

长白山发布 2023 年业绩预告。 公司预计 23 年归母净利润约为 1.36~1.46 亿元，同比+336.99%~354.42%，较 19 年同期+80.71~94.00%；公司预计营收较 22 年增加 4.34 亿元，以此为基础计算，公司预计 23 年营收 6.29 亿元/同比+222.96%，较 19 年同期+34.56%。单从 Q4 来看，公司 23Q4 营收 1.31 亿元/同比+287.47%，较 19 年同期+60.58%；公司 23Q4 归母净利润亏损 564.64 万元~1564.64 万元，归母净利润中间值为-1064.64 万元，较 22Q4 的 -3182.42 万元亏损减小，19Q4 归母净利润为-687.98 万元。我们认为，从 23 年全年表现来看，与 19 年同期相比，长白山 23 年利润增速远超营收增速，或是三因素所致：1) 敦白高铁 21 年年底开通，改善交通格局优化旺季客流；2) 坐拥景区内稀缺温泉资源的温泉皇冠假日酒店逐步渡过爬坡阶段，旺季引流能力提升，促酒店量价齐升；3) 包车业务自 22 年 4 月开通，23 年可能成为利润新贡献点。单 Q4 来看，23Q4 归母净利润亏损幅度较 22Q4 大幅减少，亏损略高于 19 年同期，可能是两因素所致：1) 23 年长白山客流量超过过往 4 年，公司或为保证客流承载能力对景区部分设施进行新建/维护/改造，此类成本一般在年底结算，导致 Q4 归母净利润偏低；2) 公司通过轻资产管理方式布局景区内冰雪游项目，此部分可能有成本支出。

冰雪游对景区客流的优化作用得到兑现，近期推进打击囤票/景区核定票量调整措施持续优化冰雪季运营。 23 年 11 月-12 月冰雪季，11 月长白山旅游人次 8.1 万人/同比+246.2%，较 19 年同期+47.3%；12 月长白山旅游人次 18.36 万人/同比+606.15%，较 19 年同期+129.5%。长白山 23 年 11 月/12 月冰雪季旅游人次同比/较 19 年同期大幅增长，意味着全国冰雪游热度提升、线上宣传赋能、吉林省冰雪游政策赋能、本地冰雪游业态逐步完善等系列因素对长白山冰雪游的促进效果得到兑现，**长白山冰雪游业态正式迈入快车道，以往以暑期为核心获客时段的单旺季提振模式向“暑期+冰雪季”双轮驱动模式转变，基本面优化空间大。**此外，长白山近期推动两项优化措施持续改善冰雪游经营：**1) 打击囤票：**景区门票存在囤票现象，单日囤票数量高达总量 30%，景区已发现此问题并针对此问题更新购票、退票及检票相关规定；**2) 景区核定票量调整：**北景区入园票量在 1 月 1 日-10 日调整为 11000 张，之前为 7500 张。

投资建议：我们认为，长白山未来成长空间大，外部交通优化预期+内部经营改善预期为其高成长性奠基，冰雪游为其基本面优化主驱动力：1) 冰雪游催化：长白山冰雪游在行业高景气/政策催化/冰雪业态逐步完善/线上宣传赋能等因素驱动下逐步崛起，长白山有望步入“暑期+冰雪季”双轮驱动阶段；**2) 外部交通优化预期：**外部铁路/航路/高速交通优化预期强化长白山旺季客流量接待上限和冰雪季客流引流能力，提振客流需求；**2) 内部交通和经营改善预期：**内部交通运力在定增预案落地后能够有效匹配外部交通带来的新客流并促毛利率接近最优、包车业务成长潜力充足、酒店业务生态矩阵逐步完善引流能力有望增强、温泉部落二期项目落地后有望成为业绩新增长点。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 1.43/2.20/2.84 亿元，对应 PE 为 69X/45X/35X，维持“推荐”评级。

风险提示：项目落地不及预期风险，政策催化作用不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	195	629	760	912
增长率 (%)	1.1	223.3	20.8	20.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-57	143	220	284
增长率 (%)	-11.2	349.2	53.6	29.3
每股收益 (元)	-0.22	0.54	0.82	1.07
PE	-	69	45	35
PB	10.8	9.4	7.7	6.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 1 月 19 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

36.78 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 邓奕辰

执业证书：S0100121120048

邮箱：dengyichen@mszq.com

相关研究

1.长白山 (603099.SH) 深度报告：内外交通优化预期提振基本面，冰雪游景气度上行打开成长空间-2023/12/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	195	629	760	912
营业成本	214	350	365	411
营业税金及附加	4	12	15	18
销售费用	8	18	21	25
管理费用	42	55	66	78
研发费用	0	0	0	0
EBIT	-69	197	297	385
财务费用	4	2	0	1
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	-73	194	297	384
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	-74	194	297	384
所得税	-17	51	77	100
净利润	-57	143	220	284
归属于母公司净利润	-57	143	220	284
EBITDA	-14	257	377	495

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	67	247	211	284
应收账款及票据	55	44	50	55
预付款项	12	13	12	12
存货	11	12	11	11
其他流动资产	14	13	14	16
流动资产合计	159	328	299	378
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	606	631	862	1,081
无形资产	179	184	188	191
非流动资产合计	911	907	1,144	1,369
资产合计	1,070	1,235	1,442	1,747
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	21	19	15	14
其他流动负债	66	96	84	104
流动负债合计	86	115	99	118
长期借款	75	67	67	67
其他长期负债	3	6	8	11
非流动负债合计	78	73	75	77
负债合计	164	187	175	195
股本	267	267	267	267
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	906	1,048	1,268	1,552
负债和股东权益合计	1,070	1,235	1,442	1,747

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.10	223.30	20.77	19.95
EBIT 增长率	-15.71	383.51	51.18	29.51
净利润增长率	-11.17	349.16	53.64	29.34
盈利能力 (%)				
毛利率	-9.78	44.35	52.02	54.93
净利润率	-29.48	22.72	28.90	31.17
总资产收益率 ROA	-5.36	11.57	15.23	16.27
净资产收益率 ROE	-6.33	13.65	17.33	18.31
偿债能力				
流动比率	1.85	2.86	3.00	3.21
速动比率	1.52	2.61	2.73	2.99
现金比率	0.78	2.15	2.13	2.41
资产负债率 (%)	15.33	15.18	12.11	11.16
经营效率				
应收账款周转天数	102.84	25.70	24.00	22.00
存货周转天数	18.30	12.00	10.80	9.50
总资产周转率	0.18	0.55	0.57	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	-0.22	0.54	0.82	1.07
每股净资产	3.40	3.93	4.75	5.82
每股经营现金流	0.01	1.05	1.12	1.53
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	69	45	35
PB	10.8	9.4	7.7	6.3
EV/EBITDA	-259.69	14.40	9.79	7.47
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-57	143	220	284
折旧和摊销	55	60	80	110
营运资金变动	17	38	-4	11
经营活动现金流	4	281	298	409
资本开支	-48	-88	-312	-331
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-48	-88	-312	-331
股权募资	0	0	0	0
债务募资	3	-8	-17	0
筹资活动现金流	-6	-14	-21	-5
现金净流量	-50	179	-35	73

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026