

信义山证 汇通天下

证券研究报告

社服/旅游综合

中青旅 (600138.SH)

维持评级

报告原因：业绩公告

净利润增速有所下滑，短期疫情冲击业绩显著

增持

2020 年 4 月 10 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 4 月 9 日

收盘价(元):	10.19
年内最高/最低(元):	9.69/16.96
流通 A 股/总股本(亿):	7.24/7.24
流通 A 股市值(亿):	73.40
总市值(亿):	73.40

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益	0.7840
每股净资产(元):	9.11
净资产收益率:	8.95%

分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496309

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

事件点评

- 公司发布 2019 年财务报告，期内实现营收 140.54 亿元 (+14.58%)，实现归母净利润 5.68 亿元 (-4.90%)，扣非归母净利润 4.32 亿元 (-12.40%)，基本每股收益 0.7849 元，拟每 10 股派发现金红利 0.4 元 (含税)。
- 整合营销服务、酒店业务实现营收利润双增。中青博联实现营收 26.71 亿元 (+3.56%)，净利润 7086.52 万元 (+2.61%)，期内举办一带一路国际高峰论坛、北京世园会、上海世进会等重大国际会议，增速稳定。酒店业务，山水酒店门店数量增至 116 家，实现营收 5.44 亿元 (+10.57%)，利润较上年同期相对平稳。IT 产品与技术服务实现营收 38.49 亿元 (+15.82%)，受供应商返点率降低和彩票服务合同调整影响，毛利率 8.48% (-1.94pct) 下滑显著。房屋租赁实现营收 9095.82 万元 (+5.28%) 中青旅大厦继续为公司带来持续稳定的租金收入和利润贡献。
- 两大景区增速显现疲态，致力结构转型扩大“会展小镇”影响力。期内乌镇累计接待游客 918.26 万人次 (+0.35%)，其中东栅接待游客 388.59 万人次 (-3.09%)，西栅接待游客 529.67 万人次 (+3.04%)，实现营收 21.79 亿元 (+14.39%)，净利润 8.08 亿元 (+9.97%)，客单价 237 元 (+13.94%)，在营收、净利润高基数基础上继续保持增长。乌镇景区依托于服务世界互联网大会的高端配置，继续打造“会展小镇”标签，同时依托于乌镇戏剧节发展独立 IP，在宣传推广方面不断与热播综艺合作，保持景区品牌知名度和市场热度。受北京周边文旅项目分流以及北京地区大型活动影响，古北水镇全年营收 9.50 亿元 (-4.79%)、接待游客人次 239.39 万人次 (-6.68%) 双降，受房地产投资收益减少及成本费用上升等因素影响，实现净利润 1.46 亿元 (-1.62%)，客单价 396 元 (+1.80%)。在景区内容方面，古北水镇坚持“长城+”战略，整合温泉、康养娱乐、夜游等资源以及季节性特点推出多种主题活动产品，力争打造全国性综合旅游度假目的地。
- 期内公司综合毛利率 24.09% (-1.21pct)，整体费用率 17.12% (+0.35pct)。毛利率下降主要由于 IT 业务供应商返点率降低以及彩票合同调整所致。销售费用率 10.91% (+0.50pct) 系人员费用增加，管理费用率 5.28% (-0.17pct)，研发费用率 0.10% (+0.03pct) 系公司对综合服务平台系统功能优化以及会展管理平台的持续投入，财务费用率 0.83% (-0.02pct)。

http://www.i618.com.cn

➤ **投资建议：**新冠疫情对公司业绩短期冲击不可避免，公司从 1 月 24 日起暂停国内团客、出境游业务，下属景区酒店自疫情扩散暂停营业。乌镇东栅自 2 月 26 日恢复开放、乌村自 2 月 28 日恢复开放，西栅和古北水镇目前仍处于关闭状态。濮院原计划 2020 年有望实现试营业，目前该项目仍处于建设阶段，受新冠肺炎疫情影响预计将推迟开业计划。疫情影响下公司一季度业绩存在亏损可能，去年同期 Q1 营收占全年收入 18.09%，H1 营收占全年营收 41.64%，公司主要业绩基本集中在下半年暑假、十一旅游黄金周。目前高考延期一个月、大部分中小学生学习时间尚未明确，暑假常规客流存在不确定性。短期来看国内疫情控制初见成效，周边游、国内游将率先复苏，公司景区基本属于开放型景区，目前在防控疫情、控制客流条件下逐步恢复营业。中长期重点关注与光大集团整合进展，获得内生增长动力以及优质资金资源支持。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.27\1.03\1.21，对应公司 4 月 9 日收盘价 10.19 元，2020-2022 年 PE 分别为 37.37\9.95\8.46，维持评级给予“增持”评级。

存在风险

➤ 同行竞争风险；安全事故风险；景区客流下降风险；门票降价风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；居民消费需求不及预期风险。

表一：中青旅 2019 年盈利变化分析

单位：万元

	2019	2018	同比增长率
营业收入	1,405,357.41	1,226,476.93	14.58%
营业成本	1,066,835.60	916,189.00	16.44%
毛利率	24.09%	25.30%	-1.21pct
销售费用	153,337.53	127,628.98	20.14%
管理费用	74,210.13	66,851.12	11.01%
研发费用	1,417.65	865.07	63.88%
财务费用	11,629.08	10,385.65	11.97%
投资净收益	8,474.99	13,200.51	-35.80%
营业利润	122,281.59	123,712.98	-1.16%
加：营业外收入	1,255.16	1,155.61	8.61%
减：营业外支出	215.84	341.01	-36.71%
利润总额	123,320.91	124,527.57	-0.97%
减：所得税	32,324.73	32,745.07	-1.28%
净利润	90,996.18	91,782.50	-0.86%
减：少数股东损益	34,180.66	32,040.37	6.68%
归母净利润	56,815.52	59,742.14	-4.90%
扣非归母净利润	43,203.86	49,320.86	-12.40%
EPS	0.7849	0.8254	-4.91%

数据来源：wind，山西证券研究所

表二：中青旅 2019 主营业务情况

单位：万元

	营业收入	YOY	毛利率	YOY	占比	YOY
旅游产品服务	471,803.84	20.70%	8.17%	0.69pct	33.57%	1.70pct
IT 产品销售与技术服务	384,919.79	15.82%	8.48%	1.94pct	27.39%	0.29pct
整合营销服务	267,132.16	4.28%	20.25%	0.31pct	19.01%	1.88pct
景区经营	175,732.21	4.25%	81.35%	0.74pct	12.51%	1.24%pct
酒店业	54,403.80	10.57%	79.49%	1.85pct	3.87%	0.14%pct
房地产销售	42,143.84	104.33%	48.81%	12.97pct	3.00%	-1.68%pct
房屋租赁	9,095.08	5.28%	69.53%	7.30pct	0.65%	-0.06%pct

数据来源：wind，山西证券研究所

表三：中青旅 2019H1 费用率变化情况

	2019	2018	同比
销售费用率	10.91%	10.41%	0.50pct
管理费用率	5.28%	5.45%	0.17pct
研发费用率	0.10%	0.07%	0.03pct
财务费用率	0.83%	0.85%	0.02pct

数据来源：wind，山西证券研究所

表四：中青旅重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14054	5312	14475	14982
收入同比(%)	15%	-62%	172%	3%
归母净利润	568	285	746	877
净利润同比(%)	-5%	-65%	276%	24.5%
毛利率(%)	24.1%	21.8%	24.2%	24.5%
ROE(%)	10.20%	2.0%	7.8%	6.9%
每股收益(元)	0.78	0.27	1.03	1.21
P/E	13.06	37.37	9.95	8.46
P/B	1.13	1.09	1.04	0.73
EV/EBITDA	9.88	18.50	7.96	5.63

数据来源：wind

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,057	7,537	7,746	7,995	营业收入	14,054	5,312	14,475	14,982
现金	1,003	1,023	1,125	1,351	营业成本	10,668	4,154	10,972	11,311
应收账款	2,581	2,652	2,676	2,652	营业税金及附加	98	37	101	105
其他应收款	235	260	260	260	销售费用	1,533	584	1,563	1,588
预付账款	921	930	948	977	管理费用	742	266	753	764
存货	2,367	2,391	2,415	2,439	财务费用	116	45	120	121
其他流动资产	(50)	281	322	317	资产减值损失	0	(1)	(1)	(1)
非流动资产	9,380	7,371	7,384	10,297	公允价值变动收	14	0	0	0
长期投资	2,474	1,979	1,781	2,316	投资净收益	85	20	20	70
固定资产	4,084	4,166	4,249	4,376	营业利润	1,223	247	986	1,163
无形资产	1,213	1,237	1,276	1,299	营业外收入	13	11	11	11
其他非流动	1,609	(11)	78	2,306	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	16,437	14,908	15,129	18,292	利润总额	1,233	255	994	1,171
流动负债	6,224	5,188	5,164	5,194	所得税	323	66	259	305
短期借款	2,483	2,089	2,089	2,089	净利润	910	189	736	867
应付账款	1,487	1,225	1,225	1,237	少数股东损益	342	(10)	(10)	(10)
其他流动负	2,255	1,874	1,850	1,868	归属母公司净利润	568	199	746	877
非流动负债	1,267	514	529	555	EBITDA	1,328	631	1,441	1,614
长期借款	1,026	503	518	544	EPS (元)	0.78	0.27	1.03	1.21
其他非流动	240	11	11	11					
负债合计	7,491	5,702	5,694	5,749					
少数股东权益	2,354	2,377	2,334	2,324					
股本	724	724	724	724					
资本公积	1,753	2,476	2,476	2,476					
留存收益	4,136	4,229	5,548	15,325					
归属母公司股东	6,592	6,829	7,101	10,219					
负债和股东权	16,437	14,908	15,129	18,292					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	596	1,879	1,896	2,090	成长能力				
净利润	910	1,480	1,568	1,752	营业收入	14.58%	-62.20%	172.49%	3.50%
折旧摊销	296	354	354	354	营业利润	-1.16%	-79.82%	299.76%	17.91%
财务费用	124	(6)	(10)	(10)	归属于母公司净利	-4.90%	-65.06%	275.72%	17.53%
投资损失	(85)	(20)	(20)	(20)	获利能力				
营运资金变动	(77)	81	14	24	毛利率(%)	24.09%	21.80%	24.20%	24.50%
其他经营现	(572)	(10)	(10)	(10)	净利率(%)	4.04%	3.74%	5.15%	5.85%
投资活动现金	(1,380)	(1,414)	(1,130)	(1,130)	ROE(%)	10.17%	2.05%	7.80%	6.91%
资本支出	0	(900)	(900)	(900)	ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
长期投资	(522)	(250)	(250)	(250)	偿债能力				
其他投资现	(858)	(264)	20	20	资产负债率(%)	45.57%	41.00%	40.00%	38.00%
筹资活动现金	379	(469)	(568)	(570)	净负债比率(%)	19.78%	-11.00%	1.14%	13.60%
短期借款	228	(430)	(430)	(430)	流动比率	1.13	1.12	1.29	1.31
长期借款	528	40	40	40	速动比率	0.75	0.85	0.87	0.89
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增	0	0	(50)	(50)	总资产周转率	0.91	1.10	1.10	1.10
其他筹资现	(377)	(79)	(128)	(130)	应收账款周转率	10.80	10.30	10.30	10.30
现金净增加额	(405)	(4)	198	390	应付账款周转率	10.01	3.92	11.82	12.17

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.27	1.03	1.21	P/E	13.1	37.4	9.9	8.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	2.60	2.62	2.89	P/B	1.1	1.1	1.0	0.7
每股净资产(最新摊薄)	9.11	9.43	9.81	14.12	EV/EBITDA	9.88	18.50	7.96	5.63

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

