

东南亚拖累出境游表现, 多元化业务增长亮眼

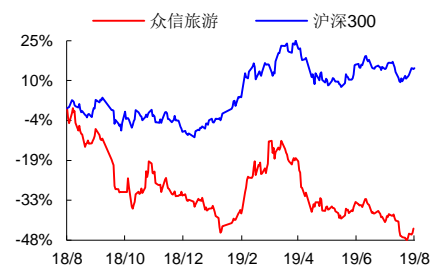
投资要点

- **业绩总结:** 2019H1 实现营业收入 57.2 亿元, 同比减少 1.1%; 实现归母净利润 1.1 亿元, 同比减少 20.4%; 扣非归母净利润 1.1 亿元, 同比减少 6.1%。其中, Q2 单季度实现营收 32.9 亿元, 同比减少 1.3%; 实现归母净利润 4524.5 万元, 同比减少 37.6%; 扣非归母净利润 4478.9 万元, 同比减少 20%。
- **东南亚市场低迷等影响, 出境游业务整体承压, 整合营销业务稳健增长。** 2019H1 出境游业务收入 51.7 亿元(yoy-3.1%)。1) **分批发、零售看:** 出境游批发业务收入 42.3 亿元(yoy-4.7%)、出境游零售业务收入 9.4 亿元(yoy+4.7%)。出境游批发业务中西南地区通过丰富产品类型实现较快增长, 竹园国旅实现营收 21.9 亿元(yoy-8%); 出境游零售方面, 公司直营及合伙人门店数量增至 543 家, 区域拓展门店增加有效提升公司市占率水平。2) **从目的地看:** 公司欧洲目的地通过保持较高的满团率, 营收增长 10%+。而由于东南亚市场尚未完全恢复且在 2018H 的高基数背景下, 亚洲市场收入同比下降 10%+。此外美洲市场、澳洲市场受到中美贸易战及自由行增长的影响, 收入规模有所下降, 中东市场受到“一带一路”的影响持续火热。3) **整合营销业务收入 3.6 亿元(yoy+10%),** 众信博睿继续完善自身整合营销服务能力, 承办了多场全国或国际级别会议。
- **国内游及目的地等碎片化业务增长亮眼, 形成业绩增长新驱动。** 国内游及单项产品业务实现营业收入 1.6 亿元(yoy+52.3%), 其中国内游大幅增长 70%。随着公司第三方在线旅游平台进行更多资源、人力投入, 境外机票、个人旅游签证、目的地优惠券、景区门票等目的地碎片化产品收入将不断提高。其他行业产品收入 2193.7 万元(yoy+176.4%), 游学、移民置业、货币兑换等前期布局业务规模逐步显现, 其中移民置业收入和货币兑换业务表现亮眼, 增速分别超过 600%和 200%, 成为公司业务新亮点和增长点。
- **毛利率水平相对稳定, 费用率提升拖累盈利水平略有下滑。** 1) **毛利率方面,** 2019H 出境游批发/零售/整合营销毛利率分别为 8.5% (yoy-0.1pp) /16.3% (yoy-1pp) /10.4% (yoy+1.3pp), 整体毛利率小幅提升 0.3pp 至 10.9%; 2) **费用方面,** 贷款利息支出增长及汇兑收益下降导致财务费用率同比增长 0.2pp 至 0.4%, 同时销售费用率/管理费用率同比分别小幅提升至 6.9% (yoy+0.3pp) /1.3% (yoy+0.1pp), 整体三费率增长 0.6pp 至 8.7%, 费用率提升拖累整体净利率小幅下滑 0.6pp 至 2%。
- **出境游龙头拓展至“旅游+”, 多元化布局出境游生态链, 期待出境游行业转暖。** 1) 作为国内最大出境游批发商之一, 公司坚持从旅游到旅行的发展路径, 业务由出境游拓展至“旅游+”服务, 逐步向游学留学、移民置业、旅游金融、健康医疗等一系列旅游综合服务延伸。在海外资源方面, 公司在多目的地投资地接资源, 以深度参与目的地运营、提升运营能力和服务水平, 全生态链布局逐渐

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: zhuz@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)	8.79
流通 A 股(亿股)	5.31
52 周内股价区间(元)	4.92-9.45
总市值(亿元)	46.68
总资产(亿元)	61.46
每股净资产(元)	2.60

相关研究

1. 众信旅游(002707): 事件性拖累业绩探底, 受益行业回暖可期 (2019-04-23)
2. 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)

成形，盈利能力有望逐步提升。2) 2019H 中国出境旅游人数预计约 8129 万人次 (yoy+14%)，其中赴欧洲人数达到 300 万人次 (yoy+7.4%)；赴泰国人数 565 万人次 (yoy-4.7%)，预计全年 1100-1200 万，下半年增速有望由负转正，公司作为行业龙头有望率先受益行业回暖红利。

- **盈利预测与评级。** 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，龙头中长期成长可期，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.29 元、0.35 元、0.41 元，对应 PE 18X、15X、13X，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	12967.48	13731.50	14318.11
增长率	1.52%	6.02%	5.89%	4.27%
归属母公司净利润 (百万元)	23.57	256.59	309.85	358.15
增长率	-89.87%	988.82%	20.76%	15.59%
每股收益 EPS (元)	0.03	0.29	0.35	0.41
净资产收益率 ROE	2.03%	10.73%	11.67%	12.12%
PE	198	18	15	13
PB	2.05	1.97	1.78	1.60

数据来源: Wind, 西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

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 8%、6%、4%。而零售业务直营店 2019-2021 年分别增加 7、4、2 家, 单店收入分别增长 5%、3%、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: 收入成本测算

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
出境游-批发	收入	8689.9	9189.5	9690.0	10131.0
	增速	-2.5%	5.7%	5.4%	4.6%
	毛利率	7.1%	7.8%	7.9%	8.1%
出境游-零售	收入	2302.9	2394.6	2541.8	2602.8
	增速	12.4%	4.0%	6.1%	2.4%
	毛利率	15.3%	15.0%	15.5%	15.5%
整合营销服务	收入	960.9	1037.8	1089.7	1122.4
	增速	9.5%	8.0%	5.0%	3.0%
	毛利率	8.2%	10.0%	11.0%	12.0%
其他旅游业务	收入	186.0	208.3	229.1	247.4
	增速	7.7%	12.0%	10.0%	8.0%
	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	12967.5	13731.5	14318.1
	增速	1.5%	6.0%	5.9%	4.3%
	毛利率	9.8%	10.0%	10.4%	10.7%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12231.22	12967.48	13731.50	14318.11	净利润	49.43	272.97	329.63	381.01
营业成本	11031.24	11671.66	12300.40	12783.46	折旧与摊销	49.55	23.95	26.30	29.65
营业税金及附加	4.93	7.50	6.53	7.13	财务费用	53.38	61.19	64.77	57.92
销售费用	819.80	700.83	744.10	768.09	资产减值损失	113.57	0.00	0.00	0.00
管理费用	161.99	144.94	148.97	154.07	经营营运资本变动	-205.96	60.05	-64.07	-15.04
财务费用	53.38	61.19	64.77	57.92	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	418.16	358.63	452.54
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	381.36	466.73	547.43	短期借款	225.73	260.28	-106.14	-213.99
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	384.64	469.92	550.53	股权融资	19.65	0.00	0.00	0.00
所得税	39.04	111.67	140.29	169.52	支付股利	-23.75	-4.71	-51.32	-61.97
净利润	49.43	272.97	329.63	381.01	其他	-59.51	-241.49	-64.77	-57.92
少数股东损益	25.86	16.38	19.78	22.86	筹资活动现金流净额	161.53	14.08	-222.23	-333.88
归属母公司股东净利润	23.57	256.59	309.85	358.15	现金流量净额	-445.36	372.24	76.40	58.66
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	924.51	1296.75	1373.15	1431.81	成长能力				
应收和预付款项	1826.47	1866.22	1997.06	2066.31	销售收入增长率	1.52%	6.02%	5.89%	4.27%
存货	2.70	2.86	1.01	2.13	营业利润增长率	-75.38%	343.45%	22.39%	17.29%
其他流动资产	186.27	198.45	210.14	219.12	净利润增长率	-82.33%	452.27%	20.76%	15.59%
长期股权投资	83.13	83.13	83.13	83.13	EBITDA 增长率	-52.55%	146.92%	19.57%	13.84%
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	181.44	232.74	280.67	毛利率	9.81%	9.99%	10.42%	10.72%
无形资产和开发支出	799.75	788.40	777.06	765.71	三费率	8.46%	6.99%	6.98%	6.85%
其他非流动资产	1388.36	1382.12	1375.87	1369.63	净利率	0.40%	2.11%	2.40%	2.66%
资产总计	5338.99	5799.36	6050.16	6218.51	ROE	2.03%	10.73%	11.67%	12.12%
短期借款	863.47	1123.75	1017.61	803.62	ROA	0.93%	4.71%	5.45%	6.13%
应付和预收款项	1174.27	1272.36	1337.18	1389.88	ROIC	2.99%	11.38%	12.96%	13.86%
长期借款	6.14	6.14	6.14	6.14	EBITDA/销售收入	1.54%	3.60%	4.06%	4.44%
其他负债	855.84	851.97	865.77	876.37	营运能力				
负债合计	2899.72	3254.22	3226.70	3076.01	总资产周转率	2.34	2.33	2.32	2.33
股本	851.97	879.11	879.11	879.11	固定资产周转率	167.17	177.01	116.52	78.63
资本公积	431.93	404.79	404.79	404.79	应收账款周转率	20.80	20.92	20.94	20.80
留存收益	894.27	1146.15	1404.69	1700.87	存货周转率	4551.01	4200.31	4192.22	4163.75
归属母公司股东权益	2280.39	2369.89	2628.42	2924.60	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	175.26	195.04	217.90	资本结构				
股东权益合计	2439.27	2545.15	2823.46	3142.50	资产负债率	54.31%	56.11%	53.33%	49.47%
负债和股东权益合计	5338.99	5799.36	6050.16	6218.51	带息债务/总负债	47.80%	50.59%	47.73%	43.11%
					流动比率	1.28	1.27	1.36	1.50
					速动比率	1.28	1.27	1.36	1.50
					股利支付率	100.78%	1.84%	16.56%	17.30%
					每股指标				
					每股收益	0.03	0.29	0.35	0.41
					每股净资产	2.59	2.70	2.99	3.33
					每股经营现金	0.00	0.48	0.41	0.51
					每股股利	0.03	0.01	0.06	0.07
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	188.93	466.50	557.80	635.01					
PE	198.09	18.19	15.07	13.03					
PB	2.05	1.97	1.78	1.60					
PS	0.38	0.36	0.34	0.33					
EV/EBITDA	19.46	7.91	6.29	5.10					
股息率	0.51%	0.10%	1.10%	1.33%					

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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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