

**600054.SH**

# 增持

原评级：未有评级

市场价格：人民币 12.57

板块评级：强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(0.2)	5.6	3.3	13.1
相对上证综指	(5.0)	5.7	(3.9)	12.7

发行股数 (百万)	729.38
流通股 (百万)	729.38
总市值 (人民币 百万)	9,168.30
3个月日均交易额 (人民币 百万)	108.88
主要股东	
黄山旅游集团有限公司	40.66

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以2023年3月24日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《黄山旅游：签订宏村项目合作协议，聚合优质资源推动外延扩张》20161128
- 《黄山旅游：签订太平湖项目合作协议，整合周边资源加快外延拓展》20161117
- 《黄山旅游》20161027

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：旅游及景区

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

## 黄山旅游

### 内生巩固外延扩张，“旅游第一股”焕新颜

公司积极顺应行业多元化+休闲+数字化旅游转型趋势，围绕黄山核心景区，在经营方面通过巩固内生业务、拓展外延业务寻求稳定增长，在战略方面通过多业态布局+超级IP打造产业与价值护城河，随着疫后客流量加速修复，有望迎来全新发展。

**支撑评级的要点**

- **依托稀缺资源布局旅游全产业链，成就中国旅游第一股。**公司是黄山市国资委下属国有控股公司，依托“黄山”垄断性自然资源构建景区、索道、酒店、旅行社以及徽菜全产业链布局。公司财务状况稳健，2021/22Q1-3实现收入8.95/6.00亿元，同比20.84%/-10.25%，归母净利润0.43/-0.61亿元，系疫情反复影响客流恢复，随行业复苏有望逐步修复。
- **供求双侧促进行业向多元化+休闲+数字化旅游转型。**国家对重点国有景区施行“门票降价”政策，倒逼其从门票经济向多元化经济转型发展；疫情的不确定性提升本地游、周边游、数字科技化旅游热度；游客需求转变拉动行业由观光游转型至休闲度假游，旅游企业的挑战与机遇并存。
- **公司业务疫后积极转型修复，内生+外延谋求可持续发展。**内生：景区与索道板块是公司的传统核心业务，盈利能力最强，静待疫后客流量修复叠加新项目落地带来业绩弹性；酒店与旅行社板块积极布局多元化产品，乘行业转型之势贡献业绩增量。外延：一方面通过黄山赛富基金开展资本运作，另一方面战略扩张徽菜板块，全国范围探索公司成长空间。
- **多业态布局+超级IP打造护城河，区位优势+数智化助力全局发展。**战略方面，公司通过“山水村窟”多业态产品组合战略培育产业护城河，利用“黄山”超级旅游IP打造价值护城河，战略推动黄山的永续动态发展。区位方面，公司旅游目的地体系处于长三角腹地，新增“昌景黄”、“池黄”高铁有望进一步利好客流增长。底层优化方面，公司顺应行业趋势，依托底层数智化发展，积极赋能智慧平台管理、产品服务创新与新媒体营销。

**估值**

- 公司作为多元化布局的超级IP旅游公司，通过内生巩固叠加外延创新完善全域旅游布局，曾经的“旅游第一股”有望焕新颜，我们预计2022-2024年公司实现收入7.36/14.24/17.11亿元，EPS分别为-0.19/0.32/0.52元，对应PE分别为-65.0/39.4/24.3倍。首次覆盖，给予**增持**评级。

**评级面临的主要风险**

- 行业复苏不及预期、转型及扩张落地难度大等风险。

**投资摘要**

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(人民币 百万)	741	895	736	1,424	1,711
增长率(%)	(53.9)	20.8	(17.8)	93.6	20.1
EBITDA(人民币 百万)	40	162	128	592	828
归母净利润(人民币 百万)	(46)	43	(141)	233	377
增长率(%)	(113.6)	(193.7)	(424.5)	(264.8)	62.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.06)	0.06	(0.19)	0.32	0.52
市盈率(倍)	(197.7)	210.9	(65.0)	39.4	24.3
市净率(倍)	2.2	2.1	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA(倍)	98.4	31.0	56.3	11.4	7.8
每股股息(人民币)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
股息率(%)	0.0	1.0	0.0	0.2	0.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 目录

<b>1 公司概况：“顶流”景区历久弥新，打造世界级旅游目的地 .....</b>	<b>5</b>
1.1 历史沿革：百里画卷成就中国旅游第一股 .....	5
1.2 主营业务：依托稀缺资源布局旅游全产业链 .....	5
1.3 股权结构及机制改革：国资背景增强企业抗风险能力 .....	7
1.4 财务分析：盈利能力疫后加速修复，数智化助力管理效率提升 .....	8
<b>2 行业发展：供求变化促进行业向多元化+休闲旅游+数字化转型.....</b>	<b>11</b>
2.1 “门票降价”政策推动行业向多元化经济转型 .....	11
2.2 需求转变拉动行业向休闲型升级，疫情促进本地周边游蓬勃发展 .....	12
2.3 数字化发展是旅游业疫后复苏的重要驱动力 .....	12
<b>3 内生业务：现有业务巩固发展，疫后客流有望修复 .....</b>	<b>14</b>
3.1 景区业务：景观优势明显，疫后客流修复+新建项目提供增长动能 .....	14
3.2 索道业务：盈利能力最优，乘索率接近天花板，关注存量修复及托管增量发展 .....	15
3.3 酒店业务：多元主题定位+扩张升级，山上山下齐发力 .....	16
3.4 旅行社业务：积极布局多元化产品，乘“转型”之风寻求突破 .....	18
<b>4 外延业务：资本运作叠加异地复制，多渠道探索全国扩张.....</b>	<b>19</b>
4.1 黄山赛富基金投资平台助力公司可持续发展 .....	19
4.2 战略独立徽菜业务，异地复制打开新成长空间 .....	19
<b>5 核心优势：多业态布局+超级 IP 打造护城河，区位优势+数字化助力全局发展 .....</b>	<b>21</b>
5.1 多业态产品布局培育产业护城河，超级旅游 IP 筑造价值护城河 .....	21
5.2 区位优势：长三角交通便利吸引客流，新增高铁项目有望持续利好客流增长 .....	23
5.3 坚持拥抱数智时代趋势，抢跑赛道促转型 .....	23
<b>6.盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>25</b>
主营业务预测与相关假设 .....	26
投资建议 .....	26
<b>7.风险提示 .....</b>	<b>27</b>

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.黄山旅游发展股份有限公司历史沿革.....	5
图表 2.黄山旅游历年主营业务分板块收入.....	6
图表 3.黄山旅游各主营业务营收占比情况.....	6
图表 4.黄山旅游营业收入情况.....	7
图表 5.黄山风景区客流量变化.....	7
图表 6.黄山旅游股权结构.....	7
图表 7.2021 年五大体系改革情况.....	7
图表 8.黄山旅游归母净利润情况.....	8
图表 9.黄山旅游整体业务毛利率及其可比公司情况.....	8
图表 10.黄山旅游三费费用率情况.....	9
图表 11.黄山旅游期间费用率及其可比公司情况.....	9
图表 12.黄山旅游 ROE 及可比公司情况.....	9
图表 13.黄山旅游流动比率及可比公司情况.....	9
图表 14.黄山旅游货币资金情况.....	10
图表 15.国有景区门票降价政策.....	11
图表 16.重点景区降价举措、收入影响及应对措施（上市公司）.....	11
图表 17.近五年全国接待国内旅游人数情况.....	12
图表 18.近五年国内旅游收入情况.....	12
图表 19.2015-2021 年我国经济发展新动能指数及 yoy.....	13
图表 20.黄山旅游下涵景区.....	14
图表 21.黄山景区业务收入、山里客流量.....	14
图表 22.景区业务：黄山旅游与可比公司毛利率情况.....	14
图表 23.黄山旅游下涵索道情况.....	15
图表 24.黄山旅游索道搭载客流量、游客乘索率与收入.....	16
图表 25.黄山旅游景区、索道业务客单价对比.....	16
图表 26.索道业务：黄山旅游与可比公司毛利率情况.....	16
图表 27.黄山旅游下属酒店情况.....	17
图表 28.黄山旅游酒店业务收入情况.....	17
图表 29.酒店业务：黄山旅游与可比公司毛利率情况.....	17
图表 30.黄山旅游旅行社业务收入情况.....	18
图表 31.旅行社业务：黄山旅游与可比公司毛利率情况.....	18
图表 32.黄山赛富旅游文化发展基金出资比例.....	19
图表 33.黄山旅游徽菜业务毛利率及可比公司业务毛利率情况.....	19
图表 34.徽商故里主要门店情况.....	20

图表 35.巴特勒旅游地生命周期旅游曲线.....	21
图表 36.黄山太平湖文化旅游有限公司股权结构.....	22
图表 37.太平湖景区地理位置优越.....	22
图表 38.花山谜窟项目.....	22
图表 39.2022年6月5A级景区品牌影响力10强、媒体热度指数10强.....	23
图表 40.池黄高铁线路图.....	23
图表 41.昌景黄高铁线路图.....	23
图表 42.安徽途马科技有限公司股权结构.....	24
图表 43.黄山旅游智慧平台.....	24
图表 44.公司营收拆分及预测（单位：百万元）.....	25
图表 45.可比公司估值.....	26
利润表(人民币 百万).....	28
现金流量表(人民币 百万).....	28
财务指标.....	28
资产负债表(人民币 百万).....	28

## 1 公司概况：“顶流”景区历久弥新，打造世界级旅游目的地

### 1.1 历史沿革：百里画卷成就中国旅游第一股

黄山旅游是黄山市国资委下属唯一的国有控股上市公司，多年来深耕 5 大主营业务。1996 年 10 月，黄山旅游发展总公司（黄山旅游集团的前身）发起成立黄山旅游发展股份有限公司。公司于同年 11 月、次年 4 月在上海证券交易所分别完成了 B 股、A 股上市首发，被誉为“中国第一支完整意义的旅游概念股”。此后十五年间，公司依托景区业务先后完成了索道板块、旅行社板块、酒店板块以及徽菜餐饮板块的业务构建，实现了“吃、住、行、游、娱、购”全布局，内生业务稳定发展。2016 年，公司首次提出了“走下山、走出去”的发展战略，先后通过设立基金进行资本运作、打造“山水村窟”多个新项目以及在全国拓展徽菜业务等多个渠道进行外延发展。据 2022 年中报，公司拥有 16 家全资子公司，主要包括花山谜窟旅游开发公司、徽商故里文化发展公司、黄山中国国旅公司、云麓酒店公司、途马旅游电子商务公司，分别涵盖景区、徽菜、旅行社、酒店、旅游电商等业务，共同谋求新时代新发展。

图表 1. 黄山旅游发展股份有限公司历史沿革

时间	发展历程
1979 年	邓小平视察黄山作出重要指示：“黄山是发展旅游的好地方”，“要有点雄心壮志，把黄山的牌子打出去”，开创了黄山乃至中国现代旅游的序幕
1996 年	10 月，以黄山旅游发展总公司为发起人，成立黄山旅游发展股份有限公司，11 月发行“黄山旅游”B 股
1997 年	4 月，公司（600054.SH）在上海证券交易所成功上市发行 A 股，成为“中国第一支完整意义的旅游概念股”；当年黄山风景区接待游客量首次突破 100 万
2001 年	公司收购黄山太平索道有限公司 70% 股权，实现景区索道业务统一管理，完成索道板块构建
2002 年	黄山市中国旅行社、黄山中国国籍旅行社、黄山海外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
2004 年	启动“人事、劳动、薪酬”三项制度改革，进一步完善了现代企业管理制度
2006 年	收购西海饭店、黄山国际大酒店、黄山散花精舍、清凉别墅整体资产，确立了核心景区酒店板块经营的主导地位
2010 年	成立北京徽商故里大酒店，标志着徽菜板块真正走出黄山，成功对外拓展
2016 年	提出“走下山、走出去”发展战略，公司以有限合伙人身份投资 2 亿元人民币参与发起设立黄山赛富旅游文化产业发展基金
2018 年	公司正式组建蓝城小镇、太平湖、新零售、智慧旅游四个项目筹备组，加快推进实施
2021 年	5 月，公司与妙趣集团合资成立“黄山云上游新媒体有限公司”；7 月，与蚂蚁集团合作成立“安徽途马科技有限公司”；12 月，运用区块链技术推出“黄山首款数字文创纪念门票”，积极运用数字化+新媒体助力公司发展
2021 年	7 月，黄山索道成为国内首家集儒世界索道协会的运营单位；11 月，索道团队进驻北京冬奥会赛场，保障延庆赛区 C 索道服务
2021 年	9 月，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 花山迷窟”全新开园

资料来源：公司官网，中银证券

### 1.2 主营业务：依托稀缺资源布局旅游全产业链

黄山旅游以景区+索道为核心业务，持续提质转型发展酒店+旅行社+徽菜业务。公司的产品结构发展可分为三个阶段：

（1）第一阶段，由公司成立到 2012 年底。依托“天下第一奇山”资源优势，公司以景区业务（前身为园林开发业务）+索道业务为主，2006-2012 年二者占主营业务收入比重保持在 50% 以上；酒店作为辅助业务受益于景区引流，同期营收占比达 20-25% 左右。在不断提升的客流量拉动下，公司 2006-2012 年间的营收 CAGR 达 13.42%，稳定增长至 2012 年的 18.41 亿元。

(2) 第二阶段，由 2013 年至 2019 年底。一方面，公司根据《风景名胜区条例》及财政部相关规定进行会计政策变更——对景区门票、索道票收入的核算由总额法改为净额法，导致景区+索道业务收入自 2013 年起大幅下降至约 40%，使整体营收下降 30% 至 12.94 亿元；另一方面，随着旅游业竞争日益激烈，国民旅游逐渐从观光游向休闲度假游转变，叠加 2017 年十三届全国人大一次会议提出“降低重点国有景区门票价格”，公司在此阶段的战略转为推动景区由门票经济向产业经济转型，不仅先后引入国际知名酒店品牌“皇冠假日”、升级改造精品酒店使得酒店业务占比达到 35% 左右，而且积极拓展多元化旅游服务业务（旅行社业务），开发“亲子游”、“研学游”等产品使其在 2018-2019 年营收贡献达到 25% 左右。公司 2013-2019 年间的营收增速整体放缓，以 3.7% 的 CAGR 增长至 2019 年的 16.07 亿元。

(3) 第三阶段，自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发至今。2020 年，黄山景区客流量受疫情影响大幅下降超 50%，公司出现亏损，营业总收入降至 7.41 亿元。2021 年起，疫情反复使得旅游行业整体复苏进程缓慢，2021 黄山景区的客流量为 167.42 万人次，约恢复至 2019 年同期的 47.82%，22Q1-3 客流量 109.96 万人次，同比-16.23%，经营情况波动较大。为提升抗风险能力，公司于 2021 年将徽菜单列为第五大主营业务，在全国范围内战略扩张，截至 2022 年中报已开店十余家。截至 2022H1，公司各主营业务收入均大幅下滑，业务结构波动变化，与景区客流量直接关联的索道/景区/酒店业务占比分别下滑至 21%/8%/19%，而徽菜板块贡献收入增至 27%，其全国布局战略明显提升了公司业务的抗风险能力。2022 年 9 月，黄山风景区上线全国首个“先游后付”景区，消费者可先预订门票、索道票，使用后再扣款，并可免押金预订酒店、租车等，该举措将提升游客行程安排的灵活度，深化景区数字化服务，为景区引流提供新动力。2022 年末，疫情管控措施从政策端逐渐放开，疫情影响短时间内扩散对文旅出行造成一定冲击。但随着冲击高峰过去，2023 年商旅出行信心和出行半径在摆脱政策限制后快速修复。黄山景区客流有望快速恢复，同时公司其他业务也随疫情影响逐步过去后有望一并实现反弹。

图表 2. 黄山旅游历年主营业务分板块收入



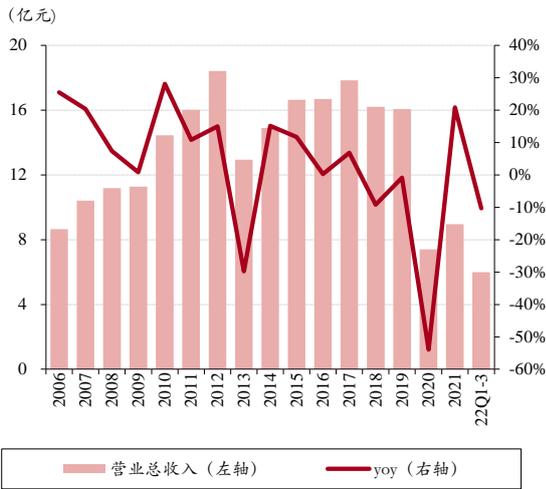
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 黄山旅游各主营业务营收占比情况



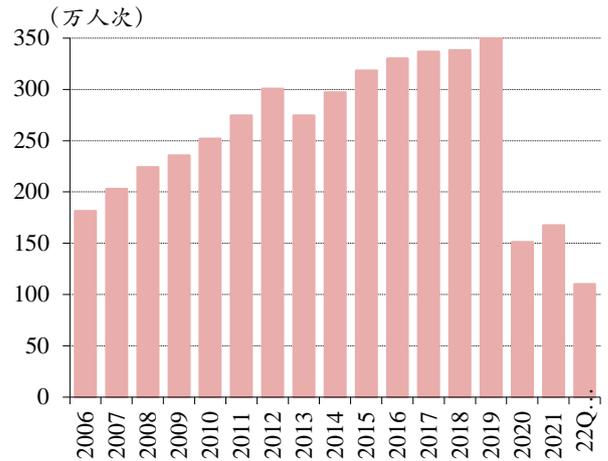
资料来源：公司公告，中银证券

图表 4.黄山旅游营业收入情况



资料来源：万得，中银证券

图表 5.黄山风景区客流量变化



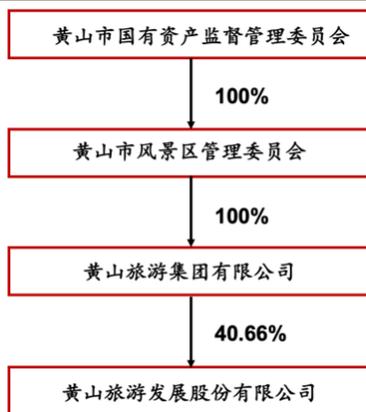
资料来源：公司公告，中银证券

### 1.3 股权结构及机制改革：国资背景增强企业抗风险能力

截至 2022 年第三季度，大股东黄山旅游集团持股 40.66%。公司大股东为黄山旅游集团，实际控制人为黄山市国资委，直接持有黄山旅游集团 100% 股份，其余股东持股比例皆不超过 5%。受益于国有资本控股性质，公司一方面拥有充裕的自由现金流、融资渠道畅通；另一方面，可以利用资本市场平台整合黄山市及皖南地区的优质旅游资源和企业，发挥上市公司在区域经济合作和地方经济发展中的领头作用，促进公司持续稳定健康发展。同时，黄山管委会也是公司的关联方，公司景区（园林开发）业务和索道的业务收入为服务价格扣减遗产保护费、门票价格调节基金以及门票专营权使用费后余下的部分。

五大改革优化企业发展体系。自 2015 年起，黄山市被批准为首批国家级旅游业改革创新先行区，作为国有控股企业的黄山旅游获得了资源整合和机制改革的有力支撑，积极推行企业体制改革，并于 2021 年完成了“组织、薪酬、考核、激励、内控”五大体系改革，尤其是在激励体系方面首创景区国有企业超额利润奖励的先河，激发员工潜力，强化公司长期业绩的释放动力。

图表 6.黄山旅游股权结构



资料来源：万得，中银证券

图表 7.2021 年五大体系改革情况

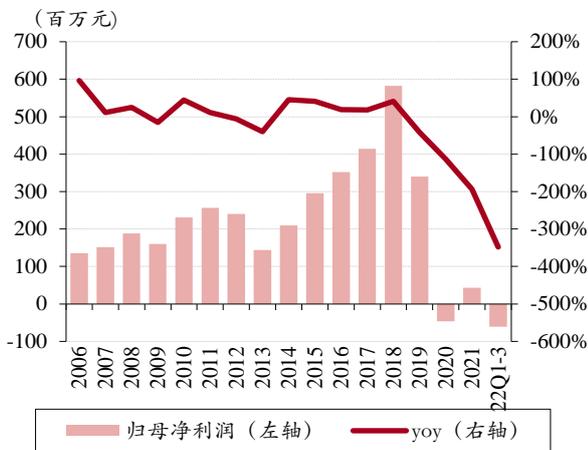
改革体系	具体改革措施
组织体系	全面优化管理架构、全面实施定岗定责，初步构建现代企业组织体系
薪酬体系	优化薪酬科目、突出薪酬激励，构建了更加规范、更具市场竞争力的薪酬体系
考核体系	突出业绩导向，健全核心指标体系、强化考核结果运用，实现考核范围全覆盖
激励体系	创新年度绩效考核、首创景区国有企业超额利润奖励先河、创新酒店“人事费用率”等措施，激发干事创业热情
内控体系	以建设管理云平台为抓手，在全面梳理公司现有管控流程基础上，围绕关键管控事项基本建立分级分类管控体系

资料来源：公司公告，中银证券

## 1.4 财务分析：盈利能力疫后加速修复，数智化助力管理效率提升

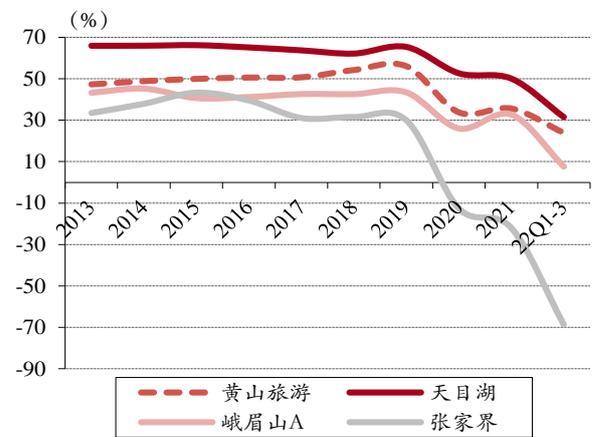
**盈利端：公司盈利能力处在行业较高水平，客流量加速修复叠加外延业务持续扩张，盈利水平有望稳中有进。**毛利率方面，公司业务 2019/2020/2021/22Q1-3 的综合毛利率分别为 55.97%/33.81%/35.63%/23.93%，不考虑 2022 上半年长三角地区（黄山主要客源地）疫情影响严重以及 2022 年末全国范围内疫情影响短期快速扩大致公司有所亏损，多年来始终保持在 35%-55% 的区间内，处于业内较高水平。归母净利润方面，公司 2019/2020/2021/22Q1-3 的归母净利润分别为 3.40/-0.46/0.43/-0.61 亿元，疫情前后波动幅度较大，主要系 2019 年公司处置华安证券股票所获投资收益高达 2.68 亿元以及疫情对商旅出行冲击的影响。22 年 6 月国内疫情相对平稳，行业有所复苏——5 月 31 日文旅部将跨省游熔断机制的范围由省市缩小为区县，叠加暑期旅游需求逐步释放，据公司 2022 业绩预告显示，2022 年黄山景区接待进山游客 139.69 万人，同比下降 16.56%。22 年末，“新十条”颁布，疫情管控政策的影响进一步减弱，虽然短期存在一定冲击，但长期来看疫后复苏的起点基本确认。未来黄山风景区客流量有望持续加速修复，加之“徽商故里”连锁餐饮在全国各地的进一步扩张，预计公司盈利能力将稳中有进。

图表 8. 黄山旅游归母净利润情况



资料来源：万得，中银证券

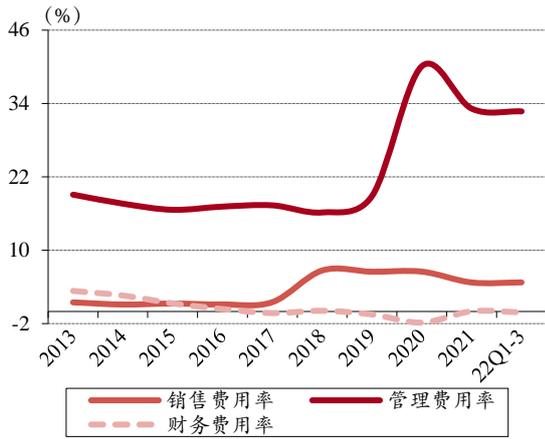
图表 9. 黄山旅游整体业务毛利率及其可比公司情况



资料来源：万得，中银证券

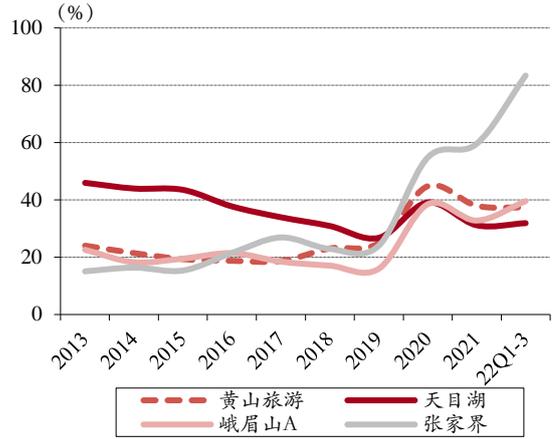
**费用端：数智化助力期间费用率持续优化。**公司 2020/2021/2022Q1-3 管理+销售+财务费用率分别为 44.79%/37.95%/37.33%，2021 年同比下降 6.84 pct，期间费用率持续优化，主要系公司于 2021 年与蚂蚁集团达成战略合作后，通过安徽途马科技有限公司从三个方面打造一体化服务平台：一是利用自有 OTA 平台提升客户体验（如预约智慧导览）；二是联合“云上游”公司赋能数字化营销（如 MCN 团队组建、农旅品牌直播）；三是搭建了管理云平台 2.0 系统，升级公司内部运营管理系统。尽管 2022H1 公司期间费用率大幅提升，为 68.47%，主要系公司主营的景区+索道业务皆为重资产类型，客流量下降会导致营收下降，但并不影响期间费用稳定支出，但 22Q3 随疫情扰动减弱后，接待人次大幅增加带来营收增长，期间费用率回归至 21 年水平。

图表 10. 黄山旅游三费用率情况



资料来源：公司公告，中银证券

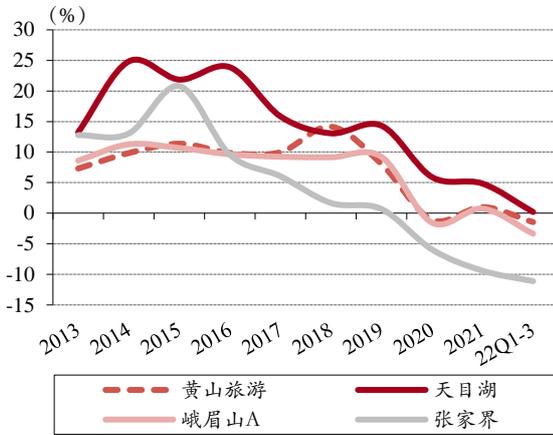
图表 11. 黄山旅游期间费用率及其可比公司情况



资料来源：公司公告，中银证券

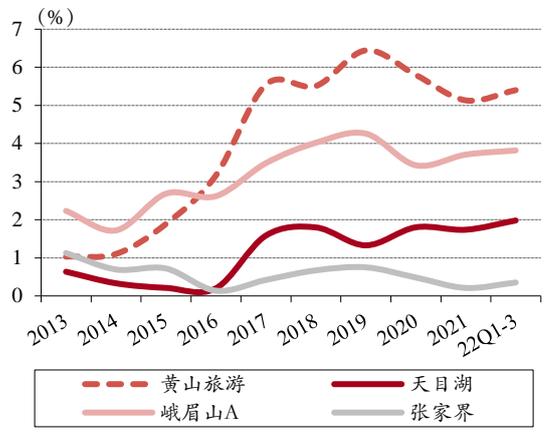
**ROE 处于行业平均水平，现金流充沛，财务状况稳健。**疫情前，公司 ROE 保持在 10% 左右，属于行业平均水平；疫情爆发后，2021 年末恢复到 1.02%，2022Q3 跌至 -1.45%，复苏进程较为缓慢。营运能力方面，公司在手货币资金充沛，截至 2022Q3 达到 10.16 亿元，同比增长 71.04%；同时，流动比率始终在行业高位，截至 2022Q3 达 5.40%，谨慎的流动资产运用情况与公司的国有控股背景密不可分，这一方面增强了企业抵抗风险的能力，在面对疫情时能够保存实力静待复苏；另一方面，公司高额的货币资金使得流动资产创收能力偏弱，放弃了一定的营收提升空间。

图表 12. 黄山旅游 ROE 及可比公司情况



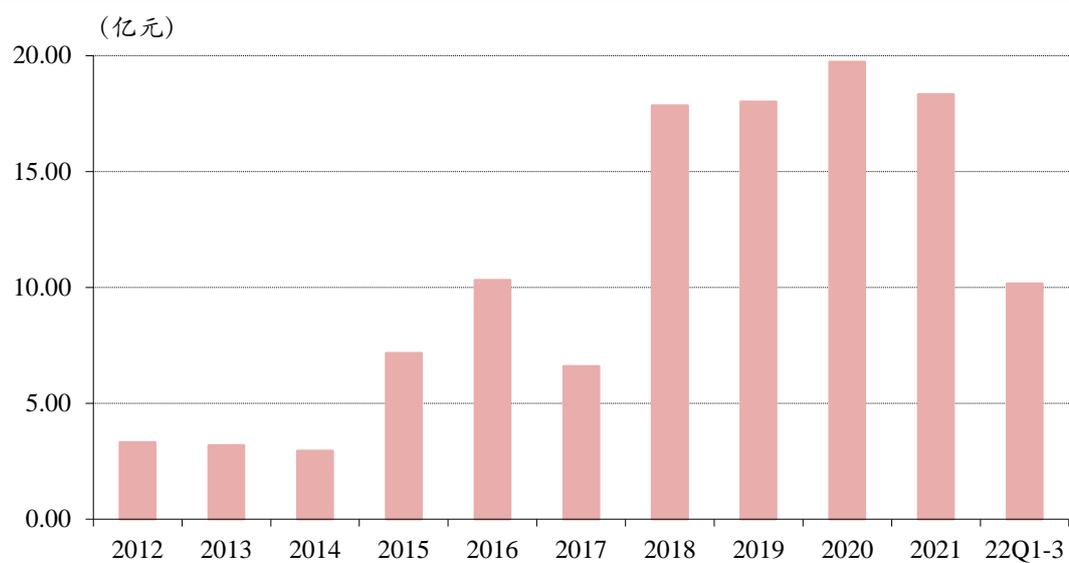
资料来源：公司公告，中银证券

图表 13. 黄山旅游流动比率及可比公司情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 14.黄山旅游货币资金情况



资料来源：公司公告，中银证券

## 2 行业发展：供求变化促进行业向多元化+休闲旅游+数字化转型

### 2.1 “门票降价”政策推动行业向多元化经济转型

**重点国有景区降价压力，倒逼门票经济向多元化经济转型。**为普惠消费者、推动国有景区回归公益属性，2018年3月，十三届全国人大一次会议政府工作报告提出要“降低重点国有景区门票价格”。近几年多数国有景区也采取了不同程度的降价措施，而与之相伴的是对应景区公司的收入承压，增速放缓——如峨眉山于2018年9月将旺季门票由185元/人降至160元/人，2019年门票收入因而同比-6.05%。但长期来看，国家层面的门票降价政策实则倒逼重点景区探索更多业态的旅游经营方式——峨眉山A在2019年年报中表明其拟投资“只有峨眉山”实景演艺项目，以促进产业结构向多元经济转变。在转型效果方面，早在2002年，杭州西湖免费开放后，杭州审计局数据显示其每年减收门票收入2,530万元，但通过产业结构转型最终使景区管理部门增收逾亿元。总的来看，“门票降价”政策实则促进景区公司摆脱单一门票经济，为与旅游相关的餐饮、住宿、周边商品等多种产业带来了新的发展机遇。

图表 15. 国有景区门票降价政策

时间	政策文件	具体内容
2018年3月	十三届全国人大一次会议政府工作报告	降低重点国有景区门票价格。
2018年6月	《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》	坚持有序推进。综合考虑各地区经济社会发展水平及景区规模等级差异，区分景区不同经营管理模式，因地制宜、分类施策、分批推进，加快清理门票价格中的不合理负担，逐步创造条件推动国有景区门票价格回归合理区间。
2019年3月	《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》	推进更大范围降价。各地价格主管部门要对2018年以来尚未出台降价措施的政府定价管理的景区，全面开展门票定价成本监审或成本调查、价格评估工作，以“五一”、暑期、“十一”等游客集中时间段为重要节点，成熟一批、出台一批，降低景区偏高门票价格水平。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8月	《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》	一是继续推动景区门票降价。二是不断完善门票价格形成机制。三是着力规范景区价格行为。从降低旅游者全程费用的角度，加强对景区内垄断性较强的交通车、缆车、游船等服务价格监管。四是切实落实门票价格减免政策。五是加强政策宣传引导，疫情下加强错峰引导。
2021年9月	《关于开展降低重点国有景区门票价格“回头看”工作的通知》	督促《指导意见》确立的目标全面完成。偏高的重点国有景区门票价格切实降低，配套服务价格回归合理水平，景区价格行为进一步规范。

资料来源：政府工作报告，国家发改委，中银证券

图表 16. 重点景区降价举措、收入影响及应对措施（上市公司）

上市公司	降价举措	时间	2018年门票收入 (景区业务收入) 增速(%)	2019年门票收入 (景区业务收入) 增速(%)	应对举措
黄山旅游	黄山景区大门票旺季由230元/人降至190元/人	2018.9.28	(0.75)	(7.68)	加快全域旅游发展步伐，加快景区二次消费项目建设，推动景区向产业经济转型
中青旅	乌镇东栅、东西栅联票；古北水镇门票均降10元	2018.9.20, 2018.10.30	5.63	4.25	延伸业务边界，积极拓展围绕度假、会展、文化的景区全产业链商业机会，稳固景区抗风险能力
峨眉山A	峨眉山门票旺季由185元/人降至160元/人	2018.9.20	3.49	(6.05)	推动公司产业结构由门票索道向多元化经济转变，投资“只有峨眉山”实景演艺项目

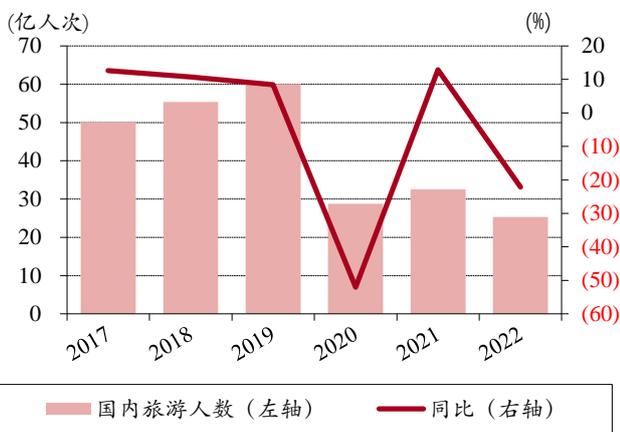
资料来源：万得，各公司公告，中银证券

## 2.2 需求转变拉动行业向休闲型升级，疫情促进本地周边游蓬勃发展

**观光游升级至休闲度假游，内容创造、创新为核心。**中国旅游研究院将国内旅游分为两个阶段：大众旅游和小康旅游阶段。第一阶段是以观光游览为主的大众旅游阶段，相应的，旅游景区和周边的环境严格区分开来，只提供观赏功能，拥有“世界级”、“5A级”美誉的旅游景区是旅游的核心载体。随着经济的日益发展，国内人均GDP不断上升，居民生活水平不断改善，国内旅游进入了第二个阶段——小康旅游阶段，游客的需求转变为休闲度假。在这个阶段，旅游景区融入了城乡居民的生活空间和休闲场景，能够满足游客美好生活需求、持续进行内容创造创新才是旅游的核心，以丰富游客精神文化生活和提升旅游品质为目标的旅游企业才有广阔的未来。

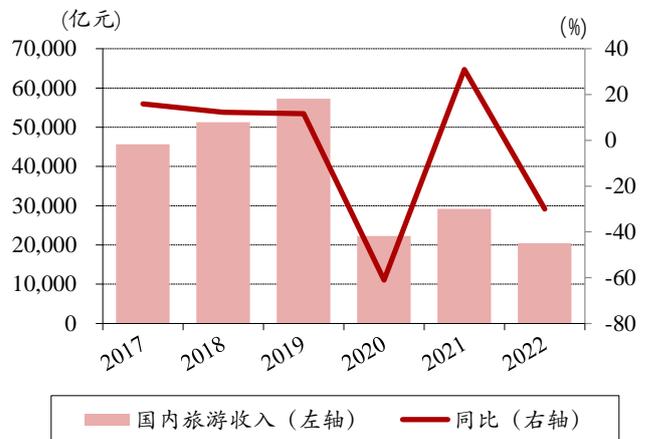
**疫后复苏阶段，本地游、周边游蓬勃发展，促进行业产品多元化。**据文旅部数据，2022年全国国内旅游出游25.30亿人次，yoy-22.1%；实现国内旅游收入2.04万亿元，yoy-30.0%，主要系2022上半年部分地区疫情反复，国内跨省游“熔断”政策叠加核酸检测、短期隔离等防控措施增加出游成本，打乱了旅游市场的复苏节奏以及年末疫情影响快速扩散所导致。由于疫情带来的不确定性导致远途旅游的隐性成本增加，以短时间、近距离、高频次为特点的本地游、周边游受到游客青睐。中国旅游研究院数据显示，2021年/2022H1国内本地游客占比分别达68.99%/54.46%，2022年清明节、劳动节假期的城市居民的平均出游距离分别收缩30%左右至100/99.6公里；同时，2022年劳动节期间游客在目的地的游憩半径也同比下降60.7%至6公里。进入22Q3后，中秋节、国庆节假期的游客平均出游半径同样呈缩小趋势，分别同比下降5.0%/16.0%至117.4公里/118.7公里。本地游、周边游的热度对原先主打中远程旅游的景区企业带来了新的挑战与机遇。但在疫情政策松绑后的2023年春节，游客出行信心和意愿得到较好修复，据文旅部数据，春节国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%；实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%。疫后复苏拐点已至。文旅部调查显示，游客在假日期间体验科技旅游、太空旅游、虚拟游的比例分别达到27.0%/16.5%/12.6%；北京乡村民宿预订均价超2000元/间/夜，特色、精品民宿一房难求。未来，旅游企业的目标市场将不再局限于远程旅游乃至海外客源，为迎合景区本地休闲需求，积极拓展周边乡村旅游、创新开发丰富旅游产品有望成为旅游企业发展的重要驱动力。

图表 17.近五年全国接待国内旅游人数情况



资料来源：文旅部，中银证券

图表 18.近五年国内旅游收入情况

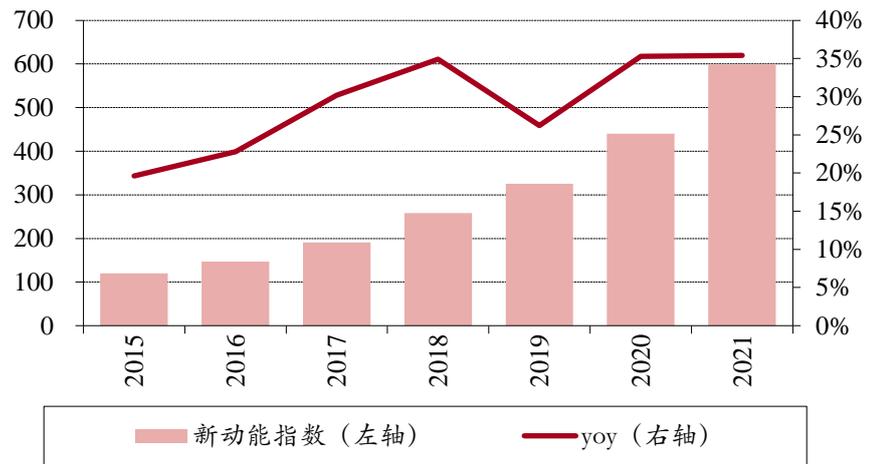


资料来源：文旅部，中银证券

## 2.3 数字化发展是旅游业疫后复苏的重要驱动力

**供给推动+需求拉动双向助力旅游行业数字化发展趋势。**从需求端看，随着大众旅游需求的转型，叠加疫情的催化，游客的信息获取、消费结构和出游方式也发生了革命性的变化，科技对增强游客的参与感、体验感和获得感，对提升游客的满意度越发重要，游前攻略、游时自助、游后分享成为了自助游群体的标配，旅游景区要实现转型升级和高质量发展就必须坚定不移地推进产品、渠道、服务等多方面的数字化战略。从供给端看，新动能指数可以衡量以新产业、新业态、新模式为主要内容的经济发展新动能的趋势和进程，据国家统计局数据显示，2015—2021年我国经济发展新动能指数增速呈波动上升的趋势，尽管遭受新冠肺炎疫情的严重冲击，新动能亦实现了逆势快速增长，对应到旅游行业——数字化赋能的智慧旅游新业态逐渐兴起，在线旅行商、游记分享和社交平台、数字化产品和沉浸式服务成为旅游新业态，是旅游业疫后复苏的重要驱动力之一。

图表 19.2015-2021 年我国经济发展新动能指数及 yoy



资料来源：国家统计局，中银证券

## 3 内生业务：现有业务巩固发展，疫后客流有望修复

### 3.1 景区业务：景观优势明显，疫后客流修复+新建项目提供增长动能

**自然资源优势塑造景区发展底层逻辑。**“五岳归来不看山，黄山归来不看岳”，公司的核心景区“黄山风景区”是首个集世界自然遗产、世界文化遗产和世界地质公园三项殊荣于一身的自然景区。此外，公司下涵的花山世界主题园区和太平湖风景区两大风景区也是国家 4A 级景区，依山傍水相辅相成、得天独厚的自然资源是公司多年来吸引旅游客流量增长的底层动力。

图表 20.黄山旅游下涵景区

景区名称	改造情况	景区特点
黄山风景区	自公司 1996 年成立开业	自然景观为主，国家 5A 级景区
花山世界主题园区	2021 年 9 月 30 日一期项目“花山谜窟园区”开业，“花山花海”景观工程在建	综合自然景观与人文体验的主题公园（夜游特色），国家 4A 级景区
太平湖风景区	目前开放太平湖自然景观游览，人文体验部分在建	综合自然景观与人文体验的国家 4A 级景区，多项体育赛事举办地

资料来源：公司公告，中银证券

**疫后客流修复叠加新项目落地贡献业绩弹性。**从收入来看，公司景区业务过去十年收入占比超过 10%，客流量是拉动黄山风景区及其周边两大景区营业收入的直接动力。2021/22H1 公司景区游客接待量分别为 167.4/33.4 万人，与疫情前比，2021/22H1 景区客流量约恢复至 2019 年同期的 48%/21%，对应景区的业务收入分别为 115/18 亿元，复苏进程缓慢，主要系 2022 年上半年国内疫情反复影响游客出行。随国内整体疫情形势趋稳，叠加暑期出游旺季和防疫政策调整，22Q3 接待量上升，进山游客为 76.60 万人次，同比增长 130.93%。从毛利率看，疫情前，公司景区分部业务毛利率稳定保持在 80% 以上的行业高位水平，作为重资产业务能够长期保持稳定盈利体现了公司优秀的运营管理能力；疫情期间，由于收入削减叠加新增项目转固（主要是花山谜窟景区）后产生大额折旧摊销，毛利率连续两年腰斩至 2021 年的 20.39%、并于 2022H1 转亏至 -72.13%，处于同业较低位。展望未来，一方面，随着疫情管控已放开，旅游需求正常释放，拉动景区收入增长；另一方面，预计新开园的花山谜窟园区项目以及正在升级改造的太平湖风景区项目有望为传统的景区业务贡献新的业绩增量。

图表 21.黄山景区业务收入、山里客流量



资料来源：万得，同花顺，中银证券

图表 22.景区业务：黄山旅游与可比公司毛利率情况



资料来源：万得，中银证券

开启“先游后付”模式，实现景区引流。针对《“十四五”文化和旅游发展规划》关于“拓展信用应用场景”等要求，文化和旅游部开展文化和旅游市场信用经济发展试点工作，提出促进信用消费等方案，向信用状况良好的消费者提供“先用后付”“先游后付”、减免押金等便捷消费服务。2022年9月，黄山旅游启动信用游项目，黄山成为全国首个“先游后付”景区。该信用游项目覆盖黄山风景区的门票、索道票、酒店、租车等场景，通过先游后付、减免押金等方式实现游客的信用消费，未来将作为“大黄山”旅游环线内旅游服务的重点模式。对于游客来说，该模式将提高游客在出游行程安排方面的灵活性，减少因退订、改期、退款等带来的痛难点，游客充分掌握主动权的情况下或将提高出游意愿；对于景区和商家而言，该模式将倒逼其提高服务质量和效率，以促进客流量和收入的增长。对于黄山而言，此举短期内将成为有力的促销和引流手段，长期将提高黄山的供给端整合，加强目的地建设，重塑服务流程，推出创新产品，并推动“大黄山”旅游圈的全面连通和建设。

### 3.2 索道业务：盈利能力最优，乘索率接近天花板，关注存量修复及托管增量发展

索道业务的收入与客流量和游客乘索率挂钩，是公司毛利最高的业务板块。公司现有四条索道及缆车，包括黄山云谷索道、玉屏索道、太平索道以及西海观光缆车。2018-2021年索道板块的收入占比在30-35%左右，属于公司的传统核心业务之一，与景区业务有许多相似之处：一是两个板块的收入均与客流量紧密挂钩；二是两者都属重资产类业务，主要成本来源于固定资产的折旧摊销，在固定成本一次性支出后，边际贡献几乎全部来源于业务收入，故毛利率高。其次索道的营收创造能力更强，过去9年索道业务的贡献的营收高于景区业务，叠加索道乘索率逐年稳定增长，近四年来，索道业务的客单价和毛利率均已高于景区业务，毛利率在同业中也始终保持高位水平，逐渐发展成为公司创收能力强的业务板块。

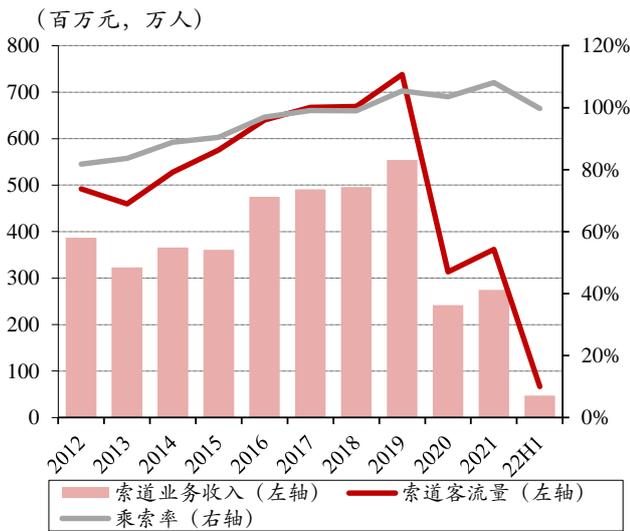
图表 23.黄山旅游下涵索道情况

索道名称	区位（黄山景区为中心）	每车厢载客量	单向时间	单向每小时运力	票价	
					平旺季	冬季
云谷索道	东南	8人	8分钟	2,000人	80元/张	65元/张
太平索道	东北	100+1	8分钟	600人	80元/张	65元/张
玉屏索道	西南	8人	8-16分钟	2,400人	90元/张	75元/张
西海峡谷缆车	西北	60人	3分钟	800人	100元/张	80元/张

资料来源：黄山风景区管委会，中银证券

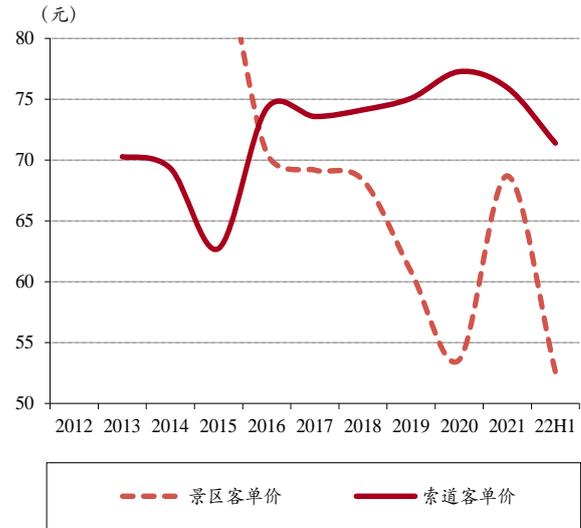
未来业绩弹性在于存量修复+增量业务（如托管）发展。公司索道总乘索率在100%左右（部分消费者会乘坐多条索道），接近发展上限，且索道票价同景区门票价格一样受到政府监管限制，涨价预期较弱。因此，索道业务的业绩弹性主要来源于两方面，一方面是疫后游客接待量的逐渐修复叠加公司积极营销引流，这部分增长逻辑同前文景区业务相似；另一方面是借助在索道管理、运营方面积累的经验，逐步拓展增量业务，包括索道项目投资联合体、索道托管业务等。公司已成功对江西灵山索道、上海世博会和浙江龙游六春湖索道实施了品牌、技术及管理的输出；托管方面，公司已圆满完成北京冬奥会滑雪索道托管工作、成功建设代管山西王莽岭索道，并签订了河南南太行索道项目前期服务合同，未来，索道托管业务的拓展以及异地复制有望持续为公司带来业绩增量。

图表 24. 黄山旅游索道搭载客流量、游客乘索率与收入



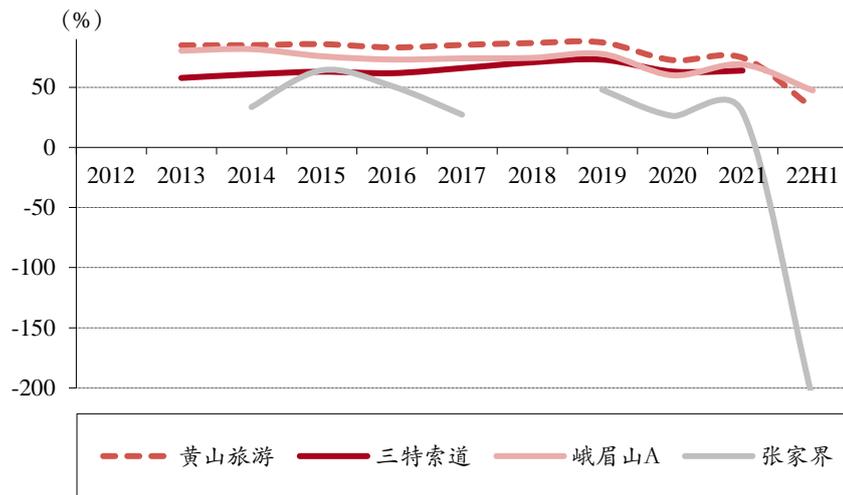
资料来源：公司公告，中银证券

图表 25. 黄山旅游景区、索道业务客单价对比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 26. 索道业务：黄山旅游与可比公司毛利率情况



资料来源：公司公告，中银证券

### 3.3 酒店业务：多元主题定位+扩张升级，山上山下齐发力

多元主题覆盖各类游客，有望持续受益于扩张升级。公司酒店业务的收入占比在 2017-2021 保持在 25% 以上，主打“云麓”品牌矩阵”，拥有山上 8 家、山下 7 家共 15 家酒店（含在建在改造），其中，黄山景区商圈 9 家、黄山市区商圈 4 家、黄山区商圈 1 家、太平湖景区商圈 1 家。酒店涵盖轻奢、豪华、高端、中端 4 个端位，囊括云麓、云麓、云野、云颐 4 个合集品牌，覆盖景区度假、商务度假、文化主题、生活方式、康养等多个类型的目标市场。截至 2022 年中，北海宾馆改造和云麓·狮林崖舍项目正在按计划稳步推进。据公司《关于投资建设汤泉大酒店改造项目的公告》《关于控股子公司投资建设平湖假日酒店改造项目的公告》等，2022 年公司预计分别投资约 3,420/3,500 万元建设汤泉大酒店和平湖假日酒店改造项目，有望带来新的业绩增量。

图表 27.黄山旅游下属酒店情况

酒店分布	山上/山下	酒店名称	主打特点	酒店星级	房间数(间/套)
黄山景区商圏	山上酒店	西海饭店	景区商务度假	五星级	300
		狮林大酒店	摄影文化主题	四星级	151
		雲野@排云型旅	兼具运动、艺术、亲子潮玩等生活方式	四星级	164
		白云宾馆	年轻社群旅行生活方式	四星级	200
		北海宾馆	1958年开业,“人文旅居、国宾尊崇”	四星级	240
		玉屏楼宾馆	迎客松旁,悬崖楼阁、修禅论道	四星级	65
		雲亼曙光里	高山院落、祈福圣地	-	13
		雲亼狮林崖舍	悬崖山舍、自然裸心	在建	-
		汤泉大酒店	自然、疗愈为内容的康养度假酒店	四星级	47
黄山市区商圏	山下酒店	昱城皇冠假日酒店	豪华城市商务度假	五星级	481
		黄山国际大酒店	城市商务度假	五星级	356
		黄山旅游 CBD 酒店	城市地标新潮度假	在改造	-
		黄山崇德楼酒店	政务产品系统服务商	-	266
黄山区商圏		轩辕国际大酒店	疗愈、康养的高端城市商务度假酒店	五星级	267
太平湖商圏		平湖漫心大酒店	华住漫心品牌下最大的滨湖休闲度假酒店	在建	-

资料来源:黄山旅游公司官网,黄山风景区管委会,黄山智慧旅游有限公司官网,中银证券

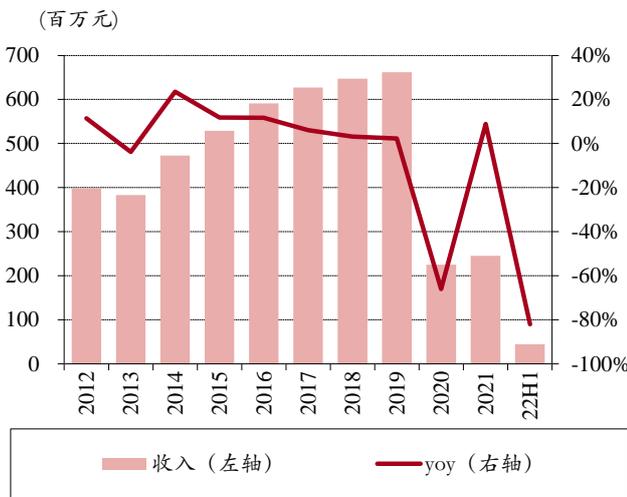
### 山上酒店处垄断地位,山下酒店扭亏为盈持续扩张。

山上酒店:公司自黄山景区开业起即布局山上酒店,凭借先发优势打造山上酒店的垄断地位,并于2014年进一步对所属山上饭店实行“统一价格、统一结算、统一订房”的管理模式,大幅提升了酒店的运营管理效率,助力酒店业务毛利率提升至30%。

山下酒店:由于竞争激烈、缺乏特色,山下酒店曾长期处于亏损状态。自2014年起,公司开始以黄山轩辕国际大酒店为试点,围绕山下酒店减亏扭亏目标开展攻坚战,采取成立结算中心、加强核算管理、对长期亏损的酒店实行租赁经营等措施,最终于2017年成功扭亏为盈。

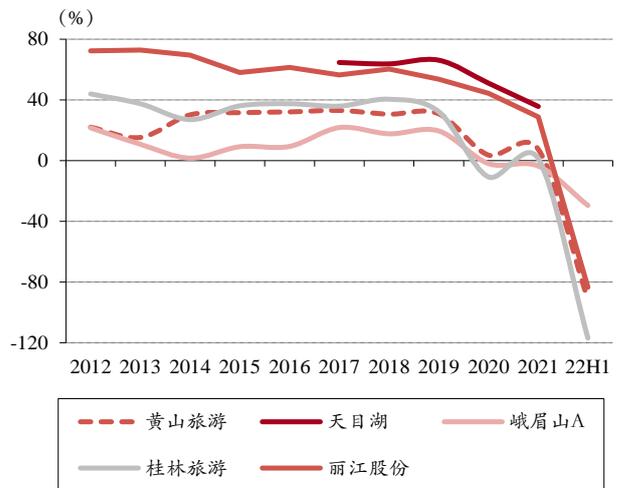
总的来看,2013年-2019年期间,公司酒店业务收入以10%的CAGR稳步增长,2020年疫情出现后,毛利率水平维持在行业中位。公司积极与华住集团合作,以平湖假日酒店为试点,推进酒店集团化管理、信息化建设、存量资产提质。展望未来,随着疫情好转叠加途马科技的数字化助力,公司将持续加快酒店升级提质,统筹推进酒店“微改造、精提升”行动计划,酒店业务有望成为公司业绩的重要成长点。

图表 28.黄山旅游酒店业务收入情况



资料来源:万得,中银证券

图表 29.酒店业务:黄山旅游与可比公司毛利率情况



资料来源:万得,中银证券

### 3.4 旅行社业务：积极布局多元化产品，乘“转型”之风寻求突破

旅行社业务波动上升，疫后复苏较快。公司下属黄山迎客松旅行服务有限公司为黄山旅游发展股份有限公司全资子公司，其旗下黄山市中国旅行社有限公司是安徽省旅行社行业的龙头企业，主要经营国内旅游、出入境旅游、会展服务和疗养休养等多方面业务，曾连续十一年荣获“全国百强旅行社”称号。2006-2019年期间公司旅行社业务收入波动增长，从2006年收入1.85亿元增长到2019年的4.58亿元，毛利率除2018年外皆在10%以内，与同业可比公司相比表现较好。2020/2021/22H1，受到新冠肺炎疫情的影响，公司旅行社营收分别降至1.7/2.3/0.57亿元，波动幅度较大。

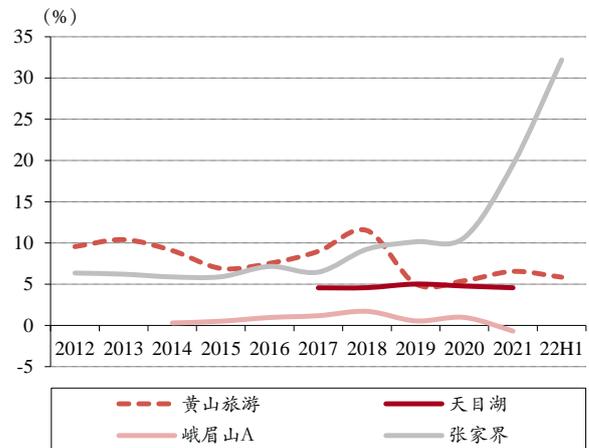
发展多元化、定制化产品，积极应对游客需求转变。在教育双减的背景下，中国旅游研究院数据显示，2021年亲子游、研学游产品消费人次同比2020年增长超过30%；同时，前文行业趋势分析也表明本地游、周边游、乡村旅游的热度不减。基于此种消费需求、消费方式的变化，公司与时俱进调整了旅行社业务的战略布局，积极发展亲子游、研学游、乡村游、露营旅游、康养游等多元化产品，并采用定制化的方式为部分游客提供更加满足个性化需求的旅游服务，有望为公司贡献新的业绩增长点。

图表 30. 黄山旅游旅行社业务收入情况



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 旅行社业务：黄山旅游与可比公司毛利率情况



资料来源：万得，中银证券

## 4 外延业务：资本运作叠加异地复制，多渠道探索全国扩张

### 4.1 黄山赛富基金投资平台助力公司可持续发展

公司设立黄山赛富基金投资平台在全国开展资本运作。2016年8月，为顺应公司的战略发展要求，不断拓展新的业务领域，加强公司的投资能力，公司出资200万元（20%）参股设立黄山赛富基金管理公司，并以该基金管理公司为普通合伙人设立了规模10亿元的黄山赛富文化旅游产业基金，多年以来，公司通过该基金投资平台进行项目孵化以及资源嫁接，为公司实现可持续发展提供了有力支撑。

图表 32. 黄山赛富旅游文化发展基金出资比例

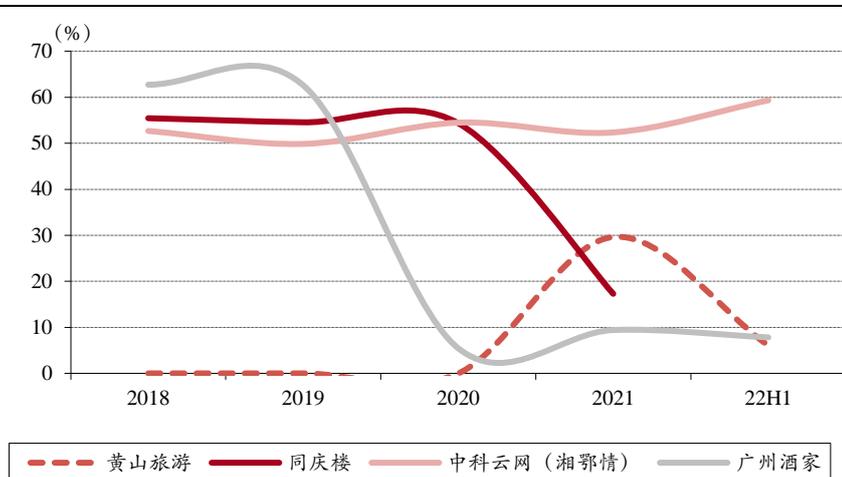
合伙人类型	公司	认缴金额(万元)	出资比例(%)	出资方式
普通合伙人	黄山赛富基金管理有限公司	1,000	1	现金
	深圳金晟硕恒创业投资中心(有限合伙)	40,000	40	现金
有限合伙人	中银资产管理有限公司	35,000	35	现金
	黄山旅游发展股份有限公司	24,000	24	现金
-	总计	100,000	100	-

资料来源：公司公告，中银证券

### 4.2 战略独立徽菜业务，异地复制打开新成长空间

全国布局徽菜业务，异地复制有望打开新成长空间。为推动徽菜创新发展，打造徽菜一流品牌，2009年6月，公司投资成立了北京徽商故里餐饮管理有限公司。经历十余年的探索与扩张，徽菜板块的人才队伍与运营模式已发展成熟，并从2021年起自酒店业务中战略剥离，2021/22H1的收入和毛利率分别达到1.35/0.6亿元、29.63%/6.07%，即使在疫情影响下也能够保持行业平均水平。

图表 33. 黄山旅游徽菜业务毛利率及可比公司业务毛利率情况



资料来源：万得，中银证券

品牌定位方面，公司徽菜业务目前已由早年间的商务政务接待转型为专注于发展商务接待，以“徽商的厨房、家乡的味道”为发展定位，产品设计精准打击商务类型客人（尤其是安徽在外经商的客人），用“文化IP+乡愁”塑造公司徽菜业务的核心竞争力。

体系建设与门店扩张方面，公司持续推进徽商故里系列标准体系建设，在门店运营模式、门店选址方面都已经建立起一套标准化的体系，将投资回报周期缩短至2-3年，先后荣获了“中华餐饮名店”、“中国徽菜名店”、“中国十大特色餐饮品牌”等多项荣誉。截至2022H1，公司在全国共拥有十余家徽菜连锁餐饮店，合肥水西门店、北京国贸店、上海店等正在加快推进建设步伐，北京朝阳门店、三里河店、广安门店及天津店正逐步落实“微改造、精提升”计划。展望未来，徽菜业务板块的异地复制有望提升公司整体的抗风险能力，打开新的成长空间。

图表 34.徽商故里主要门店情况

城市	门店	人均消费 (元)
北京	徽商故里北京朝阳门店	212
北京	徽商故里北京广安门店	195
北京	徽商故里北京三里河店	237
北京	徽商故里北京远大店	193
北京	徽商故里北京元大都公园店	208
天津	徽商故里天津店	149
杭州	徽商故里杭州店	110
宁波	徽商故里宁波店	211
合肥	徽商故里合肥罍街店	136
合肥	徽商故里合肥大蜀山店	141
合肥	徽商故里合肥贡街店	135
济南	徽商故里济南店	117

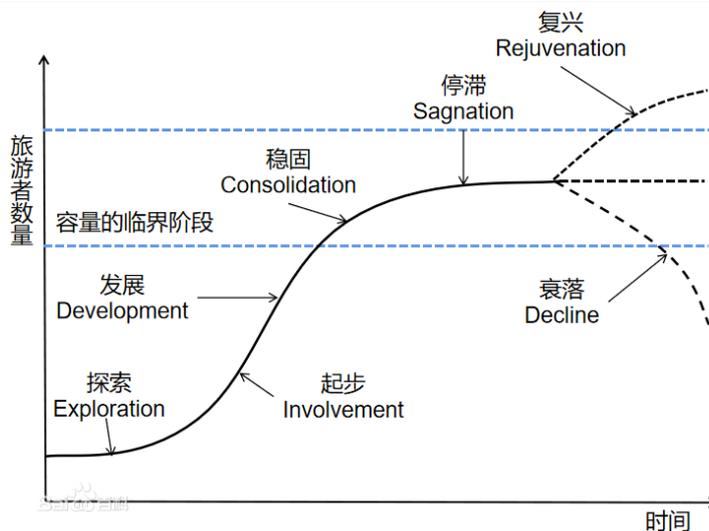
资料来源：大众点评，公司官网，中银证券（查询时间：2022 年 3 月 24 日）

## 5 核心优势：多业态布局+超级 IP 打造护城河，区位优势+数字化助力全局发展

### 5.1 多业态产品布局培育产业护城河，超级旅游 IP 筑造价值护城河

“山水村窟”战略打造产业护城河。巴特勒的旅游生命周期理论认为，任何一个旅游地的发展一般都包括探索、起步、发展、巩固、停滞、衰落或复苏 6 个阶段，对应于黄山，近年来其虽游客量持续增长但增长率放缓，旅游地功能分区的地方经济活动明显与旅游业紧密相连，处于旅游生命周期中的巩固阶段。从经营的角度而言，为避免黄山的发展最终陷入停滞乃至衰退的境地、获得旅游地的永续动态发展，公司自 2016 年起布局，积极采取“走下山、走出去”、“山水村窟”产品组合战略——打造若干差异化与品质化兼备的“旅游目的地”体系，全面实现旅游全产业链、全域化运营。打造这样多业态的休闲度假旅游综合体，一方面可以有效承接黄山风景区溢出价值，不断提高公司业务发展的上限；另一方面，通过建立起完善的旅游地吸引物系统，可以提升游客停留时间并进一步增加客流量，反哺原有黄山旅游系统，谋求供给与需求的动态平衡，打造公司产业护城河，促使黄山旅游最终步入复苏发展阶段。

图表 35. 巴特勒旅游地生命周期旅游曲线



资料来源：巴特勒《旅游地发展周期概述》，中银证券

**“山”：稳步推进供给侧改革。**近年来，公司对黄山风景区内设备设施实行改革，不仅成功开发了东黄山，完成了黄山市委提出的“三年打开东大门”的目标，而且在酒店和索道方面也不断推进：北海宾馆环境整治改造项目完成前楼土建工程，并持续推进后楼、8号楼和餐饮楼施工；狮林悬崖舍改造项目已处于收尾阶段，禅意提升深化设计基本完成；索道品牌建设稳步实施，扎实推进新标识标牌更换安装、游步道路面维修、旅游厕所设施维修和污水处理站点提示改造等一批基础设施改造。

**“水”：核心是打造太平湖景区休闲度假新产品，谋划太平湖项目顶层设计优化调整工作。**发展阶段方面，为与黄山风景区实现山水资源互补，加快优质资源整合，2018年6月，公司从黄山市国资委处受让了太平湖文化旅游有限公司56%的股权，并于2020年8月与关联方黄山赛富、黄山区国资公司进行同比例增资，太平湖文旅仍致力于优化调整新一轮顶层设计，在整合景区游船的基础上逐步统一规范管理、加快景区提档升级；资源方面，太平湖是安徽省最大、最美、最具发展潜力的高山峡谷型人工湖泊，景色特点是“以水取胜、以生态见优，以岛称雄，以石入奇”，特产名茶“黄山毛峰”和“太平猴魁”；区位方面，太平湖风景区地处黄山西北部，介于“黄山”和“九华山”之间，能够通过对接两大旅游地形成客流互通，预计待升级改造项目完工，能够为黄山景区吸引更多游客。

图表 36. 黄山太平湖文化旅游有限公司股权结构

发起人	参股日期	持股比例	认缴出资(万元)
黄山旅游发展股份有限公司	2017-02-17	50.96%	10,080
黄山市黄山区国有资产运营有限公司	2020-03-13	40.04%	7,920
黄山壹富旅游文化产业发展基金(有限合伙)	2019-04-25	9.00%	1,780

资料来源：公司公告，中银证券（截至 2023 年 3 月）

图表 37. 太平湖景区地理位置优越



资料来源：公司官网，中银证券

**“村”：围绕“村”、“镇”、“茶”三个板块布局。**“村”的板块，公司于 2020 年成立黄山归隐乡村旅游投资有限公司，旨在围绕乡村振兴战略，依托古徽州村落资源，打造康养休闲、回归自然、探奇求新等系列功能的微旅游目的地；“镇”的板块，联合蓝城小镇公司平台，加强对外销售，有序推进黄山旅游 CBD 项目和黟美小镇项目，其中黄山旅游 CBD 项目已顺利封顶；“茶”的板块，协助完成了六百里公司品牌战略升级方案和发展规划制定，举办了第六届太平猴魁非遗文化节发布会，推出“太平”牌茶叶新品。

**“窟”：为游客带来“自然生态下的户外休闲”和“科技展演下的夜游体验”。**花山世界主题乐园于 2019 年 6 月启动施工，2021 年 9 月，一期项目花山谜窟园区对外营业。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，完成花山世界智慧景区建设，实现“一屏管园区、一机游花山、一网抓安全”。地理位置上，景区距黄山中心城区仅 8 公里，其主打的“夜游”主题，以及周边布局的汽车露营、夜生活美食街，将有效承载黄山过夜游客的游览需求。

图表 38. 花山谜窟项目

项目	建设宗旨及内容	投资金额 (亿元)	盈亏平衡客流量 (万人)	预期盈利时 间
花山谜窟景区综合提升工程项目	旨在通过景观提升、环境整治、文化科技展演及公共服务设施配套等建设，打造立体多元的沉浸式乐园，力争将花山谜窟景区开发建设成为以景区夜游为特色，以石窟休闲游乐为核心，集旅游观光休闲和沉浸式体验等功能为一体的综合性旅游景区	3.5	93	2024 年
花山花海景观工程	是公司积极落实“走下山、走出去”、“山水村窟”发展战略的重要体现	1.7	65	2024 年

资料来源：公司公告，中银证券

**“黄山”超级 IP 打造价值护城河。**随着消费者需求的改变，以及消费结构的转型，企业的护城河已不再仅仅是基于技术壁垒、产品壁垒、服务壁垒的产业护城河，而是出现了产业护城河和价值护城河并存的局面，而所谓的价值护城河，本质上就是 IP，是能够获取大众的情感信赖、被给予高价值判断的品牌。黄山旅游依托世界闻名的旅游景点“黄山”，始终将做深文化——深度推进文旅融合，充分挖掘文化遗产与徽州人文要素、通过营销与运营不断强化提升黄山旅游品牌作为公司发展的重要战略；同时，公司也顺应行业观光游向休闲游升级的趋势，不仅全域布局了“吃、住、行、游、娱、购”的基本旅游业态，更是通过打造商务旅游主题的徽菜餐饮、养生主题的品牌酒店、研学主题的旅游服务（以旅行社为载体）、围绕“山水村窟”战略不断升级的休闲游、情感旅游以及主题乐园探秘游等产品发展成为了一个集“商、养、学、闲、情、奇”为一体的超级旅游 IP，使其品牌知名度日益深入人心，黄山旅游已经建立起了自身独特的价值护城河。

图表 39. 2022 年 6 月 5A 级景区品牌影响力 10 强、媒体热度指数 10 强

排名	品牌影响力 (MBI) 10 强	媒体热度指数 10 强
1	故宫博物院	故宫博物院
2	颐和园	颐和园
3	陕西渭南华山景区	陕西渭南华山景区
4	拉萨布达拉宫景区	乐山市峨眉山景区
5	乐山市峨眉山景区	黄山市黄山风景区
6	黄山市黄山风景区	拉萨布达拉宫景区
7	丽江市丽江古城景区	丽江市丽江古城景区
8	大同市云冈石窟	大同市云冈石窟
9	枣庄市台儿庄古城景区	枣庄市台儿庄古城景区
10	湖南省长沙市岳麓山-橘子洲旅游区	湖南省长沙市岳麓山-橘子洲旅游区

资料来源：迈点研究网，中银证券

## 5.2 区位优势：长三角交通便利吸引客流，新增高铁项目有望持续利好客流增长

位于长三角腹地，承接大规模消费需求。公司所在地黄山市地处皖浙赣闽四省通衢之地，背靠长三角，紧邻全国旅游消费规模最大、消费能力最强的华东地区。在国家贯彻长三角一体化发展战略、黄山市加快融杭接沪的背景下，公司区位优势进一步凸显。

交通便利，在建高铁“昌景黄”、“池黄”有望进一步增加客流量。中国旅游研究院的历史数据表明，城市居民的节假日平均出游距离从未超过 300 公里，即高铁 2 小时、自驾车 3-4 小时的距离。对于黄山而言，高速公路方面，黄山附近的高速公路密度已经达到长三角发达地区平均水平，黄山市已进入杭州、合肥等城市的“1.5 小时经济圈”，上海等城市“2.5 小时经济圈”；高速铁路方面，截至 2023 年 3 月，主要有两条相关高铁线路在建，“昌景黄”高铁自南昌东站出发，终点为黄山北站，建成通车后，黄山至景德镇将实现半个多小时通达，昌景黄高速铁路预计 2023 年 9 月建成通车；“池黄”高铁自池州站引出，向东经九华山、太平湖，在黄山风景区北门以西设黄山西站，预计 2024 年 6 月通车运营，建成后能够有望联通黄山旅游旗下几大主要景区，至此，建成、在建和规划中的 10 条高铁线路，将使黄山成为安徽省内继合肥之后又一形成“米字型”高铁线路的城市，将有效提升黄山及其周围风景区的客流量。

图表 40. 池黄高铁线路图



资料来源：中国铁路，中银证券

图表 41. 昌景黄高铁线路图



资料来源：中国铁路，中银证券

## 5.3 坚持拥抱数智时代趋势，抢跑赛道促转型

公司数智化赋能平台管理、产品服务创新与新媒体营销：

(1) 平台管理方面，公司于 2021 年 7 月与蚂蚁集团合作成立安徽途马科技有限公司，打造面向全国拓展的“本地+在地”生活服务平台，一方面持续迭代升级黄山旅游官方平台，上线官方平台 3.0 版本，新增电子发票开具等功能，打通与人保集团等第三方接口，并深化与科大讯飞合作，推进景区智慧导览系统建设与会员体系建设；另一方面是成功上线管理云平台 2.0 版本，优化升级分时预约系统、酒管系统、商务智能系统等，加快提升管理效率，促进降本增效。

(2) 产品服务方面，一是打造基于区块链的农产品综合服务项目，以六百里公司为试点，建成全市首个农产品区块链溯源项目并上线试运营；二是启动豪华端位“云麓”子品牌创建，推出景区外卖轻餐饮品牌——“猴轻松”黄山旅型补给站；三是深化与中国恩菲合作，加快推进智慧索道建设，探索实现索道运行、管理、维护、检修的自动化、智能化、智慧化。

(3) 新媒体营销方面，公司制定新媒体运营战略。据 2022 半年报，公司一是搭建新媒体矩阵，公司成功运营 16 个黄山总品牌账号和 63 个分子品牌官方账号，收获粉丝总量近 600 万；二是打造电商直播项目，对内联合妙趣互娱成立云上游公司，对外联合抖音、携程、b 站等平台，聚焦“旅播”“农播”两大任务，成功举办第一届中国文旅直播大会、全市首期乡村振兴视频直播创业特训营等活动；三是围绕黄山 IP 打造数字内容，包括联合蚂蚁集团运用区块链技术发行首款“黄山数字文创纪念门票”数字藏品、举办了中国黄山“元届 2050”数字内容创作者排位赛等。

图表 42. 安徽途马科技有限公司股权结构



资料来源：爱企查（截至 2023 年 3 月）

图表 43. 黄山旅游智慧平台



资料来源：公司官网，中银证券

## 6.盈利预测与投资建议

图表 44.公司营收拆分及预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>景区业务/园林开发业务</b>								
收入	232.69	230.96	213.21	81.17	115.08	97.92	262.26	328.13
YOY		(0.01)	(0.08)	(0.62)	0.09	(0.15)	1.68	0.25
成本	29.11	39.45	34.90	41.57	91.62	91.62	137.43	178.66
YOY		0.36	(0.12)	0.19	1.20	0.00	0.50	0.30
毛利	203.58	191.51	178.31	39.61	23.46	6.30	124.83	149.48
YOY		(0.06)	(0.07)	(0.78)	(0.41)	(0.73)	18.81	0.20
毛利率(%)	87.49	82.92	83.63	48.79	20.39	6.44	47.60	45.55
<b>索道业务</b>								
收入	490.72	496.00	554.10	242.06	275.11	222.70	591.92	646.56
YOY		0.01	0.12	(0.56)	0.14	(0.19)	1.66	0.09
成本	72.85	65.76	70.71	66.47	70.10	75.01	82.51	87.46
YOY		(0.10)	0.08	(0.06)	0.05	0.07	0.10	0.06
毛利	417.86	430.24	483.39	175.59	205.01	147.70	509.41	559.11
YOY		0.03	0.12	(0.64)	0.17	(0.28)	2.45	0.10
毛利率(%)	85.15	86.74	87.24	72.54	74.52	66.32	86.06	86.47
<b>酒店业务</b>								
收入	627.43	646.97	662.44	254.72	245.42	220.88	375.49	488.14
YOY		0.03	0.02	(0.62)	(0.04)	(0.10)	0.70	0.30
成本	419.98	449.08	458.17	252.10	226.89	226.89	306.30	352.25
YOY		0.07	0.02	(0.45)	(0.10)	0.00	0.35	0.15
毛利	207.45	197.89	204.27	2.62	18.53	(6.01)	69.19	135.89
YOY		(0.05)	0.03	(0.99)	6.07	(1.32)	(12.51)	0.96
毛利率(%)	33.06	30.59	30.84	1.03	7.55	(2.72)	18.43	27.84
<b>旅游服务业务</b>								
收入	397.26	393.98	457.87	170.50	227.13	170.35	221.45	265.74
YOY		(0.01)	0.16	(0.63)	0.33	(0.25)	0.30	0.20
成本	361.59	348.67	434.79	161.25	212.24	159.18	195.79	231.03
YOY		(0.04)	0.25	(0.63)	0.32	(0.25)	0.23	0.18
毛利	35.67	45.32	23.08	9.25	14.89	11.17	25.66	34.71
YOY		0.27	(0.49)	(0.60)	0.61	(0.25)	1.30	0.35
毛利率(%)	8.98	11.50	5.04	5.42	6.55	6.56	11.59	13.06
<b>徽菜业务</b>								
收入				82.18	134.84	114.61	149.00	193.70
YOY					0.64	(0.15)	0.30	0.30
成本				72.51	94.89	83.50	110.22	141.09
YOY					0.31	(0.12)	0.32	0.28
毛利				9.67	39.95	31.11	38.77	52.61
YOY					3.13	(0.22)	0.25	0.36
毛利率(%)				11.77	29.63	27.14	26.02	27.16
<b>合计(未内部抵消)</b>								
收入	1,908.49	1,767.91	1,887.62	830.63	997.58	826.46	1,600.13	1,922.28
YOY		(0.07)	0.07	(0.56)	0.20	(0.17)	0.94	0.20
成本	1,027.21	902.96	998.57	593.90	695.74	636.20	832.25	990.48
YOY		(0.12)	0.11	(0.41)	0.17	(0.09)	0.31	0.19
毛利	881.28	864.95	889.05	236.73	301.84	190.26	767.87	931.79
YOY		(0.02)	0.03	(0.73)	0.28	(0.37)	3.04	0.21
毛利率(%)	46.18	48.93	47.10	28.50	30.26	23.02	47.99	48.47
<b>合计(经内部抵消)</b>								
收入	1,783.91	1,620.95	1,606.74	740.84	895.21	735.55	1,424.11	1,710.83
YOY		(0.09)	(0.01)	(0.54)	0.21	(0.18)	0.94	0.20
成本	880.66	743.48	707.44	490.37	576.24	524.87	686.61	817.15
YOY		(0.16)	(0.05)	(0.31)	0.18	(0.09)	0.31	0.19
毛利	903.25	877.47	899.30	250.47	318.97	210.69	737.50	893.68
YOY		(0.03)	0.02	(0.72)		(0.34)	2.50	0.21
毛利率(%)	0.51	0.54	0.56	0.34	0.36	0.29	0.52	0.52
<b>内部抵消差额</b>								
收入	124.58	146.96	280.88	89.79	102.37	90.91	176.01	211.45
差额/未经抵消合计	0.07	0.08	0.15	0.11	0.10	0.11	0.11	0.11
成本	146.55	159.48	291.13	103.53	119.50	111.34	145.64	173.33
差额/未经抵消合计	0.14	0.18	0.29	0.17	0.17	0.18	0.18	0.18

资料来源: 公司公告, 中银证券

## 主营业务预测与相关假设

### (1) 景区业务/园林开发业务

景区业务主要依托于门票收入，受游客量直接影响，2015-2019年游客接待量均为300万人次以上，疫情反复下景区业务受影响较大，2022Q3疫情形势相对好转后，游客量恢复较快。据公司2022业绩预告，2022年黄山景区接待进山游客139.69万人，同比下降16.56%。随疫情趋稳、交通改善、政策优化，假设2023年游客量基本恢复至2019年水平，2024年游客量维持小幅增长。

### (2) 索道业务

索道业务收入与客流量直接相关，预计23年后随全国出行限制放宽，客流量有望实现快速反弹，带动索道业务提升，假设乘索游客量与景区接待游客量同频变动。同时，公司将索道业务进行异地拓展，带来新的业绩增量。

### (3) 酒店业务

2013-2019年公司酒店业务收入CAGR为9.55%，疫情后随客流量减少酒店业务收入下滑，待疫情防控形势向好游客量回升后，酒店业务将实现快速增长，同时，数字化助力酒店管理后，酒店业务有望提质增效。

### (4) 旅游服务业务

2022年11月，国内取消跨省游“熔断”要求，旅行社业务有望逐步恢复，同时，根据市场需求变化，公司积极发展亲子游、研学游等多样化产品，形成新的增长点。

### (5) 徽菜业务

截至2022年3月，徽商故里主题餐饮在北京、天津、杭州等地拓展门店20余家，2021年从酒店业务板块剥离，疫情下徽菜业务受影响小于其他业务，未来门店数量的增长有望继续提升业绩和抗风险能力，且在连锁化进程下优化管理降低成本。

图表 45.可比公司估值

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	每股收益 (元/股)				市盈率 (x)		
			2022E	2023E	2024E	TTM	2022E	2023E	2024E
002033.SZ	丽江股份	58.85	0.08	0.28	0.35	(266.60)	146.02	37.98	30.96
603136.SH	天目湖	54.64	0.15	0.83	1.07	542.34	194.29	35.19	27.27
600138.SH	中青旅	105.32	(0.26)	0.49	0.77	(56.31)	(59.62)	29.61	18.98
000888.SZ	峨眉山 A	46.53	0.00	0.00	0.00	(43.46)	0.00	0.00	0.00
	行业平均		(0.01)	0.53	0.73	43.99	93.56	34.26	25.74
<b>600054.SH</b>	<b>黄山旅游</b>	76.37	(0.19)	0.32	0.52	(217.31)	(65.00)	39.43	24.34

资料来源: iFind, 公司公告, 中银证券

注: 1. 可比公司选取皆为A股市场旅游业重要公司, 在自然资源禀赋或者业务范围上相较黄山旅游具备相似之处。2. 黄山旅游数据来自本报告预测数据, 其余公司数据来自iFind内机构一致预测, 峨眉山未有iFind内机构一致预测故不计入行业平均。此外因年末疫情影响较重机构一致预测更新滞后, 故数据仅作参考。(截止日期2022/03/24)

## 投资建议

黄山作为世界文化和自然遗产, 在世界范围内具有独特的吸引力, 出行限制解除后游客量有望快速回升。作为处于成熟阶段的景区, 近年来公司业务不断向多元化发展, 通过产品拓展和服务升级, 打造旅游休闲综合体, 满足游客需求变化和消费偏好, 对游客产生持续的吸引力, 摆脱对于门票经济的过度依赖。此外, 公司加紧数智化建设, 实现景区、酒店等业务的高效管理, 促进降本增效。综上, 公司依托“黄山”超级IP, 积极寻求业务突破点和业绩增长点, 且近期疫情防控政策利好下, 公司业务有望实现又快又好发展。我们预计2022-2024年公司实现收入7.36/14.24/17.11亿元, EPS分别为-0.19/0.32/0.52元, 对应PE分别为-65.0/39.4/24.3倍。首次覆盖, 给予**增持**评级。

## 7.风险提示

### 行业复苏不及预期

后疫情时代可能会出现居民消费疲弱，消费者收入预期降低或消费者信心不足，在此基础上可能会出现消费者出行意愿降低，客流量恢复及旅游行业整体复苏不及预期的情况。

### 转型及扩张落地难度大等风险

自 2016 年提出“走下山，走出去”战略后，公司在黄山市区乃至全国各地大力拓展各项业务，但业务转型及异地扩张仍存在困难，或受到当地政策阻碍以及行业激烈竞争的影响。

### 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	741	895	736	1,424	1,711
营业收入	741	895	736	1,424	1,711
营业成本	490	576	525	687	817
营业税金及附加	11	22	15	24	28
销售费用	48	43	42	71	86
管理费用	297	297	268	356	308
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	(14)	0	(5)	(11)	(22)
其他收益	10	8	3	3	7
资产减值损失	(6)	0	0	0	0
信用减值损失	(3)	4	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	34	87	0	0	0
投资收益	33	19	15	25	30
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(24)	76	(92)	326	531
营业外收入	11	8	3	8	3
营业外支出	13	3	15	10	9
利润总额	(26)	81	(104)	324	525
所得税	24	40	42	84	136
净利润	(50)	42	(145)	240	388
少数股东损益	(4)	(2)	(4)	7	12
归母净利润	(46)	43	(141)	233	377
EBITDA	40	162	128	592	828
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.06)	0.06	(0.19)	0.32	0.52

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,082</b>	<b>1,950</b>	<b>1,619</b>	<b>2,072</b>	<b>2,286</b>
现金及等价物	1,973	1,834	1,519	1,875	2,132
应收帐款	15	11	11	37	30
应收票据	0	0	0	0	0
存货	29	35	17	40	28
预付账款	20	19	18	32	27
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	45	52	54	88	69
<b>非流动资产</b>	<b>2,812</b>	<b>3,200</b>	<b>3,346</b>	<b>3,269</b>	<b>3,203</b>
长期投资	377	693	693	693	693
固定资产	1,536	1,727	1,754	1,760	1,741
无形资产	172	175	179	182	184
其他长期资产	727	606	721	635	585
<b>资产合计</b>	<b>4,894</b>	<b>5,150</b>	<b>4,965</b>	<b>5,341</b>	<b>5,490</b>
<b>流动负债</b>	<b>359</b>	<b>380</b>	<b>333</b>	<b>605</b>	<b>412</b>
短期借款	5	5	4	4	4
应付账款	112	171	87	161	80
其他流动负债	242	205	242	441	329
<b>非流动负债</b>	<b>69</b>	<b>256</b>	<b>258</b>	<b>144</b>	<b>134</b>
长期借款	3	3	100	3	3
其他长期负债	66	254	158	141	131
<b>负债合计</b>	<b>428</b>	<b>636</b>	<b>591</b>	<b>749</b>	<b>546</b>
股本	729	729	729	729	729
少数股东权益	203	219	214	221	233
归属母公司股东权益	4,263	4,295	4,160	4,371	4,711
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,894</b>	<b>5,150</b>	<b>4,965</b>	<b>5,341</b>	<b>5,490</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(50)	42	(145)	240	388
折旧摊销	155	200	243	305	356
营运资金变动	311	(5)	(20)	170	(149)
其它	(417)	(143)	(136)	45	(62)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1)</b>	<b>94</b>	<b>(57)</b>	<b>760</b>	<b>534</b>
资本支出	(209)	(278)	(269)	(308)	(285)
投资变动	231	(228)	0	0	0
其他	216	287	15	25	30
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>238</b>	<b>(220)</b>	<b>(254)</b>	<b>(283)</b>	<b>(255)</b>
银行借款	4	(1)	96	(97)	0
股权融资	(90)	(216)	6	(21)	(36)
其他	21	203	(105)	(2)	14
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(66)</b>	<b>(13)</b>	<b>(4)</b>	<b>(121)</b>	<b>(23)</b>
<b>净现金流</b>	<b>171</b>	<b>(139)</b>	<b>(315)</b>	<b>356</b>	<b>256</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 财务指标

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	(53.9)	20.8	(17.8)	93.6	20.1
营业利润增长率(%)	(104.8)	(413.2)	(220.4)	(454.8)	63.0
归属于母公司净利润增长率(%)	(113.6)	(193.7)	(424.5)	(264.8)	62.0
息税前利润增长(%)	(124.8)	(66.2)	195.9	(349.7)	64.6
息税折旧前利润增长(%)	(93.6)	303.8	(20.6)	361.1	40.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(113.6)	(193.7)	(424.5)	(264.8)	62.0
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	(15.5)	(4.3)	(15.6)	20.1	27.6
营业利润率(%)	(3.3)	8.5	(12.5)	22.9	31.0
毛利率(%)	33.8	35.6	28.6	51.8	52.2
归母净利润率(%)	(6.3)	4.9	(19.2)	16.3	22.0
ROE(%)	(1.1)	1.0	(3.4)	5.3	8.0
ROIC(%)	(12.0)	(0.8)	(6.6)	9.9	15.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
净负债权益比	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
流动比率	5.8	5.1	4.9	3.4	5.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.3	0.3
应收账款周转率	26.3	67.2	66.7	60.0	51.4
应付账款周转率	7.2	6.3	5.7	11.5	14.2
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	6.5	4.8	5.8	5.0	5.0
管理费用率(%)	40.1	33.2	36.5	25.0	18.0
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	(1.8)	0.0	(0.7)	(0.8)	(1.3)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	(0.1)	0.1	(0.2)	0.3	0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.0	0.1	(0.1)	1.0	0.7
每股净资产(最新摊薄)	5.8	5.9	5.7	6.0	6.5
每股股息	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	(197.7)	210.9	(65.0)	39.4	24.3
P/B(最新摊薄)	2.2	2.1	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	98.4	31.0	56.3	11.4	7.8
价格/现金流(倍)	(8,851.4)	97.7	(159.9)	12.1	17.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371