

# 轻装上阵“瘦身归核”，产品矩阵发力迎接反弹

证券研究报告

## 投资评级：买入(首次)

### 基本数据

2022-04-29

收盘价(元)	8.80
流通股本(亿股)	1.38
每股净资产(元)	6.76
总股本(亿股)	1.77

### 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

## 核心观点

- ▶ **聚焦索道，专注景区，向生态主题乐园转型。**三特索道的产品模块包括以索道为主的景区交通接驳体系、景区综合运营体系、主题乐园和非标住宿产品体系，具体包括包括陕西华山索道、浙江千岛湖索道、贵州梵净山景区、海南猴岛景区等一批优质项目。
- ▶ **疫情之下恪守专业，多元发力逆势布局，拓展全产业链经营。**公司深耕索道行业多年，拓展全产业链经营，自 1995 年以来共投资管理 20 余条索道，以陕西华山三特索道和贵州梵净山索道为代表，索道所在景区具有较强 IP 号召力，疫后恢复空间弹性大；公司掌握景区旅游资源，跨区域布局抵抗疫情风险，其中海南猴岛项目经过二次开发，不仅与浪漫天缘景区形成了协同效应，更打造了出圈的旅游 IP，有较强增长能力，21 年猴岛项目营收已恢复至 19 年水平的 71%。
- ▶ **统筹已有项目资源，打造模块化、可复制、轻量级的体验类产品。**公司涉足多项体验类文旅项目，可满足游客多元个性化需求。以武汉东湖海洋公园作为首次尝试向生态主题乐园转型，打造可复制的文旅体验类产品，21 年东湖海洋乐园实现营收 0.83 亿元，同比增长 45.74%，实现净利润 0.11 亿元，同比增长 406.83%；计划打造千岛湖牧心谷休闲度假营地，立足已有索道资源，叠加多种类型乐园体验项目，推进标杆项目体系完善，打造 IP 矩阵和强复制力的产品模块。
- ▶ **轻装上阵“瘦身归核”，2021 年营收毛利率双增长，计提资产排除风险，为稳健持续经营奠定基础。**21 年公司实现收入 4.35 亿元，同比增长 7.21%；实现主营业务毛利率 44.30%，同比增长 6.59%。由于公司梳理资产结构，对不良资产大额计提资产减值，且本年度非经常性损益相较去年大幅下降，2021 年实现净利润为-1.74 亿元。
- ▶ **投资建议：**基于对客流量的预测（2022 年恢复至 2021 年水平的 82.5%，2023 年恢复至 2019 年水平的 80%，2024 年恢复至 2019 年水平的 95%），预计公司后续盈利能力逐步增强，预计 2022-2024 年分别实现收入 3.59/5.53/6.59 亿元，对应实现收入同比增长 -17.4%/54.0%/19.1%。预计实现归母净利润-0.06/0.64/1.22 亿元，同比增长 96.4%/1135.4%/90.6%。预计 2023-2024 年 EPS 至 0.36/0.69 元，对应 PE 24.3/12.8 倍，给予“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**疫情大规模反复等宏观系统性风险，降价风险，文旅消费需求不足，已有项目恢复营业不及预期，新项目建设和开业进程不及预期等等。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	405	435	359	553	659
收入增长率(%)	-40.09	7.21	-17.37	53.99	19.13
归母净利润(百万元)	29	-174	-6	64	122
净利润增长率(%)	150.06	-709.55	96.44	1135.39	90.61
EPS(元/股)	0.21	-0.98	-0.03	0.36	0.69
PE	57.00	—	—	24.34	12.77
ROE(%)	1.97	-14.24	-0.51	5.01	8.72
PB	1.47	1.59	1.28	1.22	1.11

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

1. 核心问题 .....	4
2. 公司简介：聚焦索道，专注景区，向生态主题乐园转型 .....	9
3. 疫情之下恪守专业，多元发力逆势布局 .....	10
3.1. 索道：深耕索道行业多年，拓展全产业链经营 .....	10
3.1.1. 华山三特索道：打破“自古华山一条道路”，平滑景区淡旺季差别 .....	10
3.1.2. 梵净山索道：IP 号召力逐年上升，新兴自然景区疫后恢复能力强 .....	11
3.2. 景区：掌握景区旅游资源，跨区域布局抵抗疫情风险 .....	12
3.2.1. 海南猴岛项目：景区协同发展，新媒体引流，打造出圈生态旅游 IP .....	13
4. 统筹已有项目资源，打造模块化、可复制、轻量级的体验类产品 .....	14
4.1.1. 武汉东湖海洋公园：向生态主题乐园转型的尝试 .....	14
4.1.2. 千岛湖牧心谷休闲度假营地：立足已有资源优势，打造叠加新业态 .....	15
5. 轻装上阵“瘦身归核”：2021 年及 22 年 Q1 经营情况分析 .....	16
5.1. 21 年营收毛利率双增长，计提资产排除风险，为持续经营奠定基础 .....	16
5.2. 按公司业务分析，索道景区为核心，营收毛利率均增长 .....	16
5.3. 22 年 Q1 收入大幅下降，疫情影响下公司稳抓经营，积极创新 .....	17
6. 客流恢复节奏由疫情主导：公司文旅项目经营分析及预测 .....	18
6.1.1. 盈利项目：客流、营收、利润同步增长 .....	19
6.1.2. 培育期项目：对部分项目计提资产减值 .....	19
6.1.3. 升级改造项目 .....	20
7. 投资建议与风险提示 .....	21
7.1. 投资建议 .....	21
7.2. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1. 2021-2023E 公司营业收入情况及预测（百万元） .....	4
图 2. 2021 年三特索道各项目客流情况及恢复水平（万人次） .....	5
图 3. 2021 年三特索道各项目营收情况及恢复水平（百万元） .....	6
图 4. 2019-2024E 三特索道各项目客流情况及预测（万人次） .....	7
图 5. 2020-2024E 营业收入情况及预测（百万元） .....	8
图 6. 公司发展历程 .....	9
图 7. 公司产品模块 .....	10
图 8. 华山三特索道 .....	11
图 9. 2017-2024E 华山三特索道营收及客流预测 .....	11
图 10. 梵净山——“生物资源基因库” .....	12
图 11. 2017-2024E 梵净山项目营收及客流预测 .....	12
图 12. 三特索道跨区域布局全国 .....	13
图 13. 海南猴岛项目 .....	14
图 14. 2017-2024E 海南猴岛项目营收及客流预测 .....	14
图 15. 武汉东湖海洋公园 .....	15
图 16. 千岛湖索道项目 .....	16
图 17. 2017-2024E 千岛湖项目营收及客流预测 .....	16

图 18. 2020-2024E 营业收入情况及预测（百万元） .....	17
图 19. 2021 年三特索道各项目客流情况及恢复水平（万人次） .....	18
图 20. 2019-2024E 三特索道各项目客流情况及预测（万人次） .....	19
图 21. 2021 年三特索道各项目营收情况及恢复水平（百万元） .....	20
图 22. 2017-2024E 营业收入占比情况及预测（百万元） .....	21
表 1. 估值逻辑 .....	22
表 2. 可比公司估值水平 .....	23

## 1. 核心问题

### 核心问题 1：公司业务结构拆分

图 1. 2021-2023E 公司营业收入情况及预测（百万元）



### 【财通商社】三特索道：业务结构

图例：  
 营收（百万元）  
 毛利润（百万元）  
 21-23年 CAGR

武汉三特索道集团股份有限公司

重资产项目

	2021	2022	2023	CAGR
营业收入	434.6	359.08	552.93	12.80%
销售费率	4.81	4.81	5.25	
管理费费率	30.54	32.00	25.00	
毛利润	197.96	166.91	284.97	19.98%

持股比例		2021	2022	2023	CAGR	持股比例		2021	2022	2023	CAGR
100%	贵州梵净山索道	153.70	126.81	162.92	2.96%	100%	湖北崇阳项目	14.09	11.63	11.05	-11.47%
80%	东湖海洋乐园	83.17	68.62	106.96	13.40%	100%	陕西华山宾馆	5.50	4.54	5.94	3.95%
100%	海南猴岛项目	72.92	60.16	81.74	5.88%	100%	湖北南漳项目	4.69	3.87	5.82	11.53%
75%	陕西华山索道	53.12	43.83	104.87	40.51%	100%	湖北保康项目	3.93	3.24	3.41	-6.93%
100%	千岛湖索道	23.01	18.98	29.63	13.48%	90%	内蒙古克旗项目	0.62	0.51	0.96	24.38%
100%	庐山三叠泉索道	18.79	15.50	26.12	17.90%	100%	珠海索道公司	-	1.40	13.51	865.95%

数据来源：公司年报，财通证券研究所

**核心问题 2：公司 21 年较 20 年、19 年恢复水平如何？**

## 1) 客流量维度恢复情况

**图 2. 2021 年三特索道各项目客流情况及恢复水平（万人次）**

客流量（万人次）	2021全年	增速（相较20年）	恢复水平（相较19年）	2021H1	增速（相较20年）	恢复水平（相较19年）
总客流	515.12	7.89%	67.12%	300.37	203.22%	104.34%
陕西华山索道项目	73.79	23.29%	38.50%	48.52	373.37%	61.40%
贵州梵净山项目	111.60	-1.37%	77.74%	65.88	86.15%	119.65%
海南猴岛项目	80.04	23.21%	78.10%	51.19	196.93%	89.01%
东湖海洋乐园	121.75	10.81%	108.17%	68.66	643.88%	122.00%
千岛湖索道	65.73	31.35%	62.12%	36.33	146.64%	84.31%
江西庐山三叠泉项目	31.65	27.52%	57.56%	13.61	594.39%	78.53%
珠海索道项目	升级改造中					
湖北南漳项目	10.53	-41.27%	64.52%	6.14	18.30%	93.88%
湖北崇阳项目	8.68	54.72%	99.20%	4.71	183.73%	87.71%
湖北保康项目	9.42	-67.49%	255.98%	4.58	49.19%	93.66%
陕西华山宾馆项目	1.65	-1.79%	-	0.83	144.12%	-
内蒙古克旗项目	0.28	-48.15%	49.12%	-	-	-

数据来源：公司年报，财通证券研究所



**核心问题 2：公司 2021 年较 20 年、19 年恢复水平如何？**

## 2) 项目营收维度恢复情况

**图 3. 2021 年三特索道各项目营收情况及恢复水平（百万元）**

项目名称	2021营业收入	增速（相较20年）	恢复水平（相较19年）	2021净利润	增速（相较20年）	恢复水平（相较19年）
总计	433.56	7.54%	64.47%	-47.24	受资产减值影响	
陕西华山索道项目	53.12	20.00%	38.48%	14.43	21.73%	26.61%
贵州梵净山项目	153.70	-16.67%	53.62%	59.38	-41.95%	61.78%
海南猴岛项目	72.92	44.20%	71.31%	19.52	551.05%	56.39%
东湖海洋乐园	83.17	45.74%	313.04%	11.49	406.83%	52.27%
千岛湖索道	23.01	30.26%	62.11%	7.02	73.78%	40.84%
江西庐山三叠泉项目	18.79	28.45%	61.99%	8.40	23.06%	51.49%
珠海索道项目	升级改造中					
湖北南漳项目	4.69	-29.50%	67.63%	-20.02	821.58%	计提资产减值
湖北崇阳项目	14.09	12.03%	82.73%	-28.05	-15.92%	比20年减亏，计提资产减值
湖北保康项目	3.93	-51.85%	102.21%	-13.26	188.58%	计提资产减值
陕西华山宾馆项目	5.50	1.83%	50.21%	-2.86	-37.17%	比20年减亏
内蒙古克旗项目	0.62	-63.53%	21.36%	-103.30	407.37%	计提资产减值

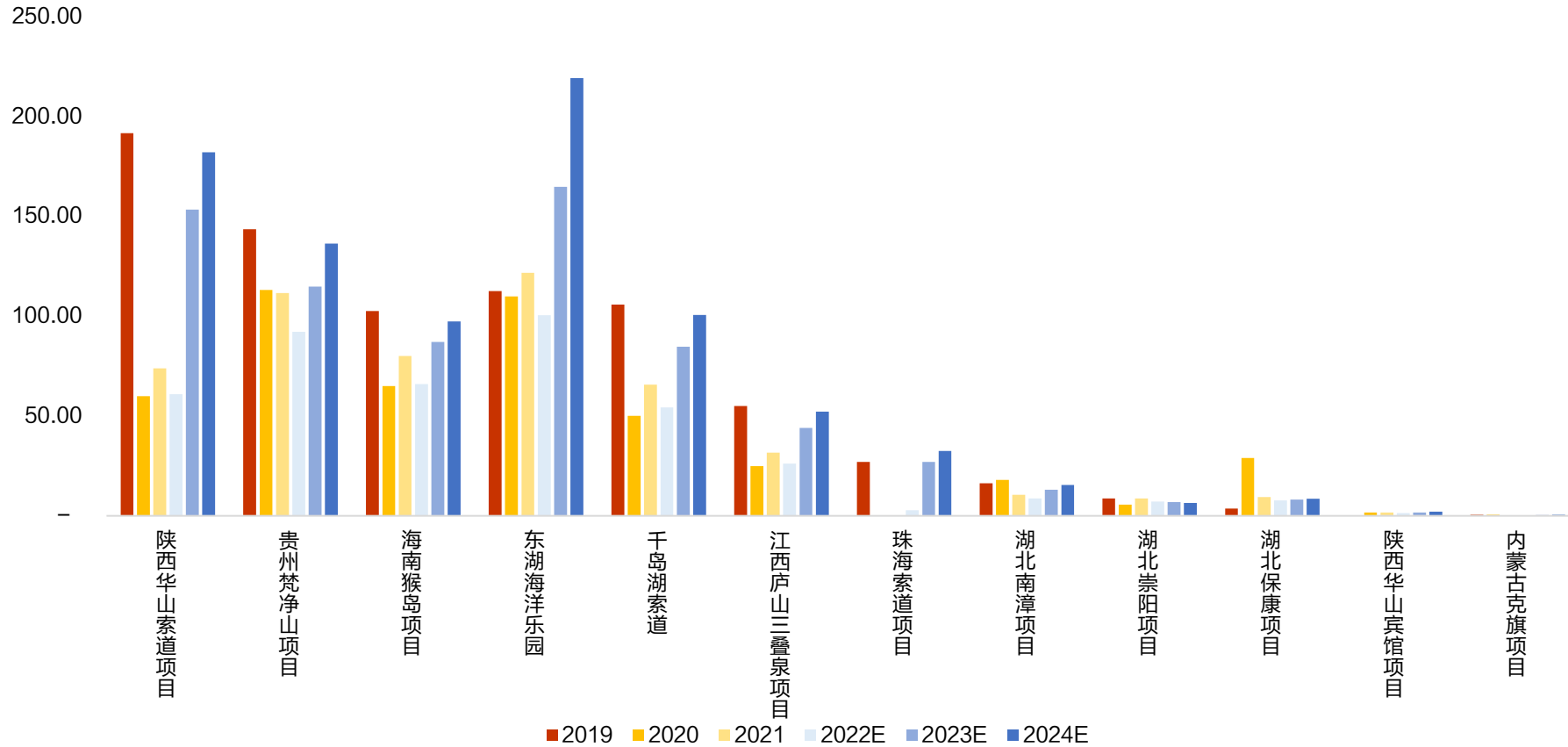
数据来源：公司年报，财通证券研究所

注：2019年8月公司完成对东湖海洋公园80%的股权收购，当年该项目仅部分月份营业收入计入公司2019年营收，因此对应恢复水平数据较高。

核心问题 3：公司营业情况预测

1) 公司各项目客流量维度预测

图 4. 2019–2024E 三特索道各项目客流情况及预测（万人次）

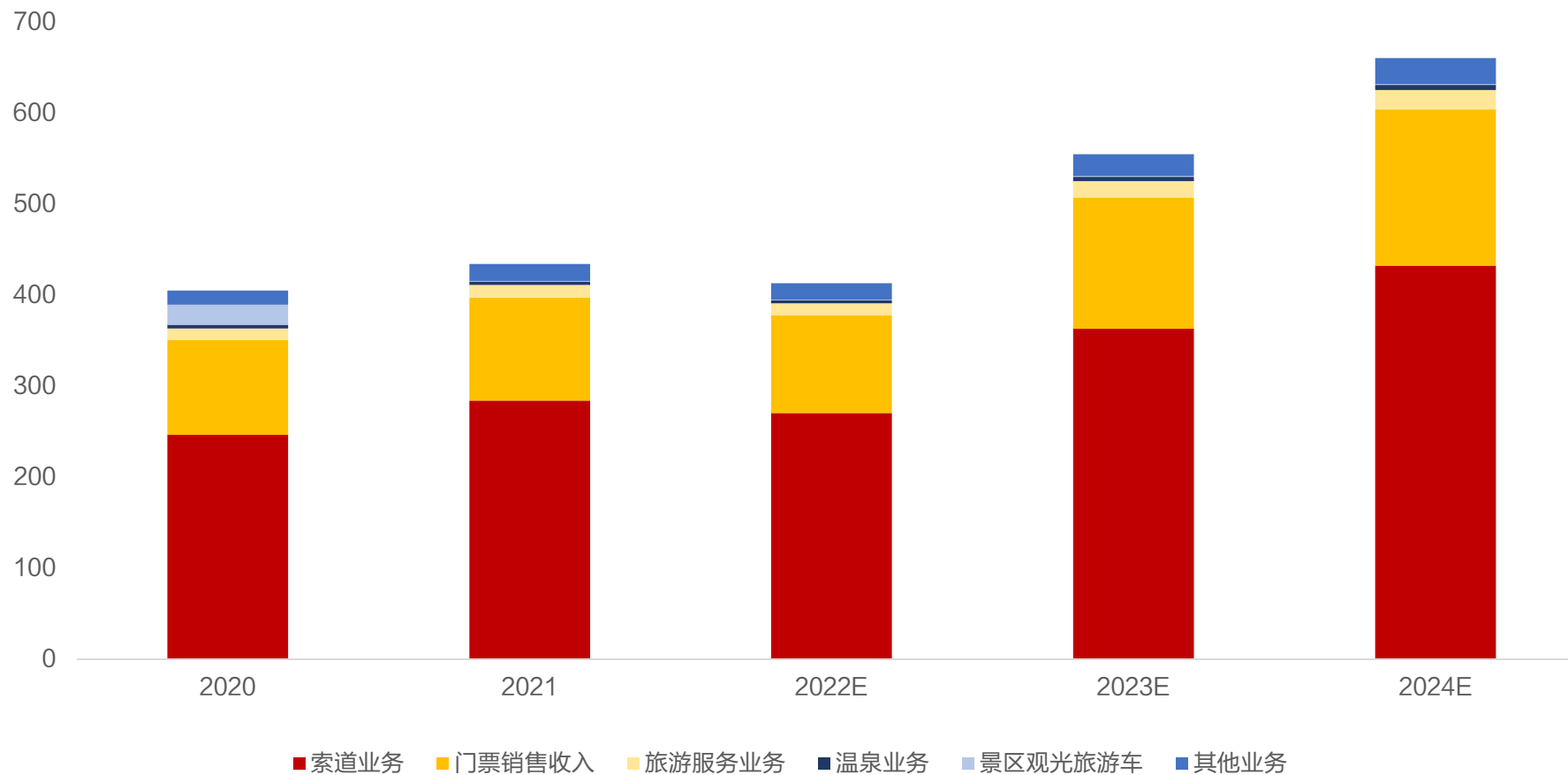


数据来源：公司年报，财通证券研究所

核心问题 3：公司营业情况预测

2) 公司各项目营收维度预测

图 5. 2020-2024E 营业收入情况及预测 (百万元)



数据来源：公司年报，财通证券研究所



## 2. 公司简介：聚焦索道，专注景区，向生态主题乐园转型

武汉三特索道集团股份有限公司成立于 1989 年，是武汉市第一批股份制改革试点的高科技企业，主要在全国范围内从事旅游资源的综合开发。三十三年来，三特集团已然发展成为聚焦索道，专注景区，向生态主题乐园转型的跨区域经营旅游上市企业。

图 6. 公司发展历程



数据来源：公司官网，财通证券研究所

### 公司旗下包含的产品模块有：

以索道为主的景区交通接驳体系、景区综合运营体系、主题乐园和非标住宿产品体系，具体包括包括陕西华山索道、浙江千岛湖索道、贵州梵净山景区、海南猴岛景区等一批优质项目。

公司跨区域投资运营的索道及景区等文旅项目，北至内蒙古，南至海南岛，西至贵州省，东至长三角，文旅项目的丰富程度在中国旅游企业中独树一帜。

图 7. 公司产品模块



数据来源：公司官网

### 3. 疫情之下恪守专业，多元发力逆势布局

#### 3.1. 索道：深耕索道行业多年，拓展全产业链经营

三特索道是国际索道协会(OITAF)首批中国企业会员、中国索道协会的副理事长单位，董事长张泉先生于 2021 年度当选中国索道协会理事长。公司在旅游客运索道拥有数量、设备的种型及技术创新等方面居全国同行业前列。公司参与起草多项行业标准，并在业内率先推出智慧索道管理系统。在 2022 年北京冬奥会中，三特索道提供了 3 条索道的战略保障，与冬奥合作是一项荣誉，也是一种强品牌背书。

自 1995 年以来，公司在国内投资运营索道二十余条，包括：陕西华山三特索道、贵州梵净山索道、浙江千岛湖梅峰索道及黄山尖索道、海南猴岛跨海索道、江西庐山三叠泉缆车、湖北南漳春秋寨索道、湖北保康霸王河索道、湖北崇阳燕子垭索道、内蒙大青山索道、广东珠海石景山索道(改造中)等。目前，公司正积极向索道行业上下游延伸，拓展轻资产的客运索道托管与咨询服务，实现投资、建设、运营一体化发展。

##### 3.1.1. 华山三特索道：打破“自古华山一条道路”，平滑景区淡旺季差别

陕西华山三特索道有限公司位于我国著名的旅游风景名胜区西岳华山东麓，为单线循环脱挂式 6 人吊厢索道，索道全长 1524.9 米，落差 755 米，并拥有国内唯一一条救护索道，华山三特索道以其建设难度之大、投资规模之大、设备之精良被业内专家誉为“亚洲第一索”。

华山三特索道打破了“自古华山一条道路”的历史，缓解了华山景区游览艰难的交通状况，并为各个年龄层次的人提供了安全便捷的交通工具，消除了华山淡季的差别，增加了游客总量。

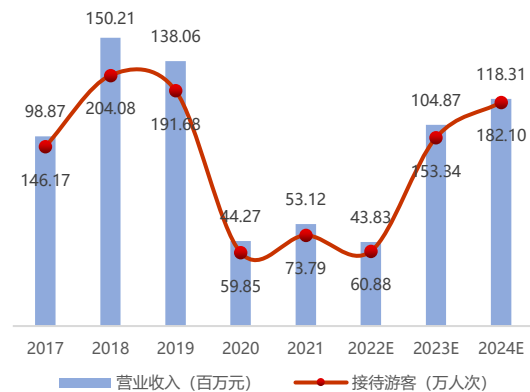
2021 年华山三特索道接待游客 73.79 万人次，恢复至 2019 年水平的 38.50%；实现营业收入 0.53 亿元/+20%，占总体营收的 12.25%；净利润 0.14 亿元/+21.73%，恢复至 2019 年水平的 26.61%，尚存在较大恢复空间。华山是名山大川且 IP 影响力大，期待疫情平稳后华山景区的客流弹性恢复。

图 8. 华山三特索道



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 9. 2017-2024E 华山三特索道营收及客流预测



数据来源：公司年报，财通证券研究所

### 3.1.2. 梵净山索道：IP 号召力逐年上升，新兴自然景区疫后恢复能力强

梵净山与峨眉山、九华山、五台山、普陀山同为我国佛教名山，被誉为“生物资源基因库”，2018 年下半年列入世界自然遗产，且被授予 5A 旅游景区后，知名度与获客力也随之上升。

2021 年贵州梵净山项目接待游客 111.6 万人，已恢复至 2019 年水平的 77.74%；实现营业收入 1.54 亿元/-16.67%，占总体营收的 35.45%；净利润 0.59 亿元/-41.95%，相较于 2020 年有所下降，恢复至 2019 年水平的 61.78%。主要



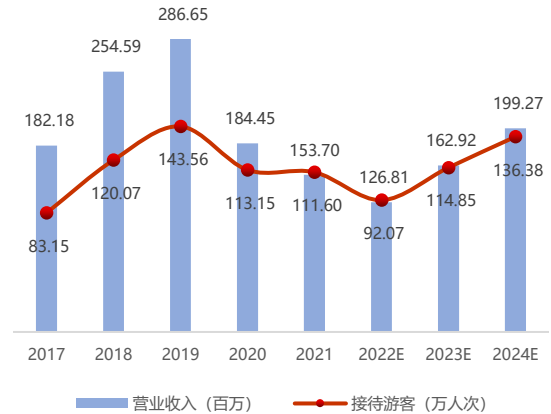
系上年度梵净山旅业公司转让旗下两家子公司，因此本年度相应减少了景区门票及观光车，作为梵净山项目核心盈利业务的索道仍被保留。

图 10. 梵净山——“生物资源基因库”



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 11. 2017-2024E 梵净山项目营收及客流预测



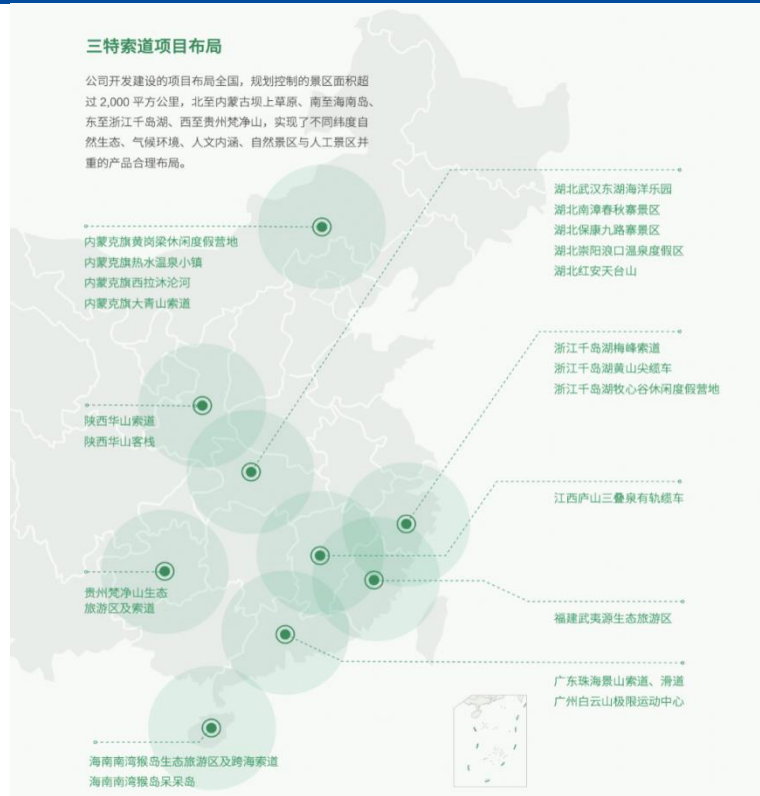
数据来源：公司年报，财通证券研究所

### 3.2. 景区：掌握景区旅游资源，跨区域布局抵抗疫情风险

作为同行业上市公司中为数不多的跨区域经营型企业，公司投资开发的旅游项目着眼全国，已经形成了全面的项目布局，包括：贵州铜仁梵净山旅游区(国家 5A 级旅游景区)、海南陵水南湾猴岛生态旅游区(国家 4A 级旅游景区)、海南陵水呆呆岛、湖北崇阳浪口温泉旅游区、湖北南漳春秋寨景区(国家 4A 级旅游景区)、湖北保康九路寨生态旅游区(国家 4A 级旅游景区)、内蒙古克什克腾旗自驾休闲旅游区、广东广州白云山极限运动中心等。

在地理上，公司经营区域北至内蒙古坝上草原、南至海南岛、东至浙江千岛湖、西至贵州梵净山，跨越了不同纬度自然生态与气候环境，包含了多元化的人文内涵。公司在跨区域经营的布局基础上，根据旅游市场趋势变化，灵活向优势地区进行资源优化配置，同时在呈现多点散发的后疫情时代有效抵御风险。

图 12. 三特索道跨区域布局全国



数据来源：公司官网，财通证券研究所

在产品类型上，公司采用自然山水型景区与城市主题乐园并重的布局策略，通过丰富产品场景来抵抗疫情风险，并且增强自身疫后修复弹性。例如公司布局武汉东湖海洋公园，在疫情反复期引流近郊市内游，同时加强运营公司 IP 号召力强的新兴自然景区梵净山和海南猴岛，帮助公司在疫情平稳期实现快速获客。

### 3.2.1. 海南猴岛项目：景区协同发展，新媒体引流，打造出圈生态旅游 IP

海南猴岛景区具有稳定的客流基础，公司二次开发海南猴岛，通过猴岛景区与浪漫天缘景区间的协同效应促进游客转换，使游客人数大增；并且创新营销手段，开展“每周一红”KOL 传播打造“呆呆岛”IP，通过电子商务平台与渠道整合周边资源、丰富产品结构、强化流量导入与转化，实现了电子商务购票人数与平均客单价复合增长。

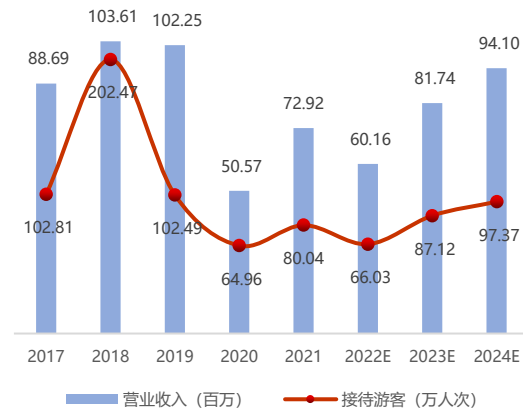
2022 年 3 月南湾猴岛入选全国 4A 级旅游景区短视频（MVI）百强榜单，海南呆呆岛在小红书、抖音等新媒体上频繁出圈，为项目大幅引流。创新营销手段，增强景区协同发展，打造出圈小而精的生态旅游产品。

图 13. 海南猴岛项目



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 14. 2017-2024E 海南猴岛项目营收及客流预测



数据来源：公司年报，财通证券研究所

2021年海南猴岛项目接待游客80.04万人，已恢复至2019年水平的78.10%；实现营业收入0.73亿元/+44%，占总体营收的16.82%；净利润0.20亿元/+551%，恢复至2019年56%水平。

#### 4. 统筹已有项目资源，打造模块化、可复制、轻量级的体验类产品

公司涉足体验类文旅项目，业态包括温泉、主题公园、博物馆、萌宠乐园、研学、演艺、滑道、水上运动以及极限&山地运动类项目，可满足游客观光、休闲、体验的多元个性化需求。

##### 4.1.1. 武汉东湖海洋公园：向生态主题乐园转型的尝试

公司目前正向生态主题乐园转型，2019年控股武汉龙巢东湖海洋乐园项目作为初步尝试，该项目位于武汉东湖风景区（国家5A级景区）内，具有良好的区位与市场基础。目前东湖海洋乐园产品体系已日臻成熟，包括海洋世界、飞鸟世界、大马戏、儿童乐园、魔兽城堡，以及季节性产品，如水世界、冰雪世界等，通过产品不断迭代升级，倡导人与自然和谐相处并主动践行可持续发展。



图 15. 武汉东湖海洋公园



数据来源：公司官网，财通证券研究所

2021 年东湖海洋乐园接待游客 121.75 万人,已达到 2019 年水平的 108.17%; 实现营业收入 0.83 亿元/+46%, 占总体营收的 19.18%; 净利润 0.11 亿元 /+407%, 恢复至 2019 年水平的 52%, 尚存较大的增长空间。

2019 年 8 月公司完成对东湖海洋公园 80%的股权收购,原股东对 2021 至 2023 年武汉龙巢东湖海洋公园有限公司经营业绩作出承诺,业绩承诺补偿款项协商已在进行中,且公司已根据企业会计准则的规定将预计业绩补偿款作为当期损益的金融资产入账。

#### 4.1.2. 千岛湖牧心谷休闲度假营地：立足已有资源优势，打造叠加新业态

公司立足千岛湖索道项目已有资源优势,计划打造千岛湖牧心谷项目,力争年内开工。作为公司打造“生态主题乐园”的标杆项目,将叠加山地无动力乐园、萌宠乐园、沉浸式体验乐园及非标住宿等公司拟重点开发的产品体系,公司将从速推进该项目建设,并将其经验推广至全国范围内其他项目。

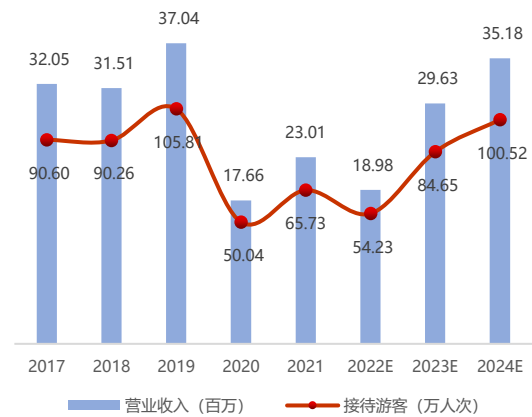
千岛湖索道项目包括梅峰索道与黄山尖缆车。2021 年千岛湖索道接待游客 65.73 万人,已达到 2019 年水平的 62.12%;实现营业收入 0.23 亿元/+30%, 占总体营收的 5.31%;净利润 0.07 亿元/+74%,恢复至 2019 年水平的 41%。牧心谷休闲度假营地将依托三特索道在千岛湖的已有项目优势,收获索道客流的加成。

图 16. 千岛湖索道项目



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图 17. 2017-2024E 千岛湖项目营收及客流预测



数据来源：公司年报，财通证券研究所

## 5. 轻装上阵“瘦身归核”：2021年及22年Q1经营情况分析

### 5.1. 21年营收毛利率双增长，计提资产排除风险，为持续经营奠定基础

**营收毛利率双增长：**2021年公司实现收入4.35亿元，同比增长7.21%；实现主营业务毛利率44.30%，同比+6.59pcts。整体来看，2021上半年公司收入逐步复苏，2021Q2营收水平已恢复至2019年同期水平的93%，但下半年在疫情扰动下公司经营再次承压，公司仍处疫后修复阶段。

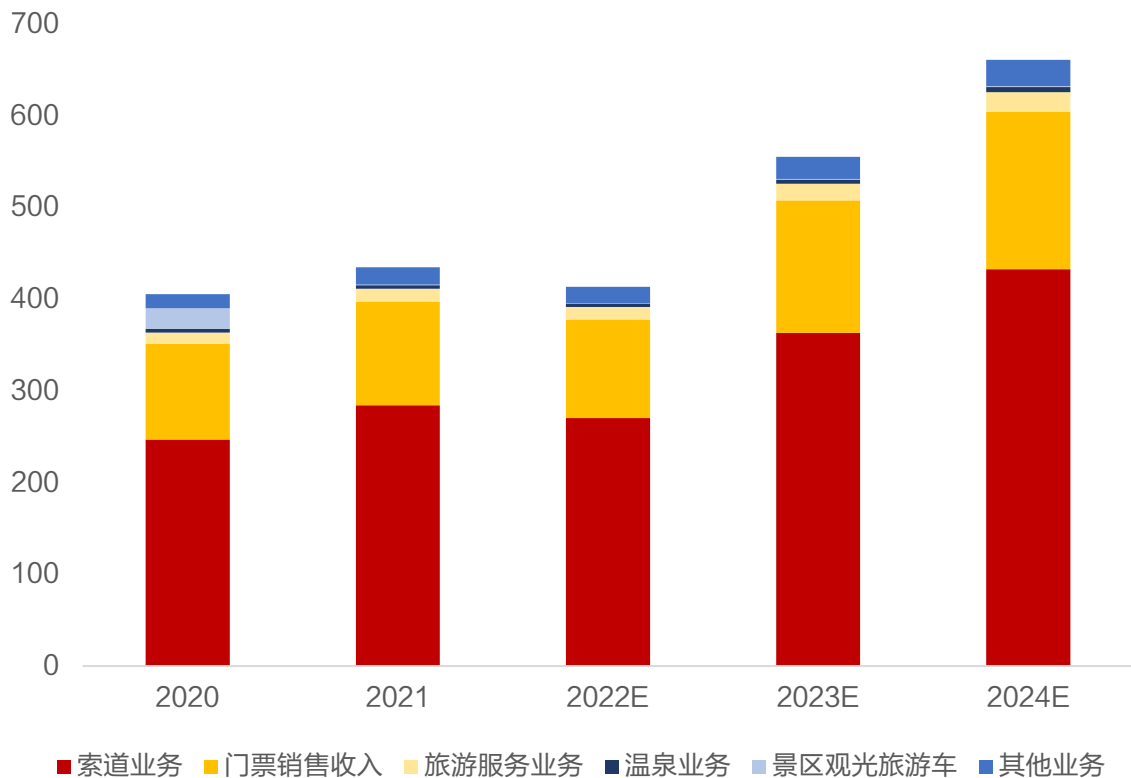
**计提资产减值对净利润影响较大：**报告期内公司计提资产减值准备1.59亿元，公司秉持“瘦身归核”战略，梳理盈利能力欠佳的项目，尽快盘活不良资产，为疫后扭亏腾挪财务空间，不断提升资产质量和可持续盈利的能力。由于公司对不良资产大额计提资产减值，且本年度非经常性损益较去年大幅下降（2020年转让5家子公司股权），对净利润影响较大，2021年实现净利润为-1.74亿元，业绩符合业绩预告公布范围。

**成本费用控制稳定：**2021年公司成本费用控制较好，销售、管理和财务费用分别同比-1.76%/-12.04%/-77.54%，主要系公司严格控制融资规模及成本，且存在利息收入。

### 5.2. 按公司业务分析，索道景区为核心，营收毛利率均增长

- 1) 索道业务收入 2.84 亿元/+15.24%，毛利率 63.75%/+0.82pcts，主要系索道项目客流恢复良好。
- 2) 景区门票收入 1.13 亿元/+8.26%，毛利率 16.53%/+4.80pcts，主要系 21H1 客流快速恢复，21H2 疫情反复客流承压。
- 3) 酒店餐饮业务 0.14 亿元/+13.02%。景区观光车业务 0.01 亿元/-97.26%，主要系上年度梵净山旅业公司转让旗下子公司，本年度相应减少了观光车等收入。温泉业务收入 0.04 亿元/-7.23%。其他业务收入 0.19 亿元/+21.50%。

图 18. 2020-2024E 营业收入情况及预测（百万元）



数据来源：公司年报，财通证券研究所

### 5.3.22 年 Q1 收入大幅下降，疫情影响下公司稳抓经营，积极创新

2022 年 Q1 公司实现收入 0.58 亿元，同比下降 34.25%；实现净利润-0.22 亿元，同比下降 77.12%，主要系一季度国内疫情点多面广频发，防控形势严峻，导致各景区经营业务均受不同程度影响。

2022 年一季度公司坚持狠抓经营管理，全力保障投资开发项目有序推进，力争珠海景山索道项目 2022 年内开业，同时加速推动牧心谷项目建设手续办理；同

时持续保障技术服务输出，提升公司品牌影响力，3月底公司圆满完成冬奥会残奥会索道保障工作，有力保障了赛区训练人员和后勤人员的交通出行，公司索道保障团队荣获由中国索道协会颁发的“赛场索道优秀保障单位”，专业服务保障受到赛事各方的充分肯定。

同时，公司积极探索产品业态创新，东湖海洋乐园全新打造“冰雪大世界”重磅上线，受到游客青睐；南湾猴岛生态区在短视频及新媒体平台上频发出圈，为项目大幅引流。公司全面优化人才队伍，大力推进资源整合与产业协同，全面布局公司的文旅发展生态圈。

## 6. 客流恢复节奏由疫情主导：公司文旅项目经营分析及预测

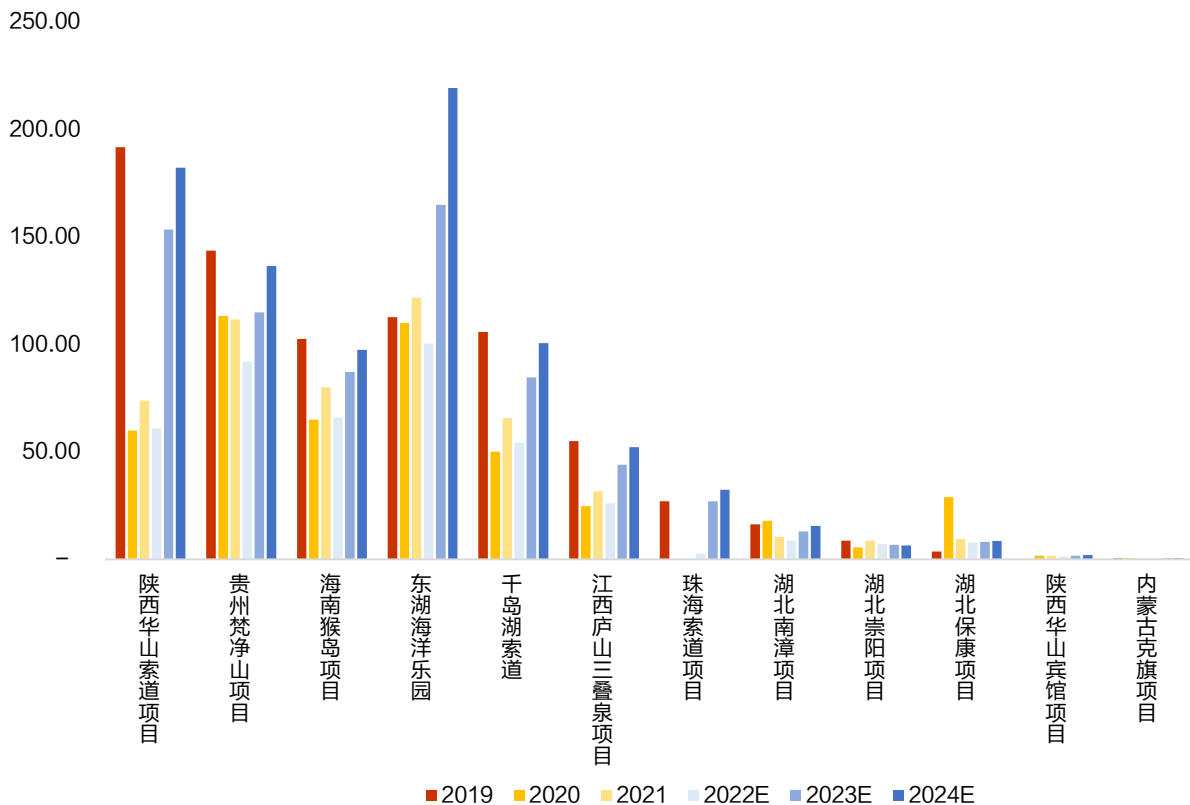
2021年公司接待游客515.12万人次，恢复至2019年67.12%。其中2021H1接待游客300.37万人/+203.33%，恢复至2019同期的104.34%；下半年疫情反复下接待游客214.75万人次/-43.24%，仅恢复至2019同期的44.78%。疫后修复期，公司文旅项目经营仍受疫情反复主导。

**图 19. 2021 年三特索道各项目客流情况及恢复水平（万人次）**

客流量（万人次）	2021H1	增速（相较20年）	恢复水平（相较19年）	2021全年	增速（相较20年）	恢复水平（相较19年）
总客流	300.37	203.22%	104.34%	515.12	7.89%	67.12%
陕西华山索道项目	48.52	373.37%	61.40%	73.79	23.29%	38.50%
贵州梵净山项目	65.88	86.15%	119.65%	111.60	-1.37%	77.74%
海南猴岛项目	51.19	196.93%	89.01%	80.04	23.21%	78.10%
东湖海洋乐园	68.66	643.88%	122.00%	121.75	10.81%	108.17%
千岛湖索道	36.33	146.64%	84.31%	65.73	31.35%	62.12%
江西庐山三叠泉项目	13.61	594.39%	78.53%	31.65	27.52%	57.56%
珠海索道项目	升级改造中					
湖北南漳项目	6.14	18.30%	93.88%	10.53	-41.27%	64.52%
湖北崇阳项目	4.71	183.73%	87.71%	8.68	54.72%	99.20%
湖北保康项目	4.58	49.19%	93.66%	9.42	-67.49%	255.98%
陕西华山宾馆项目	0.83	144.12%	-	1.65	-1.79%	-
内蒙古克旗项目	-	-	-	0.28	-48.15%	49.12%

数据来源：公司年报，财通证券研究所

图 20. 2019–2024E 三特索道各项目客流情况及预测（万人次）



数据来源：公司年报

### 6.1.1. 盈利项目：客流、营收、利润同步增长

2021 年公司盈利项目全年营收合计 4.05 亿元/+9.78%，实现净利润 1.20 亿元 /-7.71%。公司在疫情平稳期间抢营收，线上线下叠加营销，盈利项目除梵净山项目之外，均实现游客量、收入和利润的同步增长。

其中陕西华山北峰索道、海南猴岛、东湖海洋乐园项目营收分别为 0.53 亿元 /+20%、0.73 亿元/+44%、0.83 亿元/+46%，净利润分别同比增长 22%、551%、407%。

营收占比最大的贵州梵净山项目于 2020 年转让旗下两家子公司，2021 年相应减少了景区门票及观光车收入。但梵净山旅业公司凭借精准营销及精细化管理优化游客体验，仍保持游客量的稳定。如剔除 2020 年转让子公司股权产生的投资收益影响，贵州梵净山项目净利润同比上升 50.22%。

### 6.1.2. 培育期项目：对部分项目计提资产减值

2021 年公司亏损项目全年营收合计 0.29 万元/-16.43%，净利润-1.67 亿元，



较上年同期增亏 1.02 亿元。公司对克旗旅业公司（合并）、崇阳文旅公司、湖北南漳公司、湖北保康公司等计提了资产减值，一定程度上影响了利润水平。

亏损项目中有两家公司明显减亏。湖北崇阳项目充分利用旺季期间疫情平稳的形势，强力推广周边游，优化产品组合并打造口碑，游客人数同比上升 55%，收入同比上升 12%，剔除资产减值影响后减亏幅度达 61%；华山宾馆努力克服疫情影响，精细化管理大幅压缩成本费用，减亏幅度达 37%。

公司本次对部分亏损项目计提资产减值，有助于进一步理顺公司资产结构，实现资源优化配置，对盈利能力欠佳的项目，公司希望尽快盘活不良资产，轻装上阵。

### 6.1.3. 升级改造项目

珠海的景山索道滑道项目正在升级改造中，力争 2022 年恢复营业。为响应珠海政府“城市阳台”项目建设规划，珠海索道公司自 2019 年 9 月份起停业，项目改造升级后将成为城市景观阳台的重要部分，其中包括升级原有滑道、索道各一条，运载量的提升也将增加项目收入。

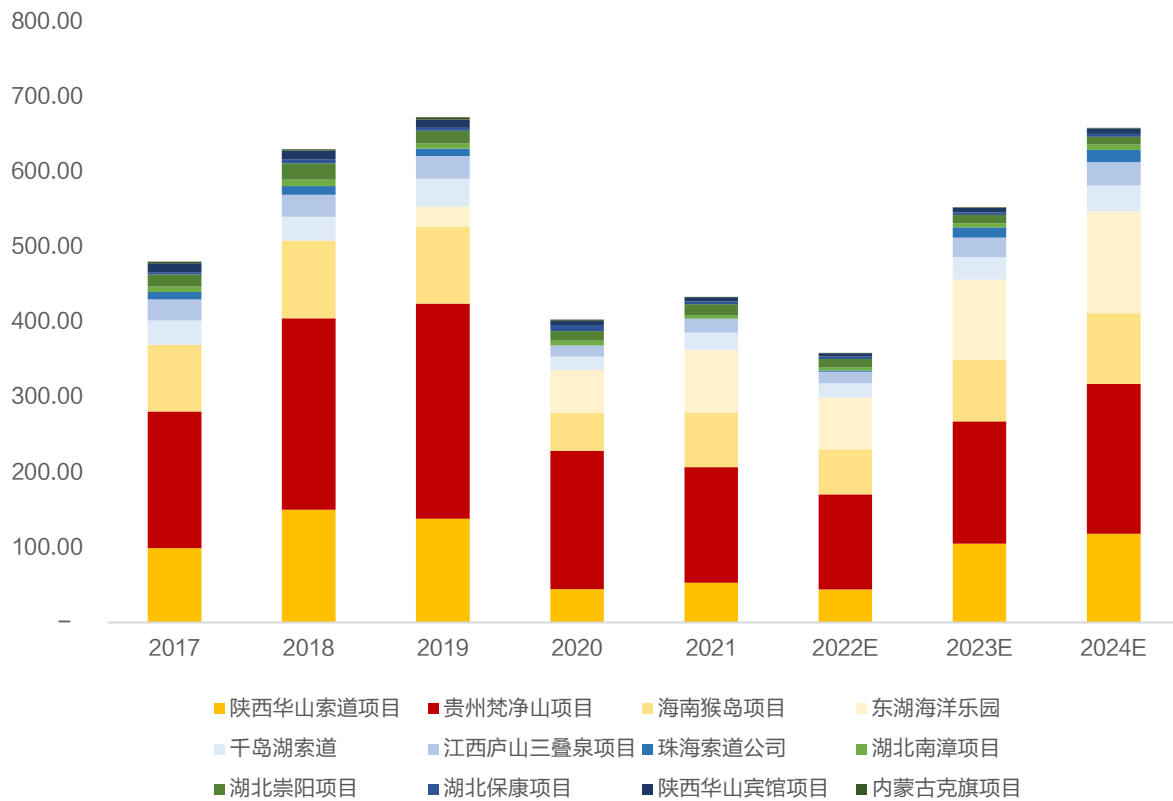
**图 21. 2021 年三特索道各项目营收情况及恢复水平（百万元）**

项目名称	2021营业收入	增速（相较20年）	恢复水平（相较19年）	2021净利润	增速（相较20年）	恢复水平（相较19年）
总计	433.56	7.54%	64.47%	-47.24		受资产减值影响
陕西华山索道项目	53.12	20.00%	38.48%	14.43	21.73%	26.61%
贵州梵净山项目	153.70	-16.67%	53.62%	59.38	-41.95%	61.78%
海南猴岛项目	72.92	44.20%	71.31%	19.52	551.05%	56.39%
东湖海洋乐园	83.17	45.74%	313.04%	11.49	406.83%	52.27%
千岛湖索道	23.01	30.26%	62.11%	7.02	73.78%	40.84%
江西庐山三叠泉项目	18.79	28.45%	61.99%	8.40	23.06%	51.49%
珠海索道项目			升级改造中			
湖北南漳项目	4.69	-29.50%	67.63%	-20.02	821.58%	计提资产减值
湖北崇阳项目	14.09	12.03%	82.73%	-28.05	-15.92%	比20年减亏，计提资产减值
湖北保康项目	3.93	-51.85%	102.21%	-13.26	188.58%	计提资产减值
陕西华山宾馆项目	5.50	1.83%	50.21%	-2.86	-37.17%	比20年减亏
内蒙古克旗项目	0.62	-63.53%	21.36%	-103.30	407.37%	计提资产减值

数据来源：公司年报，财通证券研究所



图 22. 2017-2024E 营业收入占比情况及预测（百万元）



数据来源：公司年报，财通证券研究所

## 7. 投资建议与风险提示

### 7.1. 投资建议

疫情复苏节奏对公司后续恢复存压，但公司系国内文旅行业跨区域经营龙头，拥有丰富的项目资源禀赋，且公司董事长张泉先生兼任中国索道协会理事长，管理团队专业能力强。公司在疫情下积极突破传统山水资源型旅游企业的单一经营模式，以生态主题乐园为核心，精心打造 IP 矩阵和强复制力的产品模块。期待公司梳理统筹已有文旅资产后，全产品矩阵发力，轻装上阵把握疫后反弹。

**表 1. 估值逻辑**

营业收入 (百万)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总计	539.44	648.20	676.64	405.35	434.57	359.08	552.93	658.69
<b>陕西华山索道项目</b>								
营业收入 (百万)	98.87	150.21	138.06	44.27	53.12	43.83	104.87	118.31
yoy		51.93%	-8.09%	-67.94%	20.00%	-17.50%	139.30%	12.81%
接待游客 (万人次)	146.17	204.08	191.68	59.85	73.79	60.88	153.34	182.10
yoy		39.62%	-6.08%	-68.78%	23.29%	-17.50%	151.89%	18.75%
客单价 (元/人次)	67.64	73.60	72.03	73.97	71.99	71.99	68.39	64.97
yoy		8.82%	-2.14%	2.69%	-2.67%	0.00%	-5.00%	-5.00%
<b>贵州梵净山项目</b>								
营业收入 (百万)	182.18	254.59	286.65	184.45	153.70	126.81	162.92	199.27
yoy		39.75%	12.59%	-35.66%	-16.67%	-17.50%	28.48%	22.31%
接待游客 (万人次)	83.15	120.07	143.56	113.15	111.60	92.07	114.85	136.38
yoy		44.40%	19.56%	-21.18%	-1.37%	-17.50%	24.74%	18.75%
客单价 (元/人次)	219.09	212.04	199.67	163.01	137.73	137.73	141.86	146.12
yoy		-3.22%	-5.83%	-18.36%	-15.51%	0.00%	3.00%	3.00%
<b>海南猴岛项目</b>								
营业收入 (百万)	88.69	103.61	102.25	50.57	72.92	60.16	81.74	94.10
yoy		16.82%	-1.31%	-50.55%	44.20%	-17.50%	35.89%	15.12%
接待游客 (万人次)	102.81	202.47	102.49	64.96	80.04	66.03	87.12	97.37
yoy		96.94%	-49.38%	-36.62%	23.21%	-17.50%	31.93%	11.76%
客单价 (元/人次)	86.27	51.17	99.77	77.84	91.10	91.10	93.83	96.65
yoy		-40.68%	94.96%	-21.98%	17.03%	0.00%	3.00%	3.00%
<b>东湖海洋乐园</b>								
营业收入 (百万)	-	-	26.57	57.07	83.17	68.62	106.96	135.12
yoy				114.79%	45.74%	-17.50%	55.87%	26.33%
接待游客 (万人次)	-	-	112.56	109.87	121.75	100.44	164.81	219.15
yoy				-2.39%	10.81%	-17.50%	64.08%	32.98%
客单价 (元/人次)	-	-	76.56	51.94	68.32	68.32	64.90	61.65
yoy				-32.15%	31.52%	0.00%	-5.00%	-5.00%
<b>千岛湖索道</b>								
营业收入 (百万)	32.05	31.51	37.04	17.66	23.01	18.98	29.63	35.18
yoy		-1.68%	17.56%	-52.32%	30.26%	-17.50%	56.10%	18.75%
接待游客 (万人次)	90.60	90.26	105.81	50.04	65.73	54.23	84.65	100.52
yoy		-0.38%	17.23%	-52.71%	31.35%	-17.50%	56.10%	18.75%
客单价 (元/人次)	35.37	34.91	35.01	35.30	35.00	35.00	35.00	35.00
yoy		-1.31%	0.28%	0.82%	-0.83%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>江西庐山三叠泉项目</b>								
营业收入 (百万)	28.42	29.52	30.32	14.63	18.79	15.50	26.12	31.02
yoy		3.89%	2.69%	-51.74%	28.45%	-17.50%	68.48%	18.75%
接待游客 (万人次)	47.82	50.12	54.99	24.82	31.65	26.11	43.99	52.24
yoy		4.81%	9.72%	-54.86%	27.52%	-17.50%	68.48%	18.75%
客单价 (元/人次)	59.43	58.90	55.13	58.94	59.37	59.37	59.37	59.37
yoy		-0.88%	-6.41%	6.91%	0.73%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: wind, 公司年报, 财通证券研究所

基于对客流量的预测 (2022 年恢复至 2021 年水平的 82.5%, 2023 年恢复至 2019 年水平的 80%, 2024 年恢复至 2019 年水平的 95%), 我们预计公司后续盈利能力逐步增强, 预计 2022-2024 年分别实现收入 3.59/5.53/6.59 亿元, 对应实现收入同比增长 -17.4%/54.0%/19.1%。预计实现归母净利润 -

0.06/0.64/1.22 亿元，同比增长 96.4%/1135.4%/90.6%。预计 2022-2024 年 EPS 至-0.03/0.36/0.69 元，对应 PE -/24.3/12.8 倍，预期相对同行业平均水平存在一定空间，给予“买入”评级。

**表 2. 可比公司估值水平**

可比公司	营业收入 (百万元)			归母净利润(百万元)			市值 (亿元)		PE		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2021.4.29	2022E	2023E	2024E	
峨眉山	585	957	1104	13.30	194.02	251.63	35.04	263.49	18.06	13.92	
九华旅游	374	484	602	72.98	119.98	169.64	22.87	31.33	19.06	13.48	
丽江旅游	481	712	853	91.55	177.28	244.51	34.23	37.39	19.31	14.00	
黄山旅游	1061	1681	2093	45.39	272.54	353.68	61.83	177.07	29.49	22.73	
天目湖	423	625	677	55.26	137.35	150.45	41.32	74.78	30.08	27.46	
曲江文旅	1264	1528	1733	16.43	79.70	89.59	24.74	156.16	32.20	28.64	
长白山	295	466	531	-21.41	63.77	87.10	19.97	—	38.39	28.11	
中青旅	8456	10023	12073	69.58	166.62	404.62	74.77	131.59	54.96	22.63	
桂林旅游	229	520	615	-155.73	15.07	35.47	19.70	—	130.73	55.53	
岭南控股	1959	3479	4293	-99.27	38.77	99.32	60.12	—	245.82	95.95	
张家界	176	362	457	-79.99	5.53	21.41	22.47	—	406.36	104.93	
平均水平	1391.18	1894.27	2275.55	0.73	115.51	173.40	37.91	—	30.19	21.37	
三特索道	359	553	659	-6.19	64.09	122.16	15.60	—	24.34	12.77	

数据来源：wind，公司年报，财通证券研究所

## 7.2. 风险提示

疫情大规模反复等宏观系统性风险，降价风险，文旅消费需求不足，已有项目恢复营业不及预期，新项目建设和开业进程不及预期等等。

**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>405</b>	<b>435</b>	<b>359</b>	<b>553</b>	<b>659</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	247	237	192	268	286	营业收入增长率	-40%	7%	-17%	54%	19%
营业税费	4	5	4	5	5	营业利润增长率	-37%	-328%	94%	1,209%	105%
销售费用	21	21	17	29	36	净利润增长率	150%	-710%	96%	1,135%	91%
管理费用	151	133	115	138	138	EBITDA 增长率	-64%	36%	-79%	262%	71%
研发费用	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-106%	323%	23%	262%	71%
财务费用	88	20	21	27	25	NOPLAT 增长率	-110%	-705%	-27%	238%	59%
资产减值损失	-1	-159	0	0	0	投资资本增长率	-3%	-6%	0%	3%	5%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>41</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净资产增长率	33%	-15%	0%	5%	9%
投资和汇兑收益	156	-23	-18	6	20	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>57</b>	<b>-130</b>	<b>-8</b>	<b>92</b>	<b>188</b>	毛利率	39%	46%	46%	52%	57%
加:营业外净收支	0	-10	0	0	0	营业利润率	14%	-30%	-2%	17%	29%
<b>利润总额</b>	<b>57</b>	<b>-140</b>	<b>-8</b>	<b>92</b>	<b>188</b>	净利润率	7%	-41%	-2%	12%	19%
减:所得税	30	38	-2	27	66	EBITDA/营业收入	26%	34%	9%	20%	29%
<b>净利润</b>	<b>29</b>	<b>-174</b>	<b>-6</b>	<b>64</b>	<b>122</b>	EBIT/营业收入	-3%	6%	9%	20%	29%
<b>资产负债表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	589	539	364	428	550	固定资产周转天数	1180	957	1159	752	632
交易性金融资产	0	0	0	0	0	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-227</b>	<b>-207</b>	<b>-78</b>	<b>-51</b>	<b>-43</b>
应收帐款	8	11	0	0	0	流动资产周转天数	570	531	381	290	311
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	7	9	0	0	0
预付帐款	8	4	0	0	0	存货周转天数	4	11	0	0	0
存货	3	7	0	0	0	总资产周转天数	2443	2143	2333	1557	1375
其他流动资产	6	12	12	12	12	投资资本周转天数	2141	1873	2260	1510	1335
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	2%	-14%	-1%	5%	9%
长期股权投资	193	163	163	163	163	ROA	1%	-7%	0%	3%	5%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	0%	1%	1%	3%	5%
固定资产	1311	1140	1140	1140	1140	<b>费用率</b>					
在建工程	55	73	73	73	73	销售费用率	5%	5%	5%	5%	6%
无形资产	53	111	111	111	111	管理费用率	37%	31%	32%	25%	21%
其他非流动资产	15	5	5	5	5	财务费用率	22%	5%	6%	5%	4%
<b>资产总额</b>	<b>2713</b>	<b>2552</b>	<b>2295</b>	<b>2359</b>	<b>2482</b>	三费/营业收入	64%	40%	43%	35%	30%
短期债务	384	475	475	475	475	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	4	4	0	0	0	资产负债率	45%	50%	45%	44%	42%
应付票据	0	0	0	0	0	负债权益比	81%	102%	82%	78%	72%
其他流动负债	0	0	0	0	0	流动比率	0.93	0.78	0.67	0.78	1.00
长期借款	228	160	160	160	160	速动比率	0.91	0.76	0.67	0.78	1.00
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	-0.13	0.48	0.59	2.14	3.67
<b>负债总额</b>	<b>1216</b>	<b>1287</b>	<b>1036</b>	<b>1036</b>	<b>1036</b>	<b>分红指标</b>					
<b>少数股东权益</b>	<b>51</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	<b>44</b>	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	177	177	177	177	177	分红比率					
留存收益	397	223	217	281	403	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
<b>股东权益</b>	<b>1497</b>	<b>1265</b>	<b>1259</b>	<b>1323</b>	<b>1445</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	0.21	-0.98	-0.03	0.36	0.69
净利润	27	-178	-6	64	122	BVPS(元)	8.15	6.89	6.85	7.21	7.90
加:折旧和摊销	118	121	0	0	0	PE(X)	57.00	—	—	24.34	12.77
资产减值准备	18	182	0	0	0	PB(X)	1.47	1.59	1.28	1.22	1.11
公允价值变动损失	0	-41	0	0	0	P/FCF					
财务费用	89	53	53	53	53	P/S	5.24	4.46	4.35	2.82	2.37
投资收益	-156	23	18	-6	-20	EV/EBITDA	22.54	16.21	69.42	18.61	10.24
少数股东损益	0	0	0	0	0	CAGR(%)					
营运资金的变动	39	-85	-169	0	0	PEG	0.38	—	—	0.02	0.14
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>135</b>	<b>96</b>	<b>-105</b>	<b>111</b>	<b>155</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>182</b>	<b>-123</b>	<b>-18</b>	<b>6</b>	<b>20</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-59</b>	<b>-24</b>	<b>-53</b>	<b>-53</b>	<b>-53</b>						

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。