

长白山(603099.SH)

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

张洪滨 社服行业研究助理

联系电话: 18916616659

邮箱: zhanghongbin@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 24 年一季报点评：经营显著改善，首次实现 Q1 盈利，关注二期项目进展

2024 年 4 月 29 日

事件：公司披露 24 年一季报。24Q1 公司实现营收 1.28 亿元/+83.7%（同比，下同），归母净利润 0.11 亿元，扣非归母净利润 0.12 亿元，同比均扭亏，且均为首次实现 Q1 盈利。

23Q1 公司受疫情停工影响，24Q1 为冰雪潜力兑现的第一季。分业务来看，①交通板块：公司凭借冰雪资源成功打造第二旺季，24Q1 景区接待量 46.5 万人，同比+139%。②酒店板块：受益北坡客流基数高（占比约 80%）且度假酒店少（仅 3 家），皇冠假日酒店主要旺季及节假日入住率相对较高，24 元旦/春节入住率分别达到 79.6%/82.0%，24 年 1 月/2 月入住率分别达到 79.2%/71.2%。③公司丰富旅游包车等产品服务，增设雪地摩托穿越、粉雪小镇、露营等多元娱雪产品，我们预计收入贡献相对较少，但有助于提高冰雪热度留存和游客粘性。

经营显著改善，首次实现一季度盈利。毛利端来看，24Q1 公司毛利率 28.2%/+15.1pct。费用端来看，24Q1 公司销售费率 3.6%/+0.6pct，管理费率 9.9%/-3.6pct，财务费率 0.4%/-1.0pct，费用率整体改善明显。归母净利率 8.4%/+14.3%，若剔除税率影响，经营层面公司利润率 12.4%/+18.5pct。

二期项目计划 27 年开业，多元投资丰富业态。目前一期皇冠假日酒店产能已达瓶颈，二期项目房价低于一期，补齐亲子旅游需求，可提升区域接待能力，完善消费配套，释放产业集聚效应，公司预计二期项目于 27 年开业。此外，公司还将投资酒店收购项目、露水河狩猎场项目、仙人桥氡泉浴场项目、龙湾玛珥湖景观项目，进一步丰富产品业态。

盈利预测与投资建议：短期我们预计公司将推进定增项目建设，增加车辆购置，为旺季做准备（暑期或将进一步调增单日接待上限）。中长期来看，高铁开通+机场扩建有望破除长期发展桎梏；冰雪游或成长期趋势，公司积极布局打造一年两旺季；25 年沈白高铁开通后客流有望快速增长，定增项目补充客运及酒店供给，承接对应需求。不考虑增发情况下，我们预计 24-26 年公司实现归母净利润 1.96、2.37、2.79 亿元，2024 年 4 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 29、24、20 倍，23-25CAGR 对应 PEG 为 0.93，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	983
增长率 YoY %	1.1%	218.7%	23.1%	11.7%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	-57	138	196	237	279
增长率 YoY%	-11.2%	340.6%	41.9%	20.7%	17.8%
毛利率%	-9.8%	43.0%	47.4%	50.0%	51.1%
净资产收益率ROE%	-6.3%	13.3%	15.9%	16.1%	15.9%
EPS(摊薄)(元)	-0.22	0.52	0.73	0.89	1.05
市盈率 P/E(倍)	—	40.95	28.85	23.90	20.28
市净率 P/B(倍)	6.24	5.44	4.57	3.84	3.23

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 26 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	538	792	1,087	
货币资金	67	211	406	651	938	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	55	47	52	50	52	
预付账款	12	26	21	26	30	
存货	11	13	19	19	21	
其他	14	33	41	46	46	
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	1,440	1,693	1,987	
流动负债	86	131	141	157	173	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	21	39	33	41	46	
其他	66	92	109	117	127	
非流动负债	78	62	63	63	63	
长期借款	75	58	58	58	58	
其他	3	4	4	4	4	
负债合计	164	193	204	220	235	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	906	1,039	1,236	1,473	1,751	
负债和股东权益	1,070	1,232	1,440	1,693	1,987	

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	983	
同比(%)	1.1%	218.7%	23.1%	11.7%	15.2%	
归属母公司净利润	-57	138	196	237	279	
同比(%)	-11.2%	340.6%	41.9%	20.7%	17.8%	
毛利率(%)	-9.8%	43.0%	47.4%	50.0%	51.1%	
ROE%	-6.3%	13.3%	15.9%	16.1%	15.9%	
EPS (摊薄)(元)	-0.22	0.52	0.73	0.89	1.05	
P/E	—	40.95	28.85	23.90	20.28	
P/B	6.24	5.44	4.57	3.84	3.23	
EV/EBITDA	-205.19	15.66	18.82	15.03	12.13	

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	983	
营业成本	214	354	402	427	481	
营业税金及附加	4	6	7	8	9	
销售费用	8	21	23	26	31	
管理费用	42	57	68	75	88	
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	262	316	372	
营业外收支	-1	-1	0	0	0	
利润总额	-74	181	261	315	372	
所得税	-17	43	65	79	93	
净利润	-57	138	196	237	279	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	-57	138	196	237	279	
EBITDA	-14	246	283	338	395	
EPS (当年)(元)	-0.22	0.52	0.73	0.89	1.05	

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	215	267	309	
净利润	-57	138	196	237	279	
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	-4	7	7	
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	-1	-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	195	245	287	

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。

宿一赫，南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅、餐饮、博彩等行业。

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。