

19 业绩承压，疫情后或将逐步恢复 增持（下调）

2020 年 04 月 12 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,054	11,635	14,851	16,548
同比（%）	14.6%	-17.2%	27.6%	11.4%
归母净利润（百万元）	568	324	642	762
同比（%）	-4.9%	-43.0%	98.3%	18.6%
每股收益（元/股）	0.78	0.45	0.89	1.05
P/E（倍）	12.69	22.26	11.22	9.46

事件

公司发布 2019 年报，营收 140.5 亿（+14.6%），归母净利 5.7 亿（-4.9%），扣非归母 4.3 亿（-12.4%）。

投资要点

■ **Q4 营收环比改善，扣非大幅负增长。**2019 年公司营收 140.5 亿（+14.6%），归母净利润 5.7 亿（-4.9%），扣非归母净利 4.3 亿（-12.4%），毛利率下降、费用提升拖累扣非归母负增长。2019Q4 营收 45.1 亿（+35.2%），增速环比 Q3 进一步改善，归母净利润 0.23 亿（-54.1%），扣非归母 0.11 亿（-77.4%），主要受古北水镇及房地产投资收益下降，人工、财务等费用增加所致。

■ **整体经营稳健，古北水镇及 IT 技术产品服务业务拖累业绩。**

➢ 旅行社业务全年营收 47.2 亿（+20.7%），毛利率 8.2%，较上年同期提升 0.69pct；整合营销业务营收 26.7 亿（+4.3%），净利润 0.7 亿（+2.6%）；酒店业务营收 5.4 亿（+10.6%），净利润 0.4 亿（+18.7%）；IT 产品销售与技术服务业务营收 38.5 亿（+15.8%），毛利率 8.5%，较上年同期下降 1.94pct，主要受供应商返点率降低和彩票服务合同调整影响。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。地产销售业务营收 4.2 亿（+104.3%）。

➢ 景区方面：1) 乌镇持续打造会展小镇标杆，经济下行期经营稳健。19 年营收 21.8 亿（+14.4%），净利润 8.1 亿（+10.0%）。接待游客数微增 0.35%至 918 万人次，客单价增长至 237 元（+14.0%），是营收增长的主要动力。在经济下行区间，乌镇通过优化资源配置和产品、渠道创新有效提升盈利水平，通过延伸业务边界积极拓展围绕度假、会展、文化的景区全产业链商业机会，Q4 单季营收 8.1 亿（+46.6%），客单价 432 元（+53.6%）。2) 古北水镇景区受北京 club med 开园分流、北京地区大型活动、交通区位等多因素影响，接待游客 239 万人次（-6.7%），营收 9.5 亿（-4.8%），受地产投资收益减少和成本费用上升因素影响，净利润 1.5 亿，较上年同期减少 1.6 亿，客单价增长 2%至 397 元。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.96
一年最低/最高价	9.24/17.13
市净率(倍)	1.09
流通 A 股市值(百万元)	7209.45

基础数据

每股净资产(元)	9.11
资产负债率(%)	45.57
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)：控费提效叠加基数降低，Q3 环比进一步改善》2019-10-30

2、《中青旅 (600138)：两大景区经营稳健，业绩受费用扰动》2019-08-16

3、《中青旅 (600138)：乌镇客流企稳，净利润受费用端影响》2019-04-26

■ **整体毛利受部分业务影响,三费整体保持稳健。**2019 年公司毛利率 24.1%,下降 1.21pct,主要是由于 IT 产品销售/酒店/房地产销售/房地产租赁业务毛利率分别下降 1.94pct/1.85pct/12.97pct/7.30pct 所致。期间费用率稳健,微增 0.35pct 至 17.1%主要是由于销售费用率提升 0.51pct。

■ **疫情下 2020 展望:现金流稳健,持续提升产品力。**

- 在财务管理方面进一步推进消费金融公司出资成本、超短融发行、分子公司授信、加大应收清算等工作内容,3 月底曾为子公司提供 2 亿元担保,积极保障稳定现金流。
- 业务层面持续提升品牌,优化线上营销,积极进行产品开发,拓展新的商业模式,员工培训为疫情复工充分准备。
- 在政府政策扶持方面,公司各业务单元将积极与相关机构对接,在旅行社质量保证金退回、租金减免、税收优惠、阶段性减免社保费和暂缓住房公积金等多个方面获得政策扶持。
- 2020 年公司将持续巩固乌镇及古北水镇经营、完善整合营销,预计仍在施工中的濮院项目或将推迟开业。预计 2020 年公司将加快“旅游+教育”全国布局,整合素质教育的上下游产业链;并在武汉军运会标杆项目基础上,争取国内赛事期中和期后运营;积极探索“旅游+康养”业务合作。

■ **盈利预测:**19 年经济下行趋势对景区景气度造成一定影响,叠加 2020 年疫情冲击下景区闭园、疫情逐步结束后客流爬坡等因素,预计 20-22 年营收 116.4、148.5、165.5 亿元,同比增速为-17.2%、27.6%、11.4%,预计 20-22 年归属净利 3.2、6.4、7.6 亿元,同比增速为-43.0%、98.3%、18.6%,当前股价对应动态 PE 为 22、11、9 倍。基于疫情不确定性与谨慎性假设,下调评级至“增持”

■ **风险提示:**疫情持续蔓延带来宏观经济波动、景区及旅行社竞争加剧、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)	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%
201	Q		9.77%		-						

7	1										
	H 1	784	11.36%	512.62	7.28%	152.94	3.81%	245.11	7.67%	267.51	6.92%
	Q 3	453	39.81%	290.03	27.35%	156.19	9.79%	130.84	23.77%	159.19	30.44%
	Q 4	409	23.09%	210.83	4.97%	193.83	17.26%	92.96	-3.75%	117.87	13.05%
2018	Q 1		4.31%		-18.30%		22.61%				
	H 1	833	6.25%	449.57	-12.30%	185.29	21.15%	202.48	-17.39%	247.09	-7.63%
	Q 3	520	14.79%	269.22	-7.18%	193.15	23.66%	114.52	-12.47%	153.91	-3.32%
	Q 4	552	35.08%	196.24	-6.92%	281.29	45.12%	83.99	-9.65%	113.04	-4.10%
2019	Q 1		3.19%		-		3.19%				
	H 1	855	2.60%	446	-0.80%	191.71	3.47%				
	Q 3	515	-0.96%	285	5.69%	181.00	-6.29%				
	Q 4	809	46.56%	187	-4.57%	431.97	53.57%				

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%
	Q3	328	-2.09%	90.67	-4.38%	361.75	2.39%

	Q4	202	-1.84%	48.02	-6.34%	421.58	4.80%
--	----	-----	--------	-------	--------	--------	-------

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	2019Q3	2019Q4
营业总收入	2507.35	3059.62	3361.84	3335.95	2542.76	3309.75	3692.23	4508.84
yoy	22.8%	12.5%	14.0%	0.8%	1.4%	8.2%	9.8%	35.2%
归母净利润	98.81	306.09	141.70	50.83	64.09	318.09	162.63	23.34
yoy	14.0%	17.6%	-8.2%	-27.9%	-35.1%	3.9%	14.8%	-54.1%
扣非净利润	93.59	212.26	139.60	47.76	55.13	202.81	163.29	10.79
yoy	4.4%	63.7%	-6.5%	-23.6%	-41.1%	-4.5%	17.0%	-77.4%
毛利率 (%)	23.5%	25.3%	23.4%	28.6%	24.0%	25.7%	23.4%	23.5%
期间费用率 (%)	16.0%	13.0%	16.7%	20.8%	18.5%	15.3%	16.5%	18.2%
其中：销售费用率 (%)	10.4%	8.4%	10.1%	12.6%	12.4%	9.7%	9.7%	11.9%
管理费用率(含研发费用, %)	4.9%	4.0%	5.5%	7.3%	4.9%	4.9%	6.1%	5.5%
财务费用率 (%)	0.8%	0.6%	1.0%	0.9%	1.2%	0.8%	0.7%	0.8%
归母净利率 (%)	3.9%	10.0%	4.2%	1.5%	2.5%	9.6%	4.4%	0.5%
ROE (%)	1.75	5.27	2.36	0.83	1.04	5.06	2.51	0.35
pct	0.07	0.34	-0.47	-0.44	-0.71	-0.22	0.15	-0.48
资产负债率 (%)	39.62	41.00	43.73	44.09	43.89	44.87	46.26	45.57
pct	1.53	4.58	5.96	1.59	4.27	3.86	2.53	1.48
存货	1,951.53	2,053.31	2,182.51	2,092.66	2,054.21	2,313.10	2,539.26	2,367.32
较上年同比增减	1,465.92	1,592.88	1,727.04	287.95	102.69	259.79	356.75	274.66
存货周转天数	88.08	82.57	79.39	76.57	96.53	90.29		75.25
较上年同比增减	60.47	59.61	58.39	27.58	8.45	7.73		-1.32
应收账款	1642.70	2175.61	2210.47	2189.50	2130.78	2317.58	2354.68	2345.06
较上年同比增减	118.28	627.91	595.95	360.87	488.08	141.97	144.20	155.56

应收账款周转天数	62.30	64.74	61.07	58.97	76.46	69.31		58.08
较上年同比增减	-5.62	6.05	5.55	3.67	14.16	4.57		-0.89
应付账款及应付票据	1034.30	1169.07	1298.75	1622.21	1163.93	1530.64	2057.03	1727.08
较上年同比增减	-141.43	67.01	71.52	307.63	129.63	361.56	758.28	104.87
预收账款	869.09	978.65	1234.31	1017.02	1227.07	1317.85	1511.89	1024.81
较上年同比增减	17.20	201.68	472.58	105.99	357.98	339.19	277.58	7.78
经营性现金流净额	(134.60)	264.99	569.01	719.06	75.24	541.36	1175.38	596.21
较上年同比增减	-11865%	-10%	8%	-192%	-156%	104%	107%	-17%
筹资性现金流净额	125.99	(24.66)	374.74	253.45	466.81	211.99	(76.45)	378.97
较上年同比增减	-63%	-114%	-20%	-75%	271%	-960%	-120%	50%
资本开支	237.56	427.31	334.94	-266.60	318.11	460.36	242.50	44.55
较上年同比增减	19%	33%	106%	128%	34%	8%	-28%	-117%

数据来源：wind，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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,057	7,048	10,803	9,649	营业收入	14,054	11,635	14,851	16,548
现金	1,003	2,827	3,452	3,871	减:营业成本	10,668	9,125	11,338	12,539
应收账款	2,345	1,438	2,275	2,402	营业税金及附加	98	120	147	157
存货	2,367	1,480	2,299	2,370	营业费用	1,533	1,219	1,537	1,691
其他流动资产	1,341	1,303	2,777	1,005	管理费用	742	622	787	877
非流动资产	9,380	9,383	10,797	11,661	财务费用	116	87	107	119
长期股权投资	2,474	2,904	3,416	3,891	资产减值损失	0	5	5	5
固定资产	4,084	3,732	4,509	4,848	加:投资净收益	85	70	73	75
在建工程	442	272	382	383	其他收益	263	180	250	250
无形资产	1,213	1,288	1,386	1,484	营业利润	1,223	714	1,259	1,489
其他非流动资产	1,167	1,187	1,104	1,056	加:营业外净收支	10	11	8	8
资产总计	16,437	16,431	21,600	21,310	利润总额	1,233	725	1,268	1,498
流动负债	6,224	6,068	10,379	9,262	减:所得税费用	323	187	327	386
短期借款	2,483	2,369	4,469	5,277	少数股东损益	342	214	298	349
应付账款	1,487	926	2,066	1,246	归属母公司净利润	568	324	642	762
其他流动负债	2,255	2,773	3,844	2,739	EBIT	1,421	845	1,404	1,701
非流动负债	1,267	908	834	615	EBITDA	1,717	1,146	1,738	2,079
长期借款	1,026	783	652	461					
其他非流动负债	240	125	183	154	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	7,491	6,976	11,214	9,877	每股收益(元)	0.78	0.45	0.89	1.05
少数股东权益	2,354	2,568	2,866	3,216	每股净资产(元)	9.11	9.51	10.39	11.35
	6,592	6,887	7,520	8,217	发行在外股份(百万股)	724	724	724	724
归属母公司股东权益					ROIC(%)	10.1%	6.0%	8.0%	8.8%
负债和股东权益	16,437	16,431	21,600	21,310	ROE(%)	10.2%	5.7%	9.1%	9.7%
					毛利率(%)	24.1%	21.6%	23.7%	24.2%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	4.0%	2.8%	4.3%	4.6%
经营活动现金流	596	2,460	356	1,159	资产负债率(%)	45.6%	42.5%	51.9%	46.3%
投资活动现金流	-1,380	-221	-1,660	-1,153	收入增长率(%)	14.6%	-17.2%	27.6%	11.4%
筹资活动现金流	379	-415	1,929	413	净利润增长率(%)	-4.9%	-43.0%	98.3%	18.6%
现金净增加额	-399	1,824	625	419	P/E	12.69	22.26	11.22	9.46
折旧和摊销	296	301	334	377	P/B	1.09	1.05	0.96	0.88
资本开支	1,066	-378	877	402	EV/EBITDA	7.19	9.11	6.99	6.10
营运资本变动	-653	1,617	-938	-360					

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>