

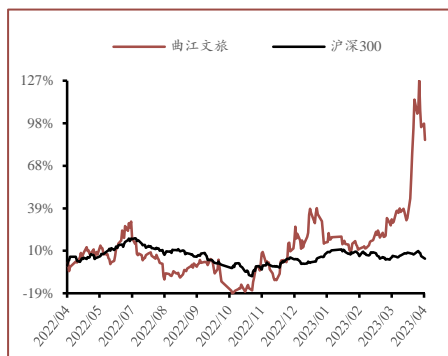
22 年业绩承压，关注景区外拓及文旅演艺升级

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-25
收盘价(元)	18.24
流通股本(亿股)	2.54
每股净资产(元)	3.77
总股本(亿股)	2.55

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
liyb@ctsec.com

相关报告

1. 《运营管理稳步推进,优化文旅演艺项目》 2022-10-31

核心观点

- ❖ **事件:曲江文旅发布 2022 年年报。**公司 22 年实现收入 8.91 亿元, 同比 21 年下降 34.75%; 实现归母净利润-2.49 亿元, 较 21 年出现亏损。
- ❖ **22 年公司业务受疫情影响承压, 营收及毛利率均有所下滑。**22 年公司所辖景区全年多次短暂或阶段性闭园, 大唐芙蓉园新春灯会、演出等经营收入较预计大幅减少, 22 年营业收入为 8.91 亿元, 同比下降 34.75%, 综合毛利率为 10.57%, 较去年同期减少 13.59 个百分点。分业务层面, 景区运营管理/酒店餐饮/旅游商品销售/旅游服务(旅行社)/园林绿化/体育项目营收同比分别变动-35.51%/-23.34%/-40.19%/-76.54%/-52.81%/+41.24%, 毛利率同比分别变动-14.17/-11.59/-2.09/+6.28/+8.11/-28.32 个百分点。景区运营管理业务约占营业收入的 71.45%, 酒店餐饮业务占营业收入的 21.83%, 景区运营管理和酒店餐饮业务业绩承压严重, 导致公司营收和毛利率出现较大波动。
- ❖ **推进景区运营项目布局, 加大对外拓展力度。**22 年公司加快实施“走出去”战略, 轻重模式结合, 着力塑造以曲江区域为核心, 外拓区域为增量的旅游产业生态。公司持续深化温州雁荡山、山西大同古城、乐清北大街等项目发展合作, 完成 23 年大同市新春系列活动, 单日最高客流超 40 万人次; 同时烟台芝罘区改造、海口等项目合作稳步推进。
- ❖ **公司通过演艺+景区等形式升级演艺体系, 孵化现象级网红 IP。**大唐不夜城老字号文旅餐饮主题演艺以及不夜城《盛唐密盒》等常态化演出提高了景区关注度, 抖音账号“盛唐密盒”开通一周内涨粉超 156w, 截至 4 月 25 日粉丝数达到 182.8w, 获赞 533.6w; 22 年 4 月推出大唐芙蓉园《寻梦芙蓉里》, 演出话题抖音播放量超 200w, 账号“大唐芙蓉园东仓鼓乐”半年内由 17.4w 增粉至 50.6w, 累计话题浏览量超 5000w。
- ❖ **发挥公司资源优势, 持续深耕数字文旅产业。**22 年公司成立子公司对首批数字藏品发行进行规划, 陆续推出四款数字藏品, 围观量达 5 万余次, 媒体曝光度达 30 万余次。23 年公司持续丰富大唐不夜城虚拟街区数字孪生底座内容建设, 打造数字文旅融合新业态; 此外, 进一步拓展景区数字化商业, 引进第三方品牌入驻, 构建景区数字化商业盈利渠道。
- ❖ **投资建议:**预计公司 23-25 年实现营收 15.94 / 17.32 / 18.12 亿元, 归母净利润 0.48 / 0.93 / 1.08 亿元, 对应 PE 为 96.3 / 50.1 / 43.0X, 维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:**宏观经济不及预期; 景区运营项目进展不及预期; 行业竞争加剧。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1365	891	1594	1732	1812
收入增长率(%)	21.76	-34.75	78.88	8.71	4.59
归母净利润(百万元)	7	-249	48	93	108
净利润增长率(%)	110.34	-3458.72	119.43	92.02	16.58
EPS(元/股)	0.03	-0.98	0.19	0.36	0.42
PE	241.00	—	96.27	50.13	43.00
ROE(%)	0.61	-25.86	4.78	8.41	8.93
PB	1.52	3.54	4.61	4.22	3.84

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
营业收入	1365.36	890.94	1593.68	1732.47	1811.93	成长性					
减:营业成本	1035.42	796.73	1174.18	1249.55	1305.14	营业收入增长率	21.8%	-34.7%	78.9%	8.7%	4.6%
营业税费	21.67	16.11	18.96	20.62	21.56	营业利润增长率	108.5%	-5,469.7%	118.8%	92.0%	16.6%
销售费用	69.66	47.20	71.72	77.96	81.54	净利润增长率	110.3%	-3,458.7%	119.4%	92.0%	16.6%
管理费用	194.00	210.21	223.11	242.55	253.67	EBITDA 增长率	162.8%	-107.9%	911.4%	22.6%	5.2%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	420.9%	-458.1%	148.2%	32.4%	5.7%
财务费用	61.72	65.89	58.83	42.96	33.41	NOPLAT 增长率	-296.5%	-677.1%	-146.6%	32.4%	5.7%
资产减值损失	-0.13	-2.01	-0.50	-0.50	-0.50	投资资本增长率	6.7%	-4.4%	-7.9%	-7.6%	-2.6%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	22.3%	-18.4%	4.8%	8.8%	9.4%
投资和汇兑收益	0.08	-6.77	1.59	1.73	1.81	利润率					
营业利润	5.71	-306.42	57.53	110.47	128.79	毛利率	24.2%	10.6%	26.3%	27.9%	28.0%
加:营业外净收支	0.02	-2.42	0.00	0.00	0.00	营业利润率	0.4%	-34.4%	3.6%	6.4%	7.1%
利润总额	5.72	-308.84	57.53	110.47	128.79	净利润率	0.2%	-30.1%	3.0%	5.4%	6.0%
减:所得税	2.64	-40.81	9.21	17.68	20.61	EBITDA/营业收入	20.0%	-2.4%	10.9%	12.3%	12.4%
净利润	7.41	-248.73	48.33	92.80	108.19	EBIT/营业收入	4.8%	-26.5%	7.1%	8.7%	8.8%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	398.90	164.40	53.14	249.11	-311.78	固定资产周转天数	402	605	354	340	339
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	-52	-30	-52	-140	-46
应收账款	1000.27	1089.32	1124.12	319.60	1190.34	流动资产周转天数	413	595	297	166	208
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	231	422	250	150	150
预付帐款	21.54	22.55	23.48	49.98	52.21	存货周转天数	17	37	19	16	16
存货	54.95	107.56	16.38	94.69	21.33	总资产周转天数	925	1496	816	697	655
其他流动资产	33.24	30.61	30.61	30.61	30.61	投资资本周转天数	664	973	501	426	397
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	0.6%	-25.9%	4.8%	8.4%	8.9%
长期股权投资	5.05	4.99	4.99	4.99	4.99	ROA	0.2%	-6.8%	1.4%	3.0%	3.1%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	1.4%	-8.6%	4.4%	6.3%	6.8%
固定资产	1503.46	1475.95	1546.72	1616.17	1684.05	费用率					
在建工程	5.80	8.26	14.60	19.67	23.73	销售费用率	5.1%	5.3%	4.5%	4.5%	4.5%
无形资产	133.98	125.39	126.18	126.97	127.75	管理费用率	14.2%	23.6%	14.0%	14.0%	14.0%
其他非流动资产	11.26	56.02	56.02	56.02	56.02	财务费用率	4.5%	7.4%	3.7%	2.5%	1.8%
资产总额	3755.70	3650.06	3570.56	3138.31	3457.75	三费/营业收入	23.8%	36.3%	22.2%	21.0%	20.3%
短期债务	130.36	340.28	280.28	220.28	260.28	偿债能力					
应付帐款	955.21	963.63	993.34	742.14	1070.56	资产负债率	67.2%	72.4%	70.5%	63.4%	63.7%
应付票据	55.73	15.35	115.12	93.14	124.38	负债权益比	204.6%	262.8%	238.6%	173.6%	175.4%
其他流动负债	1.56	2.48	2.48	2.48	2.48	流动比率	1.05	0.85	0.74	0.55	0.56
长期借款	958.00	875.50	775.50	575.50	375.50	速动比率	0.98	0.76	0.70	0.43	0.51
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	1.02	-4.14	1.93	3.50	4.76
负债总额	2522.57	2644.00	2516.18	1991.13	2202.38	分红指标					
少数股东权益	22.64	44.29	44.29	44.29	44.29	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	255.06	255.06	255.06	255.06	255.06	分红比率					
留存收益	361.12	112.38	160.71	253.51	361.69	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1233.13	1006.05	1054.38	1147.18	1255.37	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.03	-0.98	0.19	0.36	0.42
净利润	7.41	-248.73	48.33	92.80	108.19	BVPS(元)	4.75	3.77	3.96	4.32	4.75
加:折旧和摊销	206.94	214.52	60.33	62.91	65.50	PE(X)	241.0	—	96.3	50.1	43.0
资产减值准备	-11.77	60.67	0.50	0.50	0.50	PB(X)	1.5	3.5	4.6	4.2	3.8
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	64.55	67.41	58.83	42.96	33.41	P/S	1.4	3.8	2.9	2.7	2.6
投资收益	-0.08	6.77	-1.59	-1.73	-1.81	EV/EBITDA	9.9	-214.9	33.0	24.7	25.3
少数股东损益	-4.32	-19.29	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-68.41	-64.05	153.47	438.48	-436.36	PEG	2.2	—	0.8	0.5	2.6
经营活动产生现金流量	189.95	-29.92	318.26	634.18	-232.39	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-326.99	-295.82	-135.53	-135.26	-135.10	REP					
融资活动产生现金流量	-18.69	106.59	-293.99	-302.96	-193.41						

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。