

短期看好周边游复苏，长期关注境内游消费升级趋势



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件：公司发布 20 年年报，全年实现营收 71.51 亿元/-49.12%，实现归母净利润-2.32 亿元，扣非归母净利润-3.95 亿元。单四季度实现营收 25.03 亿元/-44.48%，实现归母净利润-1.04 亿元，扣非归母净利润-1.06 亿元。

核心观点

- 疫情影响下景区业务业绩下滑，下半年客流回暖明显。1) 20 年乌镇景区接待游客 301.99 万人次/-67.11%，实现营收 7.95 亿元/-63.52%，净利润 1.35 亿元/-83.22%。2) 20 年古北水镇接待游客 116.65 万人次/-51.31%，实现营收 5.72 亿元/-39.81%，净利润-1.71 亿元，公司 19 年实现净利 1.46 亿元，由于固定成本支出占比较高导致 20 年利润承压。3) 乌镇 20 年客单价达到 263.25 元/+10.94%，古北水镇客单价达到 490.8 元/+23.61%，客单价上升主要原因系过夜游客占比上升。4) 2020Q4 公司乌镇、古北水镇接待游客量已分别恢复至去年同期的 64%和 91%，游客人数回暖明显。
- 会展、旅行社、酒店等业务皆受疫情冲击，刚性成本占比较高导致净利率下滑。1) 20 年会展业务营收 11.74 亿元/-55.98%，毛利率 23.81%+3.66pct；旅行社业务营收 5.96 亿元/-87.36%，毛利率 14.12%+5.95pct；酒店业务营收 2.99 亿元/-34.84%，毛利率 25.81%/-61.64pct；IT 产品业务营收 41.37 亿元/+7.48%，毛利率 6.86%/-1.62pct。旅行社业务、会展业务分别由于
- 单独小团体游等业务占比上升、中小型活动占比上升毛利率有所提升。2) 2020 年公司净利率-3.42%/-9.89pct，其中销售费用率 12.30%/+1.39pct，管理费用率 8.93%/+3.55pct，财务费用率 1.94%/+1.11pct。公司净利率下滑主要原因系人工、折旧摊销等刚性成本占比较高所致。3) 公司 20 年收到政府补助 3.29 亿元/+22.53%。
- 短期看景区客流有望回暖，长期看好境内游消费升级趋势。1) 短期看：21 年初由于疫情反复预计游客人数仍有所承压，但后续伴随疫情得到控制，客流有望复苏，预计 3 月乌镇、古北客流已分别恢复至同期 5 成与 6-7 成。濮院项目预计于 21 年进入试运营阶段，后续伴随着濮院项目运营成熟以及会展二期项目落地，乌镇客流人次及结构将得到进一步改善；京哈高铁、北京市郊铁路怀密线均已正式全线贯通，古北水镇交通压力有望得到缓解，21 年 5 月北京环球影城的开业也有望为其带来引流作用。2) 长期看：对标国际，我国境内游仍有较大提升空间，疫情影响下出境游的限制将是公司升级景区项目、拓展客户人群的有力契机，预计未来人次及客单提升空间大，发展空间可期。

财务预测与投资建议

- 由于 21 年一季度疫情仍有所反复，我们调整公司 2021-2023 年 EPS 预测为 0.58/0.83/0.94 元（21-22 年调整前为 0.71/0.86 元），使用可比公司估值给予公司 21 年 27 倍估值，对应目标价 15.78 元，维持买入评级。

风险提示

- 国内疫情反复，境内游竞争加剧，濮院项目进展不及预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14054	7151	12374	14648	15572
同比增长(%)	14.6%	-49.1%	73.1%	18.4%	6.3%
营业利润(百万元)	1223	-169	901	1257	1413
同比增长(%)	-1.2%	-113.9%	632.2%	39.5%	12.3%
归属母公司净利润(百万元)	568	-232	423	598	681
同比增长(%)	-4.9%	-140.8%	282.2%	41.4%	13.9%
每股收益(元)	0.78	-0.32	0.58	0.83	0.94
毛利率(%)	24.1%	19.4%	23.4%	24.1%	24.4%
净利率(%)	4.0%	-3.2%	3.4%	4.1%	4.4%
净资产收益率(%)	8.9%	-3.6%	6.5%	8.5%	8.9%
市盈率	16.04	-39.27	21.55	15.24	13.38
市净率	1.38	1.44	1.35	1.24	1.14

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月26日)	13.23 元
目标价格	15.78 元
52 周最高价/最低价	13.53/9.3 元
总股本/流通 A 股(万股)	72,384/72,384
A 股市值(百万元)	9,576
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021 年 03 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.43	16.05	29.69	29.58
相对表现	5.69	18.27	22.3	8.92
沪深 300	-2.26	-2.22	7.39	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人 庄莹

zhuangying@orientsec.com.cn

相关报告

业绩触底，周边游复苏可期	2020-09-03
预期与估值底部，期待消费回流下的弹性显现	2020-04-19

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

目前国内疫情基本得到控制，公司经营有望恢复正常水平，我们给予公司 2021-2023 年 EPS 预测为 0.58/0.83/0.94 元，使用可比公司估值给予公司 21 年 27 倍估值，对应目标价 15.78 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
黄山旅游	600054	11.55	-0.03	0.47	0.55		24.84	21.19
峨眉山 A	000888	6.74	-0.08	0.38	0.43		17.75	15.73
桂林旅游	000978	5.58	-0.76	0.18	0.26		31.00	21.46
丽江股份	002033	7.96	0.13	0.29	0.38		27.76	20.95
长白山	603099	8.60	-0.21	0.31	0.31		27.63	27.63
	调整后平均						26.75	21.20

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

国内疫情反复，境内游竞争加剧，濮院项目进展不及预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,003	1,756	2,139	2,072	2,299	营业收入	14,054	7,151	12,374	14,648	15,572
应收票据及应收账款	2,458	2,256	2,689	3,372	3,914	营业成本	10,668	5,761	9,474	11,122	11,767
预付账款	921	273	619	732	779	营业税金及附加	98	32	87	103	109
存货	2,367	2,878	2,084	2,447	2,589	营业费用	1,533	879	1,361	1,604	1,705
其他	308	314	357	391	405	管理费用及研发费用	756	639	712	784	833
流动资产合计	7,057	7,477	7,888	9,014	9,985	财务费用	116	139	185	184	183
长期股权投资	2,474	2,570	2,570	2,570	2,570	资产、信用减值损失	19	106	0	0	0
固定资产	4,084	4,219	5,115	5,586	5,988	公允价值变动收益	14	(1)	0	0	0
在建工程	429	494	324	243	208	投资净收益	85	(84)	85	125	157
无形资产	1,213	1,153	1,116	1,079	1,041	其他	262	320	260	281	281
其他	1,180	1,142	482	374	266	营业利润	1,223	(169)	901	1,257	1,413
非流动资产合计	9,380	9,578	9,606	9,852	10,073	营业外收入	13	18	14	15	16
资产总计	16,437	17,055	17,494	18,866	20,057	营业外支出	2	20	8	10	13
短期借款	2,483	3,340	3,340	3,340	3,340	利润总额	1,233	(171)	907	1,262	1,416
应付票据及应付账款	1,727	1,406	1,516	1,780	1,883	所得税	323	74	236	328	368
其他	2,015	2,862	2,528	2,702	2,743	净利润	910	(245)	671	934	1,048
流动负债合计	6,224	7,608	7,384	7,822	7,966	少数股东损益	342	(13)	248	336	367
长期借款	1,026	870	870	870	870	归属于母公司净利润	568	(232)	423	598	681
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.78	-0.32	0.58	0.83	0.94
其他	240	5	0	0	0	主要财务比率					
非流动负债合计	1,267	875	870	870	870		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	7,491	8,483	8,254	8,692	8,836	成长能力					
少数股东权益	2,354	2,246	2,494	2,831	3,197	营业收入	14.6%	-49.1%	73.1%	18.4%	6.3%
股本	724	724	724	724	724	营业利润	-1.2%	-113.9%	632.2%	39.5%	12.3%
资本公积	1,753	1,753	1,753	1,753	1,753	归属于母公司净利润	-4.9%	-140.8%	282.2%	41.4%	13.9%
留存收益	4,136	3,875	4,269	4,867	5,548	获利能力					
其他	(20)	(25)	0	0	0	毛利率	24.1%	19.4%	23.4%	24.1%	24.4%
股东权益合计	8,946	8,572	9,240	10,174	11,222	净利率	4.0%	-3.2%	3.4%	4.1%	4.4%
负债和股东权益总计	16,437	17,055	17,494	18,866	20,057	ROE	8.9%	-3.6%	6.5%	8.5%	8.9%
现金流量表						ROIC	8.4%	-0.3%	5.8%	7.3%	7.6%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	910	(245)	671	934	1,048	资产负债率	45.6%	49.7%	47.2%	46.1%	44.1%
折旧摊销	272	296	374	418	453	净负债率	28.4%	36.1%	29.4%	27.3%	22.7%
财务费用	116	139	185	184	183	流动比率	1.13	0.98	1.07	1.15	1.25
投资损失	(85)	84	(85)	(125)	(157)	速动比率	0.75	0.60	0.79	0.84	0.93
营运资金变动	(611)	247	(251)	(756)	(600)	营运能力					
其它	(6)	90	570	0	0	应收账款周转率	6.2	3.2	5.1	4.8	4.3
经营活动现金流	596	609	1,465	655	927	存货周转率	4.8	2.2	3.8	4.9	4.7
资本支出	(1,110)	(230)	(953)	(664)	(674)	总资产周转率	0.9	0.4	0.7	0.8	0.8
长期投资	(456)	(96)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	186	(647)	86	125	157	每股收益	0.78	-0.32	0.58	0.83	0.94
投资活动现金流	(1,380)	(973)	(867)	(539)	(517)	每股经营现金流	0.82	0.84	2.02	0.91	1.28
债权融资	352	455	(1)	0	0	每股净资产	9.11	8.74	9.32	10.15	11.09
股权融资	(0)	0	0	0	0	估值比率					
其他	27	566	(214)	(184)	(183)	市盈率	16.0	-39.3	21.5	15.2	13.4
筹资活动现金流	379	1,022	(215)	(184)	(183)	市净率	1.4	1.4	1.4	1.2	1.1
汇率变动影响	5	(4)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	7.4	45.1	8.2	6.4	5.8
现金净增加额	(399)	654	383	(67)	227	EV/EBIT	8.9	-391.0	11.0	8.3	7.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn