

峨眉山 A (000888.SZ)

2023 年主业复苏但演艺拖累，关注景区内外交通改善

买入

核心观点

2023 年业绩处于预告区间中值附近，演艺计提减值拖累 Q4 利润。2023 年，公司实现收入 10.44 亿元/+142.33%；归母/扣非净利润各 2.28/2.33 亿元，同比均扭亏为盈，均处于业绩预告区间中值附近。与 2019 年相比，公司收入恢复至 94%（客流强劲复苏但门票口径调整综合影响）；归母净利润恢复至 100%，主要系 Q4 持股 40%的演艺公司计提减值 1.56 亿等影响，剔除减值后估算恢复至 2019 年的 120%+。单 Q4 公司收入 2.22 亿元，较 2019 年恢复 95%；归母和扣非净利润各亏损 0.33/0.26 亿元（2019Q4 各盈利 0.40/0.42 亿元），主要系上述计提减值所致。公司拟每 10 股派现 2 元，分红率 46%。

2023 年进山客流较 2019 年增长 19%，旅游主业强劲复苏，但演艺亏损拖累。2023 年，公司进山人数 474.97 万人次/+176.92%，较 2019 年增长约 19%，推动公司主业良好复苏。各业务来看，与 2019 年相比，公司门票收入估算按可比口径增长 20%+，索道收入增长 18%，二者系盈利较 2019 年恢复增长的核心。酒店收入和旅行社收入均较 2019 年+3%，相对平稳；茶叶及其他业务收入较 2019 年增 24%，持续增长；演艺收入 0.11 亿元，亏损 2.28 亿元（公司持股 40%），项目爬坡期与计提减值综合影响，拖累公司全年净利润表现。

2024 年初新董事长上任，关注公司内外交通扩容成长。2024 年初，公司新董事长上任。在国资考核持续强化下，我们期待公司未来内生外延成长新举措。聚焦主业，公司此前公告拟投资 3.5 亿元改造升级金顶索道，未来运力有望扩容 50%。由于金顶片区系公司最核心主景区，客流占比 9 成，但现有金顶索道在高峰期具有一定运力瓶颈，未来伴随索道扩建有望提振公司中线成长空间。景区周边交通处于持续改善中，2022 年川零公路峨眉段建成，2023 年成乐高速扩容乐山城区过境复线段通车（成都到峨眉山新增 1 条高速），有望助力未来客流成长。此外，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，后续跟踪《只有峨眉山》演艺项目爬坡节奏。

风险提示：国企改革不及预期，门票降价风险，新项目打造不及预期等。

投资建议：考虑公司内外部交通改善节奏及演艺项目爬坡影响，下调公司 2024-2026 年归母净利润为 2.83/3.15/3.50 亿元（此前预计 2024-25 年为 3.34/3.91 亿元，新增 2026 年预测），对应 PE 为 19/18/16x。公司资源禀赋优势突出（佛教名山+自然资源），2023 年客流表现强劲。近两年交通改善及后续金顶索道建设有望持续助推未来客流成长，打开旺季接待瓶颈。同时，伴随国企改革持续深化和新领导上任后，我们积极关注公司内生外延发展新举措，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	431	1,045	1,098	1,202	1,327
(+/-%)	-31.4%	142.3%	5.1%	9.5%	10.3%
净利润(百万元)	-146	228	283	315	350
(+/-%)	-906.4%	-256.1%	24.4%	11.2%	11.0%
每股收益(元)	-0.28	0.43	0.54	0.60	0.66
EBIT Margin	-41.0%	29.7%	29.5%	29.7%	31.0%
净资产收益率 (ROE)	-6.4%	9.1%	10.5%	10.8%	11.1%
市盈率 (PE)	-37.8	24.2	19.5	17.5	15.8
EV/EBITDA	-248.0	13.9	13.2	12.1	10.9
市净率 (PB)	2.44	2.21	2.05	1.89	1.75

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：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	10.40 元
总市值/流通市值	5480/5480 百万元
52 周最高价/最低价	13.57/7.47 元
近 3 个月日均成交额	148.45 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) - 单三季度净利润创历史新高，关注核心索道改造及交通改善》——2023-10-29
- 《峨眉山 A (000888.SZ) - 金顶索道拟改造升级，助力旺季客流弹性》——2023-07-20
- 《峨眉山 A (000888.SZ) - 一季度迎强势开门红，全年复苏成长可期》——2023-05-03
- 《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

2023 年业绩处于预告区间中值附近，演艺计提减值拖累 Q4 利润。2023 年，公司实现收入 10.44 亿元/+142.33%；归母/扣非净利润各 2.28/2.33 亿元，同比均扭亏为盈，均处于业绩预告区间中值附近。与 2019 年相比，公司收入恢复至 94%（客流强劲复苏但门票口径调整综合影响）；归母净利润恢复至 100%，主要系 Q4 持股 40%的演艺公司计提减值 1.56 亿等影响，剔除减值后估算恢复至 2019 年的 120%+。单 Q4 公司收入 2.22 亿元，较 2019 年恢复 95%；归母和扣非净利润各亏损 0.33/0.26 亿元（2019Q4 各盈利 0.40/0.42 亿元），主要系上述计提减值所致。公司拟每 10 股派现 2 元，分红率 46%。

图1：公司 2019-2023 年营业收入表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司 2019-2023 年利润表现



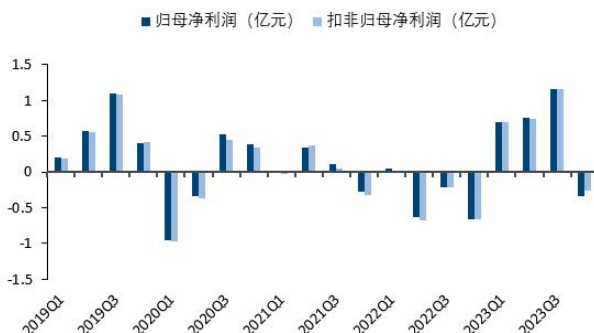
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司 2019-2023 年季度营业收入表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

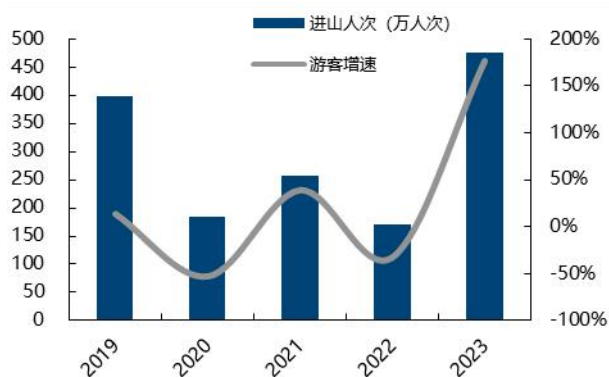
图4：公司 2019-2023 年季度利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年进山客流较 2019 年增长 19%，旅游主业强劲复苏，但演艺亏损拖累。2023 年，公司进山人数 474.97 万人次/+176.92%，较 2019 年增长约 19%，推动公司主业良好复苏。各业务来看，与 2019 年相比，公司门票收入估算按可比口径增长 20%+，索道收入增长 18%，二者系盈利较 2019 年恢复增长的核心。酒店收入和旅行社收入均较 2019 年+3%，相对平稳；茶叶及其他业务收入较 2019 年增 24%，持续增长；演艺收入 0.11 亿元，亏损 2.28 亿元（公司持股 40%），项目爬坡期与计提减值综合影响，拖累公司全年净利润表现。

图5: 公司客流量变化 (万人次, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司各业务利润总额 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024 年初新董事长上任, 关注公司内外交通扩容成长。2024 年初, 公司新董事长上任。在国资考核持续强化下, 我们期待公司未来内生外延成长新举措。聚焦主业, 公司此前公告拟投资 3.5 亿元改造升级金顶索道, 未来运力有望扩容 50%。由于金顶片区系公司最核心主景区, 客流占比 9 成, 但现有金顶索道在高峰期具有一定运力瓶颈, 未来伴随索道扩建有望提振公司中线成长空间。景区周边交通处于持续改善中, 2022 年川零公路峨眉段建成, 2023 年成乐高速扩容乐山城区过境复线段通车 (成都到峨眉山新增 1 条高速), 有望助力未来客流成长。此外, 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, 后续跟踪《只有峨眉山》演艺项目爬坡节奏。

图7: 公司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

风险提示: 国企改革不及预期, 门票降价风险, 新项目打造不及预期等。

投资建议: 考虑公司内外部交通改善节奏及演艺项目爬坡影响, 下调公司2024-2026 年归母净利润为 2.83/3.15/3.50 亿元 (此前预计 2024-25 年为 3.34/3.91 亿元, 新增 2026 年预测), 对应 PE 为 19/18/16x。公司资源禀赋优势突出 (佛教名山+自然资源), 2023 年客流表现强劲。近两年交通改善及后续金顶索道建设有望持续助推未来客流成长, 打开旺季接待瓶颈。同时, 伴随国企改革持续深化和新领导上任后, 我们积极关注公司内生外延发展新举措, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS					PE					投资评级
				22A	23E	24E	25E	26E	22A	23E	24E	25E	26E	
000888.SZ	峨眉山 A	10	55	-0.28	0.43	0.54	0.60	0.66	-38	24	19	18	16	买入
603099.SH	长白山	23	60	-0.22	0.52	0.68	0.79	0.88	-103	43	33	29	26	增持
002033.SZ	丽江股份	10	56	0.01	0.41	0.43	0.49		1499	29	23	20		增持
600054.SH	黄山旅游	12	90	-0.18	0.54	0.60	0.66		-69	23	21	19		增持
002159.SZ	三特索道	16	28	-0.43	0.64	0.85	0.97		-38	26	19	17		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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	939	1380	1866	1997	2339	营业收入	431	1045	1098	1202	1327
应收款项	37	55	51	99	113	营业成本	414	525	556	608	655
存货净额	40	37	41	46	50	营业税金及附加	8	9	8	8	9
其他流动资产	8	13	30	32	36	销售费用	43	47	49	54	60
流动资产合计	1040	1494	1996	2183	2547	管理费用	141	151	160	174	190
固定资产	1577	1453	1317	1225	1130	研发费用	2	2	1	1	1
无形资产及其他	394	237	228	220	212	财务费用	6	2	12	(20)	(26)
投资性房地产	53	60	60	60	60	投资收益	(3)	(8)	3	3	3
长期股权投资	17	9	3	(2)	(8)	资产减值及公允价值变动	19	149	0	0	0
资产总计	3081	3254	3605	3686	3941	其他收入	(34)	(315)	(1)	(1)	(1)
短期借款及交易性金融负债	5	6	28	28	28	营业利润	(197)	135	316	380	440
应付款项	74	73	164	25	27	营业外净收支	(4)	0	0	0	0
其他流动负债	209	229	278	289	302	利润总额	(201)	135	316	380	440
流动负债合计	288	308	469	342	357	所得税费用	2	45	77	95	106
长期借款及应付债券	457	493	493	493	493	少数股东损益	(57)	(137)	(45)	(30)	(15)
其他长期负债	51	49	59	59	59	归属于母公司净利润	(146)	228	283	315	350
长期负债合计	508	542	552	552	552	现金流量表 (百万元)					
负债合计	796	850	1021	894	910	净利润	(146)	228	283	315	350
少数股东权益	22	(87)	(105)	(117)	(123)	资产减值准备	4	137	(12)	(10)	(11)
股东权益	2262	2490	2689	2909	3154	折旧摊销	151	146	170	173	177
负债和股东权益总计	3081	3254	3605	3686	3941	公允价值变动损失	(19)	(149)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	6	2	12	(20)	(26)
每股收益	(0.28)	0.43	0.54	0.60	0.66	营运资本变动	(47)	127	120	(193)	(16)
每股红利	0.12	0.04	0.16	0.18	0.20	其它	(86)	(261)	(6)	(2)	5
每股净资产	4.29	4.73	5.10	5.52	5.99	经营活动现金流	(143)	228	556	283	504
ROIC	-6.04%	7.81%	10%	13%	16%	资本开支	0	(289)	(13)	(63)	(63)
ROE	-6.45%	9.14%	11%	11%	11%	其它投资现金流	302	7	0	0	0
毛利率	4%	50%	49%	49%	51%	投资活动现金流	307	(274)	(7)	(57)	(57)
EBIT Margin	-41%	30%	30%	30%	31%	权益性融资	0	28	0	0	0
EBITDA Margin	-6%	44%	45%	44%	44%	负债净变化	100	36	0	0	0
收入增长	-31%	142%	5%	9%	10%	支付股利、利息	(63)	(21)	(85)	(94)	(105)
净利润增长率	-906%	-256%	24%	11%	11%	其它融资现金流	(223)	430	22	0	0
资产负债率	27%	23%	25%	21%	20%	融资活动现金流	(149)	488	(63)	(94)	(105)
股息率	1.1%	0.4%	1.5%	1.7%	1.9%	现金净变动	16	442	486	131	342
P/E	(37.8)	24.2	19.5	17.5	15.8	货币资金的期初余额	923	939	1380	1866	1997
P/B	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7	货币资金的期末余额	939	1380	1866	1997	2339
EV/EBITDA	(248.0)	13.9	13.2	12.1	10.9	企业自由现金流	0	192	522	185	411
						权益自由现金流	0	658	536	200	430

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