

长白山 (603099.SH)

年初至今客流表现积极，避暑旺季成长可期

优于大市

核心观点

公司 2025 年营收同比增长 5.98%，归母净利润同比下滑 10.33%。公司 2025 年全年实现营收 7.88 亿元/+5.98%，归母净利润 1.29 亿元/-10.33%，扣非净利润 1.28 亿元/-15.63%。分季度看，2025Q1-Q4 营收分别为 1.29 亿、1.07 亿、4.01 亿、1.52 亿元；归母净利润分别为 0.04 亿、-0.06 亿、1.51 亿、-0.20 亿元。其中三季度系全年最旺季，暑期客流表现强劲，弥补上半年疲弱态势。全年营收增长而利润承压，主要系高毛利的北景区主峰交通业务受恶劣天气影响关闭天数增多，同时人力成本及新业务培育期费用增加所致。

全年客流稳健增长，但结构变化及天气因素致人均消费下滑。2025 年景区全年接待游客 367.73 万人次，同比增长 7.9%，其中暑期旺季（7-9 月）客流同比增长 20%，“817 稻米节”、沈白高铁开通助力客流增长。人均消费下滑的核心原因在于，高毛利的北景区天池倒站车（票价 80 元）受天气影响，比 24 年多关闭 49 天，影响客流约 11 万人次，对公司收入产生直接影响。

2026 年一季度业绩迎“开门红”，营收及利润均实现高增。公司 2026Q1 实现营收 1.56 亿元，同比增长 21.37%；归母净利润 809 万元，同比增长 84.23%。一季度业绩高增主要受益于春节假期较去年延后 19 天，完整覆盖 2 月核心旺季时段，有效延长了冰雪旺季时长。一季度景区客流达 58.03 万人次，同比增长 21.63%，与收入增长趋势基本匹配。

厄尔尼诺效应有望强化避暑需求，交通改善与项目扩容打造一年双旺季。一方面，Q3 作为传统业绩高峰期，公司已采购 38 辆大巴车提升运力，预计暑期将单日承载力从 3.5 万提升至 4 万，打开旺季盈利空间；同时厄尔尼诺预期强化可能有助于抬升游客的避暑需求，作为国内避暑胜地的长白山有望受益。另一方面，Q1 优异表现再次验证冰雪游需求景气增长以及淡季可挖掘空间，沈白高铁已于 2025 年 9 月底开通运营，极大缩短京津冀、辽沈等核心客源地的交通时间（北京至长白山约 4 小时），叠加景区更积极的免票活动（门票不体现在上市公司），引流效应已在 2026 年 1-4 月及五一假期显现（客流分别同比增长 24%、36%）。重点募投项目温泉部落二期预计于 2026 年底前投产，新增约 400 间客房，有望再造一个现有皇冠假日业绩体量。

风险提示：恶劣天气扰动，交通改善效果不及预期，交通免票比例增加等。

投资建议：考虑运力增加折摊阶段影响以及家庭游下免票比例增加，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润至 1.7/2.0/2.3 亿元（此前为 1.9/2.2/-1 亿元），最新股价对应 PE 为 61/51/44x。短期即将进入暑期旺季，运力提升有望打开核心盈利空间；政策大力倡导提振冰雪经济、沈白高铁开通触达核心客源地有望抬升一年双旺季的中线成长预期，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 743 | 788 | 905 | 1,023 | 1,135 |
| (+/-%) | 19.8% | 6.0% | 14.8% | 13.1% | 11.0% |
| 净利润(百万元) | 144 | 129 | 169 | 202 | 233 |
| (+/-%) | 4.5% | -10.3% | 30.9% | 19.3% | 15.2% |
| 每股收益(元) | 0.54 | 0.47 | 0.62 | 0.74 | 0.85 |
| EBIT Margin | 28.8% | 22.8% | 24.6% | 26.1% | 26.9% |
| 净资产收益率 (ROE) | 12.4% | 8.6% | 10.4% | 11.3% | 11.8% |
| 市盈率 (PE) | 70.0 | 79.7 | 60.9 | 51.0 | 44.3 |
| EV/EBITDA | 37.2 | 43.4 | 34.8 | 29.2 | 26.0 |
| 市净率 (PB) | 8.69 | 6.89 | 6.32 | 5.75 | 5.21 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光
0755-82150809

证券分析师：杨玉莹

zengguang@guosen.com.cn yangyuying@guosen.com.cn
S0980511040003 S0980524070006

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 37.85 元 |
| 总市值/流通市值 | 10309/10309 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 60.33/31.50 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 175.60 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《长白山 (603099.SH) - 暑期旺季利润增长 19%，交通优化有望打开冰雪季客流渗透》——2025-10-29
- 《长白山 (603099.SH) - 暑期旺季客流表现突出，政策、交通、景区扩容为冰雪季蓄力》——2025-09-08
- 《长白山 (603099.SH) - 三季度天气因素扰动业绩，蓄力新一轮冰雪季》——2024-10-29
- 《长白山 (603099.SH) - 二季度扩充产能拖累利润率，重点跟踪暑期下半程客流表现》——2024-08-08

公司 2025 年营收同比增长 5.98%，归母净利润同比下滑 10.33%。公司 2025 年全年实现营收 7.88 亿元/+5.98%，归母净利润 1.29 亿元/-10.33%，扣非净利润 1.28 亿元/-15.63%。分季度看，2025Q1-Q4 营收分别为 1.29 亿、1.07 亿、4.01 亿、1.52 亿元；归母净利润分别为 0.04 亿、-0.06 亿、1.51 亿、-0.20 亿元。其中三季度系全年最旺季，暑期客流表现强劲，弥补上半年疲弱态势。全年营收增长而利润承压，主要系高毛利的北景区主峰交通业务受恶劣天气影响关闭天数增多，同时人力成本及新业务培育期费用增加所致。

图1：公司营收（万元）及同比增速

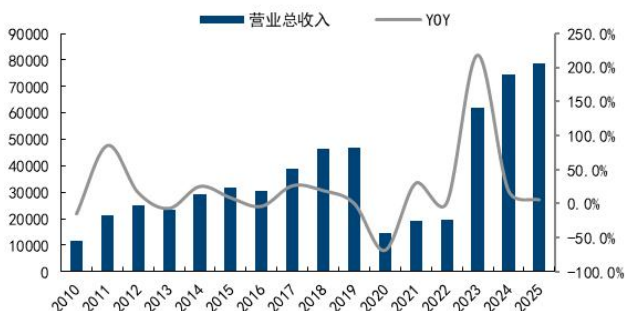


图2：公司归母及扣非利润（万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全年客流稳健增长，但结构变化及天气因素致人均消费下滑。2025 年景区全年接待游客 367.73 万人次，同比增长 7.9%，其中暑期旺季（7-9 月）客流同比增长 20%，“817 稻米节”、沈白高铁开通助力客流增长。人均消费下滑的核心原因在于，高毛利的北景区天池倒站车（票价 80 元）受天气影响，比 24 年多关闭 49 天，影响客流约 11 万人次，对公司收入产生直接影响。

2026 年一季度业绩迎“开门红”，营收及利润均实现高增。公司 2026Q1 实现营收 1.56 亿元，同比增长 21.37%；归母净利润 809 万元，同比增长 84.23%。一季度业绩高增主要受益于春节假期较去年延后 19 天，完整覆盖 2 月核心旺季时段，有效延长了冰雪旺季时长。一季度景区客流达 58.03 万人次，同比增长 21.63%，与收入增长趋势基本匹配。

厄尔尼诺效应有望强化避暑需求，交通改善与项目扩容打造一年双旺季。一方面，Q3 作为传统业绩高峰期，公司已采购 38 辆大巴车提升运力，预计暑期将单日承载力从 3.5 万提升至 4 万，打开旺季盈利空间；同时厄尔尼诺预期强化可能有助于抬升游客的避暑需求，作为国内避暑胜地的长白山有望受益。另一方面，Q1 优异表现再次验证冰雪游需求景气增长以及淡季可挖掘空间，沈白高铁已于 2025 年 9 月底开通运营，极大缩短京津冀、辽沈等核心客源地的交通时间（北京至长白山约 4 小时），叠加景区更积极的免票活动，如 4 月覆盖人群从去年特定人群特定周末扩大至全球游客全天候，打折优惠也从半价变为全免票，并配合 G331 通车精准面向异地自驾游客免票。具体而言，根据吉林省文化和旅游厅官方账号悠游吉林，长白山景区自 2026 年 3 月 31 日至 4 月 30 日期间，面向全球游客实行北、西景区免门票政策；“长白秘境吉线 G331 自驾免费游景区”活动中对异地自驾游客免长白山景区首道门票（不含车票）。作为对比，2025 年 3 月 12 日 - 4 月 30 日每周六、周日，所有游客通过长白山官方购票渠道购买长白山北、西景区全价门票的享受半价优惠；吉林省内在籍全日制大学本科及大学专科（不含成人教育及研究生）凭学生证免长白山北、西景区门票；已入驻长白山景区旅行社购票系统的旅行社累计进入长白山景区游客超过 1000 人次后，超出人数给予长白山景区门票全价票 8 折优惠。交通改善及灵活免票政策的引流效应已在 2026 年

1-4月及五一假期显现（客流分别同比增长24%、36%）。重点募投项目温泉部落二期预计于2026年底前投产，新增约400间客房，有望再造一个现有皇冠假日业绩体量。

风险提示：恶劣天气扰动，交通改善效果不及预期，交通免票比例增加等。

投资建议：考虑运力增加折摊阶段影响以及家庭游下免票比例增加，我们下调公司2026-2028年归母净利润至1.7/2.0/2.3亿元（此前为1.9/2.2/-亿元），最新股价对应PE为61/51/44x。短期即将进入暑期旺季，运力提升有望打开核心盈利空间；政策大力倡导提振冰雪经济、沈白高铁开通触达核心客源地有望抬升一年双旺季的中线成长预期，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 现金及现金等价物 | 287 | 439 | 449 | 591 | 767 | 营业收入 | 743 | 788 | 905 | 1023 | 1135 |
| 应收款项 | 80 | 106 | 144 | 163 | 180 | 营业成本 | 434 | 493 | 551 | 612 | 673 |
| 存货净额 | 16 | 19 | 26 | 29 | 32 | 营业税金及附加 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| 其他流动资产 | 62 | 69 | 45 | 51 | 57 | 销售费用 | 24 | 28 | 32 | 36 | 40 |
| 流动资产合计 | 445 | 632 | 664 | 834 | 1036 | 管理费用 | 66 | 81 | 92 | 99 | 106 |
| 固定资产 | 799 | 823 | 946 | 954 | 956 | 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产及其他 | 169 | 163 | 157 | 152 | 146 | 财务费用 | 2 | 4 | (5) | (4) | (7) |
| 投资性房地产 | 34 | 225 | 225 | 225 | 225 | 投资收益 | 0 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1447 | 1843 | 1992 | 2165 | 2364 | 其他收入 | (2) | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 99 | 23 | 100 | 100 | 100 | 营业利润 | 210 | 178 | 230 | 275 | 316 |
| 应付款项 | 52 | 120 | 26 | 29 | 32 | 营业外净收支 | (11) | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 81 | 87 | 120 | 132 | 145 | 利润总额 | 199 | 176 | 230 | 275 | 316 |
| 流动负债合计 | 231 | 230 | 246 | 261 | 277 | 所得税费用 | 55 | 51 | 67 | 79 | 91 |
| 长期借款及应付债券 | 42 | 24 | 24 | 24 | 24 | 少数股东损益 | 0 | (4) | (6) | (7) | (8) |
| 其他长期负债 | 12 | 79 | 79 | 79 | 79 | 归属于母公司净利润 | 144 | 129 | 169 | 202 | 233 |
| 长期负债合计 | 54 | 103 | 103 | 103 | 103 | 现金流量表 (百万元) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 负债合计 | 285 | 333 | 349 | 364 | 380 | 净利润 | 144 | 129 | 169 | 202 | 233 |
| 少数股东权益 | 0 | 14 | 11 | 8 | 4 | 资产减值准备 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 1162 | 1497 | 1632 | 1794 | 1980 | 折旧摊销 | 64 | 65 | 84 | 98 | 105 |
| 负债和股东权益总计 | 1447 | 1843 | 1992 | 2165 | 2364 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | 2 | 4 | (5) | (4) | (7) |
| 关键财务与估值指标 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 营运资本变动 | (7) | (84) | (82) | (13) | (10) |
| 每股收益 | 0.54 | 0.47 | 0.62 | 0.74 | 0.85 | 其它 | (0) | (3) | (3) | (3) | (4) |
| 每股红利 | 0.09 | 0.09 | 0.12 | 0.15 | 0.17 | 经营活动现金流 | 202 | 107 | 168 | 284 | 324 |
| 每股净资产 | 4.36 | 5.49 | 5.99 | 6.59 | 7.27 | 资本开支 | 0 | (83) | (201) | (101) | (101) |
| ROIC | 13.00% | 9.01% | 11% | 13% | 15% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 12.41% | 8.64% | 10% | 11% | 12% | 投资活动现金流 | 0 | (83) | (201) | (101) | (101) |
| 毛利率 | 42% | 37% | 39% | 40% | 41% | 权益性融资 | 0 | 250 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 29% | 23% | 25% | 26% | 27% | 负债净变化 | (17) | (18) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 37% | 31% | 34% | 36% | 36% | 支付股利、利息 | (24) | (26) | (34) | (40) | (47) |
| 收入增长 | 20% | 6% | 15% | 13% | 11% | 其它融资现金流 | (46) | (34) | 77 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 4% | -10% | 31% | 19% | 15% | 融资活动现金流 | (127) | 128 | 43 | (40) | (47) |
| 资产负债率 | 20% | 19% | 18% | 17% | 16% | 现金净变动 | 76 | 152 | 10 | 142 | 176 |
| 股息率 | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 货币资金的期初余额 | 211 | 287 | 439 | 449 | 591 |
| P/E | 70.0 | 79.7 | 60.9 | 51.0 | 44.3 | 货币资金的期末余额 | 287 | 439 | 449 | 591 | 767 |
| P/B | 8.7 | 6.9 | 6.3 | 5.7 | 5.2 | 企业自由现金流 | 0 | 26 | (41) | 174 | 211 |
| EV/EBITDA | 37.2 | 43.4 | 34.8 | 29.2 | 26.0 | 权益自由现金流 | 0 | (27) | 39 | 177 | 217 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|------|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | | |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032