司销售费用率较低，而其营业收入水平较高，体现公司自身旅游资源具有较强的吸引力。管理研发费用率与其他公司相比处于中等水平，23H1 为 14.39%。公司财务费用率在 2020 年出现较大变动，主要是御宴宫、西安唐华华邑酒店、芳林苑酒店等项目改造，公司融资规模增加所致，2022 年财务费用依然处于较高水平，为 7.40%，高于部分其他公司。2023H1 该值下降至 5.02%，随着营收的增长以及改造项目的完成，财务费用率或有所下降。

图表 46. 公司各主营业务毛利率差别较大



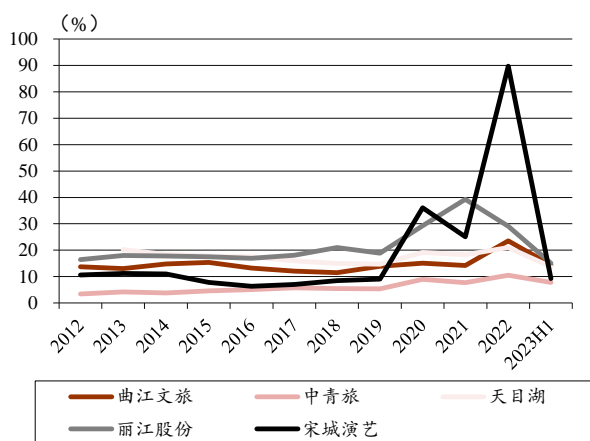
资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 47. 销售费用率处于行业较优水平



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

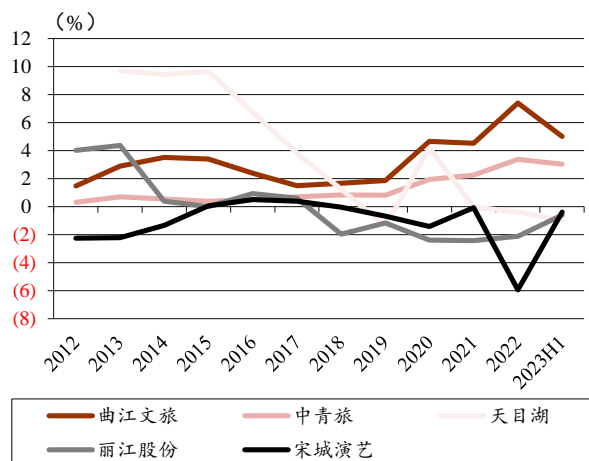
图表 48. 管理研发费用率处于中间水平



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

注: 宋城演艺 22 年管理研发费用率变动较大主要系报告期内公司将各景区受疫情影响闭园期间的营业成本列入管理费用

图表 49. 财务费用率近年较高

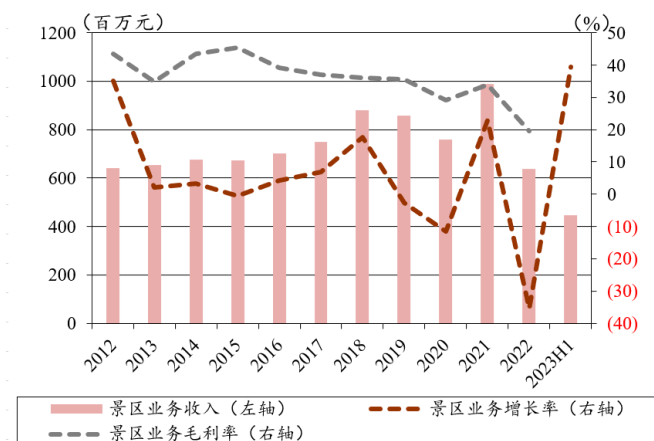


资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

4.2 各主营业务经营状况分析

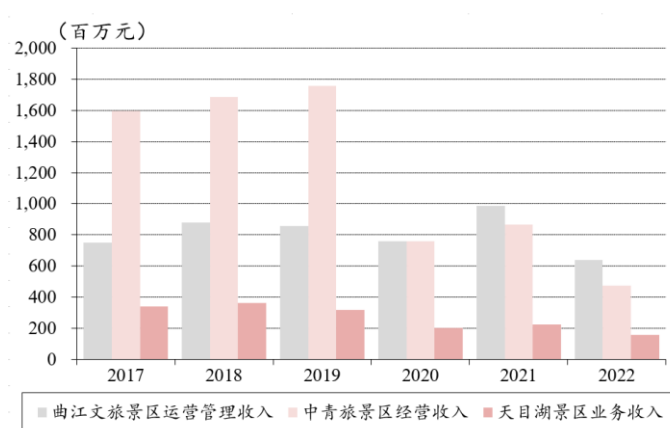
景区业务占比大、韧性强。从景区业务收入来看, 2012-2022 年景区业务营业收入均在 600 万元以上, 占公司总营收的 50% 以上, 且该比例呈现上升趋势, 2022 年, 景区运营管理收入占总营收的 71.45%。2015-2018 年景区营业收入持续上升, 2019 年增长率出现负值, 原因在于《梦回大唐》项目提升停演, 而 2020 年至 2022 年主要受疫情影响营收大幅下降, 22 年景区业务营收降至 6.37 亿元, 同比-35.51%。毛利率方面, 除 2020 年受疫情影响导致毛利率为 29.2% 外, 近十年景区运营业务毛利率均在 30% 以上。景区业务也是公司在国内其他地区布局的主要业务, 主要进行运营管理和规划策划业务, 在外省市的经营收入利润率普遍较高, 尤其是景区策划规划类项目以智力输出为主, 成本较低。多点布局也使公司的景区业务具有较强的稳定性, 与行业内其他公司相比, 曲江文旅景区营业收入受疫情影响波动较小, 疫后恢复良好, 根据公司 2023 年半年报, 景区业务实现营收 4.47 亿元, yoy+39.39%。

图表 50. 景区业务营收和毛利率



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 51. 可比公司景区运营业务收入

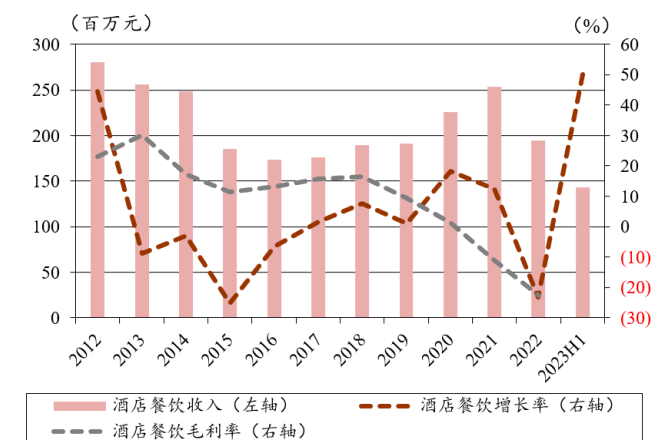


资料来源: iFind, 各公司公告, 中银证券

酒店营收波动上升, 旅游商品增速快。2016 年开始, 酒店业务营业收入呈波动上升趋势, 2020、2021 年营收增速较大, 2021 年营业收入达到 2.54 亿元, 但 2022 年受疫情影响出现大幅下降, 2022 年营收同比降 23.23%至 1.95 亿元, 23 年疫后恢复良好, H1 实现营收 1.43 亿元, yoy+50.19%。酒店餐饮业务在前期利润率较高, 2014 年-2018 年期间毛利率在 10%-20%之间波动, 2019 年出现下降主要系唐华宾馆、西安曲江国际酒店管理有限公司餐饮分公司项目等筹开, 御宴宫提升改造等因素影响, 2021 年毛利率降至-11.00%主要是在建项目转固定资产, 折旧摊销增加导致成本上升。旅游商品销售业务方面, 随着国内文创热潮, 2015 年开始, 旅游商品业务实现较快增长, 2019 年该业务增速达到 57.44%, 2021 年开始, 旅游商品业务营收开始下降, 2022 年该业务收入同比下降 40.19%, 但旅游商品毛利率维持较高水平, 2016 开始, 毛利率维持在 40%以上, 2017 年时毛利率达到最高值为 56.32%。

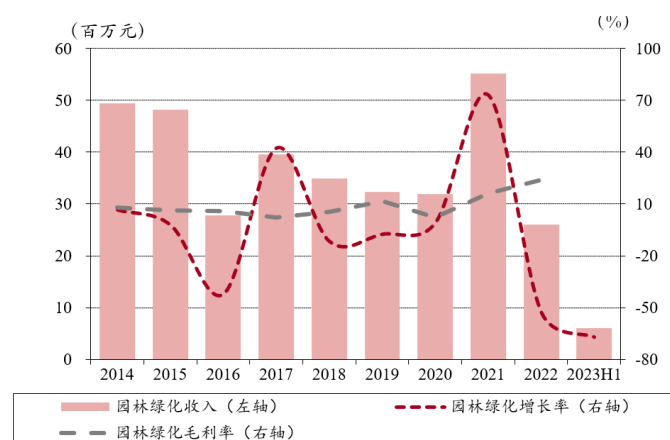
旅游服务业务收入下滑, 园林绿化业务营收波动大。公司自 2019 年旅游服务业务收入便开始出现下滑, 2021 年随着疫情平稳小幅度增长, 2022 年再次大幅下降, 同比-76.54%, 2023 年开始逐步恢复, H1 实现营收 2151.62 万元, yoy+347.68%。同时, 业务整体利润率较低, 多年在 10%以下。公司的园林绿化业务主要承接政府、企事业单位的园林绿化服务, 业务受相关单位项目需求影响。

图表 52. 酒店餐饮业务营收和毛利率



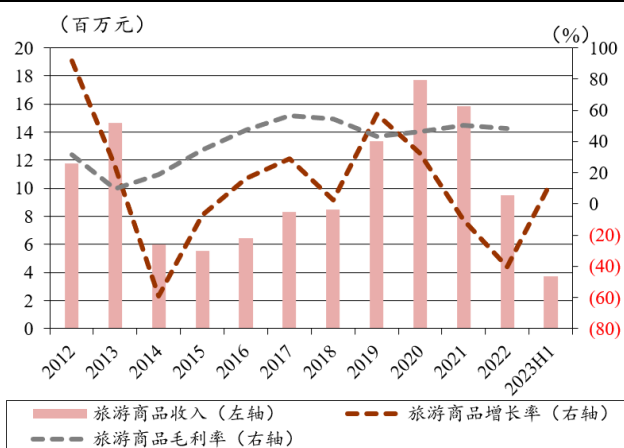
资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 53. 园林绿化业务营收和毛利率



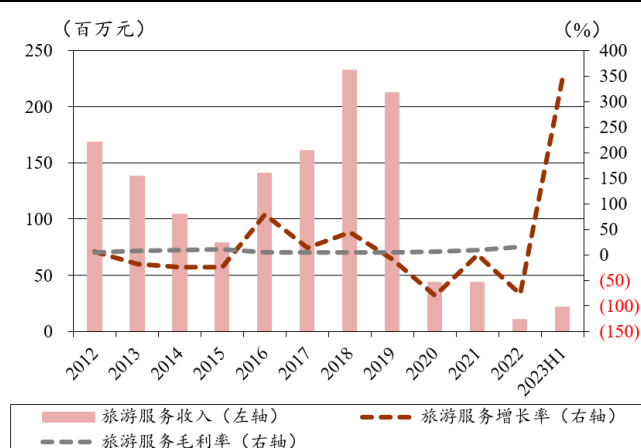
资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 54. 旅游商品业务营收和毛利率



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

图表 55. 旅游服务业务营收和毛利率



资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

5.盈利预测及估值建议

主营业务收入预测及相关假设

- 1) 景区运营管理：景区业务收入与游客量及游客消费能力相关，中长期来看，依托资源吸引力和产品创新，客流量增长潜力预期较好，且随游客消费意愿增强，经营性收入有望增长，参考疫情前水平并考虑随管理能力成熟带来经营效率提升，预期 23-25 年收入为 9.99/10.99/11.76 亿元，毛利率为 33.0%/34.5%/34.5%。
- 2) 酒店餐饮：公司酒店餐饮业务收入主要依托于景区客流，且更加受赖于外地游客，随长线出行趋于活跃，营收有望随客流回暖而增长，且随芳林苑等项目改造完成，接待能力和接待质量有望增强，预测 23-25 年营业收入为 3.21/3.60/3.85 亿元，毛利率为 10.1%/12.5%/12.9%。
- 3) 园林绿化：该项目营收主要来自承接政府、企事业单位的园林绿化服务，不确定性较大，毛利率参考往年水平，预测 23-25 年营业收入为 4300/4730/5108 万元，毛利率为 14%/15%/16%。
- 4) 旅游商品销售：线下旅游商品销售同样依托于客流量。预测 23-25 年营业收入为 1376/1582/1820 万元，毛利率预测参考往年水准，预测 23-25 年为 45%/50%/53%。
- 5) 旅游服务：23 年后，随出行需求快速增长，旅行社逐步恢复正常经营，收复失地，且公司提到根据行业发展趋势积极拓展业务内容。预测 23-25 毛利率为 8%/7%/7%，收入为 1.07/1.77/2.15 亿元。
- 6) 体育项目：作为新业务板块，公司积极发展体育赛事等活动，预测 23-25 营业收入为 1.26/1.45/1.71 亿元，毛利率为 25.2%/27.1%/30.8%。

基于国内旅游需求旺盛、本地休闲周边游趋势明显等行业特征，以及文旅出行回归常态增长和消费促进政策颁布、出入境政策边际放宽等利好，预计从 2023 年开始公司各主营业务将逐步实现平稳发展，预计 23-25 年公司综合营业收入增幅分别为 80.77%/14.49%/9.40%。

22 年公司整体毛利率呈现下降趋势，原因在于公司的景区、酒店、演艺等多个项目陆续提升改造，叠加疫情影响公司的游客接待量及有关成本。随着部分项目完成改造并对外开放以及文旅出行客流增长，预计 24-25 年后续毛利率水平或稳重有所上升，23H1 已实现 27.59%的毛利率。结合季节性因素考虑，我们预计 23-25 年综合毛利率分别为 25.75%/26.63%/26.83%。

图表 56. 收入拆分及盈利预测（单位：百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
景区运营管理							
收入	856.18	758.1	987.04	636.57	999.41	1099.36	1176.31
YOY	-2.72%	-11.46%	30.20%	-35.51%	57.00%	10.00%	7.00%
成本	551.06	536.72	653.05	511.34	669.61	720.08	770.48
YOY	-2.25%	-2.60%	21.67%	-21.70%	30.95%	7.54%	7.00%
毛利率(%)	35.64	29.20	33.84	19.67	33.00	34.50	34.50
酒店餐饮							
收入	191.03	225.74	253.83	194.58	321.06	359.58	384.75
YOY	0.97%	18.17%	12.44%	-23.34%	65.00%	12.00%	7.00%
成本	173.26	222.55	281.76	238.53	288.62	314.60	335.05
YOY	9.72%	28.45%	26.61%	-15.34%	21.00%	9.00%	6.50%
毛利率(%)	9.30	1.41	(11.00)	(22.59)	10.10	12.51	12.92
园林绿化							
收入	32.28	31.93	55.23	26.06	43.00	47.30	51.08
YOY	-7.61%	-1.08%	72.97%	-52.82%	65.00%	10.00%	8.00%
成本	28.46	31.27	46.43	19.79	36.98	40.20	42.91
YOY	-13.91%	9.87%	48.48%	-57.38%	86.86%	8.72%	6.73%
毛利率(%)	11.83	2.07	15.94	24.05	14.00	15.00	16.00
旅游服务							
收入	212.32	43.29	43.44	10.19	107.00	176.54	215.38
YOY	-8.51%	-79.61%	0.35%	-76.54%	950.00%	65.00%	22.00%
成本	202.6	40.85	39.52	8.63	98.44	164.18	200.30
YOY	-8.55%	-79.84%	-3.26%	-78.16%	1040.62%	66.79%	22.00%
毛利率(%)	4.58	5.62	9.02	15.30	8.00	7.00	7.00
旅游商品销售							
收入	13.38	17.73	15.87	9.49	13.76	15.82	18.20
YOY	57.41%	32.51%	-10.49%	-40.20%	45.00%	15.00%	15.00%
成本	7.57	9.56	7.91	4.93	7.57	7.91	8.55
YOY	94.60%	26.29%	-17.26%	-37.67%	53.51%	4.55%	8.10%
毛利率(%)	43.46	46.10	50.18	48.09	45.00	50.00	53.00
体育项目							
收入			9.94	14.04	126.36	145.31	171.47
YOY			100.00%	41.25%	800.00%	15.00%	18.00%
成本			6.75	13.51	94.57	105.92	118.63
YOY			100.00%	100.15%	600.00%	12.00%	12.00%
毛利率(%)			32.11	3.79	25.16	27.11	30.82
营业收入合计	1305.19	1076.79	1365.36	890.94	1610.59	1843.92	2017.20
YOY	-2.95%	-17.50%	21.76%	-34.75%	80.77%	14.49%	9.40%
营业成本合计	962.94	840.95	1035.42	796.73	1195.78	1352.89	1475.93
YOY	-1.75%	-12.67%	23.12%	-23.05%	50.09%	13.14%	9.09%
毛利率	26.22%	21.90%	24.16%	10.57%	25.75%	26.63%	26.83%

资料来源：iFind，公司公告，中银证券

盈利预测与相对估值

我们预计公司 23-25 年营收分别为 16.11 亿元、18.44 亿元、20.17 亿元，分别同比增长 80.77%/14.49%/9.40%；对应 PS 分别为 2.5 倍、2.2 倍、2.0 倍。归母扣非净利润分别为 0.29 亿元、0.61 亿元、0.89 亿元；当前股本下，预计 23-25 年每股收益率分别为 0.11 元、0.24 元、0.35 元，对应 PE 分别为 143.6 倍、67.0 倍、45.9 倍。考虑公司文旅出行下景区运营管理和旅游相关业务为主的属性，选取宋城演艺、中青旅、丽江股份、天目湖作为可比公司。相较之下，公司市销率表现较优，反映了公司依托其主营业务优势，收入获得能力强，长期收入较为稳健。但市盈率的表现也反映了公司利润的转化能力还有提升空间。疫情前三季度通常为公司业绩表现较好的季度，而 23 年 Q3 是第一次摆脱疫情影响后的完整暑期出行旺季，叠加公司传统经营旺季，公司收入和利润表现值得期待。

图表 57. 可比公司估值-市销率

公司代码	简称	总市值 (亿元)	市销率			主营业务收入 (亿元)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300144.SZ	宋城演艺	319.52	26.97	15.01	10.98	11.85	21.29	29.09
600138.SH	中青旅	87.66	1.02	0.84	0.67	86.35	103.80	131.12
002033.SZ	丽江股份	51.21	14.29	6.41	5.88	3.58	7.98	8.71
603136.SH	天目湖	40.30	9.63	6.07	5.13	4.19	6.64	7.86
	平均值	124.67	12.97	7.08	5.66	26.49	34.93	44.20
600706.SH	曲江文旅	40.96	4.60	2.54	2.22	8.91	16.11	18.44

资料来源：iFind，中银证券

注：截至 2023/09/28，可比公司业务收入预测来自机构一致预期

图表 58. 可比公司估值-市盈率

公司代码	简称	总市值 (亿元)	市盈率			每股收益		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300144.SZ	宋城演艺	319.52	3308.32	34.37	23.57	0.00	0.36	0.52
600138.SH	中青旅	87.66	-26.28	22.96	14.59	-0.46	0.53	0.83
002033.SZ	丽江股份	51.21	1389.89	21.40	19.10	0.01	0.42	0.48
603136.SH	天目湖	40.30	198.43	22.37	17.66	0.11	0.97	1.22
	平均值	124.67	1217.59	25.28	18.73	-0.09	0.57	0.76
600706.SH	曲江文旅	40.96	-16.47	143.61	66.97	-0.98	0.11	0.24

资料来源：iFind，中银证券

注：截至 2023/09/28，可比公司业务收入预测来自机构一致预期

投资建议

公司近三年受疫情影响业绩短期承压严重，但 23 年后我国文旅产业正处于复苏阶段，消费者旅游信心和意愿恢复，不改行业长期增长逻辑。公司掌握众多优质文旅资源，能够充分整合资源优势进行产品开发。公司在各主营业务协同发展的同时，不断拓展体育、数字藏品等新业务，契合大众休闲旅游需求和消费偏好，符合消费转型升级逻辑。此外，公司利用自身历史文化旅游资源开发管理的核心竞争力在全国布局，投资建设和管理输出并重，实现外地业务的持续营收。在我国文旅融合、全域旅游及文旅数字化的趋势下，公司具有持续增长潜力。首次覆盖，给予**增持**评级。

风险提示

应收账款回款慢及坏账风险

景区运营管理是公司第一大业务，其收入主要来源于地方行政部门支付的管理酬金，近两年受疫情影响，地方财政压力较大，景区运营管理中产生有关部门未能及时支付管理酬金，致公司产生相应的应收账款，或有坏账风险。

宏观环境变化风险

旅游业受国家宏观经济发展水平影响大，若经济发展速度放缓，可能使大众旅游需求和旅游消费能力降低，对公司的客源和销售收入造成影响。同时，公司所投资的项目在实施及经营过程中，可能面临经济环境、政策环境和市场变化等不确定性因素，导致项目运营未能实现预期收益。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,365	891	1,611	1,844	2,017
营业收入	1,365	891	1,611	1,844	2,017
营业成本	1,035	797	1,196	1,353	1,476
营业税金及附加	22	16	20	23	25
销售费用	70	47	77	87	94
管理费用	194	210	223	255	275
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	62	66	71	63	52
其他收益	10	3	10	15	15
资产减值损失	0	(2)	0	0	0
信用减值损失	12	(59)	0	0	0
资产处置收益	1	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(7)	5	5	5
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	6	(306)	38	83	115
营业外收入	3	1	12	10	10
营业外支出	3	4	15	17	15
利润总额	6	(309)	35	76	110
所得税	3	(41)	6	12	18
净利润	3	(268)	30	63	92
少数股东损益	(4)	(19)	1	2	3
归母净利润	7	(249)	29	61	89
EBITDA	263	(25)	330	387	424
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.03	(0.98)	0.11	0.24	0.35

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,544	1,453	849	1,024	784
现金及等价物	399	164	403	369	303
应收帐款	1,000	1,089	253	515	325
应收票据	0	0	0	0	0
存货	55	108	86	60	57
预付账款	22	23	34	26	35
合同资产	0	2	1	2	1
其他流动资产	68	67	73	51	63
非流动资产	2,212	2,197	2,106	2,045	1,980
长期投资	5	5	7	9	11
固定资产	1,503	1,476	1,490	1,495	1,491
无形资产	134	125	146	163	178
其他长期资产	569	591	463	378	299
资产合计	3,756	3,650	2,956	3,069	2,764
流动负债	1,470	1,701	961	1,303	904
短期借款	130	340	488	433	330
应付账款	955	964	232	519	301
其他流动负债	385	397	240	350	274
非流动负债	1,052	943	959	668	668
长期借款	958	876	891	600	600
其他长期负债	94	68	68	68	68
负债合计	2,523	2,644	1,920	1,970	1,572
股本	255	255	255	255	255
少数股东权益	23	44	45	48	51
归属母公司股东权益	1,210	962	990	1,051	1,141
负债和股东权益合计	3,756	3,650	2,956	3,069	2,764

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3	(268)	30	63	92
折旧摊销	207	215	236	261	277
营运资金变动	106	(139)	(6)	194	(122)
其它	(126)	163	163	70	48
经营活动现金流	190	(30)	423	588	295
资本支出	(272)	(297)	(240)	(210)	(210)
投资变动	(5)	0	(2)	(2)	(2)
其他	(50)	1	5	5	5
投资活动产生的现金流	(327)	(296)	(237)	(207)	(207)
银行借款	(162)	127	164	(347)	(102)
股权融资	112	55	0	0	0
其他	32	(76)	(111)	(68)	(52)
筹资活动现金流	(19)	107	53	(415)	(154)
净现金流	(156)	(219)	238	(34)	(66)

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	26.8	(34.7)	80.8	14.5	9.4
营业利润增长率(%)	(108.5)	(5,469.7)	(112.5)	115.2	39.5
归属于母公司净利润增长率(%)	(110.3)	(3,458.7)	(111.5)	114.4	45.8
息税前利润增长(%)	(315.3)	(525.7)	(139.3)	33.5	16.7
息税折旧前利润增长(%)	171.5	(109.7)	(1,397.2)	17.1	9.5
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(110.3)	(3,458.7)	(111.5)	114.4	45.8
获利能力					
息税前利润率(%)	4.1	(26.9)	5.9	6.8	7.3
营业利润率(%)	0.4	(34.4)	2.4	4.5	5.7
毛利率(%)	24.2	10.6	25.8	26.6	26.8
归母净利润率(%)	0.5	(27.9)	1.8	3.3	4.4
ROE(%)	0.6	(25.9)	2.9	5.8	7.8
ROIC(%)	1.0	(6.6)	2.5	4.2	4.7
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.7	1.2	1.1	0.7	0.6
流动比率	1.1	0.9	0.9	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.2	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	1.6	0.9	2.4	4.8	4.8
应付账款周转率	1.7	0.9	2.7	4.9	4.9
费用率					
销售费用率(%)	5.1	5.3	4.8	4.7	4.7
管理费用率(%)	14.2	23.6	13.9	13.9	13.7
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	4.5	7.4	4.4	3.4	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.0	(1.0)	0.1	0.2	0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.7	(0.1)	1.7	2.3	1.2
每股净资产(最新摊薄)	4.7	3.8	3.9	4.1	4.5
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	553.1	(16.5)	143.6	67.0	45.9
P/B(最新摊薄)	3.4	4.3	4.1	3.9	3.6
EV/EBITDA	14.3	(217.8)	18.6	14.3	13.0
价格/现金流(倍)	21.6	(136.9)	9.7	7.0	13.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371