

景区经营业务稳步复苏，关注旅行社业务后续恢复节奏

2024 年 04 月 04 日

► **中青旅发布 2023 年年度报告。**2023 年，公司营业收入 96.35 亿元/同比 +50.15%，恢复至 19 年同期 68.56%；归母净利润 1.94 亿元/22 年同期为 -3.34 亿元，恢复至 19 年同期 34.15%；扣非归母净利润 1.30 亿元/22 年同期为 -4.18 亿元，恢复至 19 年同期 30.13%。23 年公司营业收入同比增长/归母净利润/扣非归母净利润扭亏为盈，但因古镇板块/旅行社板块尚未恢复疫情前水平，业绩表现较 19 年同期仍有差距。聚焦毛利率/净利率及各项费用率情况，2023 年，公司毛利率 24.45%/同比+8.43pcts，较 19 年同期+0.37pcts；净利率 2.01%/同比+7.21pcts，较 19 年同期-2.03pcts，毛利率整体优化明显、超越 19 年同期水平，净利率由负转正。

► **旅行社业务有望随出境游复苏逐步恢复，乌镇景区接待人次及景区收入已恢复 19 年同期 80%以上，古北水镇人均消费水平有所提升。**聚焦公司旅游产品服务、整合营销服务、景区经营三大业务营收变化及毛利率表现，2023 年公司**旅游产品服务**收入 12.33 亿元/同比+178.99%，恢复至 19 年同期 26.13%，对应毛利率 12.95%/同比-11.74pcts，较 19 年同期+4.78pcts；**整合营销服务**收入 21.80 亿元/同比+108.29%，恢复至 19 年同期 81.61%，对应毛利率 21.43%/同比-5.68pcts，较 19 年同期+1.18pcts；**景区经营**收入 17.20 亿元/同比+262.49%，恢复至 19 年同期 97.87%，对应毛利率 75.14%/同比+21.25pcts，较 19 年同期-6.21pcts；分业务来看，**旅游产品服务**主要是公司旅行社业务，公司打造多系列出境旅游路线，丰富签证+机票+酒店产品，聚焦年轻化家庭亲子/研学/康养赛道，并在出境签证业务基础上稳健开拓入境签证业务，23 年业务快速恢复，毛利率高于 19 年同期水平，后续有望随出境游行业复苏逐步恢复并超 19 年同期；**整合营销服务**主要是公司会展相关业务，20-22 年外部环境扰动下此业务仍展现强经营韧性，23 年在 22 年低基数基础上实现强增长，虽营收规模较 19 年同期仍有差距，但盈利结构有所改善，毛利率超越 19 年同期水平，作为公司业绩稳定支撑点持续发力；**景区经营**方面，23 年乌镇接待人次 772.07 万人/同比+568%，恢复至 19 年同期 84.08%；对应收入 17.84 亿元/同比+183.65%，恢复至 19 年同期 81.87%；对应净利润 2.84 亿元，19 年同期为 8.08 亿元。古北水镇接待人次 152.36 万人/同比+34.89%，恢复至 19 年同期 63.65%；对应收入 7.35 亿元/同比-22.63%，恢复至 19 年同期 77.37%；23 年古北水镇景区实现盈利。**从乌镇/古北水镇恢复情况来看，乌镇景区接待人次/景区收入恢复较好但净利润较 19 年同期有一定差距，我们认为或是古镇项目固定成本支出较高所致，随景区接待人次/收入恢复度提高净利润将快速拔高；古北水镇景区接待人次及收入恢复度相对一般，但人均消费水平高于 19 年同期，23 年古北水镇人均消费 482.41 元/同比-20.84%，较 19 年同期+21.55%，或是古北水镇近年强化司马台长城 IP、融合传统文化推出主题套餐产品及系列文创产品对二消需求产生的强提振效果所致，高人均消费水平有望在未来持续。**

► **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 24 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。预计 24-26 年公司归母净利润分别为 4.66/5.58/6.28 亿元，对应 24-26 年 PE 为 17X/14X/13X，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	9,635	12,503	13,558	14,071
增长率 (%)	50.1	29.8	8.4	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	194	466	558	628
增长率 (%)	158.2	140.4	19.7	12.5
每股收益 (元)	0.27	0.64	0.77	0.87
PE	41	17	14	13
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 2024 年 4 月 3 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.87 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 邓奕辰

执业证书：S0100121120048

邮箱：dengyichen@mszq.com

相关研究

- 1.中青旅 (600138.SH) 2023 年三季报点评：古镇业态或仍处恢复阶段，看好后续旅游消费需求提振的促进效果-2023/11/01
- 2.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
- 3.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
- 4.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
- 5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,635	12,503	13,558	14,071
营业成本	7,279	9,276	10,007	10,341
营业税金及附加	50	65	71	73
销售费用	893	1,144	1,230	1,265
管理费用	758	950	998	1,006
研发费用	8	10	8	7
EBIT	717	1,057	1,244	1,379
财务费用	235	162	150	128
资产减值损失	-90	0	0	0
投资收益	100	130	141	146
营业利润	440	1,060	1,269	1,428
营业外收支	1	2	2	2
利润总额	442	1,062	1,271	1,430
所得税	137	329	394	444
净利润	305	732	877	986
归属于母公司净利润	194	466	558	628
EBITDA	1,183	1,539	1,732	1,873

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,224	552	458	704
应收账款及票据	2,316	2,982	3,216	3,313
预付款项	456	563	581	579
存货	1,969	2,422	2,531	2,514
其他流动资产	411	477	482	470
流动资产合计	6,377	6,996	7,269	7,580
长期股权投资	2,452	2,452	2,452	2,452
固定资产	5,528	5,576	5,616	5,649
无形资产	1,154	1,182	1,226	1,282
非流动资产合计	10,910	10,901	10,902	10,909
资产合计	17,287	17,897	18,171	18,489
短期借款	3,223	3,023	2,823	2,623
应付账款及票据	1,147	1,417	1,473	1,496
其他流动负债	2,468	2,747	2,719	2,610
流动负债合计	6,839	7,187	7,015	6,730
长期借款	892	587	339	139
其他长期负债	1,209	1,083	960	839
非流动负债合计	2,101	1,670	1,299	979
负债合计	8,939	8,856	8,315	7,708
股本	724	724	724	724
少数股东权益	2,133	2,400	2,718	3,077
股东权益合计	8,347	9,041	9,856	10,781
负债和股东权益合计	17,287	17,897	18,171	18,489

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	50.15	29.77	8.44	3.78
EBIT 增长率	550.42	47.44	17.65	10.83
净利润增长率	158.16	140.36	19.70	12.50
盈利能力 (%)				
毛利率	24.45	25.81	26.19	26.51
净利润率	3.16	5.86	6.47	7.01
总资产收益率 ROA	1.12	2.61	3.07	3.40
净资产收益率 ROE	3.12	7.02	7.82	8.15
偿债能力				
流动比率	0.93	0.97	1.04	1.13
速动比率	0.58	0.56	0.59	0.67
现金比率	0.18	0.08	0.07	0.10
资产负债率 (%)	51.71	49.48	45.76	41.69
经营效率				
应收账款周转天数	87.76	87.06	86.58	85.93
存货周转天数	98.73	95.29	92.31	88.75
总资产周转率	0.56	0.70	0.75	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.64	0.77	0.87
每股净资产	8.58	9.17	9.86	10.64
每股经营现金流	1.27	0.72	1.44	1.82
每股股利	0.09	0.09	0.09	0.09
估值分析				
PE	41	17	14	13
PB	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.79	8.32	7.12	6.17
股息收益率 (%)	0.78	0.83	0.83	0.83

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	305	732	877	986
折旧和摊销	466	482	488	494
营运资金变动	-117	-743	-338	-151
经营活动现金流	920	522	1,041	1,314
资本开支	-266	-472	-487	-500
投资	402	0	0	0
投资活动现金流	136	-342	-346	-353
股权募资	1	0	0	0
债务募资	-272	-631	-570	-521
筹资活动现金流	-1,016	-853	-788	-716
现金净流量	40	-672	-94	246

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。	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