

丽江股份 (002033.SZ)

疫情及新项目影响 21 年表现，关注后续复苏及资源整合

增持

核心观点

疫情反复下，公司 2021 年业绩亏损，处于预告区间内。2021 年全年，公司实现营收 3.58 亿元/-16.87%，实现归母业绩亏损 3780.32 万元/-153.63%，处于业绩预告（亏损 2,800~3,800 万元）区间内，EPS-0.07 元，盈利表现尚不及 2020 年，主要系去年下半年疫情反复及迪庆香格里拉新项目开业拖累。Q4 营收 0.68 亿元/-56.69%，业绩亏损 4876.26 万元，承压显著。

疫情反复致客流承压，迪庆新项目开业进一步拖累。疫情下云南省 2021 年暂停跨省游时长累计 92 天，暑期旺季基本停业，直接导致客流下滑，主业承压。其中，全年索道客流 216.14 万人次/-22.40%，索道收入 16638.61 万元/-20.93%，仅 2019 年的 45-50%；酒店方面，和府酒店收入下滑 15%，业绩增亏，而新开迪庆项目虽带来收入增长，但业绩增亏明显，进一步拖累；印象丽江游客下滑 27%，收入同降 32%，净利润同降 74%，仅为 2019 年的 6%。疫情反复及迪庆新项目开业影响下，毛利率-9.40pct，期间费用+11.43pct。

短期仍需跟踪疫情，但未来边际放松仍有预期，兼顾资源整合和股权问题。今年以来疫情仍有反复，预计短期仍对公司经营产生不利影响。但是，一方面服务业相关纾困政策等政策利好出台，另一方面精准防控强化下，未来疫情防控仍不排除逐步边际放松，中线复苏仍可期。同时，公司系滇西北景区龙头，丽江区域唯一 A 股上市公司，资源优势较突出，最新公告拟打造玉龙雪山景区甘海子游客集散中心等进一步优化交通动线，强化二次消费。目前泸沽湖摩梭小镇仍推进，大香格里拉精品小环线布局基本完成，区域整合持续推进，仍有望带来中线看点。此外，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。

风险提示：疫情及其他系统性风险，股权问题解决低于预期，外延低于预期。

投资建议：跟踪疫情，期待复苏，中线关注区域整合，暂维持“增持”。

考虑近期疫情反复影响，我们预计 22-24 年 EPS0.15/0.35/0.42 元（此前预计 22-23 年 0.35/0.47 元），主要系疫情下客流假设下调以及迪庆等新项目培育期拖累等影响，对应 PE41/18/15 倍。短期仍需跟踪疫情，但后续复苏仍有期待，且公司作为滇西北旅游龙头，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。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	431	358	451	778	865
(+/-%)	-40.4%	-16.9%	25.9%	72.4%	11.2%
净利润(百万元)	70	-38	84	194	233
(+/-%)	-65.4%	-153.6%	-322.7%	130.7%	20.2%
每股收益(元)	0.13	-0.07	0.15	0.35	0.42
EBIT Margin	20.1%	-4.8%	18.5%	26.8%	28.6%
净资产收益率 (ROE)	2.8%	-1.6%	3.4%	7.5%	8.5%
市盈率 (PE)	49.4	-92.2	41.4	17.9	14.9
EV/EBITDA	21.6	57.8	17.8	10.4	8.9
市净率 (PB)	1.36	1.44	1.41	1.34	1.26

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

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiaiao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	不适用
收盘价	6.34 元
总市值/流通市值	3481/3481 百万元
52 周最高价/最低价	8.43/5.35 元
近 3 个月日均成交额	65.70 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

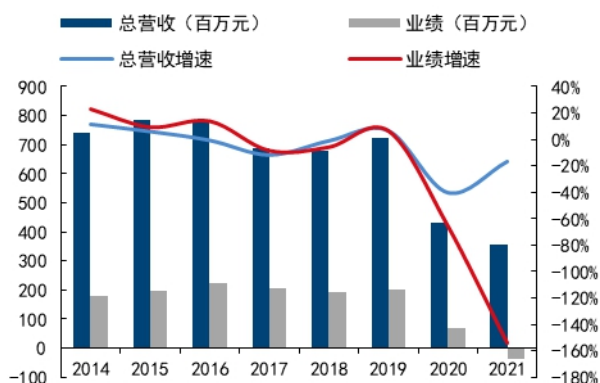
- 《丽江股份-002033-2021 年三季度点评：三季度经营恢复势头显著回落，中长期游较受疫情干扰》——2021-10-25
- 《丽江股份-002033-2021 年中报点评：细分业务恢复节奏有别，静待控股权厘清》——2021-08-17
- 《丽江股份-002033-2020 年半年报点评：短期跟踪客流复苏，中线关注区域整合》——2020-08-06
- 《丽江旅游-002033-2019 年年报点评：业绩符合预期，兼顾区域整合与股权进展》——2020-03-31
- 《丽江旅游-002033-2019 年半年报点评：区域复苏但降价拖累成长，中线关注区域整合》——2019-08-12

疫情反复下，公司 2021 年业绩亏损，处于预告区间内

2021 年全年，公司实现营收 35834.82 万元/-16.87%，较疫情前恢复不及 50%，实现归母业绩亏损 3780.32 万元/-153.63%，处于业绩预告（亏损 2,800~3,800 万元）内，EPS-0.07 元。公司 2021 年盈利表现尚不及 2020 年，主要系去年下半年疫情反复及迪庆香格里拉新项目开业拖累。

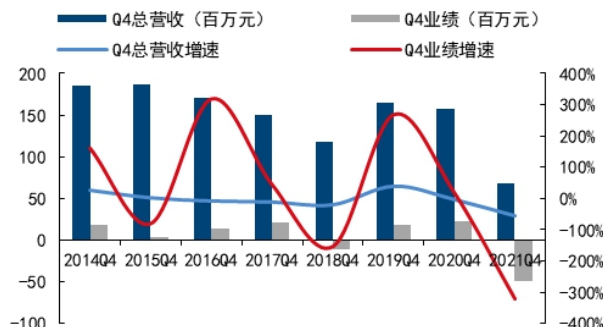
Q4 来看，公司实现营收 6809.00 万元/-56.69%，仅恢复至 2019 年同期的 41.43%，业绩亏损 4876.26 万元/-321.69%，承压较显著。

图1：2021 年业绩亏损拖累



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021Q4 显著承压，系近几年 Q4 最低表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

下半年疫情反复致客流承压，迪庆新项目开业进一步拖累

由于疫情扰动，2021 年云南省 3 次暂停开展跨省旅游活动，全年暂停跨省游时长累计 92 天，其中包括 8 月暑期旅游旺季和 11 至 12 月份会展旺季，暑期旅游旺季公司基本处于停业状态，Q3、Q4 业绩显著承压，营收分别同比下跌约 51%、57%，且三四季度占全年收入及利润比重较高，对公司经营表现冲击较大。

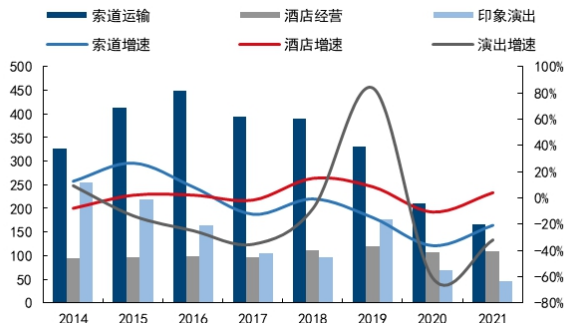
索道方面，2021 年公司三条索道共计接待游客 216.14 万人次/-22.40%，恢复至 2019 年同期的 45.24%，其中玉龙雪山索道接待游客 153.21 万人次/-16.15%，恢复至 2019 年同期的 49.90%；云杉坪索道接待游客 59.23 万人次/-29.52%，恢复至 2019 年同期的 39.46%；牦牛坪索道接待游客 3.70 万人次/-68.64%，恢复至 2019 年同期的 18.00%。索道业务中玉龙雪山索道收入占比居首，影响最大。2021 年索道收入 16638.61 万元/-20.93%，恢复至 2019 年的 50.21%，降幅与客流接近。2021 年公司索道客流及收入表现尚不及 2020 年，旺季疫情影响拖累较大。

酒店方面，2021 年和府酒店公司实现营业收入 8,099.06 万元/-14.57%，恢复至 2019 年同期的 68.82%，实现净利润-2,616.65 万元，同比增亏 1,818.05 万元。同时迪庆香格里拉旅游投资有限公司（含迪庆英迪格酒店、奔子栏丽世酒店）实现营业收入 2,007.62 万元/+213.73%，而业绩却亏损 4,053.20 万元，同比增亏 3,773.65 万元，主要系迪庆月光城英迪格酒店 2021 年 3 月 1 日新开业拖累。

演艺方面，印象丽江共计演出 334 场，共计接待游客 47.76 万人次/-26.68%，实现营业收入 4,633.71 万元/-32.15%，净利润 418.49 万元/-73.77%，其中客流与

营收仅恢复至 2019 年的四分之一左右，而净利润恢复情况更低，仅为 6%，较 2020 年也承压明显。

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

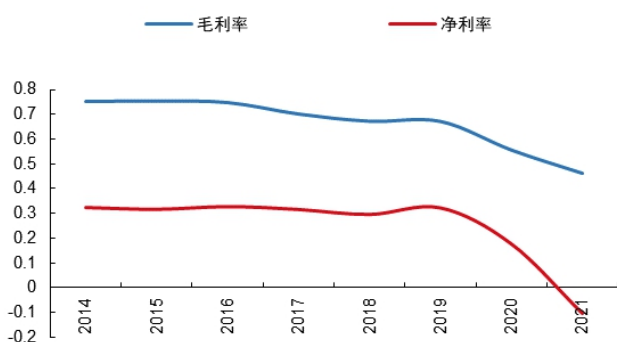


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情反复及新项目影响，毛利率和期间费率较 2020 年进一步承压

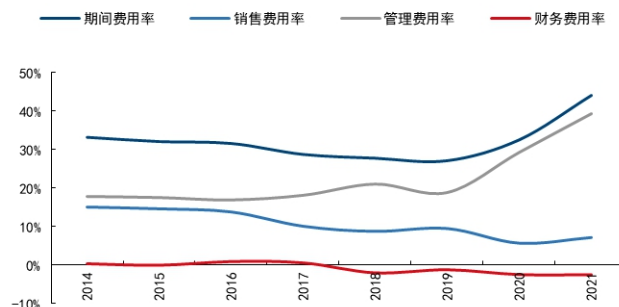
综合来看，2021 年公司毛利率为 46.14%/-9.40pct，其中酒店、演艺业务毛利率分别下降 16pct、8pct，主要系疫情反复下客流承压，存量主业刚性成本压力及新开酒店项目拖累共同影响。同时，公司期间费用率 44.00%，同比 2020 上升 11.43pct，主要系新开业酒店拖累。具体来看，公司销售费用率同比上升 1.46pct；财务费用率变动不大，基本与 2020 年同期水平相当；管理费用率上涨最高（10pct），系期间费用率上升的主要原因，主要是新项目开业及疫情反复影响，其中 2021 年工资及附加同比增长 20.44%，兼有开办费用增加影响。

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



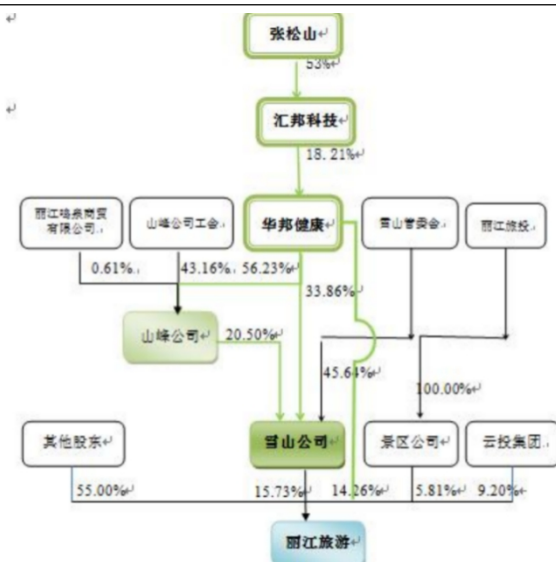
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

短期仍需跟踪疫情，但未来边际放松仍有预期，兼顾资源整合

今年以来，疫情仍有反复，短期仍对公司经营产生不利影响。但是，一方面服务业相关纾困政策等政策利好出台，另一方面精准防控强化下，未来疫情防控仍不排除逐步边际放松，复苏仍然可期。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,最新公告拟打造玉龙雪山景区甘海子游客集散中心等进一步优化交通动线,强化二次消费。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,大香格里拉精品小环线布局基本完成,金沙江沿线丽世系列山居精品民宿也全面投入运营,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, 国信证券经济研究生整理

跟踪疫情, 期待复苏, 中线关注区域整合, 暂维持“增持”

考虑近期疫情反复影响, 我们预计 22-24 年 EPS0.15/0.35/0.42 元 (此前预计 22-23 年 0.35/0.47 元), 主要系疫情下客流假设下调以及迪庆等新项目培育期拖累等影响, 对应 PE41/18/15 倍。短期仍需跟踪疫情, 但后续复苏仍有期待, 且公司作为滇西北旅游龙头, 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：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 22-3-7	EPS			PE			PB 2020
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
300144	宋城演艺	买入	14.50	-0.67	0.22	0.46	-21.64	65.91	31.52	4.92
603136	天目湖	买入	19.75	0.30	0.53	0.68	65.83	37.26	29.04	3.19
002159	三特索道	买入	10.74	0.16	0.03	0.35	67.13	358.00	30.69	1.37
600138	中青旅	买入	11.88	-0.32	0.12	0.69	-37.13	99.00	17.22	1.35
000888	峨眉山 A	增持	7.37	-0.07	0.26	0.38	-105.29	28.35	19.39	1.57
600054	黄山旅游	增持	10.50	-0.06	0.32	0.48	-175.00	32.81	21.88	1.79
000796	凯撒旅业	增持	8.92	-0.87	-0.38	-0.23	-10.25	-23.47	-38.78	10.53
002707	众信旅游	增持	6.48	-1.56	0.04	0.13	-4.15	162.00	49.85	11.36
000978	桂林旅游	增持	6.26	-0.74	-0.23	0.18	-8.46	-27.22	34.78	1.85
002033	丽江股份	增持	6.34	0.13	-0.07	0.15	48.77	—	41.17	1.42

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

注：无评级公司盈利预测来自 Bloomberg、Wind 一致预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	927	632	932	884	965	营业收入	431	358	451	778	865
应收款项	6	9	11	20	22	营业成本	192	193	175	259	286
存货净额	13	14	16	37	43	营业税金及附加	2	16	9	15	17
其他流动资产	118	45	3	5	5	销售费用	25	26	52	84	86
流动资产合计	1064	813	1074	1056	1146	管理费用	126	141	132	211	230
固定资产	1252	1190	1088	1031	969	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	228	290	279	269	258	财务费用	(10)	(9)	(14)	(17)	(24)
投资性房地产	244	361	361	361	361	投资收益	3	(8)	10	12	12
长期股权投资	49	37	31	26	20	资产减值及公允价值变动	1	2	2	0	0
资产总计	2837	2690	2834	2742	2754	其他收入	4	1	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	0	500	300	200	营业利润	105	(13)	110	237	283
应付款项	27	81	5	11	13	营业外净收支	(9)	(13)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	136	85	29	53	58	利润总额	96	(25)	100	227	273
流动负债合计	162	166	534	364	271	所得税费用	20	12	17	35	42
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	5	0	(1)	(2)	(2)
其他长期负债	8	13	(38)	(88)	(139)	归属于母公司净利润	70	(38)	84	194	233
长期负债合计	8	13	(268)	(318)	(369)	现金流量表（百万元）					
负债合计	171	179	266	46	(98)	净利润	70	(38)	84	194	233
少数股东权益	107	99	99	98	97	资产减值准备	(1)	1	(0)	(0)	(0)
股东权益	2560	2412	2468	2599	2755	折旧摊销	83	81	127	132	136
负债和股东权益总计	2837	2690	2834	2742	2754	公允价值变动损失	(1)	(2)	(2)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(10)	(9)	(14)	(17)	(24)
每股收益	0.13	(0.07)	0.15	0.35	0.42	营运资本变动	90	(39)	(144)	(52)	(52)
每股红利	0.18	0.21	0.05	0.12	0.14	其它	(1)	(0)	(0)	(1)	(1)
每股净资产	4.66	4.39	4.49	4.73	5.01	经营活动现金流	241	3	65	273	316
ROIC	3%	-0%	4%	9%	11%	资本开支	0	(13)	(13)	(63)	(63)
ROE	3%	-2%	3%	7%	8%	其它投资现金流	0	(112)	0	0	0
毛利率	56%	46%	61%	67%	67%	投资活动现金流	7	(112)	(7)	(57)	(57)
EBIT Margin	20%	-5%	19%	27%	29%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	39%	18%	47%	44%	44%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-40%	-17%	26%	72%	11%	支付股利、利息	(100)	(118)	(28)	(64)	(77)
净利润增长率	-65%	-154%	-323%	131%	20%	其它融资现金流	(30)	50	500	(200)	(100)
资产负债率	10%	10%	13%	5%	-0%	融资活动现金流	(230)	(185)	242	(264)	(177)
息率	2.9%	3.4%	0.8%	1.8%	2.2%	现金净变动	18	(295)	299	(48)	81
P/E	49.4	(92.2)	41.4	17.9	14.9	货币资金的期初余额	909	927	632	932	884
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	货币资金的期末余额	927	632	932	884	965
EV/EBITDA	21.6	57.8	17.8	10.4	8.9	企业自由现金流	0	4	40	193	229
						权益自由现金流	0	54	322	8	150

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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