

中青旅 (600138)

证券研究报告

2021年09月01日

21H1 营收恢复至 19 年同期六成，文旅复苏助力业绩改善

公司 21H1 实现营收 35.20 亿元，同比+37.77%，相比 19 年同期-39.85%；归母净利润 0.34 亿元，同比+121.43%，相比 19 年同期-91.20%；扣非后归母净利润 80.62 万元，同比+100.26%，相比 19 年同期-99.69%；基本 EPS 为 0.05 元/股。非经常损益主要为政府资助 848 万元及出售乌镇银杏公寓底层商铺收益 5013 万元。

收入端：21Q2 营收进一步改善。分季度看，21Q1/Q2 分别实现营收 13.98 亿元/ 21.22 亿元，同比+16.40%/ +56.73%，相比 19 年同期-45.01%/ -35.88%。分业务看，①景区业务，乌镇景区/ 古北水镇实现营收 5.12 亿元/ 3.37 亿元，同比+170.77%/ +169.60%；②策略性投资：创格科技及中青旅风采实现营收 18.78 亿元，同比+22%，占比达 53.35%。IT 产品销售与技术服务作为非旅游产业受疫情影响较小，为公司主收入来源。③酒店业务/ 整合营销业务/ 旅行社业务实现营收 1.99 亿元/ 7.33 亿元/ 1.85 亿元，同比+62.50%/ +172.93%/ -54.43%。分地区看，中国内地是其主收入来源。

成本费用端：成本压缩毛利率逐步恢复近 19 年同期水平，宣传费投入减少销售费用率有所降低。 21H1 毛利率为 22.13%，同比+8.50pct，相比 19 年同期-2.83pct；分季度看，21Q1/ Q2 毛利率分别为 16.75%/ 25.67%，同比+4.87pct/ +10.49pct，相比 19 年同期-7.22pct/ -0.06pct。21H1 期间费用率为 20.08%，同比-8.08pct，相比 19 年同期+3.40pct；21Q1/ Q2 期间费用率为 25.86%/ 16.28%。21H1 销售/ 管理/ 研发/ 财务费用率分别为 10.75%/ 6.34%/ 0.21%/ 2.78%，同比-5.29pct/ -2.82pct/ -0.01pct/ +0.02pct，相比 19 年同期-0.11pct/ +1.53pct/ 0.14pct/ +1.84pct；财务费用增长主要系新租赁会计准则。

利润端：21Q2 归母净利润扭亏为盈，盈利能力有所改善。 21Q1/ Q2 归母净利润分别为-0.65 亿元/ 0.99 亿元，同比+67.04%/ +141.64%，相比 19 年同期-201.72%/ -68.94%。分业务看，乌镇景区累计游客量 239.57 万人次，同比增长 224.71%，实现净利润 1.21 亿元；古北水镇累计游客量 97.09 万人次，同比增长 305.05%，实现净利润 0.1 亿元；酒店业务实现净利润-0.19 亿元，IT 产品销售与技术服务实现净利润 0.18 亿元。

公司产业板块众多，积极发挥协同效应，运用“4+3”架构积极布局产业融合领域，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。未来公司仍将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。**中青旅景区资源显著，股东背景强劲，我们看好疫后中青旅的复苏能力，预计公司 21-22 年净利润分别为 3.6 亿元/ 6.4 亿元；对应 PE 分别为 21X/ 12X，建议关注。**

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	9,277.75	11,011.23	12,592.81
增长率(%)	14.58	(49.12)	29.75	18.68	14.36
EBITDA(百万元)	1,327.63	71.19	1,031.30	1,475.33	1,635.20
净利润(百万元)	568.16	(232.08)	362.36	636.84	778.96
增长率(%)	(4.90)	(140.85)	(256.14)	75.75	22.32
EPS(元/股)	0.78	(0.32)	0.50	0.88	1.08
市盈率(P/E)	13.61	(33.31)	21.33	12.14	9.92
市净率(P/B)	1.17	1.22	1.16	1.06	0.97
市销率(P/S)	0.55	1.08	0.83	0.70	0.61
EV/EBITDA	9.71	164.15	9.30	8.27	4.71

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	11.02 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)	7,976.72
流通 A 股市值(百万元)	7,976.72
每股净资产(元)	8.79
资产负债率(%)	50.82
一年内最高/最低(元)	13.53/8.91

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

张一帆 联系人
zhangyifana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

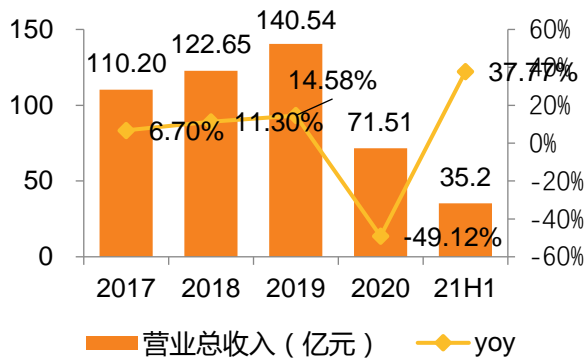
相关报告

- 《中青旅-季报点评：“多元布局+创新营销”助力品牌价值提升》
2021-05-02
- 《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

1. 公司发布 2021 年中期业绩报告

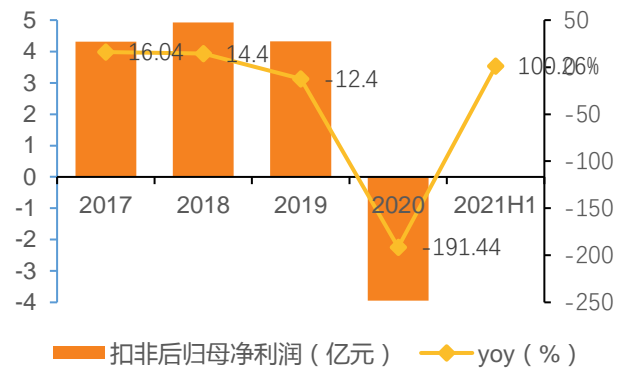
公司 21H1 实现营收 35.20 亿元, 同比+37.77%, 相比 19 年同期-39.85%; 归母净利润 0.34 亿元, 同比+121.43%, 相比 19 年同期-91.20%; 扣非后归母净利润 80.62 万元, 同比+100.26%, 相比 19 年同期-99.69%; 基本 EPS 为 0.05 元/股。非经常损益主要为政府资助 848 万元及出售乌镇银杏公寓底层商铺收益 5013 万元。

图 1: 21H1 营收恢复至 19 年同期六成



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 21H1 扣非后归母净利润扭亏为盈

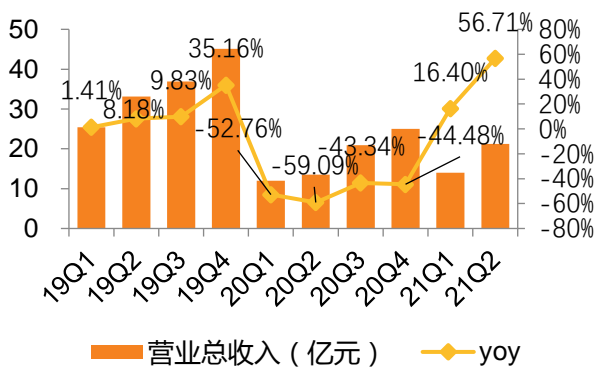


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 2021 年中报业绩点评

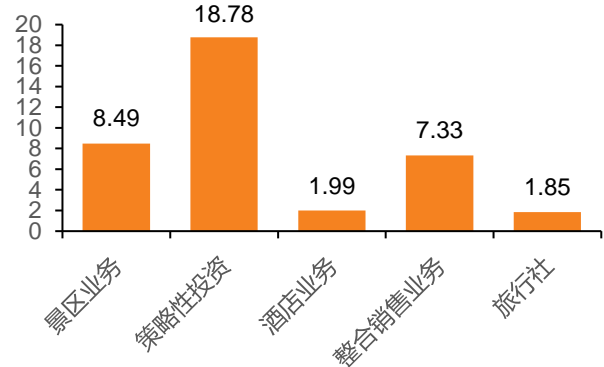
收入端: 21Q2 营收进一步改善。分季度看, 21Q1/Q2 分别实现营收 13.98 亿元/ 21.22 亿元, 同比+16.40%/ +56.73%, 相比 19 年同期-45.01%/ -35.88%。分业务看, ①景区业务, 乌镇景区/ 古北水镇实现营收 5.12 亿元/ 3.37 亿元, 同比+170.77%/ +169.60%; ②策略性投资: 创格科技及中青旅风采实现营收 18.78 亿元, 同比+22%, 占比达 53.35%。IT 产品销售与技术服务作为非旅游产业受疫情影响较小, 为公司主收入来源。③酒店业务/ 整合营销业务/ 旅行社业务实现营收 1.99 亿元/ 7.33 亿元/ 1.85 亿元, 同比+62.50%/ +172.93%/ -54.43%。分地区看, 中国内地是其主收入来源。

图 3: 2019Q1-2021Q2 公司营业收入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

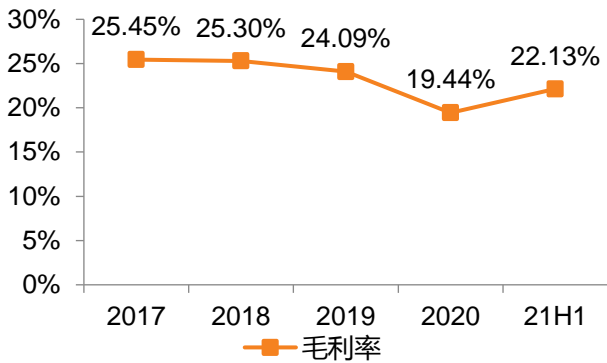
图 4: 2021H1 非旅游业务为主收入来源 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

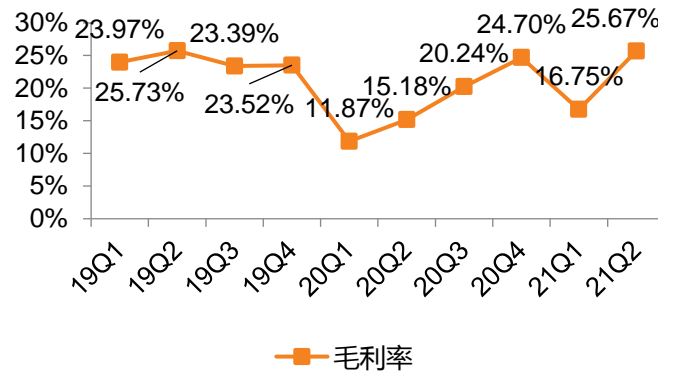
成本费用端: 成本压缩毛利率逐步恢复近 19 年同期水平, 宣传费投入减少销售费用率有所降低。21H1 毛利率为 22.13%, 同比+8.50pct, 相比 19 年同期-2.83pct; 分季度看, 21Q1/Q2 毛利率分别为 16.75%/ 25.67%, 同比+4.87pct/ +10.49pct, 相比 19 年同期-7.22pct/ -0.06pct。21H1 期间费用率为 20.08%, 同比-8.08pct, 相比 19 年同期+3.40pct; 21Q1/ Q2 期间费用率为 25.86%/ 16.28%。21H1 销售/ 管理/ 研发/ 财务费用率分别为 10.75%/ 6.34%/ 0.21%/ 2.78%, 同比-5.29pct/ -2.82pct/ -0.01pct/ +0.02pct, 相比 19 年同期-0.11pct/ +1.53pct/ 0.14pct/ +1.84pct; 财务费用增长主要系新租赁会计准则。

图 5：21H1 毛利有所回升



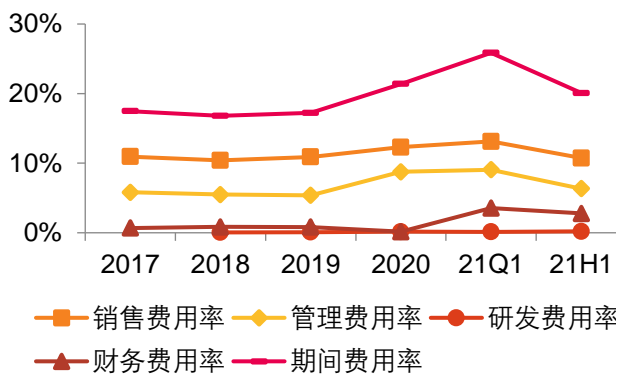
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：21Q2 毛利有所回升



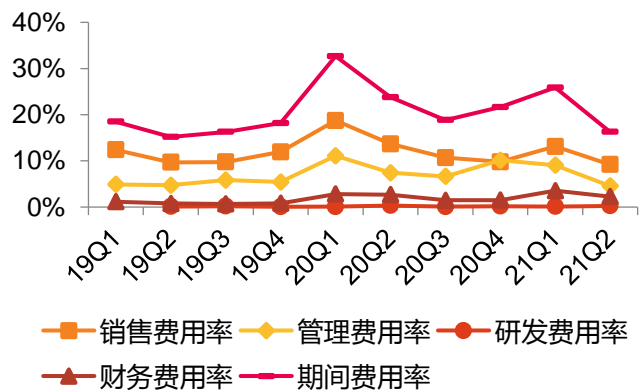
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：21H1 费用率有所改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

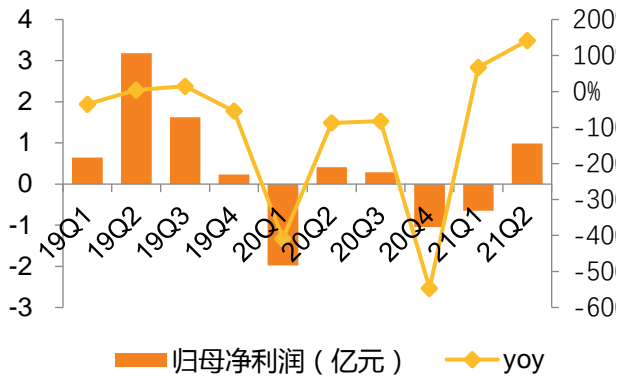
图 8：21Q2 费用有所调整



资料来源：Wind，天风证券研究所

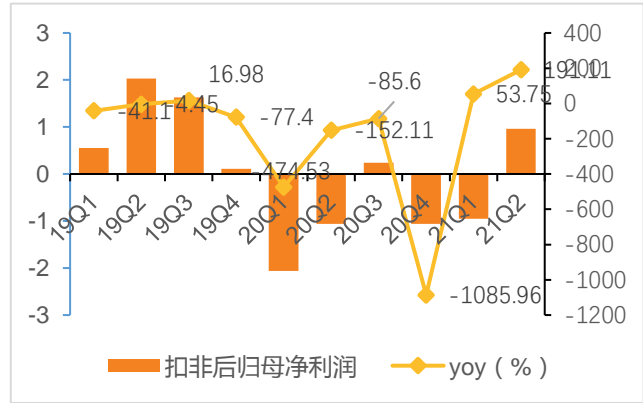
利润端：21Q2 归母净利润扭亏为盈，盈利能力有所改善。21Q1/ Q2 归母净利润分别为-0.65 亿元/ 0.99 亿元，同比+67.04%/ +141.64%，相比 19 年同期-201.72%/ -68.94%。分业务看，乌镇景区累计游客量 239.57 万人次，同比增长 224.71%，实现净利润 1.21 亿元；古北水镇累计游客量 97.09 万人次，同比增长 305.05%，实现净利润 0.1 亿元；酒店业务实现净利润 -0.19 亿元，IT 产品销售与技术服务的实现净利润 0.18 亿元。

图 9：21Q2 实现扭亏为盈



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：21Q2 扣非后归母净利润有所上升



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 盈利预测

公司产业板块众多，积极发挥协同效应，运用“4+3”架构积极布局产业融合领域，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。未来公司仍将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。**中青旅景区资源显著，股东背景强劲，我们看好疫后中青旅的复苏能力，预计公司 21-22 年净利润分别为 3.6 亿元/ 6.4 亿元；对应 PE 分别为 21X/ 12X，建议关注。**

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	2,806.47	880.90	5,388.24
应收票据及应收账款	2,345.06	2,191.54	1,829.86	2,675.06	2,476.92
预付账款	920.67	273.49	831.22	568.34	1,112.81
存货	2,367.32	2,877.77	1,284.81	4,021.16	1,636.19
其他	420.71	378.72	423.12	402.44	572.41
流动资产合计	7,056.82	7,477.50	7,175.48	8,547.89	11,186.57
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
非流动资产合计	9,379.88	9,577.92	9,298.39	9,002.08	8,691.48
资产总计	16,436.70	17,055.42	16,473.87	17,549.96	19,878.05
短期借款	2,482.66	3,340.31	2,000.00	2,299.04	2,000.00
应付票据及应付账款	1,727.08	1,406.15	1,390.49	2,077.98	2,210.09
其他	2,014.55	2,861.66	2,944.29	2,181.15	3,864.88
流动负债合计	6,224.30	7,608.12	6,334.77	6,558.18	8,074.97
长期借款	1,026.45	869.66	1,000.00	1,042.36	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
非流动负债合计	1,266.52	874.87	1,085.08	1,152.48	1,066.80
负债合计	7,490.82	8,483.00	7,419.85	7,710.66	9,141.78
少数股东权益	2,353.68	2,245.86	2,372.47	2,561.50	2,732.46
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	5,957.70	6,553.96	7,279.98
其他	(1,773.07)	(1,778.33)	(1,753.02)	(1,753.02)	(1,753.02)
股东权益合计	8,945.88	8,572.43	9,054.02	9,839.30	10,736.27
负债和股东权益总计	16,436.70	17,055.42	16,473.87	17,549.96	19,878.05

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	909.96	(244.83)	362.36	636.84	778.96
折旧摊销	296.10	349.64	251.76	260.15	266.18
财务费用	123.62	145.17	133.29	118.92	105.53
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	1,936.76	(3,262.31)	3,638.98
其它	(312.45)	(866.94)	126.61	189.03	170.96
经营活动现金流	596.21	609.45	2,766.39	(2,137.37)	4,880.61
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)
投资活动现金流	(1,379.80)	(972.89)	(15.61)	(0.00)	30.00
债权融资	3,540.62	4,851.07	3,291.46	3,662.76	3,417.97
股权融资	(93.10)	(121.51)	(86.07)	(97.00)	(83.61)
其他	(3,068.55)	(3,708.03)	(4,905.68)	(3,353.96)	(3,737.63)
筹资活动现金流	378.97	1,021.53	(1,700.29)	211.80	(403.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	260.00	260.00	260.00
现金净增加额	(404.61)	658.10	1,310.49	(1,665.57)	4,767.34

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	14,053.57	7,150.72	9,277.75	11,011.23	12,592.81
营业成本	10,668.36	5,760.86	7,119.91	8,320.19	9,504.08
营业税金及附加	97.62	31.61	46.39	55.06	62.96
营业费用	1,533.38	879.32	1,020.55	1,167.19	1,322.25
管理费用	742.10	626.96	603.05	605.62	692.60
研发费用	14.18	11.95	18.56	11.01	12.59
财务费用	116.29	138.83	133.29	118.92	105.53
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)
营业利润	1,222.82	(169.37)	646.25	1,096.26	1,263.49
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
利润总额	1,233.21	(170.79)	651.96	1,101.16	1,266.55
所得税	323.25	74.05	162.99	275.29	316.64
净利润	909.96	(244.83)	488.97	825.87	949.92
少数股东损益	341.81	(12.75)	126.61	189.03	170.96
归属于母公司净利润	568.16	(232.08)	362.36	636.84	778.96
每股收益(元)	0.78	(0.32)	0.50	0.88	1.08

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	14.58%	-49.12%	29.75%	18.68%	14.36%
营业利润	-1.16%	-113.85%	-481.55%	69.63%	15.25%
归属于母公司净利润	-4.90%	-140.85%	-256.14%	75.75%	22.32%
获利能力					
毛利率	24.09%	19.44%	23.26%	24.44%	24.53%
净利率	4.04%	-3.25%	3.91%	5.78%	6.19%
ROE	8.62%	-3.67%	5.42%	8.75%	9.73%
ROIC	11.54%	-0.42%	5.52%	10.67%	8.74%
偿债能力					
资产负债率	45.57%	49.74%	45.04%	43.94%	45.99%
净负债率	28.37%	36.11%	5.36%	28.27%	-18.35%
流动比率	1.13	0.98	1.13	1.30	1.39
速动比率	0.75	0.60	0.93	0.69	1.18
营运能力					
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	4.46	4.15	4.45
总资产周转率	0.91	0.43	0.55	0.65	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.78	-0.32	0.50	0.88	1.08
每股经营现金流	0.82	0.84	3.82	-2.95	6.74
每股净资产	9.11	8.74	9.23	10.05	11.06
估值比率					
市盈率	13.61	-33.31	21.33	12.14	9.92
市净率	1.17	1.22	1.16	1.06	0.97
EV/EBITDA	9.71	164.15	9.30	8.27	4.71
EV/EBIT	11.61	-69.00	12.31	10.04	5.63

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