

中青旅 (600138.SH)

2021 年营收恢复 6 成，关注复苏节奏与新项目进展

买入

核心观点

2021 年公司营收恢复 6 成，业绩扭亏为盈。2021 年，公司实现营收 86.35 亿元/+20.76%，恢复约 6 成；归母业绩 2123.31 万元，扭亏为盈（2020 年亏损 2.32 亿元），扣非业绩亏损 1.15 亿元，同比减亏 2.80 亿元，EPS0.03 元，与业绩预告基本一致。Q4 公司营收 24.04 亿元/-3.95%，仅恢复五成，相比 Q3 收入同增 29.56%，Q4 恢复节奏明显回落，业绩亏损 1603 万元，继续承压。

客源差异下景区恢复节奏分化，整合营销业务恢复相对较好。乌镇景区2021 年客流 368.73 万人次/+22.10%，剔除地产业务影响收入+13.65%，客流和收入仅恢复至疫情前的 40%左右，实现净利润 5,820.24 万元/-57.03%，仅恢复至 2019 年的 7.21%。剔除地产和补贴影响，乌镇景区净利润较 2020 年减亏 5,975 万元。**古北水镇**2021 年接待游客 152.01 万人次/+30.43%，收入 7.68 亿元/+34.32%，客流、收入各恢复 6、8 成；实现净利润 5,465.60 万元，扭亏为盈（2020 亏损 1.71 亿元），恢复至 2019 年约 37%。乌镇恢复节奏明显落后于古北，与其中长途客流主导特点相关。其他业务方面，整合营销收入恢复 6 成，净利率接近疫情前水平，IT 业务收入超疫情前水平，而旅行社业务继续承压，酒店收入虽恢复 6 成，但业绩仍拖累。

短期跟踪国内疫情发展，关注中长线资源整合扩张。今年以来疫情扰动仍影响公司短期表现，但公司也持续丰富乌镇和古北景区内涵，为后续恢复蓄势。其中考虑冬奥后冰雪热，古北未来还有望受益冰雪游等。公司背靠光大金控集团支持，未来一看乌镇和古北水镇景区的持续优化和休闲度假升级；二看濮院项目进展，预计今年内推出；三看公司在稳定存量业务的情况下，拓展新的资源和业务增长点。公司此前参股青都旅游拟深交所上市，并与法国狂人国合作未来拟打造沉浸式演艺项目等，积极拓展新业务成长。

投资建议：估值较低且景区质地良好，跟踪复苏，维持“买入”。考虑今年以来疫情反复影响，我们下调公司 22-24 年 EPS 至 0.22/0.70/0.84 元（去年中报时预计 22-23 年 EPS 为 0.70/0.99 元，主要系疫情因素下调景区客流收入盈利预测），对应 22-24 年 PE57/17/15x。短期疫情仍需跟踪，但公司目前市值估值处于低位，核心景区质地优良，中线仍有整合扩张预期，暂维持“买入”评级。

风险提示：宏观、疫情等系统性风险；古北股权转让可能低于预期；光大整合可能低于预期；门票降价政策风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,151	8,635	9,121	11,071	13,037
(+/-%)	-49.1%	20.8%	5.6%	21.4%	17.8%
净利润(百万元)	-232	21	156	509	610
(+/-%)	-140.8%	-109.1%	634.2%	226.5%	19.9%
每股收益(元)	-0.32	0.03	0.22	0.70	0.84
EBIT Margin	-2.2%	0.5%	5.4%	9.9%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	-3.7%	0.3%	2.4%	7.5%	8.6%
市盈率 (PE)	-38.1	415.9	56.6	17.4	14.5
EV/EBITDA	214.9	59.7	18.6	12.2	11.4
市净率 (PB)	1.40	1.39	1.37	1.31	1.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxia@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.20 元
总市值/流通市值	8833/8833 百万元
52 周最高价/最低价	13.53/8.91 元
近 3 个月日均成交额	369.49 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中青旅-600138-2021 年半年报点评：中报营收恢复 6 成，旅游主业渐进复苏》——2021-08-30
- 《中青旅-600138-2020 年年报点评：业绩承压符合预期，关注国内游复苏与濮院开业》——2021-03-25
- 《中青旅-600138-2020 年三季报点评：Q3 扣非业绩转正，关注客流复苏与中线整合扩张》——2020-11-01
- 《中青旅-600138-2020 年半年报点评：周边游龙头有望先行复苏，中线关注整合成长》——2020-08-31
- 《中青旅-600138-2020 年一季报点评：疫情下主业承压，关注周边游龙头整合成长》——2020-04-29

2021 年公司营收恢复 6 成，业绩扭亏为盈

2021 年，公司实现营业收入 86.35 亿元/+20.76%，恢复至 2019 年的 61.44%；归母业绩 2123.31 万元，扭亏为盈（2020 年亏损 2.32 亿元），扣非业绩亏损 1.15 亿元，同比 2020 年减亏 2.80 亿元，EPS0.03 元，与业绩预告基本一致（公司此前预计归母业绩 1,499.24 万元，扣非亏损 11,177.10 万元）。总体来看，公司 2021 年经营相对 2020 年边际改善，但仍受到疫情压制，尚未完全恢复。

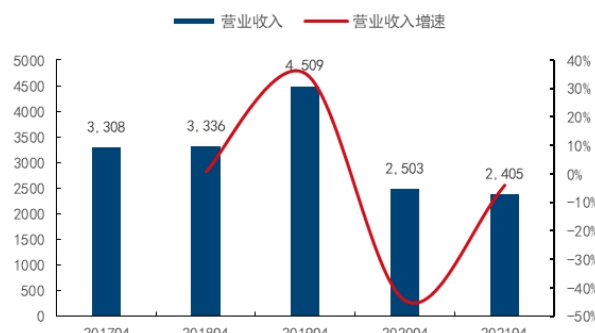
Q4 公司实现营业收入 24.04 亿元/-3.95%，仅达 2019 年五成，相比 Q3 收入同增 29.56%，疫情反复导致 Q4 恢复节奏明显回落，业绩亏损 1603 万元，继续承压。

图1：2017-2021 年营收（百万元）及增速



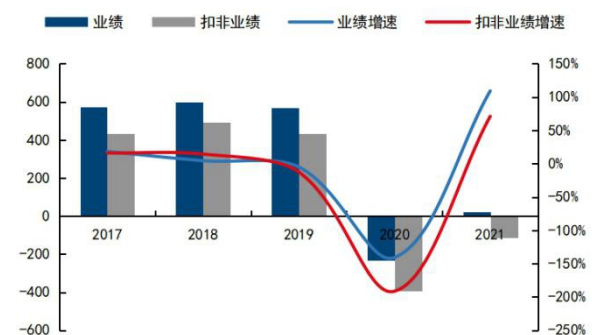
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2017-2021Q4 营收（百万元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：2017-2021 年业绩及扣非业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2017-2021Q4 业绩、扣非业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

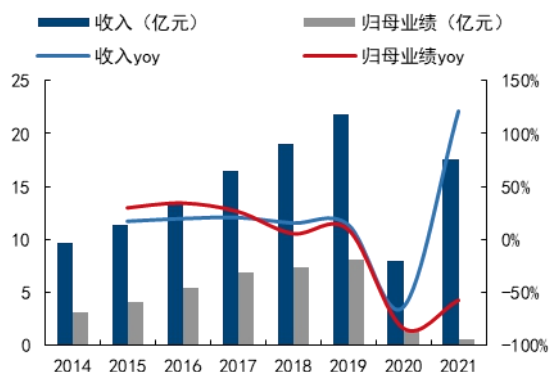
下半年恢复节奏相对欠佳，客源差异下两大古镇景区表现分化

乌镇景区，2021 年接待游客 368.73 万人次/+22.10%，恢复至 2019 年的 40.16%，其中东栅景区接待游客 126.53 万人次/+32.28%，西栅景区接待游客 242.20 万人次/+17.38%；客单价 234 元，估算下滑约 10%，主要系疫情反复等影响。2021 年实现营业收入 17.58 亿元/+121.25%，但剔除地产业务影响收入+13.65%，仅恢复至 2019 年的 40%左右，实现净利润 5,820.24 万元/-57.03%，仅恢复至 2019 年的 7.21%，剔除地产和补贴影响，乌镇景区净利润较 2020 年减亏 5,975 万元。纵向来看，乌镇上半年客收入恢复约 60%（Q2 收入恢复 76%），业绩恢复约 26%，下半年景区收入仅恢复 27%，业绩亏损承压，主要系下半年疫情反复影响。

古北水镇，2021 年接待游客 152.01 万人次/+30.43%，恢复至 2019 年的 63.50%；实现收入 7.68 亿元/+34.32%，恢复至 2019 年的 80.80%；实现净利润 5,465.60 万元，扭亏为盈（2020 亏损 1.71 亿元），恢复至 2019 年的 37.36%；客单价为轻微上升 3.67% 至 505 元。纵向来看，古北上半年和下半年营收恢复均在 8 成左右，下半年疫情虽有影响但影响程度相对更小。

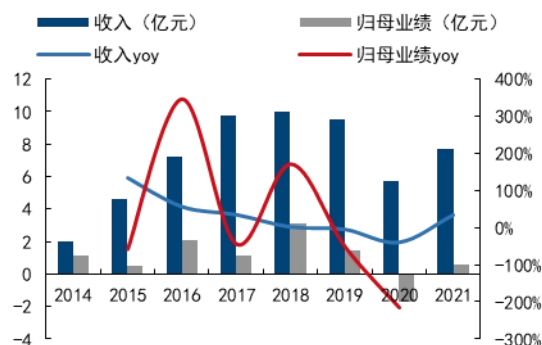
横向对比来看，乌镇客流恢复节奏明显落后于古北，主要由于乌镇中长线跨省客流占比较高，而古北以本地客源为主，二者疫情下恢复节奏分化，本地客源恢复更快。

图5：乌镇收入及业绩表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：古北水镇收入及业绩表现



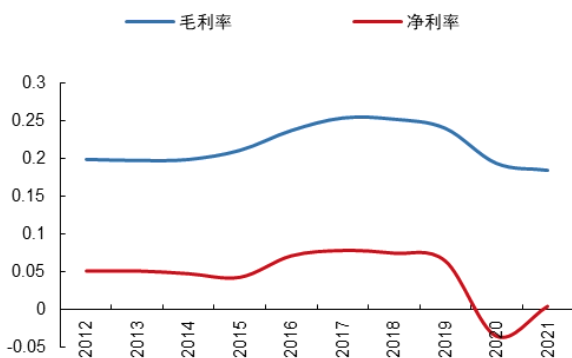
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

旅行社业务继续承压，企业会展、酒店恢复六成，IT 业务超疫情前水平。IT 业务收入 41.34 亿元/-0.07%，超过 2019 年同期水平，贡献业绩约 0.26 亿元/-32.28%，但好于疫情前。企业会展业务收入亿元 17.32/+47.50%，恢复至 2019 年的 64.83%，对应业绩恢复 60%+，同比显著改善。旅行社业务继续承压，收入 5.04 亿/-15.36%，恢复至 2019 年的 10.69%；酒店业务收入 3.49 亿元/+16.82%，恢复至 2019 年的 64.21%，但仍亏损。

整体毛利率微幅下降，期间费率有所改善，但仍不及疫情前

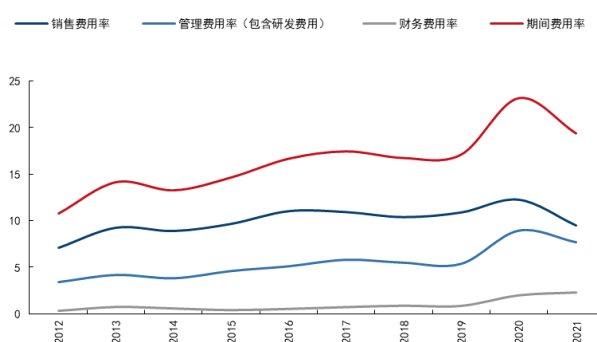
2021 年毛利率 18.50%/-0.94pct，略有下降，其中景区、IT、企业会展、酒店、旅行社业务分别-0.99pct、-1.18pct、+2.48pct、+0.75pct、+8.33pct，净利率 0.49%/+3.92%，其中销售费用 9.5%/-2.8pct，管理费用率（含研发费用）7.7%/-1.2pct，财务费用率 2.2%略有上升，相比 2020 年，改善净利率和主要费用率均有所改善，但整体仍较 2019 年有一定差距。

图7：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司各项成本费率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

短期跟踪国内疫情发展，关注中长线资源整合扩张

今年以来疫情持续反复预计仍然影响公司短期经营表现。其中公司旗下最核心乌镇景区因跨省游占比相对更高，疫情后恢复相对需要时日，但公司也持续丰富业态场景，结合节日主题打造沉浸式产品，并依托文化项目打造景区特色演艺、展览等项目，积极向休闲度假转型升级，同时通过直播和综艺推广等，不断丰富景区内涵，为后续恢复蓄势。古北水镇相对周边游占比更高，疫后恢复节奏相对更快，今年冬奥会带动冰雪旅游热潮，古北作为京郊冰雪旅游打卡地在疫情企稳后有望客流回升。同时，濮院景区根据疫情防控及旅游市场恢复情况，预计将于 2022 年试营业，有望带来中线成长看点。

并且，公司背靠光大金控集团支持，未来一看乌镇和古北水镇景区的持续优化和休闲度假升级；二看濮院项目进展；三看公司在稳定存量业务的情况下，拓展新的资源和业务增长点。公司此前参股青都旅游拟深交所上市，并与法国狂人国合作未来拟打造沉浸式演艺项目等，积极拓展新业务成长。

投资建议：估值较低且景区质地良好，建议跟踪复苏节奏，暂维持“买入”评级

考虑今年以来疫情反复影响，我们下调公司 22-24 年 EPS 至 0.22/0.70/0.84 元（去年中报时预计 22-23 年 EPS 为 0.70/0.99 元，主要系疫情因素下调乌镇景区客流收入等假设，而景区业务经营杠杆较高，盈利相应波动），对应 22-24 年 PE57/17/15x。短期疫情仍需跟踪，但公司目前市值估值处于低位，核心景区质地优良，中线仍有整合扩张预期，暂维持“买入”评级。

表 1：乌镇景区客流及收入预测

	2019	2020	2021	原 2022E	原 2023E	2022E	2023E	2024E
客流（万人次）	918	302	369	657	847	440	703	778
收入（亿元）	21.79	7.95	8.64	18.46	25.58	12.26	21.52	24.17

资料来源：公司公告，万德，国信证券经济研究所整理

风险提示：宏观、疫情等系统性风险；古北股权转让可能低于预期；光大整合可能低于预期；门票降价政策风险。

表 2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值亿元	EPS					PE			投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E		
600138.sh	中青旅	12.20	88.31	-0.32	0.03	0.22	0.70	--	415.90	56.65	17.35	买入
000888.sz	峨眉山 A	7.83	41.26	-0.07	0.12	0.38	0.43	--	66.48	20.61	18.21	增持
300144.sz	宋城演艺	13.21	345.40	-0.67	0.03	0.43	0.61	--	471.79	30.72	21.66	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：峨眉山 A、宋城演艺 2021 年业绩参考业绩快报或预告。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1756	1391	5186	6253	7407	营业收入	7151	8635	9121	11071	13037
应收款项	2334	2283	375	455	536	营业成本	5761	7038	6984	7986	9413
存货净额	2878	2151	1437	1650	1957	营业税金及附加	32	65	64	77	91
其他流动资产	510	492	638	775	913	销售费用	879	821	868	1063	1252
流动资产合计	7477	6317	7636	9132	10813	管理费用	627	655	704	835	975
固定资产	4725	4881	4921	4995	5030	研发费用	12	9	11	15	16
无形资产及其他	1153	1226	1177	1128	1079	财务费用	139	194	224	132	127
投资性房地产	1130	2249	2249	2249	2249	投资收益	(84)	67	31	31	31
长期股权投资	2570	2777	3052	3294	3535	资产减值及公允价值变动	62	47	10	10	10
资产总计	17055	17449	19035	20797	22705	其他收入	139	100	(11)	(15)	(16)
短期借款及交易性金融负债	3981	4438	2000	2000	2000	营业利润	(169)	76	307	1004	1205
应付款项	1406	1371	3593	4125	4893	营业外净收支	(1)	18	10	10	10
其他流动负债	2221	1469	2828	3282	3888	利润总额	(171)	93	317	1014	1215
流动负债合计	7608	7279	8421	9406	10781	所得税费用	74	51	89	274	328
长期借款及应付债券	870	618	618	618	618	少数股东损益	(13)	21	72	231	277
其他长期负债	5	930	1237	1569	1570	归属于母公司净利润	(232)	21	156	509	610
长期负债合计	875	1548	1854	2186	2188	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	8483	8826	10275	11593	12969	净利润	(232)	21	156	509	610
少数股东权益	2246	2275	2318	2457	2623	资产减值准备	63	(24)	78	1	1
股东权益	6327	6348	6442	6747	7113	折旧摊销	241	249	540	585	623
负债和股东权益总计	17055	17449	19035	20797	22705	公允价值变动损失	(62)	(47)	(10)	(10)	(10)
						财务费用	139	194	224	132	127
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	115	(210)	6441	889	851
每股收益	(0.32)	0.03	0.22	0.70	0.84	其它	(92)	(156)	(35)	138	166
每股红利	0.40	0.28	0.09	0.28	0.34	经营活动现金流	32	(167)	7170	2112	2240
每股净资产	8.74	8.77	8.90	9.32	9.83	资本开支	0	(390)	(600)	(600)	(600)
ROIC	-2%	0%	5%	23%	35%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	-4%	0%	2%	8%	9%	投资活动现金流	(96)	(598)	(875)	(841)	(841)
毛利率	19%	18%	23%	28%	28%	权益性融资	(4)	27	0	0	0
EBIT Margin	-2%	1%	5%	10%	10%	负债净变化	(157)	(252)	0	0	0
EBITDA Margin	1%	3%	11%	15%	15%	支付股利、利息	(292)	(202)	(62)	(204)	(244)
收入增长	-49%	21%	6%	21%	18%	其它融资现金流	1718	1281	(2438)	0	0
净利润增长率	-141%	-109%	634%	226%	20%	融资活动现金流	816	400	(2501)	(204)	(244)
资产负债率	63%	64%	66%	68%	69%	现金净变动	753	(365)	3795	1067	1155
息率	3.3%	2.3%	0.7%	2.3%	2.8%	货币资金的期初余额	1003	1756	1391	5186	6253
P/E	(38.1)	415.9	56.6	17.4	14.5	货币资金的期末余额	1756	1391	5186	6253	7407
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	(330)	6734	1673	1816
EV/EBITDA	214.9	59.7	18.6	12.2	11.4	权益自由现金流	0	699	4134	1577	1723

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032