

► **中青旅发布 23H1 半年报。**23H1，公司营收 41.78 亿元/同比+45.97%，较 19 年同期-28.61%；归母净利润 1.06 亿元/同比扭亏为盈，较 19 年同期-72.14%。23Q2，公司营收 25.21 亿元/同比+70.20%，较 19 年同期-23.84%，归母净利润 1.11 亿元/同比扭亏为盈，较 19 年同期-65.02%。**从财务指标来看**，23H1，毛利率 25.10%/同比+12.19pcts，较 19 年同期+0.14pcts；净利率 2.55%/同比+9.71pcts，较 19 年同期-3.98pcts；23Q2，毛利率 26.37%/同比+12.62pcts，较 19 年同期+0.64pcts；净利率 4.41%/同比+10.68pcts，较 19 年同期-5.20pcts。从整体财务表现层面来看，中青旅 23H1/23Q2 毛利率略高于 19 年同期，我们认为得益于公司疫情期间勤修内功、降本增效带来的改善。公司净利率较 19 年同期减少，主要是管理费用率（较 19 年+2.86pcts）、财务费用率（较 19 年同期+2.09pcts）增加所致，细拆来看，管理费用中薪酬成本/资产折旧与摊销增加，财务费用中利息支出增加，根据公司 8 月 31 日投资者调研会议记录，公司因现金流需求和乌镇景区客房增加，融资规模在 20-22 年有所提升，使财务费用提升，但新增客房收入可拉动消费者在餐饮和酒店业务的消费，随经营提振对公司净利率影响将逐步减小；此外，公司未来也会考虑通过银行贷款的置换尽量降低融资成本，根据业务情况和资金需求综合考虑多种融资方式。

► **乌镇项目恢复态势较好，古北水镇项目复苏稳步推进，看好宏观消费需求提振带动两大古镇业态客流恢复。**23H1，乌镇累计接待 354.81 万人/同比+1383.94%，较 19 年同期-20.44%；乌镇公司收入 8.40 亿元/同比+258.87%，较 19 年同期-1.75%。23H1，古北水镇接待人次 67.84 万人/同比+88.76%，较 19 年同期-32.62%；营收 3.51 亿元/同比+44.44%，较 19 年同期-16.43%。从各景区客流/营收表现来看，23H1 中青旅旗下两大古镇项目恢复速度相对较为平缓，我们认为主要是宏观层面旅游需求充足但消费需求较弱（旅游市场五一/端午客流量极高但人均消费水平均低于 19 年同期）所致，古镇业态的趣味性依托于古镇内各类契合风格的二次消费场景，较难成为消费者旅游时的首要考量。展望未来，消费提振政策支撑下，两大古镇业绩表现有望恢复并超越 19 年同期水平。

► **投资建议：我们看好公司景区业务后续发展，关注带动中青旅景区业务修复与增长的三大核心驱动力：**1) 古镇业态随经济提振有望恢复 19 年同期水平，其中乌镇景区本身品牌知名度高且疫情期间客房扩充，契合长线游业态需求，预计下半年整体恢复步伐较快；2) 出境游市场逐步步入恢复期，公司疫情前出境游渠道深耕+近期出境游业务快速发力有望带动公司出境游业务快速回暖并抢占更多市场份额；3) 濮院景区卡位优质旅游资源，后续有望成为公司利润新增长点。预计 23-25 年公司归母净利润分别为 3.84/6.12/7.94 亿元，对应 23-25 年 PE 为 24X/15X/12X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复，市场竞争加剧，新项目发展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,417	10,478	13,136	15,807
增长率 (%)	-25.7	63.3	25.4	20.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	-334	384	612	794
增长率 (%)	-1670.9	215.1	59.3	29.9
每股收益 (元)	-0.46	0.53	0.85	1.10
PE	-	24	15	12
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价）

推荐

当前价格：

维持评级

12.64 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

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.SH) 2023 年一季报点评：Q1 景区业务恢复势头明显，“五一”假期公司迎来快复苏节点-2023/04/29
- 2.中青旅 (600138.SH) 2022 年年报点评：丰富景区业态，蓄力疫后复苏-2023/04/06
- 3.中青旅 (600138.SH) 2022 年业绩预告点评：22 年业绩预亏，看好 23 年长线游及出境游市场回暖推动业绩复苏增长-2023/01/31
- 4.中青旅 (600138.SH) 2022 年三季报点评：景区业务三季度恢复向好，四大驱动力推动后续复苏-2022/10/29
- 5.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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,417	10,478	13,136	15,807
营业成本	5,389	8,023	9,975	11,870
营业税金及附加	52	84	106	127
销售费用	658	1,028	1,241	1,480
管理费用	661	763	916	1,067
研发费用	13	12	8	7
EBIT	-159	568	889	1,257
财务费用	217	294	303	304
资产减值损失	-87	0	0	0
投资收益	-6	79	92	107
营业利润	-547	484	777	1,142
营业外收支	6	27	31	32
利润总额	-541	511	808	1,174
所得税	-69	102	162	235
净利润	-472	408	646	939
归属于母公司净利润	-334	384	612	794
EBITDA	309	1,083	1,438	1,842

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,197	1,193	1,571	2,051
应收账款及票据	2,165	2,553	3,193	3,814
预付款项	239	339	412	483
存货	2,124	3,014	3,499	4,076
其他流动资产	395	505	562	631
流动资产合计	6,120	7,603	9,237	11,055
长期股权投资	2,762	2,762	2,762	2,762
固定资产	4,535	4,763	4,995	5,224
无形资产	1,189	1,251	1,329	1,417
非流动资产合计	11,445	11,591	11,737	11,880
资产合计	17,565	19,194	20,974	22,936
短期借款	3,710	3,913	4,067	4,173
应付账款及票据	1,071	1,500	1,923	2,340
其他流动负债	1,744	1,814	1,980	2,149
流动负债合计	6,525	7,227	7,970	8,662
长期借款	1,257	1,880	2,393	2,844
其他长期负债	1,680	1,554	1,431	1,310
非流动负债合计	2,937	3,434	3,824	4,155
负债合计	9,462	10,660	11,794	12,816
股本	724	724	724	724
少数股东权益	2,083	2,108	2,142	2,287
股东权益合计	8,103	8,534	9,180	10,119
负债和股东权益合计	17,565	19,194	20,974	22,936

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-25.69	63.28	25.37	20.34
EBIT 增长率	-220.78	456.94	56.49	41.31
净利润增长率	-1670.90	215.10	59.33	29.87
盈利能力 (%)				
毛利率	16.02	23.43	24.06	24.91
净利润率	-7.35	3.90	4.92	5.94
总资产收益率 ROA	-1.90	2.00	2.92	3.46
净资产收益率 ROE	-5.54	5.97	8.69	10.14
偿债能力				
流动比率	0.94	1.05	1.16	1.28
速动比率	0.58	0.59	0.67	0.75
现金比率	0.18	0.17	0.20	0.24
资产负债率 (%)	53.87	55.54	56.23	55.88
经营效率				
应收账款周转天数	123.13	88.95	88.73	88.06
存货周转天数	143.85	137.12	128.01	125.33
总资产周转率	0.37	0.55	0.63	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	-0.46	0.53	0.85	1.10
每股净资产	8.32	8.88	9.72	10.82
每股经营现金流	-0.43	0.17	0.98	1.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	24	15	12
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	47.07	14.09	10.72	8.35
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-472	408	646	939
折旧和摊销	468	514	548	585
营运资金变动	-569	-989	-666	-752
经营活动现金流	-312	122	708	937
资本开支	-610	-633	-663	-697
投资	-5	0	0	0
投资活动现金流	-607	-555	-571	-589
股权募资	3	0	0	0
债务募资	153	700	544	437
筹资活动现金流	737	429	241	133
现金净流量	-180	-4	378	480

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