

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

黄山旅游(600054)

投资评级 买入

上次评级 买入

范欣悦 商社行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

相关研究

黄山旅游: 名山为基, 弹性可期

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

25 年报点评: 景区量价齐升, 资源有偿使用费影响利润率

2026 年 04 月 23 日

事件: 25 年, 公司实现收入 21.1 亿元、同增 9.2%, 实现归母净利润 2.9 亿元、同减 7.2%, 实现扣非后净利润 2.6 亿元、同减 17.4%。

拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.71 元 (含税)。

点评:

- **黄山景区有效购票人数、ASP 齐升。** 25 年, 景区业务收入 2.9 亿元、同增 21.9%。黄山景区接待进山游客 516.8 万人、同增 5.0%。门票 ASP (门票 ASP=景区收入/黄山进山游客人数; 太平湖和花山谜窟门票收入体量相比黄山门票收入体量小很多, 因此计算时忽略) 同增 16.1%, 我们推测主要是 25 年免票政策较 24 年减少所致。景区收入增长带动毛利率回升, 景区业务毛利率同增 7.06pct 至 46.46%。
- **景区资源有偿使用费政策变化带来索道缆车收入、成本核算变化。** 25 年, 索道和缆车收入 8.4 亿元、同增 17.4%。25 年 1 月 1 日起, 索道和缆车按照营业收入的 15% 征收资源有偿使用费 (计入营业成本), 而之前玉屏、云谷、太平三条索道是按照 10 元/票缴纳资源有偿使用费 (不计入营业收入和营业成本), 这个核算变化导致在运送旅客一定的情况下, 索道和缆车收入将增加, 毛利率将下降。25 年, 索道缆车运送游客 1043.4 万人次、同增 6.3%, 渗透率 (=运送游客人次/进山游客人数) 达到 201.9%。索道缆车 ASP 同增 10.4%。索道和缆车毛利率同减 12.36pct 至 75.20%。
- **景区资源有偿使用费政策变化影响酒店业务毛利率。** 25 年, 酒店业务收入 4.9 亿元、同增 8.0%。从 25 年 1 月 1 日起, 山上酒店按照营业收入的 4% 征收资源有偿使用费 (计入营业成本), 而之前黄山风景区酒店不缴纳。因此 25 年酒店业务毛利率同减 5.34pct 至 32.57%。
- **静待黄山东大门和东海索道的投运带来业绩增量。** 黄山东大门、东海景区和东海索道有望在 26 年 7 月投运, 一方面增加 1/3 的游览面积, 疏解南大门的客流压力, 有望有效促进客流增长, 利好景区业务; 另一方面, 受托管理东海索道, 短期增加管理费收入, 未来东海索道注入后利好索道业务。
- **盈利预测与投资评级:** 黄山景区量价齐升, 景区资源有偿使用费政策变化影响利润率。26 年黄山东大门、东海景区和东海索道投运有望贡献业绩增量。预计 26/27/28 年 EPS 为 0.48/0.56/0.64 元/股, 当前股价对应 PE 估值为 25x/22x/19x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动对旅游行业的影响, 恶劣天气和自然灾害对旅游行业的影响, 新项目投运推迟及爬坡低预期的风险, 存量项目运营改善低预期的风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1,931	2,109	2,363	2,547	2,723
增长率 YoY %	0.1%	9.2%	12.0%	7.8%	6.9%
归属母公司净利润 (百万元)	315	292	352	410	470
增长率 YoY%	-25.5%	-7.2%	20.4%	16.5%	14.6%
毛利率%	51.8%	46.9%	48.2%	49.0%	49.8%
净资产收益率ROE%	6.8%	6.1%	7.0%	7.8%	8.4%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.40	0.48	0.56	0.64
市盈率 P/E(倍)	28	30	25	22	19
市净率 P/B(倍)	2	2	2	2	2

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 23 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,005	1,996	2,128	2,340	2,645
货币资金	1,812	1,738	1,856	2,043	2,324
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	34	32	39	42	45
预付账款	16	34	18	18	18
存货	48	55	55	56	57
其他	94	137	160	181	200
非流动资产	3,727	4,115	4,272	4,381	4,443
长期股权投资	185	162	162	162	162
固定资产(合计)	1,432	1,626	1,618	1,594	1,553
无形资产	159	216	250	271	282
其他	1,952	2,111	2,243	2,354	2,446
资产总计	5,732	6,111	6,400	6,721	7,088
流动负债	517	743	763	773	787
短期借款	0	7	6	5	4
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	216	295	306	307	311
其他	302	441	451	462	471
非流动负债	356	388	406	424	442
长期借款	2	16	14	12	10
其他	354	372	392	412	432
负债合计	873	1,132	1,170	1,198	1,229
少数股东权益	202	201	223	249	279
归属母公司股东权益	4,657	4,778	5,007	5,274	5,580
负债和股东权益	5,732	6,111	6,400	6,721	7,088

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,931	2,109	2,363	2,547	2,723
同比(%)	0.1%	9.2%	12.0%	7.8%	6.9%
归属母公司净利润	315	292	352	410	470
同比(%)	-25.5%	-7.2%	20.4%	16.5%	14.6%
毛利率(%)	51.8%	46.9%	48.2%	49.0%	49.8%
ROE%	6.8%	6.1%	7.0%	7.8%	8.4%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.40	0.48	0.56	0.64
P/E	28	30	25	22	19
P/B	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	8	9	8	7	6

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,931	2,109	2,363	2,547	2,723
营业成本	931	1,121	1,225	1,298	1,366
营业税金及附加	27	29	32	35	37
销售费用	61	82	89	94	98
管理费用	382	391	415	422	423
研发费用	3	4	4	5	5
财务费用	3	5	6	6	6
减值损失合计	-4	-7	0	0	0
投资净收益	-2	-20	-23	-24	-26
其他	-10	39	17	19	20
营业利润	508	489	586	682	781
营业外收支	-1	1	-1	0	0
利润总额	506	490	585	682	781
所得税	166	179	211	246	281
净利润	340	311	375	436	500
少数股东损益	25	18	22	26	30
归属母公司净利润	315	292	352	410	470
EBITDA	802	780	874	1,009	1,146
EPS(当年)(元)	0.43	0.40	0.48	0.56	0.64

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	522	666	706	788	897
净利润	340	311	375	436	500
折旧摊销	265	279	283	321	358
财务费用	1	3	19	20	22
投资损失	2	20	23	24	26
营运资金变动	-98	65	7	-14	-9
其它	12	-12	1	0	0
投资活动现金流	-249	-510	-463	-455	-446
资本支出	-249	-525	-371	-360	-350
长期投资	-32	-1	-10	-10	-10
其他	33	15	-83	-84	-86
筹资活动现金流	-433	-225	-125	-147	-169
吸收投资	2	6	0	0	0
借款	0	22	-3	-3	-3
支付利息或股息	-192	-154	-142	-164	-186
现金流净增加额	-160	-69	118	187	282

研究团队简介

范欣悦，CFA，商社行业首席分析师，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名、2023 年获得新浪金麒麟医美行业菁英分析师第一名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 4 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。