

山岳型景区盈利能力分析

摘要：山岳型景区作为我国旅游市场的重要组成部分，凭借其资源优势和品牌效应展现出较强的盈利能力，龙头企业如黄山旅游通过业务多元化和数字化转型进一步巩固了市场地位，具备长期投资价值。然而，该行业仍面临门票依赖性强、运营成本高及同质化竞争等风险，需谨慎投资。建议优先选择财务稳健、业务布局完善的头部企业，规避高负债或项目拖累严重的标的，同时关注行业数字化转型及新兴业态的发展机遇，以把握未来增长潜力。

一、行业分析

(一) 上市景区：我国主板及港股 18 家上市旅游景区类企业中有 7 家都是山岳型景区公司。
港股中没有山岳型景区公司。

我国主板及港股一共有 18 家景区类上市公司，其中一共有 7 家山岳型景区企业，为占比最高的类型。其中宋城演艺拥有最高的市值，其次为黄山旅游。在资产方面，除去三家港股企业，黄山旅游仍然排在宋城演艺之后，排名第二。

整体上来说，除去三家香港企业，山岳型景区在 2023 年总收入为所有类型景区中最高的。

表 1 我国主板及港股景区类上市公司对比

类别	企业名称	总市值	总资产	2023 年总收入	同类型总和	2023 年净利润
山岳型景区	黄山旅游	72.47 亿	56.54 亿	19.12 亿	57.53 亿	4.56 亿
	张家界	24.98 亿	26.85 亿	3.96 亿		-2.39 亿
	峨眉山 A	60.49 亿	32.54 亿	10.35 亿		0.90 亿
	长白山	54.85 亿	12.32 亿	6.14 亿		1.38 亿
	九华旅游	36.70 亿	18.12 亿	7.15 亿		1.75 亿
	ST 西域	48.67 亿	7.82 亿	3.02 亿		1.07 亿
	丽江股份	54.23 亿	29.24 亿	7.79 亿		2.52 亿
人文景区	宋城演艺	278.78 亿	90.65 亿	18.96 亿	34 亿	-1.09 亿
	曲江文旅	30.20 亿	36.40 亿	15.04 亿		-1.98 亿
除山岳景区外	西藏旅游	24.49 亿	15.41 亿	2.12 亿	20.12 亿	0.16 亿
	祥源文旅	59.45 亿	36.93 亿	7.14 亿		1.57 亿
	桂林旅游	32.07 亿	23.42 亿	4.58 亿		0.01 亿

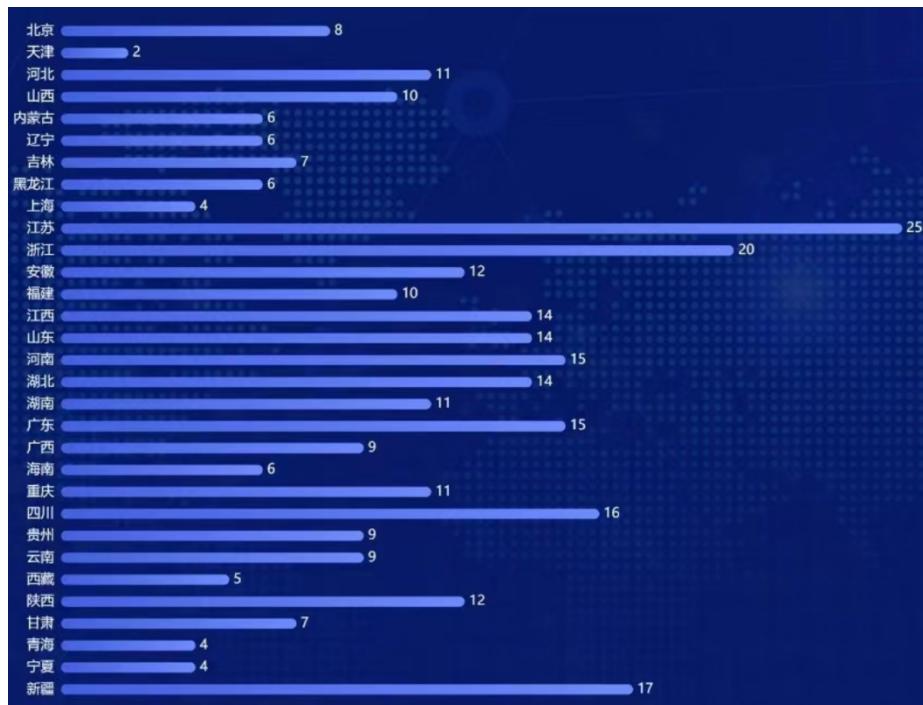
的自然 风景区	天目湖	33.83 亿	17.40 亿	6.28 亿		1.68 亿
游乐场	大连圣亚	26.07 亿	21.22 亿	4.61 亿	81.63 亿	0.59 亿
	云南旅游	51.53 亿	40.04 亿	7.17 亿		-4.90 亿
	香港中旅	65.41 亿	227.30 亿	42.02 亿		2.18 亿
	神话世界	1.61 亿	83.61 亿	9.36 亿		-4.75 亿
	海昌海洋 公园	58.25 亿	115.23 亿	18.47 亿		-1.97 亿

(二) 5A 级景区：我国所有 5A 级景区中有 28.47% 都为山岳型景区，山岳型上市企业都拥有 5A 级景区。

根据中华人民共和国文化和旅游部官网所公布的数据，我国目前一共有 340 家 5A 级景区，其中共有 86 家山岳型景区，占比约为 28.47%。所有 8 家山岳型上市企业都拥有 5A 级景区。中国旅游协会山岳景区分会的成员单位有 120 余家，占中国旅游协会整个会员数的 1/3。

由图 1 可知，我国 5A 级景区分布较为分散，相较于西部省份，东部省份的 5A 级景区数量较多，江苏、浙江、新疆省排名前三。

图 1 我国各省 5A 级景区数量



由图 2 可知，整体来说我国最热门的景区类型为历史遗址类景区，其次是山岳型景区。作为 2023 年山岳型景区中排名第一的景区，峨眉山风景区在 2023 年接待总人数为 474.97 万人，而故宫博物院平均每年接待的游客数量要在 600 万-800 万之间。

图 2 2023 年 5A 级景区品牌传播力 (MBI) 排名

2022-2023年TOP100 5A级景区数量 (细分类型)



2023 年 5A 级景区品牌传播力 100 强榜单

排名	景区名称	省份	区域	景区类型	MBI 指数
1	故宫博物院	北京市	华北	人文景观类	853.75
2	颐和园	北京市	华北	人文景观类	727.20
3	拉萨布达拉宫景区	西藏自治区	西南	人文景观类	655.40
4	乐山市峨眉山景区	四川省	西南	自然景观类	650.56
5	湖南省长沙市岳麓山-橘子洲旅游区	湖南省	华中	自然景观类	596.17
6	北京八达岭 - 慕田峪长城旅游区	北京市	华北	人文景观类	594.52
7	晋中市平遥古城景区	山西省	华北	人文景观类	585.68
8	大同市云冈石窟	山西省	华北	人文景观类	580.73
9	黄山市黄山风景区	安徽省	华东	自然景观类	576.96
10	杭州市西湖风景名胜区	浙江省	华东	自然景观类	558.82
11	丽江市丽江古城景区	云南省	西南	人文景观类	552.95
12	苏州园林(拙政园、虎丘山、留园)	江苏省	华东	人文景观类	530.31
13	枣庄市台儿庄古城景区	山东省	华东	人文景观类	530.22
14	恭王府景区	北京市	华北	人文景观类	528.27
15	安顺市黄果树大瀑布景区	贵州省	西南	自然景观类	521.54
16	金华市东阳横店影视城景区	浙江省	华东	现代娱乐类	518.75
17	天坛公园	北京市	华北	人文景观类	518.02
18	黄河壶口瀑布旅游区(陕西省延安市·山西省临汾市)	陕西省&山西省	西北&华北	自然景观类	507.92
19	泰安市泰山景区	山东省	华东	自然景观类	503.46
20	陕西西安大雁塔·大唐芙蓉园景区	陕西省	西北	人文景观类	497.95
21	贵州省贵阳市花溪青岩古镇景区	贵州省	西南	人文景观类	482.46
22	上海科技馆	上海市	华东	现代娱乐类	468.77
23	福建省莆田市湄洲岛妈祖文化旅游区	福建省	华东	自然景观类	464.88
24	山西晋城皇城相府生态文化旅游区	山西省	华北	人文景观类	463.17
25	江西省萍乡市武功山景区	江西省	华东	自然景观类	458.91
26	江苏省无锡市惠山古镇景区	江苏省	华东	人文景观类	444.45
27	湖州市南浔古镇景区	浙江省	华东	人文景观类	439.18
28	陕西渭南华山景区	陕西省	西北	自然景观类	435.72
29	南充市阆中古城旅游区	四川省	西南	人文景观类	434.68
30	湘西州矮寨·十八洞·德夯大峡谷景区	湖南省	华中	人文景观类	427.40

(三) 历史沿革：在改革开放之初，我国旅游业主要以接待入境旅游为主，居民生活质量越来越高之后，国内旅游与入境旅游业务开始发展。自 2009 年开始，我国将旅游政策调整为大力发展国内旅游。

表 2 我国旅游业发展历程

1978-20 世纪 80 年代中期 以接待入境旅游为主	1. 改革开放之初，经济建设工作百废待兴，急需外汇支持，为此，我国选择了以接待入境旅游为优先的旅游业发展途径。 2. 这一阶段，我国尚未将旅游业的性质明确界定为经济性产业，对入境旅游者的接待工作仍带有某种程度的政治色彩。
20 世纪 80 年代中期-1997 年 入境旅游与国内旅游并行	1. 旅行社行业结构在原有的一类社、二类社基础上产生了经营国内旅游业务为主的第三类旅行社。 2. 旅游业的接待人数和创汇收入指标被正式纳入“第七个五年计划”，并且，在“第八个五年计划”中，首次明确地将旅游业的性质界定为产业，并将旅游业列为需要加快发展的第三产业中的重点。
1997-2008 年 入境旅游、国内旅游和出境旅游全面发展	1. 1997 年 7 月 1 日，《中国公民自费出国旅游管理暂行办法》出台，标志着我国政府正式允许旅行社行业开展出境旅游业务。 2. 入境旅游、国内旅游和出境旅游也因此并行成为中国旅游业经营的三大业务，我国旅游业进入全面快速发展时期。
2009 年至今 以国内旅游为重点	1. 国务院将新时期发展旅游业的基本政策调整为“坚持以国内旅游为重点，积极发展入境旅游，有序发展出境旅游”，并提出了一系列主要任务和支持政策。 2. 我国旅游业的发展从此进入了以国内旅游为重点的全面发展时期。

二、市场分析

(一) 客户群体：以 2023 年为例，全年有 29% 的游客会选择登山游相关产品，其中以中青年游客为主，同时大家更倾向于结伴同行。

根据途牛旅游网发布《2023 登山游消费报告》显示，2023 年以来，选择登山游相关旅游产品的用户出游人次占比达 29%。

用户年龄方面，26-35 岁以及 36-45 岁的中青年用户是登山游的消费主力，出游人次占比分别为 29% 和 26%。中青年用户拥有较高的身体素质，其中不乏一些专业的登山爱好者，他们乐于挑战攀登难度较大的高海拔山峰，也愿意在登山装备上有所投入。

大多数登山游用户会选择多人结伴同行。《报告》显示，2-3 人或 4-5 人同行是更多登山游用户的选择，出游人次占比分别为 45% 和 32%，在同行人中，家人或朋友占据更高比例。

此外，企业团建也是登山游的主力消费客群之一。数据显示，仅统计登山游相关的打包旅游产品预订，团队定制游出游人次占比为 23%，其中，“黄山汽车 2 日游”、“溧阳天目湖-南山竹海徒步 2 日游”、“张家界森林公园-天门山-凤凰古城 5 日游”等预订热度排名靠前。

(二) 优势及劣势：市场规模庞大、且有丰富的年轻游客群体，然而各景区过于依赖门票收入、易受自然因素影响、且各景区之间差异不大。

1、优势：市场规模庞大、有丰富的年轻游客群体。

从中国旅游市场情况来看，2023 年，国内出游人次 48.91 亿，同比增长 93.3%，呈现海量特征，巨大的市场规模对于培养新兴旅游业态具有得天独厚的优势。中国大陆海岸线长达 1.8 万公里，但由于缺少有效开发，以滨海资源为主体的旅游目的地数量并不足以满足现有的休闲需求。所以，旅游度假的阵地开始转向山地。山地旅游产品不仅环境更好，特色更强，同时强化度假感受，注重休闲活动体验，全国各地的山村、山庄、山寨迅速发展，成为城市居民休闲度假的重要目的地。比如，长白山国际度假区以滑雪体验、“冰雪游”为主要吸引力，秦岭国际度假区以养生为主要特色，莫干山以洋家乐为代表度假项目，成为山地旅游发展的典范。

近年来，越来越多的年轻游客进入到旅游市场中，这对于旅游业的创新具有巨大的推动作用。在山地旅游活动中，年轻游客群体也占多数，徒步、攀岩、滑翔、滑索等运动十分受年轻人喜爱。同时，年轻游客群体普遍会使用如抖音、小红书等社交软件来在游玩前做攻略或“种草”、游玩后做推荐或“避雷”，通过这些方式，可以掀起一波波精确到目的地的旅游热潮，催生了诸多“网红”打卡地，为山地旅游模式注入了新的活力，也鼓舞着山地旅游从业者打造更多贴合年轻化市场的创新性产品形式。

2、劣势：依赖门票收入、易受自然因素影响、各景区之间差异不大。同时，山岳景区因景区面积大、地形复杂等原因，使其在开发、建设、管理等方面的成本高。

关起山门收门票，是中国山岳景区最初期、最原始的收入模式，也是最简单易行的获利办法。长年以来在旅游产品上的不思进取，使得大多数景区始终依赖着“门票经济”（其中包括缆车在内的一些“刚需”性收费）。**山岳型景区门票收入占总营收比例平均值为 34.63%，占比超过 1/3**。由于山岳型景区的“投资开发难”和“运营成本高”的共性特点，有很多非经营性支出需要经营主体承担。因此，经营山岳型景区，很难摆脱对门票的依赖。

和大部分景区相类似，山岳型景区也有明显的淡旺季。中国大部分地区四季分明，季节和天气无法控制，加上节日长假和寒暑假的影响，形成淡旺季是自然和经济规律。同时，山岳型景区的自然环境复杂多变，容易受到气候、地质、生物等因素的影响，如暴雨、泥石流、雪崩、林火、野生动物等。**如长白山天池景区，一年内只有不到 1/3 的时间会向游客开放。**

山岳景区因景区面积大、地形复杂等原因，使其在开发、建设、管理等方面的成本高。第一，**土地成本高**。山岳型景区覆盖面积大、地形复杂，使得游览服务设施的土地成本高。第二，**人工成本高**。山岳景区面积较大、游客较为分散导致景区的经营环境管理及景区服务人员需求量大，如景区巡查、维修保养、清洁卫生、客服接待、安全监控等，并且考虑到游客承安全的问题，景区的配套设施需要定期进行维护修缮。第三，**建设投入大**。传统山岳景区的运转基于大人流、高周转的传统发展模式，该模式下，对于酒店、游步道、机动化交通（索道、机动化游步道、接驳车）、人工景点打造等方面均有较大的资金投入需求。一般地区的建安成本通常会占投资开发总成本的 30% 到 50% 左右，山岳型景区的建安成本相对于总成本可能会更高，通常在 50% 到 70% 左右。第四，**建设项目的审批难度加大**。基于高质量自然空间下的日趋严格的环境管控，项目的审批限制条件日趋增加，且存在更多不确定因素。同时还需要考虑生态保护、人文历史遗址风貌保护、安全防范、消防救援等因素。以黄山旅游为例，2023 年全年索道及缆车业务、景区业务、旅游服务业务三大板块收入为 14 亿元，而营业成本达到 6 亿元。

(三) 近期趋势：山岳景区散客化趋势明显，互联网发展引起网红旅游目的地层出不穷，同时景区也开始向数字化方向转型。

疫情后消费者出游习惯发生改变，小红书、抖音等自媒体平台的旅游内容产出拉平大众旅游信息差，使得消费者自由行的能力提高；另一方面，疫情期间大量旅游从业者转行，旅行社产能出清，2023 年优质的旅行社产品供给仍有限，旅游乱象频出导致口碑参差，仍需规范治理。2023 年 H1 全国旅行社组织游客人数占旅游总人数 2.5%，游客出行偏向自由行，2019 年全年为 2.9%。景区游客结构随之变化，散客比例明显提升。以黄山风景区为例，

2019/2022 年黄山风景区的散客比例为 60%/80%，2023 年中秋国庆假期散客占比 87%，散客化趋势明显。

小红书、抖音等新媒介流量生态逐渐成熟，文旅机构入局新媒体平台为当地旅游造势。新榜数据显示，截至 2023 年 11 月小红书、抖音企业机构账号认证占比分别为 99%/91%，粉丝超 10 万的文旅局账号数量超 100。2023 年末，由哈尔滨冰雪旅游带动整个东北三省旅游的蓬勃发展，激发东北地区旅游市场活力，黑龙江省、吉林省 2023 年的旅游收入较去年同比翻一番，辽宁省旅游接待人数和收入同比增长均超 100%，东三省旅游成绩亮眼。除此之外，长白山、峨眉山、玉龙雪山等均为 2023 年 1-9 月微博热度 TOP5 自然景观。

2020 年 9 月，国务院国资委印发《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，系统明确国有企业数字化转型的基础、方向、重点和举措，开启了国有企业数字化转型的新篇章。许多山岳景区开始进行数字化转型。如 2019 年峨眉山在阿里飞天云的技术底座上，整合高德和其它基于景区管理服务和营销等维度需要的系统进行 SaaS 化的部署，成功地打造“文旅行业云”。2020 年峨眉山旅游股份有限公司打造了占地 1800 平米的数游峨眉体验中心。数游峨眉体验中心充分利用 5G、AR/VR、3DMapping、全息影像、裸眼 3D 等新兴技术手段，通过十四个功能展示区，全方位展示乐山景点景观、历史人文。既满足游客以数字化技术全方位了解峨眉山景区的需求，又赋予体验中心在研学、数字文创、产品发布等多用途发展空间。黄山推出信用游模式，提升游客服务质量。

三、企业分析

(一) 山岳景区上市公司比较

山岳型景区上市公司共有 7 家，分别是黄山旅游、峨眉山 A、长白山、张家界、九华旅游、ST 西域、丽江股份。

1、**营业总收入：**近十年来黄山旅游营业总收入一直位居八家山岳型景区之首，峨眉山排行第二，西域旅游较差。2019 年后山岳景区整体营业收入下滑，总规模大幅下降，在 2022 年仍未恢复疫情前状态。

如图 2 所示，在疫情前所有公司都保持着较为平稳的营业收入，在 2020 年急剧下降，2023 年基本恢复疫情前水平。

黄山旅游在近十年内一直保持着最高的营业收入，2023 年黄山一共接待游客 457 万人次，相较于第二的峨眉山 474.97 万人虽较少，但黄山旅游大部分业务板块收入都要高于峨眉山。

图 3 营业收入对比（注：总数绘制在右轴，其余绘制在左轴）

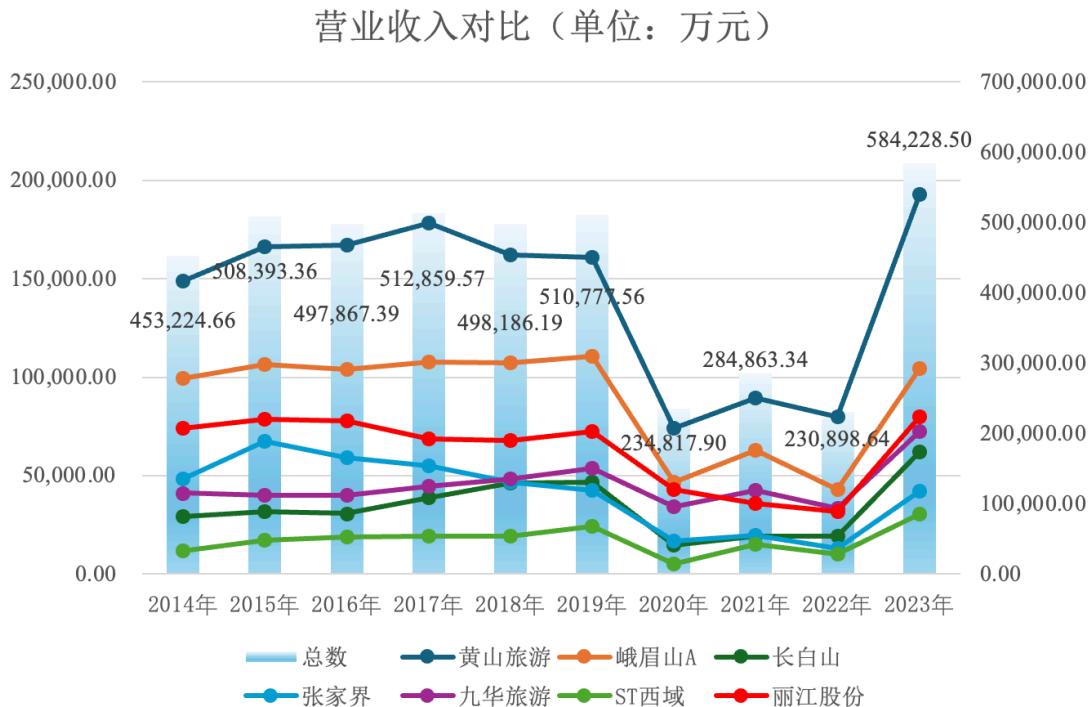


表 3 黄山旅游和峨眉山 A 业务板块对比

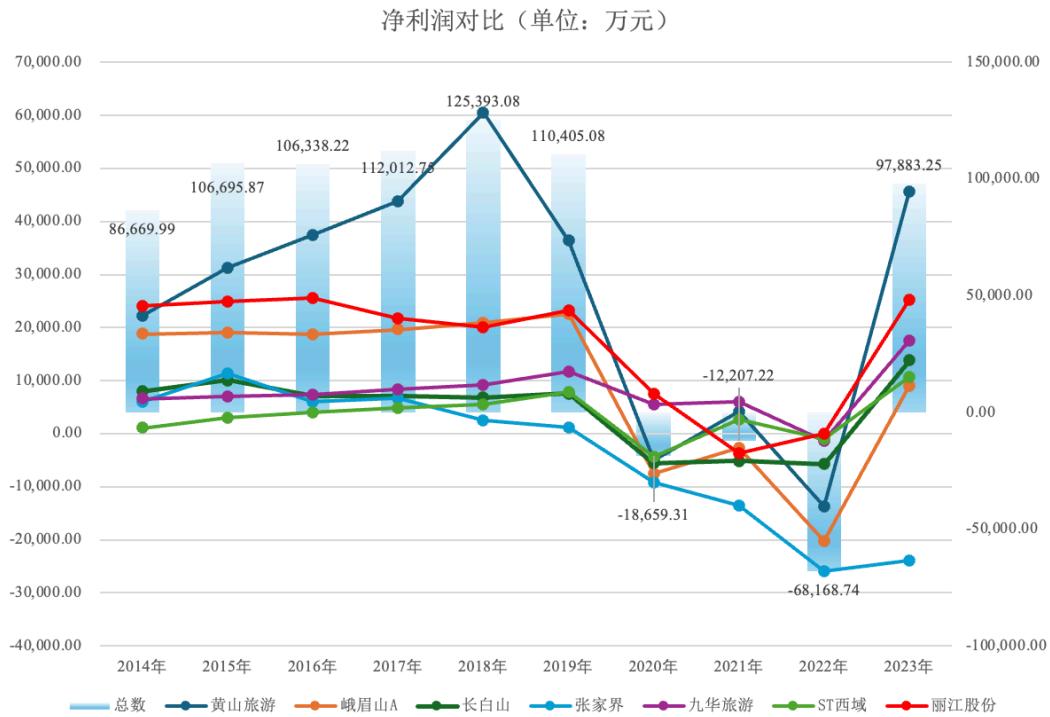
黄山旅游		峨眉山	
业务板块	2023 年收入	业务板块	2023 年收入
酒店业务	4.6 亿元	酒店业务	1.9 亿元
索道及缆车业务	7.0 亿元	索道及缆车业务	4.3 亿元
景区业务	2.6 亿元	景区业务	2.7 亿
旅游服务业务	4.7 亿元	其他业务	1.5 亿
徽菜业务	2.4 亿		

2、净利润：2014 年至 2018 年黄山旅游净利润逐年升高，在八家公司中占比可达 50%，其他公司一直维持平稳状态，自 2019 年开始整体开始下滑，黄山旅游亏损程度最为剧烈。所有景区在疫情前净利润都保持正数，在疫情后总体呈亏损状态，2023 年除张家界仍在亏损其他景区基本回复疫情前状态。

黄山旅游在疫情前净利润逐年升高，其中一部分原因是索道缆车业务，在疫情前贡献了多数毛利润且毛利润逐年上升。2020 年受疫情影响景区共接待进山游客 151.2 万人，同比减少 56.8%。索道及缆车业务累计运送游客 313.2 万人次，同比减少 57.6%。

张家界从 2017 年开始亏损，主要原因是大庸古城板块。资料显示，截止到 2023 年，大庸古城累计亏损 6.47 亿元。

图 4 净利润对比（注：总数绘制在右轴，其余绘制在左轴）



由下图可知，黄山旅游虽然净利润逐年上升，但净利率与其他企业差距不大。主要原因可能为黄山旅游管理费用过高。如 2021 年费用率高达 33%。

图 5 净利率对比

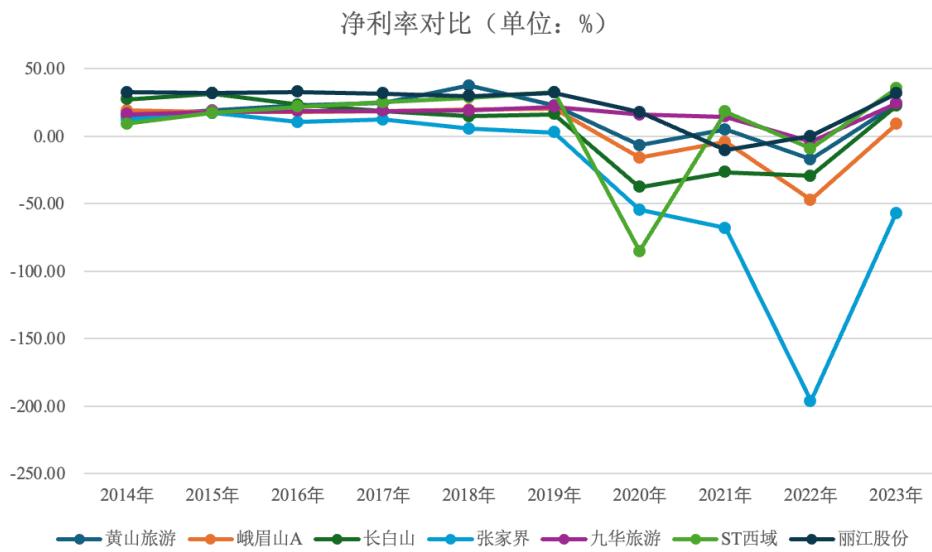
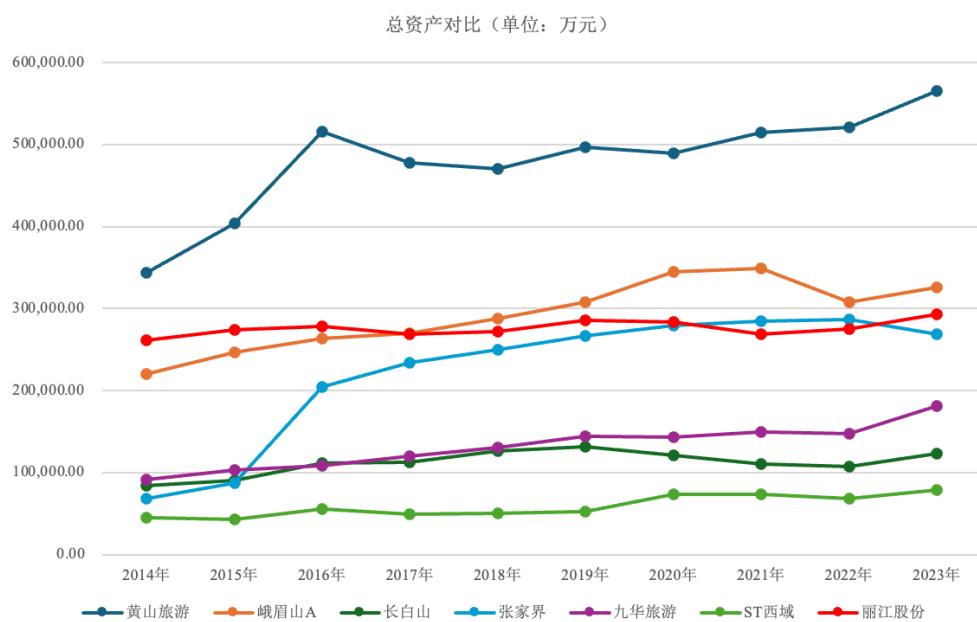


图 6 黄山旅游期间费用情况



3、总资产：除黄山旅游资产规模最大，西域旅游规模最小。整体来看各企业都保持平稳趋势。

图 7 总资产对比

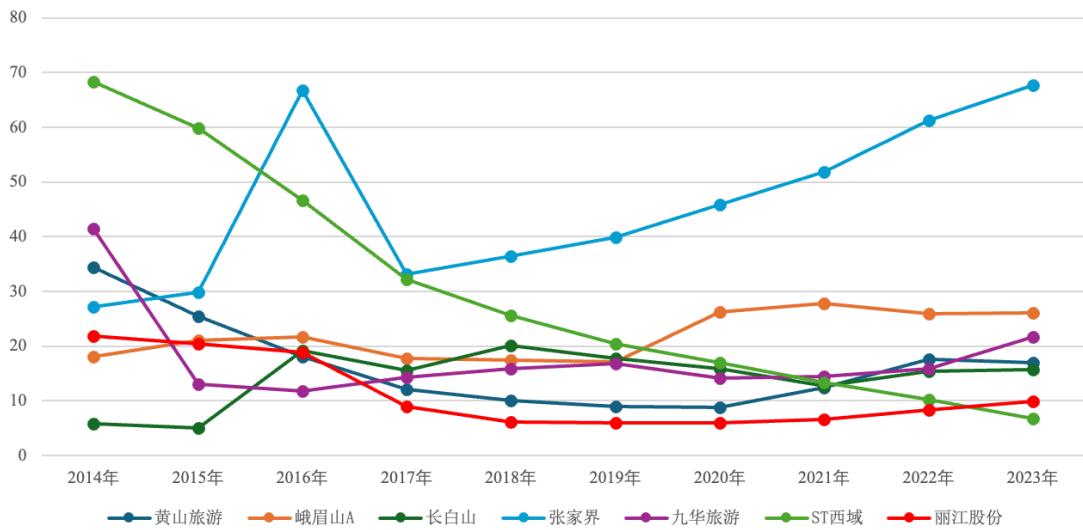


由图 8 可知，张家界资产负债率逐年上升，这与大庸古城的持续亏损有很大关系。且负债增长率大于资产增长率。

ST 西域资产负债率逐年下降的主要原因是总负债逐年下降，由 2014 年的 30,693 万元下降到了 2023 年的 5,299 万元。

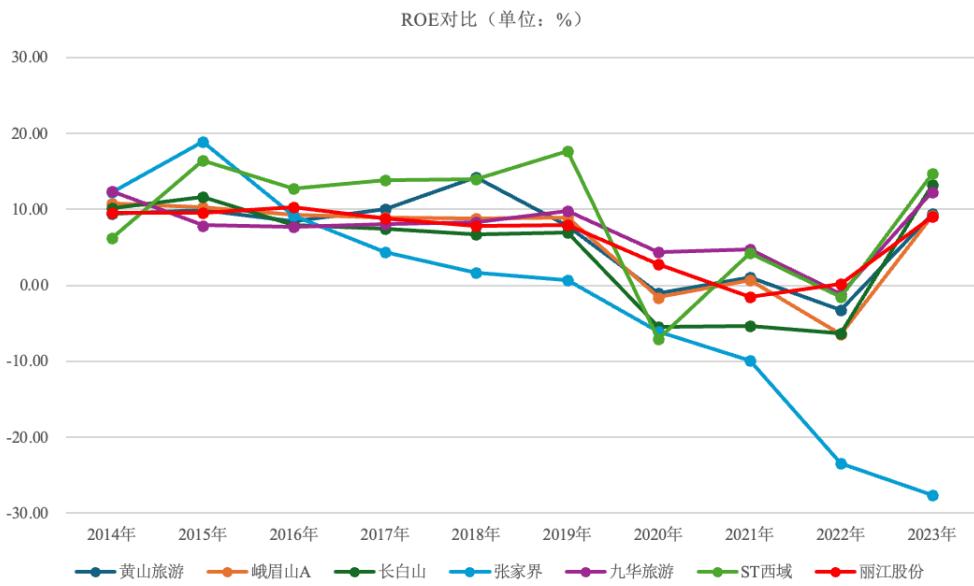
图 8 资产负债率对比

资产负债率对比 (单位: %)



4、 ROE：近十年来八家山岳型景区公司 ROE 差距较小，直到 2019 年开始呈现下滑趋势，其中张家界下滑最为严重，2023 年大致恢复到疫情前水平。

图 9 ROE 对比



四、代表性企业分析

(一) 黄山旅游 (600054. SZ)

数据统计显示，黄山旅游 2023 年净利润增长率为 420.45%，在山岳型景区行业已披露 2023 年数据的 7 家公司中排名第 1。2023 年营业收入为 19.12 亿元，排名 1/7。

黄山旅游发展股份有限公司依托黄山风景区优势资源，创立于 1996 年 11 月 18 日，是一家既发行 A 股又发行 B 股的旅游上市公司。公司因旅游产品丰富、旅游业态完善，上市时间较早，被誉为“中国旅游第一股”。现拥有下属分子公司 30 余家，员工 3000 余名，资产规模近 40 余亿元，是一家大型综合类旅游上市公司。公司现有景区、索道、酒店、旅行社、徽菜餐饮及智慧旅游业务六大传统优势业务板块。正在大力拓展智慧旅游、小镇项目、新零售、供应链等新兴业务。

表 4 黄山旅游历史沿革

1989 年	“安徽省黄山旅游总公司”成立，后更名为“黄山旅游发展总公司”。
1996 年	黄山旅游发展总公司为唯一发起人，成立黄山旅游发展股份有限公司并成功发行“黄山旅游”AB 股，后改制创立“黄山旅游集团有限公司”。
2000 年	参股华安证券有限责任公司，首次实现对外股权投资。
2010 年	成功加入世界旅游业理事会。
2014 年	投资建设黄山高铁客运枢纽站项目，“走下山”布局市域全域旅游交通。
2019 年	投资北京市文化科技融资租赁股份有限公司，资本运作迈开步伐。
2020 年	成功发行安徽省首支欧元债券。
2021 年	组建新安江百里大画廊旅游开发有限公司，参与歙县全域旅游建设。

1、股价走势：截至 2024 年 5 月 28 日，黄山旅游最新总市值 75.43 亿，净资产 47 亿，
 $PE^{TTM} 23.5$, $PB^{LF} 2.00$ 。

图 10 黄山旅游股价走势



截至 2024 年 5 月 28 日，黄山旅游最新总市值 75.43 亿，净资产 47 亿，PE^{TTM}23.5，PB^{LF}2.00。公司从 2006 年至 2008 年股价持续上升，在 2010 年至 2014 年、2017 年六月至 2020 年六月，股价持续下跌。

2、 财务数据：公司营业成本较高，疫情期间出现亏损状态，2023 年基本恢复到疫情前水平。

投资活动方面，2017 年公司投资的华安证券今年一季度未派发现金分红，导致公司的投资净收益同比大幅下滑 98.64% 至 20 万元，拖累公司归母净利润出现明显下降。

股权投资方面，2018 年 6 月，公司以挂牌底价 1.12 亿元受让黄山太平湖文化旅游有限公司 56% 股权；2020 年 8 月，为进一步贯彻落实“山水村窟”发展战略，打造太平湖水上精品项目，丰富旅游产品业态，提升太平湖文旅公司的市场竞争力，黄山旅游与关联方黄山赛富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 9,940 万元，其中，黄山旅游出资 5,065 万元。2021 年，公司正加强与蚂蚁科技的合作，着力打造一站式新服务平台，公司直销比例有望持续提升，对 OTA 平台的依赖程度或将降低。

图 11 黄山旅游财务数据（注：折线图绘制在右轴，其余绘制在左轴）

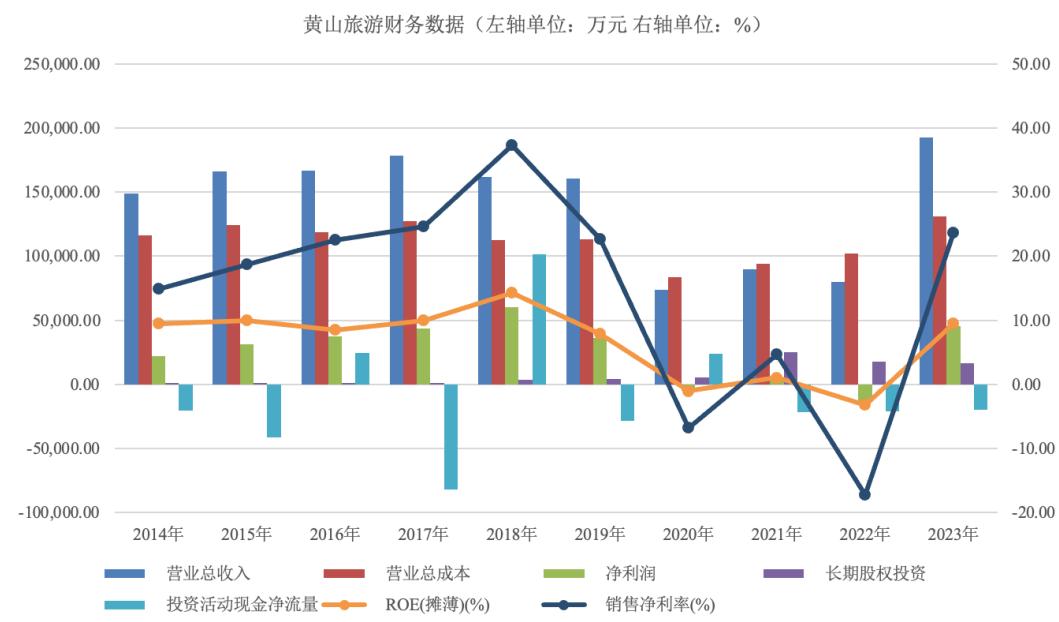


图 12 安徽途马科技有限公司持股比例

股东	认缴出资额 (万元)	出资方式	持股比例
黄山旅游	2,110	现金出资	17.58%
	3,500	股权出资	29.17%
上海云鑫	4,590	现金出资	38.25%
员工持股平台	1,800	现金出资	15.00%
合计	12,000	-	100.00%

3、业务板块：公司主要有五大业务板块，占比最大的板块由景区业务变为酒店业务。

公司在 2013 年以前收入占比最高的板块为景区业务，2013 年后酒店业务占比最高。从各板块的盈利能力来看，景区、索道两项重资产业务毛利率最高，尤其是索道缆车，在疫情前贡献了多数毛利润。值得重视的是酒店板块的盈利能力改善：早年，因山顶酒店处于垄断地位，加上物资运输成本较高，所以山顶酒店价格和入住率都较山下酒店高出许多，导致近年来山上酒店盈利、山下酒店亏损的状态，两者分化严重。为改变这一情况，2014 年起，公司对公司所属山上饭店实行统一订房、统一结算，并围绕山下酒店减亏扭亏目标，以黄山轩辕国际大酒店为试点，积极开展减亏扭亏攻坚战，疫情前将板块毛利率稳定抬升至 30% 左右。此外，2021 年起成为独立披露板块的徽菜餐饮业务，2021 年在行业环境较差的情况下披露毛利率也在 30% 水平，未来有望随着线下到店需求复苏而进一步抬升、成为公司毛利的重要来源。

公司每年将门票收入减营业税及附加和票房成本后净额的 50% 按季支付给黄山管委会，2021 年公司将太平湖和花山迷窟景区业务从原旅游服务业务剥离，并入景区业务。

2023 年公司酒店业务收入 4.60 亿元，索道业务收入 7.00 亿元，景区业务收入 2.65 亿元，旅游服务业务收入 4.70 亿元，徽菜业务收入 2.40 亿元。其中收入增长最快的是景区业务及索道业务，分别较上年增长 221.86% 与 208.22%。

图 13 黄山旅游历年主营业务分板块收入 单位：百万元

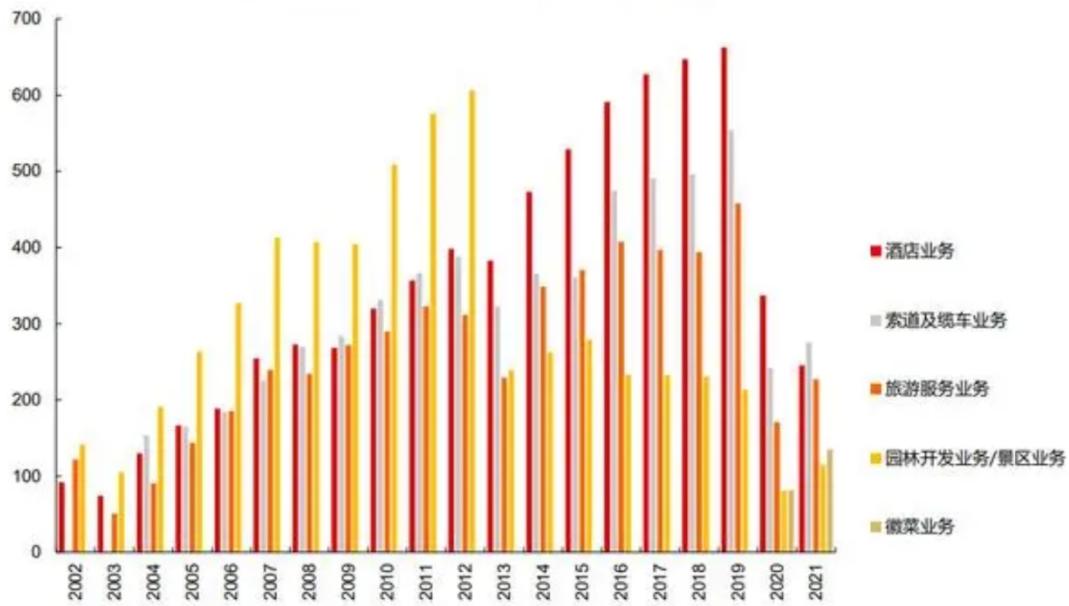
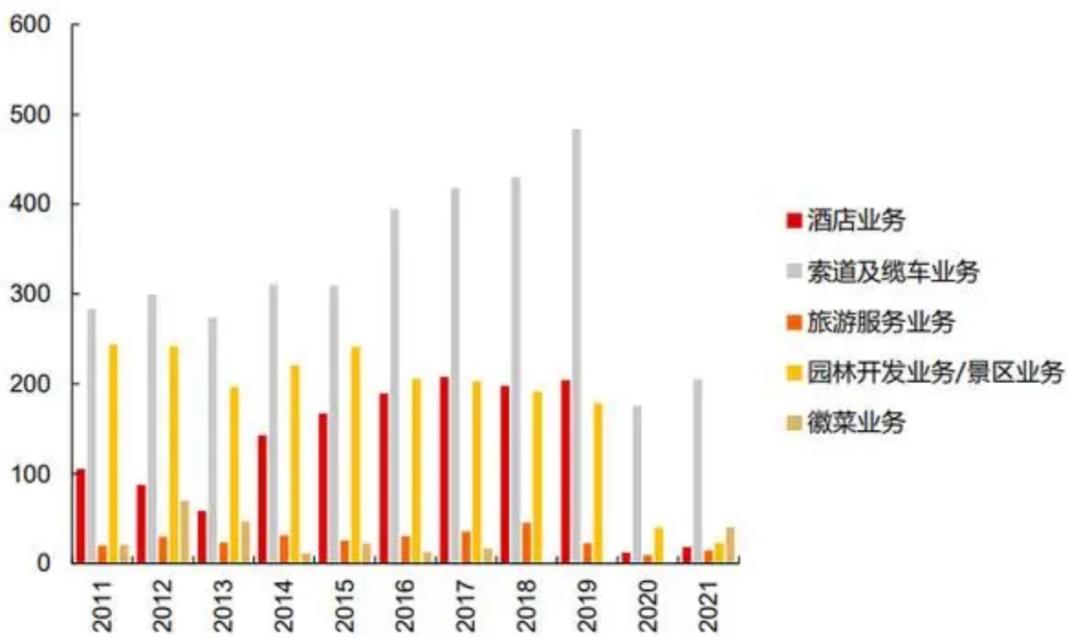


图 14 黄山旅游历年主营业务分板块毛利润 单位：百万元



4、 竞争优势：黄山风景区是全国首批 5A 级景区，知名度高，同时景区所在位置交通便利，客流量大。同时公司拥有充裕的自由现金流，融资渠道畅通。

品牌优势：黄山景区是全国首批 5A 级景区、“中国十大风景区名胜”和“全国文明风景旅游区”；旗下四条索道均为 5S 等级索道，下属企业黄山市中国旅行社有限公司连续多年荣获“全国百强旅行社”，徽文化主题餐饮品牌“徽商故里”独具特色。

区位优势：目前黄山市高速公路密度已达到长三角发达地区平均水平，建成、在建和规划中的 10 条高铁线路，将使黄山成为安徽省内继合肥之后又一形成“米字型”高铁线路的城市，黄山市已进入杭州、合肥等城市“1.5 小时经济圈”，上海、南京等城市“2.5 小时经济圈”。疫情前景区接待游客人次稳步提升，杭黄铁路通车次年（2019 年）游客人次由 2018 年的 338 万人增至 350.1 万人，提升显著。目前黄山景区年接待游客体量正持续复苏，2020、2021 年分别恢复至 2019 年的 43.2%、47.8%。后续池黄高铁、宣绩高铁的正式运营，将持续为游客来黄提供更大便捷，便利的交通将进一步扩展公司下属景区的客源圈。

资本优势：作为黄山市内国有控股上市公司，一方面公司拥有充裕的自由现金流，财务状况良好，融资渠道畅通；另一方面，可以利用资本市场平台，通过资本运作等方式，整合大黄山区域的优质旅游资源和企业，发挥上市公司在区域经济合作和地方经济发展中的领头作用，促进公司持续稳定健康发展。

资源优势：黄山旅游正加快推进智慧旅游建设，力争打造“目的地新旅游新生活”一站式新服务平台。公司于 2021 年 7 月 5 日宣布与蚂蚁科技合资设立安徽途马科技有限公司，合资公司以“黄山旅游官方平台”为基础，积极整合黄山与蚂蚁旗下的品牌及资源优势。其意义在于 1) 优化用户体验，提升自有渠道贡献率：公司将景区门票预约、酒店与餐饮预定、商品选购、当地参团等功能整合至统一平台，在用户轻松享受全过程、全场景智慧化服务的同时，公司亦降低了对 OTA 平台的依赖；2) 深挖景区 IP 价值，推动产品升级：例如公司联合蚂蚁集团运用区块链技术在业内率先推出“黄山数字文创纪念门票”藏品，并以六百里公司为试点，建成全市首个农产品区块链溯源项目等。

（二）张家界（000430.SZ）

张家界作为中国知名旅游目的地，近年来亏损严重，净利润逐年下降，负债逐年增长，同时 ROE 也逐年下降。

张家界旅游集团股份有限公司（简称“张旅集团”）成立于 1992 年，于 1996 年 8 月在深交所上市，为中国旅游板块第一家上市公司，被誉为“山水旅游第一股”。注册资金 4.05 亿元人民币。截至 2023 年年末，公司拥有环保客运、宝峰湖、杨家界索道、十里画廊观光电车、张家界中旅、张国际酒店等资源，是“旅行社+景区+旅游客运+酒店+线上营销平台”多要素资源综合体。

1、**股价走势：**截至 2024 年 5 月 28 日，张家界最新总市值 26.11 亿，净资产 8.7 亿元，约为黄山旅游的 18.5%，PE^{TTM}-10.2, PB^{LF}3.17。

图 15 张家界股价走势



截至 2024 年 4 月 26 日，张家界最新总市值 26.11 亿，净资产 8.7 亿元，约为黄山旅游的 18.5%， PE^{TTM} -10.2, PB^{LF} 3.17。股票于 1996 年 8 月 13 日发行，发行价为 6.8 元，发行 1500 万股，2024 年 5 月 29 日收盘价为 6.7 元。

2、 财务数据：公司自 2020 年开始大幅亏损，且上市后仅有两次分红，投资活动净现金流常年为负。

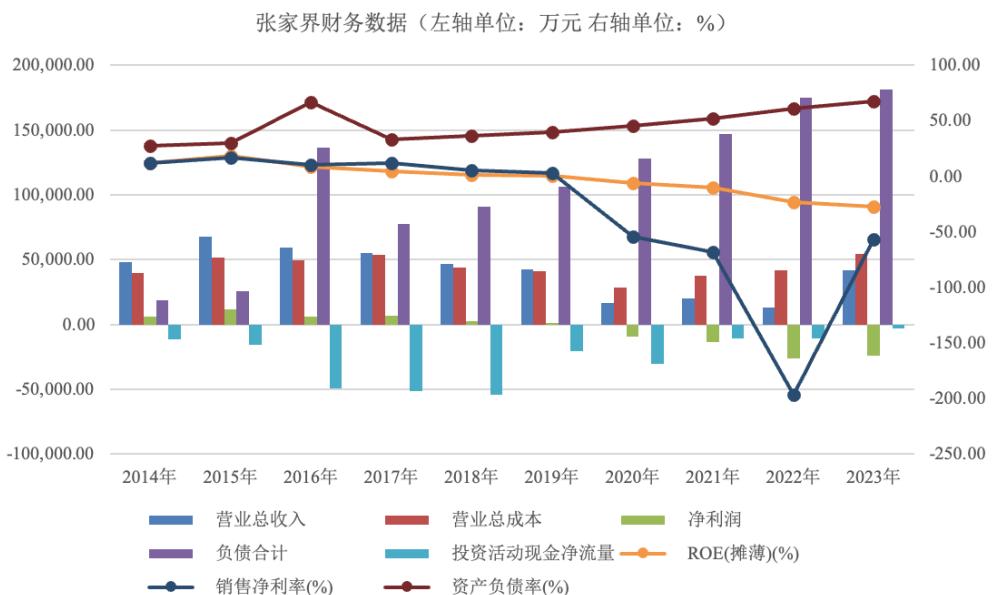
公司自 2020 年开始亏损，其亏损程度远大于营业收入。公司自上市后仅在 2002 年和 2016 年有过两次现金分红，累计分红数额 3154.02 万元。公司称大庸古城公司经营远低于预期，持续大额亏损。投资活动现金流出主要系公司持续投资项目（如大庸古城项目）及创立子公司。

2020 年，张家界业绩开始出现亏损，净亏损约 9221 万，主要原因是受疫情影响，全国旅游市场未完全开放，旅行社不能跨省组团开展业务，造成游客接待量减少。疫情几年，各地旅企均受重创。但疫情结束后，文旅市场大面积复苏，客流出现显著恢复，各地旅企也慢慢开始扭亏为盈。据统计，2023 年前三季度 65 家国有文旅集团中，49 家前三季度实现营收正增长，占比约为 75%。张家界是少数仍在亏损的旅企之一。财报数据显示，2023 年，张旅集团全年共接待购票游客人数 715.77 万人，同比上升 252.58%；全年实现营业收入 4.20 亿元，同比上升 217.02%。其中，张旅集团运营的景区环保客运、杨家界索道、十里画廊观光电车业务购票人数和营业收入增长幅度同比均超过 200%。宝峰湖景区购票人数和营业收入

入分别增长 190.22% 和 219.12%。然而，张旅集团经营的大庸古城成为拖累公司业绩、导致净利润亏损的主要“包袱”。2023 年，大庸古城仅实现营业收入 520.86 万元，净利润亏损达 2.49 亿元。受此影响，张旅集团 2023 年整体亏损 2.39 亿元。以此计算，截止到 2023 年，大庸古城累计亏损 6.47 亿元。

据了解，这也是自 2020 年度受外部环境影响进入亏损周期以来，张旅集团连续第四年亏损。2019 年，张旅集团净利润虽同比下滑 58.13%，但依旧盈利 1105.59 万元；2020—2023 年，分别亏损 9220.55 万元、1.35 亿元、2.60 亿元、2.39 亿元，四年累计亏损 7.26 亿元，且呈逐步扩大之势。

图 16 张家界财务数据（注：折线图绘制在右轴，其余绘制在左轴）



3、主营业务：公司主要经营业务包括：旅游景区经营；旅游客运；旅行社经营；旅游客运索道经营；酒店经营、房屋租赁等。

公司目前旅游景区包括宝峰湖、大庸古城，旅游客运包括环保客运、观光电车，旅行社包括张家界中旅，旅游客运索道包括杨家界索道，酒店包括张家界国际酒店。收入占比较大的业务为旅游客运，在 2023 年达到 41.31%，其次为旅行社收入。2023 年全年共实现接待购票游客人数为 609.39 万人，但较上年同期收入和利润减少。张家界每年接待众多韩国游客，2023 年受中韩萨德事件影响，韩国市场接待量大幅下滑，对宝峰湖景区效益影响较大。

之前公司发布的公告显示，公司对大庸古城期望值很高。2016 年，张家界业绩出现下滑，张家界携手万达，试图通过大庸古城提振业绩。然而由于大庸古城项目建设周期长，至

2019 年主体建设基本完成、2021 年项目才投入试运营。此时又正好赶上疫情期间的特殊限制，旅游市场低迷，旅游人数大幅下降，导致项目后续招商及运营一直严重不达预期。公司曾预测，项目建成后预计实现年营收 4.85 亿元、净利润 1.85 亿元，但是 2023 年，大庸古城营业收入仅有 520.86 万元，净利润为亏损 24890.84 万元。

图 17 张家界营业收入构成 单位：元

	2023 年		2022 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	419,956,083.44	100%	132,467,997.16	100%	217.02%
分行业					
旅行社服务业	92,119,207.17	21.94%	30,226,063.13	22.82%	204.77%
旅客客运行业	173,497,830.26	41.31%	51,269,960.33	38.70%	238.40%
旅游服务业	140,492,401.52	33.45%	38,467,829.76	29.04%	265.22%
酒店服务业	13,967,438.61	3.33%	6,559,524.10	4.95%	112.93%
租赁服务业	5,810,005.45	1.38%	4,076,988.32	3.08%	42.51%
其他	5,970,474.49	1.42%	5,437,469.66	4.10%	9.80%
合并抵消	-11,901,274.06	-2.83%	-3,569,838.14	-2.69%	-233.38%
分产品					
旅行社服务	92,119,207.17	21.94%	30,226,063.13	22.82%	204.77%
环保客运	173,497,830.26	41.31%	51,269,960.33	38.70%	238.40%
观光电车	41,511,928.18	9.88%	11,849,122.36	8.94%	250.34%
宝峰湖景区	42,990,074.36	10.24%	12,088,090.91	9.13%	255.64%
杨家界索道	55,990,398.98	13.33%	14,530,616.49	10.97%	285.33%
张国际酒店	13,967,438.61	3.33%	6,559,524.10	4.95%	112.93%

1

张家界旅游集团股份有限公司 2023 年年度报告全文

租赁业务	5,810,005.45	1.38%	4,076,988.32	3.08%	42.51%
大庸古城游船	331,387.36	0.08%	273,444.31	0.21%	21.19%
大庸古城服务	2,947,101.57	0.70%	2,984,388.82	2.25%	-1.25%
其他	2,691,985.56	0.64%	2,179,636.53	1.65%	23.51%
内部抵销	-11,901,274.06	-2.83%	-3,569,838.14	-2.69%	-233.38%

数据来源：张家界 2023 年年报

对比丽江古城的运营经验来看，根据丽江股份 2023 年年报公布数据显示，丽江股份全年营收近 8 亿。其中，酒店经营收入 1.88 亿，占营收比 23%；印象演出营收 1.37 亿，占营收比 17.15%。丽江古城在做优休闲度假游产品方面的举措之一是，引入“洲际”、“英迪格”、“丽世”三个国际品牌酒店加 5596 旅游文化创意园，进而形成旅游度假综合体。然而张家界旗下运营酒店目前仅有张家界国际大酒店，2023 年营收 0.14 亿，同比增长 112.93%，净利润为-0.1 亿，同比上升 15.33%。

4、大庸古城：相较于乌镇等“古城”定位景区，大庸古城热度较低，其主要原因可能为去旧改新导致景区并没有大庸文化气息，同时景区亮点不够突出，景区定位冗杂。

新建的大庸古城并没有大庸文化气息。与乌镇的保护开发模式不同，大庸古城的开发模式是让原住居民全部拆迁，将原有建筑全部推翻，建成五六层仿古建筑。据公开信息显示，大庸古城规划总用地面积 325 亩，总建筑面积约 18.5 万平方米，主体建筑为明清时期风格，展示大庸古城明清鼎盛时期风貌，建设内容包括剧场、飞行影院、5D 影院、古城八景以及客栈、酒店、商铺等项目，旨在打造集“吃、住、游、购、娱”于一体的中高端旅游综合休闲区，以门票收入及相关配套收入为主要收入来源。18.5 平方米的建设意味着大面积的拆迁费及建筑费，耗资巨大，财务费用高。

大庸古城去旧改新的开发模式一方面耗资巨大，财务费用高，导致后期投入使用时缺少资金做其他宣传工作和真正吸引人的项目，且高额的投入与之带来的高额租金，使招商工作也成为了一项难题，严重拖累了张家界业绩。2023 年年报中预测“大庸古城投资性房地产”项目空置率将达到 15%-50%。

另一方面，大庸古城去旧改新的做法使得景区无法吸引大批游客。按照公司说法，大庸古城项目是一个融合特色文化遗产、创意时尚都市生活和可持续发展的旅游综合体，以张家界传统古街为主题，保留并修复南门大码头、吊脚楼等古建筑，并融合传统文化和现代元素，打造一个多元化的国际文化休闲旅游创意街区。实际上，除县级文物保护单位三元宫外，其余全部是新建筑，文化特色方面不突出。同时其商业业态和商业模式也与宋城演艺的千古情景区，有惊人的雷同之处，从街道、建筑、到街边的店铺商品，几近大同小异，缺乏创新和独特性，可替代性强。