

景区行业专题二

长视角探讨自然景区增长动能

优于大市

核心观点

景区板块投资：稳增长+国企改革，当前景区防御属性更为突出。景区标的投资过往具有双重属性：增长稳+博弈强。市场已熟知的景区业绩基本面公式可总结为客流量 x 人均消费 x 利润率，2018年后提价预期落空，客流量成为影响收入的最直接跟踪变量，长周期看成熟景区相对平稳增长。而客流量的披露往往具有滞后性，同时景区利润率过往预测难度较大，因此假期旺季前后、阶段题材、再融资周期或带动板块博弈机会，但参与难度不低。今年以来，部分头部景区客流增长韧性突出，同时国企改革助力景区费用管控强化，相对确定性更占上峰。**本篇报告以客流量为抓手，拉长视角看景区投资。**

国内外复盘：头部自然景区穿越周期，人口变化+刚需休闲方式。沉浸式游览及感受自然景观是国内外数代人持续追逐的重要休闲方式。**我国：**疫前10年A级景区平均客流稳定增长，2011-2019单个景区平均接待人次CAGR为1%。**美国：**1970-2023年美国国家公园客流表现最为可观，单个景区平均客流1970-2023年CAGR实现0.7%，好于整体景区的0.1%，婴儿潮带来两波客流增长斜率阶段提振。**日本：**在人口增长放缓、居民消费低迷下1970-1980、1990-2016年后整体国家公园人数均出现回落，但富士箱根伊豆公园两个阶段各增长3%/17%，其国内头部自然景区观光需求韧性突出，入境游也有助力。

未来展望一：头部景区有望受益于我国人口与城市结构化红利。今年以来旅游趋势：1) 与2019上半年相比，民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”；2) 县域旅游增速好于高线城市。**我们分析：**1) 国内人口变迁是底层流量基础。1962年-1973每年出生2500多万人口的陆续退休、2011-2017每年出生1600多万人口的升学，分别构筑银发旅游与学生研学游市场基础。2) 我国多层次城市发展阶段又带来了结构化升级红利，参考第一财经城市分类，我们测算2021年三线城市人均GDP首次突破1万美元，四线及以下城市正向1万美元发展，这9亿人口的旅游需求正逐步丰富。

未来展望二：从一年的时间段看旅游客流分布，景区淡旺季仍有挖潜空间。**旺季市场：**2023年暑期+法定节假日贡献国内旅游超6成流量，旺季景区内排队增加带来的体验感下降问题较为突出。头部景区近两年步入核心项目扩容周期，包括扩建索道（峨眉山A）、升级换乘中心（九华旅游）、增购车辆（九华旅游、长白山）、增扩酒店（黄山旅游、丽江股份）等，有望打开接待瓶颈上限。**淡季市场：**2023年以来旅游热点此起彼伏背后是更积极的区域营销引流、更灵活的门票政策等；同时中线银发与学生客群等增量看点。

疫后景区新亮点：盈利改善，股息上行。疫前自然景区公司寻求多元扩张，带来更高的资本开支、逐年下行的ROE。2023年自然景区ROE大多回升至10%左右甚至更高、资本开支较疫前收窄、分红率中枢上移、股息率普遍位于2%左右甚至更高。整体上景区对投资回报重视度提升，国企改革效果初步验证。

风险提示：宏观系统性风险、客流恢复不及预期、项目建设不及预期等。

投资建议：短期头部景区客流呈现韧性，暑期高温下相关避暑产品有望直接受益。同时未来2-3年头部景区陆续进入新项目投产阶段，中线有望受益于人口与城市结构化红利。综合短期客流景气度与避暑题材，以及国企改革优化空间、景区内外扩容升级节奏，重点推荐九华旅游、峨眉山A、长白山，其次丽江股份、黄山旅游、三特索道、天目湖等。

行业研究 · 行业专题

社会服务 · 旅游及景区

优于大市 · 维持

证券分析师：曾光
0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：张鲁
010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

证券分析师：钟潇
0755-82132098

zhongxiaoyao@guosen.com.cn
S0980513100003

证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn
S0980524070006

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

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2015E	2016E	2015E	2016E
603199.SH	九华旅游	优于大市	30	3,464	1.77	1.95	17	16
000888.SZ	峨眉山A	优于大市	11	5,917	0.54	0.60	20	18
603099.SH	长白山	优于大市	22	6,221	0.68	0.79	33	28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

前言：自然景区防御属性逐步凸显	6
客流趋势：穿越周期，韧性突出	7
1.1 短期客流韧性凸显，头部自然景区穿越周期国内外有验证	7
1.2 我国正迈入十年人口结构黄金期，下沉市场结构化升级红利	13
1.3 从一年的时间段看旅游客流分布，景区淡旺季仍有挖潜空间	19
疫后景区新亮点：盈利改善，股息上行	29
2.1 盈利能力：国企改革助力效率提升，ROE 中枢抬升	29
2.2 现金流：资本开支相对放缓，分红稳健上行	31
投资建议：暑期来临，优选自然景区龙头	32
风险提示	32

图表目录

图 1: 2010-2019 年景区板块季度平均超额收益	6
图 2: 2010-2019 年暑假期间 (6-8 月) 景区板块超额收益	6
图 3: 2024 年社会零售总额月度同比增长	7
图 4: 1-5 月线上服务消费趋势	7
图 5: 九华山客流增长情况	7
图 6: 长白山客流增长情况	7
图 7: 我国 5A 级景区数量	8
图 8: A 级景区接待人数及营业收入变化	8
图 9: 2023 年前 11 个月受访者旅游类型偏好	8
图 10: 2023 年不同类型景区客单价比较	9
图 11: 2023 年 A 级景区预约人次增长情况	9
图 12: 重点景区客流复盘 (以黄山、峨眉山为例)	9
图 13: 景区收入增速	10
图 14: 景区归母净利润增速	10
图 15: 景区扣非归母净利润增速	10
图 16: 景区经营性净现金流增速	10
图 17: 2023 年美国不同类别国家公园接待人次占比	11
图 18: 日本不同类型国家公园接待人次占比	11
图 19: 美国国家公园接待人次变化趋势	11
图 20: 日本国家公园接待人次变化趋势	11
图 21: TOP 美国国家公园接待人次比重	12
图 22: TOP 日本国立公园接待人次比重	12
图 23: 美国/日本出生人口人次	12
图 24: 日本入境游人次	12
图 25: 日本不同休闲出行人次变化	12
图 26: 日本休闲娱乐支出逐步提升	12
图 27: 新中国成立以来我国出生人口分布	13
图 28: 民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”的趋势	14
图 29: 国内游各年龄段人次占比	14
图 30: 养老金上调情况	14
图 31: 老年群体出游高峰	15
图 32: 黄山景区 2023 年游客年龄结构	15
图 33: 2019-2023 年研学游主要出行群体人次	16
图 34: 中国中小学生在在校生数量	16
图 35: 下沉市场人均 GDP 逐步提升 (万元)	16
图 36: 不同城市常住人口占比 (万人, %)	16
图 37: 国内游收入/GDP 比重	17

图 38: 日本出境游在人均 GDP 超 1 万美元后开始提速	17
图 39: 中国 144 小时过境免签政策适用口岸逐步扩容	17
图 40: 我国出入境人次趋势	18
图 41: 入境游免签国家情况	18
图 42: 我国入境游人次及分类	18
图 43: 我国入境游收入及占 GDP 比重	18
图 44: 国内旅游人次年内分布图	19
图 45: 峨眉山西环线交通改善	22
图 46: 峨眉山南部片区（后山）	22
图 47: 黄山风景区索道交通分布图	23
图 48: 长白山车辆配置及募投项目拟采购情况	23
图 49: 长白山二期酒店项目与一期项目对比	24
图 50: 九华山风景区导览图	25
图 51: 旅游产品趋势演绎	26
图 52: 大黄山区域超级环线列车开通	26
图 53: 景区客单价情况	28
图 54: 重点景区 ROE 趋势变化（此处未展示 2020-2022 年异常情况）	29
图 55: 景区资本开支情况	31
图 56: 景区资本开支/经营净现金流比重	31
图 57: 景区现金分红率	31
图 58: 景区 2023 年现金股利分红率与股息率	31
表 1: 重点景区客流季度占比	20
表 2: 重点景区归母净利润季度占比	20
表 3: 各景区节假日客流占比及单日承载上限（单位：万人次）	20
表 4: 上市公司景区资本开支梳理	21
表 5: 新建索道项目收入拆分	21
表 6: 拟定增项目资金用途（单位：万元）	24
表 7: 九华山景区 2024 年资金投资规划	25
表 8: 重点上市公司景区定价	27
表 9: 历年央企考核指标变化	29
表 10: 景区公司不同项目投资回报情况差异	30
表 11: 重点公司盈利预测及未来看点（更新至 2024. 7. 15）	32
表 12: 可比公司估值表	32

前言：自然景区防御属性逐步凸显

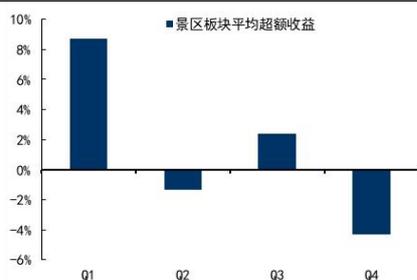
景区可分自然景区与休闲度假景区，前者重资源、重刚需，后者重模式、重二消。自然景区本身先天资源优势更突出，垄断资产拥有较强的穿越周期属性，平价定位能够较大程度抵抗宏观经济环境的下行，现有上市公司景区的盈利核心仍是来自自主景区的深耕；而人文尤其人造景区，先天禀赋或相对不足，但更侧重后天的经营管理，成功的运营模式带来可观的二次消费占比。考虑当前消费环境，本文将以收费更偏刚需的自然景区为主要分析对象。

景区标的投资过往具有双重属性：增长稳+博弈强。

- **增长稳：**一方面，市场已熟知的景区公司业绩基本面公式可以总结为客流量 x 人均消费 x 利润率，2018年后提价预期落空，客流量成为影响收入的最直接跟踪变量，长周期看成熟景区相对平稳增长。
- **博弈强：**但另一方面，客流量的披露往往具有滞后性，同时景区利润率过往预测难度较大，因此假期旺季前后、阶段主题题材、再融资周期或将带动板块博弈机会，也带来了不低的投资难度。**复盘景区行情，一看季节性、节假日规律：**1) 景区板块2010-2019年表现复盘，一、三季度录得超额收益概率较高（旺季行情、估值修复等推动）；2) 节假日前关注度提升，但不同年份启动节奏和表现程度有分化，今年春节8天超长假期带来期待。**二看主题题材和区域旅游营销出圈等推动，**如今年的冰雪游催化，此前西安等相关标的表现。**三看再融资周期带来的主观能动性阶段性走强。**

立足当下，自然景区防御属性更为凸显。在整体增速换挡背景下，市场更重视长久期稳定盈利的资产，股东回报成为新晋关键因子。景区具备一定的永续经营条件，呈现了一定“类公用事业”属性。去年以来，部分头部景区客流增长韧性突出，同时国企改革助力景区费用管控强化，ROE与分红率较疫前均有提升，相对确定性更为显现。

图1：2010-2019年景区板块季度平均超额收益



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2010-2019年暑假期间（6-8月）景区板块超额收益



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

去年5月我们曾发布景区深度专题一《暑期旺季可期，国企改革加速》，看好出游补偿性需求释放+消费相对刚需+国企改革加速下景区板块业绩复苏的确定性，以及暑期来临下景区板块投资机遇，广受好评。本篇报告为系列之二，在暑期旺季正式来临之前，试图以客流为核心抓手，从长视角探讨自然景区增长动能。

客流趋势：穿越周期，韧性突出

1.1 短期客流韧性凸显，头部自然景区穿越周期国内外有验证

立足当下宏观经济环境，Q2 消费增速环比回落，服务消费好于商品消费。从 PMI 数据看，6 月服务业 PMI 指数回落至 50.2%，新订单连续 14 个月收缩，消费相关行业景气收缩。从社零数据看，Q2 社零增速环比有所回落，消费环境有所疲软，4-6 月同比增速分别实 2.3%/3.7%/2.0%；1-5 月我国服务零售总额同比增长 7.9%，重点监测网络服务消费增长 23.2%。Q2 以社零总额衡量的消费增速回归至低个位数水平的常态化增长，其中服务消费增速整体好于商品消费，线上化渗透提升助力网络服务消费增速进一步领先。

图3：2024 年社会零售总额月度同比增长

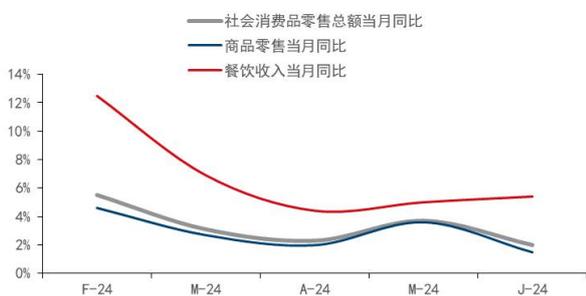
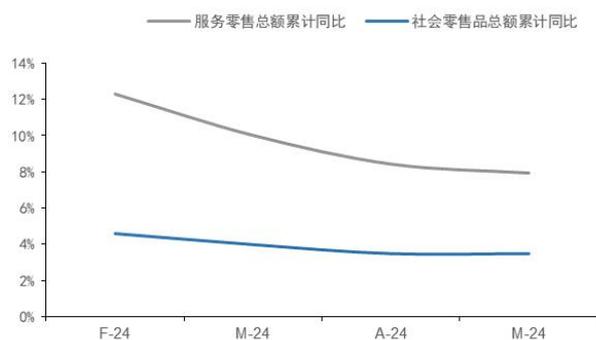


图4：1-5 月线上服务消费趋势

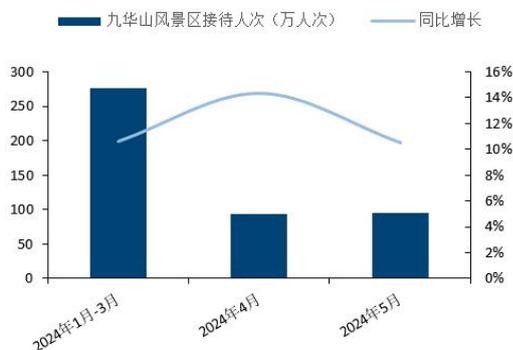


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：2 月为累计值）

资料来源：商务部，国信证券经济研究所整理

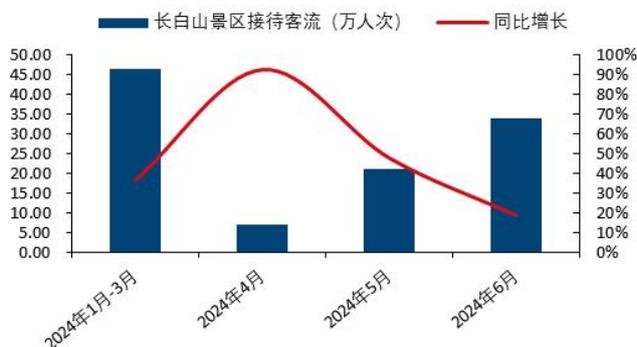
短期看，景区旅游消费呈现一定韧性，但 6 月恶劣天气有所扰动，7-8 月避暑景区有望受益。以长白山与九华山为例，2024Q2 以来景区接待客流延续双位数以上增长。但景区旅游表现与天气变化强相关，6 月南方区域性暴雨过程频繁带来阶段扰动。进入暑期，据中国气象局预测，今年 7 月全国大部地区气温接近常年同期到偏高，其中江苏南部、安徽南部、上海、浙江、福建、中国台湾、江西、湖北东南部、湖南东部、广东大部、四川西部、西藏、青海西南部等地偏高 1~2℃。在此背景下，平价定位的高纬度、高海拔名山大川有望延续客流增长韧性，同时“水”相关产品有望受益。

图5：九华山客流增长情况



资料来源：管委会官网，国信证券经济研究所整理

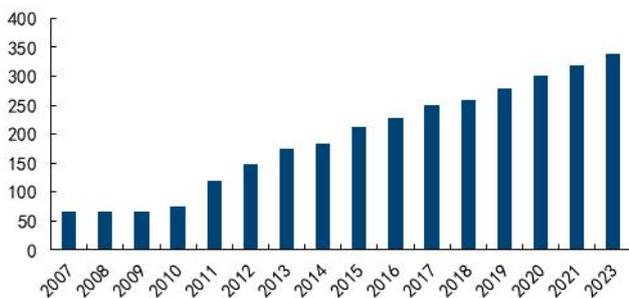
图6：长白山客流增长情况



资料来源：管委会官网，国信证券经济研究所整理

长期看，景区是现代旅游业的基础支撑，A级景区平均客流疫前近10年相对稳定。我国景区的标准化建设发展最早可追溯至1999年《旅游景区质量等级的划分与评定》的发布，初期主要培育景区标准化意识；2007年我国首次评定出66家5A级景区，如黄山、峨眉山等，首批景区知名度与自然文化内涵在全国范围内绝对领先。截止目前，我国A级旅游景区达到1.57万家，其中5A级旅游景区339家，3A/4A景区占比最大（2019年占比80%）。A级景区单景区平均接待客流平稳，2019年单个A级景区接待人次约52万人次，2011-2019CAGR为1%，整体平稳增长。

图7: 我国5A级景区数量



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理和计算

图8: A级景区接待人数及营业收入变化



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

观光型旅游仍是我国大众基础市场。景区从体验形式上可以区分为观光为主以及休闲度假为主，其中观光仍然是大众旅游的基础市场，一般聚焦国家地理和人文标志意义的传统景区景点，2019年A类景区中近70%为观光型；随着旅游经验增加，另类的休闲度假体验的高复游率景区成为优选。根据中国社科院发放的8413份问卷调查结果，2023年在16种细分旅游类型中自然观光游仍系基础，占比70.9%。

图9: 2023年前11个月受访者旅游类型偏好

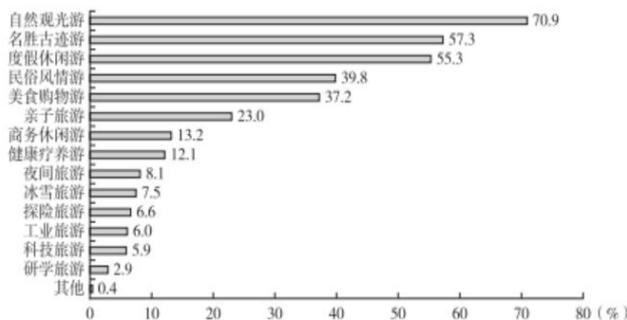


图11 受访者旅游类型偏好 (多选题, 最多选五项)

资料来源：中国社会科学院旅游研究院，国信证券经济研究所整理

5A级景区票价优惠小于其他景区，但预约增长情况表现更佳，强者恒强。2023年旅游景区率先恢复，为更好激发居民出游意愿，促进旅游消费，2023年国内各地结合自身实际情况，因地制宜开展国有景区免门票、景区降门票等市场探索。根据文旅部数据，2023年国内景区总体票务客单价呈下降趋势，从细分景区类型来看，各类景区客单价较2019年均有一定程度的下降，其中国家5A级及以下旅游景区降幅最低。

图10: 2023 年不同类型景区客单价比较



图6 2019-2023年不同类型景区客单价比较

资料来源: 中国旅游研究院, 国信证券经济研究所整理

图11: 2023 年 A 级景区预约人次增长情况

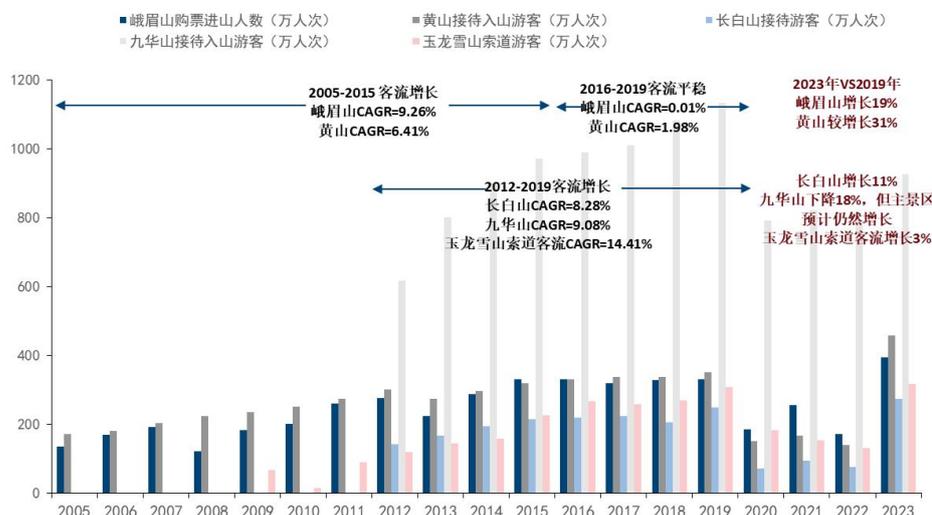


图1 2023年不同类型旅游景区预约增长情况

资料来源: 中国旅游研究院, 国信证券经济研究所整理

头部自然景区不可避免受天灾扰动, 但仍然有望穿越长周期。参考第一批上市景区、也是首批 5A 级景区黄山、峨眉山的历史表现, 2005-2015 年十年间二者客流整体呈现增长态势, 仅 2008 年地震、2013 年去三公政策与旅游法颁布 (在景区流量调控方面做出明确的法律约束) 时期客流下滑, 其余均维持正增长。2016 年后, 景区逐步进入相对成熟期, 全年维持在 300 万余人次。受益于 2018 年底杭黄高铁开通, 2019 年黄山客流也同比增长 4% 达到 350 万人次。经过疫情三年, 2023 年两景区客流均突破疫前的平台期, 实现双位数增长, 整体上仍然说明成熟期的景区仍能通过价格营销的灵活调整以及交通改善、景区扩容实现客流量的高增长。

图12: 重点景区客流复盘 (以黄山、峨眉山为例)



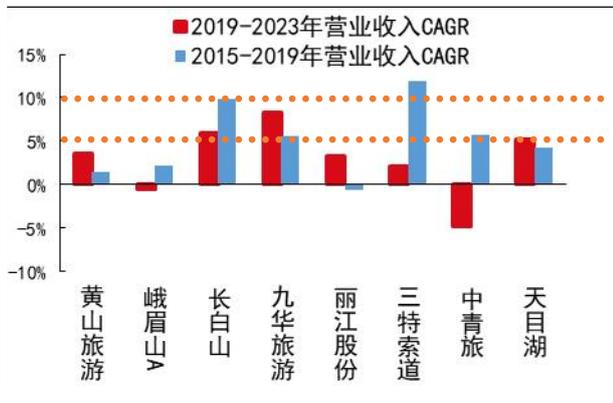
资料来源: 公司公告, 各景区管委会, 国信证券经济研究所整理

下图我们测算了疫情前后 5 年各景区收入、净利润、经营性净现金流复合增速情况。

2015-2019 年景区收入复合 10%以内稳增长, 经营杠杆作用下利润增速更快:重点景区收入维持正增长, 5 年复合增速大多维持在 10% 以内, 其中处于客流成熟期的黄山、峨眉山营收增速在 5% 以内; 由于经营杠杆、管理效率以及再投资阶段差异, 对应各自经营性净利润与现金流量金额增速相对分化。

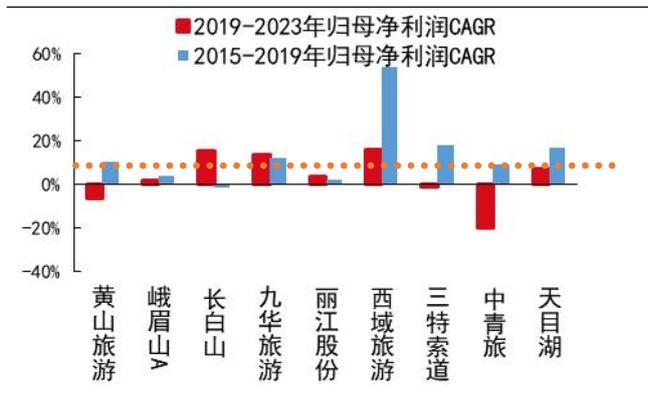
2019-2023 年景区收入与现金流增速中枢上移：重点景区收入增速普遍好于疫前，但利润仍然表现分化，主要系疫后修复过程中门票促销政策更为灵活、设施维护成本增加、前期部分再投资的折摊与减值拖累等，仅从经营净现金流看仍然显著好于疫前水平。

图13: 景区收入增速



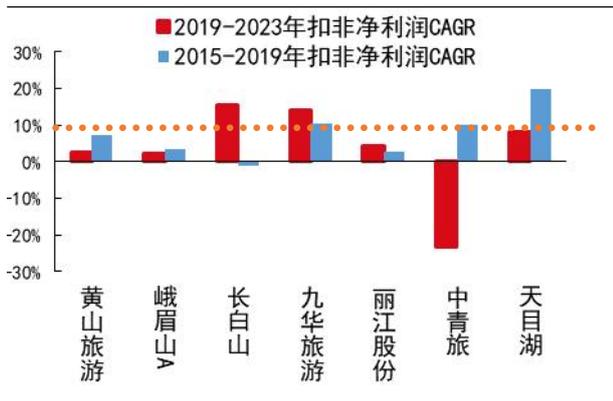
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 景区归母净利润增速



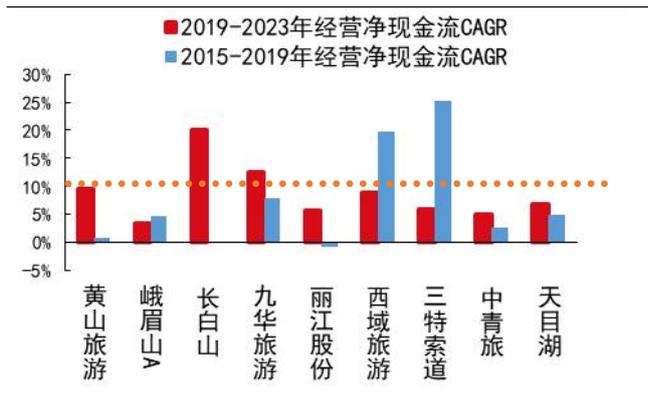
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 景区扣非归母净利润增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 景区经营性净现金流增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

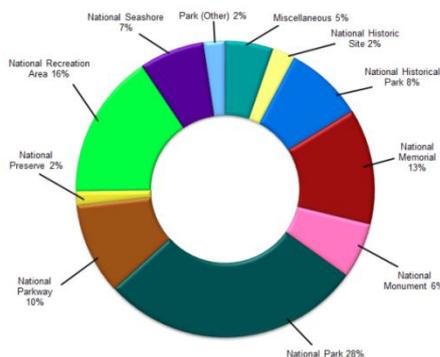
整体上，我国头部景区上市公司呈现短期客流韧性、长周期增长稳健的特征，反映到报表上看重点盈利指标也表现稳中有升。

参考海外，美国、日本的景区以国家公园的形式运行与管理，头部国家公园客流表现穿越长周期。

美国：美国的国家公园颇具代表性，国家公园由中央专门机构统一规划和垂直管理。2023 年末美国国家公园管理局下辖的保护单位一共有 428 个，大致划分为自然、历史、军事和游憩四类，进一步细分为 8 小类。其中国家公园(National Park)、国家娱乐区(National Recreation Area)、国家纪念馆(National Memorial)、国家公园大道(National Parkway)前四类景区 2023 年接待人次分别占比 28%/16%/13%/10%，其中国家公园拥有顶级自然风光，如黄石公园等。

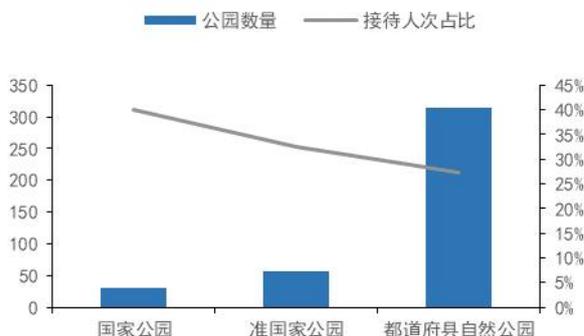
日本：日本的自然公园体系维护着国土的景观，中央地方相结合管理，由国立公园(国家公园)、国定公园和都道府县立自然公园三部分构成。其中国立公园等级最高、由中央直接管辖，如富士箱根伊豆国立公园等，现设国家公园约 34 个，占总体公园数量的 8%、接待客流占总公园的 40%。

图17: 2023 年美国不同类别国家公园接待人次占比



资料来源: 美国 NPS, 国信证券经济研究所整理

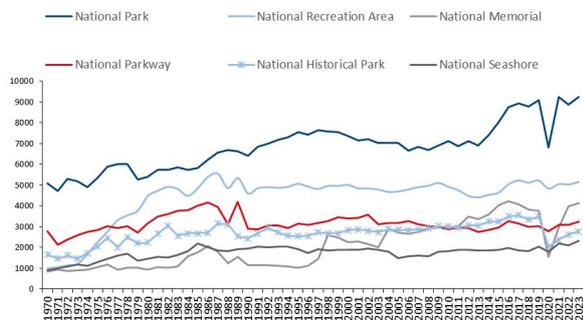
图18: 日本不同类型国家公园接待人次占比



资料来源: 日本 e-stat, 国信证券经济研究所整理

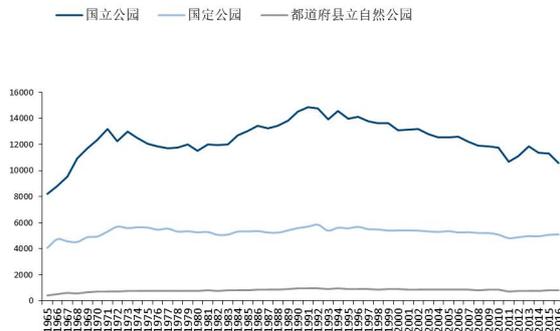
美国：婴儿潮带来两波景区客流提振，经济衰退期头部景区韧性凸显。复盘 1970-2023 年美国各个类型公园客流情况，其中国家公园（National park）客流表现最为可观，单个景区平均客流 1970-2023 年 CAGR 实现 0.7%，好于整体景区的 0.1%。需要说明：1、尽管 1998-2008 年国家公园客流相对回落，2008 年单景区客流较 1998 年下降 14%，但其中接待人数居前的头部景区客流相对平稳，CR10 逆势提升。2、1980、2013 年起国家公园景区客流出现显著增长，预计 1946-1964 年美国婴儿潮成年、退休两个阶段有一定影响。

图19: 美国国家公园接待人次变化趋势



资料来源: 美国 NPS, 国信证券经济研究所整理

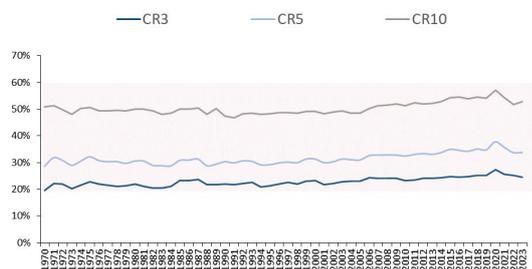
图20: 日本国家公园接待人次变化趋势



资料来源: 日本 e-stat, 国信证券经济研究所整理

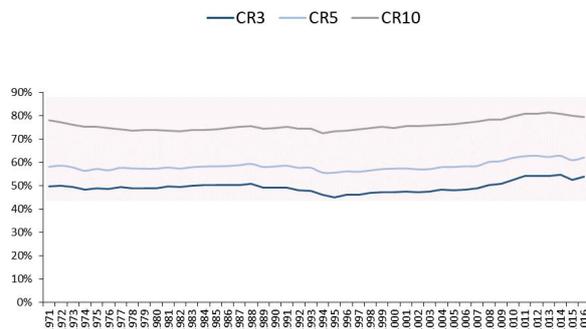
日本：头部景区客流人次市占率逆势提升，入境游增长缓解人口下滑压力。复盘日本 1965-2016 年各景区表现，单个景区平均客流 1965-2016 年 CAGR 实现 0.9%，其中都道府县立自然公园增速领先，为 1.2%，国家公园和准国家公园分别为 0.5%/0.4%。其中 1970-1980、1990-2016 年后整体国家公园人数均出现回落，预计系出生人口走弱扰动（总人口于 2008 年达到 1.28 亿顶峰后开始负增长）。在此背景下，富士箱根伊豆公园 1970-1980、1990-2016 年两个阶段分别增长 3%/17%，彰显出韧性。我们分析，除了国内观光游韧性外，日本 2013 年起入境游大幅提振也对头部景区客流有带动作用。

图21: TOP 美国国家公园接待人次比重



资料来源: 美国 NPS, 国信证券经济研究所整理

图22: TOP 日本国立公园接待人次比重



资料来源: 日本 e-stat, 国信证券经济研究所整理

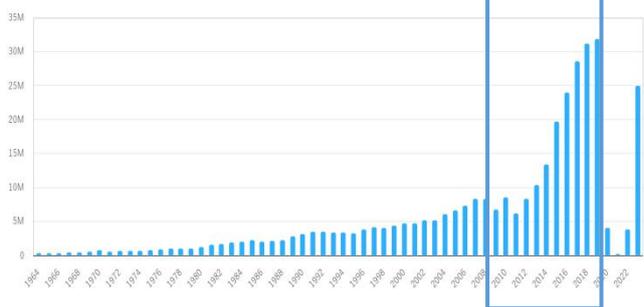
总结来看, 人口构成了景区客流的基础, 入境游或带来第二边际增量。同时, 沉浸式游览及感受自然景观有助于解压放松, 是数代人持续追逐的休闲方式。根据 JTB 在《2023/24 年年终/新年旅行趋势调查》(2023 年 12 月 23 日~ 2024 年 1 月 3 日) 中, 对按目的地划分的未来国内旅行计划的提问中, “自然风光丰富的地方” 以 30.2% 的比例排在第一位。其中由于头部自然景区因为具有顶级的自然风格或是人文内涵, 即使在整体客流下行期仍然能够维持韧性。

图23: 美国/日本出生人口人次



资料来源: 美国 NPS, 国信证券经济研究所整理

图24: 日本入境游人次



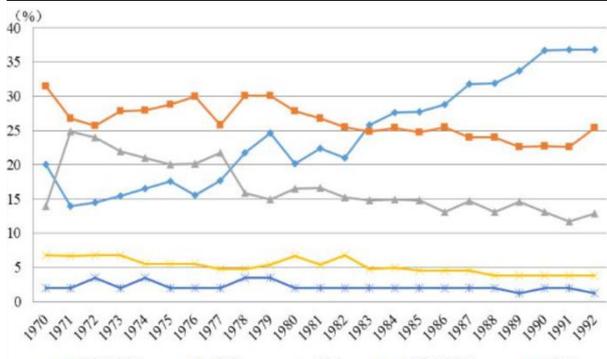
资料来源: JNTO, 国信证券经济研究所整理

图25: 日本不同休闲出行人次变化



资料来源: 日本生产性本部, 国信证券经济研究所整理

图26: 日本休闲娱乐支出逐步提升



资料来源: 文旅院, 国信证券经济研究所整理

1.2 我国正迈入十年人口结构黄金期，下沉市场结构化升级红利

参考美日情况，人口是一国龙头景区的底层流量基础，入境游或带来第二边际增量，而我国多层次城市发展阶段又带来了结构升级红利，接下来我们将分别探讨。

首先复盘我国新中国成立后的人口出生高峰，可分为四个阶段：

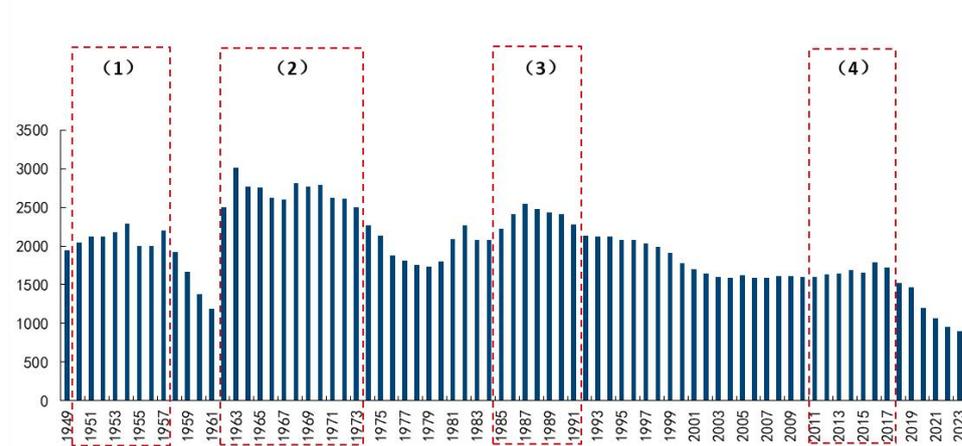
1950年-1957年第一次婴儿潮。1950年出生人口首次超过2000万，并在1957年前维持在2000万以上，1958年起三年自然灾害新生人口开始下滑。

1962年-1973年第二次婴儿潮。1962年后在刺激生育背景下人口快速恢复，一直到1973年出生人口维持在2500多万的高位。我国在70年代起开始逐渐推行“计划生育”政策，出生人口显著下滑。

1985年-1991年第三波生育高峰。1962年之后出生人口带动新一波生育小高峰，1985-1991年出生人口在2200万以上。

2011-2017年第四波生育高峰。2011-2017年单独二胎、全面二胎陆续放开，出生人口在1500万以上，目前正在经历升学高峰。

图27：新中国成立以来我国出生人口分布



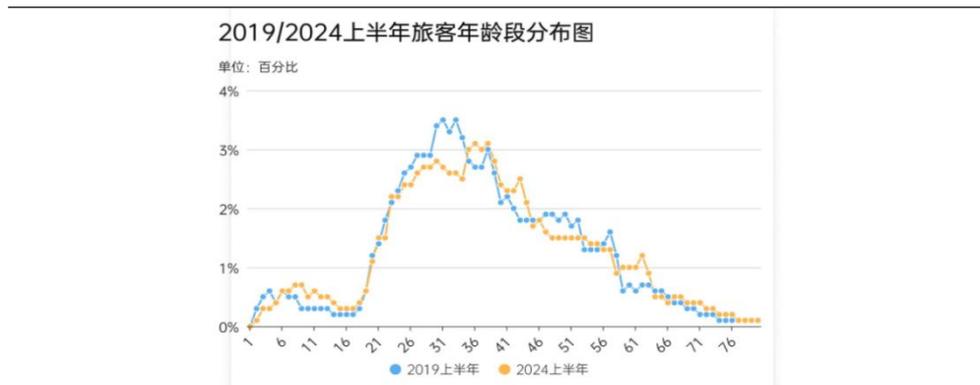
资料来源：wind，国家统计局，国信证券经济研究所整理

尽管近年来育龄妇女人数及生育意愿降低背景下，新生人口持续下滑，但当前旅游客流仍有结构性红利，即“一老一小”市场。

和2019年上半年相比，2024年上半年民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”趋势。以去哪儿大数据为例，和2019年上半年相比，2024年民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”趋势。一方面，家庭出游的相对刚性叠加人口结构红利带动，2023年暑假和今年的寒假期间，儿童出行的数量和比例对比2019年同期均有较大增幅。另一方面，2024年上半年老年旅客开始回归。在疫情发生之后，老年人成为易感人群，出行数量和比例都大幅度下降，2023年的老年旅客占比仅仅是2019年的一半左右。进入2024年，老年旅客的出行意愿增强，出行数量和占比不断回升，甚至超过2019年同期。

下文我们将对两类市场进一步分析：

图28：民航旅客年龄段分布呈现“两头增加、中间下降”的趋势

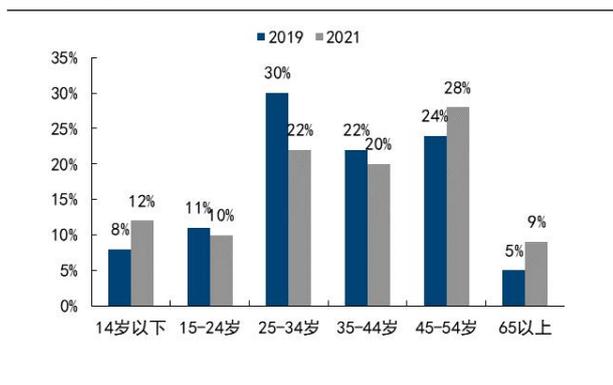


资料来源：去哪儿航旅大数据，国信证券经济研究所整理

一是银发经济市场。1962年-1973年婴儿潮每年出生人口2500多万，目前这一批次的人口正在进入退休期，一直持续到2034年都是人口退休高峰。这部分人群曾经历改革开放经济发展期，拥有较强的资金支配自主性，同时互联网的发展使得他们的消费观念相对开放。

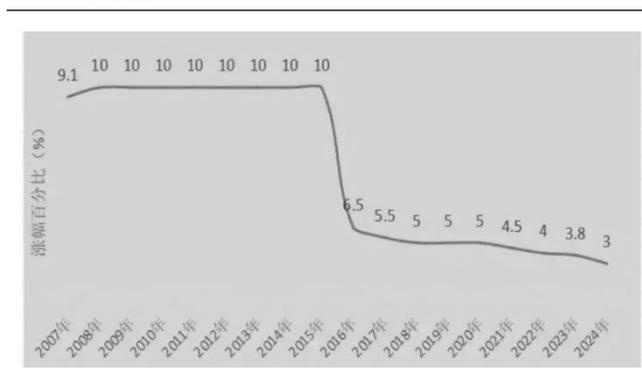
退休老年人出游意愿良好，我国正迎来10年退休潮。老年人在退休后会迎来旅游高峰期，2019年携程《老年群体旅游行为报告》数据显示，受访老年人中三分之二的人每年安排3-5次出游。但出游活动随着健康状况变化而逐渐减少，据中国旅游研究院测算，60岁-65岁老年人的出游率是65岁以上的4.54倍。**从基数看**，根据第七次人口普查数据，中国60岁到70岁的人口数量约1.6亿，加上55岁到60岁的女性人口0.5亿，合计约2.1亿人，再考虑60岁-70岁基本健康人群占比约9成左右，即约1.9亿参与老年旅游的人口基本盘。2022年起，1963年出生的老年人逐步进入退休潮，每年新增2500万人以上，而进入70岁不到2000万，形成为期10年左右的净增量。

图29：国内游各年龄段人次占比



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图30：养老金上调情况

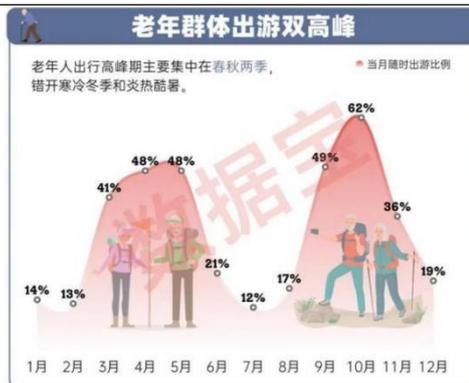


资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

旅行社行业重塑有助于供给带动需求。根据携程跟团游和自由行数据，选择跟团游的老年游客占比达82%。过去中老年旅游市场普遍存在价格乱象与差服务，疫后低质量旅行社逐步出清，而以“体验游”为代表的满足高质量需求的优质供给将持续培育，其中教育巨头新东方借力抖音平台的高流量向电商直播领域跨界转型，2023年7月新东方发文宣布进军文旅领域，用户目标锁定在45-70岁的中老年群体，提供高品质文旅服务，有望进一步打开老年人旅游消费蓝海市场。

退休人员错峰出行，青睐自然风光。老年人退休后旅游出行时间选择自由，选择出行时间存在明显错峰倾向、季节倾向。据老龄产业协会及同程旅游数据显示，老年人群出行高峰期集中在每年3月、4月和5月、以及9月、10月和11月，错开寒冷冬季和炎热酷暑。此外，根据携程统计，目前老年人出行排名前十的旅游产品，目的地大都为以自然风光著称的旅游城市，包括浙江普陀山、新疆天山天池、浙江台州、九寨沟黄龙、重庆五龙、浙西南丽水、江西庐山、贵州荔波以及西江千户苗寨。除外，乐山、峨眉山、丽江和泸沽湖等地的市场份额也较大。

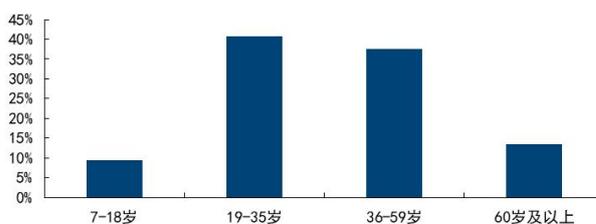
图31: 老年群体出游高峰



资料来源：数据宝，国信证券经济研究所整理

二是学生群体市场。复苏首年，景区年轻客群占比显著提升，其中2023年黄山平均年龄为38岁，相比2022年下降4周岁左右。

图32: 黄山景区2023年游客年龄结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

学生群体不同年龄阶段对应不同的市场。2011-2017年单独二胎、全面二胎放开带来的生育高峰，按照3岁-18岁的从幼儿园到高中阶段教育时段，对应了2014-2035年亲子游、学校研学游市场。

不同阶段人群不同支付能力、意愿以及不同的出行时间。亲子游、研学游（幼儿园、中小学游）支付能力相对更高，学生自行旅行一般更倾向于特种兵模式。亲子游预计对目的地、服务水平、住宿星级标准和整体体验感的要求更高；研学游一般涉及三方利益主体，收费上相对不低。而学生自由行则更看重旅游景点的丰富程度，对于价格也较为敏感。同时，亲子游一般在节假日、寒暑假等旅游旺季出行，而研学游一般是相对淡季。

相关部门鼓励研学游淡季错峰出行，小学生出游渗透率高于初高中。2013 年国务院首次发文提出“研学旅行”，2016 年教育部等 11 部门印发《关于推进中小学生研学旅行的意见》，指出“学校根据教育教学计划灵活安排研学旅行时间，一般安排在小学四到六年级、初中一到二年级、高中一到二年级，尽量错开旅游高峰期”，研学游行业相关政策红利持续释放。2023 年我国中小学在校生人数约 1.88 亿人，其中小学生研学出游率达到 177%，高于初中的 128%与高中的 95%，后续研学游市场仍然有望受益于 2011-2017 年人口出生小高峰红利。

图33: 2019-2023 年研学游主要出行群体人次



资料来源: 观研天下, 国信证券经济研究所整理

图34: 中国中小学生在在校生数量

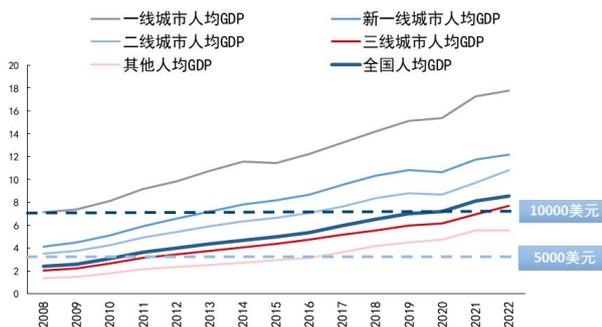


来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

整体而言，结合我国出生人口趋势，我们初步分析退休老年人市场和学生市场有望成为未来 5-10 年旅游淡季增量的重要推动力。

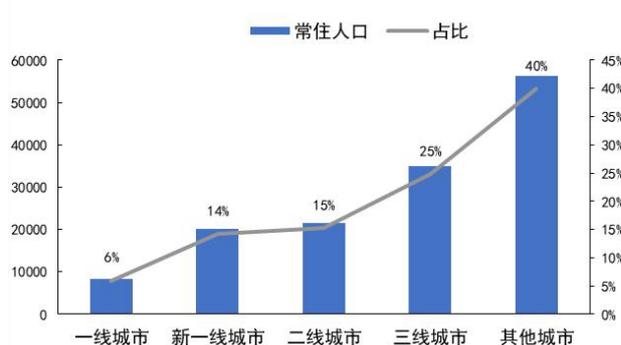
其次，城市的结构化升级红利正在逐步演绎。结合世界旅游组织研究，当人均 GDP 达到 5000 美元时，一个国家或地区会逐渐出现成熟的度假旅游经济；2011 年我国人均 GDP 超过 5000 美元，我国旅游总收入占 GDP 的比重上升至 4%。同时日本历史数据也可进一步说明，人均 GDP 超过 1 万美元后出境游开始提速。

图35: 下沉市场人均 GDP 逐步提升 (万元)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

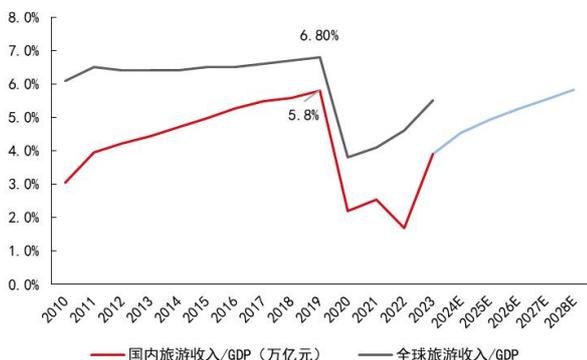
图36: 不同城市常住人口占比 (万人, %)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

考虑我国不同层级城市发展分化，我们选取第一财经对全国 337 个地级市 2024 年版分级（一线 4 个/新一线 15 个/二线 30 个/三线 70 个/其他）分析：一线城市在 2008-2009 年左右迈入人均 GDP1 万美元关口，旅游行为更为丰富多元，彼时以高线城市居民为主要用户的携程也开始逐步发力出境游业务；此后新一线、二线城市人均 GDP 先后在 2013、2016 年突破 1 万美元。2021 年三线城市人均 GDP 逐步突破 1 万美元，其他城市则处于 5000-1 万的发展过程中，这两部分客群占我国总人口约 65%，一定程度上也助力了今年以来县域旅游增速持续快于行业整体。

图37: 国内游收入/GDP 比重



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图38: 日本出境游在人均 GDP 超 1 万美元后开始提速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

最后, 在入境游角度, 国家积极放开免签政策, 有望激发相关旅游经济。为促进入境游的进一步复苏, 目前我国互免国家已扩大至新加坡、马来西亚、泰国等 25 个国家, 单方面免签国家范围扩大至法国、德国、意大利等 15 个国家。此外, 近期我国大范围实施 144 小时过境免签政策, 自 2016 年 1 月 30 日起该政策首先在上海、江苏、浙江三省市开始试行, 目前已经覆盖 37 个适用口岸、54 个国家, 近期国际社交媒体上“China Travel”成为热点话题。

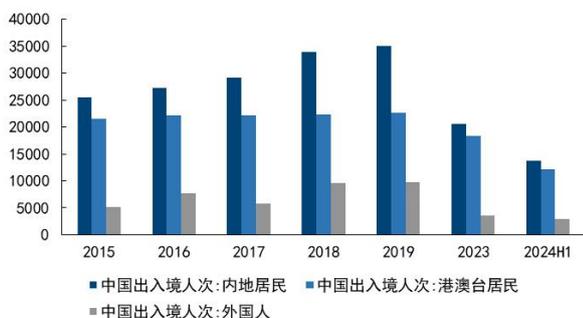
图39: 中国 144 小时过境免签政策适用口岸逐步扩容

序号	省(区)市/地区	适用口岸	停留范围	备注
1	京津冀区域	北京首都国际机场	北京、天津、河北三省(市)	京津冀区域联动实施144小时过境免签政策, 对符合政策适用条件的外国人, 可自京津冀区域内适用该政策的口岸入境, 在北京、天津、河北三省(市)范围内停留不超过144小时, 自京津冀区域内适用该政策的口岸出境。
2		北京大兴国际机场		
3		北京西站		
4		天津滨海国际机场		
5		天津国际邮轮母港		
6		石家庄正定国际机场		
7		秦皇岛海港(客运)		
8	沪苏浙区域	上海虹桥国际机场	上海、江苏、浙江三省(市)	沪苏浙区域联动实施144小时过境免签政策, 对符合政策适用条件的外国人, 可自沪苏浙区域内适用该政策的口岸入境, 在上海、江苏、浙江三省(市)范围内停留不超过144小时, 自沪苏浙区域内适用该政策的口岸出境。
9		上海浦东国际机场		
10		上海海港口岸(客运)		
11		上海铁路口岸		
12		南京禄口国际机场		
13		连云港港口岸(客运)		
14		杭州萧山国际机场		
15		宁波栎社国际机场		
16		温州港口岸(客运)		
17		舟山港口岸(客运)		
18	广东省	广州白云国际机场	广东省	对符合政策适用条件的外国人, 可自广州、深圳、揭阳空港口岸或南沙港、蛇口港口岸入境, 在广东省范围内停留不超过144小时, 自广东省具备客运功能的36个对外开放口岸出境。
19		南沙港口岸(客运)		
20		深圳宝安国际机场		
21		蛇口港口岸(客运)		
22		揭阳潮汕国际机场		
23	辽宁省	沈阳桃仙国际机场	辽宁省	
24	辽宁省	大连周水子国际机场	辽宁省	
25		大连港口岸(客运)		
26	山东省	青岛胶东国际机场	山东省	
27	山东省	青岛海港口岸(客运)	山东省	
28	河南省	郑州新郑国际机场	河南省	
29	重庆市	重庆江北国际机场	重庆市	
30	云南省	昆明长水国际机场	昆明、丽江、玉溪、普洱、楚雄、大理、西双版纳、红河、文山	
31		丽江三义国际机场		
32		磨憨铁路口岸		
33	四川省	成都双流国际机场	成都、乐山、德阳、遂宁、眉山、雅安、资阳、内江、自贡、泸州、宜宾市	
34	陕西省	西安咸阳国际机场	西安市、咸阳市	
35	福建省	厦门高崎国际机场	厦门市	
36	福建省	厦门海港口岸(客运)	厦门市	
37	湖北省	武汉天河国际机场	武汉市	

资料来源: 环球旅讯、国家移民管理局新闻中心, 国信证券经济研究所整理

免签效果显著。国家移民管理局统计数据显示,上半年入境外国人 1463.5 万人次,同比增长 152.7%。其中,通过免签入境 854.2 万人次,占比 52%,同比增长 190.1%。伴随中国旅行在海外短视频平台走热,文旅部预计下半年外国人到中国来旅游的人数会超过 1500 万人次,全年数据可能会恢复到 2019 年的 80%以上。

图40: 我国出入境人次趋势



资料来源: 公安部, 国信证券经济研究所整理

图41: 入境游免签国家情况

	互免普通护照签证的国家 (25 个)	中国单方面允许免签入境国家或地区 (15 个)
亚洲	阿联酋、马尔代夫、卡塔尔、亚美尼亚、哈萨克斯坦、新加坡、泰国、格鲁吉亚、马来西亚	文莱
非洲	毛里求斯、塞舌尔	
美洲	巴巴多斯、巴哈马、多米尼克、厄瓜多尔、格林纳达、苏里南、安提瓜和巴布达	
大洋洲	斐济、汤加	新西兰、澳大利亚
欧洲	波黑、圣马力诺、塞尔维亚、白俄罗斯、阿尔巴尼亚	法国、意大利、德国、荷兰、西班牙、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡、波兰

资料来源: 外交部, 国信证券经济研究所整理

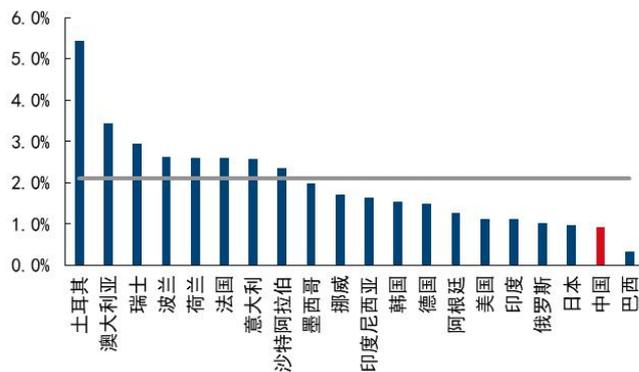
中线来看, 2019 年中国入境旅游收入占 GDP 比值为 0.5%-1%, 参考世界主要经济体的入境旅游收入占 GDP 比例在 1%-3%, 后续进一步改善有望边际带动头部景区客流。

图42: 我国入境游人次及分类



资料来源: 文旅部, 国信证券经济研究所整理

图43: 我国入境游收入及占 GDP 比重



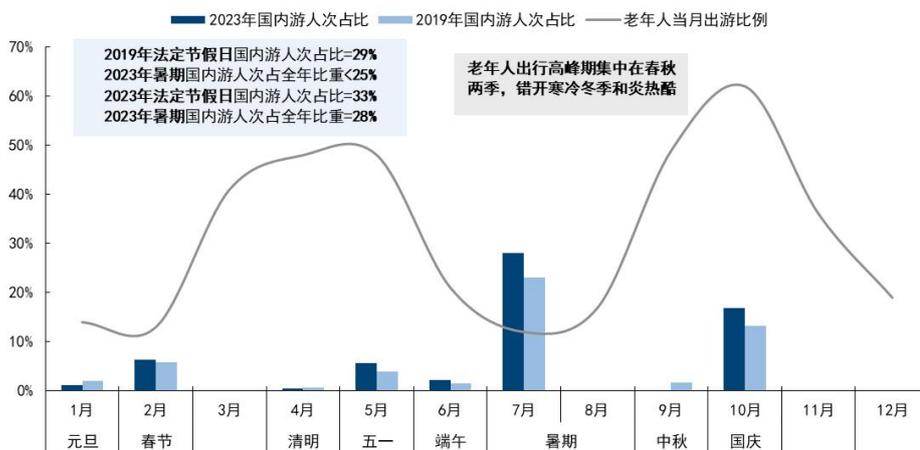
资料来源: 世界银行、文旅部, 国信证券经济研究所整理

1.3 从一年的时间段看旅游客流分布，景区淡旺季仍有挖潜空间

回归到景区。基于前述我国人口结构和城市结构红利，我们预计头部景区有望直接受益，在分析景区旅游客流增量前，我们先对国内游流量的一年分布有个概貌。

假期是旅游的重要窗口。在我国的假期主要由法定节假日、带薪休假构成，考虑带薪休假制度仍处于完善阶段，成年人法定节假日成为重要出游窗口；同时，针对学生群体的寒暑假系亲子游重要时段。2023年暑期国内游人次占比达到28%，对应天数占比约16%；法定节假日国内游人次占比33%，对应的天数占比7%。除此以外，52周周末为周边游提供基础。

图44：国内旅游人次年内分布图



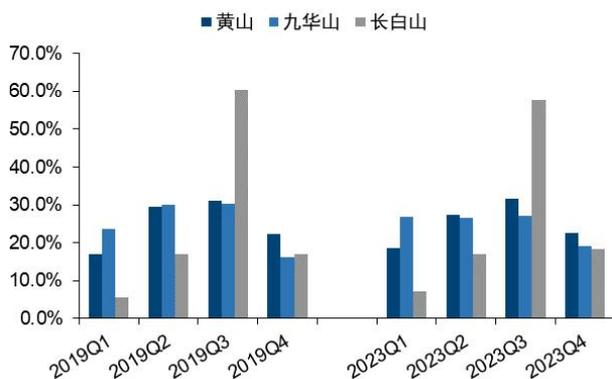
资料来源：中国旅游研究院，数据宝，国信证券经济研究所整理 注：图中暑期呈现在7月

2023年旅游市场呈现“旺季更旺”迹象。对比下图中的2023与2019年国内游人次可知，除了元旦仍处于疫情扰动阶段外，其他节假日以及暑期客流占全年比重均超过2019年；同时在全年客流仅恢复至81%时，重点节假日国内游人次均已超过2019年水平。我们分析系居民总支出的理性、亲子游的相对刚需、淡旺季平滑渠道旅行社尚未恢复综合影响。

聚焦上市公司景区，我们首先分析其旺季承载情况。

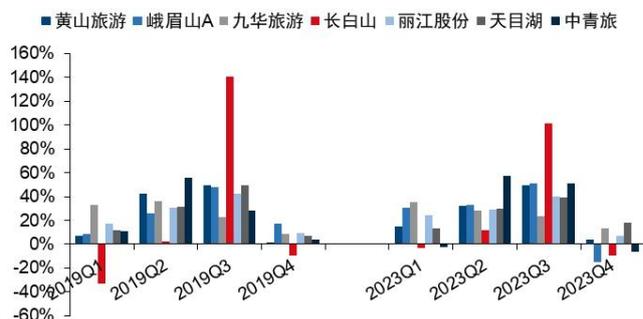
Q3是景区的常规旺季，但淡旺季分明程度存在差异。大多数景区旺季集中在Q3，但淡旺差异度不同。其中长白山与九华山相对特殊：长白山季节性更为分明，主要与景区本身产品特质有关，夏季避暑游一票难求，而冬季冰雪游尚处于发展过程中，也基于此一年两旺季的打造愿景提供增长驱动；而九华旅游旺季在上半年，相比其他自然景区季节性也更弱，一方面公司佛教文化加持下，祈福拜佛属性对暑期依赖性不强，但疫后年轻群体寺庙游趋势对Q3收入有一定提振，与上半年差异缩小；另一方面地理位置因素扰动，九华山夏季早晚温差较大，白天高温部分影响出行体验。

表1: 重点景区客流季度占比



资料来源: 景区官网, 国信证券经济研究所整理

表2: 重点景区归母净利润季度占比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 2.3.1 旺季市场: 景区迎新一轮内部核心项目扩容

早在 2013 年,《景区法》对于景区客流做出明确规定: 景区接待旅游者不得超过景区主管部门核定的最大承载量。景区应当公布景区主管部门核定的最大承载量, 制定和实施旅游者流量控制方案, 并可以采取门票预约等方式, 对景区接待旅游者的数量进行控制。

我们整理了几个重点自然景区节假日接待客流与景区最大承载量的对比, 尽管综合看重点节假日和 7-8 月暑期客流并未全部达到景区官方最大承载量, 但考虑门票承载>景区内交通承载>酒店承载, 旺季景区内排队增加带来的体验感下降问题较为突出。

表3: 各景区节假日客流占比及单日承载上限 (单位: 万人次)

	2023 年	23 天节假日 (不含端午)	占比	景区单日承载上限
九华山	925	77.29	8%	最大承载量约 6 万人
玉龙雪山	600	58.92	10%	最大承载量约 2.8 万人, 玉龙雪山冰川公园承载量 1 万人/天
峨眉山	475	84.54	18%	最大承载量约 3.6 万人次, 高山片区 (金顶) 最大接待量设置为 2.8 万人次
黄山旅游	457	50.92	11%	最大承载量约 4 万人, 其中冬季 (12 月 1 日至次年 3 月 31 日) 日最大承载量为 3 万人
长白山	275	30.48	11%	最大承载量约 2.8 万人, 预计有望提升 3.5 万人

资料来源: 各景区官网, 国信证券经济研究所整理 注: 考虑部分端午假期数据缺失, 此处“23 天节假日”不包含端午假期

基于此, 各个景区通过内部优化线路、智能化预约等打开旺季上限。同时进一步扩容景区内部, 扩建索道、增购车辆、增扩酒店等, 未来 2-3 年步入核心项目扩容周期, 有望打开接待瓶颈。下表系主要重点景区未来 2-3 年的的项目投资情况。

表4: 上市公司景区资本开支梳理

	预计交付使用年	项目	投资预算	2023 年末工程进度
峨眉山 A	2025	南山步游道	0.30 亿元	30%
		金顶索道升级	3.50 亿元	5%
黄山旅游	2024	北海宾馆	3.02 亿元	40%
		花海艺境项目	1.68 亿元	50.43%
九华旅游	2024	浙秀文旅演艺	1.50 亿元	0
		交通运转中心项目	3.48 亿元	75.45%
长白山	2026	车辆采购	0.25 亿元	0
		酒店改造	0.20 亿元	0
		素食店	0.20 亿元	0
	2024	狮子峰项目	3.26 亿元	0
		百岁宫缆车更新	待定	0
2027	火山温泉部落二期	4.11 亿元	13.64%	
丽江股份	2024	泸沽湖英迪格酒店	3.17 亿元	
		牦牛坪索道改扩建	5.30 亿元	0
		泸沽湖演艺剧场	2.50 亿元	3.52%
三特索道	2024	“猴岛传奇”穹顶天幕秀项目	0.21 亿元	56.70%
	2026	杭州牧心谷项目	3.53 亿元	23.18%
天目湖	2023-2024	山水园景区升级	0.70 亿元	83.68%
		平桥漂流项目	/	
	2024	南山小寨二期	2.65 亿元	
		御水温泉三期	/	
西域旅游	2024-2026	动物王国项目	/	
		天山天池景区区间车更新项目	1.08 亿元	0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

以重点景区分析为例:

1、峨眉山积极通过升级索道、扩容景区、丰富交通打开旺季瓶颈:

1) **核心利润源金顶索道改造提升项目助力承载上限翻倍。**此前峨眉山金顶景区共设三条索道, 一条专用客运索道与一条客货两用索道在营、一条停用, 高峰期容量有限, 旺季和游览时间段的集中加剧了游客拥堵和滞留。2023 年公司将现有客货两用索道的客运和货运功能进行分离改造, 本质系新建客运索道承载原有客货索道的客运功能。目前该改造提升项目正按照计划有序稳步推进, 预计 2025 年完工, 项目建成后金顶索道每小时运力翻倍至 4000 人, 有望显著提升客流接待瓶颈。相比于现有运力, 新索道中线有望为公司贡献约 0.8-1 亿元盈利增量。

表5: 新建索道项目收入拆分

金顶景区日游客容量	12414 人
年游客容量	4531110 人
乘坐金顶索道人数占比	80%
金顶索道游客量	3624888 人
新建索道实际运力	3000 人/小时
新建索道承担乘坐索道游客	70%
实际年均游客人数打折	80%
项目年均游客人数	1776196 人
往返平均票价	120 元/人
索道收入	21314.35 万元

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2) **西环线逐步打通，峨眉山前山通道丰富有望缓解进出瓶颈。**川零公路景区段与既有的峨洪路与西环线相接（如下图），距零公里景区大门约 2.1 公里。项目建成后，大峨眉国际旅游环线将正式”打通”，对于峨眉山来讲，从柳江通向零公里的线路将从原来的单条峨洪路，增加至双条，有效缓解高峰期进山出山的拥挤。此前，2022 年峨眉段已通车，从峨眉山市到景区零公里也已形成双线进山。

3) **推进景区后山开发。**按《峨眉山风景名胜区总体规划（2022-2035）》，结合成都商报报道，峨眉山市已把峨眉山南山开发即后山开发确定为“一号工程”进行持续推进，从而改变目前单一的前山进出路线，并形成南北双线进山，一方面有望扩容高峰期接待能力，另一方面也有望丰富景区游览路线增加复游率。伴随后山的逐步开发，核桃坝（核桃坝至万佛顶）索道建设（2022-2025 年实施重点之一）推进也值得期待。

图45: 峨眉山西环线交通改善



资料来源：百度地图，国信证券经济研究所整理

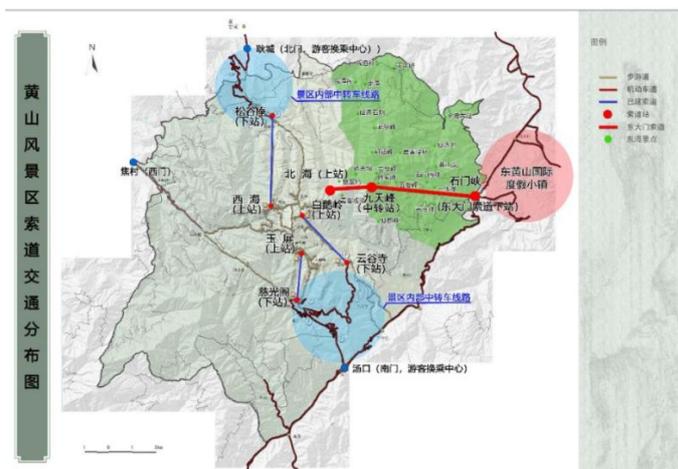
图46: 峨眉山南部片区（后山）



资料来源：峨眉山景区，国信证券经济研究所整理

黄山旅游——东黄山二次开发：东黄山索道建设、东大门开发，有望打开黄山承载上限，助力黄山景区扩容发展。《黄山风景区东海景区详细规划》已于 2017 年 6 月 30 日通过国家住建部批复，东海景区规划面积约为 44.52 平方公里，共设置景点 61 个，将形成福固寺景群、石门峡景群两个景群，石门探幽景线、天游寻仙景线、林泉十渡景线三条景线。此后，东黄山索道等及相关用地规划在 2021 年下半年、2022 年 10 月先后获批。目前来看，东黄山在建索道线路全长 6638 米，最大运量 2100 人/小时，计划 2025 年 6 月竣工，目前仍在集团旗下。与此同时，黄山东大门综合服务中心打造黄山游客集散地，建成后日接待游客人数预计达 5 万人次左右。目前来看，黄山风景区核定的单日最大承载量 5 万人，但公司为确保游客舒适，一般尽量会控制单日客流量在 3.5 万以内。未来东黄山东大门开发及索道建设，有望加速景区上下山客流运输，有望部分提升其客流承载量，助力公司进一步成长。

图47: 黄山风景区索道交通分布图



资料来源: 澎湃新闻, 国信证券经济研究所整理

长白山与九华山的交通客运收入占比不低, 在运营高峰时段, 景区公司通常采取租赁外部车辆的方式保障正常运营。

长白山: 长白山主峰高度 2691 米, 属于原始火山灰地质, 土质疏松无法搭建缆车, 因此景区内交通主要依靠车辆。公司拥有长白山景区内的客运独家经营权, 是游客景区内交通出行的重要保障, 公司的车辆运力同样影响着景区日接待游客上限, 目前拥有环保车、倒站车、旅游快线车等十余种车型车辆。以 2023 年为例, 2023 年 7~8 月长白山景区正常开放 58 天, 合计接待游客 122 万人次, 其中有 30 天门票售罄, 为了应对游客数量不断增长的趋势, 2024 年暑期长白山景区将进一步调增单日接待上限, 公司积极增加旅游交通车辆补充运力, 保障高峰期游客的需求和其他突发情况。

图48: 长白山车辆配置及募投项目拟采购情况

单位: 万人次、辆

区域	2024 年预计		2023 年		2019 年	
	乘车人数	车辆数 (只含募投)	乘车人数	车辆数	乘车人数	车辆数
北景区	239.44	561	218.79	497	184.74	524
西景区	48.02	78	43.88	75	66.32	151
南景区	13.24	30	12.10	30	-	-
合计	300.72	669	274.78	602	251.06	675
游客增长率	9.44%					
预计车辆总需求数	738 × (1+9.44%) = 808		675 × (1+9.44%) = 738		-	
景区接待人数	300.74		274.80		251.10	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

为进一步挖潜项目增长, 除上述交通项目外, 公司拟通过定增募集的 5 亿资金中, 3.5 亿规划用于火山温泉部落二期。

表6: 拟定增项目资金用途 (单位: 万元)

序号	项目名称	总投资额	拟使用募集资金
1	长白山火山温泉部落二期	53,648.92	35,000.00
2	长白山旅游交通设备提升项目	11,391.63	10,000.00
3	补充流动资金	5,000.00	5,000.00
合计		70,040.55	50,000.00

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

二期项目临近北山门, 差异化打造温泉度假酒店。此次定增项目温泉部落二期与皇冠假日酒店(一期项目)相邻, 距离北景区步行仅10分钟, 拟打造为一站式旅游综合度假区, 计划2025年竣工使用, 项目建成后预计年游客接待能力约99.9万人次, 届时沈白高铁通车预计有望缩短爬坡期。纵观长白山冰雪竞争格局, 万达、鲁能度假区酒店集群丰富、同时配套完备的滑雪设施等, 定位中高端; 长白山天池观光属性相对更重, 北坡附近设有大众滑雪场如和平滑雪场长、红松王雪场。考虑冬季天池气候扰动经营时间相对不确定, 公司积极挖潜山下项目, 此前于2016年在北山门处开业皇冠假日温泉酒店, 配备9个室内汤池、21个室外汤泉池、26个森林木桶泡池; 本次拟投资3.5亿元打造临近一期酒店的温泉部落二期, 有望进一步强化聚拢火山温泉独家开采权的资源变现, 稀缺的天然火山自溢温泉有望吸引流量, 助力淡季增长。

图49: 长白山二期酒店项目与一期项目对比

项目	二期项目	一期项目	具体表现
定位差异	面向大众旅游, 定位为低于一期的中高端精品度假酒店	面向高端度假游, 定位为五星级高端度假酒店	房价低于一期, 消费更具性价比, 消费群体更大
核心主题	聚龙火山温泉	皇冠假日酒店	突出活火山自溢温泉的独特优势
项目内容	酒店住宿(赏雪山亲子客房)、温泉康养体验(赏雪风情露天温泉)、亲子乐园(亲子俱乐部)、特色美食(森林餐厅)、商业购物等	住宿、温泉、餐饮等	新增了特色餐饮、购物娱乐、亲子客房、无边际泳池等新的功能业态, 产品更丰富、游客体验更多样
主要客户群体	亲子团体	传统游客	补齐亲子旅游需求
住宿安排	在传统住宿设施基础上, 新增儿童主题	标准间、大床房等传统房型	以亲子房为主
主要运营季节	带动区域接待规模提升, 全季节运营	客流量多集中在夏季、冬季	为北山门区域新增消费内容, 与周边雪场、景区等资源结合, 优势互补, 打造旅游度假区, 可以提升消费承载、完善差异化消费结构, 满足更多游客的度假消费需求, 拉动改善淡季客流, 特别提升周末、小长假等休闲度假客流量, 带动长白山旅游向四季均衡发展
收入构成	酒店住宿及餐饮、温泉门票、无边际泳池门票、温泉简餐及商铺租金等	酒店住宿及餐饮、温泉门票等	增加了无边泳池、简餐等收入, 更加多元化

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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。、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。2024 年投资计划中，公司规划 2500 万元用于车辆采购。

表7: 九华山景区 2024 年资金投资规划

序号	项目名称	总投资	2024 年 计划投资
1	九华山交通转换中心改造提升项目	34,934	16,000
2	九华山狮子峰景区客运索道项目	32,607	8,000
3	安徽九愿餐饮管理有限公司	2,000	2,000
4	酒店改造项目		2,000
5	客运公司车辆采购	2,500	2,500
6	分子公司维修改造项目	1,000	1,000
7	往期已竣工项目待付工程款		5,500
	合计		37,000

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

此外，公司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，近年来，九华山风景区年接待游客量逐年增长，且都集中在天台、九华街、花台等中部景区，后续狮子峰、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。

图50: 九华山风景区导览图



资料来源：官方小程序，国信证券经济研究所整理

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）。**结合公司2010年新投入使用的花台索道爬坡节奏，2014年前单向客流人次仅10万人次左右，对应爬坡期至少5年以上，增长至现在预计上千万元收入，考虑当前更广泛的营销声量，我们预计狮子峰索道实现上述盈利具有一定可行性。

2.3.2 淡季市场：更积极的区域引流，更灵活的门票政策，更广泛的交通网络

2023年以来旅游消费热点此起彼伏，地方文旅单位借力当地美食玩乐、文化习俗、热门题材概念等发展全渠道营销并打造网红目的地，吸引更多旅游经营者参与其中，以不断改善的交通设施网络为基础，吸引全国流量。这其中有以下几点变化：

旅游营销变化：近几年城市整体的营销出圈日益重要，利用自媒体等多元化广泛传播。具体表现在，一是营销方式上注重线上传播与推广（用好抖音、小红书、美团等平台）；二是结合出游节奏和流量入口精准营销投放，注重ROI效果；三是营销内容的持续打造，结合产品及活动策划，引爆热点，低成本高效引流。

旅游产品供给：核心看旅游产品品质（口碑）、产品定价、接待能力、组织安排（线路安排等）。旅游产品的体验是硬件设施+软性服务的综合（活动、体验等等），愉快的旅游氛围营造也构成旅游产品的软实力。

整体上，当前各区域的流量竞争对旅游产品运营与线上营销提出了全新的考验和要求。

以安徽为例：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，整体交通改善也有序推进。**继2024年4月池黄高铁开通后，6月长三角超级环线高铁已开通运行，串联起长三角地区的多个重要城市并形成一条黄金旅游线，有望带动周边游客增长。

图51：旅游产品趋势演绎

出游决策变化：先定目的地-机票&酒店大交通—旅游目的地（刚需/体验/性价比）or城市打卡	
区域城市出圈	景区联动城市营销，先引流客源
旅游产品供给	产品品质 自然资源禀赋+公园及演艺呈现+IP与互动体验
	产品定价 消费渐进复苏下，如何更好的多元产品定价，性价比平衡
	接待能力 旅游季节性特点-旺季产能直接影响上限
	组织安排 旅游动线精准设计安排、各类节日活动安排与沉浸体验
旅游产品营销	线上渗透提升 游客出行方式转变带来旅游营销方式转变
	精准高效营销 时间节奏把握（节前）、根据ROI效果投放
	营销内容持续打造 打造活动或爆点，吸引游客自发宣传

资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

图52：大黄山区域超级环线列车开通



资料来源：百度地图，国信证券经济研究所整理

此外，去年以来景区更灵活的门票策略，有助于吸引客流、带动二次消费。在常规优惠中，景区一般对儿童、老年人及一些特别人群提供优惠票价等。消费大环境影响下，2023年我国景区以来门票优惠相对更灵活，如下图所示，景区门票客单价较2019年有所下降。另外针对淡季，黄山自2023年4月起推出周三（非节假日）免票日，其中2023年4-6月、11-12月以及2024年前三季度均实行该政策。相关免票活动有望带动索道、酒店等二次消费。考虑索道、环保车等交通工具对于地形相对复杂的自然景区刚需性凸显，其收入基本伴随客流同步增长，其中通过经营优化乘索率提升收入增长还有望进一步优化。鉴于此，如果后续旅游人次增长仍然维持较高韧性，景区公司受消费渐进复苏影响相对较小。

表8: 重点上市公司景区定价

门票类别	景区现行票价情况	暑期学生优惠票	老人优惠票	成人优惠票	
峨眉山	景区门票	淡旺季 110/160 元	(6.23-9.30) 万年索道儿童学生优惠票价: 上行 35 元/人, 下行 25 元/人	65 周岁及以上老人免门票, 60 周岁(含)至 65 周岁(不含)的老年人享受半价门票(淡旺季 55/80 元/人)	
	金顶索道	旺季 120 元/人(往返), 淡季 50 元/人(往返)	《只有峨眉山》云之上戏剧: 学生优惠价格 149 元/人, 全日制大学及以下学历享受半价门票(淡旺季 55/80 元/人)		
	万年索道	旺季 110 元/人(往返), 淡季 50 元/人(往返)			
黄山	景区门票	旺季 190 元/人, 淡季 150 元/人	18 周岁以下青少年群体和毕业生优先开放(2024.7.1-9.30, 不含中秋节假期 9.15-17), 家庭亲子游 1 大免 1 小(18 周岁以下)	65 周岁及以上老人免票, 4.1-9.30 期间, 60 周岁(含)至 65 周岁(不含)的老年人非节假日免票, 节假日期间半价(95 元/人)	2023 年 4 月试行期间, 每个周三针对全球游客免票, 其余的周一至周五及 4 月 23 日每天发放 5000 张“限量 0 元门票”。2023 年 4-6 月、11-12 月以及 2024 年前三季度均实行非节假日星期三“免门票开放日”活动, 游客需提前三天晚上 21:00 开始领取并使用门票消费券, 预约接下来的免票日活动门票
	云谷索道	旺季 80 元/人, 淡季 65 元/人(单程)			
	太平索道	旺季 80 元/人, 淡季 65 元/人(单程)			
	玉屏索道	旺季 90 元/人, 淡季 75 元/人(单程)			
九华山	西海缆车	旺季 100 元/人, 淡季 80 元/人(单程)			
	景区门票	淡旺季 160/140 元/人	(6.9-8.31) 中、高考生景区门票免费, 全日制大学及以下学历享受半价(淡旺季 70/80 元/人)	65 周岁及以上老人免门票, 60 周岁(含)至 65 周岁(不含)的老年人享受半价门票	(端午假期 6.8-6.10) 需购 160 元普通票的游客, 均可享受门票 80 元惠民补贴(购票时直接扣除)
	百岁宫缆车	旺季联票 100 元/人, 单程 55 元/人; 淡季联票 80 元/人, 单程 45 元/人			
长白山	花台索道	旺季联票 160 元/人, 单程 85 元/人; 淡季联票 120 元/人, 单程 65 元/人			
	天台索道	旺季联票 160 元/人, 单程 85 元/人; 淡季联票 120 元/人, 单程 65 元/人			
	景区门票	105 元/人	(6.15-8.31) 持有高考准考证或录取通知书长白山半价门票优惠, 全日制大学及以下学历享受半价(52.5 元/人)	65 周岁及以上老人免门票, 60 周岁(含)至 65 周岁(不含)的老年人享受半价门票	每年 5 月 19 日中国旅游日当天免景区门票
	环保车	85 元/人			
三特索道相关	天池倒站车	80 元/人			
	旅游班线车	35 元/人			
	华山	景区门票旺季 160 元/人, 淡季 100 元/人; 北峰索道淡季往返 80 元/人, 单程 45 元/人; 旺季往返 150 元/人, 单程 80 元/人	(6.13-9.13) 国内中、高考学生可享受景区门票、索道、滑道半价优惠, 全日制大学及以下学历享受半价门票(80 元/人), 索道票实行九折优惠政策	65 周岁及以上老人免票, 60 周岁及以上老人索道八折优惠	2023 年 12 月 26 日-2024 年 1 月 31 日华山主峰区门票免费
玉龙雪山	梵净山	景区门票价格旺季 100 元/人, 淡季 90 元/人; 索道价格往返 140 元/人, 单程 70 元/人	14-18 周岁、18 周岁以上在校学生半票	60 周岁以上老年人免票	
	玉龙雪山进山票	100 元/人	学生证半票	70 周岁及以上老人免票, 60-70 周岁老人半价	
	玉龙雪山索道	往返 140 元/人(含景区内观光车 20 元/人)			
	耗牛坪索道	65 元/人(含景区内观光车 20 元/人)			
	云杉坪索道	60 元/人(含景区内观光车 20 元/人)			

资料来源: 各官方小程序及官网, 国信证券经济研究所整理

图53: 景区客单价情况



资料来源: 中国旅游研究院, 国信证券经济研究所整理

疫后景区新亮点：盈利改善，股息上行

2.1 盈利能力：国企改革助力效率提升，ROE 中枢抬升

景区国企过往掣肘：市场化激励不足下部分公司运营效率相对平平。过去来看，景区国企一般享有良好的自然资源优势，但由于各种原因部分公司市场化运作及激励上相对不充分，导致经营效率仍有待提升改善，主动积极对外谋发展相对不足。

去年以来国企改革全面强化，“一利五率”考核下强化利润总额增长，相对有助于景区公司管理层更加重视利润增长和积极主动全面谋求中线发展。近两年时代背景下，做大做优国有资产成为核心，央国企考核持续升级。从 2019 年到 2023 年，国资委将中央企业主要经营指标由原来的“两利一率”调整为“一利五率”，即“一增一稳四提升”，引导企业更加注重投入产出效率和经营活动现金流，不断提升资本回报质量和经营业绩“含金量”。

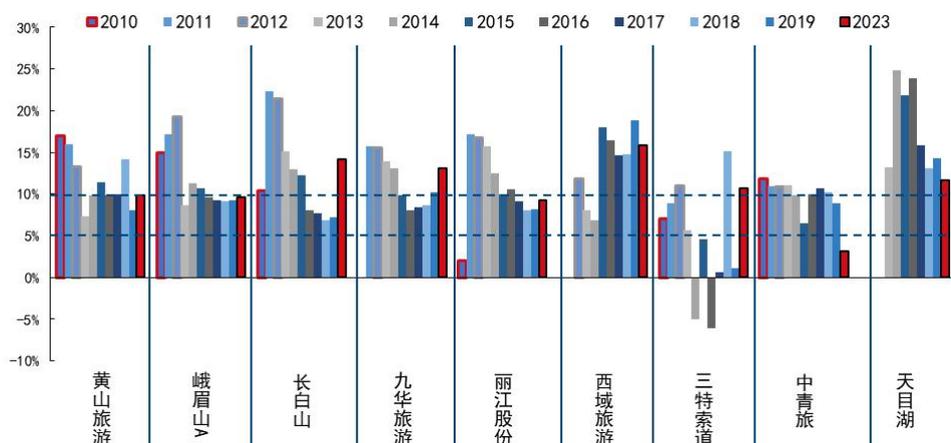
表9：历年央企考核指标变化

年份	考核指标	备注
2019-2020	净利润、利润总额、资产负债率、营收利润率、研发经费投入率	简称“两利三率”
2021-2022	净利润、利润总额、资产负债率、营收利润率、研发经费投入率、全员劳动生产率	简称“两利四率”，新增全员劳动生产率，在 2020 年 12 月 24 日提出
2023	利润总额、资产负债率、营业现金比率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率	简称“一利五率”，减少净利润和营收利润率，增加营业现金比率和净资产收益率，在 2023 年 1 月 5 日提出

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所

国企改革深化有望助力景区公司成本费用优化和运营效率提升。在国企改革强化利润考核压力下，景区国企有望强化市场化运营管理，降费增效，提升整体经营效率。同时一线旅游目的地城市或区域旅游收入扮演重要角色，不论从自上而下的综合考核还是从当地政府收支角度出发，景区公司从收入增长到业绩实质性释放的要求均得到强化。

图54：重点景区 ROE 趋势变化（此处未展示 2020-2022 年异常情况）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

落脚到公司 ROE，自然景区 ROE 经历 2015-2019 年下降后有望企稳在 10% 上下。自然景区公司 2015-2019 年景区公司 ROE 经历了下行阶段，我们分析主要系景区门票降价直接带来阶段压力，同时为抵抗单一门票经济压力，景区积极布局多元业态，商业模式逐步从垄断经营业态延伸至市场化竞争，实际财务表现相对平淡。伴随景区公司资产周转提升以及利润率提升，2023 年 ROE 大多数位于 10% 左右或更高。国企改革强化下，景区投资正从多元尝试扩张到更重视投资回报阶段发展，同时未来 2-3 年正进入核心盈利业态扩容与利润释放的关键期。

表 10: 景区公司不同项目投资回报情况差异

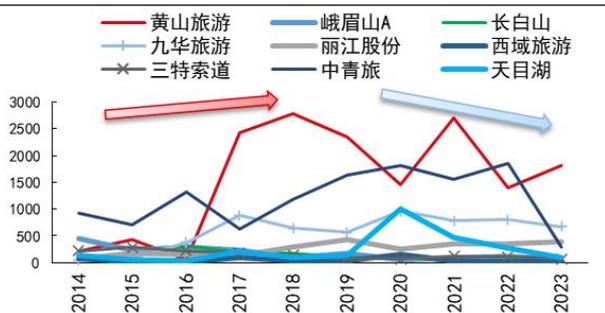
	项目投资总额（亿元）	目标投资回收期（年）	税后内部收益率
只有峨眉山演艺项目	7.08	10.27	9.26%
金顶索道升级项目	3.5	4.37	34.14%
黄山玉屏索道改造项目	1.8	3.48	50.12%
北海宾馆环境整治改造项目	2.8	10.63	9.29%
黄山国际大酒店升级改造工程项目	1.5	15.15	/
九华山交通转换中心功能提升项目	3.48	9.54	/
九华山狮子峰景区客运索道项目	3.26	11.92	9.54%
天台索道改建工程项目	0.98	3.92	49.89%
长白山温泉皇冠假日酒店	4.21	11.43	10.22%
火山温泉部落二期	5.36	14.16	10.87%
长白山旅游交通设备提升项目	1.14	5.85	28.89%
天山天池景区区间车更新项目	1.08	3.5	/

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2.2 现金流：资本开支相对放缓，分红稳健上行

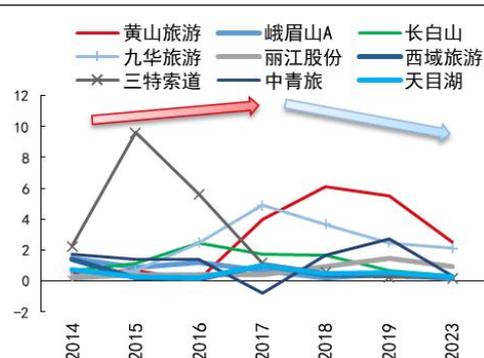
景区公司具备分红能力。结合前述，基于长期永续经营能力，以及相对可预测的平稳现金流，景区公司在现金分红上具备一定基础。同时我们梳理了景区公司的资本开支情况，整体资本开始绝对额在 2019 年之前处于加速提升阶段，但此后相对平稳且有所收窄，若从占经营净现金流角度更是相对突出。**我们认为**，2017-2019 年景区公司寻求多元扩张的尝试，在原本垄断业务之外探索市场化竞争的二次销售业务（如演艺、茶叶、山下酒店）等，实际财务表现仍待验证。立足当下，一方面景区公司内部核心盈利项目进入密集扩容期，同时国企考核趋严，叠加消费环境复苏平稳，预计景区公司也倾向于在过往分散探索式投资专向更聚焦盈利核心主业的扩容升级上，资本开支需求相对放缓。

图55: 景区资本开支情况



资料来源：中国文旅院，国信证券经济研究所整理

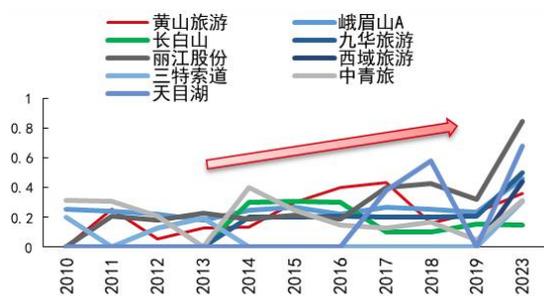
图56: 景区资本开支/经营净现金流比重



资料来源：中国文旅院，国信证券经济研究所整理

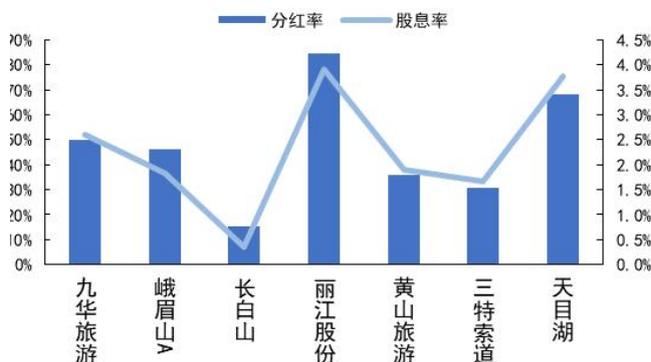
景区具备分红意愿，分红率趋势上逐年提升。2023 年景区分红率较疫前中枢均有所上移，其中股权存在一定博弈的丽江股份以 80% 的高分红居于景区榜首，其次是天目湖（60%）、九华旅游（50%）等，其他景区龙头（峨眉山 A、黄山旅游）分红率也处于 30-50%，而长白山目前再融资项目仍在推进过程中，分红率相对不高。从股息率看，景区上市公司普遍在 2% 左右甚至更高。考虑其他市场化竞争的新项目投资回报周期，我们预计景区公司后续也会更加平衡发展与分红的问题。

图57: 景区现金分红率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图58: 景区 2023 年现金股利分红率与股息率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：暑期来临，优选自然景区龙头

总体来看，短期头部景区客流呈现韧性，暑期高温下相关避暑产品有望直接受益。同时未来 2-3 年头部景区陆续进入新项目投产阶段，中线有望受益于人口与城市的结构红利。综合短期客流景气度与避暑题材，以及国企改革优化空间、景区内 外扩容升级节奏，重点推荐九华旅游、峨眉山 A、长白山，其次丽江股份、黄山旅游、三特索道、天目湖等。

表11：重点公司盈利预测及未来看点（更新至 2024.7.15）

股票代码	公司	最新市值 (亿元)	归母净利润		PE		2023年 分红率/股息率	看点	风险
			2023/2024E/2025E	2023/2024E/2025E	2023/2024E/2025E	2023/2024E/2025E			
603199.SH	九华旅游	34	175/196/216	19/17/16	50.1%/2.6%	内外交通改善，区位优势；估值性价比；股息率 2.6%	客流增长不及预期；消费降级乘索率下降；恶劣天气等		
000888.SZ	峨眉山 A	57	228/283/315	25/20/18	46.3%/1.8%	新董事长上任，主观能动性积极；核心盈利项目金顶索道升级改造；交通改善	客流增长不及预期；项目建设不及预期等		
603099.SH	长白山	60	138/180/210	43/33/28	15.1%/0.3%	再融资项目推进中，主观能动性有望更积极；交通改善；一年打造两旺季	客流增长不及预期；成本费用管控；恶劣天气等		
002033.SZ	丽江股份	49	227/238/268	22/21/18	84.6%/3.9%	景区最高分红、高股息；关注未来实控人潜在变化博弈；新酒店投产爬坡	客流增长不及预期；新项目爬坡不及预期，实控人变化等		
600054.SH	黄山旅游	68	423/476/525	19/17/15	36.1%/1.9%	交通改善，区位优势，酒店升级投产	门票客流增长不及预期；多元业务成本拖累等		
002159.SZ	三特索道	24	128/151/172	18/16/14	30.6%/1.7%	国资入主新阶段，考核强化；全国业务布局	客流增长不及预期；历史遗留问题梳理；股东减持等		
603136.SH	天目湖	27	147/159/186	18/17/15	67.9%/3.8%	国企资源+民企治理；高分红、高股息；项目储备丰富	中产消费降级客流增长不及预期；资本开支节奏等		

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理预测

风险提示

经济系统性风险，门票等降价风险，重点景区公益性争议和环保压力，外延扩张不及预期，新项目建设与表现不及预期，股东减持风险等。

表12：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
603199.SH	九华旅游	30	34	1.58	1.77	1.95	2.13	19	17	16	14	优于大市
000888.SZ	峨眉山 A	11	57	0.43	0.54	0.60	0.66	25	20	18	16	优于大市
603099.SH	长白山	22	60	0.52	0.68	0.79	0.88	43	33	28	25	优于大市
002033.SZ	丽江股份	9	49	0.41	0.43	0.49	0.54	29	21	18	17	优于大市
600054.SH	黄山旅游	11	80	0.58	0.65	0.72	0.79	19	17	15	14	优于大市
002159.SZ	三特索道	13	24	0.72	0.85	0.97	1.10	18	16	14	12	优于大市
603136.SH	天目湖	10	27	0.54	0.59	0.69	0.80	18	17	15	13	优于大市

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测（注：EPS 按最新股本计算）

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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