

评级：增持（首次）

市场价格：26.42元

分析师：冯胜

执业证书编号：S0740519050004

Email: fengsheng@zts.com.cn

分析师：郑澄怀

执业证书编号：S0740524040004

Email: zhengch@zts.com.cn

分析师：宋瀚清

执业证书编号：S0740524060001

Email: songhq01@zts.com.cn

分析师：蔡星荷

执业证书编号：S0740524060004

Email: caixh@zts.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	155
流通股本(百万股)	155
市价(元)	26.42
市值(百万元)	4,095
流通市值(百万元)	4,095

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

## 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	102	305	371	497	688
增长率 yoy%	-32%	198%	21%	34%	39%
净利润(百万元)	-9	106	134	176	281
增长率 yoy%	-135%	1235%	27%	31%	60%
每股收益(元)	-0.06	0.68	0.87	1.14	1.81
每股现金流量	0.13	0.97	1.32	1.49	2.15
净资产收益率	-2%	14%	16%	18%	23%
P/E	-557.8	40.8	30.5	23.2	14.6

备注：股价取自2024年7月31日

## 报告摘要

### ■ 公司是新疆境内唯一国有旅游上市公司平台

公司依托天池自然景区资源，已发展成为疆内旅游代表企业。公司拥有国家5A级风景名胜区分区天山天池景区、3A级五彩湾温泉景区和4A级火焰山景区等独特旅游资源，于2020年登陆资本市场，是新疆境内唯一国有旅游上市公司平台。

业绩快速修复，经营质量稳步提升。2023年，公司实现营业收入、净利润3.05亿元、1.06亿元，相比2019年分别增长26.68%、43.55%，业绩实现快速恢复。同时横向对比同行业公司，公司经营维持较高质量。公司资产负债率2024年Q1仅为6.24%，远低于同业平均水平；经营现金流快速恢复，2023年恢复至1.5亿元达到历史最高水平。

### ■ 旅游业稳步复苏，有望成为低空经济的重要应用场景

2023年以来全国旅游业稳步复苏，新疆地区显著受益。2023-2024年节假日的国内出行人次总量/全国旅游业收入均普遍超越2019年同期水平。同时，新疆迅速崛起为热门旅游目的地，2023年度接待国内外游客人次及实现旅游总收入同比增速分别达117.04%/226.93%。

“低空旅游”政策频出，市场发展潜力大。今年年初低空旅游首次被写入政府工作报告，全国各省市相继出台鼓励政策。预计到2030年，低空旅游市场规模有望达2000亿。

### ■ 业务拓展多点开花，低空旅游打造新成长级

引入新疆自治区国资委及昌吉州国资委股东，公司作为新疆区域内唯一上市的旅游公司，伴随着更高行政级别的自治区、自治州参与持股，有望进一步整合疆内旅游资源。

积极打造喀什及赛里木湖景区演艺项目，预计未来两年公司各类延伸旅游项目有望增强消费者旅游体验并提升客单价，从而丰富存量业务。

与亿航智能合作开展低空游览项目，拟在未来5年内运营数量不低120架EH216-S或同类载人级自动驾驶飞行器。我们测算当执飞eVTOL数量达120架次时，低空游览项目可为公司贡献3.8亿收入和1.9亿净利润。考虑到公司在新疆地区运营多个核心景区以及与亿航智能的合作模式清晰，低空游览项目有望成为公司未来重要的成长级。

### ■ 盈利预测与投资建议

公司为疆内旅游核心标的，旅游资源禀赋优异，标的具有较强的稀缺性。公司主要收入贡献来自旅游区间车、索道游览、游船售票费用，假设景区接待人数稳定增长，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3.71/4.97/6.88 亿元，归母净利润分别为 1.34/1.76/2.81 亿元，对应 PE 分别为 30.5/23.2/14.6X。选取同样拥有核心自然资源的九华旅游、长白山、峨眉山 A、张家界作为可比公司，公司估值水平高于可比公司均值，但考虑公司业绩较高成长性且业务具备较大的挖潜能力，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**宏观政治经济环境变化风险；eVTOL 行业政策落地不及预期；eVTOL 技术发展及商业化进展不及预期；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 内容目录

<b>1、公司是新疆境内唯一国有旅游上市公司平台</b> .....	<b>- 5 -</b>
1.1 发展历程&主营业务 .....	- 5 -
1.2 财务情况：业绩快速修复，经营质量稳步提升 .....	- 6 -
<b>2、旅游业稳步复苏，有望成为低空经济的重要应用场景</b> .....	<b>- 8 -</b>
2.1 旅游业温和复苏，新疆地区显著受益 .....	- 8 -
2.2 “低空旅游”政策频出，市场发展潜力大 .....	- 10 -
<b>3、业务拓展多点开花，低空旅游打造新成长级</b> .....	<b>- 11 -</b>
3.1 引入区州级国资委股东，有望拓展疆内旅游产品矩阵 .....	- 11 -
3.2 旅游产品创新升级，有望丰富存量业务发展 .....	- 12 -
3.3 推进与 eVTOL 头部企业合作，低空游览项目打开增量空间 .....	- 13 -
<b>4、首次覆盖给予“增持”评级</b> .....	<b>- 15 -</b>
<b>5、风险提示</b> .....	<b>- 16 -</b>

## 图表目录

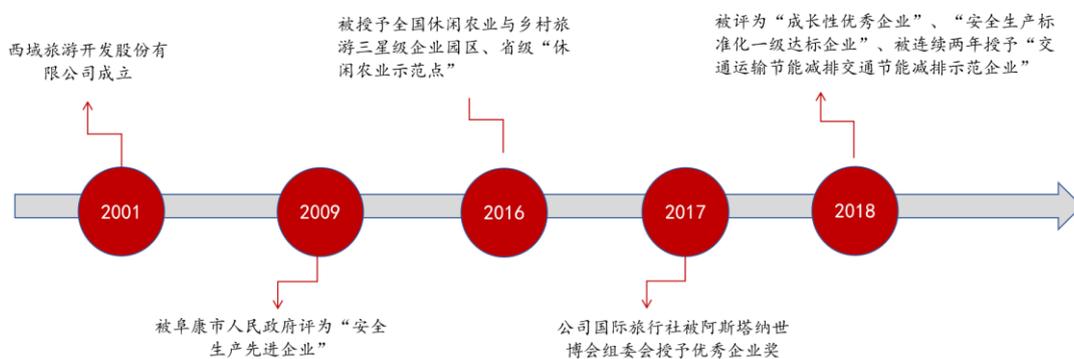
图表 1: 公司发展历史荣誉 .....	- 5 -
图表 2: 上市重要相关事件 .....	- 5 -
图表 3: 公司主要股东情况 .....	- 6 -
图表 4: 2023 年公司营业收入占比 .....	- 6 -
图表 5: 公司营业收入及同比情况 .....	- 7 -
图表 6: 公司归母净利润及同比情况 .....	- 7 -
图表 7: 公司主要费用率 (2012-2023) .....	- 7 -
图表 8: 公司利润率恢复 (2012-2023) .....	- 7 -
图表 9: 公司与竞争对手资产负债率对比 (2012-2024Q1) .....	- 8 -
图表 10: 公司经营现金流 (亿元) 与资产周转率 (次) 对比 .....	- 8 -
图表 11: 近 5 年节假日期间国内游客出游总数 .....	- 8 -
图表 12: 近 5 年节假日期间国内旅游总收入 .....	- 9 -
图表 13: 近 10 年新疆地区游客接待人次 .....	- 9 -
图表 14: 2023 年以来关于促进文旅发展的政策梳理 .....	- 10 -
图表 15: 各省市地方政府发布低空旅游相关政策 (部分) .....	- 11 -
图表 16: 中国低空经济市场规模预测 .....	- 11 -
图表 17: 中国低空经济下游业务飞行量占比情况 .....	- 11 -
图表 18: 新疆旅游景点分布图 .....	- 12 -
图表 19: 新疆昌吉州旅游景点分布图 .....	- 12 -
图表 20: 2024 年 3 月“遇见喀什”沉浸式国际演艺中心正式开工 .....	- 13 -
图表 21: 2024 年 3 月博州赛里木湖景区西海草原游客服务站项目举行开工仪式 .....	- 13 -
图表 22: 单架飞行器收益测算 .....	- 14 -
图表 23: 2025-2029 年公司低空游览项目收益测算 .....	- 14 -
图表 24: 公司 2024-2026 年分业务收入假设 .....	- 15 -
图表 25: 可比公司估值情况 .....	- 16 -

## 1、公司是新疆境内唯一国有旅游上市公司平台

### 1.1 发展历程&主营业务

- 公司依托天池自然景区资源，已发展成为疆内旅游代表企业。西域旅游开发股份有限公司成立于2001年，是经新疆政府批准设立的新疆首家旅游开发股份制企业。公司依托国家5A级风景名胜区天山天池景区、3A级五彩湾温泉景区和4A级火焰山景区的独特资源优势，提供旅游运输、索道运输、游船、温泉旅游等服务，为游客提供“吃、住、行、游、购、娱”旅游六要素，初步形成了较为完整的旅游业产业链，在疆内具有一定的竞争优势和稳定的市场份额。

图表 1：公司发展历史荣誉



来源：公司官网、中泰证券研究所

- 公司于艰难时期上市，目前是疆内唯一旅游上市公司标的。公司作为疆内优质旅游资产，多年历经申请新三板、主板上市，并于2020年登陆创业板。当时所处行业受到外部因素影响较大，公司在此特殊时期成功上市可见资本市场对公司发展经营抱有信心；但由于外部因素导致的业绩波动性，公司于2021年、2023年两度被实施“退市风险警示”。目前公司业绩稳中向好，并于2024年5月成功“摘帽”。

图表 2：上市重要相关事件

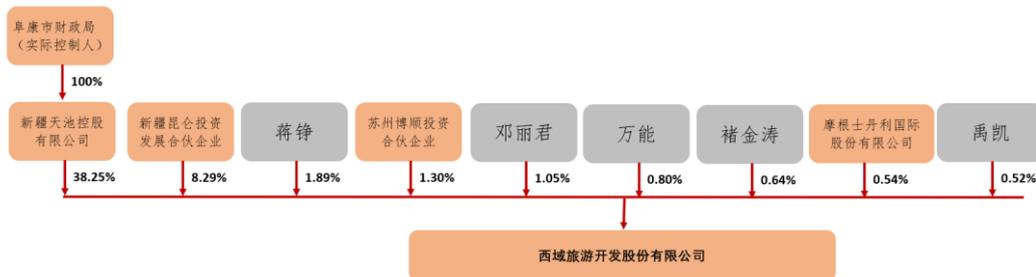
时间	事件
2004年	第一次申请IPO，以失败告终
2015年	公司成功于新三板上市
2017年	IPO申请获证监会受理
2020年7月	公司成功于深交所创业板上市
2021年4月	被实施“退市风险警示”特别处理
2022年5月	撤销退市风险警示

2023年4月	被实施“退市风险警示”特别处理
2024年5月	撤销退市风险警示

来源：公司公告、中泰证券研究所

- **实际控制人&主要股东:** 公司实际控制人为阜康市财政局，其通过新疆天池控股有限公司间接持有公司 38.25% 股权。

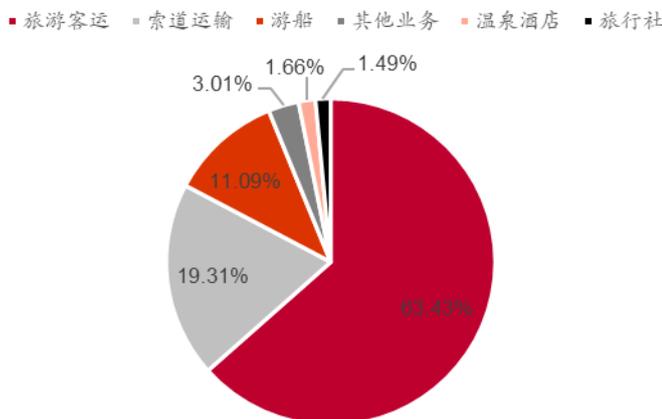
图表 3：公司主要股东情况



来源：iFinD、中泰证券研究所(截至 2024 年 1 季度末)

- **公司主要收入来源为景区内旅游客运、索道运输与游船，旅游客运收入占比较高。** 2023 年公司旅游客运收入占比 63.43%，为公司主要的营收部分；索道运输收入占比 19.31%；游船收入占比 11.09%。

图表 4：2023 年公司营业收入占比



来源：公司年报、中泰证券研究所

- **公司与亿航智能合资设立子公司，积极开拓低空+旅游场景。** 公司与广东亿航通用航空共同出资设立控股子公司新疆西域青鸟通用航空有限责任公司，公司认缴比例 70%；同年，公司从亿航智能设备（广州）有限公司采购商品 1200 万元，积极布局低空经济产业。

### 1.2 财务情况：业绩快速修复，经营质量稳步提升

- **2023 年业绩快速增长，2024Q1 呈稳健恢复态势。** 2023 年，公司实现营业收入 3.05 亿元，相比 2019 年增长 26.56%；实现归母净利润 1.06 亿

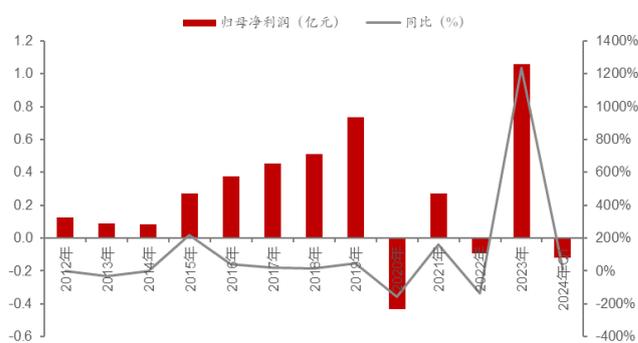
元，相比 2019 年增长 43.24%。2024 年 Q1 公司营业收入与净利润分别为 0.16 亿元、-0.12 亿元，分别同比增长 44.42%、7.81%。

图表 5：公司营业收入及同比情况



来源：iFinD，中泰证券研究所

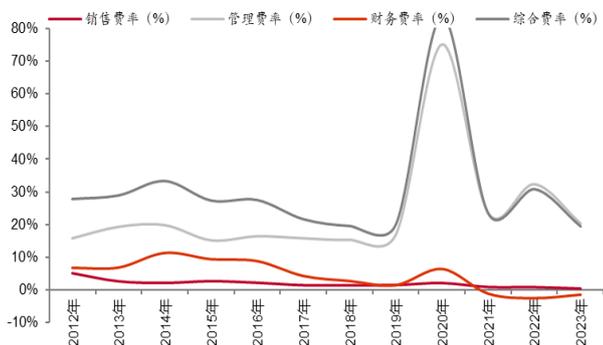
图表 6：公司归母净利润及同比情况



来源：iFinD，中泰证券研究所

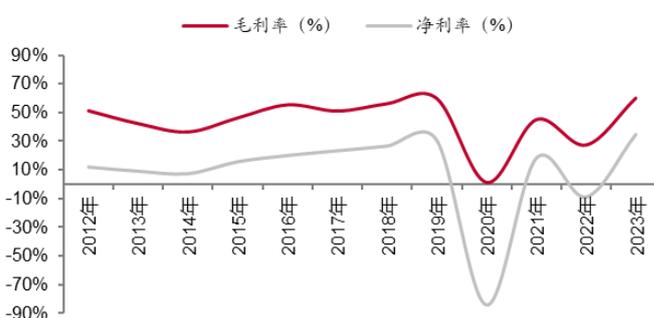
- **公司积极控制费用，毛利率净利率回升。**2023 年，公司综合费用率为 19.39%，处于历史最低水平，表明公司积极进行费用管理；同时，公司毛利率与净利率同比呈显著恢复态势，2023 年分别为 59.99%、35.06%，分别同比提升 32.8、44.4 个 PTS。

图表 7：公司主要费用率 (2012-2023)



来源：iFinD、中泰证券研究所

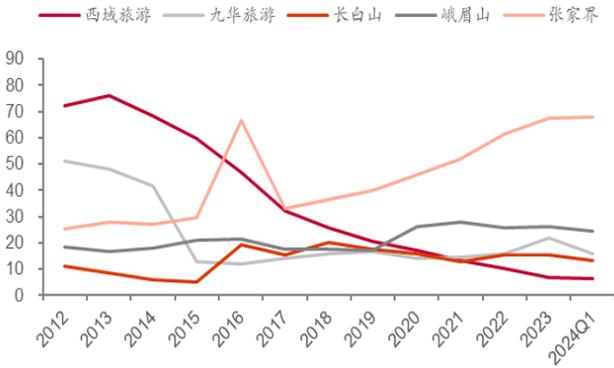
图表 8：公司利润率恢复 (2012-2023)



来源：iFinD、中泰证券研究所

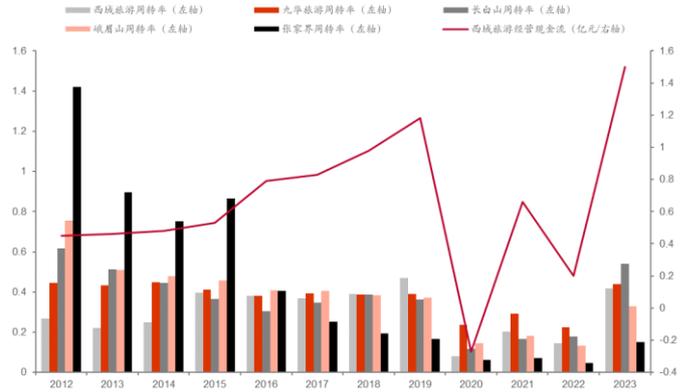
- **公司维持较高经营质量，资产负债率低于同业。**公司资产负债率自 2013 年后持续下降，到 2024 年 Q1 已降至 6.24%，大大低于同业平均水平，公司经营较少使用外部借款，资产质量较高；公司经营现金流除 2020 年外均为正值，2020 年后经营现金流逐渐恢复，2023 年恢复至 1.5 亿元达到历史最高水平；公司资产周转率水平同步提升，2023 年资产周转率处于同业中上游水平。

图表 9: 公司与竞争对手资产负债率对比(2012-2024Q1)



来源: iFinD、中泰证券研究所

图表 10: 公司经营现金流(亿元)与资产周转率(次)对比



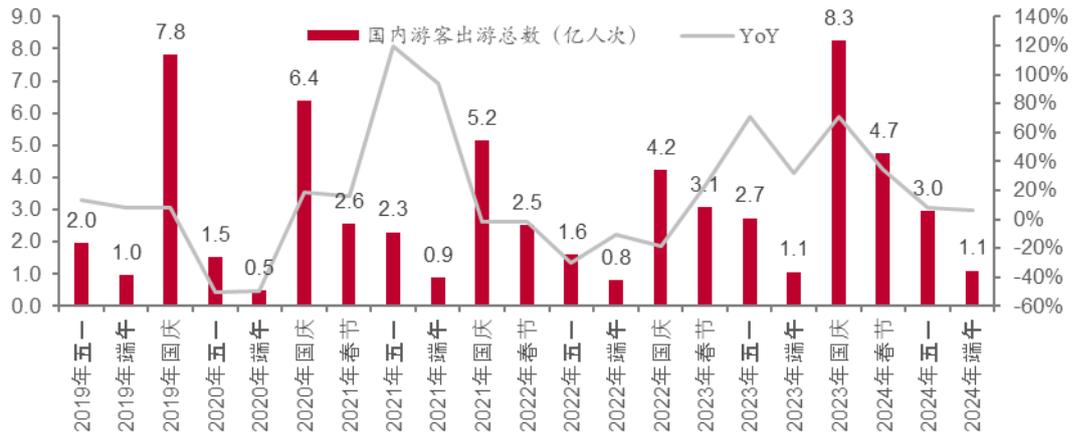
来源: iFinD、中泰证券研究所

## 2、旅游业稳步复苏，有望成为低空经济的重要应用场景

### 2.1 旅游业温和复苏，新疆地区显著受益

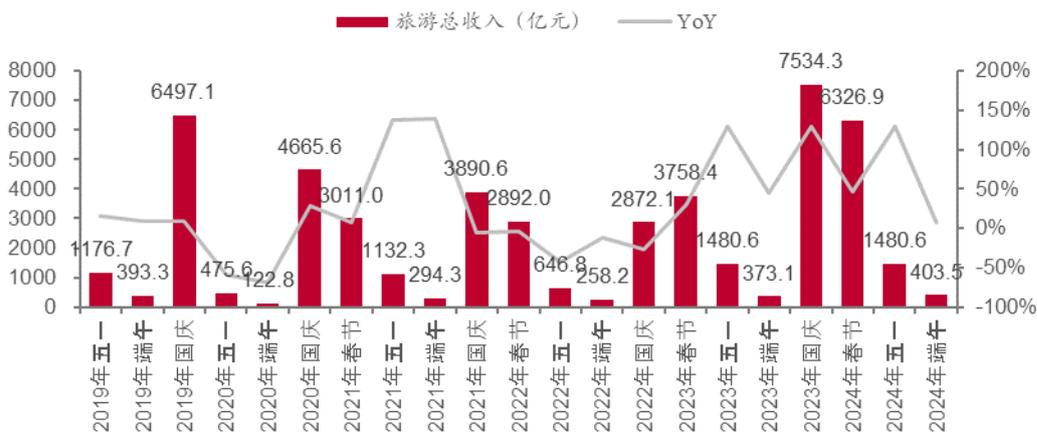
2023 年以来，全国旅游业稳步复苏。作为后疫情时代元年，2023-2024 年连续两年五一、端午节假日的出行人次总量均超越 2019 年同期水平，各节假日期间全国旅游业收入情况也普遍高于 2019 年同期水平。整体来说，旅游行业基本完成底部周期的调整与筑底，有望在未来三年展现出蓬勃的发展活力和巨大的市场潜力。

图表 11: 近 5 年节假日期间国内游客出游总人数



来源: 文旅部, 中泰证券研究所

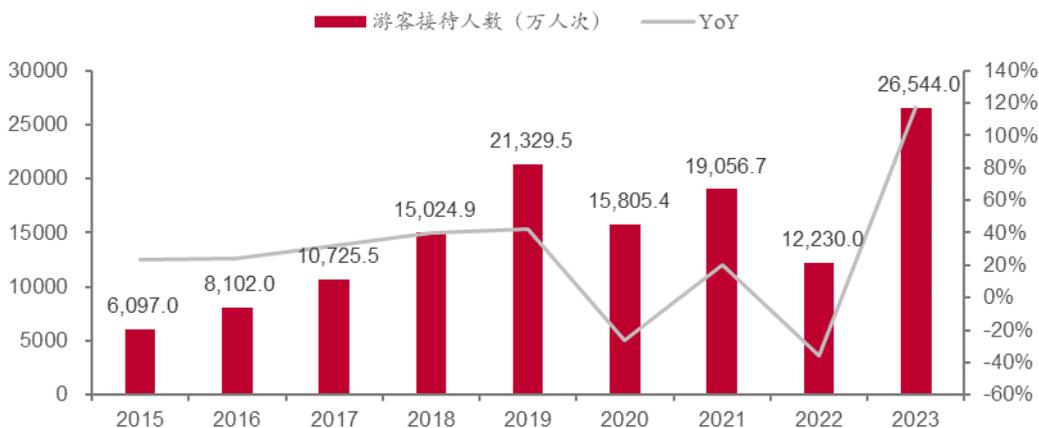
图表 12：近 5 年节假日期间国内旅游总收入



来源：文旅部，中泰证券研究所

**新疆旅游资源丰富，发展前景广阔。**截至 2024 年 4 月统计，新疆现有 6 处世界文化遗产地，3 项世界级非物质文化遗产，101 项国家级非物质文化遗产，133 处全国重点文物保护单位，717 个 A 级旅游景区。目前的开发主要集中在少数知名景点，如喀纳斯湖、天山天池等，大量位于偏远地区的景观尚未得到充分开发和利用。近年来新疆依托自然地理优势、丰富的文化遗产和独特的民族风情，迅速崛起为热门旅游目的地。2023 年度，新疆接待国内外游客高达 2.65 亿人次，同比增长了 117.04%；实现旅游总收入 2967.15 亿元，同比激增 226.93%。2024 年 5 月，影视剧《我的阿勒泰》热播，有望带动地区乃至全疆旅游热度的持续高涨。

图表 13：近 10 年新疆地区游客接待人次



来源：统计局，中泰证券研究所

**政策端持续发力，万亿国债有望提振旅游市场。**《2024 年政府工作报告》提出，为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年计划发行 1 万亿元。国家发改委提出将符合条

件的重点旅游项目纳入超长期特别国债的资金支出范围内，以推动和改善全国文化和旅游领域的设备更新。

图表 14：2023 年以来关于促进文旅发展的政策梳理

发布单位	发布时间	政策名称	政策内容
文化和旅游部 国家发展改革委	2023/3/10	《东北地区旅游业发展规划》	到2025年，跨区域旅游一体化发展格局基本形成，旅游产品供给、旅游服务质量、旅游治理能力显著提升，旅游发展活力和产业竞争力明显增强，旅游业在推动东北地区全面振兴取得新突破中的作用更加突显
国务院	2023/9/29	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	从加大优质旅游产品和服务供给、激发旅游消费需求、加强入境旅游工作、提升行业综合能力、保障措施等五个方面，提出30条工作措施。
文旅部	2023/11/13	《国内旅游提升计划（2023—2025年）》	到2025年，国内旅游市场规模保持合理增长、品质进一步提升。国内旅游宣传推广效果更加明显，优质旅游供给更加丰富，游客消费体验得到有效改善、满意度进一步提升，旅游公共服务效能持续提升，重点领域改革取得突破，旅游市场综合监管机制更加健全，现代治理能力进一步增强，国内旅游市场对促进消费、推动经济增长的作用更加突出。
文旅部	2024/5/13	《智慧旅游创新发展行动计划》	到2027年，智慧旅游经济规模进一步扩大，智慧旅游基础设施更加完善，智慧旅游管理水平显著提升，智慧旅游营销成效更加明显，智慧旅游优质产品供给更加丰富，智慧旅游服务和体验更加便利舒适。
国家发改委	2024/5/24	《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》	重点任务包括实施观光游览设施更新提升行动、实施游乐设施更新提升行动、实施演艺设备更新提升行动、实施智慧文旅改造提升行动等八大行动

来源：政府官网，中泰证券研究所

## 2.2 “低空旅游”政策频出，市场发展潜力大

“低空旅游”作为低空经济与传统旅游相融合的创新模式，获得政策广泛支持。低空旅游通常指人们在低空空域，依托通用航空运输、通用航空器和低空飞行器（包括直升机、固定翼运动型飞机、滑翔翼、热气球、降落伞等），是“低空经济+旅游”场景融合衍生的新兴消费业态。今年年初低空经济首次被写入政府工作报告，全国各省市地方政府相继出台鼓励推动低空经济重要应用方向——低空旅游的政策、实施方案和项目建设。例如5月17日北京市政府发布的《北京市促进低空经济产业高质量发展行动方案（2024—2027年）（征求意见稿）》中提到将在延庆、平谷、密云等区发展低空旅游、飞行体验等产业。

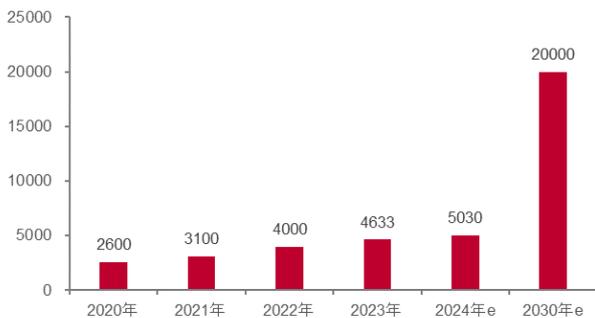
图表 15：各省市地方政府发布低空旅游相关政策（部分）

发布单位	发布时间	政策名称	政策内容
三亚市政府	2023/7/13	《三亚市促进低空旅游发展暂行办法》	定义了低空旅游的基本内涵，明确市人民政府会同民航主管部门和军航空管部门建立低空旅游协同管理运行机制，市旅游主管部门负责低空旅游产业发展的规划编制、服务监管和业务指导等相关工作
深圳市政府	2024/1/3	《深圳经济特区低空经济产业促进条例》	市文化广电旅游体育、商务等部门应当推动低空文化园区、低空消费小镇、低空飞行营地等建设，鼓励开展航拍航摄、飞行培训、低空赛事、低空运动、低空旅游、低空会展、低空飞行表演与宣传、低空文化交流等活动
北京市政府	2024/5/17	《北京市促进低空经济产业高质量发展行动方案（2024—2027年）（征求意见稿）》	特色文旅方面，在延庆、平谷、密云等区发展低空旅游、飞行体验等产业。
广州市政府	2024/5/29	《关于印发广州市低空经济发展实施方案的通知》	开展低空旅游和航空运动。以打造世界旅游消费目的地为目标，按照政府引导、市场运作的原则，依据空域划设方案和景区环境条件，规划布局适宜开展航空旅游的区域、场地和类型，打造连接景区、度假区、主题公园等旅游目的地的低空旅游网，省、市区域联动，依托观光游、主题游、体验游等形式丰富低空旅游内涵，全面提升旅游品质。

来源：政府官网，中泰证券研究所

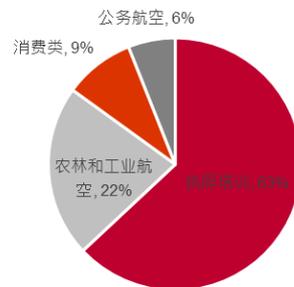
“低空旅游”市场潜力大，发展空间广阔。截止 2023 年底，我国低空经济规模接近 5000 亿元；到 2030 年，低空经济市场规模有望达 2 万亿元。从 2023 年底空经济下游业务飞行量来看，执照培训类占比最高（63%），其次是农林和工业航空（22%），消费类占比 9%，由此预计 2030 年底空旅游市场规模有望达 2000 亿元。

图表 16：中国低空经济市场规模预测



来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

图表 17：中国低空经济下游业务飞行量占比情况



来源：中商产业研究院，中泰证券研究所

### 3、业务拓展多点开花，低空旅游打造新成长级

#### 3.1 引入区州级国资委股东，有望拓展疆内旅游产品矩阵

新疆自治区国资委及昌吉州国资委先后参股。2023 年 10 月，昆仑投资（实控人为新疆自治区国资委）通过司法拍卖竞得公司 12,853,221 股股票，占公司总股本的 8.29%；2023 年 12 月，公司控股股东拟将 9.61% 的股权转让给

昌吉州国投集团（实控人为昌吉州国资委）。公司作为新疆区域内唯一上市  
的旅游公司，伴随着更高行政级别的自治区、自治州参与持股，有望进一步  
整合疆内旅游资源及丰富公司产品矩阵。

图表 18：新疆旅游景点分布图



来源：公司官网、公司公告，中泰证券研究所

图表 19：新疆昌吉州旅游景点分布图



来源：公司官网、公司公告，中泰证券研究所

### 3.2 旅游产品创新升级，有望丰富存量业务发展

积极打造喀什及赛里木湖景区演艺项目。2023年11月，公司公告与喀什市商务和工业信息化局就“遇见喀什”文旅项目（喀什美食广场）进行磋商并达成初步意向，拟与喀什古城公司共同出资设立合资公司西域文旅，主要包括“遇见喀什”剧目投资、剧场改造等项目，总投资2亿元；2023年12月，公司公告拟与昱鉴文化等共同出资设立合资公司新疆西域文旅（赛里木湖）投资有限公司（赛湖文旅）；2024年4月，公司公告公司控股子公司西域文旅、赛湖文旅与北京昱鉴分别签署创编导服务合同《“喀什市“遇见喀什”沉浸式展演厅提升改造项目展演内容创编导服务合同》、《博州赛里木湖景区西海草原游客服务站多媒体一体化文旅体验中心展演内容创编导服务及展演专用设备采购项目合同》，合同金额分别为4920万元和1928万元。预计未来两年公司各类延伸旅游项目有望增强消费者旅游体验并提升客单价，从而丰富公司存量业务发展。

图表 20：2024 年 3 月“遇见喀什”沉浸式国际演艺中心正式开工



来源：澎湃喀什，中泰证券研究所

图表 21：2024 年 3 月博州赛里木湖景区西海草原游客服务站项目举行开工仪式



来源：雪球，中泰证券研究所

### 3.3 推进与 eVTOL 头部企业合作，低空游览项目打开增量空间

与亿航智能合作开展低空游览项目，中远期盈利贡献可观。2023年3月，公司公告拟与亿航智能签订《合作框架协议》，共同出资设立无人驾驶航空器运营的合资公司（简称“西域通航”），公司将依托目前已运营的天山天池等景区及现有景区品牌影响力和示范带动性，开展低空游览项目，并拟以此为平台进而辐射全疆，开创低空旅游新业态。根据框架协议书内容，西域通航拟在未来5年内运营数量不低120架EH216-S或同类载人级自动驾驶飞行器。我们测算了2025-2029年公司基于低空游览项目的盈利测算：预计当执飞eVTOL数量达120架次时，低空游览项目可为公司贡献3.8亿收入和1.9亿净利润，整体盈利贡献可观。假设：

（1）2025年公司低空游览项目正式开始商业化运营，并于未来5年逐步达到120架拟投入eVTOL总量；

（2）渗透率：预计2024年公司旗下景区约338万年客流量，2025-2026年以20%的年平均增速/2027-2029年以10%的年平均增速测算，2025-2029年客流量分别406/487/535/589/648万人，对应低空游览的游客渗透率分别约为2.0%/4.9%/7.5%/10.9%/14.8%。对照公司目前索道/游船等成熟项目

20%的渗透率，该假设具有合理性；考虑到公司在新疆地区运营多个核心景区以及与亿航智能的合作模式清晰，未来实际可落地的低空旅游设备数量和区域较多，低空游览项目有望成为公司未来重要的成长级。

图表 22：单架飞行器收益测算

预测项目	预测值	预测说明
收入	年运营天数	250 主要考虑不利天气因素以及景区淡旺季的影响
	飞行次数/日	16 飞行时间5分钟，每小时飞行2次，每日运营时间9-17点
	单次载人	2 EH216-S为双座
	年载客数量	8000
	票价（元）	400
	营业收入/年（万元）	320
成本	飞行器折旧（万元）	47.8 EH216-S淘宝售价为239万元，按照5年直线折旧法
	运营成本（万元）	22.4 总收入的7%
	保险费用（万元）	3.2 总收入的1%
	机场等配套设施维护费（万元）	25.6 总收入的8%
	总电耗成本（万元）	2.5
	单次飞行时间（分钟）	10
	年总飞行时间（小时）	667
	单小时电耗成本（元）	37.2 0.62元*60度电
	电池及其他更换成本	56.7 飞行器成本的27%
	总成本（万元）	158.2
利润额（万元）	161.8	
毛利率	50.6%	

来源：中泰证券研究所

图表 23：2025-2029 年公司低空游览项目收益测算

	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
执飞飞行器数量	10	30	50	80	120
年载客数量（万次）	8	24	40	64	96
景区游客数量（万人）	406	487	535	589	648
渗透率	2.0%	4.9%	7.5%	10.9%	14.8%
营收（万元）	3,200	9,600	16,000	25,600	38,400
利润（万元）	1,618	4,855	8,091	12,946	19,418

来源：中泰证券研究所

#### 4、首次覆盖给予“增持”评级

- 公司旅游接待人次 2024 年有望维持增长。根据天山管委会信息，景区一季度接待游客 22.53 万人次，同比提升约 60%，主因是由于受到热播电视剧及景区票务优惠因素影响；我们考虑后续季度游客增速将回归正常增长，2024-2026 年接待游客数量增速分别假设 30%/20%/20%。
- 公司主营业务收入主要包含客运、索道、游船、低空旅游收入，分业务具体假设如下：
  - **客运：**公司客运收入包含景区区间车往返费用 60 元；电瓶车单程费用 10 元，预计对应客单价消费在 60-80 元区间，假设 2024-2026 年客单价均为 65 元；由于入园段必须搭乘景区车辆，转化率接近 100%
  - **索道：**去程/返程分别为 100/120 元，假设 2024-2026 年对应客单价均为 110 元；2024-2026 年转化率假设分别为 20%/22%/25%。
  - **游船收入：**游船包含线路 2 条，客单价分别为 40/100 元，选择 100 元环湖的游客数量较多，因此假设平均客单价分别为 80/85/90 元；2024-2026 年转化率假设分别为 20%/22%/25%。
  - **低空旅游：**假设公司 2025 年开始进行低空旅游业务，2025-2026 年可执飞飞行器数量分别为 10/30 台，单次票价 400 元，每台飞行器年执飞次数为 8000 次/年。

图表 24：公司 2024-2026 年分业务收入假设

	2023 年	2024E	2025E	2026E
<b>客运</b>				
收入 (百万元)	193.63	219.70	263.64	316.37
YoY		13.46%	20.00%	20.00%
人数 (百万)		3.38	4.056	4.8672
客单价 (元)		65	65	65
转化率 (%)		100.00%	100.00%	100.00%
毛利率 (%)	59.78%	60.00%	60.00%	60.00%
<b>索道运输</b>				
收入 (百万元)	58.96	74.36	98.16	133.85
YoY		26.12%	32.00%	36.36%
人数 (百万)		3.38	4.056	4.8672
客单价 (元)		110	110	110
转化率		20.00%	22.00%	25.00%
毛利率	78.03%	72.00%	73.00%	74.00%
<b>游船收入</b>				
收入 (百万元)	33.84	54.08	75.85	109.51
YoY		59.81%	40.25%	44.39%
人数 (百万)		3.38	4.056	4.8672
客单价 (元)		80	85	90
转化率		20.00%	22.00%	25.00%
毛利率 (%)	70.29%	70.00%	71.00%	72.00%
<b>低空旅游</b>				
收入 (百万元)			32.00	96.00

YoY		200.00%
台数	10	30
客单价 (元)	400	400
单机执飞次数 (万次)	0.8	0.8
毛利率 (%)	50.00%	50.00%

来源：中泰证券研究所测算

- **首次覆盖给予“增持”评级。**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3.71/4.97/6.88 亿元，归母净利润分别为 1.34/1.76/2.81 亿元，对应 PE 分别为对应 PE 分别为 30.5/23.2/14.6X。选取旅游行业同样具有优质景区资源的九华旅游、黄山旅游、峨眉山 A、长白山作为可比公司，当前西域旅游估值略高于可比公司平均估值，但考虑公司业绩具有较高增速且具备较大的业务挖潜能力，并有望成为低空旅游场景的国内率先应用景区，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 25：可比公司估值情况

公司	代码	2024/7/31	EPS (元)				PE (倍)			
		股价 (元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
九华旅游	603199.SH	31.72	1.60	1.80	2.04	2.22	19.77	17.59	15.58	14.32
黄山旅游	600054.SH	11.22	0.53	0.65	0.73	0.79	21.32	17.20	15.43	14.24
峨眉山 A	000888.SZ	11.68	0.44	0.54	0.62	0.68	26.54	21.66	18.81	17.14
长白山	603099.SH	21.81	0.57	0.72	0.88	1.04	38.04	30.09	24.83	21.06
		可比公司均值						21.6	18.7	16.7
西域旅游	300859.SZ	26.42	0.68	0.87	1.14	1.81	40.8	30.50	23.20	14.60

来源：wind (除西域旅游外，其余可比公司采用一致预期，采用 7 月 31 日股价)，中泰证券研究所

## 5、风险提示

- 1、宏观经济环境变化风险。若国内外宏观经济环境发生变化，下游需求放缓，eVTOL 行业发展可能受到影响。
- 2、eVTOL 行业政策落地不及预期。由于 eVTOL 安全标准、飞行规则和空域管理政策等均尚未完全成熟，可能存在政策的制定和执行过程有一定延误。
- 3、eVTOL 技术发展及商业化进展不及预期：eVTOL 领域技术发展的风险包括电池能力局限性、电推进系统发展受限等。技术发展不及预期可能会影响商业化进程。
- 4、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。



经营性应收影响	1	2	3	3	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
经营性应付影响	-2	34	16	8	应收账款周转天数	5	2	-1	-2
其他影响	17	-3	-4	-3	应付账款周转天数	24	63	95	103
<b>投资活动现金流</b>	-42	-110	5	5	存货周转天数	3	4	4	4
资本支出	-44	-118	-5	-6	<b>每股指标 (元)</b>				
股权投资	-7	0	0	0	每股收益	0.68	0.87	1.14	1.81
其他长期资产变化	9	8	10	11	每股经营现金流	0.97	1.32	1.49	2.15
<b>融资活动现金流</b>	-30	-31	-31	-31	每股净资产	4.63	5.30	6.23	7.85
借款增加	-36	0	0	0	<b>估值比率</b>				
股利及利息支付	0	264	147	393	P/E	39	31	23	15
股东融资	9	0	0	0	P/B	6	5	4	3
其他影响	-3	-295	-178	-424	EV/EBITDA	6	5	4	3

来源: wind, 中泰证券研究所

## 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。