

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

长白山(603099)

投资评级 增持

上次评级 增持

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 社零&美护分析师

执业编号: S1500522110003

联系电话: 18701877193

邮箱: wangyue1@cindasc.com

宿一赫 社服行业研究助理

联系电话: 15721449682

邮箱: suyihe@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 23 年业绩点评：一年两旺季，全年高景气， 客运+酒店双轮驱动盈利提升

2024 年 3 月 22 日

事件：公司发布 2023 年年报。1) 23 年公司实现营收 6.20 亿元/+32.8%（相比 19 年同期，下同），归母净利润 1.38 亿元/+83.4%，扣非归母净利润 1.38 亿元/+87.9%；2) 23Q4 公司实现营收 1.23 亿元/+50.5%，归母净利润-0.14 亿元，扣非归母净利润-0.12 亿元。3) 得益于经营向好，23 年公司经营性现金流 2.51 亿元，较 22 年增加 2.47 亿元。

分业务来看：①量价因素驱动客运业务实现营收 4.20 亿元，较 19 年增长 30.3%。机场+高铁交通强改善助力景区全年接待量达 275 万人次，较 19 年+9.4%，北山门功能下移促使客单价达到 153 元，较 19 年增长 24 元，客单价同比 22 年 160 元有所下滑，我们认为或源于淡季客流增加，而额外收费的天池景点易受天气影响而关闭，进而拉低客单价。

②酒店业务全年营收 1.38 亿元，较 19 年增长 190%。其中皇冠假日酒店定位高端、爬坡迅速，实现营收 1.0 亿元，较 19 年增长 193%，净利润 0.24 亿元，成为重要业绩支撑；自营部分（温泉）实现营收 0.45 亿元，较 19 年增长 211%，净利润 0.05 亿元。

③公司积极拓展定制化服务，串联旗下产品集成，旅行社业务实现营收 0.34 亿元，较 19 年增长 29%。

毛利端来看，23 年公司毛利率 42.98%，较 19 年+7.87pct，毛利率大幅增长主要受业务结构影响，酒店业务毛利率自 19 年 6.1%提升至 23 年 32.1%，且收入占比自 19 年 10.3%提升至 23 年 22.4%。**费用端来看，**23 年期间费用率 12.97%，较 19 年+1.41pct，其中销售/管理/财务费率分别为 3.35%/9.13%/0.49%，较 19 年分别+0.71/+0.68/+0.02pct，销售费率增长源于广告宣传费和网络售票手续费增加，管理费率增长源于人工成本及皇冠假日酒店管理费增加。**盈利端来看，**23 年归母净利率 22.3%，较 19 年+6.14pct。

积极进行内容建设，推动定增项目实现供给提升。1) 公司丰富景区旅游包车等产品服务，旗下智行旅游全年营收 0.38 亿元，净利润 0.13 亿元，后续有望在运力配置提升后快速增长。2) 公司凭借冰雪资源成功打造第二旺季，24 年 1-2 月游客量达 43 万人次，较 19 年增长 193%，此外公司增设雪地摩托穿越、粉雪小镇等多元娱雪产品，提升冰雪热度留存和游客粘性。3) 公司积极推进定增项目，有望推动客运、温泉、酒店等供给提档升级，巧抓沈白高铁开通机遇。

盈利预测与投资评级：高铁开通+机场扩建逐步破除长期发展桎梏；冰雪游或成长期趋势，公司积极布局打造一年两旺季；定增项目补充客运及酒店供给，承接 25 年沈白高铁开通后客流爆发需求。我们预计 24-26 年公司实现归母净利润 1.85、2.14、2.39 亿元，2024 年 3 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 37、32、29 倍，维持对公司的“增持”评级。

风险因素：项目建设不及预期，极端气候风险，非公开发行事项推进不及预期。

| 重要财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 195 | 620 | 764 | 853 | 933 |
| 增长率 YoY % | 1.1% | 218.7% | 23.1% | 11.7% | 9.4% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | -57 | 138 | 185 | 214 | 239 |
| 增长率 YoY% | -11.2% | 340.6% | 33.8% | 15.9% | 11.6% |
| 毛利率% | -9.8% | 43.0% | 45.4% | 46.5% | 47.4% |
| 净资产收益率ROE% | -6.3% | 13.3% | 15.1% | 14.9% | 14.2% |
| EPS(摊薄)(元) | -0.22 | 0.52 | 0.69 | 0.80 | 0.90 |
| 市盈率 P/E(倍) | — | 49.83 | 37.25 | 32.14 | 28.81 |
| 市净率 P/B(倍) | 7.59 | 6.62 | 5.62 | 4.78 | 4.10 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年3月21日收盘价

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 159 | 329 | 530 | 765 | 1,013 |
| 货币资金 | 67 | 211 | 396 | 621 | 868 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 55 | 47 | 52 | 50 | 49 |
| 预付账款 | 12 | 26 | 22 | 28 | 30 |
| 存货 | 11 | 13 | 19 | 20 | 21 |
| 其他 | 14 | 33 | 41 | 46 | 45 |
| 非流动资产 | 911 | 903 | 902 | 901 | 900 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产(合) | 606 | 632 | 629 | 627 | 625 |
| 无形资产 | 179 | 174 | 174 | 174 | 174 |
| 其他 | 126 | 97 | 99 | 100 | 102 |
| 资产总计 | 1,070 | 1,232 | 1,432 | 1,666 | 1,913 |
| 流动负债 | 86 | 131 | 146 | 166 | 175 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 21 | 39 | 34 | 44 | 47 |
| 其他 | 66 | 92 | 111 | 123 | 128 |
| 非流动负债 | 78 | 62 | 62 | 62 | 62 |
| 长期借款 | 75 | 58 | 58 | 58 | 58 |
| 其他 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 负债合计 | 164 | 193 | 208 | 228 | 237 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司 | 906 | 1,039 | 1,224 | 1,438 | 1,677 |
| 负债和股东权益 | 1,070 | 1,232 | 1,432 | 1,666 | 1,913 |

| 重要财务指标 | | | | | |
|-------------|---------|--------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入 | 195 | 620 | 764 | 853 | 933 |
| 同比(%) | 1.1% | 218.7% | 23.1% | 11.7% | 9.4% |
| 归属母公司净利润 | -57 | 138 | 185 | 214 | 239 |
| 同比(%) | -11.2% | 340.6% | 33.8% | 15.9% | 11.6% |
| 毛利率(%) | -9.8% | 43.0% | 45.4% | 46.5% | 47.4% |
| ROE% | -6.3% | 13.3% | 15.1% | 14.9% | 14.2% |
| EPS (摊薄)(元) | -0.22 | 0.52 | 0.69 | 0.80 | 0.90 |
| P/E | — | 49.83 | 37.25 | 32.14 | 28.81 |
| P/B | 7.59 | 6.62 | 5.62 | 4.78 | 4.10 |
| EV/EBITDA | -205.19 | 15.66 | 24.48 | 20.57 | 17.83 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入 | 195 | 620 | 764 | 853 | 933 |
| 营业成本 | 214 | 354 | 417 | 457 | 491 |
| 营业税金及附加 | 4 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 销售费用 | 8 | 21 | 23 | 26 | 29 |
| 管理费用 | 42 | 57 | 68 | 75 | 84 |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 4 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 减值损失合计 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 3 | 2 | 1 | 2 | 3 |
| 营业利润 | -73 | 182 | 247 | 286 | 319 |
| 营业外收支 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | -74 | 181 | 246 | 285 | 318 |
| 所得税 | -17 | 43 | 62 | 71 | 80 |
| 净利润 | -57 | 138 | 185 | 214 | 239 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | -57 | 138 | 185 | 214 | 239 |
| EBITDA | -14 | 246 | 268 | 308 | 341 |
| EPS (当年)(元) | -0.22 | 0.52 | 0.69 | 0.80 | 0.90 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 4 | 251 | 206 | 247 | 268 |
| 净利润 | -57 | 138 | 185 | 214 | 239 |
| 折旧摊销 | 55 | 61 | 19 | 19 | 19 |
| 财务费用 | 4 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 投资损失 | -162 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 17 | 16 | -2 | 10 | 6 |
| 其它 | -15 | 31 | 1 | 1 | 1 |
| 投资活动现金流 | -48 | -86 | -18 | -18 | -18 |
| 资本支出 | -48 | -86 | -18 | -18 | -18 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -6 | -20 | -3 | -3 | -3 |
| 吸收投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 59 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付利息或股息 | -4 | -4 | -3 | -3 | -3 |
| 现金流净增加额 | -50 | 144 | 185 | 226 | 247 |

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。

蔡昕妤，圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、培育钻石板块。

李汶静，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。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

张洪滨，复旦大学金融学硕士，复旦大学经济学学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区。

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 15% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~15%； | 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。