

# 中青旅 (600138.SH)

## 中青旅：景区成长尚未见顶，低估值白马价值已凸显

公司打造多元控股平台，光大入主后有望开启成长新篇章。公司以控股型架构打造旅行社、景区、整合营销、酒店等多平台，其中景区是最大净利润来源，2019H1 净利贡献达 89%。伴随 2018 年光大集团入主，公司未来有望获得大股东资金支持、实现管理效率提升、掌控更丰富的协同资源。

**乌镇打造旅游小镇标杆，持续升级扩张之路，门票降价影响有限。**2008-18 年乌镇收入 CAGR 23% 至 19.0 亿、净利 CAGR 28% 至 7.3 亿，傲居江南六大古镇榜首。管理团队以差异化设计、一体化开发和运营保证顶层设计贯彻到底，缔造了乌镇的成功。伴随从东栅观光到西栅度假、文化、会展的转型升级，乌镇 2008-18 年客流 CAGR 14% 至 915 万、客单 CAGR 8% 至 208 元，门票降价未显著影响客单。未来乌镇发展受益内部升级扩张：会展中心二期 2020 年落地后将加速客流结构升级并平滑季节性波动。而乌镇更大的发展来自全域旅游布局：濮院 2020 年落地后短期即有望贡献百万级客流和投资收益。预计 19-21 年乌镇营收复合增长 10% 至 25 亿，其中客流/客单 CAGR 为 5%/5%，经营性净利复合增长 11% 达 5.0 亿。

**古北水镇成功基因赶超乌镇，伴随品牌和交通改善成长空间仍大。**2014-18 年古北水镇收入 CAGR 50% 至 9.98 亿、净利 CAGR 28% 至 3.0 亿，打造长城下的星光小镇。“类乌镇”的古北具备赶超乌镇的成功基因，融合山水风景区区域资源稀缺性强，观光度假和文化会展项目同步建成速度快，由此人均消费更高，14-18 年客单 CAGR 18% 至 389 元。而古北 14-18 年客流 CAGR 27% 至 256 万，但 18 年开始客流出现负增长，古北相较乌镇其品牌知名度待提升、淡季季客流分化待解决，外部交通环境也待改善。伴随古北加强品牌推广及外部京沈高速 2020 年建成，长期古北有望凭借优异禀赋和运营能力比肩乌镇，实现 400 万以上客流和 10 亿以上营收。

**非景区业务稳健增长，旅行社仍是门面担当，整合营销净利贡献超 0.5 亿。**旅行社受竞争影响持续亏损，但其拥有品牌和流量、稳定的现金流，具备协同支持作用。整合营销持续发展，净利贡献超 0.5 亿且每年有望带来约 0.1 亿增量。酒店业定位中端，伴随经济回暖业绩有望重回增长。策略性投资 IT 业务受厂商政策影响业绩显著下降、房屋租赁收入稳定在近 1 亿。

**盈利预测与投资建议：**预计公司 2019-21 年收入 130.3/139.4/150.2 亿，复合增速 7%；归母净利 6.29/6.70/7.74 亿，复合增速 11%。按分部估值法保守认为景区/整合营销+酒店 PE 为 20/15 倍，旅游&其他 PB 为 1 倍，公司 19-21 年合理市值 137/147/159 亿。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**濮院项目进展不及预期、政府补助额度不及预期、门票进一步降价的可能、宏观经济波动加大风险、自然灾害和意外事件影响。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,020	12,265	13,035	13,940	15,019
增长率 yoy (%)	6.7	11.3	6.3	6.9	7.7
归母净利润 (百万元)	572	597	629	670	774
增长率 yoy (%)	18.2	4.5	5.2	6.5	15.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.79	0.83	0.87	0.93	1.07
净资产收益率 (%)	11.5	11.2	10.6	10.1	10.2
P/E (倍)	15.0	14.4	13.6	12.8	11.1
P/B (倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

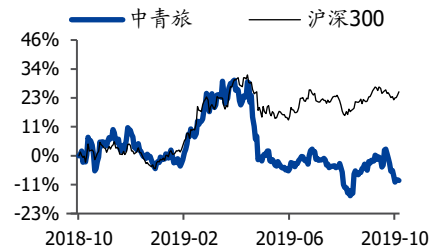
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	旅游综合
最新收盘价	11.85
总市值(百万元)	8,577.50
总股本(百万股)	723.84
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	8.73

#### 股价走势



#### 作者

分析师 焦俊

执业证书编号: S0680518060003

邮箱: jiaojun@gszq.com

研究助理 何富丽

邮箱: hefuli@gszq.com

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	5,859	6,538	8,567	9,255	9,870
现金	1,161	1,341	3,146	3,364	3,625
应收账款	1,829	2,189	2,081	2,486	2,434
其他应收款	367	0	390	27	422
预付账款	466	596	533	675	627
存货	1,805	2,093	2,038	2,374	2,370
其他流动资产	231	319	379	330	392
<b>非流动资产</b>	7,162	8,055	8,389	8,772	9,211
长期投资	1,744	1,952	2,257	2,567	2,886
固定投资	3,015	3,488	3,645	3,817	4,011
无形资产	787	766	759	762	775
其他非流动资产	1,616	1,849	1,728	1,626	1,539
<b>资产总计</b>	13,021	14,594	16,956	18,027	19,081
<b>流动负债</b>	4,977	5,927	7,724	7,861	8,097
短期借款	1,824	2,255	3,942	3,916	3,871
应付账款	1,111	1,322	1,256	1,498	1,464
其他流动负债	2,042	2,349	2,526	2,447	2,763
<b>非流动负债</b>	557	508	410	314	220
长期借款	533	498	400	304	210
其他非流动负债	24	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	<b>5,534</b>	<b>6,435</b>	<b>8,134</b>	<b>8,174</b>	<b>8,317</b>
少数股东权益	1,895	2,039	2,363	2,697	3,045
股本	724	724	724	724	724
资本公积	1,753	1,753	1,753	1,753	1,753
留存收益	3,140	3,665	4,453	5,301	6,248
归属母公司股东收益	5,592	6,120	6,459	7,156	7,719
<b>负债和股东权益</b>	13,021	14,594	16,956	18,027	19,081

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	-786	719	1,007	1,090	1,203
净利润	863	918	953	1,004	1,122
折旧摊销	233	252	267	289	314
财务费用	77	104	91	107	88
投资损失	-59	-132	-104	-108	-118
营运资金变动	-1,900	-429	-200	-202	-204
其他经营现金流	-0	6	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	27	-893	-498	-563	-635
资本支出	567	733	29	72	120
长期投资	-69	-207	-305	-318	-319
其他投资现金流	526	-367	-774	-809	-835
<b>筹资活动净现金流</b>	1,012	253	-393	-282	-261
短期借款	952	430	0	0	0
长期借款	166	-35	-98	-96	-93
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-106	-142	-294	-186	-168
<b>现金净增加额</b>	257	89	117	244	306

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	11,020	12,265	13,035	13,940	15,019
营业成本	8,215	9,162	9,711	10,372	11,152
营业税金及附加	48	97	56	60	65
营业费用	1,207	1,276	1,327	1,433	1,544
管理费用	641	669	681	735	788
财务费用	77	104	91.30	107.13	88.47
资产减值损失	3	46	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	59	132	104	108	118
<b>营业利润</b>	1,145	1,237	1,268	1,337	1,495
营业外收入	20	12	2	2	2
营业外支出	7	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	1,158	1,245	1,270	1,338	1,496
所得税	295	327	318	335	374
<b>净利润</b>	863	918	953	1,004	1,122
少数股东收益	291	320	324	334	348
<b>归属母公司净利润</b>	572	597	629	670	774
EBITDA	1,503	1,627	1,672	1,780	1,950
EPS (元/股)	0.79	0.83	0.87	0.93	1.07

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	6.7	11.3	6.3	6.9	7.7
营业利润 (%)	48.7	8.0	2.5	5.5	11.8
归属母公司净利润 (%)	18.2	4.5	5.2	6.5	15.6
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	25.4	25.3	25.5	25.6	25.7
净利率 (%)	5.2	4.9	4.8	4.8	5.2
ROE (%)	11.5	11.2	10.6	10.1	10.2
ROIC (%)	11.8	11.2	9.5	9.7	10.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	42.5	44.1	48.0	45.3	43.6
净负债比率 (%)	16.6	19.8	14.4	9.6	5.1
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.92	0.89	0.83	0.80	0.81
应收账款周转率	6.5	6.1	6.1	6.1	6.1
应付账款周转率	8.9	7.5	7.5	7.5	7.5
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.79	0.83	0.87	0.93	1.07
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.78	1.35	1.39	1.51	1.66
每股净资产 (最新摊薄)	7.73	8.45	9.18	10.00	10.96
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	15.0	14.4	13.6	12.8	11.1
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.8	7.5	7.3	6.9	6.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

一、打造多元控股平台，光大入主开启新篇 .....	6
1、打造多元控股平台，景区贡献核心业绩 .....	6
2、光大集团入主，开启成长新篇 .....	8
二、乌镇：旅游小镇标杆，持续升级扩张 .....	9
1、乌镇的成功：享天时地利人和，人和是关键 .....	9
2、转型升级之路：观光-度假-文化-会展 .....	13
3、乌镇的未來：建乌村与濮院，布局全域旅游 .....	16
三、古北水镇：类乌镇异地扩张，成长空间大 .....	18
1、类乌镇模式异地扩张，成功基因赶超乌镇 .....	18
2、品牌提升+交通改善，古北水镇成长空间仍大 .....	21
四、非景区：平稳发展老业务，创新布局新业务 .....	22
1、旅游服务：传统主业，竞争影响发展缓慢 .....	22
2、整合营销：会展升级，前景可观持续发展 .....	23
3、酒店业务：定位中端，伴随经济回暖有望重回增长 .....	24
4、策略性投资：相对稳定，维持小幅增长 .....	25
5、旅游+业务：布局“旅游+”，持续推进大文旅产业发展 .....	26
五、低估值白马：盈利稳定且资产价值高，安全边际明显 .....	27
盈利预测 .....	27
估值与投资建议 .....	30
风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1: 公司历史沿革 .....	6
图表 2: 公司主要的控参股平台 .....	6
图表 3: 公司历年营收增长 .....	7
图表 4: 公司历年归母净利增长 .....	7
图表 5: 公司毛利率及期间费用率 .....	7
图表 6: 公司销售净利率及归母净利率 .....	7
图表 7: 2019H1 公司收入和毛利构成 .....	8
图表 8: 2019H1 公司净利贡献构成 .....	8
图表 9: 股权划转前公司股东结构 .....	8
图表 10: 股权划转后公司股东结构 .....	8
图表 11: 公司非独立董事成员 .....	9
图表 12: 光大集团内中青旅兄弟公司 .....	9
图表 13: 乌镇营收 .....	10
图表 14: 乌镇客流与客单 .....	10
图表 15: 乌镇净利 .....	10
图表 16: 乌镇毛利率与净利率 .....	10
图表 17: 乌镇成功关键因素 .....	11
图表 18: 乌镇地理位置优越 .....	11
图表 19: 乌镇 IP 影响力强 .....	11

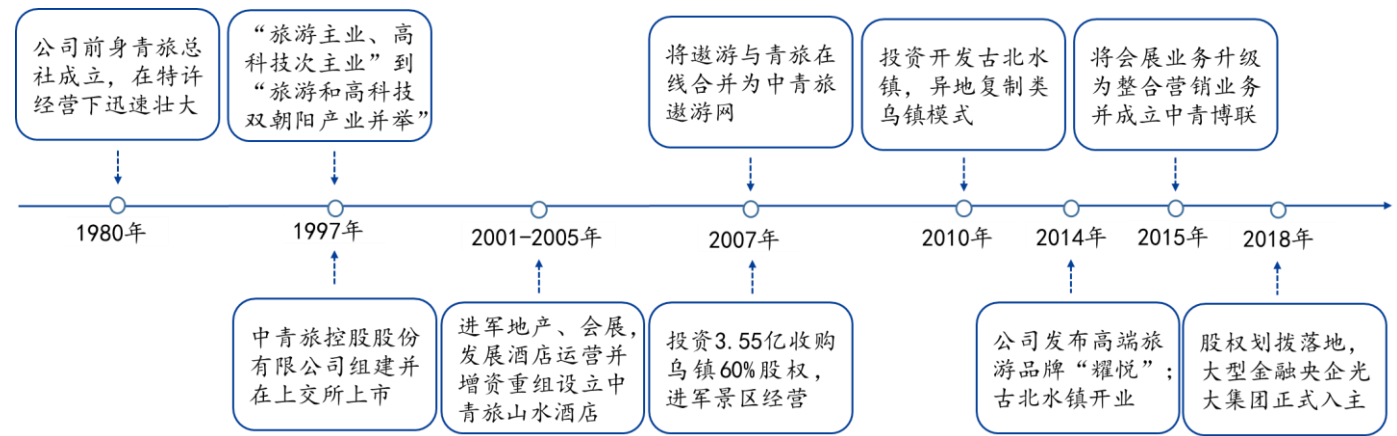
图表 20: 江南六大古镇对比 .....	12
图表 21: 陈向宏差异化设计乌镇的加减法 .....	12
图表 22: 陈向宏与乌镇旅游升级为长期的合作关系 .....	13
图表 23: 乌镇转型升级之路 .....	13
图表 24: 乌镇东栅与西栅两景区对比 .....	14
图表 25: 乌镇举办戏剧节 .....	14
图表 26: 乌镇戏剧节定位 .....	14
图表 27: 乌镇举办世界互联网大会 .....	15
图表 28: 乌镇会展服务定位 .....	15
图表 29: 乌镇互联网会展中心一二期 .....	15
图表 30: 乌镇政府补助情况 .....	16
图表 31: 剔除政府补助后乌镇净利率相对稳定 .....	16
图表 32: 乌村与濮院两景区介绍 .....	16
图表 33: 乌村地理位置 .....	17
图表 34: 乌村总平面鸟瞰图 .....	17
图表 35: 乌村地理位置 .....	17
图表 36: 濮院旅游股东结构 .....	17
图表 37: 乌镇分季度客单与客流情况 .....	18
图表 38: 古北水镇旅游股东结构 .....	18
图表 39: 古北水镇营收 .....	19
图表 40: 古北水镇客流与客单 .....	19
图表 41: 古北水镇净利 .....	19
图表 42: 古北水镇旅游参股古北水镇房地产开发公司 .....	19
图表 43: 乌镇转型升级之路 .....	20
图表 44: 观光度假小镇, 结合古镇风光与司马台长城文化 .....	20
图表 45: 会展文化小镇, 开发之初即打造京郊 M.I.C.E 中心 .....	20
图表 46: 古北水镇与乌镇百度搜索指数区域分布 .....	21
图表 47: 古北水镇百搜索指数覆盖城市 .....	21
图表 48: 乌镇客流的季节分布 .....	21
图表 49: 古北水镇客流的季节分布 .....	21
图表 50: 北京市内到古北水镇的交通方式 .....	22
图表 51: 京沈高速开通后有望部分解决古北水镇的交通瓶颈 .....	22
图表 52: 旅游服务营收 .....	22
图表 53: 旅游服务毛利与毛利率 .....	22
图表 54: 古北水镇旅游股东结构 .....	23
图表 55: 整合营销营收 .....	23
图表 56: 整合营销毛利率与净利率 .....	23
图表 57: 整合营销营收和毛利构成 .....	24
图表 58: 整合营销分业务毛利率 .....	24
图表 59: 酒店业务营收 .....	24
图表 60: 酒店业务毛利率与净利率 .....	24
图表 61: 酒店业务营收和毛利构成 .....	25
图表 62: 酒店业务分业务毛利率 .....	25
图表 63: IT 产品销售与技术服务营收和毛利率 .....	25
图表 64: 创格科技营收和净利率 .....	25
图表 65: 房屋租金营收和毛利率 .....	26
图表 66: 房地产销售营收和毛利率 .....	26

图表 67: 旅游+教育 .....	26
图表 68: 旅游+体育 .....	26
图表 69: 旅游+康养 .....	26
图表 70: 旅游+体育 .....	26
图表 71: 分业务收入增速假设 .....	27
图表 72: 中青旅营业收入预测 .....	28
图表 73: 分业务净利率假设 .....	28
图表 74: 中青旅归母净利预测 .....	29
图表 75: 中青旅动态 PE .....	30
图表 76: 中青旅分部估值 .....	30

## 一、 打造多元控股平台，光大入主开启新篇

### 1、 打造多元控股平台，景区贡献核心业绩

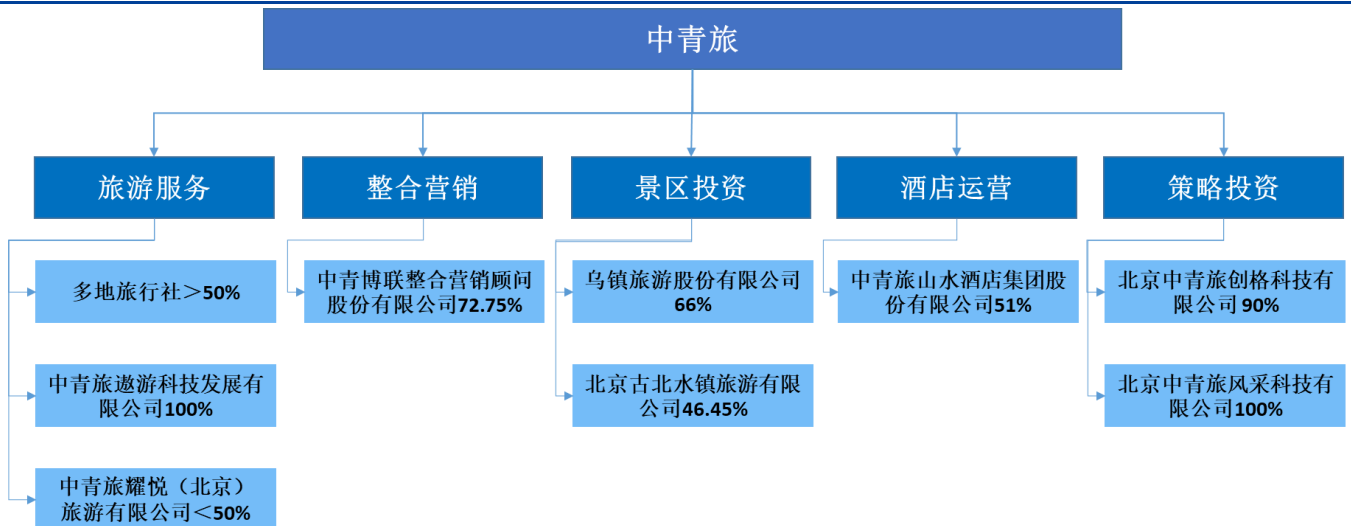
图表 1: 公司历史沿革



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

中青旅以旅行社业务起家，系 A 股首家旅行社类上市公司。中青旅股份公司以青旅总社发起设立并于 1997 年在上交所上市。公司以旅行社业务起家，目前已经发展涵盖至景区、酒店、整合营销等多元服务体系，已形成以“中青旅”品牌为核心，以“遨游”、“耀悦”等为旅行社骨干子品牌，以“乌镇”、“古北水镇”为景区骨干子品牌的多品牌体系，未来将致力于建设全球领先的综合旅游服务商。

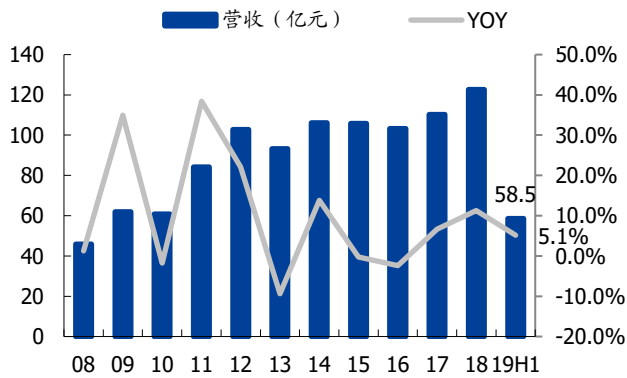
图表 2: 公司主要的控参股平台



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

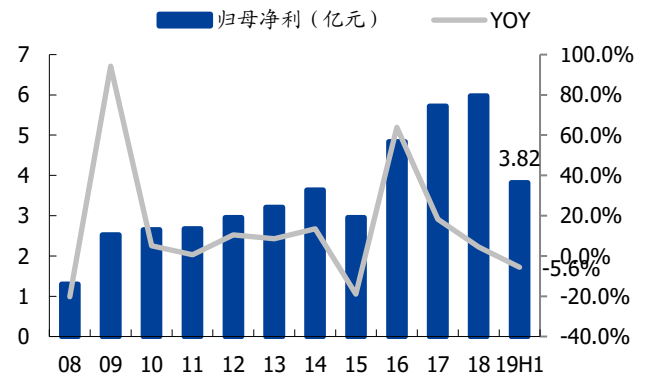
公司打造多元化控参股平台，形成“景区+酒店+旅行社+整合营销”四大板块。公司已按照控股型架构打造景区（乌镇+古北水镇）、酒店（山水酒店）、旅行社（各地旅行社+遨游网+耀悦旅游）、整合营销（中青博联）四大板块，并以文旅综合体为载体，探索旅游+文化、+地产等策略性布局，多元化控参股平台遵循规模优先于效益的特点，有利于业务协同和风险分散。公司旗下整合营销、酒店板块实现新三板挂牌，未来仍将积极推动各业务板块实现资本与资源的快速嫁接。

图表3: 公司历年营收增长



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

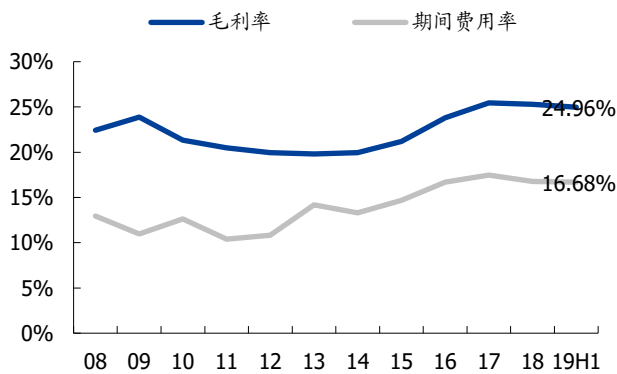
图表4: 公司历年归母净利润增长



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

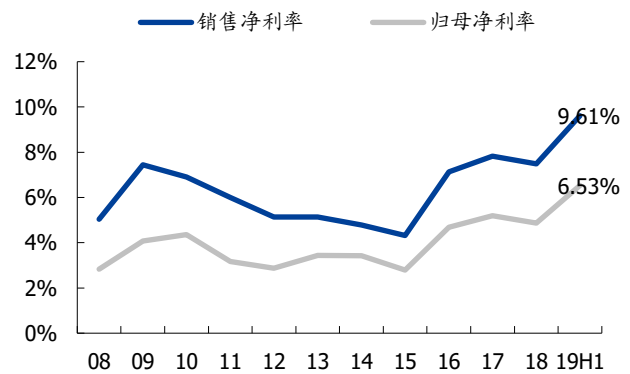
**2008-18 年公司营收和净利 CAGR 分别为 10%/16%，均实现稳健增长。**2008-18 年公司营收 CAGR 10 至 122.6 亿、归母净利润 CAGR 16% 至 5.97 亿，得益景区业务的更快增长，归母净利润增速快于营收，其中 09 年房地产销售利润激增使净利增长 90%+，16 年政府补贴激增使净利增长 60%+。2019H1 公司营收同比增长 5% 至 58.5 亿、归母同比下降 6% 至 3.82 亿，古北水镇和山水酒店运营表现不佳。伴随古北水镇交通改善及酒店业务逐步回暖，未来公司业绩有望回升。

图表5: 公司毛利率及期间费用率



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

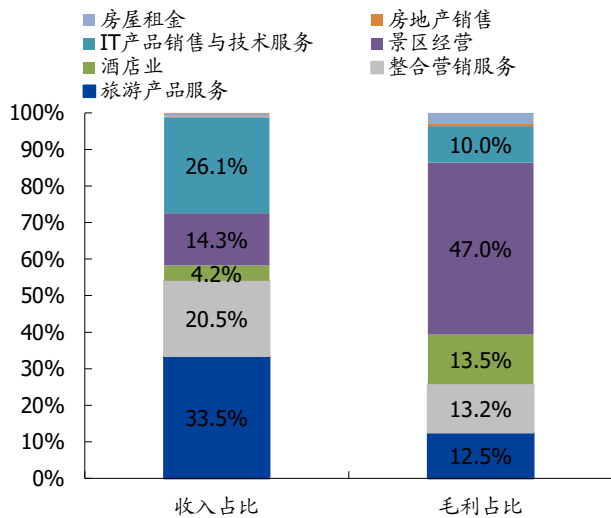
图表6: 公司销售净利率及归母净利率



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

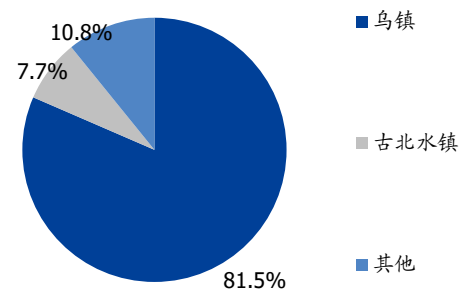
**2008-18 年公司毛利率和归母净利率分别上升 2.9/2.0pct 至 25.3%/4.9%，整体盈利能力提升。**2008-18 年公司毛利率上升 2.9pct 至 25.3%，主要系景区业务占比提升、多业务毛利率提升；公司期间费用率上升 3.8pct 至 16.8%，主要系销售/管理/财务费用率提升 2.4/0.9/0.5pct 至 10.4%/5.6%/0.8%；公司归母净利率上升 2.0pct 至 4.9%，主要系古北水镇投资收益和常态化政府补贴收益增长。2019H1 公司毛利率/费用率提升 0.5/2.3pct 至 25.0%/16.7%，归母净利率下降 0.7pct 至 6.5%，归母净利率显著低于销售净利率主要系少数股东占比达到 32%。

图表 7: 2019H1 公司收入和毛利构成



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 8: 2019H1 公司净利贡献构成

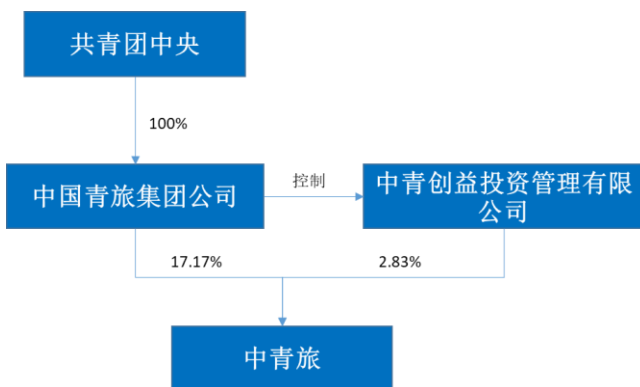


资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

景区净利贡献 89%，乌镇是最主要净利来源，古北水镇具备成长空间；非景区收入占比 80%+，旅行社收入体量最大，起到协同支持作用。2019H1 公司收入 58.5 亿、毛利 14.6 亿、毛利率 25.0%，旅行社/整合营销/酒店/景区（仅乌镇）/IT 技术/房地产/房租收入占比 33.5%/20.5%/4.2%/14.3%/26.1%/0.3%/1.0%、毛利占比 12.5%/13.2%/13.5%/47.0%/10.0%/0.6%/3.0%，毛利率分别为 9.3%/16.1%/80.1%/82.3%/9.6%/45.1%/74.9%。2019H1 公司归母净利润 3.82 亿，乌镇（并表净利）/古北水镇（投资收益）/其他贡献 81.5%/7.7%/10.8%。

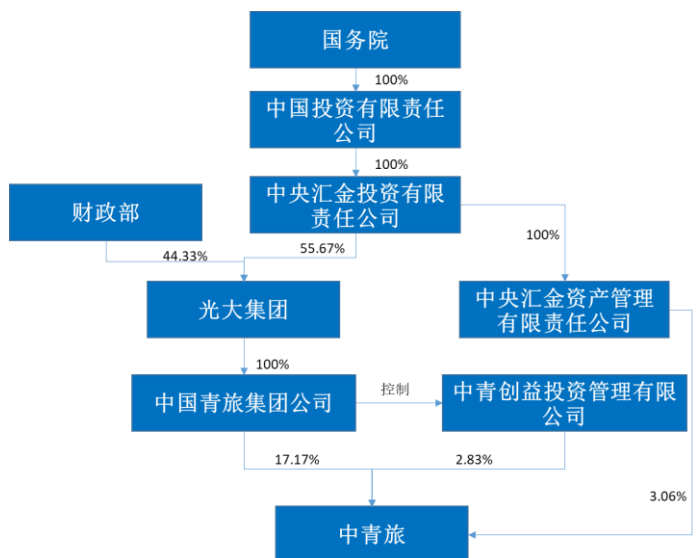
## 2、光大集团入主，开启成长新篇章

图表 9: 股权划转前公司股东结构



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 10: 股权划转后公司股东结构



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

2018 年初光大入主，将开启成长新篇章。2018 年 1 月 5 日，公司公告称控股股东青旅集团 100% 国有产权将整体划转至光大集团，光大将成为青旅集团控股股东并间接持有上市公司 20% 股权，由此中青旅成为中国第一家拥有中央大型金融控股集团背景的旅游类上市公司。考虑到大股东持股比例低，未来不排除大股东增持可能。借力光大入主，中青旅有望获得大股东的资金支持，持续增强资本实力并加速现有业务布局。



图表 11: 公司非独立董事成员

姓名	职务	任职日期	个人简历
康国明	董事长	2015/12/21	现任中青旅控股股份有限公司董事长
邱文鹤	副董事长, 总裁	2018/12/28	现任中青旅控股股份有限公司副董事长, 总裁
张立军	副董事长	2003/4/15	现任中青旅控股股份有限公司副董事长
徐曦	董事, 副总裁	2018/5/25	现任中青旅控股股份有限公司董事, 副总裁
陈昌宏	董事	2018/12/28	现任中青旅控股股份有限公司董事, 光大集团文旅健康事业部总经理
郑颖宇	董事	2018/12/28	现任中青旅控股股份有限公司董事, 光大集团文旅健康事业部副总经理
倪阳平	董事	2015/12/21	现任中青旅控股股份有限公司董事, 光大集团文旅健康事业部副总经理,

资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

**2018年底公司引入光大系董事、迎来光大系总裁。**2018年12月29日, 公司董事会新引入3位光大系董事, 包括现任副董事长邱文鹤、现任董事陈昌宏和郑颖宇, 同时管理层迎来原光大集团深化改革小组领导邱文鹤担任新总裁, 由此光大实现对上市公司董事会和管理层的正式介入。伴随光大介入, 中青旅有望迎来业绩激励强化和管理效率提升。未来光大着力考核公司营收、利润、净资产收益率等指标及与兄弟公司的联动性。

图表 12: 光大集团内中青旅兄弟公司



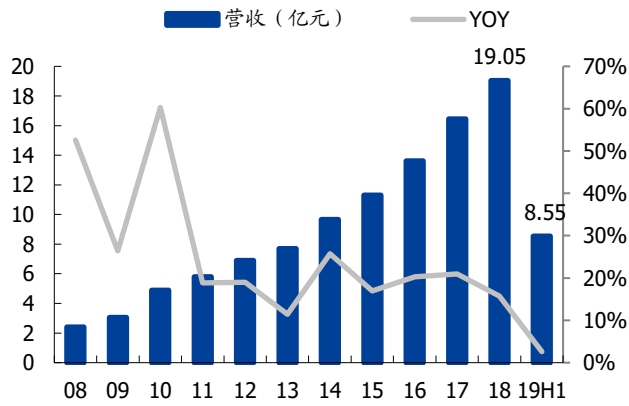
资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

光大集团金融和实业资源丰富, 有望助力公司业务扩张。光大集团作为大型金融央企具备雄厚的资本实力雄厚, 拥有丰富的金融类业务并投资众多的实业类业务, 而且在教育、体育、康养、文化、地产、金融等领域均有布局, 有望助力公司掌控更丰富的协同资源。

## 二、 乌镇: 旅游小镇标杆, 持续升级扩张

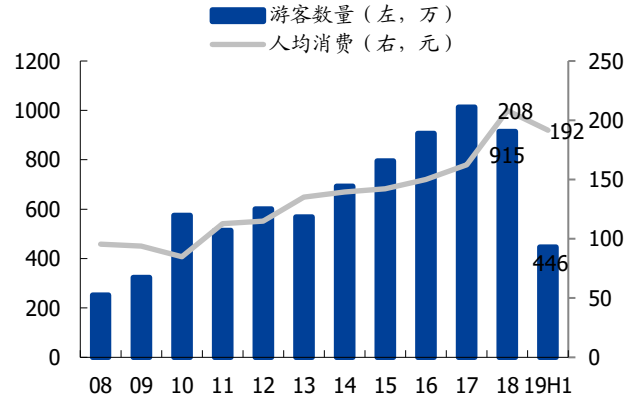
### 1、 乌镇的成功: 享天时地利人和, 人和是关键

图表 13: 乌镇营收



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

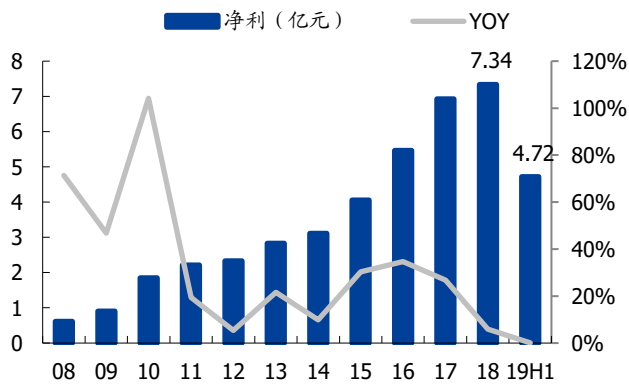
图表 14: 乌镇客流与客单



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

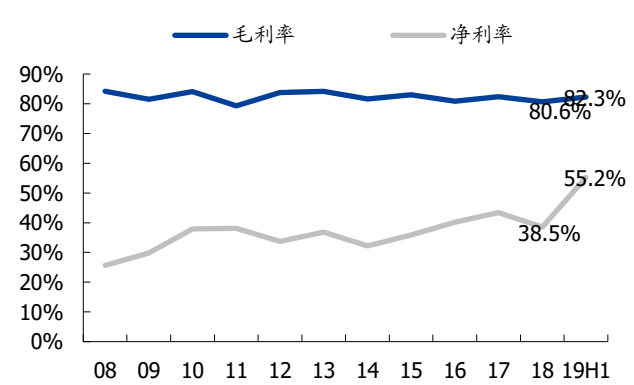
**乌镇的快速崛起: 2008-18 年营收 CAGR 23%至 19.05 亿, 其中客流 CAGR 14%至 915 万、客单 CAGR 8%至 208 元。**2008-18 年乌镇收入从 2.41 亿复合增长 23% 达 19.05 亿, 其中客流从 252 万复合增长 14%至 915 万、客单从 96 元复合增长 8%至 208 元, 2018 年收入是 08 年 8 倍, 其中客流是 08 年 4 倍、客单是 08 年 2 倍。19H1 乌镇营收同比+2.6%至 8.55 亿, 其中客流同比-0.8%至 446 万、客单同比+3.4%至 192 元, 维持稳态发展。尽管在江南六镇中并非资源最丰富、位置最优越, 乌镇却凭借卓越的设计和开发快速崛起。中青旅 2007 年初收购乌镇 60%股权, 目前持有乌镇 66%股权。

图表 15: 乌镇净利



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

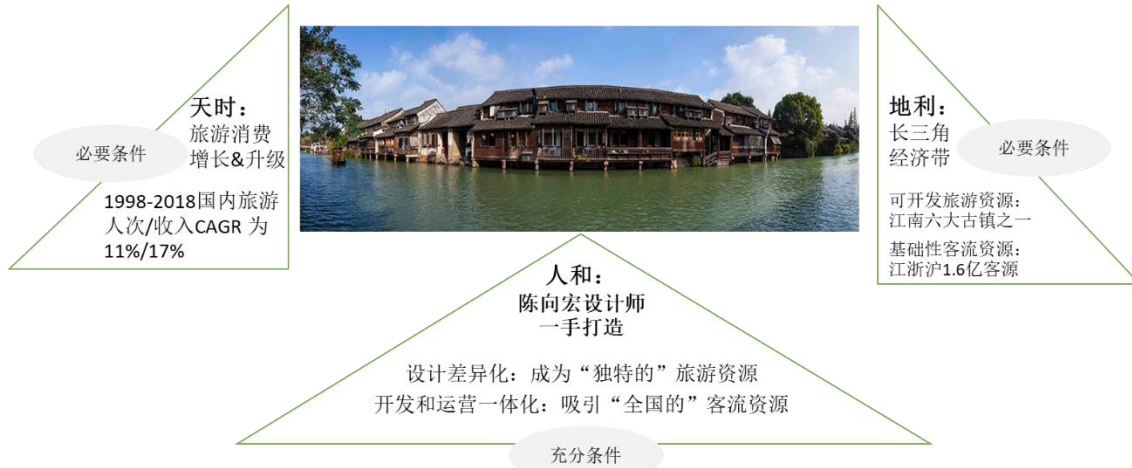
图表 16: 乌镇毛利率与净利率



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

**经济效益的显现: 2008-18 年净利 CAGR 28%至 7.34 亿, 净利率提升 12.9pct 至 38.5%。**2008-18 年乌镇净利从 0.62 亿复合增长 28%至 7.34 亿, 净利率从 25.6%提升 12.9pct 至 38.5%, 在毛利率下降 3.6pct 至 80.6%情况下, 得益经营效率提升、政府补贴增加。19H1 乌镇净利持平为 4.72 亿, 净利率同比降 1.4pct 至 55.2%, 主要系政府补贴增加而经营经营净利率下降 5.4pct。在江南六镇中并非开发最早、运营经验最多, 乌镇却凭借出色的运营实现最强经济效益。中青旅按 66%股权获得归属于母公司的净利。

图表 17: 乌镇成功关键因素



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

那么, 乌镇如何快速崛起并实现最强的经济效益? 我们认为, 天时地利人和缺一不可, 其中“人和”发挥了决定性作用。天时指伴随居民收入增长, 其旅游消费增长并经历从观光向休闲度假游的消费升级, 1998-2018年我国国内旅游人次/收入 CAGR 为 11%/17%, 量价齐增显示出旅游消费增长和升级双趋势, 这是景区发展的必要条件。地利指乌镇地处长三角经济带, 作为江南六大古镇之一具备可开发旅游资源, 且周边江浙沪 1.6 亿客源成为基础性客流资源, 这也是乌镇发展的必要条件。而“人和”指经陈向宏设计师的一手打造, 乌镇实现了设计差异化、开发和运营一体化, 成为“独特的”旅游资源、吸引“全国的”客流资源, 这就是乌镇景区发展的充分条件, “人和”发挥了决定性作用。

图表 18: 乌镇地理位置优越



资料来源: 乌镇官网 国盛证券研究所

图表 19: 乌镇 IP 影响力强



资料来源: 公开资料 国盛证券研究所

**资源是基础: 乌镇地理位置优越, IP 影响力强。** 乌镇是江南六大古镇之一, 素有“中国最后的枕水人家”之誉并被评为国家 5A 级景区, 具备丰富的可开发旅游资源。乌镇地理位置优越, 位于浙江省桐乡市, 距杭州、苏州 80 公里, 距上海 140 公里, 距长三角主要地区自驾车程仅 1-2 小时, 具备江浙沪 1.6 亿基础性客源。乌镇 IP 影响力强, 伴随 2003 年黄磊、刘若英主演的《似水年华》走红, 其悠久的水乡风貌、深厚的文化底蕴和古朴的民俗风情便被全国人民熟知, 今年刘若英作为代言人再回乌镇, 助力乌镇 IP 影响力再度提升。长三角经济带的优越地理位置和全国闻名的强大 IP 影响力成为乌镇崛起基础。

图表 20: 江南六大古镇对比

	乌镇	西塘	周庄	同里	南浔	甬直
地理位置	浙江桐乡	浙江嘉兴	江苏苏州	江苏苏州	浙江湖州	江苏苏州
开发时间	1999年	1996年	1989年	1993年	2003年	1998年
景区等级	5A	5A	5A	5A	5A	4A
门票价格	东西联票 190元	85元	88元	80元	69元	55元
游客数量(万)	915	1016	567	500万左右	200万左右	300万左右
旅游收入(亿)	19.05	2.43	上亿	0.96		

资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

**设计、开发和运营是关键:** 陈向宏设计师将乌镇从无名小镇一手缔造成世界名片。乌镇最早不过是无名小镇, 在江南六大古镇中做旅游比周庄/西塘晚 10/3 年, 得益于乌镇人陈向宏设计师的一手缔造, 以差异化设计保证产品品质, 通过一体化开发和运营将顶层设计贯彻到底, 乌镇逐渐成为世界知名的旅游小镇, 各项业绩均傲居江南六大古镇之首。

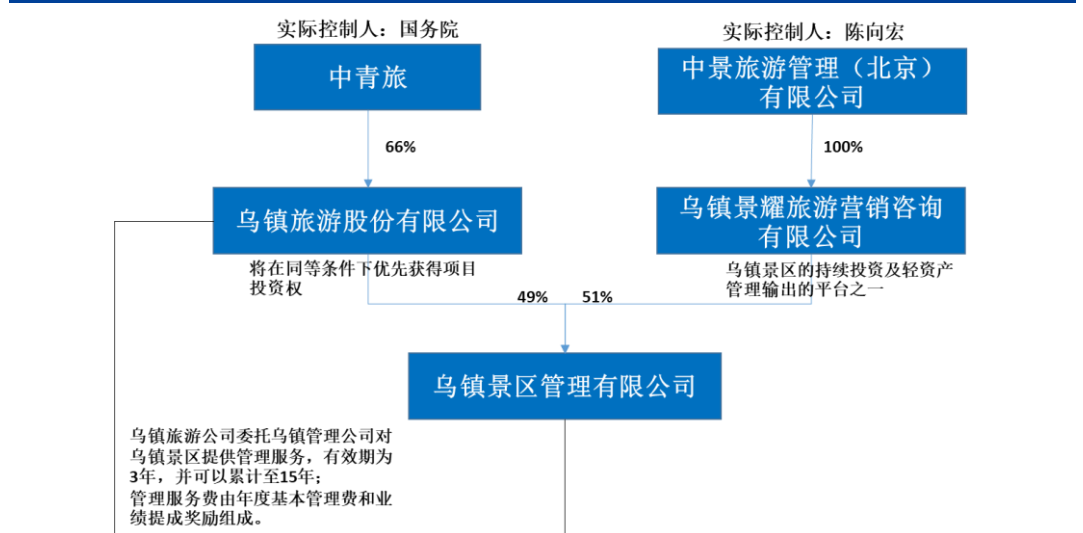
图表 21: 陈向宏差异化设计乌镇的加减法



资料来源: 混沌大学 国盛证券研究所

**差异化设计:** 陈向宏巧用加减法, 将乌镇差异化定位做到极致。陈总对观光小镇做减法, 在东栅打造纯粹古镇, 实现资源的差异性, 所以为确保东栅整体古镇风貌拆除了居民新房并拒绝经营民宿; 对度假小镇做加法, 在西栅打造用户独特体验, 实现产品的差异性, 所以为确保西栅度假服务水平建立了现代化基础设施和自营酒店并统一管理非自营民宿; 对文化小镇做加法, 放大景区 IP 影响力, 实现精神的差异性, 因此乌镇开始做戏剧节并建设木心美术馆; 对会展小镇做加法, 提高景区国际知名度, 实现商务的差异性, 因此乌镇落地世界互联网大会并获得政府专项补贴。由此, 陈总将乌镇差异化定位做到极致。

图表 22: 陈向宏与乌镇旅游升级为长期的合作关系

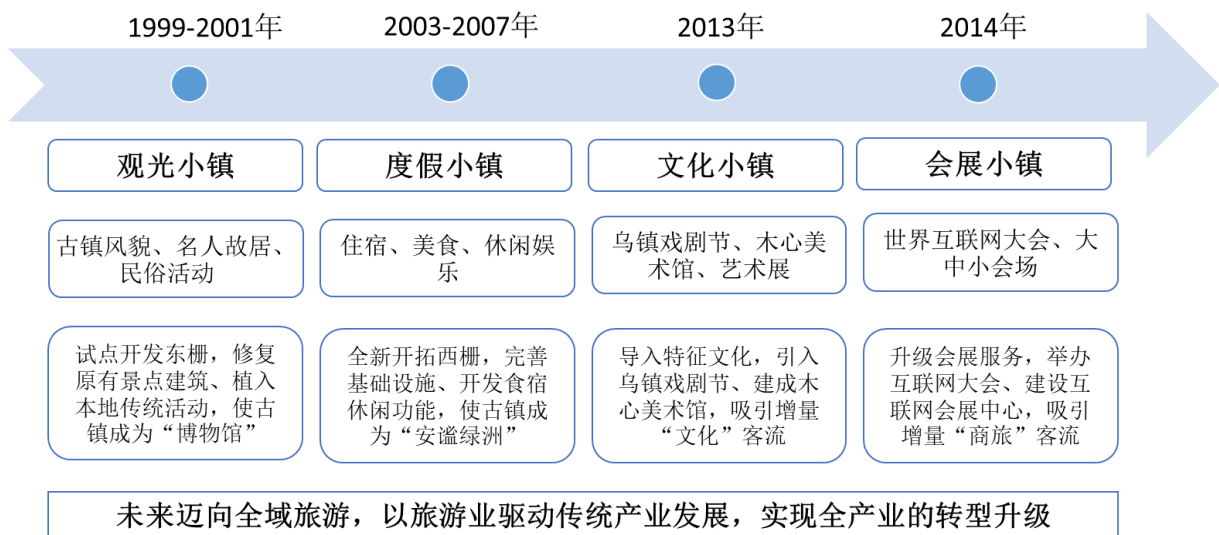


资料来源：公司公告 国盛证券研究所

**一体化开发和运营：陈向宏管理团队统筹开发和运营，将乌镇顶层设计贯彻到底。** 景区开发和运营相脱离容易导致顶层设计不能被贯彻、旅游品质得不到保证，而乌镇开发和运营由陈向宏团队统筹负责，保证开发和运营的一致性，可以将乌镇顶层设计贯彻到底。2016年底乌镇旅游与景耀咨询合资设立乌镇管理公司，陈向宏实控的景耀咨询控股51%，乌镇管理公司为乌镇旅游提供景区管理服务，管理服务费用由年度基本管理费和业绩提成奖励组成。陈向宏与乌镇旅游的关系从设计开发时期的经理人升级为运营管理时期的合作方，利益绑定将增强乌镇景区投资和管理的持续性，有利于乌镇品质提升和业绩增长。

## 2、转型升级之路：观光-度假-文化-会展

图表 23: 乌镇转型升级之路



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

**乌镇成功缘起于天时地利人和，显现于转型升级之路。** 在陈向宏整体规划下，乌镇迎合旅游业消费升级大趋势，历经四个开发阶段，实现从观光游向度假、文化、会展游升级。第一阶段从1999年起试点开发东栅景区，通过建筑修复和民俗植入形成古镇观光游格局，2001年东栅开业；第二阶段从2003年起全新开拓西栅景区，通过完善基础设施和开发食宿休闲功能形成度假游格局，2007年西栅开业；第三阶段从2013年起举办乌镇戏剧节并逐步建成木心美术馆，为乌镇增添文化游氛围；第四阶段从2014年举办乌镇

世界互联网大会并筹建乌镇互联网会展中心，升级会展服务。由此，乌镇可满足观光、度假、文化和会展需求，并将迈向全域旅游带动传统产业发展，实现全产业链的转型升级。

图表 24: 乌镇东栅与西栅两景区对比

	东栅	西栅
定位	观光游览型景区	综合体验型景区
投资额	1 亿	10 亿
产权归属	拥有部分产权（半封闭式）	买断全部产权（全封闭式）
改建时间	1999 年起建，2001 年开业	2003 年起建，2007 年开业
景区面积	1.98 平方公里	4.92 平方公里
现行票价	110 元	150 元
年均客流	401 万（08-18 年 CAGR 7%）	514 万（08-18 年 CAGR 26%）
开放时间	7:00~18:00（白天观光）	09:00~22:00（夜游亦可）
票价涵盖项目	由东栅老街、观前街、河边水阁、廊棚组成，具备原汁原味的水乡风貌和老街的生活气息	由西栅 12 座环水小岛和明清古建筑组成，具备保留精美的明清建筑和新街的现代元素 较多食宿、休闲娱乐（受统一管理）
其他消费项目	较少食宿（不受统一管理）	住宿：度假/精品/民宿/经济/青旅... 美食：特色菜/特色小吃/餐饮名店... 休闲娱乐：Spa/咖啡吧/酒吧/道馆...

资料来源：公司公告 国盛证券研究所  
注：东西栅联票价 190 元

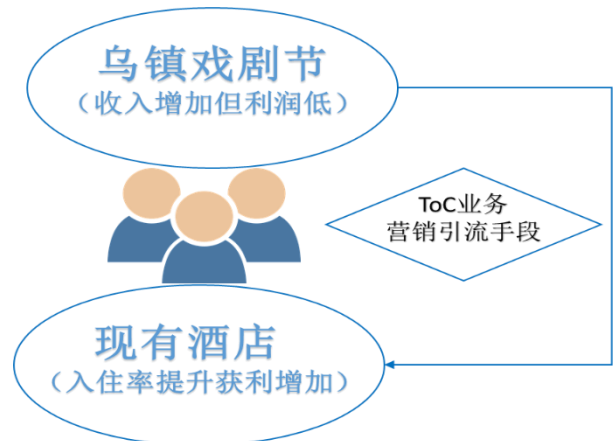
从观光型东栅到度假型西栅，乌镇实现客流的跨越式增长。最早开发的东栅景区以观光游览为主，面积 1.98 平方公里、票价 110 元，主要涵盖水乡风貌观赏和老街风俗游览；全新开发的西栅景区以综合体验为主，面积 4.92 平方公里、票价 150 元，主要涵盖环水小岛和明清建筑景观，此外还提供统一管理的食宿和休闲娱乐等额外消费项目。西栅景区迎合旅客向度假游升级的需求，让旅客住宿在乌镇、欣赏夜景，实现客流的显著增长。2008-18 年西栅客流量复合增长 26% 达 514 万，而东栅客流量复合增长 7% 达 401 万，得益西栅的增量客流及更高客单，同期乌镇客流和客单分别实现 14% 和 8% 的复合增长。

图表 25: 乌镇举办戏剧节



资料来源：乌镇官网 国盛证券研究所

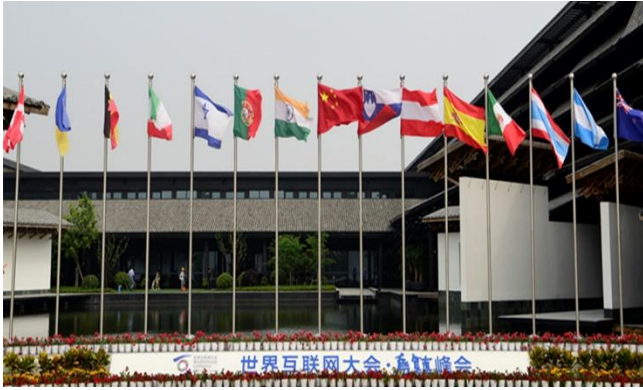
图表 26: 乌镇戏剧节定位



资料来源：公开资料 国盛证券研究所

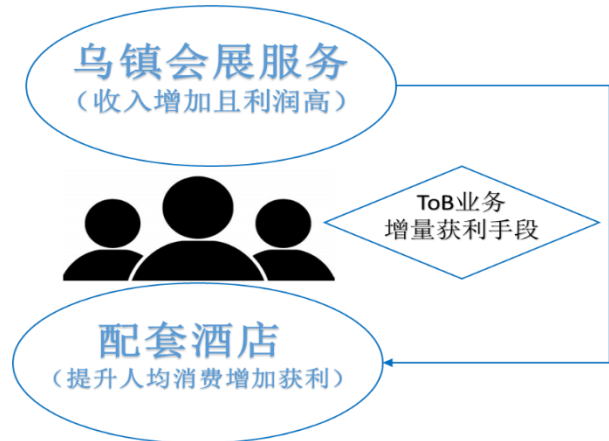
从度假小镇到文化小镇，乌镇实现旅客“消费升级”。从 2013 年举办首届乌镇戏剧节到 2019 年第七届乌镇戏剧节即将开幕，乌镇戏剧节为古镇注入新的文化元素，提升了乌镇文化影响力，吸引了众多国内外游客。由于戏剧节是 ToC 业务，尽管较高的票价带来了收入增加，但同样较高的成本导致实际利润较低，所以戏剧节定位为营销引流的手段，其他 ToC 业务如木心美术馆和艺术展也起到吸引增量客流的作用。文化产品的构建助力乌镇实现旅客“消费升级”，现有酒店入住率和人均消费水平得以提升，获利得以增加。

图表 27: 乌镇举办世界互联网大会



资料来源: 乌镇官网 国盛证券研究所

图表 28: 乌镇会展服务定位



资料来源: 公开资料 国盛证券研究所

从文化小镇到会展小镇，乌镇实现旅客“结构升级”。从 2014 年举办首届乌镇世界互联网大会到 2016/18 年筹建乌镇互联网会展中心一期/二期，世界互联网大会为乌镇注入新的商务元素，提升乌镇国际知名度，收获增量商务客源。会展服务是利润率更高的 ToB 业务，可成为乌镇增量获利手段，会展服务升级将助力乌镇实现旅客从个人向企业、从休闲旅客向商务人士的“结构升级”，目前会展旅客人均消费水平已超千元。会展中心和配套酒店形成相对独立的组团业务，有望进一步提升乌镇整体人均消费水平和获利空间。

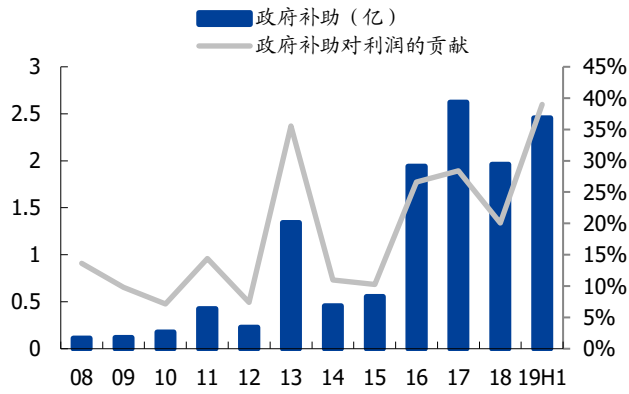
图表 29: 乌镇互联网会展中心一二期

	互联网会展中心一期	互联网会展中心二期
定位	地标性主会场	B 区配套酒店, C 区酒店综合体建筑
投资额	16 亿	15 亿 (B 区 5 亿+C 区 10 亿)
地理区位	西栅景区西北侧	西栅景区北侧、西侧
建设周期	2016-2018	2018-2020
项目构成	会议中心、会展配套展厅、会议接待中心、会议度假酒店等构成	B 区包括客房、会议、娱乐、餐饮等功能; C 区包括酒店、餐饮、会议等功能
资产相关政府补助	2017-2018 共计提 8.56 亿用于冲减固定资产	

资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

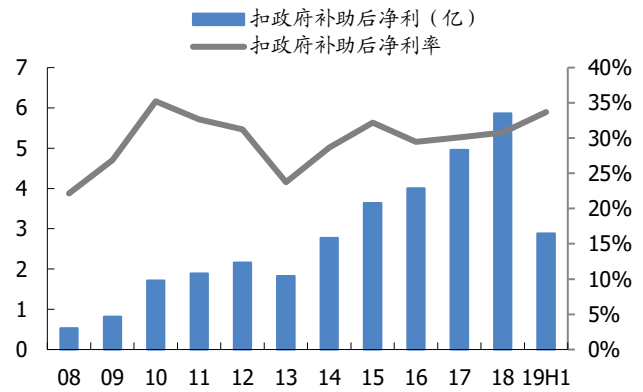
乌镇互联网会展中心一期建成、二期在建，将为会展小镇转型升级提供强大保障。2016 年 4 月公司公告将建设互联网会展中心一期项目，耗资 16 亿建成会议中心、展览中心和接待中心，2018 年 9 月公司公告将建设互联网会展中心二期项目，将耗资 15 亿建设配套酒店和酒店综合体，预计 2020 年完工投运。乌镇旅游公司 2017/2018 年分别获得与资产相关的政府补助 7.06/1.50 亿并已于用于冲减固定资产，一定程度上减轻资金压力和工程转固后的摊销压力。伴随互联网会展中心落地，乌镇会展小镇发展具备强大支撑。

图表 30: 乌镇政府补助情况



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 31: 剔除政府补助后乌镇净利率相对稳定



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

乌镇因轮动开发获高额政府补贴, 伴随保护性开发的持续, 政府补助有望趋于常态化。乌镇政府补助对其利润贡献较大, 剔除政府补助后净利率相对稳定。2016-2018 年乌镇持续获得 1.9-2.6 亿左右的政府补助, 用于景区轮动开发中的工程补贴以及互联网大会、戏剧节等的活动补贴等, 预计伴随景区保护性开发持续, 政府补助有望趋于常态化。这意味着, 乌镇的成功也离不开政府支持, 包括开发和运营中的补助和其他政策优待。2016-2018 年乌镇政府补助对其利润贡献在 20%-28% 左右, 19H1 的 2.45 亿政府补助对乌镇的利润贡献达到 39%, 剔除政府补助后乌镇净利率相对稳定, 维持在 30% 出头的水平。

### 3、 乌镇的未来: 建乌村与濮院, 布局全域旅游

图表 32: 乌村与濮院两景区介绍

	乌村	濮院
定位	高端乡村旅游度假区	历史文化+时尚购物旅游目的地
投资额	2.5 亿	50 亿
开发公司	乌镇旅游	濮院旅游 (乌镇旅游持股 49%)
开业时间	2016 年	预计 2020 年
地理位置	乌镇西栅历史街区北侧 500 米	乌镇临镇, 距离乌镇 20 公里
景区特色	特色 CCO 一站式陪伴服务	毛衫小镇与特色古镇
收费模式	一价全包 (类似 club med)	-
现行票价	周日至周四 780 元起/人/晚 周五至周六 980 元起/人/晚	-
票价覆盖项目	乌村游览、一宿三餐、30 余种江南小吃、20 余项体验活动、畅玩西栅景区、24 小时游览车	-

资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

乌镇如今的成功来自东西栅互补性发展, 乌镇未来的看点来自全域旅游布局推进, 乌村和濮院有望承接乌镇高客流外溢, 实现与乌镇的联袂互补。东西栅互补性发展成就如今乌镇的千万级客流, 但景区承载力有限, 进一步获客需全域旅游布局推进, 因此乌村和濮院成为未来乌镇的有益补充。乌村系乌镇旅游投建的高端乡村旅游度假区, 位于乌镇西栅历史街区北侧 500 米, 主打一价全包的一站式服务体验, 2016 年开业后形成对东西栅的供给补充。濮院系濮院旅游投建的历史文化+时尚购物旅游目的地, 位于乌镇临镇、距离乌镇 20 公里, 主打毛衫小镇与特色古镇, 预计 2020 年有望开业并与乌镇协同发展。



图表 33: 乌村地理位置



资料来源: 搜狗地图 国盛证券研究所

图表 34: 乌村总平面鸟瞰图



资料来源: 公开资料 国盛证券研究所

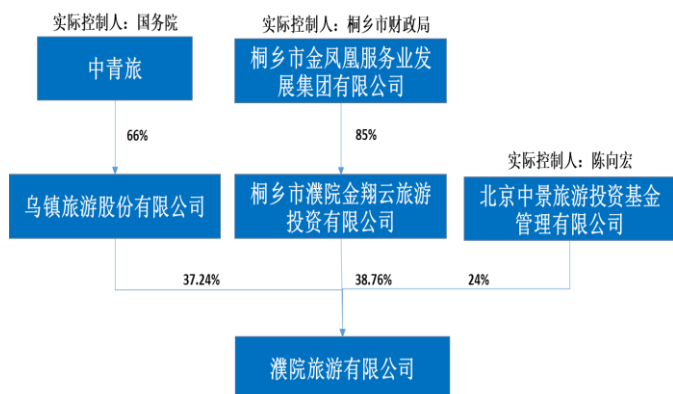
乌村处于发展中,未来西栅向其引流空间大。乌村客房数量 186 间,不及为乌镇的 1/10,目前处发展中,业绩贡献有限。由于紧邻西栅,未来西栅向其引流空间大,一方面西栅有观光车直达乌村、有宣传推广乌村,另一方面乌村推出与西栅的套票,均有助于西栅向乌村的引流。西栅 500 万年客流有 1-2%的存量或者增量引流到乌村即可为乌村带来 5-10 万年客流,而乌村客房可容 400 人/天、14.6 万人/年,由此西栅带来的客流将助力乌村实现 34%-68%的入住率,按乌村一价全包 800 元/人,对应收入可达 0.4-0.8 亿元。

图表 35: 乌村地理位置



资料来源: 搜狗地图 国盛证券研究所

图表 36: 濮院旅游股权结构



资料来源: 天眼查 国盛证券研究所

濮院处于在建中,2020 年将开业并助力乌镇全域旅游大版图扩张。2013 年乌镇旅游参股 49%设立濮院旅游,伴随陈向宏增资,截至 2019 年乌镇旅游持股濮院旅游 37.24% 股权,濮院旅游自 2013 年至今持续建设濮院,预计濮院有望在 2020 年开业。濮院是继古北水镇后又一类乌镇模式的复制扩张,相同在于均由乌镇原班人马打造,不同在于濮院近邻乌镇可与乌镇实现协同发展。对比乌镇成功要素,濮院也具备“天时地利人和”成功基因,迎合休闲游升级趋势、地处长三角具备区位优势、陈向宏团队全权打造并在开发阶段实现利益绑定。而且相比乌镇古镇之“雅”,濮院时尚之“俗”与乌镇形成有效互补和集聚效应,短期即有望贡献百万客流和投资收益,助力乌镇全域旅游大版图扩张。

图表 37: 乌镇分季度客单与客流情况

	14H1	14Q3	14Q4	15H1	15Q3	15Q4	16H1	16Q3	16Q4	17H1	17Q3	17Q4	18H1	18Q3	18Q4	19H1
客单/元	138	136	147	139	138	157	147	142	166	153	156	194	185	193	281	192
同比增长				1%	2%	7%	6%	3%	5%	4%	10%	17%	21%	24%	45%	3%
环比增长		-1%	8%		-1%	14%		-3%	16%		2%	24%		4%	46%	
客流/万	309	208	176	387	240	168	478	228	201	513	290	211	450	269	196	446
同比增长				25%	15%	-4%	23%	-5%	19%	7%	27%	5%	-12%	-7%	-7%	-1%
环比增长		34%	-16%		24%	-30%		-5%	-12%		13%	-27%		20%	-27%	
收入/亿	4.26	2.83	2.58	5.39	3.31	2.65	7.04	3.24	3.33	7.84	4.53	4.09	8.33	5.20	5.52	8.55
同比增长				27%	17%	3%	31%	-2%	26%	11%	40%	23%	6%	15%	35%	3%
环比增长		33%	-9%		23%	-20%		-8%	3%		16%	-10%		25%	6%	
东栅票价					100							120(2017.8.1-2018.9.19)			110	
西栅票价					120							150(2017.8.1-2018.9.19)			150	
东西联票					150							200(2017.8.1-2018.9.19)			190	

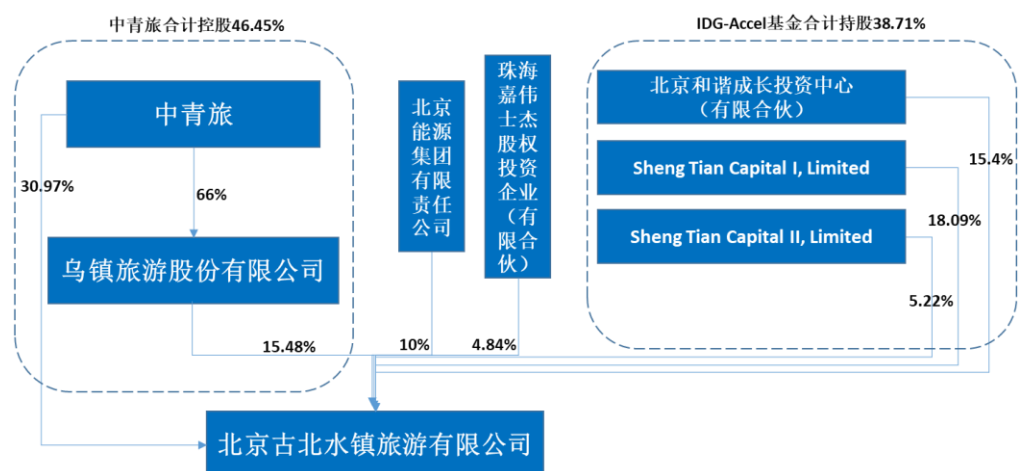
资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

再回到乌镇自身的发展, 门票价格波动对其收入影响日益有限。乌镇门票收入占比不足 50%, 乌镇早已摆脱门票经济; 而且乌镇门票提降价未直接导致收入异常波动。2017 年 8 月 1 日乌镇门票提价, 东栅/西栅/联票票价提升 20%/25%/33%至 120/150/200 元。由此 17Q3 乌镇客单同比增 10%、环比增 2%, 相较前期客单提升明显; 客流同比增 27%、环比增 13%, 同比高增系 16Q3 G20 峰会下低基数, 环比增幅低显示客流增长受小幅抑制。2018 年 9 月 20 日乌镇门票降价, 东栅/联票票价下降 8%/5%至 110/190 元, 由于东栅团客多、实际票价低, 因此实际票价降幅较名义更低。由此 2018Q4 乌镇客单同比增 45%、环比增 46%, 相较前期客单仍显著提升; 客流同比降 7%、环比降 27%, 同比及环比降幅大显示客流未显著释放。因此门票价格波动对收入影响有限, 伴随西栅客流占比提升、会展服务升级, 乌镇客单及收入将提升。我们预计 19-21 年乌镇营收复合增长 10%至 25 亿, 其中客流/客单 CAGR 5%/5%, 经营性净利复合增长 11%达 5.0 亿。

### 三、 古北水镇: 类乌镇异地扩张, 成长空间大

#### 1、 类乌镇模式异地扩张, 成功基因赶超乌镇

图表 38: 古北水镇旅游股东结构

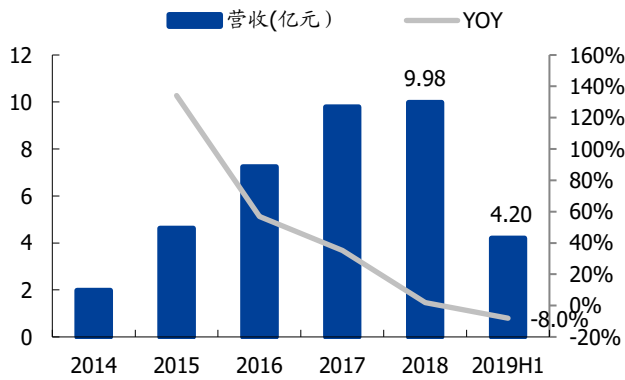


资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

古北水镇由原班人马再造, 实现类乌镇模式异地扩张。2010 年中青旅、乌镇旅游、IDG

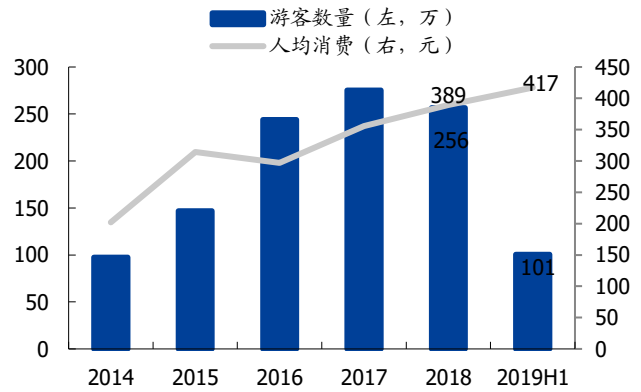
和京能集团共同出资成立古北水镇旅游，中青旅合计控股 41.29%并享有 36.03%收益权，2019 年受让京能集团 5.16%股权后，中青旅合计控股 46.45%并享有 41.19%收益权。中青旅增持显示出对古北水镇的长期信心，同时将享受古北水镇更多的增长红利。陈向宏带领原班人马全权开发运营古北水镇，古北水镇成为类乌镇模式异地扩张第一单。

图表 39: 古北水镇营收



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

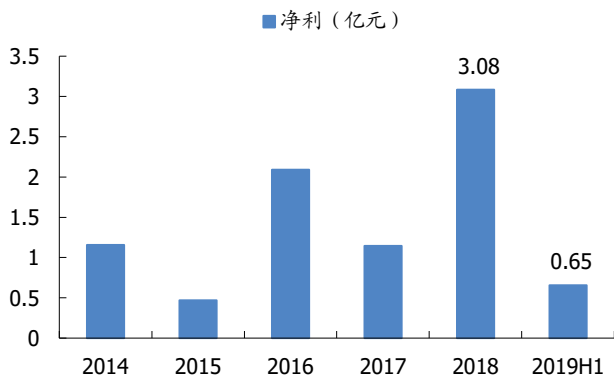
图表 40: 古北水镇客流与客单



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

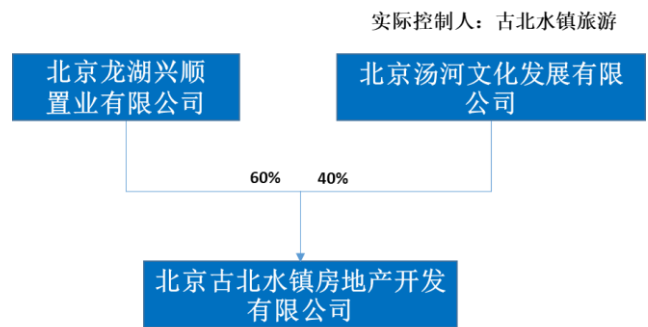
**古北水镇正快速成长: 2014-18 年营收 CAGR 50%至 9.98 亿, 其中客流 CAGR 27%至 256 万、客单 CAGR 18%至 389 元。**2014-18 年古北水镇收入从 1.97 亿复合增长 50%达 9.98 亿, 其中客流从 98 万复合增长 27%至 256 万、客单从 202 元复合增长 18%至 389 元, 2018 年收入是 14 年 5 倍, 其中客流是 14 年 2.6 倍、客单是 14 年 1.9 倍, 整体实现了较快增长。19H1 古北水镇营收同比-8.0%至 4.2 亿, 其中客流同比-8.8%至 101 万、客单同比+0.8%至 417 元, 受竞争压力及交通瓶颈影响收入及客流出现下滑。

图表 41: 古北水镇净利



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 42: 古北水镇旅游参股古北水镇房地产开发公司



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

**经济效益将逐步显现: 2014-18 年净利 CAGR 28%至 3.08 亿, 净利波动较大主要系参股房地产公司的投资收益波动较大。**2014-18 年古北水镇参股 40%的房地产公司投资收益波动较大, 导致 2018 年其净利同比增 170%至 3.08 亿, 19H1 其净利同比降 47%至 0.65 亿。由于古北水镇尚处培育成长期, 因此其经常性盈利水平仍低于乌镇, 但考虑古北水镇酒店 ADR 及会展旅客人均消费均高过乌镇, 伴随经营成熟其净利率有望提升。

图表 43: 乌镇和古北水镇对比

	乌镇	古北水镇
定位	观光-度假-文化-会展, 探索中转型	观光+度假+会展+文化, 一次性打造
投资额	40 亿+(含会展), 相对长期投入	60 亿, 相对快速投入
改建时间	东栅 1999 年起建, 2001 年开业; 西栅 2003 年起建, 2007 年开业	2010 年起建, 2014 年开业
景区面积	东栅 1.98 平方公里; 西栅 4.92 平方公里	9 平方公里整体拿下
地理位置	浙江桐乡, 地处长三角	北京密云, 地处京津冀
区域竞争	江浙沪 44 家 5A 级景区 (江南六大古镇均为 4A 级以上景区)	京津冀 18 家 5A 级景区 (长城下的星光小镇具备区域资源的稀缺性)
收入结构	门票/食宿/车船及商铺租金/其他 45%/30%/10%/15% (会展不到 10%)	门票/食宿/其他 30%/60%/10% (会展到 10%)
客源结构	团客: 散客=4:6, 东栅多团客、西栅多散客	团客: 散客=3:7
现行票价	东栅 110; 西栅 150; 东西联票 190	古北水镇 140; 古北水镇与司马台 170
人均消费	200 元左右, 会展客人 1000 元	400 元以上, 会展客人 1800 元
客房数量	2400 间	1400 间
ADR/入住率	660 元/70%左右	880 元/70%左右
初期客流	西栅首年/次年 34/52 万	古北首年/次年 98/147 万
成熟期客流	西栅目前 500 万+, 未来有望 600-800 万	古北目前 250 万+, 未来有望 400-500 万

资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

站在乌镇巨人的肩膀上, 古北水镇精准定位并快速开发、且区域资源稀缺性强、因此其人均消费水平更高, 具备赶超乌镇的成功基因。古北水镇在设计开发阶段即充分吸取乌镇的发展经验, 不同于乌镇探索中逐步转型, 古北水镇一次性快速打造集观光度假和会展文化于一身的综合旅游目的地, 较快速投入 60 亿资金建成, 因此古北水镇收入结构更不依赖门票 (占 30%)、客源结构散客更多 (占 70%)。不同于乌镇地处高级景区和江南古镇密布的长三角地区, 古北水镇选址北京密云长城脚下, 在京津冀地区其旅游资源稀缺性更强, 因竞争对手较少提价限制更少, 所以古北水镇人均消费水平更高, 旅客人均消费 400 元以上、会展客人人均消费 1800 元左右, 接近乌镇的 2 倍。从酒店供需情况看, 古北水镇客房数量 1400 间低于乌镇, 但其 ADR 为 880 元高于乌镇, 入住率为 70% 也与乌镇相接近。正是站在乌镇肩上, 古北水镇具备了类乌镇甚至超越乌镇的成功基因。

图表 44: 观光度假小镇, 结合古镇风光与司马台长城文化



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 45: 会展文化小镇, 开发之初即打造京郊 M.I.C.E 中心



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

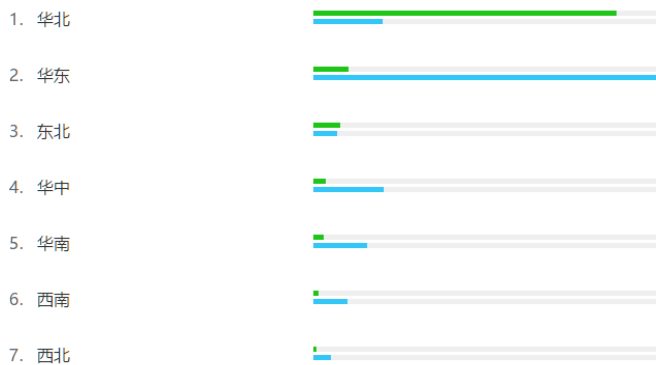
古北水镇产品开发较为成功, 锚定收入“三三制”, 同步建成观光度假和文化会展小镇。古北水镇在产品开发上锚定收入“三三制”, 将景区业态划为门票、酒店和景区综合收入各占 1/3, 一方面挖掘司马台长城文化建成观光度假小镇, 另一方面发力商务会展市场

建成京郊 M.I.C.E 中心。司马台长城被列入世界遗产名录，陈向宏引进最新索道技术使游客轻松登览司马台，通过套票模式实现与古北水镇协同发展，并建设配套中高端酒店让游客宿在古北。乌镇向商务会展的转型升级为古北开发提供宝贵经验，古北水镇开发之初即全力打造京郊 M.I.C.E 中心，目前拥有 30 余个会议场所和 1 支训练有素的管家队伍，2018 年被评为中国最具竞争力会奖综合体，对扩大收入体量和提升人均消费贡献大。

但是古北水镇品牌推广和运营积累环节有待提升，外部交通环境也有待改善。最近阶段古北水镇客流增长面临挑战，尽管开业初期即实现百万级的年客流，但是目前客流停留在 250 多万仅为乌镇西栅一半不到，若要达成 400-500 万的成熟期客流目标，古北水镇仍需提升全国品牌知名度、解决淡旺季客流显著分化，并依托外部实现交通环境的改善。

## 2、 品牌提升+交通改善，古北水镇成长空间仍大

图表 46: 古北水镇与乌镇百度搜索指数区域分布



绿色为古北水镇，蓝色为乌镇

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

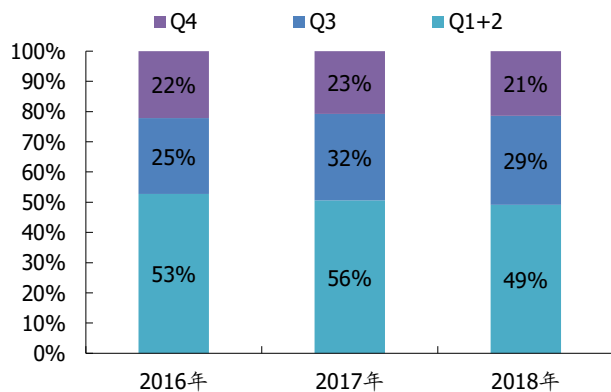
图表 47: 古北水镇百度搜索指数覆盖城市



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

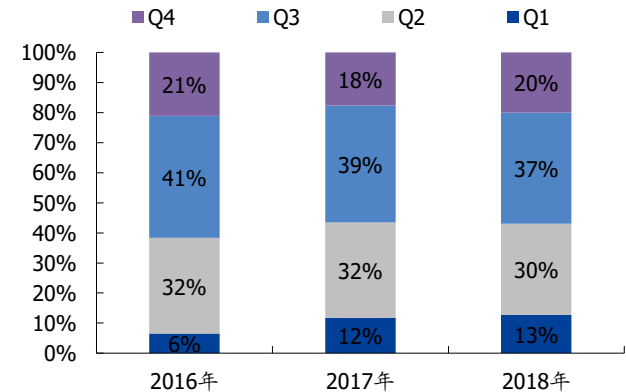
相较乌镇全国知名，古北水镇品牌知名度有待进一步提升。根据百度指数，过去半年内搜索指数整体日均值乌镇 8000+，古北水镇 4000+，古北水镇较乌镇关注度更低，而且乌镇全国搜索热度很高，古北水镇仅在华北和东北搜索热度高于乌镇。相较乌镇全国知名，古北水镇全国知名度仍有待提升。由于开业初期就实现客流高增长，因此古北水镇早期营销投入不大，未来为进一步拓展华东和中远市场，古北将通过多种形式加大品牌推广，力争打造全国性综合旅游度假目的地；此外为增加对境外客人吸引力，古北还将依托冬奥会等大型事和活动对景区进行营销宣传，从而改善客源结构带动客流增长。

图表 48: 乌镇客流的季节分布



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

图表 49: 古北水镇客流的季节分布



资料来源：公司公告 国盛证券研究所

相较乌镇季节性影响弱，古北水镇淡旺季客流显著分化有待解决。乌镇近三年 Q3 旺季收入占比不超过 32%、Q4 淡季收入占比不小于 21%，Q1 淡季和 Q2 旺季合计收入占比

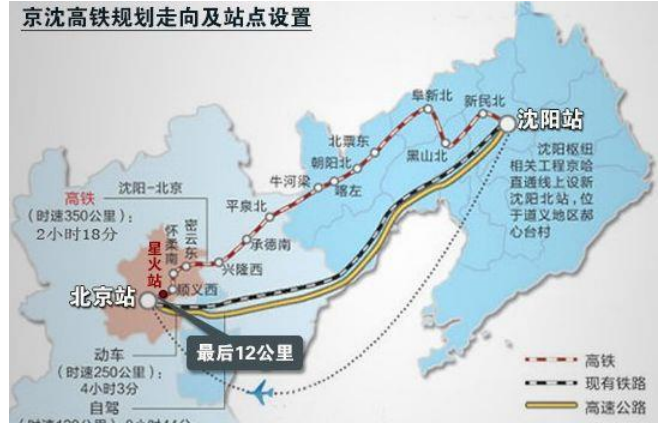
在49%-56%之间,季节性影响并不大。而古北水镇近三年Q3旺季收入占比不低于37%、Q1淡季收入占比不超过13%,Q2与Q3双旺季合计收入占比达到67%-72%,淡旺季客流分化明显。乌镇属于南方暖湿气候、古北水镇冬天寒冷,因此古北水镇较乌镇淡旺季之别更显著。对此,古北水镇一方面将围绕长城、温泉、星空、民俗主题积极扩展冬季及夜晚游憩类产品,另一方面将深挖景区会展市场持续吸引季节敏感性弱的商务客流。

图表 50: 北京市内到古北水镇的交通方式

方式	所需时间(参考)	路径
自驾	1.5 小时以上 (周末司马台长城口经常堵车)	北京→京承高速→古北水镇
旅游公交	2 小时 (工作日每日三班,非工作日每日四班)	
其他	3 小时	
高铁 (2020E)	1.5 小时内 (北京到密云 30 分钟内高铁+密云到古北 40 分钟接驳车)	北京站→京沈高速→密云站→古北水镇

资料来源:公司公告 国盛证券研究所

图表 51: 京沈高速开通后有望部分解决古北水镇的交通瓶颈



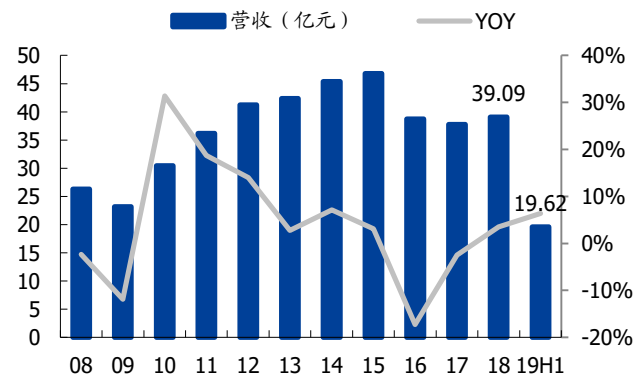
资料来源:公司公告 国盛证券研究所

古北水镇交通遇到瓶颈,伴随2020年京沈高速开通有望得到改善。目前北京市内通往古北水镇主要依靠自驾和旅游公交,分别耗时约1.5和2小时,但周末及节假日自驾经常在司马台长城口堵车,导致实际耗时2小时以上。旺季交通承载力有限,对旺季的客流增长造成一定制约。预计2020年京沈高速有望开通,届时北京市内通往古北水镇增加高铁方式,合计耗时不超过1.5小时,交通便利度将得到显著提升。此外伴随京沈高铁、京张高铁、京唐高铁和京滨城际等的建设完工,未来古北水镇对华北和东北地区的覆盖度将提高;而且古北水镇将争取优化全国游客从北京市区、机场、火车站交通枢纽往返景区交通的便捷性。我们预计古北水镇长期有望实现400万以上客流和10亿以上营收。

#### 四、非景区: 平稳发展老业务, 创新布局新业务

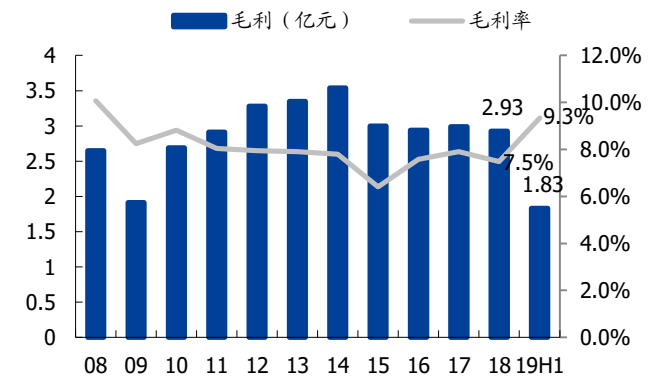
##### 1. 旅游服务: 传统主业, 竞争影响发展缓慢

图表 52: 旅游服务营收



资料来源:公司公告 国盛证券研究所

图表 53: 旅游服务毛利与毛利率



资料来源:公司公告 国盛证券研究所

旅游服务是公司的传统主业,但受竞争影响发展缓慢。2008-18年营收CAGR 4%至39.09亿,毛利CAGR 1%至2.93亿、毛利率下降2.6pct至7.5%。旅行社业务是

公司传统主业，由于面临 OTA 等激烈竞争，其过去十年收入和毛利增长停滞，净利一度出现亏损。为应对发展困境，公司一方面以“遨游”O2O 服务坚持“正品行货、中高端定制、创意主题、目的地服务”差异化优势，满足年轻一代家庭用户的旅游升级需求，另一方面以“耀悦”高端品牌打造主题产品和定制产品，满足高端旅客的私人旅游需求。19H1 旅行社业务收入同比增 6.4%至 19.62 亿，毛利同比增 20.5%至 1.83 亿、毛利率同比升 1.1pct 至 9.3%，得益深挖客户、打磨产品及北京世园会票务等，旅行社业绩有所好转。

图表 54: 古北水镇旅游股东结构

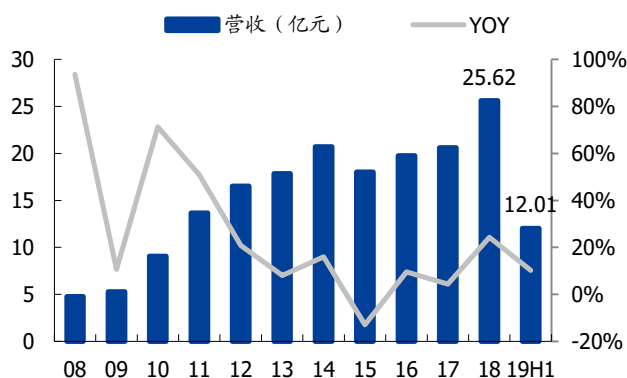


资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

发展薄利的旅游服务具备战略价值，旅行社拥有深厚的品牌影响力和终端流量、稳定的现金流，并对集团业务提供协同支持。旅行社凭借多年积累的品牌形象和客户口碑打造了“中青旅”核心品牌影响力，“中青旅”连续 15 年入选世界品牌实验室发布的中国 500 最具价值品牌且品牌价值突破 240 亿元。遍布全国的零售门店形成了强大的销售网络并聚集了广泛的终端流量，伴随流量稀缺和渠道下沉时代到来其潜在价值有望日益显现。而且旅游服务作为 B2C 业务为公司带来了稳定的现金流，部分满足了公司业务拓展需求。此外旅游服务对集团业务提供了显著的协同支持，不仅是景区和酒店业务的导流合作商，更是整合营销业务发展的品牌根基，未来将支持集团兄弟公司光大银行等发展 ToC 业务。

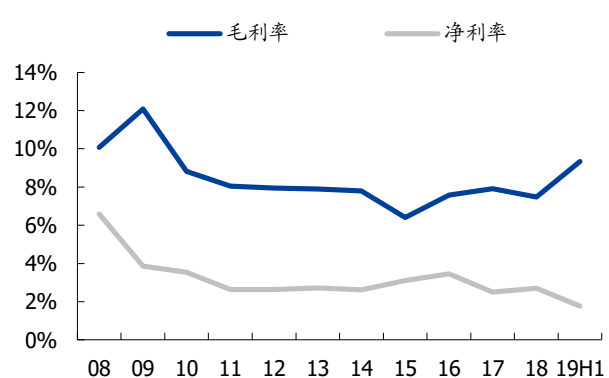
## 2. 整合营销：会展升级，前景可观持续发展

图表 55: 整合营销营收



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 56: 整合营销毛利率与净利率

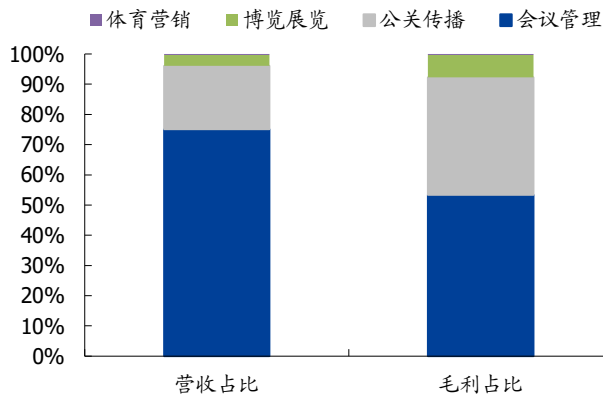


资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

整合营销是会展业务的升级，前景可观有望持续发展。2008-18 年营收 CAGR 18%至 25.62 亿，净利 CAGR 8%至 0.69 亿、净利率下降 3.9pct 至 2.7%。2002 年中青旅会展公司正式成立，2015 年调整升级为中青博联整合营销公司，2016 年中青博联挂牌

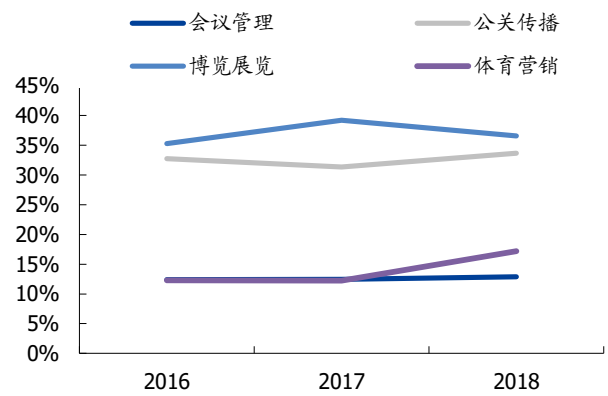
新三板，专注提供“一站式”整合营销服务，在大型会议和博览会等具备市场领先地位。受益企业整合营销外包需求加大，整合营销行业前景可观，中青博联过去十年的收入复合增长 18%，同时随着竞争激烈，公司过去十年的毛利率和净利率有所下降，2018 年毛利率/净利率分别为 7.5%和 2.7%。19H1 公司承办众多大型活动包括全力保障北京世园会、深度参与第二届“一带一路”论坛等，营收同比增 10.3%至 12.01 亿、净利同比增 18.4%至 0.21 亿，净利率同比升 0.1pct 至 1.8%。中青旅目前持有中青博联 72.75%股权。

图表 57: 整合营销营收和毛利构成



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 58: 整合营销分业务毛利率

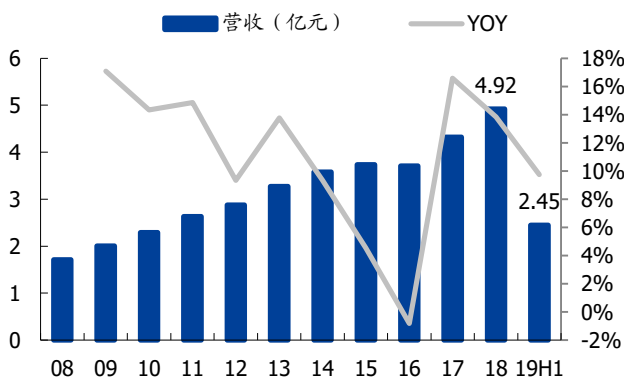


资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

会议管理和公关传播是中青博联主要业务,营收占比为 75%/21%、毛利占比为 53%/39%,毛利率为 12.9%/33.7%。中青博联业务分为会议管理、公关传播、博览展览、体育营销,2018 年收入占比为 75.1%/20.9%/3.7%/0.3%、毛利占比为 53.4%/38.9%/7.4%/0.3%,毛利率为 12.9%/33.7%/36.6%/17.2%。成熟业务会议管理营收贡献最大,过去三年营收/毛利 CAGR 9%/11%;成长业务公关传播和博览展览毛利率较高,过去三年营收 CAGR 35%和 42%,毛利 CAGR 37%和 44%。未来会议管理仍将是收入贡献主力,公关传播和博览展览高增长有望带动整合营销收入高增长和综合毛利率提升。

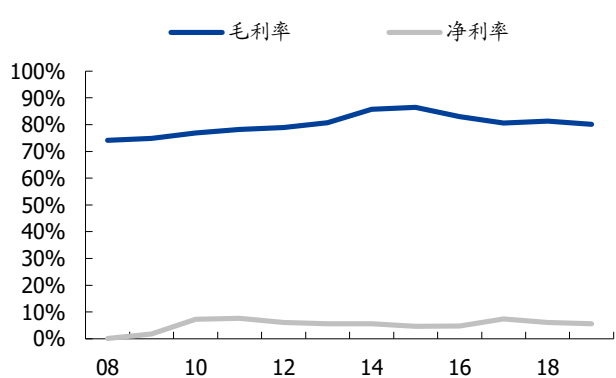
### 3. 酒店业务: 定位中端, 伴随经济回暖有望重回增长

图表 59: 酒店业务营收



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 60: 酒店业务毛利率与净利率



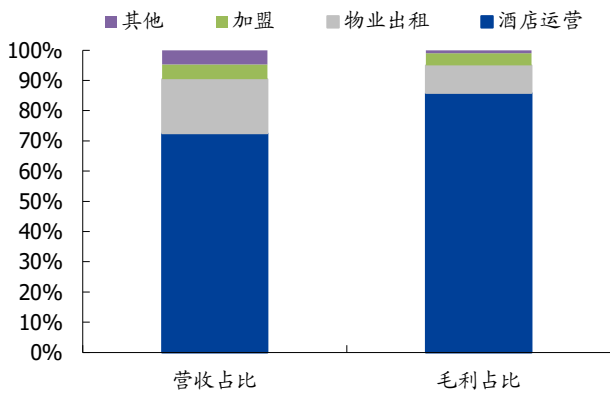
资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

酒店业务主打中端市场,伴随经济回暖有望重回增长。2010-18 年营收 CAGR 10%至 4.92 亿,净利 CAGR 7%至 0.30 亿、净利率下降 1.3pct 至 6.0%。2002 年开始山水酒店创立山水酒店连锁系列品牌“山水富丽华”、“山水花园”、“山水 S”、“山水时尚”、“山水设计师”、山水百花、山水百合、“山水”等 8 大酒店品牌,2005 年中青旅增资重组设立中青旅山水酒店并持有其 51%股权,2016 年山水酒店挂牌新三板。山水酒店主打中端市场,过去十年收入复合增长 10%,2018 年毛利率/净利率分别达 81.3%和 6.0%,毛利率提升但净利率略降。19H1 由于酒店行业增速放缓,公司营收同比增 9.8%至 2.45 亿,加上新店开业爬坡期影响,公司净利同比降 6.3%至 0.14 亿,净利率同比降



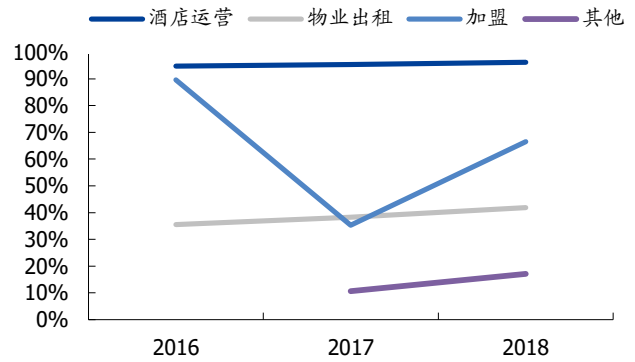
1.6pct至5.6%。未来伴随经济回暖及新开店越过爬坡期，山水酒店业绩有望重回增长。

图表 61: 酒店业务营收和毛利构成



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 62: 酒店业务分业务毛利率

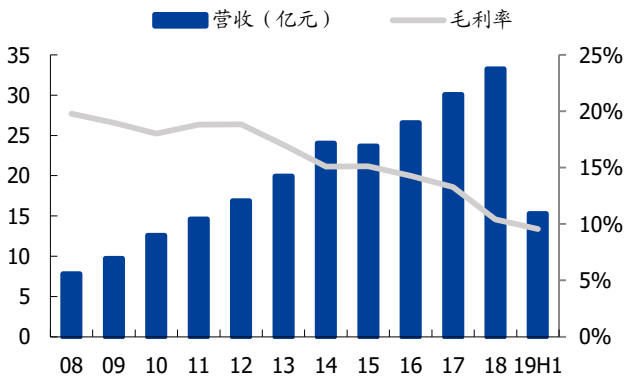


资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

酒店运营和物业出租是山水酒店主要业务, 营收占比为 73%/18%、毛利占比为 86%/9%, 毛利率为 95.4%/38.3%。山水酒店业务分为酒店运营、物业出租、加盟和其他, 2018 年收入占比为 72.6%/17.8%/4.9%/4.7%、毛利占比为 85.9%/9.2%/4.0%/1.0%, 毛利率为 96.2%/41.8%/66.5%/17.1%。酒店运营是营收和毛利的贡献主力, 过去三年营收和毛利 CAGR 为 10%/11%; 物业租赁起平滑经济波动的作用, 过去三年营收和毛利 CAGR 为 10%/19%; 此外, 加盟业务实现快速增长, 过去三年营收和毛利实现成倍复合增长。截至 19H1 山水酒店管理酒店数 108 家, 其中直营/加盟/托管为 35/63/10 家, 伴随 15-19H1 加盟和托管酒店数累计增 51 家, 未来非直营酒店业绩贡献有望持续提升。

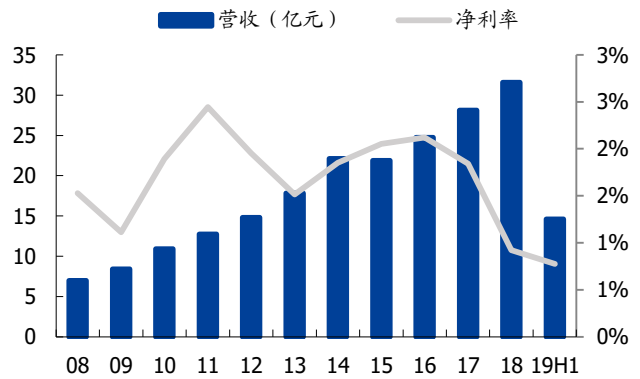
#### 4. 策略性投资: 相对稳定, 维持小幅增长

图表 63: IT 产品销售与技术服务营收和毛利率



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

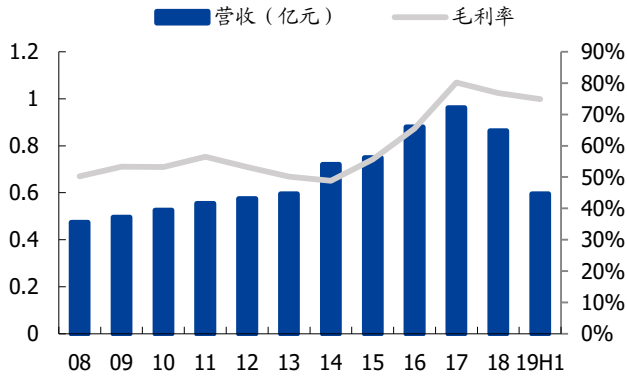
图表 64: 创格科技营收和净利率



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

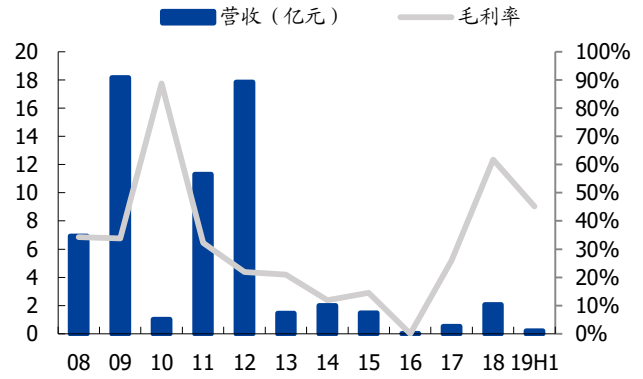
IT 产品销售与技术服务稳健增长, 创格科技致力打造 IT 综合服务供应商。2008-18 年 IT 板块营收 CAGR 16%至 33.23 亿、毛利率下降 9.4pct 至 10.4%。IT 板块主要包括了创格科技(中青旅持股 90%)的 IT 分销和系统集成业务、风采科技(中青旅持股 100%)的电脑型彩票系统投资及运营管理服务, 19H1 营收占比为 95.5%、4.5%, 考虑到风采科技利润率更高, 因此其净利贡献大于营收层面。创格科技致力打造 IT 综合服务商, 是新华三、杭州宇视、杭州宏杉等科技公司网络、安全、大数据、云计算全线产品总代理, 在全国拥有 2000 多家二级代理商, 19H1 营收基本持平为 14.56 亿、净利同比降 40%至 0.11 亿, 净利率同比降 0.5pct 至 0.8%, 主要系上游厂家返利政策及续签合同条件变化影响。风采科技为云南、四川和贵州等地提供福利彩票系统支持, 近年业绩稳中下降。

图表 65: 房屋租金营收和毛利率



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 66: 房地产销售营收和毛利率



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

房屋租金收入稳定增长，地产销售的高峰期已过。2008-18年中青旅大厦带来的房屋租金营收 CAGR 6%至 0.86 亿、毛利率提升 26.6pct 至 76.8%，中青旅大厦雄踞北京东二环交通商务区核心地段，未来将带来持续稳定的租金收入和利润来源。地产销售的高峰期已过，未来公司逐步退出住宅类房地产业务，强化旅游主业业务发展。

### 5. 旅游+业务：布局“旅游+”，持续推进大文旅产业发展

图表 67: 旅游+教育



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 68: 旅游+体育



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 69: 旅游+康养



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

图表 70: 旅游+体育



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

公司布局“旅游+”业务，培育旅游+教育、+体育、+康养等的新增长点。旅游+教育

业务通过研学旅行事业部和遨游网游学旅行事业部运营，前者侧重和学校等机构合作，后者直接面向消费者提供产品；旅游+体育业务定位“赛事策划与运营、体育营销、赛事接待与服务”领域，在体育营销板块与中青博联形成有机协同，共同为客户提供高附加值的整合服务；旅游+康养业务以45岁以上人群为目标客户群，致力发展中高端旅游养老业务。公司立足市场发展变化趋势，从需求端、供给端发力，精准定位服务对象，通过打造“中青旅研学”、“少年智强”等品牌、参与承办第三届全国武术大会、为多地提供体育营销策划、提供创新康养旅游产品等举措，强化主业拓展能力，持续推荐文旅产业发展。

## 五、 低估值白马：盈利稳定且资产价值高，安全边际明显

### 盈利预测

图表 71: 分业务收入增速假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	19-21CAGR
<b>并表营收</b>						
旅游产品服务	-2.5%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4%
IT 产品销售与技术服务	13.1%	10.5%	2.8%	3.8%	4.8%	4%
整合营销	4.4%	24.3%	11.0%	12.0%	13.0%	12%
景区经营（乌镇）	20.9%	15.7%	8.9%	9.7%	10.6%	10%
酒店业	16.6%	13.8%	11.0%	12.0%	13.0%	12%
房屋租金	9.3%	-10.1%	4.0%	5.0%	5.0%	5%
<b>表外营收</b>						
景区经营（古北水镇）	35.2%	2.0%	4.5%	8.7%	11.3%	10%

资料来源：公司公告 国盛证券研究所

基于未来行业前景及公司近期发展情况，我们预计 2019-21 年公司并表营收业务中旅游产品服务/IT 产品销售与技术服务/整合营销/乌镇/酒店业/房屋租金收入复合增速分别为 4%/4%/12%/10%/12%/5%；未并表营收业务古北水镇收入复合增速为 10%。

图表 72: 中青旅营业收入预测

单位: 亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	19-21CAGR
<b>并表营收</b>						
旅游产品服务	37.8	39.1	40.7	42.3	44.0	
YOY	-2.5%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4%
IT 产品销售与技术服务	30.1	33.2	34.2	35.5	37.2	
YOY	13.1%	10.5%	2.8%	3.8%	4.8%	4%
整合营销	20.6	25.6	28.4	31.8	36.0	
YOY	4.4%	24.3%	11.0%	12.0%	13.0%	12%
景区经营 (乌镇)	16.5	19.0	20.7	22.8	25.2	
YOY	20.9%	15.7%	8.9%	9.7%	10.6%	10%
酒店业	4.3	4.9	5.5	6.1	6.9	
YOY	16.6%	13.8%	11.0%	12.0%	13.0%	12%
房屋租金	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0	
YOY	9.3%	-10.1%	4.0%	5.0%	5.0%	5%
合计并表营收	110.2	122.8	130.3	139.4	150.2	
YOY	6.7%	11.4%	6.2%	6.9%	7.7%	7%
<b>表外营收</b>						
景区经营 (古北水镇)	9.8	10.0	10.4	11.3	12.6	
YOY	35.2%	2.0%	4.5%	8.7%	11.3%	10%

资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

由此, 我们预计公司 2019-21 年并表收入分别为 **130.3/139.4/150.2** 亿, 分别同比增长 **6.2%/6.9%/7.7%**, 复合增速 **7%**。其中, 预计并表收入的乌镇收入分别为 20.7/22.8/25.2 亿, 同比增长 8.9%/9.7%/10.6%, 复合增速 10%, 预计主要系会展小镇加速发展后客流增长及客单提升。此外, 预计未并表收入的古北水镇收入分别为 10.4/11.3/12.6 亿, 同比增长 4.5%/8.7%/11.3%, 复合增速 10%, 预计主要系周边交通改善后客流增长及客单提升。

图表 73: 分业务净利率假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>并表企业</b>					
乌镇 (持股 66%)	42.1%	38.5%	38.2%	34.5%	34.4%
—预计经营净利率	30.1%	30.8%	29.3%	29.6%	29.9%
整合营销 (持股 72.75%)	2.5%	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%
酒店业 (持股 51%)	7.3%	6.0%	5.6%	5.7%	5.7%
旅游产品&其他投资	0.4%	-0.6%	-0.8%	-0.4%	-0.1%
<b>重要的合联营企业</b>					
古北水镇 (持股 46.45%)	11.7%	30.9%	22.9%	21.8%	21.4%
—预计经营净利率	8.6%	20.9%	20.0%	20.5%	21.0%

资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

基于公司历史发展变化及其未来管理改善, 我们预计 2019-21 年公司并表企业中乌镇/整合营销/酒店业/净利率分别为 34%-38%/2.8%-2.9%/5.6%-5.7%左右, 其中乌镇经营净利率稳定在 29%以上, 综合净利率的可能下降主要系政府补贴未来有下降可能; 重要的合联营企业古北水镇净利率为 21%-23%左右, 其经营净利率有望维持 20%以上。

图表 74: 中青旅归母净利润预测

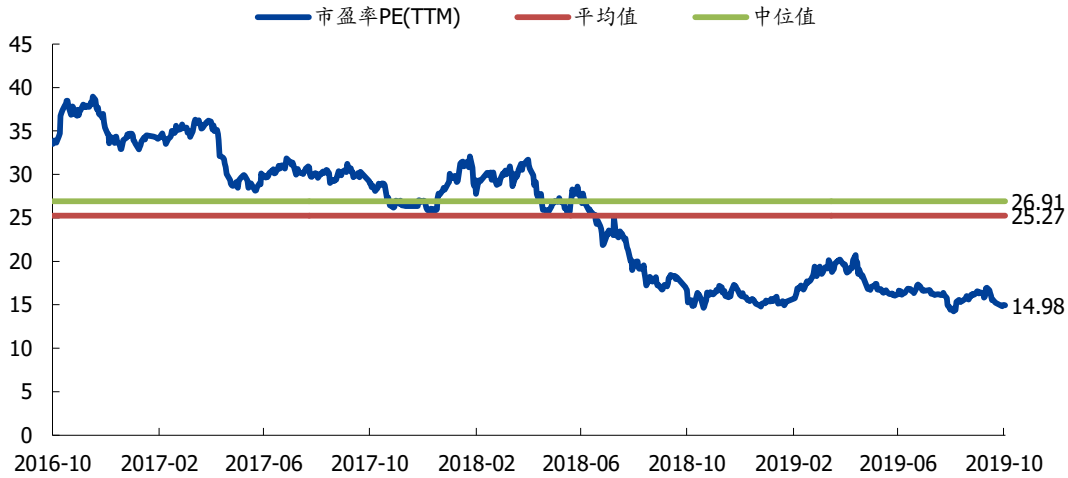
单位: 亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	19-21CAGR
<b>并表企业</b>						
乌镇 (持股 66%)	4.57	4.84	5.22	5.19	5.71	
YOY	26.8%	6.0%	7.9%	-0.7%	10.0%	5%
其中经营性归母净利(扣除补贴)	3.27	3.87	4.01	4.44	4.96	
YOY	23.7%	18.3%	3.6%	10.8%	11.7%	11%
整合营销 (持股 72.75%)	0.38	0.50	0.58	0.66	0.76	
YOY	-24.4%	33.5%	15.3%	14.0%	15.0%	14%
酒店业 (持股 51%)	0.16	0.15	0.16	0.18	0.20	
YOY	81.2%	-6.3%	2.9%	13.0%	14.0%	13%
旅游产品&其他投资	0.20	-0.63	-0.64	-0.34	-0.04	
<b>重要的合联营企业</b>						
古北水镇 (持股 46.45%)	0.41	1.11	0.97	1.02	1.11	
YOY	-45.4%	169.8%	-12.5%	4.9%	9.1%	7%
其中经营性归母投资收益(扣除房地产)	0.30	0.75	0.84	0.96	1.09	
YOY	-29.3%	147.2%	12.1%	13.8%	14.0%	14%
合计归母净利润	5.72	5.97	6.29	6.70	7.74	
YOY	18.2%	4.5%	5.3%	6.5%	15.6%	11%
非经常性损益	1.41	1.04	1.21	0.74	0.74	
合计扣非归母净利润	4.31	4.93	5.07	5.96	7.00	
YOY	16.0%	14.4%	2.9%	17.4%	17.5%	17%

资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

由此, 我们预计公司 2019-21 归母净利润分别为 **6.29/6.70/7.74** 亿, 分别同比增长 **5.3%/6.5%/15.6%**, 复合增速 **11%**。其中, 预计并表净利的乌镇归属于中青旅的净利分别为 5.22/5.19/5.71 亿, 同比增长 7.9%/-0.7%/10.0%, 主要考虑未来政府补贴可能减少, 剔除政府补贴影响后经营性归母净利分别为 4.01/4.44/4.96 亿, 同比增长 3.6%/10.8%/11.7%, 复合增速 11%, 主要系经营利润率有望提升。此外, 预计计入投资收益的古北水镇归属于中青旅的投资收益分别为 0.97/1.02/1.11 亿, 同比增长-12.5%/4.9%/9.1%, 剔除房地产结算后经营性投资收益分别为 0.84/0.96/1.11 亿, 同比增长 12.1%/13.8%/14.0%, 复合增速 14%。

估值与投资建议

图表 75: 中青旅动态 PE



资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

中青旅当前动态 PE 仅 15 倍, 远低于近三年 25-27 倍的均值。从长期看, 这反映市场对中青旅投资定位的转变, 伴随公司从高成长型向稳健回报型标的转变, 公司长期估值中枢存在下移可能。从短期看, 由于公司景区业绩增长承压、加之门票降价趋势仍存, 市场对公司发展有所担心。我们认为, 景区业绩承压只是短期问题, 伴随乌镇会展中心二期逐步落地、古北水镇品牌提升且交通改善、濮院项目有望于 2020 年落地, 公司未来业绩增长仍然具备显著支撑; 而且随着非门票收入占比稳步提升, 门票降价对业绩产生较大影响的担心有望逐步消除, 目前价位公司估值存在显著低估。

图表 76: 中青旅分部估值

PE 估值	2019E	2020E	2021E	PE	2019E	2020E	2021E
景区-乌镇+古北水镇 (扣非)	5.0	5.5	6.1	20	99.6	109.3	121.5
整合营销+酒店	0.7	0.8	1.0	15	11.0	12.5	14.4
PB 估值	2019E	2020E	2021E	PB	2019E	2020E	2021E
旅游产品&其他投资	37.7	37.7	37.7	1	37.7	37.7	37.7
<b>合计估值</b>					<b>137.3</b>	<b>147.0</b>	<b>159.2</b>

资料来源: 公司公告 国盛证券研究所

保守估计中青旅合理市值 137 亿, 盈利稳定且资产价值高。按照分部估值法估算, 我们认为景区 (乌镇+古北水镇)、整合营销+酒店业务的保守 PE 为 20 倍、15 倍, 由此景区、整合营销及酒店业务 2019-21 年合理市值分别为 111/122/136 亿; 同时我们认为旅游产品及其他投资业务的保守 PB 为 1 倍, 由此旅游及其他业务合理市值 38 亿。由此, 保守估计公司整体 2019-21 年合理市值为 137/147/159 亿, 若乐观估计给予景区/整合营销+酒店分别 25/20 倍 PE, 则合理市值上浮 18%。此外, 若考虑濮院项目潜在贡献、中青旅大厦保值增值, 公司盈利更具支撑、资产价值更高。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

风险提示

**濮院项目进展不及预期:** 濮院项目自 2013 年开始筹建、最早预计 2019 年开业、目前预计 2020 年开业, 但考虑项目投资金额较大、建设过程待解决问题较多, 因此濮院项目仍存在 2020 年未能如期开业的风险。

**政府补助额度不及预期:** 乌镇在 2016-2018 年持续获得 1.9-2.6 亿左右的政府补助，主要系经营表现较好及在建工程较多，若未来在建工程减少或经营表现不佳，其高额政府补助存在不可持续的风险。

**门票进一步降价的可能:** 重点国有景区门票降价成为趋势，乌镇景区门票已经在 2018 年三季度降价，但国家发改委在 2019 年二季度要求重点国有景区门票加大降价力度，因此公司景区存在进一步降价可能。

**宏观经济波动加大风险:** 我国经济发展从高速迈向中高速，受国内经济增长放缓、中美贸易战影响，我国宏观经济存在波动加大风险，将影响旅游市场需求和公司业绩增长。

**自然灾害和意外事件影响:** 旅游业属敏感性行业，与自然环境、社会环境关系密切，重大自然灾害、意外事件将直接降低游客出游意愿，规模越大对旅游行业的影响也就越大。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com