

增持（首次）

持续探索文旅发展新模式，布局低空开拓新市场

祥源文旅（600576）深度报告

2025 年 1 月 24 日

投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

主要数据 2025 年 1 月 23 日

收盘价(元)	7.76
总市值(亿元)	81.83
总股本(亿股)	10.55
流通股本(亿股)	6.60
ROE(TTM)	4.68%
12 月最高价(元)	8.21
12 月最低价(元)	3.59

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **重组探索文旅融合发展，疫情结束后盈利能力大幅提升。**公司成立于1992年，早期布局互联网文化行业，打造了绿豆蛙、酷巴熊等国内知名IP矩阵。2017年祥源控股成为公司控股股东后，开始战略布局动画影视行业。2022年重组完成后，公司置入张家界百龙天梯、黄龙洞、齐云山等优质旅游资产，先后取得碧峰峡、莽山、丹霞山景区多个项目经营权。公司在文化IP及其衍生业务方面经验丰富，收购景区资产后有望实现文旅融合发展，打造创新的旅游体验产品。2023年公司实现营业收入7.22亿元，同比增长55.81%，实现归母净利润1.51亿元，同比增长572.12%。
- **布局优质目的地，大股东背景有望助推版图扩张。**公司收购的文旅资产较为优质，2023年公司所置入的资产均超额实现了业绩承诺。大股东祥源控股连续七年荣获“中国旅游集团20强”，投资建设运营了40余个文旅项目，遍布全国14个省，覆盖世界遗产6处，国家5A级景区10处、4A级景区16处，目前公司正在推进收购祥源控股参股的卧龙中景信生态旅游开发有限公司（卧龙大熊猫苑神树坪基地），进一步扩大目的地板块。考虑到大股东拥有丰富的文旅资源且与公司目的地版图贴合，公司扩张潜力大。
- **抢先布局低空+旅游。**公司于2024年11月设立祥源通航布局低空经济，快速推进低空与文旅结合发展。通航公司分别与亿航智能、零重力飞机工业签署战略合作协议，探索“低空+旅游”产业模式。2025年1月1日，祥源通航首批电动垂直起降飞行器(eVTOL)在丹霞山成功试航，未来有望以丹霞山低空文旅业态为蓝本，将“低空+”应用新场景推广至安徽齐云山、张家界黄龙洞、合肥花世界等景区，发掘新的文旅经济增长点。
- **投资建议：**公司文旅资源较为优质，背靠大股东有望持续推进目的地版图扩张，同时积极探索文化IP、科技与旅游结合、“低空+文旅”等产业发展新模式。预计公司2024-2025年每股收益分别为0.16元和0.26元，对应估值分别为49.58倍和30.37倍，给予公司“增持”评级。
- **风险提示。**政策变化、经济波动、消费意愿变化、自然灾害等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 重组构建文旅结合新模式，持续收购快速扩大目的地版图	4
1.1 围绕文旅结合重组，打造多条核心业务线	4
1.2 财务分析：景区配套业务稳定，IP 衍生提升收入	6
2. 出游需求持续增长，政策支持文旅产业融合发展	8
3. 布局优质景区核心项目	12
3.1 公司主要景区布局	12
3.1.1 百龙天梯	12
3.1.2 碧峰峡	14
3.2 重组后持续并购装入优质文旅资产，目的地版图扩展潜力大	16
4. 率先探索低空经济与文旅结合	17
5. 投资策略	20
6. 风险提示	21

插图目录

图 1：公司发展历史	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司业务结构	5
图 4：公司营收及增速变化	6
图 5：公司归母净利润及增速变化	6
图 6：公司 2023 年分行业主营业务收入（亿元）	7
图 7：公司 2023 年分行业毛利率（%）	7
图 12：疫情结束后消费者意愿缓慢回升	8
图 13：节假日旅游人数对比 2019 年同期	8
图 14：节假日旅游消费对比 2019 年同期	9
图 15：国内旅游人数及其同比	10
图 16：国内人均旅游消费（元）	10
图 18：城镇 VS 农村居民旅游人数	10
图 19：城镇 VS 农村居民旅游人数同比增速	10
图 18：城镇 VS 农村居民人均可支配收入	10
图 19：城镇 VS 农村居民旅游人均花费（元）	10
图 20：张家界武陵源景区百龙天梯	13
图 21：百龙天梯重组前业绩情况（元）	13
图 22：百龙天梯重组后业绩承诺完成情况	13
图 23：碧峰峡景区	14
图 24：碧峰峡景区探索 5G+VR+无人机全景直播	15
图 25：碧峰峡猛兽投食车项目	15
图 26：公司收购资产 2023 年业绩承诺实现情况	16
图 27：河北白石山景区	17
图 28：四川卧龙大熊猫苑	17
图 29：黄山风景区无人机运输物资	18
图 30：湖南湘西矮寨景区开展低空游览项目飞行演示	18
图 31：公司首批 eVTOL 在丹霞山成功试航	19

表格目录

表 1：近年来旅游景区得到多个中央级别相关政策支持.....	11
表 2：“低空+旅游”相关政策	17
表 3：公司盈利预测简表（2025/1/23）	20

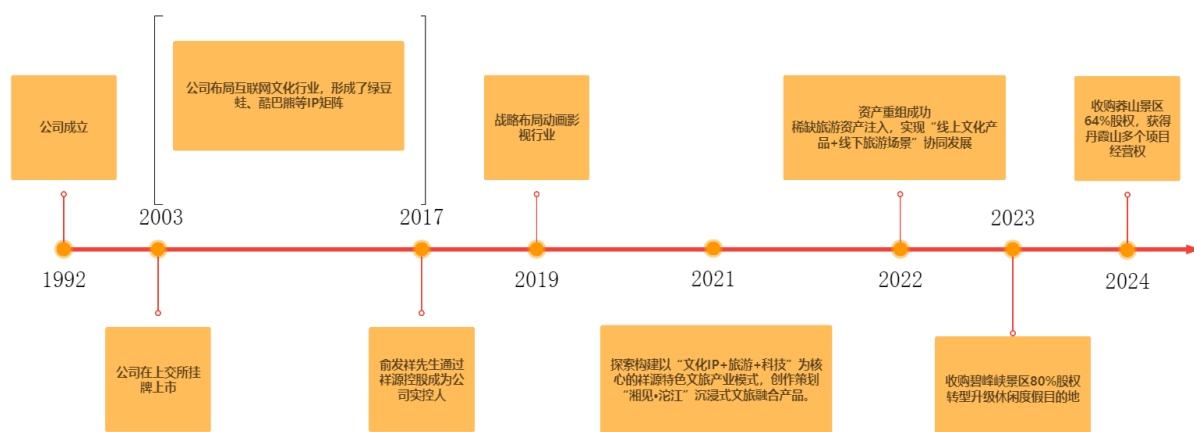
1. 重组构建文旅结合新模式，持续收购快速扩大目的地版图

1.1 围绕文旅结合重组，打造多条核心业务线

早期以文化 IP 为主业，IP 运营经验丰富。公司成立于 1992 年，2003 年在上交所挂牌上市后逐渐转向互联网文化行业，打造了绿豆蛙、酷巴熊等国内知名 IP 成功构筑 IP 矩阵。2017 年祥源控股成为公司控股股东后，公司开始战略布局动画影视行业，投资其卡通动画打造原创动画内容创作、制作和运营平台。

重组后探索文化 IP、旅游、科技结合的新模式，积极扩张旅游目的地版图。2021 年公司启动资产重组，逐步探索构建以“文化 IP+旅游+科技”为核心的祥源特色文旅产业模式，创作策划了凤凰古城“湘见沱江”等沉浸式文旅融合产品。2022 年公司成功通过资产重组置入百龙绿色、凤凰祥盛、黄龙洞旅游及齐云山 80%股权等优质旅游资产，实现“线上文化产品+线下旅游场景”协同发展。此后，公司积极扩张旅游目的地版图，通过外延并购或收购控股股东资产先后取得碧峰峡、莽山、丹霞山景区多个项目经营权。

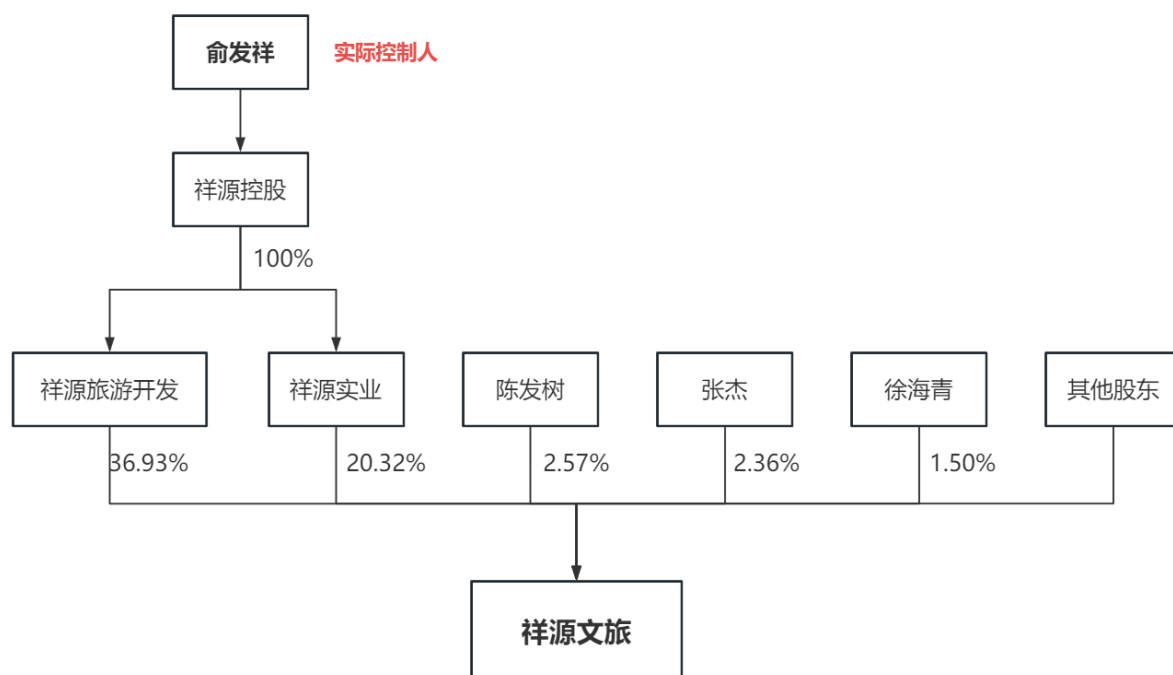
图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，Wind，东莞证券研究所

股权结构稳定，股东文旅资源丰富。公司实控人为俞发祥先生，控股股东为祥源控股，通过祥源旅开和祥源实业分别持有公司 36.93%和 20.32%股份，合计持股比例超 50%，股权结构稳定。控股股东祥源控股始创于 1992 年，是一家以文旅投资建设运营为主导的企业集团，2018 年以来，连续七年荣获“中国旅游集团 20 强”。自 2008 年涉足文旅产业以来，祥源投资建设运营了 40 余个文旅项目，遍布全国 14 个省，覆盖世界遗产 6 处，国家 5A 级景区 10 处、4A 级景区 16 处，主要包括安徽齐云山，湖南百龙天梯、黄龙洞、凤凰古城，湖北武当山，四川碧峰峡，山东崂山，福建太姥山、嵵山岛，广东丹霞山，海南三亚洋海、河北白石山、兴隆山、东太行，湖南莽山，陕西波浪谷，广西莲花山，四川卧龙大熊猫基地等一大批优质目的地。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年三季度末）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司以旅游资产和数字文化资产投资运营业务为核心，以“文旅与科技助力美好生活”为企业使命，已形成“目的地度假、动漫影视、文创消费、数字科技”四大业务协同发展的业务格局，致力于成为全球领先的文旅产业服务商。

目的地度假板块：公司拥有“大相西、大黄山、大南岭”三大国际级旅游目的地，以及“丹霞山、碧峰峡、齐云山”三个业态产品渐趋成型的文旅休闲度假区，并重点围绕旅游目的地综合配套服务、“大熊猫文化”、“茶文化”等文旅商业 IP 升级景区度假模式。

动漫影视板块：公司动漫影视板块拥有翔通动漫、其卡通等国内知名动漫品牌，业务主要包括新媒体动漫、数字文创、文旅动漫、IP 版权授权、动画影视等，拥有包括绿豆蛙、酷巴熊、萌萌熊等优质 IP 资源，先后创制并出品了《神秘世界历险记》系列、《疯了！桂宝》系列、《西游记之再世妖王》等多部知名动画佳作。

文创消费板块：公司围绕茶文化和文创 IP，依托丰富的旅游目的地资源，全力打造“国潮品牌 IP+达人新零售+柔性供应链”特色产业模式。

数字科技板块：公司数字科技板块致力于为旅游目的地提供多样化的智能科技服务，如搭建数字智能中台、先进的光影科技与 CG 数字动画技术与目的地“在地文化”相结合打造创新文旅项目等。

图 3：公司业务结构

祥源文旅四大业务板块			
目的地度假	动漫影视	文创消费	数字科技
大湘西 张家界百龙天梯、张家界黄龙洞游船及语音讲解服务、湖南凤凰古城景区沱江游船、莽山五指峰景区 大黄山 齐云山旅游度假区（提供月华索道、横江山水竹筏漂流和景区交通车及景区配套设施管理服务）、黄山祥源云谷度假酒店、祁门红茶非遗展示中心 碧峰峡景区 野生动物世界、中国大熊猫保护研究中心碧峰峡基地门票、景区交通、酒店、餐饮及景区综合配套设施。 韶关丹霞山 锦江画廊游船项目、翔龙湖游船项目、水上丹霞游船项目、景区旅游区间交通项目和丹霞山索道项目	动画电影 其卡通是国家级知名影视品牌，先后制作了家喻户晓的《神秘世界历险记》系列、《疯了！桂宝》系列、《萤火奇兵》、《西游记之再世妖王》等知名动画佳作，并为奥运会、世博会、央视、卡酷等提供动画视觉内容服务 原创动漫 翔通动漫是中国三大电信运营商产品基地动漫核心合作伙伴，拥有包括绿豆蛙、酷巴熊等知名品牌的超过600个原创动漫版权，1200多个动漫版权形象，10余万屏原创漫画及逾700部动漫短片等优质P资源。 版权授权 公司通过自主版权授权经营和外部优质版权引进，打造精品内容版权库，建立授权运营平台。	祥源茶业 生产、运营“祥源茶”品牌系列产品，涵盖祁门红茶和武夷岩茶为两大消费茶类，普洱茶、福建白茶、祁门安茶三大后发酵茶类。 IP商业化 童装品牌“宇宙同萌、绿豆蛙亲子客房、熊猫沾沾户外产品等。	小岛科技 为旅游景区提供票务及景区信息化实施，以及票务销售验证、景区闸机核销、清分结算系统等软硬件系统集成建设服务 数字文旅 推动“线上文化产品+线下旅游场景”协同发展 数字文创 通过溯源科技进行数字文创创意开发和数字化传播运营，主要产品包括数字角色数字场景等数字资产的创意策划、资产制作，数字艺术品、虚拟数字人开发，社群运营等。

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

1.2 财务分析：景区配套业务稳定，IP 衍生提升收入

重组后盈利能力大幅提升。重组前公司以文化 IP 及动画影视业务为主，受行业竞争及变现模式的影响盈利能力相对较弱。2022 年重组完成后景区交通等配套业务仍受疫情影响。2023 年公司实现营业收入 7.22 亿元，同比增长 55.81%，主要是 2023 年疫情结束后景区客流快速恢复，实现归母净利润 1.51 亿元，同比增长 572.12%，盈利能力大幅提升。2024 年前三季度，祥源文旅实现营业总收入 6.24 亿元，同比增长 8.64%，归母净利润为 1.10 亿元，同比下降 16.22%，或系 2023 年高基数及 2024 年异常天气影响致净利润下降。

图 4：公司营收及增速变化

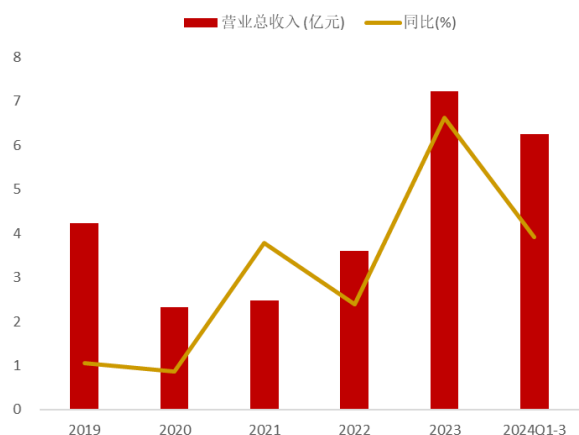
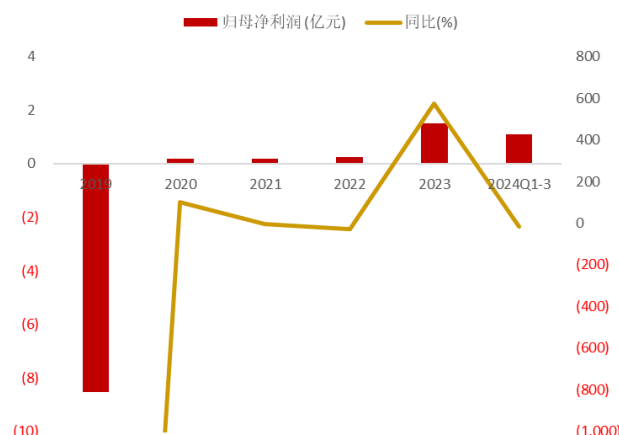


图 5：公司归母净利润及增速变化

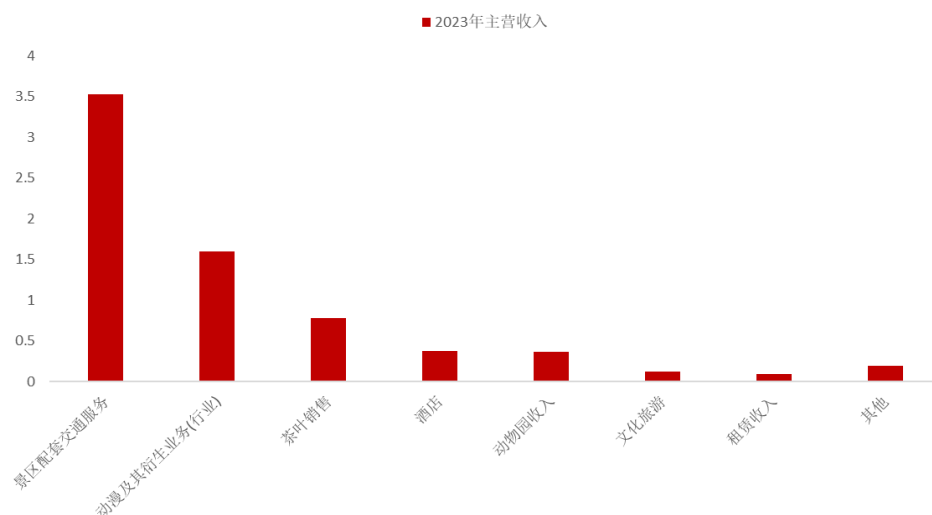


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

分业务结构来看，景区交通等配套旅游服务已成为公司支柱业务。2023 年公司景区配套交通业务收入 3.53 亿元，占总收入的 48.89%；动漫及其衍生业务收入 1.60 亿元，占总收入的 22.16%。景区交通、茶叶销售、酒店、动物园等旅游服务业务合计收入达 5.18 亿元，占公司总收入的 71.75%，已成为公司收入核心。

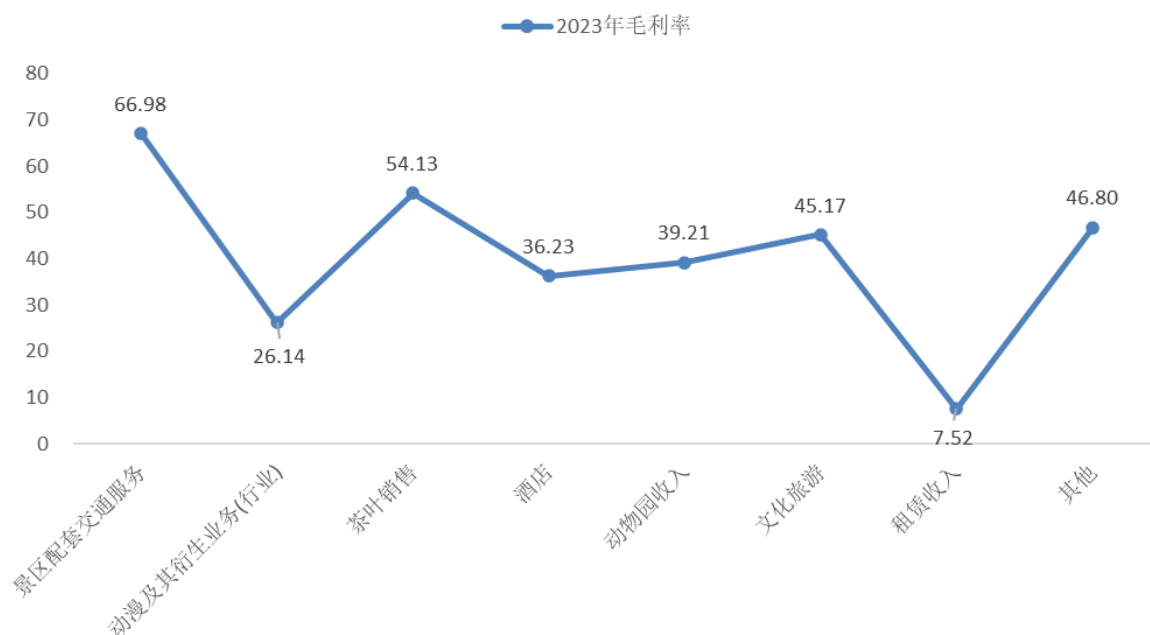
图 6：公司 2023 年分行业主营业务收入（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

重组后置入的资产利润率较高，改善公司盈利能力。公司动漫及其衍生行业业务利润率较低，重组后置入的旅游服务类资产盈利能力明显提升。2023 年公司景区配套交通服务毛利率达 66.98%，对收入贡献较大的茶叶销售业务毛利率达 54.13%，其他旅游配套服务对公司盈利能力同样起到改善作用。

图 7：公司 2023 年分行业毛利率（%）

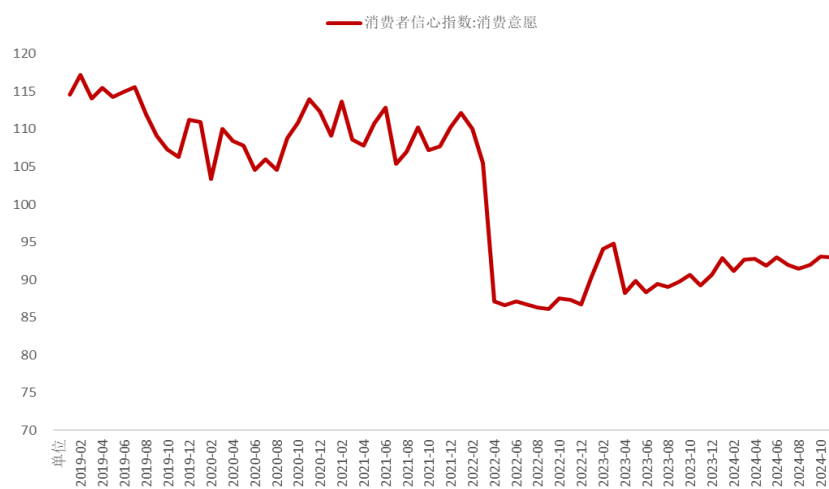


资料来源：Wind，东莞证券研究所

2. 出游需求持续增长，政策支持文旅产业融合发展

疫情结束后消费意愿逐步回升。2023 年初疫情结束以来，消费者意愿指数呈现持续回升趋势。目前消费意愿仍低于 100 的分水岭，但国内消费市场逐步恢复，近期国内促消费政策频现、楼市逐渐企稳筑底，消费者对于未来收入下降的预期有望逐步改善，消费意愿或继续提升。

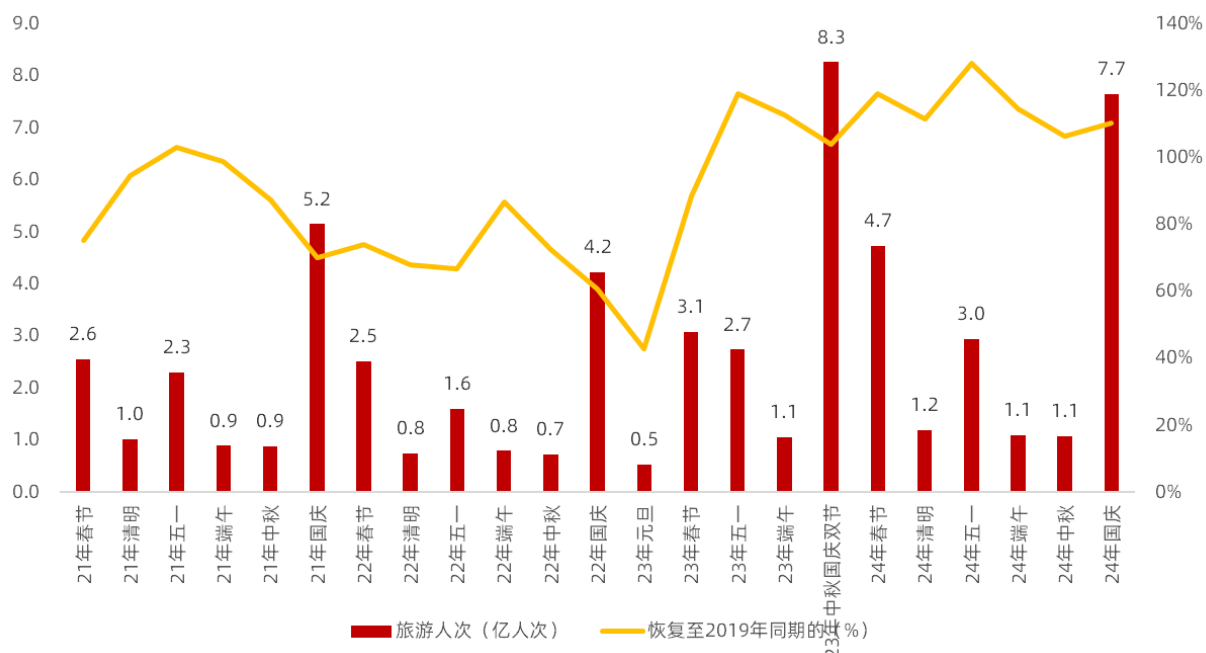
图 8：疫情结束后消费者意愿缓慢回升



资料来源：Wind，东莞证券研究所

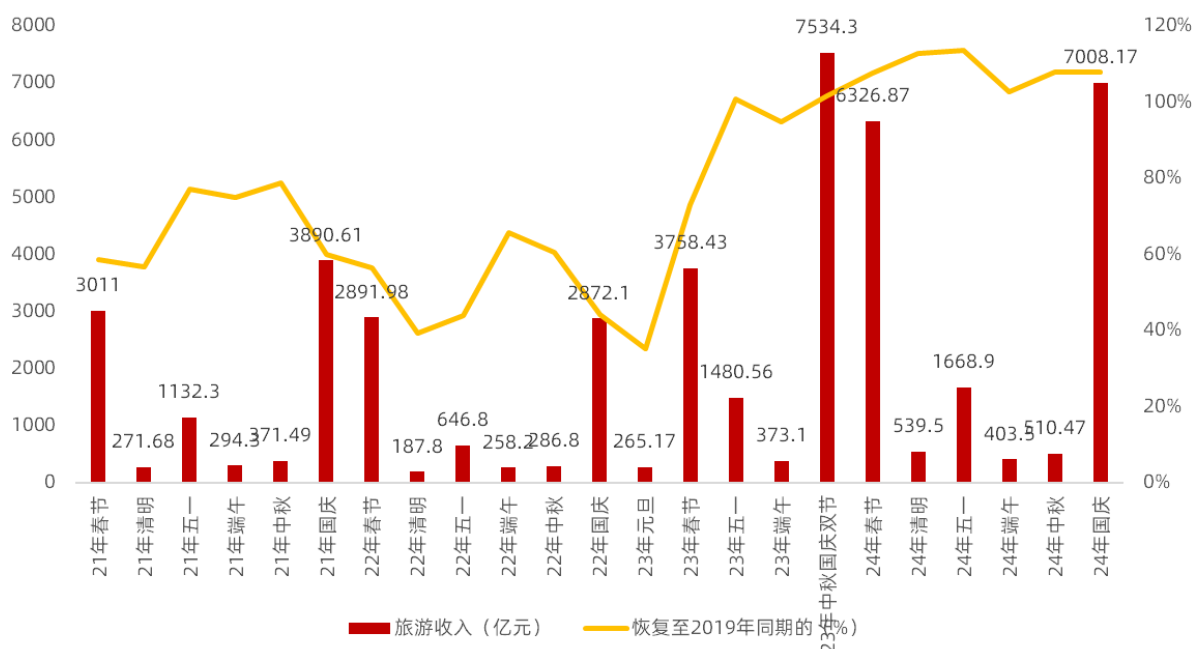
疫情结束后国内出游市场大幅反弹。2023 年春节作为疫情结束后的首个节假日，国内出游人数达 3.1 亿人次，迅速恢复至 2019 年同期的 88.6%，此后节假日出游市场持续升温。2024 年内节假日出游人数已全面超越 2019 年同期，其中 2024 年五一黄金周国内出游达 3 亿人次，同比增长 7.6%，较 2019 年五一出游人数增长 28.2%，旅游市场持续火热。

图 9：节假日旅游人数对比 2019 年同期



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

图 10：节假日旅游消费对比 2019 年同期

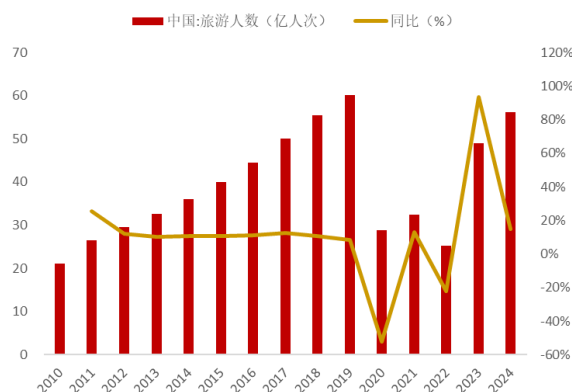


资料来源：文旅部，东莞证券研究所

整体旅游消费仍有恢复空间，节假日天数增加有望刺激消费。与节假日消费的快速恢复不同，整体来看国内出游较疫情前仍有恢复空间。2024 年国内出游人数达 56.15 亿人次，同比增长 14.80%，恢复至 2019 年同期的 93.49%，旅游收入为 5.75 万亿元，同比增长 17.1%，恢复至 2019 年同期的 86.73%。疫情结束后人均旅游消费恢复增长，2024 年人均旅游花费达 1024 元，同比提升 24 元，消费升级趋势不改。根据国务院《关于修改〈全国年节及纪念日放假办法〉的决定》，2025 年 1 月 1 日起春节、五一将分别增加一天公共假期，总体公共节日休假时间增加至 13 天，并明确公布调休原则，预计将进一步稳定各方面预期，方便群众自行规划安排未来假期，从而促进节假日长途出行，释放消费

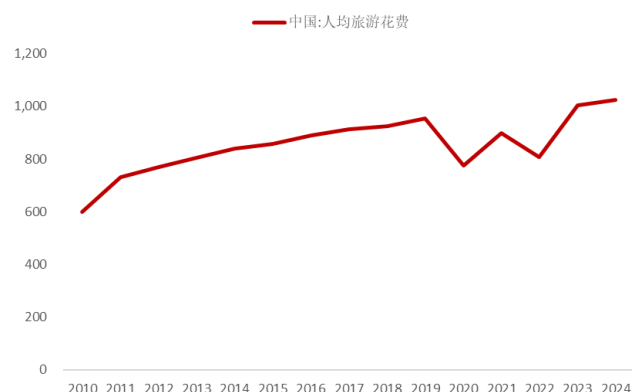
力。

图 11：国内旅游人数及其同比



资料来源：Wind，东莞证券研究所

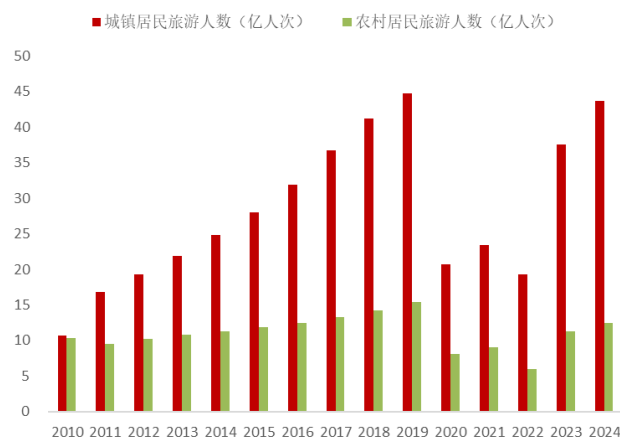
图 12：国内人均旅游消费（元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

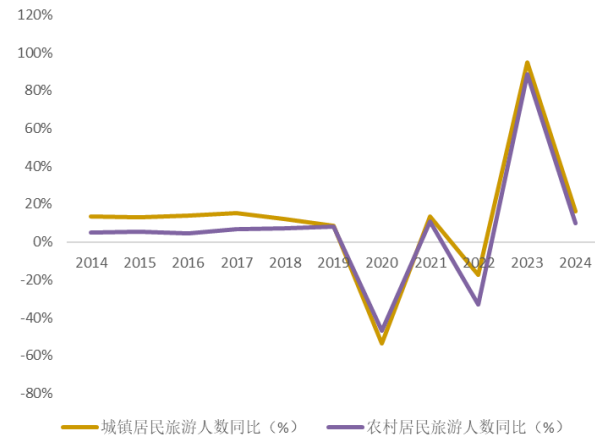
农村居民出游消费提速。2010 年前农村居民与城镇居民出游人数相近，但此后中国的快速城镇化带动大量城镇居民迈入小康家庭的台阶，城镇居民出游人数快速提升。近年来农村居民收入增长提速，2014 年至今农村居民人均可支配收入 CAGR 为 8.22%，高于城镇的 6.51%。2024 年农村居民人均可支配收入为 23119 元，已接近城镇居民 2013 年收入水平，推动农村居民出游消费提速。

图 13：城镇 VS 农村居民旅游人数



资料来源：Wind，东莞证券研究所

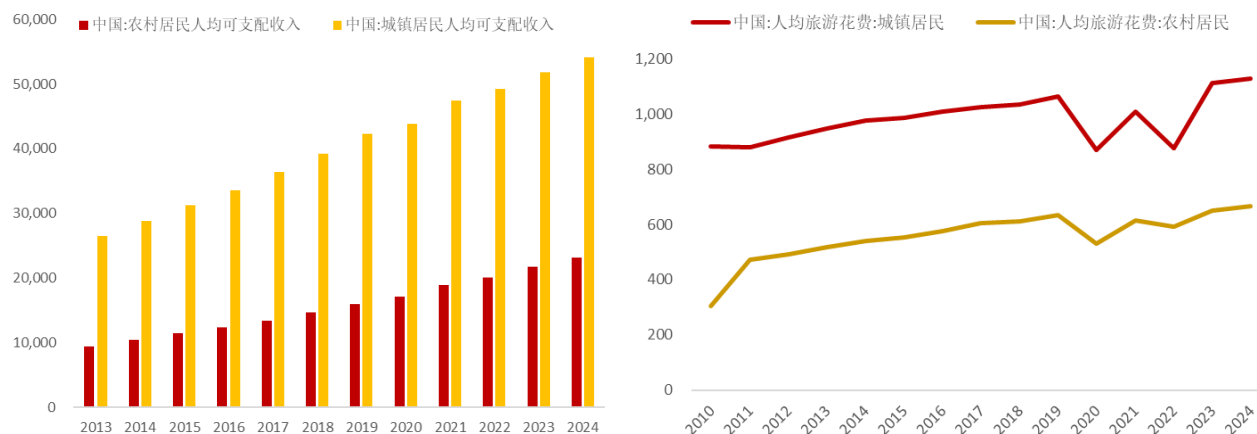
图 14：城镇 VS 农村居民旅游人数同比增速



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 15：城镇 VS 农村居民人均可支配收入

图 16：城镇 VS 农村居民旅游人均花费（元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

政策支持文旅产业融合发展。2020年3月，国家发改委联合多部门发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出培育新型文旅业态、发展全域旅游及特色旅游（如冰雪游、乡村旅游），并提升国家级旅游度假区品牌影响力，为疫后市场复苏奠定基调。同年11月，文旅部出台《关于深化“互联网+旅游”推动旅游业高质量发展的意见》，明确至2025年实现4A级及以上景区智慧化转型，增强对境外游客吸引力。2021年6月，《“十四五”文化和旅游发展规划》进一步提出深化“旅游+”“+旅游”融合，构建现代旅游产业体系，强化文旅综合效益。2022年1月，国务院发布《“十四五”旅游业发展规划》，锚定建设富有文化底蕴的世界级旅游景区和国家级旅游休闲城市，加速红色旅游、乡村旅游发展。2023年，政策力度加码，国务院《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》推出30条具体举措，覆盖产品供给、消费环境优化、入境旅游提振等领域；同年11月，文旅部《国内旅游提升计划（2023—2025年）》细化任务，从宣传推广、服务升级到市场监管全链条推动产业升级。至2025年1月，国务院《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》进一步聚焦消费场景创新与惠民政策，通过丰富业态供给、优化支付便利性等释放消费潜力。

表 1：近年来旅游景区得到多个中央级别相关政策支持

政策文件	发文单位	发文日期	重点内容
《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	发改委	2020年3月	丰富特色文化旅游产品。培育新型文化和旅游业态，鼓励博物馆游、民俗游等文化体验游，促进全域旅游发展，提升国家级旅游度假区品质和品牌影响力。鼓励各地区因地制宜发展入境海岛游、近海旅游、乡村旅游、冰雪游、历史古都文化游等特色旅游。
《关于深化“互联网+旅游”推动旅游业高质量发展的意见》	文旅部	2020年11月	到2025年：国家4A级及以上旅游景区、省级及以上旅游度假区基本实现智慧化转型升级。全国旅游接待总人数和旅游消费规模大幅提升，对境外游客的吸引力和影响力明显增强。
《“十四五”文化和旅游发展规划》	文旅部	2021年6月	深化旅游业供给侧结构性改革，深入推进大众旅游、智慧旅游和“旅游+”“+旅游”，提供更多优质旅游产品和服务，加强区域旅游品牌和服务整合，完善综

			合效益高、带动能力强的现代旅游业体系，努力实现旅游业高质量发展。
《“十四五”旅游业发展规划》	国务院	2022 年 1 月	文化和旅游深度融合，建设一批富有文化底蕴的世界级旅游景区和度假区，打造一批文化特色鲜明的国家级旅游休闲城市和街区，红色旅游、乡村旅游等加快发展。
《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》	国务院	2023 年 10 月	提出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 30 条措施
《国内旅游提升计划（2023—2025 年）》	文旅部	2023 年 11 月	加强国内旅游宣传推广、丰富优质旅游供给、改善旅游消费体验、提升公共服务效能、支持经营主体转型升级、深化重点领域改革、提升旅游市场服务质量、加强市场综合监管、实施“信用+”工程
《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	国务院	2025 年 1 月	提出丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体消费需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策、优化消费环境等若干举措。

资料来源：文旅部、国务院、发改委，东莞证券研究所

3. 布局优质景区核心项目

3.1 公司主要景区布局

3.1.1 百龙天梯

张家界百龙天梯位于张家界核心景区武陵源风景名胜区，兼顾景区观光与交通的创新体验。张家界百龙天梯位于世界自然遗产张家界武陵源风景名胜区，1999 年 9 月动工，2002 年 4 月投入营运，主要设备由德国生产，耗资人民币 1.8 亿元，被誉为“世界上最高、运行速度最快、载重量最大的电梯”载入吉尼斯世界纪录。百龙天梯垂直高差 335 米，运行高度 326 米，由 154 米山体内竖井和 172 米贴山钢结构井架等组成，采用三台双层全暴露观光电梯并列分体运行，游客可以透过玻璃欣赏张家界绝景之一的神兵聚会。百龙天梯位于张家界核心景区武陵源的关键位置，连通了天子山、袁家界、金鞭溪等精品旅游线路，使游客能够快速到达袁家界天下第一桥、迷魂台、天悬白练以及乌龙寨、杨家界等绝世美景。过往游客从山下水绕四门前往山上的袁家界，步行爬山需耗时三个多小时，盘山公路崎岖险恶，乘车行程要 170 多公里，费时达五个小时以上，而搭乘百龙天梯单程仅需 66 秒，大幅减少游客交通时间、保障安全性。2023 年 12 月，张家界武陵源景区进行了“一票制”签约，武陵源景区（张家界国家森林公园）将施行“一票制”，即武陵源景区门票（含环保车）和“三索一梯”（天子山索道、黄石寨索道、杨家界索道、百龙天梯）四大交通工具门票组合而成，进一步提升百龙天梯的游客转化率。

图 17：张家界武陵源景区百龙天梯

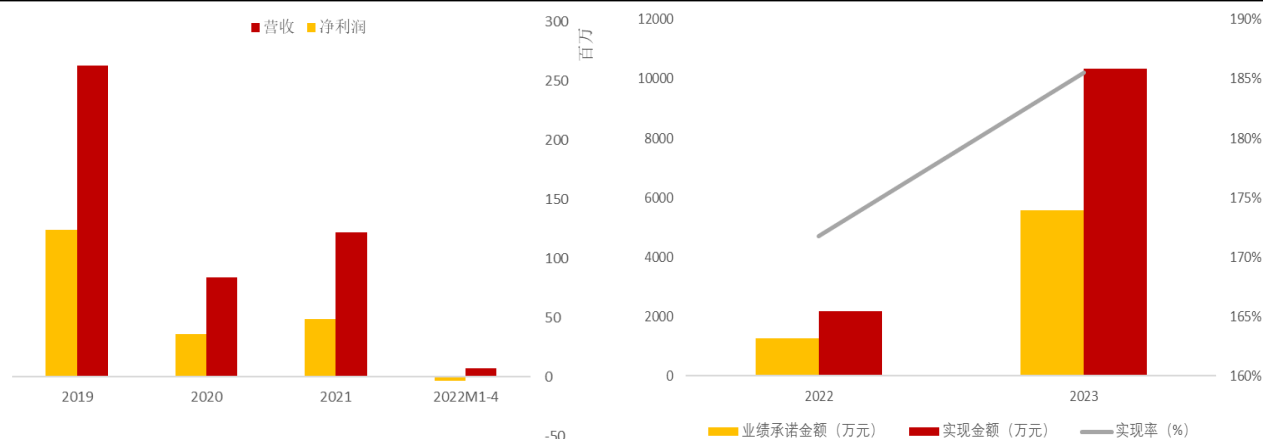


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

百龙天梯疫情前业绩优异，疫情后快速修复。公司重组前百龙天梯 2019 年实现营收 2.63 亿元，净利润为 1.24 亿元。疫情期间跨省客流受阻，百龙天梯项目在 2020、2021 年业绩下滑但仍维持盈利，知名景区的业绩韧性显现。重组后，2022 年百龙天梯项目实现净利润 2175.89 万元，超出业绩承诺净利润 71.72%，2023 年业绩承诺为 5568.62 万元，项目实现净利润 10331.73 万元，承诺实现率为 185.53%，净利润已恢复至 2019 年的 83.36%。

图 18：百龙天梯重组前业绩情况（元）

图 19：百龙天梯重组后业绩承诺完成情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.1.2 碧峰峡

国家 5A 级景区，围绕明星大熊猫发展衍生经济。碧峰峡景区是国家 5A 级景区，位于四川省雅安市碧峰峡镇，距离雅安市区 12 公里，距成都市区 128 公里，景区面积约 20 平方公里，森林覆盖率达 95% 以上，素有“天府之肺”的美称。景区主要包括野生动物世界、生态峡谷景区和大熊猫基地，是以“大熊猫文化”为核心，集旅游观光、休闲度假、科普教育为一体的综合性休闲度假目的地。

- 野生动物园是全国较早生态型野生动物园，园区占地面积 370 余亩，由车行猛兽观光区、温驯动物步行游览区和动物行为展示区组成，园内共放养各类野生动物近 70 种、约 1000 头（只、尾）。其中，拥有东北虎、金丝猴、美洲豹等国家一级重点保护动物 15 余种，以及白狮、白虎等极品珍稀动物。
- 生态峡谷景区由两条峡谷构成，左峡谷长 7 公里，右峡谷长 6 公里，呈 V 字形，是一个封闭式可循环游览景区，拥有天龙凌云、十指补天峰、千层岩瀑布、女娲池、鸳鸯瀑布等 60 多处景点，是休闲度假、避暑纳凉绝佳之地。
- 碧峰峡景区内大熊猫基地是中国大熊猫保护研究中心的一个分基地，占地面积 1074 亩，集科研、繁殖、旅游多功能为一体，分为白熊坪、幼儿园和海归大熊猫乐园三个展示参观区。基地内现有大熊猫 60 多只，是中国大熊猫的国家公园，也是明星熊猫的故乡。

图 20：碧峰峡景区



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

从传统观光型景区探索转型休闲度假。公司收购雅安东方碧峰峡旅游有限公司 80%股权，主要包括碧峰峡景区内野生动物世界、中国大熊猫保护研究中心碧峰峡基地门票、景区内观光车、电梯等交通、酒店、餐饮及景区综合配套设施，不涉及碧峰峡生态峡谷景区门票经营权，也不涉及碧峰峡大熊猫基地资产及经营权。未来公司将重点结合熊猫文化体验、特色游乐、主题度假、研学游憩等业态发展二次消费，探索熊猫衍生 IP 经济。公司已开展野生动物园猛兽投喂等传统二次消费项目，并在碧峰峡景区成功探索 5G+VR+无人机全景直播等项目。公司拥有将 IP 影视化、动漫化打造衍生经济的能力，期待未来深挖大熊猫核心文化要素并以故事化、场景化、科技化方式与旅游消费场景深度融合，实现多元化商业开发及应用、丰富旅游产品及服务文化内涵，提升旅游目的地消费体验，构建以“文化 IP+旅游+科技”为核心的特色文旅产业模式，推动公司向休闲度假目的地转型发展。

图 21：碧峰峡景区探索 5G+VR+无人机全景直播



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 22：碧峰峡猛兽投食车项目

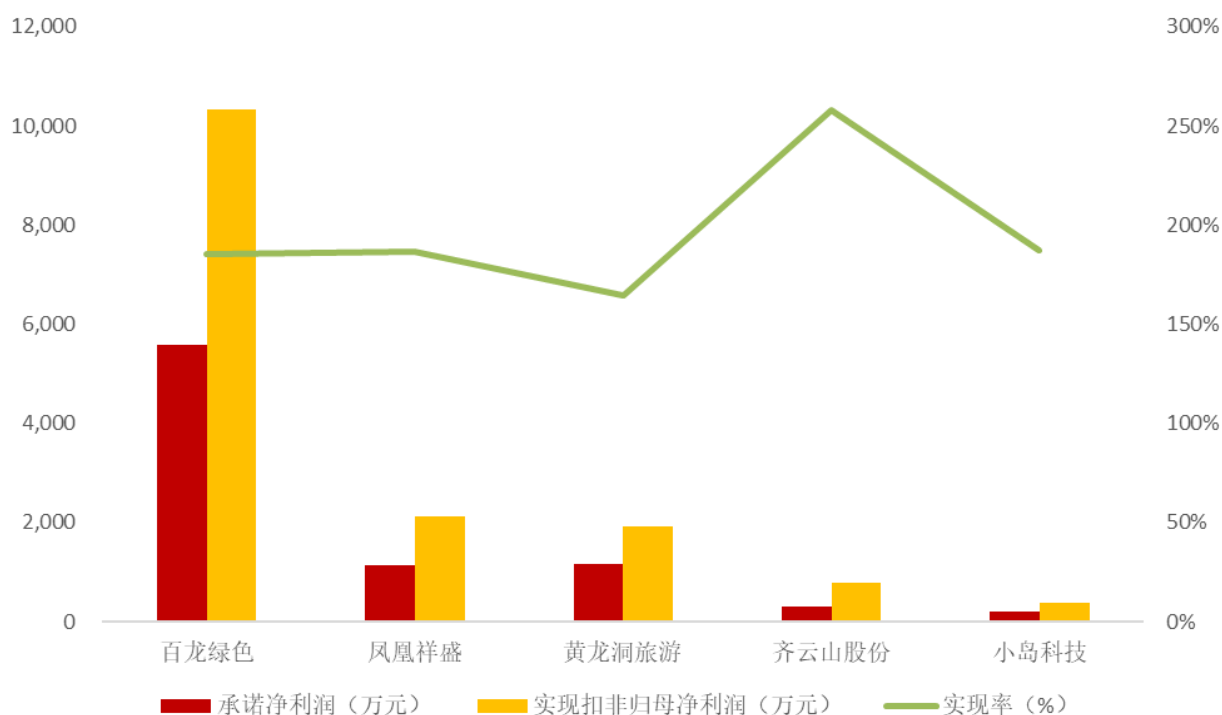


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

3.2 重组后持续并购装入优质文旅资产，目的地版图扩展潜力大

公司 2022 年重组以来通过并购、置换持续增加优质文旅资产。2022 年，公司完成了重大资产重组，通过发行股份方式置入祥源旅开所持有的百龙绿色 100%股权、凤凰祥盛 100%股权、黄龙洞旅游 100%股权、齐云山股份 80%股份和小岛科技 100%股权。2023 年，公司以 5.3 亿元收购碧峰峡景区 80%股权，通过资产置换置入齐云山酒店 100%股权、黄山云谷酒店 100%股权、祥源茶业 100%股权、祥堃源酒店管理有限公司 100%股权，打造“大黄山”区域旅游目的地综合服务业务。2024 年，公司先后收购宜章莽山景区旅游开发有限公司 84%股权、丹霞山水上旅游、景区交通板块内的五个特许经营权项目，并正在推进收购卧龙中景信生态旅游开发有限公司（卧龙大熊猫苑神树坪基地），进一步扩大目的地板块。而从 2022 年置入资产的业绩承诺完成情况来看，2023 年公司所置入的资产均超额实现了业绩承诺，资产较为优质。

图 23：公司收购资产 2023 年业绩承诺实现情况



资料来源：《祥源文旅收购资产 2023 年度业绩承诺实现情况的核查意见》，东莞证券研究所

控股股东文旅资产丰富，公司目的地版图扩展潜力大。公司控股股东祥源控股是一家以文化旅游投资运营为主导的企业集团，自 2018 年开始，祥源控股连续七年荣获“中国旅游集团 20 强”。祥源投资建设运营了 40 余个文旅项目，遍布全国 14 个省，覆盖世界遗产 6 处，国家 5A 级景区 10 处、4A 级景区 16 处，主要包括安徽齐云山，湖南百龙天梯、黄龙洞、凤凰古城，湖北武当山，四川碧峰峡，山东崂山，福建太姥山、嵵山岛，广东丹霞山，海南三亚洋海等目的地。2021 年战略投资中景信集团，旗下又新添河北白石山、兴隆山、东太行，湖南莽山，陕西波浪谷，广西莲花山，四川卧龙大熊猫基地等一大批优质目的地。其中，控股股东多个文旅项目与公司大湘西、大黄山、大南岭的目的地布局版图契合，后续若得到控股股东支持有望进一步扩大目的地版图。

图 24：河北白石山景区



资料来源：祥源控股官网，东莞证券研究所

图 25：四川卧龙大熊猫苑



资料来源：祥源控股官网，东莞证券研究所

4. 率先探索低空经济与文旅结合

“低空经济+旅游”获政策大力支持。随着无人驾驶技术及通用航空设备的快速发展，低空经济逐渐成熟，其在文旅等方面的应用潜力也逐渐显现。近年来，低空经济快速发展并得到了政策上的大力支持，国家及多个地方政府出台政策，强调低空经济的发展和其作为未来经济增长的驱动力。从政策变化脉络来看，早在 2017 年国家旅游局已经意识到低空经济的潜力，支持开发低空旅游产业；2021 年国务院将低空经济概念写入国家规划后政策持续加码。2022 年国务院印发《“十四五”旅游业发展规划》，提出要选择一批符合条件的旅游景区、城镇开展多种形式的低空旅游；民航局、发改委等部门在《“十四五”民用航空发展规划》中亦鼓励通用航空发展与旅游资源开发、引导娱乐消费相结合，提供多样化、特色化低空旅游服务产品。2024 年，工信部等部门在《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030 年）》明确提出在山西、内蒙古、上海、河南、湖南、海南、新疆等重点地区，开展“通用航空+”应用示范，鼓励有条件的地区开发多样化低空旅游产品。近期国务院印发《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》再次强调鼓励打造多样化、差异化低空飞行旅游产品。

表 2：“低空+旅游”相关政策

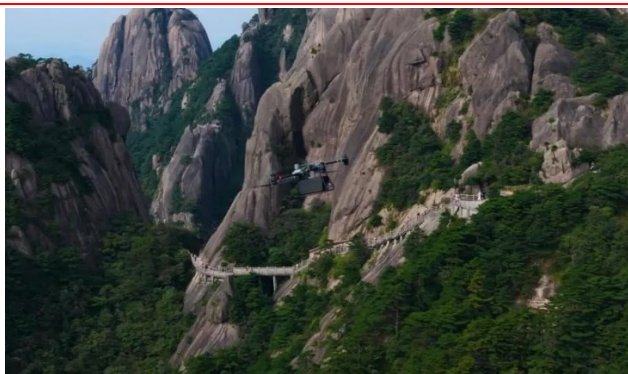
政策名称	发布时间	发文单位	主要内容
《关于促进交通运输与旅游融合发展的若干意见》	2017 年 2 月	国家旅游局	支持开发低空旅游线路，鼓励开发空中游览、航空体验、航空运动等航空旅游产品。积极开展通用航空旅游试点，鼓励重点旅游城市及符合条件的旅游区开辟低空旅游航线。推动通用机场建设，建设低空旅游产业园、通航旅游小镇与飞行营地。
《国家综合立体交通网规划纲要》	2021 年 2 月	中共中央、国务院	首次将“低空经济”概念写入国家规划

《“十四五”旅游业发展规划》	2022年1月	国务院	完善低空旅游等发展政策，选择一批符合条件的旅游景区、城镇开展多种形式的低空旅游，强化安全监管，推动通用航空旅游示范工程和航空飞行营地建设。
《“十四五”民用航空发展规划》	2022年1月	民航局、发改委、交通部	鼓励通用航空发展与旅游资源开发、引导娱乐消费相结合，提供多样化、特色化低空旅游服务产品。推动飞行培训能力快速布局、高效扩容。
《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》	2024年3月	工信部等四部门	面向低空旅游、航空运动等消费市场，在山西、内蒙古、上海、河南、湖南、海南、新疆等重点地区，开展“通用航空+”应用示范。鼓励有条件的地区开发多样化低空旅游产品，推进“通用航空+旅游”应用示范。支持开展飞行体验、航空跳伞等消费飞行活动。
《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	2025年1月	国务院	研究制定低空飞行旅游产品有关管理规范，在确保安全的前提下，鼓励打造多样化、差异化低空飞行旅游产品。

资料来源：国家旅游局、国务院、民航局、发改委、交通部、工信部、科技部，东莞证券研究所

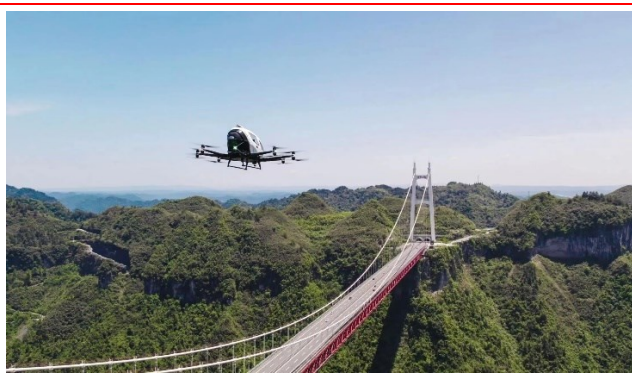
低空经济应用端快速发展。传统的自然景区经营模式基本固定，商业模式包括观光门票、景区交通、住宿、餐饮等，市场已基本稳定。低空经济的发展在旅游景区已经打开了增量市场，具备较高的应用价值。过往山岳型的景区物资输送困难，往往采用索道+人力的方式进行运输，效率低下，导致景区内部酒店、商店等二次消费项目经营困难、价格高企，对无人机等运输设备的需求大。以黄山核心景区中的光明顶的物资运输为例，人工搬运的往返时间至少5个小时，一位搬运工一天最多只能搬300斤左右的货物。而在布设无人机航线后，该线路的无人机每次往返时间为12分钟左右，单机吊挂单趟最大运输量为60斤左右，无人机一天的运输量约等于30名肩运工的运输量，将在较大幅度上减轻黄山景区的物资运输成本。此外低空经济中的核心—eVTOL飞行器所带来的低空飞行游览也将为游客带来全新的游览体验，满足游客逐渐多样化的出游需求。

图 26：黄山风景区无人机运输物资



资料来源：DJI 大疆运载应用，东莞证券研究所

图 27：湖南湘西矮寨景区开展低空游览项目飞行演示



资料来源：文旅之声，东莞证券研究所

公司在低空经济文旅应用端抢先布局。公司于2024年11月与公司间接控股股东祥源控股、刘江涛共同出资成立祥源通航。祥源通航注册资本为人民币5,000万元。其中，祥源文旅出资4,000万元，持股比例为80%；祥源控股出资500万元，持股比例为10%；刘江涛出资500万元，持股比例为10%。祥源通航专注于“低空+旅游”新场景运行、低空新基建建设及“飞行航空乐园”创新产品三大业务领域。

合作亿航智能、零重力，探索可复制的景区低空文旅发展模式。2024 年 11 月 14 日，公司与亿航智能签署战略合作协议，在低空旅游领域全面合作，探索“低空+旅游”产业模式。2024 年 11 月 20 日，祥源通航与零重力飞机工业签署战略合作协议，双方将依托各自优势，在绿色航空飞行营地建设运营、适航认定、eVTOL 文旅场景应用、低空文旅品牌建设等方面展开全面合作。2025 年 1 月 1 日，祥源通航首批电动垂直起降飞行器（eVTOL）在世界自然遗产地、国家 AAAAA 级景区丹霞山成功试航，丹霞山正式成为全国首个跻身电动垂直起降飞行器（VTOL）低空经济赛道的山岳型景区。

图 28：公司首批 eVTOL 在丹霞山成功试航



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

公司在山岳型景区布局较广，EVTOL 为核心的低空+文旅模式在公司所拥有的资产中具有较高的可复制性。公司旗下文旅资产丰富，拥有丹霞山、莽山、张家界、齐云山、碧峰峡等景区的项目投资布局。祥源通航在丹霞山成功试航 eVTOL 后，计划以丹霞山低空文旅业态为蓝本，将“低空+”应用新场景推广至安徽齐云山、张家界黄龙洞、合肥花世界等景区，打造地上“4S 无人机基地”，实现空中环游常态化运营，并推出航空研学课堂、航空营地主题互动等沉浸式产品，以发掘新的文旅经济增长点。

5. 投资策略

首次覆盖，给予公司“增持”的投资评级。公司文旅资源较为优质，背靠大股东有望持续推进目的地版图扩张，同时积极探索文化 IP、科技与旅游结合、“低空+文旅”等产业发展新模式。预计公司 2024-2025 年每股收益分别为 0.16 元和 0.26 元，对应估值分别为 49.58 倍和 30.37 倍，给予公司“增持”评级。

表 3：公司盈利预测简表（2025/1/23）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	722	832	1147	1412
营业总成本	518	564	724	843
营业成本	347	376	472	540
营业税金及附加	8	8	11	14
销售费用	60	67	91	109
管理费用	82	91	121	145
财务费用	5	5	7	8
研发费用	17	17	22	27
公允价值变动净收益	1	0	0	0
资产减值损失	(6)	(16)	(22)	(32)
营业利润	176	197	321	438
加：营业外收入	15	0	0	0
减：营业外支出	4	2	2	2
利润总额	187	195	319	436
减：所得税	29	31	51	70
净利润	157	164	268	366
减：少数股东损益	6	(1)	(2)	1
归母公司所有者的净利润	151	165	269	365
摊薄每股收益(元)	0.14	0.16	0.26	0.35
PE（倍）	54.05	49.58	30.37	22.39

数据来源：iFind，东莞证券研究所

6. 风险提示

- （1）**自然灾害风险。**景区板块受自然灾害等影响较大，可能产生阻断客流等风险。
- （2）**政策风险。**景区板块受政策监管影响较大。可能产生政策变动强制要求降价或免门票导致收入下降等情况。
- （3）**市场竞争加剧。**市场竞争加剧可能导致行业价格战等，进而导致盈利能力下降。
- （4）**市场复苏不及预期。**国内国际旅游出行修复可能不及预期等。
- （5）**宏观经济波动。**宏观经济波动可能影响居民消费意愿，从而导致旅游消费形式变化等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn