

# 长白山(603099.SH)

投资评级：增持（首次）

## 证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

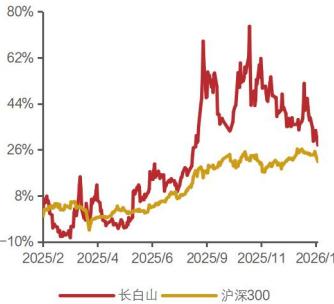
dingyi@huayuanstock.com

## 联系人

李禹蒙

liyumeng@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2026年02月02日

收盘价 (元)	42.47
一年内最高 / 最低 (元)	60.33/29.73
总市值 (百万元)	11,566.95
流通市值 (百万元)	11,325.47
总股本 (百万股)	272.36
资产负债率 (%)	22.77
每股净资产 (元/股)	4.84

资料来源：聚源数据

——得天独厚的自然资源，交通改善及定增落地有望打开业绩空间

## 投资要点：

- **自然资源得天独厚；国资控股，股权结构稳定。**长白山是松花江、鸭绿江、图们江的“三江之源”，拥有欧亚大陆北半部最为完整的森林生态系统和生物多样性系统，是联合国“人与生物圈”自然保留地和首批国家级自然保护区，被誉为全球的“天然博物馆”和“物种基因库”。公司拥有长白山北、西、南景区交通运营线路的独家经营权、长白山聚龙火山温泉独家运营权，并通过多年的景区运营实践建立了一套完善的山地景区管理、雪场经营管理标准体系。长白山前三大股东分别为吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司、中国吉林森林工业集团有限责任公司、吉林长白山森工集团有限公司，截至2025Q3持股比例分别为59.45%、4.95%、2.61%。长白山为长白山管委会唯一的国有控股上市公司，持股比例相对稳定。
- **国内出游表现强劲，冰雪游政策频出。**根据国家统计局数据显示，2024年我国国内旅游人数为56.15亿人次，同比2023年增长15%，恢复至2019年国内旅游人次的93%；2024年国内旅游收入为57543.22亿元，同比2023年增长17%，恢复至2019年国内旅游收入的101%。节假日为出行的高峰期。冰雪游政策频出，有望推动我国冰雪运动的高质量发展。冰雪项目投资额增长，2018-2023年，我国冰雪旅游重资产项目的总投资规模超过12320亿元，2022年新增投资额1100亿元，其中华北、东北、西北地区重资产投资集中度达到88%；2023年新增核心重资产冰雪旅游项目55个，总投资约1220亿元，较2022年增长10.9%。政策端，2024年11月国务院办公厅印发《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》，对冰雪运动、冰雪经济发展进行顶层设计，旨在巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果，以冰雪运动为引领，带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，推动冰雪经济成为新增长点。2024年12月中央区域协调发展领导小组办公室印发《推动东北地区冰雪经济高质量发展助力全面振兴取得新突破实施方案》，该方案立足东北冰雪资源禀赋，聚焦冰雪旅游、冰雪运动、冰雪文化、冰雪装备等全产业链发展，明确了推动东北地区冰雪经济高质量发展的思路目标、重点任务和政策举措，有利于把冰雪经济培育成为新时代新征程推动东北全面振兴的新增长点。
- **沈白高铁开通预计带动客流增长，定增落地预计打开公司业绩空间。**2023年3月，沈白高铁开工，2025年9月底竣工通车，大大缩短了旅行时间。根据国家铁路局公众号，沈白高铁运营首月累计运送旅客逾66万人次，每日开行动车组列车最高达64列。长白山景区周边交通设施的持续改善进一步扩大了景区的辐射范围，提高了长白山旅游的可进入性、便捷性，预计带来客流的持续提升。长白山向特定对象发行股票募集资金，拟用来打造温泉部落二期及提升旅游交通设备。根据公司公告，公司拟募集资金2.36亿元，其中2.00亿元用于打造温泉部落二期；0.36亿元用于提升旅游交通设备。温泉部落二期的布局有望承接更多客流，丰富旅游产业相关布局。交通设备提升项目预计满足运力需求，提高旅客出行体验。

- **盈利预测与评级:** 我们预计公司 25-27 年实现营收 8.51/9.57/10.68 亿元, 同比增速分别为 14.43%/12.54%/11.53%, 实现归母净利润 1.70/1.98/2.26 亿元, 同比增速分别为 18.16%/16.44%/14.10%, 当前股价对应 PE 分别为 68/58/51 倍。我们选取经营景区业务的峨眉山、经营酒店业务的君亭酒店、经营旅行社业务的岭南控股作为可比公司, 根据 ifind 一致预期, 可比公司 2026 年 PE 为 60 倍, 考虑到公司拥有优质的自然资源, 后续预计随着周边交通改善及冰雪游运动渗透率逐步提升, 或将带动长白山客流持续增长, 且公司定增落地, 有望打开公司业绩空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 客流增长不及预期; 自然灾害风险; 定增项目落地不及预期。

**盈利预测与估值 (人民币)**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	620	743	851	957	1,068
同比增长率 (%)	218.73%	19.81%	14.43%	12.54%	11.53%
归母净利润 (百万元)	138	144	170	198	226
同比增长率 (%)	340.59%	4.48%	18.16%	16.44%	14.10%
每股收益 (元/股)	0.51	0.53	0.63	0.73	0.83
ROE (%)	13.29%	12.41%	10.99%	11.52%	11.79%
市盈率 (P/E)	83.78	80.19	67.86	58.28	51.08

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 25-27 年实现营收 8.51/9.57/10.68 亿元，同比增速分别为 14.43%/12.54%/11.53%，实现归母净利润 1.70/1.98/2.26 亿元，同比增速分别为 18.16%/16.44%/14.10%，当前股价对应 PE 分别为 68/58/51 倍。我们选取经营景区业务的峨眉山、经营酒店业务的君亭酒店、经营旅行社业务的岭南控股作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 为 60 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设

随着长白山周边交通改善及冰雪运动的持续渗透，预计带动长白山客流增长，且公司定增项目落地，预计加速旅游产业相关配套及完善景区内交通设施，或将提升游客接待能力，打开公司业绩天花板。预计 25-27 年旅游客运业务收入增速为 18%/15%/13%；酒店业务收入增速为 3%/3%/5%；旅行社业务收入增速为 3%/3%/3%。

### 投资逻辑要点

考虑到公司拥有优质的自然资源，后续预计随着周边交通改善及冰雪游运动渗透率逐步提升，或将带动长白山客流持续增长，且公司定增落地，有望打开公司业绩空间。

### 核心风险提示

客流增长不及预期；自然灾害风险；定增项目落地不及预期。

## 内容目录

---

1. 优质自然资源，多元化业务布局 .....	6
2. 行业趋势：旅游出行持续向好，冰雪游热度延续 .....	9
2.1. 出游需求强劲，旅游出行持续向好 .....	9
2.2. 赛事及政策催化，冰雪游热度有望延续 .....	10
3. 产业链布局完善，交通改善有望驱动长期成长 .....	11
3.1. 布局优质旅游产业链，多元化布局有望平滑淡旺季 .....	11
3.2. 交通出行改善或带动出入景区效率提升；火山温泉部落二期预计承接更多客流 ....	14
4. 盈利预测与评级 .....	15
4.1. 盈利预测 .....	15
4.2. 相对估值 .....	16
5. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1: 长白山旅游线路图 .....	6
图表 2: 长白山股权结构图（截至 2025Q3） .....	7
图表 3: 2020-2024 年公司营收(百万元)及 yoy .....	7
图表 4: 2020-2024 年公司归母净利润(百万元) .....	7
图表 5: 2020-2024 年公司毛利率及归母净利率 .....	8
图表 6: 2020-2024 年公司期间费用率情况 .....	8
图表 7: 长白山收入由旅客客运业务、酒店管理业务、旅行社业务构成 .....	8
图表 8: 2020-2024 年分业务收入表现，单位：百万元 .....	9
图表 9: 2020-2024 年分业务毛利率表现 .....	9
图表 10: 2020-2024 年国内旅游人数及同比增长 .....	9
图表 11: 2020-2024 年国内旅游收入及同比增长 .....	9
图表 12: 2020-2024 年国内旅游人均花费及同比增长 .....	10
图表 13: 2020-2024 年国内城镇居民、农村居民人均旅游花费及同比增长 .....	10
图表 14: 节假日出行时间长，休闲出行的需求释放，出行人次稳步增长 .....	10
图表 15: 2019-2024 年冰雪场馆合计数量变动 .....	11
图表 16: 2019-2024 年冰雪场馆中滑冰场及滑雪场数量占比 .....	11
图表 17: 长白山三个景区车辆运行示意图 .....	12
图表 18: 2017-2024 年长白山旅客客运业务收入变动趋势 .....	13
图表 19: 2017-2024 年长白山景区客流数量及变动趋势 .....	13
图表 20: 2023-2024 年长白山酒店业务收入保持稳定 .....	13
图表 21: 2023-2024 年酒店业务毛利率基本稳定在 31-32% 左右 .....	13
图表 22: 沈白高铁正线起自沈阳北站，终至长白山站 .....	14
图表 23: 长白山向特定对象发行股票募集资金，拟用来打造温泉部落二期及旅游交通设备提升 .....	14
图表 24: 分业务拆分公司营收预测（百万元） .....	15
图表 25: 可比公司估值表 .....	16

### 1. 优质自然资源，多元化业务布局

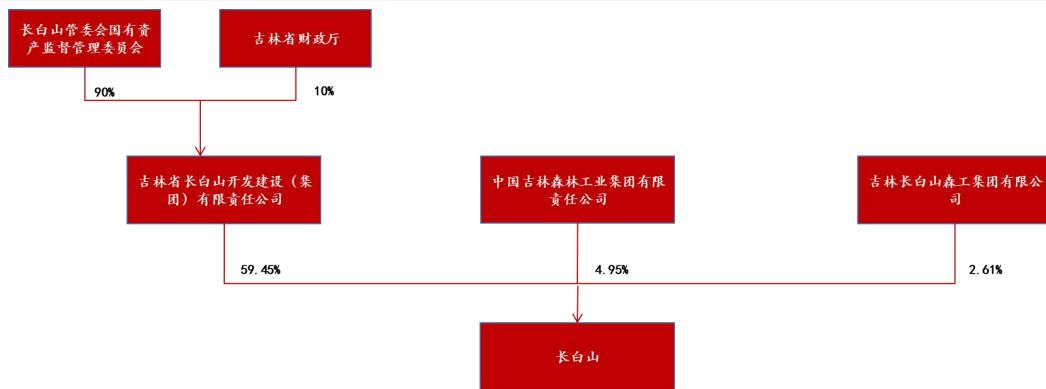
**自然资源得天独厚。**长白山是松花江、鸭绿江、图们江的“三江之源”，拥有欧亚大陆北半部最为完整的森林生态系统和生物多样性系统，是联合国“人与生物圈”自然保留地和首批国家级自然保护区，被誉为全球的“天然博物馆”和“物种基因库”。长白山兼具温带山地生态、世界黄金水源、世界级火山温泉、全世界最好品质的冰雪资源，与阿尔卑斯山和北美落基山同处于“冰雪黄金纬度带”，并称“世界三大粉雪基地”，先后获评国家首批5A级景区、首批国家级旅游度假区、首批创建国家全域旅游示范区，中国十大休闲胜地、中国十大避暑名山、全国最佳冰雪休闲目的地。公司拥有长白山北、西、南景区交通运营线路的独家经营权、长白山聚龙火山温泉独家运营权，并通过多年的景区运营实践建立了一套完善的山地景区管理、雪场经营管理标准体系。

图表 1：长白山旅游线路图



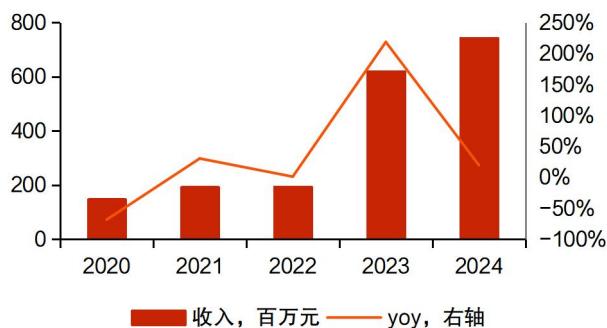
资料来源：公司公告，华源证券研究所

**国资控股，股权结构稳定。**长白山前三大股东分别为吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司、中国吉林森林工业集团有限责任公司、吉林长白山森工集团有限公司，截至2025Q3 持股比例分别为 59.45%、4.95%、2.61%。长白山为长白山管委会唯一的国有控股上市公司，持股比例相对稳定。公司拥有 7 家全资子公司，包括天池国旅公司、蓝景温泉公司、天池酒店公司、岳桦生态公司、天池咨询公司、易游旅游公司、智行旅游公司，及 1 家参股公司恩都里商管公司，分别经营旅行社、温泉水开发及利用、酒店管理、农产品种植加工、企业管理咨询、旅游产品及营销、网约车等业务。

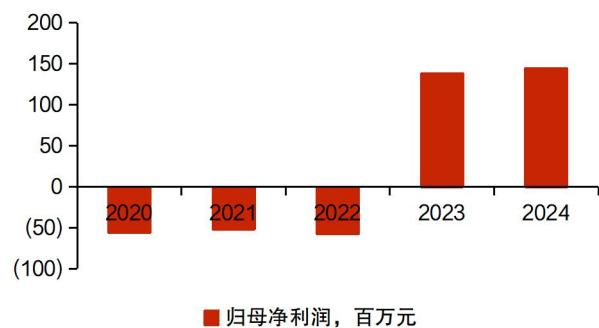
**图表 2：长白山股权结构图（截至 2025Q3）**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**长白山 2020–2024 年收入利润端趋势向好。**收入端看，2020–2024 年持续复苏，2023 年收入恢复至 2019 年同期的 133%，2024 年收入恢复至 2019 年同期的 159%。利润端亦彰显弹性，2023 年归母净利润恢复至 2019 年同期的 183%；2024 年归母净利润恢复至 2019 年同期的 192%。利润端弹性更大预计是由于出行需求大幅增长带来客流大涨，但公司成本端相对刚性，带动毛利率大幅提升。费用端看，长白山财务费用率和销售费用率基本维持稳定，收入规模效应带动管理费用率在 2020–2024 年呈现下降趋势。2024 年公司销售费用率/财务费用率/管理费用率分别为 3.2%/0.2%/8.8%。

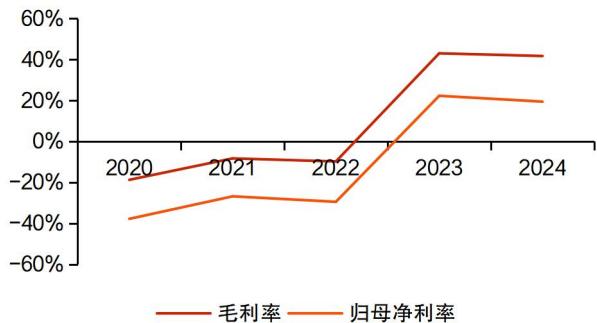
**图表 3：2020–2024 年公司营收(百万元)及 yoy**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 4：2020–2024 年公司归母净利润(百万元)**


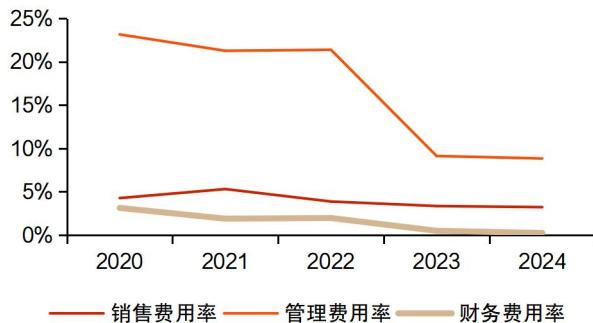
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：2020-2024 年公司毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：2020-2024 年公司期间费用率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

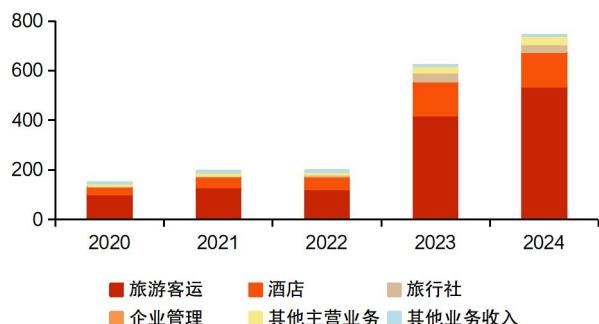
**旅游客运为公司核心业务。**长白山的主要业务有旅游客运、酒店管理、旅行社等板块，其中旅游客运业务在 2024 年贡献公司收入 5.38 亿元，占公司 2024 年全年收入的 72%，旅游客运业务主要依托于公司拥有的长白山三个景区道路运输的独家经营权，从事长白山三个景区内游客运输、旅游车辆租赁、停车场管理等业务。此外公司还运营酒店管理业务、旅行社业务等。2024 年公司酒店管理业务收入为 1.40 亿元，占公司全年收入的 19%；旅行社业务收入为 0.30 亿元，占公司全年收入的 4%。

**酒店业务毛利率大幅改善。**2020-2024 年各业务毛利率也逐步恢复，整体呈现震荡上行态势。2024 旅游客运毛利率达 45.55%，比 2019 年旅游客运毛利率低 4.32pct；旅行社毛利率 2024 年达 49.84%，比 2019 年旅行社毛利率低 4.21pct；酒店业务毛利率达 30.85%，相较 2019 年大幅增长。

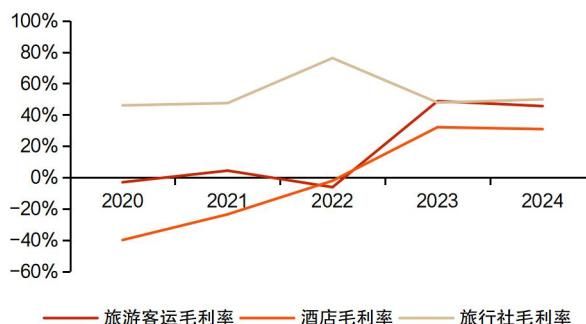
图表 7：长白山收入由旅游客运业务、酒店管理业务、旅行社业务构成

收入	详情	2024 年收入，亿元	2024 年收入占比	2024 年毛利率
旅游客运业务	公司拥有长白山三个景区道路运输独家经营权，从事长白山三个景区内游客运输、旅游车辆租赁、停车场管理等业务。依托景区运营相继拓展了网约车、景区包车、省际包车和长白山区域景区至镇区、机场等目的地的区间班线业务。2022 年 4 月注册成立智行旅游公司，专营网约车业务。	5.38	72%	46%
酒店管理业务	依托长白山得天独厚的生态资源和区位优势，投资建设长白山温泉度假酒店，与英国洲际酒店管理集团合作使用皇冠假日品牌，于 2016 年 12 月末投入运营，业务覆盖住宿服务、餐饮服务、会议服务、旅游信息咨询等。为壮大酒店板块，公司旗下天池酒店公司积极拓展域内酒店委托管理业务。	1.40	19%	31%
旅行社业务	主打长白山区域旅游，主要从事生态观光、运动旅游、会议旅游、户外旅游、研学旅游、红色旅游等传统旅游项目。结合市场变化，不断深化产品集成和优质旅游、特色旅游研发，逐步从传统旅行社向集合了网络信息技术优势与旅行社专业服务能力的“在线旅行社”方向发展，成为串联公司各业务、推动公司旗下产品集成和带动区域旅游协同发展的重要纽带。2022 年 1 月，为加强产品策划和终端销售的高效衔接，拓展定制化服务，推动产品制定和终端销售一体联动，公司以营销中心和天池国旅为基础，成立了易游旅游公司。	0.30	4%	50%
景区管理业务	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，是公司品牌输出、管理输出的重要承载。	-	-	-
温泉开发业务	公司拥有长白山北景区聚龙温泉独家采矿权，年产温泉水 18 万立方米，主要以长白山天然火山自溢温泉水的销售业务	-	-	-

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 8：2020–2024 年分业务收入表现，单位：百万元**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

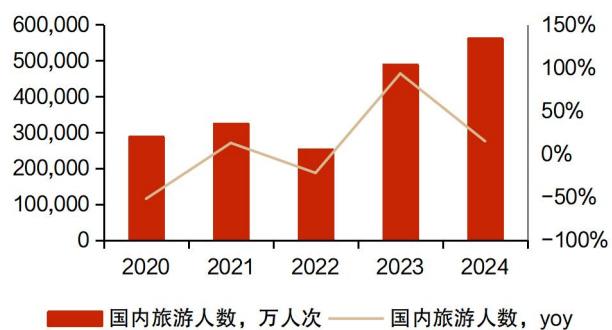
**图表 9：2020–2024 年分业务毛利率表现**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

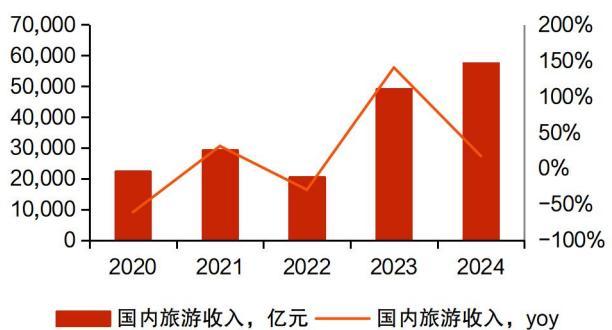
## 2. 行业趋势：旅游出行持续向好，冰雪游热度延续

### 2.1. 出游需求强劲，旅游出行持续向好

截至 2024 年国内游人次尚未恢复到 2019 年同期水平。根据国家统计局数据显示，2024 年我国国内旅游人数为 56.15 亿人次，同比 2023 年增长 15%，恢复至 2019 年国内旅游人次的 93%；2024 年国内旅游收入为 57543.22 亿元，同比 2023 年增长 17%，恢复至 2019 年国内旅游收入的 101%。

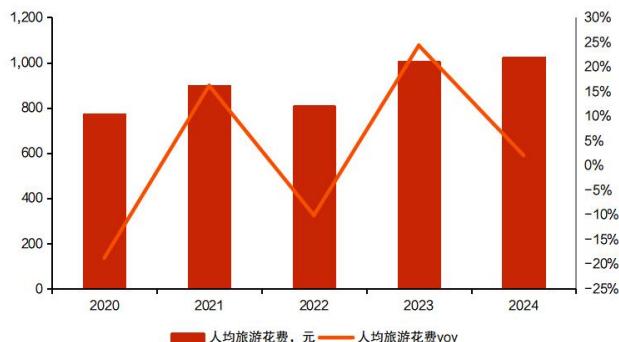
**图表 10：2020–2024 年国内旅游人数及同比增长**


资料来源：国家统计局，ifind，华源证券研究所

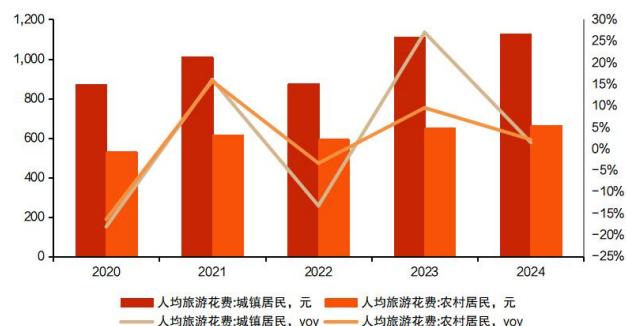
**图表 11：2020–2024 年国内旅游收入及同比增长**


资料来源：国家统计局，ifind，华源证券研究所

国内旅游人均花费增速弱于出游人次增速，人均花费仍有提升空间。2024 年我国人均旅游花费为 1024.8 元，同比增长 2%。其中城镇居民 2024 年旅游人均花费为 1128 元，同比增长 1%；农村居民 2024 年旅游人均花费为 662.7 元，同比增长 2%。我国旅游人均消费当前仍处于稳步增长阶段，整体增速相较于出行人数的同比增长较慢。2024 年我国人均可支配收入达 41314 元，其中人均旅游消费约占人均可支配收入比重的 2.5%，未来仍具有提升空间。

**图表 12：2020–2024 年国内旅游人均花费及同比增长**


资料来源：国家统计局，ifind，华源证券研究所

**图表 13：2020–2024 年国内城镇居民、农村居民人均旅游花费及同比增长**


资料来源：国家统计局，ifind，华源证券研究所

**节假日为出行的高峰期。**根据文旅部公布的节假日出行数据看，2024 年节假日出行人次及出行花费均已超过 2019 年同期水平。2025 年春节出行人次 5.01 亿，同比增长 5.9%；清明节出行人次 1.26 亿，同比增长 6.3%；五一出行人次 3.14 亿，同比 2024 年增长 6.4%；端午出行人次 1.19 亿，同比 2024 年增长 5.7%；国庆+中秋出行人次 8.88 亿，较 2024 年国庆节假日 7 天增加 1.23 亿人次。节假日出行时间长，休闲出行的需求释放，出行人次稳步增长。

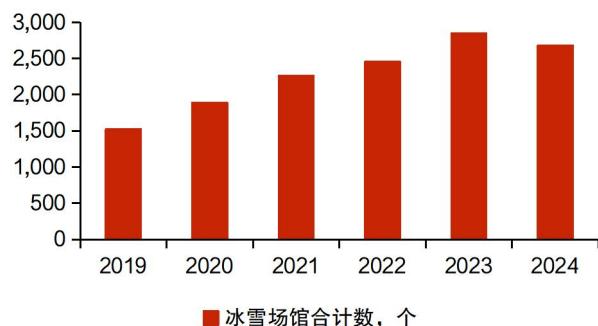
**图表 14：节假日出行时间长，休闲出行的需求释放，出行人次稳步增长**

	时间	人次, 亿	yoy	VS2019	花费, 亿元	yoy	VS2019
2023 年	春节	3.08	23.1%	89%	3758.43	30.0%	73%
	清明	0.24	22.7%		65.20	29.1%	
	五一	2.74	70.8%	119%	1480.56	128.9%	101%
	端午	1.06	32.3%	113%	373.10	44.5%	95%
	国庆+中秋	8.26	71.3%	104%	7534.30	129.5%	102%
2024 年	元旦	1.35	155.3%	109%	797.30	200.7%	106%
	春节	4.74	34.3%	119%	6326.87	47.3%	108%
	清明	1.19		112%	539.50		113%
	五一	2.95	7.6%	128%	1668.90	12.7%	114%
	端午	1.10	6.3%		403.50	8.1%	
2025 年	中秋	1.07		106%	510.47		108%
	国庆	7.65	5.9%	110%	7008.17	6.3%	108%
	春节	5.01	5.9%		6770.02	7.0%	
	清明	1.26	6.3%		575.49	6.7%	
	五一	3.14	6.4%		1802.69	8.0%	
	端午	1.19	5.7%		427.30	5.9%	
	国庆+中秋	8.88			8090.06		

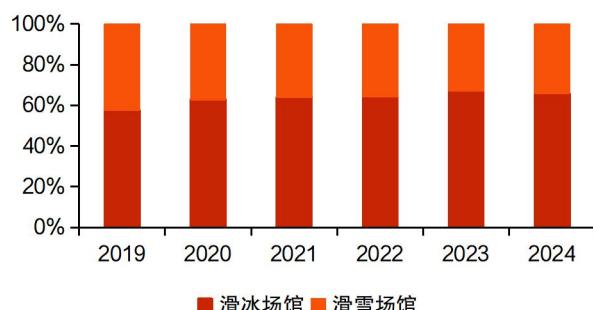
资料来源：文旅部，华源证券研究所

## 2.2. 赛事及政策催化，冰雪游热度有望延续

**供给端看，滑雪场馆个数逐年增加。**2024 年全国冰雪运动场地 2678 个。其中，滑冰场地 1764 个，占 65.87%；滑雪场地 914 个，占 34.13%。2019–2024 年冰雪场馆数量 CAGR 达 12.0%，其中滑冰场馆复合增长速度达 15.0%，快于滑雪场馆的 7.3%。当前我国冰雪运动场馆总供给有显著增加。

**图表 15：2019–2024 年冰雪场馆合计数量变动**


资料来源：国家体育总局，华源证券研究所

**图表 16：2019–2024 年冰雪场馆中滑冰场及滑雪场数量占比**


资料来源：国家体育总局，华源证券研究所

**冰雪游政策频出，有望推动我国冰雪运动的高质量发展。**冰雪项目投资额增长，2018–2023年，我国冰雪旅游重资产项目的总投资规模超过12320亿元，2022年新增投资额1100亿元，其中华北、东北、西北地区重资产投资集中度达到88%；2023年新增核心重资产冰雪旅游项目55个，总投资约1220亿元，较2022年增长10.9%。政策端，2024年11月国务院办公厅印发《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》，对冰雪运动、冰雪经济发展进行顶层设计，旨在巩固和扩大“带动三亿人参与冰雪运动”成果，以冰雪运动为引领，带动冰雪文化、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，推动冰雪经济成为新增长点。2024年12月中央区域协调发展领导小组办公室印发《推动东北地区冰雪经济高质量发展助力全面振兴取得新突破实施方案》，该方案立足东北冰雪资源禀赋，聚焦冰雪旅游、冰雪运动、冰雪文化、冰雪装备等全产业链发展，明确了推动东北地区冰雪经济高质量发展的思路目标、重点任务和政策举措，有利于把冰雪经济培育成为新时代新征程推动东北全面振兴的新增长点。

**冰雪运动赛事带动冰雪游发展。**根据国家体育总局，2024年，中国冰雪经济总规模为0.98万亿元，同比增长8.0%，远超部分传统行业增速。冰雪运动赛事也带动冰雪游增长，2024—2025冰雪季，我国已举办包括亚冬会在内的58项国际国内高水平赛事，全国滑雪场累计接待客流超1.9亿人次，同比增长22.8%，其中东北三省、内蒙古、新疆等五地雪场的流量超过7600万人次，广东、四川两个南方省份的滑雪场场均客流居全国前两位，分别达到44万人次、38万人次，来自境外的滑雪爱好者总人次同比增长30.2%。全国滑雪场内相关消费超350亿元。冰雪赛事助力冰雪游，共同拉动冰雪经济高速发展。

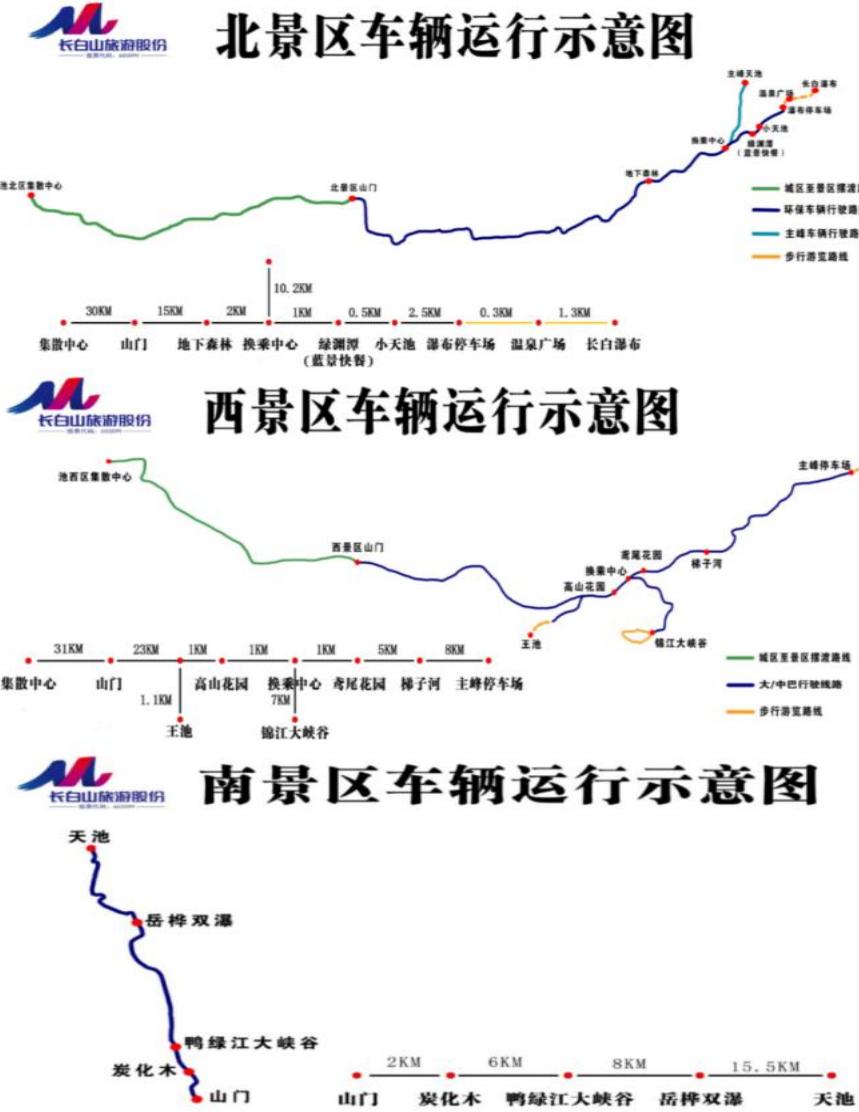
### 3. 产业链布局完善，交通改善有望驱动长期成长

#### 3.1. 布局优质旅游产业链，多元化布局有望平滑淡旺季

**长白山提供景区内外客运业务。**公司拥有长白山北景区、西景区、南景区三个景区内游客运营、区间和环山公路旅游包车客运独家经营权；且下属子公司智行旅游借助互联网平台

提供网约车业务。客运业务覆盖景区内外：1) 长白山景区内：长白山景区位于吉林长白山国家级自然保护区内，以天池为中心，沿长白山山体划分为北、西、南三个景区，北、西景区相距 110 公里，西、南景区相距 120 公里。景点间距离较远，外加法律法规限制，景区内无缆车等替代交通方式，因此景区内游客运输实施封闭式管理，道路交通成为景区内的唯一选择。2) 长白山景区外：公司依托景区运营优势，相继开拓了景区包车、省际包车和长白山区域内景区至镇区、机场等目的地的区间班线业务以及网约车业务。

图表 17：长白山三个景区车辆运行示意图

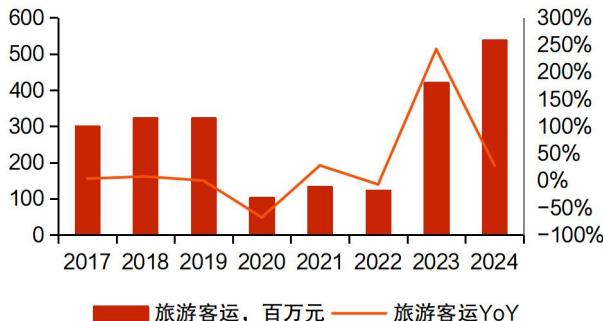


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**旅游客运业务：**收入表现和景区客流数量呈正相关，2025 年 1-10 月景区客流高增，全年预计带动旅游客运业务收入增长。2017-2019 年长白山景区客流量 CAGR 达 5.6%，同期景区旅游客运业务收入 CAGR 达 3.7%。2023 年景区旅客数量高速增长，全年数量达 274.8 万人次，超过 2019 年客流水平；2024 年延续高增长态势，全年客流达 340.9 万人次，同比增长 24.1%。2025 年 1-10 月，长白山主景区共接待游客 340.73 万人次，同比增长 11.1%，

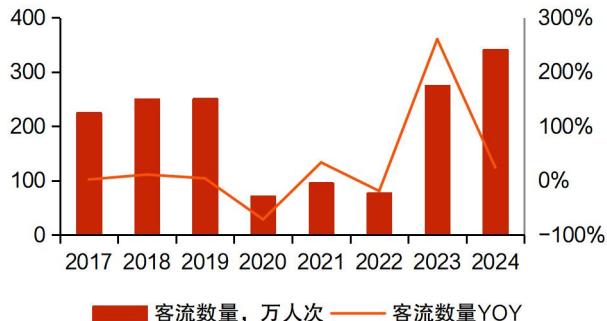
其中 7-10 月份单月接待游客数量分别达到历年 7-10 月份单月接待游客数量之最，客流在高基数基础上持续增长，预计带动 2025 年全年景区旅游客运收入增长。

**图表 18：2017-2024 年长白山旅游客运业务收入变动趋势**



资料来源：wind，华源证券研究所

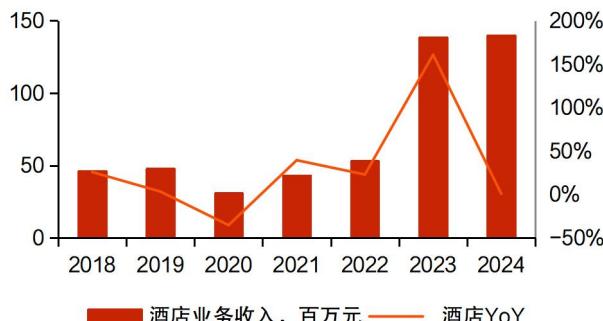
**图表 19：2017-2024 年长白山景区客流数量及变动趋势**



资料来源：长白山管委会，华源证券研究所

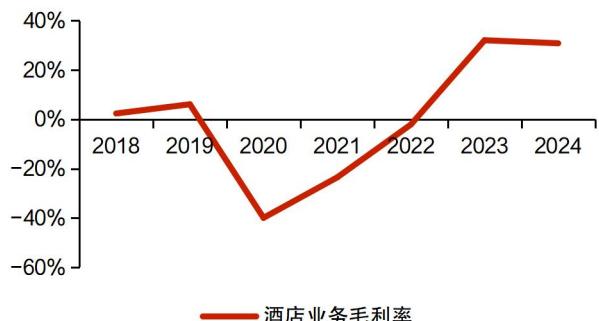
**酒店业务：自营及委托管理业务并行。**依托长白山得天独厚的生态资源和区位优势，公司投资建设长白山温泉度假酒店，与英国洲际酒店管理集团合作使用皇冠假日品牌，于 2016 年 12 月末投入运营。酒店拥有山景房、园景房等多种房型共 300 间，大中小型会议室 10 间，是长白山地区第一家国际标准的五星级酒店，酒店业务覆盖住宿服务、餐饮服务、会议服务、旅游信息咨询等。其中，火山温泉会馆采用管道直引方式将天然火山自溢温泉引入酒店，实现 24 小时温泉水供应，酒店业务有望平滑长白山旅游淡旺季，且多元化布局有望增大公司收益。为壮大酒店板块，公司旗下天池酒店公司亦积极拓展域内酒店委托管理业务。

**图表 20：2023-2024 年长白山酒店业务收入保持稳定**



资料来源：wind，华源证券研究所

**图表 21：2023-2024 年酒店业务毛利率基本稳定在 31-32% 左右**



资料来源：wind，华源证券研究所

**布局旅行社业务完善旅游产业链；景区管理业务将景区管理经验向外输出。**1) 旅行社业务主打长白山区域旅游，主要从事生态观光、运动旅游、会议旅游、户外旅游、研学旅游、红色旅游等传统旅游项目。随着市场变化，不断深化产品集成和优质旅游、特色旅游研发，逐步从传统旅行社向集合了网络信息技术优势与旅行社专业服务能力的“在线旅行社”方向发

展。2) 公司下属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，是公司品牌输出、管理输出的重要承载。

### 3.2. 交通出行改善或带动出入景区效率提升；火山温泉部落二期预计承接更多客流

**周边交通设施逐步改善，沈白高铁开通，预计带动客流增长。**长白山景区周边的机场、高铁等交通设施不断完善。2021年12月，敦白高铁线路正式通车，哈尔滨、沈阳、长春等周边城市往返长白山的便利性有较大提升；2023年5月，东北航空局对长白山机场二期扩建工程进行了验收，扩建后的长白山机场将升级为4D级支线运输机场，计划吞吐量将从54万人次增长到180万人次；2023年3月，沈白高铁开工，2025年9月底竣工通车，大大缩短了旅行时间。根据国家铁路局公众号，沈白高铁运营首月累计运送旅客逾66万人次，每日开行动车组列车最高达64列。长白山景区周边交通设施的持续改善进一步扩大了景区的辐射范围，提高了长白山旅游的可进入性、便捷性，预计带来客流的持续提升。

**图表 22：沈白高铁正线起自沈阳北站，终至长白山站**



资料来源：中国铁路公众号，华源证券研究所

**长白山向特定对象发行股票募集资金，拟用来打造温泉部落二期及提升旅游交通设备。**根据公司公告，公司拟募集资金2.36亿元，其中2.00亿元用于打造温泉部落二期；0.36亿元用于提升旅游交通设备。

**图表 23：长白山向特定对象发行股票募集资金，拟用来打造温泉部落二期及旅游交通设备提升**

序号	项目名称	总投资额，万元	拟使用募集资金，万元
----	------	---------	------------

1	长白山火山温泉部落二期	53,648.92	20,000.00
2	长白山旅游交通设备提升项目	11,391.63	3,584.95
	合计	65,040.55	23,584.95

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**温泉部落二期的布局有望承接更多客流，丰富旅游产业相关布局。**根据公司公告，温泉部落二期项目是公司提前布局 2025 年沈白高铁通车后的旅游市场的重要战略支撑，项目依托长白山天池、冰雪、温泉等核心资源，发挥公司的资源优势、客源优势、区位优势和长白山北景区的天然温泉独家开采权优势，建设一个集住宿、餐饮、娱乐、科普于一体，融入长白山生物多样性元素的博物馆亲子度假主题酒店及温泉娱乐设施。相较一期，温泉部落二期增加了温泉主题的“亲子度假、休闲购物、演出娱乐、特色餐饮”等内容，建成后将与一期形成功能、产品、消费补充，解决当前长白山区域森林温泉养生项目规模较小、业态不完整、产品不丰富等产业发展问题，进一步提升温泉部落的游客接待能力和品牌形象。预计建成后将丰富旅游商业配套、承接更多客流，有望进一步打开公司业绩空间。

**交通设备提升项目预计满足运力需求，提高旅客出行体验。**在交通改善的大背景下，未来客流有望持续改善，长白山亦着手于旅游设备提升项目，拟通过新购置 274 辆营运车辆，对现有的车辆进行全面升级迭代，预计提升公司的运输能力及提高游客的舒适性和体验感。

## 4. 盈利预测与评级

### 4.1. 盈利预测

**关键假设：**随着长白山周边交通改善及冰雪运动的持续渗透，预计带动长白山客流增长，且公司定增项目落地，预计加速旅游产业相关配套及完善景区内交通设施，或将提升游客接待能力，打开公司业绩天花板。预计 25-27 年旅游客运业务收入增速为 18%/15%/13%；酒店业务收入增速为 3%/3%/5%；旅行社业务收入增速为 3%/3%/3%。

图表 24：分业务拆分公司营收预测（百万元）

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	旅游客运	销售收入	420.32	537.53	634.29	729.43
		yoY	242.1%	27.9%	18.0%	15.0%
	酒店	毛利率	48.7%	45.5%	46.0%	46.5%
		销售收入	138.47	139.70	143.89	148.21
	旅行社	yoY	160.9%	0.9%	3.0%	3.0%
		毛利率	32.1%	30.9%	31.1%	31.3%
其他业务收入	其他	销售收入	34.15	29.80	30.70	31.62
		yoY	351.3%	-12.7%	3.0%	3.0%
		毛利率	47.8%	49.8%	50.0%	50.0%
	其他	销售收入	25.43	33.60	38.64	44.44
		yoY	146.0%	32.1%	15.0%	15.0%
		毛利率	4.5%	17.0%	17.0%	17.0%
	其他	销售收入	2.06	2.69	3.09	3.56
		yoY	159.9%	30.4%	15.0%	15.0%
		毛利率	-1.2%	44.4%	44.5%	44.5%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**盈利预测：**我们预计公司 25-27 年实现营收 8.51/9.57/10.68 亿元，同比增速分别为 14.43%/12.54%/11.53%，实现归母净利润 1.70/1.98/2.26 亿元，同比增速分别为 18.16%/16.44%/14.10%，当前股价对应 PE 分别为 68/58/51 倍。

## 4.2. 相对估值

我们选取经营景区业务的峨眉山、经营酒店业务的君亭酒店、经营旅行社业务的岭南控股作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 为 60 倍，考虑到公司拥有优质的自然资源，后续预计随着周边交通改善及冰雪游运动渗透率逐步提升，或将带动长白山客流持续增长，且公司定增落地，有望打开公司业绩空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 25：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价(元)		EPS(元/股)			PE	
		2026/2/2	25E	26E	27E	25E	26E	27E
000888.SZ	峨眉山 A	13.73	0.49	0.56	0.62	27.78	24.33	22.20
301073.SZ	君亭酒店	30.20	0.10	0.27	0.49	296.95	111.85	62.05
000524.SZ	岭南控股	12.65	0.23	0.28	0.34	55.60	44.78	37.76
平均值						126.78	60.32	40.67
603099.SH	长白山	42.47	0.63	0.73	0.83	67.86	58.28	51.08

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，长白山盈利预测来自华源证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) **客流增长不及预期：**公司客流或会受到天气、宏观环境等因素影响而发生变化，进而影响公司业绩；
- 2) **自然灾害风险：**公司拥有得天独厚的自然资源，且业务依赖自然资源，倘若发生自然灾害或将影响公司业务发展；
- 3) **定增项目落地不及预期：**公司发布定增项目拟建设温泉部落二期及提升交通设备，倘若后续定增项目落地不及预期，或影响公司业绩。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	287	533	671	861
应收票据及账款	68	70	79	88
预付账款	49	47	52	59
其他应收款	12	19	21	23
存货	16	20	22	25
其他流动资产	13	21	22	23
<b>流动资产总计</b>	<b>445</b>	<b>710</b>	<b>868</b>	<b>1,079</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	682	686	724	737
在建工程	124	153	122	92
无形资产	169	177	199	218
长期待摊费用	12	8	4	1
其他非流动资产	16	31	30	28
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,002</b>	<b>1,055</b>	<b>1,080</b>	<b>1,076</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,447</b>	<b>1,765</b>	<b>1,948</b>	<b>2,155</b>
短期借款	80	0	0	0
应付票据及账款	52	54	60	66
其他流动负债	100	112	125	139
<b>流动负债合计</b>	<b>231</b>	<b>166</b>	<b>185</b>	<b>205</b>
长期借款	43	37	29	19
其他非流动负债	10	10	10	10
<b>非流动负债合计</b>	<b>54</b>	<b>48</b>	<b>39</b>	<b>30</b>
<b>负债合计</b>	<b>285</b>	<b>213</b>	<b>225</b>	<b>235</b>
股本	267	272	272	272
资本公积	286	516	516	516
留存收益	610	763	935	1,132
归属母公司权益	1,162	1,551	1,723	1,920
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>1,162</b>	<b>1,551</b>	<b>1,723</b>	<b>1,920</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,447</b>	<b>1,765</b>	<b>1,948</b>	<b>2,155</b>

**现金流量表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	144	176	205	233
折旧与摊销	71	77	83	89
财务费用	2	2	0	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-37	-3	-1	-1
其他经营现金流	25	-8	-9	-9
<b>经营性现金净流量</b>	<b>205</b>	<b>244</b>	<b>278</b>	<b>311</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-167</b>	<b>-128</b>	<b>-106</b>	<b>-83</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>37</b>	<b>131</b>	<b>-34</b>	<b>-37</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>75</b>	<b>247</b>	<b>138</b>	<b>191</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**利润表（百万元）**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>743</b>	<b>851</b>	<b>957</b>	<b>1,068</b>
<b>营业成本</b>	<b>434</b>	<b>491</b>	<b>547</b>	<b>604</b>
税金及附加	6	9	10	11
销售费用	24	27	31	34
管理费用	66	75	84	94
研发费用	0	0	0	0
财务费用	2	2	0	-1
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-3	-4	-4	-5
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	1	3	2	2
<b>营业利润</b>	<b>210</b>	<b>246</b>	<b>285</b>	<b>323</b>
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	11	11	11	11
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>199</b>	<b>235</b>	<b>274</b>	<b>312</b>
所得税	55	65	75	86
<b>净利润</b>	<b>144</b>	<b>170</b>	<b>198</b>	<b>226</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>144</b>	<b>170</b>	<b>198</b>	<b>226</b>
EPS(元)	0.53	0.63	0.73	0.83

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	19.81%	14.43%	12.54%	11.53%
营业利润增长率	15.32%	17.10%	15.70%	13.56%
归母净利润增长率	4.48%	18.16%	16.44%	14.10%
经营现金流增长率	-17.99%	18.77%	13.71%	11.92%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	41.67%	42.29%	42.88%	43.38%
净利率	19.41%	20.04%	20.73%	21.21%
ROE	12.41%	10.99%	11.52%	11.79%
ROA	9.97%	9.66%	10.19%	10.51%
<b>估值倍数</b>				
P/E	80.19	67.86	58.28	51.08
P/S	15.56	13.60	12.08	10.83
P/B	9.95	7.46	6.71	6.02
股息率	0.19%	0.15%	0.23%	0.25%
EV/EBITDA	41	36	31	27

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。