

中报业绩亮眼，零售业务盈利能力显现 买入（维持）

2018 年 08 月 12 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 董晓洁

dongxj@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	12,048	14,879	17,699	20,645
同比（%）	19.2%	23.5%	19.0%	16.6%
净利润（百万元）	233	314	435	527
同比（%）	8.3%	35.0%	38.5%	21.1%
每股收益（元/股）	0.27	0.37	0.51	0.62
P/E（倍）	34.44	25.51	18.42	15.21

事件：

公司公布 2018 年中报，上半年实现营收 58.14 亿元，同比增长 15.03%，实现净利润 1.55 亿元，同比增长 33.41%，其中归属于上市公司股东的净利润 1.38 亿元，同比增长 45.18%。

投资要点：

■ **业绩稳步增长，增速略超预期。**18 年上半年实现营收 58.14 亿元（+15.0%），扣非净利 1.16 亿元（+24.1%），归母净利 1.38 亿元（+45.2%），主要是收到政府补助 262 万（+142%），处置 Club Med 股权取得投资收益超 2000 万。二季度单季营收 33.33 亿元（+18.44%），扣非净利 0.56 亿元（+26.9%），归母净利 0.73 亿元（+60.9%），不含竹园增持，内生增速可观。

■ **国际航线数据亮眼，出境游自 17 下半年开始回暖。**18 年 1-4 月累计国际航线民航客运量同增 14.3%；18 年上半年四大航空公司国际客运量累计增长 15.46%，其中东方航空同增 12.27%，南方航空同增 17.73%，中国国航同增 15.35%，海南航空同增 18.28%。亚洲热度高涨，6 月赴泰国、越南游客增速分别为 18%、32%，日韩游客增速分别为 30%、49%；欧洲区域暴恐压制减弱，客流逐步抬升，汉莎航空 6 月亚太航线客运量同比增长 6.7%。

■ **出境游业务批零一体，加速上下游布局。**

- **出境游批发：低线城市逐步增长，欧亚目的地加码，各目的地均有超过 10% 的增长。**1) 收入稳增长，竹园贡献高：18H1 实现营收 44.41 亿元，同增 14.60%，毛利率 8.64%（-0.17pct），其中竹园营收 23.78 亿元（+11%），净利 0.68 亿元（+24%），下半年竹园有望在完全并表后进一步贡献业绩。2) 双品牌运营：优耐德旅游（18 年新推出）与全景旅游（竹园）双品牌运营方式协同发展，向上集中采购降低成本，向下扩张规模、本地化运营。3) 加强上游资源布局：欧洲产品升级、差异化竞争，收入、毛利双升；已与 50 多家航司合作，且加强东南亚航班布局；与多国旅游局开始合作。
- **出境游零售：提价推动毛利率持续提升，准直营模式助力渠道扩张加速。**零售业务逐步放量，H1 营收 8.99 亿元（+16.87%），毛

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.43
一年最低/最高价	8.43/14.72
市净率(倍)	3.43
流通 A 股市值(百万元)	4806.23

基础数据

每股净资产(元)	2.75
资产负债率(%)	57.61
总股本(百万股)	849.64
流通 A 股(百万股)	509.67

相关研究

- 1、《众信旅游：收购竹园剩余股权，出境游龙头地位巩固》2018-06-14
- 2、《众信旅游：Q1 增速符合预期，批零一体战略深化、产业链布局加速》2018-04-25
- 3、《众信旅游：中报业绩同比增 27%，调整产品结构+集中采购致毛利率持续提升》2017-08-20

利率 17.33% (+2.25pct)，纯直营模式的毛利率已达约 19%，毛利提升主要由于：1) 众信利用强品牌和零售客户的低价格敏感性，实现零售渠道的产品提价；2) 规模效应助力公司实现采购成本控制。准直营助力门店布局提速，在江西、河北、内蒙古三省通过并购，开展前店后厂的准直营门店模式，截止 18H1 已有直营门店 152 家，准直营门店 253 家，门店合计达 405 家，公司计划至 2019 年底开设覆盖全国的 1000 家门店。

- **整合营销发展平稳，多元发展其他业务。**公司整合营销业务收入 3.28 亿元(+0.74%)，毛利率 9.02%(-1.69pct)，平稳发展。业务多元发展：1) **创新助力旅游+业务稳步推进**，利用定制化产品方面的丰富经验陆续推出多种定制化产品，旅游+游学、健康等板块的业务也均实现稳步发展；2) **门店开设带动国内游增长**，国内游收入在较低基数的基础上同增约 50%；3) **移民置业等业务发展稳健**，北京优达举办三十多场移民置业专场推介会广受好评，收入在后期逐步确认，货币兑换业务 GMV 同增 6.09%。
- **门店铺设带动期间费用微增，非经常性损益增厚业绩。**上半年公司三费率同比微增 0.85pct，其中管理费用率基本平稳 (+0.01pct)；销售费用率增长 0.56pct，主要由于受门店铺设影响；财务费用率同增 0.28pct，主要由于公司按市场利率计提了可转换债券的利息支出。本期非经常性损益包括收到政府补助 262 万 (+142%)，处置金融资产投资收益 2273 万等，实现业绩增厚。
- **行业持续向好，叠加前期费用高基数，Q3 有望维持高增长。**7 月泰国目的地受沉船事件影响短期低迷，Q4 有望反弹，其他目的地持续向好，叠加 17 年第三季度的股权激励费用高基数，公司预计 18 年 1-9 月预计实现归母净利 2.1-3.0 亿元 (+15~+65%)，对应 Q3 归母净利 0.7-1.6 亿元 (-18%~+87%)。
- **盈利预测：**假设竹园国旅剩余股份的并购于 19 年完成，预计公司 18-20 年归属净利润 3.14 亿元 (+35%)，4.35 (+39%)，5.27 (+21%)，EPS 为 0.37、0.51、0.62 元，当前市值 80.12 亿元，对应 PE 26/18/15X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**出境游复苏不及预期，行业竞争激烈，目的地发生恶性事件等风险。

众信旅游三大财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产	3156	3253	3779	4567	营业收入	12048	14879	17699	20645
现金	1367	836	1350	1380	减:营业成本	10840	13347	15891	18547
应收账款	574	802	825	1076	营业税金及附加	4	6	5	6
存货	2	1	3	2	营业费用	680	845	1002	1142
其他流动资产	1212	1614	1600	2109	管理费用	161	195	228	258
非流动资产	1940	1853	1890	1878	财务费用	3	4	5	6
长期股权投资	76	92	106	120	资产减值损失	23	15	15	15
固定资产	82	79	76	71	加:投资净收益	12	7	7	7
在建工程	0	7	10	10	其他收益	0	0	0	0
无形资产	58	58	57	56	营业利润	349	474	560	678
其他非流动资产	1723	1617	1641	1621	加:营业外净收支	3	4	4	4
资产总计	5096	5106	5669	6446	利润总额	353	479	565	683
流动负债	2042	1852	2075	2445	减:所得税费用	73	101	119	143
短期借款	638	0	0	0	少数股东损益	47	64	11	12
应付账款	707	910	1018	1231	归属母公司净利润	233	314	435	527
其他流动负债	697	942	1057	1214	EBIT	402	500	569	684
非流动负债	615	461	379	269	EBITDA	447	549	626	751
长期借款	489	365	273	167					
					重要财务与估值指				
其他非流动负债	125	96	106	102	标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2657	2313	2453	2714	每股收益(元)	0.27	0.37	0.51	0.62
少数股东权益	205	269	280	292	每股净资产(元)	2.63	2.97	3.46	4.05
					发行在外股份(百万				
归属母公司股东权益	2235	2525	2936	3439	股)	850	850	850	850
负债和股东权益	5096	5106	5669	6446	ROIC(%)	9.3%	13.0%	13.4%	14.4%
					ROE(%)	11.5%	13.5%	13.9%	14.5%
现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	毛利率(%)	10.0%	10.3%	10.2%	10.2%
经营活动现金流	193	129	717	217	销售净利率(%)	1.9%	2.1%	2.5%	2.6%
投资活动现金流	-244	42	-86	-49	资产负债率(%)	52.1%	45.3%	43.3%	42.1%
筹资活动现金流	476	-702	-116	-137	收入增长率(%)	19.2%	23.5%	19.0%	16.6%
现金净增加额	435	-532	514	30	净利润增长率(%)	8.3%	35.0%	38.5%	21.1%
折旧和摊销	46	48	57	67	P/E	34.44	25.51	18.42	15.21
资本开支	55	-41	3	-19	P/B	3.59	3.17	2.73	2.33
营运资本变动	-195	-279	210	-388	EV/EBITDA	17.99	14.52	11.78	9.65

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>