

➤ **长白山：避暑游核心目的地，冰雪游业务逐步展开。**长白山是中华十大名山之一、首批国家 5A 级旅游景区。因其夏季气候温凉、冬季积雪深厚的特点，长白山作为国内避暑游目的地为大众所熟知，冰雪游业务近年快速发展。

➤ **铁路/航空/高速三大外部交通优化提振客流，定增预案落地后内部运力可有效匹配外部交通优化带来的客流增量，促营收/毛利率双增。****外部运力优化：**长白山过往因地理位置偏远交通不便，21 年敦白高铁开通后大幅优化景区客流引流能力，未来铁路/机场/高速三方面交通渠道还将迎来进一步催化，铁路方面，沈白高铁将于 2025 年竣工，开通后将缩短北京/沈阳与长白山通行距离，优化长白山外部运力网络；航空方面，长白山机场二期扩建项目验收，机场内游客吞吐量上限由 65 万人/年上升至 180 万人/年，有望提振客流；高速方面，延长高速蒲烟段已于 2023 年 11 月 30 日通车，吉林省内自驾游将迎优化。**内部运力承接：**外部交通优化会导致景区内运力承压，公司定增预案将增加景区内交通运力，稳定承接未来外部运力优化带来的新客流，同时也将促毛利率接近最优点。

➤ **包车/酒店业务带来业绩增长新空间，并有望促毛利率/净利率优化。****包车业务：**公司于 22 年 4 月成立智行旅游公司专营包车业务，23H1 净利润贡献 131.33 万元；包车业务客单价远高于一般上山渠道，单趟次毛利率水平易于达到 50% 及以上水平，随业务体量增长毛利率有望持续优化；公司具备景区内交通独家运营权，包车业务在景区内无直接竞争对手，景区外部交通优化后包车业务有望直接受益。**酒店业务：**1) 公司酒店项目定位中高端、区位优势明显、周边温泉/滑雪/冰雪游业态丰富，获客能力较池北区其他酒店项目更强，且随酒店周边业态持续完善，获客能力还将继续上行；2) 温泉部落二期项目定位中端消费客群与亲子游客群，补充一期业态短板，项目落地后有望成为业绩新增长点。

➤ **冰雪旅游：宏观政策催化+景区内业务冰雪资源覆盖面广+线上营销促进，景区冰雪季客流引流能力持续提升。**1) **政策催化：**2016 年以来国家多轮政策鼓励冰雪运动/冰雪游发展，吉林省近期发布《万亿产业攻坚计划》提出多项冰雪游发展指导意见，长白山冰雪游迎来全面提振期；2) **冰雪资源：**公司聚龙火山温泉部落周边分布三大滑雪场，周边景区拥有雪谷穿越/围炉煮茶等冰雪游相关业态，景区内竞争优势显著；3) **线上宣传：**吉林省文旅厅通过“长白天下雪”话题延伸及社媒宣传为长白山持续引流，推动景区冰雪游业务快速成长。三大驱动力共同作用下，长白山景区冰雪季客流引流能力有望持续提升。

➤ **投资建议：我们认为，长白山未来成长空间大，外部交通优化预期+内部经营改善预期为其高成长性奠基，定增预案落地将成为其基本面优化主驱动力：1) 外部交通优化预期：**外部铁路/航路/高速交通优化预期、冰雪游在政策催化/冰雪资源赋能/线上宣传下的优化预期分别强化长白山旺季客流量接待上限和冰雪季客流引流能力，提振客流需求；2) **内部交通和经营改善预期：**内部交通运力在定增预案落地后能够有效匹配外部交通带来的新客流并促毛利率接近最优、包车业务成长潜力充足、酒店业务生态矩阵逐步完善引流能力有望增长、冰雪游景气度提升助公司淡季经营提振、温泉部落二期项目落地后有望成为业绩新增长点。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 1.61/1.99/2.88 亿元，对应 PE 为 25X/20X/14X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目落地不及预期风险，政策催化作用不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	195	613	701	902
增长率 (%)	1.1	215.1	14.2	28.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	-57	161	199	288
增长率 (%)	-11.2	380.4	23.6	45.0
每股收益 (元)	-0.22	0.60	0.75	1.08
PE	-69	25	20	14
PB	4.4	3.7	3.2	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 12 月 21 日收盘价)

推荐
首次评级
当前价格：
14.95 元

分析师
刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师
饶临风

执业证书：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理
邓奕辰

执业证书：S0100121120048

电话：13585520099

邮箱：dengyichen@mszq.com

目录

1 公司概况：国内避暑旅游核心目的地，旅游客运业务为营收主导，酒店业务逐步崛起	3
2 财务分析：23 年前三季度恢复态势明显，归母净利润扭亏为盈	7
3 外部交通优化：铁路/航空/高速优化驱动，景区获客能力全面优化	10
3.1 铁路：敦白高铁优化长白山外部交通格局，沈白高铁将缩短北京/沈阳到达长白山时间	10
3.2 航空：二期项目蓄势待发，运营后将促长白山景区旺季获客量提升	11
3.3 高速：延长高速已有两段线路通车，促长白山周边城市短途游便捷度提升	12
4 内部运力分析：定增预案落地将有望促毛利率优化，包车业务打开业绩新增长点	14
4.1 大巴车运力解析：景区未来运力空缺需购置车辆填补，定增预案新增车辆将成运力优化关键	14
4.2 包车业务：定制服务带来业绩新增长点，未来成长空间充足	21
5 酒店项目：酒店业务卡位景区内优质生态区位，火山温泉部落二期带来新成长预期	24
5.1 酒店业务优势解析：卡位北坡优质生态区位，引流能力有望逐步提升	24
5.2 聚龙火山温泉部落二期：补充景区内中端酒店/亲子游业态缺陷，强化聚龙火山温泉部落竞争力	25
6 长白山冰雪旅游：“宏观驱动+业态完善”促优质冰雪游目的地成型，线上引流为冰雪游景气度提升持续赋能	27
6.1 宏观驱动：全国冰雪游行业受多轮政策驱动，吉林省出台攻坚计划促冰雪游发展	27
6.2 业态完善：长白山冰雪游业态矩阵逐步成型，主景区冰雪季客流量有望持续提振	31
6.3 线上引流：“双百计划”提振线上引流能力，热点话题打造持续推高景区热度	35
7 盈利预测与投资建议	37
7.1 盈利预测假设与业务拆分	37
7.2 估值分析	39
7.3 投资建议	39
8 风险提示	41
插图目录	43
表格目录	43

1 公司概况：国内避暑旅游核心目的地，旅游客运业务为营收主导，酒店业务逐步崛起

长白山：避暑游核心目的地，适合冰雪游业务开拓发展。长白山是国内著名景点，因主峰多白色浮石和积雪得名，是中华十大名山之一、位于吉林省东南部，曾先后被确定为首批国家级自然保护区、首批国家 5A 级旅游景区、联合国教科文组织“人与生物圈计划”自然保留地和世界自然保护联盟评定的国际 A 级自然保护区。长白山所处区域为温带大陆性山地气候，冬季漫长凛冽，夏季短暂温凉，春季风大干燥，秋季多雾凉爽。年均气温在-7℃至 3℃之间，7 月份平均气温不超过 10℃，年日照时数不足 2300 小时，积雪深度一般在 50 厘米。因其夏季气候温凉、冬季积雪深厚的特点，长白山作为国内避暑游目的地为大众所熟知，近年冰雪游业务也在持续成长。

长白山保护区总面积 19.64 万公顷，核心区 7.58 万公顷。**从上山方式来看**，长白山根据上山方向划分为东、南、西、北四景区（也常称为东、南、西、北四坡），其中东坡朝向朝鲜，四坡可从不同视角观赏天池景观；**从景区核心景点来看**，长白山天池为游客主要游览点，其位处长白山主峰火山锥体的顶部，是火山喷发后自然形成的火山口湖，也是松花江的正源头、全世界海拔最高的火山湖。受上述气候/温度/地理位置因素影响，长白山成为国内夏季避暑游核心景点之一，且因冬季积雪、独特气候因素形成景区粉雪资源，长白山适合冰雪游业务开拓发展。

图1：长白山景区地图概览



资料来源：长白山旅游股份微博，民生证券研究院（注：地图引用旅游巴士行驶路线图）

图2：长白山北坡天池景观



资料来源：长白山管委会，民生证券研究院

聚焦业务架构，公司业务主要可分为四部分：

旅游客运业务：公司拥有长白山三个景区道路运输独家经营权，从事长白山三个景区内游客运输、旅游车辆租赁、停车场管理等业务，即景区内交通相关服务均由公司负责。当前公司旅游客运业务以北景区和西景区为主，收费标准按管委会指定，北景区内环保车 85 元/人、倒站车 80 元/人，西景区内环保车 85 元/人。除景区内环保车/倒站车交通外，北景区/西景区/南景区环景区专线、景区/镇区/机场

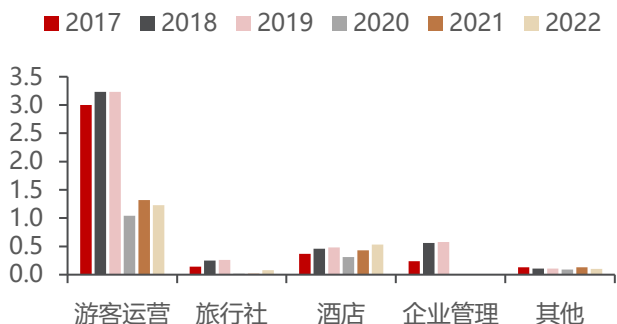
来回往返的城际班车和区间班线业务也由公司负责；除大型客运业务外，公司近年也在逐步拓展定制化包车服务，公司于 22 年 4 月开始公司新成立智行旅游公司专营 VIP 包车业务，业务体量持续扩大。旅游客运业务 22 年营收 1.23 亿元/较 19 年同期-61.92%，营收占比为 63.40%，对应 22 年毛利率为-6.21%，19 年毛利率为 49.87%。22 年毛利率为负，我们认为是公司业务存在较高固定成本（职工薪酬底薪、车辆维护费用等），客流不足情况下营收难以覆盖固定成本所致。

酒店业务：公司投资建设长白山温泉皇冠假日酒店，通过轻资产模式运蓝景国际生态交流中心，两大项目共同构成聚龙火山温泉部落项目。酒店业务 22 年营收 0.53 亿元/较 19 年同期+10.42%，占比 27.27%，对应 22 年毛利率为-2.11%；19 年营收 0.48 亿元，对应 19 年毛利率为 6.11%，**酒店业务同样存在较高固定成本，但公司酒店业务区位优势明显、温泉资源赋能、且为景区内稀有的中高端酒店项目，近年引流能力持续提升，在景区整体客流偏低情况下通过强引流能力实现营收突破，相对旅游客运业务而言有效降低毛利率下滑幅度。**

旅行社业务：2022 年 1 月，公司以营销中心和天池国旅为基础，成立了天池咨询公司（主要负责长白山景区开发管理、旅游纪念品研发销售、服务设施建设等）与长白山易游旅游服务有限公司（主打长白山区域旅游，主要从事生态观光、运动旅游、会议旅游、户外旅游、研学旅游、红色旅游等传统旅游项目）。旅行社业务 22 年营收 0.08 亿元，营收占比 4.12%，对应 22 年毛利率 76.17%；19 年营收 0.26 亿元，对应 19 年毛利率 54.05%。**因旅行社主要提供长白山景区相关旅游产品，疫情扰动下来长白山客流不足导致营收下滑。**

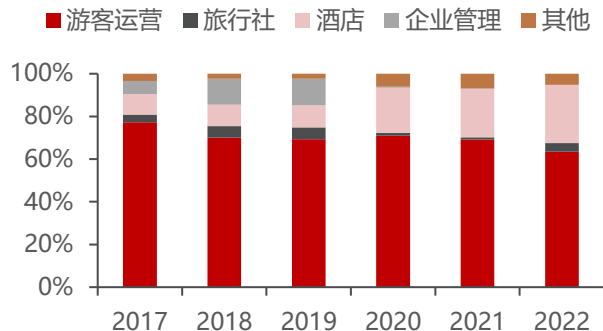
其他业务：从历年营收表现来看，我们认为该部分业务收入主要来源于公司全资子公司长白山保护开发区岳桦生态产品有限公司，根据 2017 年年报，该公司初期重点完成酒店产业绿色生态食品供应，根据产能情况逐步开展外销业务，并逐步建立物资采购重心，大宗物资将全部实行集中采购，与物资的原产地对接，提高对外的议价能力，降低经营成本，提高企业效益。其他业务 22 年营业收入 0.10 亿元，占比 5.31%，对应 22 年毛利率-158.27%；19 年营业收入 0.11 亿元，对应毛利率-192.89%。

图3：2017年-2022年游客运营、旅行社、酒店、企业管理及其它营收表现

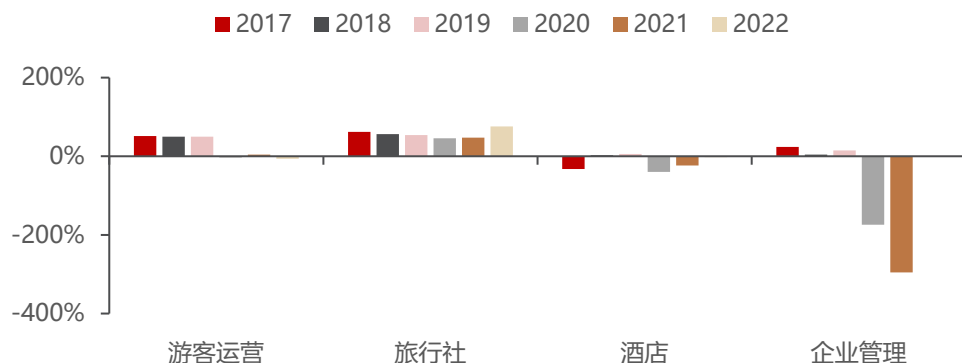


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2017年-2022年公司各项业务营收占比（单位：%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：2017年-2022年公司各项业务毛利率表现


资料来源：公司公告，民生证券研究院

股权结构：长白山开发建设（集团）持股比达 59.45%，长白山管委会为实际控制人。从前十大股东情况来看，截至 23 年 9 月 30 日，持有公司股份前三股东分别为吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司、中国吉林森林工业集团有限责任公司和长白山森工集团有限公司，持股比例分别为 59.45%/4.95%/2.61%，其中吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司为吉林省长白山保护开发区管理委员会国有资产监督管理委员会（以下简称“长白山管委会”）持股比例 90% 的子公司，长白山管委会对公司构成实际控制；吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司持股比例稳定，自 2014 年 8 月 22 日上市以来未有变动。

表1：长白山前十大股东情况（截至 2023 年 9 月 30 日）

股东名称	持股数量（股）	持股比例
吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司	158533060	59.45%
中国吉林森林工业集团有限责任公司	13207503	4.95%
长白山森工集团有限公司	6947685	2.61%
中国农业银行股份有限公司-富国价值优势混合型证券投资基金	6000000	2.25%
中国建设银行股份有限公司-交银施罗德阿尔法核心混合型证券投资基金	4460720	1.67%
上海浦东发展银行股份有限公司-富国融泰三个月定期开放混合型发起式证券投资基金	4378900	1.64%
江苏银行股份有限公司-博时汇融回报一年持有期混合型证券投资基金	3530400	1.32%
中国工商银行股份有限公司-交银施罗德优势行业灵活配置混合型证券投资基金	2726370	1.02%
中国工商银行股份有限公司-富国新机遇灵活配置混合型发起式证券投资基金	2110400	0.79%
潘立明	1915570	0.72%
合计	203810608	76.42%

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院（注：长白山森工与吉林森工集团当前已成为一致行动人）

定增预案:公司于 22 年 4 月 15 日发布定增预案,并于 23 年 12 月 7 日发布定增预案修订稿,拟募集 5 亿元资金用于交通运力补充及温泉部落二期建设,修订稿未对资金用途、资金整体分配做出修改。具体来看:

1) 温泉部落二期项目建设:项目总投资额为 5.36 亿元,拟募集资金 3.5 亿元用于此项目。根据 22 年 4 月 16 日定增预案内容,温泉火山部落二期项目紧邻一期项目,在一期项目基础上新增多个旅游产品,定位中档、满足大众消费,项目面积 2.38 万平方米,其中建筑面积 4.17 万平方米,地下 1 层、地上 7 层,项目建成后预计年游客接待能力 99.9 万人次;

2) 长白山旅游交通设备提升项目:项目总投资额为 1.14 亿元,拟募集资金 1 亿元用于此项目。根据 22 年 4 月 16 日定增预案内容,公司拟于未来三年购置旅游车辆 194 辆,其中 9 座商务车 21 辆、12 座中型客车 1 辆、7 座越野车 30 辆、50 座大型客车 101 辆、23 座中型客车 41 辆。

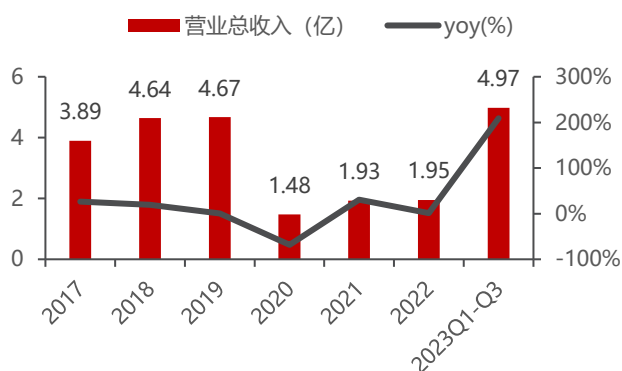
3) 补充流动资金 5000 万元。

我们认为,该定增预案落地将大幅强化长白山内部运力,与外部交通优化形成联动,对长白山基本面改善产生强促进效果,具体内容优化效果将于报告第四部分说明。

2 财务分析：23 年前三季度恢复态势明显，归母净利润扭亏为盈

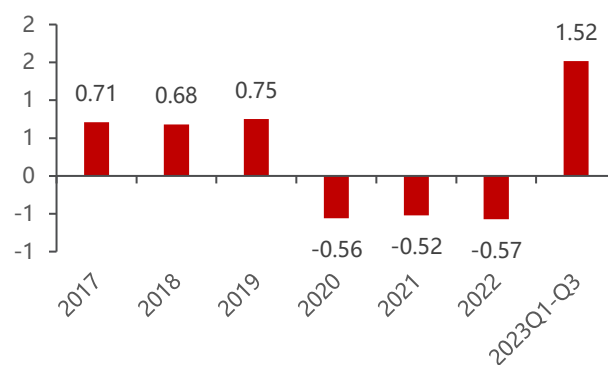
疫情前营业收入呈现增长态势，2020-2022 受疫情影响业绩表现不佳，2023 年前三季度有强复苏意向。2020 年以前公司营收保持上行，归母净利润呈现波动上升趋势，其中归母净利润增长幅度明显，2017-2019 年的 CAGR 达 9.65%；2020-2022 年受疫情扰动影响旅客骤减，因此三年营收缩水，归母净利润保持负增长状态。2023 年，疫情影响逐渐缩小，长白山冰雪游业务逐步崛起，暑期旺季复苏势头强劲，2023 年 1 月接待游客量 9.35 万人/同比+420.8%，较 19 年同期+18.27%；2023 年 Q1-Q3 接待游客量 224.6 万人/同比+255.3%，较 19 年同期+7.5%。在冰雪游业务崛起、暑期旺季高景气度催化下，公司营收利润端均有充足优化，2023 年前三季度公司营收为 4.97 亿元，同比+209%，较 19 年同期+29%；23 年前三季度归母净利润 1.52 亿元，同比扭亏为盈，较 19 年同期+84%。归母净利润较 19 年同期增幅远高于收入增幅，我们认为源于两点原因：1) 公司游客运营/酒店业务均为固定成本为主、获客所需的单位固定成本较低的项目，游客数量提升对各项业务毛利率优化有显著促进效果；2) 酒店业务逐步迈入成熟阶段，客流引流能力大幅强化。

图6：2017 至 2023Q1-Q3 营业收入 (亿元) 及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2017 至 2023Q1-Q3 归母净利润 (亿元)

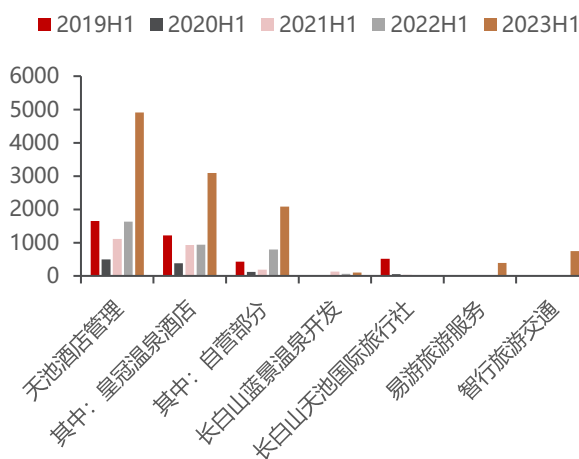


资料来源：公司公告，民生证券研究院

聚焦公司旗下各全资子公司业务表现，酒店业务归母净利润较 19 年同期已实现扭亏为盈，定制化旅行社服务/包车服务业务规模逐步扩大。通过公司旗下全资子公司业绩经营数据追溯 23H1 公司各分项目表现（由于半年报未披露各分项目营收情况，因此仅可从全资子公司运营表现来看进行推断，数据会因各公司间存在内部交易而与母公司报销最终数据存在误差），不考虑非全资子公司业务的游客运营服务、归类为业务项中其他项的长白山保护开发区岳桦生态产品有限公司和营收体量小/短时间无进一步成长潜力的企业管理咨询公司，从其他分项目来看，1) 23H1 酒店业务营收上行突破趋势明显，23H1 酒店管理全资子公司营收较 19 年同期+197.97%；归母净利润较 19 年同期扭亏为盈，已成为全资子公司业绩的主要支撑点；2) 负责定制化旅行社服务/包车服务的易游旅游服务公司和智行旅游交

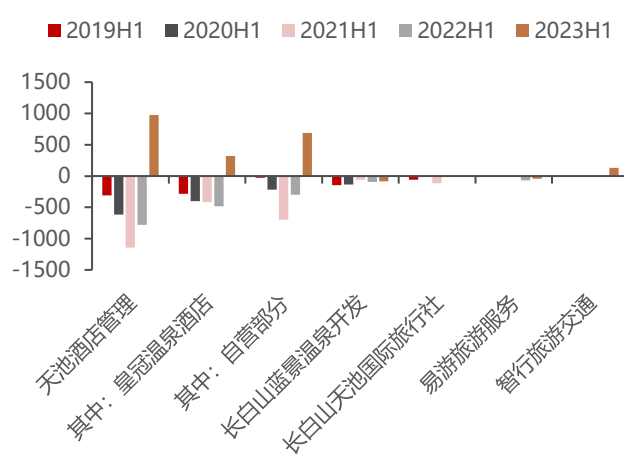
通公司分别于 22 年 1 月、22 年 6 月成立，从 23H1 经营情况来看，经营表现已有明显起色，我们认为是此部分业务是景区客流持续增长优化、两项业务对中高端消费人群的精准切入及公司在景区内酒店/交通资源上具备明显优势所促，随经营规模扩大，两项业务后续有望成为公司利润核心支撑点。

图8：19H1 至 23H1 全资子公司营收表现 (万元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

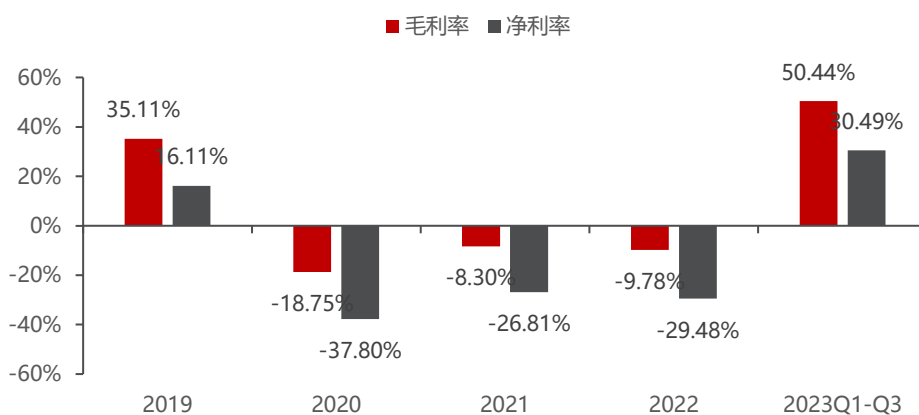
图9：19H1 至 23H1 全资子公司净利润表现 (万元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

毛利率/净利率优化明显，酒店业务或为优化主驱动力。疫情扰动导致毛利率/净利率水平在 20-22 年为负，但疫情扰动结束后的 2023 年毛利率/净利率回暖明显且超越 19 年同期水平，我们认为是酒店业务毛利率/净利率水平优化的结果，由于酒店业务固定成本占比相对较高，景区客流增长及其自身知名度上行/区位优势显现带来的经营优化将使营收上行并直接摊薄固定成本，促酒店业务毛利率/净利率表现快速优化；此外，酒店业务营收在公司的营收占比也在逐步提升，促公司整体毛利率/净利率水平快速优化。

图10：19 年至 23 年 Q1-Q3 公司毛利率/净利率表现

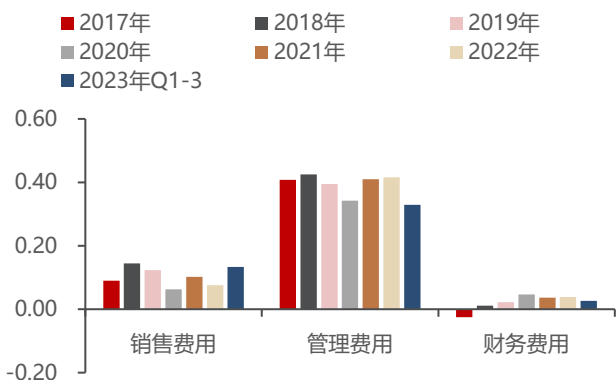


资料来源：公司公告，民生证券研究院

销售费用率/财务费用率稳态经营情况下维稳，管理费用相对固定。聚焦各项费用表现，公司历年销售费用/财务费用绝对值波动幅度较大，但稳态经营情况下销售费用率/财务费用率相对较为稳定，可能是相关费用支出与业务经营规模关联

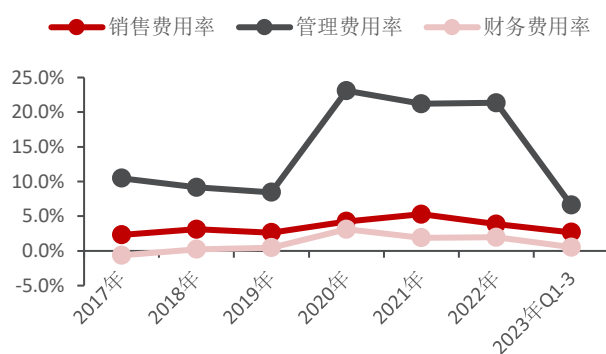
性较强所致，公司当前以线上网红探店分享，微信/抖音/微博等社交媒体营销宣传的方式对营收的促进作用明显。23Q1-Q3 销售费用率为 2.7%，较 19 年全年的 2.6%减 0.1pcts；23Q1-Q3 财务费用率为 0.5%，与 19 年全年持平。管理费用绝对值相对固定，但管理费用率振幅较大，23Q1-Q3 管理费用率为 6.6%,同比-1.9pcts。

图11: 17 年至 23 年 Q1-Q3 公司各项费用表现 (万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图12: 17 年至 23 年 Q1-Q3 公司各项费用率表现



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 外部交通优化: 铁路/航空/高速优化驱动, 景区获客能力全面优化

3.1 铁路: 敦白高铁优化长白山外部交通格局, 沈白高铁将缩短北京/沈阳到达长白山时间

敦白高铁于 21 年末开通运营, 长白山与其他高铁路段实现接轨。沈佳高速铁路, 指连接辽宁省沈阳市与黑龙江省佳木斯市的高铁, 由沈阳-白河互通的沈白高铁、白河-敦化互通的敦白高铁、敦化-牡丹江互通的牡敦高铁与牡丹-佳木斯互通的牡佳高铁组成, 其中牡佳高铁于 2021 年 12 月 6 日开通, 开通后牡丹至佳木斯时间由 7 个多小时缩短至 2 小时, 哈尔滨、牡丹江、佳木斯三地构成高铁环线; 敦白高铁 2021 年 12 月 24 日正式开通运营, 铁路从二道白河镇长白山站出发, 经过永庆站、敦化南站后到达敦化站。敦白高铁建设前, 长白山无高铁项目, 各地交通通行便捷度较差; 敦白高铁开通当天, 长白山高铁站投入使用, 至此长白山景区通过高铁正式实现与其他路段接轨。

聚焦敦白高铁开通后的交通改善情况, 敦白高铁有效缩短东北地区通往全国各地区的时空距离, 向南连接通化、沈阳, 向北与长吉珲客专、哈牡客专贯通, 与其他高速铁路的连通使长春、吉林、延吉、珲春等地到达长白山时间大幅减少。

图13: 沈佳高铁全路线示意图



资料来源: 铁路建设规划公众号, 民生证券研究院

图14: 敦白高铁线路示意图



资料来源: 长白山管委会, 民生证券研究院

表2：长白山站前往周边城市的高铁最短通行时间与驾车通行时间对比

路线	车次	高铁通行时间	驾车通行时间（自相应站点出发）
北京朝阳-长白山站	G3603	7小时16分钟	13小时22分钟
大连北站-长白山站	G8039	5小时52分钟	9小时
哈尔滨西站-长白山站	D152	3小时36分钟	6小时55分钟
长春站-长白山站	G3603	2小时12分钟	4小时23分钟
沈阳北站-长白山站	G3603	3小时44分钟	5小时57分钟
齐齐哈尔南站-长白山站	D152	5小时29分钟	9小时28分钟

资料来源：携程旅行，百度地图，民生证券研究院（注：上述统计数据以10月14日车次情况为标准，不同时间高铁发车车次、高铁通行时间、驾车通行时间可能存在差异）

敦白高铁的客流优化效果：高铁出行客流数量增加，游客接待量突破百万速度加快。 1) 根据中国铁路公众号，敦白铁路开通一年接发游客 50.9 万人次；2) 根据中国金融信息网，2022 年暑运期间，长白山景区日均接待游客量超 2 万人次，相当一部分是坐高铁前往；3) 截至 2023 年 7 月 20 日，长白山景区接待游客已突破百万大关，达到 100.77 万人次，比 2019 年突破百万人次提前 7 天。4) 截至 2023 年 10 月 6 日，长白山景区共接待游客 237.06 万人次，较 19 年同期 +4.2%。从上述数据来看及高铁与自驾通行时间对比来看，我们认为，敦白高铁的建成大幅缩短游客到达长白山的通行时间，提升游客出行便捷度、扩大长白山景区客群覆盖面、强化长白山作为游客可选目的地时的考量权重，因而对长白山景区客流增长有较强促进作用。此外，高铁对高峰期的机场/高速客运压力有一定缓解作用，长白山景区获客能力因此而优化。

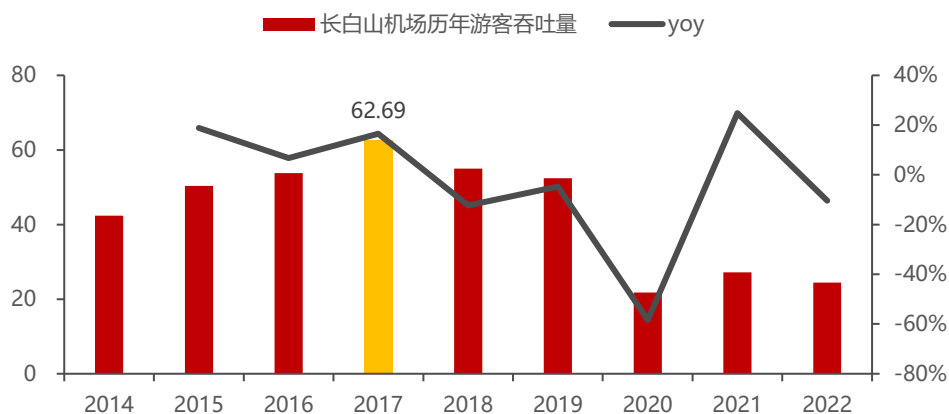
沈白高铁新预期：游客出行选择多样化，铁路交通进一步串联优化。 沈白高铁指沈佳高速铁路中的沈阳-长白山段，其自辽宁省沈阳站出发，以延边朝鲜族自治州内长白山站为终点，途径抚顺市、通化市、白山市，**项目预计 2025 年完工**，11 月 22 日沈白高铁并入沈阳北站第二阶段转线施工顺利结束通车，未来完全通车后将使“北京-长白山”铁路行驶时间压缩至 5 小时（当前为 7 小时 16 分钟）“沈阳-长白山”铁路行驶时压缩至 1 个半小时（当前为 4 小时），进一步打通长白山与东北三省一区、京津冀等节点城市的快捷联系，通过交通优化强化长白山短途游和中长线游的目的地属性，促其引流能力提升。

3.2 航空：二期项目蓄势待发，运营后将促长白山景区旺季获客量提升

长白山机场于 2008 年建成，从过往旅客年吞吐量表现来看，2017 年长白山机场接待游客客运量达到峰值，为 62.69 万人次；2018 年，长白山管委会启动机场二期扩建项目，该投资金额 9.98 亿元，扩建后机场用地面积将扩大为 333.72 公顷，机坪由 5.6 万平方米扩大为 10.8 万平方米，机位由 12 个变为 20 个，建成

后长白山机场旅客保障能力可扩增至 180 万人次，2023 年 5 月 15 日启动验收和使用许可审查；根据实地调研，机场二期新建的航站楼尚未启用。长白山景区有明显淡旺季分化，而二期项目的机位扩增、新航站楼开放将使机场单日游客接待量上限提升，有效增加长白山地区旺季获客量。

图15：长白山机场历年游客吞吐量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

长白山机场较同机位数量机场的 D 类/C 类机位较少，若机场二期扩建以 D 类/C 类机位为主，可设置更多长距离航班提升长线游便捷度。长白山机场为 4D 级机场，机场内 D 类机位 1 个、C 类机位 6 个，对到达机场的客机大小有一定限制，而客机大小限制 1) 会导致单航班客流承载受限；2) 会导致航空燃油承载能力受限，使航线或难以跨越长距离，对长白山机场来说，意味着南方客源地无法实现有效覆盖。而机场二期扩建将使机位数由 12 个增加至 20 个，扩大航站楼/廊桥/机坪面积，若机场二期扩建以 D 类和 C 类机位为主（长白山扩建工程阶段性行业验收启动会议中提到，二期项目建成通航后，长白山机场将成为东北地区支线机场中等级最高、保障能力最强、服务设施最全机场，**依此推断二期扩建会进一步增加 C 类及以上机位**），长白山机场在扩建完成后便可安排更多通往上海/杭州/南京等地的长距离航班，而长三角地区系国内旅游主客源地之一，也常作为南方地区旅客前往北方旅游的途径点/中转点，前往上海/杭州/南京等地的航班数量增加，将对长白山景区旅客量提升、旅游消费水平提升有强促进效果。

3.3 高速：延长高速已有两段线路通车，促长白山周边城市短途游便捷度提升

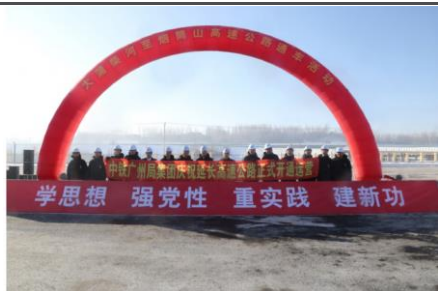
延长高速，全称“延吉-长春”高速公路，于 2014 年开工建设，其线路整体可分为“龙井-大蒲柴河”、“大蒲柴河-烟筒山”、“烟筒山-长春”三段。

从延长高速已开通公路将为长白山带来的外部交通优化逻辑来看，龙蒲段提升延吉自驾游出行便捷度，蒲烟段将成为吉林中部-长白山的交通要道。“龙井-大

蒲柴河”段的龙蒲高速公路已于 2020 年 11 月 30 日通车，其中有一条连接长白山景区松长联络线；龙蒲高速公路开通后，“延吉-长白山”车辆通行时间由原先的 3 小时缩短至 1 小时 20 分钟，大幅增加延吉去往长白山的自驾游出行便捷度；“大蒲柴河-烟筒山”的蒲烟高速公路 11 月 30 日开通运营，蒲烟高速公路是吉林省中东部连接延边朝鲜族自治州及琿春口岸的重要干线公路，此线路沿线辐射敦化、抚松、桦甸、磐石 4（县）市及其下辖的 11 个乡镇、100 余个自然村，连接长白山、红石国家森林公园、白山湖景区、官马溶洞、莲花山等多个旅游景区，其建成意味着吉林省桦甸市开通第一条高速公路，**延边州去往省会长春市以及长白山、白山、通化、大连等方向便捷度提升，包括长白山在内的铁路沿线景区客流引流能力均在此高速公路串联下得到有效提升，促长白山短途游客流增长。**

延长高速公路“烟筒山-长春”路段也处建设状态，截至 23 年 11 月 3 日，全线顶推作业已完成。该高速起于磐石市烟筒山镇西侧，终点至长春市洋浦互通处，与既有长春绕城高速公路衔接，项目通车后将使“烟筒山-长春”车辆通行时间缩短至 1 小时，促延边朝鲜族自治州驾车去往长春及长白山/白山/通化/大连方向路程缩短，建成后同样可优化长白山短途游客流。

图16：延长高速蒲烟段开通运营庆祝活动



资料来源：东方网，民生证券研究院

图17：延长高速桦甸市高速公路站点



资料来源：中工网，民生证券研究院

4 内部运力分析：定增预案落地将有望促毛利率优化，包车业务打开业绩新增长点

4.1 大巴车运力解析：景区未来运力空缺需购置车辆填补，定增预案新增车辆将成运力优化关键

4.1.1 景区运力最优点探寻：景区可通过购置和租赁车辆方式提升景区运力，两大方式的成本结构差异导致内部运力存在毛利率最优点

长白山上市公司是我国道路旅客运输二级企业，独家拥有长白山景区内环保车、倒站车的经营许可及收费权，因此景区内交通运力均由公司承担；外部交通运力不足时，公司可通过外部租赁车辆的方式填补景区运力空缺。在此情况下，外部交通优化带来新客流后，公司可通过“现有购置车辆运力+租赁车辆临时增加运力”的方式满足景区新增客流需求。但是，1) 临时租赁车辆需寻找稳定的本地车辆租赁公司，符合资质、报价适宜且车辆足够的本地车辆租赁公司较难匹配，因此租赁车辆无法无上限增加，景区仍需购置车辆满足旺季运力需求；2) 租赁车辆在成本结构上拥有“无固定成本、高日常运营成本”的特征，而购置车辆的固定成本高，日常运营成本相对租赁车辆较低，因此租赁车辆成本与购置车辆成本间必然存在“交点”，即年运营天数达到一定值时，购置车辆与租赁车辆成本相同；车辆年运营天数超过“交点”对应的车辆运营天数时，购置车辆较运营车辆成本更低。**我们通过租赁车辆/购置车辆成本对比来寻找此“交点”，结合未来景区外部客流增量，分析景区内部运力增长将带来的基本面优化。**

在成本对比之前，需分析景区内基本客流走向、交通运力架构及交通运输所需时间、车辆类型、单辆车运力情况、不同时点客流情况，保证成本对比的准确性：

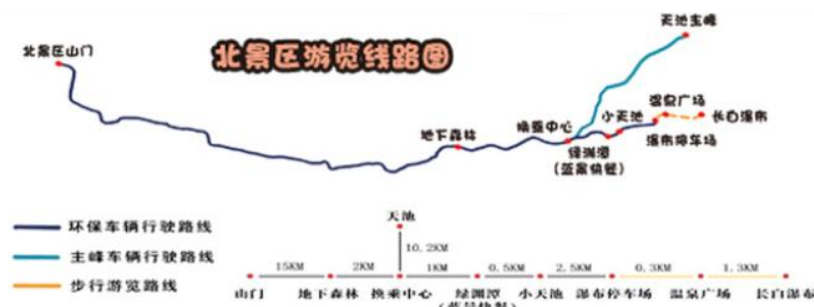
1) 基本客流走向：长白山景区根据上山方向划分为东、南、西、北四景区（也常称为东、南、西、北四坡），其中东景区位处朝鲜境内，非国内游客正常通行通道；南景区开放时间短且人数限制严格，历年通过此方向上山的国内游客人数较少；北景区、西景区为国内旅客进入长白山的主要途径，**基于此客流走向情况，我们通过对北景区和西景区的运力情况分析，来评估内部交通运力情况。**

2) 环保车交通运力架构：

A. 北景区：由下图所示，北景区大巴车运输路线由北景区山门出发，瀑布停车场截止，途径地下森林、换乘中心、绿渊潭及小天池，其中“北景区山门-换乘中心”约 35 分钟，“换乘中心-瀑布停车场”约 5 分钟。但是，**2022 年 2 月 25 日起，长白山北景区山门功能下移至北景区游客集散中心，北景区山门不再保留检票通道**，因此 22 年 2 月 25 日以后，大巴车自北景区游客集散中心出发，行程路段新增“北景区游客集散中心-北景区山门路段”，耗时 30 分钟。景区发车较为灵活，因此，根据实地调研，我们对景区客运情况作出如下假设：

1. 北景区游客集散中心往返车辆主要为大巴车;
2. 从北景区游客集散中心出发的大巴车主要有两种往返循环模式: 1. 天池开放时, 大巴车往返路线为“北景区游客集散中心-换乘中心”; 2. 天池不开放时, 换乘中心失去其功能性, 游客无需在此处换乘前往天池, 因此大巴车往返路线为“北景区游客集散中心-瀑布停车场”, 换乘中心不停靠。
3. 小天池-绿渊潭均为游览时间较短景点, 若所有车辆均从游客集散中心往返, 客流较多时可能无法满足瀑布、小天池、绿渊潭三景点乘车需求, 因此部分车辆在“换乘中心-瀑布停车场”之间往返接送游客(天池不开放时为绿渊潭-瀑布停车场), 此部分车辆主要为景区内中巴车。

图18: 长白山北景区游览路线图



资料来源: 马蜂窝, 民生证券研究院

B. 西景区: 由下图所示, 西景区环保车路线由西景区山门出发, 途径换乘中心到达主峰停车场, 中途经过高山花园、鸢尾花园和梯子河, **2019年6月1日起长白山西景区原山门售票、检票、换乘等服务功能整体下移至池西区长白山西景区游客服务中心, 因此大巴车当前从池西区游客集散中心出发, 环保车路段为“池西区游客集散中心-换乘中心-主峰停车场”, 其中“池西区游客集散中心-换乘中心”路程约 53KM, 单程约 70 分钟左右。** 西景区发车同样较为灵活, 因此, 根据实地调研情况, 我们对景区客运情况作出如下假设: A. “西景区游客集散中心-换乘中心”由大巴车运营; B. “换乘中心-主峰停车场”路段由中巴车运营, 去往锦江大峡谷、花园等景点的车辆也由中巴车运营。

图19: 长白山西景区游览路线图

西景区车辆运行示意图



资料来源: 马蜂窝, 民生证券研究院

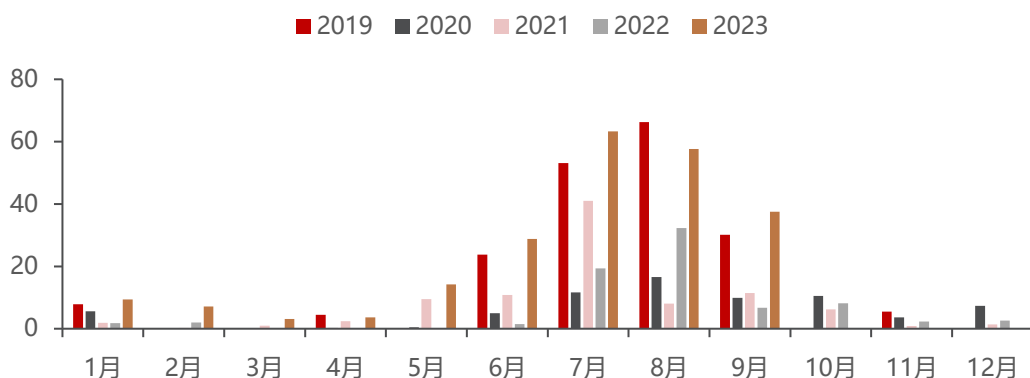
3) 环保车车辆类型: 根据长白山公司招股书信息, 2011-2013 年北景区和西

景区车辆平均座位数分别为 38/39/40 座；而根据实地调研情况，我们发现北景区、西景区内有两种大巴车和一种中巴车，其中北景区大巴车座位数在 48-55 座不等，西景区大巴车座位在 40 座左右，景区内中巴车为 23 座，基于上述信息，我们认为公司北景区和西景区中环保车指的是景区内大巴车、中巴车的合称；

4) 客流承载量：景区夏季/冬季客流承载量不同。根据长白山管委会，长白山北景区游客单日最大承载量为 2.5 万人，西景区游客单日最大承载量为 1.3 万人；但是，实际客流承载量会随时间不同而进行调整，或是天气因素所致，12 月 13 日长白山北景区/西景区客流承载量分别为 7500 人/1500 人。

5) 不同时段客流情况：复盘长白山过往单月客流情况可发现，长白山景区每年 6-9 月为旅游旺盛时点，其余月份旅游人数较少，2019 年 6-9 月客流占全年客流比例达 69.01%，7-8 月客流占全年客流比例达 47.57%，**因此，交通运力是否可承担 7-8 月高峰时段运力需求，是成本对比时的核心考量点。**

图20：长白山 2019-2023 年单月客流表现（万人）



资料来源：长白山管委会，民生证券研究院

6) 运力限制条件：北景区/西景区每日上山时间段有限制，考虑不可预因素和员工需保持精力因素假设每日每辆车上山次数上限为 3 次/2 次。探讨景区运力情况：

北景区：发车时间为 7:30-14:30（随景区实际天气气候情况会进行微调，变化范围多在 1 小时以内），由前文北景区上车路线可知，北景区大巴车在天池不开放时执行“池北区游客集散中心-瀑布停车场”路线，单程 50 分钟；天池开放时执行“池北区游客集散中心-换乘中心”路线，单程 45 分钟；在北景区可发车时间 7 小时限制下，压缩休息时间，**无论天池是否开放，北景区大巴车可携带游客上行次数均为 4 次；考虑司机中途需一定时间休息/补充体力，以及部分区域到站停靠因素，假设正常情况下可携带游客上山次数为 3 次。**

西景区：发车时间为 8:00-12:30（随景区实际天气气候情况会进行微调，变化范围多在 1 小时以内），由前文西景区上车路线可知，西景区大巴车主要执行“池西区游客集散中心-换乘中心”路段往返，单程 70 分钟左右，在夏季西景区

可发车时间 4 个半小时限制下，西景区大巴车最多可携带游客上行次数为 2 次，虽司机中途需一定时间休息/补充体力，部分区域需到站停靠，但单程 70 分钟运行时间的情况下携带游客上行次数 2 次的时间压力较小，假设西景区正常情况下单日可携带游客上山次数仍为 2 次。（注意：超过发车时间后，车辆会采取空车上山的方式去往换乘中心/瀑布停车场运送游客下山，此处“可携带游客上行次数”指的是载游客上山游玩次数，不包括为载游玩完毕的游客下山产生的额外往返次数，若将此次数纳入统计，北景区单辆车单日最高总往返次数可达 6 次，西景区最高可达 4 次）。

7) 景区当前车辆数：根据吉林日报 22 年 8 月 17 日新闻《保障长白山旅游安全，我们在行动》内长白山旅游股份有限公司景区运营部副总经理提到，为了确保旺季旅游秩序顺畅，景区启动大巴车 150 余辆、商务车 200 余辆为游客提供舒适旅游环境；23 年投资计划中提到新增大巴车 32 辆，若未有过去购买的大巴车因使用年限过长而报废、新车辆购置和投入使用均在旺季前完成，23 年旺季景区大巴车数量可达 182 辆。

假设北景区旺季单辆车运输上限为单日往返 6 次，西景区旺季单辆车运输上限为单日往返 4 次，且客流量充足时新增车辆单日运输量必定达到此上限，在假设基础上我们通过成本端分析判断购置车辆与租赁车辆成本相同所需运营天数：

租赁车辆成本：根据实地调研情况，长白山北景区“北景区游客集散中心-换乘中心”约 43 公里，往返 86 公里；长白山西景区“西景区游客集散中心-换乘中心”路程约为 53 公里，往返 106 公里；根据携程旅行报价，长白山景区周边 43 座大巴单日基础包车价格为 5400 元/天，行驶距离 300 公里；53 座大巴单日基础包车价格为 4600 元/天，行驶距离 300 公里；超出公里数每公里收费 8 元。我们认为，公司在包车租赁方面必然会寻求长期稳定、成本支出相对较少的合作关系，因此公司的车辆租赁成本或将低于消费者渠道的车辆租赁成本，假设为消费者渠道租赁车辆报价的 70%。

购置车辆成本及年折旧情况：根据长白山 2023 年采购计划，22 年公司预计购置大巴 32 辆，单辆车价格为 77 万元，由于投资计划未提及大巴座位数，假设此价格为各类大巴平均购置价格。根据长白山 22 年年报，公司运输设备折旧年限为 5-10 年，残值 5%；根据国家经济贸易委员会、国家发展计划委员会、公安部、国家环境保护总局《关于调整汽车报废标准若干规定的通知》（国经贸资源 1202 号）和公安部《关于实施有关问题的通知》（公交管 2 号）精神，营运大客车的使用年限为 10 年，延缓报废使用不超过 4 年。假设长白山内环保车使用年限为 10 年，残值 5%，新购置车辆价格均为 77 万元/辆，可得年折旧费用为 73150 元。

日常运营成本：包括燃油费、司机食宿费用及工资、车辆修理费用、物料消耗等，其中自购车辆公司需负担燃油费用、车辆修费用、物料消耗、司机住宿费用及工资，其中燃油费用按招股书中披露数据计算所得的 2.2 元/公里计算，司机食宿费用以携程旅行大巴车单日住宿费上限计算，员工工资、车辆修理费用和物料损耗

根据 2011-2013 年长白山员工平均工资计算 (招股书中披露数据时间段为 2011-2013 年, 此段数据最为齐全, 以此为标准)。

基于上述成本计算可得, 购置车辆每年所需固定费用 (包括折旧、车辆维护和物料消耗) 为 87150 元, 北景区购置车辆单日运行费用为 1749 元, 西景区购置车辆单日运行费用为 1546 元; 北景区单日租赁车辆费用为 4990 元, 西景区单日租赁车辆费用为 3914 元, 车辆每日接待游客量到达上限情况下, 当北景区/西景区新购置车辆运行天数为 24 天/32 天时, 租赁车辆的成本花费与购置车辆的成本相同; 北景区/西景区新增车辆实际运行天数大于 24 天/32 天时, 购置车辆成本较租赁车辆更低。换言之, 单辆购置车辆每年在北景区/西景区每日接待游客量达上限情况下运行 24 天/32 天以上时, 购置车辆的年成本支出将小于租赁车辆, 且运行天数越多, 购置车辆较租赁车辆节省的成本越多。

表3: 购置车辆/租赁车辆成本对比

购置车辆-成本计算条目项	单辆车景区运营成本	租赁车辆-成本计算条目项	单辆车景区运营成本
折旧费用 (元/年)	73150	租赁费用 (北景区)	4989.6
车辆修理费用及物料消耗 (元/年)	14000	租赁费用 (西景区)	3914.4
燃油费用 (北景区) (元/天)	1135.2	司机住宿费用 (元/天)	350
燃油费用 (西景区) (元/天)	932.8		
司机住宿费用 (元/天)	350		
司机工资费用 (元/天)	263		
年固定费用	87150		
北景区单日费用	1749	北景区单日总租赁费用	5340
西景区单日费用	1546	西景区单日总租赁费用	4264

资料来源: 公司招股书, 公司公告, 民生证券研究院测算

“交点”运营天数与景区运营超上限天数: 在得到北景区/西景区单辆车购置车辆成本与租赁成本相同时所需运营天数后, 我们可将此结果运用在长白山主景区整体运营情况上: 北景区/西景区存在单日客流运输量上限, 此上限由景区内车辆数决定, 当单日游客量超出运输量上限时, 当天就会需要运力补充; 如果北景区/西景区一年内客流量超上限天数大于 24 天/32 天, 意味着需要新购置车辆, 因为新购置车辆每年在北景区/西景区的可运营天数大于 24 天/32 天, 比新租赁车辆的年成本支出更少; 新购置车辆将会使单日运输量上限提升, **当此上限提升至北景区/西景区一年内客流量超上限天数等于 24 天/32 天时, 继续购置车辆的成本将小于租赁车辆的成本, 超上限天数的运力需求通过租赁车辆解决即可, 此时景区运力已达到毛利率最优点。**而长白山景区每年淡旺季分化明显, 每年 7-8 月游客量明显超越其他月份, 因此, 我们将 7-8 月景区单日游客流量超出单日运输量上限天数作为全年超上限天数进行考量, 评估毛利率最优点。

评估景区运力的毛利率最优点, 首先需要知道北景区/西景区车辆数目。由于 1) 23 年 7 月-8 月长白山主景区接待游客量 120.9 万人, 未公布北景区/西景区分别接待人次; 2) 19 年 7-8 月长白山主景区游客接待量 118.9 万人, 其中北景区/西景区分别接待游客 83.4 万人/35.5 万人, 与 23 年 7-8 月相接近; 我们假设疫

情前 19 年 7-8 月北景区/西景区客流占总客流比例与 23 年 7-8 月北景区/西景区客流占总客流比例相同，可得 23 年 7-8 月北景区/西景区接待游客人数分别为 84.8 万人/36.1 万人。假设接待游客人数与环保车购票人数等同、北景区/西景区单辆大巴车运载量分别为 50 人/40 人，以招股书披露的 2011-2013 年平均上座率水平 92.87% 计算，可得景区在 23 年 7-8 月所需车辆数为 182 辆，北景区/西景区大巴车辆为 101 辆/81 辆；而根据前文对景区大巴车数量的评估，23 年景区大巴车数目最多可达 182 辆，供需端结果匹配，**基于此结果判断，北景区现有大巴车 101 辆，西景区现有大巴车 81 辆。**

表4：2023 年 7-8 月所需运力测算

运力计算条目项	北景区	西景区
2023 年 7-8 月客流 (万人)	84.82	36.10
7-8 月天数 (天)	62	62
景区不开放天数 (天)	2	2
平均单日常运送人数 (人)	14136	6017
单辆车运输人数上限 (平均值)	50	40
单日正常可携带游客上山次数 (次)	3	2
单日最少所需运送游客上山车辆班次 (平均值)	283	150
上座率与 11-13 年均值等同情况下所需大巴车数 (辆)	101	81

资料来源：长白山管委会，公司招股书，民生证券研究院测算

23 年北景区/西景区车运力超上限天数测算：以北景区 101 辆大巴车、西景区 81 辆大巴车为基础，按照前文单辆车人数上限和每日往返次数假设进行计算，假设上座率固定为 92.87%，北景区/西景区在现有运力情况下单日可运输游客量上限分别为 14136 人/6017 人。由于 17 年 7-8 月、18 年 7-8 月与 23 年 7-8 月主景区旅游人数接近，且 17 年 7-8 月、18 年 7-8 月长白山主景区公布了单日旅游人数，因此将 17 年 7-8 月、18 年 7-8 月主景区游客量超上限天数作为 23 年 7-8 月景区游客量超上限天数的参考；统计 17 年 7-8 月、18 年 7-8 月景区接待游客数量超此上限天数，可知北景区 17 年 7-8 月、18 年 7-8 月游客量超上限天数为 **33 天/27 天**，西景区 17 年 7-8 月、18 年 7-8 月游客量超上限天数为 **32 天/24 天**，而单日运输量超上限天数代表新增车辆旺季可运营天数，北景区高于 24 天、西景区低于 32 天，意味着**北景区或可通过购置车辆进一步优化毛利率水平；西景区购置车辆过多，或可将大巴车运力转移部分至北景区优化毛利率水平。**

4.1.2 景区未来运力评估：定增方案修订稿已发布，落地后将促景区内部运力有效承接外部交通优化带来的客流增量

计算敦白高铁开通/机场扩建后的毛利率最优点：

机场新增客流：根据长白山管委会，机场二期未扩建前，机场年吞吐量上限为

65 万人次/年，机场二期项目扩建后将达到 180 万人次/年；

高铁新增客流：根据公司 A 股定增预案，沈白高铁开通后公司高铁年载客量将达到百万人次；根据铁路局，敦白高铁开通一年接待游客量为 50.9 万人次。

综上所述，机场二期扩建落地完成后最高将为长白山带来 57.5 万人次/年的客流，沈白高铁将带来 49.1 万人次/年的客流。

参照疫情前 2019 年客流表现，2019 年 7-8 月客流量占全年客流量比例为 47.57%，将此比例作为机场二期扩建/敦白高铁开通后每年 7-8 月新增客流量占全年新增客流量比例，可得机场二期扩建/敦白高铁开通为 7-8 月新增客流上限分别为 27.35 万人/23.36 万人。

未来北景区/西景区运力超上限天数测算：长白山机场/高铁分别离西景区/北景区较近，我们认为游客大概率会去往与其到达长白山的位置相近的景区，因此假设机场扩建/敦白高铁开通的客流分别流向西景区/北景区。将机场扩建/敦白高铁开通新增客流上限值按旅客人数比例平摊至 2018 年 7-8 月每日客流中，以 23 年 182 辆车的运力情况代入，可发现此时 7-8 月北景区/西景区游客量超上限天数分别为 **35 天/45 天**。若不考虑部分日期客流接待量已超景区客流承载力上限的问题，在此假设下，北景区/西景区每日客流接待上限数到达 21525 人次/9360 人次时北景区/西景区新增车辆实际运营天数为 24 天/32 天，此时北景区车辆数为 155 辆，西景区车辆数为 126 辆，**即北景区/西景区购置大巴车辆数达到 155 辆/126 辆时（共 281 辆），北景区/西景区可完美容纳机场扩建/敦白高铁带来的新客流，实现毛利率最优。**

定增方案修订稿已发布，落地后将促景区内部运力有效承接外部交通优化带来的客流增量。根据长白山《2022 年度非公开发行 A 股股票募集资金使用可行性分析报告》，以 2022 年为基础，公司测算未来需购置车辆为 194 辆，其中 9 座商务车 21 辆；12 座中型客车 1 辆；7 座越野车 30 辆；50 座大型客车 101 辆、23 座中型客车 41 辆，22/23/24 年分别用募集资金购置 50 座大型客车 1 辆/40 辆/60 辆，此定增计划于 23 年 12 月 6 日发布修订稿，截至 12 月 14 日尚未展开定增。定增预案将新增 101 辆大型客车补充运力缺口解决运力问题，意味着定增预案实施后景区大巴车总数将达 282 辆，与前文测算的达到毛利率最优点所需的 281 辆大巴车接近，意味着定增预案落地后景区内部交通运力足以有效覆盖外部客流增量，且购置大巴车数量可使旅游客运业务毛利率接近最优，**未来外部交通优化叠加定增预案新增大巴车计划，将促公司旅游客运业务快速提升，同时使毛利率持续改善。**

此外，公司购置车辆带来的新运力可应用时间段不仅限于每年 7-8 月，冰雪季可能同样需要额外运力，购置车辆将为毛利率带来更多潜在优化空间。冰雪季北景区单日承载量限制为 7500 人，远低于北景区单日运力上限，但从实地调研情况来看，当前冬季仍应用合作公司海格的大巴车，我们认为是冬季气候因素影响下的带来的多个限制条件所致：1) 景区内部分车辆运营时间过长，冬季道路结冰积雪，

运营较为困难；2) 景区内或有部分车辆为电力运行，低温下运行的耗电量远高于常温，考虑成本问题暂停运行，只运营燃油车辆；3) 冬季景区天池因结冰积雪问题开放时间较少，游客为观赏天池景点可能会在天池开放时间集中买票上山，导致景区景气度较低情况下可能仍会有部分日期单日承载量达上限。本年度冰雪游景气度居于高位，长白山多日门票处售罄状态，未来机场二期扩建/沈白高铁扩充将进一步推高长白山景区冬季景气度水平，在此情况下，新购置车辆可有效填补冰雪季运力需求，进一步优化毛利率水平。

4.2 包车业务：定制服务带来业绩新增长点，未来成长空间充足

包车业务启动时间早，成长潜力充足。从年报追溯来看，公司早在 2018 年便已开始尝试铺设 VIP 包车相关业务，于 2022 年 4 月正式注册成立全资子公司“智行旅游公司”专营网约车服务。公司包车业务主要通过服务中心线下网点、长白山购票 APP、“长白山 E 出行”小程序三渠道进行出售，游客线上/线下购票时均可直接咨询包车服务，相较于 OTA 平台出售的方式，对游客的触达效率更强且可有效减少宣传成本。

截至 23H1，该项业务已有一定程度的利润贡献，根据公司年报，智行旅游公司 2022 年全年营收为 1387.59 万元，净利润 214.80 万元；2023 年上半年营收 749.89 万元，净利润 131.33 万元。我们认为，虽 VIP 包车业务过往利润贡献相对较少，但包车业务未来可成为长白山业绩增长主要发力点之一，除外部交通优化带来的客流驱动因素外，主要原因在于长白山景区内经营格局和包车业务的优质成本架构。

长白山景区经营格局-公司拥有景区内旅游客运独家经营权，景区内 VIP 包车业务无直接竞争对手，客流增长预期下成长逻辑清晰。公司曾通过招、拍、挂程序取得了长白山景区内旅游客运、区间和环山公路旅游包车客运经营许可（权），有偿使用费为每年 110 万元，有效期自 2010 年 8 月 21 日至 2030 年 8 月 21 日，即公司拥有长白山旅游景区内旅游客运、区间和环山公路旅游包车客运之独家经营权，此部分区域仅公司可使用 VIP 包车车辆进行客流输送服务，其余非公司所属旅行社/酒店等渠道展开的业务仅可到达景区集散中心处，景区内游览仍需通过环保车/倒站车，因此公司在 VIP 包车业务供应上无直接竞争对手，外部交通改善带来的客流提升将使公司 VIP 包车业务将直接受益。此外，公司 22 年发布的定增预案初稿中计划新增 26 辆商务车运力，年采购计划中也可能会有越野车/商务车购置计划，未来客流容纳能力将逐步提升。

最大程度提升旅客出行便捷度，与一般上山路径差异化优势显著：公司 15 座以下景区内包车购买价格中包含长白山门票/城区摆渡车票/景区内环保车大巴票/

景区内倒站车票，省去车票购置时间；司机进景区后全程陪同游玩、景区内无需进行环保车/倒站车换乘即可到达任意景点、随时随地进入景区不受环保车/倒站车分时段限制，旅行便捷度和自由度相对一般上山路径更高，省去游客排队时间和购买时所面临的分时进场限制。

包车服务较一般景区套票溢价能力较高，拔高整体客单价水平：长白山各类专在旺季/淡季定价不同，将VIP包车定价与各景区套票价格对比来看，假设每辆车游客承载量达到最大值，按单游客计算，公司北景区旺季/淡季通过VIP包车业务售卖获得的收入较一般景区套票售卖获得的收入分别多345-890元/人和268-643元/人；西景区旺季/淡季通过VIP包车业务售卖获得的收入较一般景区套票售卖获得的收入分别多436-1072元，361-779元。若包车人数不达上限，包车相对于一般上山方式的溢价能力还会更高。

表5：景区游览当前可包车辆型号及报价

品牌型号	单辆车最大 游客承载量 (人)	旺季报价 (元)	平季报价 (元)	北景区旺季-包车 业务单游客超额收 入(元)	北景区淡季-包车 业务单游客超额收 入(元)	西景区旺季-包车 业务单游客超额收 入(元)	西景区淡季-包车 业务单游客超额收 入(元)
大众迈腾	4	2600	2300	345	270	436	361
打通 D90	6	3600	2900	443	268	579	404
荣威 IMAX8	6	3600	2900	443	268	579	404
传祺 M8	6	4300	3400	618	393	754	529
别克 GL8	6	4300	3400	618	393	754	529
红旗 HQ9	6	5200	4400	843	643	979	779
大通 G10	8	5200	4400	690	490	872	672
奔驰威霆	8	6000	4800	890	590	1072	772
尼桑碧莲	11	6500	5200	786	461	1037	712

资料来源：马蜂窝，民生证券研究院测算

单辆车单日包车毛利率易超 50%，公司经营层面固定成本较高使整体毛利率暂时承压，业务规模扩大将显著优化毛利率表现。此外，从马蜂窝上产品提到的游客支付费用拆解项来看，以北景区为例，1) 假设车辆燃油费按 2011-2013 年燃油支出标准来计算约为 2.2 元/公里，车辆从北景区集散中心出发游玩景区内所有景点，往返路程大概在 114 公里左右，燃油费用约 251 元；2) 假设司机单日工资与单趟行程费用关联，为单日包车费用的 20%，且司机餐饮费用包含在工资中；3) 由于景区门票业务由长白山管委会负责，公司可能会为每位游客额外交 110 元入园门票费用。基于上述费用，以景区可包车辆中报价最低的大众迈腾单日行程毛利率计算，不考虑折旧费用、车辆修理费用及物料消耗费用情况下，单辆车单趟次毛利率可接近 50%，而其余品牌车辆溢价能力更强，单趟次毛利率也将更高。从公司整体经营层面来看，负责包车业务的子公司还需考虑宣传费用、折旧费用、车辆修理费用、物料消耗费用、中后台人员工资等，但此类成本支出相对固定，随包车业务规模扩大、收入增长，上述成本将逐渐摊薄，公司包车业务的利润贡献能力也将逐步提升。

表6: 包车业务单辆车单日行程毛利率计算 (注: 不考虑折旧费用、车辆修理费用及物料消耗费用)

包车业务收入及各成本项	包车业务毛利率计算
大众迈腾淡季包车费用 (元)	2300
需行驶公里数 (公里)	114
总燃油费用 (元)	251
司机工资	20%
单辆车游客承载数量 (人)	4
入园门票费用 (元)	110
毛利 (元)	1149.2
毛利率	49.97%

资料来源: 马蜂窝, 民生证券研究院测算

5 酒店项目：酒店业务卡位景区内优质生态区位，火山温泉部落二期带来新成长预期

5.1 酒店业务优势解析：卡位北坡优质生态区位，引流能力有望逐步提升

当前酒店业务架构：围绕聚龙火山温泉部落展开，温泉皇冠假日酒店为业绩主贡献点。公司当前酒店业务主要包括长白山温泉皇冠假日酒店和蓝景国际生态交流中心两家酒店，其中长白山温泉皇冠假日酒店为公司重资产项目，皇冠度假酒店为公司提供托管服务；蓝景国际生态交流中心则是公司提供托管服务的轻资产的项目，两家酒店与周边业态共同组成“聚龙火山温泉部落”。从过往营收表现来看，作为重资产项目的长白山温泉皇冠假日酒店为公司营收及利润主贡献点，其与长白山景区内及景区项目相比明显处于优势区间，具备可从位置分布、资源赋能、酒店定位三方面分析：

- 1) 酒店区位优势：聚龙火山温泉部落建于北坡山门附近，酒店项目具备高便捷度/中高端定位两大优势。**长白山温泉皇冠假日酒店和蓝景国际生态交流中心系公司“聚龙火山温泉”一期项目建立的酒店，位于北景区老山门周边，到达长白山北景区山上换乘中心约 15 分钟；而北景区酒店主要聚集地为二道白河小镇，即北景区游客集散中心周边，到达长白山北景区山上换乘中心约 45 分钟。除上山时间优势外，北景区游玩结束后，下山时大巴车会在温泉皇冠假日酒店、蓝景国际生态交流中心周边停靠，游客游玩时所需耗费的交通运输时间减少。此外，温泉皇冠假日酒店是景区内少有的中高端定位酒店，仅二道白河镇的希悦酒店、在建设中的希尔顿逸林酒店和其定位相同。
- 2) 周边资源情况：入住游客温泉体验充实，滑雪场/野雪公园满足冰雪运动需求，聚龙火山石林景区多业态支撑。**

A. 温泉业态：1. 聚龙火山温泉：聚龙火山部落内设温泉，温泉水通过专门设立的温泉引水管道从火山自溢温泉聚龙泉引入，保证温泉水 24 小时供应，入住温泉皇冠假日酒店和蓝景国际生态交流中心的游客均可便捷享受温泉服务；**2. 临溪火山温泉：**与聚龙火山温泉同源，长白山天池水顺流而下，从临溪火山温泉中间穿行而过，故名“临溪火山温泉”；此温泉是长白山北景区内规模最大的温泉，于 23 年 6 月 18 日在长白山和平度假区开业，位处聚龙火山温泉部落周边的和平旅游度假区内。上述两大类温泉为长白山景区内唯二直接引入聚龙火山温泉的项目，景区内无其他直接引入温泉的项目。

B. 滑雪业态：聚龙火山温泉部落周边有红松王滑雪场、和平滑雪场、近处有长白山高山森林野雪公园三大滑雪项目，系北景区游览游客滑雪主目

的地，周边无其他滑雪项目竞争。（景区内著名的万达、鲁能胜地两大滑雪度假区位处西景区）。

- C. 冰雪游业态：**聚龙火山温泉部落周边有聚龙火山石林景区和大戏台河景区，其中聚龙火山石林景区有雪地穿越、围炉煮茶及各类冰雪运动项目，大戏台河景区为夜间旅游项目。

与二道白河小镇内酒店相比，聚龙火山温泉部落主要具备温泉优势、旅游交通优势、区位优势（离滑雪场/天池更近），与长白山自然保护区内万达、鲁能两大滑雪度假区相比，聚龙火山温泉部落区位优势显著（长白山游客主要去往聚龙火山温泉部落所在的北景区），获客能力更强。

表7：长白山温泉皇冠假日酒店与二道白河镇内酒店便捷度对比

酒店种类	到达换乘中心时间	进入景区方式	酒店定位
长白山温泉皇冠假日酒店	15 分钟左右	酒店周边大巴车接送	高端酒店，基础房型房价 1200 元
二道白河镇内其他酒店	45 分钟左右	池北区游客集散中心上山，旺季可能排队	去哪儿旅行 APP 二道白河镇受欢迎前 20 酒店基础房型房价均值为 312 元，其中豪华型酒店仅 3 家

资料来源：去哪儿旅行 APP，携程旅行，民生证券研究院，基础房型房价均值与豪华型酒店数量根据 2023 年 11 月 17 日二道白河镇酒店经营情况统计

温泉皇冠假日酒店可能与周边预期落地的希尔顿逸林酒店构成竞争关系，客流增长将有效缓解竞争压力。聚龙火山部落周边和平旅游度假区内有一家希尔顿逸林酒店正在建设中，与温泉皇冠假日酒店同为中高端酒店定位，可能会与温泉皇冠假日酒店构成竞争态势；但是，1) 聚龙火山温泉部落及其周边业态集温泉/滑雪/各类冰雪游业态为一体且各业态持续成长，该区域已逐步成为长白山景区内业态最为丰富的度假区域，引流能力逐步提升；2) 随外部交通运力改善、客流量提升，长白山景区客流量将持续增长，作为北景区内少有的中高端客群定位酒店，温泉皇冠假日酒店客群覆盖面会进一步扩大。综上，虽两大酒店可能构成竞争态势，但长白山客流量增长预期充足、两大酒店所在区域获客能力有望逐步提升，意味着两大酒店所在区域来访客流量有较大提升空间，温泉皇冠假日酒店未来面临的竞争压力在此情况下将得到有效缓解。

5.2 聚龙火山温泉部落二期：补充景区内中端酒店/亲子游业态缺陷，强化聚龙火山温泉部落竞争力

2022 年 4 月，长白山发布《2022 年度非公开发行 A 股股票预案》，计划投资建设长白山火山温泉部落二期项目，总投资金额 5.36 亿元，其中建设投资 5.01 亿元，截至 23H1 末土地使用权账面价值为 9503 万元。新项目占地面积 23823 平米，建筑面积 41700 平米，其中地下 1 层，地上主体 7 层。此定增预案于 23 年 12 月 7 日发布修订稿，当前尚未落地。该项目在长白山温泉部落一期项目基础上增加亲子俱乐部、赏雪山亲子客房、全天候室内温泉、赏雪风情露天温泉、网红无

边泳池、森林餐厅、特色商业等丰富的旅游产品，定位亲子度假，预计建成后年接待游客能力约 99.9 万人次。

从项目位置情况与建设目的看项目优势：长白山保护开发区内各度假区域普遍存在中端/亲子游业态不足现象，温泉部落二期有效切入痛点满足特定人群需求。

1) 位置情况：该项目毗邻长白山温泉皇冠假日酒店，位处北景区山门周边；

2) 建设目的：项目定位中档，满足大众消费，围绕聚龙火山温泉部落一期组成的综合度假业态缺少中档餐饮娱乐业态、缺少大众消费产品、缺少休闲度假氛围、亲子度假产品及配套功能较少等问题，为实现区域业态补全而建设。

把握中端消费需求，补齐亲子游业态短板。客群长白山保护开发区内低端/高端酒店居多，但中端酒店数量较少；从中国旅游研究院 2022-2023 年雪冰季数据统计来看，冰雪游行业整体人均消费水平处下降趋势，冰雪游逐步与大众旅游需求接轨。在此情况下，公司发展中端酒店/餐饮业态可精准定位中端客群，通过高性价比度假区业态实现客流增长；另一方面，聚焦长白山保护开发区内当前两大核心度假区万达和鲁能度假区内业态情况，两大度假区在亲子游方面均有较大力度耕耘，虽聚龙火山温泉和临溪火山温泉均有亲子游业态设立，但在亲子游整体服务矩阵上相较其他两大度假区可能还存在一定缺陷，温泉部落二期的建设有望实现此部分缺陷补全，强化度假区对亲子游客群的吸引力。

6 长白山冰雪旅游：“宏观驱动+业态完善”促优质冰雪旅游目的地成型，线上引流为冰雪游景气度提升持续赋能

6.1 宏观驱动：全国冰雪游行业受多轮政策驱动，吉林省出台攻坚计划促冰雪游发展

6.1.1 政策驱动：多项政策发布促冰雪运动发展，冰雪旅游产业发展提速目标将促长白山步入发展快车道

冬奥会工作规划系列政策促冰雪运动进入快发展周期，冰雪游乘风而起成为旅游行业新增长点。2015年7月31日，在马来西亚吉隆坡举行的国际奥委会第128次全会上，北京获得2022年第二十四届冬季奥林匹克运动会的举办权，随后冰雪运动获系列政策驱动，冰雪游也成为旅游行业新发力点。

2016年7月，国家体育总局出台《体育产业发展“十三五”规划》，强调重点打造冰雪运动等特色体育产业集聚区和产业带；

同年8月，国家体育总局出台《竞技体育“十三五”规划》，强调以筹办冬奥会为契机，大力推动冰雪运动发展、扩大冬季项目发展规模及布局、推进冰雪运动“南扩西展”战略。

同年10月，国务院发布《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指引》，指引中强调以冬奥会为契机，结合京津冀协同发展发展战略，围绕“三亿人上冰雪”目标，全面发展冰雪产业。

18年8月5日，为系统性、计划性加强北京奥运会各项工作，国家体育总局出台《“带动三亿人参与冰雪运动”实施纲要（2018-2022年）》（以下简称“实施纲要”），此项纲要与《2022年北京冬奥会参赛实施纲要》、《2022年北京冬奥会参赛服务保障工作计划》、《2022年北京冬奥会参赛科技保障工作计划》、《2022年北京冬奥会参赛反兴奋剂工作计划》一并发布，在对北京冬奥会展开提出规划与指导意见的同时，也强调大力发展冰雪运动的愿景，力求实现“带动三亿人参加冰雪运动”的目标；

19年3月，中共中央、国务院发布《关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》，强调加快发展冰雪健身休闲产业，推动冰雪旅游产业发展、促进冰雪产业与相关产业深度融合，这也是政策文件中首次强调冰雪游发展。

21年2月8日，文化和旅游部、国家发展改革委、国家体育总局联合发布《冰雪旅游发展行动计划（2021—2023年）》（以下简称“行动计划”），意在以冬奥会为契机，加大冰雪旅游产品供给，推动冰雪旅游高质量发展，《行动计划》提出扩

大冰雪旅游优质产品供给、深挖冰雪旅游消费潜力、推动冰雪旅游与相关行业融合、提升冰雪旅游公共服务、夯实冰雪旅游发展基础五方面任务，意在通过冰雪游度假区/景区建设完善、冰雪游需求挖掘的供需双端改善促冰雪旅游业务做大做强；

23年9月，国务院办公厅《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》发布，《若干措施》中强调发展冰雪经济，推动冰雪运动、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，指导加强滑雪旅游度假地建设。

表8：截至2023年9月国内与冰雪运动/冰雪游相关的宏观政策

政策名	发布时间	发布部门	冰雪游相关内容
《体育产业发展“十三五”规划》	2016年7月	国家体育总局	重点打冰雪运动等特色体育产业集聚区和产业带
《竞技体育“十三五”规划》	2016年8月	国家体育总局	大力推动冰雪运动发展、扩大冬季项目发展规模及布局、推进冰雪运动“南扩西展”战略
《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指引》	2016年10月	国务院办公厅	以冬奥会为契机，结合京津冀协同发展战略，围绕“三亿人上冰雪”目标，全面发展冰雪产业
《“带动三亿人参与冰雪运动”实施纲要（2018-2022年）》	2018年8月	国家体育总局	在对北京冬奥会展开提出规划与指导意见的同时，也强调大力发展冰雪运动的愿景，力求实现“带动三亿人参加冰雪运动”的目标
《关于以2022年北京冬奥会为契机大力发展冰雪运动的意见》	2019年3月	中共中央、国务院	强调加快发展冰雪健身休闲产业，推动冰雪旅游产业发展、促进冰雪产业与相关产业深度融合
《冰雪旅游发展行动计划（2021—2023年）》	2021年2月	文化和旅游部、国家发展改革委、国家体育总局	扩大冰雪旅游优质产品供给、深挖冰雪旅游消费潜力、推动冰雪旅游与相关行业融合、提升冰雪旅游公共服务、夯实冰雪旅游发展
《关于释放旅游消费潜力推动旅游业高质量发展的若干措施》	2023年9月	国务院办公厅	强调发展冰雪经济，推动冰雪运动、冰雪装备、冰雪旅游全产业链发展，指导加强滑雪旅游度假地建设

资料来源：中共中央办公厅、国务院办公厅、国家发展改革委、文化和旅游部、国家体育总局，民生证券研究院

新政策驱动：万亿级产业攻坚行动方案出台，多方位赋能省内冰雪游产业打造旅游大省。2023年10月，吉林省旅游产业高质量发展推进会举办，会上发布《吉林省旅游万亿级产业攻坚行动方案（2023-2025年）》（以下简称《行动方案》），提出5年内实现全省万亿级产业目标，且达万亿级产业规模时，**通化、白山、长白山旅游总收入力争达到1000亿元，全省冰雪旅游产业集群的规模力争突破5000亿元。**项目中强调“冰雪丝路”创新先导区建设行动、城乡景区化行动、森林资源转化行动、体育赛事引流行动和研学旅游促进行动五大重点行动，五大重点行动分别以**财政支出与消费券发放、冰雪装备制造企业培育、冰雪产品及赛事培育、森林特色项目及康养基地建设、体育旅游示范基地及精品线路打造**为切入点为省内冰雪游产业发展赋能，且其中“冰雪丝路”创新先导区建设行动、森林资源转化行动和体育赛事引流行动**在演艺项目/滑雪场/森林步道/户外运动引流及线上多元化推广对长白山保护开发区提出规划指导。**我们认为，本次《行动方案》目标明确、切入点准确、对长白山保护开发区建设发展提出明确要求，且沉浸式演艺、线上推广、对当下火热的户外运动市场的开发均可有效提升长白山保护开发区整体引流能力，进而促长白山主景区客流增长，看好政策在3-5年维度发挥强引流效果。

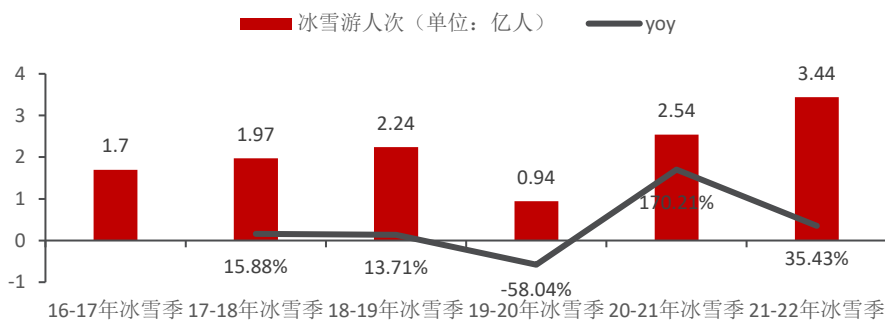
表9：《吉林省旅游万亿级产业攻坚方案》中与长白山直接/间接相关行动一览

重点行动名称	与长白山直接相关的行动及作用	与长白山间接相关的促进行动及作用
“冰雪丝路”创新先导区建设行动	在长白山建成东北首个大型沉浸式旅游演艺项目《粉雪传奇》-引流促进	省财政每年安排1亿元用于冰雪产业发展，每年投放冰雪消费券不低于3000万元
	实施“长白天下雪”品牌数字化推广工程，发布“长白天下雪”是数字虚拟人及衍生创意产品	延伸产业链条，出台冰雪装备制造企业培育壮大计划，引进3-5家世界知名冰雪装备制造企业，培育多个国产冰雪装备制造企业和品牌
	长白山建成全国首个接待游客数量超300万人的景区 专班推进延边长白山仙峰滑雪场等重大冰雪项目建设	推出100个城市乐冰产品，50个网红冰场，300个夜游类产品，冰雪欢乐谷县（市、区）覆盖率100%，全省年均举办大型冰雪赛事100项
森林资源转化行动	规划指导各地建设长白山国家森林步道（吉林段）	推动森林旅游特色项目建设 创建10个高质量森林生态康养基地，15个精品森林旅游体验基地（营地）
体育赛事引流行动	推动长白山打造全国山地户外运动基地和示范区	建设10个国家级或省级体育旅游示范基地、10条国家级或省级体育旅游精品线路

资料来源：吉林省文化和旅游厅，民生证券研究院

6.1.2 冰雪旅游市场格局：冰雪游市场扩张势头迅猛，滑雪度假需求占比高但冰雪休闲游仍为主要消费目的

冰雪游市场快速提振，2021-2022年冰雪季旅游人数已超越疫情前2018-2019年表现。受益于系列政策对供需端的提振效果，疫情扰动下冰雪游市场仍不减上升势头，根据《中国冰雪旅游消费大数据报告（2023）》，2021-2022年冰雪季我国冰雪休闲旅游人数已达3.44亿人次，冰雪休闲旅游收入4740亿元，2021-2022年冰雪季我国冰雪休闲旅游人数为2018-2019年冰雪季旅游人次的1.54倍，市场扩张势头迅猛。

图21：16-22年冰雪季旅游人次（单位：亿人）


资料来源：中国旅游研究院，民生证券研究院

疫情前后客群需求与客源地变化情况：冰雪旅游资源百花齐放，北上广深仍为核心客源地。从目的地选择来看，根据《中国冰雪旅游消费大数据报告（2019）》和《中国冰雪旅游消费大数据报告（2022）》，2018-2019年冰雪季与2020-2021

年冰雪季热门旅游目的地选择上有所差距，虽哈尔滨/牡丹江仍为冰雪游最核心目的地，以东北地区为冰雪游主要目的地的基调并未改变（前十目的地中大部分仍在东北地区），但其他地区冰雪旅游需求也在逐步崛起；另一组数据可更为直观的体现该趋势，2021-2022 年冰雪季，冰雪游热度前五分别是东北、华北、华东、西北和西南地区，其中中华中和西北地区热度逐年提升。**从客源结构来看**，2018-2019 年冰雪季、2021-2022 年冰雪季时北上广深四大一线城市仍为客源主贡献点，是人口基数与居民消费能力共同决定的结果；而 2022-2023 年冰雪季客源城市中西安和成都热度超过广州和深圳，这两大城市在 2018-2019 年冰雪季分别位列客源城市第 14、第 16，**此项变化我们认为可能是两大因素综合作用的结果**：1) 冰雪旅游市场百花齐放，竞争加剧情况下冰雪游产品价格带持续下行，冰雪游逐步成为大众消费优选，参考《中国冰雪旅游发展报告（2023）》，2021-2022 年冰雪季我国冰雪旅游人均消费为 1378 元，是 2016-2017 年冰雪游人均消费的 87.38%。2) 新媒体平台的精准宣传、冬奥会对冰雪游的提振使冰雪游客群覆盖面大幅度扩大，二线城市消费者逐步接触冰雪游。

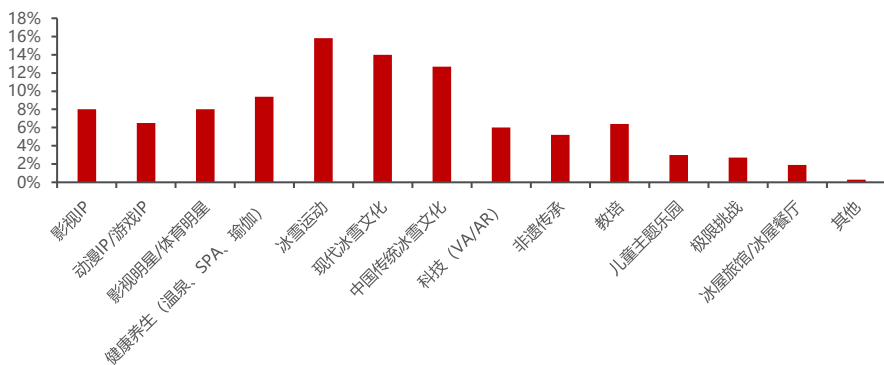
表10：各雪季目的地/客源城市情况对比

旅游趋势	2018-2019 年冰雪季	2021-2022 年冰雪季	2022-2023 年冰雪季
目的地选择前十	哈尔滨、雪乡（位处牡丹江）、长白山、长春、尚志、乌鲁木齐、吉林、牡丹江、张家口、兰州	哈尔滨、牡丹江、张家口、伊春、保定、沈阳、乌鲁木齐、阿勒泰地区、长春、长白山	未公布
客源城市前四	上海、广州、北京、深圳	北京、上海、广州、深圳	北京、上海、西安、成都

资料来源：中国旅游研究院，民生证券研究院

需求端表现：冰雪运动/冰雪文化/健康养生相关活动受青睐，滑雪度假热度持续提升且广受年轻人喜爱。 1) **冰雪文化相关活动受游客喜爱。** 根据中国旅游研究院 2022 年专项调查显示，游客最为喜爱的冰雪+活动中，与冰雪运动、现代冰雪文化、中国传统冰雪文化有关的活动备受青睐，选择比例位列前三。 2) **滑雪度假选择比例较高，冰雪休闲游仍为主流。** 滑雪场中 20-30 岁用户数量占比达到 48.2%；哈尔滨、吉林、沈阳、北京等冰雪游热门城市产品多以滑雪+娱雪一日游为主。

图22：冰雪游旅客喜爱的“冰雪+活动”类型情况

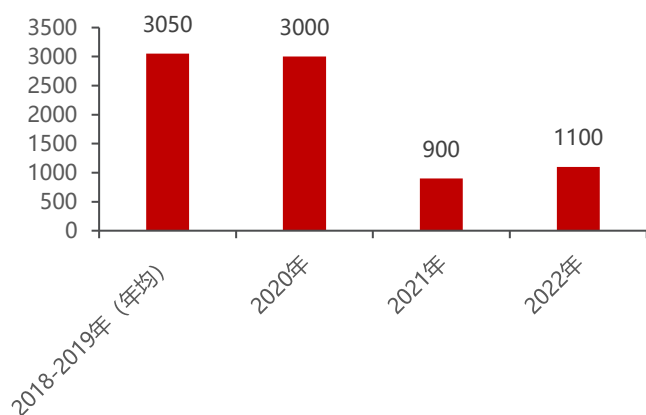


资料来源：中国旅游研究院，民生证券研究院

供给端情况：重资产投资规模呈 V 字走向，基建投资集中于华中/西南地区。

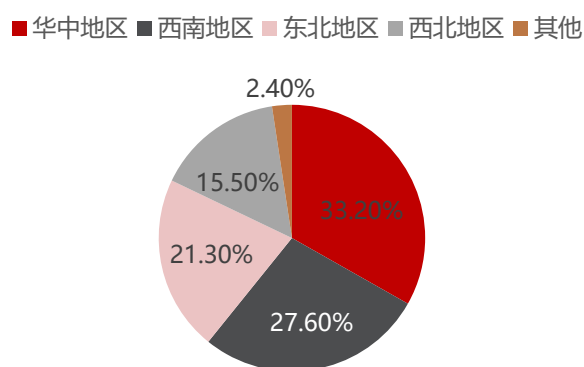
1) 根据《中国冰雪旅游发展报告（2023）》，2018-2022 年冰雪旅游重资产投资规模超 11100 亿元，其中 2018-2019 年总投资约 6100 亿元，2020 年 3000 亿元，2021 年投资金额降幅大，2022 年呈现一定回升态势；此外，重资产投资在“三北”占比达 88%。重资产投资近年规模相较疫情前有所萎缩，我们认为是疫情扰动使相关投资人对冰雪旅游行业未来发展趋势判断尚不清晰所致，清晰的未来发展预期或将使行业年投资规模逐步回升。2) 从冰雪旅游基建项目投资来看，基建项目投资建设方向以华中、西南和东北地区为主，位处内陆地区的华中、西南地区成为投资的资金主倾斜点，我们认为是东北地区冰雪游项目已较为成熟，而华中/华南地区冰雪旅游相关业态尚处蓝海、各冰雪游项目尝试打开本地冰雪游所致。

图23：冰雪游 2018-2022 年重资产投资规模（亿元）



资料来源：中国旅游研究院，民生证券研究院

图24：2021 年冰雪游各地区基建投资占比 (%)



资料来源：中国旅游研究院，民生证券研究院

6.2 业态完善：长白山冰雪游业态矩阵逐步成型，主景区冰

雪季客流量有望持续提振

6.2.1 冰雪游业态矩阵引流：长白山冰雪游项目发展规划完善且预期充足，冰雪游引流能力有望逐步提升

自 2016 年系列政策驱动以来，国内冰雪游景气度逐步提升，长白山作为国内冰雪游主要目的地之一乘冰雪游发展浪潮快速布局，在冰雪游在冬奥会及“三亿人上冰雪”指引下受系列政策驱动供需两端快速成长，当前长白山保护开发区内冰雪游业态矩阵已逐步趋于完善，且未来有新的优化预期，我们认为冰雪游或将成为公司后续盈利优化、客流提振的主要发力点。

从冰雪游布局规划来看，细拆长白山冰雪旅游空间布局框架、冰雪游产品建设及短期发展潜力点：

A. 长白山保护开发区预期的冰雪旅游空间布局：划分清晰、分工明确。以长

白山景区为核心，1) 由二道白河镇、东岗镇+松江河镇+抚松新城、漫江镇三块区域分别负责长白山景区池北区、池西区、池南区的客流承接与冰雪游相关项目运作；2) 由八大林业局负责长白山保护开发区除池北区、池西区、池南区以外区域的冰雪旅游项目运作，包括边境自驾、冰雪观光、温泉康养、休闲度假、滑雪赏雪、森林探险、围场狩猎、冬泳漂流、雪地车等冰雪旅游活动；3) 外接边境旅游风景道、内设林海雪原路网承接长白山保护区自驾游/雪地车游览需求。

图25：长白山保护开发区空间布局规划



资料来源：长白山管委会，民生证券研究院

B.冰雪游产品矩阵：观光娱乐/冰雪运动/温泉度假为基本架构，节庆与赛事产品实现引流。长白山景区冰雪游产品核心品类包括观光娱乐/冰雪运动/温泉度假三项，每一大类别产品下均有多个细分活动，分别由长白山保护区内不同景区、公园和林业局承担。

观光娱乐方面，除长白山主景区以外，保护开发区规划铺设的观光娱乐项目包括景区观光、冰雪体验和冰雪娱乐三类，其中景区观光项目覆盖范围除长白山北/西景区外也包括周边两大森林国家公园、二道白河名镇景区；冰雪体验项目包括小火车雪域森林观光、长白山“雪国列车”等；冰雪游项目包括冰车/冰壶等冰上游乐项目以及雪圈、雪地卡丁车等雪上游乐项目。长白山观光娱乐项目种类充足，项目大部分基于景区内冰雪景观及冰雪资源开设，**截至目前，上述描述的各类观光娱乐产品大部分均在景区内设立，主要由长白山和平全季地形公园提供；**公司也在22年报中提到通过渔猎体验、围炉煮茶、雪谷穿越、寻鹿迹等活动强化游客娱乐体验，从实际落实情况来看，**渔猎体验：**有23年1月在长白山展开的鸭绿江-龙山湖渔猎文化节；**围炉煮茶：**在聚龙火山石林景区已小有名气的“冰泉茶语”围炉煮茶项目；**雪谷穿越：**当前已在抖音/小红书上积累一定品牌声量，此项目发源于长白山梯云峰西侧，由火山喷发地壳变动后的大裂谷开发而成的裂谷开发而成，该项目命名为浮石林雪谷穿越，位处长白山火山国家地质公园(此项目同样位处聚龙火山石林景区周边，穿越和冰水泉火锅均需付费)；**寻鹿迹：**项目位处抚松县露水河长白山狩猎场，主要是学习狩猎活动。

从上述业务规划情况来看，长白山保护开发区内冰雪游项目发展规划布局庞大、项目多样化体系完善、对景区内资源利用效率高且在逐步落实，对主景区客流增长也有赋能效果（从主景区客流表现来看，2022年12月-2023年2月长白山冰雪季旅游人数较往年有明显提升），未来主景区冰雪季客流有望在景区内冰雪游业态助力下持续增长；聚焦后续发展，除冰雪游业务矩阵为主景区带来客流引流促冬季业态发展外，景区内资源轻资产项目运营也是长白山后续冰雪游项目经营上存在预期的一大要点。

6.2.2 轻资产项目成为营收新增量：目前托管项目均具备一定战略意义，随冰雪游业务发展同样有望快速成长

从轻资产运营角度来看，长白山于2020年分别托管红石石峰景区和大戏台河旅游景区，2023年8月托管和平滑雪场和长白山火山遗址，所选托管景区均具备一定交通便捷性和战略意义，对景区内观光为主的业态结构起到补充效果，其中：

1) **红石石峰生态旅游景区**：位处长白山景区内白河林业局覆盖范围内，二道白河镇35公里处，是可以通过旅游穿越的原始景区，周边附带漂流/露营等休闲业态，在旅游概念上集户外运动/休闲游概念为一体，适合自由行多日游游客及户外运动爱好者；

2) **吉林大戏台河旅游景区**：位处北景区黄松蒲林场东南方6公里，是长白山保护开发区内少见的夜间旅游项目，通过夜景美化工程打造流光森林；

3) **和平滑雪场**：位于吉林省安图县二道白河镇光明林场（原和平林场）辖区，该滑雪场所在地点正在建设长白山保护开发区内除万达、鲁能、龙峰仙岭、仙人泉度假区外第五个度假区项目“和平旅游度假区项目”，且与位置接近池西区、池南区或更偏远位置的其他度假区不同，和平旅游度假区项目位处池北区周边，距长白山北景区山门1.5公里，是长白山北景区上山必经路段，而每年长白山北景区游客量远高于西景区和南景区，意味着此度假村可获的客流分流红利更为明显。

聚焦该项目具体项目布局及运营情况，该项目一期建设包括希尔顿逸林温泉酒店、长白山临溪火山温泉、长白山观岳民俗酒店和长白山红松王滑雪场，其中红松王滑雪场从消费者点评来看可追溯至2018年、观岳民俗酒店于2022年开业、长白山临溪火山温泉于2023年6月开始启动仪式、希尔顿逸林酒店尚在建设中，度假区整体业态矩阵尚未完善，对中高端消费客群的承接能力相对较差，短期来看和平滑雪场客流表现可能相对较为平缓；随希尔顿逸林酒店正式投运营，度假区多日游游客承接功能得到完善，滑雪场客流引流能力也将得到大幅提升。

6.3 线上引流：“双百计划”提振线上引流能力，热点话题

打造持续推高景区热度

旅游景区行业是直接和消费者交互接轨的行业，在互联网发达的时代，景区若想保证客流稳定及增长，除自身勤修内功外，多渠道引流宣发也极为重要。从过往表现来看，长白山线上营销在 2022 年已取得突破性成功，根据 2022 年年报，长白山通过精准营销全面发力小红书、抖音、微信短视频等平台，全年直播近百场，累计场观 500 多万人次，发布短视频作品 200 余条，播放总量 5000 万次。

政府文旅赋能-“双百计划”：“双百计划”扶持促新媒体账号流量攀升，长白山相关线上引流媒体在此轮宣传中受益。长白山线上营销体系的崛起是政府扶持与自身持续深耕挖掘下共同成就的结果，其发展起源于吉林省文旅厅为支撑企业渡过疫情难关，同时实现壮大产业发展、恢复市场活力、提升产品质量、维护运营秩序，在 2020 年 2 月 21 日出台的《吉林文旅“春风计划”》，计划分为九大任务 48 条内容，主要聚焦文旅企业壮大、产业发展、产品提升、文旅消费提振、省内游复苏、对外营销推广、冬季活动筹备、线上宣传和市场监管九大方面，其中线上宣传即第八项任务“宣传领航”计划中指出，**举办吉林文旅自媒体“双百”扶持提升活动，选取 100 名单位账号和 100 名个人账号进行账号诊断、中远期规划和流量扶持，提高吉林文旅品牌对外宣传合力。从实际落实情况来看，此项扶持提升活动带来多方位正面反馈，线上引流能力超预期增长，截至 21 年底，统筹全平台账号数量突破 1000 个，粉丝累计超 2500 万；截至 22 年底，整合文旅新媒体账号共 452 个，通过主题各异的线上活动挖掘出优质文旅自媒体创享者账号 300 余个，自媒体创享者账号覆盖粉丝超过 3800 万。**

在本轮扶持中，长白山旅游、长白山文旅、长白山万达国际度假区、长白山鲁能胜地的微信/微博/抖音账号在“双百”政策驱动下快速实现流量突破，20-22 年多次被授予最佳影响力奖项；长白山微信订阅号、露水河长白山国际狩猎度假区订阅号也于 2022 年获“双百计划”最具成长力奖，截至 23 年 11 月 13 日，上述账号粉丝数均超过十万人。

政府文旅赋能-互动话题打造热点引流：除“双百计划”提振新媒体平台引流能力及吉林省冰雪游热度以外，吉林省文旅厅也持续通过互通话题和热点打造提振省内冰雪游流量：**1) 21 年吉林省文旅厅通过新媒体平台举办“向往的冬天在吉林”抖音短视频活动并开展互动话题“向往的冬天在吉林”，共有 150 余万人次参与，视频累计播放量超 50 亿次；2) 22-23 年雪季，吉林省文旅厅联合抖音、快手、小红书平台发起的“长白天下雪”话题线上推广活动，通过《长白天下雪之冰雪佳音至 故人会有知》《仙侠·长白天下雪》带火“国风滑雪”概念，据吉林省文旅厅不完全预测，全网曝光量超 10 亿。2023 年 11 月 12 日，吉林省文旅厅在“长白天下雪”粤港澳大湾区冰雪推介会发布了“长白天下雪·爱上你 看见你——一秒爱上吉林”“长白天下雪·爱上你 拥抱你——拥抱吉林的姿态”“长白天下雪·爱上**

你 品味你—吉林式味道”三大产品；2023年10月，《吉林省旅游万亿级产业攻坚行动方案（2023-2025年）》发布，《行动方案》中提到实施“长白天下雪”品牌数字化推广工程，发布“长白天下雪”是数字虚拟人及衍生创意产品。从近期动向可发现，吉林省文旅厅力求将“长白天下雪”打造为长白山长期话题并形成 IP 及品牌效应，在新媒体平台上有望持续发挥引流效果。

7 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测假设与业务拆分

我们根据公司历年收入/成本拆分项对其进行项目拆分，并预测各项目未来收入及毛利率表现。

1) 旅游客运服务收入：公司营收主贡献点，主要为长白山景区内环保车/倒站车运营收入，也包括景区外旅游环线/包车业务及城际班车收入。在旅游客运服务收入拆解上，我们结合外部交通优化预期评估景区客流未来增长情况，通过车辆增加预期、运力改变后各景区环保车/倒站车所需发车班次确认旅游服务收入增量，并假设包车业务车辆数目逐年增长，每年为旅游客运服务收入贡献一定收入。预计 2023-2025 旅游客运服务收入 4.57/5.27/6.86 亿元，同比 +271.62%/15.38%/30.21%，预计 23 年收入高增长，是 22 年收入受疫情影响基数较低所致；预计 25 年收入同比大幅增长，主要考虑沈白高铁 25 年竣工、冰雪游景气度提升、长白山机场二期项目爬坡带来的客流增长预期，在长白山机场二期项目方面，假设长白山机场二期航站楼 24 年运营，运营第一年或难达到预期旅客吞吐量上限，需要一定时间爬坡（每年带来的客流量增长）。在毛利率方面，我们将旅游客运服务收入拆解为固定成本和变动成本项，其中变动成本项主要是员工薪酬和燃油成本，员工薪酬以 2013 年员工薪酬为基础乘以相应员工数量评估，燃油成本则通过考量所发班次需开行公里数进行计算，得 23-25 年毛利率分别为 56.41%/57.41%/60.61%，23 年毛利率较 22 年同期明显改善，主要是 22 年受疫情影响毛利率基数低所致；25 年毛利率小幅提升，主要是沈白高铁预计 25 年开通带来的客流增量+长白山机场二期爬坡+冰雪游景气度提升促进所致。

2) 酒店业务收入：酒店业务是公司近年以来主要增量贡献点，包括温泉皇冠假日酒店和自营业务收入两部分，温泉皇冠假日酒店为收入主贡献点。我们预计酒店业务 2023-2025 收入 1.05/1.15/1.40 亿元，同比+96.95%/9.70%/22.44%，23 年收入高增速，主要是 22 年受疫情影响收入较低所致；25 年收入增长预期较高，主要系沈白高铁竣工+冰雪游景气度增长+带来的客流增量。预计 2023-2025 年毛利率分别为 15.23%/19.44%/28.51%，23 年毛利率较 19 年提升，主要是 21 年末开通的敦白高铁带来客流增量，而敦白高铁与长白山北景区相近，利好布置于长白山北景区优质区位的公司酒店项目所致；23 年毛利率较 22 年提升，主要是 22 年受疫情影响毛利率基数低所致；24 年毛利率小幅优化，主要冰雪游景气度提升带来新客流增量、酒店业务所在的聚龙火山温泉部落及周边区域旅游休闲业态逐步完善引流能力提升两大因素所致，酒店业务固定成本高、变动成本较低，客流增加将优化毛利率水平；25 年毛利率大幅提升，主要是冰雪游景气度提升+沈白高铁竣工+聚龙火山温泉部落及周边区域业态逐步完善带来的客流增长预期所致，机场项目与酒店所在的长白山北景区距离远，接近长白山西景区，因此不作为酒店业务收入增长的驱动因素考量。

3) 旅行社收入：由于旅行社无具体条目项进行收入利润衡量，我们假设旅行社引流体量和入区人数呈等比例增长，并将毛利率水平固定为 2019 年和 2021 年毛利率均值进行计算，得 23-25 年旅行社业务收入 0.32/0.37/0.48 亿元，对应 23-25 年毛利率为 50.75%。

4) 其他收入：此部分业务 2019 年及以前主要以长白山门票相关业务托管为主；2019 年下半年公司结束门票业务托管，当前此部分业务公司未明确定义经营范围，从 20-22 年收入表现来看与公司的全资子公司岳桦生态产品有限公司或有关联，根据 17 年年报，岳桦生态产品有限公司初期重点完成酒店产业绿色生态食品供应，根据产能情况逐步开展外销业务。此业务与酒店业务存在一定关联性，假设 23-25 年收入增速与酒店收入增速相同；营业成本方面信息较少难以拆分，假设 23-25 年维持 19 年同期水平，得 23-25 年营业收入 0.20/0.22/0.27 亿元，对应毛利率-61.99%/-47.67%/-20.60%。

表11：公司主营业务拆分

公司各项业务营收测算	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (万元)	46719.62	14759.67	19253.89	19465.46	61329.18	70050.38	90150.70
yoy	0.66%	-68.52%	31.36%	0.69%	215.07%	14.22%	28.69%
毛利率水平	35.11%	-18.75%	-8.30%	-9.78%	49.13%	51.29%	56.03%
旅游客运服务收入 (万元)	32251.06	10339.09	13223.68	12287.53	45663.27	52684.90	68603.62
Yoy	-0.05%	-67.94%	27.90%	-7.08%	271.62%	15.38%	30.21%
毛利率水平	49.87%	-3.06%	4.36%	-6.21%	56.41%	57.41%	60.61%
酒店业务收入 (万元)	4781.84	3095.27	4316.55	5308.26	10454.56	11468.41	14041.87
Yoy	3.37%	-35.27%	39.46%	22.97%	96.95%	9.70%	22.44%
毛利率水平	6.11%	-39.94%	-23.54%	-2.11%	15.23%	19.44%	28.51%
旅行社收入 (万元)	2646.13	235.31	231.91	756.54	3175.35	3663.63	4770.59
Yoy	4.13%	-91.11%	-1.44%	226.22%	319.72%	15.38%	30.21%
毛利率水平	54.05%	45.99%	47.45%	76.17%	50.75%	50.75%	50.75%
其他收入 (万元)	1126.05	936.15	1328.56	1033.77	2036.00	2233.44	2734.62
Yoy	0.91%	-85.64%	41.66%	-26.13%	96.95%	9.70%	22.44%
毛利率水平	-192.89%	-129.88%	-82.66%	-158.27%	-61.99%	-47.67%	-20.60%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

从各项费用率表现来看，我们预计 23 年销售费用率、管理费用率恢复并略超至 19 年同期水平，24-25 年随费用把控精准化而有所降低，对应 23-25 年销售费用率 2.88%/2.80%/2.70%，对应 23-25 年管理费用率 8.81%/8.70%/8.60%。财务费用率方面，公司财务状况较好，负债率低，货币资金有望逐年增加，对应货币资金利息收入增长，因此财务费用率预计逐步下降，对应 23-25 年财务费用率 0.33%/-0.14%/-0.33%。

表12：公司各项费用率预测

公司各项费用率表现	2019年	2020年	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E
销售费用率	2.64%	4.27%	5.31%	3.87%	2.88%	2.80%	2.70%
管理费用率	8.45%	23.16%	21.27%	21.38%	8.81%	8.70%	8.60%
财务费用率	0.47%	3.13%	1.89%	2.05%	0.33%	-0.14%	-0.33%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测（注：公司无研发费用）

7.2 估值分析

估值分析方面，我们选取同样围绕名山大山进行业务布局，2023年以来客流恢复明显的峨眉山 A、九华旅游和黄山旅游作为可比公司，通过相对估值法进行估值分析。从 2023-2025 年 PE 表现来看，2023-2025 年可比公司 PE 均值为 17X/15X/13X，公司 PE 为 25X/20X/14X，根据 WIND 一致预期计算的可比公司 2024 年 PEG 均值为 1.06；根据模型测算长白山 2024 年 PEG 均值为 0.59。长白山 PEG 较可比公司居于低位，我们认为一方面是长白山“外部交通改善预期+内部运力承接能力提升预期+冰雪游项目高成长预期+酒店项目引流能力提升预期”四大因素为公司归母净利润带来高增长预期的结果，另一方面得益于旅游客运业务/酒店业务高固定成本、低变动成本结构下未来客流增长带来的毛利率/净利率改善预期。相较可比公司而言，长白山具备估值优势，估值仍有较大提升空间。

表13：可比公司 PEG 估值法数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (倍)			PE (倍)			CAGR (2023E-2025E)	PEG (2024E)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
000888.SZ	峨眉山 A	8.88	0.57	0.63	0.74	16	14	12	13.78%	1.02
603199.SH	九华旅游	26.24	1.63	1.95	2.14	16	13	12	14.64%	0.92
600054.SH	黄山旅游	10.9	0.57	0.65	0.73	19	17	15	13.55%	1.24
	平均值					17	15	13		1.06
603099.SH	长白山	14.95	0.60	0.75	1.08	25	20	14	34.23%	0.59

资料来源：Wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 12 月 21 日

7.3 投资建议

我们认为，长白山未来成长空间大，外部交通优化预期+内部经营改善预期为其高成长性奠基，定增预案落地将成为其基本面优化主驱动力：1) 外部交通优化预期：外部铁路/航路/高速交通优化预期、冰雪游在政策催化/冰雪资源赋能/线上宣传下的优化预期分别强化长白山旺季客流量接待上限和冰雪季客流引流能力，提振客流需求；2) 内部交通和经营改善预期：内部交通运力在定增预案落地后能够有效匹配外部交通带来的新客流并促毛利率最优化、包车业务成长潜力充足、酒店业务生态矩阵逐步完善引流能力有望增长、冰雪游景气度提升助公司淡季经营

提振、温泉部落二期项目落地后有望成为业绩新增长点。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 1.61/1.99/2.88 亿元，对应 PE 为 25X/20X/14X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

8 风险提示

1) 项目落地时间不及预期风险：公司定增预案修订稿已发布，但定增实施时间未知，实施时间过晚将导致相关项目落地时间不及预期。

2) 政策催化作用不及预期风险：冰雪游政策的实际效果未知，存在一定不确定性，对长白山冰雪游的赋能效果可能不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	195	613	701	902
营业成本	214	312	341	396
营业税金及附加	4	12	13	17
销售费用	8	18	20	24
管理费用	42	54	61	78
研发费用	0	0	0	0
EBIT	-69	221	269	390
财务费用	4	2	0	1
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	-73	219	269	390
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	-74	219	269	390
所得税	-17	58	70	102
净利润	-57	161	199	288
归属于母公司净利润	-57	161	199	288
EBITDA	-14	281	349	500

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	67	259	208	283
应收账款及票据	55	43	46	54
预付款项	12	12	11	11
存货	11	10	10	10
其他流动资产	14	12	13	16
流动资产合计	159	337	289	376
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	606	631	862	1,081
无形资产	179	184	188	191
非流动资产合计	911	907	1,144	1,369
资产合计	1,070	1,244	1,432	1,744
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	21	17	14	13
其他流动负债	66	89	79	101
流动负债合计	86	106	93	114
长期借款	75	67	67	67
其他长期负债	3	6	8	11
非流动负债合计	78	73	75	77
负债合计	164	178	168	192
股本	267	267	267	267
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	906	1,066	1,265	1,553
负债和股东权益合计	1,070	1,244	1,432	1,744

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.10	215.07	14.22	28.69
EBIT 增长率	-15.71	418.60	21.69	45.25
净利润增长率	-11.17	380.37	23.58	44.98
盈利能力 (%)				
毛利率	-9.78	49.13	51.29	56.03
净利润率	-29.48	26.23	28.38	31.98
总资产收益率 ROA	-5.36	12.93	13.88	16.53
净资产收益率 ROE	-6.33	15.10	15.72	18.56
偿债能力				
流动比率	1.85	3.18	3.12	3.29
速动比率	1.52	2.94	2.84	3.06
现金比率	0.78	2.45	2.24	2.48
资产负债率 (%)	15.33	14.35	11.72	10.98
经营效率				
应收账款周转天数	102.84	25.70	24.00	22.00
存货周转天数	18.30	12.00	10.80	9.50
总资产周转率	0.18	0.53	0.52	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	-0.22	0.60	0.75	1.08
每股净资产	3.40	4.00	4.74	5.82
每股经营现金流	0.01	1.10	1.06	1.54
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-69	25	20	14
PB	4.4	3.7	3.2	2.6
EV/EBITDA	-259.69	13.15	10.59	7.38
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-57	161	199	288
折旧和摊销	55	60	80	110
营运资金变动	17	33	0	10
经营活动现金流	4	294	282	411
资本开支	-48	-88	-312	-331
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-48	-88	-312	-331
股权募资	0	0	0	0
债务募资	3	-8	-17	0
筹资活动现金流	-6	-14	-21	-5
现金净流量	-50	192	-51	75

插图目录

图 1: 长白山景区地图概览	3
图 2: 长白山北坡天池景观	3
图 3: 2017 年-2022 年游客运营、旅行社、酒店、企业管理及其它营收表现	4
图 4: 2017 年-2022 年公司各项业务营收占比 (单位: %)	4
图 5: 2017 年-2022 年公司各项业务毛利率表现	5
图 6: 2017 至 2023Q1-Q3 营业收入 (亿元) 及增速	7
图 7: 2017 至 2023Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	7
图 8: 19H1 至 23H1 全资子公司营收表现 (万元)	8
图 9: 19H1 至 23H1 全资子公司净利润表现 (万元)	8
图 10: 19 年至 23 年 Q1-Q3 公司毛利率/净利率表现	8
图 11: 17 年至 23 年 Q1-Q3 公司各项费用表现 (万元)	9
图 12: 17 年至 23 年 Q1-Q3 公司各项费用率表现	9
图 13: 沈佳高铁全路线示意图	10
图 14: 敦白高铁线路示意图	10
图 15: 长白山机场历年游客吞吐量	12
图 16: 延长高速蒲烟段开通运营庆祝活动	13
图 17: 延长高速桦甸市高速公路站点	13
图 18: 长白山北景区游览路线图	15
图 19: 长白山西景区游览路线图	15
图 20: 长白山 2019-2023 年单月客流表现 (万人)	16
图 21: 16-22 年冰雪季旅游人次 (单位: 亿人)	29
图 22: 冰雪游旅客喜爱的“冰雪+活动”类型情况	30
图 23: 冰雪游 2018-2022 年重资产投资规模 (亿元)	31
图 24: 2021 年冰雪游各地区基建投资占比 (%)	31
图 25: 长白山保护开发区空间布局规划	32
图 26: 冰泉茶语-聚龙火山石林景区围炉煮茶项目	33
图 27: 浮石谷雪谷穿越项目-峡谷中的穿越体验	33
图 28: 长白山保护开发区可游玩冰雪游项目概图	33

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 长白山前十大股东情况 (截至 2023 年 9 月 30 日)	5
表 2: 长白山站前往周边城市的高铁最短通行时间与驾车通行时间对比	11
表 3: 购置车辆/租赁车辆成本对比	18
表 4: 2023 年 7-8 月所需运力测算	19
表 5: 景区游览当前可包车辆型号及报价	22
表 6: 包车业务单辆车单日行程毛利率计算 (注: 不考虑折旧费用、车辆修理费用及物料消耗费用)	23
表 7: 长白山温泉皇冠假日酒店与二道白河镇内酒店便捷度对比	25
表 8: 截至 2023 年 9 月国内与冰雪运动/冰雪游相关的宏观政策	28
表 9: 《吉林省旅游万亿级产业攻坚方案》中与长白山直接/间接相关行动一览	29
表 10: 各雪季目的地/客源城市情况对比	30
表 11: 公司主营业务拆分	38
表 12: 公司各项费用率预测	39
表 13: 可比公司 PEG 估值法数据对比	39
公司财务报表数据预测汇总	42

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026