

社会服务

发布时间：2022-06-30

证券研究报告 / 行业深度报告

旅游复苏拐点将至，休闲景区成长空间待释放

--- 景区行业深度报告

优于大势

上次评级:优于大势

报告摘要:

疫情后国内旅游消费持续受到本土疫情反复的扰动，居民整体出行意愿被压制。2021Q3以来本土疫情多点扩散，多地隔离防控政策趋严，旅游市场受到重创，旅游人次及旅游收入恢复率持续走低。2022Q2由于上海、北京等重点城市爆发疫情，旅游市场触底，端午旅游出行数据展现出向好趋势，预计三季度景区经营及旅游市场情况将持续改善，2022年下半年或将迎来反弹。2022年疫情防控迎来新阶段，政府发布利好政策支持推进旅游市场逐步迎来全面复苏。

中长期看我国旅游消费正经历结构化、品质化转型，休闲度假游持续扩大需求，细分市场迎来发展机遇。旅游需求不再局限于欣赏自然风光的观光游，文化特色体验、高品质住宿餐饮和服务等方面成为旅客更关注的条件，给亲子游、研学游、乡村游、疗养游等热门细分市场带来发展机会。景区顺势升级改造推出更多休闲度假产品，预计疫后具有高客单价、高复购率属性的休闲度假景区相较传统观光景区业绩恢复弹性更大。

投资建议：经营复合产品的休闲景区在疫情后表现出领先复苏的趋势，基于休闲度假游的高复购、高客单属性，疫情后休闲景区具备更强的业绩弹性和更高的成长潜力，建议关注宋城演艺、天目湖、中青旅。

宋城演艺：作为国内演艺龙头短期受闭园影响业绩承压但仍然具备高成长性，疫后存量项目的有望突破瓶颈持续释放业绩，增量项目的爬坡有望提速，7月起多景区复园将助力公司业绩快速恢复。中性恢复假设下预计2023年公司归母净利润为9.11~12.82亿元，对应PE为30~43倍。

天目湖：公司持续内部升级改造不断丰富产品矩阵提升成长空间，新产品的成功投运带来快速的业绩恢复能力，持续两年疫情扰动下业绩发生波动，但仍能得到相对领先的复苏业绩。中性恢复假设下预计2023年公司归母净利润为1.09~1.65亿元，对应PE为32~48倍。

中青旅：拥有乌镇、古北水镇两大核心景区资源的优质标的，古北水镇受益于周边游及优质客源恢复程度领先，乌镇短期客流受到压制，业绩存在充足的修复空间，客单价仍具备较强的成长潜力。中性恢复假设下预计2023年公司归母净利润为4.72~5.61亿元，对应PE为16~19倍。

风险提示：新项目发展不及预期，疫情反复，政策风险，竞争加剧

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
宋城演艺	13.98	0.13	0.42	0.59	115.62	35.85	25.44	买入
天目湖	28.21	0.36	0.73	0.92	78.40	38.84	30.61	买入
中青旅	12.34	0.17	0.71	0.84	73.41	17.38	14.65	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	11%	6%	-22%
相对收益	1%	-1%	-7%

行业数据

成分股数量 (只)	83
总市值 (亿)	3528
流通市值 (亿)	2440
市盈率 (倍)	-283.20
市净率 (倍)	3.23
成分股总营收 (亿)	147
成分股总净利润 (亿)	-9
成分股资产负债率 (%)	205.92

相关报告

- 《中青旅(600138): 两镇模式铸就壁垒, 静待业务全面复苏》 --20220528
- 《天目湖(603136): 内生+外延齐发力, 打造一站式休闲旅游目的地》 --20211130
- 《宋城演艺(300144): 后疫情时代演艺重启, 业绩释放未来可期》 --20210628

证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003
(021)20361142 lihui@nesc.cn

研究助理: 赵涵真

执业证书编号: S0550121050017
(021)20361142 zhaohz@nesc.cn

目 录

1.	行业趋势：出行复苏短期依赖防疫政策放松，中长期旅游消费展现品质化转型趋势.....	5
1.1.	疫情防控新阶段叠加政策支持加强旅游复苏预期.....	5
1.1.1.	短期周边游、自驾游成为疫情防控常态化下旅游特征.....	5
1.1.2.	疫情后跨省游持续承压，暑期或将迎来修复机遇.....	7
1.1.3.	疫情防控新阶段释放利好信号，政策从供需两端扶持配合旅游复苏.....	8
1.2.	旅游消费经历结构化转型，休闲度假游市场空间广阔.....	11
1.2.1.	观光旅游向休闲度假游过渡，高品质和多样化需求显现.....	11
1.2.2.	高客单、高复购属性提升休闲景区业绩空间.....	12
1.2.3.	细分市场满足游客多样化需求，亲子游发展迅猛.....	13
2.	投资建议：经营复合产品的休闲景区恢复领先，成长潜力待释放.....	16
2.1.	宋城演艺.....	16
2.1.1.	多景区间断性闭园导致短期业绩承压，全面复园后业绩弹性强.....	16
2.1.2.	存量项目突破瓶颈，增量项目加速爬坡.....	18
2.1.3.	宋城演艺疫后修复业绩敏感性测算.....	20
2.2.	天目湖.....	21
2.2.1.	业绩受疫情反复波动，新项目投运助推复苏.....	21
2.2.2.	内生产品不断丰富，外延成长值得期待.....	23
2.2.3.	天目湖疫后修复业绩敏感性测算.....	24
2.3.	中青旅.....	25
2.3.1.	两镇恢复程度分化，古北水镇受益周边游复苏领先.....	25
2.3.2.	景区业务疫后仍具成长潜力，旅行社有望逐步减亏.....	27
2.3.3.	中青旅疫后修复业绩敏感性测算.....	29

图表目录

图 1:	疫情后各季度旅游人次恢复率.....	5
图 2:	2013-2021 年国内旅游收入.....	5
图 3:	疫情后历次假期旅游人次恢复率.....	6
图 4:	疫情后历次假期旅游收入恢复率.....	6
图 5:	假期省内游/跨省游占比.....	6
图 6:	假期旅客平均出游半径.....	6
图 7:	各国疫苗接种情况.....	9
图 8:	2013-2021 年我国居民人均消费支出.....	11
图 9:	2010-2018 年城镇居民出行目的变化.....	11
图 10:	2021 暑期出游结伴人群分布.....	14
图 11:	2022 端午亲子游客年龄占比.....	14
图 12:	2017-2020 年乡村游客规模.....	16
图 13:	乡村休闲娱乐主要活动.....	16

图 14: 疫情后宋城 11 个项目千古情场次数据.....	17
图 15: 2020Q1-2022Q1 宋城演艺营业收入及恢复率.....	18
图 16: 2020Q1-2022Q1 宋城演艺归母净利润及恢复率.....	18
图 17: 2019-2022 年宋城演艺毛利率及净利率.....	18
图 18: 2019-2022 年宋城演艺各项期间费用率.....	18
图 19: 2014-2021 年重资产项目贡献现场演艺营收.....	20
图 20: 2014-2021 年重资产项目现场演艺毛利率.....	20
图 21: 2020Q2-2022Q1 天目湖营业收入及恢复率.....	23
图 22: 2020Q2-2022Q1 天目湖归母净利润及恢复率.....	23
图 23: 2019-2022 年天目湖毛利率及净利率.....	23
图 24: 2019-2022 年天目湖各项期间费用率.....	23
图 25: 奥兰多动物王国景区图.....	24
图 26: 乌镇及古北水镇客流量恢复情况对比.....	26
图 27: 乌镇及古北水镇景区营收恢复情况对比.....	26
图 28: 2020Q1-2022Q1 中青旅营业收入及恢复率.....	27
图 29: 2020Q1-2022Q1 中青旅归母净利润及恢复率.....	27
图 30: 2019-2022 年中青旅毛利率及净利率.....	27
图 31: 2019-2022 年中青旅各项期间费用率.....	27
图 32: 2012-2021 年乌镇东栅/西栅接待客流量.....	28
图 33: 2014-2021 年古北水镇接待客流量.....	28
图 34: 2012-2021 年乌镇客单价及变动.....	28
图 35: 2014-2021 年古北水镇客单价及变动.....	28
图 36: 2012-2021 年旅行社业务收入及占比.....	29
图 37: 2012-2021 年旅行社业务毛利率.....	29
表 1: 跨省团队游政策主要内容一览.....	7
表 2: 《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》主要调整内容一览.....	8
表 3: 旅游业纾困扶持计划.....	10
表 4: 2020-2021 年上市景区新增项目.....	12
表 5: 观光旅游和休闲度假旅游对比.....	13
表 6: 部分上市景区游客人次和营业收入恢复程度.....	13
表 7: 各年龄段亲子游内容体验变化.....	14
表 8: 部分地区康养旅游部分相关政策.....	15
表 9: 宋城演艺重资产项目概况.....	20
表 10: 2023 年宋城演艺业绩敏感性分析.....	21
表 11: 2024 年宋城演艺业绩敏感性分析.....	21
表 12: 天目湖疫情后推出多个休闲度假产品.....	22
表 13: 奥兰多动物王国景区介绍.....	24
表 14: 2023 年天目湖业绩敏感性分析.....	25
表 15: 2024 年天目湖业绩敏感性分析.....	25
表 16: 2023 年乌镇贡献业绩敏感性分析.....	29
表 17: 2024 年乌镇贡献业绩敏感性分析.....	30
表 18: 2023 年古北水镇贡献投资收益敏感性分析.....	30
表 19: 2024 年古北水镇贡献投资收益敏感性分析.....	31
表 20: 2023 年中青旅业绩敏感性分析.....	31

表 21: 2024 年中青旅业绩敏感性分析 32

1. 行业趋势：出行复苏短期依赖防疫政策放松，中长期旅游消

费展现品质化转型趋势

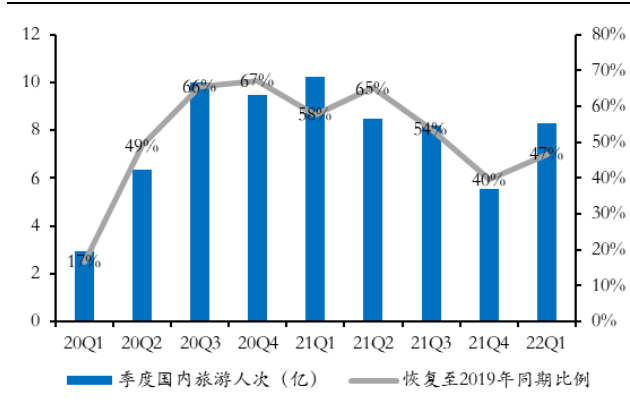
1.1. 疫情防控新阶段叠加政策支持加强旅游复苏预期

1.1.1. 短期周边游、自驾游成为疫情防控常态化下旅游特征

国内旅游消费持续受到本土疫情反复的扰动，单季旅游数据对病例数及防控政策敏感程度高。据文旅部数据，2020年国内旅游人次 28.79 亿/-52.1%，国内旅游收入 2.23 万亿元/-61.1%；2021年国内旅游人次 32.46 亿/+12.75%，恢复至 2019 年同期的 54.0%，国内旅游收入 2.92 万亿元/+31.0%，恢复到至 2019 年同期的 51.0%。分季度看，本土新增确诊越多，旅游人次恢复程度越低，疫情后 2020Q4 新增确诊病例最少，旅游人次恢复程度最高达到 67%，2021Q3 以来本土疫情多点扩散，多地隔离防控政策趋严，旅游市场受到重创，旅游人次及旅游收入恢复率持续走低。2022Q1 国内旅游总人次 8.30 亿/-19.0%，国内旅游收入 0.77 万亿元/+4.0%。由于 3 月中下旬全国多地有新增病例，旅游人次恢复程度仍处于较低状态，旅游消费呈现了小幅增长。

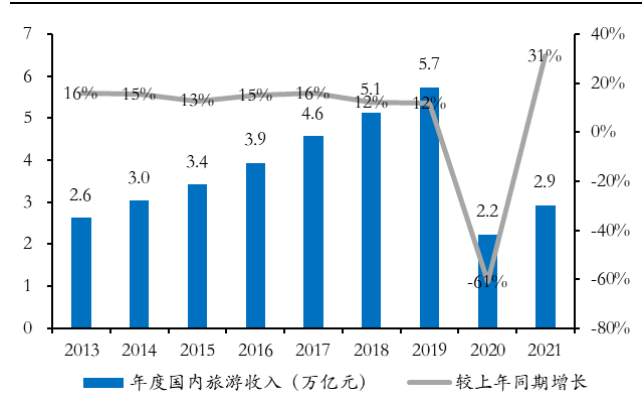
假期旅游数据的恢复率好于全年整体数据，居民整体出行意愿被压制，反弹空间大。假期旅游数据反映出较高的出行意愿，2021 年五一假期的旅游人次恢复超过 2019 年同期，在本土疫情影响较弱的背景下旅游需求能够实现快速反弹。2022Q2 由于上海、北京等重点城市爆发疫情，旅游市场触底，而端午旅游出行数据已展现出向好趋势。近期随着各地疫情管控的稳定向好趋势，黄山风景区已经迎来了强势复苏，6 月 9 日至 26 日累计接待游客 6.8 万人/+3.38%；其中最近一周接待游客数同比增长 11%；6 月 26 日单日接待游客近 1 万人，创 3 月上旬（五一假期“黄山人免票游黄山”除外）以来接待量新高。预计三季度景区经营及旅游市场情况将持续改善，2022 年下半年或将迎来反弹。

图 1：疫情后各季度旅游人次恢复率



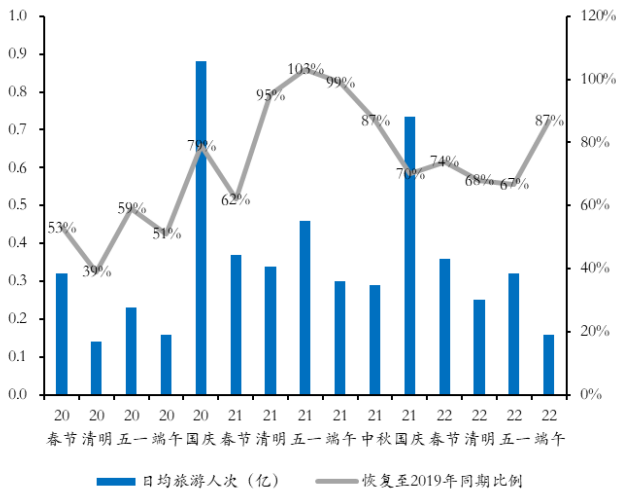
数据来源：文旅部，东北证券

图 2：2013-2021 年国内旅游收入



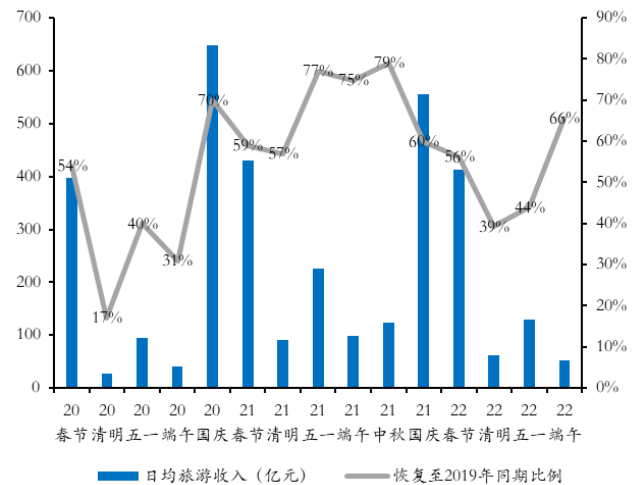
数据来源：文旅部，东北证券

图 3: 疫情后历次假期旅游人次恢复率



数据来源: 文旅部, 东北证券

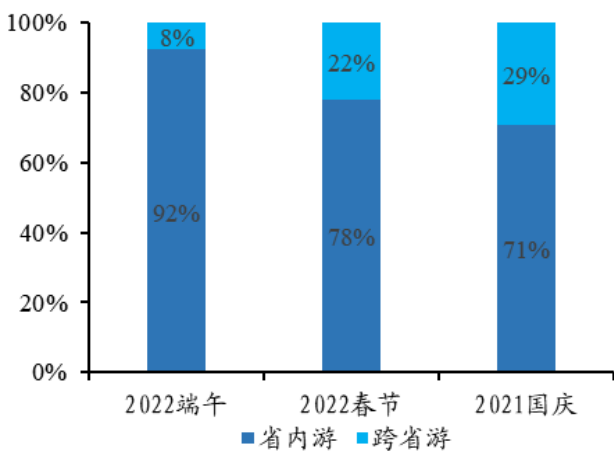
图 4: 疫情后历次假期旅游收入恢复率



数据来源: 文旅部, 东北证券

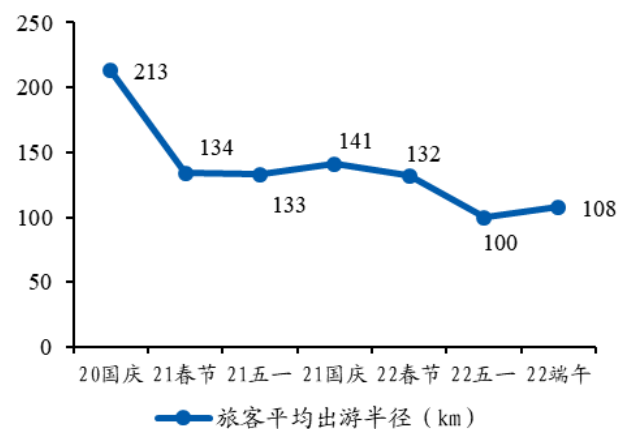
2022 上半年在疫情防控常态化背景下, 周边游、自驾游仍然是节假日旅游市场的主流。距离方面, 文旅部发布的 2022 年端午期间数据显示, 2022 年端午假期, 省内游、跨省游比例分别为 92.4%、7.6%, 相较于 2021 国庆和 2022 春节, 短途旅游比例进一步增加; 中国旅游研究院表示, 疫情以来游客出游距离大幅度缩减, 2022 年端午游客 49% 的游客出游不超过 100 公里, 87.4% 的游客出游不超过 300 公里; 平均出游半径 107.9 公里, 相较 2022 年五一增长 8%, 但仍保持在短的出游距离区间内。在出行方式上, 2022 年端午期间有超过半数的游客选择自驾出行, 占比达 51.2%。跨省游熔断最新政策调整颁布不久, 今年端午期间的各地防疫政策还未放松。48 小时核酸、提前报备和三天两检目前仍是很多地区接待跨省人员的基本要求。跨省游客到了目的地后出行仍然受到限制, 无法获得较好的旅游体验感。消费者跨省游的出行意愿的提升幅度很低, 但端午节假期或将成为今年旅游经济运行止跌回升的转折点, 为疫后的旅游经济恢复奠定稳中向好的市场基础。

图 5: 假期省内游/跨省游占比



数据来源: 文旅部, 东北证券

图 6: 假期旅客平均出游半径



数据来源: 中国旅游研究院, 东北证券

1.1.2. 疫情后跨省游持续承压，暑期或将迎来修复机遇

疫情后跨省团队游业务受政策影响基本停滞，旅游行业持续承压。跨省游产品是多数旅行社的主营业务，跨省团队游的动态调整政策对旅行社经营有重大影响，对跨省团队游依赖程度高的长线游景区经营承压。2021年8月5日颁布的跨省团队游熔断政策虽然停止了全国跨省游业务的“一刀切”模式，给予各省自行根据疫情情况决定。但是省内一旦出现“中高风险地区”，则该省的跨省团队游业务自动触发“熔断机制”而停止。从2021年至今，各省发布的跨省团队游通知在“暂停”与“恢复”之间反复徘徊超过百余次，过于频繁的调整对跨省游复苏仍带来明显干扰，造成旅游企业疲于应对恢复跨省游业务。

跨省旅游熔断政策阶段性调整点燃出游需求，压制已久的长线游需求或将在暑期迎来修复机会。2022年5月31日跨省旅游熔断政策迎来新的调整，进一步松绑，熔断从“省”精确到“县”。各地陆续宣布恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省团队旅游及“机票+酒店”业务，大众抑制已久的旅游需求或在暑期预订高峰期全面释放，旅游企业将迎来恢复机遇。6月18日起接连三日，青海、宁夏、湖北相继全面恢复跨省团队游业务。根据携程数据显示，截至6月21日，近一周暑期跨省跟团游预订量周环比增长291%；暑期跨省酒店预订周环比增长151%。跨省团队游的开放带来当地景区客流量的显著恢复。以6月18日宣布跨省游恢复的青海省为例，携程平台上青海省的酒店暑期订单量近一周周环比增长174%；景区门票单量环比上一周增长100%；暑期机票单量环比上一周增长252%。目前北京、上海的产品销售因疫情尚未完全恢复，“机票+酒店”产品的销售有望随着疫情影响减弱迎来更强的反弹。

表 1: 跨省团队游政策主要内容一览

时间	要点	主要内容
2020年1月26日	全国暂停跨省游业务	文旅部迅速决策，对外正式发布通知：全国旅行社及在线旅游企业即日起暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。跨省团队游首次被明令禁止。 全国跨省团队游形成“一刀切”模式。
2020年7月15日	局部区域首次可恢复跨省游业务	各省（区、市）文化和旅游行政部门在做好疫情防控工作的前提下，经当地省（区、市）党委、政府同意后，可恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务。中、高风险地区不得开展团队旅游及“机票+酒店”业务。出入境旅游业务暂不恢复。 跨省团队游业务迎来首次全面重启。
2021年8月5日	省内依据疫情情况选择暂停或恢复跨省游业务	跨省旅游“熔断”机制开始实施 ，对出现中高风险地区的省（区、市），立即暂停旅行社及在线旅游企业经营该省（区、市）跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。待省（区、市）内无中高风险地区后，可恢复旅行社及在线旅游企业经营该省（区、市）跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。 跨省团队游业务是否暂停与恢复的决定权，下放给各省自行根据疫情情况决定。未出现疫情的省份，可有序推进非疫情区域间跨省团队游业务。
2022年5月31日	省内恢复跨省游业务，熔断精确到“县”	对出现中高风险地区的县（市、区、旗）和直辖市的区（县），立即暂停旅行社及在线旅游企业经营进出该地的跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。待无中高风险地区后，恢复旅行社及在线旅游企业经营进出该地的跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。 科学精准实施跨省旅游“熔断”机制，旅行社经营范围受影响程度下降。

数据来源：文旅部，东北证券

1.1.3. 疫情防控新阶段释放利好信号，政策从供需两端扶持配合旅游复苏

全国疫情防控形势迎来“科学精准、动态清零”的阶段，新版疫情防控方案在疫情监测、隔离管控等方面依据奥米克戎的新特点做出调整，总体放宽为旅游业恢复活力创造了条件。针对今年疫情特点与去年相比有诸多不同，2022年3月15日国家卫健委公布了《新型冠状病毒肺炎诊疗方案(试行第九版)》；2022年6月28日，进一步对疫情防控措施做出调整，国务院印发《印发新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》，方案全面落实“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针，针对奥密克戎变异株的特点，因时因势对疫情监测、风险人员的隔离管理、中高风险区划定标准等进行了调整。此外，方案在强化督导检查的方面特别指出，为避免过度防控和层层加码，完善检查监督制度，确保防疫处置措施的规范落地实施。第九版方案对防控工作进行了优化，使得防控工作更加科学精准。

表 2: 《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》主要调整内容一览

要点	主要内容
优化调整风险人员的隔离管理期限和方式	将密切接触者、入境人员隔离管控时间从“14天集中隔离医学观察+7天居家健康监测”调整为“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”。核酸检测措施从“集中隔离医学观察第1、4、7、14天核酸检测，采集鼻咽拭子，解除隔离前双采双检”调整为“集中隔离医学观察第1、2、3、5、7天和居家健康监测第3天核酸检测，采集口咽拭子”，解除集中隔离医学观察前不要求双采双检。密接的密接管控措施从“7天集中隔离医学观察”调整为“7天居家隔离医学观察”，第1、4、7天核酸检测。
统一封管控区和中高风险区划定标准	以前有两类风险区划定标准，一类是高、中、低风险地区划定标准，一类是封控区、管控区、防控区划定标准。第九版方案将两类风险区域划定标准和防控措施进行衔接对应，统一使用中高风险区的概念，形成新的风险区域划定及管控方案。高风险区实行“足不出户、上门服务”，高风险区连续7天无新增感染者降为中风险区，中风险区连续3天无新增感染者降为低风险区。中风险区实行“足不出户、错峰取物”，连续7天无新增感染者降为低风险区。其他地区对近7天内有中风险区旅居史人员，采取7天居家医学观察措施。低风险区指中、高风险区所在县(市、区、旗)的其他地区，实行“个人防护、避免聚集”。其他地区对近7天内有低风险区旅居史人员，要求3天内完成2次核酸检测。
完善疫情监测要求	加密风险职业人群核酸检测频次，将与入境人员、物品、环境直接接触的人员核酸检测调整为每天1次，对人员密集、接触人员频繁、流动性强的从业人员核酸检测调整为每周2次。增加抗原检测作为疫情监测的补充手段，基层医疗卫生机构对可疑患者、疫情处置时对中高风险区人员等可增加抗原检测。
优化区域核酸检测策略	明确不同人口规模区域核酸检测方案，针对省会城市和千万级人口以上城市、一般城市、农村地区，综合疫情发生后感染来源是否明确、是否存在社区传播风险及传播链是否清晰等因素进行研判，根据风险大小，按照分级分类的原则，确定区域核酸检测的范围和频次。

数据来源：国务院，东北证券

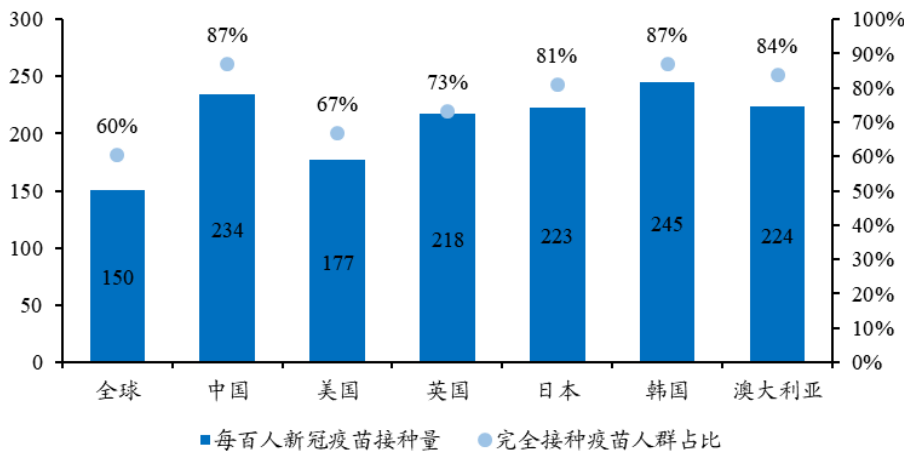
国内已从疫苗、核酸检测和特效药各方面取得良好成果，各地通过多轮疫情防控工作已逐渐积累有效防控经验，具备迅速应对局部突发疫情及较快控制疫情蔓延的能力，我们看好疫情影响减弱后旅游市场弹性。

- 1) 国内新冠疫苗接种率的快速提高建立了免疫屏障，为迎旅游市场稳步复苏打下基础。截至2022年5月31日，中国每百人疫苗接种量234.13剂次，平均每人已至少接种两针，完全接种疫苗占比居于全球前列。疫苗接种工作的进展助力

于后期疫情的防控，为恢复居民的自由出行奠定基础。

- 2) **疫情监测层面**，国内各地核酸检测能力得到显著提升，为精准控制划定风险区域范围做好准备。经过两年多疫情防控工作经验的积累，我国的核酸检测能力取得显著提升。截至 2022 年 5 月，全国可以开展核酸检测的医疗卫生机构达到 1.3 万家，从事核酸检测技术工作的专业技术人员达到 15.3 万。每日核酸检测的能力达到单管每日 5700 万管。其次防疫经验的积累和政策的不断优化，疫情得到全面控制的时间显著缩短。
- 3) **疫后治疗层面**，国家医保局于 3 月 21 日发布《关于切实做好当前疫情防控医疗保障工作的通知》，及时调整新冠口服特效药 Paxlovid 纳入医保支付范围的新冠治疗用药，三期临床数据显示，Paxlovid 降低住院或死亡风险 89%，用药第 5 天病毒载量降低 10 倍，是目前最有效的小分子新冠口服特效药。该小分子新冠口服特效药可以在感染症状出现后的最初几天在家中口服治疗，帮助降低疾病严重程度、住院率、死亡率，并降低接触感染的可能性。口服特效药的引进为新冠患者的治疗和康复新增了治疗手段，减轻医疗压力，配合动态清零和疫苗免疫无疑对疫情的控制起到非常积极的作用。

图 7: 各国疫苗接种情况



数据来源: Wind, 东北证券

注: 疫苗接种情况数据更新至 2022 年 5 月 31 日。

缓解旅游业困境是带动国民经济的重要保障。旅游业对国民经济的综合贡献度持续增大，旅游业的发展推动经济社会的发展。由于旅游业具有空间流动性和人员聚集性的特点，在具有强传染性和突变性的新冠肺炎疫情下遭受到强烈冲击，旅游经济规模近乎腰斩。疫情背景下为促进旅游消费复苏，国家政策从供需两端入手激发旅游市场内在活力。

从旅游需求端来看，多地政府通过减免门票和发放旅游消费券等政策推动当地旅游业的消费。门票减免作为临时对策，打破疫情造成的市场低迷，增加客流量，引导游客二次消费带动景区业绩恢复。多地旅游景区推出了免门票等优惠措施，包括陕西华山、江西庐山、贵州黄果树瀑布等多个知名 5A 景区，其中华山景区是 20 年来首次无需门票即可进山；山东省发布通知，自 2022 年 6 月 1 日至 9 月 30 日对全省

137 家国有 A 级旅游景区首道门票价格实行不低于 5 折的降价优惠。发放消费券的措施对景区的业绩恢复持续发挥作用。根据济南市文化和旅游局披露显示，截止至 6 月 4 日，济南市累计发放文旅惠民消费券 96 万元，已领取 5.87 万张，使用消费券 3.2 万张，用券金额 57.76 万元，带动文化旅游产业消费 225.33 万元，直接带动效应达 3.90 倍；成都市人民政府从 5 月 20 日起每周五发放 66 万张消费券，预计发放 4 轮，直接拉动成都市民的文娱消费需求，端午期间成都市 A 级景区接待游客 208.33 万人次，实现门票收入 1569.75 万元，较清明小长假分别增长 60.7%、102.7%。

供给端层面，政府积极出台扶持政策帮助旅游企业度过难关。2022 年 2 月 18 日，国家发改委等十四个部门联合印发《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，罗列了旅游业等行业纾困扶持措施，涉及金融支持、减税降费、稳岗就业等多方面减轻旅游企业的现金流等压力，增强旅游企业对于旅游市场恢复的信心。政府还颁布政策引导供给端旅游产品升级，拓展旅游消费领域。2021 年 12 月 22 日，国务院印发实施《“十四五”旅游业发展规划》，提出文化和旅游深度融合。规划提出推动传统商业综合体转型升级为文体商旅综合体，打造新型文化和旅游消费集聚区，推动建设国家文化和旅游消费试点城市、示范城市；支持博物馆、文化馆、图书馆、美术馆、非遗馆、书店等文化场所增强旅游休闲功能。政策的出台引导了景区顺应大众旅游多样化、个性化消费需求，创新旅游消费场景，积极培育旅游消费新模式。政府从供需两端促进旅游业的全面复苏，从而稳定市场经济和社会发展。

表 3：旅游业纾困扶持计划

政策序号	内容
24	2022 年继续实施旅行社暂退旅游服务质量保证金扶持政策，对符合条件的旅行社维持 80% 的暂退比例，鼓励有条件的地方进一步提高暂退比例。同时，加快推进保险代替保证金试点工作，扩大保险代替保证金试点范围。
25	允许失业保险、工伤保险基金结余较多的省份对旅游企业阶段性实施缓缴失业保险、工伤保险费政策，具体办法由省级人民政府确定。符合条件的旅游企业提出申请，经参保地人民政府批准可以缓缴，期限不超过一年，缓缴期间免收滞纳金。
26	加强银企合作，建立健全重点旅游企业项目融资需求库，引导金融机构对符合条件的、预期发展前景较好的 A 级旅游景区、旅游度假区、乡村旅游经营单位、星级酒店、旅行社等重点文化和旅游市场主体加大信贷投入，适当提高贷款额度。
27	政府采购住宿、会议、餐饮等服务项目时，严格执行经费支出额度规定，不得以星级、所有制等为门槛限制相关企业参与政府采购。
28	鼓励机关企事业单位将符合规定举办的工会活动、会展活动等的方案制定、组织协调等交由旅行社承接，明确服务内容、服务标准等细化要求，加强资金使用管理，合理确定预付款比例，并按照合同约定及时向旅行社支付资金。
29	鼓励银行业金融机构合理增加旅游业有效信贷供给。建立重点企业融资风险防控机制。引导金融机构合理降低新发放贷款利率，对受疫情影响生产经营困难的旅游企业主动让利。鼓励符合条件的旅游企业发行公司信用类债券，拓宽旅游企业多元化融资渠道。
30	对符合条件的、预期发展良好的旅行社、旅游演艺等领域中小微企业加大普惠金融支持力度。发挥文化和旅游金融服务中心的积极作用，建立中小微旅游企业融资需求库。鼓励银行业金融机构对旅游相关初创企业、中小微企业和主题民宿等个体工商户分类予以小额贷款支持。

数据来源：发改委，东北证券

注：政策内容摘选自发改委印发的《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》中旅游业纾困扶持措施 24-30 条。

www.767stock.com

1.2. 旅游消费经历结构化转型，休闲度假游市场空间广阔

1.2.1. 观光旅游向休闲度假游过渡，高品质和多样化需求显现

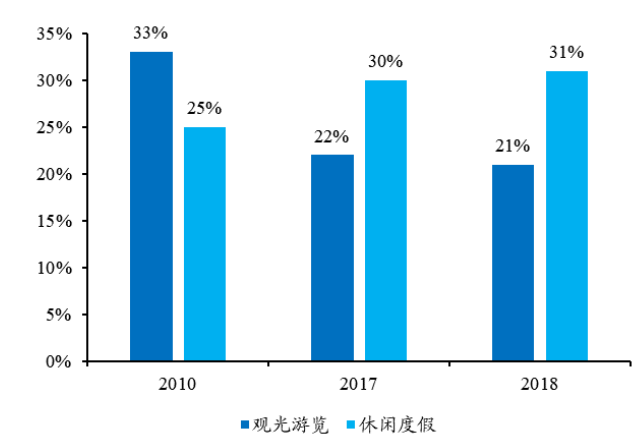
我国旅游消费处于升级转型阶段，游客不再仅满足于单一景点观光旅游，休闲度假游逐渐取代传统观光旅游成为主流。疫情短期改变了大众的出行习惯，而市场需求和竞争环境因时而变，对景区转型升级提出了新的要求。2010年以来，休闲度假游逐渐反超观光游成为了城镇居民主要的出行目的，从走马观花转向深度体验。休闲度假游以高质量的旅游设施为条件，以高品质的服务和特色旅游项目为内容满足游客的休闲度假需求。定制化、高端化和品质化的旅游产品备受青睐。随着居民中高收入群体占比提升，需求端对旅游产品品质的要求逐渐提高，部分中高端客群来自于出境游客群的转化，拥有更高的边际消费倾向以及个性化消费需求，更加偏好体现个性特征的旅行方式和服务以彰显自己高品质的生活方式。这使得经营多类型复合产品的休闲度假景区及人文景区受益，传统观光游的单一产品体验和服务水平已不能满足这类消费群体的需求。旅游景区顺应转型趋势，不仅开发传统自然风光，同时挖掘文化体验等复合价值，进行IP开发、餐饮住宿等多业态运营。长期来看，休闲度假游的需求将持续扩大。

图 8: 2013-2021 年我国居民人均消费支出



数据来源：国家统计局，东北证券

图 9: 2010-2018 年城镇居民出行目的变化



数据来源：前瞻旅游研究院，东北证券

疫情背景下，景区顺应旅客需求升级，加紧优化自身供给，研发推出休闲度假产品，为后续业绩增量提供了更广空间。一方面，景区加深文旅融合进度，深入挖掘当地文化内涵，将文物和文化资源纳入旅游线路，融入旅游景区景点，积极传播中华优秀传统文化。另一方面，景区加强科技创新提升服务，借助互联网、VR 等设备和技术平台实现实景演绎、虚景再现等体验形式带给游客沉浸式体验，增加游客粘性。景区在丰富及优化旅游产品供给层面持续发力，整体行业进入新的发展阶段。以黄山旅游为例，在自然观光之外寻求突破，设置酒店、餐饮、娱乐、休闲活动等一系列的配套服务设施；2020 年新增徽菜业务作为新兴业务，依托黄山旅游资源打造独具特色的徽文化主题餐饮品牌；2021 年围绕打造高端山奢定位新增“狮林崖舍”酒店项目，开发差异化酒店产品，并引进豪华游艇、拖伞艇等水上娱乐设施设备，整体服务满足游客观光、休闲、度假、商务活动等多方面需求。

表 4: 2020-2021 年上市景区新增项目

公司名称	新增/改造项目
黄山旅游	新增花山谜窟景区：花山世界·花山谜窟园区一改原有的传统观光属性，打造升级成为集主题化、休闲化、科技化于一体的沉浸式主题乐园；引进豪华游艇、拖伞艇等水上娱乐设施设备，丰富产品体系；新增“狮林崖舍”高端酒店项目。
张家界	建设集休闲、观光、体验、娱乐为一体的综合性旅游目的地大庸古城项目；升级十里画廊观光电车项目，重新打造安全度、舒适度及特色体验感。
峨眉山	推出“红珠嘉礼”系列旅游纪念品，以文创礼品的形式述说红珠山宾馆厚重的历史文化底蕴；打造乐山市中小学生研学营地，开发“探寻植物乐园”、“星级厨艺师”等研学产品；“云之下”剧场推出汉服游园、“一封信”沉浸式剧情体验等旅游产品。
天目湖	引进华东第一艘大型新能源电动商旅游船“山水绿源号”，主打高端定制水上会议服务；推出湖畔露营帐篷基地并配套夜市、夜赏、夜筵等多项产品组合，打造夜游经济；陆续推出竹溪谷酒店、“遇·十四澜”、“遇·天目湖”等酒店。

数据来源：公司公告，东北证券

1.2.2. 高客单、高复购属性提升休闲景区业绩空间

以自然景区为主的观光游由于门票限价客单价提升受限，疫后修复主要依靠客流。传统自然景区的收入主要来源于门票和交通（观光车、索道等）以及酒店餐饮，门票由于限价难以给景区的收入带来提升空间，客流量的恢复程度影响起到了决定性的作用，由于合理承载能力有限，客流天花板也相对较低。传统自然景区以观光游为主，以观赏当地风景名胜，领略风土人情为内容，游客停留景区时间较短。在旅游市场竞争趋于白热化的背景下，观光游带来的千景一面、旅游项目单一等问题凸显，游客复游率不高，传统自然景区的恢复主要依赖客流的提升。

休闲度假游景区具备高客单价、高复购率的属性，疫后业绩弹性和成长性更强。在旅游消费结构性转型的趋势下，休闲度假景区受益于复合型旅游产品带来新的增长路径。除普通观光游外，特色住宿和特色餐饮项目也是休闲度假景区收入的重要组成部分。休闲度假景区瞄准优质客群，二次消费呈现提升趋势。游客注重度假质量，往往在景区停留的时间较长，休闲度假景区满足游客的多方面需求提升游客忠诚度和复购率。休闲景区的业绩恢复不仅来源于客流人数增长贡献，还来源于基于休闲度假方向升级改造后多业务的客单价提升，具备多样化休闲产品的休闲度假景区比观光景区的业绩弹性更强，成长空间更大。

表 5: 观光旅游和休闲度假旅游对比

	层次	目的	目的地的固 定性	时间/期间	娱乐配套	复购率	客单价
观光旅游	基本形式、常见、普及	目的性很强；自然和人文的观光、增长见识、放松心情	较小	行程紧密，在某一目的地停留的时间较短	对娱乐配套设施的要求较低	低	低
休闲度假	旅游业发展到一定阶段后出现的旅游产品形式、高层次	更强调休闲休息、消遣娱乐、康体健身、休憩疗养、放松身心	较大	行程松散，在一地停留的时间较长	对娱乐配套设施的要求高	高	高

数据来源：公开资料整理，东北证券

表 6: 部分上市景区游客人次和营业收入恢复程度

	2019 年	2020 年	2021 年	
张家界旅游	购票人数（万）	618	251	311
	较 2019 年恢复程度		41%	50%
	营业收入（亿元）	4.25	1.69	1.99
九华旅游	较 2019 年恢复程度		40%	47%
	接待人数（万）	1131	792	821
	较 2019 年恢复程度		70%	73%
丽江股份	营业收入（亿元）	5.37	3.41	4.26
	较 2019 年恢复程度		63%	79%
	索道人数（万）	478	279	216
黄山旅游	较 2019 年恢复程度		58%	45%
	营业收入（亿元）	7.23	4.31	3.58
	较 2019 年恢复程度		60%	50%
黄山旅游	进山人数(万)	350	151	167
	较 2019 年恢复程度		43%	48%
	营业收入（亿元）	16.07	7.41	8.95
较 2019 年恢复程度		46%	56%	

数据来源：公司公告，东北证券

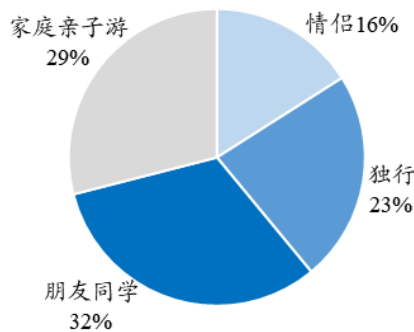
1.2.3. 细分市场满足游客多样化需求，亲子游发展迅猛

旅游复苏的进程中，需求的变化给旅游细分市场带来了全新的发展机遇。随着散客占比的提高，定制化旅游的需求巨大，专业化、精细化分工将更为明显。景区针对各个细分市场的目标客群提供个性化服务，推出定制化路线，打造复合型产品。在休闲度假游中，多个细分市场迎来发展机遇，包括亲子游、研学游、康养旅游、乡村旅游等，能够满足游客的观光、休闲、度假、疗养等多样化市场需求。

亲子游、研学游逐渐得到 80 后、90 后家长的青睐。一方面，亲子游、研学游消费群体数量上升。第七次全国人口普查数据显示，我国 0-14 岁人口占比 17.95%，较十年前上升了 1.35%，目前我国家庭结构以小家庭居多，年轻父母对于亲子游的青

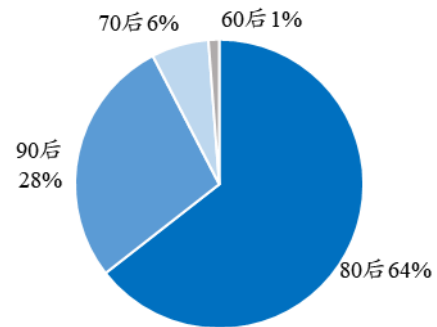
睐程度更高，80后、90后父母成为旅游市场的消费群体，成为亲子游、研学游旅行形式的中坚力量。2021年马蜂窝暑期出游数据显示，家庭亲子游的占比达到29%，仅次于朋友同学出行的32%。另一方面，亲子游、研学游消费需求增长。新一代家长更注重孩子综合素质能力的提升，研学旅行可以开阔孩子的眼界和增长知识，成为素质教育的新内容和新方式，“双减”政策下研学游迎来发展契机。根据马蜂窝数据，2021年“亲子家庭”周边游景点中，休闲类娱乐类景点热度显著高出其他游客群，在休闲度假旅游市场中，亲子客群是其重要的组成部分。根据携程数据，今年“六一”期间，近一周内国内亲子游产品搜索量环比前一周增长超过30%，5月28日至6月1日期间的亲子度假产品订单环比上周同期提升700%，亲子酒店、亲子露营、亲子研学营搜索量增长超过3倍；峨眉山市联合20家旅行社推出1至7日研学旅游套餐，2021年1月至7月，峨眉山市接待研学游客26万人次，实现收入1800余万元。

图 10: 2021 暑期出游结伴人群分布



数据来源：马蜂窝，东北证券

图 11: 2022 端午亲子游客年龄占比



数据来源：智游宝，东北证券

表 7: 各年龄段亲子游内容体验变化

	3-4 岁	5-6 岁	7-9 岁	10 岁以上
成长阶段	认知阶段	好奇阶段	兴趣阶段	求知阶段
旅游时长	1 天以内为主	1-3 天为主	一周内	一周以上
旅游距离	短途周边游和亲子酒店 自由行	短途周边游、部分省市 长线游	长线游增多	长线游和冬/夏令营增多
旅游地区	短途休闲景色，以风景 为主	动植物园、海洋公园、 海岛/森林类的自然景观 等	国内游和出境游	历史名胜、自然美景、 主题公园、地质公园、 博物馆等
活动类型	自然观光、玩沙玩水、 寓教于乐活动	自然教育、玩沙玩水、 手工 diy、亲子互动活动	偏好自然教育、博物科 普等具有教育意义的产 品	科技体验、户外拓展、 寓教于乐的亲子活动

数据来源：TalkingData，东北证券

随着老龄化的加剧，康养旅游将释放出更大的发展潜力。第七次全国人口普查数据显示，2021年我国内地60岁及以上的老年人口总量为2.67亿，已占到总人口的18.9%。联合国数据预测，2050年，中国老年人口将突破4.8亿，占总人口比重达到36.5%。康养旅游市场的未来发展空间巨大。我国老龄化进程加速的同时，老年

群体对美好生活的需求也更加旺盛。疫情深刻影响了人们对健康生活、休闲养生的认知，康养旅游的价值逐渐得到关注。2021年12月，国务院印发《“十四五”国家老龄事业发展和养老服务体系规划》，规划提出要促进养老和旅游融合发展，引导各类旅游景区、度假区加强适老化建设和改造，建设康养旅游基地。以中医药健康旅游、温泉旅游、森林生态游、康养运动游等健康养生为特色的产品和服务将满足老年群体的需求，康养旅游的业态将更加丰富。当前市场的康养旅游产品中，已经形成以康养+生态，康养+民俗，康养+文化等细分主题。以热门旅游目的地三亚为例，“三亚海棠湾恒大养生谷康养基地旅居休闲游”系列产品常年位居途牛的热卖榜单。定位为高品质康养服务公寓的康养基地，周边环境望海环河，紧邻旅游区、商城、医院，近年来成为三亚旅居人群的首选。

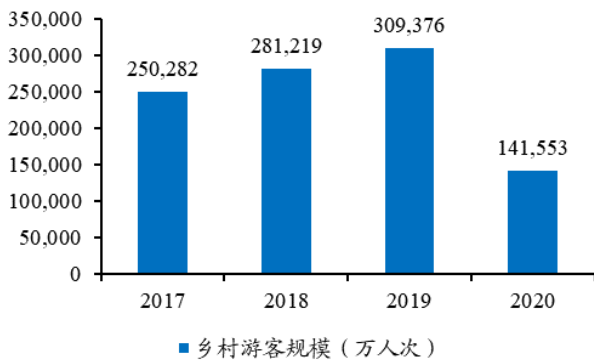
表 8：部分地区康养旅游部分相关政策

地区	发布时间	政策文件	主要内容
海南省	2021年7月	《海南省“十四五”旅游文化广电体育发展规划》	结合全省“一核两极三区”的健康产业构建格局，将优质医疗资源与旅游资源有效协同，打造健康旅游目的地。提升打造7个雨林养生基地、7个温泉养生基地，重点发展亚健康健康管理、照护康复等产品和配套设施，高标准建设健康养生养老社区、大健康及生命康复中心，全省布局一批医养结合示范基地。
江西省	2021年12月	《关于推进康养旅游发展的意见》	到2025年，培育一批规模以上康养旅游企业，建成一批国家康养旅游示范基地和引领项目，孵化一批具有自主知识产权的康养旅游产品，培养一批康养旅游高端应用型人才；康养旅游收入在旅游总收入中的比重大幅增加，成为我省旅游产业的新增长点。
甘肃省	2021年12月	《全省文化旅游康养产业链发展实施方案》	参照2019年甘肃省文化和旅游综合收入3000亿元、康养产业收入390亿元，到2025年，全省文化和旅游综合收入将达到6000亿元以上，康养产业综合收入将达到780亿元以上，实现文化和旅游康养产业发展倍增计划的目标。
云南省	2022年3月	《云南省“十四五”健康服务业发展规划》	到2025年，全省健康服务业增加值达到1800亿元左右，占地区生产总值的5%以上，营业收入达到5000亿元。我省将创建一批健康旅游产业、运动康体旅游示范基地，打造新业态集聚、特色鲜明的康养旅游、康体旅游产业示范区。在建设品质化、特色化国际康养旅游示范区方面，开展高端健康体检和健康管理服务，全力打造中医药健康服务多业态融合发展，打造呼吸疗养、净心疗养、森林减压疗养胜地，打造国际绿色食疗养生福地。

数据来源：公开资料整理，东北证券

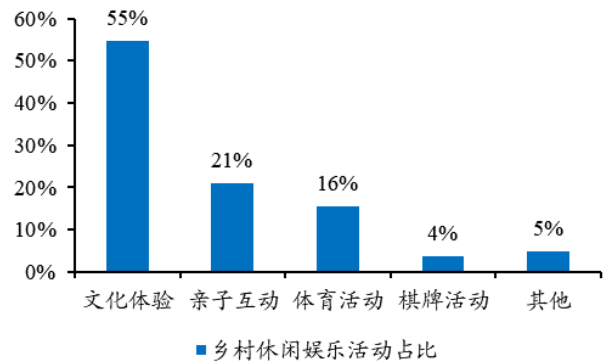
政策利好点亮市场前景，乡村旅游市场持续升温。2022年2月11日，国务院印发《“十四五”推进农业农村现代化规划》提出，依托田园风光、绿水青山、村落建筑、乡土文化、民俗风情等资源优势，建设一批休闲农业重点县、休闲农业精品园区和乡村旅游重点村镇。各地区依托政策指引，积极开发乡村旅游市场。乡村旅游的出游人次也是呈现快速增加态势。中国旅游研究院数据显示，2021年，广东、河南乡村出游规模超过7000万人次。休闲度假游需求的增长也推动了乡村休闲旅游项目的发展。乡村旅游不再局限于“农家乐”形式，传统文化、乡土风情、高品质民宿等成为乡村消费的新选择。以新晋乡村旅游点南京高淳高岗村为例，当地将闲置民房打造成学堂、童梦场、米糕坊、豆腐坊、咖啡馆、民宿等文旅体验空间，为华东地区的周边游客提供全新的乡村休闲度假游产品。

图 12: 2017-2020 年乡村游客规模



数据来源: 中国旅游研究院, 东北证券

图 13: 乡村休闲娱乐主要活动



数据来源: 中国旅游研究院, 东北证券

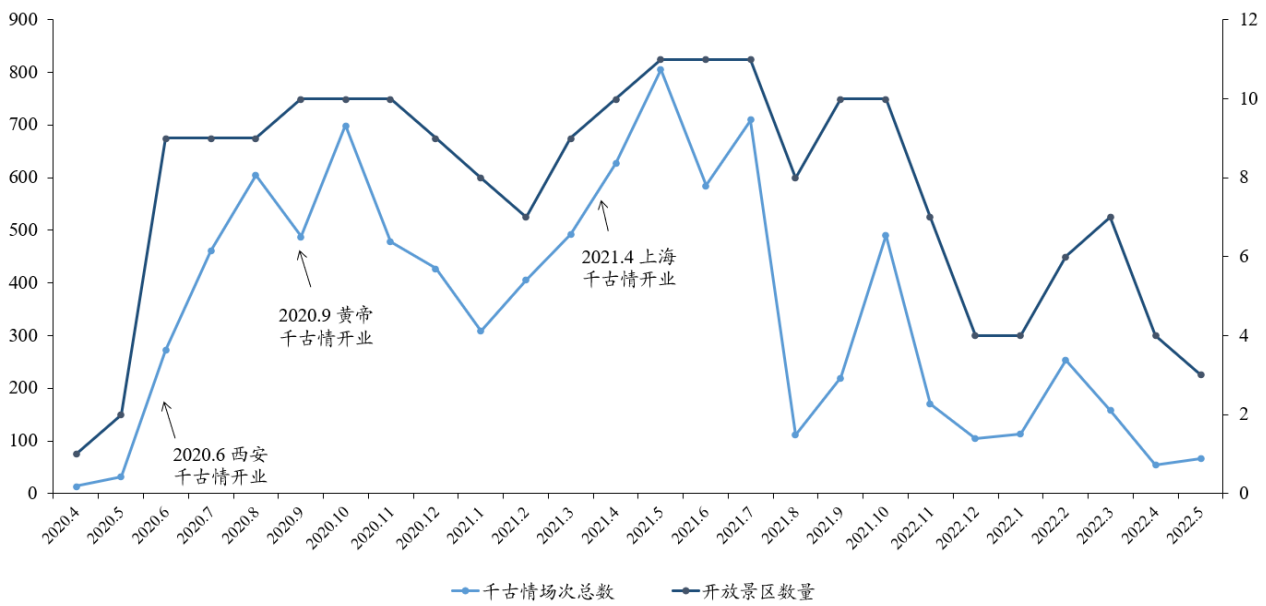
2. 投资建议: 经营复合产品的休闲景区恢复领先, 成长潜力待释放

2.1. 宋城演艺

2.1.1. 多景区间断性闭园导致短期业绩承压, 全面复园后业绩弹性强

疫情防控对演艺造成极大限制, 聚集性演出受政策影响反复闭园。旅游演艺的观演人群主要为跨省游游客, 对旅行社产品有一定的依赖度, 疫情爆发后宋城旗下景区经历反复闭园停业, 对业绩修复造成较大程度的扰动。2020H2、2021Q2 随着疫情影响减弱推进了旅游复苏, 开园数量增加, 千古情场次总体呈上升趋势, 呈现出稳步复苏的态势。而 2021Q4-2022Q1 由于多地本土疫情反复导致各省市防控政策严格, 宋城大部分景区处于闭园状态, 千古情场次总体处于低位。宋城项目经营演艺项目受疫情管控政策影响相对于室外自然景区更大, 宋城景区的全面开放仍需等待疫情有效控制、防控政策放松。据官网公告, 除现阶段开放的炭河、明月、黄帝景区外, 杭州、三亚、丽江、九寨、桂林预计将于 7 月 2 日起开园恢复千古情表演, 若宋城各大景区能够顺利复园将带来较大的收入端恢复, 在北京、上海疫情稳定控制的背景下, 三季度业绩改善趋势显现。

图 14: 疫情后宋城 11 个项目千古情场次数据

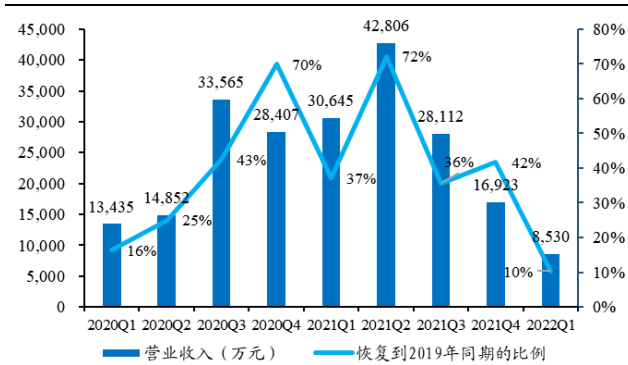


数据来源：宋城演艺官网，东北证券

注：场次数据根据官方预告记录，与实际上演场次略有出入。

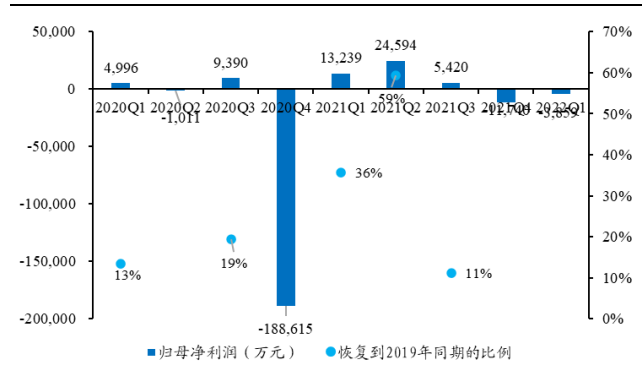
疫情前公司盈利能力强、业绩稳定增长，疫情后间断性闭园影响短期复苏节奏，疫后静待景区逐步开放迎来业绩复苏。**收入端**：疫情爆发后旗下各景区于2020年1月24日起暂停运营，并于2020年6月12日全面恢复营业。2020Q3 营收开始明显上涨，2020Q4 营收已恢复至2019年同期的70%，2021Q1 营收恢复至2019年同期的36%，主要系疫情反复和就地过年政策所致。2021Q2 国内疫情无大范围爆发，营收持续上升，恢复至2019年同期的72%。2022Q1 旗下多处景区处于闭园状态，营收仅恢复至2019年同期的10.34%。**毛利率**：2020/2021/2022Q1 毛利率分别为60.93%/51.08%/42.22%，毛利率持续下降主要系受到疫情影响多景区间断性闭园所致；**费用率**：分年度看，2020/2021 年管理费用率分别为36.07%/25.10%，2022Q1 管理费用率114.20%/同比2019年+109.10 pct，主要系公司各景区闭园期间将营业成本列入管理费用所致。**利润端**：2020年归母净利润-17.52亿元，主要系公司对花房科技确认长期股权投资损失和减值准备合计约18.61亿元，对业绩产生较大拖累。若不考虑数字娱乐平台财务数据及因持有花房科技的长期股权投资增减变动数据，2020年全年归母净利润1.14亿元。2021H1 业绩恢复情况较好，2021Q1/2021Q2 分别实现归母净利润1.32亿元/2.46亿元，恢复至2019年同期的35.76%/59.28%。2022Q1 受疫情影响，归母净亏损0.39亿元。

图 15: 2020Q1-2022Q1 宋城演艺营业收入及恢复率



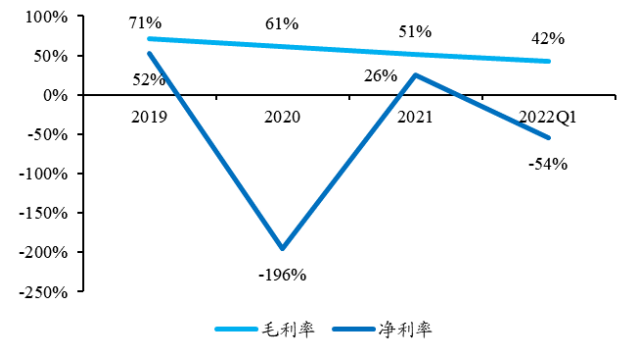
数据来源: Wind, 东北证券

图 16: 2020Q1-2022Q1 宋城演艺归母净利润及恢复率



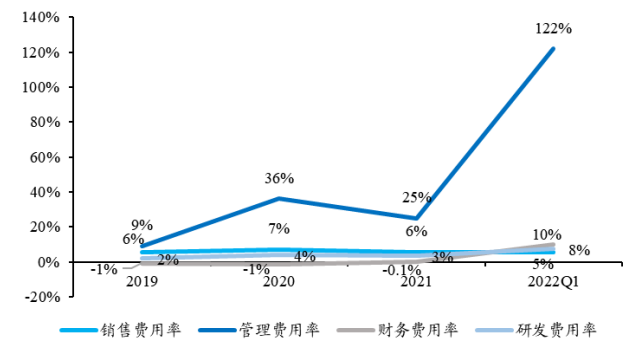
数据来源: Wind, 东北证券

图 17: 2019-2022 年宋城演艺毛利率及净利率



数据来源: Wind, 东北证券

图 18: 2019-2022 年宋城演艺各项期间费用率



数据来源: Wind, 东北证券

公司公告转让珠海&澳洲项目股权，2022 年公司将轻装上阵、应对市场风险。此前公司公告拟转让珠海和澳洲项目全部股权转让给控股股东宋城集团，未来如项目运营符合预期，宋城集团承诺将项目优先转让给宋城演艺。珠海项目的后续开发建设由宋城集团持续推进，开业后运营管理将委托宋城演艺进行，宋城集团向宋城演艺支付委托管理及品牌授权费用，前三年分别为 0.8 亿/1.0 亿/1.2 亿。在疫情带来诸多不确定性的市场环境下，公司转让珠海项目股权后有望轻装上阵，迎来现金流和利润层面的改善。

2.1.2. 存量项目突破瓶颈，增量项目加速爬坡

宋城演艺作为国内演艺龙头，短期受闭园影响业绩承压但仍然具备高成长性。公司在主题公园+演艺，以及全产业链运作的模式下，自身的复制能力已经得到验证，历史项目高毛利、高净利、高投资回报率，运营模式优质。宋城 8 个重资产项目目前处于发展的不同阶段，在疫情修复后存量项目的有望持续释放业绩，增量项目的爬坡有望提速。

1) 杭州本部：持续扩容改造，自制+外购剧目丰富演出内容。

宋城千古情、杭州乐园、烂苹果乐园及浪浪浪水公园多年打造较强竞争优势及市场地位，开业多年园区景区不减，疫情前杭州宋城毛利率持续保持在 65%以

上，贡献现场演艺板块营收超 40%，持续成为日均上演场次最多，客流量最大的项目。

扩容改造：公司不断推动景区的内部扩容和升级改造，疫情期间修炼内功推出 3/4 号剧院。加上改造后的丽江恋歌剧院，景区内 3000+座位的剧院达到 5 个，加上其他小剧场/室外表演区，景区内座位数达 2 万个，同时积极应对疫情管控风险推出室外版宋城千古情。

丰富内容：除延续王牌演出《宋城千古情》之外，推出差异化定位的“爱在”系列，室内中小型剧《WA!恐龙》《喀秋莎》、走动式演出《库克船长》《上甘岭》，室外系列《燕青打擂》《铡美案》等自制内容；并引进开心麻花、天津人艺等团体出品的特邀戏剧，实现杭州宋城内容的升级。

2) 一轮异地复制：存量项目持续贡献业绩，“2 号剧院”建设打开成长瓶颈。

三亚项目和丽江项目作为首轮异地复制成功的项目疫情前已步入项目成熟期并贡献稳定业绩，疫情前营收占比分别为 15%/13%，净利润贡献占比分别为 16%/15%，在疫情承压的背景下仍成为重要利润来源，预计疫情后将持续释放贡献可观业绩。**九寨项目**在爬坡成长的后期遭遇地震停业两年之久，后又因疫情管控反复闭园，此类不可抗力因素影响导致九寨项目尚未进入业绩释放期，而基于九寨沟庞大的旅游客群和未来交通条件的改善，相较于已成熟的两个一轮复制项目仍然有较大的成长空间。公司在多个景区建设“2 号剧院”，打开存量项目的客流接待瓶颈，助力疫情后的业绩释放。

3) 二轮异地复制：次新项目仍处于爬坡期，疫情后有望实现爆发增长。

桂林项目和张家界项目疫情的毛利率分别爬坡至 70%/64%，高速增长阶段被疫情中断，预计疫情后能够迅速爬坡进入业绩爆发期。**西安项目**的合作模式是在自主投资和轻资产输出后的再次创新，在疫情后开业两年来经历反复闭园至今尚未实现盈利，具备较大的成长空间。**上海项目**打开城市演艺的想象空间，开业以来受限于疫情防控政策未能完全释放潜力，疫情后有望向上拓展业绩天花板。**佛山、西塘项目**持续建设中，预计陆续开业将贡献业绩增量。

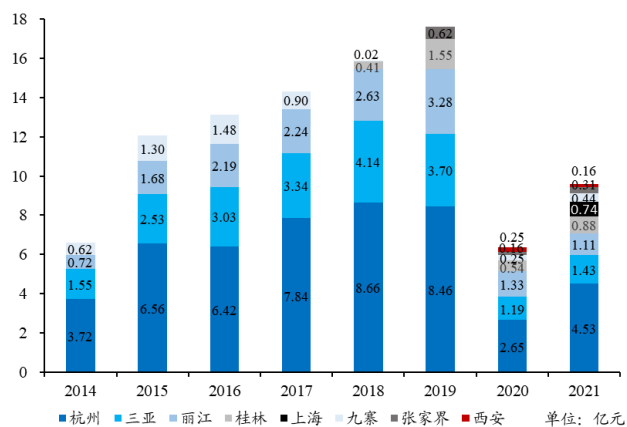
二轮扩张的重要突破是开启了轻资产模式，轻资产项目合作方多为政府机构，借助本地政府的资源和本土运营能力，在打造演艺剧目的同时为当地经济带来附加价值（酒店/餐饮/旅游/房地产）。轻资产项目收费模式为一揽子服务费和管理费用，一揽子服务费涵盖设计/创作/编排等环节总计 2.6 亿，管理费用为项目开业后每年门票收入的 20%，合作期限为 5-10 年，对营收贡献较为可观，也拓展了宋城选址的范围和增量空间。

表 9: 宋城演艺重资产项目概况

景区	持股比例	开业时间	区位	当地主要竞品	最新状态	成长看点
存量项目						
杭州	100%	1996 年 5 月	浙江杭州	《最忆是杭州》、《西湖之夜》	2022 年 4 月 6 日起闭园	多剧场、自制+外购项目
三亚	100%	2013 年 7 月	海南三亚	《槟榔·古韵》、亚特兰蒂斯《C 秀》、海昌梦幻不夜城剧场	2022 年 4 月 1 日起闭园	自贸港建设利好旅游
丽江	100%	2014 年 3 月	云南丽江	《印象丽江》	2022 年 6 月 6 日起闭园	稳居当地龙头地位
九寨	100%	2014 年 5 月	四川九寨	《藏谜》、《印象九寨·高原红》、《藏王宴舞》	2021 年 11 月 5 日起闭园	交通条件改善
桂林	70%	2018 年 7 月	广西桂林	《印象·刘三姐》	2022 年 3 月 21 日起闭园	疫情后恢复程度领先
张家界	100%	2019 年 6 月	湖南张家界	《魅力湘西》、《烟雨张家界》	2021 年 11 月 1 日起闭园	业绩爬坡
西安	80%	2020 年 6 月	陕西西安	《长恨歌》、《驼铃传奇》	2021 年 8 月 2 日起闭园	业绩爬坡
上海	88%	2021 年 4 月	上海浦东	演艺大世界上演的城市演艺剧目	2021 年 11 月 1 日起闭园	城市演艺新探索
增量项目						
佛山	100%	预计 2022 年	广东佛山	《相约佛山》	建设推进中	
西塘	100%	预计 2022 年	浙江嘉兴	西塘花巷的《红豆恋》	建设推进中	

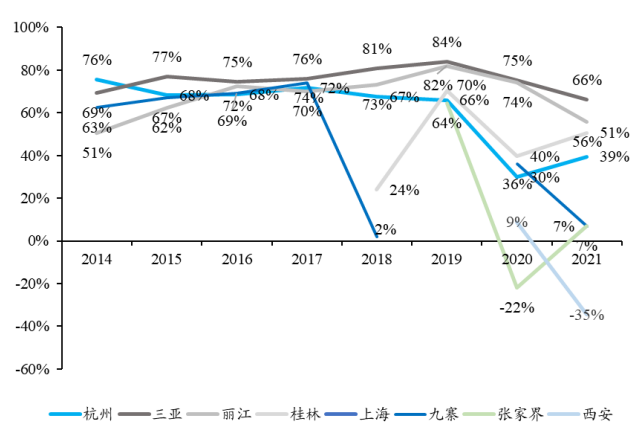
数据来源: 公司公告, 公开资料整理, 东北证券

图 19: 2014-2021 年重资产项目贡献现场演艺营收



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 20: 2014-2021 年重资产项目现场演艺毛利率



数据来源: 公司公告, 东北证券

2.1.3. 宋城演艺疫后修复业绩敏感性测算

考虑疫情后旅游市场存在较大的不确定性, 以 2019 年的水平为基准对客流量和客

www.767stock.com

单价恢复率做出不同情景的假设。中性情景下，假设 2023 年客流量恢复至 2019 年的 90%~110%，客单价恢复至 2019 年的 90%~100%，公司归母净利润预期达到 9.11~12.82 亿元，与 2019 年公司剔除六间房影响的主业利润基本持平有小幅超越；假设 2024 年客流量恢复至 2019 年的 100%~120%，客单价恢复至 2019 年的 95%~105%，公司归母净利润预期达到 13.16~17.71 亿元，较 2019 年公司剔除六间房影响的主业利润增长 26%~70%。

表 10: 2023 年宋城演艺业绩敏感性分析

归母净利润 (亿元)		客流恢复至 2019 年的水平								
		60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%
客单价恢复至 2019 年的水平	70%	4.13	5.03	5.92	6.82	7.71	8.60	9.50	10.39	11.29
	75%	4.52	5.47	6.43	7.39	8.35	9.31	10.26	11.22	12.18
	80%	4.90	5.92	6.94	7.97	8.99	10.01	11.03	12.05	13.07
	85%	5.28	6.37	7.45	8.54	9.63	10.71	11.80	12.88	13.97
	90%	5.67	6.82	7.97	9.11	10.26	11.41	12.56	13.71	14.86
	95%	6.05	7.26	8.48	9.69	10.90	12.12	13.33	14.54	15.76
	100%	6.43	7.71	8.99	10.26	11.54	12.82	14.10	15.37	16.65
	105%	6.82	8.16	9.50	10.84	12.18	13.52	14.86	16.20	17.54
110%	7.20	8.60	10.01	11.41	12.82	14.22	15.63	17.03	18.44	

数据来源：东北证券

表 11: 2024 年宋城演艺业绩敏感性分析

归母净利润 (亿元)		客流恢复至 2019 年的水平								
		70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%	150%
客单价恢复至 2019 年的水平	80%	7.43	8.60	9.78	10.96	12.13	13.31	14.48	15.66	16.83
	85%	7.94	9.19	10.44	11.69	12.94	14.19	15.44	16.69	17.93
	90%	8.46	9.78	11.10	12.42	13.75	15.07	16.39	17.71	19.04
	95%	8.97	10.37	11.76	13.16	14.56	15.95	17.35	18.74	20.14
	100%	9.49	10.96	12.42	13.89	15.36	16.83	18.30	19.77	21.24
	105%	10.00	11.54	13.09	14.63	16.17	17.71	19.26	20.80	22.34
	110%	10.51	12.13	13.75	15.36	16.98	18.60	20.21	21.83	23.45
	115%	11.03	12.72	14.41	16.10	17.79	19.48	21.17	22.86	24.55
120%	11.54	13.31	15.07	16.83	18.60	20.36	22.12	23.89	25.65	

数据来源：东北证券

2.2. 天目湖

2.2.1. 业绩受疫情反复波动，新项目投运助推复苏

疫情期间积极打造高端产品，贡献业绩增量并助推疫后修复。公司依托“产品复合、市场多元、服务系统”的优势，持续投入新项目。多个休闲度假产品给予游客更多选择，提升游客停留时间，维持较高的客流量水平。2020 年推出的竹溪谷酒店经历了快速爬坡成功打造了高端野奢度假酒店的概念，为天目湖的业绩复苏提供了重要助力。此外，帐篷营地项目、遇·十四澜、遇·天目湖酒店等产品的成功投运均不

断丰富完善了天目湖的产品矩阵，为一站式旅游目的地实现扩容升级。多复合旅游产品给公司带来更多的市场通道和更快速的业绩恢复能力，在持续两年疫情扰动文旅行业发展的情况下，公司仍能得到相对领先的复苏业绩。

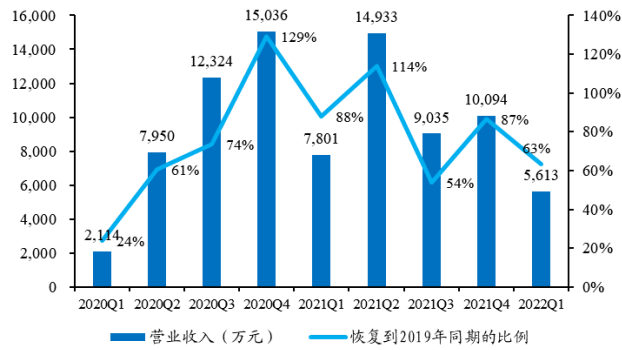
表 12：天目湖疫情后推出多个休闲度假产品

产品名称	图示	产品介绍
御水温泉·竹溪谷酒店		中国野奢酒店标杆，50 套独栋式酒店，可提供 120 间可分可合的舒适客房，配套全竹景餐厅、娱乐休闲区，提供文创阅读、室内泳池、运动健身、专属 SPA 和童趣乐园等服务项目。
遇·十四澜酒店		高端临湖观景民宿，共 14 间客房，包括湖畔大床和带阁楼家庭房。主要采用白色背景墙体，原木系和藤编家具，内部配套现代化品牌设施，主打情侣度假和亲子出游。
遇·天目湖酒店		轻奢度假型酒店，共 81 间/套客房，原木系和藤编家具，配套现代化品牌设施，主打情侣度假和亲子出游。
湖畔露营帐篷基地		帐篷营地位于天目湖山水园湖畔区域，配备单人帐篷、家庭双人帐篷和家庭大帐篷等多品类帐篷产品，并配套夜市、夜赏、夜筵等多项产品组合，打造夜游经济，同时满足游客晚间“游、购、食、娱”的需求。

数据来源：公司官网，公司公告，东北证券

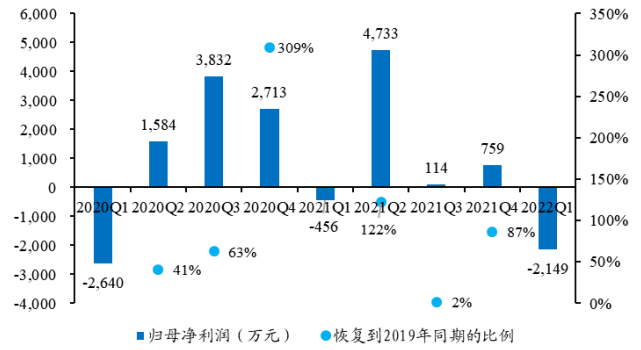
短期局部疫情扰动由省内周边游带动业绩修复，疫情后公司业绩对周边疫情反复的敏感程度高，在疫情影响较小的季度盈利能力接近疫情前同期。**收入端**：公司在疫情影响小的季度受益于省内周边游恢复，2020Q4、2021Q2 营收表现亮眼，恢复至 2019 年同期的 129.32%/114.01%。**毛利率**：2020/2021/2022Q1 毛利率分别为 52.60%/50.03%/1.14%，2022Q1 毛利率同比 2019 年-64.18 pct，毛利率大幅下滑主要系疫情下景区业务客流减少，酒店业务带来折旧增加。**费用率**：分年度看，2020/2021/2022Q1 销售费用率分别为 15.74%/12.85%/10.92%，控费能力提升；财务费用率分别为 4.19%/-0.01%/0.59%，2021 财务费用率降低主要系可转债提前赎回，可转债利息减少所致；管理费用率分别为 19.18%/18.32%/33.22%，2022Q1 管理费用有所上升。**利润端**：疫情影响小的季度下业绩恢复较好，在竹溪谷成功投运的推动下 2020Q4 实现归母净利润 0.27 亿元，恢复至 2019 年同期的 309.35%，2021Q2 实现归母净利润 0.47 亿元，恢复至 2019 年同期的 122.26%。2021Q3 天目湖景区受江苏地区疫情干扰，业绩降幅明显，归母净利润仅恢复 2019 年同期的 1.86%。2022Q1 实现归母净利润-0.21 亿元，主要系疫情下景区客流继续承压，以及新项目的投入运营增加成本所致。

图 21: 2020Q2-2022Q1 天目湖营业收入及恢复率



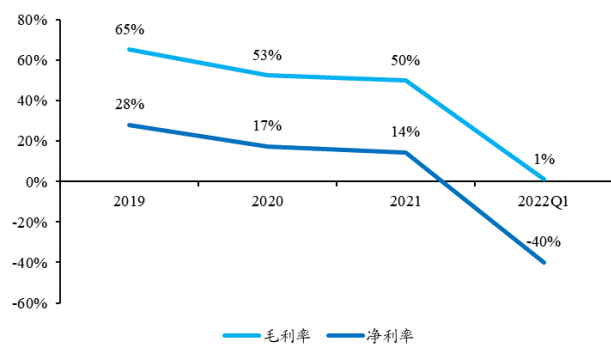
数据来源: Wind, 东北证券

图 22: 2020Q2-2022Q1 天目湖归母净利润及恢复率



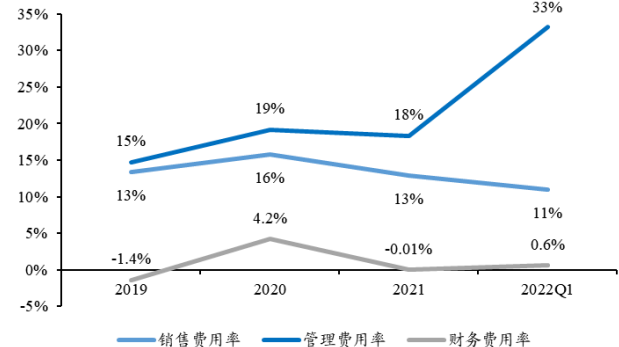
数据来源: Wind, 东北证券

图 23: 2019-2022 年天目湖毛利率及净利率



数据来源: Wind, 东北证券

图 24: 2019-2022 年天目湖各项期间费用率



数据来源: Wind, 东北证券

2.2.2. 内生产品不断丰富，外延成长值得期待

天目湖根据地持续扩容，不断突破内生天花板。酒店方面，目前天目湖的酒店房间在旺季处于供不应求的状态，相较于景区的承载力酒店接待的瓶颈明显，疫情后的酒店建设为天目湖业绩贡献显著增量，酒店客房数量提升超 200 间，大幅提升天目湖自有酒店的接待能力，后续南山小寨二期预计贡献客房增量达到 500+，远期酒店建设扩容将助力天目湖不断突破瓶颈。除天目湖内部升级改造不断丰富产品矩阵外，公司与国资共同打造的动物王国项目对标奥兰多动物王国。奥兰多动物王国拥有超过 300 种、约 2000 只不同种类的动物，景区票价 109 美元/人，每年接待约 1100 万游客。公司以设立合资公司的形式（天目湖持股比例 19.98%）参与策划设计及运营管理，预计 2026 年能够运营，有望成为与天目湖相当体量的一站式休闲旅游目的地。

图 25: 奥兰多动物王国景区图



数据来源：公司官网，东北证券

表 13: 奥兰多动物王国景区介绍

景区内容	
主题区域	绿洲区 Oasis、发现岛 Discovery Island、潘多拉-阿凡达世界 Pandora-The World of Avatar、非洲区 Africa、亚洲区 Asia、美国恐龙区 Dinoland U.S.A
主要游乐设施	珠峰探险队（Expedition Everest）、恐龙世界探险记（Dinosaur）、卡利河惊险激流之旅（Kali River Rapids）、吉力马札罗草原历奇（Kilimanjaro Safaris）、飞越恐龙世纪（Primeval Whirl）、生命之树（The Tree of Life）
精彩演出	王牌表演秀 Festival of the Lion King、充满非洲风情的动物大游行 Mickey's Jammin' Jungle Parade、音乐剧《FindingNemo》、鸟类表演秀 Flights of Wonder

数据来源：公开资料整理，东北证券

天目湖“一站式休闲旅游目的地”模式对自然资源依赖程度低，异地复制成功的可能性强。与依托名山名水等稀缺自然资源的景区不同，公司的开发建设和景区产品运营是基于较为常见的水库资源（沙河水库和大溪水库）。因此公司的发展不受稀缺旅游资源的限制，经营模式具有较强的可复制性，核心竞争力更多体现在团队的产品打造和运营能力上。公司外延扩张计划一直处于稳步推进中，2018 年公司提出业务发展战略：“巩固根据地，深耕长三角，关注城市群，专业化发展”，未来公司仍将专注于旅游主业进行发展，巩固常州溧阳区域产品，未来将对“根据地”进行区域外延，同时关注全国的布局，公司计划在全国范围内复制与天目湖体量相当的一站式休闲旅游度假目的地。公司的扩张思路一方面是不不断挖掘现具备发展潜力的旅游目的地和旅游产品，另一方面，考虑与地方国资进行合作开发，借助国资良好的旅游基础展开合作开发。

2.2.3. 天目湖疫后修复业绩敏感性测算

天目湖酒店业务在旺季持续处于供不应求的状态，而景区业务受客流影响的弹性大，

业绩的主要弹性在山水园、南山竹海两大景区表现，故我们主要基于客流及客单价对于景区业务的影响对天目湖的业绩做敏感性分析。中性情景下 2023 年客流恢复至 2019 年的 100%~120%，客单价恢复至 2019 年的 95%~105%，对应 2023 年的归母净利润为 1.09~1.65 亿元；2024 年客流恢复至 2019 年的 120%~140%，客单价恢复至 2019 年的 100%~110%，对应 2024 年的归母净利润为 1.56~2.16 亿元。

表 14: 2023 年天目湖业绩敏感性分析

归母净利润 (亿元)		客流恢复至 2019 年的水平								
		60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%
客单价恢复至 2019 年的水平	80%	0.12	0.32	0.53	0.73	0.94	1.14	1.34	1.55	1.75
	85%	0.15	0.36	0.57	0.78	0.99	1.20	1.41	1.61	1.82
	90%	0.18	0.39	0.61	0.82	1.04	1.25	1.47	1.68	1.90
	95%	0.21	0.43	0.65	0.87	1.09	1.31	1.53	1.75	1.97
	100%	0.24	0.47	0.69	0.91	1.14	1.36	1.59	1.81	2.04
	105%	0.27	0.50	0.73	0.96	1.19	1.42	1.65	1.88	2.11
	110%	0.30	0.54	0.77	1.01	1.24	1.48	1.71	1.95	2.18
	115%	0.33	0.57	0.81	1.05	1.29	1.53	1.77	2.01	2.25
	120%	0.36	0.61	0.85	1.10	1.34	1.59	1.83	2.08	2.32

数据来源：东北证券

表 15: 2024 年天目湖业绩敏感性分析

归母净利润 (亿元)		客流恢复至 2019 年的水平								
		70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%	150%
客单价恢复至 2019 年的水平	85%	0.31	0.52	0.73	0.95	1.16	1.38	1.59	1.80	2.02
	90%	0.34	0.56	0.78	1.00	1.22	1.44	1.66	1.88	2.10
	95%	0.38	0.60	0.83	1.05	1.27	1.50	1.72	1.95	2.17
	100%	0.41	0.64	0.87	1.10	1.33	1.56	1.79	2.02	2.25
	105%	0.45	0.68	0.92	1.15	1.39	1.62	1.86	2.09	2.32
	110%	0.48	0.72	0.96	1.20	1.44	1.68	1.92	2.16	2.40
	115%	0.52	0.76	1.01	1.25	1.50	1.74	1.99	2.23	2.48
	120%	0.56	0.81	1.05	1.30	1.55	1.80	2.05	2.30	2.55
	125%	0.59	0.85	1.10	1.36	1.61	1.86	2.12	2.37	2.63

数据来源：东北证券

2.3. 中青旅

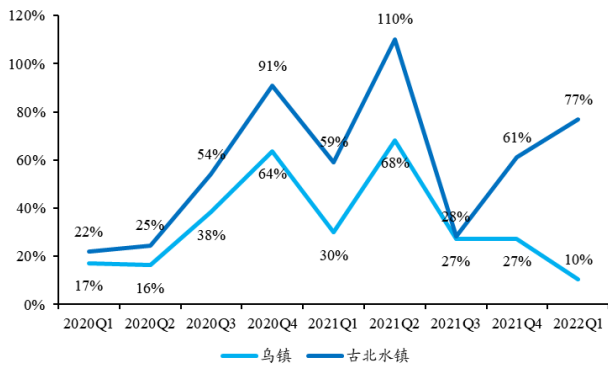
2.3.1. 两镇恢复程度分化，古北水镇受益周边游复苏领先

乌镇作为全国性景区受多地疫情和跨省游限制影响严重，古北水镇受益于周边游及优质客源恢复程度领先。乌镇为全国性旅游目的地，位于浙江省桐乡市北端，地处富饶的杭嘉湖平原中心，交通便利，疫情前客流就已达到千万量级，客流增速落入平稳阶段；疫情后受到跨省游的限制以及重点省市疫情的影响客流恢复迟滞。古北水镇区位优势明显，坐拥京津冀核心区大量优质客源，随着 2021 年京哈高速铁路京承段正式开通运营，北京朝阳至密云行程缩短至 26 分钟，承德南至密云仅需 31 分

钟，古北水镇外部交通条件更加便利，作为周边游一站式目的地优势显著；同时古北水镇坐拥北京地区优质客源，客单价因疫情期间散客的比例提高有明显提升趋势。

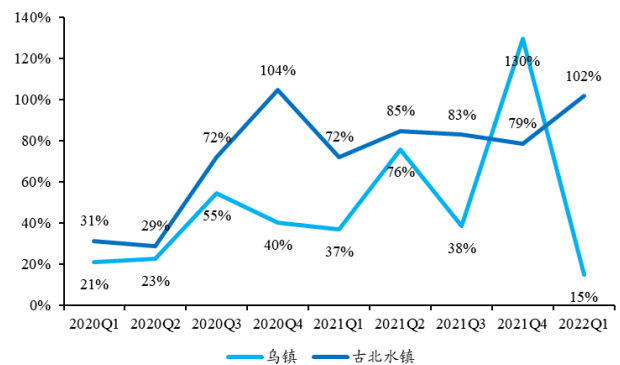
短期周边游市场仍将火热，长期跨省客流弹性较大。中青旅是多产业布局的综合旅游服务商，经营国内龙头休闲景区，景区业务为公司业绩核心，贡献超九成利润，且景区业务盈利能力强，为公司业绩增长的主要驱动力。随着疫情防控常态化，旅游行业逐步复苏，短期虽然受到疫情拖累客流，整体复苏态势不减。公司作为拥有乌镇、古北水镇两大核心景区资源的优质标的，公司疫情后景区业务有望迎来快速反弹。短期内，古北水镇作为京津地区周边游目的地代表，仍将在疫情持续影响旅游市场的背景下展现出领先复苏能力。长期来看，随着疫情防控政策的不断变化，和跨省游精确到县的动态管理，乌镇的业绩存在充足的修复空间，长途游、跨省游、团队游的修复将带来公司业绩的显著好转。

图 26: 乌镇及古北水镇客流量恢复情况对比



数据来源：公司公告，东北证券

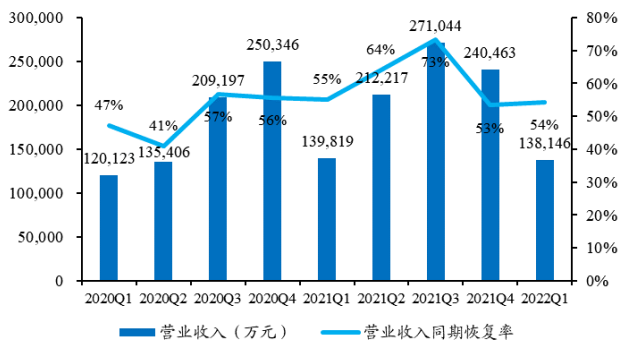
图 27: 乌镇及古北水镇景区营收恢复情况对比



数据来源：公司公告，东北证券

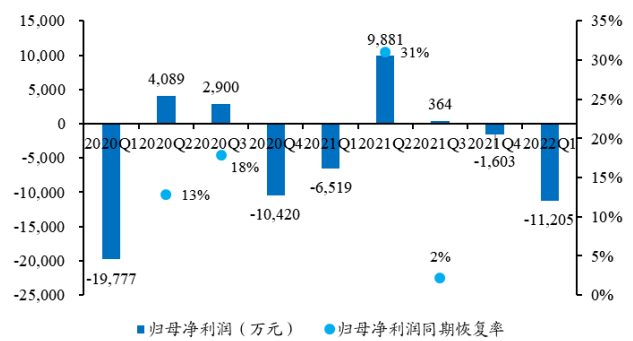
短期受疫情反复客流下滑影响业绩恢复，疫后静待业务全面复苏修复业绩。
收入端：2020 年疫情影响程度减轻后，收入持续恢复上升。2021 年局部疫情反复，收入端：出入境旅游业务处于停滞状态，跨省游业务持续承压影响复苏，2022Q1 实现营收 13.81 亿元。2021Q1-Q4 营收分别为 2019 年同期的 54.99%/64.12%/73.41%/53.33%。
毛利率：毛利率持续下降，2020/2021/2022Q1 毛利率分别为 19.44%/18.50%/12.02%。
费用率：精细化成本管控效果显著，公司期间费用率趋于稳定，分年度看，2020/2021/2022Q1 销售费用率分别为 12.30%/9.51%/11.60%；管理费用率分别为 8.93%/7.69%/9.45%；财务费用率分别为 1.94%/2.25%/3.96%；研发费用率分别为 0.17%/0.11%/0.17%。
利润端：整体业绩恢复相对较慢，2021Q2 业绩恢复情况较好，实现归母净利润 0.99 亿元，恢复至 2019 年同期的 31.06%。

图 28: 2020Q1-2022Q1 中青旅营业收入及恢复率



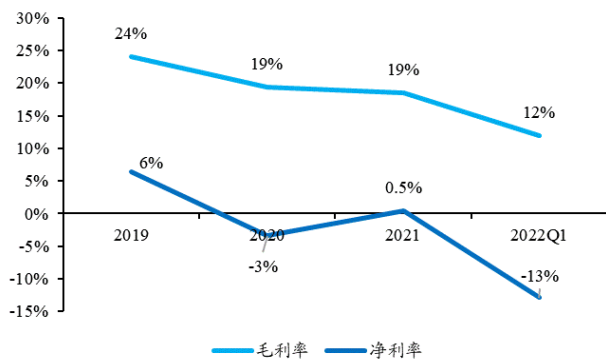
数据来源: Wind, 东北证券

图 29: 2020Q1-2022Q1 中青旅归母净利润及恢复率



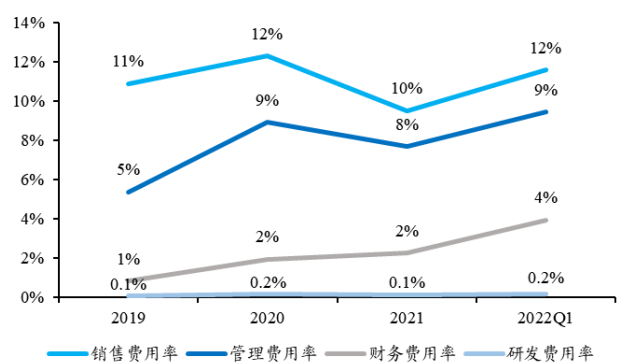
数据来源: Wind, 东北证券

图 30: 2019-2022 年中青旅毛利率及净利率



数据来源: Wind, 东北证券

图 31: 2019-2022 年中青旅各项期间费用率

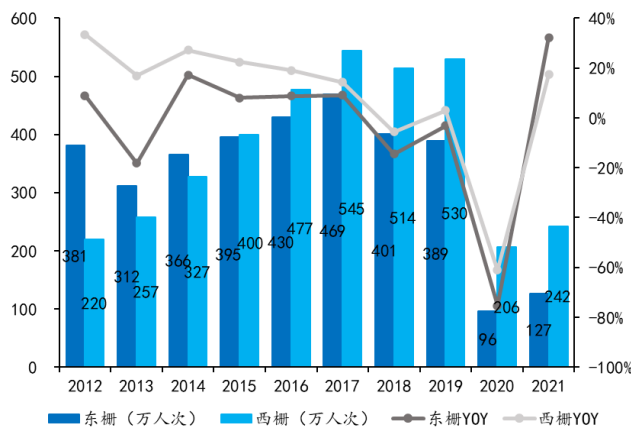


数据来源: Wind, 东北证券

2.3.2. 景区业务疫后仍具成长潜力，旅行社有望逐步减亏

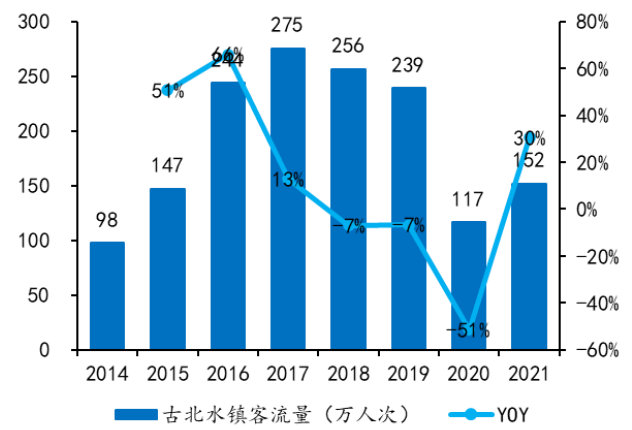
景区短期客流受到压制，长期看疫情后仍具备较强的成长潜力。1) 乌镇客流在疫情前就已经达到千万量级，预计疫后修复完成将重新步入平稳增长水平，乌镇的业绩增量将主要由会展小镇转型后文化附加值带来的客单价提升驱动。2) 古北水镇疫情前仍然处于成长期，在突破交通瓶颈之后有望打开客流天花板，基于优质客源及会展业务的加持客单价仍有提升空间，疫情后古北水镇有望实现量价齐升推动业绩高速增长。3) 濮院项目预计 2022 年内试运营，运营后将与乌镇形成差异化定位，基于地理位置及同一运营团队的产品设计和营销，预期濮院与乌镇能够形成销售和宣传的捆绑，充分发挥协同效应。

图 32: 2012-2021 年乌镇东栅/西栅接待客流量



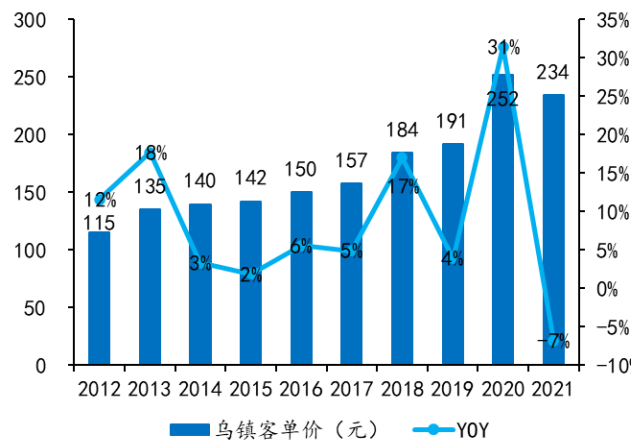
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 33: 2014-2021 年古北水镇接待客流量



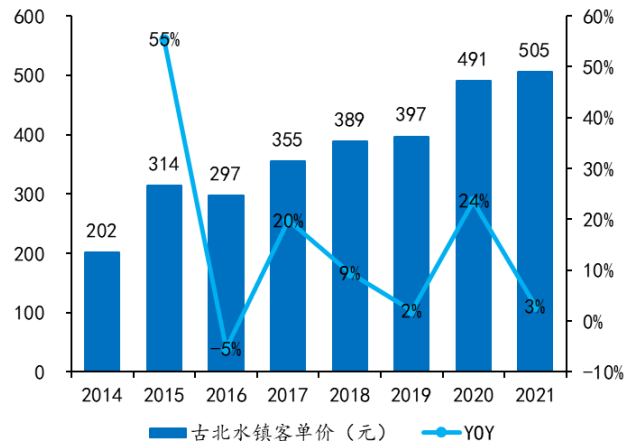
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 34: 2012-2021 年乌镇客单价及变动



数据来源: 公司公告, 东北证券

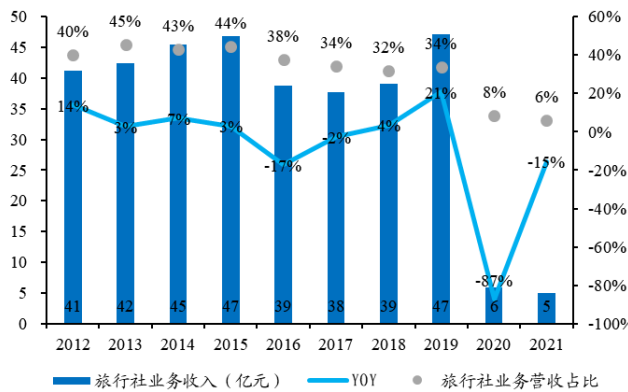
图 35: 2014-2021 年古北水镇客单价及变动



数据来源: 公司公告, 东北证券

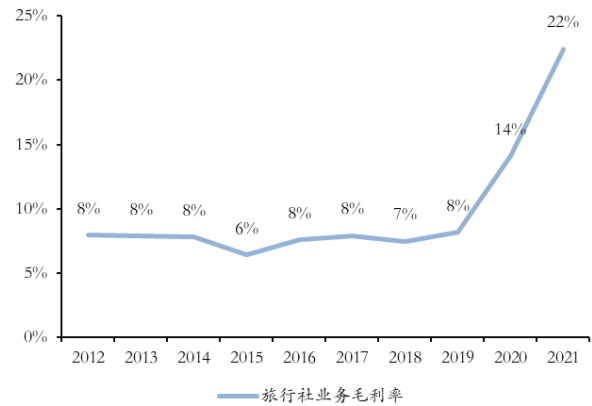
旅行社业务主营出境游，国门打开后有望继续贡献现金流。中青旅旅行社疫情前主要经营的是出境游产品，疫情前为公司贡献可观营收和现金流，旅行社逐年稳步减亏的进度被疫情打乱。受疫情影响，跨省游熔断机制频频触发，旅行社业务的营收缩水九成，业务遭受重创拖累业绩。2020 年公司旅行社业务营收同比下降 87%。2021 年旅行社业务实现营收 5 亿元。疫情期间，公司积极高效控费，毛利率水平得到显著提升。长期看，中青旅精准研判疫后旅游市场恢复趋势，坚定转型发展之路，快速布局国内游市场，承接旅游品质化、个性化转型红利。疫情后旅行社业务有望迅速恢复并维持稳定收支，逐步减亏。

图 36: 2012-2021 年旅行社业务收入及占比



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 37: 2012-2021 年旅行社业务毛利率



数据来源: 公司公告, 东北证券

2.3.3. 中青旅疫后修复业绩敏感性测算

乌镇作为中青旅业绩的核心变量疫情后受损严重, 考虑乌镇在 2023-2024 年客流及客单价恢复到不同程度对于乌镇贡献业绩有重大影响, 对乌镇 2023-2024 年贡献的归母净利润做敏感性分析。乌镇 2019 年/2021 年接待客流分别为 918 万/369 万人次, 客单价分别为 191 元/234 元, 分别实现归母净利润 5.33 亿/0.38 亿。对客单价和客流两个核心变量做出假设, 中性情境下, 我们考虑疫后修复的过程中需要一定的活动促销及费用投放助推, 假设 2023 年乌镇客流恢复至 2019 年的 80%~100%, 客单价较 2019 年增长 15%~25%, 预计贡献归母净利润 3.83~4.87 亿元; 假设 2024 年乌镇客流恢复至 2019 年的 90%~110%, 客单价较 2019 年增长 15%~25%, 预计贡献归母净利润 4.71~5.93 亿元。

表 16: 2023 年乌镇贡献业绩敏感性分析

归母净利润 (亿元)	乌镇客流恢复至 2019 年的水平								
	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%
0%	2.82	3.14	3.45	3.77	4.08	4.40	4.71	5.03	5.34
5%	2.92	3.25	3.58	3.91	4.24	4.57	4.90	5.23	5.56
10%	3.01	3.36	3.70	4.05	4.40	4.74	5.09	5.44	5.78
15%	3.10	3.47	3.83	4.19	4.55	4.92	5.28	5.64	6.00
20%	3.20	3.58	3.96	4.33	4.71	5.09	5.47	5.84	6.22
25%	3.29	3.69	4.08	4.47	4.87	5.26	5.66	6.05	6.44
30%	3.39	3.80	4.21	4.62	5.03	5.44	5.84	6.25	6.66
35%	3.48	3.91	4.33	4.76	5.18	5.61	6.03	6.46	6.88
40%	3.58	4.02	4.46	4.90	5.34	5.78	6.22	6.66	7.10

数据来源: 东北证券

表 17: 2024 年乌镇贡献业绩敏感性分析

归母净利润 (亿元)		乌镇客流恢复至 2019 年的水平								
		60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%
乌镇客单价较 2019 年增速	0%	3.15	3.51	3.86	4.22	4.58	4.94	5.30	5.66	6.01
	5%	3.26	3.63	4.01	4.38	4.76	5.14	5.51	5.89	6.27
	10%	3.36	3.76	4.15	4.55	4.94	5.33	5.73	6.12	6.52
	15%	3.47	3.88	4.29	4.71	5.12	5.53	5.94	6.36	6.77
	20%	3.58	4.01	4.44	4.87	5.30	5.73	6.16	6.59	7.02
	25%	3.69	4.13	4.58	5.03	5.48	5.93	6.37	6.82	7.27
	30%	3.79	4.26	4.72	5.19	5.66	6.12	6.59	7.05	7.52
	35%	3.90	4.38	4.87	5.35	5.84	6.32	6.80	7.29	7.77
	40%	4.01	4.51	5.01	5.51	6.01	6.52	7.02	7.52	8.02

数据来源: 东北证券

古北水镇仍处于成长期, 客流量成长空间优于乌镇, 客单价持续高于乌镇, 基于疫情后不同客流的恢复程度和客单价增长, 对古北水镇贡献的投资收益做敏感性分析。古北水镇 2019 年/2021 年接待客流分别为 239 万/152 万人次, 客单价分别为 397 元/505 元, 分别贡献投资收益 0.60 亿/0.22 亿 (中青旅享有古北水镇权益收益比例为 41.19%)。对客单价和客流两个核心变量做出假设, 中性情境下, 假设 2023 年古北水镇客流恢复至 2019 年的 100%~120%, 客单价较 2019 年增长 20%~40%, 预计贡献投资收益 0.70~0.99 亿元; 假设 2024 年古北水镇客流恢复至 2019 年的 110%~130%, 客单价较 2019 年增长 30%~50%, 预计贡献投资收益 0.90~1.22 亿元。

表 18: 2023 年古北水镇贡献投资收益敏感性分析

投资收益 (亿元)		古北水镇客流恢复至 2019 年的水平								
		60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%
古北水镇客单价较 2019 年增速	0%	0.35	0.41	0.47	0.53	0.59	0.65	0.70	0.76	0.82
	10%	0.39	0.45	0.52	0.58	0.65	0.71	0.78	0.84	0.90
	20%	0.42	0.49	0.56	0.63	0.70	0.78	0.85	0.92	0.99
	30%	0.46	0.53	0.61	0.69	0.76	0.84	0.92	0.99	1.07
	40%	0.49	0.58	0.66	0.74	0.82	0.90	0.99	1.07	1.15
	50%	0.53	0.62	0.70	0.79	0.88	0.97	1.06	1.15	1.23
	60%	0.56	0.66	0.75	0.85	0.94	1.03	1.13	1.22	1.32
	70%	0.60	0.70	0.80	0.90	1.00	1.10	1.20	1.30	1.40
	80%	0.63	0.74	0.85	0.95	1.06	1.16	1.27	1.37	1.48

数据来源: 东北证券

表 19: 2024 年古北水镇贡献投资收益敏感性分析

投资收益 (亿元)		古北水镇客流恢复至 2019 年的水平								
		60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%
古北水镇 客单价较 2019 年增 速	0%	0.38	0.44	0.50	0.56	0.63	0.69	0.75	0.81	0.88
	10%	0.41	0.48	0.55	0.62	0.69	0.76	0.83	0.90	0.96
	20%	0.45	0.53	0.60	0.68	0.75	0.83	0.90	0.98	1.05
	30%	0.49	0.57	0.65	0.73	0.81	0.90	0.98	1.06	1.14
	40%	0.53	0.61	0.70	0.79	0.88	0.96	1.05	1.14	1.23
	50%	0.56	0.66	0.75	0.85	0.94	1.03	1.13	1.22	1.32
	60%	0.60	0.70	0.80	0.90	1.00	1.10	1.20	1.30	1.40
	70%	0.64	0.75	0.85	0.96	1.06	1.17	1.28	1.38	1.49
	80%	0.68	0.79	0.90	1.01	1.13	1.24	1.35	1.47	1.58

数据来源: 东北证券

对中青旅景区业务(乌镇)及古北水镇对公司业绩的影响做敏感性分析, 主要涉及乌镇客流恢复情况和古北水镇客流恢复情况两个核心假设。乌镇和古北水镇的客单价总体处于稳步提升趋势, 在疫情后由于散客占比的提升客单价不降反升, 客单价在疫情后的不确定性相对于客流来说较低, 故考虑客单价在疫情后较疫情前有中性的稳步增长, 即乌镇客单价增长 20%+, 古北水镇客单价增长 30%+。乌镇的客流增长在疫情前已落入个位数增长区间, 疫情后客流增速将回归低位, 而古北水镇在解决交通瓶颈后客流方面具备较大的成长空间, 中性情境下, 假设 2023 年乌镇客流恢复至 2019 年的 80%~100%, 古北水镇客流恢复至 2019 年 100%~120%, 对应 2023 年公司归母净利润为 4.72~5.61 亿元; 假设 2024 年乌镇客流恢复至 2019 年的 90%~110%, 古北水镇客流恢复至 2019 年的 110%~130%, 对应 2024 年公司归母净利润为 5.78~6.79 亿元。

表 20: 2023 年中青旅业绩敏感性分析

归母净利润 (亿元)		乌镇客流恢复至 2019 年的水平								
		40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%
古北水镇 客流恢复 至 2019 年的水平	70%	3.01	3.39	3.78	4.16	4.55	4.93	5.31	5.70	6.08
	80%	3.07	3.45	3.84	4.22	4.60	4.99	5.37	5.76	6.14
	90%	3.13	3.51	3.90	4.28	4.66	5.05	5.43	5.82	6.20
	100%	3.19	3.57	3.95	4.34	4.72	5.11	5.49	5.88	6.26
	110%	3.25	3.63	4.01	4.40	4.78	5.17	5.55	5.94	6.32
	120%	3.30	3.69	4.07	4.46	4.84	5.23	5.61	6.00	6.38
	130%	3.36	3.75	4.13	4.52	4.90	5.29	5.67	6.06	6.44
	140%	3.42	3.81	4.19	4.58	4.96	5.35	5.73	6.12	6.50
	150%	3.48	3.87	4.25	4.64	5.02	5.41	5.79	6.17	6.56

数据来源: 东北证券

表 21: 2024 年中青旅业绩敏感性分析

归母净利润 (亿元)		乌镇客流恢复至 2019 年的水平								
		50%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%
古北水镇 客流恢复 至 2019 年的水平	80%	3.84	4.29	4.73	5.18	5.62	6.07	6.52	6.96	7.41
	90%	3.90	4.35	4.80	5.24	5.69	6.14	6.58	7.03	7.48
	100%	3.97	4.42	4.86	5.31	5.76	6.20	6.65	7.09	7.54
	110%	4.04	4.48	4.93	5.37	5.82	6.27	6.71	7.16	7.61
	120%	4.10	4.55	4.99	5.44	5.89	6.33	6.78	7.23	7.67
	130%	4.17	4.61	5.06	5.51	5.95	6.40	6.84	7.29	7.74
	140%	4.23	4.68	5.12	5.57	6.02	6.46	6.91	7.36	7.80
	150%	4.30	4.74	5.19	5.64	6.08	6.53	6.98	7.42	7.87
	160%	4.36	4.81	5.25	5.70	6.15	6.59	7.04	7.49	7.93

数据来源: 东北证券

分析师简介:

李慧: CFA, 美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士, 厦门大学广告学/经济学双学士, 现任东北证券社服组组长。曾任美国芝加哥扎克投资管理公司量化分析师, 2015 年加入东北证券, 深度覆盖社会服务行业, 2019 年金牛奖研究团队第 3 名。

赵涵真: 新加坡国立大学硕士, 上海交通大学本科, 2021 年加入东北证券, 现任社会服务行业研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的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。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17863705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengl@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	13612914135	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn