

营收逐步恢复，盈利能力有望好转

——三特索道年报点评

事件：公司发布年度业绩公告，年度实现营收 4.05 亿元/-40.09%，实现归母净利润 0.29 亿元/+150.06%，扣非归母净利润-1.60 亿元，主要系公司转让了 5 家参、控股公司股权形成投资收益。其中单 Q4 实现营收 1.53 亿元/-0.84%，实现归母净利润 0.39 亿元，扣非归母净利润-0.25 亿元。

核心观点

- **疫情冲击下公司业绩有所承压，下半年公司营收恢复明显。**1) 公司 20 年实现营收 4.05 亿元/-40.09%，疫情影响下业绩有所承压；但随着公司客流的恢复以及客单价提升，公司营收降幅有所收窄，20 年 Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比增长-72.52%/-61.30%/-35.20%/-0.84%。2) 公司梵净山项目、三叠泉、千岛湖项目客流恢复情况较好，下半年分别接待游客 77.76、22.86 和 35.31 万人次，分别恢复至去年同期 88%、61%和 56%。3) 公司 20 年收到政府补助 0.25 亿元/+261.39%。
- **毛利率伴随客流恢复环比改善，管理费用率因固定成本占比高有所提升。**1) 公司 20 年毛利率 39.08%/-18.12pct，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现毛利率-63.47%/17.04%/59.90%/47.71%，伴随公司营收逐渐恢复，毛利率环比有所改善。2) 公司 20 年实现管理费用率 37.22%/+16.74pct，销售费用率 5.25%/-0.68pct，销售费用率管控良好，管理费用因固定成本占比高有所提升。3) 公司 20 年实现净利率 6.63%/+3.12pct，净利率主要受非经常性损益影响。
- **展望后续：**公司于 20 年底通过非公开发行股票募资 3.63 亿元，资金压力有望缓解。**短期看**，随着国内疫情的好转以及疫苗接种率的上升，公司客流有望恢复，盈利能力有望好转。**长期看**，三特索道作为国内旅游资源超级运营商，拥有梵净山景区等著名景区项目，随着公司与凯撒旅业等合作的逐渐深化，市场竞争力有望增强。

财务预测与投资建议

- 由于 21 年 Q1 疫情有所反复，我们调整公司 21-23 年 EPS 预测为 0.22/0.41/0.54 元（此前 21-22 年为 0.44/0.59 元），公司每股净资产为 7.81/8.21/8.75（此前 21-22 年为 7.78/8.37 元），使用可比公司估值法，给予公司 21 年 2.14 倍 PB，对应目标价 16.71 元，维持“买入”评级。

风险提示

疫情有所反复，核心景区盈利增速不及预期，景区自然灾害风险。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	677	405	531	714	759
同比增长(%)	4.4%	-40.1%	31.0%	34.5%	6.2%
营业利润(百万元)	91	57	72	131	173
同比增长(%)	-56.7%	-37.4%	26.6%	80.8%	32.8%
归属母公司净利润(百万元)	11	29	40	72	96
同比增长(%)	-91.5%	150.1%	39.8%	80.8%	32.8%
每股收益(元)	0.06	0.16	0.22	0.41	0.54
毛利率(%)	57.2%	39.1%	52.6%	54.4%	56.5%
净利率(%)	1.7%	7.0%	7.5%	10.1%	12.6%
净资产收益率(%)	1.1%	2.3%	2.8%	5.1%	6.4%
市盈率	187.2	74.8	53.5	29.6	22.3
市净率	2.0	1.5	1.5	1.5	1.4

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。

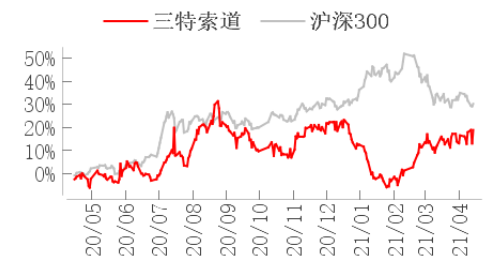


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月14日)	12.65 元
目标价格	16.71 元
52周最高价/最低价	14.5/9.79 元
总股本/流通A股(万股)	17,730/13,803
A股市值(百万元)	2,243
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021年04月14日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.27	6	21.07	18.9
相对表现	2.48	5.44	19.65	0.63
沪深300	0.79	0.56	1.42	18.27



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

相关报告

盈利逐季改善，且待定增落地：——三特索道 2020-11-06
道三季报点评

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。

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。

盈利预测与投资建议

盈利预测

由于 21 年 Q1 疫情有所反复，我们对公司 2021-2023 年业绩预测做如下调整：

- 1) 我们假设 21 年公司各景区游客人次增速-12.5%（Q1 增速-40%，Q2 增速-10%，Q3-Q4 恢复正常），22 年游客人数基本恢复至 19 年水平，23 年游客人数有 3% 的增长。
- 2) 假设 21-23 年销售费用率为 5.2%/5.1%/5.0%，管理费用率为 22.0%/20.5%/20.0%。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后		
	2021E	2022E	2021E	2022E	2023E
核心假设					
销售费用率	5.9%	5.9%	5.2%	5.1%	5.0%
变动幅度			-0.7%	-0.8%	
管理费用率	20.5%	20.0%	22.0%	20.5%	20.0%
变动幅度			1.5%	0.4%	
分业务拆分					
索道营运					
销售收入（百万元）	404.9	494.0	372.8	499.9	523.6
变动幅度			-7.9%	1.2%	
毛利率	66.50%	66.50%	65.00%	66.50%	70.00%
变动幅度			-1.5%	0.0%	
景区门票					
销售收入（百万元）	110.8	138.5	107.7	148.8	159.1
变动幅度			-2.8%	7.4%	

毛利率	25.0%	25.0%	23.0%	25.5%	26.0%
变动幅度			-2.0%	0.5%	
旅游酒店餐饮					
销售收入 (百万元)	19.6	23.5	17.4	23.5	28.2
变动幅度			-11.2%	-0.1%	
毛利率	5.0%	5.0%	-5.0%	5.0%	5.0%
变动幅度			-10.0%	0.0%	
景区观光旅游车					
销售收入 (百万元)	18.9	22.7	18.5	22.2	26.7
变动幅度			-2.2%	-2.2%	
毛利率	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
变动幅度			0.0%	0.0%	
温泉业务					
销售收入 (百万元)	4.9	5.9	4.0	5.3	5.9
变动幅度			-18.2%	-9.7%	
毛利率	15.0%	15.0%	10.0%	15.0%	15.0%
变动幅度			-5.0%	0.0%	
其他业务					
销售收入 (百万元)	11.4	14.0	11.1	13.4	15.0
变动幅度			-2.7%	-4.1%	

毛利率	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%	61.0%
变动幅度			0.0%	0.0%	
合计	570.6	698.5	531.0	714.0	758.5
变动幅度			-6.9%	2.2%	
综合毛利率	54.7%	54.6%	52.6%	54.4%	56.5%
变动幅度			-2.1%	-0.2%	

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币亿元（标注除外）	调整前		调整后		
	2021E	2022E	2021E	2022E	2023E
营业收入	570.6	698.5	531.0	714.0	758.5
变动幅度			-6.9%	2.2%	
营业利润	114.4	152.8	72.0	131.0	173.0
变动幅度			-37.1%	-14.3%	
归属母公司净利润	60.9	82.1	40.0	72.0	96.0
变动幅度			-34.3%	-12.3%	
每股收益（元）	0.44	0.59	0.22	0.41	0.54
变动幅度			-50.0%	-30.5%	
毛利率(%)	54.7%	54.6%	52.6%	54.4%	56.5%
变动幅度			-2.1%	-0.2%	
净利率(%)	10.7%	11.8%	7.5%	10.1%	12.6%
变动幅度			-3.2%	-1.7%	

数据来源：东方证券研究所

投资建议

由于 21 年 Q1 疫情有所反复，我们调整公司 21-23 年 EPS 预测为 0.22/0.41/0.54 元（此前 21-22 年为 0.44/0.59 元），公司每股净资产为 7.81/8.21/8.75（此前 21-22 年为 7.78/8.37 元），使用可比公司估值法，给予公司 21 年 2.14 倍 PB，对应目标价 16.71 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	一致预期净资产（百万元）	一致预期市净率
----	----	---------	--------------	---------

		2021/4/14	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
宋城演艺	300144	20.40	0.76	0.88	1.05	6.65	5.74	4.79
黄山旅游	600054	10.95	0.43	0.47	0.51	1.76	1.64	1.50
峨眉山 A	000888	6.71	0.24	0.26	0.29	1.40	1.30	1.20
天目湖	603136	27.56	0.10	0.12	0.13	3.15	2.76	2.42
长白山	603099	8.58	0.10	0.11	0.12	2.19	2.02	1.88
调整后平均						2.37	2.14	1.93

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

疫情有所反复，核心景区盈利增速不及预期，景区自然灾害风险。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	330	589	857	1,028	1,365	营业收入	677	405	531	714	759
应收票据、账款及款项融资	18	8	10	13	14	营业成本	290	247	252	325	330
预付账款	7	8	10	13	14	营业税金及附加	6	4	5	6	7
存货	3	3	3	4	4	营业费用	40	21	28	36	38
其他	276	26	33	42	44	管理费用及研发费用	139	151	117	146	152
流动资产合计	635	633	913	1,101	1,442	财务费用	107	88	58	62	68
长期股权投资	254	193	193	193	193	资产、信用减值损失	11	18	15	22	5
固定资产	1,303	1,311	1,293	1,269	1,242	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	55	66	76	84	投资净收益	(2)	156	0	0	0
无形资产	56	53	51	49	47	其他	9	23	15	15	15
其他	628	468	175	175	175	营业利润	91	57	72	131	173
非流动资产合计	2,241	2,080	1,778	1,762	1,741	营业外收入	0	5	0	0	0
资产总计	2,876	2,713	2,691	2,863	3,183	营业外支出	4	4	0	0	0
短期借款	355	384	320	350	400	利润总额	87	57	72	131	173
应付票据及应付账款	6	4	4	5	5	所得税	64	30	22	40	54
其他	572	293	294	295	295	净利润	24	27	50	90	120
流动负债合计	933	681	618	650	700	少数股东损益	12	(2)	10	18	24
长期借款	209	228	228	278	428	归属于母公司净利润	11	29	40	72	96
应付债券	536	229	400	400	400	每股收益(元)	0.06	0.16	0.22	0.41	0.54
其他	77	78	0	0	0						
非流动负债合计	822	535	628	678	828	主要财务比率					
负债合计	1,754	1,216	1,246	1,328	1,529		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	56	51	61	79	103	成长能力					
实收资本(或股本)	139	177	177	177	177	营业收入	4.4%	-40.1%	31.0%	34.5%	6.2%
资本公积	459	770	770	770	770	营业利润	-56.7%	-37.4%	26.6%	80.8%	32.8%
留存收益	368	397	437	509	605	归属于母公司净利润	-91.5%	150.1%	39.8%	80.8%	32.8%
其他	100	102	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,122	1,497	1,445	1,535	1,655	毛利率	57.2%	39.1%	52.6%	54.4%	56.5%
负债和股东权益总计	2,876	2,713	2,691	2,863	3,183	净利率	1.7%	7.0%	7.5%	10.1%	12.6%
						ROE	1.1%	2.3%	2.8%	5.1%	6.4%
						ROIC	2.1%	2.8%	3.7%	5.3%	6.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	61.0%	44.8%	46.3%	46.4%	48.0%
净利润	24	27	50	90	120	净负债率	89.3%	19.5%	9.0%	2.5%	0.0%
折旧摊销	62	65	54	43	43	流动比率	0.68	0.93	1.48	1.69	2.06
财务费用	107	88	58	62	68	速动比率	0.68	0.93	1.47	1.69	2.05
投资损失	2	(156)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(80)	161	(26)	(37)	(9)	应收账款周转率	40.6	22.6	36.5	36.9	33.2
其它	177	(48)	117	22	5	存货周转率	4.4	80.6	85.2	95.2	85.0
经营活动现金流	292	135	253	180	227	总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
资本支出	(57)	(91)	(34)	(27)	(22)	每股指标(元)					
长期投资	128	62	0	0	0	每股收益	0.06	0.16	0.22	0.41	0.54
其他	(243)	211	0	0	0	每股经营现金流	2.11	0.76	1.43	1.01	1.28
投资活动现金流	(171)	182	(34)	(27)	(22)	每股净资产	6.01	8.15	7.81	8.21	8.75
债权融资	(231)	(481)	171	50	150	估值比率					
股权融资	0	350	0	0	0	市盈率	187.2	74.8	53.5	29.6	22.3
其他	(207)	72	(122)	(32)	(18)	市净率	2.0	1.5	1.5	1.5	1.4
筹资活动现金流	(437)	(59)	49	18	132	EV/EBITDA	9.3	11.6	13.2	10.3	8.5
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.3	16.8	18.7	12.6	10.0
现金净增加额	(316)	259	268	171	337						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有三特索道股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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