

➤ **长白山发布 2024 年一季报。**1) **收入/利润表现:** 24Q1, 公司营业收入 1.28 亿元/同比+83.72%, 较 19 年同期+159.52%; 归母净利润 0.11 亿元/22 年同期为-0.04 亿元, 19 年同期为-0.25 亿元。2) **各项费用率表现:** 24Q1, 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 3.62%/9.89%/0.39%, 同比+0.62pcts/-3.58pcts/-0.99pcts, 较 19 年-0.58pcts/-9.20pcts/+0.03pcts。3) **毛利率/净利率表现:** 24Q1, 公司毛利率 28.22%/同比+15.07pcts, 19 年同期为-24.07pcts; 净利率 8.37%/22 年同期为-5.95%, 19 年同期为-50.97%。此外, 24Q1 长白山主景区总接待人次 46.5 万人/同比+138.50%, 其中 1 月/2 月接待人次 23.00/19.90 万人, 同比+146.10%/+182.70%。24 年 1-2 月, 受益于社媒平台宣传赋能, 全国冰雪游景气度大幅提振, 长白山在行业高景气催化接待人次大幅提升, 促 24Q1 营业收入同比大幅增长/归母净利润扭亏为盈。公司毛利率水平同比增幅明显, **我们认为根本原因是 1) 公司主营的观光车业务成本以固定成本(折旧)较高、变动成本(燃油费用)较低, 因此接待游客提升带来收入增长时, 运营成本占收入比例会减小; 2) 日常运营成本较低且主要与运输频次有关; 两大因素所致。未来若景区接待人次提升, 毛利率也将进一步拔高。**

➤ **定增预案相关项目: 温泉部落二期定位亲子游强化获客能力, 车辆采购提振客流优化毛利率水平。**公司于 24 年 4 月 24 日发布定增预案二次修订稿, 募集资金不超过 5 亿元, 扣除发行费用后的募集资金将用于长白山火山温泉部落二期项目、长白山旅游交通设备提升项目、补充流动资金三项, 三大项目拟使用募集资金分别为 3.50/1.00/0.50 亿元, 总投资额分别为 5.36/1.14/0.50 亿元。此外, **公司在定增预案申请文件审核问询函中就部分问题展开回复, 其中核心要点包括两项: 1) 温泉部落二期项目:** 二期项目将以温泉主题亲子客房为主, 可填补景区内亲子游服务体系空缺; 此外, 二期项目与温泉皇冠假日酒店/蓝景国际生态交流中心共处北景区最优区位, 此区位已与周边各类项目逐步组合形成度假村业态, 引流能力逐年上行, 而皇冠假日酒店产能已达瓶颈, 二期项目落地将强化供给端, 提升公司在此区位的获客能力, 促业绩表现向好。2) **车辆采购:** 公司计划 22-24 年采购车辆共 274 辆, 其中 156 辆已在 22-23 年采购, 24 年预计采购车辆 118 辆, 其中用于北景区运力的 23 座中型客车 6 辆、12 座中型客车 40 辆、50 座大型客车 28 辆, 用于西景区运力的 23 座中型客车 24 辆, 预计购置成本共 0.43 亿元。我们认为, 1) 问询函回复及我们过往深度报告研究中均有分析, 公司现有景区内运力结构实际较难满足高峰期客流, 需通过外部租车方式满足运营需求; 2) 我们在深度报告分析中提及, 在客流量足够情况下租车成本会高于购车成本, 因此在客流有增长预期情况下购置车辆可有效减少成本。因此, 若定增预案落地, 新增运力将通过提升客流、优化毛利率的方式促公司业绩向好。

➤ **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, 24 年 1-2 月主景区客流远超 23 年同期验证冰雪游提振逻辑, “暑期+冰雪季”双轮驱动模式下未来成长空间大; 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; 3) **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。预计 2024-2026 年公司归母净利润 2.16/2.71/3.19 亿元, 对应 PE 为 26X/21X/18X, 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	620	755	891	974
增长率(%)	218.7	21.7	18.0	9.4
归属母公司股东净利润(百万元)	138	216	271	319
增长率(%)	340.6	56.3	25.6	17.7
每股收益(元)	0.52	0.81	1.02	1.20
PE	41	26	21	18
PB	5.4	4.6	3.8	3.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

21.20 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

- 长白山 (603099.SH) 业绩及分红说明会召开公告点评: 23 年毛利率优化, 计划加大投入配合双旺季发力-2024/03/29
- 长白山 (603099.SH) 2023 年业绩预告点评: 23 年业绩超 19 年同期, 冰雪游逻辑清晰未来有望实现“双轮驱动”-2024/01/22
- 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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	620	755	891	974
营业成本	354	374	424	437
营业税金及附加	6	15	17	19
销售费用	21	21	24	25
管理费用	57	66	76	81
研发费用	0	0	0	0
EBIT	185	283	354	417
财务费用	3	0	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	182	283	356	418
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	181	283	356	418
所得税	43	67	85	100
净利润	138	216	271	319
归属于母公司净利润	138	216	271	319
EBITDA	246	351	445	535

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	211	346	339	385
应收账款及票据	47	53	59	59
预付款项	26	14	14	13
存货	13	12	13	11
其他流动资产	33	28	30	31
流动资产合计	329	453	454	499
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	632	688	917	1,136
无形资产	174	179	183	186
非流动资产合计	903	966	1,198	1,427
资产合计	1,232	1,419	1,653	1,926
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	39	21	17	14
其他流动负债	92	99	95	89
流动负债合计	131	120	113	103
长期借款	58	58	58	58
其他长期负债	4	6	9	13
非流动负债合计	62	65	67	72
负债合计	193	185	180	175
股本	267	267	267	267
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,039	1,234	1,473	1,751
负债和股东权益合计	1,232	1,419	1,653	1,926

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	218.73	21.74	17.96	9.35
EBIT 增长率	366.95	53.09	25.02	17.79
净利润增长率	340.59	56.34	25.56	17.65
盈利能力 (%)				
毛利率	42.98	50.43	52.38	55.15
净利润率	22.25	28.58	30.42	32.73
总资产收益率 ROA	11.21	15.21	16.40	16.56
净资产收益率 ROE	13.29	17.49	18.40	18.21
偿债能力				
流动比率	2.52	3.78	4.03	4.84
速动比率	2.09	3.41	3.64	4.43
现金比率	1.61	2.88	3.01	3.73
资产负债率 (%)	15.65	13.01	10.89	9.08
经营效率				
应收账款周转天数	27.67	25.70	24.00	22.00
存货周转天数	13.57	12.00	10.80	9.50
总资产周转率	0.54	0.57	0.58	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.81	1.02	1.20
每股净资产	3.90	4.63	5.52	6.57
每股经营现金流	0.94	1.07	1.38	1.62
每股股利	0.00	0.12	0.15	0.18
估值分析				
PE	41	26	21	18
PB	5.4	4.6	3.8	3.2
EV/EBITDA	26.57	18.65	14.71	12.24
股息收益率 (%)	0.00	0.58	0.72	0.85

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	138	216	271	319
折旧和摊销	61	68	91	118
营运资金变动	16	0	3	-8
经营活动现金流	251	286	367	431
资本开支	-86	-126	-319	-341
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-86	-126	-319	-341
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-16	0	-17	0
筹资活动现金流	-20	-26	-55	-44
现金净流量	144	135	-7	46

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