

峨眉山 A (000888.SZ)

增持
2021 年业绩扭亏为盈，多元业态拓展助力中线成长

核心观点

2021 年业绩扭亏为盈，处于业绩预告区间内。2021 年，公司实现 6.29 亿元/+34.55%，按同口径估算恢复至 2019 年的 69%；归母业绩 1808 万元/+146.95%（扣非后+110.09%），处业绩预告区间内，整体扭亏为盈，但归母业绩仅恢复 8%，主要系疫情反复影响，EPS0.03 元/股。分季度来看，公司 Q1-Q4 营收同各同增 95%/126%/-19%/14%，Q1-Q2 反弹快速，2021H1 可比口径收入恢复 79%；下半年疫情扰动较大，按可比口径计算收入仅恢复 59%。

2021 年进山客流恢复约 78%，酒店、演艺等业务拖累盈利表现。2021 年，公司实现进山人数 256.52 万人次/+38.70%，恢复约 78%，恢复相对良好。其中上半年/下半年客流各恢复 91%/47%。2021 年公司有效门票（剔除分成影响）后为 61 元/+3.43%。综合来看，公司门票收入 1.58 亿元/+43.46%，索道收入 2.25 亿元/+43.17%，对应旅游主业的营业利润同增约 30%，恢复至 2019 年的 41%，系公司盈利改善的核心支撑。同时，受疫情以及酒店改造提升项目施工影响，酒店收入微增 3.82%，同比增亏。演艺业务因除培育期，且受疫情影响较大，2021 年归母亏损估算近 3000 万。此外，茶叶、数智旅游等其他收入增长 50%+，助力收入增长。

短期跟踪疫情及出行管控边际变化，中线多元拓展有望形成新的增长点。今年以来疫情仍有反复，预计公司短期经营仍有承压。未来若疫情企稳出行管控放松，则其恢复性增长仍可观。中线来看，虽然未来门票价格政策仍有不确定，但公司在巩固传统主业基础上，加快“一张网”“一台戏”“一营地”孵化，积极拓展文旅数字经济、智慧旅游、文化演艺、研学旅游等文旅经济业态，优化公司产业结构，推动公司多元发展形成新的经济增长点。同时加强公司现有产品营销宣传整合力度，发挥公司现有门票、索道、酒店、演艺产品优势，建立产品、网红和自媒体三大体系，发力整体营销、联动营销和全域营销，精耕重点市场和人群，确保旅游人数增长和公司整体效益提升。

风险提示：疫情风险，国企改革不及预期，门票降价风险等。

投资建议：下调公司 2022-2024 年 EPS 至 0.04/0.35/0.43 元（此前 2021 年 8 月时预计公司 22-23 年 EPS0.38/0.43 元，主要由于 2022 年初以来疫情反复及出行政策收紧影响），对应 PE181/18/15x。疫情反复及复苏节奏对公司后续盈利表现及估值影响较大，短期仍需跟踪疫情与复苏节奏。但中线来看，公司系国内自然景区龙头，资源禀赋突出，积极多元扩张，未来中线成长仍可期待，维持增持。

公司研究·财报点评

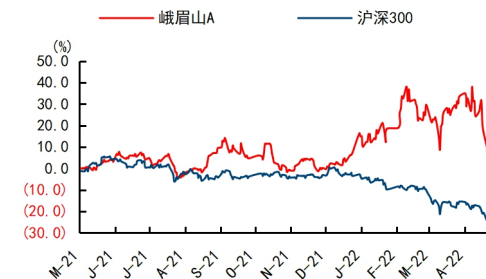
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809
 zengguang@guosen.com.cn
证券分析师：钟潇 0755-82132098
 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
 S0980511040003 S0980513100003

基础数据

投资评级 增持(维持)
 合理估值
 收盘价 6.37 元
 总市值/流通市值 3357/3357 百万元
 52 周最高价/最低价 8.77/5.58 元
 近 3 个月日均成交额 162.35 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《峨眉山 A-000888-2021 年中报点评：中报符合预期，期待疫后复苏及区域整合》——2021-08-13
 《峨眉山 A-000888-2020 年年报点评：年报符合预期，关注短期复苏及中线整合》——2021-04-16
 《峨眉山 A-000888-2020 年半年报点评：中报符合预期，关注景区复苏及整合进展》——2020-08-29
 《峨眉山 A-000888-2019 年年报点评：短期预计承压，中线关注新项目及资源整合》——2020-04-23
 《峨眉山 A-000888-2019 年三季报点评：三季报增长稳定，关注人事业务理顺后的新成长》——2019-10-28

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	467	629	658	890	1,031
(+/-%)	-57.8%	34.6%	4.7%	35.3%	15.8%
净利润(百万元)	-39	18	19	182	228
(+/-%)	-117.0%	-146.9%	2.6%	881.5%	25.1%
每股收益(元)	-0.07	0.03	0.04	0.35	0.43
EBIT Margin	-13.9%	0.8%	1.2%	20.3%	23.8%
净资产收益率(ROE)	-1.6%	0.7%	0.8%	7.1%	8.3%
市盈率(PE)	-87.1	185.6	180.9	18.4	14.7
EV/EBITDA	49.0	25.7	23.0	11.6	9.8
市净率(PB)	1.39	1.38	1.37	1.30	1.23

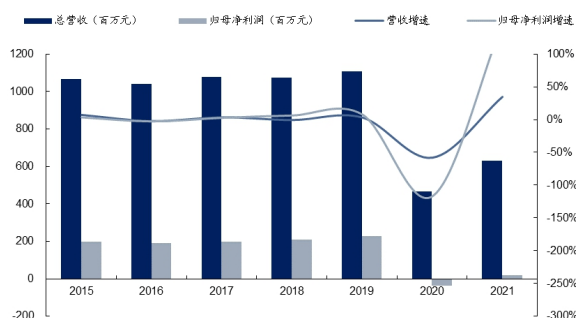
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2021 年业绩扭亏为盈，处于业绩预告区间内。2021 年，公司实现 6.29 亿元/+34.55%，按同口径估算恢复至 2019 年的 69%；归母业绩 1808 万元/+146.95%（扣非后+110.09%），均处于业绩预告区间中，整体扭亏为盈，但与 2019 年相比仍有较大差距，归母业绩仅恢复至 2019 年的 8%左右，主要系疫情反复影响，EPS0.03 元/股。

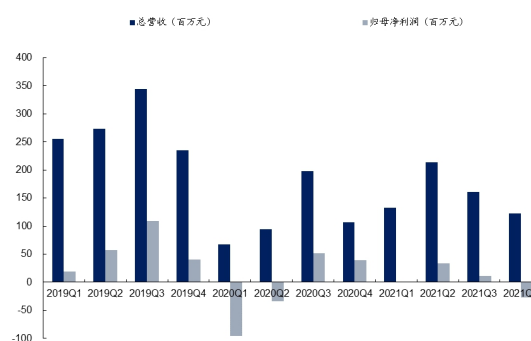
分季度来看，公司 Q1-Q4 营收同比增速分别为 95%/126%/-19%/14%，Q1-Q2 反弹快速，Q3 旅游旺季受疫情散发影响复苏受制，Q4 收入有所增长，但盈利仍承压。从恢复节奏来看，上半年收入恢复 79%，下半年仅恢复 59%，疫情对其下半年经营扰动较大。

图1：公司营业收入及业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

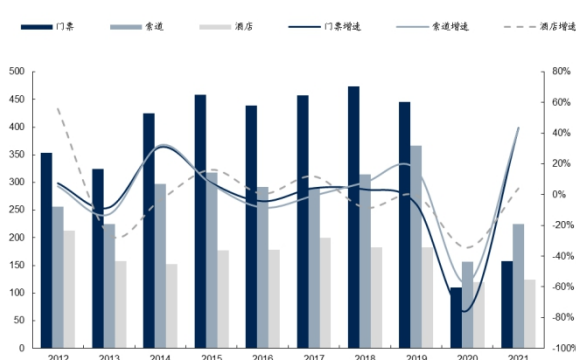
图2：公司分季度营业收入和业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

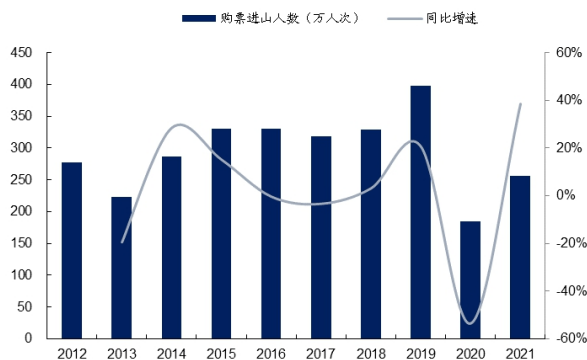
2021 年进山客流恢复约 78%，酒店、演艺等业务拖累盈利表现。2021 年，公司实现进山人数 256.52 万人次/+38.70%，恢复至 2019 年的 78%，考虑 2021 年疫情反复影响，公司上述客流恢复情况仍相对良好。其中上半年客流 145.86 万人次/+180.39%，恢复约 91%。下半年客流 110.66 万人次/-16.75%，仅恢复 47%，下半年疫情影响较大。2021 年公司有效门票（剔除分成影响）后为 61 元/+3.43%。鉴于此，公司门票收入 1.58 亿元/+43.46%，索道收入 2.25 亿元/+43.17%，对应旅游主业的营业利润同增约 30%，恢复至 2019 年的 41%，系公司盈利改善的核心支撑。同时，受疫情以及酒店改造提升项目施工影响，酒店收入微增 3.82%，同比增亏。演艺业务因除培育期，且受疫情影响较大，2021 年归母亏损估算近 3000 万。此外，茶叶、数智旅游等其他收入增长 50%+，助力收入增长。

图3：公司各业务板块营业收入（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司接待进山购票游客表现

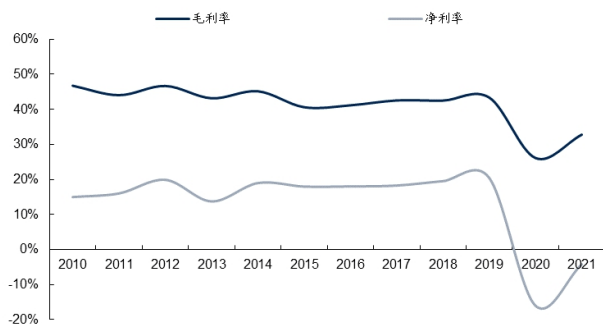


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受营收规模提升影响，毛利率和期间费率有所改善。2021 年公司毛利率为 32.75%，较

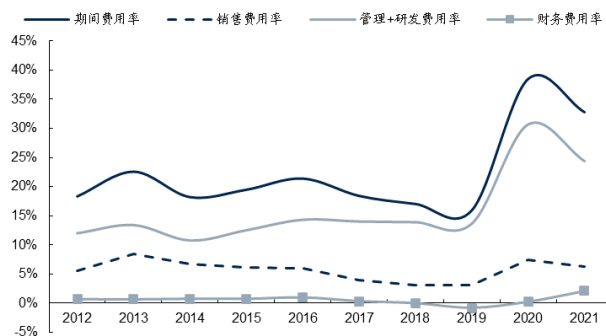
去年提升 6.72 个百分点；期间费用率为 32.78%，较去年下降 5.69 个百分点。2021 年公司盈利能力和质量较 2020 年低谷有所改善，归母净利率 2.88% 扭亏，但与 2019 年相比仍有差距，2019 年公司毛利率为 43.45%，净利率为 20.39%，期间费用率为 15.91%，归母净利率 20.42%。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

短期跟踪疫情及出行管控边际变化，中线多元拓展有望形成新的增长点。今年以来疫情仍有反复，预计公司短期经营仍有承压，但公司也积极应对，针对近程和本地旅游的增长，推出并完善针对散客、休闲、研学、自驾等产品，与周边旅游资源相互辉映，并借助冬奥会形成的冰雪旅游的新潮流进行创新和高质量发展。未来若疫情企稳出行管控放松，则其恢复性增长仍可观。中线来看，虽然未来门票价格政策仍有不确定，但公司在巩固景区门票、索道、宾馆酒店等传统文旅产业的基础上，加快“一张网”“一台戏”“一营地”孵化，积极拓展文旅数字经济、智慧旅游、文化演艺、研学旅游等文旅经济业态，优化公司产业结构，推动公司多元发展形成新的经济增长。同时加强公司现有产品营销宣传整合力度，发挥公司现有门票、索道、酒店、演艺产品优势，利用公司识途网线上销售渠道，建立产品、网红和自媒体三大体系，发力整体营销、联动营销和全域营销，精耕重点市场和人群，确保旅游人数增长和公司整体效益提升。

投资建议：下调公司 2022-2024 年 EPS 至 0.04/0.35/0.43 元（此前 2021 年 8 月时预计公司 22-23 年 EPS0.38/0.43 元，主要由于 2022 年初以来疫情反复及出行政策收紧影响，下调客流恢复假设如下表所示），对应 PE181/18/15x。疫情反复及复苏节奏对公司后续盈利表现及估值影响较大，短期仍需跟踪疫情与复苏节奏。但中线来看，公司系国内自然景区龙头，资源禀赋突出，积极多元扩张，未来中线成长仍可期待，维持增持。

风险提示：疫情大规模反复等会宏观系统性风险，国企改革不及预期，门票索道等业务降价风险；国家公园政策风险等。

表1：公司景区客流恢复假设预测变化

	2022E	2023E	2024E
2021 年 8 月时对客流的恢复假设	97%	104%	
最新客流较 2019 年恢复假设	80%	96%	104%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (19A)	投资 评级
				21E	22E	23E	21E	22E	23E		
000888. SZ	峨眉山 A	6.37	33.56	0.03	0.04	0.35	212.33	159.25	18.20	8.92	增持
600054. SH	黄山旅游	9.44	68.85	0.06	0.06	0.43	157.33	157.33	21.95	7.80	增持
000978. SZ	桂林旅游	5.54	19.95	-0.59	-0.09	0.06	-9.39	-61.56	92.33	3.46	增持
600138. SH	中青旅	10.09	73.04	0.03	0.22	0.70	336.33	45.86	14.41	8.62	买入
300144. sz	宋城演艺	12.18	318.47	0.12	0.15	0.49	101.50	81.20	24.86	13.94	买入

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理预测 注：桂林旅游参考万德一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	897	923	1104	1202	1485	营业收入	467	629	658	890	1031
应收款项	50	29	31	73	88	营业成本	346	423	443	541	595
存货净额	33	29	29	39	44	营业税金及附加	8	8	9	9	10
其他流动资产	22	17	18	24	28	销售费用	35	39	41	28	31
流动资产合计	1223	1316	1500	1656	1963	管理费用	144	153	158	132	149
固定资产	1706	1665	1514	1408	1298	研发费用	0	0	0	0	1
无形资产及其他	441	423	407	391	375	财务费用	1	13	19	0	(5)
投资性房地产	52	61	61	61	61	投资收益	(3)	4	3	3	3
长期股权投资	27	22	17	11	6	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	3449	3488	3498	3528	3703	其他收入	(9)	(4)	(0)	(0)	(1)
短期借款及交易性金融负债	25	28	28	28	28	营业利润	(78)	(8)	(8)	183	253
应付款项	123	116	117	21	24	营业外净收支	(3)	(0)	0	0	0
其他流动负债	209	210	216	225	244	利润总额	(81)	(8)	(8)	183	253
流动负债合计	357	355	360	274	296	所得税费用	(6)	19	18	31	41
长期借款及应付债券	518	557	557	557	557	少数股东损益	(37)	(45)	(45)	(30)	(15)
其他长期负债	27	55	65	65	65	归属于母公司净利润	(39)	18	19	182	228
长期负债合计	546	613	623	623	623	现金流量表（百万元）					
负债合计	902	968	983	897	919	净利润	(39)	18	19	182	228
少数股东权益	125	80	62	50	44	资产减值准备	12	(15)	(1)	(1)	(1)
股东权益	2422	2440	2453	2580	2740	折旧摊销	152	163	181	186	190
负债和股东权益总计	3449	3488	3498	3528	3703	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1	13	19	0	(5)
每股收益	(0.07)	0.03	0.04	0.35	0.43	营运资本变动	195	28	13	(146)	(3)
每股红利	0.13	0.08	0.01	0.10	0.13	其它	(113)	74	(17)	(11)	(5)
每股净资产	4.60	4.63	4.66	4.90	5.20	经营活动现金流	208	267	194	210	409
ROIC	-1.61%	1.18%	0%	6%	9%	资本开支	0	(88)	(13)	(63)	(63)
ROE	-1.59%	0.74%	1%	7%	8%	其它投资现金流	(206)	(96)	0	0	0
毛利率	26%	33%	33%	39%	42%	投资活动现金流	(200)	(180)	(7)	(57)	(57)
EBIT Margin	-14%	1%	1%	20%	24%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	27%	29%	41%	42%	负债净变化	319	39	0	0	0
收入增长	-58%	35%	5%	35%	16%	支付股利、利息	(67)	(42)	(6)	(55)	(68)
净利润增长率	-117%	-147%	3%	881%	25%	其它融资现金流	(779)	(56)	(0)	0	0
资产负债率	30%	30%	30%	27%	26%	融资活动现金流	(276)	(62)	(6)	(55)	(68)
股息率	2.0%	1.2%	0.2%	1.6%	2.0%	现金净变动	(268)	26	181	98	283
P/E	(87.1)	185.6	180.9	18.4	14.7	货币资金的期初余额	1165	897	923	1104	1202
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	货币资金的期末余额	897	923	1104	1202	1485
EV/EBITDA	49.0	25.7	23.0	11.6	9.8	企业自由现金流	0	119	206	127	330
						权益自由现金流	0	102	144	127	334

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032