

管理酬金高增支撑收入修复，关注数字藏品发展

证券研究报告

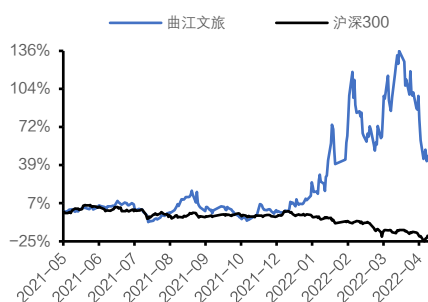
投资评级：增持(首次)

基本数据

2022-04-29

收盘价(元)	9.70
流通股本(亿股)	2.53
每股净资产(元)	4.55
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
liy@ctsec.com

相关报告

核心观点

- 事件：公司发布 2021 年业绩公告。**疫情反复背景下，公司业绩仍恢复超疫前水平，2021 年，公司实现营收 13.65 亿元，同比增长 26.80%；实现归母净利润 0.07 亿元，扭亏为盈，同比增长 0.79 亿元。景区运营、酒店餐饮、旅行社、旅游商品销售、园林绿化、体育业务分别实现营收 9.87、2.53、0.43、0.16、0.55、0.09 亿元。虽然 Q4 疫情反复，局部管控趋于严格，但得益于本期管理酬金收入的大幅提升，公司全年营收仍恢复至较高水平，较疫前 2019 年增长 15.28%。
 - 盈利能力大幅改善，费用率同比持平：**2021 年，公司实现毛利 3.30 亿元，增长 39.91%；实现毛利率 24.16%，同比+2pct。景区运营和酒店餐饮两大业务毛利率分别为 33.84%、-10.99%，同比分别+5pct、-12pct。由于芳林苑项目投产转固，折旧摊销费用提升，酒店服务业务毛利转负。2021 年实现销售、管理、财务费用率 5.10%、14.21%、4.52%，同比基本持平。
 - 芳林苑项目投产，募资活动有望提升产品水平，**芳林苑酒店提升改造项目于 21 年 8 月试运营，该酒店定位高端，投产后将提升公司盈利空间。公司通过发行非公开发行股票筹资 2.29 亿元，用于置换预先投入大唐芙蓉园光影秀、《梦回大唐》黄金版、御宴宫提升改造项目的自筹资金。项目建成投运后，有望持续提升公司成长动能。
 - 收购活动带动业务拓展与多元化发展，实现产业融合：**公司分别收购唐人街公司 100% 股权和无锡汇跑 55% 股权，前者将拓展公司业务范围拓展至大唐不夜城步行街，带动景区、餐饮、景区等业务协同发展，后者有望助力公司文旅业务与体育多元化结合，实现融合发展。
 - 数字藏品打开公司数字经济板块，今年以来公司发行活动较为活跃：**自公司旗下景区西安城墙于去年 11 月在阿里拍卖平台发行数字藏品后，公司在数字藏品方面的业务开展迅速，目前公司合作的数字藏品平台已拓展为阿里拍卖、秦储等平台，公司旗下西安城墙于 4 月 29 日宣布与腾讯云合作开展“长安 iN”文旅数字平台项目，进一步发展数字藏品业务。
- 公司总体数字藏品销售速度较快，2 月曲江文旅发售的龙抬头系列 2-5 秒内销售完毕，大明宫官方发行的数字藏品同样“秒空”。同时大明宫推出“购买集齐数字藏品获取终身免费游玩景区”的玩法，助力公司使用数字藏品技术赋能实体景区产业。
- 投资建议：**预计公司 2022-2024 年净利润分别为 0.16/0.80/0.90 亿元，PE 估值分别为 156.2x/32.2x/28.6x，给予“增持”评级。
 - 风险提示：**国内疫情反复；疫后消费疲软；在建项目推进不及预期；数字藏品监管风险。

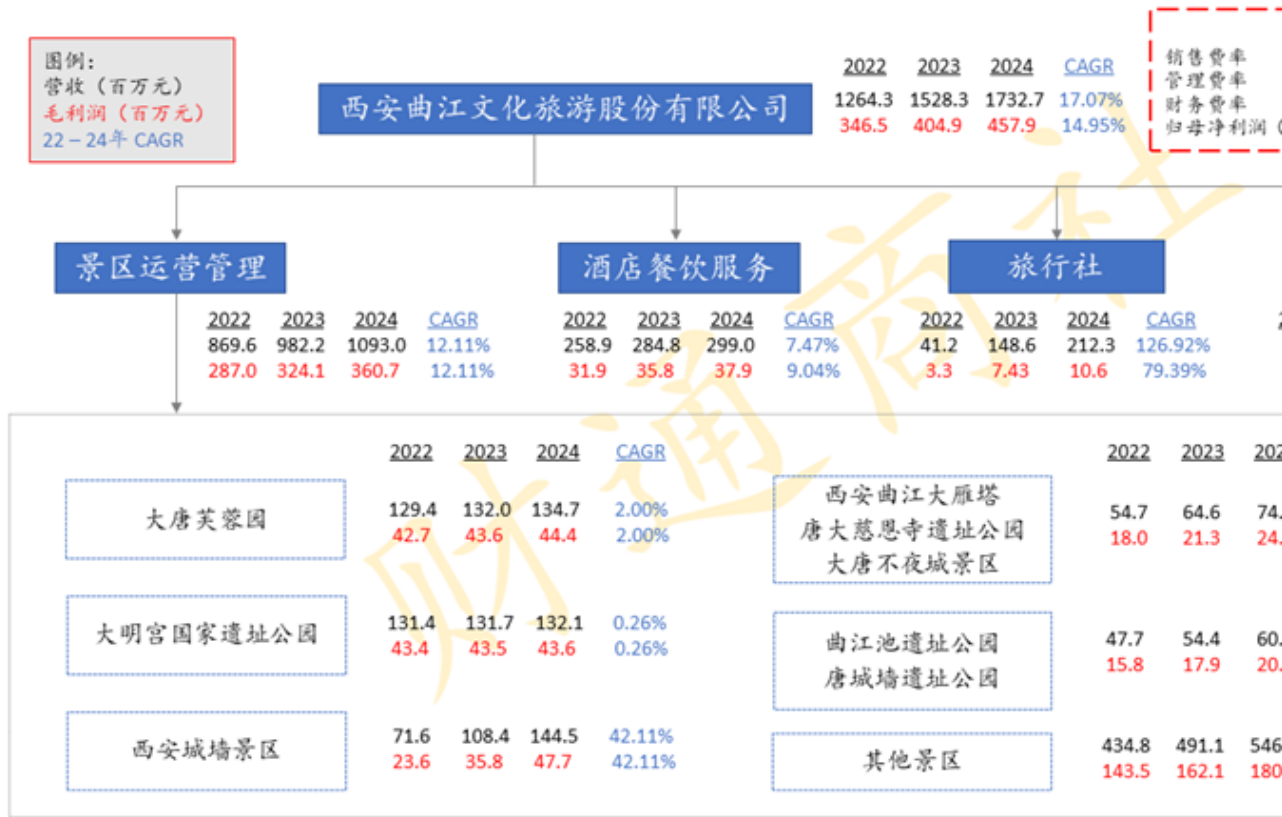
盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1121	1365	1264	1528	1733
收入增长率(%)	-14.08	21.76	-7.40	20.88	13.37
归母净利润(百万元)	-72	7	16	80	90
净利润增长率(%)	-259.01	110.34	121.88	385.01	12.41
EPS(元/股)	-0.33	0.03	0.06	0.31	0.35
PE	—	241.00	156.16	32.20	28.64
ROE(%)	-7.15	0.61	1.34	6.10	6.42
PB	1.54	1.52	2.09	1.96	1.84

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

图 1. 曲江文旅业务结构、盈利结构、成长结构

【财通商社】曲江文旅：业务结构、盈利结构、成长结构



数据来源：公司年报，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1121	1365	1264	1528	1733	成长性					
减:营业成本	880	1035	918	1123	1275	营业收入增长率	-14%	22%	-7%	21%	13%
营业税费	14	22	19	23	26	营业利润增长率	-240%	109%	245%	387%	12%
销售费用	58	70	66	78	89	净利润增长率	-259%	110%	122%	385%	12%
管理费用	167	194	188	191	216	EBITDA 增长率	-10%	163%	-52%	32%	9%
研发费用	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-144%	422%	11%	55%	12%
财务费用	50	62	62	28	31	NOPLAT 增长率	-146%	-297%	81%	48%	12%
资产减值损失	0	0	-1	-1	-1	投资资本增长率	32%	7%	-5%	3%	4%
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	108	毛利率	22%	24%	27%	26%	26%
加:营业外净收支	-14	0	-1	-1	-1	营业利润率	-6%	0%	2%	6%	6%
利润总额	-81	6	19	95	107	净利润率	-6%	0%	1%	5%	5%
减:所得税	-10	3	2	15	17	EBITDA/营业收入	9%	20%	10%	11%	11%
净利润	-72	7	16	80	90	EBIT/营业收入	-2%	5%	6%	7%	7%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	529	399	105	404	465	固定资产周转天数	448	402	455	393	361
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动营业资本周转天数	-31	-52	-27	-93	-92
应收帐款	752	1000	866	628	712	流动资产周转天数	461	413	318	286	287
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	245	267	250	150	150
预付帐款	20	22	18	45	51	存货周转天数	19	19	19	16	16
存货	45	55	48	49	56	总资产周转天数	1062	1004	980	852	801
其他流动资产	39	33	33	33	33	投资资本周转天数	758	664	685	585	535
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%	6%
长期股权投资	0	5	5	5	5	ROA	-2%	0%	0%	2%	2%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	-1%	1%	3%	4%	4%
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%	5%	5%	5%
无形资产	128	134	135	136	136	管理费用率	15%	14%	15%	12%	12%
其他非流动资产	12	11	11	11	11	财务费用率	4%	5%	5%	2%	2%
资产总额	3262	3756	3394	3567	3804	三费/营业收入	25%	24%	25%	19%	19%
短期债务	230	130	0	0	0	偿债能力					
应付帐款	670	955	754	769	873	资产负债率	69%	67%	63%	63%	63%
应付票据	17	56	50	92	105	负债权益比	224%	205%	172%	168%	168%
其他流动负债	1	2	2	2	2	流动比率	1.17	1.05	1.01	1.01	1.02
长期借款	1020	958	958	958	958	速动比率	1.12	1.00	0.95	0.93	0.94
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	-0.40	1.02	1.18	4.11	4.08
负债总额	2254	2523	2144	2237	2385	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	457	547	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
股东权益	1008	1233	1250	1329	1419	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	0.06	0.31	0.35
净利润	-71	3	16	80	90	BVPS(元)	4.65	4.75	4.81	5.12	5.47
加:折旧和摊销	124	207	59	62	64	PE(X)	—	241.00	156.16	32.20	28.64
资产减值准备	29	-12	1	1	1	PB(X)	1.54	1.52	2.09	1.96	1.84
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	51	65	62	28	31	P/S	1.37	1.35	2.03	1.68	1.48
投资收益	0	0	-1	-2	-2	EV/EBITDA	22.44	9.89	27.12	18.79	16.84
少数股东损益	0	0	0	0	0	CAGR(%)					
营运资金的变动	-68	-68	-101	296	46	PEG	—	2.18	1.28	0.08	2.31
经营活动产生现金流量	48	190	35	464	228	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	-192	-28	-31						

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。