

三特索道 (002159.SZ)

一季报首次实现规模盈利，国资股东重回控股带来新期待

买入

核心观点

2022 年收入同降 4 成，净利润实现减亏。2022 年，公司收入 2.56 亿元/-41.05%，恢复至 2019 年约 38%；归母净利润和扣非净利润各亏 0.77/1.65 亿元，同比减亏 0.97/0.77 亿元，均处于业绩预告区间。公司 2022 年收入下滑但业绩减亏，核心在于积极降本增效，降低融资规模等降低财务费用，清理亏损项目所致，此外 2021 年计提资产减值损失 1.59 亿元基数较低。

2022 年客流承压下，盈利项目净利润恢复不到 3 成。2022 年，公司传统六大盈利项目（海南、梵净山、华山、庐山、千岛湖、珠海）客流 229.13 万人次/-37%，估算恢复至疫情前的 37%；营收 1.90 亿元/-41%，估算恢复约 38%；实现净利润 5394 万元/-49%，估算恢复约 29%；归母净利润 0.52 亿元，恢复 26%。其次，2020-2021 年均盈利的东湖海洋公园项目 2022 年客流下滑 51%，收入下滑 45%，同比转亏，亏损 0.23 亿元。此外，公司原有亏损项目（不含东湖海洋公园）营收 0.15 亿元，为疫情前的 30%，亏损 0.50 亿元，相比 2019 年亏损 0.57 亿元略减亏，主要系公司处置保康等亏损项目影响。

2023 年一季度公司强势开门红，实现上市以来首次一季度盈利。2023Q1，三特索道实现营收 1.6 亿元/+173%，恢复至 2019Q1 的 47%；实现归母净利润和扣非净利润分别为 0.29/0.43 亿元，EPS0.16 元，扭亏为盈，非经常损失主要系非流动资产处置损失和房屋拆迁计提影响。

公司今年一季报显著改善的原因：1) 景区客流复苏良好，海南猴岛景区、梵净山索道、华山索道等核心项目恢复增长，东湖主题公园预计带来增量贡献；2) 公司财务费用较疫情前大幅改善，从 2019Q1 的 2504 万降至 533 万，核心在于过去几年不断优化财务结构，通过处置部分项目回笼资金，贷款规模显著下降（从疫情前 10 多亿元降至最新 4-5 亿元），同时融资成本预计较疫前有所降低；3) 原亏损项目处置后拖累减少，公司盈利弹性开始释放。

今年有望迎盈利规模释放拐点，国资有望控股进入发展新阶段。公司过往多年盈利承压，核心在于：1、公司在全国布局多个景区项目，负债和财务费用较高，2019 年财务费用 1.07 亿元；2、部分项目位置欠佳培育期较长持续亏损拖累等。故 2019 年公司盈利项目净利润 2 亿+，但公司整体仅盈利 0.11 亿元。疫情三年，公司通过定增、资产梳理等降低负债规模和融资成本，2021 年财务费用降至 0.24 亿元，同时处置部分亏损项目，收购东海海洋项目等，公司经营主业明显改善。今年出行复苏下，传统盈利项目逐步恢复，财务费用大幅下降，亏损项目相应减亏，公司今年有望进入盈利规模释放的拐点。公司今年 2 月和 4 月先后公告，公司控股股东当代系拟以 16.28 元/股价格转让 2655 万股股权至武汉高科（国资背景，武汉东湖开发区旗下），并放弃其所持续有的剩余 26.83% 的股权的表决权。鉴于此，未来公司有望重新成为国资控股，在国企改革持续深化背景下，公司后续发展有望进入新阶段。

风险提示：宏观疫情等系统性风险，股权变更有不确定，经营优化低于预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。上调 2023-2025 年 EPS 至 0.61/0.75/0.83 元（此前 21 年预计 23 年为 0.43 元），当前股价对应 PE=28/23/20x。伴随过去三年盘活资产降低杠杆，经营主业优化，在今年出行复苏的背景下，公司今年有望迎来盈利规模释放的拐点；同时若后续国资控股落地，公司发展有望迎来全新阶段，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

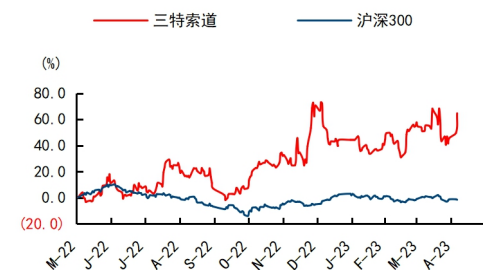
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@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	买入(维持)
合理估值	
收盘价	16.89 元
总市值/流通市值	2995/2331 百万元
52 周最高价/最低价	18.90/8.49 元
近 3 个月日均成交额	130.09 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

《三特索道-002159-2021 年中报点评：疫情后项目复苏态势良好，关注新项目落地进展》——2021-09-02

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	435	256	686	802	850
(+/-%)	7.2%	-41.0%	167.9%	16.9%	5.9%
净利润(百万元)	-174	-77	108	133	148
(+/-%)	-709.5%	-55.7%	-240.0%	23.2%	11.0%
每股收益(元)	-0.98	-0.43	0.61	0.75	0.83
EBIT Margin	9.1%	-27.3%	28.4%	29.1%	30.0%
净资产收益率 (ROE)	-14.2%	-6.8%	9.0%	10.3%	10.5%
市盈率 (PE)	-17.2	-38.9	27.8	22.5	20.3
EV/EBITDA	28.8	174.8	12.2	10.3	9.5
市净率 (PB)	2.45	2.66	2.49	2.31	2.14

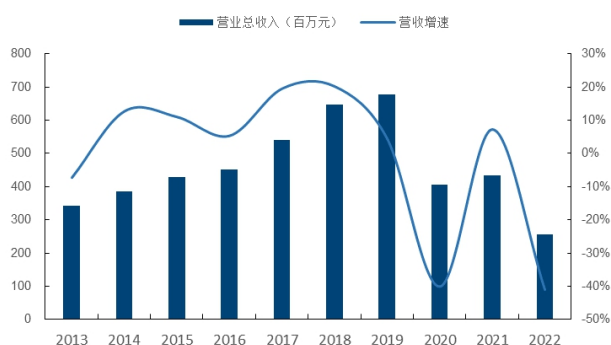
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2022 年收入同比下降 4 成，净利润实现减亏。2022 年，公司实现 2.56 亿元/-41.05%，恢复至 2019 年的 37.86%；归母净亏损 0.77 亿元，同比减亏 0.97 亿元；扣非净亏损 1.65 亿元，同比减亏 0.77 亿元，均处于业绩预告区间。EPS-0.43 元/股。

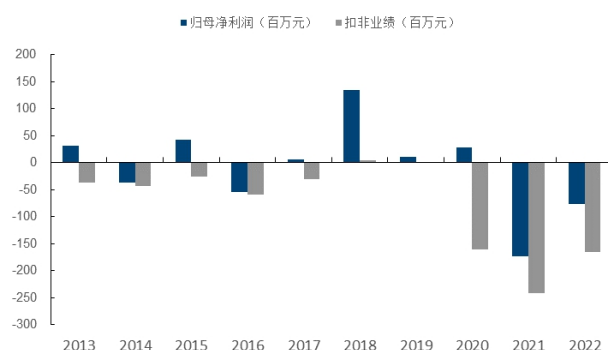
2022 年，公司收入承压下滑但同比减亏主要系公司积极降本提效，通过提前偿付 ABS、降低融资规模、严控融资成本降低财务费用，并通过资产梳理清退等实现减亏，此外，2021 年公司计提资产减值损失 1.59 亿元基数相对较低。

图1：公司历年收入表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

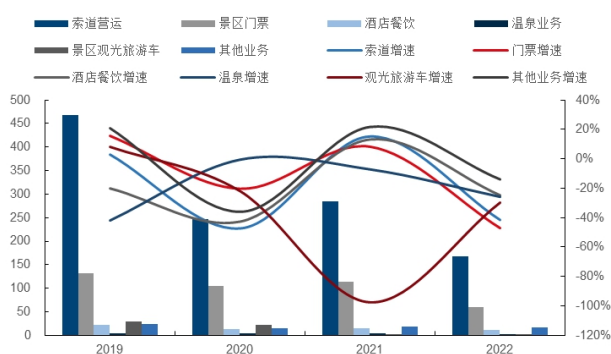
图2：公司归母及扣非净利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

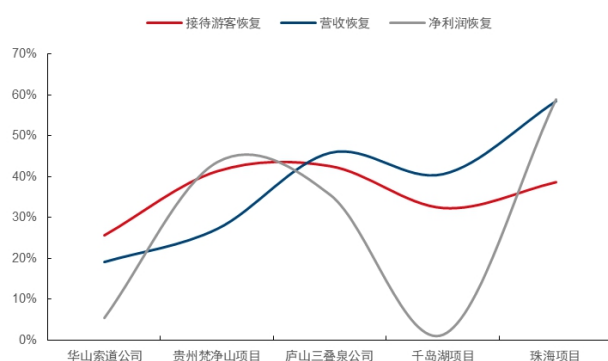
2022 年客流承压下，盈利项目净利润恢复不到 3 成。2022 年，公司传统六大盈利项目（海南、梵净山、华山、庐山、千岛湖、珠海）客流 229.13 万人次/-37%，估算恢复至疫情前的 37%；实现营收 1.90 亿元/-41%，估算恢复约 38%；实现净利润 5394 万元/-49%，估算恢复约 29%；归母净利润 0.52 亿元，恢复 26%。其次，2020-2021 年均盈利的东湖海洋公园项目 2022 年客流下滑 51%，收入下滑 45%，同比转亏，亏损 0.23 亿元。此外，公司原有亏损项目（不含东湖海洋公园）营收 0.15 亿元，为疫情前的 30%，亏损 0.50 亿元，相比 2019 年亏损 0.57 亿元略减亏，主要系公司处置保康等亏损影响项目。

图3：公司各项业务营收同比增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2022 年公司盈利项目恢复情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

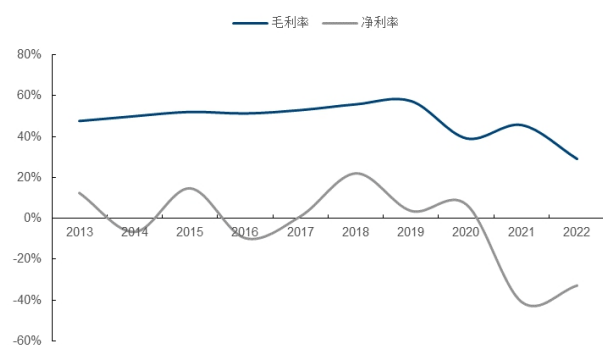
表1: 公司主要项目经营情况

公司名称	2022 年			2021 年			2019		
	接待游客	营业收入	净利润	接待游客	营业收入	净利润	接待游客	营业收入	净利润
华山索道公司	49.2	2636.6	289.2	73.8	5312.2	1442.7	191.7	13806.2	5421.0
贵州梵净山项目	59.3	7793.8	4177.9	111.6	15370.4	5938.0	143.6	28665.3	9611.3
海南猴岛项目	52.6	5038.4	221.5	80.0	7291.5	1951.8	102.5	10225.0	3461.4
庐山三叠泉公司	23.4	1386.9	578.5	31.7	1879.2	840.1	55.0	3031.6	1631.6
千岛湖项目	34.2	1502.1	21.2	65.7	2300.7	702.4	105.8	3704.4	1719.9
珠海项目	10.4	576.8	105.2	0.0	0.0	-332.9	27.0	988.5	178.8
盈利项目小计	229.1	18934.6	5393.6	362.8	32154.0	10542.2	625.6	60421.0	22024.1
东湖海洋公园	60.0	4581.1	-2324.3	121.8	8317.4	1149.2	118.9	8616.9	2198.6
湖北崇阳项目	4.7	884.3	-1518.9	8.7	1409.3	-2804.8	8.8	1703.4	-2571.0
克旗旅业公司(合并)	0.0	69.7	-2058.9	0.3	62.4	-10329.6	0.6	291.9	-2314.1
湖北南漳项目	8.7	277.4	-742.1	10.5	469.4	-2001.7	16.3	694.1	-265.0
华山宾馆	2.0	509.4	-674.3	1.7	550.0	-286.0	3.8	1095.4	39.4
亏损项目小计	75.4	6321.9	-7318.5	142.9	10808.4	-14272.9	148.3	12401.8	-2912.1
合计	304.5	25256.5	-1924.9	505.7	42962.4	-3730.8	773.8	72822.8	19112.0

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

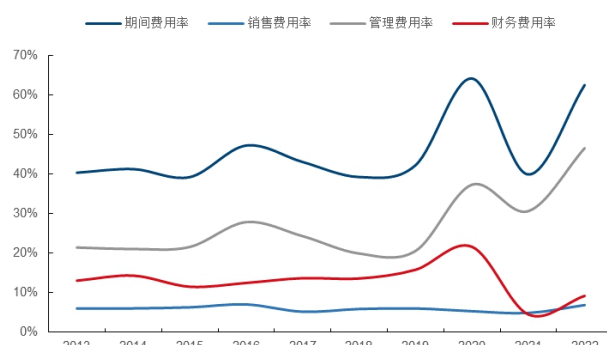
2022 年毛利率、期间费用率均有所承压。2022 年公司毛利率下滑 16.43pct, 较 2019 年下降 28.07pct; 公司期间费用率 62.40%/+22.52pct, 较 2019 年+20.22pct, 其中销售费用率、管理费用率和财务费用率同比分别上涨 1.95pct/15.90pct/4.67pct。

图5: 公司毛利率和净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

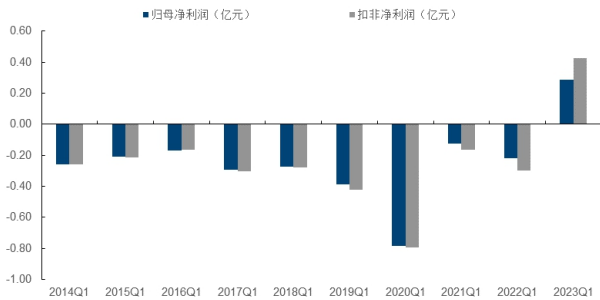
图6: 公司期间费用率变化情况



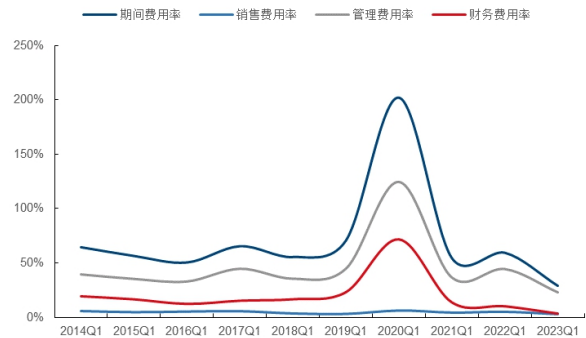
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年一季度公司强势开门红，实现上市以来首次一季度盈利。2023Q1，三特索道实现营收 1.6 亿元/+173%，恢复至 2019Q1 的 47%；归母和扣非净利润分别为 0.29/0.43 亿元，EPS0.16 元，扭亏为盈，非经常损失主要系非流动资产处置损失和房屋拆迁计提影响。

公司今年一季报显著改善的原因: 1) 客流复苏良好, 海南猴岛景区、梵净山索道、华山索道等核心项目恢复增长, 东湖主题公园预计带来增量贡献; 2) 公司财务费用较疫情前大幅改善, 从 2019Q1 的 2504 万降至 533 万, 核心在于过去几年不断优化财务结构, 通过处置部分项目回笼资金, 贷款规模显著下降 (从疫情前 10 多亿元降至最新 4-5 亿元), 同时融资成本也有所降低; 3) 原亏损项目处置后拖累减少, 公司盈利弹性开始释放。

图7：公司一季度净利润及扣非净利润情况


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

全年经营有望迎盈利规模释放拐点，国资有望控股进入发展新阶段。公司过往多年盈利承压，核心在于1、全国多个景区项目扩容下负债较高，2019年财务费用1.07亿元；2、部分项目位置欠佳培育期较长持续亏损拖累等。故2019年公司盈利项目净利润2亿+，但公司整体仅盈利0.11亿元。疫情三年，公司通过定增、资产梳理等降低负债规模和融资成本，2021年财务费用降至0.24亿元，同时处置部分亏损项目，收购东海海洋项目等，公司经营主业明显改善。今年出行复苏下，传统盈利项目逐步恢复，财务费用大幅下降，亏损项目相应减亏，公司今年有望进入盈利规模释放的拐点。公司今年2月和4月先后公告，公司控股股东当代系拟以16.28元/股价格转让2655万股股权至武汉高科（国资背景，武汉东湖开发区旗下），并放弃其所持续持有的剩余26.83%的股权的表决权（有效期36个月，且在武汉高科持股比例高于当代系合计持股比例+5%前持续有效）。鉴于此，未来在股权变更和管理层改选完成后，公司有望重新成为国资控股，在国企改革背景下，公司后续发展有望进入新阶段。

表2：公司股权结构拟变动情况

	股权变动前		股权变动后		
	持股（万股）	持股比例	持股（万股）	持股比例	表决权
当代城建	6650	37.50%	3994	22.52%	0.00%
当代科技	682	3.85%	682	3.85%	0.00%
罗德胜	80	0.46%	80	0.46%	0.00%
当代系合计	7411	41.81%	4756	26.83%	0.00%
东湖开发	1076	6.07%	1076	6.07%	6.07%
武汉高科集团			2655	14.98%	14.98%
武汉东湖国资系合	1076	6.07%	3731	21.05%	21.05%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。上调2023-2025年EPS至0.61/0.75/0.83元（此前21年预计23年为0.43元），当前股价对应PE=28/23/20x。伴随过去三年盘活资产降低杠杆，经营主业优化，在今年出行复苏的背景下，公司今年有望迎来盈利规模释放的拐点；同时若后续国资控股落地，公司发展有望迎来全新阶段，维持买入评级。

风险提示：宏观疫情等系统性风险，股权变更有不确定，经营优化低于预期。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS					PE					投资评级
				亿元	21A	22A	23E	24E	25E	21A	22E	23E	24E	25E
002159.SZ	三特索道	17	30	-0.98	-0.43	0.61	0.75	0.83	-17	-39	28	23	20	增持
000888.SZ	峨眉山 A	9	49	0.03	-0.28	0.36	0.42	0.45	271	-34	26	22	20	增持
600054.SH	黄山旅游	13	98	0.06	-0.18	0.40	0.48	0.53	224	-75	34	28	25	增持
002033.SZ	丽江股份	10	57	-0.07	0.01	0.35	0.42	0.46	-150	1545	30	25	23	增持
300144.SZ	宋城演艺	14	353	0.12	0.00	0.33	0.56	0.68	112	3651	41	24	20	买入
603136.SH	天目湖	27	49	0.28	0.11	1.01	1.25	1.47	95	241	26	21	18	买入
600138.SH	中青旅	13	97	0.03	-0.46	0.62	0.87	1.06	459	-29	22	15	13	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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	539	220	300	336	416	营业收入	435	256	686	802	850
应收款项	36	51	23	26	28	营业成本	237	182	307	357	374
存货净额	7	8	16	20	21	营业税金及附加	5	8	11	12	13
其他流动资产	50	11	41	5	5	销售费用	21	17	41	48	51
流动资产合计	632	295	385	392	475	管理费用	133	119	132	151	157
固定资产	1213	1024	946	914	878	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	111	101	98	95	92	财务费用	20	24	21	20	18
投资性房地产	432	320	320	320	320	投资收益	(23)	43	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	163	132	147	162	177	资产减值及公允价值变动	200	23	10	10	10
资产总计	2552	1872	1896	1882	1942	其他收入	(326)	(25)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	563	312	374	315	315	营业利润	(130)	(53)	174	214	236
应付款项	4	4	78	54	46	营业外净收支	(10)	(13)	0	0	0
其他流动负债	247	233	89	106	111	利润总额	(140)	(67)	174	214	236
流动负债合计	814	549	541	475	472	所得税费用	38	18	47	57	62
长期借款及应付债券	362	79	79	79	79	少数股东损益	(5)	(7)	19	24	26
其他长期负债	111	84	33	(18)	(68)	归属于母公司净利润	(174)	(77)	108	133	148
长期负债合计	473	163	112	61	10	现金流量表（百万元）					
负债合计	1287	712	653	536	482	净利润	(174)	(77)	108	133	148
少数股东权益	44	32	40	50	60	资产减值准备	158	(143)	(0)	(1)	(1)
股东权益	1221	1128	1203	1296	1400	折旧摊销	109	91	105	109	113
负债和股东权益总计	2552	1872	1896	1882	1942	公允价值变动损失	(200)	(23)	(10)	(10)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	20	24	21	20	18
每股收益	(0.98)	(0.43)	0.61	0.75	0.83	营运资本变动	171	(48)	(132)	(29)	(58)
每股红利	0.29	0.19	0.18	0.22	0.25	其它	(164)	133	8	10	11
每股净资产	6.89	6.36	6.79	7.31	7.89	经营活动现金流	(99)	(67)	78	213	203
ROIC	1.38%	-6.61%	9%	10%	11%	资本开支	0	222	(13)	(63)	(63)
ROE	-14.24%	-6.83%	9%	10%	11%	其它投资现金流	0	(5)	0	0	0
毛利率	46%	29%	55%	55%	56%	投资活动现金流	30	247	(28)	(78)	(78)
EBIT Margin	9%	-27%	28%	29%	30%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	8%	44%	43%	43%	负债净变化	(68)	(81)	0	0	0
收入增长	7%	-41%	168%	17%	6%	支付股利、利息	(51)	(33)	(32)	(40)	(44)
净利润增长率	-710%	-56%	-240%	23%	11%	其它融资现金流	258	(270)	62	(59)	0
资产负债率	52%	40%	37%	31%	28%	融资活动现金流	19	(500)	30	(99)	(44)
股息率	1.7%	1.1%	1.1%	1.3%	1.5%	现金净变动	(50)	(319)	80	36	81
P/E	(17.2)	(38.9)	27.8	22.5	20.3	货币资金的期初余额	589	539	220	300	336
P/B	2.5	2.7	2.5	2.3	2.1	货币资金的期末余额	539	220	300	336	416
EV/EBITDA	28.8	174.8	12.2	10.3	9.5	企业自由现金流	0	177	102	189	179
						权益自由现金流	0	(175)	149	115	166

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