



## 旅游景区市场未来发展的预期差

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) **中短期视角看:** 预计 2024 年旅游市场也仅恢复至 2019 年的 75%-80%，目前旅游消费意愿在居民消费端排名第一，旅游行业未来将仍处高速复苏阶段；预计夏末或秋季，南方地区降雨及极端天气将减少，有助于客流复苏；2) **长期视角看:** 未来政策催化及入境游的增量有望增加旅游行业接近 1 万亿的经济价值；3) **估值已相对低位:** 目前大部分景区上市公司的 PE 估值水平已处于疫情前 15-25 倍的最低水平左右，景气度高，有估值修复空间。
- 受暴雨等极端天气影响，旅游市场复苏受阻，预计夏末或秋季开始将有明显复苏。** 今年上半年国内出游人次 27.25 亿，同比增长 14.3%；国内游客出游总花费 2.73 万亿元，同比增长 19.0%，人均旅游消费提升 3.8%。旅游市场保持高速增长，但略不及年初预期，原因在于今年处于厄尔尼诺次年，因此暴雨等极端天气较为频繁，进而影响旅游市场复苏。预计夏季后期可能进入拉尼娜状态，届时气候情况有望从上半年的“南涝北旱”转为“南旱北涝”。大部分上市公司位于南方，有望受益于降水及极端天气的减少带来的客流稳定增长。
- 中短期视角看: 旅游行业将仍处高速复苏阶段，旅游行业预计至少高速复苏到 2026 年。** 中国旅游研究院（文旅部数据中心）年初预测 2024 年国内旅游出游人数、国内旅游收入将分别同比增长 25%、23%。假设能够完成，国内旅游收入占 GDP 的比重仅为 4.6%，与 2019 年的 5.8% 还有差距。
- 长期视角看: 未来政策催化及入境游增量有望成未来旅游市场重要增量。** 2024 年 8 月国务院关于《关于促进服务消费高质量发展的意见》，后续在国务院的积极信号下，各政府部门及地方政府在服务消费领域及银发经济的细化政策出台值得期待。2019 年我国国际旅游收入占 GDP 的比重仅为 0.9%，若能达到全球主要经济体 1.5% 的平均水平，则每年能增加接近 1 万亿的经济价值。
- 重点景区公司逻辑梳理:**
  - 黄山旅游:** 1) **短期:** 天都峰开放催化亲子及研学客流提升；池黄高铁的开通及机场航线扩容带来的交通改善；2) **中期:** 免门票活动吸引性价比消费人群，辐射消费能力强的长三角地区；3) **长期:** 明年黄山风景区承载量及山上酒店房间数有望提升；花山谜窟、太平湖景区及徽商故里逐步减亏实现盈利。
  - 长白山:** 1) **短期:** 受益于冰雪游火热带来的关注度提升，今年 1-7 月客流同比增长 28.5%；2) **中期:** 长白山机场二期扩容带来航线增加；沈白高铁通车带来交通改善；西景区及南景区放量还有较大提升空间；3) **长期:** 温泉酒店二期落地后带来的酒店增量；景区内其他二消项目开发尚有较大空间。
- 投资建议:** 目前大部分景区上市公司的估值水平处于 15-25 倍的疫情前的最低水平左右，考虑到当前行业仍处于高速复苏阶段，中长期景气度佳，看好整体景区板块的估值修复的机会，建议关注有中长期业绩催化的公司。**相关标的:** 黄山旅游 (600054.SH)、长白山 (603099.SH)、三特索道 (002159.SZ)。
- 风险提示:** 景区客流复苏不及预期、政策变动风险、宏观经济波动风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 行业相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|                |          |
|----------------|----------|
| 股票家数           | 74       |
| 行业总市值(亿元)      | 3,569.46 |
| 流通市值(亿元)       | 3,509.96 |
| 行业市盈率 TTM      | 22.1     |
| 沪深 300 市盈率 TTM | 11.5     |

### 相关研究

- 社会服务行业 2024 年中期投资策略: 关注高景气赛道 (2024-08-01)
- 旅游景区行业专题报告: 一文讲清楚国内旅游市场复苏的持续性 (2024-03-10)
- 社会服务行业 2024 年投资策略: 消费市场景气度缓慢提升, 关注细分领域投资机会 (2023-12-27)

## 目 录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1 旅游景区市场复盘：上半年旅游市场受暴雨等极端天气影响，预计夏末或秋季开始将有明显复苏</b> ..... | <b>1</b>  |
| <b>2 从宏观视角看旅游市场发展：仍处高速复苏阶段</b> .....                      | <b>6</b>  |
| 2.1 中短期视角看：旅游行业将仍处高速复苏阶段，长线游复苏或较为缓慢.....                  | 6         |
| 2.2 长期视角看：未来旅游市场增量可关注政策催化及入境游增量.....                      | 8         |
| <b>3 重点景区公司逻辑梳理</b> .....                                 | <b>16</b> |
| 3.1 黄山旅游（600054.SH）：短期客流增长有催化，中长期业绩释放有空间.....             | 16        |
| 3.2 长白山（603099.SH）：短期客流旺盛，长期景区承载量提升有空间.....               | 18        |
| <b>4 估值复盘及投资建议</b> .....                                  | <b>22</b> |
| <b>5 风险提示</b> .....                                       | <b>25</b> |

## 图 目 录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 旅游及景区板块行情复盘 .....                      | 1  |
| 图 2: 国内旅游收入及增长率 .....                       | 2  |
| 图 3: 国内旅游人次及增长率 .....                       | 2  |
| 图 4: 厄尔尼诺 .....                             | 2  |
| 图 5: 拉尼娜 .....                              | 2  |
| 图 6: 厄尔尼诺变化 .....                           | 3  |
| 图 7: 厄尔尼诺和拉尼娜概率 .....                       | 4  |
| 图 8: 赤道太平洋海平面温度异常 .....                     | 4  |
| 图 9: 拉尼娜的冬季影响 .....                         | 5  |
| 图 10: 拉尼娜的夏季影响 .....                        | 5  |
| 图 11: 国内旅游收入占 GDP 的比重尚未恢复疫前水平 .....         | 6  |
| 图 12: 旅游消费占居民消费支出的比例尚未恢复疫前水平 .....          | 6  |
| 图 13: 旅游消费意愿在居民端排名第一 .....                  | 7  |
| 图 14: 女性旅游消费意愿近 5 年新高 .....                 | 7  |
| 图 15: 2019-2023 年国内节假日平均出游半径及目的地休憩半径 .....  | 7  |
| 图 16: 城镇居民消费意愿下降明显 .....                    | 8  |
| 图 17: 城镇居民为旅游市场主力人群 .....                   | 8  |
| 图 18: 2012-2021 全国 A 级旅游景区门票收入占比呈下降趋势 ..... | 9  |
| 图 19: 政府倡导景区门票减免 .....                      | 9  |
| 图 20: 武夷山 2024 年全年免门票 .....                 | 10 |
| 图 21: 九华山逐步开展免门票活动 .....                    | 10 |
| 图 22: 外国入境游客数量 (万人次) .....                  | 10 |
| 图 23: 2024 年民航国际客运航班量及恢复率月趋势 .....          | 12 |
| 图 24: 7 月份民航国际旅客运输量及恢复率月趋势 .....            | 12 |
| 图 25: 入境游客来华主要目的 .....                      | 12 |
| 图 26: 入境游客在华体验的主要项目和内容 .....                | 12 |
| 图 27: 2023 年全球十几个发达经济体对中国的好感度 .....         | 13 |
| 图 28: 主要经济体国际旅游收入占 GDP 的比重 .....            | 13 |
| 图 29: 1949-2023 年中国出生人口数量及增速 (万人) .....     | 14 |
| 图 30: 2010-2023 年中国人口结构 .....               | 15 |
| 图 31: 中国居民消费倾向呈下降趋势 .....                   | 15 |
| 图 32: 中老年城镇居民人口占比高, 消费信心足 .....             | 15 |
| 图 33: 《爬天都峰》课文 .....                        | 16 |
| 图 34: 黄山机场 2024 年夏航季到达航班时刻表 .....           | 16 |
| 图 35: 黄山周边知名 5A 级旅游景区众多 .....               | 17 |
| 图 36: 皖浙赣闽区域铁路路网图 .....                     | 17 |
| 图 37: 黄山北海宾馆改造后效果图 .....                    | 18 |
| 图 38: 黄山风景区索道交通分布图 .....                    | 18 |
| 图 39: 太平湖景区位于两大知名景区中间 .....                 | 18 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 40: 安徽省“大黄山”战略.....                 | 18 |
| 图 41: 2023-2024 年 1-7 月长白山客流.....     | 19 |
| 图 42: 长白山机场旅客吞吐量.....                 | 19 |
| 图 43: 2024 年长白山机场夏季航班时刻表.....         | 19 |
| 图 44: 沈白高铁线路图.....                    | 20 |
| 图 45: 长白山风景区地图.....                   | 20 |
| 图 46: 长白山二期酒店项目与一期项目对比.....           | 21 |
| 图 47: 公司旗下云顶市集项目.....                 | 22 |
| 图 48: 长白山人参采摘.....                    | 22 |
| 图 49: 2011-2023 年上市景区公司资本开支 (亿元)..... | 22 |
| 图 50: 2011-2023 年上市景区公司分红率.....       | 23 |
| 图 51: 黄山旅游疫情前 PE-TTM.....             | 23 |
| 图 52: 丽江股份疫情前 PE-TTM.....             | 23 |
| 图 53: 天目湖疫情前 PE-TTM.....              | 24 |
| 图 54: 长白山疫情前 PE-TTM.....              | 24 |
| 图 55: 九华旅游疫情前 PE-TTM.....             | 24 |
| 图 56: 峨眉山 A 疫情前 PE-TTM.....           | 24 |

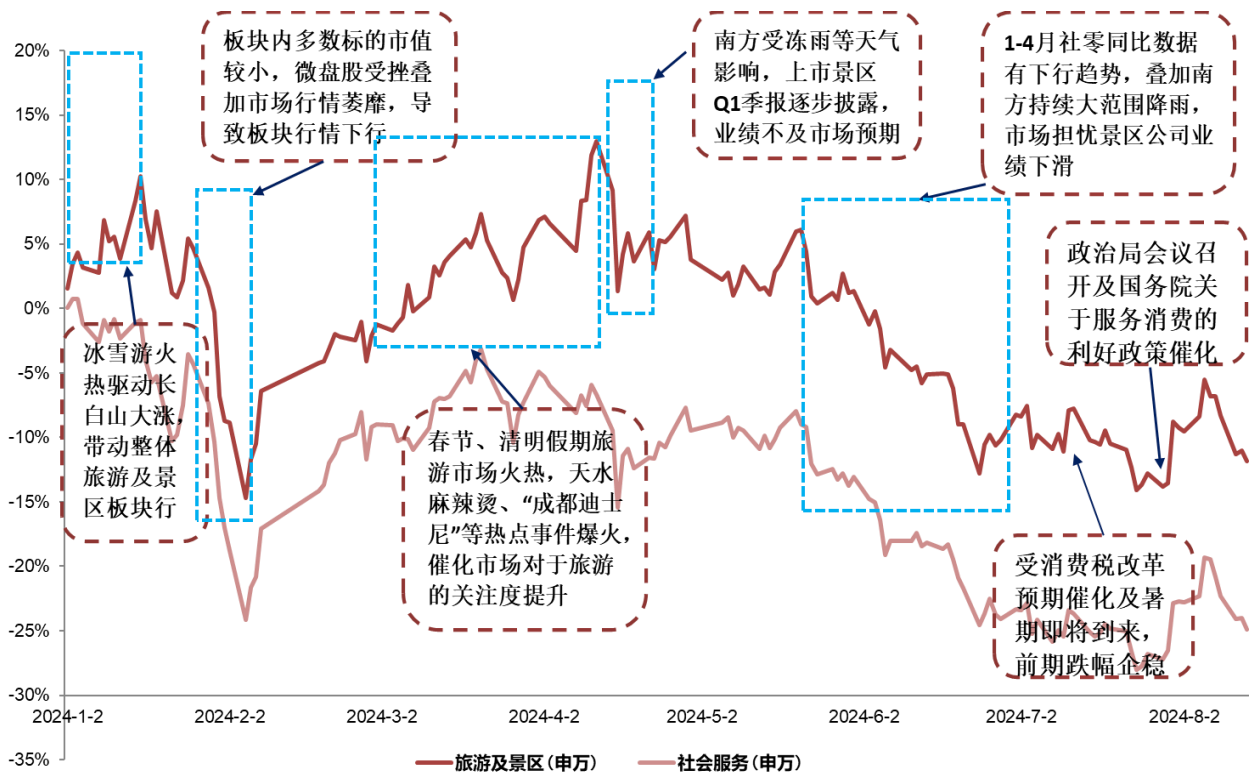
## 表 目 录

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 2024 年极端天气事件.....                          | 2  |
| 表 2: 复盘近年来厄尔尼诺次年的我国天气情况.....                    | 4  |
| 表 3: 降低国有景区门票相关政策.....                          | 8  |
| 表 4: 疫后入境游限制逐步放开.....                           | 11 |
| 表 5: 重点关注景区公司盈利预测及估值 (截止至 2024 年 8 月 14 日)..... | 25 |

# 1 旅游景区市场复盘：上半年旅游市场受暴雨等极端天气影响，预计夏末或秋季开始将有明显复苏

今年以来，旅游及景区板块相对于社会服务板块有明显相对收益。复盘今年旅游及景区板块行情走势可以发现，年初市场相对比较认可全年旅游市场高景气，但在极端天气及宏观数据走弱的影响下，从 Q2 开始板块行情明显走弱，但相对于整体社会服务板块而言，已走出明显相对收益。

图 1：旅游及景区板块行情复盘



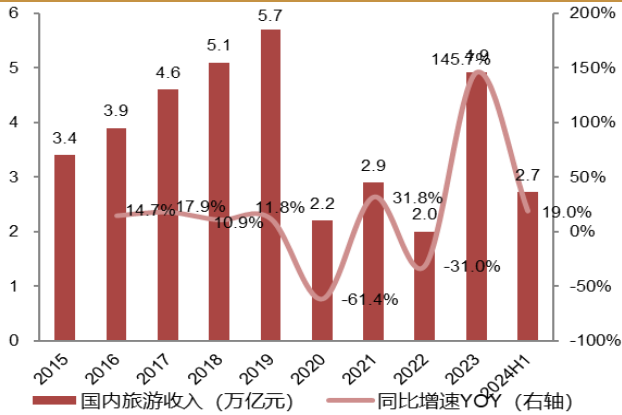
数据来源：Wind，西南证券整理

**2023 全年旅游市场约恢复至疫情前 80%-90%，旅游人均消费超 2019 年 6.7%，2024 年国内旅游出游人数、国内旅游收入预计同比增长 25%、23%。**2023 年国内旅游人数和收入分别恢复至 2019 年的 80.3%和 85.8%，人均旅游消费为 1016.7 元，超 2019 年 6.7%；文旅部预计 2024 年国内旅游出游人数、国内旅游收入将分别超过 60.3 亿人次和 6.0 万亿元，分别恢复至 2019 年的 99.5%、105.3%。

**2024 年上半年，受暴雨等极端天气影响，国内旅游收入及国内旅游人次增速不及全年增速预期，但人均旅游消费提升 3.8%。**今年上半年国内出游人次 27.25 亿，同比增长 14.3%。其中，城镇居民国内出游人次 20.87 亿，同比增长 12.3%；农村居民国内出游人次 6.38 亿，同比增长 21.5%。分季度看，一季度国内出游人次 14.19 亿，同比增长 16.7%；二季度国内出游人次 13.06 亿，同比增长 11.8%。**今年上半年国内游客出游总花费 2.73 万亿元，同比增长 19.0%。**其中，城镇居民出游花费 2.31 万亿元，同比增长 16.8%；农村居民出游花费 0.42 万亿元，同比增长 32.6%。分季度看，一季度国内旅游收入 1.52 亿，同比增长 17.0%；二季度国内旅游收入 1.21 亿，同比增长 21.0%。

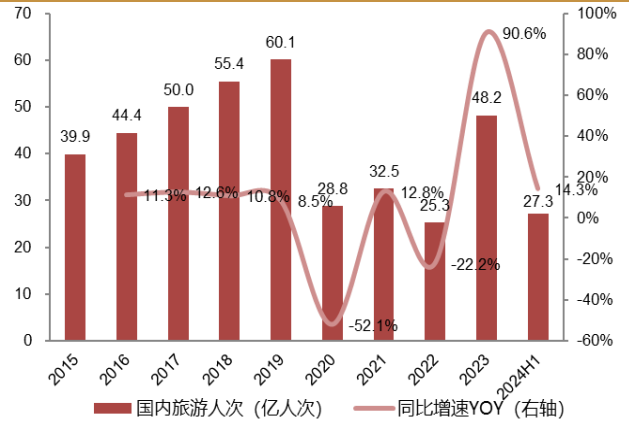


图 2：国内旅游收入及增长率



数据来源：文旅部，中国旅游研究院，西南证券整理

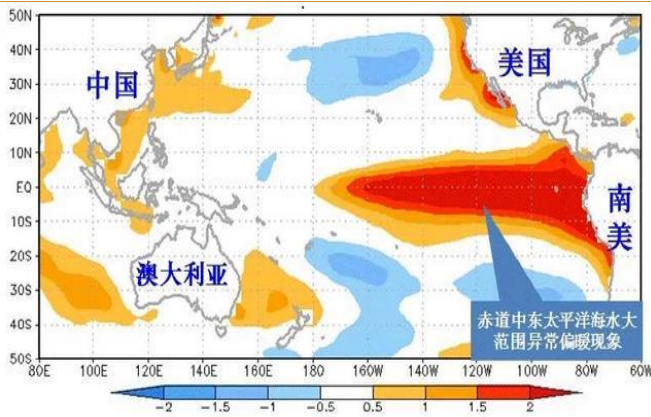
图 3：国内旅游人次及增长率



数据来源：文旅部，中国旅游研究院，西南证券整理

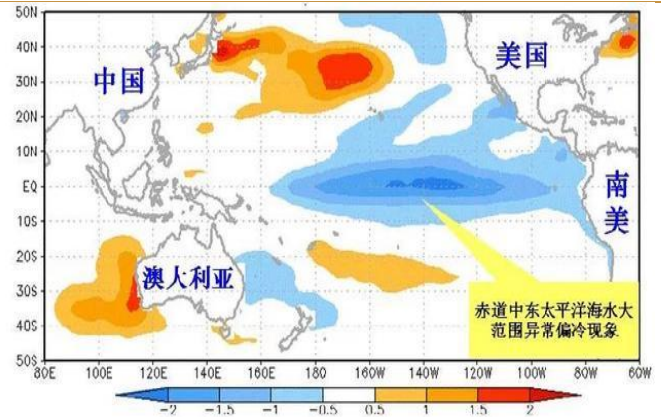
今年处于厄尔尼诺次年，因此极端天气较为频繁，进而影响旅游市场复苏。厄尔尼诺是赤道中东太平洋海温持续偏高并造成大气环流异常的一种气候现象；拉尼娜是赤道中东太平洋海表温度大范围持续异常偏冷的现象。此次厄尔尼诺事件于 2023 年 5 月开始，2024 年 5 月结束，导致今年以来华南地区多雨，北方地区干旱。厄尔尼诺次年通常会导全球平均气温上升，可能导致极端气候事件的频率和强度增加，如出现热浪、干旱和洪涝等，今年长江中下游容易出现严重汛情，气象灾害造成经济损失大，气候年景差。

图 4：厄尔尼诺



数据来源：中国气象局，西南证券整理

图 5：拉尼娜



数据来源：中国气象局，西南证券整理

表 1：2024 年极端天气事件

| 时间                 | 事件     | 具体情况  |
|--------------------|--------|---|
| 2024.2.10-2.21     | 贵州山火   | 2024 年 2 月 10 日至 21 日，贵州省共发生森林火情 221 起，造成人员伤亡 2 人。此次山火主要由气温高、湿度低、风力大的气候背景导致；2 月，贵州西南部温度比往年高出 2C-4C，降水比往年减少 50%-80%。   |
| 2024.2.23          | 上海冻雨   | 2024 年 2 月 23 日凌晨到上午，上海出现了非常复杂的降水，有雨、冰粒、雪、冻雨四种相态；其中凌晨 3-6 点，上海西部、北部的部分地区在降雪、冰粒等的同时，还降下了小量级的冻雨。冻雨后，上海阴冷异常，2 月 24 日徐家汇气象站最高气温仅 22 度，打破 43 年来的 2 月下旬最高气温的最低纪录。 |
| 2024.3.31-2024.4.8 | 江西风雹灾害 | 江西风雹灾害造成南昌、九江等地 31.3 万人受灾，因灾死亡 7 人。3 月 30 日至 4 月 2 日，江  |

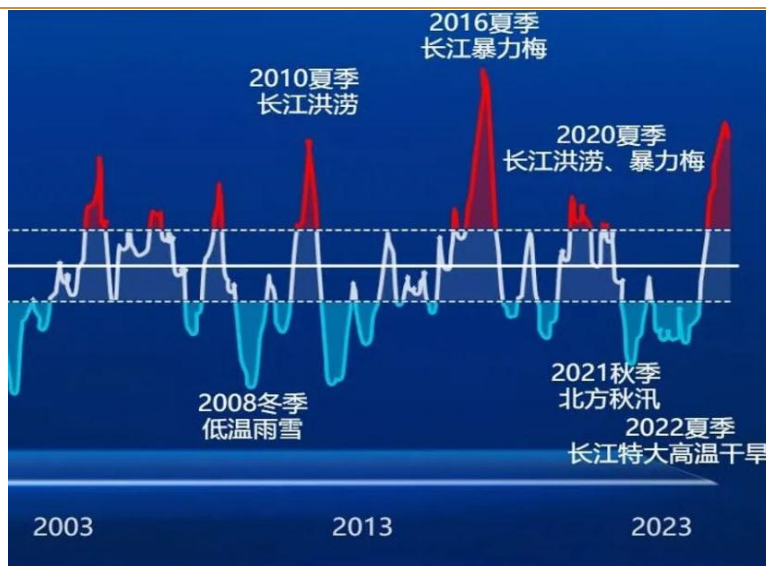
| 时间                  | 事件        | 具体情况  |
|---------------------|-----------|---|
|                     |           | 西省每天均出现 10 级以上大风、暴雨和冰雹灾害天气；其中有 2 天出现了 12 级以上阵风。3 月 31 日凌晨 3 点前后，南昌中南部出现大范围 10-12 级大风。   |
| 2024.4              | 广东暴雨      | <b>2024 年 4 月广东韶关、清远、广州出现局部特大暴雨，北江发生有气象纪录以来最早的大洪水。</b> 2024 年 4 月 1 日到 23 日，除湛江、汕尾等地外，广东大部降雨已经超过 100 毫米，60% 以上气象站超过 200 毫米，47% 以上气象站超过 300 毫米，佛冈、韶关两站超过 700 毫米。   |
| 2024.5-2024.6       | 河南干旱      | <b>2024 年 5 月，河南省降雨量较多年平均值减少 70% 以上，半数以上的气象监测站点达到中旱以上等级，重度干旱、特旱范围不断扩大。</b> 2024 年 6 月，随着河南全省高温少雨天气频发，干旱状况持续。  |
| 2024.6.12-2024.6.21 | 广西桂林暴雨和洪水 | 广西桂林在 2024 年 6 月 15 日和 17 日连遭两次特大暴雨，永福和兴安两地过程总雨量逼近 1000 毫米。18、19 日暴雨情况持续，桂林兴安县附近连续两天遭遇特大暴雨袭击，兴安县榕江镇 6 天降雨 945 毫米、兴安镇 6 小时降雨 304 毫米。受暴雨影响，6 月 19 日，桂林漓江水位暴涨，傍晚主城区已出现严重内涝，多个景区关闭；20 日凌晨， <b>桂林水文站出现 148.88 米的洪峰水位，超出警戒水位 2.88 米，为桂林 1998 年以来最大洪水。</b> |
| 2024.6.19-2024.7    | 黄山暴雨和洪水   | 2024 年 6 月 19 日，安徽合肥以南地区出现持续性降雨过程，特别是黄山市降大暴雨、特大暴雨， <b>截至 20 日 16 时，黄山市平均降雨量 232 毫米、较常年同期多 11.2 倍。歙县 24 小时降雨量打破当地观测史最大单日纪录。</b> 截至 6 月 25 日 16 时，全省黄山、宣城、安庆、铜陵、池州 5 市 26 县（区）受灾，累计紧急转移安置 15.6 万人，全省累计 65.9 万人受灾。                                     |

数据来源：澎湃新闻，纵览新闻，腾讯网，新浪网，西南证券整理

**厄尔尼诺次年天气对我国的主要影响：**夏季长江流域和江南地区容易出现洪涝（1998 年和 2016 年长江流域特大暴雨洪涝）、东北地区易出现低温、西北太平洋生成台风个数较常年偏少。

**历史上梅雨季持续时间长、梅雨量大的年份有：**1954 年、1969 年、1983 年、1998 年、2016 年、2020 年等。其中 1998 年、2016 年、2020 年均典型的厄尔尼诺事件发生，对我国夏季气候特别是长江流域及以南地区的降水异常影响显著。

图 6：厄尔尼诺变化



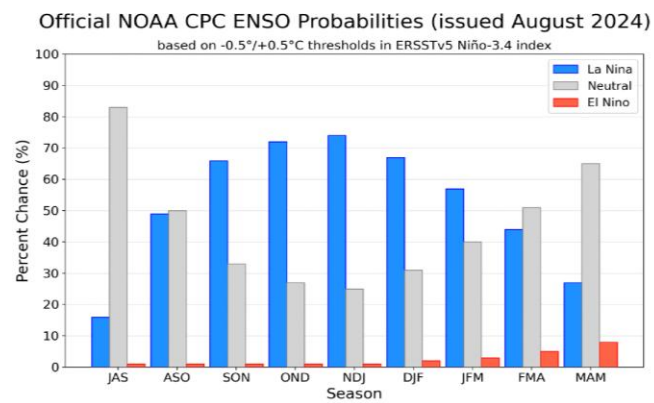
数据来源：中国气象局，西南证券整理

**表 2：复盘近年来厄尔尼诺次年的我国天气情况**

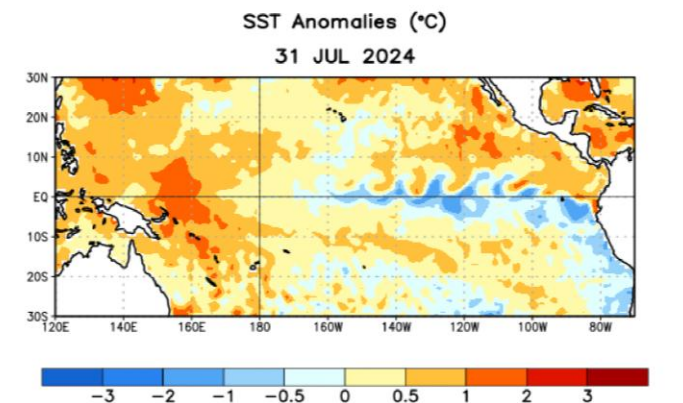
| 时间     | 天气情况              | 具体情况   |
|--------|-------------------|--|
| 1983 年 | 多地多洪涝灾害           | 香港上半年降水量为 1889 年以来最大值，5 月和 8 月发生严重洪水；6-7 月，长江中下游地区出现暴雨，长江水位许多测站达历史最高；9、10 月中国汉江、黄河、淮河、长江流域 6 万公顷农田被淹。而中国南部及北部发生夏旱。 |
| 1988 年 | 历史罕见大秋汛           | 汛期，局地暴雨频繁，嫩江、西江发生特大洪水，9 月中旬，长江中下游干流水位全线超过警戒线，出现了历史上罕见的大秋汛。山洪、泥石流灾害频繁，危害较重。   |
| 1998 年 | 世纪洪灾              | 我国长江、嫩江、松花江等流域出现特大洪水，影响范围广、持续时间长、洪涝灾害重。  |
| 2010 年 | 极端天气频发            | 西南地区发生历史罕见秋冬春特大干旱，东北、华北地区发生近 40 年罕见冬春持续低温，新疆北部出现有气象记录以来最为严重的雪灾，甘肃舟曲等地因局地强降水引发严重山洪、泥石流等地质灾害，夏季多地最高气温突破历史极值。         |
| 2016 年 | 暴雨、洪涝严重           | 2016 年入汛早，暴雨多，南北洪涝并发。6 月下旬至 7 月中旬，梅雨量偏多，长江流域发生 1998 年以来最大洪水，7 月中旬，华北、黄淮暴雨洪涝严重。                                     |
| 2020 年 | 长江流域降水量仅次于 1998 年 | 2020 年南方地区强降雨持续时间长、长江流域暴雨落区重叠度高、降水极端性突出为 1998 年以来汛情最为严重的一年。江淮流域梅雨季持续时间长、梅雨量为 1961 年以来最多。                           |

数据来源：澎湃新闻，中国天气，中国气象局西南证券整理

**预计夏季后期可能进入拉尼娜状态。**美国国家海洋和大气管理局最新预报显示，8 月出现拉尼娜的可能性接近 50%；9 月至 11 月，这种可能性将达到 70% 左右。国家气候中心副主任贾小龙在 2024 年 6 月新闻发布会表示预计今年夏季后期可能进入拉尼娜状态。**厄尔尼诺**在我国的突出表现是降水“南多北少”，而拉尼娜则是降水“北多南少”。

**图 7：厄尔尼诺和拉尼娜概率**


数据来源：NOAA，西南证券整理

**图 8：赤道太平洋海平面温度异常**


数据来源：NOAA，西南证券整理

根据国家气候中心统计结果显示，拉尼娜对我国的主要影响：

**1) 拉尼娜当年秋季：**北方降水易偏多，出现秋汛的可能性大。在 2022 年拉尼娜年，我国长江中下游地区经历了持续干旱，但北方地区暴雨频发；

**2) 拉尼娜当年秋季后期：**我国西南南部气温较常年同期偏低，其他大部地区气温较常年同期偏高，尤其是华北南部、华中北部、西北地区东南部等地；我国大部地区降水偏少，尤其是华东中部、华中中部、华南北部、西南地区东部、西北地区东南部、新疆中部等地，但东北地区西部、西南地区西部和西藏东南部等地降水偏多；

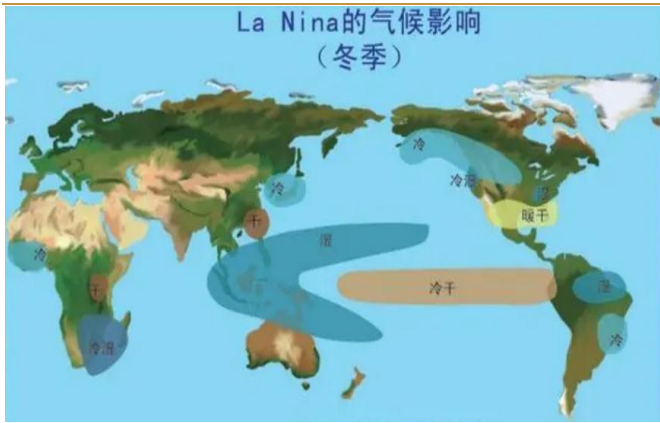


**3) 拉尼娜当年冬季：**气温易偏低，出现冷冬的可能性较大。**大范围降水偏少，尤其是东北东部、长江中下游沿江、西南地区南部、新疆北部等地；**西南地区北部、西北地区东部等地降水偏多。1951 年至今发生了 15 次拉尼娜事件，1986 年以前拉尼娜事件的当年我国冬季均为冷冬，但在全球变暖的背景下，1986 年以来暖冬出现的频率增加，在近 8 次拉尼娜事件，冬季偏冷的概率为 50%。

**冬季偏暖年（1998 年、2000 年、2017 年、2020 年），**全国大部气温接近常年同期或略偏高。东北北部地区降水偏少，但中东部大部降水接近常年同期或偏多，其中华北大部、华东北部及河南东北部、内蒙古中部、新疆东北部等地偏多 5 成至 1 倍。

**冬季偏冷年（2007 年、2010 年、2011 年、2021 年），**全国大部气温接近常年同期，东北地区中北部、华北东北部及内蒙古中东部、新疆北部等地气温偏低。东北地区大部、华北中西部及新疆北部、内蒙古大部等地降水较常年同期偏多，但中东部地区降水偏少。

图 9：拉尼娜的冬季影响



数据来源：中国气象局，西南证券整理

图 10：拉尼娜的夏季影响



数据来源：中国气象局，西南证券整理

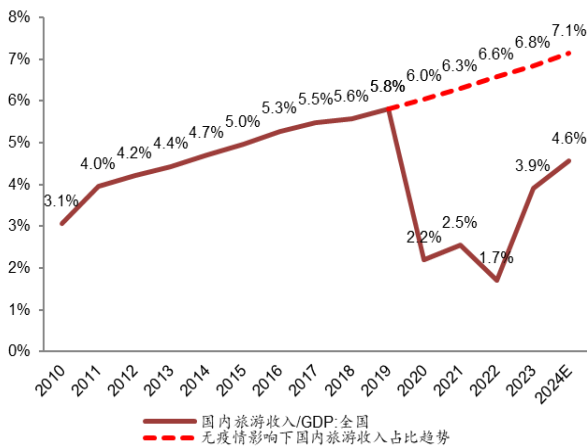
今年上半年的极端天气影响旅游行业景气度兑现，随着厄尔尼诺事件影响的逐渐消退，**旅游市场景气度将逐步兑现。**今年以来的极端天气主要是由于厄尔尼诺事件逐渐结束导致，上半年旅游相关数据恢复进度不及预期受天气影响较大，并不是旅游行业景气度下滑或者旅游景区公司基本面恶化所导致。随着下半年拉尼娜事件发生的概率逐渐变大，我国未来降雨情况将逐渐从南多北少切换为北多南少。展望今年秋冬季节及明年的天气情况，南方降雨的减少将刺激更多游客的出游意愿提升。

## 2 从宏观视角看旅游市场发展：仍处高速复苏阶段

### 2.1 中短期视角看：旅游行业将仍处高速复苏阶段，长线游复苏或较为缓慢

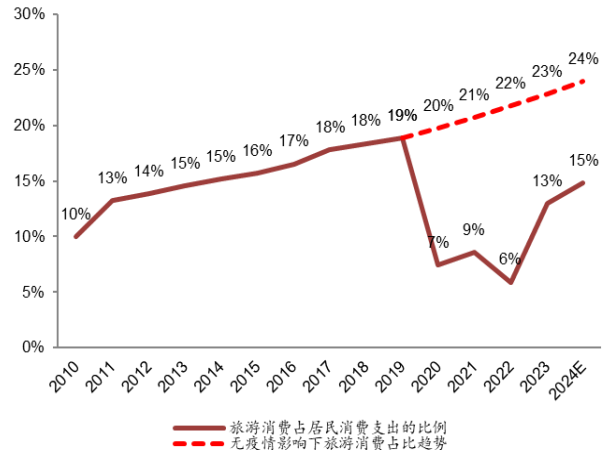
从宏观数据看，虽然 2024 年国内旅游人次和旅游收入能基本恢复到 2019 年水平，但旅游行业恢复到疫情前的常态预计需要在 2026 年才能实现。文旅部预计 2024 年国内旅游收入达到 6.0 万亿元，同比 2019 年增长 5.2%，但并不是旅游收入或旅游人次恢复至 2019 年就代表旅游市场就已经完全复苏了，旅游行业在疫情期间受损严重，按照文旅部预测的旅游收入数据计算，假设 2024 年 GDP 增速 5.0%，那么 2024 年国内旅游收入占 GDP 的比重也仅为 4.6%，与 2019 年的 5.8% 还有差距，若无疫情影响，按照疫情前 4 年的平均增速趋势，该比例 2024 年应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

图 11：国内旅游收入占 GDP 的比重尚未恢复疫前水平



数据来源：Wind，中国旅游研究院，西南证券整理

图 12：旅游消费占居民消费支出的比例尚未恢复疫前水平



数据来源：Wind，中国旅游研究院，西南证券整理

居民旅游消费意愿强，旅游市场景气度有望在今年下半年气候好转后逐步兑现。今年央视财经联合国家统计局和中国邮政集团公司联合创办的《2023-2024 中国美好生活大调查》数据显示，今年旅游消费在居民消费意愿中排名第一，1/3 的游客预计在今年增加旅游消费。今年准备在旅游方面增加消费的女性达到了 35.41%，是五年来的最高值。女性更擅长整合不同家庭成员的旅行需求，查找攻略，并制订旅行计划，是国内家庭休闲旅游消费中的主导力量。居民旅游消费预期高涨，有望在今年下半年实现明显释放。

图 13：旅游消费意愿在居民端排名第一



数据来源：央视财经，西南证券整理

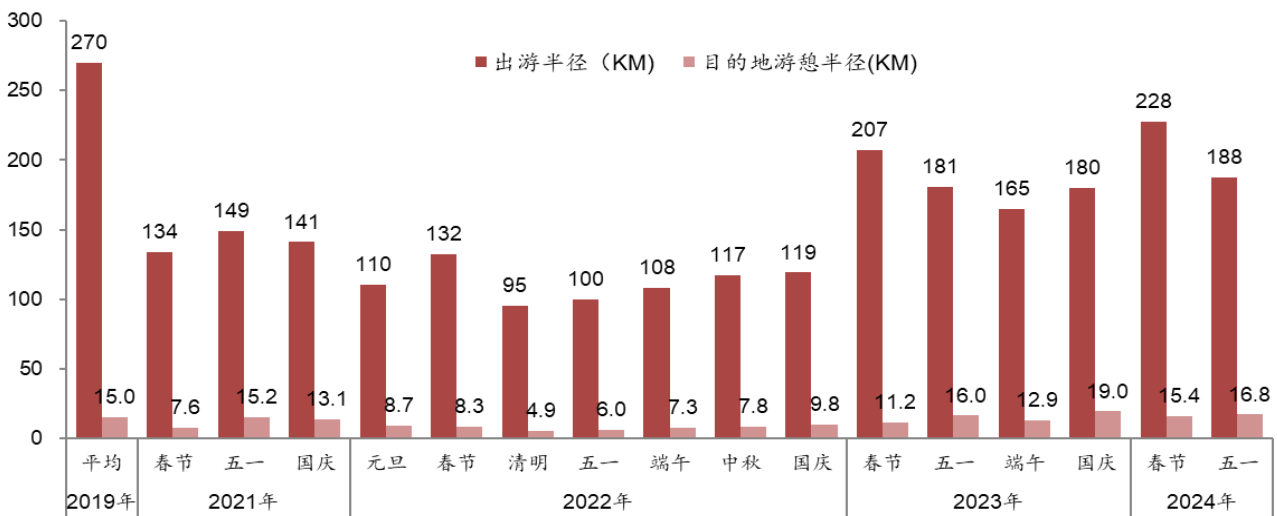
图 14：女性旅游消费意愿近 5 年新高



数据来源：央视财经，西南证券整理

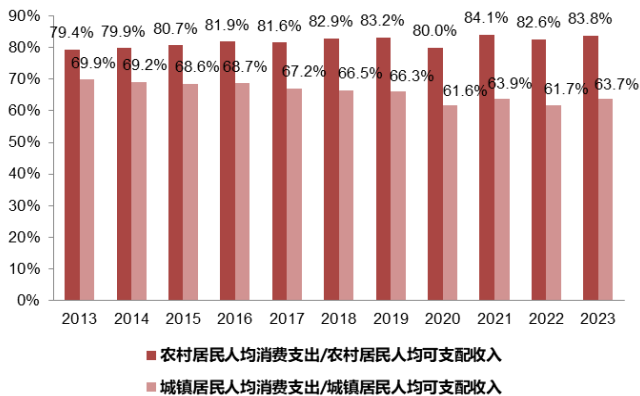
当前居民旅游出游半径尚未恢复至疫情前水平。2024 年春节假期游客平均出游半径达 227.9 公里，同比增长 10.2%；目的地平均游憩半径 15.4 公里，同比增长 38.0%，中远程旅游开始释放活力，但从数据上看，疫后各个假期的旺季数据也不及 2019 年平均出游半径。

图 15：2019-2023 年国内节假日平均出游半径及目的地休憩半径

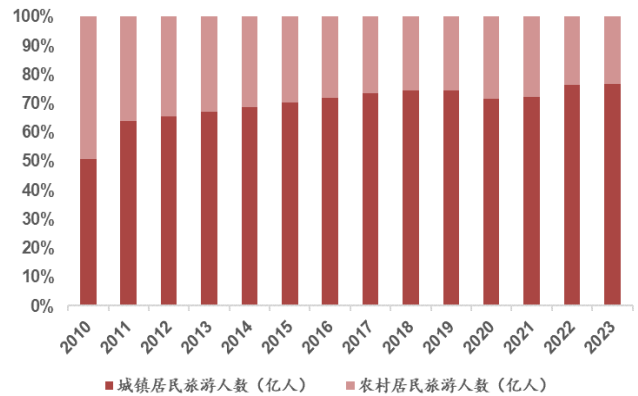


数据来源：中国旅游研究院，西南证券整理

城镇居民为旅游市场的主力人群，城镇居民消费倾向下降。2023 年城镇居民消费倾向相比于 2019 年下降 2.6 个百分点，而在此期间农村居民消费倾向提升 0.6 个百分点。2023 年城镇居民占旅游出游人数的比例为 76.8%。较远的旅游目的地意味着更高昂的交通成本，这是导致当前居民整体的旅游出游半径尚未恢复至疫情前水平的主要原因。

**图 16：城镇居民消费意愿下降明显**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 17：城镇居民为旅游市场主力人群**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2.2 长期视角看：未来旅游市场增量可关注政策催化及入境游增量

### 2.2.1 景区免门票活动逐渐增多，有助于催化消费者旅游意愿提升

2018年3月起，国有景区票价管控逐年加码，未来门票和索道价格或较难涨价。2018年3月时任国务院总理李克强在关于政府工作的报告中提及将推进“降低重点国有景区门票价格”工作。2019年，原则上各地完成辖区内所有实行政府定价管理的5A、4A级景区门票成本监审调查、价格评估调整工作。2021年9月，国家发改委发布《关于开展降低重点国有景区门票价格“回头看”工作的通知》，文件要求各地对景区门票价格形成机制是否完善，景区门票价格是否已切实降低，景区配套服务价格是否合理，景区价格行为是否规范，门票价格减免政策是否执行到位等方面开展“回头看”。

**表 3：降低国有景区门票相关政策**

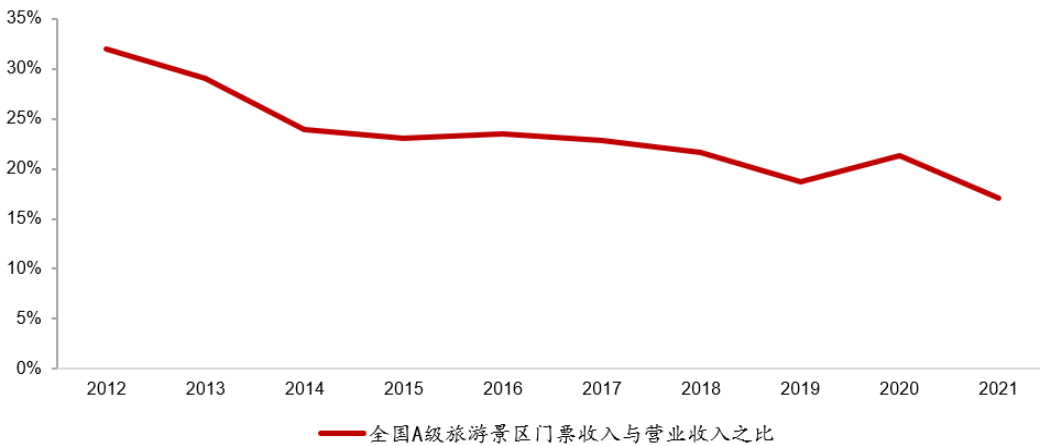
| 发布时间   | 政策文件                                 | 具体内容   |
|--------|--------------------------------------|--|
| 2018.3 | 十三届全国人大一次会议政府工作报告                    | 降低重点国有景区门票价格。  |
| 2018.6 | 《关于完善国有景区门票价格形成机制、降低重点国有景区门票价格的指导意见》 | (一) 合理界定门票定价成本构成；(二) 创新价格管理方式，各地可根据实际对景区门票分别实行政府定价或政府指导价，季节性较强景区可实行淡、旺季门票，实行政府指导价景区可采取价格上限管理、下浮不限方式；(三) 严格履行定价程序；(四) 建立门票价格定期评估调整机制；(五) 加强景区收支监管；(六) 规范景区价格行为；(七) 加强景区门票价格监管，建立健全景区价格失信惩戒机制。 |
| 2019.3 | 《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》          | 要求推进景区更大范围降价和更大力度降价。各地价格主管部门要对2018年以来尚未出台降价措施的政府定价管理的景区，全面开展门票定价成本监审或成本调查、价格评估工作，以“五一”、暑期、“十一”等游客集中时间段为重要节点，成熟一批、出台一批，降低景区偏高门票价格水平。2019年，原则上完成辖区内所有实行政府定价管理的5A、4A级景区门票成本监审调查、价格评估调整工作。       |
| 2020.8 | 《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》            | (一) 持续推动门票降价，创新价格管理方式，分类推动国有景区门票价格回归合理区间；(二) 不断完善门票价格形成机制；(三) 着力规范景区价格行为，从降低旅游者全程费用的角度，加强对景区内垄断性较强的交通车、缆车、游船等服务价格监管；(四) 切实落实门票价格减  |

| 发布时间   | 政策文件                         | 具体内容   |
|--------|------------------------------|--|
|        |                              | 免政策；（五）加强政策宣传引导，疫情下加强错峰指引。   |
| 2021.9 | 《关于开展降低重点国有景区门票价格“回头看”工作的通知》 | 督促《指导意见》确立的目标任务全面完成， <b>偏高的重点国有景区门票价格切实降低，配套服务价格回归合理水平</b> ，景区价格行为进一步规范。 |

数据来源：国家发改委，政府工作报告，西南证券整理

**门票对景区收入的重要性逐年下降。**2012-2021年，我国A级景区旅游景区门票收入占总体营收的比重由32.0%逐年降至17.1%，二消收入占比稳步提升。由于二消项目往往位于景区内部具有一定的稀缺性，毛利率较高，门票经济受阻的当下，二消逐渐成为各景区业务新的盈利增长点。

**图 18：2012-2021 全国 A 级旅游景区门票收入占比呈下降趋势**



数据来源：文旅之声微信公众号，西南证券整理

**2023年7月**国家发改委发布《关于恢复和扩大消费措施的通知》，文中提到鼓励各地制定实施景区门票减免、淡季免费开放的政策，后续许多景区开始实施一系列免门票活动，并且在**2024年8月**国务院关于《关于促进服务消费高质量发展的意见》中也再次强调。景区免门票活动加大，对景区能实现游客数量“削峰填谷”的作用，在景区淡季游客的引流方面将有促进作用。门票价格的减免，对提高景区的二消水平也有帮助。大部分景区公司门票不在上市公司体系内，或者只有部分在上市公司体内，免门票会对景区客流有明显催化，利好索道、景区大巴等二消业务。

**图 19：政府倡导景区门票减免**

（五）旅游消费。加强国家文化和旅游消费示范城市建设，推动国家级夜间文化和旅游消费集聚区创新规范发展，实施美好生活度假休闲工程和乡村旅游提质增效行动。推进商旅文体健融合发展，提升项目体验性、互动性，推出多种类型特色旅游产品，鼓励邮轮游艇、房车露营、低空飞行等新业态发展，支持“音乐+旅游”、“演出+旅游”、“赛事+旅游”等融合业态发展。增开银发旅游专列，对车厢进行适老化、舒适化改造，丰富旅游线路和服务供给。**鼓励各地制定实施景区门票优惠、淡季免费开放等政策。**提升交通运输服务品质，完善立体换乘、汽车租赁等服务，便利旅客出行。优化入境政策和消费环境，加快恢复航班班次，提供多样化支付服务，研究扩大免签国家范围，深化文化旅游年活动。

数据来源：中国政府网，西南证券整理



**图 20：武夷山 2024 年全年免门票**

## 持续到年底！武夷山景区面向全国人民免门票

光明网 2024-04-18 16:28

记者从武夷山市委宣传部获悉，武夷山主景区在2024年1月1日到4月30日免门票基础上，从2024年5月1日至12月31日，继续面向游客免门票。进入景区游览的游客，可以凭个人有效身份证件即可享受免景区门票的优惠政策（不含观光车票和竹筏漂流票）。

此外，环武夷山国家公园1号风景道也将于今年“五一”假期启动运营。环武夷山国家公园1号风景道是环武夷山国家公园保护发展带建设的标志性项目，这条全长251公里的“流动风景线”，途经武夷山市、建阳区11个乡镇40个村，串联起燕子窠、青龙大瀑布、朱子林、考亭书院、建盏文创园等近60处“打卡点”，一路依山丽水。1号风景道的启动运营也将丰富游客体验，让更多人领略“环带”秀丽的风光和深厚的人文历史。

数据来源：光明网，西南证券整理

**图 21：九华山逐步开展免门票活动**

（一）优惠政策：活动期间，池州市参与活动的29家景区（景区名单见附件）分期面向大黄山四市实施门票免费活动；免费范围仅限景区首道门票，不含景区内索道、缆车、景交、保险、演艺、游船、采摘和导游讲解等其他消费项目。

（二）优惠周期：

7月15日—7月19日 面向黄山市及所辖县、区

7月22日—7月26日 面向安庆市及所辖市、县、区

7月29日—8月2日 面向宣城市及所辖市、县、区

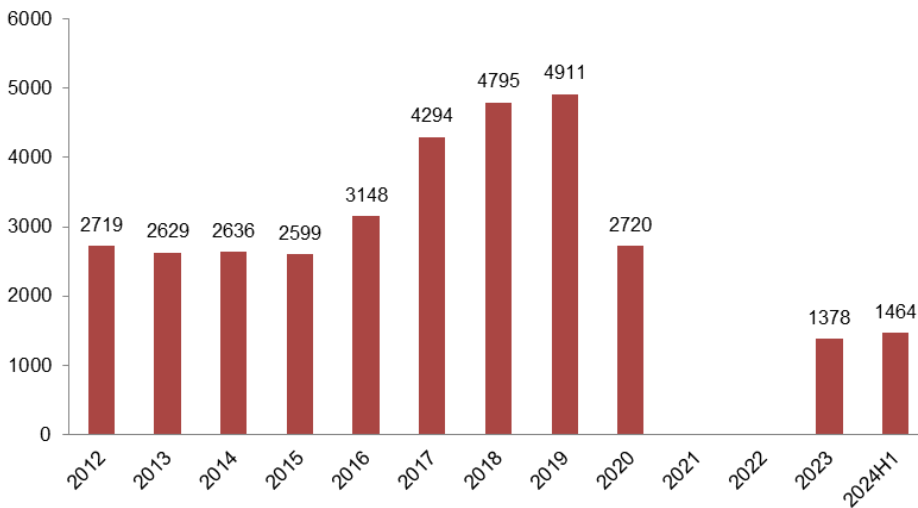
8月5日—8月9日 面向池州市及所辖县、区

（三）登记及核验规则：大黄山地区市民及居民凭本人有效身份证件或本地居住证原件至景区各售票窗口办理免费登记，未办理身份证的未成年人凭户口簿原件。

数据来源：安徽文旅，西南证券整理

### 2.2.2 入境游政策持续催化，旅游“出海”空间大

去年以来，入境游利好政策频发，中国对多个国家单方面免签，免签效果显著。截至目前，中国已经对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡等国实行单方面免签；还与泰国、新加坡、马来西亚、格鲁吉亚等国互免了签证。2024年上半年，入境外国人 1463.5 万人次，同比增长 152.7%，其中免签入境外国人达 854.2 万人次，占比 52%，同比增长 190.1%。免签国家的增加，将吸引更多海外游客入境旅游，增加服务贸易出口。

**图 22：外国入境游客数量（万人次）**


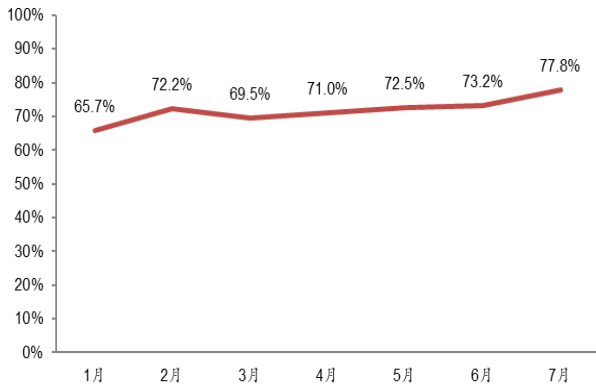
数据来源：Wind，西南证券整理

**表 4：疫后入境游限制逐步放开**

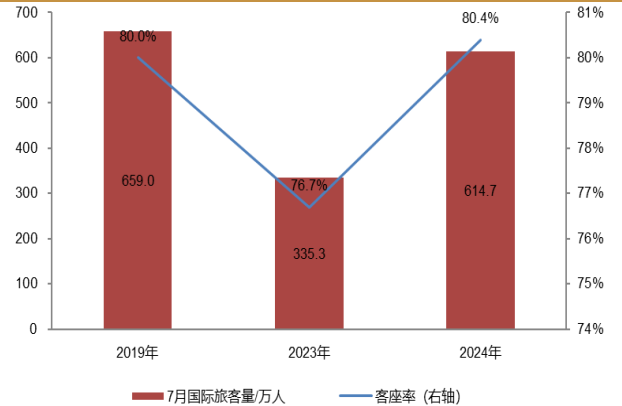
| 发布时间    | 政策                                   | 具体内容   |
|---------|--------------------------------------|--|
| 2023.9  | 《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》          | 对积极开发生态旅游产品、优化旅游基础设施、盘活闲置旅游项目、调整优化景区管理、 <b>加强入境旅游工作</b> 、支持旅游企业发展、拓宽融资渠道、加强用地保障等涉及多部门职能的政策举措，要加强与有关部门的沟通协调，靠前一步、主动作为，积极协调有关部门解决政策落实过程中的难点堵点问题，打通政策落地“最后一公里”。                 |
| 2023.11 | 72/144 小时过境免签政策适用国家扩展至 54 国          | 自 2023 年 11 月 17 日起，我国对挪威公民实施 72/144 小时过境免签政策。至此，中国 72/144 小时过境免签政策适用国家范围增至 54 国。  |
| 2023.11 | 对法国等六个国家试行单方面免签政策                    | <b>对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚 6 个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。</b> 2023 年 12 月 1 日至 2024 年 11 月 30 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免办签证入境。                                       |
| 2024.3  | 中国对瑞士等 6 国试行免签政策                     | 为进一步促进中外人员往来，中方决定扩大免签国家范围， <b>对瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡 6 个国家持普通护照人员试行免签政策。</b> 2024 年 3 月 14 日至 11 月 30 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。                       |
| 2024.5  | 外国旅游团乘坐邮轮入境免签政策                      | 乘坐邮轮来华并经由境内旅行社组织接待的外国旅游团（2 人及以上），可从天津、大连、上海、连云港、温州、舟山、厦门、青岛、广州、深圳、北海、海口、三亚 13 个城市的邮轮口岸免办签证整团入境，在中国境内停留不超过 15 天。  |
| 2024.6  | 中方新增对 <b>新西兰、澳大利亚、波兰</b> 3 国试行免签     | 为进一步促进中外人员往来，中方决定扩大免签国家范围，2024 年 7 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间，对 <b>新西兰、澳大利亚、波兰</b> 3 个国家持普通护照人员试行免签政策。  |
| 2024.7  | 国家移民管理局关于扩大在河南、云南省实施 144 小时过境免签政策的公告 | 在河南郑州航空口岸实施 144 小时过境免签政策，停留范围为河南省行政区域； <b>将云南省 144 小时过境免签政策停留范围由昆明市扩大至昆明、丽江、玉溪、普洱、楚雄、大理、西双版纳、红河、文山等 9 个市（州）行政区域。</b> 此外，新增郑州新郑国际机场、丽江三义国际机场和磨憨铁路口岸等 3 个口岸为 144 小时过境免签政策适用口岸。 |
| 2024.8  | 《关于促进服务消费高质量发展的意见》                   | 提升交通运输服务品质，完善立体换乘、汽车租赁等服务，便利旅客出行。 <b>优化入境政策和消费环境</b> ，加快恢复航班班次，提供多样化支付服务， <b>研究扩大免签国家范围</b> ，深化文化旅游年活动。  |

数据来源：国家移民管理局，中国政府网，光明网，西南证券整理

**国际航线逐步复苏，为入境游增长提供交通基础。**根据航班管家数据，2024 年 7 月份民航国际客运航班量 5.3 万班次，日均 1720 班次，同比 2023 年增长 66.5%，恢复至 2019 年同期的 77.8%。7 月份国际旅客运输量预计达 614.7 万人次（仅含境内航司承运数据），同比 2023 年增长 83.3%、恢复至 2019 年的 93.3%，客座率创新高，整个 7 月达 80.4%，同比增长 3.7 个百分点，同比 2019 年微增 0.4 个百分点。航班管家预计，下半年将持续保持恢复趋势，整体估算下半年航班将恢复至 2019 年的 82.7%，**预估 2024 年全年国际航班达 60.2 万班次，恢复至 2019 年的 77%。**

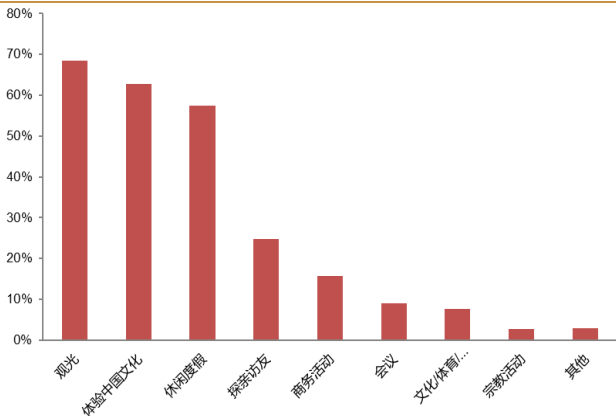
**图 23：2024 年民航国际客运航班量及恢复率月趋势**


数据来源：航班管家，西南证券整理

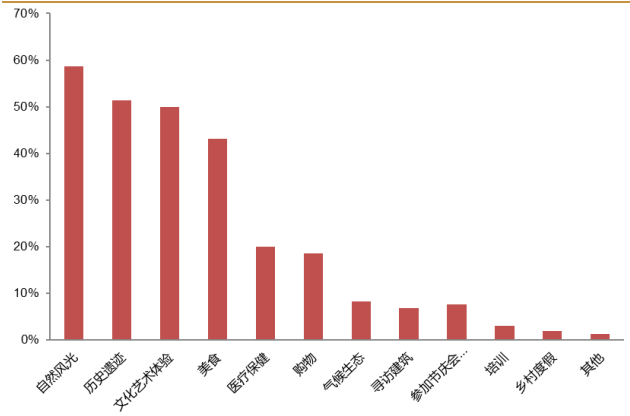
**图 24：7 月份民航国际旅客运输量及恢复率月趋势**


数据来源：航班管家，西南证券整理

来华观光，体验中国文化是境外游客来华的主要目的。中国旅游研究院入境游客满意度专项调查（2023）显示，除了观光、休闲度假这种基础性的旅游目的外，超过 6 成的受访者将体验中国文化作为来华旅行的主要目的。从具体参与的项目和内容来看，除了参观自然风光（58.7%）和历史遗迹（51.3%）外，有 50% 的受访者表示参与过计划开展文化艺术体验活动。

**图 25：入境游客来华主要目的**


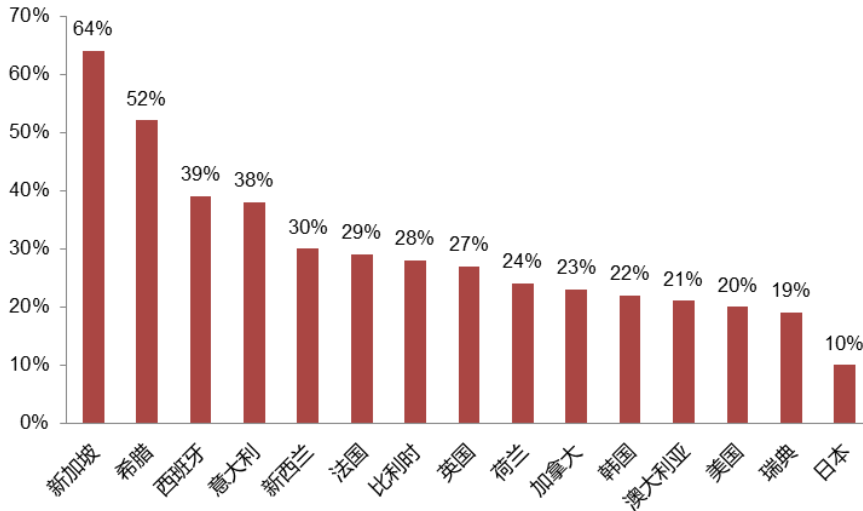
数据来源：中国旅游研究院，西南证券整理

**图 26：入境游客在华体验的主要项目和内容**


数据来源：中国旅游研究院，西南证券整理

当前许多发达经济体民众对中国的好感度较低，入境游市场的发展有望提升中国的国际好感度。2023 年美国皮尤研究中心公布的一项调查显示了全球十几个发达经济体对美国和中国这两个世界前两大经济体的好感度及看法的数据，其中日本、瑞典、美国、澳大利亚、韩国、荷兰和加拿大民众对中国的好感度不到 25%。入境旅游作为国际社会交往的重要形式，可有效改善和提升我国国家形象，随着未来更多入境游客的到访，无论是拉动国内消费还是提升国家形象和软实力，都将有明显促进作用。

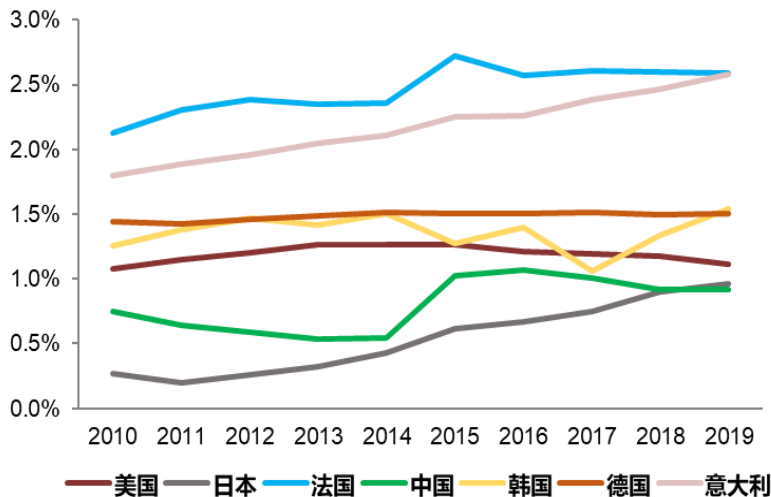
图 27：2023 年全球十几个发达经济体对中国的好感度



数据来源：美国皮尤研究中心，西南证券整理

2019 年，我国国际旅游收入占 GDP 的比重仅为 0.9%，与全球主要经济体平均水平对比还有很大提升空间。我国国际旅游收入占 GDP 的比重为 0.9%，比全球主要经济体日本（1.0%）、美国（1.1%）、韩国（1.5%）、德国（1.5%）、意大利（2.6%）和法国（2.6%）都低。旅游产业具有产业相关性和强大的经济波及效应，游客消费也可以弥补国内消费的不足。同时，大力发展旅游业不仅可以扩大就业机会、带动相关产业的发展，还可以在全世界范围内宣传中国文化的魅力，增进与世界国家间的沟通与交流，有效提升国家文化竞争力和影响力。单方面开放免签相当于单方面减少了旅游服务贸易出口的壁垒，当前国内经济正面临转型升级，如果未来在入境游政策持续催化下，我国国际旅游收入占 GDP 的比重能够达到 1.5% 左右的平均水平，则每年能增加接近 1 万亿的经济价值。

图 28：主要经济体国际旅游收入占 GDP 的比重

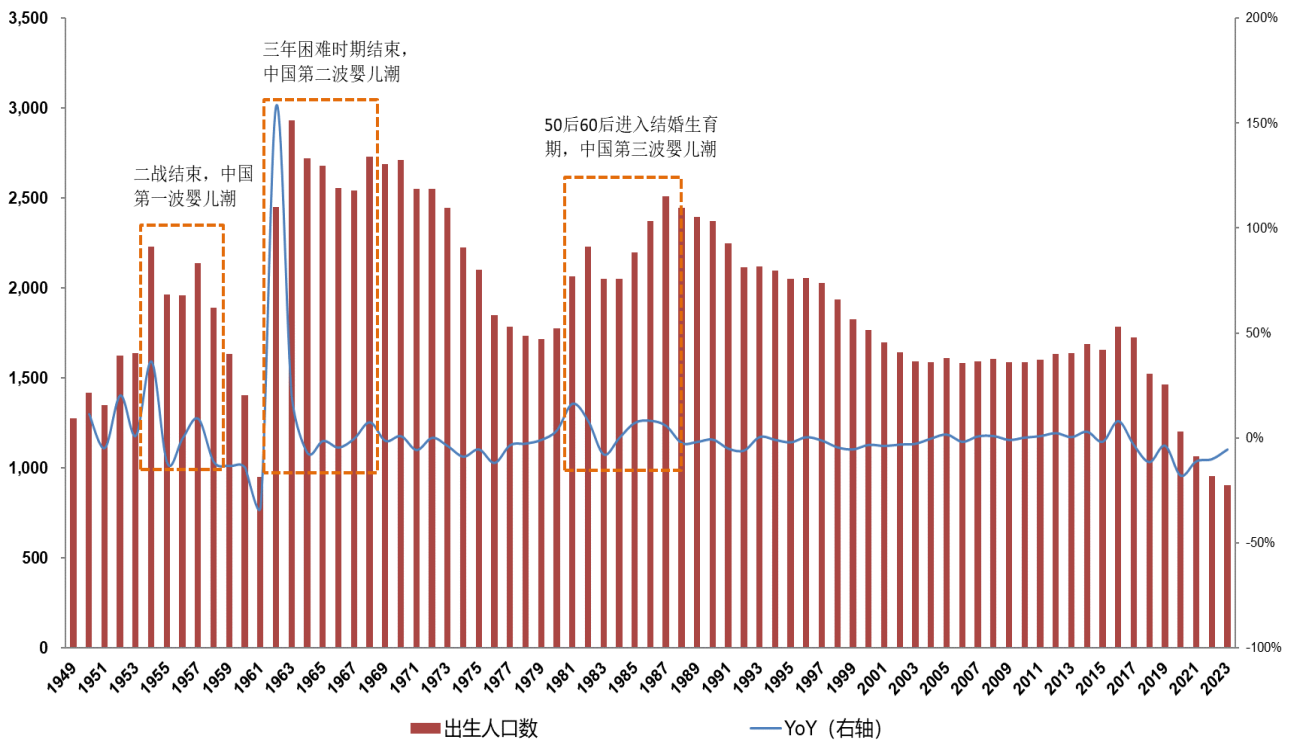


数据来源：Wind，国家统计局，世界银行，西南证券整理

### 2.2.3 预期老年人群在旅游市场的占比提升，为旅游消费的新增量

当前国内面临少子化的困境，近年来出生人口数逐年下降。在二战结束后，全世界范围都掀起一波婴儿潮，这也引起了我国第一波婴儿潮，1954年中国出生人口达到2232万人/YoY+36.3%；在三年困难时期过后，中国又迎来了第二波婴儿潮，1962年我国出生人口达2451万人/YoY+158.3%；第三波婴儿潮则是由于50后和60后进入了结婚生育期，1981-1991年期间，我国的出生人口均维持在较高水平。三波婴儿潮使得我国人口数量增长较快，我国在此期间也针对这一现象采取计划生育措施、独生子女政策，2003年之后，我国每年人口出生数趋于稳定。但后续由于80后90后观念以及生活成本的原因，我国出生人口连续七年下降，2022年出生人口为956万人，死亡人口1041万人，出现“死亡交叉”现象。

图 29：1949-2023 年中国出生人口数量及增速（万人）



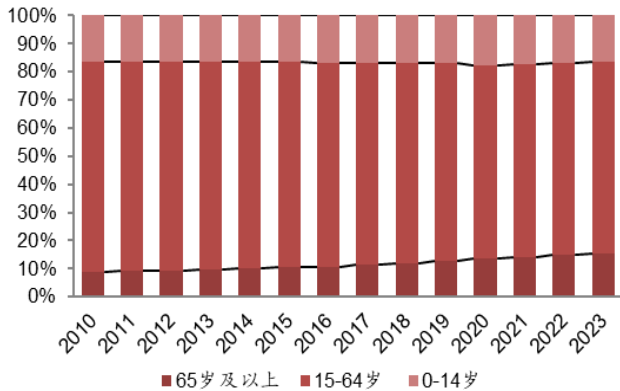
数据来源：Wind，西南证券整理

2027年起，我国第二波婴儿潮开始步入65岁，老龄化加剧。按照世界卫生组织标准，进入人口老龄化的国家和地区，根据65岁及以上老年人口占总人口的比率分为老龄化社会（老年人口比率7%-14%）、老龄社会（老年人口比率14%-21%）和超老龄社会（老年人口比率21%以上）。2023年，我国65岁及以上老年人口占比为15.4%，已经进入老龄社会，随着我国第二波婴儿潮从2027年开始步入65岁，新增人口的不断下滑，中国老龄人口在总人口中的占比将呈现加速上升趋势。

随着国内少子化及老龄化的加剧，居民消费倾向整体呈下降趋势。我国居民消费倾向从2013年的72.2%，下降到2023年的68.3%。人口数量及结构的变化伴随着国内经济社会发展的全过程，高龄少子化的发展不仅会造成劳动力短缺、养老金支出扩大、政府财政压力增加，同时也会不断压缩国内的消费市场。

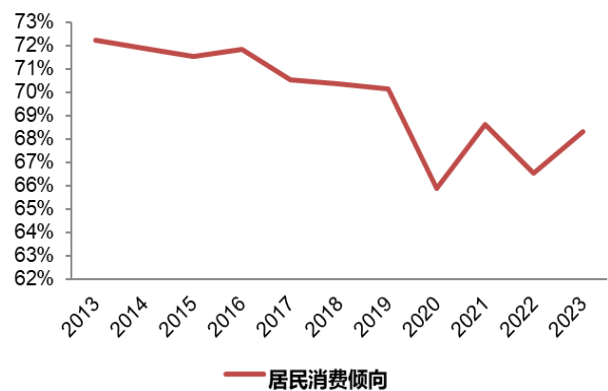


图 30：2010-2023 年中国人口结构



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 31：中国居民消费倾向呈下降趋势



数据来源：Wind, 西南证券整理

**“银发经济”将成为驱动旅游消费的新增量。**根据麦肯锡的《2024 中国消费趋势调研》数据显示，一线城市、二线城市和三线城市的 42-65 岁的居民消费信心相对于其他人群更高，这类人群占比高，也是国内最有消费能力的人群。虽研学市场未来的渗透率会逐步提升，但从 2016 年开始国内出生人口的逐年下降将使得未来研学人群的数量变化不大，而国内逐年增加的中老年人消费动能足，有望成为未来旅游消费的主要增量贡献人群。

图 32：中老年城镇居民人口占比高，消费信心足

对宏观经济的信心与日常消费贡献占比，乐观的受访者占比<sup>1</sup>，%，日常消费占比<sup>2</sup>，%，总样本数=11,930



数据来源：McKinsey, 西南证券整理

### 3 重点景区公司逻辑梳理

#### 3.1 黄山旅游（600054.SH）：短期客流增长有催化，中长期业绩释放有空间

短期来看：关注度提升、交通改善

- 1) 天都峰开放催化亲子及研学客流提升：黄山风景区天都峰景点时隔5年在今年5月20日重新开放，《爬天都峰》是人教版小学四年级上册第五单元第17课的课文，有望催化亲子及研学客流提升；
- 2) 池黄高铁开通、黄山机场首次大规模引进国内航线，航线数量从5条增加到17条，增加黄山长线客流：连接皖北与皖南的池黄高铁于4月底开通；黄山机场原本开通北京、广州、厦门、西安和曼谷的航线，现从6月25日起，分两批开通呼和浩特、烟台、石家庄、太原、重庆、长沙、海口、大连、青岛、珠海、桂林、宜昌、绵阳、揭阳的航线。

图 33：《爬天都峰》课文



数据来源：人教版小学四年级上册，西南证券整理

图 34：黄山机场 2024 年夏航季到达航班时刻表

| 黄山机场2024年夏航季到达航班时刻表      |           |       |       |       |         |           |
|--------------------------|-----------|-------|-------|-------|---------|-----------|
| (2024年3月31日-2024年10月26日) |           |       |       |       |         |           |
| 航程                       | 航班号       | 机型    | 始发时间  | 到达时间  | 班期      | 备注        |
| 北京-黄山                    | 国航CA1551  | 波音738 | 18:30 | 20:45 | 1234567 | 首都机场      |
| 广州-黄山                    | 南航CZ3627  | 空客319 | 18:15 | 20:20 | 1234567 |           |
| 深圳-黄山                    | 南航CZ6847  | 空客321 | 08:05 | 09:55 | 1234567 | 7月1日前     |
|                          |           |       | 18:15 | 20:20 | 1234567 | 7月1日开始执行  |
| 厦门-黄山                    | 首都航JD5106 | 空客320 | 19:15 | 20:50 | 1234567 |           |
| 西安-黄山                    | 首都航JD5105 | 空客320 | 14:10 | 16:15 | 1234567 |           |
| 宜昌-黄山                    | 北部湾GX2005 | E190  | 12:00 | 13:30 | 1357    | 7月1日开始执行  |
| 烟台-黄山                    | 北部湾GX8870 | E190  | 10:50 | 12:50 | 246     | 6月25日开始执行 |
|                          |           |       | 16:05 | 18:10 |         | 7月1日开始执行  |
| 太原-黄山                    | 北部湾GX8878 | E190  | 21:30 | 23:50 | 1357    | 6月25日开始执行 |
|                          |           |       | 22:15 | 0:35  |         | 7月1日开始执行  |
| 珠海-黄山                    | 北部湾GX8889 | E190  | 22:00 | 23:55 | 246     | 7月1日开始执行  |
|                          |           |       | 22:30 | 0:30  |         | 1357      |
| 呼和浩特-黄山                  | 北部湾GX8872 | E190  | 16:50 | 19:10 | 246     | 6月25日开始执行 |
|                          |           |       | 15:40 | 18:00 |         | 7月1日开始执行  |
| 重庆-黄山                    | 北部湾GX8875 | E190  | 17:30 | 19:50 | 1357    | 7月1日开始执行  |
|                          |           |       | 22:20 | 0:30  |         | 246       |
| 石家庄-黄山                   | 北部湾GX8882 | E190  | 15:10 | 17:20 | 1357    | 6月25日开始执行 |
|                          |           |       | 16:20 | 18:30 |         | 7月1日开始执行  |
| 绵阳-黄山                    | 北部湾GX8867 | E190  | 10:20 | 12:50 | 1357    | 7月1日开始执行  |
| 桂林-黄山                    | 北部湾GX8895 | E190  | 9:50  | 11:40 | 246     | 7月1日开始执行  |
| 揭阳-黄山                    | 北部湾GX8897 | E190  | 10:50 | 12:40 | 246     | 7月1日开始执行  |
| 大连-黄山                    | 北部湾GX7874 | A320  | 20:05 | 22:35 | 246     | 7月1日开始执行  |
| 长沙-黄山                    | 北部湾GX7873 | A320  | 14:40 | 16:00 | 246     | 7月1日开始执行  |
| 青岛-黄山                    | 北部湾GX8866 | A320  | 13:00 | 15:05 | 1357    | 7月1日开始执行  |
| 海口-黄山                    | 北部湾GX8865 | A320  | 6:45  | 9:10  | 1357    | 7月1日开始执行  |
| 天津-黄山                    | 天津航GS7835 | E190  | 8:30  | 10:30 | 1357    | 7月19日开始执行 |
| 贵阳-黄山                    | 天津航GS7836 | E190  | 14:15 | 16:15 | 1357    | 7月19日开始执行 |
| 曼谷-黄山                    | SL8106    | 738   | 14:00 | 19:10 | 6天一班    |           |

数据来源：黄山屯溪国际机场，西南证券整理

中期来看：符合性价比消费逻辑

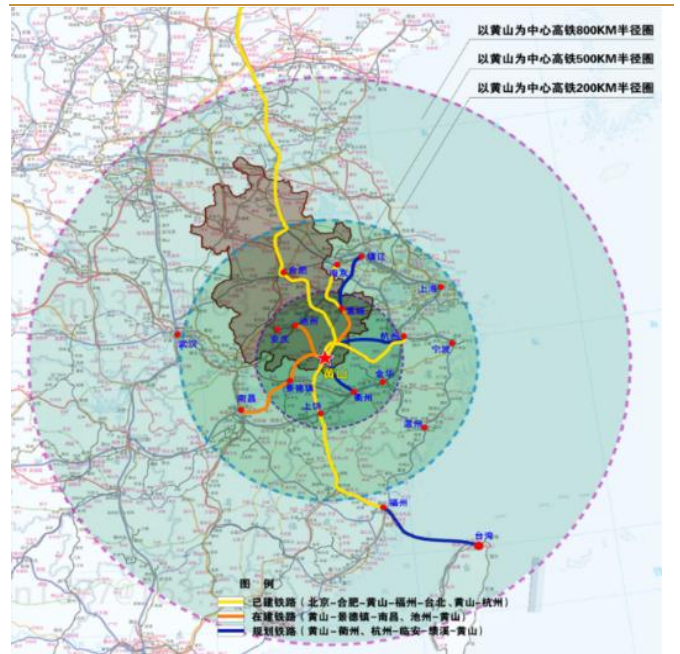
- 1) 通过免门票活动调节淡旺季客流，实现“削峰填谷”：2024年三季度非节假日的每周三共计13天，黄山风景区投放5000张免费门票；对家庭亲子游群体执行“1大免1小”优惠政策。黄山风景区门票需将收入减营业税及附加和票房成本后净额的50%按季支付给黄山管委会，因此上市公司对门票收入的权益占比不高，但可赚索道、酒店等二消的钱；
- 2) 黄山地理位置为皖浙赣交界，辐射消费能力强的长三角地区：黄山位于皖浙赣交界，与婺源、千岛湖、景德镇等知名旅游景点的高铁路程分别最快仅为21分钟、35分钟、42分钟，旅游资源丰富。黄山的主要客群来自于长三角地区，且消费能力和消费意愿较强，并且旅游乘坐高铁易达，交通成本低，符合性价比消费逻辑。

图 35：黄山周边知名 5A 级旅游景点众多



数据来源：高德地图，西南证券整理

图 36：皖浙赣区域铁路路网图



数据来源：中国铁路，西南证券整理

长期来看：黄山风景区承载量及山上酒店房间数提升，打开长期发展天花板；花山谜窟、太平湖景区及徽商故里逐步减亏实现盈利。

- 1) 山上北海宾馆预计明年年初改造完毕：预计增加山上酒店 200 多间客房供给，打开山上酒店承载量天花板，北海宾馆在改造前即为山上最高级的酒店之一，有望吸引高端客群入住；
- 2) 黄山东海景区及东大门索道预计在 2025 年中旬落地，有望打开黄山风景区承载上限：黄山东大门索道（云谷索道下半段）总长 6638 米，高差 1200 米。该项目旨在分流南大门客流，增加景区载客量，缓解生态压力，改变黄山景区目前“南堵、西空、东无、北闲”的现状。建成运营后，可有效盘活景区的空间资源，推动东黄山旅游提质升级，虽上市公司主体目前尚未参与东黄山项目相关建设及运营，但景区承载量的提升将提高景区接待的天花板；

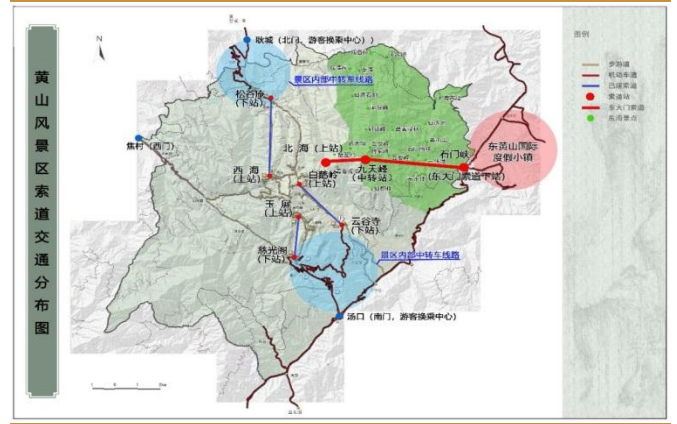


图 37：黄山北海宾馆改造后效果图



数据来源：黄山风景区，西南证券整理

图 38：黄山风景区索道交通分布图



数据来源：黄山发布公众号，西南证券整理

- 3) 政策支持下，未来亏损项有减亏空间：安徽省政府大力推动“大黄山”旅游目的地建设，目标到 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%。未来随着大黄山的旅游热度提升，以及未来花山谜窟景区内“花海意境”项目落地，预计花山谜窟客流逐步提升，能逐步实现减亏；太平湖景区受益于池黄高铁开通带来的交通改善，赚钱效应逐步显现；徽商故里餐饮门店在新开门店逐步爬坡进入盈利期后，亏损缩小。

图 39：太平湖景区位于两大知名景区中间



数据来源：高德地图，西南证券整理

图 40：安徽省“大黄山”战略



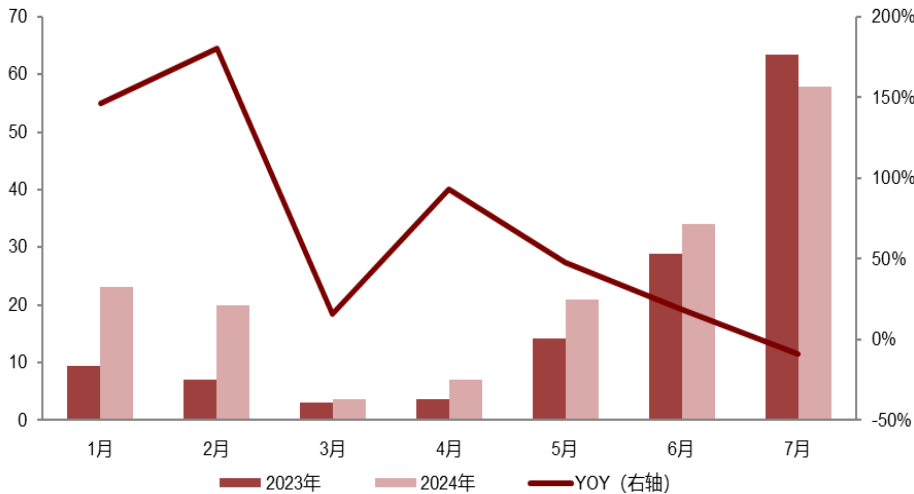
数据来源：黄山发布公众号，西南证券整理

### 3.2 长白山 (603099.SH)：短期客流旺盛，长期景区承载量提升有空间

短期来看：受益于冰雪游火热带来的关注度提升，客流高增长

客流高增长，7月受极端天气影响导致客流增长受阻：今年1-7月，长白山主景区共接待游客166.4万人次，同比增长28.5%。由于台风和暴雨，存在地质灾害风险，长白山主景区7月27日-7月31日期间关闭，导致长白山主景区7月只接待游客57.8万人次，同比下降8.8%。随着今年厄尔尼诺事件的结束，极端天气事件有望逐步缓解，预计后续客流能够保持持续高增长；

图 41：2023-2024 年 1-7 月长白山客流

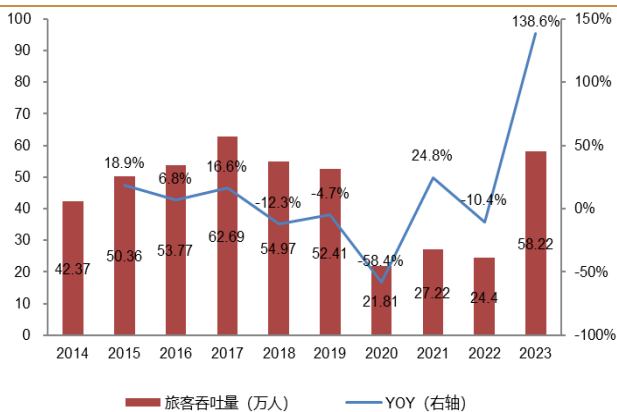


数据来源：长白山管委会，西南证券整理

中期来看：交通改善，游客便利性提升，景区承载量有提升空间

1) 长白山机场二期扩容，随着客流逐步提升，未来机场航线有望增加：2023 年长白山机场旅客吞吐量已超 2019 年。长白山机场二期改扩建项目于 2023 年 5 月 15 日启动阶段性行业验收。长白山机场二期扩建工程建成投用后，航站楼总面积将达到 3 万平方米，机位 20 个，机场旅客保障能力提升至 180 万人次，航班架次保障能力可提升到 18750 架次；

图 42：长白山机场旅客吞吐量



数据来源：中国民航网，西南证券整理

图 43：2024 年长白山机场夏季航班时刻表

| 2024 年长白山机场夏季航班时刻表 |              |                 |       |       |       |       |        |
|--------------------|--------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 序号                 | 航班号          | 航程              | 起始站起飞 | 本场到达  | 本场起飞  | 目的落地  | 周期     |
| 1                  | EN6515/5516  | 北京大兴-长白山-北京大兴   | 7:00  | 9:00  | 9:45  | 11:50 | 每周246  |
| 2                  | GJ8919/8920  | 杭州-长春-长白山-长春-杭州 | 6:20  | 11:10 | 12:20 | 17:20 | 每周1357 |
| 3                  | 9C8531/8532  | 上海-长白山-上海       | 18:05 | 20:50 | 21:45 | 0:30  | 每周1346 |
| 4                  | H02365/2366  | 上海-长白山-上海       | 7:40  | 10:20 | 11:05 | 13:50 | 每日一班   |
| 5                  | MU6227/6228  | 上海-长白山-上海       | 9:10  | 11:35 | 12:20 | 14:45 | 每日一班   |
| 6                  | CZ5939/5940  | 上海-长白山-上海       | 16:45 | 19:40 | 20:25 | 23:20 | 每日一班   |
| 7                  | CZ8883/8884  | 北京大兴-长白山-北京大兴   | 18:55 | 21:05 | 21:50 | 0:05  | 每日一班   |
| 8                  | CZ3603/3604  | 广州-大连-长白山-大连-广州 | 7:50  | 13:50 | 14:40 | 21:10 | 每周246  |
| 9                  | MU8537/8538  | 烟台-长白山-烟台       | 11:40 | 13:35 | 14:25 | 16:15 | 每日一班   |
| 10                 | SC8449/8450  | 济南-长白山-济南       | 19:40 | 21:35 | 22:20 | 0:20  | 每日一班   |
| 11                 | ZH9609/9610  | 深圳-沈阳-长白山-沈阳-深圳 | 9:05  | 15:00 | 16:00 | 21:55 | 每日一班   |
| 12                 | CZ5853/5854  | 深圳-长白山-深圳       | 13:55 | 18:00 | 18:45 | 22:30 | 每周246  |
| 13                 | G54803/54804 | 天津-长白山-天津       | 19:00 | 21:00 | 21:50 | 23:50 | 每周1    |
|                    |              |                 | 18:40 | 20:40 | 21:30 | 23:30 | 每周357  |
|                    |              |                 | 17:55 | 19:55 | 21:05 | 23:05 | 每周246  |

数据来源：长白山机场公众号，西南证券整理



- 2) 沈白高铁预计在 2025 年年底前通车，将大幅缩短沈阳至长白山、北京至长白山的交通时间：沈白高铁指沈佳高速铁路中的沈阳-长白山段，其自辽宁省沈阳站出发，以延边朝鲜族自治州内长白山站为终点，途径抚顺市、通化市、白山市。目前沈阳至长白山 3 小时 26 分，沈白高铁运行后预计只需 1.5 小时左右；北京至长白山的最短运行时间将从 6 小时 15 分压缩至 4 小时以内。

图 44：沈白高铁线路图



数据来源：光明网，西南证券整理

- 3) 景区承载量提升空间大：2024 年暑期，长白山北景区放票量为 2.5 万人、西景区放票量为 5000 人、南景区放票量为 1000 人。考虑到游客数量的问题，淡季游客较少，故长白山南景区仅在暑期旺季开放。现长白山西景区及南景区道路已于今年 5 月 21 日至 6 月 15 日进行道路维修，交通环境已明显改善，随着长白山客流逐年增加，西景区及南景区放票量还有较大提升空间，有助于公司释放业绩。

图 45：长白山风景区地图



数据来源：悠游吉林公众号，西南证券整理

长期来看：景区二消水平提升有空间

- 1) **温泉酒店二期地理位置优越，与一期项目实现差异化运营：**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，距离长白山天池、瀑布等景点乘车仅需要 30 分钟，是游客游览长白山北景区的必经之路。相比于温泉项目一期，二期项目的产品定位更为大众化，符合当前消费者趋向性价比消费的趋势。预计 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，提高公司温泉酒店的供给上限。

图 46：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   |

数据来源：公司公告，西南证券整理

- 2) **其他二消项目开发尚有较大空间：**上市公司旗下二消类消费业务除了酒店业务外，其他托管及参股类业务尚未形成规模，长白山自然资源优越，可进一步开放的二消项目众多，例如全地形越野车、人参采摘、山谷徒步、演艺项目等。且公司二股东中国吉林森林工业集团有限责任公司掌握长白山附近众多林场资源，未来雪乡、林间康养类项目的开发也值得期待。

图 47：公司旗下云顶市集项目



数据来源：悠游吉林公众号，西南证券整理

图 48：长白山人参采摘

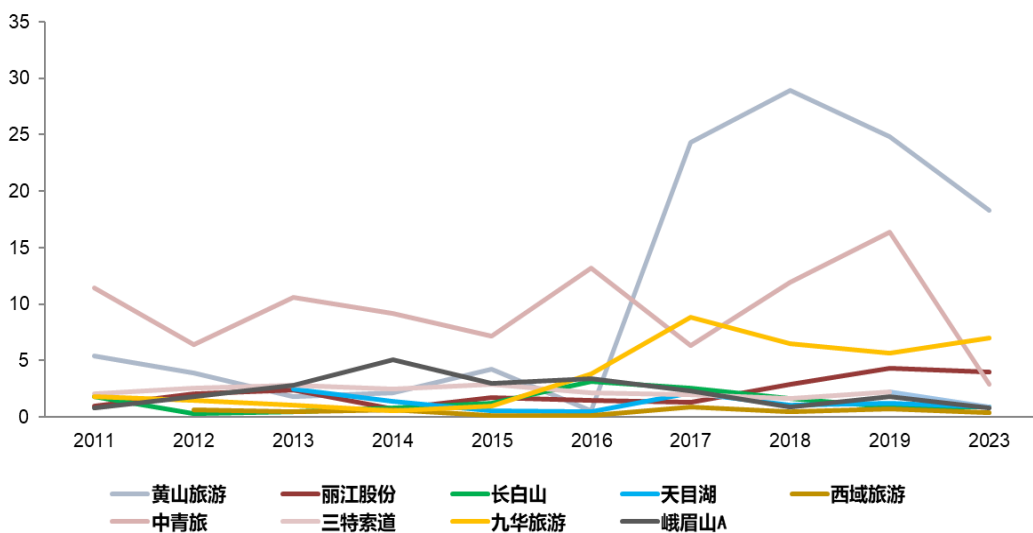


数据来源：悠游吉林公众号，西南证券整理

## 4 估值复盘及投资建议

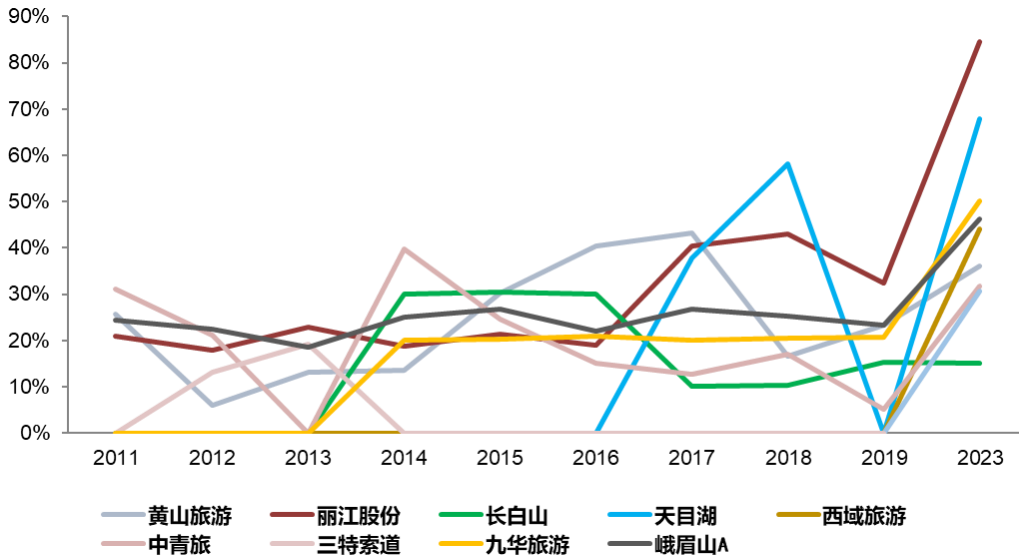
随着国内消费市场逐步进入高质量发展后，上市景区公司资本开支将有所放缓，分红比例有望逐步提升。疫后上市景区公司分红比例有明显提升，其中丽江股份达到 84.6%，天目湖为 67.9%，九华旅游 50.1%。对于大部分景区公司来说，客流稳定，营收和利润就相对稳定，在资本开支开始较少的情况下，景区公司的成本相对刚性，利润释放速度将快于客流增速。从中长期视角看，随着国内消费市场迈入高质量发展阶段，景区公司资本开支预计逐渐减少，有稳定现金流的景区公司实际上具备高分红的条件，预期后续景区公司分红率能逐步提升。

图 49：2011-2023 年上市景区公司资本开支（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

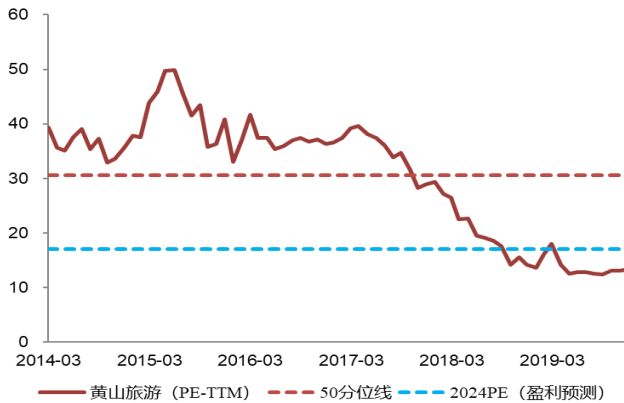
图 50：2011-2023 年上市景区公司分红率



数据来源：Wind, 西南证券整理

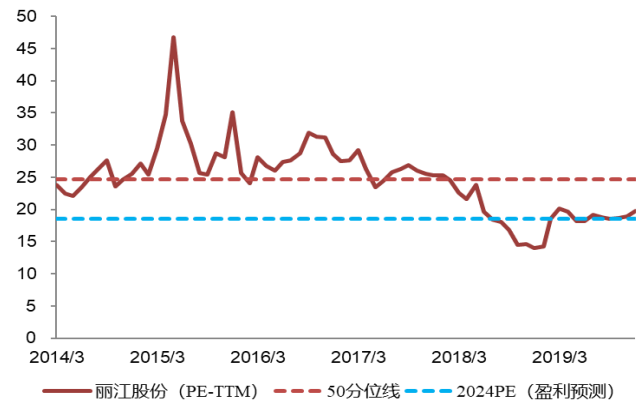
当前大部分旅游景区公司的估值水平处于历史低位，安全边际较高。大部分旅游景区公司疫情前估值中枢在 25-60 倍，当前大部分景区公司估值位于 50 分位线以下，甚至天目湖和九华旅游的估值水平低于疫情前最低水平。疫后消费板块复苏不及预期抑制了景区板块估值修复，叠加今年上半年大部分景区公司均受到暴雨等极端天气影响，客流释放不及预期，以至于业绩端无法兑现旅游市场高景气的逻辑，导致估值端始终处于较低水平。

图 51：黄山旅游疫情前 PE-TTM



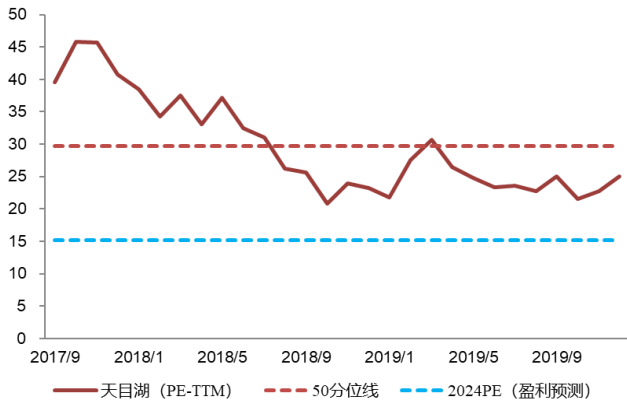
数据来源：Wind, 西南证券整理 (2024PE 数据来自 2024 年 8 月 14 日 Wind 一致预期)

图 52：丽江股份疫情前 PE-TTM

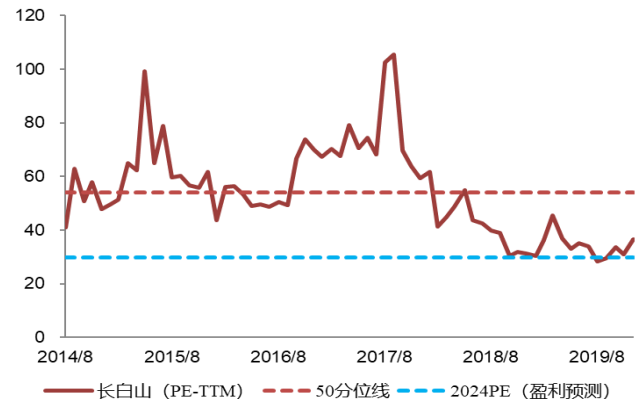


数据来源：Wind, 西南证券整理 (2024PE 数据来自 2024 年 8 月 14 日 Wind 一致预期)

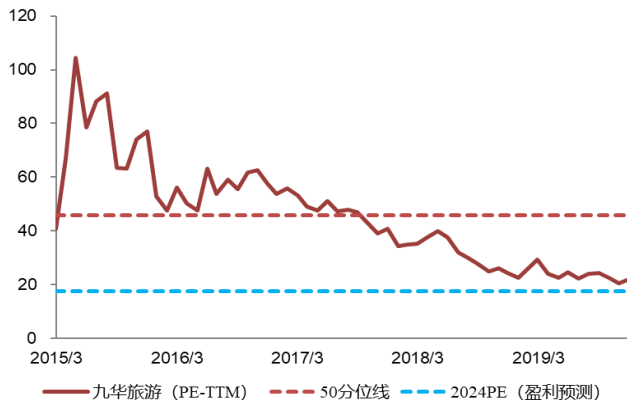


**图 53：天目湖疫情前 PE-TTM**


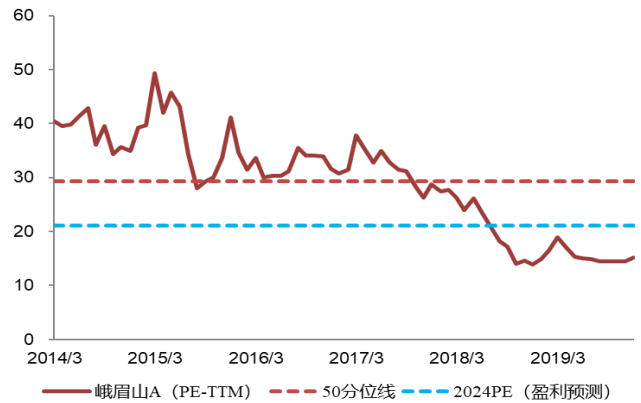
数据来源：Wind，西南证券整理（2024PE 数据来自 2024 年 8 月 14 日 Wind 一致预期）

**图 54：长白山疫情前 PE-TTM**


数据来源：Wind，西南证券整理（2024PE 数据来自 2024 年 8 月 14 日 Wind 一致预期）

**图 55：九华旅游疫情前 PE-TTM**


数据来源：Wind，西南证券整理（2024PE 数据来自 2024 年 8 月 14 日 Wind 一致预期）

**图 56：峨眉山 A 疫情前 PE-TTM**


数据来源：Wind，西南证券整理（2024PE 数据来自 2024 年 8 月 14 日 Wind 一致预期）

综上所述，首先当前国内旅游市场还未恢复到 2019 年的常态，预计恢复时间为 2026 年，在此之前行业将处于高速复苏阶段。其次，居民消费更为谨慎的当下，距离较近、免票政策多的符合性价比消费的头部旅游目的地将率先复苏。其三，在景区门票收入较难实现涨价的当下，头部景区近些年二消项目逐渐增多，导致门票收入占比逐渐下降，二消占比提升。未来对于景区公司而言，门票价格下降对于有门票业务的景区公司而言的政策风险影响下降。若门票价格下降，还能为景区引流，实现二消收入的增加。

对应到投资层面，今年属于厄尔尼诺事件结束的次年，极端天气频发属于正常现象，旅游市场的景气度无法兑现，但全球气候从今年夏末或秋季开始大概率会进入拉尼娜事件，气候从“南涝北旱”转为“南旱北涝”。大部分上市景区公司位于南方，有望受益于降水及极端天气的减少带来的客流稳定增长，下半年景区公司业绩有超预期的可能，这是市场的预期差。

目前黄山旅游、九华旅游、峨眉山、丽江股份等景区公司 2024 年的估值水平已处于疫情前的最低水平左右，考虑到当前旅游市场还处于高速复苏阶段，中长期景气度佳，我们看好整体景区板块的估值修复的机会，建议重点关注有中长期业绩催化逻辑的上市景区公司。相关标的：黄山旅游（600054.SH）、长白山（603099.SH）、三特索道（002159.SZ）。

表 5：重点关注景区公司盈利预测及估值（截止至 2024 年 8 月 14 日）

| 证券代码      | 景区公司 | 市值<br>(亿元) | 归母净利润 (亿元) |      |      |      | PE (倍) |     |     |     |
|-----------|------|------------|------------|------|------|------|--------|-----|-----|-----|
|           |      |            | 23A        | 24E  | 25E  | 26E  | 23A    | 24E | 25E | 26E |
| 600054.SH | 黄山旅游 | 79.79      | 4.23       | 4.74 | 5.69 | 6.40 | 19     | 17  | 14  | 12  |

数据来源：Wind, 西南证券

## 5 风险提示

景区客流复苏不及预期、政策变动风险、宏观经济波动风险。

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下       |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售副总监      | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 谭世泽 | 高级销售经理     | 13122900886  | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 高级销售经理     | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 卞黎旸 | 高级销售经理     | 13262983309  | 13262983309 | bly@swsc.com.cn      |
|    | 田婧雯 | 高级销售经理     | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymf@swsc.com.cn     |
|    | 魏晓阳 | 销售经理       | 15026480118  | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn   |
|    | 欧若诗 | 销售经理       | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售经理       | 15800507223  | 15800507223 | ljliong@swsc.com.cn  |
|    | 龚怡芸 | 销售经理       | 13524211935  | 13524211935 | gonggy@swsc.com.cn   |
|    | 孙启迪 | 销售经理       | 19946297109  | 19946297109 | sqdi@swsc.com.cn     |
|    | 蒋宇洁 | 销售经理       | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
| 北京 | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 资深销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 高级销售经理     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 高级销售经理     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |



---

|    |     |           |             |             |                      |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
|    | 王一菲 | 高级销售经理    | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 高级销售经理    | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 路漫天 | 销售经理      | 18610741553 | 18610741553 | lmtf@swsc.com.cn     |
|    | 马冰竹 | 销售经理      | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 广深销售负责人   | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 龚之涵 | 高级销售经理    | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
| 广深 | 丁凡  | 销售经理      | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn  |
|    | 张文锋 | 销售经理      | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈紫琳 | 销售经理      | 13266723634 | 13266723634 | chzlyf@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理      | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |
|    | 林哲睿 | 销售经理      | 15602268757 | 15602268757 | lzf@swsc.com.cn      |

---