下载日志已记录，仅供内部参考

景区赛道投资框架系列（三）
旺季主题热度不减，成长叙事增添看点

行业研究 · 行业投资策略

社会服务

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：曾光
0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

证券分析师：杨玉莹
yangyuying@guosen.com.cn
S0980524070006

下载日志已记录，仅供内部参考

景区赛道投资框架系列（三）：旺季交易与成长投资

- **行业变化：景区行业正经历竞争要素的结构性迁移，核心从资源禀赋转向运营能力。**疫后“旺丁不旺财”从周期波动走向常态，消费者更重质价比而非单纯性价比；高铁通车和自驾普及降低出行门槛，演唱会、体育赛事等跨界体验场景大量涌现，景区竞争早已不限于景区之间；抖音、小红书等线上渠道的算法分发重构了获客逻辑，小众打卡点频出，产品体验和获客效率差异持续拉大业绩分化。
- **行业政策：行业同时迎来政策周期与经营周期的共振，需求端增量来自假期制度优化、入境游增长、人口结构变迁。**春节8天、五一5天、全年法定假期新增2天，长假兼具扩流量和提客单双重效应；春秋假在13省份加速推进，我们测算中性假设下若全国推行可净增上亿出游人次、增加国内游收入超千亿元；入境游客2025年达1.55亿人次、外国人同比增长30.6%。同时伴随人口结构变迁，银发旅游有望成为细分增长点。
- **公司模式：景区本质是线下流量转化生意，按照资源与运营侧重不同模式迥异。**景区行业本质上是以稀缺资源为入口的线下流量生意，按照资源与运营侧重不同，对应不同景区生意。其中自然景区门票、索道等资源入口类业务毛利率普遍达60%-90%，行业综合毛利率中位数约47%，兼具强现金流和高经营杠杆特征；而酒店、演艺等业务盈利波动和分化相对明显，但如果做好目的地运营生意却是提升游客价值量、打开成长空间的重要方向。总体上，稀缺资源往往对应经营长久期，但并未对应大市值；休闲度假产品有生命周期，但运营得当打开市值空间。
- **公司成长：参考海外大市值景区与游轮公司，我们预计国内景区行业ROE提升将来自产品升级、容量释放和资产整合三条路径。**海外对标主题公园、游轮等公司表明，长期价值不单纯来自客流增长，而来自消费深度提升与运营能力复制。聚焦国内的增长路径主要分为三类，一是产品升级：三峡游轮从“观光型”升级为“省际度假型”，客单价从百元提升至4000元以上；二是容量释放：黄山旅游东大门开放预计增厚远期客流，峨眉山金顶索道扩容运力翻倍；三是资产整合：地方国资主导的区域整合加速推进，全国性玩家通过跨区域收并购和轻资产输出提升资本效率。但也需要辩证来看，自然景区的高利润率往往来自存量门票、索道和景交业务，后续发展可能存在区域投资开发增长与ROE最大化悖论；相比之下，人造景区依赖持续产品迭代，处于产品验证初期、项目复制和成长叙事演绎阶段时可享受估值溢价。
- **投资建议：投资层面，短期做旺季景气交易，中长期找运营成长。**短期关注6-8月暑期窗口，在高温和厄尔尼诺背景下避暑需求有望成为焦点，短期重点关注长白山、丽江股份、三峡旅游；中期聚焦产品升级（如三峡旅游、宋城演艺等）、容量释放（如九华旅游、黄山旅游、长白山、峨眉山A等）和资产整合（如君亭酒店，关注祥源文旅等），以及高分红稳健标的（丽江股份等）等。
- **风险提示：**宏观经济波动、居民消费恢复不及预期、极端天气、项目建设进度不及预期、行业竞争加剧。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 景区特征：资源与运营侧重不同模式迥异

02 行业驱动：政策周期与经营周期的共振

03 供给变迁：产品升级、容量扩充与资源整合

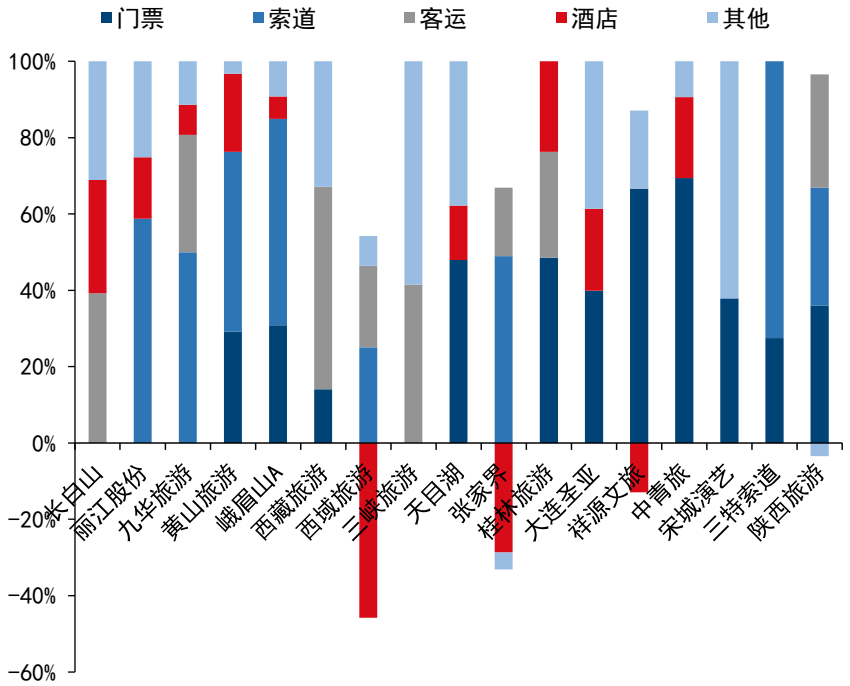
04 投资建议：把握旺季交易，掘金成长投资

下载日志已记录，仅供内部参考

景区商业模式：资源与运营侧重不同，对应两种生意

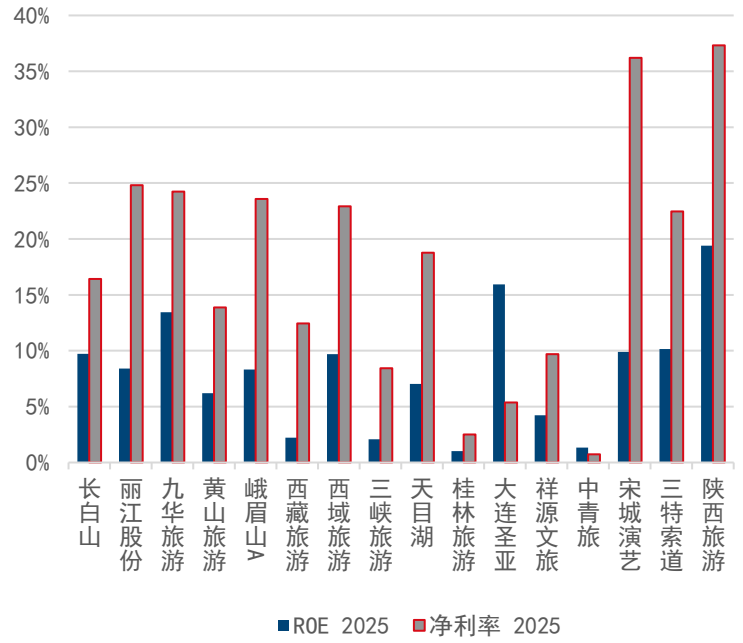
- **景区行业本质上是以自然资源或人文IP为核心的线下流量生意。**资源禀赋决定获客能力，运营能力决定变现效率。游客进入景区后，可逐步转化为门票、索道、交通、演艺、酒店、餐饮及零售等多元消费，其核心盈利模式可概括为：收入 = 客流 × 客单价 × 转化率。**其中，资源决定客流获取能力，产品决定客单价水平，运营能力决定流量变现效率。自然景区更偏重资源运营，人造休闲景区则更偏重产品运营，两类模式共同构成景区行业的主要商业形态。**
- **高毛利来自先天资源入口，成长空间来自后天运营。**景区行业整体具备较强盈利能力，以2025年样本公司数据为例，景区企业综合毛利率中位数约47%，但不同业务盈利能力差异显著；门票和索道等资源入口类业务毛利率普遍达到60%-90%，是景区利润的核心来源；而酒店、演艺等业务盈利波动和分化相对明显，但如果做好目的地运营生意却是提升游客价值量、打开成长空间的重要方向。

图：不同景区毛利率构成



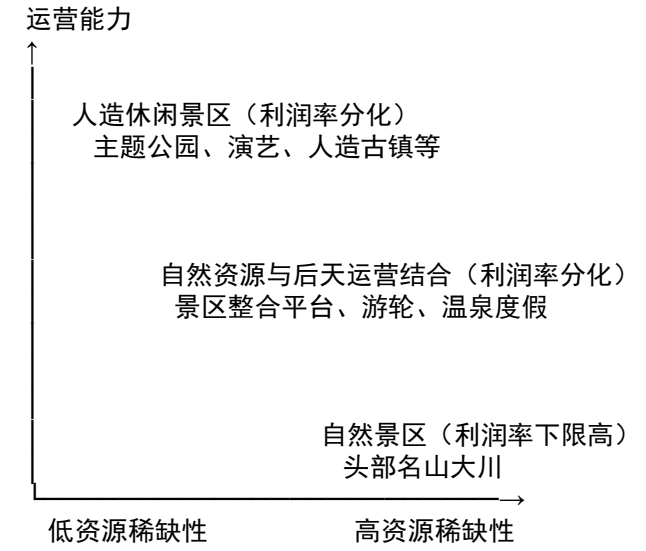
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：不同景区利润率情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：景区商业模式分类



资料来源：国信证券经济研究所整理

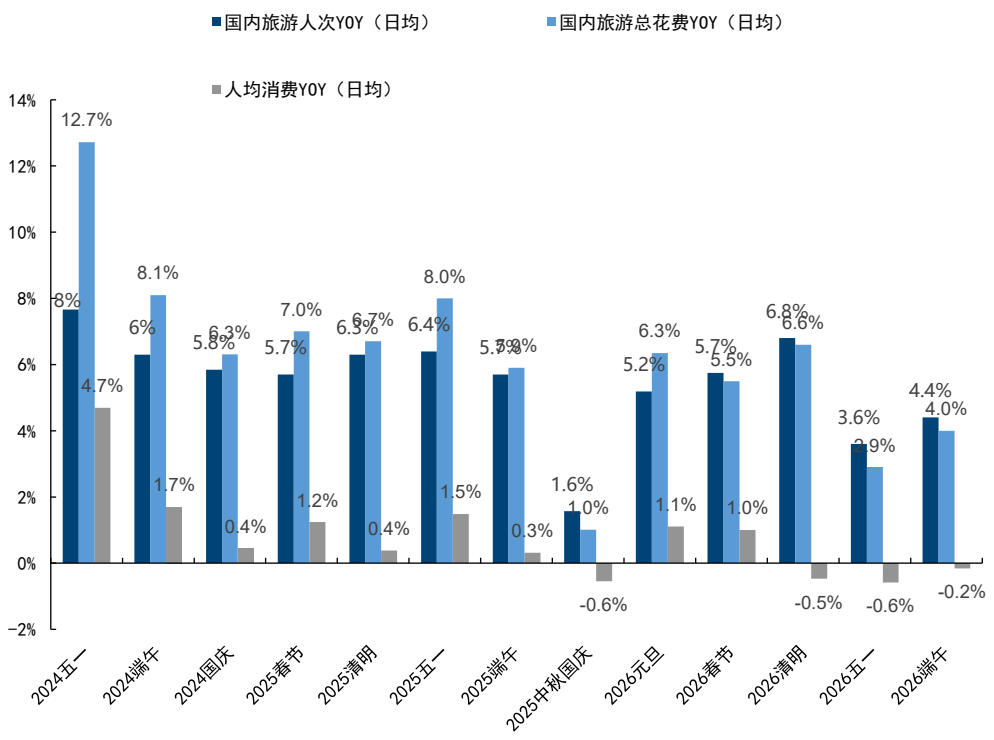
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

下载日志已记录，仅供内部参考

近期趋势：旺丁不旺财下的景区财报特征——收入端

- **疫后旅游需求持续释放，居民出游频次保持增长，但消费决策更加注重性价比，呈现出明显的“旺丁不旺财”特征。**从行业数据看，旅游人次增速持续高于旅游收入增速，人均消费恢复相对缓慢，反映出居民旅游需求更多体现为频次修复而非消费升级。
- **从上市公司表现看，**自然山岳景区凭借资源稀缺性和目的地属性，收入表现整体优于人造景区；同时，顺应人口结构变化、外延扩张或具备新项目供给释放的公司增长相对领先。相比之下，成熟景区整体增长趋于平稳，收入增长更多依赖客流增长而非客单价提升。

图：国内游人次与收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：景区上市公司收入增速情况

代码	股票名称	YOY 2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
603099.SH	长白山	0.7%	-15.7%	17.8%	2.0%	21.4%
002033.SZ	丽江股份	-9.7%	5.0%	12.4%	16.1%	23.6%
603199.SH	九华旅游	30.1%	15.6%	6.4%	7.7%	0.2%
600054.SH	黄山旅游	19.8%	7.9%	3.1%	10.5%	3.5%
000888.SZ	峨眉山A	-10.8%	-9.3%	-7.4%	-3.3%	-2.4%
600749.SH	西藏旅游	11.5%	-5.8%	-10.0%	-39.4%	-4.4%
300859.SZ	西域旅游	-0.7%	11.5%	4.1%	16.3%	18.1%
002627.SZ	三峡旅游	7.6%	7.4%	12.7%	-20.1%	7.0%
603136.SH	天目湖	-1.6%	-9.8%	-1.2%	-7.1%	-4.5%
000978.SZ	桂林旅游	-6.6%	6.1%	-2.7%	13.3%	15.5%
600593.SH	大连圣亚	-7.9%	-7.0%	7.3%	-0.2%	9.9%
600576.SH	祥源文旅	55.2%	23.8%	35.1%	36.7%	14.0%
600138.SH	中青旅	6.8%	15.8%	17.2%	13.8%	14.9%
300144.SZ	宋城演艺	0.3%	-16.1%	-9.9%	5.2%	-4.8%
002159.SZ	三特索道	-7.0%	-5.4%	-12.8%	-2.8%	3.3%
603402.SH	陕西旅游			-18.5%	-16.2%	-21.5%
000796.SZ	凯撒旅业	-12.6%	10.3%	19.8%	77.4%	39.4%
002707.SZ	众信旅游	13.7%	7.3%	12.4%	-8.7%	8.6%
000524.SZ	岭南控股	2.4%	13.9%	-1.5%	4.9%	10.4%

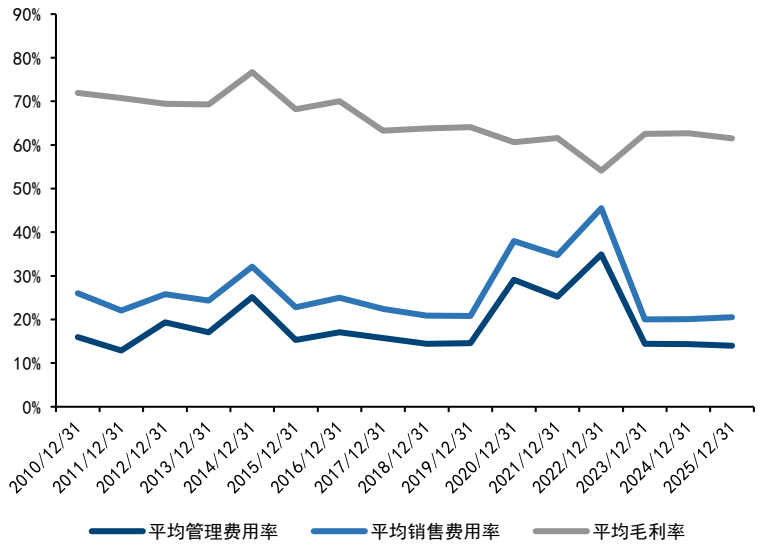
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

近期趋势：旺丁不旺财下的景区财报特征——利润端

- **行业竞争有一定加剧，除头部名山大川类景区外部分呈现增收不增利趋势。**尽管旅游市场持续复苏，但景区企业利润表现明显弱于收入端。近年来行业平均毛利率持续下行，销售费用率有所抬升，反映行业竞争加剧以及线上渠道投放增加带来的压力。
- 与此同时，居民消费趋于理性导致二次消费恢复慢于客流恢复，部分景区通过促销、折扣和套餐活动获取流量，也进一步压缩利润空间。仅有少数具备强IP、强产品力或持续优化经营效率的景区能够维持较好的盈利表现。

图：景区平均毛利率、销售费用率、管理费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：景区上市公司利润增速情况

		利润（亿元）					YOY				
代码	股票名称	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
603099.SH	长白山	0.04	-0.06	1.51	-0.20	0.08	-59%	-162%	19%	-460%	84%
002033.SZ	丽江股份	0.34	0.60	0.97	0.22	0.67	-38%	6%	22%	16%	93%
603199.SH	九华旅游	0.69	0.73	0.39	0.32	0.70	32%	17%	-1%	-1%	1%
600054.SH	黄山旅游	0.37	0.90	1.27	0.39	0.35	45%	-16%	-17%	29%	-6%
000888.SZ	峨眉山A	0.59	0.62	1.13	-0.14	0.59	-21%	7%	1%	-53%	1%
600749.SH	西藏旅游	-0.09	0.11	0.30	-0.09	-0.20	54%	-35%	35%	-177%	-119%
300859.SZ	西域旅游	-0.30	0.41	0.87	-0.24	-0.27	-147%	-1%	2%	17%	10%
002627.SZ	三峡旅游	0.17	0.47	0.22	-0.22	0.14	76%	5%	-62%	-488%	-15%
603136.SH	天目湖	0.14	0.41	0.29	0.12	0.10	26%	-2%	-13%	-37%	-24%
000978.SZ	桂林旅游	-0.13	0.21	0.28	-0.25	-0.12	2%	471%	7%	88%	10%
600593.SH	大连圣亚	-0.08	-0.08	0.82	-0.39	0.16	-739%	-170%	-12%	78%	293%
600576.SH	祥源文旅	0.31	0.60	0.65	-0.43	0.18	159%	28%	27%	-217%	-42%
600138.SH	中青旅	-0.34	1.01	0.54	-0.37	-0.37	-16%	-1%	-33%	-605%	-9%
300144.SZ	宋城演艺	2.46	1.53	3.54	0.64	2.11	-2%	-49%	-23%	56%	-14%
002159.SZ	三特索道	0.30	0.37	0.71	0.05	0.21	-11%	-12%	-11%	138%	-31%
603402.SH	陕西旅游	0.74	1.30	1.65	0.15	0.41			-25%	133%	-45%
000796.SZ	凯撒旅业	-0.05	-0.20	-0.02	0.55	0.03	68%	-665%	-93%	165%	162%
002707.SZ	众信旅游	0.19	0.21	0.27	-0.60	0.10	-32%	-51%	-49%	-241%	-48%
000524.SZ	岭南控股	0.27	0.23	0.16	0.05	0.33	10%	46%	-83%	-70%	24%

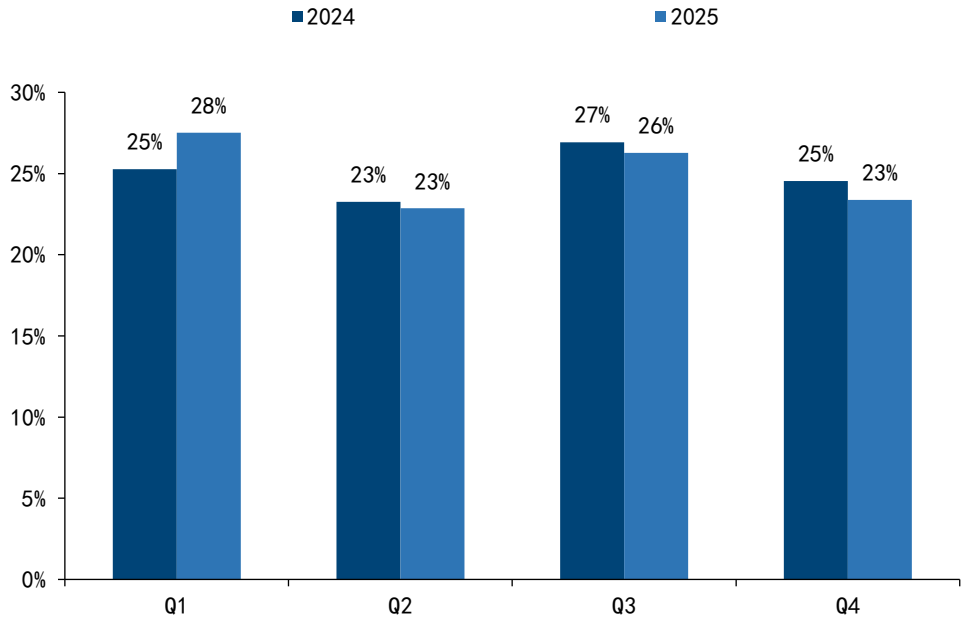
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

特点：季节性明显

- **景区行业具有典型的假日经济特征**，收入和利润在春节、五一、暑期和国庆等节假日核心时点分布更多。疫后居民出游行为进一步向长假集中，旅游市场呈现更明显的“长假驱动”特征，旺季与淡季分化较2019年进一步扩大。
- 从上市公司季报拆分看，大部分景区企业三季度收入和利润占全年比重最高，部分山岳景区单季度利润贡献甚至超过全年利润的80%。因此，暑期客流表现往往成为决定全年业绩的重要变量。

图：国内游人次和消费季节性占比



资料来源：文化旅游部，国信证券经济研究所整理

图：景区各个季度收入与利润占比

	收入占比				净利润占比			
	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
长白山	17.2%	17.0%	45.8%	20.0%	7.4%	7.2%	87.9%	-2.5%
三峡旅游	17.6%	28.4%	29.1%	24.9%	8.1%	37.9%	49.2%	4.8%
丽江股份	22.3%	25.3%	31.0%	21.4%	26.5%	26.8%	37.9%	8.8%
九华旅游	23.6%	28.1%	22.8%	25.6%	28.0%	33.4%	21.1%	17.4%
黄山旅游	17.4%	25.8%	29.9%	26.9%	8.1%	33.7%	48.6%	9.6%
峨眉山A	25.0%	25.1%	29.4%	20.5%	31.7%	24.8%	47.5%	-4.0%
天目湖	19.9%	29.2%	26.3%	24.5%	10.5%	39.8%	31.4%	18.4%
西藏旅游	10.7%	32.2%	36.6%	20.4%	-118.6%	103.2%	135.6%	-20.1%
西域旅游	5.4%	28.8%	54.7%	11.2%	-13.8%	47.8%	99.3%	-33.3%
桂林旅游	20.5%	24.9%	33.8%	20.7%	6.6%	2.8%	-12.7%	103.3%
大连圣亚	18.1%	21.6%	44.8%	15.4%	-1.8%	-15.7%	-132.3%	249.8%
ST张家界	13.6%	26.7%	31.6%	28.1%	8.0%	2.5%	0.6%	88.9%
祥源文旅	15.8%	26.9%	29.4%	27.8%	8.2%	32.3%	34.6%	24.8%
中青旅	19.3%	24.4%	27.1%	29.2%	-18.1%	63.3%	50.2%	4.6%
宋城演艺	23.1%	25.6%	34.6%	16.7%	24.0%	28.5%	43.6%	3.9%
三特索道	20.4%	24.5%	34.9%	20.1%	23.8%	29.9%	55.7%	-9.5%
凯撒旅业	24.6%	24.5%	28.6%	22.3%	13.9%	2.5%	1.3%	82.4%
众信旅游	15.9%	24.7%	32.6%	26.8%	26.5%	41.3%	48.8%	-16.6%
岭南控股	20.9%	23.8%	31.2%	24.1%	16.1%	10.5%	63.5%	9.9%

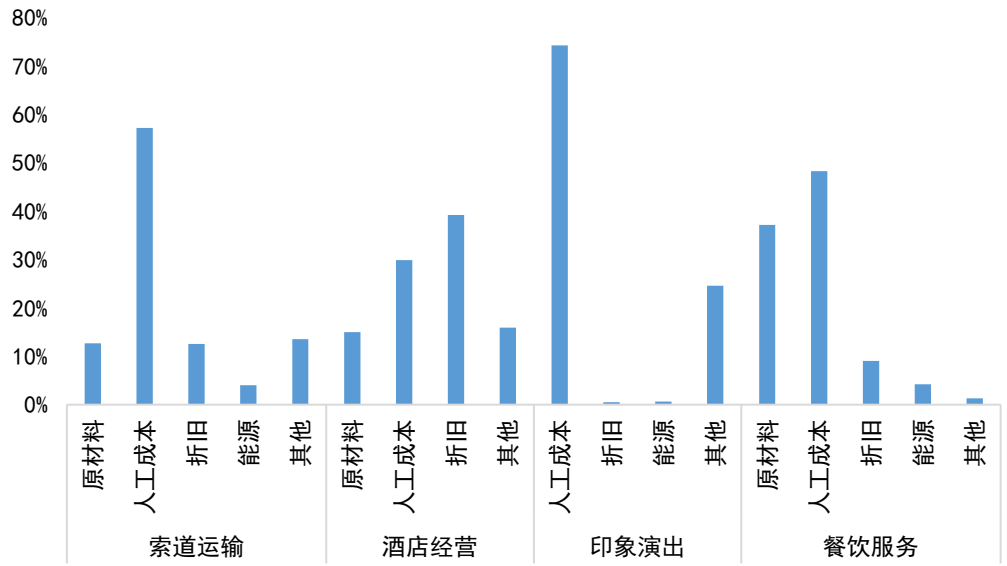
资料来源：文化旅游部，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

特点：经营杠杆显著

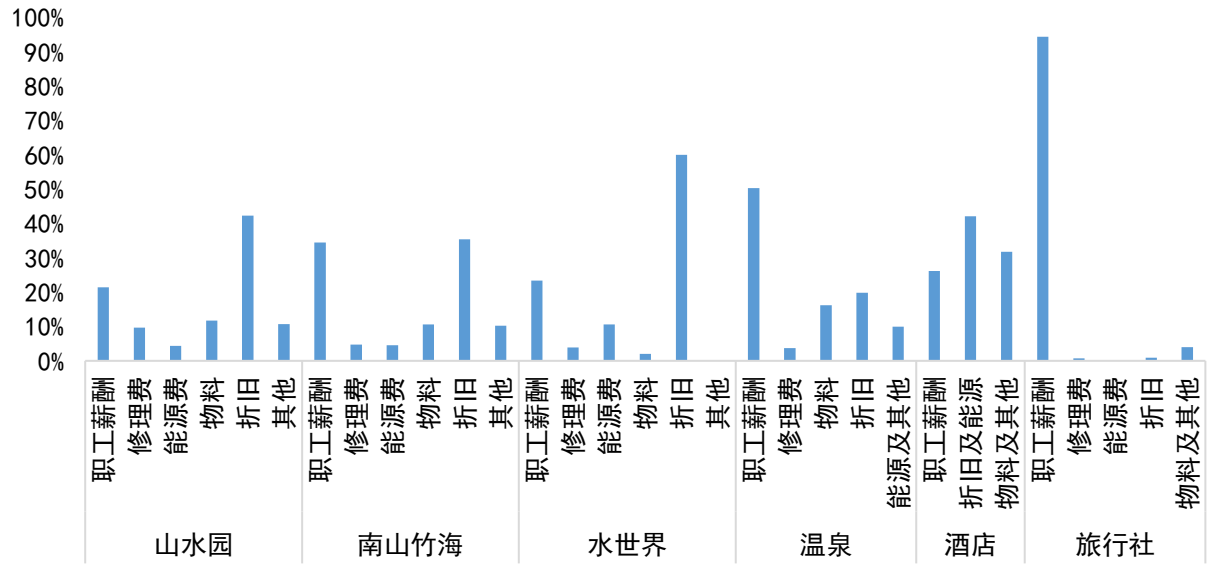
- **景区属于典型的高固定成本行业。**索道、酒店、演艺、景区维护及人工等支出构成较高固定成本，而新增游客对应的边际成本相对有限。因此，当客流超过盈亏平衡点后，新增收入能够较快转化为利润；反之，当客流低于盈亏平衡点时，利润下滑速度往往快于收入下滑速度。这也是景区板块在旺季和节假日前后具备较强股价弹性的核心原因。

图：丽江旅游成本拆分



资料来源：企业年报，国信证券经济研究所整理

图：江苏天目湖旅游成本拆分



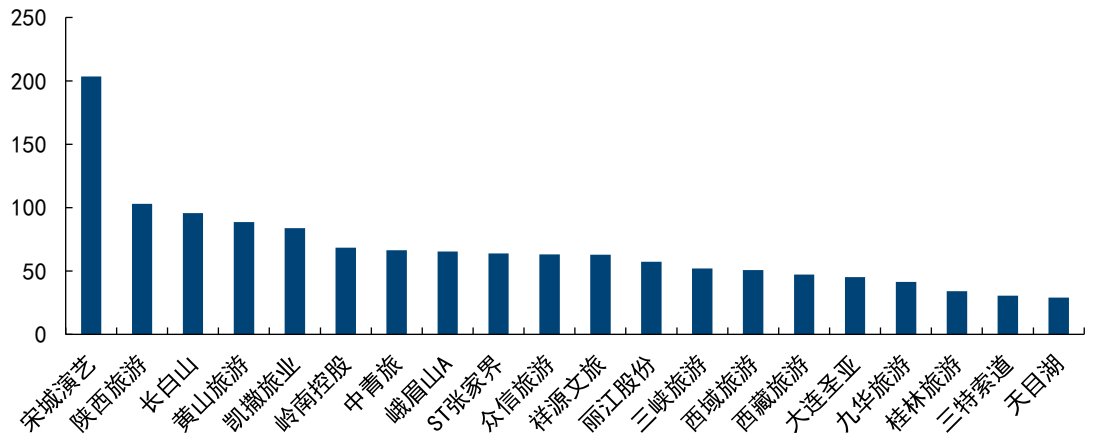
资料来源：企业年报，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

特点：久期、市值，自然休闲各有分化

- **资源稀缺对应长久期，但并未对应大市值；休闲度假产品有生命周期，但运营得当打开市值空间。**
- **自然景区资产具备天然稀缺性和区域垄断属性，客流平稳增长，具备长久期特征，但资源优势并未转化为持续的资本市场扩张能力。**其核心原因在于景区成长受资源边界约束：一方面，接待容量存在物理上限；另一方面，门票价格受到监管约束，长期增长更多依赖二次消费和运营提升。此外，多数景区企业具有较强国资背景和平台属性，部分现金流需要承担地方文旅建设和资源整合职能，也限制了资本市场对于其成长性的预期。因此，景区板块长期呈现“长久期、小市值、低持仓、强主题”的特征，更多表现为阶段性客流周期和政策主题投资，而非机构长期重仓配置方向。
- **但也有部分休闲度假景区凭借产品运营与异地扩张或游轮扩张有望取得更强成长性，但也需要关注产品生命周期，初期红利期往往是投资更好阶段，后续需要持续产品升级与优化维持领先竞争力。**

图：景区市值汇总



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图：社服各板块持仓对比

	19Q4	20Q4	21Q4	22Q4	23Q4	24Q4	25Q4	26Q1	环比变化
餐茶饮	0.007%	0.065%	0.011%	0.096%	0.041%	0.115%	0.136%	0.144%	0.008pct
免税	0.600%	2.040%	0.847%	1.043%	0.214%	0.120%	0.158%	0.113%	-0.045pct
酒店	0.139%	0.096%	0.293%	0.401%	0.093%	0.074%	0.046%	0.060%	0.015pct
景区	0.003%	0.008%	0.010%	0.024%	0.010%	0.010%	0.005%	0.011%	0.007pct
演艺	0.473%	0.103%	0.094%	0.075%	0.075%	0.041%	0.018%	0.011%	-0.007pct
OTA	0.000%	0.000%	0.000%	0.006%	0.005%	0.072%	0.016%	0.010%	-0.006pct
教育	0.129%	0.074%	0.004%	0.016%	0.067%	0.004%	0.001%	0.007%	0.005pct
人服	0.011%	0.021%	0.039%	0.048%	0.055%	0.032%	0.017%	0.007%	-0.010pct
国信社服板块基金重仓比例	1.363%	2.407%	1.299%	1.715%	0.562%	0.468%	0.396%	0.363%	-0.033pct

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 景区特征：资源与运营侧重不同模式迥异

02 行业驱动：政策周期与经营周期的共振

03 供给变迁：产品升级、容量扩充与资源整合

04 投资建议：把握旺季交易，掘金成长投资

下载日志已记录，仅供内部参考

旅游行业正迎来政策周期

■ **服务消费具备就业吸纳、地方财政、城市品牌三重价值，政策从商品消费扩展至服务消费。**近年来我国经济增长动能逐步从地产和商品消费转向服务消费，旅游、餐饮、文娱等服务消费领域成为扩大内需的重要抓手。相比商品消费，服务消费兼具就业吸纳、地方财政贡献和城市品牌建设等多重价值，因此在政策层面的优先级持续提升。2024年以来，国务院及相关部委密集出台服务消费促进政策，覆盖假期制度优化、文旅消费场景建设、银发经济、入境旅游等多个方向。整体来看，旅游行业已从传统消费行业逐步上升为扩内需和促消费的重要战略抓手。

图：政策汇总

政策名称	发布时间	发布主体	主要内容
《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》	2024/7/29	国务院	挖掘基础型消费潜力：餐饮住宿消费、家政服务消费、养老托育消费;激发改善型消费活力：文化娱乐消费、旅游消费、体育消费、教育和培训消费、居住服务消费（家政）;培育壮大新型消费：数字消费、绿色消费、健康消费
《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》	2025/1/9	国务院办公厅	发挥文化赋能、旅游带动作用，深化“文旅+百业”、“百业+文旅”，提升产品供给能力，丰富消费业态和场景，更好满足人民群众多样化、多层次、多方面的精神文化需求，增强人民群众文化获得感、幸福感，着力把文化旅游业培育成为支柱产业
《关于增开银发旅游列车 促进服务消费发展的行动计划》	2025/1/16	商务部、文化和旅游部、国铁集团等9单位	充分发挥我国铁路网络化运营和安全、舒适、便捷优势，健全旅游列车市场化开行服务保障机制，鼓励和支持各类社会资本参与银发旅游列车投资和运营，扩大服务供给，积极培育服务消费新增长点，更好满足银发群体旅游服务需求。到2027年，构建覆盖全国、线路多样、主题丰富、服务全面的银发旅游列车产品体系，银发旅游列车服务标准体系基本建立，形成一批主题旅游列车品牌，银发旅游列车开行数量、旅客运输量较2024年实现较大幅度增长。
《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》	2025/2/17	市场监管总局等5部门	到2027年，消费供给提质、消费秩序优化、消费维权提效、消费环境共治、消费环境引领等五大行动深入开展，供给质量不高、市场秩序失范、维权效能不足等问题得到系统治理，商品、服务质量显著提高，消费风险明显降低，消费纠纷源头治理效果显著，经营者诚信意识普遍增强，消费便利度、舒适度、满意度大幅提升，全国消费环境明显优化。
《提振消费专项行动方案》	2025/3/16	中共中央办公厅、国务院办公厅	通过 30 条举措，从提升消费能力、供给质量、增强消费意愿等方面发力，如实施城乡居民增收促进行动，开展服务消费提质惠民行动，加大消费品以旧换新力度等；还涉及保障休息休假权益，鼓励带薪年休假与小长假连休，鼓励有条件的地方探索设置中小学春秋假。
《关于进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知》	2025/4/26	商务部等6部门	推动离境退税商店增量扩容；丰富离境退税商品供给；提升离境退税服务水平
《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》	2025/8/4	财政部、中国人民银行、金融监管总局	贴息范围包括单笔5万元以下消费，以及单笔5万元及以上的家用汽车、养老生育、教育培训、文化旅游、家居家装、电子产品、健康医疗等重点领域消费。对于单笔5万元以上的消费，以5万元消费额度为上限进行贴息。政策到期后，可视实施效果研究延长政策期限、扩大支持范围。
《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》	2025/9/4	国务院	一是扩大体育产品供给，丰富体育赛事活动，优化赛事服务管理，发展户外运动产业，培育壮大冰雪经济，推动体育用品升级。二是激发体育消费需求，拓展体育消费场景，举办体育消费活动，实施消费惠民举措，扩大体育消费群体。三是壮大体育经营主体，做大做强体育企业，搭建优质对接平台，深化体育产业交流合作。四是培育体育产业增长点，深化行业融合发展，促进区域协调发展，推动体育数字化发展。五是强化产业要素支撑，加强人才队伍建设，加大金融支持力度，丰富体育场地供给。六是提升服务保障水平，营造良好市场环境，做好体育产业统计监测工作。
《关于扩大服务消费的若干政策措施》	2025/9/16	商务部、国家发展改革委、教育部等9部门	一是培育服务消费促进平台，包括实施提质惠民行动、开展消费新业态新模式新场景试点城市建设；二是丰富高品质服务供给，涵盖扩大服务业开放、提升文化与文博场馆服务、促进体育发展、培育多元教育培训市场、加强养老托育服务、增加中高端医疗供给；三是激发服务消费新增量，如吸引境外人员入境消费、拓展数字服务消费、优化学生假期安排；四是加强财政金融支持，通过支持设施建设、引导社会资本、扩大信贷投放、加大消费信贷支持与财政贴息，降低经营主体成本；五是健全统计监测制度。
国务院办公厅关于印发《加快培育服务消费新增长点工作方案》的通知	2026/1/29	国务院办公厅	加快培育服务消费新增长点：通过扩大重点服务供给、优化消费场景、培育新业态、提升居民消费能力，并强化财政、金融等政策支持，推动旅游、文化、健康等服务消费增长，激发内需潜力。

资料来源：中国政府网、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

其一，时间供给比收入弹性更直接驱动旅游需求

- **自黄金周后国内游迎来跨越式发展，近两年法定假期制度持续优化。**1949年政务院发布文件初步确立法定节假日框架，但整体休假天数有限、工作制度仍以单休为主；此后随着工时制度逐步规范，1994年国务院明确每日8小时、平均每周44小时工作制，1995年进一步调整为每周40小时、每周5天工作制，双休日正式形成。1999年国务院首次确立春节、"五一"、"十一"三个7天长假，正式开启全民旅游消费时代，国内旅游人数从1999年的7.19亿人次跃升至2007年的16.1亿人次，旅游总收入年均增速超15%，"黄金周"成为拉动内需的重要引擎。2012年后，随着"五一"长假取消、小长假制度推行，假期结构进入调整期，但居民出游需求持续升级，国内游从观光打卡向休闲度假转型。2024年以来，假期制度优化再提速：春节放假安排调整为8天（除夕至初七），"五一"假期通过调休形成5天连休，全年法定假期总量增加2天，政策层面明确释放鼓励消费信号。
- 对于旅游行业而言，“有时间”往往比“有钱”更重要，时间供给是旅游需求最重要的制度变量。

表：1949年至今我国假期制度文件汇总

时间	颁布部门	假期制度文件	具体内容
1949年12月	政务院	《全国年节及纪念日放假办法》	每年四个节假日，元旦1天、春节3天、五一1天、十一2天
1994年2月	国务院	《关于职工工作时间的规定》	职工每日工作8小时，平均每周工作44小时，1+2休假制度
1994年7月	全国人大常委会	《中华人民共和国劳动法》	以法律形式规定8-44工时制度，限制每日加班时间不超过3小时，每月不超过36小时
1995年3月	国务院	修改《关于职工工作时间规定》的决定	规定每天工作8小时，每周工作40小时
1999年9月	国务院	《全国年节及纪念日放假办法》第一次修订	调整劳动节、国庆节各放假3天，调整拼接春节、五一、十一前后的双休日，形成7天长假的黄金周
2007年12月	国务院	《全国年节及纪念日放假办法》第二次修订	取消“五一”7天黄金周，将清明、端午、中秋设为3天法定小长假
2013年12月	国务院	《全国年节及纪念日放假办法》第三次修订	将春节法定假期由“除夕至正月初二”优化为“正月初一至初三”，在维持法定假期总量基本稳定的前提下进一步规范放假安排
2023年10月	国务院	《关于2024年部分节假日安排的通知》	调整春节放假至 8 天（较往期新增 1 天），鼓励各单位结合带薪年休假等制度落实，安排职工在除夕当日休息
2024年11月	国务院	《全国年节及纪念日放假办法》第四次修订	调整为春节放假4天（农历除夕、正月初一至初三），劳动节放假2天，新增“个别特殊情形外，法定节假日假期前后连续工作一般不超过6天”
2025年9月	商务部、教育部等9部门联合引发	《关于扩大服务消费的若干政策措施》	提出在放假总天数和教学时间总量不变的前提下，鼓励有条件地区探索设置中小学春秋假、相应缩短寒暑假，以增加旅游出行等服务消费时间。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

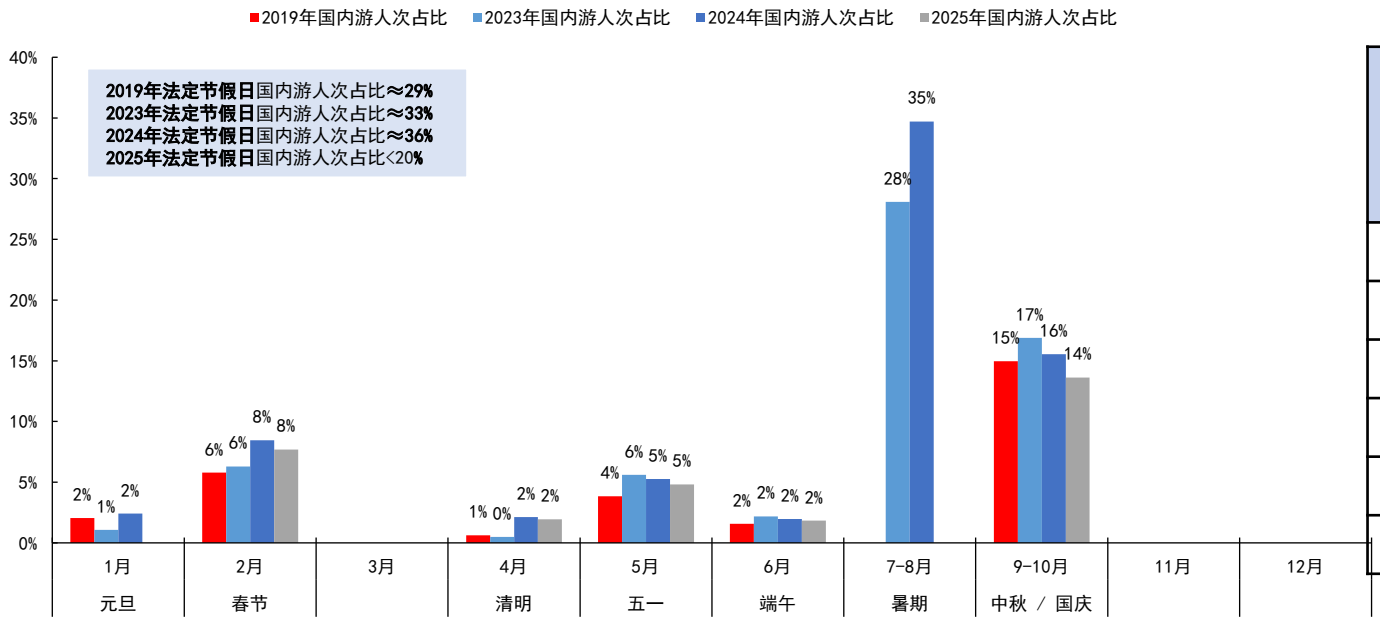
下载日志已记录，仅供内部参考

长假期对旅游需求释放和消费兑现均具有更强带动作用

国信证券 GUOSEN SECURITIES

■ **长假期对旅游需求释放和消费兑现均具有更强带动作用。**从2024-2025年主要节假日对比看，假期时长越长，日均旅游人次和日均国内销售额通常越高，其中国庆、中秋国庆等长假均处于各假期中的高位，2024年国庆、2025年中秋国庆的日均旅游人次均在约1.1亿人次左右，明显高于清明、端午等短假期；与此同时，长假对应的日均国内销售额也显著更强，反映出更长假期不仅提升了居民跨区域出游意愿，也延长了停留时间和消费链条，带动住宿、餐饮、景区、零售等多环节消费同步释放。整体来看，长假期兼具“扩流量”和“提客单”双重效应，是全年旅游消费高峰形成的核心制度基础。

图：2019、2023、2024、2025年官方重点节假日国内出游人次占全年比重



资料来源：文化旅游部，国信证券经济研究所整理

表：2024、2025年重点节假日日均旅游人次与日均国内销售额

节假日	2024年日均旅游人次（亿人次）	2025年日均旅游人次（亿人次）	2026年日均旅游人次（亿人次）	2024年日均国内销售额（亿元）	2025年日均国内销售额（亿元）	2026年日均国内销售额（亿元）
元旦	0.45		0.47	266		283
春节	0.59	0.63	0.66	791	846	893
清明	0.40	0.42	0.45	180	192	205
五一	0.59	0.63	0.65	334	361	371
端午	0.37	0.40	0.41	135	142	148
中秋 / 国庆	0.87	1.11	/	752	1011	/

资料来源：文化旅游部，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

春秋假政策加速落地，有望成为旅游需求新增量

- **春秋假政策加速落地，有望带动国内错峰出行。**2025年以来，春秋假政策进入加速推进阶段。政策已从原则性鼓励逐步进入地方试点和探索实施阶段，多地开始尝试将春秋假与周末、法定节假日衔接。截至目前，政策推进呈现"全面推广+地方试点"的双轨格局：浙江、四川已全省推行，山东、湖北、广东等六省启动局部试点，江苏、河南等多省发文鼓励探索，但各地实施进度、假期时长（5-14天不等）及具体安排差异显著，全面普及仍需时日。
- 与传统节假日不同，春秋假最大的意义在于创造新增出游时间，而非重新分配已有假期。其本质上是对全年旅游需求的增量创造，而非存量转移。

图：各地春秋假探索

省份	实施范围	假期安排	省/市常住人口（万人）	常住人口占全国比重	涉及初中小学生人数（万人）	占全国初中小学人数比重
浙江省	全省	春秋假各 3 天，各市区县2026春假多与五一连休；	6701	5%	598	4%
四川省	全省	春秋假各 3 天，各市区县2026春假多与清明连休	8318	6%	767	5%
江苏省	全省	春秋假各 3 天，各市区县2026春假多与清明连休	8518	6%	854	5%
安徽省	全省	春假 4 月 1-3 日，与清明连休 6 天	6082	4%	771	5%
重庆市	全省	在4—5月、11月，每次时长建议2—3天，各区县2026春假多与清明连休	3187	2%	478	3%
贵州省	全省	春秋假各 3 天，各市区县2026 春假统一4 月 1-3 日	3857	3%	691	4%
山东省	全省	春秋假各 3 天，各市区县2026春假多与五一连休	10043	7%	1222	8%
湖南省	全省	春秋假各 3 天，各市区县春假多与五一衔接	6492	5%	754	5%
海南省	全省	在4—5月、10—11月，分别安排3天，可与法定节假日或双休日相连，民族地区也可与“三月三”传统节日相连	1055	1%	124	1%
云南省	全省	在4—5月、10-11月，各2—3天，鼓励将春秋假与法定节假日、双休日、春秋游、运动会等相衔接	4644	3%	570	4%
辽宁省	全省	春秋假各3天，各市区县春假多与五一连休，秋假多与周末公休日连休	4131	3%	285	2%
河北省	全省	在4—5月、10—11月，每次2至3天，鼓励中小学春秋假与法定节假日、周末相连	7354	5%	922	6%
福建省	全省	在4—5月、10-11月，各2—3天，鼓励将春秋假与法定节假日、双休日相衔接	4190	3%	522	3%

资料来源：地方政府官网，学校官网，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

春秋假有望形成持续性的行业增量

■ 随着覆盖范围扩大，其对国内游行业的拉动作用将逐步增强。

图：春秋假对全国景区业绩弹性测算（以2024年为基准）

一、测算框架					
新增收入公式	新增收入=净新增游客人次×人均景区消费				
收入弹性公式	收入弹性=新增收入÷国内游收入基数				
项目	**单位**	**当前试点**	**逐步扩大**	**全部覆盖**	**说明**
二、2024年基准数据					
全国小学生人数	亿人	1.08	1.08	1.08	教育部《2024年全国教育事业发展统计公报》
全国初中生人数	亿人	0.54	0.54	0.54	教育部《2024年全国教育事业发展统计公报》
国内游收入基数	万亿元	5.75	5.75	5.75	文旅部2024年度国内旅游数据
三、核心假设					
春秋假期覆盖学生比例	%	50%	80%	100%	根据各省试点比例估算
春秋假期实际覆盖学生数	亿人	0.81	1.30	1.62	全国中小学生总数×春秋假覆盖学生比例
家庭出游转化率	%	30%	40%	50%	假设逐步提升
家庭平均出游人数	人/户	2.51	2.51	2.51	根据官方公布2024年末全国家庭平均规模
年均出游次数	次/年	2	2	2	春秋假各1次
人均消费	元	1000	1000	1000	参考携程/飞猪及行业平均
净新增需求比例	%	50%	60%	70%	扣除原有周末/短途等替代需求后
四、关键计算过程					
理论出游家庭数	亿户	0.24	0.52	0.81	春秋假实际覆盖学生数*家庭出游转化率
理论游客人次	亿人次	0.61	1.30	2.03	出游家庭数×家庭平均出游人数
净新增游客人次	亿人次	0.30	0.78	1.42	理论游客人次×60%
新增收入	亿元	304.97	780.71	1423.17	净新增游客人次×1000元
收入弹性	%	0.53%	1.36%	2.48%	新增收入÷57500亿元

资料来源：文化旅游部，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

参考海外，假期制度优化有望提升旅游消费

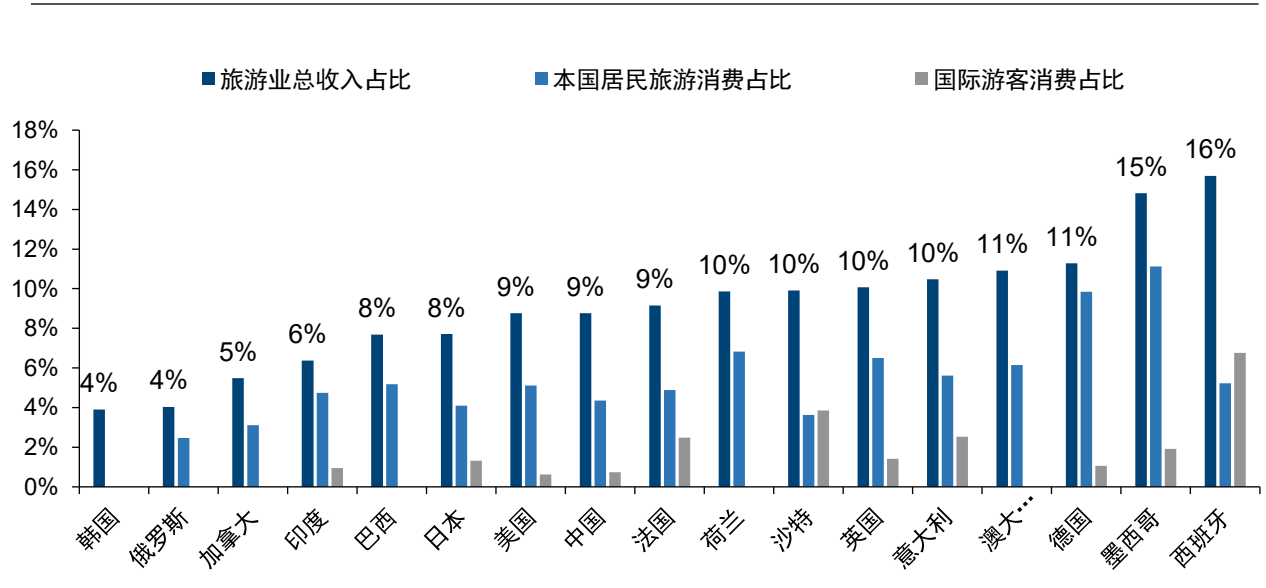
- **海外经验表明，旅游业发展与假期制度高度相关。日本、韩国以及欧洲主要旅游国家均拥有相对完善的休假体系，较长的假期为居民跨区域出游创造了条件。国际比较看，中国法定假期和带薪休假仍有进一步优化空间。随着假期结构持续完善，旅游需求释放和服务消费增长仍具备较大潜力。**
- **对标应聚焦日本与韩国，欧美路径各有其制度背景。** 日韩与中国同属东亚文化圈、均采用法定假日体系，制度设计的可参考性与可移植性更强。欧洲高假期水平建立在强工会传统与较长历史积累之上，美国则依赖市场化雇主自定机制，两者均有其内在逻辑，但与中国现阶段制度环境差异较大。相比之下，日韩从集中法定长假到逐步推动带薪休假落实，与中国当前政策方向更为契合。值得注意的是，WTTC数据显示2024年日本旅游业总收入达3,105亿美元，韩国仅730亿美元，而两国假ß期天数相近。根本原因在于日本拥有超高人次的入境游，于2024年达3,687万，创历史新高，成为重要收入支柱；韩国则更依赖国内消费。对中国而言，假期制度优化的政策红利能否充分兑现，国内游落实率与入境游恢复节奏同样关键。

表：2025年部分国家假期制度对比

国家	公假天数	带薪年假天数	合计	特色制度
中国	13	5-15（按工龄）	~23	黄金周调休制度
加拿大	7-12（各州）	10-20	~24	各省独立休假制度
荷兰	0-11	20-25	~28	公假不强制带薪，另有8%薪资假期金制度
澳大利亚	10-13（各州）	20	~31	带薪年假20天，部分州有额外公假
英国	8	20-28	~32	法定年假至少28天
意大利	12	20	~32	夏季集中休假文化
印度	16（各邦）	12-20	~32	法定公假最多，含宗教、民族节日
美国	11	0-42	~32	无联邦法定带薪年假，雇主自定
墨西哥	11	12-32（按工龄）	~33	近年提升法定带薪年假，另有25%假期奖金
日本	19	10-20（按工龄）	~34	黄金周（4月末-5月初）
西班牙	8-14（各州）	22-25	~34	法定年假至少30天
德国	9-13（各州）	20-30	~36	法定带薪年假至少20天
韩国	16	15-25（按工龄）	~36	秋夕、春节等传统节日
巴西	12	30	~42	法定带薪年假至少30天
法国	11	30-35	~43	RTT 35小时工时上限
俄罗斯	18	20-40	~48	法定年假至少28天，部分职业有更长年假
沙特	13	21-30（按工龄）	~48	含两个开斋节/宰牲节长假

资料来源：各国政府官网，国信证券经济研究所整理

图：2024年主要国家旅游业收入占GDP比重



资料来源：WTTC，IMF，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

其二，文旅从消费行业走向战略产业，平台型文旅资产价值有望重估

- **近年来，随着地产投资和土地财政的重要性下降，文旅产业逐渐成为地方政府获取流量、促进消费、塑造城市品牌的重要抓手。**各地“十五五”规划和文旅专项规划普遍将文旅产业列为重点发展方向，通过重大项目建设、资源整合、产业基金、国资平台赋能等方式持续加大投入力度。文旅产业已逐步从传统消费行业上升为兼具消费拉动、就业带动和城市品牌建设功能的重要战略产业。

- **在此背景下，部分景区上市公司的定位正在发生变化，其价值已不再局限于单一景区资产运营，而是逐步承担区域文旅资源整合、项目开发和资本运作的平台职能。**例如，陕西旅游集团推动旗下核心旅游资源资本化运作；湖北国资收购君亭酒店，强化区域文旅资源与酒店平台协同；西域旅游依托新疆文旅战略承担区域旅游资源开发和运营功能；天府文旅则成为成都文旅资源整合和产业发展的重要资本平台。未来随着地方国资持续加码文旅产业建设，具备平台属性和资源整合能力的文旅上市公司有望获得更高估值溢价。

图：景区实控人情况

公司代码	公司名称	实际控制人
603099.SH	长白山	吉林省长白山保护开发区管理委员会财政局
002033.SZ	丽江股份	张松山
603199.SH	九华旅游	池州市人民政府国有资产监督管理委员会
600054.SH	黄山旅游	黄山市人民政府国有资产监督管理委员会
000888.SZ	峨眉山A	乐山市国有资产监督管理委员会
600749.SH	西藏旅游	王玉锁
300859.SZ	西域旅游	新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会
002627.SZ	三峡旅游	宜昌市人民政府国有资产监督管理委员会
603136.SH	天目湖	溧阳市人民政府
000430.SZ	张家界	张家界市人民政府国有资产监督管理委员会
000978.SZ	桂林旅游	桂林市人民政府
600593.SH	大连圣亚	大连市人民政府国有资产监督管理委员会
600576.SH	祥源文旅	俞发祥
600138.SH	中青旅	光大集团
300144.SZ	宋城演艺	黄巧灵及其一致行动人
002159.SZ	三特索道	武汉东湖新技术开发区管理委员会
603402.SH	陕西旅游	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会
000796.SZ	凯撒旅业	青岛市市北区国有资产运营发展中心
002707.SZ	众信旅游	冯滨
000524.SZ	岭南控股	广州市人民政府国有资产监督管理委员会

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理。√√：强，√：有

图：地方政府文旅资源整合案例图

地区	平台	动作
陕西	陕西旅游	推动核心旅游资源证券化
湖北	君亭酒店	国资入主打造酒店文旅平台
成都	天府文旅	文旅资源整合平台
新疆	西域旅游	区域旅游资源运营平台
全国	祥源文旅、香港中旅	多区域景区运营

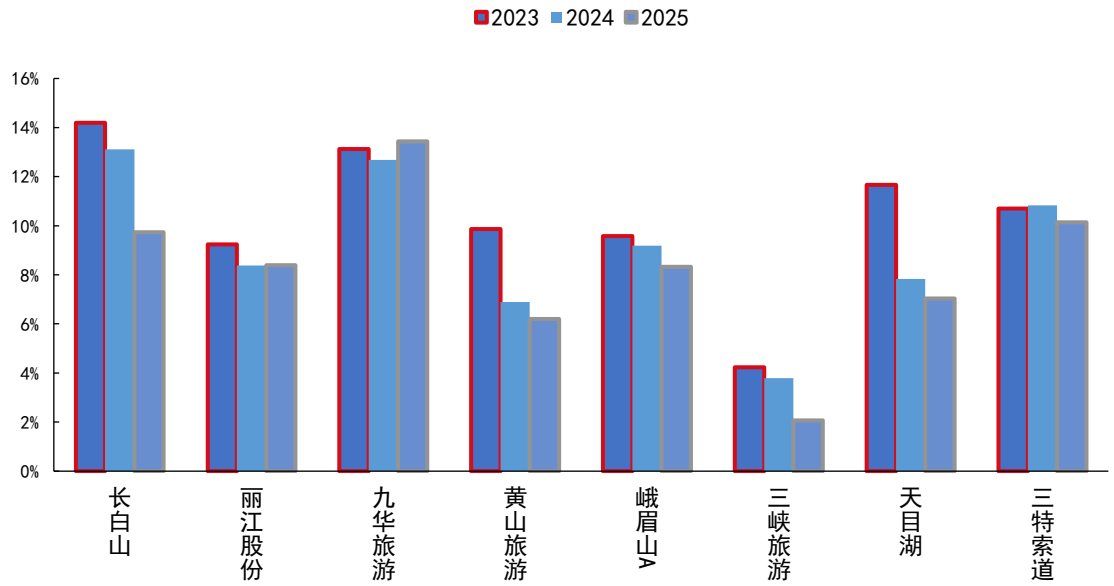
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

但自然景区增长存在ROE悖论，人造景区成长溢价来自产品周期

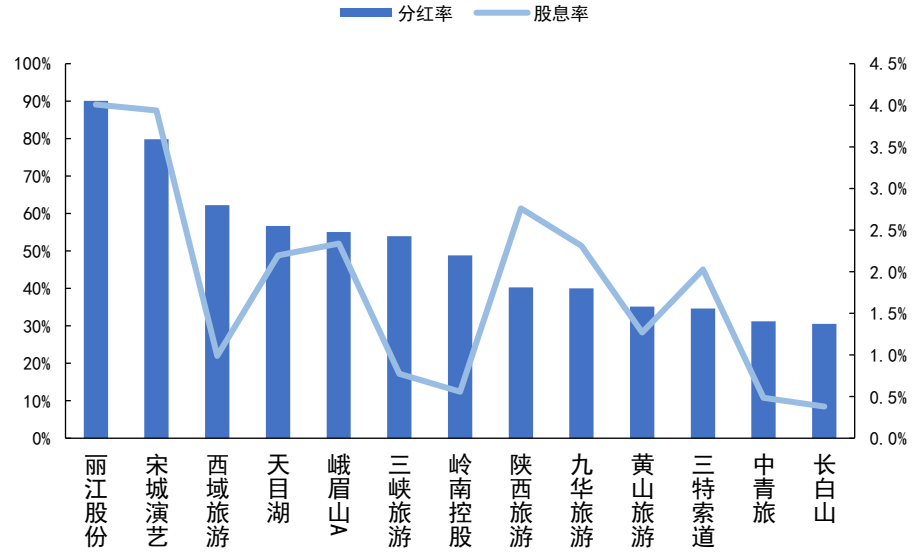
- **自然景区的高利润率往往来自存量门票、索道和景交业务，后续发展可能存在增长与ROE最大化悖论。**既有门票、索道和客运业务边际成本较低、现金流稳定；但新增酒店、商业、演艺等业态更依赖精细化运营，资本投入增加后未必复制原有回报，反而可能摊薄ROE。对缺乏高回报扩张项目的成熟景区，提高分红理论上更有利于股东价值，但地方政府的文旅投资与区域开发诉求，可能与上市公司利益最大化形成矛盾。
- 相比之下，人造景区依赖持续产品迭代，处于产品验证初期、项目复制和成长叙事演绎阶段时可享受估值溢价，但最终仍需由产品生命周期、ROIC和现金流兑现。

图：重点国企实控景区公司ROE变化



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图：重点景区公司分红情况



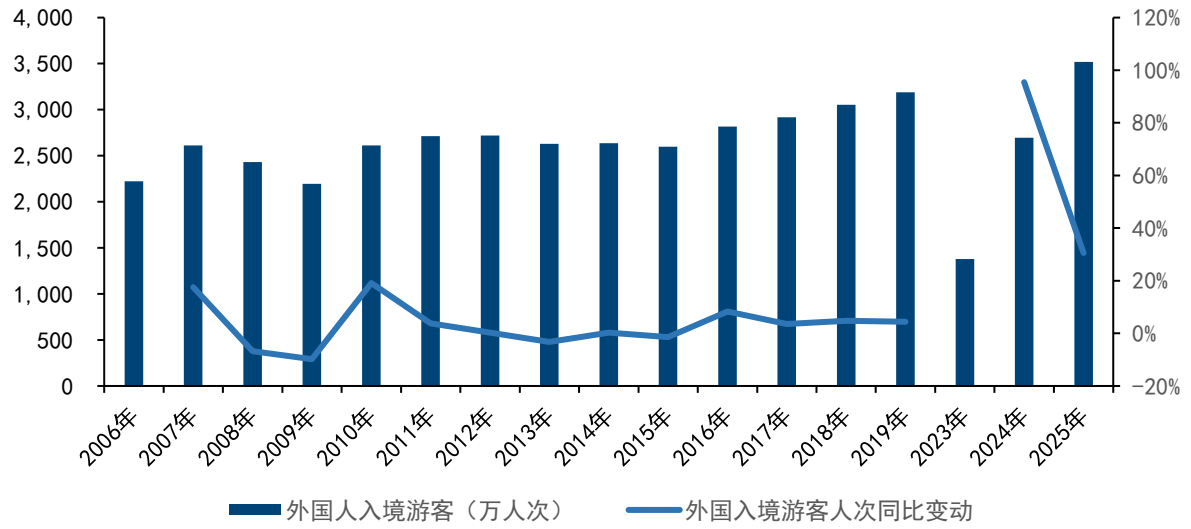
资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

其三，入境游恢复为国际目的地景区提供新增量

- **入境游释放潜力，国际酒店大中华区经营数据走强。**我国持续扩大免签“朋友圈”，从单方面免签到过境免签形成多层次的便利化政策体系。截至2025年底，我国单方面免签国家已增至48个，互免签证国家扩大至29个，240小时过境免签政策适用国家达55个、适用口岸增至65个，形成“覆盖主要客源国、衔接重点城市”的开放网络。政策红利在数据上得到充分印证，根据国家统计局数据，2025 年入境游客15450 万人次，同比增长 17.1%，其中外国人 3517万人次，同比增长 30.6%。
- 但入境游并非景区板块普惠逻辑，其受益对象主要集中于具备国际知名度、交通便利和目的地属性的景区。对于大部分景区而言，入境游更多是锦上添花；对于少数国际目的地景区，则可能成为估值重估的重要催化。

图：入境游人数增速



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图：入境游带动国际高端酒店RevPAR

酒店	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
万豪	-2.00%	-0.50%	持平	+3%以上	上涨近6%
希尔顿	-3.10%	-3.40%	-3.10%	-1.40%	1.30%
凯悦	0.10%	2.10%	1.70%	中个位数增长	12.40%
洲际	-3.50%	-3.00%	-1.80%	1.10%	5.70%
雅高	负值	负值	负值	全年中个位数下跌	低单位数下滑

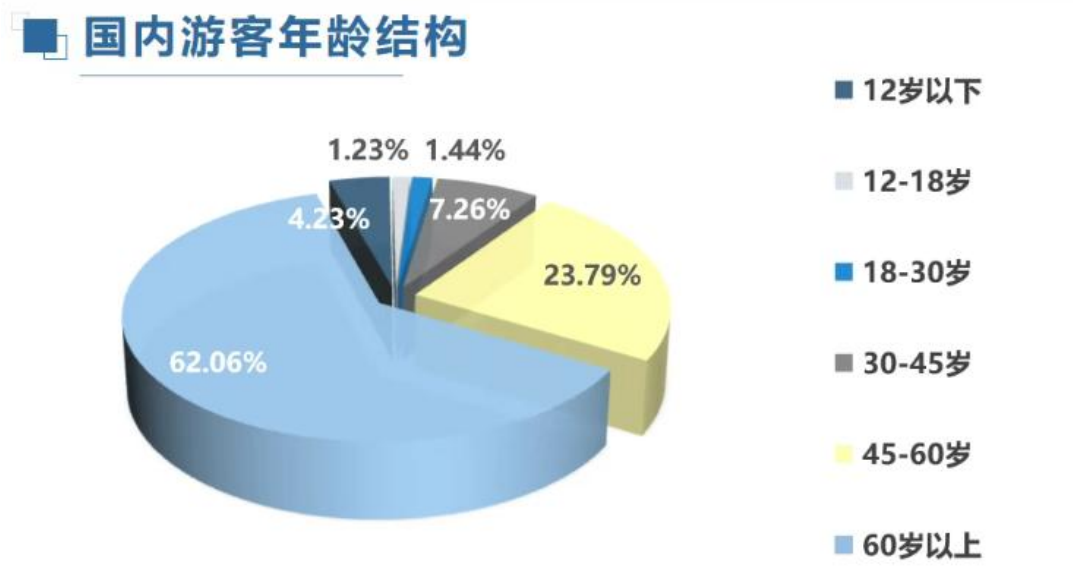
资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

其四：人口角度，银发周期拉开帷幕，给予结构性机会

- **我国正迎来退休高峰，老龄化进程加速，为银发经济提供重要结构性机会。**2025年我国60岁及以上人口约3.2亿人，占总人口的23%。预计1965-1973年出生人群将在2025-2033年间集中退休，形成年均超2000万人的退休高峰，有望成为中国银发经济核心驱动力。此外，中国低龄退休群体活力与财富积累优势显著，老龄化速度亦远快于欧美国家，代际红利有望释放，为银发经济市场带来增量空间。
- **我国银发人群旅游需求旺盛，错峰出行与高品质偏好凸显市场潜力。**以三峡游轮为例，在银发与入境游带动下行业呈现豪华好于经济型的趋势。

图：重庆三峡航线2026年4月年龄结构



资料来源：重庆航运交易所、国信证券经济研究所整理

图：重庆三峡航线游轮运行情况

分船型运行情况

年份	2026年				2025年			
月份	4月		1-4月		4月		1-4月	
类型	发船数（航次）	客运量（万人）	发船数（航次）	客运量（万人）	发船数（航次）	客运量（万人）	发船数（航次）	客运量（万人）
豪华型	354	12.15	725	23.49	314	10.02	689	20.47
经济型	142	3.82	293	7.13	214	4.65	542	9.55
合计	496	15.96	1018	30.61	528	14.67	1231	30.02

资料来源：重庆航运交易所、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

其四：人口角度，年轻人体验消费景气度高

- **Z世代逐步成为消费主力，体验与情绪价值优先于物质拥有。** 95后/00后群体消费呈现“该省省、该花花”的鲜明特征：日常消费追求极致性价比，但愿意为兴趣、体验与情绪价值支付显著溢价，直接驱动特种兵旅游、Citywalk、沉浸式演艺、谷子经济等新业态爆发，社交媒体"种草-打卡-分享"闭环重塑了流量逻辑与消费决策路径。Z世代对标准化商品的需求边际递减，但对独特体验、圈层认同与情感共鸣的追求持续升温，成为社服板块结构性景气的重要支撑。

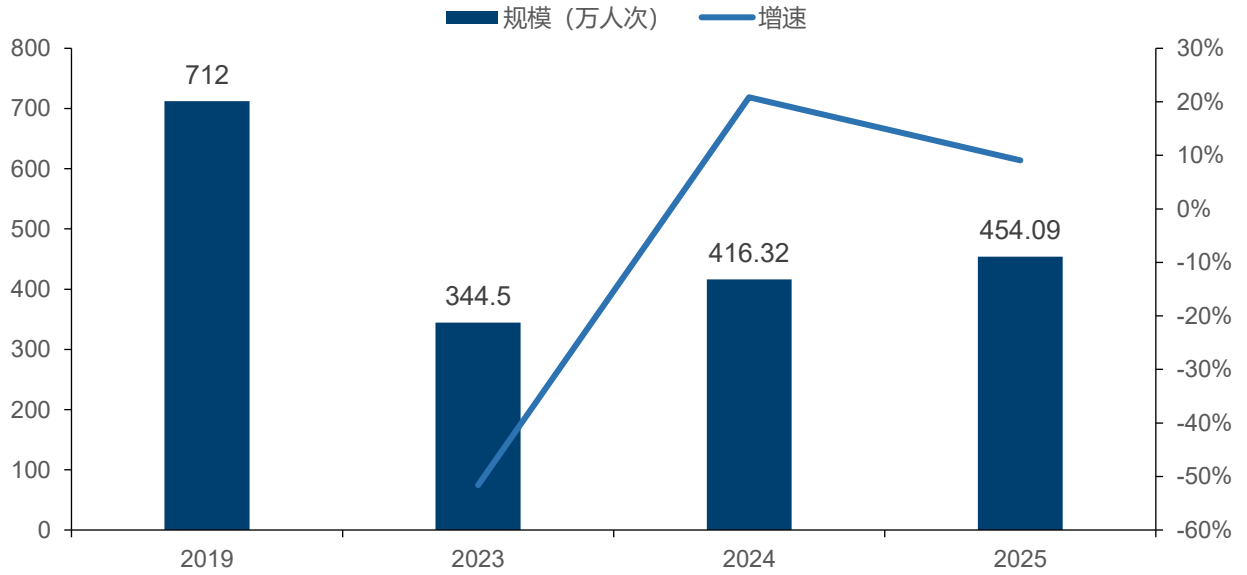
- **演艺、赛事等体验消费维持高景气，成为文旅引流核心入口。** 2025年全国营业性演出（不含娱乐场所）场次达64.04万场，同比+6.58%，票房收入616.55亿元，同比+6.39%，观众人数1.94亿人次，同比+4.22%；其中五千人以上大型营业性演出3000场，同比+12.70%，票房324.48亿元，同比+9.49%，大型演出维持更高增速。马拉松赛事同样呈井喷态势，2025年全国共举办马拉松赛事594场，参赛总规模达454.09万人次，较2023年344.5万人次、2024年416.32万人次持续扩容；2026年热门赛事报名人数屡创新高，无锡马拉松报名人数达49.56万人、武汉马拉松45.14万人，半马中签率低至2.9%。据田协测算，2025年284场A类认证赛事共创造185.1亿元直接经济影响，同比+16.8%，对"吃住行游购娱"文旅六要素的拉动效应达201.1亿元，占总拉动效应的44.3%。

图：全国营业性演出场次和票房收入及各自增速

年份	场次（万场）	增速	票房（亿元）	增速
2019	19.71		200.41	
2020	5.45	-72.35%	44.70	-77.69%
2021	18.97	248.07%	140.28	213.80%
2022	17.33	-8.65%	89.88	-35.93%
2023	44.06	154.24%	502.32	458.88%
2024	48.84	10.85%	579.54	15.37%
2025	64.04	6.58%（按可比口径）	616.55	6.39%

资料来源：中国演出行业协会、国信证券经济研究所整理

图：全国马拉松参赛规模及增速



注：2019年数据含越野赛等非路跑项目，2023年起仅统计纯路跑赛事（800人以上），2020-2022年受疫情影响，官方未发布全年数据

资料来源：中国田径协会、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 景区特征：资源与运营侧重不同模式迥异

02 行业驱动：政策周期与经营周期的共振

03 供给变迁：产品升级、容量扩充与资源整合

04 投资建议：把握旺季交易，掘金成长投资

下载日志已记录，仅供内部参考

海外借鉴：皇家加勒比证明游轮是“移动目的地”而非交通工具

- **海外旅游龙头的成长并非依赖单一资源扩张，而是通过品牌矩阵、产品创新与运营能力复制实现持续成长。**以嘉年华邮轮、皇家加勒比邮轮和挪威邮轮为代表的全球邮轮龙头，已从单纯的船舶运营商演变为覆盖大众、高端及奢华客群的综合度假平台。三家公司分别拥有34－94艘邮轮、3－8个子品牌，均通过多品牌矩阵覆盖不同消费层级，并依托成熟的产品体系、收益管理和会员运营能力，实现跨区域持续复制与扩张。其成长逻辑并非来自单一资源禀赋，而是来自标准化产品与运营体系的规模化复制能力。
- **从"票务经济"到"度假生态"，消费深度挖掘成为海外龙头的重要增长来源。**邮轮公司收入结构已形成"票务+船上消费+目的地业务"三层体系，船上及其他收入在总收入中已占比30-34%，客票收入占比68%-70%，盈利模式不再单纯依赖票务销售。皇家加勒比持续打造Perfect Day、Royal Beach Club等私有目的地体系；嘉年华旗下运营Princess Cays、Half Moon Cay等专属岛屿资源，通过“邮轮+目的地+消费场景”形成完整度假生态。相比之下，国内景区公司收入仍主要集中于门票、索道等基础消费环节，二次消费及目的地运营能力仍有较大提升空间。海外龙头的发展路径表明，旅游行业长期价值更多来源于消费深度、产品创新与运营效率提升，而非单纯客流增长。
- **对于国内景区企业而言，更重要的是实现从单景区运营向多景区、多目的地乃至平台化运营升级。**邮轮龙头的核心优势并不在于全球航线布局本身，而是在形成成熟品牌、产品与运营体系后，能够持续跨区域复制成功经验并扩大资产版图。对于中国旅游企业而言，更具借鉴意义的并非简单追求国际化，而是提升资源整合与运营复制能力，从依赖单一景区资源逐步走向景区集团化、目的地平台化运营。

表：2025财年游轮公司的营收与业务构成

公司名称	最新市值（百万美元）	收入（百万美元）	净利润（百万美元）	净利率	EBITDA（百万美元）	EBITDA利润率	品牌数量	游轮等级	船舶数量	总运力（人）	接待游客（百万人次）	载客率 OCC	乘客邮轮天数 PCD（百万天）
嘉年华游轮	38,649	26,622	2,760	10.4%	7,149	26.9%	8	contemporary premium luxury	94	272,380	13.6	105%	101.7
皇家加勒比游轮	75,441	17,935	4,268	23.8%	6,637	37.0%	5	contemporary premium extra luxury & expedition expedition	69	179,720	9.4	110%	58.5
挪威游轮	8,393	9,828	423	4.3%	2,546	25.9%	3	premium luxury	34	71,400	3.0	104%	25.3

资料来源：公司公告，S&P 500，国信证券经济研究所整理（最新市值统计于2026年5月28日；按游轮行业惯例，OCC以每舱2人计算，超过100%表明部分舱位入住3人以上）

下载日志已记录，仅供内部参考

海外借鉴：迪士尼和环球影城证明 IP 与目的地运营可以突破单园约束

- **海外主题公园龙头的成长并非依赖单一乐园扩建，而是通过IP矩阵、沉浸式体验与全球化运营能力实现持续扩张。**迪士尼在全球拥有6大度假区、12个主题公园；康卡斯特（环球影城）拥有5个度假区，2025年新开奥兰多Epic Universe。两家公司均依托海量IP（漫威、星球大战、哈利波特、任天堂等），通过“IP+园区+衍生品”的成熟模式实现跨区域快速复制。其成长逻辑并非依赖单一资源禀赋，而是来自品牌叙事能力、体验设计与运营体系的规模化复制。
- **门票之外，园内消费与衍生生态正成为主题公园收入的核心增量。**迪士尼2025财年体验板块收入361.56亿美元，门票仅占32%，酒店、餐饮、商品等二次消费贡献主要增量；国内人均花费同比增长5%，而入园人数仅下降1%。康卡斯特主题公园收入同比增长14.2%至98.36亿美元，EBITDA增长4.5%。两家公司均通过酒店集群、餐饮街区、会员体系及沉浸式零售构建“门票+园内消费+酒店+衍生品”的多层次收入结构，单客消费深度远超国内景区。
- **国内主题公园企业应借鉴海外经验，从单园区运营向多园区、平台化运营升级。**迪士尼与环球的优势不在于土地或设备，而在于成熟的IP开发体系、标准化运营流程与跨文化管理能力，能够持续在全球复制成功模式。国内企业如华侨城、长隆、华强方特等已开始多园区布局与IP孵化，但在IP影响力、二次消费占比、国际化复制等方面仍有差距。未来应从依赖客流增长转向构建“内容创意—沉浸体验—衍生消费”的完整生态，实现从景区运营商向目的地平台公司的跨越。

图：2025财年迪士尼与康卡斯特的营收与业务拆分

公司名称	最新市值（百万美元）	收入（百万美元）	净利润（百万美元）	净利率	EBITDA（百万美元）	EBITDA利润率
迪士尼	176,829	94,425	13,431	14.22%	18,634	19.73%
康卡斯特	88,841	123,707	19,660	15.89%	46,385	37.50%

资料来源：企业年报，国信证券经济研究所整理

图：2025财年迪士尼主题乐园经营数据

指标	国内（美国）	国际
入园人数同比变化	-1%	1%
人均客花费同比变化	5%	2%
酒店入住率	87%	87%
可用间夜数（千间夜）	10236	3173
每间客房花费同比变化	3%	6%

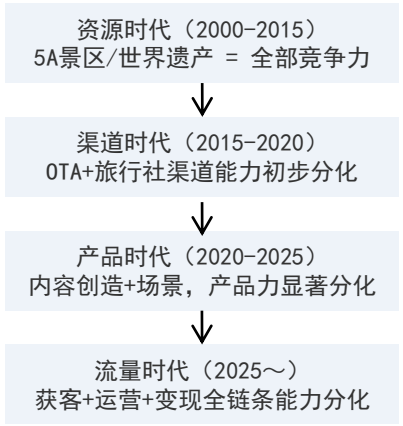
资料来源：企业年报，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

景区行业竞争范式迁移：资源决定下限，运营决定上限

- **景区行业竞争要素经历三十年结构性迁移，运营能力正逐步取代资源禀赋成为核心壁垒。**2000年前后，5A景区、世界遗产等稀缺资源认证构成行业主要竞争力，景区商业模式以“资源垄断+门票经济”为核心；2015年后 OTA 平台崛起，渠道分发能力开始重塑行业格局，景区之间首次出现获客效率差异；2020年后，短视频、直播及内容平台快速发展，抖音、小红书等平台重构景区流量入口，内容创造与场景运营逐渐成为核心竞争变量。进入2025年后，具备“获客—运营—变现”全链条能力的景区公司，开始与传统资源型景区形成明显估值分化。过去行业竞争“谁拥有更好的山水资源”，如今则更强调“谁能更高效地获取流量、转化消费并沉淀现金流”，选股逻辑也由“资源禀赋”逐步转向“运营能力”。
- **A股景区公司正逐步分化为资源驱动型、产品创造型与平台整合型三类商业模式，估值体系不可简单类比。**资源驱动型公司（黄山旅游、峨眉山A、长白山、九华旅游等）依赖自然资源形成被动流量入口，核心关注客流恢复、分红率及旺季交易；产品创造型公司（三峡旅游、宋城演艺等）通过内容场景及休闲度假产品主动创造流量，估值更接近消费成长股，但因发展阶段会有所分化，核心关注产品复制能力及新品扩张节奏；平台整合型公司则逐渐从单景区运营转向区域目的地整合与流量协同。不同模式在成长性、ROE、现金流质量及估值中枢上均存在显著差异，行业正在从“资源定价”逐步转向“运营定价”。

图：景区行业竞争要素30年迁移



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：三种商业模式对比

维度	资源驱动型	产品创造型	平台整合型
代表	黄山/峨眉山/长白山等	三峡旅游/宋城演艺等	香港中旅/祥源文旅等
获客	资源稀缺，知名度	靠产品升级或内容生产	协同，多产品交叉
成长	交通改善，量平稳增长，价格约束	靠新项目扩张，存量项目升级	收并购+协同

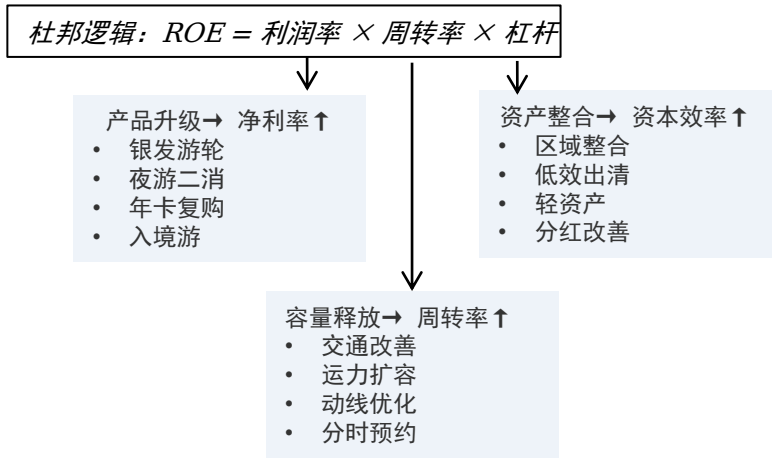
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

景区ROE提升的三条路径：产品升级、容量释放、资产整合

- **景区行业长期ROE提升并非单纯依赖客流增长，而是由产品升级、容量释放与资产整合三类路径共同驱动。**传统景区行业长期被视为“稳定现金流+低成长”板块，但近年来部分优质公司开始出现明显ROE分化，本质上反映的是景区商业模式由“资源驱动”逐步转向“运营驱动”。景区行业的核心变量已不再只是游客数量，而是单位客流所能创造的收入、利润与自由现金流（FCF）。当前行业ROE提升主要来自三条路径：第一，通过演艺、夜游、酒店、文创等产品升级提高客单价与消费深度，实现利润率抬升；第二，通过索道扩容、景交优化、二消渗透等方式提升景区容量与周转效率，实现同一资源的重复变现；第三，通过区域资源整合、低效资产剥离及轻资产输出优化资本结构，提高资产周转效率与ROIC水平。
- **不同景区公司ROE提升路径存在明显差异，决定了行业内部估值体系持续分化。**资源型景区（黄山、峨眉山、长白山等）主要依赖索道、景交等扩容释放景区容量，ROE改善更多体现为经营杠杆与客流恢复；产品型公司（三峡旅游、宋城演艺等）则依赖休闲度假产品实现高利润率扩张；区域整合型公司则通过目的地整合、轻资产运营及区域协同提升资产周转效率。因此，景区行业未来核心竞争力将逐步从“资源稀缺性”转向“资本效率与运营效率”，ROE提升能力或成为决定估值中枢的关键变量。

图：景区ROE提升路径



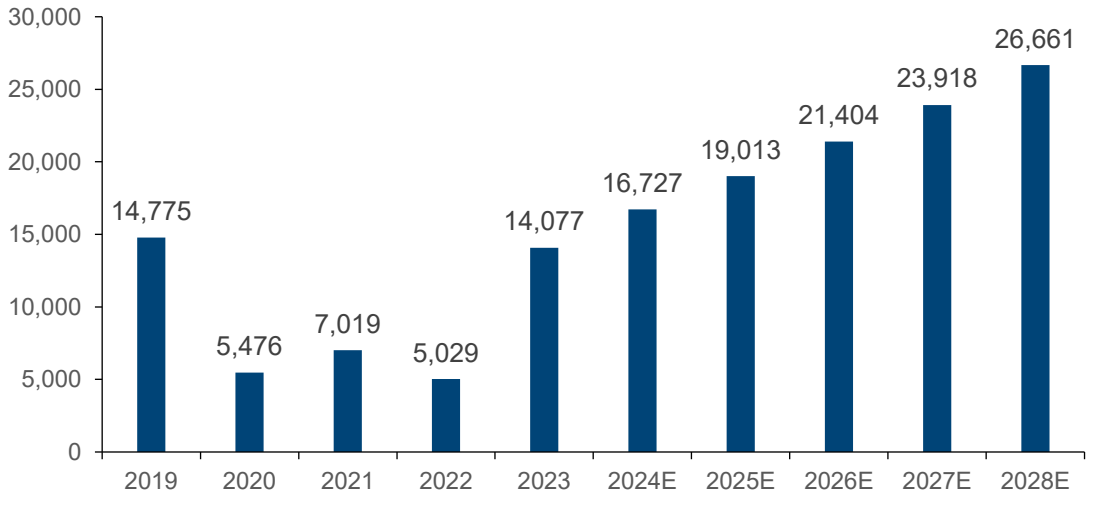
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

产品升级：从观光经济走向度假经济

- **银发旅游正在成为文旅行业未来十年最确定的增量需求，而游轮产品天然具备适配优势。**我国60岁以上人口持续增长，银发旅游市场规模快速扩张，预计2025年银发旅游消费规模将达到约1.9万亿元，2028年有望进一步增长至2.7万亿元。相较年轻客群，银发群体拥有更长停留时间、更高舒适度需求以及更稳定消费能力，偏好“慢节奏、强服务、低体力消耗”的旅游产品。游轮旅游凭借“一站式交通+住宿+餐饮+观景”的复合属性，与银发客群需求高度契合，具备天然适老化优势。
- **三峡游轮产品正逐步从“观光型”向“度假型”升级，银发经济有望推动客单价与盈利能力持续提升。**传统三峡游轮以观光功能为主，而当前行业正在向“休闲度假化”“高端康养化”方向升级。以三峡旅游为例，公司游轮数量由2021年的13艘提升至2025年的28艘，有两艘省际豪华游轮在建，游轮业务收入由0.70亿元增长至2.40亿元，规模持续扩张；与此同时，行业逐步推出长航线、省际度假游轮及夜游产品，推动游客停留时长与二次消费提升。银发客群对于舒适住宿、慢节奏观景、康养疗愈及高品质服务的需求，有望进一步提升游轮ARPU与消费深度。未来，随着“长江行”等省际游轮产品投入运营，三峡游轮有望从传统景区观光工具逐步升级为兼具交通、住宿、休闲与康养属性的综合度假产品，行业盈利模式也将由“客流驱动”向“高客单价驱动”切换。
- 宋城演艺通过内容标准化、运营标准化、复制标准化，实现从创意到落地的可复制、低边际成本扩张。

图：银发旅游市场规模及增速（亿人民币，含预测）



资料来源：观知海内，国信证券经济研究所整理

图：三峡游轮省际游轮项目单船盈利模型测算

	保守	中性	乐观
运载率	82%	84%	86%
满载人次	650	650	650
班次	70	70	70
年载客量（人次）	37310	38220	39130
客单价（元/人）	3000	3500	4000
年收入（万元）	11193	13377	15652
投入额（万元）	25927	25927	25927
折旧摊销（万元）	1296	1296	1296
燃料（万元）	1679	1720	1761
航杂(万元)	1119	1338	1409
人工(万元)	2020	2020	2020
材料(万元)	1679	2007	2348
利润（万元）	2550	3747	5114
利润率	22.78%	28.01%	32.67%

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

容量释放：内外交通改善打开客流和承载天花板

- **外部交通改善能缩短出游半径，直接扩大潜在客群覆盖范围。** 高铁/高速/机场的扩建将景区进入城市圈时间压缩至3小时以内，周边消费客群加速向高频消费客群迁移。交通改善的核心价值不止于增量客流，更在于平滑季节性波动、延长游客停留时间、提升ARPU，以改善淡季产能利用率，使旺季接待瓶颈后移。典型案例包括黄山受益于皖赣高铁推动客源结构优化；长白山受益于沈白高铁2025年通车带动东北及华北客群大幅扩容；峨眉山A受益于成都都市圈持续扩张推动周边客群增长；丽江股份受益于丽香铁路+大丽高速进一步打通滇西北旅游环线。
- **内部运力扩容以最小CAPEX打开瓶颈，是成熟景区最优的资本配置路径。** 六大扩容方向依次为：①提升上山/下山运力减少排队，提高接待上限；②增设停车场与游客中心，消除入口瓶颈；③扩充酒店供给，延长过夜停留，提升ARPU；④演艺场地扩建将单日场次从1场提升至3-4场；⑤夜游+分时预约平滑峰谷，提升产能利用率；⑥索道运化优化减少围堤，提升游客满意度与消费意愿。扩容的财务逻辑在于：不增加大规模CAPEX的前提下，存量资产效率提升直接传导至净利润，扩容边际成本极低、增量收入几乎全部落至利润端。

表：旅游公司进行中的扩容项目一览

	项目名称	类型	预计完工时间	核心逻辑
三峡旅游	“长江行”省际豪华游轮	游轮扩容	2026年中	从观光游轮升级为省际度假游轮，客单价提升至4600-4700元，单船预计贡献0.4-0.5亿元利润
九华旅游	中心大酒店	酒店升级	2026年下半年	提升客房品质与接待能力
西域旅游	天山天池景区	景交、索道升级	2026年	新疆旅游高景气下受益，提升景区承载能力
黄山旅游	东黄山项目	景区扩容	2026年7月	打开东入口、承接池黄高铁新增客流，优化游览动线，成熟期预计增厚利润约1亿元
长白山	长白山火山温泉部落二期项目	酒店扩容	2026年底	配套沈白高铁，提升避暑与休闲度假承接能力
峨眉山A	金顶索道	索道优化	2027年	金顶索道运力由2000人/小时提升至4000人/小时，缓解旺季瓶颈，预计贡献0.8-1亿元利润
三特索道	千岛湖牧心谷	新景区开发	2027年	打造休闲度假目的地，强化国资扩张逻辑，成熟期年均利润约4680万元，投资内部收益率（IRR）约11.5%
九华旅游	狮子峰	新建索道	2027年上半年	打开新景区、提升景区容量，成熟期年均利润约3700万元，IRR约9.5%-11.9%
天目湖	南山小寨二期	酒店扩容	2027年底	增加中高端客房与娱乐配套，强化休闲度假属性
丽江股份	牦牛坪索道	索道优化	2028年	提升玉龙雪山接待能力，强化高毛利索道业务弹性
天目湖	御水温泉三期	酒店升级	2029年初	提升二消与停留时长
九华旅游	聚龙大酒店	酒店升级	2029年下半年	提升高端住宿供给，强化休闲度假属性

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

资产整合：区域/全国文旅平台提升资本效率

- **区域性的资产整合重在通过地方国资主导的优质资源注入与一站式业态协同，实现存量资产的提质增效。**例如湖北文旅收购君亭酒店，将高端住宿品牌嵌入地方文旅生态，提升目的地接待能级；陕西旅游通过上市打通资本通道，加速区域核心景区的标准化运营；西域旅游则凭借唯一新疆文旅上市平台的身份，整合天山天池、坎儿井等稀缺资源，形成区域垄断优势。这类整合遵循“区域优质景区注入”与“景区+酒店+交通+商业”组合模式，旨在提升游客消费深度与资产回报率。
- **全国性的文旅资产整合则通过跨区域收并购与轻资产输出，构建品牌、管理、客源三重协同，驱动盈利模式向高附加值跃迁。**祥源文旅依托“IP+目的地集群”模式，实现内容与场景的跨省联动；香港中旅借助全国化平台统一采购与客源互导，显著降低运营成本；三特索道聚焦核心景区索道网络，剥离低效资产以改善ROE。通过优化资产组合提升ROIC与自由现金流质量。

图：祥源文旅资产整合

阶段一	百龙绿色
	黄龙洞
	凤凰祥盛
	齐云山
	小岛科技
阶段二	齐云山酒店
	云谷酒店
	祥源茶叶
	祥堃源酒店管理公司
阶段三	碧峰峡
	齐云山旅游
	莽山
	丹霞山
	卧龙中景信
	金秀莲花山

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图：香港中旅资产整合

自然人文景区	青甘宁大环线：核心存量项目沙坡头景区营收、利润稳步增长；2026年4月新获取青海黑独山网红景区，目前正在布局其他节点。
	云南大滇西环线：现有大理洱海廊道、丽江泸沽湖、四川稻城亚丁布局，在建大理港项目，后续将进一步拓展区域内其他项目。
	新疆天山走廊：聚焦北疆伊犁，已布局那拉提草原邻邻酒店、库尔德宁景区营地、云杉酒店及伊宁市度假产品，正在对接潜在标的。
	中越跨境旅游目的地：以广西德天瀑布为核心，2026年前4月德天景区游客接待人数同比增长超40%，营收同比增长近40%，正在推进德天小镇开发及其他潜在标的对接。
主题公园	重点推进世界之窗、锦绣中华的提升改造，引入IP丰富业态；
	重庆游乐园计划2026年内开工，上海正在谋划航空航天类主题乐园，处于前期策划阶段。
休闲度假（冰雪赛道）	2025年收购松花湖及轻资产冰雪管理公司，2026年1-4月冰雪业务贡献1.7亿港元营收、超5000万港元利润；
	后续将轻重并举，轻资产侧重滑雪学校输出、产业链融入，重资产将聚焦吉林、河北崇礼、新疆阿勒泰三大核心区域布局。
未来重点项目进展	
短期（2026-2027年）	黑独山景区2026年客流量预计同比实现显著增长；
	松花湖滑雪场正在推进西扩工程，新建雪具大厅、拓展雪道，2027年初将作为世界大学生冬季运动会重要赛场，业绩将进一步拉升；
	沙坡头2026年将打造首届沙雕艺术节，预计成为爆款产品。
中长期（2028年及以后）	随着深圳龙岐湾度假区开业、航天主题乐园落地、世界之窗更新改造完成，预计将进入业绩爆发期。

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

01 景区特征：资源与运营侧重不同模式迥异

02 行业驱动：政策周期与经营周期的共振

03 供给变迁：产品升级、容量扩充与资源整合

04 投资建议：把握旺季交易，掘金成长投资

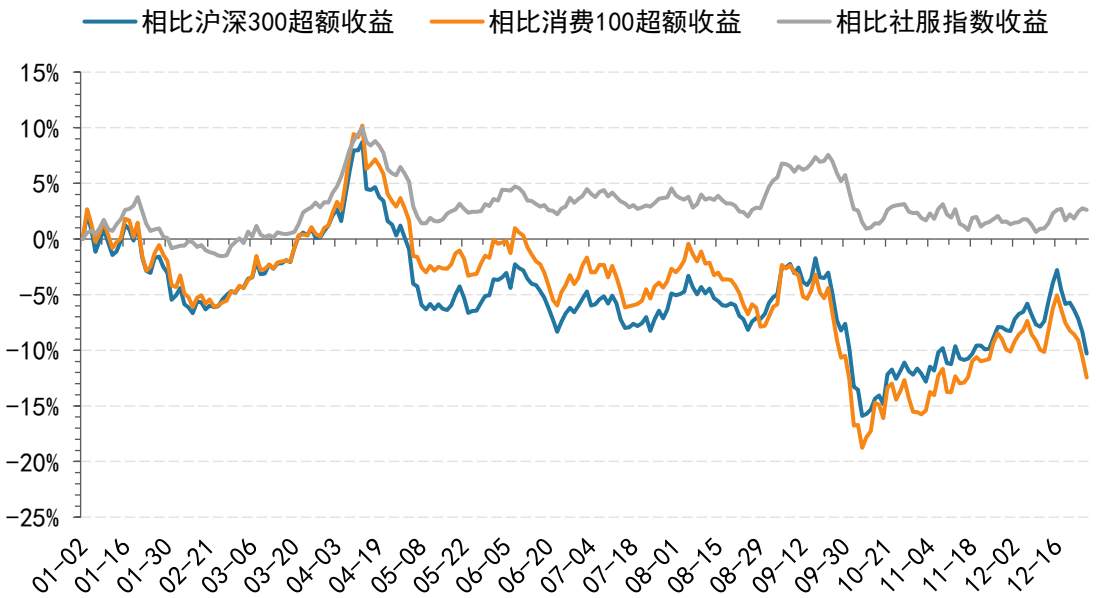
下载日志已记录，仅供内部参考

日历效应：短期交易旺季，中长期寻找成长

■ **景区投资分为两条主线：旺季交易与成长兑现。**景区板块长期具备显著的日历效应和主题交易属性。复盘2023-2025年板块表现，股价催化主要围绕春节、五一、暑期、国庆及冰雪季等核心旅游旺季展开。其中，暑期由于持续时间最长、客流贡献最高，往往成为全年最重要的交易窗口。但从资本市场定价逻辑看，日历效应只能解释板块β，无法解释个股α。近年来市场越来越关注景区企业的ROE改善能力，而非单纯客流增长。我们认为未来景区板块将呈现两条投资主线：

✓ **第一条主线：景气交易，**关注旺季客流、天气、政策和事件催化。
✓ **第二条主线：成长投资，**关注产品升级、目的地运营和资产整合。

图：2023-25年旅游景区（申万）相对消费100、沪深300、社服超额收益率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：不同指数涨跌幅情况

	旅游及景区(申万)	沪深300	消费100	社服指数
2023	-21.98%	-11.75%	-13.16%	-21.49%
2024	4.67%	16.20%	11.68%	-5.14%
2025	9.29%	17.77%	30.65%	10.00%

景气交易与红利

波段操作

- 资源型景区

成长型

成长溢价

- 产品型/平台型

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议：短期交易旺季，中长期寻找成长

投资建议：短期来看，景区板块仍具有较强的日历效应特征。从历史规律看，6-8月是景区板块最重要的超额收益窗口。东北避暑、山岳景区和冰雪目的地往往具备较强股价弹性。 今年在高温天气及厄尔尼诺背景下，避暑需求有望继续成为市场关注焦点，重点关注长白山、黄山旅游、峨眉山、丽江股份等具备资源禀赋优势的景区标的。同时，部分景区仍存在新增供给释放和交通改善带来的边际催化，例如黄山东大门开放后有望进一步优化客流结构、拓展游览空间。

中期来看，关注具备运营成长逻辑的景区标的。传统名山大川类景区拥有稀缺资源和稳定现金流，但成长空间更多来自阶段性的客流改善和容量扩容；而具备产品运营、目的地运营和轻资产扩张能力的企业，则有望获得更高的成长溢价。重点关注三峡旅游等具备目的地运营属性的公司，以及持续推进主业调整、异地项目恢复和内容创新的宋城演艺。长期来看，参考海外龙头，景区行业从从“资源定价”走向“运营定价”。

表：盈利预测与估值

	代码	股票名称	总市值	业绩预测			业绩预测对应YoY			PE	
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026PE	2027PE
景区	603099.SH	长白山	102	1.29	1.69	2.02	-10.3%	31%	20%	60	50
	002033.SZ	丽江股份	48	2.13	2.46	2.74	1.2%	15%	11%	20	18
	603199.SH	九华旅游	36	2.13	2.41	2.66	14.4%	13%	10%	15	14
	600054.SH	黄山旅游	79	2.92	3.55	4.03	-7.2%	21%	14%	22	20
	000888.SZ	峨眉山A	53	2.20	2.40	2.76	-6.2%	9%	15%	22	19
	002627.SZ	三峡旅游	51	0.64	1.68	2.16	-45.6%	163%	29%	31	24
	300144.SZ	宋城演艺	173	8.18	9.52	10.56	-22.0%	16%	11%	18	16

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：货币单位为人民币，其中黄山旅游、峨眉山A、三特索道为Wind一致预期

表：6-8月社服板块涨跌幅排行

		2023	2024	2025	平均值
600749.SH	西藏旅游	-2.4%	-12.7%	118.3%	34.4%
000796.SZ	凯撒旅业	13.9%	-12.1%	61.3%	21.0%
603099.SH	长白山	19.9%	4.5%	37.8%	20.7%
600826.SH	兰生股份	15.7%	-11.4%	57.2%	20.5%
002707.SZ	众信旅游	5.6%	-1.4%	12.0%	5.4%
002627.SZ	三峡旅游	-0.6%	-2.5%	14.8%	3.9%
600593.SH	大连圣亚	8.5%	-19.9%	20.9%	3.2%
300859.SZ	西域旅游	2.8%	-18.2%	23.1%	2.6%
000524.SZ	岭南控股	-6.5%	-5.2%	18.7%	2.3%
000978.SZ	桂林旅游	5.1%	-11.6%	12.4%	2.0%
600859.SH	王府井	0.1%	-2.6%	5.4%	1.0%
000888.SZ	峨眉山A	-5.7%	-2.1%	10.4%	0.9%
002159.SZ	三特索道	-8.6%	-0.7%	7.8%	-0.5%
600515.SH	海南机场	-9.5%	-7.6%	13.3%	-1.3%
301073.SZ	君亭酒店	-3.1%	-21.3%	19.8%	-1.6%
301073.SZ	君亭酒店	-3.1%	-21.3%	19.8%	-1.6%
002033.SZ	丽江股份	-4.2%	-8.7%	8.0%	-1.6%
603199.SH	九华旅游	-7.7%	-1.0%	3.6%	-1.7%
601888.SH	中国中免	-10.9%	-12.0%	16.4%	-2.2%
600138.SH	中青旅	-4.4%	-9.8%	5.9%	-2.8%
600054.SH	黄山旅游	-11.9%	-10.6%	8.3%	-4.7%
603136.SH	天目湖	-13.2%	-19.7%	13.6%	-6.4%
600258.SH	首旅酒店	-12.3%	-16.7%	6.9%	-7.4%
300795.SZ	米奥会展	2.9%	-32.2%	5.6%	-7.9%
603043.SH	广州酒家	-15.1%	-14.5%	5.5%	-8.0%
605108.SH	同庆楼	1.9%	-29.3%	1.6%	-8.6%
300144.SZ	宋城演艺	-2.0%	-23.0%	-1.0%	-8.7%
600754.SH	锦江酒店	-17.7%	-12.1%	3.0%	-8.9%
600185.SH	珠免集团	-16.9%	-8.6%	-7.1%	-10.9%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

一、宏观疫情等系统性风险，政策不及预期等。

二、行业竞争加剧。

三、国企改革进度节奏等低于预期，激励优化低于预期。

四、并购整合风险、商誉减值风险等。

五、扩张速度不及预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级			
投资评级标准	**类别**	**级别**	**说明**
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	**股票投资评级**	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032