

天目湖 (603136)

一站式休闲旅游先行者，强运营&新项目赋能成长

增持 (首次)

2024年03月12日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	418.64	368.57	641.60	741.97	838.34
同比	11.86%	-11.96%	74.08%	15.64%	12.99%
归母净利润 (百万元)	51.50	20.31	146.03	180.94	216.66
同比	-6.17%	-60.57%	619.09%	23.91%	19.74%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.28	0.11	0.78	0.97	1.16
P/E (现价&最新摊薄)	67.54	171.28	23.82	19.22	16.05

投资要点

- 一站式旅游休闲模式的实践者:** 天目湖成立于1992年,是长三角地区优质的一站式休闲旅游目的地,公司依托江苏溧阳天目湖,经营山水园、南山竹海、御水温泉等核心景区产品,同时扩张多元业态,打造了以“主题景区+度假酒店+综合商业+旅行社”为主的一站式休闲旅游目的地。2023年国资入主天目湖,政企合作赋能公司运营&成长。
- 旅游市场全面复苏,高品质旅游需求提升:** 1) 居民出游意愿恢复,带动旅游市场快速复苏。报复性出游特征凸显,铁路和民航(国内航线)客流量自2023年4月起超越2019年同期。居民消费水平提升带动旅游市场扩大,预计2024年国内旅游收入为6万亿元。2) 资源端上市公司在A股供给有限,相对稀缺。旅游景区行业按商业模式细分为顶级自然景区、旅游目的地服务商、旅行产品分销三类,根据2016年出台的《风景名胜区条例》,天目湖作为资源端的旅游目的地服务商供给相对稀缺。3) 旅游需求逐步升级,品质化趋势凸显。休闲度假旅游取代观光游成为我国旅游行业新趋势;高品质旅游需求旺盛,休闲度假产业发展可期。
- 区位+产品+运营打造稀缺竞争力,增量项目打开成长空间。** 1) 区位: 客群消费力强劲,沪苏湖铁路或提升景区获客能力。长三角区域经济总量约占全国的24%,客源消费能力强劲,5个景区上市公司中,天目湖从扩张和盈利能力增长看均较为稳健。沪苏湖高铁2024年底开通后,客流将进一步增长。2) 产品: 一站式旅游模式践行者,多元布局强化竞争力。公司拥有观光型、休闲型和主题乐园景区,淡旺季互补实现四季皆旺矩阵,配合酒店等配套项目打造一站式产品,挖掘二次消费拓展盈利空间。3) 运营: 民企精细化运营领先行业,国资入主赋能发展。民企精细化运营,运转效率和盈利能力行业领先;国资入主后保留原有经营管理机制,从资源、资金、准入等多维度强化竞争优势,赋能长期发展。4) 成长: 部分存量项目仍在爬坡,增量项目未来可期。疫情期间新开业酒店客房数约300间,目前仍在爬坡期,经营业绩有望进一步释放;储备项目看点丰富,动物王国等或将成为新增长极。
- 盈利预测与投资评级:** 天目湖作为国内一站式旅游模式先行者,资源禀赋稀缺,项目开发运营能力优异,国资入主赋能发展。随着旅游行业全面复苏,公司盈利能力加速恢复,未来新项目将陆续投运,公司成长性可观。我们预测天目湖2023-2025年归母净利润分别为1.46/1.81/2.17亿元,对应PE估值为24/19/16倍,2024年对应估值相比疫情前估值区间为历史低位,首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 需求不及预期,储备项目建设进度不及预期,自然灾害、极端天气等影响经营的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.67
一年最低/最高价	14.00/33.49
市净率(倍)	2.66
流通A股市值(百万元)	3,478.11
总市值(百万元)	3,478.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.02
资产负债率(% ,LF)	16.92
总股本(百万股)	186.29
流通A股(百万股)	186.29

相关研究

- 《天目湖(603136): 2021年报&2022一季报业绩点评: 业绩符合我们预期,引入国资优势互补》
2022-05-02
- 《天目湖(603136): 2021年中报业绩点评: Q2业绩超市场预期,疫情反复无碍长期成长》
2021-08-22

内容目录

1. 一站式旅游休闲模式的实践者	5
1.1. 发展历程：打造长三角地区优质休闲旅游目的地.....	5
1.2. 业务模式：景区业务为核心，多元业态打造产品力.....	6
1.3. 股权结构.....	10
2. 旅游市场全面复苏，高品质旅游需求提升	12
2.1. 居民出游意愿恢复，带动旅游市场快速复苏.....	12
2.2. 资源端上市公司在 A 股供给有限，相对稀缺.....	13
2.3. 旅游需求逐步升级，品质化趋势凸显.....	14
3. 区位+产品+运营打造稀缺竞争力，增量项目打开成长空间.....	15
3.1. 区位：客群消费力强劲，沪苏湖铁路或提升景区获客能力.....	15
3.2. 产品：一站式旅游模式践行者，多元布局强化竞争力.....	16
3.3. 运营：民企精细化运营领先行业，国资入主赋能发展.....	18
3.4. 成长：部分存量项目仍在爬坡，增量项目未来可期.....	20
4. 财务分析	21
5. 盈利预测与投资建议	23
5.1. 盈利预测.....	23
5.2. 投资建议.....	25
6. 风险提示	26

图表目录

图 1:	天目湖地理位置.....	5
图 2:	2023 年 H1 部分景区类上市公司规模.....	5
图 3:	天目湖发展历程.....	6
图 4:	2018-2022 及 2023H1 公司分业务营收结构.....	6
图 5:	天目湖业务模式图.....	7
图 6:	2018-2022 年公司景区业务分产品收入 (亿元).....	7
图 7:	公司景区项目介绍.....	8
图 8:	2018-2022 年及 2023Q1-Q3 营收和归母净利率.....	10
图 9:	2018-2023 年溧阳市接待游客人数 (亿).....	10
图 10:	公司股权结构图 (截至 2024 年 2 月).....	11
图 11:	铁路/民航月度客运量.....	12
图 12:	2016-2023 年居民人均可支配收入.....	13
图 13:	2016-2024 年国内旅游收入及同比增长.....	13
图 14:	2016-2024 年国内旅游人次.....	13
图 15:	2016-2023 年中国居民旅游人均花费情况.....	13
图 16:	旅游景区行业按商业模式特征分类.....	14
图 17:	2023 年在线旅游平台用户旅游主题分布.....	15
图 18:	2023 年在线旅游平台用户目的地选择考虑因素.....	15
图 19:	沪苏湖铁路规划图.....	16
图 20:	2024 年春节期间天目湖免票活动.....	16
图 21:	2017-2019 与 2023Q1-3 公司各季度营收与占比.....	17
图 22:	2014-2018 年山水园/南山竹海人均消费.....	18
图 23:	2014-2018 年山水园/南山竹海景区总营收拆分.....	18
图 24:	2018-2022 年山水园/南山竹海营收.....	19
图 25:	2014-2022 及 2023H1 公司广告费及其占营收比重.....	19
图 26:	景区公司资产收益率 (ROA).....	19
图 27:	部分景区公司总资产周转率 (次).....	20
图 28:	部分景区公司销售净利率.....	20
图 29:	公司营业收入及同比增速.....	22
图 30:	公司分业务毛利率情况.....	22
图 31:	公司期间费用率.....	22
图 32:	公司 2017-2023 年三季度归母净利润及归母净利率.....	23
图 33:	2018 年-至今天目湖 PE-Forward (截至 2024 年 3 月 8 日).....	25
表 1:	公司主要酒店房价及图示.....	8
表 3:	定制化复合产品介绍图.....	9
表 2:	公司主要管理层介绍.....	11
表 3:	旅游行业发展阶段.....	15
表 4:	公司主要旅游产品情况.....	16
表 5:	公司旗下景区部分二消项目及其套餐价格 (元).....	17
表 6:	VIP 定制服务.....	18

表 7: 酒店业务格局.....	21
表 8: 公司储备项目情况.....	21
表 9: 收入预测拆分 (单位: 亿元)	24
表 10: 天目湖毛利率及三费率预测.....	24
表 11: 天目湖营业收入及归母净利润 (单位: 亿元)	24
表 12: 天目湖可比公司估值 (截至 2024 年 3 月 11 日)	25

1. 一站式旅游休闲模式的实践者

1.1. 发展历程：打造长三角地区优质休闲旅游目的地

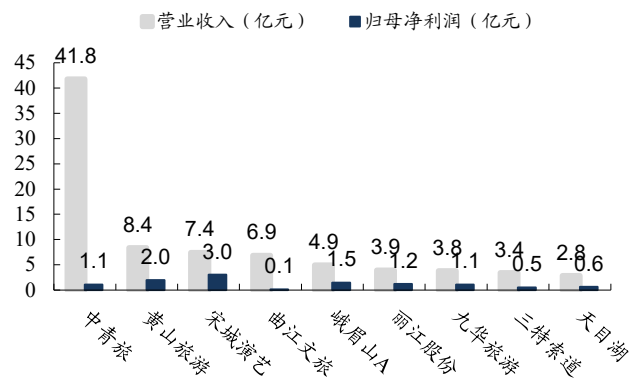
天目湖是华东地区休闲旅游龙头。公司位于江苏溧阳，背靠长三角地区，主要经营天目湖山水园、南山竹海、御水温泉等景区产品，打造了以“主题景区+度假酒店+综合商业+旅行社”为主的一站式短期休闲游度假目的地。天目湖作为国家级旅游度假区、国家5A级旅游景区和国家生态旅游示范区，依靠出色的项目开发能力和综合运营能力，成为华东地区休闲旅游龙头。2023年Q1-Q3天目湖实现营收为4.75亿元，归母净利润为1.2亿元。

图1：天目湖地理位置



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2023年H1部分景区类上市公司规模



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司自成立以来分为三个发展阶段。

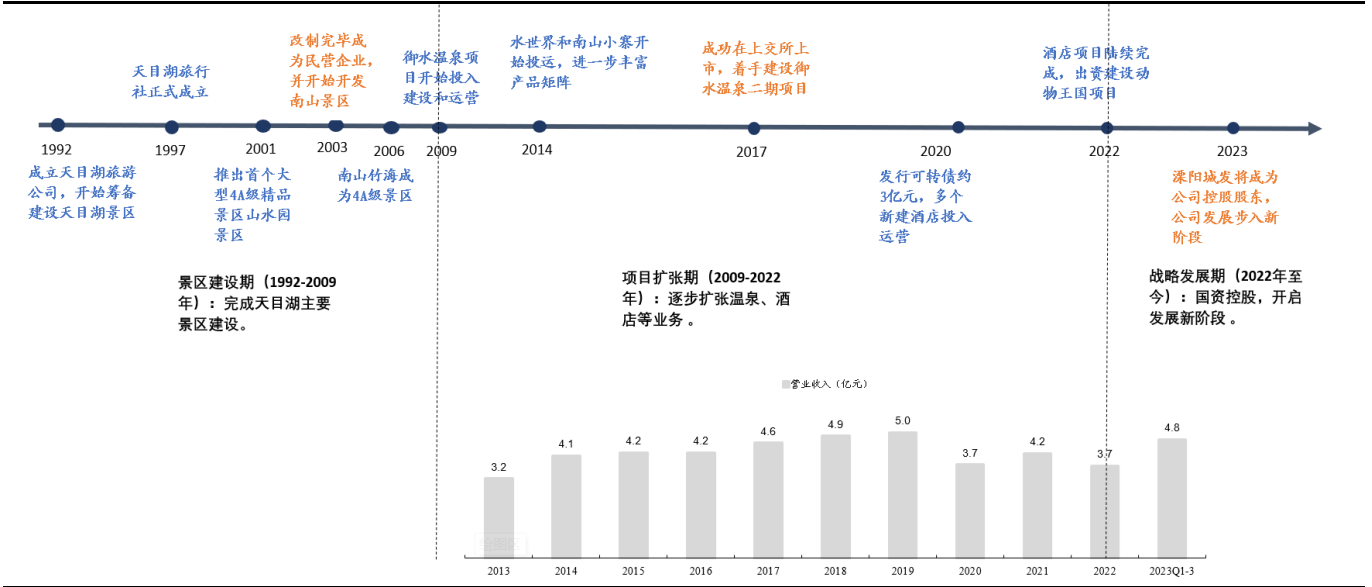
景区建设期（1992-2009年）：完成天目湖主要景区建设。1992年9月15日，天目湖旅游公司成立，以溧阳市沙河、大溪两大水库为基础，正式对天目湖项目进行开发。随后，公司进一步投资建设并整合零散景点，于2001年推出公司首个湖泊型精品景区型产品——山水园景区，是国家首批4A级景区。在天目湖旅行社荣获“全国百强旅行社”称号后，公司在2003年4月完成改制，天目湖旅游有限公司成立。在此基础上，公司进一步丰富产品供给，着手开发南山竹海景区，并在2006年获评国家4A级景区并推向市场。2009年，公司推出休闲度假产品“御水温泉”项目，实现了三个主要旅游产品的淡旺季互补，营收规模大幅提升。

项目扩张期（2009-2022年）：逐步扩张温泉、酒店等业务。公司布局酒店业务板块，作为景区业态的补充，2010年，御水温泉度假酒店及客栈开始投入使用。2014年南山小寨和水世界主题公园正式投入运营。2017年，公司在上交所完成上市，公司继续深化景区冬季产品“温泉+酒店”的组合，御水温泉二期项目投入建设。2020-2022年期间，公司遇系列酒店陆续建设完成，酒店业务规模显著提升。

战略发展期（2022年至今）：国资控股，开启发展新阶段。2021年起，溧阳城发三次受让原实控人所持公司股份，于2023年正式成为公司控股股东，溧阳市人民政府成

为公司实际控制人。溧阳国资深度支持公司发展战略，2022 年公司与国资天目湖控股集团共同出资打造“动物王国”项目，持股比例 19.98%，政企合作推动公司发展进入新阶段。

图3: 天目湖发展历程

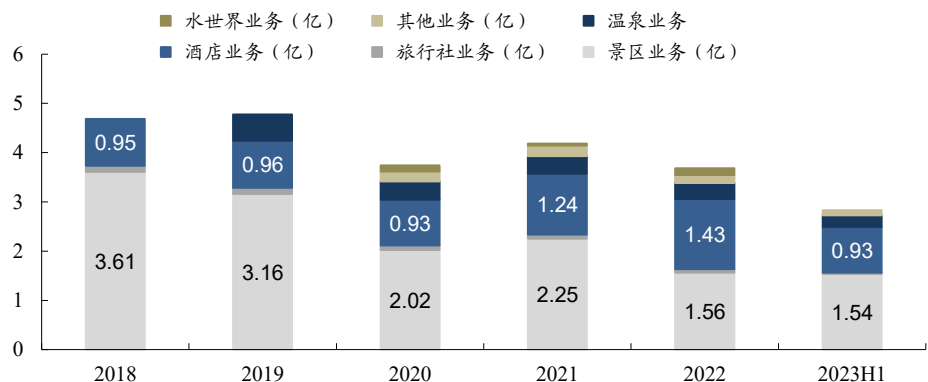


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：景区业务为核心，多元业态打造产品力

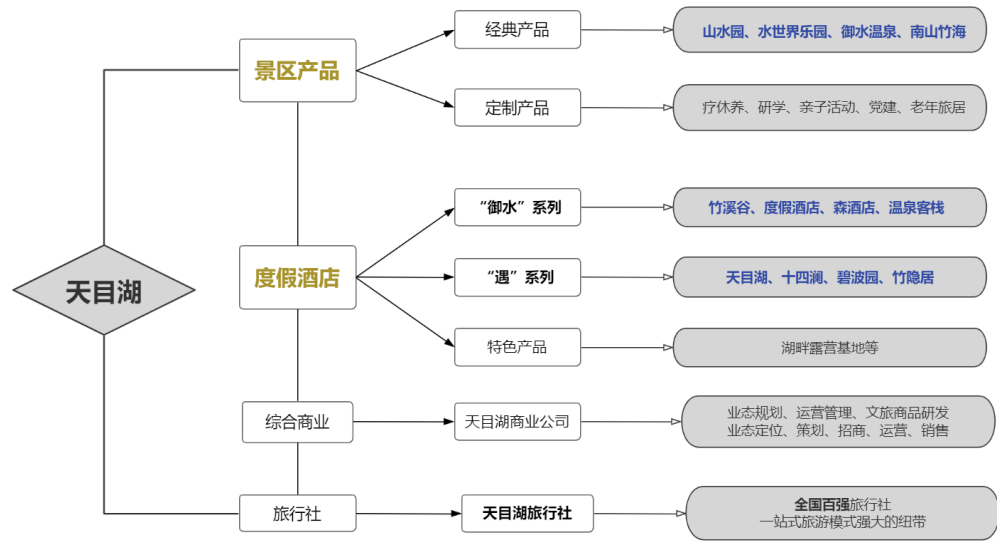
景区和主题乐园业务为主要收入来源。公司业务结构丰富，从“吃、住、行、游、购、娱”六大要素出发，覆盖景区、主题乐园、酒店住宿、餐饮、商业、旅行社等多个版块。从各业务板块来看，疫情前公司景区及主题乐园业务收入占比约为六成；疫情期间公司逆势布局，酒店业务占总营收的比重得到显著提升，由2019年的19%增加到2023年上半年的33%。2023H1 景区/旅行社/酒店/温泉业务收入分别为 1.54/0.02/0.93/0.23 亿元，其中景区和主题乐园业务是核心收入来源，占总体营收的 54%。

图4: 2018-2022 及 2023H1 公司分业务营收结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

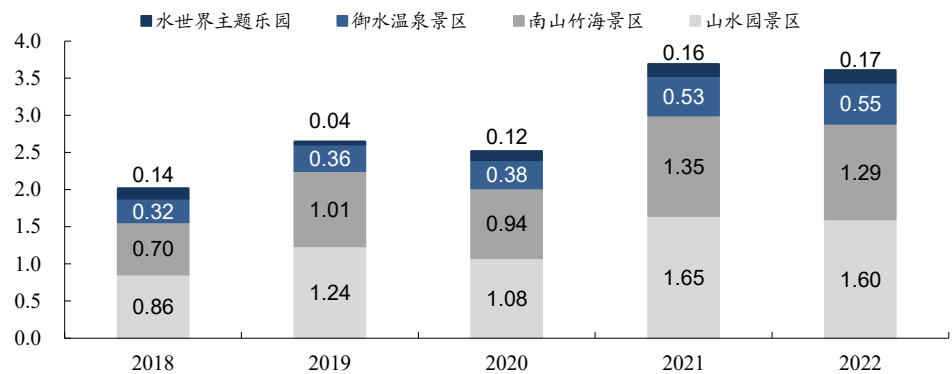
图5: 天目湖业务模式图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

景区业务：产品矩阵丰富，满足淡旺季观光和休闲需求。在十余年的建设中，天目湖逐步形成两个景区产品板块的山水结合复合型产品：一是山水园景区+水世界主题公园，二是南山竹海景区+御水温泉。疫情期间，两大核心景区仍稳定增收，山水园景区/南山竹海景区 2019-2022 年营收 CAGR 分别达到 6.6%/6.3%。两大板块形成夏季路线和冬季路线的闭环，实现季节性的淡旺季互补，并结合游客的休闲度假需求，为游客提供高质量的产品序列。

图6: 2018-2022 年公司景区业务分产品收入（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



图7：公司景区项目介绍



景区名称	产品	门票价格	图示
山水园景区	海洋世界、水上娱乐中心、4D动感影院、奇石馆、精灵国等	成人 160 元	
南山竹海景区	静湖竹筏、竹文化博物馆、夜营地、休闲村、南山寿泉等	成人 80 元	
御水温泉景区	温泉博物馆、户外泡池、竹海森林景观温泉等	成人 198 元 1 米以下免票	
水世界主题乐园	巨蟒、超级台风、玛雅漂流、家庭大滑板等	成人 180 元	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

酒店业务：提供配套服务，贡献稳定收入。公司以核心景区为基础，在御水温泉项目落成后逐步开展酒店业务，现已形成 9 家能够成熟运营的中高端酒店，为公司贡献仅次于景区业务的稳定收入。随着产品复合化战略的落实，“御水温泉+南山竹海+御水温泉系列酒店”与“山水园+水世界+遇系列酒店”的布局为旅客提供高质量的配套服务。2022 年公司酒店业务营收 1.43 亿元，在 2018-2022 年期间的营收 CAGR 为 8.52%。分产品来看，遇系列定位为中端酒店，房型多为大床房和家庭房，价格在 800-2000 元之间；御水温泉系列的高端度假酒店房型多为豪华套房，分不同等级和价位。丰富的住宿产品和景区一起为旅客提供高质量的配套服务。

表1：公司主要酒店房价及图示

所属景区	酒店名称	主要房型	价格（元）	图示
南山竹海	御水温泉度假酒店	standard room	1680	
		豪华标准间	1880	
		豪华大床房	1880	
		豪华套房	3280	
	花坞·赏竹一房一厅	2386		
御水温泉陶榭·赏竹两房一厅	4686			
竹溪谷酒店文·月下两房两厅	5987			
		茶·茗香三房两厅	9587	

山水园	天目湖遇·十四澜酒店	湖景大床房	860	
		豪华湖景 LOFT 大床房	1060	
		湖景 LOFT 家庭房	1460	
		豪华湖景 LOFT 家庭房	1560	
	天目湖遇·碧波园酒店	雅致大床房	621	
		园景大床房	712	
		湖景大床房	1261	
		湖景家庭房	1718	

数据来源：携程官网，公司公告，东吴证券研究所

旅行社业务：持续开发个性化定制产品线路。公司旗下的天目湖旅行社为全国百强旅行社，为全域旅游及全产业旅游提供市场化、定制化服务。随着高质量个性化需求的不断增加，公司充分运用旅行社多元化业务的整体资源和优势，凭借景区资源和周边资源，对个性化定制产品线路进行研究和开发。针对不同细分人群，旅行社根据游客时间、精力、偏好等要求，推出不同路线：适宜职工康养的疗休养业务，帮助学生边玩边学、学得轻松的研学业务，提高家庭教育质量的亲子体验业务等。随着旅行社业务的恢复，定制化产品也不断地为公司营收贡献增量。

表 3: 定制化复合产品介绍图

产品名称	介绍	图示
疗休养业务	公司的天目湖基地在 2023 年挂牌上海职工疗休养基地。基地深厚的人文底蕴、优越的生态环境、丰富的全域疗休养资源和成熟完善的一站式服务配套体系，被业界称为“最具生态特色”的一站式疗休养基地。	
研学游与社会实践业务	公司拥有全国研学旅行基地（营地）、全国科普教育基地与省级爱国主义基地等优质资源，率先发展研学旅行产业，打造“行走中的课堂”主题研学体系和国内领先的一站式研学基地。	
亲子体验业务	公司积极创新亲子游产品，开发更多符合家庭需求的亲子产品，包括夏令营、冬令营、采茶之旅、亲子 DIY 系列活动、熊猫生日会等，满足游客对亲子旅游、品质旅游的需求。	

红色党建业务

公司以沙河精神展馆和溧阳生态创新展馆等为载体，创新开展“红色党建+绿色生态创新”活动。通过追溯红色记忆，形成“支部搭平台、党员展风采、旅游树形象”的旅游产业发展新常态。



培训拓展业务

公司具备丰富的课程培训和团队拓展资源，可提供个性化的定制服务，由专业培训讲师进行课程设计与指导，并开展丰富多彩的课间活动及团队熔炼游戏，助力团队建设，凝聚团队力量。



老年旅居业务

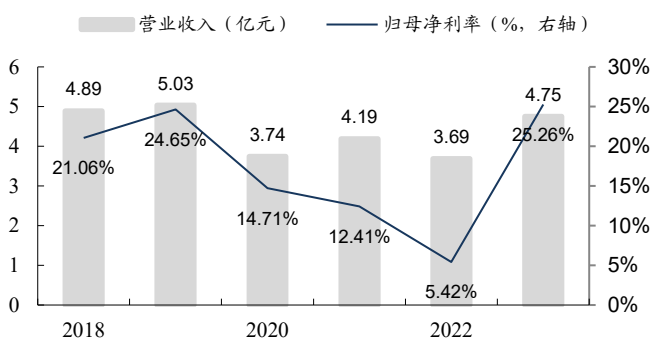
公司精准洞察银发一族的需求，依托溧阳世界长寿文化之乡的文化脉络，拥有完善的旅居软硬件配套，提供高品质旅居服务。同时，积极策划旗袍汉服、健康登山、主题摄影等特色老年活动，打造富有特色的银发旅游品牌。



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

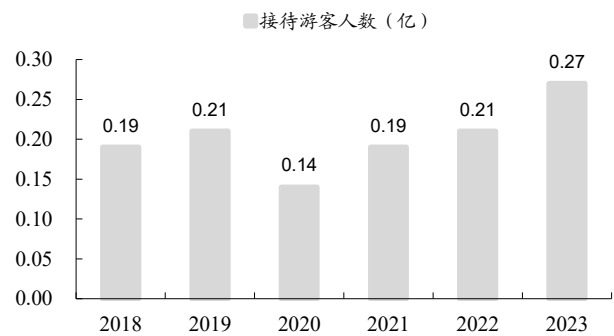
客流恢复带动营收和利润修复。疫情前公司经营良好，营收呈逐年上升趋势，2018-2019年营收分别达到4.89/5.03亿元，净利润达到1.18/1.42亿元。2023年随着防疫政策的完善优化，文旅市场迎来强劲复苏，全国出行旅游人次逐渐回升。根据天目湖景区所在地溧阳市数据显示，2023年溧阳市接待游客人数已达到0.27亿人次，较2019年同期增长28.5%。客流恢复带动公司业绩持续向好，公司2023Q1-Q3营收和净利润分别恢复至2019年同期123%/140%，新项目业绩爬坡和客流高景气或将带动业绩继续提升。

图8：2018-2022年及2023Q1-Q3营收和归母净利润率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2018-2023年溧阳市接待游客人数 (亿)



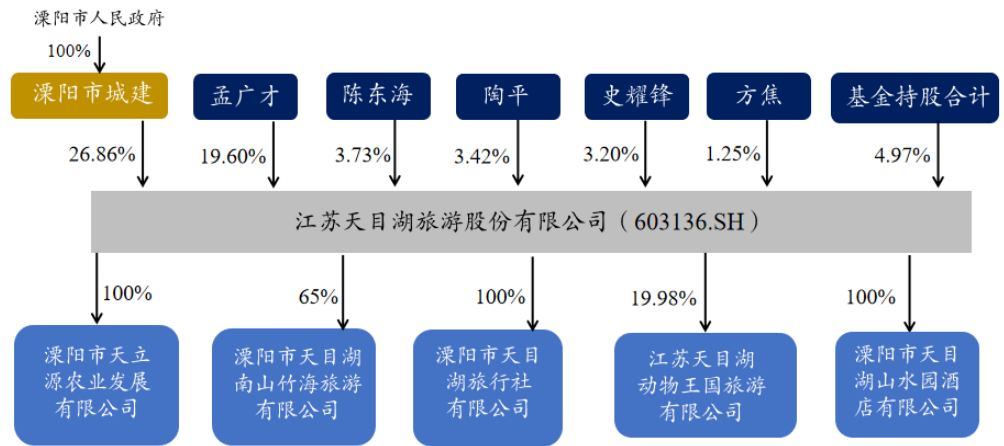
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 股权结构

溧阳城发为控股股东，国资入主赋能发展。溧阳城发共斥资约7.56亿元，于2021年9月和2022年3月两次受让公司实控人孟广才共计3786.07万股，转让价19.98元/

股，溧阳城发持股比例 20.32%。2023 年 3 月，完成 1216.95 万股股份（占比 6.53%）转让，溧阳城发成为公司控股股东，溧阳市人民政府为实际控制人。截止 2024 年 2 月，溧阳市城发的持股比例为 26.86%。国资入股充分促进了政企合作，保障了公司灵活性的机制与高效率的运营。

图10: 公司股权结构图（截至 2024 年 2 月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理层经验丰富。公司管理层持股比例较高，且具有丰富的市场经验和较强的业务能力，熟悉景区规划建设、经营管理、特种设备、旅行社等相关业务。现任董事长、总裁李淑香，副董事长孟广才、副总裁史耀峰、史瑶琴，董事陶平、陈东海等均已加入公司近 20 年，带领团队开发了不同的旅游项目并成功运营，积累了丰富的文旅项目运营经验。

表2: 公司主要管理层介绍

姓名	职位	工作经历
李淑香	董事长、董事	曾任江苏天目湖旅游股份有限公司山水园景区分公司总经理，溧阳市天目湖南山竹海旅游有限公司总经理，上市公司总裁助理、副总裁。现任公司董事长、总裁。
孟广才	副董事长,董事	曾任溧阳天目湖旅游有限公司执行董事、总经理，上市公司总经理、董事长。现任上市公司副董事长。
潘际泳	董事、副总裁	曾任江苏天目湖动物王国旅游有限公司董事、总经理。现任江苏天目湖控股集团有限公司执行董事、总经理，江苏天目湖白茶科技有限公司董事、总经理溧阳市天目湖市政园林有限公司监事等。
陈东海	董事	曾任江苏天目湖旅游股份有限公司行政与人力资源部总监、总经理（总裁）助理、投资部总监。现任江苏天目湖旅游股份有限公司监事会主席，溧阳市天目湖旅行社有限公司监事等。
陶平	董事	曾任江苏天目湖旅游股份有限公司副董事长、副总经理（副总裁）、项目建设部总监。现任江苏天目湖旅游股份有限公司董事，溧阳市南山竹海索道有限公司监事，溧阳市天目湖南山竹海旅游有限公司董事。
史耀锋	副总裁	曾任溧阳市天目湖旅游公司副总经理、市场部经理，溧阳市天目湖旅行社有限公司经理，溧阳市天目湖旅游有限公司副总经理、市场部经理，江苏天目湖旅

史瑶琴	副总裁	游股份有限公司董事。现任江苏天目湖旅游股份有限公司副总裁。 曾任江苏天目湖旅游股份有限公司行政总助、总裁助理、营销中心总经理、董事，溧阳市南山职工休养有限公司总经理。现任江苏天目湖旅游股份有限公司副总裁。
虞雯	董事会秘书	曾任江苏天目湖旅游股份有限公司山水园景区办公室主任、行政部经理、质量管理部经理、证券与审计部副总监。现任江苏天目湖旅游股份有限公司董事会秘书、证券部总监。
彭志亮	财务总监	曾任溧阳市天目湖旅游公司记账员，溧阳市天目湖南山竹海旅游有限公司财务经理，江苏天目湖旅游股份有限公司财务总监助理。现任江苏天目湖旅游股份有限公司财务总监。

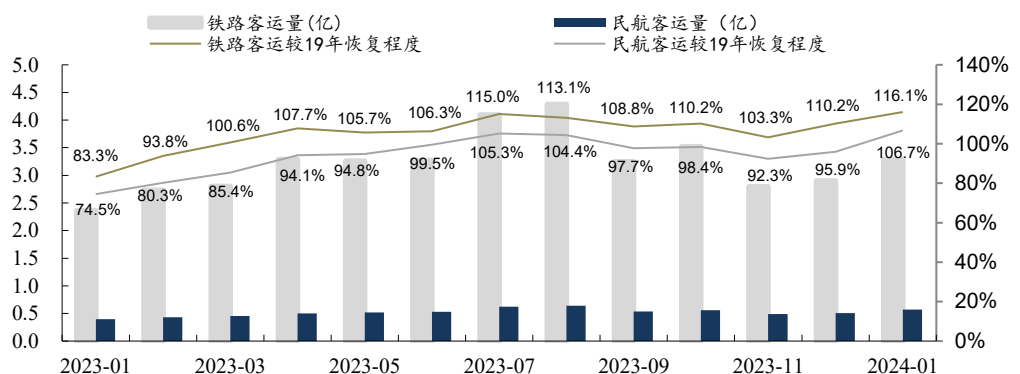
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 旅游市场全面复苏，高品质旅游需求提升

2.1. 居民出游意愿恢复，带动旅游市场快速复苏

2023 年出现报复性出游。2023 年铁路客运量及国内航线游客运输量分别为 38.5 亿人次和 5.9 亿人次，同比增长 130.5%和 136.3%。自 2023 年 4 月起，铁路及民航月度客运量均超 2019 年同期，积压需求集中释放。2024 年 1 月铁路/民航客运量为 3.29/0.57 亿人次，分别恢复 2019 年的 116.1%/106.7%。2024 年春节假期（2 月 10 日-2 月 17 日）全社会跨区域人员流动量累计达 22.93 亿人次，其中铁路客运量及民航客运量分别为 0.99 亿人和 0.18 亿人，创历史新高。

图 11: 铁路/民航月度客运量



数据来源：国家铁路局，中国民航局，东吴证券研究所

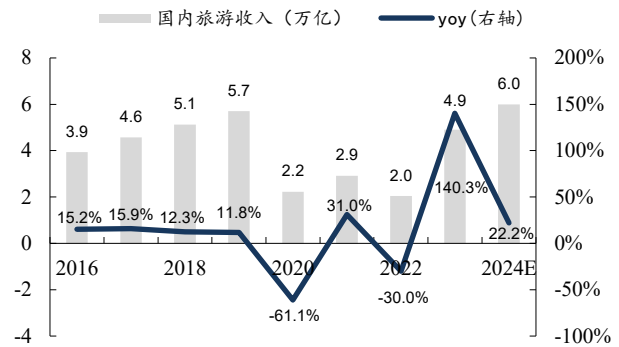
居民消费水平提升带动旅游市场扩大。随着经济发展，居民生活水平的不断改善，人均可支配收入得到持续稳定的增长，2023 年突破 3.9 万元。根据文旅部数据显示，2009-2019 年旅游收入十年 CAGR 为 18%，高于同期人均可支配收入 CAGR（13%）；疫情期间整体旅游市场景气度下行。2023 年国内旅游收入回升至 4.9 万亿元，yoy+140.3%，恢复至 2019 年的 86%。据中国旅游研究院预测，2024 年国内旅游收入将突破 6 万亿元，基本恢复至疫情前水平。旅游是国民的长期消费需求。

图12: 2016-2023 年居民人均可支配收入



数据来源: 文旅部, 中国旅游研究院, 东吴证券研究所

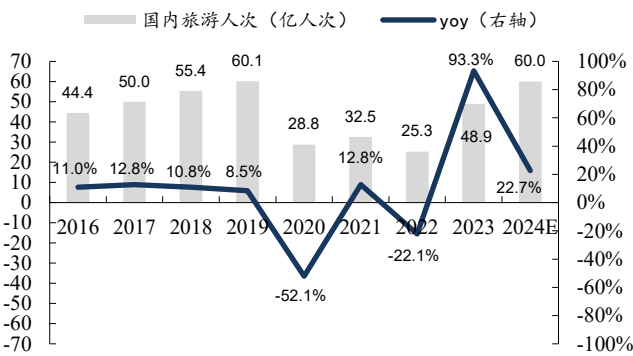
图13: 2016-2024 年国内旅游收入及同比增长



数据来源: 文旅部, 中国旅游研究院, 东吴证券研究所

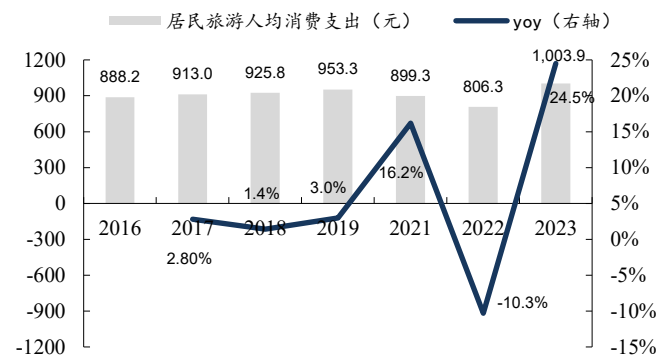
2023 年国内旅游收入的显著恢复得益于国内旅游人次的增长与居民旅游人均消费水平的提升。从趋势来看, 国内出行人次的发展趋势与国内旅游收入基本吻合, 居民旅游积极性的提高是旅游收入增长的重要原因。2023 年国内出游人次 48.9 亿, 同比 2022 年增长 93.3%, 恢复至 2019 年同期的 81.4%。中国旅游研究院预测, 2024 年国内旅游出游人数将超过 60 亿人次。疫情期间, 游客为了压缩旅游成本, 短途旅游占据主流市场, 居民旅游人均消费也随之减少。2023 年居民需求的集中释放使得中长途旅游市场恢复加快, 居民人均消费支出首次突破千元增长到 1003.9 元, 同比 2022 年增长 24.5%。居民旅游人均支出的增长也在进一步推动国内旅游收入的复苏进程。

图14: 2016-2024 年国内旅游人次



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图15: 2016-2023 年中国居民旅游人均花费情况



数据来源: 文旅部, 国家统计局, 东吴证券研究所

2.2. 资源端上市公司在 A 股供给有限, 相对稀缺

景区及其周边服务业态是盈利稳定性较好的投资标的。旅游景区行业按商业模式细分为: 顶级自然景区、旅游目的地服务商、旅行产品分销, 全国扩张性由低到高。

顶级自然景区主要指全国知名、具有丰富历史文化口碑积淀、自带流量的景区, 有较强的重资源特征。通常由当地政府背景企业/管委会实现垄断运营, 由于其较高的全国

知名度及客观自然条件，基本无异地复制性，主要围绕自然景观进行多层次的游客流量变现（包括门票、索道、交通、酒店及综合旅行产品等多种方式）。典型公司如黄山旅游、九华旅游、长白山等，几乎都在 A 股上市

旅游目的地服务商主要指服务于知名旅游目的地的景区/体验项目，通常融合了本地自然环境及人文特色并进行产品化，虽然并不自带流量，但通过持续的运营和投入成为了当地旅行体验的重要部分。这类景区需要资产投入，在运营和资金实力稳固后具有一定的本地或异地扩张性，代表公司如宋城演艺、中青旅、天目湖等。这一类主体占到旅游景区公司中的主要部分。

旅行产品分销公司主要进行旅游产品的撮合销售，则通常具备重人力的特征。资产较轻，依赖人力投入，扩张性最强，同时也会面临激烈竞争。如众信旅游、携程、同程旅行等。

图 16：旅游景区行业按商业模式特征分类

	顶级自然景区	旅游目的地服务商	旅行产品分销
特点	重资源，复制性差	重投资、重运营，具备一定扩张性	重人力，扩张性最强
代表公司	黄山旅游、长白山、峨眉山A、*ST西域、九华旅游、桂林旅游、西藏旅游、张家界、丽江股份	宋城演艺、中青旅、天目湖、曲江文旅、云南旅游、三特索道、祥源文旅、西安旅游、大连圣亚、三湘印象、华强方特、海昌海洋公园、复兴旅游文化、澳博控股、新濠国际发展、美高梅中国、永利澳门、金沙中国、银河娱乐	众信旅游、岭南控股、*ST凯撒、携程、同程旅行、途牛、香港中旅
	低	扩张性	高

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

根据 2016 年出台的《风景名胜区条例》，以景区门票为主要营收的公司上市从制度上存在一定限制，当前资源端上市公司在 A 股供给有限，且在可见的时间范围内将很难增加供给，相对稀缺。

2.3. 旅游需求逐步升级，品质化趋势凸显

休闲度假旅游成为我国旅游行业新趋势。随着社会经济发展与居民消费升级，旅游行业将经历观光游、休闲游与度假游三个发展阶段。相较于观光游，休闲度假游的停留时间更长，人均消费更高，游客更加追求旅游品质化与体验化。随着我国人均 GDP 步入万元时代，休闲度假旅游需求逐渐释放，成为我国旅游市场新趋势。截至 2023 年，我国已拥有 63 个国家级旅游度假区，与国家级 5A 景区同是景区行业的金字招牌，我国旅游市场逐步向休闲度假阶段转变。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/715103330001011122>