

603402.SH

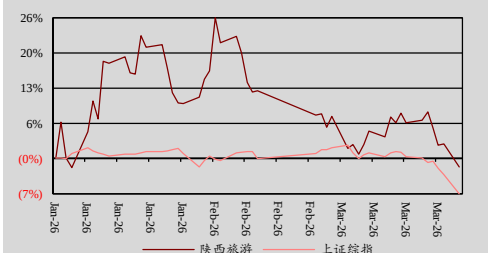
买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 129.80

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.7)	(12.6)		
相对上证综指	3.6	(6.0)		

发行股数 (百万)	77.33
流通股 (百万)	19.33
总市值 (人民币 百万)	10,037.87
3个月日均交易额 (人民币 百万)	464.45
主要股东持股比例 (%)	
陕西旅游集团有限公司	35.69

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 3 月 23 日收市价为标准

陕西旅游

国资赋能+优质运营，共筑高盈利文旅龙头

陕西旅游依托华清宫和华山核心旅游资源，背靠陕西省国资委，旅游演艺及索道业务经营稳健，盈利能力优越，上市募投项目有序落地有望增厚业绩打开成长空间，首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 背靠陕西国资委，文旅资源优质丰富。公司集演艺、索道、旅游餐饮业务为一体，依托华清宫、华山等稀缺的优质旅游资源，打造景区+文化旅游的优质目的地。背靠陕西省国资委，享受国资和大股东的文旅资源赋能。疫后公司抓住市场机遇扩充产能，主业快速复苏，23 年营收和业绩分别达到 19 年的 1.7 和 2.9 倍，25 年短暂受到异常天气的冲击，25Q1-3 公司的营收为 8.89 亿元，同比-18.80%；归母净利润为 3.69 亿元，同比-26.93%。
- 文旅出行景气度高，索道演艺商业模式优越。近年来文旅出行和服务消费的利好政策频出，国内文旅市场景气度较高，陕西省表现更为强劲，且入境游亮点频出，有望贡献新的增长点。景区业务中，索道业务“现金牛”特征显著，经营杠杆高，乘索刚性导致盈利水平可观，多数上市公司的索道业务毛利率高达 80%。演艺业务整体市场增长稳健，行业格局相对稳固，头部项目盈利强劲，但行业表现分化，运营能力成为制胜关键。
- 演艺索道双核驱动，募投项目有望打开成长空间。演艺和索道业务贡献主要营收和业绩。1) 演艺：标杆 IP《长恨歌》历久弥新，演艺产品矩阵持续丰富。《长恨歌》为公司旗下标杆演艺项目，贡献演艺业务 9 成以上收入，项目凭借卡位优势、精细运营以及租金成本优势，上座率长期在 80% 以上，毛利率同样超过 80%。其他演艺项目收入体量较小，《12.12》增长迅速，《泰山烽火》仍在爬坡期。2) 索道：华山西峰索道为支柱项目，乘索率与客流双升。华山攀爬难度高，西峰索道近年乘索率持续超 100%，贡献索道客运业务 8 成以上收入和毛利；少华山奥吉沟索道、华威滑道及瓮峪公路项目规模较小，盈利能力仍然可观。3) 募投项目：公司募投项目聚焦在演艺和索道主业，包括股权资产收购和供给升级建设项目，有望进一步优化业务布局、提升承载能力，打开长期成长空间，增厚公司业绩。

估值

- 公司依托华清宫和华山核心旅游资源，背靠陕西省国资委，演艺及索道业务经营稳健，盈利能力优越，上市募投项目有序落地有望增厚业绩打开成长空间。我们预测 2025-2027 年公司归母净利润为 4.27/5.28/5.86 亿元，对应 PE 为 23.5/19.0/17.1 倍，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济波动风险、新项目落地进度不及预期、极端天气影响经营。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	1,088	1,263	1,081	1,259	1,381
增长率(%)	369.3	16.0	(14.4)	16.4	9.7
EBITDA(人民币 百万)	714	824	691	839	929
归母净利润(人民币 百万)	427	512	427	528	586
增长率(%)	(693.1)	19.7	(16.5)	23.5	11.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	5.53	6.62	5.52	6.82	7.57
市盈率(倍)	23.5	19.6	23.5	19.0	17.1
市净率(倍)	17.9	9.4	6.7	4.9	3.8
EV/EBITDA(倍)	(0.1)	(0.7)	9.4	9.8	8.1
每股股息 (人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：旅游及景区

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

证券分析师：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524080001

目录

陕西旅游：背靠陕西国资委，文旅资源优质丰富	5
公司简介：依托稀缺旅游资源，打造多元文旅业务.....	5
股权结构：背靠陕西国资委，赋能文旅业务发展	5
财务表现：营收规模快速增长，盈利水平保持高位.....	6
行业概览：文旅出行景气度高，索道演艺商业模式优越.....	9
文旅行业：政策端利好频出，需求端景气度高企	9
索道业务：“现金牛”特征显著，高盈利与高确定性构筑安全垫.....	11
演艺业务：演艺市场趋势向好，项目运营表现分化.....	11
公司业务：演艺索道双核驱动，募投项目有望打开成长空间	14
旅游演艺：标杆 IP《长恨歌》历久弥新，演艺产品矩阵持续丰富	14
旅游交通：华山西峰索道为支柱项目，乘索率与客流双升	17
募资投向：聚焦主业深化布局，有望增厚业绩打开成长空间	19
盈利预测及投资建议	21
盈利预测.....	21
投资建议.....	21
风险提示.....	23

图表目录

股价表现	1
投资摘要	1
图表 1.公司主营业务	5
图表 2.公司股权结构（截至 2026 年 3 月）	6
图表 3.陕旅集团旗下部分文旅产业布局	6
图表 4.公司营业收入及同比增速	6
图表 5.公司归母净利润及同比增速	6
图表 6.公司各主营业务营收	7
图表 7.公司主营业务营收结构	7
图表 8.公司各主营业务毛利	7
图表 9.公司各主营业务毛利率	7
图表 10.公司毛利率及净利率水平	8
图表 11.公司期间费用率水平	8
图表 12.服务消费相关政策	9
图表 13. 2015-2025 国内旅游人数及增速	10
图表 14. 2015-2025 国内旅游收入及增速	10
图表 15. 2015-2025 陕西省接待国内游客人数及增速	10
图表 16. 2015-2025 陕西省旅游收入及增速	10
图表 17.入境游人次及收入	10
图表 18. 2019 及 2024 上市公司索道业务毛利率水平	11
图表 19. 2019 及 2024 索道子公司净利率水平	11
图表 20. 2021-2025 我国演出场次及增速	12
图表 21. 2019-2025 我国演出票房收入及增速	12
图表 22. 2021-2025 我国旅游演出场次及增速	12
图表 23. 2019-2025 我国旅游演出票房收入及增速	12
图表 24. 我国知名旅游演艺项目梳理	13
图表 25. 宋城演艺及印象丽江项目毛利率水平	13
图表 26.公司旅游演艺各项目营收状况	14
图表 27.公司旅游演艺及各项目毛利率水平	14
图表 28.《长恨歌》演出场次及上座率	15
图表 29.《长恨歌》购票人次及客单价	15
图表 30.各景区及演艺项目购票人次	15
图表 31.西安部分旅游演艺项目简介	16
图表 32.公司各剧目单场价格	16
图表 33.《12.12》购票人次及上座率	17
图表 34.《泰山烽火》购票人次及上座率	17

图表 35.华山西峰索道和北峰索道对比	17
图表 36.西峰和北峰索道客流及乘索率对比	18
图表 37.西峰索道和北峰索道营收及客单价对比.....	18
图表 38.西峰索道营收和毛利水平.....	18
图表 39.西峰索道客流及乘索率.....	18
图表 40.少华山奥吉沟索道营收和毛利水平	19
图表 41.华威滑道营收和毛利水平.....	19
图表 42.瓮峪公路营收和毛利水平.....	19
图表 43.华威滑道和少华山奥吉沟索道客流量.....	19
图表 44.募投项目介绍（亿元）	19
图表 45.建设类项目投运后净利润测算（万元）	20
图表 46.公司收购项目 24 年营收及利润	20
图表 47.主营业务营收及毛利预测（百万元）	21
图表 48.可比公司估值状况（截至 2026.3.23）	22
利润表(人民币 百万).....	24
现金流量表(人民币 百万).....	24
财务指标	24
资产负债表(人民币 百万).....	24

陕西旅游：背靠陕西国资委，文旅资源优质丰富

公司简介：依托稀缺旅游资源，打造多元文旅业务

公司业务集演艺、索道、旅游餐饮为一体，依托华清宫、华山等稀缺的优质旅游资源，打造景区+文化旅游的优质目的地。旅游演艺业务方面，公司打造了中国首部大型实景历史舞剧《长恨歌》、大型实景影画《12·12 西安事变》、大型红色实景演艺《泰山烽火》等优质旅游演艺作品；旅游索道业务方面，公司于华山景区建设和运营了西峰索道及华威滑道，西峰索道拥有世界顶尖的索道建设技术及国内领先的运营能力，于陕西省少华山国家森林公园运营了奥吉沟索道；旅游餐饮业务方面，公司下属剧院式餐厅唐乐宫以“仿唐歌舞+宫廷晚宴”为特色经营模式，是陕西省对外文化推广的重要窗口，被誉为“东方红磨坊”。

图表 1.公司主营业务

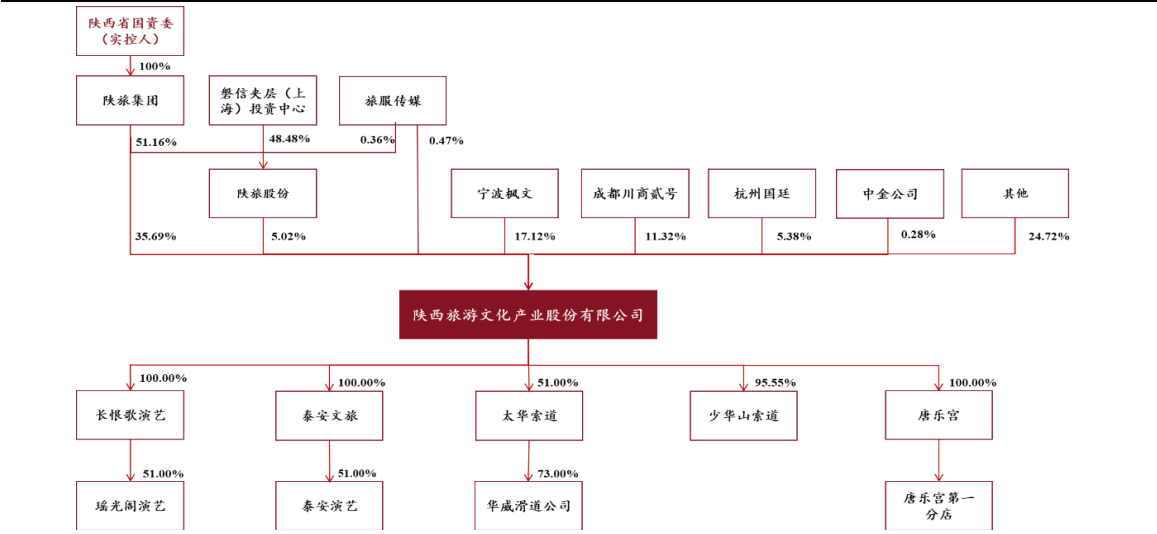


资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

股权结构：背靠陕西国资委，赋能文旅业务发展

实控人为陕西国资委，有望赋能文旅主业发展。上市后陕旅集团对公司直接持股 35.69%，并通过陕旅股份间接持股 5.02%，为公司的控股股东，陕西省国资委为公司的实际控制人。陕旅集团的核心业务包括旅游文化、旅游服务、旅游综合体、旅游科技、旅游投资和金融、体育产业等，是国内品类最齐全、产业链条最完整的旅游企业之一，大股东旗下丰富的文旅产业资源，后续有望持续赋能上市公司的发展。

图表 2.公司股权结构（截至 2026 年 3 月）



资料来源：陕西旅游招股说明书，Wind，中银证券

图表 3.陕旅集团旗下部分文旅产业布局

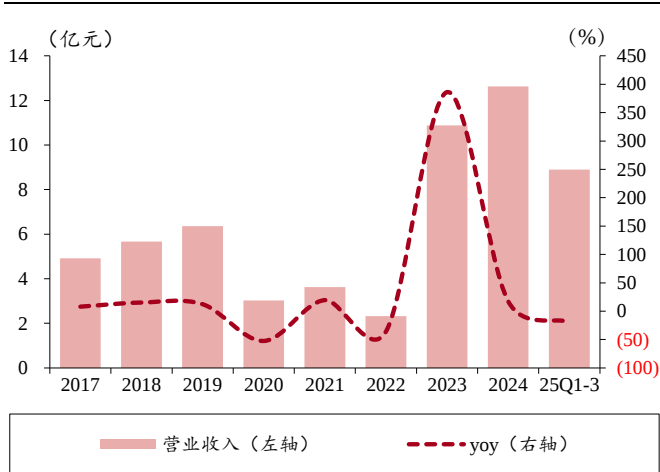
类别	具体项目
5A 级景区	华清宫、黄河壶口瀑布旅游区（陕西侧）、延川黄河乾坤湾景区
4A 级景区	少华山、白鹿原影视城、中国·周原、诸葛古镇等十二大景区
演艺	《长恨歌》《丝路之声》《延安保育院》《延安十三年》《12·12》《红色娘子军》 《黑娃演义》等 20 余台大型实景演艺
索道	华山西峰索道、延川乾坤湾索道、少华山索道等 7 条景区客运索道
文旅商综合体	金旅城 四海唐人街、金旅城 体育之窗

资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

财务表现：营收规模快速增长，盈利水平保持高位

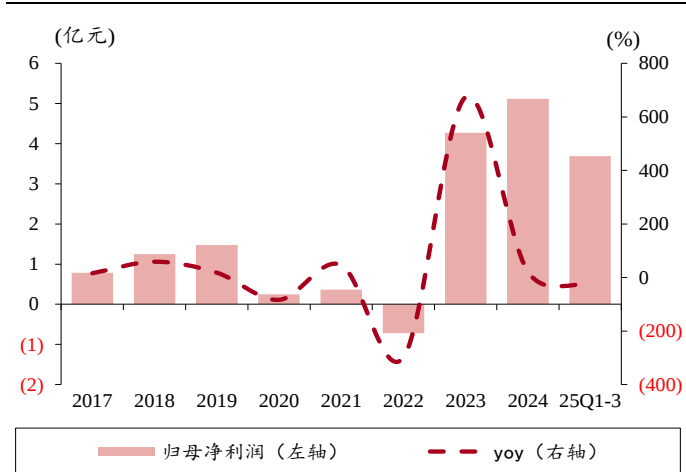
产能扩充和有效推广，疫后营收和业绩实现快速增长。23 年以来，随着国内文旅市场复苏，公司积极抓住外部环境的有利变化，核心业务产能快速扩充，并加大推广力度，营收实现快速增长，规模效应下业绩增速更高，23 年公司的营收和业绩分别达到 19 年的 1.7 倍和 2.9 倍。25 年文旅市场逐步进入平稳发展的新阶段，在高基数以及陕西省极端天气影响下，景区接待游客人次及转化均受到冲击，营收和业绩短暂受挫。23-25Q1-3 公司的营收分别为 10.88、12.63、8.89 亿元，同比分别+386.05%、+17.86%、-18.80%；实现归母净利润 4.27、5.12、3.69 亿元，同比分别+674.39%、+22.34%、-26.93%。

图表 4.公司营业收入及同比增速



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

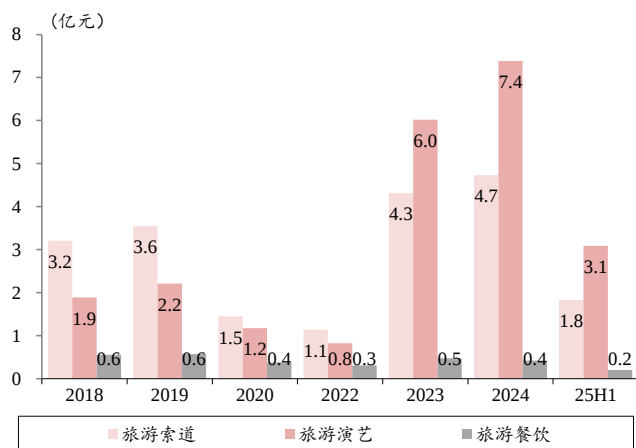
图表 5.公司归母净利润及同比增速



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

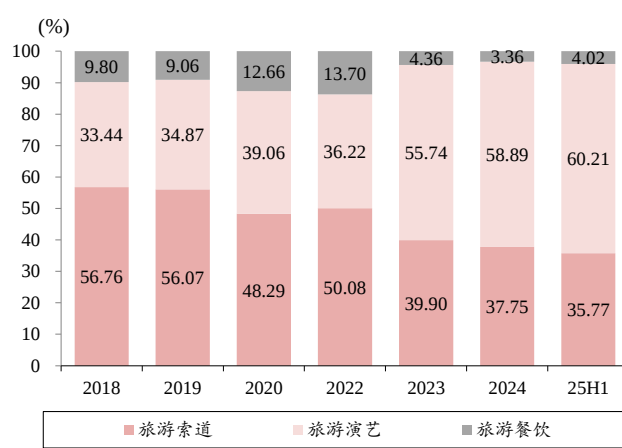
索道及演艺业务为公司的主要营收及业绩来源。从营收来看，旅游演艺业务贡献逐步提升，疫情前（2018-2019 年）占比约 30%-35%。疫后该业务占比迅速提升，23 年营收达到 6.0 亿元，较 19 年营收增长超 2 倍，截至 25 年上半年，该业务营收占比已达 60%，主要得益于疫后《长恨歌》项目的优异表现。旅游索道业务疫后同样恢复迅速，23-25H1 板块收入占比约 35%-40%较为稳定。旅游餐饮收入占比较小，不足 5%。从盈利能力来看，旅游演艺板块的毛利率高达 75%以上，旅游索道板块的毛利率则超过 65%，两大板块是主要的业绩来源。旅游餐饮板块规模较小，尚未实现盈利。

图表 6.公司各主营业务营收



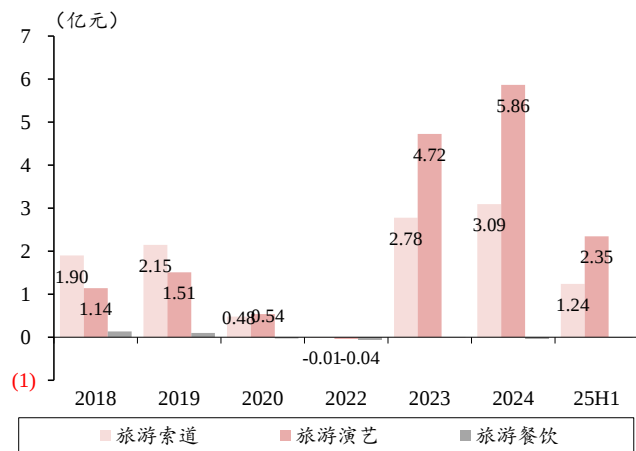
资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

图表 7.公司主营业务营收结构



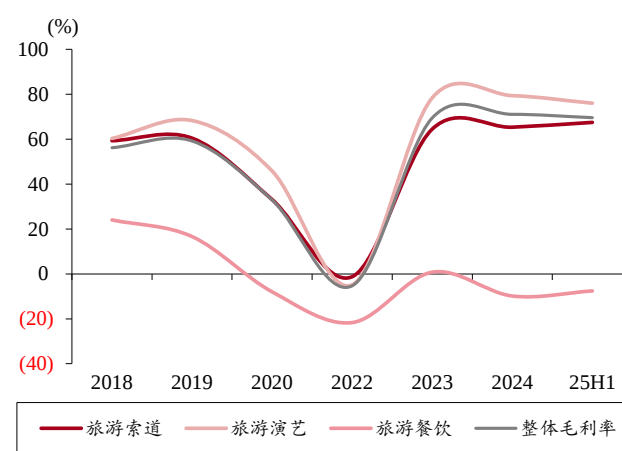
资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

图表 8.公司各主营业务毛利



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

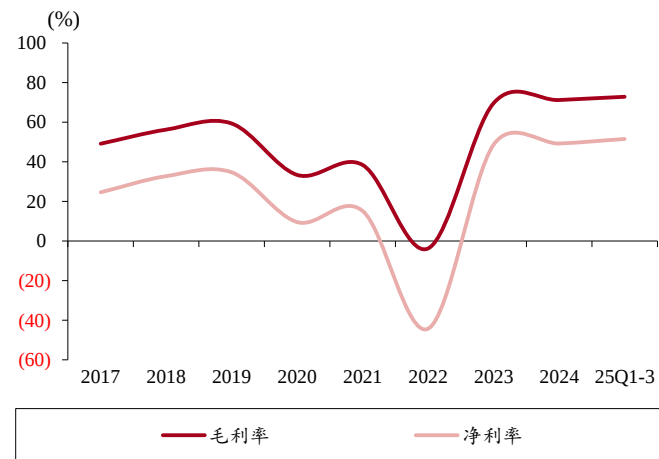
图表 9.公司各主营业务毛利率



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

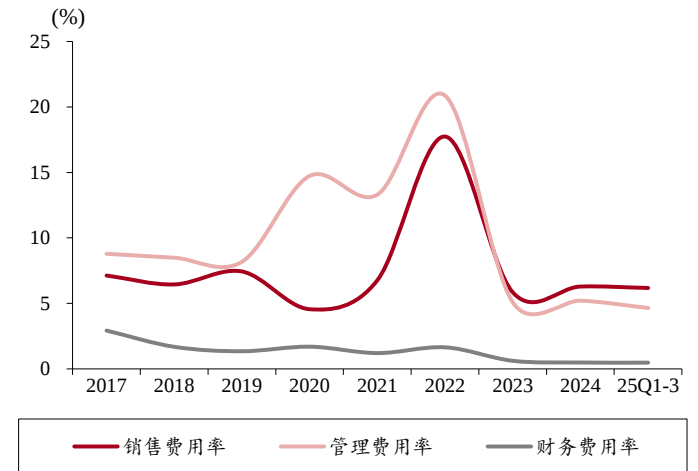
盈利水平优越，费用控制得当。公司的主营业务中，固定成本占比较高，毛利率对收入变动呈现显著的边际递增效应。疫情后随着收入规模的快速增长，以及《长恨歌》剧目的市场影响力增强，渠道定价有所调增，疫后公司的毛利率实现新高并逐年稳步增长。23-25Q1-3 公司的综合毛利率分别为 69.69%、71.27%、72.9%。23 年起，公司加大了广告宣传的投放力度，但在营收大幅增长的情况下，期间费用率较疫前下滑，随后保持较为稳定的水平，23-25Q1-3 公司的期间费用率分别为 11.53%、11.97%、11.29%，综合净利率分别为 48.66%、49.23%、51.52%。

图表 10.公司毛利率及净利率水平



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

图表 11.公司期间费用率水平



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

行业概览：文旅出行景气度高，索道演艺商业模式优越

文旅行业：政策端利好频出，需求端景气度高企

服务消费利好政策持续加码，推动文旅市场提质升级。25 年以来，中央陆续出台多项政策文件支持服务消费的发展，并指出将着力把文旅行业培育成支柱性产业。25 年 9 月，商务部等 9 部门联合印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，提出五项任务举措，包括培育服务消费促进平台、丰富高品质服务供给、激发服务消费新增量、加强财政金融支持、健全统计监测制度，从供需两端共同推动服务消费提质扩容。“十五五”规划建议中也提出，“以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费”。政府部门从供给侧、需求侧等多管齐下来促进服务消费发展。

图表 12.服务消费相关政策

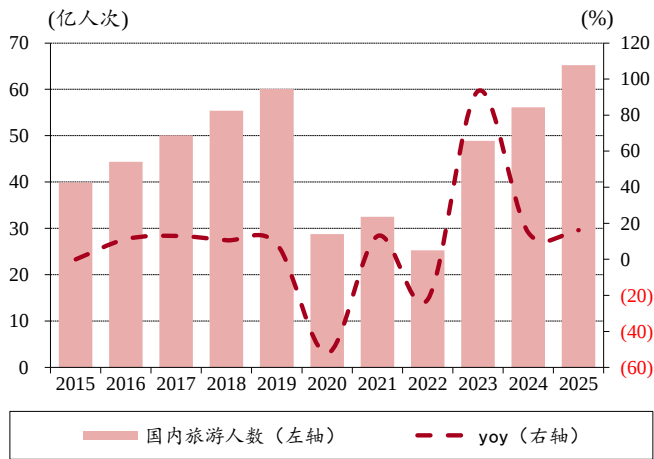
时间	部门	文件	具体内容
2025 年 1 月	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	着力把文化旅游业培育成支柱产业，措施包括丰富消费惠民举措、满足不同年龄群体消费需求、扩大特色优质产品供给、培育消费场景、创新产业政策、优化消费环境等。
2025 年 3 月	国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》	针对服务消费提出六项措施：1) 优化“一老一小”服务供给；2) 促进生活服务消费；3) 扩大文体旅游消费；4) 推动冰雪消费；5) 发展入境消费；6) 稳步推进服务业扩大开放。
2025 年 9 月	商务部 国家发展改革委 教育部 工业和信息化部 财政部 人力资源社会保障部 文化和旅游部 国家卫生健康委 中国人民银行	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	一是培育服务消费促进平台，实施服务消费提质惠民行动，开展“服务消费季”活动，打造服务消费热点。开展消费新业态新模式新场景建设。二是丰富高品质服务供给，扩大服务业高水平对外开放。三是激发服务消费新增量，吸引更多境外人员入境消费，拓展数字服务消费。四是加强财政金融支持，统筹利用中央预算内投资、地方政府专项债券等各类资金渠道支持服务设施建设，加大服务消费信贷支持力度，激发服务消费市场活力。五是健全统计监测制度，优化服务消费统计方法，创新开展服务消费监测分析。
2025 年 10 月	中国共产党中央委员会	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	统筹促就业、增收入、稳预期，合理提高公共服务支出占财政支出比重，增强居民消费能力，扩大优质消费品和服务供给。以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费。明确“扩大优质消费品和服务供给”“培育国际消费中心城市，拓展入境消费”。
2026 年 1 月	国务院办公厅	《加快培育服务消费新增长点工作方案》	激发重点领域发展活力，包括：交通服务、家政服务、网络视听服务、入境消费等；培养潜力领域发展动能，包括：演出服务、体育赛事服务、情绪式、体验式服务等。

资料来源：商务部、国务院等，中银证券

文旅市场景气度高，量增价减趋势不改。疫情后国内文旅市场快速复苏，25 年我国接待国内游客共 65.2 亿人次，同比+16.2%，恢复至 19 年的 109%，出行人次达到了历史峰值；国内旅游收入为 6.3 万亿元，同比+9.5%，恢复至 19 年的 95%。人均消费较疫前仍有一定的差距，出行市场整体呈现量增价减的趋势。

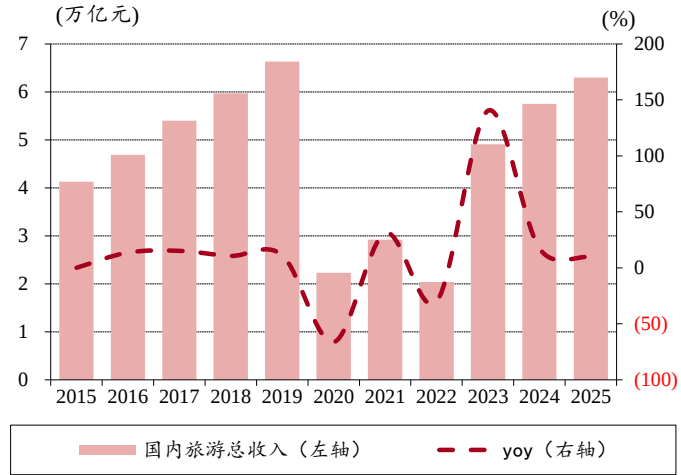
疫后陕西文旅市场迅速恢复，目标打造万亿级文旅产业集群。陕西省历史文化底蕴深厚，历来就是国内文旅演艺产业发展蓬勃、文旅融合创新走在前列的地区之一。2025 年陕西省共接待国内游客 8.62 亿人次，旅游总收入达 8243 亿元，客单价为 956 元，同比分别+5.5%、+7.5%、+1.9%，文旅市场实现量价齐升，分别恢复至 19 年的 123%、118%、96%，领先于全国整体水平。2024 年陕西省政府办公厅颁布《陕西省关于加快文旅产业发展的若干措施》，提出要推动文化和旅游深度融合，打造万亿级产业集群。

图表 13. 2015-2025 国内旅游人数及增速



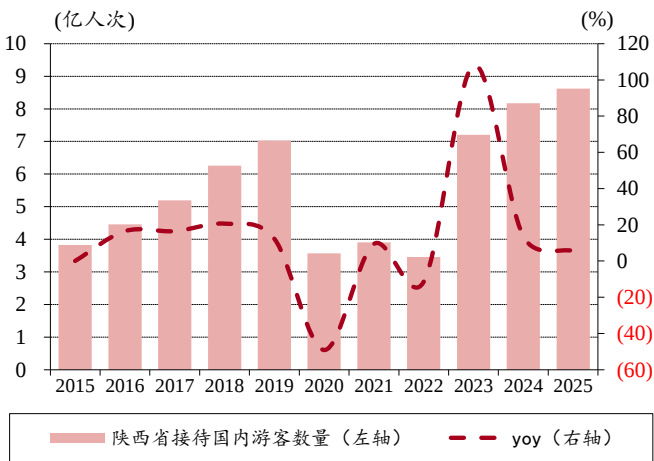
资料来源：陕西旅游招股说明书，文旅部，中银证券

图表 14. 2015-2025 国内旅游收入及增速



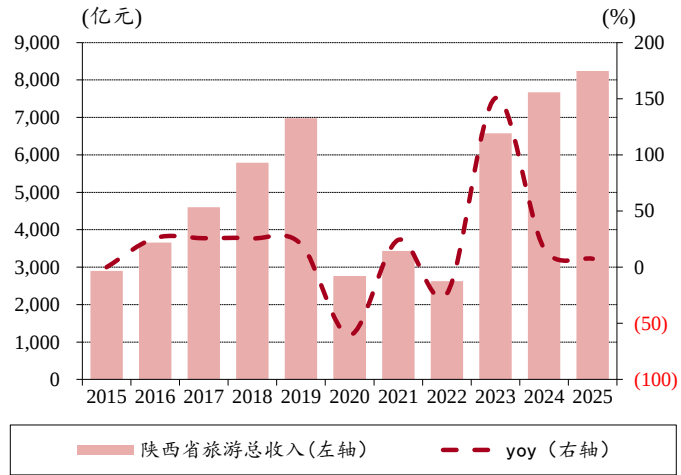
资料来源：陕西旅游招股说明书，文旅部，中银证券

图表 15. 2015-2025 陕西省接待国内游客人数及增速



资料来源：Wind，文旅部，中银证券

图表 16. 2015-2025 陕西省旅游收入及增速



资料来源：Wind，文旅部，中银证券

入境游亮点频出，或将贡献新增长极。23 年以来，伴随着国际航班的逐步修复以及我国持续扩大的免签“朋友圈”，入境游迎来了快速修复。25 年我国共接待入境游游客 1.5 亿人次，已经超出 19 年的水平，其中外国人 3517 万人次，免签外国人 3008 万人次，占入境外国游客的 86%。25 年陕西省接待入境游客 92.7 万人次，仅恢复至 19 年的 20%。海外游客来中国的游览目的地一般首选北上等一线城市，随着入境游客在国内的探索逐步深化，其余文旅资源丰富的地区也有望受益。

图表 17. 入境游人次及收入

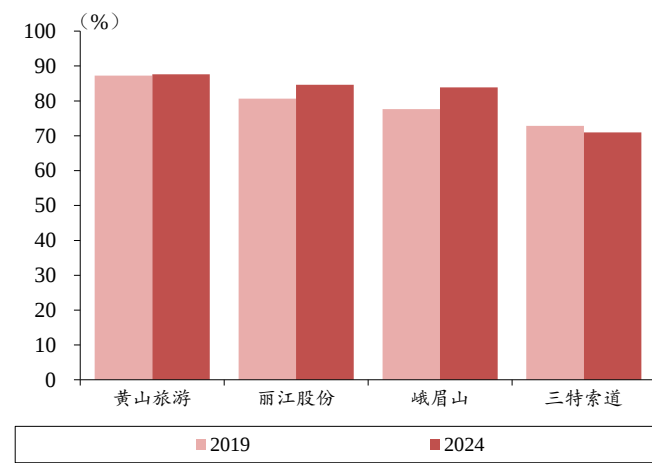
	入境旅游总 人次 (万人次)	yoy (%)	恢复至 19 年 (%)	外国人入境 游人次 (万人次)	yoy (%)	恢复至 19 年 (%)	免签入境外 国人人次 (万人次)	yoy (%)	入境旅游总 收入 (亿美元)	yoy (%)	恢复至 19 年 (%)
2019	14,531			3,188					1,313		
2023	8,203		56.4	1,378		43.2	948		530		40.4
2024	13,190	60.8	90.8	2,694	95.5	84.5	2,012	112.3	942	77.7	71.7
2025	15,450	17.1	106.3	3,517	30.6	110.3	3,008	49.5	1,311	39.2	99.8

资料来源：国家统计局，文旅部，中银证券

索道业务：“现金牛”特征显著，高盈利与高确定性构筑安全垫

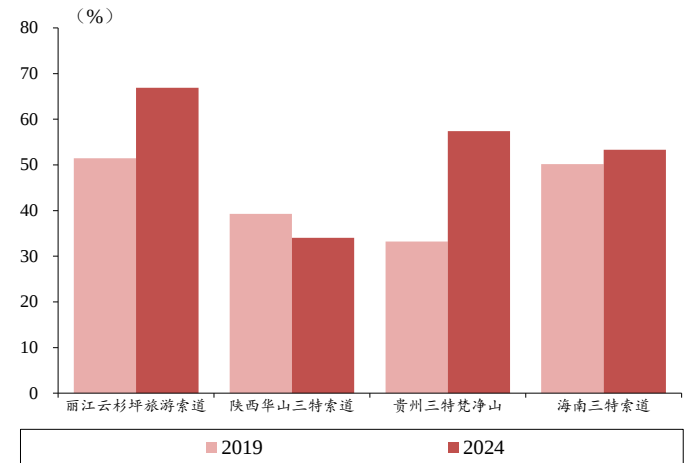
索道业务盈利能力突出，呈现持续增长态势。从景区公司的各项业务来看，索道业务的盈利水平远高于其余业务，且头部公司优势持续扩大。毛利率方面，主要上市公司索道业务的毛利率普遍维持在高位且稳步提升。黄山旅游、丽江股份、峨眉山等 24 年索道业务的毛利率均在 80% 以上，较疫前均有小幅增长；三特索道 24 年毛利率超 70%，较疫前有小波动但仍维持高位水平。净利率方面，核心索道项目同样表现优异，24 年相关子公司净利率普遍超过 50%，部分达到 65% 以上，盈利水平可观。高盈利源于索道业务的资源垄断性和刚需属性——作为景区核心交通设施，游客乘坐需求刚性，且运营成本相对固定，经营杠杆显著，随着乘索人次的增长，盈利能力会持续上行，使其成为景区公司最稳定的“现金牛”业务。

图表 18. 2019 及 2024 上市公司索道业务毛利率水平



资料来源：ifind，中银证券

图表 19. 2019 及 2024 索道子公司净利率水平

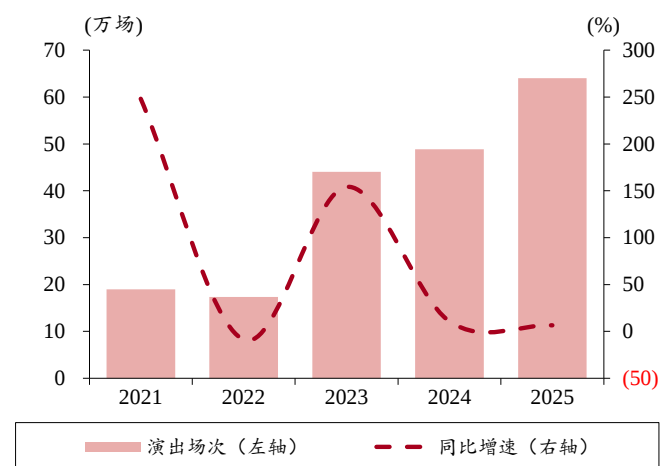


资料来源：ifind，中银证券

演艺业务：演艺市场趋势向好，项目运营表现分化

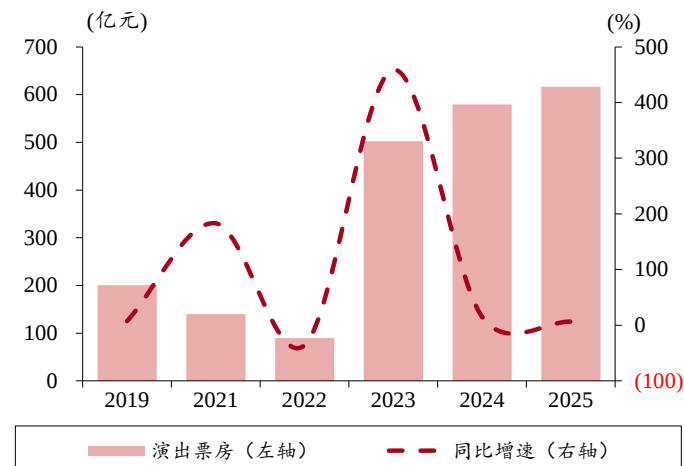
受益于政策支持与文旅深度融合，演出市场继续保持强劲增长态势，迈入高质量发展新阶段。2023 年，演出市场实现爆发性增长，演出票房突破 500 亿元，达到 2019 年的 2 倍以上。2025 年市场在高基数上增速趋稳，全年演出场次达 64.04 万场，同比+6.58%，票房收入 616.55 亿元，同比+6.39%。其中大中型旅游演艺项目演出 19.87 万场，同比+4.95%，演出票房 174.42 亿元，同比+6.43%。市场增长正从规模扩张转向质量提升：消费升级驱动艺术审美提升，情绪价值需求凸显，沉浸式体验与互动场景不断优化，“观”与“演”边界日渐消融。同时，无人机表演、焰火秀等新型演艺形态加速融入，丰富产品矩阵，强化旅游演艺串联“演出+文旅”、拉动区域消费的载体功能。整体看，我国演出市场已迈入结构优化与内容创新驱动的高质量发展新阶段。

图表 20. 2021-2025 我国演出场次及增速



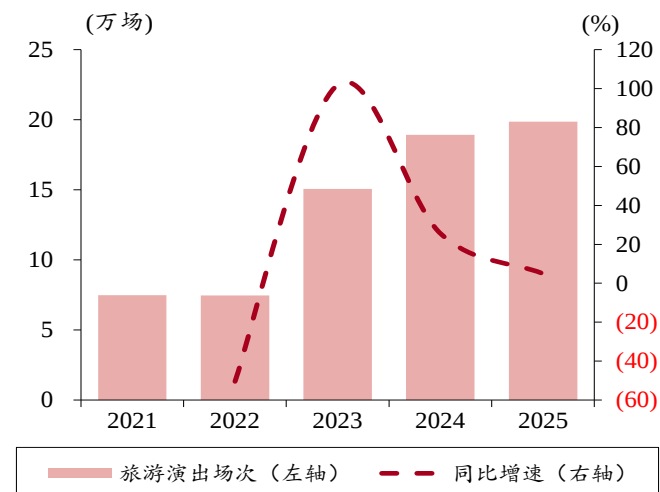
资料来源：中国演出行业协会，中银证券

图表 21. 2019-2025 我国演出票房收入及增速



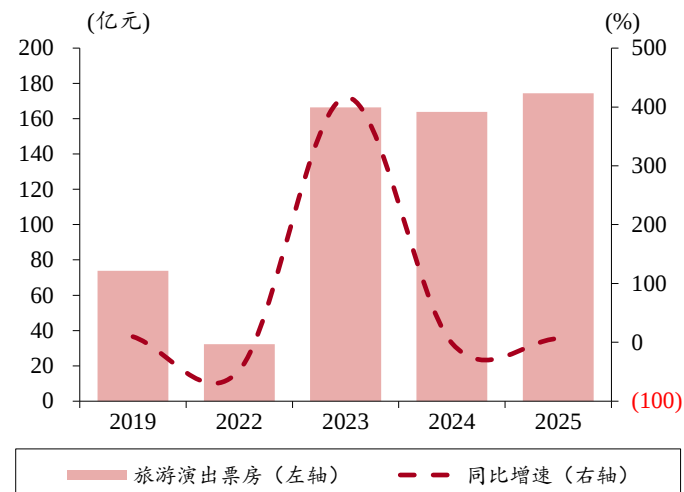
资料来源：中国演出行业协会，中银证券

图表 22. 2021-2025 我国旅游演出场次及增速



资料来源：中国演出行业协会，中银证券

图表 23. 2019-2025 我国旅游演出票房收入及增速



资料来源：中国演出行业协会，中银证券

头部集中格局稳固。我国旅游演艺市场已形成头部公司主导的格局，多家上市企业凭借深厚的内容创作能力与成熟的运营模式，打造出具有全国影响力的演艺品牌与标杆项目，成为行业发展的核心引领力量。其中，宋城演艺以“千古情”系列为核心，推出《宋城千古情》《西安千古情》等代表剧目，采用“主题公园+室内大型歌舞秀”模式；三湘印象旗下拥有“印象系列”“又见系列”等品牌，代表作包括《印象大红袍》《又见敦煌》等山水实景演出；陕西旅游聚焦历史文化 IP，打造了实景历史舞剧《长恨歌》及《12·12 西安事变》等剧目；丽江股份依托民族文化资源，推出以玉龙雪山为背景的《印象·丽江》；华侨城 A 则布局多元化演艺形态，代表作品涵盖《龙凤舞中华》《新东方霓裳》《上海滩风云》等影视特技与非遗演艺，共同构成了头部上市公司主导的多元发展格局。

图表 24. 我国知名旅游演艺项目梳理

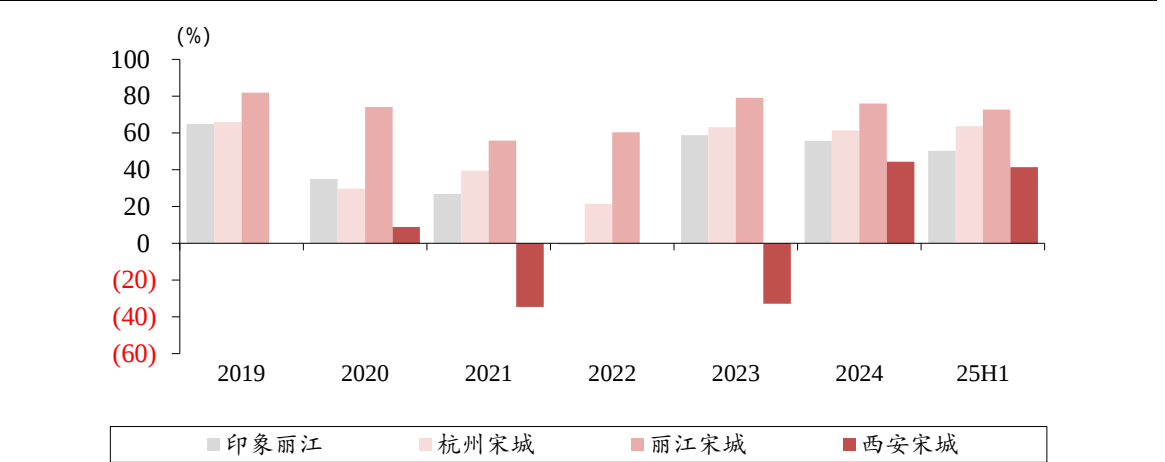
上市公司	系列	知名剧目	演出类型	简介
宋城演艺	千古情系列	《宋城千古情》、《三亚千古情》、《西安千古情》、《广东千古情》、《三峡千古情》等	主题公园+室内大型歌舞秀	通过将历史文化与现代科技深度融合，打造出极具视觉冲击力的沉浸式体验，项目毛利率长期维持在较高水平，是目的地文旅消费的核心引擎。
三湘印象	印象系列、又见系列、最忆系列、归来系列	《印象大红袍》、《印象妈祖》、《又见平遥》、《又见敦煌》、《最忆船政》、《知音号》等	山水实景演出、情境体验剧	以自然山水为舞台，融合在地文化与现代艺术，形成了“为一场演出赴一座城”的消费效应，推动了文旅资源的深度转化。
陕西旅游	--	《长恨歌》、《12.12 西安事变》	实景历史舞剧、实景影画剧	其中，《长恨歌》以华清宫实景为背景，通过震撼的舞台效果再现盛唐气象，成为国内实景历史舞剧的标杆之作，有效提升了西安作为文旅目的地的吸引力与品牌影响力。
丽江股份	印象系列	《印象·丽江》	山水实景演出	该演出以玉龙雪山为背景，展现了纳西族等少数民族的生活风貌与精神内核，是山水实景演出的经典代表，为丽江旅游市场注入了强劲的文化活力。
山水盛典	山水系列、佛教系列、往事系列	《印象·刘三姐》《大宋·东京梦华》《井冈山》；《禅宗少林·音乐大典》《文成公主》《菩提东行》；《越南往事》《会安记忆》	大型歌舞、影视特技实景表演、非遗演艺	大型歌舞、影视特技实景表演、非遗演艺

资料来源：Ifind，光明网，招股说明书，中银证券

头部旅游演艺盈利能力高企，行业整体表现分化，运营为王趋势显著。以宋城的千古情系列为例，23 年以来杭州本部项目毛利率维持在 60% 以上，西安项目 23 年重演后快速爬坡毛利率已达到 40% 以上，丽江项目高峰时期毛利率在 80% 以上；印象丽江正常运营年度毛利率均在 50% 以上。小型旅游演艺项目中，以成都黄龙溪“火龙灯舞”为例，其作为国家级非遗 IP，却长期陷入生存困境。该项目过度依赖政府购买服务，缺乏市场化造血能力，人力成本无法覆盖，陷入“叫好不叫座”的窘境。峨眉山投资 8.19 亿元打造的大型文旅演艺《只有峨眉山》，运营 6 年间累计亏损近 6 亿元，最终于 2025 年 6 月暂停演出。主要原因在于项目定位与客源结构错位：峨眉山游客的主要客群为进香祈福者和中老年群体，当天往返游客占比超过七成，过夜率低，而《只有峨眉山》的沉浸式戏剧风格与客群需求形成偏差，加之重资产运营成本高企，导致内容与市场不匹配。

头部项目凭借品牌效应、规模运营和成熟的商业模式，毛利率可高达 60%-80%。小型项目则受制于资金短缺、基础设施缺失及变现能力薄弱，盈利能力极低，甚至难以维系基本运营；部分项目即便投资巨大、艺术水准高，若运营能力不足、与市场需求脱节，同样难逃亏损困境。

图表 25. 宋城演艺及印象丽江项目毛利率水平



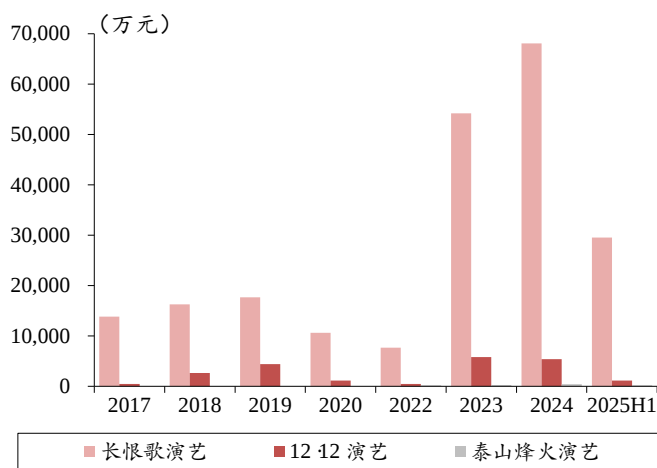
资料来源：Wind，中银证券

公司业务：演艺索道双核驱动，募投项目有望打开成长空间

旅游演艺：标杆 IP《长恨歌》历久弥新，演艺产品矩阵持续丰富

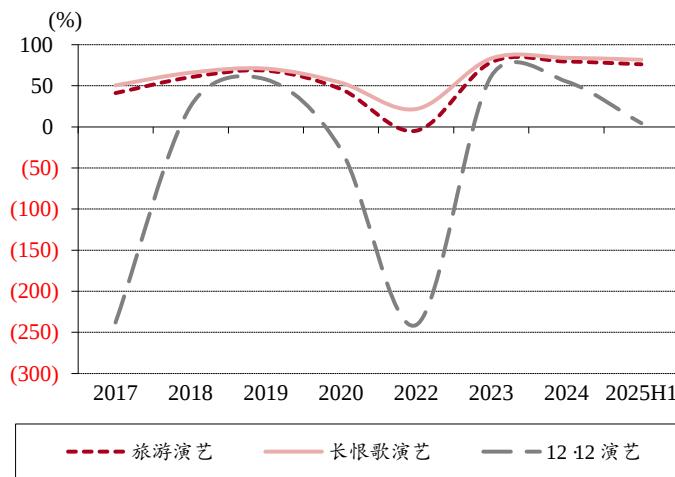
演艺产品矩阵丰富，《长恨歌》为标杆项目。公司旗下演艺项目主要有《长恨歌》、《12.12 西安事变》、《大唐女皇》、《泰山烽火》。其中《长恨歌》为标杆项目，是中国首部大型实景历史舞剧，演出场地位于华清宫，与兵马俑毗邻，于 2007 年被评为首批国家 5A 级旅游景区，该项目贡献演艺业务 90% 以上的收入。22-25H1，长恨歌演艺业务收入分别为 0.76 亿元、5.42 亿元、6.81 亿元和 2.95 亿元，上座率分别为 47.03%、85.49%、87.77%、77.98%。自 23 年以来，随着文旅市场迎来强劲复苏，市场需求全面回暖，公司抓住市场机遇，主动增加演出场次提升接待能力，由于其强大的品牌知名度及影响力优势，23 年以来长恨歌演艺的演出场次及上座率显著提升。25 年上半年旅游市场整体花费增速放缓，叠加陕西省恶劣天气频发，对户外演艺的接待人次造成了冲击，但上座率依旧维持较高水平。

图表 26.公司旅游演艺各项目营收状况



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

图表 27.公司旅游演艺及各项目毛利率水平



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

精细运营叠加先天优势，《长恨歌》经久不衰。《长恨歌》自 2007 年正式公演以来受到观众的高度赞誉，客流和上座率始终高企，项目的商业模型优越，得益于团队的运营和项目的区位优势：

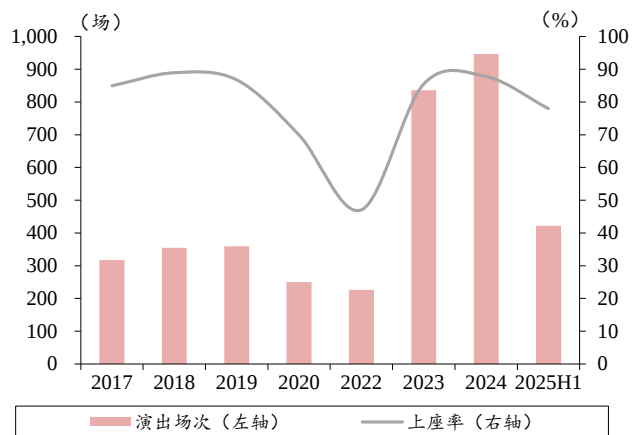
1)地理位置得天独厚：西安作为十三朝古都，是海内外游客都非常青睐的旅游目的地。项目表演场地华清宫距离秦始皇陵博物院（兵马俑）仅 15 分钟车程，可有效共享兵马俑的庞大客流，两者共同构成西安的文旅名片。

2)精准定位和持续迭代：明确“真山真水真历史”的定位，融合高科技灯光特效与盛唐文化。剧目以华清宫的真實山水为背景，以唐玄宗和杨贵妃的爱情故事作为主线，并重现白居易诗歌中的篇章，在历史 IP 加持下，项目的知名度高，可为公司节省大量的营销费用。且艺术团每年都会对舞剧进行更新，在叙事主线不变的情况下持续迭代剧目内容，避免观众的审美疲劳。

3)打破季节运营限制：2021 年，经过剧目调整及优化，陕西旅游创新推出冬季版冰火《长恨歌》，突破了北方冬季实景演艺的行业瓶颈，增加了产品全年的市场曝光度，实现全季节运营。

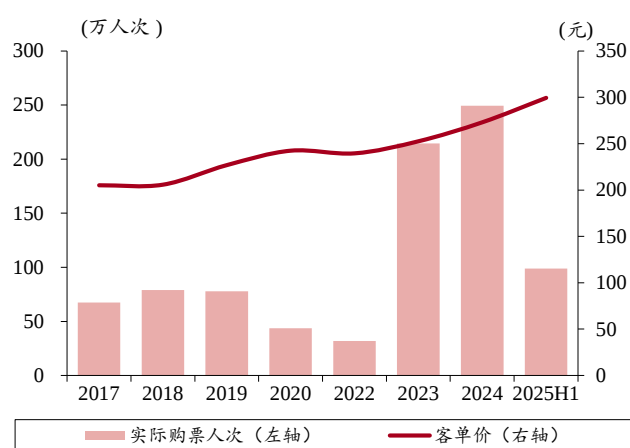
4)免租金成本优势显著：项目的演出场地在华清宫景区内，该演出场地景区及场地经营权归属于华清宫公司，公司按合作协议可使用该场地且无需支付租金，协议期限至 2025 年 8 月 5 日。疫情后项目的毛利率维持在 80% 以上，子公司长恨歌演艺 24 年的净利率超 60%。

图表 28.《长恨歌》演出场次及上座率



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

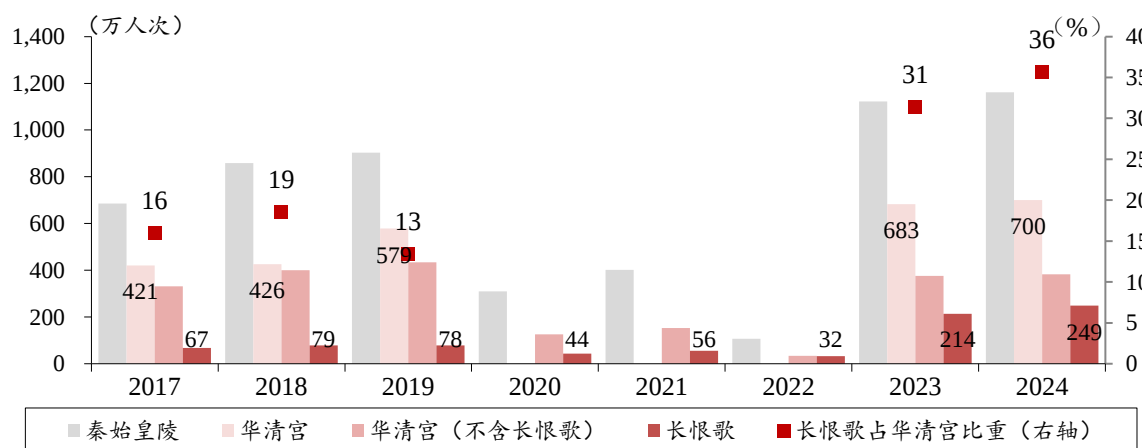
图表 29.《长恨歌》购票人次及客单价



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

精细运营叠加精准营销，购票人次渗透率仍有提升空间。华清宫景区与秦始皇陵博物院与毗邻，但后者知名度更胜一筹，2024 年华清宫共接待海内外游客近 700 万人次，约为秦始皇陵博物院的 6 成。华清宫和《长恨歌》的票务体系相对独立，游客可以选择单独购买演出门票，或同时购买景区门票和演出门票。疫前《长恨歌》的购票人次约占华清宫购票人次的 15-20%，疫情后随着旅游演艺市场的兴盛，占比提升至 30% 以上。我们认为两者虽为独立购票，但公司通过精细运营和精准营销，有望对兵马俑以及华清宫的优质客流实现更高的转化，提振购买人次的渗透率。

图表 30.各景区及演艺项目购票人次



资料来源：中国文物报，秦始皇陵博物院，陕旅集团，临潼区政府，华清宫景区，公司公告，中银证券

西安旅游演艺市场供给多元化，《长恨歌》内容和盈利能力均突出。西安作为十三朝古都，文化底蕴深厚，也为演艺剧目创作提供了灵感和创意，当地的文旅演艺市场百花齐放，已经形成涵盖多元形态的产业集群。相较而言，《长恨歌》作为唯一的实景演出，且融合的 IP 影响力高，多年运营下来已经成为西安的文旅名片之一，内容层面具备较高的独特性。此外，依靠国资背景，卡位优势和成本优势显著。目前其营收规模和盈利水平在西安的旅游演艺项目中均名列前茅。

图表 31.西安部分旅游演艺项目简介

项目	《长恨歌》	《西安千古情》	《赵赵大秦》	《驼铃传奇》	《梦长安》	《梦回大唐》
出品方	陕西旅游	宋城演艺	陕西文投	华夏文旅集团	曲江文旅	曲江文旅
演出地点	华清宫（实景）	世博园（室内）	阿房宫遗址东侧（室内）	华夏文旅大剧院（室内）	永宁门（城墙）	大唐芙蓉园（室内）
核心剧情	杨贵妃与唐玄宗的盛唐爱情史诗	华裔少女寻根，西安千年通史	大秦王朝崛起	丝绸之路商队故事	大唐迎宾盛典	超时空唐乐舞剧
剧场容量	3000 人	双剧院 5700 人	1496 人	约 3000 人	697 人	600 人
开演时间	2006 年	2020 年	2024 年	2017 年	2020 年	2005 年
观演人次（万人次）	249.4（2024 年）		70（演出首年）	312.6（2024 年）		
营收（亿元）	6.8（2024 年）	1.45	1.6+（演出首年）			
上座率	87.8%(2024 年)		约 96%(演出首年)			
票价区间（元）	198-988	278-580	234-688	253-458	280-880	298-398
初始投资额	1.2 亿元	约 7 亿元	12.3 亿元			1.5 亿元(黄金版)
场景类型	户外山水实景	室内多媒体剧场	沉浸式行进剧场	会跑的实景演艺	城墙实景仪式	室内情景舞剧

资料来源：陕西旅游招股说明书，宋城演艺公司公告、公众号，洋东新城管委会，陕西文化产业协会，曲江文旅公司公告、公众号，中银证券

图表 32.公司各剧目单场价格

剧目	票型	价格（元/人次）
《长恨歌》	贵宾区	588-988
	普通区	198-409
《12·12 西安事变》		258-268
《泰山烽火》	成人票	118
	儿童票	20-40

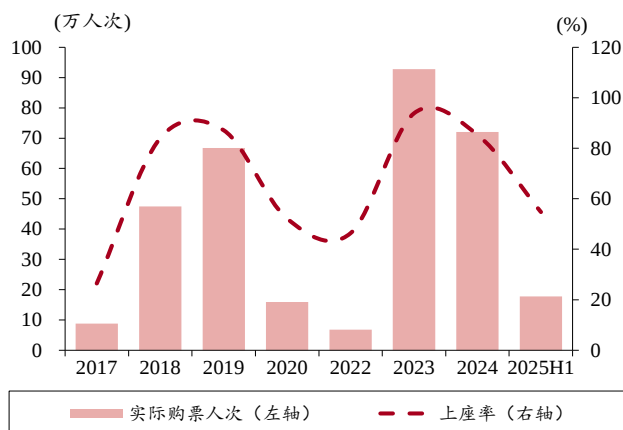
资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

注：《长恨歌》冬季版价格会略有下调，冬季价格时间段一般为 12 月至次年 2 月

《12·12 西安事变》增长迅速，盈利能力较强。《12·12 西安事变》为 2016 年纪念西安事变 80 周年推出，是中国第一部讲西安事变的大型实景影画项目，演出地点为华清宫景区瑶光阁剧院，与长恨歌形成协同。23 年得益于文旅市场的整体复苏，该剧目的演出场次和上座率都有了较大提升，全年上座率达到 93.8%，超出标杆项目《长恨歌》。24 年起公司逐步减少了低价营销策略，人均价格有所提升，也导致短期内接待人次有所下滑，24 年毛利率为 55.4%，其所属运营主体瑶光阁 24 年的净利率为 39.6%，盈利能力较强。

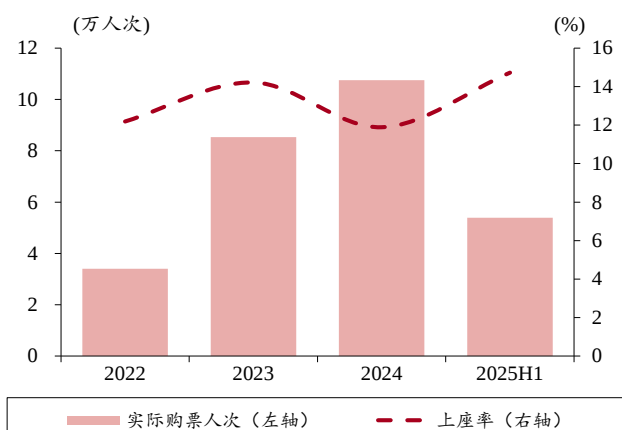
《泰山烽火》仍处爬坡期，期待景区后续扩容。《泰山烽火》是国内首创大型火车影视特技特效实景演艺，该项目是公司跨省布局的重点项目，于 2021 年下半年开始试演。由于项目所处的泰山秀城景区尚未建设完毕，周边设施不够完善，该项目尚处于培育期，上座率约 10-15%，仍未实现盈利。后续泰山秀城二期项目建设完成后，可通过多台演出的集群效应提升景区的市场竞争力，盈利能力有望逐步改善。

图表 33.《12.12》购票人次及上座率



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

图表 34.《泰山烽火》购票人次及上座率



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

旅游交通：华山西峰索道为支柱项目，乘索率与客流双升

华山攀爬难度较高，催生刚性乘索需求，西峰索道客流客单均遥遥领先。华山为五岳之一，海拔超 2000 米，其山势峻峭，被誉为“奇险天下第一山”，因此索道游览也成为游客的主要选择。华山目前共有 2 条在运营的索道，其中西峰索道由陕西旅游子公司运营，北峰索道由三特索道运营，两条索道形成环线，游客可以进行“不走回头路”的组合安排。西峰索道可以直达海拔较高的主峰，并途经仙峪峡谷、西峰绝壁等稀缺自然景观，旅游体验更震撼；北峰索道则连接的是华山海拔最低主峰。相较来看，西峰索道无论是客流量、乘索率还是票单价均接近北峰的两倍，综合年收入也显著超越北峰索道。2024 年，西峰/北峰索道年收入分别为 3.90/1.36 亿元，客流量分别为 371/199 万人次，客单价分别为 105/68 元。

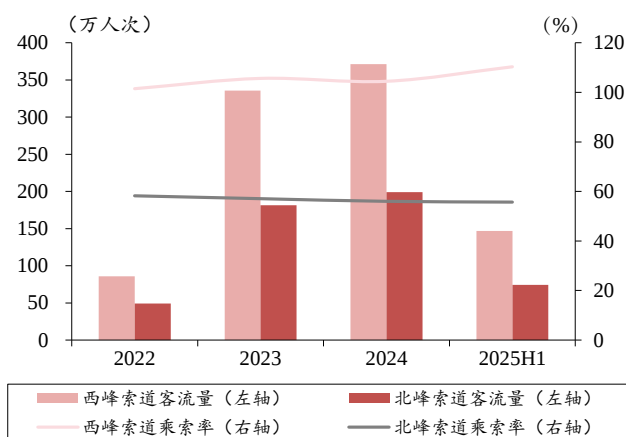
图表 35.华山西峰索道和北峰索道对比

	西峰索道	北峰索道
建设和运营主体	太华索道 (陕西旅游子公司)	三特索道
全长 (米)	4211	1524.9
单向运力 (人/小时)	1,500	1,000
票价标准	旺季 140 元/人次 淡季 120 元/人次	旺季 80 元/人次 淡季 45 元/人次



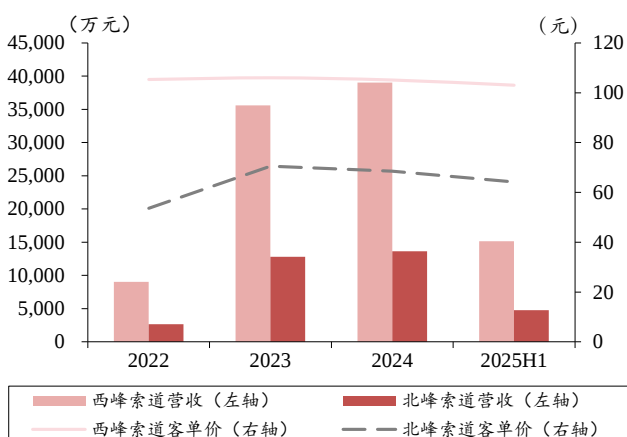
资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

图表 36.西峰和北峰索道客流及乘索率对比



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

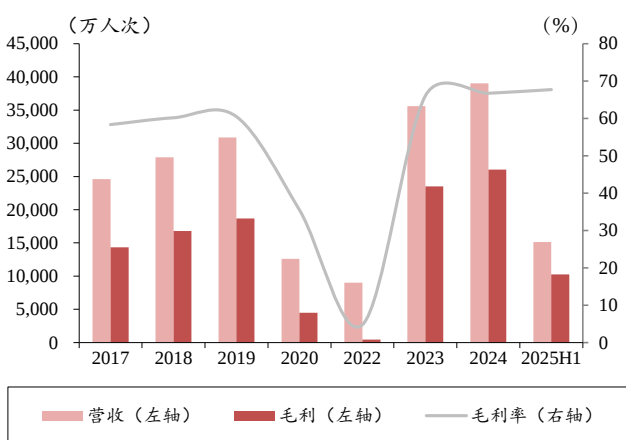
图表 37.西峰索道和北峰索道营收及客单价对比



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

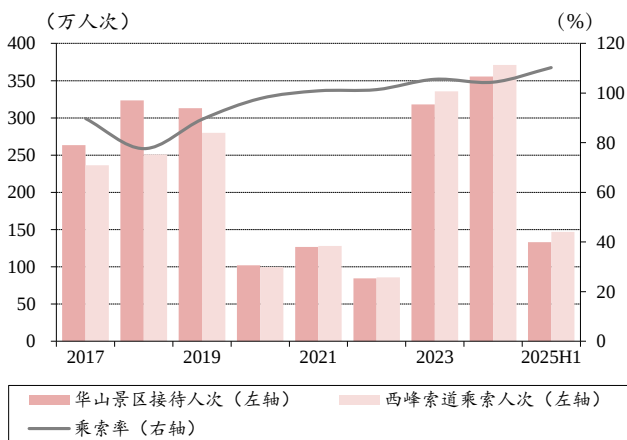
西峰索道营收随华山景区客流及乘索率提升而增长，毛利率稳步提升。西峰索道在公司的旅游索道业务中贡献了8成左右的营收和毛利。疫情后华山景区客流迅速恢复，23年华山景区接待游客数量318万人次，恢复至19年的102%，24年同比增12%，25年上半年同比降21%，主要是极端天气影响下索道多次停运，导致乘索客流下滑。索道的乘索率仍然稳中有升，22-25H1分别为101%/106%/104%/110%。疫后营收快速增长，23-25H1，西峰索道年收入分别为3.56/3.90/1.51亿元，毛利率分别为66.1%/66.7%/67.7%。

图表 38.西峰索道营收和毛利水平



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

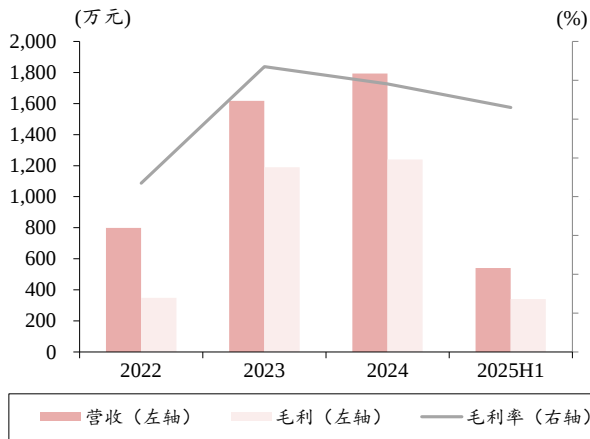
图表 39.西峰索道客流及乘索率



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

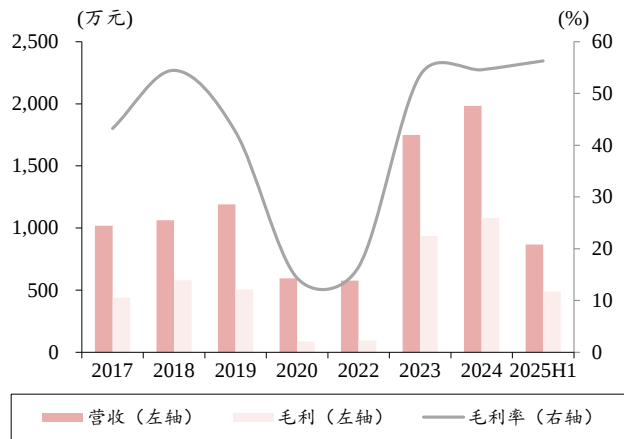
少华山奥吉沟索道与华威滑道规模较小，盈利能力仍然可观。华威滑道24年实现营收1983万元，毛利1082万元，毛利率为54.6%，项目趣味性较强，可作为西峰索道的补充。少华山奥吉沟索道24年实现营收1794万元，毛利1239万元，毛利率为69.1%。少华山位于陕西省渭南市华州区，是陕西东部黄金旅游线上以生态旅游、山居度假、亲子休闲为主题的4A级旅游景区，游客量不及华山景区，后续南线索道扩容项目有望带来积极提振，与现有的奥吉沟索道形成协同。瓮峪公路24年实现营收4552万元，毛利2578万元，毛利率为56.6%，作为西峰索道的配套项目，游客乘坐西峰索道需先从游客中心购票乘坐旅游专线车到达索道下站。由华旅集团负责运营瓮峪公路旅游专线车客运业务，由太华索道负责瓮峪公路的维护管理并按照相关协议约定的标准向华旅集团收取客运分成收入。

图表 40.少华山奥吉沟索道营收和毛利水平



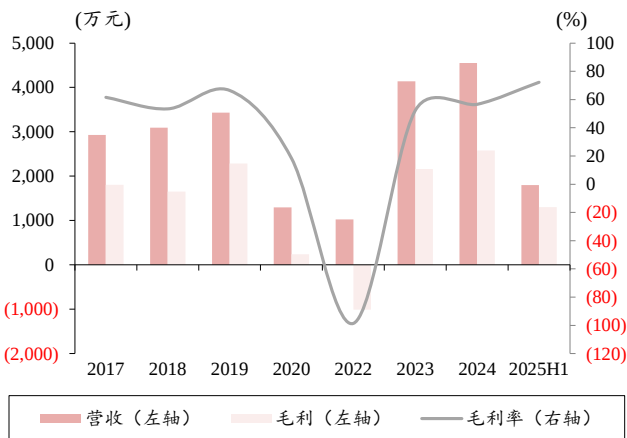
资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

图表 41.华威滑道营收和毛利水平



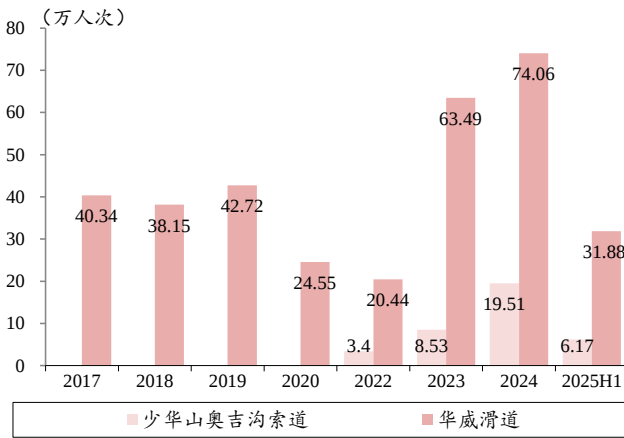
资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

图表 42.瓮峪公路营收和毛利水平



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

图表 43.华威滑道和少华山奥吉沟索道客流量



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

募资投向：聚焦主业深化布局，有望增厚业绩打开成长空间

募集资金投入建设类及收购类项目，聚集核心主业深化布局。公司 IPO 募集的资金共 15.55 亿元，主要用于建设和收购部分项目，仍然聚焦于索道和演艺等核心业务，包括收购太华索道股权项目、收购瑶光阁股权项目、收购少华山旅游索道项目、泰山秀城（二期）建设项目、少华山南线索道项目、太华索道游客中心项目和太华索道服务中心项目。

图表 44.募投项目介绍（亿元）

募集资金投向		总投资	募集资金使用规模
建设类项目			
1	泰山秀城（二期）项目	8.34	7.29
2	少华山南线索道项目	3.00	1.39
3	太华索道服务中心项目	0.82	0.46
4	太华索道游客中心项目	0.49	0.49
收购类项目			
5	收购太华索道股权项目	3.70	3.70
6	收购瑶光阁股权项目	1.47	1.47
7	收购少华山旅游索道项目	0.76	0.76
总计		18.58	15.55

资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

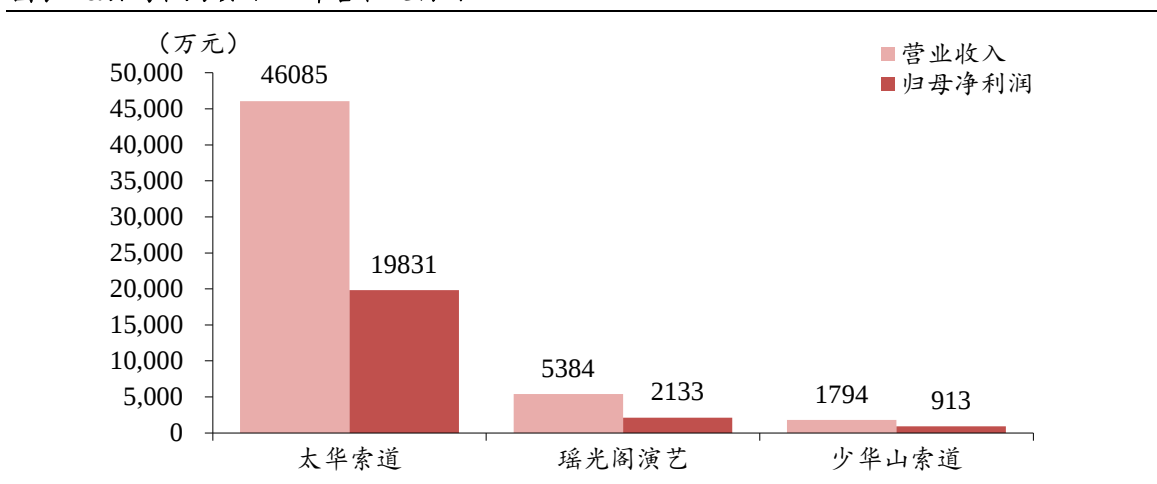
建设类项目打开成长空间，收购类项目有助于增厚业绩。建设类项目中，太华索道综合服务中心及游客服务中心项目的建设有利于公司提升旺季游客承接能力、提升游客体验；少华山南线索道项目的建设有望提高景区在旺季的承载力，与现有的北线索道形成协同，泰山秀城（二期）项目是公司进行异地复制升级的重要战略举措，两者的建设有望打开公司的成长空间。本次公司拟收购太华索道 19%股权、瑶光阁演艺 49%股权，少华山索道的资产（已完成），收购的标的和资产均已经实现盈利，24 年太华索道、瑶光阁、少华山索道的净利润分别为 19831、2133、913 万元，整合后有望显著增厚公司的归母净利润，从而增强市场竞争力，并进一步巩固公司在优质子公司中的控制地位。

图表 45.建设类项目投运后净利润测算（万元）

募投项目	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年
泰山秀城（二期）项目	3,368.19	5,593.46	7,818.72	7,818.72	7,766.30
少华山南线索道项目	(873.32)	29.78	1,094.26	1,787.70	2,825.97
太华索道游客中心项目	647.26	586.11	858.23	1,038.75	1,038.75
合计	3,142.13	6,209.35	9,771.21	10,645.17	11,631.02

资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

图表 46.公司收购项目 24 年营收及利润



资料来源：陕西旅游招股说明书，中银证券

盈利预测及投资建议

盈利预测

(1) **旅游演艺**: 25 年受极端天气影响营收下滑, 预计随着《长恨歌》的焕新演出以及《泰山烽火》项目的爬坡, 26 年将恢复增长, 且毛利率会随之小幅提升, 预计 25-27 年将实现收入 6.28/7.35/8.08 亿元, 对应毛利率分别为 77%/79%/79%。

(2) **旅游索道**: 25 年受极端天气影响营收下滑, 西峰索道预计今年将恢复增长, 游客中心和服务中心等项目建设有望提升旺季承载规模。预计 25-27 年将实现收入 4.02/4.70/5.17 亿元, 对应毛利率分别为 64.5%/65.9%/66.3%。

(3) **旅游餐饮**: 整体规模较小, 增速平稳, 预计 25-27 年将实现收入 0.43/0.45/0.48 亿元, 对应毛利率分别为 -8%/-5%/0%。

图表 47.主营业务营收及毛利预测 (百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
旅游演艺				
营业收入	738.59	627.80	734.53	807.98
yoy(%)	22.63	(15.00)	17.00	10.00
毛利率(%)	79.41	77.00	79.00	79.00
旅游索道				
营业收入	473.48	402.46	470.49	516.64
yoy(%)	9.84	(15.00)	16.90	9.81
毛利率(%)	65.34	64.52	65.88	66.34
旅游餐饮				
营业收入	42.16	42.58	45.13	47.84
yoy(%)	(10.57)	1.00	6.00	6.00
毛利率(%)	(9.85)	(8.00)	(5.00)	0.00
其他业务				
营业收入	8.47	8.47	8.47	8.47
yoy(%)	9.28	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	97.19	94.00	95.00	97.00
合计				
营业收入	1,262.70	1,081.31	1,258.63	1,380.94
yoy(%)	16.03	(14.37)	16.40	9.72
毛利率(%)	71.27	69.14	71.19	71.64

资料来源: Wind, 中银证券

投资建议

陕西旅游依托华清宫和华山核心旅游资源, 背靠陕西省国资享受政策红利, 旅游演艺及索道业务经营稳健, 盈利能力优越, 上市募投项目有序落地有望增厚业绩打开成长空间。我们预测 2025-2027 年公司归母净利润为 4.27/5.28/5.86 亿元, 对应 PE 为 23.5/19.0/17.1 倍。

我们选择业务相似的国内头部景区上市公司黄山旅游、长白山、宋城演艺、丽江股份和峨眉山 A 作为可比公司, 2026 年可比公司平均 PE 估值为 25.6 倍。考虑到陕西旅游新项目和股东赋能增长, 且公司估值低于可比公司平均水平, **首次覆盖, 给予买入评级。**

图表 48.可比公司估值状况（截至 2026.3.23）

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					P/E	
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600054.SH	黄山旅游	74.30	3.15	3.04	3.54	4.00	24.4	21.0	18.6
603099.SH	长白山	95.60	1.44	1.67	2.03	2.36	57.4	47.2	40.5
300144.SZ	宋城演艺	196.06	10.49	9.25	10.68	11.79	21.2	18.4	16.6
002033.SZ	丽江股份	46.16	2.11	2.18	2.33	2.72	21.2	19.8	17.0
000888.SZ	峨眉山 A	64.18	2.35	2.45	2.97	3.35	26.2	21.6	19.2
平均值							30.1	25.6	22.4
603402.SH	陕西旅游	100.38	5.12	4.27	5.28	5.86	23.5	19.0	17.1

资料来源：Wind，中银证券，可比公司数据来自 Wind 一致预测

风险提示

宏观经济波动风险：若宏观经济出现较大波动，居民的消费需求受挫，公司旗下业务的客流增长将承压，对公司业绩造成不利影响。

新项目落地进度不及预期：公司的募投项目若收购或建设进度不及预期，将影响公司业务成长性，对业绩造成负面影响。

极端天气影响经营：公司核心的业务索道和户外演艺受气候影响显著，异常天气可能导致客流下降、演出和客运暂停等，进而对营收造成不利影响。

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,088	1,263	1,081	1,259	1,381
营业收入	1,088	1,263	1,081	1,259	1,381
营业成本	330	363	334	363	392
营业税金及附加	7	8	7	8	9
销售费用	64	79	74	78	85
管理费用	55	66	62	65	70
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	7	6	6	4	3
其他收益	4	4	4	4	4
资产减值损失	0	(1)	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	631	745	604	744	826
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	8	4	5	5	5
利润总额	624	741	600	740	822
所得税	95	120	97	120	133
净利润	530	622	503	621	689
少数股东损益	102	110	75	93	103
归母净利润	427	512	427	528	586
EBITDA	714	824	691	839	929
EPS(最新股本摊薄, 元)	5.53	6.62	5.52	6.82	7.57

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	569	1,025	1,493	2,145	2,813
货币资金	498	945	1,397	2,065	2,737
应收账款	33	37	41	36	33
应收票据	0	0	0	0	0
存货	19	18	16	18	19
预付账款	3	11	11	11	11
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	16	14	28	14	14
非流动资产	761	831	818	806	819
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	417	372	369	360	351
无形资产	92	89	88	87	85
其他长期资产	252	369	361	359	383
资产合计	1,330	1,856	2,310	2,951	3,633
流动负债	469	452	463	466	460
短期借款	50	0	0	0	0
应付账款	58	68	48	78	58
其他流动负债	360	385	415	388	402
非流动负债	164	183	124	122	121
长期借款	149	168	100	100	100
其他长期负债	15	15	24	22	21
负债合计	633	635	587	588	581
股本	58	58	58	77	77
少数股东权益	136	154	230	323	426
归属母公司股东权益	561	1,066	1,493	2,040	2,626
负债和股东权益合计	1,330	1,856	2,310	2,951	3,633

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	530	622	503	621	689
折旧摊销	81	78	86	95	104
营运资金变动	80	39	(51)	59	(3)
其他	(53)	(75)	5	7	2
经营活动现金流	637	664	543	781	792
资本支出	(121)	(116)	(66)	(87)	(118)
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
投资活动现金流	(121)	(115)	(66)	(87)	(118)
银行借款	68	(31)	(68)	0	0
股权融资	(259)	(53)	0	19	0
其他	(17)	(17)	43	(45)	(2)
筹资活动现金流	(209)	(102)	(25)	(26)	(2)
净现金流	307	447	452	668	672

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	369.3	16.0	(14.4)	16.4	9.7
营业利润增长率(%)	(714.7)	18.1	(19.0)	23.3	11.0
归属于母公司净利润增长率(%)	(693.1)	19.7	(16.5)	23.5	11.0
息税前利润增长率(%)	(720.7)	17.8	(18.9)	23.0	10.8
息税折旧前利润增长率(%)	(3,528.1)	15.3	(16.1)	21.4	10.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(693.1)	19.7	(16.5)	23.5	11.0
获利能力					
息税前利润率(%)	58.2	59.1	56.0	59.1	59.7
营业利润率(%)	58.0	59.0	55.8	59.1	59.8
毛利率(%)	69.7	71.3	69.1	71.2	71.6
归母净利润率(%)	39.3	40.5	39.5	41.9	42.4
ROE(%)	76.2	48.0	28.6	25.9	22.3
ROIC(%)	88.0	96.0	75.4	111.1	119.7
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
净负债权益比	(0.4)	(0.6)	(0.7)	(0.8)	(0.9)
流动比率	1.2	2.3	3.2	4.6	6.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	34.8	35.7	27.7	32.7	40.0
应付账款周转率	21.7	20.0	18.6	20.0	20.3
费用率					
销售费用率(%)	5.8	6.3	6.8	6.2	6.2
管理费用率(%)	5.1	5.2	5.7	5.2	5.1
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	0.6	0.5	0.5	0.3	0.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.5	6.6	5.5	6.8	7.6
每股经营现金流(最新摊薄)	8.2	8.6	7.0	10.1	10.2
每股净资产(最新摊薄)	7.3	13.8	19.3	26.4	34.0
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	23.5	19.6	23.5	19.0	17.1
P/B(最新摊薄)	17.9	9.4	6.7	4.9	3.8
EV/EBITDA	(0.1)	(0.7)	9.4	9.8	8.1
价格/现金流(倍)	15.8	15.1	18.5	12.9	12.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371