

Q1 强势复苏，旺季弹性可期

——黄山旅游 23Q1 季报及 2022 年报点评

核心观点

事件：公司发布 2022 年报和 23 年一季报，22 年实现营收 8.00 亿元/-11% yoy，归母净利润-1.32 亿元（vs 21 年 0.43 亿元），扣非归母净利润-1.82 亿元（vs 21 年-0.51 亿元）。23Q1 实现营收 3.38 亿元/+161% yoy，归母净利润 0.65 亿元（vs 22Q1 -0.84 亿元），扣非归母净利润 0.60 亿元（vs 22Q1 -0.87 亿元）。

- **22 年受疫情冲击，业绩触底。**受疫情影响，2022 年黄山景区累计接待进山游客 139.69 万人，较 21 年减少 27.73 万人/下降 16.56%，索道及缆车累计运送游客 308.95 万人次，较 21 年减少 53.12 万人次/下降 14.67%。分业务看，22 年酒店/索道及缆车/景区/旅游服务/徽菜业务收入分别为 2.22/2.27/0.82/2.12/1.30 亿元（未剔除内部抵消），分别同比-9%/-17%/-28%/-7%/-4%。成本费用刚性之下 22 年业绩承压，全年归母净利润亏损 1.32 亿元、扣非归母净利润亏损 1.82 亿元。
- **开年以来客流恢复强劲，23Q1 营收与扣非归母净利润高增。**23 年一季度黄山景区累计接待进山游客 84.51 万人，较 22 年同期增加 64.01 万人/同比增长 312.13%，较 19 年同期增长 42.82%。强复苏之下 23Q1 实现营收 3.38 亿元，较 19 年 Q1 增长 28%，规模效应推动盈利能力恢复显著，23Q1 毛利率 47.75%较 19Q1 提升 4.66pct，期间费用率 22.71%较 19Q1 下降 3.81pct，扣非归母净利率 17.84%较 19Q1 提升 8.92pct，扣非归母净利润 0.60 亿元亦超过 18Q1 和 19Q1。
- **五一旅游市场全面复苏，旺季弹性可期。**经文化和旅游部数据中心测算，“五一”假期全国国内旅游出游 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，同比增长 128.90%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%。黄山景区“五一”假期共接待游客 11.78 万人，同比 2022 年增长 399.62%，其中 4 月 28 日-5 月 1 日累计客流恢复至 19 年“五一”假期前三天的 82%，二三季度作为山岳景区的传统旺季，盈利弹性可期。

盈利预测与投资建议

- 考虑到旅游市场全面复苏，我们预测公司 2023-25 年 EPS 为 0.46/0.54/0.58 元（调整前 23-24 年为 0.39/0.56 元，主要是上调 23-24 年营收假设、略下调 24 年毛利率假设），按照可比公司 23 年 34 倍 PE，对应目标价 15.64 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险；自然灾害风险；门票降价风险；新项目不及预期风险等。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	895	800	1,740	1,866	1,993
同比增长(%)	20.8%	-10.6%	117.5%	7.3%	6.8%
营业利润(百万元)	76	(142)	463	539	582
同比增长(%)	413.2%	-286.6%	425.3%	16.4%	7.9%
归属母公司净利润(百万元)	43	(132)	336	390	421
同比增长(%)	193.7%	-403.6%	354.6%	16.2%	7.9%
每股收益(元)	0.06	(0.18)	0.46	0.54	0.58
毛利率(%)	35.6%	20.4%	49.9%	50.9%	51.1%
净利率(%)	4.9%	-16.5%	19.3%	20.9%	21.1%
净资产收益率(%)	1.0%	-3.2%	7.9%	8.5%	8.4%
市盈率	225.5	(74.3)	29.2	25.1	23.3
市净率	2.3	2.4	2.2	2.0	1.9

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05日）	13.44 元
目标价格	15.64 元
52 周最高价/最低价	14.82/8.91 元
总股本/流通 A 股（万股）	72,938/72,938
A 股市值（百万元）	9,803
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2023 年 05 月 07 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-6.02	-4.75	12	39.09
相对表现	-5.72	-2.65	15.01	38.92
沪深 300	-0.3	-2.1	-3.01	0.17



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

张玉洁	zhangyujie@orientsec.com.cn
朱雨涵	zhuyuhan@orientsec.com.cn

盈利预测与投资建议

考虑到旅游市场全面复苏，我们预测公司 2023-25 年 EPS 为 0.46/0.54/0.58 元（调整前 23-24 年为 0.39/0.56 元，主要是上调 23-24 年营收假设、略下调 24 年毛利率假设），按照可比公司 23 年 34 倍 PE，对应目标价 15.64 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
三特索道	16.89	-0.43	0.39	0.59	0.75	-38.88	42.78	28.86	22.63
天目湖	26.56	0.11	0.99	1.22	1.46	243.67	26.76	21.70	18.16
丽江股份	10.35	0.01	0.36	0.43	0.48	1544.78	28.41	24.13	21.57
峨眉山 A	9.29	-0.28	0.36	0.42	0.45	-33.56	25.76	22.15	20.48
宋城演艺	13.51	0.00	0.37	0.54	0.65	3651.35	36.87	24.83	20.77
君亭酒店	52.90	0.23	1.01	1.50	1.95	230.50	52.45	35.35	27.12
调整后平均							34	25	21

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

- 1) 疫情反复风险;
- 2) 自然灾害风险;
- 3) 门票降价风险;
- 4) 新项目不及预期风险等。

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	1,834	1,578	1,719	2,311	2,655	营业收入	895	800	1,740	1,866	1,993
应收票据及应收账款	11	18	40	43	46	营业成本	576	637	871	917	976
预付账款	19	21	43	44	49	营业税金及附加	22	14	35	37	40
存货	35	382	522	385	527	营业费用	43	49	104	93	100
其他	52	37	62	61	65	管理费用及研发费用	297	320	331	351	371
流动资产合计	1,950	2,034	2,386	2,844	3,341	财务费用	0	(1)	(5)	(9)	(14)
长期股权投资	251	176	176	176	176	资产减值损失	(4)	3	(9)	(0)	1
固定资产	1,727	1,655	1,799	1,872	1,919	公允价值变动收益	87	13	10	10	10
在建工程	206	223	152	116	98	投资净收益	19	56	30	40	40
无形资产	175	166	158	150	143	其他	8	10	11	11	11
其他	841	954	895	838	792	营业利润	76	(142)	463	539	582
非流动资产合计	3,200	3,174	3,180	3,152	3,128	营业外收入	8	4	10	10	10
资产总计	5,150	5,208	5,566	5,996	6,469	营业外支出	3	2	5	5	5
短期借款	5	6	0	0	0	利润总额	81	(141)	468	544	587
应付票据及应付账款	171	235	259	294	321	所得税	40	(3)	117	136	147
其他	205	241	230	217	223	净利润	42	(138)	351	408	440
流动负债合计	380	482	489	511	544	少数股东损益	(2)	(6)	15	17	19
长期借款	3	144	144	144	144	归属于母公司净利润	43	(132)	336	390	421
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.06	(0.18)	0.46	0.54	0.58
其他	254	292	292	292	292						
非流动负债合计	256	436	436	436	436	主要财务比率					
负债合计	636	919	925	948	981		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	219	207	222	239	258	成长能力					
股本	729	729	729	729	729	营业收入	20.8%	-10.6%	117.5%	7.3%	6.8%
资本公积	367	367	367	367	367	营业利润	413.2%	-286.6%	425.3%	16.4%	7.9%
留存收益	3,185	2,979	3,315	3,705	4,126	归属于母公司净利润	193.7%	-403.6%	354.6%	16.2%	7.9%
其他	13	8	8	8	8	获利能力					
股东权益合计	4,514	4,290	4,641	5,049	5,489	毛利率	35.6%	20.4%	49.9%	50.9%	51.1%
负债和股东权益总计	5,150	5,208	5,566	5,996	6,469	净利率	4.9%	-16.5%	19.3%	20.9%	21.1%
						ROE	1.0%	-3.2%	7.9%	8.5%	8.4%
						ROIC	0.9%	-3.1%	7.4%	7.9%	7.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	12.4%	17.6%	16.6%	15.8%	15.2%
净利润	42	(138)	351	408	440	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	145	190	145	159	154	流动比率	5.13	4.22	4.88	5.56	6.14
财务费用	0	(1)	(5)	(9)	(14)	速动比率	5.04	3.42	3.81	4.81	5.17
投资损失	(19)	(56)	(30)	(40)	(40)	营运能力					
营运资金变动	(13)	(251)	(199)	157	(121)	应收账款周转率	67.2	55.2	60.5	45.0	44.9
其它	(62)	277	(19)	(10)	(9)	存货周转率	17.2	3.0	1.9	2.0	2.1
经营活动现金流	94	21	243	664	410	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
资本支出	(253)	(54)	(148)	(130)	(130)	每股指标(元)					
长期投资	(196)	69	7	0	0	每股收益	0.06	(0.18)	0.46	0.54	0.58
其他	229	(228)	40	50	50	每股经营现金流	0.13	0.03	0.33	0.91	0.56
投资活动现金流	(220)	(213)	(101)	(80)	(80)	每股净资产	5.89	5.60	6.06	6.59	7.17
债权融资	26	192	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	225.5	-74.3	29.2	25.1	23.3
其他	(40)	(256)	(1)	9	14	市净率	2.3	2.4	2.2	2.0	1.9
筹资活动现金流	(13)	(64)	(1)	9	14	EV/EBITDA	36.3	170.5	13.4	11.7	11.2
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	105.3	-56.3	17.6	15.2	14.2
现金净增加额	(139)	(256)	141	592	343						

资料来源：东方证券研究所

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。

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

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。