

2021 半年报点评：业绩符合市场预期，景区复苏持续

增持 (维持)

2021 年 09 月 10 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

研究助理 李昱哲

执业证号：S0600120110012

liyzzh@dwzq.com.cn

研究助理 宋小雯

执业证号：S0600121070062

songxw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,151	9,580	12,159	15,142
同比 (%)	-49.1%	34.0%	26.9%	24.5%
归母净利润 (百万元)	-232	170	438	536
同比 (%)	-140.8%	173.4%	157.0%	22.4%
每股收益 (元/股)	-0.32	0.24	0.60	0.74
P/E (倍)	-	48	19	15

投资要点

- **营收稳健, 2021Q2 单季利润环比扭亏。**2021 上半年公司实现营收 35.2 亿元 (yoy+37.8%), 恢复至 2019 年同期 60.2%, 实现归母净利润 3362 万元 (yoy+121.4%), 归母扣非净利润 81 万元, 利润端环比扭亏为盈。**2021Q2 单季营收 21.2 亿元 (yoy+56.7%), 归母净利润 9881 万元 (yoy+141.6%), 扣非归母净利 9629 万元 (yoy+191.1%), 业绩基本符合市场预期。**
- **景区业务逐步复苏, 乌镇人均消费高增, 古北客流恢复良好。**1) **乌镇景区:** 2021H1 累计接待游客 239.6 万人次 (yoy+224.7%, Q2 单季接待 189 万人次), 恢复至 2019 年同期 53.7%, 实现营收 5.1 亿元 (yoy+170.8%, Q2 单季营收 3.83 亿元), **人均消费额达 213.7 元, 较 2019 年同期+11.5%, 实现净利润 1.2 亿元 (yoy+87.1%), 净利率达 23.6%。**2021H1 乌镇业态场景进一步丰富, 结合端午假期和欧洲杯热点推出主题沉浸式产品加速业务复苏。2) **古北水镇景区:** 2021 上半年接待游客累计 97.1 万人次 (yoy+305.1%), 与 2019 年同期基本持平, 2021H1 景区营收 3.4 亿元 (yoy+169.6%), 人均消费额 347.1 元 (yoy+11.6%), 净利润 0.1 亿元 (yoy+4.8%), 我们估计主要系 2021Q1 北方疫情对景区业绩产生较大拖累。
- **多业态协同复苏贡献收益, 旅行社业务仍承压。**1) **整合营销业务:** 2021H1 中青博联营收 7.3 亿元 (yoy+172.9%), 恢复至 2019 年同期 61%, 实现净利润 737.5 亿元。2) **酒店业务:** 营收 2.0 亿元 (yoy+62.5%), 相比 2019 年同期恢复 81%, 净利润-1933.2 万元, 同比减亏 3436.1 万元; 3) **旅行社业务:** 2021H1 受疫情反复、出境游受限和国内游竞争激烈等因素影响, 实现营收 1.85 亿元 (yoy-54.43%), 成本控制下实现减亏。4) **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 (yoy+22%), 房屋租金方面也持续带来稳定收入和利润贡献。
- **营收增长带来成本费用优化, Q2 单季利润率基本恢复疫前水平。**2021H1: 毛利率 22.1% (yoy+8.5pct), 销售费用率 10.8% (yoy-5.3pct), 管理费用率 6.3% (yoy-2.8pct), 财务费用率 2.78%, 与 2020 年同期持平。2021Q2: 毛利率达 25.7% (环比 Q1+8.9pct), 较 19 年同期持平, **受益营收复苏&管理效率提升, 费用结构环比优化,** 销售费用率 9.2% (环比 Q1-3.9pct), 管理费用率 4.5% (环比 Q1-4.5pct), 财务费用率 2.3% (环比 Q1-1.3pct)。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑 2021H1 业绩表现承压、Q3 暑期旅游旺季受 7-8 月疫情反复持续影响公司业务、濮院延期至 2022 年开业等因素, 我们将公司 2021-22 年归母净利润 5.28/6.12 亿元下调至 1.74/3.8 亿元, 并预计 2023 年归母净利为 5.36 亿元, 2021-23 年对应同比增速 173.4%、157.0%、22.4%, 当前股价对应动态 PE 48、19、15 倍。乌镇戏剧节、北京环球影城开园等将带动乌镇、古北水镇客流持续复苏。中秋&十一黄金周有望刺激旅游消费。公司以乌镇、古北水镇为核心的品牌体系稳固, 同时后续濮院景区落地借助乌镇景区的成熟经验, 进一步加大在长三角地区的影响力。长期来看, 公司景区资源稀缺, 国内游市场竞争优势显著, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动、疫情反复导致客流复苏&客单价提升不及我们预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.24
一年最低/最高价	8.91/13.53
市净率(倍)	1.28
流通 A 股市值(百万元)	8135.96

基础数据

每股净资产(元)	8.79
资产负债率(%)	50.82
总股本(百万股)	723.84
流通 A 股(百万股)	723.84

相关研究

1、《中青旅 (600138): Q3 扣非业绩回正, 周边游回暖期待景区复苏》2020-11-03

表 1: 乌镇经营数据 (客流量单位: 万人次)

		营收 (百万元)	营收 yoy	客流	客流量 yoy	客单 (元)	客单 yoy	东栅 客流	yoy	西栅 客流	yoy
2016	Q1		52.00%		52.00%		-				
	H1	704	30.61%	477.85	23.38%	147.33	5.86%	227.65	16.75%	250.20	30.11%
	Q3	324	-2.11%	227.75	-4.95%	142.26	2.98%	105.71	-10.60%	122.04	0.55%
	Q4	332	25.28%	200.84	19.24%	165.31	5.07%	96.58	17.78%	104.26	20.62%
2017	Q1		9.77%		-						
	H1	784	11.36%	512.62	7.28%	152.94	3.81%	245.11	7.67%	267.51	6.92%
	Q3	453	39.81%	290.03	27.35%	156.19	9.79%	130.84	23.77%	159.19	30.44%
	Q4	409	23.09%	210.83	4.97%	193.83	17.26%	92.96	-3.75%	117.87	13.05%
2018	Q1		4.31%		-18.30%		22.61%				
	H1	833	6.25%	449.57	-12.30%	185.29	21.15%	202.48	-17.39%	247.09	-7.63%
	Q3	520	14.79%	269.22	-7.18%	193.15	23.66%	114.52	-12.47%	153.91	-3.32%
	Q4	552	35.08%	196.24	-6.92%	281.29	45.12%	83.99	-9.65%	113.04	-4.10%
2019	Q1		3.19%		-		3.19%				
	H1	855	2.60%	446	-0.80%	191.71	3.47%				
	Q3	515	-0.96%	285	5.69%	181.00	-6.29%				
	Q4	809	46.56%	187	-4.57%	431.97	53.57%				
2020	Q1		-78.99%		-82.97%		3.98%				
	H1	189	-77.89%	73.78	-83.46%	256.17	33.62%				
	Q3	281	-45.44%	108.92	-61.78%	257.99	42.53%				
2021	Q1	129.25	76%	50.29	75.65%	257.00					
	H1	512	170.77%	239.57	224.71%	213.72	-16.57%	91.01		148.56	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 斜体为预计数。

表 2: 古北水镇经营数据

		营收 (百万元)	营收 yoy	客流量 (万人次)	客流量 yoy	客单价 (元)	客单价 yoy
2016	Q1	80	197.00%	15.80	216.00%	507.53	-6.01%
	Q2	224	72.13%	77.71	75.26%	288.09	-1.78%
	Q3	260	39.79%	98.90	65.77%	262.82	-15.67%
	Q4	156	31.09%	51.51	35.55%	302.85	-3.29%
2017	Q1	139	73.36%	32.49	105.61%	427.88	-15.69%
	Q2	295	31.76%	87.23	12.25%	338.17	17.38%
	Q3	351	35.16%	106.89	8.08%	328.68	25.06%
	Q4	194	24.15%	48.75	-5.36%	397.28	31.18%
2018	Q1	163	16.93%	32.49	0.00%	500.32	16.93%
	Q2	294	-0.18%	77.91	-10.68%	377.91	11.75%

	Q3	335	-4.65%	94.82	-11.29%	353.30	7.49%
	Q4	206	6.49%	51.27	5.17%	402.28	1.26%
2019	Q1	152	-6.19%	30.86	-5.00%	494.11	-1.24%
	Q2	268	-9.15%	69.82	-10.39%	383.15	1.39%
	Q3	328	-2.09%	90.67	-4.38%	361.75	2.39%
	Q4	202	-1.84%	48.02	-6.34%	421.58	4.80%
2020	Q1	48	-68.65%	6.74	-78.15%	708.93	43.48%
	Q2	77	-71.14%	17.23	-75.33%	448.11	16.95%
	Q3	236	-28.05%	49.00	-45.96%	481.63	33.14%
2021	Q1						
	H1	337	169.60%	97.09	305.05%	347.10	11.58%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3: 核心数据拆分

单位：百万元	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
营业总收入	3692.23	4508.84	1201.23	1354.06	2091.97	2503.46	1398.19	2122.17
yoy	9.8%	35.2%	-52.8%	-59.1%	-43.3%	-44.5%	16.4%	56.7%
归母净利润	162.63	23.34	(197.77)	40.89	29.00	(104.20)	(65.19)	98.81
yoy	14.8%	-54.1%	-408.6%	-87.1%	-82.2%	-546.4%	-	141.6%
扣非净利润	163.29	10.79	(206.47)	(105.68)	23.52	(106.43)	(95.48)	96.29
yoy	17.0%	-77.4%	-474.5%	-152.1%	-85.6%	-1086.0%	-	191.1%
毛利率	23.4%	23.5%	11.9%	15.2%	20.2%	24.7%	16.7%	25.7%
期间费用率	16.5%	18.2%	32.7%	24.1%	18.9%	21.6%	25.9%	16.3%
其中：销售费用率	9.7%	11.9%	18.7%	13.7%	10.7%	9.8%	13.1%	9.2%
管理费用率（含研发费用）	6.1%	5.5%	11.2%	7.7%	6.7%	10.3%	9.2%	4.8%
财务费用率	0.7%	0.8%	2.8%	2.7%	1.5%	1.5%	3.5%	2.3%
归母净利率	4.4%	0.5%	-16.5%	3.0%	1.4%	-4.2%	-4.7%	4.7%
ROE (%)	2.51	0.35	(3.05)	0.64	0.45	(1.63)	(1.04)	1.57
同比增减 pct	0.15	-0.48	-4.09	-4.42	-2.06	-1.99	2.01	0.93
资产负债率 (%)	46.26	45.57	47.03	45.45	46.73	49.74	50.57	50.82
同比增减 pct	2.53	1.48	3.14	0.58	0.47	4.16	3.54	5.37
存货	2,539.26	2,367.32	2,487.25	2,581.60	2,749.23	2,877.77	2,601.69	2,882.91

较上年同比增减	356.75	274.66	433.04	268.50	209.97	510.45	114.44	301.31
存货周转天数		75.25	206.37	201.82	178.23	163.88	211.81	189.12
较上年同比增减		-1.32	109.85	111.52	91.62	88.63	5.44	-12.70
应收账款	2354.68	2345.06	1815.21	1440.24	1710.84	2191.54	1834.79	1688.63
较上年同比增减	144.20	155.56	-315.57	-877.34	-643.83	-153.52	19.58	248.39
应收账款周转天数		58.08	155.84	133.32	117.82	114.20	129.59	99.20
较上年同比增减		-0.89	79.39	64.01	53.55	56.12	-26.25	-34.12
应付账款及应付票据	2057.03	1727.08	1557.66	971.13	1159.47	1406.15	829.80	788.51
较上年同比增减	758.28	104.87	393.73	-559.50	-897.56	-320.93	-727.86	-182.63
预收账款	1511.89	1024.81	0.00	0.00	0.00	22.73	10.48	15.25
较上年同比增减	277.58	7.78	-1,227.07	-1,317.85	-1,511.89	-1,002.08	10.48	15.25
经营性现金流净额	1175.38	596.21	333.41	393.33	510.06	609.45	(90.72)	173.71
较上年同比增减	107%	-17%	343%	-27%	-57%	2%	-127%	-56%
筹资性现金流净额	(76.45)	378.97	512.38	562.07	875.03	1021.53	(180.47)	(25.75)
较上年同比增减	-120%	50%	10%	165%	1245%	170%	-135%	-105%
资本开支	242.50	44.55	315.49	169.55	141.03	171.77	196.08	124.51
较上年同比增减	-28%	117%	-1%	-63%	-42%	286%	-38%	-27%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：经营及筹资现金流为年内累计数

中青旅三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7,478	8,560	10,605	10,963	营业收入	7,151	9,580	12,159	15,142
现金	1,756	2,318	3,185	3,785	减:营业成本	5,761	7,310	9,031	11,141
应收账款	2,192	1,641	2,654	1,915	营业税金及附加	32	47	60	74
存货	2,878	2,970	3,050	3,316	营业费用	879	1,016	1,227	1,528
其他流动资产	652	1,632	1,716	1,946	管理费用	627	814	912	1,136
非流动资产	9,578	11,183	11,457	11,775	财务费用	139	240	304	379
长期股权投资	2,570	2,920	3,167	3,471	资产减值损失	63	5	5	6
固定资产	4,219	4,439	4,592	4,730	加:投资净收益	-84	46	50	55
在建工程	506	542	555	579	其他收益	277	250	200	150
无形资产	1,154	1,220	1,281	1,348	营业利润	-169	439	863	1,075
其他非流动资产	1,129	2,062	1,862	1,646	加:营业外净收支	-1	8	8	10
资产总计	17,055	19,744	22,062	22,737	利润总额	-171	447	871	1,085
流动负债	7,608	8,912	10,996	11,227	减:所得税费用	74	115	225	280
短期借款	3,340	5,126	6,205	7,321	少数股东损益	-13	161	209	269
应付账款	1,216	1,250	1,377	1,333	归属母公司净利润	-232	170	438	536
其他流动负债	3,052	2,536	3,415	2,574	EBIT	36	669	1,151	1,405
非流动负债	875	1,928	1,532	1,216	EBITDA	386	998	1,505	1,810
长期借款	870	774	541	306					
其他非流动负债	5	1,154	992	910	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	8,483	10,840	12,529	12,443	每股收益(元)	-0.32	0.24	0.60	0.74
少数股东权益	2,246	2,407	2,616	2,885	每股净资产(元)	8.74	8.98	9.56	10.24
归属母公司股东权益	6,327	6,497	6,918	7,410	发行在外股份(百万股)	724	724	724	724
负债和股东权益	17,055	19,744	22,062	22,737	ROIC(%)	0.5%	3.6%	5.7%	6.4%
					ROE(%)	-2.9%	3.7%	6.8%	7.8%
					毛利率(%)	19.4%	23.7%	25.7%	26.4%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	-3.2%	1.8%	3.6%	5.3%
经营活动现金流	609	675	1,202	1,006	资产负债率(%)	49.74%	54.90%	56.79%	54.72%
投资活动现金流	-973	-2,307	-699	-783	收入增长率(%)	-49.1%	34.0%	26.9%	24.5%
筹资活动现金流	1,022	2,193	364	377	净利润增长率(%)	-140.8%	173.4%	157.0%	24.6%
现金净增加额	654	562	868	600	P/E	-	48	19	15
折旧和摊销	350	470	477	517	P/B	1	1	1	1
资本开支	798	118	286	210	EV/EBITDA	35	15	10	9
营运资本变动	165	-327	-173	-642					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

