

零售业务逆势增长, 短线目的地拖累整体业绩

投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年三季度报, 前三季度实现营收94.4亿元:(YOY+2.2%), 实现归母净利润2.1亿元(YOY+15.0%), 实现扣非净利润1.9亿元(YOY+3.8%); 其中Q3单季度实现营收36.2亿元(YOY-13.4%), 实现归母净利润0.7亿元(YOY-18.3%)。公司同时公布了2018年业绩预告, 预计全年实现归母净利润1.9-2.8亿元(YOY-20%~YOY+20%)。
- **“准直营”模式支撑零售业务逆势增长, 行业突发事件拖累整体业绩。** 1) 公司自2018年起在拓展直营门店基础上开始通过并购方式布局前店后厂“准直营”门店, 目前已与内蒙古、河北、江西三个省份的四家区域性龙头旅行社达成合作, 以控股60%方式快速扩张零售渠道, 截至2018Q3已拥有门店约430家, 其中纯直营门店约150家, 预计2018年底门店总数可达500家。受益于渠道快速布局公司零售业务逆势增长, 前三季度营收同比增长22%, 对应毛利率同比微幅提升0.2pp, 其他业务子板块中批发业务前三季度营收下滑约3%, 商务会奖业务营收同比增长约10%。2) 6月泰国普吉岛翻船事故对泰国乃至东南亚短线游产生了较大影响, 进一步恶化了东南亚游的竞争环境, 公司通过促销消化前期大量采购, 使得东南亚目的地毛利率下滑较为明显, 拖累公司整体业绩。3) 营销力度加强拉动销售费用率同比增长1pp, 管理效率提升使得管理费用率同比实现0.3pp校服下降, 同时可转债利息计提增加财务费用率同比增加0.3pp, 整体期间费用率同比小幅上升1pp至7.8%, 内生能力保持相对稳定。
- **收购竹园30%股权过审, 产业链延伸布局有望创造新增长点。** 1) 公司收购竹园国旅30%股权事项于10月25号顺利过审, 竹园国旅长期专注于亚洲地区短线游产品, 与公司优势长线游产品形成优势互补, 收购完成后竹园国旅将成为公司全资子公司, 资源整合能力进一步提升, 行业领先地位有望持续增强。2) 除主营旅游产品开发外, 公司在保证资金周转顺畅前提下积极拓展产业链相关业务, 瑞士等热门目的地酒店运营项目截止前三季度带动在建工程较期初增加6463.5万元; 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%), 此外移民置业、保理等多元化业务均稳步推进, 未来或形成多点开花格局且内生盈利有望增强。
- **龙头卡位优势显著, 行业竞争格局有待优化。** 公司通过多年深耕出境游市场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。根据支付宝数据, 2018年十一黄金周我国出境游人数同比增长约10%, 相较上半年有所放缓。宏观经济景气度偏低下, 中小旅行社或难以度过经济低迷周期或加速行业整合, 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, 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, 有望助力公司持续且全方位享受行业复苏红利。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.29元、0.37元、0.46元, 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:** 宏观经济或延续不景气风险; 新业务推进或不及预期; 汇率或持续波动的风险。

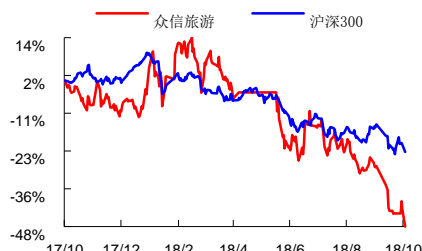
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12047.98	12553.12	13726.74	15128.92
增长率	19.24%	4.19%	9.35%	10.21%
归属母公司净利润(百万元)	232.62	250.29	317.24	390.85
增长率	8.27%	7.59%	26.75%	23.20%
每股收益EPS(元)	0.27	0.29	0.37	0.46
净资产收益率ROE	11.47%	11.87%	13.31%	14.36%
PE	22	21	16	13
PB	2.31	2.26	2.03	1.80

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
电话: 010-57758600
邮箱: zhuzh@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)	8.49
流通A股(亿股)	5.10
52周内股价区间(元)	6.08-13.39
总市值(亿元)	51.63
总资产(亿元)	61.06
每股净资产(元)	2.84

相关研究

1. 众信旅游(002707): 出境游主业稳健增长, 产业链全面布局 (2018-08-13)
2. 众信旅游(002707): Q4业绩反弹, 出境游回暖支撑有望持续 (2018-04-17)

关键假设:

- 1) 由于通过促销消化已采购产品公司批发业务均价有所下调, 同时考虑到批发业务竞争更加激烈, 假设 2018-2020 年产品均价同比分别下降-20%、-10%、-5%。而零售业务通过产品升级上线均价分别同比上升 2%、1%、0%。
- 2) 产品销量方面, 批发业务通过大力度促销实现销量稳健增长, 2018-2020 同比增长 24%、28%、14%, 零售业务通过产品结构优化实现 14%、13%、12%增长。
- 3) 假设其他业务稳健增长。

根据以上假设得到公司收入成本预测如下表:

表 1: 分业务收入成本

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
出境游-批发	收入	8914.9	8843.5	9391.8	10171.4
	增速	19.8%	-0.8%	6.2%	8.3%
	毛利率	7.9%	7.5%	7.3%	7.1%
出境游-零售	收入	2049.1	2382.6	2719.3	3045.6
	增速	13.7%	16.3%	14.1%	12.0%
	毛利率	16.4%	17.1%	17.2%	17.3%
整合营销服务	收入	877.4	965.2	1052.0	1136.2
	增速	24.1%	10.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	10.6%	8.8%	8.6%	8.4%
其他旅游业务	收入	172.7	310.8	497.3	696.2
	增速	29.0%	80.0%	60.0%	40.0%
	毛利率	25.6%	40.0%	38.0%	37.0%
其他	收入	34.0	51.0	66.3	79.5
	增速	69.0%	50.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	99.7%	99.0%	99.0%	99.0%
合计	收入	12048.0	12553.1	13726.7	15128.9
	增速	19.2%	4.2%	9.3%	10.2%
	毛利率	10.0%	10.6%	10.9%	11.1%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	12047.98	12553.12	13726.74	15128.92	净利润	279.80	301.05	381.57	470.11
营业成本	10839.96	11222.70	12228.36	13448.09	折旧与摊销	45.71	17.17	18.52	19.87
营业税金及附加	3.78	27.34	24.95	24.30	财务费用	3.21	37.15	29.82	20.83
销售费用	679.92	740.63	809.88	877.48	资产减值损失	22.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	160.87	174.95	188.64	208.89	经营营运资本变动	-90.46	-83.30	-42.28	-48.45
财务费用	3.21	37.15	29.82	20.83	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	272.06	389.62	461.36
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	350.34	445.10	549.32	短期借款	-164.82	-112.44	-162.39	-206.85
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	354.17	448.91	553.06	股权融资	24.88	0.00	0.00	0.00
所得税	72.80	53.13	67.34	82.96	支付股利	-21.09	-46.52	-50.06	-63.45
净利润	279.80	301.05	381.57	470.11	其他	630.13	-195.16	-29.82	-20.83
少数股东损益	47.17	50.75	64.33	79.26	筹资活动现金流净额	475.83	-354.12	-242.26	-291.14
归属母公司股东净利润	232.62	250.29	317.24	390.85	现金流量净额	434.59	-112.06	117.36	140.22
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1367.37	1255.31	1372.67	1512.89	成长能力				
应收和预付款项	1531.88	1671.17	1803.81	1990.32	销售收入增长率	19.24%	4.19%	9.35%	10.21%
存货	2.15	2.22	0.42	1.66	营业利润增长率	11.48%	0.32%	27.05%	23.42%
其他流动资产	254.57	265.65	290.48	320.16	净利润增长率	13.98%	7.59%	26.75%	23.20%
长期股权投资	76.43	76.43	76.43	76.43	EBITDA 增长率	13.14%	1.64%	21.94%	19.58%
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%	10.60%	10.92%	11.11%
无形资产和开发支出	864.52	860.89	857.27	853.64	三费率	7.01%	7.59%	7.49%	7.32%
其他非流动资产	916.59	909.46	902.34	895.21	净利率	2.32%	2.40%	2.78%	3.11%
资产总计	5095.77	5146.99	5431.51	5799.29	ROE	11.47%	11.87%	13.31%	14.36%
短期借款	637.74	525.30	362.92	156.06	ROA	5.49%	5.85%	7.03%	8.11%
应付和预收款项	1178.93	1238.11	1332.60	1475.23	ROIC	12.41%	12.87%	14.82%	16.62%
长期借款	6.73	6.73	6.73	6.73	EBITDA/销售收入	3.30%	3.22%	3.59%	3.90%
其他负债	833.23	841.19	862.09	887.45	营运能力				
负债合计	2656.63	2611.34	2564.35	2525.47	总资产周转率	2.65	2.45	2.60	2.69
股本	850.06	850.06	850.06	850.06	固定资产周转率	174.36	133.46	117.35	109.21
资本公积	414.19	414.19	414.19	414.19	应收账款周转率	22.03	21.11	21.42	21.55
留存收益	894.46	1098.22	1365.41	1692.81	存货周转率	6094.78	5135.40	5264.30	5287.62
归属母公司股东权益	2234.53	2280.29	2547.48	2874.88	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	255.36	319.69	398.95	资本结构				
股东权益合计	2439.14	2535.65	2867.17	3273.82	资产负债率	52.13%	50.74%	47.21%	43.55%
负债和股东权益合计	5095.77	5146.99	5431.51	5799.29	带息债务/总负债	42.42%	38.85%	33.23%	25.55%
					流动比率	1.55	1.60	1.78	2.00
					速动比率	1.54	1.60	1.78	2.00
					股利支付率	9.07%	18.59%	15.78%	16.23%
					每股指标				
					每股收益	0.27	0.29	0.37	0.46
					每股净资产	2.63	2.69	3.00	3.39
					每股经营现金	0.23	0.32	0.46	0.54
					每股股利	0.02	0.05	0.06	0.07
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	398.14	404.66	493.43	590.03					
PE	22.19	20.63	16.27	13.21					
PB	2.31	2.26	2.03	1.80					
PS	0.43	0.41	0.38	0.34					
EV/EBITDA	10.25	10.09	7.71	5.86					
股息率	0.41%	0.90%	0.97%	1.23%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn