

需求放缓叠加事件影响，三季度业绩承压 增持（下调）

2018 年 10 月 29 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	12,354	13,604	15,075
同比（%）	19.2%	2.5%	10.1%	10.8%
净利润（百万元）	233	247	315	378
同比（%）	8.3%	6.1%	27.7%	19.8%
每股收益（元/股）	0.27	0.29	0.37	0.44
P/E（倍）	22.19	20.91	16.37	13.67

事件：

公司公布 2018 年三季报，前三季度实现营收 93.90 亿元，同比增长 1.80%，归属净利润 2.09 亿元，同比增长 15.03%，扣非净利 1.86 亿元，同比增长 3.8%。

投资要点：

■ **受目的地意外事件影响，增速略低于预期。**2018 年前三季度实现营收 93.90 亿元（+1.80%），归母净利 2.09 亿元（+15.03%），扣非归母净利 1.86 亿元（+3.80%），处于业绩预告范围的下限，略低于我们的预期。**Q3 单季度**实现营收 36.08 亿元（-13.65%），归母净利 0.71 亿元（-18.25%），扣非净利 0.70 亿元（-18.45%）；考虑到去年三季度计提的股权奖励计划加速行权费用约 3000 万以及今年三季度可转债利息费用约 900 万，扣除后扣非净利同比下降 32%。公司预计 2018 年全年归母净利 1.86~2.79 亿元，同比变动-20%~20%，对应 Q4 单季归母净利 0-0.93 亿。

■ **欧洲长线游发展平稳，亚洲短线游波动显著。**1) 欧洲业务整体发展平稳，包机线路调整导致收入下降预计约 14%，但提质增效下预计单季毛利有 3%左右的增长；2) 亚洲业务下滑显著。一方面，泰国沉船事件影响较为显著；另一方面，市场去年对亚洲目的地的预判较高，资源储备过多，市场竞争激烈，对盈利能力造成较大影响，亚洲收入下降约 12%，毛利下降约 50%左右。

■ **批零一体持续深化，门店拓展持续。**三季度单季公司批发收入下降约 23%，毛利下降约 21%，竹园国旅剩余 30%股权的并购已通过证监会审核，有望于 11 月实现并表，批发业务实力进一步强化；零售业务拓展效果显著且盈利能力较强，Q3 单季收入增长约 28%，达到 8 亿左右的体量，其中直营约 6 亿，准直营约 1 亿左右，Q3 单季毛利提升 18%左右，毛利率下降主要受准直营模式占比提升影响，直营模式的毛利率前三季度达到约 19%。至 9 月底，公司共有约 430 家门店，其中直营门店 150 家左右，准直营 280 家左右，预计至年底能够接近 500 家。

■ **预付款增长明显，保理业务增加现金支出。**整体来看经营活动现金流，前三季为-1.22 亿元（-137.06%），Q3 单季 1.89 亿元（-42%）。经营性现金流流出主要由于 1) 保理业务占用约 1-2 亿元资金；2) 预付账款增长 127.11%，主要由于支付十一期间及第四季度机票等供应商款项。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.08
一年最低/最高价	6.08/13.62
市净率(倍)	2.14
流通 A 股市值(百万元)	3103.14

基础数据

每股净资产(元)	2.84
资产负债率(%)	57.74
总股本(百万股)	849.11
流通 A 股(百万股)	510.39

相关研究

- 1、《众信旅游 (002707)：中报业绩亮眼，零售业务盈利能力显现》2018-08-12
- 2、《众信旅游 (002707)：收购竹园剩余股权，出境游龙头地位巩固》2018-06-14
- 3、《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

- **目的地建设或成看点，注重资金周转效率。**众信在瑞士与当地公司合资建设公寓，计划销售给中国投资者并采取回租模式进行运营，利用低息银行借款，叠加房产预售，资金成本低、周转快，截止 Q3 在建工程为 6463.5 万元。海外目的地投资有望为公司丰富发展模式。
- **管理提效，销售费用微增。**Q3 单季管理费用率同比下降 0.47pct；销售费用率增长 1.32pct，主要由于受人工、租金等刚性费用影响；财务费用率同增 0.30pct，主要由于计提可转换债券利息，前三季度可转债利息约 2700 万。
- **经济疲弱，出境游增速有所放缓。**国家移民管理局网站统计数据显示，18 年国庆假期期间，全国边检出境 694 万人次，同比增长 8.2%。9 月出境游数据表现不佳，中国赴日本游客数下滑 3.8%；赴韩国游客数增长 36.4%，增速较前期超过 40% 的水平显著下降；泰国游客同比下降 14.89%，降幅进一步扩大 3.12pct；汉莎航空 9 月亚太航线旅客数增速下降至 1.6% (-1.7pct)。
- **盈利预测：**由于经济疲弱导致的出境游行业增速波动，以及目的地突发事件导致的经营情况变化，适当下调公司盈利预测，假设竹园国旅剩余 30% 股份的并购于 18 年 11 月完成，预计公司 18-20 年归属净利润 2.47 (+6.1%)、3.15 (+27.7%)、3.78 (+19.8%) 亿元，EPS 为 0.29、0.37、0.44 元，对应 PE 21、16、14 倍。考虑盈利预测有所下调以及经济波动带来的需求不确定性，下调至“增持”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)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3156	2639	3232	3386	营业收入	12048	12354	13604	15075
现金	1367	862	1196	1214	减:营业成本	10840	11063	12152	13443
应收账款	574	568	682	706	营业税金及附加	4	3	4	4
存货	2	1	3	1	营业费用	680	773	823	911
其他流动资产	1212	1208	1351	1465	管理费用	161	151	166	181
非流动资产	1940	1845	1879	1864	财务费用	3	42	43	41
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	71	64	56	加:投资净收益	12	28	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	334	408	488
其他非流动资产	1723	1617	1641	1621	加:营业外净收支	3	5	5	5
资产总计	5096	4485	5110	5250	利润总额	353	340	414	494
流动负债	2042	1343	1748	1631	减:所得税费用	73	71	87	104
短期借款	638	0	0	0	少数股东损益	47	22	11	12
应付账款	707	633	841	789	归属母公司净利润	233	247	315	378
其他流动负债	697	709	907	842	EBIT	402	362	418	496
非流动负债	615	459	376	266	EBITDA	447	409	473	560
长期借款	489	363	271	164					
其他非流动负债	125	96	106	102					
负债合计	2657	1802	2125	1898	重要财务与估值指				
少数股东权益	205	226	238	250	标	2017A	2018E	2019E	2020E
归属母公司股东权益	2235	2457	2748	3102	每股收益(元)	0.27	0.29	0.37	0.44
负债和股东权益	5096	4485	5110	5250	每股净资产(元)	2.63	2.89	3.24	3.65
					发行在外股份(百万				
					股)	850	849	849	849
					ROIC(%)	9.3%	9.6%	10.4%	11.4%
					ROE(%)	11.5%	10.0%	10.9%	11.6%
					毛利率(%)	10.0%	10.5%	10.7%	10.8%
					销售净利率(%)	1.9%	2.0%	2.3%	2.5%
					资产负债率(%)	52.1%	40.2%	41.6%	36.1%
					收入增长率(%)	19.2%	2.5%	10.1%	10.8%
					净利润增长率(%)	8.3%	6.1%	27.7%	19.8%
					P/E	22.19	20.91	16.37	13.67
					P/B	2.31	2.10	1.88	1.66
					EV/EBITDA	11.61	12.33	9.79	8.07
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	193	166	568	233					
投资活动现金流	-244	71	-80	-43					
筹资活动现金流	476	-743	-155	-172					
现金净增加额	435	-505	333	18					
折旧和摊销	46	48	55	64					
资本开支	55	-48	-1	-22					
营运资本变动	-195	-147	145	-253					

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>