

丽江股份 (002033.SZ)

一季报强势复苏超疫情前，优良资源禀赋迎全面恢复成长

增持

核心观点

2022年净利润扭亏为盈，扣非后减亏。2022年，公司实现营收3.17亿元/-11.60%；归母净利润368.46万元/+109.75%；扣非亏损0.20亿元，同比减亏37.58%，EPS0.01元，处于业绩预告区间内。虽然2022年疫情影响下收入较2021年进一步承压，但公司仍实现业绩扭亏为盈，扣非净利润减亏，主要系公司严控成本费用、争取纾困政策扶持及2021年新开项目基数影响。

2022年疫情下客流承压，但酒店业务相对减亏。2022年公司三条索道共接待游客193.90万人次/-10.29%，索道收入1.43亿元/-13.86%，仅恢复约43%，利润总额0.92亿元/-46.45%，承压明显。酒店方面，2022年和府酒店公司和香巴拉公司各实现收入0.86/0.23亿元，同比各增6.07%/14.30%，二者合计亏损0.46亿元/同比减亏0.21亿元，虽然有2021年香巴拉新开业开办费用带来的基数差异，但成熟项目和府酒店公司也减亏0.08亿元，相对仍有改善。2022年印象丽江客流30.02万人次/-37.14%，实现营业收入2848.31万元/-38.53%，净利润-265.99万元，由盈转亏。

今年一季度公司收入和业绩显著超疫情前，强劲复苏。2023Q1，公司实现收入1.80亿元/+331.73%；实现归母净利润0.55亿元/+295.22%；实现扣非净利润0.55亿元/+289.09%，均处于业绩预告内（公司此前预计一季报业绩5,000-6,000万元，扣非业绩4,900万元-5,900万元），EPS0.10元。**与2019Q1相比，公司收入增40.14%，归母净利润和扣非净利润各增56.30%/65.11%，强劲复苏。**索道客流140.17万人次/+412.12%，接近2019全年的29%（Q1并非最旺季），预估较2019Q1明显增长；酒店因新增香巴拉等项目预计较疫前收入大增；印象丽江客流33.93万人/+3881.92%，营收3295.54万元/+6220.84%，实现净利润1,536.55万元/+386.51%，预计较疫前也有改善。

公司预计2023年收入较疫情前增40%，业绩恢复近八成。公司预计2023年实现收入7.17亿元，估算较2019年增约40%（客流复苏及公司过去几年新增香巴拉等项目贡献），预计2023年实现归母净利润1.61亿元，估算较2019年恢复约79%（新项目预计仍有培育期等影响）。同时，公司系滇西北景区龙头，丽江区域唯一A股上市公司，疫情企稳期及今年Q1公司良好复苏表现再次验证其资源禀赋优势。公司正积极打造玉龙雪山景区甘海子游客集散中心等进一步优化交通动线，其泸沽湖摩梭小镇仍推进，大香格里拉精品小环线布局基本完成，区域整合有望带来中线看点。此外，此前公司曾公告华邦健康与玉龙雪山管委会均有意愿对其第一大股东雪山公司的股权等相关事宜继续保持协商，双方同时表示将与各方股东一起共同做大做强雪山公司和丽江旅游，保持国有资产保值增值，未来建议持续跟踪相关进展。

风险提示：疫情及其他系统性风险，股权问题解决低于预期，外延低于预期。

投资建议：维持“增持”评级。考虑出行复苏及公司一季度强劲表现，上调2023-2025年EPS至0.35/0.42/0.46元（此前2022年10月预计23/24年0.20/0.34元，主要系出行情况变化），对应PE33/27/24倍。公司作为滇西北旅游龙头，资源禀赋良好，区域卡位优势突出，今年一季度强劲表现有望吹响全年复苏号角，中线仍有望积极推进区域旅游资源整合，静待控股博弈落地，暂维持“增持”评级。

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

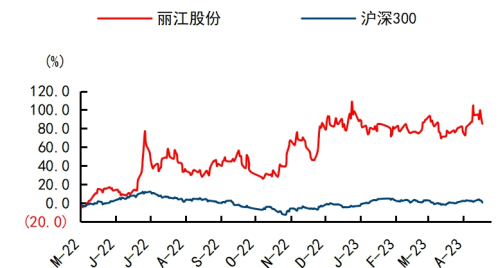
证券分析师：曾光 0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003
证券分析师：张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

证券分析师：钟潇 0755-82132098
zhongxiaoyao@guosen.com.cn
S0980513100003
联系人：杨玉莹 0755-81982942
yangyuying@guosen.com.cn
S0980521120002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	11.29元
总市值/流通市值	6204/6204百万元
52周最高价/最低价	12.80/5.71元
近3个月日均成交额	232.48百万元

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

《丽江股份(002033.SZ)-第三季度净利润恢复9成，资源禀赋优势良好》——2022-10-27
《丽江股份(002033.SZ)-疫情及新项目影响21年表现，关注后续复苏及资源整合》——2022-03-08
《丽江股份-002033-2021年三季报点评：三季度经营恢复势头显著回落，中长期游较受疫情干扰》——2021-10-25
《丽江股份-002033-2021年中报点评：细分业务恢复节奏有别，静待控股权厘清》——2021-08-17

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	358	317	729	807	841
(+/-%)	-16.9%	-11.7%	130.4%	10.6%	4.3%
净利润(百万元)	-38	4	190	229	255
(+/-%)	-153.6%	-109.7%	5062.9%	20.5%	11.4%
每股收益(元)	-0.07	0.01	0.35	0.42	0.46
EBIT Margin	-4.8%	-5.6%	20.3%	23.6%	24.4%
净资产收益率 (ROE)	-1.6%	0.2%	7.5%	8.5%	8.8%
市盈率 (PE)	-164.1	1683.7	32.6	27.1	24.3
EV/EBITDA	100.7	99.9	23.6	19.2	17.6
市净率 (PB)	2.57	2.57	2.43	2.29	2.15

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

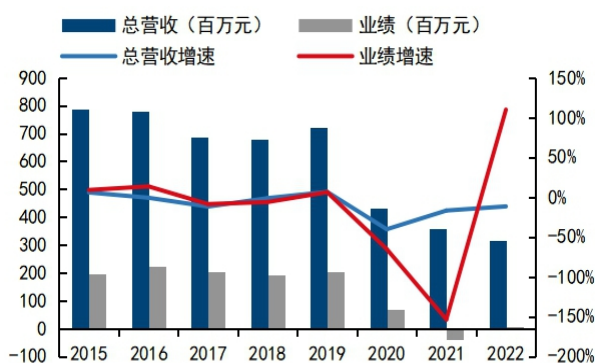
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2022 年净利润扭亏为盈，扣非后减亏

2022 年，公司实现营业收入 3.17 亿元/-11.60%，实现归母净利润 368.46 万元/+109.75%，扣非后亏损 2048.98 万元，同比减亏 37.58%，EPS0.01 元，整体处于业绩预告区间内（公司此前预计归母净利润 250-375 万元）。虽然 2022 年疫情影响仍存，但公司仍实现业绩扭亏为盈，扣非净利润减亏，主要系公司严控成本费用，积极争取纾困政策扶持等所致，此外 2021 年也有香巴拉项目开业开办费用等拖累。并且，在 2022Q3，公司归母净利润和扣非净利润分别恢复至 2019 年的 92.37% 和 82.61%，在国内自然景区公司恢复较领先，也部分显示公司旗下业务优势。

2022Q4 单季，公司实现营收 0.60 亿元/-11.74%，实现归母净利润亏损 0.23 亿元，同比减亏 0.26 亿元，扣非后亏损 0.31 亿元，同比减亏 0.13 亿元。虽然疫情反复中公司收入进一步承压，但成本费用优化下相应减亏。

图1：2022 年业绩扭亏为盈



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2022Q4 收入承压，归母业绩减亏



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

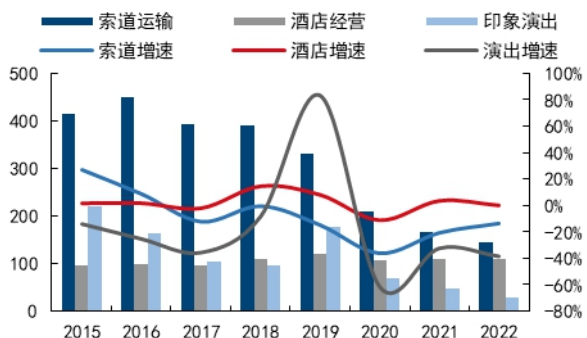
2022 年客流下滑，主业继续承压

索道方面，2022 年公司三条索道共计接待游客 193.90 万人次/-10.29%，仅恢复至 2019 年同期的 40.59%。其中玉龙雪山索道接待游客 130.02 万人次/-15.13%，恢复至 2019 年同期的 42.34%；云杉坪索道接待游客 57.67 万人次/-2.63%，恢复至 2019 年同期的 38.42%；牦牛坪索道接待游客 6.21 万人次/+67.80%，恢复至 2019 年同期的 30.22%。2022 年索道收入 1.43 亿元/-13.86%，恢复至 2019 年的 43.25%。索道业务客单价 74 元/-3.98%，主要系单价最高的雪山索道客流下降更多影响。由于索道业务成本相对刚性，2022 年公司索道业务实现利润总额 9,162.54 万元，同比下降 46.45%，承压明显。

酒店方面，2022 年丽江和府酒店公司实现营业收入 8590.67 万元/+6.07%，恢复至 2019 年同期的 73%，亏损 1812.99 万元，同比减亏 803.66 万元；迪庆香巴拉旅游投资有限公司（含迪庆英迪格酒店、奔子栏丽世酒店）实现营业收入 2294.72 万元/+14.30%，业绩亏损 2787.25 万元，同比减亏 1265.95 万元。

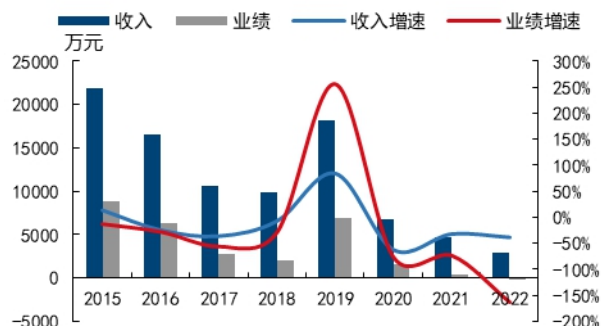
演艺方面，2022 年印象丽江共计演出 277 场，接待游客 30.02 万人次/-37.14%，实现营业收入 2848.31 万元/-38.53%，净利润-265.99 万元，由盈转亏。演艺客流与营收各恢复至 2019 年同期的 33%/16%，承压明显。

图3: 公司各业务收入变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 印象丽江收入业绩表现

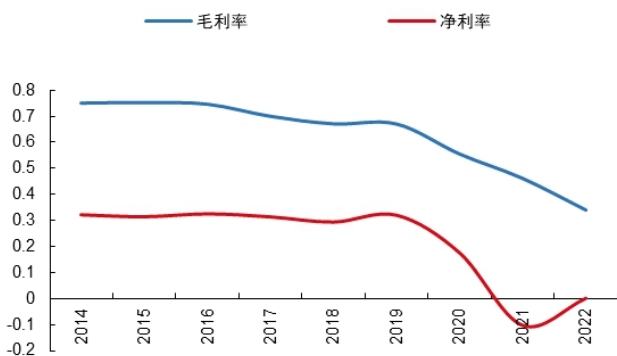


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

会计口径调整后, 公司毛利率和费用率均下降

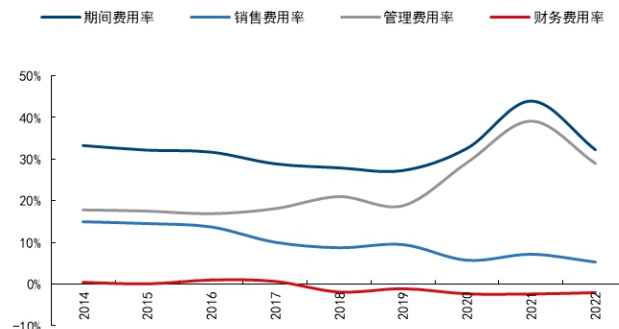
2022年, 公司毛利率为33.99%/-12.15pct, 其中酒店、演艺业务毛利率分别下降25.04pct、27.63pct。酒店毛利率下降主要系会计口径调整影响, 折旧、维修保养等费用由管理费用、销售费用调整到主营业务成本所致, 如剔除则酒店业务毛利率为32.55%, 比上年增长3.71%。演艺主要系人工成本相对刚性, 收入承压下毛利率承压。同时, 公司期间费用率32.23%/-11.79pct, 其中管理/销售费率各降10.21/1.90pct, 财务费用率则上升0.32pct(收入承压)。但公司扣非净利率从2021年的-10.83%略回升至-8.11%, 仍相对略改善。

图5: 公司毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

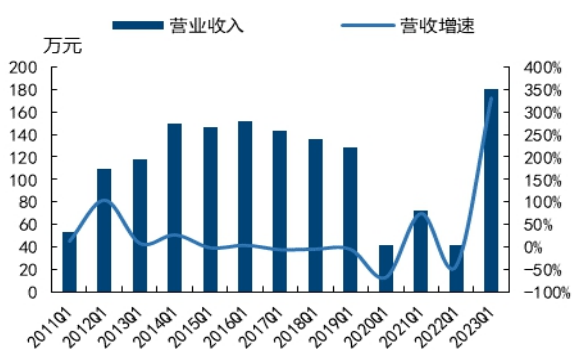
2023Q1, 公司收入和业绩均超疫情前, 处于业绩预告区间内。

今年一季度, 公司实现营收1.80亿元/+331.73%; 实现归母净利润0.55亿元/+295.22%; 实现扣非净利润0.55亿元/+289.09%, 均处于业绩预告内(公司此前预计一季报业绩5,000-6,000万元, 扣非业绩4,900万元-5,900万元), EPS0.10元。与2019Q1相比, 公司收入增长40.14%, 归母净利润和扣非后净利润分别增长56.30%/65.11%, 呈现强劲复苏趋势。

预计今年一季度客流回升显著, 带动各业务改善。公司三条索道共计接待游客140.17万人次/+412.12%, 其中玉龙雪山索道、云杉坪索道、牦牛坪索道分别接待游客77.69/56.14/6.33万人次, 同比各增长270.67%/874.22%/878.68%。其索

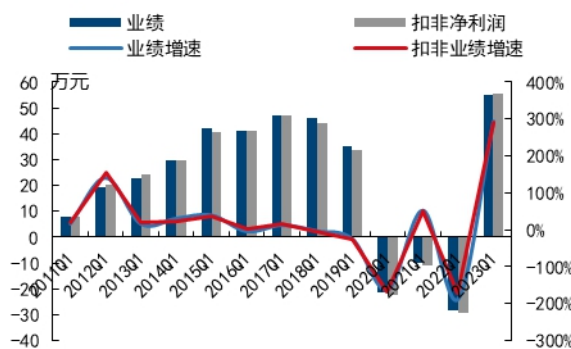
道客流相当于 2019 年全年的 29%，预计明显超过 2019Q1 水平（公司此前未披露季度客流数据，但一季度并非最旺季）。印象丽江共计演出 154 场，共计接待游客 33.93 万人次/+3881.92%，营收 3295.54 万元/+6220.84%，实现净利润 1,536.55 万元/+386.51%。丽江和府酒店有限公司（含洲际酒店、英迪格酒店、古城丽世酒店、5596 商业街、丽世山居）实现营业收入 2,993.11 万元/+149.25%，净利润亏损 325.15 万元，同比减亏 753.41 万元。迪庆香格里拉旅游投资有限公司（含迪庆英迪格酒店、奔子栏丽世酒店、香格里拉丽世酒店）实现营收 544.90 万元/+63.42%，亏损 841.35 万元，同比减亏 1.11 万元。

图7: Q1 收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: Q1 业绩及扣非业绩

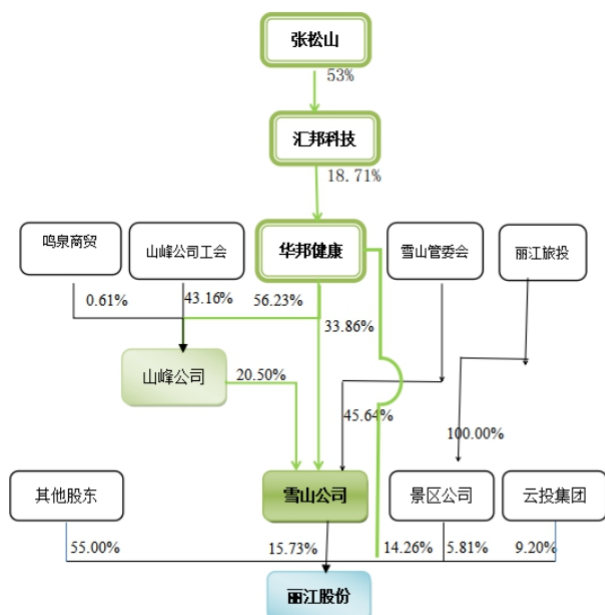


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司预计 2023 年收入较疫情前增 40%，业绩恢复 8 成，关注未来股权问题进展。

今年一季度公司经营强劲表现再次彰显公司旗下旅游资源优势，也带来全年复苏良好期待。公司预计 2023 年实现收入 7.17 亿元，估算较 2019 年增约 40%（客流复苏及公司过去几年新增香巴拉等项目贡献），预计 2023 年实现归母净利润 1.61 亿元，估算较 2019 年恢复约 79%（新项目预计仍有培育期等影响）。同时，公司系滇西北景区龙头，丽江区域唯一 A 股上市公司，资源优势较突出，正积极打造玉龙雪山景区甘海子游客集散中心等进一步优化交通动线，强化二次消费。同时，泸沽湖摩梭小镇仍推进，大香格里拉精品小环线布局基本完成，区域整合持续推进，有望带来中线看点。此外，此前公司曾公告华邦健康与玉龙雪山管委会均有意愿对其第一大股东雪山公司的股权等相关事宜继续保持协商，双方同时表示将继续优化雪山公司和丽江旅游股权结构（包括但不限于引入外部投资者等），与各方股东一起共同做大做强雪山公司和丽江旅游，保持国有资产保值增值，未来相关进展建议持续跟踪。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究生整理

维持“增持”评级。综合考虑出行复苏及公司今年一季度优良表现，上调 2023-2025 年 EPS 至 0.35/0.42/0.46 元（此前 2022 年 10 月是预计 23/24 年 EPS0.20/0.34 元，主要系出行情况变化），对应 PE33/27/24 倍。公司作为滇西北旅游龙头，资源禀赋良好，区域卡位优势突出，今年一季度良好表现有望吹响全年复苏号角，中线仍有望积极推进区域旅游资源整合，静待控股权博弈落地，暂维持“增持”评级。

风险提示

宏观及疫情等系统性风险，市场竞争加剧等，景区降价政策风险，外延项目低于预期，旅游市场整顿等。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS					PE					投资评级
				21A	22A	23E	24E	25E	21A	22E	23E	24E	25E	
002033.SZ	丽江股份	11.29	62.04	-0.07	0.01	0.35	0.42	0.46	-	1685	33	27	24	增持
600054.SH	黄山旅游	13.39	97.66	0.06	-0.18	0.40	0.47	0.54	223	-74	34	28	25	增持
600138.SH	中青旅	14.29	103.44	0.03	-0.46	0.62	0.87	1.06	488	-31	23	16	13	买入
300144.SZ	宋城演艺	15.05	393.51	0.12	0.00	0.41	0.63		125	3827	36	24		买入
603136.SH	天目湖	29.01	54.04	0.28	0.06	0.70	0.92		104	491	42	32		买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	632	621	894	854	937	营业收入	358	317	729	807	841
应收款项	9	7	19	21	21	营业成本	193	209	365	394	405
存货净额	14	19	63	68	70	营业税金及附加	16	17	16	17	18
其他流动资产	45	23	4	5	5	销售费用	26	17	34	33	34
流动资产合计	813	781	1091	1059	1144	管理费用	141	92	167	173	179
固定资产	1190	1304	1200	1137	1068	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	290	280	270	260	250	财务费用	(9)	(7)	(14)	(16)	(23)
投资性房地产	361	360	360	360	360	投资收益	(8)	8	12	3	3
长期股权投资	37	25	19	14	8	资产减值及公允价值变动	2	4	2	0	0
资产总计	2690	2750	2941	2829	2831	其他收入	1	11	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	0	500	300	200	营业利润	(13)	12	176	209	232
应付款项	81	114	19	21	22	营业外净收支	(13)	(1)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	85	99	54	58	59	利润总额	(25)	11	166	199	222
流动负债合计	166	214	574	379	281	所得税费用	12	11	30	35	39
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	(4)	(54)	(65)	(73)
其他长期负债	13	16	(35)	(86)	(137)	归属于母公司净利润	(38)	4	190	229	255
长期负债合计	13	16	(265)	(316)	(367)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	179	230	309	63	(86)	净利润	(38)	4	190	229	255
少数股东权益	99	105	83	57	28	资产减值准备	1	3	0	(0)	(0)
股东权益	2412	2416	2549	2709	2888	折旧摊销	81	82	128	137	142
负债和股东权益总计	2690	2750	2941	2829	2831	公允价值变动损失	(2)	(4)	(2)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(9)	(7)	(14)	(16)	(23)
每股收益	(0.07)	0.01	0.35	0.42	0.46	营运资本变动	(39)	75	(227)	(54)	(52)
每股红利	0.21	0.00	0.10	0.13	0.14	其它	(0)	(5)	(22)	(26)	(29)
每股净资产	4.39	4.40	4.64	4.93	5.26	经营活动现金流	3	156	67	287	317
ROIC	-0%	-0%	6%	8%	8%	资本开支	0	(192)	(13)	(63)	(63)
ROE	-2%	0%	7%	8%	9%	其它投资现金流	(112)	0	0	0	0
毛利率	46%	34%	50%	51%	52%	投资活动现金流	(99)	(180)	(7)	(57)	(57)
EBIT Margin	-5%	-6%	20%	24%	24%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	20%	38%	41%	41%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-17%	-12%	130%	11%	4%	支付股利、利息	(118)	(2)	(57)	(69)	(77)
净利润增长率	-154%	-110%	5063%	21%	11%	其它融资现金流	37	17	500	(200)	(100)
资产负债率	10%	12%	13%	4%	-2%	融资活动现金流	(198)	13	213	(269)	(177)
息率	1.9%	0.0%	0.9%	1.1%	1.2%	现金净变动	(295)	(11)	273	(40)	83
P/E	(164.1)	1683.7	32.6	27.1	24.3	货币资金的期初余额	927	632	621	894	854
P/B	2.6	2.6	2.4	2.3	2.1	货币资金的期末余额	632	621	894	854	937
EV/EBITDA	100.7	99.9	23.6	19.2	17.6	企业自由现金流	0	(35)	9	177	197
						权益自由现金流	0	(18)	290	(10)	116

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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