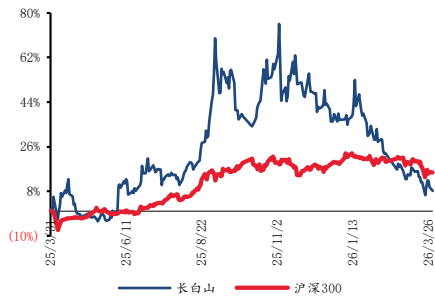


## 长白山 2025 年报点评：客流稳健增长，利润端短期承压

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	2.72/2.67
总市值/流通(亿元)	97.09/95.07
12个月内最高/最低价(元)	60.33/29.73

### 相关研究报告

<<长白山 25Q3 点评：暑期客流大幅增长，景区布局持续优化>>—2025-11-01

<<长白山 25 中报点评：上半年天气影响大，关注暑期旺季流量>>—2025-08-29

<<长白山 24&25Q1 点评：全年稳健增长，Q1 天气构成短期影响>>—2025-05-26

### 证券分析师：王湛

电话：

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190517100003

**事件：**长白山发布 2025 年财报：报告期内实现营收 7.88 亿元，同比增长 5.98%；归母净利润 1.29 亿元，同比下降 10.33%；扣非归母净利润 1.28 亿元，同比下降 15.63%

2025Q4 公司实现营收 1.52 亿元，同比+1.95%；归母净利润-2003 万元，2024 年同期为-358 万元；归母扣非净利润-2135 万元，24 年同期为-336 万元。

#### 点评：

**客流保持较高增速，天气及新项目培育影响利润。**2025 年长白山景区全年接待游客 367.73 万人次，同比增长 7.9%，其中 7-9 月长白山景区接待游客同比增长 20%。受天气因素影响，2025 年天池景区关闭天数较多，在客流增长的情况下，毛利率较高的旅游客运业务收入小幅下滑 3.26%，毛利率下滑 4.92pct。此外恩都里项目 25 年 6 月开业，引入餐饮、民宿等多种业态，但尚处培育期，全年实现收入 1482 万元，净亏损 1154 万元，对当期利润形成拖累。

**收入结构变化影响整体利润率。**报告期内，公司综合毛利率从 24 年的 41.67%降至 37.47%，同比下滑 4.2pct；其中旅游客运毛利率从 24 年的 45.55%下滑至 25 年的 40.63%，同比下降 4.92pct，是毛利率下滑的关键所在，背后是北景区主峰关闭天数增加、高毛利倒站车收入受损以及收入结构向低毛利业务迁移。公司整体净利率从 24 年的 19.41%降至 25 年的 15.87%，销售/管理/财务费用率分别上升 0.30/1.40/0.33pct，管理费用率抬升最显著，主要由薪酬社保调整所致。

**新项目投运在即，打开成长天花板。**公司募投项目火山温泉部落二期建设持续推进，预计将于 2026 年年底完工投运，新增大量客房、温泉及配套设施，有望再造一个皇冠假日酒店体量的收入贡献。

**交通基建红利持续释放。**2025 年开通的沈白高铁极大提升了景区的可达性，有效带动了淡季及周末客流，改变了游客出行决策模式。受益于此，2026 年 1-2 月长白山客流实现 20%的同比增长，为全年业绩高增打下良好开局。

**投资建议：**预计 2026-2028 年长白山将实现归母净利润 1.73/2.08/2.37 亿元，同比增速 33.67%/20.29%/13.84%。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.63/0.76/0.87 元/股，对应 2026-2028 年 PE 分别为 56X、47X 和 41X，看好外部交通改善及景区内部扩容带来的客流增长，给予“买入”评级。

**风险提示：**存在天气及自然灾害风险影响景区开放的风险，存在市场竞争加剧的风险，存在项目推进不及预期的风险，存在人力成本、原材料成本、能源成本等持续上涨的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	788	913	1,051	1,190
营业收入增长率(%)	5.98%	15.95%	15.04%	13.23%
归母净利润（百万元）	129	173	208	237
净利润增长率(%)	-10.33%	33.67%	20.29%	13.84%
摊薄每股收益（元）	0.47	0.63	0.76	0.87
市盈率（PE）	75.07	56.16	46.68	41.01

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)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	287	439	506	647	820
应收和预付款项	117	141	135	152	168
存货	16	19	20	23	26
其他流动资产	25	34	38	43	48
流动资产合计	445	632	700	865	1,062
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	6	5	5	5	5
固定资产	676	671	726	741	702
在建工程	124	152	122	122	172
无形资产开发支出	169	163	158	152	147
长期待摊费用	12	138	143	148	153
其他非流动资产	462	714	773	928	1,115
资产总计	1,447	1,843	1,926	2,096	2,293
短期借款	80	0	0	0	0
应付和预收款项	52	120	84	96	107
长期借款	42	24	24	24	24
其他负债	111	189	199	213	227
负债合计	285	333	307	333	357
股本	267	272	272	272	272
资本公积	286	509	509	509	509
留存收益	604	712	820	964	1,129
归母公司股东权益	1,162	1,497	1,605	1,749	1,914
少数股东权益	0	14	14	14	21
股东权益合计	1,162	1,511	1,619	1,763	1,935
负债和股东权益	1,447	1,843	1,926	2,096	2,293

**现金流量表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	205	173	243	315	356
投资性现金流	-167	-150	-110	-110	-110
融资性现金流	37	117	-54	-64	-73
现金增加额	75	140	79	141	173

**利润表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	743	788	913	1,051	1,190
营业成本	434	493	543	617	689
营业税金及附加	6	7	8	9	11
销售费用	24	28	32	36	40
管理费用	66	81	94	105	119
财务费用	2	4	-5	-6	-8
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	210	178	245	293	344
其他非经营损益	-11	-3	-5	-5	-5
利润总额	199	176	240	289	339
所得税	55	51	67	81	95
净利润	144	125	173	208	244
少数股东损益	0	-4	0	0	7
归母股东净利润	144	129	173	208	237

**预测指标**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	41.67%	37.47%	40.55%	41.25%	42.10%
销售净利率	19.41%	16.42%	18.93%	19.79%	19.90%
销售收入增长率	19.81%	5.98%	15.95%	15.04%	13.23%
EBIT 增长率	14.54%	-13.74%	28.66%	20.29%	16.98%
净利润增长率	4.48%	-10.33%	33.67%	20.29%	13.84%
ROE	12.41%	8.64%	10.77%	11.89%	12.37%
ROA	10.77%	7.60%	9.17%	10.34%	11.12%
ROIC	11.78%	8.08%	9.86%	10.94%	11.71%
EPS (X)	0.53	0.47	0.63	0.76	0.87
PE (X)	67.31	75.07	56.16	46.68	41.01
PB (X)	8.36	6.49	6.05	5.55	5.07
PS (X)	13.06	12.33	10.63	9.24	8.16
EV/EBITDA (X)	39.17	45.10	28.53	23.89	20.60

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。