

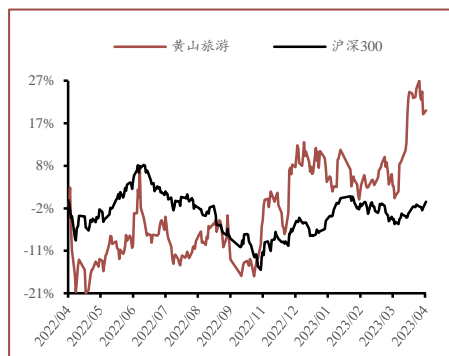
23Q1 客流修复业绩有望复苏，构建数字化生态

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-17
收盘价(元)	13.79
流通股本(亿股)	7.29
每股净资产(元)	5.60
总股本(亿股)	7.29

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
liyb@ctsec.com

相关报告

1. 《深入布局太平湖景区，新项目渗透率有望爬升》 2023-01-16

核心观点

- ❖ **事件：公司发布 2022 年年度报告。**22 年公司实现营业收入 8.00 亿元，同比下降 10.65%；归母净利润-1.32 亿元，较去年减亏 1.75 亿元，减亏幅度达 403.59%。
- ❖ **公司 22 年营收下降主要系疫情扰动，23Q1 客流恢复迅速。**2022 年黄山景区累计接待进山游客 139.69 万人，同比减少 27.73 万人，减幅 16.56%；索道及缆车累计运送游客 308.95 万人次，同比减少 53.12 万人次，减幅 14.67%。23Q1 黄山风景区共接待游客 84.5 万人，比 2019 年同期增长 42.8%。

- ❖ **景区持续创新升级，强化项目建设，打造全新旅游消费场景。**公司持续推出网红景点和旅宿产品等新产品，在酒店方面，黄山景区全面完成了“云”品牌矩阵建设，并以“云人”品牌托管舍得墨韵酒店，创新推出了黄山旅型家“猴轻松”轻餐品牌；在徽菜方面，黄山景区按照既定战略布局，加速推进了蚌埠店、合肥水西门店、阜阳店等项目的实施。公司加强新零售和微旅游营销，创新推出了新款迎客松雪糕，并全年共推出“放个松”系列新品 26 款 SKU，联合归隐旅游平台和蓝城小镇平台，拓宽新媒体营销思路，加强外部合作。

项目建设上，公司全力推进项目建设，包括北海宾馆环境整治改造、狮林崖舍改造、山上酒店微改造、汤泉大酒店、平湖假日酒店等酒店改造项目，以及景区游步道、旅游公厕建设维护和北海公寓改造等基础设施改造和民生工程。同时，黄山旅游 CBD 项目已顺利封顶。公司将加速提升接待设施水平，提高游客的旅游体验，打造全新的旅游消费场景。

- ❖ **数字化赋能未来旅游，公司构建数字化生态推动转型升级。**公司积极构建数字化产业生态，链接优质数字创意资源赋能旅游管理、服务及营销，持续优化游客体验，打通服务“最后一公里”，构建本地数字化平台打造目的地智慧旅游运管新标杆。此外，公司秉持“智慧+”理念，积极谋划并持续推进景区索道拓展项目进展，并以索道输出为切入点加快推进其他业务板块对外输出。同时，公司打造一体化数智景区新样板，通过天柱山数智化项目为试点，积极对外输出黄山旅游数字化，致力于提供景区数字化解决方案。

- ❖ **投资建议：**预计公司 2023 / 2024 / 2025 年营收 17.17 / 18.98 / 20.56 亿元，净利润 3.07 / 4.18 / 4.66 亿元，对应 PE 32.8 / 24.1 / 21.6X，维持“增持”评级。

- ❖ **风险提示：**游客出行意愿波动；行业竞争加剧；项目建设进度不达预期。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	895	800	1717	1898	2056
收入增长率(%)	20.84	-10.65	114.71	10.53	8.29
归母净利润(百万元)	43	-132	307	418	466
净利润增长率(%)	193.74	-403.59	332.51	36.27	11.36
EPS(元/股)	0.06	-0.18	0.42	0.57	0.64
PE	162.83	—	32.78	24.05	21.60
ROE(%)	1.01	-3.23	6.99	8.70	8.83
PB	1.66	2.28	2.29	2.09	1.91

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	895.21	799.90	1717.44	1898.34	2055.79	成长性					
减:营业成本	576.24	637.07	872.33	892.36	948.80	营业收入增长率	20.8%	-10.6%	114.7%	10.5%	8.3%
营业税费	22.25	13.98	27.99	30.94	33.51	营业利润增长率	413.2%	-286.6%	401.0%	36.3%	11.4%
销售费用	42.60	48.52	120.22	123.39	123.35	净利润增长率	193.7%	-403.6%	332.5%	36.3%	11.4%
管理费用	296.85	320.32	343.49	360.68	390.60	EBITDA 增长率	204.4%	-72.1%	645.1%	38.9%	14.0%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	69.3%	-595.8%	266.7%	38.9%	14.0%
财务费用	0.28	-0.80	-5.00	-12.84	-10.60	NOPLAT 增长率	-91.9%	1,227.5%	-227.7%	38.9%	14.0%
资产减值损失	-0.07	-0.06	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	5.5%	-1.2%	6.8%	8.8%	9.0%
加:公允价值变动收益	87.39	12.85	70.00	80.00	80.00	净资产增长率	1.1%	-5.0%	7.5%	9.5%	9.7%
投资和汇兑收益	19.47	56.13	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	76.28	-142.32	428.41	583.80	650.12	毛利率	35.6%	20.4%	49.2%	53.0%	53.8%
加:营业外净收支	5.22	1.49	0.00	0.00	0.00	营业利润率	8.5%	-17.8%	24.9%	30.8%	31.6%
利润总额	81.50	-140.83	428.41	583.80	650.12	净利润率	4.7%	-17.2%	18.7%	23.1%	23.7%
减:所得税	39.68	-2.95	107.10	145.95	162.53	EBITDA/营业收入	19.0%	5.9%	20.6%	25.9%	27.2%
净利润	43.47	-131.97	306.85	418.15	465.65	EBIT/营业收入	-3.4%	-26.5%	20.6%	25.9%	27.2%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1833.58	1577.64	2554.27	2220.68	3222.67	固定资产周转天数	704	755	352	318	294
交易性金融资产	0.00	0.00	70.00	150.00	230.00	流动营业资本周转天数	-106	-9	-144	18	-75
应收账款	11.49	17.52	39.73	23.55	44.98	流动资产周转天数	795	928	529	546	590
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	5	7	6	6	6
预付帐款	18.55	20.69	28.09	28.73	30.55	存货周转天数	20	118	22	20	17
存货	35.10	381.97	-275.36	374.51	-284.90	总资产周转天数	2020	2331	1139	1107	1095
其他流动资产	33.79	21.45	21.45	21.45	21.45	投资资本周转天数	1924	2128	1058	1042	1048
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	1.0%	-3.2%	7.0%	8.7%	8.8%
长期股权投资	251.42	175.77	175.77	175.77	175.77	ROA	0.8%	-2.5%	5.4%	7.0%	7.2%
投资性房地产	0.00	7.08	7.08	7.08	7.08	ROIC	-0.3%	-4.5%	5.3%	6.8%	7.1%
固定资产	1726.67	1654.71	1654.71	1654.71	1654.71	费用率					
在建工程	206.13	222.77	222.77	222.77	222.77	销售费用率	4.8%	6.1%	7.0%	6.5%	6.0%
无形资产	174.93	166.27	166.27	166.27	166.27	管理费用率	33.2%	40.0%	20.0%	19.0%	19.0%
其他非流动资产	8.78	10.38	10.38	10.38	10.38	财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.7%	-0.5%
资产总额	5150.08	5208.35	5663.60	6015.04	6496.29	三费/营业收入	37.9%	46.0%	26.7%	24.8%	24.5%
短期债务	4.50	6.00	1.50	1.50	1.50	偿债能力					
应付帐款	170.68	235.19	249.44	147.17	116.39	资产负债率	12.4%	17.6%	18.6%	16.1%	14.8%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	14.1%	21.4%	22.8%	19.1%	17.3%
其他流动负债	0.87	1.17	1.17	1.17	1.17	流动比率	5.13	4.22	4.04	5.36	6.35
长期借款	2.62	143.91	143.91	143.91	143.91	速动比率	4.90	3.34	4.41	4.56	6.79
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	-3.08	-18.31	103.04	144.09	164.21
负债总额	636.40	918.59	1052.53	966.12	959.77	分红指标					
少数股东权益	218.51	206.62	221.08	240.79	262.73	DPS(元)	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	729.38	729.38	729.38	729.38	729.38	分红比率					
留存收益	3185.06	2978.69	3285.55	3703.69	4169.34	股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	4513.68	4289.76	4611.07	5048.92	5536.51	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.06	-0.18	0.42	0.57	0.64
净利润	43.47	-131.97	306.85	418.15	465.65	BVPS(元)	5.89	5.60	6.02	6.59	7.23
加:折旧和摊销	200.44	259.49	0.00	0.00	0.00	PE(X)	162.8	—	32.8	24.1	21.6
资产减值准备	-3.94	2.58	0.00	0.00	0.00	PB(X)	1.7	2.3	2.3	2.1	1.9
公允价值变动损失	-87.39	-12.85	-70.00	-80.00	-80.00	P/FCF					
财务费用	-1.30	-2.19	3.43	3.41	3.41	P/S	8.0	11.6	5.9	5.3	4.9
投资收益	-19.47	-56.13	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	32.3	170.5	22.3	16.7	12.9
少数股东损益	-1.65	-5.90	14.46	19.70	21.94	CAGR(%)					
营运资金的变动	-49.51	-4.47	729.81	-691.43	594.39	PEG	0.8	—	0.1	0.7	1.9
经营活动产生现金流量	93.83	21.34	984.55	-330.18	1005.39	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-219.68	-213.21	0.00	0.00	0.00	REP					
融资活动产生现金流量	-13.26	-64.07	-7.93	-3.41	-3.41						

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。