

扣非净利环比扭亏，景区恢复至疫情前 6-8 成

中青旅(600138)——2021 半年报点评

评级:	买入	股票代码:	600138
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	13.53/8.91
目标价格:	15.31	总市值(亿)	77.31
最新收盘价:	10.68	自由流通市值(亿)	77.31
		自由流通股数(百万)	723.84

事件概述:

公司 2021 上半年收入/归母净利/扣非净利分别为 35.20/0.34/0.008 亿元，同比 20H1 增长 38%/121%/100%、同比 19H1 增长-40%/-91%/-100%；非经常性收益 2753 万元、主要是出售资产处置损益；经营现金流为 1.74 亿元、同比下降 56%。2021Q2 单季收入/归母净利/扣非净利分别为 21.22/0.99/0.96 亿元，同比 20Q2 增长 57%/142%/191%、同比 19Q2 增长-36%/-69%/-53%。

公司 2021 上半年毛利率 22.13%、同比 20H1 提升 8.5pct、同比 19H1 下降 2.84pct，销售/管理/研发/财务费用率分别 10.75%/6.34%/0.21%/2.78%，同比 20H1 下降 5.29/2.82/-0.01/-0.02pct、同比 19H1 提升-0.11/1.53/0.14/1.84pct。

分析判断:

乌镇、古北水镇景区收入分别恢复至 19H1 的 60%/80%。1、乌镇营收 5.12 亿元、同比 20H1 增长 171%、同比 19H1 下降 40%，其中客流 240 万、同比 19H1 下降 46%、客单 214 元、同比 19H1 增长 12%；净利 1.21 亿元、同比 19H1 下降 72%。2、古北水镇营收 3.37 亿元、同比 20H1 增长 170%、同比 19H1 下降 20%，其中客流 240 万、同比 19H1 下降 4%、客单 347 元、同比 19H1 下降 17%；净利 1010 万元、同比 19H1 下降 85%。3、濮院：受疫情影响，濮院景区预计 2022 年正式开业。

整合营销/酒店收入恢复至 19H1 的 61%/81%。1、中青博联实现营业收入 7.33 亿元、同比 20H1 增长 173%、同比 19H1 下降 39%，实现净利润 738 万元、同比 19H1 下降 65%。2、山水酒店实现营业收入 1.99 亿元、同比 20H1 增长 63%、同比 19H1 下降 19%，净利润-1933 万元。

旅行社收入继续下降、策略性投资收入增长。1、旅行社实现营业收入 1.85 亿元、同比降低 54%，但在常态化成本控制下实现一定程度减亏。2、中青旅创格和中青旅风采实现营业收入 18.78 亿元、同比增长 22%，中青旅大厦继续带来稳定的租金收入和利润贡献。

投资建议

考虑上半年旅行社等业务恢复进展慢及三年度受疫情扰动，下调 2021-23 年营收从 122/136/148 亿元至 77/111/133 亿元，归母净利从 3.6/6.0/6.9 亿元到 0.51/3.36/5.99 亿元。分部估值，1、2023 年主业业绩给予 20 倍 PE（考虑旅行社业务到 23 年有望进一步恢复因此用 23 年业绩估值）2、非核心净资产至少归属公司 21 亿给予 1 倍 PB，因此下调目标价从 19.3 元到 15.31 元（对应 2023 年 111 亿元市值）。看好公司作为优质的低估值景区受益疫情后休闲旅游的持续强势复苏，尤其中秋国庆等节假日催化将助力公司业绩恢复，维持“买入”评级。

风险提示

濮院项目进展不及预期、政府补助额度不及预期、古北改善不及预期、经济下行超预期、自然灾害及疫情等重大事件的不利影响

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,054	7,151	7,656	11,102	13,322
YoY (%)	14.6%	-49.1%	7.1%	45.0%	20.0%
归母净利润(百万元)	568	-232	51	336	599

YoY (%)	-4.9%	-140.8%	122.1%	555.1%	78.1%
毛利率 (%)	24.1%	19.4%	20.6%	22.6%	24.1%
每股收益 (元)	0.78	-0.32	0.07	0.46	0.83
ROE	8.6%	-3.7%	0.8%	4.9%	8.1%
市盈率	13.61	-33.31	150.64	23.00	12.91

资料来源：公司公告 华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：何富丽

邮箱：hefl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	7,151	7,656	11,102	13,322	净利润	-245	85	508	905
YoY (%)	-49.1%	7.1%	45.0%	20.0%	折旧和摊销	350	329	329	329
营业成本	5,761	6,077	8,590	10,108	营运资金变动	165	816	-524	-330
营业税金及附加	32	37	54	65	经营活动现金流	609	1,169	232	815
销售费用	879	819	1,077	1,226	资本开支	-781	-328	-376	-370
管理费用	627	481	642	704	投资	-203	-157	-157	-157
财务费用	139	190	140	100	投资活动现金流	-973	-486	-532	-523
资产减值损失	-63	0	0	0	股权募资	4	0	0	0
投资收益	-84	-1	1	4	债务募资	4,974	0	0	0
营业利润	-169	110	682	1,220	筹资活动现金流	1,022	0	0	0
营业外收支	-1	6	6	6	现金净流量	654	683	-300	292
利润总额	-171	116	688	1,226	主要财务指标				
所得税	74	30	180	321	成长能力	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-245	85	508	905	营业收入增长率	-49.1%	7.1%	45.0%	20.0%
归属于母公司净利润	-232	51	336	599	净利润增长率	-140.8%	122.1%	555.1%	78.1%
YoY (%)	-140.8%	122.1%	555.1%	78.1%	盈利能力				
每股收益	-0.32	0.07	0.46	0.83	毛利率	19.4%	20.6%	22.6%	24.1%
资产负债表 (百万元)					净利率	-3.4%	1.1%	4.6%	6.8%
货币资金	1,756	2,439	2,139	2,432	总资产收益率 ROA	-1.4%	0.3%	2.0%	3.2%
预付款项	273	524	741	872	净资产收益率 ROE	-3.7%	0.8%	4.9%	8.1%
存货	2,878	1,349	1,906	2,243	偿债能力				
其他流动资产	2,570	1,642	2,275	2,682	流动比率	0.98	0.96	0.99	1.08
流动资产合计	7,477	5,954	7,062	8,229	速动比率	0.57	0.66	0.62	0.67
长期股权投资	2,570	2,726	2,883	3,040	现金比率	0.23	0.39	0.30	0.32
固定资产	4,219	4,556	4,863	5,138	资产负债率	49.7%	44.9%	46.3%	45.6%
无形资产	1,153	1,153	1,153	1,153	经营效率				
非流动资产合计	9,578	9,854	10,165	10,445	总资产周转率	0.42	0.48	0.64	0.71
资产合计	17,055	15,808	17,226	18,674	每股指标 (元)				
短期借款	3,340	3,340	3,340	3,340	每股收益	-0.32	0.07	0.46	0.83
应付账款及票据	1,406	984	1,391	1,636	每股净资产	8.74	8.89	9.39	10.22
其他流动负债	2,862	1,894	2,370	2,670	每股经营现金流	0.84	1.61	0.32	1.13
流动负债合计	7,608	6,218	7,101	7,647	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	870	870	870	870	估值分析				
其他长期负债	5	5	5	5	PE	-33.31	150.64	23.00	12.91
非流动负债合计	875	875	875	875	PB	1.17	1.20	1.14	1.05
负债合计	8,483	7,093	7,975	8,521					
股本	724	724	724	724					
少数股东权益	2,246	2,280	2,452	2,758					
股东权益合计	8,572	8,716	9,251	10,153					
负债和股东权益合计	17,055	15,808	17,226	18,674					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，3年研究经验，曾任职于国盛证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。