

峨眉山 A (000888.SZ)

高基数下客流平稳微降，盈利改善逐步验证

优于大市

核心观点

2024年第三季度公司归母净利润同比下降3.7%，与我们业绩前瞻一致。峨眉山A第三季度收入2.98亿元/-9.87%，归母净利润1.11亿元/-3.70%，扣非净利润1.11亿元/-3.30%，与我们此前业绩前瞻基本一致（1.1亿元）。去年高基数上，自然景区龙头公司业绩平稳微降，成本费用率控制良好下业绩好于收入表现。前三季度，公司实现收入8.06亿元/-1.97%，实现归母净利润2.44亿元/-6.61%，扣非归母净利润2.43亿元/-6.00%。

收入端，头部景区客流高基数下韧性较强，Q3峨眉山景区进山客流同比下滑5.8%。Q3峨眉山景区进山客流146万人次，高基数下同比下降5.8%，7月阶段受制于阴雨天气但此后客流重拾平稳增长趋势，其中预计门票、索道等表现与客流趋势相近，而酒店等二消业务则有所拖累。前三季度景区进山客流370万人次/-2.5%，总体上头部自然景区客流具有韧性，同时公司积极把握消费趋势，比如《黑神话：悟空》游戏爆火后，公司在线上全渠道通过直播、公众号推文等方式推广灵猴IP、西游记取景地等吸引年轻客群。

利润端，国企考核强化背景下公司积极管控成本，Q3归母净利润率同比提升2pct。Q3毛利率同比提升3pct，预计系公司成本控制良好以及去年演艺项目减值后折摊减少综合影响，而高毛利主业占比提升也有结构化助力。此外公司销售/管理/财务费率同比分别-1/+2/+0.5pct，部分有刚性费用影响，而联营公司投资收益占收入比重+1.3pct与费用率变化基本抵消。

金顶索道预计2026年上半年投入运营，演艺项目多管齐下推进盈利改善。展望后续，公司一看景区内索道与配套交通扩容：公司拟投资3.5亿元改造升级金顶索道，未来运力有望扩容50%，目前该项目已完成图纸设计进入预算编制阶段，预计于2026年上半年前投入运营，届时配合山上山下交通改善包括停车场扩容、川零公路逐步打通、后山项目报批推进等有望提振景区客流。二看盈利能力改善：国企考核提升下，公司重视盈利能力改善。其中演艺项目于2019年开业，受消费环境影响转化率有待提升，公司去年底已一次性计提减值1.56亿元目标轻装上阵，后续将从线上营销和丰富产品组合等综合发力，并通过强化成本管控和减轻利息费用等改善盈利能力。

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：我们维持公司2024-2026年归母净利润2.59/2.91/3.29亿元，对应动态PE为27/24/22x。自然景区客流韧性突出，后续峨眉山内部交通扩容、线上营销等对客流提振作用值得期待，同时国企考核强化下公司盈利能力提升逐步验证，短期假期安排优化预期提振情绪，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

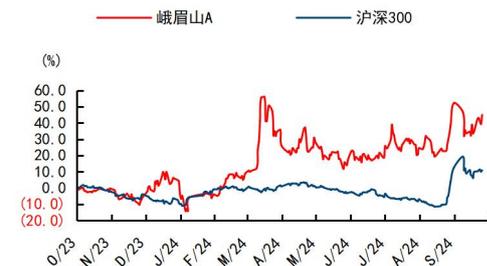
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn
 证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn
 S0980511040003 S0980513100003
 证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
 证券分析师：杨玉莹 010-88005377 yangyuying@guosen.com.cn
 S0980521120002 S0980524070006

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值
 收盘价 13.46元
 总市值/流通市值 7092/7092百万元
 52周最高价/最低价 16.11/7.47元
 近3个月日均成交额 325.12百万元

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)-上半年收入微增净利润下滑，期待经营效能改善逐步显现》——2024-08-25
- 《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，关注景区内外部交通改善》——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

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)	-48.6	31.2	27	24	22
EV/EBITDA	-310.1	17.4	17.2	15.4	13.7
市净率(PB)	3.13	2.85	2.65	2.47	2.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

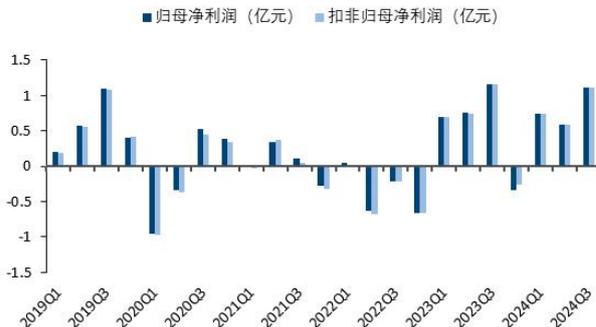
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司 2019-2023 年各季度营业收入表现



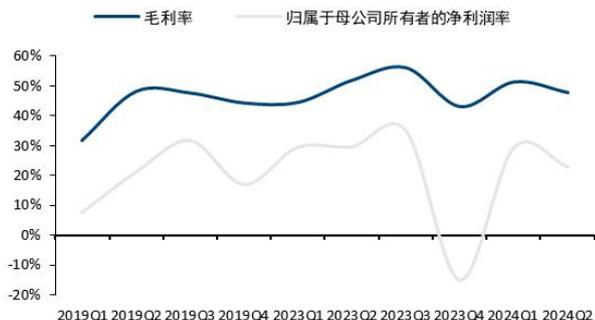
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司 2019-2023 年各季度利润表现



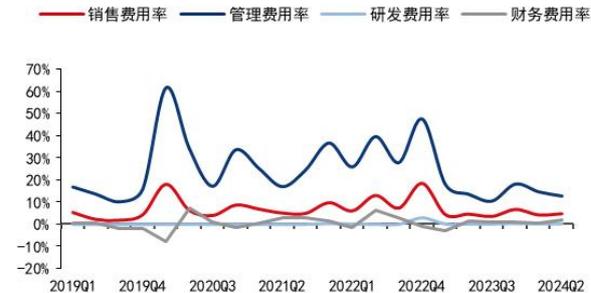
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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	13	71	0.43	0.49	0.55	0.62	31	27	24	22	优于大市
300144.SZ	宋城演艺	10	258	-0.04	0.42	0.49	0.56	-234	23	20	17	优于大市
002033.SZ	丽江股份	9	49	0.41	0.41	0.46	0.51	21	22	19	17	优于大市
603099.SH	长白山	34	90	0.52	0.68	0.79	0.88	65	50	43	38	优于大市
603199.SH	九华旅游	36	40	1.58	1.77	1.95	2.13	23	21	19	17	优于大市
600054.SH	黄山旅游	12	84	0.58	0.65	0.72	0.79	20	18	16	15	优于大市
002159.SZ	三特索道	15	27	0.72	0.85	0.97	1.10	21	18	16	14	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	0.9%	0.3%	1.1%	1.2%	1.4%	现金净变动	16	442	421	25	331
P/E	(48.6)	31.2	27.4	24.4	21.6	货币资金的期初余额	923	939	1380	1802	1827
P/B	3.1	2.8	2.7	2.5	2.3	货币资金的期末余额	939	1380	1802	1827	2159
EV/EBITDA	(310.1)	17.4	17.2	15.4	13.7	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