

信义山证汇通天下

证券研究报告

社服/旅游综合

中青旅 (600138.SH)

维持评级

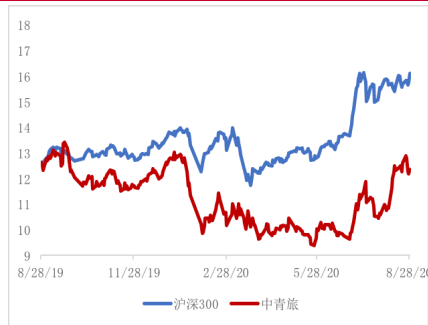
报告原因：业绩预告

受一季度疫情拖累，期内南北两镇景区接待客流下滑超七成 增持

2020 年 8 月 29 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 28 日

收盘价(元):	12.35
年内最高/最低(元):	13.42/9.38
流通 A 股/总股本(亿):	5.57/7.24
流通 A 股市值(亿):	89.39
总市值(亿):	89.39

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益:	-0.2167
每股净资产(元):	14.13
净资产收益率:	-2.60%

分析师：刘小勇

执业登记编码：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】中青旅 (600138.SH) 2020 一季报点评：疫情影响 Q1 营收同比下滑 52.76%，短期亏损较难避免 (2020-4-29)

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- 公司发布中期财务报告，期内实现营收 25.55 亿元 (-56.45%)，归母业绩亏损 1.56 亿元 (-141.05%)，扣非归母业绩亏损 3.12 亿元 (-221.02%)，EPS-0.21 元，收到政府补助 3.12 亿元。其中 Q2 实现营收 13.54 亿元 (-59.09%)，环比 Q1 增加 1.53 亿元，提升 12.72%；Q2 实现归母净利润 4089.21 万元 (-87.14%)，环比 Q1 扭亏为盈，业绩增加 2.39 亿元；Q2 扣非业绩亏损 1.05 亿元，环比 Q1 减少亏损 1.01 亿元。
- 公司旗下 7 大板块中 6 项营收出现负增长。旅游产品服务、房地产销售两项降幅超过 80%，整合营销服务、景区经营营收降幅接近 80%。期内乌镇累计接待游客 73.78 万人次 (-83.46%)，实现营收 1.89 亿元 (-77.89%)，净利润 6452.16 万元；Q2 相较于 Q1 营收提升 56.72%，游客人次提升 57.79%。古北水镇受北京二次疫情影响上半年整体业绩下滑，期内累计接待游客 23.97 万人次 (-76.19%)，实现营收 1.25 亿元 (-70.29%)，业绩亏损 2.09 亿元。Q2 相较于 Q1 营收提升 71.33%，客流量提升 204.9%。
- 期内公司毛利率下滑明显，下滑 11.33 个百分点至 13.63%，整体费用率增长 11.48 个百分点至 28.16%。其中销售费用率 16.04% (+5.18pct)，管理费用率 9.16% (+4.35pct)；财务费用率 2.76% (+1.82pct)。
- 投资建议：目前商旅出行市场逐步恢复，上半年取消或延期展会有望在下半年举办。在出境游尚不明朗情况下，公司旗下国内休闲服务旅游产品有望进一步吸纳游客。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.35\1.00\1.32，对应公司 8 月 28 日收盘价 12.35 元，2020-2022 年 PE 分别为 35.10\12.40\9.39，维持评级给予“增持”评级。

存在风险

- 景区客流下降风险；门票降价风险；疫情对旅游行业影响超预期风险。

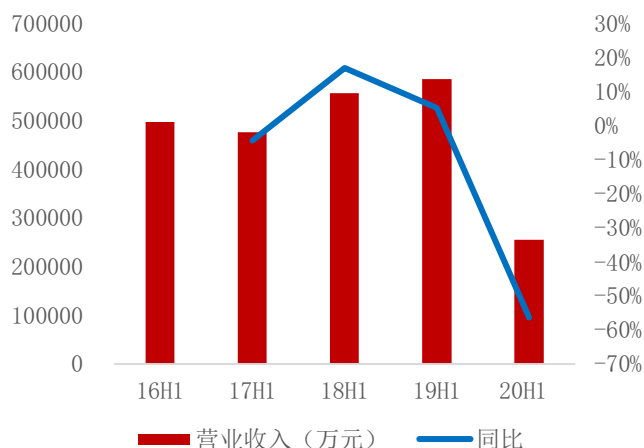
盈利预测和财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14054	9065	13234	15352
收入同比	15%	-36%	46%	16%
归母净利润(百万元)	568	255	721	952
净利润同比	-5%	-55%	183%	32%
毛利率	24.1%	21.0%	23.5%	25.0%
ROE	10.2%	2.5%	6.0%	7.1%
EPS (元)	0.78	0.35	1.00	1.32
P/E	15.73	35.10	12.40	9.39
P/B	1.36	0.87	0.73	0.65
EV/EBITDA	10	15	8	6

资料来源：wind，山西证券研究所

1. 公司半年报业绩表现

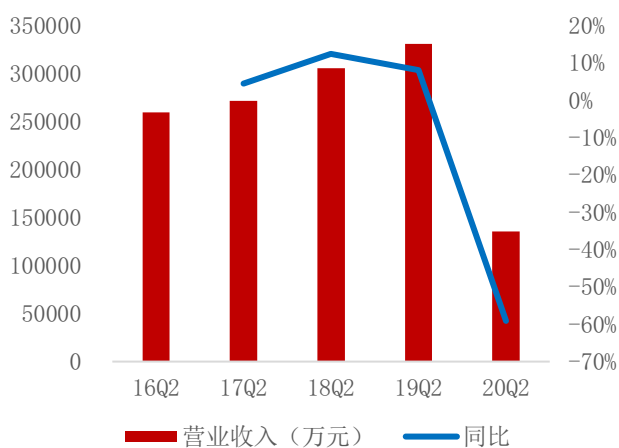
公司发布中期财务报告，期内实现营收 25.55 亿元（-56.45%），归母业绩亏损 1.56 亿元（-141.05%），扣非归母业绩亏损 3.12 亿元（-221.02%）。其中 Q2 实现营收 13.54 亿元（-59.09%），环比 Q1 增加 1.53 亿元，提升 12.72%；Q2 实现归母净利润 4089.21 万元（-87.14%），环比 Q1 扭亏为盈，业绩增加 2.39 亿元；Q2 扣非业绩亏损 1.05 亿元，环比 Q1 减少亏损 1.01 亿元。

图 1：中青旅 H1 营收情况及增速



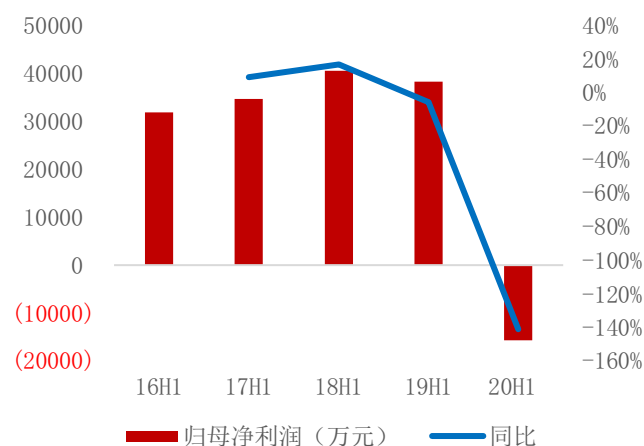
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：中青旅 Q2 营收情况及增速



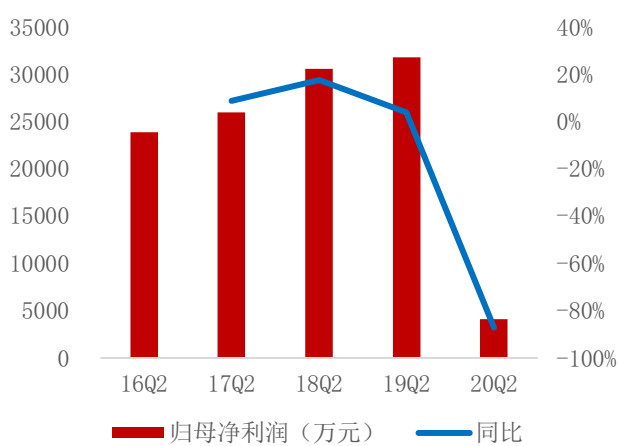
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：中青旅 H1 归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：中青旅 Q2 归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

1.1 收入端

分业务来看，公司旗下 7 大板块中 6 项营收出现负增长。其中旅游产品服务、房地产销售两项降幅超过 80%，整合营销服务、景区经营营收降幅接近 80%。

表一：中青旅各项业务营收情况

	营业收入	YOY	占比	YOY	毛利率	YOY
旅游产品服务	3.89	-80.16%	15.23%	-18.28pct	10.05%	0.71pct
整合营销服务	2.68	-78.22%	10.49%	-10.03pct	18.22%	2.13pct
酒店业	1.21	-50.88%	4.74%	0.52pct	3.90%	-76.23pct
景区经营	1.87	-77.66%	7.32%	-6.95pct	56.08%	-26.22pct
IT 产品销售与技术服务	15.35	0.49%	60.08%	33.97pct	7.29%	-2.26pct
房地产销售	0.02	-87.46%	0.08%	-3.30%	16.66%	-28.47pct
房地产租金	0.52	-13.29%	2.04%	1.03%	74.88%	0.02pct

资料来源：wind，山西证券研究所

景区业务：

乌镇景区自二月下旬恢复开放后，呈逐步复苏趋势。期内乌镇景区累计接待游客 73.78 万人次（-83.46%），实现营收 1.89 亿元（-77.89%），净利润 6452.16 万元，客单价 88.10 元（-54.05%）。二季度相较于一季度营收提升 56.72%，游客人次提升 57.79%。

古北水镇重新开业后，周末客流迅速爬升。但受六月中下旬北京二次疫情以及后续防控措施影响，上半年整体业绩下滑。期内古北水镇景区累计接待游客 23.97 万人次（-76.19%），实现营收 1.25 亿元（-70.29%），业绩亏损 2.09 亿元，客单价 521.49 元（-25.01%）。二季度相较于一季度营收提升 71.33%，客流量提升 204.9%。

表二：乌镇、古北水镇客流收入情况

	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1
乌镇营收（亿元）	7.04	7.84	8.33	8.55	0.65
同比	30.56%	11.38%	6.26%	2.60%	77.89%
乌镇接待游客量（万人次）	477.85	512.62	449.57	445.98	73.78
同比	23.38%	7.28%	-12.30%	-0.80%	-83.46%
乌镇景区人均消费	147.33	152.94	185.29	191.71	88.10
同比	-	3.81%	21.15%	3.47%	-54.05%
其中：东栅游客量（万人次）	227.54	245.11	202.48	-	-
yoy	16.75%	8.08%	-17.39%	-	-
其中：西栅游客量（万人次）	250.2	267.51	247.09	-	-
yoy	30.11%	6.92%	-7.63%	-	-
古北水镇营收（亿元）	3.04	4.34	4.57	4.20	1.25

yoy	93.60%	42.62%	5.32%	-8.04%	-70.24%
古北水镇接待游客量（万人次）	93.51	119.72	110.4	100.68	23.97
yoy	89.53%	28.02%	7.78%	-8.81%	-76.19%
古北水镇人均消费（元 / 人）	325.10	362.51	413.95	417.16	521.49
yoy	-	11.51%	14.19%	0.78%	25.01%

资料来源：wind，山西证券研究所

酒店业务：

期内公司酒店业务在疫情严重地区和旅游目的地区域受疫情影响较大。20H1 实现营收 1.22 亿元(-50.18%)。疫情期间，公司山水酒店为援鄂医疗队提供住宿服务。同时精准识别市场，在山水酒店引入雷神山亿元同款空气净化系统，采用大数据管理、打造智慧客房升级措施。

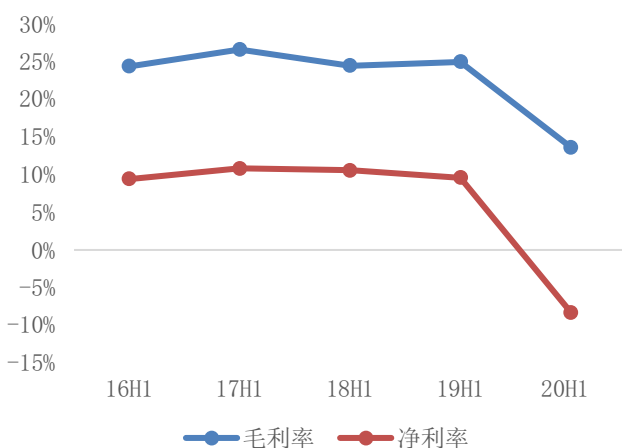
整合营销业务：

期内受疫情影响，公司多个中标会展项目被延期或取消。公司带动中青博联布局线上会展业务投入，协同科技部门推出会展活动解决方案“博联云+”，保证疫情期间会展业务积极拓展。

1.2 费用端

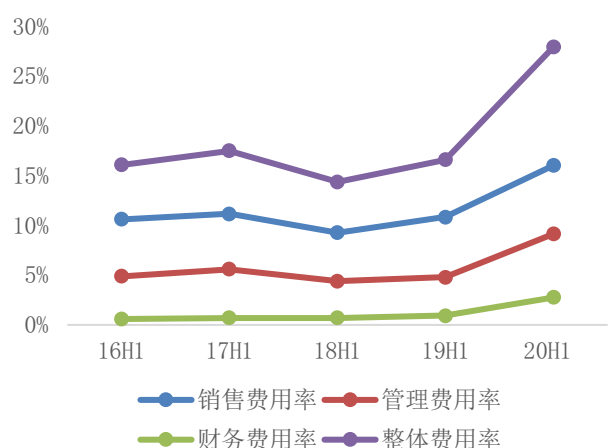
期内公司毛利率下滑明显，下滑 11.33 个百分点至 13.63%，整体费用率增长 11.48 个百分点至 28.16%。其中销售费用率 16.04% (+5.18pct)，管理费用率 9.16% (+4.35pct) 系人工成本增长所致；研发费用率 0.20% (+0.13pct) 与上年基本持平；财务费用率 2.76% (+1.82pct) 系贷款规模增长所致。

图 5：中青旅 H1 毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：中青旅 H1 各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

2. 投资建议及盈利预测

公司会展及景区业务年内预计继续回暖。目前商旅出行市场在加速恢复，各地举行会议会展频率规模出现快速增长势头，上半年取消或延期展会有望在下半年举办。在出境游尚不明朗情况下，公司旗下国内休闲服务旅游产品有望进一步吸纳游客。乌镇、古北水镇接待客流以短途游客为主，当前省内游、周边游、短途游是国内旅游市场主要产品，旅行社跨省游恢复后，长三角、京津冀等城市圈游客或将弥补上半年景区业务空缺。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.35\1.00\1.32，对应公司 8 月 28 日收盘价 12.35 元，2020-2022 年 PE 分别为 35.10\12.40\9.39，维持评级给予“增持”评级。

3. 风险提示

同行竞争风险；安全事故风险；景区客流下降风险；门票降价风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；居民消费需求不及预期风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,057	7,495	8,398	9,282	营业收入	14,054	9,065	13,234	15,352
现金	1,003	1,304	1,565	1,721	营业成本	10,668	7,161	10,124	11,514
应收账款	2,581	2,814	3,377	4,052	营业税金及附加	98	27	40	46
其他应收款	235	0	0	0	销售费用	1,533	997	1,456	1,765
预付账款	921	930	948	977	管理费用	742	544	662	768
存货	2,367	2,391	2,415	2,439	财务费用	116	(27)	(40)	(46)
其他流动资产	(50)	56	93	93	资产减值损失	0	(1)	(1)	(1)
非流动资产	9,380	9,531	10,404	10,701	公允价值变动收	14	0	0	0
长期投资	2,474	2,969	3,117	3,429	投资净收益	85	1	1	1
固定资产	3,837	4,221	4,305	4,434	营业利润	1,223	365	995	1,307
无形资产	1,213	1,225	1,859	1,250	营业外收入	13	0	0	0
其他非流动	1,856	1,116	1,123	1,588	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	16,437	17,026	18,802	19,983	利润总额	1,233	364	994	1,307
流动负债	6,224	5,633	5,687	5,746	所得税	323	95	259	340
短期借款	2,483	2,532	2,583	2,635	净利润	910	270	736	967
应付账款	1,487	155	155	155	少数股东损益	342	15	15	15
其他流动负	2,255	2,946	2,949	2,957	归属母公司净利	568	255	721	952
非流动负债	1,267	814	829	555	EBITDA	1,328	662	1,274	1,575
长期借款	1,026	503	518	544	EPS (元)	0.78	0.35	1.00	1.32
其他非流动	240	311	311	11					
负债合计	7,491	6,447	6,516	6,302					
少数股东权益	2,354	350	350	350					
股本	724	724	724	724					
资本公积	1,753	437	437	437					
留存收益	4,136	629	738	725					
归属母公司股东	6,592	10,229	12,286	13,681					
负债和股东权	16,437	17,026	18,802	19,983					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	596	449	219	42	成长能力				
净利润	568	255	721	952	营业收入	14.58	-35.50%	46.00%	16.00
折旧摊销	296	105	105	105	营业利润	-1.16%	-70.16%	172.68%	31.39
财务费用	124	(6)	(10)	(10)	归属于母公司净	-4.90%	-55.18%	183.11%	32.06
投资损失	(85)	(1)	(1)	(1)	获利能力				
营运资金变动	(77)	81	(611)	(1,019)	毛利率(%)	24.09	21.00%	23.50%	25.00
其他经营现	(230)	15	15	15	净利率(%)	4.04%	2.81%	5.45%	6.20%
投资活动现金	(1,380)	(1,433)	(1,149)	(1,149)	ROE(%)	10.17	2.55%	5.99%	7.07%
资本支出	0	(900)	(900)	(900)	ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
长期投资	(522)	(250)	(250)	(250)	偿债能力				
其他投资现	(858)	(283)	1	1	资产负债率(%)	45.57	41.00%	40.00%	38.00
筹资活动现金	379	(397)	(408)	(403)	净负债比率(%)	28.00	12.00%	14.00%	22.00
短期借款	228	(430)	(430)	(430)	流动比率	1.13	1.12	1.29	1.31
长期借款	528	40	40	40	速动比率	0.75	0.85	0.87	0.89
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增	0	0	(50)	(50)	总资产周转率	0.91	1.10	1.10	1.10
其他筹资现	(377)	(7)	32	37	应收账款周转率	10.80	10.30	10.30	10.30
现金净增加额	(405)	(1,381)	(1,337)	(1,510)	应付账款周转率	10.01	11.04	85.38	99.04

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.35	1.00	1.32	P/E	15.7	35.1	12.4	9.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.62	0.30	0.06	P/B	1.4	0.9	0.7	0.7
每股净资产(最新摊薄)	9.11	14.13	16.97	18.90	EV/EBITDA	9.88	15.12	7.83	5.97

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

