

信义山证汇通天下

证券研究报告

社服/旅游综合

中青旅 (600138.SH)

维持评级

报告原因：业绩公告

Q2 环比扭亏为盈，双镇丰富经营业态业绩持续复苏爬坡 增持

2021 年 8 月 28 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 8 月 27 日

收盘价(元):	10.68
年内最高/最低(元):	13.38/9.31
流通 A 股/总股本(亿):	7.24/7.24
流通 A 股市值(亿):	77.31
总市值(亿):	77.31

基础数据：2021 年 6 月 30 日

基本每股收益:	0.04
每股净资产(元):	8.47
净资产收益率:	0.53%

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】中青旅 (600138.SH) 2021 一季报点评：21Q1 亏损缩窄，南北两镇客流有序恢复 (2021-4-30)

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- 公司发布 2021 年中期财报，期内实现营收 35.2 亿元 (+37.77%)，恢复至 2019 年同期 60.15%；归母净利润 3362.4 万元 (+121.43%)，恢复至 2019 年同期 8.79%；扣非归母净利润 3281.78 万元 (+80.62%)，EPS0.04 元。其中 Q2 实现营收 21.22 亿元 (+56.73%)，环比 Q1 增长 51.78%；归母净利润 9881.08 万元 (+141.64%)，环比 Q1 扭亏为盈，增加 1.64 亿元；扣非归母净利润 9628.89 万元 (+191.11%)。
- 南北两镇经营情况同比大幅回暖。期内乌镇实现营收 5.12 亿元 (+170.77%)，实现净利润 1.21 亿元，累计接待游客 239.57 万人次 (+224.71%)，其中东栅接待游客 91.01 万人次、西栅接待游客 148.56 万人次。上半年公司持续推出多元化业态场景，同时继续延续文化小镇标签，举办插画艺术展、古镇嘉年华等活动。古北水镇 21H1 实现营收 3.37 亿元 (+169.6%)，实现净利润 1009.95 万元，累计接待游客 97.09 万人次 (+305.05%)。受疫情影响，濮院景区将于 2022 年开业。
- 期内毛利率增长 8.5pct 至 22.13%，整体费用率下降 8.09pct 至 19.87%。其中销售费用率 10.75% (-5.29pct)、管理费用率 6.34% (-2.82pct)，研发费用率 0.21% (+0.01pct) 系本期研发新信息系统，财务费用率 2.78% (+0.02pct) 系新租赁准则影响，本期确认租赁利息费用增加。经营活动产生现金流净额 1.74 亿元 (-55.84%) 系增加采购支出；筹资活动产生现金流净额 -2575 万元 (-104.58%) 系本期取得银行借款同比减少。
- 投资建议：公司持续多元化布局经营，疫情后加大线上线下整合营销、旅行社国内游市场投入。短期京郊怀柔高铁正常运行，南北两镇经营持续回暖，北京环球影城开业有望带动环京目的地旅游景气度提升；中长期持续看好国内旅游市场复苏增长。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.76\1.11\1.61，对应公司 8 月 27 日收盘价 10.68 元，2021-2023 年 PE 分别为 14.0\9.6\6.6，维持“增持”评级。

存在风险

- 景区客流下降风险；门票降价风险；疫情对旅游行业影响超预期风险。

盈利预测和财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7151	11227	14146	16126
收入同比	-49%	57%	26%	14%
归母净利润(百万元)	-232	552	805	1162
净利润同比	-141%	338%	46%	44%
毛利率	19.4%	24.0%	25.0%	27.0%
ROE	-2.9%	5.5%	7.2%	8.8%
EPS(元)	-0.32	0.76	1.11	1.61
P/E	-33.4	14.0	9.6	6.6
P/B	1.44	0.91	0.8	0.68
EV/EBITDA	167	10	8	5

资料来源：wind，山西证券研究所

1. 公司 2021 年中报业绩表现

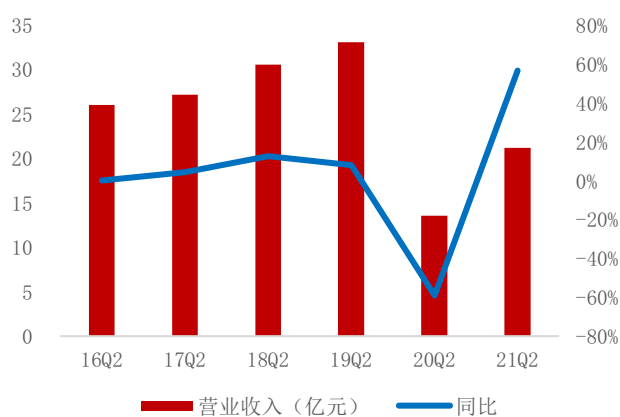
公司发布 2021 年中期财报，期内实现营收 35.2 亿元（+37.77%），恢复至 2019 年同期 60.15%；归母净利润 3362.4 万元（+121.43%），恢复至 2019 年同期 8.79%；扣非归母净利润 3281.78 万元（+80.62%），EPS0.04 元。其中 Q2 实现营收 21.22 亿元（+56.73%），环比 Q1 增长 51.78%；归母净利润 9881.08 万元（+141.64%），环比 Q1 扭亏为盈，增加 1.64 亿元；扣非归母净利润 9628.89 万元（+191.11），Q2 经营情况环比 Q1 大幅提升。

图 1：中青旅营收情况及增速



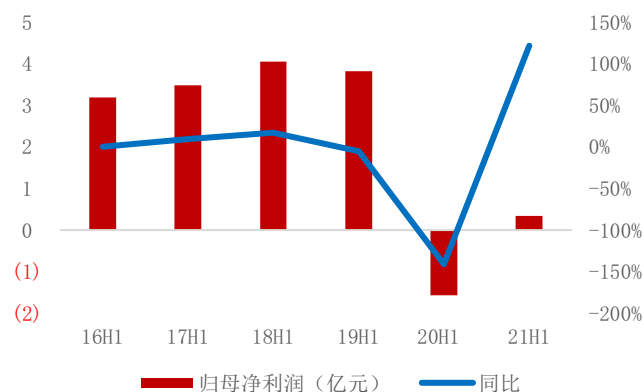
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：中青旅分季度营收情况及增速



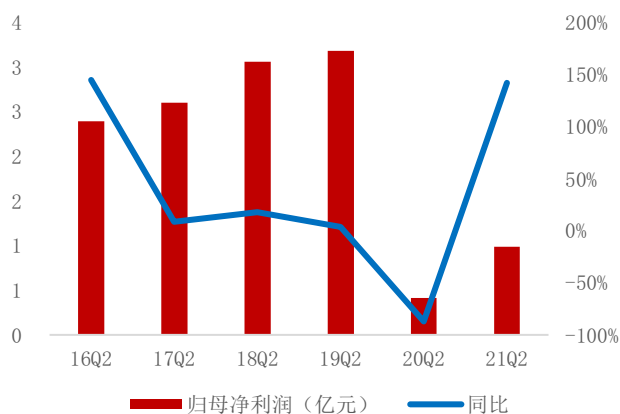
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：中青旅归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：中青旅分季度归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

1.1 收入端

南北两镇经营情况同比大幅回暖。期内乌镇实现营收 5.12 亿元（+170.77%），实现净利润 1.21 亿元，累计接待游客 239.57 万人次（+224.71%），其中东栅接待游客 91.01 万人次、西栅接待游客 148.56 万人次。上半年公司持续推出多元化业态场景，打造沉浸式体验产品，推出乌镇香市节、端午百粽宴以及结合欧洲杯为球迷营造赛事氛围。同时继续延续文化小镇标签，举办插画艺术展、古镇嘉年华等活动。古北水镇 21H1 实现营收 3.37 亿元（+169.6%），实现净利润 1009.95 万元，累计接待游客 97.09 万人次（+305.05%）。受疫情影响，濮院景区将于 2022 年开业。

表一：乌镇、古北水镇经营情况

	16H1	17H1	18H1	19H1	20H1	21H1
乌镇营收（亿元）	7.04	7.84	8.33	8.55	1.89	5.12
同比	30.56%	11.38%	6.26%	2.60%	-77.89%	170.77%
乌镇接待游客量（万人次）	477.85	512.62	449.57	445.98	73.78	239.57
同比	23.38%	7.28%	-12.30%	-0.80%	-83.46%	224.71%
乌镇景区人均消费（元/人）	147.33	152.94	185.29	191.71	256.17	213.71
同比		3.81%	21.15%	3.47%	33.62%	-16.57%
其中：东栅游客量（万人次）	227.54	245.11	202.48			91.01
yoy	16.75%	8.08%	-17.39%			
其中：西栅游客量（万人次）	250.2	267.51	247.09			148.56
yoy	30.11%	6.92%	-7.63%			
古北水镇营收（亿元）	3.04	4.34	4.57	4.2	1.25	3.37
yoy	93.60%	42.62%	5.32%	-8.04%	-70.29%	160.60%
古北水镇接待游客量（万人次）	93.51	119.72	110.4	100.68	23.97	97.09
yoy	89.53%	28.02%	7.78%	-8.81%	-76.19%	305.05%
古北水镇人均消费（元/人）	325.10	362.51	413.95	417.16	521.49	347.10
yoy		11.51%	14.19%	0.78%	25.01%	-33.44%

资料来源：wind，山西证券研究所

酒店业务实现营收 1.99 亿元（+62.5%），净亏损 1933.21 万元，较 2020 年同期减亏 3436 万元。期内商务出行和周边游市场逐步开放，酒店行业客流回暖，山水酒店紧抓行业复苏机会，完善智能化建设，提升整体运营效能。

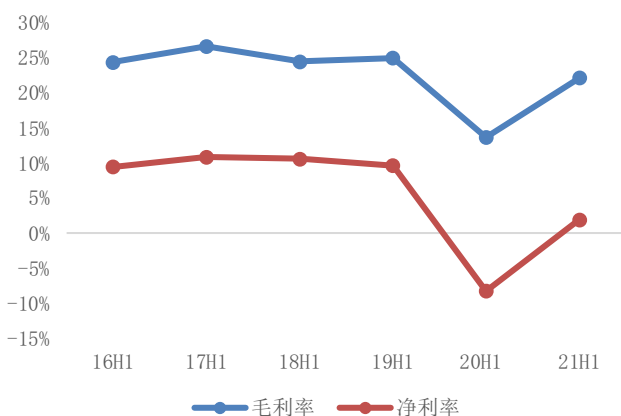
整合营销业务实现营收 7.33 亿元（+172.93%），净利润 737.5 万元。期内公司继续完善“博联云+”线上线展会活动方案，参与完成北京·平谷世界休闲大会、首届中国国际消费品博览会、世界智能大会等。继续发展数字营销业务，与互联网战略合作、打造数字广告、短视频直播营销等产品。

受疫情影响旅行社业务恢复缓慢。出境游尚未解禁，公司转向国内游市场，期内实现营收 1.85 亿元(-54.43%)，在常态化成本控制下一定程度减亏。策略性投资业务中青旅创格和中青旅风采实现营收 18.78 亿元(+22%)，中青旅大厦继续为公司带来稳定的租金收入和利润贡献。

1.2 费用端

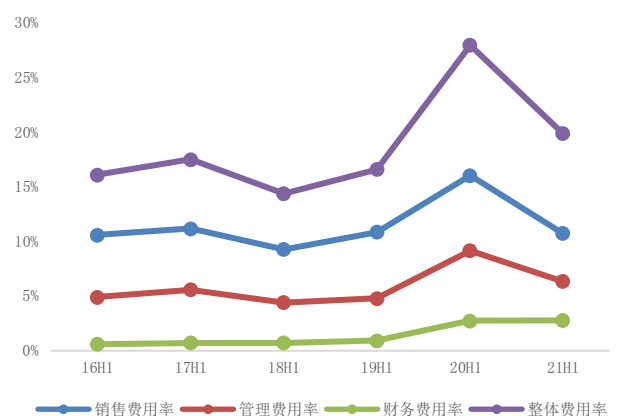
期内毛利率增长 8.5pct 至 22.13%，整体费用率下降 8.09pct 至 19.87%。其中销售费用率 10.75%(-5.29pct)、管理费用率 6.34%(-2.82pct)，研发费用率 0.21%(+0.01pct)系本期研发新信息系统所致，财务费用率 2.78%(+0.02pct)系新租赁准则影响，本期确认租赁利息费用增加所致。经营活动产生现金流净额 1.74 亿元(-55.84%)系增加采购支出；筹资活动产生现金流净额-2575 万元(-104.58%)系本期取得银行借款同比减少所致。

图 5：中青旅毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：中青旅各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

2. 投资建议及盈利预测

公司持续多元化布局经营，疫情后加大线上线下整合营销、旅行社国内游市场投入。短期京郊怀密高铁正常运行，南北两镇经营持续回暖，北京环球影城开业有望带动环京目的地旅游景气度提升；中长期持续看好国内旅游市场复苏增长。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.76\1.11\1.61，对应公司 8 月 27 日收盘价 10.68 元，2021-2023 年 PE 分别为 14.0\9.6\6.6，维持“增持”评级。

3. 风险提示

同行竞争风险；安全事故风险；景区客流下降风险；门票降价风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；居民消费需求不及预期风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	7,477	8,108	8,913	9,886	营业收入	7,151	11,227	14,146	16,126
现金	1,756	1,932	2,125	2,380	营业成本	5,761	8,532	10,609	11,772
应收账款	2,334	2,895	3,421	4,052	营业税金及附	32	34	42	48
其他应收款	142	265	265	265	销售费用	879	1,224	1,542	1,758
预付账款	273	276	282	290	管理费用	627	593	747	851
存货	2,878	2,950	3,023	3,099	财务费用	139	90	113	129
其他流动资产	94	(209)	(203)	(199)	资产减值损失	(63)	(1)	(1)	(1)
非流动资产	9,578	9,955	10,22	11,18	公允价值变动	(1)	0	0	0
长期投资	2,570	3,084	3,238	3,562	投资净收益	(84)	1	1	1
固定资产	4,492	4,942	5,040	5,192	营业利润	(169)	757	1,094	1,570
无形资产	1,153	1,165	1,176	1,188	营业外收入	18	0	0	0
其他非流动	1,363	765	770	1,240	营业外支出	20	1	1	1
资产总计	17,05	18,063	19,13	21,06	利润总额	(171)	756	1,094	1,569
流动负债	7,608	6,860	6,846	6,805	所得税	74	189	273	392
短期借款	3,340	3,407	3,475	3,545	净利润	(245)	567	820	1,177
应付账款	1,216	1,228	1,240	1,253	少数股东损益	(13)	15	15	15
其他流动负	3,052	2,225	2,131	2,008	归属母公司净利	(232)	552	805	1,162
非流动负债	875	878	887	896	EBITDA	71	1,208	1,564	2,050
长期借款	870	878	887	896	EPS (元)	(0.32)	0.76	1.11	1.61
其他非流动	5	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	8,483	7,738	7,733	7,701	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权	2,246	350	350	350	成长能力				
股本	724	724	724	724	营业收入	-49.12%	57.00%	26.00%	14.00%
资本公积	1,753	437	437	437	营业利润	-113.85	-546.78	44.63%	43.44%
留存收益	3,875	3,912	3,949	3,986	归属于母公司净	-140.85	-337.92	45.87%	44.27%
归属母公司股东	6,327	9,975	11,40	13,36	获利能力				
负债和股东权	17,05	18,063	19,13	21,06	毛利率(%)	19.44%	24.00%	25.00%	27.00%
现金流量表					净利率(%)	-3.25%	4.92%	5.69%	7.21%
单位:百万元					ROE(%)	-2.86%	5.49%	7.19%	8.81%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
经营活动现金	609	746	251	448	偿债能力				
净利润	(232)	552	805	1,162	资产负债率(%)	49.74%	42.84%	40.41%	36.55%
折旧摊销	350	105	105	105	净负债比率(%)	25.60%	16.47%	11.64%	7.42%
财务费用	145	(6)	(10)	(10)	流动比率	0.98	1.18	1.30	1.45
投资损失	84	(1)	(1)	(1)	速动比率	0.60	0.75	0.86	1.00
营运资金变动	1,773	81	(663)	(823)	营运能力				
其他经营现	(1,510)	15	15	15	总资产周转率	0.43	0.64	0.76	0.80
投资活动现金	(973)	(1,433)	(1,149)	(1,149)	应收账款周转	3.15	4.66	4.89	4.65
资本支出	0	(900)	(900)	(900)	应付账款周转	5.29	9.19	11.46	12.94
长期投资	(96)	(250)	(250)	(250)	每股指标 (元)				
其他投资现	(877)	(283)	1	1	每股收益(最新摊薄)	(0.32)	0.76	1.11	1.61
筹资活动现金	1,022	(1,126)	(561)	(581)	每股经营现金流(最新)	0.84	1.03	0.35	0.62
短期借款	858	(430)	(430)	(430)	每股净资产(最新摊薄)	8.74	13.78	15.76	18.47
长期借款	(157)	40	40	40	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	(33.4)	14.0	9.6	6.6
资本公积增	0	0	(50)	(50)	P/B	1.4	0.9	0.8	0.7
其他筹资现	321	(736)	(121)	(141)	EV/EBITDA	167.42	9.76	7.52	5.46
现金净增加额	658	(1,813)	(1,459)	(1,281)					

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

