

众信旅游 (002707)

公司研究/点评报告

Q1 扣非业绩微增，关注渠道扩张、行业边际改善

—2018 年年报及 2019 年一季报点评

点评报告/餐饮旅游

2019 年 04 月 23 日

一、事件概述

公司公布 2018 年年报，2018 年实现营业收入为 122 亿元，同比增 1.5%。实现归母净利润 2357 万元，同比减 90%；2019 年一季度实现营业收入 24.58 亿元，同比减 0.9%；实现归母净利润 6487 万元，同比减 1.4%；扣非后归母净利润 6449 万元，同比增 6.9%。

二、分析与判断

➤ 业务分析：批零一体化发展加速，19 年依托加盟拓店加快布局下沉

四季度公司实现营收 27.8 亿，同比降 1%，跌幅较 Q3 收窄。分业务看，全年批发业务受泰国沉船事件影响明显，众信自身及竹园国旅批发业务收入分别较去年同期下滑 4%/1%，竹园净利润下滑 22%。零售端则受益于新增 300 家门店影响，实现 12% 的增长，占收入比重提升 2pct 至 19%。此外，公司整合营销业务及其他业务保持两位数以上的平稳增长，但众信博睿业绩较 2017 年同比下滑 48%。从收入区域分布看，受益于零售端展店加快，公司在华南、华中区域收入实现较快增长，但受泰国沉船事件影响，原先收入占比较高区域表现疲软，华北区域收入下滑 4%，华东仅略增 2%，预计也和一线城市出境游增速因渗透率饱和而放缓有关。

➤ 毛利率承压，开店加快推升销售费用率

受泰国沉船事件影响，公司整体毛利率较 2017 年下降 0.6pct。其中，批发业务毛利率下滑 0.8pct，零售业务整体毛利率下滑 1.1pct，但直营零售门店毛利率提升至 16.7%，预计同门店下沉及合伙人门店销售产品结构相关。

费用端：受零售门店扩张加速影响，2018 年公司销售人员薪酬及房租物业费用同比增长 30%/20%，带动销售费用同比增长 21%，销售费用率同比增加 1.1pct。管理费用较去年同期略增 0.5%，主要因 2017 年计提了较多股权激励费用，而 2018 年该项费用降低 56%。2018 年公司财务费用同比大幅增长，主要因 2018 年计提了可转债利息费用以及人民币贬值致汇兑收益下滑。

➤ 2018 年计提大额商誉减值致业绩同比剧烈波动

公司四季度共计提资产减值损失约 1.13 亿元，导致全年归母净利润同比大幅降低 90%。主要包括对北京开元周游国际旅行社股份有限公司、ActiveTravel GmbH（德国跃动旅游公司）、上海悠哉网络科技有限公司等计提商誉减值 6763 万元，以及对应收账款计提坏账损失 2937 万元。此外，公司还对全资子公司参股运营的比利时航空计提了 1556 万元的长期股权投资减值。

推荐

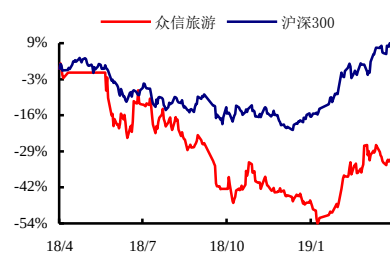
首次覆盖

当前价格： 7.63 元

交易数据 2019-4-22

近 12 个月最高/最低(元)	11.65/5.19
总股本(百万股)	885
流通股本(百万股)	531
流通股比例(%)	59.96
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	41

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：钟奇

执业证号： S0100518110001
 电话： 021-60876718
 邮箱： zhongqi@mszq.com

研究助理：顾熹闽

执业证号： S0100119020001
 电话： 021-60876718
 邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

► 1Q19 收入增速受去年基数较高影响，竹园并表带动扣非后归母净利润微增

1Q18 受益于行业景气度回升，公司收入/利润端同比实现 10%/20% 的增长。同时，由于今年 Q1 泰国线仍处于底部复苏状态，导致今年 Q1 公司业绩面临的基数压力较大，扣非后业绩微增预计主要受竹园 30% 股权并表影响。此外，公司批零一体化战略加速带动毛利率持续上升，1Q19 公司毛利率较去年同期提升 1pct 至 13%。但期间费用受展店加快及可转债利息支出影响上升，预计公司今年采用加盟方式扩张后，费用端压力将有所减轻。

三、投资建议

一季度出境游景气度逐步回升，1-4 月中国赴欧旅游预订量同比增长 16.9% 好于 18 年全年，日韩出境游增速亦保持较快增长，1-3 月航司国际线运载人次增速表现靓丽。结合航司 19 夏秋航季排班计划及目的地签证政策改善，我们预计 Q2-Q3 出境游景气度还将持续改善，全年增速有望呈前低后高态势。公司作为出境游行业龙头，今年将继续加快门店扩张步伐，19 年门店数量有望在 18 年基础上翻倍增长，未来将最大程度受益于行业的持续复苏。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.31、0.40、0.49 元，对应 PE 为 24、19、16 倍，公司当前估值处于历史底部，且机构持仓度较低，首次覆盖给予“推荐”评级。

四、风险提示：

目的地风险；汇率波动风险；开店进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12,231	14,031	15,544	17,069
增长率（%）	1.5	14.7	10.8	9.8
归属母公司股东净利润（百万元）	24	267	342	417
增长率（%）	-89.9	1033.0	28.0	21.9
每股收益（元）	0.03	0.31	0.40	0.49
PE（现价）	272.5	24.3	19.0	15.6
PB	2.9	2.6	2.2	2.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	12,231	14,031	15,544	17,069	成长能力				
营业成本	11,031	12,601	13,871	15,144	营业收入增长率	1.5	14.7	10.8	9.8

营业税金及附加	5	6	6	7
销售费用	820	831	947	1,065
管理费用	162	195	210	231
EBIT	213	399	510	622
财务费用	53	0	0	0
资产减值损失	114	0	0	0
投资收益	40	0	0	0
营业利润	86	399	510	622
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	88	399	510	622
所得税	39	88	112	137
净利润	49	311	398	485
归属于母公司净利润	24	267	342	417
EBITDA	263	420	526	626

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	925	1397	1759	2143
应收账款及票据	601	662	729	809
预付款项	913	862	955	1111
存货	3	2	3	3
其他流动资产	164	164	164	164
流动资产合计	2940	3493	4057	4718
长期股权投资	83	83	83	83
固定资产	0	(4)	(23)	(59)
无形资产	107	114	130	145
非流动资产合计	2399	2452	2510	2583
资产合计	5339	5945	6567	7302
短期借款	863	863	863	863
应付账款及票据	681	902	1046	1215
其他流动负债	16	16	16	16
流动负债合计	2298	2593	2816	3066
长期借款	6	6	6	6
其他长期负债	596	596	596	596
非流动负债合计	602	602	602	602
负债合计	2900	3195	3418	3668
股本	852	852	852	852
少数股东权益	159	203	259	327
股东权益合计	2439	2750	3148	3633
负债和股东权益合计	5339	5945	6567	7302

资料来源：公司公告、民生证券研究院

EBIT 增长率	-41.3	86.9	28.0	21.9
净利润增长率	-89.9	1033.0	28.0	21.9
盈利能力				
毛利率	9.8	10.2	10.8	11.3
净利率	0.2	1.9	2.2	2.4
总资产收益率 ROA	0.4	4.5	5.2	5.7
净资产收益率 ROE	1.0	10.5	11.8	12.6
偿债能力				
流动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
现金比率	0.4	0.5	0.6	0.7
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	17.5	17.2	17.1	17.3
存货周转天数	0.1	0.1	0.1	0.1
总资产周转率	2.3	2.5	2.5	2.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.0	0.3	0.4	0.5
每股净资产	2.7	3.0	3.4	3.9
每股经营现金流	(0.0)	0.7	0.5	0.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	272.5	24.3	19.0	15.6
PB	2.9	2.6	2.2	2.0
EV/EBITDA	27.5	16.1	12.2	9.6
股息收益率	0.3	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	49	311	398	485
折旧和摊销	163	21	16	4
营运资金变动	(209)	255	21	(28)
经营活动现金流	(3)	587	435	462
资本开支	124	74	74	78
投资	(519)	0	0	0
投资活动现金流	(606)	(74)	(74)	(78)
股权募资	12	0	0	0
债务募资	253	0	0	0
筹资活动现金流	162	(40)	0	0
现金净流量	(447)	473	362	384

分析师与研究助理简介

钟奇，民生研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业研究助理，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。