

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

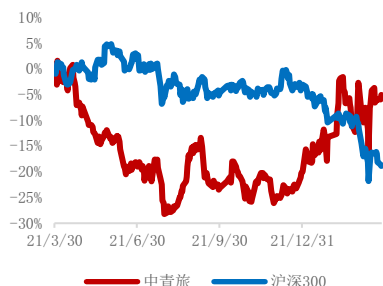
疫情反复持续扰动景区业绩复苏

增持

2022 年 3 月 30 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 3 月 30 日

收盘价(元):	12.65
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):	91.57
总市值(亿):	91.57

基础数据：2021 年 12 月 31 日

基本每股收益:	0.0293
每股净资产(元):	8.77
净资产收益率:	0.67%

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 三季报点评：暑期疫情扰动景区复苏进程，传统旅游业务继续承压 (2021-10-31)

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 年财报，期内实现营收 86.35 亿元 (+20.76%)，恢复至 2019 年 61.44%；归母净利润 2.12 亿元，较上年扭亏为盈，恢复至 2019 年 3.69%；扣非归母业绩亏损 1.14 亿元；EPS0.02 元。Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 13.98 亿元/21.22 亿元/27.1 亿元/24.05 亿元，同比增长 16.19%/24.58%/31.39%/27.85%；归母净利润-0.65 亿元/0.99 亿元/0.03 亿元/-0.16 亿元，同比增长 67.04%/141.64%/-87.46%/84.62%。
- 公司七大业务除旅游产品、IT 业务全部实现营收正增长。IT 产品销售与服务、整合营销服务继续贡献最多营收；旅游产品毛利率上升 8.33pct 盈利能力提升亮眼，房地产销售业务毛利率下滑 74.9pct 至-4.9%。
- 南北双镇业绩回暖。乌镇实现营收 17.58 亿元 (+121.25%)，净利润 0.58 亿元 (-57.03%)，人均消费 476.77 元 (+181.11%)，接待游客 368.73 万人次 (+22.1%)，其中东栅接待 126.53 万人次 (+32.28%)，西栅接待 242.2 万人次 (+17.38%)。古北水镇实现营收 7.68 亿元 (+34.32%)，净利润 0.54 亿元，较上年盈利增加 2.25 亿元、扭亏为盈，景区接待游客 152.01 万人次 (+30.43%)，人均消费 505.23 元 (+2.94%)。
- 毛利率微降 1.04pct 至 18.5%，整体费用率 19.34% (-3.64pct)。其中销售费用率 9.51% (-2.77pct)、管理费用率 7.59% (-1.17pct)、研发费用率 0.11% (-0.06pct)、财务费用率 2.25% (+0.31pct)。
- 投资建议：短期疫情持续扰动业绩修复，随着抗原检测试剂盒投入运用、新冠诊疗办法第九版出台，疫情管控办法合理化。中长期旅游市场有望波动复苏。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.45\0.74\1.07，对应公司 3 月 30 日收盘价 12.65 元，2022-2024 年 PE 分别为 28.3\17.1\11.8，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。

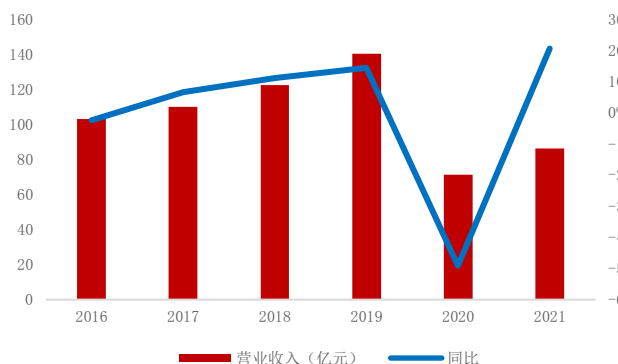
主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8635	10708	12850	14648
收入同比(%)	21%	24%	20%	14%
归属母公司净利润	21	324	536	777
净利润同比(%)	-109%	1424%	66%	45%
毛利率(%)	18.5%	19.5%	21.0%	22.0%
ROE(%)	0.5%	2.1%	3.2%	4.2%
每股收益(元)	0.03	0.45	0.74	1.07
P/E	431.24	28.29	17.09	11.78
P/B	1.44	0.58	0.53	0.48
EV/EBITDA	27	12	9	7

资料来源：wind，山西证券研究所

1. 公司 2021 年业绩表现

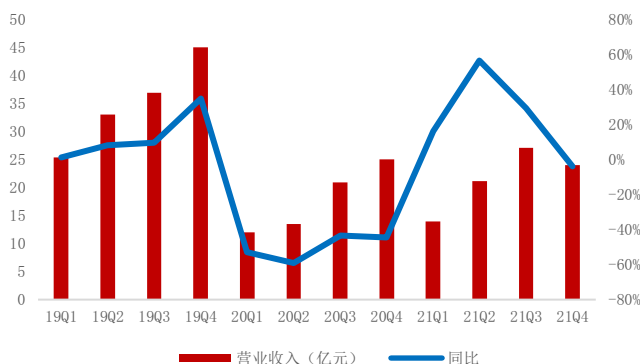
公司发布 2021 年财报，期内实现营收 86.35 亿元（+20.76%），恢复至 2019 年 61.44%；归母净利润 2.12 亿元，较上年扭亏为盈，恢复至 2019 年 3.69%；扣非归母业绩亏损 1.14 亿元，较上年增加 2.8 亿元；EPS0.02 元。其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 13.98 亿元/21.22 亿元/27.1 亿元/24.05 亿元，同比增长 16.19%/24.58%/31.39%/27.85%；归母净利润-0.65 亿元/0.99 亿元/0.03 亿元/-0.16 亿元，同比增长 67.04%/141.64%/-87.46%/84.62%。受局部地区疫情反复影响 Q1、Q4 业绩亏损，2021 年 7 月之后全国疫情多点爆发直接冲击暑假旅游市场，使得公司三季度表现平平。年内净利率 0.25%，较 2020 年提升 3.49pct、较 2019 年下滑 3.8pct。年内控股子公司乌镇旅游收到桐乡市乌镇古镇保护与品牌宣传推广补助 1.43 亿元，对归母净利润影响金额为 0.71 亿元。

图 1：中青旅营收情况及增速



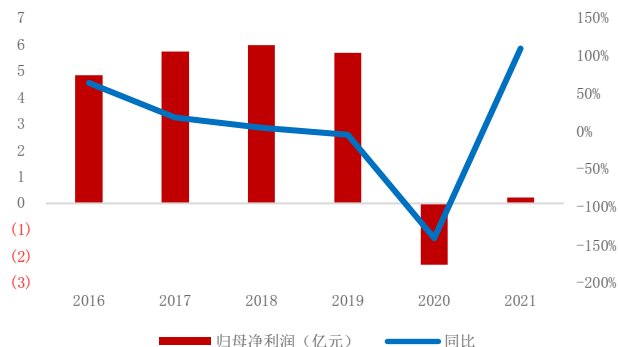
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：中青旅分季度营收情况及增速



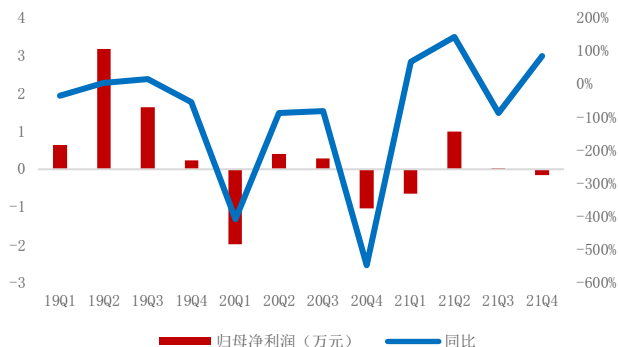
数据来源：wind，山西证券研究所

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

公司七大业务除旅游产品、IT 业务全部实现营收正增长。营收方面，IT 产品销售与服务、整合营销服务继续贡献最多营收；毛利率方面旅游产品毛利率上升 8.33pct 盈利能力提升亮眼，房地产销售业务毛利率下滑 74.9pct 至-4.9%，成本大于收入；营收占比方面，房地产销售业务营收由上年 472 万元增加至 8.61 亿元，占全部收入比重显著提升。

表 1：中青旅 2021 年各项业务营收情况

	营业收入（亿元）	YOY	毛利率	YOY	占比	YOY
旅游产品服务	5.04	-15.42%	22.44%	8.33pct	5.84%	-2.50pct
IT 产品销售与技术服务	41.34	-0.07%	5.68%	-1.18pct	47.89%	-9.96pct
整合营销服务	17.31	47.48%	26.29%	2.48pct	20.05%	3.63pct
景区经营	8.63	13.74%	71.25%	-0.99pct	10.00%	-0.62pct
酒店业	3.49	16.96%	26.55%	0.75pct	4.04%	-0.13pct
房地产销售	8.61	18127.06%	-4.90%	-74.20pct	9.97%	9.91pct
房屋租赁	1.9	5.57%	67.21%	4.56pct	2.20%	-0.32pct

资料来源：wind，山西证券研究所

景区业务：

乌镇受长三角地区疫情反复影响，多产品并行平滑疫情带来的业绩波动。年内乌镇景区实现营收 17.58 亿元（+121.25%），净利润 0.58 亿元（-57.03%），人均消费 476.77 元（+181.11%）。若剔除政府补贴及房地产业务影响，景区营收同比增长 13.65%，净利润较上年减亏 5975 万元。乌镇景区接待 368.73 万人次（+22.1%），恢复至 2019 年 38%，其中东栅接待游客 126.53 万人次（+32.28%），西栅景区接待游客 242.2 万人次（+17.38%）。在长三角区域疫情反复以及多地人员流动管控限制影响下，乌镇在发挥文艺特长“文化+会展”优势基础上，以拳头产品乌镇戏剧节、木心艺术馆为依托，打造古镇嘉年华等景区文化；会展产品除世界互联网大会外新增本地婚庆产品，完善景区产品矩阵。借助周边市场为疫情影响正常客流平滑一定业绩波动。

古北水镇借助北京冬奥会发展冰雪旅游产品。古北水镇实现营收 7.68 亿元（+34.32%），净利润 0.54 亿元，较上年盈利增加 2.25 亿元、扭亏为盈，景区接待游客 152.01 万人次（+30.43%），恢复至 2019 年 50%，人均消费 505.23 元（+2.94%）。期内继续“长城+”品牌特色，携手谷歌艺术、国家对外宣传片等多渠道提高司马台长城知名度。借助北京冬奥会热度，参加北京冰雪文化旅游季活动，成为京郊冰雪旅游必打卡路线之一。

濮院景区受疫情影响和旅游市场运行情况，预计 2022 年试营业。

表 2：乌镇、古北水镇经营情况

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
乌镇景区收入（亿元）	13.60	16.46	19.05	21.79	7.95	17.58
YOY	19.88%	20.93%	15.74%	14.39%	-63.53%	121.25%
乌镇全年累计接待游客（万人次）	906.44	1013.48	915.03	918.26	301.99	368.73
YOY	13.93%	11.81%	-9.71%	0.35%	-67.11%	22.10%
其中：东栅游客量（万人次）	429.94	468.91	400.99	388.59	95.65	126.53
YOY	0.09%	0.96%	-14.48%	-3.09%	-75.38%	32.28%
其中：西栅游客量（万人次）	476.50	544.57	514.04	529.67	206.33	242.20
YOY	0.19%	14.28%	-5.61%	3.04%	-61.04%	17.38%
乌镇景区人均消费（元/人）	150.04	162.41	208.19	237.30	263.25	476.77
YOY	5.14%	8.25%	28.19%	13.98%	10.94%	181.11%
古北水镇景区收入（亿元）	7.20	9.79	9.98	9.50	5.72	7.68
YOY	56.86%	35.16%	1.98%	-4.79%	-39.81%	34.32%
古北水镇全年累计接待游客（万人次）	243.92	275.36	256.49	239.37	116.55	152.01
YOY	65.68%	12.89%	-6.85%	-6.68%	-51.31%	30.43%
古北水镇景区人均消费（元/人）	295.18	355.53	389.10	396.88	490.78	505.23
YOY	-6.08%	20.45%	9.44%	2.00%	23.66%	2.94%

资料来源：wind，山西证券研究所

酒店业务：

酒店业务继续开拓智能化进程。山水酒店实现营收 3.88 亿元（+11.84%），较 2020 年减亏 1167 万元。先后上线微信小程序、优选商城、客房派单系统等，精准掌握客户动态需求及消费习惯，用大数据管理提升运行提质增效、满足顾客个性化需求服务、提高综合收益。

整合营销业务：

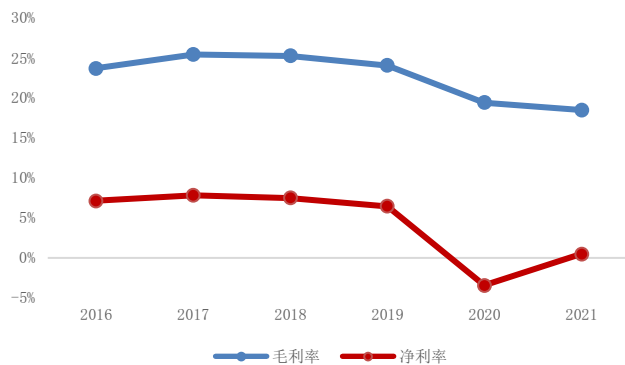
整合营销业务国外、国内业务齐发力。中青博联实现营收 17.32 亿元（+47.2%），净利润 0.43 亿元（+3430.07%）。年内参与迪拜世博会、世界遗产大会、世界休闲大会等具有国际影响力大型会展活动。助力北京冬奥会、西安安全运会薯泥举办服务大型体育赛事活动能力继续提升。

1.2 费用端

毛利率微降 1.04pct 至 18.5%，整体费用率 19.34%（-3.64pct）。其中销售费用率 9.51%（-2.77pct）、管理费用率 7.59%（-1.17pct）、研发费用率 0.11%（-0.06pct）、财务费用率 2.25%（+0.31pct）系本期银行

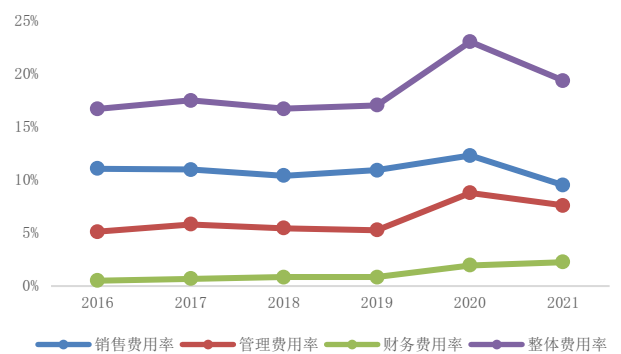
借款增加以及执行新租赁准则所致。经营活动产生现金流净额 9.04 亿元（+48.42%）系各板块业务逐渐恢复，房产销售受限货币资金在本年度解限所致。

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

一季度国内疫情阶段性爆发，新增本土确诊病例持续上升，预计对清明小长假出行带来一定影响。短期来看疫情仍是困扰公司业绩回暖最大掣肘，但随着辉瑞新冠特效药进口获批、纳入医保，抗原检测试剂盒投入运用、新冠诊疗办法第九版出台，在一定程度上加强疫情管控措施。中长期旅游市场有望波动复苏。年内濮院景区预计开业，为公司带来新增长点。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.45\0.74\1.07，对应公司 3 月 30 日收盘价 12.65 元，2022-2024 年 PE 分别为 28.3\17.1\11.8，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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,317	6,879	7,594	8,474	营业收入	8,635	10,708	12,850	14,648
现金	1,391	1,530	1,683	1,885	营业成本	7,038	8,620	10,151	11,426
应收账款	2,283	2,791	3,296	3,902	营业税金及附	65	32	39	44
其他应收款	178	265	265	265	销售费用	821	857	1,028	996
预付账款	305	308	314	324	管理费用	655	642	771	938
存货	2,151	2,205	2,260	2,316	财务费用	194	107	128	190
其他流动资产	9	(220)	(224)	(218)	资产减值损失	(39)	(1)	(1)	(1)
非流动资产	11,132	10,483	10,771	11,765	公允价值变动	8	0	0	0
长期投资	2,777	3,333	3,499	3,849	投资净收益	67	1	1	1
固定资产	4,641	5,105	5,207	5,364	营业利润	76	452	735	1,057
无形资产	1,226	1,238	1,250	1,263	营业外收入	21	0	0	0
其他非流动	2,488	807	814	1,290	营业外支出	3	1	1	1
资产总计	17,449	17,362	18,365	20,240	利润总额	93	452	734	1,057
流动负债	7,279	6,961	6,949	6,914	所得税	51	113	184	264
短期借款	3,416	3,485	3,554	3,626	净利润	42	339	551	792
应付账款	1,206	1,218	1,230	1,242	少数股东损益	21	15	15	15
其他流动负	2,656	2,259	2,164	2,046	归属母公司净利	21	324	536	777
非流动负债	1,548	625	631	638	EBITDA	419	935	1,234	1,613
长期借款	618	624	630	636	EPS (元)	0.03	0.45	0.74	1.07
其他非流动	930	1	1	2					
负债合计	8,826	7,586	7,580	7,552	主要财务比率				
少数股东权	2,275	350	350	350	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
股本	724	724	724	724	成长能力				
资本公积	1,755	437	437	437	营业收入	20.76%	24.00%	20.00%	14.00%
留存收益	3,896	3,933	3,970	4,008	营业利润	-144.71	496.90%	62.56%	43.86%
归属母公司股	6,348	9,426	10,785	12,688	归属于母公司净	-109.15	1424.27	65.53%	45.11%
负债和股东权	17,449	17,362	18,365	20,240	获利能力				
					毛利率(%)	18.50%	19.50%	21.00%	22.00%
					净利率(%)	0.25%	3.02%	4.17%	5.31%
					ROE(%)	0.49%	3.46%	5.11%	6.25%
					ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	50.58%	43.69%	41.28%	37.31%
					净负债比率(%)	25.99%	22.91%	16.64%	11.91%
					流动比率	0.87	0.99	1.09	1.23
					速动比率	0.57	0.67	0.77	0.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.62	0.72	0.76
					应收账款周转	4.02	4.62	4.62	4.39
					应付账款周转	7.13	8.84	10.50	11.85
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.03	0.45	0.74	1.07
					每股经营现金流(最新)	1.25	0.72	0.03	0.16
					每股净资产(最新摊薄)	8.77	13.02	14.90	17.53
					估值比率				
					P/E	431.2	28.3	17.1	11.8
					P/B	1.4	1.0	0.8	0.7
					EV/EBITDA	27.44	12.44	9.40	6.84

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	905	518	24	115
净利润	21	324	536	777
折旧摊销	314	105	105	105
财务费用	212	(6)	(10)	(10)
投资损失	(67)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(1,380)	81	(620)	(771)
其他经营现	1,804	15	15	15
投资活动现金	(816)	(1,433)	(1,149)	(1,149)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(207)	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(609)	(283)	1	1
筹资活动现金	(228)	(1,522)	(574)	(638)
短期借款	76	(430)	(430)	(430)
长期借款	(252)	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	(52)	(1,132)	(134)	(198)
现金净增加额	(140)	(2,437)	(1,698)	(1,672)

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

