

2023年10月22日

长白山 (603099.SH)

公司快报

旺季复苏业绩靓丽，冰雪项目有望逐步贡献增量

事件：公司发布 2023 年三季报。根据公告，23Q1-Q3 公司实现营业收入 4.97 亿元，同比增长 209.4%，恢复至 19 年同期的 129.1%，实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 693.3%，恢复至 19 年同期的 185.4%，实现扣非后归母净利润 1.5 亿元，同比增长 639.8%，恢复至 19 年同期的 185.2%，位于业绩预告区间中位数；单季度来看，23Q3 公司实现营业收入 3.29 亿元，同比增长 147.4%，恢复至 19 年同期的 128.5%，实现归母净利润 1.40 亿元，同比增长 202.3%，恢复至 19 年同期的 132%，实现扣非后归母净利润 1.39 亿元，同比增长 211.48%，恢复至 19 年同期的 132%。

投资要点

◆ **23Q1-Q3 客流稳步复苏，十一假期受天气影响增速放缓。**根据公告，23Q1-Q3/Q3 公司实现营业收入 4.97/3.29 亿元，分别同比增长 209.4%/147.4%，分别恢复至 2019 年同期的 129.1%/128.5%。根据长白山管委会数据统计，截至 2023 年 9 月 30 日，长白山主景区共接待游客 224.6 万人次，同比增长 255.3%，较 2019 年同期增长 7.5%。其中，2023Q3 长白山客流量为 158.5 万人次，同比增长 173.9%，恢复至 19 年同期的 106%。23Q1-Q3 客单价为 221 元，同比下降 13%，较 2019 年同期增长 20%，单 Q3 客单价为 208 元，同比下降 9%，较 2019 年同期增长 21.2%，今年中秋国庆假期期间，长白山景区共接待游客 16.65 万人次，同比增长 141.8%，较 2019 年同期下降 16.1%，主要系受天气影响，天池景区关闭。截至 10 月 6 日，2023 年长白山景区累计接待游客 236.68 万人次，同比增长 241.23%，较 2019 年同期增长 4.02%。

◆ **交通改善、拓展冰雪项目有望贡献业绩增量。**（1）2021 年 12 月高铁通车后带动客流稳步增长，2025 年沈白高铁建成通车后，北京至长白山最短运行时间压缩至 4 小时，将会进一步打通长白山与东北三省一区、京津冀等节点城市的快捷联系，显著提升长白山区域的进入效率和运输能力。同时，长白山机场扩建完工，航线加密、吞吐能力提升；（2）冰雪旅游步入快速增长阶段。同时，长白山拥有较好的粉雪资源，雪期长达 6 个月，雪质、雪量和雪期都处于较好水平，冰雪旅游仍有较大的发展和市场空间。根据公司公告，公司全资子公司长白山保护开发区易游旅游服务有限公司拟向吉林省长白山全季地形公园管理有限公司批量预购额度 300 万元的雪场门票，为雪季冰雪旅游产品做准备。

◆ **客流恢复叠加降本增效，公司净利率恢复较好。**2023Q1-Q3/Q3 公司毛利率为 50.44%/63.27%，同比增长 43.41pct/17.77pct，较 2019 年同期增长 9.42pct/3.92pct。费用端，2023Q2 整体费用率为 9.82%，同比下降 12.08pct，其中，销售费用率为 2.68%，同比下降 0.68%；管理费用率为 6.62%，同比下降 10.07pct；财务费用率为 0.53%，同比下降 1.32pct。净利润端，2023Q1-Q3/Q3 公司净利率为 30.49%/42.27%，同比增长 46.39pct/7.65pct，较 2019 年同期增长 9.18pct/1.09pct。

◆ **投资建议：**公司拥有天然优质景区资源，短期受益于暑期旺季、补偿性出游带动客流恢复，以及山下下移带来客单价提升。中长期来看，高铁开通叠加机场扩建有望贡献客流增量，同时公司持续拓展冰雪项目以及推进温泉部落二期项目，有望贡献

消费者服务 | 景区 III

增持-B(首次)

投资评级

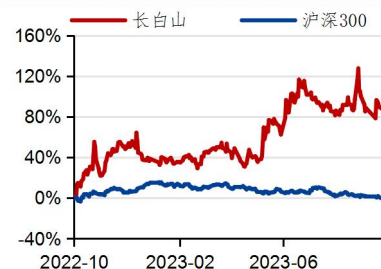
股价(2023-10-20)

12.81 元

交易数据

总市值（百万元）	3,416.04
流通市值（百万元）	3,416.04
总股本（百万股）	266.67
流通股本（百万股）	266.67
12 个月价格区间	15.28/7.08

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.95	-0.68	81.21
绝对收益	-10.36	-8.83	75.0

分析师

吴东炬

 SAC 执业证书编号：S0910523070002
 wudongju@huajinsec.cn

相关报告



业绩增量。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 6.01/6.66/7.66 亿元，同比增长 209%/10.8%/15%，归母净利润 1.61/1.86/2.15 亿元，同比增长 379.9%/15.6%/16.0%，对应 EPS 分别为 0.60/0.70/0.81 元，首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**宏观环境变化风险、恶劣天气增加风险、车票及供热等收费标准受限制的风险、行业竞争加剧风险、经营许可证无法延展等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	193	195	601	666	766
YoY(%)	30.4	1.1	209.0	10.8	15.0
净利润(百万元)	-52	-57	161	186	215
YoY(%)	7.5	-11.2	379.9	15.6	16.0
毛利率(%)	-8.3	-9.8	45.0	45.8	46.1
EPS(摊薄/元)	-0.19	-0.22	0.60	0.70	0.81
ROE(%)	-5.3	-6.3	15.1	14.9	14.7
P/E(倍)	-66.2	-59.5	21.3	18.4	15.9
P/B(倍)	3.5	3.8	3.2	2.7	2.3
净利率(%)	-26.8	-29.5	26.7	27.9	28.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) 旅游客运收入：(1) 客流方面，考虑到短期国内旅游强势复苏，中长期高铁开通叠加机场扩建有望贡献客流增量，我们预测 2023-2025 年长白山主景区客流分别为 260/299/347 万人；(2) 价格方面，2022 年北山门下移，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，进一步提升客单价。综合来看，我们预计 2023-2025 年公司旅游客运营收同比增速分别为 277.11%、11%、15%，毛利率分别为 55%、56%、56%。
- (2) 酒店：包括运营皇冠假日自建酒店以及托管蓝景国际温泉酒店。考虑到公司酒店业务依托得天独厚的生态资源和区位优势，以及 25 年温泉部落二期建设完工，我们预计 2023-2025 年酒店业务营收同比增速分别为 100%、10%、15%，毛利率分别为 7%、8%、9%。
- (3) 旅行社收入：主打长白山区域旅游，主要从事生态观光、运动旅游、会议旅游、户外旅游、研学旅游、红色旅游等传统旅游项目。考虑到出行放开后，长白山客流量恢复较好，截至 10 月 6 日，长白山累计接待游客较 2019 年同期增长 4.02%，我们预计 2023-2025 年旅行社业务营收同比增速分别为 160%、10%、16%，毛利率分别为 57%、58%、58%。

表 1：公司主营业务拆分（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
旅游客运收入					
收入	132.24	122.88	463.40	514.37	591.53
YOY	27.90%	-7.08%	277.11%	11.00%	15.00%
毛利率(%)	4.36%	-6.21%	55%	56%	56%
酒店					
收入	43.17	53.08	106.16	116.78	134.29
YOY	39.48%	22.96%	100%	10%	15%
毛利率(%)	-23.54%	-2.11%	7%	8%	9%
旅行社收入					
收入	2.32	7.57	19.7	21.65	25.11
YOY	-1.28%	226.29%	160%	10%	16%
毛利率(%)	47.45%	76.17%	57%	58%	58%
企业管理					
收入	0.71				
YOY	36.54%				
毛利率(%)	-2.9507				
业务收入比例(%)	0.37%				
其他					
收入	13.29	10.34	11.37	12.63	14.27
YOY	41.99%	-22.20%	10%	11%	13%

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
非主营业务					
收入	0.81	0.78	0.82	0.87	0.91
YOY	-21.22%	-3.00%	5%	5%	5%
总营业收入	192.54	194.65	601.44	666.29	766.11
YOY	30.45%	1.10%	209.0%	10.8%	15.0%
毛利率	-8.30%	-9.78%	44.97%	45.80%	46.10%

资料来源: Wind, 公司公告, 华金证券研究所

二、可比公司估值

公司为吉林省旅游产业龙头企业, 主营业务包括旅游客运、旅行社、温泉酒店业务。为便于对比分析, 我们选取业务内容相似的上市公司峨眉山 A (主要业务涵盖峨眉山游门票服务、上山索道和酒店经营以及相应的旅游商务营业活动等)、天目湖 (主要业务涵盖旅游景区规划建设、经营管理和旅行社服务等业务)、黄山旅游 (主要业务涵盖景区、索道、酒店、旅行社、徽菜餐厅五大传统优势业务)、丽江股份 (主要业务涵盖雪山旅游索道、五星级度假酒店、国际旅行社、旅游演艺等多项旅游业务)、九华旅游 (主要业务涵盖酒店业务、索道缆车业务、旅游客运业务及旅行社业务等) 作为可比公司, 进行估值对比。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000888.SZ	峨眉山 A	48	(1.46)	2.96	3.31	3.87	16.22	14.50	12.39
603136.SH	天目湖	34	0.20	1.80	2.28	2.68	18.94	14.95	12.73
600054.SH	黄山旅游	80	(1.32)	3.96	4.64	5.08	20.21	17.28	15.76
002033.SZ	丽江股份	45	0.04	2.44	2.76	3.04	18.43	16.30	14.83
603199.SH	九华旅游	29	(0.14)	1.80	2.14	2.35	15.83	13.30	12.15
	平均	-	-	2.59	3.03	3.40	17.93	15.27	13.57
603099.SH	长白山	34	(0.57)	1.61	1.86	2.15	21.3	18.4	15.9

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截至日期 2023 年 10 月 20 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	207	159	320	508	710
现金	118	67	151	389	500
应收票据及应收账款	65	55	65	68	85
预付账款	6	12	43	18	52
存货	11	11	23	14	28
其他流动资产	8	14	37	18	44
非流动资产	900	911	926	927	962
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	613	606	620	634	676
无形资产	179	179	175	170	166
其他非流动资产	108	126	131	123	121
资产总计	1107	1070	1245	1434	1672
流动负债	62	86	90	88	104
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	9	21	25	25	32
其他流动负债	54	66	66	63	73
非流动负债	79	78	88	97	103
长期借款	75	75	85	94	100
其他非流动负债	4	3	3	3	3
负债合计	141	164	178	185	208
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	497	681	894
归属母公司股东权益	966	906	1067	1250	1464
负债和股东权益	1107	1070	1245	1434	1672

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-6	4	136	275	189
净利润	-52	-57	161	186	215
折旧摊销	59	54	49	53	57
财务费用	4	4	-8	-9	-6
投资损失	-0	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-7	19	-66	46	-76
其他经营现金流	-9	-16	0	0	-0
投资活动现金流	4	-48	-63	-54	-92
筹资活动现金流	-43	-6	12	17	14
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.19	-0.22	0.60	0.70	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	0.01	0.51	1.03	0.71
每股净资产(最新摊薄)	3.62	3.40	4.00	4.69	5.49

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	193	195	601	666	766
营业成本	209	214	331	361	413
营业税金及附加	4	4	11	13	16
营业费用	10	8	18	19	19
管理费用	41	42	39	43	44
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	4	4	-8	-9	-6
资产减值损失	-2	-1	-4	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-64	-73	206	235	274
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	-64	-74	206	235	274
所得税	-13	-17	45	49	59
税后利润	-52	-57	161	186	215
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-52	-57	161	186	215
EBITDA	-4	-18	255	283	320

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	30.4	1.1	209.0	10.8	15.0
营业利润(%)	6.5	-14.2	382.1	14.0	16.7
归属于母公司净利润(%)	7.5	-11.2	379.9	15.6	16.0
获利能力					
毛利率(%)	-8.3	-9.8	45.0	45.8	46.1
净利率(%)	-26.8	-29.5	26.7	27.9	28.1
ROE(%)	-5.3	-6.3	15.1	14.9	14.7
ROIC(%)	-4.8	-5.5	13.8	13.4	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	12.8	15.3	14.3	12.9	12.4
流动比率	3.3	1.8	3.5	5.8	6.8
速动比率	3.0	1.5	2.8	5.4	6.0
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.0	3.3	10.0	10.0	10.0
应付账款周转率	15.2	14.7	14.7	14.7	14.7
估值比率					
P/E	-66.2	-59.5	21.3	18.4	15.9
P/B	3.5	3.8	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	-786.8	-193.0	13.2	11.1	9.5

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn