

丽江股份 (002033.SZ) / 社服行业

证券研究报告/公司深度报告

2023年06月02日

评级: 增持 (首次)

市场价格: 10.31元

分析师: 皇甫晓晗

执业证书编号: S0740521040001

Email: huangfuxh@zts.com.cn

研究助理: 张骥

Email: zhangji01@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

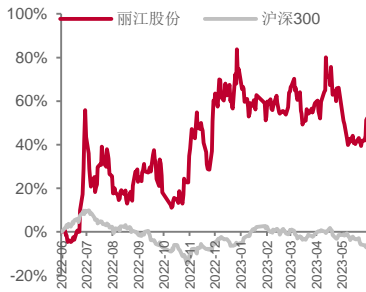
指标	2020A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	358	317	769	814	872
增长率 yoy%	-17%	-12%	143%	6%	7%
归母净利润 (百万元)	-38	4	257	282	297
增长率 yoy%	-154%	110%	6884%	9%	5%
每股收益 (元)	-0.07	0.01	0.47	0.51	0.54
每股现金流量	0.00	0.21	0.65	0.83	0.89
净资产收益率	-2%	0%	10%	10%	9%
P/E	-149.9	1537.5	22.0	20.1	19.1
P/B	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9

备注: 股价选取 2023 年 06 月 02 日收盘价

### 基本状况

总股本(百万股)	549
流通股本(百万股)	549
市价(元)	10.31
市值(百万元)	5,665
流通市值(百万元)	5,665

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 报告摘要

- 核心观点:** 公司拥有云南西北部核心旅游资源，疫后复苏景气度确认，且随交通改善和新项目落地，业绩有望超市场预期，当前估值尚未充分反应其成长部分。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。** 我们预计，公司 23/24/25 年的营业收入为 7.69/8.14/8.72 亿元，增速 143%/6%/7%，归母净利润 2.57/2.82/2.97 亿元，增速 6884%/9%/5%，对应 PE 22.0/20.1/19.1 x。考虑到公司业务的盈利性和未来新项目的成长性，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 公司坐拥云南西北部旅游核心资源，盈利手段主要为索道、演出、酒店业务。** 目前公司的业务布局云南西北部的丽江古城、玉龙雪山、泸沽湖、香格里拉地区，形成以索道、演出、酒店为核心业态的旅游公司。其中，索道业务毛利最高，毛利率常年维持在 80% 以上，2019 年索道毛利占公司总毛利的 55%。
- 交通改善与新项目扩张带来成长性。** 自 2016 年年末昆明接入全国高铁网至今，云南西北部的交通改善逻辑持续演绎。2014 年以来，公司走出丽江，向泸沽湖、香格里拉地区布局酒店与演出业务。然而，2017-18 年云南旅游整治，团队游承压，2020-22 年遭遇疫情，景区客流大幅下挫。基本面改善恰逢外部不利因素压制，导致业绩稳定性与成长性未充分体现。疫后，压制因素解除，业绩有望得到快速释放。
- 23Q1 创单季历史最高业绩，景气度确认。** 23 年 Q1，公司在淡季实现营收 1.80 亿，归母净利润 0.55 亿元，两项指标皆创历史最高水平，景气度得到确认。当前市场对于景区疫后复苏有所预期，而对于公司的成长性尚未有充分判断。我们认为，丽江股份，有望在景区个股中实现复苏与成长的共振。
- 风险提示:** 控制权变更的风险；自然灾害的风险；酒店无法盈利的风险；研报使用信息滞后或更新不及时风险。

## 内容目录

<b>1.历史悠久的滇西北旅游龙头，净利率较高</b> .....	<b>- 5 -</b>
1.1 以玉龙雪山旅游资源为核心，具备较好的盈利性 .....	- 5 -
1.2 股权：上市后实控人发生过变更，目前为华邦生命健康董事长张松山 ..	- 6 -
1.3 上市以来两次重大资本运作：收购印象旅游 51%股权、募资建新项目 ..	- 8 -
<b>2.索道、演出、酒店为核心的客流变现手段</b> .....	<b>- 9 -</b>
2.1 索道：公司盈利的基本盘 .....	- 9 -
2.2 演出：雪山脚下的可选消费，现金流稳定 .....	- 11 -
2.3 酒店：持续扩张，预计疫后有较好的收入业绩贡献 .....	- 14 -
<b>3.成长性逻辑，疫后逐步体现</b> .....	<b>- 17 -</b>
3.1 交通改善持续多年，红利有望疫后得到充分释放 .....	- 17 -
3.2 景区扩张，走出丽江 .....	- 19 -
<b>4.淡季不淡，疫后复苏超预期</b> .....	<b>- 20 -</b>
<b>5.盈利预测与估值</b> .....	<b>- 22 -</b>
<b>6.风险提示</b> .....	<b>- 24 -</b>

## 图表目录

图表 1: 丽江股份的净利率常年维持在较高水平 .....	- 5 -
图表 2: 景区股的净利率, 丽江股份位居前列 .....	- 5 -
图表 3: 丽江股份各项业务的营收(万元), 索道占比较高 .....	- 6 -
图表 4: 丽江股份各项业务的毛利(万元), 索道贡献最大 .....	- 6 -
图表 5: 公司部分业务享受企业所得税优惠 .....	- 6 -
图表 6: 截至 22 年报, 丽江股份的主要股东股权结构 .....	- 7 -
图表 7: 华邦生命健康广泛布局文旅与大健康产业 .....	- 7 -
图表 8: 2011 年公司将《印象·丽江》演出业务并表后营收净利出现大幅增长 .....	- 8 -
图表 9: 公司下辖酒店开业后的经营情况 .....	- 8 -
图表 10: 疫情前, 公司索道毛利率维持在 80% 以上 .....	- 9 -
图表 11: 公司经营玉龙雪山景区内的三条索道 .....	- 10 -
图表 12: 公司索道业务发展的重大事件 .....	- 10 -
图表 13: 从索道人次结构看, 玉龙雪山索道是人次最多的核心索道 .....	- 10 -
图表 14: 票价下调致使索道业务客单价下滑 .....	- 11 -
图表 15: 《印象·丽江》是以玉龙雪山为背景的实景演出 .....	- 12 -
图表 16: 疫情前《印象·丽江》毛利率常年维持在 50% 以上 .....	- 13 -
图表 17: 《印象·丽江》观演人次在 2014 年之后出现下滑(单位: 万人) .....	- 13 -
图表 18: 《印象·丽江》和丽江千古情近期票价对比 .....	- 13 -
图表 19: 《印象·丽江》与《丽江千古情》位于丽江市南北两侧 .....	- 13 -
图表 20: 丽江千古情营业收入反超印象丽江 .....	- 14 -
图表 21: 公司旗下三大酒店公司 .....	- 14 -
图表 22: 公司酒店分布于丽江市、香格里拉市、金沙江沿线 .....	- 14 -
图表 23: 公司的酒店业务持续亏损, 疫情期间收入仍保持提升 .....	- 15 -
图表 24: 丽江股份酒店布局持续扩张 .....	- 16 -
图表 25: 丽江股份酒店业务毛利率下滑 .....	- 16 -
图表 26: 整治旅游市场后, 丽江市游客量增速下降 .....	- 17 -
图表 27: 2017 年后, 云南旅游市场整治提速 .....	- 17 -
图表 28: 云南高铁网建设逐步提速 .....	- 18 -
图表 29: 丽江股份布局的中高端酒店或将受益于散客比例提升 .....	- 19 -
图表 30: 部分已披露的新建项目情况 .....	- 20 -
图表 31: 索道业务 23Q1 复苏强劲 .....	- 20 -
图表 32: 丽江股份的收入端具有明显淡旺季特征(单位: 亿元) .....	- 21 -
图表 33: 演出业务 23Q1 净利率大幅提升, 主要原因为上座率增长 .....	- 21 -

图表 34: 丽江股份盈利预测..... - 22 -

图表 35: 丽江股份与可比公司估值..... - 24 -

## 1. 历史悠久的滇西北旅游龙头，净利率较高

### 1.1 以玉龙雪山旅游资源为核心，具备较好的盈利性

公司核心的景区资源为丽江市玉龙雪山，位于丽江市北部，是国家首批 5A 级旅游景区，核心景点冰川公园海拔 4500 米。在玉龙雪山景区内，公司核心运营的资产包括三条索道：玉龙雪山索道、云杉坪索道、牦牛坪索道，以及《印象·丽江》文艺演出。2014 年以来公司持续外围扩张，目前旅游资源布局云南西北部的丽江古城、玉龙雪山、泸沽湖、香格里拉地区，形成以索道、演出、酒店为核心业态的旅游公司。

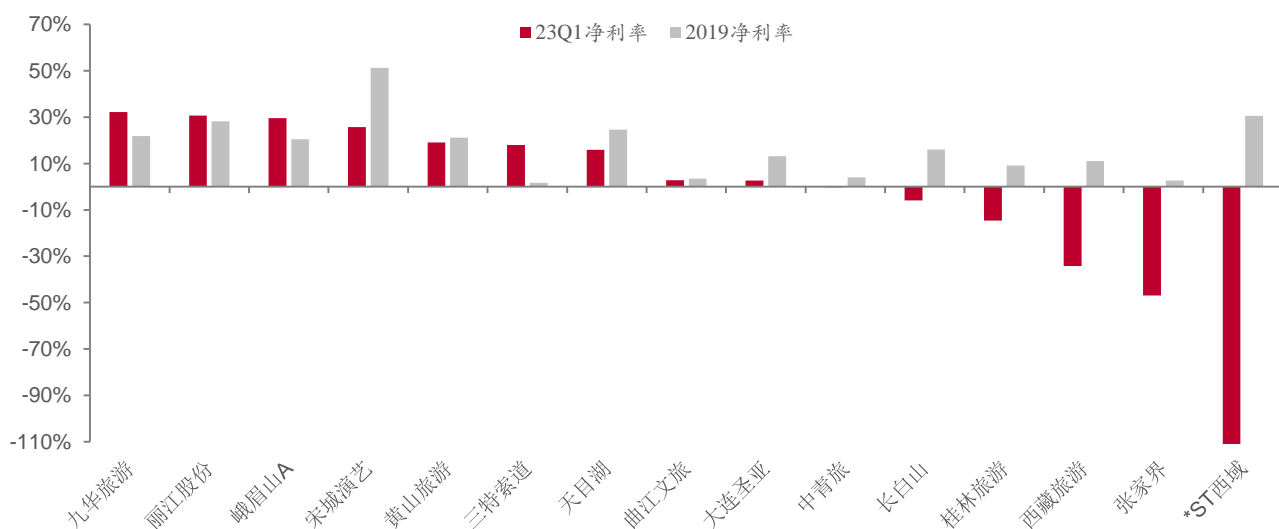
公司净利率较高。剔除疫情影响（2020-2022 年）、地震灾害影响（2008 年）、索道停运改造（2010 年）等因素，其余多数年份维持在 20%-30% 甚至更高的净利率水平。拆解来看：1. 公司的索道业务在部分年份能够维持 80% 以上毛利率。2. 公司享受西部大开发战略的企业所得税优惠，索道、演出等业务按 15% 所得税缴纳。

图表 1：丽江股份的净利率常年维持在较高水平



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 2：景区股的净利率，丽江股份位居前列



来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 3：丽江股份各项业务的营收（万元），索道占比较高**

	2018		2019		2020		2021		2022	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
索道运营	39028.51	57.53%	33139.11	45.85%	21042.79	48.82%	16637.61	46.43%	14332.03	45.27%
印象演出	9670.59	14.25%	17741.31	24.55%	6808.04	15.79%	4607.51	12.86%	2839.92	8.97%
酒店经营	11025.54	16.25%	11922.80	16.50%	10610.91	24.62%	11000.78	30.70%	11026.70	34.83%
其他业务	8117.59	11.97%	9466.33	13.10%	4642.74	10.77%	3588.91	10.01%	3456.86	10.92%

来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 4：丽江股份各项业务的毛利（万元），索道贡献最大**

	2018		2019		2020		2021		2022	
	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比
索道运营	32877.62	72.16%	26733.32	55.14%	15925.18	66.52%	12330.13	74.57%	10863.68	100.97%
印象演出	4721.18	10.36%	11503.47	23.73%	2377.37	9.93%	1230.21	7.44%	-26.41	-0.25%
酒店经营	6651.71	14.60%	6404.93	13.21%	4711.24	19.68%	3172.62	19.19%	419.01	3.89%
其他业务	1312.33	2.88%	3836.70	7.91%	926.43	3.87%	-198.78	-1.20%	-496.57	-4.62%

来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 5：公司部分业务享受企业所得税优惠**

纳税主体名称	所得税税率
丽江玉龙旅游股份有限公司	15%
丽江云杉坪旅游索道有限公司	15%
丽江牦牛坪旅游索道有限公司	15%
丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司	15%
丽江龙德旅游发展有限公司	25%
丽江和府酒店有限公司	25%
丽江龙途旅行社有限责任公司	25%
丽江龙悦餐饮经营管理有限公司	25%
迪庆香巴拉旅游投资有限公司	25%
巴塘雪域旅游投资管理有限责任公司	25%
丽江龙腾旅游投资开发有限公司	25%

来源：公司年报，中泰证券研究所

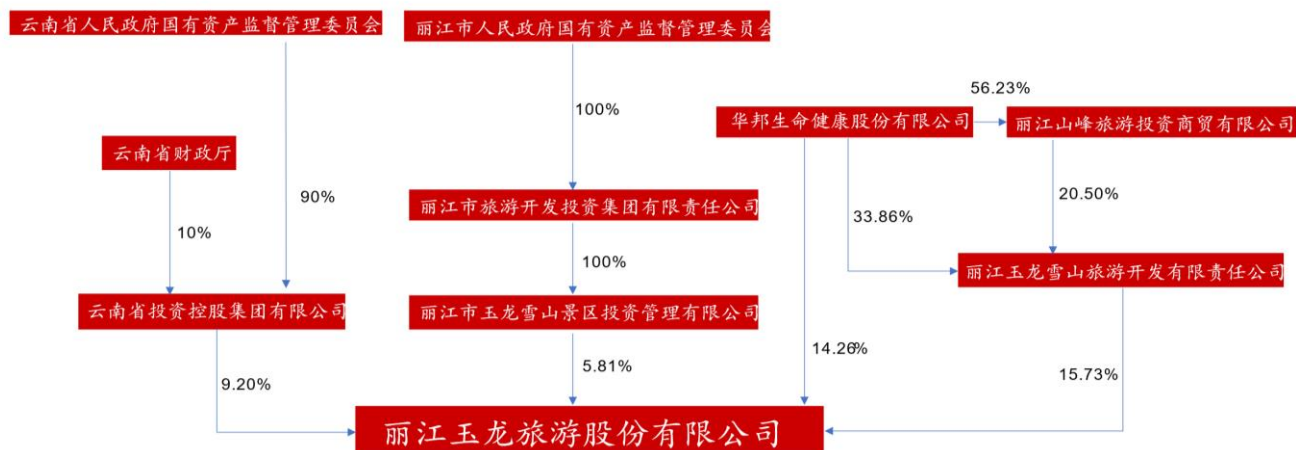
## 1.2 股权：上市后实控人发生过变更，目前为华邦生命健康董事长张松山

公司自 2004 年上市以来，经历过控制权变更。上市之初，第一大股东为云南省丽江玉龙雪山省级旅游区旅游开发总公司（05 年改制为丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司），实控人为丽江玉龙雪山省级旅游开发区管委会。

2017 年，华邦生命健康对丽江山峰旅游商贸投资有限公司增资完成后，丽江股份的实际控制人由丽江玉龙雪山省级旅游开发区管理委员会变更为张松山先生。

根据公司 22 年年报，张松山先生作为华邦生命健康股份有限公司董事长，为丽江股份实控人。华邦生命健康直接持有本公司 14.26% 的股权，并间接和直接持有丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司 54.36% 股权，合计控制本公司 29.99% 股权。公司的控股股东仍为丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司。

图表 6：截至 22 年报，丽江股份的主要股东股权结构



来源：企查查，公司年报，中泰证券研究所

图表 7：华邦生命健康广泛布局文旅与大健康产业

参股公司	股权比例	参股公司	股权比例
西藏林芝百盛药业有限公司	100.00%	丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司	33.86%
沈阳新药药业有限公司	100.00%	河北生命原点生物科技有限公司	26.73%
四川明欣药业有限责任公司	100.00%	陕西太白山秦岭旅游股份有限公司	25.00%
华邦医药研究有限公司	100.00%	西安众盈医疗信息科技有限公司	18.00%
重庆华邦融汇商业保理有限公司	100.00%	丽江玉龙旅游股份有限公司	14.26%
重庆华邦制药有限公司	100.00%	苏州谱新企业管理合伙企业（有限合伙）	11.61%
重庆华邦颐康旅游发展有限责任公司	100.00%	重庆两江新区同泽小额贷款有限公司	10.00%
卓远汇医投资有限公司	100.00%	重庆两江新区科易小额贷款有限公司	10.00%
重庆市卓瑞纵横生物技术有限公司	99.00%	重庆市乾佑投资咨询有限公司	10.00%
丽江山峰旅游商贸投资有限公司	56.23%	重庆市财科商务信息咨询有限公司	10.00%
深圳华普药物研发有限公司	55.00%	江苏谱新生物医药有限公司	8.87%
安徽冠诺股权投资合伙企业（有限合伙）	49.50%	丽江解脱林旅游发展有限公司	6.00%
北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司	45.82%	华邦西京医院管理有限公司	5.00%
山东凯盛新材料股份有限公司	44.51%	陕西汉江药业集团股份有限公司	未披露

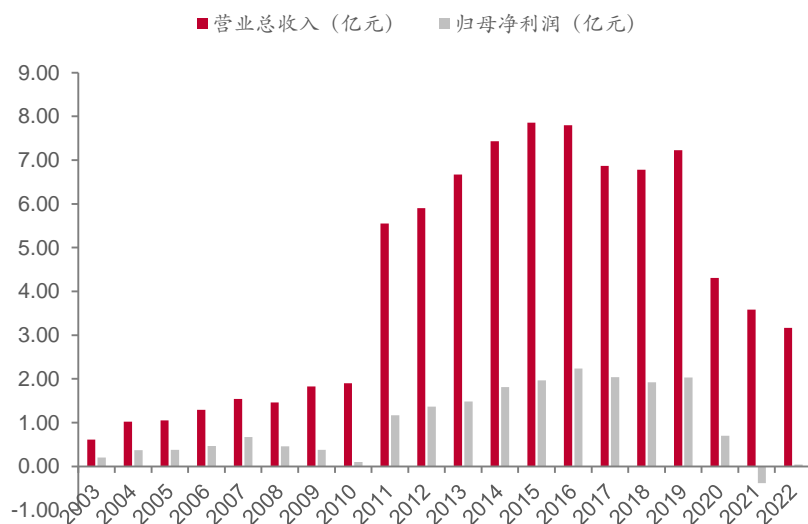
来源：企查查，中泰证券研究

### 1.3 上市以来两次重大资本运作：收购印象旅游 51% 股权、募资建新项目

**2011 年，收购《印象·丽江》业务。**丽江股份向丽江市玉龙雪山景区投资管理有限公司定向发行 1258.5 万股，以 2.1 亿元的价格，收购其持有的印象旅游 51% 的股份，将《印象·丽江》演出业务并表，使公司营收和业绩端出现较大幅度增长。

**2014 年 1 月，丽江股份非公开发行股票募集资金完成。**募资 7.8 亿，用于香格里拉香巴拉月光城项目、茶马古道奔子栏精品酒店项目、玉龙雪山游客综合服务中心项目建设。截至 22 年末，募资的三大项目都已完工并投入运营。

**图表 8：2011 年公司将《印象·丽江》演出业务并表后营收净利出现大幅增长**



来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 9：公司下辖酒店开业后的经营情况**

项目名称	开业时间	投资总额 (亿元)	开业后经营情况
香格里拉月光城英迪格酒店	2021.3	5.06	2021 年亏损 3939 万元 2022 年亏损 1821 万元
茶马古道奔子栏精品酒店	2016.1	0.47	2016 年亏损 409 万元； 2017 年亏损 346 万元； 2018 年亏损 282 万元； 2019 年亏损 304.3 万元； 2020 年亏损 56 万元； 2021 年亏损 114 万元； 2022 年亏损 263 万元
玉龙雪山游客综合服务中心项目	2013.9	1.08	2013 年亏损 1697 万元； 2014 年亏损 993 万元； 2015 年盈利 279 万元；



2016 年盈利 255.5 万元;  
2017 年盈利 130.6 万元;  
2018 年亏损 311 万元;  
2019 年盈利 242 万元;  
2020 年亏损 379 万元;  
2021 年亏损 782 万元;  
2022 年亏损 606 万元

来源：公司年报，中泰证券研究所

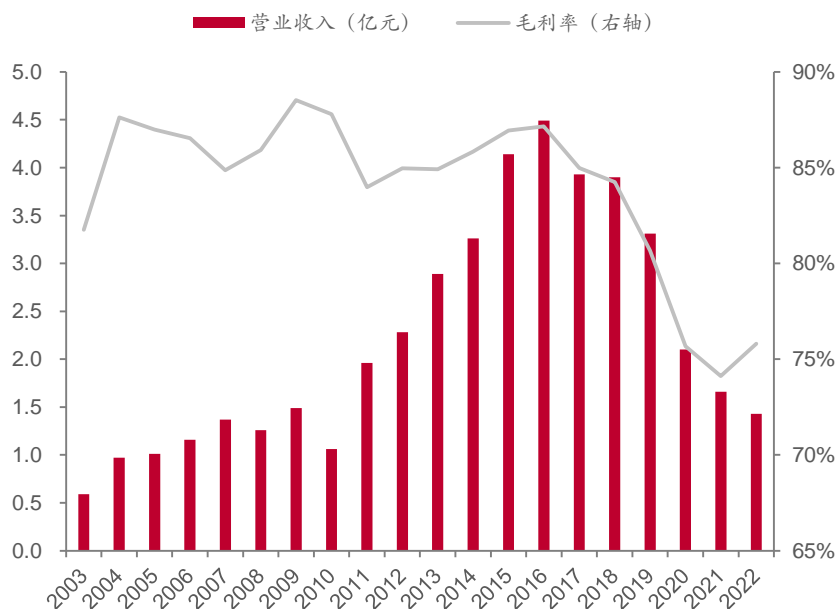
## 2. 索道、演出、酒店为核心的客流变现手段

### 2.1 索道：公司盈利的基本盘

公司经营玉龙雪山景区内的三条索道：分别是玉龙雪山索道、云杉坪索道、牦牛坪索道。其中，玉龙雪山索道 1998 年开始营业，2010 年完成改造。云杉坪索道 1994 年开始营业，2008 年完成改造，2016 年完成 100% 控股。牦牛坪索道 2007 年完成 100% 控股。

**索道维持高毛利。** 玉龙雪山景区内的三条索道，分别通向玉龙雪山的冰川公园、牦牛坪、云杉坪三个独立景点，并且是到达景点的主要交通方式。在疫情之前，索道的毛利率可以维持 80% 以上，为公司盈利的最主要来源。

**图表 10：疫情前，公司索道毛利率维持在 80% 以上**



来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 11：公司经营玉龙雪山景区内的三条索道**

玉龙雪山索道	云杉坪索道	牦牛坪索道
		
玉龙雪山索道终点是冰川公园，是玉龙雪山的核心景区。	云杉坪索道的终点云杉坪是一块隐藏在原始云杉林中的巨大草坪。	牦牛坪索道终点牦牛坪风景区为典型的草甸牧场。
海拔：4506米	海拔：3261米	海拔：3200米
全长 2968米 垂直高度 1150米	全长 958米，垂直高度 265米	全长 1200米，垂直高度 360米

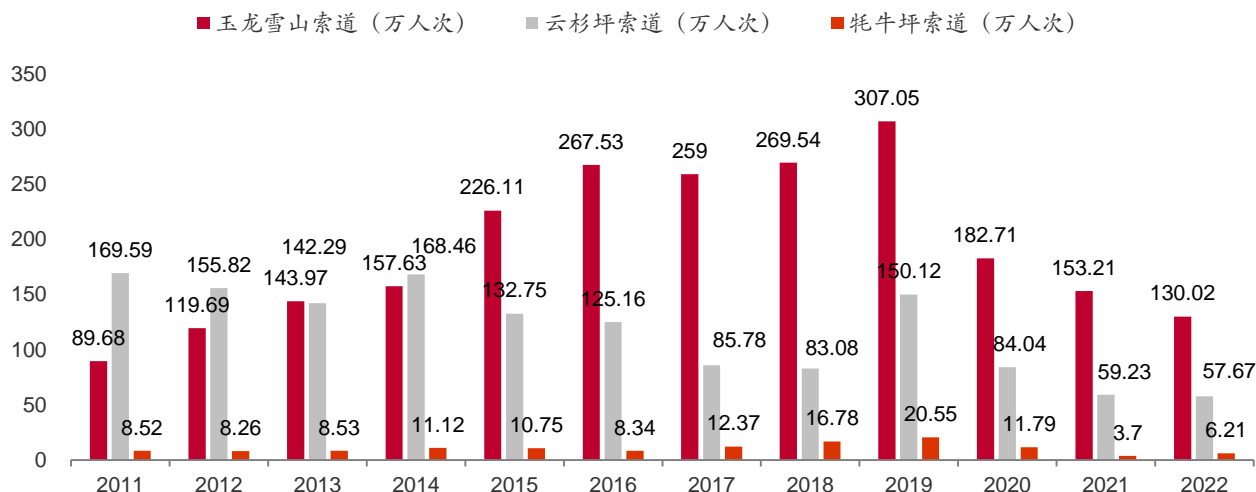
来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 12：公司索道业务发展的重大事件**



来源：公司年报，中泰证券研究所

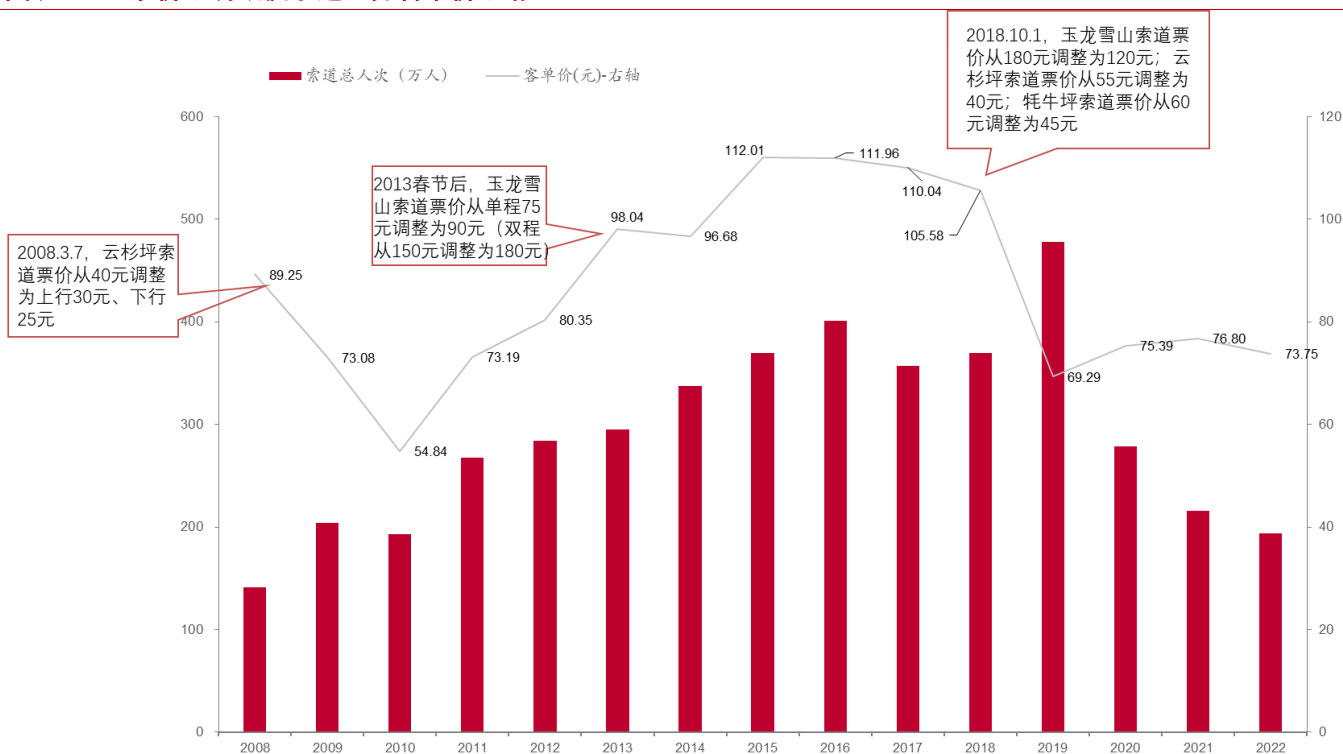
**图表 13：从索道人次结构看，玉龙雪山索道是人次最多的核心索道**



来源：公司年报，中泰证券研究所

**人次与客单：游客总人次持续增长，18年之后票价受限，客单价出现下滑。**从公司三条索道总人次的角度，疫情前基本保持持续增长，游客人次从11年267.8万人次增长到19年477.7万人次，CAGR 7.5%。索道总人次受到几个因素影响：1.玉龙雪山旅游总人次；2.索道改造升级、恶劣天气等原因导致的停运；3.索道单日的运营上限，旺季供不应求。从游客结构角度看，得益于玉龙雪山冰川公园景点的知名度提升，玉龙雪山索道的游客人次相对增速更快，11年至19年人次CAGR 16.6%，增速超过其他两条索道。从客单角度，18年云南省出台行政指导意见<sup>1</sup>，三大索道票价均下调，导致客单价出现下滑。2018年至今，索道票价尚未发生变化。

**图表 14：票价下调致使索道业务客单价下滑**



来源：公司年报，中泰证券研究所

## 2.2 演出：雪山脚下的可选消费，现金流稳定

《印象·丽江》是以玉龙雪山为背景的室外实景演出，由张艺谋、王潮歌、樊跃等著名艺术家策划、创作、执导，自06年首演至今。玉龙雪山脚下的核心区区位优势是演出得以长盛不衰的主要原因。2011年，公司通过收购将该演出业务并表，目前持有丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司51%的股权比例。

<sup>1</sup> 见《云南省发展与改革委员会关于印发完善旅游景区门票价格形成机制、降低国有景区门票价格，促进旅游转型升级的实施意见》云发改价格〔2018〕951号

**图表 15：《印象·丽江》是以玉龙雪山为背景的实景演出**

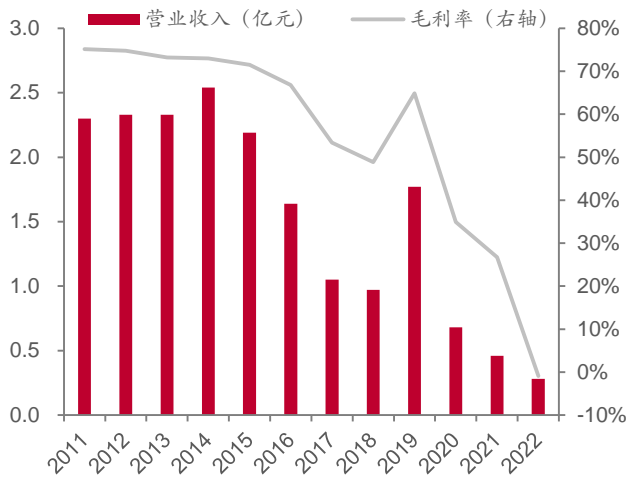


来源：线下调研拍摄，中泰证券研究所

**毛利率维持高水平，绑定玉龙雪山核心客流。**疫情前，《印象·丽江》的毛利率能够常年维持在 50%以上。《印象·丽江》的接待人次存在上限，主要包括：1.场地和场次的限制，目前《印象·丽江》一天接待的场次为 2 场，由于是室外演出，因此还会受到恶劣天气的困扰。2.《印象·丽江》的观演需要先进入玉龙雪山景区，因此受到玉龙雪山总游客人次的影响。

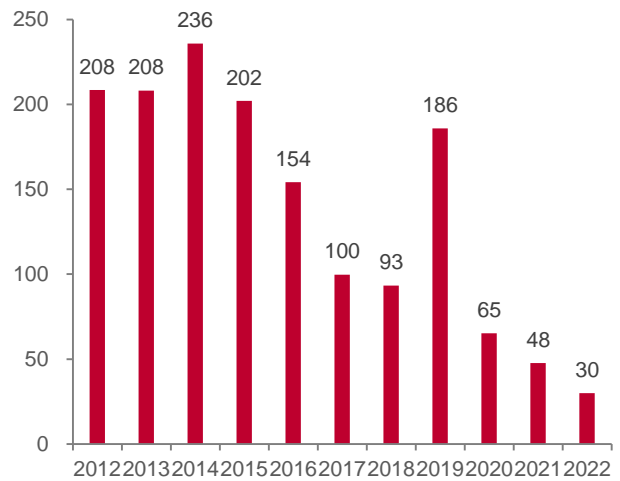
**2014 年之后营收开始出现下滑，系竞争影响。**2014 年 3 月，《丽江千古情》演出正式营业，对《印象·丽江》的观演客群出现分流。分流的主要原因为，游客在丽江市的停留时长有限，对演出的需求基本以一场为限，因此《印象·丽江》与《丽江千古情》存在较强竞争关系。2019 年，公司加强《印象·丽江》营销与宣传活动，与玉龙雪山的旅游产品做联合营销，演出收入出现回升。

**图表 16：疫情前《印象·丽江》毛利率常年维持在 50% 以上**



来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 17：《印象·丽江》观演人次在 2014 年之后出现下滑(单位：万人)**



来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 18：《印象·丽江》和丽江千古情近期票价对比**

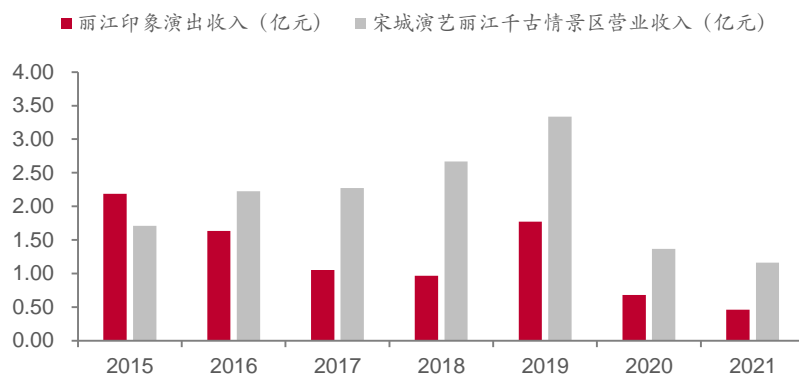


来源：携程小程序，中泰证券研究所

**图表 19：《印象·丽江》与《丽江千古情》位于丽江市南北两侧**



来源：百度地图，中泰证券研究所

**图表 20：丽江千古情营业收入反超印象丽江**


来源：公司年报，中泰证券研究所

### 2.3 酒店：持续扩张，预计疫后有较好的收入业绩贡献

公司自 2009 年以来开始布局酒店业务，定位中高端客群。截至 22 年末，公司旗下三大酒店公司，主要酒店包括和府洲际度假酒店、丽江古城英迪格酒店、迪庆月光城英迪格酒店、茶马道丽世酒店系列及巴塘假日酒店，委托洲际酒店集团和丽世酒店集团管理。酒店分布于丽江市、香格里拉市以及金沙江沿线。

**图表 21：公司旗下三大酒店公司**

公司名	股权	主要酒店	酒店管理方
丽江和府酒店有限公司	100%	和府洲际酒店、古城丽世酒店、丽江古城英迪格酒店、5596 商业街、丽世山居系列酒店（金沙江沿线丽世酒店）	洲际酒店集团、丽世集团
迪庆香巴拉旅游投资有限公司	100%	迪庆英迪格酒店、奔子栏丽世酒店、香格里拉丽世酒店	洲际酒店集团、丽世集团
巴塘雪域旅游投资管理有限责任公司	69.88%	巴塘假日酒店	洲际酒店集团

来源：公司年报，中泰证券研究所

**图表 22：公司酒店分布于丽江市、香格里拉市、金沙江沿线**


来源：公司年报，百度地图，中泰证券研究所

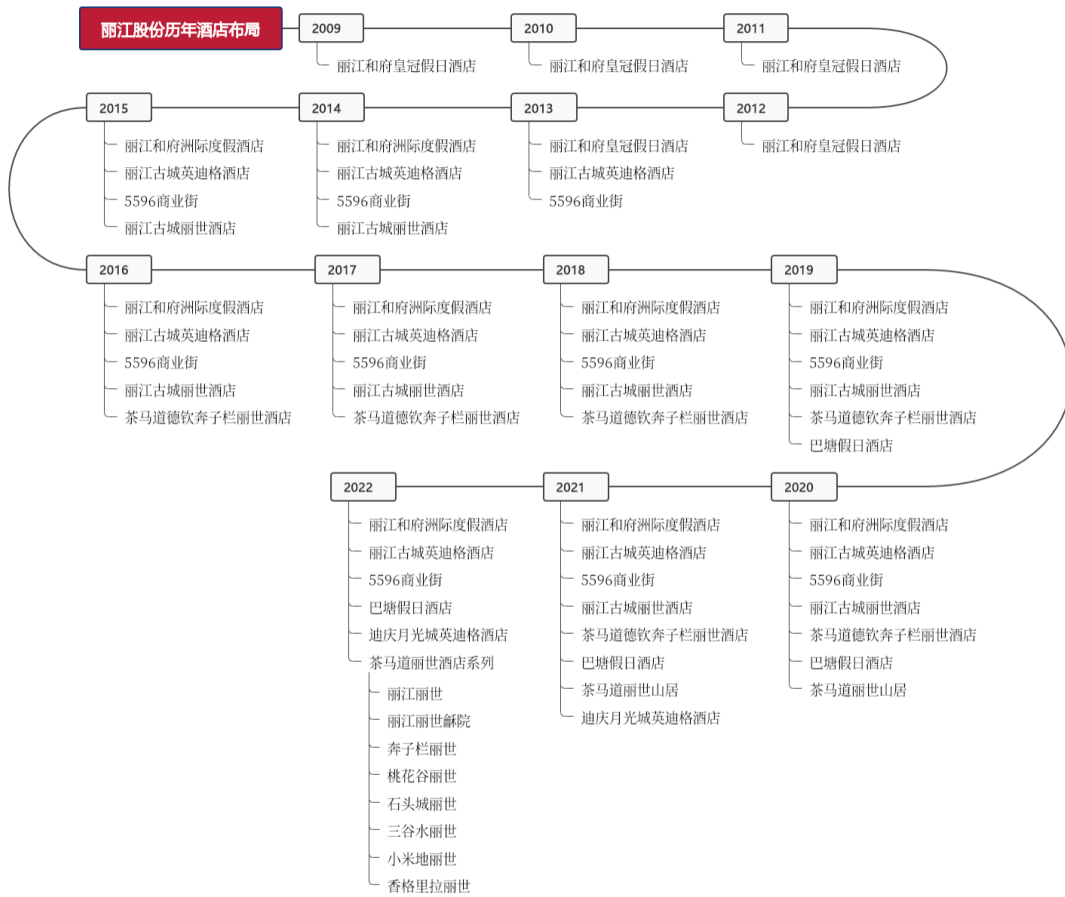
酒店业务尚未盈利，持续扩张收入稳定但毛利率下滑。自 2009 年公司布局酒店业务以来，多数年份亏损。疫情 3 年受客流冲击情况下，公司拥有的酒店数量持续增长，从而保证收入持续稳定，但由于扩张带来的成本增加导致毛利率下滑。此外，22 年将酒店折旧等开支由管理费用、销售费用调整到主营业务成本，毛利率大幅下滑。预计疫情后，随着客流恢复，酒店毛利率将出现反弹，收入端有较好贡献。

**图表 23：公司的酒店业务持续亏损，疫情期间收入仍保持提升**

年份	营业收入(万元)	净利润(万元)
2009	1020.7	-1657.96
2010	7252.7	-1289.8
2011	10054.5	771.0
2012	10167.0	1110.1
2013	10593.4	-380.7
2014	10951.9	-1534.4
2015	9916.1	-3728.5
2016	10139.1	-2737.8
2017	10068.1	-2877.1
2018	11709.9	-4514.5
2019	12380.8	-3116.4
2020	10920.4	-3230.7
2021	11368.8	-8688.1
2022	11703.9	-6189.4

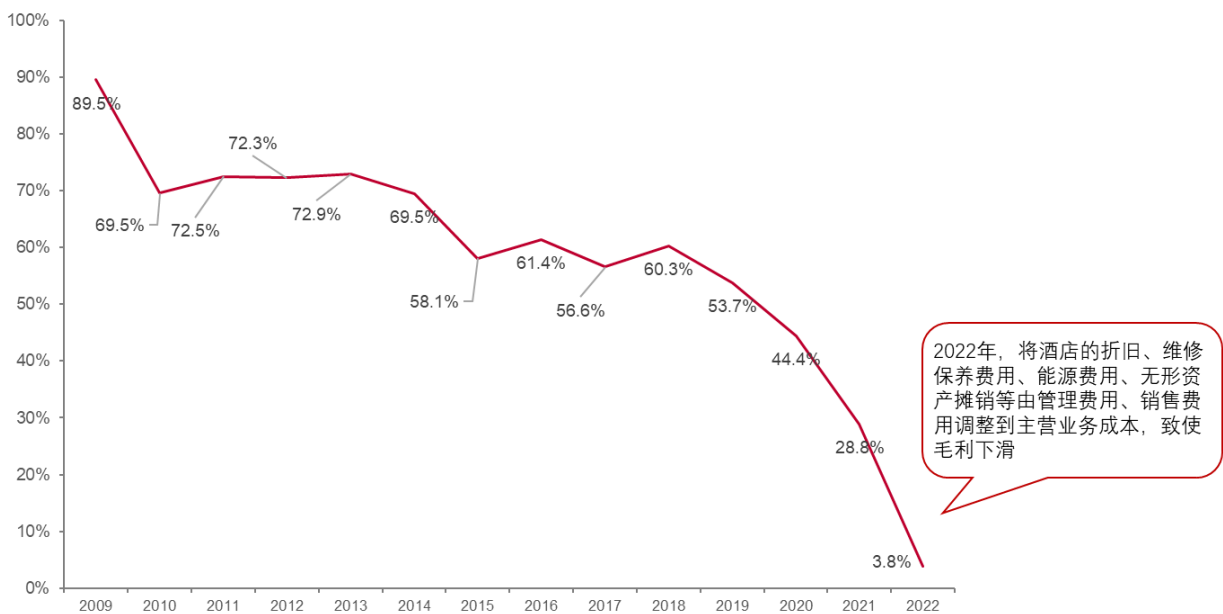
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 24：丽江股份酒店布局持续扩张



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 25：丽江股份酒店业务毛利率下滑



来源：公司年报，中泰证券研究所

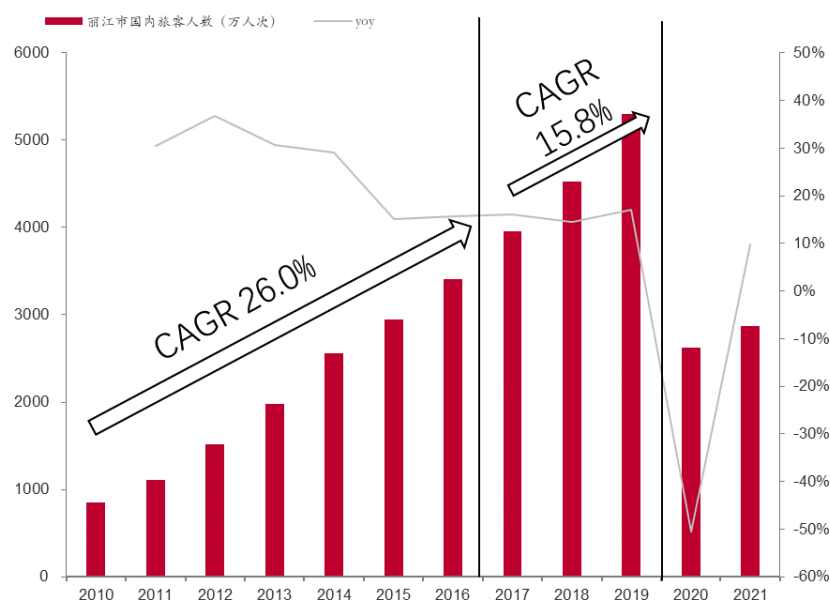


### 3.成长性逻辑，疫后逐步体现

#### 3.1 交通改善持续多年，红利有望疫后得到充分释放

交通改善逻辑自 16 年开始，但 17 年至疫情前叠加云南旅游市场整治，团队游承压。丽江股份的交通改善逻辑，自 2016 年年末昆明市接入全国高铁网开始。然而，2017 年后，政府大力整治云南旅游市场，包括取缔不合理低价游、打击旅游市场不规范行为等，致使旅行团游客量承压。云南整体的游客接待量增速并未因交通改善出现大幅提升，根据云南省统计年鉴，10-16 年，丽江市国内游客接量 CAGR 26.0%，17-19 年，CAGR 15.8%。

图表 26：整治旅游市场后，丽江市游客量增速下降



来源：云南统计年鉴，中泰证券研究所

图表 27：2017 年后，云南旅游市场整治提速

颁布时间	政策文件	主要内容
2015/4/3	云南省人民政府关于进一步加强旅游市场秩序整治全面提升旅游服务质量的意见	整治强迫及变相强迫旅游者消费的行为；整治非法经营、超范围经营行为；整治不合格供应商参与旅游团队接待的行为等
2017/1/5	云南省人民政府办公厅关于印发云南省深入开展旅游行业整治规范旅游市场秩序工作方案的通知	全面下架、全面禁止“不合理低价游”产品；游客在全省统一认定的旅游企业购物，30 天内无理由退货等
2017/3/28	云南省人民政府关于印发云南省旅游市场秩序整治工作措施的通知	取消旅游定点购物；严禁变相安排和诱导购物；禁止“不合理低价游”等
2018/8/2	云南省人民政府关于加快推进旅游转型升级的若干意见	根除“不合理低价游”；加强旅游团队运行监管等

2018/9/20	云南省发展和改革委员会关于完善旅游景区门票价格形成机制降低国有景区门票价格促进旅游转型升级的实施意见的通知	降低利用公共资源建设的国有景区门票价格, 总体水平降低30%以上
2018/12/3	云南省人民政府办公厅关于加强全省旅游市场综合整治工作的意见	依法整治旅行社“零负团费”的不正当竞争行为; 治理旅行社以部门承包等形式变相转让经营权的行为; 建立旅游购物“公对公”佣金制度等
2019/4/18	云南省人民政府办公厅关于印发云南省旅游从业人员“八不准”规定的通知	一、不准欺骗或者胁迫游客购物; 二、不准拒绝受理游客退货换货; 三、不准组织接待不合理低价游; 四、不准诱骗推销不合理高消费; 五、不准在景区及门口违规摆摊设点; 六、不准向游客叫卖兜售商品和服务; 七、不准擅自变更行程影响游览; 八、不准签订虚假合同逃避监管

来源: 云南省政府网站, 中泰证券研究所

**20年之后疫情冲击, 交通改善红利未充分体现。**17-19年云南旅游市场整治后, 20-22年叠加疫情冲击, 致使旅游客流大幅下滑。但交通改善仍持续, 如丽江至香格里拉高速公路21年全线通车, 丽江至玉龙雪山轻轨(丽江轨道交通一号线)预计23年通车, 丽江三义机场三期扩建工程持续建设。

**图表 28: 云南高铁网建设逐步提速**

	名称	竣工时间	简介
云南省内高铁网逐步加密	沪昆高铁	2016.12.28	沪昆高速铁路, 连接上海与云南昆明, “八纵八横”高速铁路主通道之一。
	南昆高铁	2016.12.28	南昆高速铁路, 为“八纵八横”广昆通道的组成部分, 是联通西南与华南的重要铁路通道。
	昆楚大铁路	2018.7.1	昆楚大铁路是云南境内一条连接昆明、楚雄彝族自治州与大理的城际铁路, 由昆广铁路复线和广大铁路复线共同组成。
	大丽铁路	2019.1.5	南起云南省大理市, 沿洱海东岸穿越横断山脉, 经鹤庆县至中国云南省丽江市。
	成贵高铁	2019.12.16	成贵高铁起于成都止于贵阳, 连接西成高速铁路、渝贵铁路、贵广高铁、沪昆高铁。
	大临铁路	2020.12.30	大临铁路自云南大理一路向南, 进入临沧市, 该铁路结束了临沧市不通铁路的历史。
	中老铁路	2021.12.3	连接中国云南省昆明市与老挝万象市的铁路。
	大瑞铁路	2022.7.22	东起云南省大理市, 西至中缅边境云南省瑞丽市。
	成昆铁路复线	2022.12.26	称成昆铁路扩能改造工程, 北起成都站、南至昆明站
	弥蒙高铁	2022.12.26	弥蒙高铁是云南省内高铁, 北起弥勒, 南至蒙自。
	渝昆高铁	预计 2024 年竣工	连接重庆市与云南省昆明市的高速铁路, 2019 年 12 月 20 日, 渝昆高速铁路云南段正式开工建设, 计划 2024 年投入使用。
其他基础设施建设	丽香铁路	预计 2023 年建成	丽香铁路是滇藏铁路重要组成部分, 自丽江市引出至香格里拉, 计划 2023 年建成通车
	香丽高速公路	2021.9.29	云南省境内连接迪庆藏族自治州香格里拉市与丽江市的高速公路
	丽江机场三期改扩建项目	尚在进行	总建筑面积约 30 万平方米, 工程完成后, 丽江机场运行等级由目前的 4D 提升到 4E
	丽江轨道交通一号线	预计 2023 年通车	起点为丽江游客集散中心, 终点为玉龙雪山甘海子, 连接丽江市与玉龙雪山景区

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

客流改善对于丽江股份的正向因素有两个路径：1.从游客总量方面，交通基础设施完善有助于提升接待游客总量。2.交通改善有助于散客比例提升，丽江股份的酒店业务由此受益。丽江股份布局的中高端酒店，比旅游团主流的酒店价格带更高，定位以高端散客为主。随着基础设施改善，散客比例增加，公司布局多年的酒店业务有望实现盈利。

**图表 29：丽江股份布局的中高端酒店或将受益于散客比例提升**

类型	酒店名称	2023 年 5 月 20 日晚价格 (元)
高 端 度 假 酒 店	丽江悦榕庄	1530
	丽江松赞林卡酒店	1331
	和府洲际度假酒店	1322
	club med 地中海俱乐部·丽江度假村	1914
	丽江古城英迪格酒店	1425
	丽江康年丽水阳光酒店	1014
	丽江铂尔曼度假酒店	799
	茶马道丽江丽世酒店	964
团 队 游 主 力 酒 店	丽江捷路芙花园酒店 (束河古镇店)	660
	丽江悦云别院度假酒店	670
	丽江金茂凯悦臻选酒店	942
	丽江复华丽朗度假村	770
	悦山水别墅酒店	827
	丽江实力希尔顿花园酒店	737
	丽江古城希尔顿欢朋酒店	549
	丽江金林豪生大酒店 (束河古镇店)	764
	丽江大港旺宝国际饭店	712
	丽江束河花间堂·墨香院	565
丽江国际大酒店	456	
商 旅 连 锁	维也纳酒店 (丽江古城店)	446
	全季酒店 (丽江古城店)	396
	锦江之星 (丽江古城七星街店)	255
	汉庭 (丽江古城大水车店)	273

来源：携程，中泰证券研究所

### 3.2 景区扩张，走出丽江

市场对自然景区的成长性有担忧，主要原因是上市公司的核心旅游资源有限，难以异地扩张。丽江股份近年来的旅游资源布局已经从玉龙雪山扩张至滇西北地区，且扩张处于早期，尚未兑现，未来有望贡献增量业绩。

景区持续扩张，由丽江市延伸至泸沽湖、香格里拉地区。在丽江和玉龙

雪山  
**图表 31：索道业务 23Q1 复苏强劲**

地区，新建甘海子游客集散中心项目（建设中），并对牦牛坪索道进行改扩建（向有关部门审批中）。在泸沽湖地区，有计划投资 30 亿元的摩梭小镇（建设中），包括英迪格酒店、摩梭宫演艺及博物馆、希尔顿欢朋酒店和摩梭风情休闲街等项目。在香格里拉地区，有投资 5.06 亿元的月光城项目（已于 21 年 3 月开业），包括英迪格酒店和配套商业街。

**图表 30：部分已披露的新建项目情况**

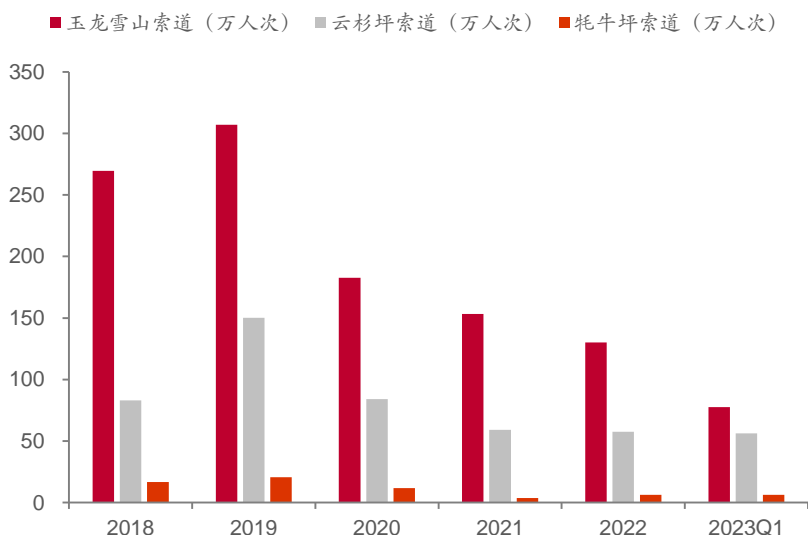
项目名称	开业时间	投资金额 (亿元)	预期年 收入(万 元)	预期年净利润 (万元)	备注	开业后的盈利情况
玉龙雪山景区甘海子游客集散中心项目	截至 23Q2，正在修建	1.43	1775	-301		
泸沽湖摩梭小镇项目-英迪格酒店	截至 23Q2，正在修建	3.17	4899	116		
香格里拉月光城	2021.3	5.06	9313	2045	2013 年的定增项目	2021 年亏损 3939 万元； 2022 年亏损 1821 万元

来源：公司年报，中泰证券研究所

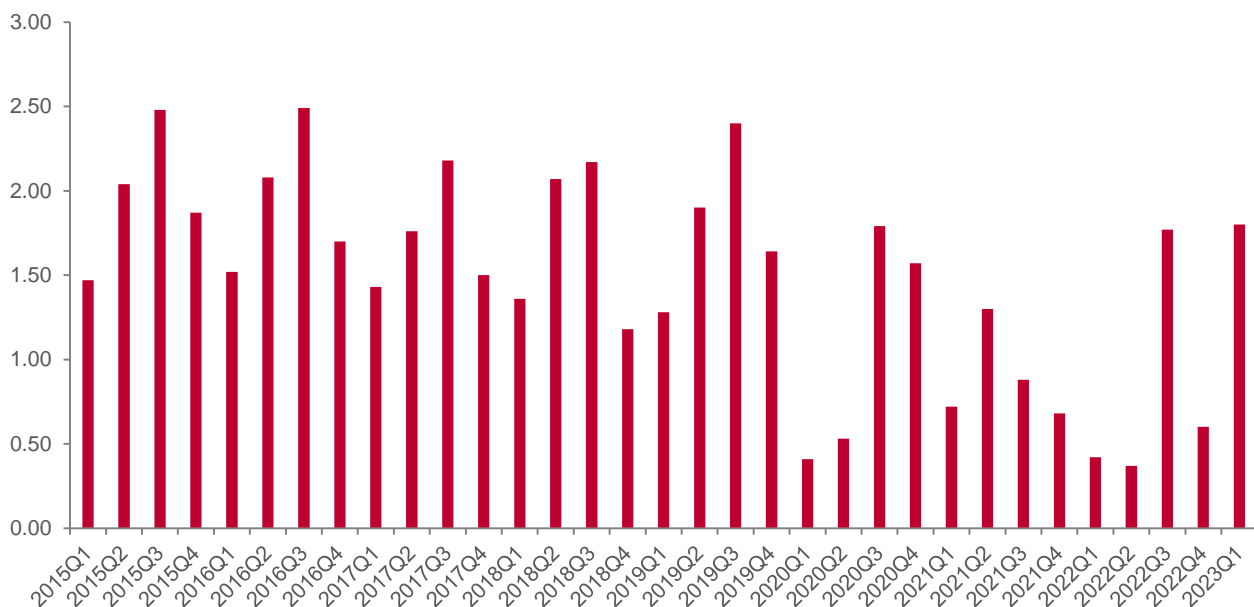
#### 4.淡季不淡，疫后复苏超预期

**23 年 Q1 收入、归母净利润均创历史新高。**因云南泼水节（4 月 13-15 日）、五一假期、暑假的因素，丽江股份的旺季在 Q2\Q3 两季。从各季的收入角度看，Q1 为公司淡季。但 23 年 Q1，公司实现营收 1.80 亿，创历史最高，同比 22Q1 增 332%，比 19Q1 增 40%，较之前的峰值（16Q1 营收 1.52 亿元）增 18%。实现归母净利润 0.55 亿元，亦创历史最高，同比 22Q1 扭亏，比 19Q1 增 56%，较之前的峰值（17Q1 归母净利润 0.47 亿元）增 17%。

**三大核心业务，索道、演出、酒店业务各项指标大幅改善。**索道业务，23Q1 玉龙雪山索道每日实际运载量在淡季也开始接近上限，索道接待人次 77.69 万。云杉坪索道、牦牛坪索道的乘坐人次分别为 56.14 万、6.33 万，几乎与 2021/2022 年整年的乘坐人次持平。演出业务，23Q1 单季净利润接近 20 年全年，超过 21 年、22 年的净利润。演出业务净利率大幅提升至 45%，核心原因为上座率提升，单场观演人数 0.22 万人，恢复至 2019 年水平。酒店业务稳中有升，丽江和府酒店公司 23Q1 营收 2993.11 万元，净利润-325.15 万元，同比大幅减亏，迪庆香格里拉旅游投资公司 23Q1 营收 544.90 万元，净利润-841.35 万元。



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 32：丽江股份的收入端具有明显淡旺季特征（单位：亿元）**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 33：演出业务 23Q1 净利率大幅提升，主要原因为上座率增长**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
营业收入 (亿元)	0.98	1.82	0.68	0.46	0.28	0.33
净利润 (亿元, 全部股权)	0.20	0.69	0.16	0.04	-0.03	0.15
净利率	20%	38%	24%	9%	-11%	45%
演出场次	520	828	368	334	277	154
观演人数 (万人)	93	186	65	48	30	34
单场观演人数 (万人)	0.18	0.22	0.18	0.14	0.11	0.22
客单价 (元/人)	105	98	104	96	93	97

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 5.盈利预测与估值

预计公司 23/24/25 年营收分别为 7.69/8.14/8.72 亿元，yoy 143%/6%/7%，归母净利润 2.57/2.82/2.97 亿元，yoy 6884%/9%/5%。

索道业务，考虑到核心索道玉龙雪山索道的每日运载量有上限，预计 23 年运载量较 2019 年增长 11%，至 340 万人次，并保持这一趋势。考虑到主索道无法承载的客流会分流至其他景区，预计云杉坪索道 23/24/25 年运载量为 210/230/250 万人次，较 2019 年增 40%/53%/67%，牦牛坪索道 23/24/25 年运载量为 25/30/40 万人次，较 2019 年增 22%/46%/95%。根据现有的票价玉龙雪山索道票价 120 元/人，云杉坪索道 40 元/人，牦牛坪索道 45 元/人推算，由此得到索道业务 23/24/25 年营收分别为 3.91/4.02/4.16 亿元。参考 2019 年 58%的净利率，预计索道业务贡献归母净利润 2.27/2.33/2.41 亿元。

演出业务，目前的场次安排为一天两场，按照 23Q1 的趋势看，考虑到演出业务深度绑定玉龙雪山进山游览的游客，23/24/25 年的演出场次分别为 670/690/710 场。考虑到 Q1 单场观演人数已经达到 2200 人，预计 23/24/25 年单场观演人数为 2500/2500/2600 人。参考往年数据，预计实际客单价 23/24/25 年分别为 96/99./101 元。演出业务整体营业收入 23/24/25 年达到 1.61/1.71/1.79 亿元。基于 23 净利率已提高至 45%，预计 23-25 年净利率（全部股权）为 43%，则演出业务的归母净利润 23/24/25 年分别为 3526/3745/3932 万元。

酒店业务，得益于公司近年来在酒店业务的持续布局，疫情期间仍能保持较好收入端的增长，预计 23/24/25 年，营业收入 1.4/1.6/1.9 亿元，考虑到 23Q1 已经大幅减亏，预计 23/24/25 年，归母净利润 -1000/400/1000 万元。

预测公司的总营收，按索道、演出、酒店三大业务在总营收中占比 90% 计算，则公司 23/24/25 年的营业收入为 7.69/8.14/8.72 亿元。归母净利润方面，按其他业务（餐饮以及参股公司贡献业绩）23/24/25 年贡献 500/700/700 万归母净利润，则公司对应的归母净利润分别为 2.57/2.82/2.97 亿元。

图表 34：丽江股份盈利预测

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
索 道 业 务	营收 (万元)	33,300.08	20,753.70	16,534.52	14,002.39	39,100.00	40,200.00	41,580.00
	玉龙雪山索道 (万人次)	307.05	182.71	153.21	130.02	340.00	340.00	340.00
	云杉坪索道(万 人次)	150.12	84.04	59.23	57.67	210.00	230.00	250.00
	牦牛坪索道(万							

	人次)	20.55	11.79	3.70	6.21	25.00	30.00	40.00
	合计人次(万人次)	477.72	278.54	216.14	193.90	575.00	600.00	630.00
	玉龙雪山人次占比	0.64	0.66	0.71	0.67	0.59	0.57	0.54
	平均单价(元/人)	69.71	74.51	76.50	72.21	68.00	67.00	66.00
	归母净利润(万元, 预计)	19,473.30	12,349.94	9,590.02	7,788.16	22,678.00	23,316.00	24,116.40
演出业务	营收(万元)	17,811.95	6,623.78	4,575.46	2,723.05	16,080.00	17,077.50	17,927.50
	演出场次(23Q1一天两场)	828.00	368.00	334.00	277.00	670.00	690.00	710.00
	观演人数(万人)	185.96	65.14	47.76	30.02	167.50	172.50	177.50
	单场观演人数(千人)	2.25	1.77	1.43	1.08	2.50	2.50	2.60
	实际客单价(元/人)	95.78	101.69	95.80	90.71	96.00	99.00	101.00
	净利润(万元)	6,934.00	1,595.20	418.40	-266.00	6,914.40	7,343.33	7,708.83
	归母净利润(万元)	3,536.34	813.55	213.38	-135.66	3,526.34	3,745.10	3,931.50
酒店业务	营业收入(万元)	12,380.84	10,920.36	11,368.77	11,703.88	14,000.00	16,000.00	19,000.00
	归母净利润合计(万元)	-3,116.43	-3,230.71	-8,688.08	-6,189.42	-1,000.00	400.00	1,000.00
合计	演出+索道+酒店营业收入(万元)	63,492.87	38,297.84	32,478.75	28,429.32	69,180.00	73,277.50	78,507.50
	丽江股份合并营业收入(万元)	72,269.55	43,104.48	35,834.82	31,655.51	76,866.67	81,419.44	87,230.56
	演出+索道+酒店归母净利润(万元)	19,893.21	9,932.78	1,115.32	1,463.08	25,204.34	27,461.10	29,047.90
	丽江股份合并归母净利润(万元)	20,348.36	7,048.98	-3,780.32	368.46	25,704.34	28,161.10	29,747.90

来源：中泰证券研究所

首次覆盖，给予“增持”评级。我们选取 A 级景区类相关上市公司，对应 2023 年盈利预期，可比公司平均 PE 为 28.08 倍，丽江股份当前市值

对应 2023 年 PE 为 22.04 倍。我们认为，市场普遍预计景区板块 23 年业绩恢复至 19 年基准，而忽略了其中一些个股的成长性。我们认为，丽江股份是 23Q1 疫后复苏业绩确认的景区标的，且交通改善、新项目等红利也将逐渐释放，使其业绩超出市场预期。首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表 35：丽江股份与可比公司估值**

可比公司估值								
代码	简称	总市值 (亿)	归母净利润 (2023E)	归母净利润 (2024E)	归母净利润 (2025E)	PE (2023)	PE (2024)	PE (2025)
000888.SZ	峨眉山	60.60	2.14	2.50	2.72	28.32	24.24	22.28
600054.SH	黄山旅游	95.04	3.03	3.92	4.41	31.37	24.24	21.55
603199.SH	九华旅游	37.63	1.48	1.69	1.88	25.43	22.27	20.02
603136.SH	天目湖	51.16	1.88	2.34	2.76	27.21	21.86	18.54
	平均					28.08	23.15	20.60
002033.SZ	丽江股份	56.65	2.57	2.82	2.97	22.04	20.09	19.07

来源：盈利预测来自 wind 一致预期，中泰证券研究所，市值数据为 2023 年 6 月 2 日

## 6.风险提示

### ■ 控制权变更的风险

根据公司 22 年年报，公司实控人为华邦生命健康。公司曾针对控制权发出公告，华邦健康未来或有可能将相关股权转让给玉龙雪山管委会或管委会指定第三方。

### ■ 自然灾害的风险

公司核心资源布局云南西北部，区域或出现地震等自然灾害风险导致客流阶段性下滑。

### ■ 酒店无法盈利的风险

考虑到交通便利带来的自由行游客比例增加，高端客流提升导致公司的高端酒店受益，我们预计 24 年后酒店业务扭亏。若无法盈利，则使业绩承压。

### ■ 研报使用信息滞后或更新不及时风险

本篇研报主要以 22 年及以前的数据为主，存在信息滞后与更新不及时风险。



## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	621	441	497	601	营业收入	317	769	814	872
应收票据	0	0	0	0	营业成本	209	234	248	270
应收账款	6	13	8	6	税金及附加	17	15	16	17
预付账款	4	4	4	4	销售费用	17	56	59	64
存货	19	17	0	0	管理费用	92	123	122	131
合同资产	0	0	0	0	研发费用	0	0	0	0
其他流动资产	132	115	117	121	财务费用	-7	-5	-7	-9
流动资产合计	781	589	626	732	信用减值损失	-3	0	0	0
其他长期投资	236	236	236	236	资产减值损失	-1	0	0	0
长期股权投资	25	25	25	25	公允价值变动收益	2	0	0	0
固定资产	1,102	1,442	1,820	2,233	投资收益	8	14	13	11
在建工程	201	301	301	201	其他收益	11	2	5	2
无形资产	280	330	347	356	营业利润	12	360	392	411
其他非流动资产	125	130	131	128	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	1,969	2,463	2,859	3,178	营业外支出	2	10	10	6
资产合计	2,750	3,052	3,485	3,910	利润总额	11	351	383	406
短期借款	0	97	226	335	所得税	11	60	65	71
应付票据	0	0	0	0	净利润	0	291	318	335
应付账款	114	70	75	83	少数股东损益	-4	34	36	38
预收款项	1	1	1	1	归属母公司净利润	4	257	282	297
合同负债	4	14	15	16	NOPLAT	0	287	312	327
其他应付款	42	42	42	42	EPS (按最新股本摊薄)	0.01	0.47	0.51	0.54
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	52	61	60	63					
流动负债合计	214	285	420	540	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0	50	140	220	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	16	16	16	16	营业收入增长率	-11.7%	142.8%	5.9%	7.1%
非流动负债合计	16	66	156	236	EBIT增长率	-113.3%	7527.1%	8.6%	5.6%
负债合计	230	351	576	776	归母公司净利润增长率	-109.7%	6883.7%	9.5%	5.4%
归属母公司所有者权益	2,416	2,563	2,735	2,922	获利能力				
少数股东权益	105	139	174	212	毛利率	34.0%	69.5%	69.5%	69.0%
所有者权益合计	2,520	2,701	2,909	3,134	净利率	0.0%	37.9%	39.0%	38.4%
负债和股东权益	2,750	3,052	3,485	3,910	ROE	0.1%	9.5%	9.7%	9.5%
					ROIC	0.3%	14.8%	13.6%	12.4%
					偿债能力				
					资产负债率	8.4%	11.5%	16.5%	19.8%
					债务权益比	0.6%	6.0%	13.1%	18.2%
					流动比率	3.7	2.1	1.5	1.4
					速动比率	3.6	2.0	1.5	1.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.1	0.3	0.2	0.2
					应收账款周转天数	7	4	5	3
					应付账款周转天数	168	142	106	105
					存货周转天数	0	0	0	0
					每股指标(元)				
					每股收益	0.01	0.47	0.51	0.54
					每股经营现金流	0.21	0.65	0.83	0.88
					每股净资产	4.40	4.66	4.98	5.32
					估值比率				
					P/E	1,538	22	20	19
					P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	84	17	15	14

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。