

## 长白山 (603099)

### 2023年业绩亮眼，双旺季新业态未来可期

◆ 集成多方资源优势，擘画文旅发展蓝图。公司成立于2010年12月，具备天然资源、旅游客运、温泉等优势，长白山兼具温带山地生态、世界黄金水源、世界级火山温泉、全世界最好品质的冰雪资源；拥有聚龙火山温泉独家运营权；旅游客运优势体现在长白山北、西、南景区交通运营线路的独家经营权，拥有车辆最多，是长白山保护开发区最大的旅游客运公司。公司主要从事旅游客运业务、温泉开发业务、酒店管理业务、旅行社业务、景区管理业务，主要产品及服务有旅游客运、温泉开发、酒店管理、旅行社、景区管理。

- ◆ 2023年公司营收&净利润同比高增，盈利能力大幅提升。
- 业绩方面，2023年报公司实现营收6.20亿元，同比+218.73%，归母净利润1.38亿元/同比+340.59%，扣非后归母净利润1.38亿元/+330.42%，主要得益于文旅市场的加速复苏和客流量恢复增长，叠加冰雪游热度提升，公司收入、利润指标全面超过2019年，并创造了公司成立以来的最好业绩。分季度看，Q1-Q4公司分别实现营收0.70/0.98/3.30/1.23亿元，同比+235.49%/+1333.88%/+147.57%/+263.18%，归母净利润分别为-0.04/0.16/1.39/-0.14亿元，分别同比+88.04%/+144.17%/+202.30%/+57.31%，旅游旺季Q3盈利情况最为突出。分行业看，①旅游客运业务实现营收4.20亿元/同比+242.07%，较2019年增长30%，该板块全资子公司智行旅游/易游旅游分别实现收入0.38/0.23亿元，同比+173.68%/+213.46%，净利润1064/394万元；②酒店业务实现营收1.38亿元/同比+160.86%，较2019年增长190%；③旅行社业务实现营收0.34亿元/同比+351.33%，较2019年增长29%。
  - 盈利能力方面，①毛利率方面，2023年公司整体毛利率42.98%/同比+52.76pct，主要系主营业务毛利率均上升所致（旅游客运业务：48.72%/同比+54.93pct，酒店业务：32.08%/同比+34.19pct，旅行社业务：47.79%/同比-28.38pct）；②费率方

投资评级

买入

首次评级

2024年04月02日

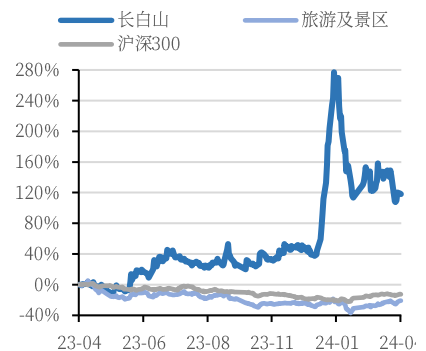
收盘价(元):

22.60

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	266.67
总市值(百万)	6,026.74
流通股本(百万股)	266.67
流通市值(百万)	6,026.74
12月最高/最低价(元)	40.45/9.08
资产负债率(%)	15.65
每股净资产(元)	3.90
市盈率(TTM)	43.65
市净率(PB)	5.80
净资产收益率(%)	13.29

#### 股价走势图



#### 作者

裴伊凡 分析师  
SAC执业证书: S0640516120002  
联系电话: 010-59562517  
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 研究助理  
SAC执业证书: S0640123040023  
联系电话:  
邮箱: guonw@avicsec.com

#### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

面，2023 年公司整体费用率 12.97%/同比-14.25pct，销售费用率 3.35%/同比-0.52pct，管理费用率 9.13%/同比-12.25pct，主要因为公司在管理方面加强制度完善，减少人工成本；财务费用率为 0.49%/同比-1.48pct，主要系旅游市场行情回暖，旅游需求增加，公司在旅游客运、酒店、旅行社业务等方面减少成本投入所致；③净利率方面，2023 年公司净利率为 22.25%/同比+28.38pct，盈利能力显著改善。

- ◆ **2024 年冰雪开门红提振信心，“一年双旺季”加速转型。**2023 年，长白山景区累计接待游客 274.77 万人次，同比增长 260.45%，创历史新高；2024 年 1-2 月景区客流共 42.9 万人次，同比增长 162%，其中春节假期，景区接待游客人数/营业收入分别同比增长 98.5%/117.1%，公司已经成功打造“避暑+冰雪”两大旺季经营模式，有望提升 Q1&Q4 业绩。根据长白山区工作会议报告，2024 年景区接待客流目标实现 320 万人次，同比增长 16.4%并力争达到 350 万人次，并将围绕冰雪运动、冰雪民俗、冰雪娱乐等积极谋划新项目、新产品（拟再融资打造温泉部落二期），在冰雪旅游新赛道争取更多份额，景区内部服务能力和项目吸引力将提升。我们认为，2024 年冰雪游热度有望延续，长白山景区不断加强线上 IP 营销、项目建设与设备更新、多元冰雪业态打造，叠加高铁/机场/高速等交通线路完善，景区吸引力&接待能力&客流量有望实现共振。
- ◆ **政策赋能之下，外部资源加持可期。**2023 年 10 月，吉林省委、吉林省人民政府印发了《吉林省旅游万亿级产业攻坚行动方案（2023—2025 年）》，积极打造冰雪旅游、冰雪文化、冰雪装备等冰雪产业集群，提出 5 年内实现全省万亿级产业目标，通化、白山、长白山旅游总收入力争达到 1000 亿元，并提出对市值首次超过 100 亿元的上市旅游企业，给予一次性奖励 500 万元，另涉及多项旅游支持举措，利好旅游企业加速发展。此外，政府文旅的“双百计划”扶持促新媒体账号流量攀升，长白山旅游、长白山文旅、长白山万达国际度假区、长白山鲁能胜地的微信/微博/抖音账号在“双百”政策驱动下快速实现流量突破，并推出滑雪赏雪游、研学亲子游等 9 大类型 69 条线路，还有首届中国·吉林松花江滑冰马拉松挑战赛等 199 项冰雪文旅节事、赛事活动。政策助力吉林地方文旅企业加速发展，一方面，基础设施完善有望提升消费者旅游体验，打造更强品牌力；另一方面，公司曝光度提升及客流量增加有望提振市值，形成规模效应。

- ◆ **投资建议：**“冰雪游热度延续&政策扶持&项目建设”助力公司加速成长，看好公司 2024 年“淡季不淡，旺季更旺”，公司业绩及估值有望提振。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.81/2.19/2.53 亿元，EPS 分别为 0.68/0.82/0.95 元，对应目前 PE 分别为 32/26/23 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**政策变动风险、行业竞争加剧的风险、新项目不及预期。

#### ◆ 盈利预测

单位/百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	194.65	620.43	726.64	861.36	953.98
增长率 (%)	1.10%	218.73%	17.12%	18.54%	10.75%
归属母公司股东净利润	-57.39	138.06	180.81	218.58	252.86
增长率 (%)	-11.17%	340.59%	30.96%	20.89%	15.68%
每股收益 EPS(元)	-0.22	0.52	0.68	0.82	0.95
PE	-100.79	41.89	31.99	26.46	22.87

资料来源：同花顺，中航证券研究所

## ◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	194.65	620.43	726.64	861.36	953.98
yoy	1.10%	218.73%	17.12%	18.54%	10.75%
毛利率	-9.78%	42.98%	45.37%	45.69%	46.90%
1、旅游客运收入					
收入	122.88	420.32	487.57	575.33	632.87
yoy	130.51	215.54	238.91	281.91	303.78
毛利率	-6.21%	48.72%	51.00%	51.00%	52.00%
2、酒店					
收入	53.08	138.47	163.40	196.08	215.68
yoy	54.20	94.05	106.21	125.49	133.72
毛利率	-2.11%	32.08%	35.00%	36.00%	38.00%
3、旅行社收入					
收入	7.57	34.15	42.68	50.36	57.92
yoy	1.80	17.83	21.34	24.17	26.06
毛利率	76.17%	47.79%	50.00%	52.00%	55.00%
4、其他收入					
收入	10.34	25.43	30.52	36.62	43.94
yoy	26.70	24.29	28.99	34.42	40.87
毛利率	-158.27%	4.48%	5.00%	6.00%	7.00%
5、其他业务					
收入	0.79	2.06	2.48	2.97	3.56
yoy	0.48	2.09	1.49	1.78	2.14
毛利率	39.18%	-1.20%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所



## 财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024s	2025s	2026s	会计年度	2021	2022	2023	2024s	2025s	2026s
货币资金	117.66	67.44	211.00	375.48	687.94	1038.14	营业收入	192.54	194.65	620.43	726.64	861.36	953.98
应收票据及账款	64.74	54.85	47.03	168.05	199.21	220.63	营业成本	208.52	213.70	353.80	396.93	467.78	506.57
预付账款	5.59	12.24	25.52	32.23	38.20	42.31	税金及附加	4.43	4.37	5.93	13.32	15.79	17.49
其他应收款	4.48	8.60	15.07	22.21	26.33	29.16	销售费用	10.22	7.54	20.79	20.35	23.26	24.80
存货	10.91	10.71	13.15	18.47	21.77	23.58	管理费用	40.95	41.62	56.62	63.94	74.94	83.00
其他流动资产	3.66	5.40	17.62	18.21	21.59	23.91	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动资产总计</b>	<b>207.05</b>	<b>159.23</b>	<b>329.40</b>	<b>634.66</b>	<b>995.04</b>	<b>1377.73</b>	财务费用	3.64	3.83	3.04	1.31	-0.56	-2.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-1.70	0.00	0.00	-2.14	-2.54	-2.82
固定资产	615.61	610.54	636.49	544.75	451.52	356.92	信用减值损失	-0.52	-1.14	-1.37	-2.60	-3.09	-3.42
在建工程	54.82	59.69	56.74	47.29	37.83	29.37	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	179.46	179.08	173.89	144.74	115.79	86.85	投资收益	0.49	0.00	-0.29	0.07	0.07	0.07
长期待摊费用	4.33	4.42	9.06	4.53	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.39	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	45.76	57.33	26.56	25.78	25.01	24.23	资产处置收益	0.31	0.01	0.40	0.24	0.24	0.24
<b>非流动资产合计</b>	<b>899.98</b>	<b>911.06</b>	<b>902.54</b>	<b>767.09</b>	<b>630.16</b>	<b>496.27</b>	其他收益	12.18	4.37	3.16	6.57	6.57	6.57
<b>资产总计</b>	<b>1107.03</b>	<b>1070.29</b>	<b>1231.94</b>	<b>1401.75</b>	<b>1625.19</b>	<b>1874.00</b>	营业利润	<b>-64.06</b>	<b>-73.15</b>	<b>182.16</b>	<b>232.91</b>	<b>281.41</b>	<b>325.42</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.24	0.03	0.10	0.12	0.12	0.12
应付票据及账款	8.55	20.51	38.51	32.53	38.33	41.51	营业外支出	0.41	1.27	0.97	0.88	0.88	0.88
其他流动负债	53.57	65.75	92.18	109.63	129.16	140.02	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>62.12</b>	<b>86.26</b>	<b>130.70</b>	<b>142.16</b>	<b>167.50</b>	<b>181.53</b>	利润总额	<b>-64.23</b>	<b>-74.40</b>	<b>181.29</b>	<b>232.15</b>	<b>280.65</b>	<b>324.66</b>
长期借款	76.27	75.20	59.50	37.03	16.56	-1.53	所得税	-12.61	-17.01	43.23	51.34	62.07	71.80
其他非流动负债	3.01	2.63	2.80	2.60	2.60	2.60	净利润	<b>-51.62</b>	<b>-57.39</b>	<b>138.06</b>	<b>180.81</b>	<b>218.58</b>	<b>252.86</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>79.28</b>	<b>77.83</b>	<b>62.10</b>	<b>39.63</b>	<b>19.16</b>	<b>1.07</b>	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>141.40</b>	<b>164.09</b>	<b>192.79</b>	<b>181.79</b>	<b>186.66</b>	<b>182.60</b>	归属母公司股东净利润	<b>-51.62</b>	<b>-57.39</b>	<b>138.06</b>	<b>180.81</b>	<b>218.58</b>	<b>252.86</b>
股本	266.67	266.67	266.67	266.67	266.67	266.67	EBITDA	-2.09	-16.92	243.78	368.92	417.02	455.89
资本公积	285.56	285.56	285.56	285.56	285.56	285.56	NOPLAT	-49.13	-53.20	140.84	182.35	218.66	251.31
留存收益	413.40	353.98	486.92	667.73	896.31	1139.17	EPS(元)	-0.19	-0.22	0.52	0.68	0.82	0.95
归属母公司权益	965.63	906.20	1039.14	1219.96	1438.54	1691.40							
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
<b>股东权益合计</b>	<b>965.63</b>	<b>906.20</b>	<b>1039.14</b>	<b>1219.96</b>	<b>1438.54</b>	<b>1691.40</b>							
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1107.03</b>	<b>1070.29</b>	<b>1231.94</b>	<b>1401.75</b>	<b>1625.19</b>	<b>1874.00</b>							
<b>现金流量表</b>							<b>主要财务比率</b>						
会计年度	2021	2022	2023	2024s	2025s	2026s	会计年度	2021	2022	2023	2024s	2025s	2026s
税后经营利润	-51.62	-57.39	138.06	176.04	213.81	248.09	营业收入增长率	30.45%	1.10%	218.73%	17.12%	18.54%	10.75%
折旧与摊销	58.50	53.65	59.45	135.45	136.93	133.89	营业利润增长率	6.45%	-14.19%	349.02%	27.86%	20.82%	15.64%
财务费用	3.64	3.83	3.04	1.31	-0.56	-2.66	EBITDA增长率	5.73%	-16.47%	361.21%	26.66%	19.97%	14.97%
投资损失	-0.49	0.00	0.29	-0.07	-0.07	-0.07	EBITDA增长率	47.50%	-711.60%	1540.59%	51.33%	13.04%	9.32%
营运资金变动	-7.21	19.24	21.56	-129.32	-22.59	-18.45	归母净利润增长率	7.47%	-11.17%	340.59%	30.96%	20.89%	15.68%
其他经营现金流	-10.00	-17.20	26.19	5.88	5.88	5.88	经营现金流增长率	16.33%	129.66%	11586.28%	-23.85%	76.12%	9.98%
<b>经营性现金流</b>	<b>-7.17</b>	<b>2.13</b>	<b>248.59</b>	<b>189.31</b>	<b>333.41</b>	<b>366.69</b>	<b>盈利潜力</b>						
资本支出	17.99	48.23	86.96	0.00	0.00	0.00	毛利率	-8.30%	-9.78%	42.98%	45.37%	45.69%	46.90%
长期投资	20.34	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	-26.81%	-29.46%	22.25%	24.88%	25.38%	26.51%
其他投资现金流	1.50	0.39	0.61	-1.04	-1.04	-1.04	ROE	-5.35%	-6.33%	13.29%	14.82%	15.19%	14.95%
<b>投资性现金流</b>	<b>3.85</b>	<b>-47.85</b>	<b>-86.35</b>	<b>-1.04</b>	<b>-1.04</b>	<b>-1.04</b>	RDA	-4.66%	-5.36%	11.21%	12.90%	13.45%	13.49%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	-5.29%	-5.64%	15.09%	19.20%	22.92%	29.45%
长期借款	-4.17	-1.07	-15.70	-22.47	-20.47	-18.09	<b>估值倍数</b>						
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	-112.06	-100.79	41.89	31.99	26.46	22.87
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	30.04	29.71	9.32	7.96	6.72	6.06
其他筹资现金流	-38.88	-4.87	-4.31	-1.31	0.56	2.66	P/B	5.99	6.38	5.57	4.74	4.02	3.42
<b>筹资性现金流</b>	<b>-43.05</b>	<b>-5.95</b>	<b>-20.01</b>	<b>-23.78</b>	<b>-19.91</b>	<b>-15.44</b>	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>现金流量净额</b>	<b>-48.37</b>	<b>-51.67</b>	<b>142.23</b>	<b>184.48</b>	<b>312.46</b>	<b>350.21</b>	EV/EBIT	-47.87	-41.42	21.19	23.64	18.56	15.03
							EV/EBITDA	-1391.13	-172.75	16.02	14.96	12.47	10.62
							EV/NOPLAT	-69.04	-54.95	27.73	30.26	23.78	19.26

数据来源: 同花顺iFind

## 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

## 研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

## 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

## 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637