

业绩符合预期，疫后持续复苏

——峨眉山 A2021 半年报点评

事件：公司发布 2021 年半年报：上半年公司实现营收 3.46 亿元/+112.99%，实现归母净利润 0.35 亿元/+126.73%，扣非归母净利润 0.33 亿元/+124.87%。单二季度营收 2.14 亿元/+125.74%，归母净利润 0.33 亿元/+151.77%。

核心观点

- 疫情影响减弱，游山人数显著回升，带动上半年营收改善。公司上半年营收同比增长 112.99%，同收入确认口径增长 143.55%，上半年进山人次 145.9 万人/+180%，人次恢复至 19 年同期的 91%。分业务看：游山门票收入 0.88 亿元/+65%；客运索道收入 1.28 亿元/+233%（恢复至 19H1 的 73%）；宾馆酒店收入 0.63 亿元/+72%；茶叶、数智旅游、演艺等其他业务收入 0.67 亿元/+95%。各业务板块增长得益于国内疫情形势转好，上半年旅游需求显著复苏，“五一”小长假游山人数已回升至疫情前同期水平。
- 收入提振带动毛利率改善，叠加费用率下降实现扭亏。上半年公司扭亏实现归母净利润 3468 万元，落在此前业绩预告上限。21H1 毛利率 38.7%/+51.56pct，销售费用率 5.63%/-5.59pct，管理费用率 19.98%/-25.57pct。毛利率、费用率大幅改善主要是疫情防控形势的好转带动收入端得到较大改善，同时整合门票、索道、酒店营销体系，提升管理效率。
- 展望下半年，短期疫情反弹可能扰动旅游消费信心，但长期看好公司“重上峨眉山”战略和不断拓展创新布局。7 月以来部分地区疫情反弹，各地加强对疫情防控的管控，短期对暑期游客旅游出行和消费造成影响。长期来看，公司以加快实施“重上峨眉山”为发展战略，以“酒店+”为发展理念对服务进行创新管理，茶叶业务方面大力发展电商，旅游演艺采取更多元的销售模式等一系列举措将有望为公司带来新的盈利增长点。

财务预测与投资建议

- 考虑到局部疫情反复，我们调整公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.26/0.39/0.48 元（调整前 21/22 年为 0.37/0.42 元），考虑到今年疫情影响仍较为明显，按 2022 年进行估值，使用可比公司估值法给予公司 2022 年 19 倍 PE，对应目标价 7.50 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复，大型自然灾害风险，景区降价风险，需求不及预期风险等

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,108	467	805	915	965
同比增长(%)	3.3%	-57.8%	72.2%	13.7%	5.5%
营业利润(百万元)	269	(78)	169	250	304
同比增长(%)	7.7%	-129.1%	316.5%	47.5%	21.9%
归属母公司净利润(百万元)	226	(39)	140	208	254
同比增长(%)	8.1%	-117.0%	462.2%	49.1%	22.3%
每股收益(元)	0.43	(0.07)	0.26	0.39	0.48
毛利率(%)	43.5%	26.0%	48.2%	50.3%	52.8%
净利率(%)	20.4%	-8.2%	17.3%	22.7%	26.4%
净资产收益率(%)	9.2%	-1.6%	5.6%	7.8%	8.9%
市盈率	14.0	(82.5)	22.8	15.3	12.5
市净率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

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08月23日)	6.03 元
目标价格	7.50 元
52 周最高价/最低价	7.52/5.58 元
总股本/流通 A 股(万股)	52,691/52,691
A 股市值(百万元)	3,177
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021 年 08 月 24 日

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.69	-4.43	-0.65	-3.67
相对表现	4.78	3.67	11.12	-3.65
沪深 300	-4.09	-8.1	-11.77	-0.02



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

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn

联系人 张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

联系人 朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

业绩符合预期，环比改善值得期待 2020-09-03

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

由于疫情影响景区客流人次出现下滑，我们调整 2021-23 年盈利预测假设为：

1. 疫情反复导致下半年客流恢复或不及预期，以及门票收入确认口径发生变化，我们调整 21-22 年游山门票/索道/酒店及服务收入增速假设；
2. 游山门票仅按归属上市公司的部分确认收入，因此我们上调游山门票业务毛利率；
3. 疫情反复可能导致收入复苏不及预期，销售费用率和管理费用率假设也相应上调；

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	2023E	2021E	2022E	2023E
核心假设						
销售费用率	3.10%	3.00%		5.00%	4.00%	3.50%
变动幅度				1.9%	1.0%	
管理费用率	12.00%	13.00%		18.00%	15.00%	14.00%
变动幅度				6.0%	2.0%	
分产品盈利预测						
游山门票						
销售收入	373	407		205	239	251
变动幅度				-45.1%	-41.3%	
毛利率	27.00%	30.00%		52.09%	55.09%	58.09%
变动幅度				25.1%	25.1%	
客运索道						
销售收入	307	314		293	319	339
变动幅度				-4.8%	1.7%	
毛利率	70.00%	73.00%		65.00%	68.00%	71.00%
变动幅度				-5.0%	-5.0%	
酒店服务						
销售收入	148	184		163	179	188
变动幅度				10.4%	-2.2%	
毛利率	15.0%	18.0%		23.1%	26.1%	29.1%
变动幅度				8.1%	8.1%	
旅行社						
销售收入	2	3		2	3	3
变动幅度				-10.2%	-10.2%	
毛利率	0.5%	0.5%		1.0%	1.0%	1.0%
变动幅度				0.4%	0.4%	
演艺业务						
销售收入	67	91		63	93	98
变动幅度				-4.8%	1.7%	

毛利率	32.0%	33.0%	32.0%	33.0%	33.0%
变动幅度			0.0%	0.0%	
其他					
销售收入	108	113	78	82	86
变动幅度			-27.7%	-27.7%	
毛利率	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%
变动幅度			0.0%	0.0%	
合计	1,019	1,128	805	915	965
变动幅度			-21.1%	-18.9%	
综合毛利率	40.24%	41.49%	48.20%	50.34%	52.82%
变动幅度			8.0%	8.8%	

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,019	1,128		805	915	965
变动幅度				-21.1%	-18.9%	
营业利润	236	267		169	250	304
变动幅度				-28.2%	-6.5%	
归属母公司净利润	196	222		140	208	254
变动幅度				-28.8%	-6.5%	
每股收益（元）	0.37	0.42		0.26	0.39	0.48
变动幅度				-28.8%	-6.5%	
毛利率（%）	40.2%	41.5%		48.20%	50.34%	52.82%
变动幅度				8.0%	8.8%	
净利率（%）	19.2%	19.7%		17.34%	22.74%	26.36%
变动幅度				-1.9%	3.0%	

数据来源：东方证券研究所

投资建议

考虑到局部疫情反复，我们调整公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.26/0.39/0.48 元（调整前 21/22 年为 0.37/0.42 元），考虑到公司业绩今年受疫情影响仍较为明显，按 2022 年进行估值，使用可比公司估值法给予公司 2022 年 19 倍 PE，对应目标价 7.50 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) 2021/8/23	每股收益（元）				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
黄山旅游	600054	9.22	-0.06	0.33	0.45	0.48	-145	28	21	19
桂林旅游	000978	5.34	-0.74	0.14	0.28	0.36	-7	38	19	15
九华旅游	603199	21.00	0.49	1.25	1.25	1.25	43	17	17	17
丽江股份	002033	6.01	0.13	0.23	0.36	0.45	47	27	17	13
宋城演艺	300144	13.92	-0.67	0.39	0.61	0.77	-21	36	23	18
天目湖	603136	17.30	0.29	0.63	0.84	0.97	59	28	21	18
中青旅	600138	10.13	-0.32	0.51	0.80	0.90	-32	20	13	11
调整后平均								28	19	16

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

疫情反复，大型自然灾害风险，景区降价风险，需求不及预期风险等

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,165	897	1,219	1,364	1,593	营业收入	1,108	467	805	915	965
应收票据及应收账款	43	24	32	39	43	营业成本	626	346	417	454	455
预付账款	5	4	4	6	7	营业税金及附加	12	8	6	11	12
存货	32	33	34	36	39	销售费用	34	35	40	37	34
其他	88	266	141	172	207	管理费用及研发费用	151	144	145	137	135
流动资产合计	1,332	1,223	1,431	1,618	1,888	财务费用	(9)	1	21	20	19
长期股权投资	33	27	59	54	51	资产减值损失	18	30	0	0	0
固定资产	1,393	1,696	1,637	1,629	1,625	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	5	11	2	41	40	投资净收益	(6)	(3)	(6)	(6)	(6)
无形资产	156	441	425	408	392	其他	(1)	21	0	0	0
其他	157	52	7	3	4	营业利润	269	(78)	169	250	304
非流动资产合计	1,744	2,226	2,129	2,135	2,112	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	3,076	3,449	3,560	3,753	4,000	营业外支出	1	4	6	6	6
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	269	(81)	164	245	300
应付票据及应付账款	29	123	61	83	104	所得税	43	(6)	25	37	45
其他	284	234	278	272	271	净利润	226	(75)	140	208	255
流动负债合计	313	357	339	355	375	少数股东损益	(0)	(37)	0	0	0
长期借款	0	319	319	319	319	归属于母公司净利润	226	(39)	140	208	254
应付债券	199	199	199	199	199	每股收益 (元)	0.43	-0.07	0.26	0.39	0.48
其他	16	27	16	7	7	主要财务比率					
非流动负债合计	215	546	534	525	525		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	528	902	874	881	900	成长能力					
少数股东权益	13	125	125	126	126	营业收入	3.3%	-57.8%	72.2%	13.7%	5.5%
股本	527	527	527	527	527	营业利润	7.7%	-129.1%	316.5%	47.5%	21.9%
资本公积	427	405	405	405	405	归属于母公司净利润	8.1%	-117.0%	462.2%	49.1%	22.3%
留存收益	1,581	1,490	1,630	1,815	2,042	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	43.5%	26.0%	48.2%	50.3%	52.8%
股东权益合计	2,548	2,547	2,687	2,872	3,100	净利率	20.4%	-8.2%	17.3%	22.7%	26.4%
负债和股东权益总计	3,076	3,449	3,560	3,753	4,000	ROE	9.2%	-1.6%	5.6%	7.8%	8.9%
现金流量表						ROIC	8.2%	-2.4%	5.1%	6.9%	7.8%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	226	(75)	140	208	255	资产负债率	17.2%	26.2%	24.5%	23.5%	22.5%
折旧摊销	111	124	149	137	145	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(9)	1	21	20	19	流动比率	4.26	3.43	4.21	4.56	5.04
投资损失	6	3	6	6	6	速动比率	4.16	3.34	4.11	4.45	4.93
营运资金变动	40	66	(46)	9	2	营运能力					
其它	23	(131)	21	(9)	0	应收账款周转率	30.0	14.1	29.3	25.9	23.7
经营活动现金流	397	(12)	290	372	426	存货周转率	17.7	10.7	12.4	12.8	12.1
资本支出	(1)	(680)	(47)	(151)	(124)	总资产周转率	0.4	0.1	0.2	0.3	0.2
长期投资	23	6	(37)	8	3	每股指标 (元)					
其他	(174)	469	137	(32)	(36)	每股收益	0.43	-0.07	0.26	0.39	0.48
投资活动现金流	(153)	(205)	52	(176)	(157)	每股经营现金流	0.75	-0.02	0.55	0.71	0.81
债权融资	(3)	344	1	(9)	6	每股净资产	4.81	4.60	4.86	5.21	5.64
股权融资	0	(22)	0	0	0	估值比率					
其他	(64)	(374)	(21)	(42)	(46)	市盈率	14.0	-82.5	22.8	15.3	12.5
筹资活动现金流	(67)	(52)	(20)	(51)	(40)	市净率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	7.0	55.2	7.7	6.4	5.6
现金净增加额	177	(269)	322	145	229	EV/EBIT	10.0	-33.8	13.7	9.6	8.0

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