

18 年客流承压、深挖客单，业绩增长稳健 买入（维持）

2019 年 04 月 20 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,265	13,653	15,009	16,275
同比（%）	11.3%	11.3%	9.9%	8.4%
归母净利润（百万元）	597	688	784	881
同比（%）	4.5%	15.1%	13.9%	12.4%
每股收益（元/股）	0.83	0.95	1.08	1.22
P/E（倍）	20.78	18.05	15.84	14.10

事件

公司发布 2018 年年报，18 年实现营收 122.65 亿元（+11.3%），归母净利 5.97 亿元（+4.5%），扣非净利 4.93 亿元（+14.4%）。每 10 股派发现金红利 1.4 元（含税）。

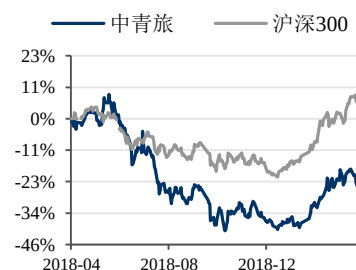
投资要点

■ **全年业绩增长稳健。**18 年实现营收 122.65 亿元（+11.3%），归母净利 5.97 亿元（+4.5%），非经常性损益主要为政府补助 2.02 亿元（17 年为 2.69 亿），扣非净利 4.93 亿元（+14.4%），其中中青旅风采计提减值准备 2763 万元。Q4 单季实现营收 33.36 亿元（+0.84%），归母净利 0.51 亿元（-27.91%），扣非净利 0.48 亿元（-23.59%）。

■ **乌镇巩固会展小镇、文化小镇标杆地位，深挖客单价。**乌镇子公司全年营收 19.05 亿元（+15.74%），实现归母净利 7.34 亿元（+5.98%），盈利能力有所下降。客流在高基数基础上有所回调，全年累计接待游客 915.03 万人次（-9.71%），其中东栅/西栅分别接待游客 400.99/514.04 万人次，分别同比下降 14.48%/5.61%，与上半年天气多雨、华东旅游市场波动、周边竞争激烈以及宏观经济的整体波动有关，休闲主题的西栅客流超过东栅基础上下降幅度也明显小于东栅，印证休闲旅游趋势。东栅景区门票降价的背景下公司加大对会议、展览等高附加值服务的营销力度，拓展文化衍生服务和产品，平均客单价提升 28.21%至 208 元。Q4 单季客流下降 6.92%，东西栅分别下降 9.65%/4.10%，但客单价提升 45.12%至 281 元，估计与客房同比增加，以及四季度的互联网大会和乌镇戏剧节等会展文化活动有关，乌镇持续巩固会展小镇、文化小镇标杆。乌村持续推动新型、高端旅游度假生态区打造，增加定制化新元素，开拓乌村夏令营、亲子增值等套餐，关注度逐步提升。

■ **古北客流受天气影响，客单价保持增长。**古北全年实现营收 9.98 亿元（+1.98%），归母净利 3.08 亿元（+169.84%），其中估计参股房地产公司投资收益约 2.2 亿左右。全年接待游客 256.49 万人次（-6.85%），主要与雨水较多、经济波动有关；过夜客增加、深挖消费需求等措施驱动客单价稳步增长 9.48%至 389.2 元。Q4 单季接待游客 51.27 万人次（+5.17%），增速环比 Q2/Q3 的-10.68%/-11.29%有所恢复，客单价持续提升 1.26%至 402.28 元。古北水镇持续致力于丰富景区业态、发力会展市场。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.15
一年最低/最高价	12.32/23.06
市净率(倍)	2.03
流通 A 股市值(百万元)	12413.86

基础数据

每股净资产(元)	8.45
资产负债率(%)	44.09
总股本(百万股)	723.84
流通 A 股(百万股)	723.84

相关研究

- 1、《中青旅 (600138)：古北股权转让顺利落地，估值低位迎利好》2019-03-15
- 2、《中青旅 (600138)：乌镇环比有所改善，古北受天气影响有所放缓》2018-10-26
- 3、《中青旅 (600138)：背靠光大打开想象空间，南北双镇弹性可期》2018-09-09

- **各项业务稳健增长，整合营销实力强化。**1) 旅行社板块多管齐下，遨游网发布全新品牌标识，推出摄影旅行、私家团、乡村旅游等丰富的产品，全年营收 39.09 亿元 (+3.52%)，毛利率 7.48% (-0.43pct)。2) 酒店加速加盟，计划专注于中高端细分市场，营收 4.92 亿元 (+13.84%)，毛利率 81.34% (+0.70pct)，子公司净利润 2971 万元，大力发展多渠道、多品牌加盟委托管理，分店数量增加至 108 家。3) 整合营销业务规模扩大、创新运营提升盈利能力：整合营销营收 25.62 亿元 (+24.25%)，毛利率 19.94% (+2.81pct)，子公司归母净利 6907 万，同比增长 33.51%。4) IT 及技术服务：营收 33.23 亿元 (+10.54%)，毛利率 10.42% (-2.86pct)。5) 房地产销售收入大幅提升至 2.06 亿元 (+307.22%)，毛利率 61.78% (+35.82pct)。
- **控费能力提升，政府补助具有持续性。**18 年销售费用率 10.41% (-0.55pct)，管理费用率 5.45% (-0.33pct)，营销管理均有所提效；研发费用率 0.05% (+0.01pct)，主要为研发人员工资增长；财务费用率 0.85% (+0.15pct)，主要由于银行贷款利息增加。18 年计入损益的政府补助 2.02 亿，主要包括用于乌镇古镇保护与品牌推广推广拨入财政补贴 1.94 亿元、戏剧节财政补贴 200 万以及其他小额补助 615 万。
- **古北股权落地，濮院预计 20 年开业。**古北水镇 10% 股权交易已于 2019 年完成，中青旅以 4.39 亿元总价受让 5.16% 股权，中青旅、IDG、京能分别控制古北水镇 46.45%、43.55% 和 10% 的控制权，中青旅控制权提升，古北水镇股东结构优化；此次股权问题落地有望推动古北及公司业务良性发展，释放更大潜力。此外，濮院景区目前仍处于建设阶段，预计 2020 年开业。
- **盈利预测：**预计 19-21 年归属净利 6.88、7.84、8.81 亿元，同比增速为 15.1%、13.9%、12.4%。EPS 为 0.95、1.08、1.22 元，对应 PE 为 18、16、14 倍。
- **风险提示：**宏观经济波动、天气影响客流增长、客单价提升不及预期等风险。

表 1：中青旅核心数据

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业总收入	2041.54	2719.60	2950.23	3308.19	2507.35	3059.62	3361.84	3335.95
yoy	-14.0%	4.6%	6.9%	27.6%	22.8%	12.5%	14.0%	0.8%
归母净利润	86.66	260.20	154.34	70.51	98.81	306.09	141.70	50.83
yoy	9.5%	8.8%	28.1%	57.3%	14.0%	17.6%	-8.2%	-27.9%
毛利率	26.83	26.43	25.30	23.92	23.46	25.27	23.40	28.62
期间费用率	18.02	17.11	17.22	16.95	16.04	13.02	16.68	20.75
其中：销售费用率	11.51	10.94	11.08	10.51	10.37	8.37	10.12	12.59
管理费用率	5.66	5.56	5.47	6.43	4.87	4.02	5.53	7.27
财务费用率	0.84	0.61	0.67	0.70	0.80	0.64	1.03	0.88
归母净利率	4.2%	9.6%	5.2%	2.1%	3.9%	10.0%	4.2%	1.5%
ROE	1.69	4.93	2.83	1.27	1.75	5.27	2.36	0.83
pct	-	-0.02	0.42	0.38	0.07	0.34	-0.47	-0.44
资产负债率	38.09	36.42	37.77	42.50	39.62	41.00	43.73	44.09
pct	2.71	-2.25	0.01	3.78	1.53	4.58	5.96	1.59
存货	485.61	460.43	455.47	1,804.71	1,951.53	2,053.31	2,182.51	2,092.66
较上年同比增减	39.63	29.76	9.63	1,373.77	1,465.92	1,592.88	1,727.04	287.95
存货周转天数	27.61	22.96	21.00	48.98	88.08	82.57	79.39	76.57
较上年同比增减	3.52	-0.08	-1.30	26.95	60.47	59.61	58.39	27.58
应收账款	1524.42	1547.70	1614.52	1828.63	1642.70	2175.61	2210.47	2189.50
较上年同比增减	66.67	-69.02	-18.34	271.60	118.28	627.91	595.95	360.87
应收账款周转天数	67.92	58.69	55.52	55.30	62.30	64.74	61.07	58.97
较上年同比增减	14.39	4.71	3.16	4.33	-5.62	6.05	5.55	3.67
应付账款及应付票据	1175.73	1102.07	1227.23	1314.58	1034.30	1169.07	1298.75	1622.21
较上年同比增减	-149.83	-253.72	-310.39	-13.67	-141.43	67.01	71.52	307.63
预收账款	851.89	776.97	761.73	911.03	869.09	978.65	1234.31	1017.02
较上年同比增减	163.76	-10.86	171.03	35.21	17.20	201.68	472.58	105.99
经营性现金流净额	1.14	295.04	528.67	(785.81)	(134.60)	264.99	569.01	719.06
较上年同比增减	-0.95	-0.05	0.16	-1.83	-118.65	-0.10	0.08	-1.92
筹资性现金流净额	336.11	174.02	468.36	1011.87	125.99	(24.66)	374.74	253.45
较上年同比增减	33.31	-0.60	0.19	2.02	-0.63	-1.14	-0.20	-0.75
资本开支	199.48	322.48	162.28	-116.87	237.56	427.31	334.94	-266.60
较上年同比增减	0.45	-0.13	-0.33	-1.32	0.19	0.33	1.06	1.28

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 2：中青旅收入拆分

单位：百万元	2016	2017	2018
乌镇营业收入	1,360.82	1,645.65	1,905.00
yoy	19.88%	20.93%	15.76%
客流量（万人次）	906.44	1,013.48	915.03
yoy	13.97%	11.81%	-9.71%
其中：东栅	429.94	468.91	400.99
yoy	8.78%	9.06%	-14.48%
西栅	476.50	544.57	514.04
yoy	19.09%	14.29%	-5.61%
人均收入（元）	150.13	162.38	208.19
yoy	5.19%	8.16%	28.21%
净利润	546.00	692.31	733.66
净利率	40.12%	42.07%	38.51%
古北营业收入	720.00	978.88	998.25
yoy	55.84%	35.96%	1.98%
客流量（万人次）	243.92	275.36	256.49
yoy	65.93%	12.89%	-6.85%
人均收入（元）	295.2	355.5	389.2
yoy	-6.08%	20.43%	9.48%
净利润	209.00	114.27	308.36
净利率	29.03%	11.67%	30.89%
旅游产品服务收入	3,872.41	3,776.12	3,908.94
yoy	-17.26%	-2.49%	3.52%
毛利率	7.58%	7.91%	7.48%

IT 产品销售与技术服务收入	2,658.38	3,006.47	3,323.42
yoy	12.39%	13.09%	10.54%
毛利率	14.27%	13.28%	10.42%
整合营销收入(中青博联)	1,975.45	2,061.62	2,561.64
yoy	9.56%	4.36%	24.25%
毛利率	15.99%	17.13%	19.94%
酒店业(山水酒店)	370.74	432.22	492.03
yoy	-0.82%	16.58%	13.84%
毛利率	83.03%	80.64%	81.34%
房屋租金	87.97	96.13	86.39
yoy	17.40%	9.28%	-10.13%
毛利率	65.50%	80.19%	76.83%
房地产销售	0.76	50.65	206.26
yoy	-99.49%	6572.38%	307.22%
毛利率	100.00%	25.96%	61.78%

数据来源: wind, 公司公告, 东吴证券研究所

表 3：乌镇经营数据

		营收 (百万)	营收 yoy	客流量 (万人次)	客流量 yoy	客单价 (元)	客单价 yoy	东栅客流 (百万)	yoy	西栅客流 (百万)	yoy
2016	H1	704	30.61%	477.85	23.38%	147.33	5.86%	227.65	16.75%	250.20	30.11%
	Q3	324	-2.11%	227.75	-4.95%	142.26	2.98%	105.71	-10.60%	122.04	0.55%
	Q4	332	25.28%	200.84	19.24%	165.31	5.07%	96.58	17.78%	104.26	20.62%
2017	H1	784	11.36%	512.62	7.28%	152.94	3.81%	245.11	7.67%	267.51	6.92%
	Q3	453	39.81%	290.03	27.35%	156.19	9.79%	130.84	23.77%	159.19	30.44%
	Q4	409	23.09%	210.83	4.97%	193.83	17.26%	92.96	-3.75%	117.87	13.05%
2018	H1	833	6.25%	449.57	-12.30%	185.29	21.15%	202.48	-17.39%	247.09	-7.63%
	Q3	520	14.79%	269.22	-7.18%	193.15	23.66%	114.52	-12.47%	153.91	-3.32%
	Q4	552	35.08%	196.24	-6.92%	281.29	45.12%	83.99	-9.65%	113.04	-4.10%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：古北水镇经营数据

		营收 (百万)	营收 yoy	客流量 (万人次)	客流量 yoy	客单价 (元)	客单价 yoy
2016	Q1	80	197.00%	15.80	216.00%	507.53	-6.01%
	Q2	224	72.13%	77.71	75.26%	288.09	-1.78%
	Q3	260	39.79%	98.90	65.77%	262.82	-15.67%
	Q4	156	31.09%	51.51	35.55%	302.85	-3.29%
2017	Q1	139	73.36%	32.49	105.61%	427.88	-15.69%
	Q2	295	31.76%	87.23	12.25%	338.17	17.38%
	Q3	351	35.16%	106.89	8.08%	328.68	25.06%
	Q4	194	24.15%	48.75	-5.36%	397.28	31.18%
2018	Q1	163	16.93%	32.49	0.00%	500.32	16.93%
	Q2	294	-0.18%	77.91	-10.68%	377.91	11.75%
	Q3	335	-4.65%	94.82	-11.29%	353.30	7.49%
	Q4	206	6.49%	51.27	5.17%	402.28	1.26%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中青旅三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,538	8,138	10,139	9,415	营业收入	12,265	13,653	15,009	16,275
现金	1,341	3,210	3,576	3,852	减:营业成本	9,162	10,201	11,152	12,029
应收账款	2,189	2,140	2,697	2,505	营业税金及附加	97	85	86	91
存货	2,093	1,293	2,865	1,360	营业费用	1,276	1,399	1,528	1,652
其他流动资产	915	1,495	1,001	1,698	管理费用	669	735	803	863
非流动资产	8,055	8,480	8,974	9,389	财务费用	104	109	113	114
长期股权投资	1,952	2,191	2,464	2,720	资产减值损失	46	5	5	5
固定资产	3,488	3,803	4,092	4,332	加:投资净收益	132	102	103	102
在建工程	594	547	511	478	其他收益	200	180	180	180
无形资产	766	759	762	775	营业利润	1,237	1,394	1,598	1,795
其他非流动资产	1,255	1,180	1,144	1,084	加:营业外净收支	8	8	8	8
资产总计	14,594	16,619	19,112	18,804	利润总额	1,245	1,402	1,607	1,804
流动负债	5,927	7,103	8,506	6,961	减:所得税费用	327	369	422	474
短期借款	2,255	3,081	4,494	2,405	少数股东损益	320	346	401	449
应付账款	1,322	1,162	1,671	1,320	归属母公司净利润	597	688	784	881
其他流动负债	2,349	2,860	2,342	3,235	EBIT	1,375	1,510	1,746	1,910
非流动负债	508	425	331	238	EBITDA	1,627	1,781	2,046	2,239
长期借款	498	408	317	223					
其他非流动负债	10	17	13	15					
负债合计	6,435	7,528	8,837	7,199	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	2,039	2,385	2,785	3,234	每股收益(元)	0.83	0.95	1.08	1.22
					每股净资产(元)	8.45	9.26	10.35	11.56
归属母公司股东权益	6,120	6,706	7,490	8,370	发行在外股份(百万股)	724	724	724	724
负债和股东权益	14,594	16,619	19,112	18,804	ROIC(%)	11.2%	10.8%	10.4%	12.7%
					ROE(%)	11.2%	11.4%	11.5%	11.5%
					毛利率(%)	25.3%	25.3%	25.7%	26.1%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	4.9%	5.0%	5.2%	5.4%
经营活动现金流	719	2,046	-162	3,215	资产负债率(%)	44.1%	45.3%	46.2%	38.3%
投资活动现金流	-893	-610	-681	-646	收入增长率(%)	11.3%	11.3%	9.9%	8.4%
筹资活动现金流	253	432	1,209	-2,293	净利润增长率(%)	4.5%	15.1%	13.9%	12.4%
现金净增加额	89	1,869	365	276	P/E	20.78	18.05	15.84	14.10
折旧和摊销	252	271	299	328	P/B	2.03	1.85	1.66	1.48
资本开支	733	220	203	168	EV/EBITDA	9.88	8.53	8.09	6.50
营运资本变动	-429	719	-1,647	1,541					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>