

证券研究报告—动态报告

餐饮旅游

景点

丽江股份(002033)

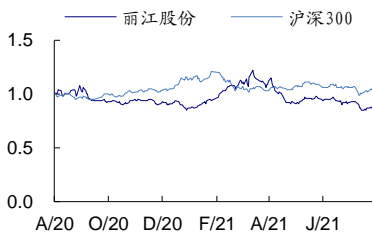
增持

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 17 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	549/549
总市值/流通(百万元)	3,165/3,165
上证综指/深圳成指	3,516/14,799
12 个月最高/最低(元)	8.43/5.35

相关研究报告:

《丽江股份-002033-2020 年半年报点评: 短期跟踪客流复苏, 中线关注区域整合》——2020-08-06
 《丽江旅游-002033-2019 年年报点评: 业绩符合预期, 兼顾区域整合与股权进展》——2020-03-31
 《丽江旅游-002033-2019 年半年报点评: 区域复苏但降价拖累成长, 中线关注区域整合》——2019-08-12
 《丽江旅游-002033-2018 年年报点评: 索道降价拖累短期业绩, 中线关注区域整合》——2019-04-02
 《丽江旅游-002033-2018 年半年报点评: Q2 开始恢复增长, 中线关注区域整合》——2018-08-10

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

细分业务恢复节奏有别 静待控股权厘清

● 中报盈利符合预期, 疫情扰动下公司经营主业部分恢复

2021H1, 公司实现营收 2.02 亿元/+113.81%; 归母业绩 0.10 亿元/+141.69% (扣非增 143.26%); EPS 0.02 元, 与业绩快报一致。与 2019H1 相比, 公司收入恢复 64%, 业绩恢复 10%, 剔除开办费扰动恢复约 20-30%。Q2, 公司营收恢复近 70%, 业绩恢复至疫情前 32%。

● 上半年国内疫情仍有局部反复, 索道、酒店、演艺差异化恢复

由于上半年仍有疫情扰动, 公司主业尚未完全恢复。具体来看, 公司 2021H1 索道业务接待游客 134.33 万人次/+106.12%, 恢复至 2019H1 的 64%, 索道收入恢复至 19H1 的 62%。和府酒店收入恢复 82%, 业绩较疫情前微增亏。今年 3 月新开业迪庆酒店带来开办费用估算 1500~2000 万元, 也影响业绩增长。与疫情前同期相比, 印象丽江游客恢复 46%, 收入恢复 41%, 业绩恢复 31%。总体来看, 公司索道和酒店疫情后恢复较快, 演艺相对次之。公司毛利率同比回升 34.56pct, 但相比 2019H1 仍下降 9.66pct; 公司期间费率同比下降 8.68pct, 但较 2019 年同期仍增加 15.48pct, 客流未完全恢复及新开业酒店影响。

● 短期疫情扰动影响暑期表现, 中线关注区域资源整合及控股权博弈

暑期疫情扰动下, 我们对公司今年盈利预测仍较谨慎。不过, 近期此前部分中风险区开始陆续清零, 情况开始好转, 未来公司客流复苏预计仍有期待。中线来看, 公司系滇西北景区龙头, 丽江区域唯一 A 股上市公司, 资源禀赋优势突出, 区域酒店卡位良好, 目前泸沽湖摩梭小镇仍推进, 未来有望实现大香格里拉小环线全线贯通, 区域资源整合推进。此外, 公司此前公告国资控股地位有望重新明确, 目前雪山公司与华邦健康仍系一致行动人, 未来需跟踪股权问题最终落地情况。

● 风险提示

宏观及传染疫情等系统性风险, 景区降价政策风险, 旅游市场整顿等。

● 短期跟踪疫情, 中线关注区域整合, 暂维持“增持”

考虑暑期疫情扰动, 预计 21-23 年 EPS 0.14/0.35/0.47 元, 对应 PE43/17/13 倍。短期仍需跟踪疫情, 但公司系滇西北旅游龙头, 中线仍有望不断强化区域卡位优势, 静待控股权博弈落地, 维持“增持”。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	722.70	431.04	441.78	689.29	813.48
(+/-%)	6.53%	-40.36%	2.49%	56.02%	18.02%
净利润(百万元)	203.48	70.49	75.41	191.56	257.58
(+/-%)	6.18%	-65.36%	6.98%	154.04%	34.46%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.13	0.14	0.35	0.47
EBIT Margin	36.56%	20.11%	21.38%	32.52%	37.22%
净资产收益率(ROE)	7.96%	2.75%	2.90%	6.94%	8.65%
市盈率(PE)	15.55	44.90	41.97	16.52	12.29
EV/EBITDA	9.99	19.69	16.05	9.23	7.41
市净率(PB)	1.24	1.24	1.22	1.15	1.06

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

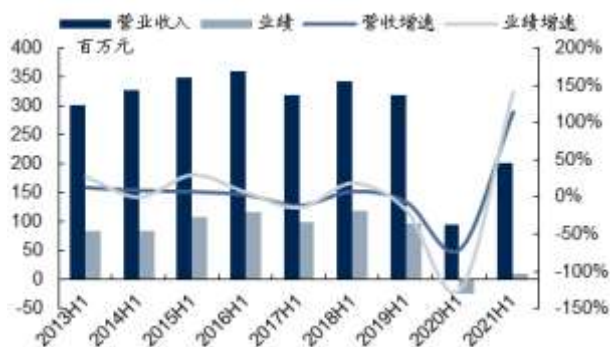
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

中报盈利符合预期，疫情扰动下公司经营部分恢复

2021年上半年，公司实现营收 20,235.13 万元/+113.81%，恢复至 2019 年同期的 63.56%，实现归母业绩 1,005.57 万元/+141.69%（扣非增 143.26%），恢复至 2019 年同期的 10.26%，EPS0.02 元，与业绩快报一致，符合预期。虽去年疫情低基数，但今年上半年疫情仍有反复，影响收入恢复，同时新开业迪庆酒店带来开办费用影响业绩恢复，剔除其影响估算公司业绩恢复 20~30%。

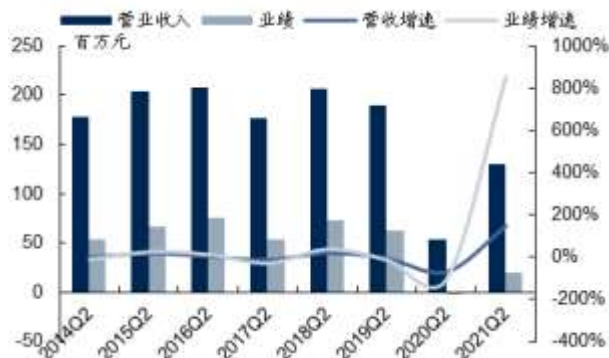
Q2，公司实现营收 1.30 亿元/+144.32%，恢复至 2019Q2 的 68.50%；实现业绩 1997.62 万元，同比增长 850.87%，恢复至 2019Q2 的 31.85%，较 Q1 恢复程度有所加速

图 1：公司 2021H1 业绩增长 141.69%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 Q2 单季业绩增长 850.87%

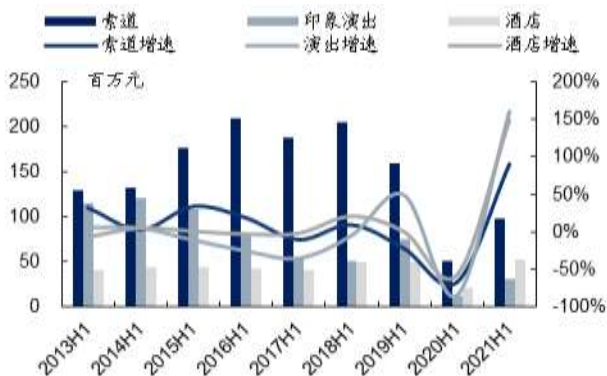


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

今年上半年疫情仍阶段扰动，公司旅游主业渐进复苏

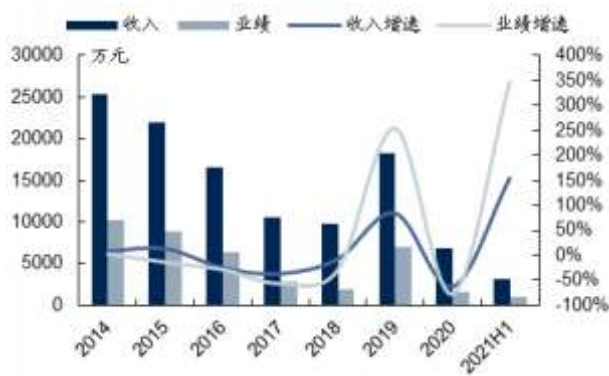
2021 年上半年，公司各项业务正常开业运营，但因受国内局部地区及国外疫情的影响，尤其云南边境疫情时有反复，游客接待量未能全面恢复。索道方面，上半年，公司三条索道共计接待游客 134.33 万人次/+106.12%，恢复至 2019 年同期的 63.91%，其中，玉龙雪山索道接待游客 89.10 万人次/+72.22%，恢复至 2019 年同期的 60.26%；云杉坪索道接待游客 42.34 万人次/+259.93%，恢复至 2019 年同期的 78.89%；牦牛坪索道接待游客 2.89 万人次/+73.02%。上半年公司索道收入 0.97 亿元/+90.41%，恢复至 2019 年同期的约 62%。

图 3：公司各业务变化情况



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

酒店方面：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) 实现营业收入 4,211.36 万元/+124.09%，恢复至 2019 年同期的 81.78%，实现净利润-1,087.65 万元，同比减亏 1,083.69 万元，较 2019H1 略增亏 134.87 万元。同时，公司迪庆月光城英迪格酒店于 2021 年 3 月 1 日起正式营业，产生开办费等一次性影响估算 1500~2000 万元，影响公司业绩成长。

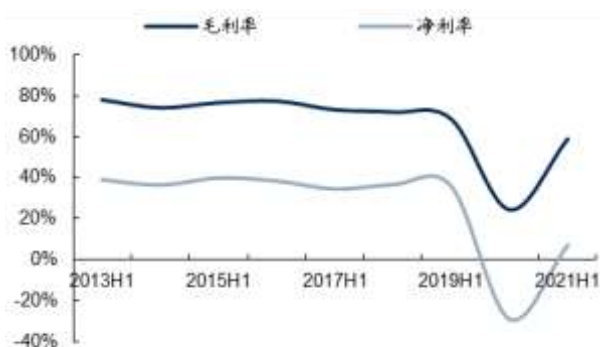
演艺方面，印象丽江共计演出 227 场，共计接待游客 33.34 万人次/+164.65%，恢复至 2019 年同期的 45.67%，实现营业收入 3,189.20 万元/+131.55%，恢复至 2019 年同期的 41.23%；实现归母业绩 1,017.61 万元，恢复至 2019 年同期的 30.55%。

总体来看，收入层面，酒店收入恢复最快，其次为索道，再次为演艺；但业绩方面，我们估算索道和酒店（剔除新开业影响）较演艺恢复更快。

2021H1 毛利率较疫情前恢复 86%，新开业酒店导致管理费用上升

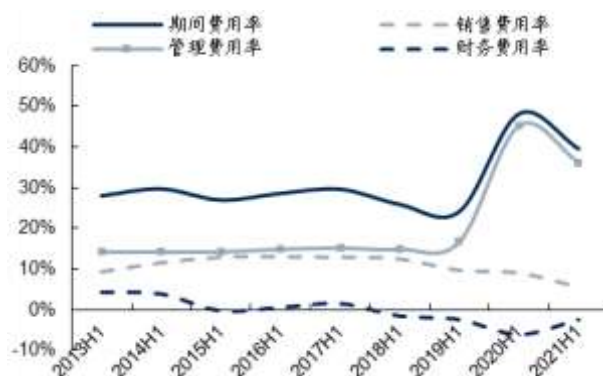
综合来看，今年上半年，公司毛利率同比回升 34.56pct，但相比 2019H1 仍下降 9.66pct，恢复 86%，尚未完全恢复。其中索道、酒店和演艺业务今年上半年毛利率均有回升，其中印象丽江毛利率回升最显著。同时，公司期间费率下降 8.68pct，但较 2019 年同期仍增加 15.48pct。具体来看，公司销售费用率同比下降 3.34pct（较 2019 年同期仍下降 3.98pct）；财务费用率上升 3.65pct（与 2019 年同期持平），而管理费用率同比下降 8.99pct，但较 2019H1 增加 19.46pct，一是由于公司收入未完全恢复，而员工薪酬和折旧费等相对刚性，二是由于迪庆月光城酒店开业等增加相关费用 1500~2000 万等影响。

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

短期疫情扰动影响暑期表现，中线关注股权问题解决及区域资源整合

总体来看，2021 年上半年，国内阶段零星疫情的反复，尤其云南边境的疫情阶段扰动，对公司旗下景区客流和收入的全面恢复仍有一定压制。今年暑期旺季因南京疫情且关联相关省市导致国内出游受制，我们预计今年公司暑期经营相对承压，故我们对今年全年盈利预测仍较谨慎。不过，近两天来看，新增本土疫情基本仅限部分省市，部分中风险区开始陆续清零，情况开始好转，同时考虑去年以来我国疫情防控成效，在不断总结经验教训及疫苗不断普及的背景下，我们对公司未来客流恢复仍有信心。此外，今年今年四季度文化和旅游部拟组织开展 2021 年全国文化和旅游消费季活动，以期能部分对冲今年 Q3 旺季疫情扰动的影

响。中线来看，公司系滇西北景区龙头，丽江区域唯一 A 股上市公司，拥有丽江核心景区玉龙雪山 3 大索道经营权及印象丽江（地处玉龙雪山）演出经营权，同

时其高端酒店资源地处丽江-香格里拉的核心区域，资源优势较突出，目前泸沽湖摩梭小镇仍推进，未来有望实现大香格里拉小环线全线贯通，区域整合持续推进，仍有望带来中线看点。此外，考虑此前公告国资控股地位有望重新明确，但目前雪山公司与华邦健康仍系一致行动人，未来需跟踪股权问题最终落地。

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

短期仍需跟踪疫情变化，中线关注区域整合，暂维持“增持”

考虑暑期疫情扰动影响，我们暂预计 21-23 年 EPS 0.14/0.35/ 0.47 元，对应 PE43/17/13 倍。短期仍需跟踪疫情，但公司作为滇西北旅游龙头，背靠核心景区旅游资源支持资源禀赋良好，区域卡位优势突出，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。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21-8-16	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
601888	中国中免	买入	262.84	3.14	5.36	6.91	83.71	49.04	38.04	22.55
600754	锦江酒店	买入	46.09	0.10	1.04	1.60	460.90	44.32	28.81	3.76
300662	科锐国际	增持	59.31	0.94	1.24	1.57	63.10	47.83	37.78	11.16
600258	首旅酒店	买入	21.40	-0.5	0.72	1.06	-42.80	29.72	20.19	2.38
300144	宋城演艺	买入	13.19	-0.67	0.35	0.63	-19.69	37.69	20.94	4.52
603136	天目湖	买入	15.71	0.30	0.53	0.68	52.37	29.64	23.10	3.00
600138	中青旅	买入	9.74	-0.32	0.6	0.87	-30.44	16.23	11.20	1.09
002159	三特索道	买入	10.41	0.40	0.16	0.43	26.03	65.06	24.21	1.24
000888	峨眉山 A	增持	5.99	-0.07	0.26	0.38	-85.57	23.04	15.76	1.31
600054	黄山旅游	增持	9.02	-0.06	0.32	0.48	-150.33	28.19	18.79	1.52
000978	桂林旅游	增持	5.05	-0.74	0.14	0.28	-6.82	36.07	18.04	1.33
002033	丽江股份	增持	5.92	0.14	0.37	0.43	42.29	16.00	13.77	1.24

数据来源：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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	927	987	1087	1373	营业收入	431	442	689	813
应收款项	6	7	11	13	营业成本	192	195	237	257
存货净额	13	10	13	14	营业税金及附加	2	2	14	16
其他流动资产	118	13	21	24	销售费用	25	26	40	47
流动资产合计	1064	1017	1132	1425	管理费用	126	125	175	191
固定资产	1252	1318	1393	1356	财务费用	(10)	(24)	(26)	(31)
无形资产及其他	228	219	209	200	投资收益	3	(6)	14	14
投资性房地产	244	244	244	244	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
长期股权投资	49	51	48	45	其他收入	4	0	0	0
资产总计	2837	2848	3026	3270	营业利润	105	112	264	348
短期借款及交易性金融负债	0	32	0	0	营业外净收支	(9)	(10)	(10)	(10)
应付款项	27	8	11	12	利润总额	96	102	254	338
其他流动负债	136	92	129	142	所得税费用	20	21	48	62
流动负债合计	162	132	140	154	少数股东损益	5	6	14	19
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	70	75	192	258
其他长期负债	8	9	9	11					
长期负债合计	8	9	9	11	现金流量表 (百万元)				
负债合计	171	141	149	165	净利润	70	75	192	258
少数股东权益	107	110	117	126	资产减值准备	(1)	4	0	(0)
股东权益	2560	2597	2760	2979	折旧摊销	83	112	135	146
负债和股东权益总计	2837	2848	3026	3270	公允价值变动损失	(1)	(0)	(0)	(0)
					财务费用	(10)	(24)	(26)	(31)
					营运资本变动	90	50	26	9
					其它	(1)	(1)	7	9
					经营活动现金流	241	240	359	422
					资本开支	20	(173)	(200)	(100)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	28	(175)	(197)	(97)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(100)	(38)	(29)	(39)
					其它融资现金流	(51)	32	(32)	0
					融资活动现金流	(251)	(6)	(61)	(39)
					现金净变动	18	60	101	286
					货币资金的期初余额	909	927	987	1087
					货币资金的期末余额	927	987	1087	1373
					企业自由现金流	262	64	142	303
					权益自由现金流	211	115	131	328

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.13	0.14	0.35	0.47
每股红利	0.18	0.07	0.05	0.07
每股净资产	4.66	4.73	5.02	5.42
ROIC	3%	3%	7%	10%
ROE	3%	3%	7%	9%
毛利率	56%	56%	66%	68%
EBIT Margin	20%	21%	33%	37%
EBITDA Margin	39%	47%	52%	55%
收入增长	-40%	2%	56%	18%
净利润增长率	-65%	7%	154%	34%
资产负债率	10%	9%	9%	9%
息率	3.2%	1.2%	0.9%	1.2%
P/E	44.9	42.0	16.5	12.3
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	19.7	16.0	9.2	7.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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