

九华旅游（603199）

佛教名山禀赋稀缺，扩容打造区域文旅综合体

买入（首次）

2025 年 08 月 06 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

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	723.64	764.44	849.37	928.62	1,007.85
同比（%）	117.94	5.64	11.11	9.33	8.53
归母净利润（百万元）	174.66	186.01	217.09	243.38	267.37
同比（%）	1,374.94	6.50	16.71	12.11	9.86
EPS-最新摊薄（元/股）	1.58	1.68	1.96	2.20	2.42
P/E（现价&最新摊薄）	22.65	21.27	18.23	16.26	14.80

投资要点

■ **立足九华山核心景区，打造区域旅游综合体：**公司成立于 2000 年 12 月，地处安徽省池州市九华山风景区，公司依托九华山景区从事景区交通、酒店和旅行社等业。2024 年公司营业收入达 7.64 亿元，其中酒店/索道缆车/客运交通/旅行社业务占比分别为 31%/38%/21%/8%。公司背靠池州市国资布局多元业务，建设区域旅游综合体，大股东拟参与定增，募资 5 亿元用于项目建设。

■ **旅游出行景气延续，寺庙游客群年轻化：**1) 旅游出行持续高景气，政策助力释放消费潜力。2025 年上半年国内出游人次/游客出游总花费同比分别+20.6%/15.2%，我们预计未来旅游人次将在高基数下持续稳健增长。消费政策频出，有望助力释放文旅消费潜力。2) 寺庙旅游游客群年轻化，情绪经济促文化消费。过去几年“寺庙”在社交平台上的搜索指数维持高位，携程订单数据显示，预订寺庙景区门票的人群中 90 后、00 后占比接近 50%，寺庙游客群年轻化。寺庙文旅配套文化消费和数字衍生服务等，是情绪经济的重要消费方式。

■ **背靠稀缺资源，交通改善&新增项目释放弹性：**1) 资源：佛教名山禀赋稀缺，需求刚性客流稳健。九华山是中国佛教四大名山之一，自然景观和佛教文化兼具，公司有景区内索道缆车和客运的独家运营权，需求相对刚性。2) 扩容：新项目提升接待能力，多元化实现转型发展。索道缆车方面，公司拟投入 3.26 亿元建设狮子峰索道项目，预计建成使用后平均年营收/税后利润 1.11/0.37 亿元，拟投资 1.3 亿元用于百岁宫缆车改造项目；酒店方面，公司拟投入 1.31/0.52 亿元用于聚龙大酒店和中心大酒店北楼改造项目，分别新增年税后利润 734.7/223.5 万元，另计划新建狮子峰景区云波闲居项目和改造五溪山色大酒店。公司积极布局“九华健康素食”等餐饮品牌，拓展农产品、文创产品和旅游产品等多业务协同的盈利空间；公司拟收购九华山周边外部资产，建设区域旅游综合体。3) 交通：外部交通持续改善，有望带动客流增长。池黄高铁通车后吸引长三角地区和中南部地区客群，公路网持续改善，九华山机场改扩建完成后航线增加，外部交通持续改善有望带动客流增长。

■ **盈利预测与投资评级：**九华旅游背靠兼具佛教文化和自然风光的九华山景区，核心业务随客流稳健增长，持续布局新增项目提高接待能力，外部交通改善促进客流提升，释放公司中长期业绩弹性。不考虑定增项目影响，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 2.2/2.4/2.7 亿元，对应 PE 为 18/16/15 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**旅游热点变化，新项目建设和爬坡不及预期和自然灾害及恶劣天气等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.75
一年最低/最高价	31.20/42.30
市净率(倍)	2.50
流通 A 股市值(百万元)	3,956.81
总市值(百万元)	3,956.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.30
资产负债率(% ,LF)	14.24
总股本(百万股)	110.68
流通 A 股(百万股)	110.68

相关研究

内容目录

1. 公司概况：立足九华山核心景区，打造区域旅游综合体	5
1.1. 发展历程：背靠九华山风景区，多业务协同发展	5
1.2. 业务模式：交通和酒店业务贡献营收	6
1.3. 股权结构：实控权重回池州市国资，大股东拟参与定增募资	10
2. 旅游出行景气延续，寺庙游客群年轻化	12
2.1. 旅游出行持续高景气，政策助力释放消费潜力	12
2.2. 寺庙旅游客群年轻化，情绪经济促文化消费	13
3. 公司看点：背靠稀缺资源，交通改善&新增项目释放弹性	14
3.1. 资源：佛教名山禀赋稀缺，需求刚性客流稳健	14
3.2. 扩容：新项目提升接待能力，多元化实现转型发展	15
3.3. 交通：外部交通持续改善，有望带动客流增长	19
4. 财务分析	19
5. 盈利预测与投资建议	21
5.1. 盈利预测	21
5.2. 投资建议	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1:	九华山风景区导游图.....	5
图 2:	九华旅游发展历程.....	6
图 3:	公司营收拆分（亿元）.....	7
图 4:	公司毛利润拆分（亿元）.....	7
图 5:	客运业务收入及客运公司净利润（亿元）.....	8
图 6:	九华山景区交通车站点分布图.....	8
图 7:	旅行社业务营业收入与毛利率.....	10
图 8:	公司股权结构图（截至 2025 年 4 月 30 日）.....	10
图 9:	2024 年铁路民航单月客运量（亿人次）及 yoy.....	12
图 10:	2016-2024 及 2025H1 国内旅游人次及收入.....	12
图 11:	抖音关键词“寺庙”搜索量及用户年龄比例.....	13
图 12:	“上香青年”上榜十大热门旅行趋势.....	14
图 13:	2025 年消费者前往寺庙上香原因.....	14
图 14:	文化消费在旅游消费中的占比分布.....	14
图 15:	九华山千年古刹月身殿.....	15
图 16:	九华山天台景区.....	15
图 17:	2018-2024 年九华山景区客流量及 yoy.....	15
图 18:	九华山交通换乘中心.....	16
图 19:	九华山立体停车楼.....	16
图 20:	公司客运车辆数（辆）.....	16
图 21:	狮子峰客运索道项目效果图.....	17
图 22:	狮子峰景区实景图.....	17
图 23:	酒店改造前后入住率.....	17
图 24:	酒店改造前后房价（元）.....	17
图 25:	微信小程序可直接预定门票及酒店.....	18
图 26:	九华山健康素食餐厅套餐.....	18
图 27:	石台秋浦河文旅综合体项目效果图.....	18
图 28:	石台旅游营收及净利润（单位：万元）.....	18
图 29:	池黄高铁线路走向示意图.....	19
图 30:	公司营业收入及 yoy.....	20
图 31:	公司整体和分业务毛利率.....	20
图 32:	公司期间费用率.....	20
图 33:	公司归母净利润及归母净利率.....	21
表 1:	索道缆车信息及图示.....	7
表 2:	公司酒店信息一览.....	8
表 3:	定增募集资金使用计划.....	11
表 4:	公司董事和主要管理层介绍.....	11
表 5:	2023 年以来中央出台的文旅相关政策梳理.....	12
表 6:	九华旅游 2025-2027 年收入预测.....	21
表 7:	九华旅游 2025-2027 年毛利率和费用率预测.....	22

表 8: 九华旅游 2025-2027 年营收和归母净利润预测 22

表 9: 九华旅游可比公司估值（截至 2025 年 8 月 5 日） 23

1. 公司概况：立足九华山核心景区，打造区域旅游综合体

1.1. 发展历程：背靠九华山风景区，多业务协同发展

依托佛教名山九华山，全产业链打造本地龙头企业。公司成立于2000年12月，地处安徽池州市九华山国家5A级风景区，九华山与五台山、普陀山和峨眉山并称为中国佛教四大名山。公司依托九华山景区，从事索道缆车、客运交通、酒店和旅行社等业务，布局多元化产业链，推动建设区域旅游综合体。2024年九华山风景区接待游客超1000万人次，公司营业收入达7.64亿元。

图1：九华山风景区导游图



数据来源：九华山风景区管委会，东吴证券研究所

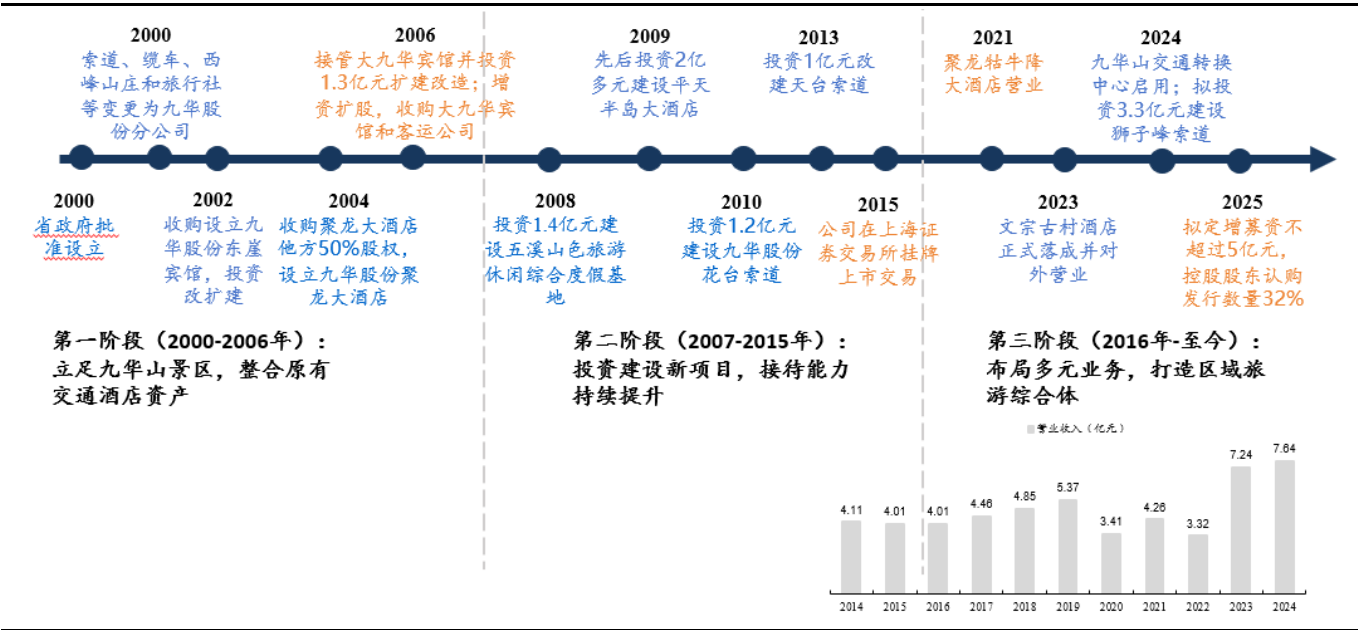
从发展历程看，公司从成立至今可以划分为以下三个阶段：

第一阶段（2000-2006年）：立足九华山景区，整合原有交通酒店资产。公司于2000年由安徽省政府批准设立。2021年，索道、百岁宫缆车、青阳西峰山庄、九华山中国旅行社等变更为九华股份分公司。2002年公司收购设立九华股份东崖宾馆并先后投资1.5亿进行扩建。2004年公司收购聚龙大酒店他方50%股权，设立九华股份聚龙大酒店。2006年公司接管大九华宾馆并先后投资1.3亿元进行改造。2006年公司增资扩股3300万股，募集资金9867万元，收购集团公司大九华宾馆和客运整体项目。

第二阶段（2007-2015年）：投资建设新项目，接待能力持续提升。2008年公司投资1.4亿元建设五溪山色旅游休闲综合度假基地；2009年公司投资2亿元建设平天半岛大酒店；2010年公司投资1.2亿元建设九华股份花台索道；2013年公司投资约1亿元改建天台索道。公司围绕九华山景区，持续新建交通和酒店项目。2015年3月26日，公司在上交所挂牌上市。

第三阶段（2016 年-至今）：多元业务推动转型发展，打造区域旅游综合体。2020 年文宗古村项目奠基开工，2023 年落成开业。2022 年投资 3.5 亿元建设九华山交通转换中心（汽车客运站）功能提升项目，于 2024 年落成。2024 年完成昭明九华府、九华山健康素食餐厅建设并开业运营，拓展餐饮品牌。2024 年公司拟投资 3.3 亿元建设狮子峰索道项目。2025 年 7 月，公司定增申请获上交所受理，将募资不超过 5 亿元。公司持续布局交通、酒店、餐饮和康养等业务，推动转型发展，打造区域旅游综合体。

图2：九华旅游发展历程

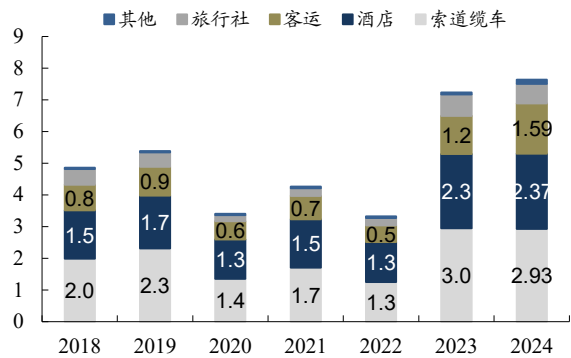


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：交通和酒店业务贡献营收

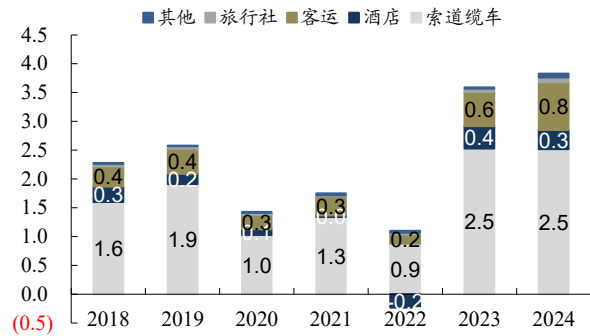
交通和酒店贡献主要收入和利润。公司以九华山景区为核心，经营酒店、索道缆车、客运和旅行社四大业务，2024 年营收为 7.64 亿元，同比+5.6%，其中酒店/索道缆车/客运/旅行社收入分别为 2.37/2.93/1.59/0.62 亿元，分别占比 31%/38%/21%/8%，景区交通（包括索道缆车和客运）贡献约 6 成收入。2024 年公司毛利润为 3.84 亿元，酒店/索道缆车/客运/旅行社分别占比 9%/66%/22%/2%，景区交通贡献近 9 成毛利。

图3：公司营收拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司毛利润拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

索道缆车业务：需求相对刚需，第一大收入利润来源。公司拥有景区内天台索道、百岁宫缆车和花台索道三条索道缆车，三条索道的单项最大运量合计达到4360人/小时。三条索道直达核心景区，需求相对刚需，乘索率维持较高稳定水平，2024年公司索道缆车业务营收2.93亿元，同比-0.6%，毛利率86.0%，高毛利业务贡献稳定的收入、利润。

表1：索道缆车信息及图示

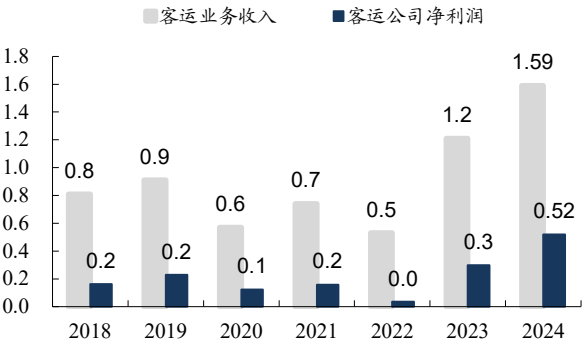
名称	运输地点	每小时单向运量（人）	单程价格（元）	图示
天台索道	凤凰松-天台景区古拜经台	2000	85	
百岁宫缆车	祇园寺-百岁宫	760	55	
花台索道	桥庵村方家村-花台景区	1600	85	

数据来源：公司官网，公司微信公众号，东吴证券研究所

旅游客运业务：景区客运专营权，提供游客运输交通服务。公司全资子公司九华山旅游客运公司成立于2002年，拥有景区内客运专营权，提供景区内外的旅游客运、车辆租赁和停车场经营等业务。截至2024年底，客运公司自有大巴车约150辆。2024年

九华山交通转换中心项目投入运营后，总计拥有 5192 个停车位，新增约 4000 个，满足自驾需求。2024 年公司客运业务营业收入为 1.59 亿元，同比+31%，毛利率 52.4%，同比+3.8pct；客运公司净利润 0.52 亿元，同比+73%。

图5：客运业务收入及客运公司净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：九华山景区交通站点分布图



数据来源：中国九华山微信公众号，东吴证券研究所

酒店业务：地处核心景区内部和周边，定位中高端市场。酒店业务围绕九华山景区建设布局，截至 2024 年底，公司经营九华山核心景区内的聚龙大酒店、东崖宾馆，景区周边的九华山中心大酒店、五溪山色大酒店，池州市区的平天半岛大酒店、大九华宾馆，青阳县城的西峰山庄，房间数总计近 1700 间，在九华山区域的中高端市场占据主导地位。2024 年酒店业务收入为 2.37 亿元，同比+1.1%，毛利率为 14.1%，同比-2.4pct。

表2：公司酒店信息一览

酒店名称	酒店位置	开业/装修时间	房间数	定位	价格(元)	图示
九华山聚龙大酒店	九华山核心景区内祇园寺对面	2010 年装修	231	中高端	1006	
九华山东崖宾馆	九华山核心景区内九华街	2018 年装修	254	中高端	1354	
九华山中心大酒店	九华山景区主入口游客转换中心旁	2009 年开业	196	中端	335	

西峰山庄	池州市青阳县城	2015 年装修	208	中高端	329
池州大九华宾馆	池州市百荷公园西畔	2023 年装修	276	中端	370
池州平天半岛大酒店	池州市平天湖风景区	2019 年装修	146	中高端	958
九华山五溪山色大酒店	九华山风景区北大门	2010 年开业	234	中端	383
九华山文宗古村酒店	池州市青阳县五溪山色度假区	2023 年开业	47	中高端	2099

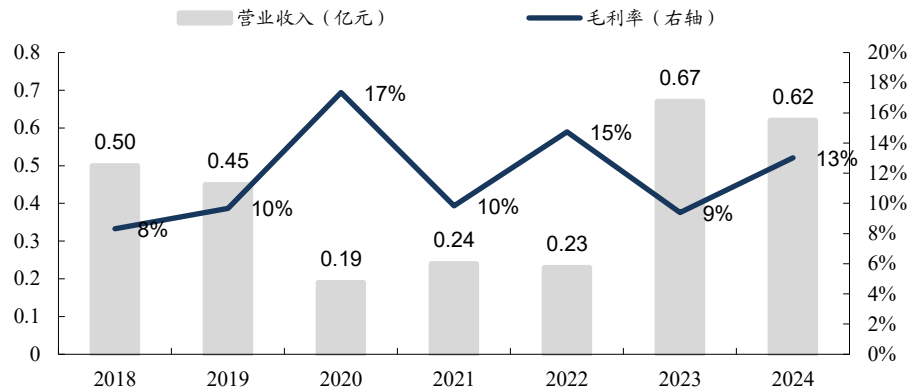


数据来源：携程，公司官网，东吴证券研究所

注：房价为酒店标准间房型价格，取价日期为 2025 年 6 月 13 日

旅行社业务：提供会议、团队和定制化旅游产品，在线旅游平台提供综合服务。公司拥有中国旅行社、中国国际旅行社、九之旅旅行社等六家旅行社，依托九华山及池州市区域旅游资源，重点开发会议、团队和定制化旅游产品，具有稳定客源和完善营销网络。同时旅游在线电子商务分公司自主运营微信公众平台和电商旗舰店。2024 年旅行社业务营业收入 0.62 亿元，同比-7.5%，毛利率为 13.0%。

图7：旅行社业务营业收入与毛利率

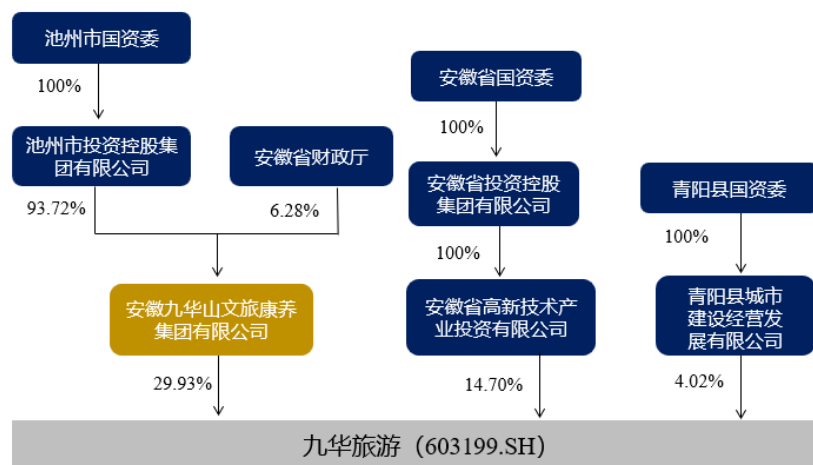


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 股权结构：实控权重回池州市国资，大股东拟参与定增募资

实控权重回池州市国资委，深化国有企业改革。公司成立后，文旅集团为公司控股股东，池州市国资委是实控人。2018年12月，文旅集团将其持有的1342.5万股股份对应的表决权委托给省投集团全资子公司省高新投行使，占总股本的12.13%；省投集团的另一全资子公司省创业投持有公司14.7%股权，公司实控人由池州市国资委变更为安徽省国资委。2023年7月，文旅集团解除省高新投行使的九华旅游12.13%股份的表决权委托，公司控股股东由省高新投变更为文旅集团，实控人变更为池州市国资委。

图8：公司股权结构图（截至2025年4月30日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

拟定增募资5亿元，大股东认购比例不低于32%。2025年5月公司发布定增预案，7月定增申请获上交所受理。公司拟向不超过35名特定投资者发行不超过3320万股股份，占总股本30%，其中控股股东文旅集团承诺现金认购不低于发行量32%的股份。若

全额发行，文旅集团持股比例将提升至 30.40%。此次定增募资总金额不超过 5 亿元，其中 2.6 亿元用于狮子峰索道项目，1.75 亿元用于聚龙大酒店和中心大酒店改造项目，0.65 亿元用于交通设备提升项目。公司测算项目投运后贡献年均税后利润增量共 9323 万元。

表3：定增募集资金使用计划

序号	项目	投资金额 (万元)	募资使用金 额(万元)
1	九华狮子峰景区客运索道项目	32607	2600
2	酒店升级改造项目	18232	17500
3	其中：九华山巨龙大酒店改造项目	13082	12500
4	九华山中心大酒店北楼客房升级改造项目	5150	5000
5	交通设备提升项目	6888	6500
合计		57727	50000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理层经验丰富，激励机制健全。公司主要管理层人员深耕旅游服务业多年，拥有丰富的行业从业经历，在酒店运营、交通运输、索道缆车、旅行社等业务领域均具备专业性人才。公司高管人员的考核激励约束机制健全，国企改革不断深化。

表4：公司董事和主要管理层介绍

姓名	职位	工作经历
高政权	董事长、董事	曾任池州铸造厂厂长，池州家用机床总厂副厂长，池州家用机床股份有限公司总经理，文旅集团副总裁，上市公司监事会主席等职务。现任文旅集团董事长、法定代表人，上市公司董事长，石台旅游董事长。
徐先炉	董事	曾任省投集团战略投资部副总经理、总经理等职务。现任省高新投党委书记、董事长，上市公司董事。
徐震	董事、总经理	曾任池州产业投资集团副总经理，池州国厚清通资产管理有限公司董事长、总经理，池州市九华国有资产运营有限公司法定代表人、执行董事、总经理，池州市银通担保公司董事等职务。现任上市公司董事、总经理。
张先进	副总经理，财务负责人，董事会秘书	曾任达西浦国际实业（安徽）有限公司会计，上海燕托计算机有限公司财务主管，上市公司财务部主管、聚龙大酒店财务部经理、公司采购部高级主管、公司财务部经理、财务总监。现任上市公司副总经理、董事会秘书、财务负责人。
汪涛	副总经理	曾任上市公司工程部主管，工程部高级主管，工程部经理，建设工程分公司副总经理。现任上市公司副总经理，建设工程分公司总经理。
何龙	副总经理	曾任浙江省温州市王朝大酒店市场总监、副总经理，上市公司聚龙大酒店总监、总经理，东崖宾馆总经理，西峰山庄总经理，平天半岛大酒店总经理。现任上市公司党委委员、副总经理。
胡明胜	副总经理	曾任公司索道分公司电气工程师、技术部经理、总监，花台索道分公司总监、副总经理，索道分公司副总经理，缆车分公司副总经理，公司副总工程师、总经济师。现任公司副总经理。
王俊	副总经理	曾任池州市财政局（国资委）党建办、企业科、办公室、国资运营监督科主要负责人。现任上市公司党委委员、副总经理。

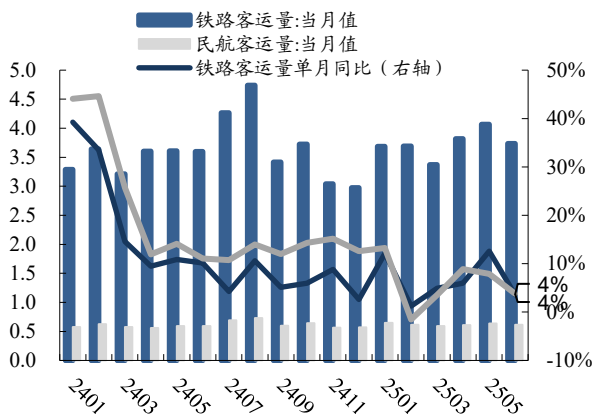
数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

2. 旅游出行景气延续，寺庙游客群年轻化

2.1. 旅游出行持续高景气，政策助力释放消费潜力

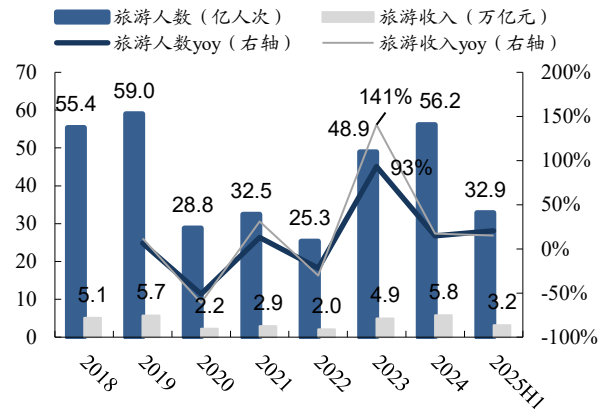
需求端：居民出行意愿强，旅游市场高景气。根据交通部数据，2024 年铁路/民航客运量同比分别增长 12%/18%，居民出行意愿高景气；2025 年上半年，铁路/民航客流量累计同比分别增长+6.7%/6.0%。据文旅部数据，2014-2019 年国内旅游人次 CAGR 为 11%；2024 年国内出游人次 56.15 亿，同比增长 15%，恢复至 2019 年同期的 93%，国内游客出游总花费 5.75 万亿元，同比增长 17%，恢复 2019 年同期 101%；2025 年上半年国内出游人次/游客出游总花费同比分别+20.6%/15.2%。我们预计未来国内旅游人次将在高基数下持续稳健增长。

图9：2024 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10：2016-2024 及 2025H1 国内旅游人次及收入



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

消费政策频出，有望助力释放文旅消费潜力。2023 年起，中央陆续出台各项促消费和释放文旅消费潜力的政策文件。2025 年两会政府工作报告中，消费被明确列为政府十大工作任务之首，提出“大力提振消费、全方位扩大国内需求”；落实到文旅消费方面，提出释放文旅消费潜力，优化休假制度，发展冰雪经济、入境游等。政策端发力有望助力释放旅游行业消费潜力。

表5：2023 年以来中央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 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 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	修订《全国年节及纪	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、

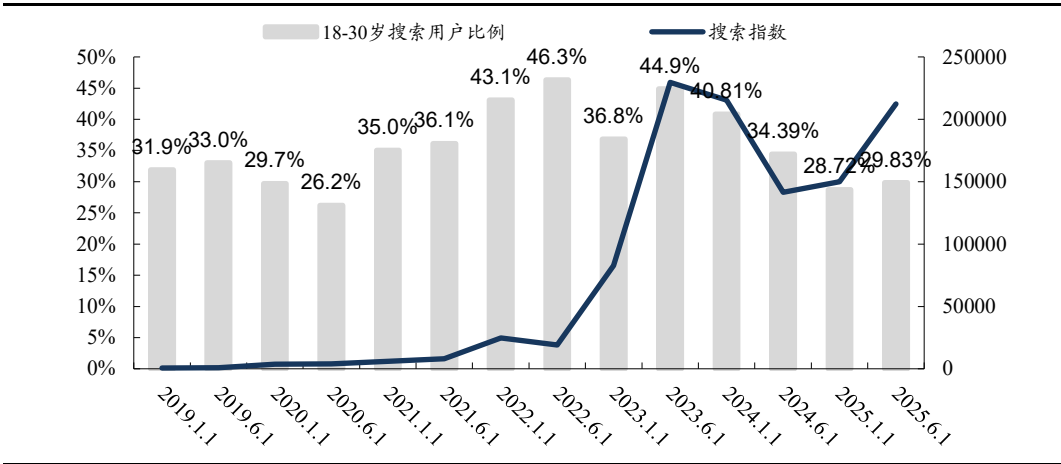
	厅	念日放假办法》	劳动节各增加 1 天。
2025 年 1 月 13 日	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	着力把文化旅游业培育成支柱产业，措施包括丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体消费需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策、优化消费环境等。
2025 年 3 月 16 日	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》	第三项服务消费提质惠民行动中提到，扩大文体旅游消费，推动冰雪消费，发展入境消费。另有包括落实和优化休假制度等内容。
2025 年 4 月 11 日	商务厅	《关于加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》	提出 14 项新一轮试点的具体任务，涉及电信服务、医疗康养、商贸文旅等方面。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.2. 寺庙旅游客群年轻化，情绪经济促文化消费

“寺庙”关键词搜索量连年攀升，年轻人成为主力军。巨量算数的监测指数显示，过去几年“寺庙”在社交平台上的搜索量高速增长。2025 年 6 月 1 日，搜索指数同比增长 41.58%，热度持续增加。马蜂窝发布的 2023 年“旅行蜂向标”显示，短短一周内，各地“寺庙”的平均热度涨幅高达 138%，寺庙旅游关注度与旅游市场的复苏同步加速，热度超越其他类型旅游产品。寺庙游关注群体以 18-30 岁年龄段为主，在未来将会继续提供可观增长空间，预计关注度将继续加速增长。

图 11：抖音关键词“寺庙”搜索量及用户年龄比例



数据来源：巨量算数，东吴证券研究所

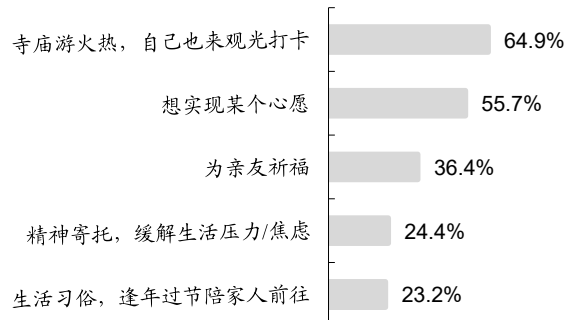
寺庙游成为生活新风尚。携程的订单数据显示，预订寺庙景区门票的人群中 90 后、00 后占比接近 50%，年轻人正在成为点燃寺庙旺盛香火的主力。2025 年寺庙上香的游客中，前三大原因是寺庙游火热而打卡、想实现某个心愿和为亲友祈福。寺庙游的客群普遍认为“上香”可以作为一种社交方式，或是一种缓解焦虑的方式，寺庙游作为典型的情绪经济成为年轻人的生活新方式。

图12: “上香青年”上榜十大热门旅行趋势



数据来源: 去哪儿旅行, 小红书, 东吴证券研究所

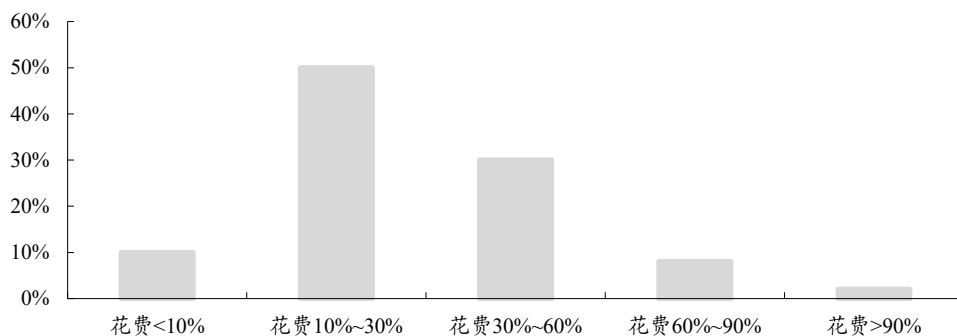
图13: 2025年消费者前往寺庙上香原因



数据来源: 艾媒咨询, 东吴证券研究所

寺庙文旅配套文化消费和数字衍生服务等, 是情绪经济的重要消费方式。年轻人对寺庙兴趣的增加、寺庙经济的走红, 反映出文化旅游产业的新机遇和发展空间。游客进入寺庙景区, 除门票、法事和香火供奉外, 配套的开光法器、文创产品、素食餐饮等衍生服务消费也成为情绪经济的重要消费方式, 例如雍和宫的香灰手串、灵隐寺的十八籽手串、嵩山少林系列数字藏品、龙华寺素面等。另外, 寺庙文创消费也具有仪式感和社交属性, 根据中国旅游研究院数据, 超过九成的受访者表示会在旅游中进行文化消费, 从消费支出结构看, 文化消费在旅游支出中的比重主要集中在 10%-30%和 30%-60%区间。寺庙相关文化产品和配套服务为寺庙经济提供新的发展形式。

图14: 文化消费在旅游消费中的占比分布



数据来源: 中国旅游研究院, 东吴证券研究所

3. 公司看点: 背靠稀缺资源, 交通改善&新增项目释放弹性

3.1. 资源: 佛教名山禀赋稀缺, 需求刚性客流稳健

背靠稀缺景区资产, 索道、客运需求相对刚性。九华山位于安徽省池州市内, 自然景观和佛教文化兼具, 是中国佛教四大名山之一、国家首批 5A 级旅游景区、世界地质

公园，是大黄山世界级休闲度假康养旅游目的地的核心组成部分。九华山地处长江中下游，长三角地区是最重要的客源地，经济发达、居民消费力强。公司拥有景区内索道缆车和客运的独家运营权，需求相对刚性，索道缆车乘索率相对稳定，客运业务因交通管制增加转化率提升，客流增长带动公司收入增长。

图15：九华山千年古刹月身殿



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

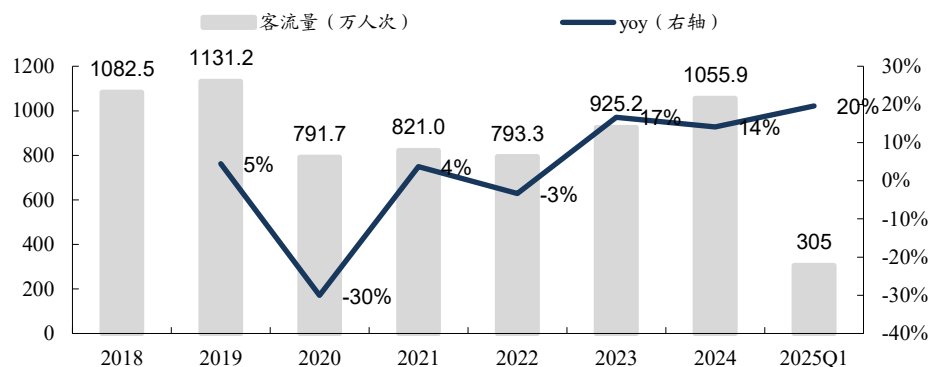
图16：九华山天台景区



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

兼具礼佛和观光属性，接待游客量稳健增长。九华山游客中礼佛群体占比较大，游览目的包括祈福、还愿等，游客粘性更强。根据九华山风景区管委会，2019年九华山客流达到1131.24万人次，2024年九华山客流达1055.9万人次，恢复2019年同期的93%。随着“寺庙游”热度延续，狮子峰项目落成投运，以及景区周边交通持续改善，我们预计客流未来会继续增长。

图17：2018-2024年九华山景区客流量及yoy



数据来源：九华山风景区管委会，东吴证券研究所

3.2. 扩容：新项目提升接待能力，多元化实现转型发展

转换中心项目落成后提升游客承载力。九华山交通转换中心功能提升项目投资3.5亿元，于2024年春节投入使用，停车位从不足2000个扩充至5000多个，满足高峰期

5000 人/小时换乘目标。疫情后游客自驾游占比提升，新的立体停车楼和停车场建成后，有效解决了旅游旺季的停车和道路拥堵问题，接待能力显著提升，助力挖掘自驾游市场，同时交通管制时间增加提升客运业务转化率。

图18：九华山交通换乘中心



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

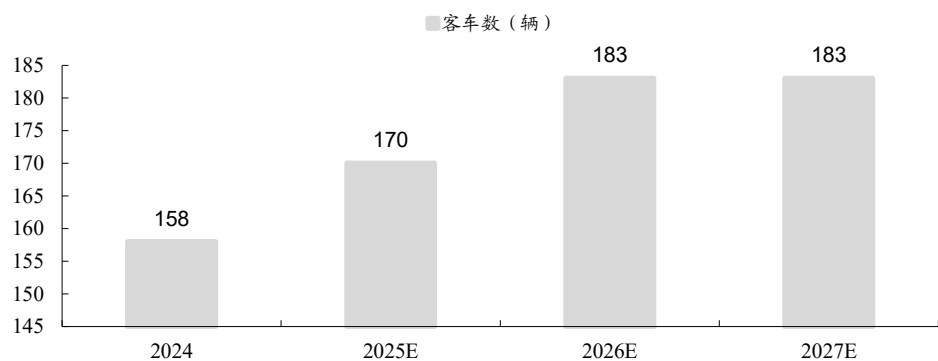
图19：九华山立体停车楼



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

购置客运车辆，更新百岁宫缆车。截至 2024 年底，公司有运营车辆 158 辆，由于老旧车辆需要更新，且旺季高峰客流运力不足，公司计划投资 6888 万元再采购 114 辆客车，其中更换/新增分别为 89/25 辆，2025-2027 年分别购置 56/24/34 辆。公司测算新增客车将缩短候车时间，新增年收入/税后利润 9632.4/3209.9 万元。百岁宫缆车连接核心景区九华街和百岁宫，旺季日均需运送游客 1-1.2 万人次，当前每小时单向运量 760 人，存在约 40%缺口，公司预计投资 1.3 亿元进行升级改造，预计显著提高运载能力，缩短单程运输时长和换乘时间。

图20：公司客运车辆数（辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

推进狮子峰索道项目建设，带动环九华山片区旅游业态升级。狮子峰景区位于九子岩景区、文化园景区、花台景区、莲花峰景区之中，属于九华山北部高山景区。公司拟投资 3.26 亿元投资九华山狮子峰景区客运索道项目，包括索道及配套和高山游览步道等设施，索道线路全长约 2150 米，上下站高差 632 米，上下联票预计均价 160 元/人次，高山游览步道长 3415 米。狮子峰项目预计于 2026 年完工，建成后将加强景区内外部交通连接，破解景区“中热南北冷”的发展瓶颈，扩大景区容量，带动周边景区联动发展。

公司测算项目投资回收期（含建设期 2 年）为 11.92 年，平均年营收 11147.5 万元，平均年税后利润 3700.6 万元。

图21：狮子峰客运索道项目效果图



数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

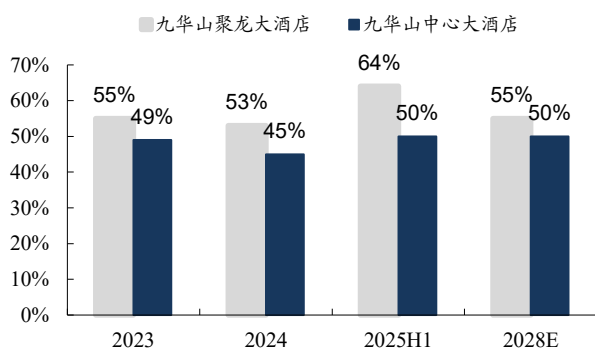
图22：狮子峰景区实景图



数据来源：公司微信公众号，东吴证券研究所

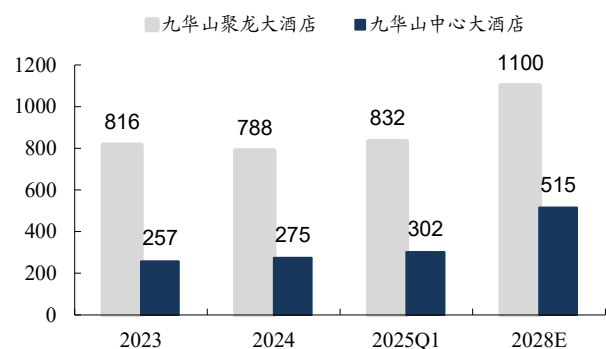
新建和改造酒店项目，提升接待能力。公司预计分别投资 1.31/0.52 亿元对九华山聚龙大酒店/九华山中心大酒店北楼客房进行升级改造，完善硬件设施和软装设计，改造完成后将提高酒店入住率和客单价；公司测算改造完成后，年度平均新增营收 1848.9/556.3 万元，年度平均新增税后利润 734.7/223.5 万元。另外，公司计划投资 2.4 亿元新建狮子峰景区云波闲居项目，作为狮子峰客运索道项目的配套酒店，云波闲居项目将延长游客停留时间，提升接待能力；公司预计投资 9000 万元改造五溪山色大酒店，现已完成可研报告编制，未来将与文宗古村项目协同，更好满足优质度假游需求。

图23：酒店改造前后入住率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图24：酒店改造前后房价（元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

积极布局餐饮品牌，拓展多业务盈利空间。公司立足核心主业优势，推动新业态多点布局，有序推进餐饮品牌输出战略，推进“新徽菜”、“九华健康素食”标准化、特色化产品体系打造，九华山健康素食餐厅和合肥昭明九华府相继开业；加速农文旅业态融合发展，以九华山文化 IP 为核心，探索文创产品开发；推进数字化升级成果运用，推动人工智能、大数据、云计算、智慧酒店、智慧景区、智慧停车场、数字产品等新技术在旅游服务中的场景应用，建立数字化运营体系，拓展多业务盈利空间。

图25：微信小程序可直接预定门票及酒店



数据来源：九华旅游官方平台小程序，东吴证券研究所

图26：九华山健康素食餐厅套餐



数据来源：九华旅游官方平台小程序，东吴证券研究所

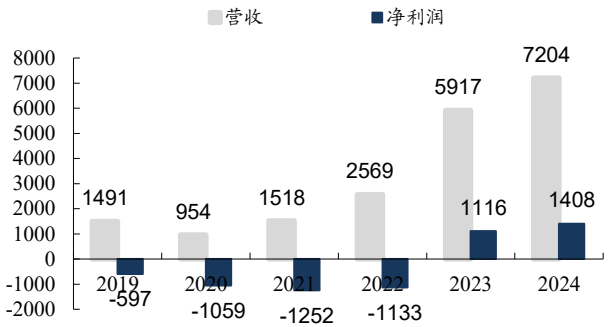
拟收购外部资产，构建区域旅游综合体。石台白鹭湾旅游发展有限公司以秋浦河景观及文化为核心建设多业态文旅项目，规划用地 100 亩，总建筑面积 29900 平米，主要建设内容为酒店区和户外体验区，截至 2025 年 6 月末，已签署工程总包和原材料采购合同金额合计 1.88 亿元，完工率 70-80%。公司拟收购石台白鹭湾旅游发展有限公司股权并增资，完成后续项目建设。石台旅游公司主要经营牯牛降景区的酒店及景区运营业务，2024 年营收/净利润分别为 7204/1408 万元，截至 2025 年 6 月末，公司持有石台旅游 20% 股权，拟用约 2 亿元收购其部分股权，助力景区进行深度开发。公司积极寻找外部投资项目，构建区域旅游综合体。

图27：石台秋浦河文旅综合体项目效果图



数据来源：池州新闻微信公众号，东吴证券研究所

图28：石台旅游营收及净利润（单位：万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 交通：外部交通持续改善，有望带动客流增长

池黄高铁通车带来客流增量。池黄高铁线起自池州站，终至黄山北站，沿线设立九华山站，新建九华山站房距九华山风景区 6 公里，距离青阳县城 2 公里。池黄高铁于 2024 年 4 月 26 日开通后，池州到黄山仅需半个小时，九华山到杭州、上海分别需 2 个小时、3 个多小时，武汉到黄山仅需 3 个多小时，吸引更多长三角地区和中部地区客群，助力客流增长持续增长。

图29：池黄高铁线路走向示意图



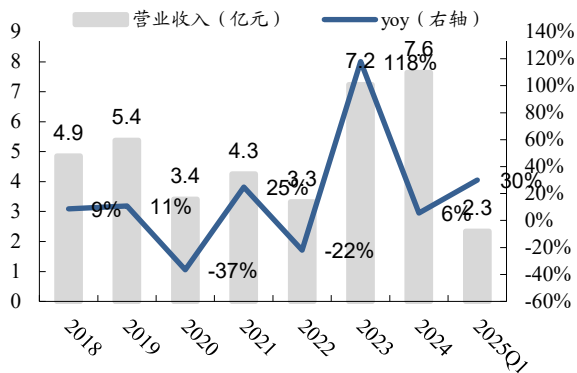
数据来源：中国铁路上海局，东吴证券研究所

公路网持续改善，九华山机场航线增加。天华大道（S609 高源至柯村公路）及连接线是九华山第二条对外快速通道，该项目预计于 2026 年上半年通车，与 S221、S228 升到及九华山交通转换中心形成闭合环路，有效缓解客流高峰期压力，高铁站至景区约 10 分钟抵达。2024 年 12 月，九华山机场新航站楼投运，二期改扩建工程全面完工，设计年吞吐量 190 万人次；2024 年九华山机场旅客吞吐量 25.1 万人次，恢复至 2019 年同期的 48%。2025 年夏航季新增航线 5 条，通航国内城市 10 个。

4. 财务分析

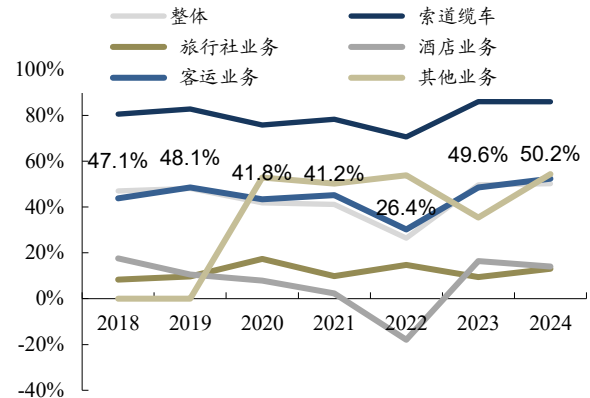
客流带动营收增长，成本相对刚性毛利率提升。客单相对稳定下，客流增长带动公司营收增长，2023 年以来营收显著超越疫情前。2024 年公司营收 7.6 亿元，同比+5.6%，2025Q1 营收 2.3 亿元，同比+30%。由于成本相对刚性，营收规模增长和高毛利业务占比提升带动公司整体毛利率提升。2024 年公司毛利率为 50.2%，同比+0.6pct，较 2019 年同期+2.1pct；其中索道缆车/客运/酒店/旅行社业务毛利率分别为 86%/52%/14%/13%，同比+0.0/+3.8/-2.4/+3.6pct。

图30: 公司营业收入及 yoy



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

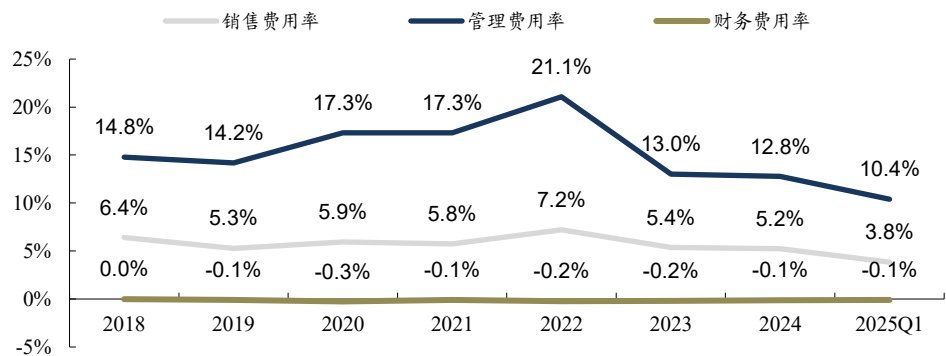
图31: 公司整体和分业务毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

期间费用率稳中有降。2023 年以来, 杠杆效应下公司期间费用率稳步下降, 2024 年销售费用率/管理费用率为 5.2%/12.8%, 同比-0.2/-0.2pct; 2025Q1 销售费用率/管理费用率分别为 3.8%/10.4%, 同比-0.3/-1.1pct。

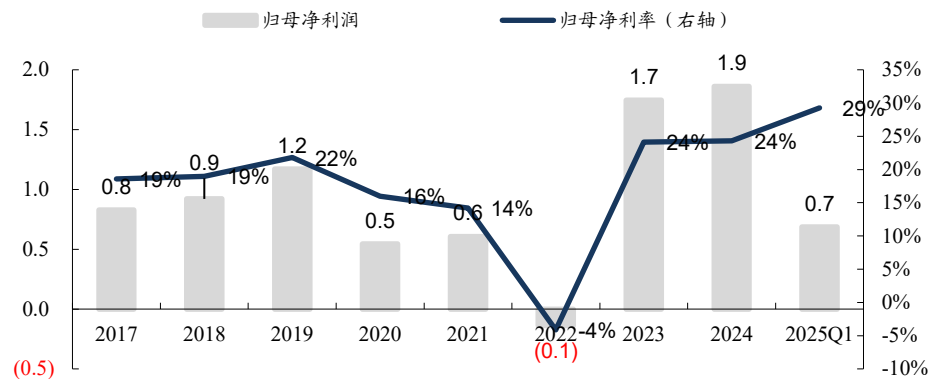
图32: 公司期间费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

归母净利润持续增长, 利润率稳中有升。2024 年公司归母净利润为 1.9 亿元, 同比+6.5%, 较 2019 年同期+59%, 归母净利率为 24.3%, 同比+0.2pct, 规模效应下利润率持续提升。2025Q1 公司归母净利润为 0.7 亿元, 同比+31.8%, 归母净利率为 29.3%, 同比+0.4pct。

图33: 公司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

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

关键假设（不考虑定增项目增量）

景区客流：由于交通持续改善助力九华风景区客流增长，预计 2025-2027 年客流同比增速为 15%/10%/8%。

索道缆车业务：由于游客乘索率和客单价基本稳定，故索道缆车收入增速与客流增速匹配，我们预计 2025-2027 年收入为 3.4/3.7/4.0 亿元，同比+15%/10%/9%。

客运业务：2024 年初交通转换中心投运，交通管制时长增加使得客运业务渗透率有所提升，我们预计 2025-2027 年收入为 1.9/2.1/2.3 亿元，同比+17%/12%/10%。

酒店业务：我们预计酒店业务 2025-2027 年收入为 2.5/2.7/2.9 亿元，同比+5%/8%/8%。

旅行社业务：旗下 6 家旅行社背靠景区资源，渠道覆盖本地和网络平台，提供定制化服务。我们预计旅行社业务 2025-2027 年收入为 0.6/0.7/0.7 亿元，同比+2%/3%/3%。

表6: 九华旅游 2025-2027 年收入预测

业务	2023	2024	2025E	2026E	2027E
索道缆车（亿元）	2.95	2.93	3.37	3.71	4.04
yoy	136%	-1%	15%	10%	9%
客运（亿元）	1.21	1.59	1.86	2.08	2.29
yoy	126%	31%	17%	12%	10%
酒店（亿元）	2.34	2.37	2.49	2.69	2.90
yoy	86%	1%	5%	8%	8%
旅行社（亿元）	0.67	0.62	0.63	0.65	0.67

yoy	195%	-7%	2%	3%	3%
其他（亿元）	0.06	0.13	0.14	0.16	0.17
yoy	17%	117%	10%	10%	10%
总计（亿元）	7.24	7.64	8.49	9.29	10.08
yoy	117.9%	5.6%	11.1%	9.3%	8.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利率及费用率：收入规模增长带动九华旅游毛利率提升，我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 51.6%/52.5%/53.1%。公司费用率则稳中略降。

表7：九华旅游 2025-2027 年毛利率和费用率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	49.6%	50.2%	51.6%	52.5%	53.1%
销售费用率	5.4%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%
管理费用率	13.0%	12.8%	12.7%	12.5%	12.6%
财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

客流增长带动收入规模增长，不考虑定增项目带来增量的情况，我们预计公司 2025-2027 年营收为 8.5/9.3/10.1 亿元，同比+11%/+9%/+9%；归母净利润为 2.2/2.4/2.7 亿元，同比+17%/+12%/+10%。

表8：九华旅游 2025-2027 年营收和归母净利润预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	7.24	7.64	8.49	9.29	10.08
yoy	117.9%	5.6%	11.1%	9.3%	8.5%
归母净利润（亿元）	1.75	1.86	2.17	2.43	2.67
归母净利率	24.1%	24.3%	25.6%	26.2%	26.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.2. 投资建议

九华旅游背靠兼具佛教文化和自然风光的九华山景区，核心业务随客流稳健增长，持续布局新增项目提高接待能力，外部交通改善促进客流提升，释放公司中长期业绩弹性。不考虑定增项目影响，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 2.2/2.4/2.7 亿元，对应 PE 为 18/16/15 倍。我们选取有产能扩张预期的山岳型景区上市公司黄山旅游、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 33 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：九华旅游可比公司估值（截至 2025 年 8 月 5 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
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600054.SH/ 黄山旅游	71	3.2	3.6	4.0	4.4	23	20	18	16	未评级
603099.SH/ 长白山	101	1.4	1.9	2.3	2.6	70	54	45	38	未评级
000888.SZ/ 峨眉山 A	75	2.3	2.9	3.3	3.6	32	26	23	21	未评级
002033.SZ/ 丽江股份	48	2.1	2.3	2.5	2.8	23	21	19	17	未评级
四家可比公司按市值加权平均 PE							33	29	25	
603199.SH/ 九华旅游	40	1.9	2.2	2.4	2.7	21	18	16	15	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：九华旅游盈利预测由东吴证券研究所给出，其余公司预测均为 wind 一致预期

6. 风险提示

旅游热点变化的风险。寺庙游热度退坡，或名山大川出行关注度分散，九华山及周边景区客流增速放缓或停滞。

新项目建设和爬坡不及预期的风险。九华山狮子峰项目尚在推进建设期，可能出现各类情况而导致项目落地时间延后，爬坡期客流不及预期。

自然灾害及恶劣天气的风险。雨雪天气或自然灾害等不可抗因素，导致景区无法正常经营，客流受到影响。

九华旅游三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	478	477	491	592	营业总收入	764	849	929	1,008
货币资金及交易性金融资产	205	34	38	128	营业成本(含金融类)	381	411	441	473
经营性应收款项	7	7	7	8	税金及附加	16	17	19	20
存货	7	7	7	8	销售费用	40	44	48	51
合同资产	0	0	0	0	管理费用	98	108	117	127
其他流动资产	259	429	439	449	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	1,379	1,509	1,642	1,709	财务费用	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	71	71	71	71	加:其他收益	4	5	5	5
固定资产及使用权资产	873	969	1,001	1,019	投资净收益	12	12	12	12
在建工程	5	35	135	185	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	210	202	195	187	减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	9	17	23	26	营业利润	247	288	323	355
其他非流动资产	212	214	217	220	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,857	1,985	2,133	2,301	利润总额	247	288	323	355
流动负债	313	315	318	326	减:所得税	61	71	80	88
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	186	217	243	267
经营性应付款项	126	126	129	131	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	14	13	12	12	归属母公司净利润	186	217	243	267
其他流动负债	173	176	177	183	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.68	1.96	2.20	2.42
非流动负债	29	27	27	27	EBIT	234	287	322	354
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	317	400	449	495
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	50.21	51.63	52.50	53.09
租赁负债	15	15	15	15	归母净利率(%)	24.33	25.56	26.21	26.53
其他非流动负债	14	12	12	12	收入增长率(%)	5.64	11.11	9.33	8.53
负债合计	342	342	345	353	归母净利润增长率(%)	6.50	16.71	12.11	9.86
归属母公司股东权益	1,515	1,644	1,789	1,948					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,515	1,644	1,789	1,948					
负债和股东权益	1,857	1,985	2,133	2,301					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	262	312	354	397	每股净资产(元)	13.69	14.85	16.16	17.60
投资活动现金流	(142)	(391)	(249)	(196)	最新发行在外股份(百万股)	111	111	111	111
筹资活动现金流	(88)	(93)	(101)	(111)	ROIC(%)	11.94	13.55	14.00	14.14
现金净增加额	33	(171)	4	90	ROE-摊薄(%)	12.28	13.21	13.61	13.73
折旧和摊销	83	113	127	141	资产负债率(%)	18.43	17.21	16.16	15.34
资本开支	(135)	(230)	(250)	(200)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.27	18.23	16.26	14.80
营运资本变动	7	(8)	(7)	(2)	P/B(现价)	2.61	2.41	2.21	2.03

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>