

中青旅 (600138.SH)

短期经营承压，新领导有望新期待

买入

核心观点

中报业绩亏损符合预期，疫情之下主业承压。2022H1，公司实现营收 28.62 亿元/-18.69%，恢复至 2019H1 的 49%；实现归母业绩亏损 2.05 亿元，扣非业绩亏损 2.15 亿元，与业绩预告基本一致，同比转亏，EPS-0.28 元/股。Q2，公司收入 14.81 亿元/-30.21%，归母业绩亏损 0.93 亿元/-193.95%，扣非业绩亏损 0.95 亿元/-198.87%，主要受疫情影响部分景区阶段闭园所致。

疫情下核心景区业务阶段停摆，其它业务经营受制。2022H1，受疫情影响，公司旗下景区阶段闭园，承压明显。上半年乌镇景区累计接待游客 23.91 万人次/-90.02%，仅为疫情前的 5%，实现营收 1.29 亿元/-74.59%（恢复约 15%），客单价 540 元/+152.45%（住店客人为主），对应亏损 2.10 亿元。古北水镇客流 35.94 万人次/-50.22%，营收 2.43 亿元/-28.01%，净利润亏损 0.97 亿元，但疫情企稳期恢复快于乌镇，源于两者客源半径有所差异。其他方面，旅行社收入 0.67 亿元/-63.56%；会展收入 3.51 亿元/-52.11%，净利润亏损 0.22 亿元；山水酒店上半年实现收入 1.51 亿元/-24.16%，净利润亏损 0.42 亿元。其他策略性投资业务相对稳健。2022 年上半年公司毛利率-9.22pct，期间费用率+2.95pct，其中销售/管理/财务/研发费率分别 -0.84pct/+2.65pct/+1.18pct/-0.05pct，销售费率控制良好。

短期疫情反复仍有压制，新领导上任带来新期待。短期疫情反复预计仍影响公司下半年表现，濮院项目开业或有推迟。目前乌镇恢复仍待时日，而周边游为主+交通改善下，古北暑期恢复相对更快。同时，今年 6 月，原光大文旅事业部总经理倪阳平先生成为公司新一任董事长，新领导上任有望带来新期待。并且，公司拟发行 5 亿元中票，补充资金助力后续发展。中长线来看，公司背靠光大金控集团支持，一是不断强化乌镇和古北水镇两大景区内容丰富和优化升级；二可关注濮院项目，有望成为未来新的增长极；三是在稳定存量业务的情况下，积极拓展新的资源和业务增长点。

投资建议：维持买入评级。公司两大景区业务短期受到不同程度影响。考虑上半年经营情况及近期疫情反复等情况，我们下调其景区客流及收入假设，进而下调 22-24 年 EPS 至-0.22/0.46/0.75 元（此前 3 月底预测 22-24 年 EPS0.22/0.70/0.84 元），对应 23-24PE 为 24/15x。短期疫情仍需跟踪，但公司目前市值估值处于相对低位，核心景区质地优良，新领导上任有望带来新看点，中线仍有整合扩张预期，暂维持中线“买入”。

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。

公司研究·财报点评

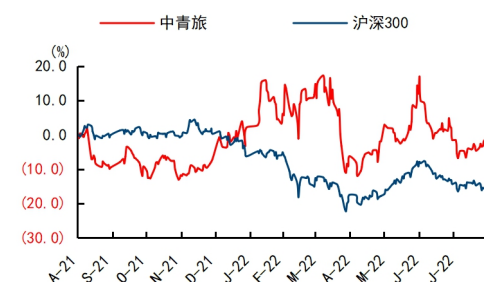
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.94 元
总市值/流通市值	7921/7921 百万元
52 周最高价/最低价	13.44/9.51 元
近 3 个月日均成交额	238.85 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.SH) -2021 年营收恢复 6 成，关注复苏节奏与新项目进展》——2022-04-01

《中青旅-600138-2021 年半年报点评：中报营收恢复 6 成，旅游主业渐复苏》——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

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	7,363	9,581	11,698
(+/-%)	-49.1%	20.8%	-14.7%	30.1%	22.1%
净利润(百万元)	-232	21	-159	334	542
(+/-%)	-140.8%	-109.1%	—	-309.5%	62.3%
每股收益(元)	-0.32	0.03	-0.22	0.46	0.75
EBIT Margin	-2.2%	0.5%	-0.8%	7.1%	9.0%
净资产收益率 (ROE)	-3.7%	0.3%	-2.6%	5.2%	8.1%
市盈率 (PE)	-34.1	372.9	-49.7	23.7	14.6
EV/EBITDA	203.6	56.6	36.1	14.7	11.9
市净率 (PB)	1.25	1.25	1.28	1.24	1.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

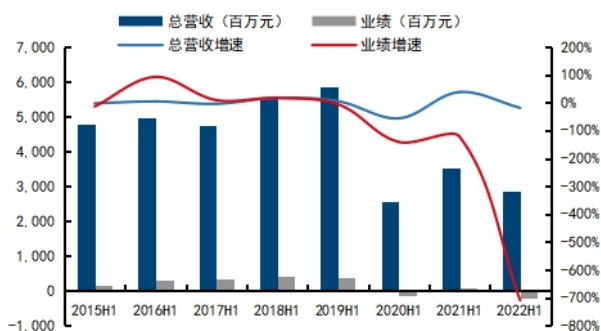
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

中报业绩亏损，与业绩预告基本一致

2022H1，公司实现营收 28.62 亿元/-18.69%，恢复至 2019H1 的 49%；实现归母业绩亏损 2.05 亿元，扣非业绩亏损 2.15 亿元，同比转亏（去年同期业绩 0.34 亿元，扣非业绩 0.01 亿元）；EPS-0.28 元/股，与业绩预告基本一致（公司此前预计中报业绩亏损 2.04 亿元，扣非亏损 2.14 亿元）。疫情反复下公司业绩明显承压。

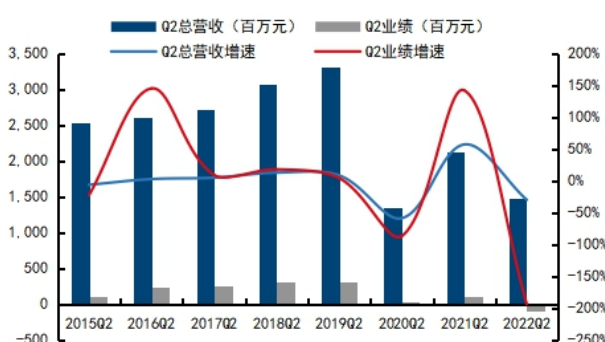
Q2 单季，公司实现收入 14.81 亿元/-30.21%，仅恢复到 2019Q2 的约 45%；归母业绩亏损 0.93 亿元/-193.95%，扣非业绩亏损 0.95 亿元/-198.87%。主要系受疫情影响，二季度乌镇及古北水镇闭园客流大幅下降，业务受到不同程度抑制。

图1：公司 2015-2022 年上半年营业收入及业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司 2015-2022Q2 营业收入和业绩表现



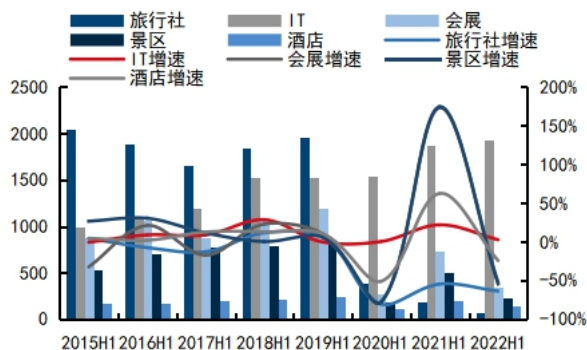
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情下核心景区业务阶段停摆，其它业务经营受制

公司盈利以景区为主，重资产模式下经营杠杆相对较高，疫情反复影响较大。2022H1，受国内疫情反复的不利影响，乌镇、古北景区阶段性闭园，客流承压明显。

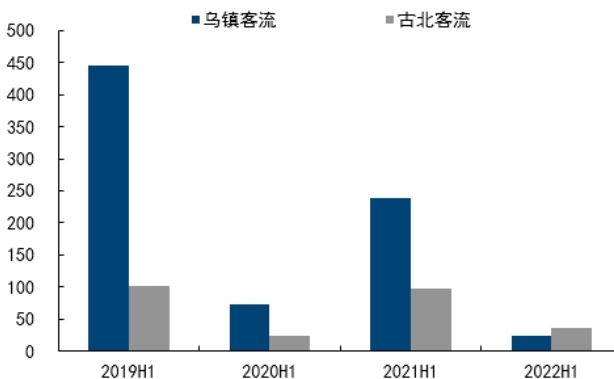
乌镇景区：疫情反复客流大幅下滑，导致盈利直接承压。由于疫情反复，乌镇西栅景区及乌村自 2022 年 4 月 2 日至 5 月 31 日闭园，乌镇东栅景区自 2022 年 4 月 2 日至 7 月 7 日闭园，非闭园期间景区经营也相对受制。鉴于此，上半年乌镇景区累计接待游客人数为 23.91 万人次/-90.02%，仅为疫情前的 5%，实现营收 1.29 亿元/-74.59%（恢复至疫情前的 15%），客单价 540 元/+152.45%，主要系住店客人为主。由于固定成本相对刚性，上半年乌镇景区亏损 2.10 亿元/-273.55%。

图3：公司 2022 年上半年细分业务表现（单位：百万元/%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：乌镇及古北水镇客流表现（单位：万人）

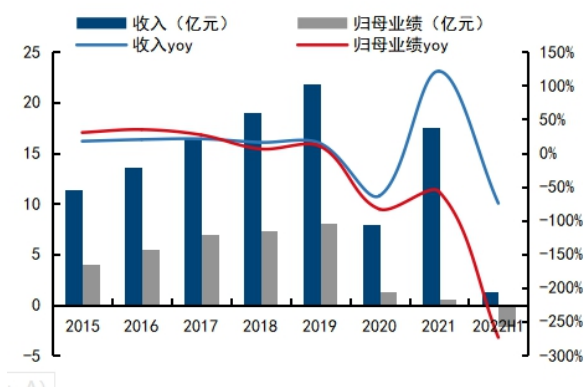


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

古北水镇:古北水镇景区自 2022 年 5 月 13 日至 5 月 31 日闭园,上半年复苏仍受影响。2022 年上半年共接待游客 35.94 万人次/-50.22%,实现营收 2.43 亿元/-28.01%,净利润亏损 0.97 亿元。与 2019H1 相比,古北客流恢复 36%,营收恢复 58%。由于古北周边游客流占比高于乌镇,因此恢复程度相对略好于乌镇。

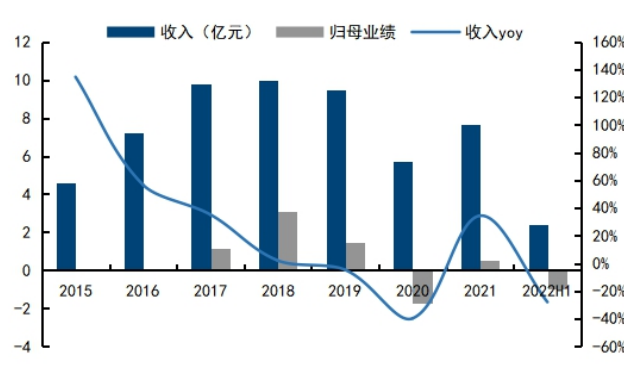
此外,受疫情影响,濮院景区开业时间预计将根据疫情防控要求及旅游市场恢复情况等因素情况具体确定。

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



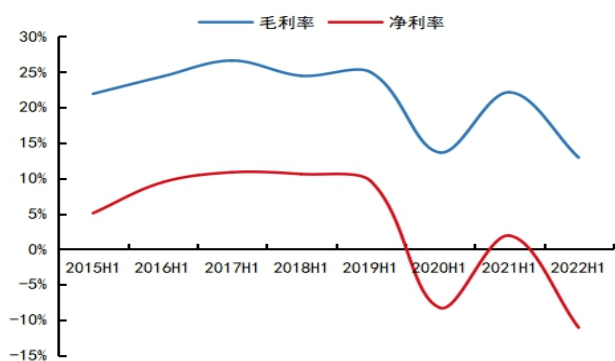
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

其它业务相应承压。今年上半年公司旅行社业务继续承压,实现收入 0.67 亿元/-63.56%;会展业务上半年实现收入 3.51 亿元/-52.11%,恢复到 2019 年同期的 29%,净利润亏损 0.22 亿元;山水酒店上半年实现收入 1.51 亿元/-24.16%,恢复至 2019 年同期的 61%,净利润亏损 0.42 亿元。其他策略性投资业务包括 IT 和出租业务等,相对稳健,为公司提供稳健的利润来源。

毛利率、净利率均下降,期间费用率有所提升

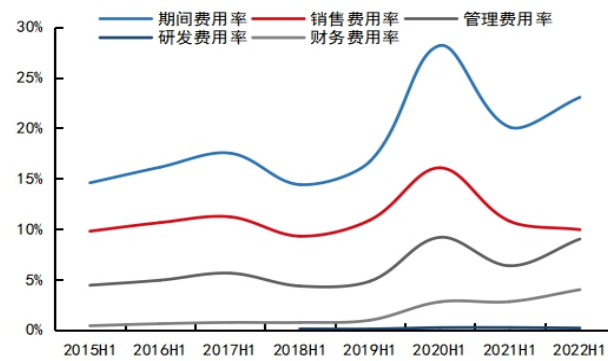
受疫情影响,2022 年上半年公司毛利率 12.91%/-9.22pct,期间费用率 23.00%/+2.95pct,其中销售/管理/财务/研发费率分别-0.84pct/+2.65pct/+1.18pct/-0.05pct。销售费用率降低主要系受疫情复发影响费用支出减少所致,管理费用率提升主要因折旧摊销刚性成本所致,财务费用率略有提升主要因本期银行借款增加。上半年,公司净利率下降 12.98pct,承压影响。

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: 公司期间费用率变化



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。备注:除 2018 及 2019 年,其他年度的管理费用中均包含研发费用

短期疫情反复仍有压制，新领导上任带来新期待

短期疫情反复预计仍影响公司下半年表现。目前来看，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，强化景区扩容，为后续复苏蓄势。古北水镇周边游占比相对更高，疫后恢复节奏比乌镇略快，随着暑期周边游需求逐步释放，古北水镇7月第2个周末酒店入住率基本达到2021年同期水平。在疫情平稳期，古北水镇积极布局本地客源营销安排，开通中青旅大厦往返古北水镇专车，助力景区复苏。今年6月，原光大文旅事业部总经理倪阳平先生成为公司新一任董事长，新领导上任有望带来新期待。同时，结合公司近期公告，公司拟发行5亿元中票，发行期限3年，补充资金助力后续发展。中长线来看，公司背靠光大金控集团支持，一是不断强化乌镇和古北水镇两大景区内容丰富和优化升级；二可关注濮院项目，有望成为未来新的增长极；三是在稳定存量业务的情况下，积极拓展新的资源和业务增长点。

投资建议：跟踪客流复苏，新领导上任有望带来新期待，维持“买入”

由于公司景区相对重资产模式特点，经营杠杆较高，疫情反复收入扰动带来业绩波动相对较大。考虑上半年经营情况及近期疫情反复等情况，我们下调乌镇景区客流收入假设等，如下表所示，对应下调22-24年EPS至-0.22/0.46/0.75元（此前3月底预测22-24年EPS0.22/0.70/0.84元），对应23-24PE为24/15x。短期疫情仍需跟踪，但公司目前市值估值处于相对低位，核心景区质地优良，新领导上任有望带来新看点，中线仍有整合扩张预期，暂维持中线“买入”。

表1：乌镇景区客流及收入预测

	2019	2020	2021	原 2022E	原 2023E	原 2024E	2022E	2023E	2024E
乌镇客流 (万人次)	918	302	369	440	703	778	242	548	775
乌镇收入 (亿元)	21.79	7.95	8.64	12.26	21.52	24.17	7.32	16.17	23.96

资料来源：公司公告，万德，国信证券经济研究所整理预测

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 2022/8/29	总市值亿元	EPS				PE			投资 评级	
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E		
600138.sh	中青旅	10.94	78.32	0.03	-0.22	0.46	0.75	372.95	(49.72)	23.74	14.62	买入
300144.SZ	宋城演艺	12.79	332.59	0.12	0.07	0.40	0.58	106.12	171.93	31.87	21.85	买入
000888.sz	峨眉山A	7.45	38.57	0.03	0.02	0.33	0.44	248.33	372.50	22.58	16.93	增持

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）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1756	1391	4296	5275	6301	营业收入	7151	8635	7363	9581	11698
应收款项	2334	2283	303	394	481	营业成本	5761	7038	6033	7190	8490
存货净额	2878	2151	1226	1473	1753	营业税金及附加	32	65	52	67	82
其他流动资产	510	492	515	671	819	销售费用	879	821	716	892	1164
流动资产合计	7477	6317	6340	7812	9353	管理费用	627	655	617	735	891
固定资产	4725	4881	4941	5014	5050	研发费用	12	9	7	12	13
无形资产及其他	1153	1226	1177	1128	1079	财务费用	139	194	226	137	132
投资性房地产	1130	2249	2249	2249	2249	投资收益	(84)	67	15	90	122
长期股权投资	2570	2777	3052	3294	3535	资产减值及公允价值变动	62	47	30	10	10
资产总计	17055	17449	17758	19497	21265	其他收入	139	100	(7)	(12)	(13)
短期借款及交易性金融负债	3981	4438	2000	2000	2000	营业利润	(169)	76	(243)	648	1058
应付款项	1406	1371	3065	3683	4382	营业外净收支	(1)	18	10	10	10
其他流动负债	2221	1469	2407	2905	3501	利润总额	(171)	93	(233)	658	1068
流动负债合计	7608	7279	7472	8588	9884	所得税费用	74	51	(21)	174	283
长期借款及应付债券	870	618	618	618	618	少数股东损益	(13)	21	(53)	150	243
其他长期负债	5	930	1237	1569	1570	归属于母公司净利润	(232)	21	(159)	334	542
长期负债合计	875	1548	1854	2186	2188	现金流量表（百万元）					
负债合计	8483	8826	9326	10774	12072	净利润	(232)	21	(159)	334	542
少数股东权益	2246	2275	2243	2333	2479	资产减值准备	63	(24)	78	1	1
股东权益	6327	6348	6189	6389	6714	折旧摊销	241	249	540	585	623
负债和股东权益总计	17055	17449	17758	19497	21265	公允价值变动损失	(62)	(47)	(30)	(10)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	139	194	226	137	132
每股收益	(0.32)	0.03	(0.22)	0.46	0.75	营运资本变动	115	(210)	5899	955	783
每股红利	0.40	0.28	0.00	0.18	0.30	其它	(92)	(156)	(110)	89	145
每股净资产	8.74	8.77	8.55	8.83	9.28	经营活动现金流	32	(167)	6218	1953	2084
ROIC	-2%	0%	-0%	13%	24%	资本开支	0	(390)	(600)	(600)	(600)
ROE	-4%	0%	-3%	5%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	19%	18%	18%	25%	27%	投资活动现金流	(96)	(598)	(875)	(841)	(841)
EBIT Margin	-2%	1%	-1%	7%	9%	权益性融资	(4)	27	0	0	0
EBITDA Margin	1%	3%	6%	13%	14%	负债净变化	(157)	(252)	0	0	0
收入增长	-49%	21%	-15%	30%	22%	支付股利、利息	(292)	(202)	0	(133)	(217)
净利润增长率	-141%	-109%	—	-309%	62%	其它融资现金流	1718	1281	(2438)	0	0
资产负债率	63%	64%	65%	67%	68%	融资活动现金流	816	400	(2438)	(133)	(217)
息率	3.7%	2.5%	0.0%	1.7%	2.7%	现金净变动	753	(365)	2905	979	1026
P/E	(34.1)	372.9	(49.7)	23.7	14.6	货币资金的期初余额	1003	1756	1391	4296	5275
P/B	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2	货币资金的期末余额	1756	1391	4296	5275	6301
EV/EBITDA	203.6	56.6	36.1	14.7	11.9	企业自由现金流	0	(330)	5783	1443	1584
						权益自由现金流	0	699	3139	1343	1487

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提及的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