



# 中青旅 (600138): Q3业绩符合预期, 长看整合协同效应显现

2019年10月31日

强烈推荐/维持

中青旅 公司报告

## 报告摘要:

**事件:** 10月30日, 公司发布2019年三季度报告。2019年前三季度实现营业收入95.45亿元/+6.90%, 实现归属上市公司股东的净利润5.45亿元, 同比基本持平。

**世园会成功举办支撑业绩, 整合营销业务稳固行业龙头地位。** Q3单季度公司实现营业收入36.92亿元/+9.82%, 归母净利润1.63亿元/+14.79%, 扣非后归母净利润1.63亿/16.98%, 整体保持稳定。其中世园会相关项目大部分资金在本季度进行结算, 有效支撑Q3单季业绩增长。同时乌镇经营保持稳健, 旅游网法人化后独立运行也起到了推动作用。2019年前三季度, 公司旗下中青博联实现营业收入17.98亿元/+4.66%; 实现净利润3,181.70万元/+49.79%。中青博联积极为世园会、军运会、“一带一路”高峰论坛等众多活动提供服务, 会议系统技术开发不断加强, 进一步稳固公司在会展行业龙头地位。同时, 受益于光大集团内部协同效应, 中青博联承接集团内部企业客户数量持续增加, 有效推动业绩增长。

**乌镇持续发展“文化+会展”品牌, 古北外部承压仍处发展平台期。** 2019Q3乌镇实现营收5.15亿元/-0.96%, 利润1.48亿元/+2.78%, 累计接待游客量284.53万人次/+5.68%。10月22日第六届乌镇互联网大会闭幕, 目前会展业务占乌镇整体营收约10%, 未来随会展品牌影响力持续增长, 会展收入有望进一步扩大。同时景区内酒店房间数增长自报告期初1900间增至2300间, 接待能力持续上升, 与此同时入住率保持稳定。古北水镇受十一北京庆典活动和外部竞争加剧的影响, 2019Q3实现营业收入3.28亿元/-2.09%, 接待游客90.67万人次/-4.37%, 客单价361.75/+2.39%, 单客价值小幅增加, 未来景区产品内容迭代与交通改善有望改善客流情况。

**投资建议:** 受益世园会成功举办, 公司整合营销业务表现亮眼; 乌镇景区保持稳健增长, 未来建议关注光大集团协同效益显现。预计公司2019-2021年实现营业收入128.89、137.78、147.42亿元; 归母净利润6.34、6.91、7.55亿元, EPS分别为0.88、0.95、1.04元, 对应PE分别为13.76X、12.62X、11.55X。低估值龙头景区, 维持中线“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 1.不利天气影响; 2.客单价提升不及预期; 3.宏观经济波动

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,019.5	12,264.7	12,889.0	13,778.0	14,741.6
增长率(%)	6.70%	11.30%	5.09%	6.90%	6.99%
净利润(百万元)	862.85	917.83	956.82	1,016.08	1,105.35
增长率(%)	17.13%	6.37%	4.25%	6.19%	8.78%
净资产收益率(%)	10.22%	9.76%	9.60%	9.72%	9.86%
每股收益(元)	0.79	0.83	0.88	0.95	1.04
PE	15.25	14.52	13.76	12.62	11.55
PB	1.56	1.43	1.32	1.23	1.14

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

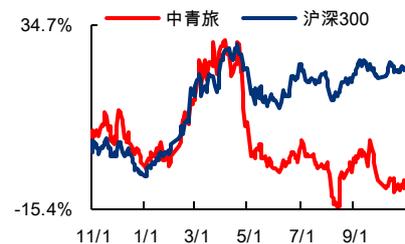
## 公司简介:

中青旅为国内旅游行业领先的旅行社品牌和综合业务运营商, 业务涉及旅游产品销售、会展整合营销、景区、酒店等, 公司旗下的乌镇、古北水镇是拥有全国知名度的两大核心景区IP。

## 交易数据

52周股价区间(元)	12.05-12.6
总市值(亿元)	87.22
流通市值(亿元)	87.22
总股本/流通A股(万股)	72384/72384
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.48

## 52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

## 研究助理: 王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

## 研究助理: 陈欣怡

010-66554013

chenxy\_yjs@dxzq.net.cn

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	5859	6538	6693	7128	7623	<b>营业收入</b>	11020	12265	12889	13778	14742
货币资金	1161	1341	1353	1447	1548	<b>营业成本</b>	8215	9162	9617	10109	10772
应收账款	1829	2189	2189	2303	2423	营业税金及附加	48	97	58	62	66
其他应收款	367	197	207	222	237	营业费用	1207	1276	1315	1405	1504
预付款项	466	596	692	794	901	管理费用	641	669	683	730	781
存货	1805	2093	2108	2216	2361	财务费用	77	104	73	130	116
其他流动资产	131	72	72	72	72	资产减值损失	3.29	45.59	0.00	40.00	60.00
<b>非流动资产合计</b>	7162	8055	8650	9055	9369	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1744	1952	1952	1952	1952	投资净收益	58.82	132.01	135.00	60.00	40.00
固定资产	3015.02	3488.12	3984.30	4336.55	4594.55	<b>营业利润</b>	1145	1237	1278	1361	1482
无形资产	775	756	846	932	1015	营业外收入	19.82	11.56	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	324	391	409	409	409	营业外支出	6.95	3.41	0.00	3.00	3.00
<b>资产总计</b>	13021	14594	15343	16183	16993	<b>利润总额</b>	1158	1245	1293	1373	1494
<b>流动负债合计</b>	4977	5927	5790	5851	5659	所得税	295	327	336	357	388
短期借款	1824	2255	2244	2162	1797	<b>净利润</b>	863	918	957	1016	1105
应付账款	1111	1322	1186	1246	1328	少数股东损益	291	320	323	325	350
预收款项	911	1017	1081	1150	1224	归属母公司净利润	572	597	634	691	755
一年内到期的非流动	48	202	202	202	202	EBITDA	1401	1531	1775	1993	2137
<b>非流动负债合计</b>	557	508	608	558	658	<b>EPS (元)</b>	0.79	0.83	0.88	0.95	1.04
长期借款	533	498	598	548	648	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	5534	6435	6398	6409	6317	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1895	2039	2362	2687	3037	营业收入增长	6.70%	11.30%	5.09%	6.90%	6.99%
实收资本(或股本)	724	724	724	724	724	营业利润增长	48.68%	8.01%	3.30%	6.50%	8.86%
资本公积	1753	1753	1753	1753	1753	归属于母公司净利	6.09%	9.04%	6.09%	9.04%	9.30%
未分配利润	2983	3470	3742	4039	4364	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	5592	6120	6604	7109	7660	毛利率(%)	26.60%	24.46%	25.61%	26.39%	26.61%
<b>负债和所有者权益</b>	13021	14594	15343	16183	16993	净利率(%)	7.83%	7.48%	7.42%	7.37%	7.50%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
						ROE(%)	10.22%	9.76%	9.60%	9.72%	9.86%
<b>单位:百万元</b>						<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	-786	719	1090	1472	1607	资产负债率(%)	43%	44%	42%	40%	
净利润	863	918	957	1016	1105	流动比率	1.18	1.10	1.16	1.22	1.35
折旧摊销	178.38	190.04	394.05	467.86	502.06	速动比率	0.81	0.75	0.79	0.84	0.93
财务费用	77	104	73	130	116	<b>营运能力</b>					
应收账款减少	0	0	0	-113	-121	总资产周转率	0.92	0.89	0.86	0.87	0.89
预收帐款增加	0	0	64	69	74	应收账款周转率	7	6	6	6	6
<b>投资活动现金流</b>	27	-893	-920	-930	-920	应付账款周转率	11.93	10.08	10.28	11.33	11.45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊)	0.79	0.83	0.88	0.95	1.04
投资收益	59	132	135	60	40	每股净现金流(最新)	0.35	0.11	0.02	0.13	0.14
<b>筹资活动现金流</b>	1012	253	-158	-449	-585	每股净资产(最新摊)	7.73	8.45	9.12	9.82	10.58
应付债券增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款增加	0	0	100	-50	100	P/E	15.25	14.52	13.76	12.62	11.55
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.56	1.43	1.32	1.23	1.14
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	7.12	6.75	5.87	5.11	4.59
<b>现金净增加额</b>	253	80	12	93	101						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《中青旅（600138.SH）：核心景区稳健经营，静待整合厚积薄发》	2019-08-23
公司	《中青旅（600138.SH）：2018 年度报告点评，业绩稳中有进，客单提升平滑客流下降影响》	2019-04-23
公司	《中青旅（600138.SH）：中报扣非业绩增长靓丽，客单提升平滑客流微降》	2018-08-24
公司	《中青旅（600138.SH）：景区保持良好增长，外延扩张持续推进》	2017-10-30

资料来源：东兴证券研究所

---

## 分析师简介

### 张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游、免税及教育领域研究。

---

## 研究助理简介

### 王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股大消费及港股策略研究经验，目前专注于教育、餐饮、人力资源等消费服务行业研究。

### 陈欣怡

北京航空航天大学金融学硕士，2019 年 5 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

---

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

---

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。