

黄山旅游 (600054.SH)

收入略降业绩承压，有效购票客流回落

优于大市

核心观点

2024年第三季度公司归母净利润下滑26%，逊于我们预期。2024Q3公司实现收入5.78亿元/-3.25%；归母/扣非净利润1.53/1.48亿元，同比分别-26.3%/-28.2%，逊于我们业绩前瞻（1.77亿元），主要系有效购票人数减少、山下项目爬坡、所得税率同比提升影响。2024年前三季度公司收入14.12亿元/-1.58%；归母/扣非净利润2.85/2.72亿元，同比-30.15%/-33.12%。

免票营销加码，前三季度有效购票人数下降。2024年前三季度，景区进山客流363.2万人次/+2.8%，客单389元/-4%；其中第三季度接待进山游客149.0万人次/+3.3%，客单388元/-6%。景区免票活动较去年加码，由去年仅4-6月、11-12月阶段免票发展至今年全年每周三均免票5000张，估算前三季度有效购票人数同比下滑约12%。上半年景区散客占比88%，同比增加5.76pct。

毛利率同比下滑，期间费用率同比增加，短期盈利能力未能释放。单三季度公司毛利率下滑6pct，预计系有效客流减少、太平湖&花山谜窟受总规调整影响经营偏弱、餐饮店徽商故里爬坡综合影响。期间费用率同比增加3pct，其中管理费率增加2pct，销售费率增加0.9pct。综合来看，单三季度归母净利润率同比下滑8.3pct，短期盈利能力未能充分释放拖累利润表现。

积极提振主景区淡季季客流，新项目明年起有望逐步落地。公司进一步挖潜主景区客流增量：1) 在没有恶劣天气扰动下，景区重点节假日客流维持较高景气，今年国庆假期景区接待客流19.18万人/+14.15%。后续新项目有望扩容景区容量，其中黄山东大门索道由集团打造，预计2025年内竣工，可进一步跟踪索道落地节奏及上市公司参与方式。此外，北海宾馆于2019年12月停止营业正式启动全面改造，Q2末目前工程累计投入占预算比例47%，预计明年有望开业运营。2) 淡季阶段，公司积极配合区域免票活动提振客流，目前看已经发展为偏常态化的周三开放日，部分带动非门票收入。**山下项目短期仍有拖累尚需观察。**花山谜窟、太平湖、徽商故里上半年共亏损约4700万元，预计后续盈利释放需要配合更市场化的打法，尚需观察。

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：综合前三季度表现，我们下调有效购票客流增速及新项目贡献，下调2024-2025收入增速至-1.5%/+5.8%/+7.0%（此前为12.6%/10.0%/8.5%，年初参考目标客流增长9%并假设新项目贡献增量），归母净利润至3.1/3.5/4.1亿元（此前为4.8/5.3/5.7亿元），对应PE为26/23/20x。公司背靠黄山景区优质资产，以门票活动应对散客化趋势，明年山上索道、酒店有望陆续投产，而山下项目培育尚需观察，维持中线“优于大市”。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	800	1,929	1,901	2,011	2,151
(+/-%)	-10.6%	141.2%	-1.5%	5.8%	7.0%
净利润(百万元)	-132	423	313	354	407
(+/-%)	-403.6%	420.5%	-25.9%	13.0%	14.9%
每股收益(元)	-0.18	0.58	0.43	0.49	0.56
EBIT Margin	-27.5%	31.9%	24.2%	25.9%	27.1%
净资产收益率 (ROE)	-3.2%	9.4%	6.7%	7.2%	7.8%
市盈率 (PE)	-62.2	19.4	26.2	23.2	20.2
EV/EBITDA	-143.0	12.0	15.0	13.0	11.7
市净率 (PB)	2.01	1.83	1.75	1.66	1.57

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 0755-82132098 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	11.26元
总市值/流通市值	8213/8213百万元
52周最高价/最低价	14.21/9.28元
近3个月日均成交额	66.99百万元

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)-2023年主业高景气复苏，继续多措并举提振淡季客流》——2024-04-23
- 《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

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



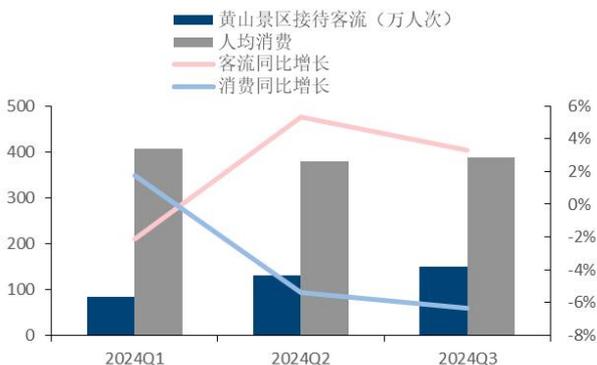
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润 (单位: 亿元)



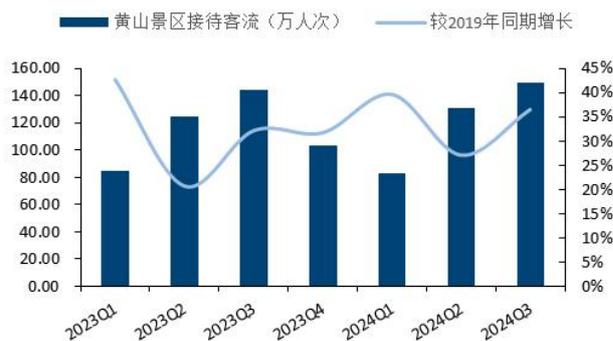
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司接待进山客流和人均消费变化



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4: 公司接待进山客流较 2019 年变化



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		EPS				PE				投资评级
		元	亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
600054.SH	黄山旅游	11	82	0.58	0.43	0.49	0.56	19	26	23	20	优于大市
603199.SH	九华旅游	35	38	1.58	1.77	1.95	2.13	22	20	18	16	优于大市
002159.SZ	三特索道	15	27	0.72	0.93	1.04	1.16	21	16	14	13	优于大市
002033.SZ	丽江股份	9	47	0.41	0.41	0.46	0.51	21	21	19	17	优于大市
603099.SH	长白山	34	89	0.52	0.59	0.73	0.85	65	57	46	39	优于大市
603136.SH	天目湖	11	30	0.54	0.55	0.66	0.79	20	20	17	14	优于大市
000888.SZ	峨眉山A	13	69	0.43	0.49	0.55	0.62	30	27	24	21	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	1578	1967	2311	2433	2589	营业收入	800	1929	1901	2011	2151
应收款项	33	49	48	51	55	营业成本	637	887	984	1026	1089
存货净额	382	453	492	505	534	营业税金及附加	14	17	17	18	19
其他流动资产	42	43	114	12	13	销售费用	49	52	52	55	59
流动资产合计	2034	2513	2966	3001	3191	管理费用	320	358	388	391	400
固定资产	1877	1779	1848	1896	1930	研发费用	0	1	1	1	1
无形资产及其他	166	159	154	149	143	财务费用	(1)	(1)	(8)	(6)	(7)
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
资产总计	5208	5654	6185	6279	6513	其他收入	8	3	(1)	(1)	(1)
短期借款及交易性金融负债	34	169	400	400	400	营业利润	(142)	651	498	556	621
应付款项	235	213	298	176	149	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	213	255	292	298	313	利润总额	(141)	649	498	556	621
流动负债合计	482	637	990	875	862	所得税费用	(3)	193	160	174	182
长期借款及应付债券	144	2	2	2	2	少数股东损益	(6)	33	26	28	32
其他长期负债	292	323	272	222	171	归属于母公司净利润	(132)	423	313	354	407
长期负债合计	436	325	274	223	173	现金流量表 (百万元)					
负债合计	919	963	1264	1098	1034	净利润	(132)	423	313	354	407
少数股东权益	207	205	215	227	239	资产减值准备	(0)	5	1	0	0
股东权益	4083	4486	4706	4954	5239	折旧摊销	156	147	171	193	207
负债和股东权益总计	5208	5654	6185	6279	6513	公允价值变动损失	(13)	(25)	(25)	(25)	(25)
关键财务与估值指标						财务费用	(1)	(1)	(8)	(6)	(7)
每股收益	(0.18)	0.58	0.43	0.49	0.56	营运资本变动	(322)	(116)	(37)	(79)	(97)
每股红利	0.11	0.08	0.13	0.15	0.17	其它	(9)	24	9	11	13
每股净资产	5.60	6.15	6.45	6.79	7.18	经营活动现金流	(320)	457	433	454	505
ROIC	-4.79%	9.82%	7%	7%	8%	资本开支	0	(67)	(211)	(211)	(211)
ROE	-3.23%	9.43%	7%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	20%	54%	48%	49%	49%	投资活动现金流	76	(58)	(226)	(226)	(226)
EBIT Margin	-28%	32%	24%	26%	27%	权益性融资	0	6	0	0	0
EBITDA Margin	-8%	40%	33%	35%	37%	负债净变化	141	(142)	0	0	0
收入增长	-11%	141%	-1%	6%	7%	支付股利、利息	(77)	(58)	(94)	(106)	(122)
净利润增长率	-404%	420%	-26%	13%	15%	其它融资现金流	(141)	385	231	0	0
资产负债率	22%	21%	24%	21%	20%	融资活动现金流	(12)	(10)	137	(106)	(122)
股息率	0.9%	0.7%	1.1%	1.3%	1.5%	现金净变动	(256)	389	344	122	157
P/E	(62.2)	19.4	26.2	23.2	20.2	货币资金的期初余额	1834	1578	1967	2311	2433
P/B	2.0	1.8	1.7	1.7	1.6	货币资金的期末余额	1578	1967	2311	2433	2589
EV/EBITDA	(143.0)	12.0	15.0	13.0	11.7	企业自由现金流	0	397	236	261	312
						权益自由现金流	0	639	473	265	317

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