



南京证券

NANJING SECURITIES

公司评级：增持

丽江股份：公司成长与行业复苏有望共振

研 究 员	杨妍
投资咨询证书号	S0620521100003
联 系 方 式	025-58519170
邮 箱	yanyang@njzq.com.cn

目录:

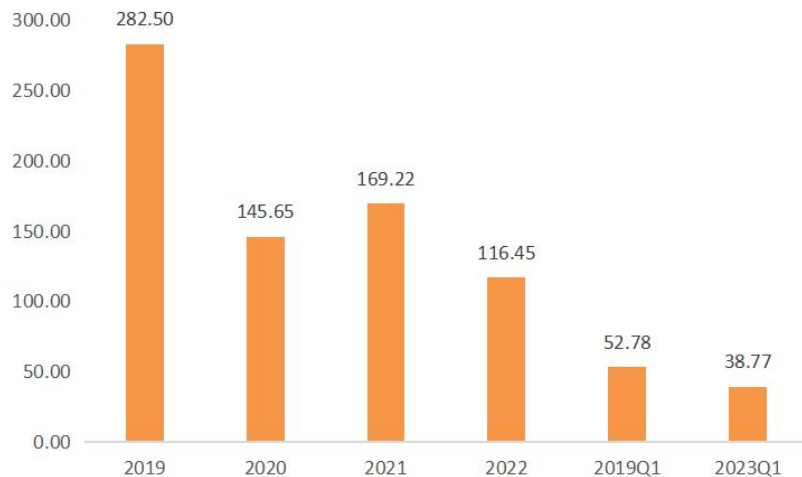
1. 行业近况
2. 公司介绍
3. 主营业务：索道、演出、酒店为核心业态
4. 成长性逻辑
5. 财务分析
6. 盈利预测与估值
7. 风险提示

1.行业近况：名山大川客流增长亮眼

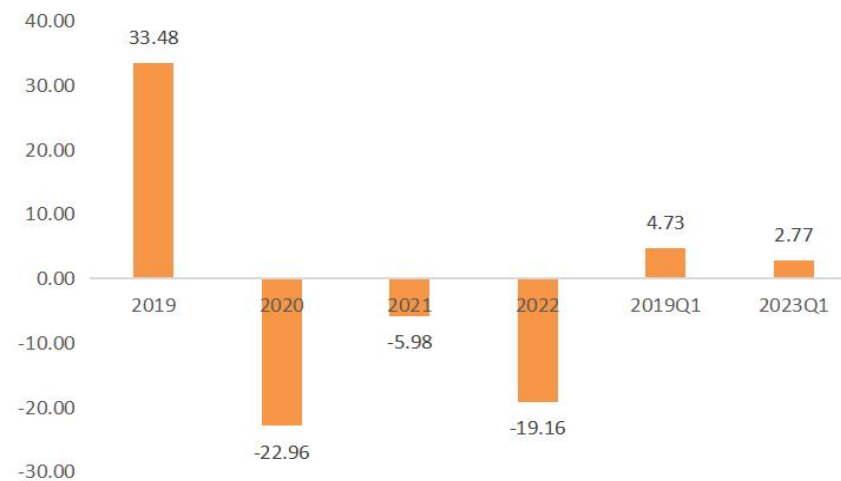
1.1. 行业概况

- ▶ **传统景区开辟文旅融合新玩法：**近年来，以宋城、西安文旅为代表的国内旅游头部企业，在借鉴海外文旅发展的经验上，持续创新突破传统观光游模式，更多融入传统文化内容表达，与游客形成更多互动，沉浸式文化体验成为塑造旅游IP的新玩法，沉浸式旅游能够带来几点变化：（1）延长游客游玩时间，包括大力开发夜经济；（2）持续性的文化体验创新，给游客带来不同的新鲜感，增加复游率；（3）景点IP化、拟人化，增加线下+线上的传播声量，进一步延伸了与游客的互动空间；（4）通过直播、电商平台等方式，实现多维度流量变现。
- ▶ **23Q1景区板块实现强势复苏：**22年景区板块（申万三级行业人工景区+自然景区标的营业收入/归母净利润加总计算所得）实现营业收入116亿元，仅恢复至19年的41%；23Q1开年实现强劲复苏，板块整体营业收入已经恢复至19Q1的73%。业绩端已经实现扭亏，23Q1板块整体归母净利润2.8亿元，19Q1盈利4.7亿元，而22年板块共亏损19亿元，23Q1已成功实现扭亏。

图表1：景区板块营业收入（亿元）



图表2：景区板块归母净利润（亿元）



1.行业近况：名山大川客流增长亮眼

1.1. 行业概况

- **收入端：**申万三级行业人工景区+自然景区的16家景区上市公司中，已经有11家公司23Q1营业收入超过19年同期，其中天目湖营业收入恢复至19Q1的135%，丽江股份恢复至19Q1的140%，西藏旅游恢复至19Q1的165%，黄山旅游恢复至128%，峨眉山恢复至93%。
- **业绩端：**峨眉山23Q1归母净利润恢复领先，23Q1实现归母净利润0.7亿元，19Q1仅为0.19亿元，主要系公司23Q1收入同比实现较好的恢复，同时成本、费用控制良好，业绩大幅释放。黄山旅游、丽江股份23Q1归母净利润分别为0.65、0.55亿元，远超疫情前19Q1的0.24、0.35亿元；此外天目湖23Q1实现业绩0.19亿元，同样比19Q1的0.15亿元实现较好修复。

图表3：景区标的营收及恢复情况

营业收入（亿元）	2019	2020	2021	2022	2019Q1	2023Q1	恢复度
中青旅	140.54	71.51	86.35	64.17	25.43	16.58	65.20%
大连圣亚	3.19	1.14	2.05	1.57	0.44	0.69	156.88%
人工景区 曲江文旅	13.05	10.77	13.65	8.91	3.17	3.27	102.98%
云南旅游	28.79	18.12	14.18	5.39	3.27	1.05	32.01%
宋城演艺	26.12	9.03	11.85	4.58	8.25	2.34	28.43%
黄山旅游	16.07	7.41	8.95	8.00	2.64	3.38	127.89%
西藏旅游	1.88	1.26	1.74	1.21	0.15	0.25	165.08%
长白山	4.67	1.48	1.93	1.95	0.49	0.70	141.25%
天目湖	5.03	3.74	4.19	3.69	0.89	1.20	135.34%
九华旅游	5.37	3.41	4.26	3.32	1.34	1.92	143.48%
自然景区 张家界	4.25	1.69	1.99	1.32	0.54	0.64	118.02%
峨眉山A	11.08	4.67	6.29	4.31	2.55	2.38	93.11%
桂林旅游	6.06	2.55	2.39	1.29	1.16	0.86	73.81%
丽江股份	7.23	4.31	3.58	3.17	1.28	1.80	140.14%
三特索道	6.77	4.05	4.35	2.56	1.09	1.60	147.15%
*ST西域	2.41	0.51	1.49	1.02	0.08	0.11	134.08%

图表4：景区标的归母净利润及恢复情况

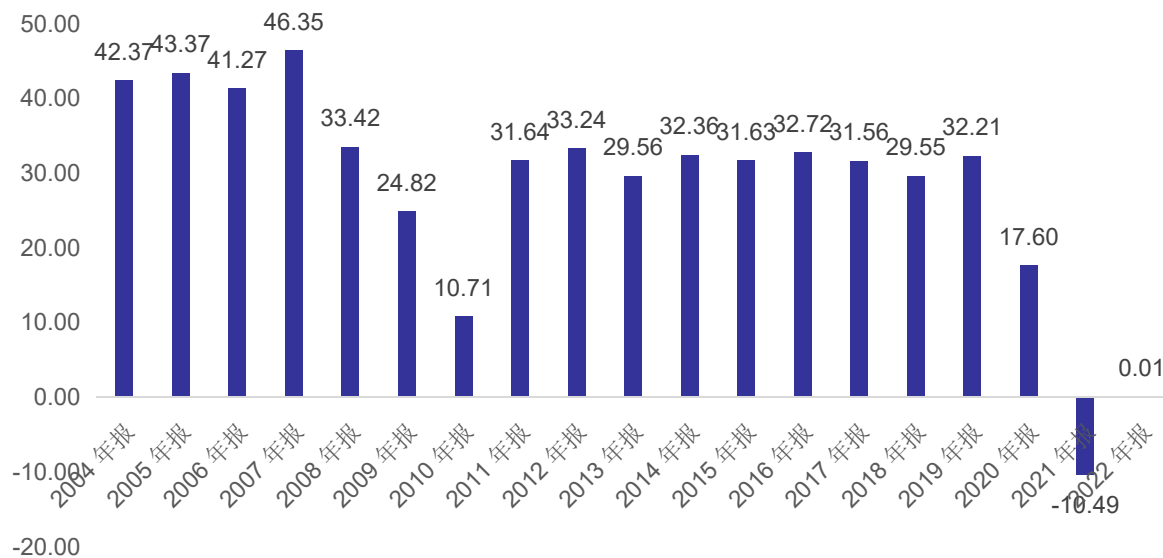
归母净利润（亿元）	2019	2020	2021	2022	2019Q1	2023Q1	恢复度
中青旅	5.68	-2.32	0.21	-3.34	0.64	-0.05	-
大连圣亚	0.42	-0.70	-1.98	-0.78	-0.09	0.02	-
人工景区 曲江文旅	0.45	-0.72	0.07	-2.49	0.31	0.09	-70.23%
云南旅游	0.95	1.59	-3.26	-2.83	-0.21	-0.21	-
宋城演艺	13.40	-17.52	3.15	0.10	3.70	0.60	-83.71%
黄山旅游	3.40	-0.46	0.43	-1.32	0.24	0.65	173.99%
西藏旅游	0.21	0.05	-0.08	-0.29	-0.08	-0.09	-
长白山	0.75	-0.56	-0.52	-0.57	-0.25	-0.04	-
天目湖	1.24	0.55	0.52	0.20	0.15	0.19	27.60%
九华旅游	1.17	0.55	0.61	-0.14	0.39	0.62	59.61%
自然景区 张家界	0.11	-0.92	-1.35	-2.60	-0.08	-0.30	-
峨眉山A	2.26	-0.39	0.18	-1.46	0.19	0.70	261.84%
桂林旅游	0.55	-2.66	-2.13	-2.82	-0.02	-0.13	-
丽江股份	2.03	0.70	-0.38	0.04	0.35	0.55	56.29%
三特索道	0.11	0.29	-1.74	-0.77	-0.39	0.29	-
*ST西域	0.74	-0.43	0.27	-0.09	-0.13	-0.13	-

2. 公司介绍

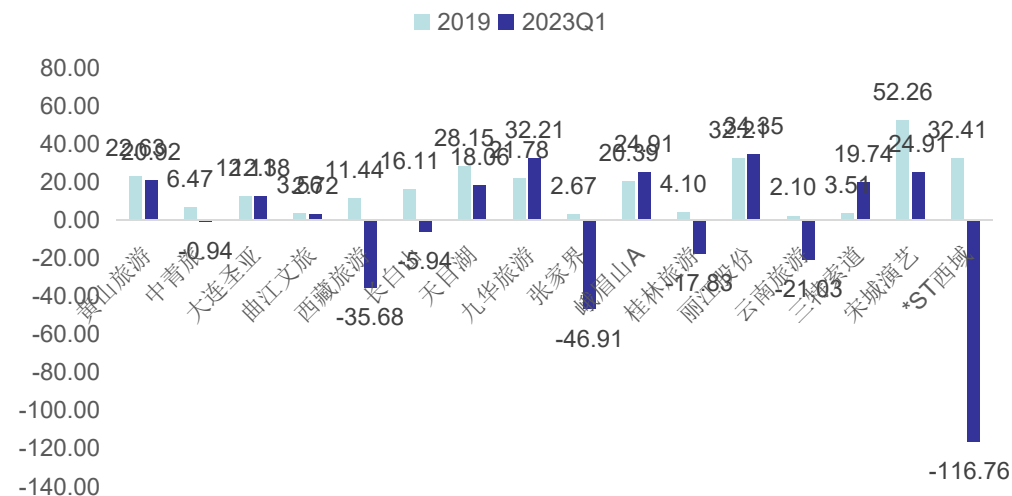
2.1. 以玉龙雪山为营，以索道、演出、酒店为核心业态

- **公司的核心景区资源为丽江市玉龙雪山：**玉龙雪山位于丽江市北部，是国家首批5A级旅游景区。公司核心运营的资产包括三条索道：玉龙雪山索道、云杉坪索道、牦牛坪索道，以及《印象·丽江》演艺项目；2014年以来，公司持续外围扩张，目前的旅游资源已经布局至丽江古城、玉龙雪山、泸沽湖、香格里拉地区，形成以索道、演出、酒店为核心业态的旅游公司。
- **公司净利率较高：**剔除2008年地震灾害、2010年索道停运改造、2020-2022年疫情影响，公司其余多数年份销售净利率维持在30%以上；跟其他旅游板块的公司相比，丽江股份正常年份的销售净利率水平位居前列。

图表5：丽江股份历年销售净利率水平（%）



图表6：申万三级景区板块各公司销售净利率情况（%）

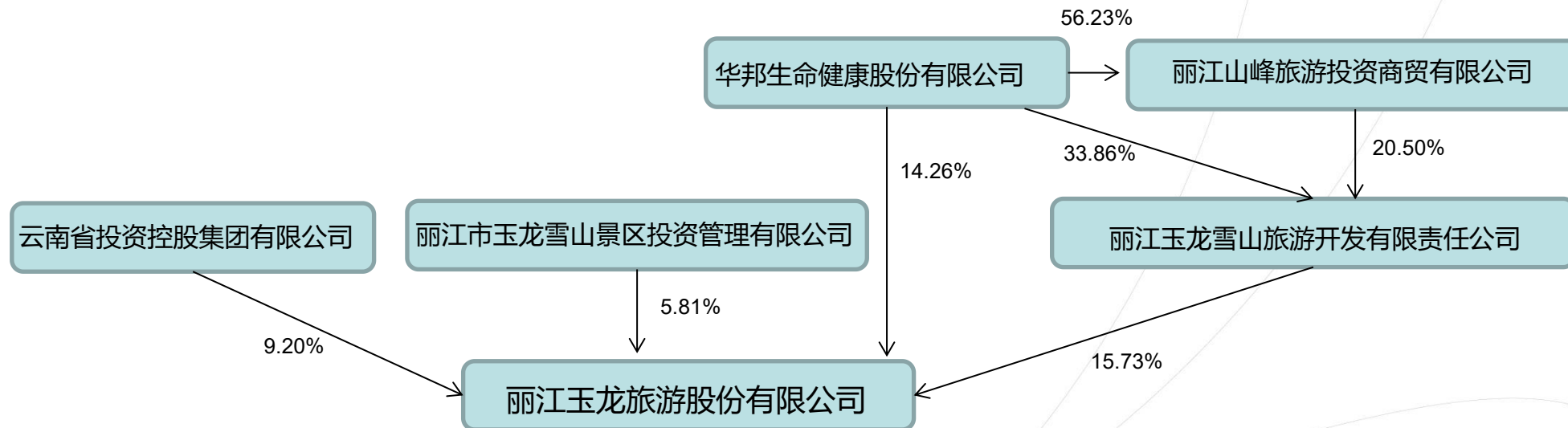


2. 公司介绍

2.2. 股权结构

- 上市实控人发生过变更：上市之初，公司第一大股东为云南省丽江玉龙雪山省级旅游区旅游开发总公司（05年改制为丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司），实控人为丽江玉龙雪山省级旅游开发区管委会。2017年，华邦生命健康对丽江山峰旅游商贸投资有限公司增资完成后，丽江股份的实际控制人变更为张松山先生。根据公司2022年年报，张松山先生作为华邦生命健康股份有限公司董事长，为丽江股份实控人。华邦生命健康直接并间接持有本公司29.99%股权。

图表7：截至2022年报，丽江股份主要股东股权结构

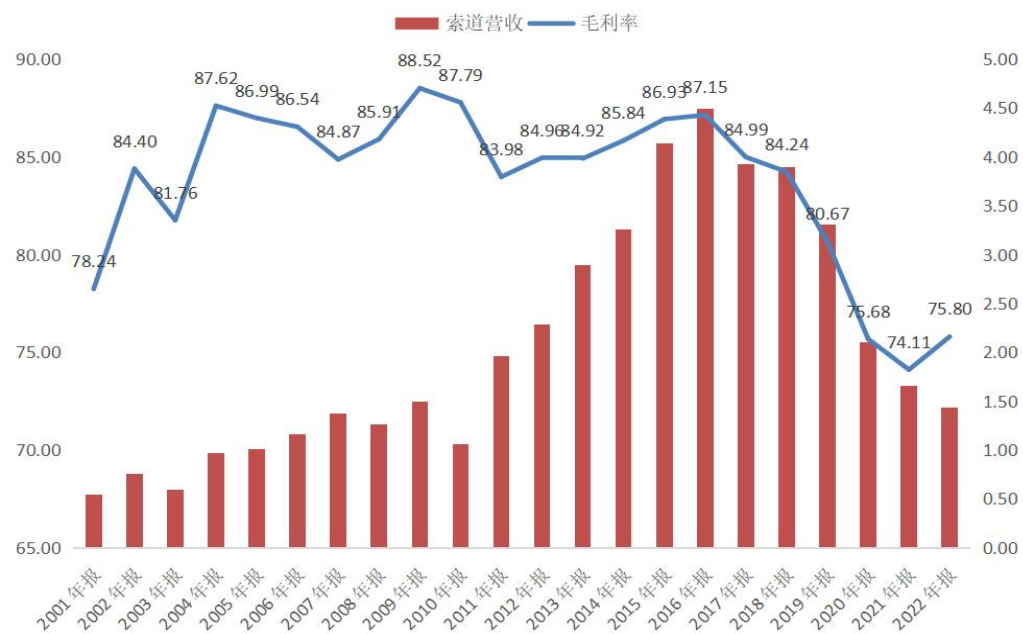


3. 主营业务：索道、演出、酒店为核心业态

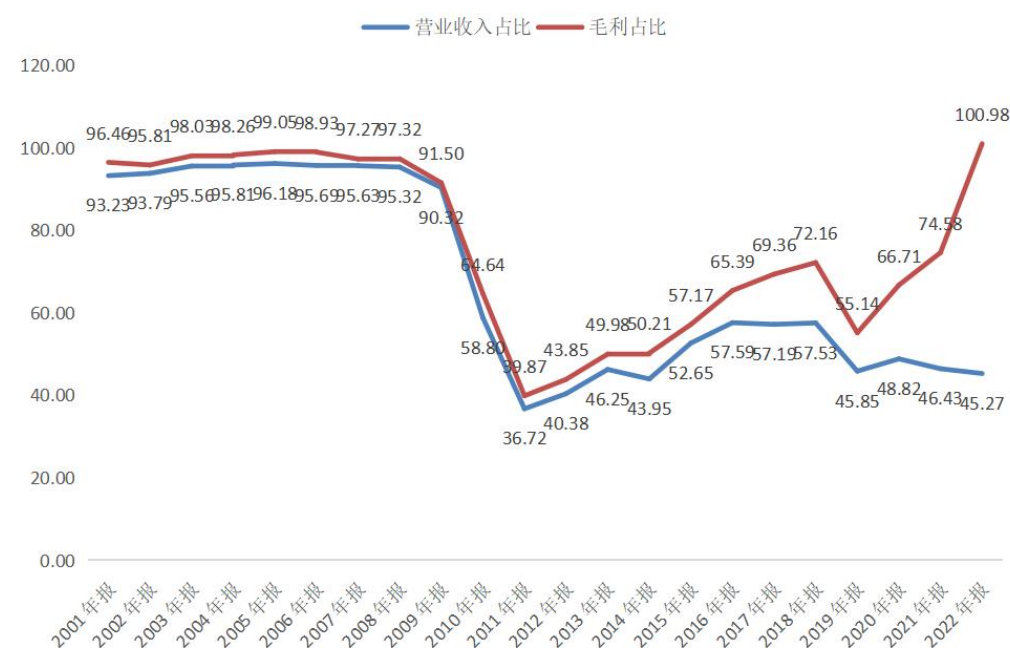
3.1. 索道：盈利基本盘

- 公司**经营玉龙雪山景区内的三条索道**：公司经营玉龙雪山索道、云杉坪索道、牦牛坪索道；三条索道分别通往玉龙雪山的冰川公园、牦牛坪、云杉坪三个独立景点，并且是到达景点的主要交通方式。冰川公园是玉龙雪山的核心景区，索道全长2968米，垂直高度1150米；云杉坪是一块隐藏在原始云杉林中的巨大草坪，索道全长958米，垂直高度265米；牦牛坪风景区为典型的草甸牧场，索道全长1200米，垂直高度360米。疫情之前，索道的毛利率维持在80%以上，为公司盈利的最主要来源。

图表8：索道业务历年营收（亿元）及毛利率情况（%）



图表9：索道业务历年营收占比及毛利占比（%）

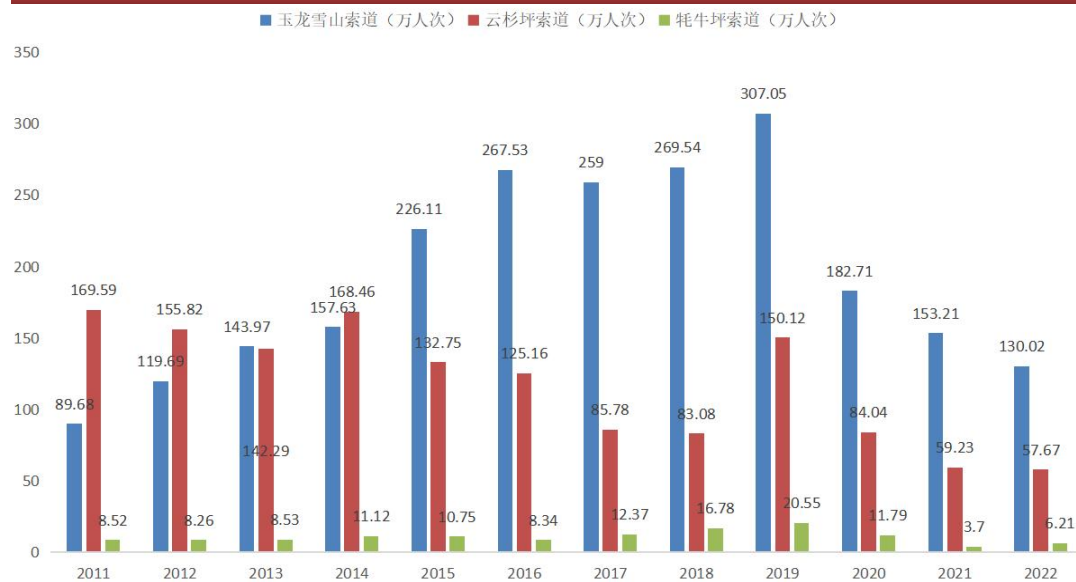


3. 主营业务：索道、演出、酒店为核心业态

3.1. 索道：盈利基本盘

- **疫情前游客总人次持续增长：**索道总人次主要受三个因素的影响：（1）玉龙雪山总人次；（2）改造升级、恶劣天气等短期因素导致的停运；（3）索道单日有运营上限。从公司三条索道的总人次来看，疫情前基本保持持续的增长，游客人次从11年267.8万人次增长到19年477.7万人次，CAGR为7.5%。从索道人次结构来看，受益于玉龙雪山冰川公园景点的知名度提升，玉龙雪山索道的游客人次相对增速更快，11年至19年人次CAGR为16.6%，增速超过其他两条索道。
- **18年票价受限，客单价出现下滑：**18年云南省出台行政指导意见，三大索道票价均下调，2018.10.01，玉龙雪山索道票价下调33%，云杉坪索道票价下调27%，牦牛坪索道票价下调25%。2018年至今，索道票价尚未发生变动。

图表10：玉龙雪山索道是人次最多的核心索道



图表11：票价下调导致索道客单价下滑



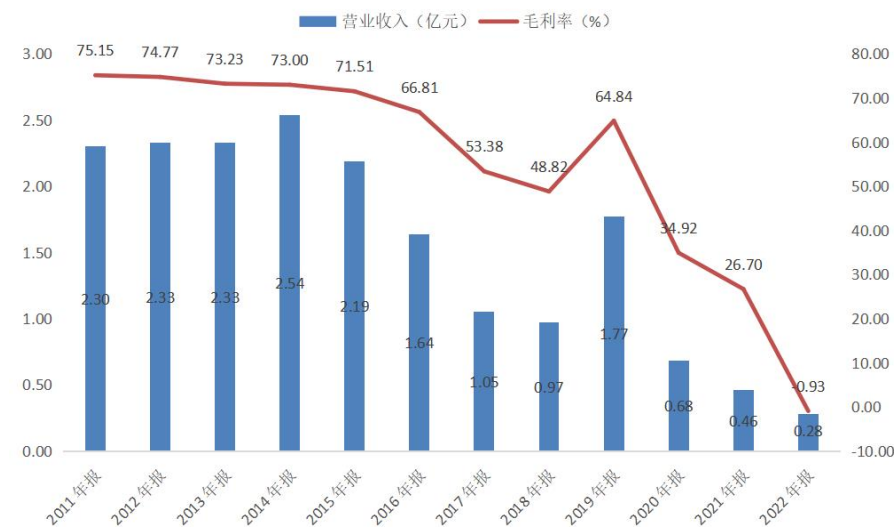
3. 主营业务：索道、演出、酒店为核心业态

3.2. 演出：《印象·丽江》

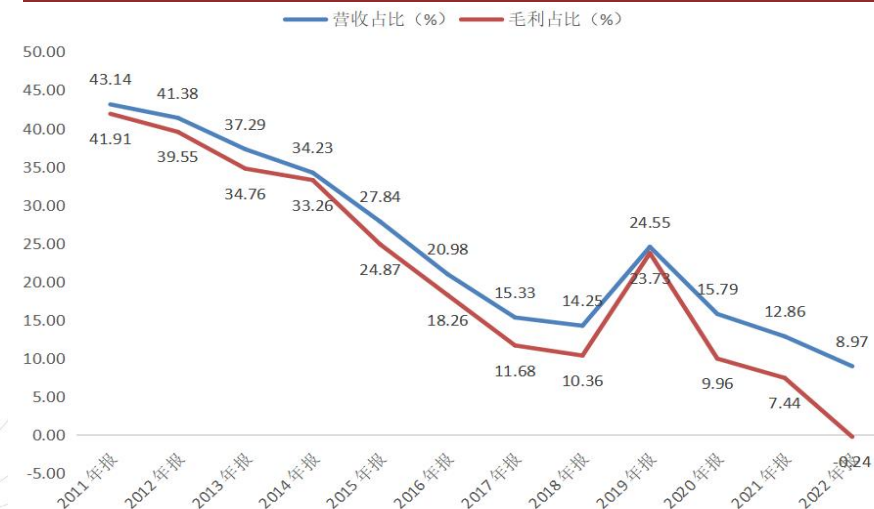
- 通过收购将演出业务并表：《印象·丽江》是以玉龙雪山为背景的室外实景演出，由张艺谋、王潮歌等著名艺术家策划、创作、执导，占据玉龙雪山脚下的核心区位，自2006年首演至今。2011年，公司通过收购将该演出业务并表，目前持有丽江玉龙雪山印象旅游文化产业有限公司51%的股权。
- 绑定玉龙雪山核心客流：《印象·丽江》的接待人次存在上限，主要包括：1) 场地及场次限制，目前《印象·丽江》一天接待的场次为2场，由于是室外演出，会受到天气及环境条件的影响；2) 观演需先进入玉龙雪山景区，因此受玉龙雪山总游客人次的影响。2014年3月，《丽江千古情》演出正式营业，游客在丽江市停留的市场有限，对演出的需求基本不超过一场，因此《印象·丽江》和《丽江千古情》是强竞争关系，加上《丽江千古情》是市内演出，排演比较密集，《印象·丽江》的观演客群明显出现被分流的情况。2019年，公司加强《印象·丽江》的营销与宣传活动，与玉龙雪山的旅游产品捆绑，演出收入出现一定程度的回升。

数据来源：公司公告，南京证券研究所

图表12：疫情前演出毛利率常年维持在50%以上



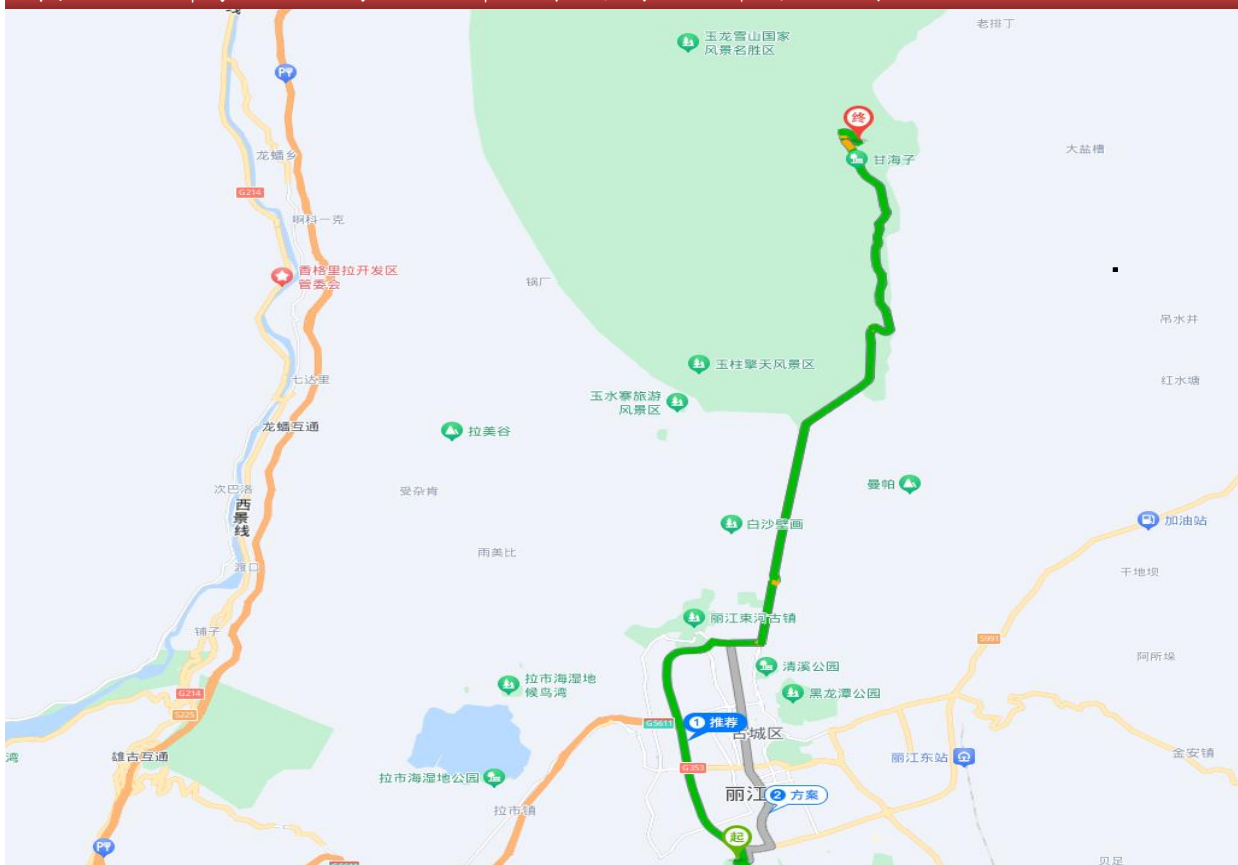
图表13：演出业务历年营收占比及毛利占比



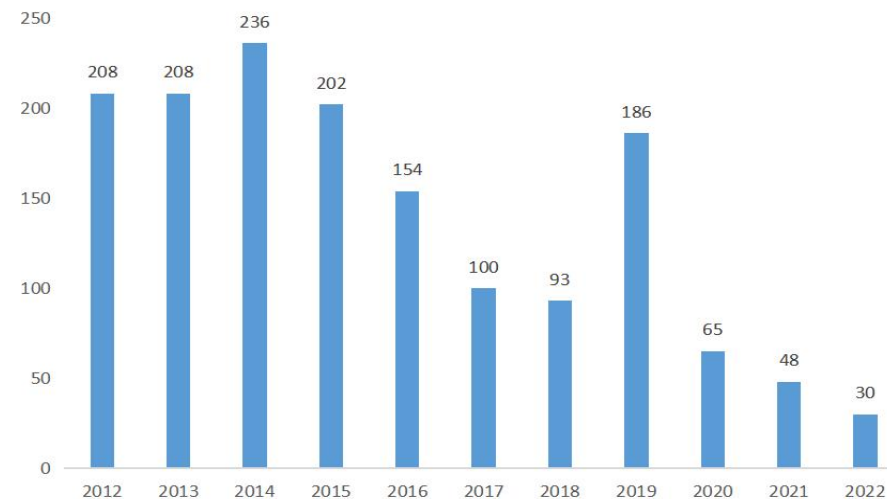
3. 主营业务：索道、演出、酒店为核心业态

3.2. 演出：《印象·丽江》

图表14：《印象·丽江》与《丽江千古情》位于丽江市南北两侧



图表15：观演人次在2014年之后出现下滑



图表16：《印象·丽江》演出现场



3. 主营业务：索道、演出、酒店为核心业态

3.3. 酒店：规模持续扩张

- 公司自2009年开始布局酒店业务，定位中高端客群：**截至2022年末，公司旗下有三大酒店公司，分别为丽江和府酒店有限公司（包括和府洲际酒店、古城丽世酒店、丽江古城英迪格酒店等）、迪庆香巴拉旅游投资有限公司（包括迪庆英迪格酒店、香格里拉丽世酒店等）、巴塘雪域旅游投资管理有限责任公司（巴塘假日酒店）。公司酒店分布于丽江市、香格里拉市以及金沙江沿线，委托洲际酒店集团和丽世酒店集团管理。
- 酒店规模持续扩张，收入稳定但尚未实现盈利：**公司自2009年布局酒店业务以来，多数年份都是亏损。疫情三年，公司酒店扩张带来的成本增加导致毛利率下滑，亏损更加严重；但酒店数量的增长一定程度上保证了酒店收入的持续稳定。

图表17：公司旗下三大酒店公司

公司名	股权	主要酒店	酒店管理方
丽江和府酒店有限公司	100%	和府洲际酒店、古城丽世酒店、丽江古城英迪格酒店、丽世山居系列酒店（金沙江沿线丽世酒店）	洲际酒店集团、丽世集团
迪庆香巴拉旅游投资有限公司	100%	迪庆英迪格酒店、奔子栏丽世酒店、香格里拉丽世酒店	洲际酒店集团、丽世集团
巴塘雪域旅游投资管理有限责任公司	69.88%	巴塘假日酒店	洲际酒店集团

数据来源：公司公告，南京证券研究所

图表18：公司酒店收入仍保持提升

年份	营业收入（万元）	净利润（万元）
2009	1020.7	-1658.0
2010	7252.7	-1289.8
2011	10054.5	771.0
2012	10167.0	1110.1
2013	10593.4	-380.7
2014	10951.9	-1534.4
2015	9916.1	-3728.5
2016	10139.1	-2737.8
2017	10068.1	-2877.1
2018	11709.9	-4514.5
2019	12380.8	-3116.4
2020	10920.4	-3230.7
2021	11368.8	-8688.1
2022	11703.9	-6189.4

3. 主营业务：索道、演出、酒店为核心业态

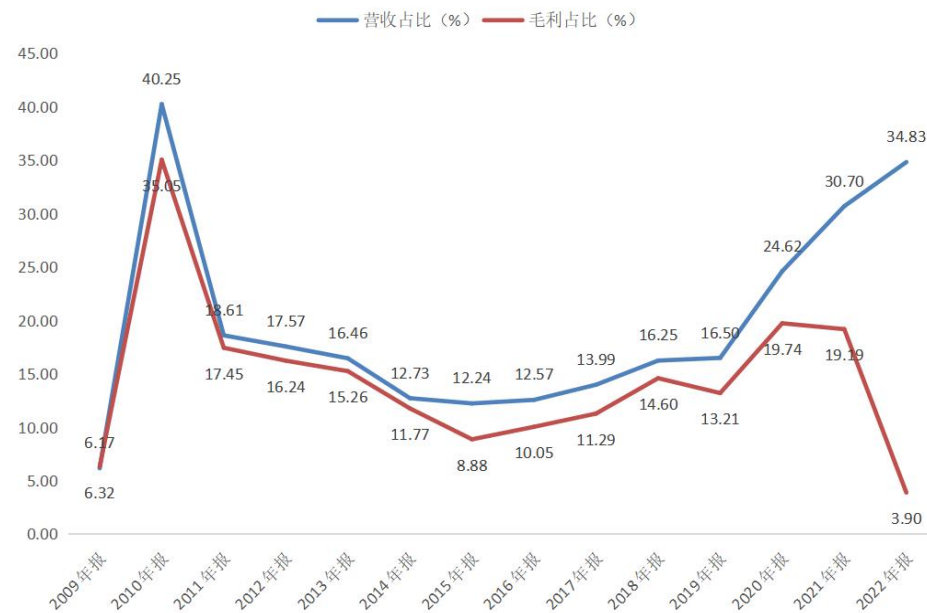
3.3. 酒店：规模持续扩张

- 持续扩张之下毛利率下滑：疫情三年受客流冲击的影响，公司拥有的酒店数量持续增长，从而保证收入持续稳定，但由于扩张带来的成本增加导致毛利率下滑。另外，2022年将酒店折旧、维修保养费用、能源费用、无形资产摊销等由管理费用、销售费用调整到主营业务成本，导致毛利率大幅下滑。预计疫情之后，酒店毛利率可以逐渐恢复到疫情前的水平（可比口径）。

图表19：公司酒店业务历年营收与毛利率情况



图表20：公司酒店业务历年营收占比及毛利占比



4.成长性逻辑

4.1 交通改善持续多年

- 交通改善逻辑自2016年始：**2016年年末，昆明市接入全国高铁网，随后云南省内高铁网逐步加密；后期其他基础设施建设包括2021年丽江至香格里拉高速公路全线通车，丽江至玉龙雪山轻轨（丽江轨道交通一号线）预计今年通车，丽江三义机场三期扩建工程持续建设。
- 2017年至2022年交通改善红利未充分体现：**2017年后，政府大力政治云南旅游市场，包括取缔不合理低价游等，旅行团游客量承压，致使云南整体游客接待量增速不升反降，2010-2016年丽江市国内游客接待量CAGR26.0%，2017-2019年CAGR为15.8%；2017-2019年云南旅游市场整治之后，2020-2022年叠加疫情冲击，致使客流大幅下滑。
- 对于公司业务的正向改善：**目前，旅游市场整治及疫情影响基本已经充分消化，交通改善的红利有望得到充分的释放，所带来的客流改善而言：（1）有助于提升接待游客总量；（2）有助于散客比例的提升，酒店业务由此受益。（公司的酒店定位以高端散客为主）

数据来源：云南统计年鉴，南京证券研究所

图表21：云南省内高铁网逐步加密

名称	竣工时间	简介
沪昆高铁	2016.12.28	连接上海与云南昆明，“八纵八横”高速铁路主通道之一。
南昆高铁	2016.12.28	连接广西壮族自治区南宁市和云南省昆明市，“八纵八横”高速铁路网主通道之一。
昆楚大铁路	2018.7.1	云南境内一条连接昆明、楚雄彝族自治州与大理的城际铁路。
大丽铁路	2019.1.5	南起云南省大理市，经鹤庆县至中国云南省丽江市。
成贵高铁	2019.12.16	起于成都止于贵阳，连接西成高速铁路、渝贵铁路、贵广高铁、沪昆高铁。
大临铁路	2020.12.30	自云南大理一路向南，进入临沧市。
中老铁路	2021.12.3	连接中国云南省昆明市与老挝万象市的铁路。
大瑞铁路	2022.7.22	东起云南省大理市，西至中缅边境云南省瑞丽市。
成昆铁路复线	2022.12.26	成昆铁路扩能改造工程，北起成都站、南至昆明站。
渝昆高铁	预计2024年竣工	连接重庆市与云南省昆明市，计划2024年投入使用。
丽香铁路	预计2023年建成	滇藏铁路重要组成部分，自丽江站引出至香格里拉，计划2023年建成通车。

4. 成长性逻辑

4.2 景区扩张

- 旅游资源布局扩张至滇西北地区：**公司目前正在修建玉龙雪山景区甘海子游客集散中心项目，并对牦牛坪索道进行改扩建（向有关部门审批中）；在泸沽湖地区，计划投资30亿元的摩梭小镇（正在修建），包括英迪格酒店、摩梭宫演艺及博物馆、希尔顿欢朋酒店和摩梭风情休闲街等项目。在香格里拉地区，有投资5.06亿元的月光城项目（已于2021年3月开业，2021年亏损3939万元；2022年亏损1821万元），包括英迪格酒店和配套商业街。近年来，旅游资源布局已经从玉龙雪山扩张至滇西北地区，且扩张处于早期，尚未兑现，未来有望贡献增量业绩。

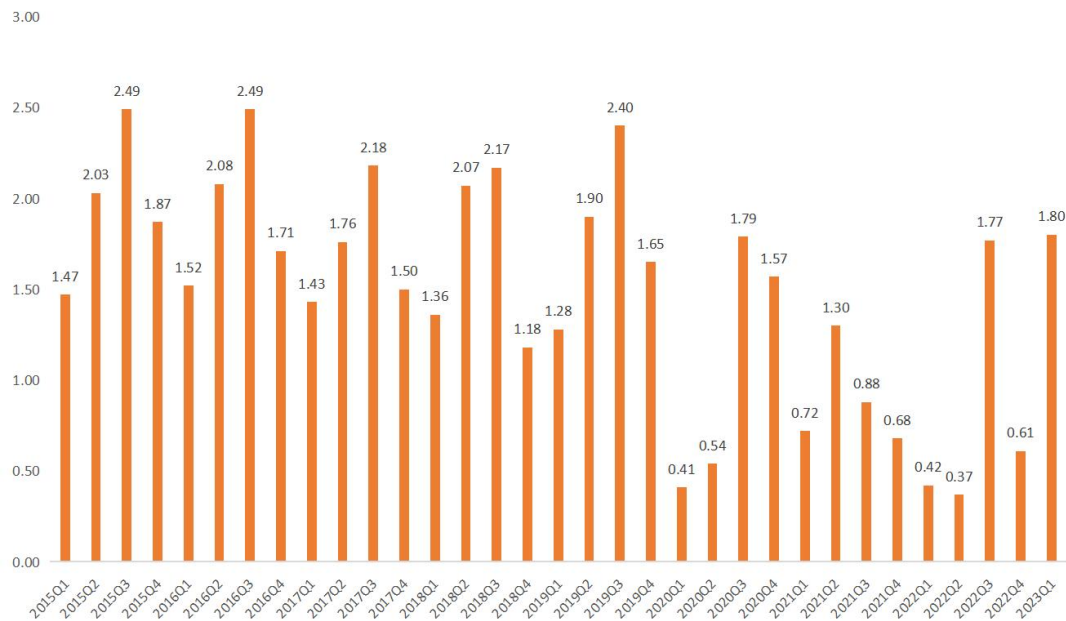
图表22：部分已经披露的新建项目情况

项目名称	开业时间	投资金额（亿元）	预期年收入（万元）	预期年净利润（万元）	开业后盈利情况
玉龙雪山景区甘海子游客集散中心项目	截至23Q2，正在修建	1.43	1775	-301	
泸沽湖摩梭小镇项目-英迪格酒店	截至23Q2，正在修建	3.17	4899	116	
香格里拉月光城	2021.03	5.06	9313	2045	2021年亏损3939万元； 2022年亏损1821万元

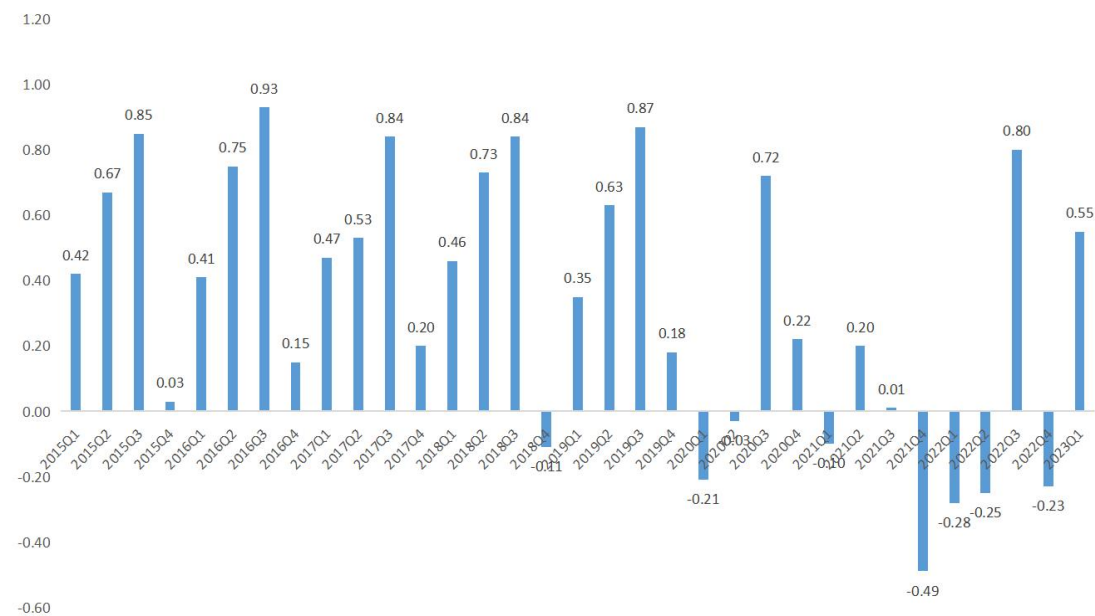
5. 财务分析

- 23Q1收入及归母净利润均创历史新高：**因云南泼水节（4月13-15日）、五一假期、暑假的因素，丽江股份的旺季在Q2/Q3两季。从收入角度看，一季度是淡季；但2023年Q1公司实现营收1.80亿，创历史新高，同比22Q1增长332%，比19Q1增长40%，较近年的峰值（16Q1营收1.52亿元）增长18%；实现归母净利润0.55亿，也创下历史新高，比19Q1增长56%，同比22年扭亏，较近年的峰值（17Q1归母净利润0.47亿元）增长17%。

图表23：公司2015-2023Q1分季度营收情况（亿元）



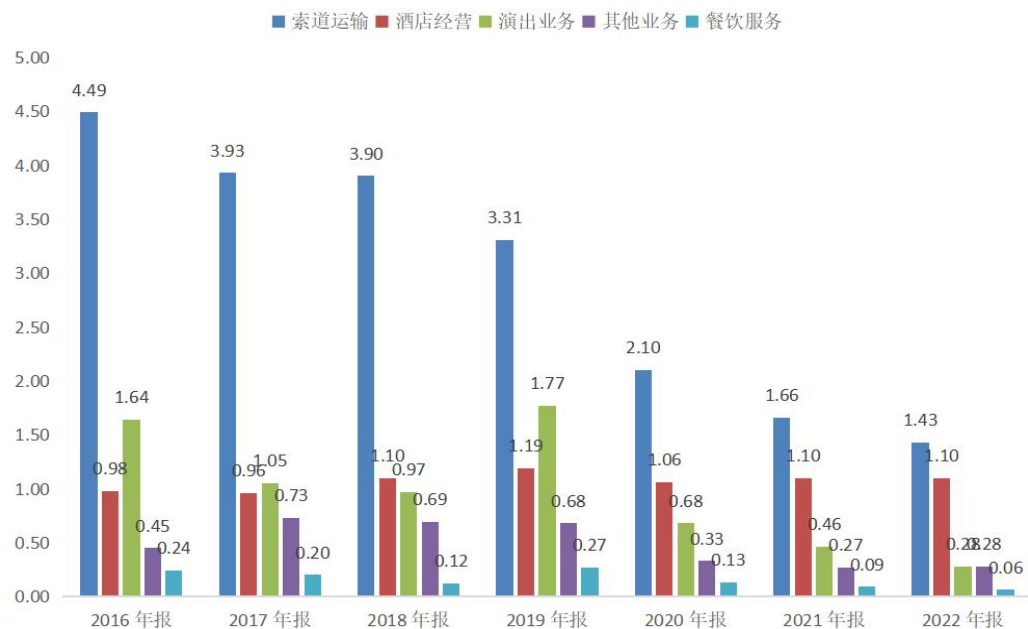
图表24：公司2015-2023Q1分季度归母净利润情况（亿元）



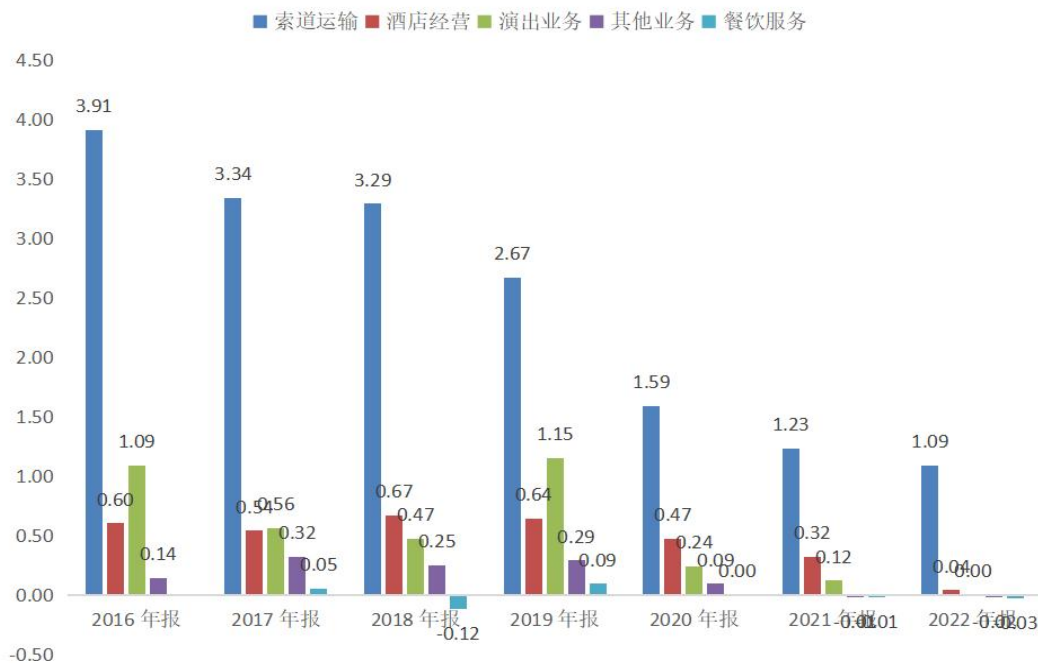
5. 财务分析

- ▶ **三大核心业务索道、演出、酒店的经营指标大幅改善**：2023Q1玉龙雪山索道接待77.69万人次，云杉坪索道和牦牛坪索道的乘坐人次分别为56.14万人次和6.33万人次，几乎与2021/2022年整年的乘坐人次持平。演出业务2023Q1实现营收0.33亿元，超过2022年全年，实现净利润0.15亿元，接近2020年全年；演出业务净利率大幅提升至45%，超过2019年的38%，原因是上座率提升。酒店业务稳中有升，丽江和府酒店公司23Q1营收2993.11万元，实现净利润-325.15万元，同比大幅减亏；迪庆香格里拉旅游投资公司23Q1营收544.90万元，净利润-841.35万元。

图表25：公司2015-2022各项业务营收情况（亿元）



图表26：公司2015-2022各项业务毛利润情况（亿元）

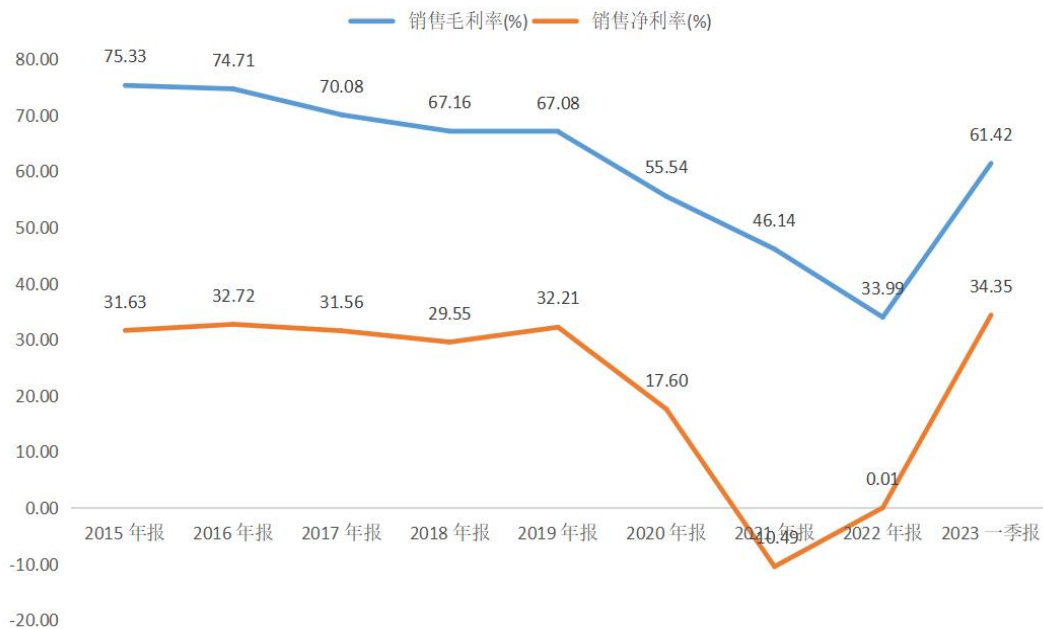


数据来源：公司公告，南京证券研究所

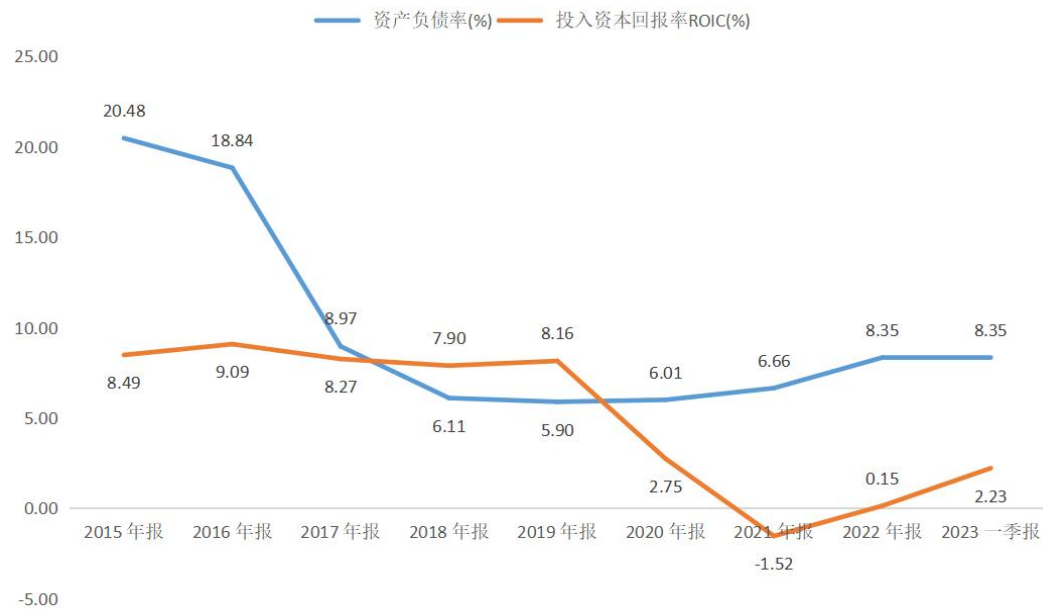
5. 财务分析

- 三大核心业务索道、演出、酒店的经营指标大幅改善：2023Q1公司总体销售毛利率61.42%，实现大幅反弹，已经快要接近2019年的水平；总体销售净利率达到34.35%，已经超过疫情前的水平，受益于游客量的大幅反弹及索道业务和演出业务的上座率提升。自2017年至今，公司的资产负债率都处于一个相对稳定的水平，大约在6%-8.5%之间；公司的投入资本回报率在疫情期间下滑明显，受客流受限的影响，目前该项指标正处于恢复阶段，预计后期受益于客流回暖会有较好的恢复趋势。

图表27：公司2015-2023Q1销售利润率情况



图表28：公司2015-2023Q1资产负债率及资本回报率情况



6. 盈利预测与估值

- 核心假设:
- (1) 索道业务: 核心索道玉龙雪山索道的年运载量上限约为340万人次, 假设2023年达到最高运载量, 且后面保持这一水平。考虑到玉龙雪山索道运载量达到上限, 客流会分流至其他景区, 预计云杉坪索道23/24/25年运载量为200/225/500万人次, 牦牛坪索道23/24/25年运载量为25/30/40万人次。玉龙雪山索道现有票价为120元/人, 云杉坪为40元/人, 牦牛坪为45元/人; 随着玉龙雪山索道人次占比下降, 索道平均单价也会随之下降。计算可得, 索道业务23/24/25年的营业收入分别为3.90/3.97/4.10亿元, 参考2019年58%左右的净利率, 预计索道业务23/24/25年贡献归母净利润2.26/2.31/2.38亿元。

图表29: 公司索道业务盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
玉龙雪山索道 (万人次)	307.05	182.71	153.21	130.02	340	340	340
云杉坪索道 (万人次)	150.12	84.04	59.23	57.67	200	225	250
牦牛坪索道 (万人次)	20.55	11.79	3.70	6.21	25	30	40
合计人次 (万人次)	477.72	278.54	216.14	193.90	565.00	595.00	630.00
玉龙雪山索道人次占比	64.27%	65.60%	70.88%	67.06%	60.18%	57.14%	53.97%
索道业务 平均单价 (元/人)	69.71	74.51	76.50	72.21	69	67	65
营业收入 (万元)	33300.08	20753.70	16534.52	14002.39	38985	39865	40950
归母净利润 (万元)	19473.30	12349.94	9590.02	7788.16	22611.30	23121.70	23751.00
归母净利率	58.48%	59.51%	58.00%	55.62%	58%	58%	58%

6. 盈利预测与估值

- (2) **演出业务**: 目前的场次安排为一天一两场, 考虑到演出业务深度绑定玉龙雪山进山游览的游客且游客量复苏情况亮眼, 假设23/24/25年的演出场次分别为650/670/690场。考虑到23Q1单场观演人次已经达到2200人, 预计23/24/25年单场观演人次为2300/2400/2400人。预计今年客单价达到2019年水平, 后期客单价更高。计算得, 演出业务整体营收在23/24/25年分别为1.44/1.61/1.72亿元; 参考23Q1的净利率, 预计演出业务23/24/25年的归母净利率为3294/3690/3952万元。
- (3) **酒店业务**: 公司近年来在酒店领域持续布局, 疫情期间保持着收入端增长, 且23Q1已经大幅减亏, 预计23/24/25年公司酒店业务实现营收1.35/1.60/1.90亿元, 实现归母净利润-1000/200/1000万元。

图表30: 公司演出业务及酒店业务盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
演出业务	演出场次	828	368	334	277	650	670	690	
	观演人次 (万人)	185.96	65.14	47.76	30.02	149.5	160.8	165.6	
	单场观演人次 (千人)	2.25	1.77	1.43	1.08	2.3	2.4	2.4	
	实际客单价 (元/人)	95.78	101.69	95.8	90.71	96	100	104	
	营业收入 (万元)	17811.95	6623.78	4575.46	2723.05	14352	16080	17222.4	
	净利润 (万元)	6934.00	1595.20	418.40	-266.00	6314.88	7075.20	7577.86	
	净利率	38.93%	24.08%	9.14%	-9.77%	45%	45%	45%	
	归母净利润 (万元)	3536.34	813.55	213.38	-135.66	3293.78	3690.36	3952.54	
	酒店业务	营业收入 (万元)	12380.84	10920.36	11368.77	11703.88	13500	16000	19000
		归母净利润 (万元)	-3116.43	-3230.71	-8688.08	-6189.42	-1000	200	1000

6. 盈利预测与估值

➤ 公司盈利预测:

图表31: 公司合计盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
三大业务合计营收 (万元)	63492.87	38297.84	32478.75	28429.32	66837	71945	77172.4
三大业务合计归母净利润 (万元)	19893.21	9932.78	1115.32	1463.08	24905.08	27012.06	28703.54
合计							
公司营收 (万元)	72269.55	43104.48	35834.82	31655.51	74263.33	79938.89	85747.11
三大业务营收占比	87.86%	88.85%	90.63%	89.81%	90%	90%	90%
公司归母净利润 (万元)	20348.36	7048.98	-3780.32	368.46	25405.08	27612.06	29403.54

- 经计算, 公司三大业务预计23/24/25年实现营收6.68/7.19/7.72亿元, 实现归母净利润2.49/2.70/2.87亿元。参照往年数据, 假设索道、演出、酒店三大业务在总营收中占比为90%, 则预计公司23/24/25年实现营收7.43/8.00/8.57亿元, 同比增长134.60%/7.64%/7.27%。假设其他业务的年归母净利润贡献分别为500/600/700万元, 则公司23/24/25年实现归母净利润2.54/2.76/2.94亿元, 同比增长6794.9%/ 8.69%/ 6.49%。

图表32: 丽江股份与可比公司估值

代码	公司简称	总市值 (亿)	归母净利润 (亿)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600054.SH	黄山旅游	81.12	3.56	4.31	4.74	27.69	22.83	20.79
000888.SZ	峨眉山A	60.54	2.86	3.3	3.77	21.17	18.34	16.07
603099.SH		37.65	1.03	1.27	1.54	36.67	29.57	24.52
603199.SH	九华旅游	36.49	1.59	1.84	2.35	22.98	19.80	15.55
	平均值					27.13	22.64	19.23
002033.SZ	丽江股份	58.91	2.49	2.70	2.87	23.66	21.82	20.53

7. 风险提示

- 酒店无法盈利的风险;
- 新项目拓展不及预期的风险;
- 政策风险;
- 自然灾害等外部风险。

附表：

图表33：财务报表预测：利润表							
年（百万元，百万股）	2019 A	2020 A	2021 A	2022 A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	722.70	431.05	358.35	316.56	742.63	799.39	857.47
营业总成本	450.11	334.03	366.88	327.75	402.11	434.37	457.55
营业成本	237.91	191.65	193.01	208.97	204.55	223.16	232.28
税金及附加	15.59	1.86	16.10	16.74	16.02	17.24	18.50
销售费用	68.76	24.76	25.82	16.80	70.66	76.06	81.58
管理费用	136.19	126.08	140.66	91.92	139.95	150.64	161.59
财务费用	-8.34	-10.32	-8.70	-6.68	-8.57	-9.23	-9.90
利息收入	12.78	12.50	10.86	8.32	10.00	11.00	12.00
投资收益	15.69	2.94	-7.76	8.30	9.00	10.00	11.00
资产处置收益	0.94	-0.10	-0.04	6.05	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.51	-0.58	-0.57	-1.40	-0.50	-0.50	-0.50
信用减值损失	-0.05	1.10	-0.16	-2.74	0.00	0.00	0.00
其他收益	1.09	4.54	2.65	10.96	1.00	2.00	3.00
营业利润	289.74	104.91	-12.87	12.17	340.52	365.02	399.92
营业外收入	0.89	0.56	1.12	0.58	0.50	0.50	0.50
营业外支出	11.23	9.71	13.63	1.54	10.00	10.00	10.00
利润总额	279.40	95.76	-25.37	11.21	331.02	355.52	390.42
所得税费用	46.63	19.90	12.23	11.20	66.20	71.10	78.08
净利润	232.78	75.86	-37.60	0.02	264.82	284.42	312.34
归母净利润	203.48	70.49	-37.80	3.69	254.05	276.12	294.04
总股本	549	549	549	549	549	549	549
EPS（元）	0.37	0.13	-0.07	0.01	0.36	0.43	0.48
市盈率（PE）	29.97	85.31	-158.43	1,109.00	30.81	25.79	23.10

数据来源：公司公告，南京证券研究所

分析师声明

- 作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告清晰准确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，特此声明。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对投资者私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。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的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：

- 推 荐：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在10%以上；
- 中 性：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数涨幅在-10%~10%之间；
- 回 避：预计6个月内该行业指数相对沪深300指数跌幅在10%以上。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 买 入：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在15%以上；
- 增 持：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在5%~15%之间；
- 中 性：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数涨幅在-10%~5%之间；
- 回 避：预计6个月内该上市公司股价相对沪深300指数跌幅在10%以上。