

# 中青旅 (600138.SH)

## 2022 年核心业务承压显著，2023 年具备多重期待

**买入**

### 核心观点

**2022 年经营筑底，资产减值进一步拖累业绩。**2022 年，公司实现营收 64.17 亿元/-25.69%；归母净亏损 3.34 亿元/同比转亏，扣非净亏损 4.18 亿元/同比增亏 3.03 亿元，略好于业绩预告。Q4 公司营收 16.02 亿元/-33.36%，归母/扣非净利润各亏损 1.63/2.34 亿元，核心系疫情扰动和公司确认资产和信用减值损失 1.23 亿元（包括乌镇地产存货和山水酒店等减值，主要在 Q4 确认）综合影响。

**疫情影响下主业全面承压，景区酒店拖累尤其显著。**乌镇 2022 年客流 115.58 万人次/-68.65%，实现收入 6.29 亿元/-64.22%，景区收入 4.74 亿元/-45.08%，仅为疫情前的 13%、29%、25%，人均消费 411 元/+75%（过夜客占比大增）；净亏损 2.64 亿元/同比转亏。**古北水镇** 2022 年接待游客 112.95 万人次/-25.70%，收入 6.88 亿元/-10.42%，客流、收入各恢复 47%、72%，人均消费 609 元/+21%；净亏损 8722.1 万元/同比转亏。乌镇市外客源为主，故疫情下客流和收入承压高于本地客源为主的古北水镇。此外，公司整合营销营收 10.47 亿元/-39.56%、酒店收入 3.2 亿元/-17.39%，均亏损承压。

**出行放开主业全面迎复苏，再融资新政带来新期待。**出行放开下，公司景区、会展、酒店、出境游等主业有望全面复苏。今年春节乌镇和古北收入已恢复至 2019 年同期的 76%、122%，乌镇近期恢复预计加速。并且，乌镇 2022 年底客房超 3000 间，较 2019 年底同增 15%+，今年还将继续扩容；古北水镇交通改善、内容和运营持续优化，均助力后续成长。3 月 1 日，濮院项目（乌镇旅游持股 37%）开始试营业，虽短期仍处爬坡期，但中线有望与乌镇协同带来新看点。与此同时，公司因涉房过去多年再融资一直受限，进而制约其景区业务延伸发展，且控股股东对公司持股比例也一直较低（光大直接和间接持股公司比例为 23%）。2022 年涉房企业融资松绑下，公司未来融资整合有望加速，从而将助力主业扩张发展。同时，2022 年，倪总新任公司董事长，在出行复苏和涉房企业融资政策松绑下，新领导有望带来发展新思路。

**投资建议：出行全面迎复苏，维持“买入”。**上调公司 23-25 年 EPS 至 0.62/0.87/1.06 元（此前预计 23-24 年 EPS 为 0.46/0.75 元），对应 23-25 年 PE24/18/14x。出行放开下公司核心主业全面迎复苏，核心景区质地优良，未来国企改革提速、再融资功能恢复有望带来新的成长空间，维持“买入”。

**风险提示：**宏观、疫情等系统性风险；光大整合、国企改革等节奏可能低于预期；门票降价政策风险等。

### 公司研究·财报点评

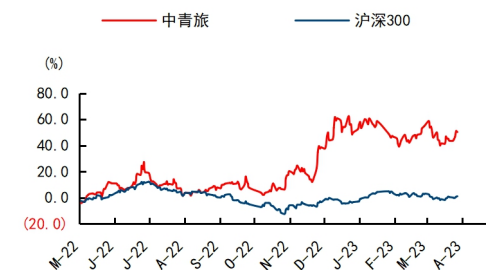
#### 社会服务·旅游及景区

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

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 15.22 元         |
| 总市值/流通市值    | 11017/11017 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 16.88/9.52 元    |
| 近 3 个月日均成交额 | 317.64 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) - 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

《中青旅 (600138.SH) - 2021 年营收恢复 6 成，关注复苏节奏与新项目进展》——2022-04-01

《中青旅-600138-2021 年半年报点评：中报营收恢复 6 成，旅游主业渐复复苏》——2021-08-30

### 盈利预测和财务指标

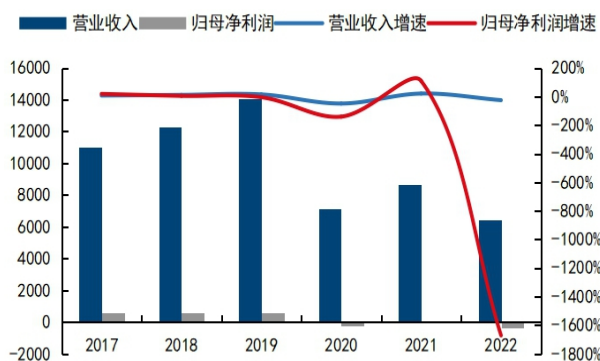
|              | 2021    | 2022     | 2023E   | 2024E  | 2025E  |
|--------------|---------|----------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 8,635   | 6,417    | 11,325  | 14,800 | 16,330 |
| (+/-%)       | 20.8%   | -25.7%   | 76.5%   | 30.7%  | 10.3%  |
| 净利润(百万元)     | 21      | -334     | 452     | 627    | 769    |
| (+/-%)       | -109.1% | -1670.9% | -235.5% | 38.7%  | 22.7%  |
| 每股收益(元)      | 0.03    | -0.46    | 0.62    | 0.87   | 1.06   |
| EBIT Margin  | 0.5%    | -5.5%    | 10.0%   | 9.2%   | 9.8%   |
| 净资产收益率 (ROE) | 0.3%    | -5.5%    | 7.2%    | 9.4%   | 10.8%  |
| 市盈率 (PE)     | 518.9   | -33.0    | 24.4    | 17.6   | 14.3   |
| EV/EBITDA    | 67.1    | -214.5   | 14.1    | 13.5   | 12.3   |
| 市净率 (PB)     | 1.74    | 1.83     | 1.75    | 1.65   | 1.55   |

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

## 2022 年出行限制下经营承压，资产减值进一步拖累业绩

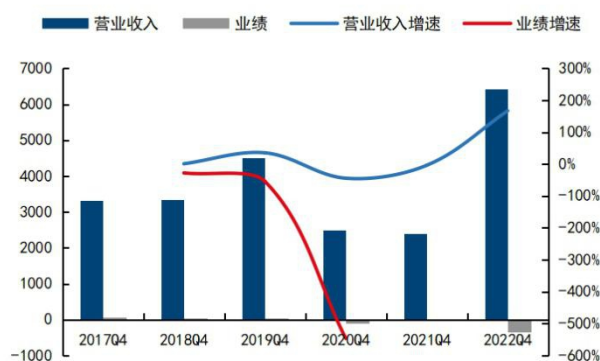
2022 年，公司实现营收 64.17 亿元/-25.69%；归母净亏损 3.34 亿元/同比转亏，扣非净亏损 4.18 亿元/同比增亏 3.03 亿元，略好于业绩预告（此前公司预计归母净利润和扣非净利润各亏损 3.42、4.31 亿元）。Q4 公司营收 16.02 亿元/-33.36%，归母/扣非分别亏损 1.63/2.34 亿元，核心系疫情扰动和公司确认资产和信用减值损失 1.23 亿元（包括乌镇地产存货和山水酒店等减值损失，主要在 Q4 确认）综合影响。

图1：2018-2022 年收入和业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2017-2022Q4 收入 and 业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 疫情下公司旅游主业均承压，景区、酒店拖累尤其显著

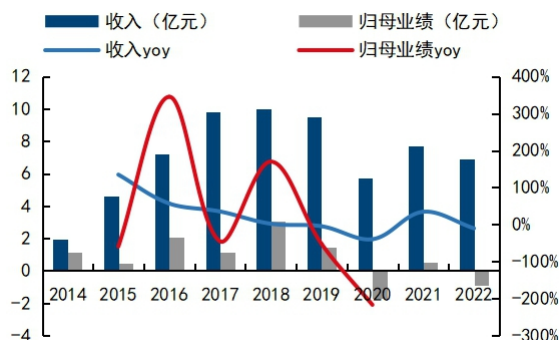
**乌镇景区**，2022 年外部扰动影响明显加剧，阶段闭园（乌镇西栅景区及乌村自 2022 年 4 月 2 日至 5 月 31 日闭园，东栅景区自 2022 年 4 月 2 日至 7 月 7 日闭园）。2022 年，乌镇景区共接待游客 115.58 万人次，同比下降 68.65%，其中东栅景区接待游客 16.13 万人次，同比下降 87.25%；西栅景区接待游客 99.45 万人次，同比下降 58.94%。乌镇公司实现营业收入 6.29 亿元，同比下降 64.22%，景区收入 4.74 亿元/-45.08%。客流和景区收入分别仅为疫情前的 13%、25%。由于住店客人明显增加，乌镇景区人均消费 411 元，同比增长 75%。2022 年乌镇景区净利润亏损 2.64 亿元/同比转亏。

图3：乌镇收入和业绩表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：古北水镇收入及业绩表现



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**古北水镇**，5 月 13 日至 5 月 31 日闭园，其他阶段也有承压。2022 年，古北水镇景区共接待游客 112.95 万人次，同比下降 25.70%；实现营业收入 6.88 亿元，同比仅下

降 10.44%。客流、收入各恢复 47%、72%。人均消费 609 元/+21%，主要系过夜客人大幅增加，净利润为亏损 8,722.10 万元/同比转亏。

横向对比来看，乌镇客流恢复节奏明显落后于古北，主要由于乌镇市外客流占比较高，而古北以本地客源为主，二者疫情下恢复节奏分化，本地客源恢复更快。

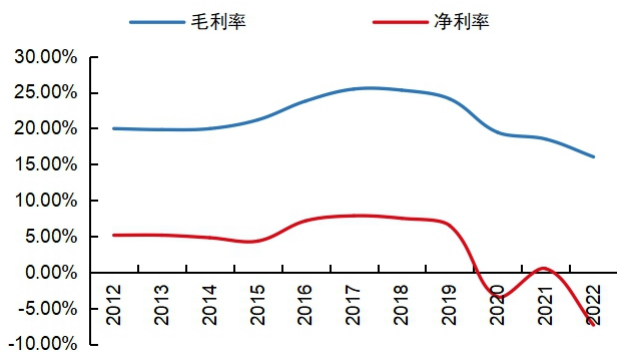
此外，整合营销营收 10.47 亿元/-39.56%、酒店业务收入 3.2 亿元/-17.39%，均承压亏损，其中山水酒店亏损 0.80 亿元，拖累尤其显著。IT 收入 38.36 亿元/-7.22%，但净利率提升创格科技净利润同比增长 82.49%。

### 收入承压而成本费用相对刚性，导致毛利率下降，期间费率提升

2022 年毛利率 16.02%/-2.48pct，继续下降，主要系景区毛利率下降 17.36pct 所致。

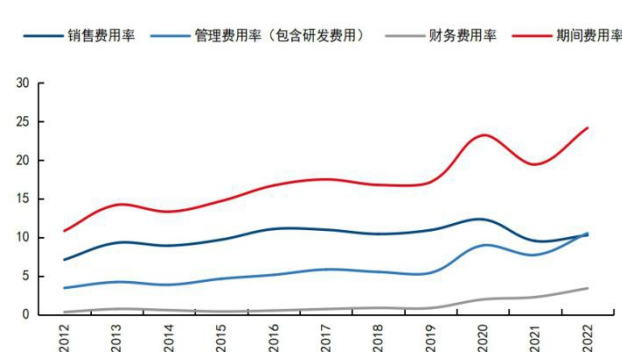
期间费率方面，2022 年公司期间费率为 24.13%/+4.13pct，其中销售费用 10.25%/+0.75pct，管理费用率（含研发费用）10.50%/+2.80pct，财务费用率 3.38%/+1.13pct。主要系收入承压而部分成本、费用相对刚性所致。

图5：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司各项成本费率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 出行放开下公司主业全面迎复苏，再融资新规带来新期待

出行放开下，公司景区、会展、酒店、出境游等主业有望全面复苏。今年春节乌镇和古北收入已恢复至 2019 年同期的 76%、122%，乌镇近期预计进一步恢复提速。并且，乌镇 2022 年底客房超 3000 间，较 2019 年底同增 15%+，今年还将继续扩容；古北水镇交通改善、内容和运营持续优化，均助力后续成长。今年 3 月 1 日，濮院项目（乌镇旅游持股 37%）开始试营业，虽然短期仍处爬坡期，但中线有望与乌镇协同带来新看点。此外，会展、酒店等均加速恢复，而出境游方面，公司赴泰首发团于 2 月 8 日顺利出行，行业出清下复苏下迎新机遇。

与此同时，公司因涉房业务，过去多年再融资一直受限，进而制约其景区业务延伸发展，同时 2022 年底公司大股东光大集团直接和间接持有公司股权 22.99%，也相对较低。2022 年涉房企业融资松绑下，公司未来融资整合预计加速，从而有望助力其景区等业务扩张发展。同时，2022 年，倪总新任公司董事长，在出行放开，涉房企业融资放开下，新领导上任有望带来新的发展思路。

### 投资建议：出行全面迎复苏，维持“买入”评级

上调公司 23-25 年 EPS 至 0.62/0.87/1.06 元（此前预计 23-24 年 EPS 为 0.46/0.75 元），对应 23-25 年 PE24/18/14x。出行放开下公司核心主业全面迎复苏，核心景区质地优良，未来国企改革再融资功能恢复有望带来新的成长空间，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观、疫情等系统性风险；光大整合、国企改革可能低于预期；门票降价政策风险。

表1：可比公司估值表

| 代码        | 公司简称 | 股价    | 总市值亿元  | EPS  |       |      |      | PE  |     |      | 投资<br>评级 |    |
|-----------|------|-------|--------|------|-------|------|------|-----|-----|------|----------|----|
|           |      |       |        | 21A  | 22A   | 23E  | 24E  | 21A | 22A | 23E  |          |    |
| 600138.SH | 中青旅  | 15.22 | 110.17 | 0.03 | -0.46 | 0.62 | 0.87 | -   | -   | 24.5 | 17.5     | 买入 |
| 300144.SZ | 宋城演艺 | 16.27 | 344.58 | 0.12 | 0.00  | 0.40 | 0.63 | -   | -   | 40.7 | 25.8     | 买入 |
| 603136.SH | 天目湖  | 30.12 | 56.11  | 0.28 | 0.11  | 0.83 | 1.02 | -   | -   | 36.3 | 29.5     | 买入 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理注：峨眉山 A、宋城演艺 2021 年业绩参考业绩快报或预告。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表（百万元）          | 2021         | 2022         | 2023E         | 2024E        | 2025E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 1391         | 1197         | 6801         | 9420         | 10734        | 营业收入              | 8635         | 6417         | 11325         | 14800        | 16330        |
| 应收款项             | 2283         | 2318         | 465          | 608          | 671          | 营业成本              | 7038         | 5389         | 8031          | 10676        | 11727        |
| 存货净额             | 2151         | 2124         | 1667         | 2238         | 2462         | 营业税金及附加           | 65           | 52           | 79            | 104          | 114          |
| 其他流动资产           | 492          | 481          | 793          | 1036         | 1143         | 销售费用              | 821          | 658          | 1079          | 1369         | 1491         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6317</b>  | <b>6120</b>  | <b>9726</b>  | <b>13302</b> | <b>15010</b> | 管理费用              | 655          | 661          | 990           | 1266         | 1370         |
| 固定资产             | 4881         | 5378         | 5463         | 5504         | 5505         | 研发费用              | 9            | 13           | 11            | 20           | 24           |
| 无形资产及其他          | 1226         | 1189         | 1141         | 1093         | 1046         | 财务费用              | 194          | 217          | 257           | 170          | 160          |
| 投资性房地产           | 2249         | 2117         | 2117         | 2117         | 2117         | 投资收益              | 67           | (6)          | 15            | 90           | 122          |
| 长期股权投资           | 2777         | 2762         | 2859         | 2899         | 2940         | 资产减值及公允价值变动       | 47           | 86           | 30            | 10           | 10           |
| <b>资产总计</b>      | <b>17449</b> | <b>17565</b> | <b>21305</b> | <b>24916</b> | <b>26617</b> | 其他收入              | 100          | (68)         | (11)          | (20)         | (24)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 4438         | 4044         | 2000         | 2000         | 2000         | 营业利润              | 76           | (547)        | 922           | 1296         | 1576         |
| 应付款项             | 1371         | 1071         | 4168         | 5596         | 6155         | 营业外净收支            | 18           | 6            | 10            | 10           | 10           |
| 其他流动负债           | 1469         | 1410         | 3370         | 4480         | 4916         | <b>利润总额</b>       | <b>93</b>    | <b>(541)</b> | <b>932</b>    | <b>1306</b>  | <b>1586</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>7279</b>  | <b>6525</b>  | <b>9538</b>  | <b>12075</b> | <b>13071</b> | 所得税费用             | 51           | (69)         | 242           | 346          | 412          |
| 长期借款及应付债券        | 618          | 1755         | 1755         | 1755         | 1755         | 少数股东损益            | 21           | (138)        | 238           | 334          | 405          |
| 其他长期负债           | 930          | 1182         | 1495         | 1992         | 1994         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>21</b>    | <b>(334)</b> | <b>452</b>    | <b>627</b>   | <b>769</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1548</b>  | <b>2937</b>  | <b>3251</b>  | <b>3748</b>  | <b>3749</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>8826</b>  | <b>9462</b>  | <b>12788</b> | <b>15823</b> | <b>16820</b> | 净利润               | 21           | (334)        | 452           | 627          | 769          |
| 少数股东权益           | 2275         | 2083         | 2226         | 2426         | 2669         | 资产减值准备            | (24)         | 48           | 41            | 2            | 0            |
| 股东权益             | 6348         | 6020         | 6291         | 6667         | 7128         | 折旧摊销              | 249          | 260          | 552           | 615          | 656          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>17449</b> | <b>17565</b> | <b>21305</b> | <b>24916</b> | <b>26617</b> | 公允价值变动损失          | (47)         | (86)         | (30)          | (10)         | (10)         |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | 194          | 217          | 257           | 170          | 160          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 营运资本变动            | (210)        | 76           | 7409          | 2079         | 604          |
| 每股收益             | 0.03         | (0.46)       | 0.62         | 0.87         | 1.06         | 其它                | (156)        | (287)        | 102           | 198          | 243          |
| 每股红利             | 0.28         | 0.33         | 0.25         | 0.35         | 0.42         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(167)</b> | <b>(323)</b> | <b>8525</b>   | <b>3510</b>  | <b>2262</b>  |
| 每股净资产            | 8.77         | 8.32         | 8.69         | 9.21         | 9.85         | 资本开支              | 0            | (848)        | (600)         | (600)        | (600)        |
| ROIC             | 0%           | -2%          | 12%          | 41%          | 103%         | 其它投资现金流           | 0            | 0            | 0             | 0            | 0            |
| ROE              | 0%           | -6%          | 7%           | 9%           | 11%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(207)</b> | <b>(833)</b> | <b>(696)</b>  | <b>(641)</b> | <b>(641)</b> |
| 毛利率              | 18%          | 16%          | 29%          | 28%          | 28%          | 权益性融资             | (2)          | 3            | 0             | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 1%           | -6%          | 10%          | 9%           | 10%          | 负债净变化             | (252)        | 639          | 0             | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 3%           | -1%          | 15%          | 13%          | 14%          | 支付股利、利息           | (202)        | (241)        | (181)         | (251)        | (308)        |
| 收入增长             | 21%          | -26%         | 76%          | 31%          | 10%          | 其它融资现金流           | 919          | 162          | (2044)        | 0            | 0            |
| 净利润增长率           | -109%        | -1671%       | -235%        | 39%          | 23%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>10</b>    | <b>961</b>   | <b>(2225)</b> | <b>(251)</b> | <b>(308)</b> |
| 资产负债率            | 64%          | 66%          | 70%          | 73%          | 73%          | <b>现金净变动</b>      | <b>(365)</b> | <b>(194)</b> | <b>5604</b>   | <b>2619</b>  | <b>1314</b>  |
| 息率               | 1.8%         | 2.2%         | 1.6%         | 2.3%         | 2.8%         | 货币资金的期初余额         | 1756         | 1391         | 1197          | 6801         | 9420         |
| P/E              | 518.9        | (33.0)       | 24.4         | 17.6         | 14.3         | 货币资金的期末余额         | 1391         | 1197         | 6801          | 9420         | 10734        |
| P/B              | 1.7          | 1.8          | 1.8          | 1.7          | 1.5          | 企业自由现金流           | 0            | (822)        | 8200          | 3098         | 1847         |
| EV/EBITDA        | 67.1         | (214.5)      | 14.1         | 13.5         | 12.3         | 权益自由现金流           | 0            | (20)         | 5966          | 2973         | 1729         |

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

| 类别         | 级别 | 说明                   |
|------------|----|----------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上     |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数±10%之间     |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上     |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上   |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数±10%之间   |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 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