

中青旅 (600138.SH)

业绩符合预期，将持续精细化管理控本增效

事件: 4月3日，公司发布2024年报，2024年实现营收99.57亿元/同比+3.34%，归母净利润1.60亿元/同比-17.29%，扣非归母净利润1.01亿元/同比-22.31%。其中，2024Q4，实现营收29.09亿元/同比+0.30%，归母净利润0.07亿元/上年同期亏损0.12亿元，扣非归母净亏损0.52亿元/上年同期亏损0.63亿元，业绩符合预期。

景区客流同比下滑，轻资产输出拓展业务稳步发展。 2024年，1) 乌镇景区：共接待游客743.38万/同比-3.7%。其中，东栅/西栅分别接待游客213.05/530.33万，同比-6.3%/-2.6%。乌镇景区将文旅融合做为景区价值的关键提升点，充分利用现有场景挖掘二消潜力，创新推出多个年度品牌活动，打造沉浸式、场景化、年轻态景区新面貌，全年乌镇公司实现营收16.81亿元/同比-5.8%，归母净利润2.95亿元/同比+4.0%。2) 古北水镇景区：受周边游市场消费需求持续外溢影响，全年接待游客129.84万/同比-14.8%，实现营业收入5.55亿/同比-24.5%，因折摊等成本费用较为固定，归母净亏损1.23亿元/上年同期盈利0.02亿元。3) 拓展业务：公司依托央企背景和文旅综合服务能力，打通政府、市场及产品、业态，整合旗下优势资源，为有提升发展诉求的地方政府提供策划、规划、投资、建设、营销、运营等服务，在新市场环境下对轻资产输出业务模式进行有益尝试。2024年，咸阳秦文化城市夜游、威海栖霞街特色街区、邯郸广府古城提升改造等项目相继开业，助力当地城市更新改造；以科技场馆运营为契机，积极开拓空间运营新业务，旗下子公司全面运营中国科技馆，并成功中标深圳市科技馆运行项目。

旅行社营收增长明显，其他主要业务略有承压。 2024年，1) 旅行社业务：推出涵盖全球100余个国家及地区的精品旅游路线，针对多元化出行偏好精准匹配产品，出境签证业务继续保持行业领先，入境签证业务稳健拓展，目前埃塞俄比亚、菲律宾、沙特、英国4国8城签证中心已开业，同时，公司较完整地保留了服务英、日、西语系境外游客的高水平导游团队，在入境旅游市场发展态势不断向好的趋势下进行快速响应，全年实现营收19.5亿元/同比+58.1%，实现扭亏为盈。2) 整合营销业务：受整体市场环境影响，营收同比-10.8%至19.4亿元。2024年底，中青博联引入战略投资者何超琼女士，未来将积极拓展粤港澳大湾区市场，推动与战略投资者多层次、多领域合作。3) 酒店业务：专注于“中国文旅酒店先锋”定位，打造文化型、智慧型品牌酒店，报告期内酒店行业承压，全年实现营收3.1亿元/同比-23.8%。4) 策略性投资业务：保持平稳发展态势，提供稳定收入和利润贡献，IT产品销售和技术服务全年实现营收39.5亿元/同比+1.7%。

Q4费用率控制良好，乌镇公司土地收回补偿款正向影响利润。 2024Q4，1) 毛利率同比+0.2pct至21.2%，相对稳定。2) 销售/管理/财务费用率同比-1.8/-0.6/-0.3pct至9.6%/8.6%/1.0%，主要费用率控制良好。3) 由于古北水镇为代表的长期股权投资亏损，带来投资净收益率同比-2.1pct至-0.7%；因城市规划调整原因，桐乡市收回乌镇公司部分土地使用权，支付补偿款1.72亿元，对公司全年归母净利润产生0.54亿元的正向影响，2024Q4，资产处置收益占收比亦同比+3.8pct至3.9%。综合以上，2024Q4归母净利润扭亏为盈至739万元。

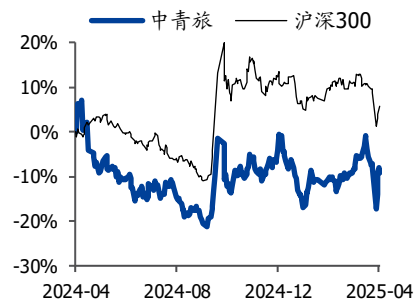
经营基本盘稳固，精细化管理下控本增效持续。 1) 经营基本盘稳固：2025年，乌镇、古北水镇将进一步迭代升级产品，优化经营管理服务；整合营

增持 (维持)

股票信息

行业	旅游及景区
前次评级	增持
04月11日收盘价(元)	10.22
总市值(百万元)	7,397.64
总股本(百万股)	723.84
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	24.72

股价走势



作者

分析师 杜玥莹
执业证书编号: S0680520080008
邮箱: duyueying@gszq.com

研究助理 陈天明
执业证书编号: S0680123110020
邮箱: chentianming@gszq.com

相关研究

- 《中青旅 (600138.SH): 旅行社业务营收高增，整体业绩有所下滑》 2024-11-06
- 《中青旅 (600138.SH): 综合旅游标杆，多元业务共建大旅游生态》 2024-07-05

销板块引入战略投资者，加强区域协同合作；旅行社板块多打造富有文化内涵的自营产品，降低运营成本。2) 控本增效：公司及旗下企业将进一步加强精细化管理，做好控本增效工作，从严从紧控制一般性支出，强调成本效益，控制不必要低效开支。

投资建议：中青旅作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，旗下拥有旅行社、景区经营、整合营销、酒店、IT 相关等多元化业务。公司拥有优秀的景区运营能力，旅行社业务规模伴随出入境游恢复快速增长，整合营销行业领先地位持续巩固。预计公司 2025-2027 年分别实现营收 106/113/120 亿元，归母净利润 1.8/2.6/3.2 亿元，当前股价对应 PE 42.1x/28.8x/23.4x。

风险提示：1) 景区客流、客单恢复不及预期；2) 出境团游恢复不及预期；3) 行业竞争加剧。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9,635	9,957	10,626	11,315	12,024
增长率 yoy (%)	50.1	3.3	6.7	6.5	6.3
归母净利润 (百万元)	194	160	176	257	316
增长率 yoy (%)	158.2	-17.3	9.6	45.9	23.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.27	0.22	0.24	0.35	0.44
净资产收益率 (%)	3.7	3.1	3.3	4.5	5.3
P/E (倍)	38.1	46.1	42.1	28.8	23.4
P/B (倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 11 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6377	7285	8088	8423	9147
现金	1224	1320	1594	1697	1804
应收票据及应收账款	2316	3068	3574	3726	4566
其他应收款	183	177	207	202	233
预付账款	456	583	667	841	662
存货	1969	1863	1771	1681	1608
其他流动资产	228	275	275	275	275
非流动资产	10910	10406	10502	10600	10668
长期投资	2452	2410	2410	2420	2440
固定资产	5528	5334	5516	5703	5897
无形资产	1158	1079	1015	957	880
其他非流动资产	1773	1584	1561	1520	1451
资产总计	17287	17691	18591	19023	19815
流动负债	6839	7060	8049	8419	9067
短期借款	3223	3409	4801	5295	5678
应付票据及应付账款	1147	1103	1233	1164	1348
其他流动负债	2468	2548	2015	1960	2041
非流动负债	2101	2137	1814	1484	1145
长期借款	1391	1698	1374	1045	706
其他非流动负债	710	439	439	439	439
负债合计	8939	9197	9863	9903	10212
少数股东权益	2133	2186	2295	2452	2647
股本	724	724	724	724	724
资本公积	1756	1755	1755	1755	1755
留存收益	3757	3856	4049	4331	4677
归属母公司股东权益	6214	6308	6433	6668	6956
负债和股东权益	17287	17691	18591	19023	19815

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	920	283	438	456	682
净利润	305	259	284	415	510
折旧摊销	343	307	316	333	352
财务费用	235	191	162	196	203
投资损失	-100	31	0	-10	-20
营运资金变动	-117	-557	-317	-359	-355
其他经营现金流	255	50	-8	-120	-8
投资活动现金流	136	-234	-404	-302	-392
资本支出	284	152	96	88	48
长期投资	400	-113	0	-10	-20
其他投资现金流	820	-195	-308	-224	-364
筹资活动现金流	-1016	38	-1560	-545	-566
短期借款	-486	186	-409	0	0
长期借款	-365	307	-324	-329	-339
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-165	-454	-827	-215	-227
现金净增加额	40	87	-1527	-391	-277

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9635	9957	10626	11315	12024
营业成本	7279	7658	8177	8630	9043
营业税金及附加	50	82	85	91	96
营业费用	893	924	987	1041	1094
管理费用	758	717	723	758	806
研发费用	8	14	15	16	17
财务费用	235	191	162	196	203
资产减值损失	-90	-74	-70	-60	-50
信用减值损失	-16	18	-14	-11	-12
其他收益	30	13	10	10	12
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
投资净收益	100	-31	0	10	20
资产处置收益	7	119	7	119	7
营业利润	440	416	413	652	744
营业外收入	11	9	10	10	10
营业外支出	9	19	11	13	14
利润总额	442	406	412	649	739
所得税	137	147	128	235	229
净利润	305	259	284	415	510
少数股东损益	111	99	108	158	194
归属母公司净利润	194	160	176	257	316
EBITDA	1035	992	983	1279	1400
EPS (元)	0.27	0.22	0.24	0.35	0.44

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	50.1	3.3	6.7	6.5	6.3
营业利润(%)	180.6	-5.7	-0.7	58.0	14.0
归属于母公司净利润(%)	158.2	-17.3	9.6	45.9	23.0
获利能力					
毛利率(%)	24.5	23.1	23.1	23.7	24.8
净利率(%)	2.0	1.6	1.7	2.3	2.6
ROE(%)	3.7	3.1	3.3	4.5	5.3
ROIC(%)	3.8	3.4	3.4	4.4	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	51.7	52.0	53.1	52.1	51.5
净负债比率(%)	59.8	61.0	61.4	59.5	55.9
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	4.3	3.7	3.2	3.1	2.9
应付账款周转率	6.6	6.8	7.0	7.2	7.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.22	0.24	0.35	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	0.39	0.60	0.63	0.94
每股净资产(最新摊薄)	8.58	8.71	8.89	9.21	9.61
估值比率					
P/E	38.1	46.1	42.1	28.8	23.4
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	14.0	14.8	15.2	11.9	10.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 11 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com