



## 中途旅游高景气，客流有望受益于政策催化高增

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 旅游消费倾向高，今年旅游行业仍有较大增长潜力：2023年全年国内旅游收入及旅游人次恢复至疫情前80-90%，今年两项数据均有望实现20%以上增长。2) 目前旅游消费主线为中途旅游，黄山地处皖浙赣三省的交界，符合当前旅游消费特征：23年旺季旅客出游半径仅为19年全年70%左右，今年黄山有望受益于中途旅游高景气，客流增长20%以上。3) 高铁通车改善周边旅游生态，多项免票政策有望持续催化黄山客流提升：昌景黄、池黄高铁陆续实现通车，带动“大黄山”旅游热度提升，黄山市政府加大免门票政策力度进一步促进黄山游客增长。
- 旅游消费倾向高，今年旅游行业仍有较大增长潜力。** 根据《中国美好生活大调查》的数据，旅游消费为年轻人消费倾向最高的消费选择，占比达32.8%。预计2023年国内旅游人次及旅游收入将分别恢复到19年同期80.3%和85.6%，中国旅游研究院预测2024年国内旅游出游人数、国内旅游收入将分别增长24.4%、23.0%。
- 目前旅游消费主线为中途旅游，黄山地处皖浙赣三省的交界，符合当前旅游消费特征。** 2019年游客平均出游半径为270KM，2023年节假日旺季的出游半径也仅为160-210KM，在消费更为谨慎的当下，长途旅游仍处缓慢复苏阶段，黄山凭借自身绝佳地理位置，能够有效辐射长三角周边客群，今年客流有望增长20%以上。
- 高铁通车改善周边旅游生态，多项免票政策有望持续催化黄山客流提升。** 昌景黄高铁已于2023年年底通车，池黄高铁计划于2024年6月建成通车，高铁线路通车后将串起九华山、太平湖、景德镇、滕王阁等景区，旅游效率提升，符合当下“性价比消费”的市场环境。24年Q1黄山市政府配合昌景黄高铁开通，实施24个A级旅游景区非节假日每周三免门票、18周岁以下青少年群体和60周岁以上人群免门票等政策，持续推动黄山客流提升。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为5.0、6.4、7.6亿元。公司坐拥黄山优质旅游资源，有望在客流快速增长下实现业绩高增长，给予公司2024年20倍PE，对应目标价17.60元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 景区客流复苏或不及预期、政策变动风险、宏观经济波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	799.90	1938.55	2335.90	2737.02
增长率	-10.65%	142.35%	20.50%	17.17%
归属母公司净利润(百万元)	-131.97	500.92	639.20	758.31
增长率	-403.59%	479.56%	27.60%	18.64%
每股收益EPS(元)	-0.18	0.69	0.88	1.04
净资产收益率ROE	-3.21%	11.22%	12.75%	13.42%
PE	-63	17	13	11
PB	2.03	1.80	1.61	1.44

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.29
流通A股(亿股)	5.13
52周内股价区间(元)	10.4-14.56
总市值(亿元)	83.95
总资产(亿元)	56.77
每股净资产(元)	6.14

### 相关研究

## 目 录

<b>1 旅游概念第一股，打造世界级休闲度假旅游目的地</b>	<b>1</b>
1.1 传统景区公司活力足，依托黄山拓展多元业务板块	1
1.2 受疫情因素影响公司业绩承压明显，现已实现扭亏为盈	3
1.3 股权结构稳定集中，国资背景护航公司发展	4
<b>2 行业分析：旅游产业冬渐去，积势蓄能迎新春</b>	<b>5</b>
2.1 行业概况：疫情催化行业变革，疫后修复空间充足	5
2.2 行业驱动：旅游需求结构化升级，多元驱动助力健康发展	11
<b>3 公司分析：资源禀赋优势明显，五大业务协同发展</b>	<b>16</b>
3.1 黄山景区：天下第一奇山，疫后客流超预期恢复	16
3.2 两大景区孵化培育中，有望成为公司未来业绩的第二增长极	22
3.3 徽菜业务：“走下山”排头兵，徽商故里快节奏布局全国	24
<b>4 未来看点：“大黄山”格局逐步完善，“政策支持+交通改善”打开发展空间</b>	<b>26</b>
4.1 政府大力推动“大黄山”旅游目的地建设，高铁线路持续改善	26
4.2 索道管理输出：“二次创业”，再谱索道新篇章	30
4.3 东黄山开发：东黄山国际旅游度假区开发中，景区容量有望扩容	31
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>33</b>
5.1 盈利预测	33
5.2 相对估值	34
<b>6 风险提示</b>	<b>34</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 2018-2023H1 公司主营业务营收占比.....	2
图 3: 2018-2023H1 分业务营收情况 (亿元).....	3
图 4: 2018-2023H1 公司分业务毛利率.....	3
图 5: 公司营业收入及增速.....	4
图 6: 公司归母净利润 (亿元).....	4
图 7: 公司净利率及毛利率.....	4
图 8: 公司各项费用率.....	4
图 9: 公司股权结构稳定集中.....	5
图 10: 旅游行业产业链.....	5
图 11: 全国 5A 级旅游景区分布图 (截至 2023 年 2 月).....	6
图 12: 2012-2022 国家 5A 级旅游景区数量变化.....	6
图 13: 2014Q1-2023Q2 全国游客满意度综合指数.....	7
图 14: 国内旅游收入及增长率.....	7
图 15: 国内旅游人次及增长率.....	7
图 16: 2020-2023 年国内节假日旅游恢复情况.....	8
图 17: 2019-2023 年国内节假日平均出游半径及目的地休憩半径.....	8
图 18: 部分景区门票降价、免票政策.....	10
图 19: 2012-2021 全国 A 级旅游景区门票收入占比呈下降趋势.....	11
图 20: 居民人均可支配收入逐年增加.....	12
图 21: 疫情前国内旅游收入增速高于 GDP 增速.....	12
图 22: 2012-2023H1 旅游收入占 GDP 比重.....	12
图 23: 旅游行业三大发展阶段.....	14
图 24: 2010 年 vs 2017 年我国城镇居民出游特征.....	14
图 25: 2017-2021 年中国旅游行业市场占比统计及预测.....	15
图 26: 2020、2021 周边游人均花费分布 (外 2021; 内 2020).....	15
图 27: 年轻人最倾向旅游消费.....	15
图 28: 23 年 12 月的调研显示年轻人依旧更倾向旅游等悦己类消费.....	15
图 29: 黄山五绝.....	16
图 30: 2023 年黄山景区进山游客数高速增长.....	17
图 31: 景区业务营业收入及增速.....	17
图 32: 景区业务毛利率.....	17
图 33: 2019 年与 2023 年中秋国庆假期黄山客流对比.....	18
图 34: 黄山好礼店铺及产品宣传图.....	18
图 35: 黄山景区索道客流量及乘索率.....	19
图 36: 山上酒店景观图及分布.....	21
图 37: 旅行社业务营业收入及增速.....	21
图 38: 旅行社业务毛利率.....	21
图 39: 花山谜窟景区图.....	22

图 40: 平湖假日酒店效果图.....	24
图 41: 太平湖深化顶层设计, 拓宽景区格局.....	24
图 42: 徽商故里资料图.....	24
图 43: 市委书记凌云在上海中心推介黄山.....	26
图 44: 黄山旅游董事长章德辉在香港推介黄山.....	26
图 45: 皖浙赣闽区域铁路路网图.....	28
图 46: 2015-2019 黄山客流与前一年同期相比增幅.....	28
图 47: 昌景黄高铁线路示意图.....	29
图 48: 池黄高铁线路走向示意图.....	29
图 49: 池黄高铁沿线部分景区.....	29
图 50: 新高铁站距离景区更近.....	30
图 51: 黄山旅游旗下太平湖景区位于两大知名景区中间.....	30
图 52: 黄山索道团队技术输出上海世博会瑞士馆.....	31
图 53: 黄山索道圆满完成北京冬奥会索道运营管理任务.....	31
图 54: 东黄山建设日新月异.....	31
图 55: 黄山风景区索道交通分布图.....	32

## 表 目 录

表 1: 公司五大主营业务.....	1
表 2: 旅游景区分类.....	6
表 3: 近期我国部分出入境政策梳理.....	9
表 4: 降低国有景区门票相关政策.....	10
表 5: 部分旅游类上市公司主要二消布局.....	11
表 6: 近年来重要旅游业政策.....	13
表 7: 黄山景区索道情况.....	19
表 8: 公司旗下酒店情况.....	20
表 9: 花山谜窟项目.....	22
表 10: 花山谜窟与宏村多维度对比.....	23
表 11: 徽商故里门店情况.....	25
表 12: 2024 年第一季度黄山市门票优惠活动.....	27
表 13: 部分周边城市至黄山风景区自驾行程及时间情况.....	27
表 14: 分业务收入及毛利率.....	33
表 15: 可比公司估值 (截止至 2024 年 1 月 3 日).....	34
附表: 财务预测与估值.....	35

# 1 旅游概念第一股，打造世界级休闲度假旅游目的地

## 1.1 传统景区公司活力足，依托黄山拓展多元业务板块

黄山旅游拥有优质景区资源，产业布局逐渐丰富。公司成立于 1996 年，依托黄山风景区优势资源，历经 20 余年发展壮大。2001 年公司收购黄山太平索道有限公司 70% 股权，完成索道板块构建；2006 年，公司收购多家酒店，确立了核心景区酒店经营主导地位；2010 年，公司成功将徽菜板块向外拓展。2021 年，公司与蚂蚁集团合作打造“目的地新旅游新生活”一站式新服务平台，智慧旅游战略迈入新发展阶段。2023 年，公司不断推出景区免票措施，逐步打破“门票经济”，综合实力进一步完善。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

目前公司的主营业务可分为景区、索道、酒店、旅行社、徽菜餐饮五大板块。公司自成立以来逐步扩大经营，形成了一条完整的“吃、住、行、娱、游、购”旅游产业链条，并在五大传统板块上新增拓展了电商、基金、小镇、乡村振兴、茶旅、新零售、供应链、体育、夜游演艺、直播等十大新兴业务板块，逐渐从旅游公司依赖门票收入、基础设施收入的传统模式转型。近年来，公司坚持抢抓“大黄山”、长三角一体化发展机遇，充分利用黄山 IP 价值和优质且稀缺的自然景区资源不断优化全域布局。

表 1：公司五大主营业务

核心产业	介绍	图示
景区	<b>黄山：</b> 世界文化与自然双重遗产，国家 5A 级旅游景区，全国文明风景旅游区示范点，中华十大名山，天下第一奇山。	
	<b>太平湖：</b> 旅游资源丰富，湖光山色得天独厚，被誉为“黄山情侣”“中华翡翠”“世界明珠”“东方日内瓦湖”。	

核心产业	介绍	图示
	<p><b>花山世界</b>: 以松鼠“花仔”为形象 IP, 以主题夜游为特色, 是一处集主题化、休闲化、科技化于一体的沉浸式智慧旅游园区。</p>	
索道	<p>黄山索道为国内较早建设投入运营的客运索道之一, 先后建成<b>云谷索道、太平索道、玉屏索道和西海观光缆车</b>, 是游客来黄山旅游观光的优选体验工具。</p>	
酒店	<p>公司作为中国山岳型旅游目的地第一个系统构建酒管品牌的文旅公司, 运营着“<b>雲麓</b>”品牌矩阵下 15 家酒店, 囊括<b>雲人、雲麓、雲野、雲頤</b> 4 个合集品牌。</p>	
旅行社	<p><b>黄山迎客松旅行服务有限公司</b>注册成立于 2021 年, 为黄山旅游发展股份有限公司全资子公司, 被评为“安徽省 5A 级服务旅行社”。</p>	
徽菜餐饮	<p>公司以“徽商的厨房, 家乡的味道”为发展定位, 打造了徽文化主题餐饮品牌“<b>徽商故里</b>”, 在全国多地开设连锁主题餐饮门店。</p>	

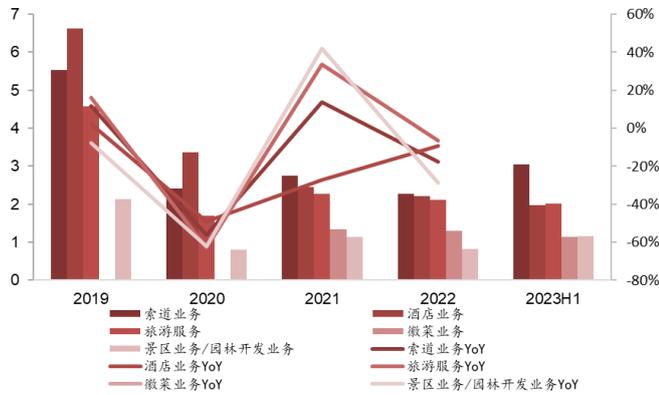
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 2: 2018-2023H1 公司主营业务营收占比

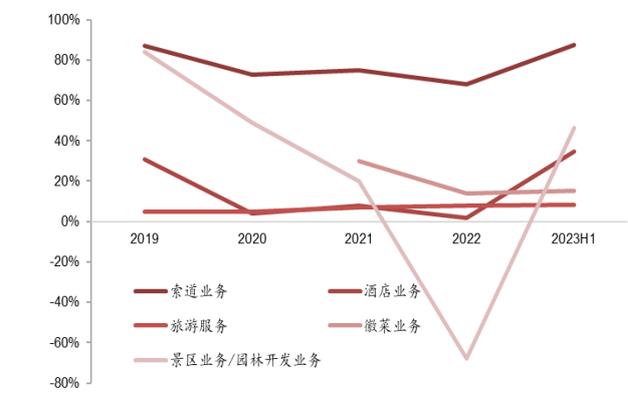


数据来源: iFinD, 西南证券整理

- 1) **景区和索道业务为公司核心，疫后呈现较快复苏。**2022 年受疫情反复影响，黄山景区进山人数相较于疫情前锐减，景区和索道业务营收分别为 0.8、2.3 亿元，同比减少 28.7%、17.5%；毛利率分别为-68.2%、67.7%；2023H1 公司景区和索道业务营收分别为 1.2、3.1 亿元，毛利率分别为 46.3%、87.6%，营收和毛利率均大幅提升。
- 2) **疫情影响下，酒店业务毛利率下滑明显。**疫情期间酒店入住率较低，业绩收到较大影响，2022 年酒店业务营收 2.2 亿元，同比减少 9.4%，毛利率为 2.3%，同比减少 5.1 个百分点；2023H1 公司酒店业务营收为 2.0 亿元，同比增长 546.6%，毛利率为 34.5%，同比增长 125.9 个百分点。
- 3) **随着开店数量增加，徽菜业务营收占比逐年提升。**2021 年公司将徽菜业务从酒店业务剥离，新设独立业务板块。徽菜板块仍处于快速扩张阶段，韧性较强。2022 年徽菜业务营收为 1.3 亿元，同比下降 3.7%，毛利率为 14.3%，同比减少 15.4 个百分点。2023H1 徽菜业务营收为 1.14 亿元，同比增长 86.8%，毛利率为 15.3%，同比增长 9.3 个百分点。
- 4) **旅游服务业务受疫情冲击较大。**疫情期间旅行社项目大量取消，旅游服务业务遭受着前所未有的打击。2022 年旅游服务业务营收 2.1 亿元，同比减少 6.6%，毛利率为 8.2%，同比增长 1.7 个百分点；2023H1 旅游服务业务营收为 1.8 亿元，同比增长 254.8%，毛利率为 8.4%，同比增长 2.5 个百分点。

**图 3：2018-2023H1 分业务营收情况（亿元）**


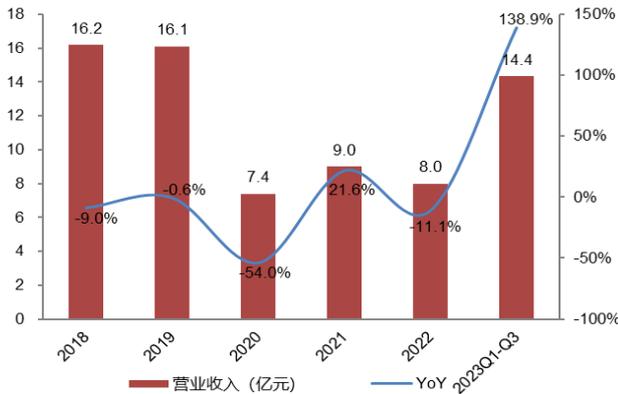
数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 4：2018-2023H1 公司分业务毛利率**


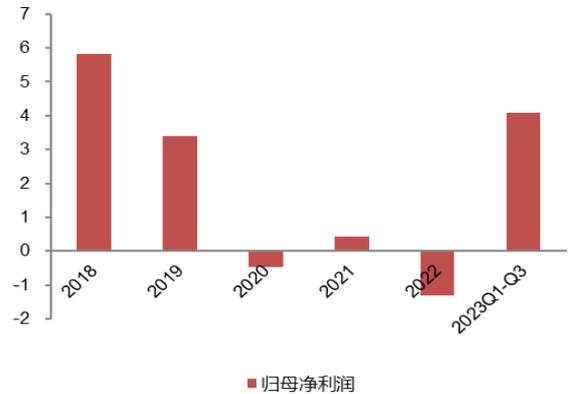
数据来源：iFinD，西南证券整理

## 1.2 受疫情因素影响公司业绩承压明显，现已实现扭亏为盈

疫情叠加宏观经济影响，公司业绩受到较大影响，2023Q1 强劲复苏。2022 年，受疫情阶段复发和多点散发影响，国内旅游市场遭受冲击，景区进山人数大幅下降，公司业绩承压。2022 年公司实现营收 8.0 亿元，同比减少 11.1%；归母净利润为-1.3 亿元。2023Q1-Q3，随着国内旅游市场全面复苏，黄山景区客流快速恢复，公司营收达 14.3 亿元，同比增长 138.9 个百分点；归母净利润为 4.1 亿元。

**图 5：公司营业收入及增速**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 6：公司归母净利润（亿元）**


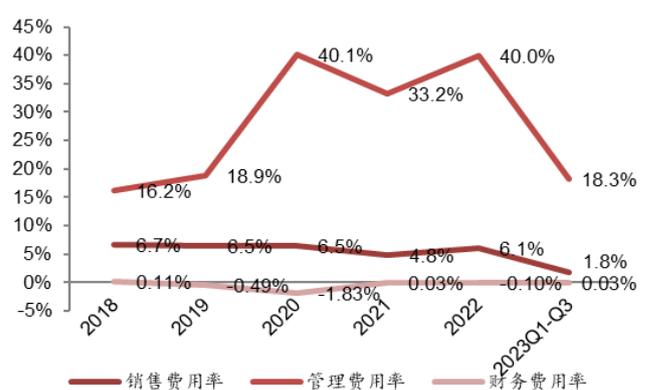
数据来源：iFinD，西南证券整理

**疫后公司盈利能力有所恢复。**2020-2022 年受疫情反复及外部因素影响，公司盈利能力持续下降。2022 年公司毛利率为 20.4%，同比下滑 15.2 个百分点；净利率为 -17.2%，同比减少 21.9 个百分点。2023Q1-Q3 随文旅复苏，公司盈利能力大幅改善，毛利率和净利率分别为 57.4%、30.9%，与 2022 年同期相比分别提升 33.5 个百分点、40.5 个百分点。

**公司期间费用率水平快速修复。**疫情期间由于收入大幅下降，管理费用率有所提升，2022 年公司期间费用率为 46.0%，其中销售、管理费用率分别为 6.1%、40.0%，同比增长 1.3、6.8 个百分点；财务费用率为 -0.1%，同比减少 0.1 个百分点。2023Q1-Q3，随黄山景区客流稳步恢复，公司营收大幅增长，期间费用率为 18.2%，其中销售、管理费用率分别为 1.8%、16.3%，同比减少 3.0、16.4 个百分点；财务费用率为 -0.03%，同比增加 0.18 个百分点。

**图 7：公司净利率及毛利率**


数据来源：iFinD，西南证券整理

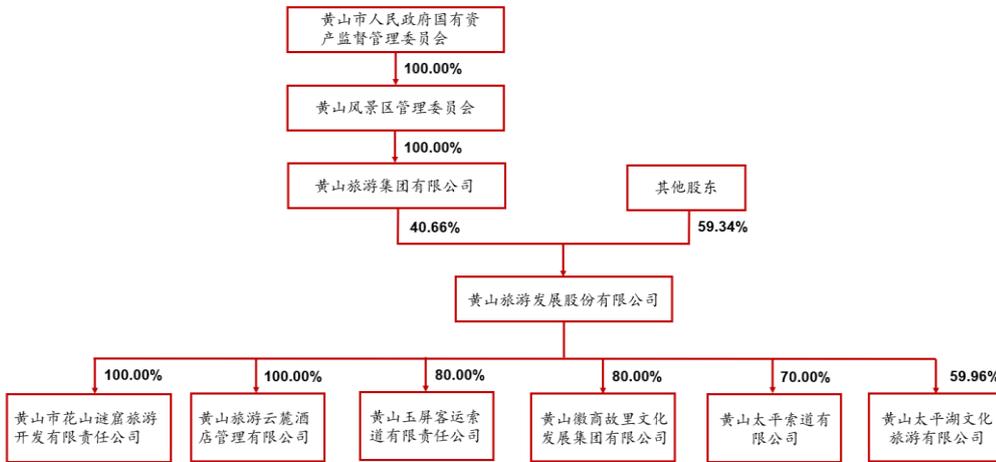
**图 8：公司各项费用率**


数据来源：iFinD，西南证券整理

### 1.3 股权结构稳定集中，国资背景护航公司发展

**黄山旅游股权结构较为稳定集中。**实际控制人为黄山市国资委，控股股东黄山旅游集团有限公司持有公司 40.66% 的股份。由黄山市国资委 100% 持股的黄山风景区管理委员会是黄山景区的主管部门，负责景区开发经营的监管工作。

图 9：公司股权结构稳定集中



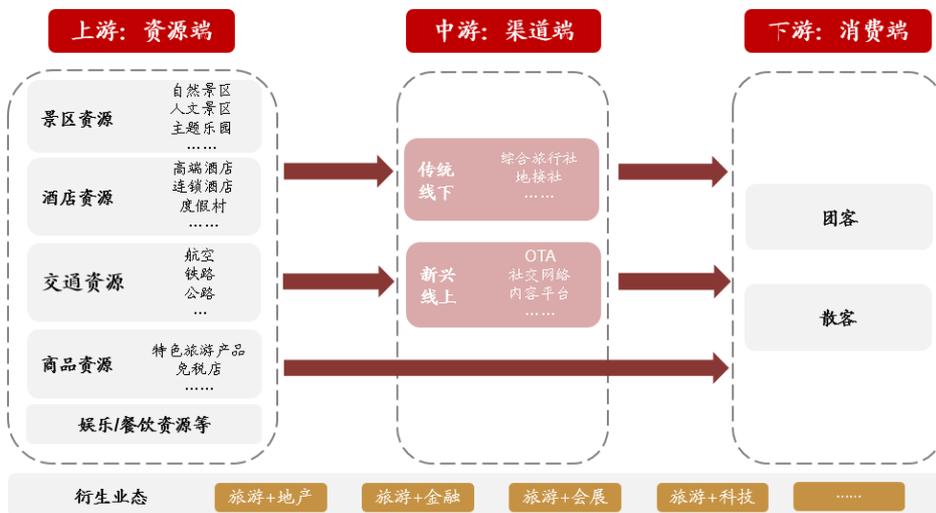
数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 行业分析：旅游产业冬渐去，积势蓄能迎新春

### 2.1 行业概况：疫情催化行业变革，疫后修复空间充足

旅游业为综合性产业，景区资源为产业链核心。旅游业主要为依靠旅游资源为消费者提供各类旅游服务。因此，旅游资源及旅游服务供应均为旅游业发展的重要环节。从产业链结构看，旅游产业链主要由上游资源端、中游渠道端及下游消费端组成。其中，上游资源端为各类旅游资源，包括最核心的景区资源以及伴生的交通、住宿、餐饮等行业；中游销售渠道连接上游资源与下游终端消费者，随着互联网行业迅速发展，OTA 线上旅行社逐渐占据重要地位；下游消费端可分为团客、散客两大类。同时，旅游产业亦与其他产业融合衍生出多种“旅游+”业态。

图 10：旅游行业产业链



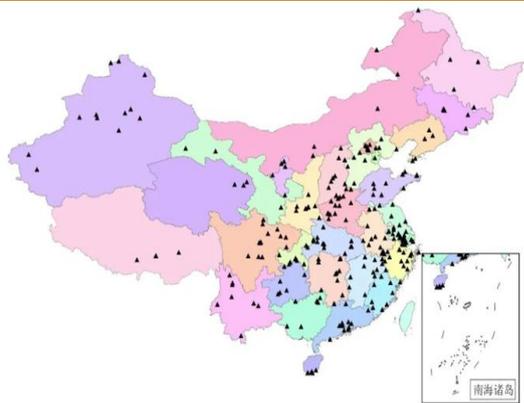
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

旅游景区位于产业链的核心位置，带动吃、住、行、游、乐、娱、购等消费围绕旅游景区开展业务。我国景区资源丰富，我国旅游景区可分为自然景观类、人文景观类、乡村田园类、现代娱乐类、综合吸引类以及其他吸引类六大类别。截至 2022 年末，全国共有 A 级景区 14917 个，其中国家 5A 级旅游景区数量已由 2012 年的 144 家增加至 2022 年的 318 家，CAGR 为 8.2%。随着国内优质景区持续扩容升级，游客出行选择范围与体验感全方位提升，全国游客满意度综合指数已由 2014Q1 的 72.8% 稳步增至 2023Q2 的 80.4%。

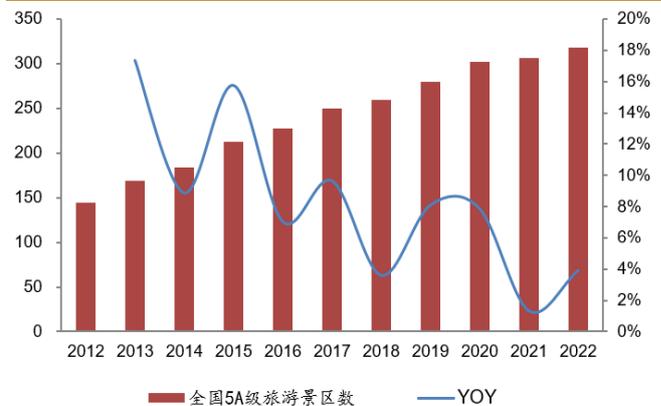
**表 2：旅游景区分类**

景区类别	具体细分
自然景观类景区	指核心旅游吸引物以自然景观为主的景区，主要包括：山岳型、森林型、湖泊型、河川型、海洋型、沙漠型、草原型以及温泉型景区，例如黄山风景区、九寨沟景区、泰安泰山风景名胜區等。
人文景观类景区	指核心旅游吸引物以人文景观为主的景区，主要包括：古迹遗址型、宗教型、非物质文化遗存型、工业型、科普型、纪念地型、文化园型、度假(村)型以及小镇型景区，例如故宫博物院、丽江古城景区、龙门石窟等。
乡村田园类景区	指核心旅游吸引物以乡村及农业景观为主的景区，主要包括：村落型、农业景观型、生产地型以及民宿型景区，例如成都黄龙溪欢乐田园、成都漫花庄园等。
现代娱乐类景区	指核心旅游吸引物以带有主题性的人造景观为主的景区，主要包括：主题公园型、文化演艺型、购物娱乐型、文化场馆型以及特色街区型景区。例如北京欢乐谷、青岛海昌极地海洋公园、三亚亚特兰蒂斯水世界等。
综合吸引类景区	指核心吸引物包括多种类型，且重要程度难以区分的景区，例如南京夫子庙-秦淮风光带景区、烟台蓬莱阁旅游区等。
其他吸引类景区	指未包括在以上五种景区类型中的景区。

数据来源：中国旅游景区协会，西南证券整理

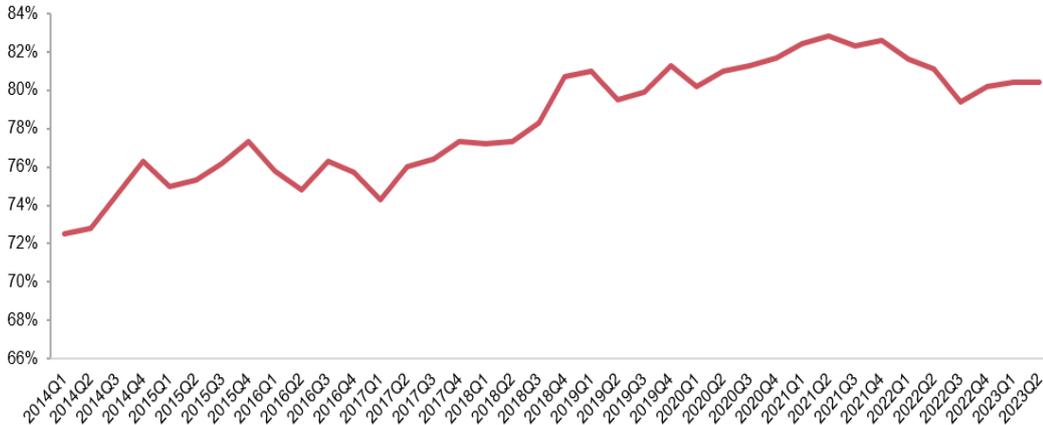
**图 11：全国 5A 级旅游景区分布图（截至 2023 年 2 月）**


数据来源：地理沙龙微信公众号，西南证券整理

**图 12：2012-2022 国家 5A 级旅游景区数量变化**


数据来源：文旅部，西南证券整理

图 13: 2014Q1-2023Q2 全国游客满意度综合指数



数据来源: 中国旅游研究院, 西南证券整理

### 2.1.1 疫中行业曲折前行, 疫后市场复苏空间充足

从旅游出行数据上看, 疫后市场加速复苏, 2023 全年恢复度约疫情前 80%-90%。疫情前, 我国旅游市场稳健增长, 2015-2019 年, 国内出游人次由 39.9 亿增长至 60.1 亿, 国内旅游收入由 3.4 万亿元增长至 5.7 万亿元, CAGR 为 13.8%。2020-2022 年, 受疫情阶段性反复影响, 居民旅游出行受限, 国内旅游市场整体表现低迷, 2022 年国内旅游恢复度仅约疫情前三四成。2022 年底防疫政策转变后, 文旅市场复苏势头强劲, 国内旅游人数和收入相对于 2019 年的恢复率不断提速, 分别由一季度的 68.5% 和 75.2%, 提升为上半年的 77.6% 和 82.4%, 前三季度进一步提升为 79.9% 和 84.9%, 中国旅游研究院预计全年将分别达到 80.3% 和 85.6%; 单看 2023Q3, 国内旅游总人次 12.9 亿, 恢复至 2019 年同期 85.0%, 国内旅游收入为 1.4 万亿元, 恢复至 2019 年同期 88.0%, 预计 2024 年国内旅游出游人数、国内旅游收入将分别超过 60 亿人次和 6 万亿元。

图 14: 国内旅游收入及增长率



数据来源: 文旅部, 中国旅游研究院, 西南证券整理

图 15: 国内旅游人次及增长率



数据来源: 文旅部, 中国旅游研究院, 西南证券整理

聚焦节假日数据, 旺季呈现显著复苏, 2024 年元旦假期恢复数据亮眼。节假日通常为国内旅游出游高峰期, 2024 年元旦旅游市场复苏势头强劲。根据文旅部数据, 2024 年元旦假期全国国内旅游出游约 1.35 亿人次, 同比 2019 年增长 9.4%; 实现国内旅游收入约 797.3 亿元, 同比 2019 年增长 5.6%, 超 19 年同期水平。

图 16：2020-2023 年国内节假日旅游恢复情况

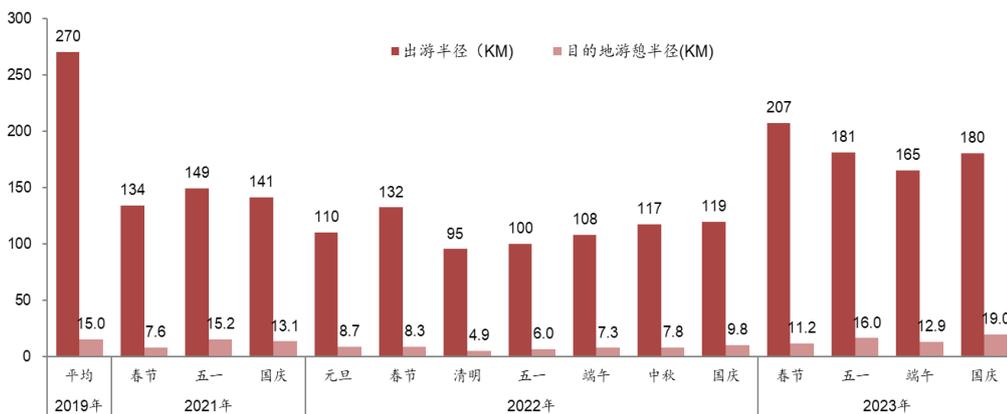


数据来源：文旅部，西南证券整理

从游客出行意愿的变化上看，疫情影响下本地周边游市场需求火热。在过去跨省游、出境游受限背景下，本地游、周边游、省内游市场加速兴起。马蜂窝数据显示，2021年“周边游”搜索热度较2019年上升258%。在节假日出游方面，近程旅游和本地休闲成为假期旅游消费首选。根据文旅部数据，2022年，受疫情局部地区规模爆发影响，国内节假日旅游出游距离及游客到达目的地后的游憩半径与2020、2019年相比均有明显收缩，81.24%的国内旅游流动表现为省内旅游流动。

疫后旅游以中线游为主，长线游有望逐步复苏。2023年春节假期作为疫后放开的首个小长假，游客平均出游半径达207公里，同比增长57%；目的地平均游憩半径11.2公里，同比增长34.4%，中远程旅游开始释放活力。2023年五一、国庆假期游客平均出游半径为181、190公里，即使是假期旺季也不及2019年平均出游半径，我们判断在居民消费更为谨慎的当下，由于长线游旅游成本更高，故没有出现爆发性复苏，未来国内长线游、跨省游仍然处于逐步复苏的过程。

图 17：2019-2023 年国内节假日平均出游半径及目的地休憩半径



数据来源：文旅部，中国旅游研究院，西南证券整理

疫后境外旅游市场恢复滞后，短期国内旅游市场未必会受到出境游分流影响。跨境游全面重启后，我国出境航班数量恢复速度滞后于国内。根据航班管家数据，截至 2023 年第 51 周（12 月 18 日-12 月 24 日），国际客运航班每周达到 9139 班，与 2019 年同期相比下降 41.8%，且机票价格较高，人民币汇率下跌，出境游成本较高；加之疫后居民消费力不及预期，人们对高风险、高成本的旅游产品持谨慎态度，更趋向于选择周边、短线、自驾游等低成本、低风险旅游产品；此外，虽然日本、韩国等国已批准恢复跟团游，但出境航班的恢复仍存在爬坡时间，多因素影响下我国出境游市场复苏仍缓慢，对国内游分流程度有限。

长期来看，出境游有望在 2025 年之前全面恢复至疫情前水平。我国作为全球最大的出境游客源地，仍有较大的发展潜力，随着上述因素逐步恢复成为常态化，出境游有望全面恢复至疫情前水平。据中国旅游研究院预测，2023 年我国全年出入境旅游人数有望超过 9000 万人次，同比翻一番，恢复至疫情前的 31.5%，我国出入境旅游市场或将于 2024 年下半年后全面恢复。

表 3：近期我国部分出入境政策梳理

发布时间	政策内容
2022.12.27	国务院联防联控机制发布《关于中外人员往来暂行措施的通知》，主要内容：1) 入境：来华人员在行前 48 小时核酸检测阴性者可来华，取消入境后全员核酸检测。2) 国际客运航班：取消一系列国际客运航班数量管控措施，分阶段增加航班数量，优化航线分布。3) 出境：有序恢复受理审批中国公民出国旅游护照，恢复办理内地居民旅游、商务赴港签注、恢复签发出入境通行证。
2023.01.20	文旅部办公厅印发《关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知》，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务；有关国家：泰国、新加坡、阿联酋、俄罗斯、瑞士等 20 个国家。
2023.02.03	国务院联防联控机制综合组发布《关于全面恢复内地与港澳人员往来的通知》，主要内容：1) 全面恢复内地与港澳人员往来，取消经粤港陆路口岸入境预约通关安排，不设通关人员限额，恢复内地居民与香港、澳门团队旅游经营活动；2) 自香港、澳门入境人员，如 7 天内无外国或其他境外地区旅居史，无需凭行前新冠病毒感染核酸检测阴性结果入境等。
2023.3.10	文旅部公布《关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游业务的通知》，第二批恢复出境团队旅游国家名单包括法国、希腊、西班牙、冰岛、意大利、丹麦、葡萄牙等 40 个国家。试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家的出境团队旅游和“机票+酒店”业务。
2023.8.10	文化和旅游部办公厅发布《关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游业务的通知》，恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游和“机票+酒店”业务，此次恢复的第三批国家和地区数量达到 78 个，较此前两批增加。

数据来源：国务院、文旅部，西南证券整理

### 2.1.2 破除“门票经济”是大势所趋，景区公司布局二次消费市场

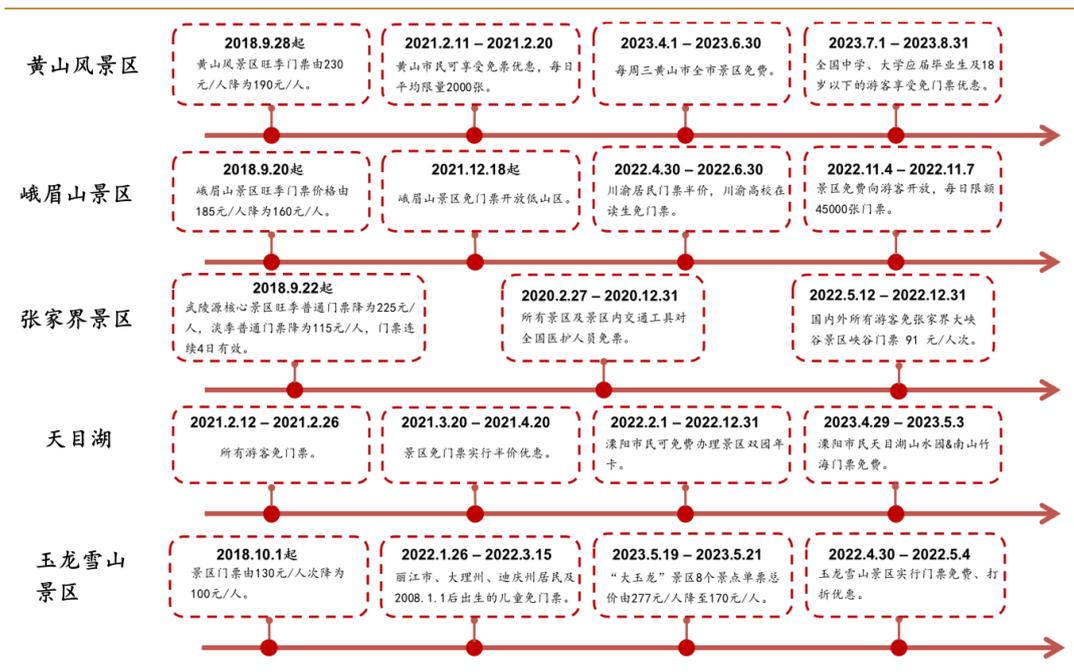
2018 年 3 月起，国有景区票价管控逐年加码。2018 年 3 月时任国务院总理李克强在关于政府工作的报告中提及将推进“降低重点国有景区门票价格”工作。2019 年，原则上各地完成辖区内所有实行政府定价管理的 5A、4A 级景区门票成本监审调查、价格评估调整工作。2021 年 9 月，国家发改委发布《关于开展降低重点国有景区门票价格“回头看”工作的通知》，文件要求各地对景区门票价格形成机制是否完善，景区门票价格是否已切实降低，景区配套服务价格是否合理，景区价格行为是否规范，门票价格减免政策是否执行到位等方面开展“回头看”。

**表 4：降低国有景区门票相关政策**

发布时间	政策文件	具体内容
2018.3	十三届全国人大一次会议政府工作报告	降低重点国有景区门票价格。
2018.6	《关于完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国有景区门票价格的指导意见》	(一) 合理界定门票定价成本构成；(二) 创新价格管理方式，各地可根据实际对景区门票分别实行政府定价或政府指导价，季节性较强景区可实行淡、旺季门票，实行政府指导价景区可采取价格上限管理、下浮不限方式；(三) 严格履行定价程序；(四) 建立门票价格定期评估调整机制；(五) 加强景区收支监管；(六) 规范景区价格行为；(七) 加强景区门票价格监管，建立健全景区价格失信惩戒机制。
2019.3	《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》	<b>要求推进景区更大范围降价和更大力度降价。</b> 各地价格主管部门要对 2018 年以来尚未出台降价措施的政府定价管理的景区，全面开展门票定价成本监审或成本调查、价格评估工作，以“五一”、暑期、“十一”等游客集中时间段为重要节点，成熟一批、出台一批，降低景区偏高门票价格水平。2019 年，原则上完成辖区内所有实行政府定价管理的 5A、4A 级景区门票成本监审调查、价格评估调整工作。
2020.8	《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》	(一) <b>持续推动门票降价</b> ，创新价格管理方式，分类推动国有景区门票价格回归合理区间；(二) 不断完善门票价格形成机制；(三) 着力规范景区价格行为，从降低旅游者全程费用的角度，加强对景区内垄断性较强的交通车、缆车、游船等服务价格监管；(四) 切实落实门票价格减免政策；(五) 加强政策宣传引导，疫情下加强错峰指引。
2021.9	《关于开展降低重点国有景区门票价格“回头看”工作的通知》	督促《指导意见》确立的目标任务全面完成， <b>偏高的重点国有景区门票价格切实降低，配套服务价格回归合理水平</b> ，景区价格行为进一步规范。

数据来源：国家发改委，政府工作报告，西南证券整理

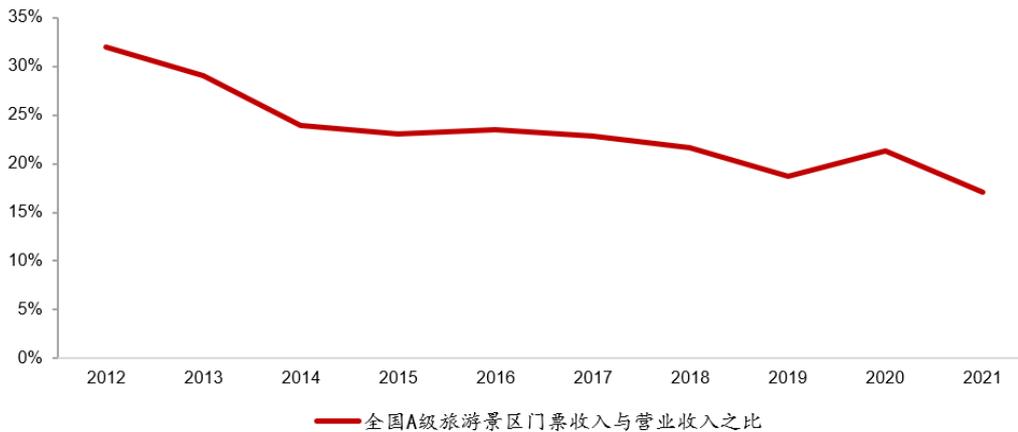
门票降价政策发布以来，多数国有景区采取了不同程度的降价措施。黄山景区自 2018 年 9 月 20 日起，景区旺季门票由 230/人降至 190 元/人；玉龙雪山景区自 2018 年 10 月 1 日起降景区门票由 130 元/人降至 100 元/人等。与此同时，疫情发生以来，我国文旅市场遭受巨大冲击，客流及营收受影响较大，各大景区纷纷采取景区门票降价、免票政策以吸引客流。2021 年春节，天目湖景区对所有来漂游客免景区门票；2021 年 12 月 18 日起，峨眉山景区开放低山区（包括雷音寺、纯阳殿、神水阁片区及五显岗区域）免门票等等。

**图 18：部分景区门票降价、免票政策**


数据来源：各景区公司公告及微信公众号，西南证券整理

**二次消费成为景区盈利增长点。**二次消费是指除进入景区必须的首道门票消费外，游客在景区内进行的其他所有消费的统称。拓展二消领域，最基本的就是从“吃住行游购娱”出发，由此形成包括景区交通、景区内景点门票、休闲娱乐、旅游商品、餐饮、住宿等不同类型的二消。其次，部分景区将娱乐与夜游结合，开发夜间二消产品；球幕影院、光影乐园、全息剧院等高端二消业态也逐渐步入大众视野。2012-2021年，我国A级景区旅游景区门票收入占总体营收的比重由32.0%逐年降至17.1%，二消收入占比稳步提升。由于位于景区内部具有一定的稀缺性，二消往往毛利率较高，门票经济受阻的当下，二消逐渐成为各景区业务新的盈利增长点。

**图 19：2012-2021 全国 A 级旅游景区门票收入占比呈下降趋势**



数据来源：文旅之声微信公众号，西南证券整理

**表 5：部分旅游类上市公司主要二消布局**

公司	二次消费项目
黄山旅游	索道：云谷索道、太平索道、玉屏索道、西海观光缆车；酒店：西海饭店、白云宾馆、狮林大酒店、雲亼·曙光里、雲亼·狮林崖舍等；徽菜餐饮等。
峨眉山 A	索道：金顶索道、万年索道；酒店：红珠山宾馆、峨眉山金顶大酒店、成都峨眉山雪芽大酒店、洪雅雅林茶轩酒店；峨眉雪芽茶；《只有峨眉山》体验式情景剧等。
丽江股份	索道：冰川公园索道、云杉坪索道、牦牛坪索道；酒店：和府洲际酒店、丽江古城英迪格酒店、丽江丽世酒店；龙悦餐饮；雪山观光车；原生态大型实景演出《印象·丽江》等。
张家界	宝峰湖景区、大庸古城、杨家界索道、十里画廊观光电车、张家界国际大酒店等。
天目湖	山水园景区：游船、高空飞行、状元阁、奇石馆、海洋世界、天下白茶馆、茶文化苑、蝴蝶馆、松鼠园等；南山竹海景区：索道、地轨缆车、观光车、竹筏、竹博馆、小鸟天堂、竹文化馆、熊猫馆、鸡鸣村等；御水温泉：鱼疗、矿疗、理疗、餐饮等。

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

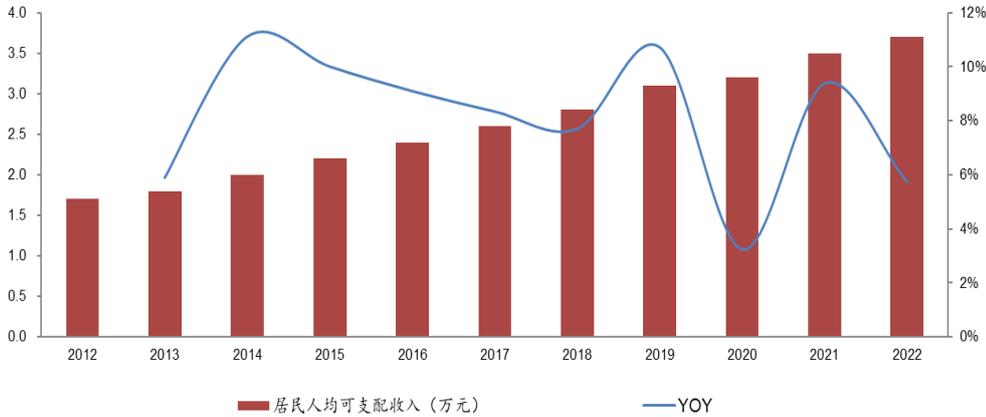
## 2.2 行业驱动：旅游需求结构化升级，多元驱动助力健康发展

### 2.2.1 经济增长是核心驱动力，相关政策助推旅游业发展

旅游行业作为一项可选消费品，其可持续发展主要依赖于宏观经济增长及居民可支配收入的增加。我国人均 GDP 持续增长，2019 年首次超过 1 万美元，同年国内居民人均可支配收入首次超过 3 万元，已达中等收入国家较高水平，2013-2022 年 CAGR 为 7.5%。人民生

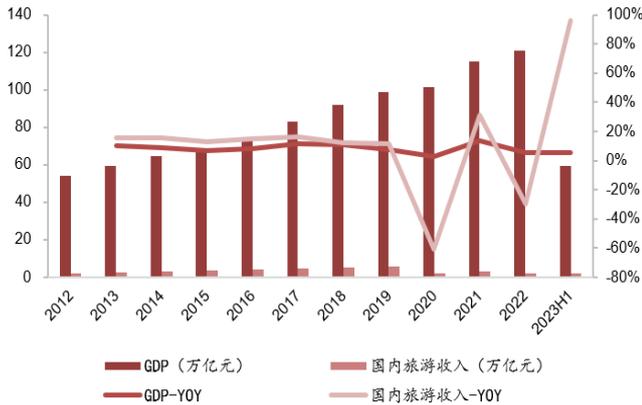
活持续改善、旅游消费日趋大众化。伴随宏观经济持续平稳较快增长，旅游业持续扩容，疫情之前我国旅游收入长期保持高于 GDP 增速的较快增长，对 GDP 的综合贡献逐年增大。

图 20：居民人均可支配收入逐年增加



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 21：疫情前国内旅游收入增速高于 GDP 增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 22：2012-2023H1 旅游收入占 GDP 比重



数据来源：iFinD，西南证券整理

随着旅游收入占 GDP 比重提升，旅游产业已经成为带动疫后经济复苏的重要抓手，刺激旅游消费政策频出。2022 年 1 月，《“十四五”旅游发展规划》提出“坚持创新驱动发展，深化互联网+旅游”、“优化旅游空间布局”、“完善旅游产品供给体系”、“拓展大众旅游消费体系”等七项重点任务，为下一阶段发展指明目标和方向；2023 年 4 月，文旅部发布《关于实施 2023 年“百城百区”金融支持文化和旅游消费行动计划的通知》，在政策带动下，多家银行机构加大信贷资金投放力度，助力文旅市场加速恢复；同月发布的《关于组织开展 2023 年文化和旅游消费促进活动的通知》旨在进一步激发消费活力，创新消费场景，优化消费环境，乘势推动消费加快恢复成为经济主拉动力。旅游产业政策持续推动我国旅游行业健康有序发展。

**表 6：近年来重要旅游业政策**

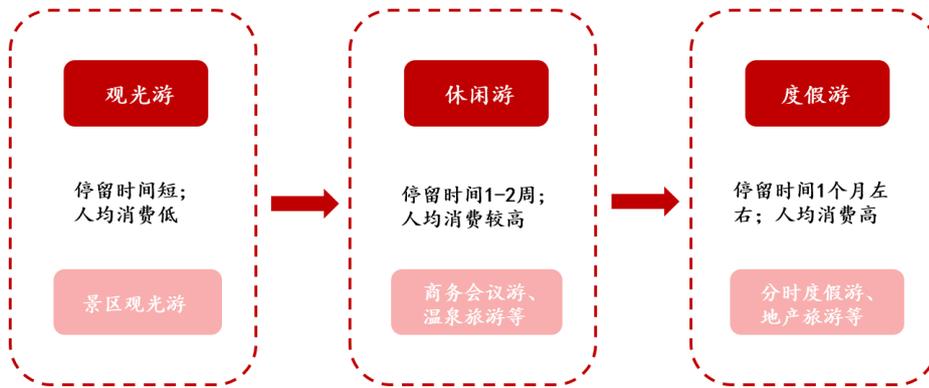
发布时间	文件	核心内容
2016.12	《“十三五”旅游业发展规划》	“十三五”旅游业发展的主要目标是：1.旅游经济稳步增长；2.综合效益显著提升；3.人民群众更加满意；4.国际影响力大幅提升。
2022.1	《“十四五”旅游发展规划》	在疫情防控常态化条件下 <b>创新提升国内旅游</b> ，在国际疫情得到有效控制前提下 <b>分布有序促进入境旅游、稳步发展出境旅游</b> ，着力推动文化和旅游深度融合，着力完善现代旅游业体系，加快旅游强国建设，努力实现旅游业更高质量、更有效率、更加公平、更加持续、更为安全的发展。
2022.2	《关于促进服务业领域困难行业发展的若干意见》	提出服务行业普惠性纾困措施以及旅游业等具体行业纾困措施。
2023.3	《关于推动在线旅游市场高质量发展发展的意见》	积极发挥在线旅游的枢纽和引领作用， <b>加快推进智慧旅游发展，推动旅游业创新发展</b> ，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，提升行业管理的数字化水平，推动中国在线旅游行业发展处于国际领先地位。加强内容安全审核；筑牢生产安全底线；保障旅游者合法权益；促进行业协调发展。
2023.4	《关于组织开展 2023 年文化和旅游消费促进活动的通知》	围绕传统节日、法定假日和暑期等旅游旺季，各地文化和旅游部门要广泛动员文化和旅游企事业单位，积极联动金融机构、电商平台、新媒体平台等， <b>贯穿全年举办内容丰富、形式多样、线上线下相结合的系列促消费活动</b> 。活动涵盖旅游商品、景区景点、红色旅游、乡村旅游、演出、展览、演唱会、音乐节等行业门类。
2023.4	《关于实施 2023 年“百城百区”金融支持文化和旅游消费行动计划的通知》	活动将持续至 2024 年 2 月，范围为国家文化和旅游消费示范城市、国家文化和旅游消费试点城市，国家级夜间文化和旅游消费集聚区，包括 <b>文化和旅游消费惠民措施、文化和旅游消费促进活动</b> 、文化和旅游小微企业减费纾困、消费环境优化、宣传推广及市场营销等内容。
2023.7	《关于恢复和扩大消费的措施》	全面落实带薪休假制度，鼓励错峰休假、弹性作息， <b>促进假日消费</b> ；积极举办文化和旅游消费促进活动； <b>鼓励各地制定实施景区门票减免、淡季免费开放等政策</b> ；支持不同区域景区合作推行联票模式，鼓励景区结合实际实施一票多次多日使用制；打造沉浸式演艺新空间，建设新型文旅消费聚集区。

数据来源：文旅部，国务院，国家发改委，西南证券整理

### 2.2.2 观光游向休闲度假转变，旅游品质化、多元化升级加速

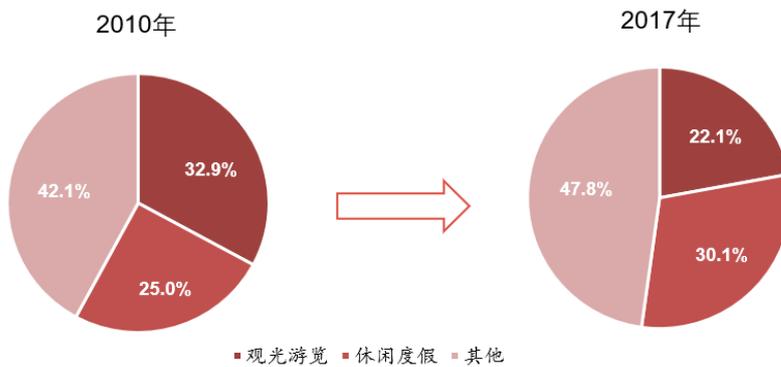
我国旅游消费正处于由观光游向休闲游和度假游双轮驱动的发展时期。世界旅游组织研究表明，旅游行业一般要经历“观光游—休闲游—度假游”三个发展阶段，当人均 GDP 达到 5000 美元时，步入成熟的度假旅游经济时代。2010-2017 年，我国城镇居民出游以休闲度假为目的占比由 25.0%提升至 30.1%，较全球平均水平仍有较大增长空间，同期观光游览目的旅游占比由 32.9%降至 22.1%。2019 年我国人均 GDP 首次超过 1 万美元，已超过 5000 美元的衡量标准，而我国尚未达到度假经济时代，度假旅游发展滞后于经济发展，仍具较大发展空间，预计未来中国观光旅游增速将逐渐趋缓，休闲度假旅游增速逐渐加快。

图 23：旅游行业三大发展阶段



数据来源：天目湖招股书，西南证券整理

图 24：2010 年 vs 2017 年我国城镇居民出游特征

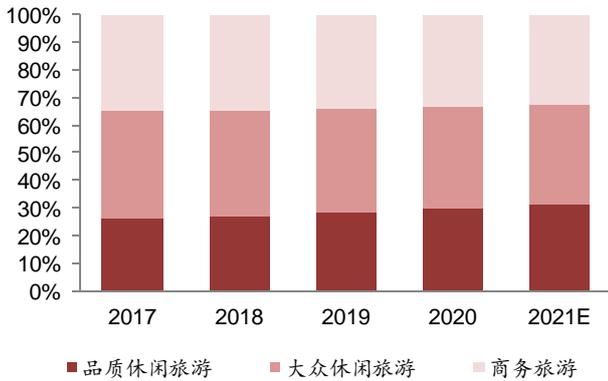


数据来源：正略咨询，西南证券整理

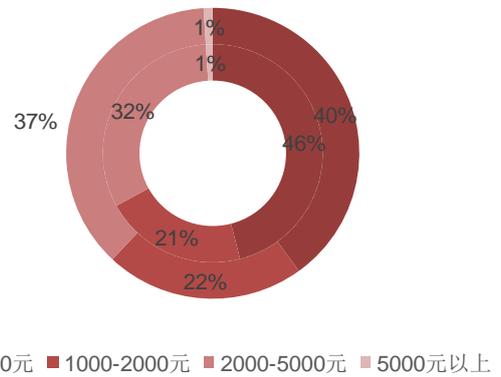
**旅游需求结构性转型加速，品质化、深度游备受青睐。**近年来，我国品质休闲旅游收入占比持续增长。2021年，在周边游人均消费结构中，千元以上消费占比达60%，相比2020年提升6%，周边游市场同样呈现品质化升级趋势。随着经济社会发展，居民消费观念转变、消费能力提升，游客对于旅游服务个性化、品质化，旅游体验多元化、深层化需求有所提升，旅游结构转型升级加速。

**1) 旅游服务个性化、品质化：**后疫情时代消费者更加期待享受生活、放松身心、追求体验，安全度、私密度、舒适度更高的自由行、小团游、定制游及其他提供沉浸式体验的新兴产品需求持续激增，乡村旅游、康养旅游、亲子旅游、夜间休闲、户外露营等旅游主题受到青睐。个性化、品质化旅游产品消费需求释放加速。

**2) 旅游体验多元化、深层化：**随着消费观念转变、消费能力提升，更多人、更多家庭选择一站式、综合式休闲度假等方式，释放压力、愉悦心身，增进感情。游客在景区停留时间延长，并更重度假质量与游玩体验，高品质住宿、餐饮等旅游设施与服务成为游客更关注的条件。

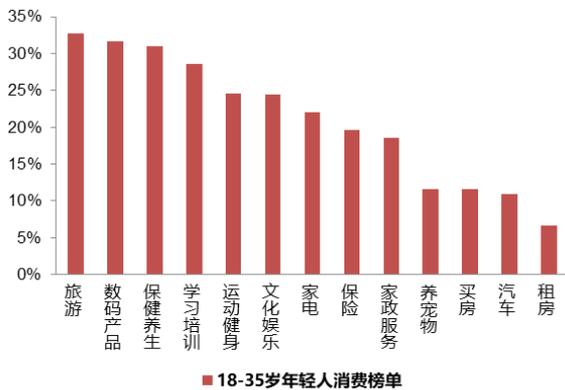
**图 25：2017-2021 年中国旅游行业市场占比统计及预测**


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

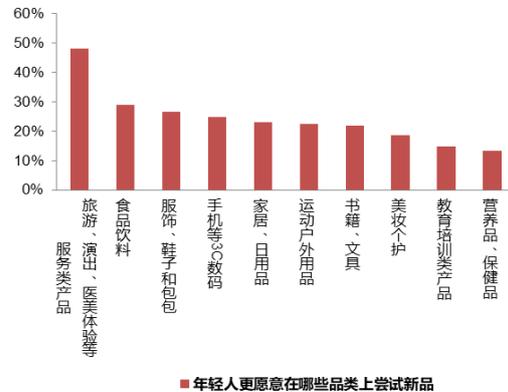
**图 26：2020、2021 周边游人均花费分布（外 2021；内 2020）**


数据来源：马蜂窝大数据中心，西南证券整理

**旅游等悦己类消费倾向具有明显可持续性。**DT 研究院在今年 12 月初对 1148 位年轻人做《2023 青年消费调研》数据显示，仍有 48.0% 的年轻人依然倾向于旅游、演出、医美体验等服务类产品消费，这与国家统计局上半年的《2023 年中国美好生活大调查》的数据相吻合，旅游消费在 60 岁以上人群的消费榜单也占据第三名的位置。这说明去年年旅游市场的火热复苏并不是短暂性的爆发式复苏，旅游消费依然具有可持续性，且单看 2023Q3，国内旅游总人次 12.90 亿，仅恢复至 2019 年同期 85.0%，在居民旅游消费倾向如此高的情况下，说明整体旅游市场今年仍然有较大的持续复苏空间。

**图 27：年轻人最倾向旅游消费**


数据来源：《2023 年中国美好生活大调查》，央视财经，西南证券整理

**图 28：23 年 12 月的调研显示年轻人依旧更倾向旅游等悦己类消费**


数据来源：《2023 青年消费调研》，西南证券整理

### 3 公司分析：资源禀赋优势明显，五大业务协同发展

#### 3.1 黄山景区：天下第一奇山，疫后客流超预期恢复

##### 3.1.1 景区业务：资源优势显著，疫后业绩加速复苏

不可复制的自然资源优势为公司核心竞争力。黄山雄踞于安徽南部黄山市境内，山境南北长约 40 千米，东西宽约 30 千米，总面积约 1200 平方千米，是世界文化与自然遗产、世界地质公园，也是国家 5A 级旅游景区。黄山被世人誉为“人间仙境”、“天下第一奇山”，素以奇松、怪石、云海、温泉、冬雪“五绝”著称于世。黄山境内群峰竞秀，怪石林立，有千米以上高峰 88 座，徐霞客曾评价“五岳归来不看山，黄山归来不看岳”，丰富的自然资源为公司经营发展提供了重要支撑。景区业务占公司总营收约一成，其中公司每年应将门票收入减营业税及附加和票房成本后净额的 50% 按季支付给黄山管委会，2021 年公司将太平湖和花山迷窟景区业务从原旅游服务业务剥离，并入景区业务。

图 29：黄山五绝

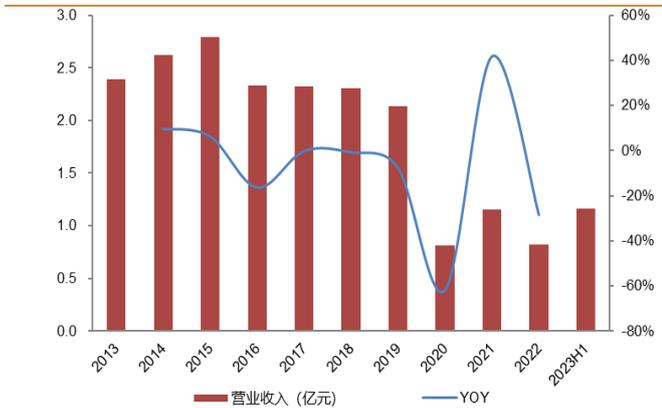


数据来源：公司官网，西南证券整理

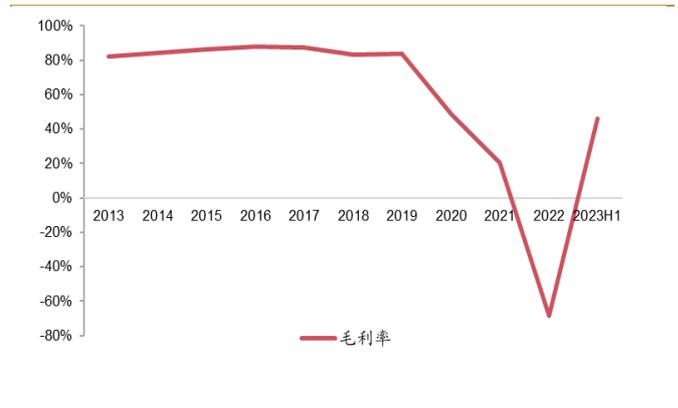
**疫后景区客流恢复强劲，业绩显著改善。**2013-2019 黄山进山游客数逐年稳定增长，稳定的客流量也是拉动景区营收的根本动力。2016 年景区业务营收下滑主要系公司开展一系列免票促销活动所致；2018 年 9 月，为响应政府工作报告所提出的“降低重点国有景区门票价格”，黄山风景区旺季门票由 230 元/人降至 190 元/人，致使 2018、2019 年景区营收有所下降；疫情期间景区客流及营收遭遇较大冲击，叠加花山迷窟景区综合提升工程项目转入固定资产、折旧摊销等成本同比增加，景区业务毛利率水平下降明显。随文旅复苏，相关免票政策促进叠加黄山疫情期间对内升级改造，2023 年景区客流数据表现亮眼，游客数量达到 457 万人，创下历史新高，同比 2019 年增长 30.5%。

**图 30：2023 年黄山景区进山游客数高速增长**


数据来源：公司公告，中国黄山公众号，西南证券整理

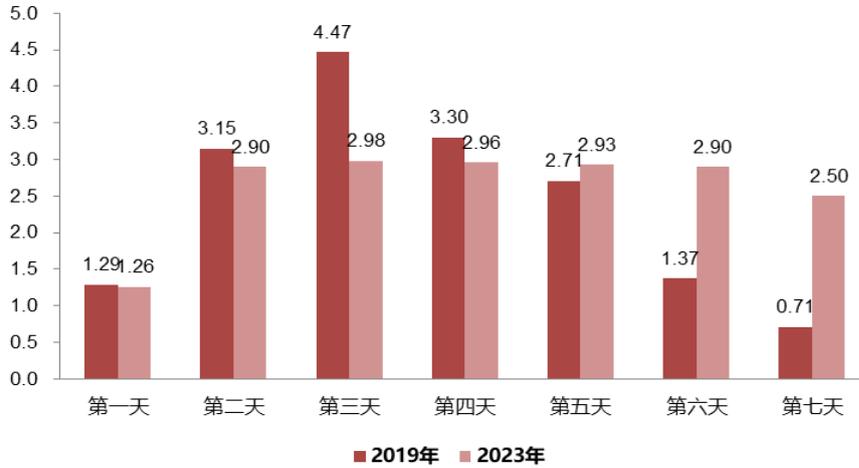
**图 31：景区业务营业收入及增速**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 32：景区业务毛利率**


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司注重游客体验，主动下调每日最大接待量，但客流量同比 19 年水平仍然提升。黄山风景区于 4 月 28 日公告将最大承载量从 5 万人调减至 4 万人，并在实际操作中，将接待量控制在 3 万人以内。为提高旅游舒适度与体验感，在索道年检期间（2023 年 11 月 23 日—12 月 29 日），公司将黄山风景区日最大接待量调整为 1.5 万人。中秋国庆假期期间，黄山景区前 7 天客流为 18.4 万人，同比 19 年同期增长 8.4%，虽因最大接待量调整导致假期客流增速放缓，但中秋国庆假期的涉旅投诉较 2019 年同期下降了 35%，据世界旅游组织黄山观测站调查显示，景区游客满意度达 94%，创 2011 年有监测记录以来新高，最大接待量的调整减少了许多山上游客拥堵的舆论风险，为黄山客流的长期持续增长提供坚实基础。

**图 33：2019 年与 2023 年中秋国庆假期黄山客流对比**


数据来源：黄山日报，西南证券整理

破除“门票经济”，“黄山好礼”打造新零售的“黄山模式”。公司与北京华胥氏文化投资管理有限公司于 2018 年合作成立了黄山华胥氏旅游文化创意有限公司，并确立了打造“黄山好礼”旅游新零售模式的发展愿景。“黄山好礼”以黄山文化为灵魂和依托，把“黄山元素”通过现代化、创意化的手法融进产品之中，三年成功开设了 14 家线下主题店铺及多个自动零售点位，推出了 300 余款文创产品，并通过深度定制的 IT 系统让线下、线上门店商城串联互通，实现全流程一体化动态管理，将客流、物流通过信息流成功转换为现金流。创造黄山文旅价值新高地，给年轻一代游客多一个来黄山的新理由。

**图 34：黄山好礼店铺及产品宣传图**


数据来源：黄山好礼微信公众号，西南证券整理

### 3.1.2 索道业务：盈利能力强，高乘索率贡献稳定收益

黄山索道是国内较早建设投入运营的客运索道之一，先后建成云谷索道、太平索道、玉屏索道和西海观光缆车四条全国 5S 等级索道。1986 年 6 月，云谷索道正式运营，并于 2007 年 10 月完成改造；玉屏、太平索道相继建成于 1996、1997 年，玉屏索道解决了前山交通瓶颈问题，太平索道则打开了黄山北大门，畅通了“两山一湖”黄金旅游线，2015 年 6 月

改造后的新玉屏索道重新启用；于 2013 年 7 月建成的西海观光缆车下起排云溪、上至天海，满足了游客快速穿越峡谷游览的需求。

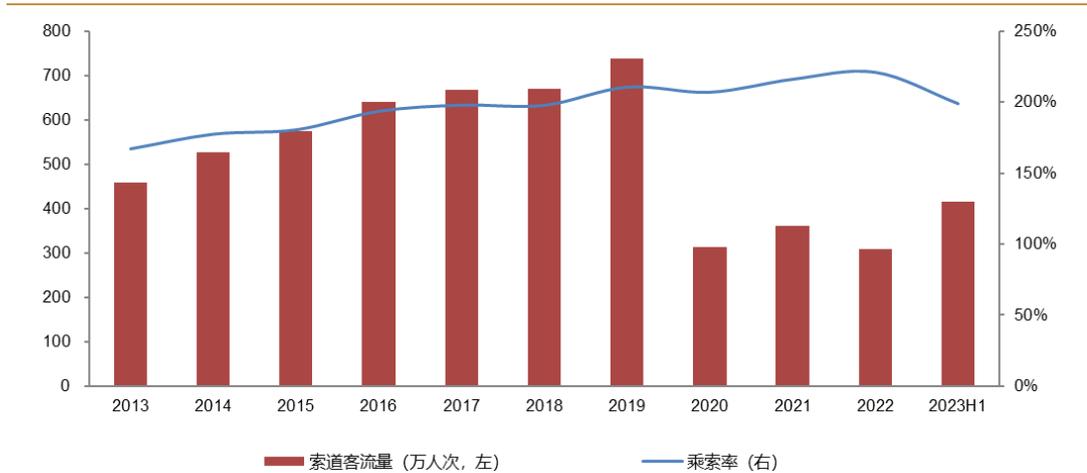
**表 7：黄山景区索道情况**

索道名称	建成时间	公司持股比例	全长(米)	高差(米)	每车载客(人)	单向运量(人/小时)	旺季票价(元)
云谷索道	1986.6	100%	2666	775	8	2000	80/65
太平索道	1997.11	70%	3709	1014	100+1	600	80/65
玉屏索道	1996.9	80%	2600	781	8	2400	90/75
西海峡谷缆车	2013.7	100%	892	497	60+1	800	100/80

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

索道业务为公司毛利率最高的业务板块，景区人均乘索 2 次左右。黄山地势陡峭，徒步路线落差大，耗费时间较长，对游客体力要求高，缆车以外游客步行时间仍需八九个小时，游客难以实现全程徒步；黄山索道的建成大大缩短了游客上下山时间，索道单程仅需 8-10 分钟，同时大大节省了游客的体力；徒步路线沿途风景较为普通，黄山索道终点站仅仅到黄山的半山腰，即便选择乘缆车上山，游客也需自行爬山才能欣赏到黄山各处风景；有“西海小火车”之美誉的西海观光缆车沿途仙风缭绕、云气氤氲，移步换景的西海大峡谷成为网红打卡胜地，观光缆车成为爆款项目。

**图 35：黄山景区索道客流量及乘索率**



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.1.3 酒店业务：山上山下协同提升，“雲麓”品牌矩阵建设注入全新活力

公司运营“雲麓”品牌矩阵下 15 家酒店，疫后经营状况加速回暖。作为中国山岳型旅游目的地第一个系统构建酒管品牌的文旅公司，公司运营者“雲麓”品牌矩阵下 15 家酒店。其中黄山景区商圈 9 家、黄山市区商圈 4 家、黄山区商圈 1 家、太平湖景区商圈 1 家。酒店涵盖轻奢、豪华、高端、中端 4 个端位，囊括雲亼、雲麓、雲野、雲颐 4 个合集品牌，分为景区度假、商务度假、文化主题、生活方式、康养等多个类型。

**表 8：公司旗下酒店情况**

分类	酒店名称	建成时间	星级	房间数 (间)	装修改造 时间	酒店特色	标间最低价格 (元)
山上	西海饭店	2013	5	297	2016	高端休闲度假酒店	1148
	狮林大酒店	1998	4	151	2014	摄影文化主题酒店	1148
	排云型旅	2021	4	164	2021	兼具运动、艺术、亲子潮玩等生活方式	1198
	白云宾馆	1997	4	200	2008	兼具运动、艺术、亲子潮玩等生活方式	1148
	北海宾馆(改造中)	1958	4	-	2010 2022	“人文旅居、国宾尊崇”	-
	玉屏楼宾馆	1955	4	65	2015	悬崖楼阁、修禅论道	1148
	雲亼·曙光里	2019	-	13	-	高山院落、祈福圣地	3680
	雲亼·狮林崖舍	2023	-	8	-	悬崖山舍、自然裸心	4270(大床房)
山下	汤泉大酒店	2008	4	47	2017	自然、疗愈主题康养度假	328
	黄山旅游 CBD 酒店	在建	-	-	-	城市地标新潮度假	-
	黄山崇德楼酒店	2018	4	266	2019	政务产品系统服务	-
	昱城皇冠假日酒店	2012	5	481	2012	豪华城市商务度假	668
	黄山国际大酒店	1995	5	356	2010	旅游目的地国宾馆、城市商务度假	447
	轩辕国际大酒店	2008	5	298	2013	疗愈、康养主题高端城市商务度假酒店	414
	平湖假日酒店	2017	-	65	2022	滨湖休闲度假酒店	188

数据来源：公司官网，携程，西南证券整理（注：山上酒店标间最低价格执行时间为 2023 年全年，实际价格会动态调整）

**山上酒店资源稀缺，盈利状况良好。**在错位管理和差异化经营下，山上 8 家酒店各具特色，由于方便观赏日出日落，物资运输成本较高，大多由公司垄断经营统一管理，价格显著高于山下，且由于多日游客的住宿刚需，山顶酒店入住率较高，是公司酒店业务营收的主要来源。

**山下酒店市场竞争激烈，市场化改革优化管理体系。**山下酒店同质化程度高，市场竞争格外激烈，入住率及价格显著低于山上酒店，盈利状况不佳。2014 年起，公司围绕山下酒店扭亏为盈目标，以轩辕大酒店为试点开展攻坚战，着力推进酒店板块市场化运营机制改革、强化流程和成本管理、引进信息化管理模式、提高管理效率和水平、制定酒店板块绩效考核管理办法、将奖金额度与部门绩效考核挂钩，山下酒店经营业绩有望稳步提升。

**颠覆“住酒店”，让酒店成为旅游景点。**近年来，公司建立以“雲麓”为核心的黄山旅游酒店品牌矩阵，逐步完成雲亼·曙光里、排云型旅、雲亼·狮林崖舍、北海宾馆等酒店的改造升级，在传统住宿基础上增设亲子、多媒体、星空客厅、SPA、生活馆等共享生活区域，设立酒店管家，创意制作团队等；并统筹推进下属酒店“微改造、精提升”计划；同时，公司积极与华住集团合作，以平湖假日酒店项目为试点，推进酒店集团化管理、信息化建设、存量资产提质等赋能。公司未来将持续推进旗下酒店改造升级，围绕“酒店+”“品质革命”，丰富消费场景，完善智能化建设，不断创新游客山林度假休闲生活新方式，颠覆传统酒店模式，让更多的游客为了住黄山的酒店而来黄山。

图 36：山上酒店景观图及分布



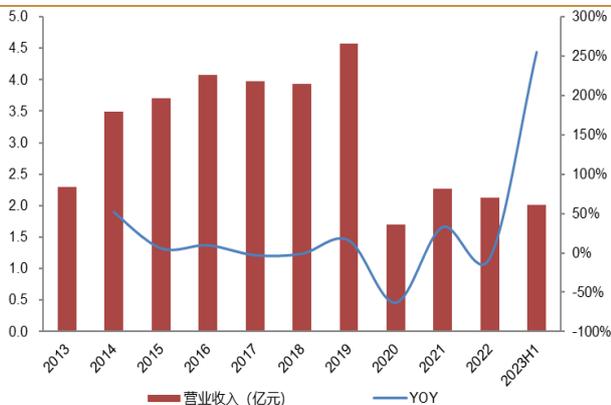
数据来源：黄山旅游微信公众号，西南证券整理

### 3.1.4 旅行社业务：“百强旅行社”稳定发力，多元业态加速布局

全国百强旅行社，疫后有望超额贡献利润。公司旗下黄山迎客松旅行服务有限公司成立于 2021 年 8 月，为黄山旅游发展股份有限公司全资子公司，公司下属的黄山市中国际旅行社有限公司为安徽省首批 5A 级旅行社，连续多年荣获“全国百强旅行社”。公司旅行社业务涵盖国内旅游、入境旅游、出境旅游、定制游、会展服务、疗休养服务策划等，疫情前旅行社业务营收呈上升态势。疫后随景区客流复苏强劲且有持续趋势，旅行社业务或将实现超额恢复。

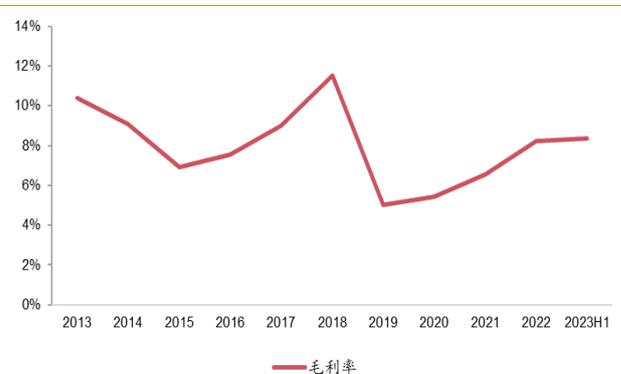
多元新业态布局有望创造全新增长点。近年来，黄山聚焦生态化、国际化、世界级的定位，着力构建有梯度、多元化与的文旅产业新坐标系。除传统业务外，公司旗下旅行社加速拓展布局研学游、康养游、亲子游、户外游、私人订制游等多种新业态。其中黄山风景区为“第一批全国中小学生研学时间教育基地”，依托得天独厚的资源，公司旗下旅行社研学业务起步早、品牌响，凭借优质服务受到全社会的广泛认可。

图 37：旅行社业务营业收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 38：旅行社业务毛利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

## 3.2 两大景区孵化培育中，有望成为公司未来业绩的第二增长极

### 3.2.1 花山谜窟：夜游打卡必选之地，项目改造变身“沉浸式主题园区”

**项目改造变身“沉浸式主题园区”。**花山世界·花山谜窟坐落于黄山市屯溪区，为国家4A级旅游景区。景区自2000年对外开放营业，因投入相对不足、设备设施较差、产品丰富度不够、游客体验性不强，多年来盈利状况欠佳。为落实公司“二次创业”、“走下山、走出去”及“一山一水一村一窟”的发展战略，促进公司由观光游产品向体验休闲度假游产品转型升级，同时积极响应国家大力倡导发展“夜间经济”“文旅升级”“科技赋能”有关号召，2019年6月“花山世界·花山谜窟主题园区”项目建设启动，2021年9月30日项目建设完成投入运营，景区成功实现由“传统观光景区”到“沉浸式主题园区”的变身。

表 9：花山谜窟项目

项目	投资金额 (亿元)	项目面积 (亩)	主要建设内容	盈亏平衡客流量 (万人次)	预计盈利 时间
花山谜窟景区 综合提升工程项目	3.5	1100	文化旅游展演融合工程、文化旅游创意深化设计与内容制作、景观改造提升工程、林间栈道区景观艺术工程、智慧景区工程、西入口景域门及停车场的建设、游客中心改造提升和其他旅游配套及公共服务设施项目等。	93	2024
花山花海景观工程	1.7	106	包括景观工程（微景观、特色景观、花卉种植、林相改造、灯光艺术化提升）、艺术装置工程、智慧景区工程和旅游配套及公共服务设施项目（供水、供电、道路、环境整治）等。	65	2024

数据来源：公司公告，西南证券整理

**科技助力园区沉浸式新业态群布局。**项目紧扣窟、江、林、田、村的资源禀赋，精准构建展、演、水秀、互动、活动、二消、景观等有机的空间序列，高度融合传统观光景区、主题乐园、沉浸式体验等要素，用根据在地文化匠心打造的精品内容支撑独一无二的空间体验。同时充分应用互动投影、5G、AR/VR、全息、多媒体等高科技手段，将传统景区提升为沉浸式体验产品新业态群。核心引爆业态周边通过微景观、装置艺术的设置，临展活动、互动体验的融入，光影科技的赋能，使景区成为“不断伸展的艺术博览园”，由阶段性的内容变化构成可以复游复购的网红打卡胜地。

图 39：花山谜窟景区图



数据来源：公司官网，百度地图，西南证券整理

**主题夜游持续赋能黄山“旅游名片”形象。**园区自 2021 年全新开放以来，通过大力开拓夜游市场，创意策划夜娱活动，成功打造“洞听音乐会”“城市微旅行”“15 度的夏天等”等一批优质夜娱活动品牌，持续赋能黄山“旅游名片”的形象。景区距黄山火车站 10km、黄山机场 18km、高铁黄山北站 26km，车程均在一小时以内；花山谜窟距黄山中心城区仅 8km，相较于宏村距离更近，是黄山周边城市群及黄山过夜游客最佳市区游览点，未来公司将持续推进“商、旅、文、娱、体”融合，积极探索开发新“夜”态模式，助推城市“夜经济”持续升温，持续激发夜间文化和旅游消费潜力，花山谜窟有望为公司贡献新的业绩增量。

**表 10：花山谜窟与宏村多维度对比**

景区	景区等级	景区看点	区位	营业时间	景区面积 (亩)	门票价格 (元)
花山谜窟	4A	以石窟为基底，以谜文化为核心，景区为兼具日游和夜游的全天候主题乐园，现有花山谜柱、幻光石窟、悬湖飞瀑、山湖谜踪、天空栈道等必游打卡点。	花山谜窟距黄山约 57km，相较于宏村更远；距黄山市中心城区仅 8km，市区旅游专线可直达，为黄山周边城市群及黄山过夜游客的最佳市区游览点。	日游：8:30 - 17:29 夜游：17:30 - 21:00 (22:00 闭园)	1200	98 (日) /128 (夜)
宏村	5A	徽派古村中的代表，人文与自然景观融为一体：水景、南湖、月沼是景区精华所在；建筑上的徽派三雕，砖雕、石雕、木雕如剪纸般精细。	宏村距黄山较近，黄山景区有班车直达，可吸引黄山景区客流；距黄山中心城区约 60km；距黟县县城 11km。	全年全天开放	287	104 (三日 内有效，可 重复入园)

数据来源：携程，公司官网，各景区微信公众号，西南证券整理

### 3.2.2 太平湖：“一湖担两山”，顶层设计加速推进

太平湖景区是 4A 级景区，地处黄山市黄山区西北部，水域面积 88.6 平方公里，是安徽省最大、最美、最具发展潜力的高山峡谷型人工湖泊。白鹭洲、天下太平城、龙窑寨、黄金岛、陵阳山、太平湾、平湖三峡构成了太平湖湖光山色的美景。景区介于黄山、九华山之间，是安徽省实施“两湖一山”（黄山、九华山、太平湖）旅游发展战略的重要内容，同时太平湖的存在也补充了公司原来缺乏的“湖泊”资源。物产方面，太平湖是“黄山毛峰”和“太平猴魁”的主产地；赛事资源方面，太平湖是著名的体育休闲度假区，近年来成功举办了黄山太平湖铁人三项国际精英赛等多项赛事活动。

**多项改造有序进行，新一轮顶层设计持续完善。**2018 年，公司参与受让黄山太平湖文化旅游公司 56% 的股权；2020 年，公司与关联方黄山赛富旅游文化产业发展基金联合黄山市黄山区国有资产运营有限公司按各自持股比例共同对黄山太平湖文化旅游有限公司（太平湖文旅）进行同比例增资。太平湖景区旅游业现由太平湖文旅经营，近年来太平湖文旅整合优化景区游船，统一湖面游船经营权，加快推进平湖假日酒店改造项目，同时在引进多种水上新型娱乐项目的基础上持续完善优化太平湖景区新一轮顶层设计，未来将适时启动太平湖项目建设。

**图 40：平湖假日酒店效果图**


数据来源：黄山旅游微信公众号，西南证券整理

**图 41：太平湖深化顶层设计，拓宽景区格局**


数据来源：黄山旅游微信公众号，西南证券整理

### 3.3 徽菜业务：“走下山”排头兵，徽商故里快节奏布局全国

**徽菜餐饮为黄山旅游新兴战略板块。**公司坚持走地方特色文化餐饮之路，打造了徽文化主题餐饮品牌，已成为黄山旅游对外拓展的重要战略资源。2005 年，屯溪徽商故里大酒店成立；2009 年，公司以徽商故里作为徽菜餐饮招牌向外拓展；2010 年，徽商故里对外拓展的第一家门店——北京朝阳门店正式开业，由此拉开了徽菜板块“走下山走出去”的序幕；随后的十年间，公司不断进行市场开拓，在全国多地开设二十余家大中型徽文化餐饮酒店。依托黄山旅游强大的资金、人才、管理、技术支持，公司持续提升“徽商故里”品牌形象，努力打造徽菜产业龙头地位。

作为黄山旅游“走下山走出去”“二次创业”的排头兵，徽商故里坚持以“一商（新老徽商足迹）、一路（高铁沿线）、一城（一线城市和主要省会城市）”战略进行企业发展布局，致力于“以美食推广黄山旅游、以美食传播徽州文化”努力打造“徽商的厨房、家乡的味道”。徽商故里在菜品制作上强调研发、创新，形成标准化流程以及鲜明的产品体系；装修风格上，徽商故里每到一处拓展，都会将徽文化与当地文化有机融合；对客服务上，徽商故里不断提升员工服务技能，延伸对客服务的标准化与个性化。凭借如此之匠人匠心，徽商故里先后荣获“中国十佳文化餐饮品牌”“中华餐饮名店”“中国特色餐饮十大领军品牌”等多项国字号荣誉。

**图 42：徽商故里资料图**


数据来源：公司官网，西南证券整理

2021年，公司将徽菜业务从原酒店业务剥离，新设徽菜业务板块。徽菜板块仍处于快速扩张阶段，截至2023H1，公司已在全国6个省份13座城市拥有22家徽商故里分店，六安店、合肥云城里店、合肥骆岗公园店、北京国贸店正在加速推进实施，徽商故里部分在营门店“微改造、精提升”项目正在持续推进中。徽菜板块发展良好，未来有望成为公司坚实的盈利增长点。

表 11：徽商故里门店情况

门店	城市	开业时间	店铺面积 (m <sup>2</sup> )	人均价格 (元/人)	大众点评评分
徽商故里黄山仙人洞店	黄山	2005.1	-	97	4.2
徽商故里北京朝阳门店	北京	2010.1	4500	243	4.3
徽商故里北京远大店	北京	2013.4	2800	200	3.9
徽商故里北京三里河店	北京	2014.8	1700	225	4.0
徽商故里北京广安门店	北京	2015.7	2000	204	4.3
徽商故里天津水上公园店	天津	2016.5	近 3000	133	4.6
徽商故里杭州紫荆花路店	杭州	2018.2	近 1200	117	4.6
徽商故里合肥罍街店	合肥	2019.1	-	149	4.5
徽商故里济南堤口路店	济南	2019.12	-	127	4.7
徽商故里西安凤城八路点	西安	2019.12	-	101	3.9
徽商故里合肥大蜀山店	合肥	2020.12	-	119	4.6
徽商故里宁波凤竹路店	宁波	2021.5	-	274	4.0
徽商故里合肥贡街店	合肥	2021.9	-	137	4.5
徽商故里北京元大都店	北京	2021.5	-	240	4.3
徽商故里蚌埠店	蚌埠	2022.6	-	160	4.1
徽商故里合肥水西门店	合肥	2022.8	1875	149	4.5
徽商故里阜阳店	阜阳	2023.2	1500+	140	3.8
徽商故里滁州南谯中路店	滁州	2023.4	-	111	3.7
徽商故里芜湖芜湖古城店	芜湖	2023.4	-	171	4.7
徽商故里上海虹桥店	上海	2023.4	-	296	4.9
徽商故里北京双井店	北京	2023.4	-	211	4.6
徽商故里上海陆家嘴店	上海	2023.6	-	375	3.8
徽商故里六安店	六安	推进落地中	-	-	-
徽商故里合肥云城里店	合肥	推进落地中	-	-	-
徽商故里合肥骆岗公园店	合肥	推进落地中	-	-	-
徽商故里北京国贸店	北京	推进落地中	-	-	-
徽商故里（深圳项目）	深圳	推进落地中	-	-	-

数据来源：公司官网，徽商故里微信公众号，大众点评，西南证券整理

## 4 未来看点：“大黄山”格局逐步完善，“政策支持+交通改善”打开发展空间

### 4.1 政府大力推动“大黄山”旅游目的地建设，高铁线路持续改善

2023年12月14日，安徽省委常委会会议审议通过《大黄山世界级休闲度假康养旅游目的地建设行动方案》。方案提出，要坚持高端引领、国际视野、全域联动、业态融合，高起点推进大黄山世界级休闲度假康养旅游目的地建设，持续擦亮“中国黄山、世界黄山”品牌，推动旅游消费持续升级，更好地把安徽山水人文优势转化为高质量发展胜势。

“大黄山”，即皖南国际文化旅游示范区的核心区，以黄山市为龙头，辐射带动池州、宣城、安庆三市。在“大黄山”的总体布局中，黄山市是核心高地，结合黄山、九华山、天柱山、西递宏村等独有的世界级旅游资源，打造一批高端景区、度假区、休闲小镇、休闲街区。市委书记凌云等市领导与黄山旅游董事长章德辉先后赴上海、香港和长春、广州等地宣传推介“创意黄山 美在徽州”城市品牌，向世界发出邂逅“秀美黄山 烟雨徽州”的盛情邀约。

图 43：市委书记凌云在上海中心推介黄山



数据来源：黄山市文化和旅游局，西南证券整理

图 44：黄山旅游董事长章德辉在香港推介黄山



数据来源：黄山发布，西南证券整理

破除“门票经济”，黄山市政府尝试免票政策初见成效。2023年黄山景区游客数量达到457万人，创下历史新高，同比2019年增长30.5%。黄山市2023年的门票优惠政策如下：

1) 2023年4-6月每周三，全黄山市A级景区对预约游客免门票；2023年4月每周三除外的17个工作日，每天发放1万张（黄山风景区5000张、西递和宏村景区各2500张）、共计17万张免费门票；

2) 7、8月，全国中考、高考学生、全国全日制高校及以上应届毕业生、18周岁以下的游客享受黄山风景区门票免费；教师享半价优惠；

3) 11-12月每周三，全黄山市A级景区对预约游客免门票。

2024年第一季度，黄山市政府配合昌景黄高铁开通，采取优惠力度更大的免票政策。参考去年的情况，政府免票政策有望贯穿全年，黄山客流有望持续创新高。

**表 12：2024 年第一季度黄山市门票优惠活动**

优惠类别	优惠政策	政策内容
免减优政策	实施“黄山市景区免门票开放日活动”	<b>2024 年一季度非节假日的每个周三</b> ，全市范围内 <b>24 处 A 级旅游景区</b> 在开放日当天对提前有预约且领取门票消费券的 <b>游客免门票</b> 开放。
	旅游景区对“大黄山”、“衢黄南饶”七市市民门票半价优惠	全市范围内 24 处 A 级旅游景区在一季度期间，对“大黄山”“衢黄南饶”七市（黄山市、安庆市、池州市、宣城市、衢州市、南平市、上饶市） <b>市民门票半价优惠</b> 。
	全市旅游景区对 18 周岁以下青少年群体和 60 周岁以上人群免门票开放	全市范围内 23 处 A 级旅游景区在一季度期间，对提前有预约且领取门票消费券的 <b>18 周岁以下青少年群体和 60 周岁以上人群</b> ，免门票开放。
	全市旅游景区对境外游客门票半价优惠	全市范围内 24 处 A 级旅游景区在 <b>2024 年全年</b> ，对 <b>境外游客门票半价优惠</b> 。
	黟县新增 5 家景区全年免门票开放	黟县新增 5 家景区（南屏景区（4A）、屏山景区（4A）、打鼓岭景区（4A）、卢村景区（2A）、塔川景区）在 <b>2024 年全年</b> 对提前有预约且领取门票消费券的 <b>游客免门票</b> 开放。
高铁游政策	-	2023.12.27—2024.1.26，游客凭 <b>到达黟县东站的车票</b> 或网络购票记录（当日有效）及身份证，享受 <b>黟县民宿、酒店住宿费用减免</b> 政策，具体为：高铁票抵扣等价住宿费 1 晚，单次最多 <b>不超过 300 元</b> 。
	-	2023.12.27—2024.1.26，游客凭 <b>到达黟县东站的车票</b> 或网络购票记录（七日内有效）及身份证，享受 <b>黟县所有景区免票</b> 的优惠政策。
	-	2024.1.27—2024.4.30，游客凭 <b>到达黟县东站的车票</b> （七日内有效）及身份证，享受 <b>黟县徽黄集团所有景区</b> （宏村、西递、南屏、塔川、卢村、屏山、石林、打鼓岭、五溪山、木坑竹海、黟县古城） <b>半价优惠政策</b> （半价群体不再享受优惠）。

数据来源：安徽文旅，西南证券整理

**黄山地理位置优越，“大黄山”逐步落地走向现实。**黄山市坐落于皖浙赣三省的交界处，位于合肥、杭州、南昌三个省会城市的正中心位置，但自古以来，大山阻隔着黄山和外界的联系，随着 1929 年第一条公路（屯溪-休宁）、1959 年第一条航线（屯溪-合肥）、1985 年第一条铁路（皖赣铁路）、2004 年第一条高速公路（徽杭高速）等等的开通，黄山市交通状况逐渐改善。

**表 13：部分周边城市至黄山风景区自驾行程及时间情况**

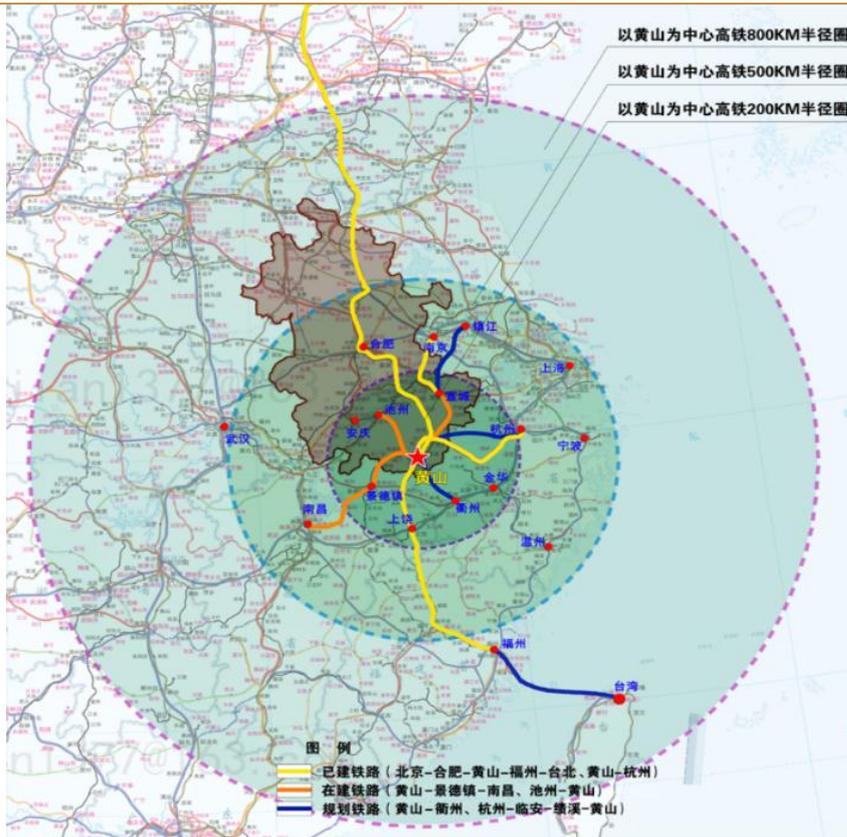
出发地	里程（自驾）	时间	路线
上海	404 公里	约 5 小时	沪渝高速、溧宁高速
南京	271 公里	约 4 小时	宁芜高速
合肥	274 公里	约 3 小时	京台高速
宁波	449 公里	约 5 小时	杭甬高速、杭州绕城高速、杭瑞高速、京台高速
杭州	291 公里	约 4 小时	长深高速、杭瑞高速、京台高速
南昌	402 公里	约 4.5 小时	南昌绕城高速、杭长高速、杭瑞高速、京台高速
武汉	542 公里	约 6.5 小时	沪武高速、济广高速、沪渝高速、京台高速

数据来源：苹果地图，西南证券整理

**黄山“跑进”高铁时代。**2015 年 6 月 28 日，黄山历史上第一条高铁——合福高铁全线开通，连接了从合肥到福州在内的 20 多个城市，合肥、福州至黄山最快只需 1h45m、2h18m。合福高铁开通后，京、鲁、闽等中远程市场演变为近中程市场，黄山市十大客源市场排名中，北京、山东、江西、福建分别上升了 2、2、3、6 个位次。2018 年 12 月 25 日，连接长三

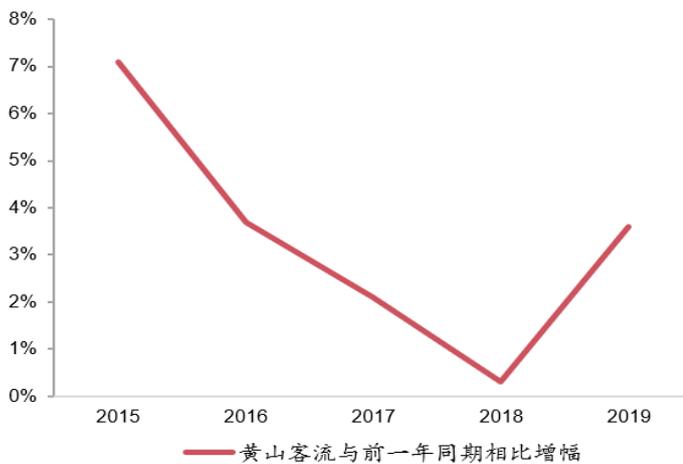
角城市群的“黄金旅游通道”杭黄高铁建成通车，同时将沿途 7 个 5A 级景区串珠成链，杭州、上海、南京至黄山，最快分别只需要 1h26m、2h26m、3h24m。杭黄高铁开通后，2019 年黄山进山游客同比增长 3.6%，成功逆转景区客流增幅连续多年下降趋势。两条高铁线路的开通大大缩短了黄山与外界的时空距离，使长三角多数城市进入黄山市 3 小时高铁圈，成为黄山风景区释放了较大的客流量红利，让周末来黄山旅游度假成为新常态。

图 45：皖浙赣闽区域铁路路网图



数据来源：中国铁路，西南证券整理

图 46：2015-2019 黄山客流与前一年同期相比增幅



数据来源：公司公告，西南证券整理

杭昌高铁黄昌段（原昌景黄高铁）自 2018 年开工建设，现已于 2023 年底开通运营。杭昌高铁黄昌段西起南昌东站，途经江西省上饶市、景德镇市，终点为黄山北站，全长 289 公里，沿线共设 10 个车站，其中，黄山市境内设祁门南（新建）、黟县东（新建）、黄山北 3 个车站。杭昌高铁黄昌段开通之后，从南昌到黄山坐高铁只需要 1 小时 47 分钟，比开通前缩短了半个多小时，项目建成将串联起杭州西湖、千岛湖、黄山、鄱阳湖、景德镇、滕王阁等众多全国著名旅游名胜，沿线共有 9 个国家 5A 级、70 多个国家 4A 级景区，并衔接合福高铁、杭黄高铁和远期规划的杭临绩高铁。线路开通后黄山景区客流有望实现进一步提升。

池黄高铁自 2019 年底开工建设，计划 2024 年 6 月建成通车。池黄高铁自池州站起，至黟县东站与在建昌景黄高铁共站并线到黄山北站，新建正线长约 125 公里，设计时速 350 公里，项目建成通车后，九华山到黄山西站的时间仅需要 30 分钟左右。池黄高铁将沿线天柱山、九华山、黄山、太平湖、西递宏村与武汉、杭州、上海等大中城市连成一体，形成一条集名山、名湖、名城于一体的高铁黄金旅游线路，可加强黄山风景区与周边景区的客流互通，凸显集群效应；且黄山西站到太平索道所在的北大门的时间比黄山北站到南大门的时间约短 9 分钟，目前 88% 的游客都是从南大门通过玉屏、云谷索道上黄山，仅有 12% 的游客通过太平索道上黄山，池黄高铁的开通有利于分流玉屏索道与云谷索道的客流，提高游客上山舒适度。

图 47：昌景黄高铁线路示意图



数据来源：中国铁路，西南证券整理

图 48：池黄高铁线路走向示意图



数据来源：中国铁路，西南证券整理

图 49：池黄高铁沿线部分景区



数据来源：各景区微信公众号，西南证券整理

**图 50：新高铁站距离景区更近**


数据来源：高德地图，西南证券整理

**图 51：黄山旅游旗下太平湖景区位于两大知名景区中间**


数据来源：高德地图，西南证券整理

目前黄山全市高速铁路运营里程已达到 287.9 公里，未来，随着池黄、杭昌高铁黄昌段的建成，将实现 1 小时直达合肥、杭州，2 小时融入上海、南京，5 小时到达京津冀。同时黄衢、杭临绩（黄）高铁也已列入长三角多层次轨道交通规划，远期规划的宿黄宣铁路、阜六景等铁路也将穿境而过，黄山将成为拥有区域连接线最多的城市。黄山风景区的省外游客占比达 70%，其中长三角地区占比近六成，长三角地区也是我国人均 GDP 和消费能力最强的地区之一，逐步完善的长三角高速铁路网络将有望进一步带动周边中线游发展，并为景区带来坚实的客流增长，为业绩打开成长空间。

## 4.2 索道管理输出：“二次创业”，再谱索道新篇章

作为国内最早建设投入运营的客运索道之一，黄山索道探索总结出一套具有特色的“黄山索道管理模式”，并实现对外管理输出。索道公司自成立以来在索道设备维护、技术水平提升、人才队伍培养、服务品质提升、运营模式培育等方面不断发挥自身优势，为中国索道行业发展持续贡献力量。黄山索道于 1998 年管理输出吉林长春净月潭索道，2010 年技术输出上海世博会瑞士馆，2014 年品牌输出江西灵山左溪索道，2019 年、2023 年分别托管龙游六春湖索道与山西王莽岭索道筹建项目。

2019 年黄山旅游五大体系改革全面落地，组织架构上新增投资二部（负责景区和索道对外拓展）和索道事业部，黄山索道正式步入新的发展历程。公司作为 2022 年冬奥会索道服务战略联盟单位，负责延庆赛区海拔最高、落差最大、使用频率最高、运营压力最大的 C 索道，从各索道抽调的 15 名专业技术人员以运行“零故障”圆满完成使命，充分展现了公司的技术实力、成功推进索道板块的输出管理及品牌树立，同时获得了全行业对公司索道技术安全和运营管理的高度认可。未来公司将结合发展战略、依托黄山索道技术品牌及人才优势，放眼全国、加快实施索道板块的对外投资、品牌输出和管理输出。

图 52: 黄山索道团队技术输出上海世博会瑞士馆



数据来源: 世博会博物馆微信公众号, 西南证券整理

图 53: 黄山索道圆满完成北京冬奥会索道运营管理任务



数据来源: 黄山文旅, 西南证券整理

### 4.3 东黄山开发: 东黄山国际旅游度假区开发中, 景区容量有望扩容

东黄山国际旅游度假区坐落于黄山脚下, 是“两山一湖”黄金旅游线上的重要节点。度假区将黄山的山、田、湖、林等自然景观联结成一条景观轴, 同时集会议会展、旅游集散、休闲度假、购物娱乐、康养生活于一体, 以打造全方位的国际休闲度假旅游目的地。东黄山国际旅游度假区地理位置优越, 高速网络北通京津冀、东达江浙沪; 正在筹备建设中的黄山市域轻轨 T1 线将度假区与黄山南、北大门串联, 直达黄山北站及新机场只需半小时; 周边即将在今年 6 月通车运营的高铁黄山西站更是将“两山一湖”黄金旅游线路紧密联结, 有望加强度假区与周边景区的客流互通。

“世界级休闲度假旅游目的地”、“国际会客厅”加速打造, 东黄山建设日新月异。度假区基础设施项目于 2018 年 9 月开工建设, 2021 年竣工并投入运营; 黄山国际会展中心也将落地, 作为集展览、会议、餐饮等多功能一体的国际综合型会展中心, 将成为度假区的标志景观。未来东黄山国际旅游度假区的建成有望丰富黄山的吸引力。

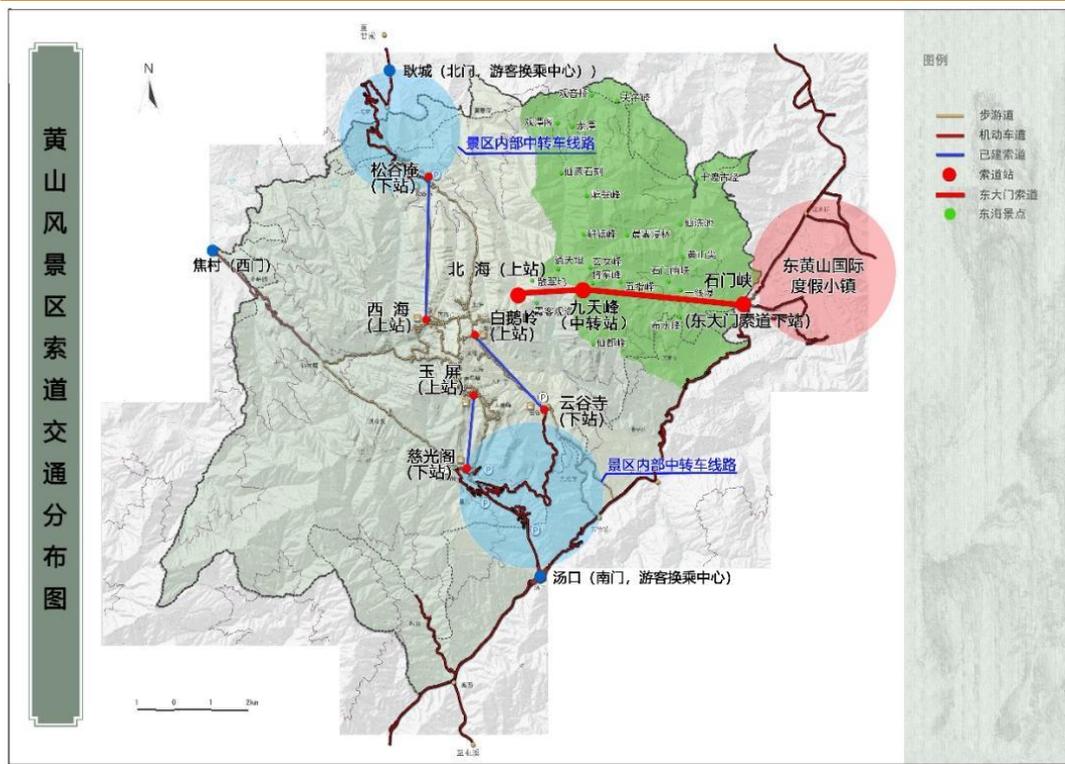
图 54: 东黄山建设日新月异



数据来源: 黄山发布, 西南证券整理

“一索道一中心”两个项目是黄山东大门建设的引领性和关键性工程，预计 2025 年落地。黄山东大门索道（云谷索道下半段）总长 6638 米，高差 1200 米。目前上中下三站和 31 个支架点同时施工，下站基础已完成，支架点约完成总工程量的 40%，计划营运时间为 2025 年 6 月。黄山东大门游客服务中心项目（总建筑面积 3.5 万平方米）也在全力推进中，目前项目已封顶，目前进入室内设计和室外幕墙施工阶段，计划 2024 年基本完成。该项目旨在分流南大门客流，增加景区承载力，缓解生态压力，改变黄山景区目前“南堵、西空、东无、北闲”的现状。建成运营后，可有效盘活景区的空间资源，推动东黄山旅游提质升级，当前黄山每日上山客流限制在 4 万人/天，但在实际运营中控制在 3 万人/天，随着明年池黄高铁建成通车、东黄山项目在 2025 年落地，黄山客流限制有望恢复到 4 万人/天。虽上市公司主体目前尚未参与东黄山项目相关建设及运营，但周边配套落地也将使得游客上山下山舒适度提升，景区发展的天花板打开。

图 55：黄山风景区索道交通分布图



数据来源：黄山发布公众号，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：随花山谜窟及太平湖景区改造客流逐渐提升，预计公司 2023-2025 年游客数量分别为 454.0 万人、557.5 万人、641.2 万人。

假设 2：随着客流稳步提升，预计北海宾馆如期在 24 年 10 月改造完成，预计公司 2023-2025 年山上酒店入住率分别为 71.0%、76.0%、68.0%，山下酒店入住率为 50.0%、52.0%、54.0%。

假设 3：预计公司 2023-2025 年徽商故里餐饮店数量分别为 22 家、28 家、34 家。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年收入拆分预测如下表：

表 14：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
景区业务	收入	82.3	256.0	309.9	363.0
	增速	-28.5%	211.0%	21.1%	17.1%
	成本	138.4	128.0	139.5	145.2
	毛利率	-68.1%	50.0%	55.0%	60.0%
索道及缆车业务	收入	227.0	708.8	873.4	1,014.5
	增速	-17.5%	212.3%	23.2%	16.2%
	成本	73.3	85.1	100.4	116.7
	毛利率	67.7%	88.0%	88.5%	88.5%
酒店业务	收入	222.4	525.9	579.6	671.4
	增速	-9.4%	136.5%	10.2%	15.9%
	成本	216.9	341.8	368.0	419.6
	毛利率	2.5%	35.0%	36.5%	37.5%
旅游服务业务	收入	212.1	549.4	686.8	824.2
	增速	-6.6%	159.0%	25.0%	20.0%
	成本	194.7	497.2	614.7	737.6
	毛利率	8.2%	9.5%	10.5%	10.5%
徽菜业务	收入	129.6	267.6	392.0	527.0
	增速	-3.9%	106.5%	46.5%	34.4%
	成本	111.1	214.1	294.0	374.2
	毛利率	14.3%	20.0%	25.0%	29.0%
平衡项目	收入	-73.5	-369.2	-505.8	-663.0
	差额/未抵消	-11.4%	-16.0%	-17.8%	-19.5%
	成本	-97.3	-392.5	-492.9	-595.4
	差额/未抵消	-13.3%	-31.0%	-32.5%	-33.2%
合计	收入	799.9	1,938.6	2,335.9	2,737.0

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	-10.6%	142.3%	20.5%	17.2%
	成本	637.1	873.7	1,023.7	1,197.9
	毛利率	20.4%	54.9%	56.2%	56.2%

数据来源：Wind, 西南证券

综上, 预计公司 23-25 年主营业务收入分别为 19.4、23.4、27.4 亿元, 同比增长 142.3%、20.5%、17.2%; 归母净利润分别为 5.0、6.4、7.6 亿元。

## 5.2 相对估值

我们选取了行业中与黄山旅游业务最为相近的丽江股份、天目湖、长白山作为可比公司, 3 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 24、20、18 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.0、6.4、7.6 亿元。公司坐拥黄山优质旅游资源, 有望在客流快速增长下实现业绩高增长, 给予公司 2024 年 20 倍 PE, 对应目标价 17.60 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 15: 可比公司估值 (截止至 2024 年 1 月 3 日)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002033.SZ	丽江股份	8.23	0.01	0.43	0.49	0.54	1804	19	17	16
603136.SH	天目湖	18.78	0.11	0.87	1.15	1.36	249	23	17	15
603099.SH	长白山	16.48	-0.22	0.58	0.69	0.82	-	31	26	22
平均值							1027	24	20	18

数据来源：Wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

- 1) 景区客流复苏或不及预期。
- 2) 政策变动风险。
- 3) 宏观经济波动风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	799.90	1938.55	2335.90	2737.02	净利润	-137.88	544.48	694.78	824.25
营业成本	637.07	873.69	1023.72	1197.91	折旧与摊销	227.96	185.00	185.00	185.00
营业税金及附加	13.98	37.98	46.17	52.89	财务费用	-0.80	5.06	2.66	1.23
销售费用	48.52	38.77	44.38	50.63	资产减值损失	-0.06	0.00	0.00	0.00
管理费用	320.32	358.63	397.10	440.66	经营营运资本变动	-257.62	-134.62	-33.99	-33.00
财务费用	-0.80	5.06	2.66	1.23	其他	189.73	-35.13	-59.76	-55.60
资产减值损失	-0.06	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>21.34</b>	<b>564.78</b>	<b>788.69</b>	<b>921.88</b>
投资收益	56.13	36.26	36.26	36.26	资本支出	11.10	-9.00	-20.00	-15.00
公允价值变动损益	12.85	41.20	39.45	35.60	其他	-224.31	77.46	75.71	71.86
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-213.21</b>	<b>68.46</b>	<b>55.71</b>	<b>56.86</b>
<b>营业利润</b>	<b>-142.32</b>	<b>701.88</b>	<b>897.58</b>	<b>1065.56</b>	短期借款	1.50	-6.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.49	5.23	4.73	4.90	长期借款	141.29	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-140.83</b>	<b>707.11</b>	<b>902.31</b>	<b>1070.46</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-2.95	162.64	207.53	246.21	支付股利	-74.40	26.39	-100.18	-127.84
净利润	-137.88	544.48	694.78	824.25	其他	-132.46	-40.60	-2.66	-1.23
少数股东损益	-5.90	43.56	55.58	65.94	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-64.07</b>	<b>-20.20</b>	<b>-102.85</b>	<b>-129.06</b>
归属母公司股东净利润	-131.97	500.92	639.20	758.31	<b>现金流量净额</b>	<b>-255.94</b>	<b>613.04</b>	<b>741.55</b>	<b>849.68</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1577.64	2190.69	2932.24	3781.92	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	53.43	102.02	122.00	144.19	销售收入增长率	-10.65%	142.35%	20.50%	17.17%
存货	381.97	524.34	614.02	719.14	营业利润增长率	-286.58%	593.17%	27.88%	18.72%
其他流动资产	21.45	51.98	62.64	73.39	净利润增长率	-429.69%	494.90%	27.60%	18.64%
长期股权投资	175.77	175.77	175.77	175.77	EBITDA 增长率	-66.05%	951.26%	21.67%	15.35%
投资性房地产	7.08	7.08	7.08	7.08	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1877.48	1732.64	1587.80	1442.96	毛利率	20.36%	54.93%	56.17%	56.23%
无形资产和开发支出	219.39	203.72	199.05	189.38	三费率	46.01%	20.76%	19.01%	17.99%
其他非流动资产	894.14	878.65	863.16	847.67	净利率	-17.24%	28.09%	29.74%	30.11%
<b>资产总计</b>	<b>5208.35</b>	<b>5866.89</b>	<b>6563.75</b>	<b>7381.49</b>	ROE	-3.21%	11.22%	12.75%	13.42%
短期借款	6.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-2.65%	9.28%	10.59%	11.17%
应付和预收款项	318.55	428.15	504.72	596.20	ROIC	-7.15%	26.29%	33.86%	42.06%
长期借款	143.91	143.91	143.91	143.91	EBITDA/销售收入	10.61%	46.01%	46.46%	45.74%
其他负债	450.12	441.92	467.62	497.47	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>918.59</b>	<b>1013.99</b>	<b>1116.25</b>	<b>1237.58</b>	总资产周转率	0.15	0.35	0.38	0.39
股本	729.38	729.38	729.38	729.38	固定资产周转率	0.47	1.23	1.63	2.12
资本公积	367.33	367.33	367.33	367.33	应收账款周转率	28.22	38.37	30.51	29.89
留存收益	2978.69	3506.01	4045.02	4675.49	存货周转率	3.03	1.92	1.79	1.79
归属母公司股东权益	4083.14	4602.72	5141.73	5772.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.28%	—	—	—
少数股东权益	206.62	250.18	305.76	371.70	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4289.76</b>	<b>4852.90</b>	<b>5447.49</b>	<b>6143.91</b>	资产负债率	17.64%	17.28%	17.01%	16.77%
负债和股东权益合计	5208.35	5866.89	6563.75	7381.49	带息债务/总负债	16.32%	14.19%	12.89%	11.63%
					流动比率	4.22	4.97	5.49	5.89
					速动比率	3.43	4.06	4.58	4.99
					股利支付率	-56.37%	-5.27%	15.67%	16.86%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	84.84	891.94	1085.24	1251.79	每股收益	-0.18	0.69	0.88	1.04
PE	-62.84	16.56	12.97	10.94	每股净资产	5.60	6.31	7.05	7.91
PB	2.03	1.80	1.61	1.44	每股经营现金	0.03	0.77	1.08	1.26
PS	10.37	4.28	3.55	3.03	每股股利	0.10	-0.04	0.14	0.18
EV/EBITDA	72.28	6.15	4.37	3.11					
股息率	0.90%	—	1.21%	1.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---