

业绩复苏强势，金顶索道改造有望解决运力瓶颈

——峨眉山 A 动态跟踪

核心观点

- **23H1 景区人次较 19 年同期增长 16%，业绩强劲复苏。**公司 23H1 实现营收 4.92 亿元/+112% yoy，恢复至 19 年同期的 93%，归母净利润/扣非归母净利润分别为 1.46 亿元/1.44 亿元，均同比扭亏，分别恢复至 19 年同期的 189%/193%；其中 23Q2 实现营收 2.54 亿元/+207% yoy，恢复至 19 年同期的 93%，归母净利润/扣非归母净利润分别为 0.75/0.75 亿元，均同比大幅扭亏，分别恢复至 19 年同期的 131%/141%，主要是受益于国内经济和文旅行业强势复苏，23H1 公司景区接待人次 224.61 万人次/+153.6% yoy，恢复至 19 年同期的 116.4%。分业务看，23H1 门票/索道/酒店/茶业/旅行社/演艺/其他收入分别为 1.31/2.02/0.86/0.41/0.01/0.05/0.26 亿元，分别同比+150%/+222%/+82%/+45%/+48%/+150%/-32%。
- **经营杠杆显现，盈利能力大幅提升。**公司 23H1 毛利率 48.35%/+42.9pct yoy，较 19 年同期提升 8.1pct，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.31%/15.52%/0.65%，分别同比-4.3pct/-15.2pct/-2.1pct，分别较 19 年同期+0.8 pct/+0.5 pct/-1.1pct，归母净利率/扣非归母净利率分别为 29.59%/29.24%，分别同比+54.9pct/+57.8pct，分别较 19 年同期+15.0/+15.2pct，公司盈利能力大幅改善，主要由于景区成本费用以固定支出为主，经营杠杆之下收入规模效应显现。
- **拟投资 3.5 亿元改造项目，金顶索道运力和景区接待能力天花板有望打开。**公司董事会 2023 年 7 月 17 日审议通过了《关于实施金顶索道改造提升项目的议案》，计划以自筹资金 3.50 亿元实施金顶索道改造提升项目，项目包括新建 2 号客运交通索道 1 条、更换 3 号客货两用交通索道支架 3 座、以及相关配套附属设施等，预计建设期 18 个月。项目建成后，金顶客运专用索道的设计运力将从现有的 1200 人/小时大幅提升至 3200 人/小时，可以有效缓解金顶片区交通压力，提升金顶片区游客接待量，提升游客游览体验。

盈利预测与投资建议

- 考虑到国内旅游市场强劲复苏、公司上半年盈利弹性释放，我们上调 2023-2025 年 EPS 预测为 0.52/0.60/0.67 元（此前为 0.43/0.54/0.63 元，主要是小幅上调了 23 年收入假设，下调 23-25 年费用率假设），根据可比公司 23 年 24 倍 PE 对应目标价 12.48 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 居民消费力不及预期；项目进度不及预期；自然灾害风险；安全事故风险等。

公司主要财务信息

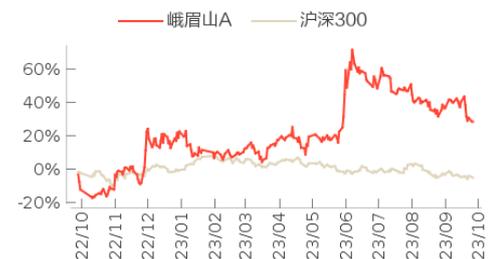
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	629	431	1,098	1,207	1,305
同比增长(%)	34.6%	-31.4%	154.6%	10.0%	8.1%
营业利润(百万元)	(8)	(197)	311	358	398
同比增长(%)	89.7%	-2359.4%	257.7%	15.2%	11.2%
归属母公司净利润(百万元)	18	(146)	272	315	350
同比增长(%)	146.9%	-906.4%	286.9%	15.5%	11.4%
每股收益(元)	0.03	(0.28)	0.52	0.60	0.67
毛利率(%)	32.8%	3.9%	52.1%	52.0%	52.9%
净利率(%)	2.9%	-33.8%	24.8%	26.1%	26.8%
净资产收益率(%)	0.7%	-6.2%	11.4%	12.0%	12.8%
市盈率	289.0	(35.8)	19.2	16.6	14.9
市净率	2.1	2.3	2.1	1.9	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声明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年09月26日）	9.92 元
目标价格	12.48 元
52 周最高价/最低价	13.57/6.23 元
总股本/流通 A 股（万股）	52,691/52,691
A 股市值（百万元）	5,227
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2023 年 09 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-7.12	-2.46	-13.96	38.34
相对表现%	-6.38	-2.02	-10.89	42.09
沪深 300%	-0.74	-0.44	-3.07	-3.75



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

蔡子廷	caiziting@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

盈利预测与投资建议

考虑到国内旅游市场强劲复苏、公司上半年盈利弹性释放，我们上调 2023-2025 年 EPS 预测为 0.52/0.60/0.67 元（此前为 0.43/0.54/0.63 元，主要是小幅上调了 23 年收入假设，下调 23-25 年费用率假设），根据可比公司 23 年 24 倍 PE 对应目标价 12.48 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	股价(元) 2023/9/26	每股收益（元）				市盈率			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
黄山旅游	12.12	-0.18	0.53	0.62	0.68	-67.00	22.82	19.50	17.84
丽江股份	9.10	0.01	0.43	0.49	0.53	1358.21	21.06	18.72	17.03
宋城演艺	12.07	0.00	0.35	0.52	0.62	3262.16	34.01	23.32	19.38
天目湖	21.03	0.11	0.97	1.23	1.44	192.94	21.75	17.16	14.61
中青旅	12.03	-0.46	0.53	0.83	1.07	-26.11	22.56	14.48	11.25
长白山	13.39	-0.22	0.45	0.55	0.66	-62.22	29.63	24.27	20.38
三特索道	14.58	-0.43	0.64	0.78	0.87	-33.56	22.92	18.77	16.70
调整后平均							24	19	17

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

居民消费力不及预期；项目进度不及预期；自然灾害风险；安全事故风险等。

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	923	939	1,317	1,449	1,567	营业收入	629	431	1,098	1,207	1,305
应收票据及应收账款	20	28	54	59	71	营业成本	423	414	526	580	615
预付账款	5	4	10	10	12	营业税金及附加	8	8	9	15	17
存货	29	40	43	53	55	销售费用	39	43	44	48	52
其他	339	29	231	209	166	管理费用及研发费用	154	143	181	187	203
流动资产合计	1,316	1,040	1,654	1,780	1,870	财务费用	13	6	2	(1)	(4)
长期股权投资	22	17	59	54	51	资产减值损失	15	19	29	28	34
固定资产	1,598	1,484	1,477	1,493	1,468	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	68	93	29	36	27	投资净收益	4	(3)	(2)	(2)	(2)
无形资产	423	394	378	363	348	其他	11	8	6	11	11
其他	61	53	28	27	27	营业利润	(8)	(197)	311	358	398
非流动资产合计	2,171	2,041	1,970	1,973	1,921	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	3,488	3,081	3,624	3,753	3,791	营业外支出	1	4	6	6	6
短期借款	0	0	148	159	91	利润总额	(8)	(201)	305	353	393
应付票据及应付账款	116	74	142	140	142	所得税	19	2	46	53	59
其他	238	214	293	281	295	净利润	(27)	(203)	260	300	334
流动负债合计	355	288	583	580	528	少数股东损益	(45)	(57)	(13)	(15)	(17)
长期借款	357	457	457	457	457	归属于母公司净利润	18	(146)	272	315	350
应付债券	200	0	0	0	0	每股收益(元)	0.03	-0.28	0.52	0.60	0.67
其他	55	51	39	31	31						
非流动负债合计	613	508	497	488	488	主要财务比率					
负债合计	968	796	1,080	1,068	1,016		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	80	22	9	(6)	(22)	成长能力					
股本	527	527	527	527	527	营业收入	34.6%	-31.4%	154.6%	10.0%	8.1%
资本公积	405	405	405	405	405	营业利润	89.7%	-2359.4%	257.7%	15.2%	11.2%
留存收益	1,508	1,331	1,603	1,759	1,865	归属于母公司净利润	146.9%	-906.4%	286.9%	15.5%	11.4%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,520	2,285	2,544	2,685	2,774	毛利率	32.8%	3.9%	52.1%	52.0%	52.9%
负债和股东权益总计	3,488	3,081	3,624	3,753	3,791	净利率	2.9%	-33.8%	24.8%	26.1%	26.8%
						ROE	0.7%	-6.2%	11.4%	12.0%	12.8%
						ROIC	0.6%	-6.6%	9.0%	9.4%	10.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	27.7%	25.8%	29.8%	28.5%	26.8%
净利润	(27)	(203)	260	300	334	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	173	155	129	127	135	流动比率	3.71	3.61	2.84	3.07	3.54
财务费用	13	6	2	(1)	(4)	速动比率	3.63	3.47	2.76	2.98	3.43
投资损失	(4)	3	2	2	2	营运能力					
营运资金变动	24	(49)	68	(40)	(17)	应收账款周转率	29.2	18.1	25.2	18.3	15.3
其它	17	75	33	19	34	存货周转率	13.6	11.8	12.6	12.1	11.3
经营活动现金流	196	(13)	493	408	483	总资产周转率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
资本支出	(76)	(23)	(51)	(151)	(101)	每股指标(元)					
长期投资	5	6	(42)	5	3	每股收益	0.03	-0.28	0.52	0.60	0.67
其他	(91)	228	(171)	10	46	每股经营现金流	0.37	-0.02	0.94	0.77	0.92
投资活动现金流	(163)	211	(264)	(136)	(51)	每股净资产	4.63	4.29	4.81	5.11	5.31
债权融资	42	(128)	3	7	(6)	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	289.0	-35.8	19.2	16.6	14.9
其他	(50)	(55)	147	(147)	(308)	市净率	2.1	2.3	2.1	1.9	1.9
筹资活动现金流	(7)	(184)	150	(140)	(314)	EV/EBITDA	26.1	-129.1	10.6	9.6	8.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	855.3	-24.4	14.9	13.0	11.8
现金净增加额	26	15	379	131	118						

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

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。