

中青旅 (600138.SH)

2023 年主业渐进复苏，未来聚焦存量景区优化提升

增持

核心观点

2023 年公司归母业绩与业绩预告基本一致。2023 年公司实现收入 96.35 亿元/+50.15%，较 2019 年恢复 69%；实现归母净利润 1.94 亿元，同比扭亏为盈，较 2019 年恢复 34%；实现扣非业绩 1.30 亿元，同比扭亏，较 2019 年恢复 30%。公司年报业绩与之前业绩预告基本一致，全年业绩恢复平稳，主要系其景区业务客流渐进复苏、补贴大幅减少，且计提减值等综合影响。

景区渐进复苏，成本费用增加和补贴减少进一步影响利润恢复。2023 年，乌镇景区游客较 2019 年恢复 84%，其中东栅/西栅各较 2019 年恢复 59%/103%；乌镇收入/利润 17.84/2.84 亿元，较 2019 年恢复 82%/35%，业绩恢复逊于收入，一是固定成本较高，客流未完全恢复；二是景区扩建，成本费用增加包括财务费用等较 2019 年增加；三是补贴大幅减少（2019 年接近 2 亿，2023 年仅 0.16 亿元）以及计提地产减值 0.50 亿+等综合影响。**古北水镇：**2023 年景区共接待游客 152.36 万，实现营收 7.35 亿元，较 2019 年恢复 77%；经营业绩扭亏为盈，但较 2019 年仅恢复 2%，成本增加及地产收益扰动等影响。**中青博联**收入和净利润较 2019 年恢复 82%/63%，而**山水酒店**仍然亏损，且计提减值进一步拖累。旅行社收入渐进复苏，成本费用控制下盈利预计改善。

持续调整优化存量资产经营，逐步探索景区延伸外延方向。过去 2 年，公司出售上海深光文化 41%股权、拟出售濮院项目 37%股权，侧重核心业务发展。同时，乌镇通过过往几年持续扩容，客房量 2019 年底同增超 3 成，后续主要聚焦新开酒店爬坡和内容丰富优化提升，以推动盈利恢复成长；古北水镇 2023 年由陈向宏团队交由上市公司运营（参考环球旅讯等报道），未来公司预计通过资源协同、内容和运营持续优化助成长，并借此培养上市公司自身景区运营团队。同时，公司近几年逐步尝试景区其他延伸项目，未来通过 B 端、G 端等项目逐步积累，逐步打造公司景区外延输出能力，提升中线成长。同时，2024 年出境游有望进一步复苏，公司旅游主业有望进一步恢复成长。

风险提示：宏观系统性风险；景区运营、国企改革整合可能低于预期等。

投资建议：综合古北水镇的渐进恢复和乌镇扩容下成本费用提升及政府补贴或有不确定性等，下调公司 2023-2025 年 EPS 至 0.48/0.62/0.77 元（此前 2023 年预计 2024-2025 年为 0.62/0.75 元，主要对后续乌镇补贴假设谨慎，新增 26 年预测），对应 PE24/19/15x。公司景区质地良好，但考虑公司景区自主运营和外延输出等能力仍待渐进提升，下调公司评级为“增持”。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,417	9,635	12,345	13,686	15,157
(+/-%)	-25.7%	50.1%	28.1%	10.9%	10.7%
净利润(百万元)	-334	194	350	452	559
(+/-%)	-1670.9%	-158.2%	80.6%	29.1%	23.7%
每股收益(元)	-0.46	0.27	0.48	0.62	0.77
EBIT Margin	-5.5%	6.7%	7.3%	7.1%	7.6%
净资产收益率 (ROE)	-5.5%	3.1%	5.5%	6.8%	8.0%
市盈率 (PE)	-25.1	43.1	23.9	18.5	14.9
EV/EBITDA	-186.7	18.6	13.9	13.7	12.6
市净率 (PB)	1.39	1.35	1.30	1.25	1.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	
收盘价	11.46 元
总市值/流通市值	8295/8295 百万元
52 周最高价/最低价	15.78/8.88 元
近 3 个月日均成交额	249.12 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中青旅 (600138.SH) - 乌镇景区持续复苏，聚焦核心业务拓展新成长》——2023-11-03
- 《中青旅 (600138.SH) - 2022 年核心业务承压显著，2023 年具备多重期待》——2023-04-02
- 《中青旅 (600138.SH) - 第三季度净利润转正，再融资新规带来新期待》——2022-10-28
- 《中青旅 (600138.SH) - 短期经营承压，新领导有望新期待》——2022-08-30

2023 年公司归母业绩与业绩预告基本一致。2023 年公司实现收入 96.35 亿元/+50.15%，较 2019 年恢复 69%；实现归母净利润 1.94 亿元，同比扭亏为盈，较 2019 年恢复 34%；实现扣非业绩 1.30 亿元，同比扭亏，较 2019 年恢复 30%。公司年报业绩与之前业绩预告基本一致，全年业绩恢复平稳，主要系其景区业务客流渐进复苏、补贴大幅减少，且计提减值等综合影响。

图1：中青旅营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中青旅年度归母净利润情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中青旅季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中青旅季度归母净利润情况

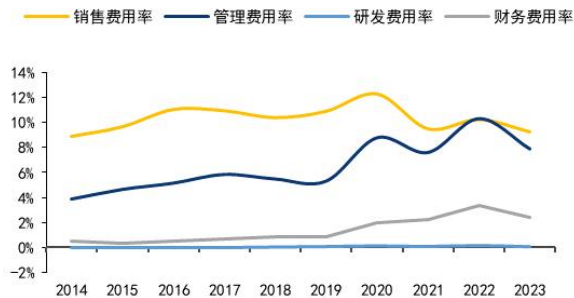


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

景区渐进复苏，成本费用增加和补贴减少进一步影响利润恢复。2023 年，乌镇景区游客较 2019 年恢复 84%，其中东栅/西栅各较 2019 年恢复 59%/103%；乌镇收入/利润 17.84/2.84 亿元，较 2019 年恢复 82%/35%，业绩恢复逊于收入，一是固定成本较高，客流未完全恢复；二是景区扩建，成本费用增加包括财务费用等较 2019 年增加；三是补贴大幅减少（2019 年接近 2 亿，2023 年仅 0.16 亿元）以及计提地产减值 0.50 亿+等综合影响。古北水镇：2023 年景区共接待游客 152.36 万，实现营收 7.35 亿元，较 2019 年恢复 77%；经营业绩扭亏为盈，但较 2019 年仅恢复 2%，成本增加及地产收益扰动等影响。中青博联收入和净利润较 2019 年恢复 82%/63%，而山水酒店仍然亏损，且计提减值进一步拖累。旅行社收入渐进复苏，成本费用控制下盈利预计改善。

图5: 中青旅毛利率与归母净利率


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中青旅期间费用率情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

持续调整优化存量资产经营，逐步探索景区延伸外延方向。过去 2 年，公司出售上海深光文化 41% 股权、拟出售濮院项目 37% 股权，侧重核心业务发展。同时，乌镇通过过往几年持续扩容，客房量 2019 年底同增超 3 成，后续主要聚焦新开酒店爬坡和内容丰富优化提升，以推动盈利恢复成长；古北水镇 2023 年由陈向宏团队交由上市公司运营（参考环球旅讯等报道），未来公司预计通过资源协同、内容和运营持续优化助成长，并借此培养上市公司自身景区运营团队。同时，公司近几年逐步尝试景区其他延伸项目，未来通过 B 端、G 端等项目逐步积累，逐步打造公司景区外延输出能力，提升中线成长。同时，2024 年出境游有望进一步复苏，公司旅游主业有望进一步恢复成长。

风险提示：宏观系统性风险；景区运营、国企改革整合可能低于预期等。

投资建议：综合古北水镇的渐进恢复和乌镇扩容下成本费用提升及政府补贴或有不稳定性等，下调公司 2023-2025 年 EPS 至 0.48/0.62/0.77 元（此前 2023 年预计 2024-2025 年为 0.62/0.75 元，主要对后续乌镇补贴假设谨慎，新增 26 年预测），对应 PE_{24/19/15x}。公司景区质地良好，但考虑公司景区自主运营和外延输出等能力仍待渐进提升，下调公司评级为“增持”。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价元	总市值亿元	EPS					PE					投资评级
				22A	23A	24E	25E	26E	22A	23A	24E	25E	26E	
600138.SH	中青旅	11	83	-0.46	0.27	0.48	0.62	0.77	-25	43	24	19	15	买入
603136.SH	天目湖	22	41	0.11	0.79	1.12	1.38		199	28	20	16		买入
000888.SZ	峨眉山 A	15	78	-0.28	0.43	0.54	0.60	0.66	-53	34	27	25	22	买入
603099.SH	长白山	24	65	-0.22	0.52	0.68	0.79	0.88	-111	47	36	31	28	增持
600054.SH	黄山旅游	14	100	-0.18	0.54	0.60	0.66		-76	25	23	21		增持
002159.SZ	三特索道	17	31	-0.43	0.64	0.85	0.97		-40	27	20	18		买入

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1197	1224	7466	8722	10112	营业收入	6417	9635	12345	13686	15157
应收款项	2318	2494	507	562	623	营业成本	5389	7279	9271	10305	11368
存货净额	2124	1969	1924	2144	2371	营业税金及附加	52	50	86	96	106
其他流动资产	481	690	864	958	1061	销售费用	658	893	1133	1266	1384
流动资产合计	6120	6377	10762	12387	14167	管理费用	661	758	941	1036	1137
固定资产	5378	5544	5550	5544	5501	研发费用	13	8	12	17	15
无形资产及其他	1189	1154	1108	1061	1015	财务费用	217	235	239	152	145
投资性房地产	2117	1760	1760	1760	1760	投资收益	(6)	100	15	90	122
长期股权投资	2762	2452	2412	2238	2063	资产减值及公允价值变动	86	88	30	10	10
资产总计	17565	17287	21592	22991	24507	其他收入	(68)	(166)	(12)	(17)	(15)
短期借款及交易性金融负债	4044	4122	2000	2000	2000	营业利润	(547)	440	706	914	1133
应付款项	1071	1147	4809	5361	5928	营业外净收支	6	1	10	10	10
其他流动负债	1410	1570	3782	4214	4653	利润总额	(541)	442	716	924	1143
流动负债合计	6525	6839	10591	11575	12581	所得税费用	(69)	137	186	240	297
长期借款及应付债券	1755	1391	1391	1391	1391	少数股东损益	(138)	111	179	232	287
其他长期负债	1182	710	945	950	951	归属于母公司净利润	(334)	194	350	452	559
长期负债合计	2937	2101	2336	2341	2342	现金流量表 (百万元)					
负债合计	9462	8939	12927	13915	14923	净利润	(334)	194	350	452	559
少数股东权益	2083	2133	2241	2380	2552	资产减值准备	48	3	43	(2)	(2)
股东权益	6020	6214	6424	6696	7031	折旧摊销	260	282	627	664	701
负债和股东权益总计	17565	17287	21592	22991	24507	公允价值变动损失	(86)	(88)	(30)	(10)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	217	235	239	152	145
每股收益	(0.46)	0.27	0.48	0.62	0.77	营运资本变动	76	(106)	8010	617	616
每股红利	0.33	0.36	0.19	0.25	0.31	其它	(287)	(40)	64	141	173
每股净资产	8.32	8.58	8.88	9.25	9.71	经营活动现金流	(323)	245	9065	1862	2038
ROIC	-2%	4%	10%	27%	42%	资本开支	0	(494)	(600)	(600)	(600)
ROE	-6%	3%	5%	7%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	16%	24%	25%	25%	25%	投资活动现金流	15	(184)	(561)	(425)	(425)
EBIT Margin	-6%	7%	7%	7%	8%	权益性融资	2	1	0	0	0
EBITDA Margin	-1%	10%	12%	12%	12%	负债净变化	639	(365)	0	0	0
收入增长	-26%	50%	28%	11%	11%	支付股利、利息	(241)	(259)	(140)	(181)	(224)
净利润增长率	-1671%	-158%	81%	29%	24%	其它融资现金流	(685)	1214	(2122)	0	0
资产负债率	66%	64%	70%	71%	71%	融资活动现金流	113	(33)	(2262)	(181)	(224)
息率	2.9%	3.1%	1.7%	2.2%	2.7%	现金净变动	(194)	28	6242	1256	1390
P/E	(25.1)	43.1	23.9	18.5	14.9	货币资金的期初余额	1391	1197	1224	7466	8722
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	货币资金的期末余额	1197	1224	7466	8722	10112
EV/EBITDA	(186.7)	18.6	13.9	13.7	12.6	企业自由现金流	0	127	8703	1395	1565
						权益自由现金流	0	976	6404	1283	1458

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032