

黄山旅游（600054.SH）

优于大市

主动优化门票政策实现量价稳增，关注核心景区扩容后增量释放

核心观点

剔除资源有偿使用费扰动后公司业绩预计稳健，新宣布约 20%中期分红回报。 2025Q3 公司实现收入 5.95 亿元，同比增长 3.05%；实现归母/扣非净利润 1.27/1.24 亿元，同比分别下降 17.17%/16.29%；2025 年前三季度，公司累计实现收入 15.35 亿元，同比增长 8.75%；归母/扣非净利润 2.53/2.47 亿元，同比分别下降 11.02%/9.23%，若剔除资源有偿使用费政策调整因素影响估算前三季度归母净利润同比增长 3.2%，呈现稳健发展。公司拟每 10 股派发现金红利 0.70 元（含税），对应前三季度利润的分红率约 20.14%。

主动优化门票政策实现量价齐升，预计山上核心盈利业务增长良好，山下业务仍受竞争与消费环境扰动。 公司背靠黄山稀缺自然资源 IP，山上门票、索道、酒店贡献核心利润。今年以来公司主动调整营销方式，收窄门票优惠范围的同时更精细化拓展客群渠道，前三季度实现量价提升。**量：**前三季度黄山景区累计接待进山游客 375.72 万人次，同比增长 3.44%；其中第三季度接待进山游客 149.31 万人次，同比增长 0.02%，去年高基数下仍突破历史峰值。**价：**前三季度，估算公司进山游客平均客单价同比增长约 12%，预计系公司主动收窄免票优惠范围贡献，同时山上索道、酒店转化率均维持较强韧性。但同时，公司山下酒店、餐饮等业务预计仍受竞争与消费环境扰动有所下滑。

国庆假期客流趋势延续，明年起山上酒店扩容与东黄山有望逐步释放增量。 **内生增长方面，**黄山景区重点节假日客流维持较高景气，今年国庆假期黄山风景区接待 22.9 万人次，同比增长 19.4%，日均同比增长 4.5%，公司与集团积极推进景区扩容：1）北海宾馆改造已完工并于 2025 年 9 月 20 日开业，酒店地处黄山核心景区，根据可行性报告预计年有望贡献约 2800 万元的利润；2）黄山东大门索道由集团打造，可进一步跟踪索道落地节奏及上市公司参与方式，项目建成后有望提升景区承载力并丰富游览线路。**外延扩张方面，**近期公司公告投资 9000 万设立全资子公司黄山云趣游乐园服务有限公司，并以 8252 万元竞买得毗邻西递宏村的地块，旨在打造亲子度假综合体项目，顺应休闲度假趋势，积极储备新业态资源。

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：考虑前三季度山下项目仍扰动以及公司营销投放增加，我们下调 2025-2027 年归母净利润至 2.8/3.3/3.7 亿元（此前为 3.1/3.5/4.1 亿元），对应 PE 为 29/25/22x。依托黄山优质资源，山上酒店扩容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	2,297	2,428
(+/-%)	141.2%	0.1%	10.7%	7.4%	5.7%
净利润(百万元)	423	315	283	329	373
(+/-%)	420.5%	-25.5%	-10.1%	16.3%	13.2%
每股收益(元)	0.58	0.43	0.39	0.45	0.51
EBIT Margin	31.9%	27.2%	20.4%	21.7%	23.3%
净资产收益率 (ROE)	9.4%	6.8%	5.8%	6.5%	7.0%
市盈率 (PE)	19.5	26.2	29.1	25.0	22.1
EV/EBITDA	12.1	13.5	15.7	13.2	11.8
市净率 (PB)	1.84	1.77	1.70	1.62	1.54

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 11.31 元
总市值/流通市值 8249/8249 百万元
52 周最高价/最低价 13.30/10.50 元
近 3 个月日均成交额 153.07 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）-有效购票客流回落，关注山上扩容增量与山下整合潜力》——2025-04-23
《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，继续多举措提振淡季客流》——2024-04-23

剔除资源有偿使用费扰动后公司业绩预计稳健，新宣布约 20%中期分红回报。2025Q3 公司实现收入 5.95 亿元，同比增长 3.05%；实现归母/扣非净利润 1.27/1.24 亿元，同比分别下降 17.17%/16.29%；2025 年前三季度，公司累计实现收入 15.35 亿元，同比增长 8.75%；归母/扣非净利润 2.53/2.47 亿元，同比分别下降 11.02%/9.23%，若剔除资源有偿使用费政策调整因素影响估算前三季度归母净利润同比增长 3.2%，呈现稳健发展。公司拟每 10 股派发现金红利 0.70 元（含税），对应前三季度利润的分红率约 20.14%。

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

主动优化门票政策实现量价齐升，预计山上核心盈利业务增长良好，山下业务仍受竞争与消费环境扰动。公司背靠黄山稀缺自然资源 IP，山上门票、索道、酒店贡献核心利润。今年以来公司主动调整营销方式，收窄门票优惠范围的同时更精细化拓展客群渠道，前三季度实现量价提升。**量：**前三季度黄山景区累计接待进山游客 375.72 万人次，同比增长 3.44%；其中第三季度接待进山游客 149.31 万人次，同比增长 0.02%，去年高基数下仍突破历史峰值。**价：**前三季度，估算公司进山游客平均客单价同比增长约 12%，预计系公司主动收窄免票优惠范围贡献，同时山上索道、酒店转化率均维持较强韧性。但同时，公司山下酒店、餐饮等业务预计仍受竞争与消费环境扰动有所下滑。

国庆假期客流趋势延续，明年起山上酒店扩容与东黄山有望逐步释放增量。内生增长方面，黄山景区重点节假日客流维持较高景气，今年国庆假期黄山风景区接待 22.9 万人次，同比增长 19.4%，日均同比增长 4.5%，公司与集团积极推进景区扩容：1）北海宾馆改造已完工并于 2025 年 9 月 20 日开业，酒店地处黄山核心景区，根据可行性报告预计年均有望贡献约 2800 万元的利润；2）黄山东大门索道由集团打造，可进一步跟踪索道落地节奏及上市公司参与方式，项目建成后有望提升景区承载力并丰富游览线路。**外延扩张方面，**近期公司公告投资 9000 万设立全资子公司黄山云趣游乐园服务有限公司，并以 8252 万元竞买得毗邻西递宏村的地块，旨在打造亲子度假综合体项目，顺应休闲度假趋势，积极储备新业态资源。

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：考虑前三季度山下项目仍扰动以及公司营销投放增加，我们下调 2025-2027 年归母净利润至 2.8/3.3/3.7 亿元（此前为 3.1/3.5/4.1 亿元），对应 PE 为 29/25/22x。依托黄山优质资源，山上酒店扩容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。

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	1923	2056	2235	营业收入	1929	1931	2138	2297	2428
应收款项	49	65	54	59	62	营业成本	887	931	1184	1258	1304
存货净额	453	48	613	636	654	营业税金及附加	17	27	30	32	34
其他流动资产	43	79	128	14	14	销售费用	52	61	86	92	97
流动资产合计	2513	2005	2719	2764	2966	管理费用	358	382	400	412	424
固定资产	1779	2232	2267	2266	2248	研发费用	1	3	3	3	3
无形资产及其他	159	159	154	148	143	财务费用	(1)	3	(9)	(2)	(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)	0	0	0
资产总计	5654	5732	6492	6545	6738	其他收入	3	(1)	(3)	(3)	(3)
短期借款及交易性金融负债	169	35	400	400	400	营业利润	651	508	449	506	573
应付款项	213	216	371	222	183	营业外净收支	(2)	(1)	0	0	0
其他流动负债	255	267	350	363	374	利润总额	649	506	449	506	573
流动负债合计	637	517	1121	985	956	所得税费用	193	166	144	152	172
长期借款及应付债券	2	2	2	2	2	少数股东损益	33	25	22	25	28
其他长期负债	323	354	303	252	201	归属于母公司净利润	423	315	283	329	373
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	1426	1239	1159	净利润	423	315	283	329	373
少数股东权益	205	202	211	221	232	资产减值准备	5	(0)	2	0	0
股东权益	4486	4657	4856	5086	5347	折旧摊销	147	150	179	217	234
负债和股东权益总计	5654	5732	6492	6545	6738	公允价值变动损失	(25)	16	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(1)	3	(9)	(2)	(3)
每股收益	0.58	0.43	0.39	0.45	0.51	营运资本变动	(116)	283	(414)	(99)	(101)
每股红利	0.08	0.26	0.12	0.14	0.15	其它	24	10	7	10	11
每股净资产	6.15	6.39	6.66	6.97	7.33	经营活动现金流	457	774	57	458	517
ROIC	9.82%	7.63%	6%	7%	8%	资本开支	0	(577)	(211)	(211)	(211)
ROE	9.43%	6.76%	6%	6%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	54%	52%	45%	45%	46%	投资活动现金流	9	(595)	(226)	(226)	(226)
EBIT Margin	32%	27%	20%	22%	23%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	40%	35%	29%	31%	33%	负债净变化	(142)	0	0	0	0
收入增长	141%	0%	11%	7%	6%	支付股利、利息	(58)	(192)	(85)	(99)	(112)
净利润增长率	420%	-26%	-10%	16%	13%	其它融资现金流	324	49	365	0	0
资产负债率	21%	19%	25%	22%	21%	融资活动现金流	(77)	(334)	280	(99)	(112)
股息率	0.7%	2.3%	1.0%	1.2%	1.4%	现金净变动	389	(155)	111	133	179
P/E	19.5	26.2	29.1	25.0	22.1	货币资金的期初余额	1578	1967	1812	1923	2056
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	货币资金的期末余额	1967	1812	1923	2056	2235
EV/EBITDA	12.1	13.5	15.7	13.2	11.8	企业自由现金流	0	210	(150)	257	317
						权益自由现金流	0	259	221	259	320

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

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