

众信旅游 (002707.SZ)

事件性因素影响 18 年业绩，19Q1 经营平稳

● **18 年营收保持平稳，泰国沉船事件、商誉减值影响净利润大幅下滑**
公司发布 2018 年年报和 19 年一季报，18 年公司实现营业收入 121.7 亿元，同比增长 1.2%，实现归母净利润 2357 万元，同比下降 89.9%。其中竹园国旅 18 年营收和净利润分别为 48.9 亿元和 9682 万元，同比分别下降 1.4%和下降 22.3%。**毛利率方面**，18 年公司毛利率 9.4%，同比下降 0.5 个百分点，其中 Q4 毛利率下降 3.9 个百分点。**费用方面**，18 年销售费用同比增长 20.6%，管理费用基本持平，财务费用 5338 万元，较 17 年 321 万元大幅增加，主要由于增加可转债利息费用和汇兑收益下降。18 年公司净利润下滑主要受 7 月以来泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发等事件对东南亚目的地影响、批发收入出现下降，18 年 Q3 归母净利润 7054 万元，同比下降 18.3%；Q4 毛利同比降幅较大，导致 18 年净利润下降约 1 亿元，此外，18 年公司计提以商誉为主的资产减值损失 1.1 亿元。**2019 年 Q1 公司营收和归母净利润分别为 24.4 亿元和 6487 万元，同比分别下降 0.8%和下降 1.4%。Q1 毛利率 13.3%，同比提升 1.5 个百分点。**

● **18 年批发营收和毛利率均有下降，零售营收稳健增长，门店加盟扩张分业务来看，1) 批发业务：**2018 年公司批发业务实现营收 86.9 亿元，同比下降 2.5%，批发业务毛利率 7.1%，同比下降 0.8 个百分点。**2) 零售业务：**18 年公司零售业务实现营业收入 23.0 亿元，同比增长 12.4%，占总营收比例 18.9%，同比提升 1.9 个百分点。零售业务毛利率 15.3%，同比下降 1.1 个百分点。**门店数量：**截止 18 年底公司拥有零售门店 435 家，增加了 300 余家，拓展至江西、内蒙古、河北等省份。**3) 整合营销业务：**18 年营收 9.6 亿元，同比增长 9.5%，毛利率 8.2%，同比下降 2.4 个百分点。

● **19 年 Q1 经营平稳、公司长期受益出境游行业发展，给予“增持”评级**
18 年公司净利润大幅下滑主要受泰国沉船等事件影响东南亚市场，以及公司计提商誉减值，公司营收端保持平稳增长，19 年 Q1 营收和净利润同比保持平稳，环比有所改善，19 年有望实现业绩修复。公司借助资本优势不断延伸产业链上下游，零售端加盟模式快速扩张、资源端海外布局持续深入，或长期受益出境游行业发展。假设公司 19-21 年收入增速分别为 8%/10%/10%，毛利率恢复至 16 和 17 年平均值 10%，预计 19-21 年 EPS 为 0.30/0.35/0.42 元/股，参考可比公司平均 P/E (TTM) 估值 34 倍，考虑 18 年下半年以来出境游行业受事件性影响阶段性增速放缓，给予公司 2019 年 25 倍 P/E 合理估值，对应合理价值为 7.5 元/股，下调评级至“增持”。

● **风险提示：**突发事件、宏观经济环境、汇率波动等因素影响出境游行业整体需求；公司渠道和资源端拓展和盈利不及预期；费用控制成效低于预期；商誉减值风险。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,030	12,171	13,086	14,447	15,949
增长率 (%)	19.2	1.2	7.5	10.4	10.4
EBITDA (百万元)	409	263	295	339	381
净利润 (百万元)	233	24	269	313	368
增长率 (%)	8.3	-89.9	1039.5	16.6	17.5
EPS (元/股)	0.27	0.03	0.30	0.35	0.42
市盈率 (P/E)	39.79	228.48	24.17	20.72	17.63
市净率 (P/B)	4.14	2.36	2.55	2.27	2.01
EV/EBITDA	22.06	22.31	22.32	18.60	15.66

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

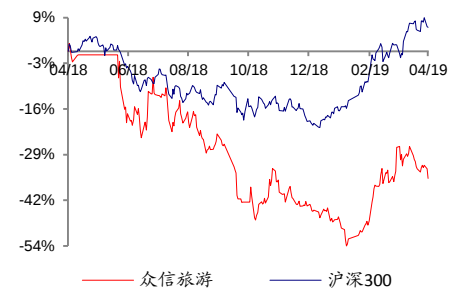
识别风险，发现价值

公司评级

增持

当前价格	7.33 元
合理价值	7.5 元
前次评级	买入
报告日期	2019-04-24

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003

SFC CE No. BNU523



021-60750610



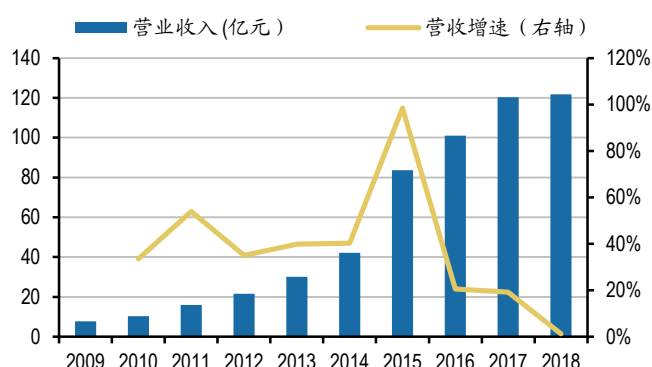
zhangyulu@gf.com.cn

相关研究：

众信旅游 (002707.SZ) : 出境游下半年增速回落，短期业绩承压	2018-10-29
众信旅游 (002707.SZ) : 上半年盈利增长稳健，零售业务准直营扩张	2018-08-19
众信旅游 (002707.SZ) : 整合加强零售布局，出境游龙头产业链延伸发展	2018-07-06

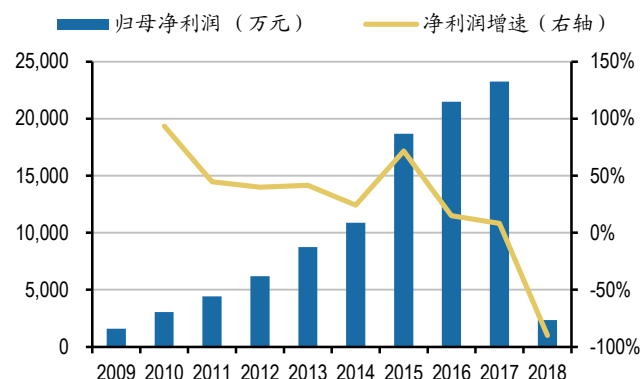
请务必阅读末页的免责声明

图1: 18年公司实现营业收入122亿元, 同比增长1.2%



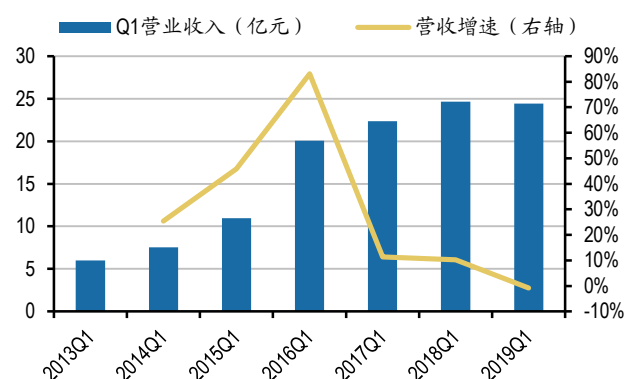
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图2: 18年实现归母净利润2357万元, 同比下降89.9%



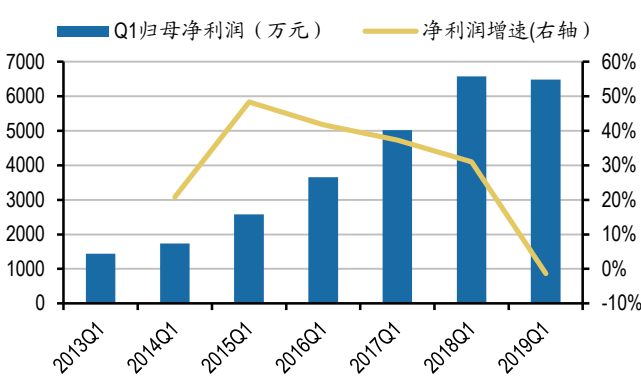
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图3: 19年Q1实现营收24.4亿元, 同比下降0.8%



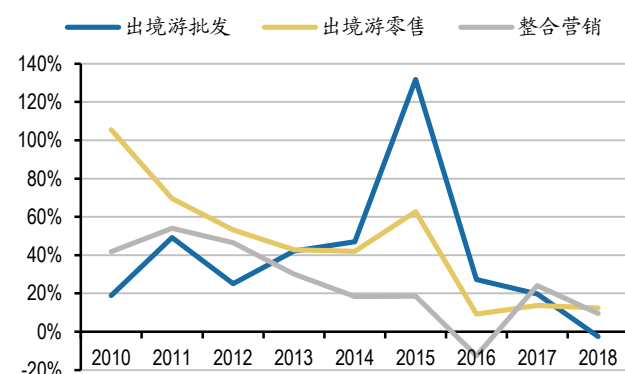
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: 19年Q1归母净利润6487万元, 同比下降1.4%



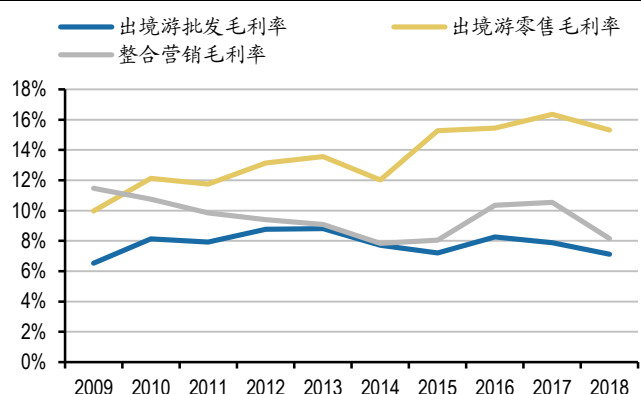
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5: 18年批发业务营收同比下降2.5%, 零售业务营收同比增长12.4%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图6: 18年批发和零售业务毛利率同比分别下降0.8和1.1个百分点



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表1: 2016-18年营收拆分情况和2019-2021年营收拆分预测 (单位: 万元)

业务板块	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
出境游批发	744,038	891,485	868,987	938,506	1,032,357	1,135,593
同比增速	27%	20%	-3%	8%	10%	10%
出境游零售	180,255	204,906	230,288	257,923	288,873	323,538
同比增速	9%	14%	12%	12%	12%	12%
整合营销	70,678	87,741	88,259	88,259	97,085	106,794
同比增速	-13%	24%	1%	0%	10%	10%
合计营业收入	1,009,253	1,202,975	1,217,147	1,308,644	1,444,667	1,594,911
同比增速	21%	19%	1%	8%	10%	10%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表2: 截止4月23日, 众信旅游及其可比上市公司盈利预测与估值 (单位: 亿元)

公司简称	市值	营业收入 (TTM)	归母净利润 (TTM)	P/E (TTM)	P/S (TTM)	归母净利润增速 (2019E)	归母净利润增速 (2020E)
众信旅游	65	122	0.23	286	0.53	1030%	21%
岭南控股	59	71	2.05	29	0.84	21%	4%
凯撒旅游	77	87	1.93	40	0.88	22%	17%
岭南控股和凯撒旅游平均值				34	0.86		

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 众信旅游及其可比上市公司盈利预测采用 Wind 一致预期数值

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,156	2,940	2,984	3,228	3,486	经营活动现金流	193	-3	418	305	349
货币资金	1,367	925	1,000	1,050	1,102	净利润	280	49	269	313	368
应收及预付	1,174	1,515	1,435	1,589	1,753	折旧摊销	46	50	0	0	0
存货	2	3	3	3	3	营运资金变动	-162	-209	123	-34	-32
其他流动资产	612	498	547	586	627	其它	30	108	26	26	13
非流动资产	1,940	2,399	2,399	2,399	2,399	投资活动现金流	-244	-606	22	22	22
长期股权投资	76	83	83	83	83	资本支出	-55	-124	3	3	3
固定资产	82	64	64	64	64	投资变动	-192	-519	0	0	0
在建工程	0	64	64	64	64	其他	3	37	19	19	19
无形资产	58	107	107	107	107	筹资活动现金流	476	162	-365	-277	-319
其他长期资产	1,723	2,082	2,082	2,082	2,082	银行借款	-169	253	205	-229	-284
资产总计	5,096	5,339	5,383	5,627	5,885	股权融资	9	12	0	0	0
流动负债	2,042	2,298	2,595	2,525	2,415	其他	636	-103	-570	-48	-35
短期借款	638	863	1,068	839	555	现金净增加额	425	-447	76	50	52
应付及预收	1,097	1,095	1,164	1,289	1,427	期初现金余额	932	1,367	925	1,000	1,050
其他流动负债	307	340	362	396	433	期末现金余额	1,367	922	1,000	1,050	1,102
非流动负债	615	602	86	86	86						
长期借款	7	6	6	6	6						
应付债券	482	516	0	0	0						
其他非流动负债	125	80	80	80	80						
负债合计	2,657	2,900	2,680	2,610	2,501						
股本	850	852	885	885	885						
资本公积	414	432	398	398	398						
留存收益	894	894	1,163	1,476	1,844						
归属母公司股东权益	2,235	2,280	2,544	2,858	3,226						
少数股东权益	205	159	159	159	159						
负债和股东权益	5,096	5,339	5,383	5,627	5,885						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,030	12,171	13,086	14,447	15,949	成长能力(%)					
营业成本	10,840	11,031	11,776	12,987	14,331	营业收入增长	19.2	1.2	7.5	10.4	10.4
营业税金及附加	4	5	5	6	6	营业利润增长	11.5	-75.4	208.2	16.8	17.7
销售费用	680	820	838	925	1,021	归母净利润增长	8.3	-89.9	1039.5	16.6	17.5
管理费用	161	162	173	191	211	获利能力					
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	10.0	9.8	10.0	10.1	10.1
财务费用	3.21	53.38	48.78	48.17	35.34	净利率	2.3	0.4	2.1	2.2	2.3
资产减值损失	22.63	113.57	0.00	0.00	0.00	ROE	10.4	1.0	10.6	11.0	11.4
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	15.8	5.6	14.7	16.7	18.4
投资净收益	11.63	39.50	18.98	18.98	18.98	偿债能力(%)					
营业利润	349.23	86.00	265.05	309.68	364.56	资产负债率	52.1	54.3	49.8	46.4	42.5
营业外收支	3.36	2.47	3.49	3.49	3.49	净负债比率	22.1	26.3	20.3	15.3	9.8
利润总额	353	88	269	313	368	流动比率	1.55	1.28	1.15	1.28	1.44
所得税	73	39	0	0	0	速动比率	1.25	0.88	0.84	0.92	1.03
净利润	280	49	269	313	368	营运能力					
少数股东损益	47	26	0	0	0	总资产周转率	2.65	2.34	2.44	2.62	2.77
归属母公司净利润	233	24	269	313	368	应收账款周转率	22.03	20.80	20.80	20.80	20.80
EBITDA	408.79	262.81	294.85	338.87	380.92	每股指标 (元)					
EPS (元)	0.27	0.03	0.30	0.35	0.42	每股收益	0.27	0.03	0.30	0.35	0.42
						每股经营现金流	0.23	0.00	0.47	0.34	0.39
						每股净资产	2.63	2.68	2.87	3.23	3.64
						估值比率					
						P/E	39.79	228.48	24.17	20.72	17.63
						P/B	4.14	2.36	2.55	2.27	2.01
						EV/EBITDA	22.06	22.31	22.32	18.60	15.66

广发社会服务行业研究小组

沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
张雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。