

2022年09月01日

中青旅 (600138.SH)

公司快报

上半年业绩受疫情干扰持续承压，静待疫情后的恢复性增长

◆ **事件：**公司发布 2022 年半年度报告，2022 年 H1 年公司实现营收 28.62 亿元，同比减少 18.69%，实现归母净利润-2.05 亿元，同比减少 709.34%。其中，2022Q2，公司实现营收 14.81 亿元，同比减少 30.21%，实现归母净利润-0.93 亿元，同比减少 193.95%。

投资要点

◆ **受国内疫情反复影响，公司 2022Q2 营收有所承压。**营收端，2022 年 H1 公司实现营收 28.62 亿元，同比减少 18.69%；拆分季度来看，2022Q1/Q2 分别实现营收 13.81 亿元、14.81 亿元，同比减少 1.20%、30.21%。公司 Q2 营收持续承压，主要系受北京、上海等城市疫情反弹及较严格的防疫政策影响，公司核心景区闭园所致。**净利端**，2022H1 年公司实现归母净利润-2.05 亿元，同比减少 709.34%；2022Q1、Q2 分别实现归母净利润-1.12 亿元、-0.93 亿元，同比减少 71.90%、193.95%。

◆ **疫情扰动下景区业绩承压，客流量大幅下滑。**景区业务方面，（1）公司上半年乌镇景区接待游客 23.91 万人次，同比下降 90.02%，剔除房地产业务影响后，实现营收 1.29 亿元，同比下降 74.59%，净利润亏损 2.1 亿元，客单价为 539.52 元，同比上升 152.45%。乌镇景区业绩下滑主要是由于自 2022 年初以来持续受到长三角地区疫情不利影响，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 日闭园所致。在长三角地区疫情抑制跨省、跨市出游的情况下，乌镇景区迅速挖掘周边消费市场，并利用疫情平稳的窗口期提振业绩，带动客单价的提升；（2）由于北京地区疫情反复，为配合防疫政策要求，古北水镇景区自 2022 年 5 月 13 日至 5 月 31 日闭园，上半年共接待游客 35.94 万人次，同比下降 50.22%，实现营收 2.43 亿元，同比下降 28.01%，净利润亏损 0.97 亿元，客单价为 676.13 元，同比增长 94.79%。古北水镇景区积极布局本地客源，开通中青旅大厦往返古北水镇专车等措施，带动客单价的提升。

◆ **整合营销、酒店、旅行社业务全体承压，策略性投资业务带来利润贡献。**（1）因多轮疫情反复导致部分业务延期或取消，整合营销业务上半年实现营收 3.51 亿元，同比下降 52.11%，净利润亏损 0.22 亿元。疫情下公司多措并举，精细化、动态化开源节流，同时着力拓展大客户，有望带动下半年业绩回暖；（2）受疫情持续散发及人员流动限制影响，山水酒店业务实现营收 1.51 亿元，同比下降 24.16%，净利润亏损 0.42 亿元。疫情下公司坚持精准实施一店一策管理，严控成本费用；（3）旅行社业务通过常态化、精细化降本增效举措，营收实现同比减亏；（4）疫情下策略性投资业务持续为公司带来稳定的利润贡献。

◆ **受疫情干扰，盈利能力持续承压。**盈利能力方面，2022 年 H1，公司毛利率同比减少 9.22pct 至 12.91%。**费用率方面**，2022H1 公司期间费用率合计 23.03%，同比增长 2.95pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 9.91%/8.99%/0.16%/3.97%，同

消费者服务 | 景区 III

增持-B(首次)

投资评级

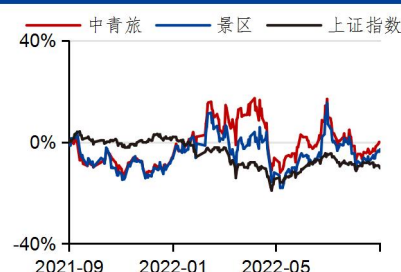
股价(2022-08-31)

11.00 元

交易数据

总市值（百万元）	7,962.24
流通市值（百万元）	7,962.24
总股本（百万股）	723.84
流通股本（百万股）	723.84
12 个月价格区间	12.51/9.69

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.98	-0.13	-6.68
绝对收益	-5.98	-6.95	-26.89

分析师

刘荆

 SAC 执业证书编号：S0910520020001
 liujing1@huajinsc.cn

相关报告



比-0.84/+2.65/-0.05/+1.18pct，管理费用率提升主要是由于折旧摊销增加所致，综合影响下，2022H1 公司归母净利润率为-11.08%，同比减少-12.98pct。现金流方面，2022H1 公司经营活动现金流净额为-5.43 亿元，同比下降 412.36%，主要系受上海、北京等区域疫情复发影响，部分业务暂停所致。

◆ **投资建议：**上半年受疫情冲击影响，公司景区多次闭园，短期业绩持续承压。预计待疫情稳定后，伴随客流的恢复以及濮院景区的开业，公司业绩有望有所回暖。考虑疫情反复和常态化管控影响，我们预计公司 2022-2024 年每股收益分别为-0.22、0.46 和 0.73 元，对应公司 22、23 年 PE 约为-50.3、24.1 倍，首次覆盖，给予“增持-B”建议。

◆ **风险提示：**国内疫情反复影响客流；行业竞争加剧；濮院景区开业时间推迟。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,151	8,635	7,691	10,281	12,097
YoY(%)	-49.1	20.8	-10.9	33.7	17.7
净利润(百万元)	-232	21	-158	330	528
YoY(%)	-140.8	109.1	-846.1	308.4	59.8
毛利率(%)	19.4	18.5	15.9	24.2	25.5
EPS(摊薄/元)	-0.32	0.03	-0.22	0.46	0.73
ROE(%)	-2.9	0.5	-2.8	5.4	7.9
P/E(倍)	-34.3	375.0	-50.3	24.1	15.1
P/B(倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
净利率(%)	-3.2	0.2	-2.1	3.2	4.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7477	6317	6083	9383	9078
现金	1756	1391	1384	1953	2419
应收票据及应收账款	2192	2105	1722	3394	2625
预付账款	273	305	210	478	332
存货	2878	2151	2472	3096	3339
其他流动资产	379	366	295	462	362
非流动资产	9578	11132	11630	12201	12705
长期投资	2570	2777	3105	3372	3629
固定资产	4219	4620	4868	5104	5312
无形资产	1154	1228	1288	1353	1439
其他非流动资产	1635	2507	2370	2372	2323
资产总计	17055	17449	17713	21584	21783
流动负债	7608	7279	7883	11374	11043
短期借款	3340	3416	4555	7439	6821
应付票据及应付账款	1406	1371	1182	1893	1661
其他流动负债	2862	2491	2146	2042	2561
非流动负债	875	1548	1439	1340	1229
长期借款	870	618	509	410	299
其他非流动负债	5	930	930	930	930
负债合计	8483	8826	9322	12714	12272
少数股东权益	2246	2275	2201	2350	2572
股本	724	724	724	724	724
资本公积	1753	1755	1755	1755	1755
留存收益	3875	3896	3676	4143	4877
归属母公司股东权益	6327	6348	6190	6520	6939
负债和股东权益	17055	17449	17713	21584	21783

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	609	905	733	-1143	2438
净利润	-245	42	-233	480	749
折旧摊销	350	314	326	352	378
财务费用	139	194	180	226	318
投资损失	84	-67	-123	-63	-54
营运资金变动	165	268	588	-2130	1052
其他经营现金流	117	153	-5	-7	-5
投资活动现金流	-973	-816	-696	-853	-822
筹资活动现金流	1022	-228	-1183	-319	-531
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.32	0.03	-0.22	0.46	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.25	1.01	-1.58	3.37
每股净资产(最新摊薄)	8.74	8.77	8.55	9.01	9.59

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7151	8635	7691	10281	12097
营业成本	5761	7038	6470	7793	9007
营业税金及附加	32	65	51	66	76
营业费用	879	821	754	1018	1210
管理费用	627	655	615	668	726
研发费用	12	9	11	15	19
财务费用	139	194	180	226	318
资产减值损失	-63	-39	-23	-21	24
公允价值变动收益	-1	8	5	7	5
投资净收益	-84	67	123	63	54
营业利润	-169	76	-285	544	825
营业外收入	18	21	16	17	18
营业外支出	20	3	7	8	10
利润总额	-171	93	-277	553	833
所得税	74	51	-44	74	84
税后利润	-245	42	-233	480	749
少数股东损益	-13	21	-74	150	222
归属母公司净利润	-232	21	-158	330	528
EBITDA	386	614	268	1234	1589

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-49.1	20.8	-10.9	33.7	17.7
营业利润(%)	-113.9	144.7	-476.8	290.8	51.5
归属于母公司净利润(%)	-140.8	109.1	-846.1	308.4	59.8
获利能力					
毛利率(%)	19.4	18.5	15.9	24.2	25.5
净利率(%)	-3.2	0.2	-2.1	3.2	4.4
ROE(%)	-2.9	0.5	-2.8	5.4	7.9
ROIC(%)	0.5	1.1	-0.4	5.0	7.2
偿债能力					
资产负债率(%)	49.7	50.6	52.6	58.9	56.3
流动比率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	3.2	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	3.7	5.1	5.1	5.1	5.1
估值比率					
P/E	-34.3	375.0	-50.3	24.1	15.1
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	34.5	24.2	55.6	14.0	10.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn