



一文讲清楚国内旅游市场复苏的持续性

投资要点

● 为什么 2023 年的国内旅游人次和旅游收入还没恢复到疫情前水平？

1) 旅游刚性支出增加：2023 年机票平均价格同比 2019 年增长 13.5%，酒店平均价格同比 2019 年增长 15.7%；2) 旅游行业人员返回需要时间：疫情期间旅游行业流失过多的工作人员，旅游配套恢复到疫情前水平需要时间。

● 为什么假期旅游人均消费未恢复到疫情前水平，且旅游市场呈现出旺季更旺的迹象？

1) “有钱有闲”的客群更多的会在淡季出游，因而能拉动淡季旅游人均消费水平；2) 居民在疫情期间压抑的旅游意愿高涨，假期旅游不用请假，自然优先复苏；3) 招聘市场不景气，城镇居民减少淡季请假旅游次数。

● 预计国内旅游人次和旅游收入在 2024 年能基本恢复到 2019 年水平，但旅游行业恢复到疫情前的常态预计需要在 2026 年才能实现。2024 年国内旅游出游人数、国内旅游收入将分别恢复至 2019 年的 99.5%、105.3%，但预计 2024 年国内旅游收入占 GDP 的比重仅为 4.6%，与 2019 年的 5.8% 还有差距；预计 2024 年旅游消费占居民消费支出的比例也仅为 14.8%，与 2019 年 18.8% 的比例还有较大差距。

● 居民整体出游意愿强，国内游客主体为年轻人，当前年轻人旅游消费倾向高。2024Q1 全国居民出游意愿达到 91.48%，环比提升 1.67 个百分点。根据国家统计局统计数据显示，旅游消费为 18-35 岁人群消费倾向最高的消费选择，35 岁以下的人群为旅游消费主体，占旅游人群的比例为 68%。在居民出游意愿及旅游消费倾向如此高的情况下，说明整体旅游市场未来将保持高度复苏的态势。

● 疫后旅游消费以中线旅游为主，游客出游半径比疫情前更短，但目的地游憩半径开始超过疫情前水平。由于长线游交通成本高，且疫情期间大家习惯了短途旅游，居民出游半径还未恢复，但居民旅游开始从观光游向深度游转变，故目的地游憩半径已超疫情前水平。

● 从上市景区 2023 年的客流复苏情况可以发现以下几点客流复苏催化逻辑：1) 景区主要客群旅游意愿强；2) 符合性价比消费逻辑，交通方便且费用低的中线旅游目的地；3) 免门票政策力度大；4) 知名旅游景点集群；5) 景区服务及口碑好。

● 投资建议：目前部分上市景区 2024 年的估值水平已处于疫情前的最低水平左右，考虑到当前旅游市场还处于高速复苏阶段，中长期景气度佳，我们看好整体景区板块的投资机会，建议重点关注有中长期业绩催化逻辑的上市景区公司。我们推荐黄山旅游，相关标的三特索道、九华旅游。

● 风险提示：景区客流复苏不及预期、政策变动风险、宏观经济波动风险。

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：duxu@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	75
行业总市值(亿元)	4,113.78
流通市值(亿元)	4,046.68
行业市盈率 TTM	44.51
沪深 300 市盈率 TTM	11.63

相关研究

1. 社会服务行业 2024 年投资策略：消费市场景气度缓慢提升，关注细分领域投资机会 (2023-12-27)
2. 社会服务行业 2023 年中期投资策略：关注社会服务板块细分赛道投资机会 (2023-07-07)

目 录

1 疫后国内旅游市场复盘	1
1.1 国内旅游市场快速复苏，预计 2026 年回归疫情前常态	1
1.2 疫后旅游消费以中线旅游为主.....	4
2 未来国内旅游市场变化	6
2.1 出境游复苏对国内旅游市场影响有限	6
2.2 未来具备哪些特质景区会持续受欢迎?	7
3 估值复盘及投资建议	11
3.1 疫情前上市自然景区估值复盘.....	11
3.2 投资建议.....	13
4 风险提示	14

图 目 录

图 1: 国内旅游收入及增长率.....	1
图 2: 国内旅游人次及增长率.....	1
图 3: 2023 年分月份平均机票价格.....	2
图 4: 2023 年分月份国内酒店平均价格.....	2
图 5: 2020-2024 年国内节假日旅游恢复情况.....	2
图 6: 招聘市场景气度尚未修复.....	3
图 7: 截止 2023 年 6 月国内青年失业率处在高位.....	3
图 8: 国内旅游收入占 GDP 的比重尚未恢复疫前水平.....	3
图 9: 旅游消费占居民消费支出的比例尚未恢复疫前水平.....	3
图 10: 年轻人最倾向旅游消费.....	4
图 11: 23 年 12 月数据显示年轻人依旧更倾向旅游等悦己类消费.....	4
图 12: 2023 年游客年龄段分布.....	4
图 13: 城乡居民出游意愿呈上升趋势.....	4
图 14: 2019-2023 年国内节假日平均出游半径及目的地休憩半径.....	5
图 15: 城镇居民消费意愿下降明显.....	5
图 16: 2023 年城镇和农村居民出游次数差距逐月收敛.....	5
图 17: 旅游行业三大发展阶段.....	6
图 18: 旅游消费模式升级.....	6
图 19: 国内出境游人数.....	6
图 20: 2023 年民航旅客运输量较 2019 年恢复率.....	6
图 21: 2023 年上市自然景区公司旗下景区客流较 2019 年恢复度.....	7
图 22: 淄博当地志愿者为外地游客指引行驶路线.....	7
图 23: 哈尔滨商家贴出暖心告示.....	7
图 24: 中国各省市 5A 级景区数量 (截止至 2024 年 2 月).....	8
图 25: 2023 年 1-10 月全国客流量前 10 的客源地与目的地.....	8
图 26: 民众对未来半年到一年时间里的消费打算.....	8
图 27: 民众对促进春节期间消费的措施期待.....	8
图 28: 黄山周边知名 5A 级旅游景区众多.....	9
图 29: 丽江周围热门 5A 级景区较多.....	10
图 30: 黄山旅游疫情前 PE-TTM.....	12
图 31: 丽江股份疫情前 PE-TTM.....	12
图 32: 天目湖疫情前 PE-TTM.....	12
图 33: 桂林旅游疫情前 PE-TTM.....	12
图 34: 九华旅游疫情前 PE-TTM.....	12
图 35: 峨眉山 A 疫情前 PE-TTM.....	12
图 36: 2012-2021 全国 A 级旅游景区门票收入占比呈下降趋势.....	13
图 37: 部分上市景区公司 2024 年 PE (盈利预测).....	13

表 目 录

表 1：2023 年部分上市公司旗下景区门票优惠活动.....	9
表 2：2024 年第一季度黄山市门票优惠活动.....	10
表 3：降低国有景区门票相关政策.....	11
表 4：重点景区公司盈利预测及估值.....	14

1 疫后国内旅游市场复盘

1.1 国内旅游市场快速复苏，预计 2026 年回归疫情前常态

单从国内旅游人次和旅游收入上看，2023 全年恢复度约疫情前 80%-90%，旅游人均消费超 2019 年同期。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%。2022 年底防疫政策转变后，文旅市场复苏势头强劲，2023 年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%，全年分别达到 80.3% 和 85.8%，人均旅游消费为 1016.7 元，超 2019 年 6.7%；预计 2024 年国内旅游出游人数、国内旅游收入将分别超过 60.3 亿人次和 6.0 万亿元，分别恢复至 2019 年的 99.5%、105.3%。

图 1：国内旅游收入及增长率



图 2：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

数据来源：文旅部，中国旅游研究院，西南证券整理

为什么 2023 年的国内旅游人次和旅游收入还没恢复到疫情前水平？

我们认为国内旅游人次和旅游收入尚未恢复至疫情前水平的原因主要有以下 2 点：1)

旅游刚性支出增加：受宏观因素影响，消费者更为偏向性价比消费，2023 年机票平均价格同比 2019 年增长 13.5%，酒店平均价格同比 2019 年增长 15.7%，机票和酒店这类旅游刚性成本的增加，会影响消费者旅游决策；2) **旅游行业人员返回需要时间：**疫情期间旅游行业流失过多的工作人员，这将导致许多景区的服务及配套设施无法快速复苏，旅游配套恢复到疫情前水平需要时间。

图 3：2023 年分月份平均机票价格



图 4：2023 年分月份国内酒店平均价格

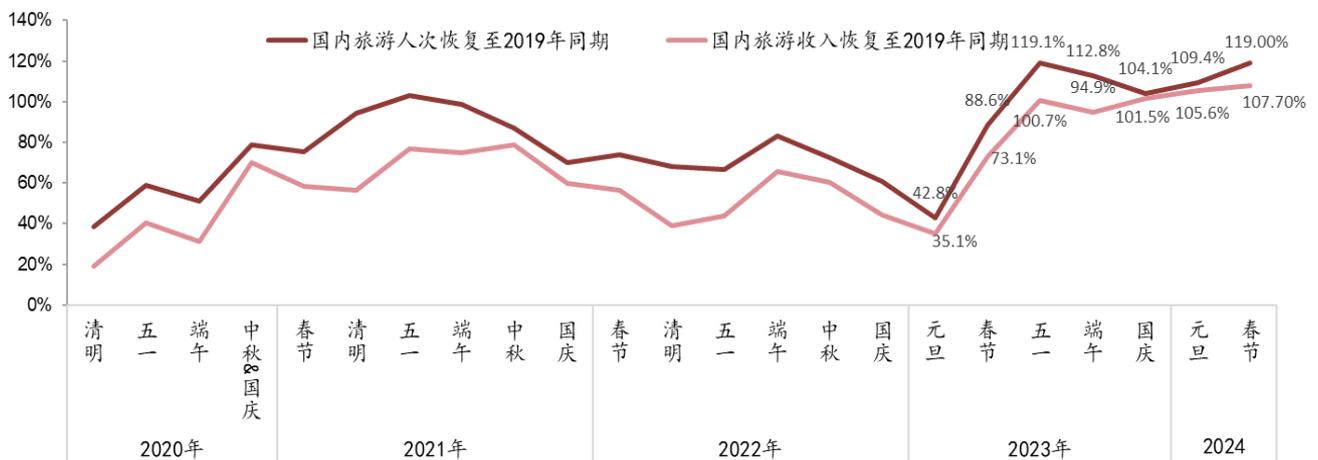


数据来源：飞常准，携程，西南证券整理

数据来源：STR，西南证券整理

虽然 2023 年的国内旅游人次和旅游收入未恢复至疫情前水平，但从“五一”以来的节假日旅游数据却已基本恢复到疫情前水平。根据文旅部数据，2024 年春节假期全国国内旅游出游约 4.7 亿人次，同比 2019 年增长 19.0%；实现国内旅游收入约 6326.9 亿元，同比 2019 年增长 7.7%，超 19 年同期水平。

图 5：2020-2024 年国内节假日旅游恢复情况

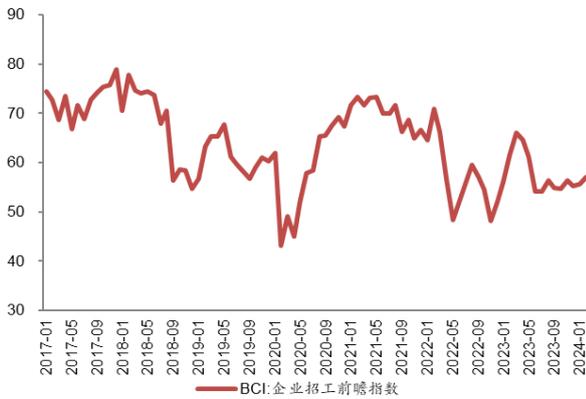


数据来源：文旅部，西南证券整理

从全年看，旅游人均消费是超过疫情前水平的，为什么假期旅游人均消费未恢复到疫情前水平，且旅游市场呈现出旺季更旺的迹象？

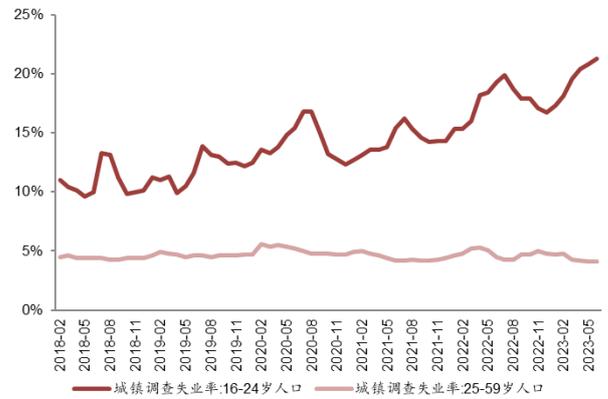
我们分析可能主要有以下几点原因：1)“有钱有闲”的客群更多的会在淡季出游，因而能拉动淡季旅游人均消费水平；2)居民在疫情期间压抑的旅游意愿高涨，假期旅游不用请假，自然优先复苏；3)招聘市场不景气，城镇居民为避免被公司优化，减少淡季请假旅游次数。

图 6：招聘市场景气度尚未修复



数据来源：iFind, 西南证券整理

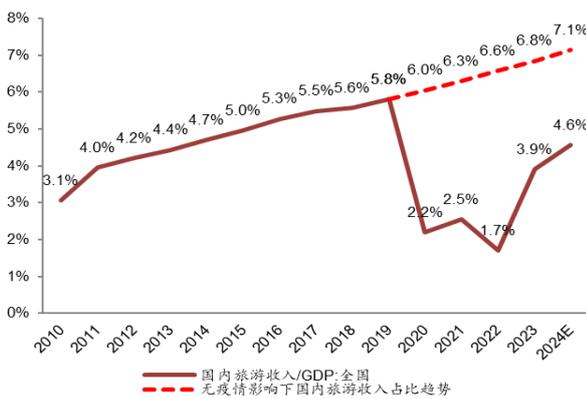
图 7：截止 2023 年 6 月国内青年失业率处在高位



数据来源：iFind, 西南证券整理

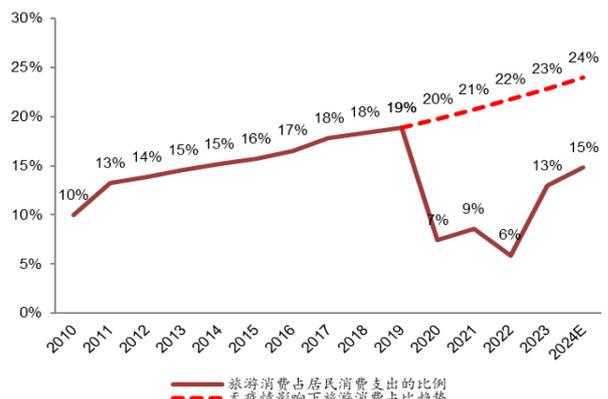
从宏观数据看，虽然 2024 年国内旅游人次和旅游收入能基本恢复到 2019 年水平，但旅游行业恢复到疫情前的常态预计需要在 2026 年才能实现。文旅部预计 2024 年国内旅游收入达到 6.0 万亿元，同比 2019 年增长 5.2%，但并不是旅游收入或旅游人次恢复至 2019 年就代表旅游市场就已经完全复苏了，旅游行业在疫情期间受损严重，按照文旅部预测的旅游收入数据计算，假设 2024 年 GDP 增速 5.0%，那么 2024 年国内旅游收入占 GDP 的比重也仅为 4.6%，与 2019 年的 5.8% 还有差距，若无疫情影响，按照疫情前 4 年的平均增速趋势，该比例 2024 年应为 7.1%。假设 2024 年中国总人口 14.07 亿人、居民人均消费支出同比增长 8.0%，那么 2024 年旅游消费占居民消费支出的比例也仅为 14.8%，与 2019 年 18.8% 的比例还有较大差距，若无疫情影响，按照疫情前 4 年的平均增速趋势，该比例 2024 年应为 23.9%。

图 8：国内旅游收入占 GDP 的比重尚未恢复疫前水平



数据来源：iFind, 西南证券整理

图 9：旅游消费占居民消费支出的比例尚未恢复疫前水平

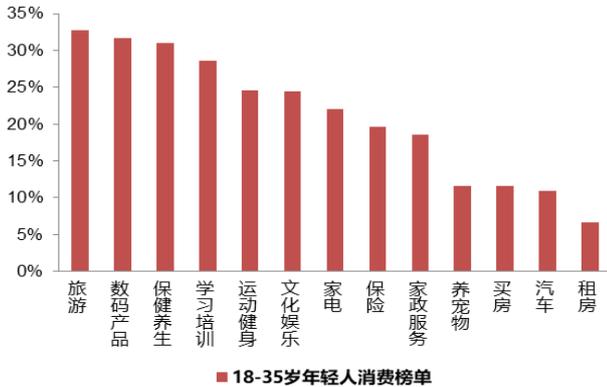


数据来源：iFind, 西南证券整理

聚焦行业层面，居民出游意愿强，在旅游等悦己类消费消费意愿较高。2023 年各季度居民出游意愿达到 91.86%，创下监测记录以来的新高，较 2019 年高 4.52 个百分点，2024Q1 全国居民出游意愿达到 91.48%，环比提升 1.67 个百分点。DT 研究院在 2023 年 12 月初对 1148 位年轻人做《2023 青年消费调研》数据显示，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，这与国家统计局在 2023 年上半年的《2023 年中国美好生活大调查》的数据相吻合，且 35 岁以下的人群为旅游消费主体，占旅游人群的比例为 68%，

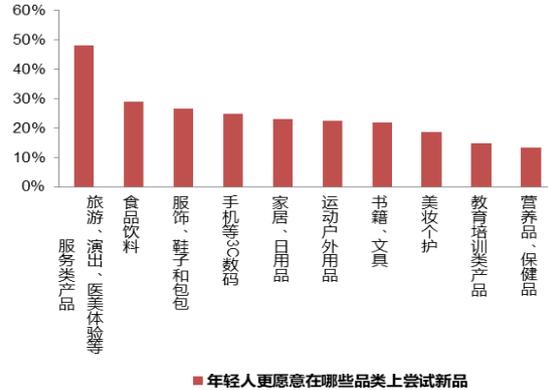
这说明去年旅游市场的火热复苏是贯穿全年的，并不是短暂性的爆发式复苏，旅游消费增长依然具有可持续性。在居民出游意愿及旅游消费倾向如此高的情况下，说明整体旅游市场未来将保持高度复苏的态势。

图 10：年轻人最倾向旅游消费



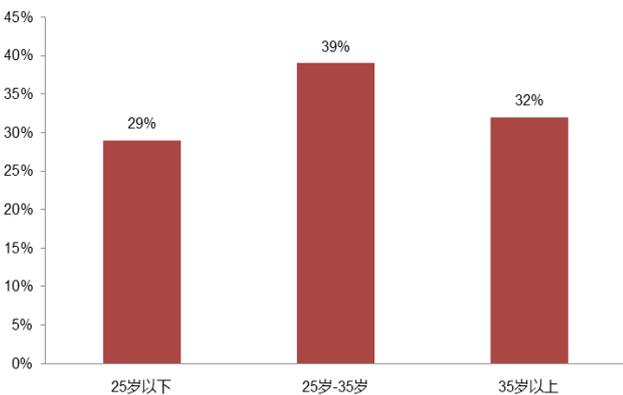
数据来源：《2023 年中国美好生活大调查》，央视财经，西南证券整理

图 11：23 年 12 月数据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

图 12：2023 年游客年龄段分布



数据来源：马蜂窝，西南证券整理

图 13：城乡居民出游意愿呈上升趋势



数据来源：中国旅游研究院，西南证券整理

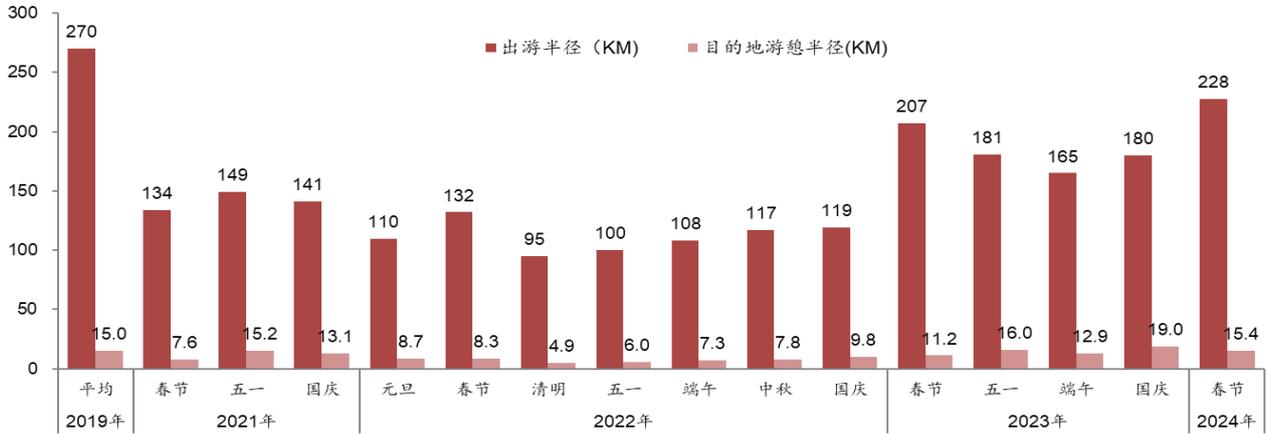
因此，无论是从国内旅游收入占 GDP 的比重，还是人均旅游消费占居民人均消费支出的比例上看，均还未恢复到疫情前水平，国内旅游收入占 GDP 的比重的合理区间应为 5.8%-7.1%之间，人均旅游消费占居民人均消费支出的比例应为 18.8%-23.9%。目前居民对旅游消费的倾向较高，预计旅游市场能够在明年两年维持快速复苏。

1.2 疫后旅游消费以中线旅游为主

从游客出行意愿的变化上看，疫情期间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，长线游正在逐步复苏。2024 年春节假期游客平均出游半径达 227.9 公里，同比增长 10.2%；目的地平均游憩半径 15.4 公里，同比增长 38.0%，中远程旅游开始释放活力，但从数据上看，即使是各个假期的旺季数据也不及 2019 年平均出游半径。

图 14：2019-2023 年国内节假日平均出游半径及目的地休憩半径

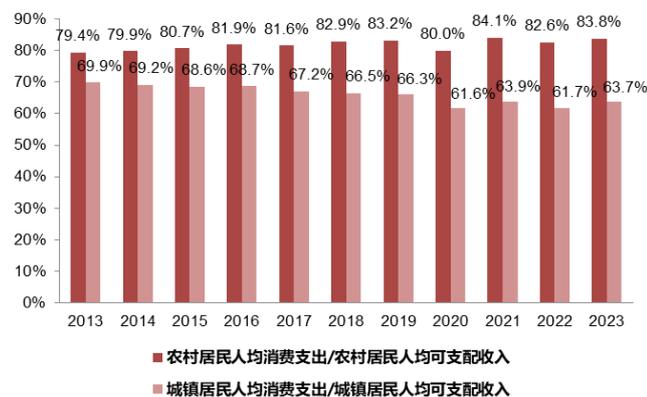


数据来源：文旅部，中国旅游研究院，西南证券整理

为什么游客出游半径比疫情前更短，但目的地游憩半径开始超过疫情前水平？

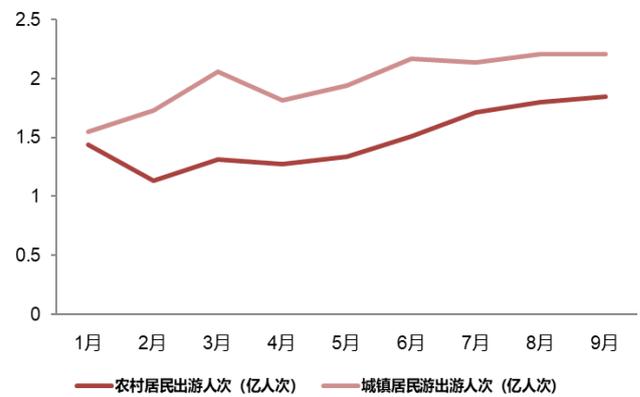
我们分析可能主要有以下几点原因：1) 居民消费偏向性价比消费，长线游交通成本更高，故长线游没有出现爆发性复苏；2) 疫情 3 年，以城市休闲、周边游、乡村游为代表的高频次近程游成为国民旅游主要出行方式，疫情让人们更加深刻认识到身边的美丽风景，依然还有不少人会在疫后去较近的景点游玩；3) 房价下跌对城镇居民影响更大，导致城镇居民消费意愿下降明显，因而农村居民在旅游人次占比有明显提升，又因为农村居民消费能力相对城镇居民弱，旅游消费半径原本就比较短，故农村居民在旅游人次占比的提升导致整体旅游消费半径缩短；4) 居民对旅游品质要求的提高，出游方式也逐渐由从走马观花式的观光游向深度游、休闲游、文化游转变。

图 15：城镇居民消费意愿下降明显



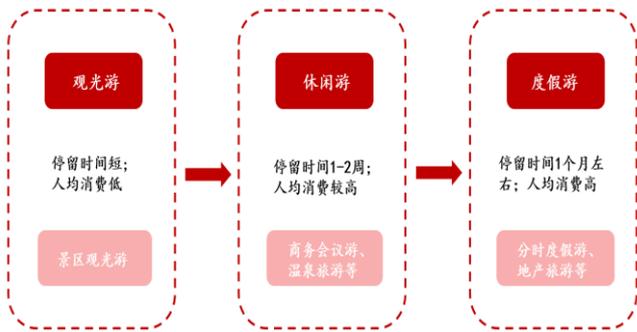
数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：2023 年城镇和农村居民出游次数差距逐月收敛



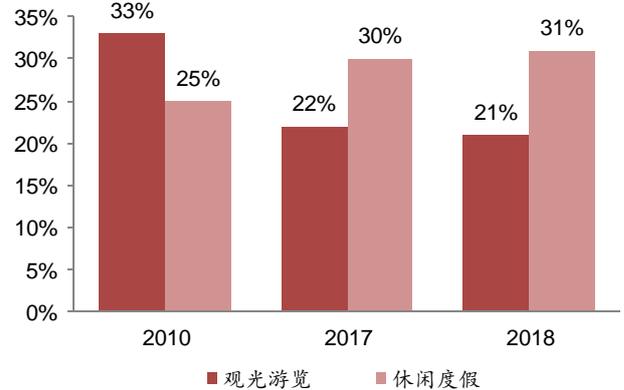
数据来源：中国旅游研究院，西南证券整理

图 17：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 18：旅游消费模式升级



数据来源：文旅部，西南证券整理

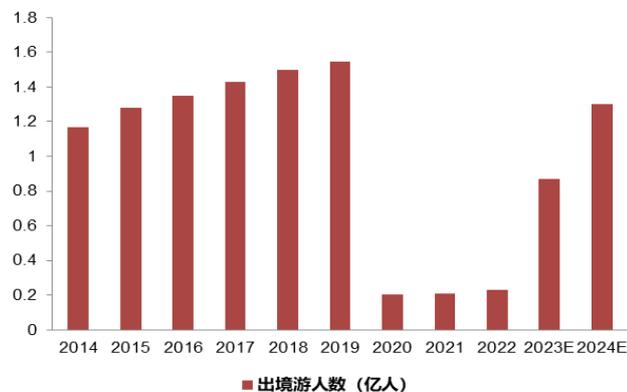
我们判断在居民消费更为谨慎的当下，由于长线游旅游成本更高，故长线游没有出现爆发性复苏，未来国内长线游、跨省游仍然处于逐步复苏的过程。

2 未来国内旅游市场变化

2.1 出境游复苏对国内旅游市场影响有限

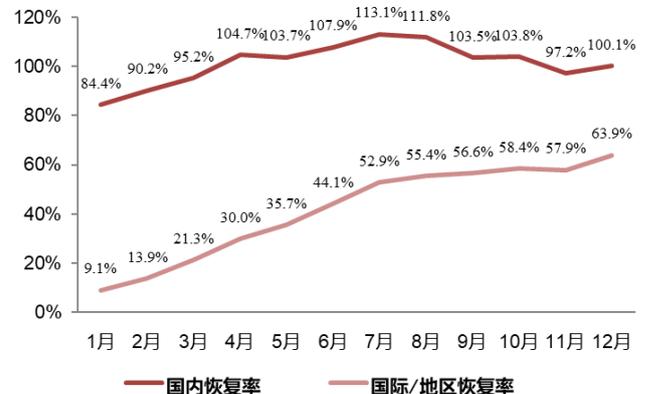
出境游客群小，且恢复缓慢，对国内旅游市场影响较小。出境游全面重启后，根据中国旅游研究院统计数据，预计 2023 年出境旅游人数超过 8700 万人次，恢复至 2019 年 56.3%，预计 2024 年出境旅游人数为 1.3 亿人次，恢复至 2019 年 84.1%，仅比 23 年增加 4300 万人，与国内旅游人数 50-60 亿的体量对比，相差较大。我国出境航班数量恢复速度滞后于国内，根据航班管家数据，2023 年 12 月国际/地区客运输量仅恢复至 2019 年同期 63.9%，且机票价格较高，人民币汇率下跌，出境游成本提高；加之疫后居民消费力不及预期，人们对高风险、高成本的出境旅游产品持谨慎态度；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。

图 19：国内出境游人数



数据来源：Wind，中国旅游研究院，西南证券整理

图 20：2023 年民航旅客运输量较 2019 年恢复率

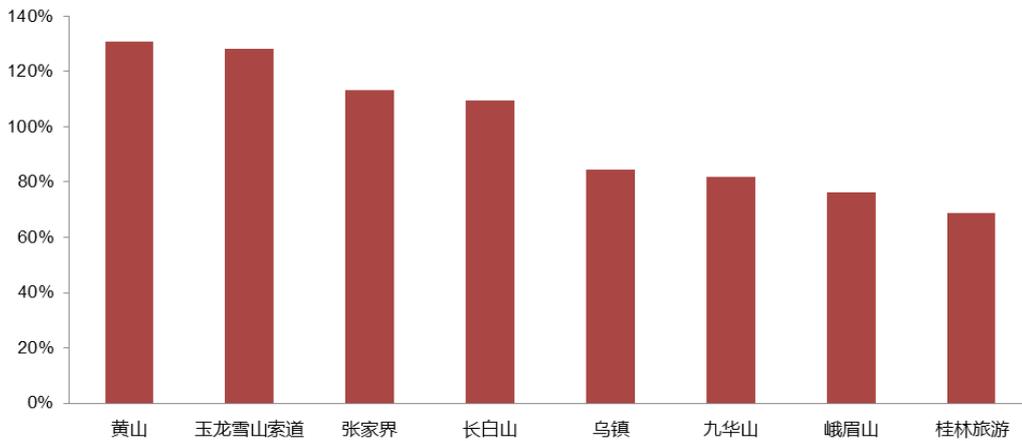


数据来源：航班管家，西南证券整理

2.2 未来具备哪些特质景区会持续受欢迎？

复盘 2023 年上市自然景区的客流数据，旅游资源均优异，但客流复苏程度差距明显。去年在已披露客流数据的上市景区中，黄山的客流恢复度最好，达到 130.7%，其次为丽江股份旗下的玉龙雪山景区三条索道的客流，恢复度为 128.1%；桂林旅游的客流恢复度最差，仅恢复至 2019 年同期的 68.8%。张家界位于中国中部，地理位置与交通优势较为明显，故客流恢复较好；长白山受益于 2021 年沈佳高铁白敦段的开通，长白山第一座高铁站落地，交通大幅改善，客流也增长较好；乌镇景区由于 2019 年客流高基数的原因，故去年前三季度客流未恢复至疫情前水平；九华山与峨眉山观光属性较弱，故客流复苏不及其他上市景区；桂林旅游客流恢复较慢的原因或与当地旅游服务质量下降、一些游客受到商家及导游欺诈及强制消费等负面舆情事件影响有关。

图 21：2023 年上市自然景区公司旗下景区客流较 2019 年恢复度



数据来源：公司公告、各景区管委会，西南证券整理（乌镇为 Q1-Q3 的恢复度数据）

淄博、哈尔滨旅游爆火的背后，反映的是游客的欢乐感知是通过高情绪价值获得的。从去年淄博的爆火到今年哈尔滨成为顶流，真正吸引游客的其实并不是因为烧烤或者冰雪，而是这些城市给游客传递的温暖，“小而确切的幸福”才是吸引游客最关键的流量密码，不论是山东淄博、贵州村超，还是泉州的簪花围、哈尔滨的冰雪，都有一个关键词是“善意”，让游客感受到在地人带来的温暖，游客越来越意识到旅程中最美的风景、最好的记忆并不只是来源于当地的景区资源，而是人与人之间的连接带来的温暖。

图 22：淄博当地志愿者为外地游客指引行驶路线



数据来源：新华社，西南证券整理

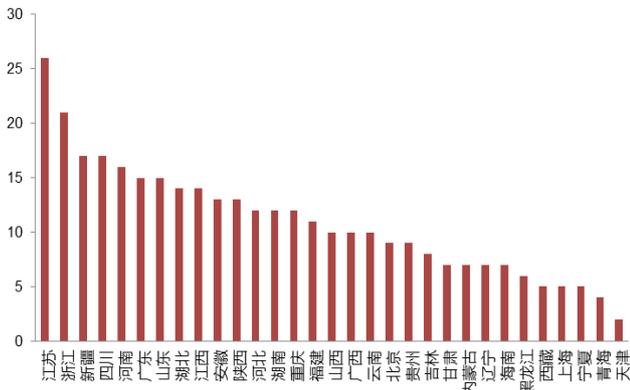
图 23：哈尔滨商家贴出暖心告示



数据来源：三秦都市报，西南证券整理

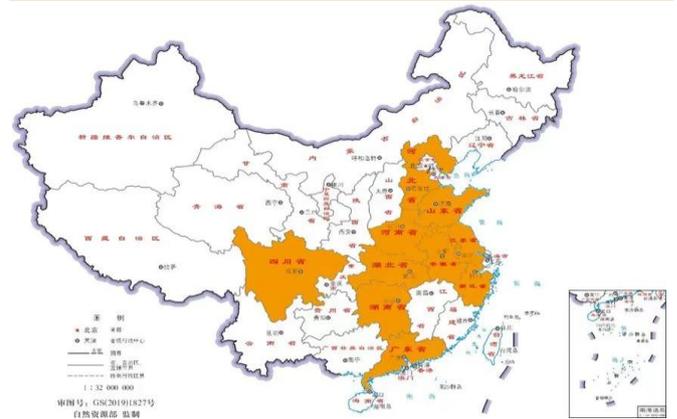
居民旅游意愿强、旅游资源丰富的在旅游市场将优先持续复苏。2023年1-10月，山东、广东、河南、江苏、四川、河北、湖北、湖南、浙江和安徽等10省份游客产出量与接待量均较为领先，其客流输出量与接待量分别占全国总游客量的56.6%和56.4%。可以看出，客源地TOP10与目的地TOP10呈现完全重合的现象，且在东、中部地区高度聚集，其中8个省份的5A级景区数量也排名全国前10。旅游资源丰富的省份一方面游客数量多，另一方面当地居民对旅游消费的意愿也会更强，在这样的背景下，旅游复苏也呈现出明显的头部效应，从2024年春节的旅游人数数据上看，整体春节旅游市场游客数量同比增长34.3%，而全国5A级景区游客数量同比增长78.4%。

图 24：中国各省市 5A 级景区数量（截止至 2024 年 2 月）



数据来源：文旅部，西南证券整理

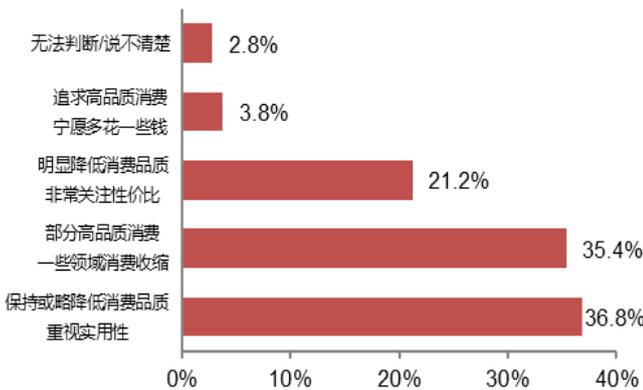
图 25：2023 年 1-10 月全国客流量前 10 的客源地与目的地



数据来源：中国旅游研究院，西南证券整理

2024 年居民旅游消费或还将持续去年“性价比消费”的消费习惯。根据企业有调在 2024 年 2 月发布的《龙年春节消费意愿和行为调研报告》数据显示，目前居民消费还是偏谨慎，可能降低消费品质，关注性价比；居民对政府发放消费券或者减免旅游景区门票等促消费措施有所期待。因此如有地方政府采取这些促消费措施，则可能能够明显激发居民消费增长。

图 26：民众对未来半年到一年时间里的消费打算



数据来源：企鹅有调，西南证券整理

图 27：民众对促进春节期间消费的措施期待



数据来源：企鹅有调，西南证券整理

未来旅游行业之间的竞争不再是单一景点之间的竞争，而是旅游目的地之间的竞争。安徽省政府正在打造以黄山市为龙头，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，推进“大黄山”旅游目的地建设，且黄山位于皖浙赣交界，与婺源、千岛湖、景德镇等知名旅游景点的高铁路程分别最快仅为 21 分钟、35 分钟、42 分钟，旅游资源丰富。

黄山的主要客群来自于长三角地区，且消费能力和消费意愿较强，并且旅游乘坐高铁易达，交通成本低，且为政府免门票政策力度最大的上市景区，符合性价比消费逻辑，因此在上市景区中客流优先复苏。

图 28：黄山周边知名 5A 级旅游景点众多



数据来源：高德地图，西南证券整理

表 1：2023 年部分上市公司旗下景区门票优惠活动

景区	2023 年上市景区新增门票优惠活动
黄山	2023 年 4-6 月、11-12 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；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。
玉龙雪山	2023 年 11 月 1 日至 2024 年 1 月 31 日，通过航空渠道持来丽登机牌的散客及杨浦市民购买云杉坪旅游索道、牦牛坪旅游索道享 8.8 折优惠，通过航空渠道持来丽散客“大玉龙”景区联票优惠价为 170 元/人（原价 277 元/人）。
长白山	自 2023 年 7 月 1 日起，为全国持有“优待证”的退役军人和其他优抚对象（烈士遗属、因公牺牲军人遗属、病故军人遗属）提供长白山景区全年免门票的优待政策；吉林省高层次人才在全省 5A、4A 级国有旅游景区现场出示本人吉享卡、吉健卡，并经景区核对有效身份信息后可免门票入园，并有 2 名随行人员可免门票。
九华山	自 2023 年 4 月 25 日起，退役军人逢建军节（8 月 1 日）免门票，其他时间享受门票半价优惠；6 月 15 日至 8 月 31 日，九华山风景区对 2022 年全国中高考生（凭本人有效身份证件和准考证原件）实行免门票。
峨眉山	2023 年 6 月 30 日起，旅行社团队优惠措施：全价成人门票 10 免 1 优惠；顶索道往返全价成人票+万年索道上行全价成人票” 25 元/人 优惠或“金顶索道往返全价成人票+万年索道往返全价成人票” 60 元/人 优惠。
桂林旅游	2023 年 2 月 14 日至 12 月 31 日，持本人 1 个月内南宁、桂林机场国际进出港航班登机牌的旅客，可凭登机牌免 1 次漓江景区门票。
天目湖	2023 年 1 月 22 日-2 月 5 日，所有游客免票。

数据来源：各景区管委会官网，西南证券整理

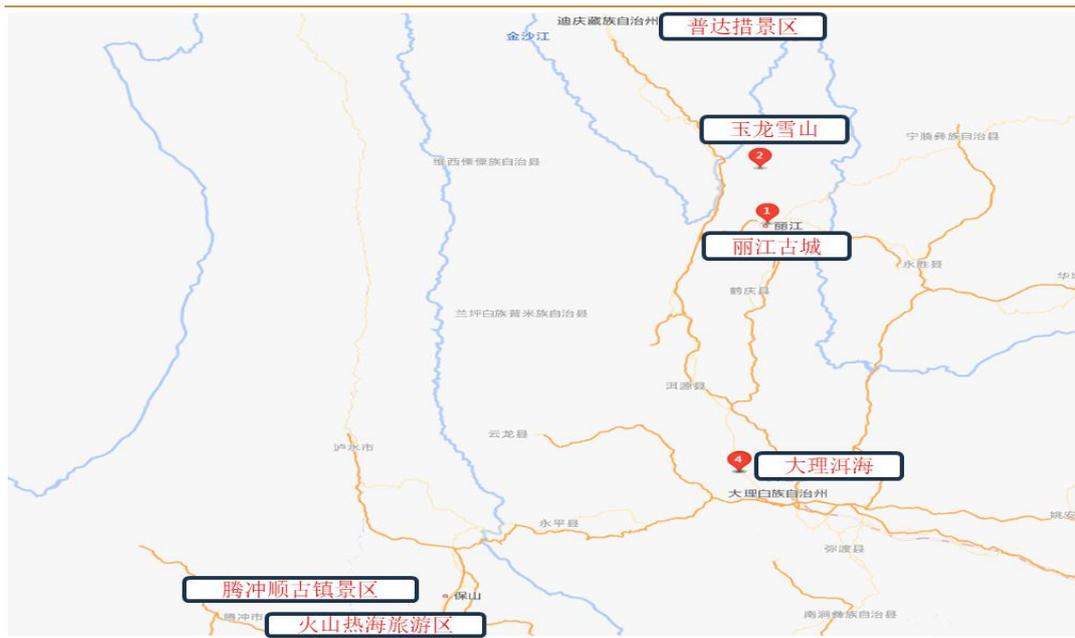
今年黄山政府配合昌景黄高铁开通，采取优惠力度更大的免票政策。参考去年免票优惠政策的情况，政府免票政策有望贯穿全年，黄山客流有望持续创新高。

表 2：2024 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”	2024 年一季度非节假日的每个周三 ，全市范围内 24 处 A 级旅游景区 在开放日当天对提前有预约且领取门票消费券的 游客免门票开放 。
	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） 市民门票半价优惠 。
	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 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 2024 年全年 ，对 境外游客门票半价优惠 。
	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 2024 年全年 对提前有预约且领取门票消费券的 游客免门票开放 。
高铁游政策	-	2023.12.27—2024.1.26，游客凭 到达黟县东站的火车票 或网络购票记录（当日有效）及身份证，享受 黟县民宿、酒店住宿费用减免政策 ，具体为：高铁票抵扣等价住宿费用 1 晚，单次最多不超过 300 元 。
	-	2023.12.27—2024.1.26，游客凭 到达黟县东站的火车票 或网络购票记录（七日内有效）及身份证，享受 黟县所有景区免票的优惠政策 。
	-	2024.1.27—2024.4.30，游客凭 到达黟县东站的火车票 （七日内有效）及身份证，享受 黟县徽黄集团所有景区 （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） 半价优惠政策 （半价群体不再享受优惠）。
“小龙人” 免费游黄山	-	凡是 生肖为“龙” （以身份证上公历年份为准）的游客和 姓名含“龙”字 的游客，不限地区、不限性别，可享受黄山风景区免门票优惠。

数据来源：安徽文旅，西南证券整理

丽江拥有玉龙雪山、丽江古城等 5A 级景区，且距离普达措、大理洱海、腾冲等知名网红景区距离不远，也属于知名旅游景点集群，整体丽江及其周边旅游市场对游客的吸引力较大，故疫后客流复苏也较快。

图 29：丽江周围热门 5A 级景区较多


数据来源：高德地图，西南证券整理

因此，从上市景区 2023 年的客流复苏情况可以发现以下几点客流复苏催化逻辑：1) 景区主要客群旅游意愿强；2) 符合性价比消费逻辑，交通方便且费用低的中线旅游目的地；3) 免门票政策力度大；4) 知名旅游景点集群；5) 景区服务及口碑好。

3 估值复盘及投资建议

3.1 疫情前上市自然景区估值复盘

传统自然景区公司对门票经济依赖较大，景区门票价格管控和客流瓶颈担忧为 2018 年开始景区上市公司估值下滑的主要原因。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。

表 3：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》	要求推进景区更大范围降价和更大力度降价。 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) 持续推动门票降价 ，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， 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 ，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

图 30：黄山旅游疫情前 PE-TTM

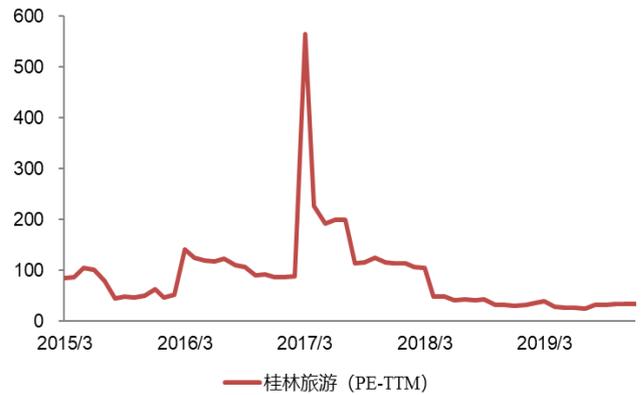

数据来源：Wind, 西南证券整理

图 31：丽江股份疫情前 PE-TTM

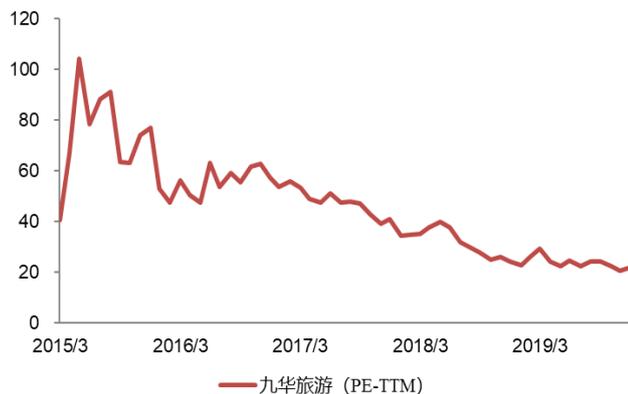

数据来源：Wind, 西南证券整理

图 32：天目湖疫情前 PE-TTM


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 33：桂林旅游疫情前 PE-TTM


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 34：九华旅游疫情前 PE-TTM


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 35：峨眉山 A 疫情前 PE-TTM


数据来源：Wind, 西南证券整理

全国 A 类景区门票收入占景区营收的比例呈下降趋势，门票对景区收入的重要性逐年下降。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。由于二消项目往往位于景区内部具有一定的稀缺性，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，倘若未来景区门票再次下降，对景区的影响将比疫情前小，且门票价格下降对景区游客的引流也将有促进作用。

图 36：2012-2021 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

3.2 投资建议

综上所述，首先当前国内旅游市场还未恢复到 2019 年的常态，预计恢复时间为 2026 年，在此之前行业将处于高速复苏阶段。其次，在居民出游半径缩短、居民消费更为谨慎的当下，符合性价比消费的旅游目的地将率先复苏。其三，目前头部景区门票收入占比逐渐下降，二消占比提升，未来对于景区公司而言，门票价格下降的政策风险影响下降，而门票价格下降可能能为景区实现引流。

对应到投资层面，目前黄山旅游、九华旅游、峨眉山、丽江股份等景区 2024 年的估值水平已处于疫情前的最低水平左右，考虑到当前旅游市场还处于高速复苏阶段，中长期景气度佳，我们看好整体景区板块的投资机会，建议重点关注有中长期业绩催化逻辑的上市景区公司。我们推荐黄山旅游，相关标的三特索道、九华旅游。

图 37：部分上市景区公司 2024 年 PE（盈利预测）



数据来源：Wind，西南证券整理（截止 2024 年 3 月 5 日）

表 4：重点景区公司盈利预测及估值

证券代码	景区公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600054.SH	黄山旅游	80	-1.32	4.35	5.58	6.57	-	19	15	12

数据来源：Wind，西南证券整理预测

4 风险提示

景区客流复苏不及预期、政策变动风险、宏观经济波动风险。

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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	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	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@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	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@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
