

长白山 (603099.SH)

优于大市

暑期旺季利润增长 19%，交通优化有望打开冰雪季客流渗透

核心观点

公司三季度营收同比增长 17.8%，归母净利润同比增长 19.4%。公司 2025Q3 营收 4.01 亿元/+17.78%，归母净利润 1.51 亿元/+19.43%，扣非净利润 1.52 亿元/+18.31%；2025Q1-3 营收 6.36 亿元/+6.99%，归母净利润 1.49 亿元/+1.05%，扣非净利润 1.50 亿元/-3.73%。其中三季度系全年最旺季，暑期前公司积极扩充交通产能提升接待能力，客流突出表现弥补上半年疲势。

三季度避暑需求与 IP 热度带动景区客流增长 20%，人均消费同比下滑 1.8%。前三季度景区客流 306 万人次/+10.4%，其中单三季度客流 202 万人次/+20.0%，7-9 月分别+40.2%/+14.9%/+1.9%，受益于避暑需求及“817 稻米节”IP 活动带动，暑期客流持续高位运行；三季度人均消费同比-1.8%。

三季度毛利率平稳略降，费用控制精细。三季度公司毛利率 57.5%/-0.4pct，预计受人均消费扰动与产能扩充影响，客流增长的规模效应未能充分释放；管理费率、销售费率、财务费率分别为 4.4%/-0.1pct、2.2%/-0.2pct、0.3%/+0.2pct，总体上控制比较精细。

公司核心看一年双旺季打造，政策+交通助力新一轮冰雪季。公司是冰雪游受益标的，展望后续：1) 政策端，自冬奥会后冰雪需求逐步释放，而冰雪经济代表对淡季旅游市场提供有效供给激发需求的发展思路。国务院办公厅此前发布《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》指出，到 2027 年我国冰雪经济总规模达到 1.2 万亿元，2030 年达到 1.5 万亿元；近期又印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》再次提出培育壮大冰雪经济。2) 交通端，继长白山首条高铁敦白线于 2021 年末开通后，沈白高铁今年 9 月底开通运营，大幅缩短外部交通时间（北京至长白山约 4 小时，沈阳至长白山约 1.5 小时），预计年输送旅客超千万人次。2019 年长白山普铁客流 12 万人次，首条高铁开通后 2022-2024 年客流分别实现 23/86/128 万，景区客流在疫后也逐年创新高，本次高铁开通有望带动京津冀客流，预计对周末、小长假及冬季冰雪季客流有带动作用。

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：结合前三季度表现，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润为 1.6/1.9/2.2 亿元（此前为 1.8/2.2/2.6 亿元），最新股价对应 PE 为 87/72/61x。展望未来，公司作为冰雪经济直接受益标的，政策大力倡导提振冰雪经济、沈白高铁开通触达核心客源地、公司积极扩容景区有望共同抬升市场对于公司一年双旺季的中线成长预期，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)	620	743	806	924	1,044
(+/-%)	218.7%	19.8%	8.4%	14.7%	13.0%
净利润(百万元)	138	144	158	189	223
(+/-%)	-340.6%	4.5%	9.4%	19.6%	18.0%
每股收益(元)	0.52	0.54	0.59	0.71	0.84
EBIT Margin	29.5%	28.8%	26.9%	28.0%	29.0%
净资产收益率 (ROE)	13.3%	12.4%	12.4%	13.4%	14.3%
市盈率 (PE)	99.0	94.8	86.6	72.4	61.4
EV/EBITDA	58.1	50.1	46.4	39.3	34.4
市净率 (PB)	13.16	11.77	10.75	9.74	8.76

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

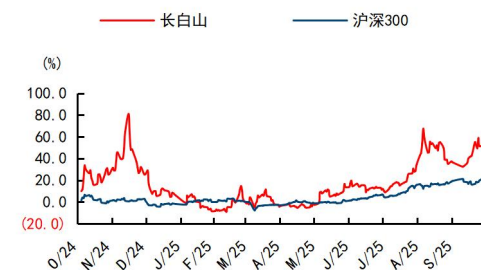
证券分析师：杨玉莹

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	51.28 元
总市值/流通市值	13675/13675 百万元
52 周最高价/最低价	60.67/29.73 元
近 3 个月日均成交额	586.64 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

- 《长白山 (603099.SH) - 暑期旺季客流表现突出，政策、交通、景区扩容为冰雪季蓄力》——2025-09-08
- 《长白山 (603099.SH) - 三季度天气因素扰动业绩，蓄力新一轮冰雪季》——2024-10-29
- 《长白山 (603099.SH) - 二季度扩充产能拖累利润率，重点跟踪暑期下半程客流表现》——2024-08-08
- 《长白山 (603099.SH) - 2023 年净利润较 2019 年增长 83%，双旺季值得期待》——2024-03-23
- 《长白山 (603099.SH) - 全国冰雪游热潮提前，长白山积极提振淡季经营》——2023-12-12

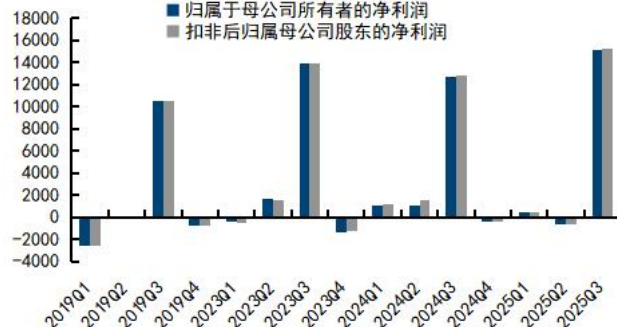
公司三季度营收同比增长 17.8%，归母净利润同比增长 19.4%。公司 2025Q3 营收 4.01 亿元/+17.78%，归母净利润 1.51 亿元/+19.43%，扣非净利润 1.52 亿元/+18.31%；2025Q1-3 营收 6.36 亿元/+6.99%，归母净利润 1.49 亿元/+1.05%，扣非净利润 1.50 亿元/-3.73%。其中三季度系全年最旺季，暑期前公司积极扩充交通产能提升接待能力，客流突出表现弥补上半年疲势。

图1：公司单季度营收（万元）及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母及扣非净利润（万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

三季度避暑需求与 IP 热度带动景区客流增长 20%，人均消费同比下滑 1.8%。前三季度景区客流 306 万人次/+10.4%，其中单三季度客流 202 万人次/+20.0%，7-9 月分别 +40.2%/+14.9%/+1.9%，受益于避暑需求及“817 稻米节”IP 活动带动，暑期客流持续高位运行；三季度人均消费同比-1.8%。

三季度毛利率平稳略降，费用控制精细。三季度公司毛利率 57.5%/-0.4pct，预计受人均消费扰动与产能扩充影响，客流增长的规模效应未能充分释放；管理费率、销售费率、财务费率分别为 4.4%/-0.1pct、2.2%/-0.2pct、0.3%/+0.2pct，总体上控制比较精细。

公司核心看一年双旺季打造，政策+交通助力新一轮冰雪季。公司是冰雪游受益标的，展望后续：1) **政策端**，自冬奥会后冰雪需求逐步释放，而冰雪经济代表对淡季旅游市场提供有效供给激发需求的发展思路。国务院办公厅此前发布《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》指出，到 2027 年我国冰雪经济总规模达到 1.2 万亿元，2030 年达到 1.5 万亿元；近期又印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》再次提出培育壮大冰雪经济。2) **交通端**，继长白山首条高铁敦白线于 2021 年末开通后，沈白高铁今年 9 月底开通运营，大幅缩短外部交通时间（北京至长白山约 4 小时，沈阳至长白山约 1.5 小时），预计年输送旅客超千万人次。2019 年长白山普铁客流 12 万人次，首条高铁开通后 2022-2024 年客流分别实现 23/86/128 万，景区客流在疫后也逐年创新高，本次高铁开通有望带动京津冀客流，预计对周末、小长假及冬季冰雪季客流有带动作用。

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。

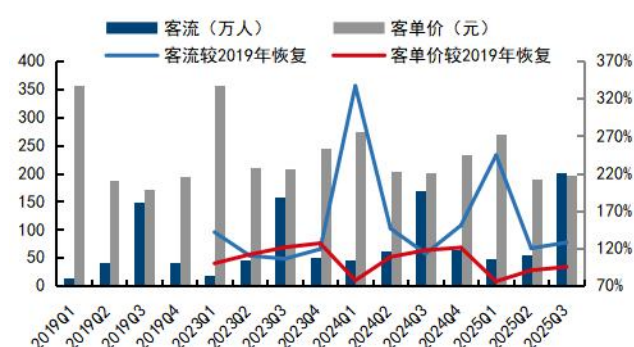
投资建议：结合前三季度表现，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润为 1.6/1.9/2.2 亿元（此前为 1.8/2.2/2.6 亿元），最新股价对应 PE 为 87/72/61x。展望未来，公司作为冰雪经济直接受益标的，政策大力倡导提振冰雪经济、沈白高铁开通触达核心客源地、公司积极扩容景区有望共同抬升市场对于公司一年双旺季的中线成长预期，维持“优于大市”评级。

图3：长白山景区月度客流情况



资料来源：长白山管委会、国信证券经济研究所整理

图4：长白山景区客流及公司客单价恢复季度表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	211	287	240	356	503	营业收入	620	743	806	924	1044
应收款项	62	80	128	147	166	营业成本	354	434	477	541	604
存货净额	13	16	22	25	28	营业税金及附加	6	6	7	8	9
其他流动资产	43	62	40	46	52	销售费用	21	24	26	30	33
流动资产合计	329	445	430	574	750	管理费用	57	66	79	86	94
固定资产	688	799	922	932	935	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	174	169	163	157	151	财务费用	3	2	2	1	(1)
投资性房地产	40	34	34	34	34	投资收益	(0)	0	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	(0)	0	0	0
资产总计	1232	1447	1549	1697	1870	其他收入	2	(2)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	17	99	100	100	100	营业利润	182	210	218	261	307
应付款项	39	52	22	25	28	营业外净收支	(1)	(11)	0	0	0
其他流动负债	75	81	101	114	127	利润总额	181	199	218	261	307
流动负债合计	131	231	223	239	256	所得税费用	43	55	60	72	84
长期借款及应付债券	58	42	42	42	42	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	12	12	12	12	归属于母公司净利润	138	144	158	189	223
长期负债合计	62	54	54	54	54	现金流量表（百万元）					
负债合计	193	285	277	292	309	净利润	138	144	158	189	223
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1039	1162	1273	1405	1561	折旧摊销	55	64	84	97	104
负债和股东权益总计	1232	1447	1549	1697	1870	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	3	2	2	1	(1)
每股收益	0.52	0.54	0.59	0.71	0.84	营运资本变动	44	(7)	(41)	(12)	(11)
每股红利	0.01	0.09	0.18	0.21	0.25	其它	0	(0)	(0)	(0)	(0)
每股净资产	3.90	4.36	4.77	5.27	5.85	经营活动现金流	237	202	200	273	315
ROIC	13.41%	13.00%	12%	14%	16%	资本开支	0	(171)	(201)	(101)	(101)
ROE	13.29%	12.41%	12%	13%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	43%	42%	41%	41%	42%	投资活动现金流	0	(171)	(201)	(101)	(101)
EBIT Margin	30%	29%	27%	28%	29%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	38%	37%	37%	38%	39%	负债净变化	(17)	(17)	0	0	0
收入增长	219%	20%	8%	15%	13%	支付股利、利息	(4)	(24)	(47)	(57)	(67)
净利润增长率	-341%	4%	9%	20%	18%	其它融资现金流	(53)	125	1	0	0
资产负债率	16%	20%	18%	17%	17%	融资活动现金流	(93)	44	(46)	(57)	(67)
股息率	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	现金净变动	144	76	(47)	116	148
P/E	99.0	94.8	86.6	72.4	61.4	货币资金的期初余额	67	211	287	240	356
P/B	13.2	11.8	10.7	9.7	8.8	货币资金的期末余额	211	287	240	356	503
EV/EBITDA	58.1	50.1	46.4	39.3	34.4	企业自由现金流	0	42	(1)	171	211
						权益自由现金流	0	150	(2)	170	212

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