

旅游及景区

投资建议：强于大市（首次）
 上次建议：

趋势延续下的景区投资价值探讨

► 日本旅游启示：规模收缩，个人游/自然景区表现优

旅游消费具有顺周期属性，日本经济走弱后，国内旅游收入规模也在 1991 年前后达峰，此后伴随人均支出的减少规模逐步萎缩，2003 年国内游收入规模收缩至 1991 年的 86.5%。虽然总量收缩，但是结构上仍有亮点，从出行目的看，在团体型旅行减少的同时，与家人、朋友等的个人型旅行增加；且旅游行为的个性化、多元化凸显，1990 年代以来，自然名胜游览和温泉游增加。

► 疫后旅游特点：出游意愿强劲释放

出行需求在 23 年强劲释放，并在 24 年延续，23 年五一/24 年元旦/24 年春节国内出游人次分别恢复至 19 年 119.1%/109.4%/119.0%。但受经济影响，量价有所背离，量升价减贯穿 23 年来的出游表现。疫后旅游消费在强出行意愿和弱经济复苏影响下呈现新特征，如名山大川/长途游目的地凭借 IP 背书领先恢复；出行需求集中释放下消费者决策时长更短，为情绪/场景买单意愿更强，新兴目的地轮番登场，共享 IP 转化/政策强化下的流量。

► 微观视角探业绩：新秀场新亮点

景区对于门票、索道及观光车等刚需业务较为依赖，而消费理性化下，这些刚需业态收入恢复度更高。结合历史数据测算，景区门票、客运业务的经营杠杆更高，更能撬动盈利能力的抬升。客流吸引力+收入兑现+经营杠杆+降本增效多重逻辑落实到 2023 年业绩上，长白山以 109% 的人次恢复撬动 187% 的利润恢复。性价比趋势延续下，景区经营仍有亮点，相关标的九华旅游、峨眉山 A、宋城演艺、黄山旅游、三特索道及天目湖等。

► 投资建议：建议关注客流增长有潜力的个股

春节假期及春运数据验证出行意愿的强势，参考美国出游修复表现，我们预计量的强势有望延续，但或在淡旺季间存在分化。2023 年各景区的经营表现已经验证强 IP、强营销对客流的吸引力，经营杠杆也在业绩兑现中体现。展望 2024 年，我们建议关注客流增长具备潜力、盈利能力仍有释放空间的个股。

风险提示：宏观经济增长放缓风险；出行意愿持续性不及预期风险；天气恶劣程度超预期。

相对大盘走势



作者

分析师：邓文慧
 执业证书编号：S0590522060001
 邮箱：dengwh@glsc.com.cn
 分析师：曹晶
 执业证书编号：S0590523080001
 邮箱：caojing@glsc.com.cn

相关报告

正文目录

1. 日本旅游启示：规模收缩，个人游/自然景区表现优	4
1.1 旅游演进：国内游式微，入境游兴起	4
1.2 国内游：自然景区出游占比提升	5
1.3 出入境：政策助力入境游上行	7
1.4 旅行社：高性价比企业成长	7
2. 中国疫后旅游特点：出游意愿强劲释放	8
2.1 总量：国内游延续高景气	8
2.2 结构：名山大川领先恢复	10
2.3 海外：旅游强势开局，股价更显强β	12
3. 微观视角探业绩：新秀场新亮点	13
3.1 业绩兑现：长白山/九华旅游杠杆效应明显	13
3.2 前端成长：项目投运、交通改善助力稳健成长	17
3.3 现金流：收现能力强，现金流稳健充裕	19
3.4 股价复盘：个股轮动加速	19
4. 投资建议：建议关注客流增长有潜力的个股	21
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1：日本国内游市场于 1990S 初期达到峰值，后持续走弱	4
图表 2：日本海外游市场表现更具韧性，于 1996 年左右达到峰值	5
图表 3：从量的视角看，国内旅行人次相对更坚挺，入境游人次向上趋势明显 ..	5
图表 4：在 15-19 岁/20 岁/30 岁的年轻人中，国内旅游比例从 1986 年到 2011 年持续下降，降幅大于其他年龄段	6
图表 5：出游方式更趋向于个人旅行	6
图表 6：日本主题公园市场规模持续上行	6
图表 7：出游目的更倾向于游览自然名胜/泡温泉	6
图表 8：雪松娱乐数据验证主题公园具备穿越周期的能力	7
图表 9：入境旅客人数持续增长	7
图表 10：旅行社企业 HIS 收入持续增长	8
图表 11：2023 年以来节假日国内游人次持续提升	9
图表 12：2023 年国内旅游人次恢复至 19 年 81.4%	9
图表 13：23 年数据看，国内游人均消费较 19 年增长	9
图表 14：2023 年来出境人次加速复苏	10
图表 15：2023 年热度趋势中暑期格外亮眼	10
图表 16：2023 年国庆&中秋占据节假日热度 50%	10
图表 17：Q2-3 为绝大部门旅游企业的消费旺季	11
图表 18：2023 年景区营收表现出淡季不淡特征	11
图表 19：2023 年旅游客群出游频次分布	11
图表 20：2023 年旅游客群单次出游周期分布	11
图表 21：峨眉山/黄山旅游等领衔 23 年人次恢复度	12
图表 22：2023 年来旅游热点频出	12
图表 23：出行需求集中释放后美国出游需求仍保持在较高水平	12
图表 24：从 OTA 平台反馈的预订数据量看，美国旅游出行以极快的速度回归且保持 2 年左右的高景气度	13
图表 25：2023 年前半段旅游指数跑赢标普 500	13
图表 26：2023 年邮轮企业和 OTA 平台领涨	13

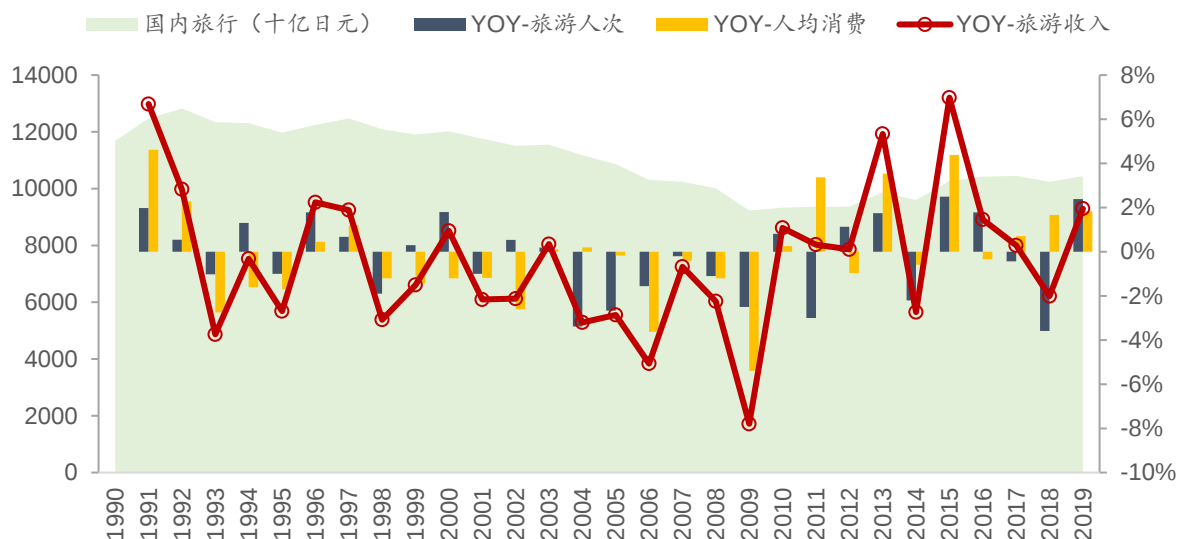
图表 27: 各大旅游景区企业资源分布	14
图表 28: 23H1 旅游景区企业营业收入	14
图表 29: 以黄山为例, 刚需的索道业务转化率持续攀升且保持较高水平	15
图表 30: 黄山旅游数据显示索道业务增速占优	15
图表 31: 张家界经营呈现门票强劲, 客单价恢复弱	15
图表 32: 横向比较而言, 毛利率排序为: 索道业务>景区演艺>景区门票>旅游 客运>酒店>其他	16
图表 33: 内部业态比较而言, 景区门票可以撬动更高的经营杠杆	16
图表 34: 对比疫情前, 大部分景区企业均存在期间费用率的降低	17
图表 35: 从 2023 年经营结果看, 九华旅游以 82% 的人次恢复撬动 150% 的利润恢 复	17
图表 36: 疫情期间, 多数企业仍延续着资本性开支 (百万元)	18
图表 37: 中青旅、曲江文旅、张家界等固定资产增长	18
图表 38: 23Q3 大连圣亚/云南旅游仍有较多在建工程	18
图表 39: 2019-2023 年间, 景区公司仍实现项目新增, 并具备外部交通改善逻辑	18
图表 40: 2017-2019 年间景区企业分红率在 20% 附近	19
图表 41: 景区板块在 Q1/Q3 时节跑赢沪深 300	20
图表 42: 复盘景区板块行情, 存在旺季强跑	20
图表 43: 2023 年来景区企业股价走势更加分化, 个股轮动更快, 事件驱动效应更 加明显	20
图表 44: 2019 年景区企业市盈率维持在 23X 水平	21
图表 45: 旅游景区公司估值表	21

1. 日本旅游启示：规模收缩，个人游/自然景区表现优

1.1 旅游演进：国内游式微，入境游兴起

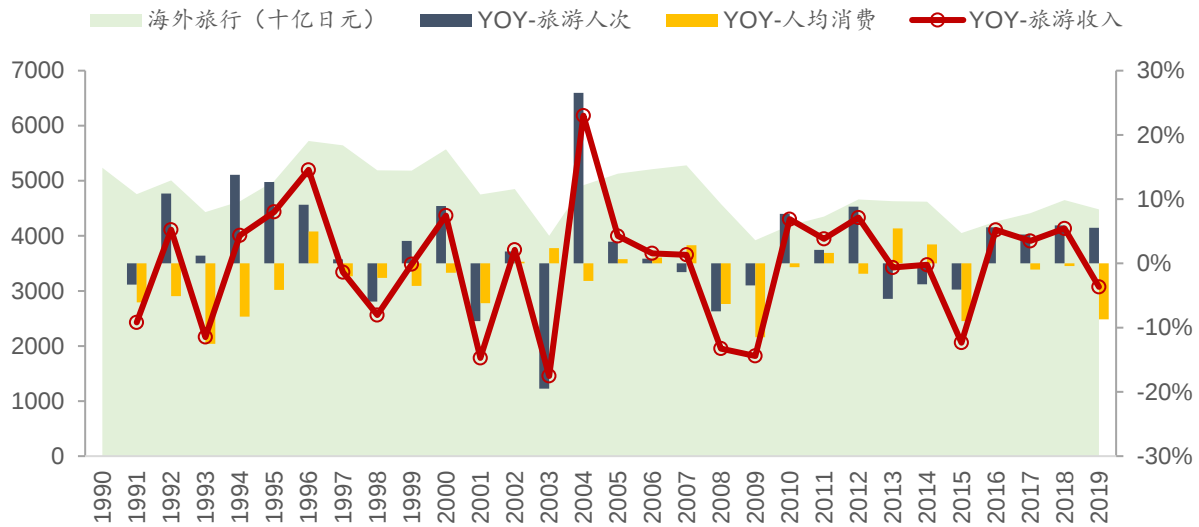
国内游市场略有收缩，入境游高速增长。日本国内旅游收入在 1991 年前后达峰，此后伴随人均支出的减少规模逐步萎缩，2003 年国内游收入规模收缩至 1991 年的 86.5%。从趋势上看，出境游市场短期韧性更强，但长期衰退更甚，具体看，出境游市场规模在 1996 年达峰，人数规模在 2000 年达到 1780 万人次，后续收入/人次衰减，客单价下滑，收缩速度较快。入境旅游方面则持续向好，伴随日本观光立国的确立、宣传的打响和周边国家经济发展，日本入境游市场持续扩张，2010 到 2015 年间，日本的入境旅游收入复合增速近 30%，增速居世界前列。

图表1：日本国内游市场于 1990S 初期达到峰值，后持续走弱



资料来源：日本交通公社，国联证券研究所

图表2：日本海外游市场表现更具韧性，于1996年左右达到峰值



资料来源：司法省，日本交通公社，国联证券研究所

图表3：从量的视角看，国内旅行人次相对更坚挺，入境游人次向上趋势明显



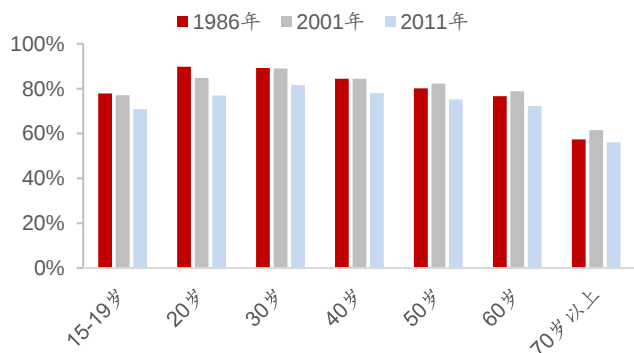
资料来源：第三活动产业指数，国联证券研究所

1.2 国内游：自然景区出游占比提升

国内游半径收缩，个人游趋势明显。泡沫经济破灭后，国内观光旅游客单价持续下降，其中20多岁年轻人在1990-1998年间消费力下滑更甚，虽然后续也率先止跌回暖，但消费力仍较低。从出行人数和次数看，在15-19岁/20岁/30岁的年轻人中，国内旅游比例从1986年到2011年持续下降，降幅大于其他年龄段，且出游次数衰减明显，对比20多岁的年轻人在一年内进行旅行和国内过夜旅行行为0的次数占比发现，当日短途游情况略好于过夜长途游。进一步地，国内旅游人群中，家庭

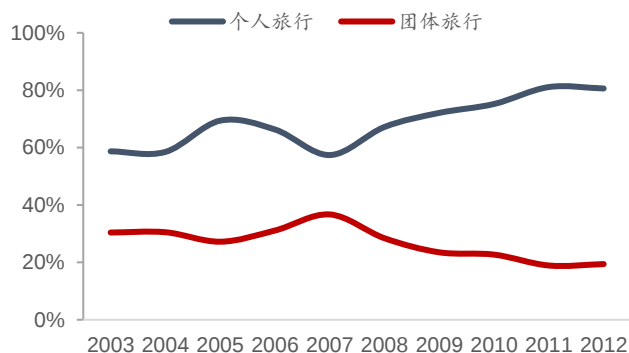
出游和个人独行占比提升，团体出游占比下滑。

图表4：在15-19岁/20岁/30岁的年轻人中，国内旅游比例从1986年到2011年持续下降，降幅大于其他年龄段



资料来源：交通运输部，国联证券研究所

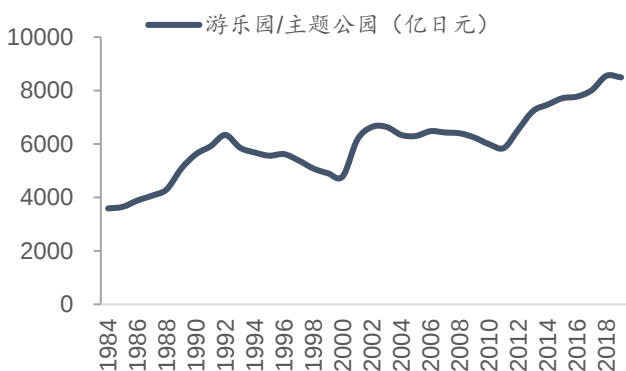
图表5：出游方式更趋向于个人旅行



资料来源：交通运输部，国联证券研究所

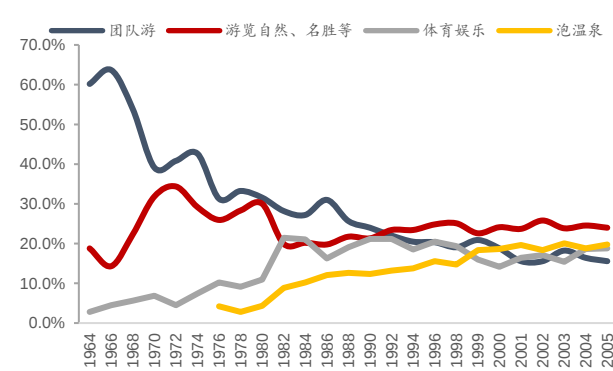
游乐场/主题公园议价能力强，自然景区/温泉游占比提升。从出行目的看，在团体型旅行减少的同时，与家人、朋友等的个人型旅行增加，且旅游行为的个性化、多元化凸显，90年代以来，自然、名胜游览和温泉游增加。游乐园/主题公园跟随行业呈现震荡上行态势，其中以客单价（门票+设备使用费用）驱动为主，根据经济产业省数据，2000年每位游览者的平均消费在5000日元左右，2017年则上升到8000日元左右。从这一维度看，游乐园/主题公园是少数可以逆势提升客单价的行业，具备强议价能力。

图表6：日本主题公园市场规模持续上行



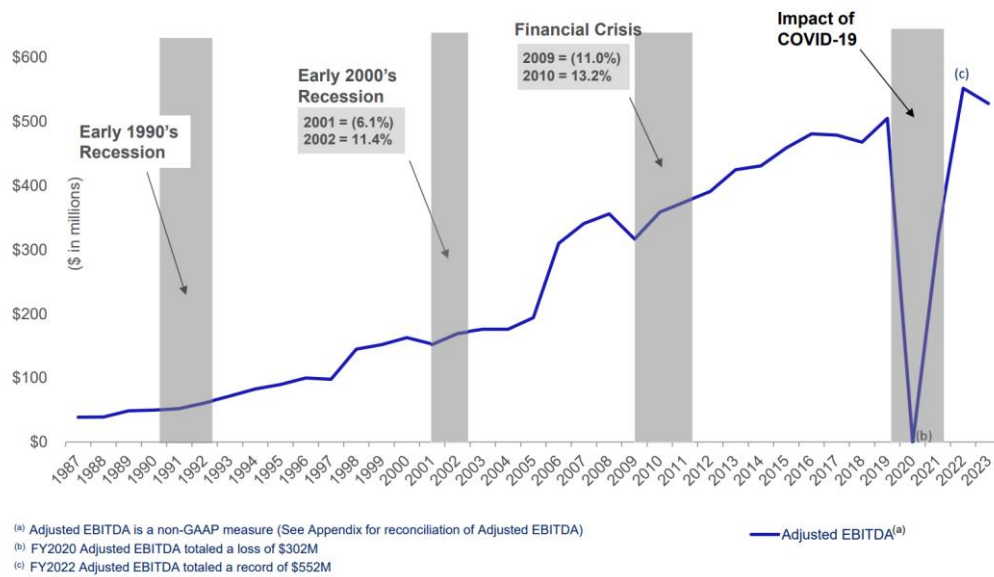
资料来源：交通运输部，国联证券研究所

图表7：出游目的更倾向于游览自然名胜/泡温泉



资料来源：交通运输部，国联证券研究所

图表8：雪松娱乐数据验证主题公园具备穿越周期的能力

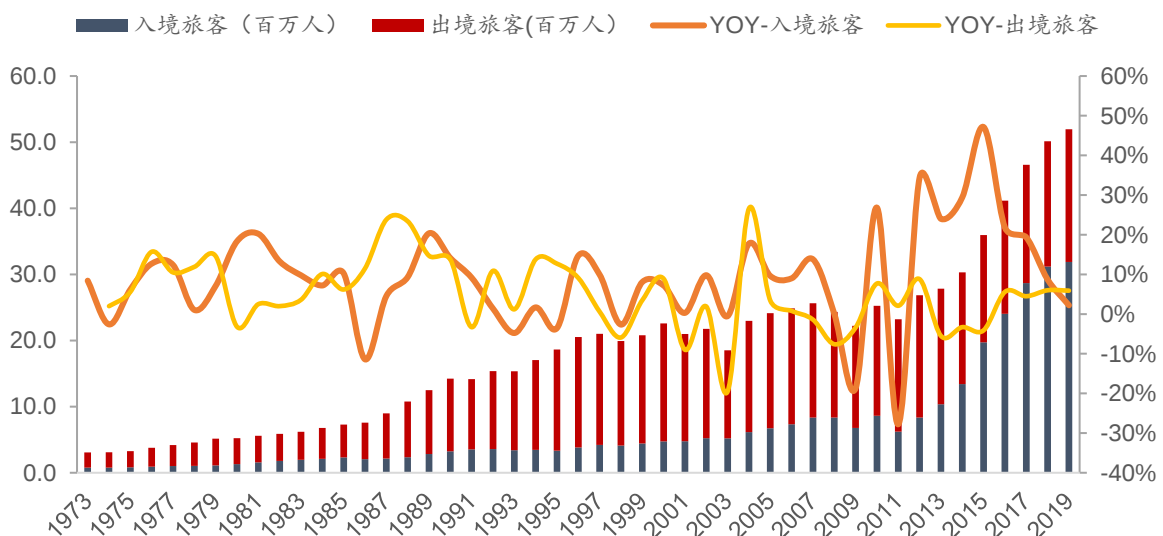


资料来源：雪松娱乐，国联证券研究所

1.3 出入境：政策助力入境游上行

出国游半径收缩，入境游客超出境游客。日本出国游的人数自 1980 年代后期迅速增加，2000 年达到 1780 万人，进入 21 世纪以来，这一数字在 1700 万左右波动，1996-2013 年间日本出境人数年均复合增速为 0.3%，基本持平。从出游目的看，广场协议后，商务旅行需求低迷，海外游以散客游为主，且热门目的地由美国、夏威夷、意大利转向中国、韩国、中国香港等周边国家，人均出行客单价降低。入境游方面，日本政府于 2003 年启动 Visit Japan 项目，2011 年后，访日旅客持续大幅增长，2018 年达到 3000 万以上，2015 年，访日游客人数首次超过海外游客。

图表9：入境旅客人数持续增长

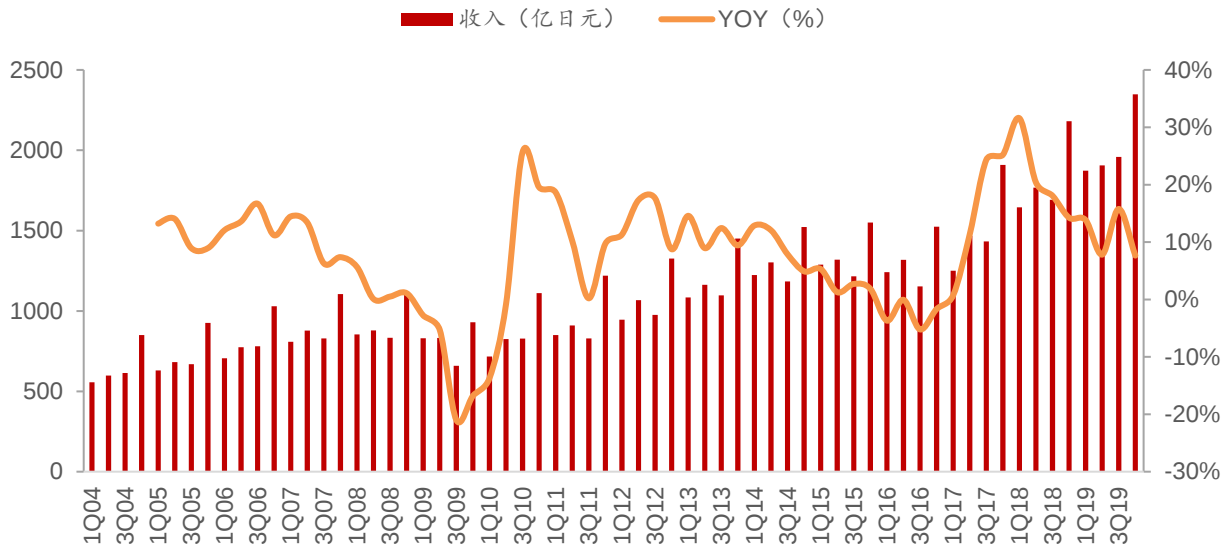


资料来源：司法省，国联证券研究所

1.4 旅行社：高性价比企业成长

旅行社市场萎缩，高性价比企业成长。日本经济的不景气和人口减少直接影响了旅游业，跟团游向个人游转变更是降低了旅行社的交易量。除了跟团游、商务游等高利润板块不景气外，跟团游的价格竞争也愈演愈烈。在这一背景下，2000 年来，HIS 凭借廉价航空、以低价位提供优质服务而崛起，在经济不景气的情况下成长为日本第二、国际旅行第一的旅行社。

图表10：旅行社企业 HIS 收入持续增长



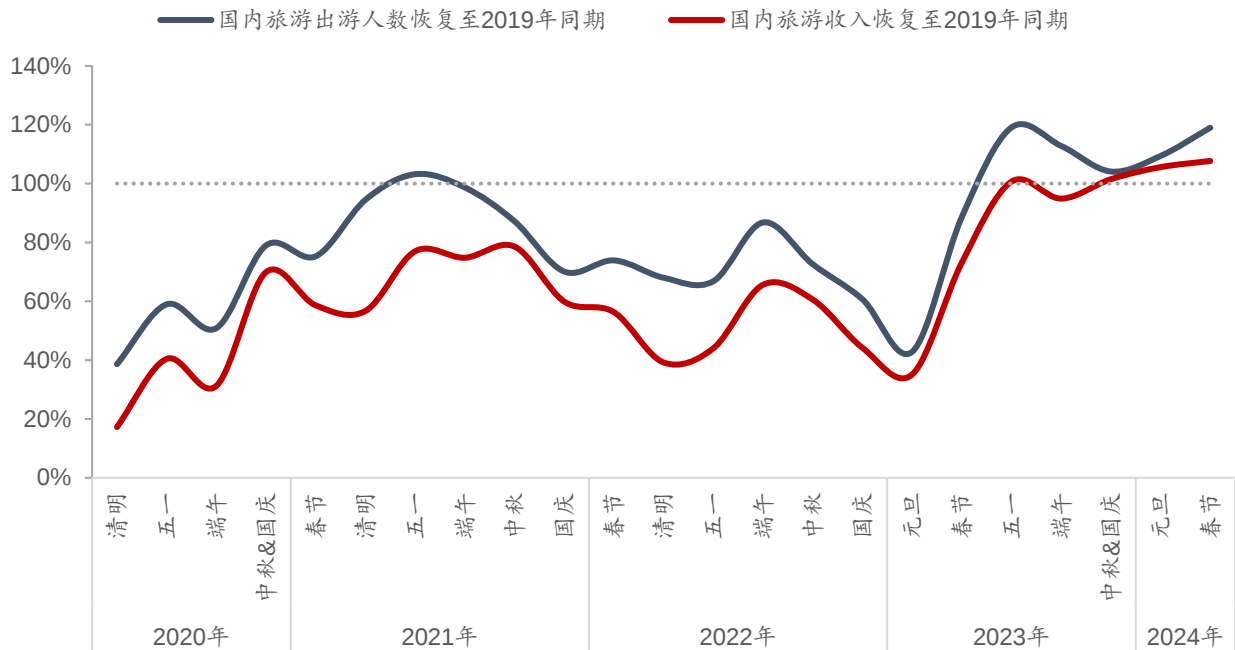
资料来源：公司公告，国联证券研究所

2. 中国疫后旅游特点：出游意愿强劲释放

2.1 总量：国内游延续高景气

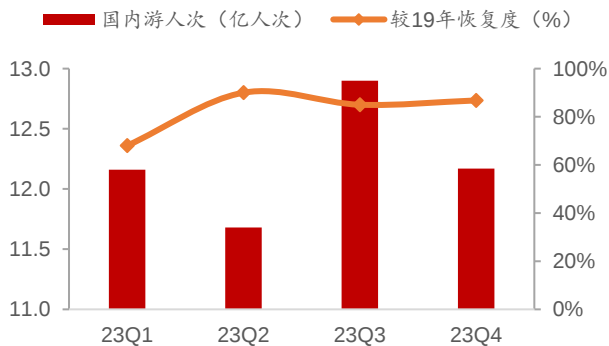
2024 年国内游开局热烈。2023 年一季度/二季度/三季度/四季度国内旅游总人次为 12.16/11.68/12.90/12.17 亿，分别恢复至 2019 年同期的 68%/90%/85%/87%，从客单价看，2023 年全年旅游客单价超 2019 年。假期出行数据反馈的结果在量价层面表现略有不同，量升价减效应在每个节假日均有体现，更契合大众消费体感。23 年五一前旅游数据持续强劲，五一全国国内旅游出游人次按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%，但国内旅游收入按可比口径仅恢复至 2019 年同期的 100.66%；五一后出游数据略有动荡，但 2024 年元旦、春节旅游意愿持续释放，旅游人次攀升至高水平，同时量增价减效应更加明显。

图表11：2023 年以来节假日国内游人次持续提升



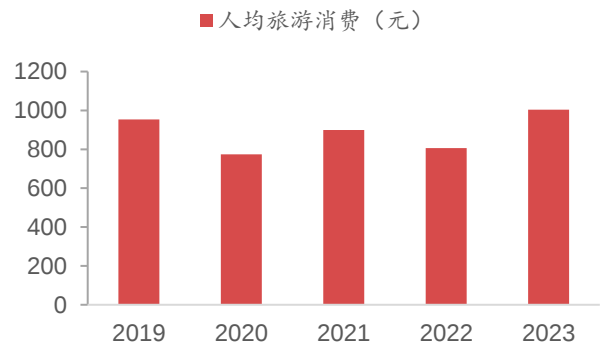
资料来源：文旅部，国联证券研究所

图表12：2023 年国内旅游人次恢复至 19 年 81.4%



资料来源：文旅部，国联证券研究所

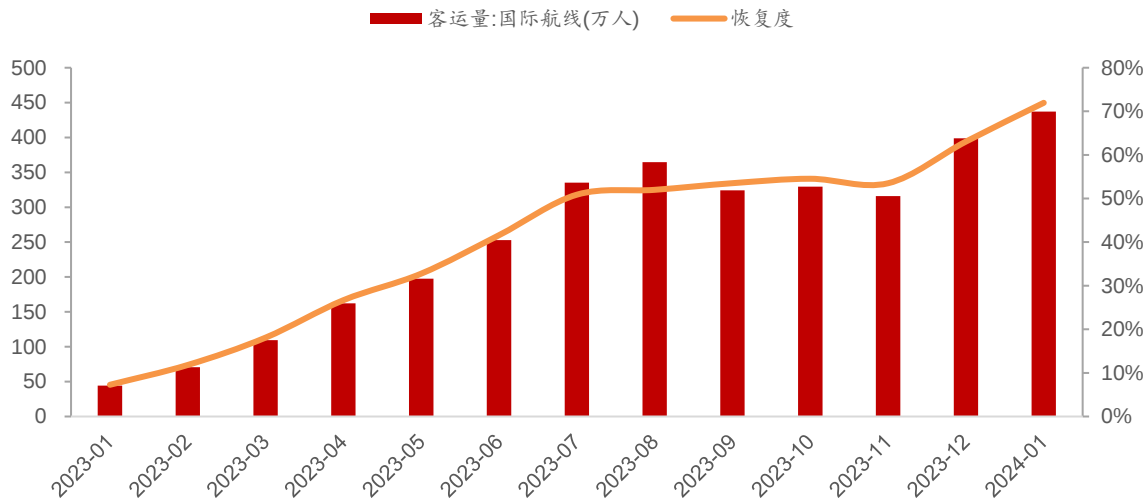
图表13：23 年数据看，国内游人均消费较 19 年增长



资料来源：文旅部，国联证券研究所

出入境加速复苏，旅游团队同步恢复。国际航线客运量数据验证出入境渐进复苏节奏，2023 年 11/12 月及 2024 年 1 月国际航线客运量分别恢复至疫情前的 54%/63%/72%，签证等多重利好推动下，2023 年 11 月后出境人次明显加速。这其中旅游团队恢复节奏显示同样趋势，2023 年国庆中秋双节假期，香港旅游业监管局资料显示，“双节”假期共有约 780 个内地入境旅行团到港，涉及旅客约为 2.68 万人次，仅占整体约 2%；2024 年春节假期前四天共有约 1200 个内地入境旅行团，涉及到港旅客约 4.05 万人次，内地入境旅行团数目及参与旅行团的总人次均超过疫情前春节黄金周同期水平。

图表14：2023 年来出境人次加速复苏

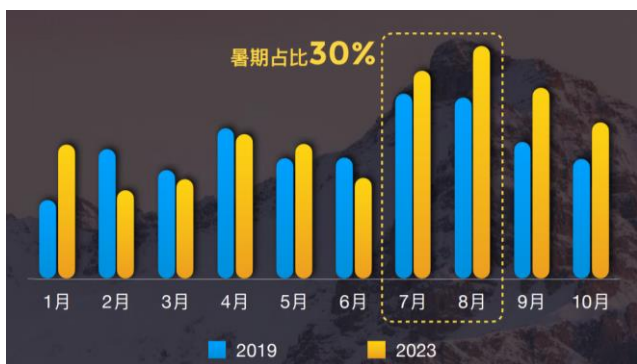


资料来源：民航局，国联证券研究所

2.2 结构：名山大川领先恢复

旺季更旺，淡季不淡，出行热情高涨平滑季度客流。2023 年居民出行需求集中释放，大众出游热情持续攀升，旅游市场以强劲之势回归。马蜂窝数据显示，暑期旅游旺季更加旺盛，旅游热度占比 30%，相较 2019 年显著增长；节假日维度看，国庆和春节的出游需求最为旺盛，分别占据了整体旅游热度的 50%和 23%。企业经营数据印证淡季不淡，强势开局。

图表15：2023 年热度趋势中暑期格外亮眼



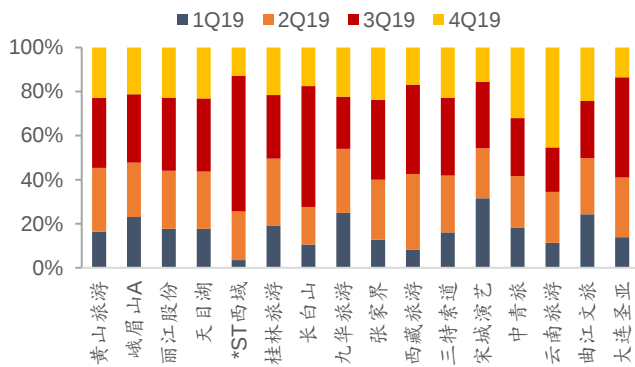
资料来源：马蜂窝，国联证券研究所

图表16：2023 年国庆&中秋占据节假日热度 50%



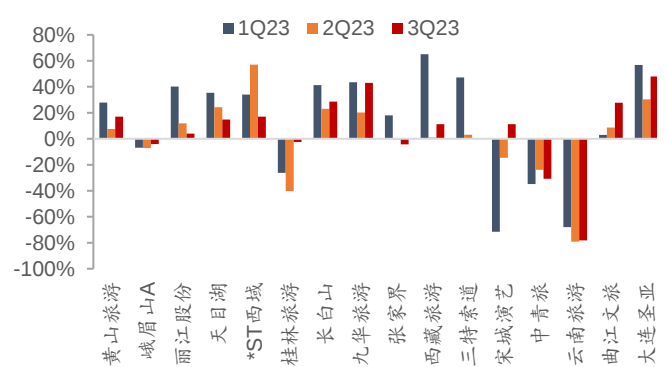
资料来源：马蜂窝，国联证券研究所

图表17: Q2-3 为绝大部门旅游企业的消费旺季



资料来源:公司公告, 国联证券研究所

图表18: 2023 年景区营收表现出淡季不淡特征

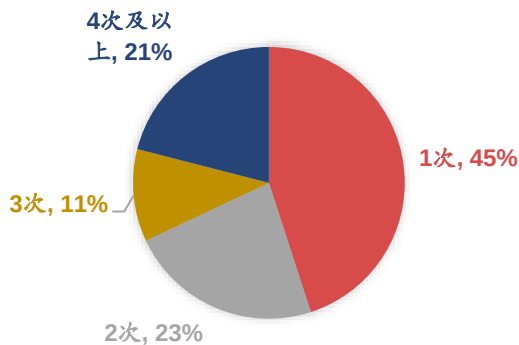


资料来源:公司公告, 国联证券研究所

注: 图中数据为 23 年各季度营收相较 2019 年增速

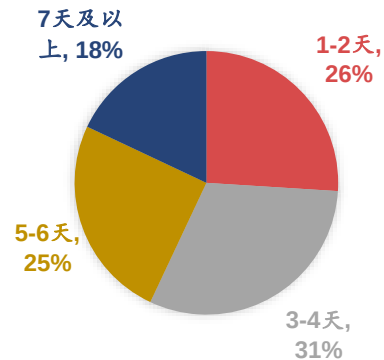
旅游消费主体向年龄轴两端移动, 出游频次、单次出游周期增长显著。旅游研究院专项数据显示, 2023 年 80、90 后依然是旅游市场中坚力量, 其次为 60、70 后及 00 后群体。同时旅游消费主体向两端移动, 与 2019 年相比, 80 后、90 后比例下降, 而 00 后、60 后占比增长显著。途牛用户出游频次和单次出游周期方面的数据显示, 在 2023 年打包旅游产品预订中, 55% 的用户有过至少 2 次或 2 次以上的出游经历; 单次出游周期方面, 途牛用户更倾向于 3-4 天的出游行程, 出游人次占比为 31%。旅游研究院出游频次数据也提及, 国内居民高频出游日益普及, 出游 2 次以上的游客群体较 2019 年显著增长。

图表19: 2023 年旅游客群出游频次分布



资料来源:途牛数据, 国联证券研究所

图表20: 2023 年旅游客群单次出游周期分布



资料来源:途牛数据, 国联证券研究所

名山大川、长途游目的地凭借 IP 背书领先恢复。景区 IP 优势在疫后持续兑现为客流的强势, 中国旅游研究院专项数据显示, 2023 年各类旅游景区预约规模均有大幅增长, 其中国家 5A 级旅游景区预约增速高于其他景区。从上市企业观察 2023 年度的旅游人次较 2019 年恢复水平, 峨眉山以 150% 的恢复度领先各大景区, 黄山旅游也以 131% 的恢复度高表现优异, 长途游目的地丽江、西藏、云南等旅游地区人次均表现出色。相对而言, 乌镇等周边游目的地人次落后。

新兴目的地轮动, 旅客为场景、为体验买单。2023 年旅游热点频出, 热门旅游目的地轮动, 我们认为不论是特种兵式旅游、City walk 等新兴旅游方式的突起, 还

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/238126017003006050>