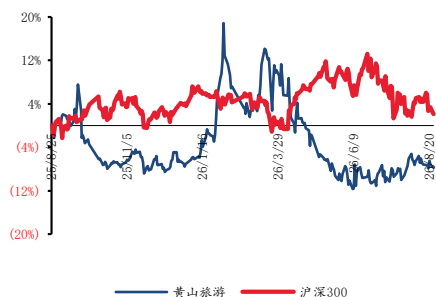


黄山旅游 26 年中报点评：客流稳健增长 多元业态静待兑现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 7.29/5.13
总市值/流通(亿元) 80.96/56.98
12 个月内最高/最低价 14.76/10.55 (元)

相关研究报告

<<客流稳健增长，关注暑期旺季>>—2026-05-10

<<黄山旅游年报点评：客流持续增长，新项目带来业绩弹性>>—2026-04-23

<<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

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 2026 年中报，报告期内公司实现营业收入 9.88 亿元，同比+5.11%；归母净利润 1.30 亿元，同比+2.94%；扣非归母净利润 1.27 亿元，同比+2.77%。

其中 Q2 单季度，公司实现营收 5.71 亿元，同比+6.30%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比+6.68%；实现扣非归母净利润 0.94 亿元，同比+6.18%。

点评：

进山游客量同比提升，板块内部分化明显。上半年黄山进山游客 245.35 万人次，同比+8.37%，客流端实现增长，但收入增速显著弱于客流增速。分业务看：索道运量 454.54 万人次，同比+3.87%，索道渗透率有所下滑，部分游客选择徒步上山，高毛利索道业务弹性受限；景区管理业务收入 1.38 亿，同比+0.11%，门票客单价 56.21 元，同比下行，压制景区板块收入。酒店业务收入 2.39 亿元，同比+14.15%。旅游服务业务同比+24.9%，山下板块实现双位数增长，成为收入主要拉动项。6 月东大门、东海索道正式投运，公司进入四门迎客新阶段，长期有望优化客流结构、带动谭家桥片区配套消费释放，但报告期内贡献有限。

费用端结构分化，销售费用显著压降。2026H1 公司整体毛利率 42.82%，同比下降 2.61pct。期间费用率整体下行，其中销售费用 2521 万元，同比-30.18%，销售费用率 2.55%，同比下降 1.29pct，公司缩减广告宣传投放，线上私域导流占比提升，营销效率改善。管理费用基本持平，管理费用率随营收增长小幅回落 0.69pct；研发费用小幅增加 0.03pct，主要为智慧景区系统迭代；财务费用率同比提升 0.11pct，系利息收入减少所致。整体看，公司主动缩减传统营销投放，经营费用管控效果突出，但财务费用形成小幅拖累。

资产负债结构健康，新项目打开中长期空间。公司资产负债率 16.65%，处于低位，财务压力小，具备持续资本开支能力。东大门东海索道已投入运营，花山谜窟持续打磨产品，山下谭家桥片区酒店集群逐步完善，公司由单一山上观光向山上-山下全域度假模式拓展，中长期看点在于东大门客流导流、山下酒店入住率提升与新业态兑现。

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 亿元，同比 14.74%/19.72%/16.17%，对应 PE 为 24X/20X/17X，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（百万元）	292	336	402	467
净利润增长率(%)	-7.15%	14.74%	19.72%	16.17%
摊薄每股收益（元）	0.40	0.46	0.55	0.64
市盈率（PE）	27.68	24.13	20.15	17.35

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	1,935	2,280	2,725
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	2,183	2,545	3,006
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	3,230	3,619	4,107
资产总计	5,732	6,111	6,388	6,747	7,145
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	809	856	899
负债合计	873	1,132	1,143	1,219	1,288
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	5,020	5,273	5,567
少数股东权益	202	201	226	255	289
股东权益合计	4,859	4,979	5,246	5,529	5,857
负债和股东权益	5,732	6,111	6,388	6,747	7,145

现金流量表（百万）					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	522	666	669	790	865
投资性现金流	-249	-510	-382	-306	-257
融资性现金流	-433	-225	-91	-139	-163
现金增加额	-160	-69	196	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	644	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%	15.13%	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%	19.72%	16.17%
ROE	6.76%	6.12%	6.68%	7.62%	8.38%
ROA	5.97%	5.25%	5.76%	6.57%	7.21%
ROIC	7.02%	5.96%	6.22%	7.10%	7.79%
EPS (X)	0.43	0.40	0.46	0.55	0.64
PE (X)	25.70	27.68	24.13	20.15	17.35
PB (X)	1.74	1.69	1.61	1.54	1.45
PS (X)	4.19	3.84	3.43	3.05	2.76
EV/EBITDA (X)	8.36	8.80	8.13	6.72	5.58

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。