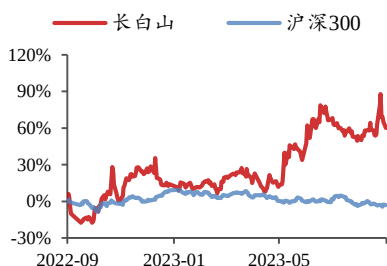


长白山 (603099.SH)

2023 年 09 月 26 日

投资评级：买入（首次）

日期	2023/9/25
当前股价(元)	13.51
一年最高最低(元)	16.60/6.78
总市值(亿元)	36.03
流通市值(亿元)	36.03
总股本(亿股)	2.67
流通股本(亿股)	2.67
近 3 个月换手率(%)	180.87

股价走势图


数据来源：聚源

尽享大交通改善红利，掘金冰雪旅游再绘新卷
——公司首次覆盖报告
初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

● 转型休闲度假的优质自然景区，厚积薄发收获期将至

公司是长白山一体化建设主平台，上市以来依托景区优越资源禀赋，疫情期间内生外延向一站式休闲度假目的地加速转型。2023H1 高铁通车红利释放、全域旅游布局深化、山下休闲度假项目扩容升级多因素共振，带动主景区客流和客单价同步向好，实现归母净利润 1225 万元，同比+117.09%，创历史最佳 H1 业绩。我们看好暑期旺季客流恢复下全年业绩弹性延续，随未来外部交通改善梯次落地，有望乘冰雪旅游热潮迈向全域、全时、全季经营，打开长期成长空间。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润分别为 1.46/1.68/1.97 亿元，对应 EPS 为 0.55/0.63/0.74 元，当前股价对应 PE 为 24.6/21.4/18.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 轻重结合有序扩张，多元业务协同优势渐显

旅游客运：享有主景区内客运独家经营权，近年逐步拓展城域交通板块，旅游刚需消费将随客流复苏贡献业绩弹性。**温泉酒店：**皇冠假日定位高端，火山温泉品牌力凸显，爬坡期过后量价齐升进入业绩释放期，2023H1 实现营收 4909 万元/同比+200%，有力支撑淡季经营，未来将是营收主支撑力。**景区托管：**加速全域资源整合、二消产品推陈出新提升接待能力，赋能主业灵活变现。**旅行社：**产品、营销一体联动，转型高端定制游，疫后有望重回正轨。

● 享大交通改善红利，“避暑+冰雪”产品渐完善

营销提效&交通改善提升获客能力：（1）线上社媒精准截流、线下聚力圈层营销，全渠道布局实现高效引流。（2）未来 3 年机场扩建、高速建成、高铁通车、梯次落地，立体式交通网络逐步完善便捷长短线游客到访，持续赋能景区长期获客能力提升和客源结构优化。**山下休闲度假开发打开客单价天花板：**

（1）避暑项目、夜间经济创新升级，补足旺季多日游短板。（2）卡位冰雪旅游成长性赛道，推进雪地摩托穿越、野雪公园、雪乡等多层次冰雪产业项目孵化落地，产品错位竞争，打法稳健未来空间可期。温泉部落二期稳步推进，我们测算，常态化运营下，二期每年有望实现营收 11044 万元、净利润 4435 万元。

● 风险提示：疫情、自然灾害等不可抗力；酒店项目建设不及预期；燃油价格变动风险；外部交通拓展进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	193	195	569	622	683
YOY(%)	30.4	1.1	192.1	9.4	9.8
归母净利润(百万元)	-52	-57	146	168	197
YOY(%)	7.5	-11.2	355.1	14.9	17.2
毛利率(%)	-8.3	-9.8	46.7	48.9	50.0
净利率(%)	-26.8	-29.5	25.7	27.1	28.9
ROE(%)	-5.3	-6.3	13.9	13.8	13.9
EPS(摊薄/元)	-0.19	-0.22	0.55	0.63	0.74
P/E(倍)	-69.8	-62.8	24.6	21.4	18.3
P/B(倍)	3.7	4.0	3.4	3.0	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、国内冰雪旅游第一股，厚积薄发收获期将至.....	5
1.1、公司介绍：长白山一体化建设主平台，多元业务齐头并进.....	5
1.2、长白山：钟灵毓秀、禀赋卓越，疫后客流稳步复苏.....	6
1.3、财务分析：多业务共驱增长，业绩弹性凸显.....	8
2、长白山：轻重结合有序扩张，多元业务协同释放潜力.....	9
2.1、旅游客运：核心主业壁垒突出，全域布局再上台阶.....	9
2.2、温泉酒店：火山温泉巧补淡季缺口，轻重结合造差异化酒店矩阵.....	11
2.2.1、皇冠假日：卡位优越地理位置，抢滩高端释放潜力.....	11
2.2.2、轻重扩张双轨并行，二期把握高铁通车机遇.....	12
2.3、企业管理：全域布局、多点拓展，景区托管体系初具雏形.....	13
2.4、旅行社：产品、营销一体联动，转型高端定制化服务.....	14
3、行业：复苏+迭代进行时，冰雪旅游空间广阔.....	15
3.1、旅游行业渐进复苏，自然景区修复领先.....	15
3.2、运营变革、交通改善，传统景区活力焕新.....	16
3.2.1、产品为体、营销添翼，景区内外部结合积极转型.....	16
3.2.2、外部交通持续改善，注入客流增长动能.....	17
3.3、冰雪旅游方兴未艾，量价齐升空间广阔.....	18
3.3.1、供给侧：吉林领衔国内冰雪旅游，目的地向多元化、全季化转型.....	19
3.3.2、需求侧：高线城市客群为主导，休闲度假属性凸显.....	21
4、成长引擎：享大交通改善红利，“避暑+冰雪”产品渐完善.....	23
4.1、引擎一：高速、高铁、机场梯次落地，交通优化赋能客流成长.....	23
4.1.1、沈佳高铁逐年落地，长白山迈入“大高铁时代”.....	24
4.1.2、机场：改扩建顺利完成，赋能华东、华南、国际长线市场.....	24
4.1.3、公路：延长高速通车在望，有力支撑本地短途客流.....	25
4.2、引擎二：“避暑+冰雪”产品矩阵完善，山下开发打开成长空间.....	26
4.2.1、体验项目开发+夜经济打造，做大避暑度假市场.....	26
4.2.2、抢抓冰雪旅游突破机遇，冰雪产业打造新增长点.....	27
4.3、引擎三：全渠道营销高效引流，IP运营能力凸显.....	29
5、盈利预测与投资建议.....	31
5.1、关键假设.....	31
5.2、可比公司估值.....	32
6、风险提示.....	33
附：财务预测摘要.....	34

图表目录

图 1：公司打造全域、全季、全时运营的一站式旅游目的地.....	5
图 2：公司实控人为长白山管委会.....	6
图 3：长白山处于吉林避暑冰雪生态旅游大环线核心.....	6
图 4：长白山主景区分为北景区、西景区和南景区.....	6
图 5：长白山旅游淡旺季特征较明显.....	7
图 6：2015-2019 年长白山景区客流增速明显放缓.....	7
图 7：2023H1 实现营收 1.68 亿元，同比+507.8%.....	8
图 8：2023H1 归母净利润 1225 万元，同比+117.1%.....	8
图 9：2014-2019 年淡季营收占比逐年提升.....	8
图 10：2019 年前暑期旺季贡献全年大部分利润.....	8
图 11：温泉酒店板块营收贡献持续提升.....	9
图 12：2020-2022 年酒店板块逐年减亏.....	9
图 13：2023H1 销售、管理费用支出保持稳定.....	9
图 14：2023H1 盈利能力快速恢复.....	9
图 15：公司客运业务覆盖长白山全域交通体系.....	10
图 16：2022 年旅游客运业务客单价为 159.8 元.....	10
图 17：2023Q1 旅游客运营收同比+395%.....	10
图 18：聚龙火山温泉为皇冠假日酒店特色.....	11

图 19: 温泉皇冠假日酒店为北山门标志性高端酒店.....	11
图 20: 温泉皇冠假日酒店地理位置优越.....	11
图 21: 2023H1 子公司天池酒店营收同比+200%.....	12
图 22: 2023H1 子公司天池酒店净利润同比+225%.....	12
图 23: 2022 年火山温泉部落一期开业.....	13
图 24: 火山温泉部落二期效果图.....	13
图 25: 企业管理业务业绩贡献较小, 重在业态互补.....	14
图 26: 2022 年公司松花江项目通航.....	14
图 27: 旅行社业务转型升级, 2022 年营收显著回暖.....	15
图 28: 2023Q2 国内旅游人次恢复至 2019 年同期 90%.....	15
图 29: 2023H1 假期旅游人均消费恢复偏弱.....	15
图 30: 年轻群体成为五一假期出游主力军.....	16
图 31: Y 和 Z 世代群体价格敏感度高.....	16
图 32: 山岳型自然景区客流修复领先.....	16
图 33: 亚特兰蒂斯上半年假期经营表现亮眼.....	16
图 34: 四大趋势推动旅游行业变革.....	17
图 35: A 级景区门票收入占比整体呈下降态势.....	17
图 36: 内容社交平台成为文旅营销新阵地.....	17
图 37: 2023Q1 抖音平台景区类账号同比+35.5%.....	17
图 38: 2023 年高铁开通、机场建设为首要因素.....	18
图 39: 中国高铁旅客周转量占比逐年提升.....	18
图 40: 杭黄高铁通车带动黄山景区 2019 年客流增长 4%.....	18
图 41: 2021-2024 冰雪季旅游人次/收入 CAGR 预计分别为 14.77%/14.71%.....	19
图 42: 2022 年全国冰雪产业投资达 1100 亿元.....	19
图 43: 国内冰雪旅游产品业态不断丰富.....	21
图 44: 2022 年冰雪旅游二次消费业态增速亮眼.....	21
图 45: 冰雪旅游 TOP10 客源地中南方城市占据 8 席.....	21
图 46: 年轻群体成为冰雪旅游主力.....	21
图 47: 社交平台和私域社群为冰雪运动主要信息渠道.....	22
图 48: 2021/2022 雪季财年国内滑雪渗透率约为 0.85%.....	22
图 49: 冰雪运动、冰雪文化、健康养生大众喜爱度靠前.....	22
图 50: 2021-2022 冰雪季 11%游客为初体验.....	22
图 51: 滑雪旅游体验价格较高.....	22
图 52: 2021-2022 冰雪季旅游人均消费回升.....	22
图 53: 东北、华北、华东区域为主要客源地.....	23
图 54: 2015-2019 年长白山铁路客运比例逐年降低.....	23
图 55: 长白山构建现代综合交通运输体系.....	23
图 56: 沈佳高铁各段客运专线有望梯次落地.....	24
图 57: 长白山高铁开通带动北景区客流占比提升.....	24
图 58: 2015-2019 年长白山机场接近满负荷运营.....	25
图 59: 延长高速有望于 2024 年全线通车.....	26
图 60: 近年淡季客单价提升较为显著(单位: 元).....	26
图 61: 丰富避暑体验项目提振旺季经营.....	27
图 62: 公司打造“景区-山门-小镇”暑期夜间经济.....	27
图 63: 公司打造一站式冰雪旅游目的地.....	27
图 64: 雪绒花咖啡馆成为二道白河小镇网红打卡地.....	27
图 65: 2023Q1 主景区客流超 2019 年同期 14.41%.....	28
图 66: 2023Q1 公司营收高增, 利润端大幅减亏.....	28
图 67: 公司抖音+小红书+微博官号粉丝量超 39 万.....	30
图 68: 公司构建场景化的新媒体营销矩阵.....	30

表 1: 北景区为长白山主要游览景区.....	7
表 2: 2022 年新增北景区集散中心-北坡山门班线客运业务.....	10
表 3: 温泉皇冠假日酒店提供一价全包服务.....	12

表 4: 温泉皇冠假日酒店区位、产品、价格优势显著	12
表 5: 自营酒店与托管酒店差异化定位	13
表 6: 公司现有 6 家托管景区	14
表 7: 政策利好持续释放, 冰雪旅游有望乘风而起	20
表 8: 2021 年敦白高铁通车大幅缩短往返长白山路程时间	24
表 9: 长白山机场运力扩张大幅提升远途游客出行效率	25
表 10: 公司旗下产品引领 2021-2022 冰雪季长白山小众冰雪潮流	27
表 11: 公司自营的三坡野雪公园具备一定错位竞争优势	28
表 12: 定增项目火山温泉部落二期收入和盈利能力测算	29
表 13: 2023-2025 年公司营业总营收增速分别为 197.74%/9.29%/12.1%	31
表 14: 相较于可比公司, 公司估值存在一定安全边际	32

1、国内冰雪旅游第一股，厚积薄发收获期将至

1.1、公司介绍：长白山一体化建设主平台，多元业务齐头并进

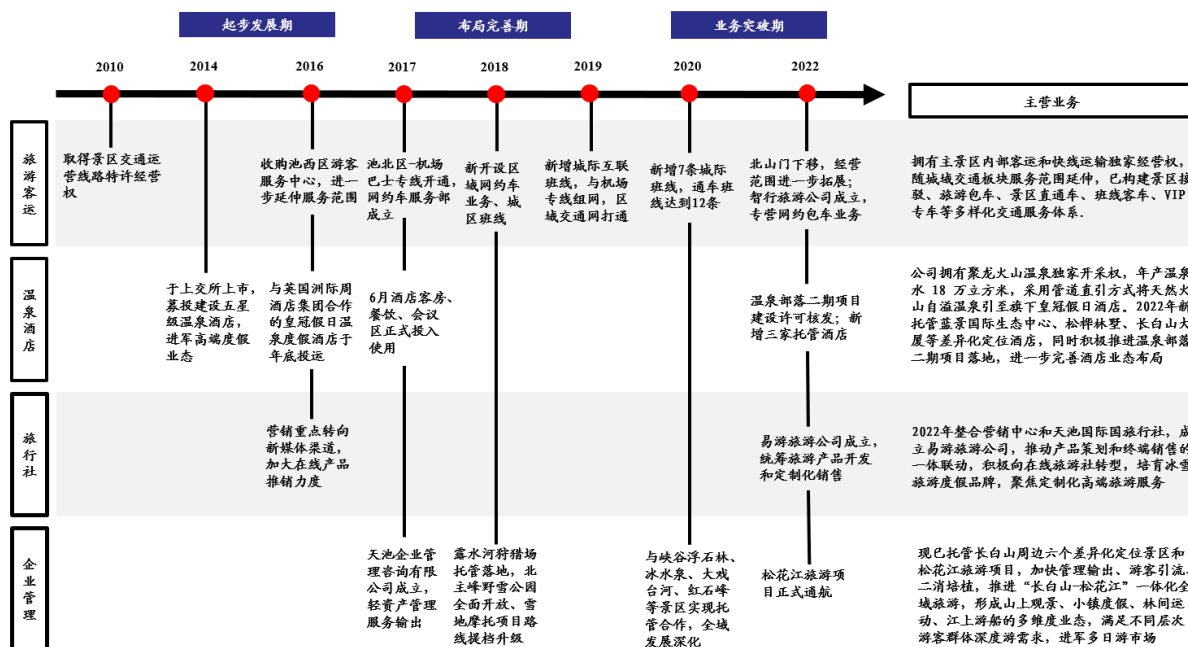
吉林省旅游产业龙头企业，东北地区首家旅游上市公司。依托长白山景区自然禀赋，推进多元业态有序扩张，目前已打造客运/酒店为核心、温泉/冰雪产业为辅、旅行社/景区托管提供协同支持的业务布局。

(1) **起步发展期 (2010-2016 年)**：公司前身为长白山管委会旗下安图长白山交通运输有限公司，2010 年增资扩股引入吉林森工集团、长白山森工集团，整体变更为股份有限公司，并通过招、拍、挂程序获得期限 20 年的主景区客运独占经营权和聚龙火山温泉开采资质，初步形成旅游客运为主体，旅行社、温泉开发利用为两翼的业务格局，2014 年于上交所上市，募投建设皇冠假日酒店，以温泉酒店业务构筑第二增长曲线。

(2) **布局完善期 (2017-2020 年)**：2016 年底皇冠假日酒店正式投运，2017 年成立子公司天池咨询，2017 年与大股东签署景区托管协议，分成门票收入同时积累丰富景区管理经验，2018 年后持续输出轻资产管理整合周边景区资源，2020 年业态差异化互补的景区托管体系基本形成。

(3) **业务突破期 (2021 年至今)**：2020 年公司开发运营长白山全域旅游营销推广平台“智游长白山”，营销升级聚焦打造特色 IP。2022 年公司把握消费者需求结构性升级新风向，积极推进温泉部落二期建设，结合未来外部陆空交通改善红利，公司有望迎来跨越式发展窗口期。

图1：公司打造全域、全季、全时运营的一站式旅游目的地

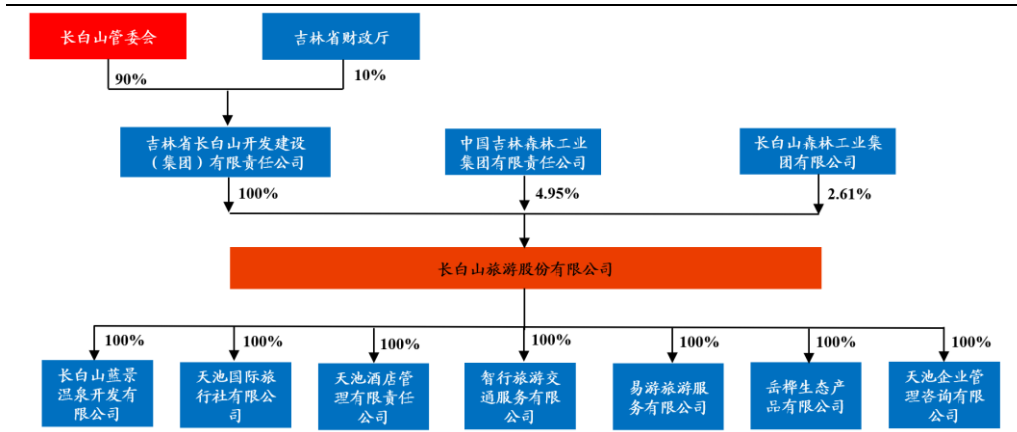


资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

国资背景深厚，实控人为长白山管委会。2017 年，公司控股股东变为吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司，持有公司 59.45% 股权，长白山管委会持有建设集团 100% 股权，是公司实际控制人。2020 年 11 月，控股股东发生股权变更，长

白山管委会持有建设集团股份让渡 10%给吉林省财政厅，但仍为公司实际控制人。目前公司是长白山管委会唯一国资控股的上市公司，国资背景加持赋予公司业务拓展方面突出的股东协同优势，为公司推进区域内资源整合，谋划多元化经营创造有利条件。

图2：公司实控人为长白山管委会

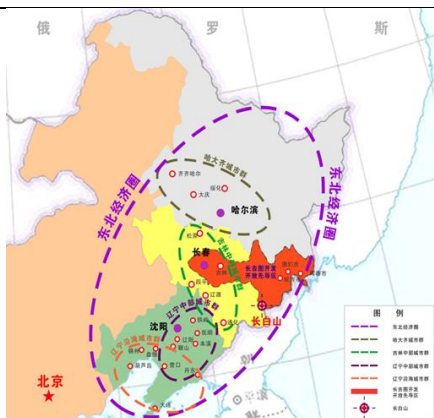


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、长白山：钟灵毓秀、禀赋卓越，疫后客流稳步复苏

长白山景区自然禀赋得天独厚，“绿水青山”和“冰天雪地”兼具。坐落于地处东北亚腹地多个国家交汇核心地带，属于吉林省“一主六双”高质量发展战略布局中畅通白延吉长避暑休闲冰雪旅游大环线的核心。保护区内“山、雪、林、泉”生态齐聚，拥有温带山地生态、完整森林系统、世界级火山温泉和全世界最佳品质的冰雪资源，先后获评国家首批 5A 级景区、首批国家级旅游度假区、中国十大休闲胜地、中国十大避暑名山、全国最佳冰雪休闲目的地。

图3：长白山处于吉林避暑冰雪生态旅游大环线核心



资料来源：长白山管委会交通运输局

图4：长白山主景区分为北景区、西景区和南景区



资料来源：长白山公众号

景区分为北景区、西景区和南景区。主景区以天池为中心，沿长白山山体划分出北坡、西坡、南坡三个景区，三个景区均可游览长白山主要景点天池。北景区开发时间最早、设施完善、景点众多，是最重要的旅游线路，常态下北景区接待游客人数约占景区客流 70%左右。南景区是鸭绿江的发源地，区域内生态系统和谐，原始风貌保存完整，天池景观呈现较北、西面更恢弘完美，但由于生态链条相对脆弱，景区内实行“定时、定点、定线、定量”开放方式。2023 年 6 月 22 日南景区经修

复保养后有序对外开放，日接待游客限额为 1500 人，重点打造户外探险游，有望带来客流增量。

表1：北景区为长白山主要游览景区

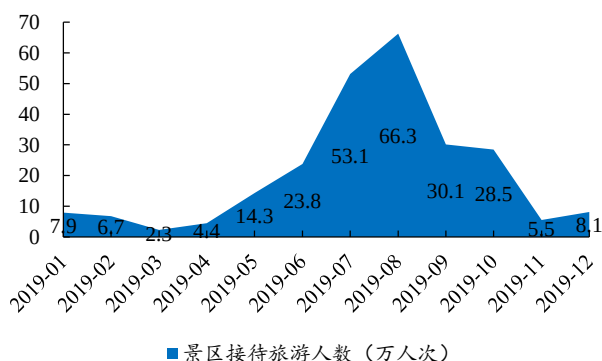
景区	集散地	交通枢纽	日承载量 (人)	景点	全价票 (门票+客运)
北景区	二道白河镇	长白山站	26800	长白瀑布、绿渊潭、小天池、天池、地下森林	305 元
西景区	松江河镇	松江河站/ 长白山机场	13900	王池、高山花园、锦江大峡谷、梯子河、天池	225 元
南景区	长白县	-	1500	碳化木、鸭绿江大峡谷、松桦恋、岳桦双瀑、天池	190 元

数据来源：长白山公众号、国家文旅部、开源证券研究所

长白山旅游呈现“旺一季淡三季”特征。长白山属于温带大陆季风型高山气候，夏季清爽舒适，平均气温约 21℃，森林覆盖率达 87%，是广受市场认可的传统避暑胜地，暑期旅游旺季以承接避暑观光需求为主，客流充沛，常态下三季度游客人数接近全年客流的 70%，为保障游客运输安全性和游览舒适度，主景区通常实行分时预约、错峰浏览的限量售票措施，较大限制主景区接待能力天花板，2015-2019 年主景区接待游客量增速明显放缓，CAGR 为 3.95%。同时由于长白山冰雪季跨度长（11 月中旬至次年 4 月中旬），日照时间短，主景区天气寒冷且景色单调，导致往年冰雪季登山观光游客稀少，2019 年淡季景区日均客流仅为 3720 人左右，可提升空间充足。

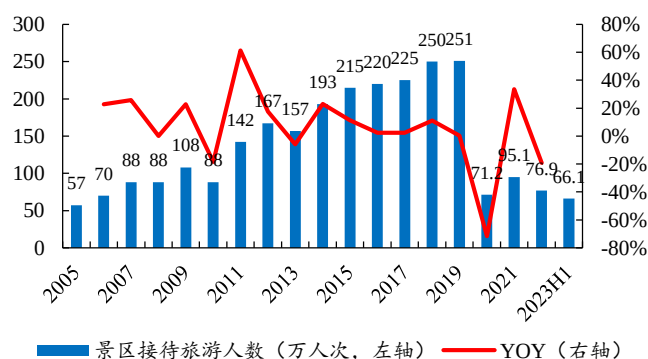
2023 年景区客流表现呈现高开稳走态势。2023H1 主景区接待游客 66.1 万人次，同比+1135%，恢复至 2019 年同期的 111.2%。端午假期长白山主景区假期接待游客 5.68 万人次，较 2019 年同期增长 78%，暑期旺季节点提前，景区避暑需求热度获验证。进入暑期以来，剔除 8 月极端天气致主景区关闭因素，景区日均客流接近承载力上限运行，截至 2023 年 8 月底，长白山主景区接待人数达到 187.1 万人次，较 2019 年同期增长 4.1%，下半年景区客流整体延续良好复苏态势。

图5：长白山旅游淡旺季特征较明显



数据来源：长白山管委会交通运输局、开源证券研究所

图6：2015-2019 年长白山景区客流增速明显放缓

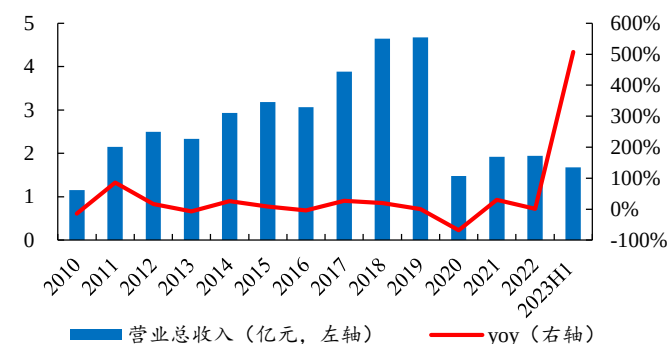


数据来源：长白山管委会、开源证券研究所

1.3、财务分析：多业务共驱增长，业绩弹性凸显

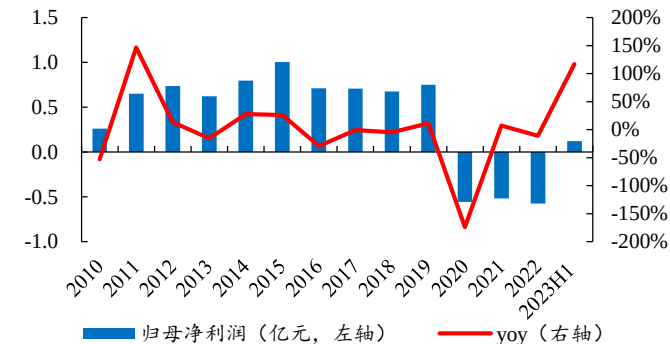
2023H1 营收和利润创造历史新高。公司旅游客运、旅行社等主业经营与客流呈强相关关系，随景区客流逐年攀升，2010-2015 年公司营收整体保持上行趋势，2010-2019 年营收 CAGR 达 16.77%。2016 年温泉皇冠假日酒店正式投运，爬坡期内新增成本开支和大额成本拖累业绩，增厚营收同时削弱利润。2020-2022 年疫情阶段性反复，严重压制景区客流，公司业绩持续承压。2023H1 主景区客流回暖叠加业务扩容升级，实现营收 1.69 亿元，较 2019 年同期+31.32%，业绩弹性充分释放。营收超额修复叠加成本刚性放大经营杠杆，2023H1 利润端预计实现 1225 万元，较 2019 年同期（-2349 万元）大幅扭亏，实现上市以来半年度首次盈利。

图7：2023H1 实现营收 1.68 亿元，同比+507.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

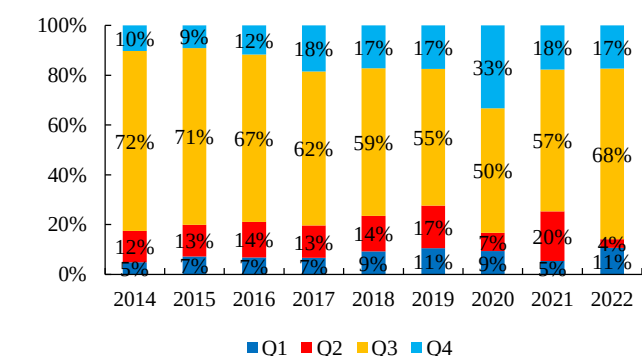
图8：2023H1 归母净利润 1225 万元，同比+117.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

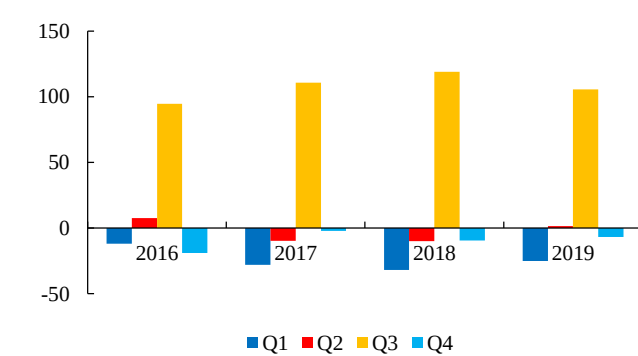
公司经营呈现季节性特征。公司营收和归母净利润呈现周期性特征，单季度营收和利润与景区全年客流分布整体相匹配，经营淡旺季区分明显。从营收端看，由于温泉酒店板块培育，模糊淡旺季边界，2019H1 营收占比由 2017H1 的 20%提升至 28%，一定程度分散周期性风险；从利润端看，由于淡季营收低基数叠加客运、酒店成本相对刚性，多数年份下仅三季度可实现盈利。

图9：2014-2019 年淡季营收占比逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

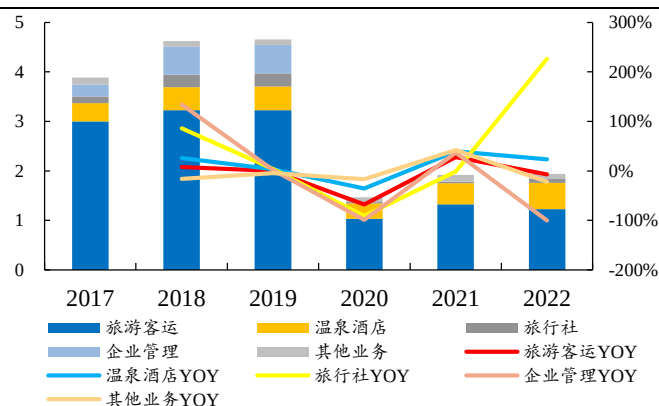
图10：2019 年前暑期旺季贡献全年大部分利润



数据来源：Wind、开源证券研究所

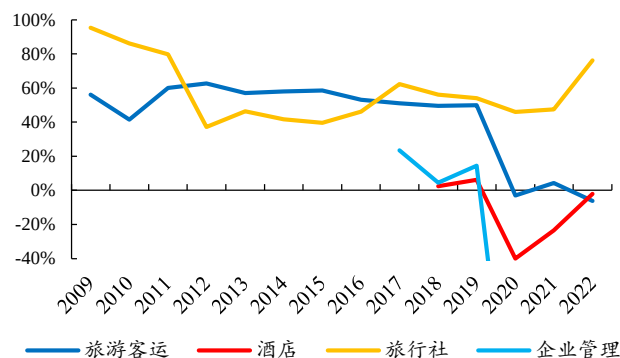
旅游客运和温泉酒店为营收双支柱，酒店板块有望贡献盈利。分业务看，旅游客运为核心主业，营收占比维持在 60%以上。随冰雪温泉度假品牌心智确立，高端客群度假需求韧性较强，推动酒店板块潜力逐步释放，2022 年景区客流承压下表现亮眼，实现营收 0.53 亿元，同比+22.97%，营收占比提升至 27%。疫情期间景区经营承压，高经营杠杆下各项业务毛利率转负，其中酒店固定资产折旧压力较大，随酒店品牌力提升支撑量价，疫情期间逐步减亏，未来有望支撑盈利。

图11：温泉酒店板块营收贡献持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

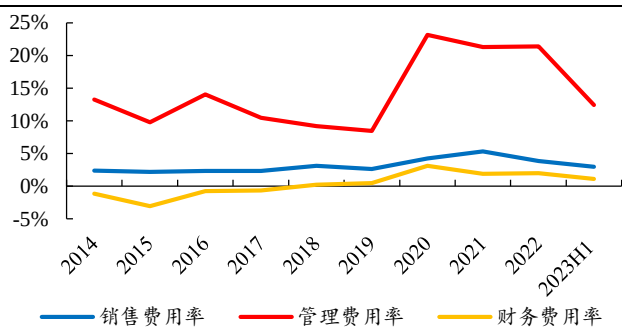
图12：2020-2022 年酒店板块逐年减亏



数据来源：Wind、开源证券研究所

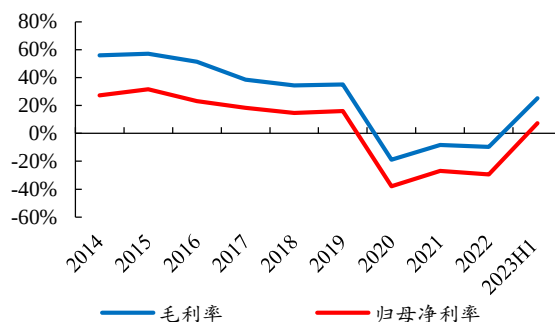
毛利率修复盈利能力优化显著。费用率：2019 年前整体费用率逐年降低，体现公司较好的成本管控能力，2023H1 营收修复下，销售/管理/财务费用率回落至 3%/13.48%/1.38%，随营收规模逐步扩大有望持续带动费用下降。**盈利端**，2023H1 毛利率和净利率同步恢复至 25.22%、7.31%，分别较 2019H1 提升 20.64%、25.52%，考虑公司持续推进分时预约、单车核算等景区精细化运营措施优化成本，叠加客流复苏带来规模效应，2023 下半年盈利能力仍有提升空间。

图13：2023H1 销售、管理费用支出保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023H1 盈利能力快速恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、长白山：轻重结合有序扩张，多元业务协同释放潜力

2.1、旅游客运：核心主业壁垒突出，全域布局再上台阶

景区内客运独家经营，构筑稳固盈利基本盘。公司是长白山保护开发区最大的旅游客运公司，目前拥有十余种车型 800 余台运输车辆。2010 年通过招、拍、挂程序取得长白山景区内旅游客运、区间和环山公路旅游包车客运经营许可权，有效期自 2010 年 8 月 21 日至 2030 年 8 月 21 日。景区内游客运输实施封闭式管理，除少量徒步游客外，其余入区游客均需客运服务，环保车、倒站车乘坐率可达到 90% 以上，客运业务壁垒优势突出，自上市以来一直是公司核心业务。2022 年公司高效承接北山门功能永久性下移，新增池北区游客集散中心至原北山门全程 60 公里的班线业务，公司在该班线招标运力备案车辆占比为 89%，进一步提升客单价增厚业绩。

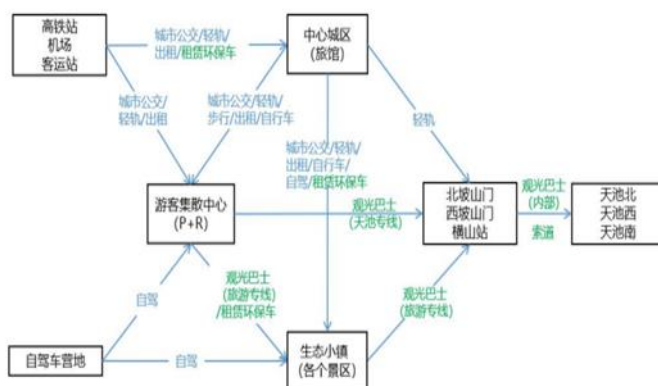
表2: 2022 年新增北景区集散中心-北坡山门班线客运业务

景区	客运项目	票价
北景区	班线（北景区集散中心-北坡山门）	35 元
	环保大巴车（景区内接驳交通）	85 元
	倒站车（换乘中心-天池）	80 元
西景区	班线（西景区集散中心-西坡山门）	35 元
	环保大巴车	85 元
南景区	环保大巴车	85 元

数据来源：长白山公众号、开源证券研究所

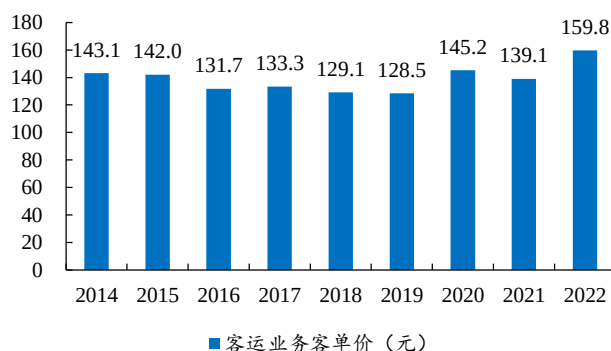
全域布局、服务升级，多措并举夯实客运主业。2016年以来公司充分发挥运输优势，通过扩充交通服务品类，织密节点旅游专线，不断优化景城一体化游乘品质，已逐步形成点、线、面相互通联的“快进慢游”网络化服务体系，业务范围覆盖景区接驳、网约专车、城际班线、机场快线、租车自驾、城区出租车等多样化产品。2022年4月公司新成立子公司“智行旅游”，紧跟旅游散客化趋势，升级个性化出行服务。得益于全域交通板块基本打通，2022年客运业务客单价达159.8元，较往年提升幅度明显。

图15： 公司客运业务覆盖长白山全域交通体系



资料来源：长白山管委会交通管理局

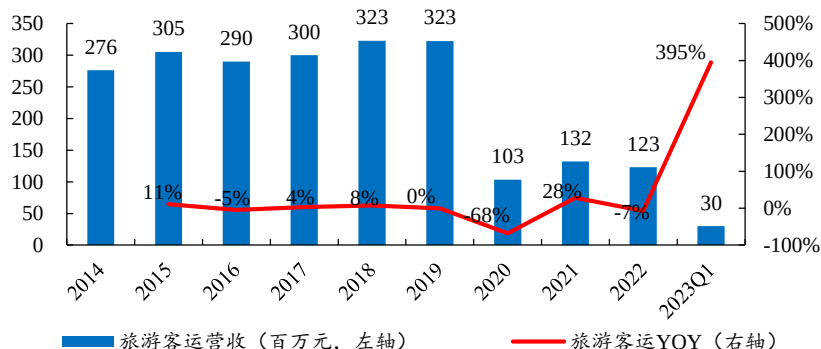
图16: 2022年旅游客运业务客单价为159.8元



数据来源：Wind、长白山管委会、开源证券研究所

旅游客运快速复苏，贡献较大业绩弹性。自 2011 年公司环保车价格由 65 元/人上调至 85 元/人后，价格多年未调整，景区客运业务整体仍保持 50%以上高毛利水平。2023 年主景区客流恢复叠加客单价提升，旅游客运业务大幅回暖，2023Q1 实现 2993 万元，同比增长 395%，较 2019 年同期增长 30.88%。

图17: 2023Q1 旅游客运营收同比+395%



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、温泉酒店：火山温泉巧补淡季缺口，轻重结合造差异化酒店矩阵

2.2.1、皇冠假日：卡位优越地理位置，抢滩高端释放潜力

温泉、酒店资源协同，打造高端温泉度假品牌。公司拥有长白山聚龙温泉独家采矿权，为天然自涌高热温泉，富含锂、锌、铜、锶等多种有益健康微量元素，年产温泉水 18 万立方米。2014 年公司募投建设火山温泉部落，正式进军温泉酒店领域，并与世界知名的酒店管理集团 IHG 合作，使用旗下皇冠假日品牌。2016 年 12 月皇冠假日酒店正式投运，酒店被广袤的原始森林所环抱，与周边自然生态融为一体，内部以温泉为主题，拥有山景房及园景房等多种不同房型共 300 间，其中火山温泉会馆采用管道直引方式将天然火山自溢温泉引至酒店，实现 24 小时温泉水供应，现已成为长白山地区标志性高端酒店。

图18：聚龙火山温泉为皇冠假日酒店特色



资料来源：长白山公众号

图19：温泉皇冠假日酒店为北山门标志性高端酒店



资料来源：Crowne Plaza 官网

(1) **卡位优越地理位置，客源充沛。**酒店距离北景区山门 500 米，步行仅需 10 分钟，周边配套 2 家日均客流超 3000 人的滑雪场和 1 个野雪公园，同时毗邻冰水泉、火山石林等优质景区。

(2) **定位清晰，差异化优势显著。**长白山周边五星级酒店多位于抚松县长白山国际度假区与安图县二道白河镇，皇冠区位明显占优；而北景区内高端酒店相对稀缺，皇冠当前是北山门区域唯一的国际五星级酒店，在同评级的酒店中起步价处于前列。

(3) **一价全包服务模式，看好长期提价能力。**一价全包策略让游客单次付款即可享受住宿、温泉、托管景区门票、沉浸避暑/冰雪体验项目，餐饮、亲子交通等全流程服务，充分融合本地特色和季节要素，种类丰富满足各类需求。

图20：温泉皇冠假日酒店地理位置优越



资料来源：百度地图、开源证券研究所

表3：温泉皇冠假日酒店提供一价全包服务

服务类别	具体内容
住宿	提供园景、山景、亲子套房
体育活动	夏季：全地形越野车体验、森林骑行；冬季：初级滑雪体验等
休闲娱乐	温泉会馆、多功能水疗区、健身中心不限次数体验
餐饮	花园餐厅、彩丰楼套餐体验
儿童看护	儿童俱乐部、萌宠乐园
周边景区	火山石林、冰水泉门票
交通	北景区 VIP 通道、高铁站接送服务

资料来源：携程旅行 APP、马蜂窝、开源证券研究所

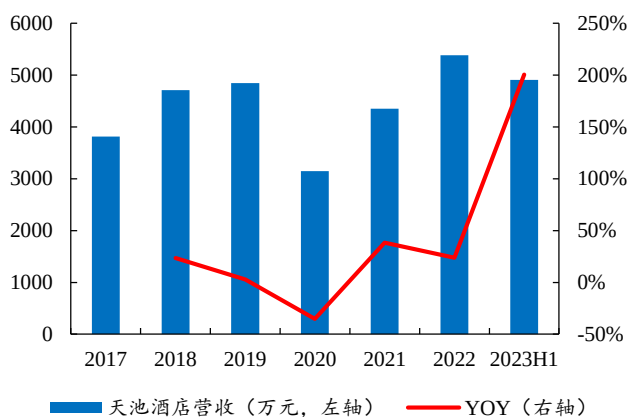
表4：温泉皇冠假日酒店区位、产品、价格优势显著

酒店名称	区位	钻级	评分	价格区间（旺季）
温泉皇冠假日酒店	毗邻北山门	5	4.9	2680-4170 元
蓝景国际生态交流中心	毗邻北山门	5	4.9	1960-3360 元
璞悦温泉度假酒店	二道白河镇	5	4.8	2288-2889 元
金水鹤温泉度假酒店	二道白河镇	5	4.5	756-1715 元
在之禾度假酒店	二道白河镇	5	4.5	2380-3600 元
万达喜来登度假酒店	万达国际度假区	5	4.6	1167-2473 元
威斯汀度假酒店	万达国际度假区	5	4.6	1278-5500 元
长白山凯悦酒店	万达国际度假区	5	4.7	1445-2945 元

数据来源：携程旅行 APP、开源证券研究所（注：价格区间取自 2023 年 8 月 10 日酒店预定价）

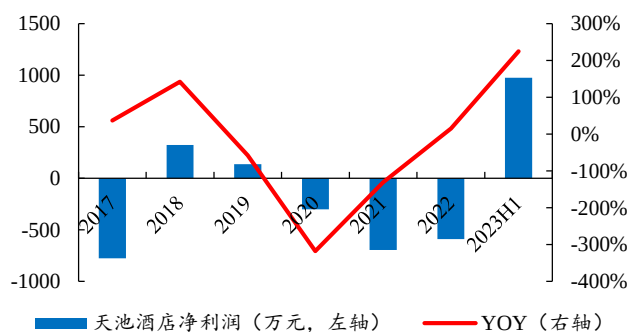
温泉酒店板块多年培育，量价齐升进入业绩释放期。2018-2019 年均实现小幅盈利，2022 年疫情承压下皇冠假日旺季入住率维持 90% 以上，全年酒店板块仍实现收入 5308 万元，创造历史最高营收。2023H1 皇冠假日入住率、房间单价大幅提升，子公司天池酒店实现营收 4909 万元/同比+200%，净利润 976 万元/同比+225%大幅扭亏，对淡季经营形成有力支撑。我们认为冰雪旅游渗透加深趋势下，随新媒体营销渠道拓宽，景区旅游要素逐步备齐等自身 α 因素将持续赋能酒店板块，酒店业务潜力仍未完全释放，未来将是业绩增长主支撑力。

图21：2023H1 子公司天池酒店营收同比+200%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2023H1 子公司天池酒店净利润同比+225%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2.2、轻重扩张双轨并行，二期把握高铁通车机遇

酒店轻资产模式跑通，做大温泉度假品牌。2022 年公司成功托管蓝景国际生态中心、松桦林墅、长白山大厦，3 家酒店品牌档次、产品类型、区位要素差异性明

显，与自营酒店形成资源互补。公司以皇冠假日为标杆，联动旗下托管酒店，复制洲际酒店标准化管理机制，创新旅行管家服务模式，同时向托管酒店引入聚龙温泉资源和一价全包产品组合，大幅提升酒店吸引力。长期来看，公司可将旗下温泉、交通、冰雪产品资源与长白山全域内酒店进行匹配、嫁接，实现要素间彼此衔接、相互赋能，并为后续落地冰雪项目拓宽流量入口。

表5：自营酒店与托管酒店差异化定位

模式	酒店	定位	位置	价格区间（旺季）	客房数量
自营	温泉皇冠假日酒店	高端休闲度假酒店	毗邻北山门	2680-4170 元	300
	蓝景国际生态中心	中高端休闲度假酒店	毗邻北山门	1960-3360 元	300
托管	松桦林墅	别墅类民宿	邻近火山石林景区	3999-5598 元	14
	长白山大厦	商务型酒店	二道白河镇中心	598-1688 元	300

数据来源：携程旅行 APP、开源证券研究所（注：价格区间取自 8 月 10 日酒店预订价）

加速区域资源联动，火山温泉部落一期落地。2022 年 8 月公司联动北山门域内冰水泉、浮石林等托管景区和蓝景生态交流中心、松桦林墅等酒店资源，成功落地聚龙火山温泉部落一期，现有超过 11000 平方米敞阔的室内和露天温泉池群，并通过统一主题营造和夜间景观设计，打造融合“吃、住、行、游、购、娱”全要素的文旅消费集聚区，进一步扩大聚龙温泉品牌影响力范围。

一期项目珠玉在前，二期项目建设持续推进。温泉部落一期区域内以高端酒店为主，消费层级高、业态仍相对单一。2022 年 4 月公司发布定增预案，二期项目规划总投入 5.37 亿元，2022 年项目建设获批，拟于北山门区域在一期基础上补充中低端酒店、餐饮、演艺、购物、亲子娱乐等大众消费业态，打造观光度假、温泉养生、冰雪体验为一体的冰雪温泉旅游度假区，与一期形成差异化定位。截至定增预案发布已投入 1.76 亿元，预计于 2025 年沈白段高铁开通同期投运，项目建成后年游客接待能力上限提升至 99.9 万人次，有望承接高铁增量客流的休闲度假需求，打造新业绩增长点。

图23：2022 年火山温泉部落一期开业



资料来源：长白山发布公众号

图24：火山温泉部落二期效果图



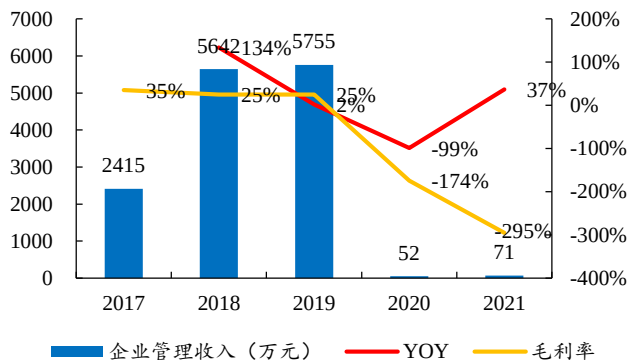
资料来源：长白山管委会

2.3、企业管理：全域布局、多点拓展，景区托管体系初具雏形

融入长白山全域一体化发展，景区管理输出渐成体系。2017 年公司成立天池管理咨询公司，作为“一化四输出”扩张战略平台，2017-2019 年公司托管长白山主景区，2019 年曾实现分成门票收入 5755 万元，并积累丰富景区运营经验，培育了完备的管理人才梯队。公司股东（长白山森工和吉林森工集团）旗下资源丰富，2018 年起公司先后通过战略合作、投资入股等方式成功托管股东旗下大戏台、露水河国际狩猎度假区、冰水泉、红石峰等 6 家域内景区，2021 年疫情下托管景区全

年接待人次超过 28 万；另外 2022 年公司积极协调靖宇、抚松两地政企，松花江旅游项目正式通航，项目运营 27 天接待游客 4.5 万人次，景区运营能力进一步展现。公司按托管景区经营收入 6-10% 比例区间收取管理费，当前整体业绩贡献较小。

图25：企业管理业务业绩贡献较小，重在业态互补



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2022 年公司松花江项目通航



资料来源：长白山发布公众号

托管景区破解扩张难题，实现业务相互赋能。公司对标 5A 级景区管理标准，协助托管景区设施改造、运营管理，并依托公司品牌影响力和交通业务资源做好营销导流、交通保障工作，为迎接高铁时代高密度游客分流做好准备，壮大长白山全域旅游市场。随公司加快景区二消产品培植，目前已形成层次分明，业态互补的全域旅游体系，具体来看，露水河狩猎场侧重发展家庭度假、红石峰重点聚焦体育旅游、聚龙石林冰水泉精准定位生态休闲、大戏台河布局生态夜游，松花江项目主推绿水游船，补足主景区观光业态单一痛点。

表6：公司现有 6 家托管景区

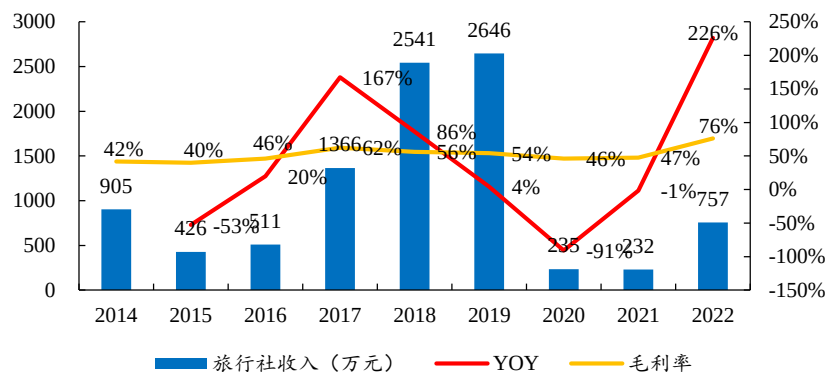
托管景区	级别	合作时间	隶属企业	特色项目	票价
露水河狩猎场	国家 4A 级	2019 年	吉林森工集团	狩猎体验、雾凇冬漂	70 元
浮石林	国家 4A 级	2020 年	-	溯溪穿越、雪谷穿越	90 元
冰水泉	国家 4A 级	2020 年	长白山森工集团	冰泉茶语、围炉煮茶	90 元
大戏台河	国家 4A 级	2020 年	长白山森工集团	灯光夜游	88 元
红石峰	国家 3A 级	2020 年	长白山森工集团	森林骑行、雪地摩托车	98 元
青龙渔业度假区	国家 4A 级	2021 年	-	玻璃栈道、休闲露营	79 元

数据来源：公司官网、小红书、开源证券研究所

2.4、旅行社：产品、营销一体联动，转型高端定制化服务

全国百强旅行社，一站式旅游纽带。天池国旅公司在 2007 年被评为百强国内旅行社，立足旗下业务和景区资源，是串联公司各业务版块，推动公司旗下产品集成和带动区域旅游协同发展的重要纽带。2022 年 1 月公司以营销中心和天池国旅为基础，成立易游旅游公司。首先，**传统地接业务升级**，推出高端包车服务，主打 VIP 定制旅行，根据游客时间、精力、偏好等要求即时定制服务，最大程度满足不同受众的长尾需求。其次，**加强旅游产品策划**，一方面联动域内、域外景区资源，2022 年设计推出生态避暑游、赏枫摄影游、滑雪度假游、红色研学游等路线，广获游客青睐，2022 年业务营收扭转颓势，实现营收 757 万元，同比+226.22%，带动毛利率提升至 76%，高端化升级战略成效显著。

图27：旅行社业务转型升级，2022 年营收显著回暖



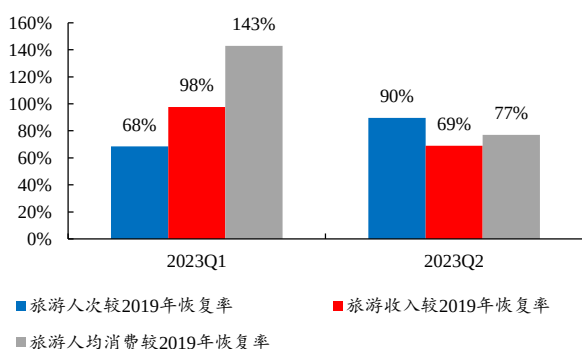
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、行业：复苏+迭代进行时，冰雪旅游空间广阔

3.1、旅游行业渐进复苏，自然景区修复领先

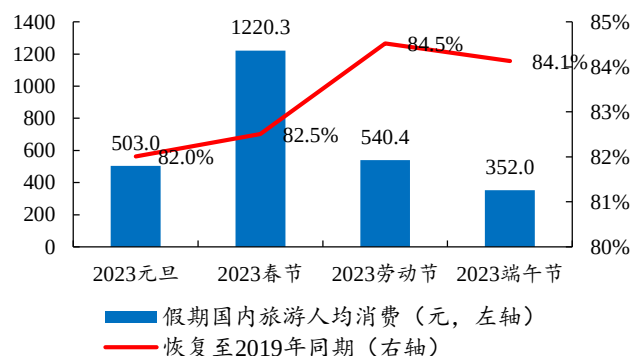
上半年旅游行业渐进复苏，结构呈现“量优于价”特征。2023 年补偿性出游需求释放，国内出游人次呈现高开稳走、逐季复苏态势，根据文旅部，2023Q2 国内实现旅游总人次 11.68 亿，恢复至 2019 年同期 90%，环比提升 22%。高收入群体旅游需求韧性足，且于疫后优先释放，支撑 2023Q1 旅游客单价超过 2019 年同期 43%。但疫后疤痕效应下大众消费力仍明显承压，导致旅游客单价修复相对滞后，Q2 五一、端午假期分别恢复至 2019 年同期 90%/86%，恢复程度整体偏弱。考虑暑期旅游整体延续供需两旺向上趋势，中国旅游研究院上调全年市场预期，预计下半年旅游人次/收入分别恢复至 2019 年同期 107%/92%。

图28：2023Q2 国内旅游人次恢复至 2019 年同期 90%



数据来源：中国人民银行、Wind、开源证券研究所

图29：2023H1 假期旅游人均消费恢复偏弱

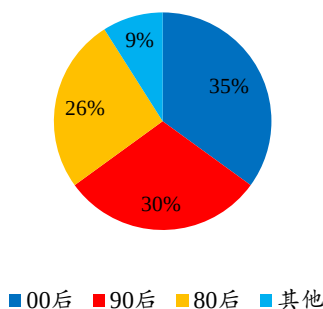


数据来源：文化和旅游部、开源证券研究所

年轻群体主导平价出行潮流，强 IP 自然景区优先受益。根据携程《2023 年五一假期旅游预测报告》，假期内 90 后、00 后游客占比达 65%，旅游主流人群代际转换，年轻群体已成为假期出游主力军。Fastdata 数据显示，Y 和 Z 世代群体价格敏感度高，出行习惯偏向小额、高频，注重性价比消费，但对个性化体验消费支付意愿仍较强，特种兵旅游、City Walk、淄博烧烤潮流是该趋势的具象表现。长线游回补、平价出行趋势下，自然景区更受大众青睐，资源禀赋优越、观光性价比高的名山大川类景区客流增速居前，2023H1 玉龙雪山、黄山、峨眉山、长白山接待游客

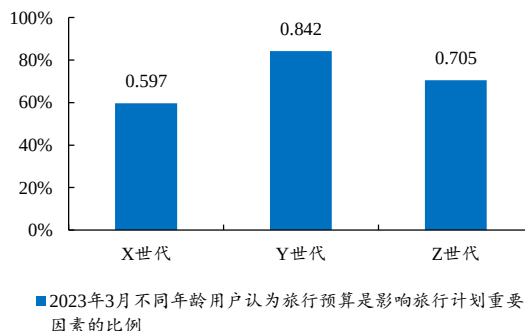
量分别较 2019 年同期增长 44.6%、28.8%、16.4%、11.2%。

图30：年轻群体成为五一假期出游主力军



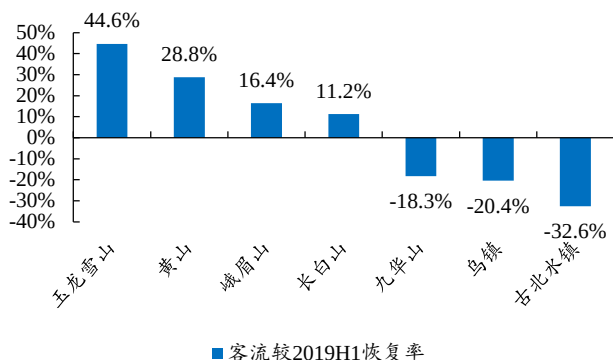
数据来源：携程黑板报公众号、开源证券研究所

图31：Y和Z世代群体价格敏感度高



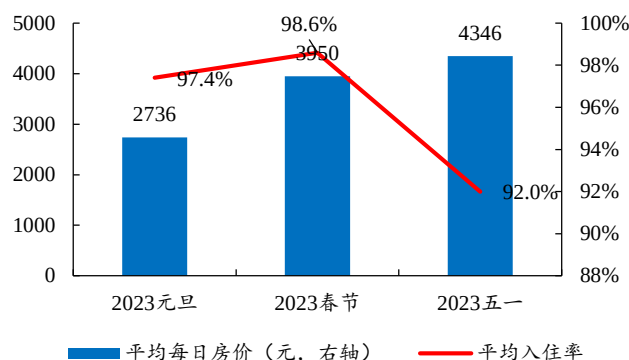
数据来源：Fastdata 极数、开源证券研究所

图32：山岳型自然景区客流修复领先



数据来源：文化和旅游部、开源证券研究所

图33：亚特兰蒂斯上半年假期经营表现亮眼



数据来源：复星旅文公众号、开源证券研究所

高端休闲度假目的地亦表现亮眼。高净值客群亲子、休闲度假需求有一定刚性，对高端度假产品量价齐升形成推动。以三亚亚特兰蒂斯为例，上半年假期入住率维持高位，客房提价能力凸显，其中五一假期接待游客超过 2019 年同期 29%，营业额恢复至 2019 年同期 167%。

3.2、运营变革、交通改善，传统景区活力焕新

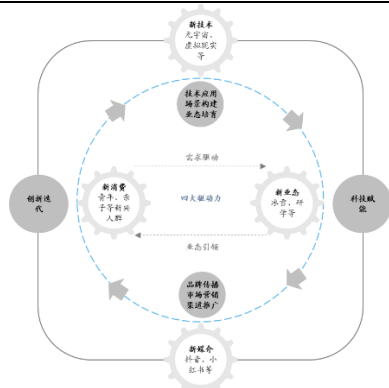
3.2.1、产品为体、营销添翼，景区内外结合积极转型

旅游行业已迈向以内容服务为核心的泛旅游生态。2023 年国内旅游大盘强劲复苏，同时大众旅游风格快速切换，表现为新群体、新业态、新技术、新媒介四大核心趋势，彼此相互影响，相互支撑。具体来看，需求侧旅游群体更迭形成新消费需求，碎片化、个性化、体验化出游加速渗透，驱动供给侧由资源依赖性强的观光、访古、探奇等传统要素，转向以内容服务为核心的泛旅游业态，同时数字技术应用、新媒体渗透进一步改造旅游目的地产品创新和营销模式。

因势利导，传统景区加速扩容转型。政策推动下国有景区门票降价趋势明显，根据文旅部，2021 年国内 A 级景区门票收入占比逐年降低至 17.1%。疫情期间景区公司聚焦主景区二次开发扩容，破解旺季接待能力不足问题，同时顺应消费者需求

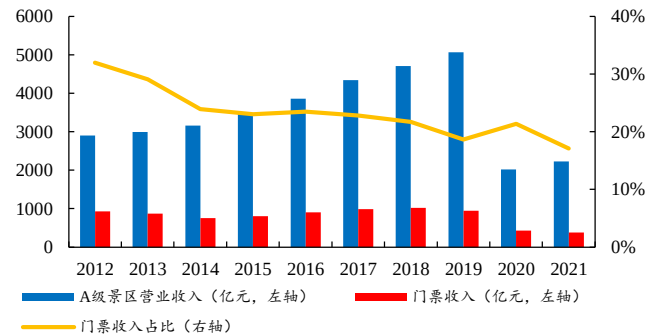
升级趋势主动求变，依托特色内容创新高品质的休闲度假类场景，由点及面向多元业态延展，正逐步走出门票经济困境。

图34：四大趋势推动旅游行业变革



资料来源：和君咨询、开源证券研究所

图35：A级景区门票收入占比整体呈下降态势



数据来源：文化和旅游部、开源证券研究所

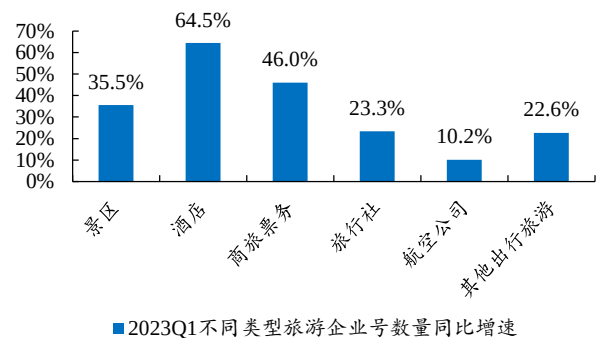
品牌营销模式重构，种草平台助力引流。随着旅游客群结构从团客为主向以散客为主转变，传统的旅游分销模式逐步被 DTC 模式取代，依托新媒体布局独立的品牌营销矩阵已成为景区运营方获取目标客群流量、强化品牌传播声量的必备手段，以抖音平台为例，据巨量引擎研究院，2023Q1 平台景点旅企入驻账号数量同比增长 35.5%。借助平台流量精准匹配机制，建立“图文-短视频-直播-达播”层层渗透的组合营销体系，景区触达消费者链路大幅缩短，同时 UGC 自发内容创作为景区积累更多在线资产，有望驱动景区进一步拓展年轻客群。

图36：内容社交平台成为文旅营销新阵地



资料来源：巨量引擎研究院、头豹研究院、开源证券研究所

图37：2023Q1 抖音平台景区类账号同比+35.5%



数据来源：巨量引擎研究院、开源证券研究所

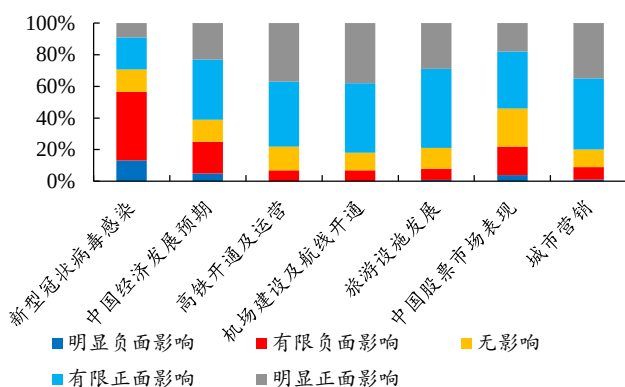
3.2.2、外部交通持续改善，注入客流增长动能

外部交通环境改善有望撬动景区客流空间。据世界旅游联盟《2023 年中国国内旅游市场景气度报告》，机场、高铁两种长途客运途径的建设和优化被认为是影响国内旅游市场景气度的首要因素。高铁通车、航线开通优化游客出行效率和旅途体验，大幅延伸旅游市场客源半径，并可弥合目的地淡季客流缺口；释放中高端商务、休闲旅游需求，推动单日游向多日游转化，显著提升游客二次消费。尤其是对于地理区位先天不足的名山大川类自然景区，受益外部交通改善的后天因素更为明显。

国内景区高铁覆盖率持续提升。截至 2021 年，国内高铁营业里程突破 4 万公里，国内高铁旅客周转量占铁路旅游周转量比重达 63.4%，已覆盖全国 80%以上 5 级景区，125 个国家 4A 级景区。随我国高铁网络体系日渐完善，自带流量资产将

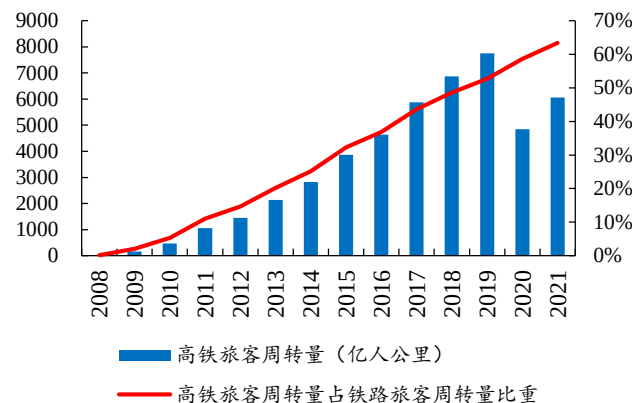
为景区转化游客提供绝佳的流量入口。

图38：2023 年高铁开通、机场建设为首要因素



数据来源：世界旅游联盟、开源证券研究所

图39：中国高铁旅客周转量占比逐年提升



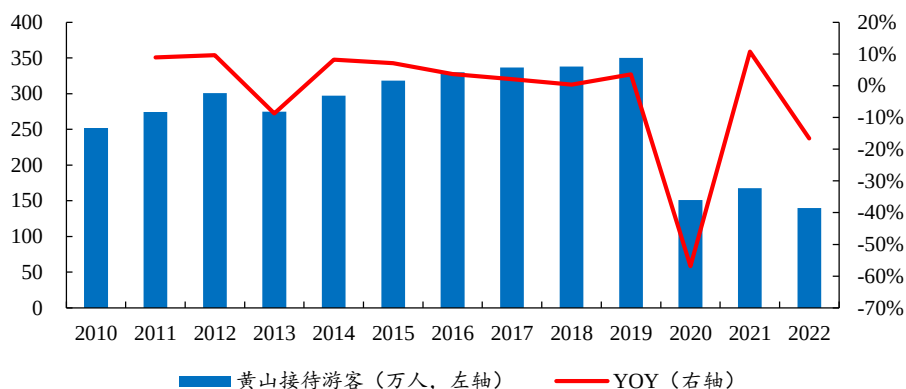
数据来源：Wind、开源证券研究所

以国内自然景区龙头黄山为例，高铁网络完善较大改善客源结构，并迎来客源总量提升。

客流总量：2015 年 6 月合福高铁全线贯通，黄山首次接入京福高铁，极大缩短北京、合肥、黄山、福建时空距离，形成高速铁路、高速公路、民航互补的立体交通体系。根据黄山旅游数据，合福高铁通车后 2016 年景区客流增速为 7%。2018 年 12 月杭黄铁路通车，黄山融入长三角，全面覆盖浙江/江苏/安徽三大省会及上海客流，2019 年景区客流增速达 4%，扭转自 2014 年后客流增速下滑趋势。

客源结构：据黄山市旅游管理部门，2016 年 1-5 月黄山市十大客源市场排名中，北京、山东、江西、福建分别上升 2、2、3、6 个位次；从黄山旅行社经营数据看，合福高铁开通运营一年（2015 年 7 月 1 日至 2016 年 6 月 20 日）黄山中海假日旅行社接待来自北京、济南、福州、厦门 4 个城市的游客量提升 120%，营业额增长 220%，打开长线游客多日游市场空间。

图40：杭黄高铁通车带动黄山景区 2019 年客流增长 4%



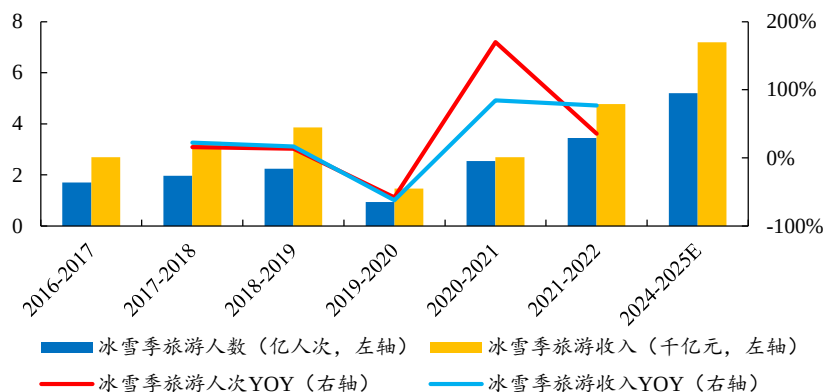
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、冰雪旅游方兴未艾，量价齐升空间广阔

冰雪旅游处于黄金发展期，疫后有望重回风口。近年政策支持、冬奥会刺激催等供需因素催化下，中国旅游研究院数据显示，2016 年以来我国冰雪旅游保持快速

增长态势，2021-2022 冰雪季游客为 3.44 亿人次，实现冰雪旅游收入 4740 亿元，2016-2021 年 CAGR 分别为 15.1%/12.1%，冰雪旅游已实现跨越式发展。根据美团数据，截至 2022 年 12 月 31 日，全国冰雪旅游消费总额同比增长 36.3%，全国冰雪旅游订单人数同比 2021 年增长 37.1%。根据中国旅游研究院测算，“十四五”末期的 2024-2025 冰雪季我国冰雪旅游人数/收入有望达到 5.2 亿人次/7200 亿元。

图41：2021-2024 冰雪季旅游人次/收入 CAGR 预计分别为 14.77%/14.71%

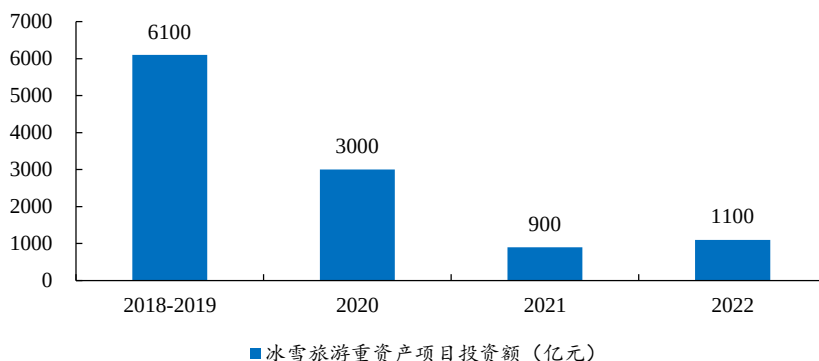


数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

3.3.1、供给侧：吉林领衔国内冰雪旅游，目的地向多元化、全季化转型

政策催化剂充足，冰雪产业投资向“三北”集中。自 2015 年来中央和各部委共出台十余项冰雪旅游、冰雪运动相关政策意见。20 余个省区市对冬季运动和冰雪旅游发展做出积极部署，根据中国旅游研究院，截止 2022 年年底，全国共有境内注册冰雪相关企业近 9000 家，其中 2022 年新增注册企业 1460 家/yoy+20.1%，增速已基本恢复到 2019 年疫情前水平。2018-2022 年五年间，我国冰雪旅游重资产项目的总投资规模超过 11100 亿元，2022 年新增投资额 1100 元，其中“三北”（华北、东北、西北）地区重资产投资集中度达到 88%。

图42：2022 年全国冰雪产业投资达 1100 亿元



数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

吉林省抢占冰雪旅游市场发展先机，现为冰雪旅游第一大省。吉林省地处全球冰雪黄金纬度带，为推动优越冰雪资源禀赋向经济和产业优势转化，早在 2016 年率先出台全国首个《关于做大做强冰雪产业的实施意见》，不断加码冰雪经济投资（2018-2020 年吉林冰雪旅游重资产投资额位居全国首位）、创新冰雪产品供给，2021-2022 年冰雪季吉林省接待游客规模预计达 8500 万人次，实现总收入 1700 亿

元，冰雪市场占有率、产品销售额、接待总规模多年保持全国首位。2021 年省政府正式发布《吉林省冰雪产业高质量发展规划（2021-2035 年）》，成为全国首个以全产业链模式发展冰雪旅游的省份，**将为长白山、北大湖等省内主要冰雪度假目的地提供长期发展动能。**

表7：政策利好持续释放，冰雪旅游有望乘风而起

时间	发布单位	政策	政策内容
2016 年 11 月	国家体育总局	《冰雪运动发展规划（2016-2025 年）》	到 2025 年，实现冰雪运动基础更加坚实，普及程度大幅提升，直接参加冰雪运动的人数超过 5000 万并“带动三亿人参与冰雪运动，冰雪产业总规模达到 10000 亿元目标”
2019 年 3 月	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》	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
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》	支持新疆、内蒙古、东北三省等地区大力发展寒地冰雪经济
2021 年 2 月	文化和旅游部、国家发改委、国家体育总局	《冰雪旅游发展行动计划（2021-2023 年）》	冰雪旅游市场健康快速发展，打造一批高品质的冰雪主题旅游度假区推出一批滑雪旅游度假地，冰雪旅游参与人数大幅增加，消费规模明显扩大，对扩内需贡献不断提升
2022 年 9 月	发改委、体育总局、工信部、自然资源部等	《户外运动产业发展规划(2022-2025 年)》	东北、华北西北地区为重点发展区域，在河北崇礼、吉林长白山(非红线区)、黑龙江亚布力、新疆阿勒泰等地建设冰雪丝路带。
2022 年 12 月	国务院办公厅	《扩大内需战略规划纲要(20222035 年)》	推进冰雪运动“南展西扩东进”，带动群众“喜冰乐雪”
2023 年 3 月	文化和旅游部、国家发改委	《东北地区旅游业发展规划》	明确 2030 年东北地区基本建成世界级冰雪旅游度假目的地目标
2016 年 9 月	吉林省委省政府	《关于做大做强冰雪产业的实施意见》。	到 2020 年，初步建成以“冰雪旅游、冰雪体育、冰雪文化”为核心的“3+X”冰雪全产业链，使冰雪产业成为我省经济发展新的战略增长极
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）》	到 2025 年，全省冰雪产业高质量发展体系初步建立，产业总规模达到 2500 亿元，成为世界知名的国际冰雪旅游胜地，“带动三亿人参与冰雪运动”的重要承载区；到 2035 年，冰雪产业消费链供应链转型升级，向价值链的中高端靠拢。
2021 年 11 月	吉林省政府	《吉林省文化和旅游发展“十四五规划”》	剔除用足冬、夏两种资源，深耕“三亿人参与冰雪运动”和“三亿潜在避暑人群”两个三亿人市场，冰雪产业和避暑休闲产业双业并举。

资料来源：国务院办公厅、文化和旅游部、国家发改委、开源证券研究所

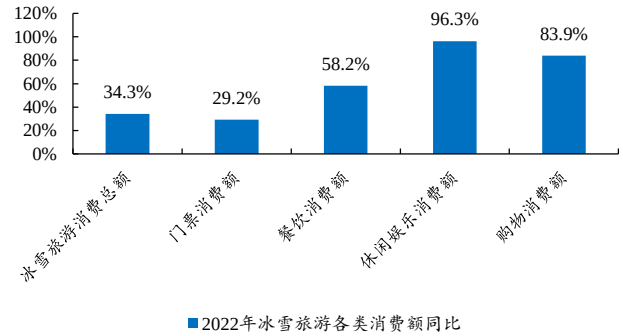
供给侧迈向业态多元化、运营全季化发展。随冰雪旅游加速渗透，传统的冰雪运动（非竞技）、冰雪观光等大众旅游方式将向“冰雪+美食”、“冰雪+温泉”、“冰雪+康养”、“冰雪+节事”等产业融合业态不断衍生。随“冰雪+”旅游模式逐步深入，酒店、餐饮、休闲娱乐等配套供给趋于优化，2022 年冰雪季休闲娱乐业态消费额同比增幅居首，达到 96.3%。同时各冰雪旅游地也在积极借鉴欧美成熟雪场的全季经营模式，创造性结合春季踏青团建、夏季避暑度假、秋季观景摄像等主题，加之各类赛事、节事活动、研学教育、休闲露营等配合，有望突破季节限制，实现向全季经营模式转型，进一步释放全季消费潜力。

图43：国内冰雪旅游产品业态不断丰富

冰雪旅游产品	业态细分
冰雪景观	自然景观、人文景观
冰雪运动	冰上竞技类、雪上竞技类、其他休闲运动
冰雪休闲娱乐	冰雪小镇度假区、冰雪主题公园
冰雪节事活动	赛事类、娱乐类、体验类、研学类

资料来源：中国社会科学院旅游研究中心、开源证券研究所

图44：2022年冰雪旅游二次消费业态增速亮眼

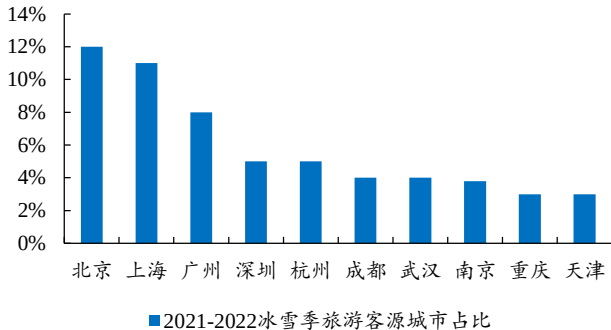


数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

3.3.2、需求侧：高线城市客群为主导，休闲度假属性凸显

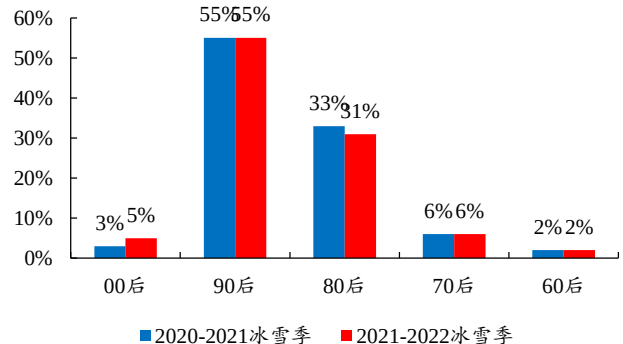
冰雪旅游客群主要来自南方高线城市，并呈现年轻化趋势。从客源分布看，根据中国旅游研究院，冰雪旅游一、二线城市客源占比 86%，北上广深高收入人群仍是冰雪旅游消费的主力军，其中 10 大冰雪旅游客源地 8 个位于南方。从客群结构看，在 2021-2022 冰雪季整体冰雪旅游消费人群中，80、90 后占比 86%，该群体一般具有良好的教育背景和较高的经济收入，同时 00 后、90 后“Z 世代”人群占比达 60%，相较于 2020-2021 冰雪季增长 2pct，年轻群体参与冰雪旅游比例逐渐提升。

图45：冰雪旅游 TOP10 客源地中南方城市占据 8 席



数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

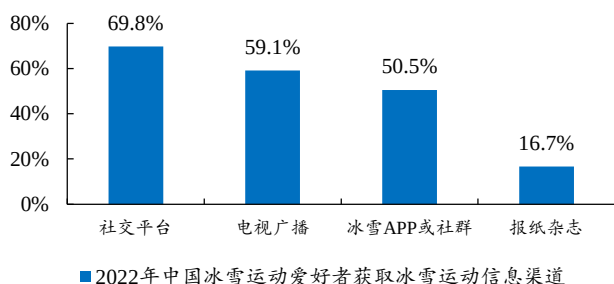
图46：年轻群体成为冰雪旅游主力



数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

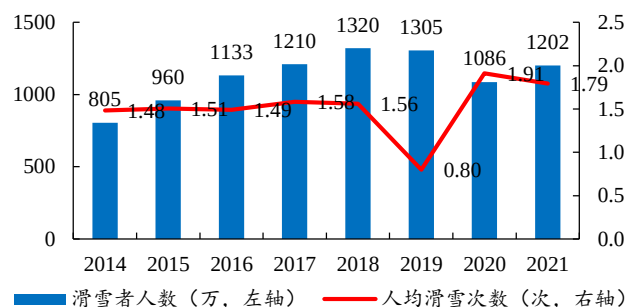
小众圈层属性突出，渗透空间广阔。滑雪等细分旅游项目仍属小众领域，具备社交圈层属性，艾媒咨询数据显示，2022 年 51%冰雪运动爱好者信息获取渠道为冰雪 APP 或垂直社群，而公域流量上，抖音、知乎、小红书是最易触达冰雪旅游客群的媒介渠道。根据《中国滑雪产业白皮书》，我国 2021/2022 年雪季财年的滑雪人次为 2154 万次，而滑雪者人数仅有 1202 万人，以 2021 年我国 14.12 亿的人口总量来算，滑雪渗透率约为 0.85%，横向比较来看，与一些自然条件相近的国家如日本（9%）、美国（8%）相比仍有较大的增长空间。

图47：社交平台 and 私域社群为冰雪运动主要信息渠道



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

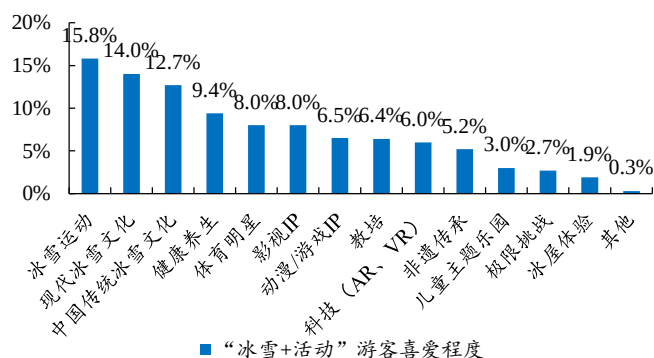
图48：2021/2022 雪季财年国内滑雪渗透率约为 0.85%



数据来源：中国滑雪产业白皮书、开源证券研究所

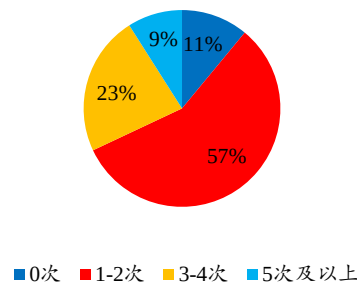
冰雪旅游体验性强、粘性好，推高出游频次。根据中国旅游研究院，冰雪运动、现代或传统冰雪文化、健康养生等具备较强休闲度假属性的“冰雪+”旅游业态受国内游客喜爱程度居前。冰雪项目具有较强的参与性、体验性和趣味性，因此呈现较强的消费者粘性，数据显示 2021-2022 冰雪季仅有 11% 游客为初次体验冰雪旅游，且根据《吉林省冰雪旅游调查报告》，吉林省冰雪旅游客群重游率达到 72.9%。

图49：冰雪运动、冰雪文化、健康养生大众喜爱度靠前



数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

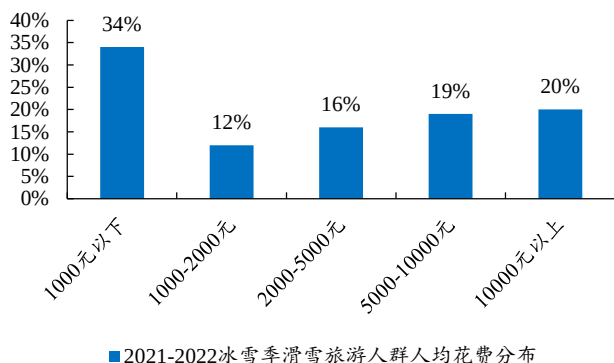
图50：2021-2022 冰雪季 11% 游客为初体验



数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

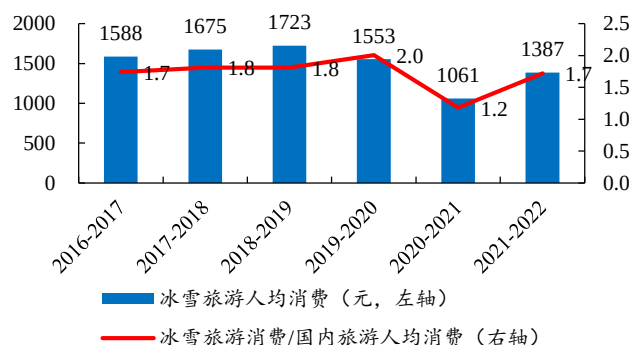
冰雪旅游定位休闲度假，人均消费提升空间大。相对于传统跟团观光旅游，冰雪旅游节奏偏慢，单次旅游滞留时间更长，且目的地多为远距离出行，体验成本较高。疫情前冰雪旅游人均消费与国内旅游人均消费比值为 1.8 倍左右，2022 年冬奥会激励下，冰雪旅游人均消费回升至 1387 元，考虑到冰雪旅游的高粘性特征，随冰雪旅游市场逐步成熟，客单价仍有优化空间。

图51：滑雪旅游体验价格较高



数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

图52：2021-2022 冰雪季旅游人均消费回升



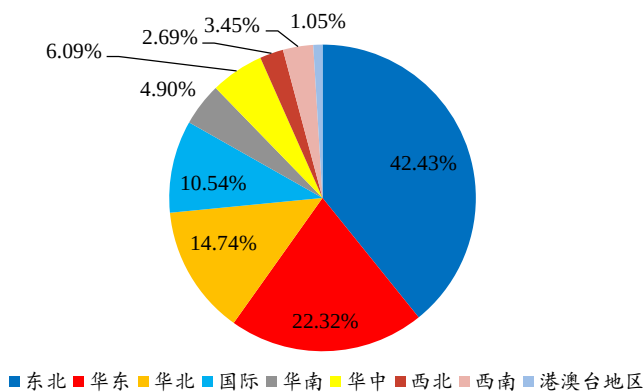
数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

4、成长引擎：享大交通改善红利，“避暑+冰雪”产品渐完善

4.1、引擎一：高速、高铁、机场梯次落地，交通优化赋能客流成长

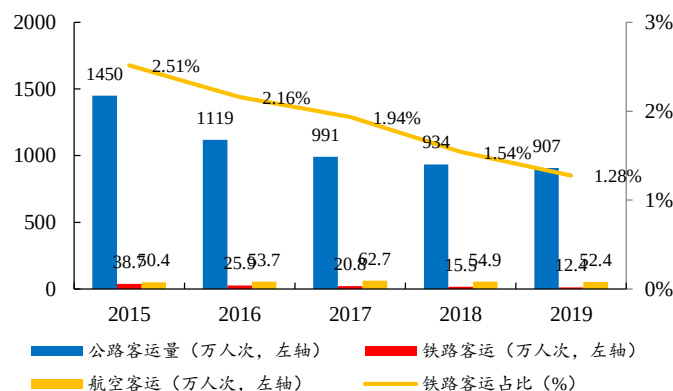
外部交通供给不畅长期制约长白山客流。从景区客源分布看，根据长白山管委会，2019年东北/华东/华北地区客源量占全部游客的42.43%/22.32%/14.74%，另外以韩国人为主的国际游客占比10.54%。长期以来长白山旅游面临严重的“旅长游短”问题，铁路运输仅有普铁开通，近年自驾游热潮兴起，叠加普铁和公共客运速度慢、舒适度低、体验较差等因素，东北三省和京津冀区域游客转向自驾前往，区域公共客运总量呈逐年递减趋势，其中普铁客运量从2015年38.7万人次下降至2019年12.4万人次。航空是南方客群进入长白山旅游的主要通道，但长白山机场承载量不足、直通城市少等因素长期限制景区长途客源市场拓展。

图53：东北、华北、华东区域为主要客源地



数据来源：长白山管委会交通运输局、开源证券研究所

图54：2015-2019年长白山铁路客运比例逐年降低



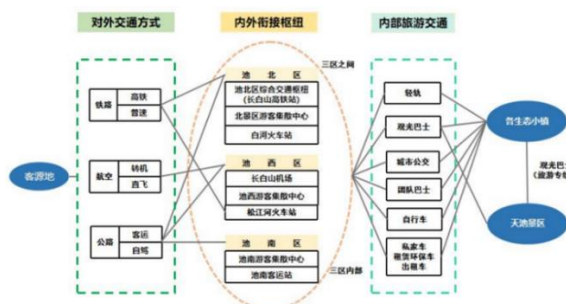
数据来源：长白山管委会交通运输局、开源证券研究所

长白山构筑立体式交通运输体系，客流红利有望加速释放。根据《长白山保护开发区综合交通运输发展“十四五”规划》，为将长白山建设为世界级旅游目的地。

对外：形成以高速铁路、高速公路和机场为核心，以普通铁路和干线公路为补充的综合高效运输通道网络；

内部：以综合客运站和集散中心为枢纽，建立与各经济区、生态小镇、旅游景点间的便捷、直达公交、轻轨联系，全面提升长白山的交通可达性、舒适性和便捷性，破解“旅长游短”、内畅外联问题。

图55：长白山构建现代综合交通运输体系



资料来源：长白山管委会交通运输局

4.1.1、沈佳高铁逐年落地，长白山迈入“大高铁时代”

沈佳高铁专线有望逐年落地，长白山迈入“大高铁时代”。沈佳高铁包括沈白/敦白/牡敦/牡佳（牡丹江至佳木斯）高铁，其中敦白高铁与牡佳高铁已建造完成，沈白高铁、牡佳高铁建设正稳步推进。高铁网络完善进一步扩大客源吸引范围，助力东北及京津冀地区中短途优质客流导入，并拉动假期长线游游客向周边游、周末游转化，补足淡季客流缺口。

（1）2021年12月沈佳高铁白敦段正式通车，正式打破长白山区域“零高铁历史”，周边城市往返长白山路程时间大幅缩短。哈尔滨、沈阳到长白山4小时可达，长春到长白山最快2小时12分钟可达，北京到长白山也仅耗时7.5小时左右。高铁供给持续改善有效缩短长白山乃至东北地区通达全国的时空距离，驱动游客出行方式向高铁转化。长白山高铁站位于二道白河小镇，毗邻北景区，根据长白山管委会，2023H1敦白高铁常态化运营下，北景区接待游客占比较往年大幅提升至91.23%，侧面印证高铁客流高转化率。

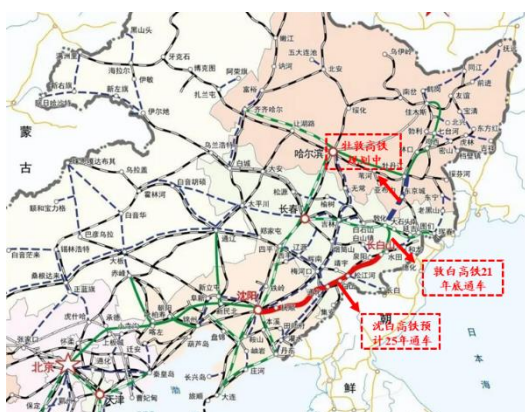
表8：2021年敦白高铁通车大幅缩短往返长白山路程时间

线路	高铁开通前		高铁开通后		
	车次	耗时	车次	耗时	节约耗时
长春-长白山	K7388	12时12分	G3603	2时12分	10时
沈阳-长白山	K7378	13时18分	G3603	4时18分	9时02分
大连-长白山	K7511	18时06分	G8039	5时52分	12时14分
哈尔滨-长白山	K2036（哈尔滨-敦化），客车（敦化-白河）	11时10分	D152	3时36分	7时34分
北京-长白山	D21（北京-敦化），客车（敦化-白河）	12小时40分	G3603	7时16分	5时24分

数据来源：铁路12306APP、火车网、长白山管委会、马蜂窝、百度地图、开源证券研究所

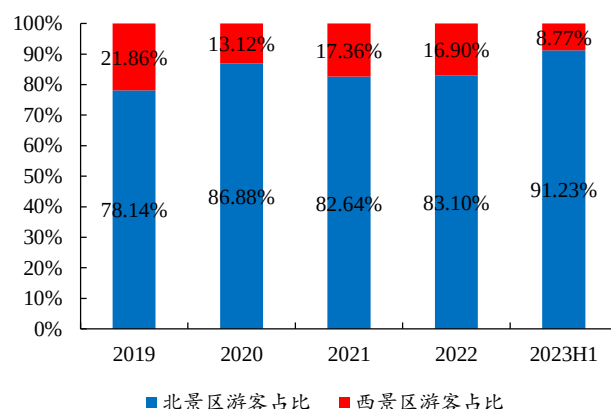
（2）沈白高铁计划2025年建成，届时长白山游客增量将更具弹性。截至2023年5月27日，沈白高铁站前工程已完成总体工程量的55%。未来沈白高铁通过与京沈高铁连通，通车后北京至长白山高铁通行时间将由7.5小时缩短至4小时，预计未来每年将有近100万游客通过乘坐高铁方式进入长白山。剩余路段牡敦铁路计划在2023年完成可研、初步设计及施工图编制工作，并在年底完成施工招投标，预计3-5年建成通车。

图56：沈佳高铁各段客运专线有望梯次落地



资料来源：今日丹东公众号、开源证券研究所

图57：长白山高铁开通带动北景区客流占比提升



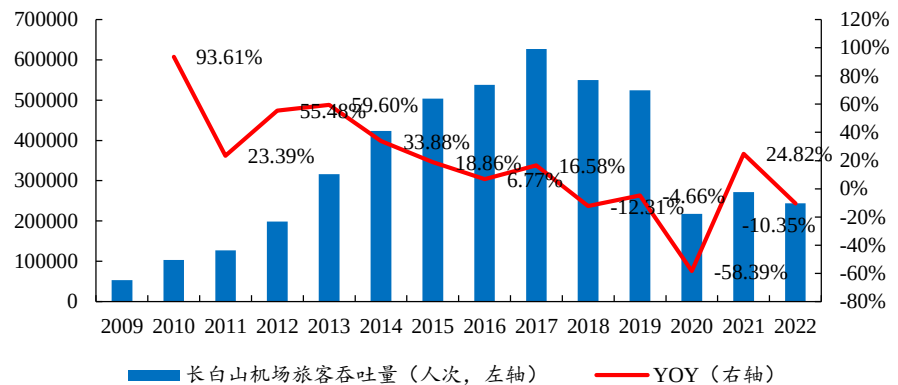
数据来源：长白山管委会交通运输局、开源证券研究所

4.1.2、机场：改扩建顺利完成，赋能华东、华南、国际长线市场

航空运力不足长期制约中远距离市场客流增长。长白山对外航空运输以长白山

机场为运输组织节点，于 2008 年建成投运，距长白山西景区 15 公里，设计年旅客吞吐量为 55 万人次。由于国内中心城市的直通航线较少，且未开设国际航线，仅部分地区游客可乘坐直飞航线到达长白山，无直飞航班的国际旅客需经长春龙嘉国际机场、延吉朝阳川国际机场中转或换乘高铁抵达。长白山旺季旅游客流集中，运力供给尤其紧缺，2015-2019 年长白山机场旅客吞吐量均接近承载能力上限。

图58：2015-2019 年长白山机场接近满负荷运营



数据来源：Wind、开源证券研究所

长白山机场改扩建项目落地，南方优质客流有望得到提振。2018 年长白山机场启动扩建工作，2023 年 7 月新建航站楼投用，旅客保障能力提升至 180 万人次，有望成为东北地区保障能力最强、服务设施最全、飞行区等级最高的支线机场。暑期机场进一步加密北京、上海、长春等区域中心城市直飞航班，新开青岛、烟台、济南、深圳等城市航线，执飞航线增至 14 条，7 月完成运输架次 700 架次，旅客吞吐量 8.5 万人次，同比 2019 年分别增长 21.32%、34.7%，展现强劲恢复态势。考虑长白山冬季冰雪旅游对南方城市客群强吸引力，未来南方节点城市的空中航道打通，有望推动国内南方客群“避暑+冰雪”远途需求充分释放。此外 2020 年长白山海关成立，待长白山国际航线和航空口岸获批，有望联通海外市场贡献客流增量。

表9：长白山机场运力扩张大幅提升远途游客出行效率

周边机场	夏季执飞航线	机场运力上限	位置	抵达景区方式
长白山机场	飞往杭州、西安、哈尔滨、天津、上海、广州、北京、大连等 14 条航线	180 万人次/年	长白山保护开发区池西区（松江河镇），距长白山西景区 15 公里，二道白河镇 80 公里，北景区 120 公里，南景区 135 公里	直达-机场
长春龙嘉国际机场	国内和国际航线 138 条	1600 万人次/年	距离吉林市中心城区约 62 公里，距离长白山北景区约 443 公里、西景区约 383 公里、南景区约 526 公里	转机或转乘高铁
延吉朝阳川国际机场	11 条国内航线，2 条国际航线 主要飞往韩国首尔、仁川、釜山等地	150 万人次/年	距离长白山北景区约 216 公里、西景区约 260 公里、南景区约 423 公里	转机或转乘高铁

资料来源：长白山管委会、开源证券研究所

4.1.3、公路：延长高速通车在望，有力支撑本地短途客流

延长高速预计于 2024 年全线通车，便捷省内游客自驾游。延长高速公路是吉林省中西部地区通往长白山的最便捷的交通干线公路，目前延蒲高速延龙段（延吉-龙井）、龙蒲段（龙井-大蒲柴河）分别于 2016、2020 年通车，与已建成通车的琿乌

高速、鹤大高速形成区域性高速公路网，延吉-长白山通行时间缩至 1.5 小时。根据吉林交通运输厅规划，延长高速剩余的蒲烟段（大蒲柴河-烟筒山）、烟长段（烟筒山-长春）预计于 2023 年和 2024 年通车，届时延边、长白山、白山、通化、长春、大连等城市公路运输通达性将大幅提升。

图59：延长高速有望于 2024 年全线通车

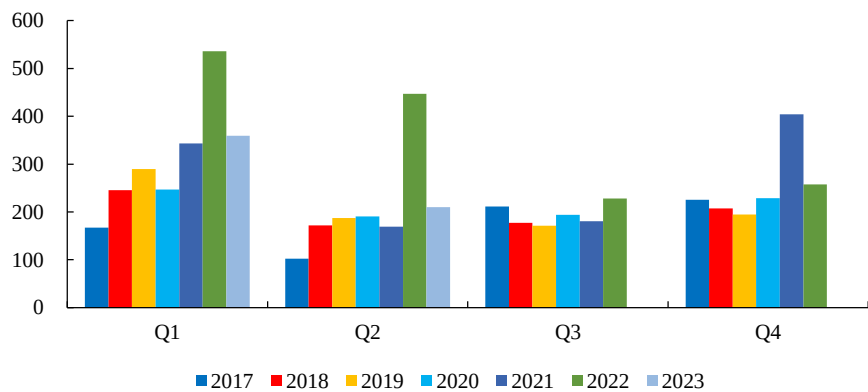


资料来源：长春零距离搜狐号、开源证券研究所

4.2、引擎二：“避暑+冰雪”产品矩阵完善，山下开发打开成长空间

山下休闲度假开发加速，二次消费打开客单价天花板。旺季加快避暑沉浸式体验项目或娱乐消费场景推陈出新，分化主景区高密度客流，解决主景区旺季接待能力天花板难题；淡季发挥“温泉+冰雪”一冷一热资源优势，丰富产品矩阵绑定高粘性、高复游率的冰雪休闲度假客群，并在一定程度上反哺冬季主景区观光旅游。依托全季运营的丰富产品矩阵，多日游短板逐步补足，赋能交通、酒店业务灵活变现，公司经营由传统观光景区的低客单价、高游客人次模式，转向高客单价、低客流密度休闲度假模式，按主景区客流计算，近年公司业务客单价显著提升，其中淡季改善尤为明显。

图60：近年淡季客单价提升较为显著（单位：元）



数据来源：Wind、长白山管委会、开源证券研究所

4.2.1、体验项目开发+夜经济打造，做大避暑度假市场

托管景区沉浸式体验项目推陈出新。2022 年以来公司不断深化大戏台河、红石峰、狩猎场、火山石林、聚龙冰泉等托管景区合作，改造提升设备设施，创新“二消”旅游产品，研发推出冰泉茶语、萌宠乐园、帐篷露营、森林骑行、溯溪穿越等

一批网红爆款产品，增强托管景区避暑休闲体验属性。

图61：丰富避暑体验项目提振旺季经营



资料来源：长白山文旅/长白山公众号、开源证券研究所

图62：公司打造“景区-山门-小镇”暑期夜间经济



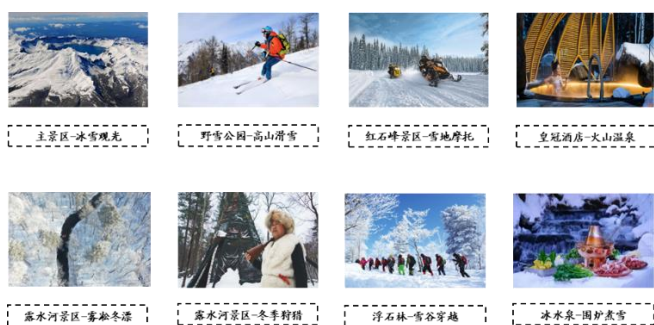
资料来源：长白山管委会、长白山旅游公众号、开源证券研究所

“夜”态规划布局落成，完善全时经营。公司现已打造“景区-山门-小镇”空间梯次分布、业态丰富多元的夜间经济体系。具体来看，大戏台河景区打造特殊设计的夜间观光项目，与白天形成差异化互补；北山门聚龙休闲集市，丰富创意单元植入，凸显避暑度假调性；复制聚龙集市成功经验，联动小镇落地新 IP 云顶市集，有望联动周边酒店、餐饮、民宿，有望乘暑期旺季进一步扩大营收。

4.2.2、抢抓冰雪旅游突破机遇，冰雪产业打造新增长点

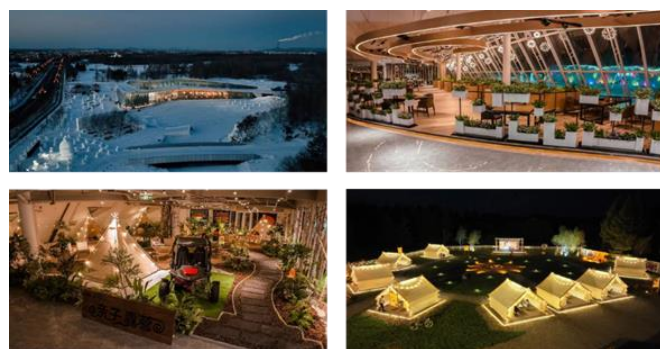
开发多层次、高品质的特色冰雪旅游产品，打造一站式冰雪旅游目的地。长白山位于世界公认的“冰雪黄金纬度带”（北纬 41-43 度），每年雪期长达 6 个月，雪质、雪量和雪期都处于世界顶级水平，冰雪产业仍有较大发展空间。公司深耕长白山景区+二道白河小镇+周边景区，持续加大冰雪项目创新，汇集观光、登山、徒步、美食、民俗、森工、温泉、运动等多种冰雪元素。据中国旅游研究院调查数据，公司旗下景区重点开发的高山野雪、雪地摩托、火山温泉、雾凇冬漂、狩猎文化、雪谷穿越等项目成为 2021-2022 冰雪季最具吸引力的新晋小众“潮酷”玩法，其中越野滑雪和雪地摩托项目受欢迎程度居前，验证公司较强的冰雪产品开发能力。

图63：公司打造一站式冰雪旅游目的地



资料来源：长白山管委会、长白山文旅公众号、开源证券研究所

图64：雪绒花咖啡馆成为二道白河小镇网红打卡地



资料来源：长白山文旅公众号

表10：公司旗下产品引领 2021-2022 冰雪季长白山小众冰雪潮流

潮酷玩法	热门 POI	吸引力程度
征战 5S 级滑雪场	长白山和平全季地形滑雪公园（和平滑雪场）、长白山红松王滑雪场、北景区森林野雪公园、鲁能胜地滑雪场、万达长白山国际度假区滑雪场	36%

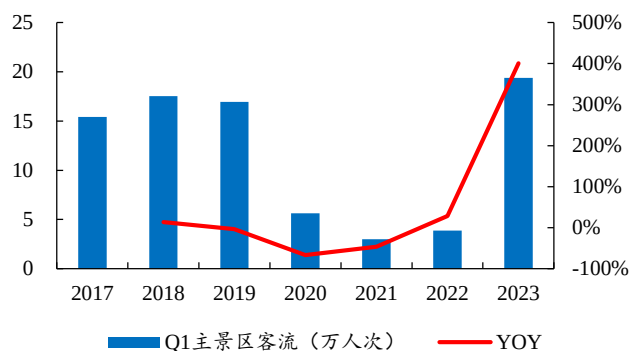
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

潮酷玩法	热门 POI	吸引力程度
雪地摩托车/越野 UTV	红石峰景区、鲁能胜地度假区、万达长白山国际度假区	25%
泡火山温泉	长白山皇冠假日温泉酒店-天池汤泉、长白山蓝景温泉度假酒店-聚龙汤泉、天沐戴斯温泉酒店、万达长白山国际度假区-汉拿山温泉	19%
凉冬度幻漂流	长白山魔界旅游风景区、露水河长白山狩猎度假区矿泉漂流	11%
沉浸式狩猎	露水河长白山狩猎度假区	7%
冰雪徒步穿越	长白山峡谷浮石林景区-雪谷穿越、池南区老闻河遗址-雪山穿越	2%

数据来源：中国旅游研究院、开源证券研究所

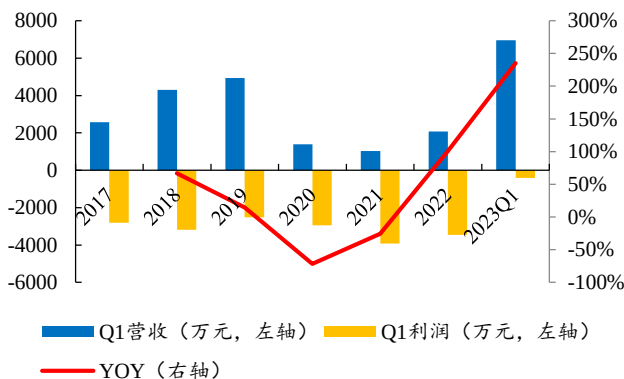
2023Q1 公司冰雪旅游步入收获期。根据马蜂窝，2023 年春节假期长白山位居小众旅游目的地榜首，2023Q1 国内旅游市场未全面复苏背景下，长白山主景区接待游客 19.37 万人，较 2019 年同期增长 14.41%，带动温泉、酒店等高附加值的休闲度假业态潜力释放，2023Q1 公司实现收入 6961 万元，较 2019 年同期增长 41.26%，利润端亏损大幅收窄至 414 万元，随未来新媒体渠道拓宽，长白山冬季冰雪旅游有望进一步向大众市场进发，随客流转化的营销成果将逐步兑现到报表端，公司营收淡旺季差异将进一步弥合。

图65：2023Q1 主景区客流超 2019 年同期 14.41%



数据来源：长白山管委会、开源证券研究所

图66：2023Q1 公司营收高增，利润端大幅减亏



数据来源：Wind、开源证券研究所

冰雪项目存量升级，“量体裁衣”形成差异化优势。公司持续推动西南坡林海雪原穿越、三坡野雪公园等自营试点项目提档升级，延伸项目经营范围，提升客群覆盖广度。项目运营上充分利用现有业务和生态资源，形成差异化同时有效缩短爬坡期。以野雪公园项目为例，长白山周边已开发多个以万达、鲁能为代表的规模较大、品牌优质、配套齐全的大众滑雪场，针对长白山域内大众滑雪市场红海现状，公司依托主景区稀缺资源，切入高端滑雪领域。滑野雪依赖苛刻山地条件和优质天然降雪，资源禀赋要求高，国内仅新疆阿泰勒、长白山区域有成熟开发条件，一方面长白山较新疆地区具备明显交通区位优势；另一方面，滑野雪落差大、难度高、体验好，面向具备一定驾驭高山野雪水平的单双板滑雪发烧友，市场定价相对较高，填补域内高端市场空白，较长白山域内成熟的大众滑雪场形成错位竞争优势。

表11：公司自营的三坡野雪公园具备一定错位竞争优势

经营主体	开放时间	滑雪场特点	门票体验价
北坡高山森林野雪公园	2019 年	面积约 20 万平方米，垂直落差 1000 米，野雪长度 7.5 公里，在世界野雪滑雪公园中位列前茅，是国内唯一每年雪期可持续至次年五月的野雪场，由雪地摩托负责全程滑雪运输。	1500 元以上（全程）
西坡国际天然野雪公园	2009 年	由雪地摩托负责全程滑雪运输，有五条自然雪道，其中最长的极限滑雪雪道长度达 7 公里，垂直落差 800 米	-

万达国际度假区	2016 年	雪场占地总面积 6.34 平方公里，总长度 30 公里，拥有 43 条雪道，9 条高级道，14 条中级道，20 条初级道，雪场可同时容纳 8000 人	550 元
鲁能胜地滑雪场	2016 年	雪道面积 30 公顷，共 9 条雪道，其中初级雪道 6 条，中级雪道 3 条；配备 2 条索道，3 条魔毯	225 元
和平滑雪场	2019 年	现有初、中、高级滑雪道六条，索道两条，公园专用压雪车 3 部，雪地摩托车 16 部，越野雪道一条	188 元

数据来源：长白山管委会、小红书、开源证券研究所

冰雪产业多点拓展，火山温泉部落二期增量可期。公司积极与周边林场洽谈合作，谋划推动长白山雪乡、冰雪运动主题公园，持续做大冰雪产业。同时，加快温泉部落二期项目建设，打造集观光度假、温泉养生、冰雪体验为一体的冰雪温泉旅游度假区，有望于 2024 年后梯次落地，提高公司收入规模及盈利水平。

火山温泉部落二期盈利测算：

收入方面：得益于一期项目已逐步构建火山温泉品牌心智，预计二期酒店爬坡期相对较短，假设第 4 年后进入常态化运营。二期酒店定位中端，预计包含 400 间客房，假设运营期内平均房价为 800 元，同时参考域内中低端酒店平均入住率，估算运营 1-4 年入住率分别为 40%/45%/50%/55%。参考现有酒店收入结构，预计二期餐饮、购物、演艺等大众消费业态收入占比在 40%左右。

利润方面：（1）由于预备费投运当年全额摊销，开业首年成本较高，常态年折旧摊销 2161 万元。（2）假设常态年职工薪酬为 920 万元。（3）假设年销售费用和管理费用分别为 350 和 700 万元。综合来看，预计酒店运营第 1-4 年贡献的收入分别为 6798/8168/9685/11044 万元，净利润分别为 264/2563/3528/4435 万元，有望直接提升公司盈利能力。

表12：定增项目火山温泉部落二期收入和盈利能力测算

	运营第一年	运营第二年	运营第三年	常态运营
客房数量（间）	400	400	400	400
平均房价（元/间）	800	800	800	800
入住率	40%	45%	50%	55%
客房收入（万元）	4672	5256	5840	6424
温泉收入（万元）	1226	1552	1927	2120
餐饮购物收入（万元）	800	1210	1728	2250
演艺收入（万元）	100	150	200	250
收入合计（万元）	6798	8168	9685	11044
营业成本（万元）	5647	3801	3941	4081
折旧摊销（万元）	4147	2161	2161	2161
职工薪酬（万元）	800	840	880	920
其他物料成本（万元）	700	800	900	1000
销售费用（万元）	300	350	350	350
管理费用（万元）	500	600	700	700
利润总额（万元）	352	3417	4704	5913
净利润（万元）	264	2563	3528	4435

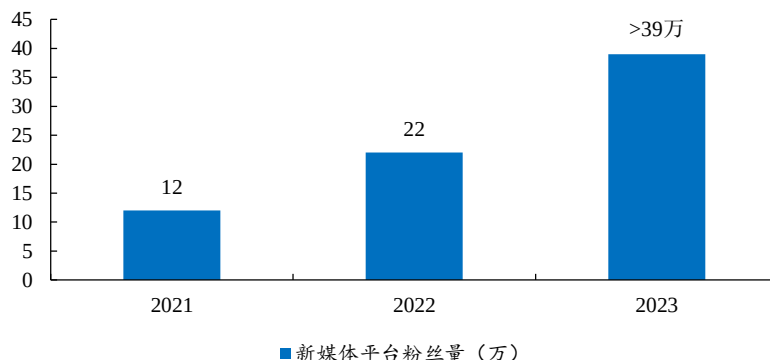
数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、引擎三：全渠道营销高效引流，IP 运营能力凸显

线上营销提质增效，实现多触点引流。公司积极借力新媒体，以内容营销扩大

品牌声量及影响力，已构建微信公众号、视频号、小红书、抖音、微博、快手全渠道内容媒体矩阵，在传统营销基础上聚焦兴趣圈层实现精准覆盖。2022 年内容媒体平台全年直播近百场，累计场观 500 多万人次，发布短视频作品 200 余条，播放总量 5000 万次，累计邀请 230 余位达人博主驻点体验推荐。2022 年新媒体平台粉丝总量突破 22 万，同比增长 82%，截止 2023 年 9 月 19 日，公司抖音+小红书+微博平台粉丝量平台官号粉丝总量已超过 39 万，较 2022 年大幅增长，其中重点布局抖音“视频+直播”内容营销，抖音平台官方号粉丝量已达 36.5 万。

图67：公司抖音+小红书+微博官号粉丝量超 39 万



数据来源：抖音、小红书、微博、开源证券研究所

明星体验项目打造成功，IP 运作能力显现。公司通过线下孵化打卡项目+线上深耕内容塑造核心 IP，开展旅游推荐官招募、短视频征集、旅游博主入驻等形式创造达人矩阵持续种草，并获取 KOL 背后高粘性的粉丝用户，连续两年成功打造盗墓笔记和雾凇漂流两个爆款 IP。其中，借势 IP 上，2021 年公司以经典 IP《盗墓笔记》小说主角故乡长白山为内容接口，强化与小说粉丝的情感链接，精准触达新人群，焕活客群结构，并成功邀请房琪、汪梦云等网红大 V 实地探访、采风宣传；自有 IP 上，2022 年依托周边景区重点打造的雾凇漂流项目，吸引李佳琪、小霸王等网红大 V 打卡种草，截止 7 月 26 日抖音“长白山雾凇漂流”话题量达 8024.3 万。

图68：公司构建场景化的新媒体营销矩阵



资料来源：抖音、公司公告、开源证券研究所

线下聚力圈层营销，持续赋能冰雪旅游。公司通过文旅推介会形式，不断加深与南方市场旅游行业协会、俱乐部、旅行社等组织合作，例如 2023 年管委会在上海落地文旅推广中心，并与白鹤、SNOW HERO 等 7 家滑雪俱乐部签署合作协议，强化在一线城市高端群体中的滑雪品牌认知度，精准获取高粘性冰雪旅游客群。

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

(1) 未来营收分拆预测：

客流假设：2023 年国内旅游行业强劲复苏，强 IP 的山岳型自然景区客流恢复情况良好。长期看，随外部陆空交通改善梯次落地、“冰雪+”产业布局完善等利好因素释放，有望驱动中长线游客向短途游、周末游转化，并加快导入南方冰雪旅游客群补足淡季客流缺口，主景区客流增长动力充足，我们假设 2023-2025 年长白山主景区客流分别为 270、290、313 万人。

旅游客运：景区北山门下移、城域交通布局深化，客运业务经营范围实现扩张，同时高铁开通带动北西景区客流分化，进一步抬高客单价，旅游客运业务将随主景区客流快速复苏持续贡献业绩弹性，预计 2023-2025 年增速分别为 249.04%、6.99%、8.1%。

温泉酒店：皇冠假日酒店定位高端、爬坡迅速，2023 年以来酒店业务进入量价齐升的上行通道。随公司持续推进全域、全季运营，“冰雪+温泉”一冷一热资源将充分赋能酒店休闲度假潜力释放，后续酒店业务有望成为营收主支撑力，预计 2023-2025 年营收增速分别为 106.18%、9.27%、7.63%。

旅行社：旅行社业务营收表现与景区景气度关联性较强，叠加 2022 年后积极转型高端定制化服务，随主景区经营表现不断向好，旅行社板块业绩将同步修复，我们预计 2023-2025 旅行社业务营收增速为 129.47%、16.94%、15%。

其他业务：其他业务主要包含特色农产品种植加工、停车场服务、加油站运营等，我们预计这些板块营收整体维持稳定。考虑到公司积极推动雪地摩托穿越、野雪公园、雪乡等冰雪项目落地，运营打法稳健，搭配出众的 IP 营销运作能力，有望在 2024 年冰雪季逐步进入商业化运营阶段，从小众玩法迈向大众市场，为公司注入远期成长动力，暂时将冰雪产业计入其他业务板块。综合来看，我们预计 2023-2025 年其他业务收入增速为 12.4%、89.33%、20.91%。

表13：2023-2025 年公司营业总营收增速分别为 197.74%/9.29%/12.1%

单位：万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收拆分						
总营收	14760	19254	19465	56853	62207	68321
YOY	-71.63%	33.57%	-19.14%	192.07%	9.42%	9.83%
毛利率	-18.63%	-8.50%	-9.94%	46.69%	48.87%	49.97%
旅游客运	10339	13224	12288	42888	45885	49764
YOY	-67.94%	27.90%	-7.08%	249.04%	6.99%	8.45%
毛利率	-3.06%	4.36%	-6.21%	54.92%	55.41%	58.00%
温泉酒店	3095	4317	5308	10945	11960	13420
YOY	-35.27%	39.46%	22.97%	106.18%	9.27%	12.21%
毛利率	-39.94%	-23.54%	-2.11%	34.13%	37.88%	39.81%
旅行社	235	232	757	1736	2030	2335
YOY	-91.11%	-1.44%	226.22%	129.47%	16.94%	15.00%
毛利率	45.99%	47.45%	76.17%	58.52%	58.13%	55.00%
其他业务	936	1329	1034	1162	2200	2480
YOY	-16.86%	41.92%	-22.19%	12.40%	89.33%	12.73%
毛利率	-47.74%	-162.47%	-192.88%	-158.18%	-56.36%	-55.81%
费用拆分						

单位：万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用	630	1022	754	1415	1650	1800
费用率	4.27%	5.31%	3.87%	2.49%	2.65%	2.66%
管理费用	3418	4095	4162	4331	4550	4600
费用率	23.16%	21.27%	21.38%	7.62%	7.31%	6.81%
财务费用	462	364	383	342	186	26
费用率	3.13%	1.89%	1.97%	0.60%	0.30%	0.04%

数据来源：Wind、开源证券研究所

综上，我们预计 2023-2025 年公司有望实现营业收入 5.69 亿元、6.22 亿元、6.83 亿元，同比增长 192.07%/9.42%/9.83%。

(2) 毛利率假设：公司旅游客运和酒店两大核心主业刚性成本占比较大，经营杠杆将收入改善放大并传导至利润端。疫情间公司勤修内功，推动单一观光业态向高附加值产品转化，同时轻资产管理输出进一步增厚利润，公司毛利率有望修复，预计 2023-2025 年整体毛利率分别为 46.69%/48.87%/49.97%。

费用假设：主业快速复苏下收入规模效应叠加成本精细化管理，销售/管理/财务费用率将获大幅改善。从绝对值看，随公司多元化经营稳步推进，管理费用将小幅提升并维持在合理区间，同时我们认为公司仍将深耕矩阵式营销获取新客，做大冰雪产业，营销投放费用将保持合理增长。

5.2、可比公司估值

公司是优质自然景区，转型一站式休闲度假目的地成长动力充足。短期来看，公司业绩复苏聚焦三大支撑力：（1）外部陆空交通改善红利释放，主景区客流有望再上台阶。（2）全域旅游布局下二消产品矩阵丰富，打通多日游市场，多维度提振暑期旺季营收。（3）温泉酒店板块培育成熟，弥补淡季经营差距，有望成为业绩主贡献点。

长期来看，基于外部交通改善、冰雪产品挖掘的旺季强化、淡季提升长期逻辑清晰：（1）2023-2025 年高速建成、高铁通车、机场扩建等陆空交通优化利好接续释放，持续带动主景区客流增长和客源结构优化。（2）冰雪产业开发、温泉部落二期项目建设稳步推进，有望享受冰雪旅游渗透率提升，打造“避暑+冰雪”双旺季。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 1.46/1.68/1.97 亿元，对应 EPS 为 0.55/0.63/0.74 元，当前股价对应 PE 为 24.6/21.4/18.3 倍。考虑到公司自然观光和高端休闲度假业态兼具，我们选取峨眉山 A、九华旅游、黄山旅游等山岳型景区，天目湖、君亭酒店等休闲度假布局企业作为可比公司。目前可比上市公司 2023 年平均 PE 为 27.2 倍，公司 2023 年 PE 为 24.6 倍，估值存在一定安全边际。中长期看，公司基于外部交通改善、景区内容挖掘打造“避暑+冰雪”旅游双旺季的长期逻辑清晰，二次成长空间充足，因此给予“买入”评级。

表14：相较于可比公司，公司估值存在一定安全边际

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE			评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
000888.SZ	峨眉山 A	9.93	0.55	0.62	0.73	18.1	16.0	13.6	未评级
603199.SH	九华旅游	29.20	1.63	1.94	2.12	17.9	15.1	13.8	未评级
600054.SH	黄山旅游	12.08	0.53	0.62	0.68	22.7	19.4	17.8	未评级
603136.SH	天目湖	21.00	0.97	1.23	1.44	21.7	17.1	14.6	未评级
002033.SZ	丽江股份	9.13	0.43	0.49	0.53	21.1	18.8	17.1	未评级
301073.SZ	君亭酒店	32.63	0.53	0.90	1.29	61.8	36.2	25.2	未评级

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

平均值						27.2	20.4	17.0	
603099.SH	长白山	13.51	0.55	0.63	0.74	24.6	21.4	18.3	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：峨眉山 A、九华旅游、黄山旅游、天目湖、丽江股份、君亭酒店盈利预测及估值数据均使用 Wind 一致预期）

6、风险提示

疫情、自然灾害等不可抗力；酒店项目建设不及预期；燃油价格变动风险；外部交通进展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	207	159	292	262	344
现金	118	67	197	216	237
应收票据及应收账款	65	55	0	0	0
其他应收款	4	9	30	12	34
预付账款	6	12	40	17	45
存货	11	11	20	12	22
其他流动资产	4	5	5	5	5
非流动资产	900	911	1981	2034	2119
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	613	606	1596	1667	1764
无形资产	179	179	191	185	181
其他非流动资产	108	126	194	181	174
资产总计	1107	1070	2272	2296	2463
流动负债	62	86	88	86	92
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9	21	0	0	0
其他流动负债	54	66	88	86	92
非流动负债	79	78	142	111	81
长期借款	75	75	139	108	79
其他非流动负债	4	3	3	3	3
负债合计	141	164	230	197	174
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	267	267	267	267	267
资本公积	286	286	286	286	286
留存收益	400	343	483	650	845
归属母公司股东权益	966	906	2042	2099	2289
负债和股东权益	1107	1070	2272	2296	2463

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-6	4	214	341	280
净利润	-52	-57	146	168	197
折旧摊销	59	54	84	126	139
财务费用	4	4	3	2	0
投资损失	-0	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-7	19	-20	44	-56
其他经营现金流	-9	-16	0	0	0
投资活动现金流	4	-48	-1153	-179	-224
资本支出	18	48	1153	179	225
长期投资	20	0	0	0	0
其他投资现金流	1	0	0	0	0
筹资活动现金流	-43	-6	79	-35	-29
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-5	-0	64	-31	-30
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-38	-6	15	-4	1
现金净增加额	-45	-50	-860	127	27

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	193	195	569	622	683
营业成本	209	214	303	318	342
营业税金及附加	4	4	10	16	17
营业费用	10	8	14	17	18
管理费用	41	42	43	46	46
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	4	4	3	2	0
资产减值损失	-2	0	0	0	0
其他收益	12	4	3	4	5
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-64	-73	197	228	265
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	-64	-74	198	229	266
所得税	-13	-17	51	61	69
净利润	-52	-57	146	168	197
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-52	-57	146	168	197
EBITDA	-4	-18	281	353	402
EPS(元)	-0.19	-0.22	0.55	0.63	0.74

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	30.4	1.1	192.1	9.4	9.8
营业利润(%)	6.5	-14.2	369.3	15.8	16.4
归属于母公司净利润(%)	7.5	-11.2	355.1	14.9	17.2
获利能力					
毛利率(%)	-8.3	-9.8	46.7	48.9	50.0
净利率(%)	-26.8	-29.5	25.7	27.1	28.9
ROE(%)	-5.3	-6.3	13.9	13.8	13.9
ROIC(%)	-4.8	-5.5	11.9	12.2	12.7
偿债能力					
资产负债率(%)	12.8	15.3	10.1	8.6	7.1
净负债比率(%)	-2.8	2.9	-1.9	-5.7	-8.4
流动比率	3.3	1.8	3.3	3.0	3.7
速动比率	3.0	1.5	2.6	2.6	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	3.0	3.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	15.2	14.7	29.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.19	-0.22	0.55	0.63	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	0.01	0.80	1.28	1.05
每股净资产(最新摊薄)	3.62	3.40	3.95	4.57	5.30
估值比率					
P/E	-69.8	-62.8	24.6	21.4	18.3
P/B	3.7	4.0	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	-830.5	-203.6	12.7	10.0	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn