

九华旅游（603199.SH）

优于大市

客运渗透率提升提振淡季经营，交通改善助力成长

核心观点

公司 2024 年净利润平稳增长，四季度表现亮眼。九华旅游 2024 年收入 7.64 亿元，同比增长 5.64%；归母净利润 1.86 亿元，同比增长 6.50%；扣非归母净利润 1.76 亿元，同比增长 5.94%，创历史新高。2024Q4 公司实现收入 1.95 亿元，同比增长 20.65%；归母净利润 0.32 亿元，同比增长 41.79%；扣非归母净利润 0.30 亿元，同比增长 44.12%。公司上半年旺下半年淡，2024 年一三季度都受到天气因素扰动，但二四季度客流良好增长叠加旅游客运业务渗透率提升支撑全年业绩实现平稳增长，四季度淡季叠加暖冬表现增速突出。

业绩拆分：客运业务增长系核心驱动，索道酒店业务同比表现平稳。分业务看，受益于去年春节游客运转中心投运后山下停车位扩容，政府对于私家车交通管制更为动态灵活，由此带来旅游客运渗透率的显著提升；2024 年公司客运业务收入实现 1.59 亿元，同比增长 31%；毛利率 52.37%，同比增加 3.82pct，经营杠杆效应突出。此外，索道缆车业务收入仍是盈利构成主力，2024 年实现收入 2.93 亿元，同比下滑 0.56%；毛利率 85.98%，同比增加 0.02pct，预计与乘索率回落有关。酒店业务收入 2.37 亿元，同比增长 1%。

上半年旺季客运渗透仍有提升潜力，期待高铁效应释放与项目扩容。展望后续，公司一看客运渗透提升。2024 年一季度旺季受天气扰动客运渗透未充分发挥潜力，一二季度为传统旺季，后续仍有进一步提升可能。二看高铁效应释放。公司此前自驾为主，池黄高铁于去年 4 月开通，若后续穿山公路打通有望进一步缩短车站至景区距离，叠加后续政府营销宣传与大黄山战略推进，高铁客流释放值得期待。三看项目扩容。狮子峰景区项目预计 2026 年底施工完毕，公司测算中线贡献千万量级利润；百岁宫缆车目前受制于运力瓶颈，后续改造升级有望提上日程。公司拟每 10 股派发现金股利 6.80 元（含税），对应分红率 40.46%，较去年降低 10%，预计系结合资本开支节奏综合考虑。经审慎研判，公司预计 2025 年收入 8.40 亿元，净利润 2.05 亿元，估算同比均增长 10%。

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：我们维持 2025-2027 年公司归母净利润预测为 2.2/2.4 亿元，新增 2027 年 2.7 亿元预测，EPS 为 1.95/2.18/2.41 元，对应动态 PE 为 19/17/15x。公司背靠佛教名山，客流稳步提升，一方面景区内交通管制常态化与高铁客源占比增加有望支撑客运继续渗透提升，后续狮子峰索道、百岁宫缆车等项目推进贡献中线增量；另一方面公司主业相对聚焦且成本管控到位，有效发挥景区经营杠杆，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	724	764	843	919	996
(+/-%)	117.9%	5.6%	10.3%	9.1%	8.4%
归母净利润(百万元)	175	186	216	241	266
(+/-%)	1374.9%	6.5%	16.1%	11.6%	10.4%
每股收益(元)	1.58	1.68	1.95	2.18	2.41
EBIT Margin	30.1%	30.2%	32.3%	33.2%	33.9%
净资产收益率 (ROE)	12.3%	12.3%	13.1%	13.5%	13.7%
市盈率 (PE)	22.9	21.5	18.5	16.6	15.0
EV/EBITDA	15.0	14.0	11.8	10.6	9.4
市净率 (PB)	2.82	2.64	2.43	2.23	2.05

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：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：杨玉莹

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	36.08 元
总市值/流通市值	3993/3993 百万元
52 周最高价/最低价	42.30/27.92 元
近 3 个月日均成交额	95.38 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

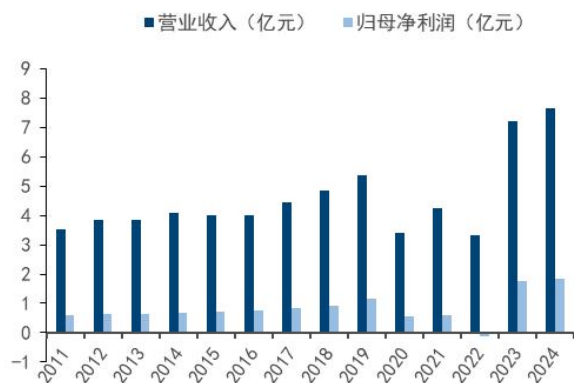
相关研究报告

《九华旅游（603199.SH）-二季度归母净利润增长 26%，全年有望受益于客运渗透率提升》——2024-07-30

《九华旅游（603199.SH）-疫后复苏弹性居前，交通边际改善有望提振客流》——2024-04-22

公司 2024 年净利润平稳增长，四季度表现亮眼。九华旅游 2024 年收入 7.64 亿元，同比增长 5.64%；归母净利润 1.86 亿元，同比增长 6.50%；扣非归母净利润 1.76 亿元，同比增长 5.94%，创历史新高。2024Q4 公司实现收入 1.95 亿元，同比增长 20.65%；归母净利润 0.32 亿元，同比增长 41.79%；扣非归母净利润 0.30 亿元，同比增长 44.12%。公司上半年旺下半年淡，2024 年一三季度都受到天气因素扰动，但二四季度客流良好增长叠加旅游客运业务渗透率提升支撑全年业绩实现平稳增长，四季度淡季叠加暖冬表现增速突出。

图1：公司全年收入及增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司四季度净利润情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

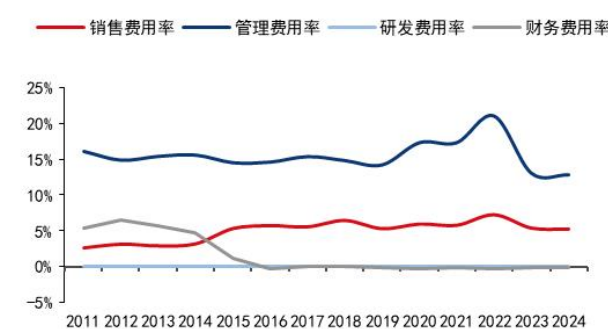
业绩拆分：客运业务增长系核心驱动，索道酒店业务同比表现平稳。分业务看，受益于去年春节游客运转中心投运后山下停车位扩容，政府对于私家车交通管制更为动态灵活，由此带来旅游客运渗透率的显著提升；2024 年公司客运业务收入实现 1.59 亿元，同比增长 31%；毛利率 52.37%，同比增加 3.82pct，经营杠杆效应突出。此外，索道缆车业务收入仍是盈利构成主力，2024 年实现收入 2.93 亿元，同比下滑 0.56%；毛利率 85.98%，同比增加 0.02pct，预计与乘索率回落有关。酒店业务收入 2.37 亿元，同比增长 1%。

图3：公司季度毛利率与净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

上半年旺季客运渗透仍有提升潜力，期待高铁效应释放与项目扩容。展望后续，公司一看客运渗透提升。2024 年一季度旺季受天气扰动客运渗透未充分发挥潜力，一二季度为传统旺季，后续仍有进一步提升可能。二看高铁效应释放。公司此前自驾为主，池黄高铁于去年 4 月开通，若后续穿山公路打通有望进一步缩短车站至景

区距离，叠加后续政府营销宣传与大黄山战略推进，高铁客流释放值得期待。三看项目扩容。狮子峰景区项目预计 2026 年底施工完毕，公司测算中线贡献千万量级利润；百岁宫缆车目前受制于运力瓶颈，后续改造升级有望提上日程。公司拟每 10 股派发现金股利 6.80 元（含税），对应分红率 40.46%，较去年降低 10%，预计系结合资本开支节奏综合考虑。公司 2025 年经营计划为：收入 8.40 亿元，净利润 2.05 亿元，估算同比均增长 10%。

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：我们维持 2025-2027 年公司归母净利润预测为 2.2/2.4 亿元，新增 2027 年 2.7 亿元预测，EPS 为 1.95/2.18/2.41 元，对应动态 PE 为 19/17/15x。公司背靠佛教名山，客流稳步提升，一方面景区内交通管制常态化与高铁客源占比增加有望支撑客运继续渗透提升，后续狮子峰索道、百岁宫缆车等项目推进贡献中线增量；另一方面公司主业相对聚焦且成本管控到位，有效发挥景区经营杠杆，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	
603199.SH	九华旅游	36	40	1.58	1.68	1.95	2.18	23	21	19	17	优于大市
000888.SZ	峨眉山 A	13	69	0.43	0.49	0.55	0.62	31	27	24	21	优于大市
603099.SH	长白山	34	90	0.52	0.59	0.73	0.85	65	57	46	40	优于大市
002033.SZ	丽江股份	10	55	0.41	0.41	0.46	0.51	24	24	22	20	优于大市
600054.SH	黄山旅游	12	87	0.58	0.43	0.49	0.56	21	28	24	21	优于大市
002159.SZ	三特索道	16	28	0.72	0.93	1.04	1.16	22	17	15	14	优于大市
603136.SH	天目湖	12	32	0.54	0.55	0.66	0.79	22	22	18	15	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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	179	205	201	180	225	营业收入	724	764	843	919	996
应收款项	5	6	6	6	7	营业成本	365	381	406	437	468
存货净额	8	7	9	9	10	营业税金及附加	8	16	17	18	20
其他流动资产	245	260	278	349	329	销售费用	39	40	44	47	51
流动资产合计	436	478	494	545	571	管理费用	94	98	104	112	120
固定资产	906	863	1070	1210	1335	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	217	210	202	195	188	财务费用	(1)	(1)	(4)	(3)	(3)
投资性房地产	184	235	235	235	235	投资收益	12	12	12	12	12
长期股权投资	68	71	72	73	74	资产减值及公允价值变动	(0)	(0)	0	0	0
资产总计	1812	1857	2073	2258	2402	其他收入	3	4	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	28	0	营业利润	234	247	288	320	353
应付款项	192	126	207	218	228	营业外净收支	(2)	0	(1)	0	1
其他流动负债	189	187	202	214	226	利润总额	232	247	287	320	354
流动负债合计	381	313	409	460	454	所得税费用	58	61	71	79	88
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	13	29	19	9	(1)	归属于母公司净利润	175	186	216	241	266
长期负债合计	13	29	19	9	(1)	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	393	342	429	469	453	净利润	175	186	216	241	266
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(10)	0	0	0	0
股东权益	1418	1515	1644	1789	1949	折旧摊销	75	80	102	117	134
负债和股东权益总计	1812	1857	2073	2258	2402	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(1)	(1)	(4)	(3)	(3)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	88	(117)	67	(60)	32
每股收益	1.58	1.68	1.95	2.18	2.41	其它	10	(0)	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.00	0.79	0.78	0.87	0.96	经营活动现金流	337	149	385	299	432
每股净资产	12.81	13.69	14.86	16.16	17.61	资本开支	0	(30)	(301)	(251)	(251)
ROIC	13.49%	12.88%	14%	14%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	12.32%	12.28%	13%	13%	14%	投资活动现金流	(2)	(33)	(302)	(252)	(252)
毛利率	50%	50%	52%	53%	53%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	30%	30%	32%	33%	34%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	41%	44%	46%	47%	支付股利、利息	0	(87)	(86)	(96)	(107)
收入增长	118%	6%	10%	9%	8%	其它融资现金流	(242)	85	(0)	28	(28)
净利润增长率	1375%	6%	16%	12%	10%	融资活动现金流	(242)	(90)	(87)	(68)	(135)
资产负债率	22%	18%	21%	21%	19%	现金净变动	93	27	(4)	(21)	45
股息率	0.0%	2.2%	2.2%	2.4%	2.7%	货币资金的期初余额	86	179	205	201	180
P/E	22.9	21.5	18.5	16.6	15.0	货币资金的期末余额	179	205	201	180	225
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	0	107	72	36	169
EV/EBITDA	15.0	14.0	11.8	10.6	9.4	权益自由现金流	0	191	75	67	143

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