

长白山 (603099.SH)

优质冰雪游景区标的，交通改善&项目扩容助力成长

长白山是国内稀缺的冰雪游代表景区标的，自然资源禀赋卓越。公司凭借自身通过独享景区内客运独家经营权和长白山聚龙温泉开采权，搭建了以旅游客运、酒店业务为核心的多元业务布局，竞争壁垒突出。随着未来高铁开通、机场扩建投产逐步落地带来的交通优化，以及公司内部结合冰雪资源禀赋持续推进项目建设及冰雪产业创新，有望打开中长期增长空间，看好后续业绩持续释放，首次覆盖给予“增持”评级。

- 国内优质冰雪游标的，自然资源禀赋卓越。长白山具有优秀的资源禀赋及生态区位，是冬季冰雪游及夏季避暑的旅游胜地。公司通过独享景区内客运独家经营权和长白山聚龙温泉开采权，早年借由客运业务客运起家，并逐渐发展为含温泉酒店、旅行社、企业管理等业务的多元化布局。2024 年长白山主景区游客量约 341 万人/+22%，接待旅客人次增长再创新高。
- 旅游市场稳步增长，冰雪游长期前景广阔。后疫情时代国内旅游行业发展稳中向好，冰雪游热度兴起且维持较快增速，未来长期前景广阔。2024-2025 年冰雪季，全国冰雪旅游收入/人次为 6300 亿元/5.2 亿人次，分别同比增加 20%/+21%，创历史新高，其中东三省为冰雪活动参与的主要区域。随着 2025 年 2 月亚冬会举办点燃冰雪游热情，东北部分热门旅游市场迎来增长高峰。
- 多元业务布局完善旅游产业链，交通改善&项目建设驱动长期增长。由于独享景区内客运独家经营权，公司旅游客运业务壁垒突出；酒店业务依托温泉资源布局，有望持续贡献业绩增量。外延方面，随着 23 年长白山机场二期扩建完成，以及 25 年 9 月沈白高铁建成，公司未来外部交通体系逐渐改善，有望驱动公司客流持续增长&客源优化；内生方面，近年来公司结合冰雪资源禀赋，通过再融资推进项目建设及冰雪产业创新，火山温泉二期建设助力公司由观光游向度假游转变，未来有望打开淡季成长空间并实现量价齐升。
- 投资建议：长白山是国内稀缺的冰雪游代表景区标的，自然资源禀赋卓越，随着未来外部交通体系逐渐改善以及公司内部持续推进项目建设及冰雪产业创新，有望打开中长期增长空间，预计 24-26 年实现归母净利润 1.7/2.0/2.4 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：极端气候影响景区客流、项目推进不及预期、政策催化效果不及预期、交通优化效果不及预期

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	195	620	731	839	940
同比增长	1%	219%	18%	15%	12%
营业利润(百万元)	(73)	182	224	267	312
同比增长	14%	-349%	23%	19%	17%
归母净利润(百万元)	(57)	138	169	202	236
同比增长	11%	-341%	23%	19%	17%
每股收益(元)	-0.22	0.52	0.64	0.76	0.89
PE	-145.3	60.4	49.2	41.2	35.3
PB	9.2	8.0	7.0	6.0	5.1

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

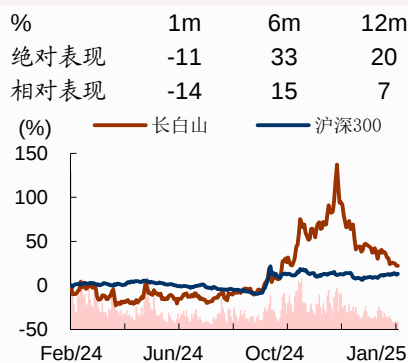
消费品/商业

当前股价：31.26 元

基础数据

总股本(百万股)	267
已上市流通股(百万股)	267
总市值(十亿元)	8.3
流通市值(十亿元)	8.3
每股净资产(MRQ)	4.4
ROE(TTM)	11.5
资产负债率	15.5%
主要股东	吉林省长白山开发建设(集
主要股东持股比例	59.45%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李秀敏 S1090520070003
lixiumin1@cmschina.com.cn
潘威全 S1090524070002
panweiquan@cmschina.com.cn

正文目录

一、长白山：国内优质冰雪游代表标的，旅游资源禀赋卓越.....	6
1.1、公司概况：国资助力股权结构稳定，充分发挥自然资源禀赋优势.....	6
1.2、业务格局：依托三大景区，形成多元化业务格局.....	7
1.3、财务分析：多业务齐头并进，客流持续提升驱动业绩释放.....	9
二、行业分析：旅游市场稳步增长，冰雪游长期前景广阔.....	12
2.1、旅游行业稳中向好，中长期看仍具提升空间.....	12
2.2、冰雪游长期前景广阔，收入&人次增速显著快于大盘.....	14
2.3、利好政策频发，亚冬会点燃冰雪游热情.....	17
三、多元业务布局完善旅游产业链，交通改善&项目建设驱动长期增长.....	19
3.1、依靠优质旅游资产，推进多元业务布局.....	19
3.1.1 旅游客运业务：核心业务稳固，布局拓展再升级.....	19
3.1.2 温泉酒店业务：淡季引流增益，自营、托管和温泉三大模式齐发力.....	21
3.1.3 旅行社业务：转型高端定制化服务，拓展市场差异化需求.....	24
3.1.4 企业管理业务：全域一体化布局，托管业务推动旅游市场升级.....	25
3.2、高铁、航空等外部交通环境持续改善，催化景区客流增长.....	25
3.3、结合冰雪资源禀赋推进项目建设及创新，打开淡季客流增长空间.....	30
四、盈利预测及投资建议.....	33
五、风险提示.....	34

图表目录

图 1：公司发展阶段.....	6
图 2：截至 2024 年 6 月 30 日公司股权结构.....	7
图 3：长白山景区概览.....	8
图 4：长白山三大景区概况及票务信息.....	9
图 5：长白山景区营业收入持续增长.....	10
图 6：24 年前三季度公司净利润超越 19 年同期水平.....	10
图 7：长白山景区各项营业收入占比.....	10
图 8：长白山景区各项业务毛利率差异缩小.....	10
图 9：长白山景区疫情后客流量持续回升.....	11

图 10: 21-24 年长白山分季度营业收入情况 (百万元)	11
图 11: 长白山景区分季度净利润 (百万元)	11
图 12: 19-24 年长白山景区分季度客流量 (单位: 万人次)	12
图 13: 长白山景区 Q3 接待游客占比最大	12
图 14: 长白山景区三大费用率持续降低	12
图 15: 公司 18-24 年归母净利率变动情况	12
图 16: 国内旅游人次恢复度	13
图 17: 国内旅游恢复情况	13
图 18: 2021 年以来历次节假日人次和收入恢复程度 (相较于 2019 年)	13
图 19: 国内旅游人均消费	14
图 20: 旅游消费占居民收入比重	14
图 21: 2013-2024 旅游收入占 GDP 比重	14
图 22: 节假日游客出游距离、目的地游憩半径	14
图 23: 2016-2025E 冰雪季冰雪游收入 (亿)	15
图 24: 2016-2025E 冰雪季冰雪游人次 (亿人次)	15
图 25: 22&23 年我国冰雪游整体投资总额	15
图 26: 23 年我国冰雪场馆供给增加	15
图 27: 2023-2024 冰雪季不同冰雪活动消费规模占比	16
图 28: 2016-2025E 冰雪季冰雪游人均消费额 (元/人)	16
图 29: 23 年冰雪游客群年龄结构	17
图 30: 18 岁以上居民不同冰雪活动参与情况	17
图 31: 22&23 年全国冰雪游本异地消费结构	17
图 32: 东三省为冰雪活动参与的主要区域	17
图 33: 长白山景区北景区交通运营路线	19
图 34: 长白山景区西、南景区交通运营路线	20
图 35: 长白山区内交通运输组织方式	20
图 36: 旅游客运业务流程完善	21
图 37: 23 年旅游客运收入大幅提升	21
图 38: 长白山景区客运业务客单价保持稳步提升趋势	21
图 39: 自营酒店: 长白山皇冠假日温泉度假酒店	22
图 40: 托管酒店: 长白山蓝景国际温泉酒店	22

图 41: 皇冠假日酒店地理位置优越22

图 42: 皇冠假日酒店周边娱乐设施丰富22

图 43: 温泉水收集、利用流程23

图 44: 酒店业务收入持续增长23

图 45: 酒店业务毛利润扭亏为盈23

图 46: 旅行社业务流程完善24

图 47: 长白山景区旅行社业务营业收入持续增长25

图 48: 长白山景区旅行社业务毛利提升幅度较大25

图 49: 长白山旅游交通总体组织形式26

图 50: 白山长白山机场历年飞机起降架次28

图 51: 白山长白山机场历年旅客吞吐量28

图 52: 2024 年长白山机场执飞航线及航点小幅提升29

图 53: 2023 年夏季长白山航班相比 2019 年新增广州、杭州、西安、烟台 4 个直达城市29

图 54: 2019 年长白山国内客源构成29

图 55: 2024H1 长白山国内客源构成29

图 56: 延长高速于 2024 年 9 月正式通车30

图 57: 二期火山温泉部落效果鸟瞰图31

图 58: 长白山温泉部落一期项目图31

图 59: 长白山火山国家地质公园31

图 60: 长白山和平滑雪场31

图 61: 截止 2 月初, 长白山抖音平台粉丝数量突破 125 万32

图 62: 长白山深耕特色文化 IP, 推出“雪人军团”32

表 1: 公司四大主要业务概况及营收情况9

表 2: 2023 年部分省份热门冰雪项目 TOP515

表 3: 参与不同冰雪活动时的单次平均消费金额结构 (%)16

表 4: 冰雪游利好政策频发18

表 5: 三大景区部分旅游客运服务票价19

表 6: 长白山托管酒店轻资产一览23

表 8: 长白山托管景区一览25

表 9: 部分城市常住人口及前往景区交通路线: 省外华北/华东、华南游客交通所需时间普遍较长26

表 10: 长白山至周边城市高铁时刻表	27
表 11: 敦白高铁与沈白高铁对比.....	28
表 12: 拟定增项目资金用途（万元）	30
表 13: 长白山周边相关冰雪旅游相关资源禀赋卓越.....	31
表 14: 长白山景区暑期优惠	32
表 15: 盈利预测	33
附：财务预测表	35

一、长白山：国内优质冰雪游代表标的，旅游资源禀赋卓越

1.1、公司概况：国资助力股权结构稳定，充分发挥自然资源禀赋优势

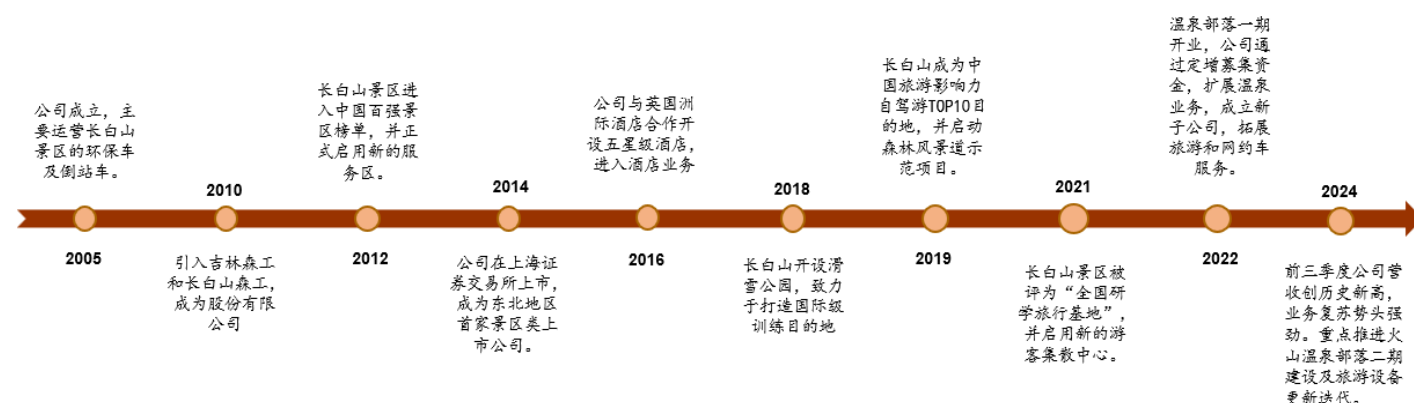
长白山景区自然禀赋得天独厚，“绿水青山”和“冰天雪地”兼具。长白山景区地处吉林省东南部，拥有独特植被垂直景观及火山地貌景观，是首批国家 5A 级旅游景区。长白山因其主峰多白色浮石和积雪而得名，以其丰饶广袤、博大深厚、独特多样、悠久厚重的自然资源和人文积淀而驰名天下。长白山景区由长白山旅游股份有限公司运营，其发展历程分为三个阶段：

（1）起步期（2005-2016 年）：2005 年，安图长白山交通运输有限公司成立，专注于长白山景区的旅游客运业务。2010 年，公司升级为股份有限公司，同时设立蓝景温泉并取得温泉采矿权，逐步形成“旅游客运、旅行社、温泉开发”三大业务板块的雏形。2014 年，公司成功在上海证券交易所上市，成为东北地区首家景区类上市公司。此阶段，公司的核心业务为旅游客运，旅游客运收入占比高达 95%，是主要收入来源。

（2）完善期（2017-2020 年）：2016 年底，公司与英国洲际酒店合作，开设五星级温泉度假酒店（长白山温泉皇冠假日酒店），并打造顶级温泉度假区，正式进军高端酒店与温泉板块。与此同时，公司推出长白山全季地形公园，荣获“中国旅游影响力自驾游目的地 TOP10”称号，并启动国家森林风景道示范项目。随着业务逐渐向“休闲度假型”旅游景区转型，公司收入来源逐步多元化。

（3）扩张期（2020 至今）：疫情期间，公司通过强化营销和智慧旅游建设，有效应对市场冲击，同时推出“全国研学旅行基地”“温泉部落”“智行旅游”等多样化业务，着力改善游客体验，增强抗风险能力。疫情后，公司业务迅速复苏，2024 年起公司重点推进火山温泉部落二期建设及旅游设备更新迭代，Q1-Q3 营收创历史新高。

图 1：公司发展阶段

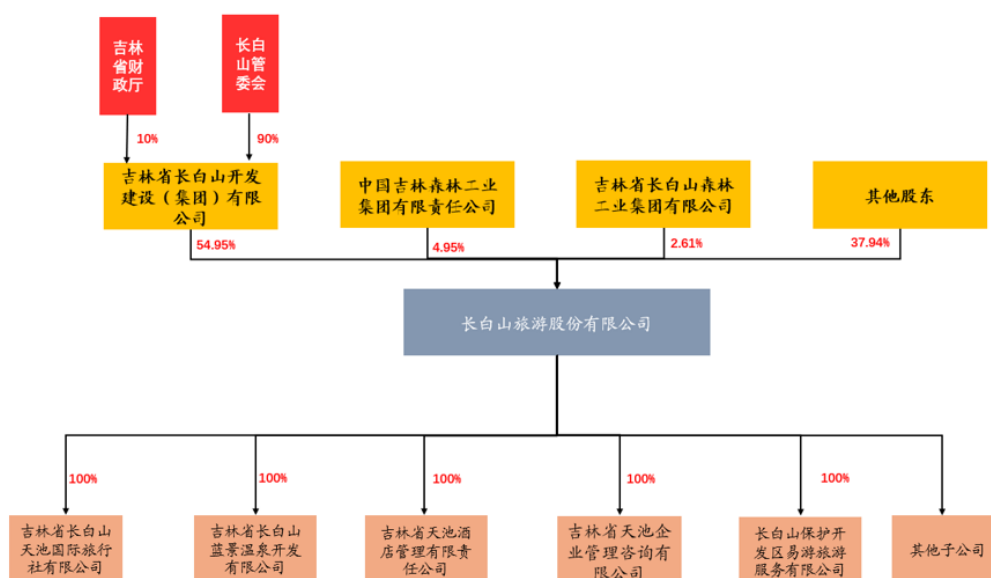


资料来源：公司公告、招商证券

公司实控人为长白山管委会，设多家旅游服务子公司，股权结构稳定。2017 年，公司控股股东变更为吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司，持股比例达

59.45%，近年来该持股比例保持稳定。而长白山管委会作为建设集团的唯一股东，成为公司的实际控制人。2020 年 11 月，控股股东股权发生调整，长白山管委会将建设集团 10%股份让渡给吉林省财政厅，目前实际控制人仍是长白山管委会，间接持有公司 53.5%的股权。此外，公司旗下有天池酒店管理有限责任公司、天池国际旅行社有限公司、智行旅游交通服务有限公司、易游旅游服务有限公司等多家全资子公司，业务涵盖旅游客运业务、酒店业务、旅行社业务等多领域。

图 2：截至 2024 年 6 月 30 日公司股权结构

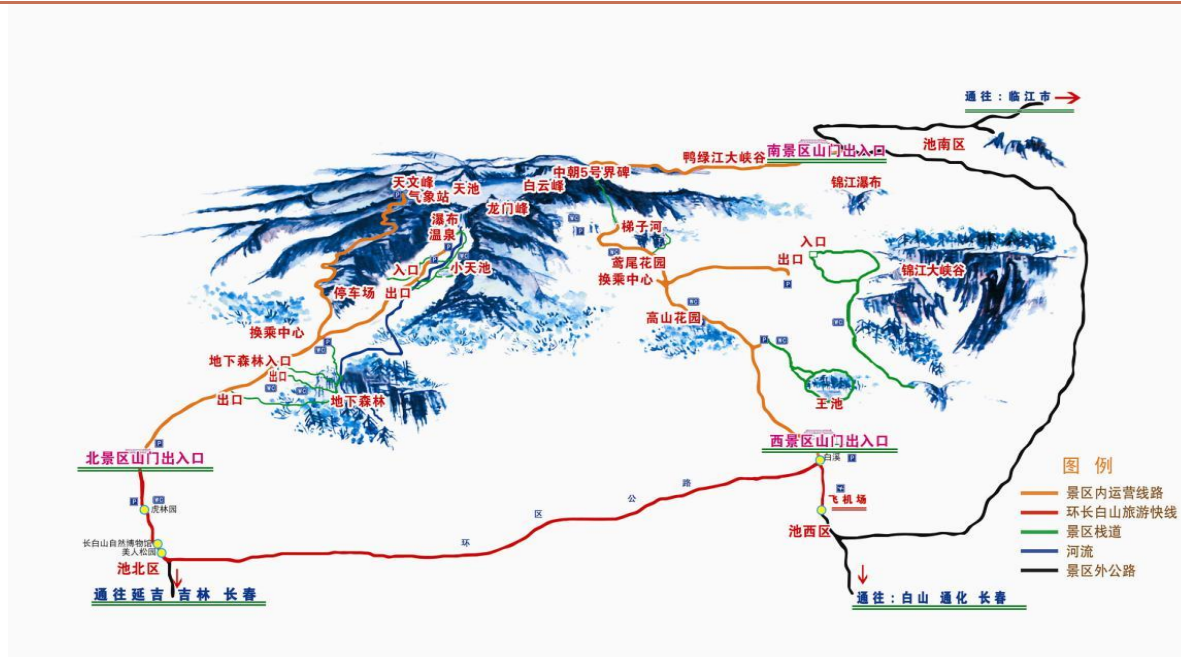


资料来源：公司公告、招商证券

1.2、业务格局：依托三大景区，形成多元化业务格局

长白山景区具备得天独厚的生态资源和区位优势，是目前景区上市公司中少见的冰雪游相关资产标的。长白山景区地处东北亚腹地，是国家重要的自然保护区，拥有独特的自然资源和丰富的生态景观。该地区位于吉林省高质量发展战略核心区域，是长春至沈阳、哈尔滨等大城市的旅游枢纽。长白山不仅有丰富的火山地貌、温带气候和雪地资源，还具备完整的森林生态系统，被誉为“雪国天堂”。长白山景区先后荣获国家首批 5A 级景区、首批国家级旅游度假区、中国十大休闲胜地、中国十大避暑名山和全国最佳冰雪休闲目的地等荣誉。

图 3：长白山景区概览



资料来源：公司公告、招商证券

长白山景区主要由北、西、南三个分景区组成。三个景区的游客日承载量根据季节调整，其中北景区是往年接待游客最多的景区，然而由于北景区承载能力有限，需严格控制游客流量，不少游客在客流高峰期会选择南景区和西景区游玩。据长白山官方发布的票价信息，三个景区门票价均为 105 元/人，门票最终收入归长白山景区管理委员会所有，不属于上市公司体系内。

(1) 北景区是长白山开发最早的区域，基础设施和服务设施相对完善。凭借景点丰富、交通便利的优势，北坡成为长白山最重要的旅游线路，是游客的主要目的地。

(2) 西景区以其原始的自然风光和徒步挑战吸引喜爱户外活动的游客。相比北坡，西坡的基础设施和服务设施近几年不断完善，凭借玉池、高山花园等景观吸引了不少游客。

(3) 南景区地理位置独特深受摄影和探险爱好者喜爱。南坡景观的独特性使其成为小众游客的目的地，仅在 6-10 月开放。

图 4：长白山三大景区概况及票务信息

	北景区	西景区	南景区
位置交通	位于吉林省安图县二道白河镇池北区东南部，距离延吉较近（约2小时车程），且靠近长白山高铁站，交通相对便利。	位于松江河镇，靠近长白山机场，但距离延吉较远（约3个多小时车程），交通相对不便。	位于白山市长白朝鲜族自治县，是三个景区中交通最为不便的，距离延吉约4个多小时车程，游客需提前做好行程。
交通枢纽	长白山站	松江河站/长白山机场	-
景点	景点众多，包括天池、瀑布、聚龙火山温泉群、小天池、绿渊潭、地下森林等，适合不同年龄段的游客。 	以天池为中心，周围环绕着锦江大峡谷、王池等自然景观，火山岩地貌和独特的植被使这里成为徒步旅行的好去处。 	南坡景区的天池视野最为广阔，且拥有鸭绿江大峡谷、岳桦双瀑等独特景观，是摄影爱好者的天堂。 
游览方式	景区内设施完善，游览路线较为平缓，不需要爬楼梯，适合年纪较大或带小孩的游客。	游览天池需要攀爬1442个台阶，虽然相对辛苦，但登顶后视野开阔，能够看到比北坡更广的天池景象。	由于交通和地理位置的限制，南坡景区的每日门票量较少且检票时间有限（如8:00—13:30），游客需提前规划并购买门票。
门票与费用	225元(全价景区门票105元，大巴门票85元，池北旅游班线(往返)35元)	190元(全价景区门票105元，大巴车票85元)	214元(全价景区门票105元，大巴车票85元，池西旅游班线24元)

资料来源：长白山管委会、招商证券

公司的主要业务包含旅游客运管理、温泉酒店管理、旅行社管理、企业管理等板块，其中旅游客运业务是其核心业务。公司的旅游客运业务主要依托长白山保护区旅游快线运营资质，开展周边景区/交通枢纽班线、旅游租车等业务，同时还包括环保车、到站车等经营许可收费权在内的多项衍生收益。多年来，公司在客运服务基础上依靠星级酒店、温泉部落、旅行社等业务，形成多元化的业务格局。

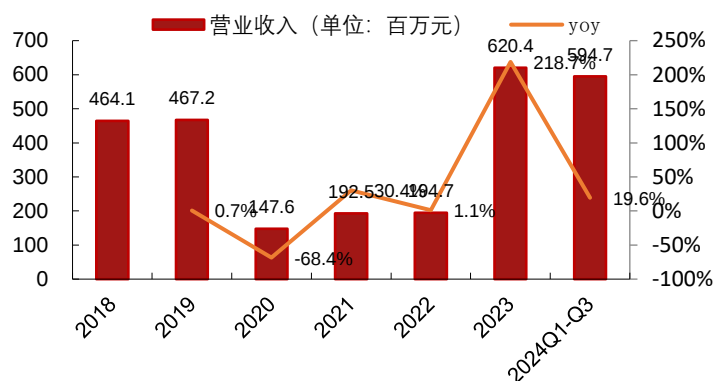
表 1：公司四大主要业务概况及营收情况

主营业务	经营内容	2023 年收入 (百万元)	2023 年收 入占比	2023 年毛 利率
旅游客运管理	依托长白山保护区旅游快线运营资质，提供景区/交通枢纽班线、旅游租车等服务，并收取环保车、到站车等经营许可收费。	420	71%	34%
温泉酒店管理	管理温泉酒店，如长白山温泉皇冠假日酒店、蓝景国际温泉酒店等，提供住宿、餐饮、休闲度假服务。	138	23%	22%
旅行社管理	提供定制旅游服务，包括长白山定制游、婚纱摄影、滑雪度假游等，推出高端定制化旅行服务。	34	6%	38%
企业管理	包括对旗下酒店、旅游设施的管理及服务优化，提升品牌效应及整体运营效率。	-	-	-

1.3、财务分析：多业务齐头并进，客流持续提升驱动业绩释放

营业收入稳步提升，驱动利润提速释放。23 年以来长白山景区实现收入快速增长，2024Q1-Q3 年营业收入达到 6.0 亿元，同比+19.6%。同时，公司净利润呈现增长趋势，2024 年 Q1-Q3 实现净利润 1.48 亿元，同比 2019 年全年+97.3%。

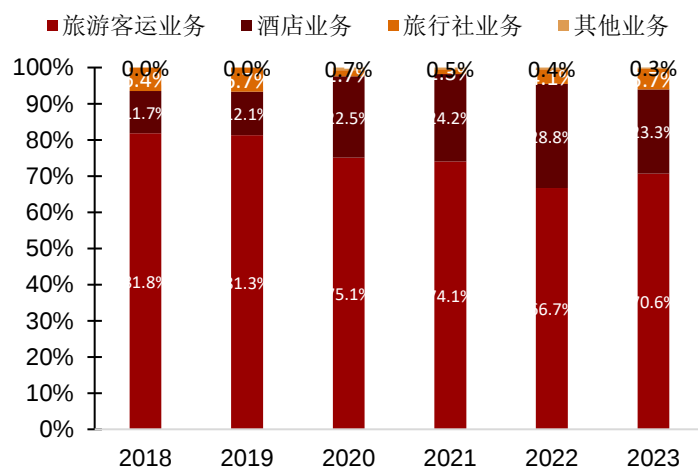
图 5：长白山景区营业收入持续增长



资料来源：公司公告、招商证券

毛利率持续提升,旅游客运和温泉酒店业务占据主导。随着酒店高端化品牌建设和旅游需求回暖,2023 年后公司多项业务毛利率逐步扭转颓势。2024 年 H1 旅游客运/酒店/旅行社/总毛利率分别达到 33.8%/22.5%/37.6%/29.4%,毛利方面,总毛利率同比+4.2%pct,高端化战略成效显著。分业务看,旅游客运为核心主业,营收占比常年维持在 65%以上。随着冰雪温泉度假品牌心智确立,高端客群度假需求韧性强,推动酒店板块潜力逐步释放,2024 年 H1 酒店板块实现营收 0.6 亿元,营收占比提升至 24.4%,酒店业务呈现稳步提升趋势。

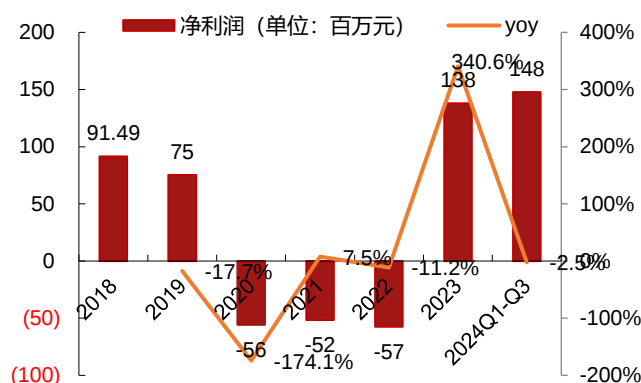
图 7：长白山景区各项营业收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

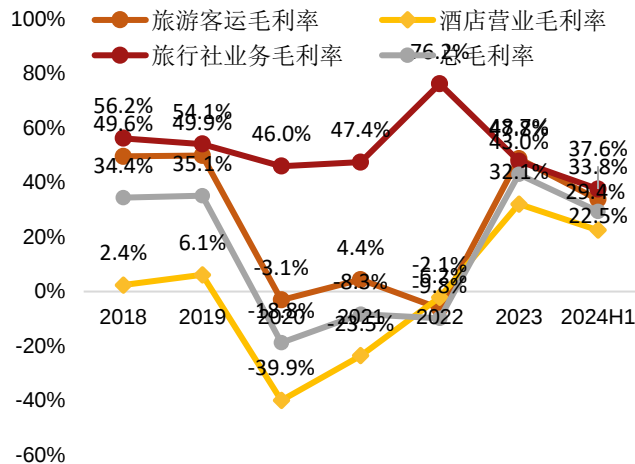
客流量稳步提升,接待旅客人次再创新高。随着疫情影响消散,旅游市场逐步恢复,2024 年全年长白山主景区接待人次达到 340.9 万人,同比增长 24.1%,再创历史新高。客流量的快速回升有助于景区的住宿、餐饮、交通等业务快速增长。

图 6：24 年前三季度公司净利润超越 19 年同期水平



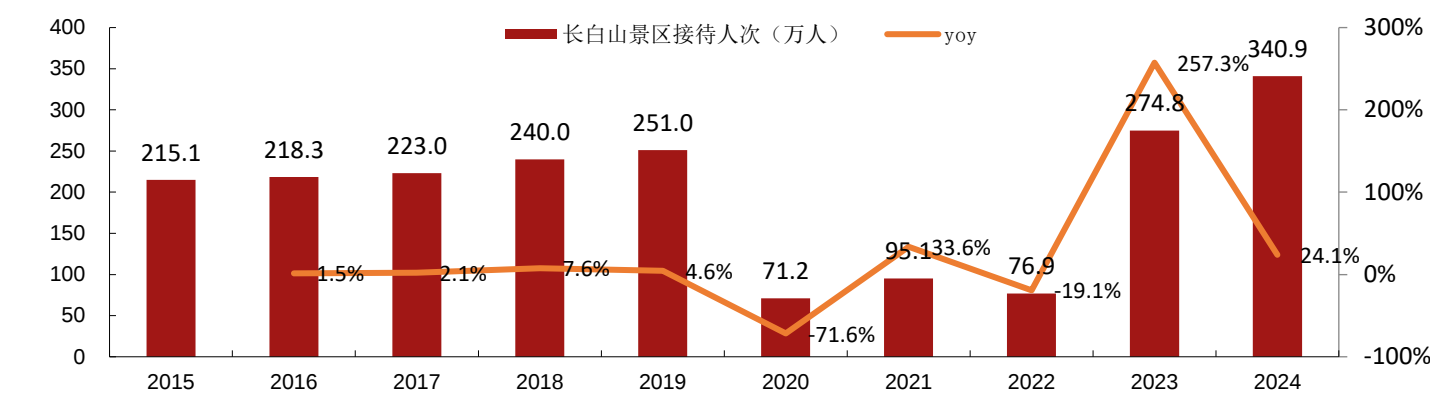
资料来源：公司公告、招商证券

图 8：长白山景区各项业务毛利率差异缩小



资料来源：公司公告、招商证券

图 9：长白山景区疫情后客流量持续回升

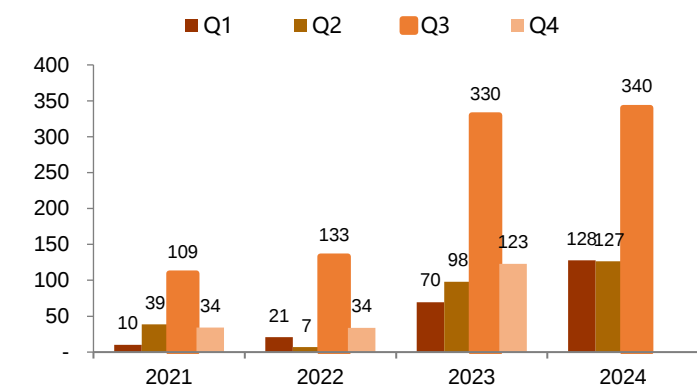


资料来源：长白山管委会、招商证券

公司经营呈现季节性特征，“旺一季淡三季”特征显著。公司营收和净利润均呈现季节性特征，Q3 是长白山景区营收最高的季节，2024 年 Q3 营业收入达到 3.4 亿元，环比上一季度+167.8%，净利润规模达到 1.3 亿元。Q3 营收高得益于游客人数的增长，Q3 是长白山客流高峰季节，2024 年 Q3 客流量约占全年 50%，接待游客数量达到 167.8 万人次，呈现“旺一季淡三季”的特征。这一特征形成的主要原因是长白山景区具有避暑优势&暑期旺季景区单日承载能力较强，吸引大量游客暑期度假。

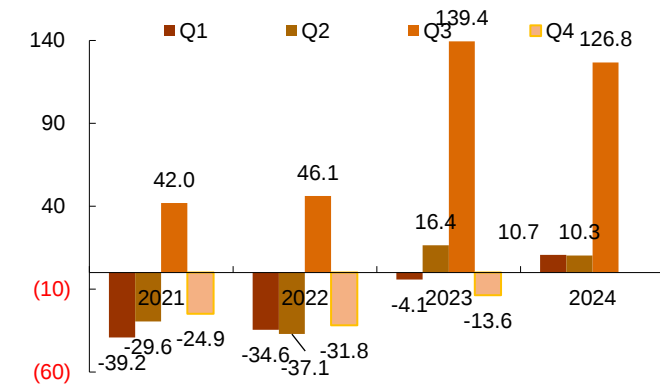
24Q1 客流增长强劲，淡季客流仍具开发空间。2024Q1 长白山主景区客流量约为 46.5 万人次/+138%，主要系 23 年同期基数较低、公司持续开发景区提升冬季景区承载能力、冰雪游热潮兴起。随着未来冰雪游渗透率持续提升以及公司对景区项目提质扩容，并逐渐推进由观光游向度假游转型，未来淡季客流仍具较大成长空间。

图 10：21-24 年长白山分季度营业收入情况（百万元）



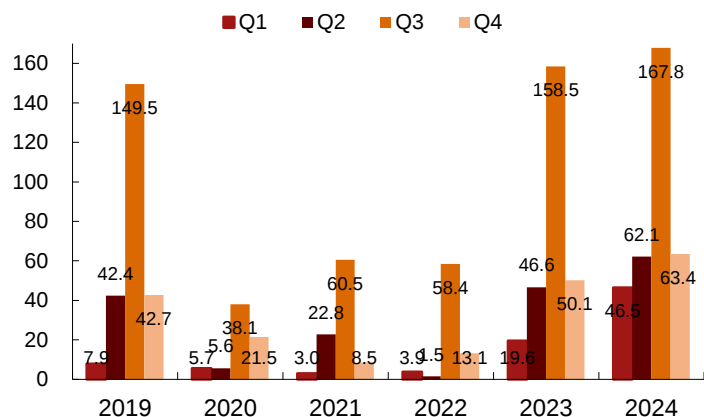
资料来源：公司公告、招商证券

图 11：长白山景区分季度净利润（百万元）



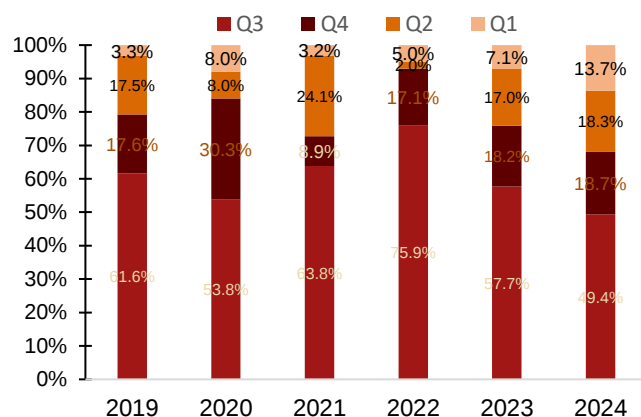
资料来源：公司公告、招商证券

图 12: 19-24 年长白山景区分季度客流量 (单位: 万人次)



资料来源：公司公告、招商证券

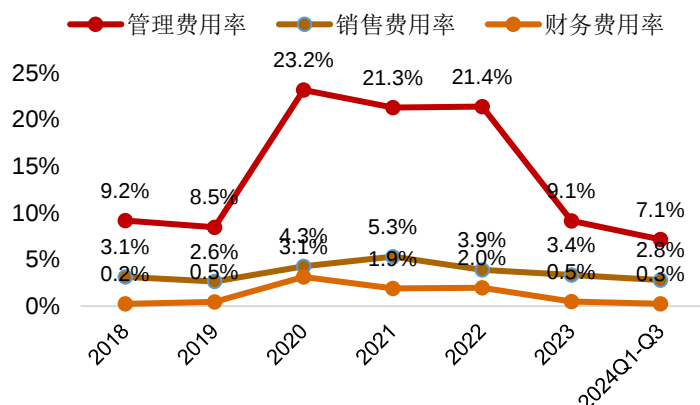
图 13: 长白山景区 Q3 接待游客占比最大



资料来源：公司公告、招商证券

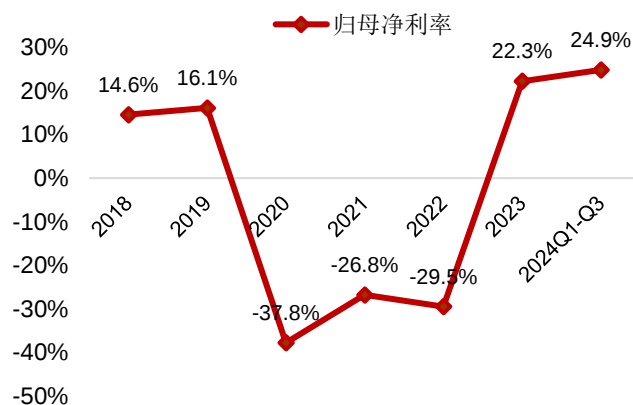
各项费用率保持稳定下降，盈利能力持续上升。2024Q1-Q3 管理/销售/财务费用率降低至 7.1%/2.8%/0.3%，分别变动+0.5/+0.1/-0.2pct，降本增效效果显著。疫情后得益于旅游市场回升和个性化高端品牌建设，2024 年 Q1-Q3 公司归母净利润率达到 24.9%/+2.6pct。

图 14: 长白山景区三大费用率持续降低



资料来源：公司公告、招商证券

图 15: 公司 18-24 年归母净利润率变动情况



资料来源：公司公告、招商证券

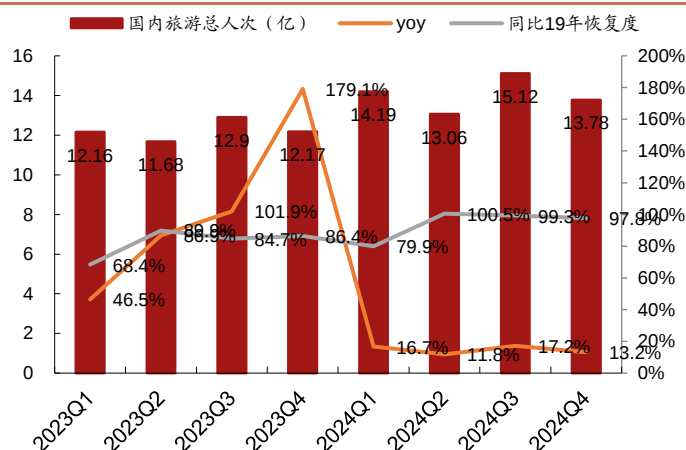
二、行业分析：旅游市场稳步增长，冰雪游长期前景广阔

2.1、旅游行业稳中向好，中长期看仍具提升空间

2024 年国内旅游市场稳中向好，休闲旅游需求释放催化下人次稳步增长。2024 年国内出游人次呈现高开稳走、逐季复苏态势，根据文旅部，2024Q4 国内实现旅游总人次&收入为 13.08 亿人次/14000 亿元，分别恢复至 2019 年同期 97.8%/31.6%，分别同比提升 13.2%/14.8%。从节假日情况来看，2024 中秋/2024 国庆/2025 春节假期的旅游人次分别恢复至 2019 年同期的 106%/110%/126%，旅

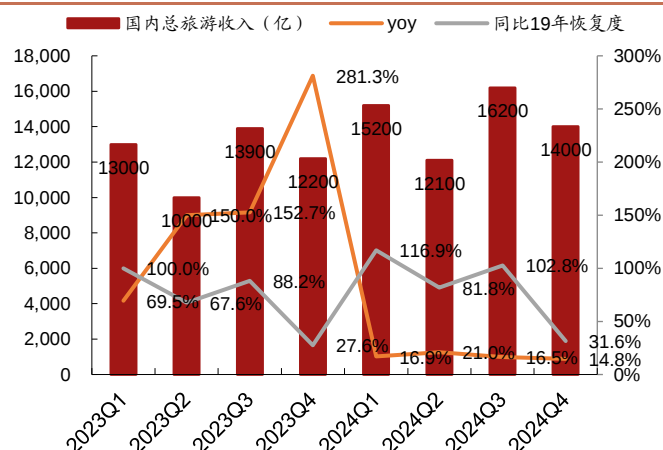
游收入分别恢复至 102%/98%/91%，恢复程度整体较强。

图 16: 国内旅游人次恢复度



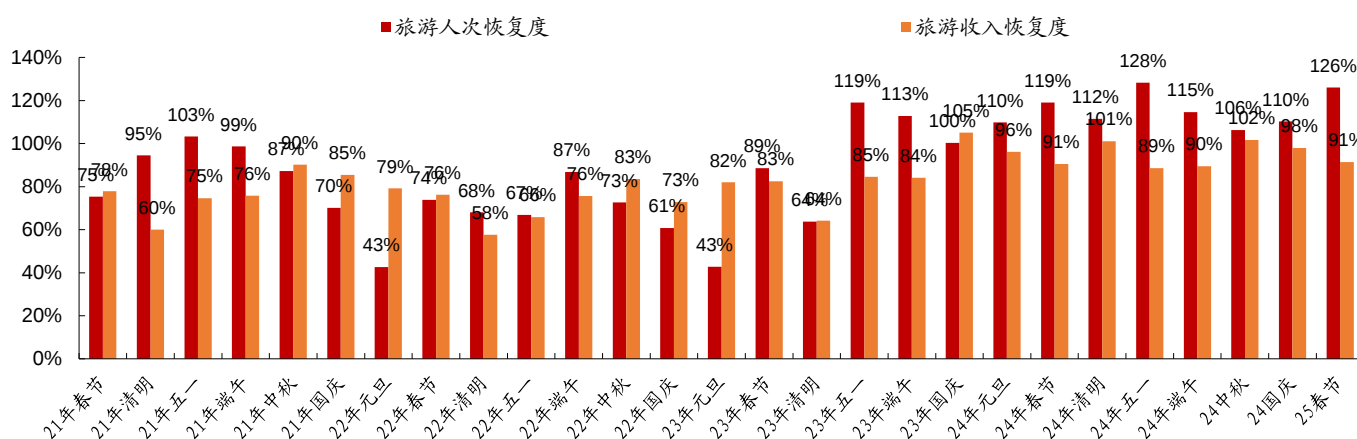
资料来源：文旅部、中国旅游研究院、招商证券

图 17: 国内旅游恢复情况



资料来源：文旅部、中国旅游研究院、招商证券

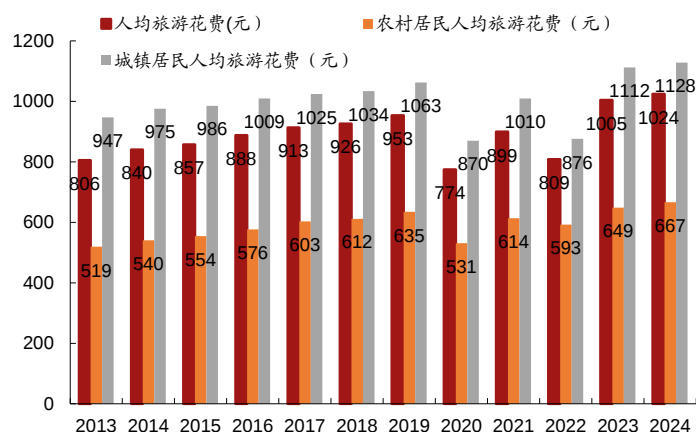
图 18: 2021 年以来历次节假日人次和收入恢复程度（相较于 2019 年）



资料来源：文旅部、招商证券

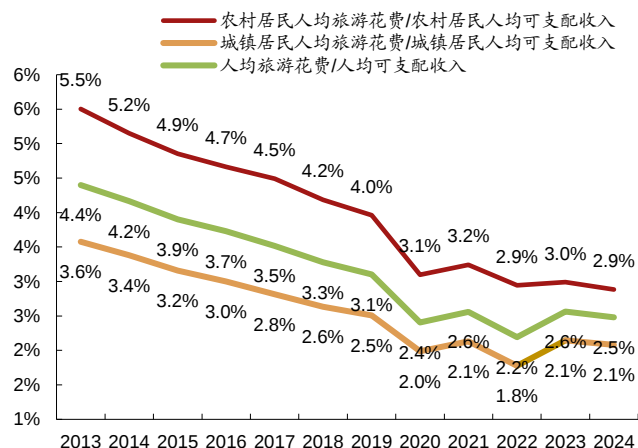
国内人均旅游开支逐年提升，未来居民旅游消费能力仍具提升空间。2024 年整体 / 农村 / 城镇居民人均旅游消费 1024/667/1128 元，同比+1.9%/2.8%/1.4%，占人均可支配收入的 2.5%/2.9%/2.1%，2013-2024 年间旅游消费占居民人均可支配收入的比重逐年降低，居民消费结构优化。随着居民收入逐渐增长，2024 年旅游收入占 GDP 比重达 4.3%，同比+0.4pct，居民旅游消费能力逐渐提升。

图 19：国内旅游人均消费



资料来源：文旅部、中国旅游研究院、招商证券

图 20：旅游消费占居民收入比重

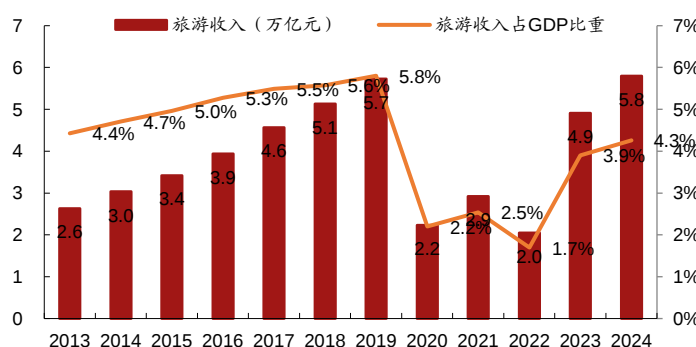


资料来源：文旅部、中国旅游研究院、招商证券

旅游行业 GDP 占比持续提升但仍低于疫情前，长途游&出境游仍具发展潜力。

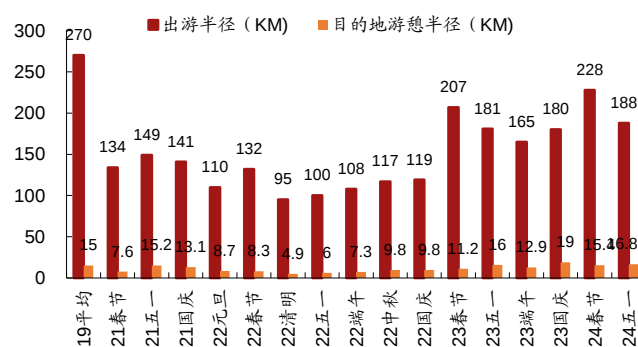
随着 2023 年以来国内旅游出行逐渐回归常态化以及相关政策激励，长途旅游快速复苏，但出游半径仍弱于 19 年同期：2024 年五一劳动节全国游客居民出游半径 187.6km/+3.7%，约为 19 年全年平均出游半径水平的 69%；24 年五一劳动节全国游客目的地平均游憩半径 16.8 公里，同比增长 5.1%，表现强于 19 年平均水平；中长期来看，国内长途游&出境游具备一定发展空间。

图 21：2013-2024 旅游收入占 GDP 比重



资料来源：wind、招商证券

图 22：节假日游客出游距离、目的地游憩半径

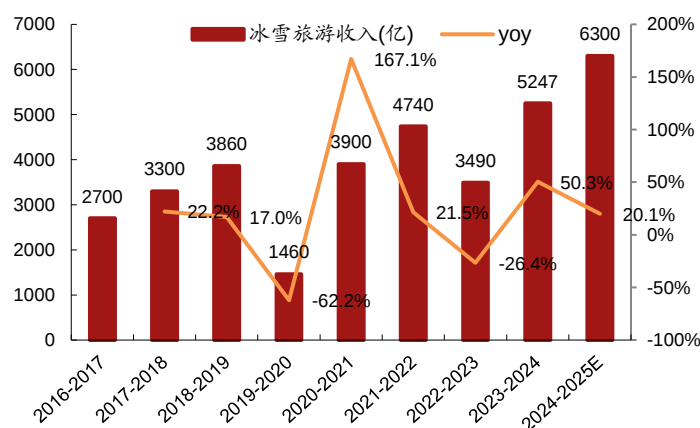


资料来源：中国旅游研究院、招商证券

2.2、冰雪游长期前景广阔，收入&人次增速显著快于大盘

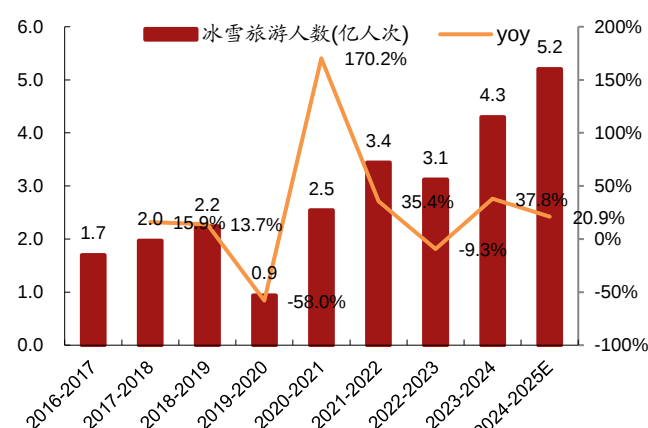
冰雪游市场活力空前，人次&收入创历史新高。2023-2024 年冰雪季全国冰雪游人次实现 4.3 亿，同比增长 37.8%；冰雪游收入 5247 亿元，同比增长 50.3%，增长趋势迅猛，均达到历史高点。近些年来，以北京冬奥会、哈尔滨亚冬会为代表的国际赛事举办后，我国冰雪运动热度逐步提升，大众参与冰雪运动的热情高涨。根据中国旅游研究院最新预测，2024-2025 年冰雪季我国冰雪旅游人数有望达 5.2 亿人次，我国冰雪旅游收入将达到 6300 亿元。

图 23： 2016-2025E 冰雪季冰雪游收入（亿）



资料来源：文旅部、中国旅游研究院、招商证券

图 24： 2016-2025E 冰雪季冰雪游人次（亿人次）

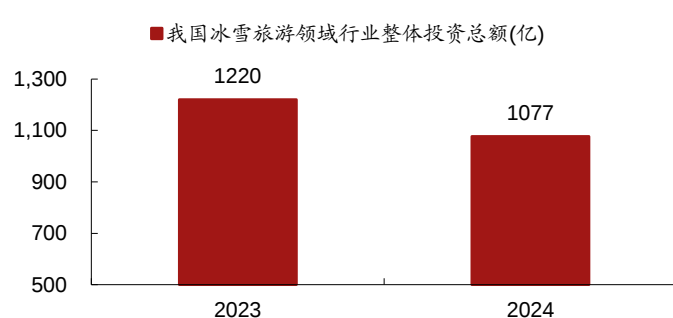


资料来源：文旅部、中国旅游研究院、招商证券

冰雪旅游投资额年均超千亿，驱动冰雪游供给提质扩容。投资端来看，2018-2024年，我国冰雪旅游重资产项目的总投资规模累计达到13157亿元，其中2024年我国冰雪旅游领域行业整体投资总额为1076.91亿元，其中重大项目投资事项达到87个，累计投资857.21亿元（占80%），企业针对自身产品和服务研发的投资为219.7亿元（占20%），投资对冰雪游消费稳步增长提供有效支撑。

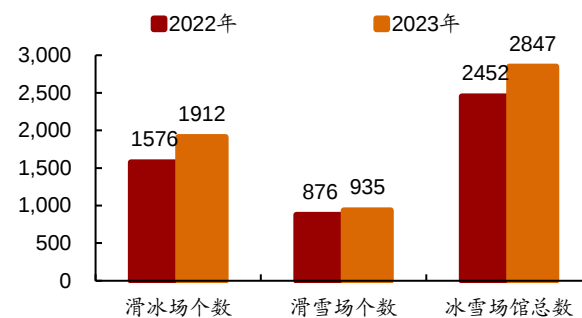
供给端来看，截至2022/2023年，我国冰雪场馆总数分别为2452/2874个（+17.2pct）。后冬奥时代，随着冰雪消费的不断普及与深入，各地冰雪设施建设步伐不断加快，冰雪场馆数量持续增长。黑龙江冰雪大世界、冰雪嘉年华等具有较强休闲属性的项目上榜2023年热门冰雪项目TOP5，大众休闲冰雪游具有潜力，以滑雪为代表的冰雪运动供给丰富。

图 25： 22&23 年我国冰雪游整体投资总额



资料来源：中国旅游研究院、招商证券

图 26： 23 年我国冰雪场馆供给增加



资料来源：国家体育总局、招商证券

表 2： 2023 年部分省份热门冰雪项目 TOP5

黑龙江	吉林	辽宁	新疆	河北	北京
哈尔滨冰雪大世界	天定山滑雪场	棋盘山冰雪大世界	白云滑雪场	西部长青四季滑雪场	军都山滑雪场
哈尔滨松花江冰雪嘉年华	北大湖滑雪度假区	怪坡国际滑雪场	丝绸之路国际滑雪场	万龙滑雪场	南山滑雪场
哈尔滨热雪奇迹	长春莲花山滑雪场	东北亚滑雪场	维斯特滑雪场	无极山滑雪场	北京渔阳国际滑雪场
天恒山冰雪运动大世界	长春冰雪新天地	白清寨滑雪场	天山明月城冰雪乐园	正定冰雪嘉年华	北京怀北国际滑雪场

亚布力新体委滑雪场

鸣山绿洲滑雪场

林海滑雪场

将军山国际滑雪度假区

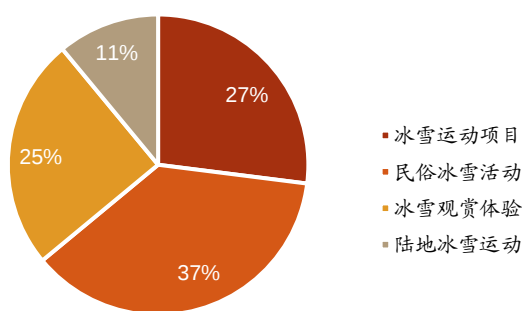
滦州研山滑雪场

第十四届陶然亭冰雪嘉年华

资料来源：美团研究院、招商证券

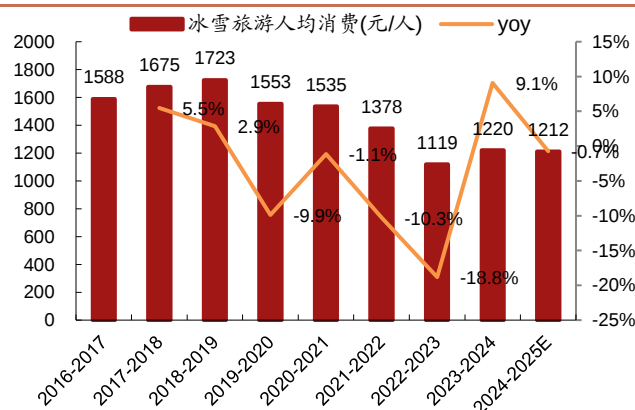
冰雪旅游消费普惠化，民俗冰雪活动引领消费热潮。消费端来看，2018-2019 年冰雪季人均消费 1723 元，达到最高位。近年来受政策鼓励，叠加全国冰雪资源丰富地区景区门票优惠影响，冰雪游成为大众旅游消费项目，2023-2024 年/2024-2025E 冰雪季人均消费为 1220 元/1212 元，人均消费数额逐渐趋于稳定。2023-2024 冰雪季，我国在冰雪运动项目、民俗冰雪活动、冰雪观赏体验、陆地冰雪运动等各类冰雪活动消费规模超 1500 亿元，占比分别为 27%/37%/25%/11%，民俗冰雪活动消费规模最大。据国家体育总局数据显示，2022 年北京冬奥会结束后参与冰雪运动项目/陆地冰雪运动/冰雪观赏体验类活动/民俗冰雪活动的用户中，92.93%/91.33%/85.72%/57.46%的用户均表示有花费。

图 27：2023-2024 冰雪季不同冰雪活动消费规模占比



资料来源：国家体育总局、招商证券

图 28：2016-2025E 冰雪季冰雪游人均消费额（元/人）



资料来源：文旅部、中国旅游研究院、招商证券

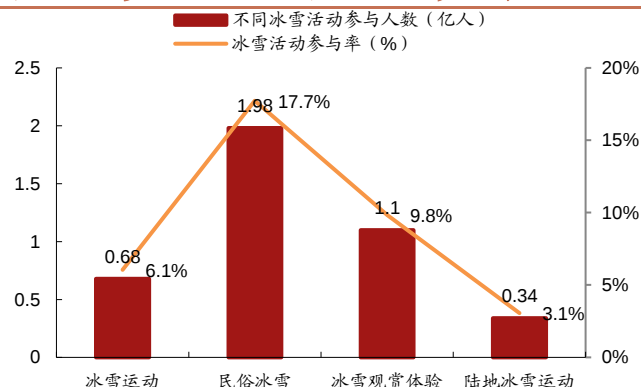
表 3：参与不同冰雪活动时的单次平均消费金额结构 (%)

项目	冰雪运动项目	民俗冰雪活动	冰雪观赏体验类活动	陆地冰雪运动
有花费	92.9	57.5	85.7	91.3
500 元以下	44.0	39.7	39.2	59.9
500-999 元	25.4	10.4	19.4	18.6
1000-1999 元	14.6	4.5	14.2	8.5
2000-2999 元	2.9	1.4	4.8	0.9
3000 元及以上	6.0	1.5	8.1	3.5
不花钱	6.3	42.2	13.9	8.5
记不清	0.7	0.4	0.4	0.2

资料来源：国家体育总局、招商证券

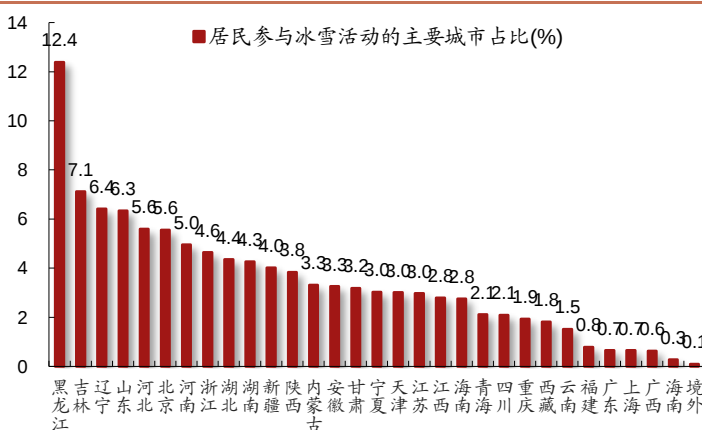
年轻群体为冰雪游消费的主力军，民俗冰雪活动参与占比最高。2023 年滑雪客群年龄集中在 20-35 岁（占比 76%），青年人群是冰雪旅游消费的主力军。美团研究院数据显示，20 岁以下/20-25 岁/25-30 岁/35-40 岁/40 岁以上消费者占比分别为 3%/22%/31%/23%/11%/10%。从参与冰雪运动类型看，2022 年北京冬奥会结束以来，全国 18 岁及以上居民参与民俗冰雪活动最多，民俗冰雪活动/冰雪观赏体验类活动/冰雪运动项目/陆地冰雪运动项目参与率分别为 17.73%/9.83%/6.05%/3.06%，参与人数分别达 1.98/1.10/0.68/0.34 亿人。

图 30: 18 岁以上居民不同冰雪活动参与情况



资料来源：国家体育总局、招商证券

图 31: 22&23 年全国冰雪游本异地消费结构



资料来源：国家体育总局、招商证券

2.3、利好政策频发，亚冬会点燃冰雪游热情

敬请阅读末页的重要说明

注入了强劲动力，为冰雪游产业发展提供了坚实基础，冰雪游产业将迎来更广阔的发展空间。

表 4：冰雪游利好政策频发

	时间	发布单位	政策名称	主要内容
国家层面	2021-02-08	文化和旅游部、国家发展改革委、国家体育总局	《冰雪旅游发展行动计划（2021—2023 年）》	扩大冰雪旅游优质产品供给。加快建设京张体育文化旅游带。打造冰雪赛事旅游目的地，大力发展乡村冰雪旅游。
	2022-03-25	国务院办公厅	《用好“双奥”遗产发展后奥运经济》	用好北京冬奥会、冬残奥会遗产，发展冰雪运动和冰雪产业。
	2022-04-25	国务院办公厅	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	组织实施冰雪旅游发展行动计划。优化完善疫情防控措施，引导公园、景区、体育场馆、文博场馆等改善设施和服务条件、结合实际延长开放时间。
	2023-03-10	文化和旅游部、国家发展改革委	《东北地区旅游业发展规划》	以哈尔滨、亚布力、雪乡、长春、长白山、北大湖、松花湖等冰雪旅游特色 IP 为核心，依托高速公路、铁路、机场等有效衔接，提升多进出通道点对点直达能力，形成完整冰雪旅游产品体系。重点支持亚布力、长白山建设世界级滑雪度假旅游目的地。
	2024-10-31	国务院办公厅	《国务院办公厅关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	构建冰雪经济“一区两带多节点”空间布局，高质量建设京张体育文化旅游带和“冰雪丝路”。推动北京、河北、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、新疆等地建设 3—5 个全球知名冰雪旅游高质量目的地。
	2024-12-05	国家发改委	《推动东北地区冰雪经济高质量发展助力全面振兴取得新突破实施方案》	提升冰雪旅游品质，建设高品质冰雪旅游目的地，丰富冰雪旅游消费场景，完善冰雪旅游交通措施。积极举办高水平冰雪体育赛事；创新冰雪文化产品。培育壮大冰雪装备器材等产业。
省级层面	2023-10-09	吉林省人民政府	《吉林省旅游万亿级产业攻坚行动方案（2023—2025 年）》	每年安排 1 亿资金用于冰雪产业发展，其中每年投放冰雪消费券不低于 3000 万元；将长白山建成全国首个接待游客数量突破 300 万的冰雪景区；专班推进吉林省冰雪运动中心、延边长白山仙峰滑雪场等重大冰雪项目建设。提高冰雪渗透率，将冰雪运动项目列入中考体育选项，冰雪渗透率超过 50%。
	2024-10-25	黑龙江省人民政府办公厅	《2024—2025 年黑龙江省冬季冰雪旅游“百日行动”实施方案》	优化发展冰雪旅游。持续实施“百日行动”，丰富冰雪旅游产品供给，提升旅游基础设施配套水平，优化消费场所布局，持续加大冰雪旅游推广。打造一批冰雪领域知名品牌和龙头企业，加大中小企业扶持力度。
	2024-12-12	吉林省人民政府办公厅	《关于推动吉林省冰雪经济高质量发展的实施意见》	到 2029—2030 年雪季，冰雪游接待游客 3 亿人次，冰雪游游客出游总花费达到 5400 亿元，冰雪装备制造业总产值超过 50 亿元，把吉林省建设成为国家冰雪经济中心、冰雪文化创意中心、优质冰雪生活圈和具有国际影响力的冰雪经济集聚区。

资料来源：政府公告、招商证券

亚冬会点燃冰雪游热情，东北部分热门旅游市场迎来增长高峰。2025 年亚冬会于 2 月 7 日-2 月 14 日期间在哈尔滨举办，吸引了亚洲 34 个国家和地区共 1270 余名运动员参赛，参赛规模创历史之最，赛事举办期间，哈尔滨、黑龙江等东北热门旅游市场将迎来增长高峰。春节期间哈尔滨接待游客 1215.1 万人次/+20%，旅游收入达 191.5 亿元/+17%；黑龙江省春节期间旅游人次/收入分别同比增长 18%/24%；长白山保护开发区全域接待国内游客 46.51 万人次/+42%。

三、多元业务布局完善旅游产业链，交通改善&项目建设驱动长期增长

3.1、依靠优质旅游资产，推进多元业务布局

3.1.1 旅游客运业务：核心业务稳固，布局拓展再升级

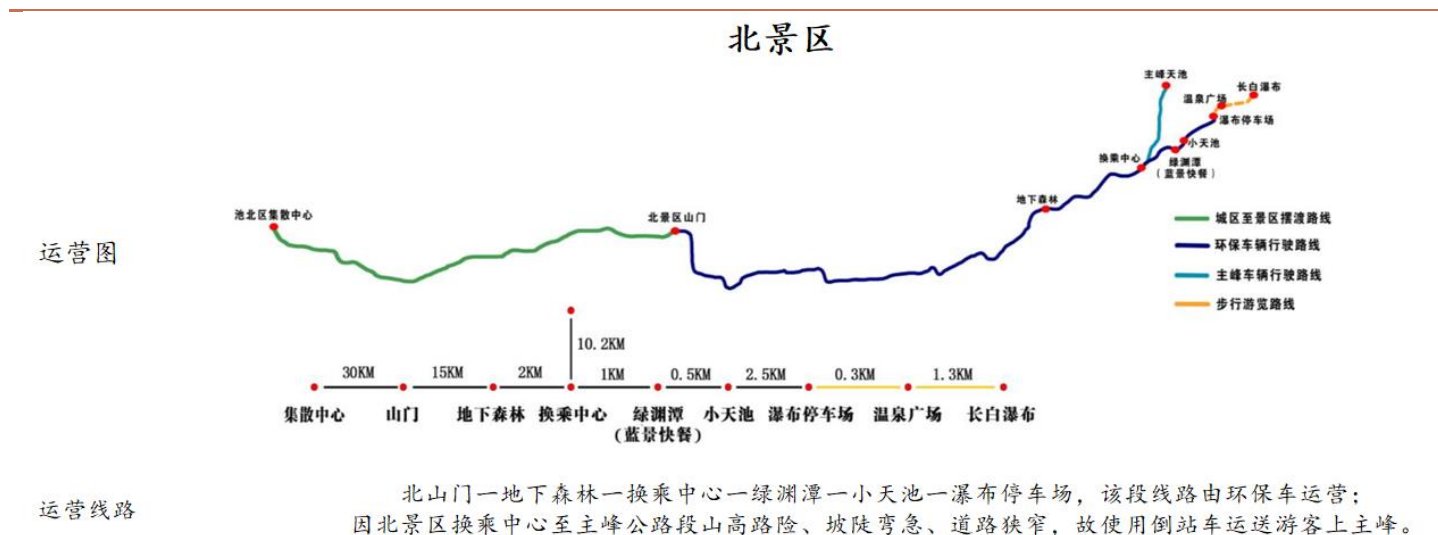
公司独家经营长白山景区客运服务，多线路运营提高经营业绩。公司拥有长白山自然保护区客运服务的独家经营权，自营或特许长白山景区内的游客运输、旅游车辆租赁、停车场管理等服务，并按照政府批准的价格收取票款。此外，公司还通过景区运营的基础优势，进一步拓展了网约车、景区包车、省际包车等多样化业务，并开设了连接景区、镇区、机场等目的地的区间班线业务，目前公司拥有十余种车型 800 余台运输车辆，是区域拥有车辆最多的旅运公司。2022 年北山门功能永久性下移，新增池北区游客集散中心至原北山门约 60 公里班线业务，进一步提升了公司的业务客单价。

表 5：三大景区部分旅游客运服务票价

景区	客运项目	票价
北景区	班线(北景区集散中心-北坡山门)	35 元
	环保大巴车（景区内接驳交通）	85 元
	倒站车（换乘中心-天池）	80 元
西景区	班线（西景区集散中心-西坡山门）	35 元
南景区	环保大巴车	85 元
	环保大巴车	85 元

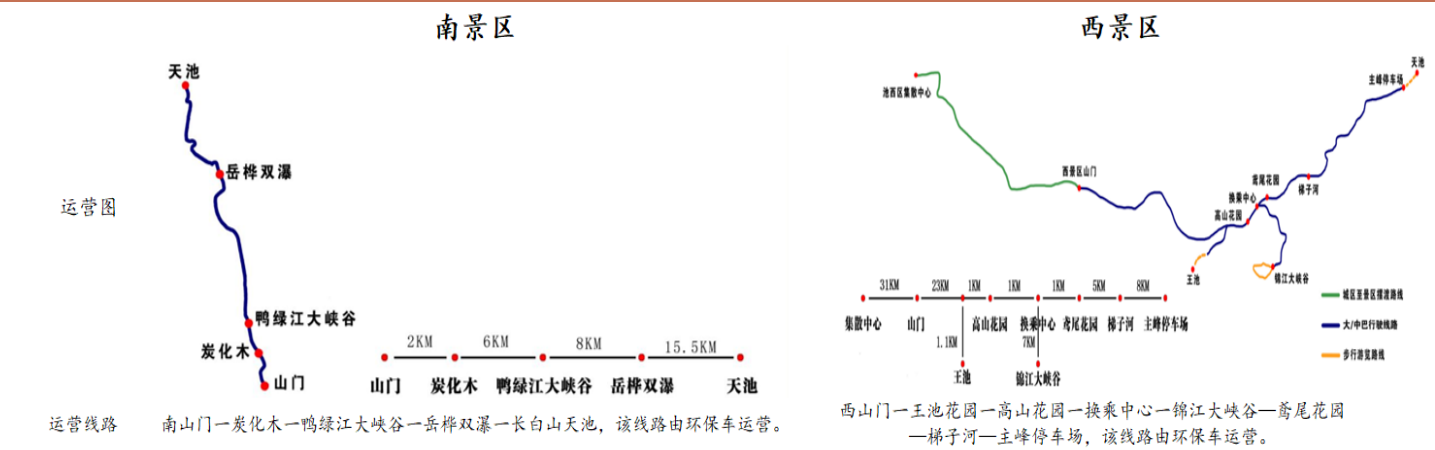
资料来源：长白山景区公众号、招商证券

图 33：长白山景区北景区交通运营路线



资料来源：公司公告、招商证券

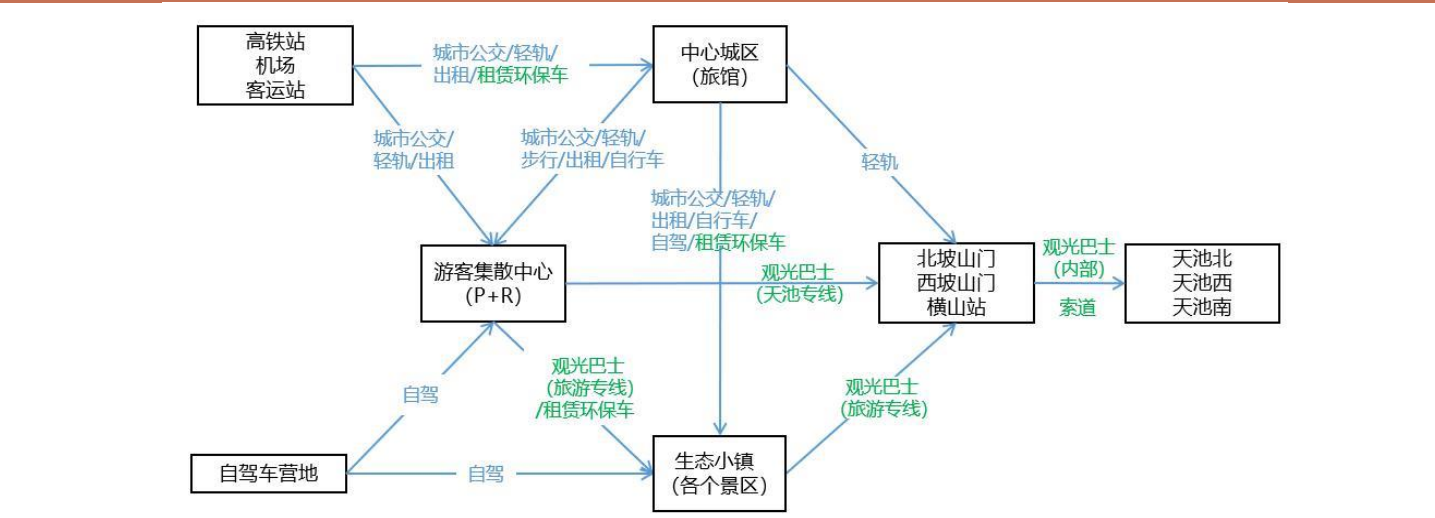
图 34：长白山景区西、南景区交通运营路线



资料来源：公司公告、招商证券

全城布局，着力发挥组织优势和流量优势打造综合客运服务体系。经过多年的探索，公司已经建立一整套较为完善的山地交通安全运营标准、服务管理标准。随着运营能力提升和客流量增长，公司正凭借着交通组织优势和流量资源优势，拓展景区以外的客运班线、VIP 包车、自驾租车等中短途交通，持续深耕细作长白山全域旅游交通市场。公司逐步构建起一个“点、线、面”互联互通的综合服务体系，涵盖了景区接驳、网约专车、城际班线、机场快线、租车自驾和城区出租车等多种交通产品，实现了服务的全面覆盖与无缝衔接。

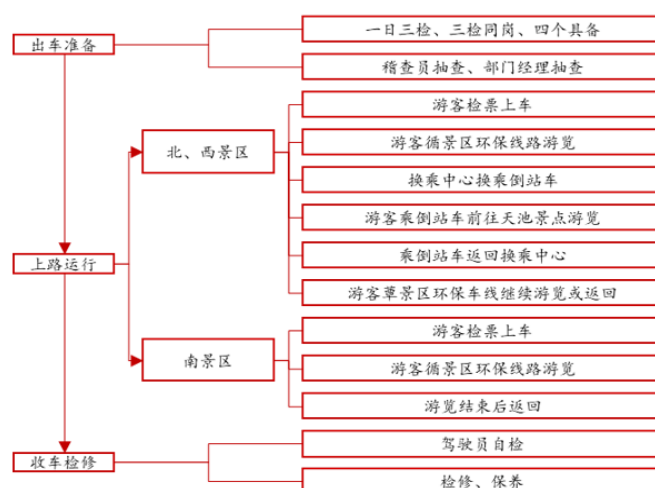
图 35：长白山区内交通运输组织方式



资料来源：长白山招股说明书、招商证券

持续加强交通效能建设，提升景区交通运载能力。公司通过加快老旧车辆的更新，构建多元化交通方式，丰富了景区直通车、网约车、旅游包车等服务，确保了高效的交通接驳。城市巡游出租车业务和周边交通班线实现高效运转，旅游包车市场业务稳定增长，增强了“景城一体化”交通接驳能力。公司还升级了智慧票务平台，实施分时分段预约管理，线上销售北景区主峰车票，显著提升了游客换乘效率。此外，结合“北斗”系统加强智慧管理，严格执行安全检查制度，全面提高了客运效能，推动了核心业务稳步增长。

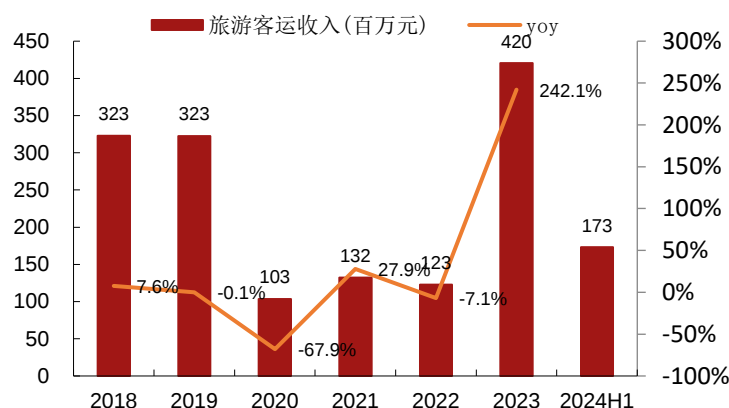
图 36：旅游客运业务流程完善



资料来源：长白山招股说明书、招商证券

旅游客运业务收入增长，客单价稳步提升。2023 年以来，长白山景区的旅游客运业务显现出强劲的增长势头。其旅游客运收入在 2023 年大幅增长，达到 4.2 亿元/+242.1%，显示出市场需求的强烈复苏，2024 年上半年旅游客运收入已达 1.7 亿元，超过 2022 年全年收入，表明景区客运业务在迎来新的高峰期。2023 年客单价虽略下降至 153.0 元，同比-4.3%，但仍超历史平均水平，长期来看客单价保持稳步提升趋势。

图 37：23 年旅游客运收入大幅提升



资料来源：公司公告、招商证券

图 38：长白山景区客运业务客单价保持稳步提升趋势



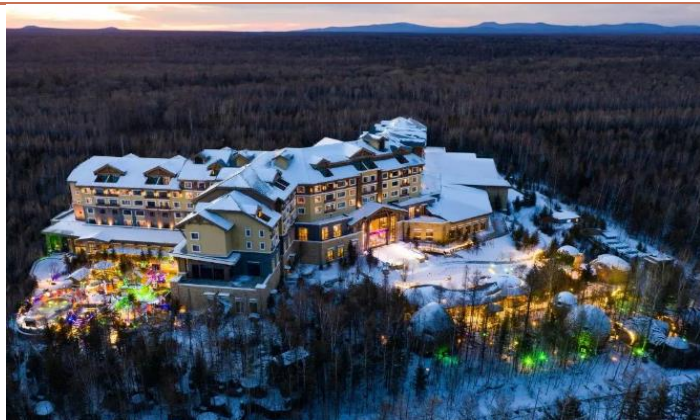
资料来源：公司公告、招商证券

3.1.2 温泉酒店业务：淡季引流增益，自营、托管和温泉三大模式齐发力

酒店业务：自建与托管并行，打造高端度假品牌。2014 年公司正式进军温泉酒店领域，并与世界知名的六洲酒店管理（上海）有限公司合作，建设品牌为皇冠假日的五星级温泉度假酒店。酒店拥有山景房、园景房等多种房型共 300 间，大中小型会议室 10 间，是长白山地区第一家国际标准的五星级酒店。除自建酒店外，公司还托管了蓝景国际温泉酒店、松桦林墅和长白山大厦等多家酒店，共计约 600 间客房，提供全方位的住宿和餐饮服务。整体酒店业务通过自建与托管相

结合，逐步扩展，形成了规模化运营。

图 39：自营酒店：长白山皇冠假日温泉度假酒店



资料来源：长白山发布公众号、招商证券

（1）皇冠酒店地理位置优越，差异化优势明显。皇冠假日酒店距离长白山北景区山门仅 500 米，步行 10 分钟即可到达。周边配套滑雪场、野雪公园等设施，同时毗邻冰水泉、火山石林等景区。作为唯一的国际五星级酒店，其起步价在同等级酒店中处于前列，差异化竞争优势明显。酒店依托自然景观和优越的地理条件，吸引了大量高端游客，并且未来将通过提升温泉和度假体验，进一步巩固其在高端旅游市场的领先地位。

图 41：皇冠假日酒店地理位置优越



资料来源：高德地图、招商证券

（2）温泉业务：自然资源助力酒店业务弥补淡季营收。公司凭借长白山北景区聚龙火山温泉的独家采矿权，确立了在温泉行业的战略地位。聚龙温泉水质优良，水温常年保持在 77-82℃，富含多种有益健康的微量元素。年产温泉水高达 18 万立方米，为公司温泉水销售和供热提供重要资源支持。通过第一期聚龙火山温泉部落的落地，公司将温泉业务与酒店服务深度融合，汇聚了聚龙火山温泉、聚龙冰泉景区等多处自然奇观，以及皇冠假日酒店、蓝景国际等休闲度假场所，为游客提供了一处集休闲、娱乐、康养为一体的旅游胜地。酒店温泉业务的融合不仅增加了营销渠道，同时也在淡季吸引了一大批游客，弥补淡季营收欠缺。

图 40：托管酒店：长白山蓝景国际温泉酒店



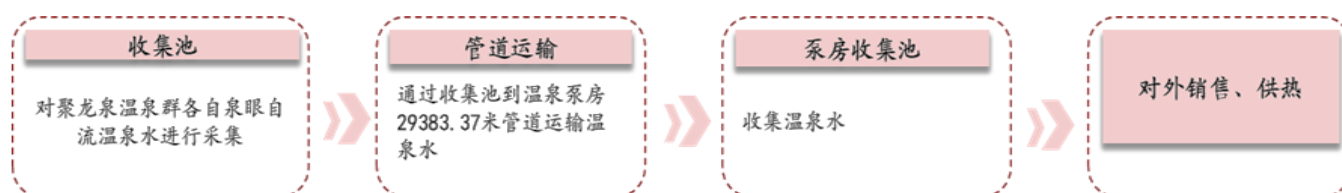
资料来源：长白山发布公众号、招商证券

图 42：皇冠假日酒店周边娱乐设施丰富



资料来源：长白山发布公众号、招商证券

图 43：温泉水收集、利用流程



资料来源：长白山招股说明书、招商证券

（3）酒店轻资产托管模式有利于优化资源配置，完善高端品牌。长白山景区使用托管模式管理酒店轻资产，通过管理松桦林墅、长白山大厦等设施，在低资产负担的前提下，快速扩展市场份额，提高整体运营效率，既能提升酒店的市场竞争力，也能通过相互赋能，丰富各资产品牌内涵，提高酒店吸引力，实现资源优势互补。

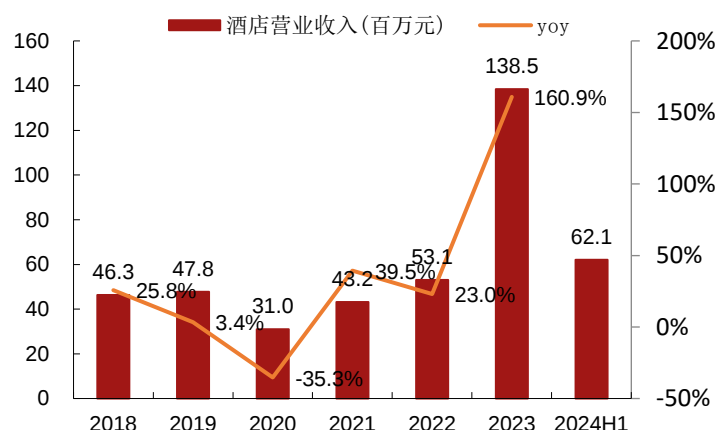
表 6：长白山托管酒店轻资产一览

模式	酒店	定位	位置	价格区间（旺季）	客房数量
自营	温泉度假冠冠假日酒店	高端休闲度假酒店	长白山北门	2680-4170 元	300
	蓝景国际生态中心	中高端休闲度假酒店	长白山北门	1960-3360 元	300
托管	松桦林墅	别墅型民宿	火山石林景区	3999-5598 元	14
	长白山大厦	商务型酒店	二道白河镇中心	598-1688 元	300

资料来源：长白山招股说明书、招商证券

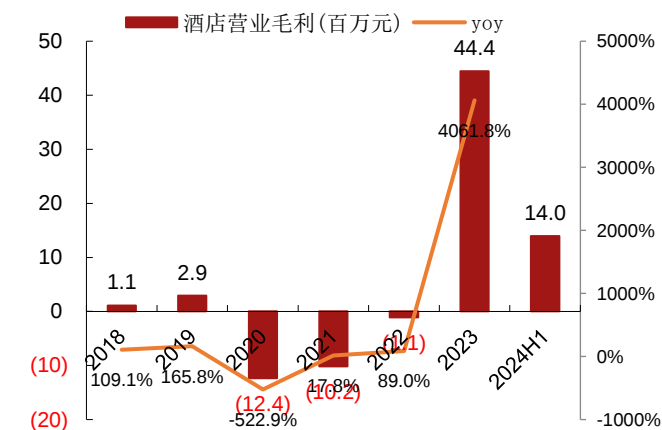
酒店业务营业收入稳定抬升，毛利润扭亏为盈持续向好。酒店营业收入，2023 年激增至 1.4 亿元，同比+160.9%。2024 年上半年酒店业务营业收入已达 6210 万元，营收总体保持稳定。毛利方面，2023 年酒店实现毛利润 4440 万元，随着疫后景区客流恢复正常，2023 年酒店业务扭亏为盈，并在 2024H1 继续保持盈利，实现 1400 万毛利收入。

图 44：酒店业务收入持续增长



资料来源：公司公告、招商证券

图 45：酒店业务毛利润扭亏为盈



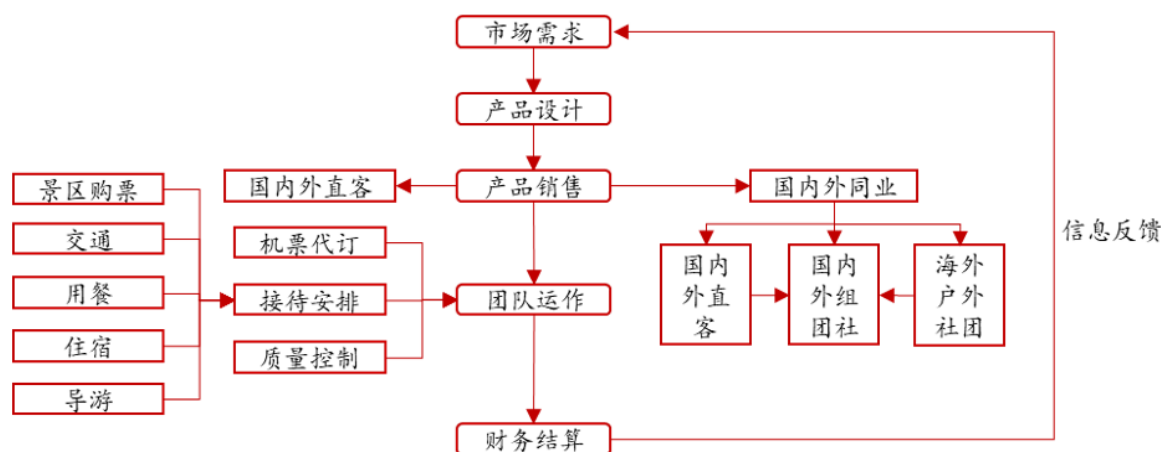
资料来源：公司公告、招商证券

3.1.3 旅行社业务：转型高端定制化服务，拓展市场差异化需求

全国百强旅行社，提供特色定制旅游。公司旗下的天池国旅自 2005 年成立以来，凭借丰富的产品系列和稳定的客源，专注于高端旅游接待，尤其在接待国内团队和入境游客方面具有较强竞争力。作为国内百强旅行社之一，天池国旅提供长白山定制旅游，并创新推出骑行、赏火山日出、婚纱摄影等特色产品，赢得游客喜爱。公司通过精心设计的产品销售和市场需求体系，结合景区门票、交通、住宿等多项服务，形成了内外结合的多层次销售模式，确保精准推广和高质量服务。

个性化定制和产销一体化协同推动区域旅游发展。随着市场需求的变化，公司旅行社业务逐步从传统模式向高端定制化转型，尤其通过易游旅游推出的高端包车和 VIP 定制旅行服务，提升了客户体验并有助于扩大市场份额。易游旅游通过精细化的产品策划，推出了生态避暑游、滑雪度假游等一系列特色旅游路线，取得了良好的市场反响。通过产销一体化，易游旅游不仅加强了产品策划和终端销售的联动，还推动了区域旅游的协同发展，逐步将传统旅行社业务转型为集成线上技术和专业服务能力的“在线旅行社”，在市场中占据了更有利的竞争地位。

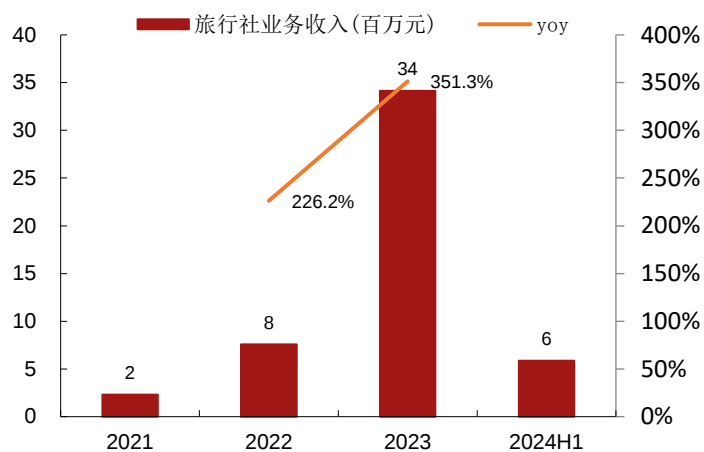
图 46：旅行社业务流程完善



资料来源：长白山招股说明书、招商证券

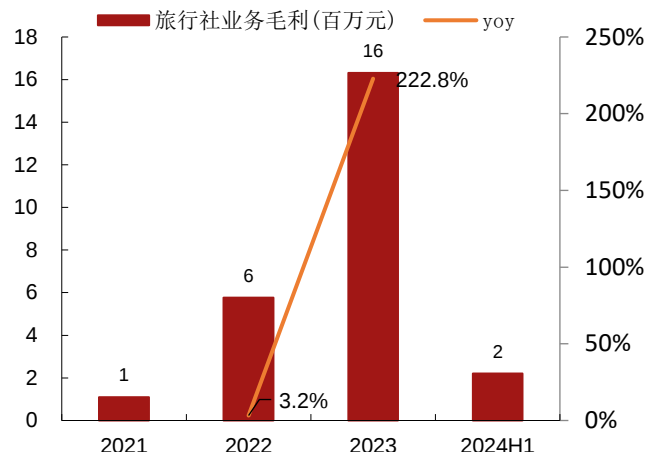
旅行社业务营业收入稳定增长，毛利润稳步提升。2023 旅行社业务营业收入增长至 3400 万元，同比+351.3%。2024 年上半年受季节性影响实现 600 万营收，预计下半年营收将快速增长。毛利方面，2023 年酒店实现毛利 1600 万元，同比+222.8%，2024H1 实现毛利润 200 万元，预计下半年旅行社业务保持稳定增长，全年毛利保持稳定趋势。

图 47：长白山景区旅行社业务营业收入持续增长



资料来源：公司公告、招商证券

图 48：长白山景区旅行社业务毛利提升幅度较大



资料来源：公司公告、招商证券

3.1.4 企业管理业务：全域一体化布局，托管业务推动旅游市场升级

公司通过景区托管业务实现全域一体化发展。天池咨询公司主要从事景区开发管理、旅游纪念品研发销售、服务设施建设等，承载公司品牌输出、管理输出战略。自 2017 年成立天池管理咨询公司以来，公司成功托管了长白山主景区以及多个股东旗下的景区，如大戏台河、露水河国际狩猎度假区等。通过战略合作和投资入股，公司积累了丰富的景区运营经验，并培养了专业的管理团队。公司通过托管提升景区设施，强化运营管理，同时利用品牌影响力和交通业务资源，推动景区营销和游客引流。随着高铁时代游客流量的增加，公司在景区运营和产品拓展方面取得了显著成效，进一步壮大了长白山全域旅游市场，形成了多层次、互补的旅游产品体系。

表 7：长白山托管景区一览

托管景区	景区级别	门票价格	游玩项目
露水河长白山狩猎度假区	AAAA 级	70 元/人	古树公园、恒温矿泉湖等原生态景点；和露园、沐氧园、乾溪园、狩猎文化馆、八卦迷宫等文化展览区；森林狩猎、四季漂流、实弹打飞碟、冰雪垂钓、野外拓展、真人 CS 野战等娱乐项目。
大戏台河景区	AAAA 级	88 元/人	景区特色是以“四季长白”为主题的森林梦幻灯光秀，是国内首家实现全天游的原生态景区，也是长白山区唯一可以夜游的景区。
红石峰	AAA 级	98 元/人	玉皇阁、卧龙岗、花砬子、巨浪崖等上百个景观、景点，是长白山地区唯一可以穿越原始森林的自然生态景区。
松花江	AAA 级	游船 98 元/人	观景垂钓、戏水露营、水上飞人、摩托艇，每年 12 月底至 2 月初，是观赏雾凇的好地方。
峡谷浮石林冰水泉景区	AAAA 级	90 元/人	由火山爆发地壳变动后形成的一条大裂谷，经过近千年的雨水冲刷而形成的，以秀、奇、险、幽而著称。

资料来源：长白山管委会、携程、招商证券

3.2、高铁、航空等外部交通环境持续改善，催化景区客流增长

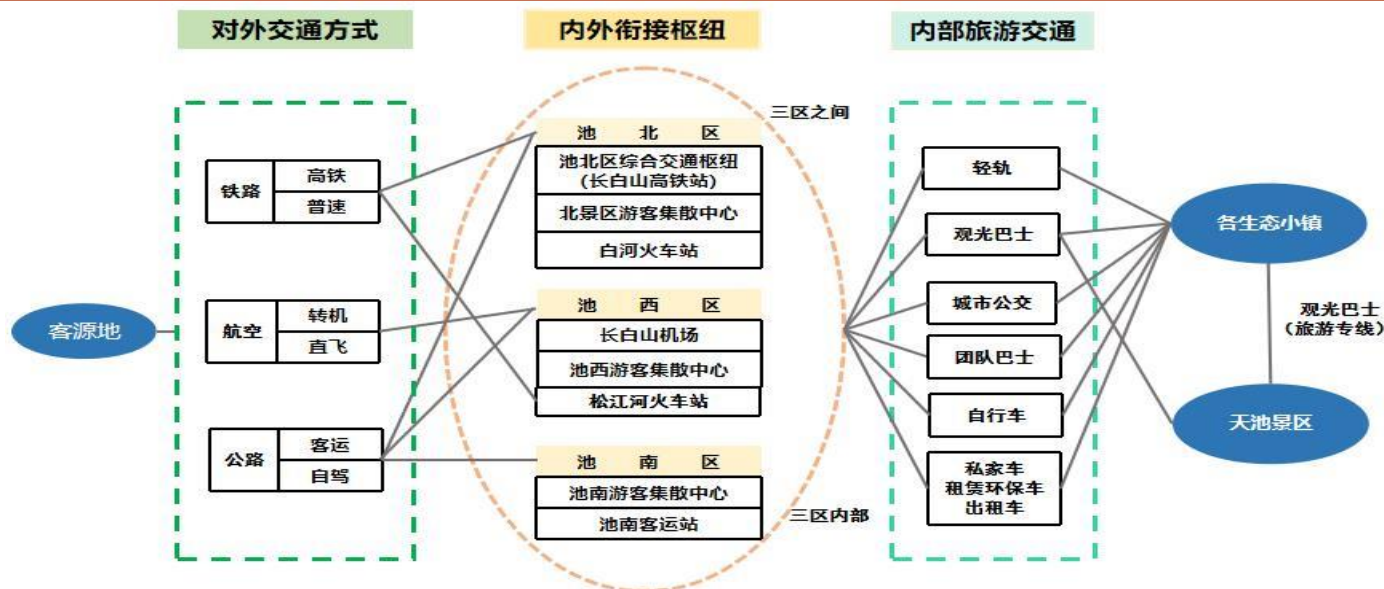
交通便利与景区客流密切相关，长白山外部交通未来具备较大优化空间，目前长白山外部交通体系主要包含铁路、航空、公路三大方式：

(1)铁路方面:2021年12月敦白高铁开通标志着长白山区域正式迈入高铁时代,开通后周边城市长春、吉林、延吉、珲春,均可以坐高铁直达长白山。2025年9月沈白高铁预计开通,将进一步完善东北地区铁路交通网络,并助力白山区域接入全国铁路交通网络,其中沈阳、北京等城市抵达长白山时间有望显著缩短。

(2)航空方面:延吉机场&长白山机场是长白山地区两大机场。长白山机场位于长白山脚下,机场距离长白山保护开发区池北区(二道白河镇)80公里,距离长白山北景区/南景区/西景区约120/135/15公里,建成投产时可满足年旅客吞吐量约54万人次,早年承载能力接近上限(2019年旅客吞吐量为52万人次)。2023年7月长白山机场二期扩建完成,可满足年旅客吞吐量由55万人次提升至180万人次。

(3)公路方面:长白山目前对外高速公路主要有两条,其中国家龙蒲高速公路是首条通往长白山北景区的高速公路,极大缩短了游客从延吉市到长白山的通行时间(3.5小时缩短为1.5小时);抚松—长白高速公路同样是长春至长白山公路(长长高速)的重要组成部分,有助于完善长白山周边城市短途出行需求。

图 49: 长白山旅游交通总体组织形式



资料来源:《长白山保护开发区综合交通运输发展“十四五”规划》、招商证券

表 8: 部分城市常住人口及前往景区交通路线: 省外华北/华东、华南游客交通所需时间普遍较长

城市	常住人口 (万人)	距离 (km)	出行方式	路线	单程预计时间	附注
敦化市	39	约 200	高铁/高速	鹤大高速及延长高速; 敦化→长白山高铁站→长白山景区	2小时40分钟	敦白高铁通车改善本地出行时间, 未通车时依赖绿皮车
吉林市	400	约 300	高铁	吉林→长白山高铁站→长白山景区	2小时40分钟	
延边朝鲜族自治州	190	约 300	高铁	延长高速自驾; 延吉西→敦化→长白山高铁→长白山景区	2小时	
长春市	909	约 400	高铁	长春→长白山高铁站→长白山景区	3.5小时	

沈阳市	915	约 500	高铁	沈阳北→长白山高铁站→长白山景区	5 小时	沈白高铁通车后高铁通行时间将缩短至 1.5 小时
大连市	745	约 800	高铁	大连周水子机场→延吉朝阳川机场→长白山站	4 小时	
北京市	2184	约 1000	高铁/飞机	朝阳站→长春西→长春→长白山站→长白山景区	8 小时	预计沈白高铁通车后，将缩短高铁时间至 4 小时
济南市	942	约 1200	飞机	遥墙机场→长白山机场→长白山景区	5 小时	
上海市	2476	约 2000	飞机	浦东机场→长白山机场→长白山景区	5.5 小时	过去淡季南方游客无法直飞长白山机场，需在延边朝阳川机场转运；二期扩建完成后航班排班量增加，华东及南方游客出行边际改善
广州市	1882	约 3300	飞机+自驾	白云机场→长白山机场→长白山景区	6.5 小时	
深圳市	1768	约 3350	飞机+高铁	宝安机场→长白山机场→长白山景区	7.5 小时	

资料来源：招股说明书、百度地图、国家及地方统计局、招商证券

敦白高铁开启长白山高铁时代，缩短周边城市往返时间。2021 年以前，未有高铁直通长白山，2021 年 12 月，新建敦化至白河铁路客运专线开通，长白山地区正式迈入高铁时代。敦白高速铁路，即沈佳高速铁路白敦段，全长 113 公里，设计时速 250 公里。该线路自长白山站引出，途径永庆站、敦化南站，在敦化站接入长珲高铁。敦白高铁开通后，周边城市长春、吉林、延吉、珲春，都可以坐高铁直达长白山。周边城市往返长白山路程时间大大缩短：哈尔滨/沈阳到长白山 4 小时，长春到长白山 2 小时，延吉到长白山 1 小时，敦化到长白山 0.5 小时，北京到长白山只需要 7.5 小时。

表 9：长白山至周边城市高铁时刻表

线路	车次	出发时间	到达时间	用时
长白山至北京	G3601: 长白山—北京朝阳	8:20	14:34	6 小时 14 分
	G3603: 北京朝阳—长白山	13:00	19:13	6 小时 13 分
长白山至大连	G8037: 长白山-大连	13:23	19:29	6 小时 06 分
	G8038: 大连北-长白山	7:09	12:58	5 小时 49 分
长白山至沈阳	G3601: 长白山—沈阳北	8:20	11:46	3 小时 26 分
	G8037: 长白山-沈阳北	13:23	17:16	3 小时 53 分
	G8037: 长白山-沈阳南	13:23	17:34	4 小时 11 分
	D8081: 长白山-沈阳北	18:15	22:07	3 小时 52 分
	D8083: 沈阳北-长白山	7:29	11:47	4 小时 18 分
	G8039: 沈阳北-长白山	9:11	12:58	3 小时 47 分
	G3603: 沈阳北-长白山	15:47	19:13	3 小时 26 分
长白山至哈尔滨	D551: 长白山-哈尔滨西	7:31	11:14	3 小时 43 分
	D551: 长白山-哈尔滨北	7:31	11:37	4 小时 06 分
	D535: 长白山-哈尔滨西	14:29	18:26	3 小时 57 分
	D4923: 长白山-哈尔滨西	20:10	23:52	3 小时 42 分
	D536: 哈尔滨-长白山	9:50	13:45	3 小时 55 分
	D552: 哈尔滨北-长白山	15:27	19:30	4 小时 03 分
	D552: 哈尔滨西-长白山	15:48	19:30	3 小时 42 分
长白山至长春	长白山-长春	每天 14 趟列车		平均通行时间在 2 个半小时
	长春-长白山			

资料来源：12306、招商证券

沈白高铁通车后缩短外地游客通行时间，有望进一步带来客流增量。沈白高铁线

路起自沈阳，经抚顺、通化、白山、延边州终到长白山脚下，线路全长 428 公里，设计时速 350 公里。沈白高铁预计 2025 年 9 月通车，项目建成通车后，北京至长白山的最短列车运行时间将由 7.5 小时压缩至 4 小时以内，沈阳至长白山最短列车运行时间将由 4 小时压缩至 1.5 小时。沈白高铁建成后，对比敦白高铁，极大缩短北京和沈阳至长白山线路时间，同时拓展新的交通网，进一步缩短外地游客来长白山游玩时间，有望为短途游和中长线旅游引流。

表 10：敦白高铁与沈白高铁对比

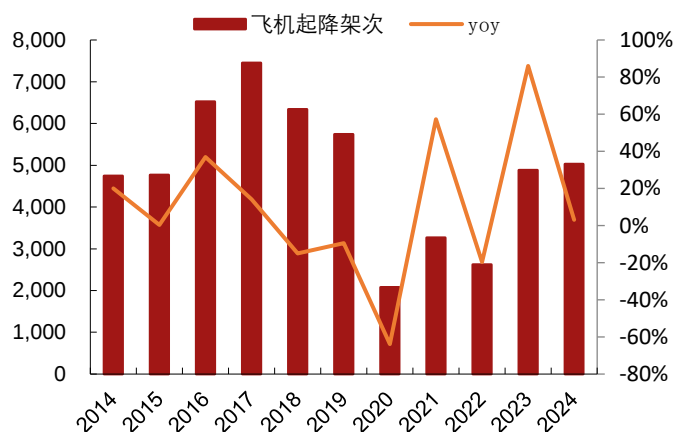
项目	全长	时速	列车运行时间	
			北京→长白山	沈阳→长白山
敦白高铁	113km	250 公里	7.5 小时	4 小时
沈白高铁	428km	350 公里	≤4.5 小时	1.5 小时

资料来源：吉林省交通运输厅，招商证券

长白山机场接待能力趋近上限，2019 年旅客吞吐量达 52 万人次。长白山机场，全称为白山长白山机场，于 2006 年 7 月开工建设，并在 2008 年 8 月建成通航，起初机场设计年吞吐量上限为 54 万人次。随着长白山地区旅游、物流等产业的快速发展，原有的机场运行保障能力已经不能满足长白山地区游客日益增长的需要，2018 年 4 月，白山长白山机场二期改扩建工程开工。2019 年长白山机场旅客年吞吐量为 52 万人次，机场的接待能力已经接近饱和。

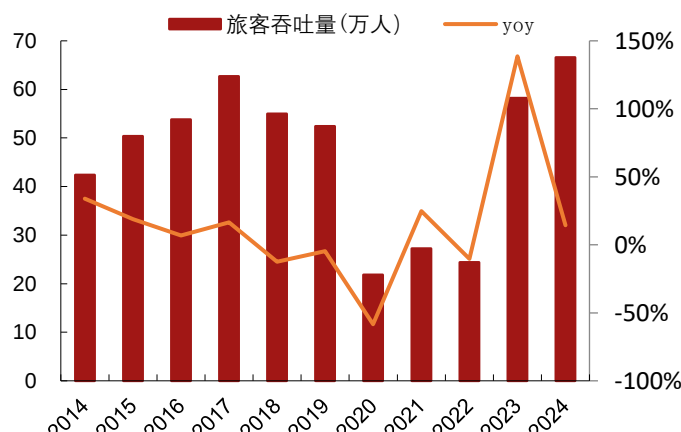
2023 年机场二期工程落地，利好异地长途旅客出行。长白山机场二期扩建工程建成投用后，航站楼总面积达到 3 万平方米，机位 20 个，机场旅客保障能力将由 65 万人次提升至 180 万人次，并使得长白山机场将成为东北地区支线机场中保障能力最强、服务设施最全、飞行区等级最高的 4D 级支线运输机场。2024 年长白山机场旅客吞吐量/起降架次分别为 66.6 万/5032 架，分别同比增长 14.3%/3.1%。

图 50：白山长白山机场历年飞机起降架次



资料来源：同花顺 ifind、招商证券

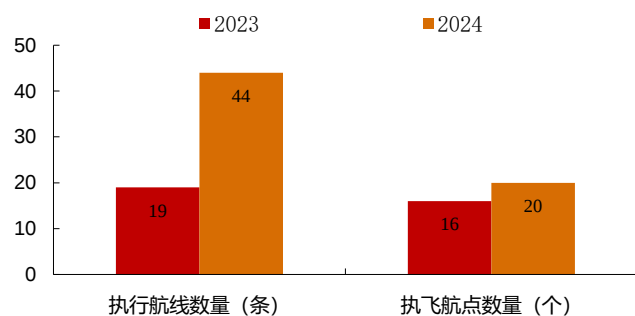
图 51：白山长白山机场历年旅客吞吐量



资料来源：同花顺 ifind、招商证券

暑期动态增加航线，助力开发华南、华东等地新客源。2024 年长白山机场执飞航线/执行航点数量为 44 条/19 个，相较 2023 年有所增长。对比 2019 年，长白山机场暑期航班除上海没有其他直达华南和华东航线，23 年暑期机场新增广州、杭州、西安及烟台 4 个直达城市，24 年暑期新增往返深圳、天津暑期新航线，有效满足长三角及珠三角地区游客旅行需求，有助于拓展华东、华南相关客源。

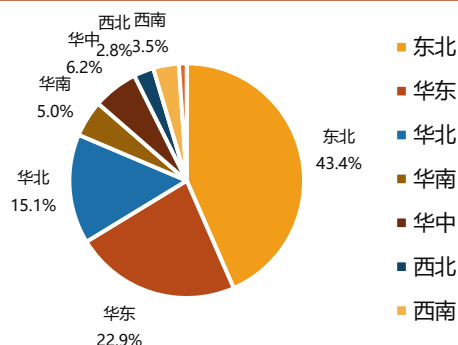
图 52：2024 年长白山机场执飞航线及航点小幅提升



资料来源：长白山管委会、新华社、招商证券 注：2024 年数据截至 2024 年 12 月 9 日

华北、华南客源开发潜力较大，24H1 华南地区客源较 19 年全年有所提升。长白山地属边境景区，交通优化对客流增长弹性较大。在国内客源市场中，东北地区因地缘优势突出，2019 年客源量占全部游客的 42.43%。其次是华东地区和华北地区，客源量分别占 22.32%和 14.74%，三大地区游客量约占国内游客总量的 79.49%，而其余华南等地区由于交通不便（无高铁，机场运力小）、路途较远等原因游客占比仅为 5.0%。2024 年 H1 公司东北/华东/华南地区客源分别为 24.5%/22.2%/12.9%，华南地区客源较疫情前有所提升。

图 54：2019 年长白山国内客源构成



资料来源：《长白山保护开发区综合交通运输发展“十四五”规划》、招商证券

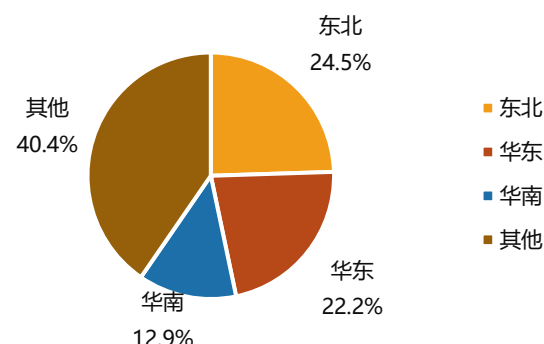
高速通车打通省内各市交通，助力短途客流量增长。长白山对外高速公路共有 2 条，龙蒲高速和长长高速。龙蒲高速（龙井-大蒲柴河）直抵池北区，是国家高速延长线（延吉-长白山）的一部分，23 年 11 月已全线通车，便捷连接中西部与长白山；延长高速作为吉林省中西部地区通往长白山最便捷的交通干线公路，可打通省内各市交通，为长白山短途客流增长助力。

图 53：2023 年夏季长白山航班相比 2019 年新增广州、杭州、西安、烟台 4 个直达城市

序号	航线	航班号	班期
1	杭州-长春-长白山-长春-杭州	GJ8919、GJ8920	每日一班
2	上海-天津-长白山-天津-上海	HO1135、HO1136	每日一班
3	北京大兴-长白山-北京大兴	KN5515、KN5516	每日一班
4	上海-长白山-上海	9C853、9C8532	周一三四六
5	上海-长白山-上海	MU6793、MU6794	每日一班
6	广州-大连-长白山-大连-官洲	CZ3603、CZ3604	周二四六

资料来源：同花顺 ifind、招商证券

图 55：2024H1 长白山国内客源构成



资料来源：公司公告、招商证券

图 56：延长高速于 2024 年 9 月正式通车



资料来源：长春零距离搜狐号、招商证券

3.3、结合冰雪资源禀赋推进项目建设及创新，打开淡季客流增长空间

定增 2.4 亿元推动项目建设及内部设施优化，着力改善季节性客流短缺。长白山景区冬季客流存在很大提升空间，公司基于长期战略，着力改善季节性客流短缺，2025 年 2 月 18 日公司发布定增预案修订稿，拟向特定对象发行股票募集资金，募集总额不超过 2.36 亿元。其中火山温泉部落二期/旅游交通设备提升分别使用募集资金 2.0 亿/3585 万元，该方案与 24 年 5 月的修订稿相比其变动主要在于二期温泉部落项目资金用途减少 1.5 亿元，并取消了原定用于补充流动资金的定向增发计划。

长白山自然资源禀赋卓越但开发程度较低，随着基础配套设施及观光度假项目逐渐完善，未来淡季客流仍具较大的增长空间。不同于国内其他观光景区，长白山景区自身资源禀赋卓越，景区面积较大的同时，较大的温差使得夏季、冬季具备截然不同的景观和旅游体验，除了夏季避暑游，冬季前往长白山还可以体验滑雪及体验火山温泉等项目。随着未来景区逐渐加大投入以推进项目开发、配套设施完善以及提升冬季承载能力，有望进一步打开淡季客流天花板。

表 11：拟定增项目资金用途（万元）

序号	项目名称	2024 年 5 月修订 总投资额方案	2025 年 2 月修订 总投资额方案	变动	2024 年 5 月修订 拟使用募集资金 方案	2025 年 2 月修订 拟使用募集资金 方案	变动
1	长白山火山温泉部落二期	53,648.92	53,648.92	-	35,000.00	20,000.00	-15,000.00
2	长白山旅游交通设备提升项目	11,391.63	11,391.63	-	3,584.95	3,584.95	-
3	补充流动资金	5,000.00	0	-5,000.00	5,000.00	0	-5,000.00
	合计	70,040.55	65040.55	-5,000.00	43,584.95	23,584.95	-20,000.00

资料来源：公司公告、招商证券

打造火山温泉部落二期项目，培育新利润增长点。为了进一步拓展温泉产业、优化产品结构、提升冬季客流，并改善顾客从观光游到度假游的旅游体验，公司积极推进火山温泉部落二期项目建设，以培育新的利润增长点。该项目位于北山门

附近，凭借其独特的自然生态环境和区位优势，将提供包括亲子房、餐厅娱乐、商业购物等多样化的服务。项目总建筑面积达到 4 万平方米，总投资 5.36 亿元，已于 2024 年 6 月正式开工，计划于 2025 年竣工投入使用，预计年游客接待能力约 99.9 万人次。相较于温泉部落一期，二期增加温泉主题的“亲子度假、休闲购物、演出娱乐、特色餐饮”等内容，有望进一步提升温泉部落的游客接待能力和品牌形象。

图 57：二期火山温泉部落效果鸟瞰图



资料来源：长白山管委会、招商证券

图 58：长白山温泉部落一期项目图



资料来源：长白山管委会、招商证券

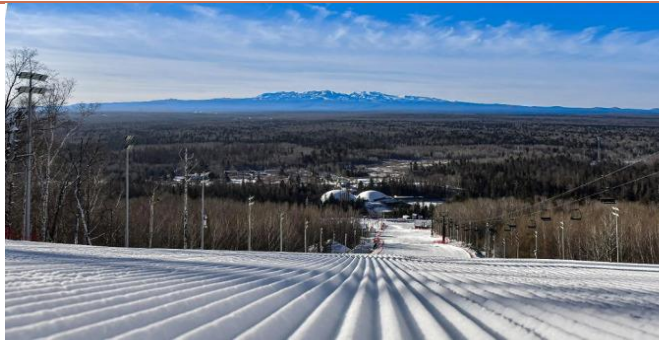
稳步推进旅游资源整合，冰雪产业项目持续创新。长白山作为松花江、鸭绿江、图们江的“三江之源”，兼具温带山地生态、世界黄金水源、世界级火山温泉等优质旅游资产，具有得天独厚的生态资源和区位优势。近年来，公司通过托管经营方式将和平滑雪场、火山遗址公园、蓝景生态交流中心等冰雪项目纳入管理体系，进一步优化了资源配置，提升了项目的运营效率和服务质量。在此基础上，公司还将增设雪地摩托穿越、粉雪谷雪踏穿越、跳雪跳台等多个沉浸式体验项目，丰富游客的冰雪旅游体验，以进一步提升长白山冰雪旅游的吸引力和竞争力，助力长白山打造成为世界级的冰雪旅游目的地。

图 59：长白山火山国家地质公园



资料来源：长白山管委会、招商证券

图 60：长白山和平滑雪场



资料来源：长白山管委会、招商证券

表 12：长白山周边相关冰雪旅游相关资源禀赋卓越

景区项目	地点	景区特点
长白山北景区高山森林野雪公园	长白山北景区国家高原冰雪训练基地内	面积约 20 万平方米，垂直落差 1000 米，野雪长度 7.5 公里，国内唯一每年雪期可持续至次年 5 月的野雪场，主要面向具备一定驾驭高山野雪水平的单双板滑雪发烧友。
长白山西景区天然野雪公园	长白山西景区内	以天然雪为基础、以高山极限滑雪项目为主的亚洲最大的天然雪主题滑雪公园。由雪地摩托负责全程滑雪运输，有 5 条自然雪道，其中最长的极限滑雪雪道长度达 7 公里，是我国最长极限滑雪雪道。

万达长白山国际
度假区
长白山鲁能胜地
旅游度假区

吉林省白山市抚松县
松江河镇
吉林省白山市抚松县
漫江镇

长白山和平滑雪
场

距长白山山门 6 公
里，位于游览长白山
北坡的必经之路

长白山红松王滑
雪场

长白山北景区山门北
行 3 公里国家森林公
园内

雪期从 11 月至次年 4 月，长达 6 个月，积雪深度在 1 米以上，雪质松散，呈絮状，是国内唯一一家被誉为“会呵护的港湾式滑雪场”。

国内首个为初中级滑雪者和度假游客提供完善教学体系的专业滑雪场地。雪道面积 30 公顷，初级雪道 6 条，中级雪道 3 条；2 条索道，3 条魔毯，设置 30 余种不同难度的地形障碍道具。

滑雪场海拔 1034 米，山体落差 140 米，现有初、中、高级滑雪道 6 条，索道 2 条，雪地摩托车 16 部，越野雪道 1 条。拥有国内首座气膜全功能综合模拟训练馆和极限运动馆，也是国内首家森林雪踏体验中心、越野滑雪教学中心。

雪场海拔 1100 米，每年雪季长达 7 个月。雪场有初中级雪道共 3 条，以及 1 条林海穿越道和供大众娱乐的戏雪乐园，并配有专业的教练。其雪道最长 900 米，坡度平缓，特别适合初级雪友。

资料来源：长白山管委会、招商证券

结合新媒体平台打造网络营销推广矩阵，针对学生群体推出暑期优惠活动协助引流。公司目前通过抖音、小红书、微博、微信公众号、快手等平台打造了多渠道营销推广矩阵，2023 年公司全年创作发布短视频 150+ 条，发布推文 120+ 条，官方抖音账号粉丝增长超 40 万，传播总量超 1 亿次，并推出了“长白天下雪”、“爱的告白”等活动，结合长白山特色文化打造新款 IP 形象。此外，公司还于暑期旺季针对学生群体推出五折优惠活动，结合营销体系有效地吸引了年轻群体的广泛关注。

图 61：截止 2 月初，长白山抖音平台粉丝数量突破 125 万



资料来源：抖音、招商证券

图 62：长白山深耕特色文化 IP，推出“雪人军团”



资料来源：公司公告、招商证券

表 13：长白山景区暑期优惠

景区	时间范围	对象	优惠力度
长白山景区	2024 年 7 月 8 日 -8 月 31 日	2024 年中/高考学生	凭学生证或准考证享景区门票半价 52.5 元优惠
露水河狩猎度假区	2024 年 7 月 8 日 -8 月 20 日	2024 年中/高考学生	凭准考证景区免门票、漂流 5 折/99 元，同行人员门票 5 折/35 元
长白山聚龙火山温泉 (皇冠温泉)	2024 年 7 月 8 日 -7 月 10 日	2024 年中/高考学生	凭准考证享 5 折/119 元优惠
	2024 年 7 月 1 日 -8 月 31 日	全日制本科以下学生	凭学生证 238 元即可购票
长白山蓝景聚龙温泉	2024 年 7 月 8 日 -7 月 10 日	2024 年中/高考学生	凭准考证享 5 折/119 元优惠
	2024 年 7 月 1 日 -8 月 31 日	全日制本科以下学生	凭学生证 238 元即可购票
长白山红石峰景区	2024 年 7 月 8 日 -8 月 31 日	2024 年中/高考学生	凭学生证或准考证享门票 5 折/49 元优惠
长白山聚龙火山石 林、聚龙冰泉景区	2024 年 7 月 8 日 -8 月 31 日	2024 年中/高考学生	凭学生证或准考证享门票 5 折/45 元、赠送 90 元观光塔门票

资料来源：招股说明书、招商证券

四、盈利预测及投资建议

长白山是国内稀缺的冰雪游代表景区标的，自然资源禀赋卓越，随着旅游市场稳步复苏及冰雪游热度兴起，景区客流量实现强劲复苏。2024 年全年，长白山主景区共接待游客 340.9 万人次，同比增长 24.1%。考虑到长白山未来外部交通体系逐渐改善以及公司内部持续推进项目建设及冰雪产业创新，我们看好公司后续客流增长及业绩释放，假设 2025-2026 年主景区客流分别同比增长 20%/16%，对公司旅游客运、酒店、旅行社、景区管理业务进行假设预测：

(1) 旅游客运业务：预计 2024-2026 年公司旅游客运实现收入 5.2/6.0/6.8 亿元，同比分别增长 23%/16%/13%，毛利率分别为 47.7%/48.2%/48.7%。

(2) 酒店业务：预计 2024-2026 年公司酒店业务实现收入 1.4/1.6/1.7 亿元，同比分别增长 4%/13%/10%，毛利率分别为 31.9%/32.4%/32.9%。

(3) 旅行社业务：预计 2024-2026 年公司旅行社业务实现收入 0.38/0.4/0.43 亿元，同比分别增长 10%/8%/6%，毛利率分别为 47.8%/48.3%/48.8%。

综上所述，我们预计 2024 年-2026 年公司分别实现收入 7.3/8.4/9.4 亿元，分别同比增长 18%/15%/12%，分别实现归母净利润 1.7/2.0/2.4 亿元，分别同比增长 23%/19%/17%，归母净利率为 23.1%/24.0%/25.1%。

表 14：盈利预测

单位：百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	192.5	194.7	620.4	730.9	839.4	939.8
YOY	30.4%	1.1%	218.7%	17.8%	14.9%	11.9%
毛利率	-8.3%	-9.8%	43.0%	42.7%	43.2%	43.8%
旅游客运	132.2	122.9	420.3	517.0	599.7	677.7
YOY	27.9%	-7.1%	242.1%	23.0%	16.0%	13.0%
毛利率	4.4%	-6.2%	48.7%	47.7%	48.2%	48.7%
酒店	43.2	53.1	138.5	143.3	161.2	177.4
YOY	39.5%	23.0%	160.9%	3.5%	12.5%	10.0%
毛利率	-23.5%	-2.1%	32.1%	31.9%	32.4%	32.9%
旅行社	2.3	7.6	34.1	37.6	40.6	43.0
YOY	-1.4%	226.2%	351.3%	10.0%	8.0%	6.0%
毛利率	47.4%	76.2%	47.8%	47.8%	48.3%	48.8%
归母净利润	-51.6	-57.4	138.1	168.8	201.7	235.4
YOY	-7.5%	11.2%	-340.6%	22.7%	19.5%	16.6%
归母净利率	-26.8%	-29.5%	22.3%	23.1%	24.0%	25.1%

投资建议：长白山是国内稀缺的冰雪游代表景区标的，自然资源禀赋卓越，后疫情时代随着旅游市场稳步复苏及冰雪游热度兴起，景区客流量实现强劲复苏。公司凭借自身通过独享景区内客运独家经营权和长白山聚龙温泉开采权，搭建了以旅游客运、酒店业务为核心的多元业务布局，竞争壁垒突出。短期来看，随着亚冬会举办点燃居民冰雪游热情，景区客流有望迎来增长。中长期来看，随着高铁开通、机场扩建投产逐步落地带来的交通优化，以及公司内部结合冰雪资源禀赋

持续推进项目建设及冰雪产业创新，有望打开进一步淡季增长空间，看好后续业绩持续释放，首次覆盖给予“增持”评级。

五、风险提示

- 1. 极端气候影响景区客流：**极端天气事件频发导致游客出行计划受阻，影响景区的游客接待量和营业收入，特别是在冬季和夏季的高峰期。气候变化可能使景区的传统旺季缩短，影响景区的整体业务运营。
- 2. 项目推进不及预期：**温泉部落二期等项目开发进度延迟可能导致预期收益无法及时实现，影响公司未来几年的增长潜力。资金投入和资源整合问题可能成为制约项目进展的关键因素。
- 3. 政策催化效果不及预期：**冰雪游政策支持未能按预期推动市场需求增长，政府推动的优惠政策未能显著提升景区的吸引力，行业政策变化的不确定性也可能对公司未来战略产生负面影响。
- 4. 交通优化效果不及预期：**交通基础设施的优化进展缓慢，未能有效缓解游客出行的交通拥堵问题，即使沈白高铁投入后，游客流动性和交通效率的提升仍未达到预期目标的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	159	329	464	669	907
现金	67	211	325	509	728
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	55	47	55	64	71
其它应收款	9	15	18	20	23
存货	11	13	16	18	20
其他	18	43	51	58	65
非流动资产	911	903	907	911	915
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	606	632	655	676	696
无形资产商誉	179	174	156	141	127
其他	126	97	95	94	93
资产总计	1070	1232	1371	1580	1822
流动负债	86	131	121	128	134
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	21	39	46	52	58
预收账款	1	2	3	3	4
其他	65	90	73	73	73
长期负债	78	62	62	62	62
长期借款	75	58	58	58	58
其他	3	4	4	4	4
负债合计	164	193	183	190	196
股本	267	267	267	267	267
资本公积金	286	286	286	286	286
留存收益	354	487	636	838	1074
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	906	1039	1188	1390	1626
负债及权益合计	1070	1232	1371	1580	1822

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4	251	227	260	295
净利润	(57)	138	169	202	236
折旧摊销	54	59	71	71	70
财务费用	4	4	3	3	4
投资收益	0	0	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	20	19	(19)	(18)	(17)
其它	(17)	30	6	5	5
投资活动现金流	(48)	(86)	(73)	(73)	(73)
资本支出	(48)	(87)	(75)	(75)	(75)
其他投资	0	1	3	3	3
筹资活动现金流	(6)	(20)	(41)	(3)	(4)
借款变动	(1)	(18)	(17)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(21)	0	0
其他	(5)	(2)	(3)	(3)	(4)
现金净增加额	(50)	144	114	185	219

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	195	620	731	839	940
营业成本	214	354	419	477	528
营业税金及附加	4	6	6	6	6
营业费用	8	21	23	24	23
管理费用	42	57	58	65	70
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	4	3	3	3	4
资产减值损失	(1)	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	4	3	3	3	3
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	(73)	182	224	267	312
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	(74)	181	223	266	311
所得税	(17)	43	54	64	75
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(57)	138	169	202	236

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	1%	219%	18%	15%	12%
营业利润	14%	-349%	23%	19%	17%
归母净利润	11%	-341%	23%	19%	17%
获利能力					
毛利率	-9.8%	43.0%	42.7%	43.2%	43.8%
净利率	-29.5%	22.3%	23.2%	24.1%	25.1%
ROE	-6.1%	14.2%	15.2%	15.7%	15.7%
ROIC	-5.2%	13.4%	14.6%	15.3%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	15.3%	15.6%	13.4%	12.0%	10.7%
净负债比率	8.5%	6.1%	4.3%	3.7%	3.2%
流动比率	1.8	2.5	3.8	5.2	6.8
速动比率	1.7	2.4	3.7	5.1	6.6
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	19.8	29.6	29.2	28.6	28.3
应收账款周转率	3.3	12.2	14.3	14.1	13.9
应付账款周转率	14.7	12.0	10.0	9.8	9.7
每股资料(元)					
EPS	-0.22	0.52	0.64	0.76	0.89
每股经营净现金	0.01	0.94	0.85	0.98	1.11
每股净资产	3.40	3.90	4.45	5.21	6.10
每股股利	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-145.3	60.4	49.2	41.2	35.3
PB	9.2	8.0	7.0	6.0	5.1
EV/EBITDA	-362.1	35.9	28.3	24.7	21.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。