

峨眉山 A (000888.SZ)

上半年收入微增净利润下滑，期待经营效能改善逐步显现

优于大市

核心观点

2024年上半年收入微增，净利润下滑。2024年上半年，公司实现收入5.08亿元/+3.34%，归母净利润1.33亿元/-8.93%，扣非净利润1.32亿元/-8.16%。其中二季度收入、归母净利润、扣非净利润分别实现2.55、0.58、0.58亿元，同比+0.26%、-22.90%、-22.18%。今年以来旅游回归常态化增长，Q2后半程阴雨天气加剧经营难度，公司通过强化多渠道运营等录得客流平稳，但去年同期的税收抵减消除后影响所得税率、酒店业务亏损增加等扰动利润。

上半年进山客流同比持平，门票索道利润增长平稳、酒店增亏、演艺减亏。2024H1峨眉山景区进山游客224.11万人次/-0.22%，相应主业经营也表现平稳。**分业务看，旅游服务仍是收入核心贡献**，其中游山门票、客运索道收入分别1.35/2.00亿元，同比+3.55%/-1.14%，主要系去年Q1前期延续2022年免票活动，今年实际票价较去年提升，另外消费环境变化下索道收入略有回落。整体上旅游服务营业利润1.86亿元/+3.9%，系利润核心。当前金顶索道升级项目正在推进中，2024Q2末在建工程金额较2023年末增长183%，公司预计拟于2025年年底前完工，届时金顶索道实际运力有望增加至4000人/小时，较当前翻倍。**酒店业务收入0.94亿元/+10.09%**，营业亏损0.03亿元，由微利转亏，成本上涨扰动。**演艺(持股40%)收入0.05亿元/+1.56%**，净亏损0.27亿元，减亏0.07亿元，去年计提1.56亿减值使得上半年折摊减少0.06亿元。此外，**茶叶收入0.41亿元/+1.14%**，营业利润0.02亿元/+14%。

上半年主业利润率同比改善，税率常态化致净利率下滑。2024H1公司毛利率为49.6%，同比提升1.2pct，预计索道毛利率改善且演艺折摊减少；销售费率/管理费/研发费率/财务费率同比分别持平/-1.9/+0.1/+1.8pct，主业经营费率控制良好，财务费率增加主要系到期存款较少使得利息收入减少。此外，公司计提308万信用减值损失，同比增加203万。总体上，公司营业利润同比增长4.7%，利润率+0.4pct。只是，因2022年亏损抵税递延影响，2023H1表观所得税率为10.2%，2024H1为19.5%，使得归母净利润同比下降。

风险提示：消费降级，国企改革不及预期，新项目打造不及预期等。

投资建议：综合上半年表现，我们下调公司2024-2026年归母净利润至2.59/2.91/3.29亿元(此前为2.83/3.15/3.50亿元)，对应PE为24/22/19x。二季度以来消费环境平淡且阶段天气扰动，公司客流与收入仍录得相对平稳，而新领导上任后主业费用改善也初步显现。我们认为，当前头部自然景区客流韧性横向对比其他消费仍有一定相对优势，而公司在客源渠道、营销以及费用控制方面主观能动性的进一步发挥也值得继续观察，后续重点跟踪暑期旺季客流同比趋势与新索道推进节奏，维持“优于大市”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 | 1,084 | 1,166 | 1,272 |
| (+/-%) | -31.4% | 142.3% | 3.8% | 7.5% | 9.1% |
| 净利润(百万元) | -146 | 228 | 259 | 291 | 329 |
| (+/-%) | -906.4% | -256.1% | 13.8% | 12.4% | 12.9% |
| 每股收益(元) | -0.28 | 0.43 | 0.49 | 0.55 | 0.62 |
| EBIT Margin | -41.0% | 29.7% | 27.6% | 28.9% | 31.0% |
| 净资产收益率(ROE) | -6.4% | 9.1% | 9.7% | 10.1% | 10.6% |
| 市盈率(PE) | -43.4 | 27.8 | 24 | 22 | 19 |
| EV/EBITDA | -280.3 | 15.7 | 15.6 | 14.0 | 12.4 |
| 市净率(PB) | 2.80 | 2.54 | 2.37 | 2.20 | 2.04 |

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

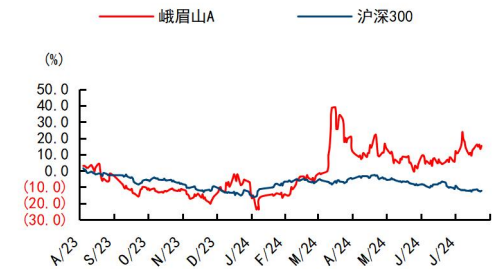
社会服务·旅游及景区

| | |
|--|--|
| 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 | 证券分析师: 杨玉莹 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006 |

基础数据

| | |
|------------|--------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 12.02元 |
| 总市值/流通市值 | 6333/6333百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 16.11/7.47元 |
| 近3个月日均成交额 | 251.85百万元 |

市场走势

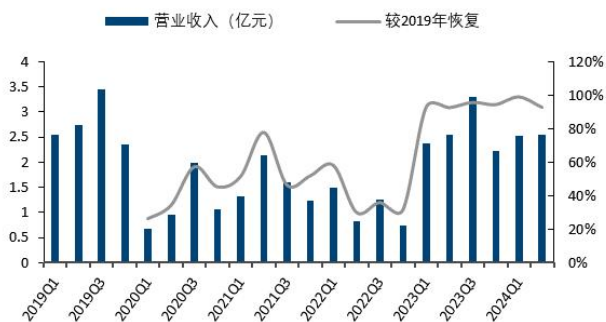


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

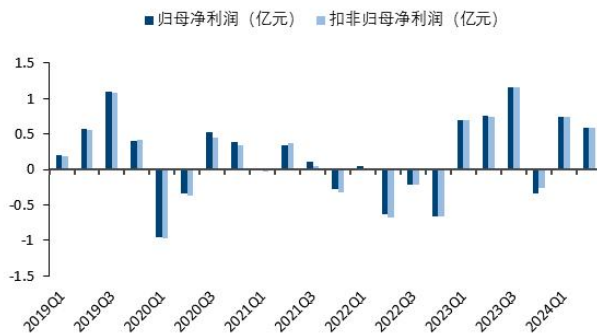
- 《峨眉山 A (000888.SZ) —— 一季度高基数下收入增长稳健，经营效能改善显著》——2024-04-25
- 《峨眉山 A (000888.SZ) —— 2023 年主业复苏但演艺拖累，关注景区内外交改善》——2024-04-03
- 《峨眉山 A (000888.SZ) —— 单三季度净利润创历史新高，关注核心索道改造及交通改善》——2023-10-29
- 《峨眉山 A (000888.SZ) —— 金顶索道拟改造升级，助力旺季客流弹性》——2023-07-20
- 《峨眉山 A (000888.SZ) —— 一季度迎强势开门红，全年复苏成长可期》——2023-05-03

图1: 公司 2019-2023 年各季度营业收入表现



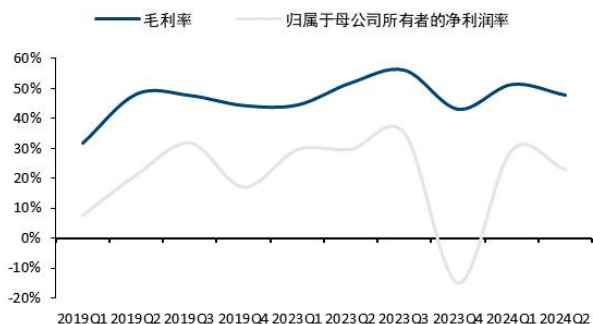
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司 2019-2023 年各季度利润表现



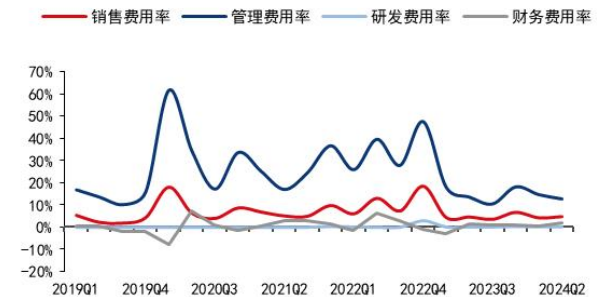
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率、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 |
|-----------|------|----|-----|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|------|
| | | | | 23A | 24E | 25E | 26E | 23A | 24E | 25E | 26E | |
| 000888.SZ | 峨眉山A | 12 | 63 | 0.43 | 0.49 | 0.55 | 0.62 | 28 | 24 | 22 | 19 | 优于大市 |
| 002033.SZ | 丽江股份 | 8 | 45 | 0.41 | 0.41 | 0.46 | 0.51 | 20 | 20 | 18 | 16 | 优于大市 |
| 603099.SH | 长白山 | 23 | 63 | 0.52 | 0.68 | 0.79 | 0.88 | 45 | 35 | 30 | 27 | 优于大市 |
| 603199.SH | 九华旅游 | 33 | 37 | 1.58 | 1.77 | 1.95 | 2.13 | 21 | 19 | 17 | 16 | 优于大市 |
| 600054.SH | 黄山旅游 | 11 | 78 | 0.58 | 0.65 | 0.72 | 0.79 | 18 | 16 | 15 | 14 | 优于大市 |
| 002159.SZ | 三特索道 | 13 | 23 | 0.72 | 0.85 | 0.97 | 1.10 | 18 | 15 | 13 | 12 | 优于大市 |
| 603136.SH | 天目湖 | 9 | 25 | 0.54 | 0.59 | 0.69 | 0.80 | 17 | 16 | 14 | 12 | 优于大市 |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测 (注: EPS 按最新股本计算)

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 | 1802 | 1827 | 2159 | 营业收入 | 431 | 1045 | 1084 | 1166 | 1272 |
| 应收款项 | 37 | 55 | 50 | 96 | 108 | 营业成本 | 414 | 525 | 579 | 610 | 640 |
| 存货净额 | 40 | 37 | 43 | 46 | 48 | 营业税金及附加 | 8 | 9 | 12 | 13 | 14 |
| 其他流动资产 | 8 | 13 | 29 | 31 | 34 | 销售费用 | 43 | 47 | 49 | 53 | 57 |
| 流动资产合计 | 1040 | 1494 | 1934 | 2009 | 2358 | 管理费用 | 141 | 151 | 143 | 152 | 163 |
| 固定资产 | 1577 | 1453 | 1376 | 1356 | 1251 | 研发费用 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 无形资产及其他 | 394 | 237 | 228 | 220 | 212 | 财务费用 | 6 | 2 | 12 | (17) | (21) |
| 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 | (5) | (3) | 0 |
| 资产总计 | 3081 | 3254 | 3601 | 3643 | 3873 | 其他收入 | (34) | (315) | (2) | (2) | (3) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 5 | 6 | 28 | 28 | 28 | 营业利润 | (197) | 135 | 285 | 353 | 418 |
| 应付款项 | 74 | 73 | 174 | 25 | 26 | 营业外净收支 | (4) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 209 | 229 | 281 | 278 | 282 | 利润总额 | (201) | 135 | 285 | 353 | 418 |
| 流动负债合计 | 288 | 308 | 482 | 331 | 336 | 所得税费用 | 2 | 45 | 71 | 88 | 105 |
| 长期借款及应付债券 | 457 | 493 | 493 | 493 | 493 | 少数股东损益 | (57) | (137) | (45) | (26) | (15) |
| 其他长期负债 | 51 | 49 | 59 | 59 | 59 | 归属于母公司净利润 | (146) | 228 | 259 | 291 | 329 |
| 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 | 1034 | 883 | 888 | 净利润 | (146) | 228 | 259 | 291 | 329 |
| 少数股东权益 | 22 | (87) | (105) | (115) | (121) | 资产减值准备 | 4 | 137 | (7) | (3) | (10) |
| 股东权益 | 2262 | 2490 | 2672 | 2875 | 3105 | 折旧摊销 | 151 | 146 | 172 | 180 | 187 |
| 负债和股东权益总计 | 3081 | 3254 | 3601 | 3643 | 3873 | 公允价值变动损失 | (19) | (149) | 5 | 3 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 6 | 2 | 12 | (17) | (21) |
| 每股收益 | (0.28) | 0.43 | 0.49 | 0.55 | 0.62 | 营运资本变动 | (47) | 127 | 137 | (204) | (22) |
| 每股红利 | 0.12 | 0.04 | 0.15 | 0.17 | 0.19 | 其它 | (86) | (261) | (11) | (7) | 4 |
| 每股净资产 | 4.29 | 4.73 | 5.07 | 5.46 | 5.89 | 经营活动现金流 | (143) | 228 | 555 | 259 | 487 |
| ROIC | -6.04% | 7.81% | 9% | 12% | 14% | 资本开支 | 0 | (289) | (84) | (152) | (63) |
| ROE | -6.45% | 9.14% | 10% | 10% | 11% | 其它投资现金流 | 302 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 4% | 50% | 47% | 48% | 50% | 投资活动现金流 | 307 | (274) | (78) | (146) | (57) |
| EBIT Margin | -41% | 30% | 28% | 29% | 31% | 权益性融资 | 0 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | -6% | 44% | 43% | 44% | 46% | 负债净变化 | 100 | 36 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | -31% | 142% | 4% | 8% | 9% | 支付股利、利息 | (63) | (21) | (78) | (87) | (99) |
| 净利润增长率 | -906% | -256% | 14% | 12% | 13% | 其它融资现金流 | (223) | 430 | 22 | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 27% | 23% | 26% | 21% | 20% | 融资活动现金流 | (149) | 488 | (55) | (87) | (99) |
| 股息率 | 1.0% | 0.3% | 1.2% | 1.4% | 1.6% | 现金净变动 | 16 | 442 | 421 | 25 | 331 |
| P/E | (43.4) | 27.8 | 24.5 | 21.8 | 19.3 | 货币资金的期初余额 | 923 | 939 | 1380 | 1802 | 1827 |
| P/B | 2.8 | 2.5 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 货币资金的期末余额 | 939 | 1380 | 1802 | 1827 | 2159 |
| EV/EBITDA | (280.3) | 15.7 | 15.6 | 14.0 | 12.4 | 企业自由现金流 | 0 | 192 | 450 | 76 | 397 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 658 | 463 | 89 | 413 |

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 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 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 |
| | | 弱于大市 | 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