

两大景区经营稳健，业绩受费用扰动 买入（维持）

2019 年 08 月 16 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	12,767	13,975	14,830
同比（%）	11.3%	4.1%	9.5%	6.1%
归母净利润（百万元）	597	647	734	843
同比（%）	4.5%	8.3%	13.5%	14.8%
每股收益（元/股）	0.83	0.89	1.01	1.17
P/E（倍）	13.55	12.50	11.02	9.60

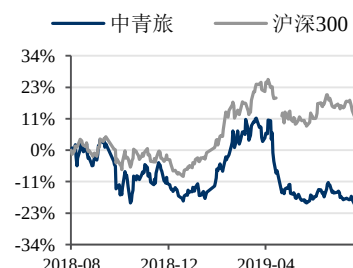
事件

公司发布 2019 年中报，19H1 实现营收 58.53 亿元（+5.13%），归母净利 3.82 亿元（-5.61%），扣非净利 2.58 亿元（-15.67%）。

投资要点

- 上半年利润受费用影响，Q2 环比有所改善。19H1 实现营收 58.53 亿元（+5.13%），归母净利 3.82 亿元（-5.61%），非经常性损益包括政府补助 2.49 亿元（税前），扣非净利 2.58 亿元（-15.67%），主要受同比人工成本及财务费用增加等因素影响。19Q2 实现营收 33.1 亿元（+8.18%），归母净利 3.18 亿元（+3.92%），扣非净利 2.03 亿元（-4.45%），收入和利润增速环比 Q1 均显著改善。
- 两大景区经营平稳，古北利润受地产收益减少影响。景区业务营收 8.35 亿元（+6.12%），毛利率 82.3%（-0.73pct）。1）乌镇累计接待游客 445.98 万人次（-0.8%），客单价同比增长超过 3%至 192 元；实现营收 8.55 亿元（+2.60%），实现净利润 4.72 亿元（+0.08%）。乌镇持续结构转型，打造“度假—会展—文化”小镇品牌：度假方面，与乌村联合打造度假产品，会展方面，不断拓展各种类型、规模、级别会展营销活动外延，文化方面，继成功打造“乌镇戏剧节”后，继续培育乌镇标签文化产品。2）古北水镇上半年共接待游客 100.68 万人次（-8.81%），客单价微增 0.78%至 417 元，上半年古北水镇实现营收 4.20 亿元（-8.04%），净利润 6545 万元（-47.23%），主要由于参股房地产公司投资收益大幅减少。
- 整合营销业务持续发挥协同效应，酒店业务业绩有所波动。1）整合营销业务营收 12.01 亿元（+10.29%），毛利率 16.09%（+1.46pct）。子公司中青博联实现营业收入 12.01 亿元（+10.29%），实现净利润 2119 万元（+18.37%）。2）酒店业务营收 2.47 亿元（+10.67%），毛利率 80.13%（-1.96pct），子公司中青旅山水酒店实现营收 2.45 亿元（+9.75%），受新店开业影响，净利润同比下降 14.27%。3）旅游社业务营收 19.62 亿元（+6.37%），毛利率 9.34%（+1.1pct）。4）IT 产品销售与技术服务营收 15.28 亿元（-0.17%），毛利率 9.55%（-1.1pct），其中子公司中青创格营收 14.6 亿元（+0.24%），净利润 1129 万元（-39.72%）。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.18
一年最低/最高价	10.86/17.77
市净率(倍)	1.26
流通 A 股市值(百万元)	8092.53

基础数据

每股净资产(元)	8.84
资产负债率(%)	44.87
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)：乌镇客流企稳，净利润受费用端影响》2019-04-26
- 2、《中青旅 (600138)：18 年客流承压、深挖客单，业绩增长稳健》2019-04-21
- 3、《中青旅 (600138)：古北股权转让顺利落地，估值低位迎利好》2019-03-15

- **净利润仍受费用端影响。**19 年上半年毛利率 24.96% (+0.51pct)，归母净利率 6.53% (-0.74pct)，费用有所增长：销售费用率 10.86% (+1.59pct)，管理费用（含研发费用）率 4.88% (+0.48pct)，销售管理费用的增加主要由于人工成本增长所致；财务费用率 0.94% (+0.23pct)，主要由于贷款规模增长所致；研发费用率 0.07%，基本持平 (-0.01pct)。
- **长期看好公司资产价值和发展潜力。**门票降价背景下客单价实现提升，印证核心休闲景区收入多元化能力以及经营管理能力；政府补贴常态化，稳定增厚业绩；中长期增长逻辑维持，乌镇持续延伸扩容，古北有望逐步打开交通及配套设施的限制。
- **盈利预测：**考虑到经济波动对旅游需求的压制，适当调整盈利预测，预计 19-21 年归属净利 6.47、7.34、8.43 亿元，同比增速为 8.3%、13.5%、14.8%，EPS 为 0.89、1.01、1.17 元，对应 PE 为 13、11、10 倍。当前股价处于历史估值底部，长期看好公司核心资产价值以及未来发展潜力，维持“买入”评级。
- **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：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	Q1		52.00%		52.00%		-				
	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	Q1		9.77%		-						
	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	Q1		4.31%		-18.30%		22.61%				
	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%
2019	Q1		3.19%		-		3.19%				
	H1	855	2.60%	446	-0.80%	191.71	3.47%				

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：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%
2019	Q1	152	-6.19%	30.86	-5.00%	494.11	-1.24%
	Q2	268	-9.15%	69.82	-10.39%	383.15	1.39%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：核心数据拆分

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	2507.35	3059.62	3361.84	3335.95	2542.76	3309.75
yoy	22.8%	12.5%	14.0%	0.8%	1.4%	8.2%
归母净利润	98.81	306.09	141.70	50.83	64.09	318.09
yoy	14.0%	17.6%	-8.2%	-27.9%	-35.1%	3.9%
扣非净利润	93.59	212.26	139.60	47.76	55.13	202.81
yoy	4.4%	63.7%	-6.5%	-23.6%	-41.1%	-4.5%
毛利率	23.5%	25.3%	23.4%	28.6%	24.0%	25.7%
期间费用率	16.0%	13.0%	16.7%	20.8%	18.5%	15.3%
其中：销售费用率	10.4%	8.4%	10.1%	12.6%	12.4%	9.7%
管理费用率	4.9%	4.0%	5.5%	7.3%	4.9%	4.9%
财务费用率	0.8%	0.6%	1.0%	0.9%	1.2%	0.8%
归母净利率	3.9%	10.0%	4.2%	1.5%	2.5%	9.6%
ROE (%)	1.75	5.27	2.36	0.83	1.04	5.06
pct	0.07	0.34	-0.47	-0.44	-0.71	-0.22
资产负债率 (%)	39.62	41.00	43.73	44.09	43.89	44.87
pct	1.53	4.58	5.96	1.59	4.27	3.86
存货	1,951.53	2,053.31	2,182.51	2,092.66	2,054.21	2,313.10
较上年同比增减	1,465.92	1,592.88	1,727.04	287.95	102.69	259.79
存货周转天数	88.08	82.57	79.39	76.57	96.53	90.29
较上年同比增减	60.47	59.61	58.39	27.58	8.45	7.73
应收账款	1642.70	2175.61	2210.47	2189.50	2130.78	2317.58
较上年同比增减	118.28	627.91	595.95	360.87	488.08	141.97
应收账款周转天数	62.30	64.74	61.07	58.97	76.46	69.31
较上年同比增减	-5.62	6.05	5.55	3.67	14.16	4.57
应付账款及应付票据	1034.30	1169.07	1298.75	1622.21	1163.93	1530.64
较上年同比增减	-141.43	67.01	71.52	307.63	129.63	361.56
预收账款	869.09	978.65	1234.31	1017.02	1227.07	1317.85
较上年同比增减	17.20	201.68	472.58	105.99	357.98	339.19
经营性现金流净额	(134.60)	264.99	569.01	719.06	75.24	541.36
较上年同比增减	-11865%	-10%	8%	-192%	-156%	104%

筹资性现金流净额	125.99	(24.66)	374.74	253.45	466.81	211.99
较上年同比增减	-63%	-114%	-20%	-75%	271%	-960%
资本开支	237.56	427.31	334.94	-266.60	318.11	460.36
较上年同比增减	19%	33%	106%	128%	34%	8%

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	7,322	9,762	8,651	营业收入	12,265	12,767	13,975	14,830
现金	1,341	3,002	3,329	3,983	减:营业成本	9,162	9,595	10,442	10,992
应收账款	2,189	1,859	2,645	2,096	营业税金及附加	97	78	82	85
存货	2,093	1,092	2,802	1,059	营业费用	1,276	1,344	1,465	1,535
其他流动资产	915	1,369	987	1,512	管理费用	669	687	748	786
非流动资产	8,055	8,204	8,663	8,970	财务费用	104	102	105	104
长期股权投资	1,952	2,179	2,454	2,720	资产减值损失	46	5	5	5
固定资产	3,488	3,577	3,829	3,964	加:投资净收益	132	90	105	113
在建工程	594	509	473	427	其他收益	200	245	200	200
无形资产	766	759	762	775	营业利润	1,237	1,284	1,426	1,628
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	15,526	18,425	17,621	利润总额	1,245	1,292	1,434	1,637
流动负债	5,927	6,101	8,029	6,108	减:所得税费用	327	336	370	422
短期借款	2,255	2,430	4,074	2,093	少数股东损益	320	309	330	371
应付账款	1,322	1,015	1,638	1,095	归属母公司净利润	597	647	734	843
其他流动负债	2,349	2,657	2,317	2,919	EBIT	1,375	1,384	1,548	1,722
非流动负债	508	411	318	220	EBITDA	1,627	1,649	1,836	2,035
长期借款	498	394	304	205					
其他非流动负债	10	17	13	15					
负债合计	6,435	6,512	8,346	6,328	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	2,039	2,348	2,678	3,049	每股收益(元)	0.83	0.89	1.01	1.17
					每股净资产(元)	8.45	9.21	10.22	11.39
归属母公司股东权益	6,120	6,665	7,400	8,243	发行在外股份(百万股)	724	724	724	724
负债和股东权益	14,594	15,526	18,425	17,621	ROIC(%)	11.2%	10.7%	9.7%	12.0%
					ROE(%)	11.2%	10.6%	10.6%	10.8%
					毛利率(%)	25.3%	24.8%	25.3%	25.9%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	4.9%	5.1%	5.3%	5.7%
经营活动现金流	719	2,229	-487	3,347	资产负债率(%)	44.1%	41.9%	45.3%	35.9%
投资活动现金流	-893	-340	-633	-512	收入增长率(%)	11.3%	4.1%	9.5%	6.1%
筹资活动现金流	253	-228	1,448	-2,181	净利润增长率(%)	4.5%	8.3%	13.5%	14.8%
现金净增加额	89	1,661	327	654	P/E	13.55	12.50	11.02	9.60
折旧和摊销	252	265	288	313	P/B	1.32	1.21	1.09	0.98
资本开支	733	-44	167	50	EV/EBITDA	7.23	6.29	6.50	4.70
营运资本变动	-429	979	-1,831	1,824					

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>