

证券研究报告—动态报告

社会服务

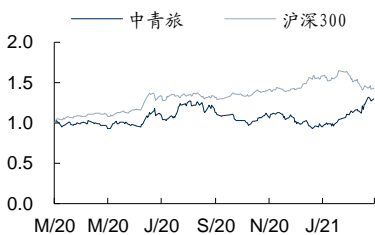
旅游综合 II

中青旅(600138)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 3 月 25 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	724/724
总市值/流通(百万元)	9,504/9,504
上证综指/深圳成指	3,443/13,761
12 个月最高/最低(元)	13.53/9.34

相关研究报告:

《中青旅-600138-2020 年三季报点评: Q3 扣非业绩转正, 关注客流复苏与中线整合扩张》——2020-11-01

《中青旅-600138-2020 年半年报点评: 周边游龙头有望先行复苏, 中线关注整合成长》——2020-08-31

《中青旅-600138-2020 年一季报点评: 疫情下主业承压, 关注周边游龙头整合成长》——2020-04-29

《中青旅-600138-2019 年年报点评: 短期冲击难免, 长看资源优化与增量布局》——2020-04-10

《中青旅-600138-2019 年三季报点评: 三季报平稳, 遨游网法人化助力, 中线关注整合》——2019-10-31

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
业绩承压符合预期, 关注国内游复苏与濮院开业
● 2020 年公司业绩亏损 2.32 亿元, 符合预期

2020 年, 公司实现营收 71.51 亿元/-49.12%, 业绩亏损 2.32 亿元/-140.85% (扣非后亏 3.95 亿元), EPS-0.32 元, 符合预期。Q4, 公司收入 25.03 亿元/-44.48%, 恢复程度略逊于 Q3, 单季业绩、扣非业绩各亏损 1.04 亿元、1.06 亿元, 疫情扰动及淡季因素等影响。

● 疫情下旅行社、景区等业务全面受制, 下半年景区客流有所回升

2020 年, 乌镇客流 301.99 万人次/-67.11%, 客单价增约 11%, 营收 7.95 亿元/-63.53%, 净利润 1.35 亿元/-83.22%。其中 H1、H2 客流各降 83%、51%, 下半年有所恢复。2020 年古北水镇景区接待游客 116.55 万人次/-51.31%, 但因住宿客人占比提升客单价+24%; 实现营收 5.72 亿元/-39.81%, 净亏损 1.71 亿元。其中 H1、H2 客流各降 76%、33%, 下半年客流恢复好于乌镇, 与其周边游特点相关。疫情下旅行社、会展、酒店业务均承压, 除会展微利外多数亏损。IT 业务收入增长约 7%, 受益行业景气回升盈利良好, 疫情特殊情况下提供支撑。2020 年, 公司毛利率同比下降 4.65pct, 期间费用率增 6.05pct, 其中销售/管理/财务费率则分别增加 1.39/3.55/1.11pct, 主要系疫情影响。

● 2021 年有望受益国内游复苏, 濮院有望开业, 中长线成长有支撑

展望今年, 虽年初疫情扰动, 但考虑国内外疫情防控差异, 今年国内游复苏仍值得期待。乌镇此前恢复受制, 但预计春节后有所复苏; 古北春节营收超 19 年同期。濮院项目有望今年开业, 或带来中线看点。同时, 公司控股股东光大集团 2020 年阶段通过二级市场增持公司股权 1.14%, 目前持股比例仅 21.14% 相对不高, 未来仍不排除通过各种方式提高对上市公司的持股比例。并且, 依托大股东支持, 公司未来在稳定存量业务的情况下, 不排除进一步尝试拓展新的景区资源和业务增长点, 中长线成长仍有支撑。

● 风险提示: 古北股权风险, 政策风险, 疫情, 光大整合可能低于预期。
● 投资建议: 估值较低, 关注国内游复苏和濮院开业, 维持“买入”

预计公司 21-23 年 EPS 0.60/0.87/1.02 元, 对应 21-23 年 PE21/14/12x, 估值仍处板块低位。公司本身资源质地优良, 仅乌镇古北市值就有较好支撑, 未来一看国内游复苏及濮院项目开业, 二看光大整合进展, 不排除持续强化存量, 孵化增量, 潜力仍值得期待, 维持“买入”。

盈利预测和财务指标

	2018	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14053.6	7150.7	9889.4	12375.5	14525.5
(+/-%)	14.6%	-49.1%	38.3%	25.1%	17.4%
净利润(百万元)	568.2	-232.1	434.4	633.0	740.2
(+/-%)	-4.9%	-140.8%	-287.2%	45.7%	16.9%
摊薄每股收益(元)	0.78	-0.32	0.60	0.87	1.02
EBIT Margin	7.2%	-2.1%	6.0%	8.1%	7.8%
净资产收益率(ROE)	8.6%	-3.7%	6.6%	9.1%	10.0%
市盈率(PE)	16.0	-39.3	21.0	14.4	12.3
EV/EBITDA	13.5	190.2	17.1	13.2	12.8
市净率(PB)	138.2%	144.0%	138.3%	130.8%	123.0%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

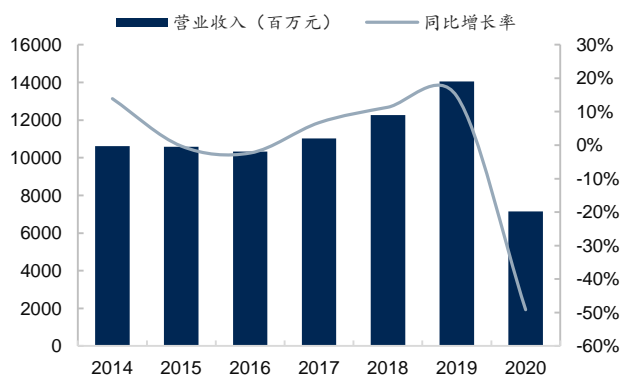
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2020 年公司业绩亏损 2.32 亿元，符合预期

2020 年，公司实现营收 71.51 亿元/-49.12%，归母业绩亏损 2.32 亿元，同降 140.85%（扣非后业绩亏损 3.95 亿元，同比下降 191.44%），EPS-0.32 元，与此前业绩预告基本一致，符合预期。

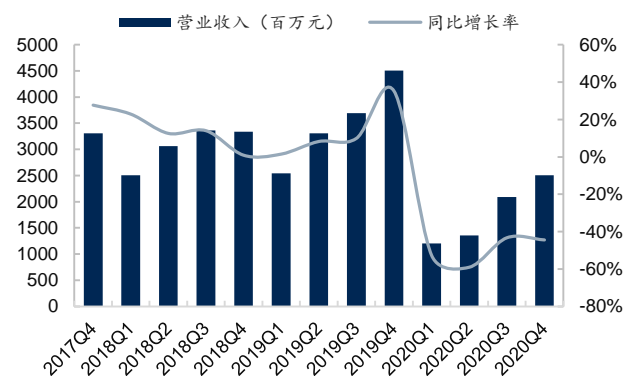
Q4，公司实现收入 25.03 亿元/-44.48%，恢复程度略逊于 Q3，业绩亏损 1.04 亿元/-546.43%，扣非业绩亏损 1.06 亿元/-1085.96%，疫情因素叠加淡季影响导致 Q4 仍然承压。

图 1：中青旅营业收入及增速



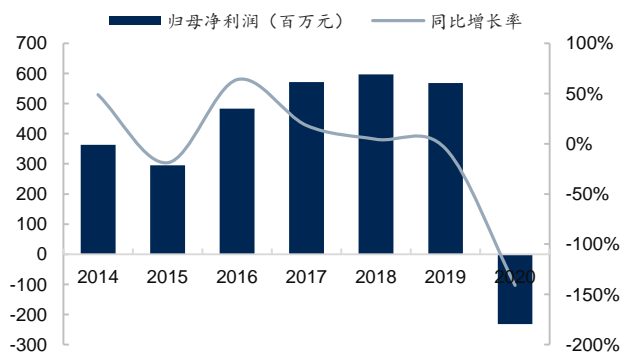
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：中青旅单季度营业收入及增速



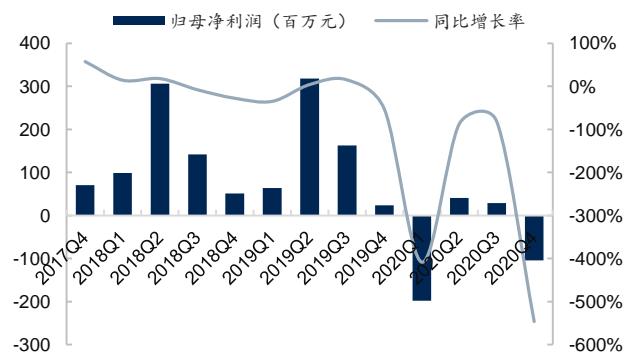
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3：中青旅归母业绩及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：中青旅单季度归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

疫情下旅行社、景区等业务全面受制，下半年景区客流有所回升

2020 年，疫情影响下，乌镇景区累计接待游客量 301.99 万人次，同比下降 67.11%，其中，上半年客流下滑 83%，下半年客流下滑 51%，下半年有所恢复。具体来看，全年东栅接待游客 95.65 万人次，同比下降 75.38%，西栅接待游客 206.33 万人次，同比下降 61.04%，东栅团队为主恢复更慢。全年客单价增 11%，西栅占比提升等因素渠道，整体实现营业收入 7.95 亿元，同比下降 63.53%，实现净利润 1.35 亿元，同比下降 83.22%。古北水镇景区 2020 年接待游客 116.55 万人次，同比下降 51.31%，但因住宿客人占比提升客单价提升 24%达 491 元；实现营业收入 5.72 亿元，同比下降 39.81%；全年实现净利润 -1.71 亿元。其中，古北景区上半年客流下滑达 76%，但下半年阶段恢复相对良好，同比下滑 33%，较上半年客流降幅明显收窄，恢复程度也好于乌镇，与其周边游特点相关。

图 1：乌镇收入及业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：古北水镇收入业绩表现



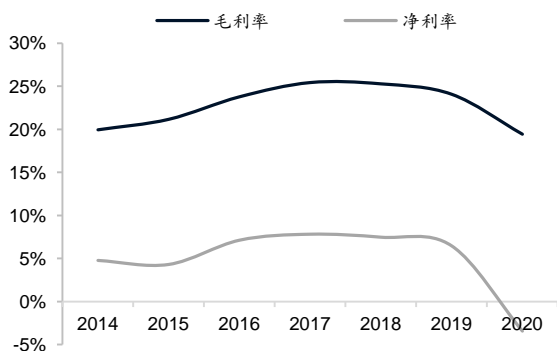
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情影响会展承压，中青博联实现营业收入 11.76 亿元，同比下降 55.96%，实现净利润 123.84 万元，同比下滑 98%，疫情下仍努力打平。出境游受制下，旅行社&遨游网收入下滑约 87%，预计显著增亏。山水酒店收入下滑约 36%，权益亏损约 3356 万。创格科技和风采科技合计收入增长约 7%，其中创格科技因受益行业景气回升业绩同增 112.98%，风采科技顺利续签云南福彩服务项目，在疫情特殊情况下为公司业绩提供了有力支持。

疫情影响下，毛利率下滑 4.65pct，费用率增 6.05pct

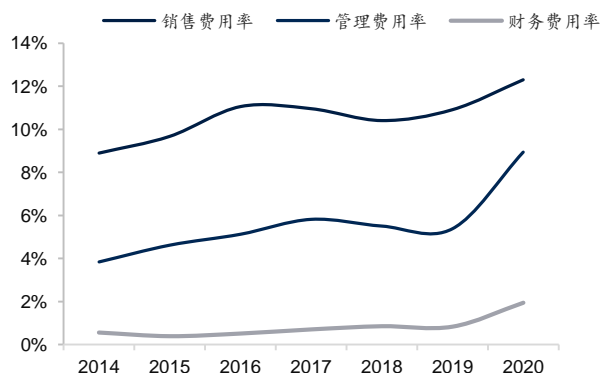
2020 年，公司毛利率同比下降 4.65pct，主要系疫情影响，景区、酒店业务承压，且酒店板块、景区经营中的房屋租金对应的物业成本按房屋租金列式等影响，毛利率下滑所致，但房地产销售、旅游产品及整合营销服务毛利率分别增 20.49pct/5.95pct/3.66pct。期间费用率增 6.05pct，其中销售/管理/财务费率则分别增加 1.39/3.55/1.11pct。疫情影响下净利率-3.42%。

图 5：中青旅毛利率和净利率



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 6：中青旅期间费用率变化情况



资料来源：国信证券经济研究所整理

2021 年有望受益国内游复苏，濮院有望开业，中长线成长仍有支撑

今年年初，由于国内疫情局部阶段扰动，1 月两大景区仍然受制，春节后开始有所复苏。结合北京市政府报道，春节期间古北水镇景区受益于就地过年，接待游客近 6 万人次，客流恢复至 2019 年同期，营收预计超过 2019 年同期。但乌镇景区作为全国性的目的地，叠加出游相对受限，预计客流、营收等恢复仅 2-3 成，相对较慢，但后续伴随出游限制放开，客流、营收正处于持续恢复中。

展望 2021 年全年，考虑国内外疫情防控差异，在国内疫情防控持续取得良好

成效的情况下，国内游有望迎来较快复苏。乌镇、古北景区作为国内古镇景区的杰出代表有望直接受益，其中古北水镇景区还在一定程度上有望受益环球影城开业带来北京区域旅游竞争力的综合提升。与此同时，公司濮院项目预计2021年有望开业，虽然短期仍待培育，且上市公司主要通过乌镇参股，但参考乌镇的成功运作，濮院项目也有望助力公司中长线成长。此外，虽然未来门票降价问题仍待跟踪，但公司作为休闲游的经典目的地，收入更趋多元化，整体增长趋势仍有支撑。

公司背靠光大金控集团支持。2020年4月至12月，光大集团通过二级市场增持上市公司股权1.14%，但截至目前持股比例（21.14%）仍然较低，未来仍不排除通过各种方式提高对上市公司的持股比例。

综合来看，公司未来一是有望依托大股东支持，在稳定存量业务的情况下，进一步尝试拓展新的景区资源和业务增长点；二是不断强化乌镇和古北水镇景区的持续优化和升级；三可关注濮院项目，有望成为未来新的增长极，中长线成长仍有支撑。

风险提示

宏观、疫情等系统性风险；古北股权转让可能低于预期；光大整合可能低于预期；门票降价政策风险。

投资建议：估值较低，关注国内游复苏和濮院开业，维持“买入”评级

考虑出境游业务短期仍然受制，预计公司2021-2023年EPS至0.60/0.87/1.02元，对应21-23年PE21/14/12x，估值仍相对处于板块低位。考虑公司本身资源质地优良，仅乌镇古北市值就有较好支撑，未来一看国内游复苏及濮院项目开业预期，二看光大整合进展，不排除持续强化存量资源优势，孵化增量，潜力仍值得期待，维持中线“买入”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21-3-24	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	295.04	2.37	3.13	5.03	124.45	94.17	58.64	28.96
002607	中公教育	买入	27.52	0.29	0.39	0.58	94.06	70.32	47.49	49.46
300144	宋城演艺	买入	20.35	0.51	-0.66	0.37	39.71	-30.83	55.00	5.53
600754	锦江酒店	买入	50.38	1.14	0.32	1.26	44.17	157.21	39.85	4.07
6862.HK	海底捞	增持	44.54	0.44	0.06	0.87	100.58	763.97	51.01	22.22
1179.HK	华住集团-S	增持	335.98	6.01	-2.64	6.50	55.90	-127.33	51.73	13.02
9987.HK	百胜中国-S	增持	392.36	11.12	11.59	13.26	35.28	33.85	29.59	47.95
0520.HK	呷哺呷哺	买入	13.38	0.27	0.02	0.50	50.40	885.28	26.65	0.00
600258	首旅酒店	买入	24.17	0.90	-0.44	0.91	26.98	-54.92	26.50	2.67
300662	科锐国际	增持	50.20	0.84	1.05	1.35	60.11	48.01	37.12	10.66
603043	广州酒家	买入	37.07	0.95	1.06	1.36	38.99	34.95	27.31	6.84
300010	豆神教育	买入	7.94	0.04	-0.08	0.32	225.36	-94.10	24.95	2.06
300192	科德教育	增持	14.20	0.27	0.61	0.76	52.38	23.22	18.70	5.17
603136	天目湖	增持	30.30	1.07	0.34	1.24	28.42	89.80	24.53	3.91
002159	三特索道	买入	11.84	0.08	0.51	0.44	148.00	23.14	26.80	1.97
000526	紫光学大	增持	44.74	0.14	0.09	0.63	319.57	484.72	71.53	53.13
600138	中青旅	买入	12.59	0.78	-0.32	0.60	16.14	-39.34	20.98	1.38
000888	峨眉山A	增持	6.47	0.43	-0.20	0.40	15.07	-31.69	16.15	1.34

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1756	6030	7248	8535	营业收入	7151	9889	12375	14526
应收款项	2334	406	509	597	营业成本	5761	7164	9023	10674
存货净额	2878	1484	1884	2241	营业税金及附加	32	69	87	102
其他流动资产	510	692	866	1017	销售费用	879	1207	1355	1583
流动资产合计	7477	8613	10507	12389	管理费用	627	857	912	1035
固定资产	4725	4824	4920	4977	财务费用	139	(19)	140	134
无形资产及其他	1153	1107	1061	1015	投资收益	(84)	31	81	95
投资性房地产	1130	1130	1130	1130	资产减值及公允价值变动	62	10	10	10
长期股权投资	2570	2845	3031	3216	其他收入	139	0	0	0
资产总计	17055	18519	20648	22726	营业利润	(169)	653	949	1103
短期借款及交易性金融负债	3981	2000	2000	2000	营业外净收支	(1)	10	10	10
应付款项	1406	3711	4711	5602	利润总额	(171)	663	959	1113
其他流动负债	2221	3077	3787	4479	所得税费用	74	179	254	289
流动负债合计	7608	8788	10497	12080	少数股东损益	(13)	50	72	83
长期借款及应付债券	870	870	870	870	归属于母公司净利润	(232)	434	633	740
其他长期负债	5	(1)	(5)	(3)					
长期负债合计	875	869	865	866	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8483	9656	11362	12947	净利润	(232)	434	633	740
少数股东权益	2246	2276	2319	2368	资产减值准备	63	50	2	1
股东权益	6327	6587	6967	7411	折旧摊销	241	507	559	598
负债和股东权益总计	17055	18519	20648	22726	公允价值变动损失	(62)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	139	(19)	140	134
关键财务与估值指标					营运资本变动	115	6343	1032	990
每股收益	-0.32	0.60	0.87	1.02	其它	(92)	(20)	41	49
每股红利	0.40	0.24	0.35	0.41	经营活动现金流	32	7304	2257	2369
每股净资产	8.74	9.10	9.63	10.24	资本开支	(529)	(600)	(600)	(600)
ROIC	-2%	6%	23%	36%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	-4%	7%	9%	10%	投资活动现金流	(624)	(875)	(785)	(785)
毛利率	19%	28%	27%	27%	权益性融资	4	0	0	0
EBIT Margin	-2%	6%	8%	8%	负债净变化	(157)	0	0	0
EBITDA Margin	1%	11%	13%	12%	支付股利、利息	(292)	(174)	(253)	(296)
收入增长	-49%	38%	25%	17%	其它融资现金流	2238	(1981)	0	0
净利润增长率	-141%	-287%	46%	17%	融资活动现金流	1345	(2155)	(253)	(296)
资产负债率	63%	64%	66%	67%	现金净变动	753	4274	1218	1287
息率	3.2%	1.9%	2.8%	3.2%	货币资金的期初余额	1003	1756	6030	7248
P/E	-39.3	21.0	14.4	12.3	货币资金的期末余额	1756	6030	7248	8535
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	(385)	6683	1724	1826
EV/EBITDA	190.2	17.1	13.2	12.8	权益自由现金流	1696	4715	1621	1727

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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