

## 社服/旅游综合

## 众信旅游 (002707.SZ)

## 首次覆盖

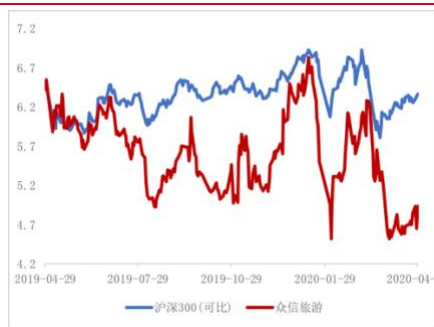
报告原因：业绩预告

19 全年多项业务业绩亮眼，20 年将深耕国内游、周边游市场增持

2020 年 4 月 30 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



### 市场数据：2020 年 4 月 29 日

收盘价(元):	4.93
年内最高/最低(元):	6.82/4.52
流通 A 股/总股本(亿):	5.49/8.79
流通 A 股市值(亿):	27.05
总市值(亿):	43.34

### 基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益:	0.078
每股净资产(元):	2.74
净资产收益率:	2.73%

分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496309

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

### 事件点评

- 公司发布 2019 年财务报告，期内实现营收 126.22 亿元 (+3.7%)，归母净利润 6861.17 万元 (+191.15%)，扣非归母净利润 5903.83 万元 (+1493.82%)。
- 出境游批发业务贡献主要营收，出境游零售、营销整合、个人业务全面开花。1、公司出境游批发业务目前贡献 SKU 超过 1 万个，覆盖国内 20 个以上出境口岸，期内实现收入 89.92 亿元 (+3.47%)，占整体收入 71.24%，毛利率 8.18% (+1.06pct)；期内日本旅游市场延续火爆态势，日本目的地收入保持高位增长，公司增加较多“机票+酒店”产品；受“一带一路”影响，中东市场增速明显；受中美贸易战影响，美洲市场自由行规模下滑，收入规模有所下降。2、公司零售板块门店合伙人制在多个省份落地，截至 19 年底，公司直营及合伙人开业门店数达到 751 家，签约门店数超过 1000 家，后续储备充足，期内出境游零售实现收入 23.58 亿元 (+2.37%)，占整体收入 18.68% (-0.02pct)。3、整合营销服务实现收入 9.96 亿元 (+3.66%)，占整体收入 7.89%，与上年基本持平；子公司新三板挂牌企业众信博睿继续加强整合营销服务业务板块功能建设，期内深耕会奖旅游、高端自驾旅行产品、“高尔夫+旅游”等项目。4、国内游及单项产品实现收入 2.36 亿元 (+26.73%)，占整体收入 1.87% (+0.34pct)，期内公司推出广东惠州、广西北海、海南三亚、云南西双版纳、大理、丽江等地旅居产品，业务种类不断丰富；19 年办理个人签证数量增长超过 50%；同时随着与飞猪、马蜂窝等第三方 OTA 合作，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不断提高。
- 期内毛利率继续爬坡，营收规模提升费用率有所增加。期内毛利率 9.75% (+0.38pct)，整体费用率 9.02% (+0.51pct)，其中销售费用率 7.23% (+0.49pct)，管理费用率 1.38% (+0.05pct)，财务费用率 0.41% (-0.03pct)。
- 2020 年国内游、周边游将成公司重点发力方向。20Q1 公司实现营业收入 11.42 亿元 (-53.26%)，归母业绩亏损 2906.17 万元 (-144.8%)，上年同期盈利 6487.39 万元，扣非业绩亏损 2967.06 万元 (146.01%)，上年同期盈利 6448.91 万元；基本每股亏损 0.033 元。业绩亏损主要系 1 月 27 日起，公司暂停“机票+酒店”旅游产品，2-3 月业务收入很少所致。

销售费用 1.19 亿元（-39.30%）系疫情期间，虽然房租在有关政策下有所下降，但仍有人员工资、房租、贷款利息等固定费用发生所致。

- **投资建议：**公司以出境游批发业务为主，目前“机票+酒店”旅游业务尚未开放以及疫情在全球传播趋势尚不明朗，短期内对公司业绩冲击较为显著。国内游及周边游将是公司 2020 年业务发展的重点，公司目前已在北京、上海、江西、河北等已经放开省内游的区域推出周边游主题产品。2020 年初公司与国内免税品龙头中免集团达成战略合作框架协议，双方将在客流、境外目的地等方面开展“旅游+购物”业务。中长期来看，单纯的度假、观光不再是出国旅游的唯一目的，留学教育、旅游金融、移民置业将构成业务种类丰富的出境服务市场，公司多项业务协同发展、深耕旅游目的地市场，疫情在全球范围平息后将迎来业绩复苏。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.02\0.09\0.13，对应公司 4 月 29 日收盘价 4.93 元，2020-2022 年 PE 分别为 299.74\52.44\38.10，首次覆盖给予“增持”评级。

#### 存在风险

- 同行竞争风险；安全事故风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；居民消费需求不及预期风险。

表一：众信旅游 2019 年盈利变化分析

单位：万元

	2019	2018	同比增长率
营业收入	1,262,171.18	1,217,146.66	3.70%
营业成本	1,139,133.02	1,103,124.16	3.26%
毛利率	9.75%	9.37%	0.38%
销售费用	91,196.65	81,979.86	11.24%
管理费用	17,444.03	16,199.18	7.68%
研发费用	-	-	-
财务费用	5,145.95	5,338.11	-3.60%
投资净收益	1,185.58	3,950.07	-69.99%
营业利润	11,773.86	8,599.79	36.91%
加：营业外收入	952.24	386.91	146.11%
减：营业外支出	1,119.68	139.62	701.95%
利润总额	11,606.41	8,847.07	31.19%
减：所得税	3,868.42	3,904.38	-0.92%
净利润	7,737.99	4,942.69	56.55%
减：少数股东损益	876.82	2,586.08	-66.09%
归母净利润	6,861.17	2,356.61	191.15%
扣非归母净利润	5,903.83	370.42	1493.82%
EPS	0.0780	0.028	178.57%

数据来源：wind，山西证券研究所

**表二：众信旅游 2019 主营业务情况**

单位：万元

	营业收入	YOY	占比	YOY	毛利率	YOY
出境游批发	899,173.97	3.47%	71.24%	-0.16pct	8.18%	1.06pct
出境游零售	235,755.44	2.37%	18.68%	-0.24pct	13.20%	-2.11pct
整合营销服务	99,611.05	3.66%	7.89%	0.00pct	-	-
国内游及单项产品	23,567.14	26.73%	1.87%	0.34pct	-	-
其他行业产品	4,063.59	27.73%	0.32%	0.06pct	-	-

数据来源：wind，山西证券研究所

**表三：众信旅游 2019 费用率变化情况**

	2019	2018	同比
销售费用率	7.23%	6.74%	0.49pct
管理费用率	1.38%	1.33%	0.05%pct
研发费用率	-	-	-
财务费用率	0.41%	0.44%	-0.03pct

数据来源：wind，山西证券研究所

**表四：众信旅游重要财务指标**

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12677	5831	12715	13986
收入同比(%)	4%	-54%	118%	10%
归母净利润	69	13	75	104
净利润同比(%)	191%	-81%	472%	38%
毛利率(%)	10.1%	10.0%	11.0%	11.1%
ROE(%)	3.1%	0.3%	2.1%	2.0%
每股收益(元)	0.08	0.02	0.09	0.13
P/E	63.17	299.74	52.44	38.10
P/B	1.80	1.35	1.23	0.98
EV/EBITDA	17	304	33	22

数据来源：wind

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3,152	3,710	3,944	4,224	<b>营业收入</b>	12,677	5,831	12,715	13,986
现金	993	1,093	1,147	1,205	营业成本	11,391	5,248	11,316	12,448
应收账款	664	1,057	1,216	1,407	营业税金及附	5	2	5	6
其他应收款	0	260	260	260	销售费用	912	525	1,157	1,245
预付账款	1,003	1,013	1,033	1,064	管理费用	174	76	165	182
存货	7	7	7	7	财务费用	51	6	13	14
其他流动资产	486	281	281	281	资产减值损失	(19)	(1)	(1)	(1)
<b>非流动资产</b>	2,554	2,229	2,280	2,545	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	115	138	145	159	投资净收益	12	20	20	20
固定资产	70	78	79	81	<b>营业利润</b>	118	(5)	79	113
无形资产	88	89	126	91	营业外收入	10	21	11	11
其他非流动	2,281	1,925	1,931	2,214	营业外支出	11	3	3	3
<b>资产总计</b>	5,706	5,939	6,224	6,769	<b>利润总额</b>	116	13	87	121
<b>流动负债</b>	2,585	2,640	2,687	3,622	所得税	39	2	14	19
短期借款	1,028	1,049	1,070	1,091	<b>净利润</b>	77	11	73	102
应付账款	704	925	932	913	少数股东损益	9	(2)	(2)	(2)
其他流动负	853	666	685	1,618	<b>归属母公司净利</b>	69	13	75	104
<b>非流动负债</b>	639	17	17	18	EBITDA	275	11	102	137
长期借款	7	6	6	7	EPS (元)	0.08	0.02	0.09	0.13
其他非流动	632	11	11	11					
<b>负债合计</b>	3,224	2,657	2,705	3,640					
少数股东权	73	74	69	67	<b>主要财务比率</b>				
股本	879	803	803	803	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
资本公积	437	437	437	437	<b>成长能力</b>				
留存收益	948	489	598	585	营业收入	3.64%	-54.00%	118.04%	10.00%
归属母公司股东	2,409	3,208	3,519	4,439	营业利润	36.91%	-103.96%	-1806.51%	42.55%
<b>负债和股东权</b>	5,706	5,939	6,224	8,656	归属于母公司净	191.15%	-80.75%	471.58%	37.63%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	10.14%	10.00%	11.00%	11.00%
					净利率(%)	0.54%	0.23%	0.59%	0.74%
					ROE(%)	3.12%	0.34%	2.09%	2.03%
					ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	56.50%	41.00%	40.00%	38.00%
					净负债比率(%)	53.00%	40.00%	40.00%	38.00%
					流动比率	1.22	1.12	1.29	1.31
					速动比率	1.22	0.85	0.87	0.89
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.30	1.10	1.10	1.10
					应收账款周转	10.80	10.30	10.30	10.30
					应付账款周转	18.31	7.16	13.69	15.16
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.08	0.02	0.09	0.13
					每股经营现金流	0.19	0.48	0.31	1.27
					每股净资产(最新摊薄)	2.74	3.65	4.00	5.05
					<b>估值比率</b>				
					P/E	63.2	299.7	52.4	38.1
					P/B	1.8	1.4	1.2	1.0
					EV/EBITDA	16.80	304.24	33.40	21.74

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	168	420	270	1,117
净利润	69	13	75	104
折旧摊销	60	354	354	354
财务费用	80	(6)	(10)	(10)
投资损失	(12)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(934)	81	(128)	691
其他经营现	905	(2)	(2)	(2)
<b>投资活动现金</b>	(173)	(1,414)	(1,130)	(1,130)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(32)	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(141)	(264)	20	20
<b>筹资活动现金</b>	45	(426)	(453)	(455)
短期借款	165	(430)	(430)	(430)
长期借款	1	40	40	40
普通股增加	27	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	(148)	(36)	(13)	(15)
<b>现金净增加额</b>	41	(1,420)	(1,314)	(468)

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
邮编：030002  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
邮编：100032  
电话：010-83496336

