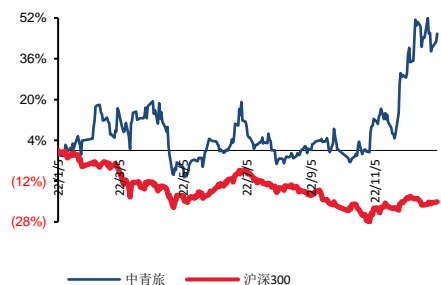


社会服务 旅游及景区

中青旅深度报告：休闲景区龙头 静待疫后复苏

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	724/724
总市值/流通(百万元)	11,429/11,429
12个月最高/最低(元)	16.45/9.70

相关研究报告：

证券分析师：王湛

电话：010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100003

报告摘要

国内综合旅游标杆。中青旅自1980年成立，为国内首家旅行社类企业。成立以来不断优化发展，已形成以“中青旅”品牌为核心，以“遨游”、“耀悦”等为旅行社业务骨干子品牌，以“乌镇”、“古北水镇”为景区业务骨干子品牌的多品牌产品体系。目前公司业务布局全面，品牌价值深入人心，不断推进大旅游生态。**从业务模式上看**，拥有多元化业务布局，主营业务包括景区业务、旅行社业务、酒店业务、整合营销业务以及策略性投资业务，其中主打“乌镇”、“古北水镇”景区业务。**从股权结构上看**，中青旅背靠光大集团，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，资本实力雄厚。**从经营业绩上看**，2020年，公司业务受新冠肺炎疫情影响，整体营收/归母净利润同比减少49.12%/139.1%。2021年随着疫情缓解，业绩逐渐恢复，公司实现营收86.35亿元/归母净利润0.21亿元，收入结构有所改变。

旅游行业疫情反复，国家政策支持，看好疫后发展。疫情爆发和局部反复致使旅游行业复苏受阻，复苏之路曲折。随着国家政策的逐步放开以及人们出行方式改变，预计在疫情修复阶段，旅游数据快速恢复，民众出行需求集中释放。

景区业务为公司第一大利润来源。公司拥有乌镇和古北水镇两个优质景区，2019年分别实现营业收入21.79、9.50亿元。20年以来虽受疫情冲击，但仍是公司的主要利润来源。同时，拥有即将开业的濮院景区打造第三增长点。**旅行社业务、整合营销业务、酒店业务、策略性投资业务多元业务并行。**公司拥有“遨游”、“耀悦”等为旅行社业务骨干子品牌，“中青博联”负责的整合营销业务运营，“山水酒店”为主的酒店业务，以及包括中青旅创格、中青旅风采及中青旅大厦物业出租的策略性投资业务。多元业务布局支撑了公司的业绩发展，也为公司的稳健发展奠定了扎实的基础。并在疫情冲击下能有效调整业务布局，支撑公司业绩。

估值及投资建议：预计2022-2024年中青旅将实现归母净利润-1.88亿元/3.24亿元/5.64亿元，同比增速-21.9%/59.0%/30.8%。预计2022-2024年EPS分别为-0.26/0.45/0.78元/股，2022-2024年PE分别为-61X/35X/20X。

风险提示：中青旅存在宏观经济增长放缓，业务需求受影响的风险；存在疫情反复，居民旅游出行受限风险；存在政策变化带来的风险，存在市场竞争加剧的风险；存在自然灾害等不可抗力因素的风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8635.44	6746.16	10729.31	14032.08
(+/-%)	20.76%	-21.88%	59.04%	30.78%
净利润(百万元)	42	-250	463	805
(+/-%)	-117.14%	-695.24%	-285.20%	73.87%
摊薄每股收益(元)	0.03	-0.26	0.45	0.78
市盈率(PE)	354	-61	35	20

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 中青旅：综合旅游标杆.....	5
(一) 公司概况：背靠光大集团，并行多元业务.....	5
(二) 经营概述：在疫情中承压向好，收入结构发生变化.....	7
二、 旅游行业：国家政策下刺激旅游消费，期待疫后反弹.....	9
(一) 局部疫情反复，复苏之路曲折.....	9
(二) 国家政策支持，带来复苏动力.....	10
(三) 出行方式变化，短途游、周边游受青睐.....	11
三、 集中优势，主打景区业务.....	11
(一) 乌镇景区：江南水乡历史文化古镇.....	12
(二) 古北水镇：江南水乡乌镇.....	16
(三) 推进濮院景区建设，协同乌镇发展.....	19
四、 非景区业务：多元业务协同.....	20
(一) 旅行社业务.....	20
(二) 整合营销业务.....	22
(三) 酒店业务.....	24
(四) 策略性投资.....	26
五、 盈利预测与投资建议.....	27
(一) 盈利预测.....	27
(二) 估值及投资建议.....	29
六、 风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 中青旅发展历程	5
图表 2: 业务板块丰富	6
图表 3: 中青旅股权结构	6
图表 4: 中青旅营业收入与变动	7
图表 5: 中青旅分业务营业收入占比	7
图表 6: 中青旅毛利构成	8
图表 7: 中青旅归母净利润与变动	8
图表 8: 中青旅整体毛利率变化趋势	8
图表 9: 中青旅分业务毛利率变化趋势 (%)	8
图表 10: 中青旅期间费用变化	9
图表 11: 中青旅资产负债率变化	9
图表 12: 国内旅游人次变化	10
图表 13: 国内旅游收入变化	10
图表 14: 2021 年-2022 年节假日旅游恢复情况	10
图表 15: 2022 年元旦假日出行范围	11
图表 16: 乌镇景区交通信息	12
图表 17: 乌镇股权结构	12
图表 18: 乌镇发展阶段	12
图表 19: 乌镇东栅景区旅客接待量及增速	13
图表 20: 乌镇西栅景区旅客接待量及增速	13
图表 21: 乌镇景区 2008-2021 年旅客接待量	14
图表 22: 乌镇景区营业收入及增速	15
图表 23: 乌镇景区净利润及增速	15
图表 24: 乌镇景区客单价及变动	15
图表 25: 古北水镇股权结构	16
图表 26: 古北水镇营业收入及变动	17
图表 27: 古北水镇净利润及变动	17
图表 28: 古北水镇客单价及变化	18
图表 29: 古北水镇客流量及变化	19
图表 30: 濮院景区股权结构	19
图表 31: 旅行社业务占公司整体收入占比	21
图表 32: 旅行社营业收入及变动	21
图表 33: 旅行社业务毛利率明显提升	21
图表 34: 整合营销业务营业收入及变动	23
图表 35: 整合营销业务归母净利润及变动	23
图表 36: 整合营销业务整体毛利率变动	23
图表 37: 分业务营业收入占比	23
图表 38: 分业务毛利率	23
图表 39: 山水酒店门店数量	24
图表 40: 酒店业务营业收入及变动	25
图表 41: 酒店业务净利润及变动	25
图表 42: 山水酒店毛利率	25
图表 43: IT 产品销售和房屋租赁占公司业绩占比	26
图表 44: IT 产品销售营业收入及变化	27
图表 45: 中青旅大厦房屋租赁营收及变动	27
图表 46: 中青旅盈利预测	28
图表 47: 可比公司估值对比	29

一、中青旅：综合旅游标杆

(一) 公司概况：背靠光大集团，并行多元业务

中青旅是中国旅游行业商业模式的开拓者、国内综合旅游龙头，光大集团成员企业。公司主要从事旅游、景区经营、酒店经营管理、IT 产品销售及技术服务和整合营销服务等业务。公司于 1980 年经党中央批准成为我国改革开放后创立的首家旅行社类企业，1997 年，公司在上交所上市，2017 年底，中青旅从共青团中央整体划转至中国光大集团，公司的实际控制人由共青团中央变更为国务院。。

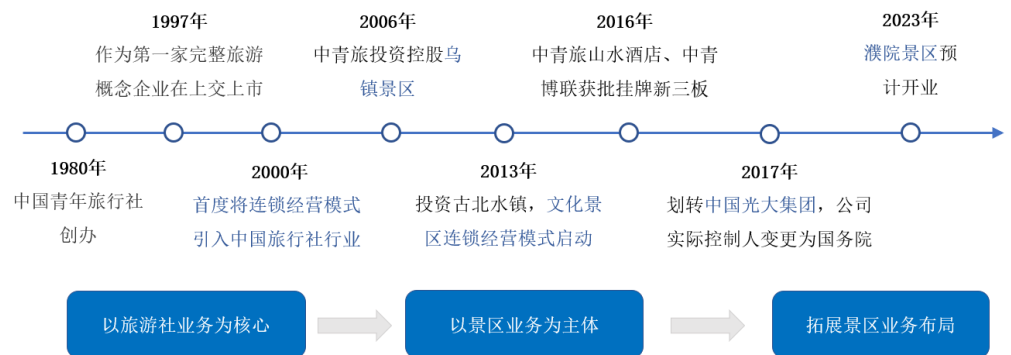
创立四十多年来，中青旅的事业伴随着国家改革开放而诞生、成长和发展。中青旅的发展可分为三个阶段：

第一阶段（1980-1997），1980 年经党中央批准，中青旅成为我国改革开放后创立的首家旅行社类企业；1997 年，中青旅成为行业首家完整旅游概念的 A 股上市公司。

第二阶段（1998-2016），先后投资乌镇、古北水镇，文化景区连锁经营模式启动。2010 年中青旅推出专业度假网站——遨游网，旅游主业全面互联网化。

第三阶段（2017-至今），整体划转至中国光大集团，打造濮院景区，形成多元化业务布局。

图表 1：中青旅发展历程



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

业务板块丰富，推进大旅游生态。公司现有业务包括以乌镇旅游、古北水镇为代表的景区业务；以观光旅游、度假旅游、出入境旅游、高端旅游为主要内容的旅行社业务；涵盖活动管理、公关传播、数字营销、博览展览、体育营销等多板块的整合营销业务；中青旅山水酒店运营的酒

店业务；以 IT 硬件代理和系统集成业务、福利彩票技术服务业务及中青旅大厦租赁业务为主的策略性投资业务。

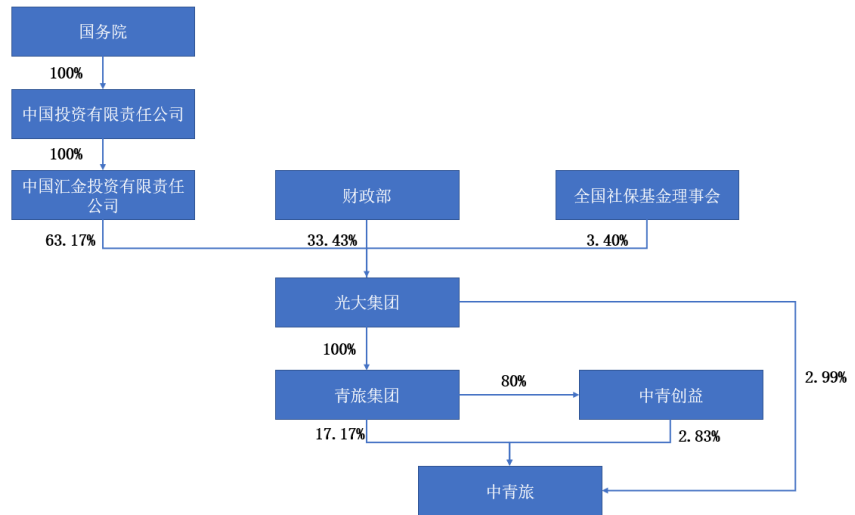
图表 2：业务板块丰富

业务	代表	详情
文旅景区	乌镇	“文化体验+休闲度假+商务会展”一站式旅游目的地
	古北水镇	背靠司马台长城，参与性和体验性极高的综合性特色休闲国际旅游度假目的地
整合营销	中青博联（837784）	专注于为政府、企业、社团等机构客户提供“一站式”整合营销服务解决方案
智慧酒店	山水酒店（835714）	风格突出的城市度假精品连锁酒店
旅游服务	中青旅遨游	一站式互联网旅游服务综合平台，是中青旅品牌和旅游服务的主要载体
	国际旅游	作为中国最早具有海外游客接待资质的旅游企业之一，是中国接待入境游客最多的企业之一
	差旅管理	专注于为政府及大中型企业提供以“服务”为核心的差旅管理方案
	高端旅游	“耀悦”以标准严谨的团队为客户提供“一对一”的“私人旅行顾问”服务
	旅游交通服务	经营旅游客运的专业化客运企业
科技服务	中青旅创格科技	主营 IT 分销和系统集成业务，致力打造具有综合实力的 IT 服务供应商
	中青旅风采科技	致力于提供电脑型彩票系统投资及运营管理服务
旅游+	旅游+教育	服务于成长中的青少年群体，针对不同年龄段青少年研发有丰富内涵的研学旅行产品
	旅游+体育	服务于最富有活力的青年和中年群体，将体育作为推动旅游业深化发展的主题
	旅游+康养	服务于退休后有闲有钱的老龄群体，积极探索老龄化社会课题，用旅行促进身心健康，用健康推动幸福生活

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

背靠光大集团，成为唯一一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。公司于 2017 年底，按照中央群团改革精神，从共青团中央整体划转至中国光大集团，列入光大集团一级直属企业序列，公司的实际控制人也由共青团中央变更为国务院。光大控股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，掌控更加丰富的协同业务资源，对公司快速培育可复制的核心竞争力、实现跨越发展具有重要的推动作用和战略意义。

图表 3：中青旅股权结构



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 经营概述：在疫情中承压向好，收入结构发生变化

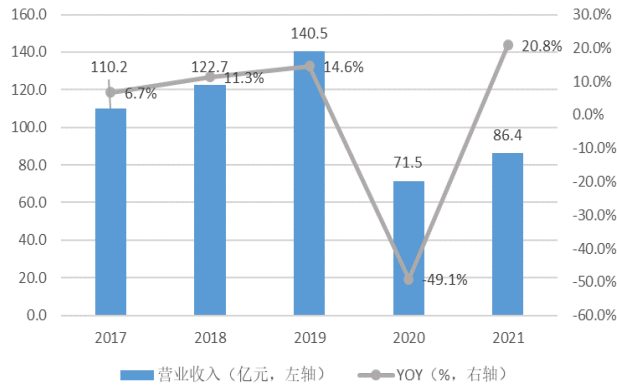
主营业务受疫情冲击，整体业绩承压。疫情前，公司经营稳中有进，公司营业收入在 2017 年至 2019 年保持稳健增长，复合增速 12.9%。2020 年，疫情的全球蔓延使旅游行业面临重大冲击与挑战，公司业绩严重受损。公司 2020 年度实现营业收入 71.51 亿元/YOY-49.12%。2021 年公司围绕优势业务提升核心能力，利用疫情平稳期提升业绩和经营水平，持续降本增效，实现经营业绩正向回暖。实现营业收入 86.35 亿元/YOY+20.76%，恢复至 2019 年的 61.4%。受国内大范围疫情影响，2022 年前三季度公司营收 48.14 亿元/YOY-22.73%。

收入结构变化，疫情后 IT 业务成最大营收来源。在营业构成上，疫情前公司前三大收入来源为旅行社业务、IT 产品销售与技术服务、企业会展，收入占比分别为 34%、27%、19%。疫情后，主营出境游的旅行社业务收入大幅下降，会展业务也受到较大影响，IT 产品销售与技术服务成为第一大收入来源，2021 年收入占比 48%，其次是企业会展和景区业务，收入占比分别为 20%和 10%。

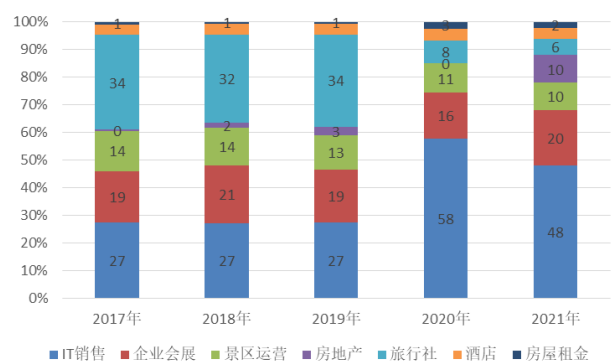
从毛利构成看，景区运营仍是第一大利润来源。盈利端，虽然受到疫情冲击，景区经营依旧是主要毛利来源，2021 年占比 38.5%。另外疫情后，整合营销和 IT 产品销售与服务业务的毛利占比上升，2021 年占比分别为 29%和 15%。

图表 4：中青旅营业收入与变动

图表 5：中青旅分业务营业收入占比

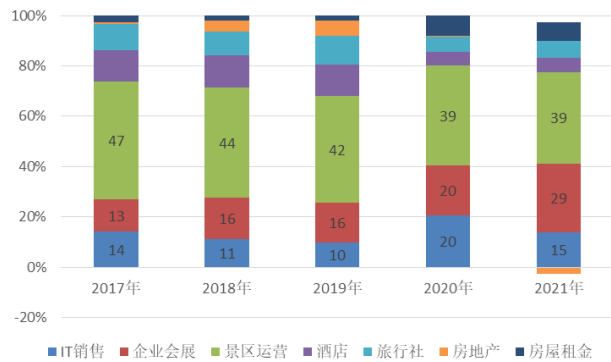


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理



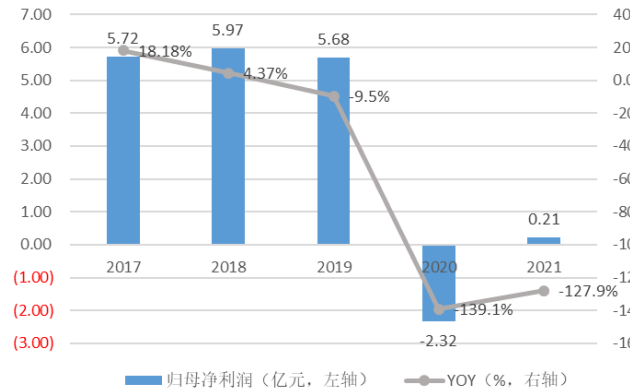
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 6：中青旅毛利构成



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：中青旅归母净利润与变动



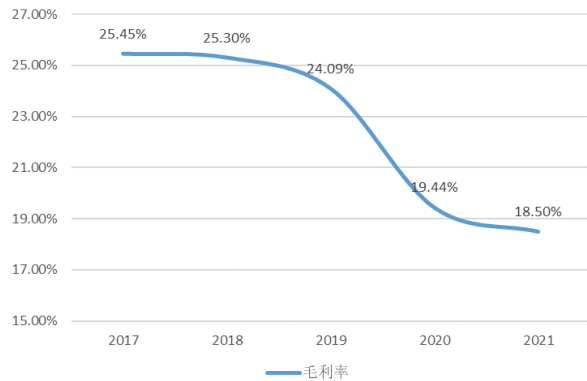
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

归母净利润持续增长，增长速度放缓。疫情前公司利润保持平稳，2019 年实现归母净利润 5.68 亿元，2020 年受疫情影响，归母净利润下降至-2.32 亿元。公司坚持稳中求进工作总基调，顺应行业变革，围绕优势业务提升核心能力，利用疫情平稳期提升业绩和经营水平，持续降本增效，实现经营业绩正向回暖。2021 年实现归母净利润 2,123.31 万元，较 2020 年实现扭亏为盈。2022 年前三季度受疫情影响亏损 1.71 亿元。

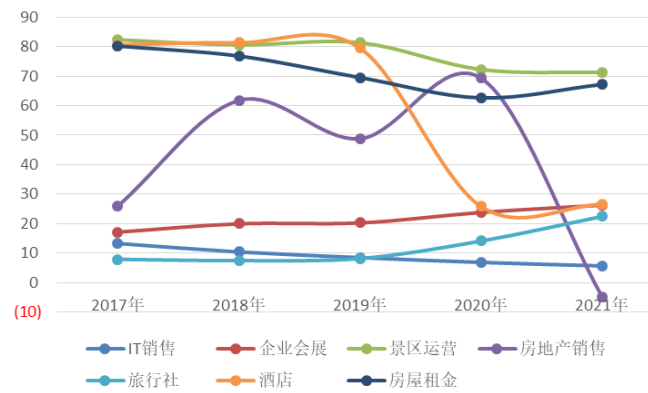
整体毛利率水平下降，分业务毛利率水平有所变化。公司整体毛利率由 2019 年 24.09% 下降至 2021 年 18.5%，下降 5.59pct。公司根据不同业务属性及时调整业务区域布局，除旅游产品和整合营销业务毛利率水平上升，其他业务均呈下降趋势。整合营销业务毛利率由疫情前 2019 年 20% 上升到 2021 年 26%，旅游产品业务毛利率由 2019 年 8% 上升到 2021 年 22%。景区业务依旧是所有业务中最高，2021 年毛利率为 71%。

图表 8：中青旅整体毛利率变化趋势

图表 9：中青旅分业务毛利率变化趋势 (%)



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

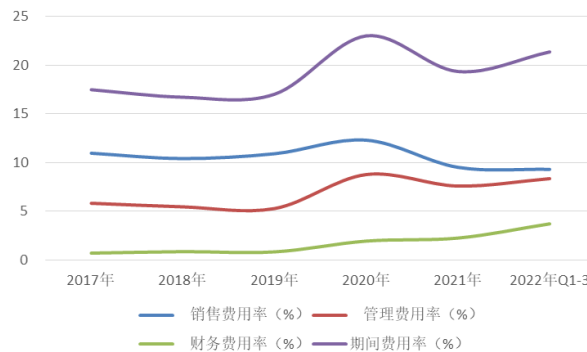


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

期间费用变化趋势相似，销售费用最多。疫情前公司期间费用率保持在 17%左右，2020 年受新冠疫情影响，由于营收的下降，期间费用率上升至 23%。2021 年国内疫情控制好转，同时公司加大对成本的控制，期间费用率下降至 19.35%，2022 年前三季度受疫情拖累，期间费用率上升至 21.36%。

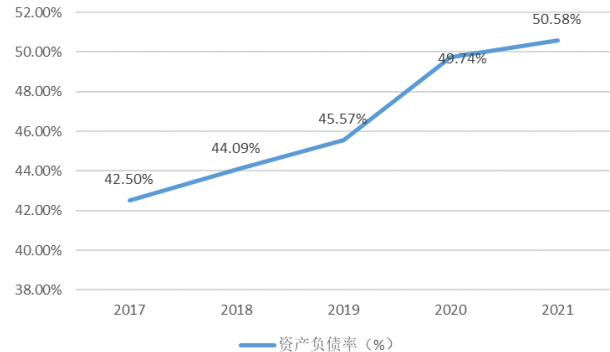
疫情下公司资金压力增大，资产负债率上升。疫情使各业务盈利能力下滑，公司面临较大的资金压力，短期借款明显增长。2020 年公司资产负债率为 49.74%，较疫情前 2019 年提升 4.17pct，2021 年、2022 年前三季度，资产负债率仍保持增长趋势。

图表 10：中青旅期间费用变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 11：中青旅资产负债率变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

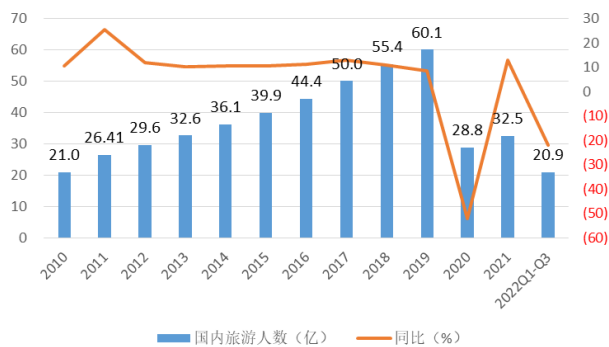
二、旅游行业：国家政策下刺激旅游消费，期待疫后反弹

(一) 局部疫情反复，复苏之路曲折

疫情影响旅游客流，修复期展现良好弹性。疫情爆发初期，国内旅游业受到严重冲击，国内

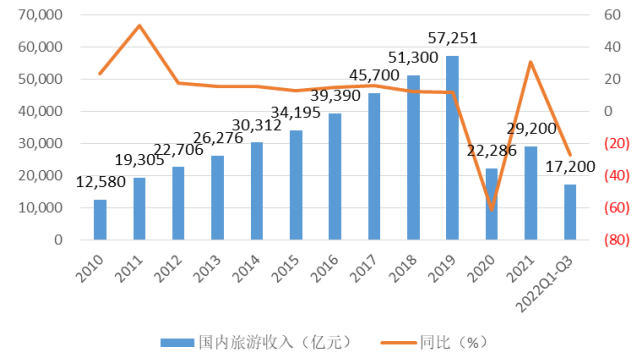
游客人次和旅游花费均大幅下降，2020 年国内旅游人数为 28.79 亿人次/YoY-52.06%，国内旅游收入 2.23 万亿元/YoY-61.07%。2020 年下半年国内疫情得到初步控制，人们的出行需求逐步得到释放，行业呈复苏态势。2020 年中秋国庆节旅游人数至 2019 年的 79%，2021 年五一小长假旅游总人次恢复到 2019 年同期 103%。在疫情修复阶段，旅游数据快速恢复，民众出行需求集中释放。

图表 12：国内旅游人次变化



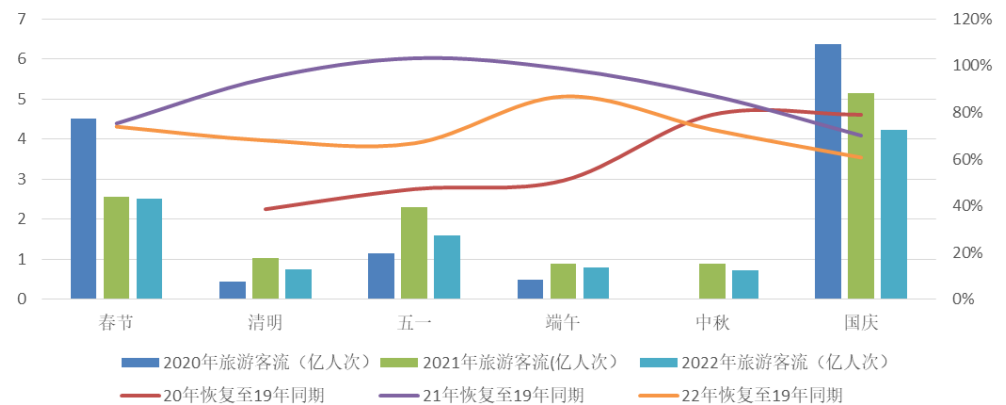
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13：国内旅游收入变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：2021 年-2022 年节假日旅游恢复情况



资料来源：国家文旅局，太平洋研究院整理

(二) 国家政策支持，带来复苏动力

国家发布多种支持政策促进旅游业的复苏。政策上，11 月 11 日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》，公布进一步优化防控工作的二十条措施。调整隔离时间，将风险区类型调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员。各地在政策呼吁下响应疫情速度变快，防控手段更加精准，封控区域精确到栋，不得随

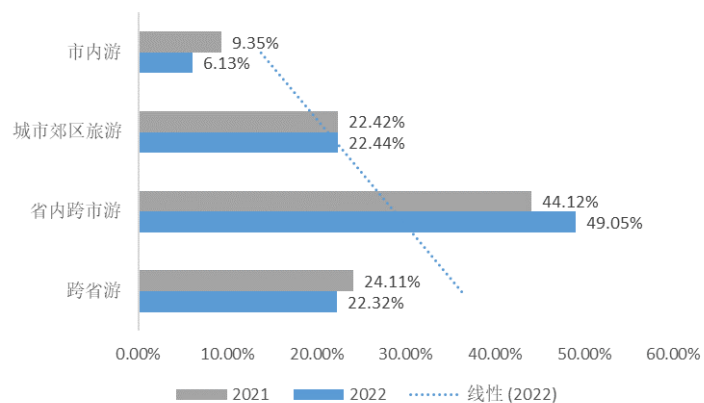
意扩大封控区域，对旅游业的抑制作用逐步减弱。并有序推进新冠病毒疫苗接种，有效预防新型冠状病毒感染。制定加快推进疫苗接种的方案，加快提高疫苗加强免疫接种覆盖率，特别是老年人群加强免疫接种覆盖率。

另外，为了提振内需，多地政府出台相关政策，通过发放旅游消费券、门票优惠等刺激旅游需求。2022 年以来，有多地陆续发放消费券刺激文旅消费，如山东济南推出 2000 万元文旅消费券，主要用于拉动文旅消费；3 月 5 日，浙江建德宣布将向外地游客发放 1000 万元旅游消费券；3 月 6 日，辽宁省宣布为鼓励各级文化和旅游部门将会向大众发放惠民文旅消费券。另有多家旅游景区向全国游客开展首道门票优惠活动，如川渝人民峨眉山门票免费、福建武夷山、山东崂山、陕西华山、湖南张家界大峡谷和七星山等景区纷纷出台免门票政策。

（三）出行方式变化，短途游、周边游受青睐

受疫情及政策影响，居民出行偏好周边游。2020 年起，根据疫情防控需要，各地政府多次鼓励“就地过节”。国内旅游业也呈现新的发展趋势，人们的出游半径在缩短，短途周边游成新趋势。据中国旅游研究部数据，2022 年元旦旅游居民出游半径由 2021 年的 136.3 公里收缩到 110.3 公里，收缩至去年同期的 80.9%，城镇居民普遍选择省内、市内及城市周边近郊游，“就地过节”成为多数人的选择。

图表 15：2022 年元旦假日出行范围



资料来源：中国旅游研究部，太平洋研究院整理

三、集中优势，主打景区业务

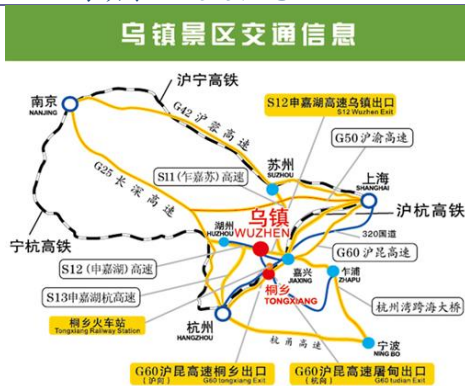
公司拥有以乌镇旅游、古北水镇为代表的景区业务，同时持续推进濮院景区建设，是国内风格独特文旅景区标杆。乌镇和古北水镇分别处于长三角和京津冀城市群附近，地理位置优越，江

南水乡风格独特。2019年，分别累计接待游客918.26、239.37万人次，实现营业收入21.79、9.50亿元，毛利率占公司42.2%。20年以来虽受疫情冲击，但仍是公司的主要利润来源。同时，即将开业的濮院景区有望成功复刻乌镇模式，打造第三增长点，推动大旅游生态发展。

（一）乌镇景区：江南水乡历史文化古镇

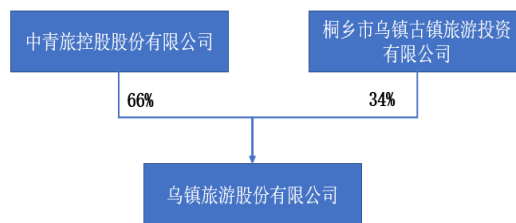
乌镇是中国历史文化名镇，地理位置优越。乌镇是国家5A级旅游景区，是典型的中国江南水乡古镇，有“鱼米之乡、丝绸之府”之称，有六千年历史，是江南六大古镇之一。乌镇位于浙江省桐乡市北端，地处江浙沪交界，陆路交通包括多条国道、省道高速及沪宁、沪杭、宁杭高铁线路等，交通便利。

图表 16：乌镇景区交通信息



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 17：乌镇股权结构



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

公司目前持有乌镇66%的股份。2006年，中青旅投资乌镇景区，在公司管理团队的带领下，乌镇先后经历“观光小镇、休闲小镇、文化小镇、会展小镇”四个发展阶段，构建多轨并行的乌镇模式，打造“文化体验+休闲度假+商务会议”一站式旅游目的地。并将先进的管理理念实践于对古镇的保护中，对古镇保护开发方式作了有效的探索，积累了成功的经验，是在全国古镇保护开发中首创或成功运作的典范，被联合国专家考察小组誉为古镇保护之“乌镇模式”。

图表 18：乌镇发展阶段

发展阶段	时间	特点
观光小镇	1999-2002年	开发“观光型”东栅景区。1999年，乌镇东栅区块保护开发工程经过周密调查，开始实施乌镇古镇保护与开发的东栅工程，简称“东栅景区”。2001年，乌镇保护开发一期工程东栅景区正式对外开放，以其原汁原味的水乡风貌和深厚的文化底蕴，一跃成为中国著名的古镇旅游胜地。
休闲小镇	2003-2012年	开发西栅景区，实现观光+休闲体验型旅游功能。2003年启动乌镇

		古镇保护二期工程(西栅景区),投入巨资对西栅街区实施保护开发。相对一期保护开发工程,二期西栅景区的保护开发更加完善彻底,实现一个前所未有的“观光加休闲体验型”水乡古镇景区,完美地融合了观光与度假功能。景区内还有各类民居特色客房和度假酒店,多家会议中心和商务会馆;游客服务中心、游览车、观光船等配套设施一应俱全。乌镇真正成为观光、休闲、度假、商务活动的旅游目的地
文化小镇	2013年-至今	打造“乌镇戏剧节”,实现江南小镇的文艺复兴。 公司以文化交流为切入点,打造“乌镇戏剧节”、“木心美术馆”等文化项目,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,让古老乌镇注入更多的新文化元素, 实现江南小镇的文艺复兴。
会展小镇	2014年-至今	承办世界互联网大会,打造会展小镇。 2014年首届世界互联网大会落户乌镇,乌镇成为永久举办地。拥有一支商务服务专业团队,集十年丰富经验,紧扣客户需求,量身策划,精准定位,确保活动的尽善尽美。至今已为众多国内外政府部门、大中型企事业单位及公司部门成功策划实施了各类年会、研讨会、市场推广会、新闻发布会和公关、庆典、路演、拓展训练、奖励旅游等活动

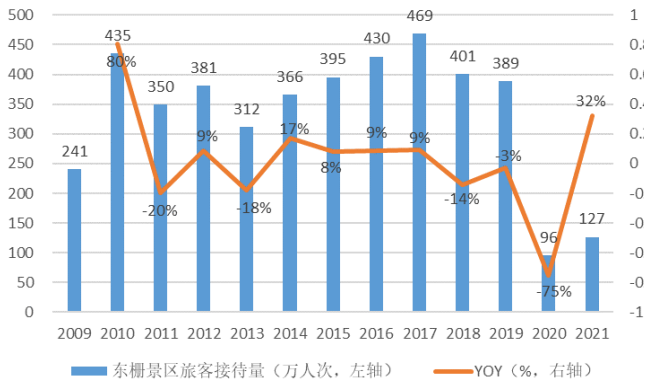
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

乌镇拥有东栅、西栅、乌村三大特色景区。2001年,乌镇保护开发一期工程东栅景区正式对外开放,具有原汁原味的水乡风貌和深厚的文化底蕴,是与其它古镇类似的“观光型”景区。西栅是继乌镇一期保护工程成功后的二期工程,于2006年对外开放,二期西栅景区的保护开发更加完善彻底,是一个前所未有的“观光加休闲体验型”水乡古镇景区,完美地融合了观光与度假功能。景区内具有各类民居特色客房和度假酒店,多家会议中心和商务会馆,游客服务中心、游览车、观光船等配套设施一应俱全。乌村是一个用“休闲度假村落”的方法打造的一个高端乡村旅游度假区,与乌镇东西栅景区联袂互补,于2016年成立。乌村颠覆中国乡村游的传统模式,是集吃、住、行、游、购、娱为一体的一站式服务的乡村休闲度假区,销售上有乌村住宿一价全包产品,只需一次付费,即可畅吃畅饮畅玩。

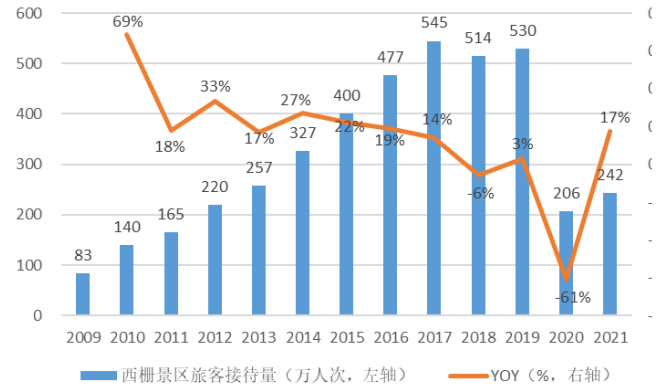
“文化小镇”与“会展小镇”共存,塑造独特乌镇模式。自2013年来,乌镇景区由“休闲小镇”进一步发展至“文化小镇”和“会展小镇”。让古老乌镇注入更多的新文化元素,乌镇打造专属文化IP。以文化为切口实现江南小镇的文艺复兴,开展乌镇戏剧节,开设木心美术馆。自2014年首届世界互联网大会落户乌镇,乌镇成为永久举办地。连续多年,百余个国家和地区千余名嘉宾齐聚乌镇,优质的会场服务,专业的配套设施管理和对接保障了大会和10余场论坛的顺利举办。这些都极大的扩大了乌镇景区知名度,吸引大批游客。2013年以来,乌镇旅客接待量持续上升,2014年增速高度21.7%,并始终保持14%左右的增速增长。

图表 19: 乌镇东栅景区旅客接待量及增速

图表 20: 乌镇西栅景区旅客接待量及增速

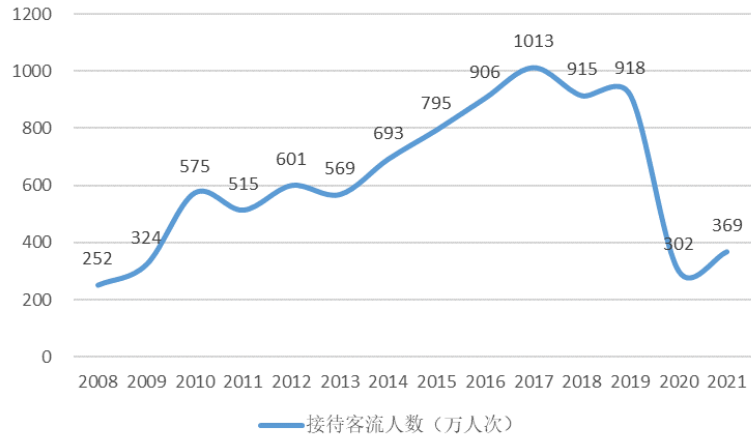


资料来源：IFinD，太平洋研究院整理



资料来源：IFinD，太平洋研究院整理

图表 21：乌镇景区 2008-2021 年旅客接待量

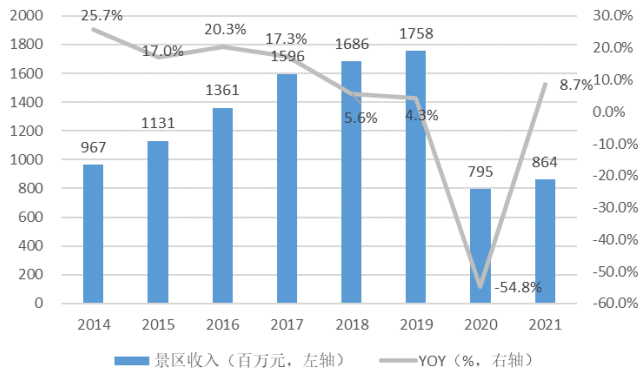


资料来源：IFinD，太平洋证券整理

疫情前客流接待渐入平稳，疫情后旅游人数大幅下滑。开业以来乌镇景区总体客流量保持高速增长趋势，其中西栅由于其休闲度假属性，客流增速显著高于东栅，并于 2015 年超过东栅。2017 年乌镇整体客流突破千万人次，基本达到景区接待的天花板。2018-2019 年景区客流仍保持在 900 万以上的高位。2020 年受疫情影响，旅客接待量继续下降，下降至 301.99 万人次/YOY-61.7%。21 年开始有所回升，增速为 22.1%，恢复至疫情前 2019 年的 40.2%。

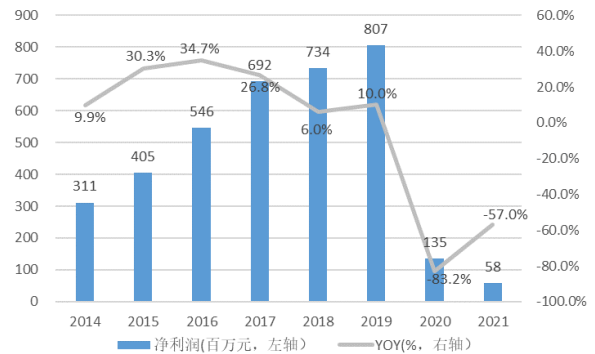
景区收入和利润疫情期间下滑。疫情前，乌镇营业收入保持高速增长，2018 年因为门票价格上调等原因导致客流量下降，2019 年景区经营营收（剔除政府补贴及房地产销售）17.58 亿元/YOY+4.3%，受益于政府补贴及房产销售，总体收入仍维持较高增长水平。受到疫情打击，2020 年景区营业收入下降至 7.6 亿元/YOY-55.8%，2021 年有所反弹，恢复至 2019 年的 49%。由于景区折旧摊销、人工、能耗等成本相对固定，客流下滑的利润产生较大影响。

图表 22：乌镇景区营业收入及增速



资料来源：IFinD，太平洋研究院整理

图表 23：乌镇景区净利润及增速

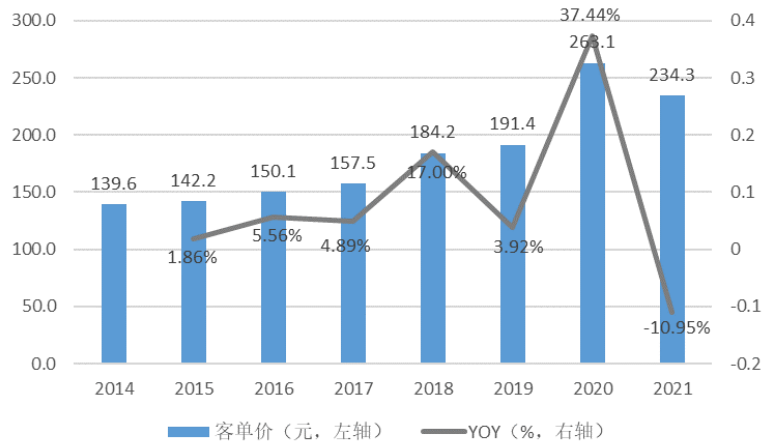


资料来源：IFinD，太平洋研究院整理

疫情期间散客占比更高，客单价持续提升。2014 年来，随着景区建设的不断完善及休闲度假人群占比的提高，乌镇人均客单价保持稳步提升，2015 年以来为了配合国际互联网大会，乌镇在会展及住宿餐饮设施上进一步完善，为发展会展业务打下基础，会展业务人均客单价可达千元以上，对客单价的提升起到积极作用。疫情以来，跨省团队游受阻，景区散客占比进一步提升，高峰时超过九成。散客在景区停留时间更长，在住宿、餐饮等二次消费上支出更多，带动景区客单价更上一个台阶。

疫后乌镇以提升客单价为主。预计经过疫后修复，乌镇客流有望回到 900-1000 万的区间，考虑到景区接待能力及游客体验，未来乌镇发展的重点以提升客单价为主。2019 年乌镇的客单价 191 元，通过发展会展业务及西栅客流占比的提升，较 2017/2018 年的客单价 157/184 元有一定的改善，但整体来看，客单价仍有较大的提升空间。

图表 24：乌镇景区客单价及变动



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

优化客源结构，提高会展客人占比。会展业务面向 B 端，客人停留时间长，二次消费高，疫情前人均消费超过千元，几倍于普通游客。2014 年国际互联网大会落户乌镇以来，公司在硬件方面建设了互联网会展中心及配套的酒店、餐饮项目，软件方面为打造了专业的服务团队，能够胜任大规模、多元化的会展需求。疫情前，会展业务的收入占乌镇整体收入的 10% 左右，未来仍有很大的增长空间。

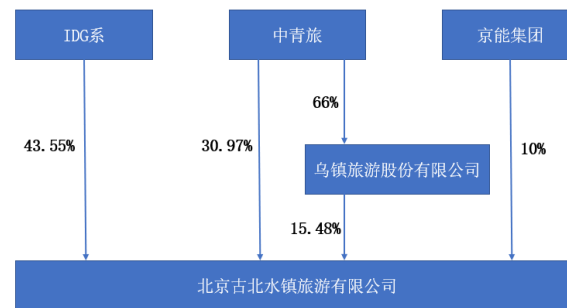
丰富文化小镇内涵，提升游客体验。经过近 10 年的发展，乌镇戏剧节已经成为乌镇独特的文化 IP，此外公司通过合作的方式持续做很多小的艺术展，丰富度假客人的体验，目前虽然还没有形成独特的亮眼的 IP，但有助于丰富景区内容，延长游客停留时间，提高游客的复游率。未来乌镇会通过加深对文化的理解，增加文化内容和主题，延伸更多的文化产品、文创产品吸引游客，提升二次消费占比。

酒店客房投入增加住宿消费占比。乌镇利用疫情期间对硬件设施加大投入。疫情前乌镇全年平均入住率 60%-70%，旺季入住率超过 90%，客户住宿需求在旺季很大部分没有得到满足。2022 年乌镇已新增 500 间客房，预计 23 年初再增加 500 间客房，明年乌镇酒店规模将达到 3500 间（包括乌村，景区周边 100 多间小规模），比 19 年增加约 1000 间客房。2019 年乌镇住宿收入占比 40%，门票 40%，游船停车场 20%。预计未来随着酒店客房的增加，住宿收入占比会继续提高。

（二）古北水镇：江南水乡乌镇

古北水镇是长城下的江南水镇，区域优势明显。古北水镇位于北京市密云区古北口镇司马台村，距北京市区 120 公里（约两小时车程），距离密云城区 60 公里（40 分钟车程）。因具江南水乡乌镇的风格而得名“水镇”，具有司马台遗留的历史文化，将 9 平方千米的度假区整体规划为“六区三谷”，是京郊少见的山水城结合的景区。古北水镇由 IDG 战略资本、乌镇旅游和京能集团共同投资建设，为中青旅的联营企业，中青旅直接持有古北水镇 30.97% 的股权，通过乌镇旅游间接持有古北 15.48% 的股权。

图表 25：古北水镇股权结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

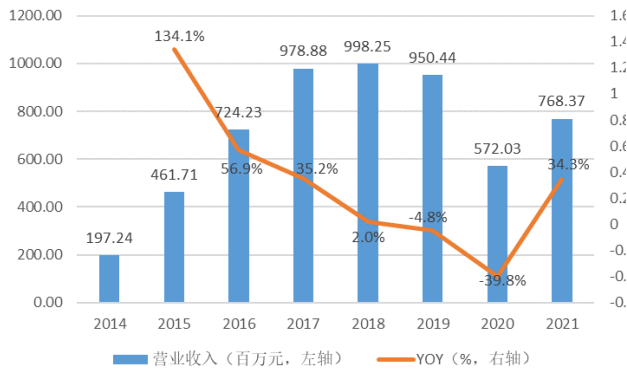
经营业态丰富，独特体验特色。古北水镇集观光游览、休闲度假、商务会展、创意文化等旅游业态为一体，是具有参与性和体验性的综合旅游度假目的地。度假区内拥有 43 万平方米精美的明清及民国风格的山地合院建筑，包含 7 家主题酒店、10 家精品酒店、28 家民宿客栈、30 余家独立餐厅、50 余处商铺和 10 多个文化展示体验区及完善的配套服务设施。可满足游客游、购、食、宿多方面需求，体验休闲度假，延长旅游时间。

因时制宜，活动丰富。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。疫情期间古北水镇景区积极探索创新的营销模式，紧跟线上营销新趋势，举办多场“云游+直播带货”活动，2020 年录制热门综艺节目《德云斗笑社》等，提高市场知名度，进一步挖掘潜在客群。2021 年携手谷歌艺术与文化举办司马台长城项目发布会，拍摄国家对外宣传片《中国 2021》，提高司马台长城知名度。

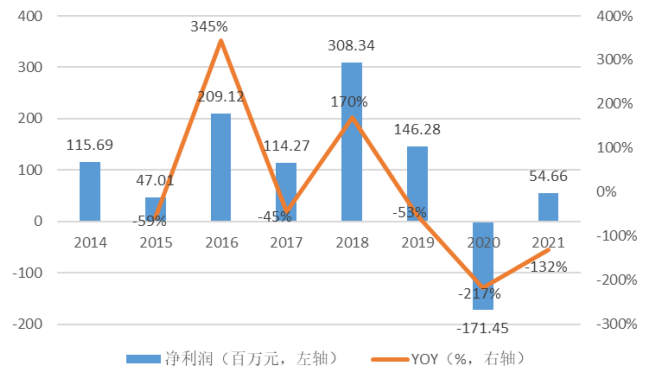
经历快速增长后，水镇经营状况放缓。古北水镇 2014 年开业以来，2015-2017 年客流持续高速增长，2017 年达到 275 万人次。但受整体经济景气度、夏季汛情、北京大型活动、交通瓶颈、周边文旅项目分流等因素影响，2018-2019 年客流小幅下滑。2020 年受疫情影响，景区营业收入再次下降，21 年有所反弹，客流恢复至 2019 年的 64%，收入恢复至 2019 年的 81%。

图表 26：古北水镇营业收入及变动

图表 27：古北水镇净利润及变动



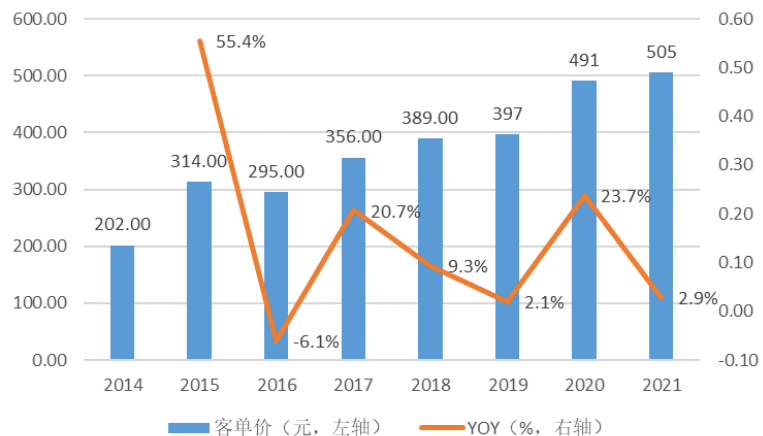
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

古北水镇聚焦京津冀，客单价更高。古北水镇集观光游览、休闲度假、商务会展、创意文化等旅游业态为一体，具有门票、酒店、观光、餐饮、商务会展等多项目收入。同时坐拥京津冀核心区大量优质客源，目标游客消费能力较高，因此客单价更高。疫情前全年客单价在 400 左右，2020 和 2021 年客单价约 500 元，今年前三季度客单价超过 600 元。主要由于北京地区疫情防控严格，古北水镇客流集中在北京周边，住宿占比更高，停留时间更长，消费能力更高。

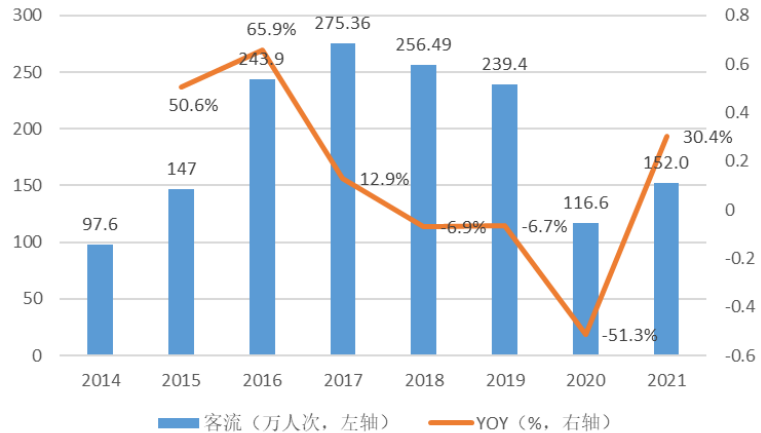
图表 28：古北水镇客单价及变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

交通改善，游客触达更加方便，疫后客流量有望增加。综合考虑游客体验，古北水镇合适的客流接待量在 400-500 万人次。疫情前受制于交通条件，客流主要集中在京津冀地区，接待能力还远没有达到客流天花板，未来还有较大提升空间。2021 年京沈高铁正式开通，北京朝阳至密云行程缩短至 26 分钟，承德南至密云仅需 31 分钟，此外，中青旅在东直门开通旅游专线，这些都显著提升了古北水镇的交通便利性。随着疫后修复，古北水镇客流有望再创高峰。

图表 29：古北水镇客流量及变化



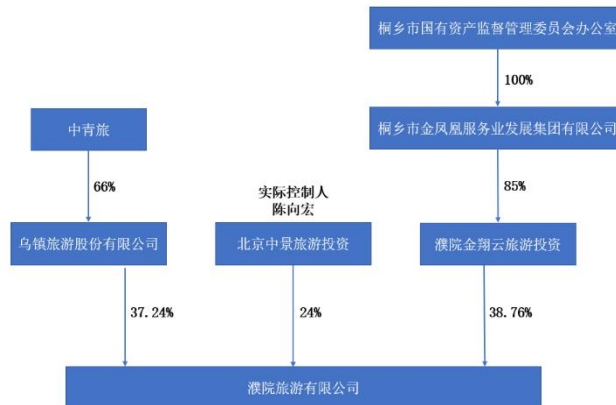
资料来源：IFinD，太平洋研究院整理

提升长线客流占比。古北古镇地处华北，淡旺季差距明显，目前景区内 1600 间客房在旺季基本能够满足客人度假、住宿需求，但淡季入住率较低，古北水镇未来要突破的是向全国型目的地转型，提升淡季客流与消费。公司计划与旅行社合作，将古北水镇作为旅行社整个旅游产品（线路）的其中一站，通过整体线路的售卖来达到吸引客流的目的。依靠旅行社来带动客流，成本低，见效快，提高长线客流占比，能够有效平衡淡旺季差距。

（三）推进濮院景区建设，协同乌镇发展

濮院项目是公司倾力打造的第三大景区项目。濮院景区距离乌镇 30-40 分钟车程，项目公司濮院旅游有限公司为中青旅旗下子公司乌镇旅游、桐乡濮院金祥云旅游投资有限公司（桐乡市国资委控股）与北京中景旅游投资（陈向宏实际控制）共同合资设立，中青旅通过乌镇旅游持有 37.24% 股权，为第二大股东。

图表 30：濮院景区股权结构



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

与乌镇形成差异化定位，具有联动效应。濮院景区于2016年启动工程建设，规划范围达1.61平方公里，建筑面积71万平米，总投资超70亿元。结合乌镇景区和古北水镇打造经历，规划形成核心景区、生态度假区、时尚文化创意区三大功能区。濮院景区以“中国时尚古镇”为总体定位，推动旅游业向休闲养生度假全产业链发展，塑造中国古镇旅游、文化休闲、产业升级的新样板，将通过修缮恢复当地老建筑、建设新的体验景区和旅游设施、打造时尚购物街区。濮院与乌镇在产品、渠道、营销等方面形成联动协同，发挥度假目的地集群效应。

濮院商务氛围浓厚，消费水平更高。濮院镇是全国最大的羊毛衫集散基地，具有较强的产业基础，商务氛围浓郁，为濮院在培育期提供了强有力的经济基础及潜在客源市场保障。商业发展交融各地文化，文化特点更大气。未来将秉持自身产业特色，促进旅游度假与商业元素的融合，拥有工艺体验、主题娱乐、时尚展示、主题购物等项目，打造具有自身特色的旅游产品类型。规划了宗教上寺庙、禅修、国学这些产品，培育更高端的文创产品和时尚品牌。

目前濮院已经基本达到开业条件，但受疫情影响，开业时间将根据疫情防控要求及旅游市场恢复情况等具体情况具体确定，预计将于2023年开业。

四、非景区业务：多元业务协同

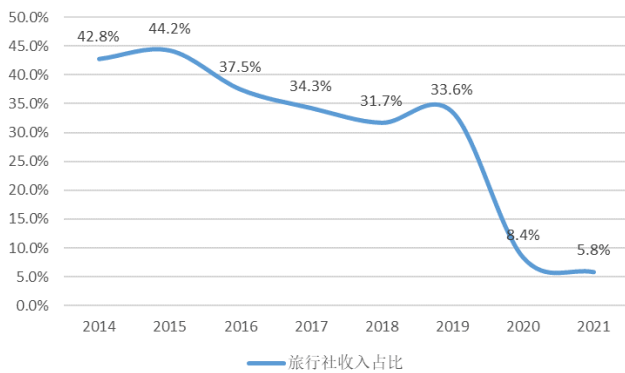
（一）旅行社业务

旅行社业务是公司传统核心业务，公司始终坚持以“正品行货、中高端定制、创意主题、目的地服务”为主打，致力于打造一站式互联网旅游服务综合平台，为客户提供定制化、主题化、精品化的旅游服务。旅游社主要内容包括观光旅游、度假旅游、入境旅游、高端旅游，旗下拥有骨干子品牌“遨游”、“耀悦”等。

借助遨游网实现旅游主业全面互联网化。公司 15 年投资遨游网，遨游网以“旅游互联网”的 O2O 服务为商业模式，搭建线上与线下、自营与同业的合理营收占比结构，实现传统与互联网的融合创新与提效。“耀悦”定位高端旅行品牌，以标准严谨的团队为客户提供“一对一”的“私人旅行顾问”服务。并在传统高端服务基础上，耀悦致力于挖掘高端旅行的思想内核，即对人文价值的思考，对自然力量的尊崇，对探索精神的致敬，为客户提供难忘的旅行服务体验。但受制于公司国企性质，遨游网无法和民营 OTA 通过价格战抢占市场规模，持续处于减亏的状态。

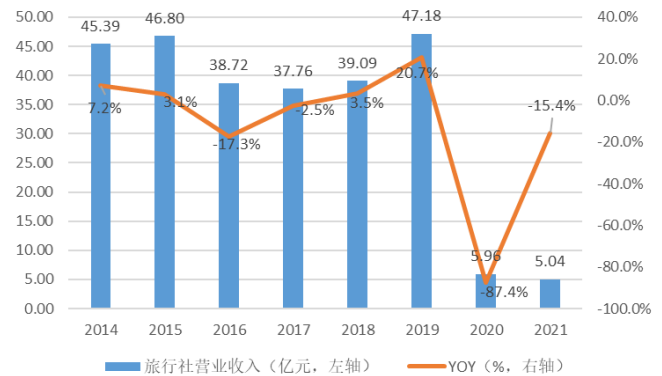
疫情影响巨大，业绩有待重启。作为传统核心业务，旅游社业务在 2019 年前是公司最主要营收来源，收入占公司 30% 以上。2019 年旅行社业务实现营业收入 47.18 亿元，占比 33.6%。2020 年受到疫情冲击，人们出行需求受到抑制，传统旅行社业务受到巨大冲击。遨游网出入境旅游业务近乎停滞，公司及时调整业务结构，深度布局国内游市场。但业绩仍遭受重创，2020/2021 年营业收入仅为 5.96 / 5.04 亿元。

图表 31：旅行社业务占公司整体收入占比



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

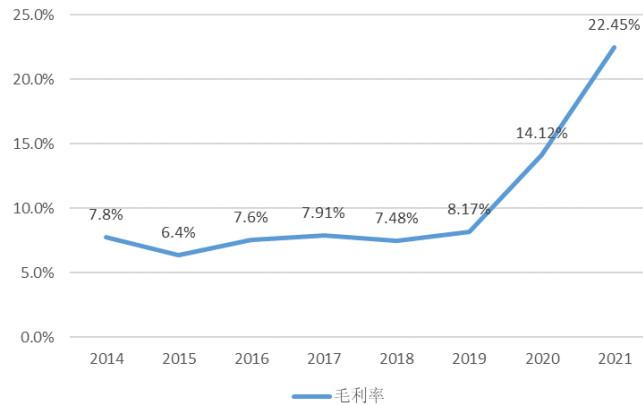
图表 32：旅行社营业收入及变动



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

疫情期间加强成本管控，搭建线上营销体系。疫情期间公司一方面持续优化成本管控举措，优化用工模式，提升人效；另一方面采取轻营销策略，专注细分市场，组建直播和短视频团队，搭建全新客群运营体系，有效降低运营成本，提升客群粘性。毛利率逐步提升，2021 年提升至 22.45%。

图表 33：旅行社业务毛利率明显提升



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

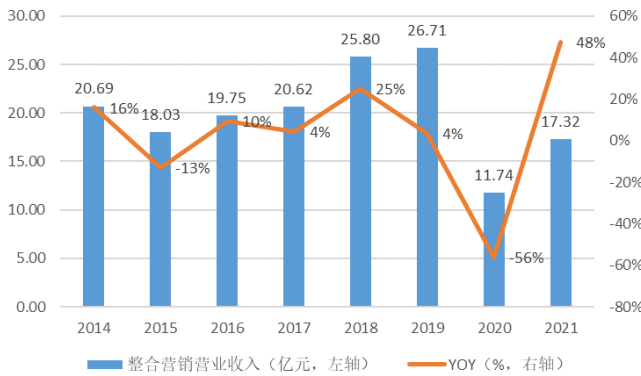
创新旅游市场，静待疫后复苏。公司积极组合创新周边旅游资源，发布“骑聚”、“遨游露营家”等新品牌，加速布局户外及露营市场，实现产品迭代升级。随着国内防控政策的放松，旅游客流有望逐步恢复，出入境旅游也有望在 2023 年重启。

(二) 整合营销业务

公司拥有涵盖活动管理、公关传播、体育赛事、博览会运营、目的地营销等多板块的整合营销业务。整合营销业务原为会展业务，2015 年，公司完成了从会展业务到整合营销服务布局的调整。并通过打造贯穿线上线下的整合营销服务体系，专注于为企业、政府、社团等机构客户提供涵盖活动管理、公关传播、数字营销、博览展览、体育营销等多种业态协同高效的整合营销服务解决方案。公司旗下子公司“中青博联整合营销顾问股份有限公司”负责整合营销业务运营，公司持有中青博联 72.75% 的股份。成立以来，承接多个会议管理活动，成功承接了世界互联网大会、世界月季洲际大会、“一带一路”国际合作高峰论坛、2017 世界机器人大会等项目。接待能力强，客服资源丰富。

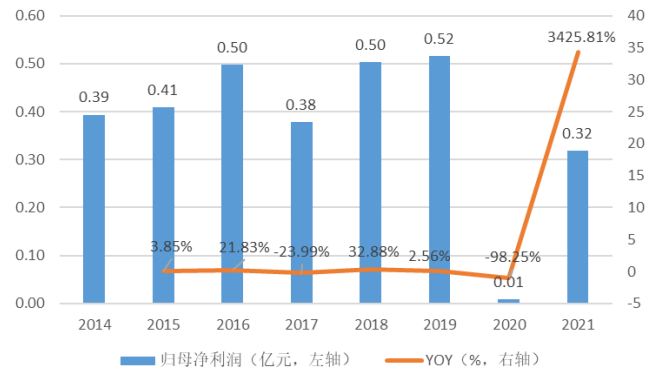
疫情影响业务收入，业绩恢复迅速。整合营销业务疫情前稳步提升，占公司收入保持在 20% 左右。2019 年收入达到 26.71 亿元，占比 19%。疫情爆发后，整合营销业务诸多重大项目被迫延期或取消，主要的会议活动业务遭受创伤，收入下降至 11.74 亿元/YOY-56%，归母净利润也大幅下降。但中青博联抢抓机遇，一方面通过线上线下协同联动继续扩大线下业务竞争力，另一方面，以科技推动行业数字化转型，迅速增强“智慧会展、数字营销”的服务能力，打造新的利润增长点。2021 年业绩恢复迅速，中青旅博联实现营业收入 17.32 亿元/YOY+48%，实现归母净利润 3180.63 万元/YOY+3425.81%。

图表 34：整合营销业务营业收入及变动



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

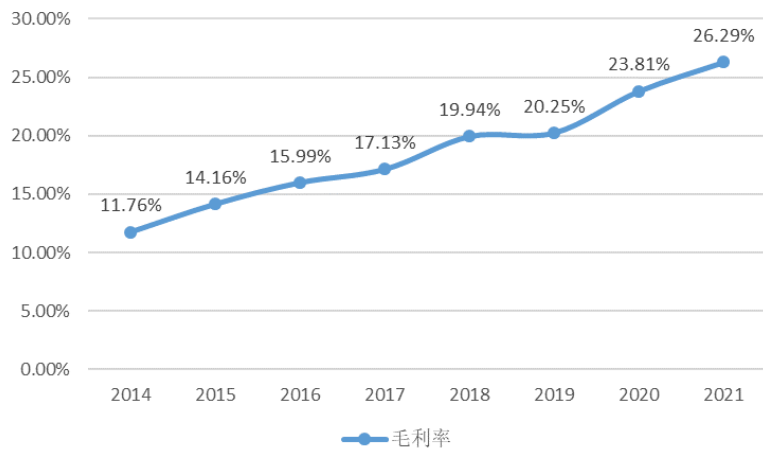
图表 35：整合营销业务归母净利润及变动



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

业务结构升级，毛利率逐年上升。公司主要收入来源为会议管理、公关传播、体育营销、博览展览，会议管理是整合营销最大的营收来源。在 2020 年疫情爆发后，会议管理业务受到冲击。公司及时调整业务结构，逐步向高毛利业务倾斜，会议管理业务占比开始下降，公关传播和博览展览业务增长迅速。公共传播业务占比从疫情前 2019 年 17.8% 增长至 20.7%；博览展览业务占比从 2019 年 7.7% 增长至 18.3%。而公关传播业务和博览展览业务毛利率均在 30% 以上，博览展览业务 2021 年毛利率达 43.76%。从而带动整合营销整体业务毛利率的提升。

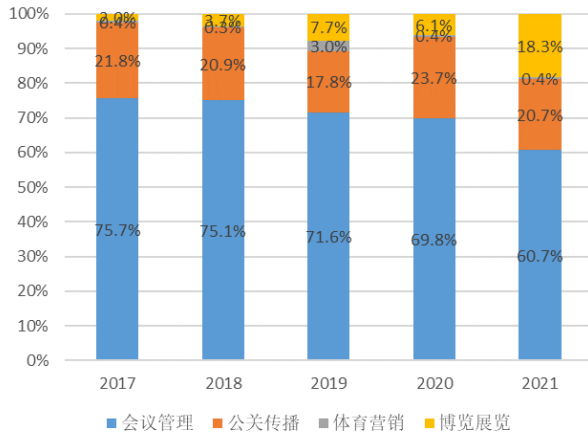
图表 36：整合营销业务整体毛利率变动



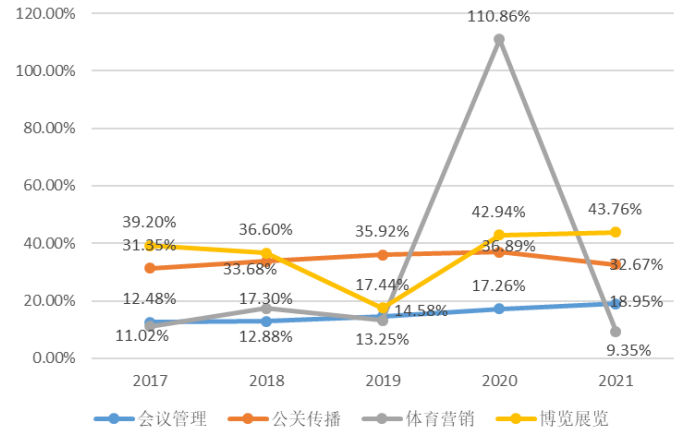
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 37：分业务营业收入占比

图表 38：分业务毛利率



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理



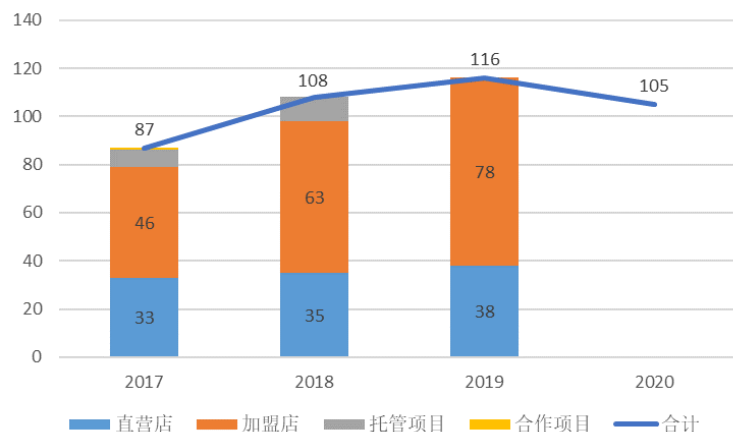
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 酒店业务

公司拥有以山水酒店为主的酒店业务。2005年中青旅投资控股山水时尚酒店，2016年获批挂牌新三板，公司持有其51%股份。山水酒店定位中高端连锁酒店，目前在全国60多座主要城市投资管理了超百家，拥有1000万+忠实会员。

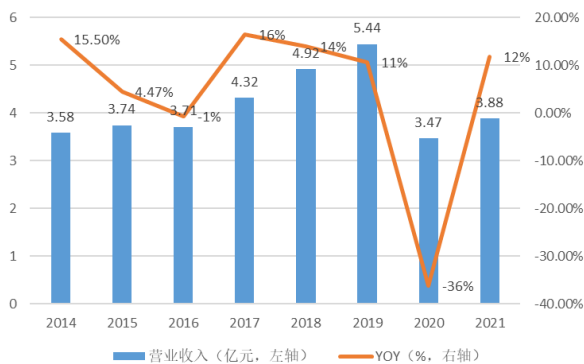
山水酒店门店数量快速增长，新增门店以加盟店为主。公司积极推广品牌加盟合作，以“加盟管理、委托管理、合作经营、租赁物业、承包经营、收购经营、联盟管理”为基础，以多样、灵活的合作方式拓展分店，进一步扩大了公司的经营规模和山水酒店的品牌影响力。截止2019年末，公司门店数量达到116家，其中加盟店78家，直营店38家。较2018年分别增长15家、3家。新增门店以加盟店为主。

图表 39：山水酒店门店数量

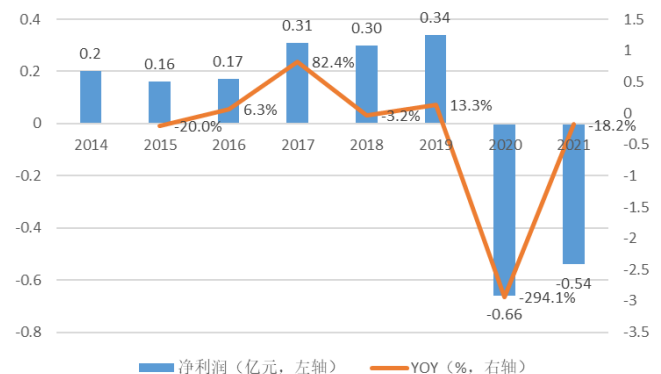


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

疫情下酒店业务增长放缓，业务营收占比稳定。疫情前酒店业务营业收入稳步上升，2019年营业收入达到5.44亿元。疫情爆发后，客流量减少，酒店入住率下降，2020年酒店门店数减少至105家，酒店营业收入也下降至3.47亿元，净利润为-0.66亿元，营业收入和净利润分别下降36%/294.1%。疫情后，受益于政策鼓励周边游，公司精细化成本管控，2021年业务稳步上升，实现营业收入3.88亿元，较2020年减亏1,167万元。整体来说2017-2021年营收占比均为4%。

图表 40：酒店业务营业收入及变动


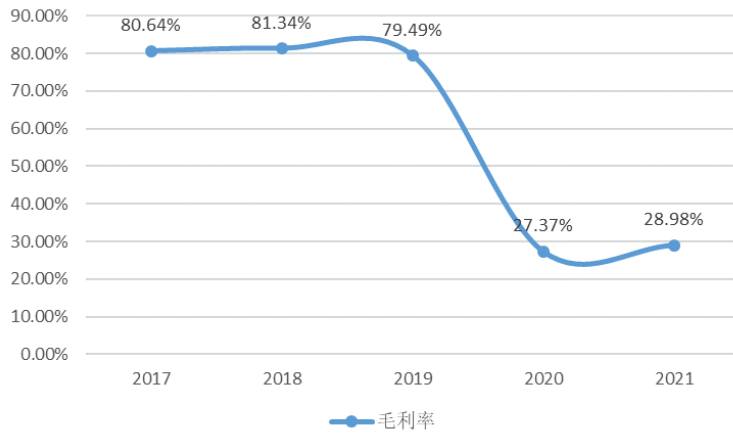
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 41：酒店业务净利润及变动


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

山水酒店业绩呈稳步恢复趋势，业务毛利率高。疫情前山水酒店定位中高端酒店，毛利率维持在80%左右。2020年疫情冲击下，由于会计准则调整、计算方式改变，导致毛利率下滑明显。公司及时调整，为降低成本，公司运用大数据管理持续提升运营效能，满足客人个性化精准服务需求，提高综合收益。2021年毛利率较上期增幅1.61pct。

图表 42：山水酒店毛利率



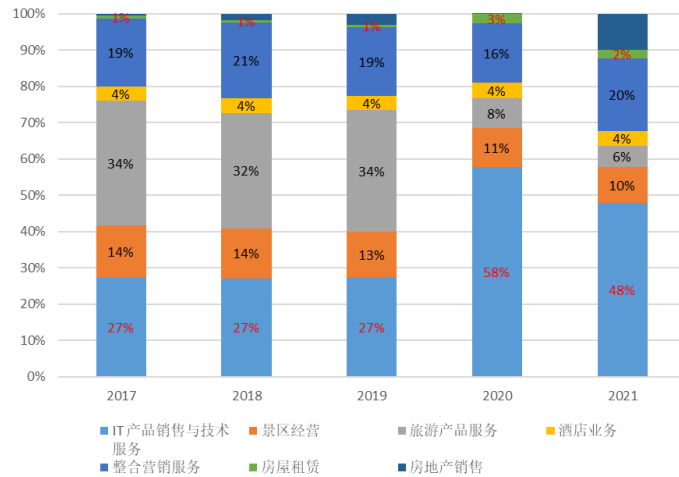
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(四) 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。创格科技主营IT分销和系统集成业务，致力打造具有综合实力的IT服务供应商，是中青旅科技板块的重要成员。风采科技致力于提供电脑型彩票系统投资及运营管理服务，先后携手云南、四川和贵州等地，在电脑型福利彩票销售系统建设、技术运行、维护保障及营销宣传、市场策划、游戏研发与推广、业务培训等方面进行业务合作。中青旅拥有良好的政府、企业、客户关系，为入驻企业创造安全、优质的办公环境。

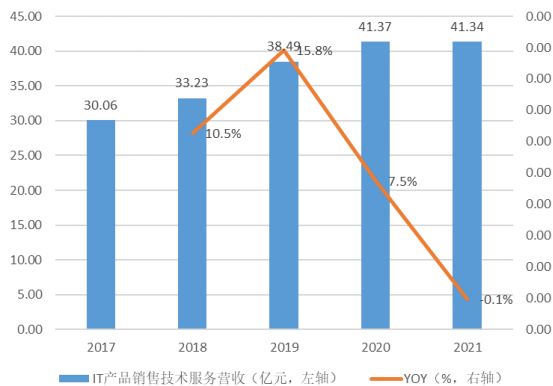
受疫情影响小，支撑公司业绩。策略性投资业务均是非旅游类业务，受疫情影响相对较小。IT业务在疫情下占比上升，成为最主要的营收来源。IT产品销售业务在2020年不降反升，实现41.37亿元的营业收入，占公司收入的58%，极大支撑了疫情下公司业绩。中青旅大厦出租也稳步上升，2020年实现营业收入1.8亿元/YOY+98.2%。

图表 43：IT 产品销售和房屋租赁占公司业绩占比



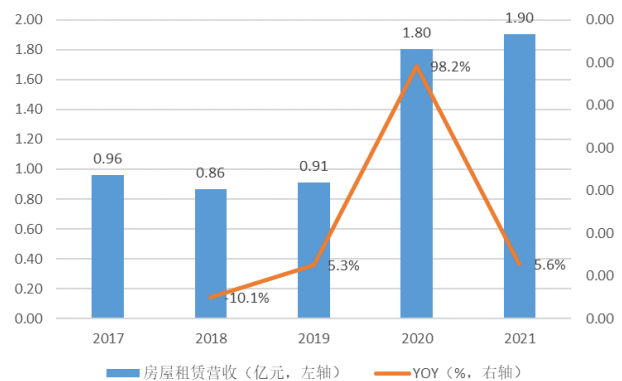
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 44：IT 产品销售营业收入及变化



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 45：中青旅大厦房屋租赁营收及变动



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

五、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

1. 营业收入预测

从时间上看，2022 年国内疫情仍有所反复，居民出行受限，各业务受到较大影响。但随着年底疫情防控放开，旅游客流回升，预期 23 年开始中青旅各项业务逐步修复。分业务看，公司主营业务包括景区业务、旅行社业务、酒店业务、整合营销业务以及策略性投资业务。我们对不同业务分别做出以下假设：

(1) 景区经营

自 2022 年初以来持续受疫情不利影响，乌镇和古北水镇均短时间闭园，非闭园期间景区经营亦受到疫情常态化管控严重冲击。2022 年上半年乌镇景区和古北水镇客流量分别仅为 23.91 万人次和 35.94 万人次。下半年虽有国庆及中秋等旅游高峰节点，但各地疫情防控导致的居民出行受限仍对景区经营带来冲击。因此预计 2022 年营业收入同比下降。2023-2024 年，随着疫情放开逐步常态化、交通改善以及濮院景区投入运营，预计景区业务快速恢复至疫情前水平。预计 2022-2024 年实现营业收入 4.75/11.88/15.44 亿元。

(2) 旅行社业务

旅行社业务作为传统核心业务，疫情影响巨大，2022 年国内游同样疫情影响，同比 2021 年大幅下滑。2023-2024 年，出入境旅游有望重启，公司积极组合创新周边旅游资源并持续优化成本管控，业绩有望逐步向好。预计 2022-2024 年实现营业收入 1.51/24.21/43.58 亿元。

(3) 酒店业务

公司酒店业务以山水酒店为主，疫情影响酒店业务收入，但公司加强多渠道多形式营销，加快数字化转型步伐，预计 2022-2024 年实现营业收入 3.67/4.4/4.84 亿元。

(4) 整合营销业务

整合营销业务包含活动管理、公关传播、体育赛事、博览会运营、目的地营销等多板块，因多轮疫情反复导致部分业务延期或取消，主要的会议活动业务遭受创伤。但中青博联打造新的利润增长点，增强“智慧会展、数字营销”的服务能力，使得业绩恢复迅速。并且随着疫情放开，各大会议活动重启，营收有待快速恢复并超越疫情前水平。预计 2022-2024 年实现营业收入 12.12/18.18/25.45 亿元。

(5) 策略性投资

策略性投资业务包括 IT 产品销售与技术服务业务（中青旅创格、中青旅风采）及中青旅大厦物业出租业务，受疫情影响小。预计持续贡献稳定收益，2022-2024 年实现营业收入 45.41/47.62/50.0 亿元。

预计中青旅 2022-2024 年实现营业收入 67.46/107.29/140.32 亿元，同比变动-21.88%/59.04%/22.32%，毛利率 14.95%/21.43%/22.32%。

图表 46：中青旅盈利预测

营收合计	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
景区经营	1757.32	759.55	863.94	475.17	1187.92	1544.29
YOY	4.25%	-56.78%	13.74%	-45%	150%	30%
毛利率	81.35%	72.25%	71.26%	55%	80%	85%
旅行社	4718.04	596.42	504.43	151.33	2421.26	4358.28
YOY	20.70%	-87.36%	-15.42%	-70%	1500%	80%

毛利率	8.17%	14.12%	22.45%	15%	13%	12%
酒店业务	544.04	298.64	349.30	366.77	440.12	484.13
YOY	10.57%	-45.11%	16.96%	5%	20%	10%
毛利率	79.49%	25.81%	26.56%	20%	25%	27%
整合营销服务	2671.32	1174.13	1731.62	1212.13	1818.20	2545.48
YOY	4.28%	-56.05%	47.48%	-30%	50%	40%
毛利率	20.25%	23.81%	26.29%	23%	22%	21%
IT 销售服务	3849.20	4136.93	4134.19	4340.90	4557.94	4785.84
YOY	15.82%	7.48%	-0.07%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	8.48%	6.86%	5.68%	5.5%	7.5%	9.0%
房屋租赁	90.95	180.31	190.35	199.87	203.86	214.06
YOY	5.28%	98.25%	5.57%	5%	2%	5%
毛利率	69.53%	62.66%	67.22%	67%	70%	75%
房地产销售	421.44	4.73	861.61	0.00	100.00	100.00
YOY	104.32%	-98.88%	18115.86%			
毛利率	48.81%	69.30%	-4.90%	0.00%	40%	40%
营收合计	14052.31	7150.71	8635.44	6746.16	10729.31	14032.08
YOY	14.58%	-49.11%	20.76%	-21.88%	59.04%	30.78%
毛利率	24.09%	19.44%	18.50%	14.95%	21.43%	22.32%

资料来源：WIND，太平洋研究院整理

（二）估值及投资建议

中青旅稳坐旅游行业领先地位，业务板块丰富，推进大旅游生态。近年来“文化小镇”与“会展小镇”共同发力，形成多元化业务布局。公司已形成旅行社与旅游互联网平台、会议展览与整合营销平台、景区开发建设与管理平台、酒店运营与管理平台，同时积极布局产业融合领域，探索“旅游+”发展路径与盈利模式，构建在细分业态的领先优势。

未来，中青旅业绩将受益于：（1）加速拓展优势景区业务，提升客单价，交通改善使游客触达更加便利，濮院投入运营打造第三增长点；（2）疫情修复，旅游客流的迅速回升；（3）加大数字技术培育，推动企业数字化转型，线上线下协同联动继续扩大线下业务竞争力。

预计2022-2024年中青旅将实现归母净利润-1.88亿元/3.24亿元/5.64亿元，同比增速、-21.9%/59.0%/30.8%。预计2022-2024年EPS分别为-0.26/0.45/0.78元/股，2022-2024年PE分别为-61X/35X/20X。看好公司中长期发展，给予“买入”评级。

图表 47：可比公司估值对比

公司	总市值	归母净利润			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E

中青旅	116	-187.51	324.05	563.80	-62	36	21
宋城演艺	384	133.25	919.79	1371.39	288	42	28
黄山旅游	89	-50.97	249.19	358.58	-175	36	25
峨眉山	49	-9.68	185.60	242.41	-506	26	20
丽江股份	63	25.00	110.67	176.33	252	57	36

六、风险提示

风险提示：中青旅存在宏观经济增长放缓，业务需求受影响的风险；存在疫情反复，居民旅游出行受限风险；存在政策变化带来的风险，存在市场竞争加剧的风险；存在自然灾害等不可抗力因素的风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1756	1391	1237	1839	2178	营业收入	7151	8635	6746	10729	14032
应收和预付款项	2465	2410	2737	2584	3253	营业成本	5761	7038	5737	8430	10900
存货	2878	2151	2152	2063	2479	营业税金及附加	32	65	34	64	98
其他流动资产	379	366	372	409	434	销售费用	879	821	641	1073	1375
流动资产合计	7477	6317	6498	6895	8345	管理费用	627	655	573	622	730
长期股权投资	2570	2777	2777	2777	2777	财务费用	139	194	210	224	207
投资性房地产	182	191	191	191	191	资产减值损失	-63	-39	0	0	0
固定资产	4219	4620	4536	4453	4368	投资收益	-84	67	88	97	126
在建工程	506	261	311	361	411	公允价值变动	-1	8	0	0	0
无形资产开发支出	1154	1228	1268	1308	1348	营业利润	-169	76	-215	606	1059
长期待摊费用	349	381	401	421	371	其他非经营损益	-1	18	7	11	15
其他非流动资产	598	1674	1674	1674	1674	利润总额	-171	93	-208	617	1074
资产总计	17055	17449	17656	18080	19485	所得税	74	51	42	154	268
短期借款	3340	3416	3716	3566	3516	净利润	-245	42	-250	463	805
应付和预收款项	1238	1222	1198	1178	1596	少数股东损益	-13	21	-63	139	242
长期借款	870	618	1118	1018	918	归母股东净利润	-232	21	-188	324	564
其他负债	3035	3570	3251	3481	3813						
负债合计	8483	8826	9283	9243	9844	预测指标					
股本	724	724	724	724	724		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1753	1755	1755	1755	1755	毛利率	19.4%	18.5%	15.0%	21.4%	22.3%
留存收益	3875	3896	3709	4033	4597	销售净利率	-3.25%	0.25%	-2.78%	3.02%	4.02%
归母公司股东权益	6327	6348	6161	6485	7049	销售收入增长率	-49.1%	20.8%	-21.9%	59.0%	30.8%
少数股东权益	2246	2275	2213	2351	2593	EBIT 增长率	-94.1%	80.4%	-176%	825.8%	55.8%
股东权益合计	8572	8623	8373	8836	9642	净利润增长率	-1.41	1.09	-9.83	2.73	0.74
负债和股东权益	17055	17449	17656	18080	19485	ROE	-3.67%	0.33%	-3.04%	5.00%	8.00%
						ROA	-1.36%	0.12%	-1.06%	1.79%	2.89%
						ROIC	0.78%	0.41%	-0.79%	3.53%	5.27%
现金流量表(百万)						EPS (X)	-0.32	0.03	-0.26	0.45	0.78
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PE (X)	—	354.27	—	35.27	20.27
经营性现金流	609	905	-625	1096	628	PB (X)	1.17	1.18	1.86	1.76	1.62
投资性现金流	-973	-816	-49	-32	75	PS (X)	1.04	0.87	1.69	1.07	0.81
融资性现金流	1022	-228	519	-462	-365	EV/EBITDA (X)	24.89	20.82	706.77	19.02	12.51
现金增加额	654	-141	-154	602	339						

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。