

# 黄山旅游 (600054)

证券研究报告

2021年09月02日

## 疫情好转旅游加速回暖，花山谜窟助力景区持续升级

2021H1 公司实现营收 4.61 亿元，同比增长 130.26%；归母净利润 3450.10 万元，较去年同期增加 1.23 亿元，同比扭亏为盈；基本每股收益为 0.05 元，去年同期为-0.12 元。

**收入端：疫情好转收入恢复加速，旅客人次回暖约六成。**21Q1/Q2 收入为 1.47 亿元/ 3.14 亿元，较 20 年同期+110.76%/ +140.72%，较 19 年同期-44.32%/ -32.33%，复苏度提升。从业务来看，目前公司仍处于回暖调整的阶段。从旅客恢复度看，总体恢复水平为疫情前六成。二季度较一季度有所好转，旅客人次恢复逐步加速，随着暑假到来有望持续提升。

**成本费用端：疫情好转下部分业务扭亏转盈，毛利率有所复苏。**三费率有所变化主要系业务规模增加与本期执行新租赁准则等所致。

**利润端：归母净利润回正，目前仍低于疫情前水平。**二季度归母净利润转正，但距疫情前水平仍有提升空间。假期临近有望进一步回暖。

黄山旅游依托国内名胜黄山景区，紧邻长三角，位于华东消费区中，是全国龙头景区。20H1 受疫情影响严重，旅游几近停滞。目前复苏状态良好，已恢复疫情前六成水平。公司近两年发力夜游，打造花山谜窟景区，目前已全面完成景区工程建设，即将投入运营，有助于从传统自然景区转型至休闲型沉浸式旅游区。同时公司积极与蚂蚁集团达成合作，数字化赋能助力景区持续升级。我们预计 21-23 年净利润分别为 1.5 亿元/ 3.0 亿元/ 4.0 亿元；对应 PE 分别为 47X/ 23X/ 17X，建议关注。

**风险提示：**疫情恢复不及预期；市场不景气；极端天气影响。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,606.74	740.84	1,167.03	1,493.33	1,708.35
增长率(%)	(0.88)	(53.89)	57.53	27.96	14.40
EBITDA(百万元)	627.50	81.46	293.25	512.58	661.11
净利润(百万元)	340.19	(46.37)	146.12	299.57	401.97
增长率(%)	(41.60)	(113.63)	(415.10)	105.02	34.18
EPS(元/股)	0.47	(0.06)	0.20	0.41	0.55
市盈率(P/E)	20.26	(148.64)	47.17	23.01	17.15
市净率(P/B)	1.58	1.62	1.59	1.51	1.41
市销率(P/S)	4.29	9.30	5.91	4.62	4.03
EV/EBITDA	6.76	49.55	15.79	8.33	6.00

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	9.52 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	729.38
流通 A 股股本(百万股)	513.30
A 股总市值(百万元)	6,943.69
流通 A 股市值(百万元)	4,886.62
每股净资产(元)	5.88
资产负债率(%)	11.20
一年内最高/最低(元)	11.96/7.95

### 作者

<b>刘章明</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
<b>李珍妮</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002	
lizhenni@tfzq.com	
<b>张一帆</b>	联系人
zhangyifana@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《黄山旅游-季报点评:Q1 归母净利润+58.69%，疫后旅游业复苏，未来可期》2021-05-03
- 2 《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
- 3 《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

## 1. 公司公布 2021 年中业绩公告

2021H1 公司实现营收 4.61 亿元，同比增长 130.26%；归母净利润 3450.10 万元，较去年同期增加 1.23 亿元，同比扭亏为盈；基本每股收益为 0.05 元，去年同期为 -0.12 元。

## 2. 2021 年中业绩点评

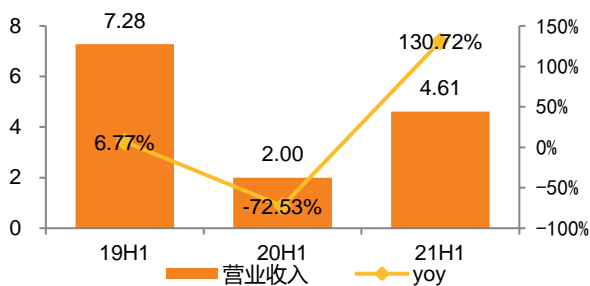
### 2.1. 收入端

疫情好转收入恢复加速，旅客人次回暖约六成。21Q1/Q2 收入为 1.47 亿元/ 3.14 亿元，较 20 年同期+110.76%/ +140.72%，较 19 年同期-44.32%/ -32.33%，复苏度提升。

从业务来看，21H1 酒店业务收入 2.03 亿元，较 20H1/ 19H1 同比+116.82%/ -34.30%；索道业务收入 1.58 亿元，较 20H1/ 19H1 同比+102.93%/ -36.55%；旅游服务业务 0.95 亿元，较 20H1/ 19H1 同比+2.24%/ -42.42%；园林开发业务收入 0.59 亿元，较 20H1/ 19H1 同比+180.16%/ -41.58%。目前公司仍处于回暖调整的阶段。

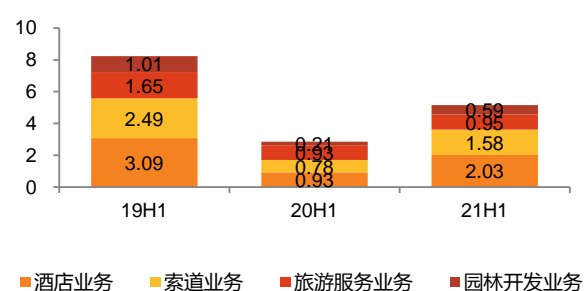
从旅客恢复度看，总体恢复水平为疫情前六成。21H1 黄山景区累计接待进山游客 98.08 万人，较 20H1 增加 90.00%，较 19H1 恢复 60.40%；索道及缆车累计运送游客 204.37 万人次，较 20H1 增加 104.47%，较 19H1 恢复 62.55%。21Q1 黄山进山人数为 31.49 万人，为 19Q1 水平的 53.21%，旅客人次恢复逐步加速，随着暑假到来有望持续提升。

图 1：21H1 营收有所好转（单位：亿元）



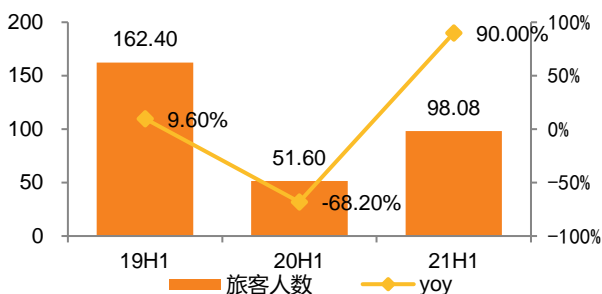
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：21H1 各业务营收情况（单位：亿元）



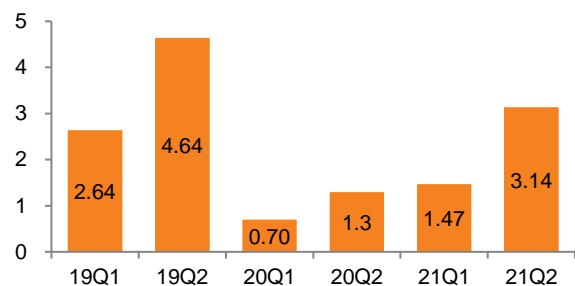
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：21H1 旅客回暖至六成（单位：万人次）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：21Q2 收入恢复速度加快（单位：亿元）



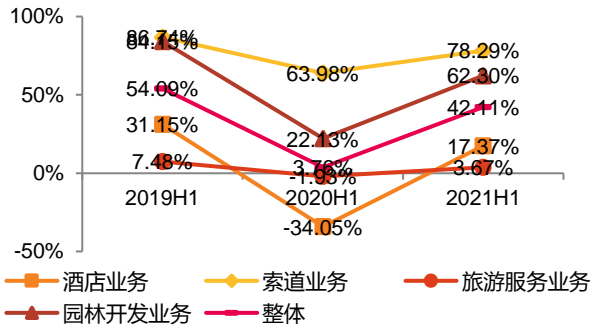
资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.2. 成本费用端

疫情好转下部分业务扭亏转盈，毛利率有所复苏。21H1 毛利率为 42.11%，较 20H1/ 19H1 相比+38.35pct/ -11.98pct。其中，酒店业务毛利率为 17.37%，较 20H1/ 19H1 相比+51.42pct/ -13.78pct；索道业务毛利率为 78.29%，较 20H1/ 19H1 相比+14.31pct/ -8.45pct；旅游服

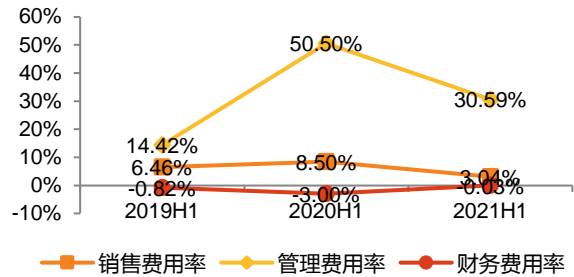
业务毛利率为3.67%，较20H1/19H1相比+5.6pct/-3.81pct，园林开发业务毛利率为62.30%，较20H1/19H1相比+40.17pct/-21.85pct。21H1销售费用率为3.04%，较20H1/19H1相比-5.46pct/-3.42pct；管理费用率为30.59%，较20H1/19H1相比-19.91pct/+16.16pct，主要系业务规模增加；财务费用率-0.03%，较20H1/19H1相比+3.00pct/+0.79pct，主要系本期执行新租赁准则摊销租赁负债的未确认融资费用所致。

图 5：21H1 毛利率有所复苏



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：21H1 期间费用率情况

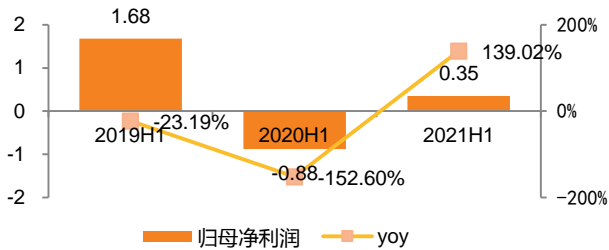


资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3. 利润端

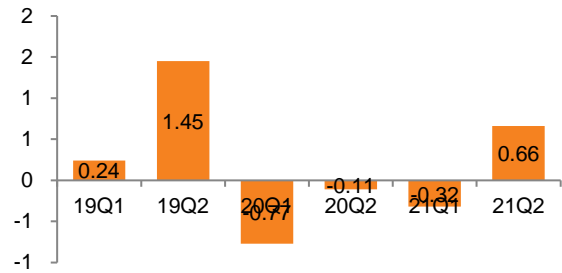
归母净利润回正，目前仍低于疫情前水平。21H1 实现归母净利润 0.35 亿元，20H1/19H1 为-0.88 亿元/1.68 亿元。公司 21Q1/21Q2 分别为-0.32 亿元/0.66 亿元，二季度归母净利润转正；较 20 同期+58.69%/+693.57%，较 19 同期-233.33%/-54.48%，距疫情前水平仍有提升空间。21H1 销售净利率为 8.2%，较 20H1/19H1 相比+53.4pct/ -16.41pct。按季度拆分，21Q1/21Q2 为 -22.14%/22.43%，较 20 同期 +93.58pct/+29.86pct，较 19 同期 -31.72pct/-10.74pct，假期临近有望进一步回暖。

图 7：21H1 归母净利润扭亏（单位：亿元）



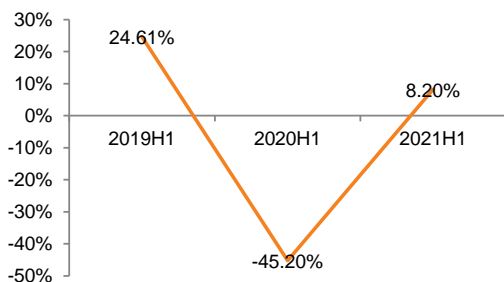
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：21Q2 归母净利润较 19Q2 仍有提升空间（单位：亿元）



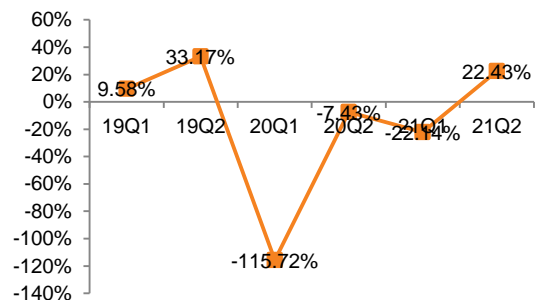
资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：21H1 销售净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：21Q2 销售净利率回正



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 投资建议与盈利预测

黄山旅游依托国内名胜黄山景区，紧邻长三角，位于华东消费区，是全国龙头景区。20H1受疫情影响严重，旅游几近停滞。目前复苏状态良好，已恢复疫情前六成水平。公司近两年发力夜游，打造花山谜窟景区，目前已全面完成景区工程建设，即将投入运营，有助于从传统自然景区转型至休闲型沉浸式旅游区。同时公司积极与蚂蚁集团达成合作，数字化赋能助力景区持续升级。我们预计 21-23 年净利润分别为 1.5 亿元/ 3.0 亿元/ 4.0 亿元；对应 PE 分别为 47X/ 23X/ 17X，建议关注。

### 4. 风险提示

**疫情恢复不及预期：**疫情影响国内游，直接影响公司业务规模。

**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。

## 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	1,948.56	2,224.85	2,620.71
应收票据及应收账款	41.18	15.32	36.55	54.16	21.77
预付账款	24.72	20.37	14.35	24.56	17.01
存货	29.39	29.18	15.24	27.56	21.89
其他	313.74	44.55	342.40	328.92	347.36
<b>流动资产合计</b>	<b>2,210.39</b>	<b>2,082.11</b>	<b>2,357.09</b>	<b>2,660.05</b>	<b>3,028.74</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,757.39</b>	<b>2,811.75</b>	<b>2,577.39</b>	<b>2,635.19</b>	<b>2,503.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,967.78</b>	<b>4,893.86</b>	<b>4,934.48</b>	<b>5,295.24</b>	<b>5,532.55</b>
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	48.53	126.54	62.79
其他	248.75	242.42	245.03	278.38	255.35
<b>流动负债合计</b>	<b>342.98</b>	<b>358.99</b>	<b>294.56</b>	<b>405.92</b>	<b>319.14</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>101.63</b>	<b>69.10</b>	<b>80.02</b>	<b>83.58</b>	<b>77.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>444.61</b>	<b>428.09</b>	<b>374.58</b>	<b>489.50</b>	<b>396.71</b>
少数股东权益	164.09	203.11	212.24	233.40	262.02
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	3,618.28	3,842.96	4,144.44
其他	(171.35)	(342.52)	(367.10)	(367.10)	(367.10)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,523.17</b>	<b>4,465.76</b>	<b>4,559.90</b>	<b>4,805.74</b>	<b>5,135.84</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,967.78</b>	<b>4,893.86</b>	<b>4,934.48</b>	<b>5,295.24</b>	<b>5,532.55</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	363.65	(50.11)	146.12	299.57	401.97
折旧摊销	161.08	154.97	91.18	96.69	100.29
财务费用	(11.51)	(14.46)	(15.02)	(16.02)	(18.60)
投资损失	(36.60)	(32.85)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(774.45)	335.12	(125.03)	(16.30)	(4.63)
其它	723.96	(393.70)	9.13	21.16	28.62
<b>经营活动现金流</b>	<b>426.13</b>	<b>(1.04)</b>	<b>76.38</b>	<b>355.10</b>	<b>477.65</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(287.27)</b>	<b>238.05</b>	<b>(50.00)</b>	<b>(20.00)</b>	<b>(0.00)</b>
债权融资	3.53	8.27	3.83	3.91	4.00
股权融资	64.31	(134.01)	14.01	39.58	42.17
其他	(190.35)	60.06	(68.36)	(102.29)	(127.97)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(122.52)</b>	<b>(65.69)</b>	<b>(50.52)</b>	<b>(58.80)</b>	<b>(81.80)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>16.35</b>	<b>171.33</b>	<b>(24.14)</b>	<b>276.30</b>	<b>395.86</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,606.74</b>	<b>740.84</b>	<b>1,167.03</b>	<b>1,493.33</b>	<b>1,708.35</b>
营业成本	707.44	490.37	622.80	700.30	746.77
营业税金及附加	26.20	11.41	18.90	23.84	27.08
营业费用	104.73	48.38	35.01	44.80	51.25
管理费用	303.63	297.03	326.77	343.47	358.75
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(7.91)	(13.59)	(15.02)	(16.02)	(18.60)
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)
<b>营业利润</b>	<b>512.08</b>	<b>(24.35)</b>	<b>217.09</b>	<b>431.91</b>	<b>579.42</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>510.88</b>	<b>(25.88)</b>	<b>207.00</b>	<b>427.64</b>	<b>574.12</b>
所得税	147.23	24.23	51.75	106.91	143.53
<b>净利润</b>	<b>363.65</b>	<b>(50.11)</b>	<b>155.25</b>	<b>320.73</b>	<b>430.59</b>
少数股东损益	23.46	(3.74)	9.13	21.16	28.62
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>340.19</b>	<b>(46.37)</b>	<b>146.12</b>	<b>299.57</b>	<b>401.97</b>
每股收益(元)	0.47	(0.06)	0.20	0.41	0.55

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-0.88%	-53.89%	57.53%	27.96%	14.40%
营业利润	-37.91%	-104.76%	-991.44%	98.95%	34.15%
归属于母公司净利润	-41.60%	-113.63%	-415.10%	105.02%	34.18%
<b>获利能力</b>					
毛利率	55.97%	33.81%	46.63%	53.11%	56.29%
净利率	21.17%	-6.26%	12.52%	20.06%	23.53%
ROE	7.80%	-1.09%	3.36%	6.55%	8.25%
ROIC	19.00%	-3.85%	8.66%	14.95%	21.55%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	8.95%	8.75%	7.59%	9.24%	7.17%
净负债率	-39.75%	-43.99%	-42.65%	-46.21%	-50.95%
流动比率	6.44	5.80	8.00	6.55	9.49
速动比率	6.36	5.72	7.95	6.49	9.42
<b>营运能力</b>					
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	52.55	69.79	69.10
总资产周转率	0.33	0.15	0.24	0.29	0.32
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.47	-0.06	0.20	0.41	0.55
每股经营现金流	0.58	0.00	0.10	0.49	0.65
每股净资产	5.98	5.84	5.96	6.27	6.68
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.26	-148.64	47.17	23.01	17.15
市净率	1.58	1.62	1.59	1.51	1.41
EV/EBITDA	6.76	49.55	15.79	8.33	6.00
EV/EBIT	8.48	-118.26	22.92	10.27	7.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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