

# 九华旅游 (603199.SH)

## 疫后复苏弹性居前，交通边际改善有望提振客流

增持

### 核心观点

**九华山：我国四大佛教名山之一，2023年景区门票收入较2019年增长42%。**九华山为我国四大佛教名山之一，疫后游客追逐寺庙游等精神体验，叠加景区旅游性价比属性契合消费趋势，推动景区客流显著增长。根据安徽文旅局统计，2023年九华山门票收入（非上市公司体内）恢复至2019年142%。

**九华旅游：深耕九华山旅游产业链，主业集中度高，索道贡献核心盈利，疫后复苏居前。**公司隶属于池州市国资委，深耕九华山景区产业链，主营索道缆车、客运、酒店、旅行社业务，2023年公司景区交通与住宿相关业务占收入比重约90%（其他名山大川景区公司为70-90%）。高毛利的索道缆车与客运业务合计贡献近6成收入、近9成毛利，系公司盈利核心。考虑其他可选消费项目/相对低ROE业务拖累较少，公司疫后复苏强劲。2023年收入7.24亿元，较2019年增35%，居名山大川景区公司首位；归母净利润1.75亿元，较2019年增49%，增速仅次于长白山（后者山门下移提价助力利润率改善）。

**季节性特征：全年前高后低，2024Q1多重因素扰动旺季表现不佳。**2019年公司收入Q2、Q1、Q3、Q4依次走淡，且季节性相比同行偏弱（单季度收入占比均低于30%），这与其他自然景区公司Q3为经营旺季（收入占比超30%）有所差异。我们分析，一方面公司佛教文化加持下，祈福拜佛人员对暑期依赖性不强。另一方面九华山夏季早晚温差较大，白天高温部分影响出行体验。经过2023年补偿性出游需求释放带来的高基数，同时受春节较晚缩短旺季天数，以及冰冻天气阶段封山的扰动，公司2024Q1收入、归母净利润同比分别-6.1%、-15.8%，旺季表现不佳，但剔除扰动后预计仍正增长。

**短有交通改善，长有索道扩容，持续受益于大黄山战略推进。**九华山风景区正迎来交通边际改善。对于中短途游客而言，节假日景区自驾实施交通管制，但山下停车位已遇瓶颈。2024年春节九华山交通转换中心功能升级，停车位从1000余个提升至5000余个。同时，池黄高铁新修九华山站毗邻景区，相比原来的池州站距离景区40分钟车程显著改善，该线路于2024年3月试运行，预计4月底具备开通条件。对于中长途游客，九华山机场扩建后有望年内运营，运力较2019年客运量翻3倍以上。伴随大黄山战略推进，省政府规划2023-2033年大黄山区域四市（含池州市）旅游收入与接待人次CAGR达到10%左右，公司有望充分受益。在此基础上，公司持续挖潜景区内项目扩容升级，其中狮子峰景区项目若审批通过顺利投运后，公司测算中线贡献千万级利润。基于良好稳定现金流，2023年公司分红率从此前30%提至50%。

**风险提示：**恶劣天气扰动经营，新项目不及预期，交通改善效果不及预期等。

**投资建议：**基于客流平稳增长的假设，我们预计2023-2025年公司归母净利润为1.96/2.16/2.36亿元，EPS为1.77/1.95/2.13元，对应动态PE为21/19/17x。公司卡位佛教名山资源，专注挖潜九华山景区产业链主业，疫后复苏弹性居自然景区前列。今年以来的节假日旅游高景气延续及平日各地营销热点此起彼伏，使得旅游景气的持续性持续验证，同时公司还有交通多维度边际改善及新项目推进预期。短期Q1业绩有一定波动，但考虑当前居民出游韧性仍然突出，寺庙游等精神体验追求依旧延续；同时九华山景区短期交通边际改善及大黄山战略推进下的客流提振作用仍有期待，首次覆盖给予“增持”评级。

### 公司研究·财报点评

#### 社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003  
 证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn S0980513100003  
 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002  
 联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	
收盘价	36.92元
总市值/流通市值	4086/4086百万元
52周最高价/最低价	41.08/24.60元
近3个月日均成交额	165.72百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

**盈利预测和财务指标**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	332	724	806	887	965
(+/-%)	-22.0%	117.9%	11.4%	10.0%	8.8%
归母净利润(百万元)	-14	175	196	216	236
(+/-%)	-122.6%	1374.9%	12.2%	10.1%	9.3%
每股收益(元)	-0.12	1.58	1.77	1.95	2.13
EBIT Margin	-4.8%	30.1%	30.5%	30.8%	31.6%
净资产收益率 (ROE)	-1.1%	12.3%	12.6%	12.6%	12.6%
市盈率 (PE)	-298.3	23.4	20.8	18.9	17.3
EV/EBITDA	76.7	15.3	13.5	13.7	14.6
市净率 (PB)	3.29	2.88	2.63	2.39	2.18

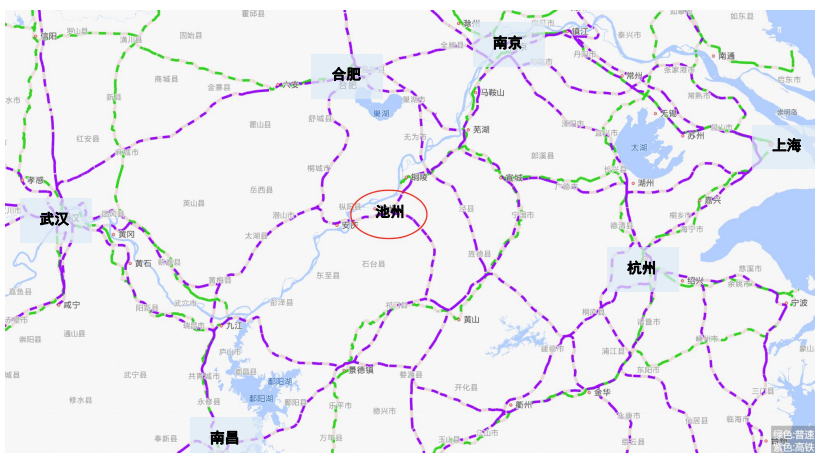
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司概况：依托佛教名山，专注主业经营

九华山为四大佛教名山之一，2023年景区门票收入较2019年增长42%。九华山为我国佛教四大名山之一，位于安徽省池州市，是安徽省“两山一湖”（九华山、太平湖、黄山）旅游开发战略的景区。景区融合自然风光+历史文化底蕴，总规划面积120平方公里，共有99座山峰，大景区可分为前山核心景区、后山天台景区及花台景区三大部分。疫后寺庙游等体验消费叠加景区性价比消费推动客流显著释放，根据安徽文旅局数据，2023年九华山门票收入（非上市公司体内）恢复至2019年的142%。

图1：九华山地理位置



资料来源：中国铁路网、国信证券经济研究所整理

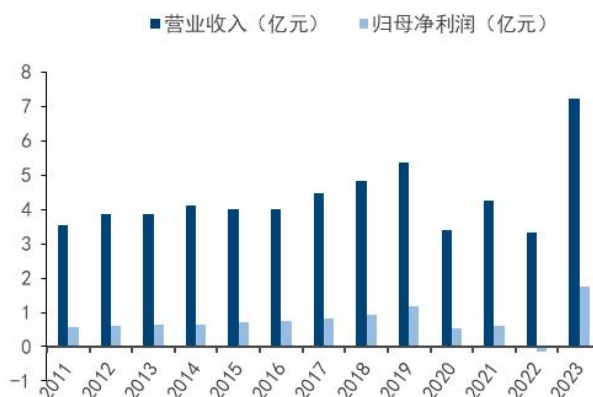
九华旅游深耕九华山景区旅游产业链。公司由省国资组建于2000年，主营九华山景区的索道缆车、客运、酒店、旅行社业务，已构建完整的旅游产业体系，2015年在上交所上市。公司2001-2006年通过收购整合完成景区产业链初始布局；2008年起围绕主景区内生投资驱动发展，先后投资数亿元丰富打造综合酒店配套、新建并改造主要索道，持续推进储备项目建设。

图2：九华山风景区导览图



资料来源：九华旅游小程序，国信证券经济研究所整理

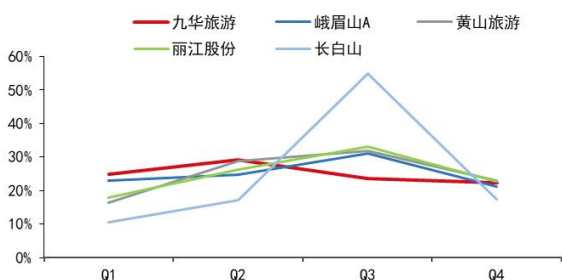
图3：公司收入与业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

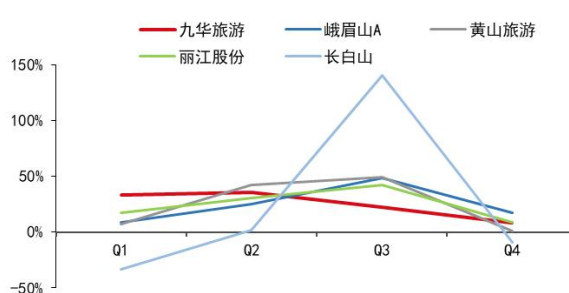
**主营业务特点：1、季节性特征：全年前高后低，相比其他自然景区季节性更弱。**以正常经营年份 2019 年为例，从收入与净利润看，公司 Q2、Q1、Q3、Q4 依次走淡，这与其他自然景区上市公司普遍为 Q3 最旺有所差异。我们分析，一方面公司佛教文化加持下，祈福拜佛属性对暑期依赖性不强，但疫后年轻群体寺庙游趋势对 Q3 收入有一定提振，与上半年差异缩小；另一方面地理位置因素扰动，九华山夏季早晚温差较大，白天高温部分影响出行体验。

图4：各上市公司景区季度收入占比（以 2019 年为例）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：各上市公司景区季度归母净利润占比（以 2019 年为例）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：九华山 2021 年-2023 年 7 月温度走势



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

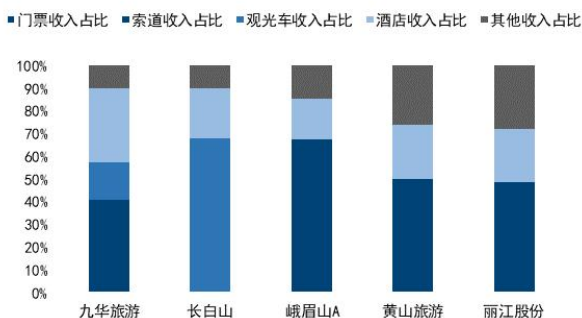
图7：九华旅游季度营收、业绩情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**2、主业集中度高，索道客运为利润核心，疫后在名山大川景区中复苏相对领先。**公司上市以来专注主业，围绕九华山景区开发运营，2023 年公司景区交通与住宿相关业务占总收入比重约 90%，在自然景区上市公司中居前列，其中高毛利的索道缆车与客运业务合计贡献近 6 成收入、近 9 成毛利，系盈利核心。具体看，2023 年公司索道缆车/酒店/客运/旅行社/其他业务分别总收入比重为 40.7%/32.4%/16.7%/9.3%/0.8%，占总毛利润的 70.5%/10.8%/16.4%/1.8%/0.6%。考虑其他业务拖累较少，公司疫后复苏表现强劲，2023 年公司实现收入 7.24 亿元，较 2019 年增长 35%；归母净利润 1.75 亿元，较 2019 年增长 49%，在名山大川型景区公司中表现突出。

图8：2023 年名山大川景区上市公司收入构成情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：名山大川景区公司 2023 年收入与净利润较 2019 年增速

公司名称	收入	VS2019 年	归母净利润	VS2019 年
九华旅游	7.2	35%	1.7	49%
长白山	6.2	33%	1.4	83%
黄山旅游	19.3	20%	4.2	24%
丽江股份	8.0	11%	2.3	12%
峨眉山 A	10.4	-6%	2.3	1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2020 年峨眉山 A 收入确认的会计准则调整，收入口径由总额法调整为净额法

表1：2023 年景区公司各业务毛利率对比

	门票	索道	观光车	酒店	其他
九华旅游	-	85.96%	48.55%	16.46%	11.53%
长白山	-	-	48.72%	32.08%	4.05%
峨眉山 A	53.41%	81.46%	-	13.33%	-2.85%
黄山旅游	45.94%	88.52%	-	39.92%	23.30%
丽江股份	-	84.56%	-	26.38%	41.09%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 具体来看公司各项业务如下：

表2：公司主营业务情况

九华山门票票价（元）：旺季 160、优惠票 80，淡季 140、优惠票 70；每年 11.15-次年 1.15 执行淡季票价（非上市公司体内，票价展示仅供参考）

#### 一、索道缆车业务

	投运时间（年）	单向最大运力（人/小时）	全长（米）	票价（元）	2023 年运输客流量（人次）
天台索道	1994	2000	1244	旺季：联票 160，单程票 85 淡季：联票 120，单程票 65	预计约 100 万
百岁宫缆车	2000	760	452	旺季：联票 100，单程票 55 淡季：联票 80，单程票 45	预计约 100 万
花台索道	2010	1600	2908	旺季：联票 160，单程票 85 淡季：联票 120，单程票 65	预计约数十万
狮子峰索道（拟建设）	计划 2024 年 12 月动工，2026 年 11 月全部完工交付使用	1600	3415	公司测算索道建成第一年客量 22.4 万人次，预计每年增长 15%，第 15 年不再增长	

#### 二、酒店业务

	投运时间（年）	客房数量（间）	房价（官方渠道 2024.4.19 数据）	位置
东崖宾馆	1982（2018 装修）	254	980 起	九华山景区
聚龙大酒店	1992（2016 装修）	231	1090 起	九华山景区
中心大酒店	2009（2018 装修）	190	300 起	九华山游客中心旁
西峰山庄	2004（2015 装修）	208	280 起	青阳县城
大九华宾馆	1993（2023 装修）	276	350 起	池州市区
平天半岛大酒店	2010（2019 装修）	146	880 起	池州市区
五溪山色酒店	2011（2019 装修）	245	490 起	五溪山色度假区
文宗古村酒店	2023	47	1699 起	五溪山色度假区

#### 三、客运业务

1、景区内部交通运输业务，票价 50 元，优惠票 30 元；2、外部客运业务

#### 四、旅行社业务

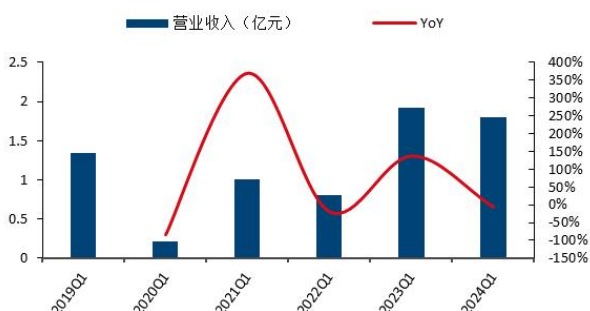
本公司目前下属 6 家旅行社，主要服务内部业务，1 家位于青阳县城外，其余 5 家均位于九华山风景区内

资料来源：公司公告，九华旅游官方平台，携程网，国信证券经济研究所整理

## 成长看点：短有交通改善，长有索道扩容

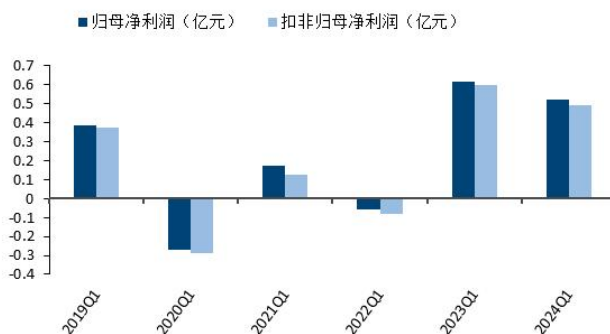
短期高基数+恶劣天气扰动客流表现，Q1 收入同比下滑 6%。Q1 公司实现收入 1.8 亿元，同比-6.1%；归母净利润 0.52 亿元，同比-15.8%；扣非归母净利润 0.49 亿元，同比-17.9%。经过 2023 年补偿性出游需求释放带来的高基数，Q1 客流同比略下滑，其中由于受冰冻雨雪天气影响，正月十二起九华山封山一周，使得 1-2 月景区累计接待游客同比下降 8.59%；同时，本身龙年春节相对较晚，使得旺季相对减少 20 天（春节前为淡季），也有所影响。若剔除二者扰动后，估算公司 2024Q1 收入同比仍有望增长 9%。

图10：公司 Q1 收入及增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司 Q1 净利润情况

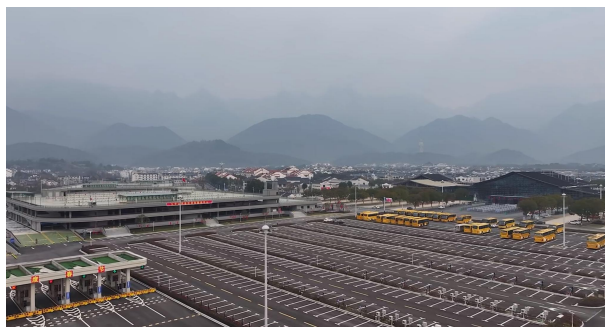


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中长线受益于大黄山战略持续发力，省政府规划 2023-2033 年四市旅游收入与接待人次 CAGR 达到 10% 左右。2022 年起，安徽省政府将大黄山建设作为旅游强省建设的重要内容，2023 年底制定出台了大黄山世界级休闲度假康养旅游目的地建设行动方案，力争通过 5-10 年的努力，将大黄山打造成为世界级品牌。该战略涵盖包括黄山、池州、安庆、宣城四市，强化区域联动发展。2023 年，四市接待国内游客 2.7 亿人次，实现国内旅游收入 2857.5 亿元，分别占全省的 31.8%、33.6%。根据行动方案，预计到 2033 年大黄山地区生产总值达到 14000 亿元，接待国内游客超过 6.7 亿人次、旅游收入超过 7900 亿元，10 年 CAGR 分别实现 9.5%、10.7%。

依托大黄山总体规划，后续公司一看内外交通改善提振客流：

图12：九华山游客换乘中心升级后图示



资料来源：池州文化旅游，国信证券经济研究所整理

图13：池黄高铁线路图






资料来源：微信公众号图说铁道，国信证券经济研究所整理

**1、九华山交通转换中心功能升级，打开旺季进山瓶颈、提升景交车渗透。**九华山风景区可通过飞机、火车、汽车、自驾多种方式到达，考虑主要客源来自长三角地区，其中预计约一半客流来自安徽省内，自驾上山成为优选。为缓解九华街区交通压力，管委会在节假日实施常态化的交通管制，游客换乘景交车上山，其中九华山游客中心是来山游客交通转换的重要节点，建造于 2004 年，已不能满足节假日等高峰期的停车需求。2022 年公司投资 3.5 亿元对其进行改造升级，2024 年春节完成主要功能区建设并初步投入使用，可停车 5207 辆，满足高峰期超 5000 人/小时的游客换乘。我们分析，换乘中心升级一方面通过增加停车位有效打开旺季瓶颈，另一方面也通过智能停车寻车服务助推公司景交车渗透。

**2、池黄高铁九华山站毗邻景区，开通后有望提高客源渗透范围。**此前距离九华山最近的火车站为池州站，距九华山游客服务中心仍有 40 公里车程，便利性不高；武杭高铁池黄段于 2019 年 12 月开工建设，2024 年 3 月开启试运行，根据中国铁路上海局集团运输部副主任殷勇介绍，预计 4 月底具备开通运营条件。池黄段设池州、九华山、黄山西、黟县东 4 座车站，其中九华山、黄山西为新建，九华山站距离九华山风景区约 6km。高铁开通后，直接串联两山一湖旅游路线，池州到黄山预计有望缩短至约半个小时，杭州、上海客源市场也有望进一步渗透。

表3: 九华山风景区交通方式汇总

交通方式	2023 年及以前	2024 年后
1、自驾	 <p>周一至周五，七座以下车辆可以上山，周五下午到周日下午以及其他节假日景区交通管制时间，须将车辆停放在九华山下游客服务中心，换乘景区大巴上山。</p> <p>山上片区现有各类停车场仅 1000 余个车位，山下柯村片区仅有游客中心和文化园 2 个规模停车场，停车位约 3800 个，已不能满足节假日等高峰期的停车需求。</p>	<p>九华山交通转换中心功能提升项目，2024 年春节完成主要功能区建设并初步投入使用，可停车 5,207 辆，满足高峰期超 5,000 人/小时的游客换乘、咨询和智能化需求等综合性一体化服务</p>
2、汽车	<p>乘坐所在城市至九华山长途汽车站，或到合肥旅游汽车站、池州汽车站、青阳汽车站转乘至九华山。</p>	
3、火车	 <p>九华山列车运行示意图</p> <p>1、池州站 距离九华山最近的火车站是池州站，距九华山游客服务中心 40 公里的车程</p> <p>2、铜陵北站 乘车至铜陵北高铁站后，乘铜陵至九华山大巴车，单程时长约 100 分钟。</p> <p>3、合肥站 乘车到合肥火车站后，乘公交、出租车到合肥旅游汽车站或南门换乘中心后转乘大巴车至九华山，单程时长约 4 小时。</p>	<p>池黄高铁于 2019 年 12 月开工建设，2024 年 3 月开启试运行。全线设池州、九华山、黄山西、黟县东 4 座车站，其中九华山、黄山西为本线新建车站，九华山站距离九华山风景区约 6km。</p>
4、飞机	 <p>九华山机场航线示意图</p> <p>1、池州九华山机场 乘飞机至池州九华山机场后，转乘大巴直达九华山，单程约 1 小时。</p> <p>2、合肥新桥机场 乘飞机至合肥新桥机场后，转机场大巴、出租车至合肥旅游汽车站或合肥南门换乘中心后坐至九华山大巴，单程约 5 小时。</p>	<p>池州九华山机场改扩建工程于 2020 年 5 月正式开工建设，于 2024 年有望投入使用，预计 2030 年九华山机场可实现旅客吞吐量 190 万人次的目标，达到 2019 年的 3.6 倍。</p>

资料来源：公司官方小程序，界面新闻，国信证券经济研究所整理

**3、九华山机场扩建后有望年内运营，预计 2019–2030 年旅客吞吐量 CAGR 为 12%。**根据池州九华山机场官网，九华山机场于 2013 年 7 月正式通航，设有 1 个航站楼与 1 条跑道，2019 年旅客吞吐量增加至 52.4 万人次。根据池州日报，九华山机场改扩建工程于 2020 年 5 月正式开工建设，拟延长已有跑道、升级已有航站楼并新建另一航站楼、及相关配套改造。根据大皖新闻报道，目前机场飞行区工程改扩建工作已完成，航站区改扩建工程正在实施内装饰、机电安装及民航专业弱电工程，计划年内投入使用。投入使用后预计 2030 年九华山机场可实现旅客吞吐量 190 万人次，2019–2030 年 CAGR 为 12.4%，有望进一步打开中远途客源市场。

**总体而言，2024 年九华山景区有望先后在短途自驾、中途高铁及远途飞机迎来多维度交通改善，支撑景区打开旺季瓶颈，同时扩大客源渗透。**

**二看酒店项目升级与爬坡。**目前公司在景区内共运营 8 家酒店，从盈利角度看景区内酒店（东崖宾馆、聚龙大酒店）表现更为突出，其他则预计仍有拖累。2023 年公司大九华宾馆商务楼改造升级并投入运营，文宗古村项目建设并投入运营。文宗古村项目位于五溪山色度假区，定位高端度假酒店，围绕“徽韵村落、山水田园”为设计灵感，深挖地域文化与禅旅文化，形成“一山一水一村落”的自然田园风光，考虑后续逐步爬坡有望提高酒店盈利贡献。

**三看拟投资狮子峰景区项目，若审批通过有望贡献中线索道盈利增量。**为改善九华山风景区“中热南北冷”的游览现状，带动狮子峰、莲花峰等景区开发，连接花台景区和九子岩景区，实现游览面扩容，缓解旅游高峰期的相关压力。公司拟以自有资金 3.26 亿元投资狮子峰项目，包括索道投资 2.95 亿元、高山游览步道投资 0.31 亿元。项目建设周期 24 个月，目前该项目已取得七部门审批通过，待林地事项审批，计划于 2024 年 12 月动工，2026 年 11 月全部完工交付使用。

**效益估算：**公司假设索道乘坐率按狮子峰景区预计游客量的 40%考虑，索道建成第一年乘客量预计为 22.4 万人次，之后预计每年增长 15%，第 15 年不再增长。运营前三年预计亏损，第四年开始盈利。**15 年期间，年平均营业收入 11147.5 万元，平均利润总额 4996.9 万元，投资利润率 15.32%，全投资内部收益率（税后）9.54%，全部投资回收期（税后）11.92 年（含建设期 2 年）。**

**四看国企考核强化及分红提升。**2023 年 10 月起公司实控人由安徽省国资变更回池州市国资委，在国企考核持续强化的背景下公司降本增效有望持续推进。此外，鉴于 2023 年流动性情况整体改善，综合多方诉求，公司提高分红比率至 50%，在景区公司处于中上游水平，后续股东回报提升上不排除有进一步期待。

表4: 名山大川景区上市公司分红情况

	2019	2020	2021	2022	2023
丽江股份	32.4%	155.9%	0.0%	3728.3%	84.6%
九华旅游	<b>20.8%</b>	<b>30.4%</b>	<b>31.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>50.1%</b>
峨眉山 A	23.3%	0.0%	174.8%	0.0%	46.3%
黄山旅游	23.4%	0.0%	171.1%	0.0%	36.1%
长白山	15.2%	0.0%	0.0%	0.0%	15.1%

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理



图14: 九华旅游实控人变化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

综合以上分析, 我们预测公司各项业务情况如下:

1) **索道缆车业务:** 公司索道缆车业务为核心盈利来源, 目前主要运营天台索道、百岁宫缆车、花台索道业务, 其中天台索道与百岁宫缆车运营位于收费景区内, 投运较早、运营已相对成熟, 对应收入贡献更大。从量上看, 天台索道、百岁宫缆车索道转化率估算约 25-30%, 我们预计后续天台索道旅客运输量主要随购票进山客流增长而提升, 百岁宫缆车因接近瓶颈上限预计客流增长低于整体进山客流; 花台索道因仍处于培育成长阶段, 预计转化率仍有望进一步提升。从价上看, 考虑过往索道定价相对平稳, 暂假设未来 3 年票价不调整。综合来看, 我们预计 2024-2026 年索道缆车业务分别为 3.20/3.46/3.70 亿元, 同比增长 8.7%/7.9%/7.1%, 此处尚未考虑狮子峰景区潜在贡献; 预计毛利率稳中有升, 2024-2026 年分别为 86.1%/86.2%/86.3%。

2) **酒店业务:** 截止 2023 年末, 公司共运营 8 家酒店, 定位中高端, 其中 2023 年大九华宾馆商务楼完成装修改造, 2023 年 5 月文宗古村项目投入运营, 新投运酒店逐步爬坡成熟有望带来增量贡献; 此外, 景区内酒店盈利随客流增长有望进一步提升, 景区外酒店伴随改造升级等推进也有望减少拖累。综合来看, 我们预计 2024-2026 年酒店业务收入分别实现 2.67/2.99/3.29 亿元, 同比增长 14.0%/12.0%/10.0%; 预计毛利率稳中有升, 2024-2026 年分别为 18.0%/19.0%/20.0%。

3) **客运业务:** 公司经营景区内外交通业务, 其中公司与九华山管委会签订《九华山风景区内部客运专营协议》规定, 公司拥有景区内部客运专营权 20 年, 自 2007 年 1 月 1 日起算。2024 年春节九华山交通转换中心功能提升项目顺利投运, 考虑本身节假日交通管控, 及现有停车车位扩容与服务升级, 我们预计景区内景交车渗透率有望提升, 票价相对稳定。我们预计 2024-2026 年客运业务收入分别为 1.39/1.55/1.72 亿元, 同比增长 14.6%/12.1%/11.0%; 预计毛利率分别为 49.0%/49.5%/50.0%。

4) **旅行社业务:** 公司经营的旅行社业务主要为地接社, 相关收入预计随客流增长而增加。我们预计 2024-2026 年旅行社业务收入有望实现 0.74/0.81/0.87 亿元, 同比分别增长 10%/9%/8%。

5) **其他业务**：公司以九华山传统素食为基础，开发创新“新徽菜”“九华健康素食”为核心理念的餐饮品牌，2024年设立九愿餐饮管理公司，拟筹备建设合肥餐饮店和池州餐饮店项目。考虑目前项目并未实际落地，我们暂不予以增量预期，预计未来3年其他业务维持相对平稳。

整体来看，预计2024-2026年公司营业收入有望实现8.06/8.87/9.65亿元，同比分别增长11.4%/10.0%/8.8%；刚性成本属性及公司精益化管理综合影响，公司毛利率预计在49-50%、呈逐步上行趋势。

表5: 九华旅游盈利预测拆分（单位：百万元）

	2018	2019	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>485</b>	<b>537</b>	<b>724</b>	<b>806</b>	<b>887</b>	<b>965</b>
YOY	8.74%	10.70%	117.94%	11.43%	10.03%	8.81%
<b>毛利率</b>	<b>47.05%</b>	<b>48.13%</b>	<b>49.62%</b>	<b>49.77%</b>	<b>49.81%</b>	<b>49.98%</b>
索道缆车业务	199	231	295	320	346	370
YOY	12.42%	16.23%	136.12%	8.69%	7.91%	7.15%
毛利率	80.53%	82.78%	85.96%	86.10%	86.20%	86.30%
酒店业务	152	167	234	267	299	329
YOY	3.35%	10.33%	120.00%	14.00%	12.00%	10.00%
毛利率	17.59%	10.55%	16.46%	18.00%	19.00%	20.00%
客运业务	81	91	121	139	155	172
YOY	16.93%	12.23%	126.26%	14.55%	12.11%	11.00%
毛利率	43.87%	48.52%	48.55%	49.00%	49.50%	50.00%
旅行社业务	50	45	67	74	81	87
YOY	-2.70%	-11.38%	20.00%	10.00%	9.00%	8.00%
毛利率	8.32%	9.68%	9.39%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	4	4	6	6	6	6
YOY	82.84%	-3.81%	18.40%	-1.40%	0.00%	0.00%
毛利率	51.81%	38.41%	35.35%	35.00%	35.00%	35.00%
销售费用率	6.42%	5.28%	5.36%	5.40%	5.40%	5.40%
管理费用率	14.78%	14.17%	13.00%	12.80%	12.70%	12.60%
财务费用率	-0.01%	-0.09%	-0.18%	-0.07%	-0.07%	-0.06%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>92</b>	<b>117</b>	<b>175</b>	<b>196</b>	<b>216</b>	<b>236</b>
YOY	11.10%	27.08%	1374.9%	12.2%	10.1%	9.3%
%	18.97%	21.78%	24.18%	24.31%	24.32%	24.43%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测 注：考虑2020-2022年为非正常经营年，此处未展示。

**投资建议**：基于客流平稳增长的假设，我们预计2023-2025年公司归母净利润为1.96/2.16/2.36亿元，EPS为1.77/1.95/2.13元，对应动态PE为21/19/17x。公司卡位佛教名山资源，专注挖潜九华山景区产业链主业，疫后复苏弹性居自然景区前列。今年以来的节假日旅游高景气延续及平日各地营销热点此起彼伏，使得旅游景气的持续性持续验证，同时公司还有交通多维度边际改善及新项目推进预期。短期Q1业绩有一定波动，但考虑当前居民出游韧性仍然突出，寺庙游等精神体验追求依旧延续；同时九华山景区短期交通边际改善及大黄山战略推进下的客流提振作用仍有期待，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示**：恶劣天气扰动经营，新项目扩张不及预期，交通改善效果不及预期。

表6: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS					PE					投资评级
				22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E	
603199.SH	九华旅游	37	41	-0.12	1.58	1.77	1.95	2.13	-308	23	21	19	17	增持
000888.SZ	峨眉山A	14	75	-0.28	0.43	0.54	0.60	0.66	-51	33	27	24	21	买入
603099.SH	长白山	20	54	-0.22	0.52	0.68	0.79	0.88	-92	39	30	26	23	增持
002033.SZ	丽江股份	11	59	0.01	0.41	0.43	0.49	0.54	1613	29	25	22	20	增持
600054.SH	黄山旅游	13	94	-0.18	0.58	0.60	0.66		-72	22	21	19		增持

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	86	179	302	180	180	营业收入	332	724	806	887	965
应收款项	4	5	6	6	7	营业成本	244	365	405	445	483
存货净额	7	8	9	10	10	营业税金及附加	10	8	9	10	11
其他流动资产	342	245	266	1180	2249	销售费用	24	39	44	48	52
<b>流动资产合计</b>	<b>439</b>	<b>436</b>	<b>583</b>	<b>1376</b>	<b>2446</b>	管理费用	70	94	103	111	115
固定资产	723	906	926	934	934	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	223	217	210	202	194	财务费用	(1)	(1)	(6)	(4)	6
投资性房地产	27	184	184	184	184	投资收益	7	12	10	10	11
长期股权投资	66	68	69	70	71	资产减值及公允价值变动	(10)	(0)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1478</b>	<b>1812</b>	<b>1971</b>	<b>2765</b>	<b>3830</b>	其他收入	5	3	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	104	384	营业利润	(13)	234	262	287	309
应付款项	87	192	210	229	249	营业外净收支	(1)	(2)	(1)	0	1
其他流动负债	118	189	203	734	1343	<b>利润总额</b>	<b>(14)</b>	<b>232</b>	<b>261</b>	<b>287</b>	<b>310</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>205</b>	<b>381</b>	<b>413</b>	<b>1066</b>	<b>1976</b>	所得税费用	0	58	65	71	74
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	29	13	3	(7)	(17)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(14)</b>	<b>175</b>	<b>196</b>	<b>216</b>	<b>236</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>29</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>(7)</b>	<b>(17)</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>234</b>	<b>393</b>	<b>416</b>	<b>1059</b>	<b>1959</b>	净利润	(14)	175	196	216	236
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	10	(10)	0	0	0
股东权益	1244	1418	1555	1706	1871	折旧摊销	72	75	89	101	108
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1478</b>	<b>1812</b>	<b>1971</b>	<b>2765</b>	<b>3830</b>	公允价值变动损失	10	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(1)	(1)	(6)	(4)	6
每股收益	(0.12)	1.58	1.77	1.95	2.13	营运资本变动	177	88	0	(376)	(452)
每股红利	0.17	0.00	0.53	0.58	0.64	其它	(10)	10	(0)	(0)	(0)
每股净资产	11.24	12.81	14.05	15.42	16.91	<b>经营活动现金流</b>	<b>245</b>	<b>337</b>	<b>285</b>	<b>(60)</b>	<b>(108)</b>
ROIC	-0.75%	13.49%	14%	14%	12%	资本开支	0	(240)	(101)	(101)	(101)
ROE	-1.10%	12.32%	13%	13%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	50%	50%	50%	50%	<b>投资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>(242)</b>	<b>(102)</b>	<b>(102)</b>	<b>(102)</b>
EBIT Margin	-5%	30%	30%	31%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	40%	41%	42%	43%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-22%	118%	11%	10%	9%	支付股利、利息	(19)	0	(59)	(65)	(71)
净利润增长率	-123%	1375%	12%	10%	9%	其它融资现金流	(185)	(2)	(0)	104	281
资产负债率	16%	22%	21%	38%	51%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(222)</b>	<b>(2)</b>	<b>(59)</b>	<b>39</b>	<b>210</b>
股息率	0.5%	0.0%	1.4%	1.6%	1.7%	<b>现金净变动</b>	<b>25</b>	<b>93</b>	<b>124</b>	<b>(122)</b>	<b>0</b>
P/E	(298.3)	23.4	20.8	18.9	17.3	货币资金的期初余额	61	86	179	302	180
P/B	3.3	2.9	2.6	2.4	2.2	货币资金的期末余额	86	179	302	180	180
EV/EBITDA	76.7	15.3	13.5	13.7	14.6	企业自由现金流	0	86	173	(171)	(213)
						权益自由现金流	0	84	177	(64)	63

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032