

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

增持

核心观点

2023 年公司营收和利润均达到历史最高水平，处于业绩预告中值。2023 年公司收入 8.0 亿元/+152.4%，较 2019 年增长 10.5%；归母净利润 2.3 亿元/+6071.9%，较 2019 年增长 11.8%；扣非净利润 2.4 亿元/+1248.0%，较 2019 年增长 15.7%，处于业绩预告中值。2023 年强劲回补性出游需求带动自然景区客流恢复度领先，同时公司新项目贡献增量。单 Q4 公司收入、归母净利润、扣非归母净利润较 2019Q4 分别恢复至 96%、83%、83%，淡季有所回落。

云杉坪索道客流拓展成效显著，演艺项目恢复渐进，酒店仍有拖累。2023 年公司三条索道游客 612 万人次，较 2019 年增长 28%。其中玉龙雪山接待客流 316 万人次，较 2019 年增长 3%。公司积极拓展定价更低，客流提升空间更高的云杉坪、牦牛坪索道，二者客流较 2019 年各增 72%、86%。2023 年印象丽江收入 1.4 亿元、净利润 0.6 亿元，各恢复至 76%、82%，预计团客恢复渐进等影响。2023 年和府酒店收入 1.5 亿元，较 2019 年增长 25%，较 2019 年扭亏为盈；迪庆香格里拉酒店收入 0.4 亿元，亏损 0.2 亿元，仍有拖累。

公司拟每 10 股派 3.5 元现金红利，近两年维持高分红率。根据 2023 年度利润分配预案，公司拟每 10 股派发现金红利 3.5 元(含税)，分红率高达 84.6%，近两年维持高分红率(2022 年分红率高达 37.3 倍，2021 年经营亏损未分红，2020 年分红率 156%)，预计主要系应大股东意愿，以及公司结合现金流情况与未来投资规划综合考虑等相关。此外，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，未来相关进展预计也带来一定影响。

公司预计 2024 年收入同比增长 4%，归母利润同比下降 9%。公司预计 2024 年收入 8.3 亿元，同比增长 3.8%；归母净利润 2.1 亿元，同比下降 9.3%，主要系今年泸沽湖英迪格酒店等项目新开业影响，**剔除相关影响后公司预计收入、归母净利润同比增长 1.4%、3.9%。**公司系丽江区域唯一 A 股上市公司，资源优势突出，去年 7 月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，积极推进牦牛坪旅游索道改扩建项目、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，后续跟踪项目进展及资本开支节奏。

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：考虑新项目扰动，下调 2024 年 EPS 至 0.43 元(此前 0.45 元)，预计 2025-2026 年 EPS 为 0.49/0.54 元，对应 PE 为 22/20/18 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。除去新项目扰动外，公司发展相对稳健，常态化出行下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“增持”。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	317	799	862	922	978
(+/-%)	-11.7%	152.4%	7.9%	6.9%	6.0%
净利润(百万元)	4	227	238	268	298
(+/-%)	-109.7%	6071.9%	4.6%	12.5%	11.3%
每股收益(元)	0.01	0.41	0.43	0.49	0.54
EBIT Margin	-5.6%	37.4%	35.2%	37.8%	38.9%
净资产收益率 (ROE)	0.2%	9.1%	8.9%	9.4%	9.7%
市盈率 (PE)	1416.7	23.0	22.0	19.5	17.5
EV/EBITDA	84.6	14.3	12.7	10.8	9.8
市净率 (PB)	2.16	2.08	1.95	1.83	1.70

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: 张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师: 钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

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	9.50 元
总市值/流通市值	5220/5220 百万元
52 周最高价/最低价	12.56/7.62 元
近 3 个月日均成交额	268.08 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) - 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

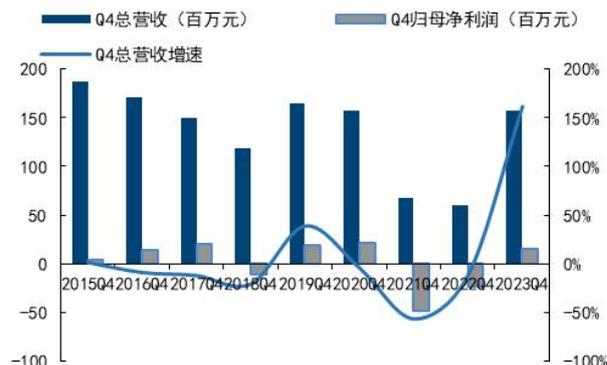
2023 年公司营收和利润均达到历史最高水平，处于业绩预告中值。2023 年公司收入 8.0 亿元/+152.4%，较 2019 年增长 10.5%；归母净利润 2.3 亿元/+6071.9%，较 2019 年增长 11.8%；扣非净利润 2.4 亿元/+1248.0%，较 2019 年增长 15.7%，处于业绩预告中值。2023 年强劲回补性出游需求带动自然景区客流恢复度领先，同时公司新项目贡献增量。单 Q4 公司收入、归母净利润、扣非归母净利润较 2019Q4 分别恢复至 96%、83%、83%，淡季有所回落。

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: 丽江股份 2023Q4 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

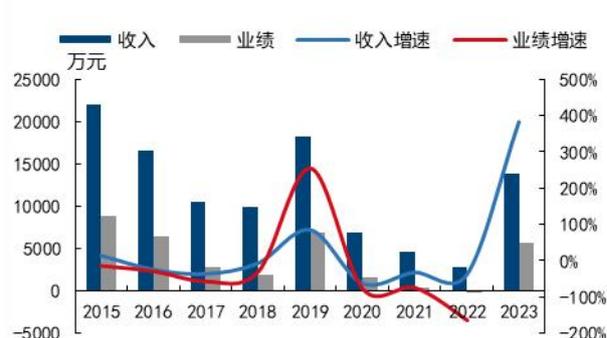
云杉坪等索道客流拓展显成效，演艺项目恢复渐进，酒店仍有拖累。2023 年公司三条索道游客 612 万人次，较 2019 年增长 28%。其中玉龙雪山接待客流 316 万人次，较 2019 年增长 3%。公司积极拓展定价更低，客流提升空间更高的云杉坪、牦牛坪索道，二者客流较 2019 年各增 72%、86%。2023 年印象丽江收入 1.4 亿元、净利润 0.6 亿元，各恢复至 76%、82%，预计团客恢复渐进等影响。2023 年和府酒店收入 1.5 亿元，较 2019 年增长 25%，较 2019 年扭亏为盈；迪庆香巴拉酒店收入 0.4 亿元，亏损 0.2 亿元，仍有拖累。

图3: 公司三大主营业务收入情况 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司印象丽江收入及利润情况 (万元, %)

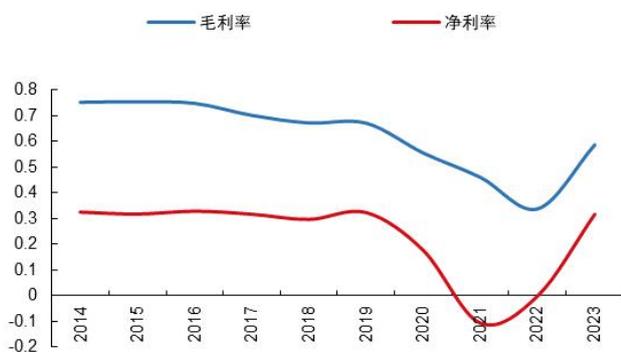


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司拟每 10 股派 3.5 元现金红利，近两年维持高分红率。根据 2023 年度利润分配预案，公司拟每 10 股派发现金红利 3.5 元（含税），分红率高达 84.6%，近两年维持高分红率（2022 年分红率高达 37.3 倍，2021 年经营亏损未分红，2020 年分红率 156%），预计主要系应大股东意愿以及公司结合现金流情况与未来投资规

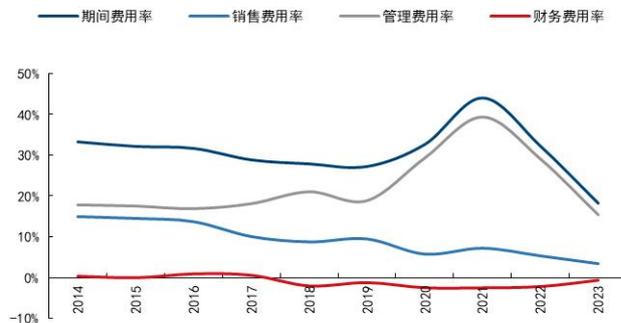
划综合考虑等相关。此外，公司曾公告华邦健康与玉龙雪山管委会均有意愿对其第一大股东雪山公司的股权等相关事宜继续保持协商，未来相关进展预计也带来一定影响。

图5: 公司毛利率与归母净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司预计 2024 年收入同比增长 4%，归母利润同比下降 9%。公司预计 2024 年收入 8.3 亿元，同比增长 3.8%；归母净利润 2.1 亿元，同比下降 9.3%，主要系今年泸沽湖英迪格酒店等项目新开业影响，剔除相关影响后公司预计收入、归母净利润同比增长 1.4%、3.9%。公司系丽江区域唯一 A 股上市公司，资源优势突出，去年 7 月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，积极推进牦牛坪旅游索道改扩建项目、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，后续跟踪项目进展及资本开支节奏。

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：考虑新项目扰动，下调 2024 年 EPS 至 0.43 元（此前 0.45 元），预计 2025-2026 年 EPS 为 0.49/0.54 元，对应 PE 为 22/20/18 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。除去新项目扰动外，公司发展相对稳健，常态化出行下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“增持”。

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
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
002033.SZ	丽江股份	10	52	0.01	0.41	0.43	0.49	1418	29	22	19	增持
603099.SH	长白山	25	67	-0.22	0.58	0.67	0.75	-115	44	38	34	增持
600054.SH	黄山旅游	11	83	-0.18	0.54	0.60	0.66	-63	21	19	17	增持
000888.SZ	峨眉山 A	10	51	-0.28	0.58	0.63	0.74	-35	17	15	13	买入
603199.SH	九华旅游	34	38	-0.12	1.57	1.84	2.02	-286	22	19	17	无评级

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理 注：九华旅游预测来自 wind 一致预期

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	944	971	1128	营业收入	317	799	862	922	978
应收款项	7	12	22	23	25	营业成本	209	330	359	383	401
存货净额	19	18	61	65	68	营业税金及附加	17	20	19	19	20
其他流动资产	23	65	5	5	6	销售费用	17	27	39	32	32
流动资产合计	781	849	1165	1198	1359	管理费用	92	123	142	139	145
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)	(27)
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
资产总计	2750	2924	3116	3066	3140	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	332	370	410
应付款项	114	109	19	20	21	营业外净收支	(1)	(18)	(10)	(10)	(10)
其他流动负债	99	164	51	52	54	利润总额	11	300	322	360	400
流动负债合计	214	274	570	372	276	所得税费用	11	49	58	63	70
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	(4)	24	26	29	33
其他长期负债	16	14	(37)	(87)	(138)	归属于母公司净利润	4	227	238	268	298
长期负债合计	16	14	(267)	(317)	(368)	现金流量表 (百万元)					
负债合计	230	288	304	55	(93)	净利润	4	227	238	268	298
少数股东权益	105	130	140	152	165	资产减值准备	3	(1)	0	(0)	(0)
股东权益	2416	2505	2672	2859	3068	折旧摊销	82	86	133	140	145
负债和股东权益总计	2750	2924	3116	3066	3140	公允价值变动损失	(4)	(6)	(2)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	(5)	(14)	(18)	(27)
每股收益	0.01	0.41	0.43	0.49	0.54	营运资本变动	75	(77)	(247)	(55)	(53)
每股红利	0.00	0.25	0.13	0.15	0.16	其它	(5)	10	10	12	13
每股净资产	4.40	4.56	4.86	5.20	5.58	经营活动现金流	156	239	132	365	403
ROIC	-0%	11%	11%	13%	14%	资本开支	0	(103)	(13)	(63)	(63)
ROE	0%	9%	9%	9%	10%	其它投资现金流	0	(21)	0	0	0
毛利率	34%	59%	58%	58%	59%	投资活动现金流	12	(129)	(7)	(57)	(57)
EBIT Margin	-6%	37%	35%	38%	39%	权益性融资	0	1	0	0	0
EBITDA Margin	20%	48%	51%	53%	54%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-12%	152%	8%	7%	6%	支付股利、利息	(2)	(137)	(71)	(80)	(89)
净利润增长率	-110%	6072%	5%	13%	11%	其它融资现金流	(175)	165	499	(200)	(100)
资产负债率	12%	14%	14%	7%	2%	融资活动现金流	(179)	(109)	198	(280)	(189)
息率	0.0%	2.6%	1.4%	1.5%	1.7%	现金净变动	(11)	1	322	27	156
P/E	1416.7	23.0	22.0	19.5	17.5	货币资金的期初余额	632	621	622	944	971
P/B	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7	货币资金的期末余额	621	622	944	971	1128
EV/EBITDA	84.6	14.3	12.7	10.8	9.8	企业自由现金流	0	156	121	310	343
						权益自由现金流	0	321	402	125	265

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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