证券研究报告—动态报告

社会服务

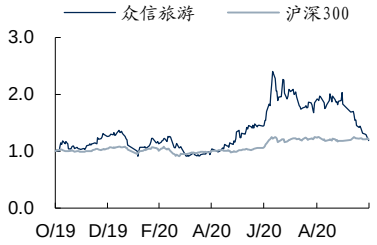
旅游综合Ⅱ

众信旅游(002707) 增持

2020 年三季报点评 （维持评级）

2020 年 10 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	906/562
总市值/流通(百万元)	5,347/3,316
上证综指/深圳成指	3,225/13,237
12 个月最高/最低(元)	12.92/4.46

相关研究报告:

《众信旅游-002707-2019 年年报及 2020 年一季报点评：短期关注海外疫情，中线关注零售扩张及业务拓展》 ——2020-05-05

《众信旅游-002707-2019 年半年报点评：中报业绩承压，中线关注渠道及目的地发力》 ——2019-08-23

《众信旅游-002707-2018 年年报及 2019 年一季报点评：18 年业绩筑底，19Q1 高基数下整体平稳》 ——2019-04-23

《众信旅游-002707-2018 年三季报点评：Q3 单季业绩承压，预计全年业绩保持平稳》 ——2018-10-29

《众信旅游-002707-2018 年半年报点评：中报业绩靓丽增长，准直营扩张有望发力新成长》 ——2018-08-13

证券分析师：曾光
电话：0755-82150809
E-MAIL：zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇
电话：0755-82132098
E-MAIL：zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
联系人：张鲁
电话：0755-81982991
E-MAIL：zhanglu5@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

短期相对承压，期待主业恢复及新业务布局

- **前三季度归母业绩同降 373%，符合预期**

前三季度，公司营业收入 13.45 亿元/-85.91%，归母业绩亏损 3.13 亿元，由盈转亏下滑 372.61%，位于业绩预告中枢，符合预期，扣非业绩亏损 3.19 亿元，EPS 为-0.36 元/股。Q3 单季，公司营业收入 1.28 亿元/-96.66%，归母业绩亏损 1.36 亿元，扣非业绩亏损 1.39 亿元。

- **疫情下主业暂承压，国内游增势良好，周边出境游或率先放开**

分业务来看，**旅游批发+零售板块**，前三季度预计收入逾 12 亿，其中 Q3 单季收入约 1 亿，**值得一提的是，目前国内游增势良好，未来有望为公司贡献稳定收入与业绩**；**整合营销板块**，前三季度预计收入约 1 亿元，Q3 预估实现收入 3000-4000 万。受政策暂未放开影响，短期主业仍有压力。目前国家对开放出境游仍持较为谨慎的态度，但周边各国入境管制措施逐渐放松，**未来亚洲区域出境游业务有望率先放开**，而欧美疫情二次反复节奏会有所延缓。公司毛利率为-3.18%，同降 13pct，净利率为-28.08%，同降 29.43%，期间费率增 25.34pct，其中管理/销售/财务费率分别同增 4.64/16.43/4.26pct，预计与销售人员市场推广费用相对刚性有关。

- **与阿里系签订战略合作协议，关注业务协同效应以及新业务布局**

近期公司控股股东冯滨向阿里网络协议转让占 5%的流通股，且与阿里旅行签署战略合作协议，公司在产品、运营、采购、分销等方面经验丰富，而阿里旅游在技术与流量端优势明显，二者预计将围绕 2B 领域提升产品的综合分销能力。**同时关注公司在免税领域的新业务布局**，公司先后宣布与中免集团、王府井免税签署战略合作协议，合作内容上将从股权合作共同开设免税店或者销售端、产品供应端入手，实现免税店采购、运营及销售的全产业链合作。

- **风险提示**

宏观、疫情、汇率等系统性风险，商誉减值，外延扩张不及预期等。

- **短期跟踪疫情，中线看主业回暖及业务拓展，维持“增持”评级**

考虑疫情影响，下调 20-22 年 EPS 至-0.43/0.04/0.13 元（原为-0.10/0.21/0.27 元），对应 21-22 年 PE 为 138/46 倍。疫情下主业承压，公司积极拓展国内游业务，未来全球疫情局势缓和主业有望将逐步回暖，且与阿里、中免合作等有望带来新看点，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,231	12,677	2,085	6,952	13,324
(+/-%)	1.5%	3.6%	-83.6%	233.5%	91.7%
净利润(百万元)	23.57	69	-378	38	114
(+/-%)	-89.87%	191.1%	-650.4%	109.9%	203.9%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.08	-0.43	0.04	0.13
EBIT Margin	1.2%	1.5%	-17.4%	1.5%	1.5%
净资产收益率(ROE)	1.03%	2.8%	-18.6%	1.8%	5.3%
市盈率(PE)	192.49	75.6	-13.7	138.2	45.5
EV/EBITDA	23.74	35.1	-17.9	48.3	26.4
市净率(PB)	1.99	2.15	2.55	2.52	2.43

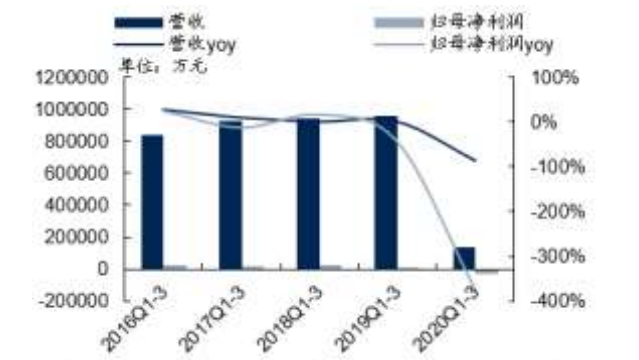
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

前三季度归母业绩同降 373%，符合预期

前三季度，公司实现营业收入 13.45 亿元，同比下滑 85.91%，归母业绩亏损 3.13 亿元（去年同期盈利 1.15 亿元），由盈转亏下滑 372.61%，位于业绩预告中枢，符合预期，扣非业绩亏损 3.19 亿元，EPS 为-0.36 元/股。

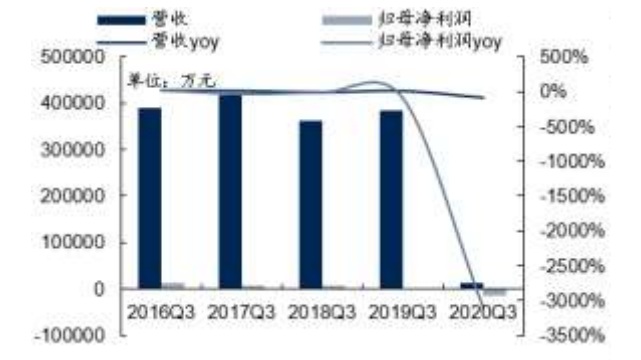
Q3 单季，公司实现营业收入 1.28 亿元，同比下滑 96.66%，归母业绩亏损 1.36 亿元，扣非业绩亏损 1.39 亿元，受疫情爆发尤其是海外疫情蔓延影响，公司净利润较去年同期出现较大下滑。

图 1：众信旅游前三季度收入及业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：众信旅游 Q3 单季收入及业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情影响主业暂承压，国内游业务增势良好，周边国家出境游或率先放开

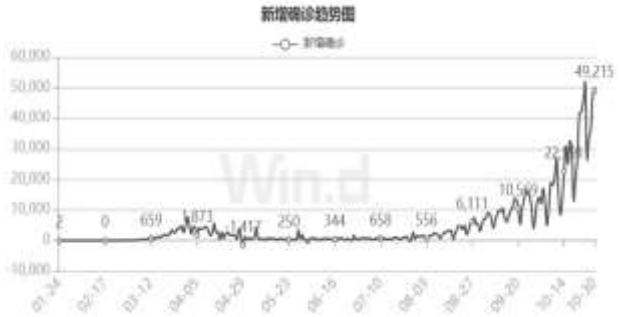
分业务来看，**旅游批发+零售板块**，前三季度预计实现收入逾 12 亿，受海外疫情持续蔓延、出境游服务暂未放开影响，同比出现大比例下滑。Q3 单季，预计旅游批发+零售收入约 1 亿，国内周边游收入占主导。**值得一提的是，公司积极拓展国内游项目缓冲疫情影响，目前国内游业务增势良好，未来有望为公司贡献稳定的收入与业绩**。**整合营销板块**，结合我们的持续跟踪，前三季度预计收入约 1 亿元，Q3 单季预估实现收入 3000-4000 万，短期内经营略有压力。

亚洲周边国家出境游或率先放开。10 月 21 日，文旅部网站发布《关于进一步加强秋冬季疫情防控工作的通知》，明确进一步做好秋冬季旅游行业疫情防控工作，暂不恢复旅行社及在线旅游企业出入境团队旅游及"机票+酒店"业务，短期看国家对出境游业务仍持有较为谨慎的态度，但周边各国逐渐放松入境管制措施，如新加坡卫生部 6 月 18 日更新入境隔离政策，包括中国大陆在内的旅客可持签证入境，未来随着周边国家疫情形势的逐渐缓和，预计我们出境游团队业务也有望逐渐放开，但欧美疫情又有反复，预计恢复节奏会有所延缓。

图 3：前三季度公司收入拆分

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

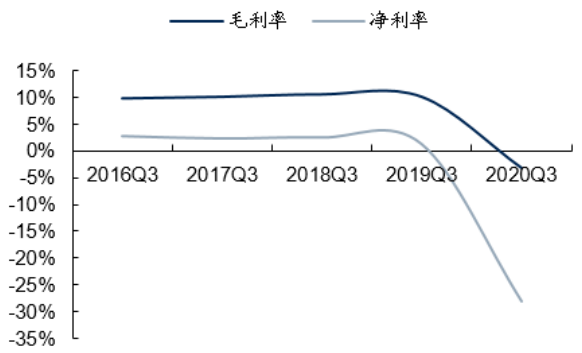
图 4：法国 10 月以来疫情新增确诊数呈二次爆发趋势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

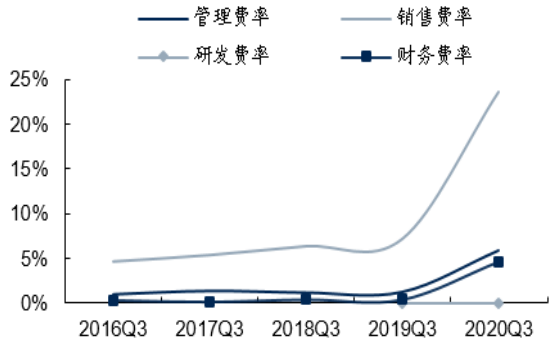
前三季度，公司毛利率为-3.18%，同比下滑 13.18pct，净利率为-28.08%，同比下滑 29.43%，主要系疫情影响下，公司承担了部分酒店、机票等损失，公司整体利润率出现较大下滑；期间费率同比上升 25.34pct，其中管理/销售/财务费率分别同增 4.64/16.43/4.26pct，其中销售费率高增预计与销售人员市场推广费用相对刚性有关。

图 5：公司年度毛利率和净利率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司年度期间费率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

与阿里系签订战略合作协议，关注主业恢复节奏以及新业务布局

与阿里系签署战略合作协议，提升旅游产品分销能力。2020 年 9 月 29 日，公司控股股东、实控人冯滨向阿里网络转让占总股本 5%的流通股，且与阿里旅行签署战略合作协议，并拟合作设立合资公司，其中众信旅游与阿里旅行股权占比分别为 45%/55%，合资公司主要从事旅游产品分校解决方案系统能力输出以及旅游产品分销平台业务。公司在产品、运营、采购、分销等方面经验丰富，而阿里旅游在技术与流量端优势明显，二者本次签订战略合作协议，预计将围绕 2B 业务展开全面合作，若合作进展顺利，双方在产品以及服务的市场整体占有率将得到提升。

关注公司在免税领域的新业务布局。公司 2 月宣布与中免集团签署战略合作框架协议，共同开发境内外旅游零售业务，其中在境外不排除以股权深度合作方式共同开展门店合作；10 月 15 日，据众信旅游官方微信消息，公司与王府井免税签署战略合作协议，计划于市内免税店及海南自贸港联合开展“旅游+购物”业务，合作内容上将从股权合作共同开设免税店或者销售端、产品供应端入手，实现免税店采购、运营及销售的全产业链合作。

风险提示

宏观、疫情、政治、汇率等系统性风险，商誉减值风险，外延扩张及境外目的地布局可能低于预期

投资建议：短期跟踪疫情，中线看主业回暖及业务拓展，维持“增持”评级

考虑疫情影响，下调 20-22 年 EPS 至-0.43/0.04/0.13 元（原为-0.10/0.21/0.27 元），对应 21-22 年 PE 为 138/46 倍。疫情下主业承压，公司积极拓展国内游业务，未来疫情局势缓和主业将逐步回暖，且与阿里、中免合作等有望带来新看点，维持“增持”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 20-10-31	EPS 2019	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2019	PE 2020E	PE 2021E	PB 2019
601888	中国中免	买入	199.40	2.37	3.14	4.86	84.11	63.55	41.02	8.73
300662	科锐国际	增持	60.20	0.84	1.00	1.27	72.08	59.98	47.39	6.64
603043	广州酒家	买入	37.02	0.95	0.90	1.36	38.93	41.10	27.31	5.60
300144	宋城演艺	买入	16.60	0.51	0.18	0.59	32.40	94.56	27.97	4.67
002159	三特索道	买入	11.39	0.08	-0.12	0.39	142.38	-94.92	28.99	1.60
600754	锦江酒店	买入	44.71	1.14	0.50	1.34	39.20	89.97	33.47	2.07
600258	首旅酒店	买入	17.32	0.90	-0.46	0.88	19.33	-37.59	19.68	2.28
600138	中青旅	买入	9.85	0.78	-0.10	0.77	12.55	-98.92	12.87	1.38
300178	腾邦国际	买入	4.98	0.57	0.59	0.76	8.74	8.44	6.55	2.22
002707	众信旅游	增持	5.90	0.08	-0.10	0.21	75.60	-57.62	27.83	2.44
000796	凯撒旅业	买入	14.02	0.16	-0.10	0.18	89.60	-146.50	77.93	3.06
600054	黄山旅游	增持	8.20	0.47	-0.10	0.44	17.58	-80.99	18.59	1.53
000888	峨眉山 A	增持	5.74	0.43	-0.20	0.40	13.37	-28.12	14.33	1.36
000978	桂林旅游	增持	4.63	0.15	-0.26	0.19	30.30	-17.72	24.63	1.20
002033	丽江股份	增持	6.19	0.37	0.08	0.37	16.72	78.04	16.75	1.34
603136	天目湖	增持	26.84	1.07	0.37	1.31	25.08	72.17	20.51	3.42
002607	中公教育	买入	39.52	0.29	0.41	0.57	135.07	97.47	69.63	32.14
601888	中国中免	买入	199.40	2.37	3.14	4.86	84.11	63.55	41.02	8.73

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	993	500	500	300
应收款项	664	154	495	913
存货净额	7	0	0	0
其他流动资产	1488	245	816	1564
流动资产合计	3152	899	1811	2777
固定资产	0	91	138	178
无形资产及其他	88	82	76	70
投资性房地产	2351	2351	2351	2351
长期股权投资	115	115	115	115
资产总计	5706	3538	4491	5491
短期借款及交易性金融负债	1059	441	441	441
应付款项	704	111	326	619
其他流动负债	823	227	635	1218
流动负债合计	2585	778	1402	2277
长期借款及应付债券	560	560	560	560
其他长期负债	79	79	79	79
长期负债合计	639	639	639	639
负债合计	3224	1417	2041	2916
少数股东权益	73	89	92	96
股东权益	2409	2031	2057	2137
负债和股东权益总计	5706	3538	4191	5149

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.08	-0.43	0.04	0.13
每股红利	0.03	0.00	0.01	0.04
每股净资产	2.74	2.31	2.34	2.43
ROIC	3%	-8%	3%	5%
ROE	3%	-19%	2%	5%
毛利率	10%	-3%	10%	11%
EBIT Margin	2%	-17%	1%	2%
EBITDA Margin	2%	-17%	2%	2%
收入增长	4%	-84%	233%	92%
净利润增长率	191%	-650%	110%	204%
资产负债率	58%	43%	51%	58%
息率	0.5%	0.0%	0.2%	0.8%
P/E	75.6	-13.7	138.2	45.5
P/B	2.2	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	35.1	-17.9	48.3	26.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12677	2085	6952	13324
营业成本	11391	2138	6270	11898
营业税金及附加	5	1	2	4
销售费用	912	194	480	1039
管理费用	174	116	96	179
财务费用	51	81	52	55
投资收益	12	0	0	0
资产减值及公允价值变动	19	0	0	0
其他收入	(56)	0	0	0
营业利润	118	(444)	52	148
营业外净收支	(2)	1	1	1
利润总额	116	(443)	53	149
所得税费用	39	(89)	11	30
少数股东损益	9	23	5	5
归属于母公司净利润	69	(378)	38	114

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	69	(378)	38	114
资产减值准备	(76)	(38)	0	0
折旧摊销	0	13	19	26
公允价值变动损失	(19)	0	0	0
财务费用	51	81	52	55
营运资本变动	(379)	533	(289)	(290)
其它	81	54	3	4
经营活动现金流	(324)	184	(229)	(147)
资本开支	184	(60)	(60)	(60)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	153	(60)	(60)	(60)
权益性融资	1	0	0	0
负债净变化	1	0	0	0
支付股利、利息	(24)	0	(11)	(34)
其它融资现金流	284	(618)	0	0
融资活动现金流	240	(618)	(11)	(34)
现金净变动	69	(493)	(300)	(241)
货币资金的期初余额	925	993	500	500
货币资金的期末余额	993	500	200	259
企业自由现金流	(65)	195	(247)	(162)
权益自由现金流	220	(487)	(288)	(206)

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032