

## 20 年业绩超预期，21 年回暖有望保持

事件：公司公布年报，20 年实现营收 4.31 亿元/-40.36%，实现归母净利润 0.7 亿元/-65.36%，扣非归母净利润 0.71 亿元/-65.10%。单 Q4 实现营收 1.57 亿元/-4.34%，实现归母净利润 0.22 亿元/+17.56%，扣非归母净利润 0.25 亿元/+6.8%。

### 核心观点

- **疫情影响下公司业绩下滑，下半年营收回暖明显。**公司索道运输/印象演出/酒店经营/餐饮服务营收 2.10/0.68/1.06/0.13 亿元，同比-36.50%/-61.63%/-11.00%/-51.51%，其中（1）索道业务下滑主要源自游客人数下滑，2020 年索道接待客流 278.54 万人次/-41.69%，平均客单价 75.55 元/+8.91%，有所提升；（2）印象丽江 20 年 5 月 21 日恢复营业，共计接待游客 65.14 万人次/-64.97%，5-12 月场均接待游客 1770 人次，已恢复至 19 年同期八成。公司 20 年 Q1/Q2/Q3/Q4 营收增速为-67.77%/-71.96%/-25.34%/-4.34%，2020H1/H2 游客增速分别为-68.99%/-20.25%，下半年营收、客流回暖明显。
- **新收入准则下销售费用率下降 3.77pct，管理费用率随营收逐步恢复有望下行。**公司 20 年毛利率 55.54%/-11.54%，净利率 16.35%/-11.80pct，业绩好于预期。政策扶持下公司减免税收及保险支出 0.41 亿元。从费用率细项来看，公司 20 年销售费用率 5.74%/-3.77pct，主要原因系收入准则变动，旧收入准则下公司销售费用率 9.07%/-0.45pct。20 年管理费用率 29.25%/+10.40pct，主要原因系公司成本较为刚性，受营收下滑影响费用率提高明显，后续随着营收逐步回暖费用率有望下行。
- **展望后续，21 年 Q1 虽然受疫情干扰，但相较于 20 年受影响较小，21 年 Q1 仍有望保持业绩增速。**当前全国疫情基本得到控制，后续游客人数、营收有望逐步恢复；**长期看**，丽江坐拥国内游最顶级自然资源，随着月光城项目的落地（月光城英迪格酒店已于 21 年 3 月开业，客房数 102 个）、摩梭小镇项目的进一步建设，公司营收有望增加，盈利能力有望持续向好。

### 财务预测与投资建议

- 伴随全国疫情得到控制，公司经营逐步恢复至正常水平，我们给予公司 21-23 年 EPS 预测为 0.36/0.38/0.41 元（此前 21-22 年为 0.35/0.36 元），根据可比公司法给予 2021 年 28 倍 PE，目标价 10.16 元，维持“增持评级”。

### 风险提示

- 疫情恢复不及预期，行业竞争加剧，人次增长不及预期

#### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	723	431	733	849	896
同比增长(%)	6.5%	-40.4%	69.9%	16.0%	5.5%
营业利润(百万元)	290	105	257	296	311
同比增长(%)	13.2%	-63.8%	144.8%	15.4%	5.0%
归属母公司净利润(百万元)	203	70	199	209	224
同比增长(%)	6.2%	-65.4%	182.9%	4.9%	7.2%
每股收益(元)	0.37	0.13	0.36	0.38	0.41
毛利率(%)	67.1%	55.5%	63.8%	65.7%	66.1%
净利率(%)	28.2%	16.4%	27.2%	24.6%	25.0%
净资产收益率(%)	8.2%	2.8%	7.6%	7.6%	7.9%
市盈率	19.9	57.4	20.3	19.3	18.0
市净率	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月10日)	7.13 元
目标价格	10.16 元
52 周最高价/最低价	7.8/5.36 元
总股本/流通 A 股(万股)	54,949/54,948
A 股市值(百万元)	3,918
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021 年 03 月 11 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.87	10.88	14.8	20.04
相对表现	0.39	14.65	5.35	6.2
沪深 300	-3.26	-3.77	9.45	13.84



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520070001

联系人 庄莹

zhuangying@orientsec.com.cn

#### 相关报告

业绩回暖确定性较强，建议保持关注：—— 2020-08-07  
丽江股份半年报点评  
人次回暖明显，整治成效凸显 2020-04-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 盈利预测与投资建议

### 投资建议

伴随全国疫情得到控制，公司经营逐步恢复至正常水平，我们给予公司 21-23 年 EPS 预测为 0.36/0.38/0.41 元（此前 21-22 年为 0.35/0.36 元），根据可比公司估值法给予 2021 年 28 倍 PE，目标价 10.16 元，维持“增持评级”。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2021/03/10	每股收益(元)			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
峨眉山 A	000888	6.12	-0.07	0.38	0.44	-82	16	14
桂林旅游	000978	4.77	-0.76	0.18	0.26	-6	27	18
宋城演艺	300144	19.82	-0.64	0.44	0.63	-31	45	31
黄山旅游	600054	10.48	-0.01	0.45	0.53	-728	23	20
三特索道	002159	11.61	0.40	0.34	0.46	29	34	25
	调整后平均						28	21

数据来源：Wind，东方证券研究所

### 风险提示

疫情恢复不及预期，行业竞争加剧，人次增长不及预期

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	909	927	220	255	269	营业收入	723	431	733	849	896
应收票据及应收账款	7	4	7	8	8	营业成本	238	192	265	291	304
预付账款	5	8	8	10	0	营业税金及附加	16	2	18	21	22
存货	13	13	18	19	20	营业费用	69	25	38	39	40
其他	244	112	120	119	118	管理费用及研发费用	136	126	146	157	167
<b>流动资产合计</b>	<b>1,179</b>	<b>1,064</b>	<b>372</b>	<b>411</b>	<b>416</b>	财务费用	-8	-10	12	48	56
长期股权投资	56	49	53	53	52	资产减值损失	1	-1	1	0	0
固定资产	841	864	1,006	1,910	2,596	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	500	388	1,679	1,394	580	投资净收益	16	3	4	4	4
无形资产	81	228	216	204	192	其他	2	4	0	0	0
其他	201	244	197	186	176	<b>营业利润</b>	<b>290</b>	<b>105</b>	<b>257</b>	<b>296</b>	<b>311</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,680</b>	<b>1,773</b>	<b>3,150</b>	<b>3,747</b>	<b>3,595</b>	营业外收入	1	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>2,859</b>	<b>2,837</b>	<b>3,522</b>	<b>4,158</b>	<b>4,011</b>	营业外支出	11	10	5	5	5
短期借款	0	0	550	1,062	797	<b>利润总额</b>	<b>279</b>	<b>96</b>	<b>252</b>	<b>292</b>	<b>307</b>
应付票据及应付账款	17	27	24	29	34	所得税	47	20	47	54	57
其他	144	136	141	141	139	<b>净利润</b>	<b>233</b>	<b>76</b>	<b>206</b>	<b>238</b>	<b>250</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>161</b>	<b>162</b>	<b>716</b>	<b>1,232</b>	<b>970</b>	少数股东损益	29	5	6	29	26
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>203</b>	<b>70</b>	<b>199</b>	<b>209</b>	<b>224</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.37	0.13	0.36	0.38	0.41
其他	7	8	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>169</b>	<b>171</b>	<b>716</b>	<b>1,232</b>	<b>970</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	135	107	113	142	167	成长能力					
股本	549	549	549	549	549	营业收入	6.5%	-40.4%	69.9%	16.0%	5.5%
资本公积	558	558	558	558	558	营业利润	13.2%	-63.8%	144.8%	15.4%	5.0%
留存收益	1,447	1,452	1,585	1,677	1,766	归属于母公司净利润	6.2%	-65.4%	182.9%	4.9%	7.2%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,690</b>	<b>2,666</b>	<b>2,806</b>	<b>2,926</b>	<b>3,041</b>	毛利率	67.1%	55.5%	63.8%	65.7%	66.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,859</b>	<b>2,837</b>	<b>3,522</b>	<b>4,158</b>	<b>4,011</b>	净利率	28.2%	16.4%	27.2%	24.6%	25.0%
						ROE	8.2%	2.8%	7.6%	7.6%	7.9%
						ROIC	8.9%	2.8%	7.3%	7.7%	7.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	5.9%	6.0%	20.3%	29.6%	24.2%
净利润	233	76	206	238	250	净负债率	0.0%	0.0%	11.8%	27.6%	17.4%
折旧摊销	67	82	85	119	177	流动比率	7.31	6.55	0.52	0.33	0.43
财务费用	-8	-10	12	48	56	速动比率	7.22	6.46	0.49	0.32	0.41
投资损失	-16	-3	-4	-4	-4	营运能力					
营运资金变动	-220	130	-8	-1	11	应收账款周转率	99.9	76.6	132.7	110.1	107.3
其它	237	-113	33	0	0	存货周转率	14.9	12.9	14.9	14.1	13.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>293</b>	<b>161</b>	<b>324</b>	<b>401</b>	<b>491</b>	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出	-203	-137	-1493	-718	-27	每股指标(元)					
长期投资	2	12	-8	2	2	每股收益	0.37	0.13	0.36	0.38	0.41
其他	-215	82	-0	5	4	每股经营现金流	0.53	0.29	0.59	0.73	0.89
<b>投资活动现金流</b>	<b>-416</b>	<b>-44</b>	<b>-1502</b>	<b>-711</b>	<b>-22</b>	每股净资产	4.65	4.66	4.90	5.07	5.23
债权融资	-1	2	-2	0	0	估值比率					
股权融资	-0	0	0	0	0	市盈率	19.9	57.4	20.3	19.3	18.0
其他	-91	-102	473	345	-456	市净率	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-92</b>	<b>-100</b>	<b>471</b>	<b>345</b>	<b>-456</b>	EV/EBITDA	8.6	16.9	8.4	6.4	5.5
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	10.6	31.5	11.1	8.7	8.1
<b>现金净增加额</b>	<b>-215</b>	<b>18</b>	<b>-707</b>	<b>35</b>	<b>14</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)