

社服/旅游综合

中青旅 (600138.SH)

维持评级

报告原因：业绩公告

暑期疫情扰动景区复苏进程，传统旅游业务继续承压 增持

2021年10月30日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年10月29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):	72.38
总市值(亿):	72.38

基础数据：2021年9月30日

基本每股收益:	0.05
每股净资产(元):	8.47
净资产收益率:	0.06%

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年中报点评：Q2环比扭亏为盈，双镇丰富经营业态业绩持续复苏爬坡(2021-8-28)

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年三季报，期内实现营收62.3亿元(+34.07%)，恢复至2019年同期65.28%；实现归母净利润3726万元(+129.14%)，恢复至2019年同期6.84%；扣非业绩亏损442.69万元(+98.47%)，EPS0.05元。其中Q3实现营收27.1亿元(+29.56%)，环比Q2增长27.72%，环比Q1增长93.85%；实现归母净利润363.73万元(-87.46%)，环比Q2减少9517.35万元；扣非归母业绩亏损523.31万元(-122.25%)，环比Q2转盈为亏。
- 暑期疫情反复影响公司景区业务复苏进程。Q3归母净利润大幅下滑87.46%系三季度国内疫情多点爆发，部分省市疫情防控措施加强，对公司景区业务造成较大影响。景区方面，乌镇因暑期南京疫情爆发及后续跨省措施收紧，业务复苏进程受到较大冲击，Q3共接待游客77.67万人次(-28.67%)、实现营收1.98亿元(-29.69%)，与Q2环比分别下滑58.97%、47.7%。古北水镇Q3接待游客25.61万人次(-47.73%)，实现营收2.72亿元(+15.25%)。整合营销业务方面，21Q1-3中青博联实现营收11.35亿元(+114.55%)，净利润2428.12万元，同比扭亏为盈。山水酒店期内实现营收2.99亿元(+33.93%)。旅行社业务受疫情常态化防控和暑期疫情反复影响下，国内跨省游、团队游等均承压。
- 期内毛利率增长1.05pct至17.66%，整体费用率下降6.77pct至17.08%。其中销售费用率9.09%(-4.55pct)、管理费用率5.54%(-2.49pct)、研发费用率0.24%(+0.09pct)、财务费用率2.45%(+0.27pct)。
- 投资建议：景区受疫情反复业绩波动较大。公司拥有稀缺性城市周边休闲度假旅游目的地承接短途客流，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；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10月29日收盘价10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。

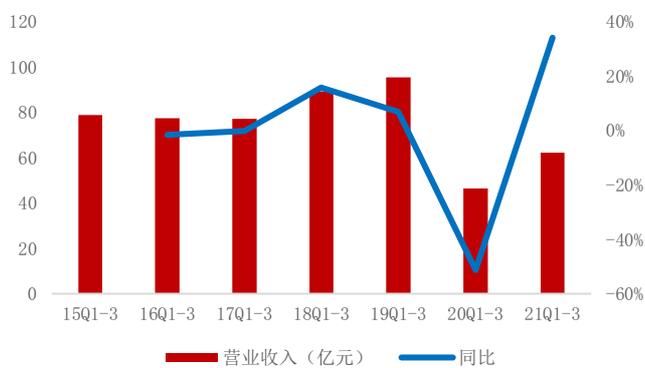
盈利预测和财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7151	8867	11261	12837
收入同比	-49%	24%	27%	14%
归母净利润(百万元)	-232	343	481	599
净利润同比	-141%	248%	40%	24%
毛利率	19.4%	22.0%	23.0%	23.0%
ROE	-2.9%	2.2%	2.9%	3.2%
EPS(元)	-0.32	0.47	0.67	0.83
P/E	-31.19	21.11	15.04	12.09
P/B	1.14	0.46	0.42	0.38
EV/EBITDA	167	12	10	8

资料来源：wind，山西证券研究所

1. 公司 2021 年三季度报业绩表现

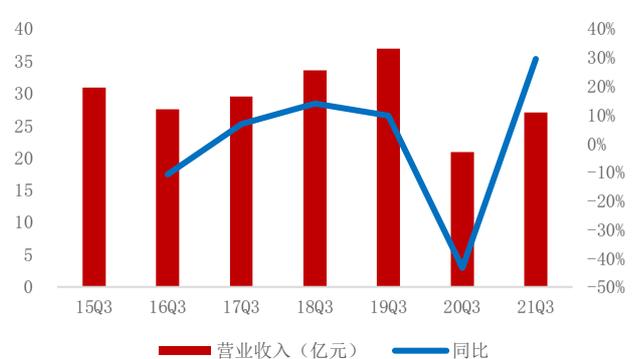
公司发布 2021 年三季度报，期内实现营收 62.3 亿元 (+34.07%)，恢复至 2019 年同期 65.28%；实现归母净利润 3726 万元 (+129.14%)，恢复至 2019 年同期 6.84%；扣非业绩亏损 442.69 万元 (+98.47%)，EPS0.05 元。其中 Q3 实现营收 27.1 亿元 (+29.56%)，环比 Q2 增长 27.72%，环比 Q1 增长 93.85%；实现归母净利润 363.73 万元 (-87.46%)，环比 Q2 减少 9517.35 万元；扣非归母净利润亏损 523.31 万元 (-122.25%)，环比 Q2 转盈为亏。

图 1：中青旅营收情况及增速



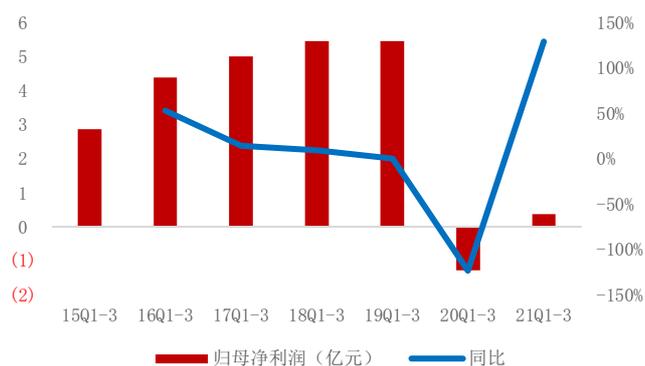
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：中青旅分季度营收情况及增速



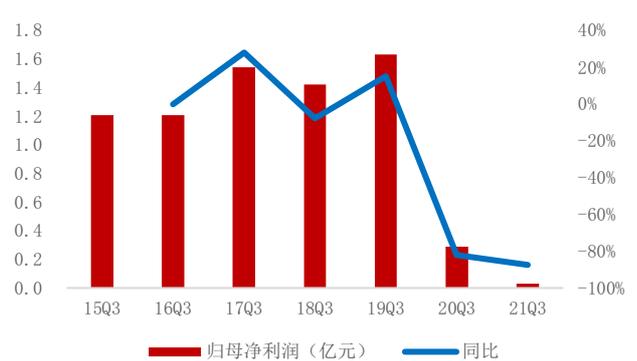
数据来源：wind，山西证券研究所

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

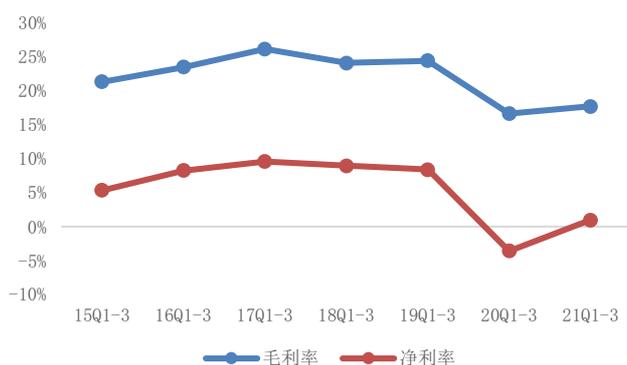
暑期疫情反复影响公司景区业务复苏进程。Q3 归母净利润大幅下滑 87.46% 系三季度国内疫情多点爆发，部分省市疫情防控措施加强，对公司景区业务造成较大影响。景区方面，乌镇因暑期南京疫情爆发及后续跨省措施收紧，业务复苏进程受到较大冲击，Q3 共接待游客 77.67 万人次（-28.67%）、实现营收 1.98 亿元（-29.69%），与 Q2 环比分别下滑 58.97%、47.7%。21Q1-3 乌镇共接待 317.24 万人次（+73.67%），剔除房地产业务影响景区实现营收 7.05 亿元（+50.7%），实现净利润 6655.8 万元。古北水镇 Q3 接待游客 25.61 万人次（-47.73%），实现营收 2.72 亿元（+15.25%）。21Q1-3 古北水镇共接待游客 122.7 万人次（+68.16%），实现营收 6.09 亿元（+68.63%），实现净利润 9815.94 万元（+172.57%）。

整合营销业务方面，21Q1-3 中青博联实现营收 11.35 亿元（+114.55%），净利润 2428.12 万元，同比扭亏为盈。酒店业务方面，山水酒店期内实现营收 2.99 亿元（+33.93%）。旅行社业务方面，疫情常态化防控和暑期疫情反复影响下，国内跨省游、团队游等均承压，后续计划以城市周边等短途旅行为主要产品方向。

1.2 费用端

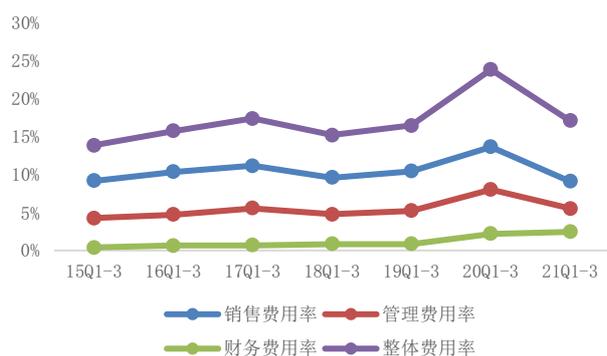
期内毛利率增长 1.05pct 至 17.66%，整体费用率下降 6.77pct 至 17.08%。其中销售费用率 9.09%（-4.55pct）、管理费用率 5.54%（-2.49pct）、研发费用率 0.24%（+0.09pct）、财务费用率 2.45%（+0.27pct）。

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

国内景区受疫情反复业绩波动较大。公司拥有稀缺性城市周边休闲度假旅游目的地承接短途客流，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；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 10 月 29 日收盘价 10 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	8,138	8,937	9,904	营业收入	7,151	8,867	11,261	12,837
现金	1,756	1,932	2,125	2,380	营业成本	5,761	6,916	8,671	9,885
应收账款	2,334	2,895	3,421	4,052	营业税金及附加	32	27	34	39
其他应收款	142	265	265	265	销售费用	879	975	1,295	1,412
预付账款	273	276	282	290	管理费用	627	479	608	693
存货	2,922	2,995	3,070	3,147	财务费用	139	(5)	(7)	(8)
其他流动资产	50	(224)	(225)	(230)	资产减值损失	(63)	(1)	(1)	(1)
非流动资产	9,578	9,955	10,225	11,181	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)	478	662	819
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	17,055	18,094	19,162	21,085	利润总额	(171)	477	662	818
流动负债	7,608	6,860	6,846	6,805	所得税	74	119	165	205
短期借款	3,340	3,407	3,475	3,545	净利润	(245)	358	496	614
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)	343	481	599
非流动负债	875	878	887	896	EBITDA	71	834	1,012	1,163
长期借款	870	878	887	896	EPS (元)	(0.32)	0.47	0.67	0.83
其他非流动	5	0	0	0					
负债合计	8,483	7,738	7,733	7,701					
少数股东权	2,246	350	350	350					
股本	724	724	724	724					
资本公积	1,753	437	437	437					
留存收益	3,875	3,912	3,949	3,986					
归属母公司股东	6,327	15,668	17,196	18,942					
负债和股东权	17,055	23,756	24,929	26,643					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	609	537	(73)	(116)
净利润	(232)	343	481	599
折旧摊销	350	105	105	105
财务费用	145	(6)	(10)	(10)
投资损失	84	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	1,773	81	(663)	(823)
其他经营现	(1,510)	15	15	15
投资活动现金	(973)	(1,433)	(1,149)	(1,149)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(96)	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(877)	(283)	1	1
筹资活动现金	1,022	(1,029)	(438)	(438)
短期借款	858	(430)	(430)	(430)
长期借款	(157)	40	40	40
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	321	(639)	2	2
现金净增加额	658	(1,925)	(1,660)	(1,703)

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-49.12%	24.00%	27.00%	14.00%
营业利润	-113.85	-381.96	38.68%	23.64%
归属于母公司净	-140.85	-247.71	40.42%	24.40%
获利能力				
毛利率(%)	19.44%	22.00%	23.00%	23.00%
净利率(%)	-3.25%	3.87%	4.27%	4.66%
ROE(%)	-2.86%	2.23%	2.89%	3.24%
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
偿债能力				
资产负债率(%)	49.74%	32.57%	31.02%	28.91%
净负债比率(%)	25.60%	10.62%	7.72%	5.23%
流动比率	0.98	1.19	1.31	1.46
速动比率	0.60	0.75	0.86	0.99
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.50	0.60	0.64
应收账款周转	3.15	3.68	3.89	3.70
应付账款周转	5.29	7.26	9.13	10.30
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	(0.32)	0.47	0.67	0.83
每股经营现金流(最新)	0.84	0.74	(0.10)	(0.16)
每股净资产(最新摊薄)	8.74	21.65	23.76	26.17
估值比率				
P/E	(31.2)	21.1	15.0	12.1
P/B	1.1	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	167.42	11.90	9.77	8.02

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

