

Q3 扣非业绩回正, 周边游回暖期待景区复苏 增持 (维持)

2020 年 11 月 03 日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	14,054	7,754	13,252	15,107
同比 (%)	14.6%	-44.8%	70.9%	14.0%
归母净利润 (百万元)	568	-111	528	612
同比 (%)	-4.9%	-119.5%	577.6%	15.7%
每股收益 (元/股)	0.78	-0.15	0.73	0.84
P/E (倍)	12.97	-66.60	13.95	12.05

事件: 公司公布三季报, 20Q1-3 营收 46.5 亿 (-51.3%), 实现归母净利-1.3 亿 (-123.5%), 扣非净利-2.9 亿 (-168.5%)。

■ **整体业绩承压, 环比改善。**前三季度实现营收 46.5 亿 (-51.3%), 实现归母净利-1.3 亿 (-123.5%), 扣除计入当期损益的政府补助 3.2 亿、少数股东权益影响额 (税后) -7977 万, 所得税影响额-7160 等非经常性损益后, 归母扣非净利-2.9 亿 (-168.5%)。单三季度营收 20.9 亿 (-43.3%, 降幅环比收窄 15.7pct), 归母净利 2900 万 (-82.2%), 归母扣非净利转正, 实现盈利 2352 万 (-85.6%, 降幅环比收窄 66.5pct), 复苏持续。货币资金 14.1 亿 (+40.5%), 主要系回收应收款及银行借款增加所致。

■ **乌镇、古北良性复苏, 业务稳健。**

1) 乌镇前三季度共接待游客 182.7 万人次 (-75%); 实现营业收入 4.7 亿 (-65.7%); 实现净利 9582 万 (-84.5%)。Q3 客流量达 108.9 万人次 (-61.8%, 降幅环比 20H1 收窄 21.7pct), 营收 2.8 亿 (-45.4%, 降幅环比 20H1 收窄 32.5pct)。举办第二届全球工业互联网大会、打造“今日乌镇”等视频专辑, 提升品牌知名度和传播力, 持续刺激景区复苏。

2) 古北水镇 20Q1-3 共接待游客 73 万人次 (-61.9%), 营收 3.6 亿 (-51.7%), 净利润-1.3 亿。在北京二次疫情有效控制、暑期旅游季及周边游需求释放等利好叠加下, Q3 营收 2.4 亿 (-28.1%, 环比 Q2 降幅收窄 43.1pct), 累计接待游客 49 万 (-46%, 环比 Q2 降幅收窄 29.4pct), 客单价 482 元 (+33.1%)。

■ **商旅需求有所回暖, 其他业务板块逐步发力。**

1) 中青博联依托“博联云+”、数字营销等线上线下解决方案积极推进会展, 深度参与中国国际服贸交易会及阿里巴巴 20 周年年会, 业务板块持续发力。

2) 酒店业务方面, 山水酒店前三季度实现营业收入 2.33 亿 (-44%), 酒店持续聚焦智慧酒店系统研发升级, 优化丰富“非接触式服务”线上渠道, 山水酒店蝉联中国酒店集团 50 强、饭店集团 60 强等奖项。

3) 策略性投资业务方面, 创格科技&风采科技整体营收同比+14.7%, 中青旅大厦继续带来稳定利润贡献。

■ **毛利率持续提升, 费控平稳。**20Q1-3 毛利率 16.6% (-7.8pct), 销售费用率 13.6% (+3.2pct), 管理费用率 8% (+2.8pct), 研发费用率 0.2% (+0.03pct), 财务费用率 2.2% (+1.3pct)。单三季度毛利率 20.2% (-3.2pct, 环比+5.1pct), 主要受益文旅需求回暖。销售费用率 10.7% (+1pct), 管理费用率 6.6% (+0.8pct, 不含研发费用), 财务费用率 0.1% (-0.1pct), 费用率环比 Q2 基本持平。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.18
一年最低/最高价	9.20/13.39
市净率(倍)	1.15
流通 A 股市值(百万元)	7368.69

基础数据

每股净资产(元)	8.89
资产负债率(%)	46.73
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): Q1 业绩大幅下滑, 静观文旅需求回暖》2020-04-29
- 2、《中青旅 (600138): 19 业绩承压, 疫情后或将逐步恢复》2020-04-12
- 3、《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

- **景区业务或带动未来业绩复苏。**在当前国内疫情防控逐步向好背景下，公司两大景区均为核心城市圈周边的特色小镇模式，契合周边游、短途游的后疫情时代热门旅游方式。1) 7月14日恢复跨省旅游后，乌镇迎来江苏、上海、山东等全国各地暑期客流（乌镇75%以上的客流来自浙江省外地区），预计Q4客流量仍将持续回升。结合疫情后旅游需求市场的特点，乌镇推出康养、亲子、教育、文化、夜游等丰富产品，扩展消费场景，提升客单价，20Q3乌镇客单价258元(+42.5%)。2) 7月25日起古水北镇全面开放，8月古水北镇入住率已超去年同期，日均游客量超1万人次，亲子游、夜游等占比持续提升。9月末，连通北京北站及古北口站的怀密线正式开通，景区游玩便利性进一步提升，持续受益周边游消费趋势。
- **盈利预测与投资评级：**根据经营数据调整盈利预测，预计20-22年营收77.5、132.5、151.1亿，同比增速为-44.8%、70.9%、14.0%，20-22年归母净利-1.11、5.28、6.12亿元，同比增速为-119.5%、577.6%、15.7%，EPS为-0.15、0.73、0.84元，对应PE为-67、14、12倍，维持“增持”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（单位：百万元/万人次）

		营收	营收 yoy	客流	客流量 yoy	客单 (元)	客单 yoy	东栅 客流	yoy	西栅 客流	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%				
	Q3	515	-0.96%	285	5.69%	181.00	-6.29%				
	Q4	809	46.56%	187	-4.57%	431.97	53.57%				
2020	Q1		-78.99%		-82.97%		3.98%				
	H1	189	-77.89%	73.78	-83.46%	256.17	33.62%				
	Q3	281	-45.44%	108.92	-61.78%	257.99	42.53%				

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：斜体为预计数。

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%
2020	Q1	48	-68.65%	6.74	-78.15%	708.93	43.48%
	Q2	77	-71.14%	17.23	-75.33%	448.11	16.95%
	Q3	236	-28.05%	49.00	-45.96%	481.63	33.14%

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	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
营业总收入	3335.95	2542.76	3309.75	3692.23	4508.84	1201.23	1354.06	2091.97
yoy	0.8%	1.4%	8.2%	9.8%	35.2%	-52.8%	-59.1%	-43.3%
归母净利润	50.83	64.09	318.09	162.63	23.34	(197.77)	40.89	29.00
yoy	-27.9%	-35.1%	3.9%	14.8%	-54.1%	-408.6%	-87.1%	-82.2%
扣非净利润	47.76	55.13	202.81	163.29	10.79	-206.47	-105.68	23.52
yoy	-23.6%	-41.1%	-4.5%	17.0%	-77.4%	-474.5%	-152.1%	-85.6%
毛利率 (%)	28.6%	24.0%	25.7%	23.4%	23.5%	11.9%	15.2%	20.2%
期间费用率 (%)	20.8%	18.5%	15.3%	16.5%	18.2%	32.7%	24.1%	18.9%
其中: 销售费用率 (%)	12.6%	12.4%	9.7%	9.7%	11.9%	18.7%	13.7%	10.7%
管理费用率 (含研发费用, %)	7.3%	4.9%	4.9%	6.1%	5.5%	11.2%	7.7%	6.7%
财务费用率 (%)	0.9%	1.2%	0.8%	0.7%	0.8%	2.8%	2.7%	1.5%
归母净利率 (%)	1.5%	2.5%	9.6%	4.4%	0.5%	-16.5%	3.0%	1.4%
ROE (%)	0.83	1.04	5.06	2.51	0.35	(3.05)	0.64	0.45
pct	-0.44	-0.71	-0.22	0.15	-0.48	-4.09	-4.42	-2.06
资产负债率 (%)	44.09	43.89	44.87	46.26	45.57	47.03	45.45	46.73
pct	1.59	4.27	3.86	2.53	1.48	3.14	0.58	0.47
存货	2,092.66	2,054.21	2,313.10	2,539.26	2,367.32	2,487.25	2,581.60	2,749.23
较上年同比增减	287.95	102.69	259.79	356.75	274.66	433.04	268.50	209.97
存货周转天数	76.57	96.53	90.29		75.25	206.37	201.82	178.23
较上年同比增减	27.58	8.45	7.73		-1.32	109.85	111.52	91.62
应收账款	2189.50	2130.78	2317.58	2354.68	2345.06	1815.21	1440.24	1710.84
较上年同比增减	360.87	488.08	141.97	144.20	155.56	-315.57	-877.34	-643.83
应收账款周转天数	58.97	76.46	69.31		58.08	155.84	133.32	117.82
较上年同比增减	3.67	14.16	4.57		-0.89	79.39	64.01	53.55
应付账款及应付票据	1622.21	1163.93	1530.64	2057.03	1727.08	1557.66	971.13	1159.47
较上年同比增减	307.63	129.63	361.56	758.28	104.87	393.73	-559.50	-897.56

预收账款	1017.02	1227.07	1317.85	1511.89	1024.81	0.00	0.00	0.00
较上年同比增减	105.99	357.98	339.19	277.58	7.78	-1,227.07	-1,317.85	-1,511.89
经营性现金流净额	719.06	75.24	541.36	1175.38	596.21	333.41	393.33	510.06
较上年同比增减	-192%	-156%	104%	107%	-17%	343%	-27%	-57%
筹资性现金流净额	253.45	466.81	211.99	(76.45)	378.97	512.38	562.07	875.03
较上年同比增减	-75%	271%	-960%	-120%	50%	10%	165%	-1245%
资本开支	-266.60	318.11	460.36	242.50	44.55	315.49	169.55	141.03
较上年同比增减	128%	34%	8%	-28%	-117%	-1%	-63%	-42%

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：经营及筹资现金流为年内累计数

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	6,081	8,507	9,495	营业收入	14,054	7,754	13,252	15,107
现金	1,003	2,190	3,080	3,534	减:营业成本	10,668	6,395	10,130	11,511
应收账款	2,345	1,941	1,372	2,898	营业税金及附加	98	84	132	145
存货	2,367	1,138	2,238	2,048	营业费用	1,533	979	1,418	1,600
其他流动资产	1,341	811	1,816	1,016	管理费用	742	593	702	801
非流动资产	9,380	9,606	10,464	11,181	财务费用	116	155	106	121
长期股权投资	2,474	2,624	2,875	3,127	资产减值损失	0	5	5	5
固定资产	4,084	4,293	4,657	5,072	加:投资净收益	85	-45	56	57
在建工程	442	214	443	443	其他收益	263	380	250	250
无形资产	1,213	1,288	1,386	1,484	营业利润	1,223	-111	1,070	1,237
其他非流动资产	1,167	1,187	1,104	1,056	加:营业外净收支	10	16	8	8
资产总计	16,437	15,686	18,971	20,677	利润总额	1,233	-95	1,078	1,246
流动负债	6,224	5,825	8,405	9,447	减:所得税费用	323	76	278	321
短期借款	2,483	2,086	2,542	2,883	少数股东损益	342	-60	271	313
应付账款	1,487	2,233	2,579	3,503	归属母公司净利润	568	-111	528	612
其他流动负债	2,255	1,506	3,284	3,061	EBIT	1,421	29	1,169	1,335
非流动负债	1,267	1,114	1,016	808	EBITDA	1,717	330	1,494	1,696
长期借款	1,026	989	834	655					
其他非流动负债	240	125	183	154					
负债合计	7,491	6,939	9,421	10,255	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	2,354	2,294	2,566	2,878	每股收益(元)	0.78	-0.15	0.73	0.84
					每股净资产(元)	9.11	8.91	9.65	10.42
归属母公司股东权益	6,592	6,453	6,984	7,543	发行在外股份(百万股)	724	724	724	724
负债和股东权益	16,437	15,686	18,971	20,677	ROIC(%)	10.1%	0.5%	8.1%	8.6%
					ROE(%)	10.2%	-1.9%	8.4%	8.9%
					毛利率(%)	24.1%	17.5%	23.6%	23.8%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	4.0%	-1.4%	4.0%	4.0%
经营活动现金流	596	2,574	1,736	1,491	资产负债率(%)	45.57%	44.2%	49.7%	49.6%
投资活动现金流	-1,380	-829	-1,114	-1,007	收入增长率(%)	14.6%	-44.8%	70.9%	14.0%
筹资活动现金流	379	-558	268	-30	净利润增长率(%)	-4.9%	-119.5%	577.6%	15.7%
现金净增加额	-399	1,187	890	454	P/E	12.97	-66.60	13.95	12.05
折旧和摊销	296	301	324	360	P/B	1.12	1.14	1.06	0.98
资本开支	1,066	124	584	477	EV/EBITDA	7.28	32.14	6.94	6.11
营运资本变动	-653	2,256	575	156					

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>