

景区行业专题

暑期旺季可期，国企改革加速

超配

核心观点

补偿性需求释放下，今年国内出游人次景气向上，暑期旺季有望进一步提速。今年以来，受益于补偿性需求释放，国内游人次恢复逐步向好，Q1恢复约68%，五一假期国内游人次与收入分别较疫前增长19%、1%，出游人数显著提升。展望暑期，据民航资源网，截至5月16日，2023年暑期机票订单量已全面超越19年同期水平，出游人次有望全面复苏，暑期旺季值得期待。

景区板块表现一马当先，全年收入恢复可期，国企改革有望加速业绩释放。在疫后复苏的一季报验证中，景区成出游消费焦点，名山大川特别是佛教胜地尤受青睐。一方面，据《2023年轻人报复性出游报告》，自然景区以67.3%比例位列年轻人出行目的地首选；且据国家税务总局增值税发票数据，今年五一期间公园景区以3.5倍收入同比增速相对靠前。同时考虑到：1) 景区公司收入主要来自门票、索道等出行中的相对刚需消费，在消费渐进复苏中，收入伴随人次恢复有良好支撑；2) 景区公司多为国企背景，今年国企改革考核重利润增长，有望进一步助力成本费用优化，加速业绩释放；3) 伴随收入恢复，高经营杠杆助力业绩弹性。基于此，今年一季度景区板块收入业绩恢复一马当先，归母与扣非净利润较疫前分别+121%/+174%，多数公司净利润创历史新高，其中三特索道实现上市以来首次一季度规模盈利、峨眉山A、黄山旅游扣非业绩较疫前大幅增长282%、169%，表现突出。

中线成长思考：门票经济全面转型，旅游目的地深耕与外延，多年推进下景区二次开发开始进入实质环节。景区公司中线成长核心看单一门票经济能否向多元复合业态成功转型，主景区二次开发、内外交通改善助力客流上限扩容，同时兼顾山下休闲度假布局升级，运营优化和外延扩张等。目前来看，代表景区龙头峨眉山A、黄山旅游等二次开发在多年推进中开始进入实质环节。峨眉山A西环线开发突破，峨眉山市到景区双线进山已通车，金顶区域新项目推进，今年底和明年中期周边大交通将改善，未来万佛顶打造、西欢线和南环线开发皆有看点；黄山旅游东黄山开发进入实质环节，东大门索道计划于2025年6月竣工，东大门游客集散地未来日接待量有望达5万人次，有望扩容景区接待能力和加速山下开发。此外，九华旅游等后续受益今年底武杭高铁通车，三特索道疫情期间优化存量，剥离亏损项目，降杠杆费用优化；天目湖积极高端酒店项目扩容和景区内部深耕，均有望助力中线成长。

风险提示：疫情及宏观系统性风险、门票降价、景区公益性舆论争议等。

投资建议：看好暑期来临景区板块贝塔机遇，维持“超配”评级。今年来看，出游补偿性需求释放+景区门票&索道消费相对刚需+国企改革加速，景区板块业绩复苏确定性较好，一季度已初步验证。综合景区板块过往旺季行情规律及今年暑期旺季趋势，兼顾景区板块当前基金持仓相对较低以及今年国企改革背景，我们整体看好暑期来临下景区板块投资机遇。结合景区自身资源禀赋、国企改革、中线成长和估值水平，我们重点推荐峨眉山A（佛教名山资源优势+国企改革下有望持续优化，景区内外部交通改善和项目扩张拓宽成长空间，上调23-25年业绩至2.60/2.83/3.11，对应PE估值21/19/17x，上调评级至买入）、三特索道（民企转国资推进中，今年有望进入盈利规模释放的拐点）、黄山旅游（上调23-25年业绩至3.57/4.17/4.82，对应PE估值26/21/18x，资源优势+国企改革下业绩复苏确定性较高、东黄山开发等带来中线看点）、天目湖（民企转国资推进中，优质高效运营的景区龙头，

行业研究 · 行业专题

社会服务

超配 · 维持评级

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiaoxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

联系人：杨玉莹

0755-81982942

yangyuying@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《社会服务行业双周报（第57期）-海外酒旅龙头财报纷纷报喜，北京外企重组顺利落地》——2023-05-22
《餐饮旅游板块财报总结及5月投资策略：一季报开局良好，复苏进入验证期》——2023-05-10
《社会服务行业双周报（第56期）-五一出游人次&收入恢复超2019年，世卫组织官宣新冠“退场”》——2023-05-07
《五一假期点评-出行复苏提速，国内游恢复首次超疫情前》——2023-05-04
《社会服务行业双周报（第55期）-五一旅游旺季来临，发改委释放进一步促消费信号》——2023-04-23

内生外延皆有看点)等,建议关注**九华旅游**(佛教名山资源优势,受益主业复苏、国企改革和交通改善)等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
000888.SZ	峨眉山 A	买入	10	51	0.49	0.54	21	19
600054.SH	黄山旅游	增持	13	93	0.49	0.57	26	23
603136.SH	天目湖	买入	26	49	1.01	1.25	26	21
002159.SZ	三特索道	买入	16	28	0.61	0.75	26	21
603199.SH	九华旅游	无评级	30	32	1.34	1.53	22	19

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 九华旅游盈利预测系 wind 一致预期

内容目录

出游补偿性需求释放，出游人次景气向上	6
补偿性需求释放，国内游人次恢复相对领先，Q1 和五一已验证	6
自然景区尤受青睐，一季报景区板块业绩恢复一马当先	7
消费渐进复苏中，看旅游出行中的刚需与可选	7
旅游客单价恢复慢于旅游人次，关注旅游中的刚需消费	7
不同收入旅游消费恢复分化，高端定位和高性价比产品各受青睐	8
收入复苏可期，国企改革加速景区效率优化	9
门票&交通工具构成上市景区公司核心收入来源，系出游相对刚需	9
门票&交通工具系自然景区公司盈利能力最高的业务	10
国企改革强化利润增长，一季度景区公司费用优化初步验证	11
中线成长：内外交通改善，运营提效与扩张	13
内外压力，三年沉淀，国企改革，加速景区公司积极转型	13
名山大川型景区：“天时地利人和”下，正走向扩容转型加速期	14
其他景区公司：强产品强运营为核心，区域深耕，探索外延	17
投资建议：暑期旺季可期，优选景区龙头	19
补偿性消费需求下，暑期客流恢复可期	19
历史规律来看，景区板块呈现一定的旺季行情规律	19
景区板块基金持仓比例相对较低	20
投资建议：暑期旺季可期，优选景区龙头	20
重点推荐峨眉山 A、三特索道、黄山旅游、天目湖，建议关注九华旅游	22
风险提示	27

图表目录

图 1: 第一财经今年初调查显示, 旅游消费意愿领衔	6
图 2: 国内游人次季度恢复情况	6
图 3: 各节假日客流与收入恢复情况	6
图 4: 今年旅游出行中, 多数人偏好自然景区	6
图 5: 2023Q1 vs 2019Q1 各板块收入恢复情况	7
图 6: 2023Q1 vs 2019Q1 各板块业绩恢复情况	7
图 7: 各节假日旅游客单价恢复情况	8
图 8: 游客旅游的各项花销占比	8
图 9: 在线旅游不同收入群体用户规模增速	8
图 10: 三亚亚特兰蒂斯营业额较 2019 年恢复程度	8
图 11: 景区上市公司收入构成情况 (2022 年)	10
图 12: 景区上市公司门票+索道+观光车收入占比 (2022 年)	10
图 13: 2023Q1 景区毛利率与 19 年同期相比	12
图 14: Q1 各公司期间费率同比 19 年普遍下降	12
图 15: 大峨眉西环线及川零公路示意图	15
图 16: 黄山风景区索道交通分布图	15
图 17: 峨眉山景区交通分布图	16
图 18: 武杭高铁线路图	16
图 19: 天目湖发展战略	18
图 20: 公司分季度营业收入和业绩表现	18
图 21: 疫情前旅游板块分季度收入 (百万)	19
图 22: 全年 (平日) 景区日均预约游客量	19
图 23: 2010-2019 年景区板块季度平均超额收益	19
图 24: 2010-2019 年暑假期间 (6-8 月) 景区板块超额收益	19
图 25: 2017-2023Q1 社服子板块基金持仓占基金所有股票市值比例	20
图 26: 重点景区公司基金持仓情况	20
图 27: 重点景区公司股票累计涨跌幅	22
图 28: 重点景区公司 PE 动态估值	22
图 29: 公司 Q1 收入情况 (单位: 万元, %)	22
图 30: 公司 Q1 归母与扣非利润情况 (单位: 万元)	22
图 31: 公司 Q1 可比口径毛利率与净利率情况	23
图 32: 公司 Q1 可比口径期间费用率情况	23
图 33: 公司一季度净利润及扣非净利润情况	24
图 34: 公司期间费用率变化情况	24
图 37: 黄山旅游 Q1 收入情况 (单位: 万元, %)	25
图 38: 黄山旅游 Q1 归母与扣非利润情况 (单位: 万元)	25
图 39: 公司第一季度营业收入及业绩表现	26

图 40： 公司第一季度毛利率和净利率	26
表 1： 景区类相关上市公司主要资源	9
表 2： 2019 年景区公司各业务毛利率举例	10
表 3： 景区上市公司实控人及控股权变动	11
表 4： 历年央企考核指标变化	12
表 5： 景区公司 2023Q1 数据汇总（单位：亿元）	13
表 6： 近年来景区门票降价政策	14
表 7： 重点公司盈利预测与估值汇总	21
表 8： 峨眉山收入与业绩弹性测算	23
表 9： 公司主要项目经营情况	24
表 10： 黄山旅游收入与业绩弹性测算	26
表 11： 可比公司估值表	27

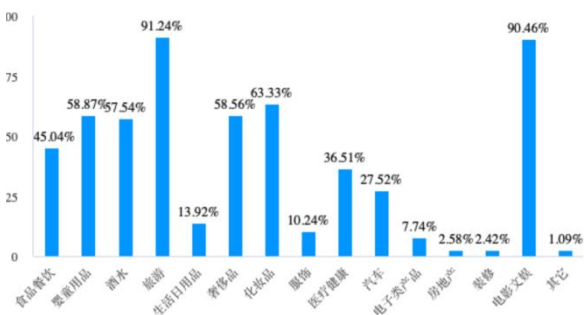
出游补偿性需求释放，出游人次景气向上

补偿性需求释放，国内游人次恢复相对领先，Q1 和五一已验证

补偿性需求支持，居民旅游出行需求较旺盛，相对领先其他实物消费。疫情三年，出游需求受制。虽然消费复苏是一个渐进的过程，但今年以来，在补偿性消费需求释放下，出游需求仍然相对有支撑。根据第一财经《消费复苏，你会买买买吗》今年初调查显示，91.24%的受访者选择今年有出游计划，相对领先其他实物消费，其中有 85.85%的受访者表示今年出游意愿较前几年有所加强或至少持平；有 60.2%的受访者在今年有国内游计划，32.37%的受访者今年计划国内游和出境游都去。整体来看，补偿性出游需求旺盛。

今年一季度和五一国内旅游人次加速复苏，初步验证。从行业数据来看，2023 年一季度，国内游累计出游 12.16 亿人次，恢复约 68%，较 2022 年显著提速（其中 1 月尚有疫情等因素影响）。2023 年五一国内旅游出游合计 2.74 亿人次/+70.83%，按日均可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元/+128.90%，按日均可比口径恢复 100.66%，二者均超疫情前水平，其中旅游人次恢复尤其领先。

图1：第一财经今年初调查显示，旅游消费意愿领衔



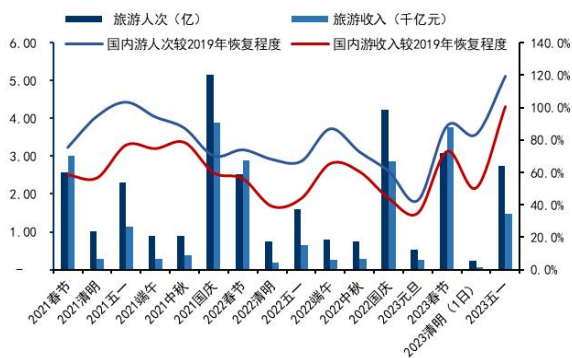
资料来源：第一财经《消费复苏，你会买买买吗》调查（2023 年 3 月），国信证券经济研究所整理

图2：国内游人次季度恢复情况



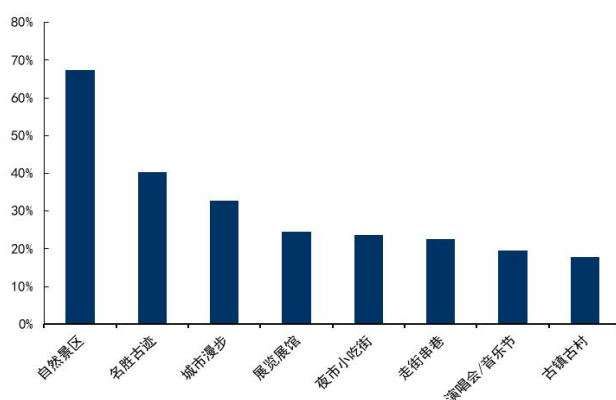
资料来源：Wind, Fastdata、国信证券经济研究所整理

图3：各节假日客流与收入恢复情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：今年旅游出行中，多数人偏好自然景区



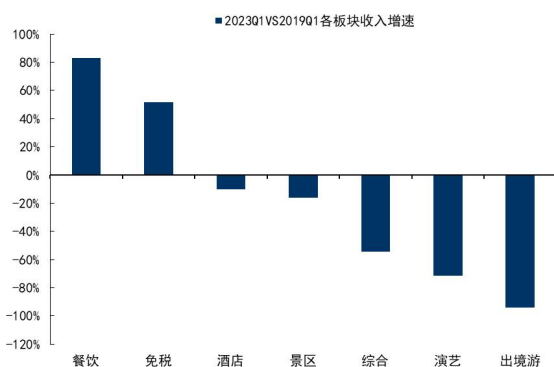
资料来源：搜狐网、后浪研究所，国信证券经济研究所整理

自然景区尤受青睐，一季报景区板块业绩恢复一马当先

旅游目的地复苏：景区尤其自然景区受游客青睐。根据搜狐网、后浪研究所今年初的调查，2023 年起 7 成年轻人有出游规划，计划平均出游 3.7 次。出游地点方面，自然景区与名胜古迹成为年轻人的首选，其中自然景区以 67.3% 的比例位列第一。从消费心理的角度，经过过去三年的变化，看山看海等成为居民释放日常工作压力，获取心理愉悦的重要选择。具有独特资源禀赋的名山大川、名胜古迹或佛教胜地等尤其受青睐，且有一定的重游率支持。此外，根据国家税务总局增值税发票数据，收入同比增长排序：游乐园（11 倍）>旅行社及相关服务业（4.4 倍）>公园景区（3.5 倍）>休闲观光活动（3.3 倍）>旅游游览和娱乐服务业（3.2 倍）>住宿服务（52.3%）>餐饮服务（32.8%）>室内娱乐服务（23.8%），景区观光游玩等需求也相对靠前。

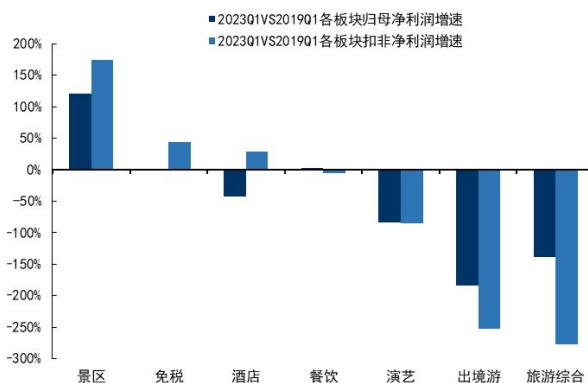
鉴于此，在今年一季报社服各板块中，景区板块业绩恢复一马当先。2023Q1，A 股餐饮旅游板块整体收入 329.04 亿元/+29.12%，恢复至 2019 年的 103%，归母净利润/扣非净利润各恢复 82%/117%，总体恢复较为强劲。各子板块收入恢复方面，A 股餐饮（+83%）>免税（+52%）>酒店（-9%）>景区（-16%）>综合（-54%）>演艺（-72%）>出境游（-94%），除去外延扩张和政策等影响，景区板块收入恢复超 8 成，可比收入恢复较为可观。在业绩恢复方面，景区最为突出，同比 2019Q1，各子板块归母净利润分别+121%（景区）/+3%（A 股餐饮）/0%（免税）/-42%（酒店）/-84%（演艺）/-138%（综合）/-184%（出境游）；扣非净利润分别+174%（景区）/+44%（免税）/+42%（酒店）/-6%（A 股餐饮）/-85%（演艺）/-253%（出境游）/-277%（综合）。居民旅游补偿性需求释放下，景区恢复最靓丽，归母净利润与扣非净利润较疫情前分别+121%/+174%，均居首位。

图5: 2023Q1 vs 2019Q1 各板块收入恢复情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 2023Q1 vs 2019Q1 各板块业绩恢复情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

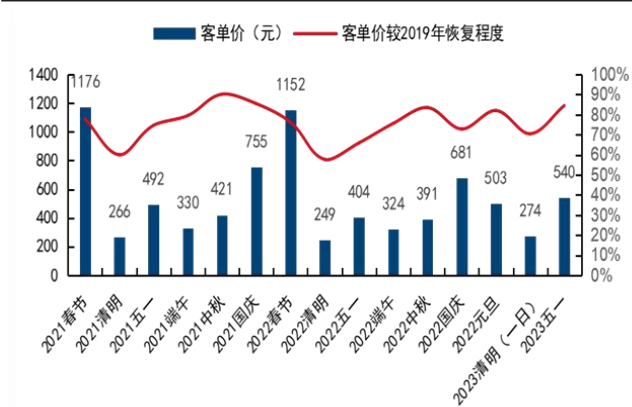
消费渐进复苏中，看旅游出行中的刚需与可选

旅游客单价恢复慢于旅游人次，关注旅游中的刚需消费

消费大环境影响下客单价尚未完全恢复，景区门票&交通工具等消费相对刚需，收入增长伴随人次增长确定性更高。立足当下宏观经济环境，受制于过去三年疫情等因素影响，整体消费复苏仍然是一个渐进的过程。因此，虽然补偿性消费需求释放下，出游人次复苏较快，但旅游客单价尚未完全恢复。2023 年五一客单价达 540 元/+33.67%，恢复 85%，好于 2022 年各节假日恢复，但未完全恢复至疫情

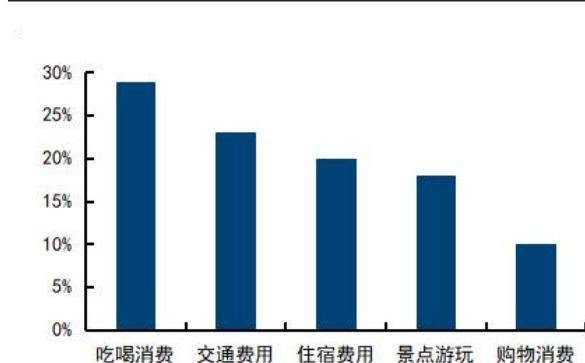
前水平。在这种情况下，出游产业链中占总体预算不高，相对刚需的消费复苏相对较好。具体来看，自然景区门票、索道、环保车等费用支出相对刚性、属于出游必要开支，且整体占出游预算比例相对不高（占比在 20%以内），因此有望直接受益人次的恢复增长。需要说明的是，其中自然景区门票阶段可能配合区域营销有优惠措施，但旺季整体仍有支撑。而索道、环保车等交通工具对于地形相对复杂的自然景区刚需性凸显，其收入基本伴随客流同步增长，其中通过经营优化乘索率提升收入增长有望进一步优化。鉴于此，如果今年二三季度旅游人次持续较快复苏，景区公司上述收入恢复和增长即有良好支撑，受消费渐进复苏影响相对较小。

图7：各节假日游客单价恢复情况



资料来源：国家文旅局，国信证券经济研究所整理和计算

图8：游客旅游的各项花销占比

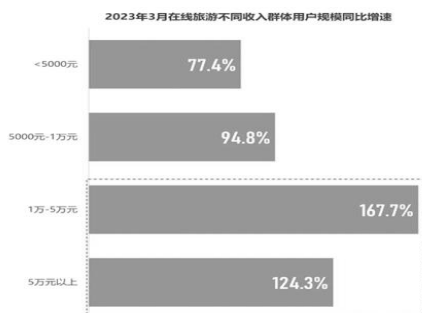


资料来源：克劳锐指数研究院线上调研，国信证券经济研究所整理

不同收入旅游消费恢复分化，高端定位和高性价比产品各受青睐

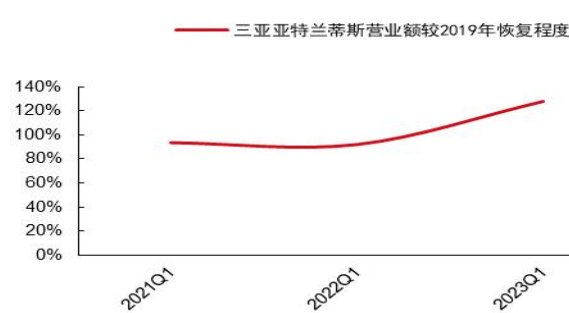
不同收入群体旅游消费恢复分化，关注中高端优质产品和高性价比产品。据 Fastdata 对在线旅游人群抽样统计，高收入群体用户旅游出行恢复最快，中低端恢复则相对更慢。参考携程数据，五一国内航班架次较 2019 年增长 15%，但两舱订单量同增近 8 成。与此同时，特种兵式旅游兴起，高性价比的淄博烧烤火爆。在这种背景下，对高端消费人群来看，高端优质旅游产品仍然受青睐，某种意义上成为中高端人群消费的刚需，2021Q1-2023Q1，三亚·亚特兰蒂斯营业额恢复程度维持 90%以上高位；天目湖竹溪谷产品推出后也表现良好。与此同时，相对高性价比的旅游产品，如果营销推广得利，也较受关注。

图9：在线旅游不同收入群体用户规模增速



资料来源：Fastdata、国信证券经济研究所整理

图10：三亚亚特兰蒂斯营业额较 2019 年恢复程度



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

不同年龄结构出游恢复分化，年轻人群恢复较快。以五一为例，从年龄结构上，“五一”假期年轻人出游占比显著提升，根据同程数据，机票订单中学生群体占比从去年同期的 25% 左右提升至今年的 30% 左右。相比其他游客，学生群体出游本身更重视性价比，对旅游景区关注更多来自自媒体、短视频等渠道。因此，旅游出游中的刚需消费更加受益，同时能积极吸引年轻人群，采取更符合年轻人旅游营销推广方面的企业也相对更容易领先复苏。

出游方式变化：国内出行自由行进一步提升，跟团游恢复相对更慢（需要产业链重新组织重塑）。疫后三年旅行社出清明显，恢复阶段需完成供应链体系重构、业务团队重建、渠道用户重新链接等工作，但考虑到疫后团客散客化、高端精品定制团并存，且本身国内跟团游需求相对集中在中长线产品、具有特定资源的产品以及面向特定人群的产品，目前来看恢复有限，且部分传统低端跟团游或彻底出清。结合中国旅游报 5 月报道，疫情放开后很多游客通过自由行、自驾游出行，旅行社游客仅恢复不到 3 成。

总体而言，疫情三年出行需求变化也对相关产品供给带来新考验。结合目前消费变化，短期核心看出游刚需消费，同时旅游中的高端消费和营销得当的高性价比消费也值得关注。中线来看，居民消费行为变迁也看重景区公司未来在营销&运营端综合发力。

收入复苏可期，国企改革加速景区效率优化

门票&交通工具构成上市景区公司核心收入来源，系出游相对刚需

门票、索道、观光车为景区公司主要收入来源。A 股景区类相关上市公司收入来源主要包括景区门票收入、索道/缆车收入、观光车/旅游客运收入、景区内酒店收入及旅行社等其他收入，具体如下表所示。并且，2022 年，大连圣亚/天目湖/桂林旅游门票收入贡献分别为 78.26%/51.91%/50.76%，三特索道/丽江股份/九华旅游索道收入占比分别达 65.10%/45.27%/37.28%，长白山/张家界观光车收入占比分别为 63.12%/47.65%。除黄山旅游（布局酒店与旅行社业务+拓展徽菜餐饮等业务）和中青旅（整合营销、酒店、旅行社等业务多元化布局）外，**门票、索道及观光车业务对景区上市公司的收入贡献均超过 40%。**

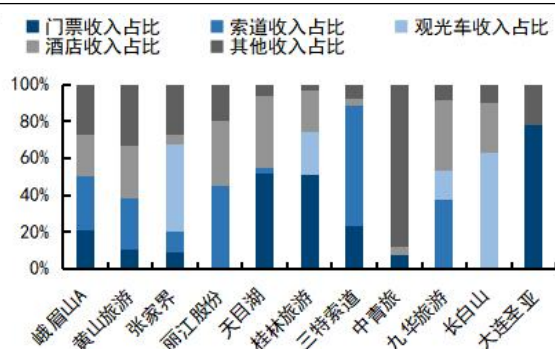
表1：景区类相关上市公司主要资源

上市公司	门票	索道	观光车	酒店	其他
峨眉山 A	峨眉山景区门票	金顶/万年索道	观光车属大股东	红珠山宾馆/金顶大酒店 /峨眉山大酒店/成都峨眉山雪芽大酒店	峨眉雪芽、数游峨眉体验中心、《只有峨眉山》旅游演艺等
黄山旅游	黄山/花山谜窟/太平湖景区门票	云谷/玉屏/太平索道；西海观光缆车		景区内外共 10 余家	徽菜餐饮、旅行社、智慧景区系统化解决方案等
张家界	宝峰湖景区门票	杨家界索道	环保客运，十里画廊观光电车	张国际酒店	旅行社等
丽江股份		玉龙雪山/云杉坪/牦牛坪索道	玉龙雪山旅游观光车属大股东	5 家酒店	印象丽江演出、餐饮服务、旅行社等
天目湖	天目湖山水园/南山竹海/御水温泉/水世界景区门票	南山竹海索道	南山竹海观光车	“御水温泉”系列 4 家+“遇”系列 4 家+湖畔露营帐篷基地	餐饮、综合商业、旅行社等
桂林旅游	两江四湖/银子岩/贺州温泉/龙胜温泉/丰鱼岩/资江天门山景区门票		漓江游船，公路旅行客运等	漓江大瀑布酒店	
三特索道	猴岛/呆呆岛/崇阳浪口温泉等景区门票	华山/梵净山/千岛湖梅峰/黄山尖/海南猴岛等索道	景区观光车	浪口温泉精品酒店/华山客栈/南漳古寨客栈、内蒙黄岗梁房车营地和帐篷	景区配套餐饮、导游服务，文创产品等

中青旅	乌镇/古北水镇/濮院景区门票	天台索道、花台索道、百岁宫缆车	景区内运及包车外运业务	景区内环保车、倒站车、包车等	篷营地等 山水酒店 旅行社、整合营销等
九华旅游				聚龙大酒店/东崖宾馆等7家酒店	6家旅行社
长白山				长白山温泉度假酒店/洲际皇冠假日酒店	旅行社等
曲江文旅	大唐芙蓉园景区门票/大明宫遗址公园/明城墙景区门票或管理费			西安唐华华邑酒店/芳林苑酒店/曲江银座酒店等	旅行社、旅游演艺、旅游商品等
大连圣亚	大连圣亚海洋世界/哈尔滨极地公园门票				商业运营、会展服务、动物运营等

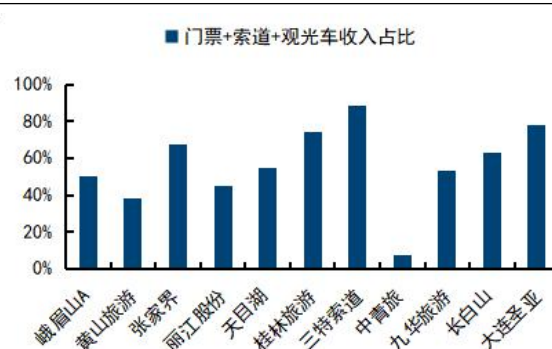
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：景区上市公司收入构成情况（2022年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：景区上市公司门票+索道+观光车收入占比（2022年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

门票与景区内部交通系居民出游中的相对刚性支出，客流恢复良好下景区公司收入增长可期，受消费渐进复苏的影响相对可控。结合前文，门票、索道、观光车等系出游中的刚需消费，在人次增长可期下收入恢复趋势良好，受消费渐进复苏的影响相对可控。综合相关公司一季报表现和我们持续跟踪，今年以来，旅游人数整体保持良好恢复趋势，有望助力自然景区公司今年收入较疫情前持续保持良好增长，在整体消费复苏中仍有相对可比优势。

门票&交通工具系自然景区公司盈利能力最高的业务

门票、索道、观光车等业务往往是景区公司盈利能力最高的业务。参考下表，门票、索道业务毛利率领先，其中索道一般超70%，本身也相对刚需。

表2：2019年景区公司各业务毛利率举例

	门票	索道	观光车	酒店	其他
峨眉山A	45.89%	77.66%	-	19.56%	14.78%
黄山旅游	83.63%	87.24%	-	30.84%	54.24%
丽江股份	-	80.67%	-	53.72%	56.39%
天目湖	70.19%	-	-	66.23%	47.51%
三特索道	-	72.85%	-	-	40.10%
张家界	35.70%	47.86%	36.27%	-31.63%	12.19%
九华旅游	-	82.78%	48.52%	10.55%	11.98%
平均值	58.85%	74.84%	42.40%	24.88%	33.88%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：其中峨眉山毛利率为2019年调整后净额口径

景区公司经营杠杆较高，收入端恢复有望带来较大业绩弹性。对于景区公司而言，人工、折旧摊销系成本费用主体，这部分相对刚性，可变成本（如能耗、消费品等成本）占比较少，经营杠杆相对较高，业绩端往往放大收入的变动。此外，景区或相关住行配套的在建工程转固时伴随折旧与摊销额的增加，因此疫后扩张的产能在爬坡期也会影响实际的业绩释放。

国企改革强化利润增长，一季度景区公司费用优化初步验证

A 股景区公司基本均为国企或即将转为国企。景区公司往往依托区域自然资源 and 历史文化名胜古迹等公共资源进行发展，往往以国企为主。如下表所示，A 股 10 个景区公司，其中 7 个一直均为国资控股。今年天目湖、三特索道等民营景区公司也先后公告，未来有望逐步回归国企。此外，丽江股份此前也有公告未来国资就华邦系持股也处于协商中。

表3：景区上市公司实控人及控股权变动

公司代码	公司名称	实际控制人	持股比例	备注
000888	峨眉山 A	乐山市国有资产监督管理委员会	29.33%	
600054	黄山旅游	黄山市国有资产监督管理委员会	40.66%	
000978	桂林旅游	桂林市人民政府	37.20%	
000430	张家界	张家界国有资产监督管理委员会	32.75%	
600138	中青旅	国务院	14.17%	2018 年 1 月，中国青旅集团公司（包括下属公司）的 100% 国有产权整体划转至光大集团
603099	长白山	吉林省长白山保护开发区管理委员会 国有资产监督管理委员会	53.51%	
603199	九华旅游	安徽省国有资产监督管理委员会	26.83% 表决权	2019 年 9 月 9 日，省高新投持有公司表决权股份数量合计为 29,692,804 股，占公司总股本的 26.83%，为公司控股股东；公司实际控制人由九华山国资委变更为安徽省国资委。
002159	三特索道	根据今年最新公告，公司实控人拟变更为武汉东湖新技术开发区管理委员会	21.05%	2023 年 2 月 3 日，控股股东当代城建发与高科集团、当代科技签署了《股份转让协议》，当代城建发拟将所持公司 26,551,295 股股份（占公司总股本 14.98%）以协议转让方式转让给高科集团。同时，当代城建发、当代科技及其一致行动人罗德胜将不可撤销地放弃行使其在股权收购交割完成后公司剩余全部股份，合计 47,563,359 股股份（占公司总股本 26.83%）对应的表决权。变动后高科集团将成为公司的控股股东，武汉东湖新技术开发区管理委员会将成为公司实际控制人。
002033	丽江股份	华邦系张松山	29.99% (包含一致行动人)	自 2018 年 11 月 27 日起，华邦健康持有的雪山公司 54.36% 的股权可以进行转让，但和玉龙雪山管委会未就转让价格达成一致，双方同意就雪山公司股权事宜进一步保持协商
603136	天目湖	根据今年公告，公司实控人拟变更为溧阳市人民政府，5 月 29 日公告江苏省国资已审批通过相关股权转让协议	26.86%	2023 年 3 月 10 日，溧阳城发与孟广才签署《股份转让协议》，约定孟广才将所持天目湖 12,169,500 股股份（占天目湖总股本的 6.53%）转让给溧阳城发，待本次权益变动完成后，天目湖的控股股东变更为溧阳城发，实际控制人变更为溧阳市人民政府。
600706	曲江文旅	西安曲江新区管理委员会	34.05%	

资料来源：wind，爱企查，国信证券经济研究所整理

景区国企过往掣肘：市场化激励不足下部分公司运营效率相对平平。过去来看，景区国企一般享有良好的自然资源优势，但由于各种原因部分公司市场化运作及激励上相对不充分，导致经营效率仍有待提升改善，主动积极对外谋发展相对不足。其中，部分景区公司龙头如黄山旅游、峨眉山 A 等在疫情前已经开始积极探索打破门票经济依赖，积极业务转型，景区内探索二次开发，景区周边布局休闲度假升级项目，并尝试探索对外发展，但新项目孵化也需要一定时间，疫情三年也相对制约其持续内外拓展节奏。

今年国企改革全面强化，“一利五率”考核下强化利润总额增长，相对有助于景区公司管理层更加重视利润增长和积极主动全面谋求中线发展。近两年时代背景下，做大做强国有资产成为核心，央国企考核持续升级。从 2019 年到 2023 年，国资委将中央企业主要经营指标由原来的“两利一率”调整为“一利五率”，即“一增一稳四提升”，引导企业更加注重投入产出效率和经营活动现金流，不断

提升资本回报质量和经营业绩“含金量”。

表4: 历年央企考核指标变化

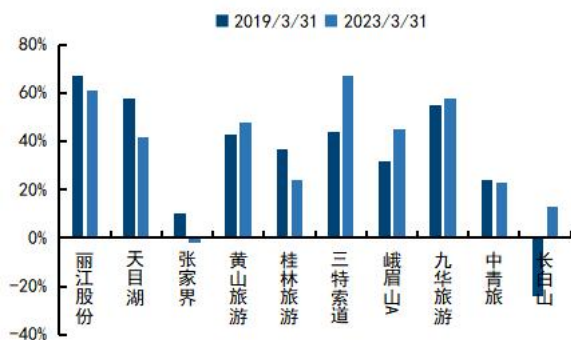
年份	考核指标	备注
2019-2020	净利润、利润总额、资产负债率、营收利润率、研发经费投入率	简称“两利三率”
2021-2022	净利润、利润总额、资产负债率、营收利润率、研发经费投入率、全员劳动生产率	简称“两利四率”，新增全员劳动生产率，在2020年12月24日提出
2023	利润总额、资产负债率、营业现金比率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率	简称“一利五率”，减少净利润和营收利润率，增加营业现金比率和净资产收益率，在2023年1月5日提出

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所

国企改革深化有望助力景区公司成本费用优化和运营效率提升。在国企改革强化利润考核压力下，景区国企有望强化市场化运营管理，降费增效，提升整体经营效率。同时一线旅游目的地城市或区域旅游收入扮演重要角色，过去三年承压显著，因此不论从自上而下的综合考核还是从当地政府收支角度出发，景区公司从收入增长到业绩实质性释放的要求均得到强化。

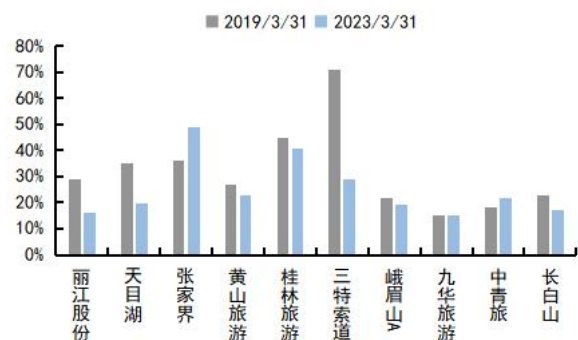
如下图所示，今年一季度，除中青旅和九华旅游等部分公司外，多数景区公司费用率均较2019Q1下降，其中如果剔除收入口径调整影响，峨眉山A期间费率较2019Q1同期估算可比下降近8pct，优化明显。与此同时，景区公司门票、索道等核心业务来看，固定成本占比相对不低，本身具有一定经营杠杆，故其收入改善本身也会带来一定的成本费用率改善弹性。在国企改革强化利润考核下，有助于上述经营杠杆释放，从而助力景区公司业绩增长。

图13: 2023Q1 景区毛利率与19年同期相比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：峨眉山门票收入口径2020年后为净额法，按可比口径估算毛利率较2019Q1 +6pct；丽江股份毛利率下降有酒店收入成本口径调整影响。

图14: Q1 各公司期间费率同比19年普遍下降



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：峨眉山门票收入口径2020年后为净额法，按可比口径估算期间费率较2019Q1 -8pct

景区公司一季度表现靓丽，多数创历史新高。由于收入端超疫情前，国企改革下，成本费用率优化，多数景区公司一季报创历史新高。三特索道、黄山旅游、峨眉山A、九华旅游、天目湖等公司均创历史最好一季度业绩，其中三特索道实现上市以来首次一季度规模盈利、峨眉山A、黄山旅游扣非业绩较疫情前大幅增长282%、169%，表现突出。

表5: 景区公司 2023Q1 数据汇总 (单位: 亿元)

公司	23Q1 营收	营收 VS19Q1	23Q1 归母净利	归母净利 VS19Q1	23Q1 扣非净利	扣非 VS2023Q1	原因
三特索道	1.60	47%	0.29	扭亏为盈	0.43	扭亏为盈, 创 07 年上市以来最好表现	上市多年来首次一季度业绩为正, 且一季度淡季扣非表现超过 4000 万。主要系: (1) 近 3 年公司债务规模大幅下降, Q1 财务费用从疫情前 2000 多万降至 500 万左右; (2) 盈利景区客流恢复突出, 部分超疫情前; (3) 亏损项目处置, 降低压力
峨眉山 A	2.38	-7% (剔除口径影响+10%以上)	0.70	262%	0.69	282%	客流较疫情前增长 20%+, 剔除收入口径调整影响, 预计收入较 19Q1 增加 10%以上; 景区客流恢复推动归母/扣非净利润较 19Q1 增长显著
黄山旅游	3.38	28%	0.65	174%	0.60	169%	客流较疫情前增长 40%+, 恢复明显
九华旅游	1.92	43%	0.62	60%	0.60	61%	佛教资源, 环保车为主, 省属直控企业, 国企改革下费用优化可期
天目湖	1.20	35%	0.19	28%	0.17	14%	酒店扩容 (3 年增加近 300 间) 及存量项目持续优化等贡献
丽江股份	1.80	40%	0.55	56%	0.56	65%	核心索道客流超疫情前
曲江文旅	3.27	3%	0.09	-70%	0.07	-75%	
长白山	0.70	41%	-0.04	较 19Q1 亏损 0.25 亿元明显减亏	-0.04	较 19Q1 亏损 0.25 亿元明显减亏	春节客流恢复至疫情前
中青旅	16.58	-35%	-0.05	较 19Q1 转亏 0.69 亿	-0.07	较 19Q1 转亏 0.63 亿	Q1 乌镇净利润恢复仅 5 成, 原因: (1) 高毛利东栅景区团队游恢复不足; (2) 酒店扩容增加固定折摊; (3) 财务费用增加; Q1 山水酒店亏损 (19Q1 盈利) 对公司业绩恢复亦有拖累
张家界	0.64	18%	-0.30	较 19Q1 转亏 0.22 亿	-0.32	较 19Q1 转亏 0.19 亿	客流复苏, 但因大庸古城等项目影响, 业绩较疫情前仍拖累
桂林旅游	0.86	-26%	-0.13	较 19Q1 转亏 0.11 亿	-0.12	较 19Q1 转亏 0.10 亿	客流预计尚未完全恢复到疫情前水平

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

收入复苏可期+国企改革效率优化, 景区公司今年全年业绩复苏可期。展望今年全年, 在出游补偿性需求释放下, 景区公司收入有望持续恢复, 龙头公司有望持续超疫情前增长。同时, 国企改革持续深化助推其效率提升, 成本费用改善, 使景区公司今年全年业绩释放值得期待, 二三季度旅游旺季复苏尤其可期。其中, 依托自然景区独特资源禀赋优势, 峨眉山 A、黄山旅游、九华旅游等景区客流预计有望持续超疫情前增长, 在国企改革积极强化下, 有望推动其收入和业绩持续良好增长。同时, 对于过去三年项目扩张或成本费用积极优化的景区龙头, 未来经营业绩表现仍然值得关注, 如天目湖、三特索道等。

中线成长: 内外交通改善, 运营提效与扩张

内外压力, 三年沉淀, 国企改革, 加速景区公司积极转型

疫情前, 门票降价令已倒逼部分景区龙头探索转型, 但疫情三年阶段节奏受制。结合我们此前景区系列专题, 经过多年的发展, 景区公益性争议和环保趋严, 2018-2019 年, 因发改委景区门票相关政策, 部分重点景区门票价格有所下降, 单一门票模式将日益受制, 拓展多元收入结构日益刚需。与此同时, 居民旅游消费从观光、休闲、度假等需求的持续升级, 加之旺季接待瓶颈日益显著, 倒逼景区积极谋求新成长, 包括景区内部的二次开发, 以及休闲度假项目升级配套等。但三年疫情, 景区公司的部分探索也阶段受制, 景区内部开发节奏也阶段受制。

表6: 近年来景区门票降价政策

时间	政策名称	政策内容
2018年6月	国家发展改革委《关于完善国有景区门票价格形成机制 降低重点国有景区门票价格的指导意见》	以旅游景区质量等级评定为5A级且现行价格水平较高的国有景区为重点,科学制定方案,切实降低偏高门票价格,并积极推动4A级及以下国有景区降价
2019年3月	国家发展改革委办公厅《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》	2019年,原则上完成辖区内所有实行政府定价管理的5A、4A级景区门票成本监审调查、价格评估调整工作
2020年7月	国家发展改革委办公厅《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》	2020年,以前期降价不到位和3A级及以下国有景区为重点,原则上实现辖区内所有实行政府定价管理景区门票成本监审或调查、价格评估调整全覆盖
2022年1月	国务院《关于印发“十四五”旅游业发展规划的通知》	鼓励制定实施旅游景区门票减免、淡季免费开放、演出票打折等补助政策,举办文化和旅游消费季、消费月等活动,推出更多旅游惠民措施

资料来源:国家发展改革委,国务院,国信证券经济研究所整理

目前来看,景区门票政策预计更趋区域因地制宜。目前来看,考虑三年疫情影响夏,景区及相关旅游城市均承压。结合近两年趋势来看,景区门票更趋各地因地制宜,淡季根据情况调整,但相对并非降价一刀切,更结合各地经济发展和财政实力等实际情况,相对此前或更加灵活自主。

中线来看,景区公司核心在于从单一门票经济积极多元转型,强化旅游目的地深耕和运营效率提升,并尝试探索外延扩张,以谋求中线持续增长点。

名山大川型景区:“天时地利人和”下,正走向扩容转型加速期

对于拥有名山大川等核心自然资源禀赋的景区公司,如黄山、峨眉山等本身系世界文化与自然遗产,其最大优势在于景区自带流量,在全国人民中拥有广泛的知名度,客流天然具有良好支撑。与此同时,这些景区公司进行深度二次开发所受限制也较多,其景区二次开发绝非一日之功。但目前来看,部分代表景区龙头经过过去多年的筹备和努力,结合今年出行环境的改善,其二次开发有望进入实质环节。综合来看,依托“天时、地利、人和”等三方面支持,以黄山旅游、峨眉山A等为代表的自然景区龙头开始走向扩容转型成长实质加速期。

天时:历经多年筹备与推进,部分龙头景区二次开发开始进入实质环节

需要说明的是,对于名山大川型景区公司,受制于核心景区开发的各种限制和审核,其规划从推出到落地需要较长的时间。但一旦其通向核心景区的内部交通有实质突破,相关旅游动线进一步优化,有助于其高峰期提升接待瓶颈和拓展新的盈利来源,从而有助于扩容期中线成长。目前来看,经过多年推进,峨眉山景区西环线等开发取得实质进展,黄山旅游的东黄山开发目前已进入建设环节。

峨眉山A——西环线开发部分取得突破,建设万佛顶步道、金顶球幕影院等项目。1)西环线建设部分已突破:公司为缓解进山拥堵,打造峨眉山市到景区零公里的川零快速公路,2022年峨眉段已通车,从峨眉山市到景区零公里已形成双线进山,未来柳江段到峨眉山段也将进一步升级优化,从而有望打造峨眉山西环线进山线路,进一步扩容高峰期接待瓶颈。2)2021年,峨眉山景区最高峰——海拔3099米的万佛顶,在阔别15年后向游客重新开放,金顶-万佛顶的步道打通,此后因疫情等因素关闭,但未来优化后不排除有望重新开发,从而有望扩容景区接待能力。3)公司公告与富润投资合作,拟投资0.52亿元持股65%,打造金顶球幕影院项目,立足核心金顶景区丰富峨眉山景区旅游业态,延长游客停留时间,增加景区二次消费。4)峨眉山市积极推进景区南环线开发中,结合成都商报报道,峨眉山市已把峨眉南山开发即后山开发确定为“一号工程”进行持续开发中,未来若景区形成南北双线进山,也有望扩容高峰期接待能力,助力门票收入增长。

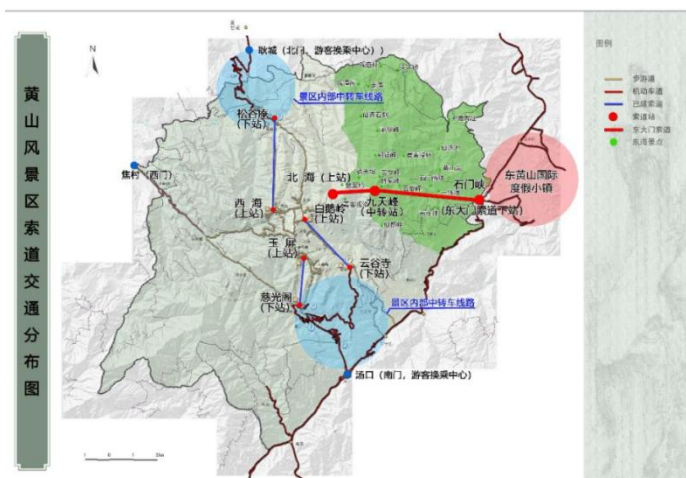
图15: 大峨眉西环线及川零公路示意图



资料来源：成都晚报，搜狐新闻、腾讯新闻登，国信证券经济研究所整理

黄山旅游——东黄山二次开发：东黄山索道建设，东大门开发，有望打开黄山承载上限，助力黄山景区扩容发展。《黄山风景区东大门景区详细规划》已于2017年6月30日通过国家住建部批复，东大门景区规划面积约为44.52平方公里，共设置景点61个，将形成福固寺景群、石门峡景群两个景群，石门探幽景线、天游寻仙景线、林泉十渡景线三条景线。此后，东黄山索道等及相关用地规划在2021年下半年、2022年10月先后获批。目前来看，东黄山在建索道线路全长6638米，最大运量2100人/小时，计划2025年6月竣工。与此同时，黄山东大门综合服务中心打造黄山游客集散地，建成后日接待游客人数预计达5万人次左右。目前来看，黄山风景区核定的单日最大承载量5万人，但公司为确保游客舒适，一般尽量会控制单日客流量在3.5万以内。考虑黄山景区此前主要南门汤口进出，周边扩容和深度开发面积有限，未来东黄山东大门开发及索道建设，有望加速景区上下山客流运输，有望部分提升其客流承载量，助力公司进一步成长。

图16: 黄山风景区索道交通分布图



资料来源：澎湃新闻，国信证券经济研究所整理

地利——景区周边核心大交通的改善，有助于景区扩容客流增长

峨眉山 A——核心区域周边大交通持续改善，2024 年 6 月大峨眉文旅康养内环线主通道基本形成。结合《大峨眉文旅融合先行示范区建设方案》，规划把乐山市、雅安市和眉山市的 21 个县（市、区）作为“大峨眉”区域。其中，在建的峨眉至汉源高速公路预计今年内建成通车后（目前仅剩大峡谷隧道的左幅还未贯通），经连接线抵达南山，可直达峨眉山最高峰万佛顶，今年内还将基本打通峨眉山与七里坪之间的瓶颈路段。同时，2023 年 5 月，成乐高速公路扩容项目乐山城区过境复线段已建成通车，缩短了成都和峨眉山之间的连接距离，该段同时也连接起乐雅高速和成乐高速，方便路网之间的衔接转换。此外，当地正在打造两条环峨眉山景区旅游主环线，覆盖峨眉山市全域，串联峨眉山风景名胜区、大佛禅院等 5 个 A 级景区及 150 个国省文旅资源，预计 2024 年 6 月文旅康养内环线主通道基本形成。未来景区外交通改善也有望助力其中线成长。

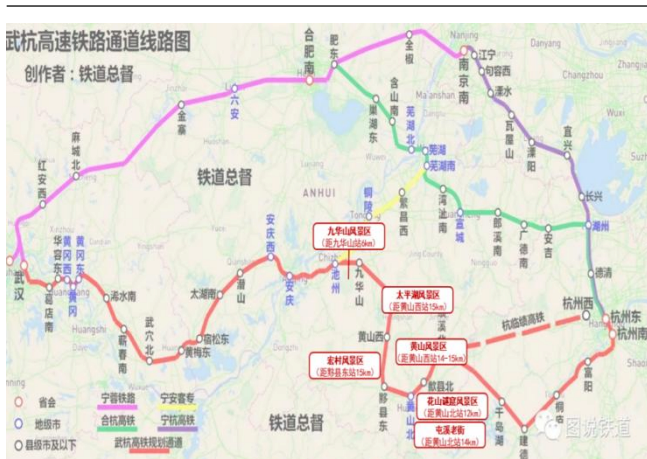
受益于武杭高铁开通，黄山旅游与九华旅游有望打开华中市场。武杭高铁线预计今年底有望具备通车条件，建成后将成为串联皖南“两山一湖”核心景点的黄金旅游线路，预计九华山站到黄山西站间仅 0.5 小时，极大缩短九华山、黄山与太平湖景区的游历时间，不排除三者通过联动营销进一步华中、华东客源市场。

图17：峨眉山景区交通分布图



资料来源：澎湃新闻，国信证券经济研究所整理

图18：武杭高铁线路图



资料来源：微信公众号图说铁道，国信证券经济研究所整理

人和——国企改革助力景区运营管理更加积极主动，加速休闲度假项目布局开拓

国企改革下，景区公司积极转型有望提速。立足当下，国企改革更加重视有现金流的利润增长。为扩容后续成长，参考国资考核要求，也倒逼景区国企进一步加速内部提质增效，提升运营效率，同时加速休闲度假项目开拓，以助力中线成长，加速景区公司积极转型。

峨眉山 A——加快“一张网”“一台戏”“一营地”孵化

为了降低对门票经济的依赖，公司在巩固传统主业基础上，加快“一张网”“一台戏”“一营地”孵化，积极拓展文旅数字经济、智慧旅游、文化演艺、研学旅游等文旅经济业态，优化公司产业结构，推动公司多元发展形成新的经济增长点。同时加强公司现有产品营销宣传整合力度，发挥现有门票、索道、酒店、演艺产品优势，建立产品、网红和自媒体三大体系，精耕重点市场和人群有效营销，确保旅游人数增长和公司整体效益提升。

旅游演艺项目布局。公司疫情前在峨眉山景区报国寺周边推出《只有峨眉山》沉浸式旅游演艺项目（王潮歌设计），虽然疫情三年相对承压，但伴随出行放开和项目客流逐步培育，演艺项目后续成长也有一定期待。

景区数字化方案开始对外输出。2022年，公司控股子公司四川领创数智科技有限公司（以下简称“领创数智”）与大庆市城市建设投资开发有限公司就大庆市全域旅游服务中心展厅展陈服务项目签署合同，合同金额合计3,295.53万元，其旅游景区形成系统化方案，已开启对外轻资产输出。

黄山旅游——酒店升级改造成效显著，积极“走下山，走出去”

酒店改造升级显著。黄山景区目前山上现有约1000+间客房，已初步形成雲麓、雲上、雲野及雲颐品牌矩阵，分别定位高端商务、民宿度假、非标年轻及康养研学，其中优化后的排云型旅五一期经营靓丽，房价较原来提升近90%，经营改善明显。北海饭店目前预计持续改造中，后续也有望成为公司新的酒店增长看点。

同时，公司积极积极走下山、走出去。1) 公司将传统观光的花山谜窟升级为集主题化、休闲化、科技化于一体的沉浸式主题乐园“花山世界·花山谜窟园区”，去年已对外营业；2) 整合太平湖景区等相关项目；3) 打造餐饮品牌“徽商故里”积极省外扩张；4) 公司利用途马公司平台，加快探索文旅目的地城市市场下本地生活的数字新服务模式，创新景区数字化解决方案，创新推出数字门票、数字文创等数字化体验产品，并积极寻求对外数字化方案管理输出；5) 用好景区索道平台，做实索道投资项目联合体平台，此前已成功托管北京冬奥会滑雪索道，未来也积极谋求新的索道托管项目机会。

其他景区公司：强产品强运营为核心，区域深耕，探索外延

对于其他景区公司，一般也具有良好的资源禀赋，但相比名山大川仍有差异，在区域周边知名度良好，在全国范围内仍需有效推介。但这些景区二次开发所受限制相对更少，在景区内部二次开发，新产品打造上更加灵活，拥有更多内生延展空间，其核心考验景区运营商与时俱进的产品塑造能力和营销运营能力。如果过去三年上述景区公司进行产品革新和运营优化，在今年出行放开下盈利成长也值得期待，未来外延扩张也值得探索。具体来看，我们主要以天目湖为例。过去三年扩容积累，在今年外部环境变化下，有望迎来业绩释放。

天目湖：酒店扩容、景区深耕、多储备项目助力内生增长，外延扩张值得期待

天目湖积极打造一站式休闲度假旅游目的地，过去三年持续落地中高端酒店等新项目、并推进传统景区升级改造，有效承接长三角高消费力客源，成为唯一一家业绩持续盈利的景区上市公司，中线动物王国项目及外延扩张皆有看点，“开发一代、策划一代、储备一代”持续支撑成长，具体来看：

一是酒店扩容显著，总体房量从疫前的440多间增加到700间+，增长50%+，且新增酒店基本为高端或奢华酒店，平均房价显著超过原有酒店，疫情企稳期表现突出，收益贡献可观，其中竹溪谷单项目年均贡献千万量级净利润，产品打磨能力再次验证。**二是景区持续改造**，包括继续推进山水园景区提档升级和产品业态转型，并扩充夜游时间与内容；推进南山小寨二期项目，预计下半年有望动工建设，有望新增500+间酒店；平桥漂流项目明年有望投运；积极筹备御水温泉三期工作等。**三是本部根据地持续丰富**，包括重磅动物王国项目（未来将由公司进行运营管理）、国资天目湖集团旗下的天目湖华天地块及水悦山庄地块项目等（委托公司进行筹备咨询等，未来也不排除进一步由公司经营介入）。同时，公司未来也不排除进一步依托其优良景区运营能力进行外延扩张，且地方国资主导后未

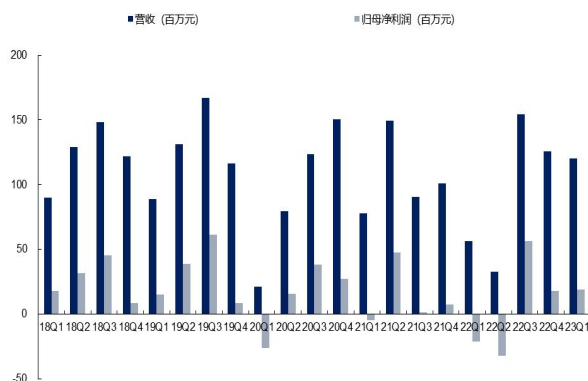
来江苏区域内资源支持也有望加大。

图19：天目湖发展战略



资料来源：澎湃新闻，国信证券经济研究所整理

图20：公司分季度营业收入和业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

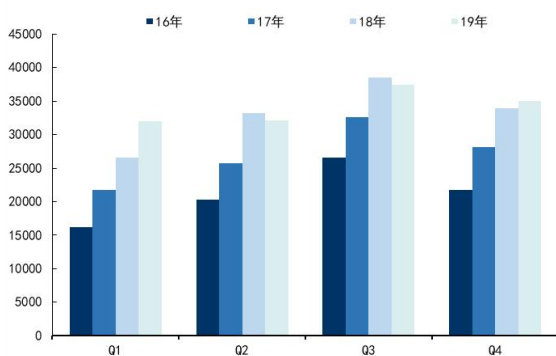
与此同时，三特索道在疫情期间持续优化存量六大核心项目，收购东湖海洋公园，处置部分亏损资产，积极降低杠杆降本增效，也有助于其中线成长。

投资建议：暑期旺季可期，优选景区龙头

补偿性消费需求下，暑期客流恢复可期

展望后续，暑期出游人数值得期待。在 2023 年五一出游高热度后，暑期有望迎来第二波出游高峰。根据民航资源网，截至 5 月 16 日，2023 年暑期机票订单量已全面超越 19 年同期水平，出游人次有望全面复苏。综合今年 Q1 和五一表现，考虑暑期持续时间长，亲子游有一定刚需特点，结合我们前文分析，在出游补偿性需求释放下，我们预计今年暑期旺季客流恢复值得期待。

图21：疫情前旅游板块分季度收入（百万）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图22：全年（平日）景区日均预约游客量

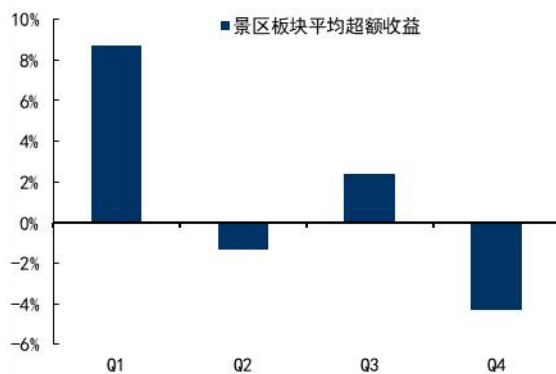


资料来源：中国旅游研究院，国信证券经济研究所整理

历史规律来看，景区板块呈现一定的旺季行情规律

复盘景区板块季度表现，暑期旺季行业超额收益。分季度来看，综合 2010-2019 年十年表现，景区板块在一、三季度表现出超额收益，二季度和四季度表现略差，整体受季节性影响较大。如以每年 6 月下旬-8 月中旬作为暑假时段计算，2010-2019 年中获得超额收益的年份占比 70%，具有一定旺季行情规律。今年虽然消费整体处于渐进复苏过程中，但考虑景区板块今年旺季业绩较有期待，具有一定相对优势，旺季来临也有望带来一定催化。

图23：2010-2019 年景区板块季度平均超额收益



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图24：2010-2019 年暑假期间（6-8 月）景区板块超额收益

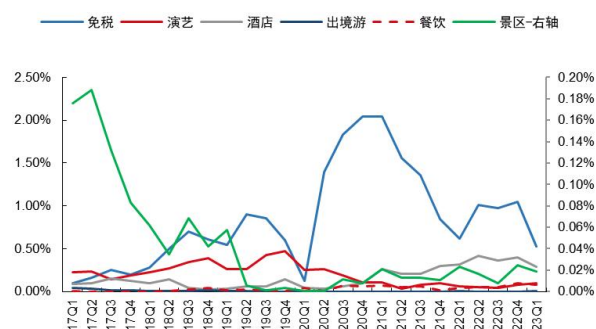


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

景区板块基金持仓比例相对较低

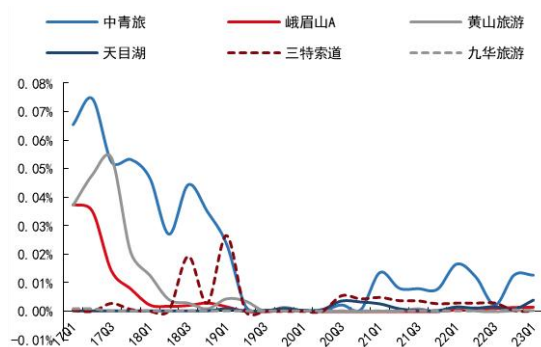
参考景区重仓股变化，截至 2023Q1 末，国信社会服务板块基金重仓持股比例为 1.10% (国信社服板块重仓股票市值/基金所有重仓股票市值，此处均选取开放式股票基金)，环比较 2022 年末下降 0.61pct，较 2022Q1 末下降 0.008pct；其中景区子板块基金重仓持股比例为 0.019%，环比较 2022 年末下降 0.006pct，较 2022Q1 末下降 0.005pct，整体处于相对低位。整体而言，不论横向对比或纵向看，景区板块尤其自然景区公司基金持仓处于历史相对低位。

图25: 2017-2023Q1 社服子板块基金持仓占基金所有股票市值比例



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 重点景区公司基金持仓情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议：暑期旺季可期，优选景区龙头

纵观全文，首先，补偿性需求释放+景区主业特点，出游人次增长直接推动景区公司收入复苏增长，暑期旺季尤其可期，其中具有独特资源禀赋（名山大川+佛教资源等）的核心景区客流和收入复苏预计具有较强支撑。其次，今年国企改革利润考核强化（注重有现金流的利润总额增长）倒逼国企景区公司成本费用优化和净利润释放，今年一季报已初步验证。消费渐进复苏中景区复苏预计具有一定相对优势。其三，疫情前景区公司已积极探索门票经济多元转型助力中线成长，三年沉淀后，景区公司内外扩张有望进入实质阶段或全面验证期，内外交通改善等助力其中线成长。综合来看，参考景区板块历史旺季行情规律且景区板块持仓相对较低，我们整体看好景区板块暑期投资机会。

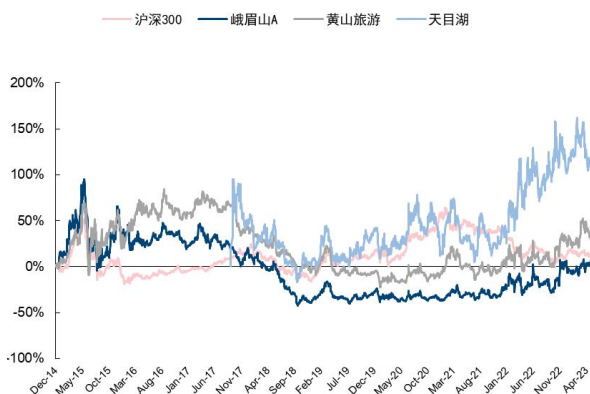
综合来看，考虑今年以来复苏情况，国企改革背景下景区优化空间和中线成长，结合目前估值水平，传统国企景区中我们推荐**峨眉山A**（上调评级至买入）、**黄山旅游**，建议关注**九华旅游**等；同时，对于积极民转国的代表景区，我们重点推荐**三特索道**、**天目湖**等后续成长。

表7: 重点公司盈利预测与估值汇总

公司	最新 市值	2023E	2024E	2025E	2023PE	2024PE	2025PE	历史估值区间	投资逻辑
峨眉山 A	53	2.60	2.83	3.11	21	19	17	15-19 年 27x, 15-17 年 33x, 18-19 年 17.6x	四大佛教名山景区之一, 一看 补偿性需求释放下复苏弹性 , 今年 Q1 及五一日均客流超疫情前已充分验证, Q2Q3 行业旺季持续可期; 二看 国企改革下利润考核强化 , Q1 成本费用优化良好。三看 今明两年有望迎来景区内外部交通改善, 金顶、万佛顶等核心区域未来仍有看点 。中线推动公司多元发展形成新的经济增长点。
三特索道	28	1.08	1.33	1.48	26	21	19	15-19 年 49, 15-17 年 78x, 18 年 19x (19 年异常)	今年出行复苏下, 传统盈利项目逐步恢复(疫前对应净利润 2 亿+)、财务费用大幅下降、亏损项目相应减亏, 公司 今年有望进入盈利规模释放的拐点, 一季度已初步验证 。未来在股权变更和管理层改选完成后, 公司有望重新成为国资控股, 国企改革背景下, 后续发展有望进入新阶段。
九华旅游	33	1.48	1.69	1.88	22	19	17	15-19 年 45x, 15-17 年 60x, 18-19 年 25x	公司系所处四大佛教名山景区之一, 一看 疫后可观复苏弹性 : 公司无大额资本开支, 盈亏平衡点不高, 2023Q1 收入与业绩较 2019Q1 分别增长 43%、60%, 领先行业。二看 交通改善助力“两山一湖”客流增长 : 直接受益于武杭高铁通车, 景区距离站点仅约 6km, 极大便利游客出行; 后续有望协同黄山、太平湖打开华东、华中市场, 助力中线客流增长。
黄山旅游	94	3.57	4.17	4.82	26	23	20	15-19 年 26x, 15-17 年 32x, 18-19 年 18.0x	山岳型景区龙头, 经营能动性相对较强, 努力做大做强黄山目的地旅游资源的整合者。一看 主业复苏成长 , Q1 客流较疫前增长 43%、恢复领跑行业, 预计 Q2Q3 有望延续增长; 二看 东黄山索道建设、武杭高铁通车贡献新客流量 ; 三看 花山谜窟 等培育期项目成长; 四看 太平湖 资源整合助力中线成长。此外, 索道输出、数字藏品、徽菜等业务有望形成增量看点。
天目湖	49	1.89	2.33	2.73	26	21	18	15-19 年 26x, 15-17 年 44x, 18-19 年 24x	国内一站式休闲度假景区龙头: 一看 高端酒店扩容后收益弹性 。二看 景区持续改造升级 , 今年有望新增平桥漂流项目; 南山小寨二期预计下半年有望动工建设、及御水温泉三期工作筹备中。三看 动物王国建设 等。且地方国资主导后未来江苏区域内资源支持也有望加大; 后续也不排除进一步外延扩张。

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理预测 注: 其中九华旅游盈利预测来自 wind 一致预期

图27: 重点景区公司股票累计涨跌幅



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 重点景区公司 PE 动态估值



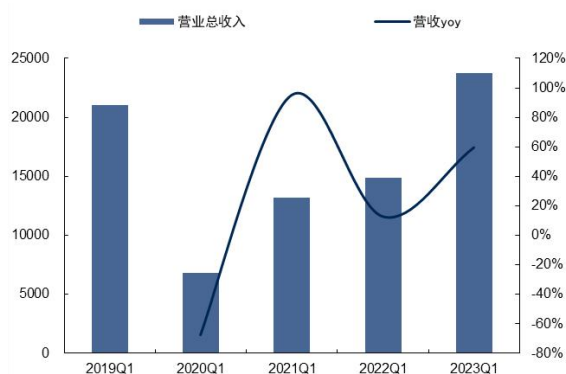
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 2020-2022 年动态估值按对比 2019 年归母业绩计算

重点推荐峨眉山 A、三特索道、黄山旅游、天目湖，建议关注九华旅游

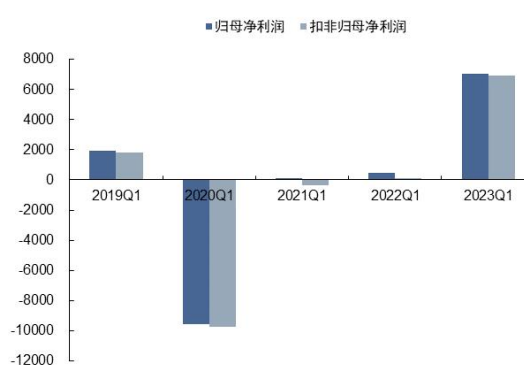
峨眉山 A: 公司一季度经营数据创历史新高，独特自然资源禀赋下暑期旺季客流有望迎来高峰，国企改革深化有望加速成本费用优化，景区内外挖潜助力中线成长。1) 公司资源禀赋优势突出（佛教名山+自然资源），补偿性需求释放下，客流恢复靓丽，今年 Q1 及五一日均客流超疫情前已充分验证（分别较 2019 同期增长 23%、38%），暑期旺季客流有望再迎来高峰。2) 国企改革下利润考核有望强化，Q1 成本费用优化良好业绩创历史新高初步验证。3) 公司疫情期间景区小交通改善，接待能力有所提升，同时今明两年有望迎来景区内外交通改善，金顶、万佛顶等核心区域未来仍有看点。4) 中线来看，为了降低对门票经济的依赖，公司在巩固传统主业基础上，加快“一张网”“一台戏”“一营地”孵化，积极拓展文旅数字经济、智慧旅游、文化演艺、研学旅游等文旅经济业态，文旅数智化方案开启外延扩张，《只有峨眉山》演艺项目孵化项目中。

图29: 公司 Q1 收入情况（单位：万元，%）



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图30: 公司 Q1 归母与扣非利润情况（单位：万元）

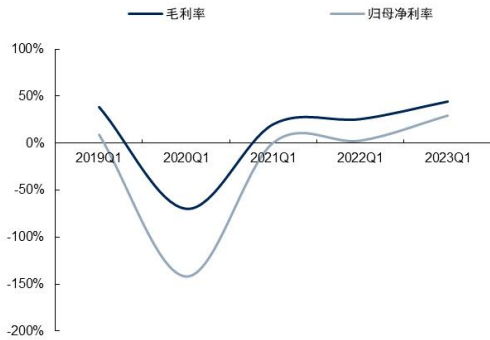


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

综合五一及自然景区 Q2 以来的客流表现，并考虑后续今年底和明年中期交通改善，西环线等开发带来中线成长，兼顾《只有峨眉山》伴随客流增长有望减亏，我们假设客流 2023-2025 年分别较 2019 年恢复 110%/115%/121%，上调公司

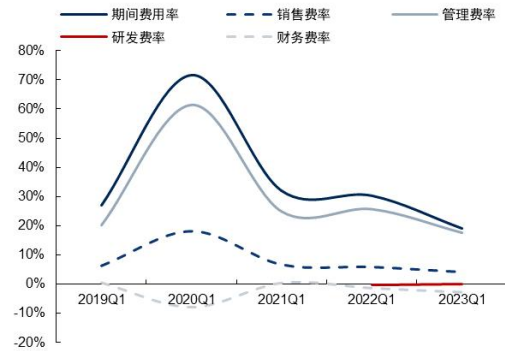
2023-2025 年 EPS 至 0.49/0.54/0.59 元（原预计 0.36/0.42/0.45 元），对应 PE 21/19/17x，与可比公司相比估值性价比凸显。若乐观假设今年客流恢复 112%，对应业绩 2.75 亿元（今年 Q1 淡季公司扣非业绩已经达到 0.69 亿元），较 2019 年增长约 22%，有一定业绩向上弹性。按明年 25x，2.83 亿业绩估算，较 5 月 30 日收盘价有 29%的空间，上调评级至“买入”。

图31：公司 Q1 可比口径毛利率与净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图32：公司 Q1 可比口径期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表8：峨眉山收入与业绩弹性测算

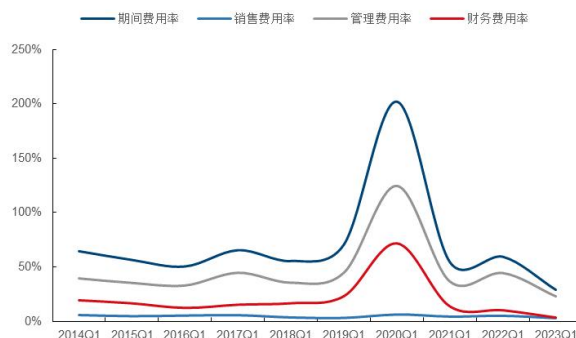
	2019	2020	2021	2022	2023E			2024E		
					谨慎	中性	乐观	谨慎	中性	乐观
购票进山人数(万人次)	330	185	257	172	350	364	370	362	379	385
较 2019 年恢复	0%	56%	78%	52%	106%	110%	112%	110%	115%	117%
营业收入(百万元)	915	467	629	428	923	947	957	1,025	1,054	1,065
较 2019 年恢复	0%	51%	69%	47%	101%	104%	105%	112%	115%	116%
归母业绩(百万元)	226	-39	18	-146	242	260	275	266	283	302
较 2019 年恢复	0%	-20%	9%	-70%	107%	115%	122%	118%	125%	133%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2019 年收入已调整至净额法可比口径

三特索道：2023 全年经营有望迎盈利规模释放拐点，国资有望控股进入发展新阶段。公司 2019 年盈利项目净利润 2 亿+，如考虑其疫情期间收购的东湖海洋公园贡献，其盈利项目业绩贡献有望 2.1 亿+。但公司过往多年盈利承压，核心在于 1、全国多个景区项目扩容下负债较高，2019 年财务费用 1.07 亿元；2、部分项目位置欠佳培育期较长持续亏损拖累等，导致 2019 年公司整体仅盈利 0.11 亿元。疫情三年，公司一是财务去杠杆，通过定增、资产梳理等降低负债规模和融资成本，2021 年财务费用降至 0.24 亿元；二是集中力量巩固优势项目，逐渐剥离此前区位差、潜力有限的亏损项目，在人力、财力、物力上进行了集中优化，助力扭亏。今年出行复苏下，公司传统核心六大盈利项目逐步恢复，财务费用大幅下降，亏损项目相应减亏，进而推动公司今年有望进入盈利规模释放的拐点。未来在股权变更和管理层改选完成后，公司有望重新成为国资控股（前期担忧有望逐步解除），在国企改革背景下，公司后续发展有望进入新阶段。**维持** 2023-2025 年 EPS 至 0.61/0.75/0.83 元，当前股价对应 PE=28/23/20x，维持“买入”评级。

图33：公司一季度净利润及扣非净利润情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图34：公司期间费用率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表9：公司主要项目经营情况

公司名称	2022 年			2021 年			2019		
	接待游客	营业收入	净利润	接待游客	营业收入	净利润	接待游客	营业收入	净利润
华山索道公司	49.2	2636.6	289.2	73.8	5312.2	1442.7	191.7	13806.2	5421.0
贵州梵净山项目	59.3	7793.8	4177.9	111.6	15370.4	5938.0	143.6	28665.3	9611.3
海南猴岛项目	52.6	5038.4	221.5	80.0	7291.5	1951.8	102.5	10225.0	3461.4
庐山三叠泉公司	23.4	1386.9	578.5	31.7	1879.2	840.1	55.0	3031.6	1631.6
千岛湖项目	34.2	1502.1	21.2	65.7	2300.7	702.4	105.8	3704.4	1719.9
珠海项目	10.4	576.8	105.2	0.0	0.0	-332.9	27.0	988.5	178.8
盈利项目小计	229.1	18934.6	5393.6	362.8	32154.0	10542.2	625.6	60421.0	22024.1
东湖海洋公园	60.0	4581.1	-2324.3	121.8	8317.4	1149.2			
湖北崇阳项目	4.7	884.3	-1518.9	8.7	1409.3	-2804.8	8.8	1703.4	-2571.0
克旗旅业公司（合并）	0.0	69.7	-2058.9	0.3	62.4	-10329.6	0.6	291.9	-2314.1
湖北南漳项目	8.7	277.4	-742.1	10.5	469.4	-2001.7	16.3	694.1	-265.0
华山宾馆	2.0	509.4	-674.3	1.7	550.0	-286.0	3.8	1095.4	39.4
亏损项目小计	75.4	6321.9	-7318.5	142.9	10808.4	-14272.9	29.5	3784.8	-5110.7
合计	304.5	25256.5	-1924.9	505.7	42962.4	-3730.8	675.8	66287.2	14373.7

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

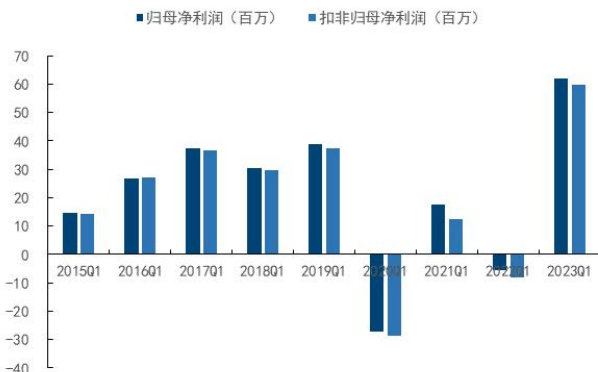
九华旅游：佛教名山资源优势，主业来自景区内部交通工具，未来大交通改善支撑中线客流扩容。公司系所处四大佛教名山景区之一，具有资源禀赋优势，省国资实控，主营山上&山下中高端酒店、山上2索道+1缆车、景区内客运业务及旅行社布局等。**一方面疫后弹性可观：**独特资源优势下，景区客流有支撑（包括一定重游率支撑），公司主要经营景区内交通工具，固定成本（折摊与人工）可控，对应盈亏平衡点相对不高，疫情下2020/2021年均逆势实现正向盈利；疫后弹性可观，2023Q1收入与业绩较2019Q1分别增长43%、60%，单季度扣非业绩达0.60亿元。**另一方面交通改善助力景区客流增长：**今年底武杭高铁有望通车，公司旗下景区距离站点仅约6km，景区大交通改善有望直接助力景区客流增长；且后续有望联动黄山景区、太平湖进一步打开华东、华中市场，拓展中线客流成长空间。

图35: 公司 Q1 营收情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

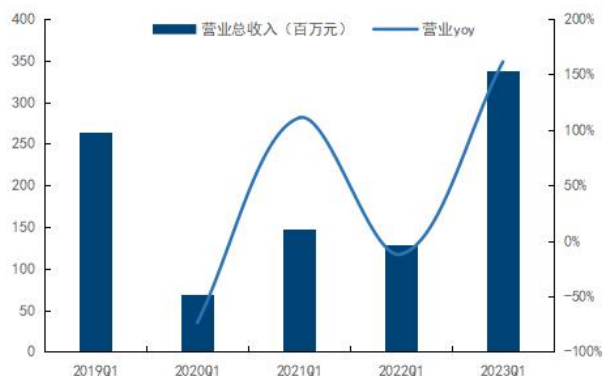
图36: 公司 Q1 归母和扣非利润情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

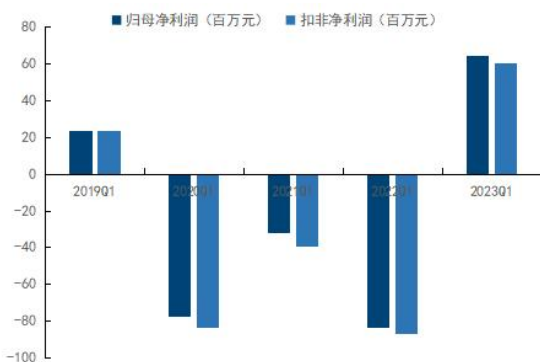
黄山旅游：山岳型景区龙头，Q1 客流恢复领跑行业，短期关注主业复苏成长，中线东黄山建设、交通改善打开客流上限、多项目培育孵化助力中线成长。公司经营能动性相对较强，近两年坚持“走下山、走出去”、“旅游+”和“山水村窟”发展战略，努力做大黄山目的地旅游资源的整合者。**未来一看主业复苏**，2023Q1，黄山景区客流 84.51 万人，较 2019Q1 大增 42.83%，复苏领跑行业，Q2 以来预计仍然保持较快增长（除五一限流影响外）。**二看东黄山索道建设、武杭高铁通车贡献新客流量**，且前者有望丰富游客游历路线、不排除进一步提升乘索率；**三看花山谜窟等培育期项目成长**；**四看太平湖资源整合助力中线成长**。此外，依托既有运营管理基础，公司积极推进“索道+”管理输出（已完成江西灵山、上海世博会、北京冬奥会滑雪项目）、打造数字藏品、对外输出景区一体化数字化方案等；公司还通过赛富基金投资平台助力资源对接与孵化，后续也持续拓展徽菜外延扩张等。综合五一及自然景区 Q2 以来的客流表现，并考虑东黄山开发、交通改善等成长性，上调 2023-2025 年 EPS 至 0.75/0.88/0.97 元（原预计 23/24/25 年 EPS0.40/0.48/0.53 元），对应 PE26/23/20x，维持“增持”评级。

图37: 黄山旅游 Q1 收入情况（单位：万元，%）



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图38: 黄山旅游 Q1 归母与扣非利润情况（单位：万元）



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

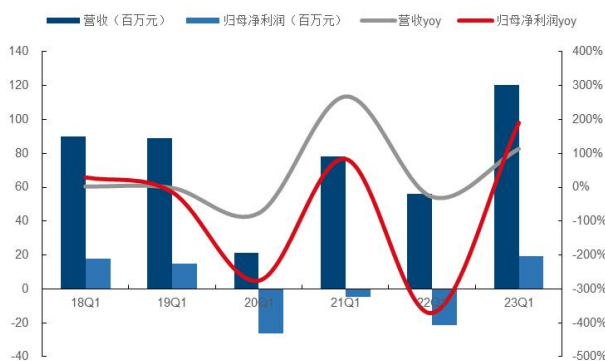
表10: 黄山旅游收入与业绩弹性测算

	2019	2020	2021	2022	2023E			2024E		
					谨慎	中性	乐观	谨慎	中性	乐观
接待进山人数(万人次)	350	151	167	140	393	406	419	413	426	440
较 2019 年恢复		43%	48%	40%	112%	116%	120%	118%	122%	126%
营业收入(百万元)	1,607	741	895	800	1,728	1,752	1,777	1,912	1,939	1,966
较 2019 年恢复		46%	56%	50%	108%	109%	111%	119%	121%	122%
归母业绩(百万元)	340	-46	43	-132	342	357	372	399	417	436
较 2019 年恢复		-14%	13%	-39%	100%	105%	109%	117%	123%	128%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 公司 1-5 月均有不同的免票政策优惠, 影响实际人均票价

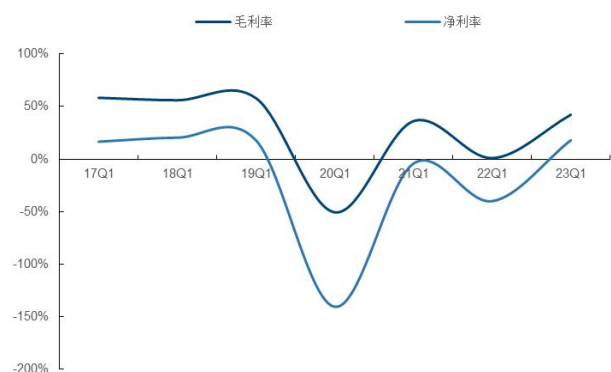
天目湖: 存量恢复+扩容产能助力复苏弹性, 储备项目推进助力中线成长, 国资入主强化区域内资源支持。公司系国内休闲度假景区龙头, 积极推进一站式目的地建设: 一是酒店扩容显著, 总体房量从疫前的 440 多间增加到 700 间左右, 增长 50%+, 且新增酒店基本为高端或奢华酒店, 平均房价显著超过原有酒店, 疫情企稳期表现突出, 收益贡献可观。二是景区持续改造, 包括继续推进山水园景区提档升级和产品业态转型, 并扩充夜游时间与内容; 推进南山小寨二期, 预计下半年有望开工建设; 积极策划与实施平桥漂流项目及筹备御水温泉三期工作。同时, 公司在天目湖根据地持续丰富, 包括推进动物王国等, 且地方国资主导后未来江苏区域内资源支持也有望加大; 后续也不排除进一步外延扩张。维持公司 23-25 EPS 至 1.01/1.25/1.47 元, 对应 PE28/23/19x。如乐观考虑景区和酒店复苏良好, 则 2023 年业绩乐观有望达 2 亿+。公司系品质周边游的代表, 立足一站式度假模式深度耕耘, 存量恢复+增量供给贡献下未来复苏弹性可期, 地方国资主导后未来区域内资源支持有望加速, 可进一步跟踪国资入主后的企业治理效能变化, 继续维持“买入”评级。

图39: 公司第一季度营业收入及业绩表现



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图40: 公司第一季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

门票等降价风险，重点景区公益性争议和环保压力，疫情等系统性风险，外延扩张不及预期，新项目表现不及预期，股东减持风险等。

表11：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS					PE					投资评级
			亿元	21A	22A	23E	24E	25E	21A	22E	23E	24E	25E	
000888.SZ	峨眉山 A	10	51	0.03	-0.28	0.49	0.54	0.59	296	-37	21	19	17	买入
002159.SZ	三特索道	16	28	-0.98	-0.43	0.61	0.75	0.83	-16	-37	26	21	19	买入
603199.SH	九华旅游	30	32	0.01	-0.12	1.34	1.53	1.70	2404	-252	22	19	17	无评级
600054.SH	黄山旅游	13	93	0.06	-0.18	0.49	0.57	0.66	215	-72	26	23	20	增持
603136.SH	天目湖	26	49	0.28	0.11	1.01	1.25	1.47	94	239	26	21	18	买入
600138.SH	中青旅	13	90	0.03	-0.46	0.62	0.87	1.06	435	-28	20	15	12	买入

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032