

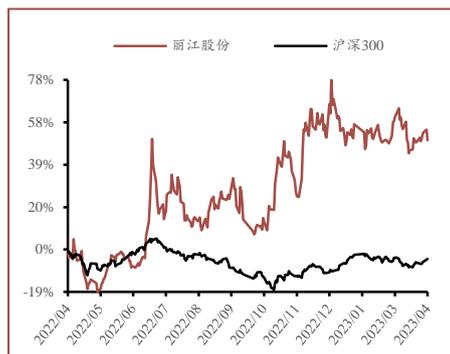
## 疫情下业绩逆势增长，业务拓展稳固战略布局

 证券研究报告

 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2023-04-04</b>
收盘价(元)	10.76
流通股本(亿股)	5.49
每股净资产(元)	4.40
总股本(亿股)	5.49

最近 12 月市场表现


**分析师** 刘洋

 SAC 证书编号: S0160521120001  
liuyang01@ctsec.com

**分析师** 李跃博

 SAC 证书编号: S0160521120003  
liybo@ctsec.com

### 相关报告

1. 《22 年扭亏为盈彰显韧性，布局生态圈成长性明确》 2023-02-27

### 核心观点

- ❖ **事件：丽江股份发布 2022 年年度报告。**2022 年公司实现营收 3.16 亿元，同比-11.66%；实现归母净利润 368.46 万元，同比上升 109.75%。
- ❖ **疫情冲击下业绩持续受压，公司严格控制成本并借力纾困政策成功扭转亏损局面。**2022 年公司三条索道共计接待游客 193.90 万人次，同比下降 10.29%（其中，玉龙雪山索道接待游客 130.02 万人次，同比下降 15.13%；云杉坪索道接待游客 57.67 万人次，同比下降 2.63%；牦牛坪索道接待游客 6.21 万人次，同比增加 67.80%），实现营业收入 14,444.82 万元，同比下降 13.92%，实现利润总额 9,162.54 万元，同比下降 46.45%。2022 年印象丽江共计演出 277 场，共计接待游客 30.02 万人次，同比下降 37.14%，实现营业收入 2,848.31 万元，同比下降 38.53%，实现净利润-265.99 万元，同比下降 163.56%。丽江和府酒店有限公司（含洲际酒店、英迪格酒店、古城丽世酒店、5596 商业街、丽世山居）实现营业收入 8,590.67 万元，同比上升 6.07%，亏损金额比上年减少 803.66 万元。迪庆香格里拉旅游投资有限公司（含迪庆英迪格酒店、奔子栏丽世酒店、香格里拉丽世酒店）实现营业收入 2,294.72 万元，同比上升 14.30%，亏损金额比上年减少 1,265.95 万元。
- ❖ **旅游市场快速回暖背景下积极整合拓展景区业务，夯实公司发展基础和战略布局。**2023 年为应对进入玉龙雪山景区交通方式的改变对公司带来的挑战，公司将以龙悦公司为主体吸收合并龙德公司的业务整合，规划并统一管理玉龙雪山区域公司的商业资产、服务项目等，以提高经营效率，降低运营成本，实现游客集散中心的有序高效运营。同时，公司将继续推进泸沽湖摩梭小镇和牦牛坪索道改扩建等项目的工作，为公司的战略布局打下基础。公司计划全面完成泸沽湖英迪格酒店的建设，并争取摩梭宫演艺项目的尽早开工，同时加快推进牦牛坪索道改扩建项目，打造香格里拉生态旅游圈，为公司创造更多业绩增量。
- ❖ **投资建议：**预计公司 2023 / 2024 / 2025 年营收 7.17 / 8.19 / 8.73 亿元，净利润 1.67 / 2.05 / 2.29 亿元，对应 PE 35.4 / 28.8 / 25.8X，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**疫情反复风险；行业竞争加剧；新项目建设不及预期。

### 盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	358	317	717	819	873
收入增长率(%)	-16.87	-11.66	126.64	14.12	6.60
归母净利润(百万元)	-38	4	167	205	229
净利润增长率(%)	-153.63	109.75	4430.28	22.99	11.68
EPS(元/股)	-0.07	0.01	0.30	0.37	0.42
PE	—	1805.97	35.42	28.80	25.79
ROE(%)	-1.57	0.15	6.22	7.10	7.35
PB	1.41	2.75	2.20	2.05	1.89

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>358.35</b>	<b>316.56</b>	<b>717.45</b>	<b>818.78</b>	<b>872.85</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	193.01	208.97	278.16	308.13	317.80	营业收入增长率	-16.9%	-11.7%	126.6%	14.1%	6.6%
营业税费	16.10	16.74	17.94	18.01	19.20	营业利润增长率	-112.3%	194.6%	1,866.2%	22.2%	11.4%
销售费用	25.81	16.80	57.40	65.50	69.83	净利润增长率	-153.6%	109.7%	4,430.3%	23.0%	11.7%
管理费用	140.65	91.92	143.49	159.66	165.84	EBITDA 增长率	-60.4%	11.0%	312.8%	16.9%	10.7%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-116.7%	36.1%	2,353.2%	21.3%	12.2%
财务费用	-8.70	-6.68	-11.68	-16.86	-16.86	NOPLAT 增长率	-131.2%	-99.9%	-1,223,347.7%	21.3%	12.2%
资产减值损失	-0.57	-1.40	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-5.6%	0.5%	11.6%	8.3%	8.5%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>1.55</b>	<b>2.19</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	-5.8%	0.4%	11.6%	8.3%	8.6%
<b>益</b>						<b>利润率</b>					
投资和汇兑收益	-7.76	8.30	7.17	8.19	8.73	毛利率	46.1%	34.0%	61.2%	62.4%	63.6%
<b>营业利润</b>	<b>-12.87</b>	<b>12.17</b>	<b>239.33</b>	<b>292.52</b>	<b>325.76</b>	营业利润率	-3.6%	3.8%	33.4%	35.7%	37.3%
加:营业外净收支	-12.51	-0.96	-8.00	-8.00	-8.00	净利润率	-10.5%	0.0%	26.4%	28.5%	29.9%
<b>利润总额</b>	<b>-25.37</b>	<b>11.21</b>	<b>231.33</b>	<b>284.52</b>	<b>317.76</b>	EBITDA/营业收入	20.0%	25.1%	45.8%	46.9%	48.7%
减:所得税	12.23	11.20	41.64	51.21	57.20	EBIT/营业收入	-4.3%	-3.1%	30.7%	32.7%	34.4%
<b>净利润</b>	<b>-37.80</b>	<b>3.68</b>	<b>166.92</b>	<b>205.31</b>	<b>229.30</b>	<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	固定资产周转天数	1155	1271	614	580	580
货币资金	632.30	621.22	862.53	975.23	1169.95	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>15</b>	<b>-62</b>	<b>-42</b>	<b>-16</b>	<b>-15</b>
交易性金融资产	111.55	101.20	101.20	101.20	101.20	流动资产周转天数	828	900	528	513	564
应收帐款	6.87	5.51	13.13	11.49	12.25	应收帐款周转天数	7	6	7	5	5
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转天数	27	33	30	20	20
预付帐款	4.08	3.74	5.43	6.16	6.36	总资产周转天数	2740	3171	1571	1460	1479
存货	14.19	18.67	22.65	16.88	17.41	投资资本周转天数	2564	2916	1436	1362	1387
其他流动资产	41.26	0.94	0.94	0.94	0.94	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产						ROE	-1.6%	0.2%	6.2%	7.1%	7.3%
持有至到期投资						ROA	-1.4%	0.1%	5.4%	6.3%	6.5%
长期股权投资	36.77	24.64	12.46	2.65	-7.16	ROIC	-0.9%	0.0%	6.4%	7.2%	7.4%
投资性房地产	243.39	235.62	235.62	235.62	235.62	费用率					
固定资产	1133.75	1102.43	1206.09	1301.29	1388.05	销售费用率	7.2%	5.3%	8.0%	8.0%	8.0%
在建工程	56.32	201.28	201.02	200.82	200.65	管理费用率	39.3%	29.0%	20.0%	19.5%	19.0%
无形资产	289.72	280.46	269.21	257.96	246.72	财务费用率	-2.4%	-2.1%	-1.6%	-2.1%	-1.9%
其他非流动资产	33.20	36.38	36.38	36.38	36.38	三费/营业收入	44.0%	32.2%	26.4%	25.4%	25.1%
<b>资产总额</b>	<b>2690.24</b>	<b>2749.89</b>	<b>3087.04</b>	<b>3274.07</b>	<b>3536.55</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	6.7%	8.4%	8.9%	7.0%	6.5%
应付帐款	80.88	114.47	134.46	42.21	21.77	负债权益比	7.1%	9.1%	9.7%	7.5%	6.9%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	4.90	3.66	4.02	5.43	6.31
其他流动负债	0.21	0.24	0.24	0.24	0.24	速动比率	4.79	3.42	3.80	5.19	6.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	—	—	—	—	—
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>179.09</b>	<b>229.70</b>	<b>274.16</b>	<b>227.89</b>	<b>229.81</b>	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>少数股东权益</b>	<b>99.11</b>	<b>104.62</b>	<b>127.39</b>	<b>155.38</b>	<b>186.65</b>	分红比率					
股本	549.49	549.49	549.49	549.49	549.49	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1303.99	1307.67	1474.60	1679.90	1909.20	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>股东权益</b>	<b>2511.14</b>	<b>2520.19</b>	<b>2812.87</b>	<b>3046.18</b>	<b>3306.74</b>	EPS(元)	-0.07	0.01	0.30	0.37	0.42
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	BVPS(元)	4.39	4.40	4.89	5.26	5.68
净利润	-37.60	0.02	189.69	233.30	260.56	PE(X)	—	1806.0	35.4	28.8	25.8
加:折旧和摊销	86.96	89.31	107.84	116.25	124.65	PB(X)	1.4	2.8	2.2	2.0	1.9
资产减值准备	0.73	4.14	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
公允价值变动损失	-1.55	-2.19	0.00	0.00	0.00	P/S	9.5	21.0	8.2	7.2	6.8
财务费用	0.28	0.32	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	38.9	75.9	15.4	12.9	11.2
投资收益	7.76	-8.30	-7.17	-8.19	-8.73	CAGR(%)					
少数股东损益	0.00	0.00	22.76	28.00	31.27	PEG	—	16.5	0.0	1.3	2.2
营运资金的变动	-55.38	39.75	28.60	-46.66	-0.30	ROIC/WACC					
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1.49</b>	<b>116.60</b>	<b>326.96</b>	<b>302.70</b>	<b>384.19</b>	REP					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-177.39</b>	<b>-124.46</b>	<b>-188.64</b>	<b>-190.01</b>	<b>-189.47</b>						
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-118.68</b>	<b>-3.22</b>	<b>103.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。