中青旅(600138)

报告日期：2017 年 7 月 31 日

景区扩张是亮点，各业务协同增效促增长

——中青旅深度报告

：邱茵茵　　执业证书编号：S1230516050001
：021-80106024
：qiuyinyin@stocke.com.cn

评级	增持
上次评级	首次评级
当前价格	￥20.97

单季度业绩	元/股
1Q/2017	0.16
4Q/2016	0.14
3Q/2016	0.23
2Q/2016	0.49

报告导读

作为国内领先的旅游综合运营商，公司积极灵活的战略调整保证了公司的稳定增长，其中所展现出来的管理能力是我们看好公司的核心原因。

投资要点

❑ **景区业务量价齐升，积极探索管理模式输出**

景区业务 2016 年贡献了公司近 45%的利润。乌镇的统一管理和多样化的文化内容与产品使其在过去几年中营收实现 20%左右增长的同时，净利润实现 30%以上的增长，盈利能力不断增强。2014 年开始经营的古北水镇成为了公司第一个异地复制项目的成功案例，营收与净利润在开业前三年就实现了 50%以上的增长。已储备的乌村及濮院项目值得期待。同时，公司积极探索景区管理输出模式，成立景区业务持续投资及请私产管理的输出平台，后续项目落地速度或将加快。

❑ **旅行社业务是营收主要来源，遨游网注入新活力**

2016 年公司的旅行社业务占营收的近 40%。作为国际化大型旅游运营商，公司面对行业变幻，积极应对：旗下遨游网为公司旅行社业务打开想象空间；进军中高端定制旅游顺应消费升级趋势；打造“旅游+”产品，扩充旅游外延和内涵，布局业绩增长新亮点。

❑ **整合营销、酒店业务协同效应明显；策略投资为公司业绩提供稳定支持**

近几年公司整合营销及酒店业务盈利能力持续下降。我们认为，公司对于经营策略的灵活调整能力以及各业务的整合协同能力将同样体现在整合营销及酒店业务上。另外，中青博联及山水酒店已登陆新三板市场，有望借助资本力量继续做强做大。公司策略投资业务保持 10%左右的稳定增长，为公司业务提供稳定支持。

❑ **盈利预测及估值**

我们预计 2017 年至 2019 年，公司 EPS 分别为 0.81 元、0.97 元、1.22，当前股价对应的 PE 分别为 25.91 倍、21.64 倍、17.21 倍。公司的历史估值区间在 21 倍到 45 倍，目前估值 31 倍，给予增持评级。

❑ **风险提示：**景区运营不达预期

财务摘要

（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	10327.48	11410.81	12388.36	13444.65
(+/-)	-2.36%	10.49%	8.57%	8.53%
归母净利润	483.52	585.92	701.38	882.15
(+/-)	63.83%	21.18%	19.71%	25.77%
每股收益（元）	0.67	0.81	0.97	1.22-
P/E	31.39	25.91	21.64	17.21

公司简介

作为中国旅游行业的领先品牌和综合运营商，公司坚持以创新为发展的根本推动力，不断推进旅游价值链的整合与延伸，在观光旅游、度假旅游、会奖旅游、差旅管理、景区开发、酒店运营等领域具有卓越的竞争优势。

相关报告

报告撰写人：邱茵茵

数据支持人：邱茵茵

正文目录

1. 景区业务是利润最主要的贡献来源 5
2. 景区增势喜人，轻资产扩张可期 6
2.1. 休闲游行业：多因素驱动行业快速增长 6
2.2. 景区业务：现有景区量价齐升，积极探索景区扩张新模式 7
2.2.1. 乌镇景区：丰富文化内涵、完善会议功能 7
2.2.2. 古北水镇：乌镇模式的成功复制 10
2.2.3. 乌村及濮院 12
2.2.4. 总结 13
3. 协同业务：旅游服务、整合营销、酒店运营 13
3.1. 旅游服务业务 13
3.1.1. 旅游行业现状 13
3.1.2. 线上遨游，培育“旅游+”新业态 15
3.2. 整合营销业务：协同景区，挖掘业绩增长新亮点 17
3.3. 山水酒店：连锁扩张或将加速 18
4. 策略性投资：公司业绩的稳定支撑 19
5. 盈利预测与估值 20
5.1. 盈利预测 20
5.1.1. 景区业务 20
5.1.2. 旅游服务产品、整合营销业务及酒店业务 22
5.1.3. 策略投资业务 22
5.2. 投资建议 23

图表目录

图 1: 各项业务营业收入占比 5
图 2: 前三大业务营业收入占比变化及毛利率情况 5
图 3: 各项业务的毛利润占比 6
图 4: 2013-2016 年国内旅游市场规模 6
图 5: 2013-2016 年国内周边游游客数量及增长率 6
图 6: 2016 年每月节假日天数（加上周末调休） 7
图 7: 2016 年国内游客出游时间选择 7
图 8: 2011-2016 年国内私人汽车及汽车驾驶员规模 7
图 9: 2011-2016 年汽车租赁市场行业规模及增长率 7
图 10: 乌镇的地理位置 8
图 12: 乌镇收入及增速 8
图 13: 乌镇游客数量及增速 8
图 14: 乌镇人均消费构成及其他消费占比 9
图 15: 乌镇客房总量 9
图 16: 2007-2016 年乌镇净利润及增速 9
图 17: 2007-2016 年乌镇净利润率 9
图 18: 古北水镇营业收入及增速 10
图 19: 古北水镇净利润及增速 10
图 20: 古北水镇游客数量及增速 11
图 21: 古北水镇人均消费 11
图 22: 古北水镇净利润率 11
图 23: 全国旅行社数量 13
图 24: 全国旅行社营业收入及增速 13
图 25: 全国旅游业总收入及增速 14
图 26: 旅行社营业收入占旅游业总收入的比（%） 14
图 27: 在线旅游市场规模 14
图 28: 在线旅游市场渗透率 14
图 29: 在线旅游市场各子行业占比 14
图 30: 各机构发布的在线旅游度假市场的规模及增速 14
图 31: 旅游度假市场在线渗透率 15
图 32: 在线旅游度假市场行业格局 15
图 33: 旅行社业务营业收入及增速 15
图 34: 中青旅旅行服务产品毛利率 15
图 35: 2015 年在线旅游度假网站月度访问次数 16
图 36: 2015 年在线旅游度假网站月度覆盖人数 16
图 37: 出游率及人均旅游花费 16
图 38: 城镇居民各类旅行支出 16
图 39: 整合营销服务收入及增长率 17
图 40: 整合营销服务净利润及增长率 17
图 41: 整合营销服务业务净利润率 18
图 42: 整合营销服务各细分业务收入占比 18

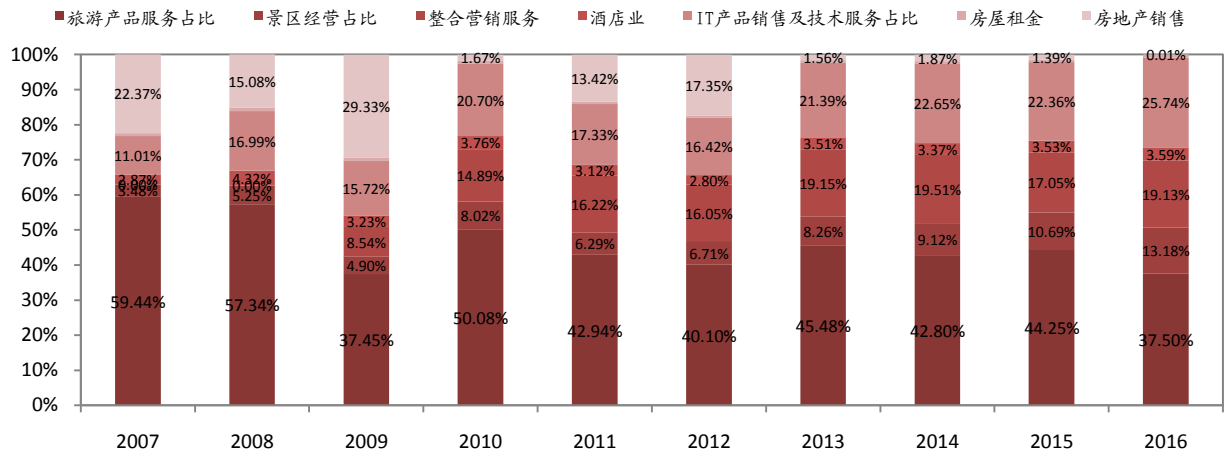
图 43：山水酒店收入及增长率 18
图 44：山水酒店净利润及增长率 18
图 45：酒店业务净利润率 19
图 46：山水酒店家数 19
图 47：IT 产品销售及技术服务收入及增速 19
图 48：中青旅创格科技有限公司收入及增速 19
图 49：中青旅风采科技收入及增速 19
图 50：中青创格科技有限公司及中青旅风采科技净利率 19
图 51：房屋租金收入及增速 20
图 52：房屋租金毛利率 20

表 1：同类景区相关情况 8
表 3：乌镇与古北水镇外部环境比较 11
表 4：乌村套餐价格 （元/人） 12
表 5：公司历年旅行服务产品业务的策略 15
表 6：乌镇景区收入及净利润利润预测 21
表 7：古北水镇收入及净利润利润预测 21
表 8：旅游服务产品收入及利润预测 22
表 9：策略投资收入及利润预测 22
表附录：三大报表预测值 24

1. 景区业务是利润最主要的贡献来源

公司旅游服务一直是营业收入的主要来源，景区业务占比逐年提升。近十年，旅游服务的占比虽然在逐渐下降，从 2007 年的 59.44%下降到了 2016 年的 37.5%。即便如此，公司旅游服务依旧是营业收入占比最大的业务板块。IT 产品销售及技术服务从 2013 年开始成为营业收入的第二大来源，占比达到 21.39%，2016 年占比达到 25.74%。景区业务在营业收入中的占比也逐渐提升，从 2007 年的 3.48%上升至 2016 年的 13.18%。前三大业务占比一直超过一半，近三年稳定在 75%左右。

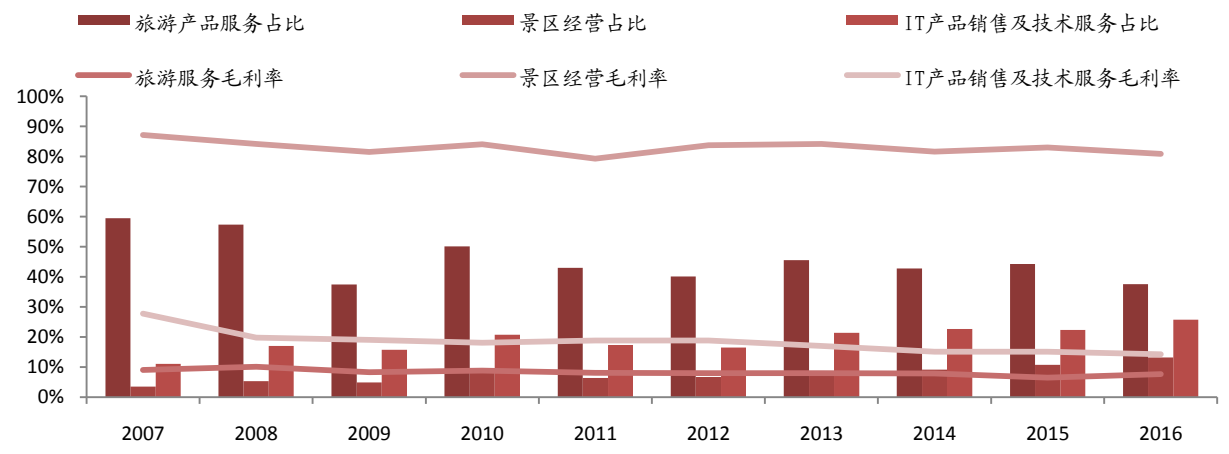
图 1：各项业务营业收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

营业收入占比变化与毛利率成正向关系；也就是说，公司调整业务结构，提升毛利率高的业务的营收占比，从而提升盈利能力。旅游产品服务是公司最传统的业务，随着消费者心理的日渐成熟以及 OTA 的冲击，旅游产品服务的毛利率从 2007 年的 9%下滑至 2016 年的 7.58%，2015 年甚至下滑至 6.41%。然而，景区业务的毛利率一直高居 80%以上。这是因为，一方面，我国旅游已经发展到了大众化旅游中高级阶段，向日常休闲回归，休闲需求成为越来越多家庭的刚性需求；另一方面，公司在景区业务上打造了乌镇和古北水镇等拳头产品的同时，与时俱进的将景区不断转型，提升复合收入及盈利能力。

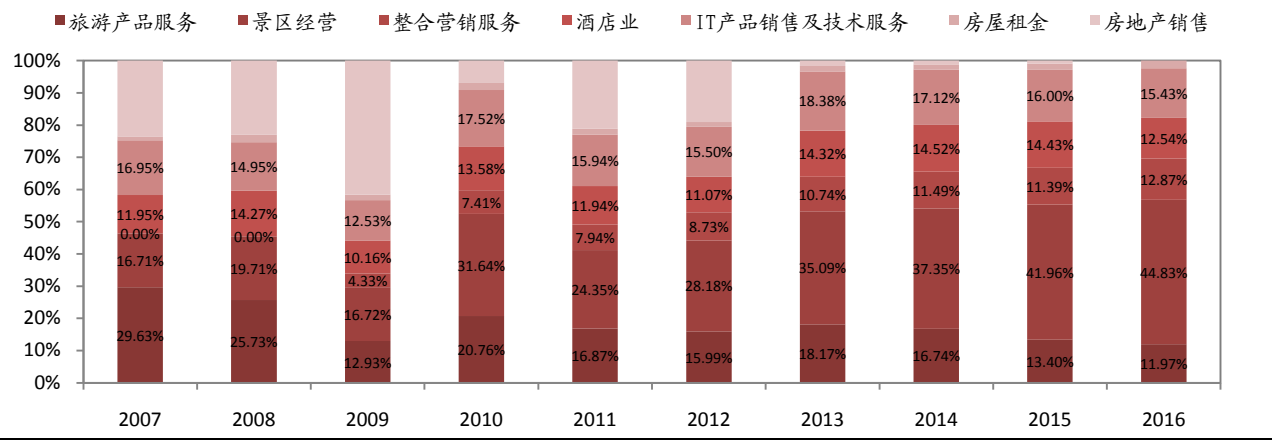
图 2：前三大业务营业收入占比变化及毛利率情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

与此对应的，景区业务成为了利润贡献的主要来源。2007 年景区业务占毛利润的比例为 16.71%，到了 2016 年，已经大幅上升至了 44.83%；与此同时，2007 年至 2016 年旅游产品服务业务从 29.63%下滑至 11.97%。IT 产品销售及技术服务在对公司利润的贡献上一直维持在 15%左右。值得注意的是，整合营销业务从 2009 年的 4.33%逐年提升至了 2016 年的 12.87%，成为除景区业务以外唯一一个贡献逐年增加的业务。

图 3：各项业务的毛利润占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

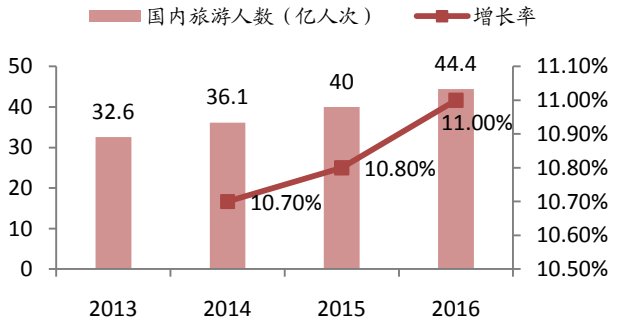
从营收占比、净利润占比及净利率等财务指标的变化可以看出，面对旅游市场格局出现的众多变化，公司重点发展利润率高的业务提升公司的盈利能力和经营质量。同时，利用在资本市场、供应商、同业、客户等方面积累的丰富资源，以控股型架构打造了旅游服务、整合营销、景区、酒店等多个专业化平台，实行多元化、综合化的经营策略，构建自己的核心经营模式和品牌优势。

2. 景区增势喜人，轻资产扩张可期

2.1. 休闲游行业：多因素驱动行业快速增长

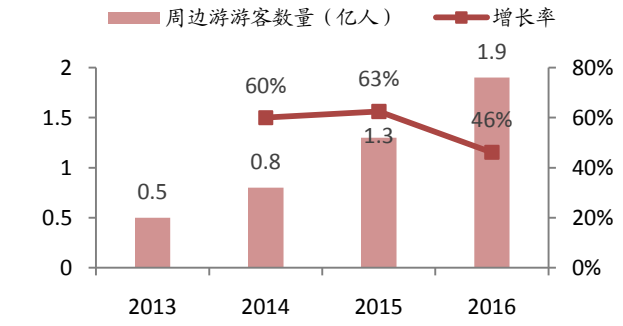
周边游游客快速增长。近年来我国旅游业一直稳定增长，国内旅游人数在 2014-2016 年保持 10%以上的增长趋势，并在 2016 年达到 44.4 亿人次。从旅游目的地而言，周边游的游客数量增幅显著。2016 年，周边游出游人次约 1.9 亿，增幅达到 46%，而 2014、2015 年的周边游游客增幅分别为 60%和 63%，远超同期国内旅游人数的增幅。

图 4：2013-2016 年国内旅游市场规模



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 5：2013-2016 年国内周边游游客数量及增长率

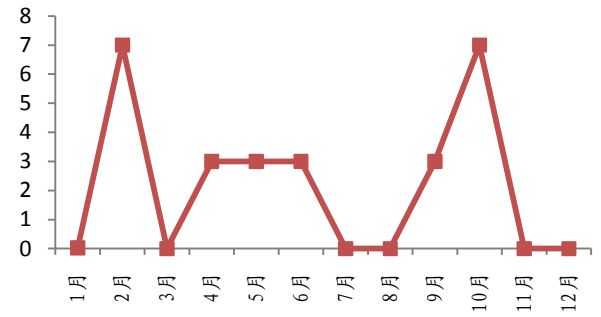


资料来源：比达咨询，浙商证券研究所

假期碎片化带动了周边游游客数量增长。2008 年起，国务院调整《全国年节及纪念日放假办法》，五一劳动节从原 3 天假期调整为 1 天，增加清明节、端午节、中秋节假期各 1 天。此后，全年仅有春节及国庆两个长假，其余均为 3 天短假。从出行时间选择上来看，2016 年 66.2%的国内游客选择在法定节假日出游，法定节假日成为游客出行的首

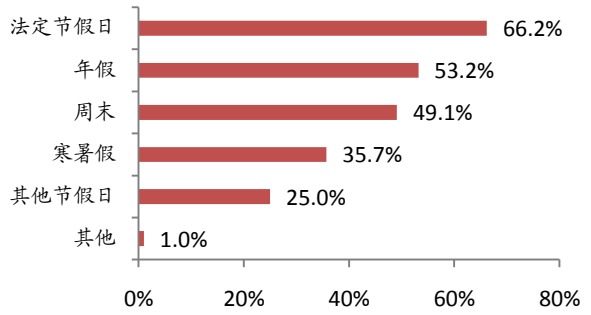
要时间选择。然而 3 天假期难以进行国内长途游或出境游，极大限制了出游距离，因此方便快捷的短期周边游成为首选。

图 6：2016 年每月节假日天数（加上周末调休）



资料来源：国务院办公厅，浙商证券研究所

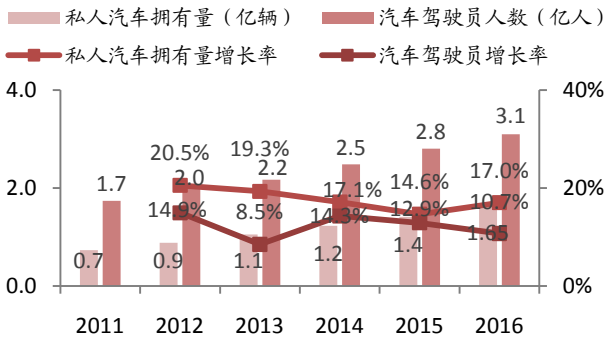
图 7：2016 年国内游客出游时间选择



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

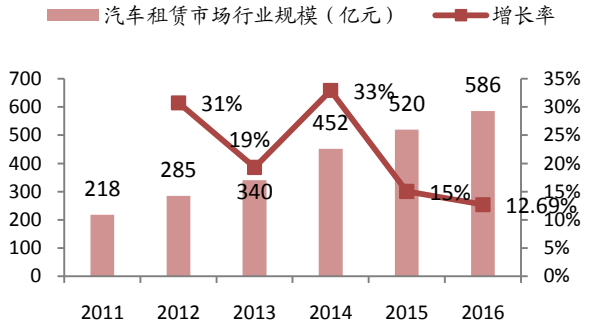
自驾游成为周边游的主要形式之一，私家车保有量的增加及汽车租赁市场的兴起也成为重要推手。2016 年，我国私人汽车拥有量达到 1.65 亿辆，同比增长 17%。汽车驾驶人达到 3.1 亿人，同比增长 10.7%。私人汽车拥有量及汽车驾驶人的增长扩大了人们的出行距离，使得短途自驾游成为新兴旅游方式。汽车租赁市场方面，2016 年汽车租赁市场规模达到 586 亿元，同比增长 12.69%。汽车租赁行业市场规模的稳步增长进一步方便周边游游客出行，提升周边游游客数量。

图 8：2011-2016 年国内私人汽车及汽车驾驶员规模



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 9：2011-2016 年汽车租赁市场行业规模及增长率



资料来源：中国产业信息，浙商证券研究所

2.2. 景区业务：现有景区量价齐升，积极探索景区扩张新模式

2.2.1. 乌镇景区：丰富文化内涵、完善会议功能

乌镇是有 1300 年的江南水乡古镇，完整地保存了晚清和民国时期水相古镇的风貌和格局，素有“鱼米之乡，丝绸之府”之称。乌镇地处长江三角洲的核心地带，距离杭州、苏州各 80 公里，距离上海 120 公里。目前，乌镇景区可以分为东栅、西栅和乌村三部分。东栅项目 1999 年开始建设，2001 年正式对外开放；2003 年西栅景区启动，2006 年正式对外开放；2016 年乌村正式对外开放。目前，公司持有乌镇旅游 66%的股权。

我们认为，乌镇的游客数量和营收超过其他古镇的原因在于商户客栈的统一管理和多样化的门票选择。2016 年，乌镇景区接待游客 906.44 万人次，同比增长 13.97%，实现营业收入 13.6 亿元，同比增长 19.88%。与其他古镇收取门票租金，景区内商户自营的管理模式相比，乌镇旅游对景区内所有商户、客栈进行统一管理。商户方面，景区内所有商户都由乌镇旅游统一招商，严格规定业态占比和分布，开店需递交详细的商业计划，与乌镇理念不冲突，才允许经营。乌镇旅游针对每家店铺特色进行区域划分，做到每个细分业态只有一家店。客栈方面，公司对景区内民居进行整体改造，统一经营，客栈客房收益全部归乌镇旅游，客栈经营者即原住居民获得餐饮收益。通过统一管理，乌镇得以

完善景区内部业态分布，从而提升古镇旅游趣味性，同时统一调控价格也有利于杜绝景区恶性竞争隐患。门票方面，乌镇针对东西栅收取不同门票，东栅门票 100 元/张，西栅门票 120 元/张，联票 150 元/张。2016 年东栅游客数量为 429.94 万人，西栅游客数量为 476.5 万人，增幅分别为 8.78%和 19.1%。乌镇划分东西栅景区不仅有利于拓展自身景点面积，景点数量，充分挖掘自身观光价值，也在一定程度上给予游客更多门票及观光选择。

图 10：乌镇的地理位置

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 1：同类景区相关情况

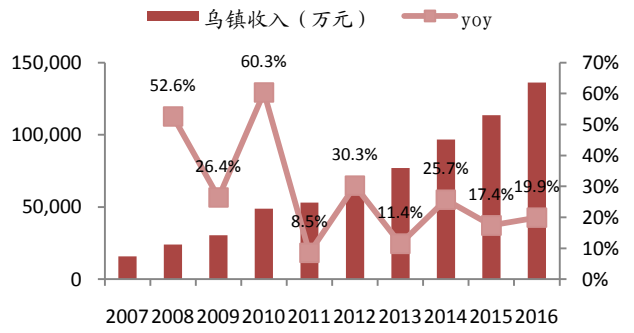
景点	2015	2016	门票	2016 年门票收入（万元）
周庄	300	300	100 元/张	30,000
同里	678	749[1]	80 元/张	59,920
西塘	759	778	100 元/张	77,800
南浔	504	544[2]	80 元/张	43,520
乌镇	795	906	东栅 100 元/张 西栅 120 元/张 联票 150 元/张	100,174[3]

资料来源：各景区网站，浙商证券研究所

量价同升，乌镇收入保持高增长。乌镇收入从 2007 年的 1.58 亿元增长至 2016 年的 13.61 亿元，复合增长率达到 24%。即便在 2015 年乌镇收入超过 10 亿规模，其近两年的收入增长率依旧保持在 15%-20%。**收入如此的高速增长得益于客流及人均消费的同时提升。**2010 年因世博会，乌镇游客数量增速达到 77.47%；2011 年因 2010 年的高基数，增速回落至-10.43%；2013 年因禽流感、天气、限制“三公”消费等因素的影响，客流增速为-5.32%。其他年份，乌镇的游客增速稳定在 15%左右。

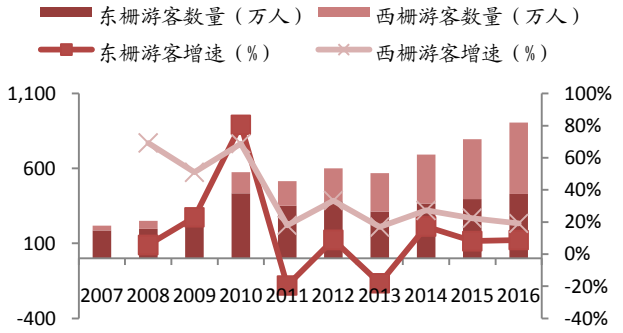
东西栅景区游客人数保持 10%以上的稳定增长。乌镇东栅景区水乡风貌完整、生活气息浓郁，手工作坊和传统商铺各具特色，最适合周边休闲游客忙里偷闲。因而，随着休闲周边游的兴起，东栅景区的游客人数也逐年增加，从 2007 年的 185.5 万人增长至了 2016 年 429.94 万人。东西栅景区除了西栅景区面积远大于东栅景区以外，它们最大的区别在于：东栅是与其他古镇类似的观光型景区，而西栅定位会议加休闲体验。西栅由十二个岛屿组成，保留了水乡古镇的外貌的同时，也有现代化的配套设施，完美的融合了观光与度假的功能。西栅景区在 2006 年正式对外开放后，游客人数迅速增长，前三年保持了 50%以上的增长。2011 年接棒东栅成为乌镇景区游客增长的主要动力。近三年，西栅亦保持了 20%以上的高速增长。2015 年，西栅景区游客人数第一次超过东栅的 395.23 万人，达到 400.11 万人，2016 年达到了 476.5 万人。我们预计乌镇景区在 2017 年至 2019 年游客增速将保持 10%以上的增长，龙头地位进一步巩固。

图 12：乌镇收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：乌镇游客数量及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

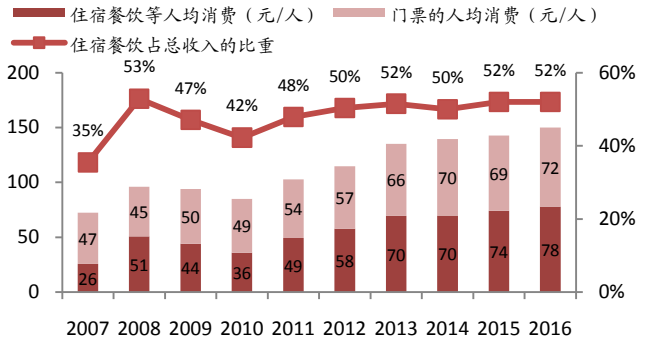
1 采用 2015 年同里古镇游客数量*江苏省 2016 年游客人数增长率计算所得。

2 采用 2016 年南浔区游客总数*南浔古镇占南浔区接待游客数量比例计算所得。

3 未考虑联票销售。

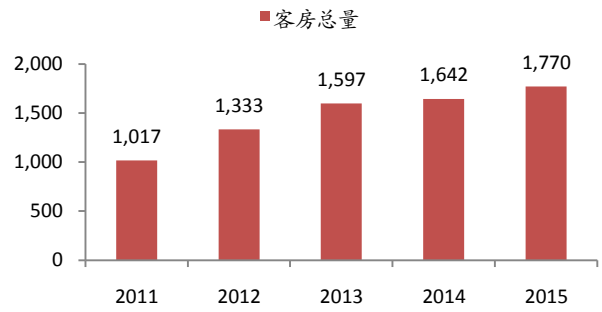
人均消费同时稳步提升，一方面是实际门票价格的提升，另一方面是除门票之外的其他消费金额的增加。东栅景区自开业以来门票价格在 100 元/人，西栅景区为 120 元/人。公司在淡旺季会有适当的价格调整，但从整体来说，乌镇的人均门票价格是不断上涨的。经过我们测算，近三年人均实际门票价格在 70 元左右。最新一次门票价格调整已经通过听证，预计将在今年 8 月 1 日开始实行。调整后东栅景区门票价格将调整为 120 元/人，西栅景区的门票价格调整为 150 元/人。门票价格的调整将增加乌镇收入。假设客流不变的情况下，我们预计此次提价使门票收入实现 16.53%的增长。除了门票价格，其他消费的增加是带来人均消费增加最主要的因素。从我们的测算可以看到，2007 年其他人均消费的金额在 26 元，之后逐年增长，到了 2016 年达到了 78 元。近五年其他消费的占比一直维持在 50%以上。其他消费中以住宿为最主要的消费。景区内的新增客房数量每年都保持着百间以上，到了 2016 年达到了 2000 间左右。互联网大会会议中心已经建设完成，相关的公寓会在今年开始建设，我们预计新增客房数量在 500 间左右。目前，乌镇客房平均房价在 650 元至 700 元左右，入住率在 70%左右。后续公司将对最早投入使用的民宿及客房进行修葺升级，升级后房价也有望继续提升。另外，日益丰富的乌镇文化体验项目也有望带来人均消费的提升。

图 14：乌镇人均消费构成及其他消费占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

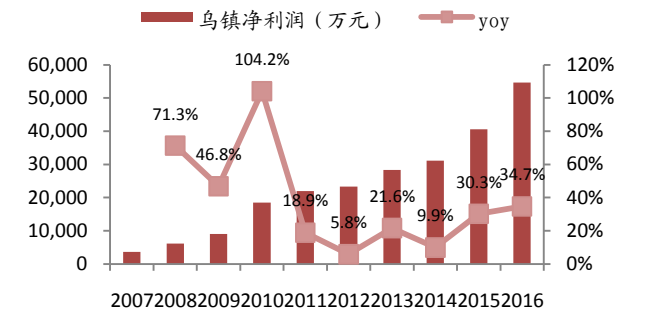
图 15：乌镇客房总量



资料来源：浙商证券研究所

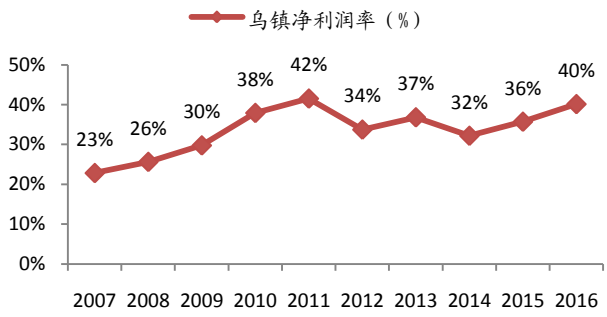
盈利能力持续提升。乌镇的净利润从 2007 年的 0.36 亿元增长至 2016 年的 5.46 亿元，复合增长率高达 31 %。净利润增长速度超过收入速度得益于利润率的提升，从 2007 年的 22.84%稳步提升至了 2016 年的 40.14%。

图 16：2007-2016 年乌镇净利润及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 17：2007-2016 年乌镇净利润率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们认为，**乌镇景区多年来量价均能保持稳定增长、同时净利率不断提升的原因在于公司不断致力于丰富景区的文化内涵、布局景区的会议功能。**

1、丰富景区的文化内涵，深挖景区价值。乌镇建设之初就实行将古镇历史文化与旅游相结合的开发模式，秉承“符合多元运营、度假商务并重”的经营模式，目标是建设高品质文化型综合旅游目的地。有了这样的定位，在过去十年中，公司举办各类民间民俗文化活动、开发民宿文化场馆及特色店铺，让游客有各种机会充分体验江南水乡的民俗；2013 年，首届乌镇戏剧节成功举办，进一步提升了乌镇从“观光古镇”到“度假古镇”再到“文化古镇”品牌影

响力。2016 年，开展了乌镇国际当代艺术邀请展、第四届乌镇戏剧节、首届乌镇国际未来视觉艺术计划等活动，举办“尼采与木心”主题展、“莎士比亚与汤显祖”特展等展览，持续扩大“文化乌镇”品牌影响力。

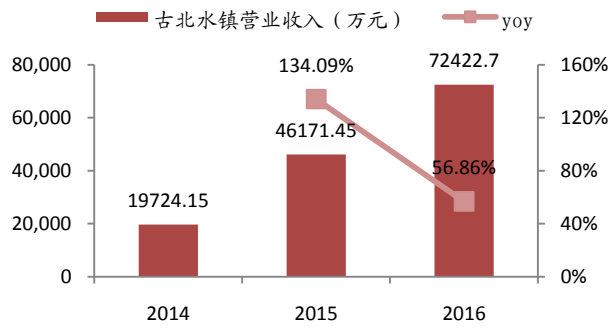
2、布局景区会议功能，平滑景区客流。2011 年，景区新开鼎升号、通安小木屋、本草乌茶店等民间特色店铺 9 间，能布局会议功亦日益完善；2012 年，枕水会议中心和 2013 年乌镇大剧院相继投入使用，景区承接大型晚会和高规格商务会议的能力大大提升；2013 年，中国微博大会、G30 财长会议、国际组织工程与再生医学亚太年会、ELLE25 周年会、新周刊 2013 中国年度新锐榜等多场颇具影响力的国际国内大会在景区成功举办。有了 2013 年的成功经验，2014 年首届世界互联网大会在乌镇成功举办，极大的提升了乌镇的知名度与影响力。之后，景区在硬件设施不断完善的基础上，建立商务会议标准化管理体系，进一步提升商务接待质量，强化景区商务会议接待的竞争优势。2016 年，公司以世界互联网大会为契机，优化景区网络环境，实现吃住行游购娱全环节电子钱包覆盖，并与高德地图合作上线全国首个“智慧景区”服务，推动景区向“会展小镇”、“智慧旅游小镇”的战略升级和转型。

2.2.2. 古北水镇：乌镇模式的成功复制

古北水镇位于北京市密云区古北镇口，以“长城观光、北方水乡”为特色的度假小镇。古北水镇于 2010 年开始投资建设，2013 年建设完成，2014 年正式投入运营。目前公司直接持有古北水镇旅游有限公司 25.81%股权，通过乌镇旅游间接持股 15.48%，是古北水镇公司的第一大股东及实际控制人。

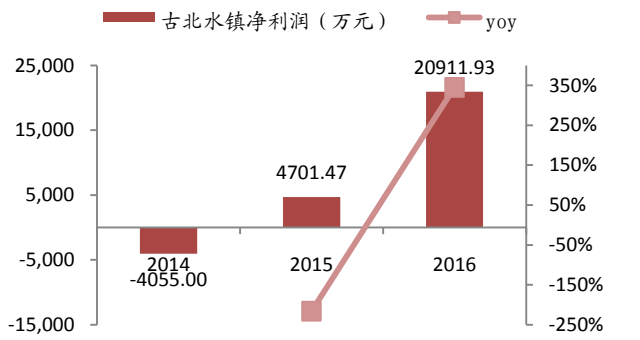
古北水镇营业收入及净利润均高速增长。营业收入方面，2014 年第一年开业便实现了近 2 亿的收入；2015 年实现 134%的增长，至 4.62 亿元；2016 年在高基数的情况下依旧实现 57%的增长至 7.24 亿元。净利润方面，2014 年扣除古北房地产公司投资收益后，古北水镇亏损 0.4 亿元；第二年也就是 2015 年，古北水镇就实现了扭亏为盈，实现净利润 0.47 亿元；2016 年实现 344%的超高速增长，净利润达到 2.1 亿元。

图 18：古北水镇营业收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

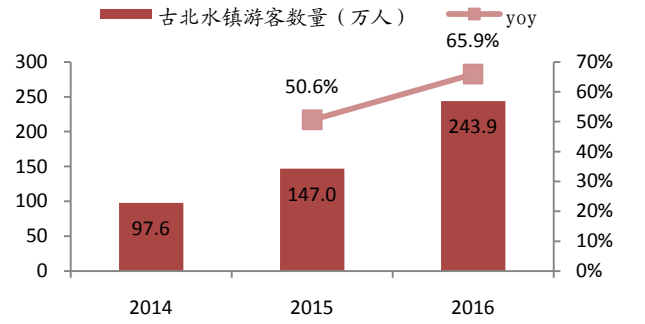
图 19：古北水镇净利润及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

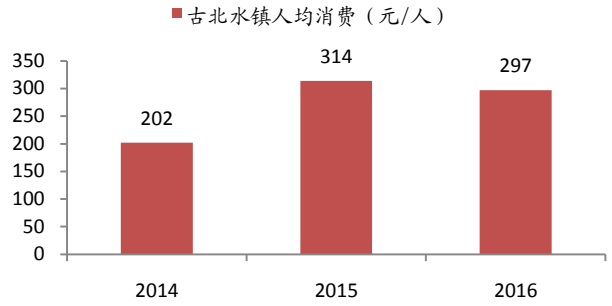
营业收入的高速增长得益于游客数量的增长以及人均消费的增加。游客人数从 2014 年的 97.6 万人增长至 2016 年的 243.9 万元，增长率维持在 50%以上。游客的人均消费从 2014 年 202 元提升至 2016 年的 297 元，2015 年更是突破 300 元，达到 314 元。目前，古北水镇的票价为 150 元/人，司马台长城的票价为 40 元/人。近三年，票价相对稳定的情况下，人均消费的增加主要来自于除门票以外的其他消费的增加。**除了营业收入的影响之外，净利润的高速增长还来自于净利润率的大幅提升。**2016 年古北水镇的净利润率大幅提升近 20 个 bp，达到了 28.87%。虽然净利润率提升幅度很大，但是与成熟的乌镇景区 40%左右的净利润率相比，还有很大的提升空间。

图 30：古北水镇游客数量及增速



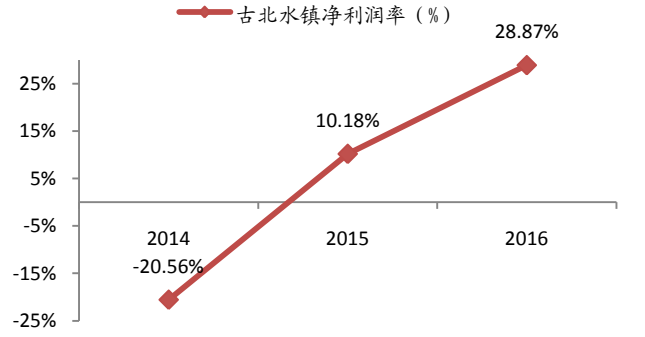
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 21：古北水镇人均消费



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 42：古北水镇净利润率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我们认为，古北水镇开业三年实现高速增长原因在于：地理位置优越、整体规划合理（经营模式、历史文化）、管理运营有效。

1、地理位置优越，交通便利。古北水镇地处北京和承德的黄金旅游线之间，离京承高速公路司马台长城出口不足 5 公里。从北京出发仅 100 多公里，大约 1 小时左右的车程；从天津出发不到 300 公里，大约 4 小时左右的车程。古北水镇与乌镇一样，与周边主要大城市 2-4 小时左右的车程距离，这是作为周边游综合度假目的地的理想距离。另外，从人均可支配收入来看，古北水镇周边城市与乌镇周边城市的人均可支配收入均在三万至四万，消费能力相当。

表 2：乌镇与古北水镇外部环境比较

游览方式	周边城市	与景点距离（KM）	人均可支配收入（元）
乌镇	嘉兴	34Km	48926
	湖州	52Km	37193
	苏州	69Km	47651
	杭州	83Km	46116
	上海	129Km	54305
	宁波	200Km	44641
	南京	257Km	44009
古北水镇	承德	90Km	16095
	北京	139Km	52530
	廊坊	184Km	25070

唐山	219Km	25534
天津	220Km	34074

资料来源 ： 国家统计局，浙商证券研究所

2、设计合理，突出北方水乡古镇稀缺性。在北方景区中水镇这样的景区很少，但是仅北京市就存在巨大的短途休闲度假游需求，供需严重失衡。古北水镇背靠司马台长城，坐拥鸳鸯湖水库，是京郊稀缺的山水城结合度假小镇。司马台长城被誉为最美的长城，观赏价值极高；同时，这里军事文化和民俗文化底蕴深厚。基于此，古北水镇在设计时便巧妙利用堤坝等设施，打造出了北方稀缺的水乡小镇。另外，有别于其他古镇景区对原有建筑的简单修葺，古北水镇充分展现出对区域历史、文化、民俗的理解，确保水镇与周边环境的协调。外部使用“修旧如久”的手法进行整体打造，基于整个街区风貌，力求展现出古镇原有的风貌与历史；内部则重新分割、使用先进的生活设施与设备，满足游客的现代化居住需求。

3、规划完善，提升古镇管理能力。一般古镇大多采用租赁经营或集体经营的模式，各处产权归属当地居民，在经营管理过程中就会出现各类问题，很难统一经营管理，进而损害游客体验。古北水镇则将商铺和住宅产权全部统一，景区内的各类经营主体需要在公司的规范下经营，受到公司的统一管理。这样的做法不仅解决了当地居民与游客的矛盾，同时也极大的提升了游客的体验。古北水镇的景区面积约为乌镇的 3 倍，随着接待能力持续提升，未来游客数量增长空间巨大；古北水镇的人均消费也是乌镇的 2 倍多，随着景区产品的丰富，人均消费金额继续提升可期。另外，后续管理运营的成熟加上折旧摊销的结束，净利润也将保持高速增长的态势。

4、景区品质和商务会议接待能力不断提升。首先，合理规划布局，提升古镇生活体验。古北水镇在规划时就按照现代居住社区的标准，配套了包括公共场所、社区休闲活动空间、人文活动设施及旅游配套设施，同时设立了戏楼、祠堂、书院、镖局。其次，推出各类游览项目，丰富景区产品项目。2014 年，庙会、温泉、冰雪等游览项目陆续推出；2015 年新推出“古北过大年”、“长城下的圣诞小镇”、“中秋祭月” 等系列节庆活动，以及夜游长城、热气球、长城马拉松等特色项目；2016 年除了继续推出节庆活动之外，联合参与奥运舞蹈编创的主创团队打造“虚拟现实”的灯光水秀表演；根据北方季节特点推出冰上娱乐项目，进一步充实具有体验性、娱乐性的温泉设施及演艺活动，极大的丰富了游客在景区内的游览、休闲活动。另外，商务会议作为公司平滑景区淡旺季、提升收入的重要手段，接待能力不断提升。2014 年共接待两百余个商务会议；2015 年接待商务会议 624 个，成为众多企事业单位首选的京郊高品质会奖旅游目的地；2016 年 10 月，景区中的客房总数继续增加，并配备单体宴会厅，商务会议及活动接待能力提高。

2.2.3. 乌村及濮院

乌村。乌村以江南农村风情为主基调，定位“高端乡村旅游度假区”，与东西栅水乡小镇的定位形成互补。2016 年 2 月乌村开始试运营。基于乌村的定位及特点，推出了一价全包套餐和热诚的文化创造者的两种特色服务。一价全包套餐模式不仅免除了游客因多次付费而带来的不便，同时也避免了商家乱开价带来的价格体系混乱；COO（热诚的文化创造者）这项特色服务可以让远离乡村太久的城市人更深刻的体验农村生活。乌村位于乌镇西栅景区历史街区北侧 500 米，交通方便。考虑到乌村的容客能力，我们假设西栅游客的转化率为 15%，按照 2016 年 476 万元的西栅游客基础，乌村的游客人数为 71.4 万人。考虑到目前乌村的套餐价格以及经营之初的营销折扣等，我们假设人均消费 150 元/人，乌村收入可达到 1.07 亿元。未来随着乌村经营的成熟，转化率及人均消费的提升，收入提升空间巨大。

表 3：乌村套餐价格 （元/人）

游览方式	套餐	散客成人价	西栅景区游客	儿童价
非住宿类	乌村游套餐	280	220	150
	乌村+西栅联游套餐	340	-	210
住宿类	套餐众多，区别主要在于配套房型不同。但所有套餐至少包含：乌村与西栅往返游览车、乌村特色餐饮（住宿期间）、乌村内特定饮品畅饮/特定小吃畅吃、乌村内特定活动体验、西栅景区门票。			

资料来源 ： 乌镇旅游官方官网，浙商证券研究所

濮院项目。2013 年 11 月，公司控股子公司乌镇旅游出资 2.45 亿元，与桐乡市濮院金翔云旅游投资有限公司共同出资设立桐乡市濮院旅游有限公司，持股 49%。桐乡市濮院旅游有限公司承担开发濮院古镇。濮院距离乌镇 20 公里，该项目是桐乡市获批成为全国首个国家旅游综合改革试点县后的战略布局；是桐乡市确定打造长三角重要休闲度假旅游目的地、建设世界知名旅游城市的旅游发展基本战略。对公司来说，濮院项目“历史文化和时尚购物”的定位将进一步充实乌镇的内容，提升乌镇的品牌影响力，增强公司的核心竞争力和盈利能力。目前，濮院项目已进入建设阶段。我们相信，乌镇和古北水镇培育的管理运营团队以及积累的丰富经验，将使未来濮院项目的成功运营成为大概率事件。

2.2.4. 总结

我们认为，在休闲游需求旺盛但休闲游景区品质良莠不齐的背景下，品质古镇景区将脱颖而出。乌镇及古北水镇的盈利水平及增速展现了公司强大的品质景区的打造及运营能力。另外，即便乌镇及古北水镇获得了巨大的成功，但是公司对于品质的追求一直不曾停歇。

精耕景区运营市场，未来增长可期。2016 年 12 月，公司设立了乌镇管理公司，将该公司作为景区业务持续投资以及轻资产管理输出的平台；2017 年 2 月，公司又与 IDG、红杉资本成立了产业基金。我们预计，公司景区管理输出的速度将加快，打开公司新的增长通道。

3. 协同业务：旅游服务、整合营销、酒店运营

公司已按照控股型架构打造了旅游服务平台、整合营销平台、景区投资平台、酒店运营平台，并在“点”的布局基础上发挥协同效应，构建旅游生态圈，在世界互联网大会、目的地营销业务等方面已体现出相应的协同效应。

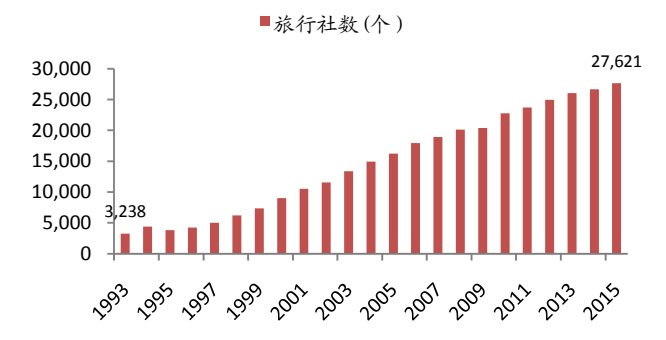
3.1. 旅游服务业务

作为中国旅游行业的领先品牌和综合运营商，面对复杂多变的外部环境、愈发激烈的市场竞争，公司致力于成为国际化大型旅游运营商，坚持“控股型、多平台、营造旅游生态圈”的战略定位，着手培育旅游+体育、旅游+教育、旅游+康养等新业态。

3.1.1. 旅游行业现状

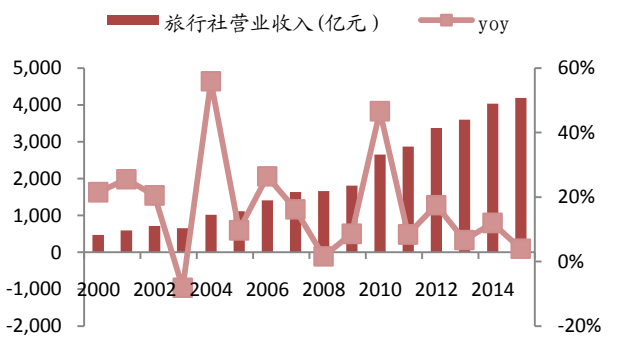
旅游需求旺盛，供给端竞争激烈。从需求端来看，旅游业总收入十年增长了十倍，在 2015 年达到了 4.13 万亿元，近五年均保持在 12%左右的增速。相应的全国旅行社营业收入从 2000 年的 470 亿增长至 2015 年的 4189 亿，十五年增长了近 10 倍。从供给端来看，全国旅行社数量二十年时间增长了 8 倍，从 1993 年到 2015 年，旅行社数量从 3238 个增加至 27621 个。但是全国旅行社营业收入在旅游业总收入的占比不断下降，由 2010 年的 16.87% 下滑至了 2015 年的 10.14%。这背后是众所周知的以携程为代表的在线旅游网站的崛起。

图 53： 全国旅行社数量



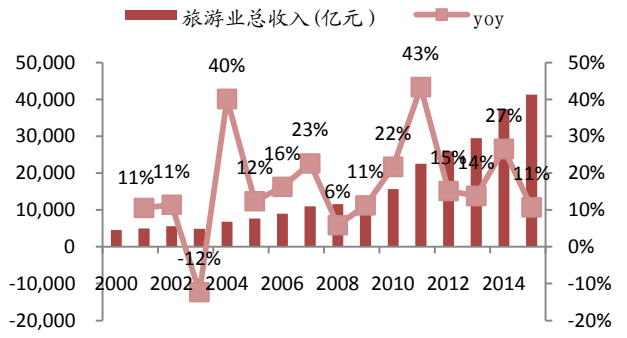
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 24： 全国旅行社营业收入及增速



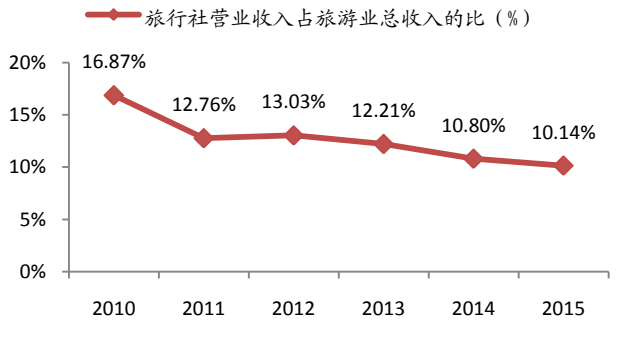
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 65：全国旅游业总收入及增速



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

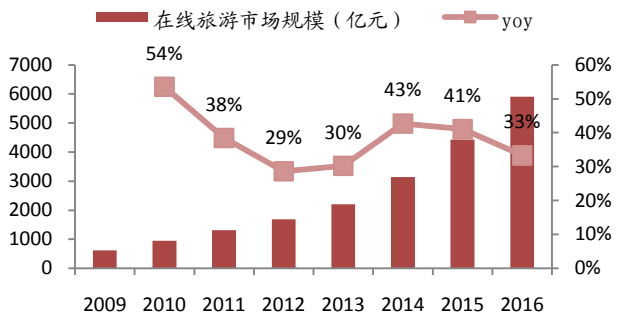
图 26：旅行社营业收入占旅游业总收入的比（%）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

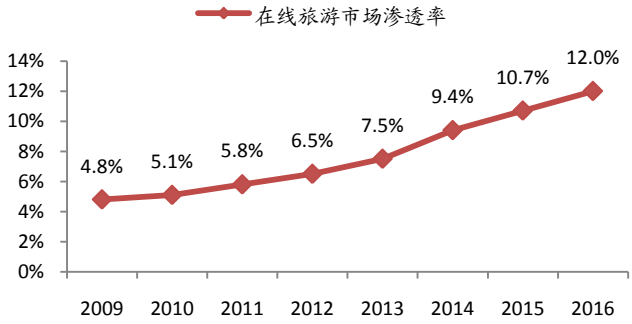
伴随着国内旅游市场大环境的增长，在线旅游 OTA 企业在市场中地位将进一步得到强化，其市场营收规模将持续扩大。在线旅游市场规模在过去五年一直保持在 40%的高速增长，即便是 2012 年的最低值也在 29%。；2016 年在线旅游市场规模达到 5904 亿元。据艾瑞咨询预测，2017 年至 2019 年在线旅游市场规模仍将保持 20%左右的增长。除了整个旅游需求旺盛带来的增长之外，在线旅游市场渗透率的提高也是在线旅游市场规模快速增长的原因。2009 年，在线旅游市场的渗透率仅为 4.8%，然而到了 2016 年已经上升到 12%。

图 77：在线旅游市场规模



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

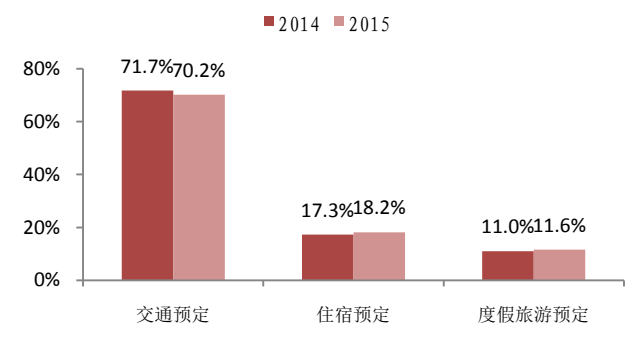
图 28：在线旅游市场渗透率



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

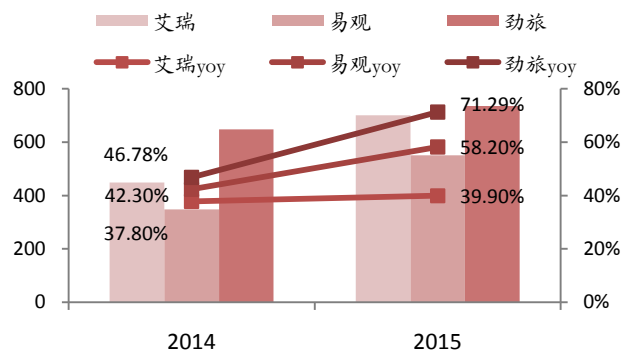
在线旅游三大市场集中度高，行业龙头优势明显。在线旅游市场可以分为在线交通预定市场、在线住宿预定市场和在线度假旅游市场。目前，在线旅游市场交易规模最大的是在线交通预定，2014 年占比为 71.7%，2015 年略有下降，占比为 70.2%；其次为在线住宿预定，占比最小的是在线度假旅游市场。三大市场前三大企业的市占率均达到 50%以上，且有进一步提升的可能。

图 89：在线旅游市场各子行业占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

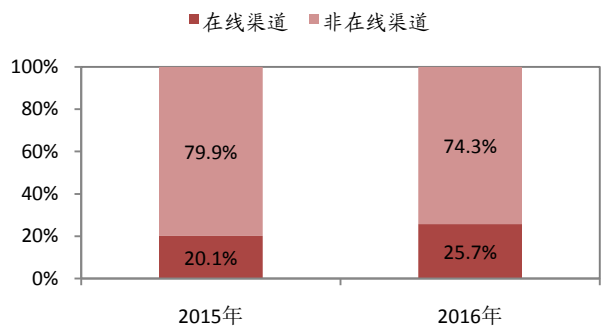
图 90：各机构发布的在线旅游度假市场的规模及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

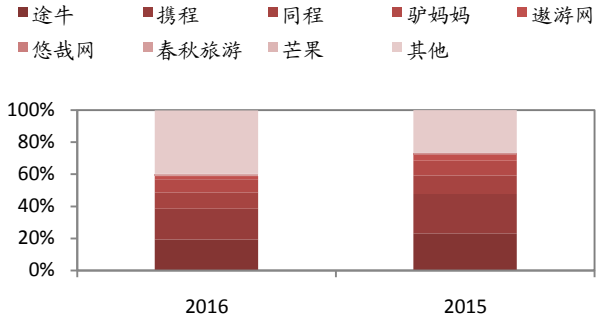
度假市场总交易规模的增长和在线渗透率的提高共同推动在线旅游度假市场 35%-40%的高增长。消费需求的增长以及政府以及上游旅游企业投入力度的加大，2016 年度假市场整体增长率为 18.3%，总交易规模达到 4321 亿元。在线度假市场规模达到 1110 亿元，渗透率较上年增长 5.6bp。预计未来随着线上线下的进一步融合，渗透率将进一步提高。另外一个显著的趋势是行业集中度将进一步提高。2015 年，前六大龙头的市占率为 55.8%，2016 年提升 6.2 个 bp 至 62%。未来，随着参与者的增加以及资本运作的深入，已经占有一席之地的龙头们的优势将更加明显，其市场份额将继续扩大。

图 31：旅游度假市场在线渗透率



资料来源：劲旅咨询，浙商证券研究所

图 102： 在线旅游度假市场行业格局

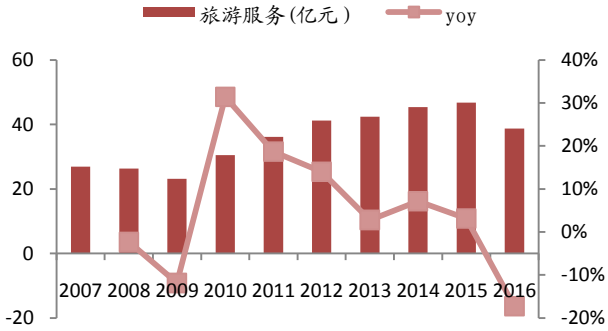


资料来源：易观智库，浙商证券研究所

3.1.2. 线上遨游，培育“旅游+”新业态

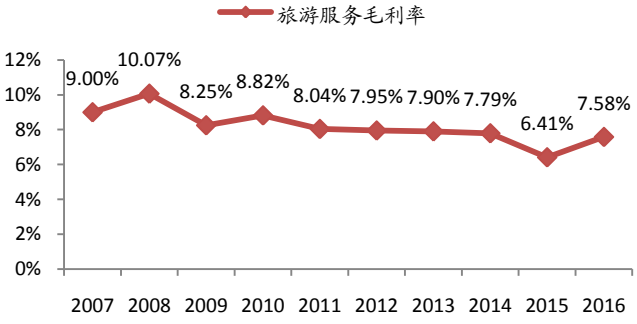
旅行服务产品是公司传统核心业务，也是公司收入的重要来源。但是，除了 2010 年因为世博会带动旅行服务产品收入出现了 30%的增长，公司其他年份的收入增速基本维持在 7%至 8%之间。相对于全国旅行社总收入的年度大幅波动，公司稳定的增速体现了公司内部良好的管理能力。受到宏观经济影响及线上冲击，旅行服务产品毛利率持续下滑，从 2008 年的最高值 10%下滑至了 2015 年的 6.41%，2016 年回升 1bp 多至 7.58%。

图 33：旅行社业务营业收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 114：中青旅旅行服务产品毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

面对瞬息万变的行业，公司积极拥抱变革，与时俱进调整策略。2011 年至 2012 年，细分业务为观光、度假、商旅及会奖，推出差异化产品、开展标准化建设；2013 年至 2014 年，导入互联网思维，确立遨游网的平台化发展并构建以遨游网为核心的旅游生态圈；2015 年，推动 B2C 业务转型，成立面向中高端旅游需求的子公司；2016 年，延伸旅游产品外延，打造旅游+产品，培育新的增长点。

表 4：公司历年旅行服务产品业务的策略

年份	策略
2011、2012	➢ 公司矢志不渝的进行渠道（连锁店、呼叫中心、遨游网）建设的之外，坚持“细分市场、重塑业务流程、走专业化道路”的经营原则，率先将旅游业务细分为面向散客市场的观光旅游业务和休闲度假业务以及面向集团客户的会议奖励业务和商旅管理业务，积极开展标准化建设；
2013、2014	➢ 导入互联网思维，确立了遨游网的平台化发展并构建以遨游网为核心的旅游生态圈，有力的促进了线下业务的转型升级。

	➢ 正式进军高端旅游业务。
2015	➢ 继续大力推动 B2C 业务转型与变革。以产业互联网为方向，将旅行社业务整合至中青旅遨游网总部。以“正品行货、创意主题、中高端定制”为主打。稳扎稳打，注重产品和服务品质升级，不断推进旅行社服务的精细化、标准化、网络化。 ➢ 公司高端旅游事业部法人化，成立中青旅耀悦（北京）旅游有限公司。中青旅耀悦以主题产品引领需求、以定制产品满足需求，凸显私人旅游顾问的独特格调，实现了稳步发展。
2016	➢ 精心打造“旅游+”系列产品，着力培育新的业务增长点。遨游网总部主动拥抱旅游消费升级趋势，深入调查研究客源状况与消费结构，一方面不断优化网站及手机 APP 设计，根据中高端消费群体不断变化的消费习惯及消费需求推出创新产品；另一方面，坚持创新，不断丰富产品内涵，提升服务质量，全方位满足消费者旅游体验，打造中高端品牌形象。 ➢ 中青旅耀悦坚持在“主题游”、“私人订制”领域深耕市场，发挥产品创新优势，品牌竞争力不断增强。

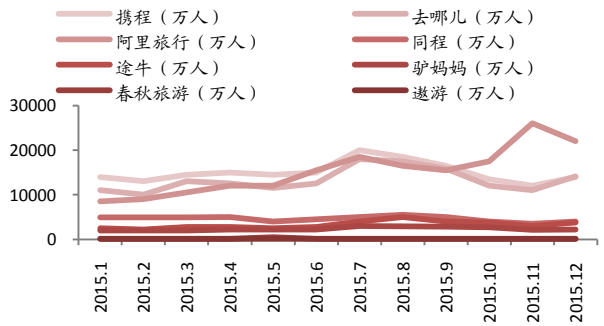
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

一、遨游网

遨游网是公司旗下专业在线旅游网站。2000 年，中青旅在线成立，初次探索电商化路径；2004 年 11 月，重组中青旅在线并更名遨游网，定位以机票和酒店为核心业务的在线旅游网站；2007 年，中青旅全资控股遨游网；2014 年，为了顺应在线旅游的趋势，公司主动出击，对遨游网平台化、网络化、移动化升级项目投资 3.28 亿元，以构建公司面向未来商业与技术环境的新业态。

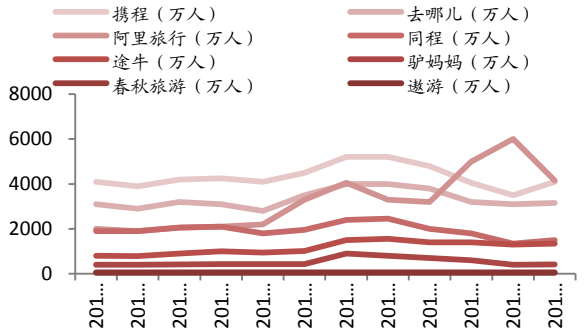
遨游网依托中青旅的资源，产品以自营为主。从在线旅游度假市场的经营指标来看，无论是月度覆盖人数还是于都访问次数，遨游网与行业龙头相比还有很大的差距；近几年在在线度假市场的市占率一直也维持在 3%左右。为了进一步提升市占率、应对行业龙头的竞争，公司 2015 年提出遨游网+概念。我们认为，公司积极打造以遨游网为核心的旅游生态平台，联合中青旅联盟成员和各地龙头旅行社，不仅可以打破自营的限制，整合传统旅游企业及资源、协同增效；对于传统旅游企业来说，遨游网可以提供多类型的资源项目合作机会，创造价值。

图 35：2015 年在线旅游度假网站月度访问次数



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 126：2015 年在线旅游度假网站月度覆盖人数



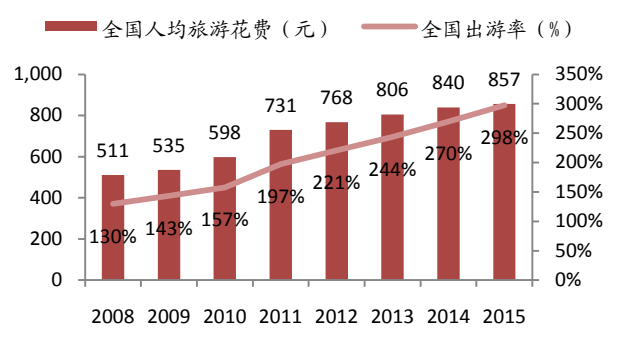
资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

二、定位中高端，推出旅游+，市场前景广阔

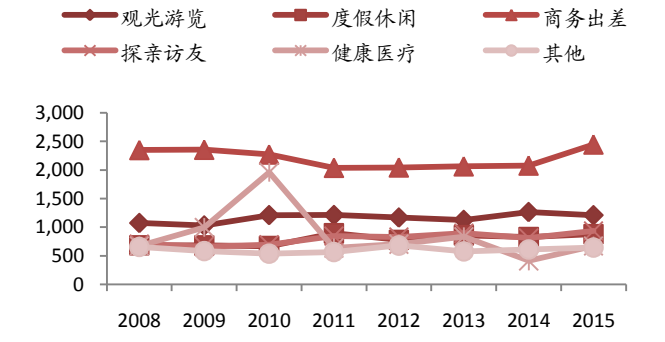
随着经济发展、人均可支配收入增加，消费升级加快，旅游消费需求和能力都大幅度增长。2008 全国出游率仅 130%，而 2015 年则达到了 298%，七年翻了一倍多；而人均旅游花费七年也增长了 68%，达到了 857 元/人。从城镇居民各类旅行的支出来看，除了商务出差，观光游览是各类旅行支出中金额最大的，度假休闲支出是增长最快的。

图 37：出游率及人均旅游花费

图 138： 城镇居民各类旅行支出



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

公司于 2014 年正式进军中高端旅游顺应旅游消费升级趋势。2015 年，公司成立了中青旅耀悦，中青旅耀悦以主题产品引领需求、以定制产品满足需求，凸显私人旅游顾问的独特格调，实现了稳步发展。2016 年，中青旅耀悦坚持在“主题游”、“私人订制”领域深耕市场，发挥产品创新优势，效果显著，荣获加拿大 BC 省旅游局颁发的金牌线路规划师奖杯、南非旅游局颁发的优秀南非路线主题规划师及塞舌尔旅游局颁发的中国最佳精品旅行社等称号，品牌竞争力不断增强。

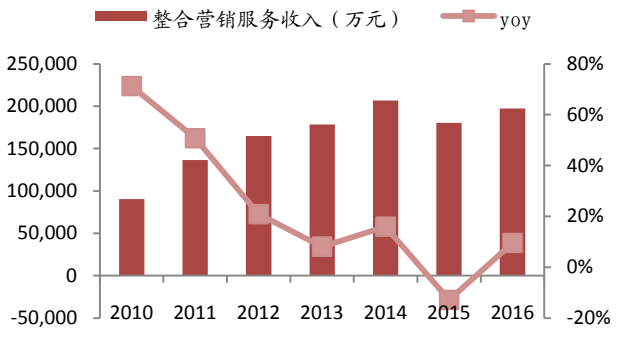
满足日益多样的旅游需求，充实旅游的内涵和外延，打造“旅游+”，布局新的业绩增长点。旅游业跨界和融合不断深入发展，逐渐出现以旅游为核心，以体育、户外、文化、游学、亲子等周边产业为外延的新生态。2015 年万达集团收购世界铁人三项公司，推广旅游体育；凯撒旅游、众信旅游分别于海外医疗机构合作，涉足高端医疗旅游；2016 年海航成立易生金服集团，布局旅游金融； 蚂蜂窝与路路行一起进军体育旅游市场。

3.2. 整合营销业务：协同景区，挖掘业绩增长新亮点

营业收入及净利润增速下降趋势明显，净利润率维持低位。中青博联是国内最大的会议管理供应商，在业内具有较高的品牌知名度并拥有丰富的资源。公司主要向客户提供包括会议管理、公馆传播、体育营销和博览展览在内的一站式整合营销服务。但因为会议服务门槛较低，竞争激烈，因此，营业收入及净利润增速呈现出下降的趋势，2015 年营收因为 2014 年承接超大项目高基础的影响出现负增长外，近几年基本保持在 10%左右的增长；同时，净利润率虽然略有提升，但是也一直维持在 3%左右。

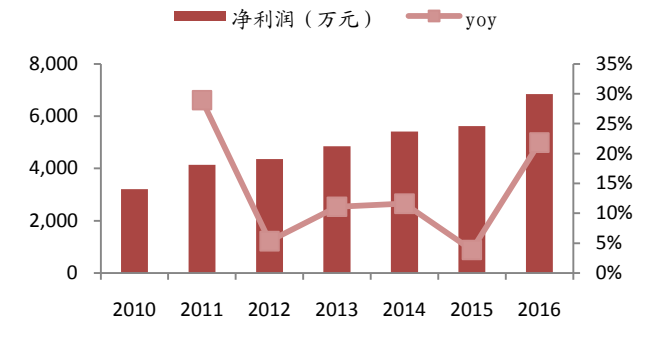
我们认为，公司积极调整策略、整合各业务资源，后续整合营销业务与其他业务协同效应将保障业绩的稳定增长。与景区协同上，公司成功在乌镇举办的世界互联网大会；与旅行服务产品协同上，目的地营销业务成功开拓黑龙江、内蒙古、新疆。贵州、厦门等多地旅游局客户，表现出良好的成长性；与酒店协同上，联合中青旅山水以 PPP 模式参与竞标“唐山南湖国际会展中心运营 PPP 项目”。2016 年，中青博联成功挂牌新三板，通过业态、区域、业内资源整合、线上线下服务整合、前中后台管理整合，实现互联互通、共生共享，依靠协同整合的独特模式和高水平的运营管理能力保持了竞争优势，保障了业务稳定的增长。

图 39：整合营销服务收入及增长率



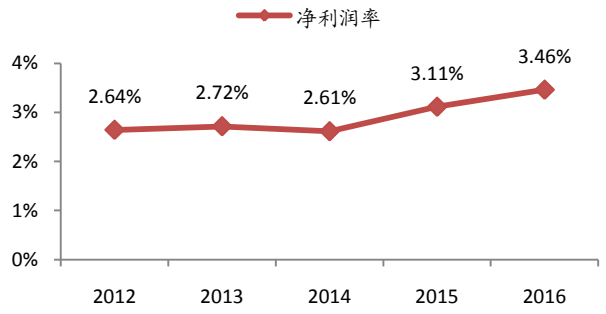
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 40： 整合营销服务净利润及增长率



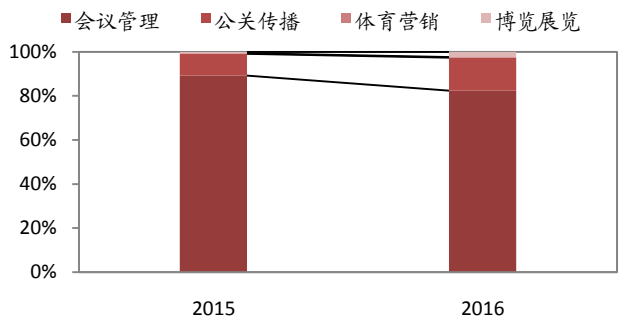
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 41： 整合营销服务业务净利润率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 42： 整合营销服务各细分业务收入占比



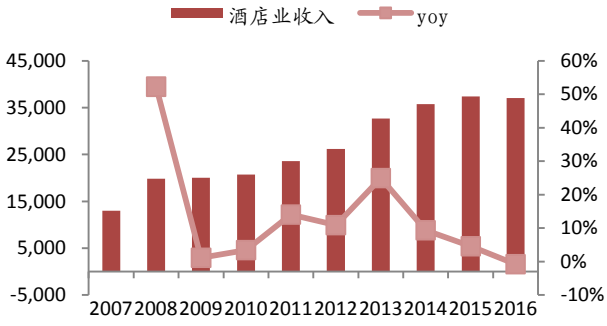
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3. 山水酒店：连锁扩张或将加速

山水时尚酒店 2002 年在深圳成立，是全国首家时尚概念精品商务连锁酒店，采取“酒店经营+物业租赁”相结合的经营模式。目前在深圳、北京、广州、成都等一二线城市拥有 30 家直营店。“山水时尚”定位于中端商务客人，介于经济型酒店与星级酒店之间。

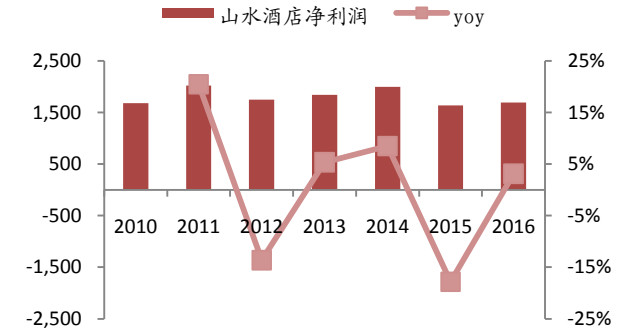
营收、净利润增速放缓，净利润率下滑明显。2009 年受到宏观诸多不利因素的冲击和经济型酒店竞争越来越激烈的影响，公司营收及净利润的增速出现了大幅下滑。之后，公司夯实管理基础，明确 “时尚型商务酒店”的定位，适时重启了连锁品牌扩张，营收及净利润增速开始稳步回升。2013 年的反腐，对酒店行业冲击明显，成为增速拐点。为改善增速下滑的局面，公司开拓思路，将经营模式由传统连锁酒店向连锁酒店经营与大型项目外包服务共同发展的模式转变，同时借助各种举措降低经营成本、提升经营效率。

图 43：山水酒店收入及增长率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

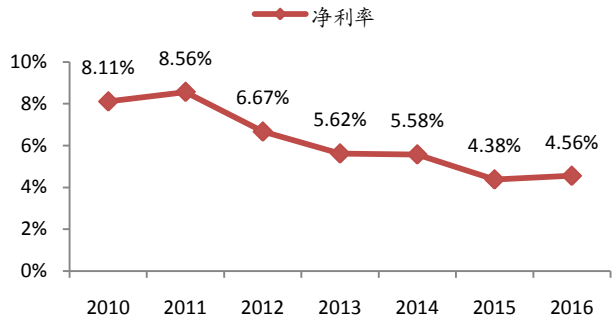
图 44：山水酒店净利润及增长率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

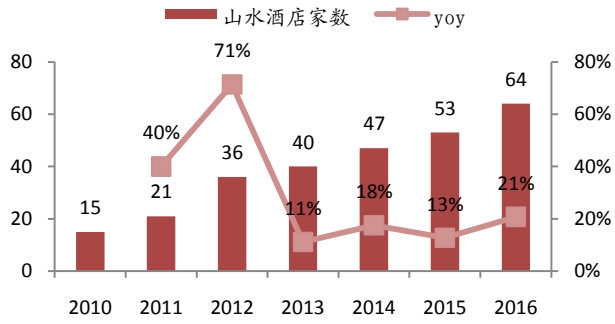
扩张速度加快，短期对公司业绩贡献有限，但灵活的合作模式将改善净利率持续下滑的状况。2010 年，公司重启连锁品牌扩张步伐，酒店家数从原来的 15 家增长至如今的 64 家。2016 年，山水酒店登陆新三板市场，有望借助资本市场的力量推动山水酒店做大做强。我们认为，新增门店的增多短期内对公司的业绩贡献有限，并会持续拖累净利率。但是近几年公司探索多种合作模式、尝试更灵活的合作方法和内容的做法将改善净利率持续下滑的状况，从而带动净利润的增加。

图 45：酒店业务净利润率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 46：山水酒店家数



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

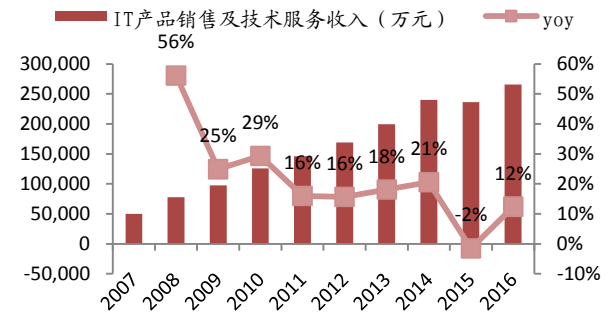
4. 策略性投资：公司业绩的稳定支撑

IT 产品销售及技术服务收入保持 10%左右的稳定增长。IT 产品销售及技术服务收入主要来自于持股 90%的中青旅创格科技有限公司以及中青旅风采科技有限公司。除了 2015 年，其他年份均保持在 15%-20%的增长，我们预计未来变化不大。

中青旅创格科技有限公司主要为企业用户提供华为 3C、思科及其他厂商网络设备的工程实施服务和维保服务，创格科技在 H3C 业务全国总代理商的市场规模持续多年保持排名第一，系统集成业务也形成了稳定高效的团队。2015 年，由于新华三被收购、代理政策变更，增速出现明显下滑，但未来我们认为仍将保持 15%左右的稳定增长。这块市场竞争激烈，因此净利率一直维持在 2%左右的较低水平，未来改善的空间不大。

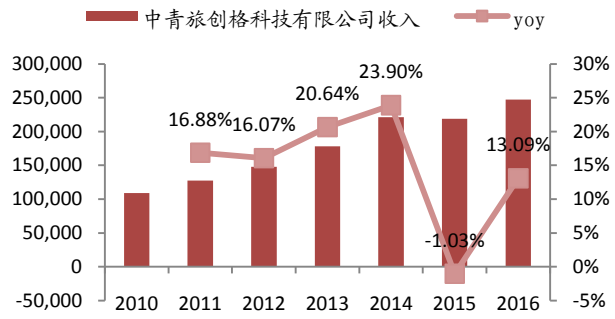
财政部 2012 年 12 月 28 日发布的《彩票发行销售管理办法》于 2013 年 1 月 1 日开始实行，因此彩票业务收入增速在 2012 年出现拐点，自 2013 年增速开始下滑，2015 年因为互联网彩票叫停，行业整体出现负增长，再加上云南、贵州福彩业务提成比例降低，风采科技的收入也出现了近 10%的下降。与之相对应的是近些年净利率的持续下滑。我们认为，未来三年彩票业务收入将维持在目前的水平，净利率也将维持在 18%左右的水平。

图 47：IT 产品销售及技术服务收入及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

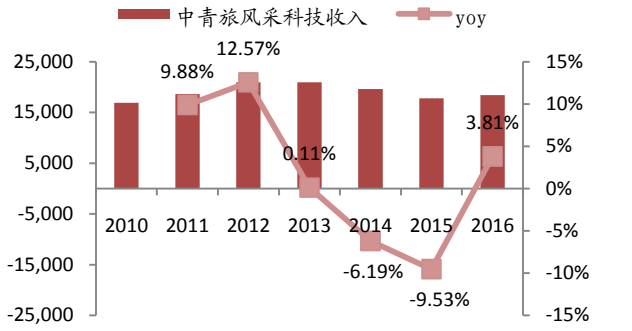
图 48：中青旅创格科技有限公司收入及增速

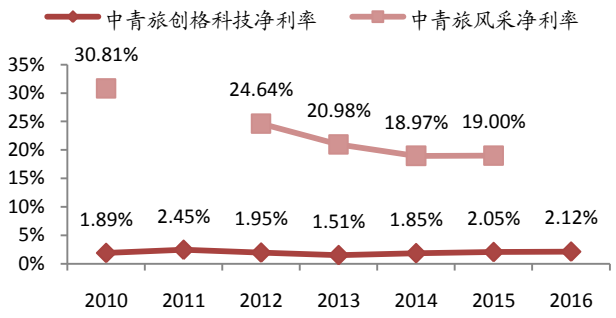


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 49：中青旅风采科技收入及增速

图 50：中青创格科技有限公司及中青旅风采科技净利率





资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

房屋租金主要来自于中青旅大厦的出租。多年来，中青旅大厦持续保持 100%的出租率，为公司带来持续稳定的租金收入。我们认为，未来房屋租金收入将继续保持 5%左右的增长，毛利率保持在 55%左右。

图 51：房屋租金收入及增速

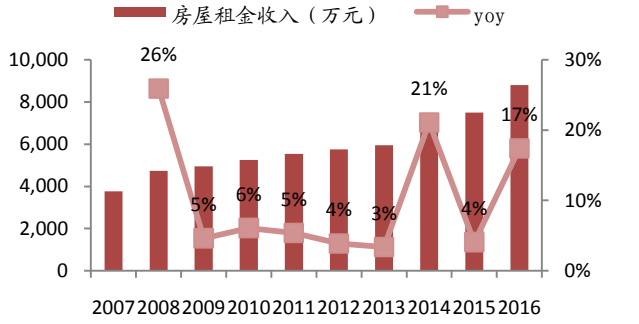
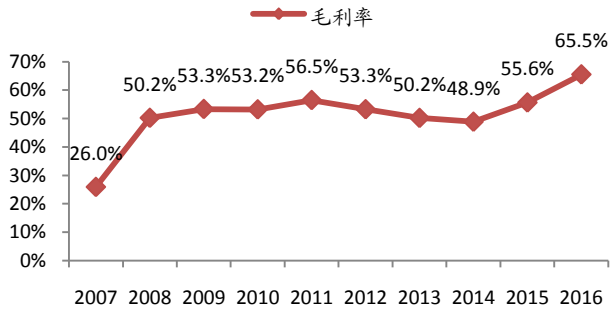


图 52：房屋租金毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我们预计公司 2017 年至 2019 年营业收入分别为 114.1 亿元、123.87 亿元、134.43 亿元，分别增长 10.48%、8.57%、8.53%；净利润分别为 8.7 亿元、10.65 亿元、13.31 亿元，分别增长 18.16%、22.35%、25%。

5.1.1. 景区业务

一、乌镇景区：

我们预计乌镇 2017 年至 2019 年的收入分别为 17.8 亿元、20.92 亿元、24.85 亿元，增长率分别为 30.79%、17.54%、18.81%；净利润分别为 6.41 亿元、7.74 亿元、9.45 亿元，分别增长 17.32%、20.8%、22.02%。具体假设如下：

1、游客数量：考虑到东栅景区的接待能力基本饱和，东栅游客数量保持在 8%、7%、6%。互联网会议中心的投入使用以及客房数量的增加，将提升景区会议接待能力，我们预计西栅景区的游客仍将保持在 16%的高速增长。因此，乌镇游客数量分别为 1017.08 万人、1138.02 万人、1270.42 万人，增速分别为 12.21%、11.89%、11.63%。

2、人均消费：我们预计未来三年人均消费分别为 175 元/人、183.83 元/人、195.65 元/人。人均消费可分为门票人均消费以及其他人均消费。从历史数据看，有效票价比例[4]持续上升，2016 年达到最高值东栅景区为 72.06%，西栅景区为 60.05%。但是从今年 8 月开始，东栅票价从 100 元/人上涨至 120 元/人，西栅票价从 120 元/人上涨至 150 元/人，因此有效票价比例在今年会略有回落，但会继续保持上升态势。我们预计东栅有效票价比例分别为 70%、72%、75%，西栅有效票价比例分别为 56%、58%、60%；门票人均消费分别为 84 元、87 元、90 元。近些年，其他人均消费占总

[4] 有效票价比例指门票人均消费与景区票价的比例。

人均消费的比重一直维持在 50%左右，我们认为随着景区产品的丰富与客房数量的增加，未来这个比重会上升。因此预计其他人均消费与门票收入的比分别为 108.33%、112.77%、117.39%，其他人均消费分别为 91 元/人、97.43 元/人、105.65 元/人。

3、净利率：考虑到会议中心从今年开始转固，后续仍有修建改建工作，净利率较去年略有下滑，三年分别为 36%、37%、38%。

表 5：乌镇景区收入及净利润利润预测

	2017	2018	2019
乌镇收入（亿元）	**17.8**	**20.92**	**24.85**
yoy（%）	30.79%	17.54%	18.81%
乌镇净利率（%）	36%	37%	38%
乌镇净利润（亿元）	**6.41**	**7.74**	**9.45**
yoy（%）	17.32%	20.8%	22.02%
游客数量（万人）	1026.61	1154.69	1289.76
yoy（%）	12.21%	11.89%	11.63%
东栅游客数量（万人）	464.34	496.84	526.65
yoy（%）	8%	7%	6%
西栅游客数量（万人）	562.27	657.86	763.11
yoy（%）	16%	16%	16%
人均消费（元/人）	175	183.83	195.65
门票人均消费（元/人）	84	87	90
东栅有效票价比例（%）	70%	72%	75%
西栅有效票价比例（%）	56%	58%	60%
其他人均消费（元/人）	91	97.43	105.65
其他人均消费与门票人均消费的比（%）	108.33%	112.77%	117.39%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

二、古北水镇

我们预计古北水镇 2017 年至 2019 年古北水镇的收入分别为 9.82 亿元、14 亿元、19.27 亿元，增长率分别为 36.36%、42.64%、37.6%；净利润分别为 2.95 亿元、4.62 亿元、6.74 亿元，分别增长 40.85%、56.91%、45.94%。由于公司仅持有古北水镇 25.81%的股权，我们预计短期内股权比例不会有大的变动，因此，古北水镇的收益不体现在景区的收入和利润中，而作为投资收益体现，未来三年分别为 0.76 亿元、1.19 亿元、1.74 亿元。具体假设如下：

1、游客数量：考虑到古北水镇的体量，我们预计游客数量分别为 348.81 万人、488.33 万人、659.24 万人，增长率分别为 43%、40%、35%。

2、人均消费：根据历史数据，我们假设门票人均消费占总人均消费的比分别为 54%、53%、52%，有效票价比为 80%。目前，古北水镇门票为 150 元/人，司马台长城门票为 40 元/人。由此，未来三年门票人均消费分别为 152 元，古北水镇人均消费分别为 281.48 元、286.79 元、292.31 元。

3、净利率：考虑到乌镇经营三年后的净利率水平以及古北水镇经营进入稳定状态，我们假设净利率分别为 30%、33%、35%。

表 6：古北水镇收入及净利润利润预测

	2017	2018	2019
古北水镇贡献的投资收益（亿元）	**0.76**	**1.19**	**1.74**
股权比例（%）	25.81%	25.81%	25.81%

古北水镇收入（亿元）	**9.82**	**14.00**	**19.27**
yoy（%）	36.36%	42.64%	37.6%
净利率（%）	30%	33%	35%
古北水镇净利润（亿元）	**2.95**	**4.62**	**6.74**
yoy（%）	42.82%	56.91%	45.94%
游客数量（万人）	348.81	488.33	659.24
yoy（%）	43%	40%	35%
人均消费（元/人）	281.48	286.79	292.31
门票人均消费（元/人）	152	152	152
有效票价比例（%）	80%	80%	80%
门票人均消费占总人均消费的比（%）	54%	53%	52%

资料来源：浙商证券研究所

5.1.2. 旅游服务产品、整合营销业务及酒店业务

我们假设如下：1、旅游服务产品收入在 2017 年至 2019 年维持稳定的增速，分别为 5%、4%以及 3%，净利率维持在 1.5%；2、鉴于整合营销业务与景区等业务协同，2017 年至 2019 年收入增速分别为 9%、8%、7%，净利率分别为 3.4%、3.6%以及 4%；3、酒店业务受到商务活动频繁及扩张加速的影响，2017 年至 2019 年收入增速分别为 10%、12%、14%，考虑到扩张过程中存在改造培育等时间，净利率假设略偏低行业平均水平，保持在 4.5%。

表 7：旅游服务产品收入及利润预测

	2017	2018	2019
旅游服务产品收入（亿元）	**40.66**	**42.29**	**43.56**
yoy（%）	5%	4%	3%
旅游服务产品净利润（亿元）	**0.61**	**0.63**	**0.65**
旅游服务产品净利率（%）	1.5%	1.5%	1.5%
整合营销业务收入（亿元）	**21.53**	**23.25**	**24.88**
yoy（%）	9%	8%	7%
整合营销业务净利润（亿元）	**0.75**	**0.91**	**1.17**
整合营销业务净利率（%）	3.4%	3.6%	4%
酒店业务收入（亿元）	**4.08**	**4.57**	**5.21**
yoy（%）	10%	12%	14%
酒店业务净利润（亿元）	**0.17**	**0.19**	**0.2**
酒店业务净利率（%）	4.5%	4.5%	4.5%

资料来源：浙商证券研究所

5.1.3. 策略投资业务

我们假设：1、IT 产品销售及技术服务：收入在 2017 年至 2019 年分别增长 9.51%、9.54%、9.57%，净利润分别增长 3.42%、7.12%、7.23%。其中创格科技收入保持 10%的增长，净利率维持在 2%；风采科技收入维持 3%的增长，净利率保持在 19%。2、房屋租金：收入及净利润维持 4%的增长，净利率保持 20%。

表 8：策略投资收入及利润预测

策略投资	2017	2018	2019
策略投资收入（亿元）	**30.02**	**32.84**	**35.93**
策略投资净利润（亿元）	**1.09**	**1.16**	**1.24**
1、IT 产品销售及技术服务收入（亿元）	**29.11**	**31.89**	**34.94**

中青旅创格科技有限公司收入（亿元）	27.21	29.93	32.93
yoy（%）	10%	10%	10%
中青旅风采科技收入（亿元）	1.9	1.96	2.02
yoy（%）	3%	3%	3%
IT 产品销售及技术服务净利润（亿元）	**0.9**	**0.97**	**1.03**
中青旅创格科技有限公司净利润（亿元）	0.54	0.6	0.65
中青旅创格科技有限公司净利率（%）	2%	2%	2%
中青旅风采科技净利润（亿元）	0.36	0.37	0.38
中青旅风采科技净利率（%）	19%	19%	19%
2、房屋租金收入（亿元）	**0.91**	**0.95**	**0.99**
yoy（%）	4%	4%	4%
房屋租金净利润（亿元）	**0.18**	**0.19**	**0.2**
房屋租金净利率（%）	20%	20%	20%

资料来源：浙商证券研究所

5.2. 投资建议

在过去这些年中，作为国内领先的旅游综合运营商，公司在行业热点频出、格局不断变化时，积极灵活的调整战略保证了公司的稳定增长。这种调整所展现出来的管理运营能力是我们看好公司的核心原因。未来，基于原有旅游品牌的资源和平台，通过轻资产模式输出景区运营的成功经验，协同酒店及整合营销等业务，公司正在打造的“旅游生态圈”将逐步成熟；同时，多项策略投资也将继续为公司提供稳定收益。

我们预计 2017 年至 2019 年，公司 EPS 分别为 0.81 元、0.97 元、1.22，当前股价对应的 PE 分别为 25.91 倍、21.64 倍、17.21 倍。公司的历史估值区间在 21 倍到 45 倍，目前估值 31 倍。建议关注，给予增持评级。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3854.97	4586.35	5127.20	5950.91
现金	913.31	1550.83	1804.49	2346.57
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账项	1625.95	1618.19	1801.94	1974.50
其它应收款	358.48	396.95	434.98	468.82
预付账款	504.45	430.75	505.55	550.29
存货	430.94	574.03	564.65	595.14
其他	21.84	15.59	15.59	15.59
非流动资产	7094.48	7141.50	7306.68	7713.43
金额资产类	0.40	0.40	0.40	0.40
长期投资	1668.20	1744.22	1863.51	2037.59
固定资产	2564.18	2696.48	2794.57	2891.71
无形资产	724.62	722.70	738.42	773.48
在建工程	1059.96	927.97	862.38	929.90
其他	1077.11	1049.73	1047.40	1080.35
资产总计	10949.45	11727.85	12433.88	13664.34
流动负债	3726.63	3846.88	3666.20	3837.96
短期借款	872.17	900.00	500.00	400.00
应付款项	1328.26	1433.69	1508.89	1625.28
预收账款	875.82	879.18	986.74	1082.31
其他	650.38	634.00	670.58	730.37
非流动负债	513.55	373.69	267.89	67.89
长期借款	367.39	367.39	267.39	67.39
其他	146.16	6.30	0.50	0.50
负债合计	4240.17	4220.56	3934.09	3905.85
少数股东权益	1614.69	1899.17	2262.67	2711.61
归属母公司股东权益	5094.58	5608.12	6237.12	7046.88
负债和股东权益	10949.45	11727.85	12433.88	13664.34

现金流量表				
单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	947.43	1056.44	1223.23	1468.26
净利润	736.64	870.39	1064.89	1331.08
折旧摊销	214.32	249.50	266.71	286.20
财务费用	52.19	75.57	56.45	33.98
投资损失	-87.83	-79.07	-124.06	-181.04
营运资金变动	-55.89	140.78	-98.68	12.01
其它	88.00	-200.74	57.92	-13.97
投资活动现金流	-1205.37	-289.86	-347.13	-518.25
资本支出	-615.32	-209.33	-258.77	-409.86
长期投资	-275.14	-81.13	-117.58	-173.51
其他	-314.91	0.60	29.21	65.12
筹资活动现金流	334.78	-129.06	-622.43	-407.93
短期借款	229.93	27.83	-400.00	-100.00
长期借款	363.44	0.00	-100.00	-200.00
其他	-258.58	-156.89	-122.43	-107.93
现金净增加额	76.85	637.52	253.66	542.08

利润表				
单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10327.48	11410.81	12388.36	13444.65
营业成本	7870.62	8584.15	9132.07	9732.10
营业税金及附加	44.60	57.05	61.94	67.22
营业费用	1141.62	1126.99	1263.86	1395.23
管理费用	529.07	516.50	589.11	645.55
财务费用	52.19	75.57	56.45	33.98
资产减值损失	6.86	9.80	9.23	10.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	87.83	79.07	124.06	181.04
营业利润	770.35	1119.81	1399.76	1741.44
营业外收入	218.78	70.00	70.00	70.00
营业外支出	5.55	5.00	5.00	5.00
利润总额	983.58	1184.81	1464.76	1806.44
所得税	246.95	314.42	399.87	475.35
净利润	736.64	870.39	1064.89	1331.08
少数股东损益	253.12	284.48	363.51	448.93
归属母公司净利润	483.52	585.92	701.38	882.15
EBITDA	1254.53	1487.03	1763.89	2096.75
EPS（最新摊薄）	0.67	0.81	0.97	1.22

主要财务比率				
	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-2.36%	10.49%	8.57%	8.53%
营业利润增长率	34.28%	45.36%	25.00%	24.41%
归属于母公司净利润增	63.83%	21.18%	19.71%	25.77%
获利能力				
毛利率	23.79%	24.77%	26.29%	27.61%
净利率	7.13%	7.63%	8.60%	9.90%
ROE	7.61%	8.24%	8.76%	9.66%
ROIC	12.02%	13.21%	15.54%	17.75%
偿债能力				
资产负债率	38.72%	35.99%	31.64%	28.58%
净负债比率	29.25%	30.03%	19.51%	11.97%
流动比率	1.03	1.19	1.40	1.55
速动比率	0.92	1.04	1.24	1.40
营运能力				
总资产周转率	1.01	1.01	1.03	1.03
应收账款周转率	7.06	7.42	7.69	7.48
应付账款周转率	9.44	10.56	9.99	10.17
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.81	0.97	1.22
每股经营现金流(最新摊	1.31	1.46	1.69	2.03
每股净资产(最新摊薄)	7.04	7.75	8.62	9.74
估值比率				
P/E	31.39	25.91	21.64	17.21
P/B	2.98	2.71	2.43	2.15
EV/EBITDA	13.76	11.30	9.30	7.64

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20％以上；
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10％～+20％；
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现－10％～+10％之间波动；
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现－10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上；
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%～+10%以上；
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层
邮政编码：200120
电话：(8621)80108518
传真：(8621)80106010
浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn