

## 社服/旅游综合

## 中青旅 (600138.SH)

## 维持评级

报告原因：业绩预告

疫情致公司业绩亏损，年内周边游复苏有望迎来客流高峰 增持

2021年3月25日

公司研究/点评报告

## 公司近一年市场表现



## 市场数据：2021年3月24日

收盘价(元):	12.59
年内最高/最低(元):	13.38/9.38
流通 A 股/总股本(亿):	7.24/7.24
流通 A 股市值(亿):	91.13
总市值(亿):	91.13

## 基础数据：2020年12月31日

基本每股收益:	-0.3206
每股净资产(元):	13.78
净资产收益率:	-3.59%

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

## 相关报告：

【山证社服】中青旅(600138.SH)2020 三季报点评：Q3 业绩降幅持续收窄，南北两镇期内接待游客量环比翻倍(2020-10-31)

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 2020 年财务报告，期内实现营收 71.5 亿元 (-49.12%)，归母业绩亏损 2.32 亿元 (-140.85%)，扣非归母业绩亏损 3.95 亿元 (-191.44%)。其中 Q4 实现营收 25.03 亿元 (-44.48%)，环比 Q3 增加 4.11 亿元，年内单季度营收最高；归母业绩亏损 1.04 亿元 (-546.43%)，环比 Q3 减少 1.33 亿元，年内转盈为亏。
- 公分业务来看，公司旗下 7 大业务板块中仅旅游产品服务、IT 产品销售实现营收正增长，房地产销售业务营收下滑 98.88%；营收占比方面，IT 产品服务营收占比增长最快至 57.85% (30.46pct)，房地产销售下滑 2.93oct 至 0.07%；毛利率方面，景区经营贡献最高毛利率 72.25% (-8.7pct)，酒店业毛利率下滑 61.64pct 至 25.81%。
- 随着疫情逐渐好转，乌镇景区全年实现盈利。乌镇全年实现营收 7.95 亿元 (-63.53%)，净利润 1.35 亿元 (-83.22%)，全年接待游客 301.99 万人次 (-67.11%)，其中东栅接待游 95.65 万人次 (-75.38%)，西栅接待游客 206.33 万人次 (-61.04%)。疫情对旅游市场以及景区经营长期影响，乌镇在期内开展线上线下联动营销，打通“直播+旅游”场景探索，巩固“文化+会展”特色优势，完成世界互联网大会等会展接待工作。
- 古北水镇下半年经营迅速回暖，但受疫情影响全年业绩亏损。期内景区整体业绩出现下滑，实现营收 5.72 亿元 (-39.81%)，业绩亏损 1.71 亿元，全年接待游客 116.55 万人次 (-51.31%)。受限于北京疫情严格管控措施，景区上半年业绩亏损 2.09 亿元；下半年随着疫情常态化防控、客流限制放宽政策实现营收 4.47 亿元、盈利 0.38 亿元、接待游客 92.58 万人次。京哈高铁以及北京市郊铁路怀密线正式贯通优化景区进入道路、缓解京承高速拥堵压力，为景区向外扩散辐射客源地打开发展空间。
- 期受疫情影响公司毛利率 19.54% (-4.55pct) 有所下滑。期内整体费用率 23.14% (+6.02pct)，其中销售费用率 12.28% (+1.37pct)、管理费用率 8.76% (+3.48pct) 系疫情影响有所增长，研发费用率 0.17% (+0.07pct)，财务费用率 1.94% (+1.11pct) 系银行借款增加。
- 投资建议：随着疫苗接种持续进行、景区人数限制在低风险地区取消、京郊怀密高铁正常运行，南北两镇景区接待能力预计显著恢复，叠加小长假、暑假等有望迎来客流高峰。濮院景区目前处于建设阶段，预计 2021 开业。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.76\1.11\1.61，对应公司 3 月 24 日收盘价 12.59 元，2021-2023 年 PE 分别为 16.5\11.3\7.8，维持“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。

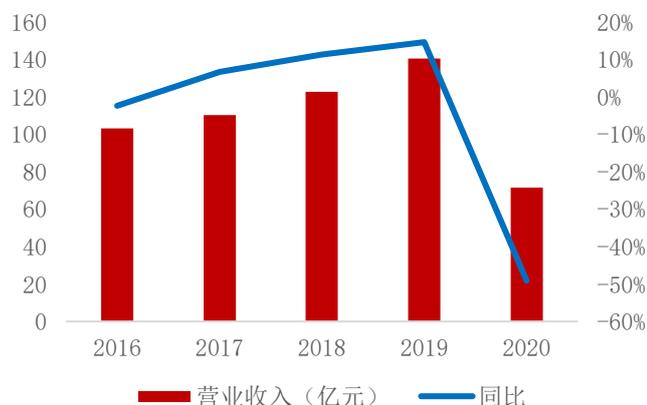
盈利预测和财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7151	11227	14146	16126
收入同比	-49%	57%	26%	14%
归母净利润(百万元)	-232	552	805	1162
净利润同比	-141%	338%	46%	44%
毛利率	19.4%	24.0%	25.0%	27.0%
ROE	-2.9%	5.5%	7.2%	8.8%
EPS	-0.32	0.76	1.11	1.61
P/E	-39.27	16.50	11.31	7.84
P/B	1.44	0.91	0.80	0.68
EV/EBITDA	167	10	8	5

资料来源：wind，山西证券研究所

## 1. 公司 2020 年业绩表现

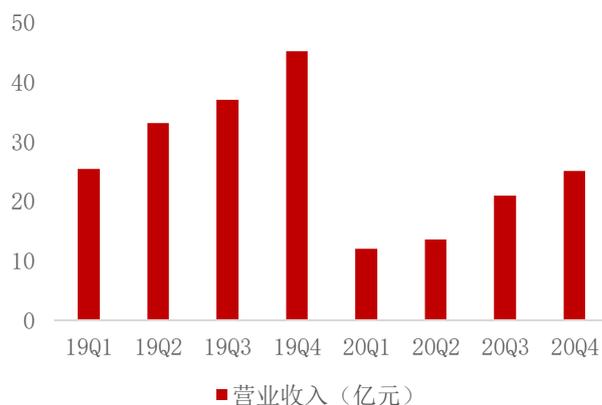
公司发布 2020 年财务报告，期内实现营收 71.5 亿元（-49.12%），归母业绩亏损 2.32 亿元（-140.85%），扣非归母业绩亏损 3.95 亿元（-191.44%）。其中 Q4 实现营收 25.03 亿元（-44.48%），环比 Q3 增加 4.11 亿元，年内单季度营收最高；归母业绩亏损 1.04 亿元（-546.43%），环比 Q3 减少 1.33 亿元，扣非归母业绩亏损 1.06 亿元，环比 Q3 减少 1.29 亿元，年内转盈为亏。

图 1：中青旅营收情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：中青旅分季度营收情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：中青旅归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：中青旅分季度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 大业务板块中仅旅游产品服务、IT 产品销售实现营收正增长，房地产销售业务营收下滑 98.88%；营收占比方面，IT 产品服务营收占比增长最快至 57.85%（30.46pct），房地产销售下滑 2.93pct 至 0.07%；毛利率方面，景区经营贡献最高毛利率 72.25%（-8.7pct），酒店业毛利率下滑 61.64pct 至 25.81%。

表一：中青旅各项业务营收情况

	营业收入（亿元）	YOY	占比	YOY	毛利率	YOY
旅游产品服务	5.96	87.36%	8.34%	-25.23pct	14.12%	5.95pct
IT 产品销售与技术服务	41.37	7.48%	57.85%	30.46pct	6.86%	-1.62pct
整合营销服务	11.74	-55.98%	16.42%	-2.59pct	23.81%	3.66pct
景区经营	7.59	-55.83%	10.62%	-1.88pct	72.25%	-8.7pct
酒店业	2.98	-34.84%	4.18%	0.30pct	25.81%	-61.64pct
房地产销售	0.05	-98.88%	0.07%	-2.93pct	69.30%	20.49pct
房屋租赁	1.80	-17.40%	2.52%	1.87pct	62.66%	0.23pct

资料来源：wind，山西证券研究所

### 景区业务：

随着疫情逐渐好转，乌镇景区全年实现盈利。期内经营数据同比出现较大降幅，全年实现营收 7.95 亿元（-63.53%），净利润 1.35 亿元（-83.22%），全年接待游客 301.99 万人次（-67.11%），其中东栅接待游 95.65 万人次（-75.38%），西栅接待游客 206.33 万人次（-61.04%）。疫情对旅游市场以及景区经营长期影响，乌镇在期内开展线上线下联动营销，打通“直播+旅游”场景探索，巩固“文化+会展”特色优势，完成世界互联网大会等会展接待工作，同时继续孵化景区周边 IP 衍生品如戏剧节等。

古北水镇下半年经营迅速回暖，但受疫情影响全年业绩亏损。期内景区整体业绩出现下滑，实现营收 5.72 亿元（-39.81%），业绩亏损 1.71 亿元，全年接待游客 116.55 万人次（-51.31%）。受限于北京疫情严格管控措施，景区上半年业绩亏损 2.09 亿元；下半年随着疫情常态化防控、客流限制放宽政策以及暑假、十一黄金周带动下实现营收 4.47 亿元、盈利 0.38 亿元、接待游客 92.58 万人次，经营情况迅速好转。京哈高铁以及北京市郊铁路怀密线正式贯通优化景区进入道路、缓解京承高速拥堵压力，为景区向外扩散辐射客源地打开发展空间。

**表二：乌镇、古北水平客流收入情况**

	2016	2017	2018	2019	2020
乌镇营收（亿元）	13.6	16.46	19.05	21.79	7.95
同比	19.88%	20.93%	15.74%	14.39%	-63.53%
乌镇接待游客量（万人次）	906.44	1013.48	915.03	918.26	301.99
同比	13.97%	11.81%	-9.71%	0.35%	-67.11%
其中：东栅游客量（万人次）	429.94	468.91	400.99	388.59	95.65
yoy	8.78%	9.06%	-14.48%	-3.09%	-75.38%
其中：西栅游客量（万人次）	476.5	544.57	514.04	529.67	206.33
yoy	19.09%	14.28%	-5.61%	3.04%	-61.04%
乌镇景区人均消费（元/人）	150.04	162.41	208.19	237.29	263.25
同比	5.14%	8.24%	28.19%	13.98%	10.94%
古北水镇营收（亿元）	7.2	9.79	9.98	9.5	5.72
yoy	56.86%	35.16%	1.98%	-4.79%	-39.81%
古北水镇接待游客量（万人次）	243.92	275.36	256.49	239.37	116.55
yoy	65.68%	12.89%	-6.85%	-6.68%	-51.31%
古北水镇人均消费（元/人）	295.18	355.53	389.09	396.87	490.77
yoy	-6.08%	20.45%	9.44%	2.00%	23.66%

资料来源：wind，山西证券研究所

### 酒店业务：

酒店业务受疫情影响营收下滑 34%。疫情期间山水酒店先后共计 12 家酒店被列为政府定点接待酒店，武汉地区两家酒店承担援鄂医疗队接待服务。酒店业务 20H1 实现营收 1.22 亿元，20H2 营收 1.76 亿元，全年业务量下滑超 30%。

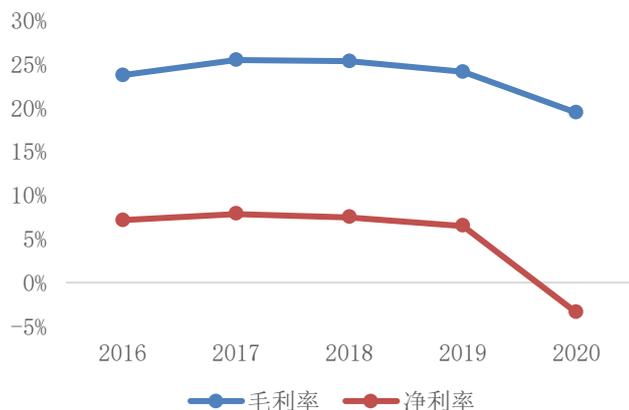
### 整合营销业务：

“博联云+”带动会展业务智慧转型。疫情爆发后，多数重整合营销项目被延期或取消，公司积极推进数字化转型，打造“博联云+”为客户提供一站式线上线下解决方案，带动会展服务升级转型，参与世界智能大会、世界 5G 大会等。期内中青博联实现营收 11.76 亿元（-55.96%），实现净利润 123.84 万元。

## 1.2 费用端

期受疫情影响公司毛利率 19.54%（-4.55pct）有所下滑。期内整体费用率 23.14%（+6.02pct），其中销售费用率 12.28%（+1.37pct）、管理费用率 8.76%（+3.48pct）系疫情影响有所增长，研发费用率 0.17%（+0.07pct），财务费用率 1.94%（+1.11pct）系银行借款增加。

图 5：中青旅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 20H2 业绩复苏迅速，景区业务、整合营销业务在疫情常态化防控下反弹趋势显著。随着疫苗接种持续进行、景区人数限制在低风险地区取消、京郊怀密高铁正常运行，南北两镇景区接待能力预计显著恢复，叠加小长假、暑假等有望迎来客流高峰。濮院景区目前处于建设阶段，预计 2021 开业。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.76\1.11\1.61，对应公司 3 月 24 日收盘价 12.59 元，2021-2023 年 PE 分别为 16.5\11.3\7.8，维持“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	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	7,477	8,108	8,913	9,886	<b>营业收入</b>	7,151	11,227	14,146	16,126
现金	1,756	1,932	2,125	2,380	营业成本	5,761	8,532	10,609	11,772
应收账款	2,334	2,895	3,421	4,052	营业税金及附加	32	34	42	48
其他应收款	142	265	265	265	销售费用	879	1,224	1,542	1,758
预付账款	273	276	282	290	管理费用	627	593	747	851
存货	2,878	2,950	3,023	3,099	财务费用	139	90	113	129
其他流动资产	94	(209)	(203)	(199)	资产减值损失	(63)	(1)	(1)	(1)
<b>非流动资产</b>	9,578	9,955	10,225	11,181	公允价值变动	(1)	0	0	0
长期投资	2,570	3,084	3,238	3,562	投资净收益	(84)	1	1	1
固定资产	4,492	4,942	5,040	5,192	<b>营业利润</b>	(169)	757	1,094	1,570
无形资产	1,153	1,165	1,176	1,188	营业外收入	18	0	0	0
其他非流动资产	1,363	765	770	1,240	营业外支出	20	1	1	1
<b>资产总计</b>	17,055	18,063	19,138	21,068	<b>利润总额</b>	(171)	756	1,094	1,569
<b>流动负债</b>	7,608	6,860	6,846	6,805	所得税	74	189	273	392
短期借款	3,340	3,407	3,475	3,545	<b>净利润</b>	(245)	567	820	1,177
应付账款	1,216	1,228	1,240	1,253	少数股东损益	(13)	15	15	15
其他流动负债	3,052	2,225	2,131	2,008	<b>归属母公司净利</b>	(232)	552	805	1,162
<b>非流动负债</b>	875	878	887	896	EBITDA	71	1,208	1,564	2,050
长期借款	870	878	887	896	EPS (元)	(0.32)	0.76	1.11	1.61
其他非流动负	5	0	0	0					
<b>负债合计</b>	8,483	7,738	7,733	7,701					
少数股东权益	2,246	350	350	350					
股本	724	724	724	724					
资本公积	1,753	437	437	437					
留存收益	3,875	3,912	3,949	3,986					
归属母公司股东权	6,327	9,975	11,405	13,367					
<b>负债和股东权益</b>	17,055	18,063	19,138	21,068					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	609	746	251	448
净利润	(232)	552	805	1,162
折旧摊销	350	105	105	105
财务费用	145	(6)	(10)	(10)
投资损失	84	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	1,773	81	(663)	(823)
其他经营现金	(1,510)	15	15	15
<b>投资活动现金流</b>	(973)	(1,433)	(1,149)	(1,149)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(96)	(250)	(250)	(250)
其他投资现金	(877)	(283)	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	1,022	(1,126)	(561)	(581)
短期借款	858	(430)	(430)	(430)
长期借款	(157)	40	40	40
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	(50)	(50)
其他筹资现金	321	(736)	(121)	(141)
<b>现金净增加额</b>	658	(1,813)	(1,459)	(1,281)

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-49.12%	57.00%	26.00%	14.00%
营业利润	-113.85%	-546.78%	44.63%	43.44%
归属于母公司净	-140.85%	-337.92%	45.87%	44.27%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	19.44%	24.00%	25.00%	27.00%
净利率(%)	-3.25%	4.92%	5.69%	7.21%
ROE(%)	-2.86%	5.49%	7.19%	8.81%
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	49.74%	42.84%	40.41%	36.55%
净负债比率	25.60%	16.47%	11.64%	7.42%
流动比率	0.98	1.18	1.30	1.45
速动比率	0.60	0.75	0.86	1.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.64	0.76	0.80
应收账款周转	3.15	4.66	4.89	4.65
应付账款周转	5.29	9.19	11.46	12.94
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	(0.32)	0.76	1.11	1.61
每股经营现金流(最新)	0.84	1.03	0.35	0.62
每股净资产(最新摊)	8.74	13.78	15.76	18.47
<b>估值比率</b>				
P/E	(39.3)	16.5	11.3	7.8
P/B	1.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	167.42	9.76	7.52	5.46

### 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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或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为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，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，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公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》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公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》规定特此告知公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

