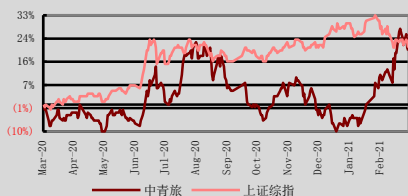


600138.SH
买入

市场价格：人民币 12.59

板块评级：强于大市

股价表现


| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|------|------|------|-------|
| 绝对 | 20.9 | 8.6 | 25.8 | 22.1 |
| 相对上证指数 | 24.8 | 14.2 | 25.7 | (1.5) |

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 724 |
| 流通股(%) | 100 |
| 总市值(人民币 百万) | 9,113 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 261 |
| 净负债比率(%) (2021E) | 34 |
| 主要股东(%) | |
| 中国青年旅集团有限公司 | 17 |

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年3月24日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务: 旅游综合

证券分析师: 孙昭杨

(8610)66229345

zhaoyang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100001

中青旅

背靠金融大集团，布局文旅产业链

随着国内外疫情影响趋于缓和，国内旅游复苏较为明显，中国入出境旅游有望在年内有序开启。中青旅作为国内首家在A股上市的旅行社企业，针对文旅市场需求变化早已进行转型和布局，业务涉及线上线下旅游服务、景区、酒店、会展、IT等。在景区业务业绩贡献占比较高的前提下，公司濮院项目有望今年开业，有望与乌镇、古北水镇形成推动公司业绩提升的合力。公司背靠光大集团，“旅游+金融”的发展战略有望支持中青旅在业务上的创新和迭代，市场竞争力预计能够提升。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **控股集团增持，金融属性增加。**2020年4月15日至12月30日，光大集团增持中青旅股份，增持后直接、间接持有153,018,364股，占中青旅总股本的21.14%。说明光大集团可能逐步加大对中青旅的支持力度。此外，光大银行、王道商业银行与中青旅共同成立的消费金融公司获银保监会批准，未来预计能为中青旅的多元业务发展提质增效。
- **景区业务业绩贡献良多，加码景区布局有望形成联动效应。**虽然乌镇、古北水镇近几年接待人数出现小幅下降，疫情后接待人数下降明显，但客单价逐步走高，2020已增至263元、491元，其中乌镇在疫情前对中青旅业绩贡献已超9成。随着濮院项目在今年开业，中青旅在景区领域的加码有望巩固景区业务的恢复和联动发展。
- **旅行社业务助力“旅游+”战略，会展及策略性投资业务稳步增长。**疫情前旅行社仍是中青旅营收占比大户，虽毛利率低对业绩贡献较小，但其积累的线上、线下流量，多年来形成的旅游综合服务品牌效应有望继续推动旅游+发展战略。整合营销会展“一站式”服务完善，策略性投资业务在疫情中提供稳定现金流，使公司能够逐步克服疫情影响。

估值

- 在当前股本下，预计2021至2023年每股收益分别为0.72元、0.90元、1.05元；市盈率分别为17.4倍、14.0倍、12.0倍。

评级面临的主要风险

- 新开业景区项目运营不及预期，出境旅游恢复对国内旅游的分流，新冠疫情反复风险。

投资摘要

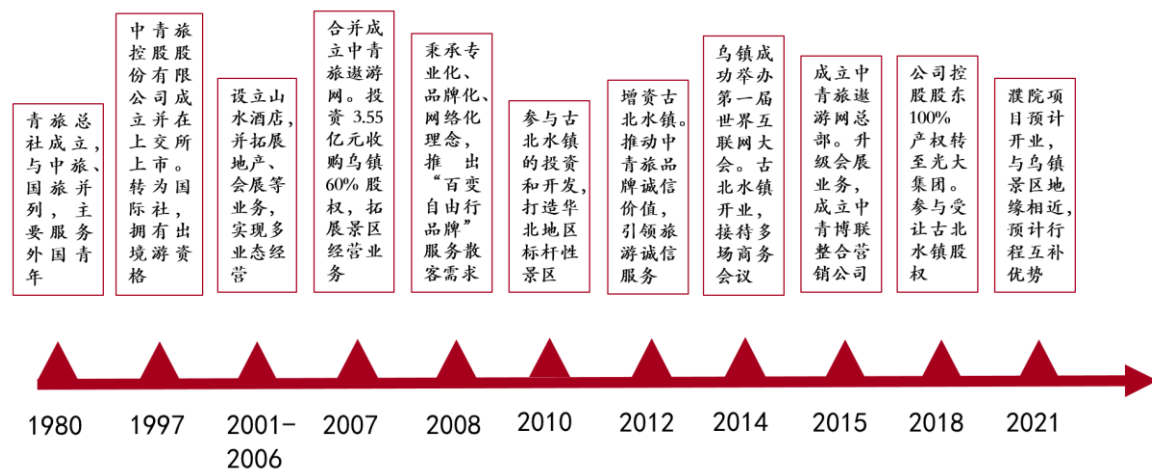
| 年结日：12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 14,054 | 7,151 | 12,110 | 15,782 | 18,191 |
| 变动(%) | 15 | (49) | 69 | 30 | 15 |
| 净利润(人民币 百万) | 568 | (232) | 524 | 653 | 757 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.785 | (0.321) | 0.723 | 0.902 | 1.046 |
| 变动(%) | (4.9) | (140.8) | (325.6) | 24.7 | 16.0 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 16.0 | (39.3) | 17.4 | 14.0 | 12.0 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 15.3 | 15.0 | 12.7 | 11.8 | 4.2 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.82 | 0.84 | 0.99 | 1.06 | 2.97 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 8.8 | 137.7 | 9.2 | 7.7 | 6.0 |
| 每股股息(人民币) | 0.040 | 0.000 | 0.058 | 0.108 | 0.105 |
| 股息率(%) | 0.3 | n.a. | 0.5 | 0.9 | 0.8 |

资料来源：公司公告，中银证券预测

中青旅：A股首家旅行社上市公司，业务拓展有序推动转型

公司历史发展沿革

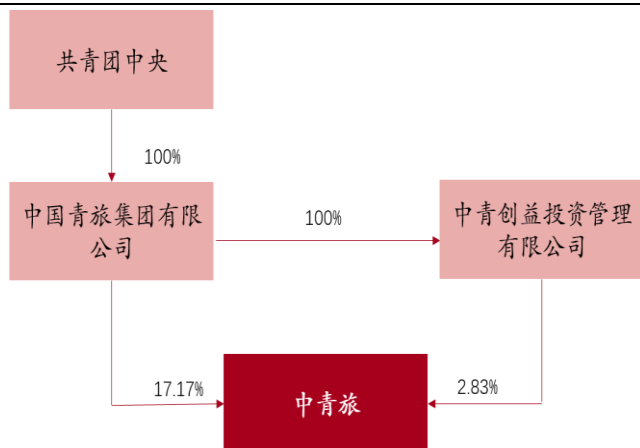
图表 79. 中青旅历史发展沿革



资料来源：公司公告，中银证券

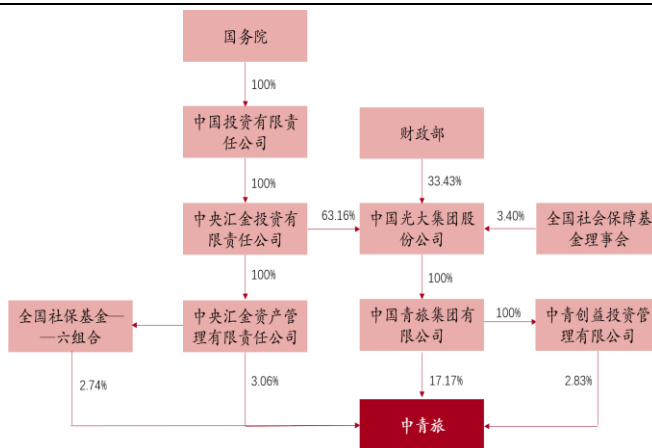
中青旅以旅行社业务开启发展道路，历经数年在产业链中进行布局。中青旅前身是1980年成立的中青旅总社，1997年成立中青旅控股股份有限公司并于同年在上交所上市，是国内首家旅行社类的A股上市公司。经过布局山水酒店，创办遨游网，收购乌镇股权，参与古北水镇投资，成立中青博联整合营销公司，投资开发濮院项目，中青旅已经成为从传统旅行社业务寻求突破并成功实现拓展的业界代表。经过多年积累，已经形成以“中青旅”为核心品牌，以“遨游”、“耀悦”等为旅行社业务骨干子品牌，以“乌镇”、“古北水镇”为景区业务骨干子品牌的多产品品牌体系，品牌价值深入人心。此外，以中青博联为代表的整合营销业务，以山水酒店为代表的酒店业务，以“旅游+”为代表的外延业务发展，以科技及物业出租为代表的策略性投资等业务，逐渐建立以中青旅为核心品牌的多元化发展态势。

图表 80. 2018 年以前中青旅股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 81. 2018 年以后中青旅股权结构

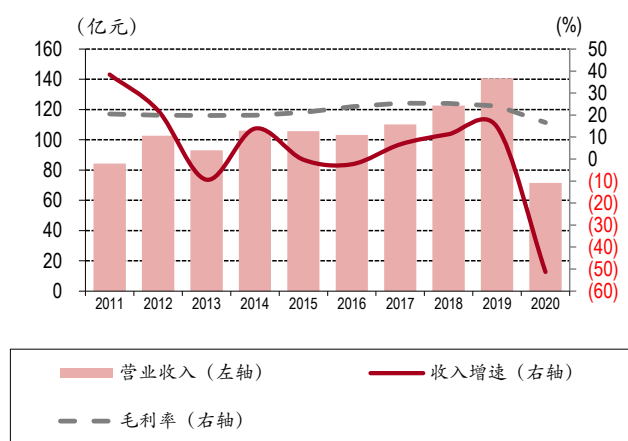


资料来源：公司公告，中银证券

股权划转至光大集团，控股集团注入公司金融属性。根据公告，2018年1月4日，中青旅控股股份有限公司收到控股股东中国青旅集团公司通知，中国青旅集团公司（包括下属企业）的100%国有产权将整体划转至光大集团，并通过青旅集团合计间接持有本公司20%股份。变动后，中青旅的控股股东仍为青旅集团，青旅集团控股股东由共青团中央变为光大集团，实际控制人变为国务院。光大集团经营范围主要为投资和管理金融业务，包括银行、保险、基金、信托等，以及资产管理、投资和管理非金融业务。光大集团的入主对中青旅在文旅消费金融领域的拓展带来支持，光大银行与王道商业银行、中青旅共同发起设立消费金融公司。2020年8月，公司收到光大银行转交的北京银保监局批复，同意北京阳光消费金融股份有限公司开业。2020年4月15日至2020年12月30日，光大集团通过上海证券交易所累计增持公司股份8,238,364股，占中青旅总股本1.14%，增持后光大集团直接、间接合计持有中青旅股份153,018,364股，占中青旅总股本的21.14%。光大集团对中青旅的增持可能说明对中青旅发展的支持力度加大，预计利好公司在文旅行业的后续发展。

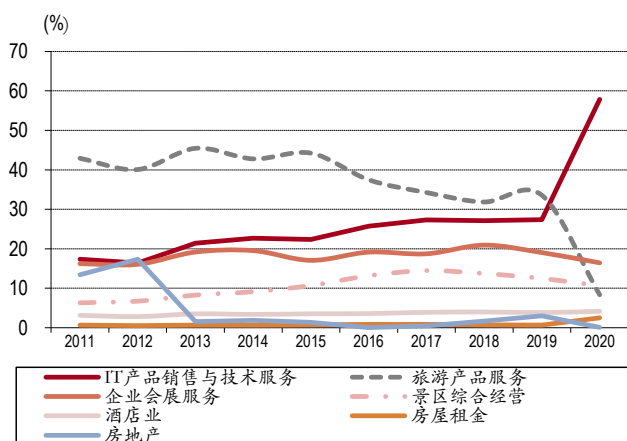
中青旅经营数据分析

图表 82. 中青旅营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

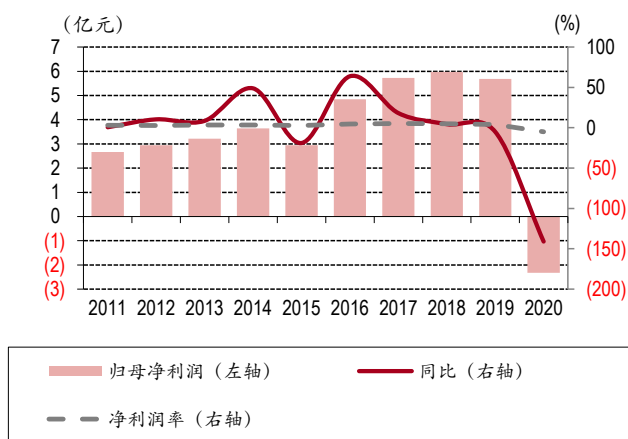
图表 83. 中青旅主要业务营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

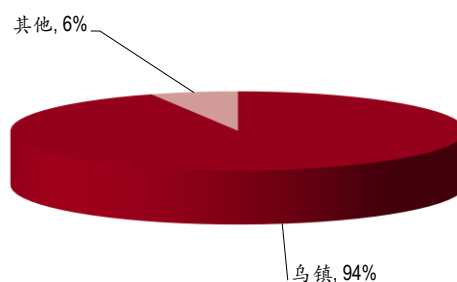
疫情前，营收总体呈现增长；疫情导致非旅游业务营收占比提升。2011年至2019年，中青旅营业收入从84.21亿元提升至140.54亿元，年均复合增速6.61%。其中2018年和2019年的同比增速重新回到两位数。营收占比方面，旅游产品服务一直以来占比较高，但随着旅行社服务市场竞争激烈，中青旅旅行社业务营收占比出现一定幅度下降趋势。2020年新冠疫情爆发，据中青旅2020年年报数据显示，中青旅旅游产品服务、会展服务、景区等与旅游直接相关的业务营收占比出现明显下滑，IT产品销售与技术服务、房屋租金等业务营收占比提升明显。随着国内旅游逐步放开，中青旅整体经营也在逐步恢复，2020年单四季度实现营收25.03亿元，与单三季度营收20.92亿元，单二季度营收13.54亿元和单一季度营收12.01亿元相比实现了较为明显提升。

图表 84. 归母净利润增速及归母净利率



资料来源：公司公告，中银证券

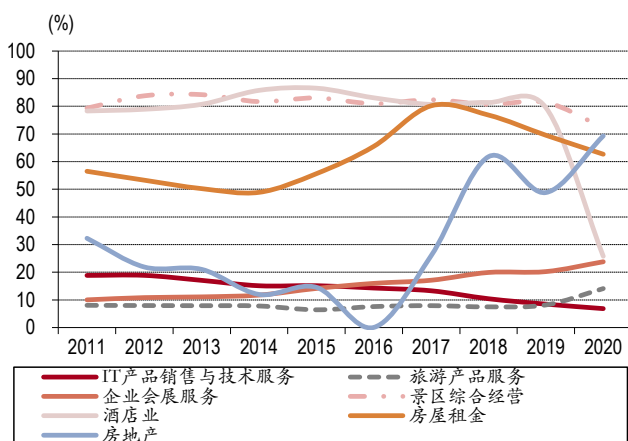
图表 85. 2019 年中青旅净利润贡献结构



资料来源：公司公告，中银证券

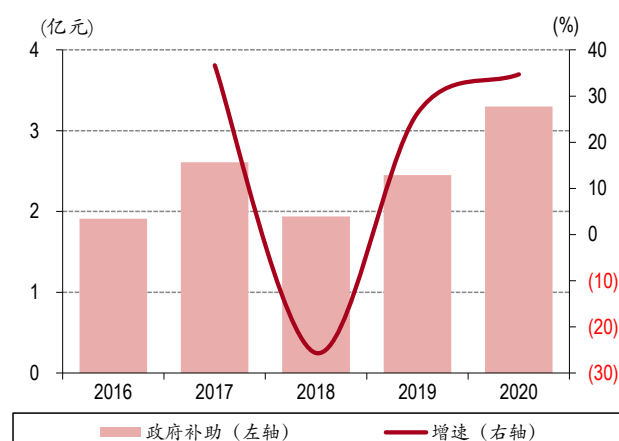
人员及费用增加影响归母净利润水平，疫情前乌镇对中青旅净利润贡献超过 9 成。公司公告显示，2020 年公司归母净利润亏损约 2.32 亿元，其中分季度看，2020 年一季度及四季度业绩均为亏损。由于业务受新冠疫情影响，故我们选择截至 2019 年的归母净利润进行分析。2019 年中青旅实现归母净利润 5.68 亿元，同比下降 4.90%，主要受到会计政策变更、古北水镇投资收益减少、人员费用增加、研发费用增加所致。此外，2019 年年报显示，乌镇实现营收 21.79 亿元，同比增长 14.39%，实现净利润 8.07 亿元，同比增长 9.97%，根据中青旅对乌镇控股 66% 测算，乌镇对中青旅归母净利润的占比已经达到 93.77%。2020 年因新冠疫情影响，乌镇营收、净利润、客流量同比下降 63.53%、83.22%、67.11%。

图表 86. 中青旅主营业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 87. 乌镇收到政府财政补助情况

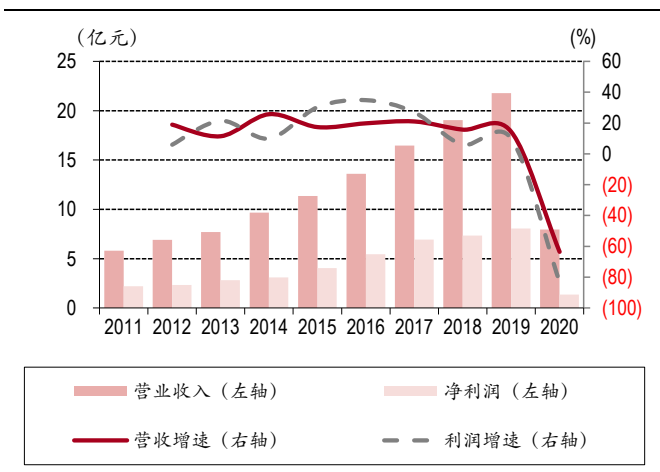


资料来源：公司公告，中银证券

疫情前，中青旅两大业务毛利率较高，乌镇近几年收到政府补助可能成为常态化。中青旅主要业务中景区综合经营、酒店业毛利率在疫情前一直稳定在 80% 左右的水平，毛利率最低的是旅游产品服务业务，疫情前一直维持在 6.41% 至 8.17% 的水平，2020 年毛利率增长至 14.12%。景区业务不仅实现了较高毛利率，同样在上述分析中也看到营收占比较高的酒店业物在 2019 年达 8.63%。2016 年至 2020 年，乌镇每年都收到桐乡市财政局政府补助，2020 年因疫情的影响乌镇获得约 3.30 亿元补助。由于乌镇是世界互联网大会举办地，也通过乌镇戏剧节、国际当代艺术展等逐渐发展成为会展小镇，在一定程度上代表着浙江和中国的国际形象。此外，景区经营也需要不断从内容角度大胆创新，并需要承担一定的折旧和摊销。因此，乌镇作为桐乡市的名片，预计未来的政府补助有望持续常态化。

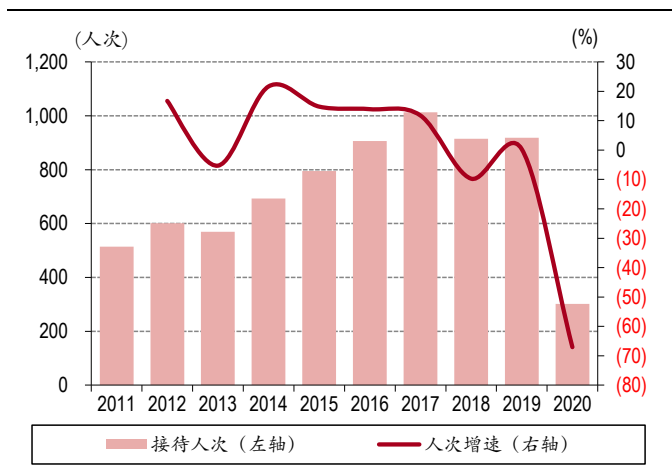
乌镇

图表 88. 乌镇营收及利润变化情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 89. 乌镇接待游客人次情况

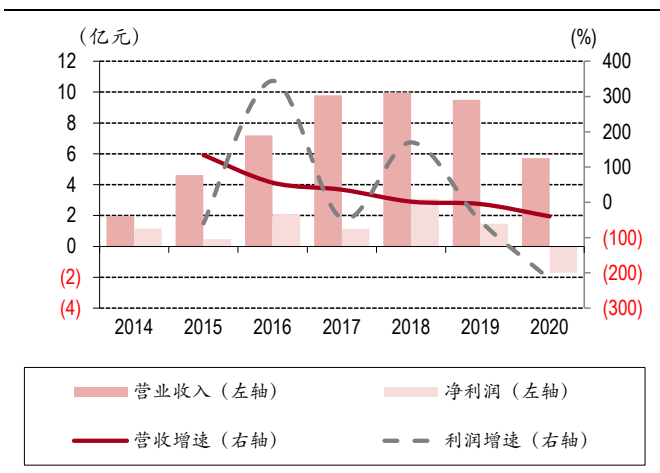


资料来源：公司公告，中银证券

疫情前乌镇营收及利润均保持稳定增长，接待游客增速出现一定回落，但客单价逐步走高。乌镇营收从2011年的5.8亿元增长到2019年的21.79亿元，年均复合增速17.99%，2020年实现营收7.95亿元；2011年净利润2.2亿元，发展到2019年实现净利润8.07亿元，年均复合增速17.64%，2020年实现净利润1.35亿元。接待人次方面，乌镇在2017年接待游客人次达到峰值1,013.48万人次，2018年接待人次回落至915.03万人次，在2019年恢复至918.26万人次，2020年受疫情影响乌镇301.99万人次。乌镇客单价从2011年的113元提升至2019年的237元，年均复合增速9.70%。虽然疫情影响出游人次，但乌镇2020年客单价却提升到263元，仍然保持增长。

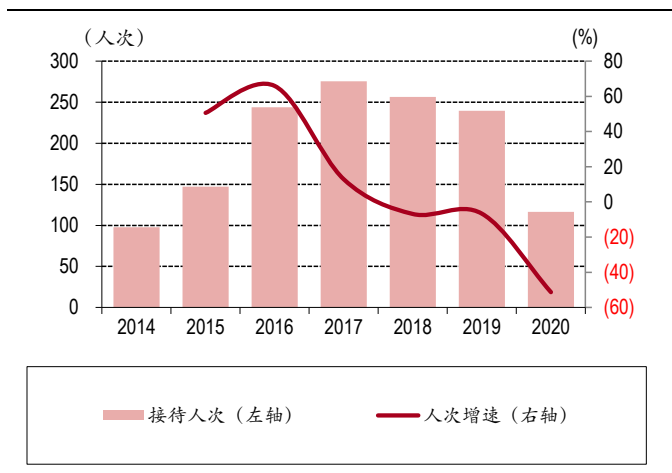
古北水镇

图表 90. 古北水镇营收及利润变化情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 91. 古北水镇接待游客人次情况

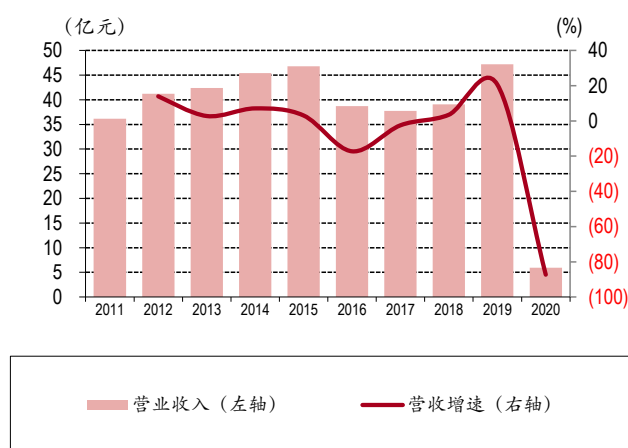


资料来源：公司公告，中银证券

古北水镇由陈向宏团队打造，铁路、高铁开通有望提升可达性。2014 年古北水镇开始运营，随着餐饮、商铺、停车场等配套设施的完善，庙会、温泉、冰雪项目等陆续推出，景区品质开始提升。古北水镇由乌镇陈向宏团队打造，景区开业第一年便实现盈利，2014 年至 2019 年营收及净利润年均复合增速分别为 36.98%、4.71%。古北水镇 2014 年至 2019 年接待游客人次年均复合增速 19.65%，值得注意的是 2017 年接待游客人数达到 275.36 万人次峰值后，在 2018 年和 2019 年连续两年出现下滑。2020 年古北水镇接待游客 116.55 万人次，实现营收 5.72 亿元，净利润亏损 1.71 亿元，同比分别下降。不过随着京郊铁路怀密线、京沈高铁的开通，并且古北口有站点，预计困扰古北水镇多年的交通问题有望获得一定的缓解，游客人数也可能获得增加。古北水镇的客单价高于乌镇，在 2019 年达到约 397 元，客单价年均复合增速 14.48%，并且在 2020 年单价达到约 491 元。疫情后，随着古北水镇的业态不断完善，产品和项目不断丰富，未来有希望发展成为在全国具有品牌影响力的景区。

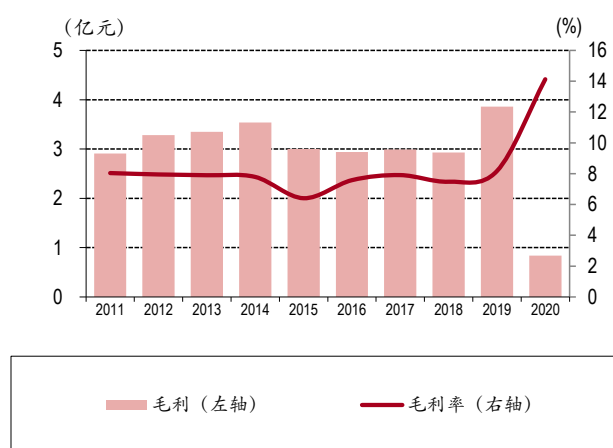
旅游产品服务

图表 92. 旅游产品服务营收情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 93. 旅游产品服务毛利及毛利率

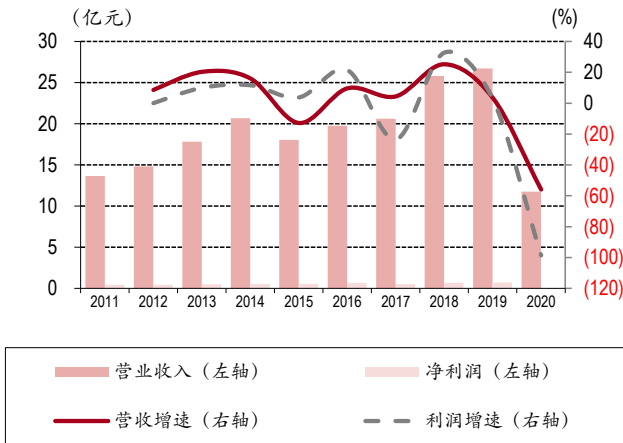


资料来源：公司公告，中银证券

旅游产品服务是公司营收大户，疫情爆发后聚焦国内主题游产品和线上发展。中青旅传统主业是旅游产品服务业务，在 2011 年至 2019 年期间，该业务占总营收比例曾一度达到 45.48%，但由于传统旅行社业务的激烈竞争以及越来越透明的旅游资源信息，该业务在 2019 年的营收占比下降到了 33.57%，2020 年占比因疫情影响下降至 8.34%。毛利率方面，2011 年至 2019 年，旅游产品服务业务的毛利率一直维持在 6.41% 至 8.17% 之间，2020 年毛利率提升至 14.12%。2020 年疫情影响，中青旅转型聚焦国内有产品，在国内旅游市场竞争加剧的前提下，深挖资源推进定制旅游产品，布局房车游和营地，结合建党 100 周年发力红色旅游，利用遨游网和小程序打造线上营销推广和预订。目前，旅游恢复仍以国内旅游为主，中青旅选择突破传统旅游模式符合旅游市场需求的变化趋势。此外，若中国入出境旅游按照权威机构预测在今年年底有序放开，压制一年多的出境旅游需求可能增加中青旅出境旅游业务的恢复，为公司全面恢复带来新的动力。“旅游+”是中青旅顺应旅游行业与相关产业融合发展趋势的战略，将教育、扶贫、体育、康养结合旅游产品进行创新升级，战略如期落地有望进一步稳固疫情后的业务恢复的向好趋势。

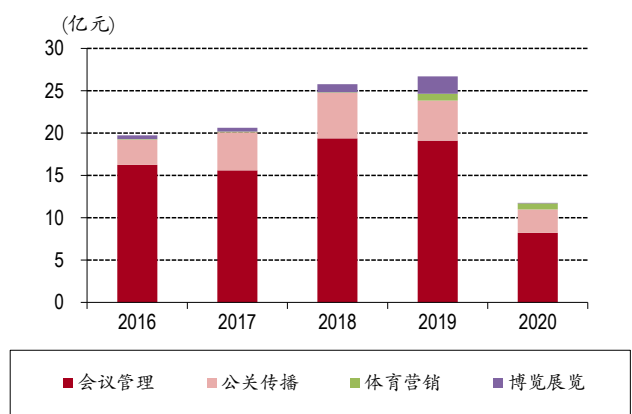
企业会展服务

图表 94. 企业会展服务业务营收及净利润情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 95. 企业会议会展业务营收结构



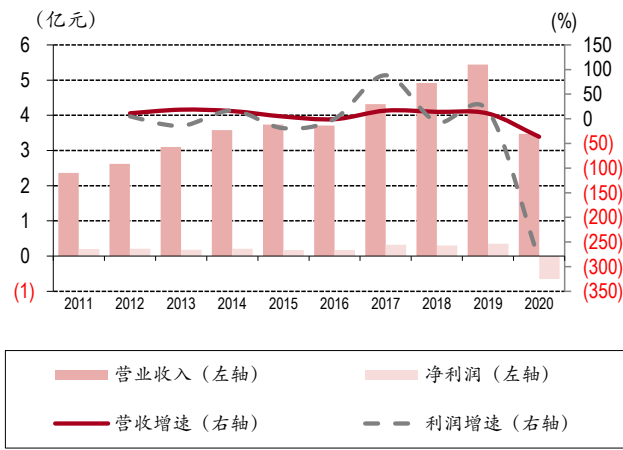
资料来源：公司公告，中银证券

企业会展服务升级为整合营销，博览展览业务增速较为明显。2002年中青旅成立会展公司，2015年将会议、会展、会奖等业务整合成立中青博联整合营销公司，2016年挂牌新三板。中青博联主要为客户提供“一站式”整合营销服务，公司2011年至2019年营业收入从13.67亿元增长至26.71亿元，年均复合增速8.73%，归母净利润从0.48亿元增加至0.85亿元，年均复合增速7.40%。2020年中青博联实现营收11.76亿元，净利润0.01亿元，分别同比下降明显。从业务角度来看，中青博联主要业务为会议管理和公关传播，其中会议管理营收占比从2016年的82.38%下滑至2019年的71.56%，2020年为69.82%。公关传播占比从2016年的15.02%提升至2019年的17.75%，2020年为23.65%。往年营收占比较小的博览展览和体育营销在2019年营收获得大幅提升，分别同比增长117.21%、996.46%。在目的地营销业务和会展服务竞争加剧的情况下，中青博联继续落实“体育+旅游”的发展战略，从赛事组织、服务接待、场馆运营等角度提升盈利能力。此外，更通过为博览会提供运营管理、导览、接待、票务等全面服务，保持在大型博览会领域的领先地位。

山水酒店

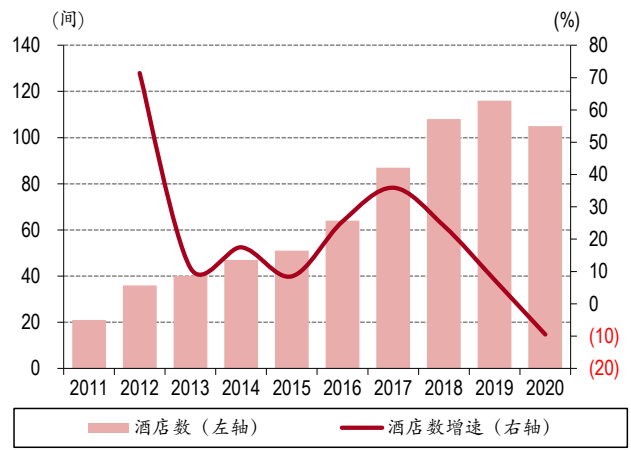
主打中端酒店市场符合酒店发展趋势，不急功近利，盈利水平微升。2005年，中青旅增资重组成立中青旅山水酒店并持股51%，山水酒店创始人蔡海洋持股49%。山水酒店主要的收入由酒店客房收入、酒店加盟收入、餐饮收入、服务输出收入等组成，2016年，山水酒店成功挂牌新三板。2011年至2019年，山水酒店营业收入从2.36亿元提升至5.44亿元，年均复合增速11.00%，2020年下降至3.47亿元；净利润从0.2亿元提升至0.35亿元，年均复合增速7.25%，2020年亏损0.65亿元。2011年至2019年，公司酒店pipeline数量从21家提升至116家，受疫情影响2020年酒店数量为105家。2019年，山水酒店在保持38家直营店的基础上，拥有78家加盟店，加盟店比达到67.24%，符合公司以“投资直营+品牌加盟+委托管理+兼并收购”的拓展方式。公司以“山水酒店”为主品牌体系，创立中端商务酒店品牌“山水时尚”、中高端精品酒店品牌“山水S”、城市轻奢酒店品牌“山水花园”、国际商务精品酒店品牌“山水富丽华”、设计师酒店品牌“山水设计师”、多元融合酒店品牌“山水+”，以差异化定位的方式服务不同消费群体。虽然山水酒店与国内酒店行业龙头在品牌、酒店数、房间数等方面有较大的差距，但公司务实稳健的经营风格能够确保较为稳定的发展。

图表 96. 中青旅山水酒店营收及净利润情况



资料来源: 公司公告, 中银证券

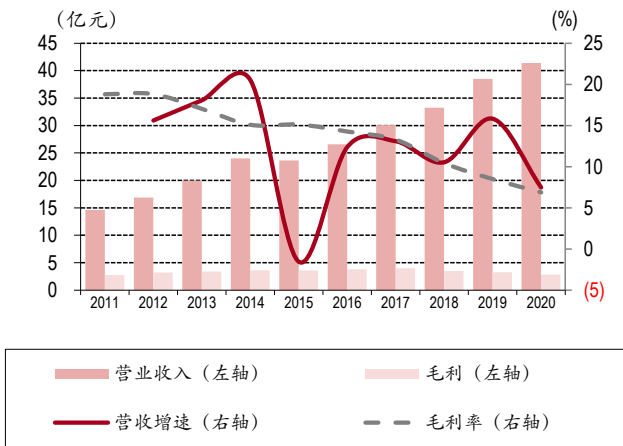
图表 97. 中青旅山水酒店酒店数量情况



资料来源: 公司公告, 中银证券

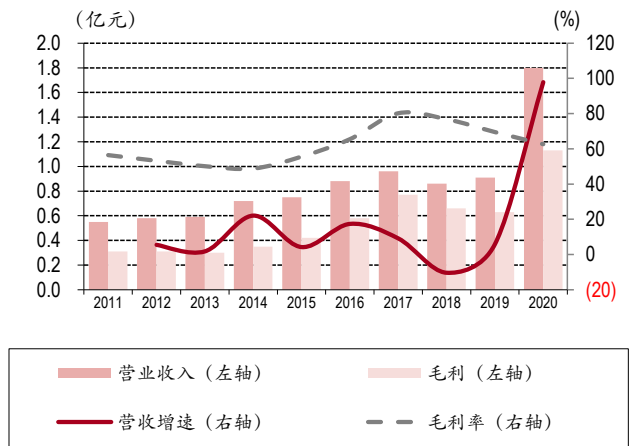
策略性投资

图表 98. IT 服务营收及毛利水平



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 99. 房屋租赁营收及毛利水平



资料来源: 公司公告, 中银证券

策略投资业务保持一定增长, 疫情中为公司贡献业绩支持。中青旅策略投资业务主要包含科技业务(中青旅创格、中青旅风采)及中青旅大厦物业出租业务。2020年, IT服务营收逆势增长至41.37亿元, 同比增长7.48%, 但可能受供应商返点率降低以及彩票服务合同调整影响, 毛利率呈现下降趋势。2011年IT服务毛利率为18.81%, 2019年、2020年毛利率分别下降至8.48%、6.86%, 几乎与旅游产品服务毛利水平相当。中青旅物业租赁收入2018年、2019年为0.86亿元、0.91亿元, 2020年疫情期间营收几乎实现翻番, 达到1.80亿元, 为公司提供稳定现金流。

盈利预测、相对估值与投资建议

关键假设

根据前文对中青旅各业务发展及传统旅行社在旅游产业链中拓展的论述, 叠加2021年国内旅游有望全面开放, 入出境旅游有望在年底有序启动, 对公司经营表现进行如下预测。

图表 100. 中青旅营业收入与毛利率预测

| | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|------------------|------------------|------------------|
| IT 产品销售与技术服务 | | | |
| 收入 (百万元) | 4,736.78 | 5,399.93 | 6,101.93 |
| Yoy(%) | 14.50 | 14.00 | 13.00 |
| 成本 (百万元) | 4,392.44 | 4,963.46 | 5,559.08 |
| yoy(%) | 14.00 | 13.00 | 12.00 |
| 毛利率(%) | 7.27 | 8.08 | 8.90 |
| 旅游产品服务 | | | |
| 收入 (百万元) | 2,087.47 | 4,279.31 | 5,135.18 |
| yoy(%) | 250.00 | 105.00 | 20 |
| 成本 (百万元) | 1,843.88 | 3,872.16 | 4,685.31 |
| yoy(%) | 260.00 | 110.00 | 21 |
| 毛利率(%) | 11.67 | 9.51 | 8.76 |
| 企业会展服务 | | | |
| 收入 (百万元) | 2,700.50 | 3,105.57 | 3,540.35 |
| yoy(%) | 130.00 | 15.00 | 14.00 |
| 成本 (百万元) | 2,075.31 | 2,376.23 | 2,699.40 |
| yoy(%) | 132.00 | 14.50 | 13.60 |
| 毛利率(%) | 23.15 | 23.49 | 23.75 |
| 景区综合经营 | | | |
| 收入 (百万元) | 1,853.30 | 2,186.90 | 2,514.93 |
| yoy(%) | 144.00 | 18.00 | 15.00 |
| 成本 (百万元) | 362.52 | 384.28 | 461.13 |
| yoy(%) | 72.00 | 6.00 | 20.00 |
| 毛利率(%) | 80.44 | 82.43 | 81.66 |
| 酒店业 | | | |
| 收入 (百万元) | 522.62 | 585.33 | 655.57 |
| yoy(%) | 75.00 | 12.00 | 12.00 |
| 成本 (百万元) | 155.10 | 131.83 | 118.65 |
| yoy(%) | (30.00) | (15.00) | (10.00) |
| 毛利率(%) | 70.32 | 77.48 | 81.90 |
| 房屋租赁 | | | |
| 收入 (百万元) | 200.14 | 210.15 | 216.46 |
| yoy(%) | 11.00 | 5.00 | 3.00 |
| 成本 (百万元) | 74.06 | 78.51 | 79.29 |
| yoy(%) | 10.00 | 6.00 | 1.00 |
| 毛利率(%) | 63.00 | 62.64 | 63.37 |
| 房地产 | | | |
| 收入 (百万元) | 8.04 | 14.07 | 24.77 |
| yoy(%) | 70.00 | 75.00 | 76.00 |
| 成本 (百万元) | 2.42 | 4.26 | 7.54 |
| yoy(%) | 67.00 | 76.00 | 77.00 |
| 毛利率(%) | 69.89 | 69.71 | 69.54 |
| 其他主营业务 | | | |
| 收入 (百万元) | 0.98 | 1.15 | 1.38 |
| yoy(%) | 98 | 17 | 20 |
| 营业收入合计 (百万元) | 12,109.84 | 15,782.42 | 18,190.56 |
| yoy(%) | 69.35 | 30.33 | 15.26 |
| 综合毛利率(%) | 26.46 | 25.17 | 25.18 |

资料来源: 公司公告, 中银证券

盈利预测与相对估值

我们预计中青旅 2021 年至 2023 年有望实现营业收入 121.10 亿元、157.82 亿元、181.91 亿元, 分别同比增长 69.35%、30.33%、15.26%; 归母净利润预计分别为 5.23 亿元、6.53 亿元、7.57 亿元; 在当前股本下, 每股收益分别为 0.72 元、0.90 元、1.05 元; 市盈率分别为 17.4、14.0、12.0 倍。

图表 101. 中青旅可比上市公司估值比较

| 证券代码 | 证券简称 | 最新股价(元) | 总市值(亿元) | 每股收益(元) | | | 市盈率(倍) | | | 评级 |
|------------|------------------|--------------|--------------|---------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-----------|
| | | | | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 中青旅 | 600138.SH | 12.59 | 91.13 | (0.32) | 0.72 | 0.90 | (32.0) | 17.4 | 14.0 | 买入 |
| 宋城演艺 | 300144.SZ | 20.35 | 532.09 | (0.17) | 0.50 | 0.68 | (453.0) | 40.5 | 30.1 | 未有评级 |
| 天目湖 | 603136.SH | 30.30 | 35.31 | 0.35 | 1.31 | 1.54 | 86.8 | 23.1 | 19.7 | 未有评级 |
| 可比公司均值 | | | | | | | (132.7) | 27.0 | 21.3 | |
| 中青旅 | 600138.SH | 12.59 | 91.13 | (0.32) | 0.72 | 0.90 | (32.0) | 17.4 | 14.0 | 买入 |

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 3 月 24 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期。中青旅 2020 年每股收益及市盈率为 2020 年年报数据

投资建议

我国人均 GDP 已连续两年破一万美元，休闲度假需求有望持续提升，中国旅游发展仍可能处在上升通道中。虽然旅行社传统业务可能受到 OTA 竞争、旅游需求转变、出游方式丰富等因素的影响；但中青旅作为国内 A 股上市的第一家旅行社企业，拥有光大集团的金融背景，并且早已在景区、会展、酒店、IT 服务等领域进行布局，迭代创新所形成的发展动力有望持续。叠加今年开业的濮院项目，可能与乌镇形成联动，进一步提升景区业务的净利率贡献。我们首次覆盖给予**买入**评级。

风险提示

新开业景区项目运营不及预期

2021 年中青旅景区板块的重点项目就是濮院项目的开业，若项目开业后在市场的影响力和对游客的吸引力不及预期，有可能拖累景区板块的业绩贡献。

出境旅游恢复对国内旅游的分流

虽然出境旅游恢复有利于中青旅旅游服务板块的全面恢复，但从业绩贡献角度看，出境旅游恢复有可能对公司业绩贡献最大业务景区的客流造成分流。

新冠疫情反复风险

国内外疫苗接种数量不断提升，但病毒的变异可能造成疫情的反复，进而影响全球旅游恢复。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|----------|---------|---------|----------|----------|
| 销售收入 | 14,054 | 7,151 | 12,110 | 15,782 | 18,191 |
| 销售成本 | (10,766) | (5,792) | (8,984) | (11,921) | (13,747) |
| 经营费用 | (1,974) | (1,274) | (1,788) | (2,206) | (2,511) |
| 息税折旧前利润 | 1,313 | 84 | 1,337 | 1,655 | 1,933 |
| 折旧及摊销 | (296) | (350) | (367) | (396) | (427) |
| 经营利润 (息税前利润) | 1,017 | (266) | 970 | 1,259 | 1,506 |
| 净利息收入/(费用) | (96) | (125) | (142) | (174) | (169) |
| 其他收益/(损失) | 371 | 234 | 274 | 365 | 376 |
| 税前利润 | 1,233 | (171) | 1,066 | 1,400 | 1,650 |
| 所得税 | (323) | (74) | (266) | (364) | (429) |
| 少数股东权益 | 342 | (13) | 276 | 383 | 464 |
| 净利润 | 568 | (232) | 524 | 653 | 757 |
| 核心净利润 | 571 | (232) | 526 | 657 | 762 |
| 每股收益 (人民币) | 0.785 | (0.321) | 0.723 | 0.902 | 1.046 |
| 核心每股收益 (人民币) | 0.789 | (0.321) | 0.726 | 0.908 | 1.052 |
| 每股股息 (人民币) | 0.040 | 0.000 | 0.058 | 0.108 | 0.105 |
| 收入增长(%) | 15 | (49) | 69 | 30 | 15 |
| 息税前利润增长(%) | 1 | (126) | (465) | 30 | 20 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 4 | (94) | 1,492 | 24 | 17 |
| 每股收益增长(%) | (5) | (141) | (326) | 25 | 16 |
| 核心每股收益增长(%) | (5) | (141) | (326) | 25 | 16 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 1,003 | 1,756 | 2,543 | 3,393 | 4,002 |
| 应收帐款 | 2,345 | 2,192 | 3,729 | 2,672 | 3,695 |
| 库存 | 2,367 | 2,878 | 1,822 | 3,427 | 2,244 |
| 其他流动资产 | 921 | 273 | 1,013 | 660 | 1,260 |
| 流动资产总计 | 7,057 | 7,477 | 9,683 | 10,648 | 11,793 |
| 固定资产 | 4,526 | 4,725 | 5,113 | 5,420 | 5,666 |
| 无形资产 | 1,213 | 1,154 | 1,214 | 1,466 | 1,804 |
| 其他长期资产 | 3,185 | 3,302 | 3,472 | 3,692 | 3,912 |
| 长期资产总计 | 8,924 | 9,181 | 9,799 | 10,577 | 11,383 |
| 总资产 | 16,437 | 17,055 | 19,664 | 21,113 | 22,762 |
| 应付帐款 | 1,727 | 1,406 | 1,562 | 2,210 | 2,033 |
| 短期债务 | 2,483 | 3,340 | 4,703 | 5,760 | 6,018 |
| 其他流动负债 | 2,015 | 2,862 | 2,917 | 1,512 | 2,635 |
| 流动负债总计 | 6,224 | 7,608 | 9,182 | 9,483 | 10,686 |
| 长期借款 | 1,026 | 870 | 1,027 | 1,197 | 477 |
| 其他长期负债 | 240 | 5 | 100 | 120 | 140 |
| 股本 | 724 | 724 | 724 | 724 | 724 |
| 储备 | 5,889 | 5,628 | 6,110 | 6,684 | 7,365 |
| 股东权益 | 6,613 | 6,352 | 6,834 | 7,408 | 8,089 |
| 少数股东权益 | 2,354 | 2,246 | 2,522 | 2,905 | 3,369 |
| 总负债及权益 | 16,437 | 17,055 | 19,664 | 21,113 | 22,762 |
| 每股帐面价值 (人民币) | 9.14 | 8.78 | 9.44 | 10.23 | 11.18 |
| 每股有形资产 (人民币) | 7.46 | 7.18 | 7.76 | 8.21 | 8.68 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 3.46 | 3.39 | 4.40 | 4.92 | 3.44 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|-------|---------|---------|---------|
| 税前利润 | 1,233 | (171) | 1,066 | 1,400 | 1,650 |
| 折旧与摊销 | 296 | 350 | 367 | 396 | 427 |
| 净利息费用 | 116 | 139 | 179 | 224 | 232 |
| 运营资本变动 | (369) | 663 | (496) | 825 | (814) |
| 税金 | 19 | (87) | (266) | (364) | (429) |
| 其他经营现金流 | (699) | (285) | (130) | (1,711) | 1,081 |
| 经营活动产生的现金流 | 596 | 609 | 718 | 771 | 2,147 |
| 购买固定资产净值 | 891 | 140 | 700 | 830 | 880 |
| 投资减少/增加 | (437) | (179) | 10 | 80 | 90 |
| 其他投资现金流 | (1,833) | (934) | (1,426) | (1,684) | (1,789) |
| 投资活动产生的现金流 | (1,380) | (973) | (716) | (774) | (819) |
| 净增权益 | (29) | 0 | (42) | (78) | (76) |
| 净增债务 | 586 | 1,310 | 979 | 1,158 | (412) |
| 支付股息 | 29 | 0 | 42 | 78 | 76 |
| 其他融资现金流 | (207) | (289) | (194) | (305) | (307) |
| 融资活动产生的现金流 | 379 | 1,022 | 785 | 853 | (720) |
| 现金变动 | (405) | 658 | 787 | 850 | 609 |
| 期初现金 | 1,341 | 1,003 | 1,756 | 2,543 | 3,393 |
| 公司自由现金流 | (784) | (363) | 2 | (3) | 1,328 |
| 权益自由现金流 | (82) | 1,086 | 1,159 | 1,379 | 1,148 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 9.3 | 1.2 | 11.0 | 10.5 | 10.6 |
| 息税前利润率(%) | 7.2 | (3.7) | 8.0 | 8.0 | 8.3 |
| 税前利润率(%) | 8.8 | (2.4) | 8.8 | 8.9 | 9.1 |
| 净利率(%) | 4.0 | (3.2) | 4.3 | 4.1 | 4.2 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| 利息覆盖率(倍) | 6.4 | (1.6) | 4.7 | 4.8 | 5.3 |
| 净权益负债率(%) | 28.0 | 28.6 | 34.1 | 34.6 | 21.8 |
| 速动比率(倍) | 0.8 | 0.6 | 0.9 | 0.8 | 0.9 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 16.0 | (39.3) | 17.4 | 14.0 | 12.0 |
| 核心业务市盈率(倍) | 16.0 | (39.3) | 17.3 | 13.9 | 12.0 |
| 市净率(倍) | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| 价格/现金流(倍) | 15.3 | 15.0 | 12.7 | 11.8 | 4.2 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 8.8 | 137.7 | 9.2 | 7.7 | 6.0 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 75.6 | 165.3 | 95.5 | 80.4 | 75.3 |
| 应收帐款周转天数 | 59.5 | 115.8 | 89.2 | 74.0 | 63.9 |
| 应付帐款周转天数 | 43.5 | 80.0 | 44.7 | 43.6 | 42.6 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 5.1 | n.a. | 8.0 | 12.0 | 10.0 |
| 净资产收益率(%) | 8.9 | (3.6) | 7.9 | 9.2 | 9.8 |
| 资产收益率(%) | 4.8 | (1.6) | 4.0 | 4.6 | 5.1 |
| 已运用资本收益率(%) | 1.2 | (0.5) | 0.9 | 1.0 | 1.1 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测