

# 长白山 (603099.SH)

## 前三季度净利润显著超 2019 年，积极布局淡季冰雪旅游市场

**增持**

### 核心观点

**长白山：避暑&冰雪景区龙头，公司享景区独家客运权，季节性明显。**长白山为稀缺的避暑&冰雪山岳型上市公司，实控人为长白山国资委，拥有景区 20 年旅游客运业务独家经营权与聚龙温泉独家开采权，主营游客运营、酒店、旅行社等业务，2019 年公司游客运营占近 7 成。2019 年景区接待游客约 251 万人次，其中 6-10 月占全年 80.4%；2019 年公司收入/归母净利润各 4.7/0.75 亿元，其中 Q3 盈利 1.1 亿元，Q2/Q4 基本盈亏平衡，Q1 亏损约 2500 万元。

**前三季度净利润显著超 2019 年同期。**前三季度公司收入 4.97 亿元，归母净利润 1.51 亿元，较 2019 年同期各增长 29%、85%；其中 Q1-3 收入分别增长 41%/23%/29%，Q1 显著减亏/Q2 盈利 1639 万元/Q3 盈利 1.4 亿元。前三季度毛利率/净利率较疫前各增 9pct，刚性成本特点及精细化管理下盈利明显改善。

**前三季度景区量价齐升，人均客单价增长显著。**前三季度，长白山景区接待游客比 2019 年同期增长 9%，其中 Q1 在冰雪旅游驱动低基数下增长 41%，Q2/Q3 各增长 10%/6%、相对平稳。从客单价看，前三季度公司人均客单价较 2019 年同期增长 18%，其中 Q1-3 各为持平/+12%/+21%。其中，2022 年 2 月北山门下架，公司新增集散中心-北坡山门班线（票价 35 元），带动旅游客运客单价提升，同时景区外包车业务（预计客单约 700 元）占比增长也有所助力。此外，酒店板块翻倍增长，上半年酒店收入 4909 万元，净利润为 976 万元，较 2019 年全年各 4846 万元、138 万元增长明显，房价及入住率提升推动。

**政策支持旅游产业，外部交通优化，内部积极打造冰雪项目，有望淡季不淡。**一方面，政府支持旅游持续发展，结合《吉林省旅游万亿级产业攻坚行动方案（2023—2025 年）》，预计 2023-2025 年全省旅游业年均增速 20%+，且鼓励打造 100 亿+市值旅游上市公司。同时，长白山交通约束正逐步打开，其中长白山机场二期逐步投用、沈白高铁计划 2025 年竣工通车，有望支撑周末休闲及远途游客增长。此外，为补充淡季客流，公司积极把握冰雪季，扩容冰雪项目、温泉部落二期定增项目正有序推进。中线来看，主景区项目挖潜以及政府支持&依托上市平台，区域景区资源未来有望加速整合提升。

**风险提示：**恶劣天气扰动经营，新项目不及预期，交通改善效果不及预期等。

**投资建议：**预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.5/1.8/2.1 亿元，对应 PE 为 25/22/19x。公司卡位长白山旅游客运，前三季度净利润大幅超疫前，盈利能力改善显著，主观经营动能突出；后续交通改善及内外景区资源持续整合有望支撑成长。综合当前估值，首次覆盖给予“增持”。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2021   | 2022   | 2023E   | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|---------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 193    | 195    | 597     | 684   | 766   |
| (+/-%)       | 30.4%  | 1.1%   | 206.6%  | 14.7% | 11.9% |
| 净利润(百万元)     | -52    | -57    | 154     | 180   | 207   |
| (+/-%)       | -7.5%  | 11.2%  | -368.2% | 17.3% | 14.9% |
| 每股收益(元)      | -0.19  | -0.22  | 0.58    | 0.68  | 0.78  |
| EBIT Margin  | -37.2% | -37.3% | 33.6%   | 34.5% | 35.0% |
| 净资产收益率 (ROE) | -5.3%  | -6.3%  | 15.2%   | 15.8% | 16.1% |
| 市盈率 (PE)     | -75.9  | -68.3  | 25.5    | 21.7  | 18.9  |
| EV/EBITDA    | -265.8 | -194.3 | 15.2    | 13.3  | 12.0  |
| 市净率 (PB)     | 4.06   | 4.33   | 3.87    | 3.44  | 3.05  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 社会服务·旅游及景区

|                                                                               |                                                                              |
|-------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| <b>证券分析师：曾光</b><br>0755-82150809<br>zengguang@guosen.com.cn<br>S0980511040003 | <b>证券分析师：钟潇</b><br>0755-82132098<br>zhongxia@guosen.com.cn<br>S0980513100003 |
| <b>证券分析师：张鲁</b><br>010-88005377<br>zhanglu5@guosen.com.cn<br>S0980521120002   | <b>联系人：杨玉莹</b><br>0755-81982942<br>yangyuying@guosen.com.cn                  |

#### 基础数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 投资评级        | 增持(首次评级)      |
| 合理估值        |               |
| 收盘价         | 14.70 元       |
| 总市值/流通市值    | 3920/3920 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 16.60/7.22 元  |
| 近 3 个月日均成交额 | 80.31 百万元     |

#### 市场走势



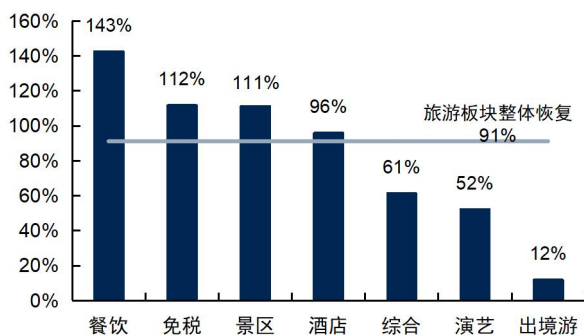
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 旅游行业趋势：今年以来，补偿性需求释放，景区板块表现领先

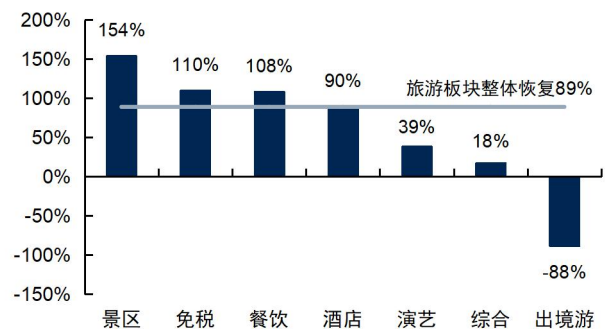
今年以来，景区板块收入、归母净利润恢复超疫前，表现相对领先。今年上半年旅游各子板块营收较 2019 年恢复情况对比，A 股餐饮（+43%）>免税（+12%）>景区（+11%）>酒店（-4%）>综合（-39%）>演艺（-48%）>出境游（-88%）；归母净利润恢复情况：景区（+54%）>免税（+10%）>餐饮（+8%）>酒店（-10%）>演艺（-61%）>综合（-82%）>出境游（-188%），其中景区板块归母净利润较 2019 年同期增长超 50%，表现最突出，依托出游补偿性需求释放和景区龙头项目扩张，整体收入恢复超疫前。

图1：A 股旅游各板块 2023H1 收入较 2019H1 恢复情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：各板块 2023H1 归母净利润较 2019H1 恢复情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

从公司业绩层面看，名山大川类自然景区表现突出。上半年名山大川类景区表现突出，但伴随报复性需求逐步释放、且一季度相对低基数，二季度较 2019 年同期增速普遍放缓，其中长白山相对领衔。

表1：景区公司上半年归母净利润表现

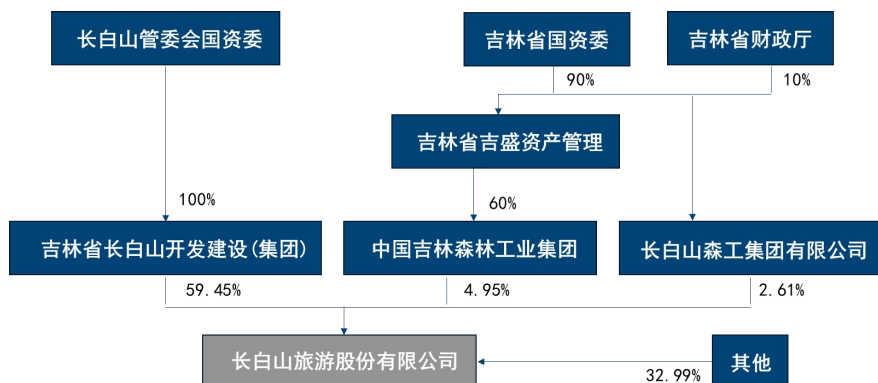
| 公司名称       | 最新市值<br>亿元 | 归母净利润（百万元）  |          |            |            |           |           |            |             |             |
|------------|------------|-------------|----------|------------|------------|-----------|-----------|------------|-------------|-------------|
|            |            | 2019Q1      | 2019Q2   | 2019H1     | 2023Q1     | 2023Q2    | 2023H1    | 23Q1vs19Q1 | 23Q2vs19Q2  | 23H1vs19H1  |
| 三特索道       | 23         | (39)        | 2        | -37        | 29         | 22        | 51        | 174%       | 1137%       | 237%        |
| <b>长白山</b> | <b>35</b>  | <b>(25)</b> | <b>2</b> | <b>-23</b> | <b>(4)</b> | <b>16</b> | <b>12</b> | <b>84%</b> | <b>905%</b> | <b>152%</b> |
| 峨眉山 A      | 47         | 19          | 58       | 77         | 70         | 75        | 146       | 262%       | 31%         | 89%         |
| 九华旅游       | 28         | 39          | 42       | 81         | 62         | 49        | 111       | 60%        | 18%         | 38%         |
| 丽江旅游       | 45         | 35          | 63       | 98         | 55         | 66        | 121       | 56%        | 5%          | 23%         |
| 黄山旅游       | 66         | 24          | 145      | 168        | 65         | 135       | 200       | 174%       | -6%         | 19%         |
| 天目湖        | 34         | 15          | 39       | 54         | 19         | 43        | 62        | 28%        | 12%         | 16%         |
| 宋城演艺       | 272        | 370         | 415      | 785        | 60         | 242       | 303       | -84%       | -42%        | -61%        |
| 中青旅        | 74         | 64          | 318      | 382        | (5)        | 111       | 106       | -107%      | -65%        | -72%        |
| 曲江文旅       | 33         | 31          | 34       | 65         | 9          | 4         | 13        | -70%       | -89%        | -80%        |
| 桂林旅游       | 30         | (2)         | 12       | 10         | (13)       | 13        | 1         | 542%       | 12%         | -92%        |
| 云南旅游       | 53         | (21)        | 56       | 35         | (21)       | (42)      | (63)      | 1%         | -175%       | -280%       |
| 张家界        | 25         | (8)         | 17       | 8          | (30)       | (11)      | (41)      | 262%       | -166%       | -597%       |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 长白山：三季度利润较 2019 年高增长，量价齐升

长白山：避暑&冰雪景区龙头，公司享景区独家客运权。长白山景区地处吉林省东南部，拥有独特植被垂直景观及火山地貌景观，曾先后被确定为首批国家级自然保护区、首批国家 5A 级旅游景区。长白山为稀缺的避暑&冰雪山岳型上市公司，实控人为长白山国资委，拥有景区 20 年旅游客运业务独家经营权与聚龙温泉独家开采权，主营游客运营、酒店、旅行社等业务，2019 年公司游客运营占近 7 成。

图3：长白山股权结构（截止至 2023Q3 末）



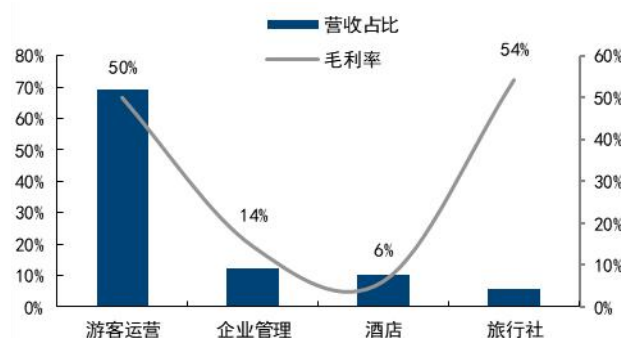
资料来源：wind、爱企查、国信证券经济研究所整理

图4：长白山疫情前收入情况（单位：万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

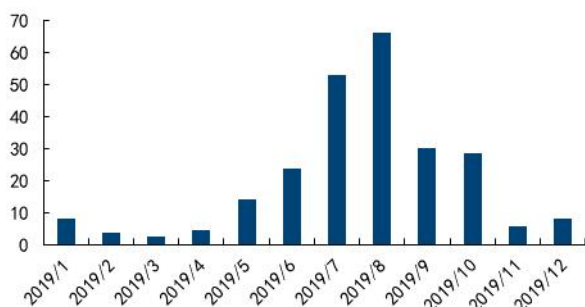
图5：长白山 2019 年收入占比及对应毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

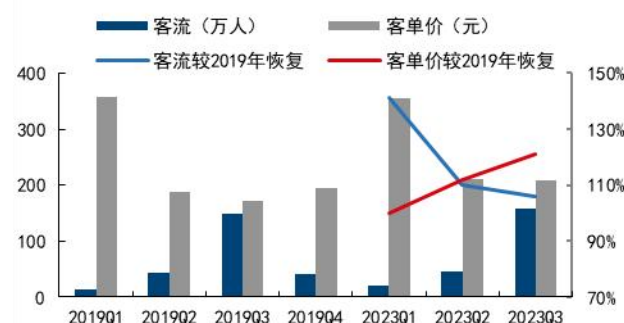
**季节性特征突出，避暑胜地支撑三季度客流旺季。**长白山具有明显的季节性特征，“旺一季淡三季”。2019 年，景区共接待游客约 251 万人次，其中 6-10 月客流量占全年 80.4%。从业绩层面看，2019Q1-Q4 公司营收分别占比 11%/17%/55%/17%，其中 Q3 贡献主要利润，Q2/Q4 基本处于盈亏上下，Q1 亏损 2500+万元。

图6: 长白山景区 2019 年月度客流情况 (万人)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 长白山景区今年以来客流及公司客单价恢复季度表现



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

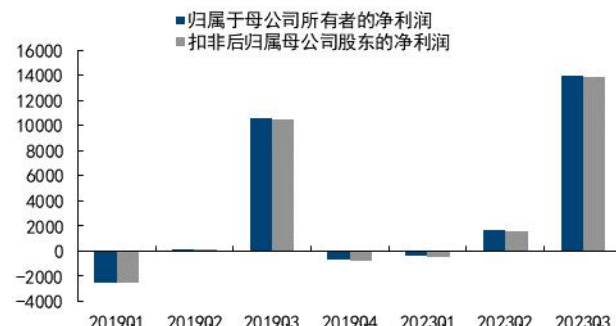
今年以来较疫前恢复突出, 三季度旺季高基数仍实现较快增长。2023 年前三季度, 长白山累计实现收入 4.97 亿元, 较 2019 年同期+29%; 归母净利润 1.51 亿元, 较 2019 年同期+85%, 此前预告为 1.47-1.57 亿元; 扣非归母净利润 1.50 亿元, 较 2019 年同期+85%, 此前预告为 1.46-1.56 亿元, 均处于业绩预告中值。单 Q3, 公司实现收入 3.30 亿元, 较 19Q3+29% (Q1/Q2 各为+41%/+23%); 归母及扣非净利润均为 1.39 亿元, 归母净利润较 19Q3+32% (Q1 显著减亏, Q2+905%), 整体恢复亮眼。

图8: 公司 2023 年以来营收 (万元) 及较 2019 年恢复



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司 2023 年以来归母及扣非利润 (万元)

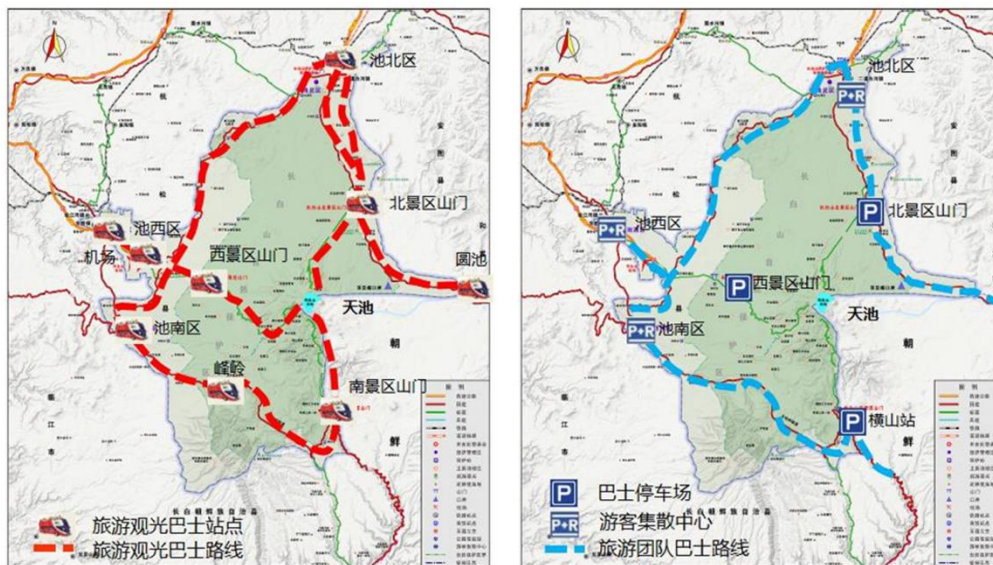


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 分业务看, 预计旅游客运人均贡献提振与酒店收入驱动为核心:

1) 游客运营: 景区年初至 10 月累计客流平稳增长, 山门下移及交通改善有望助力客单价大幅提升。前三季度, 公司旅游客运收入预计实现较快增长, 其中量的角度: Q1-3 客流量较 2019 年同期分别增长 41%/10%/6%, 其中一季度冰雪热带动客流低基数下增长显著, Q2/3 有所放缓; 尽管暑期台风、国庆降雪封山等影响, 但全年累计仍实现正增长, 截至 10 月 6 日, 主景区共接待游客 237.06 万人次, 比 2019 年同期增长 4.2%, 预计 2021 年底通车的敦白高铁客流也有所释放。价的角度: 考虑 2021 年 8 月长白山北景区游客集散中心启用, 2022 年 2 月 25 日北景区山门功能下移至集散中心, 公司新增集散中心-北坡山门班线客运业务 (票价为 35 元), 助力客单价提升; 另一方面公司新增景区外包车业务, 提振人均贡献。

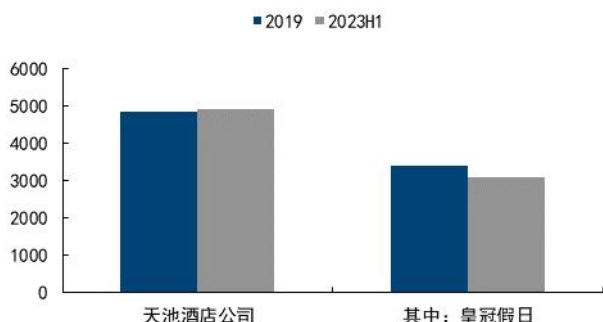
图10: 长白山景区巴士图



资料来源: 长白山交通运输十四五规划、国信证券经济研究所整理

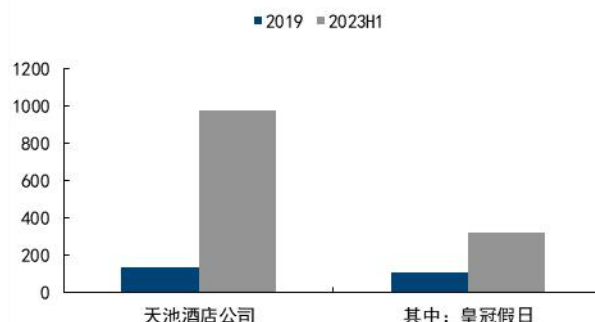
- 2) **酒店:** 酒店业务轻重并举发展, 上半年收入和利润贡献超 2019 年全年。公司目前自营皇冠假日酒店(由洲际委管), 贡献主要利润; 同时托管蓝景国际生态中心、松桦林墅、长白山大厦。一季度冰雪季火热, 且皇冠假日酒店本身配套温泉配套, 入住率及平均房价涨幅明显。2023H1 酒店板块收入实现 4909 万元、净利润为 976 万元, 对比 2019 年全年收入 4846 万元、净利润 138 万元增长明显。
- 3) **其他:** 旅行社业务预计较疫前仍有缺口, 考虑出入境客流尚处于渐进恢复。

图11: 公司酒店业务收入(万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

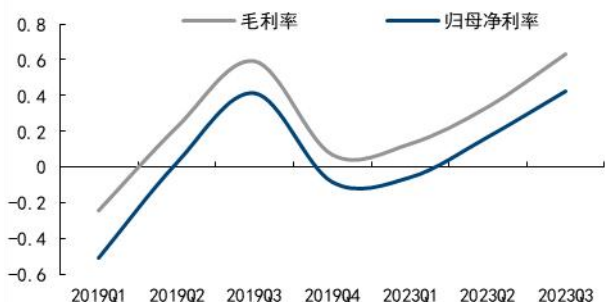
图12: 公司酒店业务净利润(万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

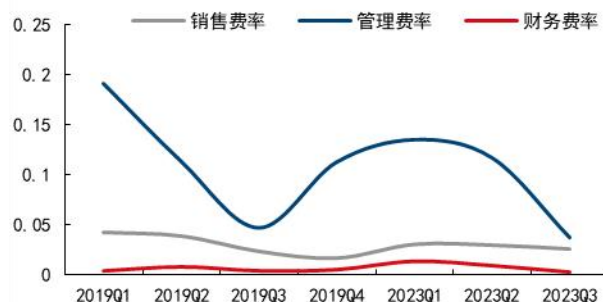
**财务分析: 刚性成本特点及精细化管理下盈利明显改善。**与疫前相比, 公司前三季度毛利率较 2019 年同期增加 9.4pct, 刚性成本效应显著; 其中 Q1-3 毛利率各增加 37.2/11.5/3.9pct, 淡季盈利改善效果明显。前三季度公司期间费用率较 2019 年同期下降 1.4pct, 其中管理费率改善突出、下降 1.2pct, Q1-3 分别 -5.6/+0.4/-1.0pct。最终前三季度归母净利率实现 30.5%, 较 2019 年同期增加 9.2pct, 其中三季度旺季已达到 42.1%。

图13: 公司毛利率和归母净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 未来展望：政策支持、交通优化、冰雪扩容，有望淡季不淡

**一看政策支持当地旅游发展。**结合近日《吉林省旅游万亿级产业攻坚行动方案（2023—2025 年）》：到 2023 年年底，全省旅游业发展全面超越疫情前水平，旅游总收入达到 5000 亿元，接待国内外游客超 2.5 亿人次，分别同比增长 224%、117%；到 2025 年，旅游总收入达到 7200 亿元，接待国内外游客达到 4 亿人次，年均增速均达到 20%以上，并力争 5 年内实现旅游万亿级产业目标，其中冰雪产业规模达到 5000 亿元。

表2: 《吉林省旅游万亿级产业攻坚行动方案（2023—2025 年）》部分内容节选

| 重点行动     | 内容                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行动目标     | 到 2023 年年底，全省旅游业发展全面超越疫情前水平，旅游总收入达到 5000 亿元，接待国内外游客超 2.5 亿人次，分别同比增长 224%、117%； <b>到 2025 年，旅游总收入达到 7200 亿元，接待国内外游客达到 4 亿人次，年均增速均达到 20%以上。</b> 入境旅游收入、接待入境游客数量年均增速分别达到 190%、90%以上；过夜游客占比 42%以上。力争 5 年内实现旅游万亿级产业目标，全省形成冰雪旅游、冰雪文化、冰雪装备等冰雪产业集群，规模达到 5000 亿元                                |
| 市场主体壮大行动 | 主营旅游业务的企业年营业收入首次超过 10 亿元、5 亿元、1 亿元的，分别给予一次性奖补 200 万元、100 万元、50 万元。对符合条件的新上市旅游企业分阶段或一次性给予不超过 1000 万元的奖补。 <b>市值首次超过 100 亿元的上市旅游企业，给予一次性奖励 500 万元。</b>                                                                                                                                    |
| 交通便利化行动  | 推进县城区、干线公路到重点旅游景区的旅游公路建设，实现二级公路全覆盖。推进客运班线公交化改造和景区直通车发展，对开通“车票+门票”的直通车，给予门票优惠政策。 <b>长春、吉林、通化、白山、延边等滑雪度假目的地开通火车站—雪场、机场—雪场公交专线。拓展机场、车站、重点景区汽车租赁业务。</b>                                                                                                                                    |
| 航空服务提升行动 | <b>航线开发培育以市场行为为主，省财政单独安排资金，对我省新开通至旅游潜在客源地和产业发展创新重要合作地航线给予支持。</b> 对重点国际航线开发培育和新引进基地航空公司等所需资金由省、市（州）财政按照 1:1 的比例共担。对新引进的基地航空公司在办公用地、人才引入等方面制定相关政策。对机场所在地（除长春外）给予政策倾斜，对吞吐量达到 30 万人、50 万人和 100 万人以上，且游客占比超过 70%的支线机场，每年分别给予最高 400 万元、600 万元和 800 万元资金扶持。各机场所在地政府出台航线补贴管理办法，积极保障航线开发培育所需资金。 |

资料来源: 《吉林省旅游万亿级产业攻坚行动方案（2023—2025 年）》、国信证券经济研究所整理

**二看交通约束逐步解除，助力周边及远途游客增长。**长白山现有航空、铁路和公路三种交通方式抵达，从客源地看东北地区主导，2019 年占比 42%，后续交通改善有望进一步激发东三省游客潜力且延伸至京津冀甚至更远途地区。2021 年底敦白高铁开通大幅缩短了北京、辽宁、黑龙江等地区至长白山的出行时间；此外，根据《长白山交通运输十四五规划》，沈白高铁计划 2025 年竣工通车，届时北京到长白山的旅行时间预计缩短到 4 个小时，沈阳到长白山旅行时间预计缩短到 1.5 小时，有望打开周末休闲游市场，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。后续若再联通京沈高铁，有望进一步打开客源空间。航空方面，

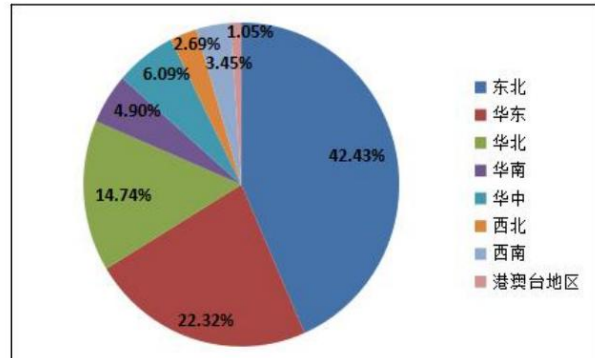
长白山机场是长白山内唯一的机场，二期扩建工程逐步投用，完全建成后机场旅客保障能力有望提升至 180 万人次，伴随航线扩容，有望支撑远途游客增长。

图15: 敦白高铁与沈白高铁示意图



资料来源: 百度地图、国信证券经济研究所整理

图16: 长白山 2019 年国内客源构成图



资料来源: 长白山交通运输十四五规划、国信证券经济研究所整理

**三看公司整合景区资源。一是扩容冰雪及温泉项目补充淡季客流。**事实上，公司 Q3 旺季客流增长相对平稳，公司通过分时预约等科学安排游客进出；但冬季客流及客单均仍有较大挖潜空间。考虑到与瑞士、加拿大一样，同处世界著名的“冰雪黄金纬度带”、雪期长达 6 个月，公司积极挖掘冰雪资源，预计通过上新雪地摩托穿越、野雪项目等，提振淡季客流量。

此外，公司此前于 2022 年 4 月发布非公开发行预案，拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行不超过 8000.1 万股（含本数）股票，募集资金不超过人民币 5 亿元（含本数），发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%。募集资金拟用于火山温泉部落二期、提升旅游交通设备及补充流动资金；其中温泉部落二期拟打造为一站式旅游综合度假区，定位为中档、满足大众消费，项目建成后，预计年游客接待能力约 99.9 万人次；此外，项目拟购置旅游车辆 194 辆，满足北景区山门下移和周边景区景点旅游班线运力需求。

表3: 拟定增项目资金用途（单位：万元）

| 序号 | 项目名称          | 总投资额      | 拟使用募集资金   |
|----|---------------|-----------|-----------|
| 1  | 长白山火山温泉部落二期   | 53,648.92 | 35,000.00 |
| 2  | 长白山旅游交通设备提升项目 | 11,391.63 | 10,000.00 |
| 3  | 补充流动资金        | 5,000.00  | 5,000.00  |
| 合计 |               | 70,040.55 | 50,000.00 |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**二是优化存量景区微循环线路、托管周边景区实现相互引流。**考虑长白山景区三门进山，目前北景区客流仍主导，后续伴随景点进一步开发、内部线路优化，预计有望带来增量贡献。此外，公司有望联动周边景区，如松花江等（目前已负责景区托管运营），一方面有望贡献托管费用；另一方面景区间有望相互引流，进一步助力服务人次增长。

**综合来看，政策支持旅游产业，外部交通优化，内部积极打造冰雪项目，有望淡季不淡。**一方面，政府支持当地冰雪旅游持续发展。同时，长白山交通约束正逐步打开，其中长白山机场二期逐步投用、沈白高铁计划 2025 年竣工通车，有望支撑远途及周末休闲游客增长。此外，为补充淡季客流，公司积极把握冰雪季，扩容冰雪项目、温泉部落二期定增项目正有序推进。**中线来看，主景区项目挖潜以**

及政府支持&依托上市平台，区域景区资源未来有望加速整合提升。

### 投资建议：公司积极把握避暑与冰雪休闲，资源整合中线可期

综合以上分析，我们预测公司各项业务情况如下：

1) **游客运营业务**：伴随山门下移增加班线及景区外包车业务拓展，客单价有望较疫情前显著提升，结合累计游客量稳健增长，预计 2023 年该业务收入有望超 2019 年 44%；2024-2025 年伴随量价增长恢复平稳，冰雪季产品有望吸引增量客流并提高整体客单价，预计同比增速分别为 15.5%/12.3%。

2) **酒店业务**：考虑 2023 年核心酒店皇冠假日 OCC 与 ADR 提升显著，酒店业务有望较 2019 年翻倍式增长；且当前全年 OCC 仍有提升空间，后续若淡季市场逐步挖潜有望进一步提升酒店入住率；公司温泉项目及委托管理输出也有望贡献增量。预计 2024-2025 年收入同比增速分别为 13.5%/12.0%。

3) **其他业务**：旅行社方面，伴随出入境人数恢复，以及旅行社打包产品逐步完善，预计旅行社业务有望稳步恢复；企业管理方面，公司托管景区收取相关托管费用，预计体量相对不大。

整体来看，预计 2023-2025 年公司营业收入实现 6.0/6.8/7.7 亿元，同比分别增长 28%/15%/12%（其中 2023 年为较 2019 年增速）；刚性成本属性及公司精益化管理综合影响，公司毛利率预计在 45-47%、呈逐步上行趋势。

表4：长白山盈利预测拆分（单位：百万元）

|              | 2017   | 2018    | 2019    | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>营业总收入</b> | 389    | 464     | 467     | 597    | 684    | 766    |
| YOY          | 26.6%  | 19.4%   | 0.7%    | 27.7%  | 14.7%  | 11.9%  |
| <b>毛利率</b>   | 38.5%  | 34.4%   | 35.1%   | 45.4%  | 45.8%  | 46.1%  |
| <b>游客运营</b>  | 300    | 323     | 323     | 464    | 536    | 602    |
| YOY          | 3.5%   | 7.6%    | -0.1%   | 43.8%  | 15.5%  | 12.3%  |
| <b>毛利率</b>   | 51.1%  | 49.6%   | 49.9%   | 54.7%  | 54.8%  | 54.9%  |
| <b>酒店</b>    | 37     | 46      | 48      | 111    | 126    | 141    |
| YOY          | 0.0%   | 25.8%   | 3.4%    | 132.0% | 13.5%  | 12.0%  |
| <b>毛利率</b>   | -32.8% | 2.4%    | 6.1%    | 15.3%  | 15.5%  | 15.7%  |
| <b>旅行社</b>   | 14     | 25      | 26      | 11     | 11     | 12     |
| YOY          | 167.3% | 86.0%   | 4.1%    | -60.0% | 5.0%   | 5.0%   |
| <b>毛利率</b>   | 62.3%  | 56.2%   | 54.1%   | 45.0%  | 45.0%  | 45.0%  |
| <b>企业管理</b>  | 24     | 56      | 58      | 0.85   | 0.90   | 0.96   |
| YOY          | 0.0%   | 133.6%  | 2.0%    | -98.5% | 5.0%   | 5.0%   |
| <b>毛利率</b>   | 23.4%  | 4.5%    | 14.4%   | 20.0%  | 20.0%  | 20.0%  |
| <b>其他</b>    | 13     | 12      | 11      | 10     | 10     | 10     |
| YOY          | 0.0%   | -12.5%  | -4.2%   | -11.2% | 0.0%   | 0.0%   |
| <b>毛利率</b>   | -47.7% | -162.5% | -192.9% | -50.0% | -50.0% | -50.0% |
| <b>销售费用率</b> | 2.3%   | 3.1%    | 2.6%    | 2.5%   | 2.4%   | 2.4%   |
| <b>管理费用率</b> | 10.5%  | 9.2%    | 8.5%    | 7.2%   | 7.1%   | 7.0%   |
| <b>财务费用率</b> | -0.6%  | 0.2%    | 0.5%    | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   |
| <b>归母净利润</b> | 71     | 68      | 75      | 154    | 180    | 207    |
| YOY          | -0.45% | -4.47%  | 11.28%  | 104.5% | 17.2%  | 14.9%  |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测 注：其中 2023 年预测 YOY 基数为 2019 年数据

**投资建议：**综合上述，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.5/1.8/2.1 亿元，对应 PE 为 25/22/19x。公司卡位长白山旅游客运交通业务，前三季度净利润显著超疫前，盈利能力改善显著，主观经营动能突出；后续交通改善及内外景区资源持续整合有望支撑成长。综合当前估值，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**恶劣天气扰动经营，新项目扩张不及预期，交通改善效果不及预期。

表5: 可比公司估值表

| 代码        | 公司简称  | 股价<br>元 | 总市值<br>亿元 | EPS   |       |      |      |      | PE  |     |     |     |     | 投资评级 |
|-----------|-------|---------|-----------|-------|-------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|------|
|           |       |         |           | 21A   | 22A   | 23E  | 24E  | 25E  | 21A | 22E | 23E | 24E | 25E |      |
| 603099.SH | 长白山   | 15      | 39        | -0.19 | -0.22 | 0.58 | 0.68 | 0.78 | -77 | -67 | 25  | 22  | 19  | 增持   |
| 600054.SH | 黄山旅游  | 11      | 83        | 0.06  | -0.18 | 0.54 | 0.60 | 0.66 | 190 | -63 | 21  | 19  | 17  | 增持   |
| 000888.SZ | 峨眉山 A | 9       | 49        | 0.03  | -0.28 | 0.49 | 0.54 | 0.59 | 276 | -34 | 19  | 18  | 16  | 买入   |
| 002159.SZ | 三特索道  | 14      | 24        | -0.98 | -0.43 | 0.61 | 0.75 | 0.83 | -14 | -32 | 23  | 18  | 16  | 买入   |
| 603136.SH | 天目湖   | 19      | 35        | 0.28  | 0.11  | 1.01 | 1.25 | 1.47 | 67  | 169 | 18  | 15  | 13  | 买入   |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |             |             |             |             |             | 利润表（百万元）          |             |             |             |             |             |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                  | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |                   | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
| 现金及现金等价物         | 118         | 67          | 211         | 357         | 526         | 营业收入              | 193         | 195         | 597         | 684         | 766         |
| 应收款项             | 69          | 63          | 95          | 109         | 122         | 营业成本              | 209         | 214         | 326         | 371         | 413         |
| 存货净额             | 11          | 11          | 15          | 17          | 19          | 营业税金及附加           | 4           | 4           | 5           | 5           | 6           |
| 其他流动资产           | 9           | 18          | 30          | 34          | 38          | 销售费用              | 10          | 8           | 15          | 16          | 18          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>207</b>  | <b>159</b>  | <b>350</b>  | <b>517</b>  | <b>705</b>  | 管理费用              | 41          | 42          | 50          | 56          | 61          |
| 固定资产             | 668         | 665         | 632         | 610         | 584         | 研发费用              | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 无形资产及其他          | 179         | 179         | 173         | 167         | 161         | 财务费用              | 4           | 4           | 2           | (1)         | (5)         |
| 投资性房地产           | 53          | 67          | 67          | 67          | 67          | 投资收益              | 0           | 0           | 3           | 3           | 3           |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 资产减值及公允价值变动       | (1)         | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>资产总计</b>      | <b>1107</b> | <b>1070</b> | <b>1222</b> | <b>1360</b> | <b>1516</b> | 其他收入              | 12          | 3           | 1           | 1           | 1           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 13          | 16          | 50          | 50          | 50          | 营业利润              | (64)        | (73)        | 203         | 241         | 277         |
| 应付款项             | 9           | 21          | 15          | 17          | 19          | 营业外净收支            | (0)         | (1)         | 0           | 0           | 0           |
| 其他流动负债           | 41          | 50          | 65          | 75          | 84          | <b>利润总额</b>       | <b>(64)</b> | <b>(74)</b> | <b>203</b>  | <b>241</b>  | <b>277</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>62</b>   | <b>86</b>   | <b>130</b>  | <b>142</b>  | <b>153</b>  | 所得税费用             | (13)        | (17)        | 49          | 60          | 69          |
| 长期借款及应付债券        | 75          | 75          | 75          | 75          | 75          | 少数股东损益            | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他长期负债           | 4           | 3           | 3           | 3           | 3           | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>(52)</b> | <b>(57)</b> | <b>154</b>  | <b>180</b>  | <b>207</b>  |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>79</b>   | <b>78</b>   | <b>78</b>   | <b>78</b>   | <b>78</b>   | <b>现金流量表（百万元）</b> |             |             |             |             |             |
| <b>负债合计</b>      | <b>141</b>  | <b>164</b>  | <b>208</b>  | <b>219</b>  | <b>231</b>  | 净利润               | (52)        | (57)        | 154         | 180         | 207         |
| 少数股东权益           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 资产减值准备            | 0           | (2)         | 0           | 0           | 0           |
| 股东权益             | 966         | 906         | 1014        | 1140        | 1285        | 折旧摊销              | 56          | 52          | 70          | 75          | 78          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1107</b> | <b>1070</b> | <b>1222</b> | <b>1360</b> | <b>1516</b> | 公允价值变动损失          | 1           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |             |             |             |             | 财务费用              | 4           | 4           | 2           | (1)         | (5)         |
| 每股收益             | (0.19)      | (0.22)      | 0.58        | 0.68        | 0.78        | 营运资本变动            | (40)        | 2           | (38)        | (9)         | (8)         |
| 每股红利             | 0.02        | 0.02        | 0.17        | 0.20        | 0.23        | 其它                | (0)         | 2           | 0           | 0           | 0           |
| 每股净资产            | 3.62        | 3.40        | 3.80        | 4.28        | 4.82        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(34)</b> | <b>(4)</b>  | <b>186</b>  | <b>246</b>  | <b>277</b>  |
| ROIC             | -5.14%      | -5.33%      | 15%         | 17%         | 20%         | 资本开支              | 0           | (42)        | (31)        | (46)        | (46)        |
| ROE              | -5.35%      | -6.33%      | 15%         | 16%         | 16%         | 其它投资现金流           | 20          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 毛利率              | -8%         | -10%        | 45%         | 46%         | 46%         | <b>投资活动现金流</b>    | <b>20</b>   | <b>(42)</b> | <b>(31)</b> | <b>(46)</b> | <b>(46)</b> |
| EBIT Margin      | -37%        | -37%        | 34%         | 34%         | 35%         | 权益性融资             | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| EBITDA Margin    | -8%         | -11%        | 45%         | 45%         | 45%         | 负债净变化             | (5)         | (0)         | 0           | 0           | 0           |
| 收入增长             | 30%         | 1%          | 207%        | 15%         | 12%         | 支付股利、利息           | (5)         | (4)         | (46)        | (54)        | (62)        |
| 净利润增长率           | -7%         | 11%         | -368%       | 17%         | 15%         | 其它融资现金流           | (11)        | 5           | 34          | 0           | 0           |
| 资产负债率            | 13%         | 15%         | 17%         | 16%         | 15%         | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(31)</b> | <b>(4)</b>  | <b>(12)</b> | <b>(54)</b> | <b>(62)</b> |
| 股息率              | 0.1%        | 0.1%        | 1.2%        | 1.4%        | 1.6%        | <b>现金净变动</b>      | <b>(45)</b> | <b>(50)</b> | <b>143</b>  | <b>146</b>  | <b>169</b>  |
| P/E              | (75.9)      | (68.3)      | 25.5        | 21.7        | 18.9        | 货币资金的期初余额         | 163         | 118         | 67          | 211         | 357         |
| P/B              | 4.1         | 4.3         | 3.9         | 3.4         | 3.0         | 货币资金的期末余额         | 118         | 67          | 211         | 357         | 526         |
| EV/EBITDA        | (265.8)     | (194.3)     | 15.2        | 13.3        | 12.0        | 企业自由现金流           | 0           | (45)        | 154         | 197         | 225         |
|                  |             |             |             |             |             | 权益自由现金流           | 0           | (40)        | 186         | 197         | 228         |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

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

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别 | 说明                      |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上   |

### 重要声明

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

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032