

社会服务

2025 年 05 月 30 日

报告原因：首次覆盖

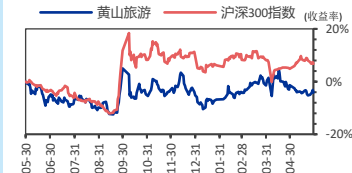
买入（首次评级）

市场数据： 2025 年 05 月 30 日
收盘价（元） 11.45
一年内最高/最低（元） 13.98/10.14
市净率 1.8
股息率%（分红/股价） 1.83
流通 A 股市值（百万元） 5,877
上证指数/深证成指 3,347.49/10,040.63

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日
每股净资产（元） 6.43
资产负债率% 14.73
总股本/流通 A 股（百万） 729/513
流通 B 股/H 股（百万） 216/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

研究支持

杨光 A0230524100004
yangguang@swsresearch.com

联系人

杨光

(8621)23297818×

yangguang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

黄山旅游（600054）

——稀缺资源禀赋，中长期成长路径清晰

投资要点：

- **黄山旅游依托世界级稀缺旅游资源，构建五位一体核心业务体系，多元业务驱动增长。**黄山旅游作为“旅游概念第一股”，坐拥黄山这一世界级稀缺自然景区资源，奠定了不可复制的核心竞争力。公司通过持续的资源整合与业务拓展，已形成景区、索道、酒店、旅行社、徽菜餐饮“五位一体”的核心业务体系，并积极向数字旅游、低空经济等新兴领域延伸。2024 年成立合资公司打造徽州文化主题演艺舞台秀，标志着公司在文旅融合上的进一步探索。依托优质资源与多元业务布局，公司有望持续释放发展潜力，在全域旅游发展浪潮中抢占先机。
- **战略布局“文旅+IP，文旅+科技”深化文旅融合，新兴项目打开成长空间。**公司以“一体两翼”战略为引领，深化“旅游+文化+科技”融合。在文化端，通过影视 IP 合作、主题演艺等形式，强化“黄山”文化形象；在科技端，以“黄山 AI 智能体”赋能旅游服务与管理，提升运营效率和游客体验。东黄山国际度假区作为黄山旅游“二次创业”的战略引擎，随着高端酒店集群、会展中心等项目的逐步落地。公司战略布局契合行业发展趋势，新兴项目的持续推进将为未来成长打开广阔空间。
- **传统景区获得新增长，向内改善交通卡点，通过提供优质供给提高旅游服务体验，向外拓展新景区并提高与原有业务的联合，提高品牌势能。**虽然高投入会在短期拖累利润，但从中长期来看，景区供给端增强创新，优质供给反向创造需求。公司从短期来看，我们认为需要关注免票比例降低给公司带来的景区门票业务弹性提升，以及北海宾馆开业为酒店业务提供边际增量。从中期来看，东黄山景区及东大门索道解决旺季公司进山客流拥堵问题，同时能够提高黄山风景区度假属性，提高客流转化率及客单价。长期关注黄山品牌打造，周边高铁线路开通以及黄山市内部轻轨开通提高景区间协同效率，科技与 IP 持续赋能，传统景区焕发新活力。作为传统名山大川，公司不仅具有稀缺资源禀赋，短中长期成长路径清晰，在休闲旅游热度持续提升的背景下，具备自身成长阿尔法。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**考虑到公司主营业务分为酒店、索道、景区门票和餐饮几个板块，相对综合，我们选取九华旅游、祥源文旅、长白山、丽江股份作为可比公司。2025-2027 年可比公司平均 PE 为 29/25/22 倍，我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 3.74/4.02/4.28 亿元，公司当前市值对应 25-27 年 PE 为 22/21/20 倍。给予公司 25 年可比公司平均 PE 29 倍，目标市值为 107 亿元，对应目标涨幅 28%，给予“买入”评级。
- **风险提示：**客流增长不及预期、项目投资风险、收费标准变化风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,931	403	2,108	2,313	2,401
同比增长率（%）	0.1	19.8	9.2	9.7	3.8
归母净利润（百万元）	315	37	374	402	428
同比增长率（%）	-25.5	44.7	18.7	7.5	6.4
每股收益（元/股）	0.43	0.05	0.51	0.55	0.59
毛利率（%）	51.8	39.2	48.7	48.6	49.2
ROE（%）	6.8	0.8	7.6	7.7	7.7
市盈率	27		22	21	20

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

考虑到公司主营业务分为酒店、索道、景区门票和餐饮几个板块，相对综合，我们选取九华旅游、祥源文旅、长白山、丽江股份作为可比公司。2025-2027 年可比公司平均 PE 为 29/25/22 倍，我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 3.74/4.02/4.28 亿元，当前市值对应 25-27 年 PE 为 22/21/20 倍。给予公司 25 年可比公司平均 PE 29 倍，目标市值为 107 亿元，对应目标涨幅 28%，给予“买入”评级。

关键假设点

- 1) 假设黄山进山客流以每年 5%左右增速增长，2025-2027 年进山游客数分别为 517/543/570 万人次。
- 2) 2025 年山上酒店由于地理位置优势较强，入住率维持在 75%左右，部分酒店入住率 80%+；2025 年山下酒店入住率在 40%-55%区间波动。
- 3) 假设北海宾馆预计 2025 年 9 月投入使用；黄山东大门索道由于工期以及实际运营结果存在不确定性，盈利预测中不予考虑。

有别于大众的认识

市场普遍认为，公司业务稳定增量不高，叠加资源使用费的收取会在一定程度上削减利润。我们认为，由于免票政策的改变，使得公司门票业务免票比例降低，会释放景区业务增长的业绩弹性。而黄山景区外资产短期内对业绩的贡献相对有限，但从长期来看，公司形成山水村窟、餐饮业务协同发展，叠加 IP、科技类资源的持续投入，打造综合旅游集群，释放业绩弹性。

股价表现的催化剂

暑期旅游旺季催化，旅游出行补贴催化、东黄山景区及东大门索道注入预期、北海宾馆开业催化

核心假设风险

- 1、客流增长不及预期：公司收紧免票比例以期提高客单价，但不排除进山游客数量受到免票比例影响。
- 2、项目投资风险：随着旅游行业的不断发展，各地的新景区、新景点不断涌现，旅游产品和旅游业态不断创新，但在项目实施及运营过程中受到宏观环境、行业发展及市场变化等多方面不确定因素的影响，可能存在项目投资不达预期的风险。
- 3、收费标准变化风险：公司门票、索道等收费标准接受政府有关部门审批，在收费标准调整方面存在一定限制，一定程度上影响公司未来的经营状况。

目录

1. 黄山归来不看岳，稀缺资源打造核心壁垒	6
1.1 坐拥资源禀赋优势，打造世界级旅游景区	6
1.2 多业态协同发展，山上山下同步开发	6
1.3 旅游进一步消费复苏，盈利能力增强	10
2.国内旅游复苏不断提速，消费偏好转向二次消费	11
2.1 供需两旺驱动旅游行业新周期	11
2.2 破除门票经济，二次消费崛起	12
3. 立足地理资源优势，拓展多样盈利空间	14
3.1 高铁网络完善，承接高量高质客流	14
3.2 客流增长带动景区各项业务稳中有增	16
3.2.1 文旅+IP+科技，赋能传统业务升级	16
3.2.2 太平湖拓度假版图，花山谜窟具备增长潜力	21
3.2.3 酒店布局山上山下，徽菜驱动品牌外延	22
3.3 东黄山国际度假区，开启综合消费转型新周期	24
4. 盈利预测及估值	27
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：黄山旅游发展历程.....	6
图 2：2018-2024 公司主营业务营收占比	8
图 3：黄山市 24 年游客接待量恢复至 19 年 124.6%.....	8
图 4：黄山市 24 年旅游收入恢复至 19 年 127.64%	8
图 5：2018-2024 公司主营业务营收及增速	9
图 6：2016-2024 公司主营业务毛利率.....	9
图 7：公司股权结构图	9
图 8：2016-2024 年公司归母净利润及增速	10
图 9：2016-2024 年公司净利率及毛利率	10
图 10：公司三费费用率	11
图 11：公司三费费用率及可比公司情况.....	11
图 12：公司 ROE 及可比公司情况	11
图 13：公司流动比率及可比公司情况	11
图 14：2024 年国内旅游人次恢复至 19 年 93.5%	11
图 15：2024 年国内旅游收入恢复至 19 年 100.4%	11
图 16：旅游企业家信心指数稳中求进	12
图 17：游客满意度综合指数保持高位	12
图 18：2019 年中国旅游用户国内景区二次消费项目餐饮、购物和景交占比大... 14	
图 19:2019 年中国旅游用户国内景区二次消费项目额外消费金额 100-500 元占比 74.0%	14
图 20：途经黄山市部分高铁线路示意图.....	15
图 21：黄山“米字型”高铁网络示意图.....	15
图 22：黄山景区（奇松）	16
图 23：黄山景区（云海）	16
图 24：黄山好礼新安画派系列.....	17
图 25：黄山好礼五福迎客系列.....	17
图 26：2024 年营业收入恢复至 19 年 120.19%.....	17
图 27：2024 年黄山景区接待客流 492.24 万人次	17
图：景区业务营业收入、毛利及毛利率	

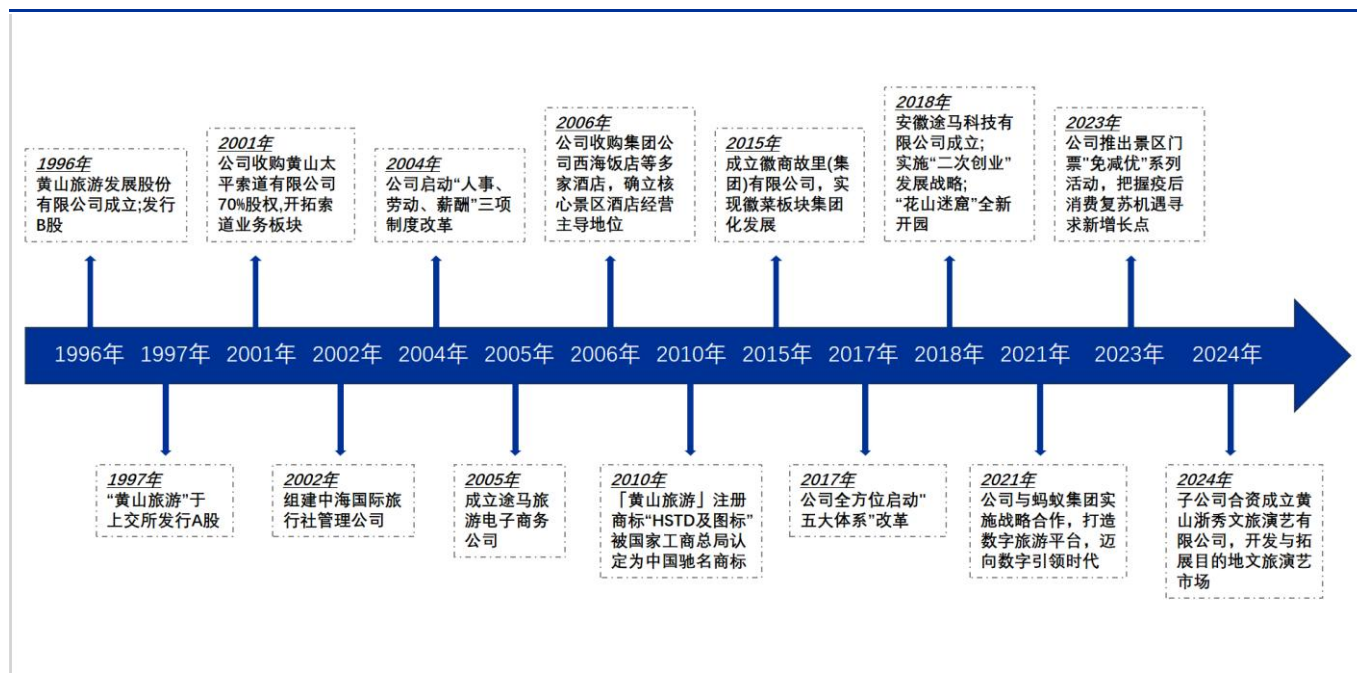
图 29：徽秀·黄山演艺城中感受独特的徽州风情	18
图 30：黄山借力影视实现文旅破圈	18
图 31：黄山索道及缆车运输客流量转化率在 200%上下波动	20
图 32：2024 年索道业务营业成本占比 7.62%	20
图 33：24 年黄山索道业务毛利率恢复至 87.56%	20
图 34：太平湖景区	21
图 35：太平湖景区	21
图 36：24 年旅行社业务恢复至 19 年的 103.67%	23
图 37：旅行社业务毛利与毛利率	23
图 38：徽菜餐饮业务营收、同比增速及毛利率	24
图 39：24 年徽菜餐饮业务营收占比 11.39%	24
图 40：东黄山建设“效果图”加速变为“实景图”	25
图 41：黄山风景区索道交通分布图	25
图 42：东黄山部分主要项目效果图	27
图 43：黄山迎客通航空中游览项目	27
表 1：公司主营业务	7
表 2：公司高管团队行业经验丰富	10
表 3：刺激旅游消费的景区门票降价政策	13
表 4：部分重点上市公司 2024 年景交项目营收占比和毛利率情况	14
表 5：黄山市周边现有主要高铁线路及规划线路	15
表 6：黄山索道及缆车	19
表 7：花山世界·花山谜窟园区主要景点	21
表 8：黄山风景区、黄山市区、太平湖景区酒店情况一览	23
表 9：东黄山国际休闲度假区主要项目建设情况	26
表 10：黄山旅游业务拆分及预测	27
表 11：可比公司估值	28

1. 黄山归来不看岳，稀缺资源打造核心壁垒

1.1 坐拥资源禀赋优势，打造世界级旅游景区

黄山旅游坐拥优质稀缺自然景区资源，打造全域旅游新范式。1996年10月经国务院证券委和省体改委批复，黄山旅游发展股份有限公司成立，通过发行B股向境外投资者募集8000万股，并在1997年于上交所上市发行A股。2001年，公司收购黄山太平索道有限公司70%股权，完成黄山景区运输一体化管理，开拓索道业务板块。2006年收购集团公司西海饭店等多家酒店，确立核心景区酒店经营主导地位，并于2008年将黄山轩辕大酒店等三家酒店投入使用。2015年成立徽商故里(集团)有限公司，实现徽菜板块集团化发展。2021年公司与蚂蚁集团实施战略合作，打造数字旅游平台，迈向数字引领时代。2024年5月10日由全资子公司云巅投资与浙秀演艺共同出资15,000万元设立合资公司(公司持股49%)，以合资公司为主体在黄山市香茗大剧院打造运营以徽州黄山文化为主题的演艺舞台秀，开发与拓展目的地文旅演艺市场。

图 1：黄山旅游发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

1.2 多业态协同发展，山上山下同步开发

公司凭借景区、索道、酒店、旅行社、徽菜餐饮构建起五位一体的核心业务体系：景区业务依托黄山、花山谜窟、太平湖三大景区，凭借丰富的运营经验与人才储备，主导或参编多项行业标准。索道及缆车业务以黄山云谷索道、玉屏索道、太平索道和西海观光缆车为交通工具提供客运观光服务，同时实现向外品牌、技术和管理输出。酒店业务形成十余家覆盖景区内外的多元化酒店矩阵，打造“雲”字号品牌矩阵。徽菜业务以“徽商的厨房、家乡的味道”为定位，构建起徽文化体验与推广中心。旅行社业务覆盖出入境、定制游等全

领域，旗下企业位居行业前列。五大业务协同发展，全面提升公司在文旅产业的综合竞争力与品牌影响力。**公司致力于拓宽业务范围，寻求业务转型。**充分利用传统板块的核心品牌优势和技术优势，积极拓展电商、基金、小镇、乡村振兴、茶旅、新零售、供应链、体育、夜游演艺、直播等板块，推进新兴业务的纵向拓展，减少对门票经济的依赖。公司成立安徽途马科技有限公司后于 2021 年与蚂蚁集团实施战略合作，引入数字化技术，以“黄山旅游官方平台”为基础，创新打造主客共享的“目的地新旅游新生活”一站式新服务平台，实施智能化管理和营销策略，在提升客户体验和满足不同客户需求的同时开拓新的消费增长点。

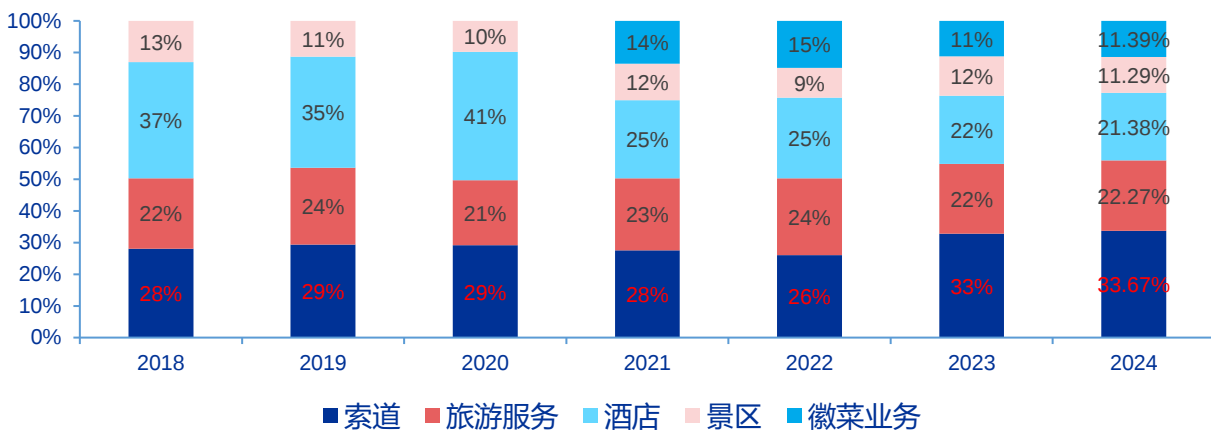
表 1：公司主营业务

主营业务	简介	示意图
景区	黄山：世界文化与自然遗产、世界地质公园，国家级风景名胜区、国家 5A 级旅游景区，中华壮丽山河和灿烂文化的杰出代表。	
	太平湖：旅游资源丰富，湖光山色得天独厚，湖水清澈碧透，青山起伏连绵，水风姿绰约，岛屿散落如珠，被誉为“黄山情侣”“中华翡翠”。	
	花山世界：以松鼠“花仔”为形象 IP，由花山广场、临江谜径、谜窟山谷、神画山湖四大主题片区构成，以石窟为基底，以谜文化为核心，通过科技赋能，打造成兼具日游和夜游的全天候主题乐园。	
索道	云谷索道：中国索道发展的见证者。于 1986 年 6 月投入运营，随后于 2007 年 10 月升级改造完成，是全国较早建设使用的客运索道之一。	
	太平索道：大缆车探幽谷胜境，大视野缆云海风光。是于 1997 年 11 月建成投入运营的往复式客运索道，目前在全亚洲居于领先地位。	
	玉屏索道：毗邻黄山迎客松的索道。于 1996 年 9 月建成投入运营，随后于 2015 年 6 月升级改造完成，为游客观赏迎客松提供了便利。	
	西海观光缆车：西海小火车，网红打卡地。于 2013 年 7 月建成运营，为单线双车往复式地面缆车。是网红打卡胜地，网友们乘西海观光缆车拍摄的峡谷风光一度霸屏抖音。	
酒店	公司拥有各类酒店十余家，主要提供住宿餐饮等服务，运营着“云麓”品牌矩阵下 15 家酒店，涵盖轻奢、豪华、高端、中端 4 个端位，囊括云人、云麓、云野、云颐 4 个合集品牌。	

旅行社	业务涵盖国内旅游、入境旅游、出境旅游、定制游、会展服务和疗休养等。 公司的全资子公司黄山市中国旅行社有限公司是安徽省旅行社协会会长单位 安徽省首批 5A 级旅行社。	
徽菜餐饮	徽菜餐饮是黄山旅游的新兴板块，徽商故里坚持走地方特色文化餐饮之路， 已经成为黄山旅游对外拓展的重要战略资源，并进一步依托黄山品牌走向全 国，成为徽菜餐饮行业前列企业。	

资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

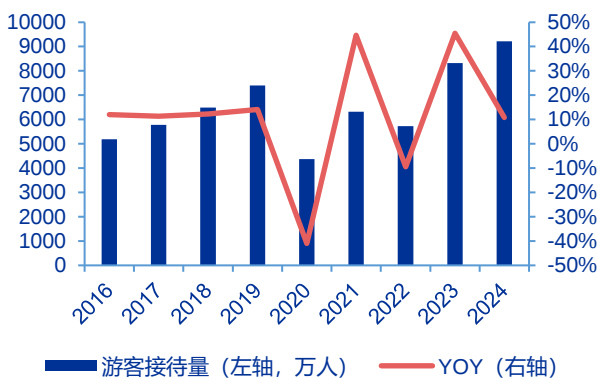
图 2：2018-2024 公司主营业务营收占比



资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

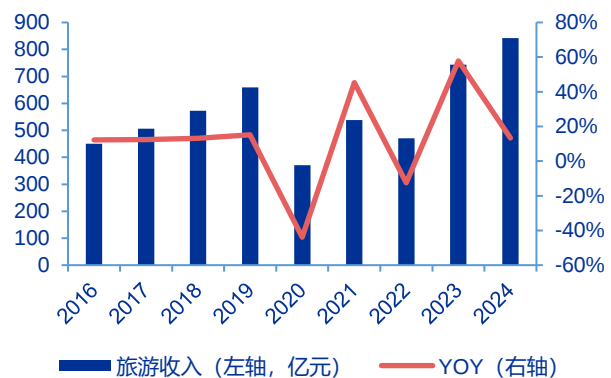
黄山市 2023、2024 年游客量和旅游收入恢复态势良好，充分彰显旅游需求的强劲释放，凸显黄山市旅游资源的强大吸引力与深厚发展潜力。24 年黄山市接待游客 9222.9 万人次，同比增长 10.76%，恢复至疫情前 19 年的 124.6%，旅游收入实现营收 841.8 亿元，同比增长 13.28%，恢复至 19 年的 127.64%。23 和 24 年游客接待量与旅游收入同比均呈显著增长趋势。

图 3：黄山市 24 年游客接待量恢复至 19 年 124.6%



资料来源：黄山市人民政府，申万宏源研究

图 4：黄山市 24 年旅游收入恢复至 19 年 127.64%

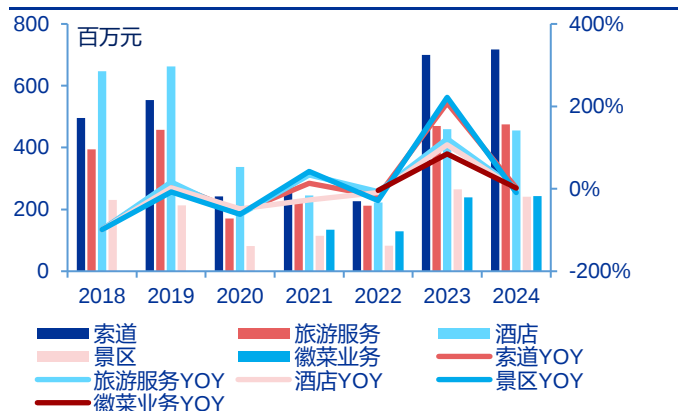


资料来源：黄山市人民政府，申万宏源研究

索道业务营收与利润高，新景区与徽菜业务在利润方面尚有拖累。2024 年，公司索道业务实现营收 . 亿元，占主营业务收入 .% ，毛利率为 .% 。旅游服务业务实现

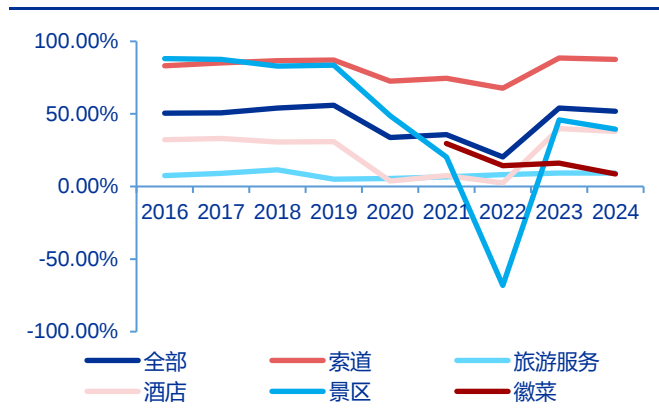
营收 4.75 亿元, 占主营业务收入 22.27%, 毛利率为 9.18%。酒店业务实现营收 4.56 亿元, 占主营业务收入 21.38%, 毛利率为 37.91%。景区业务实现营收 2.40 亿元, 占主营业务收入 11.29%, 毛利率为 39.40%。徽菜业务实现营收 2.43 亿元, 占主营业务收入 11.39%, 毛利率为 8.62%, 其中太平湖/花山谜窟景区/徽商故里 24 年分别亏损 1805/5758/3510 万元。索道板块由于其高知名度和高乘坐率, 以及建成后相对较低的维护成本, 因此具有最高的毛利率。景区板块和酒店板块因客流量快速回暖而紧随其后。

图 5: 2018-2024 公司主营业务营收及增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

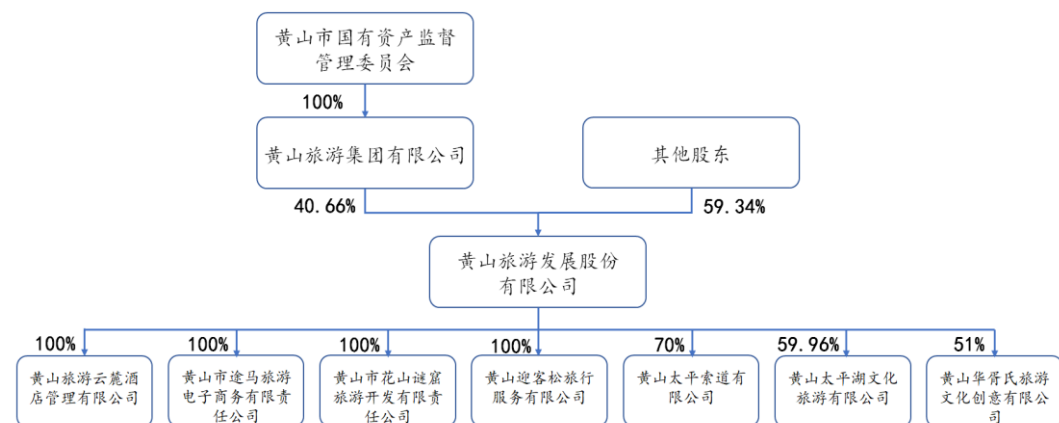
图 6: 2016-2024 公司主营业务毛利率



资料来源: Wind, 申万宏源研究

黄山旅游实控人为黄山市国资委, 股权结构集中稳定。实际大股东为黄山旅游集团有限公司, 持有 40.66% 的股份, 由黄山市国有资产监督管理委员会 100% 控股。依托国资背景, 公司拥有充足现金流整合黄山旅游资源, 引领安徽旅游经济新发展, 促进公司稳定经营。

图 7: 公司股权结构图



资料来源: Wind, 申万宏源研究

公司高管行业经验丰富, 运营管理能力强。章德辉担任公司董事长, 孙峻担任公司总裁, 丁维担任公司董事会秘书兼高级副总裁。三人均在黄山市政府机关或公司发展战略部门有丰富的的工作经验, 管理能力强。同时他们在市场营销、财务管理、人力资源等方面也具有深厚的专业知识和丰富的实战经验, 能够全面负责公司的运营管理工作, 并有效地推动公司的业务增长和发展壮大, 引领公司实现长期发展目标, 提升公司的竞争力和盈利能力。

表 2：公司高管团队行业经验丰富

姓名	职位	工作经历
章德辉	董事长	历任黄山市财政局办公室主任、外事财务科（金融科）科长，黄山市旅游局副局长，黄山市旅游委员会副主任，黄山市黟县县委常委、副县长，黄山市市政府副秘书长，黄山市徽文化产业投资有限公司总经理。
孙峻	总裁	曾任黄山市旅游局办公室主任，市场开发处处长、人事教育处处长，黄山市委办公厅秘书处处长，黄山市委督查室副主任，黄山市委办公厅副主任
裴斌	董事	曾任徽州师范学校教师，黄山市委组织部干部二科科长，黄山市祁门县县委常委、组织部部长，黄山风景区管委会政治处副主任。
丁维	董事会秘书、高级副总裁	曾任本公司董事会办公室员工，投资发展中心战略主办

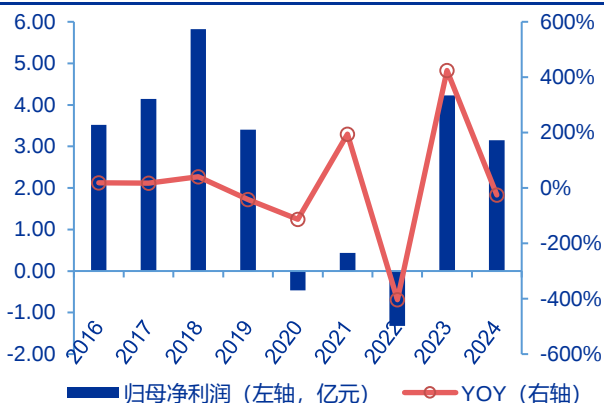
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 旅游进一步消费复苏，盈利能力增强

2024 年旅游消费市场进一步上升，公司业绩持续上升，净利润因多种因素有所下滑。

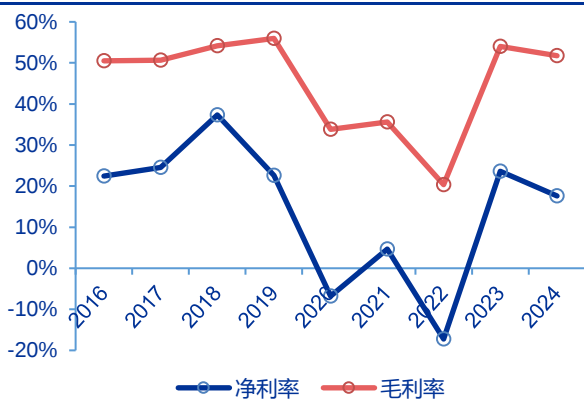
23 年出行需求释放，传统旅游风景区具有更高活力，同时公司推出景区门票“免减优”系列活动，加之黄山自然风光的稀缺性与极高的人文价值吸引大量游客。24 年国内旅游市场继续向好，公司积极把握机遇，全力抓经营促增长。24 年公司实现归母净利润 3.15 亿元，同比减少 25.51%。利润下降源于门票客单价下降、天气影响、新增项目折旧摊销及金融资产公允价值变动等。公司持续精准营销，政策上落实“引客入黄”并优化销售策略；宣传上优化新媒体矩阵、渠道上强化多方合作、市场上拓展各类客源专项市场，提升市场份额。我们认为，公司依托精准营销与多元化业务布局，有望通过深挖文旅融合潜力、加速新兴项目落地转化，逐步消化成本压力，实现营收与利润的协同增长，在旅游行业高质量发展进程中占据更有利地位。

图 8：2016-2024 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

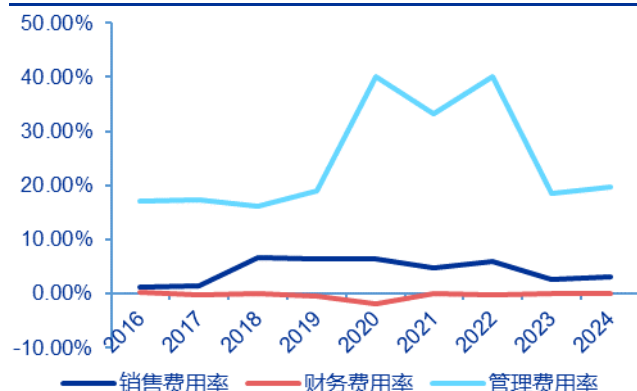
图 9：2016-2024 年公司净利率及毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

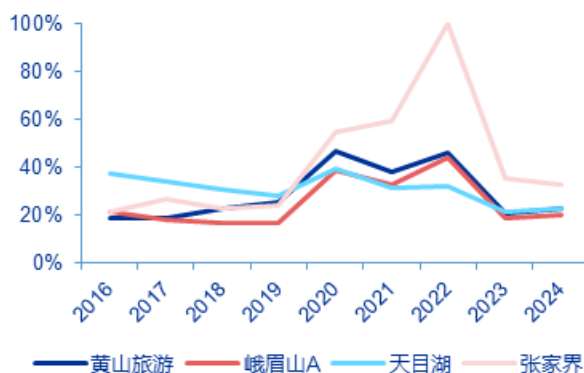
公司费用率快速回落，近两年降本增效措施效果显著。2022 年旅游人次受影响处于低位，而费用端仍有稳定支出，导致费用率处于较高水平。而 2024 随着旅游行业复苏，黄山景区客流量迅速回暖，公司营业额大幅度增长，同时酒店提价和降本增效策略实施效果显著，费用端快速回落，24 年三费费用率为 23.10%，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 3.16%/19.80%/0.14%，较 22 年分别变化-2.91pct/-20.25pct/+0.24pct。

图 10：公司三费费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

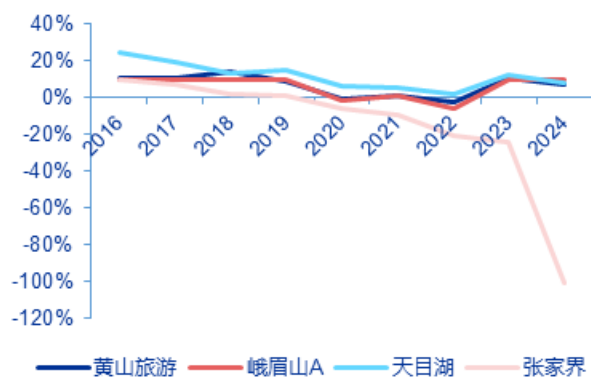
图 11：公司三费费用率及可比公司情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

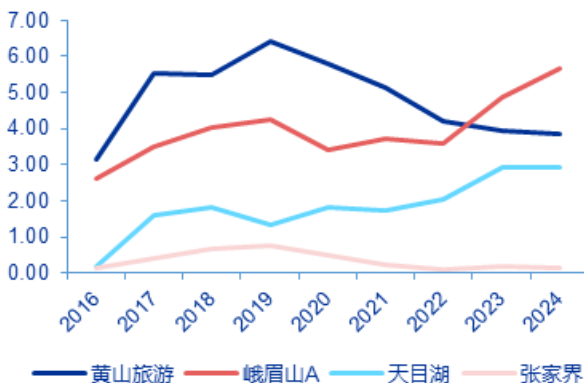
公司 ROE 处于业界中等偏上游水平，流动比率行业领先，财务状况优质。2014-2019 年公司 ROE 保持在 10% 上下波动，2020-2022 三年受到冲击跌落至 0% 左右，随后于 2023 年快速复苏至 9.88%，恢复到 2019 年同期的 119.90%，24 年略有下降为 6.92%。公司流动比率处于业界领先地位，具有较强的抗风险能力。

图 12：公司 ROE 及可比公司情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：公司流动比率及可比公司情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.国内旅游复苏不断提速，消费偏好转向二次消费

2.1 供需两旺驱动旅游行业新周期

2023 年实现快速复苏，2024 年旅游需求进一步释放。2023 年，宏观经济形势稳中向好，人民消费欲望上升，旅游行业整体进入快速复苏态势，2024 年旅游需求进一步释放，国内旅游人次为 56.15 亿，同比增长 14.8%，恢复至 19 年同期的 93.5%；国内旅游收入为 5.75 万亿元，同比增长 17.1%，恢复至 19 年同期的 100.4%。分季度来看，24 年国内旅游人次及收入较 2023 年均稳定增长。

图 14：2024 年国内旅游人次恢复至 19 年 93.5%

图 15：2024 年国内旅游收入恢复至 19 年 100.4%



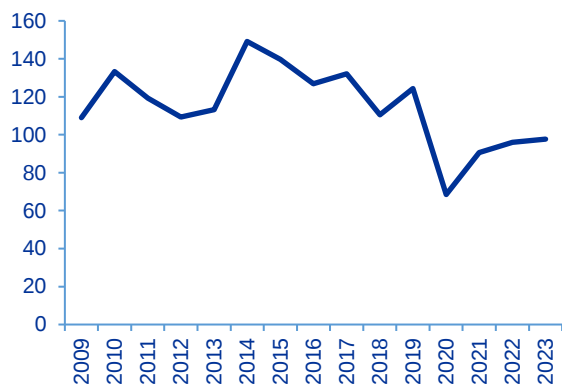
资料来源：文旅部，申万宏源研究



资料来源：文旅部，申万宏源研究

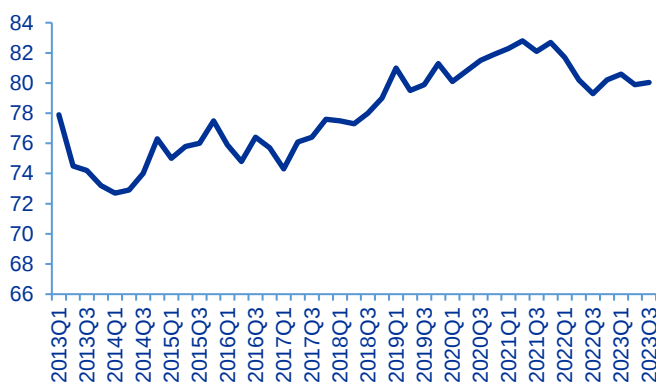
宏观环境和微观需求的利好因素叠加，旅游市场供需两侧均有乐观预期。企业信心稳中有进，游客旅游满意度不断提高。2023 年旅游企业家信心指数为 97.68，较 2022 年提高 1.67%。游客满意度仍然维持高位，2023 年游客满意度综合指数为 80.04，与 2019 年满意度基本持平，处于满意水平，旅游业已然进入高质量发展阶段。如今新兴市场主体加速涌入，旅游经济开始进入“供给创造需求”的新阶段。**中近程旅游仍是基础，客流集中相邻省份。**根据《中国国内旅游发展报告》数据，与 2019 年相比，2023 年中远程省际客流大幅度减少，“本地人游本地”构成现阶段国内旅游市场主力军。2023 年 1-10 月近程省内客流占全部国内旅游客流比 74.6%，相较 2019 年增加了 24.9%。2024 年近程的省内旅游客流占比 74.9%，远程省际旅游客流仅占 25.1%。

图 16：旅游企业家信心指数稳中求进



资料来源：中国旅游研究院，申万宏源研究

图 17：游客满意度综合指数保持高位



资料来源：中国旅游研究院，申万宏源研究

2.2 破除门票经济，二次消费崛起

门票降价政策驱动，景区门票收入占比显著降低。为贯彻落实中央工作会议和《政府工作报告》精神，促进旅游业高质量发展，2018 年 6 月国家发展改革委发布《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》，从国家层面强制要求景区降低门票价格，弱化对门票经济的依赖，鼓励景区寻求多元化的旅游产业经营模式，进一步增强居民消费意愿，释放旅游消费需求，促进旅游综合消费能级提升，促进旅游产业高质量发展。2015—2022 年全国 A 级旅游景区门票收入占比由 23.03% 降至 18.50%。

游客需求多样化，体验游和休闲度假游同为主流。目前旅游业已经成为我国五大幸福产业之首，旅游逐渐成为“美好生活”的核心构成，成为国计民生的重要内容。国务院印发《“十四五”旅游业发展规划》提出，我国将全面进入大众旅游时代，旅游业发展仍处于重要战略机遇期。2023 年特种兵旅游、反向旅游、打卡旅游等兴起，同时城镇居民也更愿意挤凑休闲时间，反映出当下游客需求的多样化、多元化分层趋势。休闲与旅游的边界逐渐模糊，休闲场景逐步扩大，互动式、体验式、个性化的休闲旅游方式正逐渐获得青睐。旅游新需求和细分市场的不断涌现，推动了旅游场景、产品和服务的创造性转化和创新性发展，这是大众旅游全面发展阶段的显著特征与长期趋势。

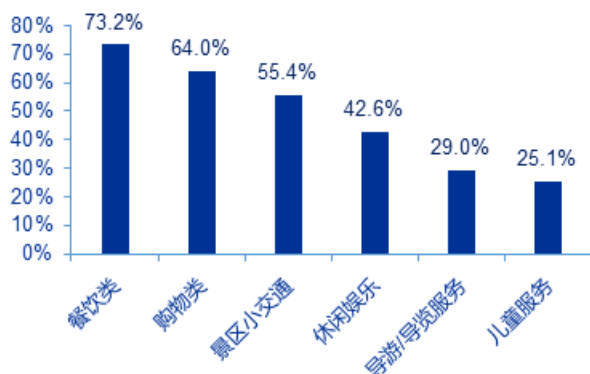
表 3：刺激旅游消费的景区门票降价政策

发布时间	政策文件	政策具体内容
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》	1.合理界定门票定价成本构成；2.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，对实行政府指导价的景区，可以采取价格上限管理方式确定价格；3.严格履行定价程序；4.建立门票价格定期评估调整机制；5.加强景区收支监管；6.规范景区价格行为；7.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》	1.推进更大范围、更大力度降价，最大限度清理规范景区不合理支出行为，推行收支信息公开，积极探索发挥审计等部门作用，加强对景区成本的约束；2.强化配套服务价格监管，确保降价取得实效；3.加强政策宣传恶化舆论引导，与新闻媒体沟通合作，及时解读相关政策，宣传工作成效。
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》	1.继续推动景区门票降价，考虑各地区经济发展水平及景区规模等级差异，分类推动景区门票价格回归合理区间；2.不断完善门票价格形成机制；3.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；4.切实落实门票价格减免政策；5.加强政策宣传引导。
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，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，景区价格行为进一步规范，中秋、国庆期间景区门票及配套服务价格平稳有序。

资料来源：国务院，国家发改委，文旅部，申万宏源研究

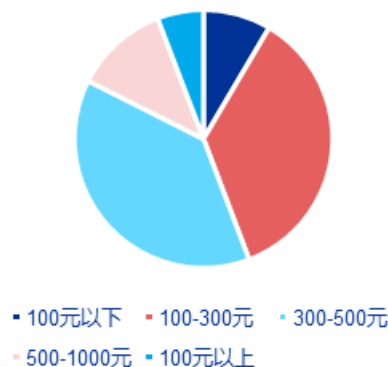
门票经济式微，二次消费为景区带来盈利附加值。二次消费指除进入景区必需的首道门票消费外，游客在景区内进行的其他所有消费的统称。根据艾瑞咨询，2019 年中国旅游用户在国内景区二次消费项目集中在餐饮类（73.2%）、购物类（64.0%）及景区小交通（55.4%），额外消费金额在 100-500 元的游客占比达 74.0%，其中消费 300-500 元的游客占比最多，为 38.2%。**上市公司纷纷布局二次消费项目，以景区交通为主，兼以餐饮、住宿、旅游商品等，其中景交项目毛利率较高。**以黄山旅游/长白山/九华旅游/峨眉山四家上市公司为例，2024 年景交项目营收占比分别达到 37.16%/72.31%/38.33%/40.49%，毛利率分别为 87.56%/45.55%/85.98%/83.88%，其中景交项目营收占比较上年分别 +0.90%/+4.56%/-2.39%/-0.92%，毛利率较上年分别 -0.96%/-3.17%/+0.02%/+2.42%。**我们认为，未来景区经济将更加注重二次消费的开发和提升，通过提供多样化的服务和体验，增加游客的消费意愿和满意度，个性化和体验化服务将成为新的趋势。**

图 18: 2019 年中国旅游用户国内景区二次消费项目餐饮、购物和景交占比大



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 19: 2019 年中国旅游用户国内景区二次消费项目额外消费金额 100-500 元占比 74.0%



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

表 4: 部分重点上市公司 2024 年景交项目营收占比和毛利率情况

公司	二次消费项目	景交项目营收占比	景交项目营收占比比上年增/减	景交项目毛利率	景交项目毛利率比上年增/减
黄山旅游	景交：黄山云谷索道、玉屏索道、太平索道、西海观光缆车；酒店：西海饭店、白云宾馆、玉屏楼宾馆、雲山·曙光里等；徽菜餐饮等	37.16%	增加 0.90%	87.56%	减少 0.96%
长白山	景交：景区内环保车/倒站车、北/西/南景区环景区专线等；酒店：皇冠假日温泉酒店	72.31%	增加 4.56%	45.55%	减少 3.17%
九华旅游	景交：天台索道、百岁宫缆车、花台索道；酒店：聚龙大酒店、东崖宾馆、西峰山庄、大九华宾馆、平天半岛大酒店等	38.33%	减少 2.39%	85.98%	增加 0.02%
峨眉山 A	景交：金顶索道、万年索道、观光车；酒店：红珠山宾馆、峨眉山大酒店、金顶大酒店、成都峨眉雪芽大酒店；峨眉雪芽茶叶；演艺等	40.49%	减少 0.92%	83.88%	增加 2.42%

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

3. 立足地理资源优势，拓展多样盈利空间

3.1 高铁网络完善，承接高量高质客流

黄山地理位置优越，客源圈辐射整个华东。公司位于安徽省黄山市，处于安徽、浙江、江西、福建四省通衢之地，背靠长三角，紧邻全国旅游消费规模最大、消费能力最强的华东地区。随着国家推动长三角一体化发展战略，黄山市加快融杭接沪的背景下，公司区位优势进一步凸显。同时黄山市的交通网络不断完善，池黄高铁加速黄山周边景区区域联动，助推旅游经济升级。黄山市形成一个以黄山为中心、辐射周边城市的“米字型”高铁网络。得益于这些高铁线路，黄山市已经融入了以杭州、合肥为代表的“1.5 小时经济圈”，以及以上海、南京为代表的“1 小时经济圈”，使得华东地区成为黄山市的主要客源地。池黄高铁自

2024 年 4 月 26 日开通以来，已成为皖南旅游交通网络的核心枢纽，截至 2025 年 4 月累计运送旅客超 300 万人次，随着“4·10”新运行图实施，池黄高铁每日最高开行动车组达 54 列。杭昌高铁黄山至南昌段列车对数增至 17 对，沪宁沿江高铁线路也新增至 38 对高铁列车，旅客列车总数达到了前所未有的 1325.5 对。G8387 次与 G8388 次长三角超级环线高铁列车形成双向开行，让游客往返选择更灵活，增强了黄山与长三角区域的联系。

表 5：黄山市周边现有主要高铁线路及规划线路

线路名称	开通运营时间	设计时速	线路走向
宣绩高铁	2024 年 10 月 11 日	350 千米/时	起于宣城，经过宁国至绩溪，接入绩溪北站后南下至黄山，形成宣城至黄山的高铁线路
池黄高铁	2024 年 4 月 26 日	350 千米/时	连接池州与黄山，线路西起宁安高铁上的池州站，中间经过池州市的贵池区、青阳县，黄山市的黄山区、黟县，最终到达昌景黄高铁上的黟县东站
昌景黄高铁	2023 年 12 月 27 日	350 千米/时	连接南昌、景德镇和黄山，接入合福高铁黄山北站
杭黄高铁	2018 年 12 月 25 日	250 千米/时	连接杭州与黄山，线路呈 Z 字形，串联富春江、千岛湖等景区
合福高铁	2015 年 6 月 28 日	350 千米/时	贯穿皖南山区，黄山北站为核心枢纽，通过绩溪北站与杭黄高铁衔接
杭临绩高铁	受国家铁路建设政策调整影响，项目推进暂缓 计划 2025 年 12 月先开段	350 千米/时	规划从杭州西站经临安至绩溪，通过绩溪北站接入黄山北站
宁宣高铁	（机场段）开工，2026 年 全线动工	350 千米/时	从南京延伸至宣城，与宣绩高铁衔接
衢黄铁路	规划中，2021 年 6 月 7 日 纳入《长江三角洲地区多层 次轨道交通规划》	350 千米/时	线路拟由合福高铁、杭昌高铁和池黄高铁三线枢纽站——黄山北站引出，止于沪昆铁路、沪昆高速铁路、衢九铁路、衢宁铁路交汇车站——衢州站

资料来源：中国铁路，申万宏源研究

图 20：途经黄山市部分高铁线路示意图



资料来源：中国铁路，申万宏源研究

图 21：黄山“米字型”高铁网络示意图



资料来源：中国铁路，申万宏源研究

公司以“一体两翼”战略为内核，深化“旅游+文化+科技”融合路径，推动从单一景区运营商向综合旅游目的地服务商升级。1) 主业以“山水村窟”资源整合为核心，联动黄山风景区、太平湖、花山谜窟及在建东黄山新增空间，重点落实安徽省“大黄山”高规格战略，协同

休闲度假、创意、体育赛事、医疗康养、会展、文化服务六大经济业态发展。2) 文化端依托 IP 全产业链布局，通过联合万达影视开发《海底小纵队》动画系列、与腾讯阅文共创仙侠文学、携手爱奇艺及三七互娱布局影视与游戏内容，并融入 VR 展演等体验项目，构建“文化赋能流量、IP 衍生消费”闭环，强化“黄山”文化符号。3) 科技端以自主研发的“黄山 AI 智能体”为核心，通过 AI+服务（数字化服务平台）、AI+营销（精准获客模型）、AI+管理（高峰日智慧调度）、AI+产品（沉浸式数字体验）四大场景赋能，并配套建设算力中心提升算力，同步推进国际化支付、无人机运输等技术应用，突破散客服务瓶颈。公司紧抓交通基建红利（合福、杭黄、池黄高铁网络）、长三角一体化政策及游客需求分层机遇，通过文旅数字化（AI 客服、区块链票务）、体验场景升级（山林度假季、云管家服务）及细分市场深耕（疗休养/研学游），提升服务附加值与消费黏性，实现从“单一门票”向“目的地生态”转型，目标打造长三角文旅融合标杆与全国智慧文旅样板。

3.2 客流增长带动景区各项业务稳中有增

3.2.1 文旅+IP+科技，赋能传统业务升级

绝美景色和人文色彩铸就公司发展基石。公司经营黄山景区、太平湖景区及花山谜窟景区，为黄山旅游游客提供景区观光和休闲度假服务。黄山是世界文化与自然遗产、世界地质公园，是国家级风景名胜区、全国文明风景旅游区、国家 5A 级旅游景区，与长江、长城、黄河同为中华壮丽山河和灿烂文化的杰出代表，被世人誉为“人间仙境”、“天下第一奇山”，素以奇松、怪石、云海、温泉、冬雪“五绝”著称于世。黄山雄踞于安徽南部黄山市境内，山境南北长约 40 千米，东西宽约 30 千米，总面积约 1200 平方千米。公司紧紧围绕“山水村窟”战略，不断加大黄山市核心景区资源的整合力度，目前已基本完成战略布局。公司与黄山管委会于 2023 年 7 月续签关联交易协议，门票收入分成前扣除相关成本并提取资源保护费后，双方各分配 50%门票收入，同时按所分配的收入总额按章纳税。

图 22：黄山景区（奇松）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 23：黄山景区（云海）



资料来源：公司官网，申万宏源研究

“旅游+新零售”迎合消费升级，合作创新撬动体验经济。2018 年公司成立黄山华胥氏文创公司（系公司和北京华胥氏公司共同组建，公司持股 51%），打造黄山专属文创产品，打造景区零售业态新标杆。2019 年 7 月“黄山好礼”景区新零售门店启动，打造旅游

新零售模式样板，并荣获 2021C 盘点：爆款文创优秀品牌。公司利用黄山品牌聚合合力及每年 300 万的游客流量以旅游+新零售为项目基层，通过 IT 系统实现线下门店、酒店及线上商城串联互通，将客流、物流通过信息流转化为现金流。目前文创产品种类超过 300 个，开设线下主题店 15 家及多个自动零售柜，且每家都有自己的主题和专属产品，多家店铺市场日均转化率高达 40%，市场反馈良好。据抖音生活统计，24 年春节期间，黄山市有超过 2 万个文旅产品上线销售，完成交易 1.45 亿元，同比增长 91%，高于全国平均增长 55 个百分点。

图 24：黄山好礼新安画派系列



资料来源：黄山好礼微信公众号，申万宏源研究

图 25：黄山好礼五福迎客系列



资料来源：黄山好礼微信公众号，申万宏源研究

黄山旅游景区业务经历门票政策冲击和新景区起步困境，但改善举措并行、发展潜力可期。2018 年为响应国家发改委提出的“降低重点国有景区门票价格”政策，黄山风景区旺季门票由每人 230 元降至每人 190 元，导致收入下滑，23 年每周三免票政策推行，免票人群增加，自 24 年三季度开始，公司将免票制度改为每周三限量 5000 份免票额度，并且计划将进行更加精准人群免票政策，预计 25 年景区业务营收将显著提升。花山谜窟与太平湖景区尚处发展初期，效益未显仍在亏损。**我们认为，凭借黄山优质旅游资源的吸引力，以及公司在景区运营与开发上的经验积累，随着免票制度更加完善和精准、新景区逐步成熟、运营管理优化与游客消费提升，其盈利能力有望增强，毛利率也将随之回升，重新步入稳健增长轨道。**

图 26：2024 年营业收入恢复至 19 年 120.19%



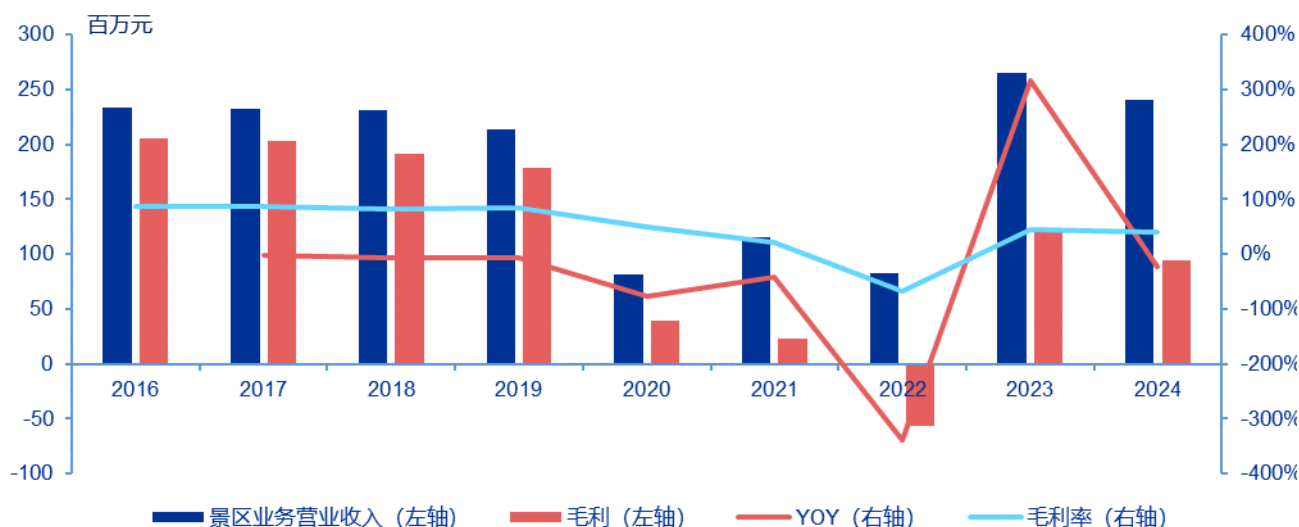
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 27：2024 年黄山景区接待客流 492.24 万人次



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 28：景区业务营业收入、毛利及毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

黄山旅游合资破局，实现日游山景、夜赏徽秀全时段旅游转型。黄山旅游通过合资模式深化文旅演艺布局，2024 年与浙秀演艺集团成立黄山浙秀文旅演艺有限公司（黄山旅游占比 49%）。打造《徽秀》大型实景演艺，填补黄山市区大型演艺空白。项目以徽州文化为核心，整合全息 LED、5D 影院及洪水车台等科技手段，推出《轩辕》《徽班进京》等六大幕，构建“演艺+夜游+衍生消费”一体化场景，与黄山风景区形成“日游山景、夜赏徽秀”的互补格局，实现从传统观光到全时段、互动体验式旅游的文旅转型融合典范。

黄山借力影视 IP 与跨界营销加速文旅破圈与品牌年轻化，输出黄山形象与文化。2024 年，公司与万达合拍《海底小纵队·中国之旅 2》“黄山探险”篇章，实现收视口碑双丰收，金鹰卡通首播夺全国同时段青少年节目榜首，多平台曝光量达 37.45 亿，以奇幻冒险展现黄山自然与徽文化魅力。携手《凡人修仙传》开展“不凡攀登”主题联动，主角韩立担任登山大使，使 IP 和场景紧密结合，文旅和动画相辅相成。联合麦芽传媒拍摄的微短剧《铁拳无敌杨芊芊》24 年 9 月正式在抖音、快手、B 站等平台上线，上线 15 天单集最高播放量为 5.9w，相关话题 12.94 亿+曝光，全网综合曝光 20 亿+。2025 年 3 月推出的“指尖上的黄山”跨界联名活动，融合时尚美业打造文旅消费新场景。同时，通过非遗展演、音乐节、时装秀等形式破圈，以线上影视剧、小说等，线下多元活动为抓手，持续向外输出黄山形象与文化，持续塑造年轻态品牌形象，推动“流量”向“留量”转化。

图 29：徽秀·黄山演艺城中感受独特的徽州风情

图 30：黄山借力影视实现文旅破圈



资料来源：安徽财经网、黄山市文化和旅游局、申万宏源研究



资料来源：中国日报中文网、公司官网、申万宏源研究

索道历史悠久、知名度高，成就主营业务常青树。黄山索道是国内较早建设投入运营的客运索道之一，自 1986 年先后建成云谷索道、太平索道、玉屏索道和西海观光缆车，主要提供客运观光服务，从交通运输功能延展到休闲体验游览功能。旗下索道均为 5S 等级索道和安全生产标准化一级单位，是游客来黄山旅游观光的优选体验工具。

索道缆车串联景区互通，奠定可持续发展交通保障。玉屏索道主要解决前山交通瓶颈问题，为游客观赏迎客松、前后山游客双向对流提供了便利。太平索道则打开了黄山北大门，畅通了“两山一湖”（黄山、九华山、太平湖）黄金旅游线，为丰富黄山旅游线路奠定了基础，同时太平索道还在承担大宗物资运送、垃圾运输的职责。西海观光缆车建成后，黄山西海大峡谷景区以观光缆车为中心的多条全新的游览线路逐步形成，有效缓解旅游压力，提高了游客的舒适度和满意度。

表 6：黄山索道及缆车

索道名称	全程长度 (米)	索道高差 (米)	运行速度 (米/秒)	单向运量 (人/小时)	票价 (元/张)		公司持股比例
					平、旺季	冬季	
云谷索道	2666	775	6	2000	80	65	100%
玉屏索道	2600	871	6	2400	90	75	80%
太平索道	3709	1014	10	600	80	65	70%
西海峡谷缆车	892	497	8	800	100	80	100%

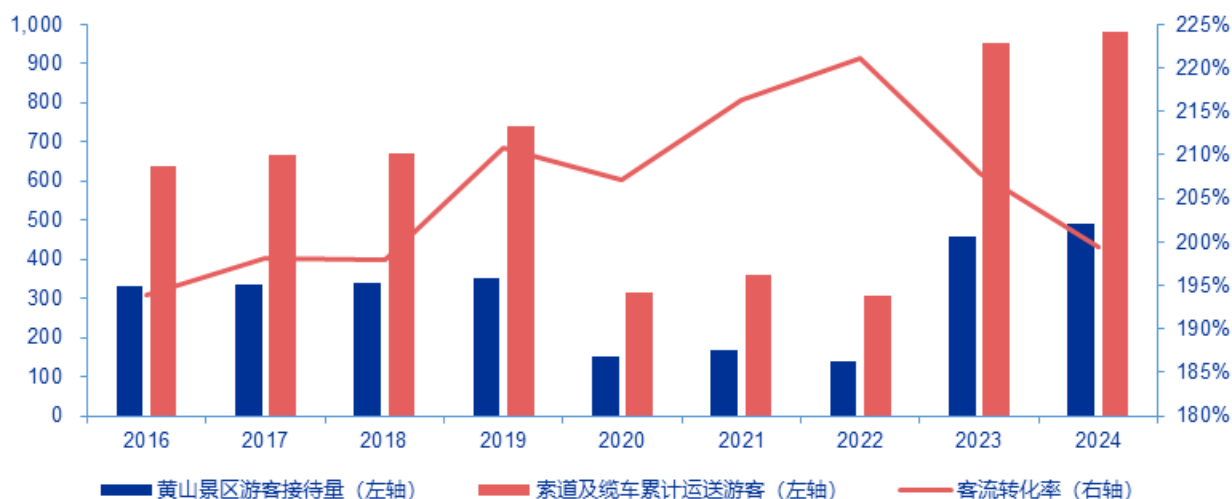
资料来源：公司官网，黄山风景区管理委员会，申万宏源研究

索道核心技术处于业内领先地位，持续向外输出技术。公司索道的安全管理、设备维护、服务质量均处于全国一流水平，先后参与了索道行业相关国家法规、标准及各类技术手册的编写和索道行业课题研究。公司接受了张家界、八达岭、九华山等在内的百余家索道企业的参观学习，并对三十余家索道单位进行培训，成为中国索道行业输出技术的行业典范。同时成功对江西灵山索道、上海世博会、浙江龙游六春湖索道和北京冬奥会滑雪索道等实施了品牌、技术及管理输出。2008 年在全国首批“5S”索道评选中，黄山三条索道全部入选（全国仅四条索道入选），凭借先进的硬件设备、先进的管理理念、优质的服务体验成为中国索道界当之无愧的“领头羊”，在此之后中国客运索道安全服务质量评定标准基本沿用“黄山索道标准”。公司积极推动“走下山，走出去”“二次创业”发展战略，推进传统优势索道业务横向扩张，利用人才优势、技术优势、品牌优势，加快实施管理、技术、品牌输出。公司先后输出长春净月潭索道、灵山左溪索道和王莽岭景区索道，积极储备和对接景区和索道拓展项目，年初，黄山旅游五大体系改革全面落地，组织架构

上新增投资二部（负责景区和索道对外拓展）和索道事业部，宣告黄山索道正式步入新的发展历程。

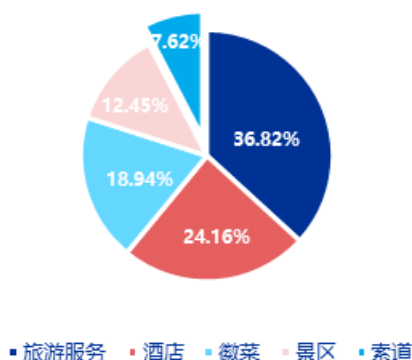
黄山索道高运量高客流转化率创造巨大营收，高毛利成盈利支柱。黄山海拔较高，山势陡峭，徒步登山需耗时八小时以上，且对体能要求高，索道登山用时不到 10 分钟，较大程度改善了游客的登山体验，在游客群体中有着较高的知名度。同时黄山精华景点大多集中在山顶，索道在为数不多上山的交通方式中占有绝对地位，因此索道乘索率较高。在黄山自然资源禀赋优势下，借助黄山客流，索道及缆车热度持续提升，2024 索道及缆车累计运送游客 981.49 万人次，同比增长 3.25%，较 2019 年增长 33.00%，实现营收 7.18 亿元，同比增长 2.55%，营业成本 0.89 亿元，仅占主营业务成本的 7.62%，实现毛利 6.28 亿元，毛利率恢复至 87.56%，索道及缆车业务毛利占公司整体毛利的 62.84%，索道及缆车业务高利润带动公司盈利能力提升。

图 31：黄山索道及缆车运输客流量转化率在 200%上下波动



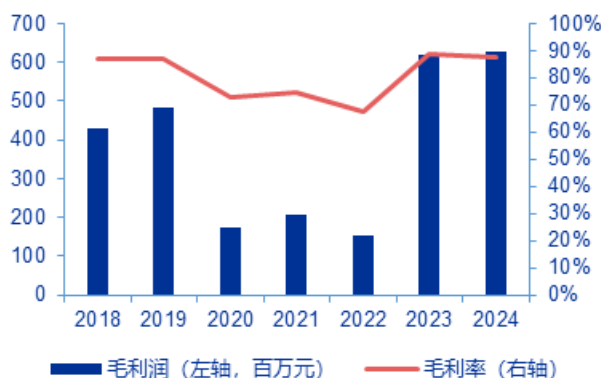
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 32：2024 年索道业务营业成本占比 7.62%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 33：24 年黄山索道业务毛利率恢复至 87.56%



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2.2 太平湖拓度假版图，花山谜窟具备增长潜力

太平湖景区是国家 4A 级景区，首批国家水利风景区，资源禀赋出众，地理位置优越，被誉为“黄山情侣”、“东方日内瓦湖”，是安徽省实施“两山一湖”（黄山、九华山、太平湖）旅游发展战略的重要内容。太平湖风光以水取胜，以生态见优，以岛称雄，以石入奇，是安徽省发展潜力较高的高山峡谷型人工湖泊。景区总面积 312.9 平方公里，其中水域面积 88.6 平方公里。现太平湖由太平湖风景区管理委员会管辖，景区旅游业主要由黄山太平湖文化旅游有限公司经营，经营范围包括：旅游接待服务，景区门票，客运，旅游项目建设，景点开发，水上运动，赛事活动，房地产及酒店开发经营等。**太平湖地处黄山与九华山之间，高铁昌景黄线、池黄线串联周边景区，提升长三角客群可达性，太平湖景区客流渗透率有望持续提升。**

图 34：太平湖景区



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 35：太平湖景区



资料来源：黄山旅游微信公众号，申万宏源研究

多轮收购谋发展，多项改造促升级。2018 年 6 月，黄山旅游受让黄山市国资委持有的**太平湖文旅 56%股权，作价 1.12 亿人民币**。2020 年公司与关联方黄山赛富旅游文化产业发展基金共同联合黄山市黄山区国有资产运营有限公司三方同比例对太平湖文旅公司进行增资，其中，公司出资 5065 万元，增资后持股比例为 50.96%。2023 年，公司收购黄山赛富基金持有的 9%股权后，公司持股黄山太平湖文化旅游有限公司股权比例从 50.96%增加至 59.96%，成为绝对控股股东，增强对太平湖景区规划、运营的管控权。根据 2023 年公司财报，公司对太平湖的平湖假日酒店改造项目（太平湖漫心府）投资额从 3500 万元增至 5000 万元，新增客房 163 间及配套餐饮，公司积极顺应旅游行业发展趋势，在对旅游市场变化研判和客户需求升级分析的基础上，不断对太平湖旅游目的地进行改造升级。

花山谜窟景区巧妙结合自然与科技，为游客提供日游和夜游的多样体验。花山谜窟景区是国家 4A 级景区，毗邻黄山市中心城区，是以新安江为纽带，集青山、绿水、田园景致、千年谜窟、摩崖石刻等自然景观和人文景观之大成的综合景区。花山世界·花山谜窟于 2021 年 9 月全新开园，升级为集主题化、休闲化、科技化于一体的沉浸式主题乐园。园区以石窟为基底，以谜文化为核心，通过科技赋能，打造成兼具日游和夜游的全天候主题乐园，现有花山谜柱、探谜现场、幻光石窟、悬湖飞瀑、山湖谜踪、天空栈道等必游打卡点。

表：花山世界·花山谜窟园区主要景点

景点	简介	示意图
花山广场	花山广场设计以梵高的画作——《星空》为原型，总面积达 2.3 万平方米，相当于 3 个足球场大小。为方便游客游览体验，广场设置了停车场、游客中心、喷泉、花山谜柱等设施。	
临江谜径	临江谜径全长 760 米，毗邻新安江，沿途通过光影技术与现实景观的融合，呈现动态、梦幻的美妙场景，包含有石上瀑、花仔小屋、石生花、幻光森林、石中语等，将带游客共赴一场来自魔法森林里的灯光盛宴。	
迷窟山谷	迷窟山谷是园区的核心资源，被誉为“世界第九大奇观”的千年迷窟——幻光石窟与“探秘现场”，集休闲观光、沉浸式互动体验；于一体刻有“神工鬼斧”和“天下奇观、千古之谜”的摩崖石刻、水晶花丛熠熠生辉；生命树枝繁叶茂、四季常青，为游客带来互动体验。	
神画山湖	神画山湖由彩虹栈道、山湖谜踪、花山喊泉组成。小径幽幽，翠柏挺立；湖水粼粼，天鹅缱绻。入夜，水舞光影，秀花山四季，演花山传奇。	

资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2.3 酒店布局山上山下，徽菜驱动品牌外延

酒店品类多样，满足不同消费需求。公司旗下共运营酒店 15 家，黄山景区内共 9 家酒店，其中 5 星级酒店 1 家，4 星级酒店 6 家，还有 2 家“雲麓”品牌高山精品山宿；黄山景区外共 6 家酒店。公司酒店类型分为中端、高端、豪华、轻奢四种类型，覆盖多种消费群体，满足不同消费需求，为游客提供了更多样化的选择。

黄山景区酒店由于便于观赏日出云海和晚霞日落，且能满足大量游客的多日度假需求，节省上下山换乘交通车的时间，故入住率和价格均较高。高端酒店配套服务完善，迎合深度度假游趋势。黄山景区内的高端酒店硬件设施齐全，品牌丰富。“雲麓”品牌下的高山精品山宿雲亼·曙光里和雲亼·狮林崖舍，以及超中端生活方式主题酒店雲野·排云型旅酒店，推出网红 360°景观大露台、雲酒吧、雲 SPA、雲部落格等满足深度体验需求的产品，迎合休闲度假游需求。同时提供好雲亼生活管家、小狮子摄影管家、小野户外管家等，为度假家庭游客提供亲情化、个性化的管家服务。随着度假游市场的不断升温，高端酒店的综合服务优势将进一步凸显。**“走下山、走出去”+“对外输出管理”战略，向外拓展品牌影响力。**公司发布“雲麓”酒店品牌，酒店品牌进入全面保护、开发、使用阶段。黄山旅游云麓酒店管理公司与安徽墨韵华度酒店管理有限公司签约，约定云麓酒管公司以“雲亼”品牌全委托管理黄山舍得墨韵酒店。公司与华住集团实行战略合作，以平湖假日酒店项目为试点积极打造信息化、智能化的基础设施建设，以数字化手段优化住客的全场景体验，提高精细化管理水平。**我们认为，黄山旅游通过全域流量策略带动山下酒店及景区发展，山**

上酒店凭借资源稀缺性，未来优化酒店矩阵，满足不同层次游客的需求，实现山上山下协同增长，盈利潜力大。

表 8：黄山风景区、黄山市区、太平湖景区酒店情况一览

分类	酒店名称	星级	开业年份	装修改造年份	位置	简介
黄山景区 商圈	黄山北海宾馆 (升级改造中)	4	1985	2022	北海景区狮子峰旁近 离云谷索道	“人文旅居、国宾尊崇”
	黄山狮林大酒店	4	1998	2014	北海景区	摄影文化主题酒店
	黄山云海饭店	5	2013	2016	西海风景区	景区商务度假酒店
	黄山排云型旅酒店	4	2021	2021	西海景区丹霞峰下	兼具运动健康、艺术人文、亲子潮玩 多种生活可能性的生活方式
	黄山白云宾馆	4	1997	2015	天海景区内	年轻社群旅行生活方式
	玉屏楼宾馆	4	1955	2015	玉屏景区迎客松旁	悬崖楼阁、修禅论道
	雲·曙光里	-	2019	2019	北海景区	高山院落、祈福圣地
	雲·狮林崖舍	-	2023	2023	北海景区狮子峰旁	悬崖山舍、自然裸心
	汤泉大酒店 (升级改造中)	4	2008	2017	汤口镇	以自然、疗愈为内容的康养度假
黄山市区 商圈	黄山昱城皇冠假日酒店	5	2012	2012	屯溪区徽州大道 1 号	豪华城市商务度假；黄山市首家引进 国际高端酒店管理品牌的休闲度假 与会议酒店
	黄山国际大酒店	5	1995	2010	屯溪区华山路 31 号	城市商务度假
	黄山崇德楼酒店	4	2018	2019	屯溪区黎阳镇学院路 1-1 号	政务产品系统服务
	黄山旅游 CBD 酒店	-	在建	-	-	城市地标新潮度假
黄山区 商圈	轩辕国际大酒店	5	2008	2013	黄山区轩辕大道 1 号	疗愈、康养为内容的高端城市商务度 假酒店
太平湖 商圈	平湖假日酒店	-	2017	2022	黄山区平湖家苑 S16	华住漫心品牌下最大的滨湖休闲度 假酒店

资料来源：公司官网，携程，申万宏源研究

全国知名旅行社品牌，“二次创业”战略重要部署。旅行社业务主要由公司下属的全资子公司黄山迎客松旅行服务有限公司运营，业务涵盖国内旅游、入境旅游、出境旅游、定制游、会展服务和疗休养等方面。黄山迎客松旅行服务有限公司下属的黄山市中国旅行社有限公司是安徽省旅行社协会会长单位，安徽省首批 5A 级旅行社，连续多年荣获“全国百强旅行社”。**顺应旅游消费复苏，旅行社业务营收回暖。**旅游消费复苏，出游热情不减，中短程旅游、景区游热度上升，公司积极响应旅游消费趋势转变，加大力度开发符合市场和消费者的精品旅行路线，提升服务品质，满足游客日益多元化、个性化的旅游需求，扩大旅行社业务营收利润。疫情三年毛利承压下降，23 年开始恢复，2024 旅行社业务营收达 4.75 亿元，同比增长 1.02%，恢复至 19 年的 103.67%。**我们认为，旅行社业务通过政策杠杆撬动专项市场，填补淡季缺口，线上线下联动开拓境外市场，包机航线助力入境游回暖，未来持续增长可期。**

图 36：24 年旅行社业务恢复至 19 年的 103.67%

图 37：旅行社业务毛利与毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

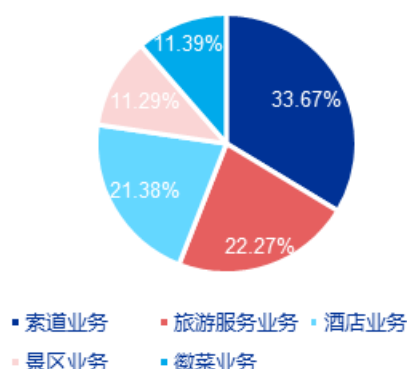
打造徽文化主题餐饮。自 2009 年 6 月成立以来，按照公司“一商、一路、一城”战略布局，在北京、上海、天津、安徽、浙江等地开设连锁经营门店 38 家，提供徽菜餐饮等服务。坚持“走下山、走出去”战略，实现徽菜餐饮向外扩张。公司充分依托景区知名度、徽菜餐饮等传统板块的优势地位，强力推进优势业务横向扩张。公司在黄山内外均设有多家徽菜餐厅，涵盖了不同档次和口味偏好，可满足不同消费群体的需求。公司还通过标准化管理和品质控制，确保了菜品的口味稳定性和服务质量，树立了良好的品牌形象。2021 年，公司在公司公告中首次将徽菜餐饮业务设立为独立的主营业务板块进行披露财务信息，如今徽菜餐饮板块成长预期良好，营收及毛利率正逐步提升。2024 徽菜餐饮业务营收 2.43 亿元，同比增长 1.42%，占主营业务收入的 11.39%，毛利率 8.62%，同比减少 7.56pct。我们认为，黄山旅游徽菜餐饮业务依托品牌与标准化运营，已逐步实现全国布局，虽新门店短期亏损，但成熟门店盈利提升，未来有望成为重要增长引擎，同时将门店流量转化为旅游流量，助力黄山旅游进一步增长。

图 38：徽菜餐饮业务营收、同比增速及毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 39：24 年徽菜餐饮业务营收占比 11.39%



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.3 东黄山国际度假区，开启综合消费转型新周期

东黄山国际休闲度假区坐落于黄山市黄山区谭家桥镇，是安徽省“两山一湖”黄金旅游线重要节点。度假区规划面积 18.7 平方公里，项目总投资 24.6 亿元，北京城建集团规划建设东黄山国际度假小镇，重点布局黄山东部景区开发，高端酒店群、会展经济、户外运动、徽文化主题街区及康养旅居社区建设，通过分流核心景区压力，激活黄山东部资源。

总体结构规划为“一轴一心四片”，围绕花海、中心湖景观布局住宅、商业、酒店等多元产品业态。我们认为，虽然上市公司暂未直接参与东黄山项目建设运营，但项目周边配套升级有助于延长游客停留时间和客单价，增强景区引流能力，带动黄山客流量、收入与知名度提升，助力景区竞争力升级。

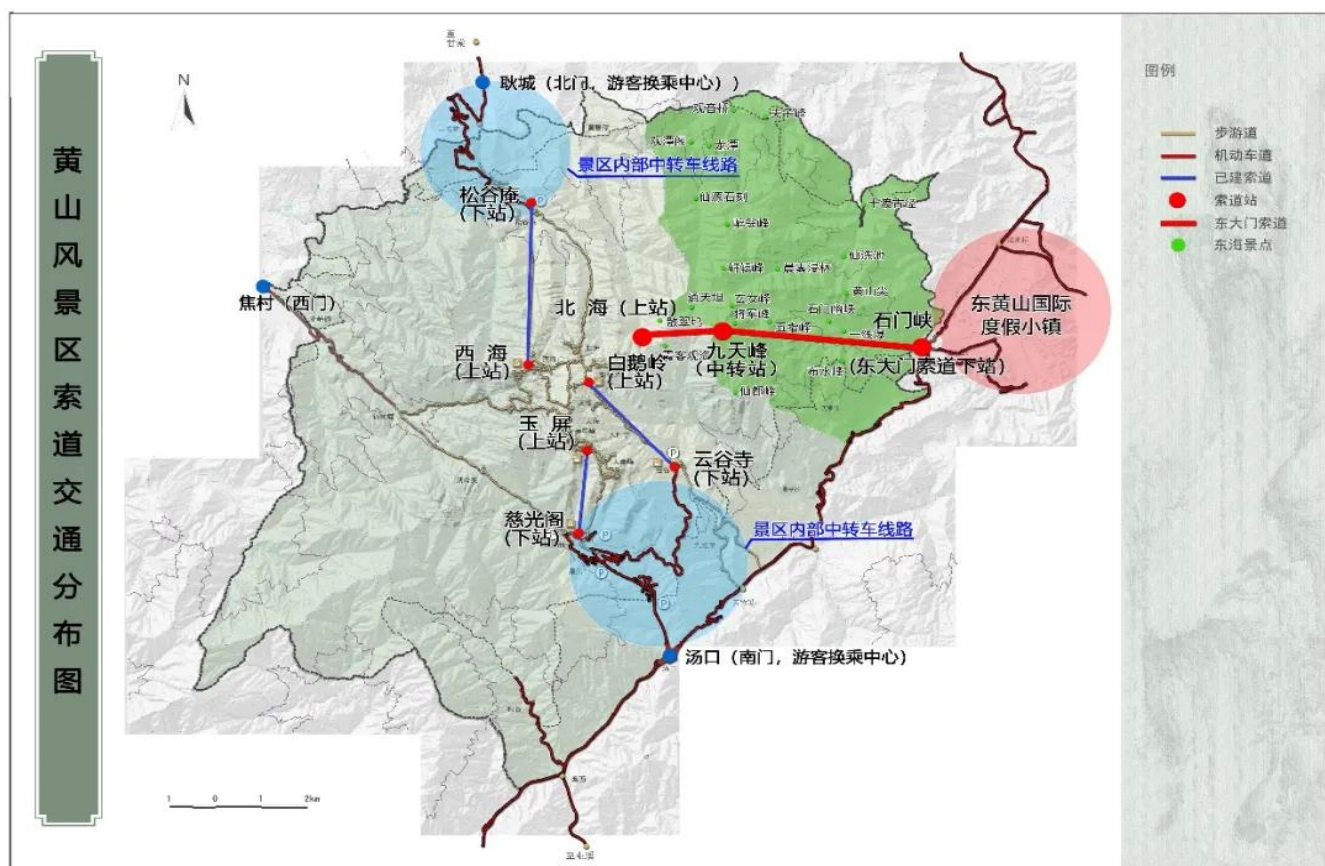
图 40：东黄山建设“效果图”加速变为“实景图”



资料来源：黄山发布，申万宏源研究

黄山东部景区扩容提质：“一索道一中心”两个项目是黄山东大门建设的引领性和关键性工程。1) 云谷索道下半段总长 6638 米，高差 1197 米，最大运量 2100 人/小时，项目总投资 7.6 亿元，建筑面积 1.2 万平方米，投入后将分流南大门客流，提升黄山景区东向可达性。2) 东大门游客服务中心，项目总投资 4 亿元，总建筑面积约 3.5 万平方米，室内装饰、室外及道路已完成所有施工内容的 90%，未来将成为黄山全新主要出入口和游客集散地，推动消费结构从门票向度假、康养、会展等多元业态延伸。《黄山风景名胜区东海景区详细规划(评审稿)》显示，东海景区规划面积约为 44.52 平方公里，共设置景点 61 个，将形成福固寺景群、石门峡景群两个景群，石门探幽景线、天游寻仙景线、林泉十渡景线三条景线。该项目旨在改变黄山景区目前“南堵、西空、东无、北闲”的现状，加快构建东部集散、南北对流的“四门洞开”协同发展格局，高效整合景区全域资源，显著增强客流容纳上限，以丰富游客的旅游动线选择。

图 41：黄山风景区索道交通分布图



资料来源：黄山发布，申万宏源研究

东黄山国际小镇建设：黄山旅游从门票经济向综合消费转型的战略性工程。

1) 高端酒店群由黄山建国饭店（首旅集团“建国”品牌）与建国熹上酒店（首旅集团“建国熹上”品牌）组成，总投资 8.9 亿元，总建筑面积 7 万平方米，融合徽派建筑元素与现代度假需求，打造环湖休闲度假目的地。两座酒店外立面已亮相，截至 25 年 4 月正在客房精装修阶段，预计 2025 年 6 月与云谷索道同步运营。

2) 会展经济是黄山新经济增长极，集会议、展览、餐饮、商务功能于一体的黄山国际会展中心总建筑面积约 2.1 万平方米，总投资约 3.0 亿元，计划 2025 年 6 月 30 日前完成交付运营，助力黄山东麓成为黄山区面向世界的高品质旅游集散“窗口”，成为黄山链接世界的会客厅。

3) 徽文化主题街区：悠悠湖文旅街区围绕悠悠湖建设，总面积 2.5 万平方米，含 90 公顷的水面、文化展示区、精品特色民宿、酒店、文化广场等，是东黄山国际小镇的首个文旅街区，于 2021 年 10 月 20 日开街，融合多种文化生活方式业态。悠鹄漫街地块作为小镇的门户印象区和核心配套服务区，秉持将徽派建筑文化、黄山自然文化的底蕴融入其中的理念，建设涵盖商业街区、精品民宿、精品酒店以及综合服务中心四大业态的山岳主题文化创意商业街区，建筑面积约为 9.4 万平方米，项目计划总投资 18.3 亿元，截至 2025 年初已完成主体建设。

4) 低空经济为东黄山旅游发展开辟全新赛道，2024 年 9 月，黄山市第一个低空旅游游览基地落户谭家桥镇，并于 9 月 30 日在悠悠湖文旅街区举办启航首飞，将黄山旅游从 City Walk 变身为 City Fly，未来将推出特色线路与多样产品。项目涵盖娱乐、研学和展会等，面向大众开展飞行体验等活动，还将建设培训学校、开发青少年低空产品等为黄山文旅注入新活力。

表 9：东黄山国际休闲度假区主要项目建设情况

项目名称	投资金额	建筑面积	预计交付时间	施工进度
国际小镇基	. 亿元	-	年 月完工验收	年 月竣工并投入运营

基础设施项目				
云谷索道下半段	7.6 亿元	1.2 万平方米	2025 年 6 月完工验收	截至 2024 年 11 月 15 日，索道上站中站主体工程完成 95%，下站完成 90%
东大门综合服务中心	4.0 亿元	3.5 万平方米	2025 年 6 月完工验收	截至 2025 年 3 月 25 日，项目已完成施工内容 90%
黄山国际会展中心	3.0 亿元	2.1 万平方米	2025 年 6 月 30 日前完成交付运营	截至 2025 年 4 月 2 日，黄山国际会展中心室内精装修工程基本完成，室外园林景观工程进入收尾阶段
高端酒店群	8.9 亿元	7.0 万平方米	2025 年 6 月达到试运营条件	截至 2025 年 4 月 2 日，黄山建国饭店和黄山建国慧上饭店主体结构施工完成，正在进行室内精装修设计建造
悠鹏漫街	18.3 亿元	9.4 万平方米	-	截至 2025 年 1 月 3 日，项目已完成主体建设
轻鹏逸品	7.9 亿元	5.9 万平方米	-	截至 2025 年 3 月 30 日，主体建设完成，外立面施工完成并已亮相，涂料工程施工完成 65%

资料来源：和美东黄山公众号，黄山市黄山区人民政府，申万宏源研究

图 42：东黄山部分主要项目效果图



资料来源：黄山国际度假小镇公众号，申万宏源研究

图 43：黄山迎客通航空游览项目



资料来源：黄山在线，申万宏源研究

4. 盈利预测及估值

关键假设：

- 1) 假设黄山进山客流以每年 5%左右增速增长，2025-2027 年进山游客数分别为 517/543/570 万人次。
- 2) 2025 年山上酒店由于地理位置优势较强，入住率维持在 75%左右，部分酒店入住率 80%+；2025 年山下酒店入住率在 40%-55%区间波动。
- 3) 假设北海宾馆预计 2025 年 9 月投入使用；黄山东大门索道由于工期以及实际运营结果存在不确定性，盈利预测中不予考虑。

基于以上假设，我们预计 25-27 年公司实现营业收入 21.08/23.13/24.01 亿元，实现归母净利润 3.74/4.02/4.28 亿元。

表 10：黄山旅游业务拆分及预测

E E E

酒店业务	营业收入	222	460	456	518	659	680
	yoy		107%	-1%	14%	27%	3%
	毛利润	5	184	173	215	277	289
	毛利率	2%	40%	38%	42%	42%	43%
索道及缆车业务	营业收入	227	700	718	765	803	843
	yoy		208%	3%	7%	5%	5%
	毛利润	154	619	628	644	675	709
	毛利率	68%	89%	88%	84%	84%	84%
景区业务	营业收入	82	265	240	299	316	333
	yoy		222%	-9%	24%	6%	6%
	毛利润	-56	122	95	128	129	139
	毛利率	-68%	46%	39%	43%	41%	42%
旅游服务业务	营业收入	212	470	475	475	475	475
	yoy		121%	1%	0%	0%	0%
	毛利润	17	43	44	42	43	43
	毛利率	8%	9%	9%	9%	9%	9%
徽菜业务	营业收入	130	239	243	252	261	270
	yoy		85%	1%	4%	4%	3%
	毛利润	18	39	21	38	39	41
	毛利率	14%	16%	9%	15%	15%	15%
内部抵消		-74	-204	-200	-200	-200	-200
总营业收入		800	1929	1931	2108	2313	2401
yoy			141%	0%	9%	10%	4%

资料来源：申万宏源研究

相对估值：考虑到公司主营业务分为酒店、索道、景区门票和餐饮几个板块，相对综合，我们选取九华旅游、祥源文旅、长白山、丽江股份作为可比公司。其中，九华旅游主营业务为索道、交通及山上山下酒店；祥源文旅的旅游景区业务中也包含门票、交通票、索道及酒店；长白山主营业务也分为酒店和交通业务；丽江股份主营业务中也主要分为索道运输、酒店经营、餐饮服务等，可比公司均为自然景区，且与黄山主营业务相近。2025-2027 年可比公司平均 PE 为 29/25/22 倍，我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 3.74/4.02/4.28 亿元，当前市值对应 25-27 年 PE 为 22/21/20 倍。给予公司 25 年可比公司平均 PE 29 倍，目标市值为 107 亿元，对应目标涨幅 28%，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值

2025/5/30				归母净利润				PE			
代码	简称	市值	收盘价	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603199.SH	九华旅游	40.8	36.8	186	212	236	264	22	19	17	15
600576.SH	祥源文旅	107.2	10.2	147	372	426	480	73	29	25	22
603099.SH	长白山	87.1	32.7	144	187	225	262	60	46	39	33
002033.SZ	丽江股份	46.7	8.5	211	233	255	282	22	20	18	17
行业平均								44	29	25	22
600054.SH	黄山旅游	83.5	11.5	315	374	402	428	27	22	21	20

资料来源：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期，申万宏源研究

5. 风险提示

1、客流增长不及预期：公司收紧免票比例以期提高客单价，但不排除进山游客数量受到免票比例影响。

2、项目投资风险：随着旅游行业的不断发展，各地的新景区、新景点不断涌现，旅游产品和旅游业态不断创新，但在项目实施及运营过程中受到宏观环境、行业发展及市场变化等多方面不确定因素的影响，可能存在项目投资不达预期的风险。

3、收费标准变化风险：公司门票、索道等收费标准接受政府有关部门审批，在收费标准调整方面存在一定限制，一定程度上影响公司未来的经营状况。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,929	1,931	2,108	2,313	2,401
营业收入	1,929	1,931	2,108	2,313	2,401
营业总成本	1,313	1,408	1,598	1,746	1,796
营业成本	887	931	1,082	1,189	1,220
税金及附加	17	27	30	33	34
销售费用	52	61	67	68	71
管理费用	358	382	418	453	471
研发费用	1	3	3	4	4
财务费用	-1	3	-1	-2	-3
其他收益	14	10	10	10	10
投资收益	5	-2	-2	-2	-2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	21	-20	5	5	5
信用减值损失	0	1	14	0	-1
资产减值损失	-5	-4	1	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	651	508	539	581	618
营业外收支	-2	-1	-1	-1	-1
利润总额	649	506	539	580	617
所得税	193	166	135	145	155
净利润	456	340	404	434	462
少数股东损益	33	25	30	32	34
归母净利润	423	315	374	402	428

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	456	340	404	434	462
加：折旧摊销减值	216	218	257	322	324
财务费用	-4	1	-1	-2	-3
非经营损失	10	8	-4	-4	-4
营运资本变动	6	-98	-258	30	59
其它	39	51	0	0	0
经营活动现金流	723	522	399	782	838
资本开支	214	249	200	400	0
其它投资现金流	14	0	3	3	3
投资活动现金流	-200	-249	-196	-396	4
吸收投资	6	2	0	0	0
负债净变化	-6	-142	46	-41	10
支付股利、利息	58	192	95	112	121
其它融资现金流	-75	-101	1	2	3
融资活动现金流	-134	-433	-48	-151	-107
净现金流	389	-160	155	234	734

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,513	2,005	2,433	2,637	3,311
现金及等价物	1,967	1,812	1,967	2,201	2,935
应收款项	64	81	107	106	109
存货净额	453	48	296	267	204
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	28	63	63	63	63
长期投资	692	696	696	696	696
固定资产	1,779	2,232	2,170	2,259	1,947
无形资产及其他资产	671	799	788	777	765
资产总计	5,654	5,732	6,087	6,369	6,720
流动负债	637	517	563	522	532
短期借款	169	35	81	40	50
应付款项	359	369	369	369	369
其它流动负债	109	113	113	113	113
非流动负债	325	356	356	356	356
负债合计	963	873	919	878	888
股本	729	729	729	729	729
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	344	344	344	344	344
其他综合收益	10	35	35	35	35
盈余公积	376	374	374	374	374
未分配利润	3,028	3,175	3,455	3,745	4,052
少数股东权益	205	202	232	264	298
股东权益	4,692	4,859	5,168	5,490	5,832
负债和股东权益合计	5,654	5,732	6,087	6,369	6,720

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.58	0.43	0.51	0.55	0.59
每股经营现金流	0.99	0.72	0.55	1.07	1.15
每股红利	0.21	0.17	0.13	0.15	0.17
每股净资产	6.15	6.39	6.77	7.17	7.59
关键运营指标(%)					
ROIC	16.8	11.7	12.9	13.7	16.5
ROE	9.4	6.8	7.6	7.7	7.7
毛利率	54.0	51.8	48.7	48.6	49.2
EBITDA Margin	44.5	37.5	38.5	38.9	39.0
EBIT Margin	33.6	26.4	25.5	25.0	25.5
营业总收入同比增长	141.2	0.1	9.2	9.7	3.8
归母净利润同比增长	-	-25.5	18.7	7.5	6.4
资产负债率	17.0	15.2	15.1	13.8	13.2
净资产周转率	0.43	0.41	0.43	0.44	0.43
总资产周转率	0.34	0.34	0.35	0.36	0.36
有效税率	30.0	32.7	25.0	25.0	25.0
股息率	1.8	1.5	1.1	1.3	1.4
估值指标(倍)					
P/E	19.8	26.5	22.3	20.8	19.5
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/Sale	4.7	4.6	4.3	3.9	3.8
EV/EBITDA	10.6	12.4	11.1	10.0	9.7
股本	729	729	729	729	729

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。