

长白山 (603099.SH)

暑期旺季受台风影响利润承压，期待 Q4
冰雪项目放量

公司评级

买入

当前价格	39.10 元
合理价值	40.18 元
前次评级	买入
报告日期	2024-11-19

核心观点:

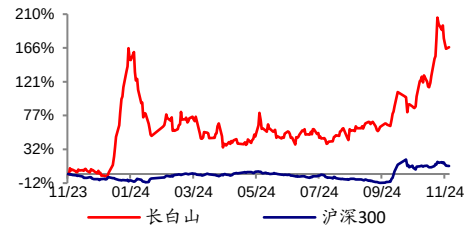
- 据公司三季报，2024 年公司前三季度实现营业收入 5.95 亿元，同比增加 19.55%，归母净利润 1.48 亿元，同比降低 2.52%，扣非归母净利润 1.56 亿元，同比增加 3.63%。
- 经测算，24Q3 实现营业收入 3.40 亿元，同比增加 3.19%，归母净利润 1.27 亿元，同比降低 9.04%，扣非归母净利润 1.28 亿元，同比降低 7.41%。
- 毛利率同比下滑、期间费用率略有提升。公司 24Q3 毛利率为 57.9%，同比降低 5.37pp。期间费用率 7.09%，同比增加 0.65pp。毛利率同比下滑主要由于 7 月底至 8 月初暑期最旺季受台风影响景区关闭，同时恶劣天气反复也对公司酒店房价、入住率造成一定影响共同导致毛利率承压。
- 从客流来看，据长白山管委会，2024 年第三季度长白山主景区累计游客量 167.8 万人次，同比增加约 6%。2024 年十一国庆期间，长白山主景区共接待游客 18.18 万人次，同比增长 18.1%。据中国政府网报道，10 月 25 日，国常会部署以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的有关举措，要进一步扩大冰雪运动群众基础，因地制宜发展差异化、特色化冰雪旅游。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 24-26 年分别实现归母净利润 1.72、2.14、2.59 亿元，同比增速分别为 24.2%、24.9%、20.9%。参考行业平均估值，同时考虑 25 年沈白高铁开通后对客流的增益以及公司有望在冰雪旅游热中长期受益，给予公司 25 年 50XPE 估值，对应合理价值为 40.18 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。宏观经济波动；天气因素导致客流量下滑的风险；车票、供热等收费标准受限制的风险。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	195	620	753	880	996
增长率 (%)	1.1%	218.7%	21.3%	16.9%	13.3%
EBITDA (百万元)	-14	246	299	362	416
归母净利润 (百万元)	-57	138	172	214	259
增长率 (%)	-11.2%	-	24.2%	24.9%	20.9%
EPS (元/股)	-0.22	0.52	0.64	0.80	0.97
市盈率 (P/E)	-	28.81	60.79	48.65	40.25
ROE (%)	-6.3%	13.3%	14.2%	15.0%	15.4%
EV/EBITDA	-	15.66	34.01	27.68	23.58

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



SFC CE No. AOB364



021-38003653

jiwenxin@gf.com.cn

分析师:

包晗



SAC 执证号: S0260522070001



021-38003651



baohan@gf.com.cn

请注意，包晗并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

长白山 (603099.SH) :24H1	2024-08-13
客流表现良好，收入端增幅符合预期	
长白山 (603099.SH) :Q2	2024-07-09
相关费用增加拖累业绩，关注暑期旺季利润释放	
长白山 (603099.SH) :Q1	2024-05-05
业绩创历史新高，旺季客流数据值得期待	

盈利预测和投资建议

冬奥会后冰雪旅游热度持续攀升，冰雪项目不断推陈出新，预期未来冰雪旅游将维持高活跃度，长白山作为具备顶级“冰雪+温泉”资源禀赋的名山大川类优质旅游目的地，能够通过丰富产品矩阵、整合周边资源、便捷游客到访等实现多元业态快速融合发展，在旅游行业的结构性变革中找到增长机会。结合行业及业务情况，我们对公司未来业绩增长进行如下假设：

(1) 旅游客运业务：公司旅游客运业务分为景区内部交通业务与景区外部交通业务。19年以前，公司旅游客运业务主要系景区内大巴车，自20年起，公司不断拓展交通板块，将客运业务由景区拓展至城区，并成立智行子公司专营租、包车及城际、高铁、机场等直达景区、镇区的交通班线，公司客运业务全域性得到有效增强。由于公司拥有长白山景区内交通独家运营权，游客必须通过乘坐公司大巴车进入长白山，因此旅游客运业务与景区客流呈现高度正相关。**客流方面：**据长白山管委会数据，景区2023年全年实现客流275万人次，较19年增加9%。2024年1月至10月，长白山客流累计达307万人次，同比增加23.5%，较19年增加29%，也是长白山客流首次突破300万大关。四季度公司将推出高端冬季冰雪项目助推客流增长，我们预计2024年全年客流将达335万人次。

新增业务方面：冬天雪季公司将持续推出野雪公园、雪地穿越等高端冬季冰雪项目并加大宣传力度，预计部分收入将计入旅游客运业务并贡献较大营收增量。

我们预计24-26年公司旅游客运业务收入分别为5.44、6.53、7.49亿元，同比增速分别为29%、20%、15%，毛利率分别为50%、51%、51%。

(2) 酒店业务：公司依托温泉资源自建了皇冠假日酒店。公司目前正积极推进火山温泉部落二期项目，完成后将形成涵盖温泉酒店、文艺演出、休闲购物、特色餐饮等项目的多元消费业态集群，充分满足区域夜消费需求。

我们预计24-26年公司酒店业务收入分别为1.4、1.5、1.6亿元，同比增速分别为3%、6%、7%。2022年以前受限于冬季淡季客流较少和疫情影响，酒店板块毛利率低，2023年公司交通便利程度提升叠加开展冬季冰雪项目引流，酒店业务毛利率达32%。酒店业务成本相对固定，预计在后续客流增加的情况下有所提升。

(3) 旅行社业务：疫情前公司旅行社业务主要系向境外游客提供入境旅游对接服务。疫情期间境外游客大幅减少，公司旅行社业务营收相应大幅削减。自22年起，公司旅行社转型升级，持续推出面向境内跟团游客的定制产品，市场反响热烈。叠加疫后境外游客入境游恢复，公司境外游客地接配套服务将持续复苏。公司旅行社业务将形成面向境内外游客，提供综合旅游对接服务与特别旅游定制产品的新格局，业务收入有望受益境内外客流复苏而持续增长。预计24-26年公司旅行社业务收入分别为0.39、0.47、0.57亿元，同比增速分别为15%、20%、20%。毛利率参考2023年水平，在定制化产品逐步成熟后，毛利率实现稳步增长。

表 1：核心盈利预测与假设

单位：万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
旅游客运业务								
收入	32251	10339	13224	12288	42032	54405	65325	74860
增长率	0%	-68%	28%	-7%	242%	29%	20%	15%
成本	16167	10655	12648	13051	21554	27475	32336	36681

毛利	16084	-316	576	-763	20478	26930	32989	38179
毛利率(%)	50%	-3%	4%	-6%	49%	50%	51%	51%
酒店业务								
收入	4782	3095	4317	5308	13847	14263	15118	16177
增长率	3%	-35%	39%	23%	161%	3%	6%	7%
成本	4490	4331	5333	5420	9405	9699	9978	10515
毛利	292	-1236	-1016	-112	4442	4564	5140	5662
毛利率(%)	6%	-40%	-24%	-2%	32%	32%	34%	35%
旅行社业务								
收入	2646	235	232	757	3415	3927	4712	5654
增长率	4%	-91%	-1%	226%	351%	15%	20%	20%
成本	1216	127	122	180	1783	1963	2309	2714
毛利	1430	108	110	576	1632	1963	2403	2940
毛利率(%)	54%	46%	47%	76%	48%	50%	51%	52%
其他业务								
收入	1126	936	1329	1034	2543	2670	2804	2944
增长率	-4%	-17%	42%	-22%	146%	5%	5%	5%
成本	3298	2152	2427	2670	2429	2563	2663	2767
毛利	-2172	-1216	-1098	-1636	114	107	140	177
毛利率(%)	-193%	-130%	-83%	-158%	4%	4%	5%	6%
合计								
收入	46720	14760	19254	19465	61837	75264	87959	99635
增长率	1%	-68%	30%	1%	218%	22%	17%	13%
成本	30318	17528	20852	21,370	35171	41700	47286	52678
毛利	16402	-2768	-1598	-1904	26666	33565	40673	46957
毛利率	35%	-19%	-8%	-10%	43%	45%	46%	47%

数据来源：公司历年年报，广发证券发展研究中心

表 2：同行业可比公司估值（截止到11月18日）

公司代码	公司名称	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002159.SZ	三特索道	27	172	196	219	16	14	12
000888.SZ	峨眉山A	66	267	299	333	25	22	20
600054.SH	黄山旅游	84	363	421	465	23	20	18
002033.SZ	丽江股份	48	217	249	273	22	19	17
603136.SH	天目湖	31	133	159	179	23	20	17
300144.SZ	宋城演艺	244	1,118	1,323	1,490	22	18	16
301073.SZ	君亭酒店	43	42	78	113	102	55	38
000524.SZ	岭南控股	66	182	201	257	36	33	25
002707.SZ	众信旅游	69	148	244	309	47	28	22
可比公司PE均值（25E）			25					

数据来源：Wind 一致预期，广发证券发展研究中心

综上，我们预计公司24-26年分别实现营业收入7.53、8.80、9.96亿元，同比增速分别为21.3%、16.9%、13.3%；预计公司24-26年分别实现归母净利润1.72、2.14、2.59亿元，同比增速分别为24.2%、24.9%、20.9%。参考公司业务结构，我们选取旅游景区类、酒店类、旅行社类上市公司作为可比公司，参考万得一致预期，同时考虑25年沈白高铁开通后对客流的增益以及公司有望在冰雪旅游热中长期受益，给予公司25年50XPE，对应合理价值为40.18元/股，给予“买入”评级。

风险提示

（一）宏观经济波动

旅游业与国家宏观经济呈现显著的正相关性，经济形势的变化直接影响国民的旅游需求，从而影响到公司的客源市场。经济增速放缓、通货膨胀加剧或居民收入增长不及预期都有可能导导致旅游市场消费需求减少，进而影响公司业务。

（二）天气因素导致客流量下滑的风险

公司业绩与长白山客流密切相关，自然灾害或恶劣天气等不可抗力因素将导致客流下滑从而对公司业绩造成负面影响；同时，长白山天池海拔较高，山顶天气波动大，客运业务对安全性要求极高，恶劣天气可能会引发安全性问题，从而影响公司日常经营和公司形象。

（三）车票、供热等收费标准受限制的风险

目前国内通货膨胀水平较高，公司原材料、人工等成本面临较大的上涨压力，而公司旅游客运环保车、倒站车车票和温泉水销售、供热等收费标准的确定、调整需报经有关主管部门审批、核准或备案，公司难以根据市场情况及时调整价格。如果物价主管部门不同意公司根据成本变动情况调整运输价格、供水供热价格，公司的盈利能力将受到不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	159	329	468	638	875
货币资金	67	211	324	475	693
应收及预付	67	73	94	109	124
存货	11	13	16	17	18
其他流动资产	14	33	34	37	40
非流动资产	911	903	925	983	1,011
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	606	632	649	685	686
在建工程	60	57	73	94	119
无形资产	179	174	176	179	183
其他长期资产	67	40	27	25	23
资产总计	1,070	1,232	1,394	1,621	1,886
流动负债	86	131	119	132	137
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	21	39	30	39	42
其他流动负债	66	92	88	92	95
非流动负债	78	62	63	63	63
长期借款	75	58	58	58	58
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	4	5	5	5
负债合计	164	193	182	194	200
股本	267	267	267	267	267
资本公积	286	286	286	286	286
留存收益	343	481	652	866	1,126
归属母公司股东权益	906	1,039	1,212	1,426	1,685
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,070	1,232	1,394	1,621	1,886

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	195	620	753	880	996
营业成本	214	354	417	473	527
营业税金及附加	4	6	12	14	16
销售费用	8	21	26	29	31
管理费用	42	57	67	75	83
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	4	3	2	3	-4
资产减值损失	0	0	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-73	182	228	286	344
营业外收支	-1	-1	-3	-5	-4
利润总额	-74	181	225	281	340
所得税	-17	43	54	67	81
净利润	-57	138	172	214	259
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-57	138	172	214	259
EBITDA	-14	246	299	362	416
EPS (元)	-0.22	0.52	0.64	0.80	0.97

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4	251	224	296	335
净利润	-57	138	172	214	259
折旧摊销	55	61	72	78	81
营运资金变动	17	16	-39	-6	-13
其它	-11	35	20	10	9
投资活动现金流	-48	-86	-111	-143	-114
资本支出	-48	-86	-111	-143	-114
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-6	-20	0	-3	-3
银行借款	0	-17	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-6	-3	0	-3	-3
现金净增加额	-50	144	113	151	219
期初现金余额	117	66	211	324	474
期末现金余额	66	211	324	474	693

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	1.1%	218.7%	21.3%	16.9%	13.3%
营业利润	-14.2%	-	25.3%	25.5%	20.2%
归母净利润	-11.2%	-	24.2%	24.9%	20.9%
获利能力					
毛利率	-9.8%	43.0%	44.6%	46.2%	47.1%
净利率	-29.5%	22.3%	22.8%	24.4%	26.0%
ROE	-6.3%	13.3%	14.2%	15.0%	15.4%
ROIC	-5.4%	12.6%	13.4%	14.4%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	15.3%	15.6%	13.0%	12.0%	10.6%
净负债比率	18.1%	18.6%	15.0%	13.6%	11.9%
流动比率	1.85	2.52	3.95	4.85	6.37
速动比率	1.52	2.09	3.40	4.33	5.86
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.54	0.57	0.58	0.57
应收账款周转率	3.26	12.18	13.72	12.71	12.13
存货周转率	19.76	29.65	28.40	28.41	30.42
每股指标 (元)					
每股收益	-0.22	0.52	0.64	0.80	0.97
每股经营现金流	0.01	0.94	0.84	1.11	1.26
每股净资产	3.40	3.90	4.54	5.35	6.32
估值比率					
P/E	-	28.81	60.79	48.65	40.25
P/B	3.20	3.84	8.60	7.31	6.19
EV/EBITDA	-	15.66	34.01	27.68	23.58

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级研究员，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。