

# 黄山旅游 (600054.SH)

## 2023年主业高景气复苏，继续多举措提振淡季客流

**增持**

### 核心观点

2023年归母净利润较2019年增长24%，现金分红率为36%。2023年公司收入19.3亿元，同比增长141.2%，较2019年增长20.1%；归母净利润和扣非净利润分别为4.2、3.9亿元，同比扭亏为盈，较2019年增长24.3%、24.9%，处业绩预告中值偏上。单Q4，公司收入与归母净利润分别4.95、0.15亿元，较2019Q4分别增长34.6%、258.8%。总体而言，2023年在节假日旅游高景气与淡季主景区免门票营销结合的作用下，公司收入和利润增长良好。2023年公司拟每10股派现金红利2.09元（含税），分红率为36.05%。

2023年黄山景区客流较2019年增长31%助力主业复苏，其他景区亏损拖累。

**1) 景区业务：**收入端，2023年黄山景区进山客流457万人次，较2019年增长31%，推动景区收入实现2.6亿元，较疫前增24%。盈利端，主景区门票对应盈利预计增长，而花山迷窟因改造后爬坡期拖累净亏损0.6亿元，较2019年增亏0.5亿元；太平湖景区仍微亏。**2) 客运索道业务：**收入端，2023年景区索道客流951万人次，较2019年增29%；对应索道收入7.0亿元，较2019年增26%。盈利端，2023年索道毛利率为89%，较2019年提升1.3pct，客流增长驱动。**3) 酒店与徽菜业务：**收入端，2023年酒店收入为4.6亿元，合并徽菜业务后估算同口径较2019年增长6%，考虑徽菜业务收入低基数随门店扩张预计显著增长，酒店因北海饭店改造等收入预计平稳。盈利端，2023年酒店与徽菜合计毛利率为32%，较2019年增加1.0pct，预计山上酒店盈利提升且山下酒店有所减亏。**4) 旅游服务业务**收入实现4.7亿元，较2019年同期增长3%，相对平稳。综合看，公司2023年毛利率较2019年降低1.9pct，预计主要系其他景区投资增加及业务结构变化影响；期间费用率较2019年减少4pct，主要系机场摊销费用减少降低销售费用率，其他费用率相对平稳。

**集团明确2024年景区客流目标同比增长超9%，借免票营销与交通改善提振淡季客流。**根据黄山市官方统计，今年1-2月黄山景区客流在高基数上同比下降6%，但较2019年同期仍有38%增长。而基于集团对黄山风景区2024年进山人数突破500万的目标（估算同比增长超9%），公司积极挖潜淡季客流。一方面今年Q1-Q2延续此前每周三免票活动，同时通过与多类渠道合作提升专项市场客流；另一方面，交通持续改善，去年底昌景黄高铁投运、今年池黄高铁与宣绩高铁有望相继运营，将进一步提高周边游客群覆盖范围，提振淡季市场。中线公司围绕“山水村窟”战略发展布局，未来一看东黄山索道建设，拓展成长空间；二看花山迷窟培育成长和太平湖资源整合。除此以外，公司也积极推进“索道+”、智慧旅游项目的管理输出，补充增长。

**风险提示：**政策风险，国企改革低于预期，新项目培育不及预期。

**投资建议：**基于集团2024年客流考核目标及公司自身淡季挖掘潜力，我们略上调公司2024-2025年归母净利润至4.8/5.3亿元（此前为4.4/4.8亿元），新增2026年为5.7亿元，对应动态PE为21/19/17x。公司系国内自然景区绝对龙头，2023年在节假日名山大川出游高景气与淡季主景区免票营销双重加持下，迎来收入与利润的全面复苏。今年以来景区客流在高基数下增速回落，但公司积极拓展渠道专项合作，并借助延续的免票活动及周边交通改善持续提振淡季市场，全年客流目标维持正增长；而山下其他资源培育整合效果仍需观察跟踪，暂维持“增持”评级。

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

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	13.39元
总市值/流通市值	9766/9766百万元
52周最高价/最低价	14.51/9.28元
近3个月日均成交额	133.52百万元

#### 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

《黄山旅游(600054.SH)-上半年利润超2019年同期，东黄山及区域资源整合助成长》——2023-08-30  
 《黄山旅游(600054.SH)-2022年经营触底，2023年开局迎强劲复苏》——2023-04-17  
 《黄山旅游(600054.SH)-上半年经营承压，多业态蓄势助中线成长》——2022-08-28

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	800	1,929	2,173	2,391	2,593
(+/-%)	-10.6%	141.2%	12.6%	10.0%	8.5%
净利润(百万元)	-132	423	476	525	573
(+/-%)	-403.6%	420.5%	12.5%	10.4%	9.1%
每股收益(元)	-0.18	0.58	0.65	0.72	0.79
EBIT Margin	-27.5%	31.9%	28.4%	28.5%	28.7%
净资产收益率 (ROE)	-3.2%	9.4%	9.9%	10.1%	10.3%
市盈率 (PE)	-74.0	23.1	20.5	18.6	17.0
EV/EBITDA	-167.4	14.1	14.2	12.6	11.6
市净率 (PB)	2.39	2.18	2.03	1.88	1.75

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

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



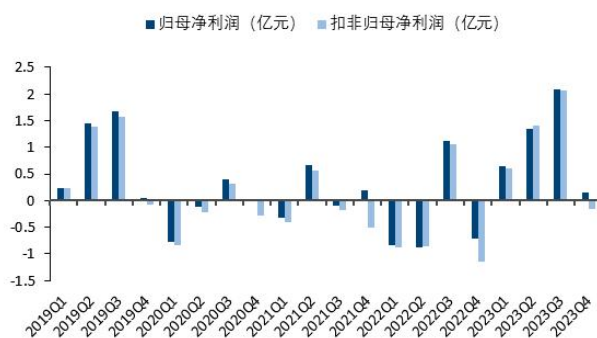
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润 (单位: 亿元)



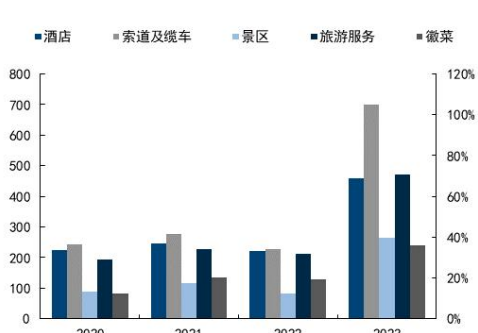
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司接待进山客流变化



资料来源: 黄山市人民政府官网、国信证券经济研究所整理

图6: 公司各项业务拆分情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率、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8: 公司期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS					PE					投资评级
				22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E	
600054.SH	黄山旅游	13	98	-0.18	0.58	0.65	0.72	0.79	-74	23	21	19	17	增持
603199.SH	九华旅游	37	42	-0.12	1.58	1.77	1.95	2.13	-308	23	21	19	17	增持
000888.SZ	峨眉山A	14	73	-0.28	0.43	0.54	0.60	0.66	-51	33	27	24	21	买入
603099.SH	长白山	20	56	-0.22	0.52	0.68	0.79	0.88	-92	39	30	26	23	增持
002033.SZ	丽江股份	11	60	0.01	0.41	0.43	0.49	0.54	1613	29	25	22	20	增持

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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1578	1967	2969	3255	3566	营业收入	800	1929	2173	2391	2593
应收款项	33	49	71	79	85	营业成本	637	887	1064	1168	1265
存货净额	382	453	68	74	80	营业税金及附加	14	17	19	21	23
其他流动资产	42	43	130	14	15	销售费用	49	52	60	66	71
<b>流动资产合计</b>	<b>2034</b>	<b>2513</b>	<b>3239</b>	<b>3422</b>	<b>3747</b>	管理费用	320	358	413	453	489
固定资产	1877	1779	1848	1896	1930	研发费用	0	1	0	0	0
无形资产及其他	166	159	154	149	143	财务费用	(1)	(1)	(34)	(40)	(46)
投资性房地产	954	1036	1036	1036	1036	投资收益	56	5	5	5	5
长期股权投资	176	167	182	197	212	资产减值及公允价值变动	13	25	25	25	25
<b>资产总计</b>	<b>5208</b>	<b>5654</b>	<b>6459</b>	<b>6700</b>	<b>7069</b>	其他收入	8	3	(0)	(0)	0
短期借款及交易性金融负债	34	169	500	500	500	营业利润	(142)	651	681	752	820
应付款项	235	213	327	206	179	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	213	255	318	348	377	<b>利润总额</b>	<b>(141)</b>	<b>649</b>	<b>681</b>	<b>752</b>	<b>820</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>482</b>	<b>637</b>	<b>1146</b>	<b>1055</b>	<b>1056</b>	所得税费用	(3)	193	170	188	205
长期借款及应付债券	144	2	2	2	2	少数股东损益	(6)	33	35	38	42
其他长期负债	292	323	272	222	171	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(132)</b>	<b>423</b>	<b>476</b>	<b>525</b>	<b>573</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>436</b>	<b>325</b>	<b>274</b>	<b>223</b>	<b>173</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>919</b>	<b>963</b>	<b>1420</b>	<b>1278</b>	<b>1229</b>	净利润	(132)	423	476	525	573
少数股东权益	207	205	219	234	251	资产减值准备	(0)	5	1	0	0
股东权益	4083	4486	4820	5187	5589	折旧摊销	156	147	171	193	207
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5208</b>	<b>5654</b>	<b>6459</b>	<b>6700</b>	<b>7069</b>	公允价值变动损失	(13)	(25)	(25)	(25)	(25)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(1)	(1)	(34)	(40)	(46)
每股收益	(0.18)	0.58	0.65	0.72	0.79	营运资本变动	(322)	(116)	404	(39)	(63)
每股红利	0.11	0.08	0.20	0.22	0.24	其它	(9)	24	13	15	17
每股净资产	5.60	6.15	6.61	7.11	7.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>(320)</b>	<b>457</b>	<b>1040</b>	<b>670</b>	<b>709</b>
ROIC	-4.79%	9.82%	11%	12%	13%	资本开支	0	(67)	(211)	(211)	(211)
ROE	-3.23%	9.43%	10%	10%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	20%	54%	51%	51%	51%	<b>投资活动现金流</b>	<b>76</b>	<b>(58)</b>	<b>(226)</b>	<b>(226)</b>	<b>(226)</b>
EBIT Margin	-28%	32%	28%	29%	29%	权益性融资	0	6	0	0	0
EBITDA Margin	-8%	40%	36%	37%	37%	负债净变化	141	(142)	0	0	0
收入增长	-11%	141%	13%	10%	8%	支付股利、利息	(77)	(58)	(143)	(158)	(172)
净利润增长率	-404%	420%	13%	10%	9%	其它融资现金流	(141)	385	331	0	0
资产负债率	22%	21%	25%	23%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(12)</b>	<b>(10)</b>	<b>188</b>	<b>(158)</b>	<b>(172)</b>
股息率	0.8%	0.6%	1.5%	1.6%	1.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(256)</b>	<b>389</b>	<b>1002</b>	<b>286</b>	<b>311</b>
P/E	(74.0)	23.1	20.5	18.6	17.0	货币资金的期初余额	1834	1578	1967	2969	3255
P/B	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7	货币资金的期末余额	1578	1967	2969	3255	3566
EV/EBITDA	(167.4)	14.1	14.2	12.6	11.6	企业自由现金流	0	397	827	455	491
						权益自由现金流	0	639	1183	484	525

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 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 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提及的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