

陕西旅游（603402）

专题二：为何陕旅会是服务消费龙头：可复制的景区盈利项目+雄厚集团国资全面赋能 买入（维持）

2026年02月12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

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,088	1,263	1,052	1,174	1,308
同比（%）	369.30	16.03	(16.71)	11.65	11.42
归母净利润（百万元）	427.45	511.73	394.30	513.89	588.88
同比（%）	693.08	19.72	(22.95)	30.33	14.59
EPS-最新摊薄（元/股）	5.53	6.62	5.10	6.65	7.61
P/E（现价&最新摊薄）	27.25	22.76	29.54	22.66	19.78

投资要点

■ **“演艺+索道”双轮驱动的文旅龙头：**公司以《长恨歌》实景演艺与华山旅游索道为核心资产，形成业务闭环与品牌壁垒，是A股市场稀缺的文旅融合标的。2024年实现营收12.63亿元，归母净利润5.12亿元，主营业务增长稳健。服务消费政策频出，支持文旅产业发展。

■ 核心项目运营效率领先，推动异地复制：

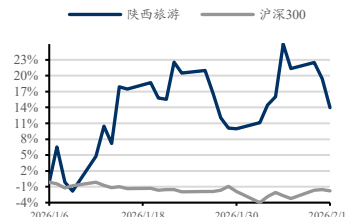
- **1) 演艺板块：**《长恨歌》作为标杆项目，2024年收入6.81亿元，上座率88%，净利率69%，运营团队打造IP演艺的经验丰富，管理机制成熟。演艺模式已成功复制至《12·12西安事变》项目，2024年上座率为85%，营业收入为5370万元，净利率40%。IPO募投项目泰山秀城二期打造4场演艺，承接泰山景区客流，公司预计建成后第一年收入2.02亿元，净利润为0.34亿元，建成后第三年收入2.65亿元，净利润0.78亿元。
- **2) 索道板块：**华山西峰索道连接华山核心景区，2024年乘索率为104%，客单价为105元，收入为3.9亿元，净利率50%。公司推动少华山森林公园的索道项目，已收购的少华山索道资产组2024年接待客流19.5万人次，客单价92元，收入1794万元，净利润913万元，净利率51%。募投项目少华山南线索道建成后，公司预计第一年收入为3448万元，净利润为-873万元，建成后第五年收入为9366万元，净利润2826万元。

■ **控股股东陕旅集团赋能发展：**控股股东陕旅集团为省属重要文旅平台，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，截至2025年9月，集团资产规模超540亿元。2024年陕旅集团收入为93.1亿元，其中旅游/餐饮客房/电子商务/其他业务分别为58.1/3/3/2/3/29.3亿元。2024年集团毛利润为20.5亿元，其中旅游/餐饮客房/电子商务/其他板块分别为12.5/1.9/0.1/6.0亿元，陕西旅游2024年毛利润为9.0亿元。

■ **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。我们维持公司盈利预期，预计2025-2027年归母净利润为3.9/5.1/5.9亿元，对应PE为30/23/20倍，维持“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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	150.61
一年最低/最高价	125.00/192.00
市净率(倍)	6.43
流通A股市值(百万元)	2,911.79
总市值(百万元)	11,647.17

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

《陕西旅游(603402)：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》

2026-01-24

内容目录

- 1. 陕西旅游：“演艺+索道”双轮驱动的文旅龙头.....4
- 2. 演艺业务板块详析8
- 3. 索道业务板块详析10
- 4. 控股股东陕旅集团赋能发展12
- 5. 盈利预测与投资评级17
 - 5.1. 盈利预测..... 17
 - 5.2. 投资建议..... 17
- 6. 风险提示18

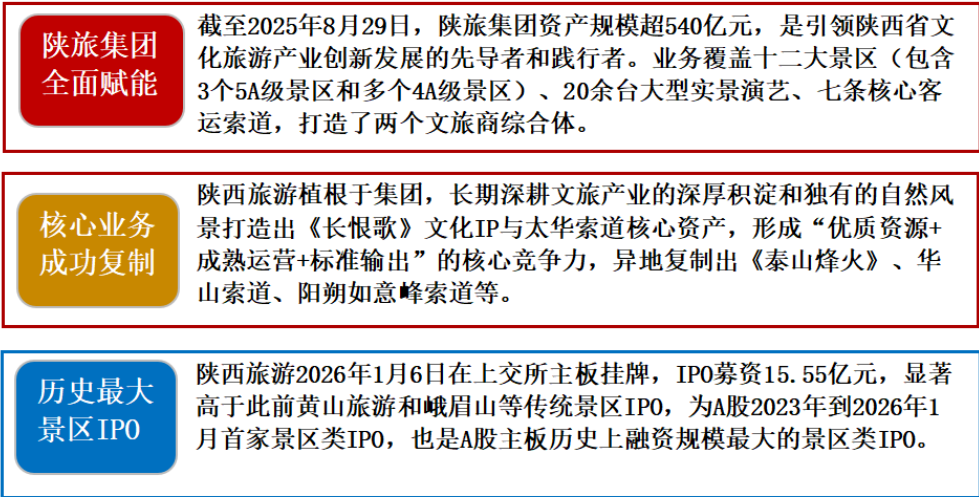
图表目录

图 1:	陕西旅游的三大亮点.....	4
图 2:	公司营收拆分 (亿元)	6
图 3:	公司毛利润拆分 (亿元)	6
图 4:	旅游演艺营收拆分 (亿元)	7
图 5:	《长恨歌》剧照.....	7
图 6:	旅游索道营收拆分 (亿元)	7
图 7:	华山西峰索道.....	7
图 8:	旅游餐饮业务营收 (亿元)	8
图 9:	《长恨歌》上座率与客单价 (元)	8
图 10:	《长恨歌》与西安千古情营收对比.....	8
图 11:	景区票价.....	10
图 12:	华山景点.....	10
图 13:	西峰和北峰索道客流 (万人次) 及乘索率.....	11
图 14:	西峰和北峰索道收入及客单价.....	11
图 15:	公司股权结构图 (截至 2026 年 1 月 20 日)	12
图 16:	陕旅集团营业收入及同比增长.....	13
图 17:	陕旅集团归母净利润及净利率.....	13
图 18:	陕旅集团毛利润及毛利率.....	14
图 19:	陕旅集团营收拆分 (亿元)	14
图 20:	陕旅集团毛利润拆分 (亿元)	14
图 21:	旅游板块营收拆分 (亿元)	15
图 22:	白鹿原影视文化基地.....	15
图 23:	《黑娃演义》.....	15
图 24:	丝路欢乐世界.....	16
图 25:	《丝路之声》音乐剧.....	16
图 26:	阳朔如意峰索道.....	16
图 27:	如意云顶.....	16
表 1:	2023 年以来, 各项支持消费政策高频发布.....	4
表 2:	陕西旅游公司主要业务分布.....	6
表 3:	《长恨歌》项目收入利润拆分.....	9
表 4:	《12·12 西安事变》项目收入利润拆分 (持股 51%)	9
表 5:	泰山秀城演艺收入利润拆分 (持股 51%)	10
表 6:	华山西峰索道收入利润拆分 (持股 51%)	11
表 7:	陕旅集团产业分布.....	12
表 8:	陕西旅游收入预测拆分 (单位: 亿元)	17
表 9:	营收和归母净利润预测.....	17
表 10:	陕西旅游可比公司估值 (截至 2026 年 2 月 11 日)	18

1. 陕西旅游：“演艺+索道”双轮驱动的文旅龙头

陕旅集团是陕西文旅产业的引领者。陕旅集团通过构建覆盖景区、演艺、索道与综合体的多元业务体系，依托成熟的“优质资源+运营+标准”模式，打造并复制了以《长恨歌》为代表的文化 IP 及索道资产，旗下子公司陕西旅游于 2026 年在 A 股主板上市，以 15.55 亿元创下近五年景区类 IPO 融资规模纪录。

图1：陕西旅游的三大亮点



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

消费促进政策频出，支持文旅产业发展。2023 年以来，如 2023 年 7 月国家发改委发布的《关于恢复和扩大消费的措施》，2025 年 9 月商务部等九部门发布的《关于扩大服务消费的若干政策措施》等政策，自上而下推动服务消费供给侧更新，支持文旅产业发展。

表1：2023 年以来，各项支持消费政策高频发布

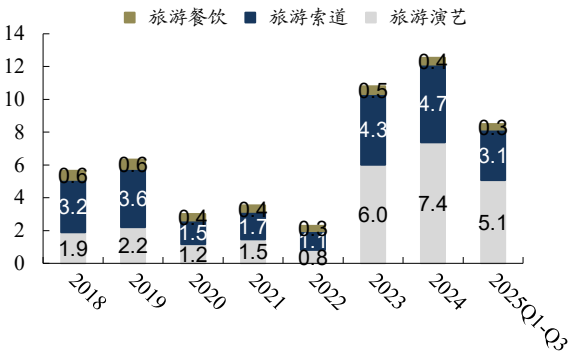
日期	发文部门	文件	内容	关键词
2023 年 7 月 28 日	国家发展和改革委员会	《关于恢复和扩大消费的措施》	全面落实带薪休假制度，鼓励错峰休假、弹性作息，促进假日消费。加强区域旅游品牌和服务整合，积极举办文旅消费促进活动。健全旅游基础设施，鼓励制定实施景区门票减免、淡季免费开放等政策。	旅游消费
2023 年 9 月 27 日	国务院办公厅	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	重点关注加大优质旅游产品和服务供给，提出推进文化和旅游深度融合、实施美好生活度假休闲工程、实施体育旅游精品示范工程、开展乡村旅游提质增效行动、发展生态旅游产品等要求。	旅游服务供给
2024 年 3 月 15 日	国家发展和改革委员会	《促进国家级新区高质量建设行动计划》	增强新区科技和产业竞争力；多措并举扩大有效需求；支持新区深化重点领域改革；加强统筹协调和组织实施	新区建设
2024 年	国家市场	《以标准提升牵引	推动政策与标准更加协同配套，商品和服务质量不断	耐用消

3 月 27 日	监管总局等七部门	设备更新和消费品以旧换新行动方案》	提高,先进产能比重持续提升,高质量耐用消费品更多进入居民生活,标准助力经济高质量发展取得明显成效。	费品更新
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。	文娱旅游消费
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。	冰雪经济
2025 年 1 月 9 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。	文旅消费
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。	冰雪消费/入境消费
2025 年 3 月 21 日	商务部	《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》	积极推进首发经济;优化入境政策和消费环境;发挥免税店和离境退税政策作用;办好各类大型消费促进活动;推动商贸流通高质量发展;促进服务消费提质扩容;提升消费供给品质;加强对外宣传推介	首发经济
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。	服务业扩大
2025 年 8 月 30 日	国务院办公厅	《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》	完整准确全面贯彻新发展理念,加快构建现代体育产业体系,不断提振体育消费,增强体育产业整体实力和竞争力	体育消费
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。	扩大服务消费
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游试点;优化多点挂靠审批流程;丰富“邮轮+”消费场景。	邮轮消费
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。	乡村游/冰雪经济

数据来源: 中共中央办公厅, 国务院办公厅, 发改委, 市场监管总局, 工信部, 文旅部等, 东吴证券研究所

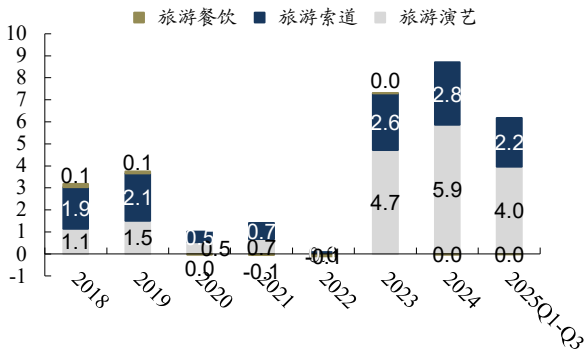
旅游演艺为主要收入来源。该公司从事以旅游演艺、旅游索道、旅游餐饮为核心的旅游产业运营。2024 年公司主营业务收入 12.54 亿元，同比增加 16%，其中旅游演艺/旅游索道/旅游餐饮业务收入分别为 7.4/4.7/0.4 亿元，同比+23%/+10%/-11%，占比 59%/38%/3%；2024 年公司毛利润 8.66 亿元，同比增加 19%，其中旅游演艺/旅游索道/旅游餐饮业务毛利润分别为 5.87/2.84/-0.04 亿元，同比+24%/+11%/-1253%。2024 年旅游演艺收入占六成，毛利润占近七成。

图2：公司营收拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：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。陕西旅游文化产业股份有限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。

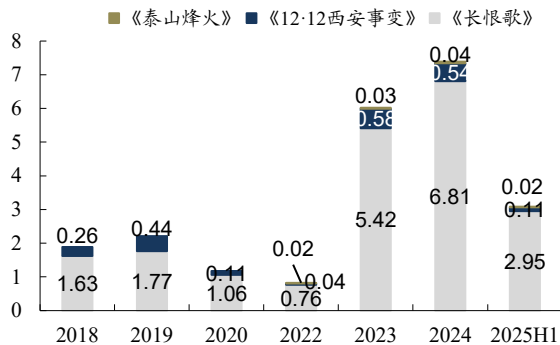
表2：陕西旅游公司主要业务分布

	项目	位置	价格	特点
旅游 演艺	《长恨歌》	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）
	《12·12 西安事变》	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
旅游 索道	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	集代步与游乐一体
	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	陕西省西安市	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%。舞剧《长恨歌》收入占演艺节目营收九成。

图4：旅游演艺营收拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

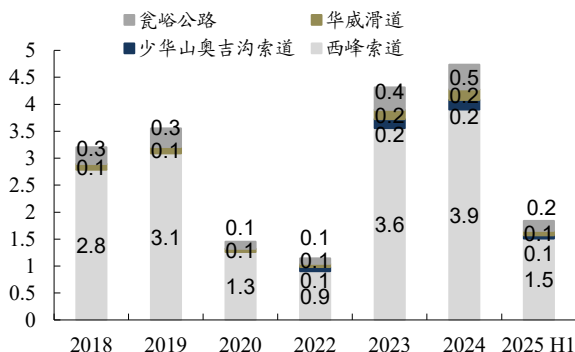
图5：《长恨歌》剧照



数据来源：公司官网，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6：旅游索道营收拆分（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

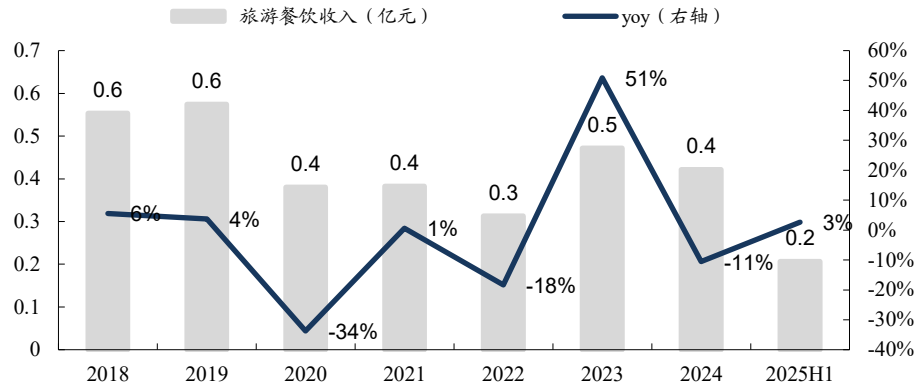
图7：华山西峰索道



数据来源：公司官网，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8：旅游餐饮业务营收（亿元）

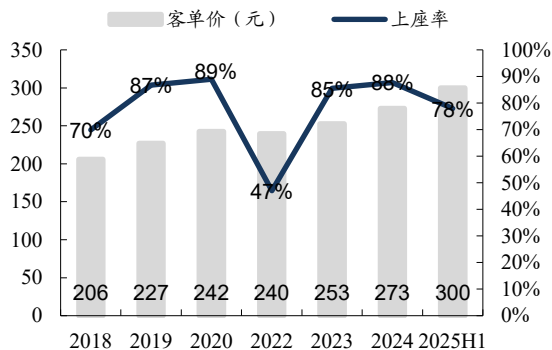


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 演艺业务板块详析

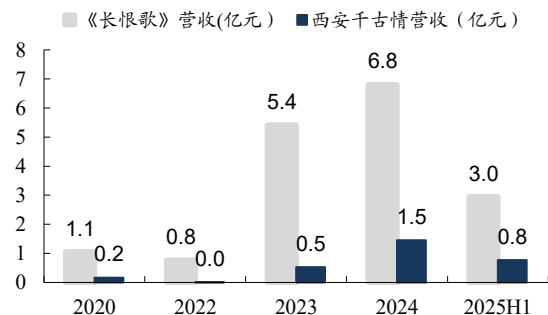
《长恨歌》上座率近9成，客单价稳中有升。公司旅游演艺业务核心产品《长恨歌》是国内“真山真水真历史”的户外大型实景历史舞剧代表之一，于华清宫内演绎。华清宫位于西安城东30公里，与兵马俑毗邻，于2007年被评为首批国家5A级旅游景区，历史文化资源丰富。2021年12月，公司推出冬季版《长恨歌》，将演出季延长至全年。《长恨歌》演出上座率于2023年大幅恢复，2024年上座率达88%，同比+3pct。2024年平均客单价为273元，同比+8%。2024年，《长恨歌》/西安千古情营收分别为6.81/1.45亿元，同比+26%/+178%。

图9：《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10：《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

拆分《长恨歌》盈利情况，2024 年项目收入 6.8 亿元，对应长恨歌演艺子公司的净利润为 4.7 亿元，净利率 69%。

表3：《长恨歌》项目收入利润拆分

	2019	2023	2024	2025H1
客流（万人次）	78	214	249	99
场次（场）	299	836	947	422
座位数（个）	3000	3000	3000	3000
上座率	87%	85%	88%	78%
客单价（元）	227	253	273	300
收入（亿元）	1.77	5.42	6.81	2.95
毛利润（亿元）	1.36	4.25	5.95	2.27
毛利率	77%	78%	81%	77%
净利润（亿元）	1.06	3.9	4.67	1.85
净利率	60%	72%	69%	63%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：以演艺业务毛利率为《长恨歌》毛利率测算，净利润以长恨歌演艺公司口径计

《12·12 西安事变》演艺项目 24 年净利润 2133 万元。2024 年《12·12 西安事变》演艺上座率为 85%，平均客单价为 75 元，项目营收为 5370 万元，对应子公司瑶光阁演艺（运营《12·12 西安事变》演艺项目）净利润为 2133 万元，净利率 40%。公司将使用募投资金中 1.47 亿元收购瑶光阁演艺剩余 49%股权。

表4：《12·12 西安事变》项目收入利润拆分（持股 51%）

	2019	2023	2024	2025H1
客流（万人次）	54	93	72	18
场次（场）	1581	2039	1714	670
座位数（个）	485	485	485	485
上座率	70%	94%	85%	55%
客单价（元）	82	63	75	63
收入（万元）	4418	5809	5370	1124
毛利润（万元）	3402	4557	4330	863
毛利率	77%	78%	81%	77%
净利润（万元）	2109	3047	2133	-43
净利率	48%	52%	40%	-4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：以演艺业务毛利率为《12·12 西安事变》毛利率测算，净利润以瑶光阁演艺公司口径计

公司推进演艺项目复制，打造泰山秀城项目。凭借公司在团队执行与系统化管理方面的协同优势，跨区域复制与落地能力得到兑现。募投项目泰山秀城二期位于泰安市，

承接泰山客流，总投资约 8.34 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》。根据公司可研报告，泰山秀城二期建成后第一年客流为 238 万人次，平均客单价 85 元，收入 2.02 亿元，净利润为 0.34 亿元；建成后第三年收入 2.65 亿元，净利润 0.78 亿元。

表5: 泰山秀城演艺收入利润拆分（持股 51%）

	2024（一期）	建成后第一年	建成后第二年	建成后第三年	建成后第四年	建成后第五年
客流（万人次）	11	238	274	311	311	311
场次（场）	603	6051	6051	6051	6051	6051
上座率	12%	65%	75%	85%	85%	85%
客单价（元）	61	85	85	85	85	85
收入（万元）	667	20237	23350	26463	26463	26463
净利润（万元）	-2485	3368.19	5593.46	7818.72	7818.72	7766.3
净利率	-	17%	24%	30%	30%	29%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：24 年为目前已建成运营的一期项目，二期建成后的数据为公司可研报告预测值

3. 索道业务板块详析

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11: 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12: 华山景点

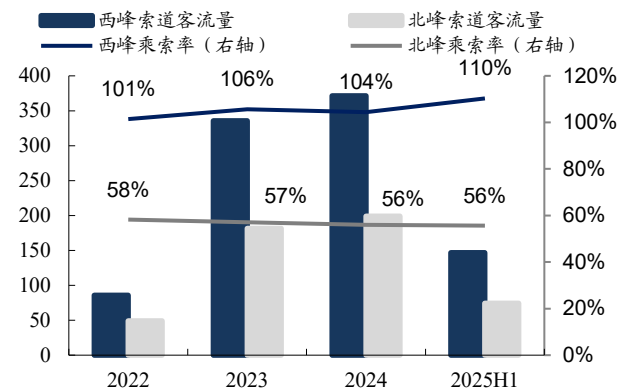


数据来源：华山旅游服务平台，东吴证券研究所

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

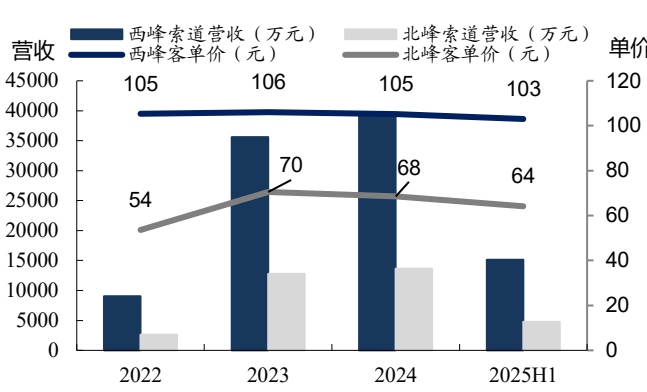
三特索道营业收入为 3.90/1.36 亿元，同比+10%/+7%；客单价分别为 105/68 元。

图13：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14：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

华山西峰索道项目 2024 年收入为 3.9 亿元，对应的太华索道子公司净利润为 1.9 亿元，净利率 50%。截至 2026 年 1 月，陕西旅游持有太华索道子公司 51%股权，计划使用募投资金中的 3.7 亿元收购太华索道 19%少数股权。

表6：华山西峰索道收入利润拆分（持股 51%）

	2019	2023	2024	2025H1
西峰索道客流（万人次）	280	336	371	147
乘索率	91%	106%	104%	110%
华山景区客流（万人次）	309	318	355	133
客单价（元）	128	106	105	103
收入（万元）	35816	35605	39019	17214
毛利润（万元）	24713	27419	31104	12120
毛利率	69%	77%	80%	80%
净利润（万元）	15795	16,770	19,331	8256
净利率	52%	47%	50%	55%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

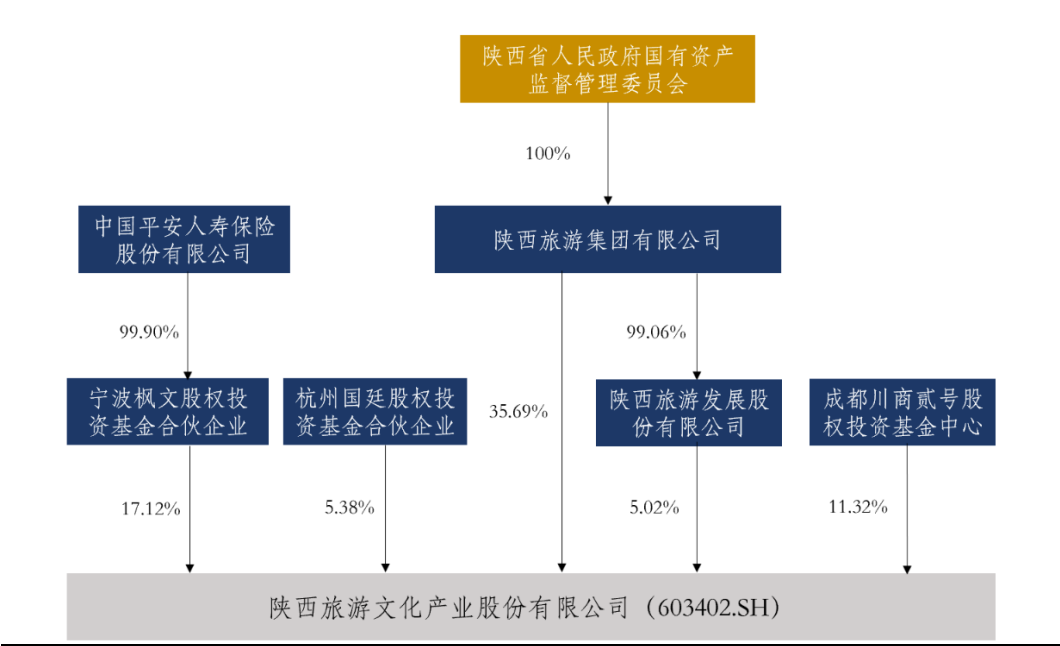
注：乘索率为单程索道客流/进山客流，以索道业务毛利率为华山西峰索道毛利率测算，净利润以太华索道子公司口径计

新建少华山南线索道项目将与现有奥吉沟索道发挥协同作用。已收购的少华山索道资产组 2024 年接待客流 19.5 万人次，客单价 92 元，收入 1794 万元，净利润 913 万元，净利率 51%。公司拟投入 3 亿元建设少华山南线索道项目，建成后南线索道与现有北线索道在盘龙云海景区会合，链接各个景点，设计运力将从 400 人/小时提升至 1500 人/小时。公司预计南线索道建成后第一年收入为 3448 万元，净利润为-873 万元，建成后第五年收入为 9366 万元，净利润 2826 万元。

4. 控股股东陕旅集团赋能发展

陕旅集团是陕西旅游的控股股东。陕旅集团成立于 1998 年 12 月，直属于陕西省国资委，是陕西旅游的控股股东。截至 2026 年 1 月 20 日，陕旅集团直接持有陕西旅游 35.69%的股份，通过子公司陕旅股份间接控制 4.97%，合计控制陕西旅游 40.66%的股份。陕旅集团是陕西省政府授权的国有资本投资和运营机构，是引领陕西省文化旅游产业创新发展的先行者和践行者。

图15：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

陕旅集团全面协同赋能陕西旅游。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7：陕旅集团产业分布

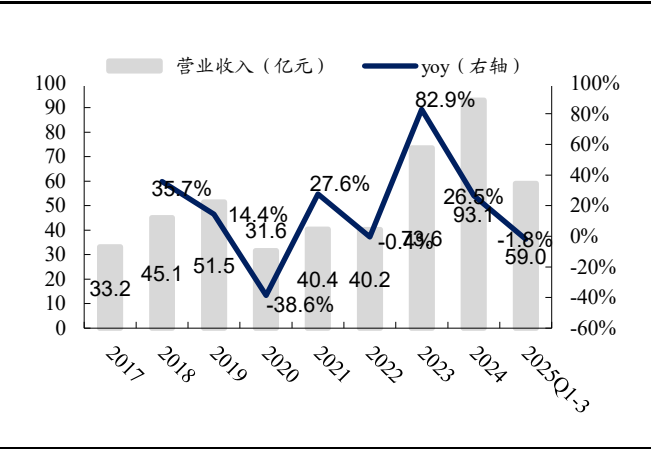
产业板块		业务覆盖
陕旅股份板块	景区	华清宫(5A)、黄河壶口瀑布(5A)、少华山国家森林公园(4A)、泰山秀城等
	索道	西峰索道、少华山索道等
	演艺项目	《长恨歌》、《大唐女皇》、《黄河大合唱》等
睿景板块	景区	岐山周原景区(4A)、白鹿原影视城(4A)、汉中诸葛古镇等

	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
	影视	《白鹿原》、《情遇曼哈顿》、《绣衣使》、《毒海风云》等
延安板块	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
	餐饮	延安唐乐宫餐饮等
融景板块	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	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	
投资控股板块	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	
唐城资产板块	西安宾馆、唐城宾馆、东方大酒店、云尚酒店管理公司等	
中金旅基金板块	私募股权基金投资、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	
体育板块	体育科技、体育赛事、体育服务、体育综合体和体育金融	
实业板块	汽车服务、物业服务、酒店餐饮和商贸连锁等业务	

数据来源：陕旅集团官网，东吴证券研究所

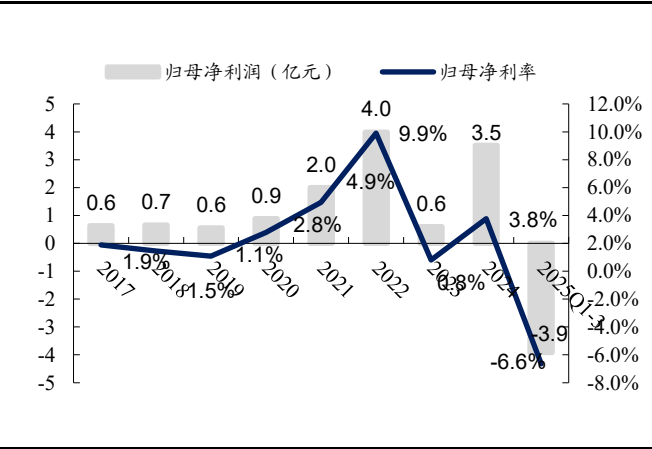
盈收能力稳健增长,收入呈现整体向上的趋势。陕旅集团 2024 年营收达 93.1 亿元，同比+26.5%，归母净利润为 3.51 亿元；2024 年毛利润为 20.5 亿元，毛利率为 22.0%；归母净利率为 3.8%。随着资产规模增加收入显著增长，利润端受亏损和孵化项目拖累。

图16：陕旅集团营业收入及同比增长



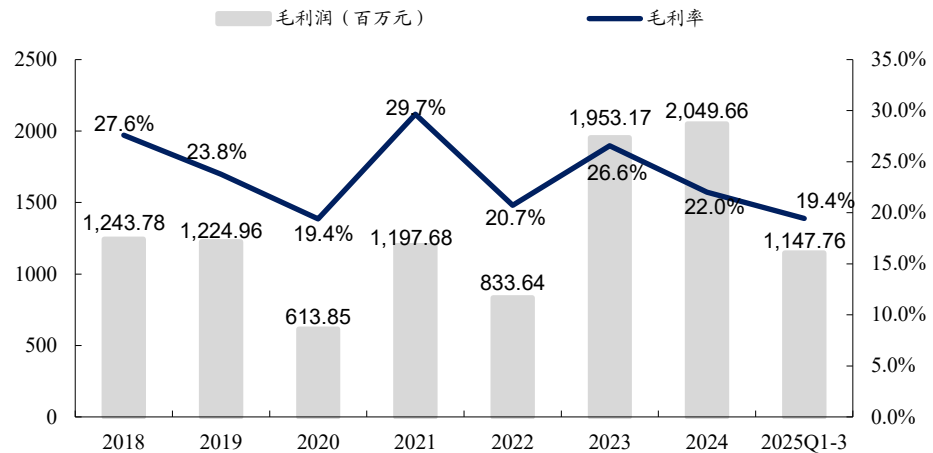
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：陕旅集团归母净利润及净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

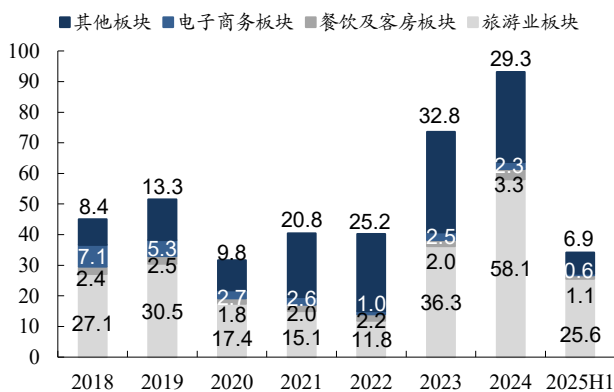
图18: 陕旅集团毛利润及毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

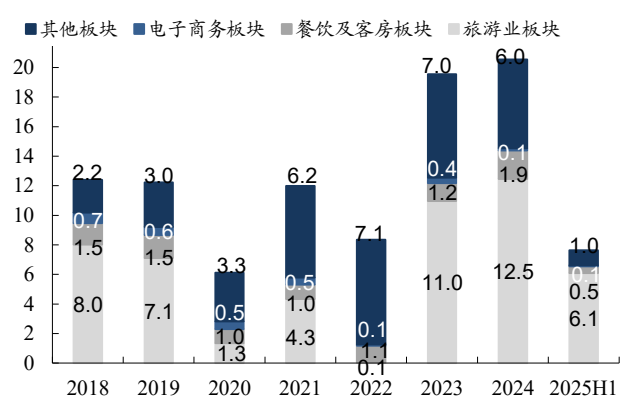
围绕旅游、餐饮住房、电子商务三大板块布局。2024 年陕旅集团收入为 93.1 亿元，其中旅游/餐饮客房/电子商务/其他业务分别为 58.1/3/3/29.3 亿元。旅游业务板块是拉动整体增长的主要引擎；餐饮与客房板块规模保持稳定。集团已形成以文旅为主体、多元业务协同发展的收入格局。2024 年集团毛利润为 20.5 亿元，其中旅游/餐饮客房/电子商务/其他板块分别为 12.5/1.9/0.1/6.0 亿元，陕西旅游 2024 年毛利润为 9.0 亿元。

图19: 陕旅集团营收拆分 (亿元)



数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

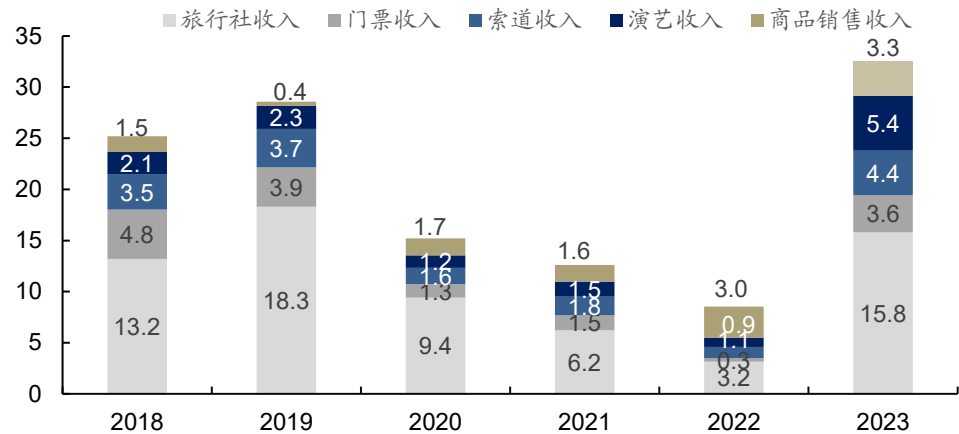
图20: 陕旅集团毛利润拆分 (亿元)



数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

旅游板块 (陕旅集团): 2023 年陕旅集团旅游板块收入为 36.3 亿元，其中旅行社/门票/索道/演艺/商品销售业务的收入分别为 15.8/3.6/4.4/5.4/3.3 亿元。

图21: 旅游板块营收拆分 (亿元)



数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

白鹿原影视文化基地: 以作家陈忠实先生的作品《白鹿原》和同名电影为依托, 打造的陕西首座集影视创作、文化休闲、儿童游乐、精彩演艺为一体的文化旅游综合园区。公司主要负责白鹿原影视城的建设及后期运营管理工作, 包括旅游项目的开发, 影视拍摄技术咨询服务, 主题公园经营管理、观光车服务等。2023 年春节假期, 景区接待全国各地游客 33.25 万人次, 较上年同期增长 337.5%, 较 2019 年同期增长 85%; 收入较上年同期增长 133.6%, 较 2019 年同期增长 23.2%。

图22: 白鹿原影视文化基地



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图23: 《黑娃演义》



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

西安丝路欢乐世界是陕旅集团打造的文旅融合标杆性产品之一。作为全国首个以丝路文化为主题的大型园区, 集主题游乐、科技体验、实景演艺等为一体, 汇聚阳光希腊、瑰丽波斯等七大丝路主题街区, 是在共建“一带一路”倡议的大背景下, 依托陕西作为丝

路重镇的地域特色，打造的新型文旅场景，成为陕西文旅“引进来”与“走出去”双向发力的标杆。2023 年国庆期间客流量超 1.7 万人次，2024 年国庆期间客流量超 6 万人次，同比增长了 257%，2024 年春节客流量超 30 万人次，2025 年五一期间客流量超 10 万人次，较 2024 年五一期间客流量增长 30%。

图24：丝路欢乐世界



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图25：《丝路之声》音乐剧



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

阳朔如意峰索道：位于广西桂林阳朔热门旅游景点的核心位置，项目共投资 2.6 亿元，于 2020 年 1 月 6 日正式运营。索道全长 2012 米，索道下站设在星天乐国际旅游度假区内，上站直达元宝峰，垂直高差 242 米，单向运量可达 2000 人/小时。在 2020 年“八一”建军节、国庆节等时间节点还开展了“万人畅游阳朔如意峰”等活动，分别于 8 月 1 日和 10 月 3 日创造了单日接待量突破万名的记录。

图26：阳朔如意峰索道



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图27：如意云顶



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 盈利预测

关键假设: 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。
预计 2026 年起客流恢复性增长。

表8: 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
yoy	23%	-13%	16%	15%
旅游索道业务	4.73	3.63	3.81	4.02
yoy	10%	-23%	5%	5%
旅游餐饮业务	0.42	0.41	0.43	0.45
yoy	-11%	-3%	5%	5%
其他	0.08	0.08	0.08	0.08
yoy	9%	-10%	5%	3%
收入合计	12.63	10.52	11.74	13.08
yoy	16%	-17%	12%	11%

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, yoy-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9: 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
yoy	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

5.2. 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。我们维持公司盈利预期, 预计 2025-2027 年归母净利润为 3.9/5.1/5.9 亿元, 对应 PE 为 30/23/20 倍。我们选择有扩张预期的景区上市公司长白山、西域旅游、黄山旅游和峨眉山 A 作为可比公司, 截至 2026 年 2 月 11 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, 维持“买入”评级。

表10：陕西旅游可比公司估值（截至 2026 年 2 月 11 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	
603099.SH / 长白山	112	1.4	1.6	1.9	2.3	77	71	58	49	增持
300859.SZ/ 西域旅游	58	0.9	1.0	1.3	1.5	67	56	46	40	增持
600054.SH/ 黄山旅游	79	3.2	3.2	3.7	4.1	25	25	21	19	未评级
000888.SZ/ 峨眉山 A	73	2.3	2.5	3.0	3.4	31	29	24	21	未评级
4 家可比公司按市值加权平均 PE							47	39	34	
603402.SH/ 陕西旅游	116	5.1	3.9	5.1	5.9	23	30	23	20	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：陕西旅游、长白山和西域旅游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 2 月 11 日 wind 一致预期

6. 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。

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	营业总收入	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	每股收益-最新股本摊薄(元)	6.62	5.10	6.65	7.61
非流动负债	183	205	223	241	EBIT	751	578	672	770
长期借款	168	187	206	225	EBITDA	829	648	744	844
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	71.27	68.71	69.86	70.68
租赁负债	8	7	6	5	归母净利率(%)	40.53	37.49	43.76	45.01
其他非流动负债	6	11	11	11	收入增长率(%)	16.03	(16.71)	11.65	11.42
负债合计	635	666	716	772	归母净利润增长率(%)	19.72	(22.95)	30.33	14.59
归属母公司股东权益	1,066	2,983	3,496	4,085					
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					
负债和股东权益	1,856	3,884	4,486	5,175					

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)	22.76	29.54	22.66	19.78
营运资本变动	(36)	(32)	26	30	P/B (现价)	8.20	3.91	3.33	2.85

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>