

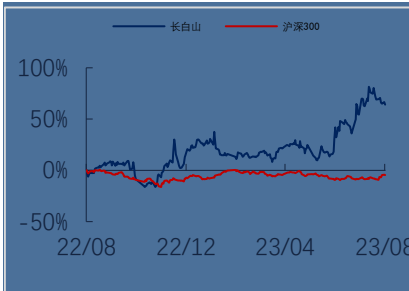


Research and
Development Center

交通改善解决痛点，避暑+冰雪打造一年两旺季

—长白山(603099)公司深度报告

2023年08月02日

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
长白山(603099)
投资评级 **增持**
上次评级 **无评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	13.63
52周内股价波动区间(元)	15.08-6.96
最近一月涨跌幅(%)	6.90
总股本(亿股)	2.67
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	36.35

资料来源：聚源，信达证券研发中心

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

王越 社服&美护分析师

执业编号：S1500522110003

联系电话：18701877193

邮箱：wangyue1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

长白山(603099.SH)：交通改善解决痛点，避暑+冰雪打造一年两旺季

2023年08月02日

本期内容提要：

◆**上半年旅游复苏超预期，关注季节结构性变化。**1) 2023H1 国内旅游人次和收入较 19 年恢复度为 77.4%和 82.7%，下半年旅游市场在暑期旅游旺季和十一黄金周刺激下有望呈现更高修复度，全年国内旅游人次和收入恢复度有望超过年初中国旅游研究院研判的 76%和 71%。2) 入夏以来，全国各地连续高温，避暑旅游成为暑期热门，有望带动避暑旅游经济发展，粗略估算 2023 年避暑市场规模约 5400-6000 亿元。3) 后冬奥时代，政策扶持、投资重视，冰雪旅游供给不断丰富，消费者旅游习惯逐步培养，粗略估算 2023-2025 年冰雪旅游市场规模为 6029/7648/9754 亿元。

◆**优质自然景区，资源禀赋突出。**1) 公司坐拥长白山优质旅游资源，独享景区 20 年旅游客运经营权和长白山聚龙泉温泉独家开采权，优势突出。2) 景区北坡、西坡、南坡承载上限合计约 3 万人，但 2019 全年日均游客量尚不足 7000 人次，距接待上限有较大增长空间。3) 23H1 主景区接待游客 66.1 万人次/同比+1135%，较 2019 年同期恢复度 111.2%。截至 7 月 20 日，景区接待游客突破 100 万，相较 2019 年提前 7 天。

◆**交通改善解决痛点，避暑+冰雪打造一年两旺季。**一方面，公司地处东北，此前受交通掣肘，以东北客源主导，如今高铁线路陆续开通（敦白高铁 2021 年底开通，沈白高铁有望 2025 年开通）有望带动华北京津冀地区中短途客流显著增长，长白山机场扩建有望显著吸引华东长三角、华南珠三角游客，我们测算 2023-2026 年长白山景区旅游人数约 276/294/311/329 万人。另一方面，公司此前季节性特征明显，暑期为传统旺季，如今公司酒店业务培育成熟、温泉二期加快建设，休闲度假需求增加的背景下，暑期业绩贡献有望再上台阶；同时公司具备优质冰雪资源，也在推进冰雪项目创新，抢抓冬季旅游机遇，长期积攒的冰雪势能有望释放，助力公司打造第二旺季。

◆**多元业务布局，静待疫后潜力释放。**1) 核心业务旅游客运壁垒突出，伴随交通改善有望持续受益客流增量；景区内旅游客运为独家运营，贡献丰厚收入，北山门下移提高客单价约 20 元；景区外部客运发挥运输优势，持续拓展租车、网约车、包车新板块。2) 公司依托温泉资源布局酒店业务，定位高端、爬坡迅速，已成为第二大业务板块，今年有望贡献较大业绩增量；公司温泉部落二期项目与一期形成差异化定位，打造以亲子度假为主题的旅游综合度假区，计划 2025 年竣工使用，巧抓沈白高铁开通发展机遇。3) 旅行社业务提质升级，提供高端定制化产品，在产品包装和市场推广上效果突出。4) 景区管理输出业务积攒优质景区资源，与长白山景区有效联动。

◆**盈利预测与投资建议。**长白山作为质地优秀的传统景区，年初至今维持高景气度，步入暑期，旅游市场持续复苏、传统旺季热度持续攀升。展望未来，高铁开通+机场扩建有望打破长期制约长白山旅游发展的瓶颈，公司自身大力拓展冰雪项目，抢抓冰雪旅游机遇，打造一年两旺季，我们看好公司中长期的成长性。我们预计 2023-2025 年，公司实现归母净利润 1.08 亿元、1.37 亿元、1.78 亿元，2023 年 8 月 1 日收盘价对应 PE 分别为 34 倍、26 倍、20 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆**风险提示：**高铁、高速建设不及预期，项目建设不及预期，极端气候风险，非公开发行事项目推进不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	193	195	582	686	828
增长率 YoY %	30.4%	1.1%	198.9%	18.0%	20.6%
归属母公司净利润 (百万元)	-52	-57	108	137	178
增长率 YoY%	7.5%	-11.2%	287.5%	27.6%	29.6%
毛利率%	-8.3%	-9.8%	37.7%	39.6%	41.1%
净资产收益率ROE%	-5.3%	-6.3%	10.6%	11.9%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	-0.19	-0.22	0.40	0.51	0.67
市盈率 P/E(倍)	—	—	33.78	26.47	20.43
市净率 P/B(倍)	3.76	4.01	3.59	3.16	2.74

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 01 日收盘价

目录

投资聚焦	6
一、上半年旅游复苏超预期，关注季节结构性变化	6
1.1、上半年旅游恢复超预期，出行消费呈现新趋势	6
1.2、罕见高温来袭，避暑热催生“凉”经济	9
1.3、“后冬奥时代”，冰雪产业万亿蓝海	11
二、长白山：优质自然景区，资源禀赋突出	16
2.1、优质自然景区，国资助力发展	16
2.2、旅游资源丰富，接待量远未触顶	17
2.3、业绩复苏弹性大，酒店业务表现亮眼	19
三、成长看点：交通改善解决痛点，避暑+冰雪打造一年两旺季	21
3.1、成长看点一：高铁通车、机场扩建，四通八达破解交通瓶颈	21
3.2、成长看点二：绿水青山+冰天雪地，提供增长新动能	25
四、多元业务布局，静待疫后潜力释放	30
4.1、旅游客运壁垒突出，疫后业绩有望随客流修复	30
4.2、依托温泉资源布局酒店业务，二期巧抓 25 年高铁机遇	32
4.3、旅行社业务改造升级，定制产品满足个性需求	34
4.4、景区管理向外输出，积攒资源协同发展	35
五、盈利预测与投资建议	37
六、风险因素	39

表目录

表 1：热门避暑旅游目的地	11
表 2：我国冰雪旅游产业相关政策	12
表 1：长白山主要景点	18
表 2：长白山列车时刻表	23
表 3：2023 中国避暑旅游优选地	26
表 4：长白山托管景区及游玩项目	35
表 5：公司分板块业务收入及利润预测（百万元）	37
表 6：可比公司估值表	38

图目录

图 1：2010-23H1 全国旅游人次及 YOY	6
图 2：2010-23H1 全国旅游收入及 YOY	6
图 3：23H1 旅游人均消费超 2019 年	7
图 4：2020-23H1 节假日全国日均旅游人数及恢复度	7
图 5：2020-23H1 节假日全国日均旅游收入及恢复度	7
图 6：2020-23H1 节假日全国旅游人均消费及恢复度	7
图 7：部分地区文旅局促旅游消费政策	8
图 8：2023 年五一假期 00 后成为出游主力	8
图 9：2023 年清明假期不同年龄出发时间	8
图 10：2022 年亲子旅游客群比较看重的要素	9
图 11：2022 年暑期亲子游 80 后父母占比超过一半	9
图 12：康养旅游的主要需求群体分布	9
图 13：2022-2028 年中国康养旅游行业市场前景预测	9
图 14：1961-2022 年夏季（6-8 月）全国平均气温变化	10
图 15：1961-2022 年全国平均高温日数历年变化（天）	10
图 16：2023 年暑期避暑出游规划	10
图 17：2023 避暑旅游优选地（20 市级城市）	11
图 18：2023 避暑旅游优选地（20 县级城市）	11
图 19：2017-2022 年冰雪旅游市场规模及增速	12
图 20：2017-2022 年冰雪旅游人次及增速	12
图 21：2022 年冰雪季东北、西北、华北地区最受欢迎景区 TOP10	13
图 22：2021-2022 冰雪季旅游人群客源城市分布	14
图 23：2021-2022 冰雪季参与冰雪旅游次数分布	14
图 24：2021-2022 冰雪季旅游主要开销分布	14
图 25：2021-2022 冰雪季旅游人群人均花费分布	14
图 26：2021-2022 冰雪季旅游消费人群性别分布	15
图 27：2021-2022 冰雪季旅游消费人群年龄分布	15

图 28: 冰雪旅游市场规模测算.....	15
图 29: 长白山历史沿革	16
图 30: 公司股权结构 (截至 2023 年 3 月 31 日)	17
图 31: 长白山景区地图	18
图 32: 长白山景区历年旅游人数及增速.....	19
图 33: 长白山 2014-2023Q1 营收及增速情况.....	20
图 34: 长白山 2014-2023Q1 毛利率及净利率情况.....	20
图 35: 旅游客运为支柱产业, 酒店板块贡献度提高	20
图 36: 疫情前旅游客运贡献主要毛利, 酒店业未来有望发力	20
图 37: 2019 年长白山国内客源分布.....	21
图 38: 长白山地理区位图	21
图 39: 吉林省“十四五”综合交通运输规划	21
图 40: 长白山对外交通运输组织图.....	21
图 41: 长白山机场飞机起降架次及增速.....	22
图 42: 长白山机场旅客吞吐量及增速.....	22
图 43: 长白山机场 2023 年暑运航班计划执行 14 条航线.....	22
图 44: 沈佳高速铁路线路规划图.....	23
图 45: 2023-2026 年长白山景区旅游人数测算.....	24
图 46: 长白山景区 2019 年月度旅客流量变化.....	25
图 47: Q3 收入比重最大, 疫前淡旺季差异有所减小	25
图 48: 长白山通常由 Q3 弥补其他季度亏损.....	26
图 49: 长白山多元化避暑项目.....	27
图 50: 皇冠假日酒店以及周边相关景点联动, 整合为聚龙休闲集市	27
图 51: 23Q1 长白山冰雪旅游热度较高, 带动营收净利实现历史最佳	28
图 52: 23Q1 长白山接待游客数超疫情前水平.....	29
图 53: 长白山多项新媒体账号在吉林省文旅新媒体 (5 月) 影响力排行榜获佳绩.....	29
图 54: 长白山旅游交通总体组织形式.....	30
图 55: 2022 年长白山旅游客运客单价创新高.....	31
图 56: 长白山区内交通运输组织方式.....	31
图 57: 旅游客运业务营收及增速.....	32
图 58: 旅游客运业务毛利率及收入占比.....	32
图 59: 酒店业务营收及增速	32
图 60: 酒店业务毛利率	32
图 61: 长白山皇冠假日酒店营收及净利率.....	33
图 62: 长白山皇冠假日酒店温泉.....	33
图 63: 长白山旅行社业务营收及毛利率.....	34
图 64: 长白山企业管理业务营收及毛利率.....	35

投资聚焦

长白山是东北地区较具影响力的旅游上市公司，公司立足长白山自然保护区，拥有景区旅游客运独家运营权和聚龙温泉独家开采权，旅游客运业务壁垒突出，并依托自然资源禀赋打造温泉酒店项目，布局旅行社业务、景区管理输出业务，逐步向综合旅游服务企业方向发展，因此，本文对公司业务进行详细梳理。

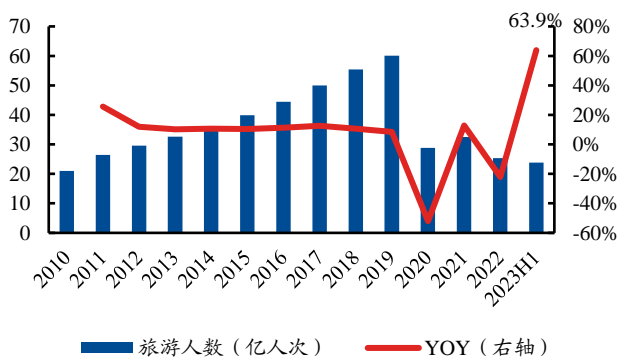
我们认为公司地处东北，市场或低估大交通环境改善对于公司客源结构及质量的积极影响，因此本文对此成长看点进行详细拆分；其次，本文探讨了旅游市场的新趋势，进而重点分析公司布局避暑+冰雪旅游业务的较大成长空间。考虑到公司当前游客接待量远未触及景区容量上限，且长白山周边旅游资源丰富、项目拓展更加灵活，因此与其他景区类上市公司对比，将享受更高的估值溢价。我们预计 2023-2025 年，公司实现营收 5.82 亿元、6.86 亿元、8.28 亿元，实现归母净利润 1.08 亿元、1.37 亿元、1.78 亿元，2023 年 8 月 1 日收盘价对应 PE 分别为 34 倍、26 倍、20 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

一、上半年旅游复苏超预期，关注季节结构性变化

1.1、上半年旅游恢复超预期，出行消费呈现新趋势

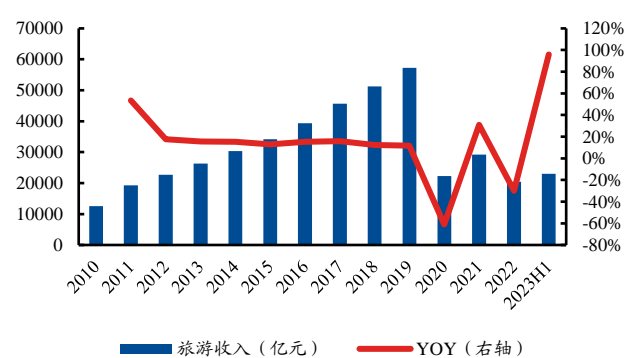
上半年旅游市场复苏超预期，下半年有望延续修复态势。根据文旅部数据，2023 年上半年国内旅游总人次 23.84 亿/+63.9%（同比，下同），较 19H1 恢复度为 77.4%；国内旅游收入 2.30 万亿元/+95.9%，较 19H1 恢复度为 82.7%。上半年随着新冠疫情防控措施调整，民众出游需求得到释放，国内旅游市场加速回暖。7 月 28 日，中国旅游研究院更新全年展望，预计 2023 年国内旅游人数约 55 亿人次，旅游收入超 5 万亿元，分别恢复到 2019 年的九成和八成以上，可以推算出下半年旅游人数有望达到 31.2 亿人，旅游收入有望达到 2.7 万亿元，较 19H1 恢复度为 107%/92%，相比上半年加速恢复。在暑期旺季和十一黄金周刺激下国内出游需求有望攀升，经济复苏、产业扶持背景下下半年旅游市场或将呈现更好的修复态势。

图1：2010-23H1 全国旅游人次及 YOY

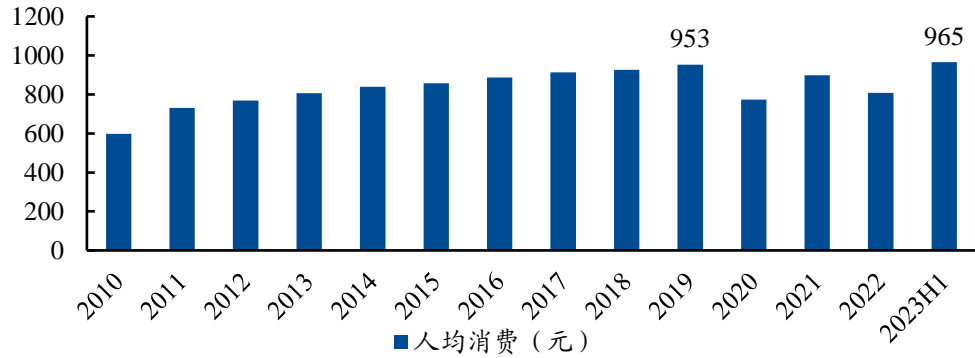


资料来源：Wind，中国发展网，信达证券研究开发中心

图2：2010-23H1 全国旅游收入及 YOY

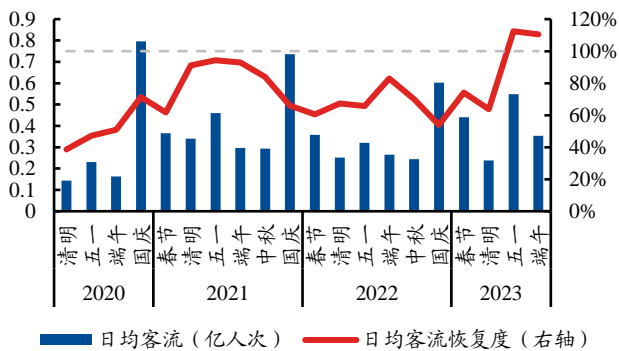


资料来源：Wind，中国发展网，信达证券研究开发中心

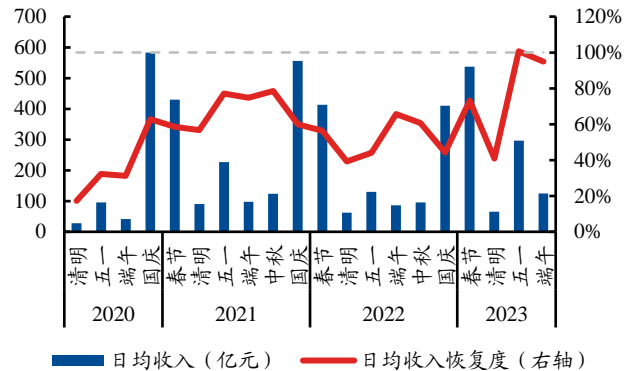
图3：23H1 旅游人均消费超 2019 年


资料来源：Wind，中国发展网，信达证券研发中心

假期客流超 19 年同期，人均消费尚待恢复。今年以来各个节假日旅游出游人数同比实现高增，2023 年五一期间，国内日均出游 0.55 亿人次，较 19 年同期恢复度达 112%；端午期间，国内日均出游 0.35 亿人次，较 19 年同期恢复度达 110%。而从旅游收入来看，五一和端午期间，国内日均收入分别为 2.96 亿元和 1.24 亿元，较 19 年同期恢复度为 101%/95%。假期数据整体已超 2019 年同期，但人均消费尚待恢复，五一和端午人均消费分别为 540 元/人和 352 元/人，较 2019 年同期恢复度为 90%和 86%。结合前文上半年旅游市场收入恢复度好于客流，我们认为疫情对经济的冲击不可避免、居民消费更为谨慎和节约，因此假期消费相对疲软，而非节假日人均消费表现更好，则反映了人们计划性消费增强、消费理念转变等趋势。

图4：2020-23H1 节假日全国日均旅游人数及恢复度


资料来源：文旅部，信达证券研究开发中心

图5：2020-23H1 节假日全国日均旅游收入及恢复度


资料来源：文旅部，信达证券研究开发中心

图6：2020-23H1 节假日全国旅游人均消费及恢复度


资料来源：文旅部，信达证券研发中心

旅游市场加速回暖，新形势、新风尚值得关注。上半年全国各地出台一系列旅游政策，部分非一线城市赢得发展机遇，中小城市发力破圈；“旅游+”为旅游业加进特色和亮点，“淄博烧烤”、“特种兵旅游”、“村超”、“盛唐密盒”等成为舆论热点话题。

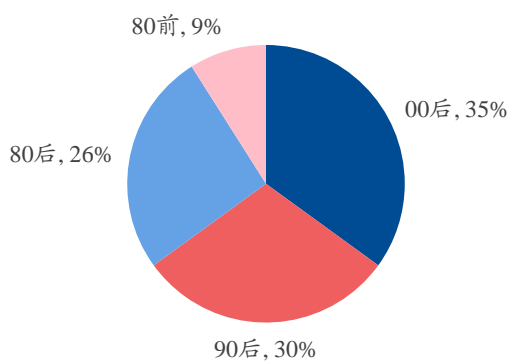
图7：部分地区文旅局促旅游消费政策

省市	开始时间	措施
重庆	4月27日	举办第八届重庆文化旅游惠民消费活动，推出8个特色主体活动，发放超千万元惠民消费券。
江苏	4月29日	开展“苏新消费·夏夜生活夏季购物节”，发放1.7亿元惠民消费券及5500万数字人民币红包。
山东	5月19日	启动2023年“中国旅游日”山东暨泰安市分会场活动，明确八项措施大力激发文旅消费活力。
河南	5月23日	印发《进一步促进文化和旅游消费若干政策措施的通知》，明确八项措施大力激发文旅消费活力。
江西	6月6日	启动第六届江西旅游消费节，举办七项特色活动，并通过新媒体平台打造“云购赣鄱”消费线上嘉年华。
海南	6月21日	印发《2023年海南省促进消费若干措施》，明确将通过举办活动、促进文旅消费、发放消费券等方式促进消费，并举办超百场促消费主题活动，发放旅游消费券、离岛免税消费券、新能源汽车消费券等。

资料来源：重庆政府网，重庆日报，江苏政府网，新华日报，山东文旅厅，泰安市文化和旅游局，河南政府网，宜春政府网，江西广播电视台，海南政府网，海南省新闻办公室，信达证券研究开发中心

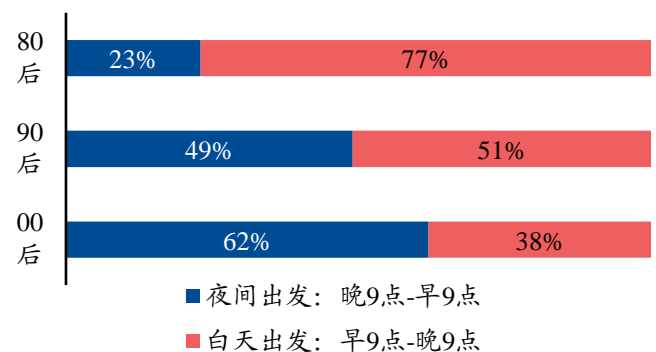
- **年轻化客群成为文旅复苏新引擎。**携程报告显示，与2019年五一相比，今年游客年龄普遍更加年轻，00后（35%）首次超过90后（30%）成为假日旅游主力军。疫情后年轻消费群体在旅游出行中地位日益上升，也不断贡献拉动旅游消费的新热点。上半年寺庙成为年轻人“打卡圣地”，携程数据披露，今年以来，寺庙相关景区门票订单量同比增长310%；其中，90后、00后购票人占比接近50%。随后强调“精心计划”、“高强度”、“打卡式”的“特种兵”式旅游热度居高不下，短视频平台上相关视频播放量达到22.8亿次。6月以来，Citywalk正逐渐成为年轻人旅游新趋势，6月马蜂窝站内“Citywalk”热度环比上涨121%。与“特种兵”相反，Citywalk强调“随心所欲”、“慢节奏”，以及“沉浸式”体验。

图8：2023年五一假期00后成为出游主力



资料来源：携程，哈尔滨新闻网，信达证券研究开发中心

图9：2023年清明假期不同年龄出发时间

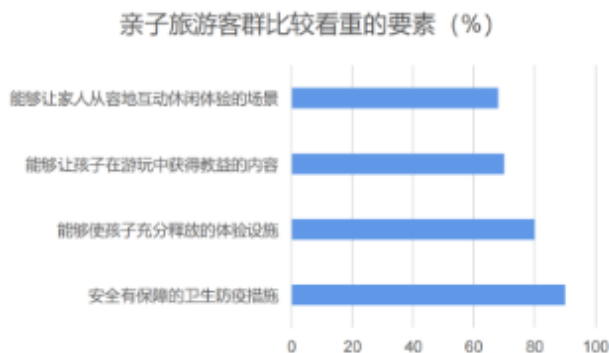


资料来源：同程旅行，极目新闻，信达证券研究开发中心

- **亲子游需求逐步释放，暑期有望全面复苏。**疫情重构了新的亲子文旅消费场景，使得家庭决策周期缩短、变化性提高，安全、私密、低密度成为决定亲子旅游体验的重要因素。年初以来，亲子文旅需求得到很大的释放。携程平台数据显示，今年上半年国内亲子旅游订单数同比增长1.5倍，亲子游人数反超2019年同期15%。而暑期亲子游又成为旅游市场的主力，截至6月23日，去哪儿平台上暑期亲子游产品订单占比接近四成，同比2019年增长1.6倍；途牛网暑期预订出游用户中，亲子游占比达到了58%。此外，

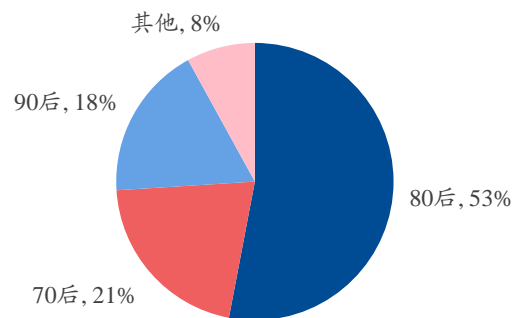
研学、夏令营、博物馆等主打涨知识、学技能的旅游产品更能直击家长兴趣点，去哪儿大数据显示，6月研学游产品/室内博物馆门票/全国海洋馆门票预订量环比5月增长3-4倍。随着学生客群和亲子客群的全面回归，2023年暑期亲子游有望迎来全面复苏。

图10：2022年亲子旅游客群比较看重的要素



资料来源：《中国亲子文旅与研学旅行行业2022年度发展报告》，中国旅游协会亲子游与青少年营地分会，信达证券研究开发中心

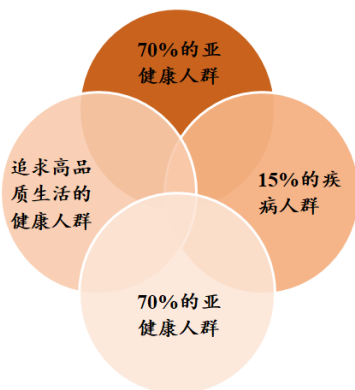
图11：2022年暑期亲子游80后父母占比超过一半



资料来源：《2022年暑期亲子游报告》，中国旅游协会，信达证券研究开发中心

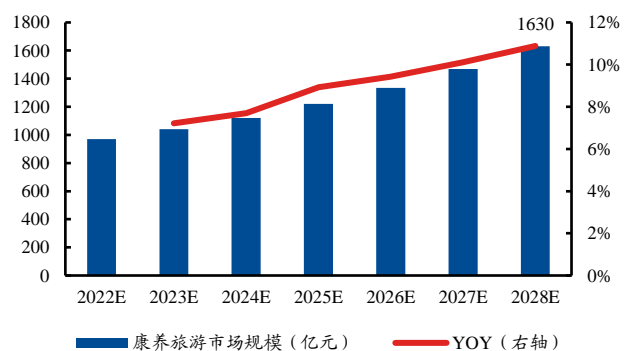
➤ **康养旅游蓬勃兴起，银发族为重要推动力。**疫情过后，“康养”越发成为热门话题，文旅康养项目获得各年龄段人群尤其是老年人群的青睐。老龄化是未来较长时期基本国情，而银发族展现出更频繁的出游意愿和更强大的消费能力，则推动了兼顾保健、休闲、居住属性的康养旅游新业态日渐兴起。根据《中国老年旅居康养发展报告》，2020年我国康养旅游人数已达6750万人次。据中国旅游研究院测算，到“十四五”末，中国出游率较高、旅游消费较多的低龄健康老人将超过1亿人，老年旅游收入有望超过万亿元，市场规模较大。此外，我国的温泉和矿泉康养、康养地产、水疗等康养行业规模已排名世界第二，康养经济具有扎实的资源基础。2023年6月中国文旅市场新签约文旅项目31个，其中不乏泰康大连康养文旅项目、长白山生态医疗康养特色小镇等康养业态。

图12：康养旅游的主要需求群体分布



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研究开发中心

图13：2022-2028年中国康养旅游行业市场前景预测



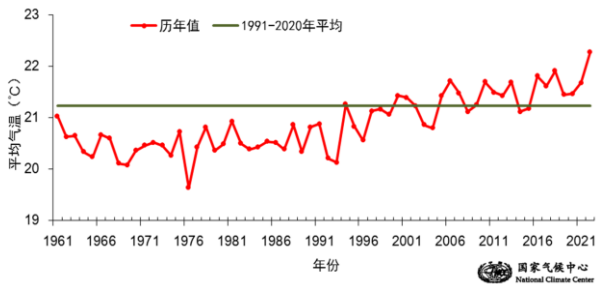
资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研究开发中心

1.2、罕见高温来袭，避暑热催生“凉”经济

厄尔尼诺“卷土重来”，我国多地高温频发。2023年7月4日，世界气象组织宣布热带太平洋地区7年来首次形成厄尔尼诺条件。厄尔尼诺现象导致今年全球多地高温频发，而我国气候同样受厄尔尼诺影响。从历史数据看，厄尔尼诺事件曾给我国带来高温热浪、洪涝和干旱

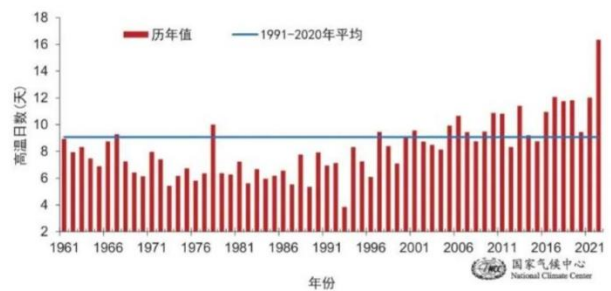
等极端事件影响，华北、华中等部分地区高温日数可达30天以上，南方地区则强降水频发。今夏以来，中国多地遭遇高温，5月至6月初云贵川、两广等地出现高温，6月下旬京津冀最高气温达38°C-41°C。

图14：1961-2022年夏季（6-8月）全国平均气温变化



资料来源：国家气候中心，信达证券研究开发中心

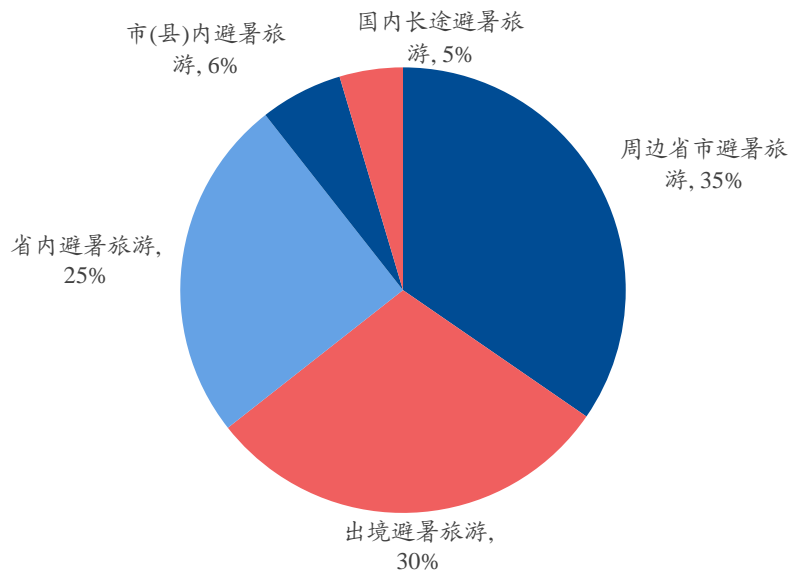
图15：1961-2022年全国平均高温日数历年变化（天）



资料来源：国家气候中心，中国气象局《中国气候公报（2022）》，信达证券研究开发中心

酷暑之下，避暑需求激增。入夏以来，全国各地连续高温，避暑游成为暑期热门。文化和旅游部数据显示，今年第三季度传统高温城市的整体出游意愿达到94.6%；在出游频次上，今年暑期38.4%的居民计划出游2次，35.1%的居民计划出游3次。同程数据显示，6月以来“漂流”相关产品搜索热度增长272%；携程数据显示，6月中旬“溯溪”相关产品热度环比增长超50%；途牛数据显示，选择国内长线游的游客大多以避暑纳凉为主，如云南、新疆、青海、甘肃、内蒙古等目的地；百度指数显示，今年以避暑旅游为关键词的搜索热度在不断攀升。酷暑之下，避暑需求有望增长，并带动避暑旅游经济发展。

图16：2023年暑期避暑出游规划



资料来源：21世纪经济报道，文化和旅游部数据中心，信达证券研发中心

避暑经济市场广阔，已培育出优质供给。经过近十年培育，避暑旅游已完成概念导入期，正步入政策促进和商业实践新阶段。目前我国已培育一批市场广泛认可的避暑旅游目的地，包括：1) 山岳避暑，如安徽黄山、吉林长白山、浙江莫干山等，2) 海滨避暑，如河北北戴河、山东青岛等，3) 高原避暑：青海西宁、云南昆明等，4) 草原避暑，如内蒙古呼伦贝尔等，避暑选择类型多元、层次丰富。此外，避暑专业运营商也得到发展，如岭南集团的广之旅面向暑期亲子和研学市场，联合景区推出避暑旅游线路。

表1：热门避暑旅游目的地

避暑类型	旅游目的地
山岳避暑	江西庐山、安徽黄山、浙江莫干山、北京延庆、吉林长白山、湖北神农架和利川、四川九寨沟、贵州安顺和六盘水等地
海滨避暑	河北北戴河、山东青岛、烟台和威海、辽宁大连、福建厦门、浙江舟山等地
高原避暑	青海西宁和青海湖、云南昆明和腾冲、新疆阿勒泰等地
草原避暑	内蒙古的呼伦贝尔、乌兰察布和阿尔山等地

资料来源：中国旅游研究院，信达证券研究开发中心

图17：2023 避暑旅游优选地（20 市级城市）


资料来源：中国旅游研究院，中国气象局公共气象服务中心，指间利川，信达证券研究开发中心

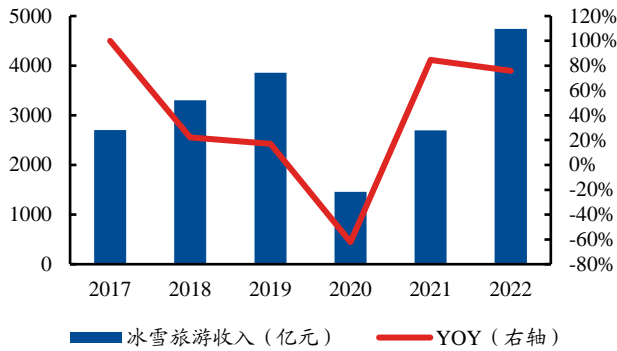
图18：2023 避暑旅游优选地（20 县级城市）


资料来源：中国旅游研究院，中国气象局公共气象服务中心，指间利川，信达证券研究开发中心

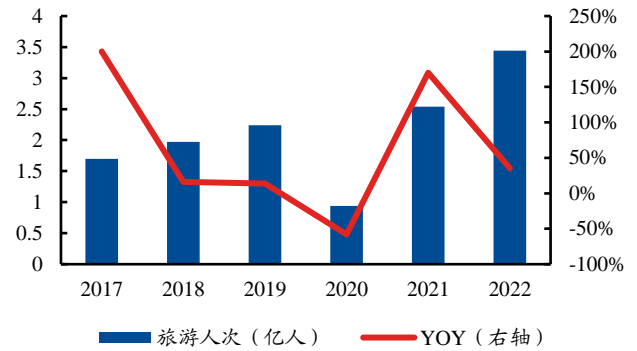
6000 亿避暑市场，避暑旅游潜力巨大。避暑市场拥有老人、学生、教师和高温城市的数亿游客基础。2023 年 2 月，中国旅游研究院预计全年国内旅游人数约 45.5 亿人次，约恢复至 2019 年的 76%；实现国内旅游收入约 4 万亿元，约恢复至 2019 年的 71%。根据文化和旅游部数据中心研判今年暑期旅游约实现全年 27-30% 的市场份额，其中避暑市场占比约 50%，我们粗略估算 2023 年暑期旅游收入约 11000-12000 亿元，避暑市场规模约 5400-6000 亿元。

1.3、“后冬奥时代”，冰雪产业万亿蓝海

基本情况：自 2015 年北京成功申办冬奥会以来，我国实现了“带动三亿人参与冰雪运动”的目标，为冰雪旅游发展打下坚实市场基础。2022 年北京冬奥会成功举办，则调动了全国参与冰雪运动的热情。2022 年冰雪季我国冰雪旅游的人数超预期，根据中国旅游研究院数据，2022 年冰雪季我国冰雪休闲旅游人数为 3.44 亿人次，同比增长 35.43%，冰雪休闲旅游收入为 4740 亿元，同比增长 75.89%，2017 年至今复合增速分别为 11.91%/15.14%；人均消费为 1378 元，同比增长 29.87%。冰雪旅游已成为一种时尚生活方式，获得了大众特别是年轻人的喜爱。

图19：2017-2022年冰雪旅游市场规模及增速


资料来源：《中国冰雪旅游消费大数据报告（2023）》，中国旅游研究院，信达证券研究开发中心

图20：2017-2022年冰雪旅游人次及增速


资料来源：《中国冰雪旅游消费大数据报告（2023）》，中国旅游研究院，信达证券研究开发中心

政策高度重视，万亿资金引领冰雪投资。为推动冰雪旅游产业发展，近年来我国陆续出台多项政策，内容涉及到冰雪消费、国民健康、冰雪运动、冰雪器材装备、青少年冰雪参与等。2023年3月，文旅部和国家发改委联合印发《东北地区旅游业发展规划》，明确东北地区世界级冰雪旅游度假地的定位。一系列相关政策在宏观层面上助推了冰雪旅游产业的发展，在政策导向下，冰雪旅游投资热情较高。根据《中国冰雪旅游发展报告（2023）》，2018-2022年我国重资产冰雪项目总投资规模超过11100亿。

表2：我国冰雪旅游产业相关政策

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2016年11月	国务院办公厅	关于进一步扩大旅游文化体育健康养老教育培训等领域消费的意见	制定实施冰雪运动、山地户外运动、水上运动、航空运动等专项运动产业发展规划。
2019年3月	中共中央办公厅、国务院办公厅	关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见	加快发展冰雪健身休闲产业，推动冰雪旅游产业发展，促进冰雪产业与相关产业深度融合，提供多样化产品和服务。
2019年9月	国务院办公厅	关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见	加快发展冰雪产业。促进冰雪产业与相关产业深度融合，合理规划、广泛调动社会力量投资建设冰雪运动场地设施。力争到2022年，冰雪产业总规模超过8000亿元，推动实现“三亿人参与冰雪运动”目标。
2019年10月	工业和信息化部、教育部、科技部、文化和旅游部等九部门	冰雪装备器材产业发展行动计划(2019-2022年)	打造冰雪休闲旅游综合体。积极推动建设若干“冰雪运动+冰雪文化+冰雪旅游+冰雪装备器材”的冰雪休闲旅游综合体，兴建一批复合型冰雪旅游基地，营造浓郁的冰雪文化氛围，提供完善的冰雪运动休闲设施，满足大众冰雪消费需求，促进冰雪装备器材推广应用。
2021年3月	全国人民代表大会	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	改造提升装备制造等传统优势产业，培育发展新兴产业，大力发展寒地冰雪、生态旅游等特色产业，打造具有国际影响力的冰雪旅游带，形成新的均衡发展产业结构和竞争优势。
2021年10月	吉林省委省政府	吉林省冰雪产业高质量发展规划(2021-2035年)	明确吉林冰雪产业发展的战略定位是：中国寒地冰雪经济高质量发展示范区，“带动三亿人参与冰雪运动”重要承载区，世界知名的国际冰雪旅游胜地，中国冰雪文化品牌高地，冰雪装备技术研发和成果转化中心，冰雪配套服务业创新发展区，中国寒地特色产业集聚区。
2021年11月	吉林省政府	吉林省文化和旅游发展“十四五”规划	提出了“建设旅游强省、冰雪经济强省成效显著，为建设文化强省远景目标奠定基础”的发展目标和重点领域的量化指标。
2021年12月	国务院	“十四五”旅游业发展规划	大力推进冰雪旅游发展，完善冰雪旅游服务设施体系，加快冰雪旅游与冰雪运动、冰雪文化、冰雪装备制造等融合发展，打造一批国家级滑雪旅游度假地和冰雪旅游基地。

2022年3月	国务院	关于落实《政府工作报告》重点工作分工的意见	用好北京冬奥会、冬残奥会遗产，发展冰雪运动和冰雪产业
2022年4月	国务院办公厅	关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	组织实施冰雪旅游发展行动计划。优化完善疫情防控措施，引导公园、景区、体育场馆、文博场馆等改善设施和服务条件、结合实际延长开放时间。
2023年3月	文化和旅游部、国家发展改革委	东北地区旅游业发展规划	进一步明晰了东北地区世界级冰雪旅游度假地、全国绿色旅游发展引领地、边境旅游改革创新样板地、跨区域旅游一体化发展实践地的最新定位。

资料来源：国务院，工信部，中国政府网，新华社，吉林省政府，吉林日报，文旅部，发改委，信达证券研发中心

供给端：冰雪市场“三足鼎立”，旅游供给不断丰富

- **冰雪旅游市场“三足鼎立”，投资向“三北”集中。**目前冰雪市场由东北地区、京津冀、新疆三个区域提供主要旅游产品。从2022年投资活跃度（项目数量）与投资规模来看，“三北”地区（东北、华北、西北）均处于全国冰雪旅游重资产版图的绝对主力地位，与此前的四年间吸纳投资总额近五成相比，“三北”地区重资产投资集中度占比进一步提高到88%。
- **多产业发展“增效器”，冰雪旅游供给不断优化。**随着消费者逐渐将冰雪旅游、冰雪运动和相关消费作为度假主要内容，而非短时间“尝鲜”，冰雪旅游已逐渐走出“门票经济”的单一模式，带动周边多类业态消费，配套餐饮、住宿受到更多重视。2022年底，在政府引导下，各主要冰雪旅游热门省份及城市不断推出旅游新产品，内蒙古推出9个大型冰雪旅游活动、14条冬季旅游黄金线路和32个冬季旅游网红打卡地；哈尔滨为打造“冰雪文化之都”，推出三大冰雪文化旅游篇章。

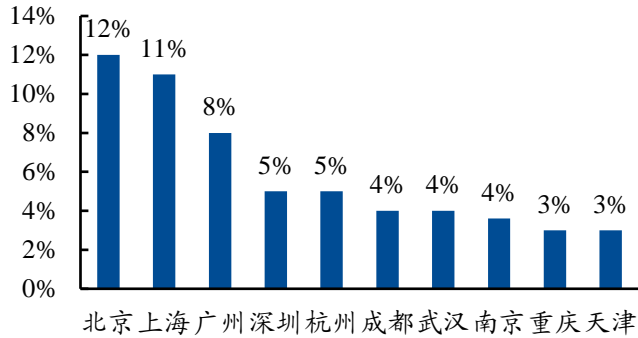
图21：2022年冰雪季东北、西北、华北地区最受欢迎景区TOP10

排名	景区名称	城市	省份	排名	景区名称	城市	省份	排名	景区名称	城市	省份
东北				西北				华北			
1	哈尔滨冰雪大世界	哈尔滨	黑龙江	1	丝绸之路国际滑雪场	乌鲁木齐	新疆	1	呼伦贝尔大草原	呼伦贝尔	内蒙古
2	圣索菲亚大教堂	哈尔滨	黑龙江	2	赛里木湖	博尔塔拉	新疆	2	南山滑雪场	北京	北京
3	雾松岛	吉林市	吉林	3	禾木村	阿勒泰	新疆	3	太舞滑雪小镇	张家口	河北
4	中央大街	哈尔滨	黑龙江	4	天山天池风景区	昌吉	新疆	4	万龙滑雪场	张家口	河北
5	长白山天池	延边	吉林	5	喀纳斯湖	阿勒泰	新疆	5	颐和园	北京	北京
6	北极村	大兴安岭	黑龙江	6	那拉提草原	伊犁	新疆	6	故宫	北京	北京
7	亚布力滑雪旅游度假区	哈尔滨	黑龙江	7	新疆国际大巴扎	乌鲁木齐	新疆	7	万年冰洞	忻州	山西
8	雪谷	哈尔滨	黑龙江	8	喀什老城	喀什	新疆	8	阿尔山国家森林公园	兴安盟	内蒙古
9	松花江	哈尔滨	黑龙江	9	莫高窟	酒泉	甘肃	9	富龙滑雪场	张家口	河北
10	太阳岛风景区	哈尔滨	黑龙江	10	将军山滑雪场	阿勒泰	新疆	10	黑龙潭自然风景区	北京	北京

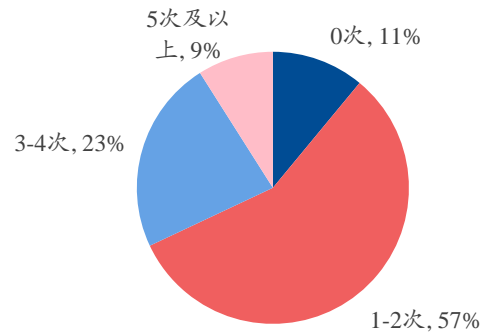
资料来源：《中国冰雪旅游消费大数据报告（2022）》，中国旅游研究院，马蜂窝旅游，信达证券研究开发中心

需求：

- **冰雪旅游正成为习惯，北上广深为主力军。**数据显示，北上广深等一线城市是最主要冰雪旅游消费群体，一线/新一线/二线城市占比分别为36%、35%、15%，他们的喜好影响着整个冰雪旅游市场的风向。2021-2022冰雪季，参加和预订冰雪旅游的游客比例近90%，57%的游客参与过1-2次，23%的游客参与过3-4次，9%的游客参与了5次及以上的冰雪旅游活动，常态化冰雪旅游或正成为生活习惯。

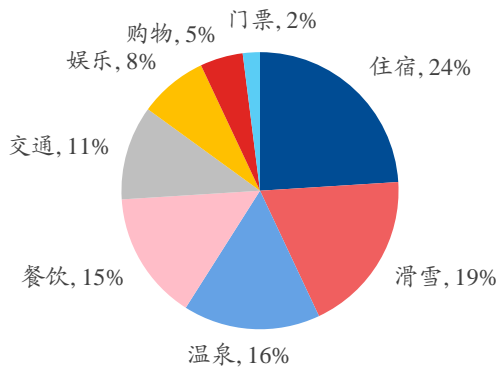
图22：2021-2022 冰雪季旅游人群客源城市分布


资料来源：《中国冰雪旅游消费大数据报告（2022）》，中国旅游研究院，马蜂窝旅游，信达证券研究开发中心

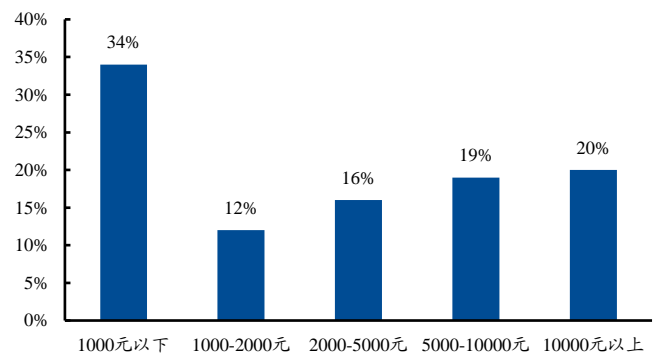
图23：2021-2022 冰雪季参与冰雪旅游次数分布


资料来源：《中国冰雪旅游消费大数据报告（2022）》，中国旅游研究院，马蜂窝旅游，信达证券研究开发中心

- **滑雪+温泉成为热潮，单次消费水平较高。**在冰雪旅游主要开销上，住宿/滑雪/温泉占比分别为 24%/19%/16%。在“三亿人上冰雪”活动口号引导下，冰雪活动的受众拓展，滑雪、泡温泉已成为每年冰雪季里大众广受喜爱的娱乐休闲活动。2021-2022 冰雪季从马蜂窝预订的滑雪旅游消费中，约四成游客旅行人均花费在 5000 元以上，其中 20%在万元以上，这表明冰雪游客更舍得为更高品质的滑雪体验买单。

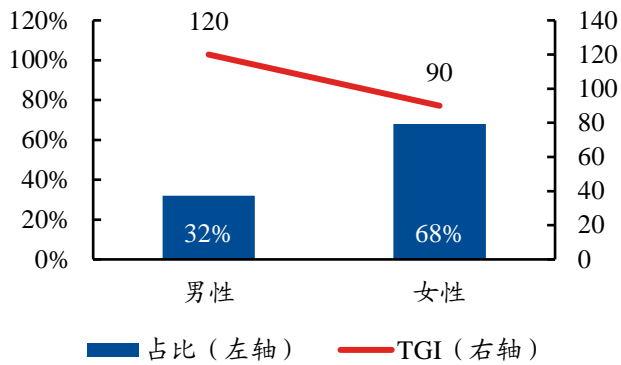
图24：2021-2022 冰雪季旅游主要开销分布


资料来源：《中国冰雪旅游消费大数据报告（2022）》，中国旅游研究院，马蜂窝旅游，信达证券研究开发中心

图25：2021-2022 冰雪季旅游人群人均花费分布


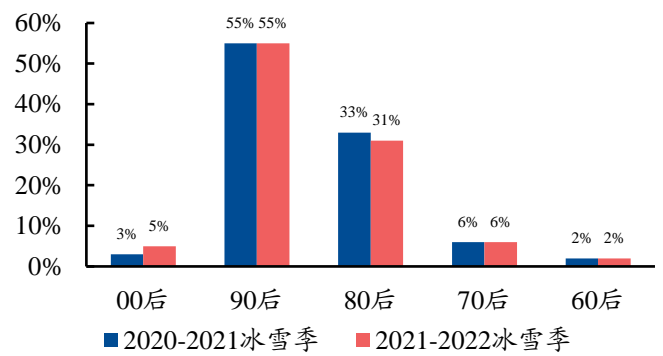
资料来源：《中国冰雪旅游消费大数据报告（2022）》，中国旅游研究院，马蜂窝旅游，信达证券研究开发中心

- **冰雪旅游呈现“年轻化”趋势，女性占比更高，男性更爱消费。**2021-2022 冰雪旅游用户中，女性占比 68%，而在冰雪旅游消费偏好度上，男性 TGI 指数（目标人群较整体人群的偏好度，数值越大说明特征越明显）达到 120，这意味着男性更愿意为高品质的冰雪旅游买单。在整体冰雪旅游消费人群中，80、90 后占比 86%，人数依然庞大。值得注意的是，2021-2022 冰雪季中 00 后、90 后“Z 世代”人群总数占比 60%，相较上一年增长了 2pct，年轻群体参与冰雪旅游比例逐渐提升，冰雪旅游呈现“年轻化”趋势。

图26：2021-2022 冰雪季旅游消费人群性别分布


资料来源：《中国冰雪旅游消费大数据报告（2022）》，中国旅游研究院，信达证券研究开发中心

注：TGI：目标人群较整体人群的偏好度，数值越大说明特征越明显

图27：2021-2022 冰雪季旅游消费人群年龄分布


资料来源：《中国冰雪旅游消费大数据报告（2022）》，中国旅游研究院，信达证券研究开发中心

冰雪经济万亿市场，冬季旅游核心引擎。中国旅游研究院预计 2022-2023 冰雪季我国冰雪休闲旅游人数仍将超 3 亿人次，到“十四五”末期（即 2024-2025 年）冰雪季旅游人次有望达到 5.2 亿人次，旅游收入有望达到 7200 亿元。我们测算：1）在三年疫情期间，冰雪旅游人数复合增速仍有 15.37%，考虑到冬奥“东风”推动冰雪旅游关注度提高、防疫措施优化调整以及冰雪旅游配套设施供给逐步完善，我们假设 2023-2025 年，冰雪休闲旅游人数增速分别为 20%/18%/17%；2）此前冰雪旅游相对小众，冰雪旅游人均消费远超全年旅游人均消费，疫情期间冰雪人均消费有较大幅度下降，考虑到冰雪旅游呈现大众化态势，我们推测人均消费会在未来三年缓慢恢复至疫情前水平，假设 2023-2025 年人均消费增速分别为 6%/7.5%/9%。3）测算得到 2023-2025 年冰雪旅游市场规模为 6029/7648/9754 亿元，根据《中国冰雪旅游消费大数据报告（2022）》，东北地区始终保持较高热度，约在 30%左右，因此我们判断至 2025 年东北地区冰雪旅游市场规模有望达到 2926 亿元，冰雪旅游正在成为冬季旅游和冰雪经济的核心引擎。

图28：冰雪旅游市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
冰雪旅游收入 (亿元)	2700	3300	3860	1460	2695	4740	6029	7648	9754
YOY		22.22%	16.97%	-62.18%	84.58%	75.89%	27.20%	26.85%	27.53%
旅游人次 (亿人)	1.70	1.97	2.24	0.94	2.54	3.44	4.13	4.87	5.70
YOY		15.88%	13.71%	-58.04%	170.21%	35.43%	20.0%	18.0%	17.0%
人均消费	1588	1675	1723	1553	1061	1378	1461	1570	1711
YOY		5.47%	2.87%	-9.87%	-31.69%	29.87%	6.0%	7.5%	9.0%

资料来源：中国旅游研究院，信达证券研发中心

二、长白山：优质自然景区，资源禀赋突出

2.1、优质自然景区，国资助力发展

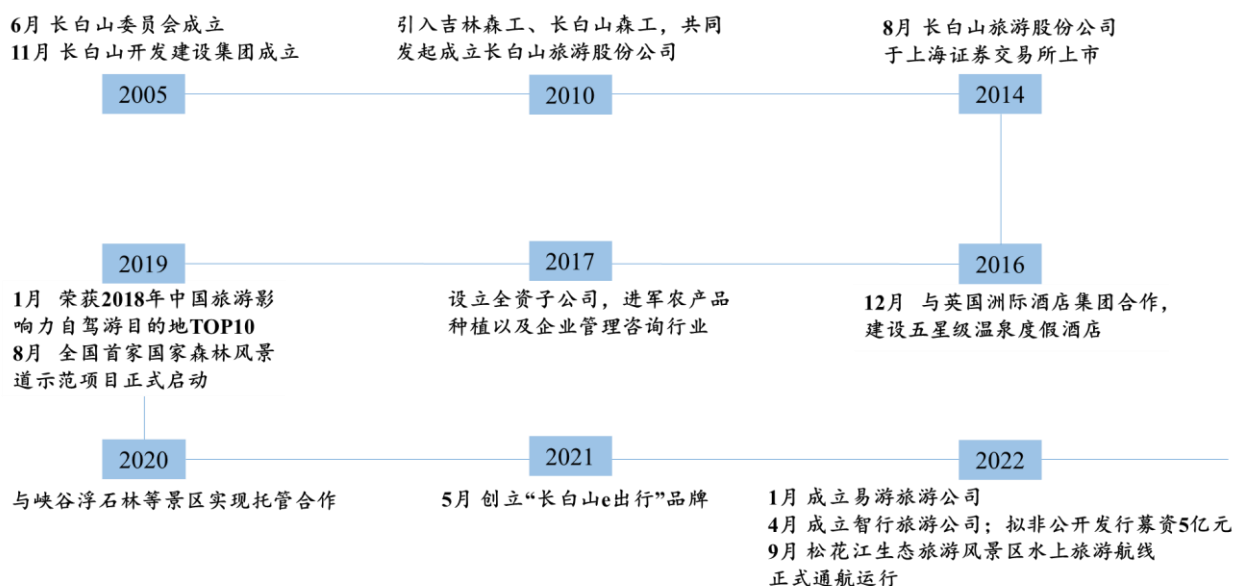
坐拥长白山优质旅游资源，向综合旅游服务企业发展。公司立足长白山自然保护区，面向国内、国际旅游市场，依托自然资源禀赋逐步实现旅游产业多元化扩张，历经 18 年深耕，由旅游交运公司逐步发展为实力雄厚、业绩优良、成长稳健、运作规范的东北地区具备较大影响力的综合性旅游服务企业。公司经营发展分为三个阶段：

第一阶段（2005-2016 年）：深耕长白山，旅游客运起家，推动业务拓展。长白山旅游股份有限公司设立于 2005 年，前身为吉林省长白山旅游交通运输有限公司。2010 年按照吉林省政府战略部署，长白山旅游增资引入吉林森工、长白山森工，进行股份制改制，由单纯的旅游客运业务向多元化转型发展。2011 年，公司收购长白山天池国际旅行社。2014 年，公司成功在 A 股鸣锣上市。到 2016 年底，公司通过全资控股两个子公司蓝景温泉和天池国旅，形成旅游客运为主、旅行社服务及温泉水开发利用为辅的业务格局，而旅游客运收入占比在 95% 左右，是公司的主要收入来源，独家经营资质是公司利润的重要保障。

第二阶段（2016-2019 年）：上市募资布局酒店业务，打造第二增长点。公司于 2016 年进军酒店行业，建立全资子公司天池酒店管理公司，募投项目——长白山温泉皇冠假日酒店与英国洲际酒店集团，并于 2016 年末投入运营。公司酒店板块坚持走中高端品牌路线、温泉板块积极打造国内顶级温泉度假区，促进长白山旅游由“观光旅游型”向“休闲度假型”转变，拓展效益增长点。

第三阶段（2020 年至今）：疫情期间夯实基础，强化主业，抢抓机遇。自 2020 年起，公司深耕主流 OTA 平台和东三省渠道商市场拓展；与峡谷浮石林、冰水泉等景区实现托管合作。2021 年着力在产品营销上求突破，先后赴吉、京、沪、浙开展文旅推介。2022 年 2 月，公司作出山门功能下移的历史性决策，对公司营收产生积极影响。此后，基于对未来发展趋势的战略布局，公司在 2022 年 4 月拟非公开发行募资 5 亿元，用于火山温泉部落二期建设和旅游交通设备提升，该项目计划于 2025 年竣工，把握沈白高铁开通带来的市场和机遇。

图29：长白山历史沿革

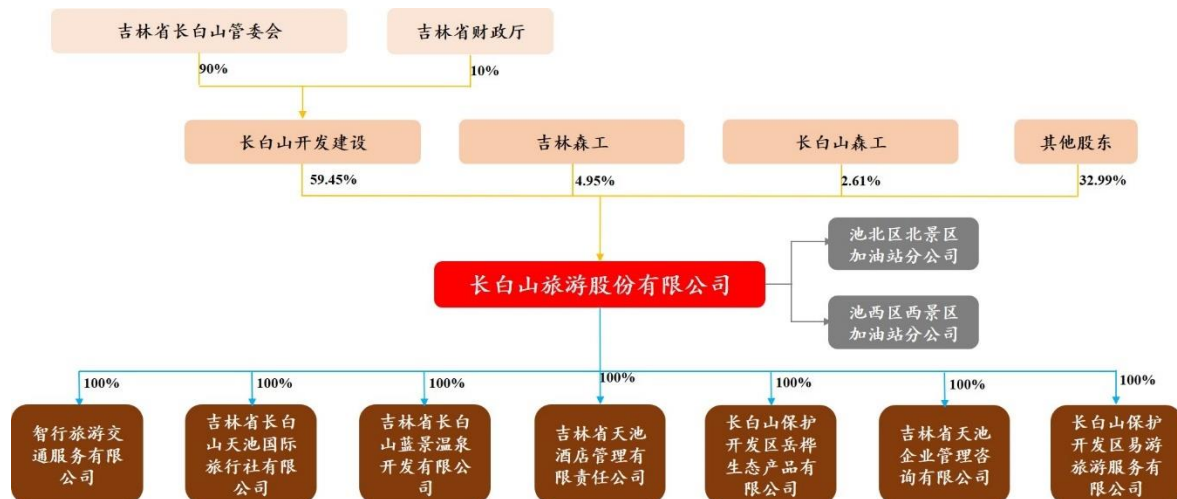


资料来源：长白山招股说明书，公司公告，长白山管委会，信达证券研究开发中心

国资背景优势突出，独享客运+温泉经营权。公司控股股东是长白山开发建设（集团）有限公司，持股 59.45%，且上市至今持股比例稳定。公司第二、三大股东为 2010 年股份制改制前增资的吉林森工和长白山森工，目前分别持有公司 4.95%、2.61% 股份。此外，长白山管委会国资委持有长白山开发建设 90% 的股份，是公司实际控制人；长白山旅游股份有限公司是长白山管委会唯一的国有控股上市公司，凭借得天独厚的国资优势，公司获得了长白山景区 20 年（2010/8/21-2030/8/21）的旅游客运业务独家经营权和长白山聚龙泉温泉独家开采权，在运营上取得了天然壁垒，

7 家全资子公司，由一业独大向多业支撑发展。公司拥有 7 家全资子公司，其中，天池国旅持有旅行社业务经营许可，开展国内旅游和入境旅游业务；蓝景温泉凭借景区唯一温泉水开采资质经营温泉水开发、销售及供热业务；天池酒店业务包括托管的“皇冠假日酒店”以及自营酒店；岳桦生态从事农产品种植，为酒店产业供应绿色生态食品；天池咨询进军企业管理咨询行业，是公司品牌输出、管理输出的重要承载；易游旅游以营销中心和天池国旅为基础，推动产品制定和终端销售一体联动；智行旅游借助互联网平台提供网约车业务。依托自然资源禀赋以及全资子公司布局，公司目前开展五大业务：旅游客运业务、温泉开发业务、酒店管理业务、旅行社业务及景区管理业务，实现从客运业务独大向多业支撑发展。

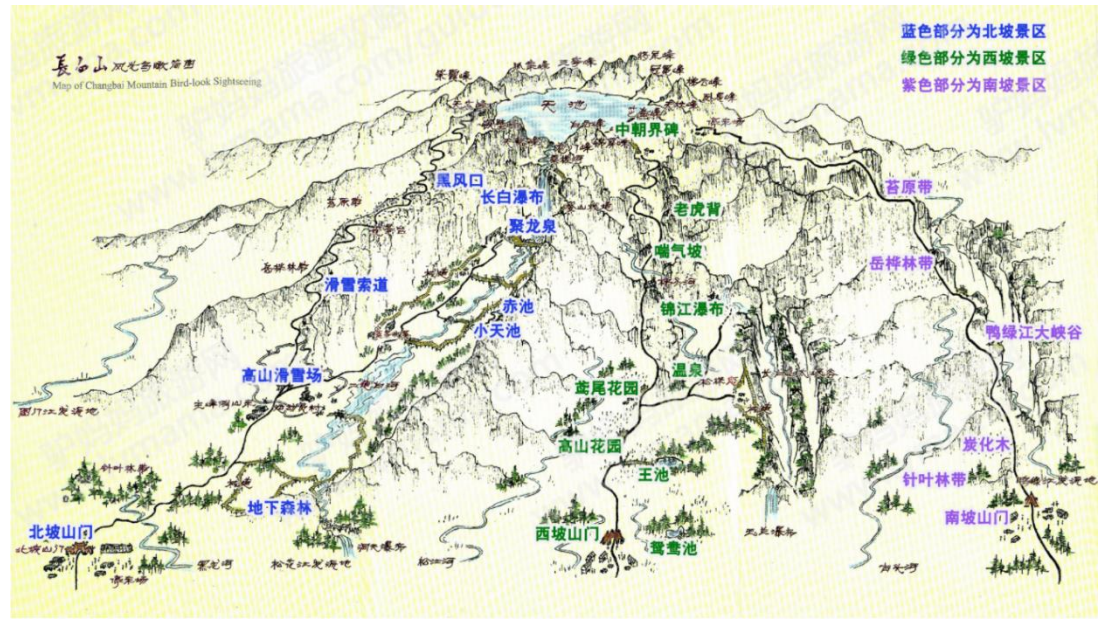
图30：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2、旅游资源丰富，接待量远未触顶

长白山旅游资源丰富，兼具自然景观与人文特色。公司核心景区资源为长白山自然保护区，长白山是中华十大名山之一，为首批国家 5A 级旅游景区。除保存完好的国际 A 级自然保护区原始森林外，长白山还具有世界级冰雪资源和火山温泉，是世界三大滑雪基地之一。天池是长白山的主要景点，天池是中国最高最大的高山湖泊，是东北三条大江——松花江、鸭绿江、图们江的发源地。以天池为中心，沿长白山山体划分为北坡、西坡、南坡三个景区，三大景区均可游览天池，分别售票、封闭式管理，游客到达顶峰后可从不同角度领略天池风光。此外，三大景区各有特色景点，如北景区的长白瀑布、西景区的高山花园、南景区的炭化木遗迹等。

图31：长白山景区地图


资料来源：驴妈妈旅游，信达证券研发中心

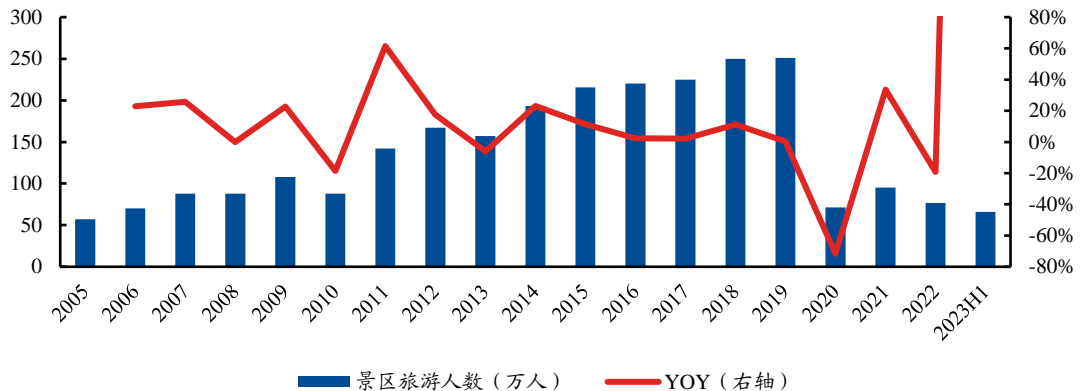
表1：长白山主要景点

景区	景点	景点介绍
	天池	位于长白山主峰火山锥体的顶部，是火山喷发后自然形成的火山口湖；南北长约 4400 米，东西宽约 3370 米，水面面积 9.82 平方公里，天池水面海拔高度为 2189.1 米，总蓄水量为 20.4 亿立方米，2000 年荣获“海拔最高的火山湖”大世界吉尼斯之最。
北景区	长白瀑布	天池水沿补天石漫出后，流经 1250 米的乘槎河，从龙门、天豁两峰之间骤然跌下，形成了落差高达 68 米的长白瀑布。2000 年被列为“世界上落差最大的火山湖瀑布”大世界吉尼斯之最。
	小天池	又名银环湖，是一个寄生火山口湖。周长 260 米，积水面积约 5380 平方米，水深 10 余米，呈圆形。
	绿渊潭	位于岳桦林带，因岳桦荫翳、潭水碧绿深窈而得名，最高落差达 26 米。
	地下森林	又叫“谷底森林”，是长白山北景区海拔最低的景点，距离北景区新山门 14 公里左右为幽谷森林的入口。地下森林负氧离子含量非常高，被称为“天然的大氧吧”。
西景区	高山花园	长白山最著名的景点之一，属于温带山地气候类型，花卉比较集中，面积大，分布于山坡、林下、谷地、河边。
	锦江瀑布	锦江瀑布为二级瀑布，落差为 73 米，第一阶 50 米，第二阶 20 米。这种阶梯式的瀑布，也称双叠瀑布。
	锦江大峡谷	距天池 20 公里处，是由于火山喷发时火山熔岩表面的火山灰和泥土被江水和雨水冲刷而成的，至今这条峡谷还在变化和扩大之中，被誉为“中国的科罗拉多”、“中国的熔岩盆景”。
	鸳鸯池	火山喷发后形成的湖泊。湖水清澈见底，由于远离人间，无任何污染，是难得一见的水鸟天堂。
南景区	炭化木生成带	位于长白山南坡旅游公路边缘，可沿途观赏，为火山喷发森林植被炭化形成，其具有较高的科研价值和观赏价值。
	长白石林	位于长白山横山八号闸山端的岗峡谷，鸭绿江畔，即虎牙峰、骆驼峰、谷头岛等等，组成了长白山南麓的石柱群体。
	岳桦双瀑	二级小型瀑布，全长 40 米，第一级落差 15 米，第二级落差 25 米，瀑布上建筑有“观瀑亭”。
	鸭绿江大峡谷	登临天池的必经之路。峡谷是火山喷发时形成的巨大断裂地沟，历经 300 年来的雨水冲刷、切割和风蚀生成的自然景观。

资料来源：长白山管委会，信达证券研发中心

疫后客流稳步修复，承载量上限远未达到。从游客承载量来看，2019年，公司曾经实现过北坡3.5万人，西坡1.5万人，南坡2000-3000人的承载上限，目前公司设置承载上限为3万人。从实际客流来看，自2015年旅游人数超过200万之后，游客量增速下滑明显，2015-2019年复合增速仅为4%，远低于2011-2015年的11%。日均客流量不足7000人次，距离接待上限有较大的增长空间。疫情期间客流受限，但在防控措施优化后实现快速复苏，23H1长白山主景区接待游客66.1万人次，同比+1135%，恢复至2019年同期的111.2%。截至7月20日，长白山景区接待游客达到100.77万人次，比2019年突破百万人次提前7天。

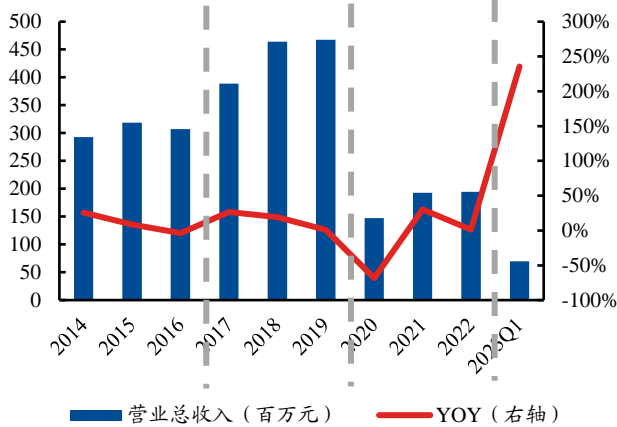
图32：长白山景区历年旅游人数及增速



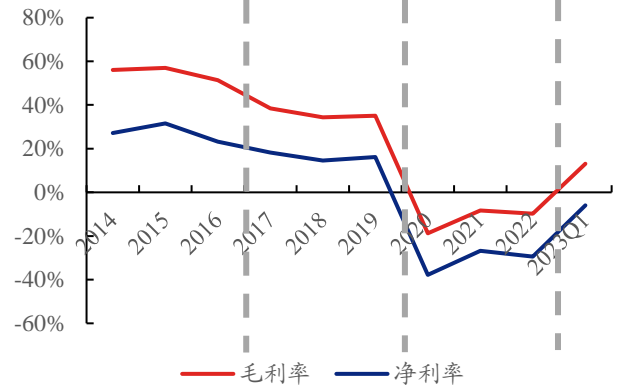
资料来源：长白山管委会，信达证券研发中心
 注：2023H1 增速为 1135%

2.3、业绩复苏弹性大，酒店业务表现亮眼

- **2014-2016年：**公司营收以旅游客运为主，增速相对较慢，从2.93亿元增长至3.07亿元，但由于公司拥有独家运营资质，因此毛利率及净利率水平较好，毛利率约55%，净利率约30%。
- **2017-2019年：**2017年起公司布局酒店业务，皇冠假日酒店于2016年底开业，为公司贡献新的营收增长点，公司营收以15%的复合增速增长至2019年的4.67亿元，但由于酒店业务尚处在培育爬坡期的调试阶段，拖累公司业绩。此阶段，公司毛利率下降至约35-40%，净利率下降至约15-20%。
- **2020-2022年：**2019年底新冠疫情导致旅游市场几乎全面停摆，给公司造成严重冲击。2020-2022年公司营收分别为1.48亿元/1.93亿元/1.95亿元，相比疫情前下滑明显；同时公司自成立以来首次亏损，2020-2022年公司分别亏损0.56亿元/0.52亿元/0.57亿元。
- **2023年以来：**防疫措施调整后，23Q1客流改善、业绩高增。自2022年冬奥会以来，全民冰雪活动热情高涨。在防疫措施优化调整之后，长白山游客大幅增长。2023Q1，长白山主景区共接待游客19.37万人次，同比2022年增长415.77%，同比2019年增长14.41%，带动公司23Q1营收和归母净利润分别实现0.70亿元/-0.04亿元，均为历史最优。23Q2延续Q1复苏态势，再次实现历史最佳业绩（此前最佳Q2业绩为16Q2 758万元，17-19年H1亏损2-4kw）。

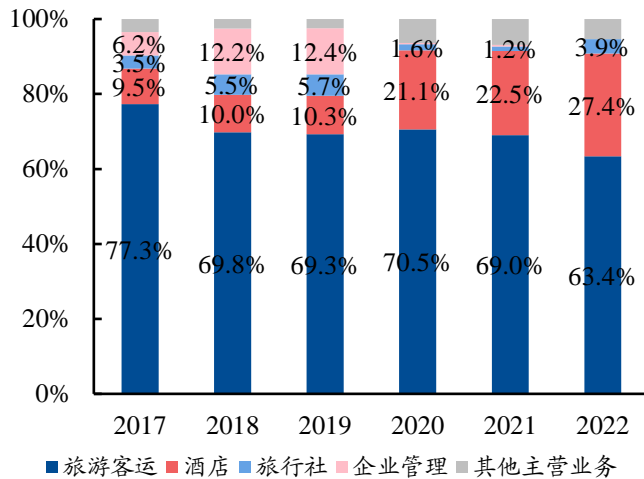
图33：长白山 2014-2023Q1 营收及增速情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

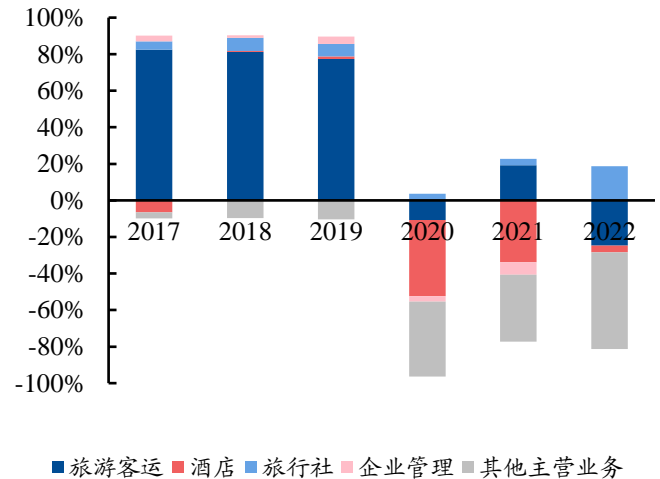
图34：长白山 2014-2023Q1 毛利率及净利率情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

旅游客运为支柱业务，酒店板块贡献提高。从主营业务收入来看，传统旅游客运为支柱业务，在 16 年之前收入贡献约 95%，在 17 年公司开拓酒店业务、管理咨询业务后收入贡献下降至约 70%，2022 年为 63.4%。酒店业务板块在 17-19 年收入占比稳定在 10%左右，疫情期间经营成效显著，收入贡献增长至接近 27%。管理咨询业务主要从事周边景区托管业务，2019 年收入占比达 12.4%，此后受制于疫情，贡献较小，22 年报没有单独列示。旅行社业务收入贡献约 5%。疫情期间，公司客流大幅下降，但景区维护、人员成本、车队折旧相对刚性，因而业务大幅亏损。2020-22 年毛利润分别为-0.28/-0.16/-0.19 亿元，其中酒店业务逐年减亏，毛利润分别为-0.12/-0.10/-0.01 亿元，未来有望发力贡献业绩增量。

图35：旅游客运为支柱产业，酒店板块贡献度提高


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图36：疫情前旅游客运贡献主要毛利，酒店业未来有望发力


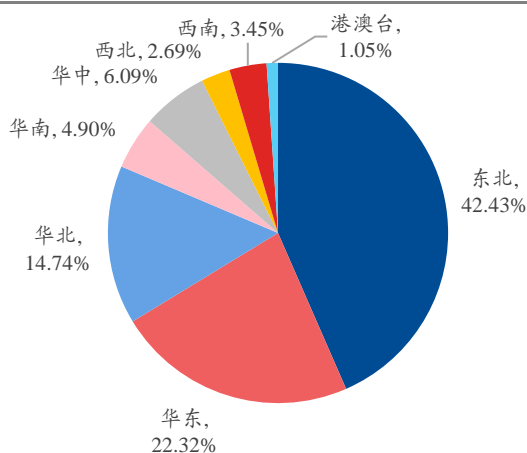
资料来源：Wind，信达证券研发中心

三、成长看点：交通改善解决痛点，避暑+冰雪打造一年两旺季

3.1、成长看点一：高铁通车、机场扩建，四通八达破解交通瓶颈

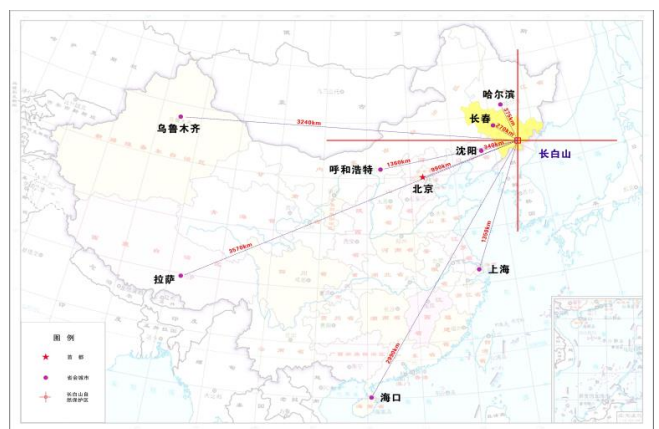
交通瓶颈限制客流，如今正逐步破解。2019年长白山旅游人数251万人，同比增长0.4%，2015-19复合增速4%。从客源来看，东北地区凭借地缘优势，客流占比达42.43%，华东、华北分别为22.32%和14.74%，三大地区占比接近80%。客流增速较慢，南方地区占比较低，交通不便是主要因素。以航空为例，长白山周边共有3个机场，长白山机场距离最近（15公里），但吞吐量仅有55万，淡季航班量只有个位数；延吉机场和长春龙嘉机场则距离较远，分别为216公里和383公里，到达机场后仍需通过高速或高铁前往（2-3h）。而如今随着敦白高铁、沈白高铁、长白山机场扩建等项目推进，长白山的“大高铁”时代到来，长期制约长白山旅游发展的桎梏正在打破，交通瓶颈问题正在破解，长白山客源吸引范围将进一步扩大，从近距离客源为主向中远距离客源市场拓展。

图37：2019年长白山国内客源分布



资料来源：《吉林省综合交通运输发展“十四五”规划》，长白山管委会，信达证券研究开发中心

图38：长白山地理区位图



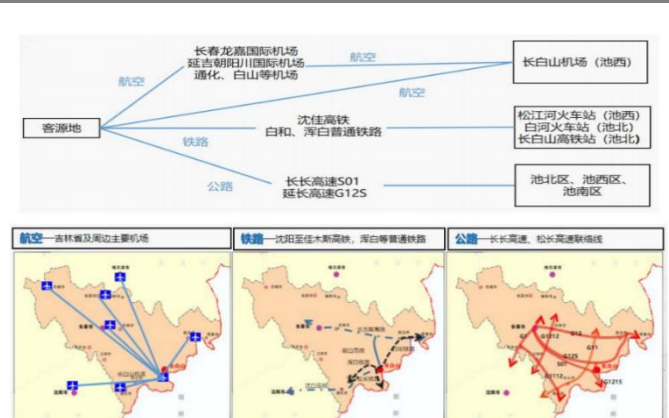
资料来源：《长白山保护开发区综合交通运输发展“十四五”规划》，长白山管委会，信达证券研究开发中心

图39：吉林省“十四五”综合交通运输规划



资料来源：《吉林省综合交通运输发展“十四五”规划》，吉林政府网，信达证券研究开发中心

图40：长白山对外交通运输组织图



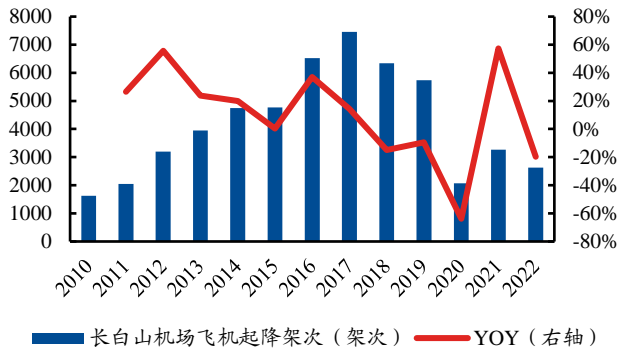
资料来源：《长白山保护开发区综合交通运输发展“十四五”规划》，长白山管委会，信达证券研究开发中心

3.1.1、机场二期扩建项目启用，长线游客更加便捷

疫情前长白山机场接近满负荷运行。长白山机场于2008年建设开通，设计吞吐量55万，2015年之后便开始饱和运行。2017年长白山机场吞吐量62.7万人次，此后两年回

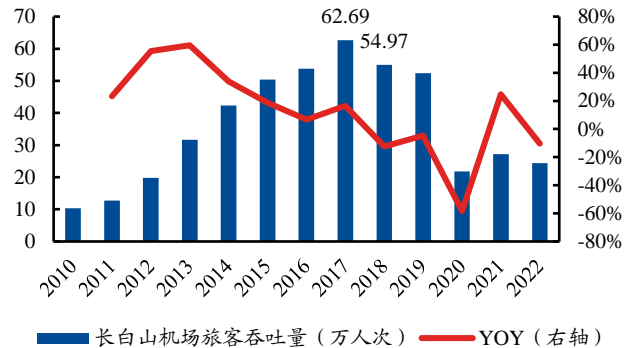
落至设计吞吐量附近。疫情期间，长白山机场吞吐量大幅下降，分别仅为 21.8/27.2/24.4 万人次。2022 年 12 月，迎合旅游复苏，长白山增加航班数量，2023 年 1 月旅客吞吐量突破 9 万人次，同比增长 89.59%，比 2019 年同期增长 35.77%，单月旅客吞吐量创历史新高。

图41：长白山机场飞机起降架次及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图42：长白山机场旅客吞吐量及增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

- 二期设计吞吐量 180 万，7 月 1 日启用赋能暑期市场。为提升机场运力，解决南方游客交通便捷度问题，吉林省政府和长白山管委会于 2018 年开始对长白山机场进行二期扩建，扩建后年吞吐量提升至 180 万。2023 年 7 月 1 日，长白山扩建完成并整体启用，暑期长白山机场暑运航班计划执行 14 条航线，通航长春、杭州、上海、天津、北京、广州、大连、烟台、西安、哈尔滨、青岛、深圳等国内城市，为华东、华南、华中等地旅客进入长白山提供更多的航班，推动释放长三角、珠三角等地区游客的旅游需求。此外，长白山景区 2019 年国际游客 24.63 万，占比 10.54%，其中韩国游客 24.4 万，而 2020 年长白山海关揭牌成立，未来长白山机场有望实现口岸通关直接落地，实现长白山与全世界游客的紧密联系。

图43：长白山机场 2023 年暑运航班计划执行 14 条航线

2023年长白山机场夏季航班时刻表							
序号	航班号	航程	前站起飞	本场到达	本场起飞	目的落地	周期
1	GJ8919/8920	杭州-长春-长白山-长春-杭州	07:05/11:15	12:10	13:00	13:55	每日1班
2	HO1135/1136	上海-天津-长白山-天津-上海	06:35/10:00	11:55	12:50	14:55	每日1班
3	KN5515/5516	北京大兴-长白山-北京大兴	18:15	20:10	21:00	22:55	每日1班
			17:40	19:45	20:30	22:30	
4	9C8531/8532	上海-长白山-上海	17:20	20:10	21:55	0:55	每周1346
5	MU6793/6794	上海-长白山-上海	10:35	13:05	13:55	16:55	每日1班
6	CZ3603/3604	广州-大连-长白山-大连-广州	11:35	13:05	14:50	16:20	每周246
7	MU6537/6538	烟台-长白山-烟台	15:45	17:30	18:20	20:10	每周1357
序号	航班号	航程	前站起飞	本场到达	本场起飞	目的落地	周期
8	GJ8103	西安-长白山-哈尔滨	6:35	9:25	10:10	11:30	每周246
9	GJ8104	哈尔滨-长白山-西安	12:35	14:00	14:45	18:30	每周246
10	CZ8753/8754	北京大兴-长白山-北京大兴	19:00	21:10	22:00	0:05	每日1班
11	CZ5109/5110	上海-长白山-上海	10:00	12:40	14:10	17:00	每周13567
12	HO2171/2172	上海-青岛-长白山-青岛-上海	13:30/16:05	18:00	19:55	22:00	每日1班
13	CZ2057/2058	深圳-长春-长白山-长春-深圳	16:05/21:55	22:50	8:00	8:55	每日1班
			12:40	14:35	15:20	17:15	
			19:00	20:55	21:40	23:40	
14	SC7991/7992	济南-长白山-济南	19:20	21:15	22:00	23:55	每周1357
			19:00	20:55	21:40	23:40	每周46

资料来源：长白山机场分公司，信达证券研发中心

3.1.2、高铁开通赋能京津冀，中短途客流有望显著增长

- 敦白高铁开通，长白山首次接入全国高铁网络。敦白高铁（敦化-长白山）：2021 年 12

月，敦白高铁开通，计划开行动车组 14 对，这是长白山景区首次接入全国高铁网络，开通后会和北京、长春、沈阳、大连、哈尔滨等城市等高铁沿线城市对接。敦白高铁的开通将省会长春和长白山之间的旅途从过去的 4 小时缩短到 2.5 个小时，大连、沈阳至长白山的最快旅行时间由原来的 18 小时 07 分、12 小时 56 分分别缩短至 5 小时 52 分、4 小时 18 分。敦白高铁开通第一年累计开行动车组列车 2516 列次，发送旅客 50.9 万人次。2022 年运量尚未完全释放，全年到达长白山站旅客约 23 万人次，而今年 1-2 月为 9 万次，6 月份（截至 25 日）约为 6 万人次。而高铁站位于北景区山下二道白河镇，游客转化率较高，是长白山景区客流的重要支撑和保障。

表2：长白山列车时刻表

	车次	始发站	终点站	出发时间	到达时间	用时(小时)
长春至长白山	C1303	长春	长白山	07:23	09:47	2 小时 24 分
	C1307	长春	长白山	10:28	12:52	2 小时 24 分
	C1311	长春	长白山	12:55	15:30	2 小时 35 分
	C1315	长春	长白山	16:11	18:41	2 小时 30 分
	C1319	长春	长白山	18:42	21:18	2 小时 36 分
	C1327	长春	长白山	15:23	17:54	2 小时 31 分
哈尔滨至长白山	D136	绥芬河	长白山	06:40	13:49	7 小时 9 分
	D152	齐齐哈尔南	长白山	13:55	19:24	5 小时 29 分
沈阳至长白山	D8082	沈阳北	长白山	07:29	11:47	4 小时 18 分
大连至长白山	G8039	大连北	长白山	07:06	12:58	5 小时 52 分
北京至长白山	G3603	北京朝阳	长白山	12:50	20:06	7 小时 16 分
	G4193	北京朝阳	长白山	7:45	15:11	7 小时 26 分

资料来源：12306，信达证券研究开发中心

注：列车对开，此处只放终点站为长白山的列车班次

- **沈白高铁（沈阳-长白山）预计 25 年开通，便利京津冀客流：**沈白高铁即沈佳高速铁路沈白段，连接沈阳市和长白山，途径抚顺、通化、白山、延边州，线路全长 428 公里，设计时速 350km/h。沈白高铁预计 2025 年开通，全线通车后沈阳到长白山时间缩短至 1.5 小时，北京到长白山时间缩短至 4 小时左右。届时，京津冀、东北三省和长白山之间的距离进一步拉近，沿线 2 亿人进入长白山更加便捷；而出行时间缩短也有望显著提高长白山景区非节假日的周末客流。

图44：沈佳高速铁路线路规划图



资料来源：诗逸长白公众号，信达证券研发中心

3.1.3、延长高速通车在即，周边城市短途客流有望增长

延长高速通车在即，周边城市短途客流有望增长。1) 2020年11月，通往长白山北景区的龙蒲高速公路通车，龙蒲高速是延长高速（延吉-长春）的先期建设部分，延长高速的延龙端于2016年通车，龙蒲高速通车使得长白山往来延边从3个小时缩短到1小时20分。延长高速剩余的蒲烟段、烟长段预计于今年通车。2) 根据吉林省交通运输厅数据，吉林省将于2024年底前启动白山至临江、松江河至长白高速公路部分控制性工程。松长高速公路主线建设总里程为113.26公里，起于抚松县松江河镇东南侧，终于长白县两江村北侧，设计速度80公里/小时。白临、松长高速项目的建设将结束临江市和长白县不通高速的历史。随着长白山周围高速网络逐步建设通车，长白山和长春、白山、通化、大连等周边城市间的汽车交通更加便捷。

3.1.4、2023-2026年客流测算

大交通环境改善对于景区客流有较强助推作用。以黄山为例，2015年6月合福高铁全线贯通，开通一年黄山北站日均发送游客1万人次，2018年12月杭黄高铁开通，拓展中远程客源市场，2019年黄山市全年接待旅客7402万人次，同比+14.1%。我们对长白山景区接待量进行预测：

- 1) 长白山全区旅游人数和全社会客运量有较强相关性，我们采用弹性系数法进行预测，而长白山景区游客量又从全区旅游人数转化而来，我们采用转化率进行预测。
- 2) 公路：长白山对外交通主要依靠公路，但敦白高铁运营势必抢占公路客运市场，我们预计短期公路占比下降较大，中长期占比缓缓降低，但总体来看，随出行需求增长和公路服务水平提升呈增长态势。
- 3) 铁路：敦白高铁极大缩短外地旅客抵达长白山的出行时间。高铁建设将会转移公路旅客，但也会诱增大量新旅客，根据世界银行《把脉中国高铁发展计划：高铁运行头三年》等相关研究，中国高铁建设诱发的新生成客流约占高铁客流量的50%。我们预计未来铁路客流占比将呈现上升趋势。
- 4) 航空：长白山此前与国内中心城市的航线较少，且没有国际航线。而随着长白山机场扩建工程逐步完成，长白山景区将会加快拓展省外旅游市场，吸引越来越多中远途游客。

我们预计2023-2026年长白山全区旅游人数约767万人/839万人/914万人/995万人，长白山景区旅游人数约276万人/294万人/311万人/329万人，2024-26年同比增速分别为6.4%/5.8%/5.7%。

图45：2023-2026年长白山景区旅游人数测算

	2018	2019	-	2023E	2024E	2025E	2026E
铁路（万人次）	15.5	12.4	-	68.2	92.1	108.6	121.7
YOY	-	-20.0%	-	450%	35%	18%	12%
占比	1.5%	1.3%	-	6.1%	7.8%	8.7%	9.1%
公路（万人次）	934	907	-	986.8	1018.4	1061.2	1114.2
YOY	-	-2.9%	-	9%	3%	4%	5%
占比	93.0%	93.3%	-	88.1%	85.8%	84.6%	83.7%

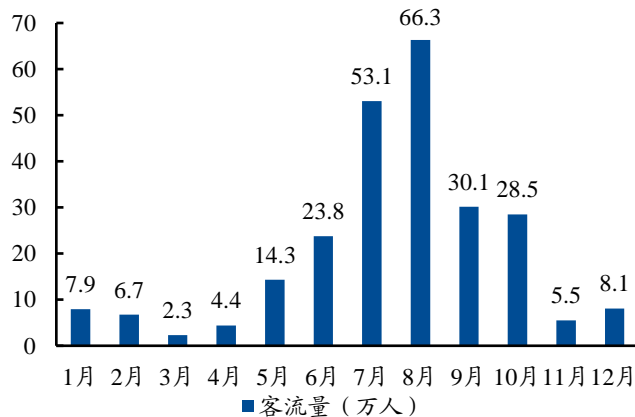
航空 (万人次)	54.9	52.4	-	65.5	76.0	85.1	95.3
YOY	-	-4.6%	-	25%	16%	12%	12%
占比	5.5%	5.4%	-	5.8%	6.4%	6.8%	7.2%
全社会客运量 (万人次)	1004.4	971.8	-	1120.5	1186.4	1254.9	1331.2
全社会客运量YOY	-	-3.25%	-	15.3%	5.9%	5.8%	6.1%
弹性系数	-	-	-	0.6	0.62	0.65	0.68
全区旅游人数 (万人)	526	610.7	-	766.5	839.2	913.7	995.4
全区旅游人数YOY	-	-	-	25.5%	9.5%	8.9%	8.9%
转化率	47.5%	41.1%	-	36%	35%	34%	33%
景区旅游人数 (万人)	250	251	-	275.9	293.7	310.7	328.5
景区旅游人数YOY	-	0.4%	-	9.9%	6.4%	5.8%	5.7%

资料来源：长白山管委会，《长白山保护开发区综合交通运输发展“十四五”规划》，信达证券研发中心
注：2023年YOY为同比2019年增速

3.2、成长看点二：绿水青山+冰天雪地，提供增长新动能

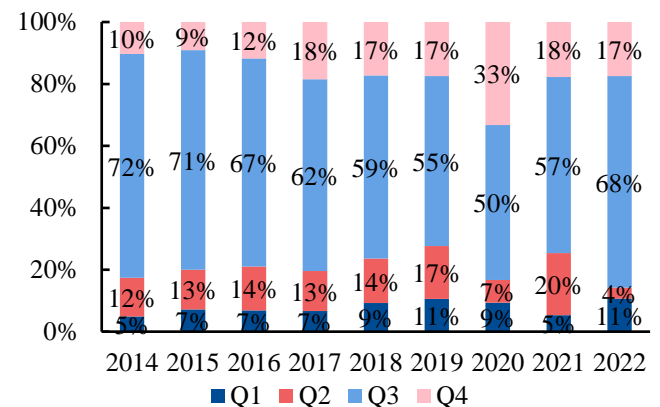
季节性特征明显，发展夏冬两旺季。由于长白山冬季寒冷且持续时间长，客流较夏季显著减少，因此旅游具有明显的季节性特征，呈现“旺一季淡三季”特征，2019年，长白山6-10月客流量占全年的80.4%。三季度营收占比超50%，部分年份需靠三季度业绩实现盈利。但自从2016年底公司布局酒店业务以来，各季度营收有所平衡，三季度收入占比下降至19年的54.9%。同时，随着公司大力拓展冬季冰雪，一、四季度收入占比有明显提升，四季度收入占比自16年的11.8%提升至19年的17.4%，而23Q1也实现了一季度历史最佳业绩。未来公司要从夏季避暑拓展到冬季冰雪+夏季避暑两季旺季，同时推动春秋两季淡季实现旅游人数的平衡。

图46：长白山景区2019年月度旅客流量变化

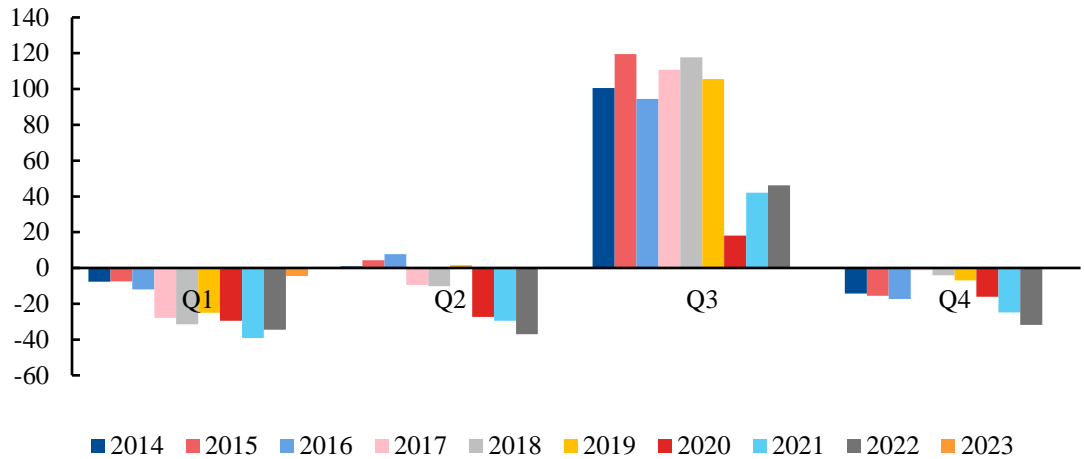


资料来源：《吉林省综合交通运输发展“十四五”规划》，长白山管委会，信达证券研发中心

图47：Q3收入比重最大，疫前淡旺季差异有所减小



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图48：长白山通常由 Q3 弥补其他季度亏损


资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.2.1、避暑胜地迎最热暑假，资源整合打造精品活动

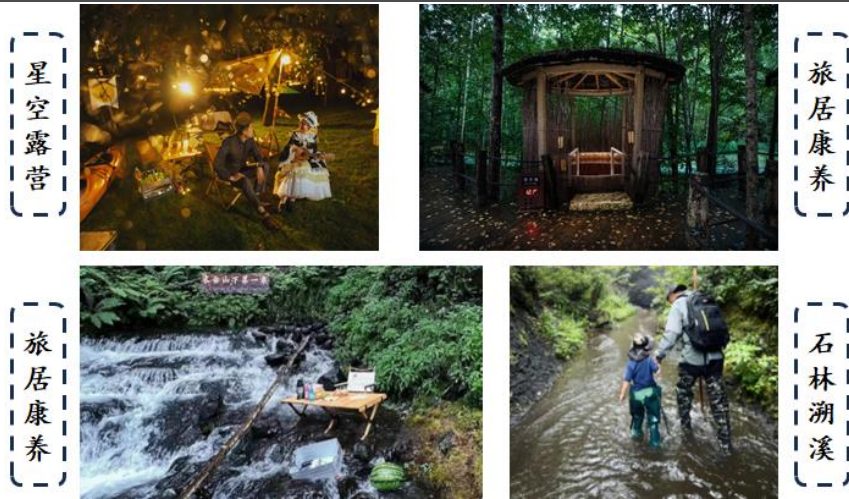
传统避暑胜地，有望承接出行需求释放。长白山景区为温带大陆性山地气候，夏季日间平均气温为 22°C，是舒适宜人的避暑胜地，主景区海拔在 2000 米以上，气温较低。在 6 月 26 日的 2023 中国避暑旅游发展报告发布会上，长白山保护开发区上榜“2023 中国避暑旅游优选地”。2019 年长白山景区游客人数为 251 万人次，6~10 月 202 万人次，夏季（7-9 月）客流占比约 60%。今年暑期是防疫措施调整优化后首个完整暑假，疫后旅游需求补偿性释放，同时伴随气温普遍升高，长白山暑期客流有望与 19 年持平或者赶超。

表3：2023 中国避暑旅游优选地

省	市	省	市
云南省	昆明市	吉林省	长白山保护开发区
	大理州		长春市
	贵阳市		延边州
贵州省	六盘水市	北京市	延庆区
	安顺市	河北省	张家口市
湖北省	神农架林区	黑龙江省	哈尔滨市
青海省	西宁市	山东省	青岛市
甘肃省	平凉市		烟台市
陕西省	延安市	内蒙古自治	呼伦贝尔市
山西省	大同市		乌兰察布市

资料来源：中国旅游研究院，中国气象局公共气象服务中心，指间利川，信达证券研发中心

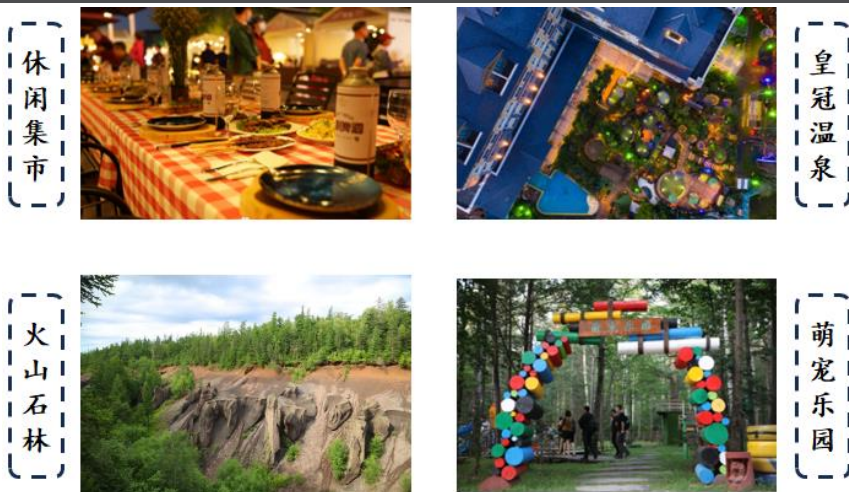
多元化避暑项目打造新型文旅，寓教于乐承接亲子需求。目前长白山推出多元化避暑项目供游客选择，比如打造飞越长白山、星空露营、奇幻漂流、旅居康养、石林溯溪、冰泉茶语等热门休闲旅游产品，也有全国高校登山社团“打卡中国山”活动、“长相守 到白头”浪漫旅拍游和私人订制游等多元化旅游产品深受满足游客个性化需求，举办“松花江消夏节·粽情松花江”、长白山吉林银行百威啤酒美食节、2023 美丽天池西旅游文化节等活动为游客带来别样惊喜和特色体验。此外，长白山火山峡谷、瀑布温泉的山水风光以及丰富的历史文化和民俗风情，寓教于乐，启智成长，也能承接有孩家庭疫后亲子游需求释放。

图49：长白山多元化避暑项目


资料来源：长白山文旅，信达证券研发中心

整合资源具备代表性，避免同质化。公司目前的产品配置能够满足游客的差异化需求，同时自有交通流量能够给予景区产品的客流支持。例如漂流项目，周边景区只做单一的漂流产品，而公司会把漂流与其他避暑产品（如露营、登山、骑行、酒店等）进行组合，提升性价比；登山项目，公司作为长白山主景区的交通运营公司，有较强的班线配置，在流量方面较其他景区具有绝对优势。另外，公司在硬件基础设施和服务体系也优于其他景区景点。

温泉部落一期已开业，二期项目稳步推进。公司将皇冠假日酒店以及周边相关景点串联起来举办温泉部落一期项目，由火山温泉、休闲集市、火山石林、聚龙冰泉以及周边酒店群组成，有效联动了北山门区域丰富的旅游度假资源，是长白山北坡纯正火山温泉打卡地；同时通过主题营造和夜景设计，浓缩了长白山特色美食、购物休闲、运动体验、文化展示等元素，营造了长白山夏季避暑休闲、度假等浓厚的氛围。温泉部落一期已于2022年8月8日正式启动。此外，温泉部落二期项目也正稳步推进，项目于2022年4月发布定增方案，项目总投资额5.36亿，拟使用募资3.50亿元，拟将建设一个集住宿、餐饮、娱乐、科普于一体，融入长白山生物多样性元素的博物馆亲子度假主题酒店及温泉娱乐设施，推动公司向构建长白山北区旅游消费集聚区迈进。

图50：皇冠假日酒店以及周边相关景点联动，整合为聚龙休闲集市


资料来源：长白山文旅，信达证券研发中心

3.2.2、推进冰雪项目创新，抢抓冬季旅游机遇

依托优质冰雪资源，推进冰雪旅游项目创新，紧跟冰雪旅游新风潮。长白山位于世界公认的“冰雪黄金纬度带”，拥有世界顶级粉雪资源，雪质、雪量处于世界顶级水平，雪期长达6个月。公司依托长白山得天独厚的冰雪资源，创新打造一系列冰雪旅游项目，推进冰雪旅游产业布局：

(1) **冰雪文化项目**：除传统滑雪项目外，公司还推出多种冰雪文化项目，包括渔猎冬捕、冰雪穿越等项目，以及长白山景区内内部林海雪原的雪地摩托穿越项目。

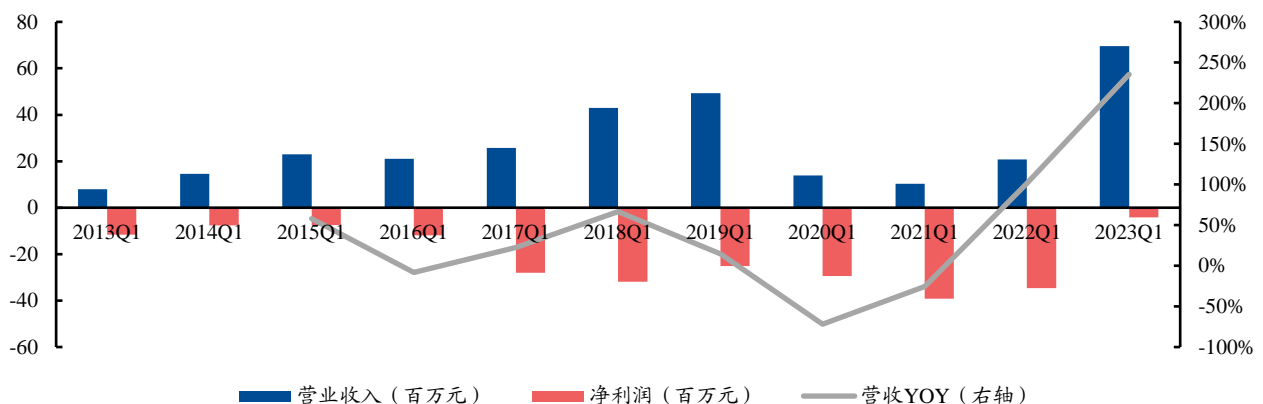
(2) **野雪公园**：公司在长白山北坡推出天然野雪公园，内含20公里的雪道，能让游客体验野雪运动项目带来的直观和刺激的感受。

(3) **雪乡&冰雪小镇**：长白山周边过去为国有林区，有丰富的空置林场资源，可以与冰雪资源“有机结合”，公司也在积极筹划、选址建设长白山第一座雪乡。同时，公司在托管的景区开设雾凇冬漂、渔猎、狩猎等项目，拓展游客体验范围。此外，公司还与二道白河镇政府合作，打造冰雪小镇提高旅游吸引力，布局全域旅游产业链。

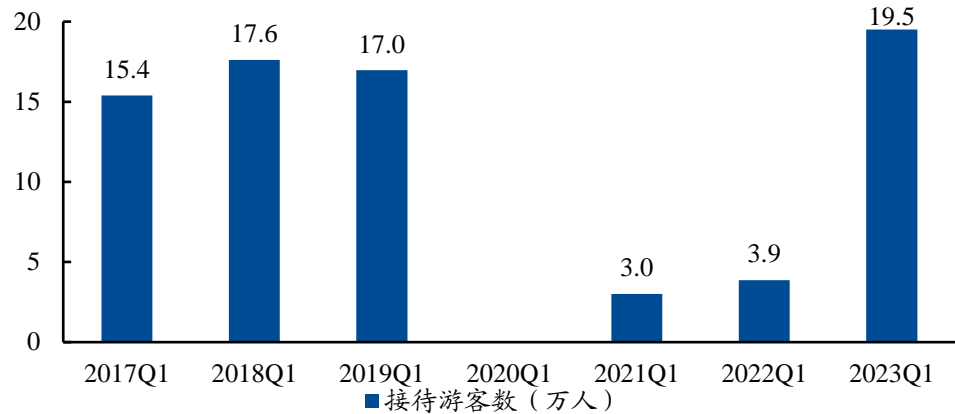
(4) **冰雪部落二期项目**：长白山酒店与二道白河镇距离较远，公司为迎合冰雪旅游热潮、满足游客需求，同时抓住沈白高铁开通机遇，积极推进冰雪部落二期项目。公司在长白山北山门区域，基于自有酒店和托管酒店，整合联动景区、雪场、雪道、野雪公园等冰雪资源，打造以温泉为主、涵盖休闲养生、度假、特色美食、商业购物等配套业态的温泉部落。

2023年一季度长白山冰雪旅游热度较高，冰雪旅游未来将成为公司新增长点。长白山景区北坡、西坡、南坡最大承载量合计约3万人/日，而雪期（11月至次年4月）每天接待游客量约2000人，提升空间较大。由于疫情影响，近年长白山冰雪旅游发展受阻；而外部环境出现变化后，长白山冰雪旅游迎来较高热度。23Q1长白山主景区接待游客19.5万人，带动公司营收和归母净利均实现历史最优，23Q1公司实现收入6961万元/+235.49%，相比2019年同期增长41.26%，亏损则大幅收窄至414万元。由于长白山2023年1月仍受明显疫情影响，因此冰雪旅游仍有较大潜力释放。

图51：23Q1长白山冰雪旅游热度较高，带动营收净利实现历史最佳



资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图52：23Q1 长白山接待游客数超疫情前水平


资料来源：长白山管委会，信达证券研发中心

新媒体赋能冰雪旅游，积极营销提质增效。信息化文旅时代到来，为长白山文旅发展开新局提供了新机遇。公司强化新媒体赋能、助推文旅深度融合，“长白山文旅”全面开通微信、微博、抖音、快手、小红书等新媒体平台；2022年全年直播近百场，累计场观 500 多万人次，邀请达人博主 230 余人驻点体验推荐；2022 年“天池开冰”全平台观看量 5061.8 万人次，较上年增加 3901 万人次。此外，公司精研内容，做小众、做细节、做“落地”，依托“粉雪、林海、雾凇、温泉”等资源优势，建成开放“雪绒花”运动户外音乐餐厅，成为长白山度假生活新晋打卡地。通过不断努力，公司将长白山生态、人文、历史及旅游资源呈现在大众面前。

图53：长白山多项新媒体账号在吉林省文旅新媒体（5月）影响力排行榜获佳绩

吉林省旅游(景区)(企业) 微信公众号影响力月榜 5月							吉林省旅游(景区)(企业) 抖音影响力月榜 5月					
日期：2023年5月1日--2023年5月31日							日期：2023年5月1日--2023年5月31日					
公众号	发布/文章	阅读数	点赞数	头条文章阅读数	最大阅读数	WCI	抖音号	作品数	点赞数	转发数	评论数	DCI
1 长白山 gh_86b09075d7aa	8/10	98695	279	94366	24139	735	1 长白山旅游	6	6720	6364	2037	620
2 长春市动植物公园 changchun-zoo	4/5	47072	140	41575	21357	629	2 梅河口东北不夜城	33	7212	3725	1821	779
3 长春世界雕塑园 ccworldsculpturepark	18/28	59829	234	53272	14365	615	3 长春莲花岛	42	5917	1714	617	736
4 净月潭 jlcjyt	18/28	68302	165	57583	6685	609	4 神鹿峰旅游度假区	24	791	1177	216	647
5 伪满皇宫博物院 wmhg92866611	15/31	52541	240	38805	9150	586	5 赫哲族王国	11	886	376	245	613
6 六鼎山文化旅游区 ldswhlyq	15/37	21640	2857	11815	1883	519	6 珲春防川景区	22	1114	243	170	578
7 梅河口东北不夜城 dongbeibuzecheng	15/17	27022	137	24108	3667	509	7 天定山滑雪场	26	605	241	167	574
8 神鹿峰旅游度假区 chinazhongqing-wenlv	20/23	30679	53	26066	3893	487	8 旅长有速食旗舰店	2	566	80	169	571
9 松花湖度假区 LakeSonghuaResort	9/9	23102	29	23102	5036	480	9 穆尔寨购物中心	14	1127	703	58	567
10 吉林省东北虎园有限公司 gh_e7edf17d6a0	2/2	13060	7	13060	7527	437	10 松花湖度假区	8	624	118	33	522
							11 圣鑫葡萄酒庄	5	530	86	57	505
							12 智慧长白山	8	300	214	60	500
							13 长春草原旅游-总社	31	416	53	80	491
							14 集能集团	8	468	85	53	482
							15 长白山万达国际度假区	4	152	19	31	419

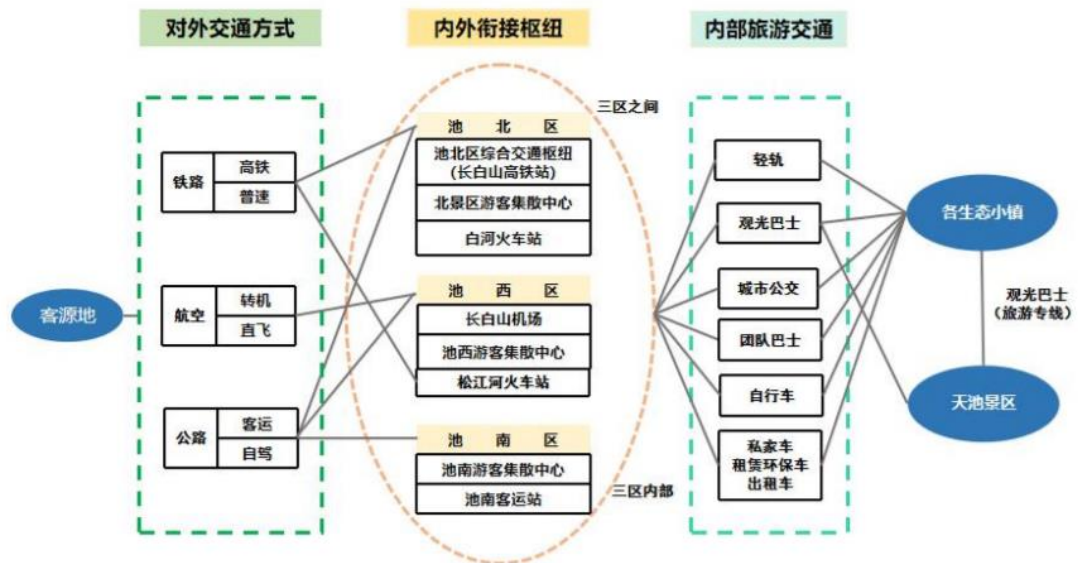
资料来源：长白山文旅，信达证券研发中心

四、多元业务布局，静待疫后潜力释放

4.1、旅游客运壁垒突出，疫后业绩有望随客流修复

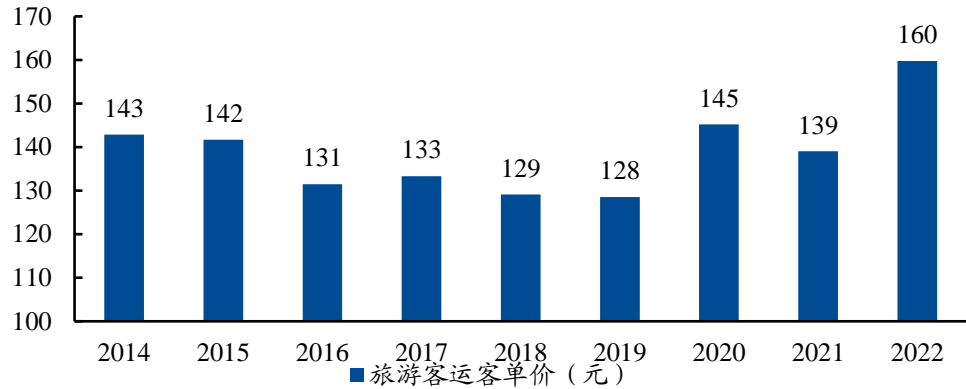
旅游客运壁垒突出，是进一步拓展旅游业务的基础。公司旅游客运细分为景区内部交通和景区外部交通，主要涵盖长白山景区和城区的游客运输、旅游车辆租赁、停车场管理等业务，并拥有长白山三个景区和环山公路道路运输独家经营权。同时，公司充分发挥运输优势，深入构建景区+城区+互联网一站式综合旅游服务，孵化出城际旅游专线、网约车和包车等定制化产品。目前公司有全山岳类景区规模最大旅游车队，涵盖 10 余种车型，800 余台运输车辆，满足广大游客多元化的出行需求。

图54：长白山旅游交通总体组织形式



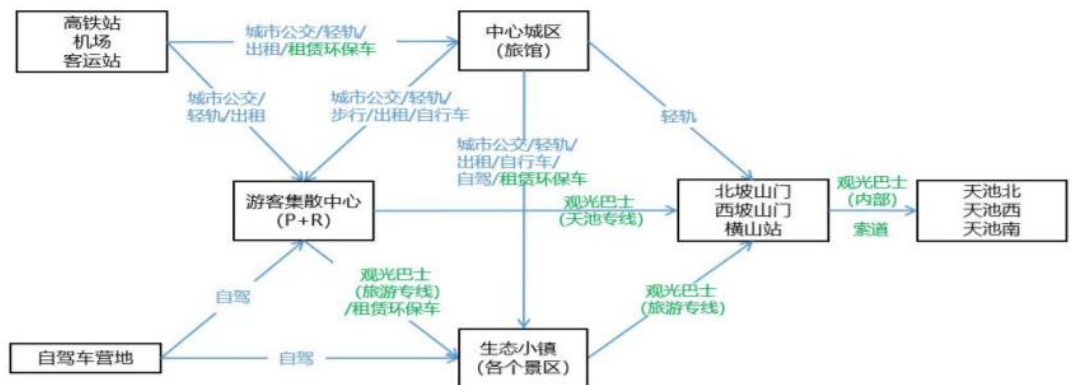
资料来源：《长白山保护开发区综合交通运输发展“十四五”规划》，长白山管委会，信达证券研发中心

景区内旅游客运为独家运营，贡献丰厚收入。公司于 2010 年 8 月取得了长白山北、西、南景区内旅游客运、区间和环山公路旅游包车客运的 20 年独家经营权，有偿使用费为每年 110 万元，且长白山管委会承诺不引进其他经营者，不提高有偿使用费标准。景区内游客运输为封闭式管理，入区游客均需乘坐环保车、班线车等。以北景区为例，全票价为 305 元/人，其中全价门票为 105 元，包含除天池以外的北景区门票；北景区集散中心至景区北门班线车票为 35 元，景区换乘交通工具环保大巴车票 85 元；由于北坡天池主峰公路坡陡弯急、盘山临渊，游客需乘坐倒换专用车前往天池，倒站车票 80 元（恶劣天气下，天池景点关闭，无需购买），即客运票价已超过景区门票价。此外，基于对交通压力、游客运转的考虑，自 2022 年 2 月起，公司将北景区山门功能下移至北景区游客集散中心，往返行程增加 60 公里，车票价格提高 35 元，剔除场地使用费后，游客客单价约提高 20 元，此举直接助力交通板块收入增长，同时也能通过营销推广将景区游客分流至周边托管景区。

图55：2022年长白山旅游客运客单价创新高


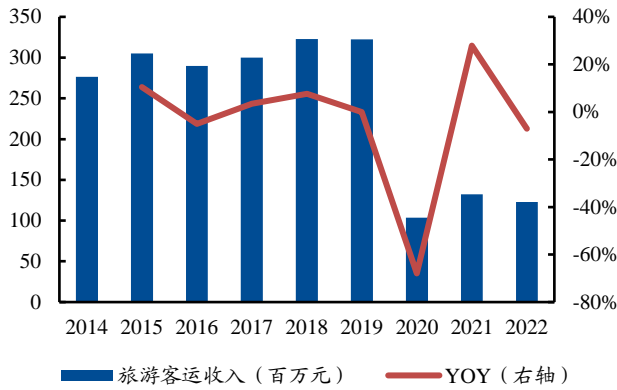
资料来源：Wind，长白山管委会，信达证券研发中心

景区外部客运发挥运输优势，持续拓展新板块。 1) 公司在景区外的环长白山旅游快线连接了长白山北、西、南景区及景区外的部分景点，与大多为个体经营的出租车相比，公司旅游快线价格优势明显、服务更加规范。公司于2022年成立智行公司专营租车、包车服务，实现了托管景区班车全覆盖，游客可从镇区包车前往各托管景区，与公司旅行社业务形成协同。2) 游客通过高铁、飞机等外部交通进入长白山后，需要配套的本地内部交通才能到达景区，公司2020年将交通板块拓展到城区，城区板块增设高铁、机场配套本地交通网络；公司还于今年开始拓展城市出租车业务，购进红旗专车EMQ5。配套服务将为公司未来在景区外拓展旅游客运业务打下良好基础。

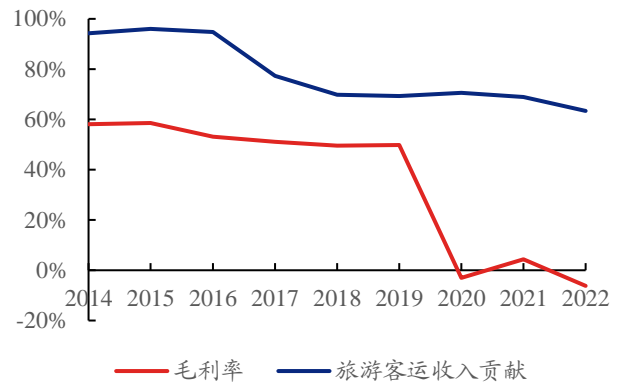
图56：长白山区内交通运输组织方式


资料来源：《吉林省综合交通运输发展“十四五”规划》，长白山管委会，信达证券研发中心

旅游客运为支柱产业，疫后业绩有望随客流修复。 景区内车票收入为旅游客运业务的主要来源，价格相对固定（高于景区门票价），且与人数直接相关；景区外主要源自网约车、包车业务。整体来看，旅游客运一直是公司核心业务，支撑着公司业绩表现。2014-2016年期间，旅游客运收入占比超过90%。随着公司布局酒店业务，旅游客运虽然收入规模变化不大，但收入贡献比例下降到70%左右。旅游客运毛利率疫情前约50%，疫情期间下滑明显。随着防疫措施优化调整，我们认为旅游客运盈利有望大幅扭亏，显著改善公司业绩。

图57：旅游客运业务营收及增速


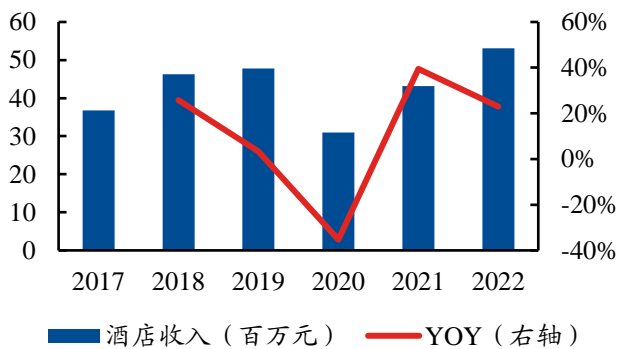
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图58：旅游客运业务毛利率及收入占比


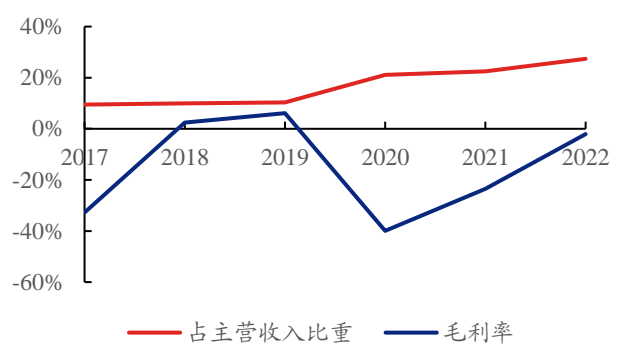
资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.2、依托温泉资源布局酒店业务，二期巧抓 25 年高铁机遇

酒店板块收入占比逐步提升，今年有望贡献业绩增量。依托长白山得天独厚的生态资源和区位优势，公司投资建设长白山温泉度假酒店，并进行酒店管理输出。近年来，温泉酒店板块实现了快速增长，已成为第二大板块，2019 年实现收入 0.48 亿元，占比达到 10.27%；2020 年受疫情影响，酒店业务收入 0.31 亿元/-35.27%，下滑较大，但 2021-2022 年便稳步增长，分别实现营收 0.43 亿元/+39.46%、0.53 亿元/+22.97%，收入占比增加至 27.38%。2023 年年初，受出行防控措施调整等利好政策影响，冰雪旅游增温回暖，酒店业务也在雪季结束前实现较快增长，助力公司实现历史最佳 Q1 业绩。

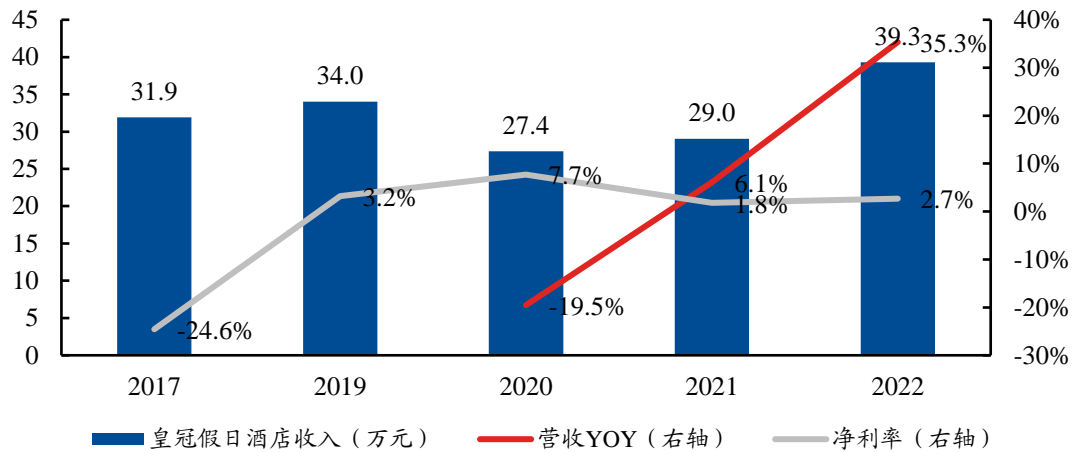
图59：酒店业务营收及增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图60：酒店业务毛利率


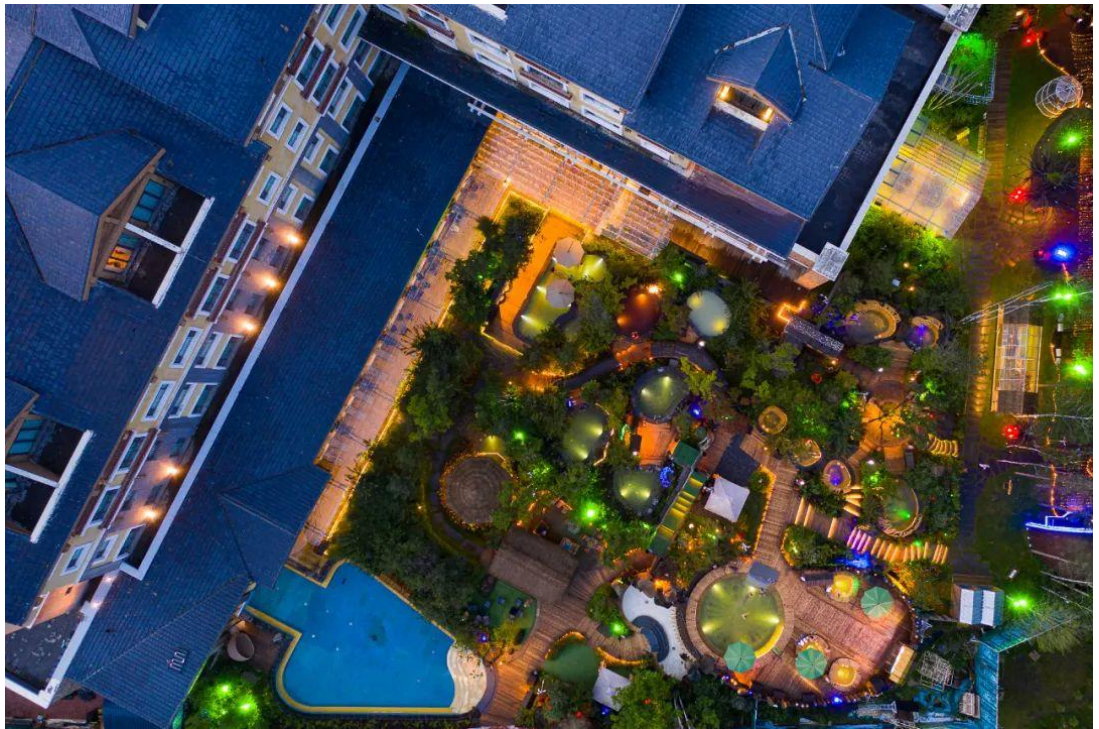
资料来源：Wind，信达证券研发中心

委托皇冠假日酒店，并积极拓展酒店托管业务。与英国洲际酒店集团合作建设皇冠假日温泉度假酒店，该项目于 2016 年 12 月正式营业，业务覆盖住宿、餐饮、会议、旅游信息咨询等。皇冠假日酒店拥有各式客房 300 间，大中小型会议室 10 间，目前已经成为长白山会议旅游、度假休闲的首选。皇冠酒店还运用管家模式进行一站式服务，可以为入驻酒店客人安排度假的行程，实现了口碑与收益“双丰收”。为壮大酒店版块，公司还通过天池酒店进行酒店管理输出方面，向洲际管理酒店学习，形成自己的管理标准，目前托管蓝景国际酒店、松桦林墅、长白山大厦三家酒店。去年 8 月份皇冠假日、蓝景国际入住率始终保持在百分之九十以上，网评保持在 4.9 分以上。酒店板块去年实现营收 5300 万元，创造历史新高。

图61：长白山皇冠假日酒店营收及净利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

聚龙温泉独家开采，温泉酒店独家资源。在公司设立之初除旅游客运独家运营权外，公司还获得了长白山聚龙温泉独家开采权，是公司为完善旅游产业链条、进军温泉酒店行业而提前进行的战略布局。聚龙温泉水中富含锂、锌、铜、锶等多种有益健康微量元素，对皮肤病、关节炎及风湿症等疗效显著，被称为美肌温泉。为做大温泉产业，公司通过天池酒店谋划建设五星级养生温泉项目长白山火山温泉部落，温泉部落室内建筑面积 3300 多平方米，内设长白山特色草药温泉池、儿童嬉水池、多功能水疗区等 10 个室内温泉池，室外建筑面积 3600 多平方米，露天园林景观式温泉池 21 个。优质的温泉资源为公司打造国内顶级温泉度假主题公园项目创造良好条件，也使公司在未来长白山旅游业温泉度假产品的竞争格局中占据了有利地位。

图62：长白山皇冠假日酒店温泉


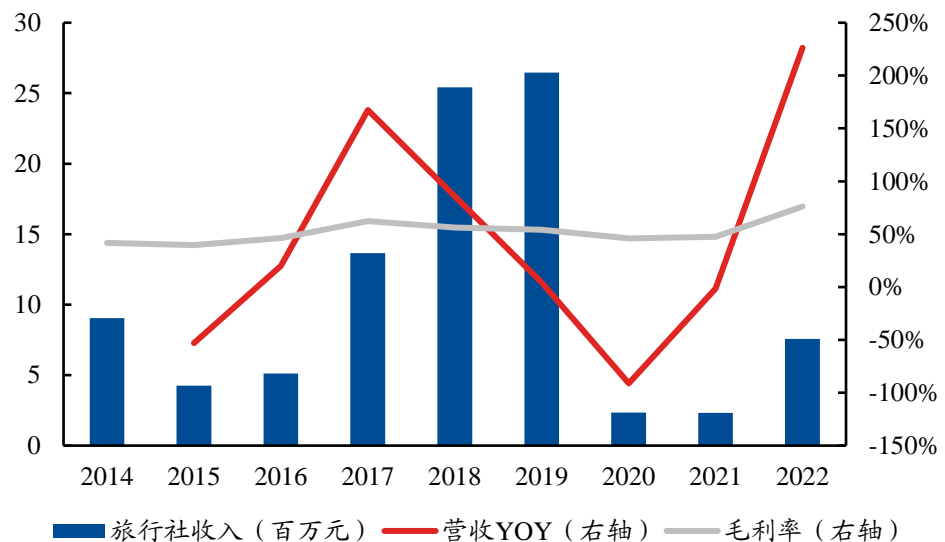
资料来源：长白山文旅，信达证券研发中心

二期项目发布定增预案，补足一期业态产品。公司于2022年4月披露定增预案，计划融资5亿元，其中3.5亿用于温泉部落二期建设。一期星级酒店项目紧邻主景区，但远离城区，该区域缺少必要的商业配套，因此公司将进行温泉部落二期项目建设。二期项目距北山门仅1公里，有独特的自然生态环境和区位优势，还将开发家庭房、亲子房，增加餐厅娱乐、商业购物、生态科普等产品，定位为中档、满足大众消费，与一期形成消费差异化定位，打造一个以亲子度假为主题的旅游综合度假区。项目占地2.3万平，建筑面积4万平，总投资5.36亿，计划2025年竣工投入使用，建成后年游客接待能力约99.9万人次，是公司巧抓沈白高铁开通发展机遇、做大做强公司主业的重要战略支撑。

4.3、旅行社业务改造升级，定制产品满足个性需求

公司旅行社业务主打长白山区域旅游，2019年实现收入2646.13万元，同比增长4.13%，占主营收入比重约5.68%，毛利率54.05%，盈利能力较强；2020年后由于疫情影响，旅行社业务收入萎缩，2022年实现收入757万元，同比增长226%。

图63：长白山旅行社业务营收及毛利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

老牌知名旅行社，布局国内及国际游客业务。公司全资子公司天池国旅依托长白山景区提供旅行社业务，以高端旅游接待为主，拥有丰富的产品系列、稳定的客源和较为完善的营销网络，在接待国内旅游团队和入境游客方面具有较强的竞争能力。天池国旅成立于2005年，2007年被评为百强国内旅行社，2008年成功晋级为国际旅行社，2010年被省局指定为高端团队的指定地接社。天池国旅主要经营长白山定制旅游业务，先后研发了景区内自行车骑行、赏火山日出、夜游观星空、天池婚纱摄影等特色产品，赢得了广大游客的青睐。

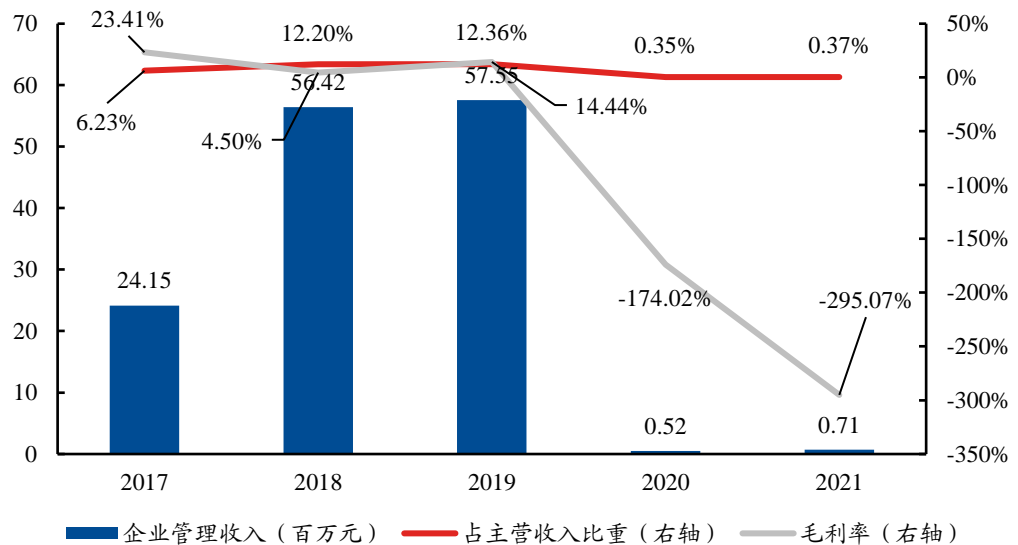
升级成立易游旅游，定制产品满足个性化需求。公司旅行社业务单独作为一个板块，收入占比较小，疫情前主要向境外游客提供地接服务，疫情期间业务基本萎缩。公司于2022年1月以营销中心和天池国旅为基础，成立易游旅游公司，针对市场差异化需求提供服务，拓展定制化服务。易游旅游主要针对国内独家市场，去年暑期推出十大网红线路，包括一日游、二日游、三日游等产品；在旅游包车方面，引进红旗每台50万的高端车。易游依托长白山

主景区和托管景区提供高端定制化产品，在个性化产品包装和市场推广上取得了好的效果，有望成为公司今后发展的重要方向。

4.4、景区管理向外输出，积攒资源协同发展

轻资产模式开展景区管理输出业务。2017 年公司成立子公司天池咨询，实现长白山景区经营管理一体化，并将景区门票收入纳入上市公司报表。2018-2019 年公司管理咨询业务收入约 5500 万元，占主营收入比重超过 10%。托管协议已于 2019 年底解除，目前公司报表不包括门票收入。但长白山多年运营经验积累出特有的管理标准，培养了个人素质突出、高度专业化的复合型旅游管理队伍 500 余人，因此公司将依托天池咨询公司，以轻资产运营模式继续开展景区管理输出业务。

图64：长白山企业管理业务营收及毛利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

疫情间积攒较多资源，静待疫后潜力释放。长白山周边约有 20 多个 3A 级景区，小景区常年客流量不足，建设规范管理处于初级阶段。因此，公司抓住机会开拓托管市场，丰富产品内容。借助长白山品牌影响力和庞大的分销体系，公司先后通过战略合作、投资入股等方式，实现了对露水河狩猎度假区（4A）、聚龙火山石林景区（4A）、红石峰（3A）等 6 家景区的成功托管，托管项目可以用来打造冰钓、露营、漂流、山地穿越等产品，为长白山承载力扩容以及往度假游转型打造基础，战略意义高于经济收益。此外，公司去年托管了松花江项目，该项目是落地“一山两江”品牌战略的标志性项目，用 17 天做好了前期准备，运营 27 天接待游客 4.5 万人次。此外，公司也将持续扩大托管范围，重点遴选与公司业务相匹配、能够持续盈利的项目，如生态避暑、冰雪度假等项目进行管理输出。由于公司景区管理输出项目大多在 2020 年及以后，疫情期间托管景区受影响较大，营收利润贡献较小，但该业务积攒了较多旅游资源潜力，今年有望实现较快增长。

表4：长白山托管景区及游玩项目

托管景区	景区级别	门票价格	游玩项目
露水河长白山狩猎度假区	国家 AAAA 级景区	70 元/人	古树公园、恒温矿泉湖等原生态景点；和露园、沐氧园、乾溪园、狩猎文化馆、八卦迷宫等文化展览区；森林狩猎、四季漂

峡谷浮石林冰水泉景区	国家 AAAA 级景区	90 元/人	流、实弹打飞碟、冰雪垂钓、野外拓展、真人 CS 野战等娱乐项目
大戏台河	国家 AAAA 级景区	88 元/人	由火山爆发地壳变动后形成的一条大裂谷，经过近千年的雨水冲刷而形成的，以秀、奇、险、幽而著称
红石峰	国家 AAA 级景区	98 元/人	以“四季长白”为主题的森林梦幻灯光秀，是国内首家实现全天游的原生态景区，也是长白山区唯一可以夜游的景区。
青龙渔业景区	国家 AAAA 级景区	20-79 元/人	玉皇阁、卧龙岗、花砬子、巨浪崖等上百个景观、景点，是长白山地区唯一可以穿越原始森林的自然生态景区。 木屋民宿、房车露营、特色餐饮、娱乐设施、会议室等配套涵盖各方面旅游需求

资料来源：长白山官网，信达证券研究开发中心

五、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设与盈利预测

公司立足长白山自然保护区，依托自然资源禀赋实现旅游产业多元化发展。基于对各业务布局规划及公司发展战略的分析，我们对公司旅游客运、酒店、旅行、景区管理业务进行假设预测：

- **旅游客运业务：**1) 短期旅游需求补偿性释放，中长期交通红利逐步体现；2) 公司布局冬季冰雪项目，淡季客流有望显著提振；3) 北山门功能下移直接助力交通板块收入增长。我们预计 2023-2025 年公司旅游客运业务实现收入 4.36 亿元、5.02 亿元、6.02 亿元，同比增速分别为 255%/15%/20%，毛利率分别为 45%/47%/48%。
- **酒店业务：**暑期传统旺季酒店业务稳定增长，冰雪旅游热度带动一、四季度业绩释放，22H2 新增托管酒店亦能贡献增量。我们预计 2023-2025 年公司酒店业务实现收入 1.06 亿元、1.33 亿元、1.62 亿元，同比增速分别为 100%/25%/22%，毛利率分别为 9%/12%/15%。
- **旅行社业务：**旅行社业务提质升级，提供高端定制化产品，在产品包装和市场推广上效果突出。我们预计 2023-2025 年公司旅行社业务实现收入 0.20 亿元、0.30 亿元、0.38 亿元，同比增速分别为 160%/50%/30%，毛利率分别为 46%/50%/53%。
- **企业管理：**公司持续积攒优质景区资源，开发热门旅游项目，与长白山景区形成有效联动。我们预计 2023-2025 年公司企业管理业务实现收入 0.05 亿元、0.06 亿元、0.07 亿元，毛利率分别为 15%/16%/17%。

综上假设，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营收 5.82 亿元、6.86 亿元、8.28 亿元，分别实现归母净利润 1.08 亿元、1.37 亿元、1.78 亿元，毛利率为 37.72%、39.60%、41.06%，归母净利率为 18.49%、20.01%、21.49%。

表5：公司分板块业务收入及利润预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	192.5	194.7	581.9	686.4	827.9
YOY	30.45%	1.10%	198.94%	17.95%	20.63%
毛利润	-15.98	-19.04	219.50	271.77	339.92
毛利率	-8.30%	-9.78%	37.72%	39.60%	41.06%
旅游客运	132.24	122.88	436.21	501.64	601.97
YOY	27.90%	-7.08%	255.00%	15.00%	20.00%
毛利润	5.76	-7.63	196.29	235.77	288.94
毛利率	4.36%	-6.21%	45.00%	47.00%	48.00%
酒店	43.17	53.08	106.17	132.71	161.90
YOY	39.46%	22.97%	100.00%	25.00%	22.00%
毛利润	-10.16	-1.12	9.55	15.92	24.29
毛利率	-23.54%	-2.11%	9.00%	12.00%	15.00%
旅行社	2.32	7.57	19.67	29.51	38.36
YOY	-1.44%	226.22%	160.00%	50.00%	30.00%
毛利润	1.10	5.76	9.05	14.75	20.33
毛利率	47.45%	76.17%	46.00%	50.00%	53.00%
企业管理	0.71		5.00	6.00	6.90
YOY	37.06%			20.00%	15.00%

毛利润	-2.09	0.00	0.75	0.96	1.17
毛利率	-295.07%		15.00%	16.00%	17.00%
归母净利润	-51.62	-57.39	107.59	137.31	177.92
归母净利率	-26.81%	-29.48%	18.49%	20.01%	21.49%

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

5.2、投资建议

长白山作为质地优秀的传统景区，年初至今维持了高景气度，步入暑期，旅游市场持续复苏、传统旺季热度持续攀升。展望未来，高铁开通+机场扩建有望打破长期制约长白山旅游发展的瓶颈，公司自身大力拓展冰雪项目，抢抓冰雪旅游机遇，打造一年两旺季，我们看好公司中长期的成长性。基于公司旅游客运、酒店、旅行社以及景区管理的多元业务布局，我们选取了传统自然景区、度假酒店、旅行社、文化演艺类上市公司作为可比公司，2023年可比公司平均预测PE为41.52倍，考虑到长白山当前游客接待量远未触及景区容量上限，未来随交通改善有较大提升空间，同时长白山周边旅游资源丰富、项目拓展更加灵活，因此与其他景区类上市公司对比，将享受更高的估值溢价。我们预计2023-2025年，公司实现营收5.82亿元、6.86亿元、8.28亿元，实现归母净利润1.08亿元、1.37亿元、1.78亿元，2023年8月1日收盘价对应PE分别为34倍、26倍、20倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表6：可比公司估值表

		EPS				PE		
		股价	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
黄山旅游	600054.SH	13.51	0.48	0.59	0.64	28.14	22.89	20.96
丽江股份	002033.SZ	11.00	0.43	0.48	0.52	25.64	23.01	21.00
峨眉山A	000888.SZ	11.17	0.51	0.60	0.71	21.81	18.60	15.63
九华旅游	603199.SH	31.90	1.63	1.94	2.12	19.59	16.46	15.05
君亭酒店	301073.SZ	37.25	0.66	1.03	1.41	56.12	36.28	26.42
岭南控股	000524.SZ	11.04	0.21	0.42	0.48	51.73	26.42	23.05
曲江文旅	600706.SH	17.77	0.19	0.36	0.42	93.77	48.85	41.89
宋城演艺	300144.SZ	13.25	0.37	0.54	0.65	35.36	24.41	20.27
平均值						41.52		
长白山	603099.SH	13.63	0.40	0.51	0.67	33.78	26.47	20.43

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

注：长白山EPS为信达证券研发中心预测，可比公司EPS为Wind一致预期；数据截至2023/8/1

六、风险因素

高铁、高速建设不及预期。公司周边有多条高速铁路、高速公路规划，若交通建设进度不及预期，公司客流将受到影响。

项目建设不及预期。公司目前有温泉二期项目等在建设当中，若项目建设进度不及预期，公司接待能力将受到影响。

极端气候风险。公司季节性特征明显，暑期为传统旺季，若出现极端天气，公司经营能力将受到影响。

非公开发行事项推进不及预期。公司于2022年4月拟非公开发行募资5亿元，发行结果受多种内外部因素影响，存在发行募集资金不足的风险。

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。