

# 中青旅 (600138)

证券研究报告

2021年05月02日

## “多元布局+创新营销”助力品牌价值提升

公司2021年Q1实现营业收入13.98亿元,同比增长16.40%,较19Q1减少45.02%;归母净利润-0.65亿元,同比增长67.04%,较19Q1减少201.42%;扣非归母净利润-0.95亿元,同比增长53.75%;基本EPS为-0.09元/股。

**收入端:**分季度看,20Q1/20Q2/20Q3/20Q4/21Q1分别实现营收12.01亿元/13.54亿元/20.92亿元/25.03亿元/13.98亿元,同比-52.76%/-59.09%/-43.34%/-44.48%/+16.40%。

**成本费用端:**毛利率小幅提升,但距完全恢复疫前水平还需一定时间。Q1毛利率为16.75%,同比增加4.88pct,较19Q1减少7.22pct,主要因21年初部分城市疫情反弹导致国内旅游市场恢复趋势出现波动。销售/管理/研发/财务费用率分别为13.13%/9.05%/0.13%/3.55%,同比分别-5.61pct/-2.06pct/+0.06pct/+0.73pct。销售和管理费用率有所下降,主要原因是公司积极进行前瞻性布局,持续压缩成本和费用支出,其他费用率基本保持不变。

**利润端:**盈利能力有所改善,但较疫情前水平还有较大上升空间,随疫情防控逐渐稳定,有望逐步恢复。分季度看,20Q1/20Q2/20Q3/20Q4/21Q1分别实现归母净利润-1.98亿元/0.41亿元/0.29亿元/-1.04亿元/-0.65亿元,同比-408.47%/-87.14%/-82.17%/-546.43%/+67.04%;归母净利率分别为-16.46%/3.02%/1.39%/-4.16%/-4.66%,同比变化-18.98pct/-6.59pct/-3.02pct/-4.68pct/+11.81pct。2021年2月,子公司乌镇旅游为进一步缓解疫情影响下低效资产运营压力,促使资产收益最大化,出售其所有的银杏公寓底层商铺,实现处置收益5013万元。

公司拥有多元布局优势,已经形成了覆盖景区投资与建设、酒店运营与管理、会议展览与线上线下整合营销、旅行社与旅游互联网等领域的多元布局,为公司的稳健发展奠定了扎实的基础。未来公司将继续积极推动各业务板块实现资本与资源快速嫁接,形成联动效应,实现品牌的升值增值。中青旅资产价值显著,股东背景强劲,品牌价值突出,持续创新培育新兴业务和利润增长点。公司深挖两大景区文化内涵、创新营销,我们看好疫情后中青旅的恢复能力,预计公司21-22年净利润分别为5.05亿元/6.34亿元;对应PE分别为17X/14X,维持“买入”评级。

**风险提示:**疫情恢复不及预期,项目推进不及预期,市场竞争加剧。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,053.57	7,150.72	12,124.68	15,093.43	16,045.88
增长率(%)	14.58	(49.12)	69.56	24.49	6.31
EBITDA(百万元)	1,327.63	71.19	1,294.30	1,495.76	1,632.27
净利润(百万元)	568.16	(232.08)	504.70	634.22	763.50
增长率(%)	(4.90)	(140.85)	(317.47)	25.66	20.39
EPS(元/股)	0.78	(0.32)	0.70	0.88	1.05
市盈率(P/E)	15.31	(37.49)	17.24	13.72	11.40
市净率(P/B)	1.32	1.38	1.28	1.17	1.07
市销率(P/S)	0.62	1.22	0.72	0.58	0.54
EV/EBITDA	9.71	164.15	9.23	9.22	5.83

资料来源:wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	12.02元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	723.84
流通A股股本(百万股)	723.84
A股总市值(百万元)	8,700.56
流通A股市值(百万元)	8,700.56
每股净资产(元)	8.65
资产负债率(%)	50.57
一年内最高/最低(元)	13.53/9.34

### 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

- 《中青旅-年报点评报告:景区客单价持续提升,业务架构助力疫后复苏发展》2021-03-27
- 《中青旅-公司点评:疫情导致业绩亏损,顺应消费结构趋势优化产品内容》2021-01-31
- 《中青旅-季报点评:乌镇、古北游客量环比大幅增加,业绩降幅逐季收窄》2020-11-01

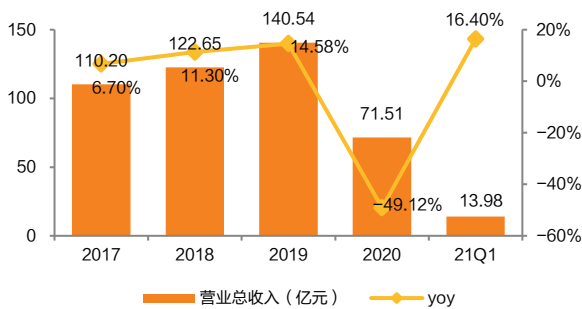
## 1. 公司公布 2021 年一季度

公司 2021 年 Q1 实现营业收入 13.98 亿元，同比增长 16.40%，较 19Q1 减少 45.02%；归母净利润-0.65 亿元，同比增长 67.04%，较 19Q1 减少 201.42%；扣非归母净利润-0.95 亿元，同比增长 53.75%；基本 EPS 为-0.09 元/股。

## 2. 2021 年一季度点评

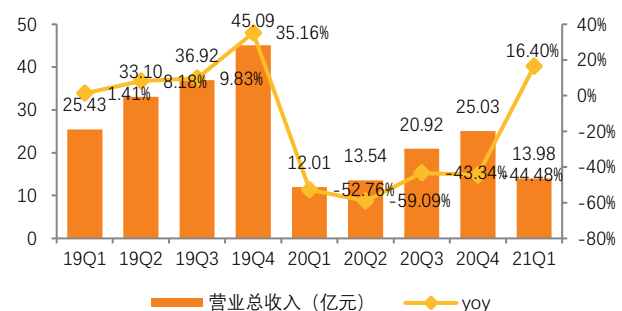
**收入端：分季度看**，20Q1/ 20Q2/ 20Q3/ 20Q4/ 21Q1 分别实现营收 12.01 亿元/13.54 亿元/20.92 亿元/25.03 亿元/13.98 亿元，同比-52.76%/-59.09%/-43.34%/-44.48%/+16.40%。分业务看，①**景区**：受疫情反复和管控措施差异的影响，乌镇和古北两大景区因所处区位、客源结构及游客基数的差异，恢复节奏有所不同。Q1 乌镇接待游客 50.29 万人次，同比+75.65%，实现营收 1.30 亿元，同比+76%；古北接待游客 16 万人次，同比增加 170.73%，实现营收 1.06 亿元，同比增长 130%。随着 3 月中旬一系列疫情管控措施的放松，乌镇和古北水镇呈现出更加积极的复苏态势，清明节小长假期间，乌镇客流、营收分别恢复至 19 年同期六成、七成，古北水镇客流、营收分别恢复至 19 年同期七成、九成。随着五一小长假的到来，景区客流和营收有望进一步恢复。②**整合营销**：中青博联积极调整适应疫情常态化下市场需求变化，净利润较去年同期略有提升。③**酒店**：山水酒店经营数据回升，Q1 营收同比增长 52%，净利润减亏 2,081.01 万元。④**旅行社**：业务持续优化经营成本，在营收同比下降的情况下小幅度减亏。⑤**策略性投资**：Q1 中青旅创格及中青旅风采营业收入同比增长 69%，中青旅大厦营业收入同比增长 29%，各项业务净利润水平平均超出去年同期，继续为公司带来持续稳定的收入和利润贡献。

图 1：2021Q1 营业收入同比增加 16.40%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：分季度营业收入情况

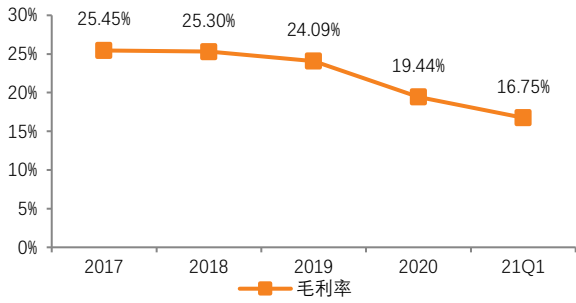


资料来源：Wind，天风证券研究所

**成本费用端：毛利率小幅提升，但距完全恢复疫前水平还需一定时间。**Q1 毛利率为 16.75%，同比增加 4.88pct，较 19Q1 减少 7.22pct，主要因 21 年初部分城市疫情反弹导致国内旅游市场恢复趋势出现波动。销售/ 管理/ 研发/ 财务费用率分别为 13.13%/9.05%/0.13%/3.55%，同比分别-5.61pct/-2.06pct/+0.06pct/+0.73pct。销售和管理费用率有所下降，主要原因是公司积极进行前瞻性布局，持续压缩成本和费用支出，其他费用率基本保持不变。

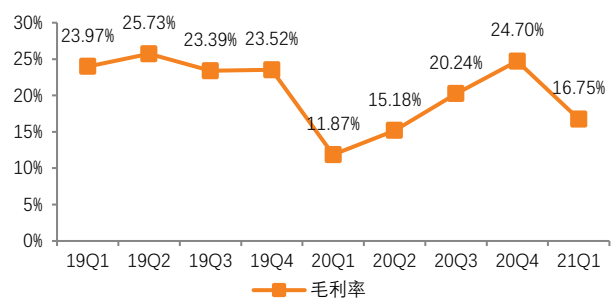
图 3：2021Q1 毛利率为 16.75%

图 4：分季度毛利率情况



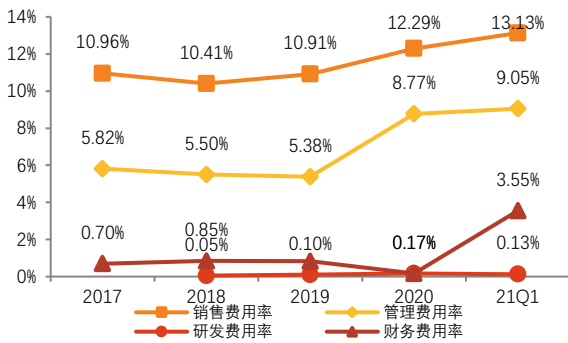
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 2021Q1 销售、管理、财务费用率呈上升趋势

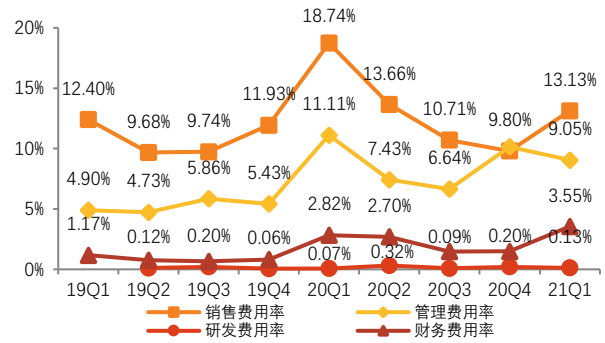


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 分季度期间费用率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

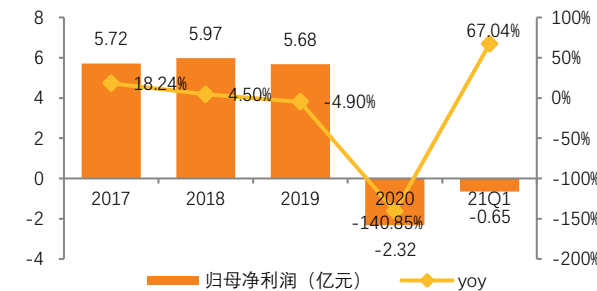


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 8: 分季度归母净利润情况

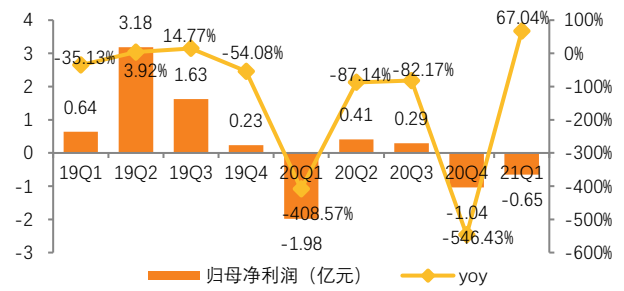
**利润端: 盈利能力有所改善, 但较疫情前水平还有较大上升空间, 随疫情防控逐渐稳定, 有望逐步恢复。**分季度看, 20Q1/ 20Q2/ 20Q3/ 20Q4/ 21Q1 分别实现归母净利润-1.98 亿元 /0.41 亿元 /0.29 亿元 /-1.04 亿元 /-0.65 亿元, 同比 -408.47%/-87.14%/-82.17%/-546.43%/+67.04%; 归母净利率分别为 -16.46%/3.02%/1.39%/-4.16%/-4.66%, 同比变化 -18.98pct/-6.59pct/-3.02pct/-4.68pct/+11.81pct。2021 年 2 月, 子公司乌镇旅游为进一步缓解疫情影响下低效资产运营压力, 促使资产收益最大化, 出售其所有的银杏公寓底层商铺, 实现处置收益 5013 万元。

图 7: 2021Q1 归母净利润同比提升 67.04%



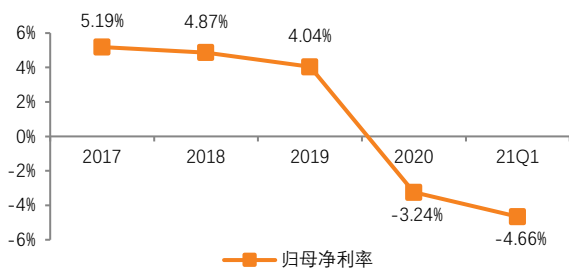
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 9: 2021Q1 归母净利率为-4.66%

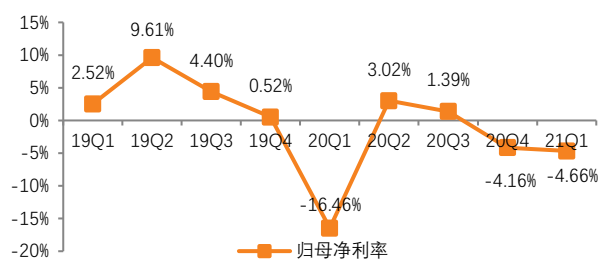


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 分季度归母净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 盈利预测

公司拥有多元布局优势，已经形成了覆盖景区投资与建设、酒店运营与管理、会议展览与线上线下整合营销、旅行社与旅游互联网等领域的多元布局，为公司的稳健发展奠定了扎实的基础。未来公司将继续积极推动各业务板块实现资本与资源快速嫁接，形成联动效应，实现品牌的升值增值。中青旅资产价值显著，股东背景强劲，品牌价值突出，持续创新培育新兴业务和利润增长点。公司深挖两大景区文化内涵、创新营销，我们看好疫情后中青旅的恢复能力，预计公司 21-22 年净利润分别为 5.05 亿元/6.34 亿元；对应 PE 分别为 17X/14X，维持“买入”评级。

### 4. 风险提示

**疫情恢复不及预期：**疫情影响国内旅游市场，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。

**项目推进不及预期：**濮院等建设中的项目受不可抗力等因素的影响，推进情况不及预期。

**市场竞争加剧：**旅游行业进入繁荣发展时代，互联网对行业的渗透，市场竞争日益激烈。旅行社、酒店行业已进入充分竞争阶段

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,003.06	1,755.98	1,477.09	1,207.47	4,593.23
应收票据及应收账款	2,345.06	2,191.54	3,063.85	3,111.18	3,453.52
预付账款	920.67	273.49	1,175.26	800.48	1,399.11
存货	2,367.32	2,877.77	2,581.15	4,909.21	2,492.80
其他	420.71	378.72	546.14	452.01	682.07
<b>流动资产合计</b>	<b>7,056.82</b>	<b>7,477.50</b>	<b>8,843.50</b>	<b>10,480.36</b>	<b>12,620.71</b>
长期股权投资	2,474.09	2,569.79	2,569.79	2,569.79	2,569.79
固定资产	4,083.79	4,219.23	4,230.16	4,174.12	4,064.90
在建工程	441.84	506.10	339.66	251.80	181.08
无形资产	1,213.20	1,153.88	1,117.63	1,081.39	1,045.14
其他	1,166.96	1,128.93	1,041.15	924.99	830.57
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,379.88</b>	<b>9,577.92</b>	<b>9,298.39</b>	<b>9,002.08</b>	<b>8,691.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,436.70</b>	<b>17,055.42</b>	<b>18,141.89</b>	<b>19,482.43</b>	<b>21,312.19</b>
短期借款	2,482.66	3,340.31	2,000.00	3,030.26	2,000.00
应付票据及应付账款	1,727.08	1,406.15	2,261.44	2,634.95	2,975.51
其他	2,014.55	2,861.66	3,562.12	2,472.82	4,375.39
<b>流动负债合计</b>	<b>6,224.30</b>	<b>7,608.12</b>	<b>7,823.56</b>	<b>8,138.03</b>	<b>9,350.91</b>
长期借款	1,026.45	869.66	1,000.00	1,218.96	1,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	240.07	5.21	85.08	110.12	66.80
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,266.52</b>	<b>874.87</b>	<b>1,085.08</b>	<b>1,329.09</b>	<b>1,066.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,490.82</b>	<b>8,483.00</b>	<b>8,908.63</b>	<b>9,467.12</b>	<b>10,417.71</b>
少数股东权益	2,353.68	2,245.86	2,422.21	2,610.46	2,778.02
股本	723.84	723.84	723.84	723.84	723.84
资本公积	1,752.70	1,753.02	1,753.02	1,753.02	1,753.02
留存收益	5,888.74	5,628.03	6,087.21	6,681.01	7,392.62
其他	(1,773.07)	(1,778.33)	(1,753.02)	(1,753.02)	(1,753.02)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,945.88</b>	<b>8,572.43</b>	<b>9,233.25</b>	<b>10,015.31</b>	<b>10,894.48</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>16,436.70</b>	<b>17,055.42</b>	<b>18,141.89</b>	<b>19,482.43</b>	<b>21,312.19</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	909.96	(244.83)	504.70	634.22	763.50
折旧摊销	296.10	349.64	251.76	260.15	266.18
财务费用	123.62	145.17	140.19	143.89	127.72
投资损失	(84.75)	83.59	(44.39)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(336.27)	1,142.83	428.15	(2,510.95)	3,443.01
其它	(312.45)	(866.94)	176.35	188.25	167.57
<b>经营活动现金流</b>	<b>596.21</b>	<b>609.45</b>	<b>1,456.75</b>	<b>(1,364.44)</b>	<b>4,687.98</b>
资本支出	1,399.86	711.50	(19.87)	54.96	93.32
长期投资	522.12	95.69	0.00	0.00	0.00
其他	(3,301.78)	(1,780.08)	4.26	(54.96)	(63.32)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,379.80)</b>	<b>(972.89)</b>	<b>(15.61)</b>	<b>(0.00)</b>	<b>30.00</b>
债权融资	3,540.62	4,851.07	3,291.46	4,570.58	3,417.97
股权融资	(93.10)	(121.51)	(92.96)	(121.97)	(105.80)
其他	(3,068.55)	(3,708.03)	(4,918.52)	(3,353.79)	(4,644.40)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>378.97</b>	<b>1,021.53</b>	<b>(1,720.02)</b>	<b>1,094.82</b>	<b>(1,332.23)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	260.00	260.00	260.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(404.61)</b>	<b>658.10</b>	<b>(18.89)</b>	<b>(9.62)</b>	<b>3,645.75</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>14,053.57</b>	<b>7,150.72</b>	<b>12,124.68</b>	<b>15,093.43</b>	<b>16,045.88</b>
营业成本	10,668.36	5,760.86	9,337.26	11,745.51	12,435.01
营业税金及附加	97.62	31.61	60.62	75.47	80.23
营业费用	1,533.38	879.32	1,333.71	1,599.90	1,684.82
管理费用	742.10	626.96	642.61	784.86	834.39
研发费用	14.18	11.95	18.19	15.09	16.05
财务费用	116.29	138.83	140.19	143.89	127.72
资产减值损失	0.00	(63.19)	(5.87)	(23.02)	(30.69)
公允价值变动收益	13.65	(0.93)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	84.75	(83.59)	304.39	340.00	340.00
其他	(439.56)	18.27	(608.78)	(680.00)	(680.00)
<b>营业利润</b>	<b>1,222.82</b>	<b>(169.37)</b>	<b>902.35</b>	<b>1,091.73</b>	<b>1,238.36</b>
营业外收入	12.55	18.48	14.20	15.08	15.92
营业外支出	2.16	19.89	8.49	10.18	12.85
<b>利润总额</b>	<b>1,233.21</b>	<b>(170.79)</b>	<b>908.06</b>	<b>1,096.62</b>	<b>1,241.43</b>
所得税	323.25	74.05	227.02	274.16	310.36
<b>净利润</b>	<b>909.96</b>	<b>(244.83)</b>	<b>681.05</b>	<b>822.47</b>	<b>931.07</b>
少数股东损益	341.81	(12.75)	176.35	188.25	167.57
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>568.16</b>	<b>(232.08)</b>	<b>504.70</b>	<b>634.22</b>	<b>763.50</b>
每股收益(元)	0.78	(0.32)	0.70	0.88	1.05

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	14.58%	-49.12%	69.56%	24.49%	6.31%
营业利润	-1.16%	-113.85%	-632.76%	20.99%	13.43%
归属于母公司净利润	-4.90%	-140.85%	-317.47%	25.66%	20.39%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.09%	19.44%	22.99%	22.18%	22.50%
净利率	4.04%	-3.25%	4.16%	4.20%	4.76%
ROE	8.62%	-3.67%	7.41%	8.56%	9.41%
ROIC	11.54%	-0.42%	7.39%	9.22%	8.20%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.57%	49.74%	49.11%	48.59%	48.88%
净负债率	28.37%	36.11%	19.65%	33.58%	-10.79%
流动比率	1.13	0.98	1.13	1.29	1.35
速动比率	0.75	0.60	0.80	0.68	1.08
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.13	3.15	4.61	4.89	4.89
存货周转率	6.30	2.73	4.44	4.03	4.34
总资产周转率	0.91	0.43	0.69	0.80	0.79
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.78	-0.32	0.70	0.88	1.05
每股经营现金流	0.82	0.84	2.01	-1.89	6.48
每股净资产	9.11	8.74	9.41	10.23	11.21
<b>估值比率</b>					
市盈率	15.31	-37.49	17.24	13.72	11.40
市净率	1.32	1.38	1.28	1.17	1.07
EV/EBITDA	9.71	164.15	9.23	9.22	5.83
EV/EBIT	11.61	-69.00	11.46	11.17	6.97

### 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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com