

### 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2023-01-31</b>
收盘价(元)	9.23
流通股本(亿股)	2.67
每股净资产(元)	3.53
总股本(亿股)	2.67

#### 最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001  
liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003  
liybo@ctsec.com

### 相关报告

1. 《高铁通车拓宽客源，疫后复苏空间充足》 2022-10-27

### 核心观点

- ❖ **事件：长白山发布 2022 年年度业绩预告。**2022 年度，公司预计实现归属上市公司股东净利润约-5,450 万元，同比增亏 5.53%；预计实现归属上市公司股东扣非后净利润约-5,680 万元，同比减亏 8.48%。
- ❖ **2022 年受疫情影响业绩承压，2023 年双节客流量已现复苏趋势。**受疫情影响，2022 年长白山景区接待游客数量较上年减少 18%，业绩承压严重。随着疫情政策调整，元旦假期和春节假期长白山景区客流已现复苏趋势。2023 年元旦假期，长白山全域旅游累计接待游客 2.27 万人次，同比增长 155.06%，较疫情前（2019 年）同期增长 104.41%；春节假期 7 天长白山景区累计接待游客 2.71 万人次，同比增长 318.34%，恢复至 2019 年同期水平。
- ❖ **中长期看公司景区项目稳步推进，高铁项目落地加快疫后复苏，业绩有望迎来修复。**2022 年 5 月，长白山火山温泉部落二期项目建设获批，计划投资 1367.38 万元，打造以亲子度假为主题的旅游综合度假区，项目建成后，年游客接待能力约 99.9 万人次。9 月，公司积极推进白山湖仁义景区托管项目，改造升级后的白山湖仁义景区将增加“咖啡屋、健身房、便利店以及房车营地、帐篷营地和特色美食”等综合性服务功能。中长期看，公司景区项目的稳步推进将有助于“一山两江”品牌战略目标的实施，丰富景区的度假产品，提高景区的旅客接待能力，从提高客流量和客单价两方面推动未来业绩增长。从交运供给端看，2021 年 12 月沈佳高铁白敦段正式通车，大大缩短北京、大连、沈阳等城市与长白山旅游区的时空距离。目前沈白高铁项目建设进度达到约 30%，通车后，沈阳至长白山的乘车时间将压缩至 1.5 小时以内。景区周边交通便捷性的增强将助推疫后景区旅游复苏，加快客流量的恢复增长，公司业绩也将有望迎来修复。
- ❖ **投资建议：**预计公司 2022 / 2023 / 2024 年实现营收 1.88 / 4.66 / 4.89 亿元，对应净利润-0.54 / 0.75 / 0.79 亿元，23 / 24 年对应 PE 32.7 / 31.1X，维持增持评级。

❖ **风险提示：**国内疫情反复风险；新项目建设不及预期。

#### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	148	193	188	466	489
收入增长率 (%)	-68.41	30.45	-2.51	148.18	5.06
归母净利润(百万元)	-56	-52	-54	75	79
净利润增长率 (%)	-174.12	7.47	-4.19	240.13	5.12
EPS (元/股)	-0.21	-0.19	-0.20	0.28	0.30
PE	—	—	—	32.66	31.07
ROE (%)	-5.49	-5.35	-5.90	7.63	7.43
PB	2.07	3.03	2.70	2.49	2.31

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>147.60</b>	<b>192.54</b>	<b>187.70</b>	<b>465.85</b>	<b>489.40</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	175.28	208.52	208.10	304.34	317.02	营业收入增长率	-68.4%	30.4%	-2.5%	148.2%	5.1%
营业税费	1.65	4.43	3.75	9.32	9.79	营业利润增长率	-167.3%	6.5%	-3.3%	253.9%	6.6%
销售费用	6.30	10.22	7.51	11.65	14.68	净利润增长率	-174.1%	7.5%	-4.2%	240.1%	5.1%
管理费用	34.18	40.95	35.66	39.60	44.05	EBITDA 增长率	-101.1%	95.7%	-18,482.6%	1,169.1%	2.4%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-159.9%	3.5%	-12.4%	250.0%	2.9%
财务费用	4.62	3.64	1.71	-0.46	-4.15	NOPLAT 增长率	-166.2%	-4.3%	13.2%	-237.0%	1.5%
资产减值损失	-1.70	-1.70	-1.20	-1.20	-1.20	投资资本增长率	-4.6%	-7.5%	-5.1%	7.5%	7.4%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-0.80</b>	<b>0.39</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	-6.0%	-5.1%	-5.6%	8.3%	8.0%
投资和汇兑收益	0.20	0.49	0.19	0.47	0.49	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>-68.48</b>	<b>-64.06</b>	<b>-66.20</b>	<b>101.84</b>	<b>108.53</b>	毛利率	-18.8%	-8.3%	-10.9%	34.7%	35.2%
加:营业外净收支	-0.41	-0.17	-0.20	0.00	0.00	营业利润率	-46.4%	-33.3%	-35.3%	21.9%	22.2%
<b>利润总额</b>	<b>-68.90</b>	<b>-64.23</b>	<b>-66.40</b>	<b>101.84</b>	<b>108.53</b>	净利率	-37.8%	-26.8%	-28.7%	16.2%	16.2%
减:所得税	-13.11	-12.61	-12.62	26.48	29.30	EBITDA/营业收入	-1.2%	0.0%	-7.7%	33.2%	32.4%
<b>净利润</b>	<b>-55.79</b>	<b>-51.62</b>	<b>-53.78</b>	<b>75.37</b>	<b>79.23</b>	EBIT/营业收入	-42.1%	-31.1%	-35.9%	21.7%	21.2%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	162.68	117.66	128.10	255.34	368.13	固定资产周转天数	1654	1162	1141	438	396
交易性金融资产	20.09	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-3</b>	<b>52</b>	<b>-10</b>	<b>-19</b>	<b>-18</b>
应收账款	63.77	64.74	51.43	63.82	67.04	流动资产周转天数	665	393	399	279	353
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	158	123	100	50	50
预付帐款	4.12	5.59	6.24	9.13	9.51	存货周转天数	23	19	20	16	16
存货	11.06	10.91	11.40	13.34	13.90	总资产周转天数	2988	2099	2086	933	951
其他流动资产	5.04	3.66	3.66	3.66	3.66	投资资本周转天数	2819	2000	1947	843	862
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	-5.5%	-5.3%	-5.9%	7.6%	7.4%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-4.6%	-4.7%	-5.0%	6.3%	6.2%
投资性房地产	5.02	12.46	10.46	8.46	6.46	ROIC	-4.4%	-4.6%	-5.4%	6.9%	6.6%
固定资产	669.03	612.94	586.53	559.32	531.31	费用率					
在建工程	52.92	54.82	56.82	58.82	60.82	销售费用率	4.3%	5.3%	4.0%	2.5%	3.0%
无形资产	186.23	179.46	173.91	168.35	162.80	管理费用率	23.2%	21.3%	19.0%	8.5%	9.0%
其他非流动资产	4.20	4.20	4.20	4.20	4.20	财务费用率	3.1%	1.9%	0.9%	-0.1%	-0.8%
<b>资产总额</b>	<b>1208.17</b>	<b>1107.03</b>	<b>1072.96</b>	<b>1190.76</b>	<b>1274.66</b>	三费/营业收入	30.6%	28.5%	23.9%	10.9%	11.2%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	18.93	8.55	22.81	41.69	43.43	资产负债率	15.8%	12.8%	15.0%	17.1%	16.3%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负权益比	18.8%	14.6%	17.7%	20.6%	19.5%
其他流动负债	0.11	0.05	0.05	0.05	0.05	流动比率	2.51	3.33	2.50	2.86	3.67
长期借款	80.44	75.00	75.00	75.00	75.00	速动比率	2.36	3.07	2.29	2.68	3.49
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-9.73	-12.08	-11.97	17.95	18.47
<b>负债总额</b>	<b>191.14</b>	<b>141.40</b>	<b>161.12</b>	<b>203.54</b>	<b>208.22</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	266.67	266.67	266.67	266.67	266.67	分红比率					
留存收益	451.61	399.99	346.21	421.57	500.80	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>1017.03</b>	<b>965.63</b>	<b>911.85</b>	<b>987.21</b>	<b>1066.44</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	-0.21	-0.19	-0.20	0.28	0.30
净利润	-55.79	-51.62	-53.78	75.37	79.23	BVPS(元)	3.81	3.62	3.42	3.70	4.00
加:折旧和摊销	60.30	59.84	52.86	53.66	54.46	PE(X)	—	—	—	32.7	31.1
资产减值准备	0.69	2.22	1.20	1.20	1.20	PB(X)	2.1	3.0	2.7	2.5	2.3
公允价值变动损失	0.80	-0.39	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	6.37	4.95	5.62	5.62	5.62	P/S	14.3	15.2	13.1	5.3	5.0
投资收益	-0.20	-0.49	-0.19	-0.47	-0.49	EV/EBITDA	-1142.1	-37190.1	-167.5	14.8	13.8
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-7.52	-7.82	32.26	19.11	0.00	PEG	—	—	—	0.1	6.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-8.57</b>	<b>-5.84</b>	<b>38.08</b>	<b>154.27</b>	<b>139.78</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-52.14</b>	<b>3.85</b>	<b>-22.02</b>	<b>-21.40</b>	<b>-21.37</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-8.18</b>	<b>-43.05</b>	<b>-5.62</b>	<b>-5.62</b>	<b>-5.62</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。