

信义山证汇通天下

证券研究报告

景区

黄山旅游（600054.SH）

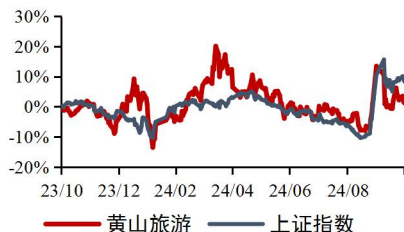
增持-A(首次)

特殊天气影响短期业绩承压，关注高铁开通提振客流

2024 年 10 月 31 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 10 月 30 日

收盘价（元）：	11.33
年内最高/最低（元）：	14.21/9.28
流通 A 股/总股本(亿股)：	5.13/7.29
流通 A 股市值(亿元)：	58.16
总市值（亿元）：	82.64

基础数据：2024 年 9 月 30 日

基本每股收益(元)：	0.39
摊薄每股收益(元)：	0.39
每股净资产(元)：	6.63
净资产收益率(%)：	6.47

资料来源：最闻

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2024 年三季度财报，期内实现营收 14.12 亿元/-1.58%，归母净利润 2.85 亿元/-30.15%，扣非归母净利润 2.72 亿元/-33.12%，EPS0.39 元。其中 2024Q3 实现营收 5.78 亿元/-3.25%，归母净利润 1.53 亿元/-26.35%，扣非归母净利润 1.48 亿元/-28.17%。

事件点评

➢ 期内公司盈利水平有所下滑主要系有效购票人数减少和 6 月下旬的持续强降雨，以及上年同期存在可弥补亏损，所得税费用同比增加所致。2024Q1-3 黄山景区累计接待金山游客 363.24 万人/+2.8%，其中 2024Q3 接待进山游客 149.03 万人/+3.35%。

➢ 期内公司毛利率 53.41%/-4.01pct，净利率 22.15%/-8.72pct。整体费用率 20.85%/+2.7pct，其中销售费用率 2.76%/+0.93pct，管理费用率 17.88%/+1.59pct，财务费用率 0.08%/+0.04pct。经营活动现金流净额 4.08 亿元/-38.85%。

投资建议

➢ 1) 公司具有得天独厚的自然资源，以黄山景区为核心，包含太平湖景区、花山谜窟景区等一流生态资源，日均进山游客超一万人次；2) 目前黄山市已进入杭州、合肥等城市 1.5 小时经济圈，上海、南京等城市 2.5 小时经济圈，后续随着高铁线路不断完善和运营，便捷和畅通游客进入黄山的交通方式；3) 公司背靠黄山市国资平台，自由现金流充裕，财务状况良好，融资渠道通畅；4) 公司持续完善景区内客流枢纽，目前拥有黄山云谷索道、玉屏索道、太平索道、西海观光缆车，2023 年运送旅游超 950 万人次。公司目前在建黄山东大门索道，位于黄山风景区东海景区和黄山区谭家桥镇，串联黄山风景区东海景区，预计 2025 年年内竣工，有望进一步丰富黄山旅游线路产品、扩充景区容量。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.55\0.67\0.75 元，对应公司 10 月 30 日收盘价 11.33 元，2024-2026 年 PE 分别为 20.8\16.9\15.2 倍，给予“增持-A”评级。

风险提示

➢ 景区客流恢复不及预期风险；宏观政策变化风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	800	1,929	1,894	2,216	2,417
YoY(%)	-10.6	141.2	-1.8	17.0	9.1



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



净利润(百万元)	-132	423	398	488	545
YoY(%)	-403.6	-420.5	-6.0	22.8	11.5
毛利率(%)	20.4	54.0	55.0	56.7	57.2
EPS(摊薄/元)	-0.18	0.58	0.55	0.67	0.75
ROE(%)	-3.2	9.7	9.3	10.6	10.8
P/E(倍)	-62.6	19.5	20.8	16.9	15.2
P/B(倍)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
净利率(%)	-16.5	21.9	21.0	22.0	22.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2034	2513	2754	3395	3968
现金	1578	1967	1537	2728	3290
应收票据及应收账款	18	28	47	41	55
预付账款	21	15	20	21	24
存货	382	453	468	492	494
其他流动资产	37	49	682	113	104
非流动资产	3174	3141	3216	3112	3031
长期投资	176	167	195	203	211
固定资产	1655	1506	1528	1538	1508
无形资产	166	159	179	172	165
其他非流动资产	1177	1309	1313	1199	1147
资产总计	5208	5654	5970	6507	6999
流动负债	482	637	565	673	678
短期借款	6	0	0	0	0
应付票据及应付账款	235	213	218	268	256
其他流动负债	241	424	347	406	423
非流动负债	436	325	398	405	404
长期借款	144	2	2	9	9
其他非流动负债	292	323	395	395	395
负债合计	919	963	963	1078	1083
少数股东权益	207	205	275	362	458
股本	729	729	729	729	729
资本公积	367	344	344	344	344
留存收益	2979	3404	3629	3832	4228
归属母公司股东权益	4083	4486	4732	5067	5458
负债和股东权益	5208	5654	5970	6507	6999

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	21	723	542	815	755
净利润	-138	456	468	575	641
折旧摊销	228	211	232	257	205
财务费用	-1	-1	-5	-6	-5
投资损失	-56	-5	-21	-21	-21
营运资金变动	-4	6	-93	50	-37
其他经营现金流	-7	57	-39	-40	-28
投资活动现金流	-213	-200	-828	489	-76
筹资活动现金流	-64	-134	-144	-113	-116
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.18	0.58	0.55	0.67	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	0.99	0.74	1.12	1.03
每股净资产(最新摊薄)	5.60	6.15	6.49	6.95	7.48

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	800	1929	1894	2216	2417
营业成本	637	887	853	960	1035
营业税金及附加	14	17	17	19	21
营业费用	49	52	95	111	121
管理费用	320	358	439	510	532
研发费用	0	1	2	2	2
财务费用	-1	-1	-5	-6	-5
资产减值损失	-3	-5	-11	-12	-14
公允价值变动收益	13	21	39	40	28
投资净收益	56	5	21	21	21
营业利润	-142	651	565	693	774
营业外收入	4	3	6	5	5
营业外支出	2	4	6	4	4
利润总额	-141	649	565	694	774
所得税	-3	193	98	120	134
税后利润	-138	456	468	575	641
少数股东损益	-6	33	70	86	96
归属母公司净利润	-132	423	398	488	545
EBITDA	50	801	745	887	890

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-10.6	141.2	-1.8	17.0	9.1
营业利润(%)	-286.6	557.4	-13.3	22.8	11.6
归属于母公司净利润(%)	-403.6	-420.5	-6.0	22.8	11.5
获利能力					
毛利率(%)	20.4	54.0	55.0	56.7	57.2
净利率(%)	-16.5	21.9	21.0	22.0	22.5
ROE(%)	-3.2	9.7	9.3	10.6	10.8
ROIC(%)	-3.9	8.4	8.3	9.5	9.6
偿债能力					
资产负债率(%)	17.6	17.0	16.1	16.6	15.5
流动比率	4.2	3.9	4.9	5.0	5.8
速动比率	3.3	3.2	3.9	4.2	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	55.2	83.9	50.0	50.0	50.0
应付账款周转率	3.1	4.0	4.0	4.0	4.0
估值比率					
P/E	-62.6	19.5	20.8	16.9	15.2
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	147.8	8.7	9.1	7.1	6.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

