

➤ **中青旅发布 2023 年三季报。** 23Q3，公司营收 25.56 亿元/同比+30.96%，较 19 年同期-30.77%；归母净利润 1.00 亿元/同比+194.45%，较 19 年同期-38.68%。23 年前三季度，公司营收 67.34 亿元/同比+39.88%，较 19 年同期-29.44%；归母净利润 2.06 亿元，22 年同期为-1.71 亿元，较 19 年同期-62.15%。我们认为，**23Q3 营收/归母净利润未恢复至 19 年同期水平，主要系乌镇/古北水镇两大景区尚处恢复期所致**，具体来看，当前旅游行业需求增长但人均消费水平下滑（旅游市场五一/端午/国庆客流量高但人均消费水平平均低于 19 年同期），居民短期消费更偏向于观光游览属性强但二次消费属性弱的景点，因而对二次消费属性较强的古镇类景区恢复能力影响较大。但从景区自身发展来看，Q3 乌镇/古北水镇延续往年经营生态，乌镇水上夜集结合游船和花鼓戏/皮影戏/评弹等传统非遗文化表演持续强化夜间旅游属性，古北水镇“星空音乐季”通过音乐演出活动匹配多年龄段游客、通过研学活动匹配亲子游客群，两大古镇景区均保持良好复苏态势，随宏观环境改善景区经营表现有望回归并超越 19 年同期。

➤ **毛利率较 19 年同期优化但净利率较 19 年同期下滑，主要是管理费用率和财务费用率提升所致。** 23Q3，公司毛利率 27.31%/同比+9.78pcts，较 19 年同期+3.92pcts；净利率 5.89%/同比+3.78pcts，较 19 年同期-0.47pcts。23 年前三季度，公司毛利率 25.94%/同比+11.16pcts，较 19 年同期+1.58pcts；净利率 4.61%/同比+10.34pcts，较 19 年同期-3.74pcts。23 年前三季度毛利率较 19 年同期有所优化但净利率有所下滑，主要是管理费用率和财务费用率提升以及信用减值损失增加所致。从管理费用率来看，23 年前三季度管理费用率 7.32%/较 19 年同期+2.10pcts，对应管理费用 4.93 亿元，与 19 年同期的 4.97 亿元接近，因 23 年前三季度收入减少导致管理费用率提升；从财务费用率来看，23 年前三季度财务费用率 2.91%/较 19 年同期+2.08pcts，对应财务费用 1.96 亿元，较 19 年同期+145.99%。公司财务费用增加是公司融资规模提高所致，根据公司 8 月 31 日投资者调研会议记录，融资主要用于现金流补充和疫情期间客房投入，客房投入将促进客人餐饮/酒店方面的消费，后续公司也将积极考虑通过银行贷款置换方式降低融资成本。

➤ **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，预计明年整体恢复步伐加快；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) 漢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 3.67/5.73/7.12 亿元，对应 23-25 年 PE 为 21X/13X/11X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**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	9,822	12,876	14,514
增长率 (%)	-25.7	53.1	31.1	12.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	-334	367	573	712
增长率 (%)	-1670.9	210.0	56.3	24.2
每股收益 (元)	-0.46	0.51	0.79	0.98
PE	/	21	13	11
PB	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
10.66 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 年半年报点评：23H1 净利润扭亏为盈，关注消费需求提振对公司业态恢复的促进作用-2023/09/04
2. 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
3. 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
4. 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
5. 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

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	9,822	12,876	14,514
营业成本	5,389	7,281	9,437	10,530
营业税金及附加	52	79	104	117
销售费用	658	964	1,217	1,358
管理费用	661	715	897	980
研发费用	13	11	8	7
EBIT	-159	772	1,213	1,522
财务费用	217	256	283	304
资产减值损失	-87	0	0	0
投资收益	-6	74	90	99
营业利润	-547	742	1,172	1,461
营业外收支	6	27	31	32
利润总额	-541	769	1,203	1,493
所得税	-69	202	315	391
净利润	-472	568	887	1,102
归属于母公司净利润	-334	367	573	712
EBITDA	309	1,287	1,761	2,107

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,197	1,576	2,069	3,020
应收账款及票据	2,165	2,394	3,130	3,502
预付款项	239	307	390	429
存货	2,124	2,735	3,310	3,616
其他流动资产	395	485	555	595
流动资产合计	6,120	7,498	9,454	11,161
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	19,089	21,191	23,042
短期借款	3,710	3,913	4,067	4,173
应付账款及票据	1,071	1,362	1,819	2,076
其他流动负债	1,744	1,687	1,900	1,956
流动负债合计	6,525	6,962	7,786	8,204
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	10,395	11,610	12,359
股本	724	724	724	724
少数股东权益	2,083	2,284	2,598	2,988
股东权益合计	8,103	8,693	9,581	10,682
负债和股东权益合计	17,565	19,089	21,191	23,042

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	53.07	31.09	12.72
EBIT 增长率	-220.78	585.13	57.01	25.49
净利润增长率	-1670.90	209.96	56.29	24.15
盈利能力 (%)				
毛利率	16.02	25.87	26.71	27.45
净利润率	-7.35	5.78	6.89	7.59
总资产收益率 ROA	-1.90	1.92	2.71	3.09
净资产收益率 ROE	-5.54	5.72	8.21	9.25
偿债能力				
流动比率	0.94	1.08	1.21	1.36
速动比率	0.58	0.64	0.74	0.87
现金比率	0.18	0.23	0.27	0.37
资产负债率 (%)	53.87	54.46	54.79	53.64
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	0.51	0.61	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	-0.46	0.51	0.79	0.98
每股净资产	8.32	8.85	9.65	10.63
每股经营现金流	-0.43	0.65	1.11	1.96
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	21	13	11
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	42.43	10.44	7.66	6.16
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
现金流量表 (百万元)				
净利润	-472	568	887	1,102
折旧和摊销	468	514	548	585
营运资金变动	-569	-765	-793	-444
经营活动现金流	-312	473	805	1,416
资本开支	-610	-633	-663	-697
投资	-5	0	0	0
投资活动现金流	-607	-560	-573	-598
股权募资	3	0	0	0
债务募资	153	700	544	437
筹资活动现金流	737	467	261	133
现金净流量	-180	379	493	951

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受到任何形式的补偿。

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。	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