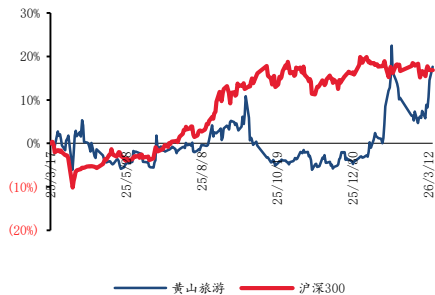


黄山旅游点评：受托管理东海索道，投建温泉综合整治项目

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	7.29/5.13
总市值/流通(亿元)	100.8/70.94
12个月内最高/最低价(元)	14.76/11.01

相关研究报告

证券分析师：王湛

电话：

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190517100003

事件：(1) 公司拟与黄山旅游集团有限公司全资子公司黄山东海景区开发有限公司签署《东海索道托管服务合同》，由黄山东海景区开发有限公司成立东海索道分公司，作为东海索道运营主体，公司受托管理东海索道分公司，全面负责东海索道分公司营业前筹备及日常经营管理工作。(2) 公司计划投资建设黄山温泉(桃花溪段)综合整治项目，预计投资金额约为4.12亿元，打造兼具观赏目的地与旅游服务基地双重属性的温泉休闲度假康养综合体。

点评：

东海索道先托管、后注入的明确路径，投运时点临近。公司与控股股东下属东海景区开发公司签署托管协议，运营期暂定1年；费用构成包括筹备管理费200万元，按营收8%计提的基本管理费与劳务报酬，生效后年管理费预计不超过2000万元；为避免同业竞争且待价格与资产注入审批明确后再办理转让。

东海索道大幅提升黄山索道运力。东海索道全长约6,638米、单向运力2100人/小时；项目进入收尾阶段，预计将于暑期前投入运营。黄山现有三条索道，其中云谷索道运力1200人/小时，玉屏索道2400人/小时，太平索道正在进行电气化改造，东海索道的投运将大幅提高黄山景区索道运力，提升景区接待能力和游客体验。

温泉度假酒店位于黄山核心景区，具有稀缺性。公司拟投资约4.12亿元建设黄山温泉(桃花溪段)综合整治项目，位于核心温泉管理区，距玉屏索道约1.5公里、云谷索道约6公里，建筑面积超4万平，规划近300间客房，预计采用“云字号”高端品牌，建设期约36个月。根据可研报告口径年均营收约8668-8700万元、年均利润约1170-1200万元；结合公司北海宾馆(230-240间、均价近1,000元、利润约2,000万元)表现与“云字号”过往2,000元以上均价经验，存在经营期超预期空间。

高铁持续提升景区到达便利性。杭衢高铁已于2025年12月开通，金建高铁兰建段2026年2月开通，黄山与浙中(金华、义乌、兰溪)、浙南(温州、台州)通行时间大幅缩短。参考池黄、宣绩高铁开通后黄山北站客流增长超30%的经验，交通改善将持续拉动景区客流及二次消费增长。

投资建议：预计黄山旅游2025-2027年归母净利润分别为3.03/3.6/4.2亿，同比-3.7%/18.7%/17%，对应PE为32X/27X/23X，给与“买入”评级。

风险提示：东黄山索道价格审批、资产注入审批进度及节奏存在不确定性；存在新索道/酒店爬坡期及恶劣天气对客流与安全运营的影响，存在项目收益不及可研预期的执行风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,931	2,065	2,266	2,478
营业收入增长率(%)	0.09%	6.95%	9.71%	9.38%
归母净利润（百万元）	315	303	360	421
净利润增长率(%)	-25.51%	-3.67%	18.69%	17.03%
摊薄每股收益（元）	0.43	0.42	0.49	0.58
市盈率（PE）	31.17	32.35	27.26	23.29

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,967	1,812	2,102	2,346	2,629
应收和预付款项	44	50	51	55	60
存货	453	48	47	50	53
其他流动资产	49	94	91	93	96
流动资产合计	2,513	2,005	2,290	2,545	2,838
长期股权投资	167	185	185	185	185
投资性房地产	6	5	5	5	5
固定资产	1,506	1,432	1,432	1,432	1,432
在建工程	273	800	800	800	800
无形资产开发支出	159	159	159	159	159
长期待摊费用	224	227	232	239	249
其他非流动资产	3,320	2,923	3,213	3,493	3,811
资产总计	5,654	5,732	6,027	6,314	6,642
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	214	217	266	285	303
长期借款	2	2	2	2	2
其他负债	747	655	692	716	740
负债合计	963	873	960	1,003	1,045
股本	729	729	729	729	729
资本公积	344	344	344	344	344
留存收益	3,404	3,549	3,731	3,947	4,200
归母公司股东权益	4,486	4,657	4,841	5,057	5,310
少数股东权益	205	202	226	254	287
股东权益合计	4,692	4,859	5,067	5,311	5,597
负债和股东权益	5,654	5,732	6,027	6,314	6,642

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	723	522	494	499	567
投资性现金流	-200	-249	-91	-110	-115
融资性现金流	-134	-433	-113	-144	-169
现金增加额	389	-160	289	245	283

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,929	1,931	2,065	2,266	2,478
营业成本	887	931	1,123	1,203	1,280
营业税金及附加	17	27	29	32	35
销售费用	52	61	83	91	99
管理费用	358	382	372	403	434
财务费用	-1	3	-36	-42	-47
资产减值损失	-5	-4	0	0	0
投资收益	5	-2	-18	-11	-12
公允价值变动	21	-20	0	0	0
营业利润	651	508	486	577	676
其他非经营损益	-2	-1	-1	-1	-1
利润总额	649	506	486	576	675
所得税	193	166	158	188	220
净利润	456	340	327	389	455
少数股东损益	33	25	24	28	33
归母股东净利润	423	315	303	360	421

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	54.02%	51.78%	45.61%	46.90%	48.34%
销售净利率	21.92%	16.31%	14.69%	15.90%	17.01%
销售收入增长率	141.21%	0.09%	6.95%	9.71%	9.38%
EBIT 增长率	396.13%	-14.55%	-16.24%	18.91%	17.45%
净利润增长率	424.29%	-25.51%	-3.67%	18.69%	17.03%
ROE	9.43%	6.76%	6.27%	7.12%	7.94%
ROA	8.40%	5.97%	5.57%	6.30%	7.02%
ROIC	8.72%	7.02%	5.66%	6.44%	7.19%
EPS (X)	0.58	0.43	0.42	0.49	0.58
PE (X)	23.21	31.17	32.35	27.26	23.29
PB (X)	2.19	2.11	2.03	1.94	1.85
PS (X)	5.09	5.08	4.75	4.33	3.96
EV/EBITDA (X)	7.26	8.36	15.55	12.91	10.75

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提

构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。