

滑雪篇：增长热潮下的两极分化——跨市场体育行业专题报告之二

行业深度

◆滑雪产业：成长高增速与发展大空间

(1) 2015年我国滑雪人次达到1250万人，2011年-2015年每年复合增长率始终在两位数以上。(2) 我国目前滑雪运动渗透率仅为1.35%，较滑雪产业成熟的欧美国家5%以上的渗透率相比仍有非常大的差距。滑雪场规模的扩张和数量的激增直接带动上游基建市场和供应市场的活力，同时又为中下游衍生产业提供了更大的市场空间。滑雪产业开发的关键在于对滑雪场资源的获取和控制，产业链的延伸也势必紧扣滑雪场运营这一中心环节。

◆国内滑雪场建设现状：小型雪场占近八成，模式单一优势匮乏

(1) 按滑雪场的核心目标客群差异区分，我国目前以旅游体验型滑雪场为主，雪场功能较为单一，服务产品较为缺乏。(2) 按滑雪场的垂直落差大小区分，国内滑雪场近八成的山地落差都小于100米，皆以小型滑雪场为主，在地势资源方面较大型滑雪场的差距十分明显。

(3) 按雪道面积区分，我国超过85%的滑雪场雪道面积低于5公顷。万科松花湖雪道面积是国内目前唯一一家突破100公顷的雪场。(4) 按滑雪人次数量统计划分，国内有近500家滑雪场全年滑雪人次在5万人以下，其中至少有超过半数的雪场全年滑雪人次不超过2万人。

◆国内滑雪场运营现状：低端雪场盈利受阻，高端雪场成功突围

根据我们的测算模型滑雪场运营核心市场规模=滑雪人次*(雪票价格+雪具租赁费用*雪具租用比例)，我国2015年和2022年国内滑雪场运营核心市场规模分别达到55亿元和173亿元。目前国内滑雪场运营整体呈现如下问题：(1) 雪场数量急剧增长，经营模式单一。(2) 高端滑雪度假村竞争优势明显，低端滑雪场遭遇盈利难困局。(3) 滑雪专业技术人员和管理人员缺乏，缺少滑雪产业人才和系统人才培养与教学体系。

◆Vail Resorts 是北美最具经验的度假中心运营商之一

公司主要经营度假中心、住宿和房地产业务，运营11家滑雪度假村及1家避暑圣地，为游客提供滑雪、四季休闲运动等项目。公司不断地通过雪场建造及收购扩大经营版图，成为了全球最具规模的滑雪企业，逐步建立起四大核心竞争优势：规模化的版图布局、多元化的业务模式、大流量的忠实客源、传播广的知名品牌。

◆滑雪行业投资策略：关注三类优质标的

我们把在滑雪场运营领域的投资关注点主要聚焦在三类优质标的：

(1) 具有控制一定滑雪场资源能力的公司；(2) 为滑雪场建造和升级提供滑雪设备、器材、装备类公司；(3) 资产轻、受众广的“互联网+滑雪”公司。我们建议关注中弘股份(000979.SZ)、卡宾滑雪(838464.OC)、星奥股份(430574.OC)等公司。

◆风险因素：行业季节周期性等风险。

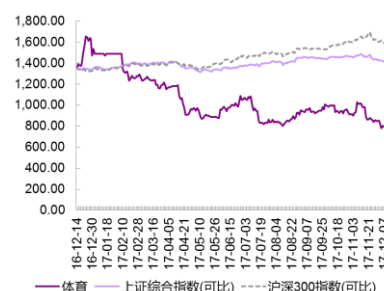
分析师

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)

021-22169120

yeqianyu@ebsecn.com

行业与上证指数涨跌幅对比



相关研报

1. 广阔天地，大有作为——体育行业跨市场深度报告.....(2017-11-30)

目 录

1、 扶摇直上的滑雪产业	5
1.1、 成长高增速与发展大空间	5
1.2、 产业动力之一：冬奥建设助推与国家政策驱动	6
1.3、 产业动力之二：滑雪成为户外运动的热点项目	7
2、 滑雪场运营：增长热潮下的两极分化	10
2.1、 产业链地位：滑雪产业的核心环节	10
2.2、 国内滑雪场建设现状：小型雪场占近八成，模式单一优势匮乏	10
2.3、 国内滑雪场运营现状：低端雪场盈利受阻，高端雪场成功突围	14
2.4、 滑雪场四季运营的本土化探索	16
2.5、 多家上市公司布局冰雪行业	17
3、 他山之石：Vail Resorts 的经验借鉴	21
3.1、 全球最具规模的滑雪企业	21
3.2、 财务分析：2017Q3 营业收入 7.94 亿美元，净利润 1.81 亿美元	22
3.3、 三大业务板块，四季运营成熟	23
3.4、 快速收购布局，四大核心优势	26
4、 滑雪行业投资策略：关注三类优质标的	28
5、 滑雪行业相关公司分析	29
5.1、 卡宾滑雪 (838464.OC)：新三板最纯正的滑雪产业标的	29
5.2、 建华中兴 (870749.OC)：专业滑雪手套生产者	30
5.3、 星奥股份 (430574.OC)：专业旱雪产品制造商	31
5.4、 梅珑体育 (835282.OC)：战略回归冰雪赛事	32
5.5、 泰山体育 (837739.OC)：启动冰雪体育器材布局	33
6、 风险因素	34

图目录

图 1：中国滑雪产业发展路径	5
图 2：中国滑雪人次（万人）	5
图 3：中国与主要发达国家滑雪运动渗透率	5
图 4：全国滑雪场数量统计	6
图 5：历届冬奥会各城市投资规模（亿美元）	6
图 6：中国核心户外市场规模（亿元）	8
图 7：人均 GDP 水平与户外运动的类型	8
图 8：2016 年我国户外运动用户年龄分布	8
图 9：2016 年中国滑雪人群动因分析	9
图 10：滑雪产业链	10
图 11：全国滑雪场数量统计	11
图 12：2015 中国滑雪场区域分布比例	11
图 13：2012-2015 年各地区雪场数量变化	11
图 14：2016 年国内滑雪场按垂直落差统计占比	12
图 15：2016 年国内滑雪场数量按滑雪人次统计占比	13
图 16：万龙滑雪场全景图	16
图 17：国外滑雪场传统雪季经营项目	16
图 18：国外滑雪场非雪季经营项目	16
图 19：万科松花湖滑雪场	17
图 20：万科松花湖度假酒店	17
图 21：长白山“天池雪”自然滑雪场	18
图 22：Vail Resorts 雪场建立发展历程	21
图 23：Vail Mountain	22
图 24：Park City	22
图 25：Vail Resorts 营业收入及净利润（单位：百万美元）	22
图 26：Vail Resorts 销售毛利率及净利率	23
图 27：Vail Resorts 经营净现金流（单位：百万美元）	23
图 28：Vail Resorts 总资产及净资产（单位：百万美元）	23
图 29：2015 年公司业务收入占比	24
图 30：2015 年公司度假村业务收入构成	24
图 31：Vail Resorts 的住宿房间	25
图 32：Vail Resorts 股价变动（美元）	26
图 33：美国滑雪人次	27

表目录

表 1：各省（市）冰雪运动发展规划	7
表 2：2015 全国滑雪人次按目的地分布统计	9
表 3：2016 年国内滑雪场按核心目标客群分类	11
表 4：2016 年国内垂直落差超过 300 米的雪场统计 单位：米	12
表 5：国内滑雪场数量按雪道面积统计 单位：公顷	13
表 6：2015-2016 年雪季国内部分滑雪场的滑雪价格统计（元）	14
表 7：滑雪场核心市场规模预测	15
表 8：公司三大户外品牌	19
表 9：公司户外产品品类	19
表 10：北京体育文化近期冰雪乐园项目情况	20
表 11：部分上市公司冰雪行业布局动态	20
表 12：Vail Resorts 运营度假中心及避暑胜地	21
表 13：2015/2016 公司滑雪季季票情况	24
表 14：2016 年公司拥有与管理的部分酒店	25
表 15：Vail Resorts 的收购历程	26
表 16：北美滑雪产业的三个阶段	26
表 17：卡宾滑雪核心财务指标	29
表 18：建华中兴核心财务指标	30
表 19：星奥股份核心财务指标	31
表 20：梅珑体育核心财务指标	32
表 21：泰山体育核心财务指标	33

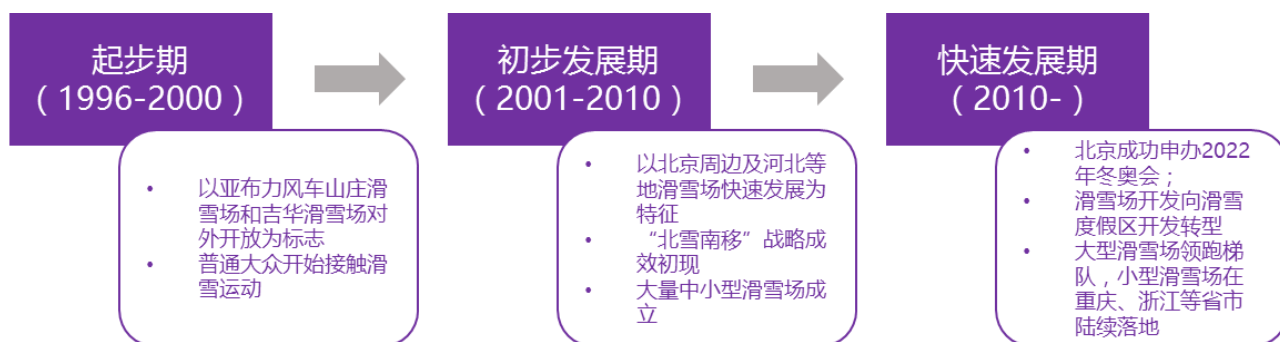
1、扶摇直上的滑雪产业

1.1、成长高增速与发展大空间

我国滑雪产业处于高速发展期，未来具有巨大的发展潜力。我国滑雪产业从1996年开始起步，经过近20年的发展，步入快速成长阶段。2015年我国滑雪人次已经达到1250万人，2011年-2015年每年复合增长率在两位数以上。经过我们的估计，我国目前滑雪运动渗透率仅为1.35%，较滑雪产业成熟的欧美国家5%以上的渗透率相比仍有非常大的差距；由于我国人口基数众多，未来滑雪产业的发展规模仍十分巨大。

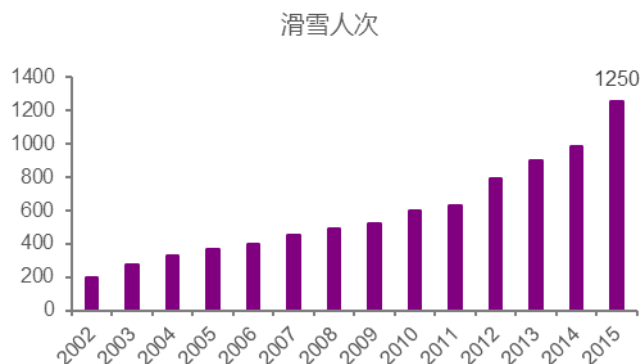
我国滑雪场数量近五年复合增速达17%，每年新增滑雪场60-100家左右。2015年我国滑雪场数量为568家，最近五年我国滑雪场增长速度保持在每年10%-20%，考虑到未来滑雪产业的政府支持力度与市场需求热度，我们以每年10%的增长率为估算下限预测，预计2022年我国滑雪场数量可超过1100家。

图1：中国滑雪产业发展路径



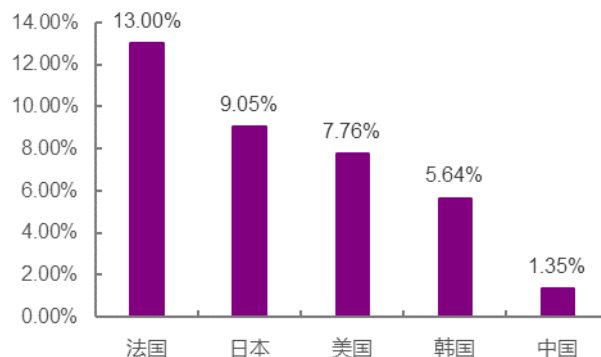
资料来源：《中国滑雪产业发展报告（2016）》，作者：孙承华，光大证券研究所

图2：中国滑雪人次（万人）



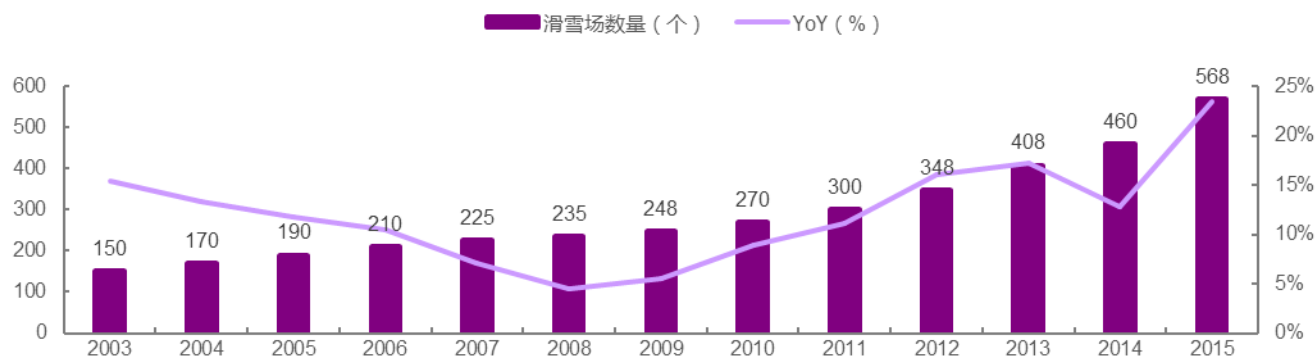
资料来源：《中国滑雪产业白皮书（2015年年度报告）》，作者：伍斌，光大证券研究所

图3：中国与主要发达国家滑雪运动渗透率



资料来源：2016 International Report on Snow & Mountain Tourism，光大证券研究所预测

图 4：全国滑雪场数量统计

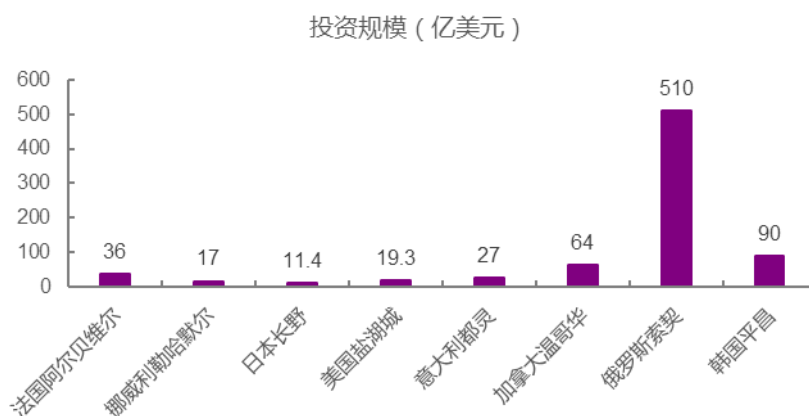


资料来源：《中国滑雪产业发展报告（2016）》，作者：孙承华，光大证券研究所

1.2、产业动力之一：冬奥建设助推与国家政策驱动

冬奥建设有望带动冰雪产业的基础设施建设热潮，从而产生庞大的经济溢出效应。根据历史经验来看，基础建设、运动场馆、奥运村等项目一般是国际奥委会评判申办城市是否具备办赛能力的评价指标，因此历届奥运会的举办地在体育场馆建设和基础设施建设方面都进行了非常大的投入。从 1998 年日本长野冬奥会开始，各届冬奥会的投资规模逐渐上升。2014 年俄罗斯的索契冬奥会投资规模更是高达 510 亿美元，其中实际用于场馆建设和赛事筹备的资金约为 70 亿美元，其余花费全部用于相关的基础设施建设上；索契冬奥会的投资投入超过了往届所有冬奥会的总和，也超过了北京夏季奥运会花费 400 亿美元的最高奥运建设投资记录。

图 5：历届冬奥会各城市投资规模（亿美元）



资料来源：《历届冬奥会投资建设的经验与启示》，作者：包路林，光大证券研究所

北京筹办冬奥会将对我国冰雪产业的发展实现更加全面的提升。一方面北京、张家口等地对各类国际冰雪体育赛事的承办为中国滑雪产业带来更大的发展空间；另一方面“冰雪+旅游”产业也有望迎来快速的增长。中国社科院发布《2015-2016 年中国旅游发展分析与预测》预计，2022 年北京冬奥会将会形成“京张体育文化旅游带”和世界冰雪旅游胜地。

在冬奥会的带动下，滑雪产业链也将由个人装备、咨询服务、教育培训等轻工业延伸至雪场建设、雪场设备的生存制造等重工业，并扩展至滑雪竞赛业、传播媒体等衍生行业。2022 年冬奥会赛事编制的包括场馆运营、人力资源、医疗、通信等项目的预算规模为 15.6 亿美元，场馆投资的民间资本引入预计占比达到 65%。同时，“3 亿人参与冰雪”运动目标的提出旨在鼓励以冰雪为带动、探索运动项目产业化发展道路。与此同时，政策的引导变得更加积极，“十三五”规划提出，研究制订并实施《群众冬季运动推广普及计划》，加强冰雪运动专业指导和培训，支持有条件的企业和个人成立冰雪运动俱乐部、培训学校等。

表 1：各省（市）冰雪运动发展规划

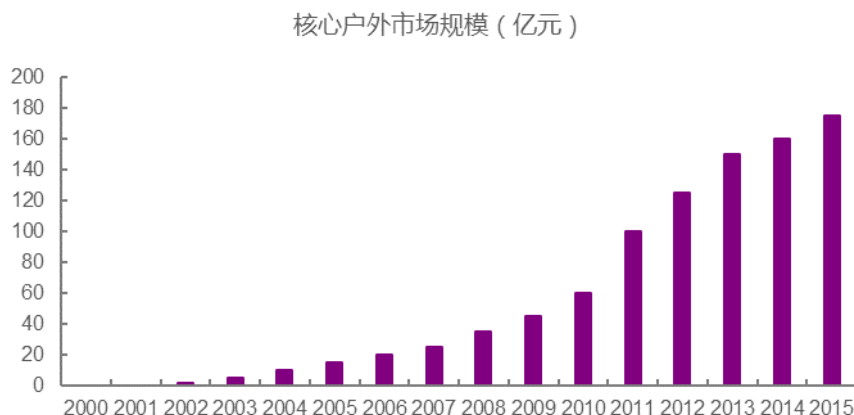
省份	政策举措
北京	北京市发布《关于加快冰雪运动发展的意见（2016—2022 年）》及七项配套规划（称“1+7”），明确冰雪运动工作的 7 项核心任务——群众冰雪、竞技冰雪、青少年冰雪、冰雪体育产业、冰雪赛事、冰雪场地设施和冰雪运动人才。到 2022 年，实现“1248”目标：一张“冰球名片”、两套竞技队伍、四百亿产业收入、八百万冰雪人口。为更好地普及冬奥会、观赛礼仪及冰雪运动知识，未来将在校园开设冰雪运动课程，建设 100 所冰雪运动特色学校；扶持冰雪体育组织发展，加强冰雪运动人才培养，培养 1500 名冰雪运动高级管理人员，4200 名运动员、教练员和裁判员，4300 名专业技术人员，15000 名服务保障人员，25000 名校园辅导员和社会体育指导员，为加快发展冰雪运动、筹办北京 2022 年冬奥会提供人才保障；新建室内滑冰场 16 座、室外滑冰场 50 片、嬉雪场地 30 片，全面提升现有 22 座滑雪场软硬件水平。掀起群众参与冰雪运动的热潮，力争到 2022 年，参与冰雪运动人口规模达到 800 万。
河北	作为 2022 年冬奥会的举办地之一，河北省也发布了《冬季运动发展规划（2015-2022 年）》，提出要初步形成冰雪产业体系，力争 2022 年全省冰雪产业规模达到 1000 亿元，参与冰雪体育活动的人数达到 1 亿人次。具体到体育设施建设方面，到 2022 年每个设区市要建成至少一个高标准的冰雪项目场地，支持有条件的县（市、区）建设滑雪场或室内滑冰馆，秦皇岛、唐山、石家庄、廊坊、保定等地要建设冰雪健身示范点 3 个以上，张承地区 15 个以上，其他地区建设 2 个以上。
黑龙江	作为中国发展冰雪项目最早的省份，面对全国冰雪产业的热势，黑龙江省也积极布局：到 2022 年，省内要有 2000 万人次参与到冰雪项目中来，同时要吸引 5000 万人次的省外人员到黑龙江来赏冰观雪，参与到冰雪运动。为促进冰雪体育产业的发展，黑龙江还将积极借助“互联网+”的方式，和一些互联网企业、装备制造企业探索合作方式，与国际上一些装备制造业有影响力的品牌寻求合作。到 2022 年，要让黑龙江省成为中国冰雪制造业的龙头。
新疆	2016 年举办过全国冬运会的新疆，则将最低目标设立在 500 万人次。新疆还计划未来将现有的 100 所“冰上示范学校”扩大到 500 所，另外新建 100 所“雪上试点学校”

资料来源：各政府网站，光大证券研究所

1.3、产业动力之二：滑雪成为户外运动的热点项目

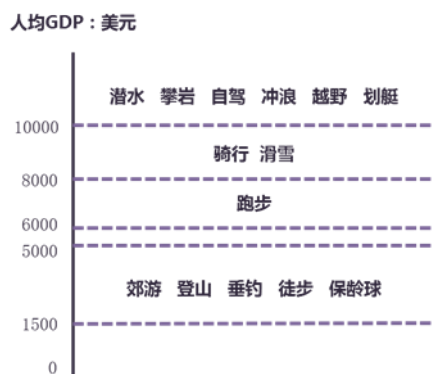
户外运动逐步成为大众消费品。人均 GDP 的增长带动户外运动旅游整体的产业结构提升，它正在从锻炼身体的健康初衷升级为更具备消费场景的体验式旅游。最近几年，我国核心户外市场规模提升迅速，根据中国户外联盟（COA）统计，目前我国每年有 1.3 亿人参与徒步旅行、休闲户外等泛户外运动，与欧美发达国家近 50% 的参与率相比仍然具有很大的提高空间。如中国年轻人花在“乐趣”上的钱占总体消费的比例不到 1/10，而该比例在美国和日本都接近 1/6。随着收入水平的持续增加与带薪休假制度的完善，人们对于旅游、休闲、自驾等户外运动的需求会进一步加大，各类休闲游、自助游、亲子游节目的热播也引发了人们对于户外运动的向往，内因与外因同时作用，我国体验户外运动的人群增速依然有望保持乐观的增速。

图 6：中国核心户外市场规模（亿元）



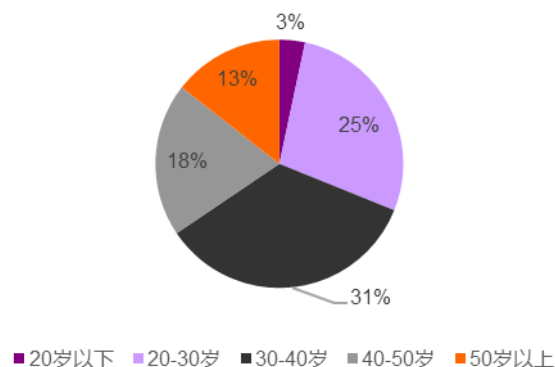
资料来源：中国产业信息网，<http://www.8264.com/viewnews-110260-page-1.html>，光大证券研究所

图 7：人均 GDP 水平与户外运动的类型



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所

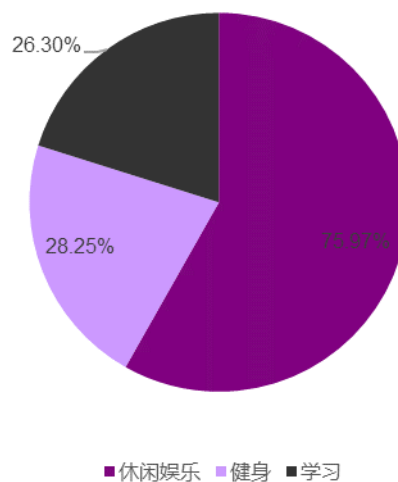
图 8：2016 年我国户外运动用户年龄分布



资料来源：户外资料网，光大证券研究所

滑雪成热门的新兴户外运动。根据《中国滑雪产业白皮书》披露的数据，从 2002 年-2015 年，我国滑雪人次的复合增速达到 15%。在 2014-2015 年雪季，滑雪人次进一步增长达至 1250 万，同比增速为 21.36%。对滑雪人群动因分析的调查数据显示，接近 76% 的人群为体验型滑雪和初学者，其中一部分未来将进一步转化为滑雪爱好者，进而产生多次消费；以健身和学习滑雪作为动因的比例分别为 28.25% 和 26.30%。而《2016 年全球滑雪市场报告》的数据进一步显示，滑雪在 25-35 岁的富人中变得越来越流行，大约 80% 的滑雪者都不超过 40 岁，显著高于所有户外运动人群不超过 40 岁的占比 59%。

图 9：2016 年中国滑雪人群动因分析



资料来源：中国滑雪产业发展报告（2016 年），作者：孙承华，光大证券研究所

表 2：2015 全国滑雪人次按目的地分布统计

省（市）	滑雪人次（万）	雪场总数量	省（市）	滑雪人次（万）	雪场总数量
北京	169	23	天津	40	12
黑龙江	149	120	江苏	29	13
吉林	96	37	甘肃	27	11
山东	85	51	湖南	25	7
河北	85	40	重庆	21	10
新疆	77	52	湖北	15	4
山西	72	32	宁夏	8	7
浙江	70	17	贵州	5	4
辽宁	65	31	青海	4	3
内蒙	59	26	云南	3	2
河南	58	33	福建	2	1
四川	42	10	广东	2	1
陕西	21	21	合计	1250	568

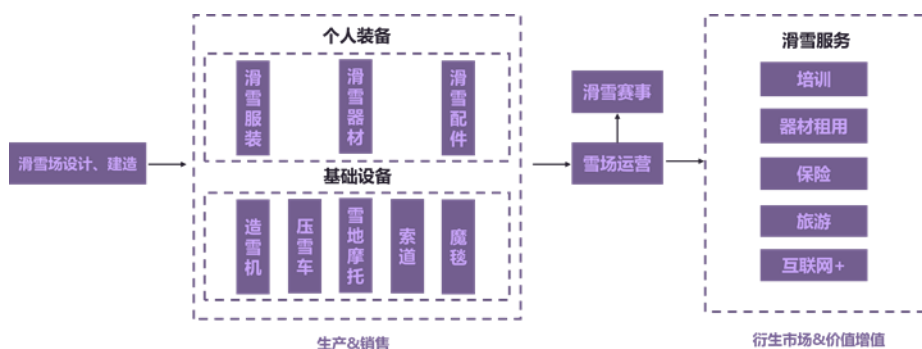
资料来源：中国滑雪产业白皮书（2015 年年度报告），作者：伍斌，光大证券研究所

2、滑雪场运营：增长热潮下的两极分化

2.1、产业链地位：滑雪产业的核心环节

我国滑雪产业链以滑雪场运营为核心，向前包括滑雪场设计和建造、滑雪个人装备市场、滑雪基础设备市场，向周围及向后涉及滑雪赛事和包括培训、旅游、社交、App 在内的衍生服务市场。滑雪场规模的扩张和数量的激增直接带动上游基建市场和供应市场的活力，同时又为中下游衍生产业提供了更大的市场空间。滑雪产业开发的关键在于对滑雪场资源的获取和控制，产业链的延伸也势必紧扣滑雪场运营这一中心环节。

图 10：滑雪产业链



资料来源：光大证券研究所

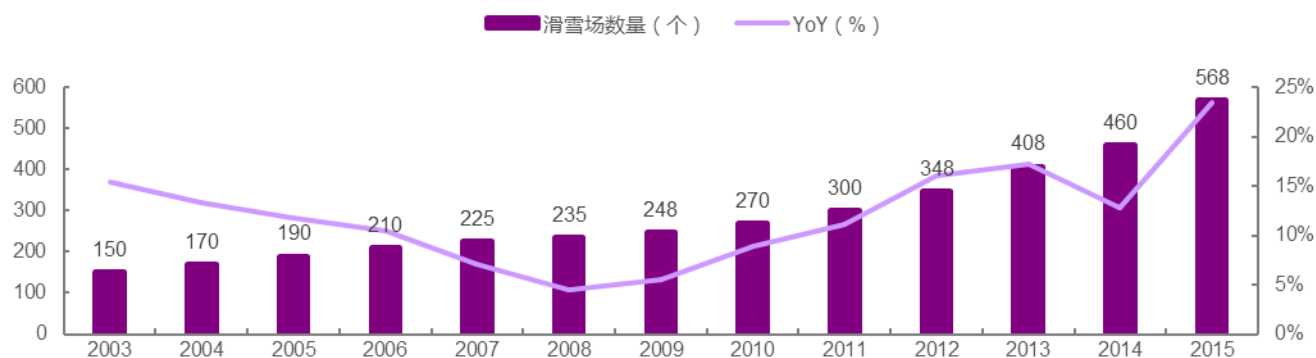
2.2、国内滑雪场建设现状：小型雪场占近八成，模式单一优势匮乏

2015 年，全国滑雪场数量达到 568 家，相比 2014 年新增 128 家，增幅为 23.48%；相比 2010 年新增 298 家，增幅为 110.37%。其中，568 家滑雪场分布于全国 25 个省，黑龙江省滑雪场数量达到 120 家，居全国之首；其次分别为新疆、山东、河北、吉林等省份。按 2015 年相比 2014 年新增滑雪场数量排序，山东增加 22 家位居第一，随后是河南、山西、陕西，分别为 14 家、11 家和 9 家。

从全国各地域板块划分来看，东北地区雪场数量占比最大，达到 33.10%；其次分别是华北和西北，雪场占比分别为 23.24%和 16.55%。与 2014 年相比，2015 年雪场数量增长最多的是华东区域，新增雪场 36 家；其次是华北区域，新增雪场 20 家。

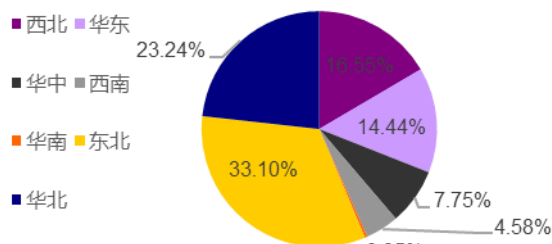
由于北方雪季较长，对滑雪运动有得天独厚的气候条件，因此我国目前的滑雪场分布仍然以北方地区为主。然而我们值得关注的是，由于华东地区滑雪需求市场的进一步带动以及人工造雪、室内雪场等技术的成熟，华东地区滑雪场的增长速度开始逐步加快。

图 11：全国滑雪场数量统计



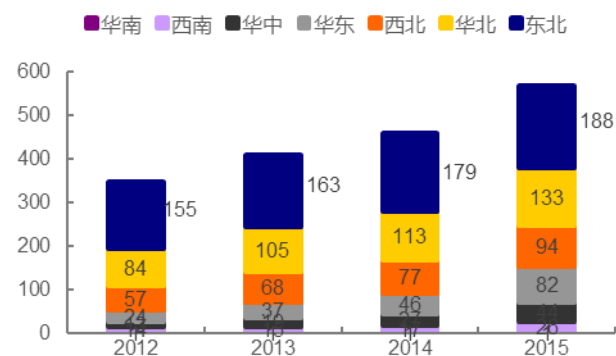
资料来源：《中国滑雪产业发展报告（2016）》，作者：孙承华，光大证券研究所

图 12：2015 中国滑雪场区域分布比例



资料来源：《中国滑雪产业发展报告（2016）》，作者：孙承华，光大证券研究所

图 13：2012-2015 年各地区雪场数量变化



资料来源：《中国滑雪产业发展报告（2016）》，作者：孙承华，光大证券研究所

按滑雪场的核心目标客群差异，国内滑雪场可以分为三类：旅游体验型、城郊学习型和目的地度假型。旅游体验型滑雪场滑雪设施和装备通常较简易，针对的客户群体主要为一次性体验的游客；城郊学习型滑雪场同时具备旅游和运动属性，通常位于城市郊区，方便周边滑雪爱好者频繁参与滑雪运动和训练；目的地度假型滑雪场结度假、运动、旅游等多方定位，打造一个综合型多功能的旅游度假村，滑雪设备和装备较为先进，周边配套服务和设施更加完善，游客停留的时候也通常在 1 天以上。我国目前以旅游体验型滑雪场为主，雪场功能较为单一，服务产品较为缺乏，随着旅游体验型滑雪场的竞争加剧使得盈利难度提升，未来滑雪场将逐渐向功能更为丰富、定位更为多元的综合目的地度假型滑雪场升级。

表 3：2016 年国内滑雪场按核心目标客群分类

滑雪场类型	数量占比	客群定位	主要体现的滑雪场特征	客群特征	典型案例
旅游体验型 (ski resorts without a)	75%	旅游观光客	雪属性 旅游属性	设施简单，只有初级道。位置一般在旅游景区或	90%以上为一次性体验客户，客人平均时间 2 小时
					雪世界、鸟巢

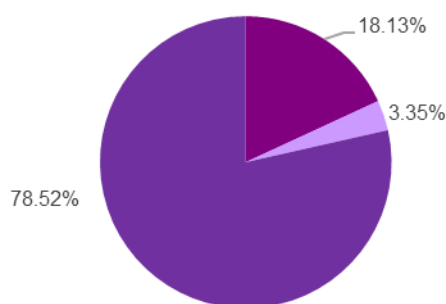
lift)				城郊。		
城郊学习型(day trip ski resorts)	22%	本地居民	运动属性旅游属性	山体落差不大,位于城市郊区,开发有初中高级雪道	本地自驾客占比很大,平均停留时间为3-4小时	南山、军都山、怪坡
目的地度假型(destination resorts)	3%	度假人群	度假属性、运动属性、旅游属性	山体有一定规模,处于齐全的雪道产品外,还有住宿等设施的配套	过夜消费占比较大,客人平均停留时间再1天以上	万科松花湖、万达长白山、北大壶、亚布力、万龙、云顶

资料来源:《中国滑雪产业白皮书》,作者:伍斌,光大证券研究所

滑雪场的垂直落差大小,是衡量滑雪场所在山地资源规模的重要指标之一。按滑雪场实际开发雪道的垂直落差划分,国内滑雪场垂直落差超过300米的为19家,100-300米之间的有103家,小于100米的为446家。在山地资源优势明显的落差超过300米的19家滑雪场中,5家位于河北崇礼,4家位于吉林省,3家位于黑龙江省,2家位于新疆,此外内蒙古、辽宁、河南、云南、北京各有一家。国内滑雪场近八成的山地落差都小于100米,皆以小型滑雪场为主,在地势资源方面较大型滑雪场的差距十分明显。

图 14: 2016 年国内滑雪场按垂直落差统计占比

■ 100米≤垂直落差≤300米, 103家 ■ 垂直落差 > 300米, 19家 ■ 垂直落差 < 100米, 446家



资料来源:《中国滑雪产业发展报告(2016)》,作者:孙承华,光大证券研究所

表 4: 2016 年国内垂直落差超过 300 米的雪场统计 单位: 米

排序	雪场名称	已开发垂直落差	山顶海拔	山脚海拔	所在地
1	长白山天池雪滑雪场	950	2600	1650	吉林
2	亚布力新体委滑雪场	885	1360	475	黑龙江
3	北大壶滑雪场	870	1404	534	吉林
4	云南香格里拉滑雪场	662	3980	3318	云南
5	万科松花湖度假区	600	935	335	吉林
6	万龙滑雪场	580	2110	1530	河北
7	新疆丝绸之路滑雪场	580	2440	1860	新疆
8	亚布力阳光度假村	540	995	455	黑龙江
9	太舞滑雪小镇	510	2062	1552	河北
10	美林谷滑雪场	480	1660	1180	内蒙古
11	密苑云顶乐园	420	2100	1680	河北
12	阿勒泰将军山滑雪场	405	1320	915	新疆
13	伏牛山滑雪场	400	1931	1565	河南

14	丹东天桥沟滑雪场	392	878	486	辽宁
15	万达长白山国际度假区	380	1200	820	吉林
16	多乐美地滑雪场	323	1963	1640	河北
17	石京龙滑雪场	310	836	526	北京
18	帽儿山滑雪场	308	626	318	黑龙江
19	长城岭滑雪场	300	2060	1760	河北

资料来源：《中国滑雪产业发展报告（2016）》，作者：孙承华，光大证券研究所

雪道面积是衡量滑雪场大小的另一个重要指标。我国超过 85% 的滑雪场雪道面积低于 5 公顷。雪道面积最大的三家滑雪场分别为万科松花湖度假区、万达长白山国际度假区、万龙滑雪场，其中万科松花湖雪道面积是国内目前唯一一家突破 100 公顷的雪场，万达长白山和万龙雪道面积分别达到 96 公顷及 97 公顷。

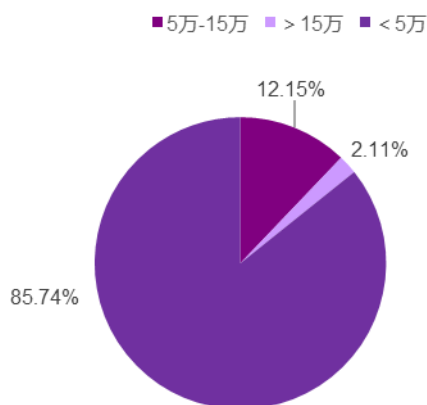
表 5：国内滑雪场数量按雪道面积统计 单位：公顷

雪道面积范围	滑雪场数量	滑雪场
>100	1	万科松花湖度假区
50-100	7	万达长白山国际度假区、万龙滑雪场
30-50（不含）	5	——
10-30（不含）	20	——
5-10（不含）	50	——
<5	485	——
总计	568	——

资料来源：《中国滑雪产业发展报告（2016）》，作者：孙承华，光大证券研究所

按滑雪人次数量统计划分，国内有近 500 家滑雪场全年滑雪人次在 5 万人以下，其中至少有超过半数的雪场全年滑雪人次不超过 2 万人。国内近三个雪季滑雪人次曾达到 15 万人次的雪场为 12 家，其中万科松花湖、万龙滑雪场、南山滑雪场三家雪场已确定率先突破 20 万滑雪人次大关，而万达长白山滑雪场成为国内首家突破 30 万滑雪人次的雪场。

图 15：2016 年国内滑雪场数量按滑雪人次统计占比



资料来源：《中国滑雪产业发展报告（2016）》，作者：孙承华，光大证券研究所

我们通过核心目标客群、垂直落差、雪道面积、滑雪人次四个维度对国内滑雪场进行分类剖析后发现：我国目前滑雪场近八成成为小型规模的滑雪场，该类滑雪场地势优势不明显、雪道面积较小、核心目标客群以旅游一次性体验型为主、全年滑雪人次也处于非常低的水平。较为著名的大型滑雪场以万科松花湖、万达长白山、万龙滑雪场等为代表，其功能定位多元，滑雪条件完善，配套设施齐整，以综合性度假区的定位每年吸引超过十万的游客。

随着滑雪市场对量与质的双重需求提升与小型滑雪场之间的竞争加剧，传统的旅游观光型滑雪场将逐渐向城郊学习型与综合度假型进行转型。新增的滑雪场从最初的功能设计和目标消费群定位将更为多元，已建的小型滑雪场在具备提升条件的情况下进一步升级，无竞争优势亦难以顺应变化的小型滑雪场未来有极大可能被整合。

2.3、国内滑雪场运营现状：低端雪场盈利受阻，高端雪场成功突围

根据我们的测算模型滑雪场运营核心市场规模=滑雪人次*（雪票价格+雪具租赁费用*雪具租用比例），我国 2015 年和 2022 年国内滑雪场运营核心市场规模分别达到 55 亿元和 173 亿元。

国内滑雪场运营的核心收入主要来源于两个方面：雪票、雪具租赁。根据各大雪场网站公布的价格数据，2015-2016 年国内雪票和雪具租赁的平均费用约为每人 280 元和 180 元；假设费用涨幅为 30%，预计 2022 年雪票和雪具租赁的平均费用将增长到 360 元和 230 元左右。

滑雪人次。2015 年我国滑雪人次为 1250 万人，按每年 15% 的增长速度预测，预计 2022 年我国滑雪人次为 3325 万人。

雪具租用比例。我国目前雪具租用比例为 90% 左右，而欧洲、北美等地区已降至 10%，随着我国滑雪运动的逐渐普及和滑雪运动爱好者的增加，消费者自带雪具的比例将会进一步提高，预计 2022 年我国雪具租用比将会降至 70% 左右。

表 6： 2015-2016 年雪季国内部分滑雪场的滑雪价格统计（元）

	滑雪场	平日			周末			节假日		
		雪票	雪具	小计	雪票	雪具	小计	雪票	雪具	小计
东北	北大壶滑雪场	190	170	360	300	190	490	390	——	390
	亚布力滑雪场	300	——	300	300	——	300	300	——	300
	亚布力阳光度假村	350	——	350	420	——	420	490	——	490
北京	北京南山滑雪场	210	——	210	350	——	350	350	——	350
	北京渔阳国际滑雪场	198	——	198	328	——	328	348	——	348
	北京军都山滑雪场	160	——	160	240	——	240	280	——	280
	北京云居滑雪场	160	——	160	180	——	180	200	——	200
崇礼	密苑云顶乐园	300	180	480	370	170	540	490	180	670
	万龙滑雪场	420	170	590	420	170	590	690	300	990
	多乐美地滑雪场	168	120	288	248	170	418	338	200	538

	太舞小镇滑雪场	300	165	465	320	185	505	370	215	585
新疆	丝绸之路滑雪场	——	210	210	——	210	210	——	320	320
	白云国际滑雪场	——	100	100	——	140	140	——	180	180
内蒙古	扎兰屯金龙山滑雪场	120	——	120	200	——	200	240	——	240
四川	西岭雪山滑雪场	160	——	160	160	——	160	320	——	320
平均		234	159	277	295	176	338	320	199	413

资料来源：各雪场官网，光大证券研究所

表 7：滑雪场核心市场规模预测

	2015 年市场测算	2022 年市场估算
滑雪人次（万人）	1250	3325
雪票价格（元）	280	360
雪具租赁费用（元）	180	230
租用比例（%）	90	70
市场规模（亿元）	1250 万*（280+180*90%）元=55 亿元	3325 万*（360+230*70%）元=173 亿元

资料来源：光大证券研究所

我国目前滑雪场运营整体呈现如下问题：

（1）雪场数量急剧增长，经营模式单一。我国小型滑雪场数量急速增长，目前占国内滑雪场总数的 80% 左右。而这些滑雪场通常设备装备水平较差，缺乏夏季项目，盈利模式单一，雪场的营业状况受季节限制明显。在雪场配套设施方面，娱乐设施较少，大部分滑雪场仅提供游客一日滑雪体验项目，游客通常仅花费几小时体验简单的滑雪动作，停留在初级水平的运动体验。

（2）高端滑雪度假村竞争优势明显，低端滑雪场遭遇盈利难困局。国内大型高端的滑雪度假村依靠其品牌影响力带来的大流量游客和具有一定价位的票价，具有比较大的盈利空间；同时，由于其多元化经营，配套设施完善，其周边消费项目也更加广泛。相比之下，由于小型滑雪场经营模式单一、缺乏核心的竞争优势，其盈利状况不容乐观；尤其是对于远离城市的小型滑雪场而言，餐饮住宿的配套是营收增长的重要构成，如果没有较好的交通、餐饮住宿配套，雪场实现盈利的难度非常大。

（3）滑雪专业技术人员和管理人员缺乏，缺少滑雪产业人才和系统人才培养与教学体系。随着近年来滑雪消费的激增，专业的滑雪管理人员、专业技术人员、雪场的规划设计人才、滑雪指导员、教练等各方面的人才均不能满足市场需求。人才培养，尤其是化学教学没有形成系统的框架和体系，也在一定程度上导致了滑雪体验类客户转化为滑雪爱好者比例偏低，降低了滑雪人口转化率。

图 16: 万龙滑雪场全景图



资料来源：万龙滑雪场官网，光大证券研究所

2.4、滑雪场四季运营的本土化探索

四季经营模式海外已有成熟案例。“滑雪场投资回报期长、一年闲三季”是进入该产业必须解决的难题。目前，国外滑雪场非雪季的经营项目主要包括山地度假村项目、汽车营地项目以及室内四季项目。虽然目前我国国内滑雪场四季经营则普遍面临项目吸引力不够、游客参与度不高、二次消费转化率不高的问题，但是从市场开发角度而言，如果雪场能有效解决括项目结构分配、项目差异化和公众接受度、以及后期市场推广方面的问题，滑雪场的四季经营则具备巨大的开发潜力。

美国克莱默山地度假村 (Cranmore Mountain Resort) 2015 年夏季营业收入占全年营业收入的 20%，而夏季营业利润已超过其全年营业总利润的 40%；日本和韩国也都选择了将滑雪旅游与当地资源相结合的经营模式，如滑雪场与温泉、自然景观观赏、名胜古迹观赏、地方民俗风情活动等。多元化项目的结合使得当地滑雪产业产生非常大的联动效应，同时也极大地满足了游客的各种需求。

图 17: 国外滑雪场传统雪季经营项目



资料来源：《中国滑雪产业发展报告（2016）》，作者：孙承华，光大证券研究所

图 18: 国外滑雪场非雪季经营项目



资料来源：《中国滑雪产业发展报告（2016）》，作者：孙承华，光大证券研究所

国内产业巨头带头，各路产业资本先行先试，优质项目营收快速增长。随着冰雪产业市场化进程的开启，冰雪产业开始受到各路资本的青睐。从2015年以来，已有多家上市公司通过跨界合作的方式来进行前期布局。参与者包括以万科和万达为主的房地产开发商、华录百纳、华策影视和东方明珠为主的传媒娱乐公司、以探路者为首的户外用品制造商等，此外以GOSKI去滑雪、雪橙为代表的互联网公司也跃跃欲试。其中万科松花湖度假区的开发与经营成为业内较为典型的样本。该项目是目前国内最大的城区滑雪度假区和目的地型度假村。占比20平方公里，由滑雪场、度假酒店、度假小镇以及滑雪学校四大完备的硬件设施组成。在产品供给方面的主要特色则包括贯穿雪季的品牌赛事（如冰雪马拉松、全国大众高山滑雪公开赛）、儿童冬令营、日本熊猫雪人儿童滑雪学校、适合轻度用户需求的山顶雾凇观景、以及压雪车乘坐体验服务等。而在夏季经营方面，万科松花湖则借鉴了Whistler Blackcomb等国际顶尖滑雪度假区的经验，开发了包括草坪婚礼、缆车餐厅、夏令营、山顶公园、徒步穿越等一系列活动。在2015-2016年雪季共141天的运营中，万科松花湖总计接待人次超过20万，营收超过8000万元，滑雪学校营收1000万元，教学总数达到2万人次。

图 19：万科松花湖滑雪场



资料来源：万科松花湖官网，光大证券研究所

图 20：万科松花湖度假酒店



资料来源：万科松花湖官网，光大证券研究所

2.5、多家上市公司布局冰雪行业

2015年以来，A股已有超过10家上市公司布局冰雪产业和冬奥会的筹备工作。（1）以万科、中弘股份等为例的地产公司重点布局大型滑雪度假村，通过旅游地产的开发增强公司业务的协同效应；（2）以华录百纳、华策影视等为首的传媒企业重点对赛事运营、IP开发、冰雪文化节目等娱乐文化产业进行打造，借力公司业务优势强势入局；（3）以众信旅游为代表的上市公司注资设立专项体育基金，利用公司资本优势对滑雪产业链各环节进行资本投入；（4）以探路者为代表的户外品牌企业重点拓展专业冰雪用品品牌；（5）以碧水源为代表的科技类公司或建筑类公司开始参与滑雪产业周边配套设施工程的建设。

上市公司对滑雪产业的布局呈现如下特点：（1）与主营业务结合紧密，利用原有业务优势实现快速扩展；（2）涉足的领域更重资本，上市公司得以发挥其资金优势；（3）A股市场纯正滑雪产业标的稀缺。

中弘股份 (000979.SZ)：休闲度假地产开发商的滑雪初探。公司主营业务为房地产开发与销售，以休闲度假物业开发与经营为定位，侧重开发休闲度假地产、主题商业地产。房产销售是公司收入和利润的主要来源，目前公司的房地产业务主要位于北京、济南、海口、安吉、长白山等城市；其他收入包括控股的两家香港上市公司 KEE 和中玺国际所带来的收入、房产租赁收入、物业管理收入、餐饮收入等。

2015 年，公司业务像滑雪领域开始延伸。2015 年 12 月 14 日，中弘股份控股子公司长白山新奇世界与国际管理集团 IMG 新加坡在华指定管理方天轴咨询签署了《长白山西景区天然滑雪场管理服务合同》，长白山新奇世界委托天轴咨询为公司所属天池雪滑雪场的运营管理公司，负责“天池雪”雪场的整体规划、建设开发及项目开业后的运营工作。

“天池雪”是中弘股份的第一个文旅项目。“天池雪”滑雪场位于长白山自然保护区，临近天池山巅。其中高级雪道占 47%，中级雪道 11%，初级雪道 42%，雪道最长 21 公里，垂直落差 620 米，野雪区域坡度超 60%。雪场内还设有初学者区和儿童雪上乐园。“天池雪”项目的运营意味着中弘股份正在逐步转型成为集商业地产、文化旅游地产等核心物业开发与运营为一体的综合性地产公司。

图 21：长白山“天池雪”自然滑雪场



资料来源：蚂蜂窝 (<http://www.mafengwo.cn/localdeals/2104326.html?mdd=10072>)，光大证券研究所

探路者 (300005.SZ)：户外用品外延，布局冰雪产业。探路者目前已形成户外用品、旅行服务、体育三大业务体系。(1) 户外用品板块：公司现阶段各项业务的基石，以多品牌户外用品的研发设计、运营管理及销售为主，拥有专注于登山、徒步、自驾、越野、户外骑行等领域的各类品牌。(2) 旅行服务板块：目前作为公司用户流量的入口，使公司销售收入的重要贡献者，为广大用户提供各项体验式旅行产品、路线等。(3) 体育板块：目前通过参与体育并购基金、内部孵化平台、集团并购投资等方式，加强对体育健身、体育培训方面优质标的的挖掘和整合。

公司在正以滑雪场布局为基础切入大众冰雪运动市场。(1) 公司体育事业群目前以滑雪场运营及投资业务为主。其中一个版块是对项目进行直接投资，未来将在长江流域建设 50-100 家滑雪场，开始整合旅行事业群的版

块，建成以冰雪文化为核心的户外文化体育中心。(2) 2015 年 8 月公司成立“北京探路者冰雪控股发展有限公司”，在全国范围内进行滑雪场的建设运营，快速拓展大众冰雪运动市场。目前公司在河南郑州巩义市嵩山北坡筹建的首个滑雪场已于 2016 年 1 月开始试运营，该滑雪场一期共开放 8 条雪道，造雪总面积为 13 万平方米，未来还将规划建设冰雪广场、单板公园、雪上飞碟区、戏雪区等。

表 8：公司三大户外品牌

品牌名称	定位	目标群体	上市时间
探路者	徒步、登山、滑雪、露营等户外专业	专业户外运动群体	2000
Discovery Expedition	自驾、越野、垂钓等户外休闲	高端户外休闲消费群体	2013
ACANU	户外骑行等领域	年轻网购消费群体	2012

资料来源：公司官网，光大证券研究所

表 9：公司户外产品品类

产品品类	主要产品
户外服装	冲锋衣裤、速干衣裤、滑雪服、抓绒衣、羽绒服
户外鞋品	徒步鞋、登山鞋、溯溪鞋、穿越鞋、沙滩鞋、营地鞋
户外装备	背包、帐篷、睡袋、防潮垫、眼镜、水壶、登山杖、折叠系列、野炊用具

资料来源：公司官网，光大证券研究所

北京体育文化 (01803.HK)：业内收购频繁，布局气膜室内冰雪乐园。北京体育文化对体育及冰雪产业进行布局，已完成两起具有战略意义的收购动作：(1) 2017 年 1 月 17 日，公司公布通过认购气膜建筑建设和服务提供商北京约顿气膜发行的 3500 万股新普通股，向其注入 1.568 亿港元，成为控股股东，占股比例 51%。(2) 2017 年 6 月 23 日，公司公布其间接全资附属北体睿晟以 6275 万元人民币获得主营建造大型真冰溜冰场和室内滑雪及配套设施业务的中互海州（深圳）51.0%股权。

北京体育文化的建设运营模式立足于著名旅游景点、大型主题乐园和综合商业中心等，合作建设冰雪乐园并参与运营管理。公司将利用约顿和海州两大平台，在气膜室内冰雪乐园等多层面扩展业务。深圳海州在建设冰雪乐园和冰雪场馆有着丰富经验，约顿气膜在气膜场馆建筑上亦有出色的建造能力；海州和约顿各司其职，发挥各自优势，利用协同效应，在保持高质量前提下，优化建设及运营成本。同时，利用气膜保冷和海州的制冰技术，公司可以实现大型冰雪乐园项目的低成本营运。

北京体育文化目前已获得充足的订单，2017、2018 年将进入建设高峰期。按照公司的建设周期与营运规划，公司利润将在一两年后有所体现。考虑到 2017 年组建运营团队以及建设项目的前期投入，预计北京体育文化在 2017 年会逐渐实现收支平衡，而利润的逐渐释放，将在 2018、2019 年体现出来。

表 10：北京体育文化近期冰雪乐园项目情况

时间	项目	状态
2017 年 4 月	北京汇佳绿冰雪项目	已落成
2017 年 5 月	北京石景山市民冰雪运动中心	已落成
2017 年 5 月	华山景区冰雪乐园	已立项
2017 年 6 月	惠州体育冰雪乐园	已立项
2017 年 6 月	上海闵行室内冰雪主题乐园	已立项
2017 年 6 月	与云顶集团合作冰雪室内乐园	已签协议

资料来源：网易新闻，<http://dy.163.com/v2/article/detail/COEIDLVL05198ETO.html>，光大证券研究所

表 11：部分上市公司冰雪行业布局动态

公司	布局动态
万科 A (000002.SZ)	在 2010 年就开始涉足滑雪度假产业——启动开发松花湖度假区，项目共分为三期，总体规划面积约 20 平方公里，总投资达 400 亿元，一期已经于 2014 年 12 月 18 日开业。与万达在长白山的项目类似，万科上述项目明确以滑雪为标签。万科计划将松花湖度假区建设成为全国最好的滑雪度假区和四季山地旅游度假目的地；未来七年内，万科将持续对滑雪度假产业进行投资，进入北京和其他市场，成为中国滑雪行业的标杆。
中弘股份 (000979.SZ)	2012 年 2 月中弘股份宣布，拟与全资子公司北京中弘投资共同投资 1 亿元，在吉林长白山设立长白山望天鹅旅游开发有限公司。2015 年 12 月 14 日，中弘股份又公告称，控股子公司长白山新奇世界与国际管理集团 IMG 新加坡在华指定管理方天轴咨询签署了《长白山西景区天然滑雪场管理服务合同》，长白山新奇世界委托天轴咨询为公司所属天池雪滑雪场的运营管理公司，负责天池雪雪场的整体规划、建设开发及项目开业后的运营工作。
探路者 (300005.SZ)	探路者旗下绿野网在中国滑雪活动的开展方面积累了丰富的资源和群众基础，公司未来借力冬奥会将通过并购合作等形式重点拓展专业冰雪用品品牌，同时也将持续重点推进群众性冰雪运动的开展。而且，探路者也拥有自己的滑雪场，其位置在河南省。
长白山 (603099.SH)	作为吉林省当地上市公司，长白山 (603099) 被认为是冰雪运动的纯正标的。长白山滑雪资源丰富，可开发空间大，是我国最适合开展冰雪运动的地方。作为吉林省唯一旅游上市公司，吉林省对长白山高度重视，期望能打造成东方的阿尔卑斯山。
众信旅游 (002707.SZ)	公司参与认购由新动金鼎、天成美盛、安踏体育、光环新网、国安创新等各投资方发起设立的体育基金出资份额，体育基金规模为人民币 1 亿元，其中众信旅游拟出资人民币 2500 万元，作为体育基金的有限合伙人，该基金将把冰雪产业链列为投资主线之一。
华录百纳 (300291.SZ)	公司与河北省在冰雪产业品牌赛事领域开展合作，将在 2022 冬奥会举办地之一张家口市打造融合极限冰雪赛事、冰雪音乐节、演唱会、旅游文化节等于一体的“极限冰雪嘉年华”，这将是公司进军体育产业领域的重要战略举措。
东方明珠 (600637.SH)	公司以自有资金约 1807.97 万欧元（约合人民币 1.24 亿元），参与投资盈方体育传媒集团。据了解，冬奥项目总共包括 7 个大项，归属于 7 个国际体育协会，盈方全部代理了这 7 个协会，包括国际冰球联合会、国际滑雪联合会等，几乎垄断了国际冰雪运动赛事。此外，由于盈方体育掌握了冬奥会转播权，东方明珠参与投资盈方体育也被看成是中国企业首次掌握冬奥会转播权。
碧水源 (300070.SZ)	控股子公司北京久安建设投资集团有限公司中标冬奥会所在地——河北省张家口市崇礼县污水处理工程、道路工程及旅游度假区市政配套工程等，中标总额达 1.29 亿元。碧水源也成为同时为 2008 北京夏季奥运会、2022 北京冬季奥运会提供环境服务的第一家企业。
金达威 (002626.SZ)	公司控股子公司厦门金达威体育文化传媒有限公司与国家体育总局冬季运动管理中心签署了为期 6 年(2016 年-2022 年)的战略合作协议，此次合作费用为 2.1 亿元。通过本次签约，金达威体育将获得冬管中心全部国内赛事未来 6 年的独家赛事运营权和独家版权。
莱茵体育 (000558.SZ)	2016 年 9 月 29 日与瑞士 EHC 比尔控股有限公司 (EHC Biel holding AG) 签署《合作协议》，双方将在股权领域及冰雪业务领域开展全方位深度合作。莱茵体育公告称，公司此次合作的比尔公司控股三家子公司，其中，EHC Biel Marketing AG 旗下冰球俱乐部多次获得冰球联赛冠军，拥有丰富的球员后备力量和系统的培训体系。未来公司与比尔或将开展冰雪项目教练员培训和青少年培训；冰雪运动场馆建设和运营打造业余级别、专业高水平级别等商业联赛 IP，以及共同组建冰球和冰壶俱乐部。

资料来源：公司公告、公司新闻，光大证券研究所

3、他山之石：Vail Resorts 的经验借鉴

3.1、全球最具规模的滑雪企业

Vail Resorts 是北美最具经验的度假中心运营商之一。公司主要经营度假中心与房地产，运营 11 家滑雪度假村及 1 家避暑圣地，为游客提供滑雪运动、四季休闲运动等项目。公司从 1962 年 Vail Mountain 营地开始起步，不断地通过雪场建造及收购扩大经营版图，成为了全球最具规模的滑雪企业。

行业进入的高门槛与 **Vail Resorts** 成熟的运营模式为其建立起了坚实的竞争壁垒。（1）滑雪度假村投资规模大，回收周期长，对于众多有回报率及回报期限要求的资本来说存在一定的投资难度；同时，对于准备投资建设经营的实体企业来说对其自身的经济实力与运营能力也提出了比较高的要求，行业自身存在较高的进入门槛。（2）**Vail Resorts** 成熟的多业务运营模式及四季运营模式为其贡献了稳定的收入来源，逐步构建起了公司强大的盈利优势与竞争优势。在过去的 30 年内，整个北美地区尚未出现过一家能和 **Vail Resorts** 展开竞争同等规模的大型滑雪度假村，这为公司在市场定价方面掌握了主动权，也使得公司的度假村为世界一流的滑雪度假体验设定了行业标准。

图 22: Vail Resorts 雪场建立发展历程



资料来源：公司公开路演资料，光大证券研究所

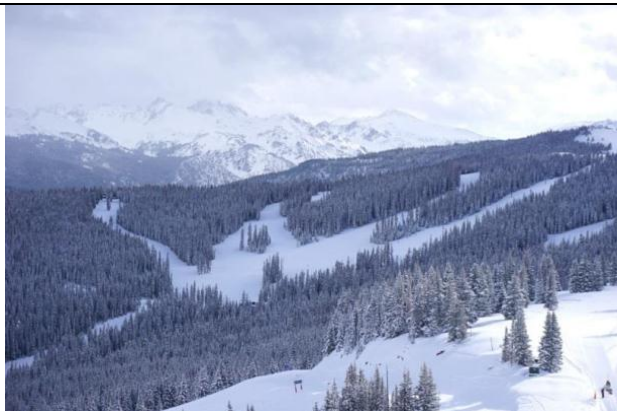
表 12: Vail Resorts 运营度假中心及避暑胜地

	位于地区	度假村
滑雪度假村	科罗拉多州	Vail Ski, Beaver Creek, Keystone, Breckenrid
	Lake Tahoe	Heavenly Mountain, Kirkwood Mountain, Northstar California
	犹他州	Park City
	明尼苏达州	Afton Alps
	密歇根州	Mount Brighton
	威斯康辛州	Wilmot Mountain
	澳大利亚新南威尔士州	Perisher Ski

避暑胜地 怀俄明州

资料来源：公司网站，光大证券研究所

图 23: Vail Mountain



资料来源：公司网站，光大证券研究所

图 24: Park City

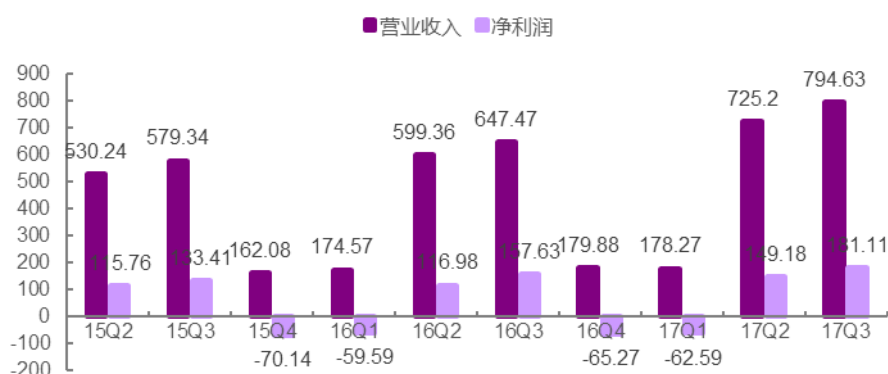


资料来源：公司网站，光大证券研究所

3.2、财务分析：2017Q3 营业收入 7.94 亿美元，净利润 1.81 亿美元

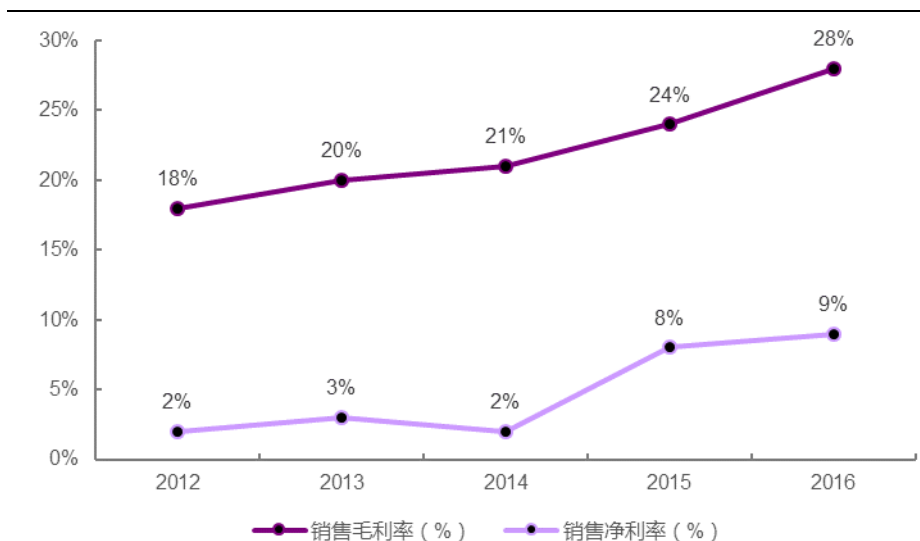
公司 2017 财年三季度（2017/02/01-2017/4/30）收入利润创下新高。公司 17Q3 实现营业收入 7.94 亿美元，净利润实现 1.81 亿美元，同比增速分别达到 23%和 17 %；公司近四年营收和净利润的复合增速 13%和 58%，利润水平的高增速是由于公司逐渐完成对度假村的改造升级以及规模化运营，使得运营成本降低从而大幅提升了利润率。现金流与资产规模方面，持续表现良好的盈利状况为公司带来稳定的现金流，公司总资产及净资产规模也分别达到 40 亿美元和 16 亿美元，成为北美地区最具规模的滑雪度假村运营商。

图 25: Vail Resorts 营业收入及净利润（单位：百万美元）



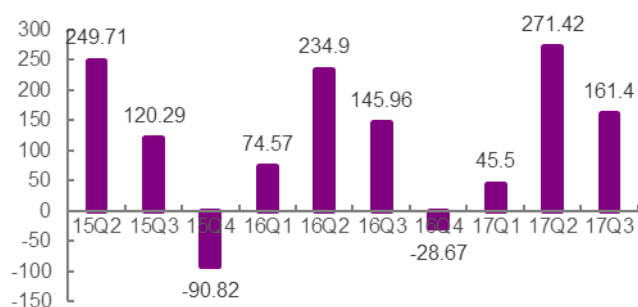
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 26: Vail Resorts 销售毛利率及净利率



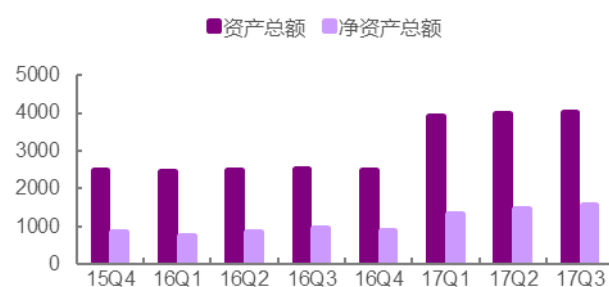
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 27: Vail Resorts 经营净现金流 (单位: 百万美元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 28: Vail Resorts 总资产及净资产 (单位: 百万美元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

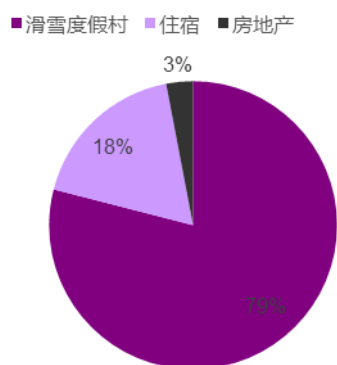
3.3、三大业务板块，四季运营成熟

公司的业务主要分为三个方面：滑雪度假村、住宿、房地产。其中滑雪度假村的收入贡献占比达到 79%，住宿和房地产分别为 18%和 3%。

滑雪度假村：“四季业务运营+季票模式”为公司带来长久的健康运营与显著的核心竞争优势。公司经过数十年的发展，探索出一套成熟的四季运营模式，为公司长期稳定的盈利奠定了强有力的根基。（1）冬季：公司的雪季活动包括有滑雪、雪上轮胎、雪橇旅行、野外旅行、马拉雪橇、高空餐厅等众多项目；（2）夏季：游客可以在景区里面享受缆车游览、山地骑行、骑马、徒步旅行、4x4 吉普车旅行。四季业务的运营使得度假村各设施资源得以充分利用，为公司在滑雪淡季也贡献了稳定的收入。

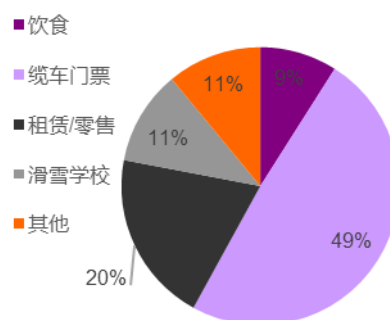
季票模式为公司带来了可预测的现金流。在 2014/2015 公司增加的收入中，来自季票的收入贡献了 40% 左右；同时其滑雪游客的数量也增长了 70% 左右。公司的季票销售通常会在雪季前以一定优惠的价格进行售卖，游客被优惠的价格所吸引便会提前买好雪季的季票套餐。因此，季票的销售提前锁定了公司未来的收入，滑雪度假村的收入受极端天气导致游客减少的影响也降到最低；同时由于游客已经提前买了季票，为了不让自己的投入浪费游客会尽可能地到度假村进行滑雪体验，从而又进一步带动度假村周边餐饮、住宿等消费的兴旺。

图 29：2015 年公司业务收入占比



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 30：2015 年公司度假村业务收入构成



资料来源：公司年报，光大证券研究所

表 13：2015/2016 公司滑雪季票情况

季票类型	内容
Epic Pass	不受限制地进入所有的山地度假村和城市滑雪区域，以及选择其他的度假胜地。
Epic Local Pass	在 Breckenridge, Keystone, Afton Alps, Mt. Brighton, Arapahoe Basin 骑行或滑雪不受任何限制；在 Park City/Canyons, Heavenly, Northstar, Kirkwood 区域受到部分限制；在 Vail and Beaver Creek 受到 10 天的假期限制。
Epic 7-Day	7 天内不受限制地进入所有的山地度假村和城市滑雪区域，以及选择其他的度假胜地。
Summit Value Pass	在 Keystone 和 Arapahoe Basin 骑行和滑雪不受限制；在 Breckenridge 受到部分限制。
Tahoe Local Pass	在 Heavenly, Northstar, Kirkwood 骑行和滑雪不受限制，假期时候有限制。
Tahoe Value Pass	在 Heavenly, Kirkwood and Northstar 受到部分限制。
Perisher Freedom Pass	到 Perisher 没有任何限制；到 Breckenridge, Keystone, Park City/Canyons, Heavenly, Northstar, Kirkwood 基本能没有限制；在 Vail and/or Beaver Creek, U.S 地区 受到 10 天的假期限制。

资料来源：公司官网，光大证券研究所

在住宿和房地产方面，公司在住宿和房地产等业务上都有着良好的表现。公司 2015 年住宿与房地产的收入贡献比分别为 18% 和 3%，是公司盈利来源的重要组成部分。在住宿业务上，公司经营着以“RockResorts”为品牌的高端酒店，目前拥有和管理的酒店房间已经超过了 5000 个；“RockResorts”品牌成立于 1956 年在 2011 年时被公司收购，如今该酒店品牌下已经覆盖六大部分：位于 Colorado 和 Jamaica 的四个自营酒店和两个仅参与管理的酒店；而除此之外，在其他山庄公司自营的酒店至少还有 5 个。在房地产业务上，房产的投资不仅能够为公司带来潜在的升值现金流，同时也为山庄和住宿的运营提供了良好的场所和设施，包括餐厅、温泉、会议室、私人山庄俱乐部、滑雪服务设施、停车场等。

表 14：2016 年公司拥有与管理的部分酒店

名字	地点	拥有/管理	房间数
RockResorts			
The Lodge at Vail	Vail, CO	Own	164
The Arrabelle at Vail Square	Vail, CO	Own	84
The Pines Lodge	Beaver Creek, CO	Own	71
The Osprey at Beaver Creek	Beaver Creek, CO	Own	47
Half Moon	Rose Hall, Jamaica	Manage	383
One Ski Hill Place	Breckenridge, CO	Manage	59
Other Hotels and Properties			
DoubleTree by Hilton Breckenridge	Breckenridge, CO	Own	208
The Keystone Lodge	Keystone, CO	Own	152
Inn at Keystone	Keystone, CO	Own	103
Village Hotel	Breckenridge	Own	60
Ski Tip Lodge	Keystone, CO	Own	10
Jackson Lake Lodge	Grand Teton National Park, WY	Concessionaire Contract	385
Colter Bay Village	Grand Teton National Park, WY	Concessionaire Contract	166
Jenny Lake Lodge	Grand Teton National Park, WY	Concessionaire Contract	37
Headwaters Lodge & Cabins at Flagg Ranch	Moran, WY	Concessionaire Contract	92
Vail Marriott Mountain Resort & Spa	Vail, CO	Manage	344
Mountain Thunder Lodge	Breckenridge, CO	Manage	87
Crystal Peak Lodge	Breckenridge, CO	Manage	25
Austria Haus Hotel	Vail, CO	Manage	25
Grand Summit Hotel	Park City, UT	Manage	282
Silverado Lodge	Park City, UT	Manage	142
Sundial Lodge	Park City, UT	Manage	114
DoubleTree by Hilton	Park City, UT	Manage	182

资料来源：Company filings and CRT Capital Group LLC，光大证券研究所

图 31：Vail Resorts 的住宿房间



资料来源：公司网站，光大证券研究所

3.4、快速收购布局，四大核心优势

Vail Resorts 近五年不断通过滑雪度假村的收购整合实现业务版图的扩大与盈利规模的提高。美国滑雪行业自 1980 年之后即进入发展成熟期，滑雪人次的增长速度开始趋于缓慢，2000-2010 年，其滑雪人次在 5000 万人次上下浮动，2014-2015 年雪年滑雪人次为 5358 万。在美国整体滑雪行业滑雪人次增长停滞的大背景下，Vail Resorts 逐步通过行业内的整合并购稳固自身的盈利优势：公司从 2010 收购 Northstar-at-Tahoe Resort 长期租赁权起，到 2012 年开始全面加速整合收购国内滑雪场的进程；2015 年后，公司将收购的触角逐步伸向国外，分别在 2015 年 3 月与 2016 年 10 月收购了澳大利亚和加拿大颇为著名的滑雪场 Perisher Ski Resort 和 Whistler Blackcomb，成功打入国际市场。随着 2012 年后公司收购进程的加速，公司整体股价也一路飙升，从 2012 年 50 美元左右增长到 2017 年逾 200 美元。

表 15：Vail Resorts 的收购历程

时间	过程
1999 年	公司收购 Grand Teton Lodge Company
2010 年 10 月 25 日	公司以 6300 万美金收购 Northstar-at-Tahoe Resort 长期租赁权
2012 年 2 月 22 日	公司以 1800 万美元收购 Kirkwood Mountain Resort
2012 年 12 月 6 日	公司以 2000 万美元收购明尼苏达州 Afton Alps 和密歇根州 Mount Brighton
2013 年 5 月 29 日	公司获得 Canyons Resort 50 年租赁权
2014 年 9 月 11 日	公司以 1.825 亿美金收购 Park City Mountain Resort
2015 年	公司将合并 Park City Mountain Resort 和 Canyons Resort，统称 Park City
2015 年 3 月 30 日	公司以 1.36 亿美金收购第一家澳大利亚度假胜地 Perisher Ski Resort
2016 年 1 月 19 日	公司收购第三市区滑雪场——威斯康辛州 Wilmot Mountain
2016 年 10 月 17 日	公司完成了对加拿大温哥华北部著名的滑雪场 Whistler Blackcomb 的收购

资料来源：美股之家，光大证券研究所

图 32：Vail Resorts 股价变动（美元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

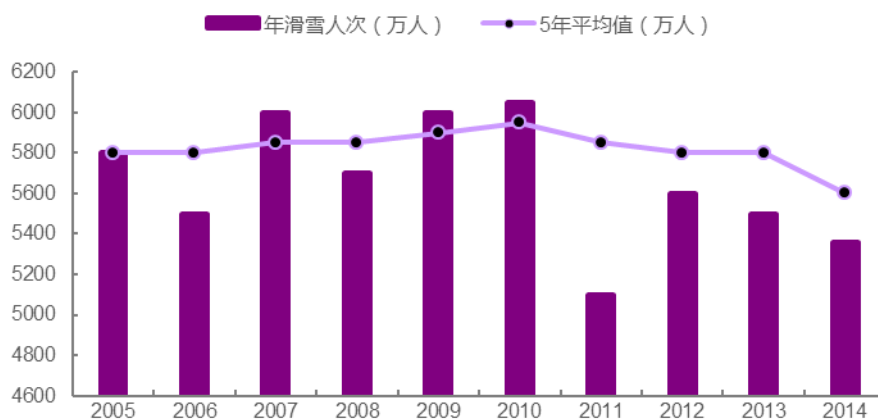
表 16：北美滑雪产业的三个阶段

时间	过程
初步发展期（1950 年-1959 年）	“二战后”，滑雪运动在美国兴起，并且随着这一时期造雪技术在北美的成功发明，滑雪人次和滑雪场数量都开始平稳增长。

快速发展期（1960 年-1979 年）	进入 20 世纪 60 年代后，美国国内人均收入的增长刺激了滑雪运动和消费的热潮，带来了滑雪产业的春天。1971 年，美国滑雪场数量达到顶峰（1400 家），随后，滑雪产业进入竞争与整合阶段。在整个快速发展阶段，美国滑雪人次年增长率均超过 15%。
成熟期（1980 年至今）	20 世纪 80 年代后期，北美滑雪市场的增长明显放缓，2000-2010 年，其滑雪人次在 5000 万人次上下浮动。2014-2015 年雪季美国境内在运营的滑雪场为 470 家，年滑雪人次为 5358 万。

资料来源：《中国滑雪产业发展报告（2016）》，作者：孙承华，光大证券研究所

图 33：美国滑雪人次



资料来源：《2016 International Report on Snow & Mountain Tourism》，劳伦特·凡奈特，光大证券研究所

经过数十年的快速发展，公司已成功建立起了其强大的核心竞争优势：

（1）**规模化的版图布局**：公司不断地通过雪场建设与收购合并扩大集团的业务布局，使得自身体量快速增长，成为美国滑雪度假村的巨头，稳固了难以撼动的行业龙头地位；（2）**多元化的业务模式**：公司的业务覆盖滑雪度假村、住宿、房地产等三大业务，在滑雪度假村业务中又成功运营着丰富的四季业务模式，降低了公司单一业务的风险，增加了收入来源，极大程度提高了公司的盈利能力；（3）**大流量的忠实客源**：公司滑雪场的广泛分布以及具有捆绑性质的季票模式为公司培养了大量的忠实客户，每年庞大的客源流量为公司的盈利提供了源源不断的生命力；（4）**传播广的知名品牌**：公司多年的高速发展与成功的运营模式使得其在美国本土乃至国际全球市场都广受美誉，成为全球滑雪场运营企业中的标杆品牌。

4、滑雪行业投资策略：关注三类优质标的

与国外历经上百年发展的滑雪场建设与运营经验相比，我国的滑雪行业整体上还处于培育期。国内的滑雪场建设以地产开发为导向，在经营上通常产品较为单一、经营模式多为独立，受季节性影响强烈；同时，国内小型滑雪场众多，低端滑雪市场竞争更为激烈，滑雪场之间优势差异较小，因此国内大部分小型滑雪场仍然面临着投入大回报小的盈利难题。而规模更为庞大、业务更为丰富、功能更为多元的综合性滑雪场由于其收入模式多样化，游客流量更大，产品及服务价位更高，虽然其初期投入成本巨大，但同时也为其带来可观的盈利收入。

基于目前滑雪场发展及运营现状，以及整体滑雪产业的发展趋势，我们把在滑雪场运营领域的投资关注点主要聚焦在以下几个方面：

(1) 具有一定控制滑雪场资源能力的公司。滑雪场是整个滑雪产业链的关键资源，能够掌握众多优质滑雪场资源的建造设计类、产品供应品、服务提供类、雪场运营类公司将会成为滑雪行业的核心角色。

(2) 为滑雪场建造和升级提供滑雪设备、器材、装备类公司。随着未来几年滑雪场数量的增加以及现有滑雪场的条件升级，滑雪场各类专业设备器材等产品需求缺口将会进一步打开。其中，重点关注国产品牌研发商中的优质标的。

(3) 资产轻、受众广的“互联网+滑雪”公司。随着滑雪人群规模的扩大以及滑雪渗透率的提高，人们对雪票购买、装备购买、装备租赁、滑雪教学、滑雪社区等服务效率和便捷性将会有更高的要求。部分使得人们参与滑雪更加便捷的“互联网+滑雪”类公司将有可能实现非常迅速的成长。

我们建议关注中弘股份(000979.SZ)、卡宾滑雪(838464.OC)、星奥股份(430574.OC)等公司。

5、滑雪行业相关公司分析

5.1、卡宾滑雪（838464.OC）：新三板最纯正的滑雪产业标的

卡宾滑雪专注于滑雪产业链综合服务，业务主要为：新建雪场规划设计、滑雪设备和装备销售（维修）、雪场运营管理、现有雪场升级改造。公司覆盖的业务范围从雪场开发建设、雪场运营管理到雪具设备销售的多个环节，通过全方位的产品服务供应极大地提升了客户粘性以及公司抗风险能力。

公司已经为国内近百家滑雪场提供过规划设计或升级改造服务。服务项目类型主要分为综合度假区及景区项目、旅游地产及旅游度假项目、全方位服务及大型冰雪游乐场项目、升级改造项目等四类，其中包括阿依海国际滑雪场、河北狼牙山滑雪场、海螺沟冰川红石滑雪场等众多大型滑雪场的规划设计项目。

公司经营特色：（1）“服务+产品”销售捆绑，对客户实现深层绑定。公司不仅为滑雪场提供规划设计服务，同时通过向滑雪场提供设计服务费用减免等优惠，向对方销售滑雪场设备、滑雪装备等器材，实现“服务+产品”的捆绑模式，极大提高产品销售效率。（2）进口品牌代理+自主品牌研发，实现不同层次定位的供应链打造。公司与多家知名国际滑雪品牌签订了稳定的产品代理合同，抢占国内高端雪场设备及滑雪装备供应市场；同时成立专门的产品研发中心，建立自主滑雪装备品牌，开发国产品牌优势，抢占中低端市场份额。（3）团队出自亚布力，深耕滑雪二十年。公司的主要核心人员是中国最早的滑雪场亚布力的参与建设者，在滑雪行业经历了二十余年的深入积淀，积累了丰富的滑雪场建设、经营和管理经验。

公司在行业中处于领先地位。滑雪设备销售方面，2015 年公司独家代理的迪马克造雪机销量占市场总量的 33%，为国际最大造雪机品牌“雪神（SMI）”国内全年销量的两倍以上，稳居市场份额第一的地位。滑雪场规划设计方面，公司已经完成了上百家滑雪场的规划与设计服务，服务过的滑雪场数占总体数量的 20%左右，成为了行业中最具经验的服务商之一。

盈利状况与估值分析。2017H1 公司实现营业收入 3468 万元，归母净利润 43 万元，同比增长分别为 34.42%和-80.04%。公司处于竞价转让状态，目前 4.30 亿元市值对应 16 PE 和 TTM PE 分别为 27X 和 35X。

风险因素。滑雪场运营周期性特征以及投入回报周期长等风险。

表 17：卡宾滑雪核心财务指标

指标	2015	2016	2017H1
营业收入（百万元）	64.41	149.18	34.68
营业收入增长率（%）	74.37	131.61	34.42
归母净利润（百万元）	11.65	13.92	0.43
归母净利润增长率（%）	116.97	19.52	-80.04
EPS（元）	1.06	1.27	0.04
P/E	32	27	N/A

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止时间：2018 年 1 月 18 日

5.2、建华中兴（870749.OC）：专业滑雪手套生产者

公司主要从事滑雪手套的生产和销售、品牌滑雪手套贴牌生产和进料加工业务。公司主要产品为滑雪手套，主要用于冰雪运动，亦可用于登山、骑行等户外运动及防寒、劳保用途。公司的生产模式主要为“总部+直属工厂+卫星工厂”。其中，总部的职能是消化吸收订单，主要负责对外接单、打样品、仓储物流报关、裁剪及包装检验等；直属工厂主要是加工具有特殊功能的防护手套及中高档滑雪手套订单；卫星工厂的职能是把总部裁剪好的裁片缝制成合格的产品。公司的收入来源主要是通过给国内、国际的客户提供优质的手套产品而实现销售收入。

我国滑雪手套行业发展的特点主要有：（1）区域高度聚集。上世纪末全球滑雪手套的生产重心主要在广东、上海和江浙一带。目前主要在山东省嘉祥县形成了滑雪手套集群；（2）出口导向型为主。全球滑雪主流市场位于欧洲、北美及日韩等国家和地区。近年我国滑雪运动保持快速发展，但在全球滑雪市场份额中占比仍较小。我国滑雪手套产业主要是利用劳动力成本优势和原材料配套优势，产品主要销往欧美等国际市场；（3）企业数量众多、规模较小。我国滑雪手套生产企业大部分是中小企业，年产值超过1000万元人民币的企业较少，大多数企业的员工不超过500人。行业内保留了较多的个体经营和家庭式生产，规模普遍较小。公司位于全国最大的滑雪手套生产集群、“中国手套名城”——山东省嘉祥县，是该生产集群的龙头企业，公司参与起草了国家滑雪手套行业标准，是中国针织工业协会手套分会会长单位。

公司是国内规模最大的滑雪手套生产企业之一，技术工艺和产品质量于行业前列。（1）技术工艺方面。公司技术团队在国内同行业中率先使用CAD打板技术，并配置了五台电脑自动化裁床，通过了美国WRAP认证、欧盟BSCI认证、美国GORETEX认证、沃尔玛验厂；（2）产品质量方面。公司引入了Core-TEX等优质材料，具有明显的原材料优势。此外，公司具有严格的产品质量检测和控制流程，以确保公司产品质量和业务增长。

盈利状况。2017H1公司实现营业收入1953万元，归母净利润-202万元，同比增长分别为-9.89%和-238.95%。

风险因素。盈利能力较弱等风险。

表 18：建华中兴核心财务指标

指标	2015	2016	2017H1
营业收入（百万元）	75.21	70.73	19.53
营业收入增长率（%）	29.91	-5.96	-9.89
归母净利润（百万元）	18.34	7.31	-2.02
归母净利润增长率（%）	1780.35	-60.14	N/A
EPS（元）	4.58	0.37	-0.10

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止时间：2018年1月18日

5.3、星奥股份（430574.OC）：专业早雪产品制造商

星奥股份是专业从事体育赛事服务与大众体育发展的高科技企业。公司的主营业务主要分为三大板块：（1）体育场馆专业智能化建设及赛事专业电子信息化服务；（2）体育场馆高功率 LED 照明及控制系统的设计实施、（3）尖峰早雪产品的设计实施及运营培训。

2016 年，公司业务从单一化的体育场馆智能化和赛事服务向大众四季滑雪领域进行延伸。公司以 4.6 元/每股的价格发行股票 500 万股，完成对“早雪滑道组合单元”实用新型专利及成都肯格王体育器材有限公司 99% 股权的收购，公司业务扩展到尖峰早雪产品的设计实施及运营。

在早雪产品推广方式上，公司采用全面布局四季滑雪产业链的方式，从研发生产、场地建设、运营培训、赛事策划等方面辐射全国，使滑雪运动摆脱季节和地域的限制，为大众滑雪提供丰富的场地和培训资源。在早雪项目的销售模式上，公司通过早雪场的直投或参股方式，采用多种经营模式，实现持续盈利，逐渐形成公司自有的赛事 IP。

2017 年上半年公司早雪板块业务得到了成功的市场推广，实现收入及利润的双增长。2017 年上半年公司尖峰早雪板块营业收入和营业利润分别达到 821.84 万元和 141.76 万元，收入和利润占比分别达到 34.47% 和 117.63%。公司目前已经完成建设及运营的早雪场地或项目包括 2016 年全国全民健身日北京主会场、北京鸟巢儿童模拟奥运会、北京奔流极限运动公园、江苏淮安西游记文化产业园、成都美洲四季滑雪场、嘉峪关悬臂四季滑雪场、湖南大围山四季滑雪场、广东河源巴伐利亚庄园等。

盈利状况。2017H1 公司实现营业收入 2384 万元，归母净利润 448 万元，同比增长分别为 183.43% 和 215.34%。

风险因素。市场竞争加剧等风险。

表 19：星奥股份核心财务指标

指标	2015	2016	2017H1
营业收入（百万元）	35.56	19.98	23.84
营业收入增长率（%）	5.56	-43.82	183.43
归母净利润（百万元）	5.25	-7.88	4.48
归母净利润增长率（%）	36.81	N/A	N/A
EPS（元）	0.23	-0.27	0.07

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止时间：2018 年 1 月 18 日

5.4、梅珑体育（835282.OC）：战略回归冰雪赛事

公司主要从事文化体育服务业务，主营业务包括赛事运营和增值服务，致力于为国内外大型企业和体育资源拥有方提供专业的体育营销解决方案。公司主要布局小众精品的赛事方向，从冰雪行业聚焦切入，逐渐向城际穿越跑、森林马拉松、赛艇等多 IP 赛事拓展。

公司在冰雪行业的业务方面主要可以分为三大板块：（1）赛事运营：公司从 2003 年起开始独家推广“中国杯世界花样滑冰大奖赛”，经过十五年的不懈努力，已将中国杯打造成为中国冰雪领域第一精品赛事。（2）设计制作：如 2015 国际滑联世界花样滑冰锦标赛赛事标识、中国高山滑雪巡回赛赛事标识、中国杯世界花样滑冰大奖赛赛事标识和赛事包装、首届世界名校赛艇对抗赛赛事标识和赛事包装、世界花样滑冰大奖赛总决赛赛事标识和赛事包装、亚洲冰球俱乐部联赛赛事包装等；（3）媒介推广：包括中国杯世界花样滑冰大奖赛宣传推广、中国高山滑雪巡回赛宣传推广、全国大众冰雪季启动仪式宣传推广等众多项目。

战略调整重新聚焦冰雪赛事项目，压缩外围赛事提升盈利空间。公司对战略重心进行调整，重新聚焦到能够实现利润目标的冰雪赛事，逐步控制森林马拉松、城际穿越跑的项目及赛站数量从而控制成本投入。2017 年，公司成功获得国际滑联授权，代理 2017/18 赛季短道世界杯的冠名赞助商商务开发权益，并拥有持续至 2022 年的优先续约权；除此之外，公司成功促成一汽-大众奥迪成为 2017/18 赛季国际滑联短道速滑世界杯全球冠名赞助商，覆盖全球 4 站，并且将负责全部赛事权益的落实及监管。公司对以上两大重点项目商务运营权的把握也预示着公司冰雪业务运营推广工作将逐渐向着国际化、市场化和商业化的方向进一步迈进。

盈利状况。2017H1 公司实现营业收入 342 万元，归母净利润-232 万元，主营业务收入同比增长达到为 171.46%。

风险因素。新 IP 赛事开拓不利等风险。

表 20：梅珑体育核心财务指标

指标	2015	2016	2017H1
营业收入（百万元）	12.05	12.99	3.42
营业收入增长率（%）	6.23	7.81	171.46
归母净利润（百万元）	2.57	-11.04	-2.30
归母净利润增长率（%）	201.70	N/A	45.49
EPS（元）	0.20	-0.85	-0.18

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止时间：2018 年 1 月 18 日

5.5、泰山体育（837739.OC）：启动冰雪体育器材布局

泰山体育是一家集研发、生产、销售、赛事服务为一体的全球顶级体育器材生产商和赛事服务商。公司的主营业务包括智能健身设备制造、科学健身系统服务、智慧运动场馆建设等方面。

2016 年，公司业务向冰雪行业延伸。2016 年 5 月，公司在长春新区空港经济开发区投资建设高端冰雪体育装备制造项目，通过国际单项冰雪体育赛事中心、万国冰雪体育文化体验中心、万国民族体育文化体验中心、冰雪体育科技研发孵化中心、中国顶级冰雪休闲度假中心和中国顶级冰雪体育培训中心“六个中心”的打造，引进国际知名品牌赛事，培训国际冰雪体育人才。

公司的高端冰雪运动装备制造项目主要围绕冬季冰上、雪上各类运动项目，采取自主研发及与国际著名厂商合作等方式，生产制造达到冬奥会标准的高端冰雪体育装备、器材，供各类国际国内冰雪体育赛事、运动休闲使用。**冰雪设备方面，公司进行研发设计仿真冰冰场与模拟滑雪器，**同时成功开发出领先国际标准的智慧冰雪模拟训练系统，涵盖“滑雪模拟器、模拟冰场、冰壶训练场、互动教学一体机”四大板块，并且增设多维培训课程系统及国际权威认证体系，成为众多冰雪运动爱好者近距离冰雪体验的参与平台。

借力中芬冰雪主题年机遇，强强联手布局冰雪产业。2019 年是中芬冰雪运动主题年，中芬两国在相关领域的商业合作可能性，使芬兰的技术和经验优势与中国的市场形成优势互补。在此背景下，2017 年 6 月公司与凯萨卡里奥体育发展和教育（深圳）有限公司、芬兰 B4G 集团公司在北京签署战略合作协议，就冰雪场馆建设，器材销售，新产品研发，教育培训等方面将进行更加深入的合作，希望通过强强联手，充分利用三家公司各自的冬季项目运动优势、品牌及技术优势、生产和国内销售渠道优势等取长补短，优势互补，更有力的开拓冰雪器材、场馆、培训等市场。

盈利状况。2017H1 公司实现营业收入 1668 万元，归母净利润-2344 万元，同比增长分别为-71.12%和-329.13%。

风险因素。盈利能力弱，新业务开拓失败等风险。

表 21：泰山体育核心财务指标

指标	2015	2016	2017H1
营业收入（百万元）	170.52	173.65	16.68
营业收入增长率（%）	27.05	1.84	-71.12
归母净利润（百万元）	-11.07	-17.14	-23.44
归母净利润增长率（%）	-49.86	-54.75	-329.13
EPS（元）	-0.22	-0.33	-0.45

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截止时间：2018 年 1 月 18 日

6、风险因素

(1) 滑雪场运营回报周期长、盈利风险高，滑雪场运营状况极易波及上下游产业。滑雪场运营投入规模巨大，而回报的周期相对较长，未来有可能出现部分滑雪场无法持续运营的状况；且滑雪场位于整个滑雪产业的核心，滑雪场整体发展状况的好坏直接影响上下游市场的稳定性。

(2) 滑雪市场具有明显季节周期性，滑雪场运营公司业务及现金流状况不同季度波动性较大，增加了公司的营运风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebsecn.com
国际业务	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebsecn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebsecn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebsecn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebsecn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebsecn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebsecn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebsecn.com