

三特索道 (002159.SZ)

规模盈利释放拐点验证，回归国资迎新发展阶段

买入

核心观点

2023 年单三季度业绩好于我们前瞻。2023 年第三季度，公司实现收入 2.39 亿元/+103.08%，与 2019Q3 基本持平；归母与扣非净利润均为 0.83 亿元，同比分别增长 610.40%/759.41%，较 2019Q3 分别增长 50.25%/49.60%，利润超我们此前前瞻。2023 年前三季度，公司收入 5.79 亿元/+158.23%，较 2019 年同期增长 10.83%；归母净利润 1.34 亿元/+414.90%，较 2019 年同期增长 643.15%；扣非净利润 1.45 亿元/+354.62%，较 2019 年同期增长 1038.12%。

核心项目梵净山良好增长，珠海项目改造升级效果显著。盈利项目中，梵净山索道贡献核心利润，前三季度营收预计较 2019 年同期增长约 20%，尽管暑期山体滑坡等扰动，该项目在高基数下仍然取得突出表现。珠海项目 2019 年底开启改造升级，成效显著，预计前三季度营收较 2019 年同期翻倍式增长，有望贡献较大增量。同时，千岛湖、庐山预计均实现良好增长，海南猴岛增长平稳，华山相对 2019 年同期仍有差距。此外，公司近两年已陆续处置部分亏损项目，现存克旗、崇阳、南漳项目也在积极调整优化。

资产结构优化，财务费用大幅改善，盈利能力显现。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；2023Q3 末公司有息负债共 1.5 亿元，资产负债率 26.3%，财务状况进入良性阶段。今年出行复苏下，传统盈利项目逐步恢复，盈利能力大幅提升。2023Q1-3 公司毛利率 66.25%，较 2019 年同期+7.90pct；归母净利率 23.11%，较 2019 年同期+19.66pct；期间费用率 24.27%，较 2019 年同期-14.80pct，其中销售/管理/财务费用率各下降 0.56/0.83pct/13.42pct。其中考虑上半年仍有计提减值影响，单看 Q3，公司归母净利率实现 34.66%，较 2019Q3 上升 11.60pct，盈利能力突出。

重回国资控股进入发展新阶段，存量优化与潜在资源整合助力成长。公司股权、经营逐步进入新阶段。股权方面，今年 6 月民转国协议转让的股份过户办理完成，武汉高科集团持股 21.05%，成为公司控股股东，公司重归国资属性。经营方面，针对存量项目，一方面公司盈利项目仍有挖潜空间，如猴岛、千岛湖等内部储备；同时积极推进现有亏损项目的优化与处置。增量方面，国资入主后省内资源整合仍有期待，且强势区域仍有潜在新项目助力成长。

风险提示：宏观疫情等系统性风险，股权变更更有不确定，经营优化低于预期。

投资建议：考虑前三季度靓丽表现及四季度淡季影响，上调公司 2023-2025 年 EPS 至 0.64/0.85/0.97 元（此前为 0.61/0.75/0.83 元），当前股价对应 PE 为 24/18/16x。公司今年迎来重回国资及盈利规模释放的拐点，后续集中精力挖潜存量优质项目及省内潜在资源整合助力成长，维持“买入”评级。

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	882
(+/-%)	7.2%	-41.0%	167.9%	16.9%	9.9%
净利润(百万元)	-174	-77	114	151	172
(+/-%)	-709.5%	-55.7%	-248.0%	32.1%	14.5%
每股收益(元)	-0.98	-0.43	0.64	0.85	0.97
EBIT Margin	9.1%	-27.3%	31.7%	32.6%	33.4%
净资产收益率 (ROE)	-14.2%	-6.8%	9.4%	11.5%	12.0%
市盈率 (PE)	-15.4	-34.9	23.5	17.8	15.6
EV/EBITDA	26.7	160.2	10.3	8.7	7.8
市净率 (PB)	2.20	2.38	2.22	2.04	1.87

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

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：张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

证券分析师：钟潇 0755-82132098
zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
S0980513100003
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 15.14 元
总市值/流通市值 2684/2090 百万元
52 周最高价/最低价 20.19/11.43 元
近 3 个月日均成交额 52.86 百万元

市场走势



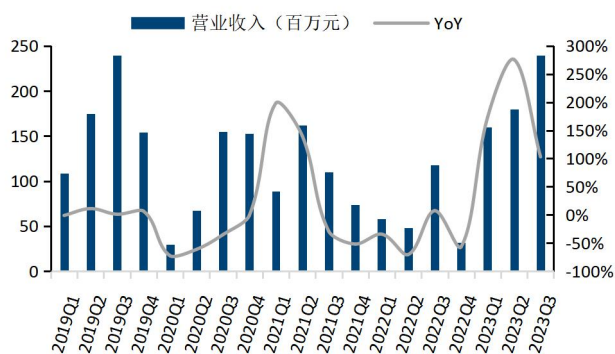
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三特索道 (002159.SZ) ——季报首次实现规模盈利，国资股东重回控股带来新期待》——2023-05-08

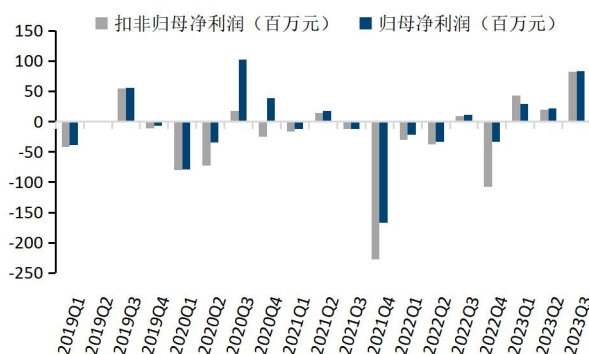
2023 年单三季度盈利释放超预期。2023 年第三季度，公司实现收入 2.39 亿元/+103.08%，与 2019Q3 基本持平；归母与扣非净利润均为 0.83 亿元，同比分别增长 610.40%/759.41%，较 2019Q3 分别增长 50.25%/49.60%。2023 年前三季度，公司收入 5.79 亿元/+158.23%，较 2019 年同期+10.83%；归母净利润 1.34 亿元/+414.90%，较 2019 年同期+643.15%；扣非净利润 1.45 亿元/+354.62%，较 2019 年同期+1038.12%。

图1：公司单季收入表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

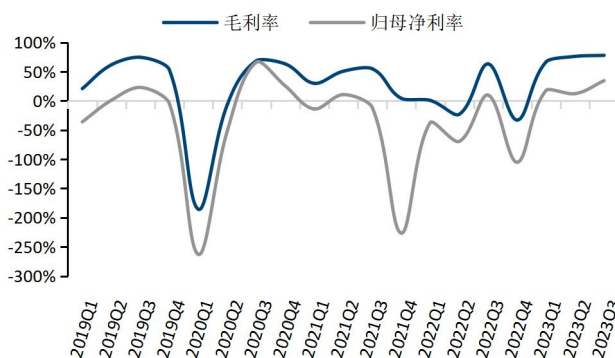
图2：公司单季归母及扣非净利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

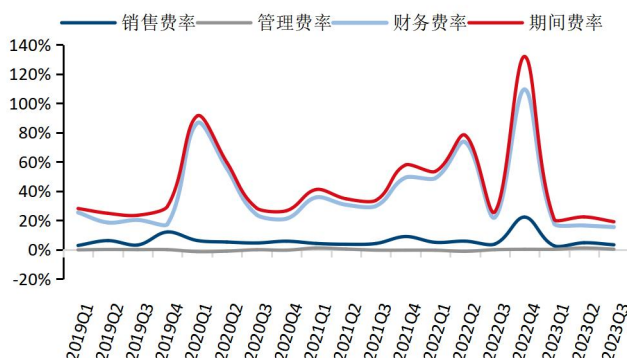
核心项目梵净山良好增长，珠海项目返修改造效果显著。盈利项目中，梵净山索道为公司核心利润项目，前三季度营收预计较 2019 年同期增长约 20%，若加回 7 月初景区山体滑坡歇业损失的估算约 1000 多万营收，该项目在高基数下表现突出。珠海项目 2019 年底开启改造升级，成效显著，预计前三季度营收较 2019 年同期翻倍式增长，有望贡献主力增量。同时，千岛湖、庐山均实现良好增长，海南猴岛增长平稳，华山相对 2019 年同期仍有差距。此外，现存亏损项目如克旗、崇阳、南漳项目也在积极优化或寻找处置路径。

图3：公司单季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4：公司单季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

资产结构优化，财务费用大幅改善，盈利能力显现。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；2023Q3 末公司有息负债共 1.5 亿元，资产负债率 26.3%，财务状况进入良性阶段。今年出行复苏下，传统盈利项目逐步恢复，盈利能力大幅提升。2023Q1-3 公司毛利率 66.25%，较 2019 年同期+7.90pct；归母净利率 23.11%，较 2019 年同期+19.66pct；期间费用率 24.27%，较 2019 年同期-14.80pct，其中销售/管理/财务费用率各下降 0.56/0.83pct/13.42pct。其

中考虑上半年仍有计提减值影响,单看 Q3,公司归母净利率实现 34.66%,较 2019Q3 上升 11.60pct,盈利能力突出。

国资有望控股进入发展新阶段,存量优化与潜在资源整合助力成长。公司股权、经营逐步进入新阶段。股权方面,今年 6 月民转国协议转让的股份过户办理完成,武汉高科集团持股 21.05%,成为公司控股股东,公司重归国资属性。经营方面,针对存量项目,一方面公司盈利项目仍有挖潜空间,如猴岛、千岛湖等内部储备;同时积极推进现有亏损项目的优化与处置。增量方面,国资入主后省内资源整合仍有期待,且强势区域仍有潜在新项目助力成长。

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: 考虑前三季度靓丽表现及四季度淡季影响,上调公司 2023-2025 年 EPS 至 0.64/0.85/0.97 元(此前为 0.61/0.75/0.83 元),当前股价对应 PE 为 24/18/16x。公司今年迎来重回国资及盈利规模释放的拐点,后续集中精力挖潜存量优质项目及省内潜在资源整合助力成长,维持“买入”评级。

表：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
		2023/11/2		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
002159.SZ	三特索道	15	27	-0.43	0.64	0.85	0.97	-35	24	18	16	买入
600138.SH	中青旅	10	77	-0.46	0.41	0.62	0.75	-23	26	17	14	买入
603136.SH	天目湖	19	36	0.11	0.79	1.12	1.38	172	24	17	14	买入
000888.SZ	峨眉山 A	9	50	-0.28	0.58	0.63	0.74	-34	16	15	13	买入
603099.SH	长白山	14	38	-0.22	0.58	0.68	0.78	-63	24	20	18	增持
600054.SH	黄山旅游	11	83	-0.18	0.54	0.60	0.66	-63	21	19	17	增持

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

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	364	469	营业收入	435	256	686	802	882
应收款项	36	51	23	26	29	营业成本	237	182	285	331	361
存货净额	7	8	14	18	20	营业税金及附加	5	8	11	12	14
其他流动资产	50	11	41	5	5	销售费用	21	17	41	48	53
流动资产合计	632	295	384	418	529	管理费用	133	119	132	149	160
固定资产	1213	1024	927	894	858	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	20	20	18
投资性房地产	432	320	320	320	320	投资收益	(23)	43	(3)	(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	1875	1889	1975	其他收入	(326)	(25)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	563	312	361	315	315	营业利润	(130)	(53)	184	242	276
应付款项	4	4	69	49	44	营业外净收支	(10)	(13)	0	0	0
其他流动负债	247	233	84	99	109	利润总额	(140)	(67)	184	242	276
流动负债合计	814	549	514	463	468	所得税费用	38	18	50	64	73
长期借款及应付债券	362	79	79	79	79	少数股东损益	(5)	(7)	21	27	31
其他长期负债	111	84	33	(18)	(68)	归属于母公司净利润	(174)	(77)	114	151	172
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	626	524	478	净利润	(174)	(77)	114	151	172
少数股东权益	44	32	41	51	64	资产减值准备	158	(143)	(1)	(1)	(1)
股东权益	1221	1128	1208	1313	1434	折旧摊销	109	91	105	109	113
负债和股东权益总计	2552	1872	1875	1889	1975	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	20	20	18
每股收益	(0.98)	(0.43)	0.64	0.85	0.97	营运资本变动	171	(48)	(144)	(27)	(52)
每股红利	0.29	0.19	0.19	0.25	0.29	其它	(164)	133	9	11	13
每股净资产	6.89	6.36	6.81	7.41	8.09	经营活动现金流	(99)	(67)	93	233	235
ROIC	1.38%	-6.61%	10%	12%	13%	资本开支	0	222	(13)	(63)	(63)
ROE	-14.24%	-6.83%	9%	11%	12%	其它投资现金流	0	(5)	0	0	0
毛利率	46%	29%	59%	59%	59%	投资活动现金流	30	247	(28)	(78)	(78)
EBIT Margin	9%	-27%	32%	33%	33%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	8%	47%	46%	46%	负债净变化	(68)	(81)	0	0	0
收入增长	7%	-41%	168%	17%	10%	支付股利、利息	(51)	(33)	(34)	(45)	(52)
净利润增长率	-710%	-56%	-248%	32%	14%	其它融资现金流	258	(270)	49	(46)	0
资产负债率	52%	40%	36%	30%	27%	融资活动现金流	19	(500)	15	(91)	(52)
股息率	1.9%	1.2%	1.3%	1.7%	1.9%	现金净变动	(50)	(319)	80	64	106
P/E	(15.4)	(34.9)	23.5	17.8	15.6	货币资金的期初余额	589	539	220	300	364
P/B	2.2	2.4	2.2	2.0	1.9	货币资金的期末余额	539	220	300	364	469
EV/EBITDA	26.7	160.2	10.3	8.7	7.8	企业自由现金流	0	177	106	211	214
						权益自由现金流	0	(175)	141	150	201

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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