

增持（首次）

## 陕西文旅龙头，盈利能力强劲

陕西旅游（603402）深度报告

2026年2月27日

## 投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

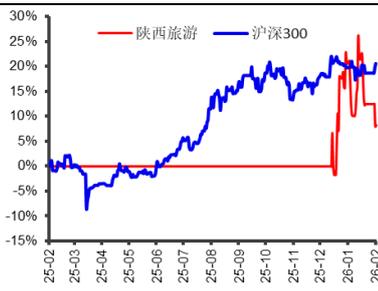
dengshengliang@dgzq.com

.cn

## 主要数据 2026年2月26日

收盘价(元)	139.62
总市值(亿元)	107.97
总股本(亿股)	0.77
流通股本(亿股)	0.19
ROE(TTM)	27.65%
12月最高价(元)	166.50
12月最低价(元)	125.00

## 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，IFind

## 相关报告

- **文旅演艺先行者，演艺+索道构筑核心业务版图。**公司是陕旅集团旗下文旅上市企业，背靠陕西省丰富的历史文化积累和自然旅游资源，公司已构筑了覆盖旅游演艺、旅游索道和旅游餐饮为核心的文旅业务版图。2023年以来公司业绩较2019年出现大幅增长，主要系公司核心演出节目《长恨歌》推出冬季版《冰火长恨歌》受到市场的广泛欢迎，平抑了《长恨歌》的季节性波动。2025年前三季度公司实现营业总收入8.89亿元，同比下降18.80%，归母净利润为3.69亿元，同比下降26.93%，主要因为2025年1-9月陕西省旅游行业整体景气度较2024年下降以及异常天气扰动。
- **核心业务运营多年，盈利能力强劲：**演艺业务方面，公司于2007年正式推出《长恨歌》剧目，依托华清宫景区九龙湖，以唐明皇与杨贵妃的爱情故事为主线，在故事发生地华清宫重现了诗歌《长恨歌》中的动人篇章，是中国首部大型实景历史舞剧。索道业务方面，公司拥有的西峰索道是五岳之一华山的重要上下山交通工具，2018年以来，西峰索道乘索率逐年提升，已成为华山一日游的主要登山路线。
- **投资建议：**公司是陕西省文旅龙头，核心业务《长恨歌》和西峰索道资产均已运营超十年，经营模型优异、盈利能力强劲。近年来公司净利润率均处于行业前列，超越可比公司。近期促消费政策逐渐向服务消费倾斜，文旅演艺和景区有望率先受益。公司作为文旅演艺与历史文化景观结合的先行者，预计公司2025-2026年每股收益分别为5.68元和6.72元，对应估值分别为24.57倍和20.78倍，给予公司“增持”评级。
- **风险提示。**自然灾害风险、竞争加剧、政策变化、居民旅游方式偏好变化等风险。

本报告的风险等级为中风险。

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

## 目 录

1. 文旅演艺先行者，华山索道构筑业绩基本盘	3
2. 出游市场快速复苏，陕西文旅市场火热	7
3. 业务分析	8
3.1 旅游演艺：文旅结合优秀案例，以《长恨歌》为核心构建多剧目矩阵。	8
3.2 旅游索道业务：西峰索道位置优越。	10
3.3 股东背景：控股股东文旅资源丰富，协同发展。	12
4. 投资策略	13
5. 风险提示	15

## 插图目录

图 1：陕西旅游主要业务构成	3
图 2：陕西旅游股东构成（截至 2026 年 1 月 6 日）	3
图 3：公司营收及增速变化（亿元，%）	4
图 4：公司归母净利润及增速变化（亿元，%）	4
图 5：分业务收入情况（万元）	5
图 6：公司毛利率变化	5
图 7：公司净利率变化	5
图 8：分业务毛利率情况（万元）	5
图 9：公司期间费用变化（万元）	6
图 10：公司期间费用占营业收入变化（%）	6
图 11：国内出游人数分季度（亿人次）	7
图 12：国内旅游人均消费（元）	7
图 13：陕西省接待境内外游客数量及同比变化（%）	8
图 14：陕西省旅游总收入及同比变化（%）	8
图 15：公司旅游演艺业务营业收入（万元）	8
图 16：公司旅游演艺业务毛利率（%）	8
图 17：《长恨歌》剧照	9
图 18：长恨歌观看人次变化	9
图 19：华清宫	9
图 20：华清宫游客观看《长恨歌》的比例恢复	10
图 21：陕西旅游索道业务营业收入（万元）	11
图 22：陕西旅游索道业务毛利率（%）	11
图 23：西峰索道为华山交通要道	11
图 24：西峰索道乘索率（%）	11
图 25：西峰索道为主要登山路线	11
图 26：公司控股股东陕旅集团陕西省文旅资源布局	12

## 表格目录

表 1：陕西旅游净利润率对比可比公司	6
表 2：公司盈利预测简表（2026/2/26）	13

## 1. 文旅演艺先行者，华山索道构筑业绩基本盘

文旅演艺先行者，核心业务稳定。陕西旅游是陕旅集团旗下文旅上市企业，背靠陕西省丰富的历史文化积累和自然旅游资源，公司已构筑了覆盖旅游演艺、旅游索道和旅游餐饮为核心的文旅业务版图。作为我国较早进入旅游文化演艺行业的企业之一，公司系由陕西省旅游设计院改制而来，在旅游演艺及旅游索道等领域深耕多年，积累了丰富的文旅演艺设计经验。公司核心产品《长恨歌》推出市场近 20 年仍经久不衰，经历了市场的长期检验，已形成成熟的运营管理模式。旅游演艺核心产品《长恨歌》演出为例，相关核心知识产权均归发行人所有，目前核心演员均为公司全职员工，且针对核心角色杨贵妃、唐明皇，公司已培养形成多对可选演员。核心索道业务为五岳之一、知名景区华山的主要登山索道，公司核心业务稳定。

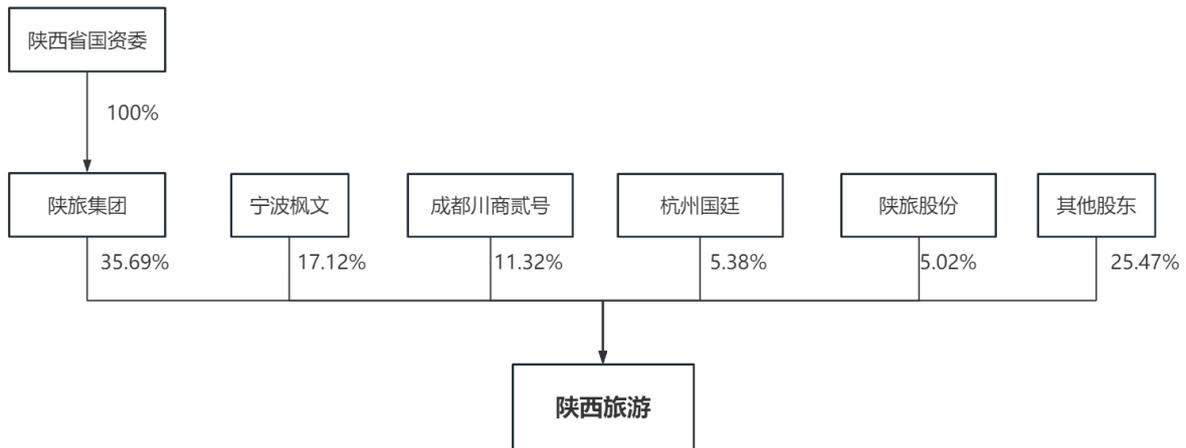
图 1：陕西旅游主要业务构成



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

由陕西省国资委控股，股权结构稳定。截至 2026 年 1 月 6 日，公司控股股东陕旅集团直接持有公司 35.69% 股权，通过陕旅股份间接持有公司 5.02% 股权，实控人为陕西省国资委。第二大股东为宁波枫文股权投资基金合伙企业，与一致行动人杭州国廷合计控制约 22.50% 的公司股份。公司实控人为陕西省国资委，主要股东控股比例较高，股权结构稳定。

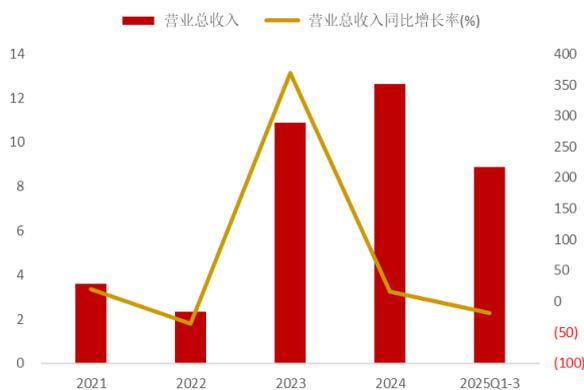
图 2：陕西旅游股东构成（截至 2026 年 1 月 6 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

《长恨歌》冬季版助力盈利大幅增长，2025 年上半年受冰雪天气扰动承压。公司近五年业绩波动较大，主要系 2020-2022 年受外部特殊环境扰动。2023 年客流出行恢复后，公司营收实现同比增长超 3 倍，归母净利润增长近 7 倍。2023 年以来公司业绩较 2019 年出现大幅增长，主要系公司核心演出节目《长恨歌》推出冬季版《冰火长恨歌》受到市场的广泛欢迎，平抑了《长恨歌》的季节性波动；在此基础上，公司还基于市场反馈，及时调整经营策略，在长恨歌演艺原定每晚两场的基础上最多增演至第四场以迎合旺盛的市场需求，带动业绩大幅增长。2025 年前三季度公司实现营业总收入 8.89 亿元，同比下降 18.80%，归母净利润为 3.69 亿元，同比下降 26.93%，主要因为 2025 年 1-9 月陕西省旅游行业整体景气度较 2024 年下降，以及陕西省遭遇寒潮、大风、沙尘和霜冻天气，尤其是西安出现了近年来罕见的低温，影响范围广泛。

图 3：公司营收及增速变化（亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

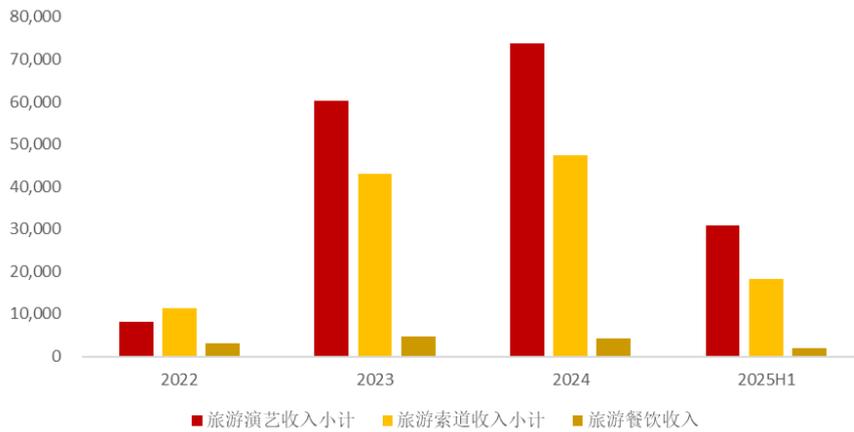
图 4：公司归母净利润及增速变化（亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

旅游演艺增长较快，索道业务夯实盈利基本盘。公司主营业务包括旅游演艺、旅游索道与旅游餐饮，其中以演艺和索道业务为主，旅游演艺业务贡献了主要收入来源。具体来看，受此前陕西省旅游景气度与《长恨歌》出圈流量影响，公司旅游演艺业务在 2023 年和 2024 年迎来高速增长。旅游索道业务同样受益于陕西省旅游景气度增长，但业绩相对稳定。

图 5：分业务收入情况（万元）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

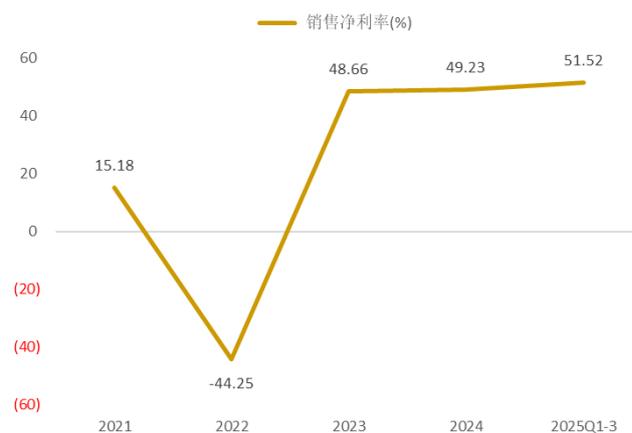
演艺与索道成熟业务贡献强劲盈利。公司盈利能力强劲，疫情结束后毛利率与净利率快速反弹并再创新高。分业务来看，多年打磨下《长恨歌》等演艺节目拥有成熟的运营经验和较高的毛利率，适度提价推动近年来旅游演艺业务毛利率进一步提升。旅游索道业务依靠区位优势实现优异且稳定的盈利能力。

图 6：公司毛利率变化



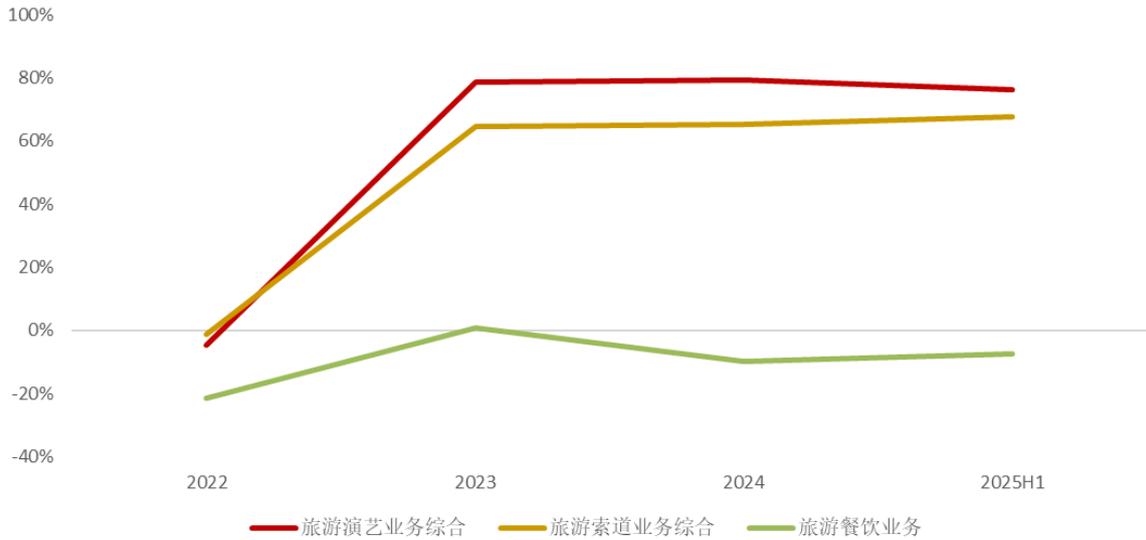
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 7：公司净利率变化



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 8：分业务毛利率情况（万元）

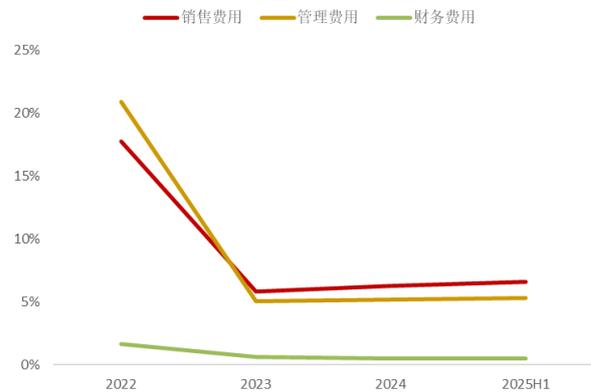
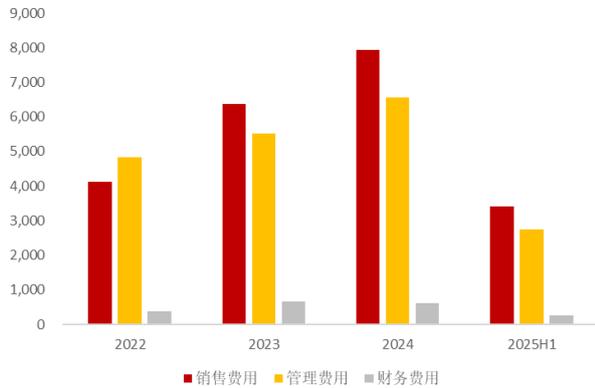


资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

期间费用稳定，以营销费用为主。剔除异常年份后，公司费用率稳定，以广告等销售费用为主。主要得益于公司核心业务均已成熟，运营经验丰富、管理人员稳定。

图 9：公司期间费用变化（万元）

图 10：公司期间费用占营业收入变化（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

稳收入高利润现金奶牛。整体来看，公司核心业务均已推出多年，《长恨歌》积累了优秀口碑成功出圈，索道业务均位于优质旅游景区，盈利基本盘稳定，盈利能力强劲。对比可比公司来看，2023 年公司实现净利润 5.30 亿元，净利润率达 48.66%，2024 年公司实现净利润 6.22 亿元，净利润率达 49.23%，2025 年上半年实现净利润 2.47 亿元，净利润率达 47.84%。公司规模及盈利能力连续多年位居行业前列，净利润规模、净利润率及净资产回报率显著高于同行业可比公司水平。

表 1：陕西旅游净利润率对比可比公司

可比公司	2023			2024			2025H1		
	净利润	净利润率	ROE (%)	净利润	净利润率	ROE (%)	净利润	净利润率	ROE (%)

	(亿元)	(%)		(亿元)	(%)		(亿元)	(%)	
黄山旅游	4.56	23.64	9.88	3.4	17.61	6.92	1.37	14.58	2.72
丽江股份	2.52	31.52	9.24	2.36	29.25	8.38	1.06	28.06	3.67
峨眉山 A	0.9	8.66	9.58	1.62	15.94	9.18	1.11	24.3	4.53
九华旅游	1.75	24.14	13.12	1.86	24.33	12.68	1.42	29.34	9.08
三特索道	1.41	19.56	10.7	1.64	23.73	10.83	0.72	24.62	4.85
宋城演艺	-1.09	-5.64	-1.49	10.75	44.47	13.65	4.11	38.09	4.8
均值	1.68	16.98	8.51	3.61	25.89	10.27	1.63	26.5	4.94
中值	1.58	21.6	9.73	2.11	24.03	10.01	1.24	26.34	4.67
陕西旅游	5.3	48.66	89.43	6.22	49.23	62.68	2.47	47.84	17.49

资料来源：iFind，陕西旅游招股说明书，东莞证券研究所

## 2. 出游市场快速复苏，陕西文旅市场火热

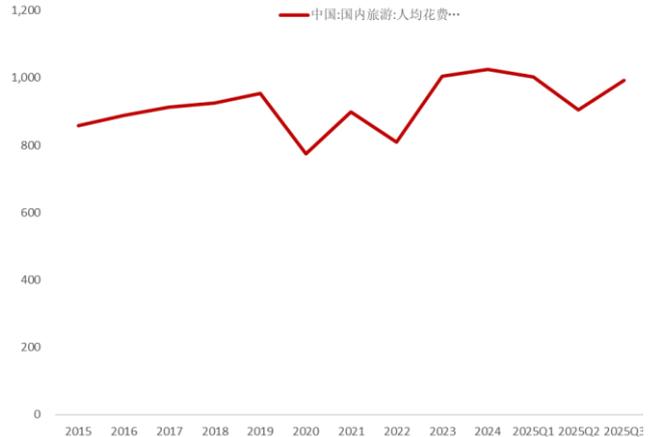
国内居民出游快速增长，节假日出游新趋势表明文旅消费更重体验。疫情结束后，国内居民出游人次快速修复，2025年前三季度出游总人数达到49.98亿人次，同比增长18%。收入方面恢复速度相对较慢，前三季度国内居民出游花费4.85万亿元，比上年同期增加0.50万亿元，同比增长11.5%。2025年前三季度人均国内旅游花费有所回落，但居民出游方式出现结构性变化，文旅体验成为旅游消费新趋势。以2026春节假期为例，同程旅行《2026春节假期旅游消费盘点报告》显示，追寻传统“年味儿”成为春节国内游主流，广东、福建等地举办的各类迎新春年俗活动成为假日文旅消费的大热门，汕头等地旅游热度增幅领先，成为春节国内游“黑马”目的地。

图 11：国内出游人数分季度（亿人次）



资料来源：Wind，文旅部，东莞证券研究所

图 12：国内旅游人均消费（元）



资料来源：Wind，文旅部，东莞证券研究所

陕西文旅资源丰富，疫后客流快速修复。陕西省历史文化底蕴丰厚，拥有周、秦、汉、唐为代表的灿烂古代文化积淀和特色鲜明的民俗文化，是热门旅游目的地省份。2022年以来陕西省旅游市场快速复苏，2024年陕西省接待国内旅游共计8.17亿人次，旅游总收入预计达7,668亿元，分别同比增长14.0%和16.5%。

图 13: 陕西省接待境内外游客数量及同比变化 (%)



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 14: 陕西省旅游总收入及同比变化 (%)



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

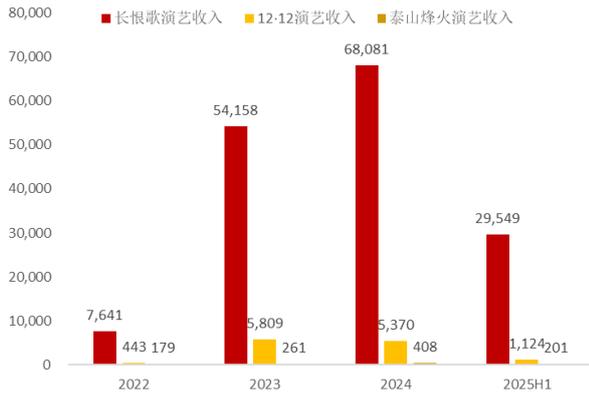
### 3. 业务分析

#### 3.1 旅游演艺：文旅结合优秀案例，以《长恨歌》为核心构建多剧目矩阵。

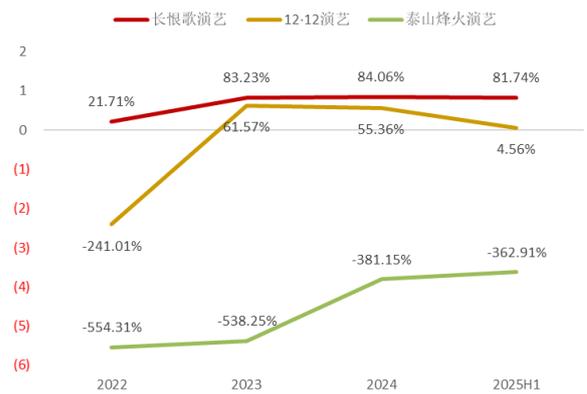
公司旅游演艺业务已构筑了《长恨歌》为主、《1212 西安事变》和《泰山烽火》为辅的演艺矩阵。其中，较早推出的《长恨歌》已成为公司旅游演艺业务旗舰剧目，贡献了主要的营业收入，2024年《长恨歌》剧目演艺收入接近7亿元。依托《长恨歌》的成熟经验沉淀，公司在旅游演艺领域积累了深厚的运营经验，持续推动产品迭代与创新，于2018年推出大型实景影画剧目《12·12 西安事变》；2021年通过剧目优化升级并推出冬季版《长恨歌》。

图 15: 公司旅游演艺业务营业收入 (万元)

图 16: 公司旅游演艺业务毛利率 (%)



资料来源：iFind，东莞证券研究所



资料来源：iFind，东莞证券研究所

《长恨歌》是中国首部大型实景历史舞剧，依托华清宫景区九龙湖，以唐明皇与杨贵妃的爱情故事为主线，在故事发生地华清宫重现了诗歌《长恨歌》中的动人篇章，自 2007 年正式公演以来受到观众的高度赞誉，成为了陕西文化旅游的名片之一。

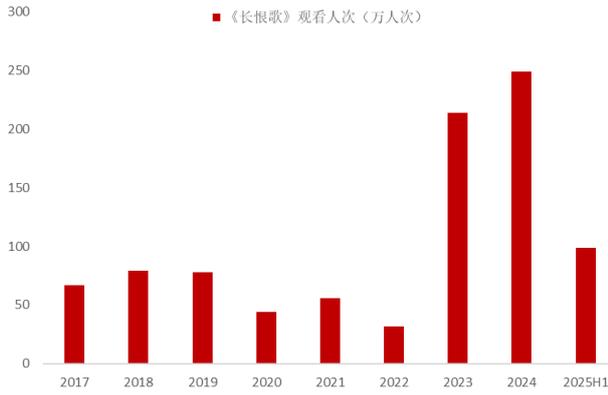
图 17：《长恨歌》剧照



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 18：长恨歌观看人次变化

图 19：华清宫

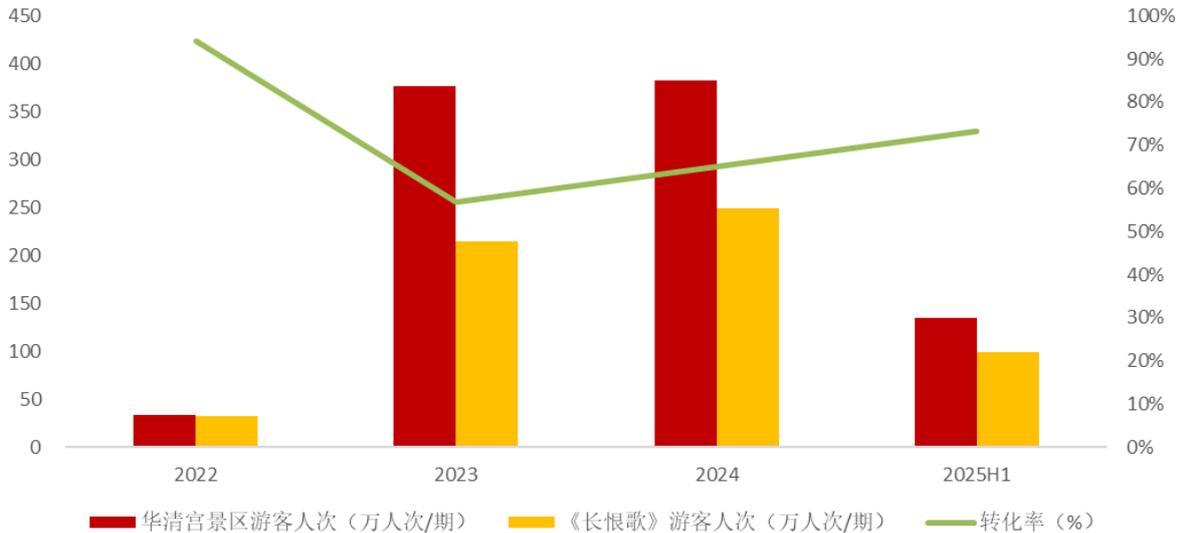


资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

资料来源：陕旅集团官网，东莞证券研究所

《长恨歌》项目区位优势显著，所处的华清宫景区为西安市主要旅游目的地之一，与“世界第八大奇迹”兵马俑相毗邻，周、秦、汉、隋、唐等历代帝王在此建有离宫别苑，拥有丰富的温泉资源、烽火戏诸侯的历史典故、唐明皇与杨贵妃的爱情故事，同时也是“西安事变”发生地，已成为中国唐文化旅游标志性景区。《长恨歌》剧目本身经历了多年的口碑发酵已具备较高的知名度，已是到访华清宫游客的主要游览项目之一。

图 20：华清宫游客观看《长恨歌》的比例恢复

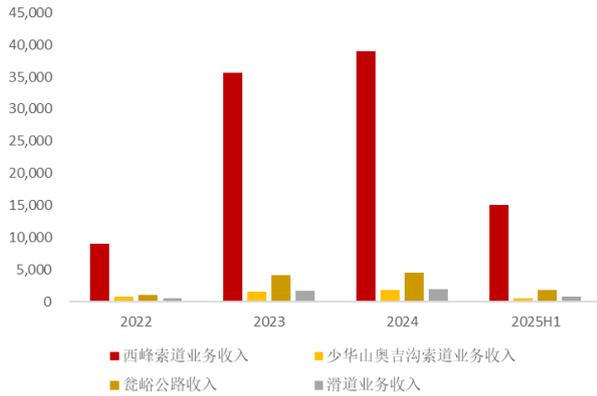


资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

### 3.2 旅游索道业务：西峰索道位置优越。

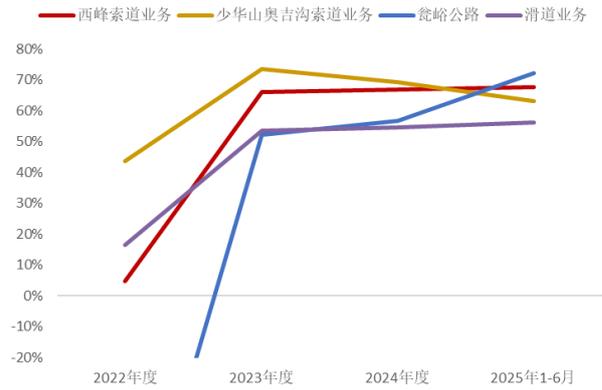
公司索道业务拥有华山西峰索道、少华山奥吉沟索道、瓮峪公路和华威滑道等资产。其中，西峰索道是主要收入来源，毛利率稳定，2024 年实现营业收入 3.90 亿元。

图 21：陕西旅游索道业务营业收入（万元）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 22：陕西旅游索道业务毛利率（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

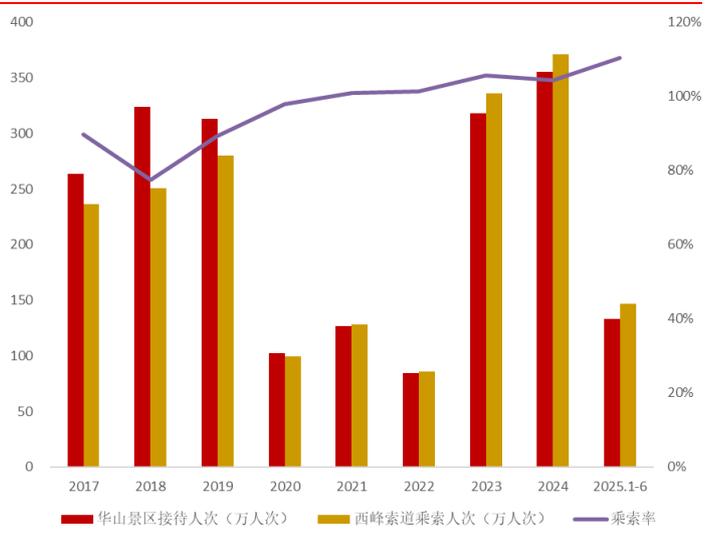
西峰索道位置优越，所处的华山系五岳之一、以险峻著称，被誉为“天下第一奇山”。除徒步登山外，华山仅有两条索道登山路线，其中西峰索道为官方推荐的主要登山路线，乘索时间较长可直达西峰顶；北峰三特索道乘索时间较短，直达的北峰为海拔最低峰，距离主要观景区域需徒步较长距离。2018 年以来，西峰索道乘索率逐年提升，已成为华山一日游的主要登山路线。

图 23：西峰索道为华山交通要道



资料来源：华山旅游服务平台，东莞证券研究所

图 24：西峰索道乘索率（%）



资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

图 25：西峰索道为主要登山路线

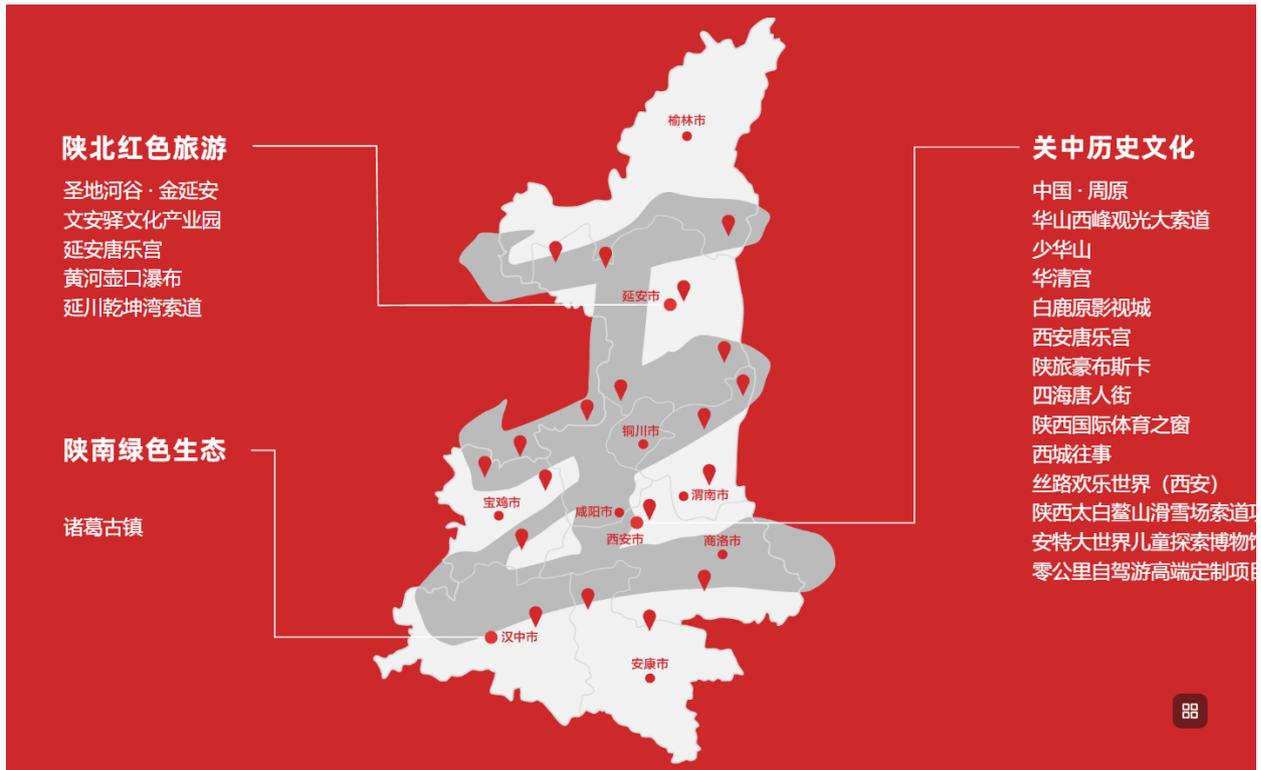


资料来源：华山旅游服务平台，东莞证券研究所

### 3.3 股东背景：控股股东文旅资源丰富，协同发展。

公司控股股东陕旅集团成立于 1998 年 12 月，是陕西省政府授权的国有资本投资和运营机构，核心业务包括旅游文化、旅游服务、旅游综合体、旅游科技、旅游投资和金融、体育产业等。陕旅集团在省内已形成覆盖关中、陕北和陕南的“王”字型产业布局，依托文化演艺、索道产业两大核心竞争力逐步开拓海南、广西、新疆、四川、山东等地业务版图。集团目前拥有 5A 级景区华清宫、黄河壶口瀑布旅游区（陕西侧）、延川黄河乾坤湾景区，4A 级景区少华山、白鹿原影视城、中国·周原、诸葛古镇等十二大景区；推出《长恨歌》《丝路之声》《延安保育院》《延安十三年》《12·12》《红色娘子军》《黑娃演义》等 20 余台大型实景演艺；打造华山西峰索道、延川乾坤湾索道、少华山索道等 7 条景区客运索道。

图 26：公司控股股东陕旅集团陕西省文旅资源布局



资料来源：陕旅集团官网，东莞证券研究所

#### 4. 投资策略

首次覆盖，给予公司“增持”的投资评级。公司是陕西省文旅龙头，核心业务《长恨歌》和西峰索道资产均已运营超十年，经营模型优异、盈利能力强劲。近年来公司净利润率均处于行业前列，超越可比公司。近期促消费政策逐渐向服务消费倾斜，文旅演艺和景区有望率先受益。公司作为文旅演艺与历史文化景观结合的先行者，预计公司 2025-2026 年每股收益分别为 5.68 元和 6.72 元，对应估值分别为 24.57 倍和 20.78 倍，给予公司“增持”评级。

表 2：公司盈利预测简表（2026/2/26）

科目（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,263	1120	1,223	1307
营业总成本	522	469	499	529
营业成本	363	325	343	364
营业税金及附加	8	7	7	8

销售费用	79	73	80	84
管理费用	66	56	61	65
财务费用	6	8	7	8
研发费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(1)	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>745</b>	<b>656</b>	<b>730</b>	<b>783</b>
加：营业外收入	0	1	1	1
减：营业外支出	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>741</b>	<b>654</b>	<b>728</b>	<b>781</b>
减：所得税	120	105	109	117
<b>净利润</b>	<b>622</b>	<b>549</b>	<b>619</b>	<b>664</b>
减：少数股东损益	110	110	99	106
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>512</b>	<b>439</b>	<b>520</b>	<b>558</b>
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>6.62</b>	<b>5.68</b>	<b>6.72</b>	<b>7.21</b>
<b>PE（倍）</b>	<b>21.10</b>	<b>24.57</b>	<b>20.78</b>	<b>19.36</b>

数据来源：iFind，东莞证券研究所

## 5. 风险提示

- （1）**自然灾害风险**。景区受自然灾害等影响较大，可能产生阻断客流等风险。
- （2）**政策风险**。景区门票等可能受政策影响。
- （3）**市场竞争加剧**。公司景区周边旅游资源丰富，在协同作用的同时也存在互相竞争。
- （4）**居民出游喜好变化**。居民旅游消费形式可能发生变化等。

**东莞证券研究报告评级体系：**

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

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

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

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

**证券分析师承诺：**

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

**声明：**

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券股份有限公司研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn