

长白山 (603099)

高铁通车激活避暑客流，温泉二期有望拓宽增长边界

◆ **事件：**公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年营收 7.88 亿元，同比+5.98%，归母 1.29 亿元，同比-10.33%，毛利率 37.47%，全年客流 367.73 万人次，同比+7.9%。26Q1 营收 1.56 亿元，同比+21.37%，归母 809.6 万，同比+84.23%，客流 58.03 万人次，同比+21.6%。

1) **沈白高铁首个完整年度兑现客流增量，暑期避暑旺季有望再创佳绩。**沈白高铁于 2025 年 9 月 28 日正式通车运营，北京至长白山最快 4 小时 33 分，开通首月运送旅客超 66 万人次。26Q1 客流同比+21.6%已验证高铁红利，全年客流目标加速向 400 万人次迈进。2026 年厄尔尼诺预期强化长白山夏季 22°C 避暑优势，暑期旺季（7-9 月）为公司全年核心业绩兑现期。

2) **毛利率连降三年后有望触底修复，Q2 盈利边际改善。**公司综合毛利率从 2023 年 42.98% 降至 2024 年 41.67%，2025 年进一步降至 37.47%，主要受极端天气致北景区天池主峰关闭天数增加、人力成本刚性增长及新项目培育期亏损等因素叠加影响。26Q1 毛利率 23.74%，同比+0.88pcts，盈利端小幅边际改善。2025 年旅游客运收入占比 66%，毛利率 40.63%，客流量将直接驱动利润弹性。公司资产负债率仅 15.92%，负债水平偏低，财务结构健康，具备新项目投建、成本优化的缓冲空间，长期盈利修复具备良好财务基础。

3) **温泉二期预计年底完工，住宿业务有望打开第二增长曲线。**火山温泉部落二期因调整业态增加亲子客房供给，延期至 2026 年底竣工，截至 2025 年末投资进度 35.81%，新增 400 余间客房。当前酒店业务收入占比 20.5%，温泉二期投运后，公司将从客运单一依赖向“客运+住宿”双轮驱动转型。

◆ **投资建议：**公司作为长白山管委会唯一的国有控股上市公司，坐拥长白山景区独家客运经营权（包括景区内旅游客运、区间和环山公路旅游包车客运）、聚龙温泉独家采矿权等稀缺资源，行业壁垒深厚。沈白高铁+避暑旺季+温泉二期三重催化下，2026 年业绩有望迎来修复。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.65/1.95/2.15 亿元，EPS

投资评级

买入

维持评级

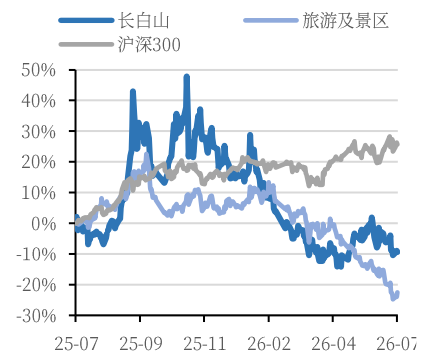
2026年07月01日

收盘价(元): 35.46

公司基本数据

总股本(百万股)	272.36
总市值(百万)	9,657.74
流通股本(百万股)	272.36
流通市值(百万)	9,657.74
12月最高/最低价(元)	60.33/33.02
资产负债率(%)	15.92
每股净资产(元)	5.53
市盈率(TTM)	72.59
市净率(PB)	6.41
净资产收益率(%)	0.54

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 分析师
SAC 执业证书: S0640525040003
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

主业稳健增长，多元业态协同拓展文旅新空间
—2025-11-12

股市有风险入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

分别为 0.60/0.72/0.79 元，对应目前 PE 分别为 59/49/45 倍，维持“买入”评级。

旅游主业夯实，平台化整合释放新动能 —
2025-05-13
2023 年业绩亮眼，双旺季新业态未来可期 —
2024-04-10

- ◆ **风险提示：**极端气候致景区临时关闭风险；定增项目建设进度及新项目培育成本不及预期风险；冰雪游旺季客流集中、淡季亏损风险；外部交通改善不及预期风险；行业竞争加剧致毛利率下滑风险。

◆ **盈利预测**

单位/百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	743.32	787.78	894.32	998.44	1088.85
增长率 (%)	19.81%	5.98%	13.52%	11.64%	9.05%
归属母公司股东净利润	144.25	129.35	164.69	195.16	214.83
增长率 (%)	4.48%	-10.33%	27.32%	18.50%	10.08%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.47	0.60	0.72	0.79
PE	66.95	74.66	58.64	49.49	44.96

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	211.00	286.51	438.65	757.89	1123.89	1452.04	营业收入	620.43	743.32	787.78	894.32	998.44	1088.85
应收票据及账款	47.03	67.66	94.77	85.59	95.56	104.21	营业成本	353.80	433.61	492.60	544.75	595.72	649.27
预付账款	25.52	49.19	46.21	49.48	55.24	60.24	税金及附加	5.93	5.88	7.11	7.90	8.82	9.62
其他应收款	15.07	12.08	10.86	16.19	18.08	19.71	销售费用	20.79	23.95	27.75	30.09	33.60	36.64
存货	13.15	16.45	19.09	20.68	22.61	24.64	管理费用	56.62	65.69	80.67	84.08	93.87	102.36
其他流动资产	17.62	13.03	22.78	22.31	24.91	27.16	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	329.40	444.92	632.35	952.14	1340.28	1688.01	财务费用	3.04	1.78	4.47	0.86	-1.60	-3.87
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	-0.10	0.00	-0.04	-0.04	-0.05
固定资产	636.49	681.82	733.32	639.73	542.19	440.70	信用减值损失	-1.37	-3.26	-0.75	-2.25	-2.51	-2.74
在建工程	56.74	123.52	151.57	126.31	101.05	75.79	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	173.69	168.51	162.76	135.63	108.50	81.38	投资收益	-0.29	0.00	0.00	-0.10	-0.10	-0.10
长期待摊费用	9.06	11.56	137.65	68.83	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	26.56	16.34	25.59	24.87	24.15	23.43	资产处置收益	0.40	-0.05	-0.01	0.11	0.11	0.11
非流动资产合计	902.54	1001.75	1210.88	995.37	775.90	621.29	其他收益	3.16	1.07	3.98	2.74	2.74	2.74
资产总计	1231.94	1446.67	1843.24	1947.51	2116.18	2309.30	营业利润	182.16	210.08	178.39	227.11	268.24	294.79
短期借款	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.10	0.18	0.20	0.16	0.16	0.16
应付票据及账款	38.51	51.53	119.90	85.54	93.55	101.96	营业外支出	0.97	11.16	2.76	4.96	4.96	4.96
其他流动负债	92.18	99.60	109.64	129.31	141.71	154.46	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	130.70	231.13	229.54	214.85	235.26	256.42	利润总额	181.29	199.10	175.84	222.31	263.44	289.99
长期借款	59.50	43.42	74.90	47.60	22.54	3.70	所得税	43.23	54.84	50.83	59.50	70.51	77.62
其他非流动负债	2.60	10.09	28.17	28.17	28.17	28.17	净利润	138.06	144.25	125.01	162.80	192.93	212.37
非流动负债合计	62.10	53.51	103.07	75.77	50.70	31.87	少数股东损益	0.00	0.00	-4.34	-1.88	-2.23	-2.46
负债合计	192.79	284.64	332.61	290.62	285.96	288.29	归属母公司股东净利	138.06	144.25	129.35	164.69	195.16	214.83
股本	266.67	266.67	272.36	272.36	272.36	272.36	EBITDA	243.78	268.64	256.63	438.68	481.31	440.72
资本公积	285.56	285.56	509.10	509.10	509.10	509.10	NOPLAT	140.84	156.57	130.75	168.12	196.44	214.22
留存收益	486.92	609.80	715.07	863.21	1038.77	1232.03	EPS(元)	0.51	0.53	0.47	0.60	0.72	0.79
归属母公司权益	1039.14	1162.03	1496.52	1644.67	1820.23	2013.48	主要财务比率						
少数股东权益	0.00	0.00	14.11	12.23	9.99	7.53	会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
股东权益合计	1039.14	1162.03	1510.63	1656.89	1830.22	2021.01	成长能力						
负债和股东权益合计	1231.94	1446.67	1843.24	1947.51	2116.18	2309.30	营收增长率	218.73%	19.81%	5.98%	13.52%	11.64%	9.05%
现金流量表							营业利润增长率	349.02%	15.32%	-15.03%	27.31%	18.11%	9.90%
会计年度	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	EBIT增长率	361.21%	8.98%	-10.24%	23.77%	17.33%	9.27%
税后经营利润	138.06	144.25	125.01	164.30	194.42	213.87	EBITDA增长率	1540.59%	10.20%	-4.47%	70.94%	9.72%	-8.43%
折旧与摊销	59.45	67.76	76.32	215.52	219.47	154.60	归母净利润增长率	340.59%	4.48%	-10.33%	27.32%	18.50%	10.08%
财务费用	3.04	1.78	4.47	0.86	-1.60	-3.87	经营现金流增长率	11586.28%	-18.68%	-17.26%	117.25%	12.42%	-10.86%
投资收益	0.29	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	盈利能力						
营运资金变动	21.56	-36.69	-39.00	-15.24	-1.73	1.58	毛利率	42.98%	41.67%	37.47%	39.09%	40.34%	40.37%
其他经营现金流	26.19	25.04	0.46	-2.16	-2.16	-2.16	净利率	22.25%	19.41%	15.87%	18.20%	19.32%	19.50%
经营性现金净流量	248.59	202.15	167.26	363.38	408.50	364.12	营业利润率	29.36%	28.26%	22.64%	25.39%	26.87%	27.07%
资本支出	86.96	156.10	132.22	-0.00	0.00	0.00	ROE	13.29%	12.41%	8.64%	10.01%	10.72%	10.67%
长期投资	0.00	-3.63	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.21%	9.97%	7.02%	8.46%	9.22%	9.30%
其他投资现金流	0.61	-7.22	-18.01	0.56	0.56	0.56	ROIC	14.48%	14.58%	10.70%	12.15%	16.17%	20.83%
投资性现金净流量	-86.35	-106.95	-150.22	0.56	0.56	0.56	估值倍数						
短期借款	0.00	80.00	-80.00	0.00	0.00	0.00	P/E	69.95	66.95	74.66	58.64	49.49	44.96
长期借款	-15.70	-16.08	31.48	-27.30	-25.06	-18.83	P/S	15.57	12.99	12.26	10.80	9.67	8.87
普通股增加	0.00	0.00	5.69	0.00	0.00	0.00	P/B	9.29	8.31	6.45	5.87	5.31	4.80
资本公积增加	0.00	0.00	223.54	0.00	0.00	0.00	股息率	0.22%	0.23%	0.00%	0.17%	0.20%	0.22%
其他筹资现金流	-4.31	-27.35	-63.35	-17.40	-18.00	-17.70	EV/EBIT	21.86	56.21	67.57	41.35	33.86	29.86
筹资性现金净流量	-20.01	36.58	117.36	-44.70	-43.07	-36.54	EV/EBITDA	16.53	42.03	47.47	21.04	18.42	19.39
现金流量净额	142.23	71.77	134.40	319.24	366.00	328.15	EV/NOPLAT	28.61	72.12	93.18	54.89	45.13	39.88

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。**本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。**

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637