

黄山旅游 (600054.SH)

有效购票客流回落，关注山上扩容增量与山下整合潜力

优于大市

核心观点

2024年业绩整体承压但Q4同比转增，分红率同比提升。2024年公司营业收入19.31亿元，同比增长0.09%；归母净利润和扣非净利润分别为3.15亿元和3.17亿元，同比分别下降25.51%和18.95%，主要系景区门票客单价下降、新项目折旧摊销增加、公允价值收益下降等影响。单Q4公司收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为5.19、0.30、0.45亿元，同比增长4.93%、100.28%、380.47%，淡季经营杠杆作用下利润突出。公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.72元（含税），分红率为39.83%，同比提升3.78pct。

2024年有效购票客流回落，主景区与索道业务构成盈利核心，其他新景区与新业务尚有拖累。**景区业务：**2024年黄山景区进山游客492.24万人次，同比增长7.60%；景区业务收入2.40亿元，同比下降9.22%，免票促销政策下有效购票客流下降；毛利率为39.40%，同比下降6.54pct。其中花山谜窟景区亏损5758.38万元，太平湖景区亏损1804.80万元。**索道业务：**2024年索道及缆车游客981.49万人次，同比增长3.25%，乘索率回落；收入7.18亿元，同比增长2.55%；毛利率87.56%，同比下降0.96pct。**酒店业务：**2024年酒店业务收入为4.56亿元，同比微降0.92%；毛利率为37.91%，同比下降2.01pct。此外，2024年徽商故里亏损3510万元，预计与新店爬坡有关。

1-2月黄山景区客流增长良好，关注山上扩容增量与山下整合潜力。公司深耕黄山主景区，坚持“走下山、走出去”“旅游+”和“山水村窟”发展战略。一方面，公司当前利润核心来自山上业务，2025年1-2月黄山景区客流增长36%，尽管免票营销力度有所下降，但天气良好叠加新媒体营销推进与多元客群挖潜，一季度预计客流突出。后续兼顾集团东黄山开发节奏与新项目落地进展，集团东黄山建设推进有望扩容景区容量，打开旺季接待瓶颈并丰富游客游览路线；同时山上北海宾馆于2019年12月启动全面改造后预计2025年9月实现竣工。另一方面，公司在太平湖景区、花山谜窟、徽菜餐饮等方面持续布局，山下业务受竞争影响存在拖累，跟踪后续盈利改善情况。

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：年初以来景区客流良好，但考虑2025-2026年黄山景区试行资源有偿使用费新规并计入营业成本，我们下调2025-2026年归母净利润至3.2/3.6亿元（此前为3.5/4.1亿元），2027年假设新规延续预计为3.9亿元，对应PE为27/25/23x。依托黄山优质资源，山上酒店改造落地与东黄山开发协同突破景区接待瓶颈，公司积极作为有望带来增量发展空间；山下区域资源整合与多元业务布局仍待中线盈利潜力释放，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)	1,929	1,931	2,138	2,266	2,395
(+/-%)	141.2%	0.1%	10.7%	6.0%	5.7%
净利润(百万元)	423	315	319	356	388
(+/-%)	420.5%	-25.5%	1.2%	11.7%	8.8%
每股收益(元)	0.58	0.43	0.44	0.49	0.53
EBIT Margin	31.9%	27.2%	21.2%	22.8%	23.5%
净资产收益率 (ROE)	9.4%	6.8%	6.5%	6.9%	7.2%
市盈率 (PE)	20.7	27.8	27.5	24.6	22.6
EV/EBITDA	12.7	14.2	16.3	13.6	12.4
市净率 (PB)	1.95	1.88	1.79	1.71	1.62

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	12.00元
总市值/流通市值	8753/8753百万元
52周最高价/最低价	13.98/10.14元
近3个月日均成交额	117.70百万元

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)-收入略降业绩承压，有效购票客流回落》——2024-11-04
- 《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

2024 年业绩整体承压但 Q4 同比转增，分红率同比提升。2024 年公司营业收入 19.31 亿元，同比增长 0.09%；归母净利润和扣非净利润分别为 3.15 亿元和 3.17 亿元，同比分别下降 25.51%和 18.95%，主要系景区门票客单价下降、新项目折旧摊销增加、公允价值收益下降等影响。单 Q4 公司收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 5.19、0.30、0.45 亿元，同比增长 4.93%、100.28%、380.47%，淡季经营杠杆作用下利润突出。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.72 元（含税），分红率为 39.83%，同比提升 3.78pct。

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

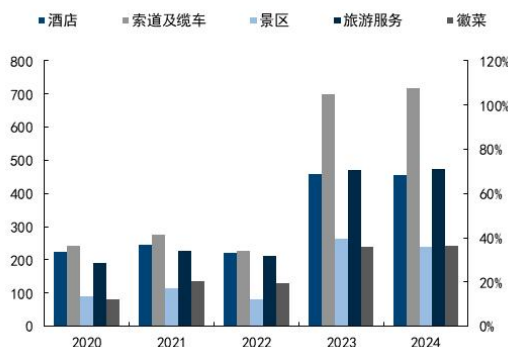
2024 年有效购票客流回落，主景区与索道业务构成盈利核心，其他新景区与新业务尚有拖累。
景区业务：2024 年黄山景区进山游客 492.24 万人次，同比增长 7.60%；景区业务收入 2.40 亿元，同比下降 9.22%，免票促销政策下有效购票客流下降；毛利率为 39.40%，同比下降 6.54pct。其中花山谜窟景区亏损 5758.38 万元，太平湖景区亏损 1804.80 万元。
索道业务：2024 年索道及缆车游客 981.49 万人次，同比增长 3.25%，乘索率回落；收入 7.18 亿元，同比增长 2.55%；毛利率 87.56%，同比下降 0.96pct。
酒店业务：2024 年酒店业务收入为 4.56 亿元，同比微降 0.92%；毛利率为 37.91%，同比下降 2.01pct。此外，2024 年徽商故里亏损 3510 万元，预计与新店爬坡有关。

图3：公司接待进山客流变化



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：公司业务拆分



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

1-2 月黄山景区客流增长良好，关注山上扩容增量与山下整合潜力。公司深耕黄山主景区，坚持“走下山、走出去”“旅游+”和“山水村窟”发展战略。一方面，公司当前利润核心来自山上业务，2025 年 1-2 月黄山景区客流增长 36%，尽管免票营销力度

有所下降，但天气良好叠加新媒体营销推进与多元客群挖潜，一季度预计客流突出。后续兼顾集团东黄山开发节奏与新项目落地进展，集团东黄山建设推进有望扩容景区容量，打开旺季接待瓶颈并丰富游客游览路线；同时山上北海宾馆于2019年12月启动全面改造后预计2025年9月实现竣工。另一方面，公司在太平湖景区、花山谜窟、徽菜餐饮等方面持续布局，山下业务受竞争影响存在拖累，跟踪后续盈利改善情况。

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：年初以来景区客流良好，但考虑2025-2026年黄山景区试行资源有偿使用费新规并计入营业成本，我们下调2025-2026年归母净利润至3.2/3.6亿元（此前为3.5/4.1亿元），2027年假设新规延续预计为3.9亿元，对应PE为27/25/23x。依托黄山优质资源，山上酒店改造落地与东黄山开发协同突破景区接待瓶颈，公司积极作为有望带来增量发展空间；山下区域资源整合与多元业务布局仍待中线盈利潜力释放，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	
		元	亿元									
600054.SH	黄山旅游	12	88	0.58	0.43	0.44	0.49	21	28	27	25	优于大市
603136.SH	天目湖	13	34	0.54	0.39	0.47	0.55	23	33	27	23	优于大市
603199.SH	九华旅游	38	42	1.58	1.68	1.95	2.18	24	23	20	18	优于大市
000888.SZ	峨眉山A	14	75	0.43	0.49	0.55	0.62	33	29	26	23	优于大市
603099.SH	长白山	34	90	0.52	0.59	0.73	0.85	65	58	46	40	优于大市
002033.SZ	丽江股份	9	52	0.41	0.41	0.46	0.51	23	23	20	18	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

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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1967	1812	2000	2042	2208	营业收入	1929	1931	2138	2266	2395
应收款项	49	65	54	58	61	营业成本	887	931	1227	1269	1325
存货净额	453	48	632	635	659	营业税金及附加	17	27	19	20	21
其他流动资产	43	79	128	13	14	销售费用	52	61	58	61	67
流动资产合计	2513	2005	2815	2749	2942	管理费用	358	382	381	397	418
固定资产	1779	2232	2292	2316	2323	研发费用	1	3	1	1	1
无形资产及其他	159	159	154	148	143	财务费用	(1)	3	(7)	(0)	(3)
投资性房地产	1036	1151	1151	1151	1151	投资收益	5	(2)	5	5	5
长期股权投资	167	185	200	215	230	资产减值及公允价值变动	25	(16)	25	25	25
资产总计	5654	5732	6612	6580	6789	其他收入	3	(1)	(1)	(1)	(1)
短期借款及交易性金融负债	169	35	487	400	400	营业利润	651	508	490	548	596
应付款项	213	216	382	222	184	营业外净收支	(2)	(1)	0	0	0
其他流动负债	255	267	346	352	367	利润总额	649	506	490	548	596
流动负债合计	637	517	1216	974	951	所得税费用	193	166	147	164	179
长期借款及应付债券	2	2	2	2	2	少数股东损益	33	25	24	27	30
其他长期负债	323	354	303	252	201	归属于母公司净利润	423	315	319	356	388
长期负债合计	325	356	305	254	203	现金流量表 (百万元)					
负债合计	963	873	1521	1228	1154	净利润	423	315	319	356	388
少数股东权益	205	202	211	222	234	资产减值准备	5	(0)	2	0	0
股东权益	4486	4657	4881	5130	5401	折旧摊销	147	150	179	217	234
负债和股东权益总计	5654	5732	6612	6580	6789	公允价值变动损失	(25)	16	(25)	(25)	(25)
关键财务与估值指标						财务费用	(1)	3	(7)	(0)	(3)
每股收益	0.58	0.43	0.44	0.49	0.53	营运资本变动	(116)	283	(425)	(97)	(101)
每股红利	0.08	0.26	0.13	0.15	0.16	其它	24	10	7	11	12
每股净资产	6.15	6.39	6.69	7.03	7.41	经营活动现金流	457	774	57	462	508
ROIC	9.82%	7.63%	6%	7%	7%	资本开支	0	(577)	(211)	(211)	(211)
ROE	9.43%	6.76%	7%	7%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	54%	52%	43%	44%	45%	投资活动现金流	9	(595)	(226)	(226)	(226)
EBIT Margin	32%	27%	21%	23%	23%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	40%	35%	30%	32%	33%	负债净变化	(142)	0	0	0	0
收入增长	141%	0%	11%	6%	6%	支付股利、利息	(58)	(192)	(96)	(107)	(116)
净利润增长率	420%	-26%	1%	12%	9%	其它融资现金流	324	49	452	(87)	0
资产负债率	21%	19%	26%	22%	20%	融资活动现金流	(77)	(334)	356	(194)	(116)
股息率	0.7%	2.2%	1.1%	1.2%	1.3%	现金净变动	389	(155)	188	42	166
P/E	20.7	27.8	27.5	24.6	22.6	货币资金的期初余额	1578	1967	1812	2000	2042
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	1967	1812	2000	2042	2208
EV/EBITDA	12.7	14.2	16.3	13.6	12.4	企业自由现金流	0	210	(140)	272	316
						权益自由现金流	0	259	317	185	319

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