

中青旅 (600138)

证券研究报告

2021年01月31日

疫情导致业绩亏损，顺应消费结构趋势优化产品内容

公司发布 2020 年度业绩预告预告。受新冠疫情影响，中青旅 2020 年度归母净利润预计亏损，20Q4 业绩跌幅增大。公司预告 2020 年度归母净利润为-2.39 亿元，同比减少 142.06%；扣非归母净利润为-4.07 亿元，同比减少 194.31%。预计 2020Q4 归母净利润为-1.11 亿元，同比减少 576.02%，相比前三季度跌幅增大；20Q1/Q2/Q3 和 Q1-3 归母净利润增速分别为-408.57%、-87.14%、-82.17%、-123.47%。

公司各业务板块逐步复苏，政府补助增加非经常性损益。受新冠疫情与防控政策影响，公司旅行社、景区、酒店业务均存在停运期，整合营销业务部分项目延期或取消，导致公司一季度亏损严重。后续公司各板块业务逐渐恢复，但由于疫情反复，公司全年亏损。2020 年 6 月，公司控股子公司乌镇旅游收到桐乡市财政局给予的古镇保护与品牌宣传推广补助 2.87 亿元，增加 2020 年度非经常性损益 1.42 亿元。

“4+3”架构实现产融结合，多项业务协同运营。 1) 景区业务：乌镇和古北水镇持续转型升级。乌镇打造“会展小镇+文化小镇”，发展高附加值服务，提升人均消费水平。2) 旅行社业务：持续发展旅游网品牌，打造一站式互联网旅游平台。“产品+渠道+业务拓展”等多方面发力，发展传统核心业务。3) 整合营销业务：展开多项大型会展活动，维持稳健增长。4) 酒店业务：以山水酒店为发展中心。“投资直营+品牌加盟+委托管理+兼并收购”多种商业模式共举，不断提升管理效率和用户体验。5) 策略性投资业务：包含科技业务和物业租赁两大业务板块。

以消费者需求为导向，优化业务结构与产品内容，确保各业务板块渡过难关。1) 景区业务方面，乌镇联合视频平台激活小镇夜经济，深化小镇文化底蕴，搭建线上宣传矩阵提升品牌知名度；古水北镇专注于产品创新和迭代升级，市郊铁路怀密线开通将进一步提升古水北镇游玩便利性。2) 旅行社业务方面，受疫情影响转型聚焦国内游产品，推出优化定制旅游产品设计，布局房车游市场，同时发力红色旅游领域，开拓业务发展新方向。3) 整合营销业务方面，中青博联依托“博联云+”、数字营销等线上线下解决方案，积极促进重大项目落地执行。4) 酒店业务方面，山水酒店持续聚焦智慧酒店系统研发升级，优化丰富“非接触式服务”线上业务渠道。

投资建议：中青旅资产价值显著，拥有乌镇、古北水镇等核心景区资源；股东背景强劲，光大集团入驻增强公司资源整合能力；“4+3”业务架构，有望实现产业融合和多业务协同发展。中青旅积极采取措施应对疫情引发的居民旅游消费结构调整，确保各业务板块渡过难关。受 2020 年疫情影响，我们将公司 21-22 年净利润预期从 6.4 亿元/7.6 亿元下调到 5.6 亿元/7.1 亿元；对应 PE 分别为 13X/10X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情恢复不及预期；旅游市场不景气；项目推进不及预期；业绩快报数据是初步测算结果，以年报披露结果为准。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,264.77	14,053.57	9,723.57	13,196.11	14,819.79
增长率(%)	11.30	14.58	(30.81)	35.71	12.30
EBITDA(百万元)	1,337.88	1,327.63	(152.42)	1,511.66	1,809.13
净利润(百万元)	597.42	568.16	(239.21)	560.91	706.69
增长率(%)	4.50	(4.90)	(142.10)	(334.49)	25.99
EPS(元/股)	0.83	0.78	(0.33)	0.77	0.98
市盈率(P/E)	12.07	12.69	(30.14)	12.85	10.20
市净率(P/B)	1.18	1.09	1.13	1.05	0.96
市销率(P/S)	0.59	0.51	0.74	0.55	0.49
EV/EBITDA	8.80	9.71	(57.12)	7.35	4.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	9.96 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	723.84
流通 A 股股本(百万股)	723.84
A 股总市值(百万元)	7,209.45
流通 A 股市值(百万元)	7,209.45
每股净资产(元)	8.89
资产负债率(%)	46.73
一年内最高/最低(元)	13.39/9.24

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
李珍妮	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120002	
lizhenni@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

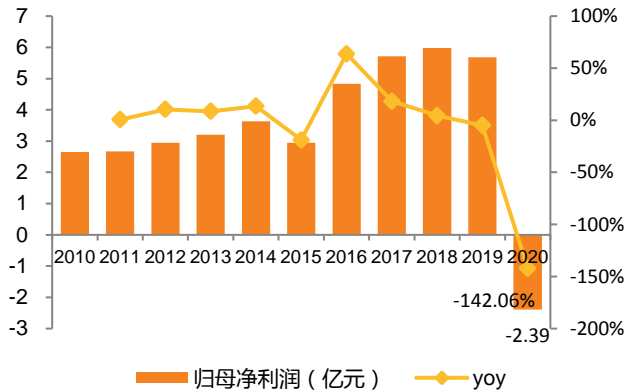
相关报告

- 1 《中青旅-季报点评:乌镇、古北游客量环比大幅增加，业绩降幅逐季收窄》 2020-11-01
- 2 《中青旅-半年报点评:Q2 游客量环比改善，国内游需求释放助业务回暖》 2020-08-30
- 3 《中青旅-公司点评:阳光消费金融公司获批开业，助推产业互通协同发展》 2020-08-11

1. 公司公布 2020 年度业绩预亏预告

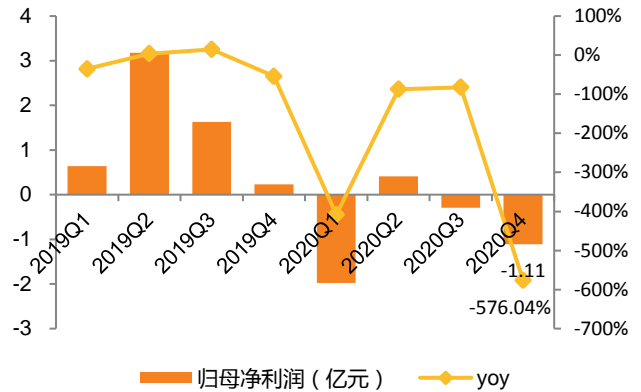
经营业绩: 受新冠疫情影响, 中青旅 2020 年度归母净利润预计亏损, 20Q4 业绩跌幅增大。公司预告 2020 年度归母净利润为-2.39 亿元, 同比减少 142.06%; 扣非归母净利润为-4.07 亿元, 同比减少 194.31%。预计 2020Q4 归母净利润为-1.11 亿元, 同比减少 576.02%, 相比前三季度跌幅增大; 20Q1/Q2/Q3 和 Q1-3 归母净利润增速分别为-408.57%、-87.14%、-82.17%、-123.47%。

图 1: 预计 2020 年度归母净利润发生亏损



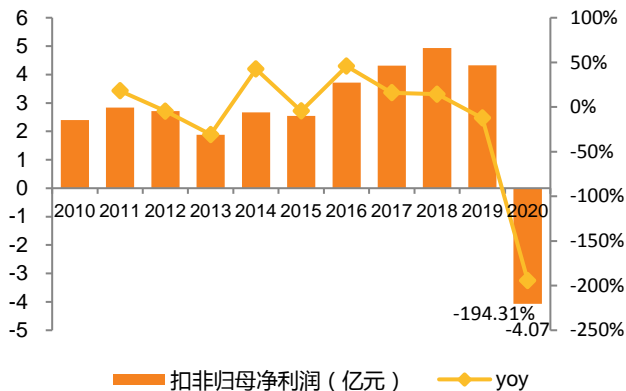
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 2020Q4 归母净利润降幅增大



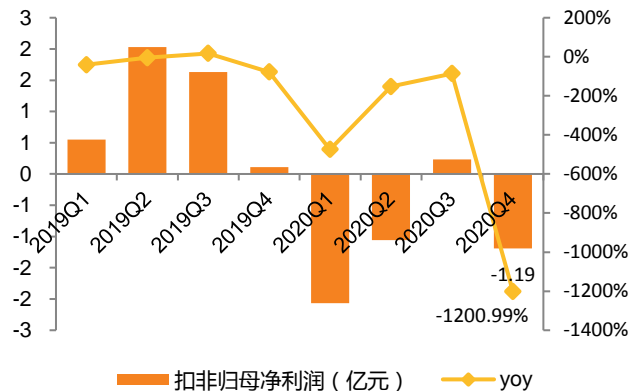
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 预计 2020 年度扣非归母净利润发生亏损



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 2020Q4 扣非归母净利润降幅增大



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

2. “4+3” 架构实现产融结合, 积极创新优化各业务逐步复苏

“4+3” 架构实现产融结合, 多项业务协同运营。 1) 景区业务: 乌镇和古北水镇持续转型升级。乌镇打造“会展小镇+文化小镇”, 发展高附加值服务, 提升人均消费水平。2) 旅行社业务: 持续发展遨游网品牌, 打造一站式互联网旅游平台。“产品+渠道+业务拓展”等多方面发力, 发展传统核心业务。3) 整合营销业务: 展开多项大型会展活动, 维持稳健增长。4) 酒店业务: 以山水酒店为发展中心。“投资直营+品牌加盟+委托管理+兼并收购”多种商业模式共举, 不断提升管理效率和用户体验。5) 策略性投资业务: 包含科技业务和物业租赁两大业务板块。

以消费者需求为导向, 优化业务结构与产品内容, 确保各业务板块渡过难关。 1) 景区业

务方面，乌镇联合视频平台激活小镇夜经济，深化小镇文化底蕴，在热门 APP 中搭建线上宣传矩阵提升品牌知名度；古水北镇专注于产品创新和迭代升级，市郊铁路怀密线开通将进一步提升古水北镇游玩便利性。2) 旅行社业务方面，受疫情影响转型聚焦国内游产品，推出优化定制旅游产品设计，布局房车游市场，同时发力红色旅游领域，开拓业务发展新方向。3) 整合营销业务方面，中青博联依托“博联云+”、数字营销等线上线下解决方案，积极促进重大项目落地执行。4) 酒店业务方面，山水酒店持续聚焦智慧酒店系统研发升级，优化丰富“非接触式服务”线上业务渠道。

3. 盈利预测

中青旅资产价值显著，拥有乌镇、古北水镇等核心景区资源；股东背景强劲，光大集团入驻增强公司资源整合能力；“4+3”业务架构，有望实现产业融合和多业务协同发展。中青旅积极采取措施应对疫情引发的居民旅游消费结构调整，确保各业务板块渡过难关。受2020年疫情影响，我们将公司21-22年净利润预期从6.4亿元/7.6亿元下调到5.6亿元/7.1亿元；对应PE分别为13X/10X，维持“买入”评级。

4. 风险提示

疫情恢复不及预期：疫情影响国内游，直接影响公司旅行社业务，同时影响乌镇、古北水镇接待的游客量。

旅游市场不景气：全国旅游市场发展与景区游客数量息息相关，居民出游意愿不强将导致景区游客数量下滑。

项目推进不及预期：濮院等建设中的项目受不可抗力等因素的影响，推进情况不及预期。

业绩快报数据是初步测算结果，以年报披露结果为准。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,341.48	1,003.06	2,762.16	1,055.69	5,009.92
应收票据及应收账款	2,238.61	2,345.06	858.73	2,786.61	1,307.26
预付账款	596.26	920.67	121.94	1,155.17	311.57
存货	2,092.66	2,367.32	723.05	3,322.62	888.28
其他	269.43	420.71	356.50	449.13	419.60
流动资产合计	6,538.43	7,056.82	4,822.38	8,769.23	7,936.64
长期股权投资	1,951.97	2,474.09	2,474.09	2,474.09	2,474.09
固定资产	3,488.12	4,083.79	4,100.08	4,060.45	3,974.28
在建工程	594.19	441.84	301.10	228.66	167.20
无形资产	765.77	1,213.20	1,178.84	1,144.48	1,110.13
其他	1,255.30	1,166.96	1,104.00	1,033.55	934.25
非流动资产合计	8,055.35	9,379.88	9,158.12	8,941.24	8,659.94
资产总计	14,593.78	16,436.70	13,980.50	17,710.47	16,596.58
短期借款	2,254.90	2,482.66	2,000.00	2,270.62	2,000.00
应付票据及应付账款	1,622.21	1,727.08	921.75	2,251.46	1,272.99
其他	2,049.43	2,014.55	1,371.48	2,641.41	1,721.76
流动负债合计	5,926.54	6,224.30	4,293.23	7,163.50	4,994.75
长期借款	498.40	1,026.45	1,000.00	1,024.03	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.95	240.07	91.33	113.79	148.40
非流动负债合计	508.35	1,266.52	1,091.33	1,137.82	1,148.40
负债合计	6,434.88	7,490.82	5,384.56	8,301.32	6,143.15
少数股东权益	2,039.27	2,353.68	2,222.57	2,537.52	2,940.38
股本	723.84	723.84	723.84	723.84	723.84
资本公积	1,753.02	1,752.70	1,752.70	1,752.70	1,752.70
留存收益	5,417.76	5,888.74	5,649.53	6,147.80	6,789.21
其他	(1,774.99)	(1,773.07)	(1,752.70)	(1,752.70)	(1,752.70)
股东权益合计	8,158.90	8,945.88	8,595.94	9,409.15	10,453.43
负债和股东权益总	14,593.78	16,436.70	13,980.50	17,710.47	16,596.58

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	917.83	909.96	(239.21)	560.91	706.69
折旧摊销	252.43	296.10	218.80	226.42	232.00
财务费用	96.86	123.62	132.99	127.10	107.91
投资损失	(132.01)	(84.75)	(91.86)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(544.28)	(336.27)	2,397.10	(2,976.01)	3,053.53
其它	128.23	(312.45)	(131.11)	314.95	402.86
经营活动现金流	719.06	596.21	2,286.72	(1,826.63)	4,422.99
资本支出	980.70	1,399.86	208.74	57.55	15.39
长期投资	208.03	522.12	0.00	0.00	0.00
其他	(2,081.69)	(3,301.78)	(176.88)	(57.55)	14.61
投资活动现金流	(892.95)	(1,379.80)	31.86	(0.00)	30.00
债权融资	2,955.06	3,540.62	3,093.76	3,403.66	3,078.09
股权融资	(71.84)	(85.48)	(83.07)	(97.56)	(78.37)
其他	(2,629.77)	(3,076.17)	(3,570.17)	(3,185.94)	(3,498.48)
筹资活动现金流	253.45	378.97	(559.48)	120.16	(498.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	260.00	260.00	260.00
现金净增加额	79.56	(404.61)	2,019.10	(1,446.47)	4,214.24

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,264.77	14,053.57	9,723.57	13,196.11	14,819.79
营业成本	9,161.89	10,668.36	8,310.53	9,986.79	11,124.95
营业税金及附加	96.66	97.62	58.34	79.18	88.92
营业费用	1,276.29	1,533.38	1,371.02	1,451.57	1,556.08
管理费用	668.51	742.10	680.65	699.39	785.45
研发费用	6.52	14.18	9.81	13.31	14.95
财务费用	103.86	116.29	132.99	127.10	107.91
资产减值损失	45.59	0.00	16.30	20.63	12.31
公允价值变动收益	0.00	13.65	0.00	0.00	0.00
投资净收益	132.01	84.75	351.86	340.00	340.00
其他	(463.68)	(439.56)	(703.72)	(680.00)	(680.00)
营业利润	1,237.13	1,222.82	(504.22)	1,158.14	1,469.22
营业外收入	11.56	12.55	14.64	12.92	13.37
营业外支出	3.41	2.16	4.17	3.25	3.19
利润总额	1,245.28	1,233.21	(493.75)	1,167.81	1,479.40
所得税	327.45	323.25	(123.44)	291.95	369.85
净利润	917.83	909.96	(370.31)	875.85	1,109.55
少数股东损益	320.40	341.81	(131.11)	314.95	402.86
归属于母公司净利润	597.42	568.16	(239.21)	560.91	706.69
每股收益(元)	0.83	0.78	(0.33)	0.77	0.98

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	11.30%	14.58%	-30.81%	35.71%	12.30%
营业利润	8.01%	-1.16%	-141.23%	-329.69%	26.86%
归属于母公司净利润	4.50%	-4.90%	-142.10%	-334.49%	25.99%
获利能力					
毛利率	25.30%	24.09%	14.53%	24.32%	24.93%
净利率	4.87%	4.04%	-2.46%	4.25%	4.77%
ROE	9.76%	8.62%	-3.75%	8.16%	9.41%
ROIC	12.94%	11.54%	-2.69%	12.25%	10.98%
偿债能力					
资产负债率	44.09%	45.57%	38.51%	46.87%	37.01%
净负债率	19.78%	28.37%	3.86%	24.95%	-18.48%
流动比率	1.10	1.13	1.12	1.22	1.59
速动比率	0.75	0.75	0.95	0.76	1.41
营运能力					
应收账款周转率	5.89	6.13	6.07	7.24	7.24
存货周转率	6.29	6.30	6.29	6.52	7.04
总资产周转率	0.89	0.91	0.64	0.83	0.86
每股指标(元)					
每股收益	0.83	0.78	-0.33	0.77	0.98
每股经营现金流	0.99	0.82	3.16	-2.52	6.11
每股净资产	8.45	9.11	8.80	9.49	10.38
估值比率					
市盈率	12.07	12.69	-30.14	12.85	10.20
市净率	1.18	1.09	1.13	1.05	0.96
EV/EBITDA	8.80	9.71	-57.12	7.35	4.05
EV/EBIT	10.26	11.61	-23.46	8.64	4.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com