

Q2 高基数下业绩承压，零售业务持续拓展 增持（维持）

2019 年 08 月 23 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	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%	788.4%	16.4%	16.3%
每股收益（元/股）	0.03	0.24	0.28	0.32
P/E（倍）	198.09	22.30	19.16	16.48

事件：公司发布 2019 年中报，19H1 实现营收 57.46 亿元（-1.16%），归母净利 1.1 亿元（-20.37%），扣非净利 1.09 亿元（-6.07%）。

投资要点：

■ **上半年业绩微降，Q2 同比下滑较显著。**公司 19H1 实现营收 57.46 亿元（-1.16%），归母净利 1.1 亿元（-20.37%），归母净利降幅较大与 18 年上半年非经常性损益中包括处置 Club Med 股权取得投资收益超 2000 万有关，扣非净利 1.09 亿元（-6.07%）。19Q2 实现营收 32.89 亿元（-1.33%），收入降幅环比 Q1 略微扩大与 18Q2 基数较高以及亚洲市场未完全恢复有关，归母净利 0.45 亿元（-37.6%），扣非净利 0.45 亿元（-20.02%），利润端降幅较大预计与毛利率降低有关。

■ **东南亚市场尚未完全恢复，出境游零售持续拓展。**出境游业务收入 51.74 亿元（-3.1%），从目的地看，欧洲目的地的营收增长超过 10%，其中西欧竞争较为激烈，北欧、南欧、英国市场收入保持较快增长；亚洲收入同降超过 10%，主要由于 19 年上半年东南亚市场尚未完全恢复；美洲市场、澳洲市场受到中美贸易战及自由行的影响，收入规模有所下降；中东市场受益于“一带一路”持续火热，网红目的地迪拜增长快速；此外公司还开发了高加索三国、哈萨克斯坦等“一带一路”沿线国家产品。从类型看，出境游批发业务收入 42.33 亿元（-4.68%），毛利率 8.52%（-0.12pct），西南市场增加热门产品、华南地区新设子公司步入正轨，深耕客源市场；出境游零售业务收入 9.41 亿元（+4.72%），毛利率 16.29%（-1.04pct），截至 19 年中，公司直营及合伙人门店数量增至 543 家，较 18 年净增加 108 家，除原有的江西、内蒙古、河北等省市的合伙人门店外。新进入湖北、天津、河南、福建等省市。

■ **国内游及其他业务表现良好，持续培育。**国内游及单项产品业务收入 1.62 亿元（+52.30%），其中国内游增长约 70%，主要得益于国内游产品种类的逐渐丰富、第三方旅游平台的资源投放。此外，整合营销业务收入 3.61 亿元（+10%），毛利率 10.35%（+1.33pct），业务能力持续完善；其他行业产品收入 2,193.71 万元（+176.42%），其中移民置业收入（增速超过 600%）和货币兑换收入（增速超过 200%）大幅增长。

■ **费用承压影响利润率，Q2 单季毛利率有所下降。**19 年上半年毛利率 10.9%（+0.27pct），净利率 2.03%（-0.66pct）。销售费用率 6.92%（+0.32pct）；管理费用率 1.30%（+0.07pct）；财务费用率 0.39%（+0.21pct），主要原因为本期贷款利息支出增长及汇兑收益下降所致；19Q2 单季盈利能力下降主要与毛利率下降（9.14%，-0.63pct）有关。上半年经营性现金流同比提升 149.72%，主要由于公司预收账款增长，预付账款下降。

■ **盈利预测：**下半年低基数，并且东南亚市场有望进一步恢复，增速压力预计有所缓解，维持全年盈利预测，预计公司 19-21 年归属净利 2.09、2.44、2.83 亿元，增速为 788.4%、16.4%、16.3%，EPS 为 0.24、0.28、0.32 元，对应 PE 为 22、19、16 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.31
一年最低/最高价	4.71/9.48
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	2819.08

基础数据

每股净资产(元)	2.60
资产负债率(%)	58.73
总股本(百万股)	879.11
流通 A 股(百万股)	530.90

相关研究

- 1、《众信旅游 (002707)：18 年受事件性影响，19Q1 环比有所改善》2019-04-23
- 2、《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
- 3、《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

表 1：众信旅游核心数据

单位：百万元	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
营业总收入	4182.00	2811.98	2480.71	3333.04	3621.77	2795.69	2457.60	3288.82
yoy	7.5%	60.1%	10.7%	18.5%	-13.4%	-0.6%	-0.9%	-1.3%
归母净利润	86.29	51.08	65.78	72.51	70.54	(185.26)	64.87	45.25
yoy	-36.2%	1095.1%	31.0%	60.9%	-18.3%	-462.7%	-1.4%	-37.6%
毛利率	9.76	9.52	11.79	9.77	10.21	5.65	13.26	9.14
期间费用率	6.30	7.76	8.68	7.53	7.45	10.70	10.23	7.40
其中：销售费用率	4.44	6.72	7.16	6.19	5.75	8.14	8.01	6.11
管理费用率	1.47	1.33	1.30	1.18	1.01	1.93	1.83	0.91
财务费用率	0.39	(0.29)	0.22	0.16	0.69	0.63	0.40	0.38
归母净利率	2.1%	1.8%	2.7%	2.2%	1.9%	-6.6%	2.6%	1.4%
ROE	4.41	2.41	2.91	3.13	2.97	(7.89)	2.75	1.85
pct	-3.63	2.17	0.16	0.73	-1.44	-10.30	-0.16	-1.29
资产负债率	52.64	52.13	52.67	57.61	57.74	54.31	57.07	58.73
pct	-1.38	1.17	1.67	3.46	5.10	2.18	4.39	1.12
存货	2.36	2.15	3.04	4.29	3.42	2.70	2.86	6.27
较上年同比增减	1.86	0.74	1.72	2.01	1.06	0.55	-0.19	1.99
存货周转天数	0.06	0.06	0.11	0.11	0.09	0.08	0.12	0.16
较上年同比增减	0.05	0.02	0.05	0.04	0.03	0.02	0.01	0.05
应收账款	611.17	574.44	473.87	668.22	697.49	601.48	539.89	600.82
较上年同比增减	33.85	55.09	16.22	160.72	86.32	27.04	66.03	-67.40
应收账款周转天数	16.55	16.37	19.14	19.34	18.29	17.39	21.01	18.92
较上年同比增减	-0.10	-0.94	-0.52	1.03	1.74	1.02	1.87	-0.42
应付账款及应付票据	897.01	706.81	606.53	847.95	908.47	680.92	636.13	851.39
较上年同比增减	246.69	94.81	13.60	63.22	11.46	-25.89	29.60	3.43
预收账款	593.50	390.13	485.21	696.79	704.45	413.59	624.69	789.24
较上年同比增减	164.02	90.30	39.60	131.80	110.95	23.47	139.48	92.45
经营性现金流净额	330.19	192.94	(415.23)	(311.70)	(122.28)	(2.51)	(137.92)	154.97
较上年同比增减	-347%	283%	93%	-9955%	-137%	-101%	-67%	-150%
筹资性现金流净额	(183.64)	475.83	137.79	146.11	206.08	161.53	245.02	112.44
较上年同比增减	-168%	112%	-374%	-416%	-212%	-66%	78%	-23%
资本开支	7.42	30.89	9.45	9.82	75.46	29.60	1.02	17.34
较上年同比增减	-38%	-48%	27%	10%	917%	-4%	-89%	77%

数据来源：wind，东吴证券研究所

众信旅游三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2940	2232	2774	3157	营业收入	12231	12672	13456	14487
现金	925	223	633	869	减:营业成本	11031	11419	12104	13013
应收账款	601	593	675	695	营业税金及附加	5	5	5	5
存货	3	1	3	1	营业费用	820	762	807	868
其他流动资产	1411	1415	1462	1592	管理费用	162	168	176	185
非流动资产	2399	4068	3010	3020	财务费用	53	49	49	51
长期股权投资	83	104	124	143	资产减值损失	114	10	10	10
固定资产	64	74	75	66	加:投资净收益	40	10	10	10
在建工程	64	55	48	36	其他收益	0	0	0	0
无形资产	107	108	109	108	营业利润	86	270	314	365
其他非流动资产	2082	3726	2654	2666	加:营业外净收支	2	5	5	5
资产总计	5339	6300	5785	6178	利润总额	88	275	320	371
流动负债	2298	2609	2484	2852	减:所得税费用	39	58	67	78
短期借款	863	778	783	795	少数股东损益	26	8	9	10
应付账款	681	729	771	843	归属母公司净利润	24	209	244	283
其他流动负债	753	1102	929	1214	EBIT	151	329	369	409
非流动负债	602	1027	404	156	EBITDA	200	384	438	491
长期借款	523	939	313	68					
其他非流动负债	80	88	91	88					
负债合计	2900	3636	2888	3009	重要财务与估值指				
少数股东权益	159	167	176	185	标	2018A	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东权益	2280	2497	2721	2984	每股收益(元)	0.03	0.24	0.28	0.32
负债和股东权益	5339	6300	5785	6178	每股净资产(元)	2.59	2.84	3.09	3.39
					发行在外股份(百万				
					股)	852	879	879	879
					ROIC(%)	2.3%	5.8%	7.1%	7.8%
					ROE(%)	2.0%	8.2%	8.7%	9.2%
					毛利率(%)	9.8%	9.9%	10.0%	10.2%
					销售净利率(%)	0.2%	1.7%	1.8%	2.0%
					资产负债率(%)	54.3%	57.7%	49.9%	48.7%
					收入增长率(%)	1.5%	3.6%	6.2%	7.7%
					净利润增长率(%)	-89.9%	788.4%	16.4%	16.3%
					P/E	198.09	22.30	19.16	16.48
					P/B	2.05	1.87	1.72	1.56
					EV/EBITDA	26.65	17.23	12.76	10.43
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	-3	506	100	623					
投资活动现金流	-606	-1728	1002	-82					
筹资活动现金流	162	521	-691	-306					
现金净增加额	-445	-701	410	236					
折旧和摊销	50	55	69	82					
资本开支	124	27	-14	-25					
营运资本变动	-224	186	-262	210					

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>