

23Q1 景区等业务快速回暖，年内预计受益客流提升及定位升级

核心观点

公司 23Q1 大幅减亏，各项业务回暖，乌镇景区接待人次约恢复至 19 同期的 78%，古北水镇约恢复至 81%。整合营销收入稳健增长，出境游业务多个产品顺利出行。预计随古北水镇客流扩容、乌镇定位提升、濮院爬坡、整合营销及轻资产扩张，仍具优质发展潜力。

事件

公司发布 2023 一季报，实现营收 16.58 亿元，同比+20.00%，归母净利润-480.15 万元，22Q1 为-1.12 亿元，亏损明显收窄。

简评

23Q1 大幅减亏，积极控费

公司 23Q1 营收端稳健增长，业绩端实现大幅减亏，23Q1 毛利率达 23.18%，同比+11.16pct，明显改善。销售费用率 9.42%，同比-2.18pct。管理费用率 8.64%，同比-0.64pct。财务费用率 3.68%，同比-0.28pct，费用改善。23Q1 经营活动现金流净额-5647.88 万元，22Q1 为-3.49 亿元。23Q1 末，公司应收账款余额 21.24 亿元，基本较 2022 年末稳定。预付款项余额 3.96 亿元，同比+65.44%。存货 20.49 亿元，同比-3.50%。在建工程余额 9.19 亿元，同比+9.02%。

各项业务快速回暖，年内望持续修复

2023 年一季度，乌镇景区共接待游客 127.42 万人次，同比增长长达 626.45%，约恢复至 19Q1 的 77.98%。乌镇公司实现营业收入 3.31 亿元，同比增长长达 137.59%。实现净利润 3912.20 万元，同比扭亏为盈。乌镇景区同时发力观光度假和会议会展市场，一方面面向散客市场深挖度假，陆续举办“乌镇年”、“闺蜜节”等主题活动。推出芯片布草，刷脸进景区，智慧停车系统，自助语言导览等举措。另一方面面向政府、企业、机构市场，围绕向会展小镇转型升级的发展定位；报告期内，古北水镇共接待游客 24.85 万人次，同比增 19.59%，约恢复至 19Q1 的 80.52%。实现营业收入 1.65 亿元，同比增 10.43%，实现净利润-1287.59 万元，同比大幅减亏；整合营销业务，中青博联一季度实现营业收入 2.39 亿元，同比增 43.61%，受项目周期影响，净利润同比基本持平。旅行社业务方面，出境旅游市场多个产品顺利出行。Q1 两大景区客流及经营修复较好，

中青旅(600138.SH)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521110003

发布日期：2023 年 04 月 29 日

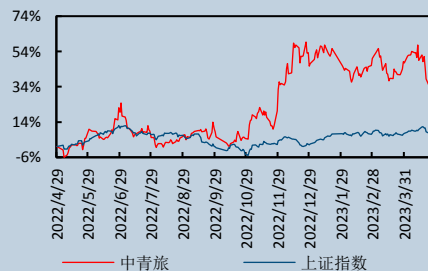
当前股价：14.18 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	-2.48/-4.69	-11.71/-13.50	40.54/28.20
12 月最高/最低价 (元)			16.45/9.70
总股本 (万股)			72,384.00
流通 A 股 (万股)			72,384.00
总市值 (亿元)			102.64
流通市值 (亿元)			102.64
近 3 月日均成交量 (万)			2229.25
主要股东			
中国青年旅集团有限公司			17.17%

股价表现



相关研究报告

2023-04-0 【中信建投社服商贸】中青旅(600138):
业绩修复明显且体验持续提升，受益市

后续预计随古北水镇客流迎扩张空间，轻资产业务逐步拓展，乌镇定位持续升级，濮院稳健爬坡，仍具优质发展潜力。

投资建议：预计 2023-2025 年实现归母净利润 3.30 亿元、5.76 亿元、8.87 亿元，当前股价对应 PE 分别为 31X、18X、12X，维持“增持”评级。

风险分析

- 1、疫后乌镇及古镇水镇客流修复不及预期，或修复至疫情前需要的周期较长，年内需求存在一定的波动性，则可能影响近两年收入和业绩的修复；
- 2、濮院正式开业后若客流培育和爬坡不及预期，或者一定程度上分流乌镇的客流，则可能影响景区业务整体成长上限；
- 3、整合营销以及文旅项目的轻资产输出发展不及预期，或项目增量有限，则可能影响该板块营收和业绩释放，对各板块间协同产生影响；
- 4、疫后旅行社业务及出境游业务可能面临的竞争环境以及需求的变化等。

图表1：盈利预测

资产负债表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,317.33	6,119.61	6,527.94	7,065.56	7,710.60
现金	1,391.09	1,196.65	967.28	998.86	1,368.76
应收票据及应收账款合计	2,166.71	2,215.65	2,227.14	2,330.88	2,487.92
其他应收款	178.13	153.34	237.46	287.18	324.21
预付账款	304.97	239.22	370.44	448.00	505.78
存货	2,150.77	2,123.71	2,534.57	2,809.60	2,832.89
其他流动资产	125.66	191.04	191.04	191.04	191.04
非流动资产	11,132.11	11,445.15	11,453.56	11,556.85	11,724.66
长期投资	2,777.19	2,762.42	2,815.16	2,945.75	3,176.03
固定资产	5,625.67	5,386.16	5,350.57	5,353.70	5,393.37
无形资产	1,225.60	1,188.55	1,173.92	1,182.59	1,189.56
其他非流动资产	1,503.64	2,108.01	2,113.91	2,074.80	1,965.70
资产总计	17,449.43	17,564.75	17,981.50	18,622.41	19,435.26
流动负债	7,278.58	6,524.92	6,687.55	6,737.42	6,544.14
短期借款	3,416.42	3,709.51	3,509.51	3,309.51	3,109.51
应付票据及应付账款合计	1,370.87	1,071.08	1,161.68	1,277.09	1,274.80
其他流动负债	2,491.29	1,744.32	2,016.36	2,150.81	2,159.82
非流动负债	1,547.55	2,937.01	2,678.01	2,422.95	2,160.62
长期借款	1,540.47	2,549.95	2,290.95	2,035.89	1,773.57
其他非流动负债	7.09	387.06	387.06	387.06	387.06
负债合计	8,826.14	9,461.93	9,365.56	9,160.36	8,704.76
少数股东权益	2,275.07	2,083.21	2,253.01	2,499.66	2,844.51
股本	723.84	723.84	723.84	723.84	723.84
资本公积	1,755.39	1,755.93	1,755.93	1,755.93	1,755.93
留存收益	3,869.00	3,539.84	3,883.16	4,482.62	5,406.23
归属母公司股东权益	6,348.22	6,019.61	6,362.93	6,962.38	7,886.00
负债和股东权益	17,449.43	17,564.75	17,981.50	18,622.41	19,435.26

现金流量表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	938.60	-363.31	815.30	1,125.36	1,462.17
净利润	42.48	-471.72	499.40	822.18	1,231.58
折旧摊销	449.40	468.29	394.33	427.30	462.46
财务费用	194.01	216.62	230.13	213.22	188.01
投资损失	-66.89	5.96	-62.74	-130.59	-230.27
营运资金变动	267.87	-569.17	-275.06	-256.18	-268.43
其他经营现金流	51.73	-13.29	29.24	49.43	78.82
投资活动现金流	-816.21	-607.35	-369.24	-449.43	-478.82
资本支出	690.08	232.62	350.00	400.00	400.00
长期投资	-146.60	-5.11	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,359.68	-834.87	-719.24	-849.43	-878.82
筹资活动现金流	-227.95	736.97	-675.42	-644.35	-613.46
短期借款	76.11	293.09	-200.00	-200.00	-200.00
长期借款	670.81	1,009.49	-259.00	-255.06	-262.32
其他筹资现金流	-974.87	-565.60	-216.42	-189.29	-151.13
现金净增加额	-107.35	-231.33	-229.36	31.58	369.90

利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,635.44	6,416.84	9,936.70	12,017.26	13,566.94
营业成本	7,037.90	5,388.56	7,709.33	9,322.75	10,340.05
营业税金及附加	65.05	51.70	66.28	80.16	90.49
销售费用	821.02	658.03	789.64	868.60	938.09
管理费用	655.02	661.00	664.30	667.62	670.96
研发费用	9.35	12.65	13.92	15.31	16.84
财务费用	194.01	216.62	230.13	213.22	188.01
资产减值损失	-38.71	-87.09	-39.75	-48.07	-54.27
信用减值损失	-32.85	-35.63	-27.60	-33.37	-37.68
其他收益	163.98	151.64	150.00	150.00	150.00
公允价值变动收益	8.17	-0.79	5.22	6.53	4.74
投资净收益	66.89	-5.96	62.74	130.59	230.27
资产处置收益	55.17	2.81	19.33	19.33	19.33
营业利润	75.73	-546.72	633.05	1,074.60	1,634.90
营业外收入	20.81	9.78	16.35	16.35	16.35
营业外支出	3.29	4.25	9.14	9.14	9.14
利润总额	93.25	-541.19	640.26	1,081.81	1,642.11
所得税	50.77	-69.47	140.86	259.63	410.53
净利润	42.48	-471.72	499.40	822.18	1,231.58
少数股东损益	21.25	-138.17	169.80	246.65	344.84
归属母公司净利润	21.23	-333.55	329.61	575.52	886.74
EBITDA	736.66	143.72	1,264.72	1,722.34	2,292.58
EPS (元)	0.03	-0.46	0.46	0.80	1.23

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.76	-25.69	54.85	20.94	12.90
营业利润(%)	144.71	-821.94	215.79	69.75	52.14
归属母公司净利润(%)	109.15	-1670.90	198.82	74.61	54.08
获利能力					
毛利率(%)	18.50	16.02	22.42	22.42	23.78
净利率(%)	0.25	-5.20	3.32	4.79	6.54
ROE(%)	0.33	-5.54	5.18	8.27	11.24
ROIC(%)	0.81	-2.23	4.77	6.70	9.17
偿债能力					
资产负债率(%)	50.58	53.87	52.08	49.19	44.79
净负债比率(%)	41.35	62.48	56.10	45.94	32.75
流动比率	0.87	0.94	0.98	1.05	1.18
速动比率	0.51	0.55	0.51	0.54	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.37	0.55	0.65	0.70
应收账款周转率	3.99	2.90	4.46	5.16	5.45
应付账款周转率	5.84	5.03	6.64	7.30	8.11
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.03	-0.46	0.46	0.80	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	-0.50	1.13	1.55	2.02
每股净资产(最新摊薄)	8.77	8.32	8.79	9.62	10.89
估值比率					
P/E	483.40	-30.77	31.14	17.83	11.58
P/B	1.62	1.71	1.61	1.47	1.30
EV/EBITDA	19.18	130.04	14.41	10.46	7.80

资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投

分析师介绍

刘乐文

美国约翰霍普金斯大学金融硕士学位，现任中信建投商贸社服行业首席分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要研究领域社会服务、商贸零售、医美化妆品等多个服务类板块。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部，曾有 2 年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020 年 Wind 金牌分析师团队成员，2019、2022 年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

于佳琪

上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有五年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构 (以下合称“中信建投”) 制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国 (仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾) 提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投 (国际) 证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话: (8610) 8513-0588
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号
南塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投 (国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk