

宏观深度报告 20251029

文旅投资为什么不赚钱？

2025 年 10 月 29 日

■ 看现象：国内文旅行业投资规模大但回报不高

文旅需求能够同时拉动消费和投资增长，但国内文旅投资回报率偏低制约行业发展。2023 年，如果只考虑非财政性收入，那么全国文化机构的收支自给率平均值仅为 48.7%；同期全国文化文物机构的“非财政性收入/资产总计”平均值仅为 15.6%。2024 年，多达 83% 的样本上市或发债文旅企业 ROE 低于 A 股上市公司 ROE 中位数。

■ 作对比：优质供给不足限制了国内文旅消费需求的充分释放

大陆游客在海外旅行的人均日支出远超国内，主要原因可能是国内优质文旅消费供给不足。以国庆中秋假日为观察样本，近 7 年全国国内出游的总花费增长约 35%，但每人每日平均花费下降约 3.4%，国内出游呈现“以价换量”趋势。与之相比，2024 年，大陆游客在英国、中国台湾的平均旅行花费分别为每人每日 1372 元、1107 元，约是国内出游平均花费的 10 倍以上。考虑到大陆游客的购物支出占比远超其他国家或地区的游客，特别是“鞋服包包、美妆香水”等可选消费品吸引了较多大陆游客购买，因此国内优质文旅消费供给不足可能限制了相关需求的充分释放。

■ 辨原因：国内需要打造更多经典文化 IP 进而提高投资回报

从表面看，国内文旅业需要在供给端加大市场化开发力度。

从根本看，幸福感是大陆游客亟需被满足的情感需求，体验文旅活动则是提升游客幸福感的必要路径。而与其他各国游客相比，大陆游客青睐的文旅活动普遍要求较高的文化附加值。

2024 年，中国大陆游客希望通过海外旅行获得“幸福感”的比例高达 39.8%，较各国游客的平均水平高出约 13.6 个百分点。体验文旅活动则是提升游客幸福感的必要路径，从具体项目看，在①参加漫展等流行文化活动或展览、②逛能买到人气角色等 IP 周边的店铺两大项目领域，中国游客的需求高出各国游客的平均值 12 至 15 个百分点，上述活动的共同特征在于需要相对较高的文化附加值。

事实上，经典文化 IP 明显有助于长期提高游客的文旅消费支出。例如：

①在人造景区方面，迪士尼是依托经典文化 IP 构建商业帝国的典型案例。2025 财年，周边商品销售、酒店餐饮服务对东京迪士尼运营主体的盈利贡献超过 52%。

②在自然景区方面，《权力的游戏》、《指环王》等经典影视作品持续、显著提高了取景地对全球游客的吸引力。仅在 2019 年，《指环王》旅行线路便为新西兰贡献了超过 3.5 亿欧元的旅游收入，而此时距离《指环王》电影三部曲收官已经过去整整 16 年。

作为一种传递思想、符号和生活方式的消费品，文化 IP 最能迎合未来国内游客的文旅需求，但目前在全球顶级文化 IP 中，中国品牌数量依然较少，未来国内仍需持续努力。

■ 风险提示：（1）部分海外国家或地区统计的中国游客支出数据未明确区分中国大陆、中国港澳台游客，进而可能导致分析不准。（2）对比国内旅游数据、大陆游客在海外旅行支出数据可能忽视了不同群体可支配收入差异较大的影响。（3）对中国文旅投资回报率为什么不高、如何提高国内优质文旅消费供给的分析可能不够全面。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博

执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

相关研究

《“十五五建议”的三大亮点：消费、科技、财政金融》

2025-10-28

《美国 CPI 势弱，联储 10 月降息几无悬念》

2025-10-26

内容目录

1. 看现象：国内文旅行业投资规模大但回报不高	4
2. 作对比：优质供给不足限制了国内文旅消费需求的充分释放	7
2.1. 大陆游客在海外旅行的人均日支出约是国内的 10 倍	7
2.2. 与其他游客相比，大陆游客用于购物的支出占比明显偏高	8
2.3. 中国大陆游客海外购物的最爱——“鞋服包包、美妆香水”	10
3. 辨原因：国内需要打造更多经典文化 IP 进而提高投资回报	11
3.1. 从表面看，国内文旅业需要在供给端加大市场化开发力度	11
3.2. 从根本看，国内需要打造更多经典文化 IP	12
3.2.1. 大陆游客热衷体验文化底蕴相对浓厚、易于获得幸福感的活动	12
3.2.2. 经典文化 IP 明显有助于长期提高游客的文旅消费支出	13
4. 风险提示	18

图表目录

图 1: 2023 年, 全国文化文物机构的“非财政性收入/资产总计”平均值仅为 15.6%.....4

图 2: 2024 年, 国内上市或发债文旅企业的盈利能力明显弱于 A 股上市公司的整体表现.....5

图 3: 我国大陆吸引国际游客的数量、人均支出水平仍有较大提升空间.....6

图 4: 从城市层面看, 北上广等一线城市对国际游客的吸引力仍有待提升.....6

图 5: 2024 年大陆游客在海外旅行的人均日支出远高于国庆中秋假日的国内出游人均日花费..7

图 6: 2024 年, 中国游客海外旅行的人均支出或超过 1 万元.....8

图 7: 住宿、餐饮、购物是大陆游客在海外旅行的三大支出领域.....8

图 8: 2024 年, 在日本接待的国外游客中, 中国大陆游客的购物支出占比最高, 达 43%9

图 9: 2024 年, 在中国台湾接待的游客中, 中国大陆及港澳游客的购物支出占比最高.....9

图 10: “鞋服包包、美妆香水”贡献了大陆游客在日本购物支出的 60%左右10

图 11: 大陆游客在中国台湾的购物支出约 70%花费于地方特产、服饰及配件10

图 12: 目前, 非市场化机构在国内文旅机构中的占比仍相对较高.....11

图 13: 幸福感是中国游客亟需被满足的情感需求.....12

图 14: 强大的 IP 护城河奠定了迪士尼商业帝国的基石14

图 15: 以东京迪士尼度假区为例, 门票等基础性收入仅贡献公司盈利的四成左右.....15

图 16: 影视宣传并非推广文化 IP 的唯一路径, 社交媒体也能有效促进文化 IP 的传播16

图 17: 目前, 商业价值巨大的全球顶级文化 IP 基本均来自日本或美国17

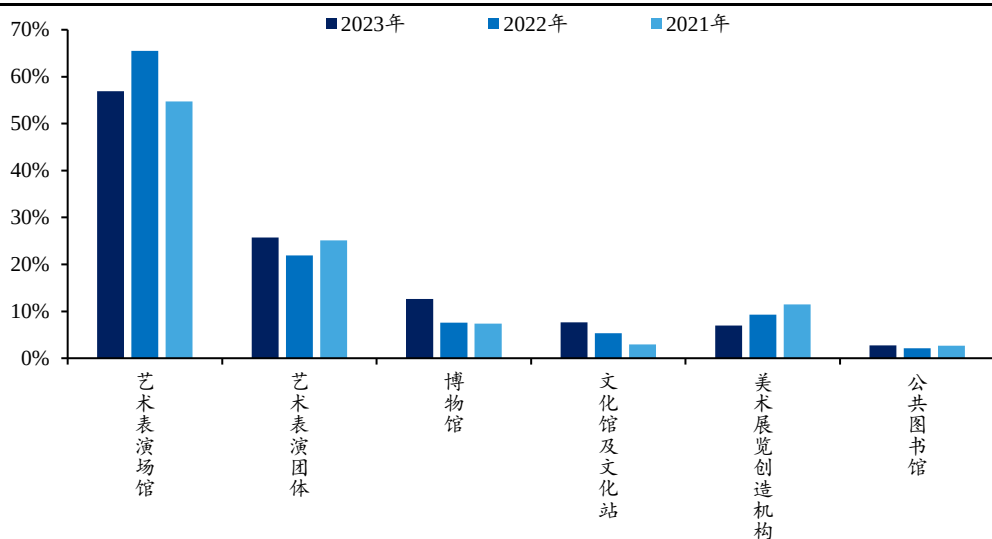
表 1: 在文化附加值较高的项目上, 中国游客的体验需求明显高于其他国际游客.....13

1. 看现象：国内文旅行业投资规模大但回报不高

文旅需求能够同时拉动消费和投资增长，但国内文旅投资回报率偏低制约行业发展。党的二十届四中全会公报指出，要坚持扩大内需这个战略基点，促进消费和投资、供给和需求良性互动。在拉动内需的主要领域中，文旅不仅能够满足全国人民幸福生活的必要需求，带动消费增长；还能够拓展有效投资范围，贡献投资项目。但从国内发展现状看，文旅行业投资规模大但回报不高已明显制约行业进一步发展。从具体数据看：

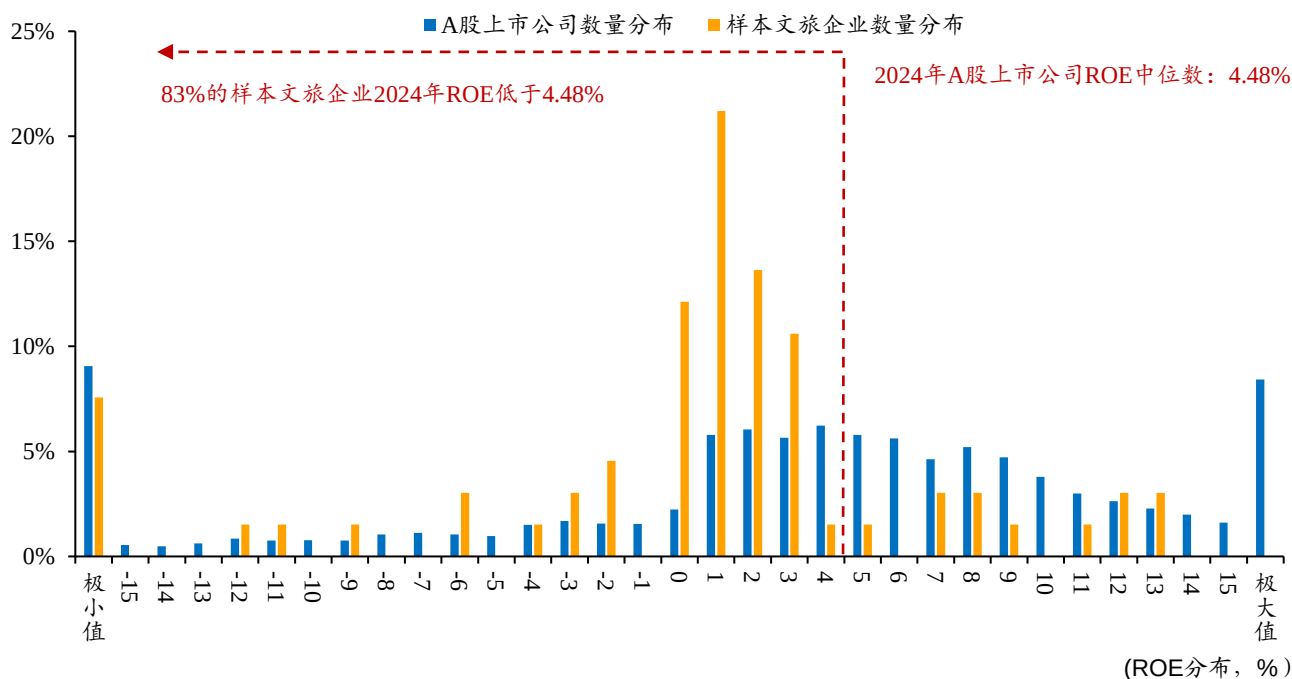
- 2023 年，如果只考虑非财政性收入（从机构全部收入中剔除财政拨款收入、上级补助收入），那么全国文化机构（艺术演出团体及场所、图书馆、文化馆、美术馆等）的收支自给率平均值仅为 **48.7%**，文物机构（博物馆等）的收支自给率平均值仅为 **19.1%**。
- 2023 年，以“非财政性收入/资产总计”衡量，全国文化文物机构的平均值仅为 **15.6%**，其中文化站、公共图书馆、美术馆、博物馆对应值均在 **2%以下**。
- 从国内上市或发债企业的财务数据看，2024 年，A 股上市公司的 ROE 中位数约为 4.48%；而同期在 66 家上市或发债文旅企业中，多达 55 家企业的 ROE 低于 4.48%，占比高达 **83%**，其中 16 家企业对应 ROE 甚至为负值，占比达 **24%**。

图1：2023 年，全国文化文物机构的“非财政性收入/资产总计”平均值仅为 15.6%



数据来源：中国文旅部，东吴证券研究所

图2：2024 年，国内上市或发债文旅企业的盈利能力明显弱于 A 股上市公司的整体表现



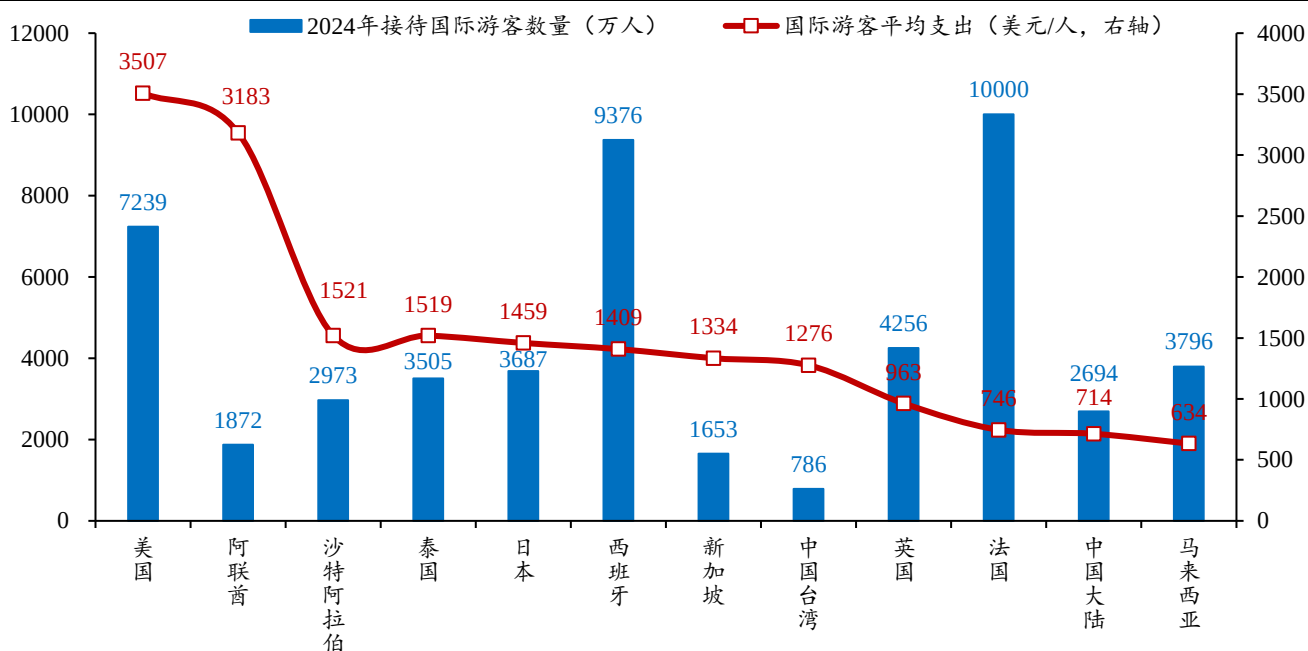
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：样本文旅企业包括 A 股上市公司中公司属性为央企或地方国企、行业分类为 SW 旅游及景区的 18 家企业，以及国内发债主体中主营业务包括文旅业务的 48 家地方国企。

与海外对比，无论是在吸引海外游客的数量，还是海外游客的人均支出方面，我国大陆的文旅业吸引力都还有较大提升空间。2024 年，剔除港澳台同胞入境人次后，我国大陆共接待国际游客 **2694 万人次**。分城市看，上海、广州、北京、杭州等高能级城市吸引入境游客数量均在 **700 万人以下**，该数值不仅大幅低于伦敦、巴黎等欧洲热门旅游城市，同样低于曼谷、吉隆坡等亚太地区发展中国家的代表性旅游城市。基于国土面积、本国人口等基本条件衡量，我国大陆吸引的海外游客数量尚未体现出明显优势。

在海外游客的人均支出方面，2024 年我国大陆吸引的入境游客人均支出仅为 **714 美元**，在亚太地区，这一数值不仅低于日本、新加坡分别对应的 **1459 美元**、**1334 美元**，还低于泰国对应的 **1519 美元**，较马来西亚对应的 **634 美元**也仅高出 **12.7%**。虽然海外游客的人均支出受物价、汇率等其他因素影响相对较大，但整体而言，海外游客在我国大陆旅行的人均支出仍有较大提升空间。

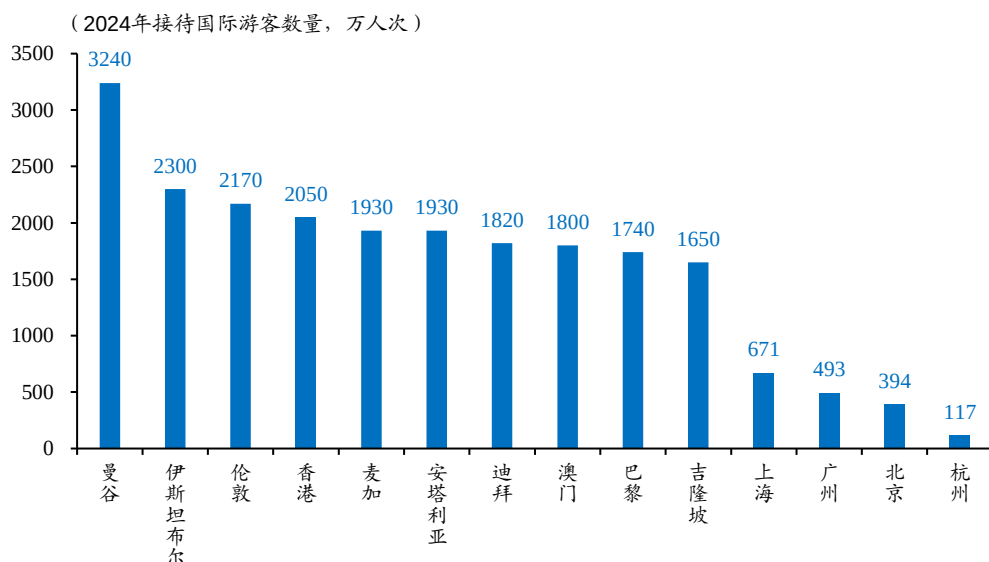
图3：我国大陆吸引国际游客的数量、人均支出水平仍有较大提升空间



数据来源：美国国际贸易管理局，迪拜政府，世界旅行和旅游理事会，沙特阿拉伯旅游部，泰国旅游局，日本国家旅游局，西班牙工业和旅游部，新加坡统计局，中国台湾交通部观光署，英国国家统计局，法国旅游发展署，马来西亚观光署，东吴证券研究所

注：①台湾、香港、澳门均为中华人民共和国省级行政区，本文简称为中国台湾、中国香港、中国澳门，全文同。②2024年中国大陆接待国际游客数量不包括港澳台同胞入境10496万人次，但国际游客平均支出数据含港澳台同胞入境消费数据，即：中国大陆对应的“国际游客平均支出”数据实为“入境游客平均支出”数据。

图4：从城市层面看，北上广等一线城市对国际游客的吸引力仍有待提升



数据来源：Euromonitor，新华社，上海市文化和旅游局，北京市政府外事办，杭州市文化广电旅游局，东吴证券研究所

注：①除上海、广州、北京、杭州外，其他城市为2024年全球入境国际游客人数最多的10座城市。②北京、上海统计口径为接待入境游客人次，广州统计口径为经由广州各口岸出入境外国人人次，杭州统计口径为接待入境过夜游客人次。

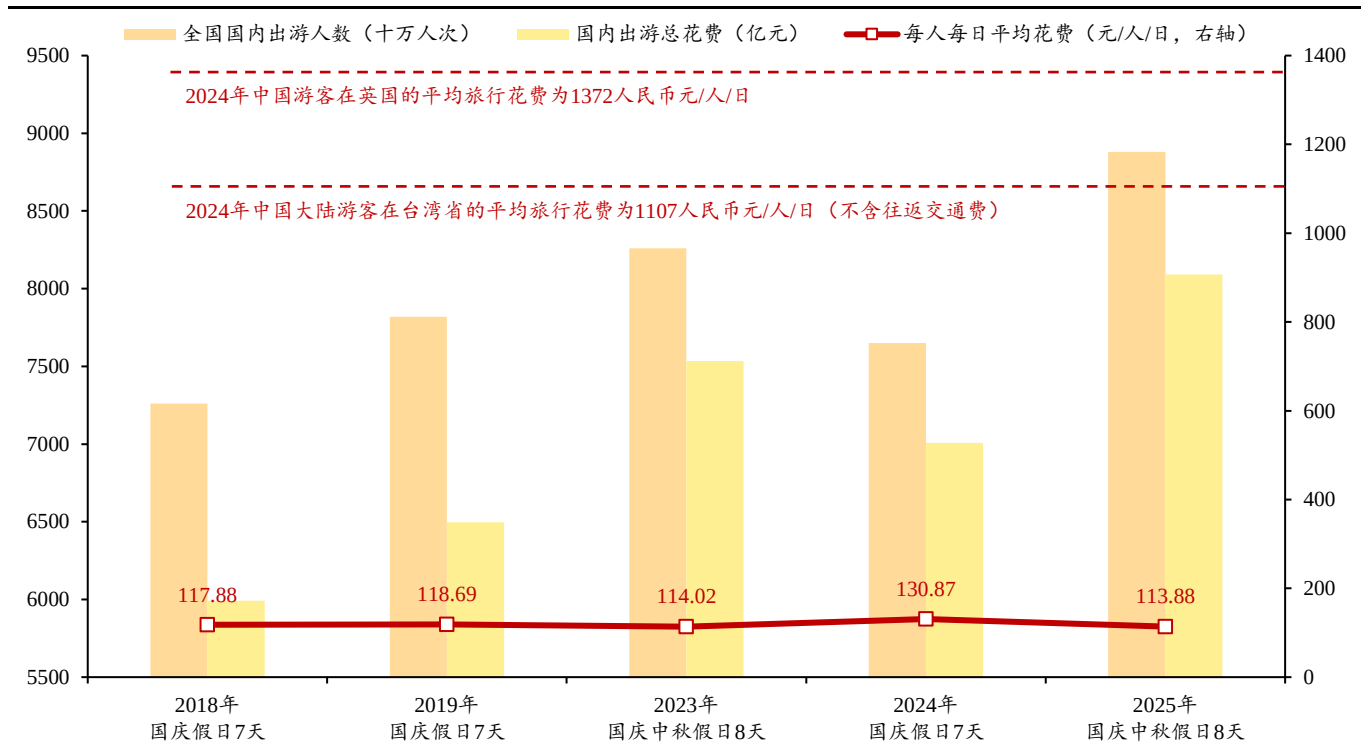
2. 作对比：优质供给不足限制了国内文旅消费需求的充分释放

大陆游客在海外旅行的人均日支出远超国内，主要原因可能是国内优质文旅消费供给不足。以国庆中秋假日为观察样本，自 2018 年至 2025 年，全国国内出游的总花费增长约 35%，但每人每日平均花费下降约 3.4%，国内出游呈现“以价换量”趋势。与之相比，2024 年，大陆游客在英国、中国台湾的平均旅行花费分别为每人每日 1372 元、1107 元，约是国内出游平均花费的 10 倍以上。考虑到，大陆游客的购物支出占比远超其他国家或地区的游客，特别是“鞋服包包、美妆香水”等可选消费品吸引了较多大陆游客购买，因此国内优质文旅消费供给不足可能限制了相关需求的充分释放。

2.1. 大陆游客在海外旅行的人均日支出约是国内的 10 倍

以国庆中秋假日为观察样本，近年国内出游呈现“以价换量”趋势，但大陆游客在海外旅行的人均日支出远高于国内出游的对应水平。以国庆中秋假日为观察样本，自 2018 年至 2025 年，全国国内出游的总花费整体呈增长趋势，2025 年较 2018 年增长约 35%。但从每人每日平均花费看，2025 年该数值仅为 113.88 元，同比下降 13.0%，较 2018 年下降 3.4%，近年国内出游呈现“以价换量”趋势。但从大陆游客在海外旅行的人均日支出看，2024 年大陆游客在英国的平均旅行花费为每人每日 1372 元、在台湾省的平均旅行花费为每人每日 1107 元（不含往返交通费），大陆游客在海外的人均日旅行支出约是国内出游平均花费的 10 倍以上。

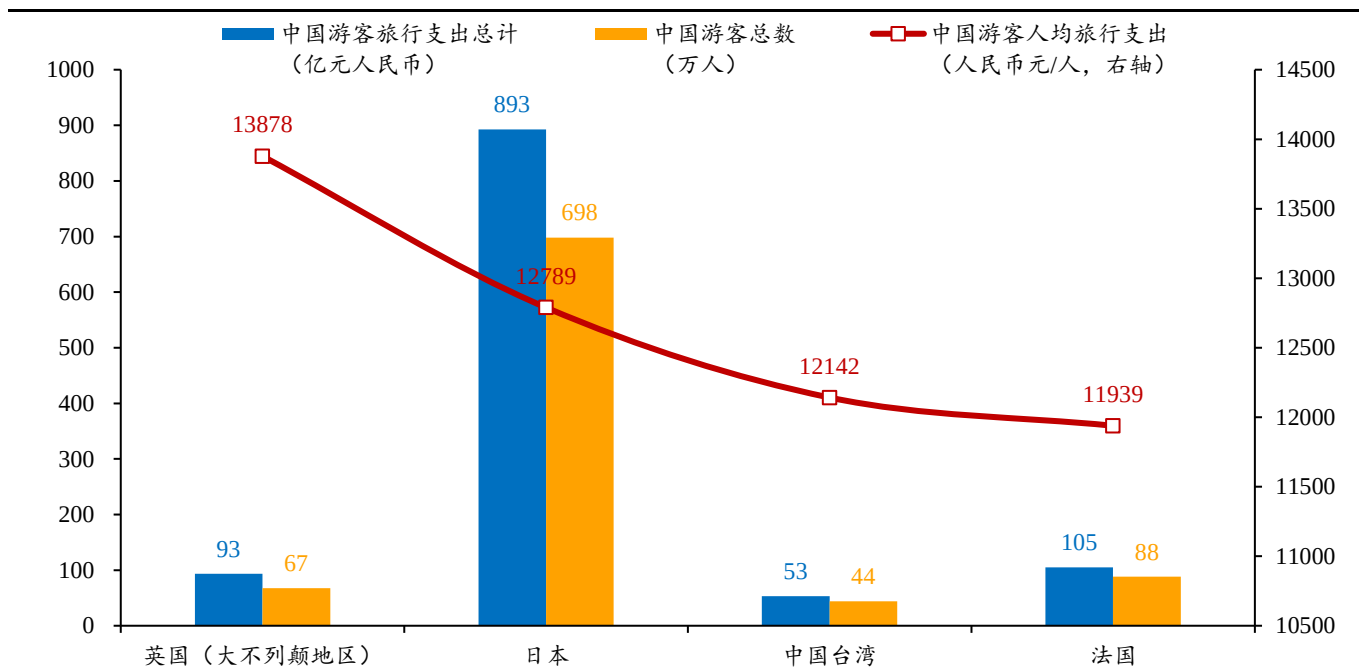
图5：2024 年大陆游客在海外旅行的人均日支出远高于国庆中秋假日的国内出游人均日花费



数据来源：中央政府网，英国国家统计局，中国台湾省交通部观光署，东吴证券研究所

注：中国游客在英国的平均旅行花费仅统计在英停留时间介于 1 至 90 日的游客。

图6：2024 年，中国游客海外旅行的人均支出或超过 1 万元

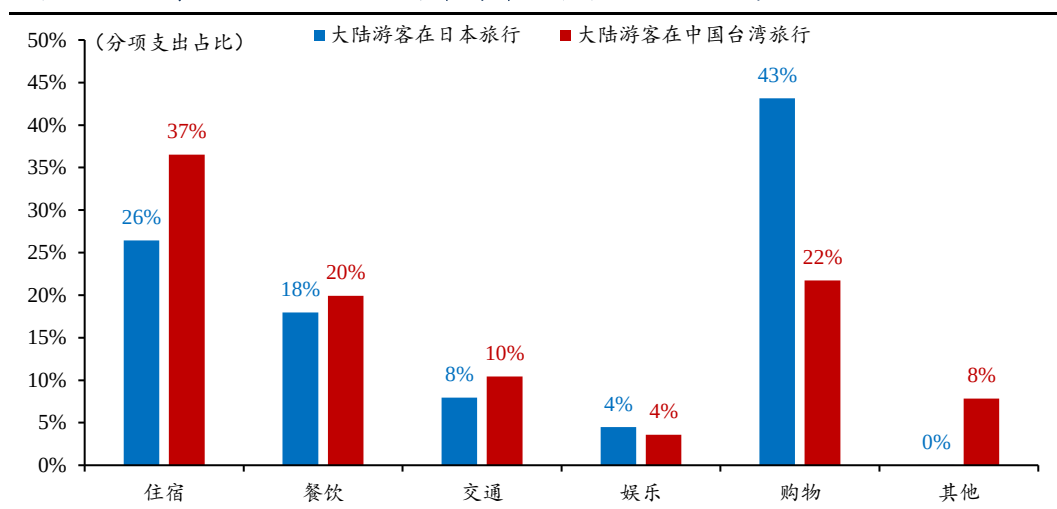


数据来源：英国国家统计局，日本国家旅游局，中国台湾交通部观光署，法国旅游发展署，东吴证券研究所

2.2. 与其他游客相比，大陆游客用于购物的支出占比明显偏高

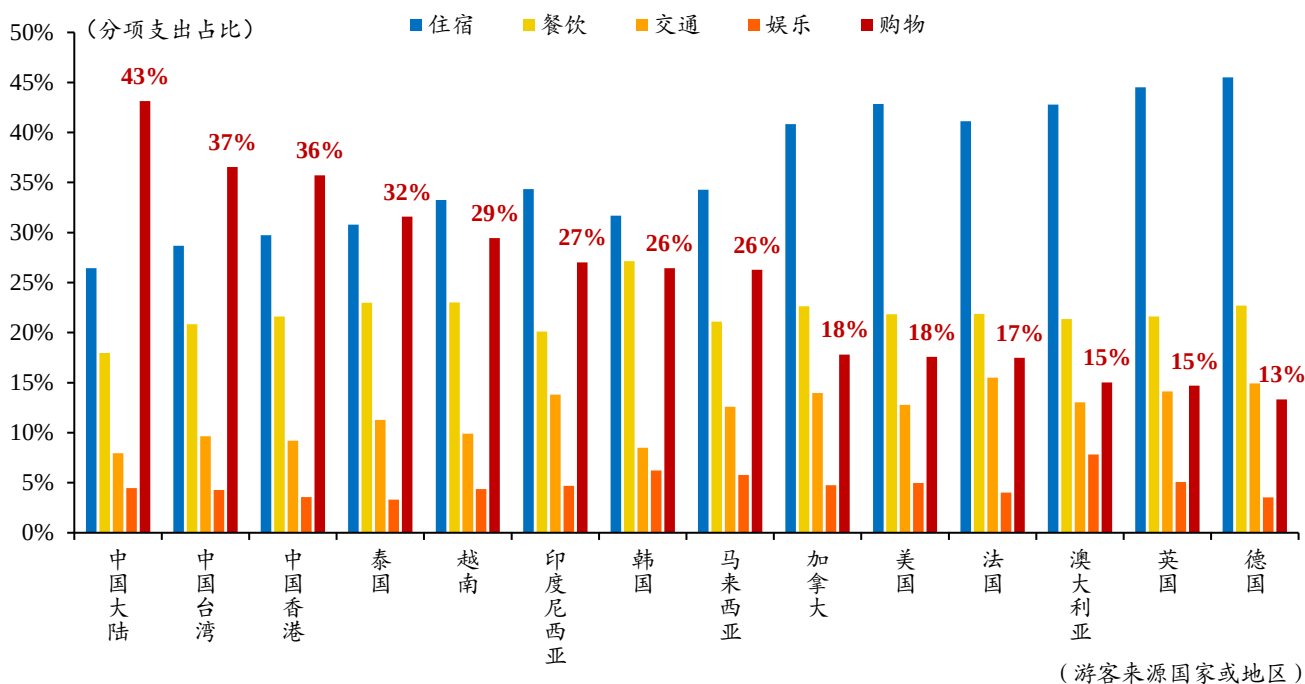
从大陆游客在海外旅行的支出方向看，住宿、餐饮、购物是三大主要领域，尤其是与其他国家或地区的游客相比，大陆游客用于购物的支出占比明显偏高。2024 年，无论是在日本还是在中国台湾，大陆游客在住宿、餐饮、购物三大领域的支出占比均接近甚至超过 80%。其中，大陆游客在日本、中国台湾旅行时，分别有 43%、22% 的支出用于购物，这一比例明显高于其他国家或地区的游客。

图7：住宿、餐饮、购物是大陆游客在海外旅行的三大支出领域



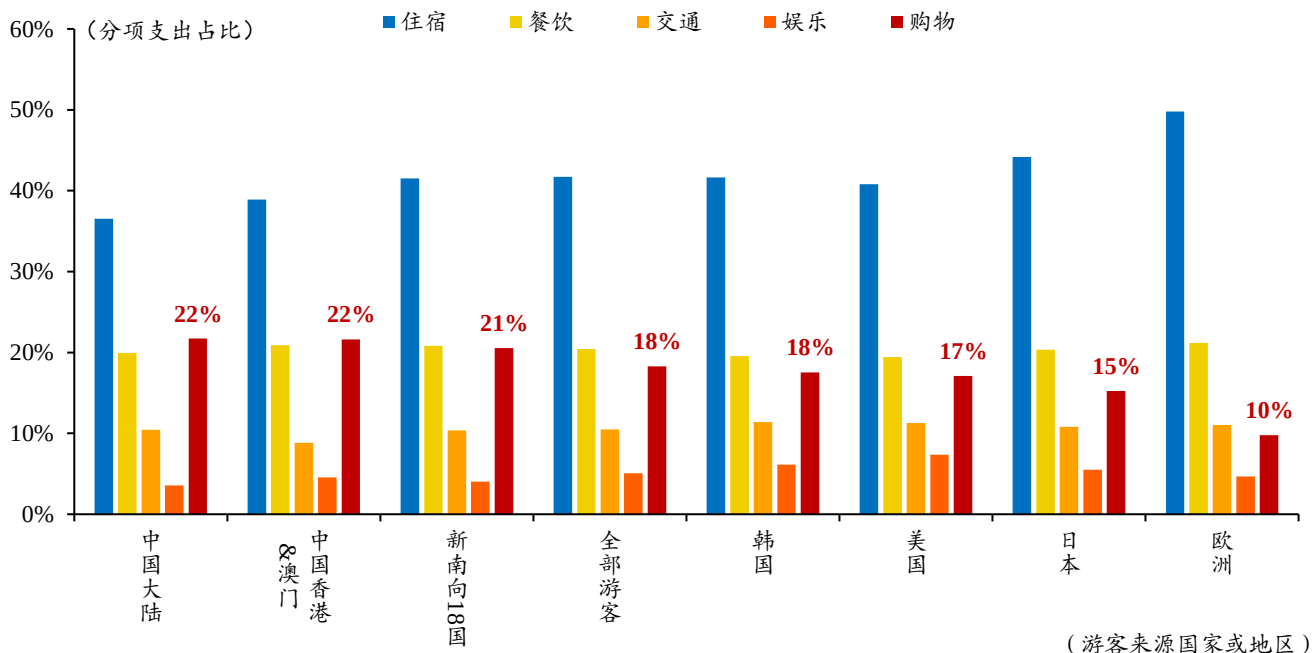
数据来源：日本国家旅游局，中国台湾交通部观光署，东吴证券研究所

图8：2024 年，在日本接待的国外游客中，中国大陆游客的购物支出占比最高，达 43%



数据来源：日本国家旅游局，东吴证券研究所

图9：2024 年，在中国台湾接待的游客中，中国大陆及港澳游客的购物支出占比最高



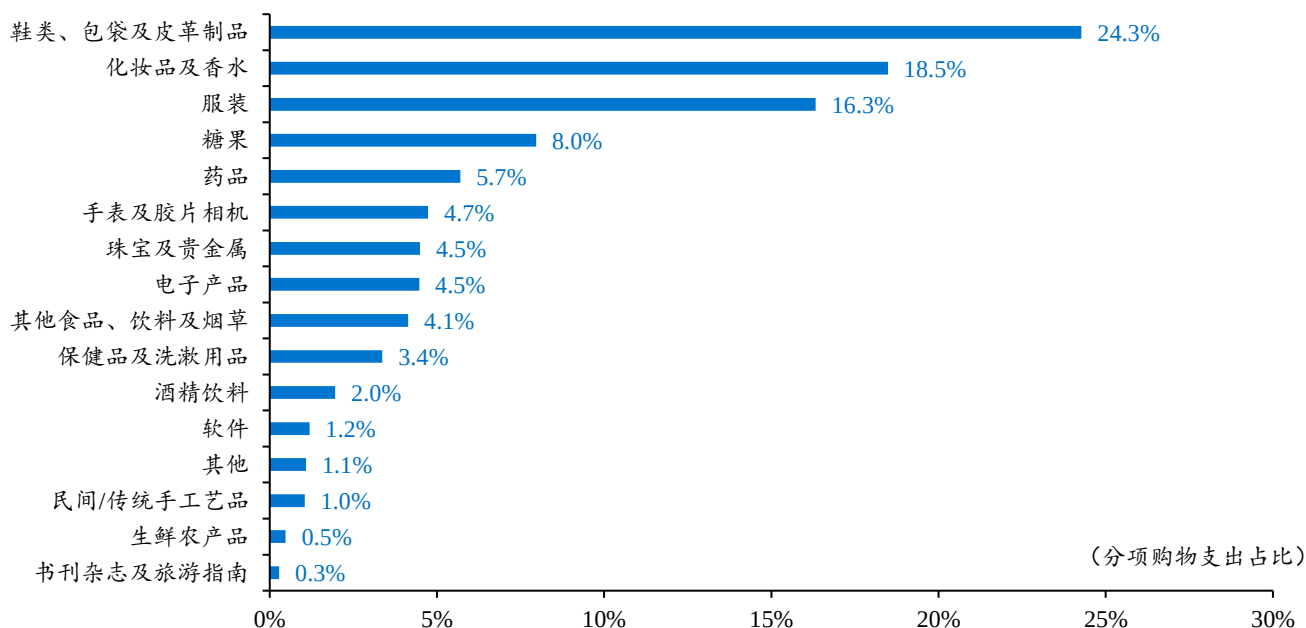
数据来源：中国台湾交通部观光署，东吴证券研究所

注：“新南向18国”包括东盟十国、南亚六国、澳大利亚、新西兰。

2.3. 中国大陆游客海外购物的最爱——“鞋服包包、美妆香水”

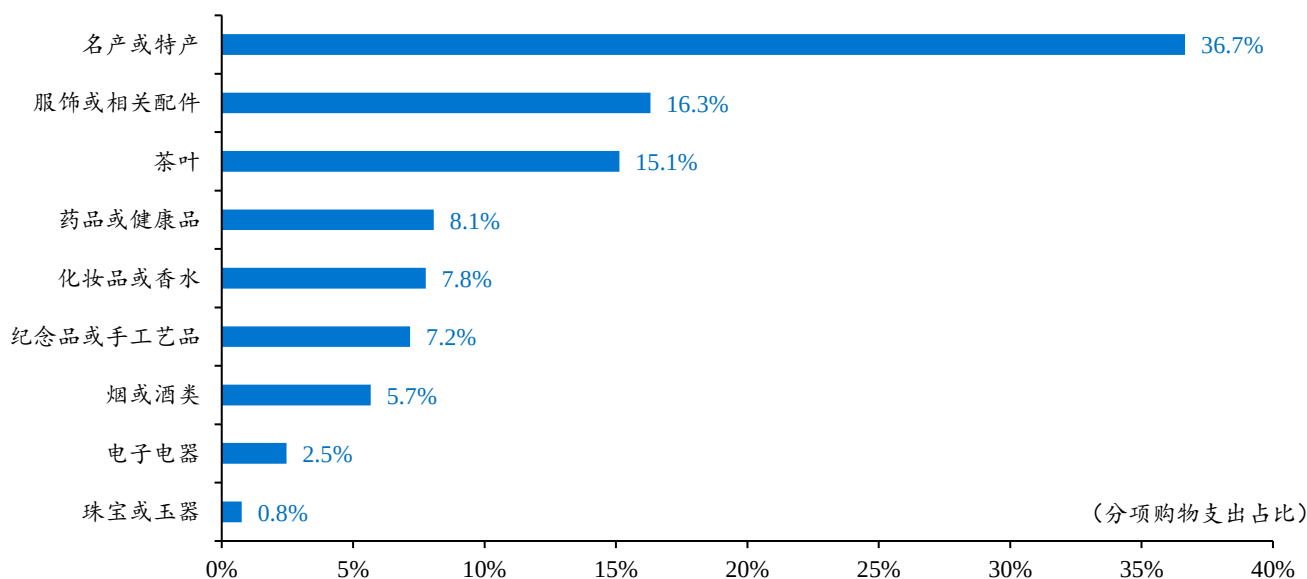
从大陆游客在海外购物的商品类型看，以“鞋服包包、美妆香水”为代表的可选消费品最受青睐。2024 年，大陆游客在日本的购物支出约 6 成流向服装、化妆品及香水、鞋类包袋及皮革制品 3 类商品；同年，大陆游客在中国台湾的购物支出约 7 成流向当地名产特产（含茶叶）、服饰或相关配件。

图10：“鞋服包包、美妆香水”贡献了大陆游客在日本购物支出的 60%左右



数据来源：日本国家旅游局，东吴证券研究所

图11：大陆游客在中国台湾的购物支出约 70%花费于地方特产、服饰及配件



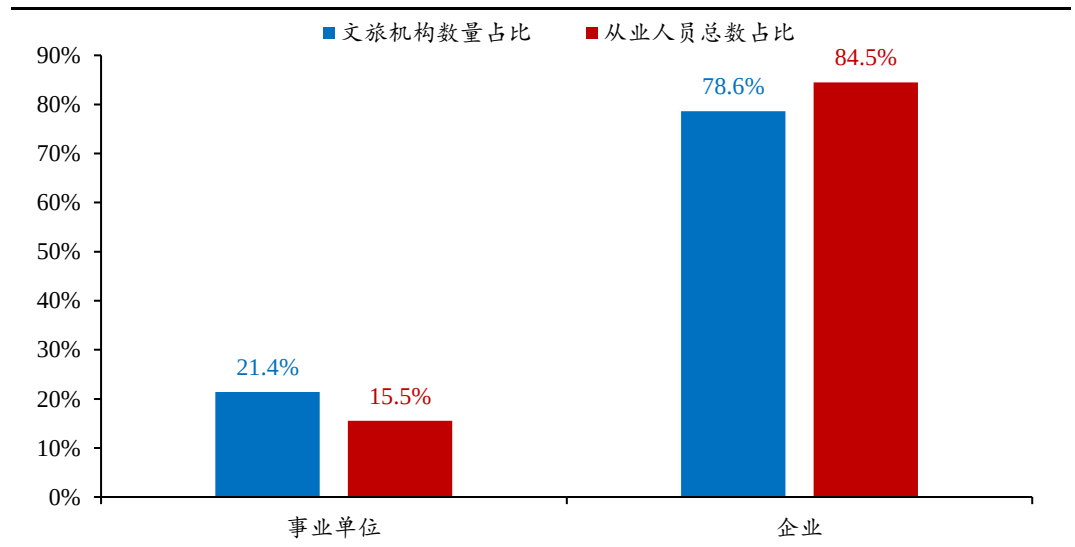
数据来源：中国台湾交通部观光署，东吴证券研究所

3. 辨原因：国内需要打造更多经典文化 IP 进而提高投资回报

3.1. 从表面看，国内文旅业需要在供给端加大市场化开发力度

从表面看，提高市场化企业的参与程度有助于增加国内文旅业的优质供给。2023 年，国内文旅机构共有 30.4 万家，其中事业单位约有 6.5 万家，占比达 **21.4%**；国内文旅行业从业人员总数约为 448 万人，其中事业单位从业人员总数约为 69.5 万人，占比达 **15.5%**。如果未来能够加大文旅资源的市场化开发力度，由更多市场化经营的企业主导文旅资源的规划开发、经营管理；那么一方面，引入多元资本能够为国内文旅投资提供更多资金支持，保障优质文旅资源的开发投入与价值挖掘，另一方面，部分企业在品牌建设、宣传推广、游客服务等方面已经积累了较为丰富的管理经验，良性的市场竞争有助于推动文旅业综合服务体系从“单一观光”向“多元体验”转变，从而进一步延长文旅消费的产业链，改善行业整体盈利能力。

图12：目前，非市场化机构在国内文旅机构中的占比仍相对较高



数据来源：中国文旅部，东吴证券研究所

3.2. 从根本看，国内需要打造更多经典文化 IP

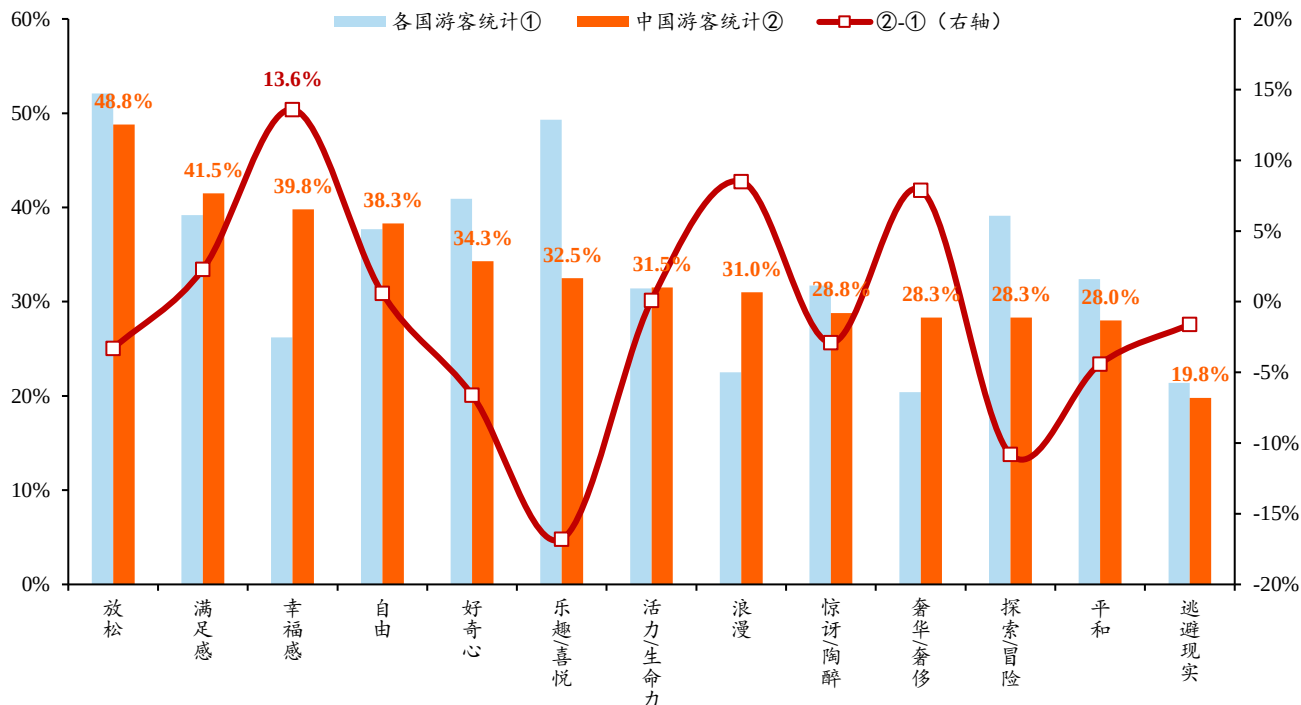
近年来，大陆游客在海外的旅行支出持续、大幅高于国内，如此反映出国内文旅供给尚未完全满足游客需求。细分来看，幸福感是大陆游客亟需被满足的情感需求，而体验文旅活动则是提升游客幸福感的必要路径。数据表明，与其他国际或地区的游客相比，大陆游客对“文化附加值要求较高”的漫展等流动文化活动/展览、逛人气角色等 IP 周边商店明显更加青睐。因此，打造更多经典文化 IP 才是提高国内优质文旅供给的根本方法。

3.2.1. 大陆游客热衷体验文化底蕴相对浓厚、易于获得幸福感的活动

参考大阪观光局对 7200 名外国游客的调查统计，“放松”是各国游客最想通过海外旅行获得的心情，中国大陆游客也不例外。但在各国游客中，希望通过海外旅行获得“幸福感”的比例仅为 26.2%，而中国大陆游客希望通过海外旅行获得“幸福感”的比例高达 **39.8%**，较各国游客的平均水平高出约 **13.6 个百分点**。体验文旅活动则是提升游客幸福感的必要路径，从具体项目看，在①参加漫展等流行文化活动或展览、②逛能买到人气角色等 IP 周边的店铺两大项目领域，中国游客的需求高出各国游客的平均值 **12 至 15 个百分点**，上述活动的共同特征在于需要相对较高的文化附加值。

图13：幸福感是中国游客亟需被满足的情感需求

（不同游客希望从海外旅行中获得的情感需求占比）



数据来源：大阪观光局，东吴证券研究所

表1：在文化附加值较高的项目上，中国游客的体验需求明显高于其他国际游客

想体验的文旅项目	①排名	各国游客统计①	②排名	中国游客统计②	②-①
参加漫展等流行文化活动或展览	29	20.3%	12	35.0%	14.7%
逛能买到人气角色等 IP 周边的店铺	25	21.8%	18	33.8%	12.0%
体验乡村生活	18	24.0%	9	35.8%	11.8%
享受钓鱼等户外活动	27	21.3%	25	33.0%	11.7%
挑战蹦极等极限运动	30	18.4%	30	29.8%	11.4%
观看体育赛事	24	22.2%	20	33.5%	11.3%
逛复古店、古着店	26	21.6%	27	32.8%	11.2%
探访电影/电视剧/动漫的取景地、故事发生地	20	23.6%	13	34.8%	11.2%
参加烹饪体验活动、料理课程	28	20.8%	29	31.8%	11.0%
参与文化体验（如书法、陶艺、插花、茶道）	22	22.6%	23	33.3%	10.7%
享受深夜博物馆和特别活动	12	26.8%	7	37.5%	10.7%
在大自然中徒步旅行	10	27.8%	5	38.3%	10.5%
观看戏剧、歌剧、芭蕾、音乐剧演出	21	23.1%	20	33.5%	10.4%
享受皮划艇、漂流等水上活动	23	22.5%	27	32.8%	10.3%
参观葡萄酒庄、清酒厂和食品工厂	15	25.6%	9	35.8%	10.2%
在著名购物街、大型购物中心享受购物乐趣	9	28.7%	4	38.5%	9.8%
探访主题咖啡馆、快闪店	19	23.8%	20	33.5%	9.7%
酒吧/夜总会娱乐	16	24.7%	18	33.8%	9.1%
观看音乐会或 Live House 演出	17	24.4%	23	33.3%	8.9%
在高级餐厅享受丰盛餐饮	13	26.5%	13	34.8%	8.3%
参加当地节日活动	11	27.6%	17	34.3%	6.7%
参加导游团	14	26.4%	25	33.0%	6.6%
在餐厅/小吃摊享受夜宵	5	32.0%	5	38.3%	6.3%
游览当地传统市场、手工艺品店	7	31.0%	11	35.3%	4.3%
欣赏灯光秀、夜景	8	30.9%	13	34.8%	3.9%
参观博物馆、画廊	6	31.2%	13	34.8%	3.6%
参观历史建筑	3	38.6%	1	40.8%	2.2%
品尝街头美食	4	35.2%	8	36.0%	0.8%
游览著名旅行景点	2	39.8%	2	39.3%	-0.5%
品尝当地特色美食、饮品	1	41.2%	2	39.3%	-1.9%

数据来源：大阪观光局，东吴证券研究所

3.2.2. 经典文化 IP 明显有助于长期提高游客的文旅消费支出

在人造景区方面，迪士尼是依托经典文化 IP 构建商业帝国的典型案例。例如，在 2025 财年，东京迪士尼度假区的运营主体——OLC Group 仅有 42% 的盈利来自景点及演出收入，而周边商品销售、酒店餐饮服务对盈利的贡献则超过 52%。从根源看，庞大的文化 IP 帝国奠定了迪士尼乐园每年能够吸引无数游客的基石。在海外媒体 2024 年统计的 17 个全球顶级 IP 中，多达 6 个 IP 由迪士尼拥有版权或商业化权力，其中小熊维尼、米老鼠、星球大战等经典 IP 已深深烙印在美国文化历史中，每个 IP 的累计特许经

营权收入均已突破 700 亿美元。

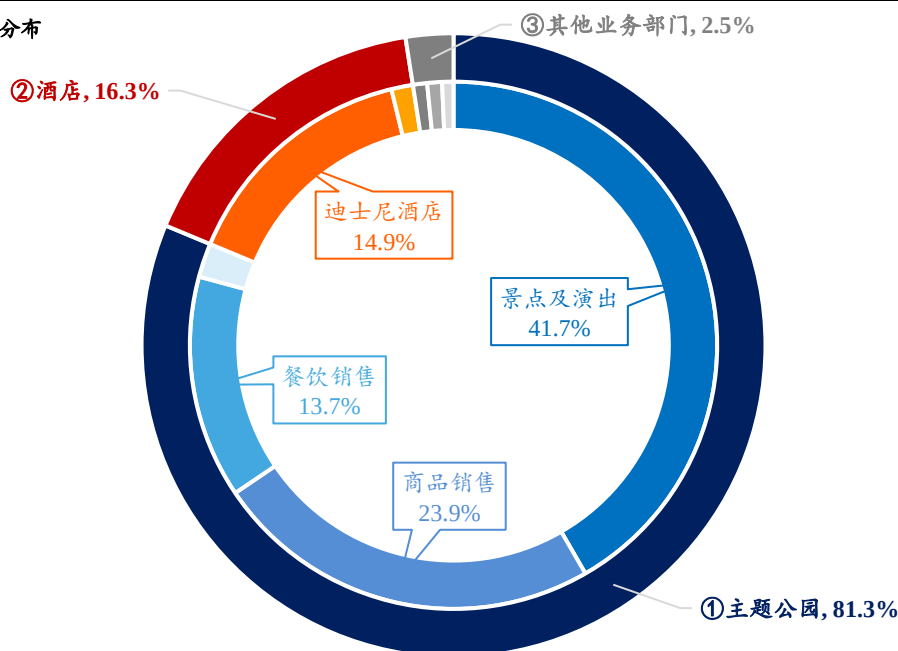
图14：强大的 IP 护城河奠定了迪士尼商业帝国的基石



数据来源：迪士尼，东吴证券研究所

图15：以东京迪士尼度假区为例，门票等基础性收入仅贡献公司盈利的四成左右

2025财年公司盈利来源分布

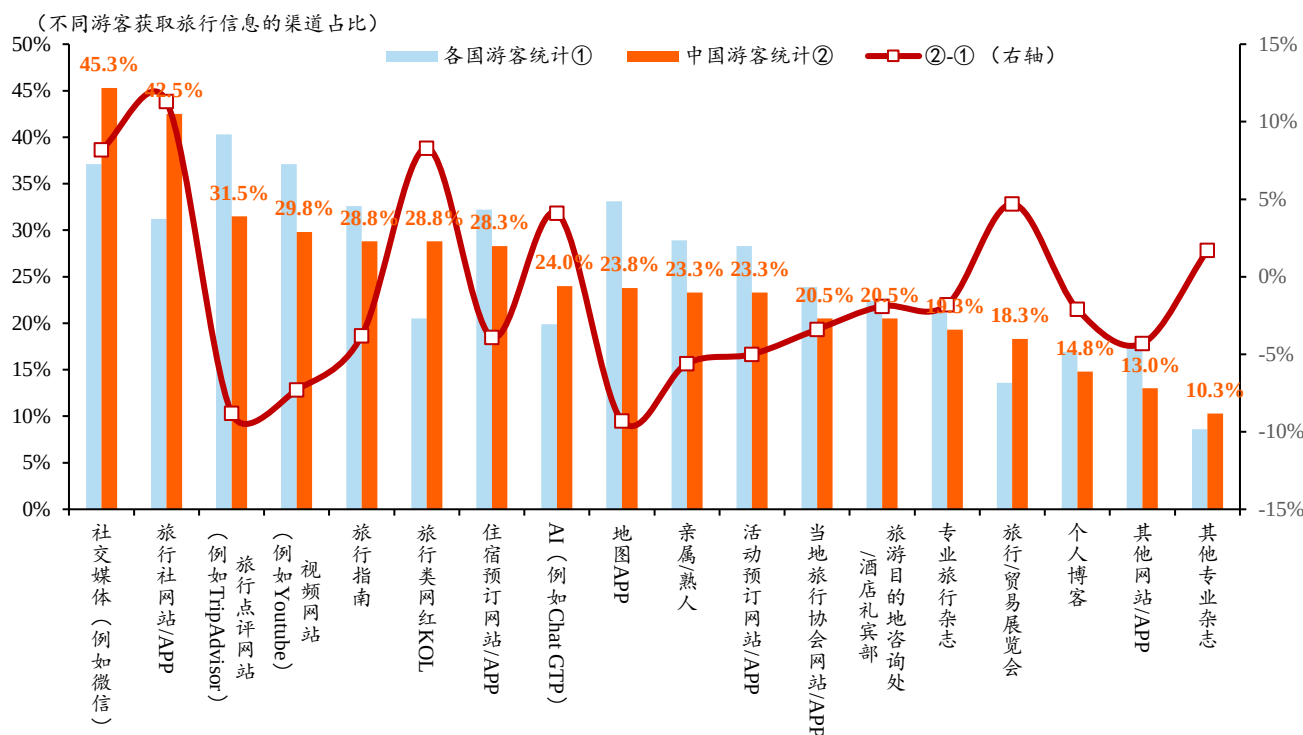


数据来源：OLC Group 官网，东吴证券研究所

在自然景区方面，《权力的游戏》、《指环王》等经典影视作品持续、显著提高了取景地对全球游客的吸引力。举例而言，作为收视数据表现亮眼、斩获多项国际奖项的现象级剧集，2011年首播、2019年收官的《权力的游戏》显著提高了剧中“君临城”的取景地——克罗地亚杜布罗夫尼克市（Dubrovnik）的旅游吸引力。数据表明，仅在2012年至2015年剧集拍摄过程中，便有多达24万名游客因喜爱《权力的游戏》而到访这座城市，进而为当地贡献了约1.26亿欧元（同期约合人民币9.6亿元）的旅游收入。即使在剧集收官5年后，2024年剧中“弥林城”的取景地所吸引的游客人数仍超过10万人，远超剧集开拍之前每年不足1万人的游客人数，同时相关门票价格也大幅上涨了约10倍。事实上，经典影视作品带动取景地、故事发生地的文旅需求很可能持续更长时间，例如，仅在2019年，《指环王》旅行线路便为新西兰贡献了超过3.5亿欧元（当年约合人民币27.2亿元）的旅游收入，考虑到《指环王》电影三部曲早在2003年便已收官，因此经典文化IP拉动相关地区文旅吸引力持续、显著提升的能力不容小觑。

值得关注的是，在推广文化IP时，与动辄超过一亿美元的史诗级美剧制作成本相比，其他一些成本相对低廉的推广渠道也值得关注。据统计，2024年，超过40%的大陆游客选择通过社交媒体、过往游客点评两大主要渠道获取旅行信息，通过独具特色的文旅消费供给赢得“免费水军”在社交媒体的自发宣传推广，文化IP的打造也能以相对低廉的成本取得不俗的传播效果。

图16：影视宣传并非推广文化 IP 的唯一路径，社交媒体也能有效促进文化 IP 的传播



数据来源：大阪观光局，东吴证券研究所

作为一种传递思想、符号和生活方式的消费品，文化 IP 最能迎合未来国内游客的文旅需求，但目前在全球顶级文化 IP 中，中国品牌数量依然较少，未来国内仍需持续努力。伴随受教育水平更高、受全球化影响更深、自我表达诉求更加明确的 80 后、90 后乃至 00 后年轻人逐步成为中国文旅消费的主力军，文化 IP 作为一种传递思想、符号和生活方式的消费品，大概率将成为国内游客最看重的文旅资源。然而，在 2024 年海外媒体按照媒体特许经营收入排名的前 15 大 IP 中，绝大多数 IP 来自日本或美国，中国品牌暂时无一入围。与我国深厚的传统文化积淀相比，目前我国享誉全球的顶级文化 IP 依然数量偏少。因此，只有不断打造更多、更好的中国文化 IP，国内文旅行业才能更好地顺应行业发展方向，扭转当下投资规模大但回报不高的窘境。

图17：目前，商业价值巨大的全球顶级文化 IP 基本均来自日本或美国



数据来源：Visual Capitalist，东吴证券研究所

4. 风险提示

（1）部分海外国家或地区统计的中国游客支出数据未明确区分中国大陆、中国港澳台游客，进而可能导致分析不准。

（2）对比国内旅游数据、大陆游客在海外旅行支出数据可能忽视了不同群体可支配收入差异较大的影响。

（3）对中国文旅投资回报率为什么不高、如何提高国内优质文旅消费供给的分析可能不够全面。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>