

西域旅游 (300859)

实控人变更为新疆国资，全疆资产赋能发展 增持 (首次)

2024年12月17日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001
shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书: S0600123070017
wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	102.28	305.26	327.31	376.78	436.55
同比 (%)	(31.56)	198.46	7.22	15.11	15.86
归母净利润 (百万元)	(9.30)	105.58	119.04	146.09	175.72
同比 (%)	(134.51)	1,235.17	12.74	22.73	20.28
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.06)	0.68	0.77	0.94	1.13
P/E (现价&最新摊薄)	-	61.76	54.78	44.64	37.11

投资要点

- 立足天池布局多元业务，打造新疆综合旅游平台：**西域旅游成立于2001年，2020年在创业板上市。公司依托世界自然遗产地、国家5A级风景名胜天山天池景区和五彩湾温泉景区、火焰山景区等独特的旅游资源，经营旅游客运、索道运输、游船、温泉酒店、旅行社等业务，2023年收入为3.05亿元，其中景区交通相关业务收入合计占比94%。公司积极打造旅游类综合服务企业，实控人已变更为新疆自治区国资委。
- 新疆旅游市场高景气，新项目&资源整合赋能成长：**1) 文旅政策频出，旅游出行高景气。需求端，2024年1-10月铁路/民航客运量累计同比分别增长13%/19%，居民出行意愿高景气；供给端，文旅是扩大消费的重要抓手，2023年以来中央和新疆文旅政策频出。2024年1-10月，新疆接待游客超2.7亿人次，同比增长14%，实现旅游收入超3200亿元，同比增长21%。2) 区间车产能有序扩张，推进演艺和低空游览新项目。天山天池景区区间车产能持续扩张，预计2024-2026年分别采购64/40/50辆，其中新增/更新分别30/124辆。公司打造“遇见赛湖”和“遇见喀什”演艺项目，项目进入开业前筹备阶段，并与亿航智能共同出资设立西域青鸟，拟开展低空游览项目，计划在未来5年内运营数量不低于120架EH-216S或同类载人级自动驾驶飞行器。3) 自治区国资成为实控人后有望推动文旅资源协同。2024年10月15日，公司控制权已完成变更，新疆文旅投成为公司控股股东。新疆文旅投旗下有喀纳斯、那拉提、江布拉克、葡萄沟等多个优质文旅资源。作为新疆唯一的文旅上市平台，公司有望整合资源，发挥协同效应。
- 盈利预测与投资评级：**西域旅游作为新疆自治区唯一的文旅上市平台，资源禀赋稀缺，自治区国资委入主有望整合资源。新疆文旅市场持续高景气，公司多元业务稳健增长，未来新项目投运和控股股东资源协同赋能成长。我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为1.2/1.5/1.8亿元，对应PE估值为55/45/37倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动、资源整合进度不及预期、新项目建设进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.07
一年最低/最高价	18.64/50.00
市净率(倍)	8.29
流通A股市值(百万元)	6,520.85
总市值(百万元)	6,520.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.07
资产负债率(% ,LF)	16.18
总股本(百万股)	155.00
流通A股(百万股)	155.00

相关研究

内容目录

1. 公司概况：立足天池布局多元业务，打造新疆综合旅游平台	4
1.1. 发展历程：依托独特旅游资源，逐步丰富业务矩阵	4
1.2. 业务模式：以天山天池景区为核心，客运贡献主要收入	5
1.3. 股权结构：新疆国资委成为新实控人，关注管理层变动	8
2. 核心看点：新疆旅游市场高景气，新项目&资源整合赋能成长	10
2.1. 旅游出行持续高景气，政策引导助力客流增长	10
2.2. 依托稀缺资源丰富产品矩阵，国资入主赋能发展	12
3. 财务分析	15
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1:	环游天山导览图.....	4
图 2:	西域旅游发展历程.....	5
图 3:	2018-2023 及 2024H1 分业务营收结构 (单位: 亿元)	6
图 4:	2014-2023 及 2024H1 旅游客运收入	6
图 5:	2014-2019 年区间车、观光车客流量及客单价	6
图 6:	2014-2023 及 2024H1 索道运输业务收入及毛利率	7
图 7:	2014-2019 年索道运输客流量及客单价	7
图 8:	2014-2023 及 2024H1 游船业务收入及毛利率	7
图 9:	2017-2019 年游船客流量及客单价	7
图 10:	公司股权结构图 (截至 2024 年 10 月 15 日)	9
图 11:	2024 年铁路民航单月客运量 (亿人次) 及 yoy.....	10
图 12:	2016-2023 及 2024Q1-3 国内旅游人次及收入.....	10
图 13:	2014-2023 及 2024M1-10 新疆接待游客人次及收入	11
图 14:	天山天池风景区.....	12
图 15:	北疆核心景点分布图.....	12
图 16:	遇见赛湖演艺中心效果图.....	13
图 17:	《遇见喀什》剧照.....	13
图 18:	EH-216S 天山天池飞行展示.....	13
图 19:	喀纳斯 2014-2016 年分部营业收入 (万元)	15
图 20:	喀纳斯归母净利润和投资收益测算归母净利润.....	15
图 21:	2015-2023 及 2024Q1-Q3 营业收入及 yoy	15
图 22:	疫情后盈利能力恢复.....	16
图 23:	公司三大费用率.....	16
图 24:	2015 至 2024Q1-Q3 归母净利润及归母净利率	16
表 1:	天池景区旅游客运信息.....	6
表 2:	五彩湾古海温泉及酒店信息及图示.....	8
表 3:	公司主要管理层介绍.....	9
表 4:	2023 年以来中央和新疆维吾尔自治区出台的文旅相关政策梳理.....	11
表 5:	新疆文旅投核心资产	14
表 6:	西域旅游收入预测拆分 (单位: 亿元)	17
表 7:	西域旅游毛利率及三费率预测.....	17
表 8:	西域旅游营业收入及归母净利润 (单位: 亿元)	18
表 9:	西域旅游可比公司估值 (截至 2024 年 12 月 17 日)	18

1. 公司概况：立足天池布局多元业务，打造新疆综合旅游平台

1.1. 发展历程：依托独特旅游资源，逐步丰富业务矩阵

立足天山天池等景区资源，全产业链打造新疆旅游龙头企业。公司 2001 年成立，核心经营区域包括世界自然遗产地、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，是新疆龙头旅游企业，于 2020 年在创业板上市。公司业务包含旅游客运、索道运输、游船、温泉酒店、旅行社等服务，依托稀缺的旅游资源，进行业务拓展和项目扩张，打造“新疆龙头、西部领先、全国知名”的旅游类综合服务企业。

图1：环游天山导览图



数据来源：昌吉日报，东吴证券研究所

公司自成立以来分为三个发展阶段。

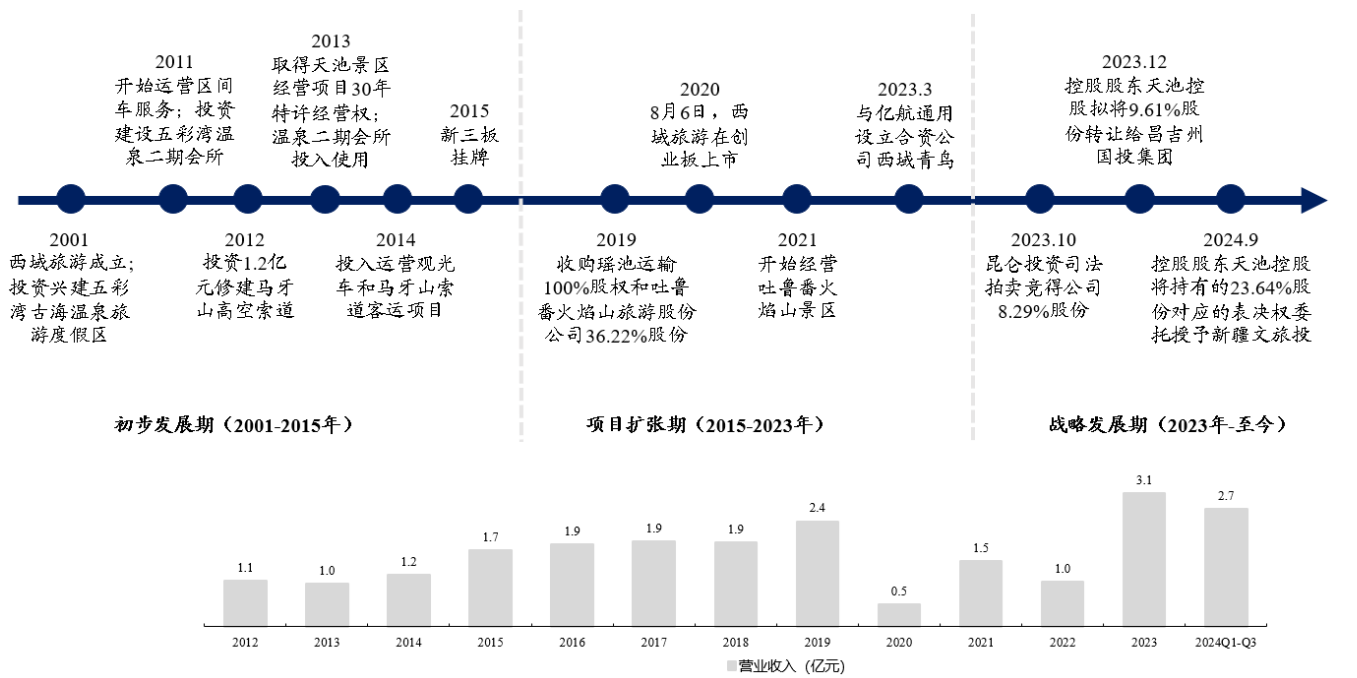
初步发展期（2001-2015 年）：投资建设五彩湾古海温泉和天山天池景区相关业务。 2001 年 1 月 18 日，西域旅游开发股份有限公司成立，同年，公司投资兴建五彩湾古海温泉旅游度假区，开展温泉酒店业务。2011 年，公司投资建设五彩湾温泉二期会所，并开始运营区间车服务。2012 年，公司投资 1.2 亿元修建马牙山高空索道。2013 年，公司通过公开招投标方式取得天池景区区间车、马牙山索道、湖面游船、餐饮中心等经营项目的 30 年特许经营权，同年五彩湾温泉二期会所投入使用。2014 年 7 月，观光车和马牙山索道客运项目投入运营，公司拓展旅游客运业务类型和索道运输业务。2015 年 5 月，公司在新三板挂牌，成为全国旅游景区挂牌新三板的第一股。

项目扩张期（2015-2023 年）：收购外部资产，拓展多元业务。 2019 年 11 月，公司签署股权转让协议，以 441 万元收购瑶池运输公司 100% 股权。2019 年 12 月，公司参加司法拍卖竞得西王母祖庙持有的天池游艇 28% 股权；另外，分两步收购吐鲁番火焰山旅游股份公司 36.22% 的股份，成为其第一大股东。2020 年 8 月 6 日，西域旅游在创业

板上市，计划将部分募集资金用于天山天池景区区间车改造项目，提升景区接待能力。2023年4月，公司与亿航通用设立合资公司西域青鸟，开展低空游览项目。

战略发展期（2023年至今）：更高级别实控人入主，新疆文旅资源赋能。2024年9月，公司控股股东天池控股将持有的23.64%股份对应的表决权委托授予新疆文旅投，新疆文旅投成为公司控股股东，新疆自治区国资委成为公司实际控制人。新疆文旅投旗下资产将与公司业务发挥协同效应，新疆自治区文旅资源丰富，赋能上市公司成长。

图2：西域旅游发展历程

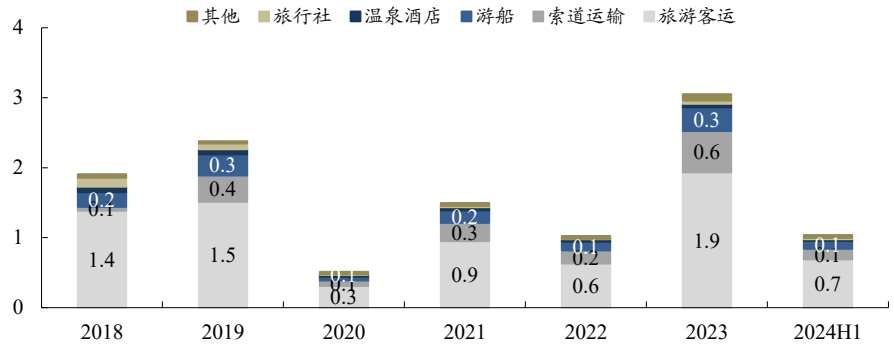


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：以天山天池景区为核心，客运贡献主要收入

旅游客运、索道、游船为核心业务，合计收入占比超9成。公司主营业务为旅游客运、索道运输、游船、温泉酒店和旅行社，涉及“商、养、学、闲、情、奇”旅游六要素。2023年公司实现营收3.05亿元，较2019年增长27%，其中旅游客运/索道运输/游船/温泉酒店/旅行社/其他业务收入分别为1.94/0.59/0.34/0.05/0.05/0.09亿元，分别占比63%/19%/11%/2%/1%/3%，景区相关交通客运业务贡献主要收入。2024Q1-3公司收入为2.70亿元，同比基本持平。

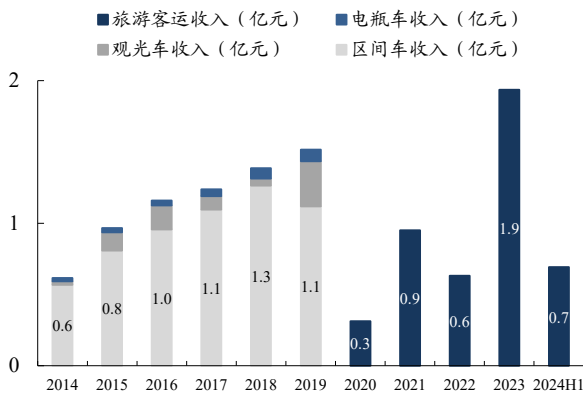
图3: 2018-2023 及 2024H1 分业务营收结构 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

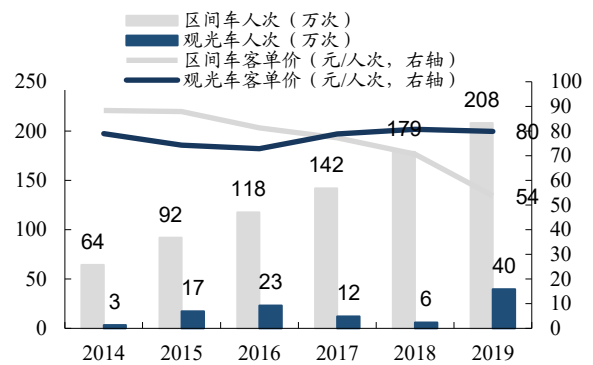
旅游客运业务: 收入占比约 6 成, 以天池景区区间车为主。公司在天池景区内经营区间车、观光车、电瓶车 and 包车业务, 共有各种客运车辆 196 辆, 区间车为进入天池核心景区的交通方式, 观光车通向马牙山索道。2019 年区间车、观光车和电瓶车分别实现收入 1.12/0.32/0.08 亿元; 区间车/观光车 2019 年客流分别为 208.1/39.6 万人次, 客单价为 54/80 元。2023 年公司客运业务收入为 1.94 亿元, 较 2019 年增长 28%, 毛利率为 60%; 2024 年上半年收入为 0.69 亿元, 同比+11%, 主要系客流增加。

图4: 2014-2023 及 2024H1 旅游客运收入



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

图5: 2014-2019 年区间车、观光车客流量及客单价



数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

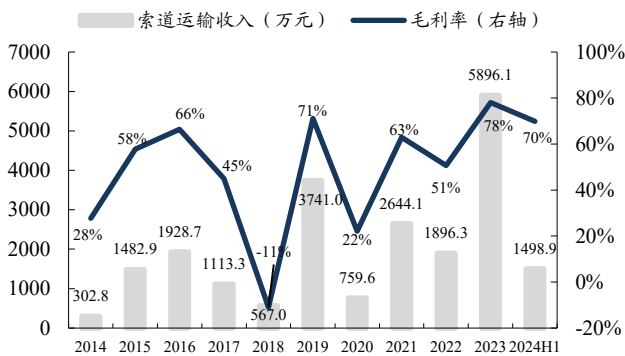
表1: 天池景区旅游客运信息

车辆类型	运输路线	价格 (元/人次)
区间车	游客集散中心(天池景区门票处)至瑶池商城(天池景区内)线路: 游客集散中心—阔克胡拉村(哈萨克民俗风情园)—二次检票口—人文历史博物馆(游客服务中心)—瑶池商城, 线路全长 26 公里。	往返: 60 单程: 30
观光车	天池景区福寿观停车场至马牙山线路: 福寿观停车场—会仙台—锅底坑观景台—香炉台—高山石林观景台—灵山寺—马牙山, 线路全长 8 公里。	往返: 100 单程: 50
电瓶车	瑶池商城—福寿观停车场, 线路全长 1 公里。	10

数据来源: 招股书, 西域旅游小程序, 东吴证券研究所

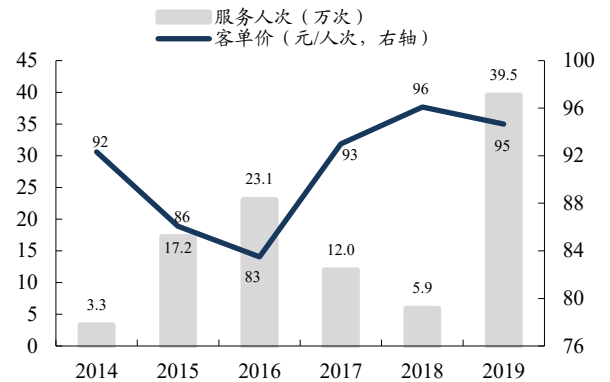
索道运输业务：马牙山索道特许经营，高客单、高毛利。公司拥有于天山天池马牙山景区内一条索道的特许经营权，为游客提供高山索道观光服务。马牙山索道距天池湖面西南方3公里处，线路高差约312米，最大承载力1600人/小时。2017-2018年索道客流下滑系通往马牙山索道的路面扩宽修建，索道运营时间缩短，2019年索道业务客流39.5万人次，客单价为95元，实现收入0.37亿元。2023年索道运输业务收入为0.59亿元，较2019年增长58%，毛利率为78%；2024年H1营收为0.15亿元，同比-19%，主要系5月索道检修停运。

图6：2014-2023及2024H1索道运输业务收入及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

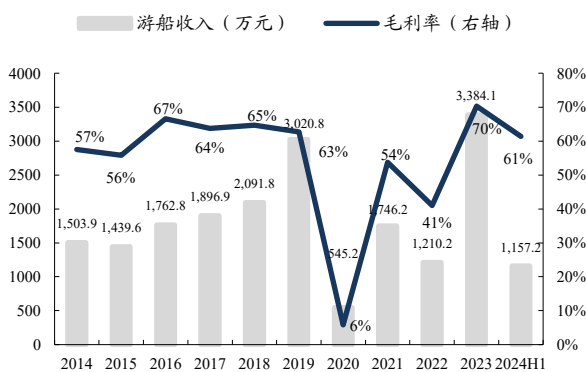
图7：2014-2019年索道运输客流量及客单价



数据来源：招股书，东吴证券研究所

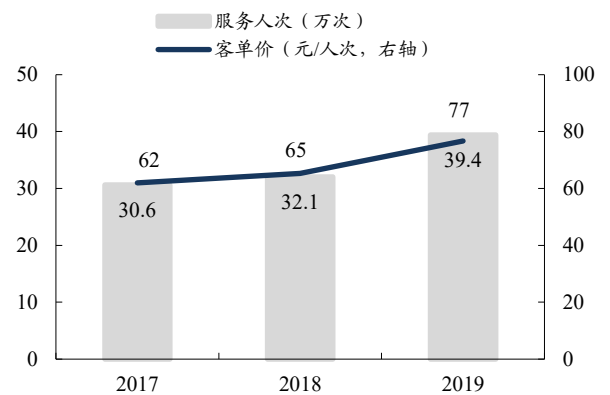
游船业务：天池湖面游船观光运营服务。公司拥有天池景区湖面的特许经营权，为游客提供游船观光运营服务，游客可选择仿古画舫、纯电动船、快艇三种类型船艇，乘船时可以观赏天池八景中的五景。冬季湖面结冰游客可开展冰雪项目，如滑冰、冰上龙舟、电动狗拉雪橇、电动雪地摩托等。2019年收入0.30亿元，接待游客39.4万人次，客单价77元。2023年游船业务实现营收0.34亿元，较2019年增长12%；2024年上半年，营收为0.12亿元，同比+38%，系客流增长和乘船率提升。

图8：2014-2023及2024H1游船业务收入及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



图9：2017-2019年游船客流量及客单价



数据来源：招股书，东吴证券研究所

温泉酒店业务：依托五彩湾古海温泉，提供高品质洗浴疗养和综合住宿服务。温泉酒店业务以五彩湾古海温泉为核心，经营古海温泉水洗浴、疗养服务，并延伸至住宿、餐饮、会议接待等业务。五彩湾温泉拥有准四星的生态酒店及四合院客房共 80 间，特色大、小泡池 21 个，餐厅可同时容纳 300 余人就餐，并配有两个大型会议室。2023 年温泉酒店业务实现营业收入 0.05 亿元，恢复到 2019 年营收的 72%；2024 年上半年，营收为 0.12 亿元，同比-20%。

表2：五彩湾古海温泉及酒店信息及图示

名称	位置	类型	价格(元)	图示
五彩湾古海温泉	位于新疆昌吉州吉木萨尔县境内，距乌鲁木齐 200 公里，距天山天池景区 170 公里。	大泡池、小泡池	100	
吉木萨尔古海温泉假日酒店	位于五彩湾温泉度假村，近 216 国道。	A 区会所标间 B 区豪华标间(四合院客房)	380 480	

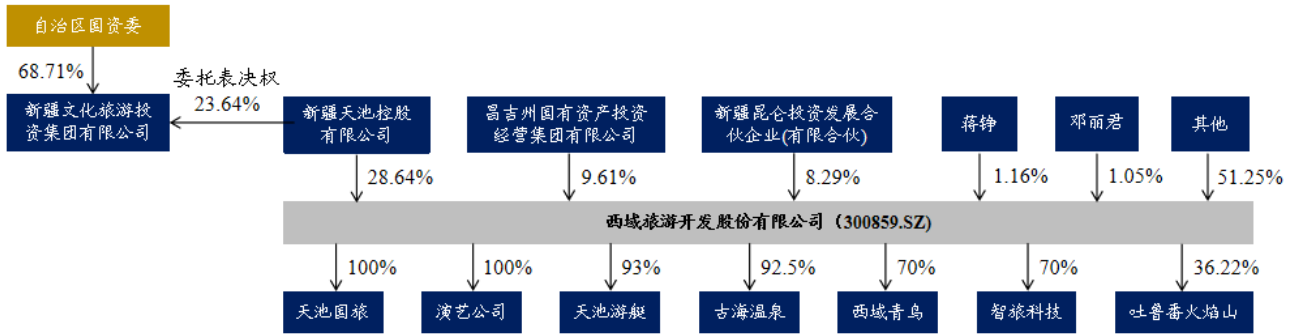
数据来源：招股书，携程官网，东吴证券研究所

旅行社业务：以天池和五彩湾为主要目的地，打造旅游产品方案。旅行社业务涵盖国内外旅游市场，国内旅游以天山天池景区、五彩湾古海温泉景区为主要旅游目的地，国际旅游包括出境跟团游，以及与国外旅行社合作接待入境外国人。2023 年旅行社业务实现收入 0.05 亿元，恢复至 2019 年的 54%；2024H1 营收为 0.02 亿元，同比+145%。

1.3. 股权结构：新疆国资委成为新实控人，关注管理层变动

新疆文旅投为控股股东，更高级别实控人入主赋能发展。2023 年 10 月，昆仑投资（实控人为自治区国资委）通过司法拍卖竞得公司 8.29% 股份，同年 12 月，天池控股（实控人为阜康市财政局）拟将公司 9.61% 股份转让给州国投集团（实控人为昌吉州国资委）。2024 年 9 月 26 日，天池控股拟将其持有的公司 23.64% 股份对应表决权，独家、无偿、不可撤销、排他且唯一地委托授予新疆文旅投行使。2024 年 10 月 15 日，公司控制权已完成变更，新疆文旅投成为公司控股股东，实控人从阜康市财政局变更为自治区国资委，更高级别国资入主，平台资源将赋能公司未来发展。

图10: 公司股权结构图 (截至 2024 年 10 月 15 日)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

管理层背景多元、经验丰富, 关注后续管理层变动。公司主要管理层人员经验丰富、背景多元, 包含来自政府管理、旅游行业及相关领域的资深专业人士。2024 年 12 月 5 日, 公司审议通过第七届非独立董事候选人议案, 董事候选人分别来自新疆文旅投、公司原董事、昌吉州和阜康市国资平台等。公司计划于 12 月 23 日召开股东大会选举第七届董事, 关注后续管理层变动。

表3: 公司主要管理层介绍

姓名	职位	工作经历
朱生春	董事长	曾任阜康市建设局局长、阜康市重化工业园区党工委书记、阜康市甘河子镇党委书记、阜康市市委常委、常务副市长、公司监事会主席。现任公司董事长。
李新萍	董事、总经理	曾任新天地房地产开发有限公司董事长、新天集团党委副书记、董事并兼任新天地国际公司总经理、中葡股份公司董事长、太阳城公司总经理。现任新天地国际副董事长, 公司董事、总经理。
戴金亚	董事、财务总监	曾任昌吉州通用机械厂昌吉分厂厂长、昌吉市建筑机械厂副总经理、新疆震企生物科技有限公司常务副总经理、财务总监。现任公司董事、财务总监。
贾卫东	董事	曾任阜康市信访局局长。现任公司董事、新疆天池控股有限公司董事长。
苏明波	董事	曾任轻纺城公司副董事长、浙银金租、万向信托、工信投资、兴财地产、义乌农商银行、定海海洋农商银行董事、新光集团公司副总裁。现任公司董事。
贺星雨	董事	曾任宾之郎公司董事长秘书兼总经理助理、湘疆投资公司董事长秘书、宾之郎食品公司董办主任兼人资行政中心总监。现任公司董事。
侯伟	董事会秘书	曾任中葡股份公司副总经理兼董事会秘书。现任公司董事会秘书。
丁峰	副总经理	曾任天池王母酒店副经理、西域旅游天池分公司文化村经理、五彩湾温泉公司总经理、工程部经理。现任火焰山公司董事长、西域青鸟公司董事长、公司副总经理。

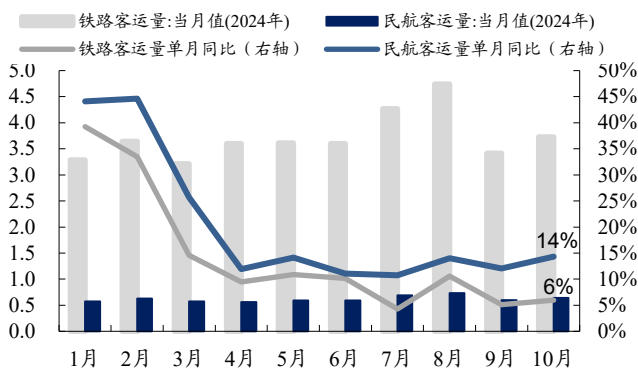
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 核心看点：新疆旅游市场高景气，新项目&资源整合赋能成长

2.1. 旅游出行持续高景气，政策引导助力客流增长

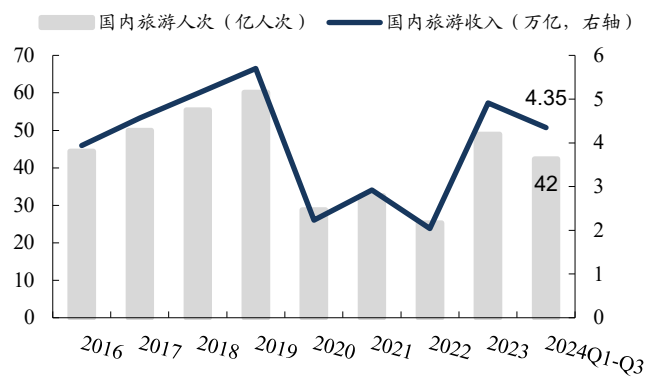
需求端：居民出行意愿强，旅游市场高景气。根据交通部数据，2024年1-10月铁路/民航客运量累计同比分别增长13%/19%，居民出行意愿高景气。据文旅部数据，2014-2019年国内旅游人次CAGR为11%；2024年前三季度，国内出游人次42.37亿，同比增长15%，恢复至2019年同期的92%，国内游客出游总花费4.35万亿元，同比增长18%。我们预计未来国内旅游人次将在高基数下持续稳健增长。

图11：2024年铁路民航单月客运量（亿人次）及yoy



数据来源：交通部，东吴证券研究所

图12：2016-2023及2024Q1-3国内旅游人次及收入



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

供给端：文旅是扩大消费的重要抓手，2023年以来中央和新疆文旅政策频出。在持续扩大内需、促进服务消费高质量发展的背景下，新疆持续推进“旅游兴疆”战略，助力国内大循环。客流端：加强跨省旅游区域合作，鼓励各地、州、市制定“引客入疆”奖补政策，客源地方面通过与多家银行、企业合作，目的地方面推出多项惠民活动，如发放消费券等刺激消费。供给端：持续推出精品特色旅游产品，推动文旅基础设施更新、数字化智能化改造，发挥地方政府债券资金作用，大力支持滑雪场地等冰雪旅游项目。

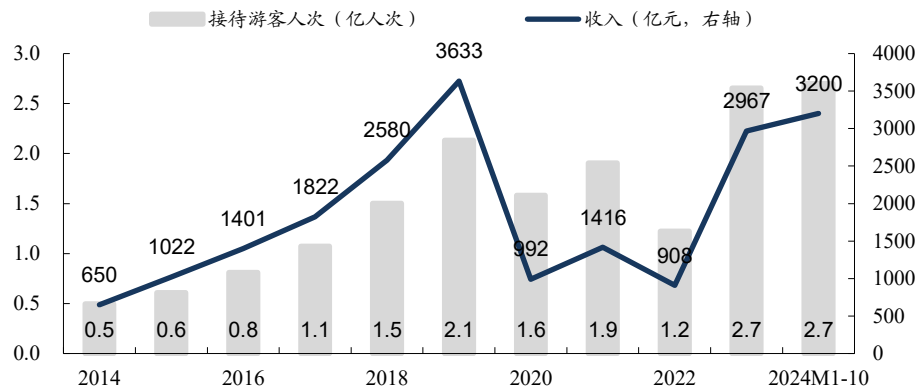
表4: 2023 年以来中央和新疆维吾尔自治区出台的文旅相关政策梳理

发布日期	发文部门	文件	内容
2023 年 4 月 14 日	自治区发展改革委、自治区商务厅	《2023 年自治区恢复扩大消费工作实施方案》	加强跨省旅游区域合作, 鼓励各地、州、市制定“引客入疆”奖补政策并积极开展“游客送疆”活动; 发挥地方政府债券资金作用, 大力支持滑雪场地等冰雪旅游项目, 发展休闲旅游。
2023 年 7 月 28 日	国家发展改革委	《关于恢复和扩大消费的措施》	全面落实带薪休假制度, 鼓励错峰休假、弹性作息, 促进假日消费。加强区域旅游品牌和服务整合, 积极举办文旅消费促进活动。健全旅游基础设施, 鼓励制定实施景区门票减免、淡季免费开放等政策。
2023 年 9 月 27 日	国务院办公厅	《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》	重点关注加大优质旅游产品和服务供给, 提出推进文化和旅游深度融合、实施美好生活度假休闲工程、实施体育旅游精品示范工程、开展乡村旅游提质增效行动、发展生态旅游产品等要求。
2024 年 5 月 27 日	文化和旅游部	《促进新疆旅游消费专项行动计划工作方案》	计划 2024-2026 年, 围绕客源地、产品供给等 5 个方面, 加大资金投入和资源倾斜, 重点从整合文旅资源、打造新疆文旅 IP 等方面着力。
2024 年 5 月 28 日	自治区人民政府	《自治区推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	推动文旅设备更新提升, 严格执行产品质量标准和特种设备检测标准, 推进文化旅游场所运营设备更新; 推动文旅行业数字化智能化改造, 推动建设智慧旅游景区。
2024 年 6 月	自治区党委办公厅、人民政府办公厅	《新疆维吾尔自治区加快推动旅游业高质量发展三年行动方案(2024—2026 年)》	包括加大开发建设力度打造一流品牌、突出特色优势打造旅游促进各民族交往交流交融阵地、培育新型业态打造富民产业、壮大市场主体促进旅游消费、加强宣传推介叫响“新疆是个好地方”品牌、完善配套设施提升服务能力等 7 个方面 25 项内容。
2024 年 7 月 29 日	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	提出激发改善型消费活力, 其中文化娱乐消费和旅游消费均为重要方向, 并在文化娱乐、旅游消费方面给出发展意见。
2024 年 11 月 6 日	国务院办公厅	《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	为巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果, 以冰雪运动为引领, 带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展, 推动冰雪经济成为新增长点。
2024 年 11 月	国务院办公厅	修订《全国年节及纪念日放假办法》	自 2025 年 1 月 1 日起, 全体公民放假的假日增加 2 天, 其中春节、劳动节各增加 1 天。

数据来源: 政府官网, 东吴证券研究所

长途休闲游趋势显著, 新疆旅游市场表现亮眼。2014-2019 年新疆旅游人次 CAGR 为 33%, 较国内大盘增速高 22 个百分点。2023 年新疆旅游人次达 2.7 亿, 恢复至 2019 年的 126%, 全国旅游人次恢复至 2019 年的 81%。2024 年 1-10 月, 新疆接待游客超 2.7 亿人次, 同比增长 14%, 实现旅游收入超 3200 亿元, 同比增长 21%。我们认为, 随着新疆长途游景气、交通持续改善、文旅市场逐步发展, 未来新疆旅游人次将持续增长。

图 13: 2014-2023 及 2024M1-10 新疆接待游客人次及收入



数据来源: 新疆统计局, 东吴证券研究所

2.2. 依托稀缺资源丰富产品矩阵，国资入主赋能发展

天山天池、五彩湾古海温泉、火焰山自然禀赋独特，文化底蕴深厚。1) **天山天池**：天山天池古称“瑶池”，“高山湖泊+壮美雪山”景观组合独树一帜。四个垂直自然景观带生物多样性丰富。景区先后被评为国家级风景名胜区、国家 5A 级旅游风景区、国家地质公园、国家森林公园，2013 年，天山天池被列入世界自然遗产名录，2014 年，“西王母神话”被列入第四批国家级非物质文化遗产。2) **五彩湾古海温泉**：五彩湾古海温泉源自 7 亿年前的古海相沉积水，水中富含微量元素，保健、疗养功效突出。3) **火焰山**：火焰山诞生于喜马拉雅造山运动，《山海经》中称其为“炎火之山”，夏季地表平均温度 70℃，最高可达 89℃，是著名高温奇观打卡点。

图14：天山天池风景区



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图15：北疆核心景点分布图



数据来源：旅泊网，东吴证券研究所

产能有序扩张，推进天池景区区间车更新项目。天池景区区间车改造项目预计募集资金投入金额 2026.78 万元，实际新增新能源车区间客车 30 辆，累计投入募集资金 1498.35 万元，至 2024 年 4 月，改造项目已结项并将节余募集资金永久补充流动资金。2023 年公司预计将“天池景区灯杆山游客服务项目”、“天池游客服务中心改扩建项目”两个募投项目未使用资金投入“天山天池景区区间车更新项目”项目，预计 2024-2026 年分别采购 64/40/50 辆，合计 154 辆，其中新增/更新分别 30/124 辆，包括 90 辆 38 座天然气客车，40 辆新能源客车，24 辆 22 座中型客车。

“旅游+演艺”新项目“遇见”系列进入收尾阶段。**遇见赛湖**：2024 年 3 月“遇见赛湖”——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，同时打造一个建筑面积超过 1000 平方米的沉浸式演艺中心，可容纳 218 席，优化赛湖旅游产品供给，项目已进入开业准备阶段。**遇见喀什**：遇见喀什·沉浸式国际演艺中心项目位于喀什古城东门正对面，该项目总投资超过 2.2 亿元，建筑面积达 8842 平方米，可承载 1500 座，《遇见喀什》以新疆非遗文化为背景，是集演艺、文化、旅游、科技于一体的沉浸式演艺项目，计划打造驱动新疆文旅产业升级的超级 IP，目前已进入开演前的带妆联排阶段，计划未来定期举办国际、国内各类文化艺术交流活动。

图16: 遇见赛湖演艺中心效果图



数据来源: 遇见赛湖公众号, 东吴证券研究所

图17: 《遇见喀什》剧照



数据来源: 遇见喀什公众号, 东吴证券研究所

布局低空游览项目“西域青鸟”。根据中国民航局预测, 2025年我国低空经济的市场规模将达到1.5万亿元, 2035年有望达到3.5万亿元, 下游消费端的“低空+旅游”产业增长空间较大。2023年3月, 西域旅游与亿航智能共同出资设立西域青鸟通用航空有限责任公司, 其中西域旅游出资占比为70%, 亿航智能出资30%, 拟开展低空游览项目, 并计划在未来5年内运营数量不低于120架EH-216S或同类载人级自动驾驶飞行器。截至2024年6月已到位5架EH-216S无人驾驶载人飞行器, 正在进行商业运营前的飞行训练、人员培训、审批手续办理等工作。

图18: EH-216S 天山天池飞行展示



数据来源: 亿航智能视频号, 东吴证券研究所

自治区国资成为实控人后有望推动文旅资源协同。新疆文旅投成立于2019年12月25日, 直属于新疆自治区国资委, 聚焦打造文旅产业集群, 全力整合新疆优质文旅资源。截至2024年4月, 新疆文旅投资资产规模超过200亿元, 年营业收入超50亿元, 旗下拥有喀纳斯、那拉提、江布拉克、葡萄沟等多个优质资源, 其中那拉提景区2023年接待游客245万余人次, 旅游收入25.92亿元; 江布拉克景区2023年上半年接待游客91.92万人次, 旅游收入4.60亿元; 截至2024年10月4日, 喀纳斯景区接待游客503.33万

人次，同比增长 23.46%，实现旅游收入 87.78 亿元，同比增长 23.46%。作为新疆唯一的文旅上市平台，公司实控人变更为自治区国资委后，有望整合新疆文旅投旗下资源，发挥新疆文旅资源的协同效应。

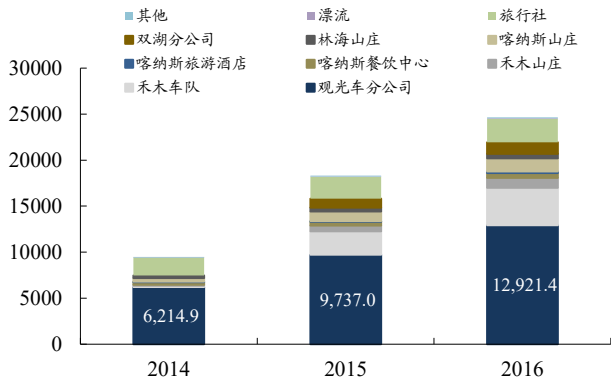
表5：新疆文旅投核心资产

类别	核心资产	
景区	喀纳斯（5A）	旅游客运：运营区间车，往返 70 元/人（一进）、110 元/人（二进）、区间车通票--180 元/人（3 天）。 酒店运营：运营喀纳斯四季休闲酒店，拥有客房 93 间，独栋别墅 6 栋，酒店餐厅共二层，一楼餐厅可容纳 150 人同时就餐散台，二层设有 5 间民族特色包厢、会议室。喀纳斯旅游酒店、禾木山庄、林海山庄等。 娱乐项目：双湖游船（120 元/人）和禾木漂流等 其他业务：旅行社业务等
	那拉提（5A）	旅游客运：运营区间车/观光车，空中草原线路 24 元/人次、盘龙谷道线路 40 元/人次、雪莲谷线路 60 元/人次 索道：运营索道，单程票价 68 元/人次，往返票价 130 元/人次
	葡萄沟（5A）	门票销售：60 元/人
	江布拉克（5A）	旅游客运：门票（43 元/人）、区间车（35 元/人） 娱乐项目：天山怪坡骑行（16 元/人）、管轨式滑道（80 元/人）、雪地摩托（24 元/人）
	库木塔哈沙漠（4A）	娱乐项目：骆驼骑行、沙漠冲浪车、沙地摩托车、滑沙、三角翼等四季游乐体验项目，冰上雪橇、冰上自行车、冰上爬犁、雪地摩托车等冬季活动
	坎儿井（4A）	坎儿井民俗园，互动歌舞演艺和角色扮演
	库尔德宁（4A）	露营地，民俗活动
	天山托木尔大峡谷（4A）	旅游客运：门票 18 元/人，区间车票：60 元/人，自驾车票：100 元/车
	大交河（4A）	交河故城
	旅行社	拥有 4 家旅行社
演艺项目	运营包括新疆大剧院在内的 3 座大剧院，开展《千回西域》等演艺项目	
冰雪产业	经营阿勒泰西域滑雪场，协办新疆热雪节	

数据来源：公司官网，景区公众号，东吴证券研究所

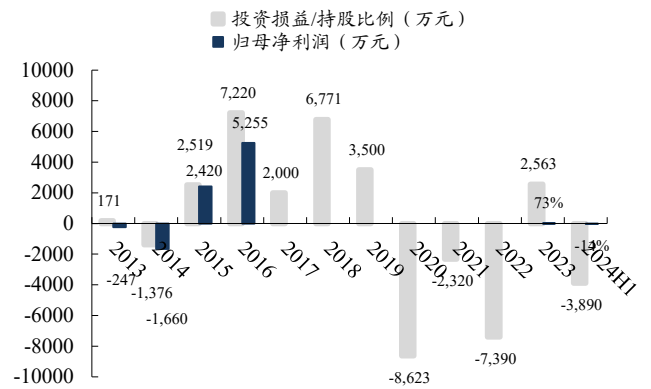
喀纳斯：景区交通运输为核心业务，年净利润数千万元级别。新疆文旅投通过新疆文旅及消费发展投资基金间接持有新疆喀纳斯旅游发展股份有限公司（简称“喀纳斯”）20%股权。喀纳斯景区面积 10030 平方公里，内有大小景点 55 处，喀纳斯公司依托独特资源，主要业务为旅游客运、酒店运营、旅行社及娱乐项目。2016 年公司实现营收 2.37 亿元，归母净利润 0.53 亿元，归母净利率为 22%；其中，旅游客运业务的观光车项目与禾木车队是公司主要盈利点，2016 年旅游客运/酒店运营/旅行社/娱乐项目收入分别为 1.70/0.37/0.16/0.13 亿元，占比分别为 72%/15%/7%/6%。用紫金矿业所持喀纳斯的股份比例和投资收益测算喀纳斯归母净利润，2023 年喀纳斯实现归母净利润 0.26 亿元，恢复到 2019 年的 73%；由于景区季节性原因，2024 年上半年喀纳斯归母净利润亏损 0.39 亿元，同比减亏 14%。

图19: 喀纳斯 2014-2016 年分部营业收入 (万元)



数据来源: 喀纳斯公司公告, 东吴证券研究所

图20: 喀纳斯归母净利润和投资收益测算归母净利润

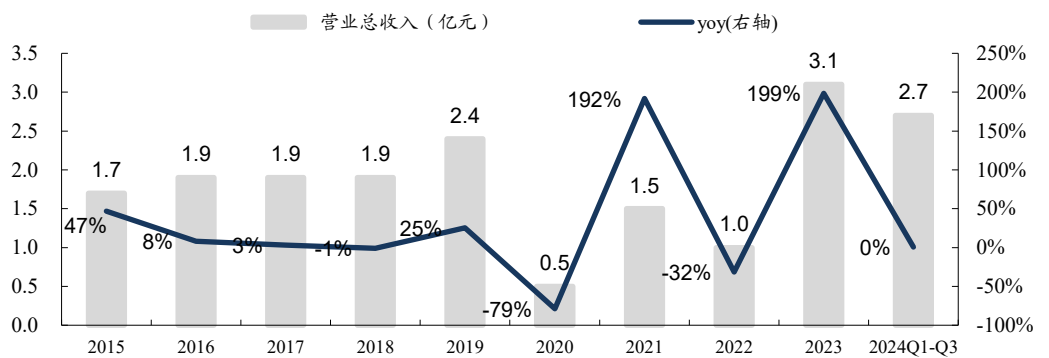


数据来源: 喀纳斯公司公告, 紫金矿业公司公告, 东吴证券研究所 (注: 持股比例指紫金矿业间接持有喀纳斯股份比例)

3. 财务分析

营收随客流稳健增长。疫情前公司营业收入基本保持稳定, 2015-2019 年营收 CAGR 为 9%; 2020-2022 年受疫情影响客流量大幅波动, 业绩扰动较大。2023 年新疆旅游市场强势复苏, 公司营收随客流修复显著恢复至 3.1 亿元, 较 2019 年增长 27%。2024Q1-Q3 营收为 2.7 亿元, 同比基本持平, 高基数下增长承压。

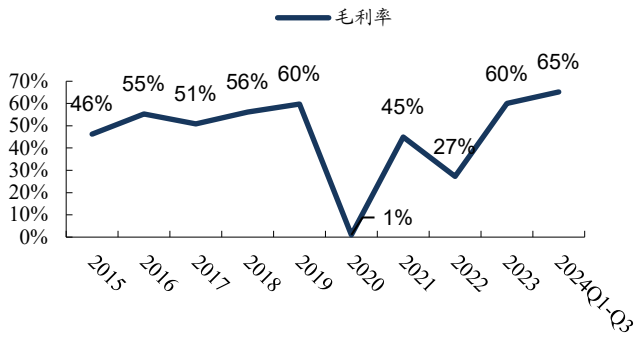
图21: 2015-2023 及 2024Q1-Q3 营业收入及 yoy



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

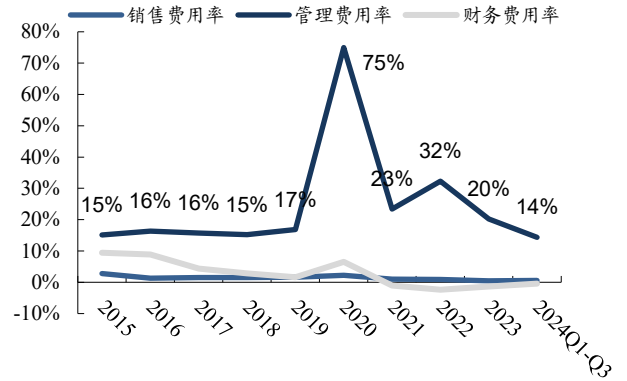
毛利率恢复至疫情前, 费用率基本稳定。2023 年客流量带动营收超越疫情前, 成本相对刚性下, 毛利率显著修复至 60%, 基本与 2019 年持平, 2024Q1-Q3 公司毛利率为 65%, 同比-3pct, 新设备投运成本增加。公司费用率基本稳定, 2023 年销售、管理、财务费用率合计为 19%, 较 2019 年-1pct; 2024Q1-Q3 三大费用率为 15%, 同比+1pct, 销售费用增长系淡季开展索道营销。随营收规模逐步扩大, 有望持续带动费用下降。

图22: 疫情后盈利能力恢复



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

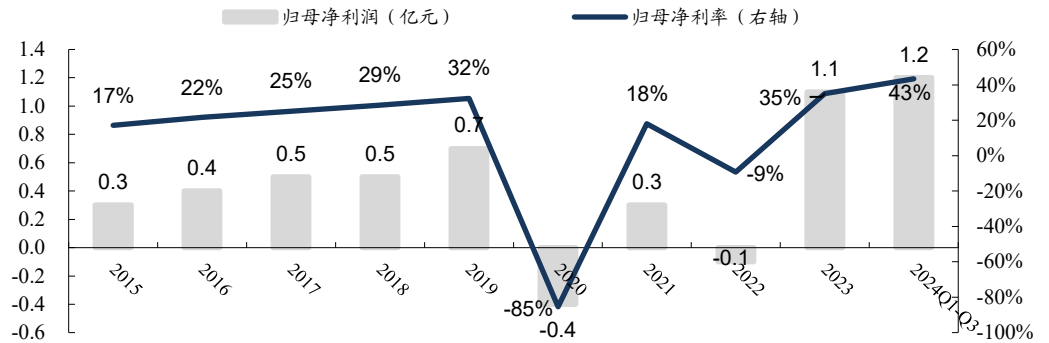
图23: 公司三大费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2023 年归母净利润较 2019 年增长 43%。疫情前归母净利润稳定增长, 2015-2019 年 CAGR 达 23%, 疫情期间利润大幅下滑。2023 年收入端超越疫情前, 成本费用相对刚性下, 归母净利润 1.1 亿元, 较 2019 年增长 43%, 归母净利率为 35%。2024Q1-Q3 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比-8%, 归母净利率达 43%, 同比-4pct, 毛利率下滑和费用率略增拖累利润端表现。

图24: 2015 至 2024Q1-Q3 归母净利润及归母净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

关键假设:

旅游客运业务: 随着旅游需求持续释放, 客流量增加, 公司积极开展天山天池景区区间车改造更新项目, 推动产能有序扩张, 预测 2024-2026 年旅游客运业务将分别实现营收 2.13/2.39/2.74 亿元, 同比增长 10%/12%/15%。

索道运输业务: 2024 年索道业务受索道大修以及极端天气等影响, 后续随着天池客流持续增长、淡季索道营销转化率提升, 预测 2024-2026 年索道运输业务营收分别为 0.47/0.53/0.59 亿元, 同比-20%/+12%/+12%。

游船业务: 随着冰雪旅游热度提升, 产品活动种类不断丰富, 乘船率持续提升, 预测 2024-2026 年索道运输业务营收分别为 0.43/0.53/0.62 亿元, 同比增长 28%/22%/18%。

温泉酒店业务: 随着景区客流增长和营销端发力, 预测 2024-2026 年温泉酒店业务营收分别为 0.04/0.04/0.05 亿元, 同比-20%/+5%/+10%。

旅行社业务: 随着旅游细分市场加速发展, 个性化旅游需求旺盛。预测 2024-2026 年旅行社业务营收分别为 0.08/0.11/0.13 亿元, 同比增长 80%/30%/25%。

演艺业务: “遇见赛湖”、“遇见喀什”沉浸式演艺项目已步入收尾阶段, 开业后有望转化景区自然客流, 预测 2024-2026 年演艺业务分别实现营收 0.01/0.06/0.10 亿元。

表6: 西域旅游收入预测拆分(单位: 亿元)

业务	2022	2023	2024E	2025E	2026E
旅游客运业务	0.63	1.94	2.13	2.39	2.74
yoy	-33.5%	206.9%	10.0%	12.0%	15.0%
索道运输业务	0.19	0.59	0.47	0.53	0.59
yoy	-28.3%	210.9%	-20.0%	12.0%	12.0%
游船业务	0.12	0.34	0.43	0.53	0.62
yoy	-30.7%	179.6%	28.0%	22.0%	18.0%
温泉酒店业务	0.04	0.05	0.04	0.04	0.05
yoy	-20.5%	32.8%	-20.0%	5.0%	10.0%
旅行社业务	0.01	0.05	0.08	0.11	0.13
yoy	-69.6%	709.4%	80.0%	30.0%	25.0%
演艺业务	-	-	0.01	0.06	0.10
合计	1.02	3.05	3.27	3.77	4.37

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

预计公司毛利率随着营收恢复逐步改善, 费用率基本稳定。随着客流增长带动营收规模增长, 毛利率将稳中有升。同时, 三项费用率将基本保持稳定。

表7: 西域旅游毛利率及三费率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	27.2%	60.0%	60.2%	62.5%	64.2%
销售费用率	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用率	32.2%	20.2%	20.0%	19.6%	19.5%
财务费用率	-2.4%	-1.3%	-1.2%	-1.2%	-1.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

综上，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.19/1.46/1.76 亿元。随着新疆客流持续增长，公司演艺、区间车等新项目投运，营收规模增长，杠杆效应下预计公司净利率将持续改善，2024-2026 归母净利率分别为 36.4%/38.8%/40.3%。

表8：西域旅游营业收入及归母净利润（单位：亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1.02	3.05	3.27	3.77	4.37
yoy	-31.6%	198.5%	7.2%	15.1%	15.9%
归母净利润	-0.09	1.06	1.19	1.46	1.76
归母净利率	-9.1%	34.6%	36.4%	38.8%	40.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

西域旅游作为新疆自治区唯一的文旅上市平台，资源禀赋稀缺，自治区国资委入主有望整合资源。新疆文旅市场持续高景气，公司多元业务稳健增长，未来新项目投运和控股股东资源协同赋能成长。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.2/1.5/1.8 亿元，对应 PE 估值为 55/45/37 倍。

我们选取有产能扩张预期的景区上市公司长白山、峨眉山 A 和丽江股份作为可比公司，2025 年可比公司平均估值为 47 倍；考虑西域旅游未来有望整合控股股东旗下优质资产，公司有一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

表9：西域旅游可比公司估值（截至 2024 年 12 月 17 日）

股票代码/ 简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资 评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
603099.SH/ 长白山	146	1.4	1.7	2.1	2.6	105	86	69	57	未评级
000888.SZ/ 峨眉山 A	73	2.3	2.7	3.0	3.3	32	27	24	22	未评级
002033.SZ/ 丽江股份	51	2.3	2.2	2.5	2.7	23	24	21	19	未评级
三家可比公司按市值加权平均 PE							58	47	40	
300859.SZ/ 西域旅游	65	1.1	1.2	1.5	1.8	61.8	55	45	37	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：西域旅游盈利预测由东吴证券研究所给出，长白山、峨眉山 A 和丽江股份的盈利预测为 wind 一致预期

5. 风险提示

宏观经济波动: 若宏观经济波动、扩大内需政策效果不及预期, 公司客流增长或承压, 进而影响公司的经营状况。

资源整合进度不及预期: 新疆文旅投成为控股股东后, 将陆续整合旗下优质资源和上市公司现有资产, 若整合进度不及预期, 将影响公司业绩增长预期。

新项目建设进度不及预期: 目前公司正在推进区间车更新项目, 积极开发遇见喀什、遇见赛湖、低空飞行等新项目, 若新项目建设进度不及预期, 将影响公司业务成长性。

自然灾害和极端天气影响经营: 若发生重大自然灾害或极端天气事件, 将使公司客流减少, 进而对营收业绩造成不利影响。

西域旅游三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	323	374	461	574	营业总收入	305	327	377	437
货币资金及交易性金融资产	312	363	450	562	营业成本(含金融类)	122	130	141	156
经营性应收款项	5	5	5	5	税金及附加	3	3	3	4
存货	1	1	1	1	销售费用	1	2	2	2
合同资产	0	0	0	0	管理费用	62	65	74	85
其他流动资产	5	5	5	5	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	459	481	482	476	财务费用	(4)	(4)	(4)	(5)
长期股权投资	92	97	101	104	加:其他收益	2	2	3	4
固定资产及使用权资产	235	242	245	242	投资净收益	7	7	8	9
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	123	119	114	108	减值损失	(1)	(1)	(1)	(1)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	129	140	172	207
其他非流动资产	8	22	22	22	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	782	855	943	1,050	利润总额	128	140	172	207
流动负债	33	35	37	41	减:所得税	21	20	24	29
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	107	121	148	178
经营性应付款项	8	9	9	10	减:少数股东损益	1	2	2	2
合同负债	1	1	1	1	归属母公司净利润	106	119	146	176
其他流动负债	22	23	25	28	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.68	0.77	0.94	1.13
非流动负债	20	22	25	27	EBIT	118	136	168	202
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	149	178	213	250
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	59.99	60.24	62.46	64.16
租赁负债	6	9	12	14	归母净利率(%)	34.59	36.37	38.77	40.25
其他非流动负债	14	13	13	13	收入增长率(%)	198.46	7.22	15.11	15.86
负债合计	53	57	62	68	归母净利润增长率(%)	1,235.17	12.74	22.73	20.28
归属母公司股东权益	718	784	866	964					
少数股东权益	12	13	15	18					
所有者权益合计	729	797	881	982					
负债和股东权益	782	855	943	1,050					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	150	156	186	220	每股净资产(元)	4.63	5.06	5.59	6.22
投资活动现金流	(42)	(55)	(37)	(32)	最新发行在外股份(百万股)	155	155	155	155
筹资活动现金流	(30)	(50)	(62)	(76)	ROIC(%)	14.22	15.17	16.93	18.39
现金净增加额	78	51	87	112	ROE-摊薄(%)	14.71	15.18	16.87	18.22
折旧和摊销	31	41	45	48	资产负债率(%)	6.77	6.70	6.58	6.45
资本开支	(42)	(44)	(41)	(38)	P/E(现价&最新股本摊薄)	61.76	54.78	44.64	37.11
营运资本变动	17	2	1	3	P/B(现价)	9.09	8.32	7.53	6.76

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>