

出境游主业稳健增长，产业链全面布局

投资要点

- **业绩总结：**公司发布 2018 半年报，2018H1 年实现营业收入 58.1 亿元，同比增长 15%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比增长 45.2%，扣非净利润 1.2 亿元，同比增长 24.1%。其中 Q2 单季度实现营收 33.3 亿元，同比增长 18.5%，实现归母净利润 7250.8 万元，同比增长 60.9%。同时公司给出 2018Q3 业绩指引，预计归母净利润同比增长 15%-65%。
- **出境游主业稳健增长，“准直营”推动零售业务加速布局。**报告期内，公司出境游业务规模继续扩张，出境游整体实现营收 53.4 亿元（YoY+15%），营收占比 91.8%。其中批发、零售业务占比分别为 83.2%、16.8%（YoY-0.3pp、+0.3pp）。1) **批发业务实现营收 44.4 亿元（YoY+14.6%），毛利率 8.6%（YoY-0.2pp）：**作为国内最大旅游产品批发商，公司产品开发优势突出，2018 年上半年开启“优耐德旅游”新品牌，与竹园国旅“全景旅游”品牌共同运营，在原有欧洲市场优势基础上继续进行产品升级，马来西亚沙巴和日本等目的地新产品获得市场好评，尤其日本产品毛利率实现了大幅提升。2) **零售业务实现营收 9 亿元（YoY+16.9%），毛利率 17.3%（YoY+2.3pp）：**自 2018 年起公司在拓展直营门店基础上开始通过并购方式布局前店后厂门店，截至 2018H1 已设立直营店 152 家，准直营店 253 家，预计 2019 年底总门店数（直营+准直营）可达 1000 家；零售产品开发根据区域性特征满足消费者个性化需求，瞄准非标准市场推出定制、半定制产品，“24 小时内回复”机制实现高度灵活定制化；此外公司凭借海外资源优势，成为国内多家教育机构长期海外游学供应商、开辟健康医疗旅游产品领域以满足高净值客户需求，高品质产品占比增加使得公司零售业务盈利能力得到显著提升。
- **旅游产业链全面布局，市场开拓力度加大费用率略有提升。**1) 公司已积累了丰富的航空资源，目前已与 50 多家国内外航空公司紧密合作，随着采购规模扩张不断降低机票成本；公司积极与各国旅游局加强合作关系，大力发展目的地接待服务以提升客户体验，有效强化中高端产品卡位优势；2) 报告期内移民置业、货币兑换等业务贡献 793.6 万收入，新推移民项目受到市场广泛认可，公司旗下悠联货币是我国仅有的 10 家拥有全国范围内经营个人本外币兑换特许经营业务资质的机构之一，2018H1 兑换外币量折合 1356.08 万美元（YoY+6.09%）；此外公司国内旅游产品同比增长超过 50%，支撑其他旅游业务实现收入 1.1 亿元（+57.2%）。3) 受益于产品结构优化丰富，公司整体毛利率提升至 10.63%（YoY+0.4pp），但由于市场开拓力度加大使得员工薪酬费用支出增加，公司期间费用率同比提升 0.9pp 至 8%，而整体净利率小幅提升至 2.7%（+0.4pp），扣非净利润占净利润比重 84.1%。
- **出境游复苏加快，行业龙头有望持续受益。**根据发改委数据，2018 年上半年我国公民出境游人次达 7131 万，同比增长 15%，同比 2017H1 增速 5%有所提速，众信旅游为国内出境游龙头企业，具有较强先发优势和卓越的产品开发能力，零售市场拓展卓有成效，且账上现金充裕为继续扩张提供有力保障，未来零售业务占比逐渐增加以及多元化产品结构持续优化，将助力公司持续且全方位享受行业复苏红利，费用率有望随各项业务放量呈现规模效应，盈利能力具备较大提升空间。
- **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。公司为出境旅游服务龙头企业，有望享受行业加速复苏红利，产品结构优化+规模效应逐渐显现有望支撑公司业绩高成长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不景气风险；全国出境游旅客量不达预期；汇率波动风险。

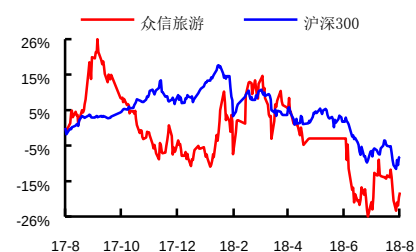
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	12047.98	14569.64	17675.47	21378.71
增长率	19.24%	20.93%	21.32%	20.95%
归属母公司净利润（百万元）	232.62	312.17	402.74	515.12
增长率	8.27%	34.19%	29.01%	27.90%
每股收益 EPS（元）	0.27	0.37	0.47	0.61
净资产收益率 ROE	11.47%	14.39%	15.98%	17.35%
PE	34	26	20	16
PB	3.59	3.42	2.99	2.57

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：zhuzhu@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)	5.10
52 周内股价区间(元)	8.62-14.63
总市值(亿元)	80.12
总资产(亿元)	58.48
每股净资产(元)	2.75

相关研究

1. 众信旅游（002707）：Q4 业绩反弹，出境游回暖支撑有望持续（2018-04-17）

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	17.17	18.52	19.87
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	212.87	363.83	472.33
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	87.98	10.12	-26.28
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	-21.09	-46.52	-62.43	-80.55
净利润	279.80	375.47	484.41	619.57	其他	630.13	-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	-93.27	-23.25	-72.01
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%	8.45%	28.66%	27.84%
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	105.85	128.09	148.98	毛利率	10.03%	10.16%	10.24%	10.37%
无形资产和开发支出	864.52	860.89	857.27	853.64	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	5663.95	6436.44	7389.10	ROE	11.47%	14.39%	15.98%	17.35%
短期借款	637.74	725.72	735.84	709.56	ROA	5.49%	6.63%	7.53%	8.38%
应付和预收款项	1178.93	1441.42	1724.13	2095.52	ROIC	12.41%	13.07%	14.58%	16.26%
长期借款	6.73	6.73	6.73	6.73	EBITDA/销售收入	3.30%	2.96%	3.14%	3.32%
其他负债	833.23	880.00	937.68	1006.21	营运能力				
负债合计	2656.63	3053.87	3404.38	3818.02	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	154.90	151.11	154.32
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%	53.92%	52.89%	51.67%
负债和股东权益合计	5095.77	5663.95	6436.44	7389.10	带息债务/总负债	42.42%	39.78%	35.98%	31.40%
					流动比率	1.55	1.52	1.60	1.69
					速动比率	1.54	1.52	1.60	1.69
					股利支付率	9.07%	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	0.43	0.56
					每股股利	0.02	0.05	0.07	0.09
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	398.14	431.79	555.54	710.21					
PE	34.44	25.67	19.89	15.55					
PB	3.59	3.42	2.99	2.57					
PS	0.67	0.55	0.45	0.37					
EV/EBITDA	17.41	16.05	11.93	8.77					
股息率	0.26%	0.58%	0.78%	1.01%					

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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn