

长白山 (603099.SH)

优于大市

二季度扩充产能拖累利润率，重点跟踪暑期下半程客流表现

核心观点

公司上半年业绩处于预告区间中值，二季度增收不增利。2024H1 公司营收 2.54 亿元/+51.7%，归母净利润 0.21 亿元/+71.7%，扣非净利润 0.27 亿元/+138.3%，处业绩预告中值附近。分季度看，Q1/Q2 分别贡献收入 1.28/1.27 亿元，同比增长 83.7%/29.0%；归母净利润分别为 0.11/0.10 亿元，同比分别扭亏/-37.0%；扣非净利润分别 0.12/0.15 亿元，同比扭亏/-2.1%。其中 Q2 增收不增利预计一是扩充交通产能以提升 Q3 旺季瓶颈而带来的成本增加，Q2 毛利率同比下降 3pct，二是交通事故赔付带来数百万非经常损失。

上半年量增价减，预计新购客运车辆增加成本。2024 年上半年长白山景区客流 109 万人次/+64%，其中二季度客流 62 万人次/+33%，公司积极开展线上营销，淡季客流增长良好；上半年客单收入同比-7%，预计受天池景点阶段关闭对客单价有所影响。分业务看，旅游客运/酒店/旅行社/其他业务收入分别为 1.73/0.62/0.06/0.13 亿元，前两个核心业务毛利率为 33.8%/22.5%。其中客运板块毛利率预计受新购置车辆增加折摊与人工成本影响；酒店板块收入同比+26.81%，净利润同比-16.88%；其中皇冠假日收入 4436 万元/+43.48%，净利润 651 万元/+102.82%，净利率 14.7%。

7 月旺季客流受恶劣天气扰动，8 月暑期下半程客流增长系关键观测窗口。

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，同比增加 45 万，并力争达到 350 万人次，实际 1-6 月已增加 42 万。7 月受台风与暴雨天气影响，长白山主景区 27 日起关闭，当月客流同比减少 5.5 万，最新跟踪景区已于 8 月 3 日重开，考虑公司 Q3 尤其暑期贡献全年最核心利润，后续近一个月假期客流表现较为关键（去年基数不高）。公司最新公告，拟托管经营长白山景区（合同期限五年，合同期内预计交易金额约为 1350 万元）与恩都里休闲度假商旅社区（合同期限十年，预计累计管理费约为 2215 万元），区域内景区整合有助于进一步丰富产品组合，并带来部分利润增量。

风险提示：恶劣天气扰动经营，新项目不及预期，交通改善效果不及预期等。

投资建议：暂维持 2024-2026 年归母净利润为 1.8/2.1/2.3 亿元，同比分别增长 30.6%/16.7%/11.3%，EPS 为 0.7/0.8/0.9 元，PE 为 34/29/26x。公司拥有长白山客运与聚拢火山温泉独家运营权，并积极推进区域资源整合。考虑因产能扩张二季度客流增长未能体现在报表业绩，且本系利润贡献核心的暑期阶段受天气扰动，预计后半程客流增长将决定全年业绩达成情况，后续重点跟踪暑期后期客流表现，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	195	620	736	822	923
(+/-%)	1.1%	218.7%	18.7%	11.6%	12.3%
净利润(百万元)	-57	138	180	210	234
(+/-%)	11.2%	-340.6%	30.6%	16.2%	11.6%
每股收益(元)	-0.22	0.52	0.68	0.79	0.88
EBIT Margin	-37.3%	29.5%	31.3%	32.3%	31.7%
净资产收益率 (ROE)	-6.3%	13.3%	15.5%	16.0%	15.8%
市盈率 (PE)	-106.6	44.3	33.9	29.2	26.1
EV/EBITDA	-298.7	26.4	20.9	18.5	17.1
市净率 (PB)	6.75	5.88	5.25	4.66	4.14

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

公司研究·财报点评

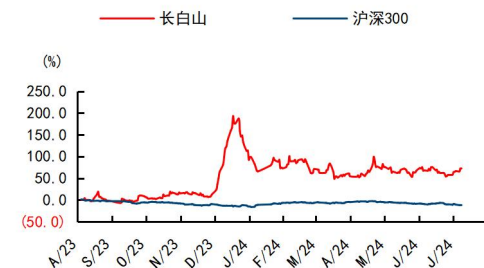
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	证券分析师：杨玉莹 010-88005377 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	22.93 元
总市值/流通市值	6115/6115 百万元
52 周最高价/最低价	40.45/12.15 元
近 3 个月日均成交额	257.62 百万元

市场走势



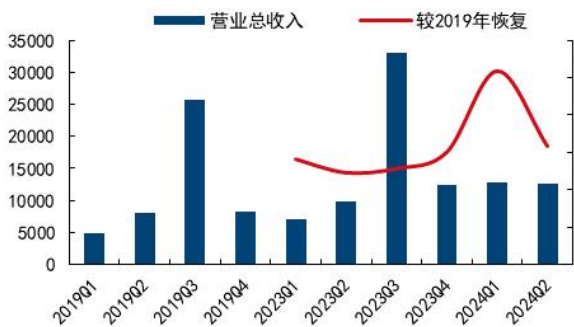
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《长白山 (603099.SH) -2023 年净利润较 2019 年增长 83%，双旺季值得期待》——2024-03-23
- 《长白山 (603099.SH) -全国冰雪游热潮提前，长白山积极提振淡季经营》——2023-12-12
- 《长白山 (603099.SH) -前三季度净利润显著超 2019 年，积极布局淡季冰雪旅游市场》——2023-10-27

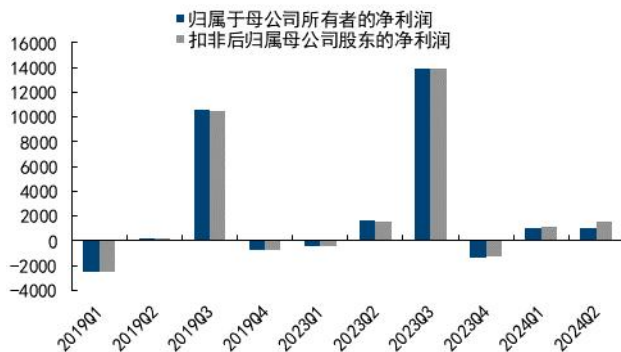
公司上半年业绩处于预告区间中值，二季度增收不增利。2024H1 公司营收 2.54 亿元/+51.7%，归母净利润 0.21 亿元/+71.7%，扣非净利润 0.27 亿元/+138.3%，处业绩预告中值附近。分季度看，Q1/Q2 分别贡献收入 1.28/1.27 亿元，同比增长 83.7%/29.0%；归母净利润分别为 0.11/0.10 亿元，同比分别扭亏/-37.0%；扣非净利润分别 0.12/0.15 亿元，同比扭亏/-2.1%。其中 Q2 增收不增利预计一是扩充交通产能以提升 Q3 旺季瓶颈而带来的成本增加，Q2 毛利率同比下降 3pct，二是交通事故赔付带来数百万非经常损失。

图1：公司单季度营收（万元）及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母及扣非利润（万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

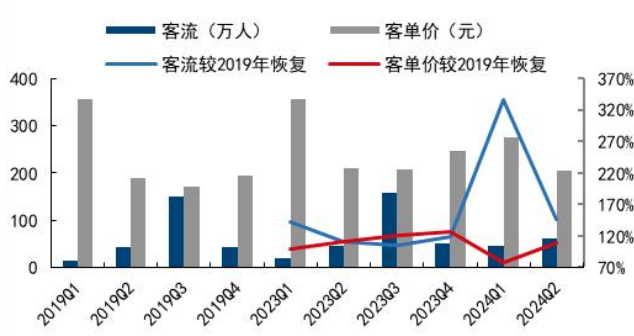
上半年量增价减，预计新购客运车辆增加成本。2024 年上半年长白山景区客流 109 万人次/+64%，其中二季度客流 62 万人次/+33%，公司积极开展线上营销，淡季客流增长良好；上半年客单收入同比-7%，预计受天池景点阶段关闭对客单价有所影响。分业务看，旅游客运/酒店/旅行社/其他业务收入分别为 1.73/0.62/0.06/0.13 亿元，前两个核心业务毛利率为 33.8%/22.5%。其中客运板块毛利率预计受新购置车辆增加折摊与人工成本影响；酒店板块收入同比+26.81%，净利润同比-16.88%；其中皇冠假日收入 4436 万元/+43.48%，净利润 651 万元/+102.82%，净利率 14.7%。

图3：长白山景区月度客流情况



资料来源：长白山管委会、国信证券经济研究所整理

图4：长白山景区客流及公司客单价恢复季度表现

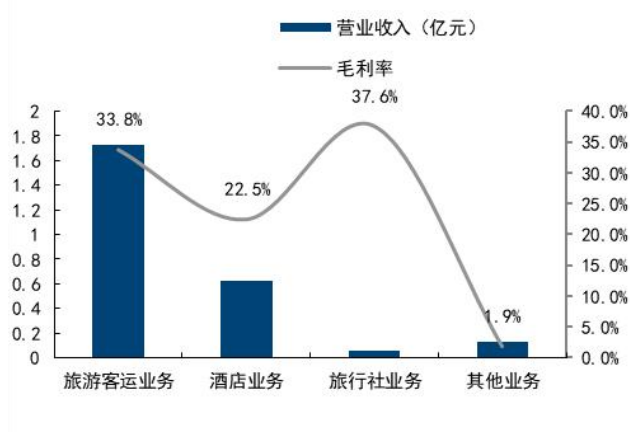


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

7 月旺季客流受恶劣天气扰动，8 月暑期下半程客流增长系关键观测窗口。根据长白山景区工作会议报告，2024 年景区接待客流目标实现 320 万人次，同比增加 45 万，并力争达到 350 万人次，实际 1-6 月已增加 42 万。7 月受台风与暴雨天气影响，长白山主景区 27 日起关闭，当月客流同比减少 5.5 万，最新跟踪景区已于 8 月 3 日重开，考虑公司 Q3 尤其暑期贡献全年最核心利润，后续近一个月假期客流表现较为关键。公司最新公告，拟托管经营长白山景区（合同期限五年，合同期内预计交易金额约为 1350 万

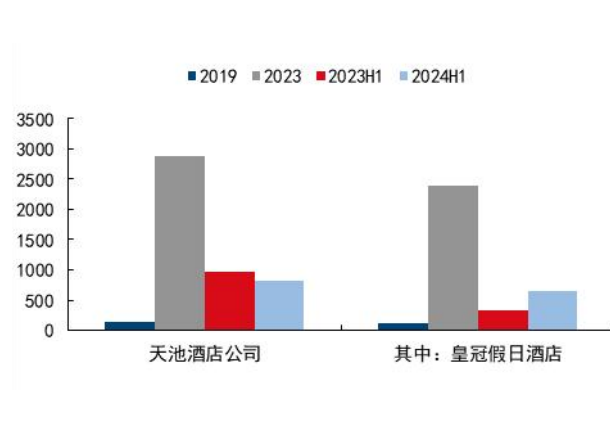
元)与恩都里休闲度假商旅社区(合同期限十年,预计累计管理费约为2215万元),区域内景区整合有助于进一步丰富产品组合,并带来部分利润增量。

图5: 公司 2024H1 各项业务收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司酒店业务净利润(万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示: 恶劣天气扰动经营, 新项目不及预期, 交通改善效果不及预期等。

投资建议: 暂维持 2024-2026 年归母净利润为 1.8/2.1/2.3 亿元, 同比分别增长 30.6%/16.7%/11.3%, EPS 为 0.7/0.8/0.9 元, PE 为 34/29/26x。公司拥有长白山客运与聚拢火山温泉独家运营权, 并积极推进区域资源整合。考虑因产能扩张二季度客流增长未能体现在报表业绩, 且本系利润贡献核心的暑期阶段受天气扰动, 预计后半程客流增长将决定全年业绩达成情况, 后续重点跟踪暑期后期客流表现, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
603099.SH	长白山	23	61	0.52	0.68	0.79	0.88	44	34	29	26	优于大市
603199.SH	九华旅游	33	36	1.58	1.77	1.95	2.13	21	18	17	15	优于大市
000888.SZ	峨眉山A	12	65	0.43	0.54	0.60	0.66	29	23	21	19	优于大市
002033.SZ	丽江股份	9	49	0.41	0.43	0.49	0.54	21	21	18	16	优于大市
600054.SH	黄山旅游	11	81	0.58	0.65	0.72	0.79	19	17	15	14	优于大市
002159.SZ	三特索道	13	24	0.72	0.85	0.97	1.10	19	16	14	12	优于大市
603136.SH	天目湖	10	28	0.54	0.59	0.69	0.80	19	18	15	13	优于大市

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测 (注: EPS 按最新股本计算)

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	67	211	349	518	709	营业收入	195	620	736	822	923
应收款项	63	62	117	131	147	营业成本	214	354	405	447	508
存货净额	11	13	19	21	24	营业税金及附加	4	6	7	8	9
其他流动资产	18	43	37	41	46	销售费用	8	21	25	28	31
流动资产合计	159	329	522	711	926	管理费用	42	57	69	74	82
固定资产	665	688	653	628	600	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	179	174	168	162	156	财务费用	4	3	(2)	(6)	(10)
投资性房地产	67	40	40	40	40	投资收益	0	(0)	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	1070	1232	1383	1541	1722	其他收入	3	2	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	16	17	50	50	50	营业利润	(73)	182	236	274	306
应付款项	21	39	19	21	24	营业外净收支	(1)	(1)	0	0	0
其他流动负债	50	75	87	96	110	利润总额	(74)	181	236	274	306
流动负债合计	86	131	156	167	184	所得税费用	(17)	43	55	64	72
长期借款及应付债券	75	58	58	58	58	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	4	4	4	4	归属于母公司净利润	(57)	138	180	210	234
长期负债合计	78	62	62	62	62	现金流量表 (百万元)					
负债合计	164	193	218	229	246	净利润	(57)	138	180	210	234
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	0	0	0	0
股东权益	906	1039	1165	1312	1476	折旧摊销	52	55	73	77	80
负债和股东权益总计	1070	1232	1383	1541	1722	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	4	3	(2)	(6)	(10)
每股收益	(0.22)	0.52	0.68	0.79	0.88	营运资本变动	2	44	(62)	(9)	(7)
每股红利	0.02	0.01	0.20	0.24	0.26	其它	2	0	0	0	0
每股净资产	3.40	3.90	4.37	4.92	5.53	经营活动现金流	(4)	237	191	278	307
ROIC	-5.33%	13.41%	17%	20%	23%	资本开支	0	(72)	(31)	(46)	(46)
ROE	-6.33%	13.29%	15%	16%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	-10%	43%	45%	46%	45%	投资活动现金流	0	(72)	(31)	(46)	(46)
EBIT Margin	-37%	30%	31%	32%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-11%	38%	41%	42%	40%	负债净变化	(0)	(17)	0	0	0
收入增长	1%	219%	19%	12%	12%	支付股利、利息	(4)	(4)	(54)	(63)	(70)
净利润增长率	11%	-341%	31%	16%	12%	其它融资现金流	(37)	20	33	0	0
资产负债率	15%	16%	16%	15%	14%	融资活动现金流	(46)	(21)	(21)	(63)	(70)
股息率	0.1%	0.1%	0.9%	1.0%	1.1%	现金净变动	(50)	144	138	169	191
P/E	(106.6)	44.3	33.9	29.2	26.1	货币资金的期初余额	118	67	211	349	518
P/B	6.7	5.9	5.2	4.7	4.1	货币资金的期末余额	67	211	349	518	709
EV/EBITDA	(298.7)	26.4	20.9	18.5	17.1	企业自由现金流	0	166	156	225	251
						权益自由现金流	0	169	190	230	259

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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