

三秦大地文旅基础最强音，陕西国资赋能优质资产再创辉煌

买入（首次）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,071	1,263	1,052	1,174	1,308
同比（%）	378.51	17.86	(16.71)	11.65	11.42
归母净利润（百万元）	418.27	511.73	394.30	513.89	588.88
同比（%）	662.06	22.34	(22.95)	30.33	14.59
EPS-最新摊薄（元/股）	5.41	6.62	5.10	6.65	7.61
P/E（现价&最新摊薄）	29.45	24.07	31.24	23.97	20.91

投资要点

- “演艺+索道”双轮驱动的文旅龙头：**陕西旅游的前身陕西省旅游建筑规划设计所成立于1987年。公司已在上海证券交易所上市。公司主营业务为旅游演艺、旅游索道、旅游餐饮及旅游项目投资与管理，运营着被誉为“中国旅游文化演艺典范”的《长恨歌》大型实景历史舞剧，以及位于世界自然与文化双遗产——华山的旅游索道等核心资产。2024年公司实现营业收入12.63亿元，同比+16.03%；归母净利润达5.12亿元，同比+19.72%。
- 行业景气延续：**市场景气延续，消费提质升级。2025年前三季度累计客流量延续增势，铁路/民航累计客流量同比增速分别为6.0%/5.2%；国内出游人次/游客出游总花费同比分别+18.0%/11.5%。2026年元旦假期，全国国内旅游出游共计1.42亿人次，相比2024年同期增长5.2%。中央陆续出台政策文件明确支持推进文旅深度融合发展。
- 核心资产主业稳健，股东赋能增长：**1)文脉历史筑基，演艺索道双核驱动。陕西省拥有丰富的自然和人文资源，公司依托华清宫和华山核心资源，布局旅游演艺和索道客运。2024年《长恨歌》收入为6.8亿元，上座率达88%，客单价为273元；2024年西峰太华索道收入为3.9亿元，乘索率104%，客单价105元。2)重注泰山，夯实华山：募资勾勒扩张新版图。陕西旅游IPO融资15.55亿元。募集资金投入项目包括收购太华索道股权项目、收购瑶光阁股权项目、收购少华山旅游索道项目、泰山秀城（二期）建设项目、少华山南线索道项目、太华索道游客中心项目和太华索道服务中心项目。3)控股平台稳根基，板块协同释价值。控股股东陕旅集团旗下文旅资源丰富，有望赋能公司发展。
- 盈利预测与投资评级：**陕西旅游依托华清宫和华山核心资源运营演艺和索道业务，背靠陕西省国资享受政策红利。我们预测2025-2027年公司归母净利润为3.9/5.1/5.9亿元，对应PE为31/24/21倍。考虑到陕西旅游新项目和股东赋能增长，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济波动；新项目落地进度不及预期；自然灾害和极端天气影响经营。

2026年01月24日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书: S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	159.26
一年最低/最高价	125.00/192.00
市净率(倍)	6.80
流通A股市值(百万元)	3,079.03
总市值(百万元)	12,316.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	23.43
资产负债率(% ,LF)	29.38
总股本(百万股)	77.33
流通A股(百万股)	19.33

相关研究

内容目录

1. 公司概况：“演艺+索道” 双轮驱动的文旅上市新军	5
1.1. 发展历程：文旅融合的西北上市龙头.....	5
1.2. 业务模式：《长恨歌》领衔，旅游演艺为核心.....	6
1.3. 股权结构：国资控股，多家专业投资机构持股.....	10
2. 行业景气延续，公司扩张图强	11
2.1. 市场景气延续，消费提质升级.....	11
2.2. 文脉历史筑基，演艺索道双核驱动.....	13
2.3. 重注泰山、夯实华山：募资勾勒扩张新版图	16
2.4. 控股平台稳根基，板块协同释价值.....	17
3. 财务分析	18
4. 盈利预测及投资建议	20
4.1. 盈利预测.....	20
4.2. 投资建议.....	22
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 陕西旅游业务布局	5
图 2: 《长恨歌》剧照	5
图 3: 陕西旅游公司发展历程	6
图 4: 公司营收拆分 (亿元)	7
图 5: 公司毛利润拆分 (亿元)	7
图 6: 旅游演艺业务营收拆分 (亿元)	8
图 7: 旅游演艺业务客流拆分 (万人次)	8
图 8: 《长恨歌》剧照 (冬季版)	8
图 9: 旅游索道客流拆分 (万人次)	9
图 10: 旅游索道收入拆分 (亿元)	9
图 11: 西峰索道	9
图 12: 旅游餐饮业务营业收入 (亿元) 和 yoy	10
图 13: 公司股权结构图 (截至 2026 年 1 月 20 日)	10
图 14: 2024 年来铁路民航单月客运量 (亿人次) 及 yoy	12
图 15: 2016-2024 及 2025Q1-3 国内旅游人次及收入	12
图 16: 节假日旅游人次及较 2019 年的恢复情况	12
图 17: 节假日旅游收入及较 2019 年的恢复情况	12
图 18: 陕西省旅游景点分布图	14
图 19: 《长恨歌》上座率与客单价 (元)	14
图 20: 《长恨歌》与西安千古情营收对比	14
图 21: 华清宫	15
图 22: 景区票价	15
图 23: 华山景点	15
图 24: 西峰和北峰索道客流 (万人次) 及乘索率	16
图 25: 西峰和北峰索道收入及客单价	16
图 26: 募集资金投向	16
图 27: 泰山秀城景区	17
图 28: 太华索道净利润 (万元) 与 yoy	17
图 29: 瑶光阁净利润 (万元)	17
图 30: 公司营业收入 (亿元) 与 yoy	19
图 31: 公司分业务毛利率	19
图 32: 公司期间费用率	19
图 33: 公司归母净利润及同比增速	20
表 1: 公司主要业务分布	7
表 2: 唐乐宫旅游餐饮产品定价	10
表 3: 公司主要管理层介绍 (截至 2026 年 1 月 20 日)	11
表 4: 2023 年以来中央出台的文旅相关政策梳理	13
表 5: 陕旅集团产业分布	18
表 6: 陕西旅游收入预测拆分 (单位: 亿元)	21
表 7: 毛利率和费用率预测	21

表 8: 营收和归母净利润预测.....	21
表 9: 陕西旅游可比公司估值（截至 2026 年 1 月 23 日）.....	22

1. 公司概况：“演艺+索道” 双轮驱动的文旅上市新军

1.1. 发展历程：文旅融合的西北上市龙头

文化历史资源驱动，演艺索道双轮增长。陕西旅游依托深厚历史底蕴与顶级自然文化资源，打造文旅融合标杆。陕西旅游的前身陕西省旅游建筑设计所成立于 1987 年。公司已在上海证券交易所上市。陕西旅游运营着被誉为“中国旅游文化演艺典范”的《长恨歌》大型实景历史舞剧，以及位于世界自然与文化双遗产——华山的旅游索道等核心资产。公司主营业务为旅游演艺、旅游索道、旅游餐饮及旅游项目投资与管理。2024 年公司实现营业收入 12.63 亿元，同比+16.03%；归母净利润达 5.12 亿元，同比+19.72%。

图1：陕西旅游业务布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：《长恨歌》剧照



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

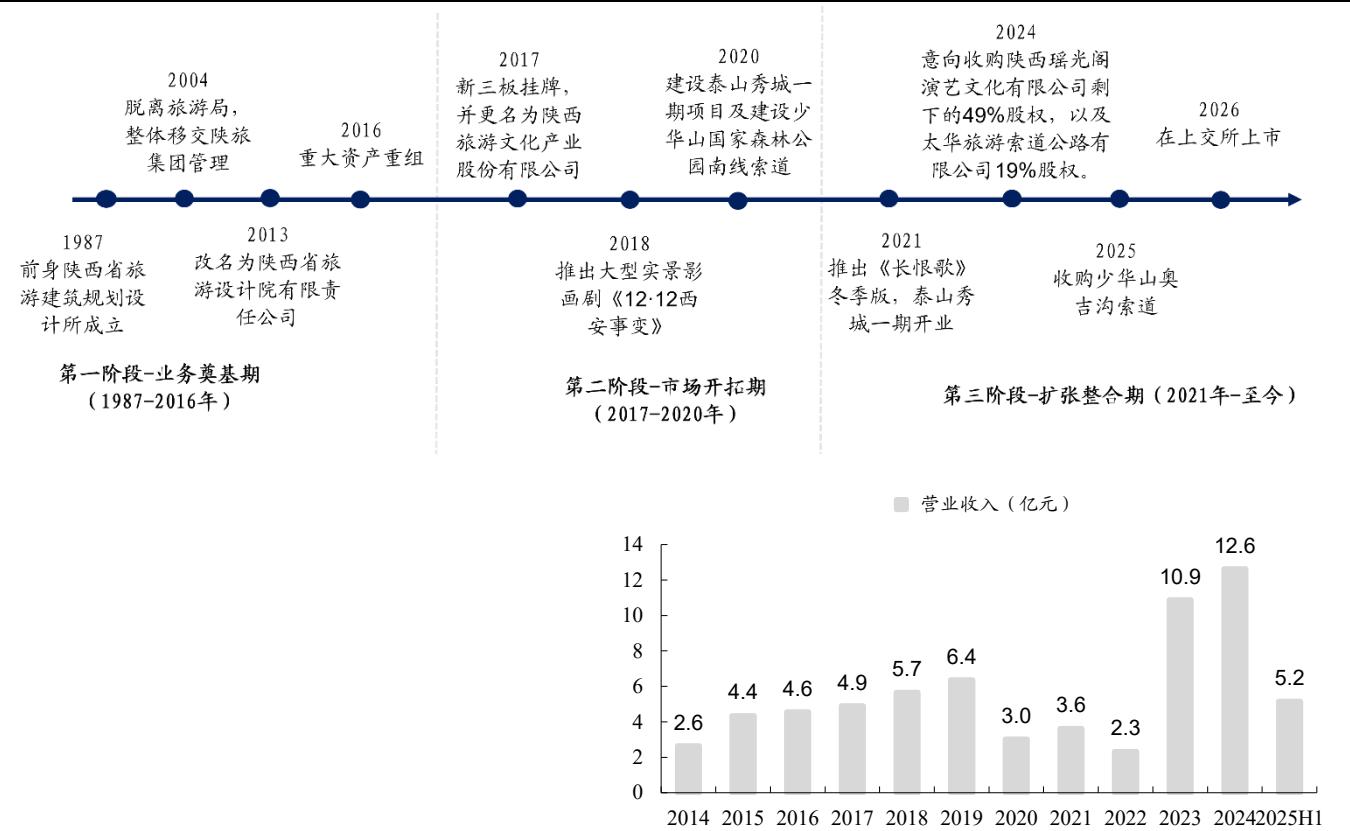
公司自成立以来分为三个阶段：

业务奠基期（1987-2016 年）：1987 年 10 月 20 日，公司的事业单位前身——陕西省旅游建筑设计所成立，隶属于陕西省旅游局。1993 年，陕西省旅游建筑设计所更名为陕西省旅游设计院。2004 年，其脱离旅游局，整体移交陕旅集团管理，转制为国有企业。2013 年，更名为“陕西省旅游设计院有限责任公司”。2015 年，由陕西旅游集团公司、中信夹层（上海）投资中心、陕西国铁投资发展集团有限公司对公司进行增资扩股。2016 年，公司通过控股股东陕旅集团实施的重大资产重组，成功收购并整合了陕旅发展公司的核心经营性资产，包括太华索道 51% 股权、唐乐宫 100% 股权及《长恨歌》演艺 100% 股权。

市场开拓期（2017-2020 年）：2017 年 1 月，公司挂牌新三板，启动 A 股上市进程；同年 3 月，公司更名为陕西旅游文化产业股份有限公司。公司于 2018 年推出大型实景影画剧《12·12 西安事变》。2019 年 3 月，收购陕西瑶光阁演艺文化有限公司 51% 股权；2020 年，公司出省投资建设山东泰安“泰山秀城”项目，首次尝试将“文旅+演艺”模式向省外复制。同年，公司投资建设少华山国家森林公园南线索道。

扩张整合期 (2021年-至今): 2021年, 推出《长恨歌》冬季版, 异地项目泰山秀城(一期)开业。2024年, 公司意向收购陕西瑶光阁演艺文化有限公司剩下的49%股权, 以及太华旅游索道公路有限公司19%股权。2025年5月, 主板IPO申请获受理, 并于同年11月相继成功过会、获证监会注册批文。在此期间, 公司于2025年4月收购了少华山奥吉沟索道。2026年1月6日, 公司正式在上交所主板挂牌上市。本次上市募资主要用于华山索道产能提升、收购核心演艺资产“瑶光阁”及“太华索道”股权以及泰山秀城二期建设。

图3: 陕西旅游公司发展历程

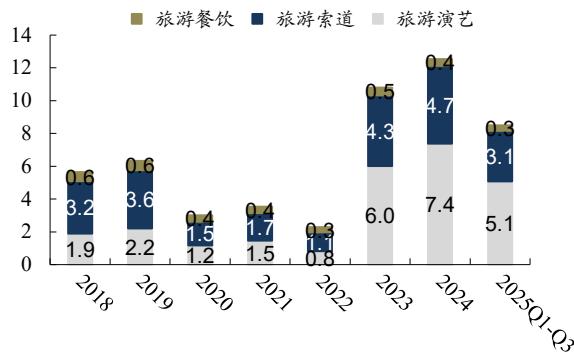


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：《长恨歌》领衔，旅游演艺为核心

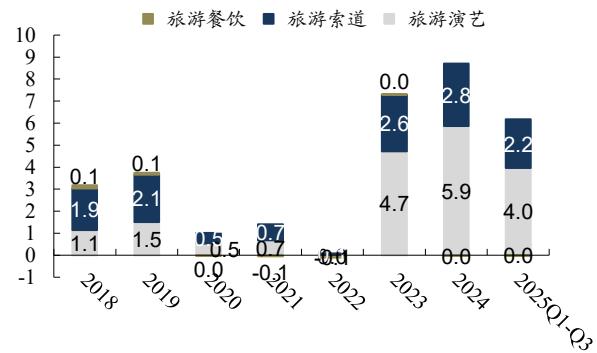
旅游演艺为主要收入来源。 公司从事以旅游演艺、旅游索道、旅游餐饮为核心的旅游产业运营。2024年公司主营业务收入12.54亿元, 同比增加16%, 其中旅游演艺/旅游索道/旅游餐饮业务收入分别为7.4/4.7/0.4亿元, 同比+23%/+10%/-11%, 占比59%/38%/3%; 2024年公司毛利润8.66亿元, 同比增加19%, 其中旅游演艺/旅游索道/旅游餐饮业务毛利润分别为5.87/2.84/-0.04亿元, 同比+24%/+11%/-1253%。旅游演艺收入占六成, 毛利润占近七成。

图4: 公司营收拆分 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 公司毛利润拆分 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

围绕演艺、索道与餐饮三大主业展开布局。公司演艺业务以华清宫景区的《长恨歌》、《12·12 西安事变》和西安唐乐宫的《大唐女皇》为区域核心，并已将模式复制至山东泰安的泰山秀城项目。索道业务网络覆盖华山与少华山景区，囊括西峰索道、华威滑道及少华山奥吉沟索道。此外，公司通过运营西安唐乐宫，打造了独特的“仿唐乐舞+宫廷宴”主题餐饮体验。

表1: 公司主要业务分布

项目	位置	价格	特点
旅游演艺	陕西西安华清宫景区	普通区票价 198-409 元, 贵宾区票价 588-988 元	实景演出, 季节性运营 (已推冬季版)
	陕西西安华清宫景区	258-268 元	室内影画剧, 受天气影响小, 可全季演出
《泰山烽火》	山东泰安泰山秀城	成人 118 元, 儿童 20-40 元	公司“演艺模式”出省复制的首个项目
西峰索道	陕西华山景区	旺季 140 元/人次, 淡季 120 元/人次	华山核心索道之一
华威滑道	陕西华山景区内 (西峰索道下站附近)	单程 30 元/人次	集徒步与游乐一体
少华山奥吉沟索道	陕西少华山景区	旺季往返 130 元/人次, 淡季往返 100 元/人次	与公园内盘龙岭索道构成环线运营
旅游餐饮	唐乐宫	宫廷宴 580-1280 元/人次	“仿唐乐舞+宫廷宴”文化主题餐饮

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

旅游演艺业务: 头部演艺剧目矩阵, 驱动业绩增长。公司打造了中国首部大型实景历史舞剧《长恨歌》、大型实景影画《12·12 西安事变》、大型红色实景演艺《泰山烽火》

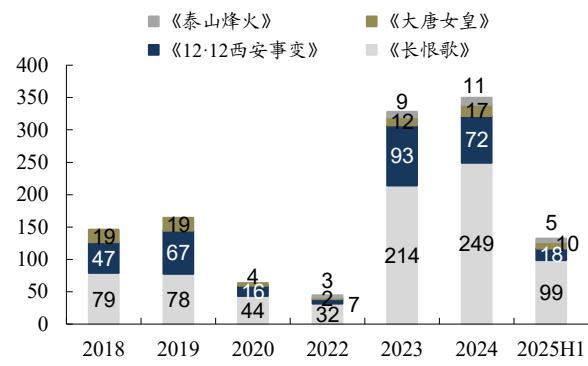
等优质旅游演艺作品。公司旅游演艺业务依托华清宫景区的稀缺性,《长恨歌》及《12·12西安事变》在历史发生地演出。2024年旅游演艺业务营业收入7.39亿元,同比+23%,其中《长恨歌》/《12·12西安事变》/《泰山烽火》收入分别为6.81/0.54/0.04亿元,同比+26%/-8%/+53%。2024年演艺节目总客流349.56万人次,其中《长恨歌》/《12·12西安事变》/《大唐女皇》/《泰山烽火》客流分别为249.35/72.04/17.42/10.75万人次,同比+16%/-22%/+43%/+26%。舞剧《长恨歌》上座率接近九成,收入占演艺节目营收九成。

图6: 旅游演艺业务营收拆分(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 旅游演艺业务客流拆分(万人次)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 《长恨歌》剧照(冬季版)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

旅游索道业务:先进索道技术提升运营效率,年承载客流近500万人次。公司旅游索道业务主要涉及华山西峰索道、华威滑道、少华山奥吉沟索道。公司于华山景区建设

和运营西峰索道及华威滑道，于陕西省少华山国家森林公园运营了少华山奥吉沟索道。华山西峰索道于 2013 年投入运营，拥有世界顶尖的索道建设技术及国内领先的运营能力。2024 年旅游索道业务客流量 465 万人次，其中西峰索道/华威滑道/少华山奥吉沟索道客流量分别为 371/74/20 万人次，同比+11%/17%/129%。2024 年旅游索道业务收入 4.73 亿元，其中西峰索道/华威滑道/少华山奥吉沟索道/瓮峪公路收入分别为 3.90/0.20/0.18/0.46 亿元，同比+10%/+13%/+11%/+10%。

图9：旅游索道客流拆分（万人次）

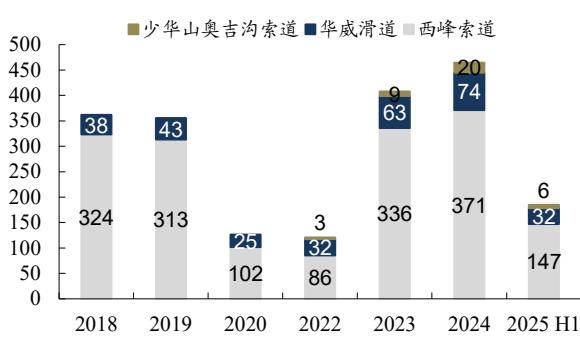
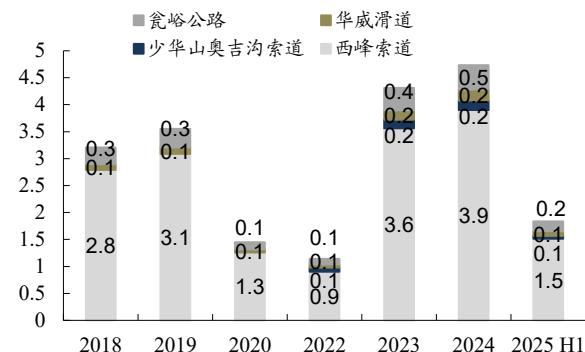


图10：旅游索道收入拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：西峰索道



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

旅游餐饮业务：文化体验式餐饮构成公司特色业务板块。旅游餐饮业务中，公司下属剧院式餐厅唐乐宫以“仿唐歌舞+宫廷晚宴”为特色经营模式，是陕西省对外文化推

广的重要窗口。2024年旅游餐饮业务营收为0.42亿元，同比-11%。

图12：旅游餐饮业务营业收入（亿元）和yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：唐乐宫旅游餐饮产品定价

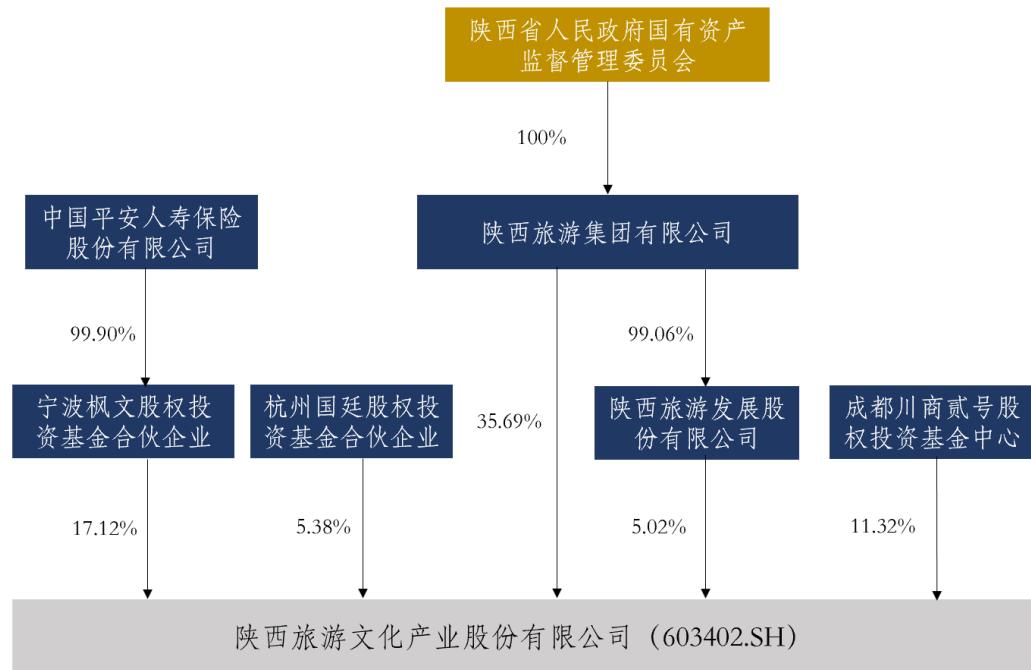
项目	价格（元/人次）
豪华宫廷宴	1,280
宫廷宴	580
表演（贵宾票）	380
表演（甲票）	298
表演（普票）	268
饺子歌舞套票	400
风味饺子餐	180
自助餐	104

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 股权结构：国资控股，多家专业投资机构持股

国资赋能文旅协同发展。截止2026年1月20日，陕旅集团为陕西旅游第一大控股人，直接和间接合计持股比例为40.66%，实控人为陕西省国资委，国资赋能陕西旅游文旅发展。宁波枫文股权投资基金合伙企业为第二大股东，持有股权17.12%。

图13：公司股权结构图（截至2026年1月20日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司管理层经验丰富。公司管理层拥有深厚的区域文旅行业运营与管理经验，多具备集团内部及一线景区的长期任职背景，能有效确保公司战略与核心景区运营的融合与

执行。

表3：公司主要管理层介绍（截至 2026 年 1 月 20 日）

姓名	职务	简介
马婷	董事长	历任陕西旅游集团投资控股有限公司监事，陕旅股份总经理；现任陕西旅游文化产业股份有限公司董事长，陕旅股份董事。
徐秉惠	董事	历任上海东华会计师事务所陕西五联分所副所长、副主任会计师；现任中铁高铁电气装备股份有限公司独立董事，北海银河生物产业投资股份有限公司独立董事，陕西省国际信托股份有限公司独立董事，陕西旅游文化产业股份有限公司独立董事。
李倩	董事	历任西安交通大学讲师、硕士生导师，西安交通大学副教授、博士生导师；现任西安交通大学教授、博士生导师，陕西旅游文化产业股份有限公司独立董事。
马王平	董事	历任长安大学教师，陕西大美术文化产业集团董事长工作秘书；现任西安中新至美艺术文化传播有限公司执行董事兼总经理；现任陕西省社会科学院研究员，现任陕西旅游文化产业股份有限公司独立董事。
靳勇	董事、总经理	历任华清宫公司党委书记兼执行董事，陕旅股份总经理；现任陕西旅游文化产业股份有限公司董事、总经理，陕西长恨歌演艺文化有限公司总经理、执行董事，陕西少华山旅游发展有限责任公司执行董事，陕西华清宫文化旅游有限公司执行董事。
吴涛	财务负责人	历任陕旅股份首席财务官；现任陕旅股份董事，陕西旅游文化产业股份有限公司首席财务官、财务负责人。
罗娜	董事、董事会秘书、副总经理	历任陕西白鹿原旅游文化发展有限公司财务部部长、总经理助理，陕旅集团财务管理与资本运营部副部长，陕旅股份董事；现任陕西融景旅游发展有限公司监事，陕西旅游文化产业股份有限公司董事、董事会秘书、副总经理。

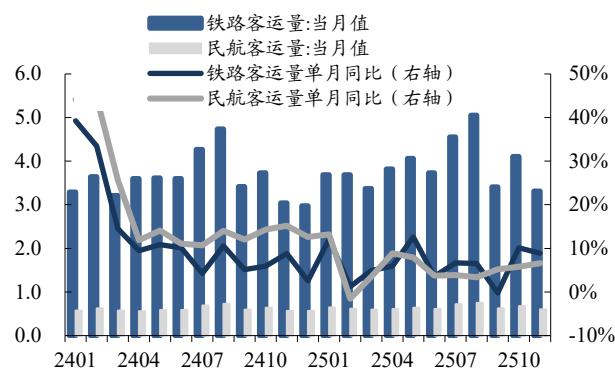
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业景气延续，公司扩张图强

2.1. 市场景气延续，消费提质升级

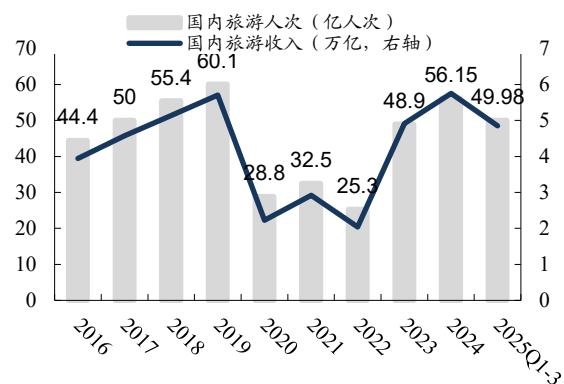
高基数下稳健增长，旅游市场景气度持续。根据交通部数据，2024 年全年铁路与民航客运量分别为 43.12 亿/7.3 亿人次，同比增长 12%/18%。2025 年前三季度累计客流量延续增势，铁路/民航累计客流量同比增速分别为 6.0%/5.2%。据文旅部数据，2024 年，国内旅游出游人次达 56.15 亿，同比增长 15%，规模已恢复至 2019 年同期的 93%；旅游消费增长更为强劲，2024 年国内出游总花费达 5.75 万亿元，同比增长 17%，并已超越疫情前水平，恢复至 2019 年同期的 101%。2025 年 Q1-3 国内出游人次/游客出游总花费同比分别+18.0%/11.5%。

图14: 2024年来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

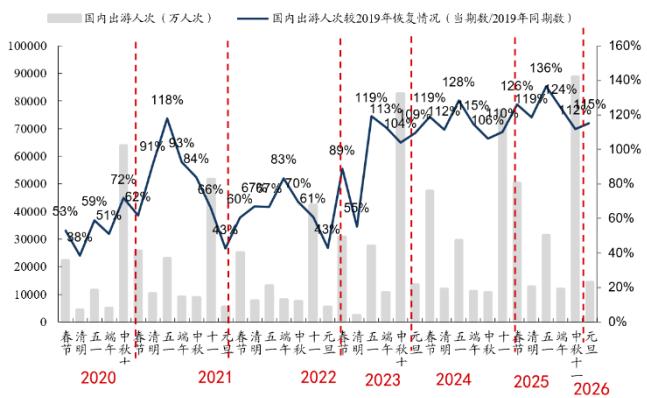
图15: 2016-2024及2025Q1-3 国内旅游人次及收入



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

节假日旅游市场强势复苏。自2024年起，全国旅游市场表现强劲，出游人次与旅游收入均实现显著增长，且人次增幅高于收入增幅。文旅部数据显示，2025年为期8天的假期全国国内旅游出游共计8.88亿人次，相比2024年为期7天的国庆假期增长16%；同期实现的国内旅游收入为8090.06亿元，较2024年国庆假期增长15%。2026年为期3天的元旦假期，全国国内旅游出游共计1.42亿人次，相比2024年同期（1.35亿人次）增长5.2%。

图16: 节假日旅游人次及较2019年的恢复情况



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

图17: 节假日旅游收入及较2019年的恢复情况



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

政策持续加码，推动文旅消费提质升级。2023年起，中央陆续出台政策文件明确支持“推进文化和旅游深度融合发展”，并着力将旅游业培育为支柱产业。2024年7月，国务院办公厅发布《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》，该意见旨在通过高质量发展冰雪运动，全面带动冰雪文化、装备、旅游等全产业链发展。2025年9月，商务部发布的《关于扩大服务消费的若干政策措施》提出支持优质消费资源与知名IP跨界合作，打造文旅商体融合的消费新场景。

表4：2023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发展、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。
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	商务部	《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。
2025年9月5日	商务部等9部门	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	创新和丰富服务消费场景，支持优质消费资源与知名IP跨界合作，打造商旅文体健融合的消费新场景；加强我国文旅资源国际宣传推广，鼓励旅行社、在线旅游平台推出适合外国人的特色旅游线路。
2025年12月6日	文旅部、交通部	《进一步促进邮轮运输及旅游服务发展的若干措施》	鼓励开发海上丝绸之路、环球游等长航线；支持外国籍邮轮临时经营国内沿海运输；推进邮轮无目的地海上试点；优化多点挂靠审批流程；丰富“邮轮+”消费场景。
2025年12月10日	工信部、国家发改委、文旅部	《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》	以消费升级引领产业升级；组织文旅消费促进活动、如游购乡村、赏冰乐雪；探索区域一体化文旅消费惠民措施。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.2. 文脉历史筑基，演艺索道双核驱动

历史文化与稀缺文旅资源构成竞争壁垒。公司主要业务覆盖于陕西省，陕西省作为中华文明发祥地，历史上先后有14个政权在此建都，拥有“三秦文化”、3处世界文化遗产、270处全国重点文物保护单位及17处5A级景区，具有历史悠久，文化遗产丰富的文旅资源禀赋。

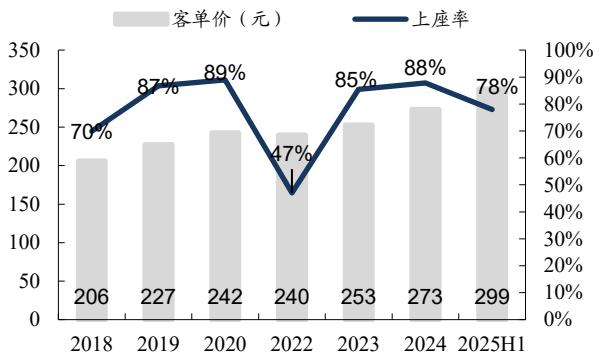
图18：陕西省旅游景点分布图



数据来源：买房网，东吴证券研究所

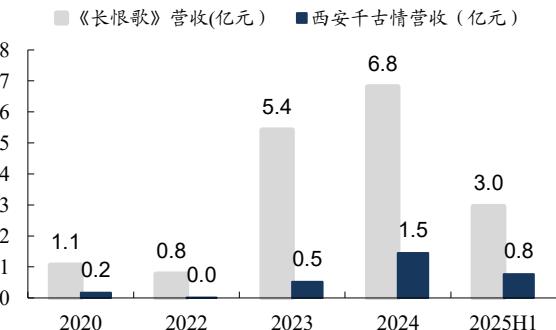
《长恨歌》复苏强劲，上座率与客单价双升。公司旅游演艺业务核心产品《长恨歌》是国内“真山真水真历史”的户外大型实景历史舞剧代表之一，于华清宫内演绎。华清宫位于西安城东30公里，与兵马俑毗邻，于2007年被评为首批国家5A级旅游景区，历史文化资源丰富。2021年12月，公司推出冬季版《长恨歌》，将演出季延长至全年。《长恨歌》演出上座率于2023年大幅恢复，2024年上座率达88%，同比+3pct。2024年客单价为273元，同比+8%。2024年，《长恨歌》/西安千古情营收分别为6.81/1.45亿元，同比+26%/+178%。

图19：《长恨歌》上座率与客单价（元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：《长恨歌》与西安千古情营收对比



数据来源：公司公告，宋城演艺公告，东吴证券研究所

图21：华清宫



数据来源：华清宫官网，东吴证券研究所

双索道运营带动华山游客接待量。公司主要业务所处的华山以“奇险天下第一山”著称，是我国著名的五岳之一，早在 1982 年就被颁布为首批国家级风景名胜区。公司华山景区有西峰太华索道与北峰三特索道，游客可选择两条线路之一上山。2024 年华山风景区接待游客 355 万人次，同比+12%。

图22：景区票价

景区	价格
华山景区门票	旺季160元/人，淡季100元/人
西峰索道交通车	40元/人
北峰索道交通车	20元/人
西峰太华索道	旺季140元/人，淡季120元/人
北峰三特索道	旺季80元/人，淡季45元/人

数据来源：华山官网，东吴证券研究所

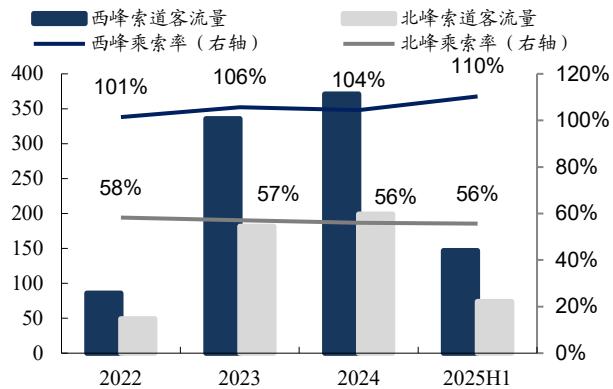
图23：华山景点



数据来源：华山旅游服务平台，东吴证券研究所

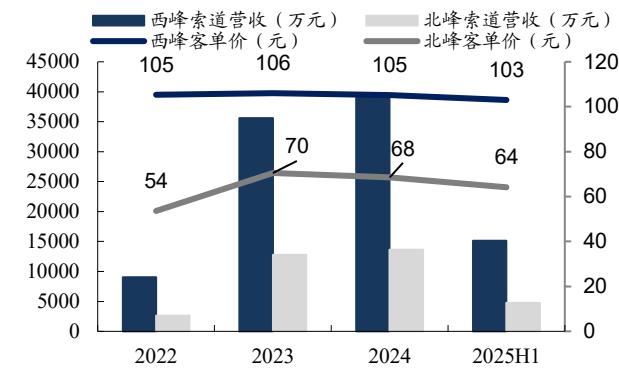
西峰索道乘索率、客单价均领先。2024 年，西峰太华索道/北峰三特索道客流量 371/199 万人，同比+11%/+10%，乘索率分别为 104%/56%。2024 年西峰太华索道/北峰三特索道营业收入为 3.90/1.36 亿元，同比+10%/+7%；客单价分别为 105/68 元。

图24：西峰和北峰索道客流（万人次）及乘索率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：西峰和北峰索道收入及客单价



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 重注泰山、夯实华山：募资勾勒扩张新版图

陕西旅游 IPO 募资 15.55 亿元布局主业。此次陕西旅游 IPO 融资 15.55 亿元，募集资金投入项目包括收购太华索道股权项目、收购瑶光阁股权项目、收购少华山旅游索道项目、泰山秀城（二期）建设项目、少华山南线索道项目、太华索道游客中心项目和太华索道服务中心项目。

图26：募集资金投向

序号	募集资金投向	总投资 (万元)	利用募投资金 (万元)
建设类项目			
1	泰山秀城（二期）建设项目	83,411	72,870
2	陕西少华山国家森林公园索道增容（南线索道）项目	30,000	13,906
3	太华索道综合服务中心项目	8,183	4,561
4	太华索道游客服务中心改造项目	4,900	4,900
收购类项目			
5	收购陕西太华旅游索道公路有限公司股权项目	37,003	37,003
6	收购陕西瑶光阁演艺文化有限公司股权项目	14,702	14,702
7	收购陕西少华山旅游发展有限责任公司索道资产项目	7,570	7,570
总计		185,771	155,513

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

泰山秀城二期锚定省外模式复制。泰山秀城（二期）项目计划总投资约 8.34 亿元，其中拟使用本次上市募集资金投入约 7.29 亿元。项目建设期拟定为 2 年。拟以泰山景区新建游客集散中心为基础，建设一座包含文化演艺和休闲娱乐两大方面的文化演艺中心，拟演艺剧目包括《鲁智深》、《山海秘境》、《泰山颂》和《天下》。该项目由公司控股子公司陕旅（泰安）文化旅游有限公司负责实施，是公司‘文旅+演艺’商业模式向省外复制的关键项目。

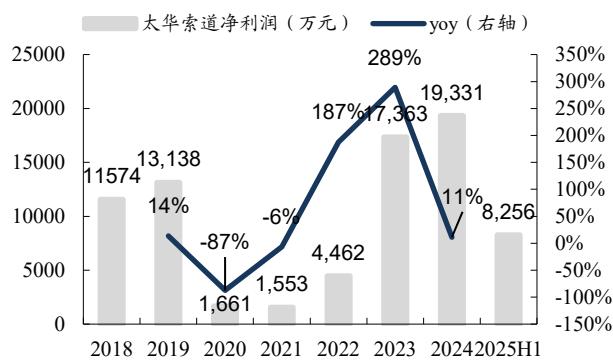
图27：泰山秀城景区



数据来源：泰山秀城公众号，东吴证券研究所

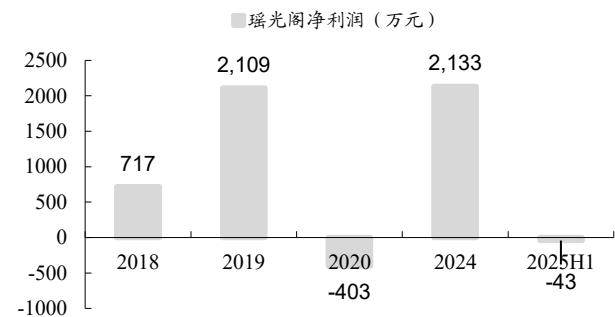
精准投资，收购优质资产。募集资产的3.7亿元，将用于收购太华索道项目少数股东的股权；14702万元收购瑶光阁演艺项目；7570万元收购少华山索道资产项目。2024年，拟收购的公司及资产均已实现盈利，其中太华索道/瑶光阁/少华山索道净利润分别为19331/2133/913万元。通过此次整合，公司将进一步提升对高回报资产的控制力，巩固在旅游交通与文旅演艺领域的竞争优势，从而增强整体市场竞争力，推动长期可持续发展。

图28：太华索道净利润（万元）与 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29：瑶光阁净利润（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.4. 控股平台稳根基，板块协同释价值

陕旅集团全面协同赋能陕西旅游。陕旅集团成立于1998年12月，直属于陕西省国资委，为陕西旅游第一大控股股东，截至2026年1月20日，陕旅集团直接和间接合计持股比例为40.66%。作为陕西省属大型国有文旅企业，陕旅集团是上市公司陕西旅游的第

一大股东与核心资源平台。截至 2025 年 9 月，集团资产规模超 540 亿元，旗下深度运营华清宫、黄河壶口瀑布两大 5A 级景区及《长恨歌》等标杆演艺。通过陕旅股份、延安、融景、骏景、中金旅五大专业板块，集团构建了覆盖景区运营、文化演艺、主题乐园、数字科技与金融投资的文旅全产业链，整合优质资源，赋能上市公司发展。

表5：陕旅集团产业分布

产业板块		业务覆盖
陕旅股份板块	景区	华清宫 (5A)、黄河壶口瀑布 (5A)、少华山国家森林公园 (4A)、泰山秀城等
	索道	西峰索道、少华山索道等
	演艺项目	《长恨歌》、《大唐女皇》、《黄河大合唱》等
睿景板块	景区	岐山周原景区 (4A)、白鹿原影视城 (4A)、汉中诸葛古镇等
	索道	四川光雾山香炉山索道 (位于 5A 级光雾山景区)、延川乾坤湾索道、阳朔如意峰索道等
	演艺项目	《二虎守长安》《黑娃演义》《出师表》《鬼方之战》等大型旅游实景演艺
延安板块	影视	《白鹿原》、《情遇曼哈顿》、《绣衣使》、《毒海风云》等
	景区	黄河壶口瀑布旅游区 (5A)、文安驿古镇、金延安城市旅游综合体等
	演艺项目	《延安保育院》、《黄河大合唱》等
融景板块	餐饮	延安唐乐宫餐饮等
	中国首个以丝路文化为 IP 的主题乐园丝路欢乐世界 (西安) 及丝路欢乐世界 (三亚)、中国首部“丝绸之路”主题大型原创百老汇音乐剧《丝路之声》、博物馆安特大世界等	
	骏景板块	
投资控股板块	业务涵盖云数据科技、文化创意、数字文博、数字 IP 与休闲旅游运营、文旅数字营销服务等	
	唐城资产板块	
	文化旅游产业项目、景区项目的投资；物业管理、策划及商务、企业信息咨询；工程管理等业务	
中金旅基金板块		西安宾馆、唐城宾馆、东方大酒店、云尚酒店管理公司等
体育板块		私募股权投资、私募证券基金投资、商业保理、投资管理、商业担保、供应链金融等
实业板块		体育科技、体育赛事、体育服务、体育综合体和体育金融

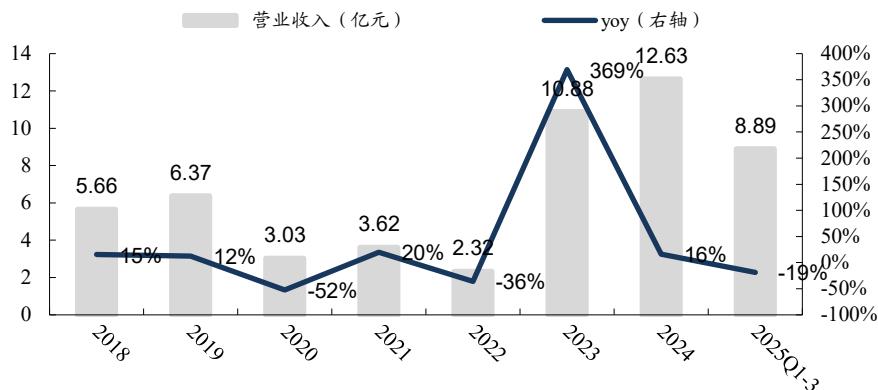
数据来源：陕旅集团官网，东吴证券研究所

3. 财务分析

增长转负，主因核心业务客流下滑。在 2018-2019 年保持稳健增长后，受疫情影响，公司营收在 2022 年下降至 2.32 亿元。随着旅游市场复苏，2023 年营收同比暴增 369% 至 10.88 亿元，创历史新高并远超疫情前水平。此后增长动能明显放缓，2024 年公司营

业收入增速回归至 16%，而 2025 年前三季度营收同比下滑 19%，主要系《长恨歌》上座率减少，2025 年上半年上座率由 2024 年的 88% 降至 78%，华山西峰索道乘索人次同比减少 20.81%，2025 年上半年贡献主营业务收入占比从 2024 年的 31.11% 降至 29.51%。

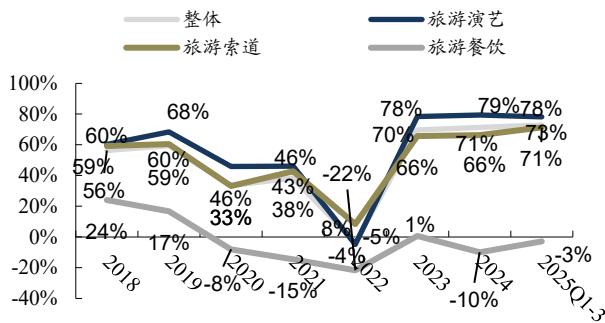
图30：公司营业收入（亿元）与 yoy



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

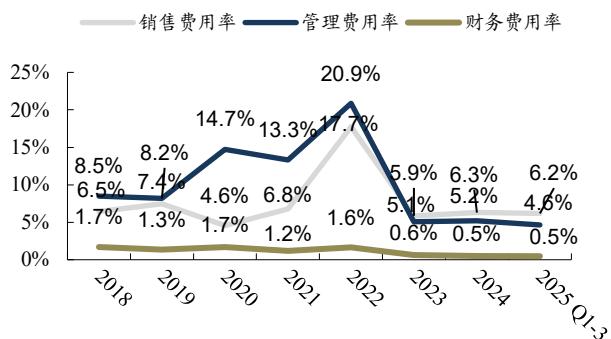
公司盈利能力显著修复，费用率趋于稳定。2019 年公司整体毛利率为 59%，各业务分化明显，盈利能力突出的旅游演艺业务毛利率达 68%，而旅游餐饮业务毛利率仅为 17%。受疫情期间收入锐减而成本相对刚性的影响，2022 年整体毛利率一度跌至 -4%。伴随市场复苏，公司毛利率呈现深 V 型反弹，2024 年回升至 71%。费用率在营收恢复后迅速趋于稳定。2025Q1-3 毛利率为 73%，yoY-3.6pct；销售、管理、财务费用率合计为 11.3%，yoY+25.0pct。

图31：公司分业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：公司期间费用率

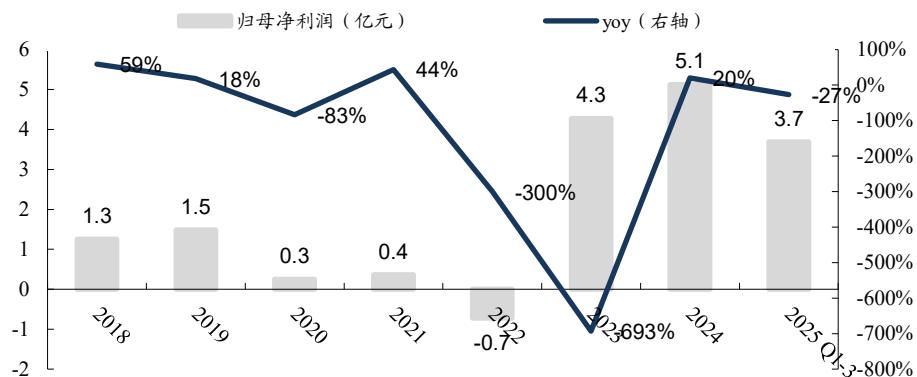


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

归母净利润反弹后增长放缓。公司归母净利润疫情前稳定于 1.3-1.5 亿元，2022 年受冲击陷 -0.7 亿元亏损。2023 年，伴随行业复苏，公司归母净利润反弹至 4.3 亿元，2024

年更创 5.1 亿元历史新高。2025 年前三季度利润为 3.7 亿元，同比下滑 27%，在高基数上增长动能趋于平缓。

图33：公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

关键假设：

旅游演艺：2024 年西安旅游市场高景气高基数下，2025 年极端天气影响客流下滑。预测 2025-2027 年《长恨歌》上座率收入客流量分别为 204.5/220.8/236.3 万人次，同比-18%/+8%/+7%；《长恨歌》平均票价 2025-2027 年分别为 295/318/344 元。预测 2025-2027 年《12·12 西安事变》收入 0.32/0.33/0.34 亿元，同比-40%/+2%/+3%。预测 2025-2027 年《泰山烽火》收入 0.05/0.06/0.07 亿元，同比+25%/+8%/+12%。

旅游索道：2024 年西安旅游市场高景气高基数下，2025 年极端天气影响客流下滑，景区多刚性支出导致景区收入下降。我们预测 2025-2027 年华山景区客流为 284.4/298.6/316.5 万人次，同比-20%/+5%/+6%；2025-2027 年西峰索道乘索率为 100%/105%/105%，平均票价 105/105/105 元。预测 2025-2027 年少华山奥吉沟收入 0.14/0.15/0.15 亿元，同比-20%/+3%/+3%。预测 2025-2027 年瓮峪公路收入 0.34/0.36/0.37 亿元，同比-25%/+5%/+3%。预测 2025-2027 年滑道业务收入 0.16/0.17/0.17 亿元，同比-20%/+5%/+3%。

旅游餐饮：唐乐宫经营处于成熟期、拥有稳定客群和品牌壁垒、收入稳健。我们预测 2025-2027 年旅游餐饮业务收入为 0.41/0.43/0.45 亿元，同比-3%/+5%/+5%。

表6: 陕西旅游收入预测拆分 (单位: 亿元)

收入拆分	2024	2025E	2026E	2027E
旅游演艺业务	7.39	6.40	7.42	8.53
$yoyn$	23%	-13%	16%	15%
旅游索道业务	4.73	3.63	3.81	4.02
$yoyn$	10%	-23%	5%	5%
旅游餐饮业务	0.42	0.41	0.43	0.45
$yoyn$	-11%	-3%	5%	5%
其他	0.08	0.08	0.08	0.08
$yoyn$	9%	-10%	5%	3%
收入合计	12.63	10.52	11.74	13.08
$yoyn$	16%	-17%	12%	11%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所预测

毛利率及费用率方面: 随着核心业务客流下滑, 2025 年毛利率承压, 费用率上升。之后, 市场回归正常, 收入稳定增长, 费用率逐步下降, 盈利能力逐步改善。我们预计 2025-2027 年毛利率为 68.7%/69.9%/70.7%, 各年销售、管理、财务费用率合计为 13.5%/12.8%/12.2%。

表7: 毛利率和费用率预测

指标	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	71.3%	68.7%	69.9%	70.7%
销售费用率	6.3%	7.0%	6.6%	6.2%
管理费用率	5.2%	6.0%	5.7%	5.5%
财务费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所预测

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 10.5/11.7/13.1 亿元, $yoyn$ 17%/+12%/+11%, 随着陕西旅游市场回归正常热度, 2025 年极端天气显著增多, 2025-2027 年归母净利润分别为 3.94/5.14/5.89 亿元, 同比-23%/+30%/+15%, 归母净利率为 37.5%/43.8%/45.0%。

表8: 营收和归母净利润预测

指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	12.63	10.52	11.74	13.08
$yoyn$	16%	-17%	12%	11%
归母净利润 (亿元)	5.12	3.94	5.14	5.89
归母净利率	40.5%	37.5%	43.8%	45.0%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所预测

4.2. 投资建议

陕西旅游依托华清宫和华山核心资源运营演艺和索道业务，背靠陕西省国资享受政策红利。我们预测 2025-2027 年公司归母净利润为 3.9/5.1/5.9 亿元，对应 PE 为 31/24/21 倍。我们选择有扩张预期的景区上市公司黄山旅游、九华旅游、峨眉山 A 和长白山作为可比公司，截至 2026 年 1 月 23 日，2026 年可比公司平均 PE 估值为 39 倍。考虑到陕西旅游新项目和股东赋能增长，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：陕西旅游可比公司估值（截至 2026 年 1 月 23 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	
600054.SH/ 黄山旅游	72	3.2	3.3	3.7	4.2	23	22	19	17
603199.SH/ 九华旅游	48	1.9	2.2	2.4	2.7	26	22	20	18
000888.SZ/ 峨眉山 A	72	2.3	2.6	3.0	3.3	31	28	24	22
603099.SH / 长白山	125	1.4	1.6	1.9	2.3	87	79	65	55
4 家可比公司按市值加权平均 PE							46	39	33
603402.SH/ 陕西旅游	123	5.1	3.9	5.1	5.9	24	31	24	21

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：陕西旅游、九华旅游、长白山盈利预测由东吴证券研究所给出，黄山旅游，峨眉山 A 预测为 2026 年 1 月 23 日 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。

新项目落地进度不及预期：公司开发建设泰山秀城二期等新项目，若新项目落地进度不及预期，将影响公司业务成长性。

自然灾害和极端天气影响经营：公司核心的户外实景演艺和索道业务受气候影响显著，异常天气可能导致演出取消或客流下降，进而对营收造成不利影响。

陕西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	1,025	2,958	3,494	4,129	营业收入	1,263	1,052	1,174	1,308
货币资金及交易性金融资产	945	2,884	3,413	4,040	营业成本(含金融类)	363	329	354	384
经营性应收款项	49	45	50	55	税金及附加	8	9	8	8
存货	18	16	18	19	销售费用	79	74	78	81
合同资产	0	0	0	0	管理费用	66	63	67	72
其他流动资产	14	13	13	14	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	831	925	992	1,047	财务费用	6	5	6	7
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	1	4	6
固定资产及使用权资产	380	355	318	279	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	267	383	489	585	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	89	87	85	82	减值损失	(1)	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	41	41	41	41	营业利润	745	572	666	763
其他非流动资产	54	60	60	60	营业外净收支	(4)	0	0	0
资产总计	1,856	3,884	4,486	5,175	利润总额	741	572	666	763
流动负债	452	460	492	530	减:所得税	120	97	113	130
短期借款及一年内到期的非流动负债	14	59	59	59	净利润	622	475	553	633
经营性应付款项	68	62	67	73	减:少数股东损益	110	81	39	44
合同负债	30	32	35	39	归属母公司净利润	512	394	514	589
其他流动负债	340	307	331	359					
非流动负债	183	205	223	241	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.62	5.10	6.65	7.61
长期借款	168	187	206	225	EBIT	751	578	672	770
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	829	648	744	844
租赁负债	8	7	6	5					
其他非流动负债	6	11	11	11					
负债合计	635	666	716	772	毛利率(%)	71.27	68.71	69.86	70.68
归属母公司股东权益	1,066	2,983	3,496	4,040	归母净利率(%)	40.53	37.49	43.76	45.01
少数股东权益	154	235	274	318					
所有者权益合计	1,220	3,218	3,770	4,404	收入增长率(%)	17.86	(16.71)	11.65	11.42
负债和股东权益	1,856	3,884	4,486	5,175	归母净利润增长率(%)	22.34	(22.95)	30.33	14.59

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	664	509	650	737	每股净资产(元)	18.38	38.57	45.21	52.83
投资活动现金流	(115)	(158)	(138)	(128)	最新发行在外股份 (百万股)	77	77	77	77
筹资活动现金流	(102)	1,588	18	18	ROIC(%)	54.16	19.64	14.84	14.63
现金净增加额	447	1,939	530	627	ROE-摊薄(%)	48.01	13.22	14.70	14.41
折旧和摊销	78	70	72	74	资产负债率(%)	34.23	17.15	15.96	14.91
资本开支	(115)	(147)	(127)	(117)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.07	31.24	23.97	20.91
营运资本变动	(36)	(32)	26	30	P/B (现价)	8.67	4.13	3.52	3.01

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提供。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:

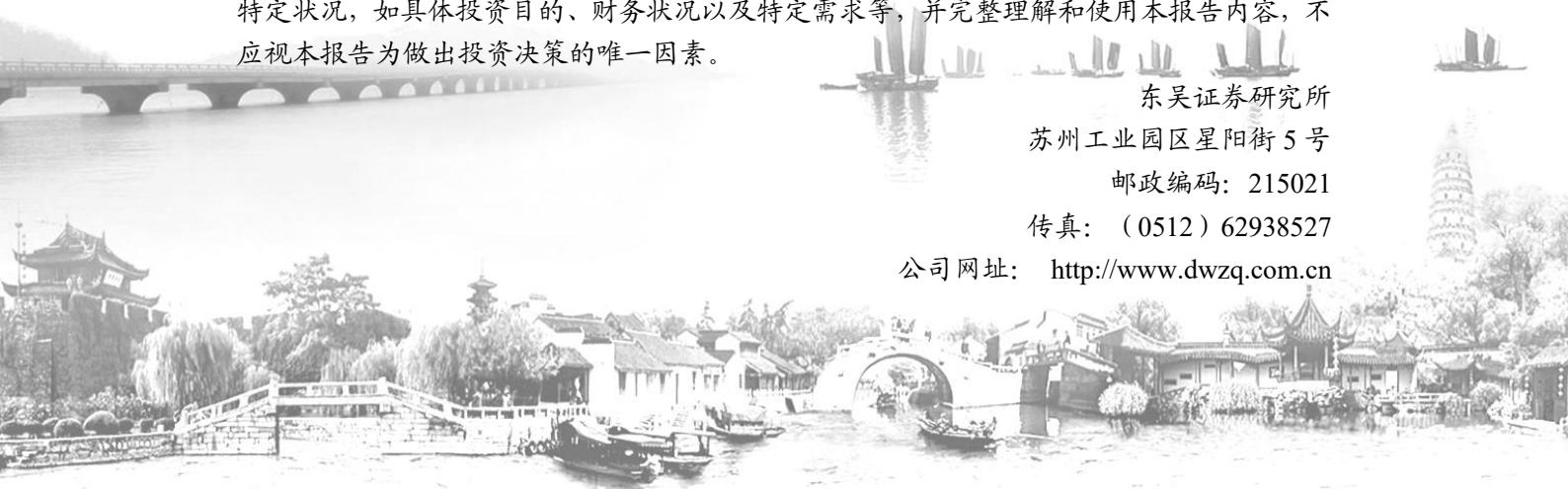
公司投资评级:

- 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>