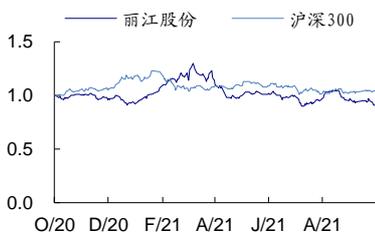


证券研究报告—动态报告
餐饮旅游
景点
丽江股份(002033)
增持
2021年三季报点评

(维持评级)

2021年10月24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)	3,105/3,105
上证综指/深圳成指	3,583/14,493
12个月最高/最低(元)	8.43/5.35

相关研究报告:

《丽江股份-002033-2021年中报点评:细分业务恢复节奏有别,静待控股权厘清》——2021-08-17

《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

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

联系人: 张鲁

电话: 010-88005377
 E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

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
三季度经营恢复势头显著回落 中长途游较受疫情干扰
● 公司前三季度归母业绩同比下滑 8 成,符合预期

2021年前三季度,公司营收 2.90 亿元/+6%(约 19 年 52%);归母业绩 1096 万元/-77%(约 19 年 6%),EPS0.02 元,处于业绩预告区间之内。21Q3,公司营收 8791 万元/-51%,恢复至 19 年 37%;归母业绩仅 90 万元,仅恢复 1%。Q3 受暑期疫情影响恢复环比明显回落。

● 暑期疫情影响之下, Q3 公司各旅游主业均承压

暑期疫情及跨省游限制下, Q3 各旅游主业均受影响: **索道方面**, Q3 索道客流 48.98 万人次/-59.83%,其中核心雪山索道 37.68 万人/-55.65%;前三季度,索道客流 183.31 万人次/-2%(H1 同增 106%),其中雪山索道 126.78 万/+7%。**酒店方面**, Q3 酒店收入 2157.84/-47.41%,亏损-573.05 万元,同比转亏,主要系疫情及香巴拉酒店培育期影响,前三季度酒店收入 6369.20 万元/+6%(H1 同增 124%),实现净利润-1661 万元,增亏 779.95 万元。**演艺方面**, Q3 客流和收入分别下滑 67%、59%,前三季度共计接待游客 43.16 万人次/-1%,实现营业收入 4152.59 万元/-15%(H1 同增 132%)。

● 疫情反复影响短期复苏节奏, 中线关注区域资源整合及控股权厘清

近期西北疫情反复, 10 月 23 日文旅部宣布中高风险地区跨省游熔断等, 预计依然对公司 Q4 经营产生不利影响。全年来看, 疫情持续反复导致公司短期经营承压。但中线来看, 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。此外, 公司此前公告国资控股地位有望重新明确, 未来可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。

● 短看疫情走势, 中线关注区域整合与控股权厘清, 暂维持“增持”

考虑疫情反复, 下调 21-23 年 EPS 至 0.03/0.29/0.43 元(此前为 0.14/0.35/0.47 元), 动态 PE169/20/13 倍。短期仍需跟踪疫情, 中线公司有望不断强化区域卡位优势, 静待控股权问题落地, 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	362.29	628.22	741.04
(+/-%)	6.53%	-40.36%	-15.95%	73.40%	17.96%
净利润(百万元)	203.48	70.49	18.32	157.11	234.90
(+/-%)	6.18%	-65.36%	-74.01%	757.73%	49.51%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.13	0.03	0.29	0.43
EBIT Margin	36.56%	20.11%	4.68%	28.59%	37.11%
净资产收益率(ROE)	7.96%	2.75%	0.71%	5.81%	8.09%
市盈率(PE)	15.26	44.04	169.49	19.76	13.22
EV/EBITDA	9.81	19.34	25.45	10.33	7.71
市净率(PB)	1.22	1.21	1.21	1.15	1.07

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

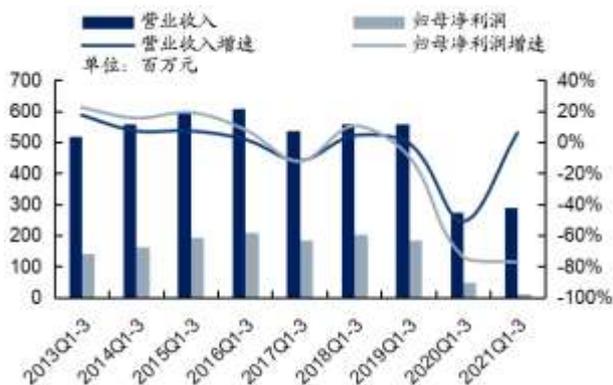
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

前三季度归母业绩同比下滑近 8 成，符合预期

2021 年前三季度，公司实现营收 2.90 亿元/+6.00%，恢复至 2019 年的 51.97%，实现归母业绩 1096 万元/-77.40%，扣非归母业绩 1113 万元/-77.04%，恢复至 2019 年的 6.11%，EPS 为 0.02 元，处于业绩预告区间内，符合预期。疫情持续反复叠加新开业迪庆酒店带来开办费用影响。

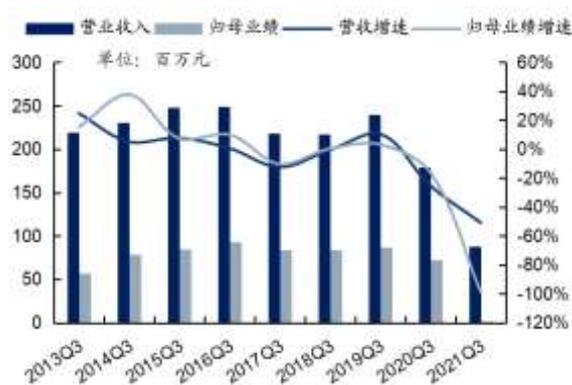
2021Q3，公司实现营业收入 8791 万元/-50.94%，恢复至 2019 年的 36.63%，归母业绩 90 万元/-98.76%，恢复至 2019 年的 1.04%，归母扣非业绩-0.39 万元，同比下降 100%，主要系暑期疫情反复下跨省游限制所致。

图 1：公司 2021 年前三季度业绩下滑 77%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 Q3 收入下滑 51%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

暑期疫情影响较大，Q3 公司旅游主业复苏速度较 Q2 显著回落

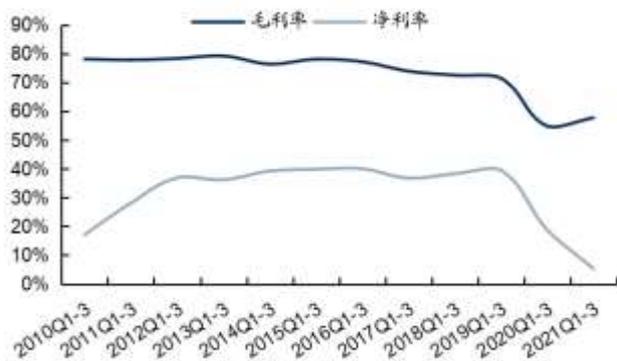
受南京等地暑期疫情扰动（8.5-9.15 云南跨省游暂停），公司各项旅游主业恢复较上半年有所放缓，而 Q3 本系暑期旺季，从而直接影响公司盈利表现。前三季度，**索道方面**，公司三条索道共计接待游客 183.31 万人次，同比下降 2.04%（H1 同增 106%），其中玉龙雪山索道接待游客 126.78 万人次，同比增加 7.26%；云杉坪索道接待游客 53.29 万人次，同比下降 13.49%；牦牛坪索道接待游客 3.24 万人次，同比下降 55.74%。其中 Q3，疫情及跨省游限制下，公司三条索道仅接待客流 48.98 万人次/-59.83%，其中最核心的雪山索道 37.68 万人/-55.65%，直接影响公司 Q3 主业恢复。**酒店方面**，前三季度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 6369.20 万元/+6.46%（H1 同增 124%），实现净利润-1660.70 万元，亏损金额比上年增加 779.95 万元。其中 Q3 酒店收入 2157.84/-47.41%，亏损-573.05 万元，去年同期盈利 1000 余万元，同比转亏，主要系暑期疫情影响及香巴拉酒店开业培育期因素。前三季度印象丽江共计演出 293 场，共计接待游客 43.16 万人次，同比减少 1.16%，实现营业收入 4152.59 万元，同比下降 15.37%（H1 同增 132%），其中 Q3 客流和收入分别下滑 67%，59%，影响其盈利成长。

前三季度毛利率恢复至疫情前的 86%，新开业酒店导致管理费用上升

前三季度，公司毛利率同比回升 2.83pct，但相比于 2019 年前三季度仍下滑 13.77pct，区域疫情扰动尚未完全恢复。同时，公司期间费率上升 9.43pct，较 2019 年同期上升 14.83pct。具体来看，公司销售费率同比微升 0.37pct（较 2019 年降 3.40pct），管理费率同比上升 8.88pct，较 2019 年同期上升 19.29pct，财务费率上升 0.18pct，较 2019 年同期下滑 1.06pct。一方面，三季度是公司收入旺季，但受疫情影响云南跨省游暂停影响，收入受损而成本费用相对刚性，

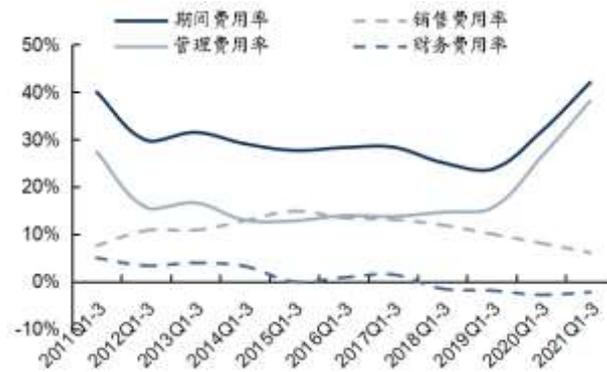
其次迪庆月光城英迪格酒店新开业带来开办费用及折旧摊销影响。

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

疫情反复影响短期复苏节奏, 中线关注控股权问题解决及区域资源整合

今年暑期旺季因南京疫情多地扩散影响, 9 月福建疫情扰动, 近期西北疫情又有扰动。10 月 23 日晚, 文旅部发布通知, 包括暂停旅游专列, 执行跨省旅游经营活动管理“熔断”机制、中高风险暂停跨省游+“机+酒”业务等, 预计对公司 Q4 经营恢复产生不利影响。

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定。

图 3: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

疫情反复影响短期经营, 中线关注区域整合与控股权厘清, 暂维持“增持”

考虑疫情持续反复, 并假设明后年国内疫情相对企稳, 我们下调 0.03/0.29/0.43 元(此前为 0.14/0.35/ 0.47 元, 旺季疫情反复对业绩影响较大), 动态 PE169/20/13 倍。疫情反复尤其旺季反复对旅游公司影响较大, 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，静待控股权归属问题落地，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：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	1023	1278	营业收入	431	362	628	741
应收款项	6	6	10	12	营业成本	192	168	233	234
存货净额	13	7	12	11	营业税金及附加	2	2	13	15
其他流动资产	118	11	19	22	销售费用	25	25	36	43
流动资产合计	1064	1010	1064	1324	管理费用	126	150	166	174
固定资产	1252	1318	1393	1356	财务费用	(10)	(24)	(24)	(29)
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	2842	2958	3169	营业利润	105	35	218	318
短期借款及交易性金融负债	0	59	0	0	营业外净收支	(9)	(10)	(10)	(10)
应付款项	27	6	11	10	利润总额	96	25	208	308
其他流动负债	136	91	122	125	所得税费用	20	5	40	56
流动负债合计	162	157	133	134	少数股东损益	5	1	12	17
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	70	18	157	235
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	166	142	145	净利润	70	18	157	235
少数股东权益	107	107	113	122	资产减值准备	(1)	4	0	(0)
股东权益	2560	2569	2702	2902	折旧摊销	83	112	135	146
负债和股东权益总计	2837	2842	2958	3169	公允价值变动损失	(1)	(0)	(0)	(0)
					财务费用	(10)	(24)	(24)	(29)
					营运资本变动	90	54	19	(1)
					其它	(1)	(4)	6	9
关键财务与估值指标					经营活动现金流	241	184	316	388
每股收益	0.13	0.03	0.29	0.43	资本开支	20	(173)	(200)	(100)
每股红利	0.18	0.02	0.04	0.06	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	4.66	4.67	4.92	5.28	投资活动现金流	28	(175)	(197)	(97)
ROIC	3%	1%	6%	9%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	3%	1%	6%	8%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	56%	54%	63%	68%	支付股利、利息	(100)	(9)	(24)	(35)
EBIT Margin	20%	5%	29%	37%	其它融资现金流	(51)	59	(59)	0
EBITDA Margin	39%	35%	50%	57%	融资活动现金流	(251)	50	(83)	(35)
收入增长	-40%	-16%	73%	18%	现金净变动	18	60	36	256
净利润增长率	-65%	-74%	758%	50%	货币资金的期初余额	909	927	987	1023
资产负债率	10%	10%	9%	8%	货币资金的期末余额	927	987	1023	1278
息率	3.2%	0.3%	0.8%	1.1%	企业自由现金流	262	6	99	270
P/E	44.0	169.5	19.8	13.2	权益自由现金流	211	84	59	293
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1					
EV/EBITDA	19.3	25.4	10.3	7.7					

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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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