



Research and
Development Center

名山为基，弹性可期

—黄山旅游(600054)深度报告

2026年03月24日

范欣悦 商社行业首席分析师

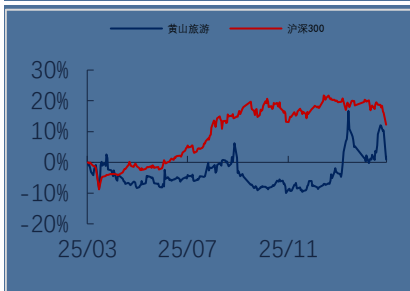
S1500521080001

fanxinyue@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
黄山旅游(600054)

 投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	13.05
52周内股价波动区间(元)	14.39-11.10
最近一月涨跌幅(%)	-4.09
总股本(亿股)	7.29
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	95.18

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

名山为基，弹性可期

2026年03月24日

本期内容提要：

- ◆**依托名山景区资源，完善旅游产业链布局。**公司围绕核心景区黄山景区，构建涵盖景区（黄山、花山谜窟及太平湖）、索道缆车（黄山云谷、玉屏、太平索道和西海观光缆车）、酒店（山上8家、山下4家）、徽菜、旅行社、智慧旅游业务的旅游全产业链布局。
- ◆**存量业务稳定向上。**从景区来看，黄山景区发力数字化营销联动打法，促进客流稳步增长，减少免票政策带来门票ASP提升；太平湖景区和花山谜窟景区打造多样化旅游产品和体验，及全域旅游的带动，有望逐步减亏。从索道缆车来看，转化率较高，盈利能力较强。从酒店来看，山上酒店的盈利能力显著好于山下酒店，北海酒店的投运爬坡有望带来业绩增量。
- ◆**增量业务弹性可期。**黄山东大门、东海景区和东海索道有望在26年7月投运，一方面增加1/3的游览面积，疏解南大门的客流压力，有望有效促进客流增长，利好景区业务；另一方面，受托管理东海索道，短期增加管理费收入，未来东海索道注入后利好索道业务。另外，景区内均有酒店设施即将开工建设，建成投运后有望贡献增量。
- ◆**有望充分受益于服务消费政策及春秋假普及。**23年以来，我国发布了一系列促进服务消费和文旅消费的文件，鼓励丰富旅游产品和服务供给，激发消费需求；并通过增加假期时间、鼓励探索春秋假等方式，促进较长假期的形成及错峰出行，带动旅游意愿的提升和旅游消费的增长。25年杭州春假（4月27~30日）期间，黄山风景区接待的杭州游客数量同增92%，平均每名杭州免票青少年带动1.63个成年人购票入园；25年四川秋假期间，四川省内门票总体预订量同增3.4倍。
- ◆**盈利预测与投资建议：**公司依托稀缺核心景区资源，完善旅游全产业链布局。从短期来看，黄山东大门和东海索道的投运有望打开客流成长空间，并增厚索道业绩表现；北海宾馆投运后爬坡有望增厚酒店业绩表现。从中期来看，我国服务消费的崛起、春秋假在周边省份铺开以及入境游的高增有望带动量价齐升。预计25/26/27年EPS为0.40/0.49/0.56元/股，对应PE估值为33x/27x/23x。虽然公司当前估值水平与可比公司水平基本相当，考虑到核心景区资源的稀缺性以及短期催化，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆**风险提示：**宏观经济波动对旅游行业的影响，恶劣天气和自然灾害对旅游行业的影响，新项目投运推迟及爬坡低预期的风险，存量项目运营改善低预期的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,929	1,931	2,136	2,361	2,546
增长率YoY%	141.2%	0.1%	10.6%	10.5%	7.8%
归属母公司净利润(百万元)	423	315	290	356	406
增长率YoY%	424.3%	-25.5%	-8.1%	22.9%	14.0%
毛利率%	54.0%	51.8%	46.3%	47.8%	48.7%
净资产收益率ROE%	9.4%	6.8%	6.0%	7.1%	7.7%
EPS(摊薄)(元)	0.58	0.43	0.40	0.49	0.56
市盈率P/E(倍)	23	30	33	27	23
市净率P/B(倍)	2	2	2	2	2

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2026年3月24日收盘价

目录

一、公司概况：依托名山景区资源，完善旅游产业链布局	6
二、业务分析：静待东大门&东海索道投运，北海宾馆顺利爬坡	7
2.1 景区业务	8
2.1.1 黄山景区：营销成效显著，客流表现优异	8
2.1.2 黄山东大门和东海景区开放将增加游览面积、缓解客流压力	9
2.1.3 太平湖景区	10
2.1.4 花山谜窟景区：打造沉浸式主题乐园	11
2.2 索道及缆车业务	13
2.2.1 存量项目：转化率高，盈利能力强	13
2.2.2 受托管理东海索道，未来有望注入	15
2.3 酒店：北海宾馆爬坡有望增厚业绩	16
三、财务分析：疫情后收入稳增长，利润压力有望扭转	17
四、行业分析：有望充分受益于服务消费政策及春秋假普及	18
4.1 服务消费政策频现，景区有望受益于春秋假	18
4.2 国内游量增为主，入境游增长靓丽	21
4.3 黄山市旅游增长强劲，交通持续优化打造“1~2小时旅游圈”	24
五、盈利预测与投资建议	25
六、风险提示	27

表目录

表 1: 公司发展历程	6
表 2: 太平湖门票及各类水上活动价格	11
表 3: 花山谜窟门票及各类活动价格	12
表 4: 索道及缆车具体情况	13
表 5: 索道及缆车票价格	14
表 6: 公司旗下酒店的具体情况	16
表 7: 促进服务消费和文旅消费相关政策内容	19
表 8: 2025 年部分省市秋假放假情况	20
表 9: 2026 年部分省市春假放假情况	21
表 10: 高铁网络不断优化，缩短重点城市至黄山通行时间	25
表 11: 收入预测拆分	26
表 12: 可比公司估值	27

图目录

图 1: 公司股权架构（截至 25Q3 末）	7
图 2: 黄山风景区导览图	7
图 3: 黄山风景区进山游客人数及同比增速	8
图 4: 黄山风景区门票 ASP（确认收入口径）	9
图 5: 东海景区的两个景群和三条景线	9
图 6: 黄山风景区东大门综合服务中心	10
图 7: 太平湖景区景色	10
图 8: 太平湖景区游船	10
图 9: 太平湖文旅净利润	11
图 10: 花山世界·花山谜窟园区四大主题片区	12
图 11: 花山谜窟公司净利润	13
图 12: 索道及缆车运送游客人次及转化率	14
图 13: 索道及缆车 ASP 及同比增速	14
图 14: 玉屏索道收入及同比增速	15
图 15: 玉屏索道净利润及净利率	15
图 16: 太平索道收入及同比增速	15
图 17: 太平索道净利润及净利率	15
图 18: 东海索道/东大门索道位置图	16
图 19: 西海饭店收入及同比增速	17
图 20: 西海饭店净利润	17
图 21: 公司营业收入及同比增速	17
图 22: 25H1 收入结构（按按未合并抵消的口径）	17
图 23: 公司综合毛利率	18
图 24: 公司分业务毛利率	18

图 25: 公司期间费用率	18
图 26: 公司扣非后净利润及同比增速	18
图 27: 国内旅游人次及同比增速	21
图 28: 国内旅游收入及同比增速	21
图 29: 国内旅游人均消费及同比增速	22
图 30: 我国主要节假日均国内旅游人次及恢复度	22
图 31: 我国主要节假日均国内旅游收入及恢复度	22
图 32: 我国主要假期单日人均消费及恢复度	22
图 33: 23 年以来免签政策不断优化	23
图 34: 我国入境旅游人数	23
图 35: 国际旅游外汇收入	23
图 36: 入境旅游人均消费	24
图 37: 国际客运航班量及较 19 年同期恢复率	24
图 38: 国内航司、国外航司国际航班较 19 年同期恢复率	24
图 39: 我国民航国际旅客运输总量及较 19 年同期恢复率	24
图 40: 黄山市旅游人次及同比增速	25
图 41: 黄山市旅游总收入及同比增速	25

投资聚焦

依托名山景区资源，完善旅游产业链布局。公司围绕核心景区黄山景区，构建涵盖景区（黄山、花山谜窟及太平湖）、索道缆车（黄山云谷、玉屏、太平索道和西海观光缆车）、酒店（山上8家、山下4家）、徽菜、旅行社、智慧旅游业务的旅游全产业链布局。

存量业务稳定向上。从景区来看，黄山景区发力数字化营销联动打法，促进客流稳步增长，减少免票政策带来门票ASP提升；太平湖景区和花山谜窟景区打造多样化旅游产品和体验，及全域旅游的带动，有望逐步减亏。从索道缆车来看，转化率较高，盈利能力较强。从酒店来看，山上酒店的盈利能力显著好于山下酒店，北海酒店的投运爬坡有望带来业绩增量。

增量业务弹性可期。黄山东大门、东海景区和东海索道有望在26年7月投运，一方面增加1/3的游览面积，疏解南大门的客流压力，有望有效促进客流增长，利好景区业务；另一方面，受托管理东海索道，短期增加管理费收入，未来东海索道注入后利好索道业务。另外，景区内均有酒店设施即将开工建设，建成投运后有望贡献增量。

有望充分受益于服务消费政策及春秋假普及。23年以来，我国发布了一系列促进服务消费和文旅消费的文件，鼓励丰富旅游产品和服务供给，激发消费需求；并通过增加假期时间、鼓励探索春秋假等方式，促进较长假期的形成及错峰出行，带动旅游意愿的提升和旅游消费的增长。25年杭州春假（4月27~30日）期间，黄山风景区接待的杭州游客数量同增92%，平均每名杭州免票青少年带动1.63个成年人购票入园；25年四川秋假期间，四川省内门票总体预订量同增3.4倍。

国内游量增为主，入境游增长靓丽。25年，国内旅游已全面超越19年同期水平，国内旅游人次/旅游收入/人均消费恢复至19年同期的109%/110%/101%，修复主要由量增驱动。入境旅游增长强劲，入境旅游人数/国际旅游外汇收入/入境旅游人均消费同增17%/39%/19%，外国人入境旅游人数同增31%。

黄山市旅游增长强劲，交通持续优化打造“1~2小时旅游圈”。23年以来旅游人数和旅游收入双位数百分比增长，预计25年旅游人数/旅游收入同增10%/12%。到黄山风景区旅游的客源来看，华东占比约60%。15年以来，随着合福、杭黄、昌景黄、池黄、宣绩高铁的启用，合肥、杭州、南京、南昌等苏浙皖赣的重点城市均实现2小时内通达，至黄山旅游的便捷性不断提升。

一、公司概况：依托名山景区资源，完善旅游产业链布局

我国旅游第一股。公司于 96 年 10 月向境外公众发行 B 股、11 月在上交所上市，97 年 4 月向社会公众公开发行 A 股、5 月在上交所上市。上市之初，公司经营管理黄山风景区内的 2 条索道、9 家宾馆、1 家招待所及 1 家黄山市内的宾馆。上市之后，通过外延并购整合、内生投资新建等方式不断完善旅游资源布局，景区、索道缆车、酒店、餐饮、旅行社业务协同发展。

表 1：公司发展历程

时间	事件
1996 年 10 月	黄山旅游发展总公司以其所属十家单位全部经营性净资产为出资，独家发起成立黄山旅游发展股份有限公司，并向境外投资者募集 8000 万股
1996 年 11 月	B 股在上海证券交易所上市交易
1997 年 4 月	发行 4000 万股 A 股，在上海证券交易所上市交易，被誉为“中国第一支完整意义的旅游概念股”
2000 年 9 月	合作开发的花山谜窟景区对外营业
2000 年 11 月	出资 1 亿元参股华安证券
2001 年 3 月	收购黄山太平索道有限公司 70% 股权
2002 年 1 月	黄山市中国旅行社、黄山中国国际旅行社、黄山海外旅行社等三家旅行社整合组建为中海国际旅行社管理公司，完成旅行社板块构建
2002 年 6 月	西海大峡谷景区游道全线贯通并开放
2003 年 11 月	由莲花宾馆更名后的徽商故里大酒店进行全面改建，进军徽菜产业
2006 年 5 月	收购集团公司西海饭店、黄山国际大酒店、黄山散花精舍、清凉别墅整体资产
2007 年 10 月	云谷新索道对外营业
2008 年 6~7 月	黄山轩辕大酒店、白云宾馆、汤泉大酒店相继对外营业
2010 年 1 月	北京徽商故里开业，徽菜板块成功对外拓展
2012 年 4 月	昱城皇冠假日酒店开业
2013 年 1 月	西海饭店改造完成对外营业
2013 年 7 月	西海观光缆车投入试运营
2015 年 6 月	新玉屏索道投入运行
2015 年 12 月	徽商故里（集团）有限公司成立
2016 年 8 月	以 LP 身份投资 2 亿元参与发起设立黄山赛富旅游文化产业发展基金
2016 年 12 月	参股公司华安证券股票上市交易
2017 年 1 月	收回景区内所有的对外承包经营点
2018 年 6 月	受让太平湖文旅控股权
2019 年 7 月	雲人·曙光里正式营业
2020 年 12 月	雲野排云型旅全新上线
2021 年 9 月	花山世界·花山谜窟全新开园
2026 年 3 月	受托管理东海索道

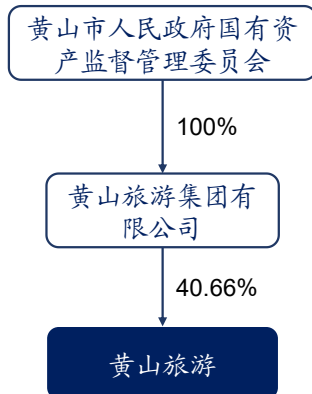
资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

“五岳归来不看山，黄山归来不看岳”。黄山景区作为公司旗下的核心景区，是世界文化与自然双遗产、世界地质公园、全国首批 5A 级景区，以奇松、怪石、云海、温泉、冬雪“五绝”闻名。境内群峰竞秀，怪石林立，有千米以上高峰 88 座，莲花峰、光明顶、天都峰三

大主峰海拔均超过 1800 米。黄山风景区面积 160.6 平方千米，东起黄狮境，西至小岭脚，北始二龙桥，南达汤口镇，分为温泉、云谷、玉屏、北海、松谷、钓桥、浮溪、洋湖、福固九个管理区。

黄山市国资委为实控人，黄山风景区管委会负责景区统筹管理。控股股东为黄山旅游集团，持有公司 40.66% 的股份，黄山旅游集团由黄山市国资委 100% 控股，公司的实际控制人为黄山市国资委。另外，黄山风景区管委会在黄山市人民政府领导下，负责风景名胜区的保护、利用和统一管理工作。

图 1: 公司股权架构 (截至 25Q3 末)

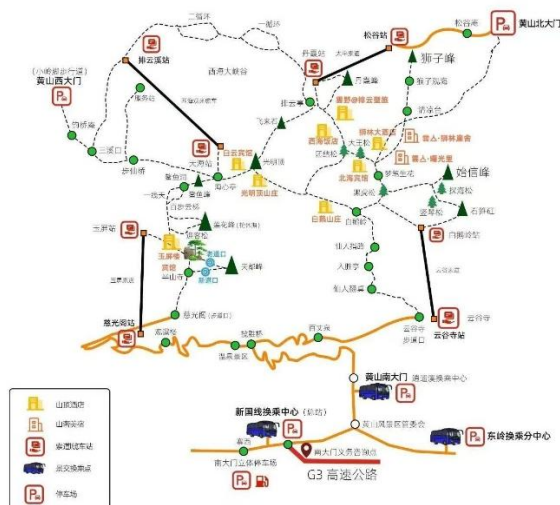


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

二、业务分析：静待东大门&东海索道投运，北海宾馆顺利爬坡

主营业务涵盖景区、索道缆车、酒店、徽菜餐饮、旅游服务等。公司围绕核心景区黄山景区，构建涵盖景区（黄山、花山谜窟及太平湖）、索道缆车（黄山云谷、玉屏、太平索道和西海观光缆车）、酒店（山上 8 家、山下 4 家）、徽菜、旅行社、智慧旅游业务的旅游全产业链布局。

图 2: 黄山风景区导览图



资料来源: 公司官方公众号, 信达证券研发中心

2.1 景区业务

2.1.1 黄山景区：营销成效显著，客流表现优异

目前黄山门票价格和最大承载量均有管控。黄山风景区门票收入分成前扣除相关成本并提取资源保护费后，公司与黄山管委会各分配 50%。平旺季全票 190 元/人（18 年 9 月 28 日降价），冬游全票 150 元/人。黄山风景区日最大承载量为 4 万人，其中冬季（12 月 1 日至次年 3 月 31 日）日最大承载量为 3 万人；实际执行中将根据生态保护、接待能力及天气状况等因素进行适度调减。

疫后客流屡创新高，加强营销促稳定增长。公司对重点市场重点客群分层分级，依托大数据分析，重点发力数字化营销联动打法，实现市场营销工作“种草-认同-转化”的完整闭环。在营销层面：(1) 种草推广，在网文、网剧和网游新赛道持续发力，大力推进“IP+影视+动漫+游戏”产业链布局；(2) 政策实施，逐步缩减普惠性大众式优惠，逐步加大个性化、分众式举措；(3) 市场布局，在保持长三角和环安徽省区域基本盘增长的基础上，通过门店合作、产品推介、旅展曝光、达人推广、实体广告投放、包机合作等“线上+线下”组合策略，大力拓展中远程市场和入境市场；(4) 渠道合作，在推动官方平台自营业务基础上，开展全域数字化联动合作，采取差异化、定制化的战略合作方式。疫情管控放开后，23 年进山游客创新高，达到 457 万人、较 19 年增长 31%，弹性充分释放，24 年/25 年前三季度均实现个位数百分比增长。

图 3：黄山风景区进山游客人数及同比增速

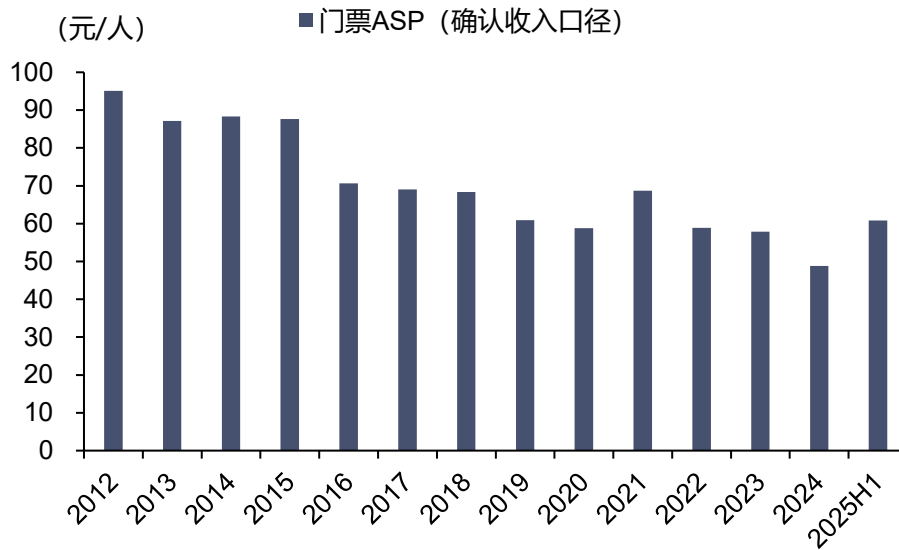


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：由于 20~22 年处于疫情时期，23 年处于疫后显著修复期，同比增速波动较大，因此图中未显示 20~23 年同比增速。

门票 ASP 受免票政策影响波动，25 年已恢复。18 年 9 月 28 日起，黄山风景区旺季门票价格由 230 元/人降至 190 元/人，因此 19 年门票 ASP 显著降低。24 年由于有效购票人数减少（即免票政策增多），门票 ASP 显著降低，25H1 已恢复至正常水平

图 4：黄山风景区门票 ASP（确认收入口径）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：门票 ASP=景区收入/黄山进山游客人数。公司对收取的黄山风景区门票分成收入采用净额法确认收入。从 2020 年开始太平湖和花山谜窟计入景区收入，但由于收入体量相比黄山门票收入体量小很多，因此计算时忽略这个影响。

2.1.2 黄山东大门和东海景区开放将增加游览面积、缓解客流压力

东海景区面积占比约 1/4，东大门最大日接待游客量 1.5 万人次。东海景区规划面积约为 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。东大门综合服务中心建设完成后，将集游客集散、票务销售、旅游咨询、志愿服务等功能于一体，最大日接待游客量 1.5 万人次。目前黄山风景区日最大承载量冬季（12 月 1 日~次年 3 月 31 日）/非冬季为 3/4 万人，待东海景区和东大门开放后，或将拓展约 1/3 的景区游览面积，疏解南大门的客流压力。

图 5：东海景区的两个景群和三条景线



资料来源：北京城建东黄山国际度假小镇公众号，信达证券研发中心

图 6: 黄山风景区东大门综合服务中心



资料来源: 北京城建东黄山国际度假小镇公众号, 信达证券研发中心

2.1.3 太平湖景区

拥有太平湖文旅 60% 股权。18 年公司以 1.12 亿元的对价受让太平湖文旅 56% 股权, 经过 19、21、23 年的增资及收购, 公司持有太平湖文旅 59.96% 股权。太平湖是涉水景区, 需乘船游览, 游客需同时购买门票和班船票 (免门票人员只需购买船票)。太平湖文旅主要从事太平湖景区运营及游船运输等业务, 目前公司拥有豪华游船 4 艘、快艇 7 艘 (景区共有游船 33 艘、快艇 53 艘)。

“两山一湖”旅游发展战略之一。太平湖景区总面积 312.9 平方公里, 水域面积 88.6 平方公里, 为杭州西湖的 17 倍, 是国家 4A 级景区, 首批国家水利风景区, 被誉为“黄山情侣”、“东方日内瓦湖”, 是安徽省实施“两山一湖” (黄山、九华山、太平湖) 旅游发展战略的重要内容。白鹭洲、天下太平城、龙窑寨、黄金岛、陵阳山、太平湾、平湖三峡构成了太平湖湖光山色的美景。

图 7: 太平湖景区景色



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 8: 太平湖景区游船



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

每年亏损 1000 万左右, 影响有限, 有望在溢出效应及业态升级下减亏。太平湖文旅自 18 年并表以来一直处于亏损状态, 每年亏损金额在 1000 万元左右, 考虑到 59.96% 的股权比例, 对合并报表影响有限。公司着力推进太平湖景区业态升级, 太平湖漫心府酒店等项目投入使用, 并不断完善体验性、参与性水上娱乐产品, 开展各类体验活动。且《太平湖风景区

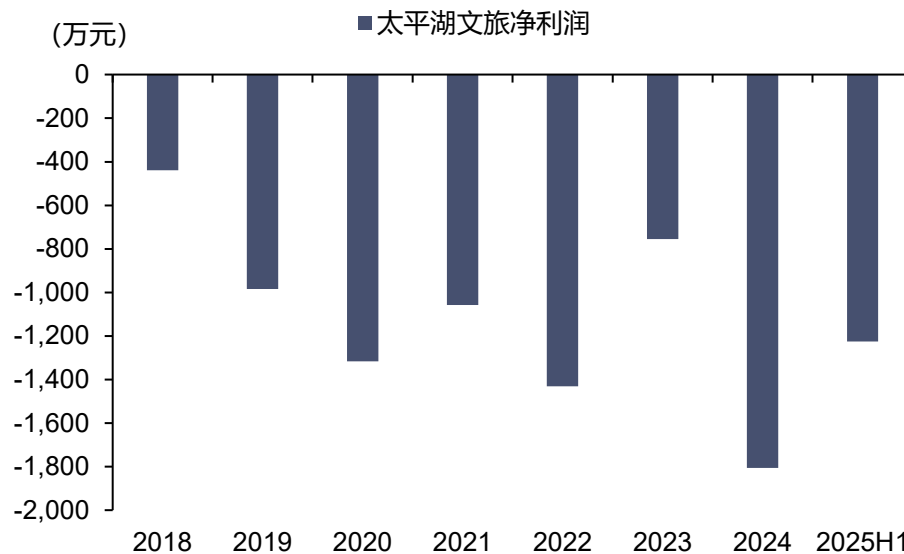
“十四五”发展规划的通知》提出“通过联合开发旅游产品、文旅活动共办、旅游线路共推、捆绑营销、媒体互动推广等形式，全方位扩大黄山区全域旅游品牌知名度和影响力”，太平湖有望受益于黄山的溢出效应，26年春节假期接待游客人数同增120%。

表 2: 太平湖门票及各类水上活动价格

项目	价格(元)
门票+游船	133
单人班船票(2小时左右)	70
10人座快艇票(1小时左右)	900
水上飞人(3-5分钟)	280
喷射艇(15-20分钟)	180
米兰艇(25分钟)	170
双人水上三轮车(30分钟)	90
碰碰船(20分钟)	180
四人脚踏船(30分钟)	90
电动船游湖(20分钟)	180

资料来源: 太平湖文旅服务号, 信达证券研发中心

图 9: 太平湖文旅净利润



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.1.4 花山谜窟景区: 打造沉浸式主题乐园

花山世界·花山谜窟园区 21 年开始对外营业。公司与屯溪花山旅游于 2000 年共同投资设立花山谜窟公司, 开发运营花山谜窟景区, 公司持股 75%。19 年公司公开摘牌受让屯溪花山旅游持有的 25% 股权, 花山谜窟公司成为全资子公司。花山谜窟景区 2000 年对外营业, 投入不足, 18 年之前只开发了 36 处石窟中的 5 处, 游览面积较小, 产品丰富度不足。18 年公司公告拟投资 3.8 亿元建设花山谜窟景区提升工程; 20 年公司公告将投资金额调整为 3.5 亿元、并另投资 1.7 亿元建设花海艺境。21 年花山谜窟景区提升工程完工, 花山世界·花

山谜窟园区对外营业，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。23 年公司公告花海艺境延缓完工，计划对部分建设内容作调整和优化。

花山世界主题园区内的花山谜窟园区，总面积约 1106 亩，由花山广场、临江谜径、谜窟山谷、神画山湖四大主题片区构成。园区内古代人工石窟群具有丰富独特的历史研究及观赏价值，距今长达约 1700 年历史。现有花山谜柱、探秘现场、幻光石窟、悬湖飞瀑、山湖谜踪、天空栈道等必游打卡点。

图 10：花山世界·花山谜窟园区四大主题片区



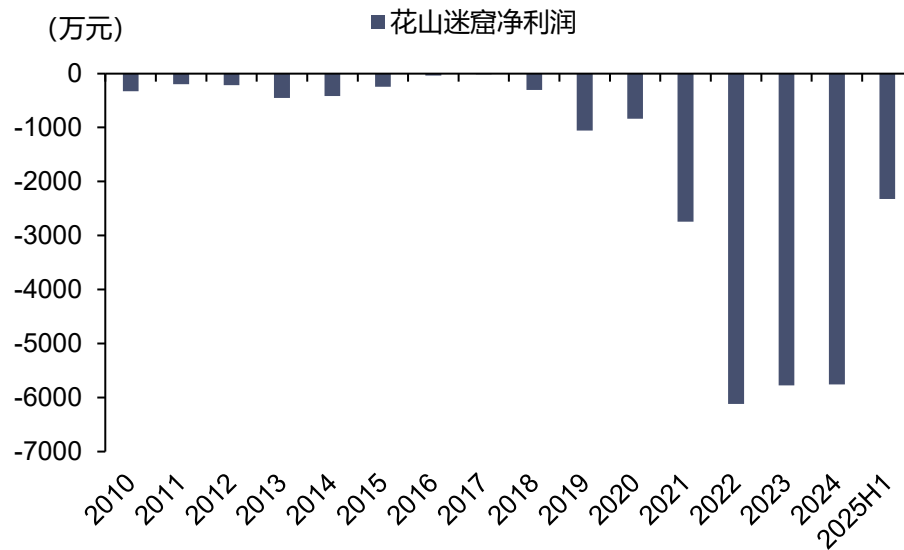
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

表 3：花山谜窟门票及各类活动价格

项目	价格（元）
花山谜窟门票	78
花山谜窟日游套票（迷窟+探秘现场+游船套票+电瓶车）	138
神画山湖船票	30
神画山湖+水上石窟游船套票	40
探秘现场演绎票	50

资料来源：公司官方小程序，信达证券研发中心

综合提升项目转固后每年亏损 5000 万元+。花山谜窟景区于 21 年 9 月末投运后，在建工程转固，折旧摊销大幅增加，22~24 年每年亏损超过 5000 万元。花山谜窟公司是公司全资子公司，若未来可以减亏乃至盈亏平衡，将为上市公司贡献可观业绩增量。

图 11: 花山迷窟公司净利润


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.2 索道及缆车业务

2.2.1 存量项目: 转化率高, 盈利能力强

公司拥有黄山云谷索道、玉屏索道、太平索道和西海观光缆车。公司在上市之初即运营云谷索道和玉屏索道（1996年12月收购玉屏索道80%股权），并陆续于2001年变更募集资金投向收购太平索道70%股权、于2010年投资新建西海观光缆车。公司持续投入索道及缆车的改造优化，云谷/玉屏索道分别于2006年11月/2014年4月开工改造，并于2007年10月/2015年6月投入运营。26年1月公司公告拟对太平索道电气系统进行更新提升，预计投资金额1.3亿元。项目建设周期为6个月。

表 4: 索道及缆车具体情况

索道及缆车	股权比例	投运时间	改造投运时间	全程长度(米)	索道高差(米)	运行速度(米/秒)	每车载客(人)	单向运量(人/小时)	靠近大门
云谷索道	100%	1986年6月	2007年10月	2666	775	6	8	2000	南大门
玉屏索道	80%	1996年9月	2015年6月	2600	871	6	8	2400	南大门
太平索道	70%	1997年11月	/	3709	1014	10	100+1	600	北大门
西海观光缆车	100%	2013年7月	/	892	497	8	60+1	800	西大门

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

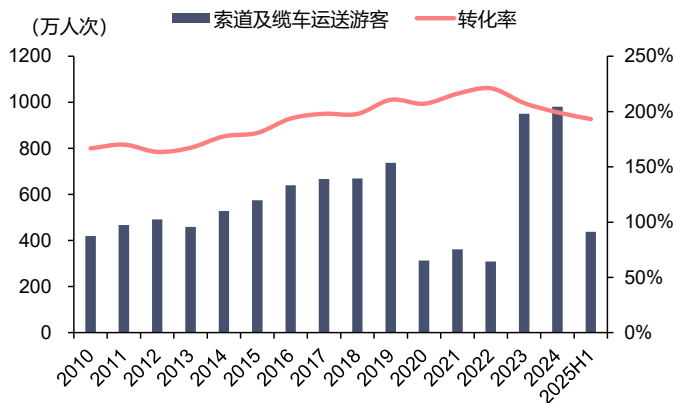
表 5：索道及缆车票价

(元/张)	平旺季	冬游
云谷索道	80	65
玉屏索道	90	75
太平索道	80	65
西海观光缆车	100	80

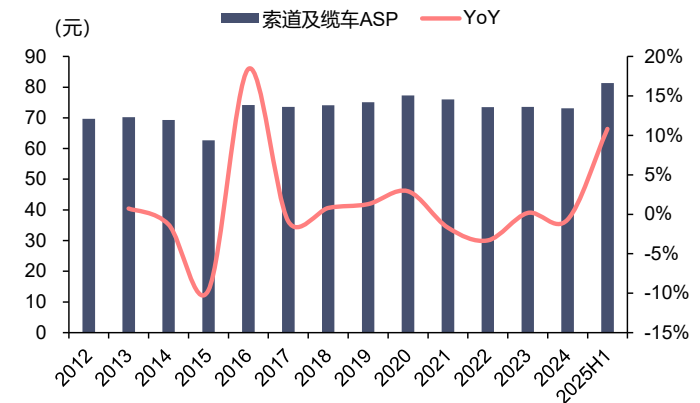
资料来源：黄山风景区管委会，信达证券研发中心

注：冬游为 2025 年 12 月 20 日~2026 年 1 月 20 日，平旺季 2026 年 1 月 21 日~12 月 19 日。

索道缆车转化率维持高位，25 年 ASP 提升。 索道缆车转化率（运送游客人次/进山游客人数）在 200%左右，意味着绝大部分游客是乘坐索道上下山（一上一下算 2 人次，西海观光缆车为景区内交通，因此乘坐人数相对少）。从 ASP 来看，索道缆车 ASP 较稳定，22~24 年在 73~74 元，25H1 同增 11%至 81 元。

图 12：索道及缆车运送游客人次及转化率


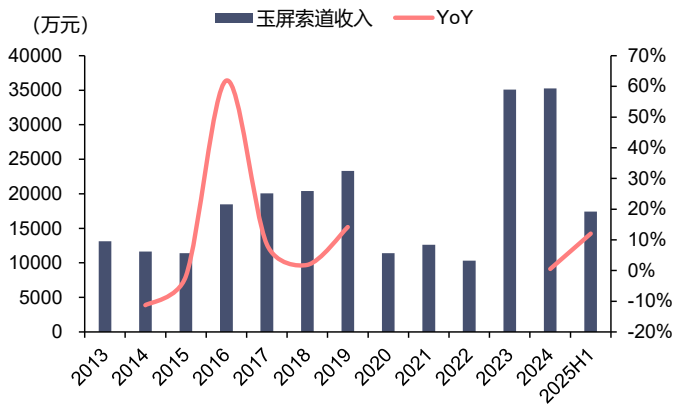
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13：索道及缆车 ASP 及同比增速


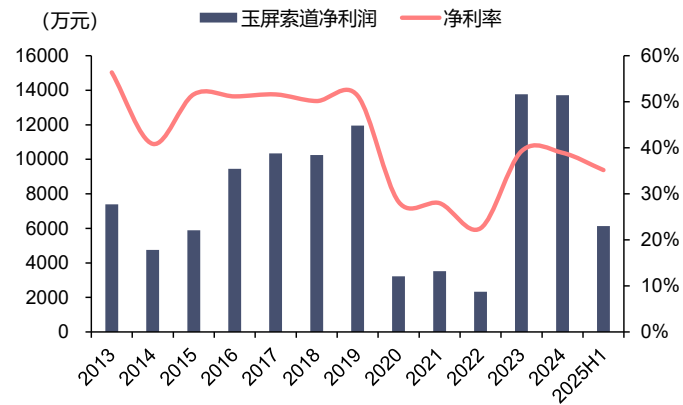
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：玉屏索道 14 年 10 月 8 日起因改造停运，15 年 6 月 16 日改造完成正式营业。

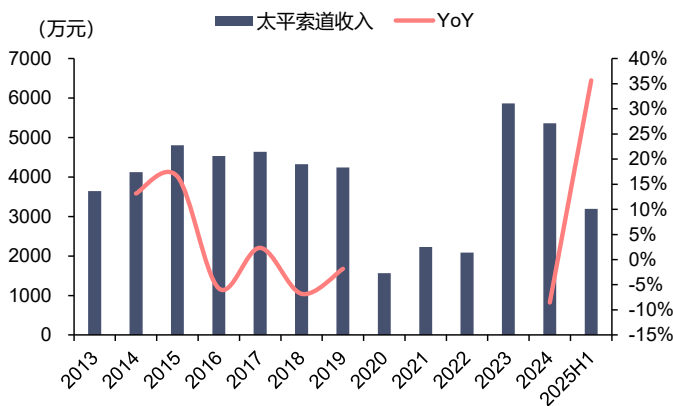
索道盈利能力强。 25H1 索道缆车的毛利率在 70%+，玉屏/太平索道的净利率 30%+/20%+，之前年份的利润率更高。25 年 1 月 1 日起，索道和缆车按照营业收入的 15%征收资源有偿使用费（计入营业成本），而之前玉屏、云谷、太平三条索道是按照 10 元/票缴纳资源有偿使用费（不计入营业收入和营业成本），这个变化导致毛利率和净利率下滑。

图 14: 玉屏索道收入及同比增速


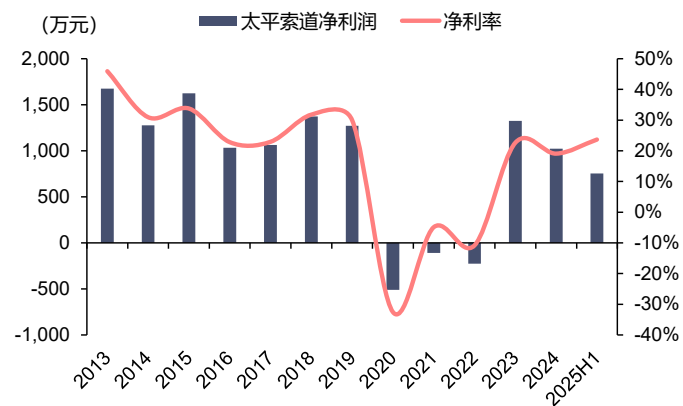
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15: 玉屏索道净利润及净利率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16: 太平索道收入及同比增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17: 太平索道净利润及净利率


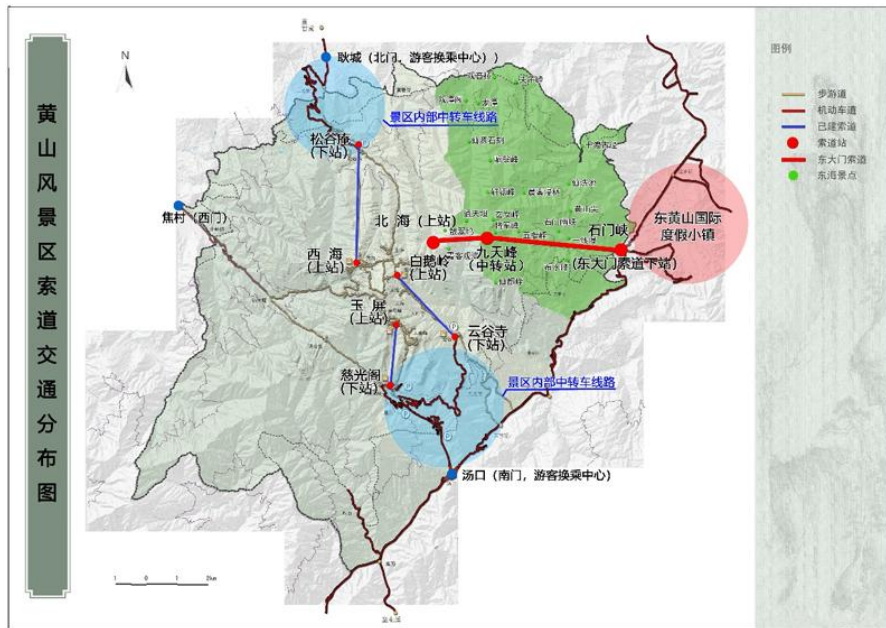
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2.2 受托管理东海索道，未来有望注入

受托管理集团公司的东海索道。26年3月，公司公告拟与黄山旅游集团全资子公司东海开发公司签署《托管服务合同》，由东海开发公司成立东海索道分公司，作为运营主体，公司受托管理东海索道分公司，全面负责营业前筹备及日常经营管理工作。运营期暂定1年。待该索道项目满足注入上市公司条件后，拟以合法合规的方式注入公司。目前东海索道项目建设已接近收尾。

东海索道是东大门进山的核心交通。黄山东海索道位于黄山风景区东海景区和黄山市黄山区谭家桥镇，索道下起谭家桥镇白亭、中至东海景区九天峰、上至十八罗汉峰，是游客通过黄山风景区东大门进山的核心交通设施。线路总长6638米，最大高差1,197米，设3个站房设计运输能力为单向2100人/小时。目前该项目建设已进入收尾阶段，预计26年7月正式投入运营。

投运后有望显著提升上山运力。云谷、玉屏、太平三条进山索道目前的设计单向运力共计5000人/小时，东海索道的合计单向运力为2100人/小时，投入运营后有望将运力扩容42%，减少游客等待时间，优化旅游体验。东海索道票价尚未最终核定，在装入上市公司前公司将收取管理费，未来注入上市公司后有望增厚索道业绩。

图 18: 东海索道/东大门索道位置图


资料来源：北京城建集团官网，信达证券研发中心

2.3 酒店：北海宾馆爬坡有望增厚业绩

北海宾馆历史上年净利润超过 2000 万。公司拥有黄山景区内 8 家酒店及景区外 4 家酒店，我们估计由于景区外酒店充分市场化竞争，景区内酒店运营情况远优于景区外酒店。北海宾馆于 19 年底停业改造，25 年 9 月改造后投入运营，18 年实现收入 6836 万元、净利润 2335 万元，历史上的盈利能力好于西海饭店，西海饭店 18/19 年收入 5169/6702 万元、净利润 724/1733 万元，因此我们预计北海饭店爬坡后将带来可观的收入和利润增量。

表 6: 公司旗下酒店的具体情况

景区内/外	酒店位置	酒店位置优势	住宿类型	房间数
景区内	北海宾馆	北海景区	酒店	219
	狮林大酒店	北海景区	酒店	152
	西海饭店	西海景区	酒店	314
	白云宾馆	天海景区	酒店	220
	玉屏楼宾馆	玉屏景区	酒店	65
	雲野排云型旅酒店	西海景区	酒店	191
	雲人·曙光里	北海景区	民宿	13
	雲人·狮林崖舍	北海景区	民宿	9
景区外	云颐汤泉酒店	近黄山南大门逍遥溪换乘中心	酒店	70
	轩辕国际大酒店	近 G3 京台高速公路黄山区出口	酒店	267
	黄山昱城皇冠假日酒店	近黄山站	酒店	481
	黄山国际大酒店	近黄山机场、黄山站	酒店	356

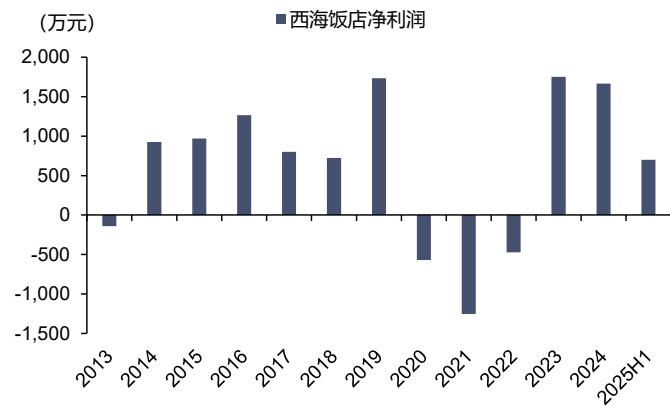
资料来源：公司官网，黄山市人民政府，携程，信达证券研发中心

注：雲人·狮林崖舍、轩辕国际大酒店房间数来自携程，其他酒店房间数来自公司官网或黄山市人民政府。

图 19: 西海饭店收入及同比增速


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：23、24 年西海饭店收入未披露。

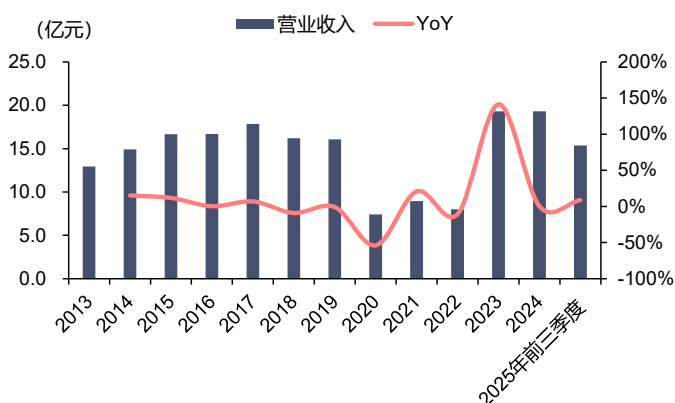
图 20: 西海饭店净利润


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

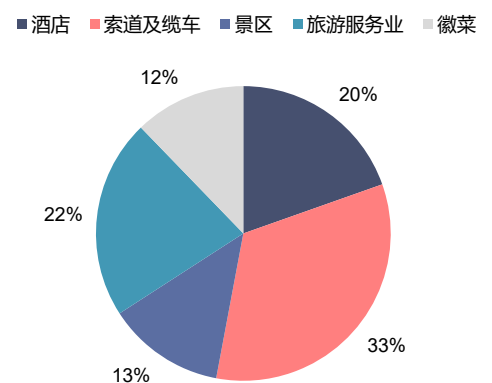
未来景区内酒店收入增量可期。26 年 3 月，公司公告拟投资建设黄山温泉（桃花溪段）综合整治项目，项目改造完成后预计拥有客房近 300 间；26 年 2 月，公司公告拟投资建设黄山滨江东路 12 号酒店项目，客房配置约 490 间。

三、财务分析：疫情后收入稳增长，利润压力有望扭转

疫情后收入较稳定，索道缆车为主要收入来源。13~17 年收入稳定增长，18~19 年受下调旺季门票价格影响，收入略有下滑，20~22 年收入受疫情影响显著，23 年疫情放开后收入创新高，较 19 年增长 20%，24~25 年前三季度收入较稳定。从收入结构上看，25H1 酒店/索道缆车/景区/旅游服务/徽菜收入占比为 20%/33%/13%/22%/12%，索道缆车为主要收入来源。

图 21: 公司营业收入及同比增速


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 22: 25H1 收入结构（按按未合并抵消的口径）


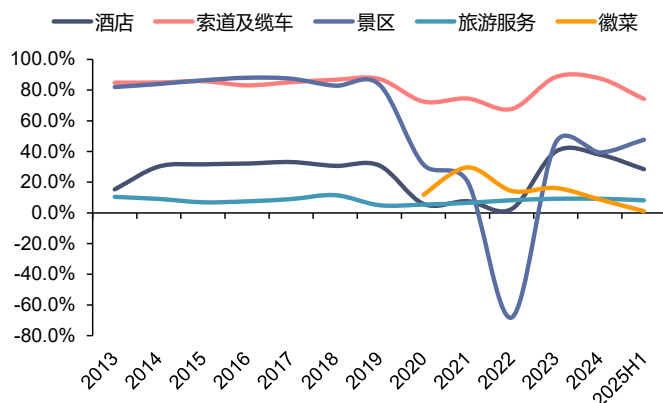
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

索道缆车毛利率较高，25 年毛利率受资源有偿使用费政策变化影响。从 25 年 1 月 1 日起，索道和缆车按照营业收入的 15%、山上酒店按照营业收入的 4%征收资源有偿使用费（计入

营业成本), 而在这之前, 玉屏、云谷、太平索道按照 10 元/票缴纳资源有偿使用费 (不计入营业收入和营业成本), 西海观光缆车及黄山风景区酒店不缴纳, 因此 25H1 酒店/索道缆车毛利率同减 3.4pct/14.3pct 至 28.4%/74.2%。景区毛利率受进山游客人数及 ASP 共同影响, 25 年有效购票人数增加、ASP 增加 (即免票政策减少) 带动景区毛利率同增 19.1pct 至 47.7%。

图 23: 公司综合毛利率

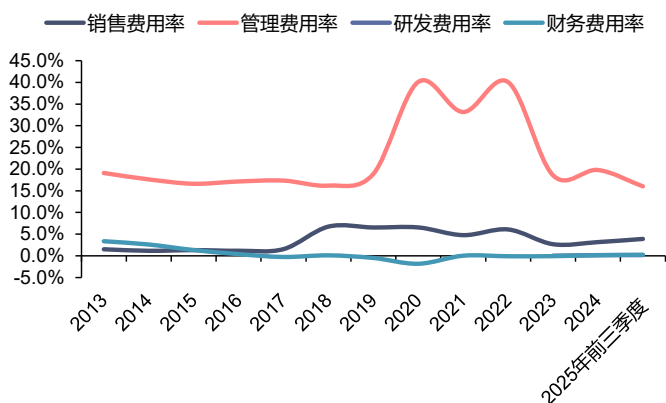

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 24: 公司分业务毛利率


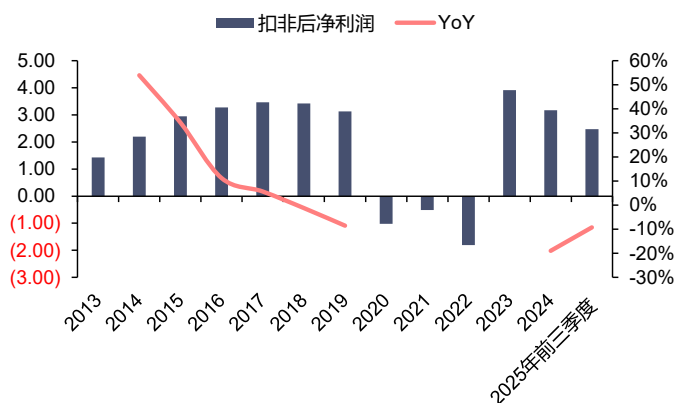
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 从 2020 年开始太平湖和花山谜窟从旅游服务业务剥离, 计入景区收入

业绩下滑有望得到扭转。 24 年和 25 年前三季度, 公司扣非后净利润呈下滑趋势, 24 年主要是免票政策价较多致门票 ASP 下降、6 月下旬持续强降雨影响进山人数所致; 25 年前三季度主要是黄山风景区资源有偿使用费政策变化所致。随着北海宾馆爬坡、黄山东大门开放以及春秋假对进山游客人数带动, 业绩下滑的情况有望得到扭转。

图 25: 公司期间费用率


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 26: 公司扣非后净利润及同比增速


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

四、行业分析: 有望充分受益于服务消费政策及春秋假普及

4.1 服务消费政策频现, 景区有望受益于春秋假

政策持续加码, 为服务消费需求释放注入强劲动力。23 年以来, 我国发布了一系列促进服务消费和文旅消费的文件, 鼓励丰富旅游产品和服务供给, 激发消费需求, 扩大消费场景。

并通过增加假期时间、鼓励探索春秋假等方式，促进较长假期的形成及错峰出行，带动旅游意愿的提升和旅游消费的增长。政策红利不断释放，有望持续激发旅游市场活力，助力文旅产业高质量发展。

表 7：促进服务消费和文旅消费相关政策内容

时间	文件	主要相关内容
2023 年 7 月	《关于恢复和扩大消费的措施》	丰富文旅消费：全面落实带薪休假制度，鼓励错峰休假、弹性作息，促进假日消费；推动夜间文旅消费规范创新发展，引导博物馆、文化馆、游乐园等延长开放时间；打造沉浸式演艺新空间，建设新型文旅消费集聚区
2023 年 9 月	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	加大优质旅游产品和服务供给，激发旅游消费需求，加强入境旅游工作等
2023 年 11 月	《国内旅游提升计划（2023-2025 年）》	加强国内旅游宣传推广，丰富优质旅游供给，改善旅游消费体验等
2024 年 8 月	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	推进商旅文体健融合发展，提升项目体验性、互动性，推出多种类型特色旅游产品，鼓励邮轮游艇、房车露营、低空飞行等新业态发展，支持“音乐+旅游”、“演出+旅游”、“赛事+旅游”等融合业态发展
2024 年 8 月	《关于推进旅游公共服务高质量发展的指导意见》	完善旅游公共交通服务，促进公共文化服务和旅游公共服务融合发展等
2025 年 1 月	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	满足不同年龄群体消费需求，扩大特色优质产品供给，培育消费场景等
2025 年 2 月	《优化消费环境三年行动方案（2025-2027 年）》	提升公用事业、文化和旅游、康复、养老等领域服务品质，大力发展一大批放心消费商店、网店、直播间、餐饮店等单元及放心消费市场、商圈、景区等集聚区
2025 年 3 月	《提振消费专项行动方案》	扩大文体旅游消费，推动冰雪消费，发展入境消费，有序发展低空旅游等低空消费，不断丰富邮轮航线和旅游产品；鼓励有条件的地方结合实际探索设置中小学春秋假
2025 年 4 月	《促进健康消费专项行动方案》	大力发展体育旅游产业；增强银发市场服务能力，推动景区设施设备适老化改造，开通老年旅游专线，丰富银发旅游产品供给
2025 年 4 月	《关于组织开展 2025 年全国文化和旅游消费促进活动》	围绕法定假期、传统节日、旅游旺季等时间节点，组织各地贯穿全年举办文化和旅游消费促进活动，从供需两端发力，丰富优质文化和旅游产品供给，创新多元化消费场景
2025 年 9 月	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	有序扩大单方面免签国家范围，优化完善区域性入境免签政策，持续优化外国人来华签证政策和通讯、住宿、支付等便利化措施；探索设置中小学春秋假，相应缩短寒暑假时间，增加旅游出行等服务消费时间
2025 年 11 月	《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》	有序扩大低空旅游、航空运动、私人飞行、消费级无人机等低空消费供给
2026 年 1 月	《加快培育服务消费新增长点工作方案》	支持有条件的地方开展邮轮消费创新，开发沉浸式、多元化邮轮消费产品；促进夜游船持续健康发展，促进游艇消费高质量发展；加强入境政策和入境旅游海外宣传，加快入境签证全流程在线办理全球覆盖，提升境外人员出入境和入境居住便利度
2026 年 3 月	《2026 年政府工作报告》	支持有条件的地方推广中小学春秋假，落实职工带薪错峰休假制度；优化入境消费环境，打造“购在中国”品牌

资料来源：中国政府网，文化和旅游部，信达证券研发中心

春秋假利好周边游和景区。从各地实践来看，春假多与清明、五一假期前后衔接，秋假一般

在 11 月、与周末相连组成小长假。春秋假对周边景区有显著的带动效应，25 年杭州春假（4 月 27~30 日）期间，黄山市多个景区对 18 周岁以下的杭州市民免门票，黄山风景区接待的杭州游客数量同增 92%，平均每名杭州免票青少年带动 1.63 个成年人购票入园；宏村/西递景区的杭州游客人数同增 168.7%/169.3%。25 年四川秋假期间，四川省内门票总体预订量同增 3.4 倍。黄山景区已经进入长三角主要城市的“2 小时高铁圈”，随着 26 年春假在苏浙皖全面铺开，黄山有望充分受益。

表 8：2025 年部分省市秋假放假情况

省份	城市/区县	25 年秋假时间	连休情况	实施学段
浙江	杭州市（10 区）	9 月 28-30 日	与中秋国庆连休 11 天	义务教育
	杭州市（桐庐县、淳安县、建德市）	11 月 10-12 日	与周末连休	义务教育
	宁波市、湖州市、嘉兴市、金华市（兰溪市）	11 月 12-14 日	与周末连休	义务教育
	金华市（市区、东阳市、义乌市、永康市、浦江县、武义县、磐安县）	11 月 21 日+11 月 24-25 日	与周末连休	义务教育
	衢州市、舟山市	11 月 19-21 日	与周末连休	义务教育
	丽水市	11 月（各县自定）	可与周末连放	义务教育，不含初三
	台州市	10-11 月	可与节假日、周末相连	义务教育
四川	成都市、绵阳市、德阳市、达州市、广安市、巴中市、南充市、遂宁市	11 月 12-14 日	与周末连休	幼儿园&义务教育，鼓励高中试行
	泸州市	11 月 12-14 日	与周末连休	义务教育 1-8 年级&普高高一、高二，中职参照
	宜宾市	11 月 12-14 日	与周末连休	中小学&幼儿园（不含初、高中毕业年级）
	自贡市	11 月 12-14 日	与周末连休	义务教育 1-8 年级，不含幼儿园、初三、普高、中职
湖南	资阳市、攀枝花市、内江市、乐山市、雅安市、眉山市	11 月 19-21 日	与周末连休	义务教育及以下，鼓励高中、中职参照执行
	衡阳市（南岳区）	11 月 26-28 日	与周末连休共 5 天	中小学
	重庆市荣昌区	11 月 13-14 日	与周末连休共 4 天	义务教育&幼儿园
陕西	汉中市	11 月 17-19 日	与周末连休共 5 天	义务教育&幼儿园
广东	佛山市	11 月 12-14 日	与周末连休共 5 天	义务教育
湖北	恩施州（咸丰县）	10 月 27-31 日	与前后周末连休 9 天	义务教育（幼儿园、普高及中职可参照执行）
	恩施州（鹤峰县、利川市）	11 月 3-7 日	与前后周末连休 9 天	义务教育（幼儿园、普高及中职可参照执行）

资料来源：杭州本地宝，杭州工会公众号，四川发布公众号，湖南日报公众号，重庆市人民政府，华商报公众号，广东省人民政府，央视网，信达证券研发中心

表 9：2026 年部分省市春假放假情况

省份	城市/区县	26 年春假时间	连休情况	实施学段
浙江	杭州市（10 区）、宁波市、嘉兴市、衢州市、台州市	4 月 28-30 日	与五一连休 8 天	义务教育 1-8 年级
	杭州市（桐庐县）、温州市、湖州市、丽水市	4 月 29-30 日+5 月 6 日	与五一连休 8 天	义务教育 1-8 年级
	杭州市（淳安县、建德市）、金华市	4 月 2-3 日+4 月 7 日	与清明连休 6 天	义务教育 1-8 年级
	绍兴市	4 月 1-3 日	与清明连休 6 天	义务教育 1-8 年级
	舟山市	5 月 6-8 日	与五一连休 8 天	义务教育 1-8 年级
江苏	南京市、苏州市、扬州市、常州市、盐城市、连云港市、宿迁市、徐州市、淮安市	4 月 1-3 日	与清明连休 6 天	义务教育 1-9 年级
安徽	合肥市、芜湖市、阜阳市、亳州市、黄山市、淮北市、宣城市、池州市、宿州市、铜陵市、安庆市、淮南市、滁州市	4 月 1-3 日	与清明连休 6 天	义务教育 1-8 年级
四川	成都市（8 区）、眉山市、乐山市	4 月 1-3 日	与清明连休 6 天	义务教育 1-8 年级
	雅安市	4 月 15-17 日	与周末连休 5 天	幼儿园、义务教育阶段学校、普通高中及中职学校高一、高二年级
湖北	恩施州（宣恩县、利川市）	4 月 1-3 日	与清明连休 6 天	义务教育
广东	佛山市	4 月 2-3 日	与清明连休 5 天	义务教育
重庆	全市	4-5 月 2-3 天（各区县统筹）	可与法定节假日、周末等衔接	小学、初中错峰安排，鼓励高中试行
新疆	伊犁州	4 月 7-8 日	与清明连休 5 天	义务教育

资料来源：DAST 交通数据速递公众号，安徽文旅公众号，雅安市人民政府，宣恩发布公众号，文明利川公众号，重庆市教育委员会，新疆广播电视台公众号，佛山市人民政府，信达证券研发中心

4.2 国内游量增为主，入境游增长靓丽

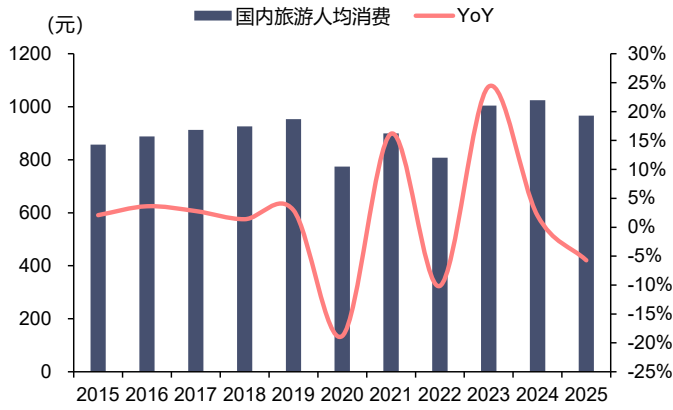
国内旅游全面修复，从价增为主导过渡到量增为主导。25 年，国内旅游已全面超越 19 年同期水平，国内旅游人次/旅游收入/人均消费恢复至 19 年同期的 109%/110%/101%，修复主要由量增驱动。与 24 年的差异在于，24 年内国内旅游人次/旅游收入/人均消费恢复至 19 年同期的 93%/101%/108%，修复主要由价增驱动。

图 27：国内旅游人次及同比增速

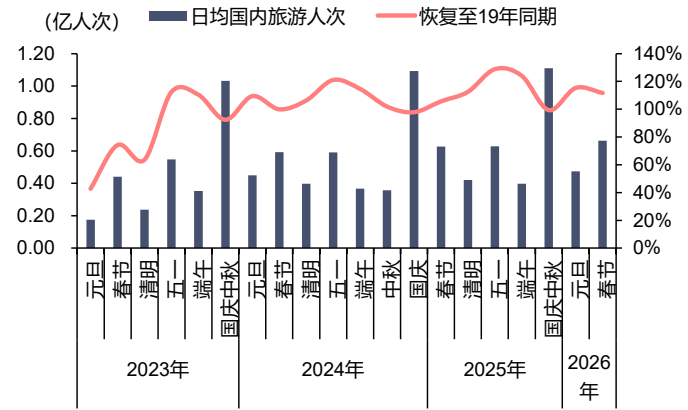

资料来源：iFinD，国家统计局，信达证券研发中心

图 28：国内旅游收入及同比增速

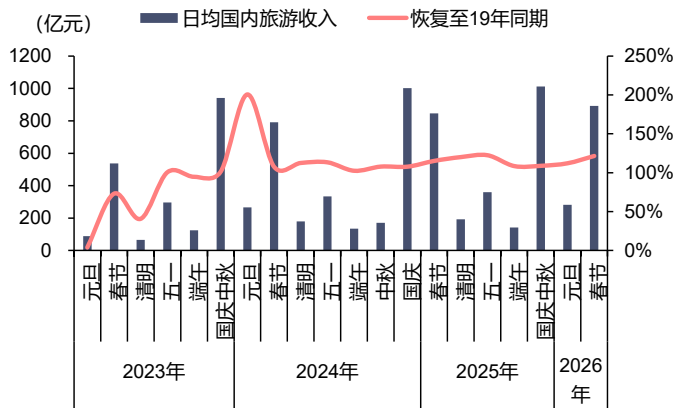

资料来源：iFinD，国家统计局，信达证券研发中心

图 29: 国内旅游人均消费及同比增速


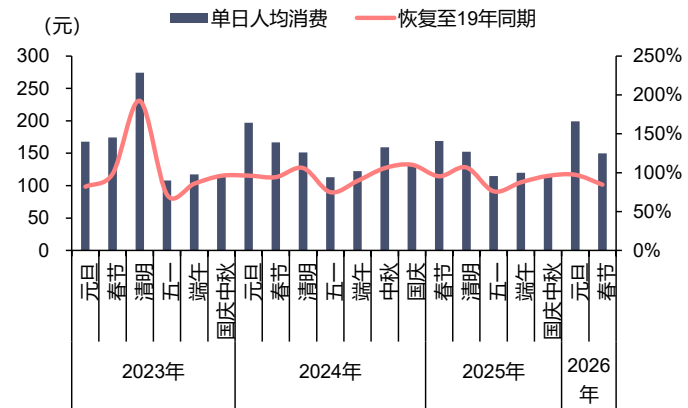
资料来源: iFinD, 国家统计局, 信达证券研发中心

图 30: 我国主要节假日日均国内旅游人次及恢复度


资料来源: 文化和旅游部, 央视新闻, 中国政府网, 中国旅游研究院(文化和旅游部数据中心), 文旅之声公众号, 信达证券研发中心

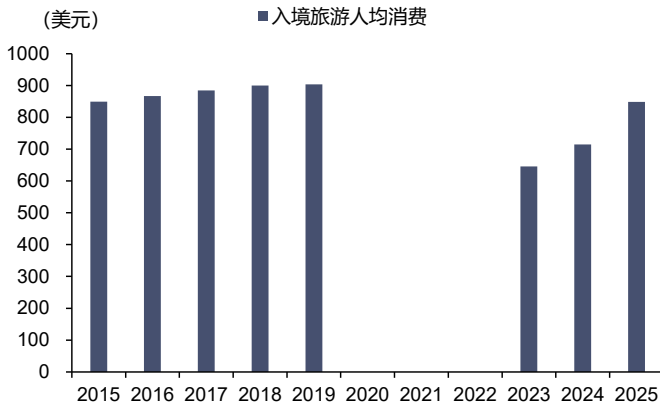
图 31: 我国主要节假日日均国内旅游收入及恢复度


资料来源: 文化和旅游部, 央视新闻, 中国政府网, 中国旅游研究院(文化和旅游部数据中心), 文旅之声公众号, 信达证券研发中心

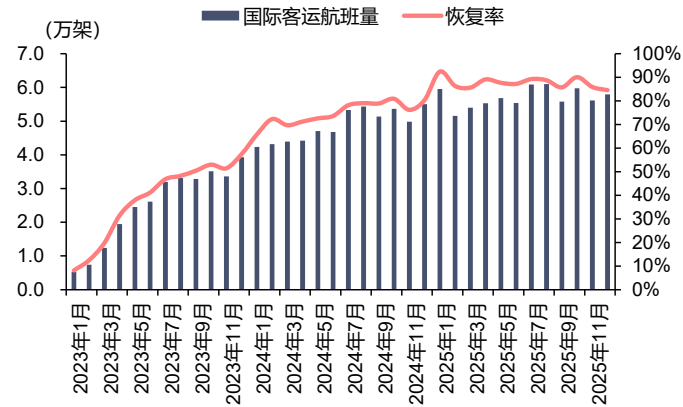
图 32: 我国主要节假日单日人均消费及恢复度


资料来源: 文化和旅游部, 央视新闻, 中国政府网, 中国旅游研究院(文化和旅游部数据中心), 文旅之声公众号, 信达证券研发中心

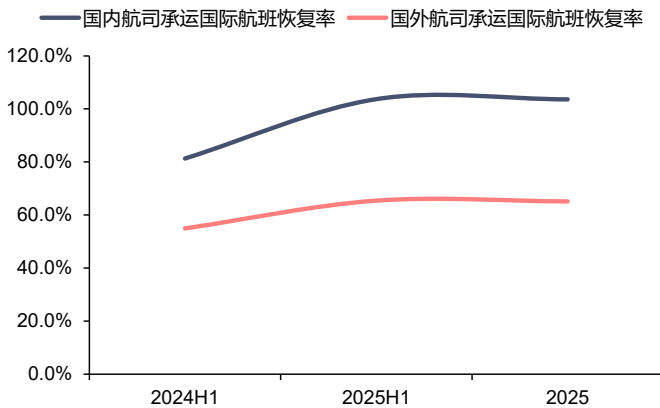
免签政策不断优化, 促进入境游繁荣发展。随着我国免签范围的扩大、免签停留期限延长等多重政策和通关便利的效应释放, 外国游客来华旅游更加便利, 入境游有望充分受益。截至 25 年 11 月 10 日, 单方面免签国家达 48 个。截至 25 年 10 月 23 日, 与 158 个国家缔结互免签证协定, 其中 29 个国家为支持普通护照的全面互免。截至 25 年 6 月 27 日, 对 55 国实施 240 小时过境免签政策, 适用于 24 个省份 65 个开放口岸。根据国家移民管理局, 25 年免签入境外国人 3008 万人次、同增 49.5%, 占入境外国人的 73.1%。

图 36: 入境旅游人均消费


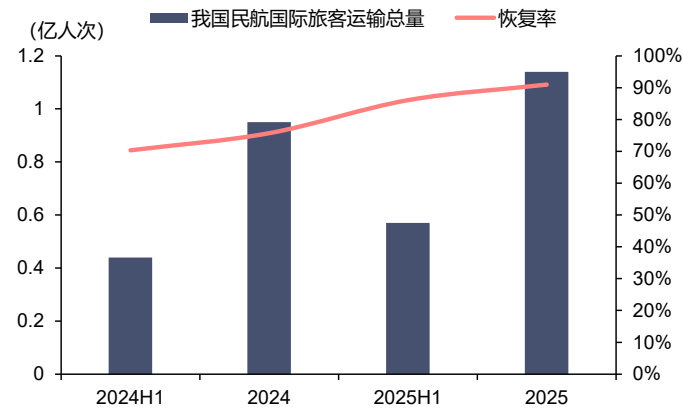
资料来源: iFinD, 国家统计局, 信达证券研发中心

图 37: 国际客运航班量及较 19 年同期恢复率


资料来源: 航班管家, 信达证券研发中心

图 38: 国内航司、国外航司国际航班较 19 年同期恢复率


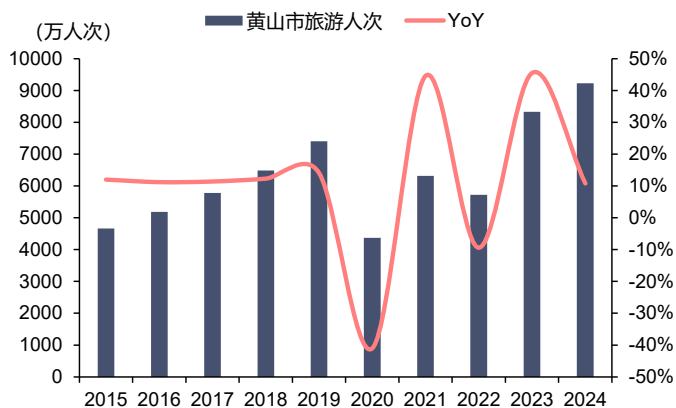
资料来源: 航班管家数据服务公众号, 信达证券研发中心

图 39: 我国民航国际旅客运输总量及较 19 年同期恢复率


资料来源: 航班管家数据服务公众号, 信达证券研发中心

4.3 黄山市旅游增长强劲, 交通持续优化打造“1~2 小时旅游圈”

黄山市旅游增长强劲。黄山市旅游资源非常丰富, 截至 25 年 9 月, 拥有黄山、西递、宏村等共 8 处 5A 级景区和花山谜窟、太平湖、齐云山等 20 处 4A 级景区。23 年以来旅游人数和旅游收入双位数增长, 根据黄山市人民政府, 预计 25 年旅游人数/旅游收入同增 10%/12%。

图 40: 黄山市旅游人次及同比增速


资料来源: 黄山市人民政府, 信达证券研发中心

图 41: 黄山市旅游总收入及同比增速


资料来源: 黄山市人民政府, 信达证券研发中心

交通优化有望激活黄山全域旅游动能。到黄山风景区旅游的客源来看, 华东占比约 60%, 中南市场约 18%, 华北占比约 9%。2015 年以来, 随着合福、杭黄、昌景黄、池黄、宣绩高铁的启用, 合肥、杭州、南京、南昌等苏浙皖赣的重点城市均实现 2 小时内通达, 至黄山旅游的便捷性不断提升。金建高铁全线贯通后 (目前只开通兰建段), 金华-黄山预计只需 1 小时左右。

表 10: 高铁网络不断优化, 缩短重点城市至黄山通行时间

高铁线路	开通时间	开通效用
合福高铁	2015 年 6 月 28 日	黄山开通高铁, 黄山北站正式启用, 合肥-黄山从 7h+ 缩短至 1.5h
杭黄高铁	2018 年 12 月 25 日	杭州-黄山 3h 缩短至 1.5h, 上海-黄山约 2.5h、南京-黄山约 3.5h
昌景黄高铁	2023 年 12 月 27 日	祁门南站、黟县东站启用, 南昌-黄山从 2h 缩短至 1h
池黄高铁	2024 年 4 月 26 日	黄山西站启用, 将九华山、黄山、太平湖等核心景区紧密串联, 南京-黄山缩短至 2h3min, 九华山-黄山只需 1h46min
宣绩高铁	2024 年 10 月 11 日	南京-黄山无需绕行合肥/杭州, 时间缩短至最快 1h53min, 首次实现 2h 内通达
金建高铁	2026 年 2 月 14 日兰建段已开通, 金华-兰溪东段尚未开通	全线贯通后金华-黄山经金建城际、杭黄铁路可直线抵达黄山, 估计只需 1h 左右
黄山直达香港的高铁线路	2025 年 1 月 5 日	香港西九龙站-黄山北站仅需 5h33min, 实现黄山与粤港澳大湾区的快速联通

资料来源: 黄山市人民政府, 国铁集团官网, 黄山日报, 江苏省交通运输厅, 信达证券研发中心

五、盈利预测与投资建议

收入: 25 年前三季度, 实现收入 15.4 亿元、同增 8.8%。黄山景区量价齐升, 进山游客人数同增 3.4%, 进山游客 ASP 同增 12%。门票 ASP 和门票缆车 ASP 在 25H1 均有显著提升。我们预计 25/26/27 年收入为 21.4/23.6/25.5 亿元、同增 10.6%/10.5%/7.8%。

收入拆分假设依据: 景区业务, 25 年前三季度进山游客人数同增 3.4%, 26 年 7 月黄山东大门及东海景区开放有望带动进山人数增长, 因此假设 25/26/27 年进山游客同增 3%/12%/8%; 门票 ASP 在 25H1 恢复至 61 元, 因此假设 25/26/27 年门票 ASP 为 59/59/60

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 25

元。索道及缆车业务，24/25H1 索道缆车转化率为 199%/193%，因此假设 25/26/27 年转化率为 195%/198%/200%；索道缆车 ASP 在 25H1 达到 81 元，因此假设 25/26/27 年索道缆车 ASP 为 80/80/81 元。酒店业务，25H1 酒店收入同增 8.8%，且假设 26/27 年酒店收入增速略慢于进山人数增速，因此 25/26/27 年酒店收入同增 8%/10%/6%。旅游服务业务，25H1 旅游服务收入同增 17.4%，结合 26 年春节假期日均国内旅游收入同增 5%，我们假设 25/26/27 年旅游服务收入同增 10%/5%/5%。

表 11：收入预测拆分

(单位, 百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
酒店	460	456	492	541	574
YoY	106.8%	-0.9%	8.0%	10.0%	6.0%
索道及缆车	700	718	791	899	991
YoY	208.2%	2.6%	10.2%	13.7%	10.2%
景区	265	240	297	336	367
YoY	221.9%	-9.2%	23.6%	13.1%	9.1%
旅游服务	470	475	522	548	576
YoY	121.5%	1.0%	10.0%	5.0%	5.0%
徽菜	239	243	255	280	303
YoY	84.6%	1.4%	5.0%	10.0%	8.0%
内部抵消	(204)	(200)	(221)	(244)	(264)
总计	1929	1931	2136	2361	2546

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

毛利率：25 年前三季度，综合毛利率同减 4.8pct 至 48.6%，主要是资源有偿使用费政策变化影响索道缆车和酒店业务毛利率所致（从 25 年 1 月 1 日起，索道和缆车按照营业收入的 15%、山上酒店按照营业收入的 4% 征收资源有偿使用费）。而有效购票人数增加及 ASP 提升带来景区业务毛利率提升，部分中和了索道缆车和酒店业务毛利率的下滑。假设未来资源有偿使用费政策不发生进一步变化，我们预计 25/26/27 年毛利率为 46.3%/47.8%/48.7%。

净利润及 EPS：25 年前三季度，实现归母净利润 2.53 亿元、同减 11.0%，主要是毛利率下滑及实际所得税率提升所致。由于东海索道的票价和注入时间尚未确定，暂不考虑未来东海索道注入带来的潜在业绩增量，我们预计 25/26/27 年归母净利润为 2.9/3.6/4.1 亿元、同增-8.1%/22.9%/14.0%，EPS 为 0.40/0.49/0.56 元。

可比公司估值：选取峨眉山 A、三峡旅游、九华旅游、陕西旅游 4 家景区公司作为可比公司，25/26/27 年可比公司的平均 PE 估值为 33x/24x/20x。公司 25/26/27 年对应 PE 估值为 33x/27x/23x，与可比公司估值水平基本相当。

投资建议：公司依托稀缺核心景区资源，完善旅游全产业链布局。从短期来看，黄山东大门和东海索道的投运有望打开客流成长空间、并增厚索道业绩表现；北海宾馆投运后爬坡有望增厚酒店业绩表现。从中期来看，我国服务消费的崛起、春秋假在周边省份铺开以及入境游的高增有望带动量价齐升。虽然公司当前估值水平与可比公司水平基本相当，考虑到核心景区资源的稀缺性以及短期催化，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12: 可比公司估值

公司名称	股价(元/股)	EPS				PE			
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
峨眉山 A	12.57	0.45	0.47	0.57	0.64	28	27	22	20
三峡旅游	8.03	0.16	0.13	0.22	0.30	50	62	37	27
九华旅游	40.50	1.68	2.02	2.32	2.67	24	20	17	15
陕西旅游	129.86	6.62	5.34	6.55	7.28	20	24	20	18
平均						30	33	24	20
黄山旅游	13.05	0.43	0.40	0.49	0.56	30	33	27	23

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 可比公司 EPS 使用 Wind 一致预期, 股价为 2026 年 3 月 24 日收盘价。

六、风险提示

宏观经济波动对旅游行业的影响: 若宏观经济波动导致消费意愿和消费力下降, 或将影响居民对于旅游行业的支出, 进而对公司的量价产生负面影响, 进而影响公司业绩。

恶劣天气和自然灾害对旅游行业的影响: 若景区所在地遇到持续恶劣天气或自然灾害, 将对客流产生负面影响, 进而影响公司业绩。

新项目投运推迟及爬坡低预期的风险: 若新项目投运时间推迟或爬坡情况低预期, 或将影响当年的盈利预测。

存量项目运营改善低预期的风险: 若太平湖、花山谜窟、徽商故里减亏情况低预期, 或将影响当年的盈利预测。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	2,513	2,005	2,111	2,267	2,492	
货币资金	1,967	1,812	1,901	2,034	2,238	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	28	34	36	39	42	
预付账款	15	16	17	18	18	
存货	453	48	51	57	62	
其他	49	94	106	119	132	
非流动资产	3,141	3,727	3,860	3,987	4,077	
长期股权投资	167	185	185	185	185	
固定资产(合计)	1,506	1,432	1,501	1,504	1,491	
无形资产	159	159	205	239	260	
其他	1,309	1,952	1,969	2,059	2,141	
资产总计	5,654	5,732	5,971	6,254	6,569	
流动负债	637	517	539	559	578	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	213	216	223	230	232	
其他	424	302	316	329	345	
非流动负债	325	356	374	394	414	
长期借款	2	2	11	11	11	
其他	323	354	363	383	403	
负债合计	963	873	913	953	992	
少数股东权益	205	202	225	254	287	
归属母公司股东权益	4,486	4,657	4,833	5,047	5,290	
负债和股东权益	5,654	5,732	5,971	6,254	6,569	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,929	1,931	2,136	2,361	2,546	
同比(%)	141.2%	0.1%	10.6%	10.5%	7.8%	
归属母公司净利润	423	315	290	356	406	
同比(%)	424.3%	-25.5%	-8.1%	22.9%	14.0%	
毛利率(%)	54.0%	51.8%	46.3%	47.8%	48.7%	
ROE%	9.4%	6.8%	6.0%	7.1%	7.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.58	0.43	0.40	0.49	0.56	
P/E	23	30	33	27	23	
P/B	2	2	2	2	2	
EV/EBITDA	7	8	11	9	8	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,929	1,931	2,136	2,361	2,546	
营业成本	887	931	1,148	1,233	1,306	
营业税金及附加	17	27	29	32	34	
销售费用	52	61	93	101	106	
管理费用	358	382	391	420	446	
研发费用	1	3	4	5	5	
财务费用	-1	3	3	4	4	
减值损失合计	-5	-4	0	0	0	
投资净收益	5	-2	-11	-2	-3	
其他	34	-9	11	12	13	
营业利润	651	508	468	576	656	
营业外收支	-2	-1	-1	-1	-1	
利润总额	649	506	467	574	655	
所得税	193	166	154	190	216	
净利润	456	340	313	385	439	
少数股东损益	33	25	23	29	33	
归属母公司净利润	423	315	290	356	406	
EBITDA	873	802	693	827	934	
EPS(当年)(元)	0.58	0.43	0.40	0.49	0.56	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金	723	522	550	653	735	
净利润	456	340	313	385	439	
折旧摊销	245	265	222	249	275	
财务费用	-4	1	18	19	21	
投资损失	-5	2	11	2	3	
营运资金变动	6	-98	-3	-3	-3	
其它	25	12	-11	1	1	
投资活动现金流	-200	-249	-364	-379	-369	
资本支出	-214	-249	-311	-311	-301	
长期投资	-19	-32	-5	-5	-5	
其他	33	33	-49	-62	-63	
筹资活动现金流	-134	-433	-97	-142	-163	
吸收投资	6	2	0	0	0	
借款	-148	0	9	0	0	
支付利息或股息	-58	-192	-134	-162	-183	
现金流净增加额	389	-160	89	133	204	

研究团队简介

范欣悦，CFA，商社行业首席分析师，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名、2023 年获得新浪金麒麟医美行业菁英分析师第一名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 4 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。