

## 行业凛冬已过，客流复苏助力业绩提升

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报, 全年实现营业收入64.2亿元, 同比下降25.7%, 实现归母净利润-3.3亿元, 同比2021年(盈利0.21亿元)转亏; 扣非后归母净利润-4.2亿元。
- **受疫情影响业绩承压。** 疫情之下, 公司各业务板块均受到了不同程度影响, 其中整合营销、景区经营、酒店业务、旅游产品服务分别实现营业收入10.5亿元、4.7亿元、3.1亿元、4.4亿元, 同比下降7.0%、39.3%、45.3%、11.4%、12.0%。固定费用压缩空间有限进一步加重了公司利润下行压力。2022年, 公司毛利率和净利率分别为16.02%、-7.35%, 同比下降2.5pp、7.8pp。
- **景区提质扩容蓄力疫后增长。** 2022年, 公司乌镇景区、古北水镇分别接待游客约115.6万人次、113.0万人次, 同比下降68.7%、25.7%, 约为2019年的12.6%、47.2%; 客单价受益于过夜游客增多, 分别提升为410.5元/人次、609.1元/人次, 同比增长75.2%、20.6%。疫情期间, 乌镇景区持续加强配套设施建设, 截至2022年末, 景区内可实现度假、会议接待功能客房超3000间, 为抢抓疫后市场、提升人均消费奠定了基础; 古北水镇入选多项旅游目的地名录, 蓄力开拓中远端客群市场; 濮院景区已于2023年3月1日开启试营业, 未来经营爬坡将进一步增厚业绩, 并有望与乌镇景区协同, 推动全域旅游发展。
- **公司有望全面受益于出行产业链修复。** 多元化布局下, 公司景区业务、旅游产品服务、整合营销、酒店等板块均有望受益于疫后出行产业链修复带动业务需求回暖。随着出境游政策逐步放开, 公司旅行社板块已上线试点开放国家超过500条出境游产品, 并有多个日期售罄满团。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.9、7.1、8.4亿元, 对应EPS分别为0.54、0.98、1.16元。我们给予公司2023年36倍PE, 对应目标价为19.44元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 景区客流恢复不及预期、行业竞争加剧、出境游恢复不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6416.84	11248.64	13882.55	15085.08
增长率	-25.69%	75.30%	23.42%	8.66%
归属母公司净利润(百万元)	-333.55	389.78	712.27	840.73
增长率	-1670.90%	216.86%	82.73%	18.04%
每股收益EPS(元)	-0.46	0.54	0.98	1.16
净资产收益率ROE	-5.82%	6.61%	11.13%	11.50%
PE	-34	29	16	14
PB	1.89	1.76	1.60	1.45

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.24
流通A股(亿股)	7.24
52周内股价区间(元)	9.7-16.45
总市值(亿元)	113.50
总资产(亿元)	174.49
每股净资产(元)	8.77

### 相关研究

## 目 录

<b>1 国内综合旅游服务龙头，受疫情扰动业绩阶段性承压.....</b>	<b>1</b>
1.1 深耕行业 40 余载，多元化布局赋能企业发展.....	1
1.2 受疫情影响业绩承压，疫后修复值得期待.....	5
<b>2 盈利预测与估值.....</b>	<b>7</b>
2.1 盈利预测.....	7
2.2 相对估值.....	9
<b>3 风险提示.....</b>	<b>9</b>

## 图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：乌镇景区接待游客人次及增速.....	2
图 3：乌镇景区客单价及增速.....	2
图 4：古北水镇接待游客人次及增速.....	2
图 5：古北水镇客单价及增速.....	2
图 6：濮院景区地理位置.....	3
图 7：濮院景区导览.....	3
图 8：中青旅旅游服务产品及旅行社相关荣誉.....	3
图 9：中青旅旅游已上线的部分欧洲旅游服务产品.....	3
图 10：中青博联旗下子公司品牌.....	4
图 11：中青博联整合营销营收结构.....	4
图 12：山水酒店品牌.....	4
图 13：山水酒店集团客房数与门店数.....	4
图 14：公司前十大股东持股情况（截至 2023 年 4 月 4 日）.....	5
图 15：公司主要控股、参股平台（截至 2023 年 4 月 4 日）.....	5
图 16：公司营业收入及增速.....	6
图 17：公司归母净利润及增速.....	6
图 18：公司主要业务收入占总收入比重.....	6
图 19：公司主要业务收入情况（单位：亿元）.....	6
图 20：公司主要业务毛利润占总毛利比重.....	7
图 21：公司主要业务毛利率情况.....	7
图 22：公司毛利率和净利率.....	7
图 23：公司费用率情况.....	7

## 表 目 录

表 1：分业务收入及毛利率.....	8
表 2：可比公司估值（截至 2023 年 4 月 4 日）.....	9
附表：财务预测与估值.....	10

# 1 国内综合旅游服务龙头，受疫情扰动业绩阶段性承压

## 1.1 深耕行业 40 余载，多元化布局赋能企业发展

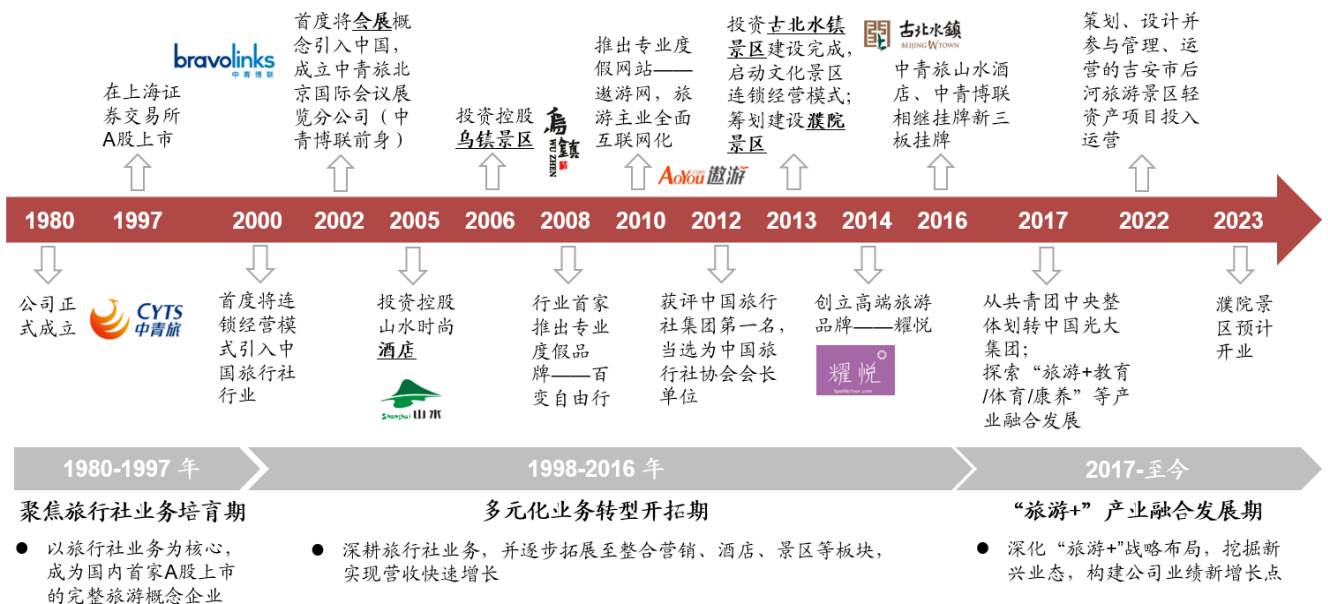
**40 余载行业深耕铸综合旅游服务龙头企业。**中青旅控股股份有限公司（股票代码：600138）是国内 A 股首家旅行社类上市公司与中国第一家拥有中央大型金融控股集团发展背景的旅游类上市公司。自 1980 年正式创立以来，公司不断推进旅游产业价值链的整合与延伸，逐渐从一家聚焦旅行社业务的旅游服务提供商成长为涵盖旅游服务、景区、整合营销、酒店等多元化业务布局的综合旅游服务龙头企业。回顾公司发展历程，可大致分为以下三个阶段：

**第一阶段（1980-1997 年）：聚焦旅行社业务培育期。**中青旅伴随国家改革开放而诞生、成长。1980 年，公司作为改革开放后国内首家旅行社企业正式创立，并迅速发展成为国内三大骨干旅行社之一。1997 年，公司作为中国第一家完整旅游概念企业在上交所 A 股上市。

**第二阶段（1998-2016 年）：多元化业务转型开拓期。**公司以旅行社业务为起点，持续拓展业务布局，通过投资、控股逐渐转型为涵盖旅行社、景区、整合营销、酒店等多元化业务的综合旅游服务提供商。多元化业务开拓使公司发展步入快车道，两大景区业务贡献增长动能，公司营收从 1998 年的 8.4 亿元增长至 2016 年的 103.3 亿元。

**第三阶段（2017 年-至今）：“旅游+”产业融合发展期。**公司紧跟行业发展趋势，深化“旅游+”战略布局，挖掘新兴业态，促进旅游与文化、科技、体育等产业不断融合。同时，拓展智慧文旅、景区运营管理等轻资产项目，不断增强公司文旅业务辐射范围与全产业链能力。

图 1：公司发展历程

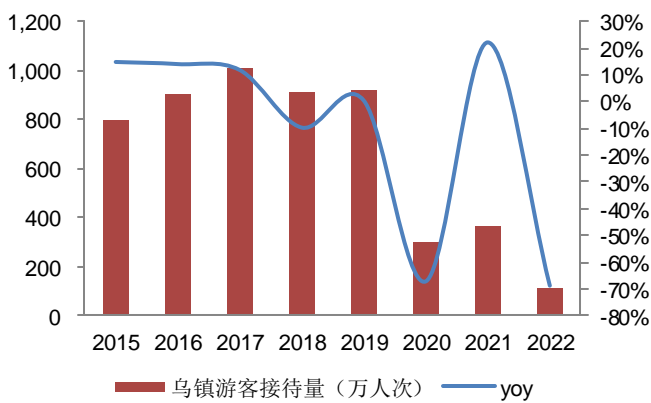


资料来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

**景区业务：公司拥有乌镇景区、古北水镇、濮院景区 3 大优质古镇景区资源。**

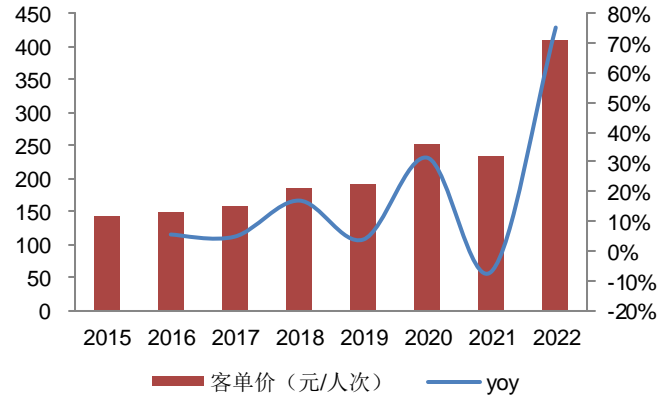
**1) 乌镇景区：“文化+会展”双轨发展，内涵丰富推动持续成长。**乌镇位于浙江省桐乡市北端，是典型的江南水乡古镇。现已形成东栅（观光旅游）+西栅（休闲度假）+乌村（高端乡村度假）的协同发展格局。作为世界互联网大会、乌镇戏剧节等高标准活动举办地，乌镇兼具江南水乡底蕴+高端文化品牌+国际交流窗口特色，竞争优势显著。疫情期间，乌镇景区进一步加强配套设施建设，截至 2022 年末，景区内可实现度假、会议接待功能客房超过 3000 间，为景区提质扩容、抢抓疫后市场、提升人均消费奠定了基础。

**图 2：乌镇景区接待游客人次及增速**



数据来源：公司公告，西南证券整理

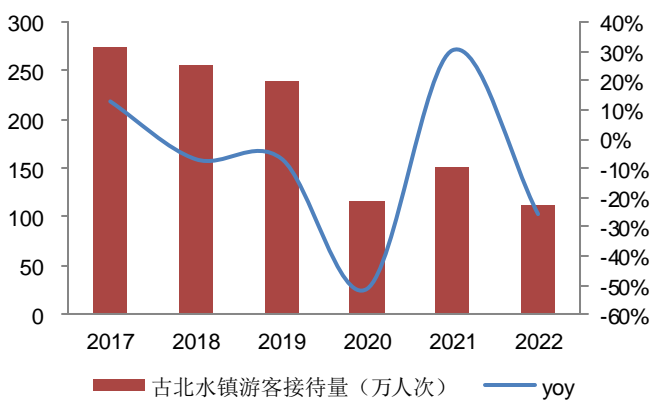
**图 3：乌镇景区客单价及增速**



数据来源：公司公告，西南证券整理

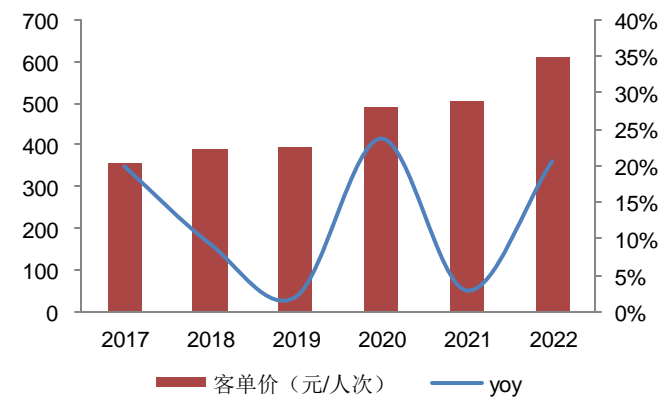
**2) 古北水镇：长城下的特色北方水镇，多业态经营释放增长潜力。**古北水镇位于北京市密云区古北口镇司马台长城脚下，独具司马台历史文化内涵。景区内拥有 43 万平方米精美的明清及民国风格的山地合院建筑，包含 17 家酒店、28 家民宿客栈、30 余家独立餐厅、50 余处商铺和 10 多个文化展示体验区，集观光游览、休闲度假、商务会展、创意文化等旅游业态为一体。多业态经营下，景区客单价持续提升，2022 年增长至 609 元/人次。古北水镇当前客源仍集中于周边京津冀地区，未来有望进一步开拓中远端市场，成长为全国性旅游目的地。

**图 4：古北水镇接待游客人次及增速**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：古北水镇客单价及增速**



数据来源：公司公告，西南证券整理

**3) 濮院景区：定位中国时尚古镇，经营爬坡贡献业绩增量。**濮院景区位于浙江省桐乡市濮院镇，距离乌镇景区约 30 分钟车程。曾有“日出万匹绸，嘉禾一巨镇”之称，现为全球最大的羊毛衫集散中心。产业底蕴奠定了濮院独特的“时尚”基因与客流基础。景区已于 2023 年 3 月 1 日开始试营业；预计 5 月 1 日开始正式营业，门票价格 120 元/人。随着濮院景区配套设施逐渐完善，未来有望复制乌镇与古北的成功。

图 6：濮院景区地理位置



数据来源：百度地图，西南证券整理

图 7：濮院景区导览



数据来源：西南证券整理

**旅游产品服务：传统核心业务，出境游放开带动业务需求回暖。**作为国内首家在 A 股上市的旅行社企业，公司打造了一站式互联网旅游服务综合平台“遨游网”、高端旅游服务品牌“耀悦”。疫情期间，公司重点发力国内游市场，深挖热门目的地、周边特色旅游、亲子研学、户外露营等细分领域，提升旅游产品附加值和吸引力。疫情前，出境游产品对公司旅行社业务贡献超 80%。在出境游政策逐渐放开趋势下，公司快速开启出境游产品布局，已率先上线试点开放国家的超 500 条出境游产品，并有多个日期售罄满团。

图 8：中青旅遨游服务产品及旅行社相关荣誉



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 9：中青旅遨游已上线的部分欧洲旅游服务产品

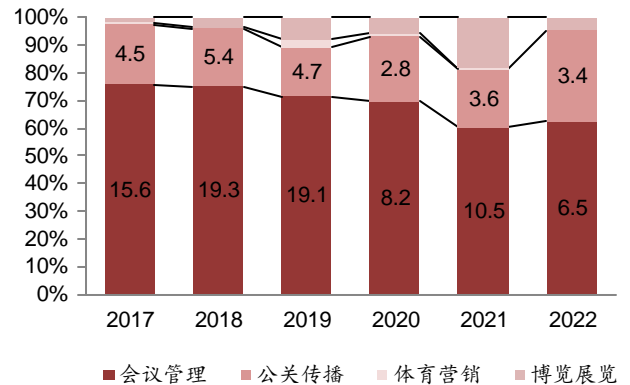


数据来源：公司官网，西南证券整理

**整合营销：一站式整合营销服务提供商，客户资源优势显著。**中青博联为中青旅整合营销业务运营平台，已于 2016 年在新三板上市。公司专注于为企业、政府、社团等机构客户提供包含咨询、管理、执行的一站式整合营销服务。二十余年的发展下，公司成功建立起中青旅会展、中青旅联科、博汇展览等专业子公司品牌。凭借专业的服务团队与央企背景优势，公司在服务高规格国际会议和主场外交领域占有绝对领先地位。曾为中国国际进口博览会、博鳌亚洲论坛、迪拜世博会等高规格会议、博览项目提供服务，客户资源优势显著。

**图 10：中青博联旗下子公司品牌**


数据来源：公司官网，西南证券整理

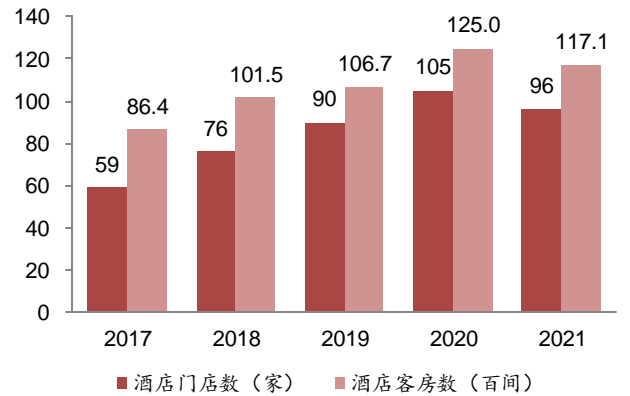
**图 11：中青博联整合营销营收结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**酒店业务：中高端智慧连锁酒店，专注中档商务和城市休闲度假市场。**中青旅酒店业务以山水酒店为核心，专注于国内中高档精品连锁酒店的投资开发与经营管理。公司以“山水酒店”为主体，创立了中端特色商务酒店品牌“山水时尚”、中高端特色精品酒店品牌“山水 S”、城市度假轻奢酒店品牌“山水花园”、国际化商务精品酒店品牌“山水富丽华”、设计师酒店品牌“山水设计师”以及多元融合的酒店品牌“山水+”，以差异化的经营定位，形成了以会员和商务为主、旅游休闲为辅的客群。公司坚持数字化转型，迭代升级酒店智能运营管理体系，2022 年蝉联“中国酒店集团 50 强”。

**图 12：山水酒店品牌**


数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 13：山水酒店集团客房数与门店数**


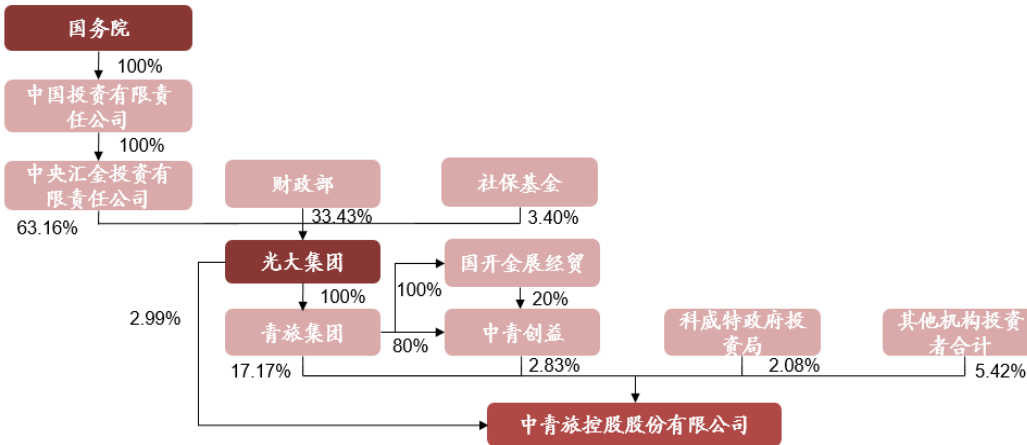
数据来源：中国饭店协会，西南证券整理

**策略性投资：公司策略性投资业务包括创格科技、风采科技以及中青旅大厦物业出租业务。**其中，北京中青旅创格科技为 IT 服务供应商，为用户提供华三、宇视网络及其他厂商网络设备的工程实施服务，销售媒体交换服务器、监控设备等 IT 基础架构产品北京中青旅风采科技主要为云贵川三省福利彩票发行方提供营销宣传推广和技术服务。策略性投资业务持续为公司带来稳定的利润贡献，在疫情下为公司业绩提供了有力支持。

**背靠金融央企光大集团，资本实力与产业融合优势显著。**自 2018 年公司控股股东青旅集团 100% 国有产权整体划转至光大集团后，公司成为中国第一家拥有中央大型金融控股集团发展背景的旅游类上市公司，实际控制人由共青团中央变更为国务院。公司股权结构较分散，前十大股东合计持股 30.49%，除青旅集团、光大集团、中青创益外，其余均为机构投

资者。其中，光大集团直接持有公司 2.99% 股份，间接持有公司 20% 股份，合计持股达 22.99%。光大集团的综合金融及产融资源优势将有利于公司持续增强资本实力，获取更多的中央企业政策支持和对外合作优势，掌控更丰富的协同业务资源。

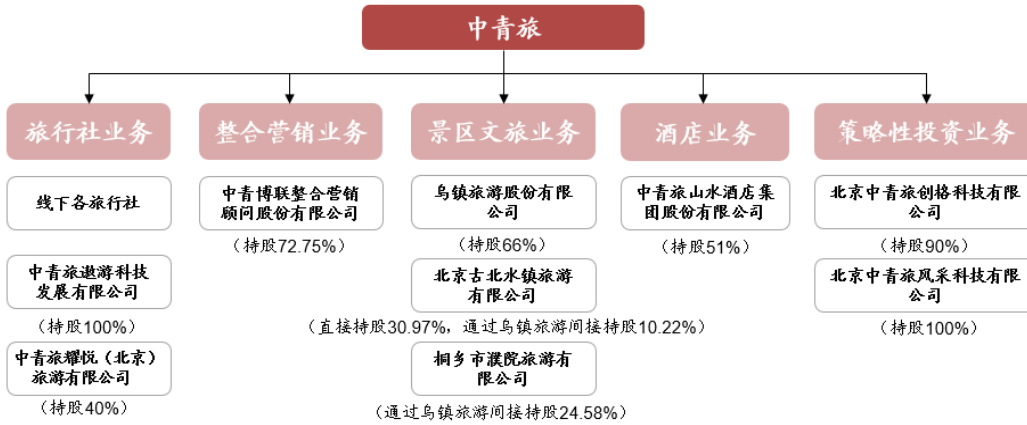
图 14：公司前十大股东持股情况（截至 2023 年 4 月 4 日）



数据来源：chioce，西南证券整理

**多元化业务模式打造多点支撑、多业并举的协同发展格局。**公司以控股型架构打造了旅行社业务、整合营销、景区、酒店、策略性投资五大业务平台。在公司“旅游+”战略布局下，各板块业务相互渗透、协同发展。

图 15：公司主要控股、参股平台（截至 2023 年 4 月 4 日）

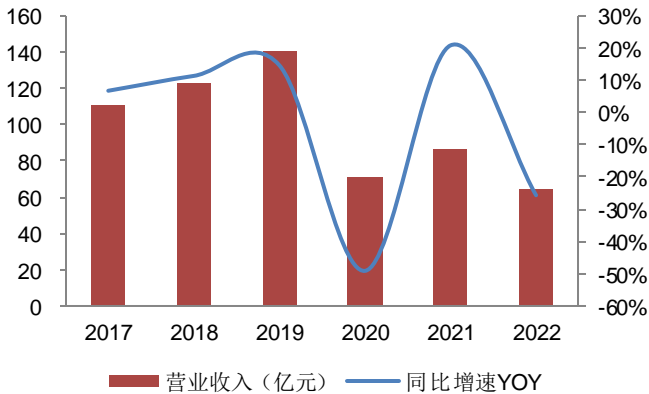


资料来源：chioce，西南证券整理

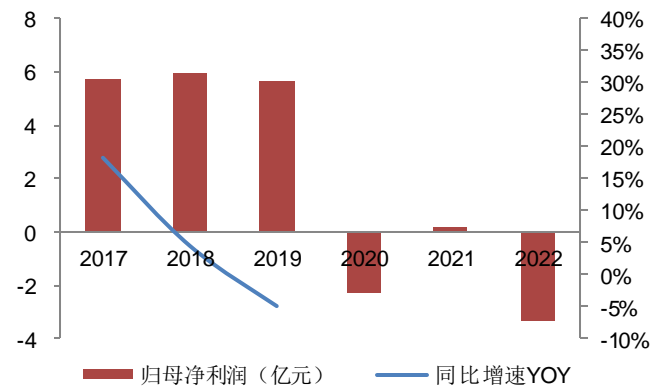
## 1.2 受疫情影响业绩承压，疫后修复值得期待

**疫情影响下，经营业绩阶段性承压。**2022 年，受宏观环境及疫情持续反复影响，旅游市场持续低迷，公司业绩再度承压，全年实现营业收入 64.2 亿元，同比下降 25.7%，实现归母净利润-3.34 亿元，同比 2021 年转亏。展望 2023 年，随着疫情影响减退，公司外部经营环境有望持续修复，公司业绩回暖值得期待。



**图 16: 公司营业收入及增速**


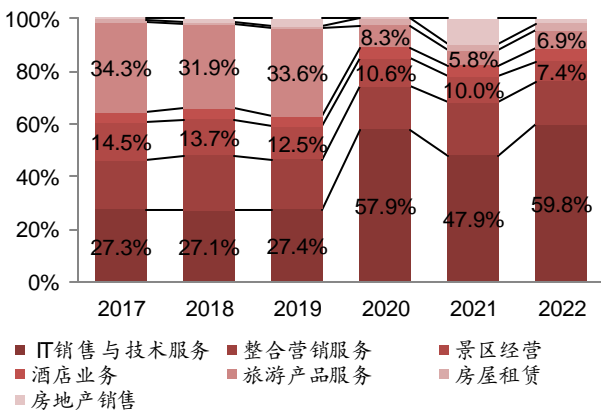
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 17: 公司归母净利润及增速**


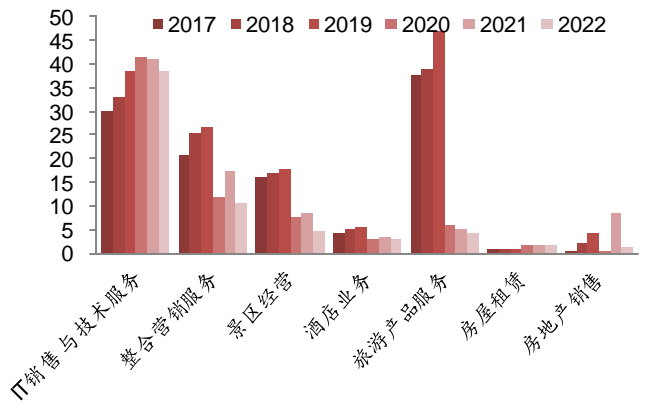
数据来源: Wind, 西南证券整理

按行业分类, 公司主营业务可分为景区经营、旅游产品服务、整合营销、酒店业务、IT 产品销售与技术服务、房屋租赁及房地产销售七大板块。

从营收结构看: 非旅游类业务成为营收重要支柱, 多元化布局韧性凸显。2022 年, 受疫情影响, 出行产业链经营受阻。公司旅游产品服务、景区经营、整合营销、酒店等板块均受到了不同程度的影响。公司 IT 产品销售与技术服务、整合营销服务、景区经营、酒店业务、旅游产品服务、房屋租赁、房地产销售分别实现营业收入 38.4 亿元、10.5 亿元、4.7 亿元、3.1 亿元、4.4 亿元、1.7 亿元、1.4 亿元, 同比下降 7.0%/39.3%/45.3%/11.4%/12.0%/10.5%/83.7%, 占公司营业收入比重约 59.8%/16.3%/7.4%/4.9%/6.9%/2.6%/2.1%。以 IT 产品销售为代表的受疫情影响较小的业务板块成为公司营收重要支柱, 多元化布局韧性显现。

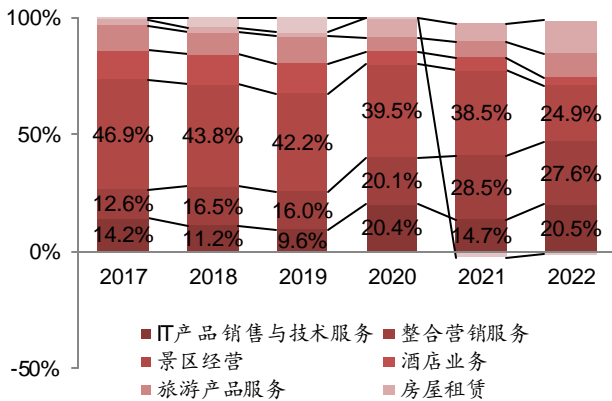
**图 18: 公司主要业务收入占总收入比重**


数据来源: Wind, 西南证券整理

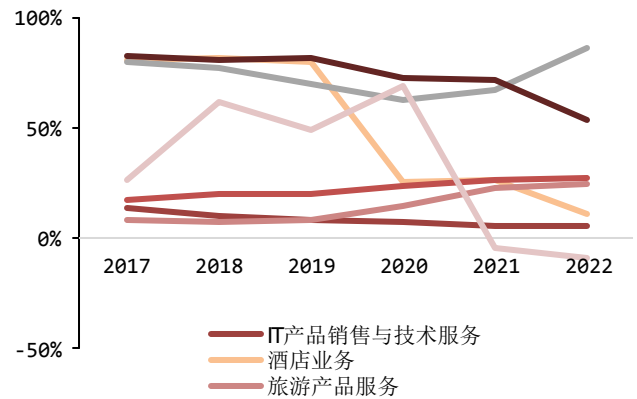
**图 19: 公司主要业务收入情况 (单位: 亿元)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

从毛利结构看: 整合营销、景区经营、IT 产品销售支撑毛利贡献。2022 年, 整合营销、景区经营、IT 产品销售毛利润分别占公司总体毛利比重的 27.6%、24.9%、20.5%, 是公司前三大毛利来源。分业务毛利率情况看, 2022 年, 受益于产品结构调整与成本优化, 公司整合营销服务/旅游产品服务毛利率分别为 27.1%/24.7%, 同比上升 0.8pp/2.2pp; IT 销售与技术服务/景区经营/酒店业务/房产销售毛利率分别为 5.5%/53.9%/11.1%/-8.9%, 同比下降 0.2pp/17.4pp/15.5pp/4.0pp; 房屋租赁毛利率为 86.4%, 同比增长 9.2%。

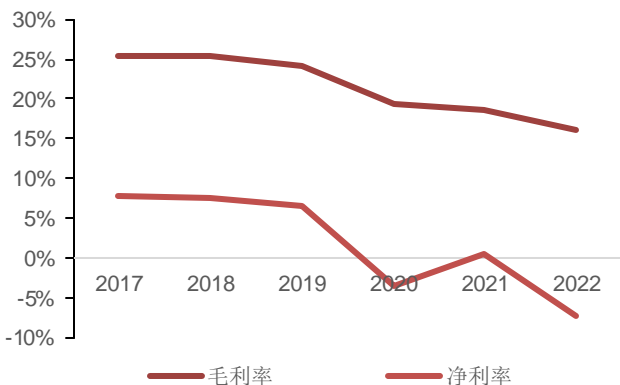
**图 20：公司主要业务毛利润占总毛利比重**


数据来源：Wind, 西南证券整理

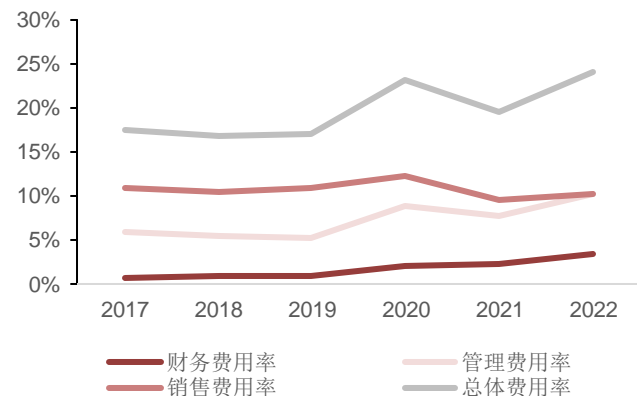
**图 21：公司主要业务毛利率情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**总体费用率上升，盈利水平下滑。** 1) **利润率方面：** 疫情之下，人员薪酬、折旧摊销等相对刚性的固定费用压缩空间有限，进一步加重了公司净利率的下行压力。2022 年，公司毛利率和净利率分别为 16.02%、-7.35%，同比下降 2.5pp、7.8pp。2) **费用率方面：** 受疫情影响，公司费用率出现波动。2022 年，公司财务费用率/管理费用率/销售费用率分别为 3.38%/10.30%/10.25%，同比增长 1.1pp/2.7pp/0.7pp；总体费用率同比增长 4.7pp 至 24.14%。

**图 22：公司毛利率和净利率**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 23：公司费用率情况**


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

**景区业务：** 受益于疫后旅游出行修复下景区客流回升带动业绩提升，预计 2023-2025 年乌镇景区客流量分别为 689 万、918 万人、1010 万人，客单价分别为 230 元/人、235 元/人、240 元/人；毛利率为 75%、80%、80%。

**旅游产品服务：**在出入境政策逐步开放趋势下，公司凭借行业积累与资源优势，有望加快出境游业务重启。预计 2023-2025 年旅游产品服务增速 487.2%、60%、10%；毛利率为 20%、18%、18%。

**整合营销：**受疫情影响延期或取消的会展活动有望快速重启。预计 2023-2025 年，整合营销业务增速 117%、10%、10%；毛利率为 24.5%、24.5%、25%。

**酒店业务：**公司持续加强智慧酒店建设、提升服务水平，预计伴随商旅需求回升，2023-2025 年公司酒店业务增速为 38.6%、15%、10%；毛利率为 30%、35%、35%。

**策略性投资：**策略性投资业务相对稳定。预计 2023-2025 年 IT 产品销售与技术服务营收保持 5% 增速，毛利率维持在 7% 的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
景区经营	收入	4.7	15.8	21.6	24.2
	增速	-45.1%	233.8%	36.2%	12.3%
	毛利率	53.9%	75.0%	80.0%	80.0%
整合营销服务	收入	10.5	22.7	25.0	27.5
	增速	-39.6%	117.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	27.1%	24.5%	24.5%	25.0%
旅游产品服务	收入	4.4	25.9	41.5	45.7
	增速	-12.4%	487.2%	60.0%	10.0%
	毛利率	24.7%	20.0%	18.0%	18.0%
IT 产品销售 与技术服务	收入	38.4	40.3	42.3	44.4
	增速	-7.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	5.5%	7.0%	7.0%	7.0%
酒店业务	收入	3.1	4.4	5.0	5.5
	增速	-10.1%	38.6%	15.0%	10.0%
	毛利率	11.1%	30.0%	35.0%	35.0%
房地产销售	收入	1.3	1.5	1.5	1.5
	增速	-84.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	-8.9%	30.0%	30.0%	30.0%
房屋租金	收入	1.7	1.9	2.0	2.1
	增速	-10.9%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	86.4%	75.0%	75.0%	75.0%
合计	收入	64.2	112.5	138.8	149.7
	增速	-25.7%	75.3%	23.4%	8.7%
	毛利率	16.0%	27.0%	28.1%	28.6%

数据来源：Wind，西南证券

## 2.2 相对估值

景区业务为公司利润的重要来源。我们选取经营模式相似的黄山旅游、宋城演艺、天目湖作为可比公司。三家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 361、41、29 倍。

我们预计 2023-2025 年，中青旅归母净利润分别为人民币 3.9、7.1、8.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.54、0.98、1.16 元。短期看，公司将受益于疫后复苏下业务需求回暖；中长期看，乌镇、古北水镇尚有进一步成长空间，濮院景区经营爬坡贡献未来增量。我们给予公司 2023 年 36 倍 PE，对应目标价为 19.44 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2023 年 4 月 4 日）

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600054.SH	黄山旅游	14.11	0.06	-0.08	0.36	0.50	163.93	-	39.48	28.21
603136.SH	天目湖	30.42	0.28	0.15	0.82	1.06	63.74	202.24	37.02	28.69
300144.SZ	宋城演艺	16.81	0.12	0.03	0.36	0.54	118.82	518.78	46.71	30.99
可比公司平均值							115.49	360.51	41.07	29.30

数据来源：Wind，西南证券整理

## 3 风险提示

- 1) 景区客流恢复不及预期风险。
- 2) 行业竞争加剧风险。
- 3) 出境游恢复不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6416.84	11248.64	13882.55	15085.08	净利润	-471.72	574.78	1082.36	1249.35
营业成本	5388.56	8213.92	9983.75	10768.90	折旧与摊销	331.24	465.03	489.53	511.69
营业税金及附加	51.70	75.03	103.01	111.36	财务费用	216.62	287.37	275.98	250.76
销售费用	658.03	1124.86	1388.26	1508.51	资产减值损失	-87.09	-30.00	-10.00	-10.00
管理费用	489.44	843.65	832.95	905.10	经营营运资本变动	-381.32	179.74	-229.13	-188.86
财务费用	216.62	287.37	275.98	250.76	其他	80.11	-193.60	-38.61	-54.62
资产减值损失	-87.09	-30.00	-10.00	-10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-312.16</b>	<b>1283.33</b>	<b>1570.12</b>	<b>1758.33</b>
投资收益	-5.96	70.00	80.00	85.00	资本支出	-561.05	-480.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	-0.79	2.17	2.19	1.69	其他	-46.30	-41.52	-44.45	-42.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-607.35</b>	<b>-521.52</b>	<b>-444.45</b>	<b>-442.66</b>
<b>营业利润</b>	<b>-546.72</b>	<b>775.98</b>	<b>1380.80</b>	<b>1627.13</b>	短期借款	293.09	-334.36	-327.84	-537.81
其他非经营损益	5.53	8.23	8.31	8.65	长期借款	639.45	-200.00	-200.00	-200.00
<b>利润总额</b>	<b>-541.19</b>	<b>784.21</b>	<b>1389.11</b>	<b>1635.78</b>	股权融资	0.54	0.00	0.00	0.00
所得税	-69.47	209.43	306.75	386.43	支付股利	0.00	0.00	-58.47	-106.84
净利润	-471.72	574.78	1082.36	1249.35	其他	-196.11	-299.23	-275.98	-350.76
少数股东损益	-138.17	185.00	370.09	408.63	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>736.97</b>	<b>-833.59</b>	<b>-862.29</b>	<b>-1195.41</b>
归属母公司股东净利润	-333.55	389.78	712.27	840.73	<b>现金流量净额</b>	<b>-180.18</b>	<b>-71.78</b>	<b>263.39</b>	<b>120.25</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1196.65	1124.86	1388.26	1508.51	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2557.19	3059.52	3347.63	3638.56	销售收入增长率	-25.69%	75.30%	23.42%	8.66%
存货	2123.71	2434.18	2765.45	2985.29	营业利润增长率	-821.94%	241.93%	77.94%	17.84%
其他流动资产	242.06	256.16	310.49	376.67	净利润增长率	-1210.37%	221.85%	88.31%	15.43%
长期股权投资	2762.42	2827.42	2902.42	2982.42	EBITDA 增长率	-99.81%	134444.5%	40.43%	11.34%
投资性房地产	188.54	187.24	188.87	188.22	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5367.34	5557.92	5644.01	5707.93	毛利率	16.02%	26.98%	28.08%	28.61%
无形资产和开发支出	1241.21	1097.93	954.65	811.37	三费率	23.93%	20.05%	17.99%	17.66%
其他非流动资产	1885.64	1903.31	1920.97	1938.64	净利率	-7.35%	5.11%	7.80%	8.28%
<b>资产总计</b>	<b>17564.75</b>	<b>18448.54</b>	<b>19422.74</b>	<b>20137.60</b>	ROE	-5.82%	6.61%	11.13%	11.50%
短期借款	3709.51	3375.15	3047.31	2509.50	ROA	-2.69%	3.12%	5.57%	6.20%
应付和预收款项	1711.64	2925.23	3414.73	3793.49	ROIC	-3.31%	8.58%	13.61%	14.72%
长期借款	1257.02	1057.02	857.02	657.02	EBITDA/销售收入	0.02%	13.59%	15.46%	15.84%
其他负债	2783.75	2390.68	2379.34	2310.74	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>9461.93</b>	<b>9748.09</b>	<b>9698.40</b>	<b>9270.75</b>	总资产周转率	0.37	0.62	0.73	0.76
股本	723.84	723.84	723.84	723.84	固定资产周转率	1.40	2.41	2.82	2.97
资本公积	1755.93	1755.93	1755.93	1755.93	应收账款周转率	2.81	4.58	5.18	5.21
留存收益	3562.69	3952.47	4606.27	5340.15	存货周转率	2.40	3.47	3.80	3.71
归属母公司股东权益	6019.61	6432.24	7086.04	7819.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.96%	—	—	—
少数股东权益	2083.21	2268.22	2638.31	3046.93	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8102.83</b>	<b>8700.45</b>	<b>9724.34</b>	<b>10866.86</b>	资产负债率	53.87%	52.84%	49.93%	46.04%
负债和股东权益合计	17564.75	18448.54	19422.74	20137.60	带息债务/总负债	57.76%	50.58%	45.40%	39.53%
					流动比率	0.94	0.98	1.11	1.25
					速动比率	0.61	0.63	0.71	0.81
					股利支付率	0.00%	0.00%	8.21%	12.71%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.46	0.54	0.98	1.16
					每股净资产	8.32	8.89	9.79	10.80
					每股经营现金	-0.43	1.77	2.17	2.43
					每股股利	0.00	0.00	0.08	0.15
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1.14	1528.38	2146.30	2389.59					
PE	-34.03	29.12	15.93	13.50					
PB	1.89	1.76	1.60	1.45					
PS	1.77	1.01	0.82	0.75					
EV/EBITDA	12170.18	8.69	5.75	4.74					
股息率	0.00%	0.00%	0.52%	0.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn