

长白山 (603099)

旅游主业夯实，平台化整合释放新动能

投资评级

买入

维持评级

2025 年 05 月 07 日

收盘价(元):

32.93

- ◆ 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 7.43 亿元，同比+19.81%；归母净利润 1.44 亿元，同比+4.48%；扣非后归母净利润 1.52 亿元，同比+10.25%。毛利率 41.67%，同比-1.31pct；净利率 19.41%，同比-2.84pct。

单季度来看，24Q4 公司实现营收 1.49 亿元，同比+20.85%；归母净利润-0.04 亿元，同比+73.67%；毛利率 25.45%，同比+12.67pct，环比-32.45pct；净利率-2.41%，同比+8.64%。

- ◆ 2024 年公司核心业务稳健增长，冰雪旅游战略效果显著。

➢ 业绩方面，公司营业收入、净利润实现“双增长”，主要得益于旅游客运业务恢复及运营收入增长。分季度看，Q1~Q4 公司分别实现营业收入 1.28/1.27/3.40/1.49/亿元，同比+83.73%/+29.02%/+3.19%/+20.85%；归母净利润分别为 0.11/0.10/1.27/-0.04 亿元，同比+358.73%/-36.95%/-9.04%/+73.67%，Q1 业绩亮眼主要受益于冰雪旅游热度提升。分业务看，旅游客运业务全年实现营收 5.38 亿元/同比+27.89%，仍为核心收入来源；酒店/旅行社分别实现营 1.40/0.30 亿元，同比+0.89%/-12.72%。

➢ 盈利能力方面，①毛利率方面，24 年公司整体毛利率为 41.67%/同比-1.31pct，主要由于旅游客运业务（45.55%/同比-3.17pct）、酒店（30.85%/同比-1.23pct）毛利率下降所致。②费率方面，24 年公司三费费用率为 12.30%/同比-0.67pct，其中销售费用率为 3.22%/同比-0.13pct，管理费用率为 8.84%/同比-0.29pct，财务费用率为 0.24%/同比-0.25pct。③净利率方面，24 年公司净利率为 19.41%/同比-2.84pct。

- ◆ 25Q1 营收同比微增，利润端承压。25Q1 实现营收 1.29 亿元/同比+0.73%，归母净利润同比-58.93%至 0.04 亿元，利润下滑主要归因于人员工资普调及团代订房费、水电费等成本较上年同期增加。毛利率 22.86%/同比-5.36pct，三费费用率 15.72%/同比+1.82 pct，净利率

公司基本数据

总股本(百万股)	266.67
总市值(百万)	8,781.44
流通股本(百万股)	266.67
流通市值(百万)	8,781.44
12 月最高/最低价(元)	60.67/20.01
资产负债率(%)	17.44
每股净资产(元)	4.37
市盈率(TTM)	63.66
市净率(PB)	7.54
净资产收益率(%)	0.38

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书：S0640516120002
联系电话：010-59562517
邮箱：peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
SAC 执业证书：S0640525040003
联系电话：
邮箱：guonw@avicsec.com

相关研究报告

2023 年业绩亮眼，双旺季新业态未来可期 —
2024-04-10

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

环比+5.83pct 同比-4.95pct 至 3.42%。2025 年 1 月景区接待游客 27.23 万人次/同比+18.36%；春节假期（8 天）接待游客 7.6 万人次，与去年持平，客流量保持稳健。

- ◆ **主业提质扩容，景区管理能力持续夯实。**①**交通运营独家优势突出：**公司拥有长白山北、西、南三大景区游客运输独家经营权，2024 年旅游客运业务收入达 5.38 亿元，同比增长 27.89%，在总营收中占比达 72%，维持核心支撑地位。②**景区基础设施全面升级：**全年完成景区道路改造、智慧化系统建设等项目 133 项，更新旅游车辆超 200 台，有效提升旅游承载力与游客体验。北斗定位、客流分布统计、智能防护等系统建成并投入使用，显著优化景区运营效率。③**景区管理输出加快：**截至 2024 年，公司在管景区数量提升至 7 个（含延吉梦都美度假村托管项目），形成景区+酒店+交通一体化管理体系，外延拓展能力持续增强。我们认为，景区管理体系的可复制性与品牌影响力持续强化，为公司拓展区域资源整合能力奠定了坚实基础。
- ◆ **多元业态协同推进，冰雪旅游与酒店业务双轮驱动。**充分依托长白山优质冰雪资源，公司大力拓展冬季旅游市场，全年造雪量超 30 万立方米，围绕二道白河“粉雪小镇”打造雪绒花雪乐园、雪雕版云顶天宫、美人松爱情森林等 9 大特色冰雪体验项目，显著丰富了冬季产品供给，提升游客粘性。公司围绕温泉度假、民宿精品等方向加速布局，恩都里项目、温泉部落二期等新项目稳步推进，预计将进一步扩展中高端消费场景，夯实度假体系护城河。
- ◆ **深化营销与平台化整合，打开消费客群新空间。**2024 年，公司成立产品营销事业部，整合线上线下渠道资源，持续深化品牌曝光与精准营销，全年游客满意度调查回收 48.83 万份，满意率高达 99.63%。同时，公司通过投放 150 台“T3 出行”网约车、开通景区直通车、城际快线等多元交通产品，优化游客接驳体验，助推客流增长。以“大长白山”理念为指导，公司系统整合冰雪、温泉、森林、地质等资源，推出多类别度假产品和精品线路，延长游客停留时间，提升消费深度。天池咨询公司作为管理输出平台，全年实现营收 562.49 万元，同比增长 117.19%，反映出公司在旅游资源整合和产品体系搭建方面取得初步成效，未来全域旅游平台化运营能力有望持续增强。
- ◆ **投资建议：**公司依托长白山核心自然资源优势，主业恢复势头良好，平台化、品牌化转型提速，伴随新业态落地及盈利释放，预计中长期营收及盈利能力有望持续提升。预计 2025-2027 年公司归母净利润分

别为 1.82/2.21/2.57 亿元，EPS 分别为 0.68/0.83/0.96 元，对应目前 PE 分别为 48/40/34，维持“买入”评级。

- ◆ **风险提示：**宏观经济波动风险、经营与成本风险、旅游消费结构变化风险。

◆ **盈利预测**

单位/百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	620.43	743.32	860.03	993.62	1122.82
增长率 (%)	218.73%	19.81%	15.70%	15.53%	13.00%
归属母公司股东净利润	138.06	144.25	181.72	220.91	256.74
增长率 (%)	340.59%	4.48%	25.97%	21.57%	16.22%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.54	0.68	0.83	0.96
PE	63.61	60.88	48.32	39.75	34.20

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	67.44	211.00	286.51	456.34	786.66	1151.02	营业收入	194.65	620.43	743.32	860.03	993.62	1122.82
应收票据及账款	54.85	47.03	67.66	128.60	148.58	167.90	营业成本	213.70	353.80	433.61	500.16	571.25	640.29
预付账款	12.24	25.52	49.19	48.78	56.36	63.69	税金及附加	4.37	5.93	5.88	11.44	13.22	14.94
其他应收款	8.60	15.07	12.08	24.28	28.05	31.70	销售费用	7.54	20.79	23.95	26.66	29.81	33.68
存货	10.71	13.15	16.45	20.88	23.85	26.73	管理费用	41.62	56.62	65.69	73.10	81.48	89.83
其他流动资产	5.40	17.62	13.03	21.12	24.40	27.57	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	159.23	329.40	444.92	700.01	1067.90	1468.61	财务费用	3.83	3.04	1.78	2.10	-1.34	-3.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.00	-0.10	-0.04	-0.04	-0.05
固定资产	610.54	636.49	681.82	592.36	499.68	403.77	信用减值损失	-1.14	-1.37	-3.26	-3.57	-4.12	-4.66
在建工程	59.69	56.74	123.52	102.94	82.35	61.76	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	179.08	173.69	168.51	140.42	112.34	84.25	投资收益	0.00	-0.29	0.00	-0.10	-0.10	-0.10
长期待摊费用	4.42	9.06	11.56	5.78	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	57.33	26.56	16.34	15.60	14.85	14.10	资产处置收益	0.01	0.40	-0.05	0.12	0.12	0.12
非流动资产合计	911.06	902.54	1001.75	857.09	709.21	563.89	其他收益	4.37	3.16	1.07	2.87	2.87	2.87
资产总计	1070.29	1231.94	1446.67	1557.10	1777.11	2032.50	营业利润	-73.15	182.16	210.08	245.86	297.94	345.56
短期借款	0.00	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.03	0.10	0.18	0.10	0.10	0.10
应付票据及账款	20.51	38.51	51.53	53.96	61.63	69.08	营业外支出	1.27	0.97	11.16	4.47	4.47	4.47
其他流动负债	65.75	92.18	99.60	132.95	151.78	170.10	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	86.26	130.70	231.13	186.92	213.41	239.19	利润总额	-74.40	181.29	199.10	241.49	293.58	341.20
长期借款	75.20	59.50	43.42	25.48	9.18	-5.06	所得税	-17.01	43.23	54.84	59.78	72.67	84.46
其他非流动负债	2.63	2.60	10.09	10.09	10.09	10.09	净利润	-57.39	138.06	144.25	181.72	220.91	256.74
非流动负债合计	77.83	62.10	53.51	35.56	19.26	5.02	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	164.09	192.79	284.64	222.48	232.67	244.21	归属母公司股东净	-57.39	138.06	144.25	181.72	220.91	256.74
股本	266.67	266.67	266.67	266.67	266.67	266.67	EBITDA	-16.92	243.78	268.64	388.25	440.12	483.23
资本公积	285.56	285.56	285.56	285.56	285.56	285.56	NOPLAT	-53.20	140.84	156.57	187.54	224.14	258.51
留存收益	353.98	486.92	609.80	782.39	992.21	1236.06	EPS(元)	-0.22	0.52	0.54	0.68	0.83	0.96
归属母公司权益	906.20	1039.14	1162.03	1334.62	1544.44	1788.29	主要财务比率						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	906.20	1039.14	1162.03	1334.62	1544.44	1788.29	成长能力						
负债和股东权益合计	1070.29	1231.94	1446.67	1557.10	1777.11	2032.50	营收增长率	1.10%	218.73%	19.81%	15.70%	15.53%	13.00%
现金流量表							营业利润增长率	-14.19%	349.02%	15.32%	17.03%	21.18%	15.98%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-16.47%	361.21%	8.98%	21.26%	19.97%	15.63%
税后经营利润	-57.39	138.06	144.25	182.82	222.01	257.85	EBITDA增长率	-711.60%	1540.59%	10.20%	44.53%	13.36%	9.80%
折旧与摊销	53.65	59.45	67.76	144.66	147.88	145.33	归母净利润增长率	-11.17%	340.59%	4.48%	25.97%	21.57%	16.22%
财务费用	3.83	3.04	1.78	2.10	-1.34	-3.29	经营现金流增长率	129.66%	11586.28%	-18.68%	37.82%	27.77%	8.94%
投资损失	0.00	0.29	0.00	0.10	0.10	0.10	盈利能力						
营运资金变动	19.24	21.56	-36.69	-49.48	-11.08	-10.57	毛利率	-9.78%	42.98%	41.67%	41.84%	42.51%	42.97%
其他经营现金流	-17.20	26.19	25.04	-1.59	-1.59	-1.59	净利率	-29.48%	22.25%	19.41%	21.13%	22.23%	22.87%
经营性现金净流量	2.13	248.59	202.15	278.61	355.98	387.82	营业利润率	-37.58%	29.36%	28.26%	28.59%	29.99%	30.78%
资本支出	48.23	86.96	156.10	0.00	0.00	-0.00	ROE	-6.33%	13.29%	12.41%	13.62%	14.30%	14.36%
长期投资	0.00	0.00	-3.63	0.00	0.00	0.00	ROA	-5.36%	11.21%	9.97%	11.67%	12.43%	12.63%
其他投资现金流	0.39	0.61	-7.22	0.39	0.39	0.39	ROIC	-5.42%	14.48%	14.58%	15.35%	19.29%	24.27%
投资性现金净流量	-47.85	-86.35	-166.95	0.39	0.39	0.39	估值倍数						
短期借款	0.00	0.00	80.00	-80.00	0.00	0.00	P/E	-153.03	63.61	60.88	48.32	39.75	34.20
长期借款	-1.07	-15.70	-16.08	-17.94	-16.30	-14.24	P/S	45.11	14.15	11.81	10.21	8.84	7.82
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	9.69	8.45	7.56	6.58	5.69	4.91
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.24%	0.00%	0.10%	0.13%	0.15%
其他筹资现金流	-4.87	-4.31	-27.35	-11.23	-9.75	-9.60	EV/EBIT	-41.98	21.86	56.21	35.34	28.41	23.56
筹资性现金净流量	-5.95	-20.01	36.58	-109.17	-26.05	-23.84	EV/EBITDA	-175.05	16.53	42.03	22.17	18.86	16.48
现金流量净额	-51.67	142.23	71.77	169.83	330.32	364.36	EV/NOPLAT	-55.68	28.61	72.12	45.90	37.04	30.80

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637