

## 交通优化强化客流接待能力，业绩弹性带来高成长空间

2024年03月11日

► **九华旅游：围绕安徽省佛教圣地开展业务，两大高弹性主营业务奠定优质基本盘。**九华旅游是围绕安徽省九华山景区开展旅游服务的企业，而九华山以地藏菩萨道场驰名，与五台山、峨眉山、普陀山合称中国四大佛教名山。从其主营业务架构来看，索道缆车和酒店业务为公司营收主导，两大业务均具备高毛利率特性（2019年索道业务/客运业务毛利率分别为82.8%/48.5%）。由于索道缆车和观光车项目成本均以固定资产折旧为主，日常经营带来的变动成本仅有电费、燃油费、维护费用等，此结构下客流量表现将直接决定毛利率水平，后续客流增长情况下两项业务毛利率将持续拔高，最终带来净利率优化。

► **财务表现：九华旅游在名山大川类景区中归母净利润与收入增长比相对稳定且多数时间大于1，销售费用/管理费用历年绝对值波动较小。**1) **归母净利润与收入增长比：**将九华旅游营业收入和归母净利润增速按季度统计，通过23年与19年季度对比、19年与18年季度对比来计算归母净利润与收入增长比，并与其他名山大川类景区对比可发现，九华旅游是名山大川类景区中归母净利润与收入增长比最为稳定的标的，收入增长时归母净利润将同步增长、未出现“收入增长、归母净利润下滑”或“归母净利润下滑、收入增长”情况、且归母净利润与收入增长比多数时间大于1。2) **销售费用/管理费用：**销售费用/管理费用历年绝对值波动幅度较小，若此趋势维持，营收增长时归母净利率将持续提升。

► **核心逻辑：交通优化强化客流接待能力，高知名度与宏观风向适配提振需求端，国企改革促基本面优化，酒店/客运/索道缆车业务均有望受益。**1) **交通优化提振客流接待能力：**公司停车场扩建项目于春节期间落地，游客服务中心周边停车位数量扩增至5428个，景区客流周转能力大幅提升，交通不再成为景区客流接待瓶颈，24年正月初五景区春节单日客流最高峰时段下运转游客时间反较23年同期提前近一小时；池黄高铁项目预计于24年5月开通，游客高铁便捷度提升，公司九华山周边酒店有望受益；九华山机场扩建项目预计24年7月完工，九华山现有客流以安徽本地及长三角客流为主，19年机场吞吐量已达其承载量上限，机场扩建后长线客流将增加，获客能力进一步得到优化。此外，景区内运力充足、分流机制完善，我们认为后续景区将有效承接外部交通优化带来的客流增长，促景区全年客流拔高；2) **高知名度+大环境适配+酒店改建扩充为业绩弹性奠基：**长三角优势地理位置+佛教圣地高知名度+年轻群体寺庙旅游热度为景区需求端提振奠基，24年春节期间九华山旅游人次/旅游收入较19年同期+50%/+47%印证高景气；此外，文宗古村度假酒店项目/大九华宾馆改造项目均于23年完成，酒店矩阵获客能力进一步强化，匹配旺盛需求。3) **国企改革：**安徽省政府工作报告中明确，24年组建省文旅投资控股集团、支持国有企业做强做优主业，九华旅游作为省内老牌文旅国企，对业绩增长、估值提升上的主观能动性有望增强。

► **投资建议：**看好九华旅游后续成长，聚焦三大逻辑：1) **交通优化：**停车场扩建/池黄高铁开通预期/九华山机场扩建预期优化景区交通，后续客流有望增长；2) **业绩弹性：**酒店/索道缆车/客运业务业绩弹性大，且过往归母净利润与收入增长比多数时间高于1，客流增长将促毛利率/净利率优化；3) **需求旺盛：**九华山高知名度叠加佛教圣地属性带来长期高热度，寺庙游属性匹配年轻群体需求，需求端有望长期旺盛。我们预计23-25年公司归母净利润1.75/2.27/2.43亿元，以3月8日收盘价为基准，对应PE值为21X/17X/15X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**景区热点风向转移风险，交通优化项目落地时间不及预期风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	332	723	842	881
增长率 (%)	-22.0	117.9	16.5	4.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	-14	175	227	243
增长率 (%)	-122.6	1381.0	29.3	7.1
每股收益 (元)	-0.12	1.59	2.05	2.20
PE	-	21	17	15
PB	3.0	2.6	2.4	2.1

资料来源：IFIND，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年3月8日收盘价）

### 推荐

首次评级

当前价格：

33.97元


**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 公司概况：围绕安徽省佛教圣地开展业务，两大高弹性主营业务定调优质基本盘</b>	<b>3</b>
1.1 公司基本情况：索道缆车和酒店业务为利润主贡献点，项目结构决定其高业绩弹性	3
1.2 财务情况：归母净利润与收入增长比相对稳定且多数时间大于 1，销售费用/管理费用绝对值波动较小	5
<b>2 行业分析：寺庙旅游 22 年下半年热度渐起，匹配年轻群体需求热度有望长期维持</b>	<b>9</b>
<b>3 公司核心看点：外部交通优化为业绩增长赋能，酒店优质区位/国企改革/旺盛需求助力发展</b>	<b>11</b>
3.1 交通优化：停车场扩建优化本地交通，池黄高铁开通/机场扩建强化引流能力	11
3.2 酒店矩阵：现有酒店定位宽泛、区位优势明显，交通优化后成长空间充足	14
3.3 内部运力：观光车运力可满足高峰期单日需求，景区内部优质分流结构带来高承载量	16
3.4 国企改革催化：实控人变更战略方向不变，国企改革推进下公司经营有望进一步向好	18
3.5 需求端：优势地理区位下佛教圣地引流能力强，年轻群体寺庙礼拜需求增加	19
<b>4 投资建议与估值分析</b>	<b>21</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	21
4.2 估值分析	23
4.3 投资建议	23
<b>5 风险提示</b>	<b>24</b>
<b>插图目录</b>	<b>26</b>
<b>表格目录</b>	<b>26</b>

# 1 公司概况：围绕安徽省佛教圣地开展业务，两大高弹性主营业务定调优质基本盘

## 1.1 公司基本情况：索道缆车和酒店业务为利润主贡献点，项目结构决定其高业绩弹性

安徽九华山旅游发展股份有限公司是围绕安徽省九华山景区开展旅游服务的企业，而九华山以地藏菩萨道场闻名，与五台山、峨眉山、普陀山合称中国四大佛教名山。聚焦公司围绕九华山所经营的业务，主要业务包括酒店业务、索道缆车业务、旅游客运业务及旅行社业务四大板块。其中：

**酒店业务：**22 年营收占比 37.92%，毛利率-17.95%，19 年毛利率 10.55%。公司在九华山景区内/景区周边经营聚龙大酒店、东崖宾馆、西峰山庄、大九华宾馆、平天半岛大酒店、五溪山色大酒店、九华山中心大酒店、文宗古村等多家酒店，各酒店均在本地中高端市场上占据主导地位。

**索道缆车业务：**22 年营收占比 37.58%，毛利率 70.61%。经营天台索道（上下行 85 元每程，往返 160 元）、百岁宫缆车（上下行 55 元每程，往返 100 元）和花台索道（上下行 85 元每程，往返 160 元）三项索道缆车业务。此项业务的高毛利率源于其本身较低的日常运营成本，除职工薪酬、维护费用及日常运营相关支出外，索道缆车业务无其他成本支出项，因此客流充足情况下毛利率水平居于高位，且仍有增长空间。

**客运业务：**22 年营收占比 16.11%，毛利率 30.21%。公司下属客运公司拥有景区客运专运权，负责景区内观光车上山业务。

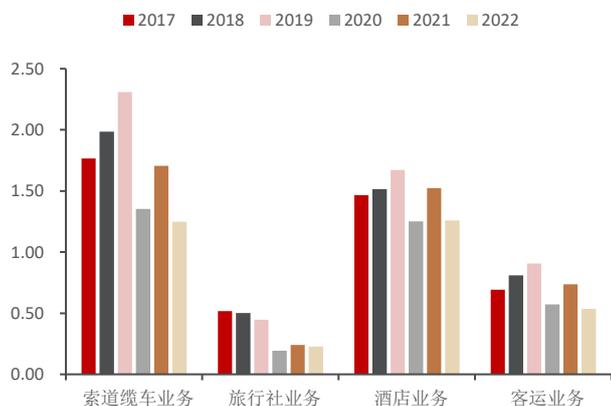
**旅行社业务：**22 年营收占比 6.84%，毛利率 14.75%。包括中旅分公司、国旅分公司、九之旅分公司等六家旅行社，主要负责九华山风景区游客接待。

**在建项目及尚处前期规划状态的项目：**除上述业务外，公司还有部分在建或处前期规划状态的项目，一是九华山交通转换中心功能提升项目中的游客服务中心改建仍在推进中；二是全资子公司安徽九华山健康素食餐饮管理有限公司于 23 年 11 月发布公告拟对外投资的九华健康素食合肥餐饮店项目，此项目为宣传推介池州和九华山特色美食及文化建设，希望通过展示公司的优质产品，从而进一步锁定目标客户群体，提高忠实客户群体比例；三是狮子峰项目，根据公司 24 年 1 月投资者关系活动记录表，此项目正在积极推进各项前期工作。

聚焦公司各项业务营收及毛利率 2017 年至今表现，索道缆车和酒店业务为公司营收主导，疫情前营收/毛利率均处逐年上行状态，疫情扰动下因客流波动因素影响营收/毛利率有所下滑，其中索道缆车和客运业务均具备高毛利率特性，**因索道缆车和观光车项目成本均以固定资产折旧为主，日常经营带来的变动成本仅有**

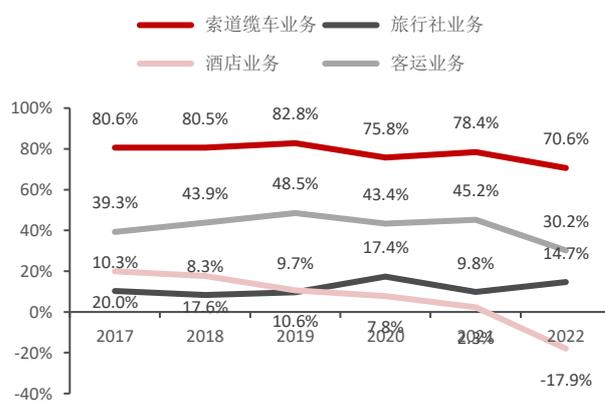
电费、燃油费、维护费用等，此结构下客流量表现将直接决定毛利率水平，这也是疫情前毛利率逐年上行的主要原因，后续客流增长情况下两项业务毛利率将持续拔高，最终带来净利率优化。

图1：17至22年公司各项业务营收情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

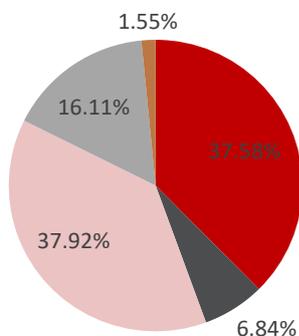
图2：17-22年公司各项业务毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：22年公司各项业务营收占比

■ 索道缆车业务 ■ 旅行社业务 ■ 酒店业务 ■ 客运业务 ■ 其他业务



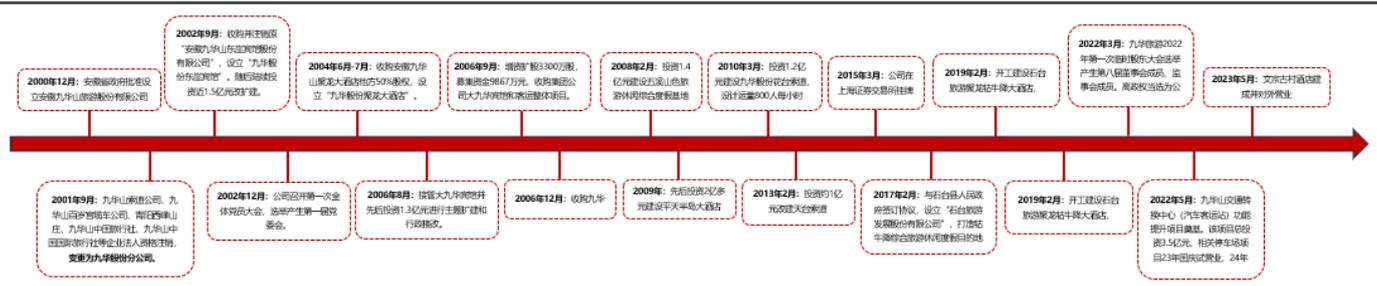
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表1：九华山门票/大巴/索道缆车业务收费情况**

标的名称	普通票旺季	普通票淡季
门票价格	160 元	140 元
大巴车价格	50 元	50 元
天台索道	160 元	120 元
花台索道	160 元	120 元
百岁宫缆车	100 元	80 元

资料来源：九华山旅游公众号，民生证券研究院；

追溯公司发展历程，九华旅游建立之初以索道缆车、旅行社两大业务为主导，经安徽省政府批准设立后将业务相关公司变更为九华旅游旗下分公司，随后自2002 年以来通过收购、接管、投资的方式持续扩展酒店业务，截至目前公司旗下已有重资产酒店项目 7 家；中间投资建设花台索道、改建天台索道，并与 2006 年 12 月收购九华山客运公司拓展景区客运交通业务。

**图4：九华旅游发展历程**


资料来源：九华旅游官网，民生证券研究院

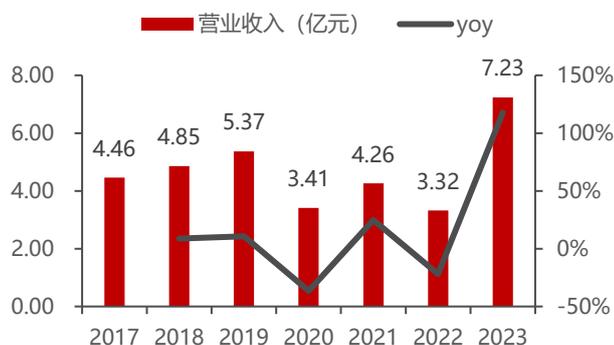
## 1.2 财务情况：归母净利润与收入增长比相对稳定且多数时 间大于 1，销售费用/管理费用绝对值波动较小

聚焦利润表各项数据情况，**从营业收入表现来看**，疫情前公司营业收入增长势头明显，20-22 年疫情影响下显充足韧性，23 年营业收入超越 19 年同期水平达历史新高，23 年营收 7.23 亿元/较 19 年同期+34.58%；**从归母净利润情况来看**，疫情前归母净利润同样为逐年增长态势，23 年归母净利润达历史新高，23 年归母净利润为 1.75 亿元/较 19 年同期+49.54%，归母净利润较 19 年同期增速超过收入较 19 年同期增速。**我们认为，九华旅游营业收入/归母净利润在 23 年的突破性增长是景区景气度高增的体现，归母净利润增速超营收增速反映其较强业绩弹性。**

若进一步细化分析，将九华旅游营业收入和归母净利润增速以分季度列示，通过 23 年与 19 年季度表现对比、19 年与 18 年季度表现对比来计算归母净利润与收入增长比，并与其他名山大川类景区对比可发现，**九华旅游在名山大川类景区中**

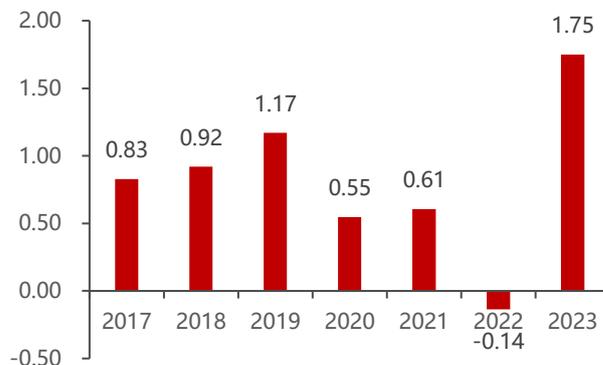
归母净利润与收入增长比相对稳定, 未出现“收入增长、归母净利润下滑”或“归母净利润下滑、收入增长”情况、且归母净利润与收入增长比多数时间大于1 (意味着营收突破时归母净利润增长幅度大于营收)。

图5: 17至23年公司营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院 (注: 23年数据为公司业绩预告公告数据)

图6: 17至23年公司归母净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院 (注: 23年数据为公司业绩预告公告数据)

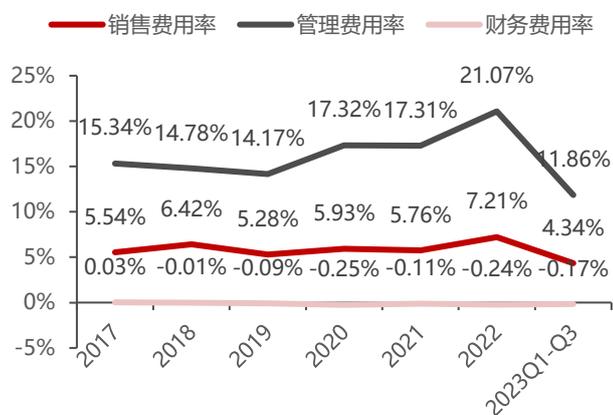
表2: 名山大川类景区归母净利润与收入增长比表现

标的名称	23比19(Q1)	23比19(Q2)	23比19(Q3)	19比18(Q1)	19比18(Q2)	19比18(Q3)	19比18(Q4)
黄山旅游	6.24	-0.85	-0.38	-8.95	0.42	-11.08	/
长白山	/	39.27	9.33	/	5.80	/	/
九华旅游	1.37	0.90	/	1.54	2.28	2.21	2.90
峨眉山A	-38.00	-4.30	/	-1.60	2.31	4.55	1.28
丽江股份	1.40	0.42	/	/	/	-1.46	3.60

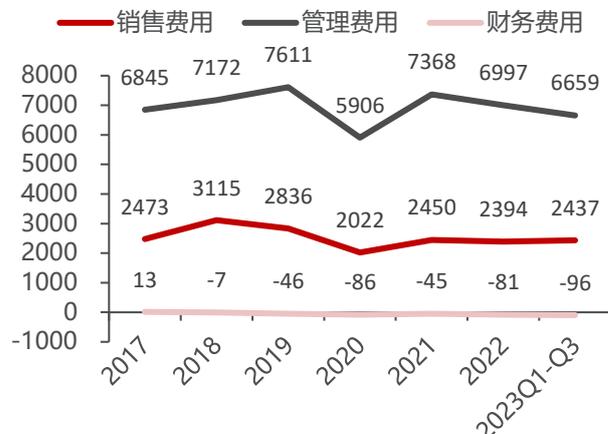
资料来源: 各公司财报, 民生证券研究院测算;

注: 1) 若收入增速和归母净利润增速出现不可同比情况, 以"/"表示; 2) 部分公司归母净利润扭亏为盈, 归母净利润增速按绝对值处理

从各项费用率表现来看, 1) 疫情前公司对各项费用率把控较为严格, 管理费用率、财务费用率均处下降趋势, 销售费用率控制在区间范围内; 2) 疫情扰动下业务难以展开, 销售费用绝对值较18年和19年有所收窄, 但因营业收入下滑幅度较大, 20-21年销售费用率仍与疫情前处同区间范围内, 22年销售费用绝对值接近21年同期水平, 但22年营收受挫, 导致销售费用率增长; 管理费用20年有所下降, 21-22年与疫情前处同区间范围内, 营收下滑情况下导致管理费用率上行。3) 23年前三季度公司营业收入表现已超越17-19年单年度表现, 而各项费用绝对值较过往无大幅变动, 因而促各项费用率下降。我们认为, 1) 公司业务所围绕的九华山本身知名度高需求旺盛, 对外部宣传依赖度较小; 2) 管理层人员变动较小、过往战略方针变化较小; 在此情况下, 销售费用/管理费用绝对值较为平稳的趋势或将长期延续, 在营收增长时促对归母净利率优化。

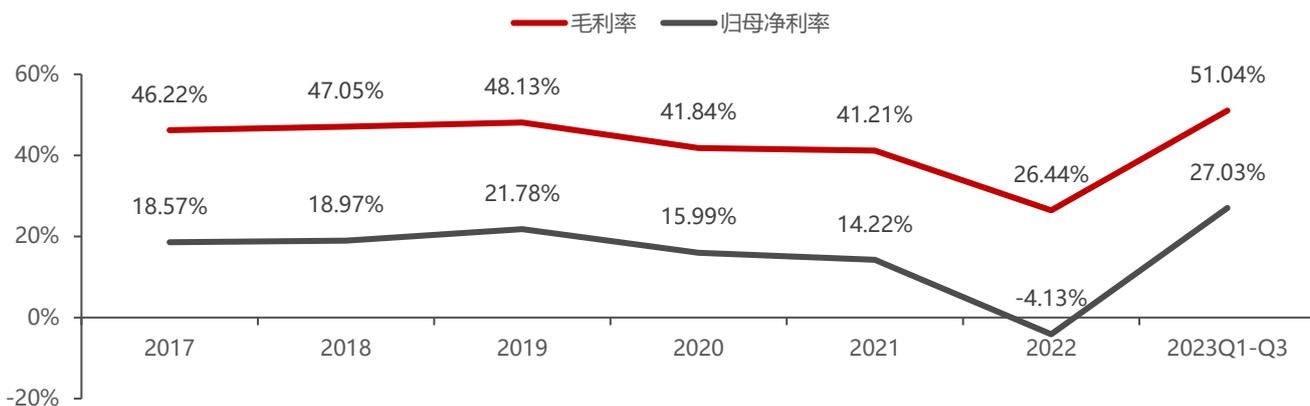
**图7：17年至23年Q1-Q3公司各项费用率情况**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图8：17年至23年Q1-Q3公司各项费用绝对值表现(单位：万元)**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

从毛利率/净利率表现来看，**1) 公司毛利率随收入增长有所提升**。23Q1-Q3 营收为 5.61 亿元，超越 19 年全年营收水平，毛利率也超越 19 年全年达新高；**2) 公司毛利率和归母净利率走势相同，但归母净利率变化更为明显**，从三个节点来看，19 年毛利率/归母净利率 48.13%/21.78%，同比+1.08pcts/+2.81pcts；22 年毛利率/归母净利率 26.44%/-4.13%，同比-14.77pcts/-18.34pcts；23Q1-Q3 毛利率/归母净利率 51.04%/27.03%，同比+24.60pcts/+31.15pcts。

**图9：17年至23年Q1-Q3公司毛利率/归母净利率情况**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

通过杜邦分析法拆解公司财务情况，疫情前净资产收益率、资产净利率、销售净利率、资产周转率均处增长态势，公司盈利能力、资产周转能力整体向好，财务情况健康；2023 年前三季度，公司净资产收益率、资产净利率、销售净利率均较 19 年全年优化，但资产周转率有所下滑，主要是固定资产/非流动金融资产增加所致，具体来看，新增非流动金融资产为公司向中国农业银行购买的 1.52 亿元大额存单，固定资产增长主要是五溪山色度假区及大九华宾馆改造项目转固所致。公司权益乘数近年表现稳定，资产状况健康，无所有者权益比例大幅减小/负债比例大

幅增加情况。

表3：杜邦分析法剖析九华旅游财务状况

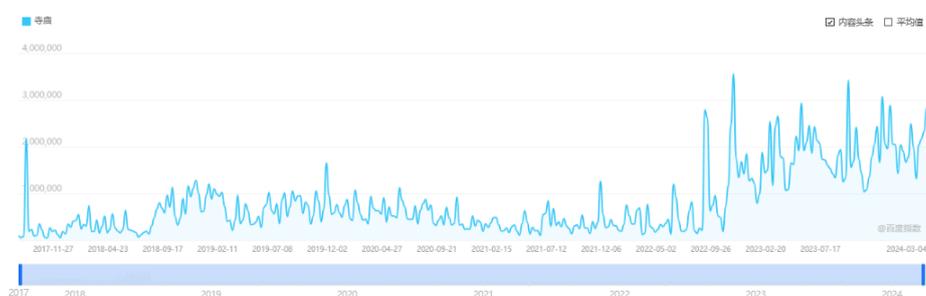
杜邦分析法条 目项	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
净资产收益率	8.37%	8.67%	10.17%	4.49%	4.83%	-1.09%	11.50%
资产净利率	74.89%	83.20%	105.73%	49.29%	54.68%	-12.38%	137.15%
销售净利率	18.57%	18.97%	21.78%	15.99%	14.22%	-4.13%	27.03%
资产周转率	39.18%	38.78%	39.07%	23.71%	29.10%	22.37%	35.16%
权益乘数	1.17	1.19	1.20	1.16	1.17	1.19	1.19

资料来源：ifind，民生证券研究院；

## 2 行业分析：寺庙旅游 22 年下半年热度渐起，匹配年轻群体需求热度有望长期维持

寺庙经济概念大热，九华山多属性加持下有望受益。根据携程 23 年 2 月发布数据，23 年截至携程发布数据前，寺庙相关景区门票订单量同比+310%，90 后/00 后约占预定门票人群的 50%；根据百度指数，22 年暑期以来，“寺庙”这一关键词的资讯指数大幅提升，后续多次产生热度高峰且整体热度远高于疫情前水平。寺庙经济的高热度和客群年轻化趋势对寺庙相关景区需求端提振有正向赋能效果，而在此热度和趋势下九华山在佛教圣地和优质区位加持下为主要受益景区，以春节表现为例，根据腾讯数据，23 年/24 年九华山景区在名山大川类景区中热度位列第一位/第四位，且 24 年热度前三非佛教相关旅游目的地。

图10：“寺庙”关键词百度资讯指数走势



资料来源：百度指数，民生证券研究院

图11：23 年全国名山大川景区热度前十

全国5A级名山大川热度Top 10		
热度排名	所在城市	名山大川
1	池州	九华山
2	泰安	泰山
3	南京	钟山
4	南宁	青秀山
5	乐山	峨眉山
6	十堰	武当山
7	忻州	五台山
8	舟山	普陀山
9	乐清	雁荡山
10	衡阳	南岳衡山

数据来源：腾讯位置服务

资料来源：腾讯位置大数据，民生证券研究院

图12：24 年全国名山大川景区热度前十



资料来源：腾讯位置大数据，民生证券研究院

从寺庙类旅游目的地对年轻游客的吸引方式来看，寺庙相关法物产品如寺庙咖啡、寺庙奶茶、手串、香包等寺庙经济相关产品广受年轻群体青睐，以手串产品为例，淘宝“灵隐寺法务流通处”店铺的“龙年本命年径山红绳手链”38 焕新周售卖量超 5 万件，“十八籽手链”38 焕新周售卖量超 2 万件，产品高热度直接反映消费者在寺庙相关产品上的高需求。根据网易数读信息整理，部分寺庙游目的地对手串的颜色、颗数代表的寓意均有划分，不同颜色手串寓意包括健康、招财、学

业、事业、平安等。此类产品视觉效果、象征寓意和平价属性相结合使其广受年轻消费者青睐。

图13：龙年本命年红绳手链 38 焕新周销售情况



资料来源：淘宝，民生证券研究院

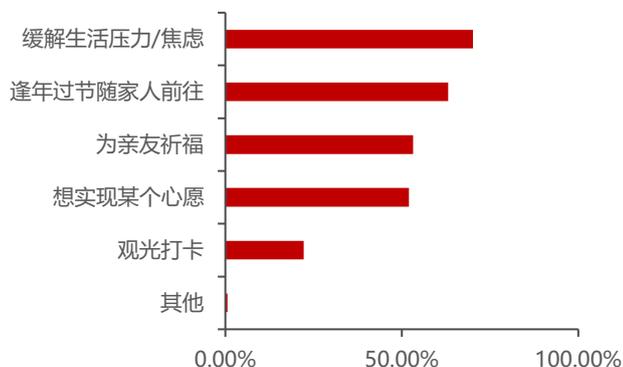
图14：十八籽手链 38 焕新周销售情况



资料来源：淘宝，民生证券研究院

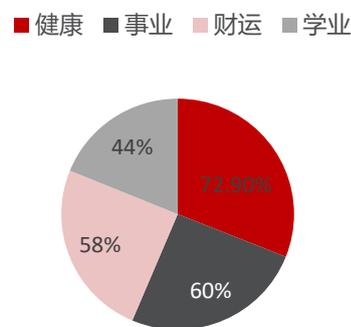
**寺庙游年轻客群需求看热度维持：心灵减压/随家人前往占主导，健康为核心追求点。**根据南方都市报“青春腔调” 民调网络调研情况，从寺庙上香的根本需求来看，年轻人主要需求包括缓解生活压力/焦虑、逢年过节随家人前往、为亲友祈福和实现心愿四项，跟随社交平台热度来观光打卡的需求反而相对较少；从上香目的来看，健康为上香核心目的，学业/事业/财运均有 65%以上受访者有上香需求。从上述信息可以看出，对于年轻群体而言，寺庙游行为中所包含的信仰因素较少，更多是对自己以及亲友未来生活向好愿望的体现，也是为自身寻找精神依托、减缓压力的方式。我们认为，由于寺庙祈愿需求为消费者接受后将长期存在且无关个人经济情况、年龄变化及所处环境，寺庙游为年轻群体所接受将使寺庙相关景区的需求在时间推移下仍具备可持续性，寺庙游在长期维度可维持较高热度。

图15：2023 年寺庙游上香原因剖析



资料来源：南方都市报，民生证券研究院

图16：2023 年年轻人上香祈愿方向



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

## 3 公司核心看点：外部交通优化为业绩增长赋能，酒店优质区位/国企改革/旺盛需求助力发展

### 3.1 交通优化：停车场扩建优化本地交通，池黄高铁开通/机场扩建强化引流能力

#### 3.1.1 停车场项目拓建与集散中心改造：

**停车场及游客集散中心项目概况：**21年4月议案通过，23年1月正式开工建设，主要目标为增加停车位和游客服务中心面积。九华旅游于21年4月审议通过《关于九华山交通转换中心功能提升项目的议案》，并于22年3月29日发布《九华旅游九华山交通转换中心功能提升项目可行性研究报告》，可行性研究报告中提出，公司计划以自筹资金投资3.4835亿元对九华山交通转换中心（汽车客运站）进行功能提升，核心内容包括两项：

- 1) 新建生态立体停车场，停车位5000-6000个，配套建设旅游服务和客运站设施，并引进智能化停车管理系统；
- 2) 对现九华山游客服务中心进行功能改造提升，优化交通换乘设施、客运站设施、旅游服务设施。

从具体落地方式来看，在停车场建设方面，公司将利用游客服务中心、中心大酒店北侧约156亩土地，建设生态立体停车场，引入智能化停车管理和服务系统，满足自动收费、泊车、寻车、监控等功能，停车位近5000-6000个；在游客服务中心功能提升方面，一是增加游客服务中心建筑面积，原有游客服务中心占地66亩/建筑面积3200平米，提升后预计建筑面积将达10123平米；二是将原有的游客服务中心处长途汽车站和景区公交站功能移出重建，减少旺季高峰期对进山游客秩序影响；三是整合杰达九华山长途客运站功能，打通与各大城市的旅游交通线；四是在游客服务中心内和游客步行离山通道处布置池州农特产品、旅游纪念品卖场，增加交通换乘中心对客服务功能。

**项目落地情况：**停车场项目于春节期间落地，游客集散中心仍在建设中。聚焦上述项目建设进度，根据我们的实地了解信息，停车场项目已于24年春节正式开业，项目建设在九华山游客服务中心周边，停车场包括地下一层、一层、二层和露台四部分，外部还有部分露天停车位，各部分可容纳车辆数量约为1000/800/800/600/1600人，根据公司在停车场处视频宣传内容来看，停车场建筑面积约为8万平米、可容纳车位面积约15万平米，可同时容纳车辆数为5428辆；而九华山现有游客服务中心周边有新游客中心建设中，目前还未开放。

**停车场项目落地作用剖析：优化本地交通运输格局，整体优化公司各业务获客能力。**九华山自驾游比例达 80%以上，但山上停车位仅 1000 余个且上山车道较为狭窄，允许自驾车上山的情况下易造成交通拥堵，同时阻碍观光车上山和自驾上山的游客体验；山下游客服务中心和上山路途中的文化园有停车场 2 个，停车位约 3800 个，但文化园与游客服务中心间存在一定距离，车辆停靠文化园后游客步行返程到游客服务中心坐车会增加整趟行程花费时间，且游客高峰期山下停车位满之后，新入景区车辆难以在山下停靠，也会造成车辆拥堵、游客体验下降，甚至导致部分游客返程。停车场项目将原先游客服务中心处停车场车位扩充至 5428 个，并将人工停车/进出站检验改为机器检验，大幅缓解景区内交通压力，在周末、节假日等客流高峰可优化景区客流周转能力，带动景区整体客流接待量提升，此优化能力也可从由九华山春节交通数据作为佐证，24 年正月初五，九华山周边单向通行车辆达 2.13 万辆/同比+29.23%，但在梯次引导、循序分流、精准限流的交通管控机制下，交通疏通花费时间较 23 年同期减少近一小时，我们认为其中或也有新停车场落地对交通组织的优化作用。**此外，由于停车场位处山下柯村片区，游客上山仍需通过观光车上行，对观光车客流接待量也有提振效果；由于车辆可停泊过夜，公司在九华山周边布局的酒店项目或将有入住率提升。**

**游客服务中心功能提升作用剖析：与客流周转能力提升配套，解决客流接待瓶颈。**景区游客服务中心原先按年进山人次 100 万人次的游客量预期设计，游客服务中心售检票以人工为主，而 23 年游客接待人次已超 900 万人次，且客群结构以中老年客群为主，更倾向于现场购票，虽为缓解管理压力在门口放置大量刻有售票二维码的宣传版，但高峰期仍面临购票排队问题，也将导致客流运转压力；游客服务中心功能提升项目在现有游客服务中心旁扩建，同样可用于客流接待，购票排队压力得到大幅缓解。

### **3.1.2 池黄高铁：开通九华山站点，提振酒店客流、增加九华山/黄山两地通行便捷度**

池黄高铁是安徽省境内连接池州市和黄山市的高速铁路，全线设置池州站、九华山站、黄山西站和黟县东站四座车站，于 2019 年 12 月 28 日开工建设，政府预计 24 年 6 月完工。

**连通池州市与九华山风景区，促九华山周边酒店客流接待量提振。**如左下角池黄高铁线路走向示意图所示，池黄高铁连通池州站与九华山站，而九华山站为新建站点，当前游客通过高铁线路前往九华山只能到达池州站后乘坐小客车或班线前往，乘坐高铁的游客可能更多选择池州市内酒店过夜停留；九华山站距离九华山游客服务中心车程约 18 公里（池州站距九华山游客服务中心车程约 35 公里），距离池州市青阳县车程约 6 公里，开通后，因距离缩短，游客对九华山周边酒店的选择权重或将增加，对九华山风景区本地酒店客流量提升或将有强促进效果。

九华山/黄山两地连通，游客一站式游览便捷度提升，两地互相导流能力将进一步增强。池黄高铁落地也意味着九华山风景区到黄山风景区的便捷度提升，两地后续可通过活动互相导流促客流提升，旅行社在九华山-黄山路段的行程规划也将更为顺畅。

图17：池黄高铁铁路走向示意图



资料来源：长三角铁路公众号，民生证券研究院

### 3.1.3 机场项目扩建：改扩建项目预计 24 年 7 月完工，预计建成后 2030 年可实现 190 万人次旅客吞吐量目标

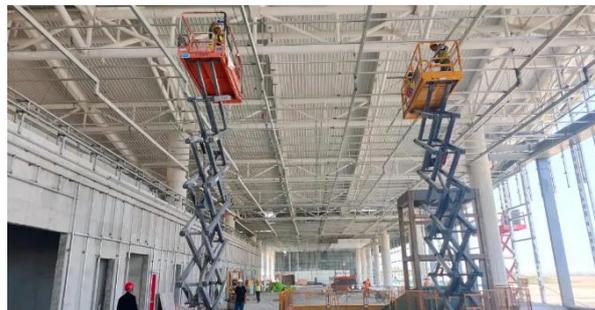
九华山机场于 2009 年 8 月开工建设，2013 年 7 月 29 日正式通航，机场航站楼面积 11700 平米，设置 1 条跑道、5 个机位(1B4C)，飞行区规划等级为 4C。从过往旅客吞吐量情况来看，2019 年旅游吞吐量已达 52.4 万人/同比+16.3%。机场改扩建项目于 2020 年 5 月正式开工建设，项目投资 7.51 亿元，具体建设方向包括：1) 跑道向西北延长 400 米至 2800 米；2) 新增 1 条垂直联络道和 7 个 C 类站坪机位；3) 改建老航站楼 2300 平米，并新建国内航站楼近 15000 平米；4) 配套建设助航灯光、空管、气象、供电、给排水、消防等飞行保障设施及辅助生产设施。九华山机场改扩建工程目前整体进度已完成 70%以上，预计 24 年 7 月完工，据项目总工程师介绍，2030 年可实现旅客吞吐量 190 万人次的目标。我们认为，九华山机场更多作为长三角以外地区客流到达九华山的交通方式，过往旅客吞吐量已到达计划吞吐量上限，项目扩建会对旺季客流增长有较强催化效果，增加景区来访客群中外地客群比例，进一步扩大景区知名度。

图18: 九华山机场新航站楼示意图



资料来源: 安徽交通广播, 民生证券研究院

图19: 九华山机场建设过程



资料来源: 安徽交通广播, 民生证券研究院

### 3.2 酒店矩阵: 现有酒店定位宽泛、区位优势明显, 交通优化后成长空间充足

公司旗下现有酒店数量 8 家, 包括东崖宾馆、聚龙大酒店、大九华宾馆、五溪山色旅游休闲综合度假基地、平天半岛大酒店、九华山中心大酒店、西峰山庄和文宗古村度假村项目, 旗下各酒店均为重资产项目。与景区类上市公司普遍围绕主景区展开酒店矩阵有所不同, 公司旗下酒店的位置分布较为广泛且主题分化, 主要可分为山上/山下周边景区和池州市内酒店三部分。

表4: 公司旗下酒店示意图

酒店名称	开业/装修时间	房间数量	主要房价区间	酒店定位	酒店位置
东崖宾馆	1982 年开业 /2018 年装修	254 间	1787 元-2037 元	中高端, 徽派禅意主题	九华山景区内 (山上)
聚龙大酒店	1991 年开业 /2016 年装修	231 间	1497 元-1796 元	中高端, 亲子主题酒店	九华山景区内 (山上)
大九华宾馆	2008 年开业 /2023 年装修	276 间	380 元-567 元	中端, 徽派城市酒店	池州市贵池区
五溪山色大酒店	2010 年开业	234 间	468 元-735 元	中端, 亲子主题酒店	九华山景区周边五溪山色度假区
平天半岛大酒店	2010 年开业 /2019 年装修	146 间	926 元-1242 元	中高端	池州市贵池区
九华山中心大酒店	2009 年开业 /2018 年装修	196 间	343 元-404 元	中端	柯村片区, 紧邻游客服务中心
西峰山庄	2015 年开业	208 间	307 元-466 元	中高端, 亲子主题酒店	池州市青阳县
文宗古村度假项目	2023 年开业	47 间	1471 元-2548 元	中高端, 民居/农家乐	九华山景区周边五溪山色度假区

资料来源: 去哪儿旅行, 民生证券研究院; (注: 酒店房价数据采用当日房价, 取房价时间为 24 年 2 月 20 日)

**山上酒店:** 布局于九华山上的酒店以中高端定位为主, 开业时间早且近年均有装修优化, 从具体位置分布来看, 两家酒店在景区内布局位置显眼, 观光车上山后在景区主街道九华新街短时间步行可直接到达两家酒店, 酒店周边“化城寺”所处的九华老街兼备各类小型餐饮/茶饮及首饰门店, 也有大型餐饮门店布局, 周边较

强综合性的业态、山上布局带来的稀缺性和时间优势（山上无其他酒店、游客早上无需排队上山便可拜访各寺庙）为其较高定价水平奠基，徽派禅意和亲子主题也精准锚定相关客群需求，在景区客流高增长预期下山上酒店后续入住率/房价有望进一步提振。

**图20：聚龙大酒店位处景区内，建筑风格与景区内其他建筑一致**



资料来源：去哪儿旅行，民生证券研究院

**图21：东崖宾馆-徽派禅意主题**



资料来源：去哪儿旅行，民生证券研究院

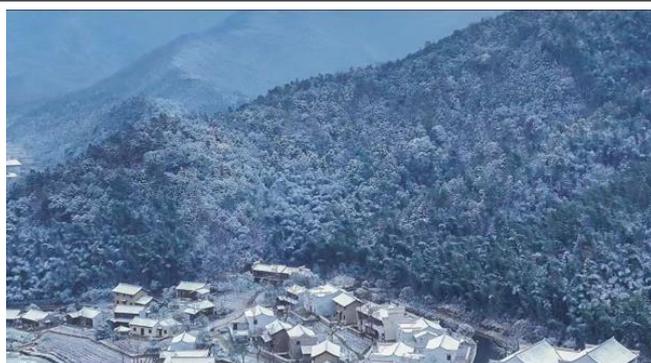
**山下周边酒店：**公司山下周边酒店包括三处，具体位置为位处青阳县五溪山色度假区的两家酒店（文宗古村、五溪山色大酒店）、位处青阳县柯村片区游客服务中心旁的酒店（九华山中心大酒店）、位处青阳县商业广场旁的酒店（西峰山庄），其中 1）五溪山色度假区系公司 2008 年投资建设，2023 年被认定为安徽省级旅游度假区。与各类景区周边常见的度假区业态类似，五溪山色度假区以休闲度假为主基调，集住宿、餐饮、会议、旅游、休闲娱乐为一体，度假区内除文宗古村、五溪山色大酒店以外还包括半出清谷、云端之上、栖间堂、慈嫣山舍、半出朗墅、仝露民宿等多个民宿业态，覆盖高空滑翔、夜市、围炉煮茶等多个热门旅游业态，此类度假区四季均可运营，且周边无类似度假区，宜于作为九华山景区周边业态补充，也可作为冬季引流点之一。2）位处柯村片区的九华山中心大酒店与游客服务中心毗邻，交通便捷度高，区位优势显著；3）位处青阳县的西峰山庄作为青阳县少有的度假酒店业态区位优势明显。上述酒店矩阵均位处青阳县范围内，与九华山风景区距离较近，池黄高铁开通后获客量有望提升。

**图22：五溪山色大酒店**



资料来源：去哪儿旅行，民生证券研究院

**图23：文宗古村**



资料来源：去哪儿旅行，民生证券研究院

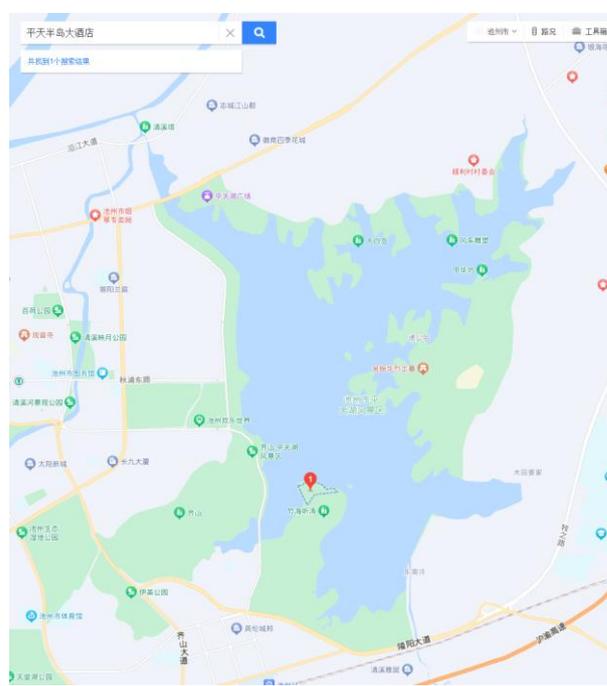
**池州市内酒店:** 主要包括大九华宾馆、平天半岛大酒店, 酒店位处池州市政治/经济/文化中心贵池区, 依托繁荣的都市生态圈设立酒店, 以此为中心北至长江、南至黄山、东至铜陵、毗邻九华山, 契合多日游消费者周边出行需求。此外, 1) 23 年贵池区 GDP 达 500 亿元, 本地高端装备制造、新材料产业齐全, 有高新区/产业园配套, 两处酒店除满足多日游客群旅游需求外, 也可作为与本地产业相关商务出行需求的补充项, 意味着两大酒店获客渠道较为多元, 未来也将持续受益于池州市发展及本地交通优化。2) 平天半岛大酒店在池州市平天湖风景区内, 此类酒店布局契合商务宴请活动需求, 在本地产业逐步崛起情况下发展潜力充足。

图24: 大九华宾馆(上)和平天半岛大酒店(下)示意图



资料来源: 去哪儿旅行, 民生证券研究院

图25: 平天半岛大酒店位处平天湖景区内优质区位, 适合商务宴请



资料来源: 百度地图, 民生证券研究院

### 3.3 内部运力: 观光车运力可满足高峰期单日需求, 景区内 部优质分流结构带来高承载量

停车场扩建和池黄高铁开通带来的外部交通优化是九华山客流增长的核心逻辑, 但是外部交通优化情况下, 内部交通运力能否有效承接外部交通增量, 是九华旅游基本面逻辑是否通畅的关键点。我们通过景区内观光车运力和景区内部交通/内部景点承载能力分析其内部交通后续承压可能性。

聚焦景区观光运力情况, 根据九华旅游 603199 公众号, 春节假期九华旅游客运公司投入自有/外请车辆共 233 辆参与景区高峰运输; 而从车辆实际运输时间来看, 根据实地了解数据统计, 单辆车单程上山时间约为 20 分钟, 车行距离约 12

公里，车辆根据品牌/规格不同承载量有所差异，主要包括 35-39 座大巴车和 61 座大巴车两类，以车辆最小容载量 35 座为假设基础，以 233 台旅游客运车辆为计算标准，单次往返可运送游客上山数量为 8155 人；以春节期间最为火热的大年初五为参考标准，节假日禁止自驾游车辆上山情况下，景区当日接待人次超 8 万人，假设上座率 100%，此时所有车辆往返约 10 趟可送所有游客上山；而景区每日上午 6 点 30 至下午 5 点半前均可送游客上山，不考虑中途休息时间时至多可上山 16 趟，虽有部分车辆可能会用于“九华街-天台索道”往返，但主要上山线路方面仅需投入约 60% 车辆便可满足单日客流最高需求，且高峰期可进一步租借车辆，意味着景区内观光车运力较为充裕，预计后续也能够有效承载外部交通优化带来的运力增量，景区获客能力增强后观光车运输将不会成为瓶颈。

**图26：九华山景区专用观光车辆-38 座**


资料来源：民生证券研究院拍摄

**图27：九华山景区专用观光车辆-61 座**


资料来源：民生证券研究院拍摄

**聚焦景区山景区内部格局，九华山景区内部架构较为清晰，景区内上百座寺庙和若干观光游览景区对客流的分化作用明显，叠加多种路线选择，使景区单日瞬时最佳承载量/最大承载量可达 4 万人/8 万人，日最佳承载量/最大承载量可达 5 万人/9 万人。**具体来看其路线分化方式，游客在山下柯村片区的游客服务中心可选择烧香礼拜/景区游览两条路线，其中景区游览路线从大厅右边入口进门乘车，无需购买门票，购买观光车票/花台索道票后乘观光车到达景点，上方有富贵鸟、母子情深、鱼跃龙门、心形石等多个景点可供游客观光游览，足以覆盖游客单日行程规划；烧香礼拜路线从大厅中间入口进门乘车，购买门票/观光车票后乘观光车到达景点，后续如九华街景区导览图所示有多条路线可供选择，具体可归纳为四方向：一是乘百岁官缆车上行前往百岁宫祈福长寿平安，二是前往虎形山车站乘车至凤凰松车站，随后乘天台索道至天台景区礼拜祈福，上方万佛寺/古拜经台/观音峰均为佛教圣地，也有金龟朝北斗、金鸡叫天门、鲫鱼背、老鹰爬壁、大鹏听经等奇观；三是九华街景区内本身有诸多寺庙可祈福礼拜，包括祇园禅寺、万佛殿、华严宝殿、化城寺等；四是前往九华老街餐饮/购物体验。游客服务中心双路线分流叠加九华街景区四方向分流为景区高瞬时承载量提供有力支撑，预计客流增长预期下景区仍可满足负荷要求。

图28: 九华山景区整体导览图



资料来源: 民生证券研究院拍摄

图29: 九华山上九华街景区导览图



资料来源: 民生证券研究院拍摄

### 3.4 国企改革催化: 实控人变更战略方向不变, 国企改革推进下公司经营有望进一步向好

**过往情况: 省高新投代为行使部分表决权, 安徽省国资委为公司实控人。**截至23H1末, 公司前三大股东为安徽九华山文化旅游集团有限公司(后简称为“九华文旅”)、安徽省高新技术产业投资有限公司(后简称为“省高新投”)和青阳县城市建设经营发展有限公司(后简称为“青阳城建”), 持股占总股本比例分别为32.63%/14.70%/2.32%, 由于文旅集团将总股本12.13%的股份所对应的表决权让省高新投代为行使, 省高新投实际享有公司26.83%的表决权, 超过九华文旅享有的公司20.50%表决权, 而省高新投实际控制人为安徽省国资委旗下全资孙公司, 因此, 截至23H1末安徽省国资委为公司实际控制人。

**取消表决权委托, 公司实控人变更为池州市国资委。**23年7月10日, 公司收到九华文旅通知, 九华文旅与安徽省高新技术产业投资有限公司签署《关于〈表决权委托协议〉之解除协议》, 文旅集团解除委托省高新投行使的九华旅游13,425,466股股份(占九华旅游总股本的12.13%)所对应的表决权。此表决权委托解除事项完成后, 公司控股股东由省高新投变更为文旅集团, 由于九华文旅为池州市国资委全资子公司池州市投资控股有限公司持股56.54%的子公司, 表决权收回后, 池州市国资委间接持股比例达18.45%, 超过安徽省国资委间接持股比例14.70%, 此时公司表决权由持股比例决定, 因此收回表决权后公司实际控制人由安徽省国资委变更为池州市国资委; 由于权益变动触及要约收购, 公司需根据《上市公司收购管理办法》将上市公司股份在7月10日后一个月内减持至30%内, 通过大宗交易/集中竞价方式减持总股本2.7%, 公司在23年7月27日通过大宗交易减持1881560股, 占公司股本1.7%; 8月8日通过集中竞价方式减持1106800股, 占公司股本的1%。截至目前, 公司前十大股东为为九华文旅/省高

新投/青阳城建，持股比例分别为 29.93%/14.70%/4.02%，池州市国资委间接持股比例为 16.92%，为公司实际控制人。

**新旧实控人战略方向一致，国企改革赋能下公司有望受益。**我们认为，安徽省国资委和池州市国资委战略方向一致，在九华山景区发展方面均以世界级休闲旅游目的地为目标，本次实际控制人变更对公司经营影响较小；此外，地方两会近期陆续召开，安徽省政府工作报告中明确，24 年将深化重点领域改革，切实增强发展动力和活力；推进重点领域战略性重组和专业化整合，组建省文旅投资控股集团、深化新一轮港航资源整合，支持国有企业做强做优主业。九华旅游作为省内老牌文旅国企，国企改革驱动指引下对业绩增长、估值提升上的主观能动性有望增强。

### 3.5 需求端：优势地理区位下佛教圣地引流能力强，年轻群体寺庙礼拜需求增加

#### 3.5.1 旅游大环境契合：地理位置优势明显，佛教圣地引流能力强

**优质地理区位叠加佛教圣地地位，景区本身引流能力极强，需求端长期旺盛。**九华山与五台山、普陀山、峨眉山并称佛教四大名山，名称源于李白“妙有分二气，灵山开九华”诗句，在佛教观念中是地藏王菩萨道场。从地理位置来看，九华山位处安徽省内，与峨眉山同处长三角范围内，客群基础庞大且整体经济水平较高，且得益于安徽省内发达的交通网络，获客渠道可辐射全国。从过往景区客流表现来看，九华山客流疫情前处逐年攀升状态，疫情扰动下仍展现充足韧性，证明其需求端长期维持高热度且仍处持续增长状态，且因佛教礼拜存在一定刚需性质，在宏观环境/气候条件不佳情况下或也将展现强经营韧性。

#### 3.5.2 渠道引流：线上宣传力度相对较为平缓，职工疗养为核心引流方式之一

公司在抖音、微信、小红书等新媒体平台上均有微信公众号，且有“九华融媒”、“九华旅游 603199”等微信公众号承担宣传职能。但是，客观来说，其在对外宣传层面发力较少，一方面是景区本身高知名度和资源禀赋使其无需通过线上宣传渠道进行引流转化，另一方面是公司与政府机构商务合作较为紧密，可通过职工疗养方式引流提振酒店客流，具体获客渠道为地方县级/市级/省级总工会的疗休养活动引流和池州市疗休养推介会引流，22 年 8 月，九华旅游被安徽省总工会命名为第二批“安徽省职工疗休养基地”。

除职工疗休养和线上宣传外，公司常通过各类主题活动引流，如 23 年春季以“赏景踏青、登山健身、美食养生、研学寻趣、文化探访、民宿体验”为主题推出的系列旅游产品，直接促景区内民宿住宿率提升，23 年正月十五后景区内部分民

宿入住率仍能达到 80%。

图30: 九华旅游旗下五溪山色大酒店接待疗休养职工



资料来源: 安徽机关党建网, 民生证券研究院

图31: 23 年池州职工疗休养推介活动举办



资料来源: 人民网, 民生证券研究院

## 4 投资建议与估值分析

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们根据公司历年收入/成本拆分项对其进行项目拆分，并预测各项目未来收入及毛利率表现。

**索道缆车业务：**公司营收主贡献点，包括景区内天台索道、花台索道和百岁宫缆车。从营收表现来看，23年景区高景气，营收有望恢复并超越19年同期水平，且因22年基数较低，同比增速将有亮眼表现；24年停车场扩建、池黄高铁开通、九华山机场扩建三重交通优化预期下景区客流成长空间大，索道缆车业务营收在24年有望有较大增长，25年步入稳步成长期。从毛利率表现来看，由于此项业务固定成本占比较高，日常运营成本低，客流增长促收入增长时，毛利率也会有所提升，预计23年毛利率或将超越19年同期水平（23H1索道缆车业务毛利率已达88.07%，Q4相对淡季，预计毛利率有所回调），24-25年随客流/收入增长，毛利率也将上升。预计公司23-25年索道缆车营收为3.15/3.73/3.92亿元，同比+152.71%/+18.28%/+5.00%，对应毛利率水平为85.80%/86.48%/86.67%。

**酒店业务：**公司当前旗下共有8家酒店，其中九华山山上2家，山下青阳县范围内4家，池州市内2家。公司除池州市内酒店外其余酒店均围绕九华山设立，交通优化和需求提振带来的客流增长也将使酒店入住率/房价直接受益，23年景区高景气，营收有望恢复并超越19年同期水平，且因22年基数较低，同比增速将有亮眼表现；24-25年同样受内外部交通优化预期影响，收入有望上行。在毛利率方面，23年酒店新增文宗古村酒店，预计新项目开业初期成本或较难把控，可能造成23年毛利率水平短期下行；但酒店业务本身具备一定业绩弹性，23-24年随客流增长、文宗古村逐步渡过爬坡期，毛利率将较19年同期有所优化。基于上述逻辑，预计酒店业务23-25年营收2.38/2.49/2.57亿元，同比+88.69%/+4.62%/+3.55%，对应毛利率水平分别为9.06%/11.76%/12.23%。

**客运业务：**主要是公司旗下观光车业务，负责从游客服务中心处送游客上山。23年受景区高景气影响收入有望恢复并超越19年同期，且因22年基数较低，同比增速将有亮眼表现。从24-25年来看，由于停车场扩建位置处九华山游客服务中心旁，且节假日高峰期禁止自驾游游客上山，因此游客在节假日时段必然选择观光车作为上山方式，观光车业务受交通优化直接催化，24-25年收入有望高增；此外，观光车业务同样以固定成本为主，具备高业绩弹性，但变动成本相对较高（有燃油成本），23-25年随收入增加，毛利率也将持续改善。基于上述观点，预计客运业务23-25年营收1.16/1.64/1.74亿元，同比+117.27%/+41.32%/+6.11%，对应毛利率水平分别为50.42%/52.03%/52.67%。

**旅行社业务：**23H1旅行社业务收入已达1.2亿元但未考虑分部业务抵销情况，预计此业务23年全年收入/毛利率略高于19年同期；24-25年随景区交通优

化/需求提振,业务营收有望拔高,毛利率也将有所优化,预计后续毛利率与19年同期持平。基于上述逻辑,预计旅行社业务23-25年营收0.49/0.51/0.53亿元,同比+115.86%/+5.00%/+3.00%,对应毛利率水平为5.13%/5.52%/6.11%。

**表5: 公司主营业务拆分**

公司各项业务营收	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
索道缆车业务总收入(百万元)	230.87	135.20	170.62	124.79	315.36	373.00	391.65
yoy	16.23%	-41.44%	26.20%	-26.86%	152.71%	18.28%	5.00%
毛利率	82.78%	75.83%	78.36%	70.61%	85.80%	86.48%	86.67%
酒店业务总收入	167.16	125.20	152.21	125.92	237.60	248.58	257.41
yoy	10.33%	-25.10%	21.58%	-17.27%	88.69%	4.62%	3.55%
毛利率	10.55%	7.83%	2.25%	-17.95%	9.06%	11.76%	12.23%
客运业务总收入(百万元)	90.74	57.21	73.65	53.48	116.19	164.20	174.24
yoy	12.23%	-36.96%	28.73%	-27.39%	117.27%	41.32%	6.11%
毛利率	48.52%	43.36%	45.23%	30.21%	50.42%	52.03%	52.67%
旅行社业务(百万元)	44.56	19.24	23.97	22.71	49.02	51.47	53.01
yoy	-11.38%	-56.83%	24.59%	-5.25%	115.86%	5.00%	3.00%
毛利率	4.75%	5.84%	3.20%	6.26%	5.13%	5.52%	6.11%

资料来源: IFIND, 民生证券研究院预测

**从各项费用率表现来看,**由于23年业绩预告中提到的营收表现远超19年同期水平,而销售费用/管理费用近年绝对值表现较为稳定,因此我们预计23-25年销售费用率/管理费用率将随营收增长逐步降低,对应23-25年销售费用率4.23%/4.01%/3.95%,对应23-25年管理费用率12.30%/12.13%/11.93%。财务费用率方面,公司财务状况较好,往年利息收入高于利息费用,预计23-25仍维持此趋势,对应23-25年财务费用率-0.14%/-0.15%/-0.16%。

**表6: 公司各项费用率预测**

公司各项费用率表现	2019年	2020年	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E
销售费用率	5.28%	5.93%	5.76%	7.21%	4.23%	4.01%	3.95%
管理费用率	14.17%	17.32%	17.31%	21.07%	12.30%	12.13%	11.93%
财务费用率	-0.09%	-0.25%	-0.11%	-0.24%	-0.14%	-0.15%	-0.16%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测 (注: 公司无研发费用)

## 4.2 估值分析

估值分析方面，我们选取同样围绕名山大川进行业务布局，2023年以来客流恢复明显的峨眉山 A、黄山旅游、丽江股份作为可比公司，通过相对估值法进行估值分析。从 23-25 年 PE 均值表现来看，可比公司 PE 均值为 19X/17X/15X，公司 PE 为 21X/17X/15X，23 年 PE 均值高于可比公司，24-25 年 PE 均值与可比公司相同。我们认为，九华山景区交通优化将促景区获客能力、游客接待能力提振，叠加九华山景区与寺庙游需求的高契合度，公司在供需两端均有增长潜力；此外，1) 国企改革或将对公司后续发展有助力效果；2) 公司过往归母净利润与收入增速比相对其他围绕名山大川进行业务布局的上市公司更为稳定且多数时间大于 1，业绩弹性较高。综上，我们认为公司估值仍有上行空间。

表7：可比公司相对估值法数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (倍)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000888.SZ	峨眉山 A	9.42	0.55	0.62	0.74	17	15	13
002033.SZ	丽江股份	9.28	0.44	0.50	0.55	21	19	17
600054.SH	黄山旅游	11.07	0.56	0.66	0.75	20	17	15
	<b>平均值</b>					<b>19</b>	<b>17</b>	<b>15</b>
603199.SH	九华旅游	33.97	1.59	2.05	2.2	21	17	15

资料来源：IFIND，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 IFIND 一致预期，股价时间为 2024 年 3 月 8 日

## 4.3 投资建议

看好九华旅游后续成长，聚焦三大逻辑：**1) 交通优化**：停车场扩建/池黄高铁开通预期/九华山机场扩建预期优化景区交通，后续客流有望增长；**2) 业绩弹性**：酒店/索道缆车/客运业务业绩弹性大，且过往归母净利润与收入增长比多数时间高于 1，客流增长将促毛利率/净利率优化；**3) 需求旺盛**：九华山高知名度叠加佛教圣地属性带来长期高热度，寺庙游属性匹配年轻群体需求，需求端有望长期旺盛。我们预计 23-25 年公司归母净利润 1.75/2.27/2.43 亿元，以 3 月 8 日收盘价为基础，对应 PE 值为 21X/17X/15X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

1) **景区热点风向转移风险**：寺庙经济可能不会成为旅游行业长期热点，若热点风向转移，景区需求端可能受到影响。

2) **交通优化项目落地时间不及预期风险**：池黄高铁、九华山机场扩建项目尚在推进中，可能因各类突发因素导致项目落地时间不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	332	723	842	881
营业成本	244	367	400	413
营业税金及附加	10	13	15	15
销售费用	24	31	34	35
管理费用	70	89	102	105
研发费用	0	0	0	0
EBIT	-11	228	297	319
财务费用	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-10	0	0	0
投资收益	7	7	7	7
营业利润	-13	237	306	327
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	-14	236	305	326
所得税	0	60	78	83
净利润	-14	175	227	243
归属于母公司净利润	-14	175	227	243
EBITDA	63	307	382	406

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	86	295	487	654
应收账款及票据	3	3	3	3
预付款项	2	3	3	3
存货	7	9	9	9
其他流动资产	341	290	250	217
流动资产合计	439	599	752	885
长期股权投资	66	73	80	88
固定资产	572	796	790	787
无形资产	223	223	223	223
非流动资产合计	1,039	1,159	1,211	1,264
资产合计	1,478	1,759	1,963	2,149
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	87	134	149	158
其他流动负债	118	175	191	196
流动负债合计	205	309	340	355
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	29	31	31	31
非流动负债合计	29	31	31	31
负债合计	234	340	371	385
股本	111	111	111	111
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,244	1,419	1,591	1,764
负债和股东权益合计	1,478	1,759	1,963	2,149

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-22.00	117.85	16.46	4.64
EBIT 增长率	-115.56	2122.17	30.21	7.27
净利润增长率	-122.63	1380.96	29.34	7.11
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	26.44	49.20	52.56	53.16
净利润率	-4.13	24.26	26.94	27.58
总资产收益率 ROA	-0.93	9.98	11.57	11.31
净资产收益率 ROE	-1.10	12.37	14.26	13.78
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.14	1.94	2.21	2.50
速动比率	0.44	0.97	1.45	1.86
现金比率	0.42	0.96	1.43	1.84
资产负债率 (%)	15.83	19.31	18.91	17.93
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	2.98	1.50	1.30	1.10
存货周转天数	10.47	9.00	8.50	8.00
总资产周转率	0.22	0.45	0.45	0.43
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.12	1.59	2.05	2.20
每股净资产	11.24	12.82	14.38	15.94
每股经营现金流	0.44	3.62	3.40	3.37
每股股利	0.00	0.49	0.64	0.68
<b>估值分析</b>				
PE	-	21	17	15
PB	3.0	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	57.22	11.82	9.51	8.93
股息收益率 (%)	0.00	1.45	1.88	2.01

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-14	175	227	243
折旧和摊销	75	79	85	88
营运资金变动	-13	152	71	48
经营活动现金流	49	401	377	373
资本开支	-136	-189	-130	-134
投资	120	0	0	0
投资活动现金流	-5	-193	-130	-134
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-19	1	-55	-71
现金净流量	25	209	192	167

## 插图目录

图 1: 17 至 22 年公司各项业务营收情况 (单位: 亿元)	4
图 2: 17-22 年公司各项业务毛利率情况	4
图 3: 22 年公司各项业务营收占比	4
图 4: 九华旅游发展历程	5
图 5: 17 至 23 年公司营收情况 (单位: 亿元)	6
图 6: 17 至 23 年公司归母净利润情况 (单位: 亿元)	6
图 7: 17 年至 23 年 Q1-Q3 公司各项费用率情况	7
图 8: 17 年至 23 年 Q1-Q3 公司各项费用绝对值表现 (单位: 万元)	7
图 9: 17 年至 23 年 Q1-Q3 公司毛利率/归母净利率情况	7
图 10: “寺庙”关键词百度资讯指数走势	9
图 11: 23 年全国名山大川景区热度前十	9
图 12: 24 年全国名山大川景区热度前十	9
图 13: 龙年本命年径山红绳手链 38 焕新周销售情况	10
图 14: 十八籽手链 38 焕新周销售情况	10
图 15: 2023 年寺庙游上香原因剖析	10
图 16: 2023 年年轻人上香祈愿方向	10
图 17: 池黄高铁铁路走向示意图	13
图 18: 九华山机场新航站楼示意图	14
图 19: 九华山机场建设过程	14
图 20: 聚龙大酒店位处景区内, 建筑风格与景区内其他建筑一致	15
图 21: 东崖宾馆-徽派禅意主题	15
图 22: 五溪山色大酒店	15
图 23: 文宗古村	15
图 24: 大九华宾馆(上)和平天半岛大酒店(下)示意图	16
图 25: 平天半岛大酒店位处平天湖景区内优质区位, 适合商务宴请	16
图 26: 九华山景区专用观光车辆-38 座	17
图 27: 九华山景区专用观光车辆-61 座	17
图 28: 九华山景区整体导览图	18
图 29: 九华山上九华街景区导览图	18
图 30: 九华旅游旗下五溪山色大酒店接待疗休养职工	20
图 31: 23 年池州职工疗休养推介活动举办	20

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 九华山门票/大巴/索道缆车业务收费情况	5
表 2: 名山大川类景区归母净利润与收入增长比表现	6
表 3: 杜邦分析法剖析九华旅游财务状况	8
表 4: 公司旗下酒店示意图	14
表 5: 公司主营业务拆分	22
表 6: 公司各项费用率预测	22
表 7: 可比公司相对估值法数据对比	23
公司财务报表数据预测汇总	25

## 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
	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