

事件性拖累业绩探底, 受益行业回暖可期

投资要点

- **业绩总结:** 2018年实现营收122.3亿元(YOY+1.5%), 实现归母净利润2357万元(YOY-89.9%), 实现扣非净利润370万元(YOY-98.4%); 其中Q4单季度实现营收28亿元(YOY-0.6%), 实现归母净利润亏损1.9亿元, 主要受东南亚业务下滑及计提减值影响。公司同时公布2019年一季报, 2019Q1实现营收24.6亿元(YOY-1%), 归母净利润6487万元(YOY-1.4%), 扣非归母净利润6449亿元(YOY+6.9%)。
- **2018H2受行业突发事件影响, 全年欧洲优势仍显著。** 公司2018H1/2018H2分别实现营收58.1亿元(YOY+15%)/64.2亿元(YOY-8.2%), 分别对应毛利率11.1%/8.6%, 下半年收入及毛利下滑主要受泰国沉船及印尼火山爆发等事件性影响。**分业务看,** 2018年出境游批发/出境游零售/整合营销/国内游及单项产品分别实现营收86.9亿元(YOY-2.5%)/23亿元(YOY+12.4%)/9.6亿元(YOY+9.5%)/1.9亿元(YOY+7.7%), 对应毛利率7.1%(YOY-0.7pp)/15.3%(YOY-1.1pp)/8.2%(YOY-2.4pp), 零售端规模通过门店扩张继续呈现良好增长, 2018年底已于内蒙古、河北、江西三个省份布局435家, 预计2021年底通过加盟模式继续拓展至2000家左右。**分目的地看,** 欧洲/亚洲/澳美非营收占比分别为44%/36%/10%, 且欧洲毛利率实现小幅提升, 优势继续凸显。
- **2018业绩受事件性拖累, 2019企稳趋势初现。** 1) 2018年由于东南亚事件性影响带来的票损及大力促销等拖累利润体量约1亿元左右, 同时计提商誉等减值影响共计1.1亿元。**费用方面,** 2018销售费用率受东南亚产品促销影响提升至6.7%(YOY+1.1pp), 财务费用率受可转债利息影响略有提升, 整体期间费用率提升1.5pp至8.5%, 净利率受多重压制下降至0.4%(YOY-1.9pp)。2) 2019Q1公司整体毛利率显著提升2.3pp, 主要受益于亚洲业务趋稳以及一季度普遍票损较少, 但在费用端影响下净利率与上年同期基本持平, 后续随东南亚等事件性影响消除, 预计整体盈利水平有望稳中提升。
- **收购竹园30%股权并表, 产业链延伸布局卓有成效。** 1) 2018年公司完成竹园剩余30%股权并表成为全资子公司, 竹园东南亚目的地优势显著, 2018年在突发事件影响下实现营收及净利润48.9亿元(YOY-1.4%)、9682万元(YOY-22.3%), 全面并表后双方资源整合能力进一步提升, 行业领先地位有望持续增强。2) 除旅游产品外, 公司已在出境游产业链各环节领域实现良好进展。移民置业和货币兑换等业务推动其他行业产品收入同比大增102%至3181万元, 其中悠联货币2018年兑换外币折合3224.2万美元(YOY+34.97%)。此外目的地接待、酒店运营、保理等业务亦有序拓展, 预计19-21年逐步贡献业绩, 整体盈利能力仍存优化空间。
- **行业利好频发, 出境龙头有望借风发力。** 年初至今行业性利好持续释放: 日本签证政策放开、居民出入境证件全国通办, 以及五一假期调休形成小长假等多重行业利好释放, 叠加人民币汇率走高, 出境游2019年大概率回暖。众信作为出境游行业龙头有望率先受益于行业向好红利, 全年业绩企稳回升可期。
- **盈利预测与评级。** 预计2019-2021年EPS分别为0.31元、0.36元、0.40元, 东南亚影响消除, 众信为出境游行业批发+零售龙头, 行业劣质竞争者出清形成利好, 看好行业回暖趋势下公司业绩触底向上空间, 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。

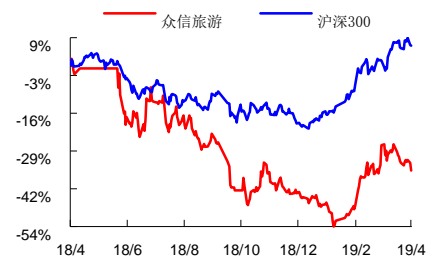
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12231.22	13706.14	14925.70	15920.47
增长率	1.52%	12.06%	8.90%	6.66%
归属母公司净利润(百万元)	23.57	278.46	318.59	357.18
增长率	-89.87%	1081.60%	14.41%	12.12%
每股收益EPS(元)	0.03	0.31	0.36	0.40
净资产收益率ROE	2.03%	14.19%	14.64%	14.63%
PE	287	24	21	19
PB	2.96	2.82	2.54	2.29

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)	8.85
流通A股(亿股)	5.29
52周内股价区间(元)	5.19-11.65
总市值(亿元)	67.56
总资产(亿元)	61.06
每股净资产(元)	2.66

相关研究

1. 众信旅游(002707): 零售业务逆势增长, 短线目的地拖累整体业绩 (2018-10-30)
2. 众信旅游(002707): 出境游主业稳健增长, 产业链全面布局 (2018-08-13)

关键假设：

- 1) 随着事件性影响消除，假设 2019-2021 年竹园子公司营收分别增长 15%、10%、8%。而零售业务直营店 2019-2021 年分别增加 10、4、2 家，单店收入分别增长 10%、5%、3%。毛利率实现回暖提升；
- 2) 整合营销业务继续维持稳定增长，毛利率相对稳定；
- 3) 其他主营业务收入受出境游产业链相关业务快速增长支撑，继续实现快速增长，但毛利率随国内旅游业务占比的提升略有下降。

根据以上假设得到公司收入成本预测如下表：

表 1：收入成本预测

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
出境游-批发	收入	8689.9	9803.3	10700.0	11465.7
	增速	-2.5%	12.8%	9.1%	7.2%
	毛利率	7.1%	7.8%	7.9%	8.1%
出境游-零售	收入	2302.9	2494.6	2693.2	2809.0
	增速	12.4%	8.3%	8.0%	4.3%
	毛利率	15.3%	16.0%	16.3%	16.5%
整合营销服务	收入	960.9	1057.0	1109.9	1165.4
	增速	9.5%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	8.2%	10.0%	11.0%	12.0%
其他旅游业务	收入	186.0	213.9	241.7	265.8
	增速	7.7%	15.0%	13.0%	10.0%
	毛利率	32.5%	34.0%	36.0%	38.0%
其他业务	收入	59.8	89.6	116.5	134.0
	增速	227.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	0.0%	5.0%	8.0%	10.0%
其他主营业务	收入	31.8	47.7	64.4	80.5
	增速	102.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	94.1%	92.0%	90.0%	88.0%
合计	收入	12231.2	13706.1	14925.7	15920.5
	增速	1.5%	12.1%	8.9%	6.7%
	毛利率	9.38%	10.1%	10.5%	10.8%

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12231.22	13706.14	14925.70	15920.47	净利润	49.43	375.74	444.62	509.51
营业成本	11031.24	12318.29	13361.69	14204.14	折旧与摊销	49.55	19.81	22.15	25.51
营业税金及附加	4.93	7.92	7.10	7.92	财务费用	53.38	-16.02	-14.66	-16.12
销售费用	819.80	717.08	779.45	820.56	资产减值损失	113.57	0.00	0.00	0.00
管理费用	161.99	152.70	161.46	170.86	经营营运资本变动	-205.96	29.07	-85.64	-31.80
财务费用	53.38	-16.02	-14.66	-16.12	其他	-62.48	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	113.57	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-2.51	408.60	368.48	486.11
投资收益	39.50	0.00	0.00	0.00	资本支出	26.64	-60.00	-60.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-632.81	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	-606.16	-60.00	-60.00	-60.00
营业利润	86.00	526.16	630.67	733.11	短期借款	225.73	266.50	-145.49	-279.03
其他非经营损益	2.47	3.29	3.19	3.09	长期借款	-0.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	88.47	529.45	633.86	736.20	股权融资	19.65	0.00	0.00	0.00
所得税	39.04	153.71	189.23	226.69	支付股利	0.00	-4.71	-55.69	-63.72
净利润	49.43	375.74	444.62	509.51	其他	-83.26	-164.28	14.66	16.12
少数股东损益	25.86	97.28	126.04	152.33	筹资活动现金流净额	161.53	97.51	-186.53	-326.63
归属母公司股东净利润	23.57	278.46	318.59	357.18	现金流量净额	-445.36	446.10	121.96	99.48
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	924.51	1370.61	1492.57	1592.05	成长能力				
应收和预付款项	1826.47	1971.18	2170.09	2296.80	销售收入增长率	1.52%	12.06%	8.90%	6.66%
存货	2.70	3.02	1.27	2.48	营业利润增长率	-75.38%	511.83%	19.86%	16.24%
其他流动资产	186.27	209.75	228.41	243.64	净利润增长率	-82.33%	660.18%	18.33%	14.59%
长期股权投资	83.13	83.13	83.13	83.13	EBITDA 增长率	-52.55%	180.51%	20.42%	16.35%
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	127.80	184.36	238.58	289.43	毛利率	9.81%	10.13%	10.48%	10.78%
无形资产和开发支出	799.75	789.63	779.50	769.38	三费率	8.46%	6.23%	6.21%	6.13%
其他非流动资产	1388.36	1382.12	1375.87	1369.63	净利率	0.40%	2.74%	2.98%	3.20%
资产总计	5338.99	5993.80	6369.43	6646.54	ROE	2.03%	14.19%	14.64%	14.63%
短期借款	863.47	1129.97	984.48	705.45	ROA	0.93%	6.27%	6.98%	7.67%
应付和预收款项	1174.27	1343.62	1452.91	1544.76	ROIC	2.99%	12.86%	14.30%	15.34%
长期借款	6.14	6.14	6.14	6.14	EBITDA/销售收入	1.54%	3.87%	4.28%	4.66%
其他负债	855.84	866.16	889.06	907.54	营运能力				
负债合计	2899.72	3345.89	3332.59	3163.90	总资产周转率	2.34	2.42	2.41	2.45
股本	851.97	885.41	885.41	885.41	固定资产周转率	167.17	183.43	122.11	84.06
资本公积	431.93	398.49	398.49	398.49	应收账款周转率	20.80	21.49	21.23	21.03
留存收益	894.27	1168.02	1430.91	1724.38	存货周转率	4551.01	4310.25	4251.06	4209.92
归属母公司股东权益	2280.39	2391.75	2654.65	2948.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.32%	—	—	—
少数股东权益	158.88	256.16	382.20	534.53	资本结构				
股东权益合计	2439.27	2647.91	3036.85	3482.64	资产负债率	54.31%	55.82%	52.32%	47.60%
负债和股东权益合计	5338.99	5993.80	6369.43	6646.54	带息债务/总负债	47.80%	49.39%	45.22%	38.81%
					流动比率	1.28	1.30	1.43	1.61
					速动比率	1.28	1.29	1.43	1.61
					股利支付率	0.00%	1.69%	17.48%	17.84%
					每股指标				
					每股收益	0.03	0.31	0.36	0.40
					每股净资产	2.58	2.70	3.00	3.33
					每股经营现金	0.00	0.46	0.42	0.55
					每股股利	0.00	0.01	0.06	0.07
业绩和估值指标									
EBITDA	188.93	529.95	638.16	742.50					
PE	286.67	24.26	21.21	18.91					
PB	2.96	2.82	2.54	2.29					
PS	0.55	0.49	0.45	0.42					
EV/EBITDA	29.93	10.30	8.13	6.48					
股息率	0.00%	0.07%	0.82%	0.94%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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
	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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn