

# 丽江股份 (002033.SZ)

## 二季度净利润有所承压，积极多元挖潜应对挑战

优于大市

### 核心观点

上半年归母净利润同比下滑 7%，二季度同比下滑 14%有所承压。上半年，公司实现收入 3.85 亿元/-1.93%，归母净利润 1.12 亿元/-7.22%，扣非净利润 1.12 亿元/-11.32%。季度趋势来看：一季度公司收入和归母净利润同比基本持平（收入-0.05%/归母净利润+1.11%/扣非净利润-0.66%）；二季度因去年同期高基数、长线目的地受到出境游部分分流和新酒店等拖累（Q2 收入-3.52%，归母业绩-14.20%，扣非净利润-19.68%），有所承压。

**各索道客流表现明显分化，演艺基本平稳，酒店业务拖累增加。**上半年，公司三条索道共接待客流 323.67 万人次/+7.65%，收入 1.98 亿元/+1.46%，毛利率 83.82%/-1.78pct，主要系毛利率最高的冰川索道有所承压。具体来看，客流基数&定价最高的（140 元/人次）冰川公园索道 150.19 万/-8.14%（较 2019 年同期增长 1.6%），而定价相对更低的云杉坪索道 146.61 万/+19.97%，牦牛坪索道 26.88 万/+79.39%（均为 60 元/人次），增势良好。**演艺：**上半年收入 0.75 亿元/-1.79%，毛利率 57.00%/-4.81pct，净利润 0.34 亿元/+0.74%。上半年印象丽江共计演出 395 场/+13.83%，客流 86.18 万人次/+7.85%，客单价-9%，预计降价促量。**酒店：**上半年收入 0.69 亿元/-12.73%，毛利率 9.46%/-13.14pct，相对承压，香巴拉等酒店爬坡期亏损等影响。此外，今年 7 月 30 日泸沽湖英迪格酒店试营业，预计筹备期对业绩也有所扰动。

**应对外部环境变化，公司立足核心资源积极挖潜，灵活定价和产品多元协同。**今年丽江区域面临整体消费环境、去年阶段高基数和长线目的地受到出境游部分分流影响。应对经营挑战，公司通过拓展云杉坪、牦牛坪等索道客流，更加灵活的演艺产品定价政策，适应消费性价比趋势，推动整体索道和演艺客流增长，对应收入基本持平。公司年报预计 2024 年收入同比增长 4%，归母利润同比下降 9%，剔除泸沽湖英迪格项目开业影响后，公司预计收入、归母净利润各增 1%、4%。暑期旺季经营成为其全年预算能否完成的关键。公司系丽江区域唯一 A 股上市公司，目前华邦系为实控人，近两年积极围绕丽江及周边核心资源协同发展，目前正推进牦牛坪旅游索道改扩建前期准备、泸沽湖演艺剧场等投资开发项目的前期审批及工程建设工作，有望形成中线看点。同时，公司近几年分红率较高，2023 年为 85%，后续分红表现也有期待。

**风险提示：**新项目爬坡、演艺恢复低于预期，股权问题解决低于预期。

**投资建议：**考虑整体消费环境和新项目等影响，我们暂下调公司 2024-2026 年 EPS 至 0.41/0.46/0.51 元（此前为 0.43/0.49/0.54 元，主要下调主索道客流、演艺等客单价假设，对应 PE 为 21/19/17 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。除去新项目阶段部分扰动外，公司发展相对稳健，核心业务稳定现金流与高分红政策有望增强吸引力，后续兼顾控股权博弈，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	317	799	814	861	908
(+/-%)	-11.7%	152.4%	1.9%	5.8%	5.4%
净利润(百万元)	4	227	223	251	278
(+/-%)	-109.7%	6071.9%	-2.0%	12.6%	10.7%
每股收益(元)	0.01	0.41	0.41	0.46	0.51
EBIT Margin	-5.6%	37.4%	34.8%	37.9%	39.0%
净资产收益率 (ROE)	0.2%	9.1%	8.4%	8.8%	9.2%
市盈率 (PE)	1284.0	20.8	21.2	18.9	17.0
EV/EBITDA	77.0	13.0	12.1	10.2	9.3
市净率 (PB)	1.96	1.89	1.78	1.67	1.56

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 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	证券分析师：杨玉莹 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.61 元
总市值/流通市值	4731/4731 百万元
52 周最高价/最低价	11.74/7.62 元
近 3 个月日均成交额	86.46 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) - 2023 年公司业绩处于预告中值，近两年维持高分红率》——2024-03-12
- 《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》——2023-07-13
- 《丽江股份 (002033.SZ) - 一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

上半年归母净利润同比下滑 7%，二季度同比下滑 14%有所承压。上半年，公司实现收入 3.85 亿元/-1.93%，归母净利润 1.12 亿元/-7.22%，扣非净利润 1.12 亿元/-11.32%。季度趋势来看：一季度公司收入和归母净利润同比基本持平（收入-0.05%/归母净利润+1.11%/扣非净利润-0.66%）；二季度因去年同期高基数、长线目的地受到出境游部分分流和新酒店等拖累（Q2 收入-3.52%，归母业绩-14.20%，扣非净利润-19.68%），有所承压。

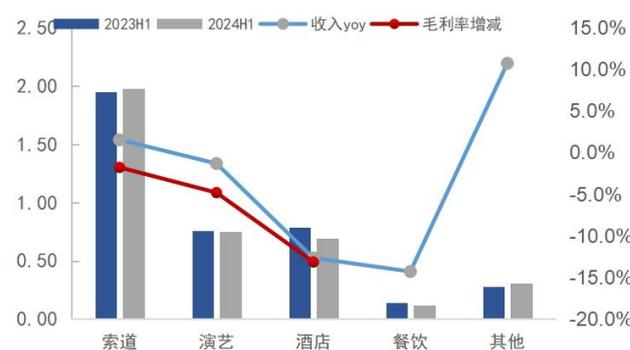
各索道客流表现明显分化，演艺基本平稳，酒店业务拖累增加。上半年，公司三条索道共接待客流 323.67 万人次/+7.65%，收入 1.98 亿元/+1.46%，毛利率 83.82%/-1.78pct，主要系毛利率最高的冰川索道有所承压。具体来看，客流基数&定价最高的（140 元/人次）冰川公园索道 150.19 万/-8.14%（较 2019 年同期增长 1.6%），而定价相对更低的云杉坪索道 146.61 万/+19.97%，牦牛坪索道 26.88 万/+79.39%（均为 60 元/人次），增势良好。演艺：上半年收入 0.75 亿元/-1.79%，毛利率 57.00%/-4.81pct，净利润 0.34 亿元/+0.74%。上半年印象丽江共计演出 395 场/+13.83%，客流 86.18 万人次/+7.85%，客单价-9%，预计降价促量。酒店：上半年收入 0.69 亿元/-12.73%，毛利率 9.46%/-13.14pct，相对承压，香巴拉等酒店爬坡期亏损等影响。此外，今年 7 月 30 日泸沽湖英迪格酒店试营业，预计筹备期对业绩也有所扰动。

图1：丽江股份 2023 年收入与归母净利润情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司各业务上半年趋势变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

应对外部环境变化，公司立足核心资源积极挖潜，灵活定价和产品多元协同。今年丽江区域面临整体消费环境、去年阶段高基数和部分高端客人出境游分流影响。应对经营挑战，公司通过积极拓展云杉坪、牦牛坪等索道客流，更加灵活的演艺产品定价政策，适应消费性价比趋势，仍推动整体索道和演艺客流增长，对应收入基本持平。公司年报预计 2024 年收入同比增长 4%，归母利润同比下降 9%，剔除泸沽湖英迪格项目开业影响后，公司预计收入、归母净利润各增 1%、4%。暑期旺季经营成为其全年预算能否完成的关键。公司系丽江区域唯一 A 股上市公司，目前华邦系为实控人，近两年积极围绕丽江及周边核心资源协同发展，目前正推进牦牛坪旅游索道改扩建前期准备、泸沽湖演艺剧场等投资开发项目的前期审批及工程建设工作，有望形成中线看点。同时，公司近几年分红率较高，2023 年为 85%，后续分红表现也有期待。

**风险提示：**新项目爬坡、演艺恢复低于预期，股权问题解决低于预期。

**投资建议：**考虑整体消费环境和新项目等影响，我们暂下调公司 2024 -2026 年 EPS 至 0.41/0.46/0.51 元（此前为 0.43/0.49/0.54 元，主要下调主索道客流、

演艺等客单价假设，对应 PE 为 21/19/17 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。除去新项目阶段部分扰动外，公司发展相对相对稳健，核心业务稳定现金流与高分红政策有望增强吸引力，后续兼顾控股权博弈，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
002033.SZ	丽江股份	9	47	0.41	0.41	0.46	0.51	21	21	19	17	优于大市
603099.SH	长白山	23	62	0.52	0.68	0.79	0.88	45	34	30	27	优于大市
603199.SH	九华旅游	32	36	1.58	1.77	1.95	2.13	20	18	16	15	优于大市
000888.SZ	峨眉山A	12	62	0.43	0.54	0.60	0.66	27	22	20	18	优于大市
600054.SH	黄山旅游	11	81	0.58	0.65	0.72	0.79	19	17	15	14	优于大市

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	621	622	934	949	1091	营业收入	317	799	814	861	908
应收款项	7	12	21	22	23	营业成本	209	330	342	358	372
存货净额	19	18	57	59	61	营业税金及附加	17	20	18	18	18
其他流动资产	23	65	5	5	5	销售费用	17	27	37	30	30
<b>流动资产合计</b>	<b>781</b>	<b>849</b>	<b>1149</b>	<b>1167</b>	<b>1313</b>	管理费用	92	123	134	129	134
固定资产	1304	1326	1218	1151	1079	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	280	270	260	250	241	财务费用	(7)	(5)	(14)	(18)	(26)
投资性房地产	360	449	449	449	449	投资收益	8	13	12	3	3
长期股权投资	25	30	24	19	13	资产减值及公允价值变动	4	6	2	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2750</b>	<b>2924</b>	<b>3100</b>	<b>3036</b>	<b>3094</b>	其他收入	11	(5)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	1	500	300	200	营业利润	12	319	312	347	384
应付款项	114	109	18	18	19	营业外净收支	(1)	(18)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	99	164	48	47	49	<b>利润总额</b>	<b>11</b>	<b>300</b>	<b>302</b>	<b>337</b>	<b>374</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>214</b>	<b>274</b>	<b>565</b>	<b>366</b>	<b>268</b>	所得税费用	11	49	54	59	65
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	(4)	24	25	27	30
其他长期负债	16	14	(37)	(87)	(138)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4</b>	<b>227</b>	<b>223</b>	<b>251</b>	<b>278</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>(267)</b>	<b>(317)</b>	<b>(368)</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>230</b>	<b>288</b>	<b>299</b>	<b>48</b>	<b>(100)</b>	净利润	4	227	223	251	278
少数股东权益	105	130	140	151	163	资产减值准备	3	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	2416	2505	2661	2837	3032	折旧摊销	82	86	133	140	145
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2750</b>	<b>2924</b>	<b>3100</b>	<b>3036</b>	<b>3094</b>	公允价值变动损失	(4)	(6)	(2)	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(7)	(5)	(14)	(18)	(26)
每股收益	0.01	0.41	0.41	0.46	0.51	营运资本变动	75	(77)	(246)	(54)	(53)
每股红利	0.00	0.25	0.12	0.14	0.15	其它	(5)	10	10	11	12
每股净资产	4.40	4.56	4.84	5.16	5.52	<b>经营活动现金流</b>	<b>156</b>	<b>239</b>	<b>117</b>	<b>348</b>	<b>382</b>
ROIC	-0%	11%	10%	12%	13%	资本开支	0	(103)	(13)	(63)	(63)
ROE	0%	9%	8%	9%	9%	其它投资现金流	0	(21)	0	0	0
毛利率	34%	59%	58%	58%	59%	<b>投资活动现金流</b>	<b>12</b>	<b>(129)</b>	<b>(7)</b>	<b>(57)</b>	<b>(57)</b>
EBIT Margin	-6%	37%	35%	38%	39%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	20%	48%	51%	54%	55%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-12%	152%	2%	6%	5%	支付股利、利息	(2)	(137)	(67)	(75)	(83)
净利润增长率	-110%	6072%	-2%	13%	11%	其它融资现金流	(175)	165	499	(200)	(100)
资产负债率	12%	14%	14%	7%	2%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(179)</b>	<b>(109)</b>	<b>202</b>	<b>(275)</b>	<b>(183)</b>
息率	0.0%	2.9%	1.4%	1.6%	1.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(11)</b>	<b>1</b>	<b>312</b>	<b>15</b>	<b>142</b>
P/E	1284.0	20.8	21.2	18.9	17.0	货币资金的期初余额	632	621	622	934	949
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	621	622	934	949	1091
EV/EBITDA	77.0	13.0	12.1	10.2	9.3	企业自由现金流	0	156	106	293	322
						权益自由现金流	0	321	387	107	244

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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