

长白山 (603099.SH)

寒暑双旺季逻辑渐清晰，冰雪旅游奠基长期成长

2024年03月23日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

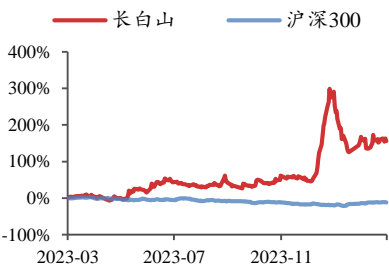
初敏（分析师）

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790522080008

日期	2024/3/22
当前股价(元)	25.06
一年最高最低(元)	40.45/9.08
总市值(亿元)	66.83
流通市值(亿元)	66.83
总股本(亿股)	2.67
流通股本(亿股)	2.67
近3个月换手率(%)	614.73

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3旺季业绩高增，期待冰雪新项目带来增量空间—公司信息更新报告》

-2023.10.23

《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》

-2023.9.26

● 2023年业绩表现亮眼，寒暑双旺季初具雏形

公司全年实现收入 6.20 亿元/（较 2019 年同期，下同）+32.8%，归母净利润 1.38 亿元/+83.4%。其中单 Q4 实现营收 1.23 亿元/yoy+50.5%，景区冰雪季旅游潜力充分兑现；归母净利润-1358 万元/较 2019 年同期增亏 670.5 万元，可能系年末加大基础设施维护投入、计提员工薪酬较高所致。中期视角看，考虑到景区客流仍将持续受益于冰雪旅游热潮&外部交通改善催化，叠加公司积极挖掘休闲度假项目优化供给，一年两旺季模式有望支撑业绩弹性，我们维持 2024-2025 年盈利预测不变，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 1.86/2.17/2.51 亿元，yoy+34.8%/+16.3%/+15.7%，对应 EPS 0.70/0.81/0.94 元，当前股价对应 PE 为 35.9/30.9/26.7 倍，维持“买入”评级。

● 量价协同双升带动收入快增，温泉酒店迅速爬坡提升盈利

2023 年高铁开通+机场改建红利释放推动主景区客流达 274.8 万人/+9.5%，同时公司积极提升内部供给抬高客单，客运/酒店/旅行社/其他业务分别实现收入 4.2/1.38/0.34/0.25 亿元，较 2019 年+30.3%/+189.6%/+29%/+125.8%，各项业务增长均显著快于客流增速。具体来看，客运业务积极优化内部运力配置，拓展 VIP 包车、自驾租车等定制化服务，旗下智行旅游公司全年收入 0.38 亿元/yoy+173.7%。酒店板块得益于稀缺温泉资源高效引流，高端酒店品牌心智逐步强化，2023 年自营温泉会馆实现营收 0.5 亿元/+210.8%。毛利端来看，2023 年客运/酒店/旅行社各项细分业务毛利率分别为 48.7%/32.1%/47.8%，较 2019 年 -1.2pct/+26pct/-6.3pct，综合毛利率 43%/+7.9pct，主要得益于酒店板块大幅扭亏。费用端看，2023 年销售/管理/财务费用率分别为 3.4%/9.1%/0.5%，较 2019 年 +0.7pct/+0.7pct/+0.02pct，费用增长来自于公司加强营销宣传及人工成本增长。2023 年归母净利率 22.3%/+6.1pct，盈利能力获大幅改善。

● 2024 年冰雪游开门红夯实信心，内外供给改善驱动未来成长

2023-2024 年冰雪季长管委会及公司依托优质本地资源，通过冰雪政策引导/线上 IP 营销赋能/多元冰雪业态打造等一系列组合拳，成功承接 2024 年初东北现象级冰雪旅游热潮的外溢流量。1-2 月长白山主景区累计接待游客 42.9 万人次，同比高增 161.8%，标志着公司“避暑+冰雪”双旺季经营模式的顺利转型，有望贡献一季度业绩增量。展望后续，冰雪旅游行业景气支撑淡季基础需求，叠加高铁/高速强交通改善提振旺季接待能力，景区客流预计有较强支撑。同时定增预案落地后内部客运/酒店板块引流能力显著强化，有望进一步匹配增量客流驱动成长。

● **风险提示：**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。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	195	620	742	816	909
YOY(%)	1.1	218.7	19.5	10.1	11.3
归母净利润(百万元)	-57	138	186	217	251
YOY(%)	-11.2	340.6	34.8	16.3	15.7
毛利率(%)	-9.8	43.0	46.8	48.7	50.0
净利率(%)	-29.5	22.3	25.1	26.5	27.6
ROE(%)	-6.3	13.3	15.2	15.0	14.8
EPS(摊薄/元)	-0.22	0.52	0.70	0.81	0.94
P/E(倍)	-116.5	48.4	35.9	30.9	26.7
P/B(倍)	7.4	6.4	5.5	4.6	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	159	329	316	358	385
现金	67	211	252	278	309
应收票据及应收账款	55	47	0	0	0
其他应收款	9	15	13	18	17
预付账款	12	26	20	30	25
存货	11	13	13	15	16
其他流动资产	5	18	18	18	18
非流动资产	911	903	1187	1336	1497
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	606	632	917	1076	1241
无形资产	179	174	164	154	145
其他非流动资产	126	97	107	106	110
资产总计	1070	1232	1504	1694	1881
流动负债	86	131	208	189	134
短期借款	0	0	124	93	42
应付票据及应付账款	21	39	0	0	0
其他流动负债	66	92	84	96	92
非流动负债	78	62	70	64	55
长期借款	75	58	67	60	51
其他非流动负债	3	4	4	4	4
负债合计	164	193	278	252	189
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	343	481	667	883	1134
归属母公司股东权益	906	1039	1225	1442	1692
负债和股东权益	1070	1232	1504	1694	1881

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4	251	264	298	351
净利润	-57	138	186	217	251
折旧摊销	54	59	65	85	98
财务费用	4	3	4	4	4
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	19	22	8	-8	-4
其他经营现金流	-16	28	1	1	2
投资活动现金流	-48	-86	-350	-234	-259
资本支出	48	87	350	234	259
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	1	-0	0	-0
筹资活动现金流	-6	-20	4	-8	-9
短期借款	0	0	124	-30	-51
长期借款	-0	-17	8	-7	-9
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	-6	-3	-128	29	50
现金净增加额	-50	144	-82	56	83

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	195	620	742	816	909
营业成本	214	354	395	418	455
营业税金及附加	4	6	10	12	14
营业费用	8	21	23	25	27
管理费用	42	57	60	65	70
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	4	3	4	4	4
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	4	3	4	2	2
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	-73	182	252	294	339
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	-74	181	252	293	339
所得税	-17	43	65	76	88
净利润	-57	138	186	217	251
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-57	138	186	217	251
EBITDA	-18	238	316	379	434
EPS(元)	-0.22	0.52	0.70	0.81	0.94

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	1.1	218.7	19.5	10.1	11.3
营业利润(%)	-14.2	349.0	38.6	16.3	15.6
归属于母公司净利润(%)	-11.2	340.6	34.8	16.3	15.7
获利能力					
毛利率(%)	-9.8	43.0	46.8	48.7	50.0
净利率(%)	-29.5	22.3	25.1	26.5	27.6
ROE(%)	-6.3	13.3	15.2	15.0	14.8
ROIC(%)	-5.5	12.2	12.9	13.4	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	15.3	15.6	18.5	14.9	10.0
净负债比率(%)	2.9	-12.8	-3.5	-7.2	-11.3
流动比率	1.8	2.5	1.5	1.9	2.9
速动比率	1.5	2.1	1.3	1.6	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.3	12.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	14.7	12.0	20.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.22	0.52	0.70	0.81	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.94	0.99	1.12	1.32
每股净资产(最新摊薄)	3.40	3.90	4.59	5.41	6.35
估值比率					
P/E	-116.5	48.4	35.9	30.9	26.7
P/B	7.4	6.4	5.5	4.6	3.9
EV/EBITDA	-376.4	27.5	21.0	17.4	14.9

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（underperform）	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（underperform）	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