

## 18 年受事件性影响，19Q1 环比有所改善 增持（维持）

2019 年 04 月 23 日

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,231	12,672	13,456	14,487
同比（%）	1.5%	3.6%	6.2%	7.7%
净利润（百万元）	24	209	244	283
同比（%）	-89.9%	788.5%	16.4%	16.3%
每股收益（元/股）	0.03	0.24	0.28	0.32
P/E（倍）	286.67	32.27	27.73	23.85

### 事件：

公司发布 2018 年年报，18 年实现营收 122.31 亿元（+1.52%），归母净利润 0.24 亿元（-89.87%），扣非净利 0.04 亿元（-98.37%）。

### 投资要点：

■ **18 年业绩受多重事件影响。**公司发布 2018 年年报，18 年实现营收 122.31 亿元（+1.52%），归母净利润 0.24 亿元（-89.87%），非经常性损益包括处置 Club Med 股权在内的投资收益 2035 万；扣非净利 0.04 亿元（-98.37%），其中计提商誉等资产减值准备 1.14 亿元、可转债费用约 3600 万、股权激励费用约 1442 万（17 年 3284 万），剔除影响后业绩仍有所波动，主要与下半年宏观经济波动、东南亚事件等因素影响有关。18 年 Q4 单季实现营收 27.96 亿元（-0.58%），归母净利润-1.85 亿元（-462.69%），扣非净利-1.82 亿元（-479.4%），事件性影响、资产减值准备以及可转债费用主要体现在四季度。

■ **批发业务受市场波动影响较大，竹园剩余股权并购，批发实力强化。**18 年出境游批发业务收入 86.90 亿元（-2.52%），毛利率 7.12%（-0.75pct）；下半年批发业务收入同比下降 15.69%，较上半年的同增 14.60% 有显著下降，主要由于 2018 年 7 月以来，东南亚目的地受泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发等事件影响较大。竹园国旅 18 年营收 48.91 亿元（-1.35%），净利润 9682 万（-22%），净利率下降 0.53pct，受东南亚目的地影响显著。18 年公司正式推出“优耐德”品牌独立公司运营，与竹园国旅的“全景旅游”形成批发双品牌运营；并且 18 年 12 月底公司正式完成对竹园国旅的少数股权的收购，竹园成为全资子公司；优耐德旅游与竹园国旅已在全国 22 个省市拥有分子公司，以区域城市为中心，开发当地起止产品；双方在产品、资源上形成协同，在渠道上保持有效的竞争机制。就目的地看，欧洲长线游保持稳定，中高端产品定位与产品升级助力毛利率提升；东南亚短线游短期受波动，18 年初已完成 10 多个城市的点对点直飞航班布局，下半年受事件性影响显著；日本、非洲中东产品热度持续。

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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.63
一年最低/最高价	5.07/11.93
市净率(倍)	2.97
流通 A 股市值(百万元)	4050.75

### 基础数据

每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	57.07
总股本(百万股)	885.42
流通 A 股(百万股)	530.90

### 相关研究

- 1、《众信旅游 (002707)：18 年业绩处于预告下限，汇率企稳助力出境游边际改善》2019-02-28
- 2、《众信旅游 (002707)：东南亚市场与商誉减值影响，业绩大幅下滑》2019-01-31
- 3、《众信旅游 (002707)：需求放缓叠加事件影响，三季度业绩承压》2018-10-30

- **零售业务稳增长，准直营持续拓展。**18 年出境游零售业务收入 23.03 亿元 (+12.39%)，毛利率 15.31% (-1.05pct)。加快零售市场战略布局，在江西、内蒙古、河北三省 20 多个城市开展合伙人门店零售模式，截至 18 年底，直营门店及合伙人门店达到 435 家，较 17 年增加 300 余家，略低于规划；持续丰富产品库，产品年轻化，直营零售门店的毛利率提升至 16.70%，同比继续增长。
- **“旅游+”拓展稳健，整合营销功能强化，其他业务体量增长。**18 年国内游及单项产品收入 1.86 亿 (+7.69%)，毛利率 32.52% (+ 6.96pct)，其中高端品牌奇迹旅行聚集各界名家；众信研学营收增长近 80%，组织或承办研学活动超过 300 次，研学人次超过 6000 人；健康医疗板块营收突破千万；国内游和周边游业务收入增长超过 100%。18 年整合营销服务收入 9.61 亿元 (+9.52%)，毛利率 8.15% (-2.40pct)，众信博睿加强整合营销服务业务板块功能建设，全年净利润 2206 万，净利率下降 2.52pct。移民置业和货币兑换等其他收入 3181 万元 (+101.98%)。
- **费用基本稳定，资产减值计提完毕。**18 年销售费用率 6.7%(+1.06pct)，推广力度提升；管理费用率 1.32%(-0.02pct)，主要由于股权激励费用减少 1842 万；财务费用率 0.44%(+0.41pct)，主要由于可转债费用约 3600 万。18 年计提资产减值损失 1.14 亿，主要包括坏账损失 2937 万，可供出售金融资产减值损失 200 万，长期股权投资 (SKY MASTER HOLDINGS LIMITED) 减值损失 1556 万，商誉减值损失共 6763 万。
- **一季度环比有所改善，业绩符合预期。**19 年 Q1 实现营收 24.58 亿元 (-0.93%)，估计主要由于去年同期占比较高且基数较高的东南亚目的地尚未完全恢复、直营业务受经济波动影响，此外欧洲长线游估计发展稳健、准直营模式持续扩张；Q1 归母净利 0.65 亿元 (-1.37%)，扣非净利 0.64 亿元 (+6.87%)，环比有所改善，整体符合预期。
- **盈利预测：**预计公司 19-21 年归属净利润 2.09、2.44、2.83 亿元，增速为 788.5%、16.4%、16.3%，EPS 为 0.24、0.28、0.32 元，对应 PE 为 32、28、24 倍。
- **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。

表 1：计提各项资产减值准备（元）

项目	本期发生额
坏账损失	29,374,720.84
可供出售金融资产减值损失	2,000,000.00
长期股权投资减值损失	15,556,800.00

贷款损失准备	-989,954.51
商誉减值损失	67,628,756.81
合计	113,570,323.14

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：主要商誉及相关资产组减值明细（元）

被投资单位名称或形成商誉的事项	商誉报告期末账面原值	商誉报告期末减值准备金额
竹园国际旅行社有限公司	491,086,223.50	
上海悠哉网络科技有限公司	145,538,215.80	22,581,082.18
北京开元周游国际旅行社股份有限公司	52,478,671.09	17,118,782.67
Activo Travel GmbH	46,496,724.68	17,067,524.37
苏州众信星舟国际旅行社有限公司	6,604,815.09	6,604,815.09
优耐德(北京)国际旅行社有限公司	6,016,069.92	
上海众信巨龙国际旅行社有限公司	2,602,920.41	
九江中国旅行社有限公司	1,742,921.61	1,742,921.61
广州众信旅行社有限公司	1,312,507.63	1,312,507.63
Sarl ansel	973,635.45	973,635.45
北京悠联货币汇兑有限公司	271,242.46	
KAYTRIP DE MEXICO SA DE CV	192,864.98	192,864.98
江苏众信国际旅行社有限公司	34,622.83	34,622.83
内蒙古众信旅游山水国际旅行社有限公司	1,984,904.58	
石家庄众信优游国际旅行社有限公司	1,985,545.54	
河北众信省青国际旅行社有限公司	1,508,000.00	
南通众信国际旅行社有限公司	993,769.56	
合计	761,823,655.13	67,628,756.81

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：众信旅游核心数据

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	2240.28	2813.72	4182.00	2811.98	2480.71	3333.04	3621.77	2795.69	2457.60
yoy	11.5%	15.0%	7.5%	60.1%	10.7%	18.5%	-13.4%	-0.6%	-0.9%
归母净利润	50.20	45.06	86.29	51.08	65.78	72.51	70.54	(185.26)	64.87
yoy	37.3%	16.4%	-36.2%	1095.1%	31.0%	60.9%	-18.3%	-462.7%	-1.4%
毛利率	10.94	9.62	9.76	9.52	11.79	9.77	10.21	5.65	13.26
期间费用率	7.56	6.86	6.30	7.76	8.68	7.53	7.45	10.70	10.23
其中：销售费用率	6.48	5.70	4.44	6.72	7.16	6.19	5.75	8.14	8.01
管理费用率	1.27	1.19	1.47	1.33	1.30	1.18	1.01	1.93	1.83

财务费用率	(0.19)	(0.02)	0.39	(0.29)	0.22	0.16	0.69	0.63	0.40
归母净利率	2.2%	1.6%	2.1%	1.8%	2.7%	2.2%	1.9%	-6.6%	2.6%
ROE	2.75	2.40	4.41	2.41	2.91	3.13	2.97	(7.89)	2.75
pct	0.42	-0.02	-3.63	2.17	0.16	0.73	-1.44	-10.30	-0.16
资产负债率	51.00	54.15	52.64	52.13	52.67	57.61	57.74	54.31	57.07
pct	2.28	-1.62	-1.38	1.17	1.67	3.46	5.10	2.18	4.39
存货	1.32	2.28	2.36	2.15	3.04	4.29	3.42	2.70	2.86
较上年同比增减	0.78	1.57	1.86	0.74	1.72	2.01	1.06	0.55	-0.19
存货周转天数	0.06	0.07	0.06	0.06	0.11	0.11	0.09	0.08	0.12
较上年同比增减	0.04	0.05	0.05	0.02	0.05	0.04	0.03	0.02	0.01
应收账款	457.64	507.50	611.17	574.44	473.87	668.22	697.49	601.48	539.89
较上年同比增减	96.75	63.14	33.85	55.09	16.22	160.72	86.32	27.04	66.03
应收账款周转天数	19.66	18.31	16.55	16.37	19.14	19.34	18.29	17.39	21.01
较上年同比增减	1.46	0.21	-0.10	-0.94	-0.52	1.03	1.74	1.02	1.87
应付账款及应付票据	592.93	784.73	897.01	706.81	606.53	847.95	908.47	680.92	636.13
较上年同比增减	231.57	256.19	246.69	94.81	13.60	63.22	11.46	-25.89	29.60
预收账款	445.61	565.00	593.50	390.13	485.21	696.79	704.45	413.59	624.69
较上年同比增减	145.18	64.50	164.02	90.30	39.60	131.80	110.95	23.47	139.48
经营性现金流净额	(214.78)	3.16	330.19	192.94	(415.23)	(311.70)	(122.28)	(2.51)	(137.92)
较上年同比增减	-0.45	-1.01	-3.47	2.83	0.93	-99.55	-1.37	-1.01	-0.67
筹资性现金流净额	(50.33)	(46.23)	(183.64)	475.83	137.79	146.11	206.08	161.53	245.02
较上年同比增减	-1.30	-1.12	-1.68	1.12	-3.74	-4.16	-2.12	-0.66	0.78
资本开支	7.43	8.93	7.42	30.89	9.45	9.82	75.46	29.60	1.02
较上年同比增减	4.73	0.20	-0.38	-0.48	0.27	0.10	9.17	-0.04	-0.89

数据来源：wind，东吴证券研究所

表 4：众信旅游收入拆分

单位：百万元	2015	2016	2017	2018
出境游	7493.31	9242.93	10963.91	10992.75
yoy	112.0%	23.3%	18.6%	0.3%
占比	89.5%	91.5%	91.0%	90.3%
毛利率	9.0%	9.7%	9.5%	8.8%
出境游批发	5,843.62	7,440.38	8,914.85	8,689.87
yoy	131.8%	27.3%	19.8%	-2.5%
毛利率	7.2%	8.3%	7.9%	7.1%
竹园国旅收入	2,843.36	3,809.26	4,958.63	4,891.47
yoy		34.0%	30.2%	-1.4%

竹园国旅净利润	68.38	91.39	124.67	96.82
净利率	2.4%	2.4%	2.5%	2.0%
出境游零售	1,649.69	1,802.55	2,049.06	2,302.88
yoy	62.7%	9.3%	13.7%	12.4%
毛利率	15.3%	15.4%	16.4%	15.3%
<b>整合营销</b>	<b>808.32</b>	<b>706.78</b>	<b>877.41</b>	<b>960.93</b>
yoy	18.6%	-12.6%	24.1%	9.5%
占比	9.7%	7.0%	7.3%	7.9%
毛利率	8.1%	10.3%	10.6%	8.2%
<b>其他旅游业务</b>	<b>63.52</b>	<b>134.17</b>	<b>172.68</b>	<b>185.97</b>
yoy		111.2%	28.7%	7.7%
占比	7.9%	19.0%	19.7%	19.4%
毛利率	37.2%	51.6%	25.6%	32.5%
<b>其他业务</b>			<b>15.75</b>	<b>31.81</b>
yoy				102.0%
占比			1.8%	3.3%
毛利率			99.4%	94.1%

数据来源：公司公告，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>

