

丽江股份 (002033.SZ)

上半年业绩明显好于疫情之前 索道业务是主推力

增持

核心观点

2023 年上半年归母净利润扭亏为盈, 较 2019 年上半年增长 12~33%。上半年, 公司预计实现归母净利润 1.10~1.30 亿元/同比扭亏, 较 19 年同期+12%~33%, EPS0.20~0.24 元; 预计实现扣非归母净利润 1.12~1.38 亿元/同比扭亏, 较 19 年同期+18%~46%。我们此前中报前瞻预测系公司业绩预告中值附近。

2023Q2 公司归母净利润预计较疫情前-13%~+19%。2023 年二季度, 公司预计实现归母净利润 0.55~0.75 亿元/同比扭亏, 与 2019Q2 相比-13%~+19%, 中值预计较 19Q2 增长 3.30%; 预计实现扣非归母净利润 0.56~0.82 亿元/同比扭亏, 与 2019Q2 相比-8%~+35%, 中值预计较 19Q2 增长 13.57%。

积极拓展云杉坪等索道客流增量, 上半年索道客流较疫前增 43%。上半年, 公司三条索道游客 300.66 万人次/+484.00%, 较 2019H1+43.06%。其中玉龙雪山接待客流 163.48 万人次, 较 2019H1+10.56%, 稳定增长。但公司通过积极拓展定价更低, 客流提升空间更高的其他索道客流增量, 云杉坪/牦牛坪索道上半年客流各 122.20/14.98 万人次, 较 2019H1 各增+127.69%/+73.58%, 有效助力公司索道客流较疫情前较快增长。上半年印象丽江演出收入 0.77 亿元, 较 2019 年同期-0.98%; 净利润 0.33 亿元, 较 2019H1+0.31%。和府酒店公司收入 0.64 亿元/+209.44%, 较 2019H1+24.51%; 净利润 0.01 亿元/同比扭亏, 较 2019H1 亏损 0.09 亿元实现扭亏。而迪庆香格里拉酒店上半年收入 0.14 亿元/+139.40%, 亏损 0.14 亿元, 同比减亏 0.02 亿元, 但仍有拖累。

积极推进摩梭小镇项目和牦牛坪索道改造, 关注未来股权问题进展。公司系丽江区域唯一 A 股上市公司, 资源优势突出, 今年 7 月 3 日开业的玉龙雪山景区甘海子游客集散中心(印象丽江剧场对面)有望进一步优化交通动线, 强化二次消费。同时, 公司今年将全面推进牦牛坪旅游索道改扩建前期工作, 以扩容中线客流接待空间。泸沽湖摩梭小镇二期项目预计 2024 年建成并投入运营。区域整合持续推进, 有望带来中线看点。此外, 此前公司曾公告华邦健康与玉龙雪山管委会均有意愿对其第一大股东雪山公司的股权等相关事宜继续保持协商, 未来相关进展建议持续跟踪。

风险提示: 政策风险、疫情及其他系统性风险, 股权问题解决低于预期等。

投资建议: 维持“增持”评级。考虑今年补偿性客流出行趋势良好且公司通过积极挖潜云杉坪索道等带来客流增量, 上调 2023~2025 年 EPS 至 0.39/0.45/0.49 元(此前 0.35/0.42/0.46 元), 对应 PE29/25/23 倍。公司系滇西北旅游龙头, 资源禀赋良好, 区域卡位优势突出, 中报业绩预告较疫情前良好增长, 中线仍有望积极推进区域旅游资源整合, 并通过索道改造等提升接待能力, 静待控股权博弈落地, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	358	317	760	824	857
(+/-%)	-16.9%	-11.7%	140.0%	8.4%	4.1%
净利润(百万元)	-38	4	213	245	268
(+/-%)	-153.6%	-109.7%	5668.2%	15.4%	9.2%
每股收益(元)	-0.07	0.01	0.39	0.45	0.49
EBIT Margin	-4.8%	-5.6%	22.0%	24.7%	25.1%
净资产收益率 (ROE)	-1.6%	0.2%	8.3%	9.0%	9.2%
市盈率 (PE)	-161.2	1653.9	28.7	24.8	22.8
EV/EBITDA	99.0	98.2	21.7	18.1	16.8
市净率 (PB)	2.53	2.52	2.38	2.23	2.08

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

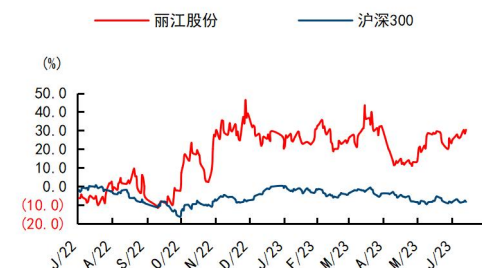
社会服务·旅游及景区

证券分析师: 曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师: 钟潇 0755-82132098 zhongxia@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师: 张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	联系人: 杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	11.09 元
总市值/流通市值	6094/6094 百万元
52 周最高价/最低价	12.80/7.36 元
近 3 个月日均成交额	217.22 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.SZ) ——季报强势复苏超疫情前, 优良资源禀赋迎全面恢复成长》——2023-04-23
- 《丽江股份 (002033.SZ) ——第三季度净利润恢复 9 成, 资源禀赋优势良好》——2022-10-27
- 《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》——2022-03-08
- 《丽江股份——2021 年三季报点评: 三季度经营恢复势头显著回落, 中长途游较受疫情干扰》——2021-10-25
- 《丽江股份——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

2023 年上半年归母净利润扭亏为盈，较 2019 年上半年增长 12~33%

2023 年上半年，公司预计实现归母净利润 1.10~1.30 亿元/同比扭亏，较 2019 年同期 +12%~33%，EPS0.20~0.24 元；预计上半年实现扣非归母净利润 1.12~1.38 亿元/同比扭亏，较 2019 年同期 +18%~46%。我们此前中报前瞻预测中报 1.22 亿元系公司业绩预告中值附近，整体符合预期。

图1：2023 年上半年归母净利润扭亏为盈



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：2023H1 数字按业绩预告披露中值计

图2：2023Q2 归母净利润扭亏为盈



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：2023Q2 数字按业绩预告披露中值计

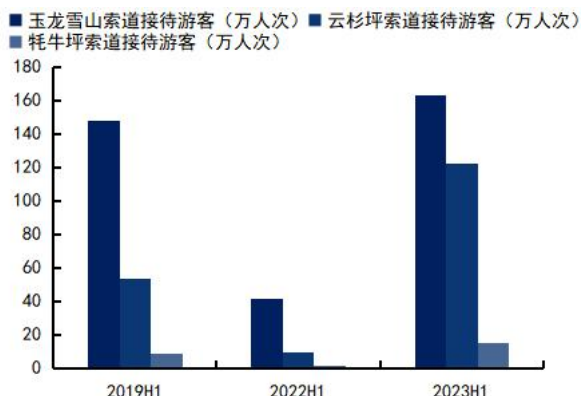
2023Q2 公司归母净利润预计较疫情前-13%~+19%

2023 年二季度，公司预计实现归母净利润 0.55~0.75 亿元/同比扭亏，与 2019Q2 相比 -13%~+19%，中值预计增长 3.30%；预计实现扣非归母净利润 0.56~0.82 亿元/同比扭亏，与 2019Q2 相比 -8%~+35%，中值预计增长 13.57%。

上半年索道客流较疫前增 43%，核心系公司积极拓展云杉坪索道等客流增量

上半年，公司三条索道共接待游客 300.66 万人次/+484.00%，较 2019H1+43.06%。其中公司玉龙雪山接待客流 163.48 万人次，较 2019H1+10.56%，较疫情前保持稳定增长；但公司积极开发定价更低，客流提升空间更高的其他索道（玉龙雪山/云杉坪/牦牛坪索道定价分别为 120 元/40 元/45 元），云杉坪/牦牛坪索道上半年各接待游客 122.20/14.98 万人次，较 2019H1 各增长+127.69%/+73.58%，是上半年索道客流高速增长的核心。同时，今年上半年印象丽江演出收入 0.77 亿元/+3878.02%，较 2019 年同期 -0.98%；净利润 0.33 亿元/同比扭亏，较 2019H1+0.31%。和府酒店公司收入 0.64 亿元/+209.44%，较 2019H1+24.51%；净利润 0.01 亿元/同比扭亏，较 2019H1 亏损 0.09 亿元相应也扭亏。而迪庆香格里拉酒店因仍处培育期，上半年实现收入 0.14 亿元/+139.40%，亏损 1,449.76 万元，虽同比减亏 222.58 万元，整体仍有拖累。

图3：2023H1 三条索道客流量均超 2019 年同期水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理 注：2023H1 为业绩预告披露数字

积极推进摩梭小镇项目和牦牛坪索道改造，关注未来股权问题进展

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，今年 7 月 3 日正式开业的玉龙雪山景区甘海子游客集散中心（印象丽江剧场对面）有望进一步优化交通动线，强化二次消费。同时，牦牛坪旅游索道改扩建项目被列为云南省 2023 年度省级重大项目清单，今年公司将全面推进前期工作，未来若改造扩容有望进一步提升公司在核心景区的接待空间。泸沽湖摩梭小镇仍推进，主要包括泸沽湖英迪格酒店、摩梭宫沉浸式演艺、希尔顿欢朋酒店和摩梭风情休闲街等，预计二期项目计划于 2024 年建成并投入运营。公司大香格里拉精品小环线布局基本完成，区域整合持续推进，有望带来中线看点。此外，此前公司曾公告华邦健康与玉龙雪山管委会均有意愿对其第一大股东雪山公司的股权等相关事宜继续保持协商，双方同时表示将继续优化雪山公司和丽江旅游股权结构（包括但不限于引入外部投资者等），与各方股东一起共同做大做强雪山公司和丽江旅游，保持国有资产保值增值，未来相关进展建议持续跟踪。

投资建议：维持“增持”评级。考虑公司积极挖潜云杉坪索道等拓展客流增量，上调 2023-2025 年 EPS 至 0.39/0.45/0.49 元（此前 0.35/0.42/0.46 元），对应 PE29/25/23 倍。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，中报业绩预告较疫情前良好增长，中线仍有望积极推进区域旅游资源整合，并通过索道改造等提升接待能力，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；景区客流高峰期接待瓶颈等制约。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS					PE					投资评级
		元		21A	22A	23E	24E	25E	21A	22E	23E	24E	25E	
002033.SZ	丽江股份	11	62	-0.07	0.01	0.39	0.45	0.49	-161	1655	29	25	23	增持
000888.SZ	峨眉山A	12	63	0.03	-0.28	0.49	0.54	0.59	348	-43	24	22	20	买入
600054.SH	黄山旅游	13	99	0.06	-0.18	0.49	0.57	0.66	223	-74	27	23	20	增持
603136.SH	天目湖	27	50	0.28	0.11	1.01	1.25	1.47	95	242	26	21	18	买入
002159.SZ	三特索道	19	33	-0.98	-0.43	0.61	0.75	0.83	-19	-43	31	25	22	买入
603199.SH	九华旅游	35	40	0.55	-0.12	1.53	1.83	2.00	64	-292	23	19	18	无评级

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理 注: 九华旅游盈利预测系 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	632	621	906	876	966	营业收入	358	317	760	824	857
应收款项	9	7	19	21	22	营业成本	193	209	373	396	412
存货净额	14	19	65	69	71	营业税金及附加	16	17	17	17	17
其他流动资产	45	23	5	5	5	销售费用	26	17	34	34	34
流动资产合计	813	781	1106	1082	1175	管理费用	141	92	169	173	178
固定资产	1190	1304	1200	1137	1068	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	290	280	270	260	250	财务费用	(9)	(7)	(14)	(16)	(24)
投资性房地产	361	360	360	360	360	投资收益	(8)	8	12	3	3
长期股权投资	37	25	19	14	8	资产减值及公允价值变动	2	4	2	0	0
资产总计	2690	2750	2956	2852	2861	其他收入	1	11	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	0	500	300	200	营业利润	(13)	12	195	223	242
应付款项	81	114	20	21	22	营业外净收支	(13)	(1)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	85	99	56	58	60	利润总额	(25)	11	185	213	232
流动负债合计	166	214	576	379	282	所得税费用	12	11	33	37	41
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	(4)	(61)	(70)	(76)
其他长期负债	13	16	(35)	(86)	(137)	归属于母公司净利润	(38)	4	213	245	268
长期负债合计	13	16	(265)	(316)	(367)	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	179	230	311	64	(85)	净利润	(38)	4	213	245	268
少数股东权益	99	105	81	53	23	资产减值准备	1	3	0	(0)	(0)
股东权益	2412	2416	2564	2736	2923	折旧摊销	81	82	128	137	142
负债和股东权益总计	2690	2750	2956	2852	2861	公允价值变动损失	(2)	(4)	(2)	0	0
						财务费用	(9)	(7)	(14)	(16)	(24)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(39)	75	(229)	(53)	(52)
每股收益	(0.07)	0.01	0.39	0.45	0.49	其它	(0)	(5)	(24)	(28)	(30)
每股红利	0.21	0.00	0.12	0.13	0.15	经营活动现金流	3	156	86	301	327
每股净资产	4.39	4.40	4.67	4.98	5.32	资本开支	0	(192)	(13)	(63)	(63)
ROIC	-0%	-0%	6%	8%	9%	其它投资现金流	(112)	0	0	0	0
ROE	-2%	0%	8%	9%	9%	投资活动现金流	(99)	(180)	(7)	(57)	(57)
毛利率	46%	34%	51%	52%	52%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-5%	-6%	22%	25%	25%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	18%	20%	39%	41%	42%	支付股利、利息	(118)	(2)	(64)	(74)	(80)
收入增长	-17%	-12%	140%	8%	4%	其它融资现金流	37	17	500	(200)	(100)
净利润增长率	-154%	-110%	5668%	15%	9%	融资活动现金流	(198)	13	206	(274)	(180)
资产负债率	10%	12%	13%	4%	-2%	现金净变动	(295)	(11)	285	(30)	90
息率	1.9%	0.0%	1.0%	1.2%	1.3%	货币资金的期初余额	927	632	621	906	876
P/E	(161.2)	1653.9	28.7	24.8	22.8	货币资金的期末余额	632	621	906	876	966
P/B	2.5	2.5	2.4	2.2	2.1	企业自由现金流	0	(35)	24	189	205
EV/EBITDA	99.0	98.2	21.7	18.1	16.8	权益自由现金流	0	(18)	305	2	124

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