

# 客流回暖明显，全年复苏可期

——峨眉山年报及一季报点评

## 核心观点

- **22 年业绩因客流减少而承压，未来多元发展拥抱市场。** 1) 22 年公司实现营收 4.3 亿 (-31.4%)，归母净利润-1.5 亿（去年同期盈利 1808 万元），扣非归母净利润-1.5 亿元（去年同期盈利 553 万元）。22 年实现进山人数 171.52 万人次（-33.14%），疫情抑制出行行为为营收承压的主要原因；而由于成本较为刚性，业绩由盈转亏。2) 分业务来看，2022 年公司游山门票/客运索道/酒店/茶叶演艺数智旅游等其他业务分别实现营收 0.9 亿（-43.2%）/1.3 亿（-42.7%）/1.0 亿（-23.2%）/1.2 亿（-3.9%）；未来公司将以市场需求为导向，推动多元化发展。3) 22 年公司综合毛利率 3.9%（-28.8pct），销售费用率 9.9%（+3.7pct），管理费用率 32.7%（+8.4pct），财务费用率 1.4%（-0.8pct），整体看，盈利能力因收入波动而承压；其中财务费用率减少因存款结构调整，银行存款利息收入增加。
- **23Q1 业绩高于疫前，全年复苏值得期待。** 1) 23Q1 公司实现营收 2.38 亿（+59.6%），恢复至 19 年 Q1 的 93.1%；归母净利 7016 万元（+1486.1%），较 19Q1 增长 261.9%；扣非净利 6915 万元（+6671.4%），较 19Q1 增长 282.4%。2) 23Q1 毛利率 44.5%（+18.7pct），较 19Q1 +12.7pct，估计因客流恢复而成本相对刚性、收入回暖促进经营杠杆释放；销售费用率 4.2%（-1.8pct），较 19Q1 -1.1pct；管理费用率 17.7%（-8.1pct），较 19Q1 +1.0pct；归母净利率 29.5%（+26.5pct），较 19Q1 +21.9pct。3) 业绩恢复可观归因于收入反弹和费用管控良好，而进山客流随场景和出行意愿的复苏是较重要支撑。据四川经济网，截至 3 月 16 日，峨眉山 23 年游客量突破 100 万，游客量破百万的日期同比 19 年提前 22 天，创下三年疫情以来，首季较强势的开门红。
- **五一旺季恢复强劲，关注暑期弹性催化与长期结构优化。** 1) 据乐山市政府网，23 年五一假期，峨眉山景区接待旅客 17.43 万人次，较 2021 年增长 43.9%，较 19 年同期也有更明显增长；疫情影响逐步收敛的环境下，公司旺季客流弹性初步验证，暑期有望保持可观恢复态势。2) 中长期看，公司加快“一张网”“一台戏”“一营地”“一文创”孵化，积极拓展文旅数字经济、智慧旅游等新经济业态，优化公司产业结构，形成新的经济增长点；同时加强现有产品营销整合力度，建立产品、网红和自媒体三大体系，精耕重点市场和人群，提升整体经营效益。

## 盈利预测与投资建议

- 由于客流复苏进度略快于此预期，我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 0.43、0.54、0.63 元（调整前 23-24 年预期值为 0.37、0.53 元），参考可比公司估值法，给予公司 23 年的 31 倍市盈率，对应目标价为 13.39 元，维持买入评级。

## 风险提示

- 疫情反复风险；出行政策调整风险；新项目不及预期风险；居民消费力下降风险

## 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	629	431	1,052	1,251	1,411
同比增长(%)	34.6%	-31.4%	144.1%	18.9%	12.8%
营业利润(百万元)	(8)	(197)	274	338	397
同比增长(%)	89.7%	-2359.4%	238.8%	23.5%	17.6%
归属母公司净利润(百万元)	18	(146)	228	282	333
同比增长(%)	146.9%	-906.4%	256.1%	23.9%	17.9%
每股收益(元)	0.03	(0.28)	0.43	0.54	0.63
毛利率(%)	32.8%	3.9%	53.0%	53.6%	54.7%
净利率(%)	2.9%	-33.8%	21.6%	22.6%	23.6%
净资产收益率(%)	0.7%	-6.2%	9.6%	11.0%	12.3%
市盈率	325.4	(40.4)	25.9	20.9	17.7
市净率	2.4	2.6	2.4	2.2	2.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

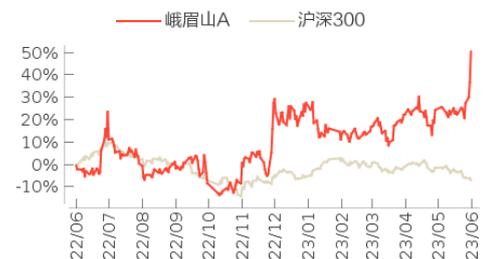
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月31日）	11.17 元
目标价格	13.39 元
52 周最高价/最低价	11.17/6.23 元
总股本/流通 A 股（万股）	52,691/52,691
A 股市值（百万元）	5,886
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2023 年 06 月 01 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	21.82	21.03	28.83	50.39
相对表现	23.39	26.75	35.49	57.55
沪深 300	-1.57	-5.72	-6.66	-7.16



## 证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
彭博	pengbo3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522100001

## 联系人

朱雨涵	zhuyuhan@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

## 相关报告

静待疫后复苏，关注新业态进展：——峨眉山 A2022 年中报点评	2022-08-24
业绩符合预期，疫后持续复苏：——峨眉山 A2021 半年报点评	2021-08-24

## 盈利预测与投资建议

由于客流复苏进度略快于此前预期，我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 0.43、0.54、0.63 元（调整前 23-24 年预期值为 0.37、0.53 元），参考可比公司估值法，给予公司 23 年的 31 倍市盈率，对应目标价为 13.39 元，维持买入评级。

### 可比公司估值(2022/5/31)

公司	代码	每股收益（元）				市盈率			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
黄山旅游	600054	-0.18	0.42	0.54	0.60	-77.00	33.48	25.94	23.05
丽江股份	002033	0.01	0.36	0.43	0.48	1564.18	28.77	24.43	21.84
宋城演艺	300144	0.00	0.37	0.54	0.66	3432.43	33.88	23.42	19.39
天目湖	603136	0.11	1.00	1.24	1.46	249.36	27.12	21.88	18.57
中青旅	600138	-0.46	0.57	0.85	1.10	-28.13	22.69	15.23	11.82
长白山	603099	-0.22	0.28	0.34	0.41	-50.23	38.98	31.42	26.47
三特索道	002159	-0.43	0.50	0.67	0.79	-39.39	34.09	25.63	21.64
	调整平均						31	24	21

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

- 疫情反复风险；出行政策调整风险；新项目不及预期风险；居民消费力下降风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	923	939	1,263	1,501	1,693	营业收入	629	431	1,052	1,251	1,411
应收票据及应收账款	20	28	52	61	76	营业成本	423	414	494	580	640
预付账款	5	4	9	11	13	营业税金及附加	8	8	8	16	18
存货	29	40	40	53	57	销售费用	39	43	40	48	54
其他	339	29	229	210	168	管理费用及研发费用	154	143	190	225	254
<b>流动资产合计</b>	<b>1,316</b>	<b>1,040</b>	<b>1,593</b>	<b>1,835</b>	<b>2,008</b>	财务费用	13	6	18	18	16
长期股权投资	22	17	59	54	51	资产减值损失	15	19	28	25	32
固定资产	1,598	1,484	1,404	1,330	1,256	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	68	93	78	63	47	投资净收益	4	(3)	(3)	(3)	(3)
无形资产	423	394	378	363	348	其他	11	8	2	3	3
其他	61	53	28	27	27	<b>营业利润</b>	<b>(8)</b>	<b>(197)</b>	<b>274</b>	<b>338</b>	<b>397</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,171</b>	<b>2,041</b>	<b>1,947</b>	<b>1,836</b>	<b>1,728</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,488</b>	<b>3,081</b>	<b>3,539</b>	<b>3,672</b>	<b>3,736</b>	营业外支出	1	4	6	6	6
短期借款	0	0	108	97	20	<b>利润总额</b>	<b>(8)</b>	<b>(201)</b>	<b>268</b>	<b>332</b>	<b>392</b>
应付票据及应付账款	116	74	133	140	147	所得税	19	2	40	50	59
其他	238	214	289	284	304	<b>净利润</b>	<b>(27)</b>	<b>(203)</b>	<b>228</b>	<b>282</b>	<b>333</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>355</b>	<b>288</b>	<b>530</b>	<b>521</b>	<b>472</b>	少数股东损益	(45)	(57)	0	0	0
长期借款	357	457	457	457	457	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>18</b>	<b>(146)</b>	<b>228</b>	<b>282</b>	<b>333</b>
应付债券	200	0	0	0	0	每股收益(元)	0.03	-0.28	0.43	0.54	0.63
其他	55	51	39	31	31						
<b>非流动负债合计</b>	<b>613</b>	<b>508</b>	<b>497</b>	<b>488</b>	<b>488</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>968</b>	<b>796</b>	<b>1,027</b>	<b>1,009</b>	<b>960</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	80	22	23	23	23	<b>成长能力</b>					
股本	527	527	527	527	527	营业收入	34.6%	-31.4%	144.1%	18.9%	12.8%
资本公积	405	405	405	405	405	营业利润	89.7%	-2359.4%	238.8%	23.5%	17.6%
留存收益	1,508	1,331	1,558	1,708	1,821	归属于母公司净利润	146.9%	-906.4%	256.1%	23.9%	17.9%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,520</b>	<b>2,285</b>	<b>2,513</b>	<b>2,662</b>	<b>2,776</b>	毛利率	32.8%	3.9%	53.0%	53.6%	54.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,488</b>	<b>3,081</b>	<b>3,539</b>	<b>3,672</b>	<b>3,736</b>	净利率	2.9%	-33.8%	21.6%	22.6%	23.6%
						ROE	0.7%	-6.2%	9.6%	11.0%	12.3%
						ROIC	0.6%	-6.6%	8.5%	9.6%	10.8%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	27.7%	25.8%	29.0%	27.5%	25.7%
净利润	(27)	(203)	228	282	333	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	173	155	126	119	121	流动比率	3.71	3.61	3.00	3.52	4.26
财务费用	13	6	18	18	16	速动比率	3.63	3.47	2.93	3.42	4.13
投资损失	(4)	3	3	3	3	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	24	(49)	62	(35)	(16)	应收账款周转率	29.2	18.1	24.8	18.9	15.6
其它	17	75	31	17	32	存货周转率	13.6	11.8	12.2	12.4	11.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>196</b>	<b>(13)</b>	<b>468</b>	<b>405</b>	<b>489</b>	总资产周转率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.4
资本支出	(76)	(23)	(24)	(26)	(27)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	5	6	(42)	5	3	每股收益	0.03	-0.28	0.43	0.54	0.63
其他	(91)	228	(172)	9	45	每股经营现金流	0.37	-0.02	0.89	0.77	0.93
<b>投资活动现金流</b>	<b>(163)</b>	<b>211</b>	<b>(238)</b>	<b>(12)</b>	<b>22</b>	每股净资产	4.63	4.29	4.73	5.01	5.22
债权融资	42	(128)	3	7	(6)	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	325.4	-40.4	25.9	20.9	17.7
其他	(50)	(55)	90	(162)	(312)	市净率	2.4	2.6	2.4	2.2	2.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(7)</b>	<b>(184)</b>	<b>93</b>	<b>(155)</b>	<b>(318)</b>	EV/EBITDA	29.8	-147.3	12.7	11.2	10.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	976.2	-27.8	18.2	14.9	12.9
<b>现金净增加额</b>	<b>26</b>	<b>15</b>	<b>324</b>	<b>238</b>	<b>192</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。