

投资评级：增持(维持)

基本数据 2022-08-17

收盘价(元)	9.32
流通股本(亿股)	2.53
每股净资产(元)	4.41
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

- 《管理酬金高增支撑收入修复，关注数字藏品发展》 2022-05-01

核心观点

▶ **事件：**公司发布 2022 年上半年业绩公告。公司 2022 年 H1 实现营收 4.49 亿元，同比下降 28.87%，22H1 亏损 0.85 亿元，较 21H1 增亏 0.68 亿元。公司 22Q2 实现营收 2.51 亿元，同比下降 32.03%，22Q2 亏损 0.35 亿元，较去年同期由盈转亏。

▶ **公司 22H1 业绩受到 Q2 疫情影响较大，旅行社等受跨省游熔断措施影响较大的业务营收占比发生相对较大变化。**公司 22H1 景区运营管理业务、酒店餐饮业务、旅游商品销售业务、旅行社业务、园林绿化业务和体育项目业务分别占营业收入的 71.46%、21.22%、0.72%、1.07%、4.12%和 1.41%；与 21 年同期相比，占比变化较大的业务主要为旅游商品销售业务、旅行社业务和园林绿化业务，分别变化-0.73pct、-3pct、+3.06pct。随着文化和旅游部制定印发《关于加强疫情防控科学精准实施跨省旅游“熔断”机制的通知》，将跨省团队旅游“熔断”区域进一步精准到县（区）域，公司旅行社及景区业绩有望得到修复。

▶ **公司主营业务力争做大做强，持续推动景区运营、文化旅游演出、节庆活动等品牌走出西安，强调运营管理与品牌的输出。**

运营管理输出方面，公司控股子公司温州雁荡山曲文旅游发展有限公司持续推进雁荡山项目，同时公司积极与大同古城街区、烟台芝罘区改造、温州乐清北大街提升改造等项目合作。

演艺升级方面，公司优化整合演艺资源，构建全域一体化发展模式。公司上半年在大唐芙蓉园景区正式推出《寻梦·芙蓉里》主题演艺，同时在大唐不夜城景区推出《大唐密盒》、《华灯太白》以及《旋转的胡璇》、《乐舞长安》行为艺术；线上渠道方面，公司完成 80 余条网红常态视频拍摄以及 40 余场网红直播，紧抓线上直播热点，促进公司品牌推广。

品牌建设方面，公司将现阶段热门消费形式融入于旗下景区，将热门旅游产品打上“曲江”标签。公司着力推动“曲江绿野露营”品牌化发展，以“露营+”模式，注入艺术、唐风、房车等专属特色，构建杜陵芳草营地、芙蓉湖畔营地、太乙山河营地，促进夜间经济消费。同时公司在央视、新华社及中新社等央级平台宣传十余次，曝光量达上亿次，为公司品牌形象塑造注入新鲜活力与灵感。

▶ **公司注重数字化发展，智慧旅游建设与数字藏品业务有望为公司提供第二成长曲线。**

数字藏品方面，公司及其旗下景区（例如西安城墙、大明宫国家遗址公园）H1 推出众多数字藏品，其中苍龙左骖、白虎右驂、中国年·迎财神、春龙翘首·鸿运当头四款数字藏品围观量达 5 万余次，媒体曝光度达 30 万余次。公司目前参与筹划设立数字文化科技公司，后续公司将按计划

继续推出数字藏品。

智慧旅游建设方面，公司目标搭建国内一流智慧化管理平台，创新管理模式；同时公司以大唐不夜城为试点，制作 AR 场景地图，进一步提升游客游玩体验。

- ▶ **投资建议：**我们预计 22-24 年公司营收 12.64 / 15.28 / 17.32 亿元，同比-7.5% / 20.9% / 13.4%；归母净利润分别为 0.17 / 0.80 / 0.95 亿元，同增 125.1% / 378.6% / 19.1%，对应 PE 143X / 30X / 25X，维持“增持”评级。
- ▶ **风险提示：**国内疫情反复，景区部分项目市场竞争加剧，新建项目建设与营收增量不及预期；数字藏品政策端波动风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	1121	1365	1264	1528	1732
收入增长率（%）	-14.08	21.76	-7.46	20.89	13.37
归母净利润（百万元）	-72	7	17	80	95
净利润增长率（%）	-259.01	110.34	125.11	378.63	19.12
EPS（元/股）	-0.33	0.03	0.07	0.31	0.37
PE	—	241.00	142.59	29.79	25.01
ROE（%）	-7.15	0.61	1.36	6.11	6.78
PB	1.54	1.52	1.94	1.82	1.70

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						财务指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1121	1365	1264	1528	1732	成长性					
减:营业成本	880	1035	952	1124	1255	营业收入增长率	-14%	22%	-7%	21%	13%
营业税费	14	22	16	18	21	营业利润增长率	-240%	109%	249%	381%	19%
销售费用	58	70	51	64	87	净利润增长率	-259%	110%	125%	379%	19%
管理费用	167	194	181	199	241	EBITDA 增长率	-10%	163%	-53%	48%	6%
研发费用	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-144%	422%	7%	84%	6%
财务费用	50	62	53	36	27	NOPLAT 增长率	-146%	-297%	75%	76%	6%
资产减值损失	0	0	-1	-1	-1	投资资本增长率	32%	7%	-9%	-8%	-3%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	净资产增长率	-5%	22%	1%	6%	7%
投资和汇兑收益	0	0	1	2	2	利润率					
营业利润	-67	6	20	96	114	毛利率	22%	24%	25%	26%	28%
加:营业外净收支	-14	0	-1	-1	-1	营业利润率	-6%	0%	2%	6%	7%
利润总额	-81	6	19	95	113	净利润率	-6%	0%	1%	5%	5%
减:所得税	-10	3	2	15	18	EBITDA/营业收入	9%	20%	10%	13%	12%
净利润	-72	7	17	80	95	EBIT/营业收入	-2%	5%	6%	8%	8%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	529	399	-2	340	-362	固定资产周转天数	448	402	455	393	362
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动营业资本周转天数	-31	-52	-26	-165	-27
应收帐款	752	1000	755	518	925	流动资产周转天数	461	413	255	249	157
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	210	231	250	150	150
预付帐款	20	22	19	45	50	存货周转天数	18	17	19	16	16
存货	45	55	46	54	57	总资产周转天数	948	925	987	775	685
其他流动资产	39	33	33	33	33	投资资本周转天数	758	664	655	499	426
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	-7%	1%	1%	6%	7%
长期股权投资	0	5	5	5	5	ROA	-2%	0%	1%	2%	3%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	-1%	1%	3%	5%	6%
固定资产	1376	1503	1576	1646	1716	费用率					
在建工程	82	6	12	17	21	销售费用率	5%	5%	4%	4%	5%
无形资产	128	134	135	136	136	管理费用率	15%	14%	14%	13%	14%
其他非流动资产	12	11	11	11	11	财务费用率	4%	5%	4%	2%	2%
资产总额	3262	3756	3173	3408	3187	三费/营业收入	25%	24%	22%	20%	20%
短期债务	230	130	70	10	50	偿债能力					
应付帐款	670	955	632	930	812	资产负债率	69%	67%	61%	61%	55%
应付票据	17	56	50	137	72	负债权益比	224%	205%	154%	156%	124%
其他流动负债	1	2	2	2	2	流动比率	1.17	1.05	0.84	0.74	0.58
长期借款	1020	958	858	658	458	速动比率	1.08	0.98	0.75	0.65	0.47
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	-0.40	1.02	1.34	3.57	5.15
负债总额	2254	2523	1923	2078	1763	分红指标					
少数股东权益	7	23	23	23	23	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	215	255	255	255	255	分红比率					
留存收益	354	361	378	458	553	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
股东权益	1008	1233	1250	1330	1425	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	-0.33	0.03	0.07	0.31	0.37
净利润	-72	7	17	80	95	BVPS(元)	4.65	4.75	4.81	5.12	5.50
加:折旧和摊销	124	207	59	62	64	PE(X)	—	241.00	142.59	29.79	25.01
资产减值准备	29	-12	1	1	1	PB(X)	1.54	1.52	1.94	1.82	1.70
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	51	65	53	36	27	P/S	1.37	1.35	1.88	1.56	1.37
投资收益	0	0	-1	-2	-2	EV/EBITDA	22.44	9.89	26.22	14.60	16.51
少数股东损益	1	-4	0	0	0	CAGR(%)					
营运资金的变动	-68	-68	-103	599	-563	PEG	—	2.18	1.14	0.08	1.31
经营活动产生现金流量	48	190	24	775	-379	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-276	-327	-137	-137	-136	REP					
融资活动产生现金流量	568	-19	-288	-296	-187						

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。