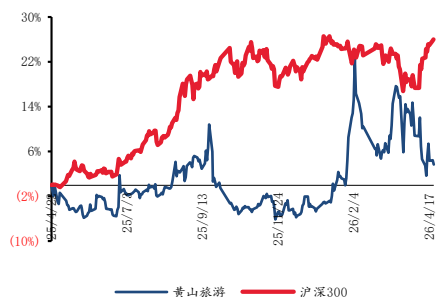


## 黄山旅游年报点评：客流持续增长，新项目带来业绩弹性

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	7.29/5.13
总市值/流通(亿元)	88.84/62.52
12个月内最高/最低价(元)	14.76/11.08

### 相关研究报告

- <<黄山旅游点评：受托管理东海索道，投建温泉综合整治项目>>—2026-03-17
- <<客流高速增长 业绩弹性高>>—2023-08-29
- <<门票降价影响可控 关注年底高铁通车>>—2018-09-19

### 证券分析师：王湛

电话：

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190517100003

**事件：**公司发布 2025 年年报，报告期内公司实现营收 21.09 亿元/+9.23%，归母净利润 2.92 亿元/-7.15%，扣非净利润 2.62 亿元/-17.38%。

其中，Q4 单季实现营收 5.74 亿元/+10.52%，归母净利润 0.39 亿元/+29.49%，扣非净利润 0.15 亿元/-66.92%。

### 点评：

**核心景区客流稳健。**2025 年黄山景区接待游客 516.80 万人(+4.99%)，索道及缆车运送游客 1043.38 万人次 (+6.31%)，客流创历史新高，索道乘坐比例达到 2.02，展现了核心自然景区强大的品牌韧性与吸引力。2025 年公司景区管理业务收入 2.93 亿元/+22.09%，门票客单价 56.7 元/+16.29%，免票政策收窄带来门票收入高增长。

**资源有偿使用费导致利润下滑。**2025 年利润下滑的主因是执行新的资源有偿使用费政策。根据该政策，索道及缆车按营业收入的 15%、景区交通按照营业收入的 3%，山上酒店按营业收入的 4%，山下酒店按营业收入的 2%缴纳费用并计入营业成本。这直接导致索道业务毛利率减少 12.36 个百分点至 75.2%，旅游服务业务毛利率减少 7.42 个百分点至 7.98%，酒店业务毛利率减少 11.01 个百分点至 32.57%。公司整体毛利率下降 4.91 个百分点至 46.86%，净利率下降 2.88 个百分点至 14.73%。

**存量改造见效，新项目储备中长期动能。**作为募投项目的北海宾馆已于 2025 年 9 月完成改造并投入运营，2026 年将贡献全年业绩。同时公司加速项目投资，公告拟投资 4.12 亿元建设温泉（桃花溪段）综合整治项目（温泉度假酒店），投资 5.3 亿元建设黄山滨江东路 12 号酒店项目。

**东海索道打开景区扩容空间。**东海索道项目位于黄山风景区东海景区和黄山市黄山区谭家桥镇，是游客通过黄山风景区东大门进山的核心交通设施，该项目建设已进入收尾阶段。该索道系黄山旅游集团全资子公司东海开发公司开发建设，单向运力达 2100 人/小时，投运后有望打破当前旺季景区接待瓶颈。公司已公告受托管理该索道，并明确未来待条件成熟后将注入上市公司，解决了同业竞争问题并锁定远期利润增长。

**投资建议：**预计黄山旅游 2026-2028 年归母净利润分别为 3.36/4.02/4.67 亿，同比 14.74%/19.74%/16.17%，对应 PE 为 26.5X/22.1X/19.0X，给与“买入”评级。

**风险提示：**存在限流政策趋严导致游客下滑的风险；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；存在恶劣天气对客流与安全运营的影响的风险；存在新项目收益不及可研预期的执行风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,109	2,359	2,654	2,928
营业收入增长率(%)	9.23%	11.86%	12.51%	10.31%
归母净利润（百万元）	292	336	402	467
净利润增长率(%)	-7.15%	14.74%	19.74%	16.17%
摊薄每股收益（元）	0.40	0.46	0.55	0.64
市盈率（PE）	30.37	26.47	22.11	19.03

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	1,812	1,738	1,945	2,290	2,736
应收和预付款项	50	66	61	68	75
存货	48	55	63	69	74
其他流动资产	94	137	124	128	132
流动资产合计	2,005	1,996	2,193	2,556	3,016
长期股权投资	185	162	162	162	162
投资性房地产	5	25	25	25	25
固定资产	1,432	1,626	1,627	1,564	1,441
在建工程	800	878	928	978	1,028
无形资产开发支出	159	216	201	187	173
长期待摊费用	227	217	214	211	208
其他非流动资产	2,923	2,986	3,210	3,599	4,087
资产总计	5,732	6,111	6,369	6,727	7,125
短期借款	0	7	7	7	7
应付和预收款项	217	296	310	339	365
长期借款	2	16	16	16	16
其他负债	655	812	820	867	910
负债合计	873	1,132	1,153	1,229	1,299
股本	729	729	729	729	729
资本公积	344	344	344	344	344
留存收益	3,549	3,665	3,877	4,130	4,424
归母公司股东权益	4,657	4,778	4,990	5,243	5,537
少数股东权益	202	201	226	255	289
股东权益合计	4,859	4,979	5,215	5,498	5,826
负债和股东权益	5,732	6,111	6,369	6,727	7,125

**现金流量表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	522	666	676	790	865
投资性现金流	-249	-510	-354	-306	-257
融资性现金流	-433	-225	-114	-139	-163
现金增加额	-160	-69	207	345	445

**利润表 (百万)**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,931	2,109	2,359	2,654	2,928
营业成本	931	1,121	1,264	1,383	1,489
营业税金及附加	27	29	33	37	40
销售费用	61	82	92	104	114
管理费用	382	391	448	504	556
财务费用	3	5	-17	-19	-23
资产减值损失	-4	-10	0	0	0
投资收益	-2	-20	-12	-13	-15
公允价值变动	-20	24	0	0	0
营业利润	508	489	538	645	749
其他非经营损益	-1	1	-1	-1	-1
利润总额	506	490	538	644	748
所得税	166	179	177	212	247
净利润	340	311	360	431	501
少数股东损益	25	18	25	30	34
归母股东净利润	315	292	336	402	467

**预测指标**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	51.78%	46.86%	46.44%	47.90%	49.14%
销售净利率	16.31%	13.87%	14.22%	15.14%	15.94%
销售收入增长率	0.09%	9.23%	11.86%	12.51%	10.31%
EBIT 增长率	-14.55%	-6.61%	3.87%	19.99%	16.11%
净利润增长率	-25.51%	-7.15%	14.74%	19.74%	16.17%
ROE	6.76%	6.12%	6.73%	7.66%	8.43%
ROA	5.97%	5.25%	5.77%	6.59%	7.23%
ROIC	7.02%	5.96%	6.26%	7.13%	7.83%
EPS (X)	0.43	0.40	0.46	0.55	0.64
PE (X)	28.20	30.37	26.47	22.11	19.03
PB (X)	1.91	1.86	1.78	1.69	1.60
PS (X)	4.60	4.21	3.77	3.35	3.03
EV/EBITDA (X)	8.36	8.80	9.10	7.57	6.34

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供面许可任何机构和任何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。