

蓄力疫后发展，景区客流空间未来有望持续扩大

2022 年 09 月 14 日

► **中青旅 (600138.SZ) 发布 2021 年半年报：全年来看：2022H1，公司实现营业收入 28.62 亿元/yoy-18.69%；实现归母净利润-2.05 亿元/yoy-709.34%；经营性现金流净额-5.43 亿元/yoy-412.36%。22H1 年公司毛利率为 12.91%，同比-9.22pcts；净利率为-11.08%，同比-12.98pcts。22Q2 单季度来看：公司营业收入为 14.81 亿元/yoy-30.21%，较去年同期基本持平；归母净利润亏损 0.93 亿元/yoy-193.94%。业绩下滑主要系北京、上海等城市受疫情扰动致使公司经营承压所致。**

► **销售费用率下降，管理及财务费用率上升幅度较大。**从财务指标表现来看，2022H1 公司期间费用率为 23.03%，同比+2.95pcts，其中销售/管理/财务/研发费用率为 9.91%/8.99%/3.97%/0.16%，分别较 2020 年同期变化了-0.84pcts/2.65pcts/1.18pcts/-0.05pcts。其中销售费用率较疫情前 2019 年同期下降幅度大，主要是疫情扰动下费用支出减少所致；管理费用率增加主要是营收减少，折旧摊销增加所致；财务费用增加主要是营收减少，银行借款增加所致。随防疫精准发展公司运营恢复常态，公司各项费用率表现有望接近疫情前同期水平，并在降本增效推进下不断减少。

► **乌镇：上半年经营同比下滑，蓄能疫后发展。**2022H1，乌镇景区剔除房地产后营收 1.29 亿元/yoy-74.59%；净利润亏损 2.1 亿元；接待游客 23.92 万人次/yoy-90.02%。业绩波动主要是长三角地区持续受疫情扰动使经营期间客流表现不佳，且西栅景区及乌村 4 月 2 日-5 月 31 日闭园、东栅景区 4 月 2 日-7 月 7 日闭园造成影响所致。针对疫情对跨省出游的波动性影响，乌镇景区聚焦周边市场拓展，紧抓亲子游客群，推进旧有设施更新改造，以餐饮特色化及服务品质升级推动商务会议及本地婚宴市场发展，通过精准营销为疫情后发展蓄力赋能。

► **古北水镇：北京疫情扰动至业绩表现不佳，品牌形象持续铺设后续有望放量。**2022H1，古北水镇实现营收 2.43 亿元，同比-28.01%；净利润亏损 0.97 亿元；接待游客 35.94 万人，同比-50.22%。古北水镇于 5 月 13 日-5 月 31 日闭园，日常经营期间也受疫情影响客流下降，因而业绩承压。疫情平稳期，古北水镇开通中青旅大厦往返古北水镇专车发力本地客源营销，延续“季节+节气”主题策划，推出传统京味民俗活动、冰雪嘉年华等演艺活动，营销上借助多节目活动宣传景区形象。古北水镇具备旅游资源优势及较高景区知名度，随疫情防控形势稳定，出行受阻减少，前期宣传铺垫将推动景区客流快速恢复。

► **整合营销业务稳中求进，旅行社和酒店业务尚待恢复。**2022H1，公司整合营销服务收入为 3.51 亿元，同比-52.11%；净利润亏损 0.22 亿元，主要是疫情反复使部分业务延期取消所致；酒店业务收入为 1.51 亿元，同比-24.16%，净利润亏损 0.42 亿元，主要是疫情反复客户减少所致。整合营销服务上，中青博联聚焦大客户活动，参与第六届世界智能大会、2022 博鳌亚洲论坛热带雨林展等高规格活动，保持领先优势；山水酒店坚持一店一策，严控成本费用，加快数字化转型，并通过多渠道进行营销，下半年常态化防控阶段业绩有望向好。

► **投资建议：**公司受疫情扰动业绩承压，但随国内疫情防控形势逐步稳定，公司受疫情扰动承压的旅游产品服务、整合营销服务、景区经营及酒店业务有望快速恢复，此外景区经营业务在旅游行业周边游/休闲游发展趋势以及濮院景区投入运营两大因素推动下，客流空间有望持续扩大，景区经营业务后续有望成为利润增长主驱动力。预计 23-24 年归母净利润分别为 3.09/5.01 亿元，对应 23-24PE 为 26/16X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复风险；市场竞争加剧风险；新项目落地不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,635	7,555	10,368	11,737
增长率 (%)	20.8	-12.5	37.2	13.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	21	-131	309	501
增长率 (%)	109.1	-719.0	334.9	62.3
每股收益 (元)	0.03	-0.18	0.43	0.69
PE	382	-	26	16
PB	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 9 月 9 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

11.27 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 饶临风

执业证书：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 邓奕辰

执业证书：S0100121120048

电话：13585520099

邮箱：dengyichen@mszq.com

目录

1 中青旅发布 2022 年半年报	3
1.1 事件：中青旅发布 2022 半年报，Q2 归母净利润亏损幅度缩小	3
1.2 财务情况：酒店业务韧性较强，销售费用率较疫情前有所下降	4
1.3 经营数据：疫情扰动致使两大古镇客流下滑，积极蓄力下半年客流有望回暖	5
2 中青旅：多业务布局强化抗风险能力，深耕景区业务打造强竞争力综合旅游目的地	6
2.1 公司概况：改革开放后首家旅行社类企业，持续探索旅行社与景区业务发展创新之道	6
2.2 业务概况：多元发展，广域布局	8
3 盈利预测与投资建议	15
3.1 盈利预测	15
3.2 估值分析	17
3.3 投资建议	18
4. 风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

1 中青旅发布 2022 年半年报

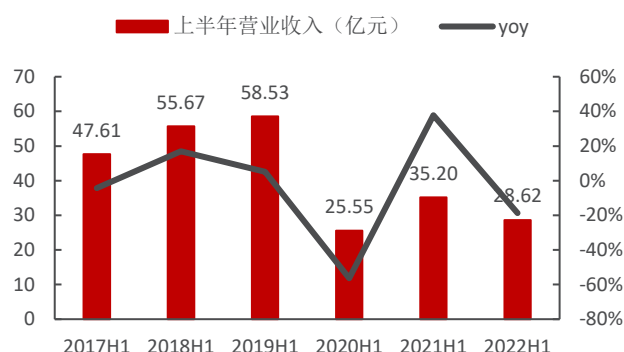
1.1 事件：中青旅发布 2022 半年报，Q2 归母净利润亏损

幅度缩小

中青旅发布 2022 年半年报:2022H1, 1)公司实现营业收入 28.62 亿元/yoy-18.69%(为 2019 年上半年收入的 48.91%), 归母净利润-2.05 亿元/yoy-709.34%, 扣非归母净利润为-2.15 亿元, 去年同期盈利 80.62 万元; 业绩下滑主要系国内疫情扰动下, 经营持续承压所致。2) 经营性现金流净额-5.43 亿元/yoy-412.36%。3) 22 年上半年公司毛利率为 12.91%, 同比-9.21pcts; 净利率为-7.16%, 同比-8.11pcts。

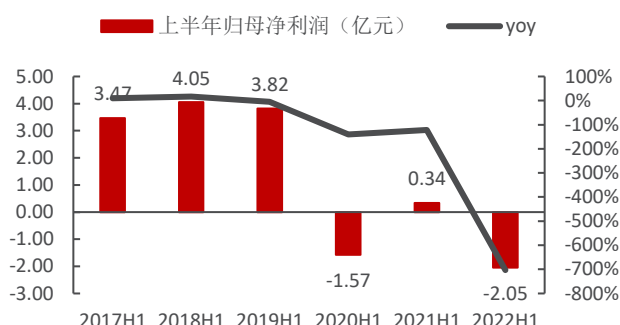
单从 2022Q2 来看, Q2 公司实现营业收入 14.81 亿元/yoy-30.21%; 实现归母净利润-0.93 亿元/yoy-193.94%;扣非归母净利润-0.95 亿元/yoy-191.45%, 虽 Q2 全国受疫情扰动影响较大, 但归母净利润亏损幅度较一季度有所减少, 主要是公司坚持稳中求进, 聚焦经营生产, 加强精细化管理, 持续降本增效所致。

图 1：公司 2017H1-2022H1 营业收入及增速



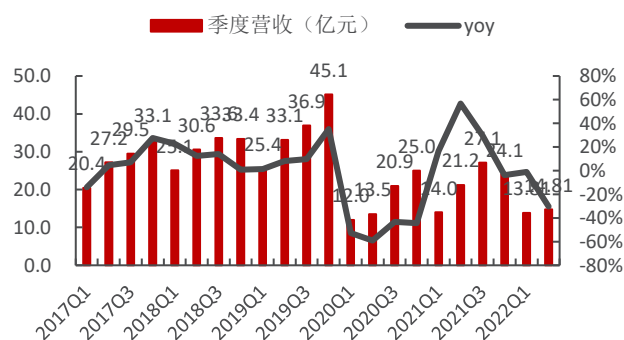
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：公司 2017H1-2022H1 归母净利润及增速



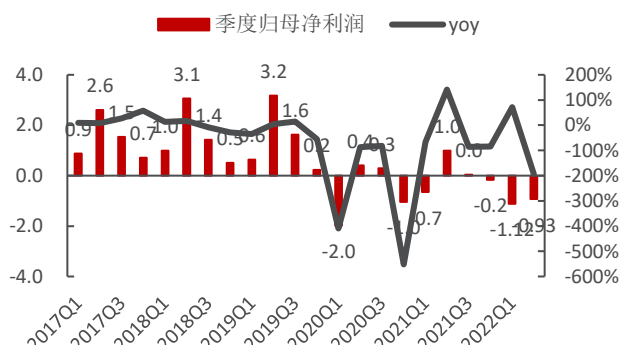
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：公司 2017-2022H1 分季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：公司 2017-2022H1 分季度归母净利润及增速

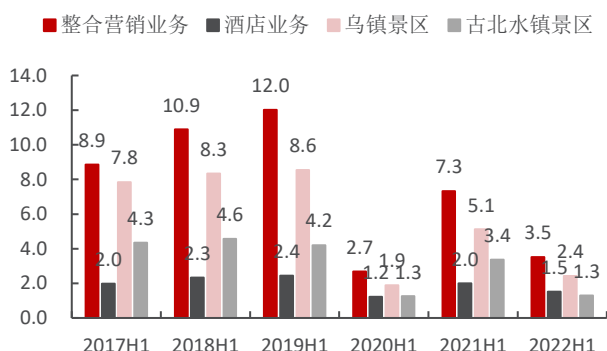


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 财务情况：酒店业务韧性较强，销售费用率较疫情前有所下降

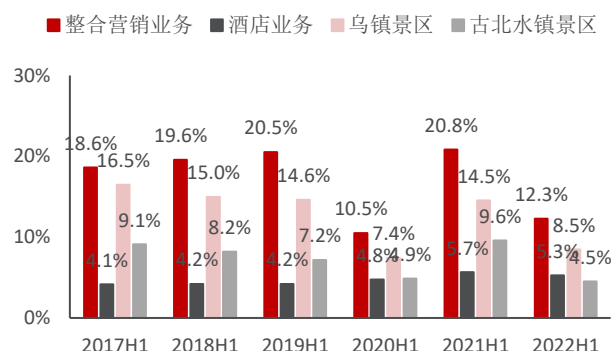
整合营销、酒店及景区三大板块营收有所缩减，酒店业务韧性相对较强。2022H1，整合营销业务实现营收 3.51 亿元，同比下降 52.11%，对应营收占比 12.26%，同比减少 8.56pcts；景区经营收入 3.72 亿元，同比下降 55.99%，对应营收占比 5.28%，同比减少 0.38pcts；酒店业务营实现营收 1.51 亿元，同比下降 24.16%，对应营收占比 4.51%，同比减少 5.07pcts。从各项业务近年走势来看，各项业务表现均与疫情防控形势关联性强，2020-2022 年上半年各项业务波动趋势相同。

图 5：2017H1-2022H1 各业务营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

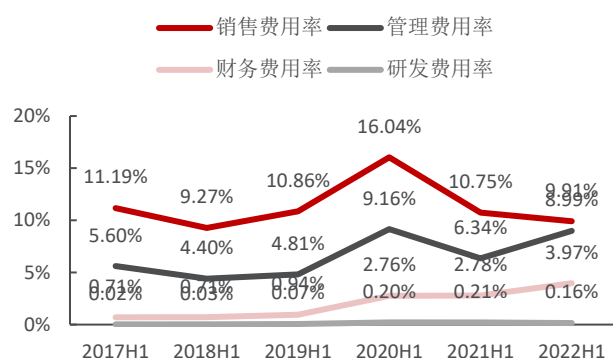
图 6：2017H1-2022H1 各业务营收占比（单位：亿元）



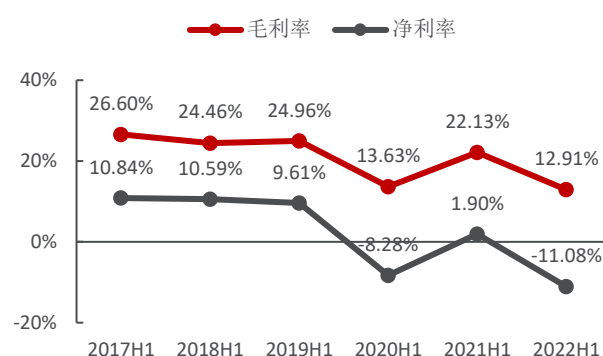
资料来源：公司公告，民生证券研究院

销售费用率下降，管理及财务费用率上升幅度大。公司 2022H1 期间费用达 6.59 亿元，期间费用率为 23.03%，同比增加 2.95pcts，其中销售/管理/财务/研发费用率为 9.91%/8.99%/3.97%/0.16%，分别较 2020 年同期变化了 -0.84pcts/2.65pcts/1.18pcts/-0.05pcts。其中销售费用率较疫情前 2019 年同期的 9.91%下降，主要是疫情扰动下费用支出减少所致；管理费用率增加主要是营收减少，折旧摊销增加所致；财务费用增加主要是营收减少，银行借款增加所致。随着未来疫情态势的好转、公司运营回归常态，公司各项费用率表现有望与疫情前持平并不断缩减。

毛利率与净利率走势相同，后续有望快速修复。2022H1，公司毛利率为 12.91%，同比-9.22pcts；净利率为-11.08%，同比-12.98pcts。虽毛利率及净利率水平受疫情扰动下滑幅度较大，但从疫情扰动较小的 2021H1 毛利率及净利率水平可看出两大指标较强的恢复能力，随出行政策持续优化及常态化防控的稳步落实，全年毛利率及净利率水平有望恢复。

图 7：公司 2017H1-2022H1 各项费用率情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：公司 2017H1-2022H1 毛利率及净利率情况


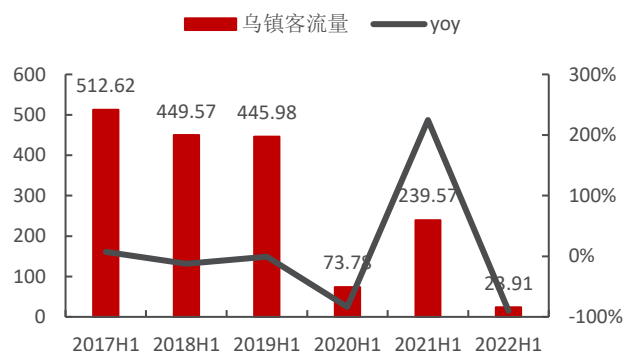
资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.3 经营数据：疫情扰动致使两大古镇客流下滑，积极蓄力

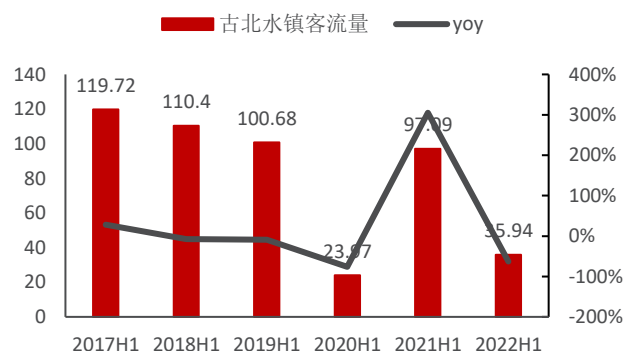
下半年客流有望回暖

乌镇景区：2022H1 受长三角地区疫情扰动，乌镇东栅及西栅均于 4 月 2 日闭园，并分别于 7 月 8 日、6 月 1 日恢复营业，因闭园时间过长导致客流表现不佳，2022H1 客流量仅 23.91 万人次，同比-90.02%。疫情期间乌镇深挖周边消费市场，紧抓亲子游客群，持续推进现有产品迭代升级，强化社群营销，为开园后复苏蓄力，下半年有望迎来快速回暖。

古北水镇景区：2022H1 古北水镇累计接待游客 35.94 万人次，同比下降 62.98%，主要受疫情反复影响。古北水镇景区在疫情平稳期通过特色活动及直播、电视台节目展开充分宣传，品牌力上拥有丰厚积累，下半年客流有望迎来恢复期。

图 9：2017H1-2022H1 乌镇客流情况（单位：万人）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：2017H1-2022H1 古北水镇客流情况（单位：万人）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 中青旅：多业务布局强化抗风险能力，深耕景区业务打造强竞争力综合旅游目的地

2.1 公司概况：改革开放后首家旅行社类企业，持续探索旅行社与景区业务发展创新之道

中青旅系国内改革开放后的首家旅游社类企业，隶属中国光大集团。公司自改革开放以来紧随市场化步伐，围绕旅游产业链条进行伸展，目前在旅游产品服务、景区运营、酒店管理、整合营销服务上均已取得良好发展。公司于 1997 年在深交所上市，控股子公司中青博联、山水酒店均已在新三板挂牌上市。

公司发展历程可分为三个阶段：

1) 整合发育期（1979-1997）：

改革开放后，由李瑞环倡导，邓颖超、胡耀邦等党和国家领导人批复同意创办青旅事业。中青旅作为改革开放后国内第一家旅行社企业，以旅行社业务为主导，承担起行业发展进程中先驱者与探路者的角色，推促行业往良好方向发展，过程中公司旅行社业务体量及覆盖范围不断扩大，并在国内旅游业务稳步发展的同时，通过出入境旅游布局创造新盈利点。1997 年 11 月，公司于深证证券交易所上市，发行人民币普通股 6000 万股，募资金额达 3.79 亿元；同年，公司旅游业务总营收达 3.96 亿元，净利润达 0.84 亿元。

2) 广域布局期：（1998-2017）：

A 股上市后，公司将连锁经营模式应用于旅行社业务，尝试旅行社业务创新性突破；通过控股山水酒店及乌镇景区、投资古北水镇等动作，将业务向多元化方向拓展。2016 年启动濮院景区打造项目，2017 年底，中青旅从控股股东由共青团中央划转到中国光大集团，实际控制人变更为国务院。

3) 深化拓展期（2018-至今）：

实际控制人变更后，公司拓展景区业务布局，投资成都青城山都江堰旅游股份有限公司，布局青城山景区；加注景区业务运营，对合营企业北京古北水镇旅游有限公司加大投资；围绕国家乡村振兴战略，提出“文旅赋能乡村振兴”的综合解决方案。

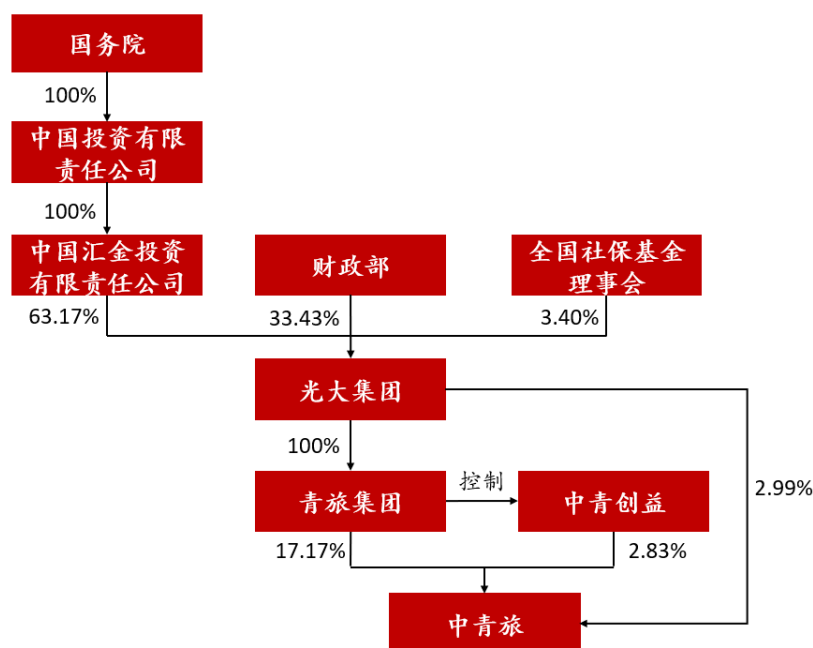
图 11：公司发展历程图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司股权结构分散，国务院为公司实际控制人。截至 2022 年上半年，中国青旅集团有限公司直接持股比例达 17.17%，通过中青创益间接持股比例达 2.83%，为公司第一大股东，除中国青旅集团及中青创益外其他股东持股比例较小，总体上中青旅股权较为分散。中国青旅集团有限公司系中国光大集团股份有限公司 100% 控股子公司，受中国光大集团 100% 控制，国务院为中青旅实际控制人。

图 12：公司股权结构图（截止 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，天眼查，民生证券研究院

表 1：公司前十大股东（截止 2022 年 6 月 30 日）

股东名称	持股数	持股比例（%）
中国青年旅集团有限公司	124,305,000	17.17%
中青光大集团股份有限公司	21,631,806	2.99%
中青创益投资管理有限公司	20,475,000	2.83%
中国农业银行股份有限公司-中邮核心成长混合型证券投资基金	9,600,000	1.33%
中国工商银行股份有限公司-海富通改革驱动灵活配置混合型证券投资基金	9,021,099	1.25%
中国农业银行股份有限公司-中邮核心优选混合型证券投资基金	7,600,063	1.05%
中国工商银行股份有限公司-华安媒体互联网混合型证券投资基金	5,969,175	0.82%
青岛君厚私募基金管理有限公司-君厚知存价值共享私募证券投资基金	5,706,600	0.79%
中国工商银行股份有限公司-景顺长城产业趋势混合型证券投资基金	4,072,400	0.56%
平安安赢股票型养老金产品-中国银行股份有限公司	4,000,388	0.55%
合计	212,381,531	29.34%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 业务概况：多元发展，广域布局

2.2.1 整合营销业务：会议管理业务获客能力强，博览展览业务子公司覆盖全国

公司旗下子公司“中青博联”负责整合营销业务营运。中青旅会展成立于 2002 年，是中国旅行社业内第一家专注于 MICE 的公司，后于 2015 年股改后成立中青博联，2016 年中青博联成功挂牌新三板。中青博联为企业、政府、社团等机构客户提供会议活动、公关传播、博览展览、体育营销、文艺演艺、线上会展等多业态协同的营销服务解决方案，其中会议活动、公关传播及博览展览业务为公司营收主要贡献点。

承接多个大型会议的会议管理服务，会议管理业务竞争优势突出。中青旅曾成功承接第三届世界互联网大会、世界月季洲际大会、首届世界 5G 大会、第十届全国环境化学大会等政府及企业盛会等项目，并为 G20 国际峰会提供服务，也会根据主办方要求提供活动策划、嘉宾接待、展览展示、公关传播等附加服务。从公司承办会议种类可以看出，公司本身在获客能力上具有较强优势，与企业、政府、社团等机构客户合作状况良好，行业内拥有良好口碑。

图 13: 世界 5G 大会会场



资料来源: 中青博联官网, 民生证券研究院

图 14: 全国环境化学大会会场



资料来源: 中青博联官网, 民生证券研究院

公司博览展览服务通过子公司在全国多地布局。公司博览展览业务目前已通过子公司覆盖北京、天津、上海、江苏、广东、深圳、四川等全国多个省市, 通过各地的子公司布局为当地客户提供及时、精细、专业的服务, 曾负责第二届中国国际进口博览会、2021 年中国扬州世界园艺博览会、2021 年第十届中国花卉博览会等大型博览会的运营管理服务。

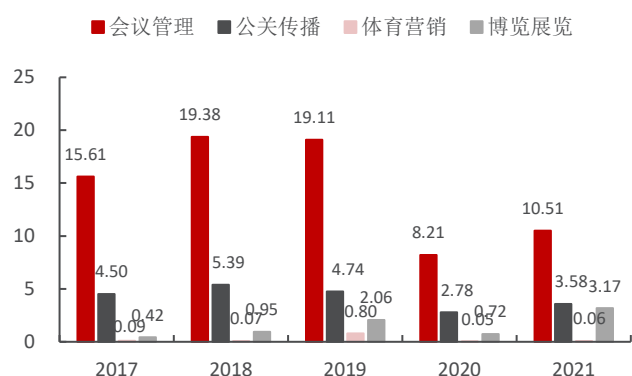
图 15: 公司会议展览服务通过子公司在全国多地布局



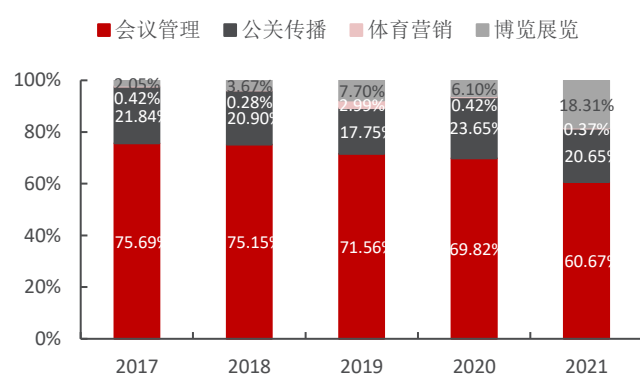
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

从各项业务营收走势来看, 会议管理及公关传播为管理营销业务近年主支撑点, 博览展览业务营收增长迅速。公司会议管理及公关传播业务营收于 2018 年达到高点, 2020 年受疫情冲击两大业务营收下滑, 2021 年两大业务营收有所恢复, 但受疫情反复扰动, 仍未达到疫情前同期水平。会议管理业务 2020-2021 年营收分别为 8.21/10.51 亿元, 2021 年营收为 2019 年同期的 54.96%; 公关传播业务 2020-2021 年营收分别为 2.78/3.58 亿元, 2021 年营收为 2019 年同期的 75.41%。体育营销业务营收 2019 年大幅增长, 主要系该年公司作为第七届武汉世界军人运动会运营服务商提供服务所致。博览展览业务近年营收规模逐步扩大, 2020 年受疫情影响营收下滑, 但 2021 年营收显著恢复并超越 2019 年同期水平, 2021 年博览展览业务营收 3.17 亿元, 相较 2019 年同期增长 54.13%, 占整合营销业务比例由 2019 年的 7.70%增至 18.31%。

我们认为，整合营销各项业务近年营收下滑，是疫情反复导致部分业务延期或取消所致，其本身仍有较强获客及运营能力：从 2022 年上半年整合营销业务表现来看，公司为冬奥会提供票务筹划、现场执行等服务，为迪拜世博会中国馆及荷兰世园会中国园提供运营服务，并参与第六届世界智能大会、2022 博鳌亚洲论坛热带雨林展等活动，为各大型展览及大型会议活动的顺利运营起到强推动作用。展望未来，随疫情形势进一步得到控制，公司整合营销业务的业绩有望快速恢复并不断向好。

图 16：公司 2017-2021 年各项业务营收 (单位：亿元)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 17：公司 2017-2021 年各项业务营收占比


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.2 酒店业务：业态丰富度高，山水酒店疫情前快速扩张

公司酒店业务可划分为三部分：1) 覆盖城市独家轻奢酒店、中高端特色精品酒店、中端特色商务酒店、国际化商务精品酒店等业态的全国连锁品牌“山水酒店”；2) 通过旗下中青旅资管公司与多地合资创办企业发展的酒店业务，包括自有品牌“涵唐酒店”；3) 通过中青旅天恒乐山文化旅游发展有限公司围绕乐山大佛景区周边开发的酒店。其中，山水酒店作为公司酒店运营业务核心，全国酒店数量超百家，分布于北京、上海、广州、深圳、成都、苏州、武汉、西安等城市，拥有山水时尚、山水 S、山水花园、山水富丽华、山水设计师、山水+六大差异化定位品牌。

山水酒店设计风格迥然不同。山水酒店在设计上没有固定模板，往往根据当地景区/商圈环境有不同设计调整，即使是同一品牌下不同地区的酒店设计风格也迥然不同。以公司中高端特色精品酒店定位的山水 S 酒店为例，位于惠州市仲恺高新区陈江街道五一大道的酒店设计风格为现代化风格，外观奢华大气，而位处于丽江古城的酒店设计风格与古城建筑风格契合，外观小巧典雅。

图 18: 山水 S 酒店 (惠州仲恺新天地五一大道店)



资料来源: 山水酒店官网, 民生证券研究院

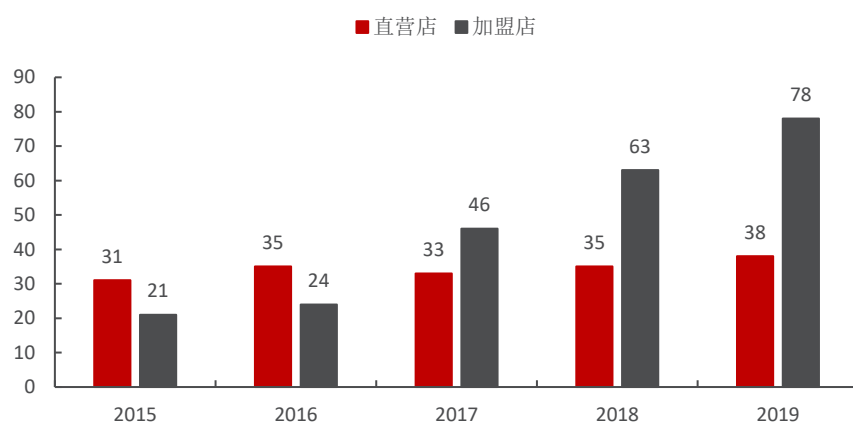
图 19: 山水 S 酒店 (丽江九雅店)



资料来源: 山水酒店官网, 民生证券研究院

山水酒店近年采用投资直营+品牌加盟+委托管理+兼并收购的发展战略推动门店快速扩张, 门店形式逐渐以加盟店形式为主。截至 2019 年末, 公司门店数量已达 116 家, 其中直营店 38 家, 加盟店 78 家, 直营店及加盟店相较 2015 年末分别增长 7 家、57 家。2020-2022 年受疫情扰动经营承压, 但门店数量并未大幅缩减, 根据山水酒店官网数据, 2022 年山水酒店数量仍有 110 家以上。

图 20: 公司门店数量快速增长, 新增门店以加盟店形式为主



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2.2.3 IT 产品销售与技术服务: 城市覆盖广阔, 客户资源丰富

公司 IT 产品销售与技术服务业务主要为 IT 分销与系统集成服务, 近年来为公司提供稳定的业务营收及利润支持,

IT 分销及系统集成服务由子公司中青旅创格科技负责, 目前已铺设完成覆盖全国近 30 个城市的营销及服务网络。创格科技是中关村委员会所认定的高新技术企业, 致力于为客户优质的 IT 技术产品及周到的技术支持服务。公司目前已搭建起覆盖北京、天津、上海、广州等全国近 30 个城市的营销服务网络, 承接来自于各个企业及地方政府的各类 IT 项目, 如重庆来福士网络无线工程项目、瑞华实业无线覆盖项目、山西省物联网园区项目、乐山市综治平台项目等, 客户资源丰富。

2.2.4 旅行社业务：多角度延伸服务边界，强化线上引流覆盖面

旅行社业务是公司发展的奠基之石，作为公司传统核心业务延续至今。公司以互联网旅游服务平台“遨游”及高端定制化旅游服务品牌“耀悦”为发力点，多角度延伸旅行社业务的服务边界，为客户提供多样化的旅游服务及优秀的产品创意，集中发力出境旅游，旅行社业务 2020 年以前一直是公司营收的最大贡献点。

2020-2021 年，受前期全国疫情及后期阶段性疫情不断复发的影响，国内旅游市场表现不佳、出境旅游业务也因全球疫情蔓延近乎处于停滞状态，公司旅行社相关业务收入下滑明显。在此背景下，公司推动旅行社业务快速转型，并通过线上功能更新为旅行社业务实现精确引流。

在旅行社业务转型上，公司推动定制游、周边游、乡村游、房车游、红色旅游等特色旅游发展，消除旅行社团队游带给游客的“行程紧凑”、“自由时间少”、“同行旅行者鱼龙混杂”等刻板印象，提供便捷、可定制、自由度高的旅游体验；持续发力“旅游+”板块，将旅游与教育、体育、健康养生相结合，提供研学服务、体育营销策划、康养旅游产品，精准触达学生、运动爱好者、退休老年人等消费群体。

图 21：公司定制旅游服务网站界面



资料来源：遨游网，民生证券研究院

图 22：公司研学游产品网站界面



资料来源：遨游网，民生证券研究院

在线上引流上，公司积极接触新营销概念，通过短视频、主题沙龙、直播带货形式为产品引流；通过在线旅游服务网站遨游网提供旅游产品及一站式旅游服务，在天猫旗舰店、微店、小程序等渠道开设线上销售平台强化线上引流覆盖面。

图 23：飞猪平台中青旅旗舰店



资料来源：飞猪平台中青旅旗舰店，民生证券研究院

图 24：中青旅旗舰店抖音短视频

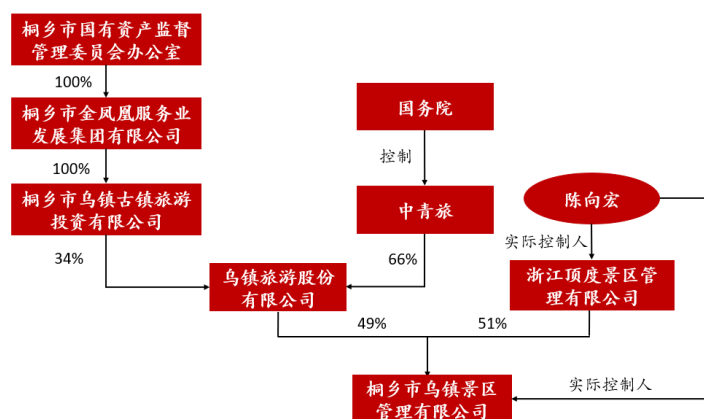


资料来源：抖音平台中青旅旗舰店，民生证券研究院

2.2.5 景区业务：乌镇构建多轨并行发展模式，古北水镇多元化收入弱化淡季影响

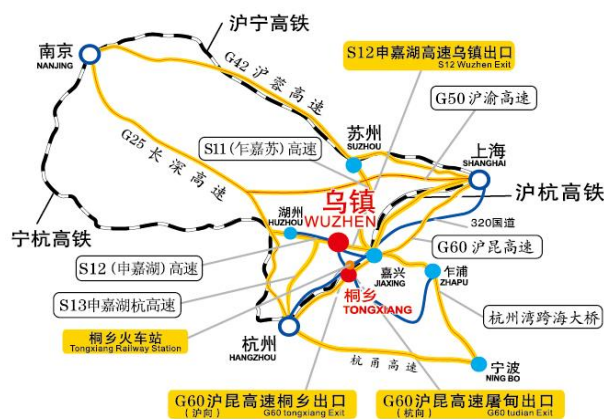
乌镇文化底蕴深厚，打造“文化体验+休闲度假+商务会议”一站式旅游目的地。乌镇拥有 1300 年建镇史，是首批中国历史文化名镇、江南六大古镇、国家 5A 级景区，地处江浙沪交界，交通便利。2006 年，中青旅投资乌镇景区，开创行业首个由旅行社企业控股文化景区的先例。乌镇景区以历史街区功能再塑造及再利用为发力点，通过旅游开发及内部场景拓展，目前已形成集观光、度假、文化、会展为一体的综合性旅游目的地。

图 25：中青旅持股乌镇旅游 66%的股权



资料来源：爱企查，民生证券研究院

图 26：乌镇景区地理位置优越，地处江浙沪交界



资料来源：乌镇官网，民生证券研究院

图 27: 乌镇景区实景图 1



资料来源：乌镇官网，民生证券研究院

图 28: 乌镇景区实景图 2



资料来源：乌镇官网，民生证券研究院

乌镇在发展历史中拓展并紧抓“观光小镇-度假小镇-文化小镇-会展小镇”四大定位，构建多轨并行的发展模式。1) **1999-2002 年：开发以观光旅游为主的东栅景区。**乌镇于 1999 年开发东栅景区，并于 2001 年正式运营。东栅景区以水乡风貌及丰厚文化底蕴为主宣传点，景区内分布大量手工作坊及传统商铺，各类文化展馆分布丰富，主打观光及购物体验；2) **2003-2012 年：双景区并行，观光+**

购物+休闲度假三大旅游功能吸引客流。西栅景区于 2003 年开始开发，并于 2006 年投入运营。西栅由 12 个岛屿组成，街区保留大量明清古建及老街长弄，古建筑内部有选择的放置现代化配套设施，充实游客体验、提供良好居住休闲环境，主打观光与休闲旅游。西栅建设完成后，乌镇集观光、购物、休闲度假为一体的综合性旅游业态铺设完成，吸引全国游客到此旅游体验。**3) 2013 年至今：“文化小镇”与“会展小镇”双方向发力，打造综合性旅游目的地。**乌镇以文化资源为切入点，以“乌镇戏剧节”、“木心美术馆”等文化项目为依托，开展古镇嘉年华、艺术特展等活动，以文化特色打造古镇文化 IP，加速向重视内容与人文价值的文化小镇定位转变；乌镇为 2021 年世界互联网大会、全球结婚产业潮流峰会等大型活动提供服务，发力酒店住宿、会展展览、婚宴承办，打造会展小镇概念。

乌村：以新型乡村旅游和庄园经济为主题，定位高端休闲度假。乌镇除西栅东栅两大景区外，还在乌镇西北角建立起占地 450 亩的高端乡村旅游度假区-乌村。乌村定位江南特色农村村落，提供吃住游相关活动的配套设施，较一般景区而言，乌村旅游有两大创新模式：一是“一价全包”套餐，一次付费便可在乌村内免费体验一晚住宿、早中晚特色餐、景区内特色江南小吃及各类现场活动，较传统乡村游模式更为新颖；二是特色 CCO 服务，通过各活动点位配备的特色 CCO 助手，为旅客入场迎接、活动介绍、手续办理、互动体验等环节提供高效优质的“管家式”服务。乌村以乡村旅游为切入点，丰富乌镇旅游产品矩阵，扩大客群覆盖面积，进一步提升乌镇作为综合性旅游目的地的功能性。

表 2：乌镇三大景区特色

景区	定位	景点	门票价格	占地面积
东栅	游览参观、历史文化	汇源当铺、访庐阁、皮影戏、翰林第、修真观、古戏台、 茅盾故居 、 木心故居 、余榴梁钱币馆、 江南木雕陈列馆 、蓝印花布染坊、公生糟坊、乌镇民俗风情馆、江南百床馆、传统作坊区、香山堂、拳船表演、逢源双桥等	110 元	1.98km ²
西栅	休闲旅游、创意店铺	茅盾纪念馆、龔庆堂、桥里桥、定升桥、水阁、木心美术馆、草木本色染坊、昭明书院、京杭大运河、乌镇老邮局、月老庙、白莲塔寺等	150 元	4.92km ²
乌村	传统农耕文化、现代乡村旅游休闲体验	一价全包的套餐式体验模式——集吃、住、行、游、购、娱活动为一体；包含观光、餐饮、住宿和活动； 特色服务——CCO：热诚的文化创造者。与游客互动，提供景区导游和活动指导参与等服务	生态观光：50 元起 一价全包：1170 元起	450 亩 (0.3km ²)

资料来源：乌镇官网，古北水镇官网，民生证券研究院

古北水镇以“长城观光，北方水乡”为属性，释放传统文化价值。古北水镇位于北京市密云区古北口镇司马台村，以我国唯一保留明代原貌的古建筑遗址-司马台长城为旅游发展重心，将周边 9 公里度假区规划成“六区三谷”，打造综合性旅游度假目的地，主打长城观光及水乡体验。古北水镇紧抓季节旅游、节庆旅游、夜间旅游三大需求，通过品类丰富的旅游活动充实游客体验、减少旅游淡季影响。2021 年 10 月，文化和旅游部公布了第一批国家级夜间文化和旅游消费集聚区名

单，古北水镇景区顺利入选。在夜间经济不断发展，夜间消费规模不断扩大的趋势下，深耕夜游产品的古北水镇同时受到周边游火热及夜间经济发展双趋势推动，有望成为北京市民夜游的优先选择。

图 29：古北水镇具备长城文化属性



资料来源：古北水镇官网，民生证券研究院

图 30：古北水镇具备北方水乡属性



资料来源：古北水镇官网，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

短期来看，疫情扰动虽使 22 年上半年业绩承压，但公司各业务经营能力并未受挫。各业务在疫情扰动期间通过成本控制、渠道营销、资源整合、设备更新、数字化转型等方式改善自身运营状况，22 年下半年出行政策放宽、疫情防控进入常态化阶段、各地纾困及文旅惠民相关政策出台，叠加 22 年上半年居民所积攒的旅游消费需求，公司上半年在各业务上所做的积累将迎来释放期，22 年下半年业绩表现有望向好。**长期来看，濮院景区有望成为公司新增长点，且未来大风向下公司景区业务有望持续向好。**濮院景区运营后有望为公司景区业务营收打开新增长曲线，《国民旅游休闲发展纲要（2022-2030）》指引及长期疫情扰动下居民旅游习惯改变将使休闲游及周边游成为未来旅游核心风向标，而乌镇及古北水镇景区分别卡位长三角及北京周边优质地带，景区项目功能也在逐步完善，符合休闲游周边游需求，未来有望不断向好。

基于上述判断，我们对公司几大板块业务给予假设：

旅游产品服务：2020 年以前，旅游产品服务以出境游旅游产品为主，是公司营收的主贡献点。2020-2021 年受疫情扰动影响，全国出境游处于近乎停滞状态，叠加国内跨省游业务因疫情散发及反复长时间受限，公司旅游产品服务营收大幅下滑。2022 年，上半年疫情反复使营收同比下滑，下半年 8 月以来疫情在全国多地散发，但公司旅游产品服务可选国内目的地较多，在国内疫情防控政策的精准化发展及出行政策的放宽背景下，暑期、国庆、中秋等居民旅游高峰节点将为下半年

营收形成一定支撑力,预计全年营收较 2021 年小幅降低;展望未来,疫情防控形势向好将对公司旅游产品服务业务恢复起提振作用,而公司疫情扰动期间的 1)聚焦精品线路与个性化定制产品;2)组合并创新周边游资源;3)布局户外与露营市场;4)以轻营销战略实现低成本高粘性的客群营运等举措也将为旅游产品服务提供业绩增长驱动力,2023-2024 年旅游产品服务业绩有望向好。预计 2022-2024 年旅游产品服务营收 4.53/6.32/7.63 亿元,同比变化-10.15%/+39.51%/+20.76%。

IT 产品销售与技术服务:从历史营收表现来看,该业务近年营收表现较为稳定,受疫情反复影响极小,因此假设该项业务营收后续表现仍与 2021 年接近,预计 2022-2024 年 IT 产品销售与技术服务营收 41.39/41.46/41.52 亿元,同比变化+0.13%/+0.15%/+0.16%。

整合营销服务:因整合营销服务以大型会议及展览活动相关服务为主,疫情可能会造成大型会议及展览活动延期或取消,因此该部分业务也与疫情防控形势存在强关联性。2022 年上半年全国疫情扰动使整合营销业务营收下滑,下半年疫情散发也将对其业务展开造成一定影响,预计 2022 年全年营收同比下滑;此外,公司在整合营销服务上经营时间较长,拥有多场大型会议及展览的管理经验作背书,随时间推移、管理的会议及展览数量增加,承办会议数量有望不断增加,带动营收增长。预计 2022-2024 年整合营销服务营收 14.61/26.09/30.98 亿元,同比变化-15.63%/+78.15%/+18.72%。

景区经营:2022 年上半年受疫情影响业绩承压,下半年有暑期、国庆及中秋等旅游高峰节点有望对营收起到支撑作用,但疫情多点散发可能使两大景区客流受到影响,预计 2022 年营收同比下降。2023-2024 年,随疫情防控形势持续向好、濮院景区投入运营、景区内部升级改进及外部营销带动、周边游/休闲游发展趋势助推,景区经营业务营收有望快速恢复并超越 2019 年同期水平,并实现突破性增长。预计 2022-2024 年景区经营业务营收 7.02/19.33/25.54 亿元,同比变化-18.71%/+175.22%/+32.11%。

酒店业务:公司酒店业务以山水酒店为主,近年虽受疫情影响经营承压,但酒店数量仍与疫情前相接近,意味着酒店业务经营能力较疫情前变化幅度较小。2022 年上半年全国疫情扰动使营收承压,下半年多地疫情散发对经营恢复造成一定影响,预计全年营收会小幅度下滑;2023-2024 年,酒店业务前期不断推动的数字化转型及多渠道多形式营销将为业绩恢复及增长带来显著驱动力,营收有望恢复疫情前同期水平并持续向好。预计 2022-2024 年酒店业务营收 2.91/5.30/6.42 亿元,同比变化-16.58%/+82.18%/+20.99%。

房屋租金及房地产销售业务:房屋租金业务 2020-2021 年变动幅度较小,假设相关租金支出与 2021 年同期持平,假设 2022-2024 年房屋租金营收 2.00/2.09/2.20 亿元,年增速 5%;;房地产销售业务营收变动幅度大,未来营收难以进行测算,假设 2022-2024 年每年营收为 2017-2022 年房地产销售业务营收均值 3.09 亿元。

表 3：公司业务拆分及营收预测（单位：亿元）

各项业务营业收入	2019 年	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
旅游产品服务	47.18	5.96	5.04	4.53	6.32	7.63
yoy		-87.37%	-15.44%	-10.15%	39.51%	20.76%
IT 产品销售与技术服务	38.49	41.37	41.34	41.39	41.46	41.52
yoy		7.48%	-0.07%	0.13%	0.15%	0.16%
整合营销服务	26.71	11.74	17.32	14.61	26.09	30.98
yoy		-56.05%	47.53%	-15.63%	78.55%	18.72%
景区经营	17.57	7.6	8.64	7.02	19.33	25.54
yoy		-56.75%	13.68%	-18.71%	175.22%	32.11%
酒店业务	5.44	2.99	3.49	2.91	5.30	6.42
yoy		-45.04%	16.72%	-16.58%	82.18%	20.99%
房屋租金	0.91	1.8	1.9	2.00	2.09	2.20
yoy		97.91%	5.56%	5.00%	5.00%	5.00%
房地产销售	4.21	0.05	8.62	3.09	3.09	3.09
yoy		-98.81%	17140.00%	0.00%	0.00%	0.00%
汇总	140.52	71.51	86.35	75.55	103.68	117.37
Yoy		-49.11%	20.75%	-12.50%	37.23%	13.20%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

3.2 估值分析

公司 2022 年上半年业绩受疫情影响承压，下半年疫情多点散发对景区恢复也有一定影响，但随疫情防控形势向好，公司景区业务在古北水镇及乌镇更新拓展、濮院景区开业运营、休闲游周边游风向利好下有望成为未来营收增长主发力点。考虑到公司符合观光、文旅、休闲等多种旅游形式的强综合性景区业态，选取景区业态较为接近的黄山旅游、峨眉山 A 及天目湖作为可比公司进行估值分析。基于 2022 年 9 月 9 日股价，中青旅 2022-2024 年对应 PE 分别为-26/16x，可比公司均值为 185/28/21X。其中 2022 年预测公司净利润亏损因此 PE 不具备可比性，2023 年 PE 与可比公司平均值相近。2024 年 PE 低于可比公司均值，主要由于以下原因：（1）疫情前公司旅游产品业务以出境游产品为主，2020 年疫情扰动以来，全国出境游近乎停滞，公司旅游产品业务营收大幅缩减，而当前出境游再开放时间未定，旅游产品业务暂时难以回归疫情前 2019 年同期表现，对市场预期造成一定影响；（2）相较于可比公司，公司部分业务如 IT 产品销售与技术服务、整合营销服务与旅游景区行业关联性低，市场对其他部分业务认知度较低导致市场预期相对较低。

表 4：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600754.SH	黄山旅游	10.74	-0.01	0.37	0.51	-	29	21
000888.SZ	峨眉山 A	7.47	0.03	0.37	0.46	249	20	16
603136.SH	天目湖	24.36	0.2	0.72	0.95	122	34	26
平均值						185	28	21
600138.SH	中青旅	11.21	-0.18	0.43	0.69	-	26	16

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价为 2022 年 9 月 9 日收盘价，币种为人民币。

3.3 投资建议

因 2022 年上半年疫情扰动及下半年疫情多点散发影响，预计 2022 年公司业绩承压，营收将有所下滑；展望 2023-2024 年，随国内疫情防控形势逐步稳定，公司受疫情扰动大的旅游产品服务、整合营销服务、景区经营及酒店业务有望恢复，并可通过疫情扰动期间的内部升级更新、降本增效、多渠道营销为公司后疫情时代的业绩恢复提供驱动力；此外，公司景区业务有望借旅游行业周边游/休闲游发展风向及濮院景区投入运营扩大业务规模强化盈利能力，景区业务后续有望成为公司盈利增长的主支撑点。

预计 2023 年-2024 年公司归母净利润为 3.09/5.01 亿元，对应 PE 值为 26/16X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4. 风险提示

1) 疫情反复风险：局部地区疫情再次出现反复，导致旅行政策收紧、长途旅行熔断、线下生产消费停摆的风险；

2) 市场竞争加剧风险：随着旅游行业进入高速发展机遇期以及互联网对行业的渗透、疫情造成的冲击，旅行社、酒店行业已进入充分竞争阶段；景区开发虽然具备一定壁垒，但由于景区运营毛利率较高，对周边产业消费带动明显的优势，相关政策与地方政府对特色景区建设的扶持力度加大，景区竞争明显加剧。

3) 新项目落地不及预期风险：如后续疫情影响范围过大、影响时间过长，可能影响濮院项目的建设进度，公司景区建设进程可能不达预期，影响公司未来的盈利预测。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,635	7,555	10,368	11,737
营业成本	7,038	6,214	7,992	8,818
营业税金及附加	65	57	78	88
销售费用	821	759	1,028	1,144
管理费用	655	591	755	818
研发费用	9	8	8	7
EBIT	132	-73	508	862
财务费用	194	261	245	197
资产减值损失	-39	-23	-16	-13
投资收益	67	62	85	96
营业利润	76	-164	431	830
营业外收支	18	21	27	30
利润总额	93	-143	458	861
所得税	51	-36	114	215
净利润	42	-107	343	646
归属于母公司净利润	21	-131	309	501
EBITDA	581	405	1,002	1,366

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,391	1,573	1,353	1,067
应收账款及票据	2,105	2,179	1,943	1,893
预付款项	305	262	330	359
存货	2,151	1,792	1,755	1,745
其他流动资产	366	336	409	449
流动资产合计	6,317	6,142	5,790	5,513
长期股权投资	2,777	3,010	3,296	3,639
固定资产	4,620	4,874	5,216	5,626
无形资产	1,226	1,289	1,366	1,454
非流动资产合计	11,132	11,536	12,097	12,792
资产合计	17,449	17,678	17,887	18,304
短期借款	3,416	4,168	3,755	3,369
应付账款及票据	1,371	1,162	1,541	1,931
其他流动负债	2,491	2,205	2,383	2,418
流动负债合计	7,279	7,535	7,679	7,717
长期借款	618	828	677	531
其他长期负债	930	799	671	550
非流动负债合计	1,548	1,627	1,348	1,082
负债合计	8,826	9,162	9,027	8,799
股本	724	724	724	724
少数股东权益	2,275	2,300	2,334	2,479
股东权益合计	8,623	8,516	8,860	9,505
负债和股东权益合计	17,449	17,678	17,887	18,304

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.76	-12.51	37.23	13.20
EBIT 增长率	80.39	-155.51	793.66	69.83
净利润增长率	109.15	-719.01	334.85	62.31
盈利能力 (%)				
毛利率	18.50	17.75	22.92	24.87
净利率	0.49	-1.41	3.31	5.50
总资产收益率 ROA	0.12	-0.74	1.73	2.74
净资产收益率 ROE	0.33	-2.11	4.73	7.13
偿债能力				
流动比率	0.87	0.82	0.75	0.71
速动比率	0.53	0.54	0.48	0.44
现金比率	0.19	0.21	0.18	0.14
资产负债率 (%)	50.58	51.83	50.47	48.07
经营效率				
应收账款周转天数	88.97	105.27	68.41	58.87
存货周转天数	111.54	105.26	80.14	72.25
总资产周转率	0.49	0.43	0.58	0.64
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	-0.18	0.43	0.69
每股净资产	8.77	8.59	9.02	9.71
每股经营现金流	1.25	0.60	2.31	2.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	382	-	26	16
PB	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	21.85	33.00	12.85	9.16
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	42	-107	343	646
折旧和摊销	449	478	495	504
营运资金变动	268	-138	688	416
经营活动现金流	905	433	1,675	1,649
资本开支	-676	-628	-742	-826
投资	-146	-255	-302	-356
投资活动现金流	-816	-821	-959	-1,086
股权募资	27	0	0	0
债务募资	93	830	-691	-653
筹资活动现金流	-228	570	-936	-850
现金净流量	-141	182	-220	-286

插图目录

图 1: 公司 2017H1-2022H1 营业收入及增速	3
图 2: 公司 2017H1-2022H1 归母净利润及增速	3
图 3: 公司 2017-2022H1 分季度营业收入及增速	3
图 4: 公司 2017-2022H1 分季度归母净利润及增速	3
图 5: 2017H1-2022H1 各业务营收 (单位: 亿元)	4
图 6: 2017H1-2022H1 各业务营收占比 (单位: 亿元)	4
图 7: 公司 2017H1-2022H1 各项费用率情况	5
图 8: 公司 2017H1-2022H1 毛利率及净利率情况	5
图 9: 2017H1-2022H1 乌镇客流情况 (单位: 万人)	5
图 10: 2017H1-2022H1 古北水镇客流情况 (单位: 万人)	5
图 11: 公司发展历程图	7
图 12: 公司股权结构图 (截止 2022 年 6 月 30 日)	7
图 13: 世界 5G 大会会场	9
图 14: 全国环境化学大会会场	9
图 15: 公司会议展览服务通过子公司在全国多地布局	9
图 16: 公司 2017-2021 年各项业务营收 (单位: 亿元)	10
图 17: 公司 2017-2021 年各项业务营收占比	10
图 18: 山水 S 酒店 (惠州仲恺新天地五一大道店)	11
图 19: 山水 S 酒店 (丽江九雅店)	11
图 20: 公司门店数量快速增长, 新增门店以加盟店形式为主	11
图 21: 公司定制旅游服务网站界面	12
图 22: 公司研学游产品网站界面	12
图 23: 飞猪平台中青旅旗舰店	12
图 24: 中青旅旗舰店抖音短视频	12
图 25: 中青旅持股乌镇旅游 66%的股权	13
图 26: 乌镇景区地理位置优越, 地处江浙沪交界	13
图 27: 乌镇景区实景图 1	13
图 28: 乌镇景区实景图 2	13
图 29: 古北水镇具备长城文化属性	15
图 30: 古北水镇具备北方水乡属性	15

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司前十大股东 (截止 2022 年 6 月 30 日)	8
表 2: 乌镇三大景区特色	14
表 3: 公司业务拆分及营收预测 (单位: 亿元)	17
表 4: 可比公司 PE 数据对比	18
公司财务报表数据预测汇总	20

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026