

增持 (维持)

中青旅 (600138)

Q1 客流修复低于同行, 费用率提升, 业绩释放有所延后

2023年6月8日

市场数据

日期	2023-06-08
收盘价(元)	13.32
总股本(百万股)	723.84
流通股本(百万股)	723.84
净资产(百万元)	8,084.52
总资产(百万元)	17,335.56
每股净资产(元)	11.17

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证社服&零售&美护】静待复苏曙光, 寻找成长机会——2023年社会服务行业年度策略》, 2022-11-15

分析师:

熊超 xiongchao@xyzq.com.cn
S0190517080005

代凯燕 daiky@xyzq.com.cn
S0190519050001

张彬鸿 zhangbinhong@xyzq.com.cn
S0190523010001

投资要点

公司公告: 2023Q1 实现营收 16.58 亿元/同比+20%, 归母净利润亏损 480 万元, 扣非归母净利润亏损 738 万元, 经营活动净现金流-0.56 亿元。

点评:

2023Q1 各业务板块经营回暖, 两镇客流复苏弱于同行。景区业务方面, 2023Q1 乌镇接待客流 127.42 万人次/同比+626.45%, 恢复至 2019 年同期 76%, 古北水镇接待客流 24.85 万人次/同比+19.59%, 恢复至 2019 年同期 80%, 均弱于传统自然景区, 推测主要由于乌镇团客商务会议基数大, 恢复周期长, 古北主要由于北京等周边地区疫情 3 年消费有所分流酒店; 整合营销业务 2023Q1 实现营收 2.39 亿元/同比+43.61%, 旅行社业务受益于出境游市场逐步放开收入有所增长, 酒店业务收入也实现增长, 策略性投资业务经营稳定。

业绩恢复不及预期, 主要由于管理费用及财务费用等增加影响。分业务来看, 景区板块, 乌镇发力观光度假和会议会展市场 2023Q1 实现营收 3.31 亿元/同比+137.59%, 净利润 3,912.2 万元, 扭亏为盈, 古北水镇延续“季节+节气”策略 2023Q1 实现营收 1.65 亿元/同比+10.43%, 亏损 1,287.59 万元, 整合营销抓住恢复机遇, 受项目周期影响, 净利润同比持平; 旅行社业务积极抢占疫后市场, 净利润同比持平, 酒店业务减亏; 2023Q1 公司整体毛利率 23.18%, 较 2019Q1 下降 0.79pct, 销售/管理/财务费用率分别较 2019Q1 变动-2.98/3.88/2.51pct, 管理费用相对刚性, 较 2019Q1 增长 15%, 借款增加导致财务费用较 2019 年增长 104%。

盈利预测及投资建议: 公司景区业务主要由于客流结构影响恢复弱于传统景区, 其他业务板块也存在需要一定时间差, 随着市场逐步回升, 有望逐季迎来提升, 两镇降本扩容蓄势待发, 旺季弹性值得期待, 看好 2023 年国内旅游需求, 乌镇今年将显著受益于国内旅游复苏且酒店客房供给提升有望提升客单价, 古北在公司产品、渠道及北京区域交通改善环球影城开业共同推动下暑期表现值得重点关注, 其他业务板块也迎来修复, 另外涉房融资限制解除, 关注再融资进展, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.65/6.60/8.21 亿元, 对应 2023 年 6 月 8 日收盘价 PE 为 26.4/14.6/11.7 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 行业系统性风险, 公司治理风险等。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6417	10303	13786	15716
同比增长	-25.7%	60.6%	33.8%	14.0%
归母净利润(百万元)	-334	365	660	821
同比增长	-1670.9%	209.5%	80.5%	24.5%
毛利率	16.0%	23.6%	25.8%	26.1%
ROE	-5.5%	5.7%	9.4%	10.5%
每股收益(元)	-0.46	0.50	0.91	1.13
市盈率	-28.9	26.4	14.6	11.7

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文**事件**

公司公告: 2023Q1 实现营收 16.58 亿元/同比+20%，归母净利润亏损 480 万元，扣非归母净利润亏损 738 万元，经营活动净现金流-0.56 亿元。

点评

2023Q1 各业务板块经营回暖，两镇客流复苏弱于同行。景区业务方面，2023Q1 乌镇接待客流 127.42 万人次/同比+626.45%，恢复至 2019 年同期 76%，古北水镇接待客流 24.85 万人次/同比+19.59%，恢复至 2019 年同期 80%，均弱于传统自然景区，推测主要由于乌镇团客商务会议基数大，恢复周期长，古北主要由于北京等周边地区疫情 3 年消费有所分流酒店；整合营销业务 2023Q1 实现营收 2.39 亿元/同比+43.61%，旅行社业务受益于出境游市场逐步放开收入有所增长，酒店业务收入也实现增长，策略性投资业务经营稳定。

业绩恢复不及预期，主要由于管理费用及财务费用等增加影响。分业务来看，景区板块，乌镇发力观光度假和会议会展市场 2023Q1 实现营收 3.31 亿元/同比+137.59%，净利润 3,912.2 万元，扭亏为盈，古北水镇延续“季节+节气”策略 2023Q1 实现营收 1.65 亿元/同比+10.43%，亏损 1,287.59 万元，整合营销抓住恢复机遇，受项目周期影响，净利润同比持平；旅行社业务积极抢占疫后市场，净利润同比持平，酒店业务减亏；2023Q1 公司整体毛利率 23.18%，较 2019Q1 下降 0.79pct，销售/管理/财务费用率分别较 2019Q1 变动-2.98/3.88/2.51pct，管理费用相对刚性，较 2019Q1 增长 15%，借款增加导致财务费用较 2019 年增长 104%。

盈利预测及投资建议: 公司景区业务主要由于客流结构影响恢复弱于传统景区，其他业务板块也存在需要一定时间差，随着市场逐步回升，有望逐季迎来提升，两镇降本扩容蓄势待发，旺季弹性值得期待，看好 2023 年国内旅游需求，乌镇今年将显著受益于国内旅游复苏且酒店客房供给提升有望提升客单价，古北在公司产品、渠道及北京区域交通改善环球影城开业共同推动下暑期表现值得重点关注，其他业务板块也迎来修复，另外涉房融资限制解除，关注再融资进展，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.65/6.60/8.21 亿元，对应 2023 年 6 月 8 日收盘价 PE 为 26.4/14.6/11.7 倍，维持“增持”评级。

风险提示: 行业系统性风险，公司治理风险等。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6120	7414	9472	11620
货币资金	1197	1703	2274	3563
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2165	1928	2448	2643
预付款项	239	351	453	515
存货	2124	3007	3823	4412
其他	395	426	474	487
非流动资产	11445	11263	11076	10833
长期股权投资	2762	2901	2988	3047
固定资产	4535	4325	4112	3899
在建工程	843	843	843	843
无形资产	1189	1164	1141	1125
商誉	48	51	54	56
长期待摊费用	323	219	119	12
其他	1746	1760	1819	1851
资产总计	17565	18677	20548	22453
流动负债	6525	7310	7803	8101
短期借款	3710	3550	3581	3592
应付票据及应付账款	1071	1613	2058	2346
其他	1744	2147	2164	2163
非流动负债	2937	2771	3163	3541
长期借款	1257	1467	1743	2057
其他	1680	1304	1420	1484
负债合计	9462	10081	10966	11642
股本	724	724	724	724
资本公积	1756	1756	1756	1756
未分配利润	3356	3704	4334	5124
少数股东权益	2083	2216	2546	2956
股东权益合计	8103	8596	9582	10811
负债及权益合计	17565	18677	20548	22453

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	-334	365	660	821
折旧和摊销	331	329	326	327
资产减值准备	87	-30	93	49
资产处置损失	-2	-20	-20	-17
公允价值变动损失	1	-2	-2	-2
财务费用	256	143	134	117
投资损失	6	-5	-12	-7
少数股东损益	-138	133	330	411
营运资金的变动	-569	-207	-984	-479
经营活动产生现金流量	-312	789	536	1232
投资活动产生现金流量	-607	-206	-151	-136
融资活动产生现金流量	737	-76	186	193
现金净变动	-180	507	571	1289
现金的期初余额	1362	1197	1703	2274
现金的期末余额	1182	1703	2274	3563

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6417	10303	13786	15716
营业成本	5389	7867	10229	11610
税金及附加	52	103	138	157
销售费用	658	948	1179	1320
管理费用	661	747	948	1022
研发费用	13	15	16	17
财务费用	217	143	134	117
其他收益	152	184	170	171
投资收益	-6	5	12	7
公允价值变动收	-1	2	2	2
信用减值损失	-36	-36	-35	-36
资产减值损失	-87	0	0	0
资产处置收益	3	20	20	17
营业利润	-547	656	1310	1634
营业外收入	10	15	14	14
营业外支出	4	7	5	6
利润总额	-541	664	1319	1642
所得税	-69	166	330	411
净利润	-472	498	989	1232
少数股东损益	-138	133	330	411
归属母公司净利润	-334	365	660	821
EPS(元)	-0.46	0.50	0.91	1.13

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-25.7%	60.6%	33.8%	14.0%
营业利润增长率	-821.9%	220.0%	99.8%	24.7%
归母净利润增长率	-1670.9%	209.5%	80.5%	24.5%
盈利能力				
毛利率	16.0%	23.6%	25.8%	26.1%
归母净利率	-5.2%	3.5%	4.8%	5.2%
ROE	-5.5%	5.7%	9.4%	10.5%
偿债能力				
资产负债率	53.9%	54.0%	53.4%	51.9%
流动比率	0.94	1.01	1.21	1.43
速动比率	0.61	0.60	0.72	0.89
营运能力				
资产周转率	36.7%	56.9%	70.3%	73.1%
应收帐款周转率	280.7%	470.2%	589.2%	576.9%
存货周转率	240.3%	290.8%	285.7%	268.3%
每股资料(元)				
每股收益	-0.46	0.50	0.91	1.13
每股经营现金	-0.43	1.09	0.74	1.70
每股净资产	8.32	8.81	9.72	10.85
估值比率(倍)				
PE	-28.9	26.4	14.6	11.7
PB	1.6	1.5	1.4	1.2

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn