

黄山旅游 (600054)

证券研究报告

2021 年 05 月 03 日

Q1 归母净利润+58.69%，疫后旅游业复苏，未来可期

公司发布 2021 年一季报。公司 2021 年 Q1 实现营业收入 1.47 亿元，同比增长 110.76%，较 19Q1 减少 44.32%；归母净利润-0.32 亿元，同比增长 58.69%，较 19Q1 减少 235.77%；扣非归母净利润-0.40 亿元，同比增长 52.54%；基本 EPS 为-0.04 元/股。

收入端：新冠疫情得到有效控制，进山游客持续稳步恢复，营业收入增加。21Q1 进山游客 31.49 万，同比增长 182.29%。分季度看，20Q1/ 20Q2/ 20Q3/ 20Q4/ 21Q1 分别实现营收 0.70 亿元/ 1.30 亿元/ 2.54 亿元/ 2.87 亿元/ 1.47 亿元，同比-73.59%/ -71.93%/ -50.21%/ -22.09%/ +110.76%。

成本费用端：毛利率随着景区营业大幅提升，但较疫情前水平还有一定差距。21Q1 毛利率为 19.94%，同比增加 61.10pct，较 19Q1 减少 23.15pct。销售/管理/财务费用率分别为 4.31%/ 37.27%/ -0.79%，同比分别-17.12pct/ -27.30pct/ +3.92pct。销售费用率下降主要系销售费用确认的时间性差异所致。财务费用率上升主要系执行新租赁准则摊销租赁负债的未确认融资费用所致。

利润端：受益于疫后进山游客回升，盈利能力逐渐恢复。分季度看，20Q1/ 20Q2/ 20Q3/ 20Q4/ 21Q1 分别实现归母净利润-0.77 亿元/ -0.11 亿元/ 0.40 亿元/ 0.02 亿元/ -0.32 亿元，同比-427.71%/ -107.74%/ -75.89%/ -62.69%/ +58.69%；归母净利率分别为-110.67%/ -8.58%/ 15.93%/ 0.55%/ -21.69%，同比变化-119.76pct/ -39.83pct/ -17.01pct/ -0.54pct/ +88.98pct。

现金黄山旅游背靠优质自然景区，资源稀缺性凸显，双循环和随疫苗接种国内疫情有效防控的大背景下国内旅游回流，传统板块横向拓展，新兴业务纵向扩张，走出门票经济舒适圈发展全域旅游，交通改善进一步提振客流。预计公司 21-22 年归母净利润分别为 3.33 亿元/ 3.85 亿元，对应 PE 分别为 24X/ 21X，维持“买入”评级。

风险提示：疫情恢复不及预期，市场不景气，极端天气影响，票价调整。

投资评级

行业	休闲服务/景点
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.95 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	513.30
流通 A 股股本(百万股)	513.30
A 股总市值(百万元)	5,620.64
流通 A 股市值(百万元)	5,620.64
每股净资产(元)	5.79
资产负债率(%)	12.50
一年内最高/最低(元)	11.96/8.01

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

- 《黄山旅游-年报点评报告:疫后逐季恢复趋势确立，景区步入复苏》
2021-04-25
- 《黄山旅游-季报点评:Q3 亏损收窄，国内旅游回暖有望改善客流》
2020-10-31
- 《黄山旅游-半年报点评:Q2 进山人数降幅收窄，打造精品项目布局全域旅游》
2020-08-23

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,606.74	740.84	1,647.76	1,856.74	2,009.35
增长率(%)	(0.88)	(53.89)	122.42	12.68	8.22
EBITDA(百万元)	627.50	81.46	557.06	633.32	687.35
净利润(百万元)	340.19	(46.37)	332.85	385.30	421.80
增长率(%)	(41.60)	(113.63)	(817.78)	15.76	9.47
EPS(元/股)	0.47	(0.06)	0.46	0.53	0.58
市盈率(P/E)	23.48	(172.23)	23.99	20.73	18.93
市净率(P/B)	1.83	1.87	1.78	1.67	1.57
市销率(P/S)	4.97	10.78	4.85	4.30	3.97
EV/EBITDA	6.76	49.55	9.96	8.13	6.95

资料来源：wind，天风证券研究所

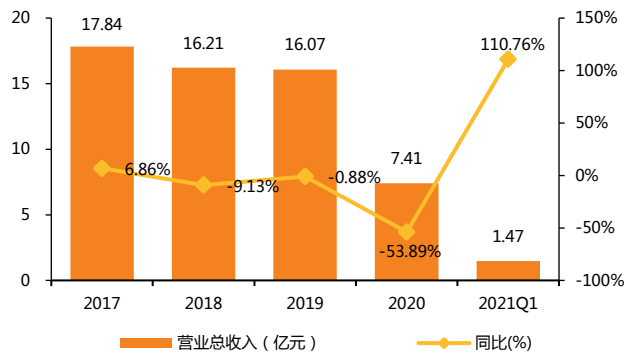
1. 公司公布 2021 年一季度

公司发布 2021 年一季度。公司 2021 年 Q1 实现营业收入 1.47 亿元，同比增长 110.76%，较 19Q1 减少 44.32%；归母净利润-0.32 亿元，同比增长 58.69%，较 19Q1 减少 235.77%；扣非归母净利润-0.40 亿元，同比增长 52.54%；基本 EPS 为-0.04 元/股。

2. 2021 年一季度点评

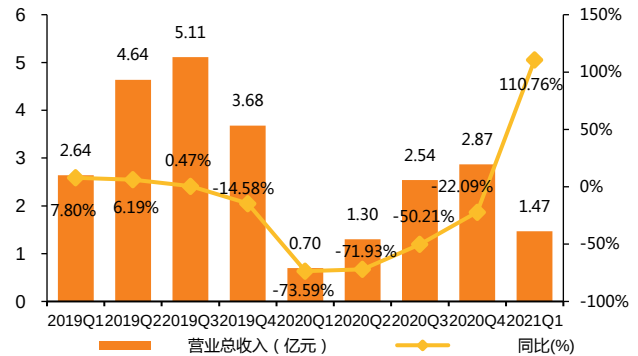
收入端：新冠疫情得到有效控制，进山游客持续稳步恢复，营业收入增加。21Q1 进山游客 31.49 万，同比增长 182.29%。分季度看，20Q1/ 20Q2/ 20Q3/ 20Q4/ 21Q1 分别实现营业收入 0.70 亿元/ 1.30 亿元/ 2.54 亿元/ 2.87 亿元/ 1.47 亿元，同比-73.59%/ -71.93%/ -50.21%/ -22.09%/ +110.76%。

图 1：2021Q1 营业收入同比增加 110.76%



资料来源：Wind，天风证券研究所

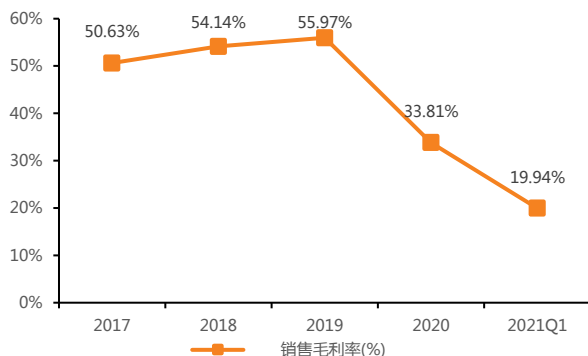
图 2：分季度营业收入情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

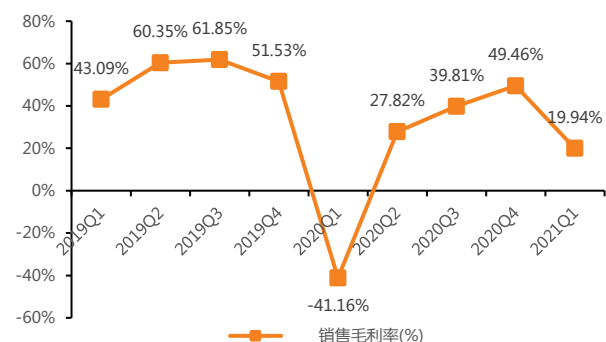
成本费用端：毛利率随着景区营业大幅提升，但较疫情前水平还有一定差距。21Q1 毛利率为 19.94%，同比增加 61.10pct，较 19Q1 减少 23.15pct。销售/管理/财务费用率分别为 4.31%/ 37.27%/ -0.79%，同比分别-17.12pct/ -27.30pct/ +3.92pct。销售费用率下降主要系销售费用确认的时间性差异所致。财务费用率上升主要系执行新租赁准则摊销租赁负债的未确认融资费用所致。

图 3：2021Q1 毛利率为 19.94%



资料来源：Wind，天风证券研究所

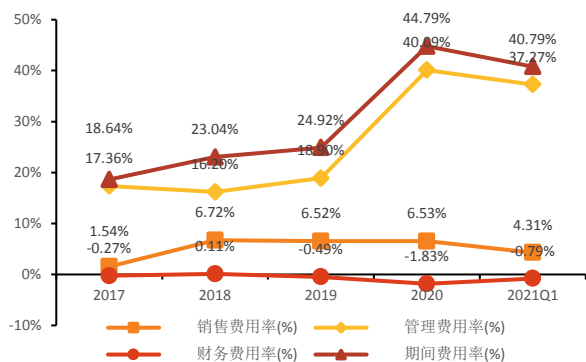
图 4：分季度毛利率情况



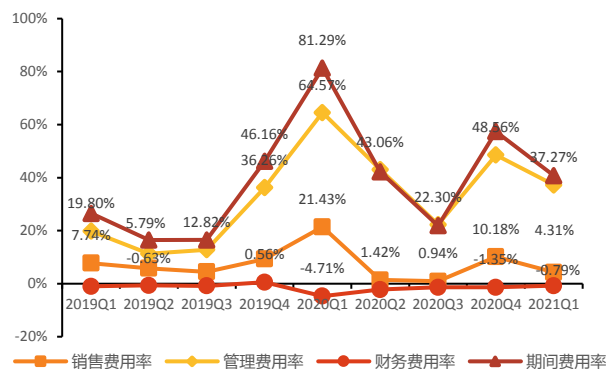
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2021Q1 期间费用率为 40.79%

图 6：分季度费用率情况



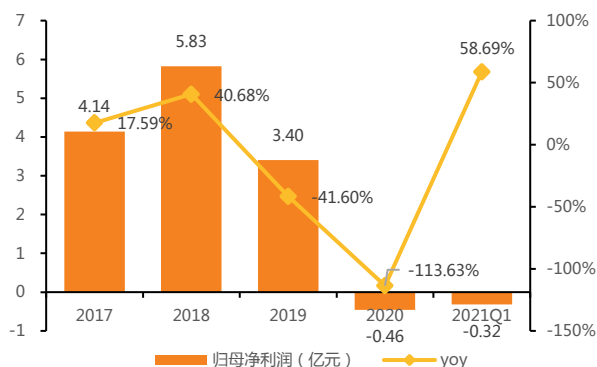
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

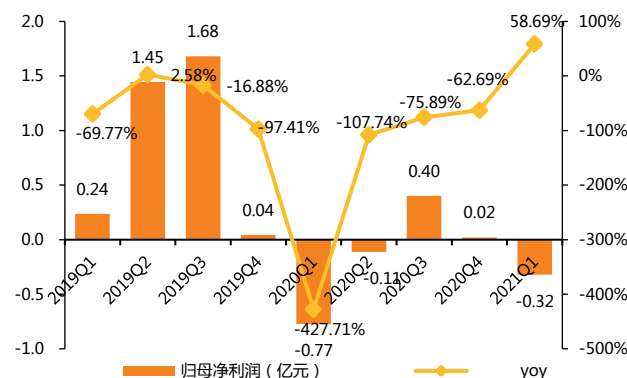
利润端：受益于疫后进山游客回升，盈利能力逐渐恢复。分季度看，20Q1/ 20Q2/ 20Q3/ 20Q4/ 21Q1 分别实现归母净利润-0.77 亿元/ -0.11 亿元/ 0.40 亿元/ 0.02 亿元/ -0.32 亿元，同比-427.71%/ -107.74%/ -75.89%/ -62.69%/ +58.69%；归母净利率分别为-110.67%/ -8.58%/ 15.93%/ 0.55%/ -21.69%，同比变化-119.76pct/ -39.83pct/ -17.01pct/ -0.54pct/ +88.98pct。

图 2：21Q1 归母净利润有所提升



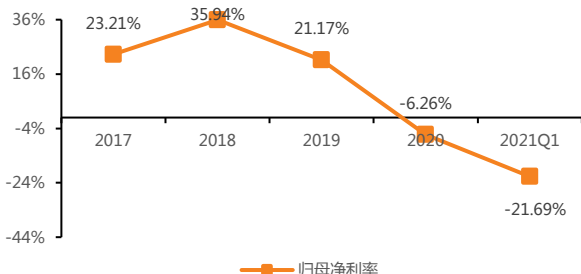
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3：分季度归母净利润情况



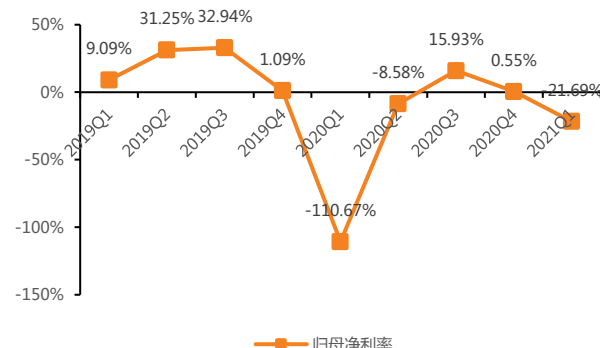
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4：21Q1 归母净利率为-21.69%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10：分季度归母净利率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 盈利预测

黄山旅游背靠优质自然景区，资源稀缺性凸显，双循环和随疫苗接种国内疫情有效防控的大背景下国内旅游回流，传统板块横向拓展，新兴业务纵向扩张，走出门票经济舒适圈发展全域旅游，交通改善进一步提振客流。预计公司 21-22 年归母净利润分别为 3.33 亿元 / 3.85 亿元，对应 PE 分别为 24X/ 21X，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。

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。

极端天气影响：自然景区接待游客情况受到天气的影响，出现极端天气状况将影响游客出行计划，从而影响景区业绩。

票价调整：公司部分景区门票和索道收费标准受相关部门审批，可能在一定程度上影响公司收益。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,801.36	1,972.69	2,139.36	2,461.08	2,924.30
应收票据及应收账款	41.18	15.32	57.92	54.87	34.44
预付账款	24.72	20.37	22.75	26.12	27.56
存货	29.39	29.18	25.99	27.78	36.10
其他	313.74	44.55	362.71	323.97	365.04
流动资产合计	2,210.39	2,082.11	2,608.73	2,893.82	3,387.43
长期股权投资	41.48	55.82	55.82	55.82	55.82
固定资产	1,506.71	1,536.28	1,613.17	1,634.45	1,614.08
在建工程	208.98	275.58	195.35	135.21	93.12
无形资产	177.15	171.79	163.96	156.12	148.29
其他	823.07	772.27	549.10	653.59	592.49
非流动资产合计	2,757.39	2,811.75	2,577.39	2,635.19	2,503.81
资产总计	4,967.78	4,893.86	5,186.12	5,529.01	5,891.23
短期借款	0.90	5.00	1.00	1.00	1.00
应付票据及应付账款	93.33	111.58	87.28	132.67	111.90
其他	248.75	242.42	306.19	283.94	326.57
流动负债合计	342.98	358.99	394.47	417.61	439.47
长期借款	2.62	2.62	2.62	2.62	2.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	99.01	66.48	77.40	80.96	74.95
非流动负债合计	101.63	69.10	80.02	83.58	77.57
负债合计	444.61	428.09	474.49	501.19	517.03
少数股东权益	164.09	203.11	223.91	251.13	281.16
股本	729.38	729.38	729.38	729.38	729.38
资本公积	367.10	367.10	367.10	367.10	367.10
留存收益	3,433.95	3,508.69	3,758.33	4,047.31	4,363.66
其他	(171.35)	(342.52)	(367.10)	(367.10)	(367.10)
股东权益合计	4,523.17	4,465.76	4,711.63	5,027.82	5,374.20
负债和股东权益总计	4,967.78	4,893.86	5,186.12	5,529.01	5,891.23

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	363.65	(50.11)	332.85	385.30	421.80
折旧摊销	161.08	154.97	91.18	96.69	100.29
财务费用	(11.51)	(14.46)	(15.76)	(17.66)	(20.68)
投资损失	(36.60)	(32.85)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(774.45)	335.12	(85.94)	(41.23)	46.44
其它	723.96	(393.70)	20.80	27.22	30.03
经营活动现金流	426.13	(1.04)	313.14	420.32	547.89
资本支出	127.44	266.12	69.08	46.44	36.02
长期投资	5.57	14.34	0.00	0.00	0.00
其他	(420.28)	(42.40)	(119.08)	(66.44)	(36.02)
投资活动现金流	(287.27)	238.05	(50.00)	(20.00)	(0.00)
债权融资	3.53	8.27	3.83	3.91	4.00
股权融资	64.31	(134.01)	14.75	41.23	44.25
其他	(190.35)	60.06	(115.05)	(123.73)	(132.92)
筹资活动现金流	(122.52)	(65.69)	(96.47)	(78.59)	(84.68)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	16.35	171.33	166.67	321.72	463.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,606.74	740.84	1,647.76	1,856.74	2,009.35
营业成本	707.44	490.37	773.53	879.81	964.61
营业税金及附加	26.20	11.41	26.69	29.64	31.85
营业费用	104.73	48.38	107.10	120.69	130.61
管理费用	303.63	297.03	313.07	324.93	331.54
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(7.91)	(13.59)	(15.76)	(17.66)	(20.68)
资产减值损失	(0.87)	(5.51)	(8.52)	(4.97)	(6.33)
公允价值变动收益	(2.36)	33.85	0.00	0.00	0.00
投资净收益	36.60	32.85	30.00	30.00	30.00
其他	(72.78)	(129.60)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
营业利润	512.08	(24.35)	481.63	554.29	607.74
营业外收入	1.67	11.06	4.91	5.88	7.28
营业外支出	2.87	12.59	15.00	10.15	12.58
利润总额	510.88	(25.88)	471.55	550.02	602.44
所得税	147.23	24.23	117.89	137.51	150.61
净利润	363.65	(50.11)	353.66	412.52	451.83
少数股东损益	23.46	(3.74)	20.80	27.22	30.03
归属于母公司净利润	340.19	(46.37)	332.85	385.30	421.80
每股收益（元）	0.47	(0.06)	0.46	0.53	0.58

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-0.88%	-53.89%	122.42%	12.68%	8.22%
营业利润	-37.91%	-104.76%	-2077.72%	15.09%	9.64%
归属于母公司净利润	-41.60%	-113.63%	-817.78%	15.76%	9.47%
获利能力					
毛利率	55.97%	33.81%	53.06%	52.62%	51.99%
净利率	21.17%	-6.26%	20.20%	20.75%	20.99%
ROE	7.80%	-1.09%	7.42%	8.07%	8.28%
ROIC	19.00%	-3.85%	19.97%	19.66%	22.73%
偿债能力					
资产负债率	8.95%	8.75%	9.15%	9.06%	8.78%
净负债率	-39.75%	-43.99%	-45.32%	-48.87%	-54.34%
流动比率	6.44	5.80	6.61	6.93	7.71
速动比率	6.36	5.72	6.55	6.86	7.63
营运能力					
应收账款周转率	32.51	26.23	45.00	32.93	45.00
存货周转率	58.22	25.30	59.73	69.07	62.92
总资产周转率	0.33	0.15	0.33	0.35	0.35
每股指标（元）					
每股收益	0.47	-0.06	0.46	0.53	0.58
每股经营现金流	0.58	0.00	0.43	0.58	0.75
每股净资产	5.98	5.84	6.15	6.55	6.98
估值比率					
市盈率	23.48	-172.23	23.99	20.73	18.93
市净率	1.83	1.87	1.78	1.67	1.57
EV/EBITDA	6.76	49.55	9.96	8.13	6.95
EV/EBIT	8.48	-118.26	11.91	9.59	8.13

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