

# 三特索道 (002159.SZ)

## 2023 年主业首次迎来规模性盈利，关注主要项目进一步优化

增持

### 核心观点

**2023 年公司主业首次迎来规模性盈利，并重启分红。**2023 年公司实现收入 7.2 亿元/+180.7%，较 2019 年增长 6.3%；归母净利润为 1.3 亿元，扣非净利润为 1.4 亿元，同比均扭亏为盈，扣非净利润系实现上市以来首次规模性盈利，主要系“主要运营项目经营改善+合并报表的财务费用大幅减少（从 2019 年的 1.1 亿元降至 0.1 亿元）”。2023 年，公司拟每 10 股派发现金红利 2.2 元，分红率为 30.6%，继 2013 年后重启分红。

**2023 年公司在手主要项目合计归母净利润 2 亿元，较 2019 年增长 24%。**2023 年公司在手主要项目合计归母净利润 2 亿元，较 2019 年增长 24%；其中盈利项目贡献 2.58 亿元、亏损项目拖累 0.56 亿元。**盈利项目：**2023 年 7 个盈利项目归母净利润约 2.58 亿元，较 2019 年增长 17%。其中，梵净山项目净利润 1.2 亿元，较 2019 年增长 27%；海南项目归母净利润 0.3 亿元，创新高；华山项目受分成比例下降影响，归母净利润 0.3 亿元，较 2019 年下滑 21%；珠海项目 2019 年底开启改造升级，2023 年净利润 0.2 亿元，较改造前一个完整年度（2018 年）增长 602%；庐山净利润 0.2 亿元，良好增长；千岛湖、东湖海洋公园归母净利润均为千万元左右，表现相对平淡。**亏损项目：**2023 年 4 个亏损项目亏 0.56 亿，较 2019 年略减亏；其中崇阳项目亏 0.35 亿元，减值有所增加；克旗/南漳/华山宾馆项目亏 0.14/0.05/0.02 亿元。

**2024Q1 核心项目因天气扰动有所承压，财务结构进一步优化。**2024Q1 公司收入 1.4 亿元/-11.4%，归母净利润 0.3 亿元/+17.7%，扣非利润 0.33 亿元/-21.9%。收入端，华山/海南/庐山/珠海等项目同比增长良好，但核心梵净山项目因天气扰动有所拖累；利润端，剔除去年同期房屋拆迁补偿款计提约 1400 万元非经常损失等带来的基数差异，公司扣非净利润相对承压。2024Q1 公司资产负债率由 2023 年末的 23.25%降至 19.81%，财务结构进一步优化。

**重回国资控股进入发展新阶段，持续挖潜盈利项目增量并推进亏损包袱出清。**公司重归国资，经营逐步进入新阶段。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，2023 年公司计提减值、资产处置损失等合计约 0.7 亿元，正逐步清退历史遗留包袱，预计后续相关减值压力相对可控。增量方面，国资入主后省内资源整合仍有期待，强势区域仍有潜在新项目可以期待。

**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：**暂维持公司 2024-2025 年 EPS 至 0.85/0.97 元，新增 2026 年为 1.10 元，对应动态 PE 为 18/16/14x。经过多年摸索，公司已逐步迈入经营正轨，在集中精力挖潜存量优质项目和盘点清理潜力弱的在投项目包袱后，2023 年迎来主业的首次规模性盈利。地方国资重新入主后发展战略更为明晰，但原实控人仍存在部分遗留问题尚待解决，且在经历过强劲需求释放后主要项目如何适应消费环境变化进行持续改造可持续跟踪，暂下调评级至“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 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 增持(下调)  
 合理估值  
 收盘价 15.29 元  
 总市值/流通市值 2711/2117 百万元  
 52 周最高价/最低价 20.19/10.82 元  
 近 3 个月日均成交额 102.68 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) - 规模盈利释放拐点验证，回归国资迎新发展阶段》——2023-11-03  
 《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》——2023-05-08

**盈利预测和财务指标**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	256	719	744	820	882
(+/-%)	-41.0%	180.7%	3.5%	10.2%	7.5%
净利润(百万元)	-77	128	151	172	195
(+/-%)	55.7%	265.6%	18.5%	13.8%	13.6%
每股收益(元)	-0.43	0.72	0.85	0.97	1.10
EBIT Margin	-27.3%	38.9%	36.4%	36.7%	37.5%
净资产收益率(ROE)	-6.8%	10.1%	11.1%	11.6%	12.1%
市盈率(PE)	-35.2	21.3	17.9	15.8	13.9
EV/EBITDA	161.4	8.4	8.9	8.0	7.4
市净率(PB)	2.40	2.16	1.99	1.83	1.67

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

图1: 公司单季收入表现



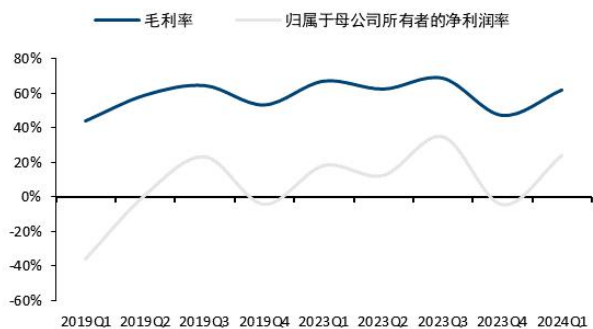
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

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

表: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
		2024/4/30	亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
002159.SZ	三特索道	15	27	0.72	0.85	0.97	1.10	21	18	16	14	增持
000888.SZ	峨眉山A	12	63	0.43	0.54	0.60	0.66	28	22	20	18	买入
002033.SZ	丽江股份	10	55	0.41	0.43	0.49	0.54	29	23	20	19	增持
600054.SH	黄山旅游	12.15	89	0.58	0.65	0.72	0.79	21	19	17	15	增持
603199.SH	九华旅游	34	37	1.58	1.77	1.95	2.13	21	19	17	16	增持
603099.SH	长白山	21	55	0.52	0.68	0.79	0.88	40	30	26	23	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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	220	198	570	700	856	营业收入	256	719	744	820	882
应收款项	51	27	24	27	29	营业成本	182	269	289	318	338
存货净额	8	7	15	17	18	营业税金及附加	8	7	8	9	10
其他流动资产	11	10	15	16	18	销售费用	17	30	36	39	42
<b>流动资产合计</b>	<b>295</b>	<b>247</b>	<b>629</b>	<b>765</b>	<b>925</b>	管理费用	119	133	140	152	162
固定资产	1024	940	883	820	757	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	101	120	116	112	108	财务费用	24	13	11	15	14
投资性房地产	320	276	276	276	276	投资收益	43	(5)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	132	114	129	144	159	资产减值及公允价值变动	23	41	(30)	(25)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>1872</b>	<b>1697</b>	<b>2033</b>	<b>2117</b>	<b>2226</b>	其他收入	(25)	(82)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	312	68	330	315	315	营业利润	(53)	220	227	258	293
应付款项	4	5	7	7	8	营业外净收支	(13)	(12)	0	0	0
其他流动负债	233	192	204	226	242	<b>利润总额</b>	<b>(67)</b>	<b>208</b>	<b>227</b>	<b>258</b>	<b>293</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>549</b>	<b>265</b>	<b>540</b>	<b>548</b>	<b>564</b>	所得税费用	18	68	61	70	79
长期借款及应付债券	79	38	38	38	38	少数股东损益	(7)	13	14	16	18
其他长期负债	84	92	41	(10)	(61)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(77)</b>	<b>128</b>	<b>151</b>	<b>172</b>	<b>195</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>163</b>	<b>130</b>	<b>79</b>	<b>28</b>	<b>(23)</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>712</b>	<b>394</b>	<b>619</b>	<b>576</b>	<b>542</b>	净利润	(77)	128	151	172	195
少数股东权益	32	46	51	58	65	资产减值准备	(143)	26	(1)	(3)	(3)
股东权益	1128	1257	1362	1483	1620	折旧摊销	91	91	103	108	112
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1872</b>	<b>1697</b>	<b>2033</b>	<b>2117</b>	<b>2226</b>	公允价值变动损失	(23)	(41)	30	25	20
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	24	13	11	15	14
每股收益	(0.43)	0.72	0.85	0.97	1.10	营运资本变动	(48)	62	(48)	(37)	(42)
每股红利	0.19	0.10	0.26	0.29	0.33	其它	133	(15)	7	9	10
每股净资产	6.36	7.09	7.68	8.36	9.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>(67)</b>	<b>251</b>	<b>241</b>	<b>275</b>	<b>293</b>
ROIC	-6.61%	13.84%	14%	15%	17%	资本开支	0	(63)	(71)	(63)	(63)
ROE	-6.83%	10.15%	11%	12%	12%	其它投资现金流	(5)	1	0	0	0
毛利率	29%	63%	61%	61%	62%	<b>投资活动现金流</b>	<b>25</b>	<b>(44)</b>	<b>(86)</b>	<b>(78)</b>	<b>(78)</b>
EBIT Margin	-27%	39%	36%	37%	37%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	8%	52%	50%	50%	50%	负债净变化	(81)	(41)	0	0	0
收入增长	-41%	181%	3%	10%	8%	支付股利、利息	(33)	(17)	(45)	(52)	(59)
净利润增长率	56%	266%	19%	14%	14%	其它融资现金流	(48)	(116)	262	(15)	0
资产负债率	40%	26%	33%	30%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(278)</b>	<b>(229)</b>	<b>217</b>	<b>(67)</b>	<b>(59)</b>
股息率	1.2%	0.6%	1.7%	1.9%	2.2%	<b>现金净变动</b>	<b>(319)</b>	<b>(22)</b>	<b>372</b>	<b>130</b>	<b>156</b>
P/E	(35.2)	21.3	17.9	15.8	13.9	货币资金的期初余额	539	220	198	570	700
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7	货币资金的期末余额	220	198	570	700	856
EV/EBITDA	161.4	8.4	8.9	8.0	7.4	企业自由现金流	0	279	181	228	248
						权益自由现金流	0	122	435	202	238

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