

► **中青旅发布 2022 年三季报。**公司 2022Q3 营收 19.52 亿元,同比-27.99%,较 19 年同期-47.13%;归母净利润 0.34 亿元,同比+830.49%,较 19 年同期-79.17%;扣非归母净利润 0.31 亿元,21 年同期为-0.05 亿元,较 19 年同期-81.00%。公司 Q1-Q3 营收 48.14 亿元,同比-22.73%,较 19 年同期-49.56%;归母净利润-1.71 亿元,21 年同期为 0.37 亿元,19 年同期为 5.45 亿元;扣非归母净利润-1.84 亿元,21 年同期为-0.04 亿元,19 年同期为 4.21 亿元。前三季度营收下滑、归母净利润为负,主要是上海/北京等地疫情复发,部分省市疫情防控措施加强,及去年同期处置低效资产产生较大收益所致。

► **景区业务实现盈利,驱动 Q3 净利率提升。**公司 2022Q3 毛利率 17.53%,同比+5.86pcts,较 19 年同期-5.86pcts;净利率 1.74%,同比+1.61pcts,较 19 年同期-2.66pcts。公司前三季度毛利率 14.78%,同比-2.88pcts,较 19 年同期-9.58pcts;净利率-3.55%,同比-4.15pcts,较 19 年同期-9.26pcts。Q3 净利率增长主要是乌镇及古北水镇快速恢复实现盈利所致。

► **乌镇:发力夜游/周边游市场,乘旅游旺季实现快速复苏。**乌镇景区三季度把握暑期及中秋旅游高峰期的复苏机遇,两大景区快速发力。乌镇景区:1) 将夜游经济与国潮国风结合实现夜游模式及路径优化,入选文旅部第二批国家级夜间文化旅游消费聚集区名单;2) 集中发力周边游及疗休养市场;3) 与网络综艺平台及媒体合作,通过节目展开宣传。多管齐下,准确把握暑期及中秋夜间游和周边游发展趋势,三季度游客量虽因景区重开业较晚未恢复至去年同期水平,但仍交出亮眼答卷:乌镇三季度接待游客 60.31 万人,同比-22.35%;实现收入 2.07 亿元,同比+4.79%;实现净利润 0.27 亿元,同比扭亏为盈。

► **古北水镇:紧抓暑期避暑风向,长城文化+夜游经济塑造优质旅游目的地。**

古北水镇景区三季度 1) 通过泳池派对、帐篷露营活动及多款夏令营产品打造暑期优质研学/避暑目的地;2) 将长城文化与夜游经济相结合,打造“长城下的星光小镇”,举办 2022 年北京长城文化节开幕式,并通过星光夜市、长城观星等产品深化夜游概念,入选全国首批国家级夜间文化和旅游消费聚集区;3) 通过央视节目、助力高考慢直播等方式进行线上营销。古北水镇将夜间经济与本地旅游资源深度结合,有效把握暑期特有的避暑及研学需求,实现快速复苏,三季度古北水镇接待游客 52.88 万人,同比+4.71%;实现营收 3.08 亿元,同比+13.47%;实现净利润 1.24 亿元,同比+40.60%。

► **投资建议:**公司今年以来受疫情影响业绩承压,但仍有充足发展潜力,我们关注公司后续复苏增长的四大驱动力:1) 随疫情防控形势向好,旅游产品服务、整合营销服务、景区经营及酒店业务的快速恢复;2) 旅游行业周边游/休闲游发展趋势带动下乌镇及古北水镇客流提升;3) 卡位优质旅游资源的濮院景区营业后逐步成为景区业务的第三驾马车;4) 若出入境旅游放开,公司出境游业务可借疫情前累积的渠道资源快速实现提振。预计 23-24 年归母净利润分别为 3.09/5.01 亿元,对应 23-24 年 PE 为 25/16X,维持“推荐”评级。

► **风险提示:**疫情反复,市场竞争加剧,新项目落地不及预期。

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	368	/	25	16
PB	1.2	1.3	1.2	1.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

10.80 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: S01001211100024

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

相关研究

1. 中青旅 (600138.SZ) 首次覆盖报告: 蓄力疫后发展, 景区客流空间未来有望持续扩大-2022/09/14

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
净利润率	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	368	/	25	16
PB	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	21.34	32.27	12.55	8.95
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

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