

上游扩资源下游沉渠道，出境游龙头蓄势再发

——众信旅游（002707）2018年中报点评

2018年08月13日

强烈推荐/维持

众信旅游

财报点评

张凯琳

分析师

执业证书编号：S1480518070001

zhangkl@dxzq.net.cn 010-66554087

事件：

公司发布2018年半年报：2018年上半年公司实现营业收入58.14亿元，同比增长15.03%；归属于上市公司股东的净利润1.38亿元，同比增长45.18%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.16亿元，同比增长24.05%；每股收益0.16元，同比增长42.98%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1756.4	2240.28	2813.72	4182	2811.98	2480.71	3333.04
增长率（%）	-7.75%	11.37%	14.94%	7.50%	60.03%	10.19%	18.08%
毛利率（%）	13.36%	10.94%	9.62%	9.76%	9.52%	11.79%	9.77%
期间费用率（%）	12.90%	7.57%	6.87%	6.30%	7.78%	8.74%	7.56%
营业利润率（%）	0.19%	3.50%	2.43%	3.51%	1.99%	3.96%	3.03%
净利润（百万元）	6.27	59.25	57.02	106.85	56.67	76.11	79.01
增长率（%）	-60.87%	47.75%	36.36%	-32.07%	803.52%	28.44%	38.57%
每股盈利（季度，元）	0.01	0.06	0.05	0.10	0.06	0.08	0.09
资产负债率（%）	50.97%	51.00%	54.15%	52.64%	52.13%	52.67%	57.61%
净资产收益率（%）	0.32%	2.93%	2.72%	4.80%	2.32%	3.04%	3.19%
总资产收益率（%）	0.16%	1.44%	1.25%	2.27%	1.11%	1.44%	1.35%

观点：

➤ 上半年业绩增长靓丽，扣非增速符合预期

2018年上半年公司营业收入同比增长15.03%，实现1.38亿元，同比增长45.18%，扣非后归母净利同比增长24%。其中出境游批发业务贡献收入44.41亿元（+14.60%），毛利率8.64%（-0.17pct），占总营业收入的76.38%，公司收购竹园国旅剩余股权，巩固欧洲线龙头地位，出境游批发业务保持稳步增长。出境游零售业务实现收入8.99亿元（+16.87%），毛利率17.33%（+2.25pct），占总营业收入的15.46%，上半年公司继续加强门店扩张和线下活动推广，截止2018年6月公司线下门店新增305家，达405家（直营门店152家/准直营门店253家）。整合营销服务上半年实现收入3.28亿元（+0.74%），净利润1526.21万元（+31.31%）。其他旅游业务（国内游、机票代理等）和其他行业（货币兑换、移民置业、商品销售等）分别实现收入1.06亿元（+57.17%）和793.6万元（-6.86%）。2018年上半年公司销售和管理费用分别增

长25.68%、15.75%，财务费增长至1076万元，主要系计提了可转换债券的利息支出等；剔除计提利息影响，公司上半年扣非归母净利同比增32%，增速符合预期。

➤ 行业持续回暖加速线下布局，渠道下沉发力二三线

2017我国出境游总人次达到1.3亿人次(+7%)，2017年下半年出境游增速更是达到20%以上，18年行业回暖趋势延续，上半年出境人次同比增15%。公司为全国最大出境游批发商之一，加速线下布局，截至目前公司已拥有超过2000家代理客户及数万家合作经营网店；零售业务深入全国布局，主要一城市布局基本完成，二三线占比逐步上升，渠道下沉趋势明显。2018年初至今新增门店已超120家，在二三线城市收购门店步伐明显加快。

➤ 加大上下游资源把控，全面强化龙头地位

近年来公司积极布局上游目的资源，强化机票资源集中采购获取机票资源优先政策，与航企合作开通直航；丰富中游产品体系，积极开发海外游学、移民置业等衍生业务；通过“优耐得旅游”出境游新品牌独立运营，基本实现全景旅游布局。上半年收购竹园剩余30%进一步扩展资深市场份额，强化协同效应，我们继续看好未来行业回暖、集中度提升下，龙头效应加速显现。

结论：

公司受益出境游行业整体回暖，18年业绩实现较高增长，同时积极布局线下，加快开拓二三线城市出境游市场，整合加强批发、零售布局，深耕出境游打造全方位出境服务生态。此外，收购竹园剩余30%股权继续增厚业绩，出境游龙头地位进一步巩固。我们预计公司18-20年营业收入分别为143.53、173.68和210.01亿元，归属母公司净利润分别为3.35、4.12和4.96亿元，对应EPS分别为0.39、0.48和0.58元，对应PE分别为26.03、21.18、17.57倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：突发性事件影响、出境政策风险、行业复苏不达预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2429	3156	3559	4129	4816	营业收入	10104	12048	14353	17368	21001
货币资金	932	1367	1579	1910	2310	营业成本	9048	10840	12864	15558	18832
应收账款	519	574	708	857	1036	营业税金及附加	17	4	4	5	6
其他应收款	346	357	426	515	623	营业费用	547	680	818	990	1197
预付款项	607	600	600	600	600	管理费用	153	161	201	243	294
存货	1	2	2	2	3	财务费用	15	3	23	23	22
其他流动资产	19	245	245	245	245	资产减值损失	16.52	22.63	15.00	12.00	12.00
非流动资产合计	1573	1940	1876	1878	1864	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	68	76	76	76	76	投资净收益	5.81	11.63	25.00	5.00	5.00
固定资产	55.93	82.27	93.06	92.96	82.85	营业利润	313	349	452	542	643
无形资产	25	58	52	47	42	营业外收入	5.23	4.25	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	130	142	0	0	0	营业外支出	0.59	0.89	0.50	0.50	0.50
资产总计	4002	5096	5435	6007	6680	利润总额	318	353	457	546	647
流动负债合计	2004	2042	2070	2308	3072	所得税	72	73	96	115	136
短期借款	803	638	607	612	1091	净利润	245	280	361	432	511
应付账款	612	707	705	852	1032	少数股东损益	31	47	26	20	15
预收款项	300	390	462	549	654	归属母公司净利润	215	233	335	412	496
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	363	434	490	580	679
非流动负债合计	36	615	564	564	82	EPS (元)	0.26	0.28	0.39	0.48	0.58
长期借款	0	7	7	7	7	主要财务比率					
应付债券	0	482	482	482	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2040	2657	2634	2872	3154	成长能力					
少数股东权益	161	205	231	251	266	营业收入增长	20.71%	19.24%	19.13%	21.01%	20.92%
实收资本(或股本)	844	850	850	850	850	营业利润增长	23.33%	11.48%	29.52%	19.77%	18.60%
资本公积	396	414	414	414	414	归属于母公司净利润	43.96%	22.89%	43.96%	22.89%	20.56%
未分配利润	633	844	1029	1255	1528	获利能力					
归属母公司股东权益	1801	2235	2413	2726	3103	毛利率(%)	10.45%	10.03%	10.37%	10.42%	10.33%
负债和所有者权益	4002	5096	5435	6007	6680	净利率(%)	2.43%	2.32%	2.51%	2.48%	2.43%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.37%	4.57%	6.16%	6.85%	7.43%
单位: 百万元						ROE(%)	11.93%	10.41%	13.88%	15.10%	15.99%
经营活动现金流	50	193	194	481	561	偿债能力					
净利润	245	280	361	432	511	资产负债率(%)	51%	52%	48%	48%	47%
折旧摊销	34.24	81.81	0.00	10.10	10.10	流动比率	1.21	1.55	1.72	1.79	1.57
财务费用	15	3	23	23	22	速动比率	1.21	1.54	1.72	1.79	1.57
应收账款减少	0	0	-133	-149	-179	营运能力					
预收帐款增加	0	0	72	87	105	总资产周转率	2.80	2.65	2.73	3.04	3.31
投资活动现金流	-285	-244	61	-32	-17	应收账款周转率	21	22	22	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.60	18.27	20.33	22.30	22.29
长期股权投资减少	0	0	-61	0	0	每股指标(元)					
投资收益	6	12	25	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.28	0.39	0.48	0.58
筹资活动现金流	224	476	-44	-118	-144	每股净现金流(最新)	-0.01	0.50	0.25	0.39	0.47
应付债券增加	0	0	0	0	-482	每股净资产(最新摊)	2.13	2.63	2.84	3.21	3.65
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	426	6	0	0	0	P/E	39.46	36.64	26.03	21.18	17.57
资本公积增加	-296	19	0	0	0	P/B	4.81	3.90	3.61	3.20	2.81
现金净增加额	-11	425	211	332	400	EV/EBITDA	23.50	19.53	16.80	13.63	11.05

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。