

景区

中青旅 (600138.SH)

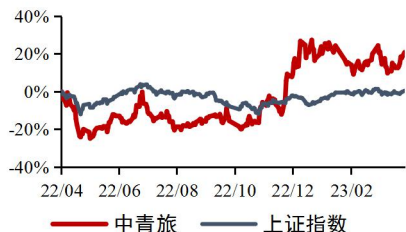
增持-B(首次)

23 年期待新景区开业、旅行社业务复苏等多重亮点提振业绩

2023 年 4 月 3 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 4 月 3 日

收盘价 (元):	15.61
年内最高/最低 (元):	16.88/9.52
流通 A 股/总股本 (亿):	7.24/7.24
流通 A 股市值 (亿):	112.99
总市值 (亿):	112.99

基础数据：2022 年 12 月 31 日

基本每股收益:	-0.46
摊薄每股收益:	-0.46
每股净资产 (元):	11.19
净资产收益率:	-5.82

资料来源：最闻

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码: S0760521010001

邮箱: zhangxiaolin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2022 年财报，期内实现营收 64.17 亿元 (-25.69%)，归母业绩亏损 3.34 亿元 (2021 年同期盈利 0.21 亿元)、扣非归母业绩亏损 4.18 亿元 (2021 年同期亏损 1.15 亿元)，EPS-0.46 元。其中 Q4 实现营收 16.02 亿元 (-33.36%)、归母业绩亏损 1.63 亿元 (21Q4 同期亏损 0.16 亿元)、扣非归母业绩亏损 2.34 亿元 (21Q4 同期亏损 1.1 亿元)，主要系疫情影响公司业务、确认资产和信用减值损失 1.23 亿元。

➢

事件点评

➢ 景区受疫情影响全年经历 1-3 个月闭园。乌镇全年接待游客 115.58 万人次 (-68.65%)，实现营收 6.29 亿元 (-64.22%)、净亏损 2.64 亿元，人均消费 544 元 (+14.15%)，客流和营收分别恢复至 2019 年同期 12.59%、28.87%；其中东栅闭园 3 个月、接待游客 16.13 万人次 (-87.25%)；西栅闭园 2 个月、接待游客 99.45 万人次 (-58.94%)。期内乌镇持续拓展周边市场，截至年底景区度假、会议接待功能客房超 3000 间、较 2019 年底增长 15%。

➢ 古北水镇经营情况好于乌镇。景区年内经历 19 天闭园，共接待游客 112.95 万人次 (-25.7%)，实现营收 6.88 亿元 (-10.44%)、净亏损 0.87 亿元，人均消费 609.12 元 (+20.56%) 提升明显，客流和营收分别恢复至 2019 年同期 47.19%、72.42%。两大景区对比，古北水镇恢复情况好于乌镇，主要系乌镇客流以长三角地区为主、年内易受疫情管控影响客流入园，古北水镇以北京及周边地区客流为主，本地客源相对稳定。

➢ 22 年受疫情影响主营业务均有不同程度下滑拖累整体经营情况。整合营销业务实现营收 10.47 亿元 (-39.56%)，期中中青博联部分项目因疫情延期或取消；旅游产品业务营收 4.42 亿元 (-12.4%) 系旅行社跨省游业务尚未恢复、出境游业务基本停滞；酒店业务实现营收 3.2 亿元 (-17.38%)；IT 业务营收 38.36 亿元 (-7.22%)。

➢ 公司期内毛利率 16.02% (-2.48pct)，净利率-7.35% (-7.84pct)。整体费用率 23.93% (+4.59pct)，其中销售费用 6.58 亿元 (-19.85%)、管理费用率 10.3%(+2.72pct)、研发费用率 0.2%(+0.09pct)、财务费用率 3.38%(+1.13pct)。

投资建议

➢ 年内旅游市场持续回暖，公司各项业务有望陆续复苏。公司出境游产品已于 2 月陆续上线、成团；濮院景区于 3 月 1 日试营业，年内客流爬坡带动新开景区后续贡献业绩新增长点。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



0.56\0.89\1.3 元，对应公司 4 月 3 日收盘价 15.61 元，2023-2025 年 PE 分别为 28\17.6\12 倍，首次覆盖给予“增持-B”评级。

风险提示

➤ 宏观经济波动风险；客流恢复不及预期；门票价格下降风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,635	6,417	11,648	16,571	20,515
YoY(%)	20.8	-25.7	81.5	42.3	23.8
净利润(百万元)	21	-334	404	642	942
YoY(%)	-109.1	-1670.9	-221.2	58.9	46.7
毛利率(%)	18.5	16.0	23.9	24.0	25.5
EPS(摊薄/元)	0.03	-0.46	0.56	0.89	1.30
ROE(%)	0.5	-5.8	6.7	9.6	12.3
P/E(倍)	532.1	-33.9	28.0	17.6	12.0
P/B(倍)	1.8	1.9	1.8	1.6	1.4
净利率(%)	0.2	-5.2	3.5	3.9	4.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6317	6120	13271	13383	19553
现金	1391	1197	1343	1544	2328
应收票据及应收账款	2105	2165	5585	5441	8210
预付账款	305	239	749	657	1083
存货	2151	2124	4904	5092	7039
其他流动资产	366	395	690	650	894
非流动资产	11132	11445	11755	12033	12141
长期投资	2777	2762	2759	2756	2759
固定资产	4620	4535	4735	4933	5094
无形资产	1228	1194	1236	1296	1286
其他非流动资产	2507	2954	3024	3048	3002
资产总计	17449	17565	25026	25416	31694
流动负债	7279	6525	13709	13508	18800
短期借款	3416	3710	7925	7925	11038
应付票据及应付账款	1371	1071	2944	2767	4163
其他流动负债	2491	1744	2841	2817	3600
非流动负债	1548	2937	2636	2317	1959
长期借款	618	1755	1454	1136	778
其他非流动负债	930	1182	1182	1182	1182
负债合计	8826	9462	16345	15826	20760
少数股东权益	2275	2083	2256	2532	2935
股本	724	724	724	724	724
资本公积	1755	1756	1756	1756	1756
留存收益	3896	3563	4133	5047	6388
归属母公司股东权益	6348	6020	6424	7059	7999
负债和股东权益	17449	17565	25026	25416	31694

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	905	-312	-2833	1583	-999
净利润	42	-472	577	917	1346
折旧摊销	314	331	309	330	348
财务费用	194	217	366	478	546
投资损失	-67	6	-16	-17	-23
营运资金变动	268	-569	-4065	-123	-3212
其他经营现金流	153	175	-5	-3	-4
投资活动现金流	-816	-607	-598	-588	-429
筹资活动现金流	-228	737	-638	-793	-902
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.03	-0.46	0.56	0.89	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	1.25	-0.43	-3.91	2.19	-1.38
每股净资产(最新摊薄)	8.77	8.32	8.87	9.75	11.05

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8635	6417	11648	16571	20515
营业成本	7038	5389	8859	12601	15292
营业税金及附加	65	52	87	124	154
营业费用	821	658	932	1243	1641
管理费用	655	661	815	1160	1436
研发费用	9	13	12	17	21
财务费用	194	217	366	478	546
资产减值损失	-72	-123	-93	-133	-164
公允价值变动收益	8	-1	5	3	4
投资净收益	67	-6	16	17	23
营业利润	76	-547	690	1101	1617
营业外收入	21	10	15	16	16
营业外支出	3	4	7	9	6
利润总额	93	-541	698	1109	1626
所得税	51	-69	120	191	281
税后利润	42	-472	577	917	1346
少数股东损益	21	-138	173	275	404
归属母公司净利润	21	-334	404	642	942
EBITDA	614	95	1374	1918	2523

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.8	-25.7	81.5	42.3	23.8
营业利润(%)	144.7	-821.9	226.2	59.6	46.8
归属于母公司净利润(%)	-109.1	-1670.9	221.2	58.9	46.7
获利能力					
毛利率(%)	18.5	16.0	23.9	24.0	25.5
净利率(%)	0.2	-5.2	3.5	3.9	4.6
ROE(%)	0.5	-5.8	6.7	9.6	12.3
ROIC(%)	1.1	-1.6	5.1	7.4	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	50.6	53.9	65.3	62.3	65.5
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	4.0	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	5.1	4.4	4.4	4.4	4.4
估值比率					
P/E	532.1	-33.9	28.0	17.6	12.0
P/B	1.8	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	29.6	202.1	16.8	11.9	10.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰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：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

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，本报告的任一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：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

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>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

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

