

峨眉山 A (000888.SZ)

一季度迎强势开门红，全年复苏成长可期

增持

核心观点

2022 年经营承压，业绩转亏。2022 年，公司实现收入 4.31 亿元/-31.43%，可比口径恢复至 2019 年的约 47%（门票收入口径 2020 年后为净额法）；归母净利润亏损 1.46 亿元，扣非亏 1.54 亿元，同比均转亏，主要系疫情反复影响。

2022 年进山客流同比下降 33%，各项业务均承压。2022 年，公司进山人数 171.52 万人次/-33.14%，仅为 2019 年的 43%；2022 年公司有效门票（剔除分成影响）后为 52 元/-15.09%；综合来看，公司门票收入 8947.93 万元/-43.22%，索道收入 1.29 亿元/-42.69%，刚性成本拖累下预计主业亏损明显。此外，酒店收入 9532.48 万元/-23.24%，茶叶、数智旅游、演艺等业务共实现营业收入 1.18 亿元/-3.9%。演艺业务因处于培育期，且受疫情影响较大，2022 年权益亏损估算约 3800 万+，同比有所增亏。

2023 年一季度公司净利润显著超疫情前，创历史新高，复苏明显领先。2023Q1 峨眉山景区接待游客约 114.2 万人次/+75.9%，较 2019Q1 增长 22.7%，整体恢复强劲；Q1 实现收入 2.38 亿元/+59.6%，估算可比口径较 2019 年增长超 10%；实现归母净利润 7016 万元/+1486%，较 19Q1 增长 262%；扣非净利润 6915 万元/+6671%，较 19Q1 仍大增 282%，恢复领先。

2023Q1 毛利率和期间费用率较疫前大幅改善，成本费用优化显著。Q1 毛利率为 45%/+19pct，期间费率同降 11pct，按可比口径估算较 2019Q1 各 +6pct、-8pct，优化显著。其中管理/销售费用较 2019Q1 分别下降 1%/26%，对应可比费率较 2019Q1 分别-3/-2pct。主要系今年一季度可比收入增加，同时成本费用控制良好，盈利释放显著。同时，今年 Q1 财务费率下降 3pct，主要系归还票据后利息费用减少且存款利息收入增加贡献。

一季报开门红提振全年复苏信心，中线多元拓展有望形成新增长点。今年以来名山大川类自然景区恢复领先，公司依托独特资源禀赋、“12345N”系列营销发力，一季度客流已明显超疫情前。伴随 Q2Q3 旅游走旺，公司客流复苏持续可期，五一前三天峨眉山景区累计接待游客 12.74 万人次/+231.98%，较 2019 年增长 56.72%，恢复可期。中线来看，为了降低对门票经济的依赖，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，精耕重点市场和人群有效营销，确保旅游人数增长和公司整体效益提升。此外，公司未来资源整合仍有一定期待。

风险提示：疫情风险，门票降价风险，国企改革不及预期，新业务拓展不及预期等。

投资建议：考虑公司今年初及旅游旺季客流强势复苏，上调公司 2023-2025 年 EPS 至 0.36/0.42/0.45 元（此前预计公司 23-24 年 EPS0.33/0.44 元），对应 PE 26/22/20x。公司资源禀赋优势突出（佛教名山+自然资源），出行放开下客流全面复苏可期，今年 Q1 及五一客流超疫情前已充分验证，Q1 成本费用优化良好，Q2Q3 行业旺季持续可期；同时，公司积极演艺等多元发力，后续资源整合仍有期待，维持“增持”评级。

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 S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	9.23 元
总市值/流通市值	4863/4863 百万元
52 周最高价/最低价	10.41/6.23 元
近 3 个月日均成交额	122.84 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.SZ) - 跟踪客流复苏节奏，多元拓展助力中线成长》——2022-08-26
 《峨眉山 A (000888.SZ) - 2021 年业绩扭亏为盈，多元业态拓展助力中线成长》——2022-04-28
 《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

盈利预测和财务指标

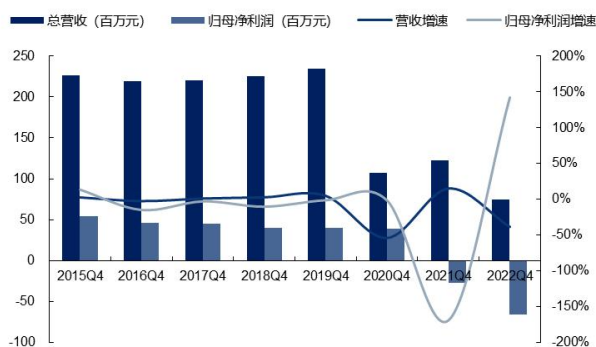
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	629	431	862	956	1,042
(+/-%)	34.6%	-31.4%	99.9%	10.9%	9.0%
净利润(百万元)	18	-146	190	221	239
(+/-%)	-146.9%	-906.4%	-230.4%	16.5%	8.0%
每股收益(元)	0.03	-0.28	0.36	0.42	0.45
EBIT Margin	0.8%	-41.0%	21.9%	23.3%	24.7%
净资产收益率(ROE)	0.7%	-6.4%	7.9%	8.7%	8.8%
市盈率(PE)	268.9	-33.4	25.6	22.0	20.3
EV/EBITDA	34.7	-222.5	16.0	14.2	13.0
市净率(PB)	1.99	2.15	2.03	1.91	1.79

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

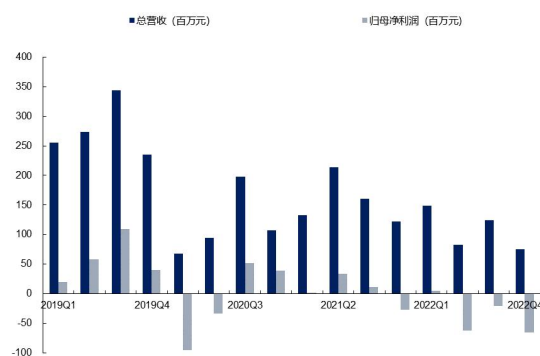
2022 年经营承压，业绩转亏。2022 年，公司实现收入 4.31 亿元/-31.43%，可比口径恢复至 2019 年的约 47%（门票收入口径 2020 年后为净额法）；归母净亏损 1.46 亿元，扣非亏 1.54 亿元，同比均转亏，主要系疫情反复影响。

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

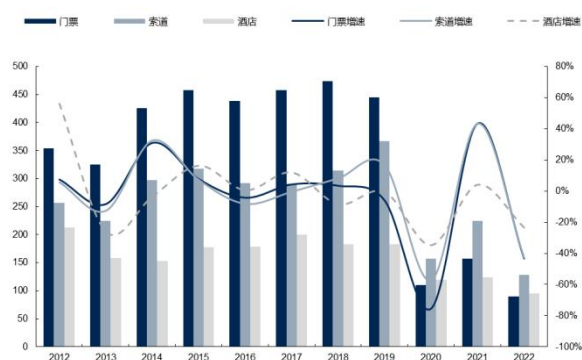
图2：公司分季度营业收入和业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年进山客流同比下降 33%，各项业务均承压。2022 年，公司进山人数 171.52 万人次/-33.14%，仅为 2019 年的 43%；2022 年公司有效门票（剔除分成影响）后为 52 元/-15.09%；综合来看，公司门票收入 8947.93 万元/-43.22%，索道收入 1.29 亿元/-42.69%，刚性成本拖累下预计主业亏损明显。此外，酒店收入 9532.48 万元/-23.24%，茶叶、数智旅游、演艺等业务共实现营业收入 1.18 亿元/-3.9%。演艺业务因处于培育期，且受疫情影响较大，2022 年权益亏损估算约 3800 万+，同比有所增亏。

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

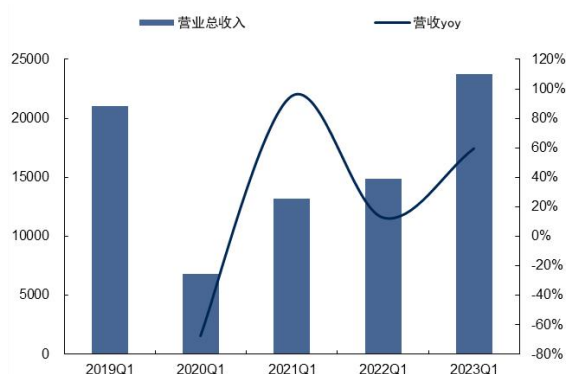
图4：公司接待进山购票游客表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

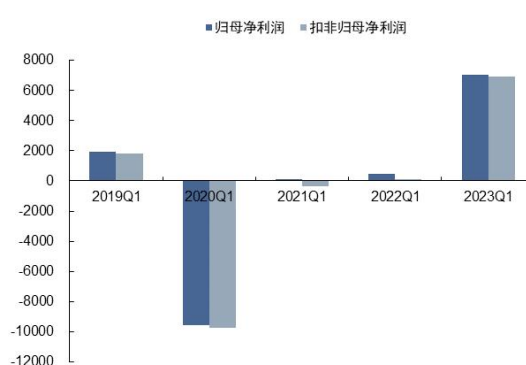
2023 年一季度公司净利润显著超疫情前，创历史新高，复苏明显领先。2023Q1 峨眉山景区接待游客约 114.2 万人次/+75.9%，较 2019Q1 增长 22.7%，整体恢复强劲；Q1 实现收入 2.38 亿元/+59.6%，估算可比口径较 2019 年增长超 10%；实现归母净利润 7016 万元/+1486%，较 19Q1 增长 262%；扣非净利润 6915 万元/+6671%，较 19Q1 仍大增 282%，恢复领先。

图5: 公司 Q1 收入情况 (单位: 万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

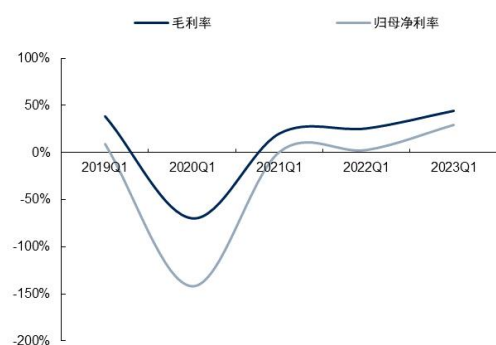
图6: 公司 Q1 归母与扣非净利润情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

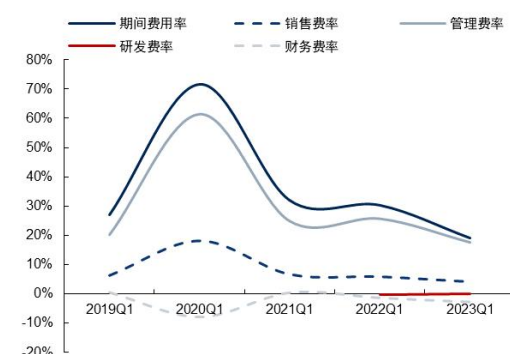
2023Q1 毛利率和期间费用率较疫前大幅改善，成本费用优化显著。Q1 毛利率为45%/+19pct，期间费率同降11pct，按可比口径估算较2019Q1各+6pct、-8pct，优化显著。其中管理/销售费用较2019Q1分别下降1%/26%，对应可比费率较2019Q1分别-3/-2pct。主要系今年一季度可比收入增加，同时成本费用控制良好，盈利释放显著。同时，今年Q1财务费率下降3pct，主要系归还票据后利息费用减少且存款利息收入增加贡献。

图7: 公司 Q1 可比口径毛利率与净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司 Q1 可比口径期间费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

一季报开门红提振全年复苏信心，中线多元拓展有望形成新增长点。今年以来名山大川类自然景区恢复领先，公司依托独特资源禀赋，一季度客流已明显超疫情前。伴随Q2Q3旅游走旺，公司客流复苏持续可期，五一前三天峨眉山景区累计接待游客12.74万人次/+231.98%，较2019年增长56.72%，恢复可期。中线来看，为了降低对门票经济的依赖，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，精耕重点市场和人群有效营销，确保旅游人数增长和公司整体效益提升。此外，公司未来资源整合仍有一定期待。

投资建议：考虑公司今年初及旅游旺季客流强势复苏，上调公司 2023-2025 年 EPS 至 0.36/0.42/0.45 元（此前预计公司 23-24 年 EPS0.33/0.44 元），对应 PE 26/22/20x。公司资源禀赋优势突出（佛教名山+自然资源），出行放开下客流全面复苏可期，今年 Q1 及五一客流超疫情前已充分验证，Q1 成本费用优化良好，Q2Q3 行业旺季持续可期；同时，公司积极演艺等多元发力，后续资源整合仍有期待，维持“增持”评级。

风险提示：疫情风险，门票降价风险，国企改革不及预期，新业务拓展不及预期等。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS					PE					投资评级
				21A	22A	23E	24E	25E	21A	22E	23E	24E	25E	
000888.SZ	峨眉山 A	9.23	48.63	0.03	-0.28	0.36	0.42	0.45	269	-33	26	22	20	增持
600054.SH	黄山旅游	14.30	104.30	0.06	-0.18	0.40	0.48	0.53	238	-79	36	30	27	增持
002033.SZ	丽江股份	11.51	63.25	-0.07	0.01	0.35	0.42	0.46	-167	1718	33	27	25	增持
300144.SZ	宋城演艺	14.59	381.48	0.12	0.00	0.33	0.56	0.68	121	3943	44	26	22	买入
603136.SH	天目湖	28.75	53.56	0.28	0.11	1.01	1.25	1.47	103	261	28	23	20	买入
600138.SH	中青旅	14.18	102.64	0.03	-0.46	0.62	0.87	1.06	484	-31	23	16	13	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	923	939	1295	1432	1709	营业收入	629	431	862	956	1042
应收款项	29	37	40	79	89	营业成本	423	414	393	424	456
存货净额	29	40	26	29	31	营业税金及附加	8	8	15	16	18
其他流动资产	17	8	23	26	28	销售费用	39	43	56	62	65
流动资产合计	1316	1040	1401	1581	1873	管理费用	153	141	209	230	246
固定资产	1665	1577	1436	1340	1239	研发费用	0	2	0	0	1
无形资产及其他	423	394	379	364	349	财务费用	13	6	15	(8)	(13)
投资性房地产	61	53	53	53	53	投资收益	4	(3)	3	3	3
长期股权投资	22	17	11	6	0	资产减值及公允价值变动	0	19	0	0	0
资产总计	3488	3081	3280	3344	3515	其他收入	(4)	(34)	(0)	(0)	(1)
短期借款及交易性金融负债	28	5	28	28	28	营业利润	(8)	(197)	177	233	273
应付款项	116	74	103	15	17	营业外净收支	(0)	(4)	0	0	0
其他流动负债	210	209	231	240	248	利润总额	(8)	(201)	177	233	273
流动负债合计	355	288	362	283	293	所得税费用	19	2	32	42	49
长期借款及应付债券	557	457	457	457	457	少数股东损益	(45)	(57)	(45)	(30)	(15)
其他长期负债	55	51	61	61	61	归属于母公司净利润	18	(146)	190	221	239
长期负债合计	613	508	518	518	518	现金流量表（百万元）					
负债合计	968	796	880	801	811	净利润	18	(146)	190	221	239
少数股东权益	80	22	4	(7)	(13)	资产减值准备	(15)	4	(1)	(1)	(1)
股东权益	2440	2262	2396	2551	2718	折旧摊销	163	151	169	175	179
负债和股东权益总计	3488	3081	3280	3344	3515	公允价值变动损失	0	(19)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	13	6	15	(8)	(13)
每股收益	0.03	(0.28)	0.36	0.42	0.45	营运资本变动	28	(47)	57	(124)	(7)
每股红利	0.08	0.12	0.11	0.13	0.14	其它	74	(86)	(17)	(11)	(5)
每股净资产	4.63	4.29	4.55	4.84	5.16	经营活动现金流	267	(143)	398	260	406
ROIC	1.18%	-6.04%	6%	8%	10%	资本开支	0	(68)	(13)	(63)	(63)
ROE	0.74%	-6.45%	8%	9%	9%	其它投资现金流	(96)	302	0	0	0
毛利率	33%	4%	54%	56%	56%	投资活动现金流	(91)	240	(7)	(57)	(57)
EBIT Margin	1%	-41%	22%	23%	25%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	-6%	42%	42%	42%	负债净变化	39	100	0	0	0
收入增长	35%	-31%	100%	11%	9%	支付股利、利息	(42)	(63)	(57)	(66)	(72)
净利润增长率	-147%	-906%	-230%	16%	8%	其它融资现金流	(144)	(155)	23	0	0
资产负债率	30%	27%	27%	24%	23%	融资活动现金流	(150)	(81)	(34)	(66)	(72)
股息率	0.9%	1.3%	1.2%	1.4%	1.5%	现金净变动	26	16	357	137	277
P/E	268.9	(33.4)	25.6	22.0	20.3	货币资金的期初余额	897	923	939	1295	1432
P/B	2.0	2.1	2.0	1.9	1.8	货币资金的期末余额	923	939	1295	1432	1709
EV/EBITDA	34.7	(222.5)	16.0	14.2	13.0	企业自由现金流	0	(142)	368	171	321
						权益自由现金流	0	(197)	379	177	331

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