

长白山 (603099.SH)

优于大市

暑期旺季客流表现突出，政策、交通、景区扩容为冰雪季蓄力

核心观点

公司上半年业绩处于预告区间中值，天气扰动下利润转亏。2025H1 公司营收 2.4 亿元/-7.4%，归母净利润-205 万元/-109.8%，扣非净利润-223 万元/-108.2%，处业绩预告中值附近。Q1/Q2 收入分别 1.29/1.07 亿元，同比+0.73%/-15.7%；归母净利润分别 440/-645 万元，同比-58.9%/-162.4%；扣非净利润分别 439/-662 万元，同比-62.1%/-142.8%。上半年利润转亏预计一是受天气扰动，景区及核心景点关闭天数增加，Q1/Q2 客流同比+3%/-10%；二是去年下半年职工工资普调及社保基数上调导致人工成本增加等影响。

暑期客流强劲复苏，三季度核心旺季利润有支撑。7-8 月长白山主景区共接待游客 163 万人次/+26%，公司暑期前主动提升景区客流承载上限，受益于避暑需求及“817 稻米节”IP 活动带动，暑期客流持续高位运行，预计旺季利润有支撑（2024 年 Q3 净利润占全年 88%）。根据年初长白山区工作会议报告，2025 年景区接待客流目标 400 万人次，同比增长 17.3%；目前 1-8 月景区实际接待客流 267 万人次，同比增长 11.7%。

展望后续，一看政策端，国家积极提振冰雪经济，带动旅游传统淡季。自冬奥会后，冰雪需求逐步释放，而冰雪经济代表对淡季旅游市场提供有效供给给激发需求的发展思路。国务院办公厅此前发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》指出，到 2027 年我国冰雪经济总规模达到 1.2 万亿元，2030 年达到 1.5 万亿元；近期又印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》再次提出培育壮大冰雪经济。

二看交通端，国庆前高铁通车成重要催化，机场扩容便利长线客群。继长白山首条高铁敦白线于 2021 年末开通后，沈白高铁预计于今年 9 月底开通运营，开通后将大幅缩短外部交通时间（北京至长白山约 4 小时，沈阳至长白山约 1.5 小时），预计年输送旅客超千万人次。此前首条高铁开通后长春至长白山时间缩短至 2.5 小时，2019 年长白山普铁客流 12 万人次，2022-2024 年高铁开通后客流分别实现 23/86/128 万，景区客流在疫后也逐年创新高。此外配合国道 331 全线贯通也将增强北、西、南坡客流贯通，预计对周末、小长假及冬季冰雪季客流有带动作用。针对中长线客群，长白山机场二期航站楼于今年 6 月正式启动，旅客承载量从 65 万扩充至 180 万，较此前 2024 年吞吐量 58 万人次进一步打开天花板上限。

三看公司定增项目稳步推进，为未来成长蓄力。公司非公开发行股票项目已获证监会同意，2.36 亿元募集资金将主要投向火山温泉部落二期及交通设备提升项目。火山温泉部落二期项目计划于 2025 年竣工投入使用，正由公司自有资金先行投入，规划新增约 400 间客房，定位略低于现有皇冠假日酒店，旨在与一期项目形成互补，进一步发挥公司对聚龙火山温泉的独家运营优势，并承接政策、交通改善下的流量红利与冰雪旅游需求。

风险提示：恶劣天气扰动经营，新项目不及预期，交通改善效果不及预期等。

投资建议：考虑上半年业绩表现，暂下调公司 2025-2026 年归母净利润为 1.8/2.2/2.6 亿元（此前 2024 年 10 月外发报告预测 2025-2026 年为 2.0/2.3 亿元），最新股价对应 PE 为 78/65/55x。7-8 月暑期旺季客流景气回升，显示长白山作为避暑胜地的吸引力。展望未来，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、公司积极扩容景区共同抬升市场对于公司一

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 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002

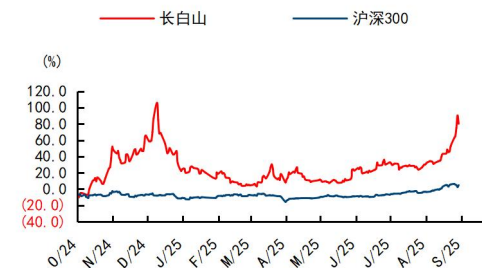
证券分析师：杨玉莹

yangyuying@guosen.com.cn
S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	53.03 元
总市值/流通市值	14142/14142 百万元
52 周最高价/最低价	60.67/22.47 元
近 3 个月日均成交额	387.12 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) - 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
《长白山 (603099.SH) - 2023 年净利润较 2019 年增长 83%，双旺季值得期待》——2024-03-23
《长白山 (603099.SH) - 全国冰雪游热潮提前，长白山积极提振淡季经营》——2023-12-12
《长白山 (603099.SH) - 前三季度净利润显著超 2019 年，积极布局淡季冰雪旅游市场》——2023-10-27

年双旺季的中线成长预期。短期交通改善有望带动客流边际验证，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	620	743	816	936	1,051
(+/-%)	218.7%	19.8%	9.8%	14.7%	12.2%
净利润(百万元)	138	144	181	218	255
(+/-%)	-340.6%	4.5%	25.4%	20.3%	17.1%
每股收益(元)	0.52	0.54	0.68	0.82	0.96
EBIT Margin	29.5%	28.8%	29.9%	30.8%	31.8%
净资产收益率(ROE)	13.3%	12.4%	14.0%	15.1%	15.7%
市盈率(PE)	102.4	98.0	78.2	65.0	55.5
EV/EBITDA	60.1	51.8	44.0	37.5	32.9
市净率(PB)	13.61	12.17	10.97	9.81	8.73

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

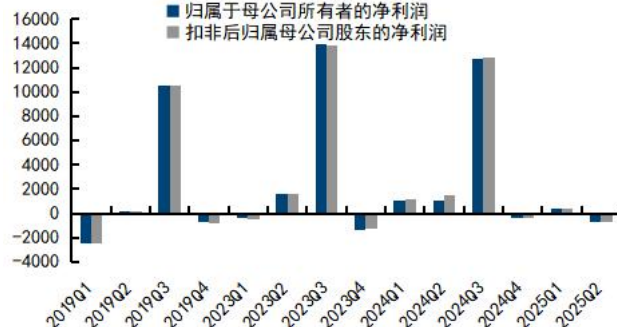
公司上半年业绩处于预告区间中值，天气扰动下利润转亏。2025H1 公司营收 2.4 亿元/-7.4%，归母净利润-205 万元/-109.8%，扣非净利润-223 万元/-108.2%，处业绩预告中值附近。Q1/Q2 收入分别 1.29/1.07 亿元，同比+0.73%/-15.7%；归母净利润分别 440/-645 万元，同比-58.9%/-162.5%；扣非净利润分别 439/662 万元，同比-62.1%/-142.8%。上半年利润转亏预计一是受天气扰动，景区及核心景点关闭天数增加，Q1/Q2 客流同比+3%/-10%；二是去年下半年职工工资普调及社保基数上调导致人工成本增加等影响。

图1：公司单季度营收（万元）及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母及扣非利润（万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

暑期客流强劲复苏，三季度核心旺季利润有支撑。7-8 月长白山主景区共接待游客 163 万人次/+26%，公司暑期前主动提升景区客流承载上限，受益于避暑需求及“817 稻米节”IP 活动带动，暑期客流持续高位运行，预计旺季利润有支撑（2024 年 Q3 净利润占全年 88%）。根据年初长白山区工作会议报告，2025 年景区接待客流目标 400 万人次，同比增长 17.3%；目前 1-8 月景区实际接待客流 267 万人次，同比增长 11.7%。

展望后续，一看政策端，国家积极提振冰雪经济，带动旅游传统淡季。自冬奥会后，冰雪需求逐步释放，而冰雪经济代表对淡季旅游市场提供有效供给激发需求的发展思路。国务院办公厅此前发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》指出，到 2027 年我国冰雪经济总规模达到 1.2 万亿元，2030 年达到 1.5 万亿元；近期又印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》再次提出培育壮大冰雪经济。

二看交通端，国庆前高铁通车成重要催化，机场扩容便利长线客群。继长白山首条高铁敦白线于 2021 年末开通后，沈白高铁预计于今年 9 月底开通运营，开通后将大幅缩短外部交通时间（北京至长白山约 4 小时，沈阳至长白山约 1.5 小时），预计年输送旅客超千万人次。此前首条高铁开通后长春至长白山时间缩短至 2.5 小时，2019 年长白山普铁客流 12 万人次，2022-2024 年高铁开通后客流分别实现 23/86/128 万，景区客流在疫后也逐年创新高。此外配合国道 331 全线贯通也将增强北、西、南坡客流贯通，预计对周末、小长假及冬季冰雪季客流有带动作用。针对中长线客群，长白山机场二期航站楼于今年 6 月正式启动，旅客承载量从 65 万扩充至 180 万，较此前 2024 年吞吐量 58 万人次进一步打开天花板上限。

三看公司定增项目稳步推进，为未来成长蓄力。公司非公开发行股票项目已获证监会同意，2.36 亿元募集资金将主要投向火山温泉部落二期及交通设备提升项目。火山温泉部落二期项目计划于 2025 年竣工投入使用，正由公司自有资金先行投入，规划新增约 400 间客房，定位略低于现有皇冠假日酒店，旨在与一期项目形成互补，进一步发挥公司对聚龙火山温泉的独家运营优势，并承接政策、交通改善下的流量红利与冰雪旅游需求。

风险提示：恶劣天气扰动经营，新项目不及预期，交通改善效果不及预期等。

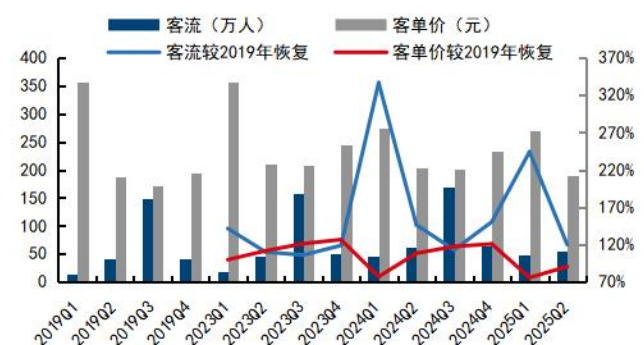
投资建议：考虑上半年业绩表现，暂下调公司 2025-2026 年归母净利润为 1.8/2.2/2.6 亿元（此前 2024 年 10 月外发报告预测 2025-2026 年为 2.0/2.3 亿元），最新股价对应 PE 为 78/65/55x。7-8 月暑期旺季客流景气回升，显示长白山作为避暑胜地的吸引力。展望未来，政策大力倡导提振冰雪经济、沈白高铁开通触达核心客源地、公司积极扩容景区共同抬升市场对于公司一年双旺季的中线成长预期。短期交通改善有望带动客流边际验证，维持“优于大市”评级。

图3：长白山景区月度客流情况



资料来源：长白山管委会、国信证券经济研究所整理

图4：长白山景区客流及公司客单价恢复季度表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
603099.SH	长白山	53	141	0.59	0.68	0.82	0.96	90	78	65	55	优于大市
000888.SZ	峨眉山A	15	77	0.45	0.50	0.56	0.62	33	29	26	23	优于大市
300144.SZ	宋城演艺	9	239	0.40	0.43	0.50	0.55	23	21	18	17	优于大市
600054.SH	黄山旅游	12	91	0.43	0.44	0.49	0.53	29	28	25	23	优于大市
603136.SH	天目湖	14	37	0.39	0.47	0.55	0.61	35	29	25	22	优于大市

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测（注：EPS 按最新股本计算）

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	211	287	250	386	556	营业收入	620	743	816	936	1051
应收款项	62	80	130	149	167	营业成本	354	434	459	519	576
存货净额	13	16	21	24	27	营业税金及附加	6	6	7	8	9
其他流动资产	43	62	41	47	53	销售费用	21	24	27	32	36
流动资产合计	329	445	442	605	802	管理费用	57	66	79	89	95
固定资产	688	799	922	932	935	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	174	169	163	157	151	财务费用	3	2	2	1	(2)
投资性房地产	40	34	34	34	34	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	1232	1447	1561	1729	1922	其他收入	2	(2)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	17	99	100	100	100	营业利润	182	210	245	290	340
应付款项	39	52	21	24	27	营业外净收支	(1)	(11)	(10)	0	0
其他流动负债	75	81	98	110	122	利润总额	181	199	235	290	340
流动负债合计	131	231	219	234	249	所得税费用	43	55	54	73	85
长期借款及应付债券	58	42	42	42	42	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	12	12	12	12	归属于母公司净利润	138	144	181	218	255
长期负债合计	62	54	54	54	54	现金流量表（百万元）					
负债合计	193	285	273	288	303	净利润	138	144	181	218	255
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1039	1162	1289	1441	1619	折旧摊销	55	64	84	97	104
负债和股东权益总计	1232	1447	1561	1729	1922	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	3	2	2	1	(2)
每股收益	0.52	0.54	0.68	0.82	0.96	营运资本变动	44	(7)	(47)	(13)	(12)
每股红利	0.01	0.09	0.20	0.24	0.29	其它	0	(0)	(0)	(0)	(0)
每股净资产	3.90	4.36	4.83	5.40	6.07	经营活动现金流	237	202	218	302	347
ROIC	13.41%	13.00%	14%	16%	18%	资本开支	0	(171)	(201)	(101)	(101)
ROE	13.29%	12.41%	14%	15%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	43%	42%	44%	45%	45%	投资活动现金流	0	(171)	(201)	(101)	(101)
EBIT Margin	30%	29%	30%	31%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	38%	37%	40%	41%	42%	负债净变化	(17)	(17)	0	0	0
收入增长	219%	20%	10%	15%	12%	支付股利、利息	(4)	(24)	(54)	(65)	(76)
净利润增长率	-341%	4%	25%	20%	17%	其它融资现金流	(53)	125	1	0	0
资产负债率	16%	20%	17%	17%	16%	融资活动现金流	(93)	44	(53)	(65)	(76)
股息率	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	现金净变动	144	76	(36)	136	170
P/E	102.4	98.0	78.2	65.0	55.5	货币资金的期初余额	67	211	287	250	386
P/B	13.6	12.2	11.0	9.8	8.7	货币资金的期末余额	211	287	250	386	556
EV/EBITDA	60.1	51.8	44.0	37.5	32.9	企业自由现金流	0	42	24	199	242
						权益自由现金流	0	150	23	199	244

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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