

九华旅游 (603199.SH) / 社服行业

证券研究报告/公司深度报告

2023年06月07日

评级: 增持 (首次)

市场价格: 37.68元

分析师: 张骥

执业证书编号: S0740523060001

Email: zhangji01@zts.com.cn

分析师: 皇甫晓晗

执业证书编号: S0740521040001

Email: huangfuxh@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	426	332	725	831	885
增长率 yoy%	25%	-22%	118%	15%	6%
归母净利润 (百万元)	61	-14	190	236	255
增长率 yoy%	11%	-123%	1489%	24%	8%
每股收益 (元)	0.55	-0.12	1.72	2.13	2.30
每股现金流量	1.09	0.44	1.64	2.51	2.85
净资产收益率	5%	-1%	13%	14%	14%
P/E	68.9	-304.4	21.9	17.7	16.4
P/B	3.3	3.4	3.0	2.6	2.2

备注: 股价选取 2023 年 06 月 07 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	111
流通股本(百万股)	111
市价(元)	37.68
市值(百万元)	4,170
流通市值(百万元)	4,170

股价与行业-市场走势对比



相关报告

报告摘要

- 核心观点:** 九华旅游是较为稀缺的自然+文化属性景区,重游率高、历史业绩稳健。看短期,疫后业绩弹性有望超预期;看长期,交通改善与景区新项目落地奠定未来成长性。
- 首次覆盖, 给予“增持”评级。** 我们预计, 公司 23/24/25 年的营业收入为 7.25/8.31/8.85 亿元, 增速 118%/15%/6%, 归母净利润 1.90/2.36/2.55 亿元, 增速 1489%/24%/8%, 对应 PE 21.9/17.7/16.4 x。考虑到公司业务的盈利性和未来新项目的成长性, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 坐拥九华山核心景区资源, 多元化业务并存。** 公司主要业务为索道、酒店、客运与旅行社。其中, 毛利贡献较多的业务为索道与客运业务, 两项业务都属于景区内游客上山非常重要的交通工具。2019 年, 索道业务毛利贡献占比 74%, 客运业务毛利贡献占比 17%。
- 重游率较高, 支撑公司业绩稳定性。** 复盘历史数据, 公司 2015 年上市以来, 营收和归母净利润数据保持稳定增长, 且季节性特征在景区中相对较弱。最主要原因为九华山的佛教文化属性带来较高的重游率。
- 展望疫后, 短期看, 23 年业绩弹性有望超预期。** 1. 收入端: 2023 年, 疫后居民出行意愿强烈, 叠加出境游恢复较为缓慢, 以及寺庙游关注度提升, 公司收入端的复苏有望超越 19 年水平; 2. 利润率端: 由于景区运营成本相对固定, 在客流超预期恢复时, 其利润率弹性较大, 将贡献额外的业绩弹性。
- 长期看, 九华旅游具备成长性。** 成长性来自两方面, 第一, 交通改善。未来开通的池黄高铁新设九华山站, 游客可乘高铁直达景区 (而当前需要 40 分钟车程)。第二, 新项目落地。文宗古村项目 23 年已开业, 九华山交通转换中心项目预期 24 年 1 月开业, 九华山狮子峰景区开发项目正在前期筹备中。交通改善与新项目建设皆为慢变量, 疫情期间需求不足致慢变量的积极作用未在业绩中体现, 疫后有望得到充分释放。
- 风险提示:** 项目建设进度不及预期, 景区收费标准调整的风险, 自然灾害的风险, 第三方数据失真的风险, 研报使用信息滞后或更新不及时风险。

内容目录

1.以九华山为核心旅游资源，历史悠久	- 5 -
1.1 九华山是中国的四大佛教名山之一.....	- 5 -
1.2 股东结构：上市后实控人由九华山国资委变为安徽国资委.....	- 5 -
1.3 疫情前，营收与净利率稳定增长，收入与客流显著正相关.....	- 6 -
2.多元化业务并存	- 7 -
2.1 索道缆车业务.....	- 8 -
2.2 客运业务.....	- 10 -
2.3 酒店业务.....	- 10 -
2.4 旅行社业务.....	- 11 -
3.文化属性提升公司收入稳定性	- 12 -
4.成长性源自交通改善叠加新项目落地	- 14 -
4.1 复盘 17 年-19 年增长，增长主要来自于客流提升.....	- 14 -
4.2 展望疫后，交通改善叠加新项目落地，业绩有望持续释放.....	- 15 -
5.寺庙游关注度提升，23Q1 业绩景气度确认	- 17 -
6.盈利预测与估值	- 19 -
7.风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1: 九华山景区图.....	- 5 -
图表 2: 九华旅游上市后股权和表决权发生变更.....	- 5 -
图表 3: 九华旅游 23Q1 期末股权结构.....	- 6 -
图表 4: 2011-19 年公司营收和利润持续增长.....	- 6 -
图表 5: 九华山景区接待人次 (万人次)	- 7 -
图表 6: 公司收入与九华山客流增速高度正相关.....	- 7 -
图表 7: 索道缆车和酒店业务是收入占比较高.....	- 7 -
图表 8: 索道贡献的毛利最高.....	- 8 -
图表 9: 2018 年票价调整, 九华山索道未受影响.....	- 8 -
图表 10: 疫情前索道毛利维持在 80% 以上.....	- 9 -
图表 11: 九华山景区内的三大索道缆车信息.....	- 9 -
图表 12: 2012 年 9 月起花台索道票价略有下浮.....	- 9 -
图表 13: 2014 年 1 月起天台索道票价略有上浮.....	- 9 -
图表 14: 九华山景区三大索道缆车票价.....	- 9 -
图表 15: 客运业务毛利率随收入变动而波动.....	- 10 -
图表 16: 酒店毛利率出现大幅下滑.....	- 11 -
图表 17: 酒店业务的营业成本持续上涨 (单位: 亿元)	- 11 -
图表 18: 旅行社业务主要以地接服务为主, 收入相对平稳.....	- 12 -
图表 19: 2011-2019 年, 九华旅游的营收和归母净利润指标稳定增长.....	- 12 -
图表 20: 景区股营收的长时间序列, 11-19 年多数都有波动 (单位: 亿元) -	13 -
图表 21: 疫情前九华旅游单季收入波动较小.....	- 13 -
图表 22: 疫情前黄山旅游单季收入波动较大.....	- 14 -
图表 23: 2016-2019 年, 九华旅游各项业务营收和接待客流数持续增长.....	- 15 -
图表 24: 2015-2019 年, 池州市铁路客运量和民航客运量持续上升.....	- 15 -
图表 25: 池黄高铁开通后游客坐高铁可直达九华山.....	- 16 -
图表 26: 九华山交通转换中心项目预期 24 年 1 月投入使用.....	- 16 -
图表 27: 九华旅游在建工程大幅增长 (单位: 亿元)	- 16 -
图表 28: 九华旅游 22 年报披露的在建工程主要项目	- 17 -
图表 29: 文宗古村项目实景.....	- 17 -
图表 30: 2023.1.1-2023.5.30 抖音关键词“九华山”客群的区域数据分布.....	- 18 -
图表 31: 2019.1.1-2019.5.30 抖音关键词“九华山”客群的区域数据分布.....	- 18 -
图表 32: 2023.1.1-2023.5.30 抖音关键词“九华山”客群的年龄数据分布.....	- 18 -
图表 33: 2019.1.1-2019.5.30 抖音关键词“九华山”客群的年龄数据分布.....	- 18 -

图表 34: 九华旅游 23Q1 营收和归母净利润均创历史新高.....	- 19 -
图表 35: 九华旅游费用率平稳.....	- 20 -
图表 36: 公司各业务营收与毛利率预测.....	- 20 -
图表 37: 九华旅游与可比公司估值.....	- 21 -

1.以九华山为核心旅游资源，历史悠久

1.1 九华山是中国的四大佛教名山之一

九华山位于安徽省境内，距离池州市区约 40 公里，九华山景区的规划面积 120 平方公里，根据公司招股书，景区开发面积 12 平方公里。九华山与山西五台山、浙江普陀山、四川峨眉山并称中国佛教四大名山。公司的核心项目多数在九华山景区内。

图表 1：九华山景区图



来源：公司招股书，中泰证券研究所

1.2 股东结构：上市后实控人由九华山国资委变为安徽国资委

公司 2015 年上市之时，控股股东为安徽九华山文化旅游集团有限公司（原安徽九华山旅游（集团）有限公司），实控人为九华山国资委。

上市后经历过两次重大变动。1.2018 年，安徽九华山文化旅游集团有限公司将 12.13%的表决权转移给安徽省高新技术产业投资有限公司，公司实控人由九华山国资委变为安徽国资委。2. 2019 年，安徽省创业投资有限公司将 14.70%的股权转给安徽省高新技术产业投资有限公司，从而使后者成为公司控股股东，实控人依然是安徽国资委。

图表 2：九华旅游上市后股权和表决权发生变更

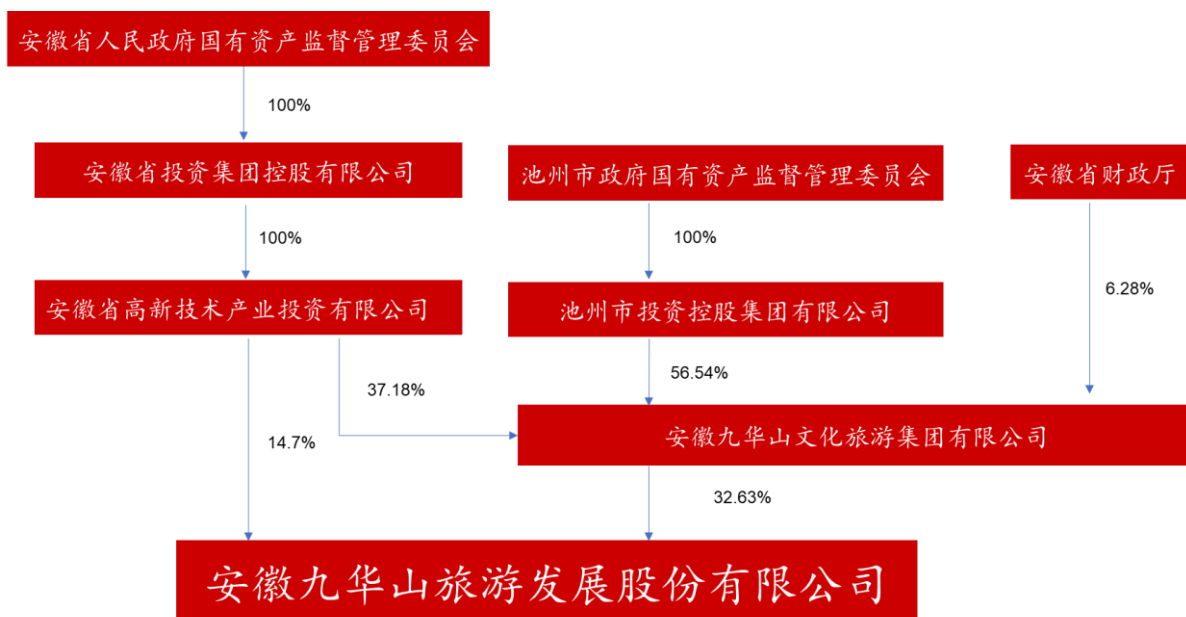
公司名称	2015 年年报（上市首年）		2018 年 12 月（表决权变更）		2019 年 9 月（股权变更）	
	持股比例	拥有表决权比例	持股比例	拥有表决权比例	持股比例	拥有表决权比例
安徽九华山文化旅游集团有限公司	32.63%	32.63%	32.63%	20.50%	32.63%	20.50%
安徽省高新技术产业投资有限公司	-	-	-	12.13%	14.70%	26.83%
安徽省创业投资有限公司	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	-	-

来源：公司年报，公司公告，中泰证券研究所

截至 23Q1 期末，公司主要股东为安徽九华山文化旅游集团有限公司以

及安徽省高新技术产业投资有限公司，实际控制人为安徽国资委。

图表 3：九华旅游 23Q1 期末股权结构

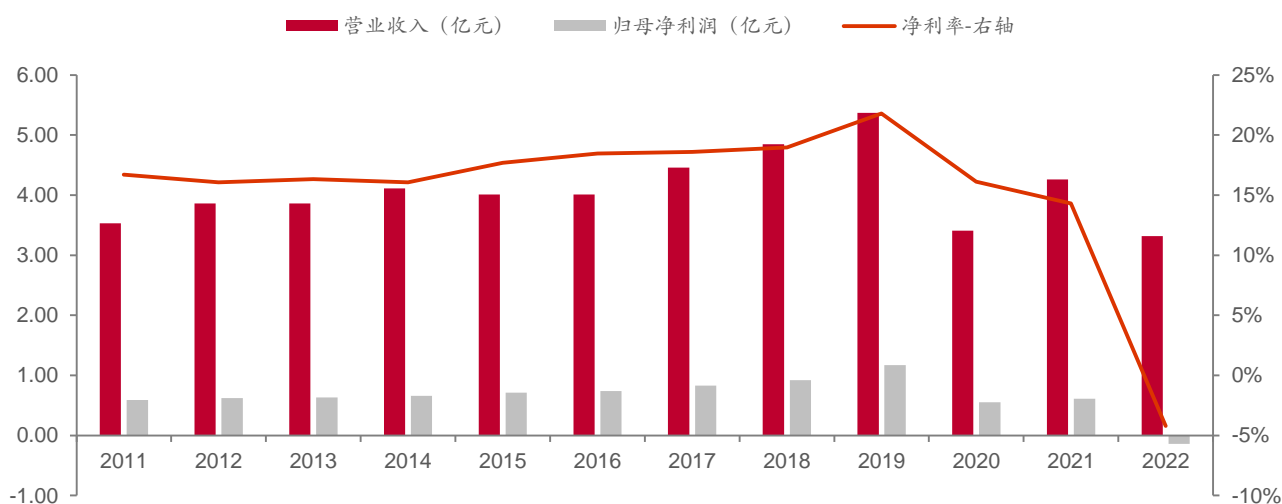


来源：公司一季报，中泰证券研究所

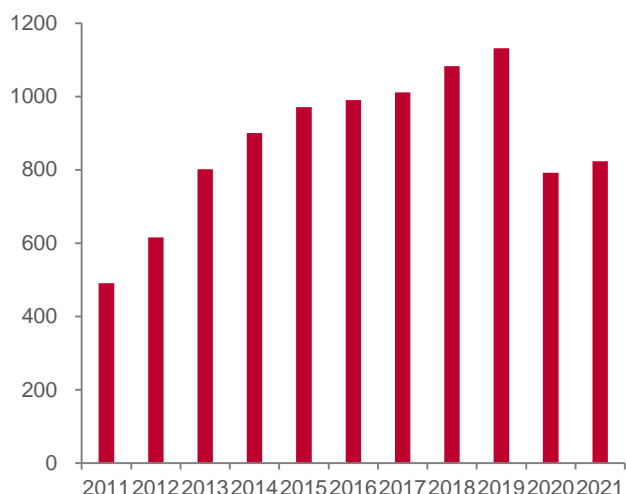
1.3 疫情前，营收与净利率稳定增长，收入与客流显著正相关

2011-19 年，收入端从 3.53 亿元增长至 5.37 亿元，CAGR 5.4%，净利率由 17% 提升至 22%。客流 CAGR 增速为 11%。收入端增长与九华山的客流增长显著正相关。

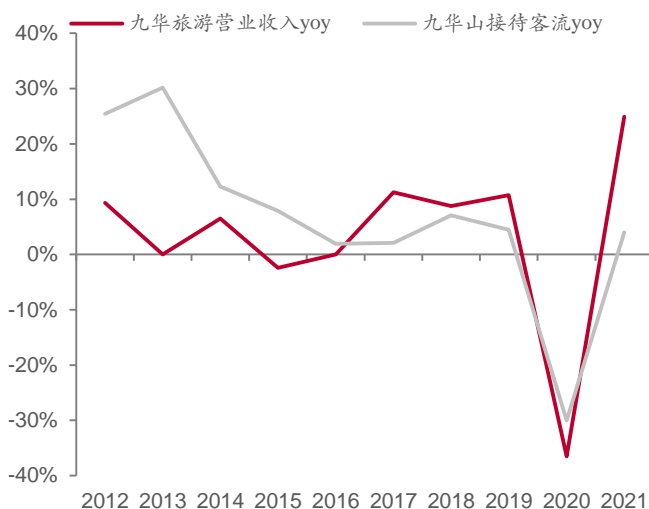
图表 4：2011-19 年公司营收和利润持续增长



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 5：九华山景区接待人次（万人次）


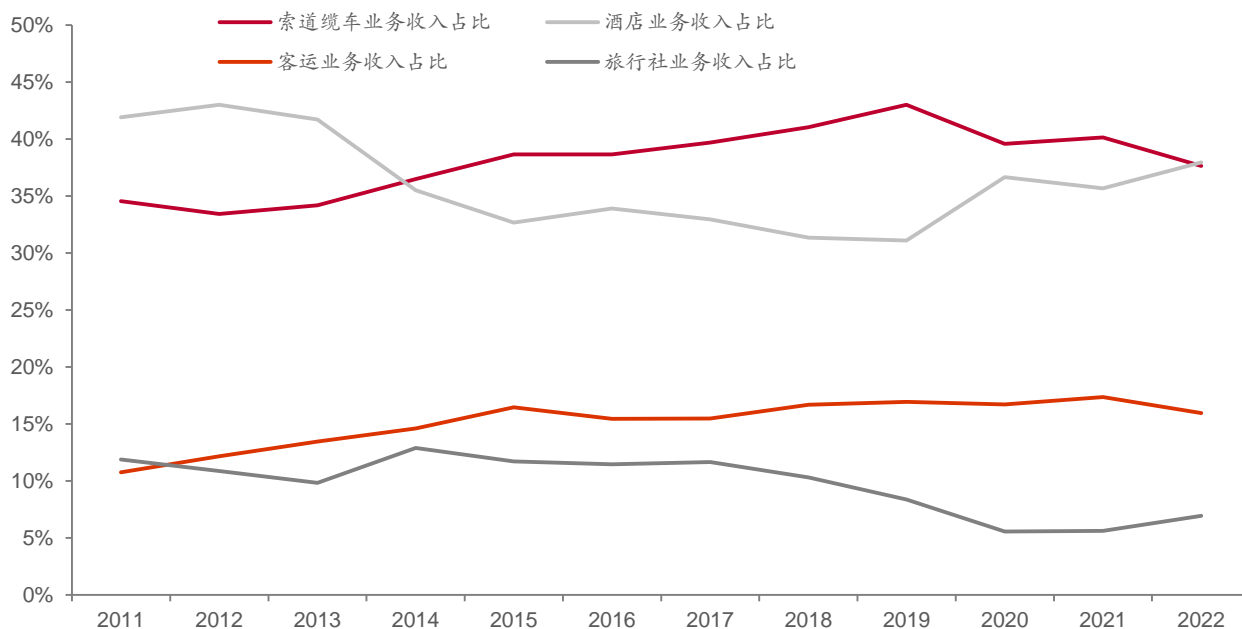
来源：安徽省统计年鉴，中泰证券研究所

图表 6：公司收入与九华山客流增速高度正相关


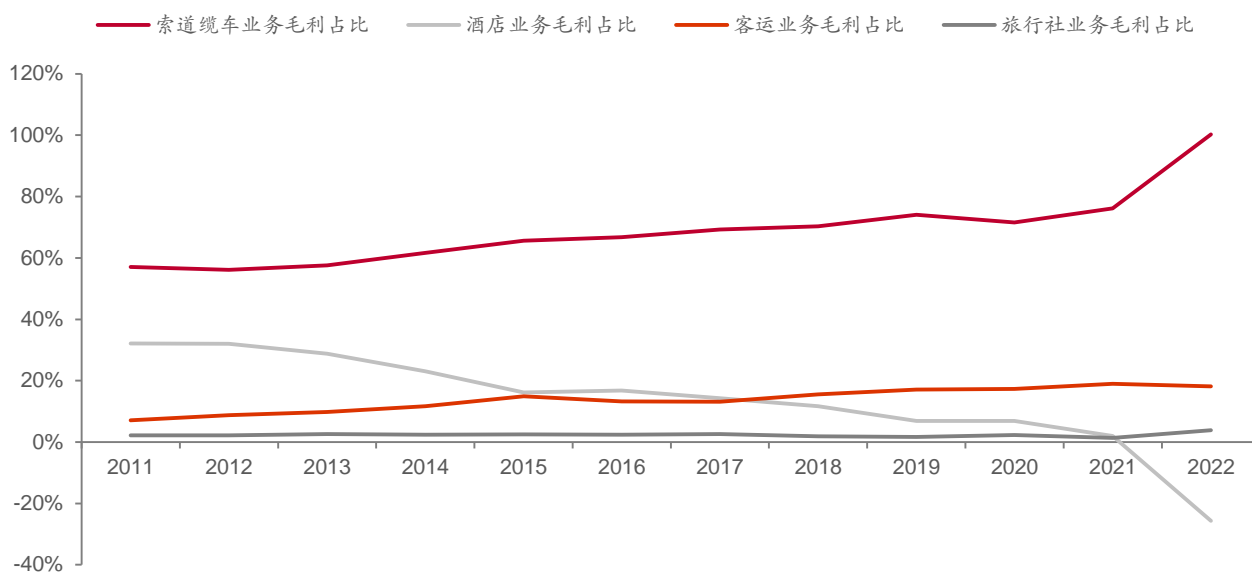
来源：安徽省统计年鉴，中泰证券研究所

2. 多元化业务并存

公司目前经营的业务包括客运、缆车索道、酒店、旅行社等。从收入结构看，索道缆车和酒店业务两项之和占比超 70%。从毛利贡献的角度看，索道贡献的毛利最高，2014 年以来毛利贡献占比超过 60%，其次是客运业务，2018 年以来毛利贡献占比超 15%。

图表 7：索道缆车和酒店业务是收入占比较高


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 8：索道贡献的毛利最高


来源：公司年报，中泰证券研究所

2.1 索道缆车业务

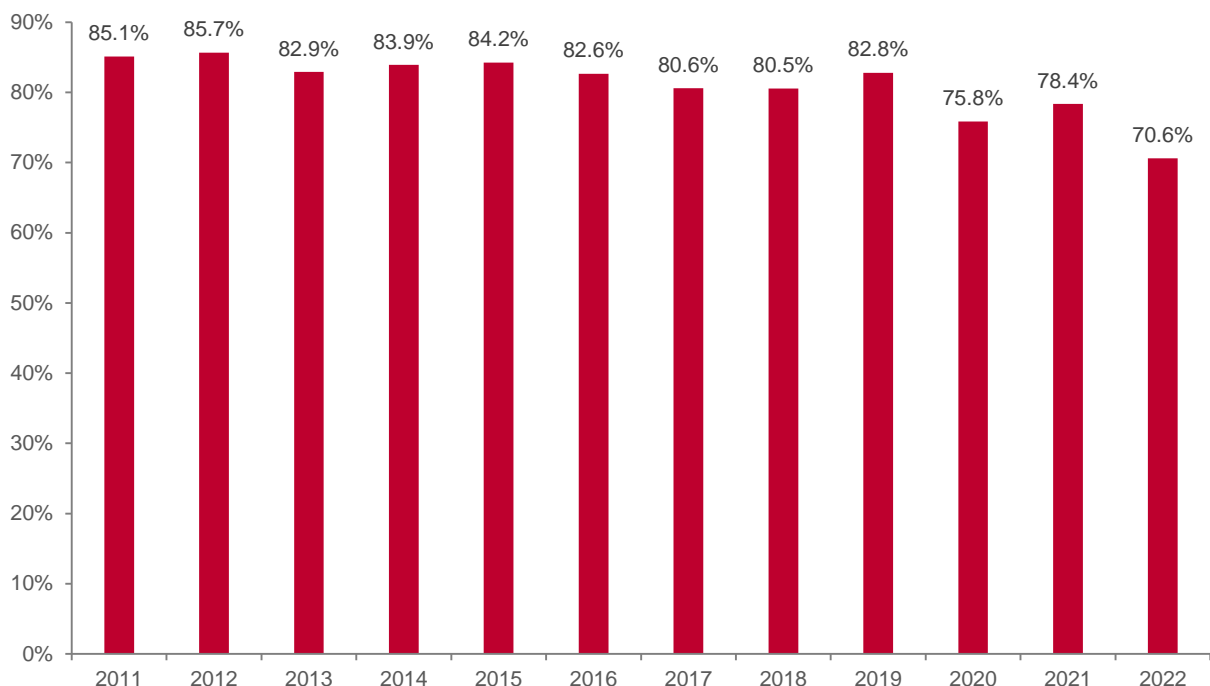
公司索道缆车业务为九华山景区内三条索道缆车线路的经营权。三条索道缆车分别直达九华山内的三个独立景点，具备排他性。景区内有山路可替代缆车索道步行上山，但步行所需时间较长。

盈利能力强，票价稳定。索道缆车的毛利率高，疫情前可维持在 80% 以上。根据公司的招股书和景区官网，自 2010 年至今，公司的索道票价几乎未变。根据省发改委的文件批示，2012 年 9 月起花台索道票价略有上浮，2014 年 1 月起天台索道票价略有上浮。

图表 9：2018 年票价调整，九华山索道未受影响

安徽 5A 景区调价表		
	调整前价格 (元/人次)	调整后价格 (元/人次)
黄山风景区旺季门票	230	190
九华山风景区旺季门票	190	160
天柱山风景区旺季门票	150	130
天堂寨风景区	115	100
八里河风景区	104	90
万佛湖风景区	80	65

来源：文旅部网站，中泰证券研究所

图表 10：疫情前索道毛利维持在 80% 以上


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 11：九华山景区内的三大索道缆车信息

索道缆车名称	建成时间 (年)	改建时间 (年)	全长 高差 (米)	单程运输时间	运输能力	折旧年限 (年)
天台索道	1994	2013	1245 470	5 分钟	800 人/小时	15
花台索道	2010	-	2908 823	10 分钟	800 人/小时	15
百岁宫缆车	2000	-	452 223	-	760 人/小时	15

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 12：2012 年 9 月起花台索道票价略有下浮¹

类型	季节	票价 (元/人次)			
		2012 年 9 月 1 日前		2012 年 9 月 1 日起	
		联票	单程	联票	单程
普通票	旺季	160	90	160	85
	淡季	120	70	120	65
优惠票	旺季	-	70	-	70
	淡季	-	50	-	50

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 13：2014 年 1 月起天台索道票价略有上浮

类型	季节	票价 (元/人次)			
		2014 年 1 月 1 日前		2014 年 1 月 1 日起	
		联票	单程	联票	单程
普通票	旺季	140	75	160	85
	淡季	110	60	120	65
优惠票	旺季	-	55	-	70
	淡季	-	40	-	50

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 14：九华山景区三大索道缆车票价²
¹ 旺季时间：1 月 16-11 月 14 日；淡季时间：11 月 15 日-次年 1 月 15 日

	花台索道票价		天台索道票价		百岁宫缆车票价	
	旺季价格 (元/人次)	淡季价格 (元/人次)	旺季价格 (元/人次)	淡季价格 (元/人次)	旺季价格 (元/人次)	淡季价格 (元/人次)
联票	160	120	160	120	100	80
单程	85	65	85	65	55	45
优惠联票	140	100	140	100	80	70
优惠单程票	70	50	70	50	40	35

来源：公司年报，中泰证券研究所

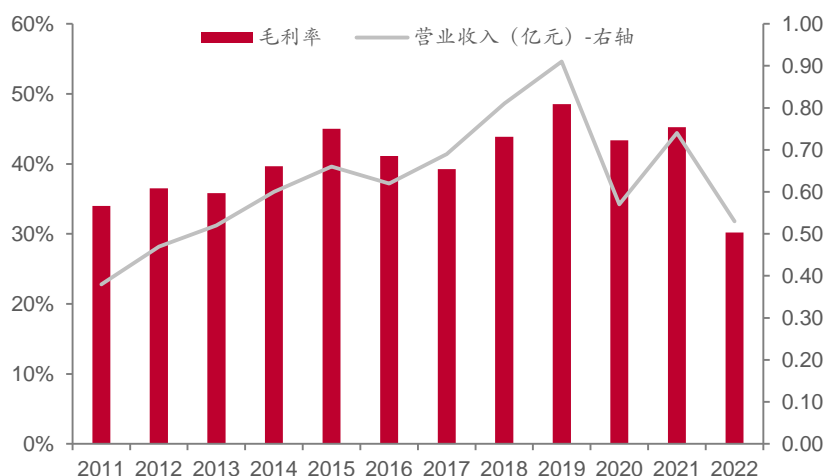
2.2 客运业务

公司的客运业务为景区内的客运专营权。九华山景区面积较大，九华山景区内部分景点的路程需要依赖摆渡大巴，因此可将公司运营的客运业务理解为另一种近似于索道缆车的业务。

节假日景区实施交通管制，客运业务成为景区重要的运输工具。九华山景区因节假日进山客流极大，在国家法定假日及特定佛教节日期间会实施交通管制措施。在此期间，游客需借助景区的大巴从游客中心进入景区。非节假日的客流较小时段，亦可乘私家车进入景区。

客运业务毛利率低于索道，但毛利率弹性较大。景区内的客运业务成本相对固定，随着客流的变化，毛利率波动幅度大于索道，历史毛利率在30-50%之间。在客流较好的年份，其利润率弹性更大。

图表 15：客运业务毛利率随收入变动而波动



来源：公司年报，中泰证券研究所

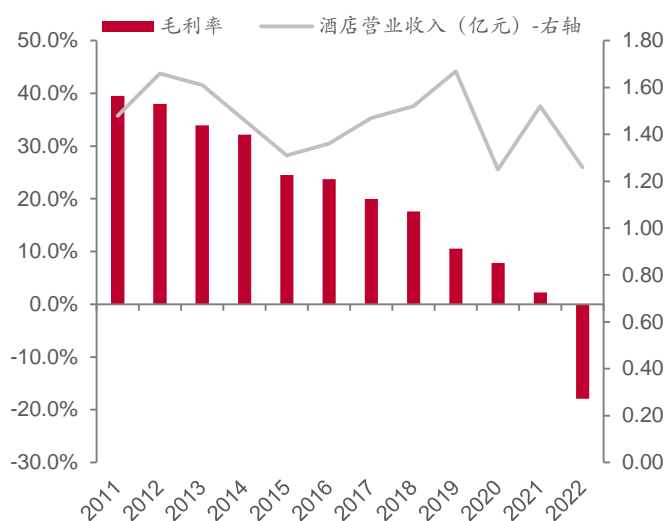
2.3 酒店业务

公司运营 7 家酒店，布局在九华山景区、池州市城区、青阳县内。位于

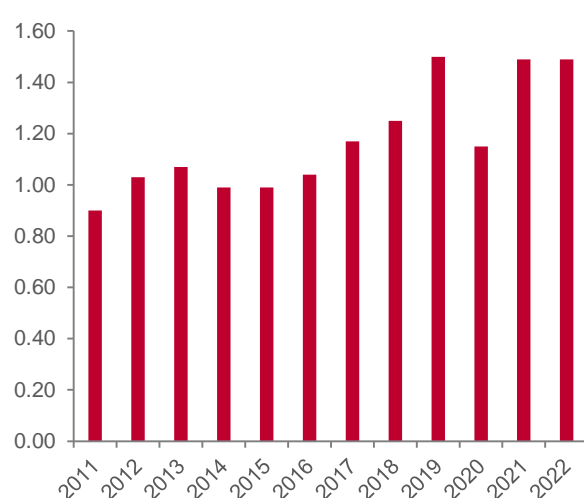
² 旺季时间：1 月 16-11 月 14 日；淡季时间：11 月 15 日-次年 1 月 15 日

九华山风景区内的酒店为：东崖宾馆（四星级）、聚龙大酒店（四星级）、九华山中心大酒店（21年收购）。位于池州市的酒店为：大九华宾馆（四星级）、平天半岛大酒店。位于青阳县内的酒店为：西峰山庄（四星级）、五溪山色大酒店（五星级）。

酒店毛利率出现下滑，系成本上涨。2011年以来，酒店的收入端相对平稳，但成本端持续上涨致使毛利率下滑。成本上涨主要原因判断为酒店持续装修和改造导致的折旧增加、酒店员工成本增长以及为保持酒店竞争力推出的各类服务项目，如东崖宾馆打造的禅修体验主题、平天半岛大酒店打造的亲子主题等。

图表 16：酒店毛利率出现大幅下滑


来源：公司年报，中泰证券研究所

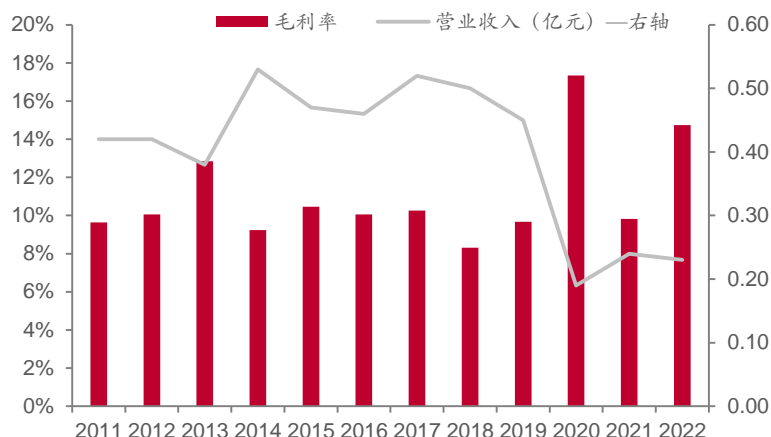
图表 17：酒店业务的营业成本持续上涨（单位：亿元）


来源：公司年报，中泰证券研究所

2.4 旅行社业务

公司旅行社业务主要包括：运营中旅分公司、国旅分公司、九之旅分公司等六家旅行社以及 OTA “九华旅游 603199” 微信公众平台等，目前主要以地接服务为主，收入相对平稳。

图表 18：旅行社业务主要以地接服务为主，收入相对平稳



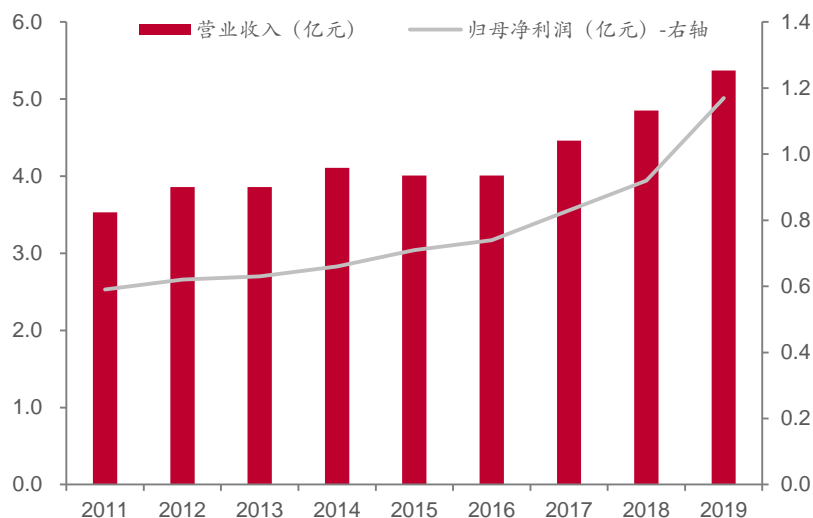
来源：公司年报，中泰证券研究所

3.文化属性提升公司收入稳定性

公司的收入端和利润端具备较好的稳定性，在景区标的中较为优秀。

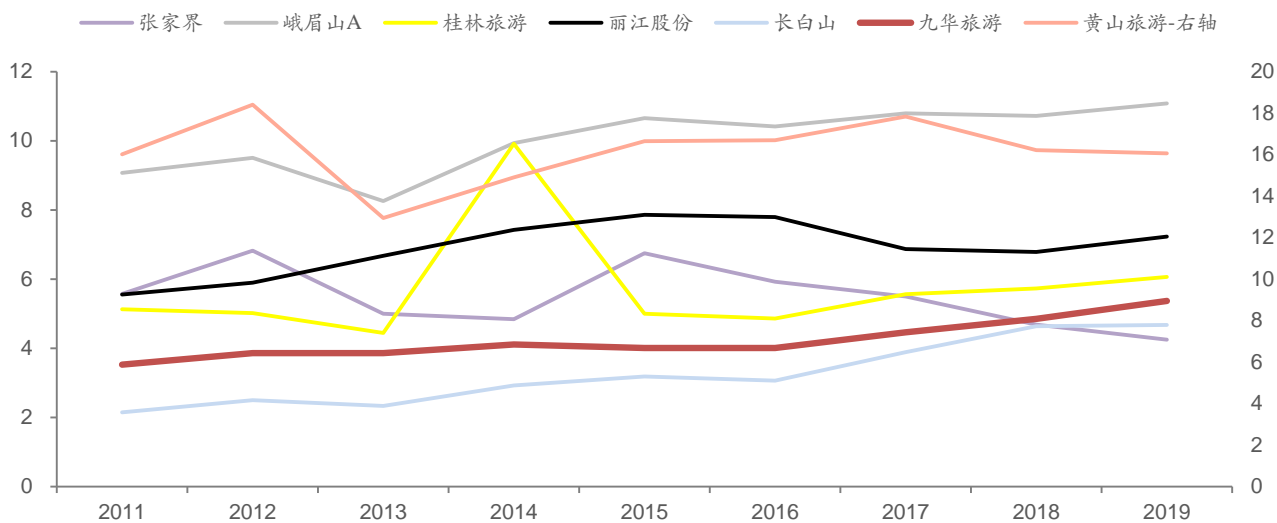
稳定性从以下两方面数据体现：**1.2011** 年以来，剔除疫情扰动，**11-19** 年收入和归母净利润两项指标稳定增长。这一数据在 A 股自然景区上市公司中，较为少见。**2.公司的收入端季节性波动较弱**。景区公司中，收入端季节性的波动，往往是因为地理位置原因导致客流呈现明显的淡旺季。九华山景区位于安徽省南部，气候宜人，与黄山景区的直线距离仅约 100km。九华山和黄山景区在地理位置相近，气候相似。但是，九华旅游各季度的收入相对黄山旅游平稳很多。

图表 19：2011-2019 年，九华旅游的营收和归母净利润指标稳定增长



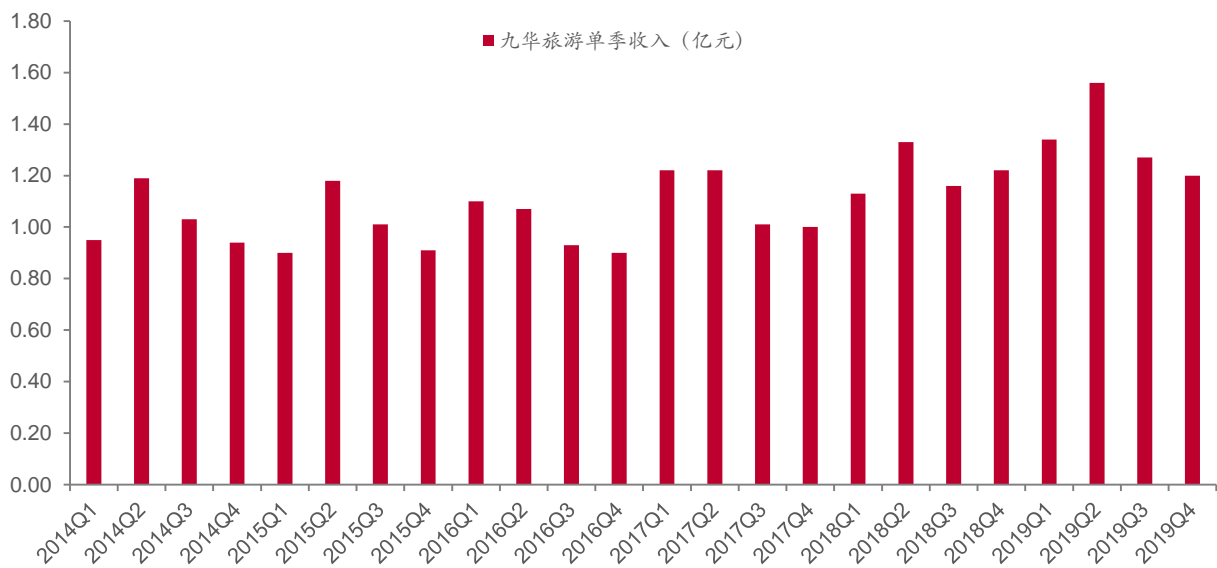
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 20：景区股营收的长时间序列，11-19 年多数都有波动（单位：亿元）



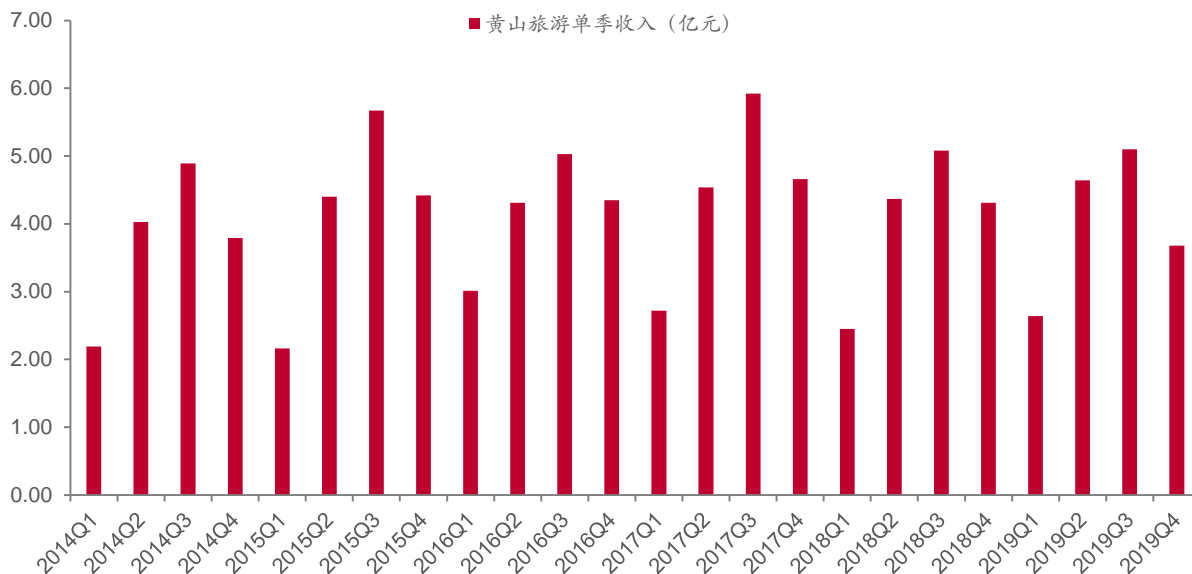
来源：wind，中泰证券研究所

图表 21：疫情前九华旅游单季收入波动较小



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 22：疫情前黄山旅游单季收入波动较大



来源：公司年报，中泰证券研究所

九华山景区客流的稳定性，主要来自于九华山的自然+文化双重属性。

自然+文化属性带来高重游率。公司的收入、客流数据，疫情前稳定增长，且季节波动相对较小，我们认为重要原因为景区的重游率。九华旅游是较为稀缺的自然属性+文化属性的景区上市公司，既能满足人们放松度假的需求，也能够慰藉心灵需求，双重属性使客流稳定性更好，且“还愿”的观念进一步增加了重游率。

地理位置和门票调价也是收入稳定的前提。从地理位置的角度而言，九华山位于我国东部长三角核心地区，不同于西部地区，长三角地区的自然灾害相对较少。2018年国有景区门票降价潮，九华旅游上市公司的核心运营资产未受影响。根据2018年国家发改委《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》的政策文件，全国主要景区出现降价。九华山景区门票降价，但公司的核心运营资产索道、酒店、交通运输、旅行社业务未受影响。

4.成长性源自交通改善叠加新项目落地

4.1 复盘 17 年-19 年增长，增长主要来自于客流提升

历史数据来看，公司的净利率稳中有升，业绩增长主要依赖收入贡献。

复盘公司 17-19 年这三年业绩增长期，17/18/19 年公司营业收入 yoy 为 9%/11%/9%，九华山客流接待人次 yoy 为 2%/7%/4%，营收拆解来看，各项业务皆保持增长，特别是索道业务增速较快。在这三年没有新项目的情况下，可以将增长归因为客流。客流增长的主要原因系基础设施的

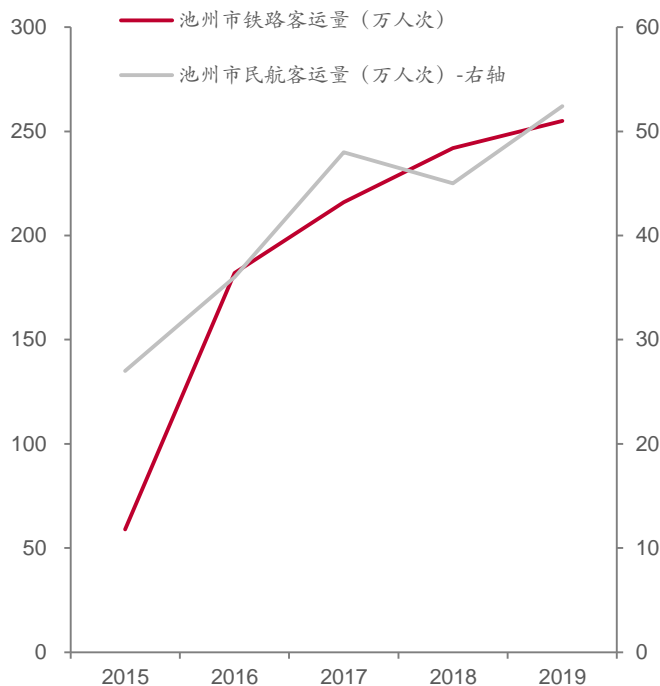
改善。2015年12月，池州市接入全国高铁网，池州机场客流也在17-19年保持高位运行。此外，2018年门票下调，一定程度也刺激九华山景区客流增长。

图表 23：2016-2019 年，九华旅游各项业务营收和接待客流数持续增长

	2016	2017	2018	2019
索道缆车业务营收 (亿元)	1.55	1.77	1.99	2.31
yoy	0%	14%	12%	16%
酒店业务营收 (亿元)	1.36	1.47	1.52	1.67
yoy	4%	8%	3%	10%
客运业务营收 (亿元)	0.62	0.69	0.81	0.91
yoy	-6%	11%	17%	12%
旅行社业务营收 (亿元)	0.46	0.52	0.5	0.45
yoy	-2%	13%	-4%	-10%
总营收 (亿元)	4.01	4.46	4.85	5.37
yoy	0%	11%	9%	11%
九华山接待客流 (万人次)	990.1	1010.9	1082.5	1131.2
yoy	2%	2%	7%	4%

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 24：2015-2019 年，池州市铁路客运量和民航客运量持续上升



来源：池州市政府网站，中泰证券研究所

4.2 展望疫后，交通改善叠加新项目落地，业绩有望持续释放

交通改善持续，池黄高铁建设顺利，池州九华山机场改扩建工程正在进行。

截至 23 年 Q2，九华山的交通方式主要有公路交通（公共交通与自驾），以及铁路（池州火车站）、民航（池州九华山机场）。其中，池州火车站、池州九华山机场距离九华山景区都为 40 分钟左右的车程。池黄高铁线起自池州站，终至黄山北站，开通后高铁将直达九华山景区，23 年 5 月已全线开始铺轨，池黄高铁有望 23 年年内开通。此外，池州九华山机场改建工作正在进行，改建完毕后，停机位由 5 个增加至 12 个，新建航站楼 1.4 万平方米，新增登机桥 3 座，满足 2030 目标年 190 万人次吞吐量需求。

图表 25：池黄高铁开通后游客坐高铁可直达九华山



来源：搜狐新闻，中泰证券研究所

新项目未来落地，业绩提速可期。

公司上市以来，新项目扩张较为谨慎，22 年发生重大变化，新项目节奏加快，在建工程科目期末余额出现大幅增长。根据公司 22 年年报，在建项目主要包括文宗古村（五溪工程）、九华宾馆商务楼改造（大九华改造工程）、九华山交通转换中心功能提升项目（交通转换中心项目）。

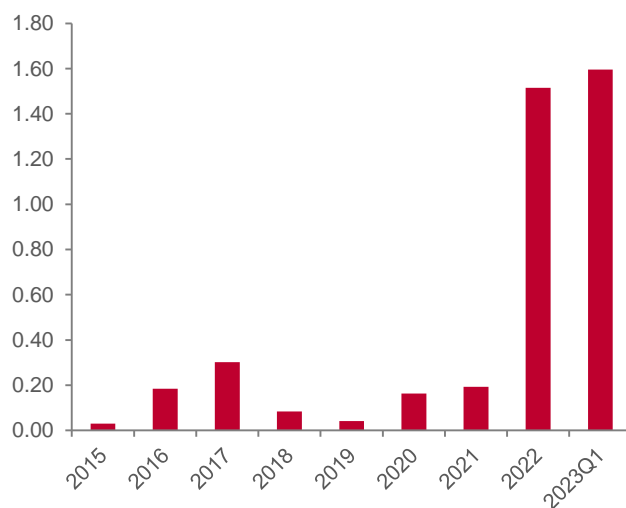
新项目中，文宗古村作为九华山山脚下高端度假村项目，依山修建 24 栋独栋度假屋，分别以 24 节气命名，共 47 间客房。九华山交通转换中心项目，将新增景区停车位 5000-6000 个，并增加配套建设旅游服务和客运站设施，增设池州农特产品、旅游纪念品卖场，根据可行报告，该项目预期年税后利润 3669 万元，并于 24 年 1 月投入使用。此外，九华山狮子峰景区开发项目正在前期筹备中。

图表 26：九华山交通转换中心项目预期 24 年 1 月投入使用

九华山交通转换中心功能提升项目	
总投资(万元)	34,835
预计年营业收入(万元)	15,114
预计年总成本费用(万元)	10,126
预计年税后利润(万元)	3,669
项目预期交付时间	2024 年 1 月

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 27：九华旅游在建工程大幅增长（单位：亿元）



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 28：九华旅游 22 年报披露的在建工程主要项目

项目名称	预算数 (万元)	期末余额 (万元)	工程累计投入占预算比例(%)	工程进度	资金来源
五溪工程	17200.0	8107.1	70.67	80	自筹
大九华改造工程	9842.0	6294.9	63.96	60	自筹
交通转换中心项目	34835.0	748.4	22.28	5	自筹
合计	61877.0	15150.4			

来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 29：文宗古村项目实景


来源：线下调研拍摄，中泰证券研究所

5. 寺庙游关注度提升，23Q1 业绩景气度确认

寺庙游在疫后关注度持续提升，获年轻人青睐。根据抖音巨量算数的数据，2023 年 1 月 1 日-5 月 30 日，抖音上关键词“九华山”的关注度出现提升（TGI 指数提升）³，并且从年龄结构看，年轻人的关注度也出现大幅提升。此外，携程数据也印证这一结果，携程新闻显示，寺庙相关景区门票订单量 23 年同比增长较快，且 90 后、00 后占比较高，成为点燃寺庙旺盛香火的主力。

³ 该数据反映是反应抖音平台对该热点关键词相关内容有观看、互动等行为的用户行为。TGI（Target Group Index）指数，是反映目标群体在特定研究范围（如年龄段、性别、兴趣爱好）内的强势或弱势的指数。TGI 越大，说明该特征在该垂直领域下越显著。

图表 30：2023.1.1-2023.5.30 抖音关键词“九华山”客群的区域数据分布

排名	省份	分布占比	TGI 指数
1	安徽	20.39%	497.00
2	江苏	11.44%	139.00
3	浙江	8.06%	128.00
4	河南	7.33%	111.00
5	广东	6.06%	55.00
6	山东	5.30%	82.00
7	辽宁	3.65%	187.00
8	福建	3.29%	98.00
9	河北	3.19%	72.00
10	湖北	3.05%	70.00

来源：抖音巨量数据，中泰证券研究所

图表 31：2019.1.1-2019.5.30 抖音关键词“九华山”客群的区域数据分布

排名	省份	分布占比	TGI 指数
1	安徽	15.77%	382.00
2	江苏	13.74%	184.00
3	浙江	8.19%	130.00
4	广东	6.82%	60.00
5	河南	6.11%	91.00
6	山东	5.17%	81.00
7	福建	3.89%	114.00
8	四川	3.63%	68.00
9	湖北	3.52%	93.00
10	河北	3.24%	71.00

来源：抖音巨量数据，中泰证券研究所

图表 32：2023.1.1-2023.5.30 抖音关键词“九华山”客群的年龄数据分布

年龄层	分布占比	TGI
18-23 岁	9.11%	98.53
24-30 岁	21.08%	130.74
31-40 岁	35.14%	89.97
41-50 岁	19.51%	100.47
51 岁+	15.15%	93.79

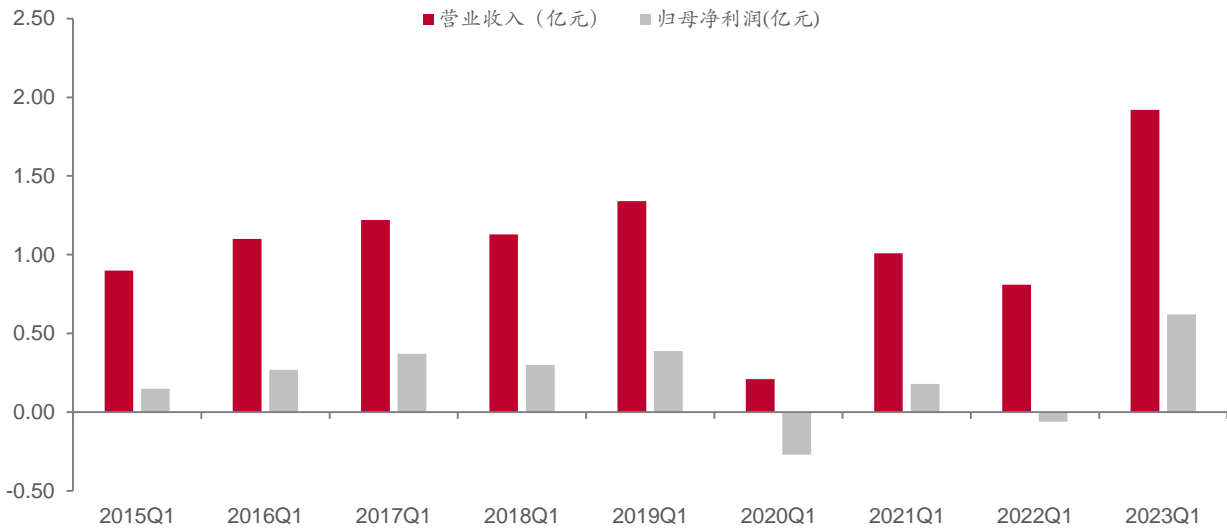
来源：抖音巨量数据，中泰证券研究所

图表 33：2019.1.1-2019.5.30 抖音关键词“九华山”客群的年龄数据分布

年龄层	分布占比	TGI
18-23 岁	8.78%	76.08
24-30 岁	19.22%	114.78
31-40 岁	42.79%	131.36
41-50 岁	25.12%	111.10
51 岁+	4.08%	24.68

来源：抖音巨量数据，中泰证券研究所

九华山作为 A 股较为稀缺的寺庙游标的之一，23Q1 景气度确认。23Q1，公司营收 1.92 亿，较之前的 Q1 营收峰值（19Q1）增长 43%。归母净利润 0.62 亿，较之前的 Q1 归母净利润峰值（19Q1）增长 60%。我们认为，由于九华山的文化属性保证其较强的重游率，Q1 高景气度将带来较好的客流基数，并在未来持续贡献业绩。

图表 34：九华旅游 23Q1 营收和归母净利润均创历史新高


来源：公司年报，中泰证券研究所

6.盈利预测与估值

营业收入：预计公司 23/24/25 年营业收入分别为 7.25/8.31/8.85 亿元，yoy 118.3%/14.6%/6.5%。

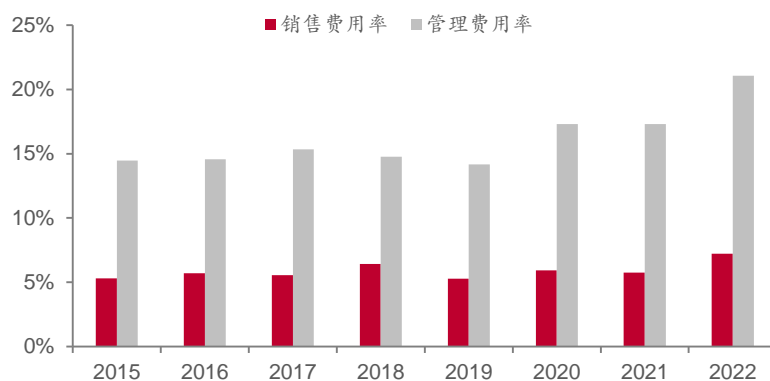
客流方面，由于 23 年 Q1 客流恢复情况较好以及 Q1 公司较好的收入与业绩，假设景区客流 23 年相较于 19 年增长 30%。客流对公司不同业务的影响路径不一致，弹性有差别。索道业务，由于索道客流转化率相对稳定，假设索道业务的客流转化率与 19 年基本保持一致，则 23 年索道预计收入 3.05 亿元，较 19 年增长 32.1%。酒店业务，相较于 19 年相比新增九华山中心大酒店，但考虑到竞争，相对增速平稳，预计 23 年酒店业务预计收入为 2.05 亿元，较 19 年增长 22.6%。客运业务，景区的客流增长节奏非平稳，节假日等交通管制期的客流增长更高，因此公司客运业务的收入弹性更强，预计 23 年客运业务收入 1.55 亿元，较 19 年增长 70.8%。旅行社业务，考虑到竞争以及自由行散客比例的增加，预计 23 年收入 0.55 亿元，较 19 年增长 23.4%。

预期 24/25 年的客流保持相对平稳增长，yoy10%/5%。基于此假设，则 23/24/25 年，由于狮子峰景区落地时间尚存不确定，在不考虑新增索道的情况下，预计索道业务营收 3.05/3.35/3.50 亿元，yoy 144.4%/9.8%/4.5%，酒店业务仅考虑当前公司运营的 7 家酒店，预计营收 2.05/2.20/2.30 亿元，yoy 62.8%/7.3%/4.5%，客运业务考虑 24 年后交通转换中心项目贡献增量，预计营收 1.55/2.10/2.35 亿元，yoy 189.8%/35.5%/11.9%，旅行社业务预计营收 0.55/0.60/0.63 亿元，yoy 142.2%/9.1%/5.0%。

毛利率：随营收提高，毛利率有向上弹性。由于景区内的索道、酒店、

客运、旅行社业务的成本相对固定，因此客流导致的收入提高后，毛利率相应增长，收入越超预期，其可能带来的利润率增幅越大。预计23/24/25年综合毛利率53.6%/55.4%/55.9%。具体而言，索道业务考虑到潜在的维修成本，保守估计23/24/25年毛利率维持86%，较2019年提升3.2pct。酒店业务因收入回升毛利率相对改善，23年毛利率16.0%，较19年提升5.4pct。24/25年受到客流继续增长影响，维持毛利率17%。客运业务，客流恢复提升客运业务毛利，预计23年毛利率55%，较19年提升6.5pct，考虑到24年后交通转换中心项目贡献，预计24/25年毛利率59%/60%。旅行社业务，受益于客流恢复，参考19年毛利率水平9.7%，预计23/24/25年毛利率10%/12%/13%。

费用：管理费用相对刚性，销售费用率平稳。考虑到费用相对刚性，参考历年管理费用，预计23/24/25年管理费用分别为0.91/0.99/1.03亿元，对应管理费用率为12.6%/11.9%/11.6%，历年销售费用率相对平稳，预计销售费用率分别为：5.2%/5.2%/5.1%。

图表 35：九华旅游费用率平稳


来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 36：公司各业务营收与毛利率预测

单位：百万元		2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
索道业务	营业收入	198.63	230.87	135.20	170.62	124.79	305.00	335.00	350.00
	毛利率	80.5%	82.8%	75.8%	78.4%	70.6%	86.0%	86.0%	86.0%
	营业成本	38.67	39.76	32.68	36.92	36.68	42.70	46.90	49.00
酒店业务	营业收入	151.51	167.16	125.20	152.21	125.92	205.00	220.00	230.00
	毛利率	17.6%	10.6%	7.8%	2.3%	-18.0%	16.0%	17.0%	17.0%
	营业成本	31.87	35.56	30.12	36.09	43.26	35.87	38.93	40.67
客运业务	营业收入	80.85	90.74	57.21	73.65	53.48	155.00	210.00	235.00
	毛利率	43.9%	48.5%	43.4%	45.2%	30.2%	55.0%	59.0%	60.0%
	营业成本	17.89	18.31	17.06	19.77	30.19	16.14	15.96	16.27
旅行社业务	营业收入	50.29	44.56	19.24	23.97	22.71	55.00	60.00	63.00
	毛利率	8.3%	9.7%	17.4%	9.8%	14.8%	10.0%	12.0%	13.0%
	营业成本	16.40	16.53	14.10	17.82	25.74	14.53	14.04	14.15
总计	营业收入	485.31	537.22	341.04	425.67	332.04	725.00	831.00	885.00
	毛利率	47.1%	48.1%	41.8%	41.2%	26.4%	53.6%	55.4%	55.9%

来源：公司年报，中泰证券研究所

综上，预计 23/24/25 年公司的营业收入为 7.25/8.31/8.85 亿元，yoy 118.3%/14.6%/6.5%，归母净利润 1.90/2.36/2.55 亿元，yoy 1489%/24%/8%。

首次覆盖，给予“增持”评级。我们选取 A 股景区类相关上市公司，对应 2023 年盈利预期，可比公司平均 PE 为 30.84 倍，九华旅游当前市值对应 23 年 PE 21.95 倍，且其成长性在景区标的中较好，短期利润弹性较大。我们认为，九华旅游是 23Q1 疫后复苏业绩确认的景区标的，稀缺的文化属性提升其业绩稳定性，交通改善导致的客流提升和新项目落地有望为景区未来带来增量业绩，使其业绩超出市场预期。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 37：九华旅游与可比公司估值

可比公司估值								
代码	简称	总市值 (亿)	归母净利润 (2023E)	归母净利润 (2024E)	归母净利润 (2025E)	PE (2023)	PE (2024)	PE (2025)
000888.SZ	峨眉山	69.71	2.14	2.50	2.72	32.57	27.88	25.63
600054.SH	黄山旅游	101.60	3.03	3.92	4.41	33.53	25.92	23.04
002033.SZ	丽江股份	60.66	2.10	2.43	2.69	28.89	24.96	22.55
603136.SH	天目湖	53.30	1.88	2.34	2.76	28.35	22.78	19.31
	平均					30.84	25.39	22.63
603199.SH	九华旅游	41.70	1.90	2.36	2.55	21.95	17.67	16.35

来源：九华旅游盈利预测为中泰预测，其他可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，中泰证券研究所，市值数据为 2023 年 6 月 7 日

7.风险提示

■ 项目建设进度不及预期

九华旅游目前有较多的在建工程，由于各方因素，项目建设进度存在不确定性，因此有进度不及预期的风险。

■ 景区收费标准调整的风险

公司的索道、客运业务存在收费标准变化的可能，若收费标准变化将会给公司业绩带来影响。

■ 自然灾害的风险

公司以九华山为核心旅游资源，但景区若受到自然灾害的冲击，将导致客流出现较大下滑，致使业绩出现波动。

■ 第三方数据失真的风险

本研报使用较多第三方数据，如抖音巨量数据等，可能存在第三方数据失真的风险。

■ 研报使用信息滞后或更新不及时风险

本篇研报主要以 22 年及以前的数据为主，存在信息滞后与更新不及时风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。