

Q4 业绩反弹, 出境游回暖支撑有望持续

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2017 年实现营业收入 120.2 亿元, 同比增长 19.0%; 实现归母净利润 2.3 亿元, 同比增长 8.3%, 扣非净利润 2.3 亿元, 同比增长 8.5%。其中 Q4 单季度实现营收 28.12 亿元, 同比增长 60.1%, 实现归母净利润 0.5 亿元, 同比增长 1095%。Q4 归母业绩大幅反弹一方面受益于出境游行业复苏, 另一方面则由于去年同期业绩下滑形成较小基数, 业绩符合市场预期。
- **批发零售协同巩固出境游主业, 利润水平受费用影响。** 1) 公司批发业务优势延续, 通过进一步细分丰富欧洲产品, 欧洲地区实现了 30% 以上增长, 凭借竹园国旅亚洲市场优势地位, 亚洲地区产品快速成长为第二大收入引擎, 全年批发业务实现营收 89.1 亿元 (19.8%); 2) 对部分零售端进行优化调整的同时公司加快华东开店进程, 截至 2017 年末公司已有门店 127 家, 华东地区扩展至 25 家门店, 区域年营收同比增速超过 200%, 全年零售业务营收 20.5 亿元 (13.7%), 实现了稳健增长。3) 公司不断推动营销整合服务客户多元化, 中小企业收入占比有所提升, 业务稳定性得以增强, 实现整合营销收入 8.7 亿元 (24.1%)。公司全年批发/零售/营销整合毛利率分别同比变化 -0.4pp/0.9pp/0.2pp, 零售业务盈利能力提升明显, 批发高占比导致整体毛利率同比略降 0.5pp, 经营管理能力提升带动期间费用率小幅下调, 但受股权激励费用、租金和装修费用等影响, 拖累公司净利率下降约 0.1pp 至 2.3%。
- **打通上下游产业链, 多元化发展巩固龙头地位。** 公司通过强化机票资源的集中采购, 通过与主流大型航空公司合作以获取机票资源的优先政策提升服务能力和产品质量稳定性, 此外通过直接投资和战略合作等方式抢先布局世界主要旅游目的地资源, 产业链一体化成果得到初步显现; 公司积极推进健康、医疗、金融、移民置业等高端出境服务的发展, 并于 2017 年 5 月底取得经营个人本外币兑换特许业务资质, 全年外币兑换量折合 2389 万美元, 同比增长 50.2%, 综合旅游服务业务拓展顺利, 进一步提升了自身竞争力和龙头地位。
- **欧洲线路强势回暖, 亚洲线路快速成长, 龙头享受行业红利。** 随着宏观经济的转暖和国民消费能力提升出境游复苏趋势已确立, 2017 年中国内地公民出境旅游为 1.3 亿人次, 同比增长 7%, 国际旅游支出达 1152.9 亿美元, 同比增长 5%, 相较 2016 年回暖趋势明显。随着欧洲政治局势紧张态势缓解, 欧洲旅游市场呈现较强的回暖态势, 此外以泰国为代表的亚洲线路仍为我国出境游主要目的地, 泰国/日本/越南/菲律宾全年中国旅客同比增幅分别为 82.9%/35.0%/38.6%/64.5%。公司亚洲地区线路全年服务人次已达 100 万人, 约占总服务人数 50%, 收入贡献体量达到与欧洲线路相当, 同时亦加速开发其他国家高端产品带来差异化发展方式。出境游平稳复苏趋势仍继续, 众信作为旅行社行业龙头企业将持续受益。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.37 元、0.47 元、0.61 元, 未来三年归母净利润将保持 30.3% 的复合增长率。公司系出境旅游服务龙头企业, 率先享受行业回暖红利, 产品结构优化+经营管理提升巩固龙头地位, 盈利有望持续, 参考可比公司估计给予公司一定估值溢价, 给予 2018 年 40 倍估值, 目标价 14.8 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济不景气的风险; 全国出境游旅客量不达预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12047.98	14569.64	17675.47	21378.71
增长率	19.24%	20.93%	21.32%	20.95%
归属母公司净利润(百万元)	232.62	312.17	402.74	515.12
增长率	8.27%	34.19%	29.01%	27.90%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.37	0.47	0.61
净资产收益率 ROE	11.47%	14.39%	15.98%	17.35%
PE	43	32	25	19
PB	4.48	4.27	3.73	3.21

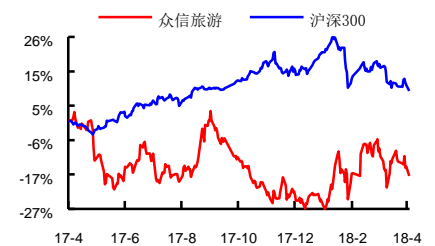
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
邮箱: zhuz@swsc.com.cn

联系人: 杭爱
电话: 010-57631198
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.50
流通 A 股(亿股)	5.14
52 周内股价区间(元)	10.33-14.63
总市值(亿元)	100.14
总资产(亿元)	47.04
每股净资产(元)	2.40

相关研究

关键假设：

假设 1：2018 年出境游行业持续复苏趋势，出境游人数增速达 10%；

假设 2：公司出境游批发业务保持强势，零售业务稳健成长；

假设 3：随着产业链整合实现成本控制，各项业务毛利率均实现小幅提升。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
出境游批发	收入	8914.9	10876.1	13268.9	16055.3
	增速	19.8%	22.0%	22.0%	21.0%
	毛利率	7.9%	8.0%	8.1%	8.2%
出境游零售	收入	2049.1	2458.9	2999.8	3719.8
	增速	13.7%	20.0%	22.0%	24.0%
	毛利率	16.4%	17.0%	17.3%	17.6%
整合营销服务	收入	877.4	1009.0	1160.4	1334.4
	增速	24.1%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	10.6%	10.8%	11.0%	11.2%
其他旅游业务	收入	172.7	189.9	208.9	229.8
	增速	29.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	收入	34.0	35.7	37.5	39.3
	增速	69.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	99.7%	99.0%	99.0%	99.0%
合计	收入	12048.0	14569.6	17675.5	21378.7
	增速	19.2%	20.9%	21.3%	21.0%
	毛利率	10.0%	10.2%	10.2%	10.4%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	12047.98	14569.64	17675.47	21378.71	净利润	279.80	375.47	484.41	619.57
营业成本	10839.96	13089.76	15864.75	19161.63	折旧与摊销	45.71	14.24	15.59	16.94
营业税金及附加	3.78	31.73	32.12	34.35	财务费用	3.21	-23.28	-29.06	-34.82
销售费用	679.92	830.47	998.66	1197.21	资产减值损失	22.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	160.87	203.06	242.90	295.18	经营营运资本变动	-90.46	-156.49	-112.03	-131.28
财务费用	3.21	-23.28	-29.06	-34.82	其他	-67.94	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	22.63	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	192.94	209.94	360.91	469.41
投资收益	11.63	0.00	0.00	0.00	资本支出	-238.43	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5.62	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-244.05	-30.00	-30.00	-30.00
营业利润	349.23	437.90	566.09	725.17	短期借款	-164.82	90.91	13.05	-23.36
其他非经营损益	3.36	3.83	3.81	3.74	长期借款	6.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	352.59	441.73	569.90	728.91	股权融资	24.88	0.00	0.00	0.00
所得税	72.80	66.26	85.48	109.34	支付股利	0.00	-46.52	-62.43	-80.55
净利润	279.80	375.47	484.41	619.57	其他	609.04	-134.73	29.06	34.82
少数股东损益	47.17	63.30	81.67	104.46	筹资活动现金流净额	475.83	-90.35	-20.32	-69.09
归属母公司股东净利润	232.62	312.17	402.74	515.12	现金流量净额	434.59	89.60	310.58	370.32
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1367.37	1456.96	1767.55	2137.87	成长能力				
应收和预付款项	1531.88	1943.43	2329.58	2821.76	销售收入增长率	19.24%	20.93%	21.32%	20.95%
存货	2.15	2.59	1.14	2.80	营业利润增长率	11.48%	25.39%	29.27%	28.10%
其他流动资产	254.57	308.32	374.05	452.41	净利润增长率	13.98%	34.19%	29.01%	27.90%
长期股权投资	76.43	76.43	76.43	76.43	EBITDA 增长率	13.14%	7.72%	28.86%	27.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	82.27	107.89	132.16	155.09	毛利率	10.03%	10.16%	10.24%	10.37%
无形资产和开发支出	864.52	861.78	859.04	856.31	三费率	7.01%	6.93%	6.86%	6.82%
其他非流动资产	916.59	909.46	902.34	895.21	净利率	2.32%	2.58%	2.74%	2.90%
资产总计	5095.77	5666.87	6442.29	7397.88	ROE	11.47%	14.39%	15.98%	17.35%
短期借款	637.74	728.64	741.69	718.33	ROA	5.49%	6.63%	7.52%	8.38%
应付和预收款项	1178.93	1441.42	1724.13	2095.52	ROIC	12.41%	13.07%	14.56%	16.22%
长期借款	6.73	6.73	6.73	6.73	EBITDA/销售收入	3.30%	2.94%	3.13%	3.31%
其他负债	833.23	880.00	937.68	1006.21	营运能力				
负债合计	2656.63	3056.79	3410.23	3826.79	总资产周转率	2.65	2.71	2.92	3.09
股本	850.06	850.06	850.06	850.06	固定资产周转率	174.36	153.24	147.26	148.85
资本公积	414.19	414.19	414.19	414.19	应收账款周转率	22.03	22.62	22.48	22.50
留存收益	894.46	1160.10	1500.41	1934.98	存货周转率	6094.78	5522.41	5531.61	5522.96
归属母公司股东权益	2234.53	2342.17	2682.48	3117.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.86%	—	—	—
少数股东权益	204.61	267.91	349.58	454.03	资本结构				
股东权益合计	2439.14	2610.08	3032.06	3571.08	资产负债率	52.13%	53.94%	52.94%	51.73%
负债和股东权益合计	5095.77	5666.87	6442.29	7397.88	带息债务/总负债	42.42%	39.84%	36.09%	31.55%
					流动比率	1.55	1.52	1.60	1.69
					速动比率	1.54	1.52	1.60	1.68
					股利支付率	0.00%	14.90%	15.50%	15.64%
					每股指标				
					每股收益	0.27	0.37	0.47	0.61
					每股净资产	2.63	2.76	3.16	3.67
					每股经营现金	0.23	0.25	0.42	0.55
					每股股利	0.00	0.05	0.07	0.09
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	398.14	428.86	552.62	707.29					
PE	43.01	32.05	24.84	19.42					
PB	4.48	4.27	3.73	3.21					
PS	0.83	0.69	0.57	0.47					
EV/EBITDA	22.40	20.80	15.60	11.64					
股息率	0.00%	0.47%	0.62%	0.81%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn