

► **春节前后二十个交易日旅游景区指数涨跌幅复盘：旅游景区行业指数多数年份跑赢大盘。**2014-2023年，从春节前后二十个交易日旅游景区指数表现来看，旅游景区指数春节前上涨年数为4年，其中仅1年上涨幅度超10%；2014-2023年10年中，春节后上涨年数为7年，其中有3年上涨幅度超10%；除2017年/2019年以外，旅游景区指数上涨的年份，指数上涨幅度均超越上证指数/沪深300指数。**春节前后二十个交易日范围内，旅游景区指数春节后上涨幅度及上涨概率高于春节前，且旅游景区指数春节后多为上涨趋势；旅游景区行业指数多数时间跑赢上证指数/沪深300指数。**

► **春节前后二十个交易日旅游景区行业个股涨跌幅复盘：旅游景区行业偏向出境游行业及成长型个股。**2014-2023年，春节前后二十个交易日范围内，个股涨幅位居年度前三次数最多的三个个股分别为宋城演艺、天目湖和众信旅游，**旅游行业在春节市场情绪火热时偏向1)有内外基本面对预期、本年度业绩有望超预期兑现的成长型个股；2)行业数据持续拔高带来高预期的出境游行业。**

► **春节前后旅游行业指数及个股区间涨跌幅复盘：旅游景区指数在春节后开启上涨行情概率大，除出境游/成长型个股外，资金对旅游城市/旅游省份相关题材股较为青睐。**以旅游行业指数历年Q1春节前最低/春节后最高的交易日为区间的起始日/终止日，以此区间为基础分析，除2020年因疫情扰动因素影响行业无上漲区间以外，2014年以来旅游景区指数在上涨区间的表现均优于上证指数/沪深300指数，**与春节前后二十个交易日涨跌幅趋势相同，大部分年份旅游景区指数在春节结束后开启上涨行情、上涨幅度高于春节前、未出现春节后旅游景区指数短期下滑情况；从个股表现来看，1)春节后市场对出境游行业兴趣度较高；2)资金对旅游城市/旅游省份相关题材股兴趣度较高，且对知名度较高但位置较为偏远、淡旺季分化不明显的旅游目的地相关个股青睐。**

► **历年Q1归母净利润回顾：名山大川类景区相关个股业绩弹性显现，峨眉山A/九华旅游因其景区属性具备强业绩韧性。**黄山旅游、丽江股份、峨眉山A、九华旅游等23Q1归母净利润均创14年以来Q1新高，但20Q1-22Q1疫情扰动导致景区客流量不足时，表现有所分化。细分来看，20Q1-22Q1，黄山旅游、丽江股份受疫情扰动影响，归母净利润亏损幅度大；峨眉山A、九华旅游在疫情扰动下展现强经营韧性，维持盈利/亏损幅度较小。**我们认为，名山大川类景区相关个股以观光车、索道、酒店等业务为业绩贡献点，此类业务固定成本较高、变动成本较低，经营杠杆高，因此客流量变化时业绩弹性较大。景区客流量提升将优化毛利率/净利率水平，促景区利润快速增长；此外，峨眉山A、九华旅游均为佛教四大名山之一，春节存在一定刚需，因此在过往疫情扰动下展现强韧性。**

► **春节旅游行业趋势研判：关注与旅游城市/出境游/冰雪游概念相关个股及自身具备较高成长性的个股表现。**当前旅游景区行业追求个性、多样化、特色体验的年轻消费群体已成为市场主流，**可为消费者创新体验的旅游项目是打开流量闸口的基础；若想实现长期热度维持，除创新体验之外还需拥有项目质量高、旅游产品特殊、项目组合丰富三项特性。**关注与上述属性相契合、以唐朝文化为旅游业发展基石的旅游城市西安，并聚焦与西安文旅创新关联紧密的**曲江文旅**后续表现；此外，今年出境游行业复苏态势明显，春节期间高景气度或将成为估值短期拔高的驱动点，行业个股有望受益；冰雪游热度或将在春节期间进一步拔高，作为冰雪游概念代表标的长白山有望受益；**当前视角下具备较高成长性的个股也值得关注，主要包括九华旅游及天目湖。**

► **投资建议：**推荐漂流项目/沪苏湖铁路为未来客流增长赋能的**天目湖**，多项目在筹备/待开业阶段、部分存量项目仍处爬坡期，成长空间充足的**宋城演艺**。建议关注成长空间大、“冰雪游+夏季”双轮驱动模式逐步展开的**长白山**、契合寺庙出行概念、内外部交通优化打开成长空间的**九华旅游**、为西安旅游城市发展持续赋能的**曲江文旅**，多免签政策落地、出境游行业复苏趋势明显的背景下，恢复步伐有望加快的出境游龙头企业**众信旅游**。

► **风险提示：**项目落地不及预期，景区热度不及预期。

## 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603136.SH	天目湖	18.70	0.11	0.78	1.03	170	24	18	推荐
603099.SH	长白山	28.39	-0.22	0.54	0.82	/	53	35	推荐
300144.SZ	宋城演艺	9.84	0.00	0.35	0.50	/	28	20	推荐
600706.SH	曲江文旅	13.40	-0.98	0.24	0.34	/	56	39	/
002707.SZ	众信旅游	6.88	-0.23	0.03	0.22	/	229	31	/
603199.SH	九华旅游	30.40	-0.12	1.56	1.78	/	19	17	/

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年1月29日收盘价；未覆盖公司数据采用Wind一致预期）

推荐

维持评级



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 邓奕辰

执业证书：S0100121120048

邮箱：dengyichen@mszq.com

# 目录

<b>1 历年春节涨跌幅复盘：旅游行业过往春节行情多于春节后展开，出境游行业相关个股/成长型个股/题材股为主要关注点</b> .....	<b>3</b>
1.1 春节前后二十个交易日行业/个股涨跌幅复盘.....	3
1.2 春节前后旅游行业指数涨幅区间复盘.....	7
<b>2 旅游行业 Q1 及全年业绩复盘：多家企业 19 年业绩达 14 年来新高，名山大川类景区归母净利润弹性凸显</b> .....	<b>11</b>
<b>3 春节旅游行业趋势研判：关注与旅游城市/出境游/冰雪游概念相关个股及自身具备较高成长性的个股表现</b> .....	<b>20</b>
3.1 旅游行业题材热点研判：旅游城市依托当地资源与多样打法维持高热度，春节期间有望成为全国客流主要集聚点.....	20
3.2 春节后旅游行业及个股趋势研判：出境游行业复苏预期催化，冰雪游行业热度或将在春节期间进一步拔高，较高成长性个股亦值得关注.....	22
<b>4 投资建议</b> .....	<b>24</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>25</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>26</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>26</b>

# 1 历年春节涨跌幅复盘：旅游行业过往春节行情多于春节后展开，出境游行业相关个股/成长型个股/题材股为主要关注点

## 1.1 春节前后二十个交易日行业/个股涨跌幅复盘

复盘历年 Q1 春节前后旅游行业涨跌幅情况，从行业角度出发，将同花顺旅游景区指数（包括 16 个旅游行业成分股）春节前后二十个交易日涨跌幅情况与上证指数/沪深 300 指数对比可发现，忽略因疫情扰动导致宏观经营环境不佳的 2020 年，2014 年以来 9 年间，春节前后二十个交易日的时间范围内，旅游景区指数涨幅为正的年数为 5 年，指数涨幅超越上证指数/沪深 300 指数、指数跌幅小于上证指数/沪深 300 指数的年数为 6 年；分别来看春节前、春节后指数表现，春节前旅游景区指数上涨的年数为 4 年，跑赢上证指数/沪深 300 指数的年数为 3 年；春节后旅游景区指数上涨的年数为 7 年，跑赢上证指数/沪深 300 指数的年数为 5 年；旅游景区指数春节后股价上涨且涨幅高于春节前的年数为 7 年。总的来说：

**旅游景区指数春节后上涨幅度及上涨概率高于春节前，且指数春节后多为上涨趋势。2014-2023 年 10 年中，旅游景区指数春节前上涨年数为 4 年，其中仅 1 年上涨幅度超 10%；2014-2023 年 10 年中，春节后上涨年数为 7 年，其中有 3 年上涨幅度超 10%，**除去受疫情扰动宏观因素影响的 2020 年春节、复苏预期在 2022Q4 释放后的 2023 年春节，仅 2016 年春节后二十个交易日股价最终呈现下跌趋势，且 2016 年实际在 1 月 28 日-2 月 17 日间也经历过一波上涨行情（春节为 2 月 8 日）。

**旅游景区指数上涨表现常跑赢上证指数/沪深 300 指数，受市场宏观因素驱动较小。**从旅游景区指数在春节后涨幅与大盘的关联性来看，除 2017 年/2019 年以外，旅游景区指数上涨的年份，指数上涨幅度均超越上证指数/沪深 300 指数，且上涨的 7 年中 2014 年/2018 年/2021 年/2022 年均在沪深 300 指数下滑的情况下上涨，2014 年/2015 年/2018 年/2021 年/2022 年涨幅均超过上证指数，意味着旅游景区行业指数受市场宏观因素驱动较小，出行景气度或为其主要驱动因素。

聚焦历年 Q1 整体表现，旅游景区指数 10 年间 5 次跑赢大盘；2014 年/2018 年/2021 年/2022 年一季度上证指数/沪深 300 指数下滑，旅游景区指数上涨，2017 年上证指数/沪深 300 指数上涨，旅游景区指数下滑。

**表1：旅游行业重点标的历年 Q1 春节前后股价涨跌幅情况（春节前后二十个交易日）**

时间	指数类型	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
春节 前后	旅游景区指数	12.08%	36.34%	-11.13%	-1.60%	0.67%	14.62%	-14.50%	32.00%	8.58%	-2.89%
	上证指数	-2.36%	16.34%	-11.80%	3.00%	-4.75%	18.09%	-6.64%	-4.25%	-5.08%	5.49%
	沪深300指数	-6.39%	3.71%	-11.83%	1.37%	-6.62%	6.97%	-5.11%	4.12%	-7.20%	6.90%
春节 前	旅游景区指数	3.10%	5.11%	-5.09%	-3.10%	-3.77%	-0.14%	-12.39%	12.03%	1.55%	-0.69%
	上证指数	-3.62%	2.33%	-13.27%	0.74%	-7.13%	4.11%	-3.52%	1.57%	-7.46%	3.97%
	沪深300指数	-5.15%	12.80%	1.84%	1.39%	2.37%	12.63%	-3.57%	-12.17%	-1.80%	-1.26%
春节 后	旅游景区指数	8.72%	29.72%	-6.36%	1.55%	4.61%	14.78%	-2.41%	17.83%	6.93%	-2.22%
	上证指数	1.30%	13.69%	1.69%	2.24%	2.56%	13.43%	-3.23%	-5.73%	2.56%	1.46%
	沪深300指数	-1.31%	16.98%	-10.21%	2.78%	-4.40%	20.48%	-1.59%	-8.55%	-8.57%	5.55%
一季 度	旅游景区指数	9.1%	47.0%	-7.6%	-2.0%	2.7%	26.5%	-19.8%	16.3%	3.5%	2.8%
	上证指数	-3.6%	11.9%	-8.9%	2.8%	-5.4%	25.4%	-10.86%	-1.7%	-10.5%	5.0%
	沪深300指数	-7.6%	11.3%	-7.2%	3.4%	-4.6%	30.4%	-11.2%	-4.2%	-14.1%	3.9%

资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院（注：部分年份春节前交易日不足二十，以此年份第一个开盘日至春节前最后一个交易日为时间范围计算春节前涨跌幅；标红数值为范围内旅游景区指数与上证指数/沪深 300 指数数值中涨幅最高/跌幅最低者；旅游景区指数为申万宏源指数 801993.SL）

从个股表现来看，过往十年间，不考虑所有个股股价下滑的 2020 年，春节前后二十个交易日股价涨跌幅位列前三次数最多的个股包括宋城演艺、众信旅游及天目湖，涨幅位列前三次数分别为 4 次、4 次、3 次，三大个股分别为休闲类景区代表企业、强运营型景区代表企业、出境游龙头企业，其中，**宋城演艺**涨幅位列前三年份为 2014 年、2015 年、2018 年及 2023 年，各年份分别对应三亚千古情开业预期、丽江/九寨千古情开业预期、桂林/明月千古情开业预期及上海/佛山千古情开业预期；**天目湖**涨幅位列前三年份为 2019 年、2021 年、2023 年，各年份分别对应中高端度假酒店-御水温泉二期竹溪谷项目开业预期、疫情扰动下短途游优化预期、疫情扰动下酒店矩阵铺设完成可能带来的超 19 年表现预期，**众信旅游**涨幅位列前三年份为 2014 年、2015 年、2018 年及 2021 年，其中 2014 年对应股票初上市定价（2014 年年初上市）逻辑、2015 年/2018 年系春节前后出境游数据亮眼对市场情绪的带动（2015 年众信旅游春节前后二十个交易日涨幅 43.03%，同为出境游企业的岭南控股涨幅 35.40%）、2021 年则是出境游放开预期带动。从涨幅前三个股情况及过往涨幅驱动因素可以看出，**旅游行业在春节市场情绪火热时偏向于 1) 有内外部基本面优化预期、本年度业绩有望超预期兑现的成长型个股；2) 行业数据持续拔高带来高预期的出境游行业，且偏向于行业龙头众信旅游。**

除三个多次位列涨幅前三的个股以外，部分与优质旅游目的地相关联的个股表现也较为亮眼，包括黄山旅游、中青旅、西藏旅游、张家界、云南旅游和岭南控股。其中西藏旅游/张家界与云南旅游均为国内著名观光游览目的地的代表性企业，上涨年份均存在短中期基本面优化预期，虽三大标的非冬春两季热门旅游目的地，但过往定增/收购/国资入股等动作及景区自身高景气使上述景区作为短期旅游热点为消费者所熟知。

**表2：旅游行业重点标的历年 Q1 春节前后股价涨跌幅情况（春节前后二十个交易日）**

证券代码	证券简称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
600054.SH	黄山旅游	17.80%	21.60%	12.49%	3.68%	-4.26%	11.19%	-10.91%	33.64%	11.57%	-5.56%
600138.SH	中青旅	11.37%	37.82%	-2.22%	3.86%	4.59%	21.04%	-18.97%	37.64%	20.52%	-2.85%
600593.SH	大连圣亚	5.33%	15.03%	-12.78%	-9.27%	9.45%	19.61%	-11.44%	29.66%	-4.17%	-11.54%
600706.SH	曲江文旅	4.86%	25.78%	-0.91%	-1.06%	-8.15%	9.89%	-18.35%	13.72%	54.91%	-13.28%
600749.SH	西藏旅游	24.61%	0.00%	0.00%	-5.59%	-29.41%	5.23%	-9.18%	32.70%	29.51%	-5.79%
603099.SH	长白山	--	29.77%	12.86%	-2.24%	-5.78%	12.74%	-17.81%	22.84%	-10.58%	-9.71%
603136.SH	天目湖	--	--	--	--	-16.09%	21.35%	-15.10%	51.33%	20.72%	8.00%
603199.SH	九华旅游	--	--	-6.76%	-2.58%	-6.82%	10.00%	-13.25%	25.70%	14.09%	-5.26%
000430.SZ	张家界	7.92%	31.64%	15.49%	1.88%	-5.43%	15.51%	-9.60%	32.50%	11.60%	-14.78%
000888.SZ	峨眉山A	-3.17%	33.54%	-9.21%	0.50%	-6.62%	15.88%	-10.06%	16.96%	16.97%	-8.66%
000978.SZ	桂林旅游	1.47%	0.00%	-1.05%	-0.97%	-7.17%	13.26%	-13.16%	19.39%	17.00%	-8.52%
002033.SZ	丽江股份	-5.04%	18.28%	-8.39%	1.39%	-7.03%	12.76%	-12.64%	29.04%	5.31%	-7.06%
002159.SZ	三特索道	14.48%	0.00%	-3.76%	-14.44%	5.10%	11.78%	-6.99%	16.95%	1.10%	-18.26%
300144.SZ	宋城演艺	18.90%	61.02%	5.11%	1.24%	8.25%	11.99%	-10.77%	26.93%	11.66%	7.44%
000610.SZ	西安旅游	0.00%	34.41%	2.81%	-4.03%	-4.38%	12.79%	-14.61%	45.25%	9.07%	-18.10%
002059.SZ	云南旅游	-0.68%	50.26%	-0.93%	-1.67%	1.49%	29.04%	-9.42%	40.05%	9.32%	-7.31%
300859.SZ	*ST西域	--	--	--	--	--	--	--	103.49%	6.02%	-9.18%
002707.SZ	众信旅游	252.44%	43.03%	0.00%	-8.55%	14.06%	16.23%	-10.26%	85.19%	23.05%	-0.85%
000796.SZ	*ST凯撒	8.47%	0.00%	0.00%	0.20%	0.08%	16.34%	-20.64%	22.28%	26.74%	-15.89%
000524.SZ	岭南控股	6.45%	35.40%	-3.09%	-0.78%	-8.56%	7.74%	-16.42%	27.84%	27.52%	1.73%
600054.SH	黄山旅游	17.80%	21.60%	12.49%	3.68%	-4.26%	11.19%	-10.91%	33.64%	11.57%	-5.56%

资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院（注：部分年份春节前交易日不足二十，以此年份第一个开盘日至春节前最后一个交易日为时间范围计算春节前涨跌幅；表中部分数据因股票未上市处空缺状态，以“-”表示；标红数据为对应 Q1 涨幅前三个股）

细拆春节前涨跌幅情况，春节前位列涨幅前三最多的四只股票为众信旅游（6次）、宋城演艺（5次）、峨眉山 A（3次）、云南旅游（3次），分别定位出境游/休闲景点旅游/寺庙旅游/避寒游；与旅游景区指数表现相似，春节前旅游行业个股涨跌幅普遍偏低，可发现 2015 年以来大部分年份春节前旅游行业个股涨跌幅趋势相同且下跌年份大于上涨年份，2016 年/2017 年/2018 年/2020 年/2023 年旅游行业个股普跌，2014 年/2019 年旅游行业个股涨跌不一，2021 年/2022 年行业普涨。2020 年以前春节预定数据逐年拔高，但其对旅游行业的促进作用在春节前并未明显显现。

**表3：旅游行业重点标的历年 Q1 春节前股价涨跌幅情况（春节前二十个交易日）**

证券代码	证券简称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
600054.SH	黄山旅游	5.60%	4.36%	-1.20%	0.75%	-1.45%	-2.53%	-5.13%	9.07%	8.90%	1.35%
600138.SH	中青旅	5.66%	1.91%	-0.10%	1.72%	0.40%	1.55%	-9.52%	9.59%	8.38%	4.02%
600593.SH	大连圣亚	-0.98%	-6.30%	-15.74%	-12.00%	12.41%	4.71%	-6.58%	4.02%	-12.50%	-8.59%
600706.SH	曲江文旅	3.02%	9.41%	-30.51%	-3.43%	-7.26%	-1.34%	-8.15%	-2.55%	27.94%	-7.51%
600749.SH	西藏旅游	4.43%	0.00%	0.00%	-2.67%	-36.92%	-4.16%	-4.85%	15.28%	8.91%	-6.33%
603099.SH	长白山	--	-0.13%	-7.81%	-4.02%	-8.12%	-1.13%	-12.98%	11.35%	-5.57%	-7.21%
603136.SH	天目湖	--	--	--	--	-23.91%	-3.93%	-14.05%	25.76%	-1.14%	6.68%
603199.SH	九华旅游	--	--	-17.60%	-6.64%	-5.13%	-3.74%	-7.16%	11.48%	6.35%	-2.30%
000430.SZ	张家界	-5.80%	7.66%	-31.49%	-2.38%	-9.02%	0.00%	-5.76%	9.55%	5.98%	-10.97%
000888.SZ	峨眉山A	-10.70%	4.67%	0.15%	-2.51%	-0.86%	7.50%	-4.27%	4.95%	7.88%	-6.71%
000978.SZ	桂林旅游	-4.08%	0.00%	-13.31%	-1.58%	-7.17%	0.18%	-5.83%	4.96%	10.49%	-5.38%
002033.SZ	丽江股份	-6.79%	1.99%	-8.37%	0.00%	0.00%	4.20%	-7.20%	10.48%	5.64%	-1.66%
002159.SZ	三特索道	3.15%	0.00%	-5.90%	-13.03%	-16.85%	4.14%	-8.77%	3.26%	4.03%	-13.40%
300144.SZ	宋城演艺	12.96%	0.00%	9.18%	-1.38%	1.09%	5.28%	-12.84%	16.23%	6.77%	4.27%
000610.SZ	西安旅游	-4.77%	13.39%	-7.07%	-4.90%	-12.05%	-4.26%	-13.30%	16.92%	4.47%	-19.12%
002059.SZ	云南旅游	-3.50%	12.61%	-17.28%	-0.25%	-3.65%	-3.46%	-4.81%	12.09%	13.31%	-4.23%
300859.SZ	*ST西域	--	--	--	--	--	--	--	23.45%	-6.46%	-7.26%
002707.SZ	众信旅游	93.30%	0.99%	0.00%	-10.29%	13.01%	-12.18%	-11.86%	34.49%	21.99%	4.97%
000796.SZ	*ST凯撒	-1.21%	0.00%	0.00%	-4.42%	0.08%	-6.90%	-17.23%	-4.78%	10.09%	0.66%
000524.SZ	岭南控股	-1.82%	11.66%	-15.40%	-4.80%	-13.33%	-3.01%	-4.67%	6.44%	5.37%	-1.99%
600054.SH	黄山旅游	5.60%	4.36%	-1.20%	0.75%	-1.45%	-2.53%	-5.13%	9.07%	8.90%	1.35%

资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院（注：部分年份春节前交易日不足二十，以此年份第一个开盘日至春节前最后一个交易日为时间范围计算春节前涨跌幅；表中部分数据因股票未上市处空缺状态，以“--”表示；标红数据为对应 Q1 涨幅前三个股）

细拆春节后涨跌幅情况，春节后二十个交易日内位列涨幅前三最多的三只股票为宋城演艺/众信旅游/天目湖，与春节前后涨跌幅前三次数最多的股票相同，**反映市场过往对成长预期高、细分行业数据表现良好的行业/个股的偏好**；2014 年以来，春节后二十个交易日中，前五最高涨幅中有三次为众信旅游造就，作为出境游龙头企业，其因上市初期市场对出境游行业定价不充分、出境游景气度提升且有春节数据兑现、出境游放开预期催化三大因素而在不同阶段受市场青睐，当前股价处 2019 年/2021 年上涨曲线中位，本年度出境游催化下或在春节后有优异表现。

**表4：旅游行业重点标的历年 Q1 春节后股价涨跌幅情况（春节后二十个交易日）**

证券代码	证券简称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
600054.SH	黄山旅游	11.55%	16.52%	8.90%	2.91%	-2.86%	14.08%	-6.09%	22.53%	2.44%	-6.81%
600138.SH	中青旅	5.41%	35.23%	-6.71%	2.11%	4.17%	19.19%	-10.44%	25.59%	11.20%	-6.60%
600593.SH	大连圣亚	6.37%	22.76%	-18.48%	3.09%	-2.64%	14.23%	-5.20%	24.65%	9.52%	-3.23%
600706.SH	曲江文旅	1.79%	14.96%	2.14%	2.45%	-0.96%	11.39%	-11.10%	16.69%	21.08%	-6.24%
600749.SH	西藏旅游	19.33%	0.00%	0.00%	-3.00%	11.91%	9.80%	-4.55%	15.12%	18.91%	0.58%
603099.SH	长白山	--	29.94%	11.00%	1.86%	2.55%	14.03%	-5.55%	10.32%	-5.31%	-2.69%
603136.SH	天目湖	--	--	--	--	10.29%	26.31%	-1.22%	20.33%	22.10%	1.24%
603199.SH	九华旅游	--	--	-9.64%	4.36%	-1.78%	14.28%	-6.57%	12.75%	7.27%	-3.03%
000430.SZ	张家界	14.56%	22.27%	11.91%	4.36%	3.94%	15.51%	-4.07%	20.95%	5.31%	-4.28%
000888.SZ	峨眉山A	8.43%	27.58%	-12.51%	3.09%	-5.81%	7.79%	-6.05%	11.45%	8.43%	-2.09%
000978.SZ	桂林旅游	5.78%	0.00%	-5.15%	0.63%	0.00%	13.05%	-7.78%	13.74%	5.89%	-3.32%
002033.SZ	丽江股份	1.88%	15.97%	-15.83%	1.39%	-7.03%	8.22%	-5.86%	16.80%	-0.30%	-5.50%
002159.SZ	三特索道	10.99%	0.00%	-14.87%	-1.62%	26.40%	7.34%	1.96%	13.27%	-2.81%	-5.61%
300144.SZ	宋城演艺	5.26%	61.02%	-8.89%	2.66%	7.08%	6.37%	2.38%	9.20%	4.58%	3.04%
000610.SZ	西安旅游	5.01%	18.53%	0.00%	0.92%	8.73%	17.82%	-1.51%	24.24%	4.40%	1.27%
002059.SZ	云南旅游	2.92%	33.44%	-5.95%	-1.43%	5.34%	33.67%	-4.84%	24.95%	-3.52%	-3.21%
300859.SZ	*ST西域	--	--	--	--	--	--	--	64.84%	13.34%	-2.07%
002707.SZ	众信旅游	82.32%	41.63%	0.00%	1.94%	0.92%	32.35%	1.82%	37.69%	0.87%	-5.54%
000796.SZ	*ST凯撒	9.80%	0.00%	0.00%	4.83%	0.00%	24.96%	-4.11%	28.42%	15.12%	-16.45%
000524.SZ	岭南控股	8.42%	21.26%	-10.91%	4.22%	5.50%	11.08%	-12.32%	20.11%	21.02%	3.80%
600054.SH	黄山旅游	11.55%	16.52%	8.90%	2.91%	-2.86%	14.08%	-6.09%	22.53%	2.44%	-6.81%

资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院（注：部分年份春节前交易日不足二十，以此年份第一个开盘日至春节前最后一个交易日为时间范围计算春节前涨跌幅；表中部分数据因股票未上市处空缺状态，以“--”表示；标红数据为对应 Q1 涨幅前三个股）

## 1.2 春节前后旅游行业指数涨幅区间复盘

将视角扳回春节前后涨跌幅情况，以旅游行业指数历年 Q1 春节前最低/春节后最高值所在的交易日为区间的起始日/终止日，以此区间为基础分析，除 2020 年因疫情扰动因素影响行业无上涨区间以外，2014 年以来旅游景区指数在上涨区间的表现均优于上证指数/沪深 300 指数，且历年春节前后涨幅远胜于春节前后二十个交易日的区间涨幅，2016 年旅游行业指数春节前后有指数有明显小高峰，但上涨阶段结束时间过快，导致以春节前后二十个交易日为维度统计时，旅游景区指数呈现下跌趋势；此外，通过涨幅区间观察指数表现时可发现，与春节前后二十个交易日涨跌幅趋势相同，大部分年份旅游景区指数在春节结束后开启上涨行情、上涨幅度远高于春节前、未出现春节后旅游景区指数短期下滑情况（注：因 2020 年旅游景区指数受疫情宏观因素呈下跌趋势，因此未将 2020 年未纳入统计，上述表述中也不考虑 2020 年情况）

**表5：旅游景区指数历年 Q1 春节前后股价涨跌幅情况（旅游行业指数历年 Q1 春节前最低/春节后最高值所在交易日为区间的起始日/终止日）**

时间	指数类型	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2021年	2022年	2023年
春节 前后	旅游景区指数	20.2%	39.7%	13.5%	7.5%	12.1%	32.4%	36.6%	18.7%	5.2%
	上证指数	7.2%	21.9%	8.0%	4.1%	5.8%	20.1%	-4.4%	-3.9%	3.8%
	沪深300指数	6.7%	21.1%	7.3%	3.3%	6.5%	19.8%	-8.8%	-5.1%	3.1%
春节 前	旅游景区指数	8.1%	4.3%	9.5%	3.7%	4.6%	2.2%	13.1%	3.2%	4.6%
	上证指数	2.1%	4.9%	4.1%	1.5%	2.2%	1.3%	1.3%	-5.8%	3.2%
	沪深300指数	1.7%	5.3%	3.9%	1.5%	3.3%	1.4%	4.3%	-4.9%	4.1%
春节 后	旅游景区指数	11.3%	33.9%	3.7%	3.7%	7.1%	29.5%	20.8%	15.0%	0.6%
	上证指数	5.0%	15.4%	3.8%	2.6%	3.5%	18.6%	-5.7%	2.0%	0.6%
	沪深300指数	5.0%	15.0%	3.4%	1.8%	3.1%	18.1%	-12.5%	-0.3%	-0.9%

资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院（注：2020 年受疫情宏观因素影响春节前后旅游业表现不佳，因此未纳入统计；标红数值为范围内旅游景区指数与上证指数/沪深 300 指数数值中涨幅最高/跌幅最低者；旅游景区指数为申万宏源指数 801993.SL；）

以旅游景区指数历年涨幅区间为时间范围看个股表现，春节前后区间范围内旅游行业个股表现亮眼，位列区间范围内历年春节涨幅前三次数超过 2 次的三只股票分别为宋城演艺（4 次）、众信旅游（4 次）、云南旅游（3 次），位列春节涨幅前三次数为 2 次的个股包括曲江文旅、西藏旅游、天目湖、三特索道、\*ST 凯撒、岭南控股；若春节前/春节后分开处理（春节前指旅游景区指数春节前最低值所在交易日至春节前最后一个交易日，春节后指旅游景区指数春节后第一个交易日至旅游行业指数春节后最高值所在交易日），春节前位列区间范围内涨幅前三次数超过 2 次的股票包括众信旅游（5 次）、宋城演艺（4 次）、曲江文旅（3 次）、中青旅（3 次）；春节后位列区间范围内涨幅前三次数超过 2 次的股票包括众信旅游（5 次）、\*ST 凯撒（3 次）、岭南控股（3 次），位列区间范围内涨幅前三次数为 2 次的个股包括西藏旅游、三特索道、西安旅游。从春节前后各时间段涨跌幅前三个股情况可以看出：1) 春节后市场对出境游行业兴趣度较高；3) 春节后市场对旅游城市/旅游省份相关题材股兴趣度较高，且对知名度较高但位置较为偏远、淡旺季分化不明显的旅游目的地相关个股青睐，包括西藏旅游和云南旅游，其中西藏旅游在 2014 年/2015 年/2018 年/2019 年/2021 年/2022 年均较好表现，历年春节前后表现较为稳健。

**表6：旅游行业重点标的历年 Q1 春节前后股价涨跌幅情况（旅游行业指数历年 Q1 春节前最低/春节后最高值所在的交易日为区间的起始日/终止日）**

证券代码	证券简称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2021年	2022年	2023年
600054.SH	黄山旅游	14.9%	20.2%	11.5%	10.7%	-3.2%	28.7%	30.4%	21.1%	2.5%
600138.SH	中青旅	20.1%	45.0%	11.0%	8.7%	3.2%	34.9%	37.7%	20.4%	-6.3%
600593.SH	大连圣亚	13.7%	46.3%	6.9%	6.3%	11.9%	37.3%	34.4%	-8.0%	1.5%
600706.SH	曲江文旅	19.2%	26.2%	15.7%	8.7%	6.2%	37.8%	10.3%	86.5%	-5.0%
600749.SH	西藏旅游	23.2%	40.7%	0.0%	-5.3%	26.6%	23.0%	24.5%	23.3%	3.4%
603099.SH	长白山	--	36.3%	4.2%	7.6%	5.0%	30.4%	10.2%	4.7%	1.3%
603136.SH	天目湖	--	--	--	--	0.1%	33.4%	51.3%	21.7%	12.0%
603199.SH	九华旅游	--	91.7%	6.1%	8.1%	8.4%	26.6%	13.9%	23.5%	1.4%
000430.SZ	张家界	18.9%	25.0%	7.6%	8.9%	4.1%	34.4%	26.6%	24.6%	2.4%
000888.SZ	峨眉山A	-0.9%	26.3%	12.4%	9.0%	0.1%	27.4%	15.7%	23.0%	3.4%
000978.SZ	桂林旅游	9.0%	0.0%	6.5%	5.7%	2.9%	29.9%	17.7%	23.7%	1.3%
002033.SZ	丽江股份	14.8%	23.3%	8.3%	9.1%	0.0%	22.0%	28.7%	17.5%	6.2%
002159.SZ	三特索道	8.9%	0.0%	18.2%	6.0%	33.0%	24.5%	18.2%	10.9%	-0.7%
300144.SZ	宋城演艺	32.4%	91.0%	19.9%	8.7%	10.4%	23.8%	41.3%	9.5%	9.1%
000610.SZ	西安旅游	11.1%	31.8%	13.0%	5.2%	-3.9%	73.9%	40.4%	20.2%	-6.0%
002059.SZ	云南旅游	13.5%	59.3%	6.7%	14.0%	4.6%	47.5%	36.8%	2.8%	4.6%
300859.SZ	*ST西域	--	--	--	--	--	--	88.4%	15.5%	1.3%
002707.SZ	众信旅游	183.1%	45.2%	0.0%	8.2%	13.0%	60.1%	69.1%	36.5%	3.9%
000796.SZ	*ST凯撒	8.7%	0.0%	0.0%	9.7%	0.0%	46.0%	28.3%	46.8%	-2.4%
000524.SZ	岭南控股	12.4%	31.5%	9.7%	5.8%	8.9%	27.4%	22.5%	43.8%	10.6%

资料来源：同花顺 IFIND, 民生证券研究院（注：2020 年受疫情宏观因素影响春节前后旅游业表现不佳，因此未纳入统计；表中部分数据因股票未上市处空缺状态，以“—”表示；标红数据为对应 Q1 涨幅前三个股；）

**表7：旅游行业重点标的历年 Q1 春节前股价涨跌幅情况（旅游景区指数春节前最低值所在交易日至春节前最后一个交易日）**

证券代码	证券简称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2021年	2022年	2023年
600054.SH	黄山旅游	5.0%	0.7%	1.2%	2.8%	-1.1%	-0.1%	6.5%	8.4%	8.0%
600138.SH	中青旅	8.9%	4.6%	5.6%	4.9%	0.7%	2.7%	8.1%	6.0%	0.4%
600593.SH	大连圣亚	5.7%	4.8%	0.8%	2.7%	6.7%	-0.3%	4.7%	-15.8%	2.4%
600706.SH	曲江文旅	8.4%	7.0%	8.4%	3.7%	3.7%	1.7%	-5.9%	19.8%	-2.8%
600749.SH	西藏旅游	4.7%	0.0%	0.0%	1.7%	11.1%	-1.1%	8.2%	3.8%	1.4%
603099.SH	长白山	--	7.0%	0.3%	4.4%	0.6%	2.1%	-0.9%	-2.7%	0.5%
603136.SH	天目湖	--	--	--	--	-7.9%	-2.3%	23.3%	-0.9%	7.2%
603199.SH	九华旅游	--	--	3.3%	2.8%	6.0%	0.6%	1.6%	5.3%	4.4%
000430.SZ	张家界	1.5%	3.7%	2.3%	2.5%	0.4%	0.6%	4.1%	4.5%	1.9%
000888.SZ	峨眉山A	-6.3%	1.1%	5.8%	1.7%	3.7%	2.2%	3.5%	5.5%	3.5%
000978.SZ	桂林旅游	2.1%	0.0%	1.7%	2.5%	-0.7%	1.7%	3.3%	9.5%	1.7%
002033.SZ	丽江股份	5.4%	3.6%	7.3%	4.0%	0.0%	1.7%	8.1%	5.3%	6.4%
002159.SZ	三特索道	1.4%	0.0%	11.9%	2.5%	2.2%	1.1%	3.3%	2.0%	2.1%
300144.SZ	宋城演艺	15.1%	0.0%	19.3%	4.4%	-1.0%	4.2%	24.4%	1.4%	3.8%

000610.SZ	西安旅游	2.9%	6.4%	7.3%	5.9%	-5.8%	-1.1%	12.1%	3.1%	-12.1%
002059.SZ	云南旅游	5.7%	4.4%	3.8%	11.8%	-1.5%	1.4%	8.2%	-12.2%	4.6%
300859.SZ	*ST西域	--	--	--	--	--	--	12.3%	-1.5%	-1.8%
002707.SZ	众信旅游	93.3%	9.6%	0.0%	0.3%	0.4%	4.2%	19.8%	14.7%	4.4%
000796.SZ	*ST凯撒	-1.2%	0.0%	0.0%	3.7%	0.0%	-2.2%	-2.1%	4.2%	5.6%
000524.SZ	岭南控股	5.1%	6.5%	7.6%	0.2%	2.4%	1.2%	1.3%	4.8%	2.6%

资料来源：同花顺 IFIND, 民生证券研究院 (注：2020 年受疫情宏观因素影响春节前后旅游业表现不佳，因此未纳入统计；表中部分数据因股票未上市处空缺状态，以“—”表示；标红数据为对应 Q1 涨幅前三个股；)

**表8：旅游行业重点标的历年 Q1 春节后股价涨跌幅情况（旅游景区指数春节后第一个交易日至旅游行业指数春节后最高值所在的交易日）**

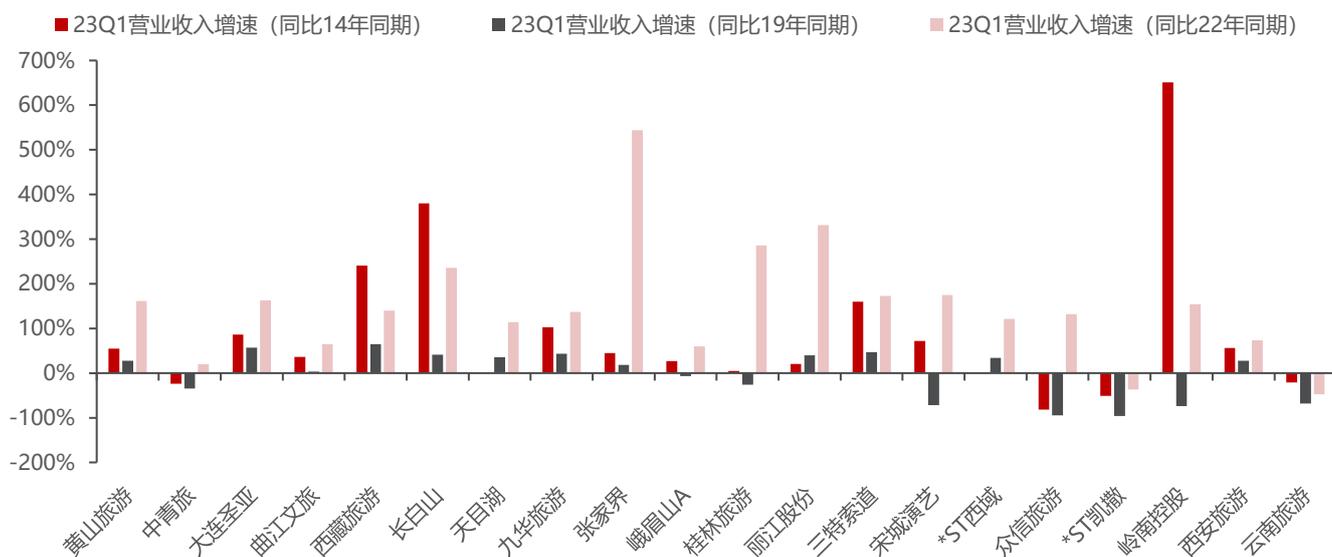
证券代码	证券简称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2021年	2022年	2023年
600054.SH	黄山旅游	10.5%	16.1%	7.4%	7.7%	-1.9%	32.1%	22.9%	22.8%	-4.3%
600138.SH	中青旅	8.6%	37.2%	3.5%	3.9%	2.2%	33.4%	30.3%	19.8%	-4.8%
600593.SH	大连圣亚	6.3%	38.2%	6.5%	3.7%	5.1%	38.2%	24.2%	5.5%	-0.8%
600706.SH	曲江文旅	10.8%	17.8%	5.0%	5.9%	2.6%	38.5%	19.5%	42.9%	-1.0%
600749.SH	西藏旅游	16.8%	40.7%	0.0%	-7.0%	11.4%	25.5%	16.5%	28.6%	3.6%
603099.SH	长白山	--	25.4%	0.6%	3.1%	5.9%	31.3%	14.6%	18.4%	2.3%
603136.SH	天目湖	--	--	--	--	8.6%	40.3%	22.9%	35.0%	6.9%
603199.SH	九华旅游	--	91.7%	-0.2%	5.9%	1.7%	28.3%	15.9%	29.0%	-0.7%
000430.SZ	张家界	16.4%	19.9%	3.2%	6.6%	3.8%	37.4%	24.2%	29.5%	2.2%
000888.SZ	峨眉山A	5.6%	21.4%	5.0%	8.2%	-3.9%	27.2%	13.7%	23.0%	1.4%
000978.SZ	桂林旅游	6.6%	0.0%	1.6%	3.5%	2.1%	29.9%	14.5%	24.3%	1.8%
002033.SZ	丽江股份	7.2%	18.1%	2.5%	5.1%	0.0%	23.5%	18.6%	19.2%	4.1%
002159.SZ	三特索道	7.8%	0.0%	8.0%	1.9%	31.7%	24.5%	16.7%	15.6%	0.5%
300144.SZ	宋城演艺	15.9%	91.0%	-0.7%	6.0%	11.1%	21.8%	11.3%	14.0%	5.9%
000610.SZ	西安旅游	7.6%	24.3%	3.1%	1.5%	1.8%	80.8%	26.7%	25.7%	12.4%
002059.SZ	云南旅游	6.1%	54.6%	1.8%	2.4%	5.6%	49.0%	26.2%	20.7%	0.9%
300859.SZ	*ST西域	--	--	--	--	--	--	75.2%	21.7%	6.1%
002707.SZ	众信旅游	46.4%	30.0%	0.0%	8.7%	12.7%	58.3%	45.6%	28.0%	0.1%
000796.SZ	*ST凯撒	9.6%	0.0%	0.0%	5.8%	0.0%	53.7%	38.3%	54.8%	-7.1%
000524.SZ	岭南控股	8.0%	28.9%	3.0%	7.8%	6.3%	28.5%	21.3%	50.8%	10.6%

资料来源：同花顺 IFIND, 民生证券研究院 (注：2020 年受疫情宏观因素影响春节前后旅游业表现不佳，因此未纳入统计；表中部分数据因股票未上市处空缺状态，以“—”表示；标红数据为对应 Q1 涨幅前三个股；)

## 2 旅游行业 Q1 及全年业绩复盘: 多家企业 19 年业绩达 14 年来新高, 名山大川类景区归母净利润弹性凸显

历年 Q1 营收回顾: 西藏旅游/大连圣亚/三特索道 23Q1 营收较 19Q1 增速位列旅游行业前三, 且三只个股营收均较 14Q1 实现大幅增长。由于各个股营收体量及增速表现不一, 我们通过 23Q1 收入较过往增速图衡量各公司 23Q1 收入表现, 23Q1 较 14 年同期收入实现大幅增长的个股包括长白山、岭南控股、西藏旅游、三特索道、宋城演艺及大连圣亚, 较 19 年同期收入实现增长且增幅最大的三只个股依次为西藏旅游、大连圣亚和三特索道, 同时较 14Q1 及 19Q1 实现增长的个股包括大连圣亚、西藏旅游、长白山、丽江股份、三特索道和西安旅游, 23Q1 虽是观光游览类景区传统经营淡季, 但 Q1 收入的增长幅度也可作为全年景气度表现的客观参考, 营收体量增长是公司需求端强劲/基本面改善的表现。

图1: 旅游行业重点标的 23Q1 营业收入对比 22 年/19 年/14 年同期增速 (%)



资料来源: 同花顺 IFIND, 民生证券研究院

**表9：旅游行业重点标的 2014Q1-2023Q1 营业收入表现（单位：亿元）**

证券代码	证券简称	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
600054.SH	黄山旅游	2.19	2.16	3.01	2.72	2.45	2.64	0.70	1.47	1.29	3.38
600138.SH	中青旅	21.78	22.32	23.75	20.42	25.07	25.43	12.01	13.98	13.81	16.58
600593.SH	大连圣亚	0.37	0.41	0.41	0.44	0.42	0.44	0.13	0.29	0.26	0.69
600706.SH	曲江文旅	2.40	2.28	2.20	2.34	2.84	3.17	1.65	2.62	1.98	3.27
600749.SH	西藏旅游	0.07	0.05	0.04	0.08	0.10	0.15	0.05	0.20	0.11	0.25
603099.SH	长白山	0.15	0.23	0.21	0.26	0.43	0.49	0.14	0.10	0.21	0.70
603136.SH	天目湖	--	--	--	0.88	0.90	0.89	0.21	0.78	0.56	1.20
603199.SH	九华旅游	0.95	0.90	1.10	1.22	1.13	1.34	0.21	1.01	0.81	1.92
000430.SZ	张家界	0.44	0.67	0.91	0.69	0.57	0.54	0.11	0.27	0.10	0.64
000888.SZ	峨眉山A	1.87	2.11	2.41	2.53	2.64	2.55	0.68	1.32	1.49	2.38
000978.SZ	桂林旅游	0.82	0.97	0.97	1.21	1.12	1.16	0.27	0.40	0.22	0.86
002033.SZ	丽江股份	1.49	1.47	1.52	1.43	1.36	1.28	0.41	0.72	0.42	1.80
002159.SZ	三特索道	0.62	0.70	0.92	0.92	1.10	1.09	0.30	0.89	0.58	1.60
300144.SZ	宋城演艺	1.36	2.15	5.73	6.72	7.12	8.25	1.34	3.06	0.85	2.34
300859.SZ	*ST西域	--	--	--	--	--	0.08	0.02	0.10	0.05	0.11
002707.SZ	众信旅游	7.52	10.97	20.09	22.40	24.81	24.58	11.54	0.95	0.59	1.38
000796.SZ	*ST凯撒	1.57	1.58	12.29	16.20	17.99	18.06	7.53	2.40	1.22	0.77
000524.SZ	岭南控股	0.63	0.73	0.69	14.51	15.99	18.18	6.71	2.88	1.87	4.77
000610.SZ	西安旅游	0.89	0.89	1.21	1.19	1.09	1.09	0.37	0.76	0.80	1.39
002059.SZ	云南旅游	1.32	1.99	1.48	2.15	1.96	3.27	2.16	2.27	1.98	1.05

资料来源：同花顺 IFIND, 民生证券研究院（注：表中部分数据因股票未上市处空缺状态，以“—”表示；）

**历年营收回顾（全年）：疫情扰动下 22 年整体营收表现不佳，19 年有多家企业营收达 14 年以来最高位。**22 年旅游行业个股营收受疫情冲击较大，除长白山外其余个股收入均有下滑；从疫情前 2019 年营业收入表现来看，中青旅、西藏旅游、长白山、天目湖、九华旅游、峨眉山 A、三特索道、众信旅游、岭南控股、西安旅游及云南旅游营收均为 2014 年以来新高。

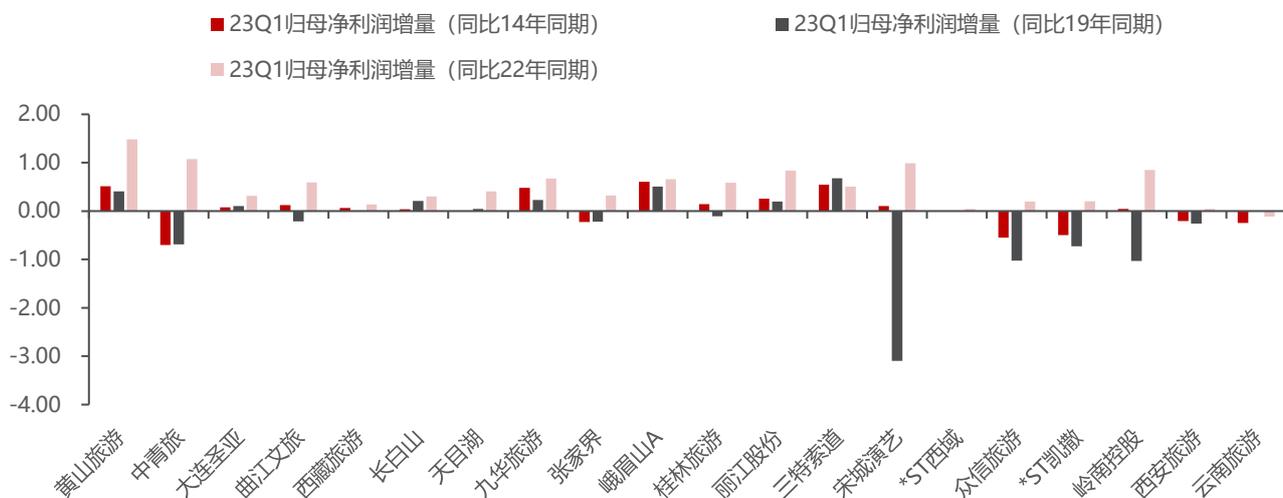
**表10：旅游行业重点标的 2014-2022 年营收表现**

证券代码	证券简称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
600054.SH	黄山旅游	14.90	16.65	16.69	17.84	16.21	16.07	7.41	8.95	8.00
600138.SH	中青旅	106.07	105.77	103.27	110.20	122.65	140.54	71.51	86.35	64.17
600593.SH	大连圣亚	2.90	3.05	3.17	3.45	3.38	3.19	1.14	2.05	1.57
600706.SH	曲江文旅	10.82	9.89	10.48	11.32	13.45	13.05	10.77	13.65	8.91
600749.SH	西藏旅游	1.60	1.52	1.26	1.42	1.79	1.88	1.26	1.74	1.21
603099.SH	长白山	2.93	3.19	3.07	3.89	4.64	4.67	1.48	1.93	1.95
603136.SH	天目湖	4.09	4.23	4.22	4.61	4.89	5.03	3.74	4.19	3.69
603199.SH	九华旅游	4.11	4.01	4.01	4.46	4.85	5.37	3.41	4.26	3.32
000430.SZ	张家界	4.84	6.75	5.92	5.50	4.68	4.25	1.69	1.99	1.32
000888.SZ	峨眉山A	9.94	10.66	10.42	10.79	10.72	11.08	4.67	6.29	4.31
000978.SZ	桂林旅游	9.91	5.00	4.86	5.56	5.73	6.06	2.55	2.39	1.29
002033.SZ	丽江股份	7.43	7.86	7.80	6.87	6.78	7.23	4.31	3.58	3.17
002159.SZ	三特索道	3.86	4.29	4.51	5.39	6.48	6.77	4.05	4.35	2.56
300144.SZ	宋城演艺	9.35	16.95	26.44	30.24	32.11	26.12	9.03	11.85	4.58
300859.SZ	*ST西域	1.18	1.74	1.88	1.94	1.92	2.41	0.51	1.49	1.02
002707.SZ	众信旅游	42.17	83.70	101.04	120.48	122.31	126.77	15.92	7.15	5.07
000796.SZ	*ST凯撒	5.94	49.35	66.36	80.45	81.80	60.36	16.15	9.40	3.20
000524.SZ	岭南控股	3.02	3.06	3.03	63.92	70.78	79.72	18.78	15.26	10.35
000610.SZ	西安旅游	6.99	7.60	8.00	7.30	8.86	8.64	2.99	5.61	3.96
002059.SZ	云南旅游	9.41	14.26	14.60	16.21	22.60	28.79	18.12	14.18	5.39

资料来源：同花顺 IFIND, 民生证券研究院

**历年 Q1 归母净利润回顾：名山大川类景区业绩弹性显现，峨眉山 A/九华旅游因其景区属性具备强业绩韧性。**黄山旅游、丽江股份、峨眉山 A、九华旅游等 23Q1 归母净利润均创 14 年以来 Q1 新高，但 20Q1-22Q1 疫情扰动导致景区客流量不足时，表现有所分化。细分来看，20Q1-22Q1，黄山旅游、丽江股份受疫情扰动影响，归母净利润亏损幅度大；峨眉山 A、九华旅游在疫情扰动下展现强经营韧性，维持盈利/亏损幅度较小。我们认为，名山大川类景区相关个股以观光车、索道、酒店等业务为业绩贡献点，此类业务固定成本较高、变动成本较低，经营杠杆高，因此客流量变化时业绩弹性较大。景区客流量提升将优化毛利率/净利率水平，促景区利润快速增长；此外，峨眉山 A、九华旅游均为佛教四大名山之一，春节存在一定刚需，因此在过往疫情扰动下展现强韧性。

图2：旅游行业重点标的 23Q1 归母净利润对比 22Q1/19Q1/14Q1 增量（单位：亿元）



资料来源：IFIND，民生证券研究院

表11：旅游行业重点标的 2014Q1-2023Q1 年归母净利润表现（单位：亿元）

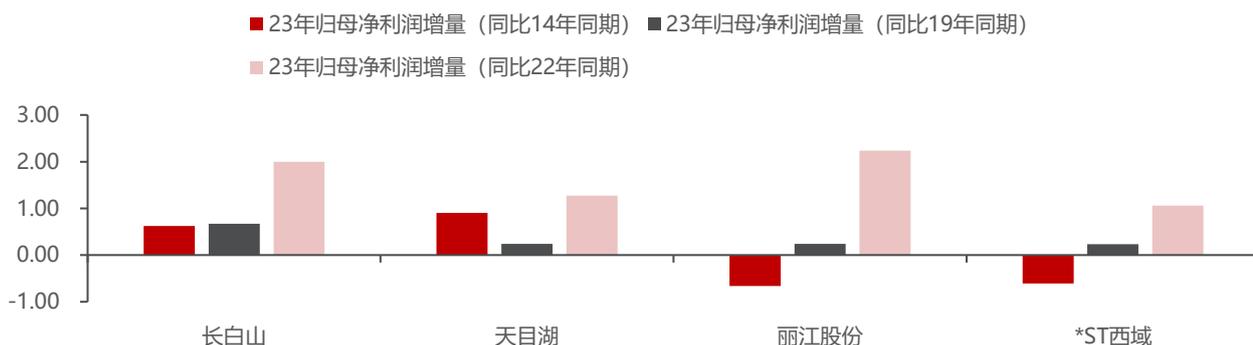
证券代码	证券简称	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
600054.SH	黄山旅游	0.14	0.14	0.58	0.47	0.78	0.24	-0.77	-0.32	-0.84	0.65
600138.SH	中青旅	0.65	0.68	0.79	0.87	0.99	0.64	-1.98	-0.65	-1.12	-0.05
600593.SH	大连圣亚	-0.06	-0.06	-0.10	-0.10	-0.09	-0.09	-0.24	-0.21	-0.30	0.02
600706.SH	曲江文旅	-0.03	0.05	0.14	0.29	0.30	0.31	-0.68	-0.20	-0.50	0.09
600749.SH	西藏旅游	-0.15	-0.26	-0.29	-0.26	-0.23	-0.08	-0.19	-0.12	-0.23	-0.09
603099.SH	长白山	-0.08	-0.08	-0.12	-0.28	-0.32	-0.25	-0.29	-0.39	-0.35	-0.04
603136.SH	天目湖	--	--	--	0.14	0.18	0.15	-0.26	-0.05	-0.21	0.19
603199.SH	九华旅游	0.14	0.15	0.27	0.37	0.30	0.39	-0.27	0.18	-0.06	0.62
000430.SZ	张家界	-0.07	-0.05	0.02	0.11	-0.15	-0.08	-0.37	-0.32	-0.62	-0.30
000888.SZ	峨眉山A	0.10	0.03	0.16	0.17	0.18	0.19	-0.96	0.01	0.04	0.70
000978.SZ	桂林旅游	-0.27	-0.14	-0.11	-0.02	-0.02	-0.02	-0.67	-0.55	-0.71	-0.13
002033.SZ	丽江股份	0.30	0.42	0.41	0.47	0.46	0.35	-0.21	-0.10	-0.28	0.55
002159.SZ	三特索道	-0.26	-0.21	-0.17	-0.30	-0.28	-0.39	-0.78	-0.12	-0.22	0.29
300144.SZ	宋城演艺	0.50	0.96	1.94	2.45	3.22	3.70	0.50	1.32	-0.39	0.60
300859.SZ	*ST西域	--	--	--	--	--	-0.13	-0.20	-0.10	-0.18	-0.13
002707.SZ	众信旅游	0.17	0.26	0.37	0.50	0.66	0.65	-0.29	-0.75	-0.57	-0.37
000796.SZ	*ST凯撒	0.07	0.08	0.16	0.23	0.28	0.30	-0.64	-0.94	-0.63	-0.42
000524.SZ	岭南控股	0.04	0.07	0.07	0.34	0.38	1.12	-0.62	-0.56	-0.76	0.09
000610.SZ	西安旅游	-0.09	-0.09	-0.08	-0.05	-0.05	-0.04	-0.12	-0.14	-0.34	-0.29
002059.SZ	云南旅游	0.04	-0.03	-0.12	0.00	-0.21	-0.21	-0.27	0.04	-0.09	-0.21

资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院（注：表中部分数据因股票未上市处空缺状态，以“—”表示；）

历年归母净利润回顾（全年）：多家企业 19 年归母净利润达 14 年以来新高，已披露业绩预告公司中丽江股份 23 年归母净利润同比增量最为明显。从全年归母净利润表现来看，22 年行业整体受疫情打击较大，仅丽江股份归母净利润为正值；

疫情前 19 年，长白山/天目湖/九华旅游/峨眉山 A/丽江股份/宋城演艺/\*ST 西域/众信旅游/岭南控股归母净利润均达 14 年以来新高，或是业务体系疫情前逐步优化的结果。从 23 年归母净利润表现来看，旅游行业已披露业绩预告的公司共四家，23 年全年业绩表现均较 14 年/19 年同期有明显提升，其中长白山 23 年归母净利润较 19 年同期增长明显，丽江股份 23 年归母净利润较 22 年同期增长明显。

图3：23 全年归母净利润对比 22 年/19 年/14 年增量（单位：亿元）



资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院（注：23 年归母净利润数据为各公司业绩预告归母净利润数据中值）

表12：旅游行业重点标的 2014-2022 年归母净利润表现（单位：亿元）

证券代码	证券简称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
600054.SH	黄山旅游	2.09	2.96	3.52	4.14	5.83	3.40	-0.46	0.43	-1.32
600138.SH	中青旅	3.64	2.95	4.84	5.72	5.97	5.68	-2.32	0.21	-3.34
600593.SH	大连圣亚	0.39	0.43	0.34	0.55	0.50	0.42	-0.70	-1.98	-0.78
600706.SH	曲江文旅	0.29	0.48	0.53	0.62	0.76	0.45	-0.72	0.07	-2.49
600749.SH	西藏旅游	-0.33	0.05	-0.95	-0.79	0.21	0.21	0.05	-0.08	-0.29
603099.SH	长白山	0.80	1.01	0.71	0.71	0.68	0.75	-0.56	-0.52	-0.57
603136.SH	天目湖	0.57	0.54	0.69	0.84	1.03	1.24	0.55	0.52	0.20
603199.SH	九华旅游	0.66	0.71	0.74	0.83	0.92	1.17	0.55	0.61	-0.14
000430.SZ	张家界	0.61	1.14	0.61	0.67	0.26	0.11	-0.92	-1.35	-2.60
000888.SZ	峨眉山A	1.90	1.96	1.91	1.97	2.09	2.26	-0.39	0.18	-1.46
000978.SZ	桂林旅游	0.41	0.32	0.06	0.53	0.80	0.55	-2.66	-2.13	-2.82
002033.SZ	丽江股份	1.81	1.97	2.24	2.04	1.92	2.03	0.70	-0.38	0.04
002159.SZ	三特索道	-0.37	0.43	-0.54	0.06	1.35	0.11	0.29	-1.74	-0.77
300144.SZ	宋城演艺	3.61	6.31	9.02	10.68	12.87	13.40	-17.52	3.15	0.10
300859.SZ	*ST西域	0.09	0.27	0.37	0.45	0.51	0.74	-0.43	0.27	-0.09
002707.SZ	众信旅游	1.09	1.87	2.15	2.33	0.24	0.69	-14.80	-4.64	-2.21
000796.SZ	*ST凯撒	0.36	2.06	2.13	2.21	1.94	1.26	-6.98	-6.90	-10.22
000524.SZ	岭南控股	0.36	0.39	0.31	1.77	2.05	2.59	-2.40	-1.28	-1.78
000610.SZ	西安旅游	-0.21	0.11	0.11	-0.19	0.96	-0.30	0.38	-0.73	-1.67
002059.SZ	云南旅游	0.65	0.83	0.67	0.72	4.87	0.95	1.59	-3.26	-2.83

资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院

**历年 Q1 毛利率表现回顾：名山大川类景区相关个股及出境游相关个股毛利率优化趋势明显。**单独聚焦 Q1 增量表现，从过往毛利率走势来看，23Q1 旅游景区个股中黄山旅游、大连圣亚、长白山、九华旅游、峨眉山 A、三特索道、众信旅游、\*ST 凯撒、岭南控股恢复并超越疫情前 19 年同期水平，其中黄山旅游、大连圣亚、峨眉山 A、三特索道、岭南控股、\*ST 凯撒毛利率较 19 年同期优化明显，均达 14Q1 以来最高值，或是业务盈利结构改善、客流提升两大因素共同作用的结果；众信旅游/九华旅游 23Q1 毛利率较 19 年同期略有提升；长白山 23Q1 毛利率在冰雪游催化下大幅提升。

**表 13：旅游行业重点标的 2014Q1-2023Q1 年毛利率表现（单位：%）**

证券代码	证券简称	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
600054.SH	黄山旅游	33.3%	34.1%	44.4%	45.7%	43.1%	43.1%	-41.2%	19.9%	-8.1%	47.7%
600138.SH	中青旅	18.2%	20.3%	23.1%	26.8%	23.5%	24.0%	11.9%	16.7%	12.0%	23.2%
600593.SH	大连圣亚	30.8%	29.4%	27.2%	32.0%	32.8%	39.3%	-71.8%	10.8%	-23.4%	48.2%
600706.SH	曲江文旅	30.3%	32.2%	33.8%	38.7%	30.6%	29.2%	-8.1%	15.9%	5.4%	27.3%
600749.SH	西藏旅游	-19.2%	-103.8%	-176.7%	-78.5%	-74.2%	34.0%	-102.2%	23.7%	-105.4%	12.8%
603099.SH	长白山	-18.7%	1.4%	-16.7%	-60.7%	-39.5%	-24.1%	-171.9%	-278.2%	-107.0%	13.1%
603136.SH	天目湖	--	--	--	58.6%	56.2%	58.1%	-50.6%	36.3%	1.1%	42.4%
603199.SH	九华旅游	49.5%	51.0%	54.7%	55.3%	51.1%	55.0%	-102.7%	41.3%	21.2%	58.0%
000430.SZ	张家界	19.2%	24.2%	28.4%	20.5%	8.4%	10.1%	-219.9%	-46.6%	-427.9%	-2.4%
000888.SZ	峨眉山A	34.0%	27.2%	33.4%	31.9%	34.1%	31.8%	-70.0%	20.4%	25.8%	44.5%
000978.SZ	桂林旅游	31.1%	39.9%	40.7%	43.2%	40.0%	37.4%	-91.2%	-33.7%	-128.7%	24.4%
002033.SZ	丽江股份	72.3%	74.4%	74.6%	73.3%	70.6%	66.9%	11.7%	48.4%	-8.0%	61.4%
002159.SZ	三特索道	36.9%	38.0%	49.0%	41.0%	44.4%	44.0%	-63.5%	44.6%	26.0%	67.0%
300144.SZ	宋城演艺	66.3%	64.7%	61.9%	61.5%	68.0%	69.8%	76.3%	63.1%	42.2%	51.0%
300859.SZ	*ST西域	--	--	--	--	--	-68.7%	-516.5%	-49.5%	-198.0%	-47.1%
002707.SZ	众信旅游	9.1%	9.8%	9.9%	10.9%	11.8%	13.3%	9.6%	11.6%	15.2%	13.4%
000796.SZ	*ST凯撒	49.2%	48.3%	19.6%	17.0%	18.0%	14.9%	16.3%	18.7%	19.3%	25.6%
000524.SZ	岭南控股	55.5%	60.4%	60.9%	18.7%	16.0%	14.0%	9.5%	16.3%	10.4%	26.5%
000610.SZ	西安旅游	28.7%	25.8%	27.4%	27.6%	25.8%	9.0%	16.2%	28.0%	26.9%	19.2%
002059.SZ	云南旅游	18.2%	20.3%	23.1%	26.8%	23.5%	24.0%	11.9%	16.7%	12.0%	23.2%

资料来源：同花顺 IFIND，民生证券研究院（注：表中部分数据因股票未上市处空缺状态，以“—”表示；）

**历年毛利率回顾：疫情前旅游行业个股大部分处波动状态，仅三个个股呈逐年改善趋势。**从全年毛利率表现来看，疫情扰动下旅游行业毛利率普遍表现不佳，疫情前旅游行业大部分个股毛利率水平在区间波动，截至 19 年为止，毛利率整体为逐年改善趋势的个股为黄山旅游、宋城演艺、\*ST 西域，大连圣亚毛利率在 14-18 年有所改善但 19 年下滑，西藏旅游 14-19 年毛利率波动幅度较大。

**表14：旅游行业重点标的 2014-2022 年毛利率表现（单位：%）**

证券代码	证券简称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
600054.SH	黄山旅游	48.8%	49.9%	50.5%	50.6%	54.1%	56.0%	33.8%	35.6%	20.4%
600138.SH	中青旅	19.9%	21.2%	23.8%	25.4%	25.3%	24.1%	19.4%	18.5%	16.0%
600593.SH	大连圣亚	54.2%	54.8%	58.5%	59.8%	65.0%	61.3%	11.1%	30.2%	16.0%
600706.SH	曲江文旅	32.4%	34.4%	29.4%	28.0%	27.1%	26.2%	21.9%	24.2%	10.6%
600749.SH	西藏旅游	43.7%	31.9%	35.4%	35.0%	56.2%	49.7%	38.4%	38.7%	9.8%
603099.SH	长白山	56.0%	57.0%	51.4%	38.5%	34.4%	35.1%	-18.8%	-8.3%	-9.8%
603136.SH	天目湖	65.9%	66.2%	65.1%	63.7%	62.1%	65.3%	52.6%	50.0%	36.2%
603199.SH	九华旅游	49.5%	49.7%	48.0%	46.2%	47.1%	48.1%	41.8%	41.2%	26.4%
000430.SZ	张家界	37.9%	43.2%	39.5%	31.0%	31.5%	29.9%	-12.6%	-22.0%	-100.4%
000888.SZ	峨眉山A	45.3%	40.7%	41.2%	42.6%	42.6%	43.5%	26.0%	32.8%	3.9%
000978.SZ	桂林旅游	33.5%	44.6%	47.4%	45.7%	46.0%	43.1%	-12.2%	-8.3%	-75.0%
002033.SZ	丽江股份	75.1%	75.3%	74.7%	70.1%	67.2%	67.1%	55.5%	46.1%	34.0%
002159.SZ	三特索道	49.9%	52.0%	51.2%	52.8%	55.6%	57.2%	39.1%	45.6%	29.1%
300144.SZ	宋城演艺	67.2%	65.6%	61.6%	63.2%	66.4%	71.4%	60.9%	51.1%	50.1%
300859.SZ	*ST西域	36.3%	46.2%	55.3%	50.9%	56.1%	59.7%	1.0%	44.9%	27.2%
002707.SZ	众信旅游	8.8%	9.2%	10.3%	9.9%	9.4%	9.7%	-17.5%	6.0%	13.1%
000796.SZ	*ST凯撒	46.1%	19.4%	18.1%	18.0%	18.1%	20.4%	18.7%	17.4%	14.6%
000524.SZ	岭南控股	56.6%	56.9%	54.8%	16.6%	15.4%	13.8%	15.2%	19.5%	14.5%
000610.SZ	西安旅游	7.5%	6.4%	6.3%	6.6%	6.4%	5.4%	5.2%	3.4%	-11.6%
002059.SZ	云南旅游	33.7%	32.9%	26.8%	29.7%	18.0%	18.0%	25.3%	20.4%	-0.8%

资料来源：同花顺 IFIND, 民生证券研究院

**历年 Q1 净利率表现回顾：冰雪游目的地及冬季非极端淡季的景区相关个股能够保持高净利率水平。**冬季淡季属性明显标的如张家界、西藏旅游、长白山历年 Q1 净利率难以为正值，其中长白山依托冰雪游业态的开发逐渐将冬季由淡变旺，净利率亏损幅度逐步缩小；出境游相关标的因产业上中游涉及环节多，历年 Q1 净利率水平较低，23Q1 因出境团队游尚未完全开放，大部分企业净利率为负。

**表15：旅游行业重点标的 2014Q1-2023Q1 年净利率表现 (单位%)**

证券代码	证券简称	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
600054.SH	黄山旅游	6.6%	6.0%	20.4%	18.5%	33.0%	9.6%	-115.7%	-22.1%	-67.2%	20.9%
600138.SH	中青旅	3.7%	3.8%	4.7%	5.8%	5.5%	3.7%	-24.2%	-6.4%	-12.9%	-0.9%
600593.SH	大连圣亚	-17.4%	-17.3%	-26.8%	-25.0%	-23.6%	-22.8%	-188.7%	-79.2%	-132.0%	12.4%
600706.SH	曲江文旅	-1.7%	2.2%	5.9%	12.2%	10.6%	9.5%	-41.5%	-8.5%	-27.3%	2.7%
600749.SH	西藏旅游	-215.6%	-535.0%	-708.5%	-353.9%	-237.0%	-57.0%	-358.5%	-64.1%	-221.4%	-35.7%
603099.SH	长白山	-52.5%	-32.8%	-56.7%	-108.9%	-74.2%	-51.0%	-212.5%	-380.3%	-166.6%	-5.9%
603136.SH	天目湖	--	--	--	16.7%	20.5%	17.9%	-140.7%	-4.2%	-40.0%	18.1%
603199.SH	九华旅游	14.7%	16.1%	24.4%	30.5%	26.8%	29.0%	-126.3%	17.4%	-6.8%	32.2%
000430.SZ	张家界	-16.7%	-7.1%	2.3%	15.3%	-26.6%	-15.9%	-336.5%	-118.1%	-623.9%	-46.9%
000888.SZ	峨眉山A	5.1%	1.0%	6.1%	6.5%	6.9%	7.5%	-141.8%	-7.8%	-4.6%	24.9%
000978.SZ	桂林旅游	-36.3%	-16.6%	-14.7%	-3.9%	-4.7%	-5.5%	-271.9%	-145.8%	-337.8%	-17.8%
002033.SZ	丽江股份	30.6%	38.4%	33.7%	33.9%	35.0%	30.5%	-56.4%	-13.9%	-75.8%	34.4%
002159.SZ	三特索道	-47.9%	-34.4%	-18.5%	-33.1%	-25.7%	-35.6%	-273.1%	-13.2%	-40.4%	19.7%
300144.SZ	宋城演艺	36.6%	44.3%	33.8%	36.3%	44.9%	47.4%	34.1%	41.9%	-54.0%	24.9%
300859.SZ	*ST西域	--	--	--	--	--	-161.0%	-834.0%	-105.7%	-348.5%	-116.8%
002707.SZ	众信旅游	2.3%	2.5%	2.0%	2.6%	3.1%	2.6%	-2.9%	-112.6%	-103.1%	-29.0%
000796.SZ	*ST凯撒	10.9%	10.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	-9.0%	-38.3%	-54.0%	-57.9%
000524.SZ	岭南控股	6.5%	9.8%	9.5%	2.5%	2.5%	6.7%	-9.9%	-21.3%	-43.3%	2.3%
000610.SZ	西安旅游	-10.0%	-10.0%	-6.8%	-4.5%	-4.9%	-3.3%	-32.7%	-19.5%	-46.2%	-23.2%
002059.SZ	云南旅游	-0.1%	-5.4%	-14.5%	-1.1%	-13.3%	-6.7%	-19.1%	-2.4%	-10.6%	-21.0%

资料来源：同花顺 IFIND, 民生证券研究院 (注：表中部分数据因股票未上市处空缺状态，以“—”表示；)

**历年净利率全年表现回顾：疫情前旅游行业个股净利率呈区间震荡/大幅波动状态，仅 4 只个股净利率呈增长趋势。**22 年疫情扰动下仅天目湖/丽江股份净利率为正，14-19 年净利率呈增长趋势的个股包括天目湖、九华旅游、峨眉山 A 和 \*ST 西域，其余个股净利率处区间震荡/大幅波动状态，与前文历年毛利率分析结合可发现，\*ST 西域 2014 年以来毛利率/净利率稳步改善。

**表16：旅游行业重点标的 2014-2022 年净利率表现（单位：%）**

证券代码	证券简称	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
600054.SH	黄山旅游	14.9%	18.8%	22.5%	24.6%	37.3%	22.6%	-6.8%	4.7%	-17.2%
600138.SH	中青旅	4.8%	4.3%	7.1%	7.8%	7.5%	6.5%	-3.4%	0.5%	-7.4%
600593.SH	大连圣亚	13.4%	15.2%	10.3%	15.2%	13.5%	12.1%	-64.0%	-99.7%	-60.0%
600706.SH	曲江文旅	2.5%	4.7%	4.9%	5.6%	5.7%	3.6%	-6.6%	0.2%	-30.1%
600749.SH	西藏旅游	-21.6%	2.1%	-77.8%	-57.7%	12.2%	11.4%	4.6%	-4.9%	-25.5%
603099.SH	长白山	27.2%	31.6%	23.2%	18.2%	14.6%	16.1%	-37.8%	-26.8%	-29.5%
603136.SH	天目湖	15.6%	14.8%	19.0%	21.2%	24.1%	28.1%	17.4%	14.5%	5.7%
603199.SH	九华旅游	16.1%	17.6%	18.5%	18.6%	19.0%	21.8%	16.0%	14.2%	-4.1%
000430.SZ	张家界	12.4%	16.9%	10.2%	12.0%	5.3%	2.7%	-54.5%	-68.0%	-196.3%
000888.SZ	峨眉山A	18.9%	17.9%	17.9%	18.2%	19.5%	20.4%	-16.1%	-4.3%	-47.1%
000978.SZ	桂林旅游	2.9%	3.6%	-9.6%	6.8%	11.5%	4.1%	-116.2%	-98.0%	-234.6%
002033.SZ	丽江股份	32.4%	31.6%	32.7%	31.6%	29.6%	32.2%	17.6%	-10.5%	0.0%
002159.SZ	三特索道	-6.7%	14.6%	-9.8%	0.9%	21.9%	3.5%	6.6%	-41.1%	-33.0%
300144.SZ	宋城演艺	39.0%	38.1%	34.7%	35.4%	39.8%	52.3%	-195.8%	25.5%	-3.8%
300859.SZ	*ST西域	9.1%	17.1%	21.6%	25.1%	28.5%	32.4%	-85.4%	18.0%	-9.3%
002707.SZ	众信旅游	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	0.4%	0.6%	-106.0%	-78.1%	-49.6%
000796.SZ	*ST凯撒	9.8%	4.6%	3.6%	3.0%	2.7%	2.5%	-43.7%	-77.1%	-327.6%
000524.SZ	岭南控股	12.0%	12.8%	10.1%	2.9%	3.1%	3.6%	-13.9%	-9.5%	-18.4%
000610.SZ	西安旅游	-3.0%	1.1%	1.1%	-2.8%	9.8%	-3.7%	11.1%	-14.4%	-46.1%
002059.SZ	云南旅游	8.2%	7.6%	6.1%	6.9%	23.1%	2.1%	6.7%	-24.9%	-57.7%

资料来源：同花顺 IFIND, 民生证券研究院

## 3 春节旅游行业趋势研判：关注与旅游城市/出境游/冰雪游概念相关个股及自身具备较高成长性的个股表现

自 23 年年底以来，冰雪旅游作为热门旅游概念为社交媒体广泛提及，哈尔滨“冰雪大世界”关注度及客流量较高，元旦三天假期，哈尔滨实现近 60 亿元的旅游收入；元旦假日期间，哈尔滨冰雪大世界接待游客 16.32 万人次，同比暴涨 435%；收入 4618 万元，同比增长 494%。2023 年 12 月 31 日入园 6.4886 万人次，这一规模已超历史极 10.54%。从我们的视角来看，冰雪旅游概念火热、哈尔滨冰雪游爆火并非一蹴而就，而是多方努力、持续耕耘的结果。从“冰雪大世界”项目本身来看，哈尔滨自 1999 年开始建设冰雪大世界项目，随冰雕相关技术逐年成熟，哈尔滨冰雪大世界覆盖面积逐年扩大，如今已成为全世界最大的冰雪主题公园，获吉尼斯世界纪录。其项目多年延续/强化的冰雕设计技术与搭建速度为其爆火的基础；从线上宣传来看，哈尔滨冰雪大世界早就对营销宣传做了多维度的策划安排，为园区引流做了非常有效的推广铺垫；据黑龙江省文旅厅厅长，23 年年初起，省文旅厅就用互联网的思维，运用所有的新媒体平台多维度地宣传黑龙江，策划诸多高流量 IP，根据客户反馈设计产品。从冰雪游概念崛起来看，为举办 2022 年冬奥会，国家自 2016 年起陆续发布多项政策鼓励冰雪运动/冰雪游发展，各类冰雪游项目开始建设，冰雪游行业供给端逐步完善，为需求端火热奠基。

冰雪游业态覆盖范围广、线上赋能力度大、娱乐种类多样，匹配年轻消费者多样化旅游需求，因而带来较高热度，在冰雪游高热度催化下，旅游行业相关个股长白山、大连圣亚 24 年年初至今个股表现优异。但是，冰雪游并非旅游行业唯一热点，春节前后仍有部分旅游概念值得市场关注，在了解具体旅游概念前，我们需对旅游行业当前环境下实现高热度的基础逻辑进行了解。

### 3.1 旅游行业题材热点研判：旅游城市依托当地资源与多样打法维持高热度，春节期间有望成为全国客流主要集聚点

根据同程旅行 24 春运预测报告，国内铁路热门目的地前五为重庆、哈尔滨、贵阳、北京、成都，23 年同期为北京、广州、重庆、上海、成都。从 23/24 年春节铁路热门目的地列表可看出，重庆/成都 24 年维持高热度，哈尔滨/贵阳异军突起，其中贵阳早期 23 年暑期便已大火，春节期间热度维持，意味着重庆/成都/贵阳与过往昙花一现的旅游目的地/旅游概念不同，在打开流量闸口的同时真正意义实现了长期热度维持。

从重庆/成都两大城市来看，重庆/成都实际已多年维持高热度，其高热度是城

市基础设施建设、地域特色、夜生活、历史文化底蕴、线上宣传多方面协同的结果，发源于重庆/成都的川渝火锅与川渝菜系可作为应对寒冷天气有效手段，在线上新媒体平台宣传下，以麻辣为核心的菜式搭配夜生活/城市建筑风格/各色旅游景点，成为消费者冬季/春季出行可选项。

从贵阳来看，贵阳气候冬暖夏凉、物价适宜、乡村游业态完善、夜间游业态成型、山地地势下玩法多样，在社交媒体宣传与各类社群发力下早已为旅游消费者所熟知，早在 23 年夏季便作为“美食+夜游”为核心的避暑目的地爆火。具体剖析，贵阳的优势区间在于依托自身文化/美食/地理资源，结合潮流热点展开的组合拳打法。根据马蜂窝《2023 暑期贵阳旅游大数据报告》：**1) 美食**：暑期贵阳美食热搜前十包括常规的小吃/烧烤/烤肉/辣子鸡等，也包括具备地域特色的烙锅、酸汤牛肉、酸汤鱼、怪噜饭等本地特色美食，茅台冰淇淋/冰浆/刺梨汁/折耳根柠檬茶等本地特色饮品/冷饮也为消费者所熟知。**2) 文化**：贵阳文化底蕴深厚，各类古建筑/旅游景点/博物馆打造为夜间游/研学游目的地为消费者所熟知，以夜游目的地 TOP10 为例，甲秀楼、文昌阁、青云市集、青岩古镇、护国路均为古文化景点，通过灯光装饰与系列活动打造成为夜间游打卡目的地；贵阳市内还有贵州省地质博物馆、阳明文化园、贵州省民族博物馆等地点作为避暑游目的地提供服务。**3) 地理资源**：贵阳依托自身山地地势开发系列新玩法，包括峡谷漂流、山地骑行、山地穿越、夏日峡谷溯溪等、露营+滑翔伞、山地越野赛、探洞+瀑布旅拍/水上桨板等，部分玩法仅可依托山地地形展开，新颖感与稀缺性同存，同时满足消费者户外运动与打卡需求。除美食/文化/地理资源外，贵阳也通过音乐节等活动引流，暑期两大音乐节举办时间为贵阳市热度最高时点。上述组合拳在暑期作用效果显著，根据携程《2023 年暑期出游市场报告》，2023 年暑期，贵阳订单量同比+71%。

### 从上述两大高热度旅游目的地打法与表现不难看出供给端与需求端趋势。

**需求端来看**，追求个性、多样化、特色体验的年轻消费群体已成为市场主流，此类消费者对传统文旅业态兴趣度一般，追求视觉/听觉/味觉及体感方面的创新体验与稀缺体验，无论短期热度还是中长期热度的旅游概念/旅游目的地，诸如剧本杀、密室逃脱、户外露营、沉浸式演艺、围炉煮茶、淄博烧烤、盛唐密盒、夜间爬山、特种兵式旅游、演唱会抢票、冰雪旅游以及各式各样小众目的地爆火的根本逻辑均在于旅游概念/旅游目的地对消费者视觉/听觉/味觉/体感方面创新体验的满足，优质内容是获得消费者青睐的基础。

**供给端来看**，为消费者带来视觉/听觉/味觉/体感方面创新体验是打开流量闸口的基础，由于消费者对单类旅游体验方式/旅游项目的新颖感会在体验后随时间逐步消散，使消费者对体验过的项目回头率较低且在社群的讨论度减少，逐步降低对单个旅游目的地/旅游类别的线上讨论度，甚至会因消费者体验不佳，高热度后迎来流量反噬，因此想要将某个旅游目的地打造为长期高热度旅游目的地，还需以创新项目为基础进一步深化，目前来看，实现长期热度的旅游目的地在创新之外还拥有三类特性：**1) 项目质量高**：旅游目的地相关项目质量过硬、配套服务齐全，

可为消费者带来良好印象与体验，消费者体验后可在自身社交圈宣传形成正反馈循环；**2) 旅游产品特殊**：旅游产品具备一定特殊性，因地理位置、气候条件、特殊文旅建筑或项目本身的强重资产属性等因素导致其难以实现大范围复制，消费者仅可在部分旅游目的地体验该产品；**3) 项目组合丰富**：多类创新旅游项目组合，使消费者短时间难以体验所有项目，增加回头率、强化消费者对旅游目的地的深刻印象。成都/重庆/贵阳/哈尔滨作为旅游城市持续深耕服务、旅游产品与本地文旅项目/文化习俗/地理位置及气候条件相关联、善于通过组合拳形式宣传，均满足上述特性。

**西安作为旅游城市创新性强、产品种类多样、通过活动为主要赋能点，产品与年轻游客需求匹配。**西安主发力点为“唐朝文化”，以文化底蕴为基，围绕文化 IP 进行旅游城市打造。从项目质量、旅游产品特殊性和项目组合为切入点探讨西安作为旅游城市的发展潜力，项目质量上，陕西省文旅厅在各节假日牵头举办文旅活动，并通过线上自媒体高频宣传，保证各项目高质量展开；旅游产品特殊性与项目组合上，西安在各节假日往往会推出具备特殊性/唯一性的主题活动，如 24 年西安将依托小年、除夕、元宵等年俗节日推出的六大主题、九大系列、159 类活动，以本地文旅 IP 为发力点，通过“西安年·最中国”为主题让市民游客感受特色节日氛围。除年轻游客需求外，西安以文旅为重心的旅游产品体系同样匹配中老年客群文旅需求，意味着其与全年龄段需求匹配，广阔的客群覆盖面为其引流能力进一步赋能。

**在此基础上，在 23 年成功打造热度延续至今的旅游热点“盛唐密盒”的景区运营管理公司曲江文旅为我们在本轮春节趋势下的主要关注点**，曲江文旅的景区运营管理业务覆盖西安曲江大雁塔、西安曲江城墙、西安曲江大明宫等西安旅游高热度景区，除“盛唐密盒”外，常态演出项目矩阵还包括“华灯太白”、“旋转的胡璇”；在旅游演艺项目上也有深耕，“梦回大唐”“大唐追梦”等项目，为西安旅游城市高热度的核心助推力之一，在对年轻人需求的理解上更甚于其他旅游行业上市公司，伴随西安春节高景气，业绩表现值得关注。此外，西安旅游拥有西安周边秦岭野生动物园、翠华山风景区、朱雀国家森林公园、秦岭终南山世界地质公园四处景区资源，可能受西安旅游城市热度催化。

## 3.2 春节后旅游行业及个股趋势研判：出境游行业复苏预期催化，冰雪游行业热度或将在春节期间进一步拔高，较高成长性个股亦值得关注

**除题材热点外，我们认为，今年出境游行业复苏态势明显，春节期间高景气度或将成为估值短期拔高的驱动点：****1) 出境游预订数据同比上升且距离拉长**：1 月 16 日，飞猪发布的 2024 春节假期出游大数据显示，截至目前，春节假期国内旅

游预订量同比去年激增。出境游创下近 4 年峰值，预订量同比去年增长超 15 倍，且出境游距离大幅拉长；**2) 新马泰三国免签促出境游热度提升**：我国与新加坡之间的互免签证协定于 1 月 25 日签署，协定将于 2 月 9 日正式生效，届时，双方持普通护照人员可免签入境对方国家停留不超过 30 日。**新加坡、马来西亚、泰国均位列疫情前 2019 年热门出境游旅游目的地前十，马来西亚及泰国现均已实现免签，免签政策落地将促出境游行业热度提升。****3) 出行客流量有望快速回升**：根据同程旅行 2024 年春运预订数据，春运期间国际机票平均价格约为 1197 元（含税），较 23 年下降 41%，略低于 19 年同期，**交通客运价格的降低将对使出境游匹配更多潜在客群的出行需求，加快出境游行业复苏；****4) 出行客单价水平有望提升**：24 年春节出境游人群中家庭游/亲子游客群占比分别为 43%/35%，比例创 19 年以来新高，**家庭游/亲子游客群对出行标准往往有更高要求，占比提升将使出境游客单价有所提升。**在量价齐升逻辑下，出境游行业春节有望迎来超预期复苏，相关标的**众信旅游/\*ST 凯撒/岭南控股**可关注。

**此外，当前视角下具备较高成长性的个股也值得关注，主要包括九华旅游及天目湖**，其中**九华旅游**契合寺庙出行概念，春节期间全国寺庙出行需求高；根据投资者关系交流记录，公司内部停车场项目有春节期间落地，池黄高铁有望 24 年落地，有内外部交通改善预期；**天目湖**漂流项目/沪苏湖铁路为未来客流增长主驱动力，**1) 根据公司 23 年半年报，漂流项目为公司年度重点项目，全力推进并保障 23 年下半年动工；漂流项目系国内春季/夏季热门旅游项目之一，以其避暑游属性为消费者所青睐，当前天目湖周边仅有一个漂流项目且经营时间较长，新项目落地后有望展现强竞争力并提振景区获客能力。****2) 沪苏湖铁路预计将于 24 年年底开通，开通后“上海-溧阳”的高铁乘车时间将大幅减少，天目湖有望进入上海“一小时交通圈”，获客能力有望提振。**

最后，我们认为冰雪游热度或将在春节期间进一步拔高，作为冰雪游概念代表的长白山有望受益，其在冰雪游方面的核心逻辑在于**以往以暑期为核心获客时段的单旺季提振模式将向“暑期+冰雪季”双轮驱动模式转变，基本面优化空间大**；除冰雪游以外，长白山主要包括两方面优化预期：**1) 外部交通优化预期**：外部铁路/航路/高速交通优化预期强化长白山旺季客流量接待上限和冰雪季客流引流能力，提振客流需求；**2) 内部交通和经营改善预期**：内部交通运力在定增预案落地后能够有效匹配外部交通带来的新客流并促毛利率接近最优、包车业务成长潜力充足、酒店业务生态矩阵逐步完善引流能力有望增强、温泉部落二期项目落地后有望成为业绩新增长点。

## 4 投资建议

推荐漂流项目预计将于 24 年落地贡献新增量的**天目湖**，多项目在筹备/待开业阶段、部分存量项目仍处爬坡期，成长空间充足的**宋城演艺**。建议关注成长空间大、“冰雪游+夏季”双轮驱动模式逐步展开的**长白山**、契合寺庙出行概念、内外部交通优化打开成长空间的**九华旅游**、为西安旅游城市发展持续赋能的**曲江文旅**，多免签政策落地、出境游行业复苏趋势明显的背景下，恢复步伐有望加快的出境游龙头企业**众信旅游**。

表17：重点公司盈利预测及估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603136.SH	天目湖	18.70	0.11	0.78	1.03	170	24	18	推荐
603099.SH	长白山	28.39	-0.22	0.54	0.82	/	53	35	推荐
300144.SZ	宋城演艺	9.84	0.00	0.35	0.50	/	28	20	推荐
600706.SH	曲江文旅	13.40	-0.98	0.24	0.34	/	56	39	/
002707.SZ	众信旅游	6.88	-0.23	0.03	0.22	/	229	31	/
603199.SH	九华旅游	30.40	-0.12	1.56	1.78	/	19	17	/

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 1 月 29 日收盘价；未覆盖公司数据采用 Wind 一致预期）

## 5 风险提示

- 1) **项目落地不及预期。**部分景区可能因资金、合同、流程、完工进程等风险导致项目落地进度不及预期。
- 2) **景区热度不及预期。**部分景区可能存在春节期间旅游热度不及预期风险。

## 插图目录

图 1: 旅游行业重点标的 23Q1 营业收入对比 22 年/19 年/14 年同期增速 (%) .....	11
图 2: 旅游行业重点标的 23Q1 归母净利润对比 22Q1/19Q1/14Q1 增量 (单位: 亿元) .....	14
图 3: 23 全年归母净利润对比 22 年/19 年/14 年增量 (单位: 亿元) .....	15

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1: 旅游行业重点标的的历年 Q1 春节前后股价涨跌幅情况 (春节前后二十个交易日) .....	4
表 2: 旅游行业重点标的的历年 Q1 春节前后股价涨跌幅情况 (春节前后二十个交易日) .....	5
表 3: 旅游行业重点标的的历年 Q1 春节前股价涨跌幅情况 (春节前二十个交易日) .....	6
表 4: 旅游行业重点标的的历年 Q1 春节后股价涨跌幅情况 (春节后二十个交易日) .....	7
表 5: 旅游景区指数历年 Q1 春节前后股价涨跌幅情况 (旅游行业指数历年 Q1 春节前最低/春节后最高值所在 为区间的起始日/终止日) .....	8
表 6: 旅游行业重点标的的历年 Q1 春节前后股价涨跌幅情况 (旅游行业指数历年 Q1 春节前最低/春节后最高值所在 为区间的起始日/终止日) .....	9
表 7: 旅游行业重点标的的历年 Q1 春节前股价涨跌幅情况 (旅游景区指数春节前最低值所在交易日至春节前最后 一个交易日) .....	9
表 8: 旅游行业重点标的的历年 Q1 春节后股价涨跌幅情况 (旅游景区指数春节后第一个交易日至旅游行业指数春节 后最高值所在交易日) .....	10
表 9: 旅游行业重点标的的 2014Q1-2023Q1 营业收入表现 (单位: 亿元) .....	12
表 10: 旅游行业重点标的的 2014-2022 年营收表现 .....	13
表 11: 旅游行业重点标的的 2014Q1-2023Q1 年归母净利润表现 (单位: 亿元) .....	14
表 12: 旅游行业重点标的的 2014-2022 年归母净利润表现 (单位: 亿元) .....	15
表 13: 旅游行业重点标的的 2014Q1-2023Q1 年毛利率表现 (单位: %) .....	16
表 14: 旅游行业重点标的的 2014-2022 年毛利率表现 (单位: %) .....	17
表 15: 旅游行业重点标的的 2014Q1-2023Q1 年净利率表现 (单位: %) .....	18
表 16: 旅游行业重点标的的 2014-2022 年净利率表现 (单位: %) .....	19
表 17: 重点公司盈利预测及估值 .....	24

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026