

# 九华旅游 (603199.SH)

## 二季度归母净利润增长 26%，全年有望受益于客运渗透率提升

优于大市

### 核心观点

**二季度归母净利润增长 26%，上半年表现平稳。**公司 2024H1 收入 3.95 亿元，同比增长 3.92%；归母净利润 1.14 亿元，同比增长 2.65%；扣非净利润 1.09 亿元，同比增长 2.03%。单 Q2 收入 2.15 亿元，同比增长 14.17%；归母净利润 0.62 亿元，同比增长 25.70%；扣非净利润 0.60 亿元，同比增长 27.33%。公司在 Q2 消费整体增速放缓背景下仍然逆势表现突出，并成功弥补 Q1 缺口。

**业绩拆分：客运业务增长系核心驱动，索道业务同比表现平稳。**分业务看，受益于今年春节游客运转中心投运后山下停车位扩容，政府对于私家车交通管制更为动态灵活，由此带来旅游客运渗透率的显著提升；2024H1 公司客运业务收入实现 9047 万元，同比增长 28%；毛利贡献 5226 万元，同比增加 1497 万元，同比增长 40%，表现最为靓丽。此外，索道缆车业务收入仍是盈利构成主力，2024H1 实现收入 1.53 亿元，同比下滑 6%；实现毛利 1.34 亿元，同比下滑 927 万元，同比下降 6%，预计系 Q1 旺季下滑及乘索率回落综合扰动。酒店业务收入同比增长 3%，毛利为 2162 万元，同比增长 10%，预计新项目爬坡助力；旅行社业务毛利 283 万元，同比增长 69%，本身贡献不高。

**下半年继续受益于客运渗透率同比提升，未来期待高铁效应释放与项目扩容。**展望后续，公司一看客运渗透提升。今年暑期景区受高温/暴雨等异常天气扰动整体客流表现平稳，预计九华旅游在客运业务超额增长作用下呈现较强经营韧性，也为下半年业绩增量奠定基础。二看高铁效应释放。池黄高铁于今年 4 月开通，若年底穿山公路打通有望进一步缩短车站至景区距离，叠加后续政府营销宣传与大黄山战略推进，高铁客流释放值得期待。三看项目扩容。公司持续挖潜景区内项目扩容升级，其中狮子峰景区项目若审批通过 2026 年顺利投运后，公司测算中线贡献千万级利润；百岁宫缆车目前相对受制于运力瓶颈，后续改造升级有望逐步提上日程。

**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：**我们维持 2023-2025 年公司归母净利润为 1.96/2.16/2.36 亿元，EPS 为 1.77/1.95/2.13 元，对应动态 PE 为 16/14/13x。在一季度受天气扰动等因素影响业绩回落的背景下，二季度依托祈福流量的稳定增长以及客运渗透提升，叠加主业相对聚焦且成本管控到位，公司业绩逆势增长良好。下半年本身非旺季，若客流平稳增长趋势延续则有望继续呈现较强的经营确定性，在当前消费环境下横向对比具有相对优势。此外，基于良好稳定现金流，2023 年公司分红率从此前 30%提至 50%，当前股价对应股息率为 3%，处于景区中上游水平。维持公司“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	332	724	806	887	965
(+/-%)	-22.0%	117.9%	11.4%	10.0%	8.8%
归母净利润(百万元)	-14	175	196	216	236
(+/-%)	-122.6%	1374.9%	12.2%	10.1%	9.3%
每股收益(元)	-0.12	1.58	1.77	1.95	2.13
EBIT Margin	-4.8%	30.1%	30.5%	30.8%	31.6%
净资产收益率 (ROE)	-1.1%	12.3%	12.6%	12.6%	12.6%
市盈率 (PE)	-227.8	17.9	15.9	14.5	13.2
EV/EBITDA	59.5	12.0	10.6	11.2	12.3
市净率 (PB)	2.51	2.20	2.01	1.83	1.67

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

### 公司研究·财报点评

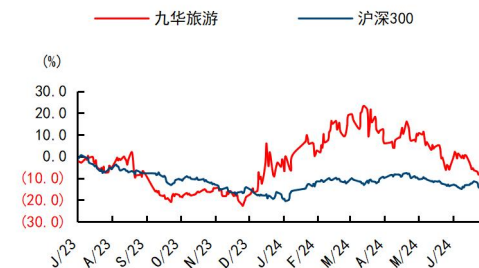
#### 社会服务·旅游及景区

<b>证券分析师：曾光</b> 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	<b>证券分析师：钟潇</b> 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn S0980513100003
<b>证券分析师：张鲁</b> 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	<b>证券分析师：杨玉莹</b> 010-88005377 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	28.19 元
总市值/流通市值	3120/3120 百万元
52 周最高价/最低价	41.08/24.60 元
近 3 个月日均成交额	73.32 百万元

#### 市场走势



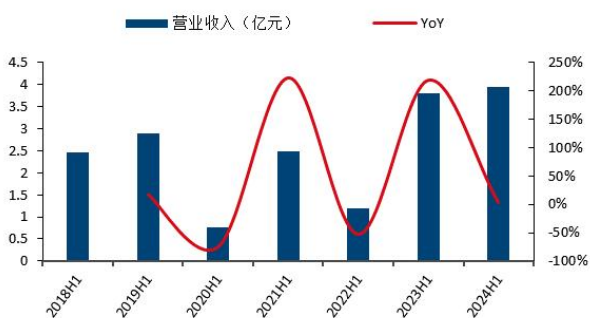
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《九华旅游 (603199.SH) - 疫后复苏弹性居前，交通边际改善有望提振客流》——2024-04-22

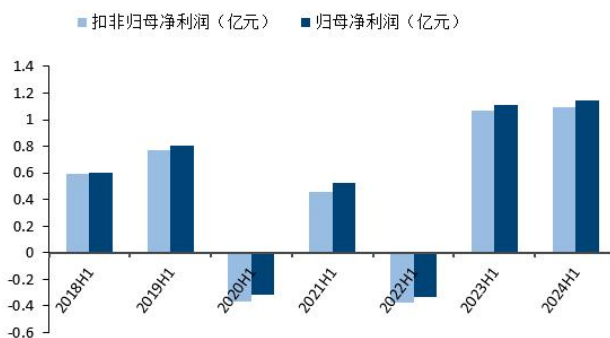
**二季度业绩逆势表现良好，上半年平稳增长。**九华旅游 2024H1 收入 3.95 亿元，同比增长 3.92%；归母净利润 1.14 亿元，同比增长 2.65%；扣非净利润 1.09 亿元，同比增长 2.03%。单 Q2 收入 2.15 亿元，同比增长 14.17%；归母净利润 0.62 亿元，同比增长 25.70%；扣非净利润 0.60 亿元，同比增长 27.33%。公司在 Q2 消费整体增速放缓背景下仍然逆势表现突出，并成功弥补 Q1 缺口。

图1：公司 H1 收入及增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司 Q1 净利润情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司 Q2 收入及增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司 Q2 净利润情况



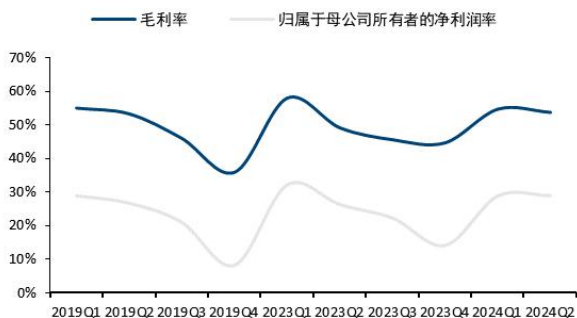
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**业绩拆分：客运业务渗透提升系核心驱动，索道业务同比平稳。**分业务看，受益于今年春节游客运转中心投运后山下停车位扩容，政府对于私家车交通管制更为动态灵活，由此带来旅游客运渗透率的显著提升；2024H1 公司客运业务收入实现 9047 万元，同比增长 28%；毛利贡献 5226 万元，同比增加 1497 万元，同比增长 40%，表现最为靓丽。此外，索道缆车业务收入仍是盈利构成主力，2024H1 实现收入 1.53 亿元，同比下滑 6%；实现毛利 1.34 亿元，同比下滑 927 万元，同比下降 6%，预计系 Q1 旺季下滑及乘索率回落综合扰动。酒店业务收入同比增长 3%，毛利为 2162 万元，同比增长 10%，预计新项目爬坡助力；旅行社业务毛利 283 万元，同比增长 69%，本身贡献不高。

**展望：下半年仍将受益于客运渗透红利，未来期待高铁效应释放与项目扩容。**展望后续，公司一看客运渗透提升。今年暑期景区受高温/暴雨等异常天气扰动整体客流表现平稳，预计九华旅游在客运业务超额增长作用下呈现较强经营韧性，也为下半年业绩增量奠定基础。二看高铁效应释放。池黄高铁于今年 4 月开通，若年底穿山公路打通有望进一步缩短车站至景区距离，叠加后续政府营销宣传与大

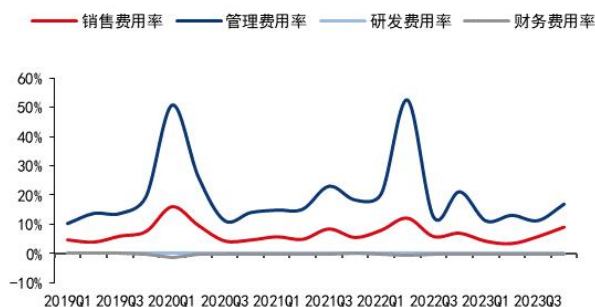
黄山战略推进，高铁客流释放值得期待。三看项目扩容。公司持续挖潜景区内项目扩容升级，其中狮子峰景区项目若审批通过 2026 年顺利投运后，公司测算中线贡献千万级利润；百岁宫缆车目前相对受制于运力瓶颈，后续改造升级有望逐步提上日程。

图5：公司季度毛利率与净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司季度费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**投资建议：**我们维持 2023-2025 年公司归母净利润为 1.96/2.16/2.36 亿元，EPS 为 1.77/1.95/2.13 元，对应动态 PE 为 16/14/13x。在一季度受天气扰动等因素影响业绩回落的背景下，二季度依托祈福流量的稳定增长以及客运渗透提升，叠加主业相对聚焦且成本管控到位，公司业绩逆势增长良好。下半年本身非旺季，若客流平稳增长趋势延续则有望继续呈现较强的经营确定性，在当前消费环境下横向对比具有相对优势。此外，基于良好稳定现金流，2023 年公司分红率从此前 30%提至 50%，当前股价对应股息率为 3%，处于景区中上游水平。维持公司“优于大市”评级。

**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。

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	
603199.SH	九华旅游	28	31	1.58	1.77	1.95	2.13	18	16	14	13	优于大市
000888.SZ	峨眉山 A	11	58	0.43	0.54	0.60	0.66	26	21	18	17	优于大市
603099.SH	长白山	21	56	0.52	0.68	0.79	0.88	40	31	27	24	优于大市
002033.SZ	丽江股份	8	46	0.41	0.43	0.49	0.54	20	19	17	15	优于大市
600054.SH	黄山旅游	11	79	0.58	0.65	0.72	0.79	19	17	15	14	优于大市
002159.SZ	三特索道	12	22	0.72	0.85	0.97	1.10	17	15	13	11	优于大市
603136.SH	天目湖	10	26	0.54	0.59	0.69	0.80	18	16	14	12	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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	86	179	302	180	180	营业收入	332	724	806	887	965
应收款项	4	5	6	6	7	营业成本	244	365	405	445	483
存货净额	7	8	9	10	10	营业税金及附加	10	8	9	10	11
其他流动资产	342	245	266	1180	2249	销售费用	24	39	44	48	52
<b>流动资产合计</b>	<b>439</b>	<b>436</b>	<b>583</b>	<b>1376</b>	<b>2446</b>	管理费用	70	94	103	111	115
固定资产	723	906	926	934	934	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	223	217	210	202	194	财务费用	(1)	(1)	(6)	(4)	6
投资性房地产	27	184	184	184	184	投资收益	7	12	10	10	11
长期股权投资	66	68	69	70	71	资产减值及公允价值变动	(10)	(0)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1478</b>	<b>1812</b>	<b>1971</b>	<b>2765</b>	<b>3830</b>	其他收入	5	3	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	104	384	营业利润	(13)	234	262	287	309
应付款项	87	192	210	229	249	营业外净收支	(1)	(2)	(1)	0	1
其他流动负债	118	189	203	734	1343	<b>利润总额</b>	<b>(14)</b>	<b>232</b>	<b>261</b>	<b>287</b>	<b>310</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>205</b>	<b>381</b>	<b>413</b>	<b>1066</b>	<b>1976</b>	所得税费用	0	58	65	71	74
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	29	13	3	(7)	(17)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(14)</b>	<b>175</b>	<b>196</b>	<b>216</b>	<b>236</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>29</b>	<b>13</b>	<b>3</b>	<b>(7)</b>	<b>(17)</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>234</b>	<b>393</b>	<b>416</b>	<b>1059</b>	<b>1959</b>	净利润	(14)	175	196	216	236
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	10	(10)	0	0	0
股东权益	1244	1418	1555	1706	1871	折旧摊销	72	75	89	101	108
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1478</b>	<b>1812</b>	<b>1971</b>	<b>2765</b>	<b>3830</b>	公允价值变动损失	10	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(1)	(1)	(6)	(4)	6
每股收益	(0.12)	1.58	1.77	1.95	2.13	营运资本变动	177	88	0	(376)	(452)
每股红利	0.17	0.00	0.53	0.58	0.64	其它	(10)	10	(0)	(0)	(0)
每股净资产	11.24	12.81	14.05	15.42	16.91	<b>经营活动现金流</b>	<b>245</b>	<b>337</b>	<b>285</b>	<b>(60)</b>	<b>(108)</b>
ROIC	-0.75%	13.49%	14%	14%	12%	资本开支	0	(240)	(101)	(101)	(101)
ROE	-1.10%	12.32%	13%	13%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	50%	50%	50%	50%	<b>投资活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>(242)</b>	<b>(102)</b>	<b>(102)</b>	<b>(102)</b>
EBIT Margin	-5%	30%	30%	31%	32%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	40%	41%	42%	43%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-22%	118%	11%	10%	9%	支付股利、利息	(19)	0	(59)	(65)	(71)
净利润增长率	-123%	1375%	12%	10%	9%	其它融资现金流	(185)	(2)	(0)	104	281
资产负债率	16%	22%	21%	38%	51%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(222)</b>	<b>(2)</b>	<b>(59)</b>	<b>39</b>	<b>210</b>
股息率	0.6%	0.0%	1.9%	2.1%	2.3%	<b>现金净变动</b>	<b>25</b>	<b>93</b>	<b>124</b>	<b>(122)</b>	<b>0</b>
P/E	(227.8)	17.9	15.9	14.5	13.2	货币资金的期初余额	61	86	179	302	180
P/B	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7	货币资金的期末余额	86	179	302	180	180
EV/EBITDA	59.5	12.0	10.6	11.2	12.3	企业自由现金流	0	86	173	(171)	(213)
						权益自由现金流	0	84	177	(64)	63

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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