

长白山（603099.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年9月8日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	39.04
总市值	106.33亿
PE-TTM	80.15
PB-MRQ	7.09

估值结果

价值	31.54亿
DDM估值	上行空间 -70%
状态	严重高估
价值	29.49亿
动态估值	上行空间 -72%
状态	严重高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司为东北地区核心的旅游目的地运营企业，公司依托长白山世界级的冰雪与生态资源，拥有景区内旅游客运独家经营权及温泉开采权，成功打造了以“避暑+冰雪”双旺季为核心的旅游产品体系。随着周边交通网络（高铁、机场）的持续完善，以及自身旅游产品体系的完善，公司旅客接待量有望突破，驱动公司进一步成长。

公司护城河星级较高，主要受益于长白山景区客运的独家经营权形成的政策壁垒、长白山自然生态与粉雪资源的稀缺性，以及公司持续丰富的旅游产品与配套服务。公司成长空间、盈利趋势与产业格局相对一般，主要系公司收入规模与基数相对较大，国内旅游产业格局较为分散，景区龙头企业市占率不高等，但公司仍有望受益于旅游大盘扩容，自身市占率预计进一步提升。

假设未来10年，公司在我国旅游总人数扩张下，收入年均增速在6%左右，同时净利率基本稳定，测算得公司当前市场估值处于严重高估区间。

我们区别于市场的观点

市场认为，长白山作为较为成熟的景区，游客接待量已接近天花板，后续成长空间有限。

我们认为，长白山景区游客接待量尚未到达其景区承载力上限，后续在周围交通改善、公司新项目投运，以及冰雪经济持续火热下，公司业绩仍有成长空间。

风险提示

长白山景区运营高度依赖当地气候条件，天池主峰等核心景点的开放天数直接影响高毛利摆渡车等业务的收入。若极端天气增多，将对公司业绩造成显著影响。此外，国内旅游市场竞争加剧，若新项目市场反响不及预期，或区域内其他旅游项目分流加剧，可能影响公司成长节奏。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

公司成立于2005年，实控人为长白山管委会，国资背景深厚，2014年于上交所上市。公司拥有长白山北、西、南景区交通运营线路的独家经营权，是区域内最大的旅游客运公司。公司以旅游客运为基础，向酒店、旅行社、温泉开发等业务延伸，致力于打造“多点支撑、多元均衡”的旅游产品体系。近年来，随着敦白线、沈白线高铁陆续开通，公司外部交通瓶颈被打破，客流量显著提升。此外，公司火山温泉部落二期项目即将投运，有望为公司业绩注入增量。

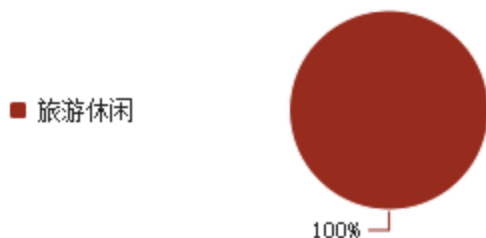
2. 业务介绍

对于长白山公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

旅游休闲：

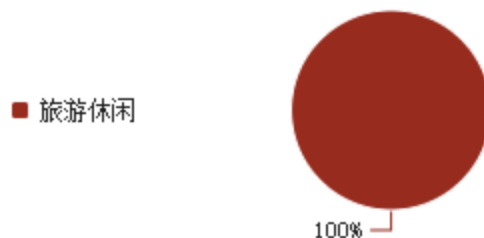
公司旅游休闲业务包含旅游客运、酒店、旅行社等业态。其中，旅游客运业务为公司业务的核心组成部分，主要从事长白山三个景区内游客运输、旅游车辆租赁、停车场管理等业务，并依托景区运营相继拓展了网约车、景区包车、省际包车和长白山区域内景区至镇区、机场等目的地的区间班线业务；酒店业务覆盖住宿、餐饮、会议等服务，以旗下长白山温泉度假酒店为代表；旅行社业务主打长白山区域旅游，主要从事生态观光、户外旅游、研学旅游等传统旅游项目。该业务的竞争市场主要在中国国内。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司依托长白山核心景区的稀缺自然资源，通过对景区内客运线路的独家投资和运营，为游客提供交通服务。同时，公司围绕核心景区布局酒店、温泉、旅行社等业务，形成协同效应。公司收入来源主要为车票、酒店客房、餐饮及二次消费（温泉、冰雪项目等），渠道以线上直销和OTA代理为主。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度高，2025年固定资产与在建工程占总资产的比例为44.7%，固定资产主要包括运输车辆、酒店建筑物及温泉设施等。随着公司火山温泉部落二期等项目的推进，资产强度预计维持高位。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

公司营销强度低,2025年销售费用率为3.5%,随着市场竞争加剧及新项目推广需求,预计营销费用将有所增加,销售费用率预计逐步提升。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度低,主要销售对象为终端消费者,下游较为分散,对单个客户依赖程度低。

4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效情况相对较好,历史盈利能力、成长能力、业务控制力,以及股东回报能力均处于中等及以上水平,主要系近年公司经营情况有所回暖,资本市场预期提升。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3: 近年公司盈利能力趋势图



数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史盈利能力较好,近年来盈利能力星级总体呈现提升趋势,主要系2020-2022年长白山景区受国内重大公共卫生事件影响,来访客流下降,拖累公司盈利能力。2023年后,随着公共卫生事件的影响逐步减小,公司经营状况有所改善,毛利率从2021年的-8.3%升至2025年的37.5%。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



数据来源: 公司财报, 壹评级

公司历史成长能力一般,但近年成长能力星级有所提升,主要系公司经营情况受天气影响相对明显,造成业绩波动;2023年后,随着公共卫生事件的影响消退,公司游客接待人次处于回暖修复过程中。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康星级尚可，且近年星级呈现提升趋势，主要系公司经营情况逐渐修复，经营性现金流情况改善。2021年至2025年，公司经营性现金流情况由负转正，2025年经营性现金流占净利润的比例升至138.4%。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史股东回报星级较高，主要系公司2023年来股价相对全A超额收益较为亮眼，驱动因素包括客流量及业绩的修复，叠加市场对公司受益“冰雪经济”、周边交通改善，以及新项目投运的前景给予较高预期。

5. 四维评级

公司护城河处于较高水平，主要系公司背靠长白山优质自然资源，拥有景区内交通独家运营权，以及自身产品体系持续丰富。公司成长空间、盈利趋势与产业格局相对一般，主要系公司受益于旅游大盘扩容，具备资源与牌照壁垒，后续市占率有望提升，但可能受到收入高基数、天气多变，以及行业格局分散等因素的拖累。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长能力尚可，主要系公司受益于我国旅游大盘的扩容，同时公司周边交通改善、自身新项目投运，也有望带动收入增长。另一方面，公司收入基数较高，后续增速可能放缓；长白山区域天气的变化也可能降低短期公司收入增长的确定性。

旅游休闲(3星):

公司旅游休闲业务成长能力尚可，预计未来10年收入年均增速在6%左右，主要受益于我国旅游市场热度提升，居民参与“避暑游”、“冰雪游”意愿较高；同时，公司周围沈白高铁开通等交通情况的改善，有望帮助公司导入更多客流。公司积极投运旅游交通设备、酒店设施，增加托管项目，也对公司收入增长提供更多助力。另一方面，我国旅游人次与公司收入规模已达较高水平，后续增速或放缓。此外，长白山区域天气变化情况相对难以预测，可能对公司成长确定性造成一定负面影响。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势稳健为主，一是我国旅游市场供需相对稳定，供需较为平衡，二是公司市占率相对较高，且未来有望进一步提升。

旅游休闲(3.5星):

公司旅游休闲业务盈利趋势相对稳健，主要系我国旅游行业供需情况较为稳定，公司竞争策略介于差异化竞争与性价比竞争之间，相对平衡。此外，公司在我国旅游景区行业中市占率处于中等偏上水平，且未来市占率有望进一步提升，盈利趋势稳中向好。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局一般，主要系旅游景区行业格局分散，邻近行业存在替代风险，但公司的自然资源壁垒和政策牌照壁垒具备护城河效应。

旅游休闲(3星):

公司旅游休闲业务产业格局一般，主要系旅游景区行业格局较为分散，同时其他休闲娱乐方式对其亦存在一定的替代作用，但旅游景区行业多数资产较重，具备资源壁垒和政策牌照壁垒，起到一定的护城河作用。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级相对较高，主要系公司背靠长白山优质自然生态资源，拥有长白山景区交通运营许可（权），同时持续丰富自身旅游产品体系，后续护城河有望维持稳固。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
旅游休闲	(3星) 公司旅游休闲业务护城河宽度尚可，经壹评级调整后ROIC为13.1%，表现一般，但公司相对于其他旅游景区公司收入规模较高，市占率相对领先。公司的护城河来源于背靠长白山优质自然生态系统的资源优势，具备一定的稀缺性，引流效果好；同时，公司具备长白山景区交通的独家运营权，能够帮助公司将景区客流增量转化为收入。此外，公司持续完善景区设施及自身经营业态，例如打造火山温泉部落二期项目等，能够完善公司的产品体系，提升游客体验。	(4.5星) 该业务的护城河持续性较高，主要具备资源、牌照与产品力护城河。其中，公司所在地为长白山景区核心位置，受益于“天池”等不可复制的自然资源的引流作用，由于该自然资源的持续性有望延续，预计该护城河后续保持稳固；同时，公司拥有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），从历史经验看，公司持续保有该经营许可的概率较大。公司持续丰富自身旅游产品体系，例如投运新项目，承接额外托管项目等，有望维持公司产品力护城河的稳固。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

假设未来10年，公司旅游休闲业务在我国旅游总人数扩张下，收入年均增速在6%左右，同时净利率基本稳定，测算得公司当前市值处于严重高估水平，主要系市场对于公司经营改善给予较高预期。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务主要为旅游休闲业务，我们对其进行盈利预测与估值，核心假设及逻辑如下：

旅游休闲业务：

收入假设：

- 1) 长白山景区接待人次：长白山景区接待人次与国内出游总人次呈现出较强的正相关性。假设未来10年内，我国居民人均年度旅游频率由2025年的约4.7次提升至约7次（参照成熟市场美国2023年水平），测算得出2035年我国国内出游总人次或将接近100亿，对应2025-2035年年均复合增长率约为4%。以相同增速推算，长白山景区2035年接待人次预计将达到约540万人次。
- 2) 旅游客运服务：假设未来10年内，长白山景区接待人次达到540万人左右（逻辑同上），游客客单价以年均2%的增速提升（参考2%的长期通胀目标），测算得公司旅游客运服务收入年均增速为6%左右。
- 3) 酒店服务：假设公司火山温泉部落二期项目于2027年投入运营，与一期项目每年各贡献超1亿元收入，同时后续客单价温和上涨，测算得未来10年公司酒店服务收入年均增速为8%左右。
- 4) 旅行社服务：公司旅行社服务收入与长白山景区接待人次相关性较强，参照长白山景区接待人次测算结果，假设未来10年公司旅行社服务收入年均增速为4%左右。

盈利能力假设：

毛利率：假设我国旅游市场热度持续提升，公司经营质量稳中有升，同时考虑2027年公司火山温泉部落二期项目投运后折旧费用增加，预计公司未来10年毛利率先降后升，整体维持在38%左右。

费用率：假设公司新项目投运后，宣传及促销费用增加，未来10年销售费用率逐步升至4%左右。此外，假设在公司收入增长的摊薄效应下，未来10年公司管理费用率逐步下降至8%左右。

表2：公司整体业绩预测

长白山	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	6.2	7.4	7.9	8.9	10.2	11.0	11.7	12.4
归母净利润(亿)	1.4	1.4	1.3	1.5	1.6	1.8	1.9	2.2
归母净利润增速(%)	340.7	4.5	-10.3	18.9	3.9	10.5	10.1	10.6
经营性净利润(亿)	1.4	1.4	1.2	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
经营性净利润增速(%)	340.3	4.7	-13.4	22.3	3.8	10.5	10.1	10.6
经营性归母净利润(亿)	1.4	1.4	1.3	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
经营性归母净利润增速(%)	340.3	4.7	-10.4	18.2	3.8	10.5	10.1	10.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

旅游休闲	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	6.2	7.4	7.9	8.9	10.2	11.0	11.7	12.4
收入增速(%)	218.7	19.8	6.0	12.3	14.8	8.3	6.6	5.9
经营性净利润(亿)	1.4	1.4	1.2	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1
经营性净利率(%)	22.2	19.4	15.9	17.3	15.6	15.9	16.5	17.2
经营性净利润增速(%)	340.3	4.7	-13.4	22.3	3.8	10.5	10.1	10.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
旅游休闲	2.7%	中低	较好	强	8.5%	13.96	2.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
旅游休闲(亿)	4.8	20.8	25.7	3.8	-	-	29.5
公司整体测算(亿)	4.8	20.8	25.7	3.8	-	-	29.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
旅游休闲(亿)	16.6	11.1	27.7	3.8	-	-	31.5
公司整体测算(亿)	16.6	11.1	27.7	3.8	-	-	31.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，一方面，公司背靠长白山优质稀缺的自然资源，景区配套设施与周边交通日益完善，有望实现旅客接待量的提升；另一方面，长白山景区天气多变，影响天池主峰等核心景点的开放与游客体验，容易加大公司业绩的波动与不确定性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。