

## 丰富景区业态,蓄力疫后复苏

2023 年 04 月 06 日

► **中青旅发布 2022 年年报。**2022 年,中青旅营业收入 64.17 亿元/yoy-25.69%; 营业成本 53.9 亿元/yoy-23.4%; 销售费用 6.6 亿元/yoy-19.9%; 管理费用 6.6 亿元/yoy+0.9%; 财务费用 2.2 亿元/yoy+11.7%; 研发费用 0.1 亿元/yoy+35.3%; 归母净利润-3.3 亿元,21 年同期为 0.2 亿元。2022 年营业收入及归母净利润下滑,主要是疫情扰动下公司各版块业务受影响所致。

► **乌镇景区: 全年客流受疫情影响承压, 创意产品开发/多元宣传渠道为 23 年复苏蓄力。**2022 年,乌镇景区接待游客 115.58 人次/yoy-68.65%, 其中东栅景区接待游客 16.13 万人次/yoy-87.25%, 西栅景区接待游客 99.45 万人次/yoy-58.94%。乌镇公司实现收入 6.29 亿元/同比-64.22%, 净亏损 2.64 亿元。受疫情影响,乌镇西栅/东栅景区全年有部分时间闭园(两大景区自 22 年 4 月 2 日起闭园,分别于 5 月 31 日/7 月 7 日重新开业),且因出行限制、游客出行顾虑及四季度非经营旺季等因素影响,非闭园时间客流也有所缩减,因而全年客流及营收表现不佳。在经营受疫情承压背景下,乌镇景区通过 1) 围绕传统节日开发民俗体验路线、非遗研学营、金秋奇妙夜等产品拓展研学游/休闲度假游市场; 2) 紧随互联网时代营销风向,通过直播等方式精准营销; 3) 加强配套设施建设,完善景区经营架构; 等多种方式勤修内功,丰富游客景区体验,23 年旅游市场经营环境向好、需求端逐步恢复,乌镇客流有望快速恢复。

► **古北水镇景区: 紧抓周边游市场展现经营韧性, 通过多元化景区业态打造综合旅游度假区。**2022 年,古北水镇景区接待游客 112.95 万人/yoy-25.70%; 实现收入 6.88 亿元/yoy-10.44%; 净利润-0.87 亿元,21 年同期为 0.55 亿元。由于古北水镇以周边游客流为主且 22 年疫情扰动期间持续捕捉周边游市场需求,全年客流及收入下滑幅度相对乌镇较小。2022 年,古北水镇借助景区地理位置及气候优势,全年推出泳池派对、帐篷露营、红叶雅集、冰雕冰滑、童话主题巡游等特色活动,通过丰富的景区业态与产品矩阵捕捉消费者避暑游/露营游/研学游/冰雪游/亲子游需求,景区知名度逐步提升,23 年在客流恢复同时有望进一步开拓长线游市场。

► **未来展望: 濮院新项目试行, 出境游业务逐步恢复。**公司濮院景区于 23 年 3 月 1 日试营业,中长期有望成为公司业绩支撑点; 全国出境游业务于 23 年 2 月 6 日试点恢复,中青旅疫情前深耕出境旅游业务,疫情期间与全球 2000 余家合作伙伴保持紧密沟通,全球储备目的地超 100 个,随着国家文旅部放开旅行社组团业务及部分国家和地区出境游进一步放开,公司出境游业务有望加速复苏。

► **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) 长线游市场景气度逐步回升,乌镇景区经营表现或将有向好,公司国内旅行社长线游业务也有望持续回暖; 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 4.14/5.80/7.91 亿元,对应 23-25 年 PE 为 27X/20X/14X,维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 疫情反复,市场竞争加剧,新项目开业不及预期。

### 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	414	580	791
增长率 (%)	-	224.1	40.1	36.3
每股收益 (元)	-0.46	0.57	0.80	1.09
PE	-	27	20	14
PB	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 4 月 4 日收盘价)

### 推荐

维持评级

当前价格:

15.68 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) 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
- 2.中青旅 (600138.SH) 2022 年三季度报点评: 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
- 3.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	7,975	9,975	11,832
营业税金及附加	52	84	106	127
销售费用	658	1,038	1,281	1,522
管理费用	661	763	916	1,067
研发费用	13	12	8	7
EBIT	-159	606	850	1,252
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	521	738	1,138
营业外收支	6	27	31	32
利润总额	-541	548	768	1,169
所得税	-69	110	154	234
净利润	-472	439	615	935
归属于母公司净利润	-334	414	580	791
EBITDA	309	1,120	1,398	1,837

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,197	1,226	1,570	2,048
应收账款及票据	2,165	2,553	3,193	3,814
预付款项	239	337	412	482
存货	2,124	2,996	3,499	4,063
其他流动资产	395	505	562	631
流动资产合计	6,120	7,617	9,236	11,038
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	19,208	20,973	22,918
短期借款	3,710	3,913	4,067	4,173
应付账款及票据	1,071	1,491	1,923	2,332
其他流动负债	1,744	1,806	1,980	2,144
流动负债合计	6,525	7,210	7,970	8,649
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	10,644	11,794	12,804
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	8,564	9,179	10,114
负债和股东权益合计	17,565	19,208	20,973	22,918

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-25.69	63.28	25.37	20.34
EBIT 增长率	-	480.63	40.25	47.30
净利润增长率	-	224.14	40.11	36.27
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	16.02	23.89	24.06	25.15
净利润率	-7.35	4.19	4.68	5.92
总资产收益率 ROA	-1.90	2.16	2.77	3.45
净资产收益率 ROE	-5.54	6.41	8.24	10.10
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.94	1.06	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	55.41	56.23	55.87
<b>经营效率</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.46	0.57	0.80	1.09
每股净资产	8.32	8.92	9.72	10.81
每股经营现金流	-0.43	0.22	0.93	1.29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	-	27	20	14
PB	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	54.19	15.55	12.60	9.57
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	439	615	935
折旧和摊销	468	514	548	585
营运资金变动	-569	-985	-670	-750
经营活动现金流	-312	156	673	935
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	30	343	479

## 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