

冰雪胜地，交通扩容，十年之约，再创辉煌

增持（首次）

2025年12月05日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旖瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书: S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	620.43	743.32	806.46	907.88	1,004.60
同比(%)	218.73	19.81	8.49	12.58	10.65
归母净利润(百万元)	138.06	144.25	157.68	191.99	225.91
同比(%)	340.59	4.48	9.31	21.76	17.67
EPS-最新摊薄(元/股)	0.51	0.53	0.58	0.70	0.83
P/E(现价&最新摊薄)	96.49	92.34	84.48	69.38	58.96

投资要点

- 旅游客运&酒店为核心的冰雪旅游第一股:** 公司成立于2010年,2014年上市,依托长白山景区自然禀赋,经营旅游客运、景区管理、酒店、旅行社等多元业务,聚焦旅游主业,整合全域旅游资源,发展冰雪旅游,打造国内一流综合性旅游服务企业。2024年长白山主景区接待游客340.9万人次, yoy+24.1%。2024年公司营收为7.43亿元, yoy+20%,其中旅游客运/酒店/旅行社业务收入占比分别为72%/19%/4%。
- 旅游出行延续高景气,政策助力冰雪经济发展:** 1)休闲旅游市场高景气。2025年Q1-3,铁路/民航客流量累计同比分别增长+6.0%/5.2%,国内出游人次/游客出游总花费同比分别+18.0%/11.5%。我们预计未来国内旅游人次将在高基数下持续稳健增长。2)政策助力冰雪旅游发展。根据中国旅游研究院数据,冰雪旅游市场规模持续增长,2024-2025冰雪季旅游人数约5.2亿人次;旅游收入超过6300亿元。近年来各项政策陆续出台,支持我国冰雪产业发展。冰雪游以一二线城市客群为主,休闲度假属性凸显。
- 交通改善助力客流增长,冰雪游+新项目打开空间:** 1)依托长白山自然资源,打造“避暑+冰雪”双旺季。暑期为传统旺季,24年7-8月客流累计129.6万人次,占全年客流38%;24年11月-25年2月客流累计79.8万人次,打造冰雪次旺季。公司依托稀缺自然资源,完善避暑和冰雪产品矩阵。2)交通持续改善,助力客流增长。沈白高铁25年9月开通,将带动北京、沈阳和周边客源增长;白山长白山机场新航站楼2025年6月投入使用,年吞吐量上限由55万人次提升至180万人次;周边公路网持续优化,交通改善助力客流增长。3)定增项目稳步推进,打开接待力天花板。2025年11月公司定增568.59万股,募资总额2.36亿元用于长白山火山温泉部落二期和旅游交通设备提升项目。公司预计温泉部落二期项目与现有温泉酒店差异互补,达产年均营收1.2亿元,年均净利润3313万元,2026年投入运营。公司通过自建、托管的方式拓展景区、酒店和度假产品,提高接待能力天花板。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预测2025-2027年公司归母净利润为1.6/1.9/2.3亿元,对应PE为84/69/59倍。长白山是兼具避暑游和冰雪游稀缺资源的区域旅游龙头,背靠国资享受冰雪政策红利,新项目和交通改善打开接待能力天花板。考虑长白山作为冰雪游核心标的,客流快速增长且天花板广阔,公司有估值溢价,首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动,新项目落地进度不及预期,自然灾害和极端天气影响经营等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.91
一年最低/最高价	29.73/60.67
市净率(倍)	10.11
流通A股市值(百万元)	13,042.83
总市值(百万元)	13,320.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.84
资产负债率(% ,LF)	22.77
总股本(百万股)	272.36
流通A股(百万股)	266.67

相关研究

内容目录

1. 公司概况：旅游客运&酒店为核心的冰雪旅游第一股	5
1.1. 发展历程：多元化扩张的东北旅游龙头	5
1.2. 业务模式：旅游客运、酒店为核心，多元业态协同发展	6
1.3. 股权结构：两级国资赋能发展	9
2. 旅游出行延续高景气，政策助力冰雪经济发展	11
2.1. 休闲旅游市场高景气	11
2.2. 政策助力冰雪旅游发展	12
3. 交通改善助力客流增长，冰雪游+新项目打开空间	14
3.1. 依托长白山自然资源，打造“避暑+冰雪”双旺季	14
3.2. 交通持续改善，助力客流增长	16
3.3. 定增项目稳步推进，打开接待力天花板	18
4. 财务分析	19
5. 盈利预测及投资建议	20
5.1. 盈利预测	20
5.2. 投资建议	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 长白山地理位置.....	5
图 2: 长白山天池.....	5
图 3: 长白山公司发展历程.....	6
图 4: 公司收入分业务结构（亿元）.....	6
图 5: 长白山客运业务覆盖长白山全城交通体系.....	7
图 6: 各景区客运票价.....	7
图 7: 客运业务客单价.....	7
图 8: 2019-2024 及 2025H1 酒店业务收入	8
图 9: 2019-2024 年皇冠假日酒店收入和净利率	8
图 10: 2016-2025 年 H1 旅行社业务营收	8
图 11: 长白山主景区接待游客人数.....	9
图 12: 公司营收和净利率.....	9
图 13: 公司股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）.....	10
图 14: 2024 年来铁路民航单月客运量（亿人次）及 yoy.....	11
图 15: 2016-2024 及 2025Q1-3 国内旅游人次及收入	11
图 16: 节假日旅游人次及较 2019 年的恢复情况.....	11
图 17: 节假日旅游收入及较 2019 年的恢复情况.....	11
图 18: 2016-2025 年冰雪季旅游人次	12
图 19: 2016-2025 年冰雪季旅游收入	12
图 20: 2021-2022 冰雪季客源 top10 城市	12
图 21: 冰雪旅游和国内旅游人均消费（元）	12
图 22: 2018-2024 年全国冰雪运动场地数量（个）	14
图 23: 2017-2025E 我国冰雪产业规模	14
图 24: 长白山主景区月度接待游客人数（万人次）	14
图 25: 2018-2024 年单季度营收占比	15
图 26: 2018-2025 年单季净利润（亿元）	15
图 27: 冰雪观光娱乐	16
图 28: 冰雪运动	16
图 29: 2019 年长白山国内客源分布	16
图 30: 长白山主要交通运输方式（截至 2022 年 5 月）	16
图 31: 沈白高铁规划示意图	17
图 32: 沈白高铁沿途站点示意图	17
图 33: 2009-2024 年白山长白山机场旅客吞吐量及 yoy	17
图 34: 吉林省高速公路网规划布局示意图	17
图 35: 火山温泉部落二期项目效果图	18
图 36: 公司收入及同比增速	19
图 37: 公司分业务毛利率	20
图 38: 公司期间费用率	20
图 39: 公司归母净利润及同比增速	20
表 1: 主要自有与托管酒店	8

表 2: 公司目前托管景区.....	9
表 3: 公司主要管理层介绍.....	10
表 4: 近年部分冰雪经济政策.....	13
表 5: 避暑特色项目及暑期优惠.....	15
表 6: 公司 2024-2026 年固定资产投资规划（截至 2023 年底）.....	19
表 7: 长白山收入预测拆分（单位：亿元）.....	21
表 8: 毛利率和费用率预测.....	21
表 9: 营收和归母净利润预测.....	21
表 10: 长白山可比公司估值（截至 2025 年 12 月 4 日）.....	22

1. 公司概况：旅游客运&酒店为核心的冰雪旅游第一股

1.1. 发展历程：多元化扩张的东北旅游龙头

依托长白山自然资源，打造综合性旅游服务企业。长白山地处吉林省东南部，位邻中朝边界，是国家级自然保护区、国家5A级旅游景区、国际A级自然保护区。公司成立于2010年，2014年上市，依托长白山景区自然禀赋，经营旅游客运、景区管理、酒店、旅行社等多元业务，聚焦旅游主业，整合全域旅游资源，同时发展冰雪旅游，打造国内一流综合性旅游服务企业。2024年长白山主景区接待游客340.9万人次，*YoY+24.1%*；公司营收为7.43亿元，*YoY+19.8%*。

图1：长白山地理位置



数据来源：艺龙旅行网，东吴证券研究所

图2：长白山天池



数据来源：长白山管委会，东吴证券研究所

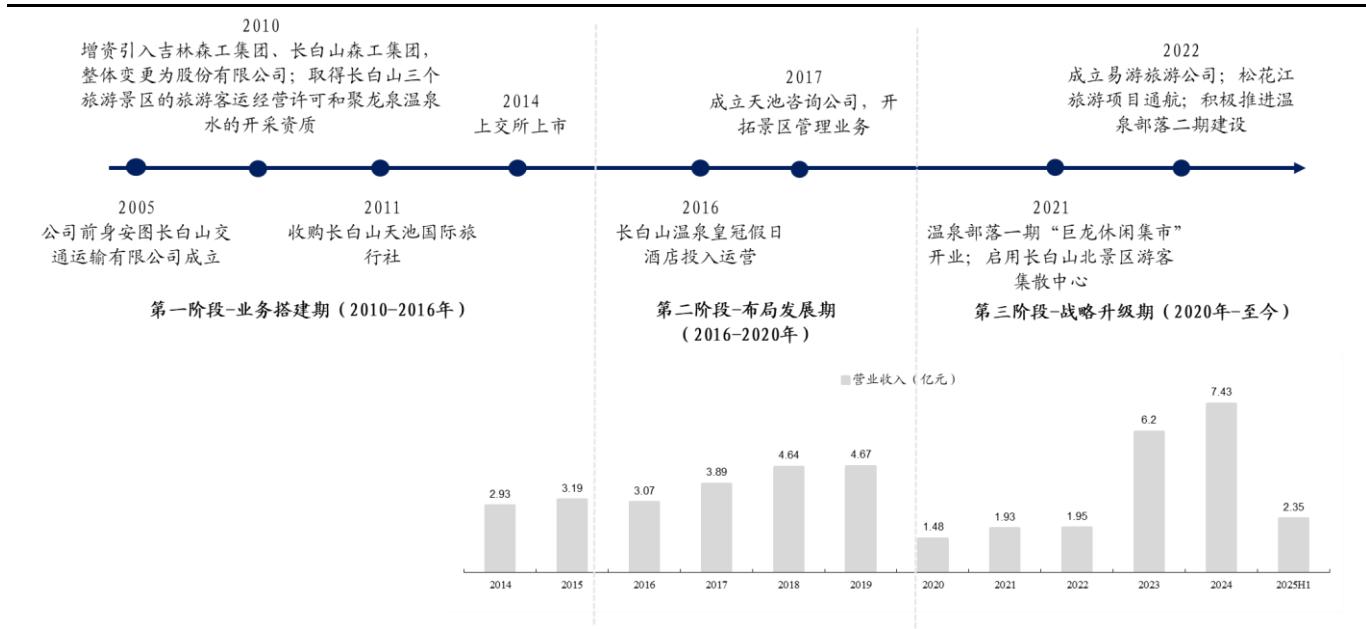
公司自成立以来分为三个发展阶段。

业务搭建期（2010-2016年）：依托长白山，旅游客运转型多元业务。2005年，公司前身长白山管委会旗下安图长白山交通运输有限公司成立。2010年，增资引入吉林森工集团、长白山森工集团，整体变更为股份有限公司；同年取得长白山三个旅游景区的旅游客运经营许可和聚龙泉温泉水的开采资质。2011年，公司收购长白山天池国际旅行社，不断开拓多元业务。2014年，公司在上交所上市。

布局发展期（2016-2020年）：开拓酒店、景区管理业务。公司布局酒店业务板块，作为景区业态的补充，2016年，长白山温泉皇冠假日酒店投入运营，打造顶级温泉度假区。2017年，成立子公司天池咨询公司，开展景区资源整合及管理输出。2020年，业态差异化互补的景区托管体系基本形成。

战略升级期（2020年至今）：紧抓冰雪优势，打造双旺季。长白山积极布局冰雪产业，2021年，温泉部落一期开业。2022年，公司基于冰雪经济发展机遇，积极推进火山部落二期项目建设，布局冰雪项目，努力打造“避暑+冰雪”双旺季。2025年，公司定增方案过审，并积极推进项目建设和运力升级，满足游客出行需求。

图3：长白山公司发展历程

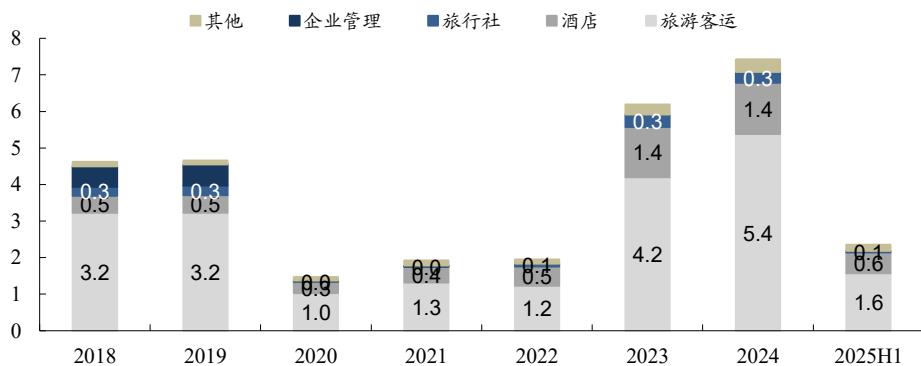


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 业务模式：旅游客运、酒店为核心，多元业态协同发展

旅游客运为主要收入来源。公司依托长白山主景区和周边旅游资源，经营旅游客运、酒店管理、旅行社、温泉开发和景区管理等业务。2024年公司收入7.43亿元，同比+19.8%，其中旅游客运/酒店/旅行社业务收入分别为5.38/1.40/0.30亿元，同比+27.9%/+0.9%/-12.7%，占比分别为72.3%/18.8%/4.0%，旅游客运为核心收入来源。

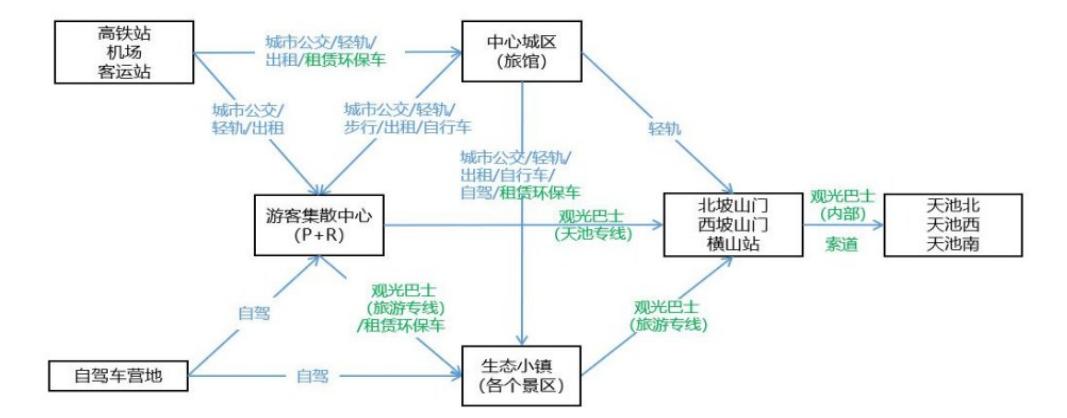
图4：公司收入分业务结构（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

旅游客运业务: 景区内独家经营, 全城布局联动内外。公司独家运营长白山北、西、南景区内部交通运营线路, 从事景区内游客运输、旅游车辆租赁、停车场管理等业务。同时, 公司拓展景区外中短途交通业务, 如区域内网约车、省际包车、景区接驳班线等。2022年4月注册成立智行旅游公司, 专营散客化网约车业务。景区内的客运车票与景区门票联合销售, 营收与景区接待客流正向相关, 2024年客运收入5.4亿元, 同增28%, 主景区接待客流341万人次, 同增24%。2022年以后, 长白山北景区山门下移, 客运业务客单价提升至150元以上。

图5: 长白山客运业务覆盖长白山全城交通体系



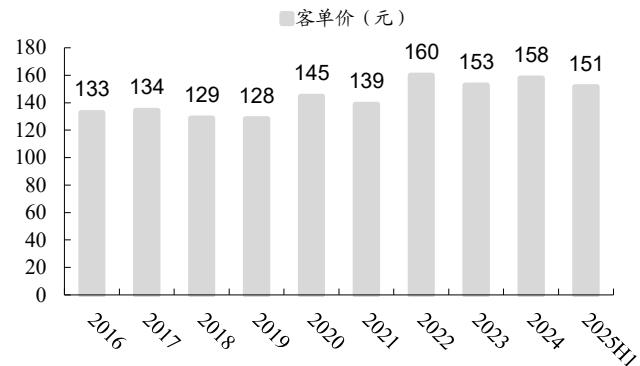
数据来源: 长白山管委会交通运输局, 东吴证券研究所

图6: 各景区客运票价

景区	票价构成
北景区	225+80元 (景区门票105元, 班线车票35元, 环保大巴车票85元, 到天池主峰需单独购买倒站车票80元)
西景区	209元 (景区门票105元, 班线车票19元, 环保大巴车票85元)
南景区	190元 (景区门票105元, 环保大巴车票85元)

数据来源: 长白山微信小程序, 东吴证券研究所

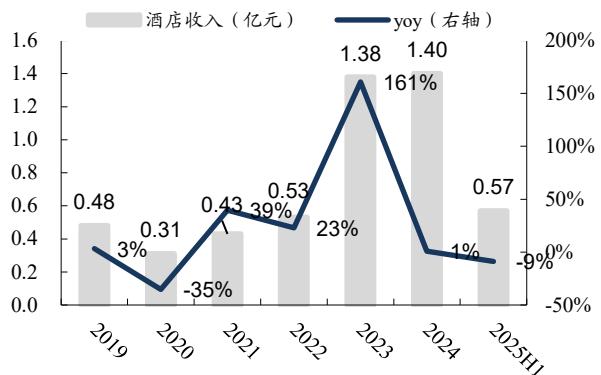
图7: 客运业务客单价



数据来源: 长白山管委会, 东吴证券研究所

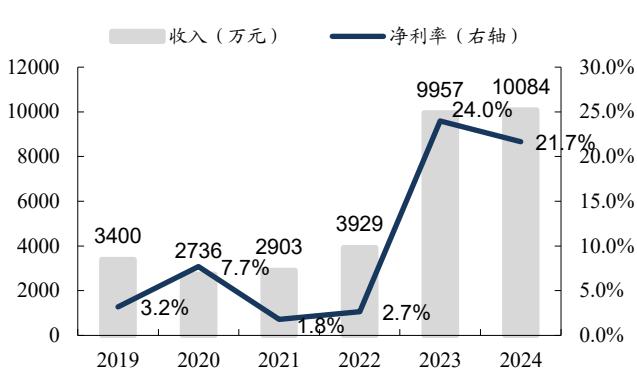
酒店业务: 依托天然温泉资源, 打造高端独家酒店品牌。公司依托长白山生态资源, 建设运营和托管周边酒店民宿共7家, 2024年酒店收入1.40亿元, 同比+0.9%。公司投资建设长白山温泉皇冠假日酒店, 酒店定位高端度假, 拥有房间297间, 2024年收入1.01亿元, 其收入占酒店业务收入的70%以上, 净利润2183.5万元, 净利率21.7%。另外, 公司投资建设花筑等民宿项目。子公司天池酒店公司托管蓝景酒店股权, 积极拓展域内酒店委托管理业务, 托管与自营酒店定位差异互补。

图8：2019-2024 及 2025H1 酒店业务收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2019-2024 年皇冠假日酒店收入和净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1：主要自有与托管酒店

模式	酒店	定位	位置	客房数量（间）
自有	温泉皇冠假日酒店	高端休闲度假酒店	毗邻北山门	297
	希尔顿逸林温泉酒店（在建）	高端温泉康养和度假酒店	北山门温泉部落二期	224
托管	蓝景国际生态交流中心	中高端休闲度假酒店	毗邻北山门	136
	松桦林墅	别墅类民宿	邻近火山石林景区	14
	长白山大厦	商务型酒店	二道白河镇中心	190+

数据来源：酒店官网，东吴证券研究所

旅行社业务：发展“在线旅行社”，串联公司业务板块。天池国旅公司在 2007 年被评为百强国内旅行社，主打长白山区域休闲度假游。2022 年 1 月，公司以营销中心和天池国旅为基础，成立了易游旅游公司，设计出生态观光、运动旅游、会议旅游、户外旅游、研学旅游、红色旅游等旅游项目。旅行社业务向在线旅行社方向转型升级，串联公司各业务板块，2024/2025H1 实现营收 2980.1/537.4 万元，同比-12.7%/-8.4%。

图10：2016-2025 年 H1 旅行社业务营收



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

景区管理业务：托管景区实现业务相互赋能。天池咨询公司主要负责长白山景区开发管理、旅游纪念品研发销售、服务设施建设等。截至 2024 年底，公司有 7 家长白山周边托管景区，按照相关合同或协约约定的收费金额确定管理费收入，公司派驻管理团队到托管景区，指导景区规划建设，托管景区项目与自营景区项目形成互补。2024 年 8 月，签约长白山主景区、北西南三坡托管运营。

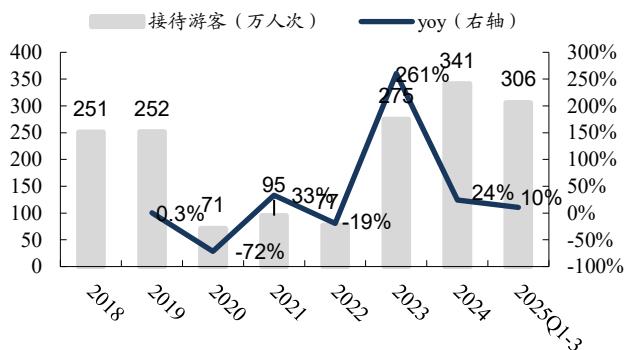
表2：公司目前托管景区

托管景区	景区级别	合作时间	相关企业	特色项目
露水河长白山狩猎度假景区	国家 AAAA 级景区	2019 年	隶属吉林森工露水河林业局	森林狩猎
峡谷浮石林、冰水泉景区	国家 AAAA 级景区	2020 年	白河林业局投资职工参股	雪谷穿越
大戏台河景区	国家 AAAA 级景区	2020 年	隶属长白山森工集团	森林灯光秀
红石峰景区	国家 AAA 级景区	2020 年	红石林场林业职工与白河林业局合资	森林体验
青龙渔业旅游度假区	国家 AAAA 级景区	2021 年	和龙市青龙渔业有限公司	休闲露营
长白山火山遗址风景区	国家 AAA 级景区	2023 年	长白山全季地形公园管理有限公司	火山地貌
和平滑雪场		2023 年	长白山全季地形公园管理有限公司	滑雪、赛事

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

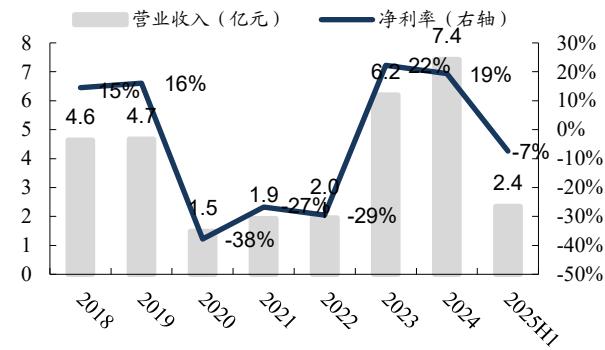
客流恢复带动营收和利润修复。2023 年全国出行意愿恢复，长白山客流增长带动收入、利润超越疫情前。根据长白山管委会数据，2024 年长白山主景区接待游客人数达 340.9 万人次，较 2019 年同期+35%，避暑游叠加冰雪游增量需求。2024 年公司营收和净利润较 2019 年同期分别+59%/92%，客运业务客单增长及运营效率提升释放业绩弹性。

图11：长白山主景区接待游客人数



数据来源：长白山管委会，东吴证券研究所

图12：公司营收和净利润率



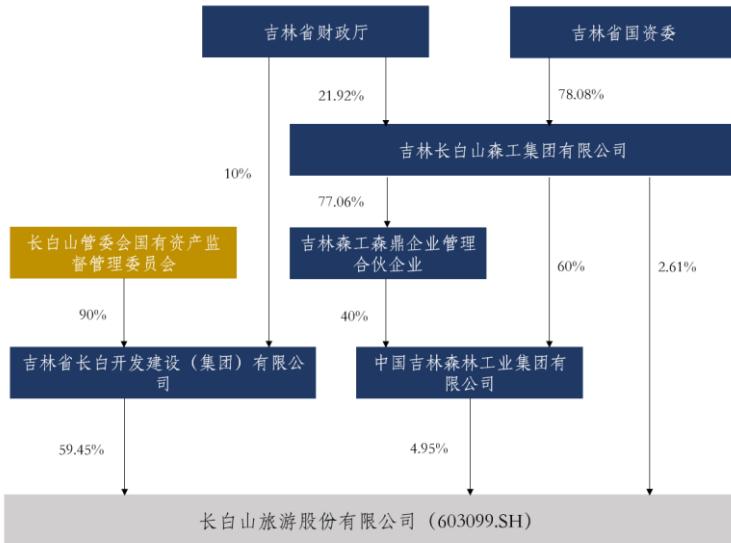
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 股权结构：两级国资赋能发展

长白山管委会国资委为控股股东，两级国资赋能发展。吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司为公司控股股东，截至 2025 年 9 月 30 日，持股比例 59.45%。长白山

管委员会国资委持有建设集团 90%股份，为公司实际控制人。吉林省国资委间接控股的吉林森工和直接控股的长白山森工为第二、第三大股东，吉林省国资委合计持股比例为 7.56%。公司背靠国资，推进旅游资源集约化发展。

图13：公司股权结构图（截至 2025 年 9 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司管理层经验丰富。公司管理层人员在景区管理、旅游客运等领域经验丰富，能够有效提升公司的运营效率，推动业务发展战略的制定和落实。

表3：公司主要管理层介绍

姓名	职务	简介
王昆	董事长	历任吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司副总经理，景区管理公司董事长，吉林天上温泉观光有限公司董事长；现任吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司副董事长，长白山上市公司董事长。
周青林	董事	历任长白山开发建设(集团)有限责任公司财务总监，现任长白山开发建设(集团)有限责任公司总经理。
王俊超	董事、总经理	历任长白山旅游股份有限公司企管企划部副部长、企划部部长、副总经理；现任长白山旅游股份有限公司董事、总经理。
李春红	董事	历任吉林森工集团财务部副部长；现任吉林森工集团财务部部长。
李洪刚	董事	历任长白山上市公司总会计师、董事；现任长白山开发建设(集团)有限责任公司财务总监。
王海琦	副总经理	历任长白山旅游股份有限公司工程部副部长；现任长白山旅游股份有限公司工程部部长、副总经理。
段国岩	董事会秘书	历任长白山管委会行政服务中心副主任，长白山上市公司董事会秘书。

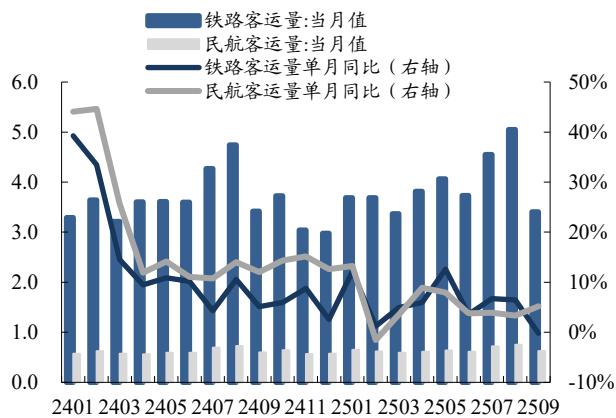
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 旅游出行延续高景气，政策助力冰雪经济发展

2.1. 休闲旅游市场高景气

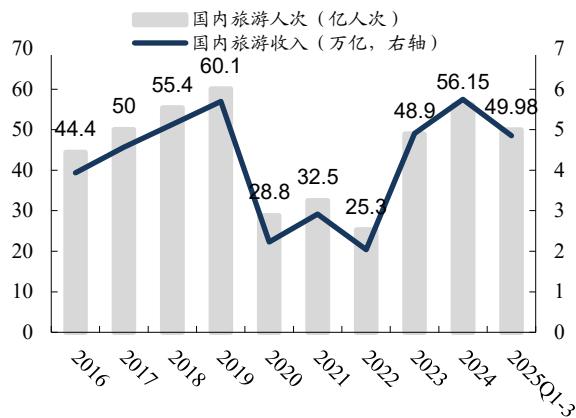
居民出行意愿强，旅游市场高景气。根据交通部数据，2024年铁路/民航客运量同比分别增长12%/18%，居民出行意愿高景气；2025年Q1-3，铁路/民航客流量累计同比分别增长+6.0%/5.2%。据文旅部数据，2024年国内出游人次56.15亿，同比增长15%，恢复至2019年同期的93%，国内游客出游总花费5.75万亿元，同比增长17%，恢复2019年同期101%；2025年Q1-3国内出游人次/游客出游总花费同比分别+18.0%/11.5%。我们预计未来国内旅游人次将在高基数下持续稳健增长。

图14：2024年来铁路民航单月客运量（亿人次）及yoy



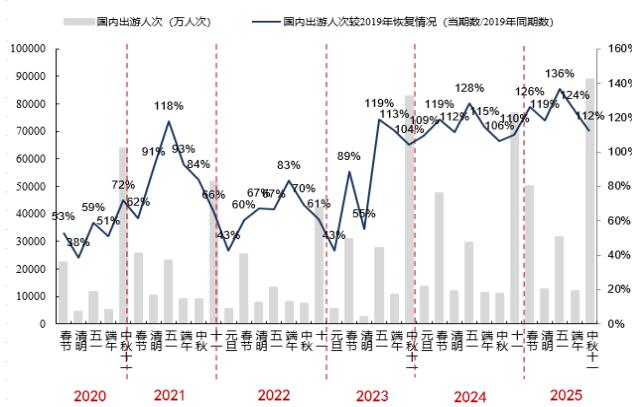
数据来源：交通部，东吴证券研究所

图15：2016-2024及2025Q1-3国内旅游人次及收入



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

图16：节假日旅游人次及较2019年的恢复情况



数据来源：文旅部，东吴证券研究所

图17：节假日旅游收入及较2019年的恢复情况

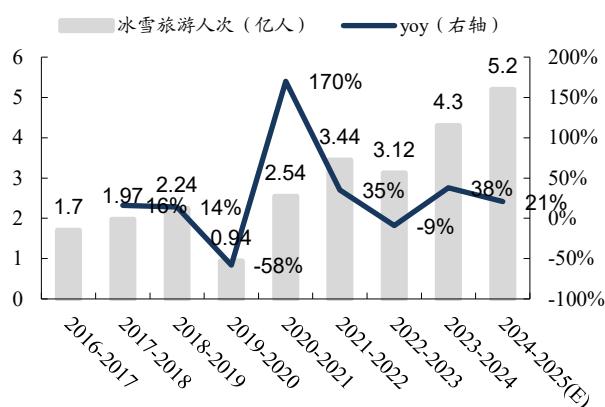


数据来源：文旅部，东吴证券研究所

2.2. 政策助力冰雪旅游发展

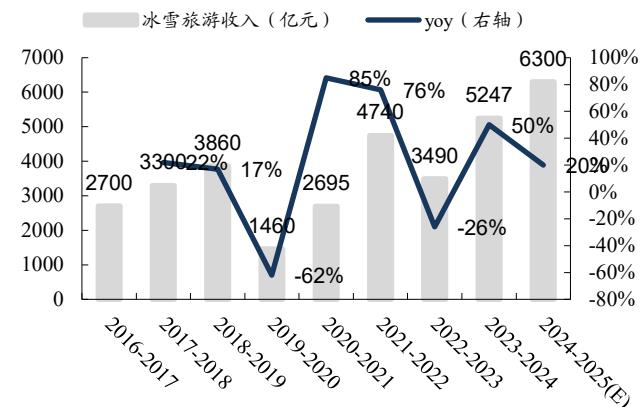
我国冰雪旅游市场快速发展。北京冬奥会成功举办后，我国冰雪旅游市场持续升温，冰雪消费蓬勃发展。在冬奥会促进、政策指引下，我国冰雪旅游人数已从 2016-2017 冰雪季的 1.7 亿人次，增长到 2023-2024 冰雪季的 4.3 亿人次，增长 153%；冰雪旅游收入从 2016-2017 冰雪季的 2700 亿元，增长到 2023-2024 冰雪季的 5247 亿元，增长 94%。中国旅游研究院预测，冰雪旅游市场规模有望持续扩大，2024-2025 冰雪季冰雪休闲旅游人数约 5.2 亿人次，旅游收入超过 6300 亿元。

图18：2016-2025年冰雪季旅游人次



数据来源：中国旅游研究院，东吴证券研究所

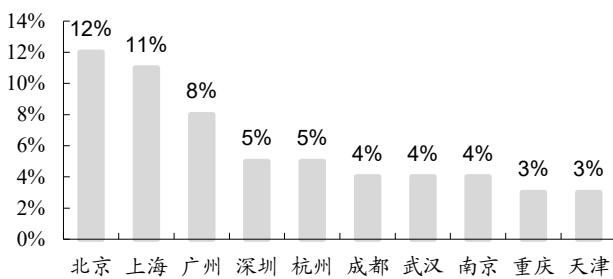
图19：2016-2025年冰雪季旅游收入



数据来源：中国旅游研究院，东吴证券研究所

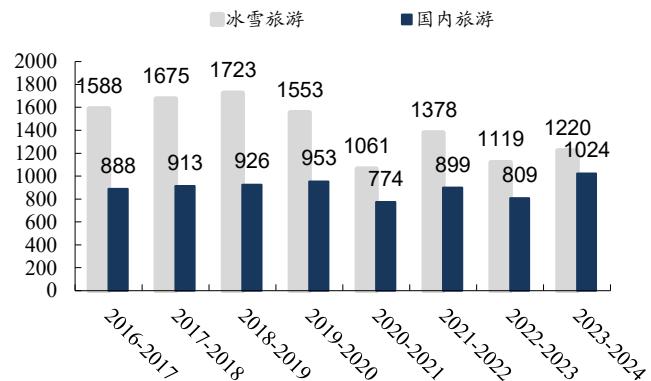
一二线城市客群为主，休闲度假属性凸显。从客源分布看，2021-2022 冰雪季，一、二线城市客源占比 86%，北上广深高收入人群占比近 40%，其中 10 大冰雪旅游客源地 8 个位于南方经济较发达地区。冰雪旅游定位休闲度假，相比观光游花费更高，疫情前冰雪旅游人均消费约为国内旅游人均消费的 1.8 倍，疫情后二者差距逐渐缩小，但冰雪旅游仍然保持较高水平。

图20：2021-2022冰雪季客源top10城市



数据来源：马蜂窝旅游，东吴证券研究所

图21：冰雪旅游和国内旅游人均消费（元）



数据来源：文旅部，中国旅游研究院，东吴证券研究所

政策陆续出台，助力冰雪产业发展。近年来各项政策陆续出台，支持我国冰雪产业发展。2024年11月6日，国务院办公厅发布《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》，《意见》围绕持续推动冰雪运动发展、完善冰雪经济产业链条、完善基础设施和配套服务、培育壮大冰雪经济经营主体、促进和扩大冰雪消费、强化冰雪经济要素保障、深化冰雪经济对外合作、加强服务保障8个方面，提出24条意见。

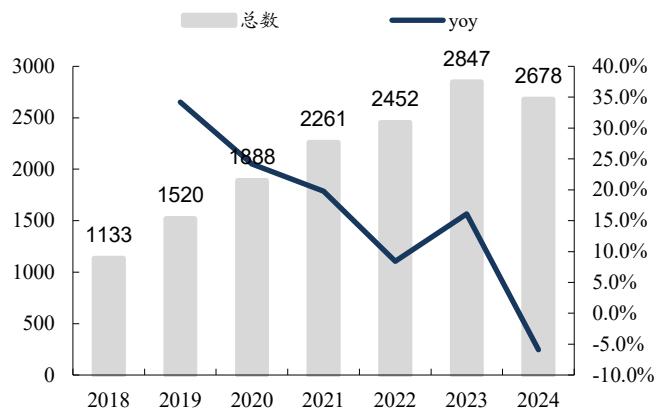
表4：近年部分冰雪经济政策

发布日期	发文部门	文件	内容
2021年2月8日	文化和旅游部、国家发展改革委、国家体育总局	《冰雪旅游发展行动计划（2021—2023年）》	打造一批高品质的冰雪主题旅游度假区，推出一批滑雪旅游度假地，促进冰雪旅游发展同自然景观和谐相融。
2021年12月22日	国务院	《“十四五”旅游业发展规划》	大力推进冰雪旅游发展，完善冰雪旅游服务设施体系，加快冰雪旅游与冰雪运动、冰雪文化、冰雪装备制造等融合发展，打造一批国家级滑雪旅游度假地和冰雪旅游基地。
2022年10月25日	体育总局、发展改革委、工业和信息化部、自然资源部、住房和城乡建设部、文化和旅游部、林草局、国铁集团	《户外运动产业发展规划（2022-2025年）》	冰雪运动深入实施“南展西扩东进”，以京津冀为核心发展区域；东北、华北、西北地区为重点发展区域，在河北崇礼、吉林长白山（非红线区）、黑龙江亚布力、新疆阿勒泰等地建设冰雪丝路带。
2022年12月14日	中共中央、国务院	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》	推进冰雪运动“南展西扩东进”，带动群众“喜冰乐雪”。
2023年3月29日	文化和旅游部、国家发展改革委	《东北地区旅游业发展规划》	规划期至2030年，展望到2035年，全面对接东北全面振兴国家战略，聚焦推动东北地区旅游业转型升级和高质量发展。
2023年9月27日	国务院办公厅	《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	发展冰雪经济，推动冰雪运动、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，指导加强滑雪旅游度假地建设。
2023年11月13日	文化和旅游部	《国内旅游提升计划（2023—2025年）》	创新旅游产品体系，针对不同群体需求，推出更多满足市场需要、富有特色的旅游产品、旅游线路，开发体验性、互动性强的旅游项目，着力推动研学、银发、冰雪、海洋、邮轮、探险、观星、避暑避寒、城市漫步等旅游新产品。
2024年5月21日	国家发展改革委、住房城乡建设部、文化和旅游部、国家电影局、广电总局、国家文物局	《推动文化和旅游领域设备更新实施方案》	推动重点旅游景区陆上、水上及空中旅游观光设备升级，更新一批高技术、高效率、高可靠性、低能耗的先进设备，包括非公路用旅游观光车辆、房车自驾营地设施，冰雪旅游设备，观光游轮、旅游观光船、快艇、低空飞行器等。
2024年11月6日	国务院办公厅	《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》	围绕持续推动冰雪运动发展、完善冰雪经济产业链条、完善基础设施和配套服务、培育壮大冰雪经济经营主体、促进和扩大冰雪消费、强化冰雪经济要素保障、深化冰雪经济对外合作、加强服务保障8个方面，提出24条意见
2025年1月13日	国务院办公厅	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	丰富产品供给：推出冰雪旅游、避寒避暑旅居等特色产品，打造“跟着演出去旅行”“跟着赛事去旅行”品牌，增开旅游列车。
2025年3月16日	中共中央办公厅、国务院办公厅	《提振消费专项行动方案》	推动冰雪消费：启动冰雪旅游提升计划，建设冰雪主题景区、度假区，丰富冰雪场地和产品供给。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

冰雪设施供给不断完善，冰雪产业规模稳步提升。国内冰雪运动场地由 2018 年的 1133 个增长至 2023 年 2847 个，CAGR 为 20.2%。根据《中国冰雪产业发展研究报告（2024）》，自 2015 年以来，中国冰雪产业规模实现了显著增长，从最初的 2700 亿元迅速扩张到 2023 年的 8900 亿元。2024 年产业规模达到 9700 亿元，并预计 2025 年突破万亿元大关。中国冰雪产业正处于快速发展阶段，产业链不断完善。

图22：2018-2024年全国冰雪运动场地数量(个)



数据来源：国家体育总局，东吴证券研究所

图23：2017-2025E 我国冰雪产业规模



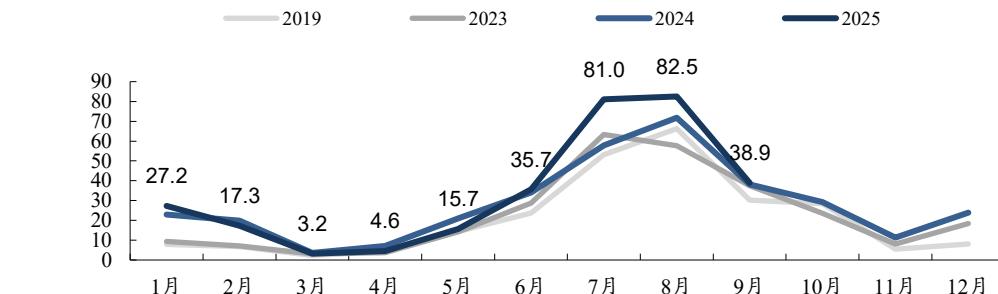
数据来源：国家发改委，国家体育总局，东吴证券研究所

3. 交通改善助力客流增长，冰雪游+新项目打开空间

3.1. 依托长白山自然资源，打造“避暑+冰雪”双旺季

长白山客流呈现周期性特征，暑期为传统旺季，冰雪季逐渐成长为次旺季。长白山夏季平均气温约 22℃ 左右，森林覆盖率超 90%，是中国十大避暑名山，暑期是长白山旅游传统旺季。根据长白山管委会数据，2024 年全年客流 340.9 万人次，其中 7-8 月客流累计 129.6 万人次，占全年客流 38%，2025 年 7-8 月客流累计同比增长 26%。随着冰雪游渗透率提升和公司冰雪项目逐渐丰富，2023 年 11 月-2024 年 2 月客流累计 69.4 万人次，2024 年 11 月-2025 年 2 月客流累计 79.8 万人次，同比增长 15%，打造冰雪次旺季。

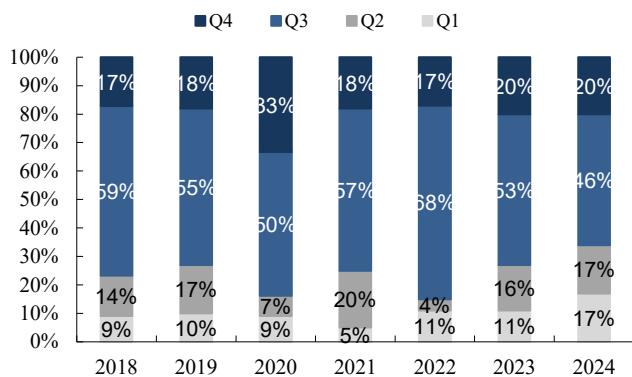
图24：长白山主景区月度接待游客人数(万人次)



数据来源：长白山管委会，东吴证券研究所

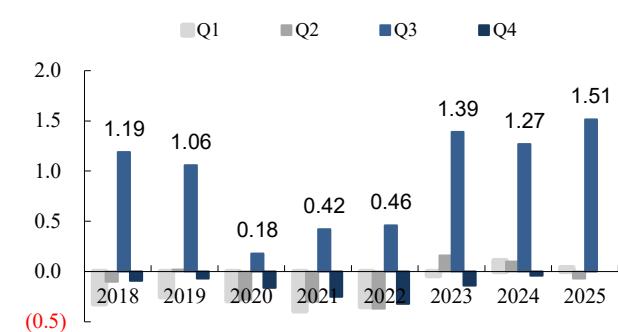
公司营收和利润随客流量呈现季节性特征。单季度营收和利润与景区全年客流分布整体相匹配。从营收端看 Q3 贡献全年约一半的营收，随着冰雪旅游吸引力提高以及公司对于温泉酒店板块的培育，Q3 营收占比有所减少；从利润端看，由于淡季营收低、客运/酒店成本刚性高，三季度贡献绝大部分盈利。

图25：2018-2024年单季度营收占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：2018-2025年单季净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

打造多元化避暑项目，提高旺季承载力。Q3 暑期为传统旺季，公司加大与露水河、红石风、冰水泉、峡谷石林等托管景区的合作，推出飞越丛林、溯溪漂流、星空露营、冰泉煮茶、温泉祛湿等避暑网红项目。2025 年公司积极打造 817 稻米节等活动，针对游客个性化需求，推出主题夏令营、亲子研学游、团队/私人定制等品质深度游项目。2025 年长白山暑期单日承载力有所提升，7-8 月接待游客同比增长 26%。

表5：避暑特色项目及暑期优惠

景区	特色	价格	优惠
露水河狩猎度假	原始森林、矿泉漂流	门票 70 元，漂流 198 元	准考证免门票，漂流 5 折，同行人员门票 5 折
红石峰景区	红石云海、星空露营、飞越丛林、水上运动	门票 98 元	学生证/准考证门票 5 折
聚龙火山石林、冰泉景区	冰泉煮茶、溯溪漂流	门票 90 元	学生证/准考证门票 5 折
长白山蓝景聚龙温泉	温泉祛湿	门票 238 元	准考证门票 5 折

数据来源：长白山文旅公众号，东吴证券研究所

依托长白山稀缺资源，完善冰雪旅游产品矩阵。长白山拥有良好的资源基地，冬季雪期长、雪量大、雪质好，冰雪产业有较大的发展空间。冰雪观光娱乐项目包括景区观光、冰雪体验和冰雪娱乐三类，2024-2025 雪季，长白山科学扩大旅游供给，将北、西景区日承载量分别提升至 1.2 万人次和 4000 人次。公司依托主景区、二道白河小镇以及

周边景区，打造小火车雪域森林观光、冰车/冰壶、雪地卡丁车等冰雪项目。同时，公司预备开发雪上/冰上运动项目，合理建设室内/外运动场地。公司全力支持和平、红松王、麓角村、漫江、南山、小禾 6 个域内滑雪场提质扩容，将其日接待能力翻倍至 6000 人次，并联动万达、华美胜地等大型滑雪场，实现总日接待能力突破 1.5 万人次。

图27：冰雪观光娱乐



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：冰雪运动

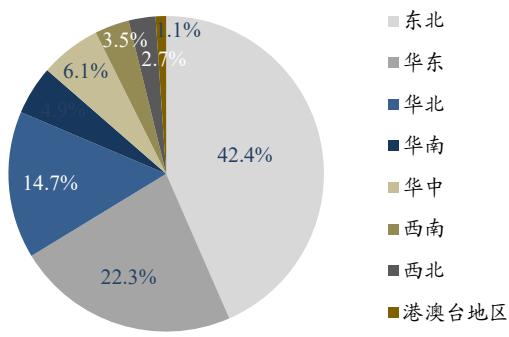


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 交通持续改善，助力客流增长

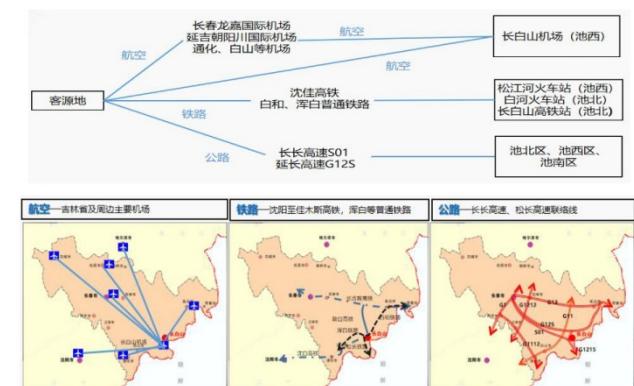
区位造成客源限制，交通改善是关键。从 2019 年客源数据来看，由于地缘优势，42.4% 的游客来自于东北地区，东北、华东、华北三大地区的客流约占全国游客的 79.5%。2023 年起，冰雪游需求显著增加带动长线特别是华南客源增加。随着铁路、民航、公路设施的不断提升，长白山的交通瓶颈正在被打破，客源范围进一步扩大。

图29：2019年长白山国内客源分布



数据来源：长白山管委会交通运输局，东吴证券研究所

图30：长白山主要交通运输方式（截至 2022 年 5 月）



数据来源：长白山管委会交通运输局，东吴证券研究所

沈白高铁开通带动沈阳和北京方向客源增长。敦白客专于 2021 年底开通运营，长白山步入高铁时代。沈白高铁于 2025 年 9 月 28 日开通运营，北京朝阳、沈阳北至长白山站最快分别 4 小时 33 分钟、1 小时 53 分钟可达，出行时间将大幅缩短，也将增加周

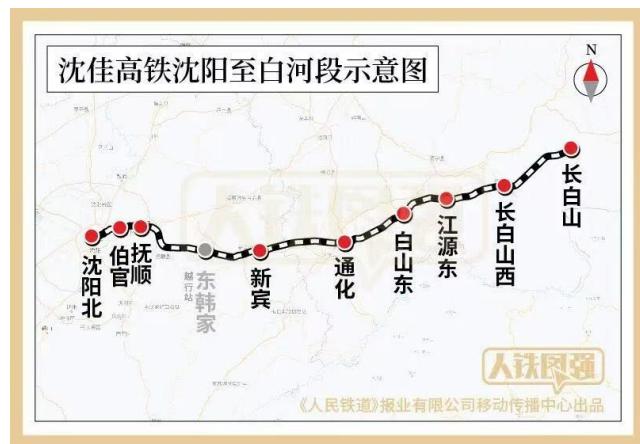
边省市游客客流。2025年10月1日至8日，景区累计接待游客22.17万人次，同比增长6.71%，创历史同期新高。牡敦高铁有望在“十五五”期间开工建设，建成后哈尔滨至长白山的车程显著缩短。

图31：沈白高铁规划示意图



数据来源：白山市重点项目建设服务中心公众号，东吴证券研究所

图32：沈白高铁沿途站点示意图



数据来源：中国铁路微信公众号，东吴证券研究所

机场扩建完成承接长线客流，公路网吸引周边自驾游客。机场方面，2025年6月白山长白山机场新航站楼投入使用，年吞吐量上限由55万人次提升至180万人次。2023年暑期长白山机场计划执飞14条航线，2024年暑期已增长至20条航线，2025年暑期长白山机场周计划/实际执飞46/102架次。沈阳龙嘉机场与高铁龙嘉站换乘，可经沈白高铁抵达长白山。公路方面，目前长白山对外高速公路共2条，延长高速和长长高速，2024年9月、11月延长高速有2个路段相继通车。2025年9月28日G331项目主线通车，串联起长白山周边旅游资源、吸引自驾游客。

图33：2009-2024年白山长白山机场旅客吞吐量及yoy



数据来源：国家民航局，东吴证券研究所

图34：吉林省高速公路网规划布局示意图



数据来源：长白山管委会交通运输局，东吴证券研究所

3.3. 定增项目稳步推进，打开接待力天花板

定增方案落地，募资 2.36 亿元。2025 年 2 月公司发布公告调整定增方案，拟募集资金总额不超过 2.4 亿元，其中 2 亿元用于建设长白山火山温泉部落二期项目，项目总投资 5.4 亿元；0.4 亿元提升长白山旅游交通设备，总投资额 1.1 亿元。2025 年 11 月长白山定增 568.59 万股，募资总额 2.36 亿元。

长白山火山温泉部落二期项目稳步推进。二期项目紧邻皇冠假日温泉度假酒店，对长白山、火山温泉和冰雪旅游三大资源优势进行充分整合，建设集温泉体验、特色餐饮、亲子客房、水乐园等功能为一体的综合体项目。定位中档，与一期项目差异化互补。更加注重全季节运营，补齐了冬季冰雪旅游板块。公司预计项目达产年均营收 1.2 亿元，年均净利润 3313 万元，预计将在 2025 年完成主体工程建设，2026 年投入运营。

图35：火山温泉部落二期项目效果图



数据来源：长白山景区官网，东吴证券研究所

旅游车辆按计划逐年采购，未来仍需继续投入。据定增预案，长白山旅游交通设备提升项目将新增购置旅游车辆 274 辆，2022-2024 年购置车辆 29/127/118 辆，2022、2023 年公司已用自由资金进行车辆采购。公司预计达产年均营收 8553 万元，年均净利润 2136 万元。但已有车辆仍不能满足运营所需，在运营高峰时段采取租赁外部车辆的方式保障正常运营，2024-2026 年还需投入 1.1 亿元。

新增项目提高公司接待能力天花板。2024 年公司在定增审核问询函回复中提到，未来三年固定资产投资规划（不含募投项目）共计 7.7 亿元，包括收购长白山开发保护区池北区的一家三星级商务酒店，总耗资 6500 万元，以及雪乡建设项目等。公司通过自建、托管的方式拓展景区、酒店和度假产品，兼顾避暑和冰雪两季，持续提高公司接待能力天花板。

表6：公司 2024-2026 年固定资产投资规划（截至 2023 年底）

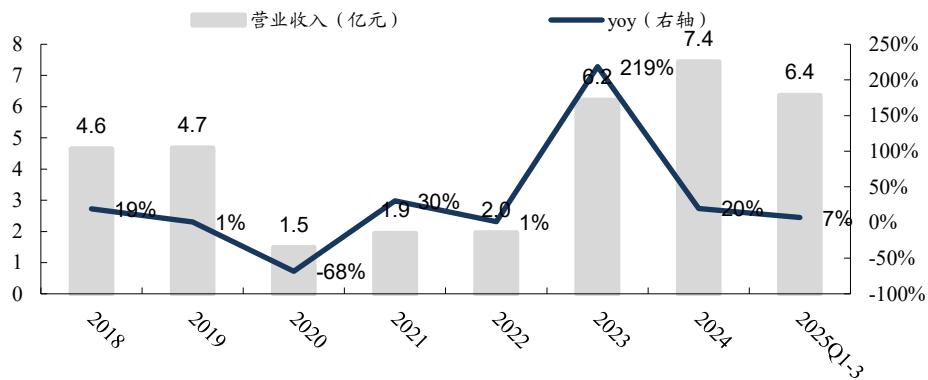
项目名称	未来三年计划投资额（万元）	已投资金额（万元）
旅游交通设备提升项目（不含募投）	6,825.91	464.00
皇冠假日酒店装修和智慧升级项目	8,000.00	
温泉部落二期项目配套员工宿舍项目	2,840.00	
祚荣府酒店租赁内部装修项目	4,500.00	
长白山雪乡建设项目	15,000.00	14.45
酒店收购项目	6,500.00	40.50
露水河狩猎场项目	9,000.00	
仙人桥氡泉浴场项目	6,500.00	
龙湾玛珥湖景观项目	18,000.00	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 财务分析

客流增长带动收入超越疫情前。2019 年公司实现营收 4.67 亿元，同比增长 0.7%。疫情期间，受出游限制政策影响，客流带动收入下滑。2023 年，居民旅游需求集中释放，营收为 6.20 亿元，同比增长 218.7%，较 2019 年增长 32.8%。得益于长白山北山门下移和冰雪游需求快速释放，2024 年公司营收为 7.43 亿元，同比增长 19.8%。2025 年前三季度营收为 6.4 亿元，同比+7.0%，主要系 Q3 旺季客流增长抵消 Q2 雨雪天气客流下滑。

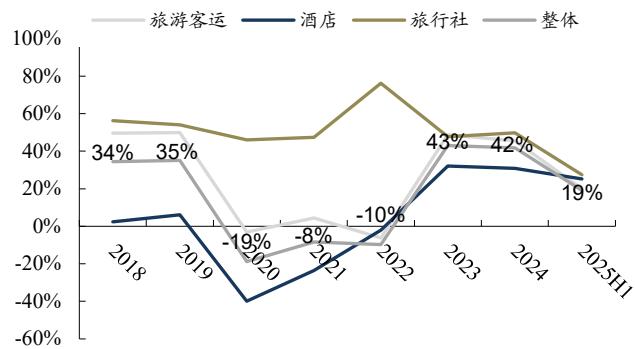
图36：公司收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

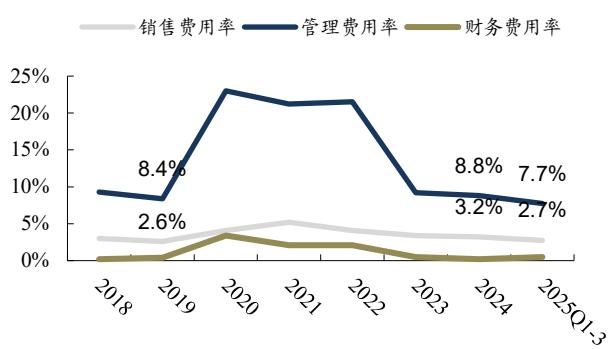
毛利率超越疫情前，费用率下行。2019 年毛利率为 35.1%，其中旅游客运和旅行社业务毛利率较高，酒店业务毛利率较低。疫情期间，由于成本相对刚性，收入下滑带动公司毛利率下行。2023/2024 年毛利率为 43.0%/41.7%，盈利能力显著恢复，并超越疫情前水平。2019 年以前整体费用率呈下行趋势，2023 年起费用率回归正常水平，2024 年销售/管理/财务费用率为 3.2%/8.8%/0.2%，同比-0.1/-0.3/-0.2pct。2025Q1-3 毛利率为 43.3%，yoY-2.5pct；销售、管理、财务费用率合计为 11.0%，yoY+0.8pct。

图37：公司分业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

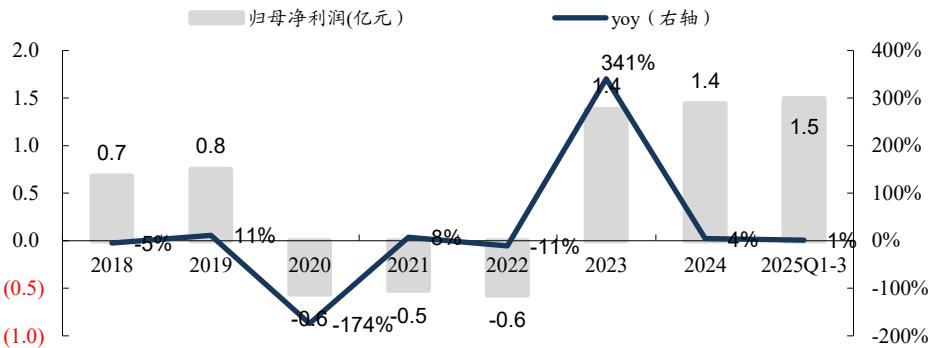
图38：公司期间费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

归母净利润大幅超越疫情前。2024 年公司归母净利润为 1.44 亿元，同比+4%。较 2019 年同期增长 92%，利润高增系公司营收大幅增长、毛利率超越疫情前。2025 前三季度，公司归母净利润为 1.49 亿元，同比+1%。

图39：公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

关键假设：

长白山主景区客流：考虑沈白开通，叠加避暑和冰雪游客流持续增长，预计 2025-2027 年长白山主景区客流为 383.5/429.5/472.5 万人次，同比+13%/12%/10%。

旅游客运：客流增长带动旅游客运业务收入增长，我们预测 2025-2027 年收入分别为 5.9/6.7/7.5 亿元，同比+10%/+14%/+11%。

酒店：公司酒店位于核心位置，经营稳健，考虑 26 年温泉部落二期投运和民宿爬

坡贡献增量，我们预测 2025-2027 年收入为 1.4/1.5/1.7 亿元，同比+2%/+6%/+10%。

旅行社：公司整合渠道为线上平台，飞跃长白山产品带动收入增长，我们预测 2025-2027 年收入为 0.3/0.4/0.5 亿元，同比+17%/+15%/+13%。

表7：长白山收入预测拆分（单位：亿元）

收入拆分	2024	2025E	2026E	2027E
旅游客运业务	5.38	5.91	6.74	7.47
yoy	28%	10%	14%	11%
酒店业务	1.40	1.42	1.50	1.65
yoy	1%	2%	6%	10%
旅行社业务	0.30	0.35	0.40	0.45
yoy	-13%	17%	15%	13%
其他	0.36	0.39	0.43	0.47
yoy	43%	8%	10%	10%
收入合计	7.43	8.06	9.08	10.05
yoy	20%	8%	13%	11%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

毛利率及费用率方面：随着公司收入增长，毛利率稳中有增，因人工上涨，管理费用率有所增长，预计后续稳中缓降。我们预计 2025-2027 年毛利率为 42.6%/44.1%/45.4%，销售、管理、财务费用率合计为 13.7%/13.3%/12.7%。

表8：毛利率和费用率预测

指标	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	41.7%	42.6%	44.1%	45.4%
销售费用率	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%
管理费用率	8.8%	10.0%	9.8%	9.5%
财务费用率	0.2%	0.5%	0.4%	0.2%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 8.1/9.1/10.1 亿元， $yoy+8%/13%/11\%$ ，随着客流带动收入增长和运营效率提升，2025-2027 年归母净利润分别为 1.6/1.9/2.3 亿元， $yoy+9%/22%/18\%$ ，归母净利率为 20%/21%/22%。

表9：营收和归母净利润预测

指标	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	7.43	8.06	9.08	10.05
yoy	19.8%	8.5%	12.6%	10.7%
归母净利润（亿元）	1.44	1.58	1.92	2.26
归母净利率	19.4%	19.6%	21.1%	22.5%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所预测

5.2. 投资建议

我们预测 2025-2027 年公司归母净利润为 1.6/1.9/2.3 亿元, 对应 PE 为 84/69/59 倍。我们选择有扩张预期的景区上市公司祥源文旅、西域旅游、九华旅游和峨眉山 A 作为可比公司, 2026 年可比公司平均 PE 估值为 26 倍。长白山是兼具避暑游和冰雪游稀缺资源的区域旅游龙头, 背靠国资享受冰雪政策红利, 新项目和交通改善打开接待能力天花板。考虑长白山作为冰雪游核心标的, 客流快速增长且天花板广阔, 公司有估值溢价, 首次覆盖给予“增持”评级。

表10: 长白山可比公司估值 (截至 2025 年 12 月 4 日)

股票代码/简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E			投资评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	
600576.SH/ 祥源文旅	74	1.5	2.3	3.5	4.4	51	33	21	17
300859.SZ/ 西域旅游	56	0.9	1.0	1.3	1.5	64	53	44	38
603199.SH/ 九华旅游	39	1.9	2.2	2.4	2.7	21	18	16	15
000888.SZ/ 峨眉山 A	69	2.3	2.6	3.0	3.3	29	27	23	21
4 家可比公司按市值加权平均 PE							33	26	23
603099.SH/ 长白山	133	1.4	1.6	1.9	2.3	92	84	69	59
增持									

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 长白山、祥源文旅、西域旅游和九华旅游盈利预测由东吴证券研究所给出, 峨眉山 A 预测为 12 月 4 日 wind 一致预期

6. 风险提示

宏观经济波动: 若宏观经济波动、扩大内需政策效果不及预期, 公司客流增长或承压, 进而影响公司的经营状况。

新项目落地进度不及预期: 公司开发建设火山温泉部落二期等新项目, 若新项目落地进度不及预期, 将影响公司业务成长性。

自然灾害和极端天气影响经营: 若发生重大自然灾害或极端天气事件, 将使公司客流减少, 进而对营收业绩造成不利影响。

长白山三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	445	797	966	1,180	营业总收入	743	806	908	1,005
货币资金及交易性金融资产	287	631	785	985	营业成本(含金融类)	434	463	508	549
经营性应收款项	117	122	134	145	税金及附加	6	6	7	8
存货	16	18	19	21	销售费用	24	26	28	30
合同资产	0	0	0	0	管理费用	66	81	89	95
其他流动资产	25	26	28	29	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	1,002	1,014	1,011	994	财务费用	2	4	0	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	2	2	2
固定资产及使用权资产	682	665	645	623	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	124	156	175	183	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	169	164	160	156	减值损失	(3)	(4)	(3)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	12	14	16	18	营业利润	210	225	274	323
其他非流动资产	16	14	14	14	营业外净收支	(11)	0	0	0
资产总计	1,447	1,810	1,976	2,175	利润总额	199	225	274	323
流动负债	231	237	250	263	减:所得税	55	68	82	97
短期借款及一年内到期的非流动负债	99	99	99	99	净利润	144	158	192	226
经营性应付款项	52	55	61	66	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	5	4	5	5	归属母公司净利润	144	158	192	226
其他流动负债	76	79	87	93					
非流动负债	54	47	37	31	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.53	0.58	0.70	0.83
长期借款	42	27	17	11	EBIT	212	229	275	322
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	283	305	356	405
租赁负债	2	2	2	2					
其他非流动负债	10	19	19	19					
负债合计	285	284	287	294	毛利率(%)	41.67	42.61	44.07	45.36
归属母公司股东权益	1,162	1,526	1,689	1,881	归母净利率(%)	19.41	19.55	21.15	22.49
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,162	1,526	1,689	1,881	收入增长率(%)	19.81	8.49	12.58	10.65
负债和股东权益	1,447	1,810	1,976	2,175	归母净利润增长率(%)	4.48	9.31	21.76	17.67

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	205	237	275	310	每股净资产(元)	4.36	5.60	6.20	6.91
投资活动现金流	(167)	(85)	(79)	(68)	最新发行在外股份(百万股)	272	272	272	272
筹资活动现金流	37	193	(42)	(43)	ROIC(%)	12.69	10.85	11.12	11.86
现金净增加额	75	345	154	200	ROE-摊薄(%)	12.41	10.33	11.37	12.01
折旧和摊销	71	76	81	83	资产负债率(%)	19.68	15.69	14.54	13.50
资本开支	(163)	(86)	(74)	(63)	P/E(现价&最新股本摊薄)	92.34	84.48	69.38	58.96
营运资本变动	(31)	(4)	(4)	(4)	P/B(现价)	11.22	8.73	7.89	7.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

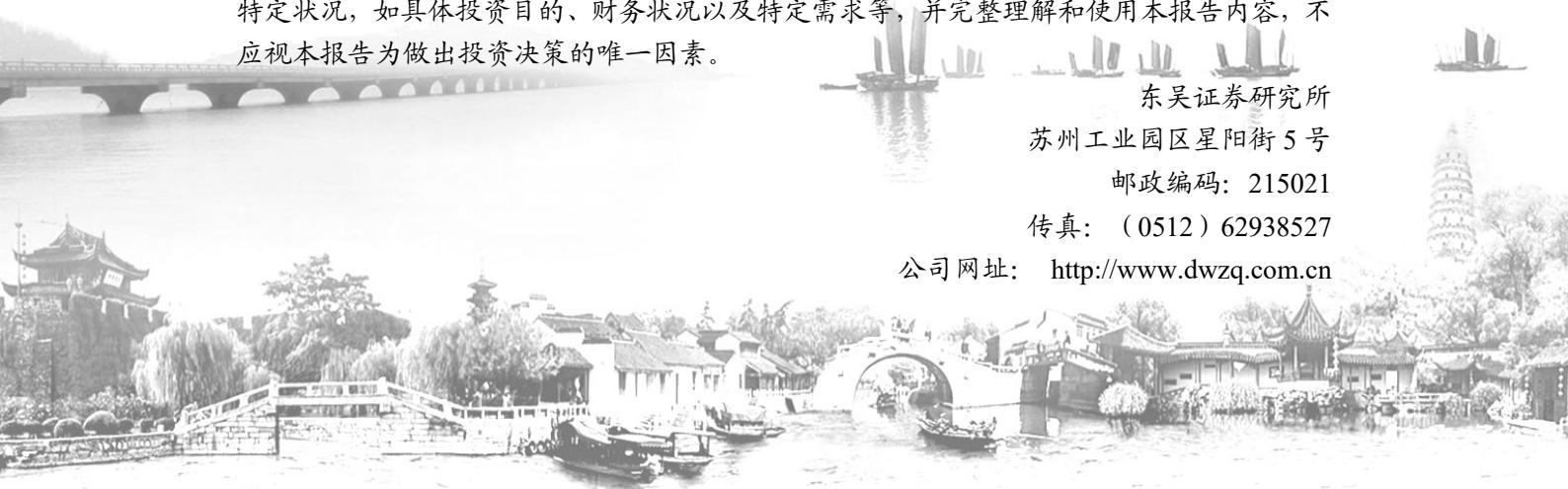
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>