


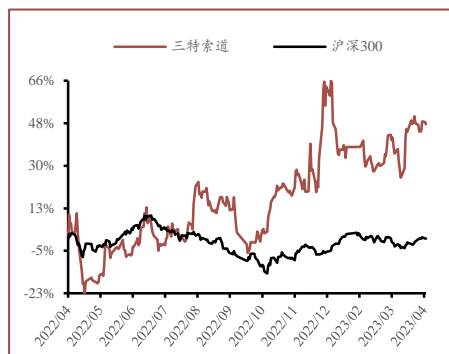
## 出清亏损项目优化费用，盈利能力有望加强

 证券研究报告

### 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2023-04-11</b>
收盘价(元)	15.82
流通股本(亿股)	1.38
每股净资产(元)	6.36
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

1. 《亏损项目出清优化布局，复苏弹性与成长兼具》 2023-01-20

### 核心观点

- ❖ **事件：三特索道发布 2022 年年度报告。**2022 年全年公司实现营业总收入 2.56 亿元，同比下降 41.05%，营业总成本 3.50 亿元，同比下降 15.63%，归母净利润-7,701.34 万元，较去年减亏 0.99 亿元，减亏幅度达 56.14%。
- ❖ **受宏观环境影响盈利项目营收净利双降，资产处置工作突破，减亏幅度较大。**受外部环境影响，叠加经济下行压力增大等宏观因素导致各项目全年接待游客量均大幅减少，22 年公司项目合计接待游客 304.5 万人次，同比 21 年下降 39.79%。公司盈利项目营收和净利润均下降，但主力索道项目通过精细化运营、拓宽营销渠道、压缩成本等方式实现盈利，其中 22 年贵州梵净山项目净利润 4177.9 万元，盈利能力位居现有项目第一；珠海“城市阳台”索道项目升级改造后开业，实现净利润 105.15 万元，经营形势良好。公司实施“瘦身归核”战略，完成保康九路寨公司 100%股权转让，红安天台山项目已与政府签订退出协议，资产处置工作取得重大突破，同时公司通过提前偿付 ABS、大幅降低融资规模、严控融资成本等手段有效降低了成本费用，22 年利息费用较 21 年同比下降 38.40%。
- ❖ **精细化投资落实，重点项目加速推进，同时具备复苏弹性和成长潜力。**近期，公司加快推进重点项目，其中，千岛湖牧心谷项目已完成前期手续并开工建设游客中心，该项目于 2021 年启动，总投资 35,298.52 万元，建设期两年，建成后 will 融合山水观光、山地运动、萌宠乐园以及别具特色的住宿体验，为公司的产品体系注入新的元素，助力公司在华东地区扩大规模；海南猴岛穹顶天幕秀项目计划于 2023 年内启动开工；梵净山寨沙项目已形成总体开发前期方案，积极推进存量优势项目二次开发工作。同时，公司已与蔡甸区政府就九真山项目达成合作意向，将继续深入探讨项目策划规划思路，适时签订正式投资协议，并将持续寻找优质并购标的，落实精细化投资。公司现有索道项目地域分布广泛，叠加优质投资为公司增加复苏弹性和成长潜力。
- ❖ **投资建议：**预计公司 2023 / 2024 / 2025 年营收 5.78 / 6.09 / 6.90 亿元，净利润 0.70 / 1.04 / 1.32 亿元，对应 PE 40.1 / 27.0 / 21.2X，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**旅游行业复苏低于预期；行业竞争加剧；新项目建设进度不及预期。

### 盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	435	256	578	609	690
收入增长率(%)	7.21	-41.05	125.69	5.38	13.20
归母净利润(百万元)	-176	-77	70	104	132
净利润增长率(%)	-715.68	56.14	190.88	48.26	27.52
EPS(元/股)	-0.99	-0.43	0.39	0.59	0.75
PE	—	—	40.08	27.03	21.20
ROE(%)	-14.10	-6.83	5.84	7.97	9.23
PB	1.56	2.75	2.34	2.15	1.96

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
<b>营业收入</b>	<b>434.57</b>	<b>256.19</b>	<b>578.20</b>	<b>609.32</b>	<b>689.75</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	236.61	181.57	272.80	270.45	295.21	营业收入增长率	7.2%	-41.0%	125.7%	5.4%	13.2%
营业税费	4.73	8.40	8.67	5.48	5.52	营业利润增长率	-329.2%	59.2%	287.4%	48.3%	37.3%
销售费用	20.91	17.32	34.69	35.34	33.11	净利润增长率	-715.7%	56.1%	190.9%	48.3%	27.5%
管理费用	132.73	118.97	144.55	134.05	137.95	EBITDA 增长率	35.4%	-77.5%	260.2%	39.6%	32.9%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	315.8%	-380.9%	270.9%	39.6%	32.9%
财务费用	19.66	23.56	17.49	15.76	14.39	NOPLAT 增长率	-684.6%	-380.1%	-194.4%	39.6%	23.4%
资产减值损失	-158.74	-15.45	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-5.2%	-29.5%	4.4%	6.3%	7.5%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>41.25</b>	<b>7.09</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>净资产增长率</b>	<b>-13.8%</b>	<b>-10.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>8.4%</b>	<b>9.9%</b>
投资和汇兑收益	-23.44	43.02	0.00	0.00	0.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>-130.71</b>	<b>-53.36</b>	<b>99.98</b>	<b>148.24</b>	<b>203.57</b>	毛利率	45.6%	29.1%	52.8%	55.6%	57.2%
加:营业外净收支	-11.03	-13.27	0.00	0.00	0.00	营业利润率	-30.1%	-20.8%	17.3%	24.3%	29.5%
<b>利润总额</b>	<b>-141.74</b>	<b>-66.63</b>	<b>99.98</b>	<b>148.24</b>	<b>203.57</b>	净利润率	-41.5%	-33.0%	12.1%	17.0%	19.2%
减:所得税	38.42	17.82	30.00	44.47	71.25	EBITDA/营业收入	33.4%	12.7%	20.3%	26.9%	31.6%
<b>净利润</b>	<b>-175.60</b>	<b>-77.01</b>	<b>69.99</b>	<b>103.77</b>	<b>132.32</b>	EBIT/营业收入	5.6%	-26.8%	20.3%	26.9%	31.6%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	539.54	220.28	336.16	427.30	585.09	固定资产周转天数	957	1382	612	581	513
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>-210</b>	<b>-349</b>	<b>-184</b>	<b>-167</b>	<b>-161</b>
应收账款	11.27	8.45	14.97	17.22	20.03	流动资产周转天数	550	420	286	340	391
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	9	12	9	10	11
预付帐款	4.12	4.47	6.61	5.98	6.98	存货周转天数	36	17	19	24	20
存货	23.24	8.21	14.12	17.60	15.95	总资产周转天数	2185	2667	1282	1285	1225
其他流动资产	11.60	6.14	6.14	6.14	6.14	投资资本周转天数	1893	2265	1048	1056	1003
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	-14.1%	-6.8%	5.8%	8.0%	9.2%
长期股权投资	167.62	132.36	132.36	132.36	132.36	ROA	-6.7%	-4.1%	3.4%	4.8%	5.7%
投资性房地产	0.00	55.04	55.04	55.04	55.04	ROIC	1.4%	-5.5%	5.0%	6.5%	7.5%
固定资产	1139.77	969.66	969.66	969.66	969.66	费用率					
在建工程	96.35	54.82	54.82	54.82	54.82	销售费用率	4.8%	6.8%	6.0%	5.8%	4.8%
无形资产	111.41	100.58	100.58	100.58	100.58	管理费用率	30.5%	46.4%	25.0%	22.0%	20.0%
其他非流动资产	5.16	9.10	9.10	9.10	9.10	财务费用率	4.5%	9.2%	3.0%	2.6%	2.1%
<b>资产总额</b>	<b>2601.97</b>	<b>1872.21</b>	<b>2030.72</b>	<b>2145.08</b>	<b>2315.78</b>	三费/营业收入	39.9%	62.4%	34.0%	30.4%	26.9%
短期债务	474.80	229.25	229.25	229.25	229.25	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	3.85	4.38	5.05	5.31	6.13	资产负债率	50.4%	38.0%	39.4%	37.8%	36.7%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	101.8%	61.4%	65.1%	60.8%	57.9%
其他流动负债	0.27	0.43	0.43	0.43	0.43	流动比率	0.78	0.54	0.71	0.88	1.08
长期借款	159.83	78.56	78.56	78.56	78.56	速动比率	0.75	0.50	0.67	0.83	1.03
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	0.47	-2.06	5.65	7.88	10.48
<b>负债总额</b>	<b>1312.58</b>	<b>711.91</b>	<b>800.44</b>	<b>811.03</b>	<b>849.41</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	43.90	32.45	32.45	32.45	32.45	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	177.30	177.30	177.30	177.30	177.30	分红比率					
留存收益	143.74	120.05	190.04	293.80	426.13	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>1289.39</b>	<b>1160.29</b>	<b>1230.28</b>	<b>1334.05</b>	<b>1466.37</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	-0.99	-0.43	0.39	0.59	0.75
净利润	-180.16	-84.45	69.99	103.77	132.32	BVPS(元)	7.02	6.36	6.76	7.34	8.09
加:折旧和摊销	120.52	101.34	0.00	0.00	0.00	PE(X)	—	—	40.1	27.0	21.2
资产减值准备	182.38	19.69	0.00	0.00	0.00	PB(X)	1.6	2.8	2.3	2.2	2.0
公允价值变动损失	-41.25	-7.09	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	52.57	24.49	20.80	20.80	20.80	P/S	4.5	12.1	4.9	4.6	4.1
投资收益	23.44	-43.02	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	16.3	101.6	24.7	17.1	12.2
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-72.83	146.23	45.90	-12.62	25.46	PEG	—	—	0.2	0.6	0.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>96.19</b>	<b>143.02</b>	<b>136.68</b>	<b>111.94</b>	<b>178.58</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-122.80</b>	<b>97.12</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-23.58</b>	<b>-558.85</b>	<b>-20.80</b>	<b>-20.80</b>	<b>-20.80</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。