



东兴证券
DONGXING SECURITIES

纵横联动大战略，线上线下载布局

——众信旅游（002707）调研简报

2017年03月01日

强烈推荐/首次

众信旅游

调研简报

报告摘要：

公司业绩增长稳定，中长期持续看好出境游市场。2016年前三季度公司实现营业收入83.39亿元，同比增长28.90%，实现归母净利润2.11亿元，同比增长23.37%。扣除并表影响，公司前三季度收入内生增速约为20%，净利润内生增速超20%。2016年公司全年营业收入预计增长21%。目前我国出境游目的地持续扩大，但我国护照渗透率仅为9%，相较国际20%-30%的平均水平仍有很大空间；且剔除赴港澳台客流影响，2016年我国国内居民因私出境人次增速仍达24%，出境游内生增长动力依然强劲。

纵向：出境游业务纵向延伸，实现产业链一体化扩张。公司上游资源整合布局，呈现多目的地化趋势；深化合作航司，成本优势下包机业务快速发展。中游以产品为核心，推出定制游、自由行等产品，产品体系不断丰富。下游实行线上线下双轮驱动，强化营销谋求多元发展。公司目前在全国范围内已拥有线下门店90余家，计划在未来2-3年增开到200-300家店。

横向：拓展出境游综合服务，国际教育布局值得期待。公司成立游学事业部以来，已推出两期游学产品，且公司已在美国、英国、加拿大、澳大利亚等多个国家建立布局了良好的上游资源。同时公司仍在积极搜寻海外留学业务优质标的，未来海外教育作为公司资本运作投资重点值得期待，海外教育未来或将成为公司重要业务之一。

放弃华远，公司未来或将继续布局业内优质资源。由于相关政策尚未明确，公司放弃收购华远，未来公司或将继续积极布局业内优质资源，同时收购事项终止也使公司回到稳态经营状态，集中精力进行主业和寻找其他外延拓展，公司将继续坚定贯彻“一纵一横”战略布局。

盈利预测及投资评级。公司作为出境游产业龙头企业，致力打造出境游综合服务平台，尤其未来在国际教育板块布局值得期待。我们预计公司2016-2018年营业收入分别为101.34、128.71和164.04亿元，归属上市公司净利润分别为2.23、3.14和4.09亿元，EPS为0.26、0.37和0.48元，对应PE分别为54.91、38.95和29.88倍，给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：市场竞争加剧，突发性事件影响、汇率影响等

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,217.00	8,370.23	10,133.7	12,870.6	16,404.4
增长率(%)	40.32%	98.49%	21.07%	27.01%	27.46%
净利润(百万元)	108.74	209.66	242.68	333.92	429.15
增长率(%)	24.32%	92.81%	15.75%	37.60%	28.52%
净资产收益率(%)	18.88%	11.93%	10.03%	12.57%	14.32%
每股收益(元)	1.89	0.47	0.26	0.37	0.48
PE	7.69	30.76	54.91	38.95	29.88
PB	1.49	3.87	5.50	4.90	4.28

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

联系人：张凯琳

010-66554018

zhangkl@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	14.59-52.62
总市值(亿元)	123.11
流通市值(亿元)	56.35
总股本/流通A股(万股)	84380/38620
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.8

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

1、《众信旅游（002707）：行业红利与市场地位相得益彰的出境旅游第一股》

2014-01-08

目 录

1. 公司业绩增长稳定，中长期持续看好出境游市场	3
1.1 公司出境游业务稳健增长，行业龙头地位优势明显	3
1.2 中国护照含金量提高但渗透率仍低，中长期持续看好出境游市场	4
2. 业务纵向延伸，实现产业链一体化扩张	4
2.1 上游：目的地资源布局是重点	4
2.2 中游：丰富产品体系是核心	5
2.3 下游：线上线下双轮驱动，营销渠道谋求多元发展	6
3. 拓展出境游综合服务，国际教育布局值得期待	7
3.1 海外教育业务外延值得期待	7
3.2 出境游综合服务平台持续推进	7
3.2.1 移民置业服务平台搭建完善，业绩贡献可期	7
3.2.2 旅游金融平台提供一站式服务体验	7
3.2.3 拓宽目的地生活服务平台范围，整合碎片化服务资源	8
4. 员工持股计划顺利实施，大股东增持彰显信心	8
4.1 员工持股计划持续推进	8
4.2 战略放弃华远，大股东增持彰显信心	8
5. 盈利预测及估值	9

表格目录

表 1：公司营业收入、成本预测表	9
表 2：公司盈利预测表	10

插图目录

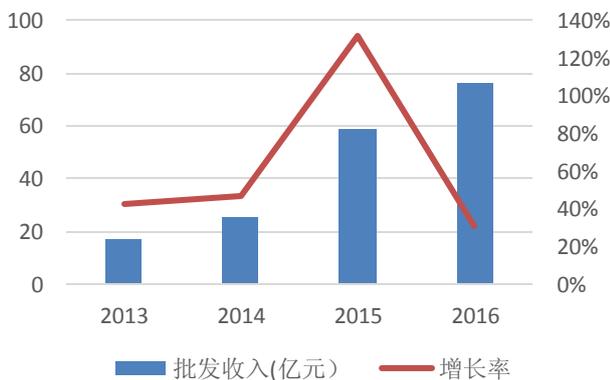
图 1：2013-2015 出境游批发业务收入及增长率	3
图 2：2013-2015 出境游零售业务收入及增长率	3
图 3：2016 年公司各业务占比情况预计	3
图 4：2016 年公司各业务预计毛利率水平对比	3
图 5：2014-2016 对我国免签的国家数量	4
图 6：2014-2016 我国出境游总人次及增长率	4
图 7：公司业务中心由欧洲向全目的地扩散	5
图 8：众信旅游营销网络大区分布	6
图 9：众信旅游综合服务平台业务构成	8

1. 公司业绩增长稳定, 中长期持续看好出境游市场

1.1 公司出境游业务稳健增长, 行业龙头地位优势明显

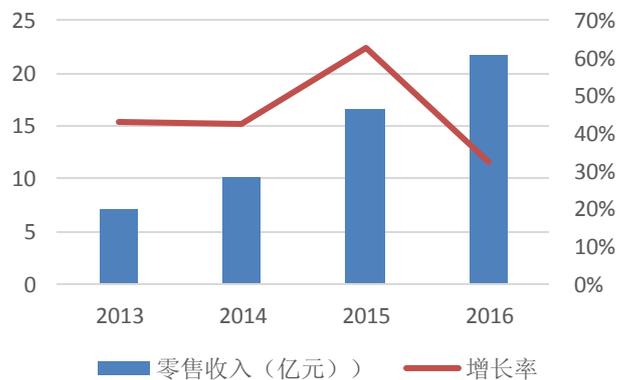
2016 年前三季度, 公司实现营业收入 83.39 亿元, 同比增长 28.90%, 实现归母净利润 2.11 亿元, 同比增长 23.37%, 扣非后净利润 2.06 亿元, 同比增长 24.10%。其中零售业务收入同比增长在 20%以上, 批发业务收入同比增长 30%以上。竹园项目 15 年 3 月开始并表, 开元 15 年 7 月开始并表, 扣除外延并表因素, 公司前三季度收入内生增速在 20%左右, 净利润内生增速超过 20%。预计 2016 年公司整体业务收入预计增长约 20%, 毛利率水平在 10%左右。其中出境游批发收入占总收入约为 70%, 零售占比约为 20%。零售业务毛利率平均水平 (约 15%) 高于批发业务毛利率平均水平 (约 7%), 未来公司在坚持批发零售一体化发展的同时, 将重点提高零售业务占比, 以结构优化提升公司整体利润水平。

图 1: 2013-2015 出境游批发业务收入及增长率



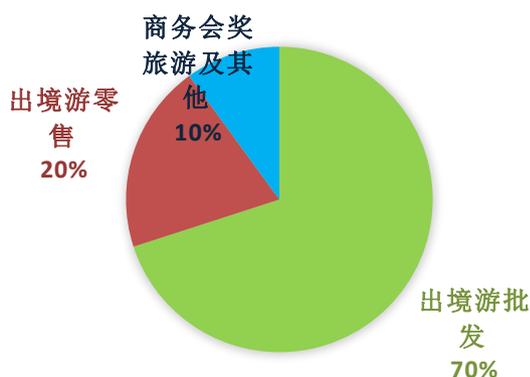
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 2013-2015 出境游零售业务收入及增长率



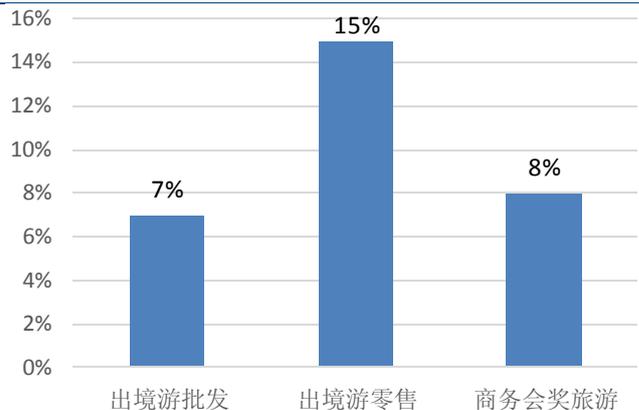
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 3: 2016 年公司各业务占比情况预计



资料来源: 调研数据整理, 东兴证券研究所

图 4: 2016 年公司各业务预计毛利率水平对比



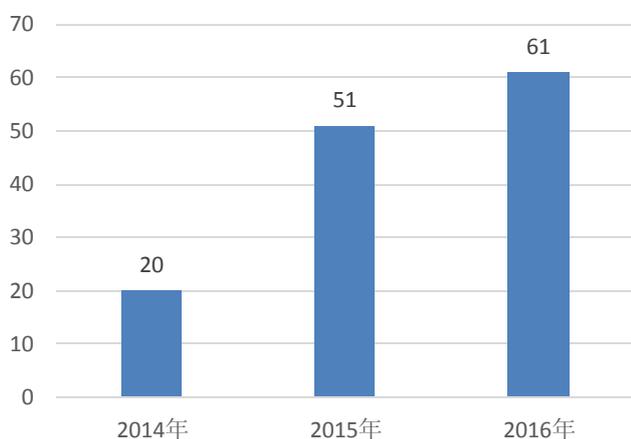
资料来源: 调研数据整理, 东兴证券研究所

1.2 中国护照含金量提高但渗透率仍低，中长期持续看好出境游市场

近年来我国内地居民出入境人数逐年递增，内地居民因私普通护照持有量已达 1.29 亿本，旅游目的地国家已扩大至 153 个，“升级”趋势有望继续。通过签证条件放宽、提供中文服务、开放便捷支付等，争取中国游客已成世界旅游市场的主要趋势，中国护照“含金量”大幅提高。截至 2017 年 1 月，持中国普通护照可以有条件免签或落地签前往的国家和地区已达 61 个，相比去年同期增加 10 个。2017 年春节期间我国公民出境游客数量再创新高，出境旅游总量约 615 万人，同比增幅近 7%。

虽然 2016 年国际市场黑天鹅事件接连不断，以及 2015 年以来人民币贬值累积效应等使我国出境游受到较大影响，但 16 年我国出境游市场依然火热，出境游人次继续蝉联全球出境旅游人次首位。据国家旅游局数据显示：2016 年中国出境旅游人数达 1.22 亿人次，比 2015 年的 1.17 亿人次增长 4.3%，其中增速下降主要受港澳台客流下降影响。国家统计局最新数据现实，2016 年我国居民赴港澳台出境人次同比下滑 2.2%，若剔除赴港澳台人次，我国居民因私出境人次（不含赴港澳台）增速仍达 24.3%。

图 5: 2014-2016 对我国免签的国家数量



资料来源：国家旅游局，东兴证券研究所

图 6: 2014-2016 我国出境游总人次及增长率



资料来源：国家旅游局，东兴证券研究所

我国人口基数庞大，城镇居民超过 7 亿，在我国居民可支配收入不断提高，消费结构升级的大背景下，我国居民持有护照数量已达到 1.29 亿本，但我国居民普通护照渗透率仍只有 9%，而发达国家普通护照渗透率平均为 20%-30%（美国为 46%、日本为 24%），未来我国护照渗透率的提升还有很大空间。我们认为，虽然短期出境游市场增速放缓，但中长期看，出境游常态化已成趋势，我国出境游发展动力仍然强劲。

2. 业务纵向延伸，实现产业链一体化扩张

2.1 上游：目的地资源布局是重点

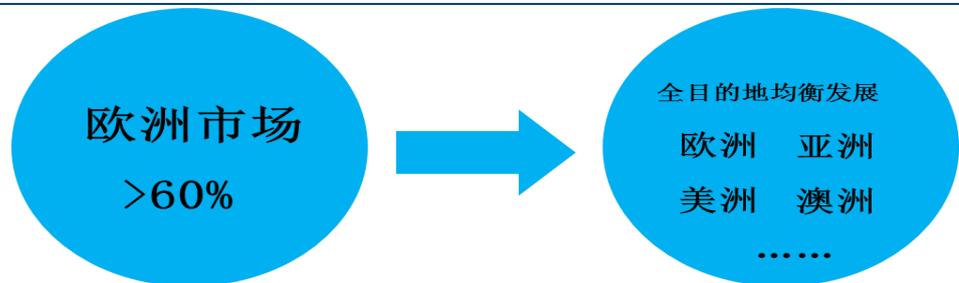
多目的地多资源布局, 取得丰富的上游资源保障。目前公司已落地的项目包括德国开元、美国的天益游、法国的安塞尔、波兰大巴车公司、日本合资成立旅行社三利株式会社等。公司目前仍有很多在谈项目, 后续将积极推进逐步落地。

与航空公司深度合作, 成本优势下包机业务大力拓展。近年来我国旅行社包机业务日渐兴旺, 但包机业务存在一定的行业壁垒, 小型旅行社由于业务量有限, 无法与航空公司建立长期的战略合作关系。公司利用其大业务量的优势与四大航空公司直接合作, 为公司在机票业务上取得较大成本优势。目前公司的包机业务在日本、俄罗斯、马尔代夫等美洲、澳洲、东南亚多国都有布局, 且包机业务且呈逐步增长的趋势, 从二线城市出发的包机产品, 特别是东南亚短线产品量也在快速增长。

2.2 中游: 丰富产品体系是核心

坚持全目的地均衡发展, 打造出境游大平台: 进一步加强美洲、澳洲、亚洲等多目的地的产品开发, 提升二线城市出发的包机产品比例。上市之前公司的重点区域为欧洲市场, 近年公司逐步转变为全目的地均衡发展方向, 尤其在收购竹园后, 亚洲市场发展迅速, 以前欧洲市场占公司业务总量的 60% 左右, 2016 年亚洲与欧洲已基本持平。

图 7: 公司业务中心由欧洲向全目的地扩散



资料来源: 调研数据整理, 东兴证券研究所

定制游、自由行产品切合消费者需要。公司从行业发展内生需求出发, 对定制游单团、小包团和新模式自由行产品进行着重推广。2016 年公司正式发布“优定制”品牌, 依托众信旅游的出境游资源和模块化产品, 推出多个定制产品系列, 包括婚拍蜜月、海外游学、亲子假期、全球自驾、商务洽谈、医疗美容等; 同时通过自身资源优势, 使得产品成本得以降低, 将定制旅游以亲民价格带入大众旅游消费视野。

2016 年 7 月公司推出全新品牌“自由伴”, 通过“国际机票+境外参团+自由行”三者的自由组合, 为崇尚自由的年轻出游群体、商旅人士等提供“第三种”选择, 创造并引导了结合团队游与自由行优势的新型出游方式。将境外资源包括德国开元、众信天益、澳洲 Ticketmates 等目的地碎片化产品进行组合推广, 通过丰富的创新产品, 提升客户粘性, 更好地满足客户多样化、个性化需求。

公司深入细分产品市场, 不断加强游学、体育、邮轮、自驾游等主题产品和高端产品建设。2016 年公司组建游学事业部, 推出国际游学、营地教育、兴趣实践、公益之旅等产品, 将全真课堂、微留学、入住寄宿家庭等模式嵌入行程, 努力打造国际游学

专业样板。继 2015 年成立众信体育事业部后，公司以马拉松为切入口投资来跑吧，增资众信与来跑吧的合资公司众信来跑吧；参股体育基金，与“良子健身”旗下徒步俱乐部“非凡足迹”达成合作协议，携手深耕户外徒步领域等。将跑步运动与休闲度假结合在一起，取得了较好的推广效果。

2016 年 3 月公司通过组建自驾游部，加强自驾游产品的建设和推广，推出了美国五大公园自驾游、特斯拉总部参观+美国 1 号公路+西雅图自驾游、加拿大房车自驾游等多个自驾游产品。我们认为，在个性化、细分化产品体系下，公司能更好地满足客户体验需求，符合旅游行业体验为王的本质核心，有助于实现用户转化率的提升。

2.3 下游：线上线下双轮驱动，营销渠道谋求多元发展

公司坚持线上线下结合的战略，大力扩充 C 端渠道。目前公司在全国范围内拥有 90 多家门店，并计划在未来 2-3 年的时间内在二线以上的城市增开到 200-300 家店。公司战略投资穷游、悠哉和要出发，战略布局线上端，推出掌上店铺。在线下端快速扩充实体门店，在重点城市建立零售网点，扩充门店功能。2016 年上半年北京新增门店 6 家，天津新增门店 7 家，上海门店总数量达到 10 多家，同时公司在石家庄、唐山、廊坊、武汉、西安、昆明、南京等城市设立门店 15 家。

通过以门店、呼叫中心作为线下服务网点，配合电子商务建设，建立线上线下结合的服务体系；加强会员俱乐部、大客户推广等渠道建设，与中信银行、乐视网等开展异业合作，通过扩大营销极大提升公司知名度，同时也形成较好的直客引流作用，致使公司会员数量快速增长。目前公司已拥有会员 100 万左右，且有大客户资源丰富。同时在 B 端公司扩充代理网络，加强市场推广，通过同业产品推介会等方式，加大向三四线城市的渠道渗透，使得批发渠道进一步向三四线城市下沉。

图 8：众信旅游营销网络大区分布



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 拓展出境游综合服务，国际教育布局值得期待

公司横向拓展“旅游+”业务，包括游学及留学教育、移民置业、旅游金融、目的地生活服务等一系列出境服务综合服务，整体围绕用户、资源、渠道三要素，实现产品服务的场景化、生态化，打造全方位出境综合服务大生态。出境综合服务生态圈包括海外教育服务平台、移民置业服务平台、出境金融服务平台、目的地生活服务平台以及“出境云”大数据管理分析平台等子平台。

3.1 海外教育业务外延值得期待

目前公司的海外教育主要包括海外游学和海外留学两块。游学项目是公司的优势所在，相较于传统的游学机构，公司主业背景使得在交通成本、目的地资源、签证办理等“游”环节具有天然优势。公司于2016年成立了众信游学事业部，并于暑期推出了第一期游学产品、第二期寒假游学产品，并以其为切入点逐步深度布局海外游学市场，目前公司已在美国、英国、加拿大、澳大利亚等多个国家建立布局了良好的上游资源。

公司正全力搜寻海外留学业务优质标的。海外留学产业链较长，企业形态多，公司目前业务主要分为留学前和留学后两部分，其中留学前主要分为三大块：中介、培训学校和国际学校。公司计划通过外延收购来实现，目前正全力搜寻优质标的，后续会继续推进业务落地。一般国际教育毛利率和净利率均高于旅游批发业务，且风险性较低，随着国际间教育交流日益深入，未来出境游学、留学将更加常态化。我们认为，公司以海外教育作为资本运作投资的重点值得期待，海外教育未来或将成为公司重要业务之一。

3.2 出境游综合服务平台持续推进

3.2.1 移民置业服务平台搭建完善，业绩贡献可期

2014年公司战略投资异乡好居，随后在2015年12月公司收购杭州四达，初步开展移民和置业服务。杭州四达2015年承接客户突破200位，公司收购杭州四达后移民客户迅速增长，协同效应非常明显，仅收购后的第一周，公司即为杭州四达转化并成功签约客户32位，占四达15年全年客户量的15%。公司预计2016年全年有望实现签约客户1000位，较2015年增速近500%，实现营业收入约5千万，并且能为公司带来正向收益。

2016年公司通过异地复制杭州四达业务模式，成立北京优达，进一步完善移民置业服务平台。我们认为随着公司与杭州四达更深入的合作，以及北京优达对杭州四达模式的复制效应，移民置业平台未来成为公司利润新增长点值得期待。

3.2.2 旅游金融平台提供一站式服务体验

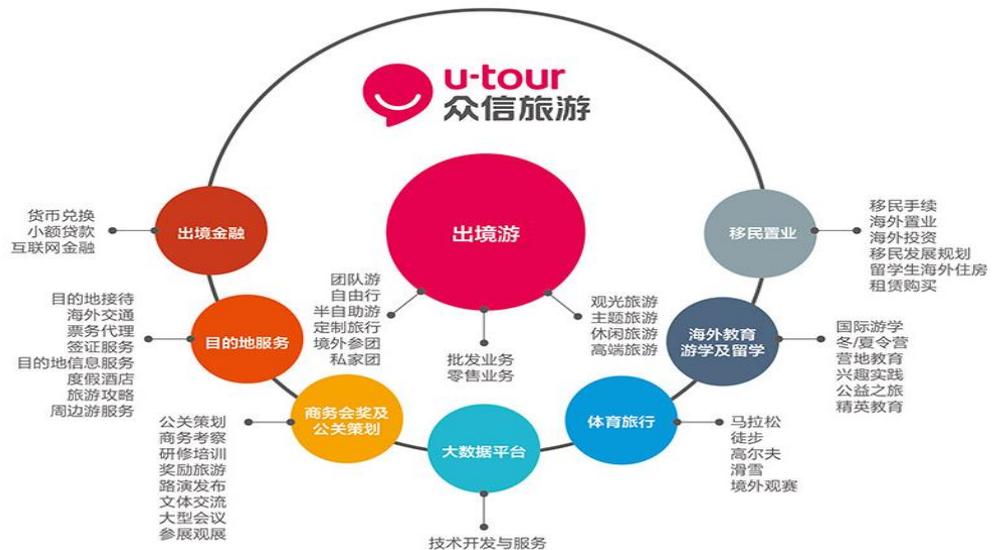
公司取得外币兑换资源，积极开拓互联网金融市场，为客户提供出境游一站式服务体验。公司旅游金融包括2B和2C，由于B端行业的每个环节都存在账期，因此非常适合公司发展需要。2016年上半年，北京悠联货币、广州优贷等小贷贷款公司，累计放贷金额为超过2亿元，已经开始为公司贡献利润。

C端市场一方面,公司于2014年控股乾坤运通,取得了区域性的个人外币兑换资质,成为北京市首家可以提供个人外币兑换业务的旅行社,成为公司打造旅游金融服务的开端。目前众信的各个门店都已布有货币兑换中心。另一方面,2016年5月公司与玖富金融公司合资成立了北京优玖科技有限责任公司,共同开拓消费金融市场,初步开展出境服务消费端和供应链的金融业务。我们认为,虽然旅游金融业务目前对公司整体利润贡献很小,但此项战略布局有助于更好地为客户提供一站式服务体验,将有利于提升客户粘性、完善客户出游体验。

3.2.3 拓宽目的地生活服务平台范围,整合碎片化服务资源

公司通过德国开元、“众信天益”及日本合资旅行社三利株式会社提供的目的地参团游及当地生活服务以外,还投资了洋葱网,与二六三战略合作,开展更广泛的目的地生活服务。公司在全目的地上游资源做布局,服务客户范围也进一步扩大,从出境游华人延伸到目的地居民,通过整合碎片化服务全方位打造出境游综合服务平台。

图 9：众信旅游综合服务平台业务构成



资料来源：东兴证券研究所

4. 员工持股计划顺利实施，大股东增持彰显信心

4.1 员工持股计划持续推进

公司于2016年9月设立员工持股计划,并于12月初开始建仓,截止2月22日,已通过二级市场累计买入本公司股票 3,915,091 股,成交金额为人民币 55,668,963.48 元,成交均价为人民币 14.22 元/股,买入股票数量占公司总股本的 0.464%。公司公告表示将于股东大会审议通过后 6 个月内建仓完毕。

4.2 战略放弃华远，大股东增持彰显信心

2016 年年初公司公布的收购方案显示: 公司拟采用增发新股及支付现金的方式收购华远国旅 100% 的股权, 交易作价 26 亿元。其中, 拟以 35.82 元/股向上海携程等 11 名交易对方合计发行股份进行支付。同时, 上市公司拟定增募资等数金额, 用以支付现金对价, 发展出境游业务, 当时发行股份募集配套资金的发行底价为 42.01 元/股。本次交易和配套融资完成后, 携程将持有公司 5.07% 股份。

2017 年 2 月 3 日, 公司发布公告称终止本次收购。为期一年的牵手计划宣告失败, **终止本次收购主要受到政策方面因素的影响**, 上海携程系是美国纳斯达克上市的公众公司 CTRP 在中国境内的经营实体之一, 但是由于关于海外上市公司回归 A 股上市相关政策尚未明确, 加之本次交易已经耗时太长, 继续推进本次交易不确定性大, 对交易各方都可能造成损害, 不利于各方正常发展, 所以政策收紧所造成的不确定性, 是本次终止收购的重要原因。

本次战略放弃华远, 从长期来看, 公司与携程依然保持深度合作的关系, 且公司未来**或将继续布局业内优质资源**。同时收购事项终止也使公司回到稳态经营状态, 集中精力进行主业和其他外延拓展, 公司**“一纵一横”大战略不会改变**。同日公告提及公司部分董事、高级管理人员计划在未来 9 个月内 (2017 年 2 月 3 日起至 2017 年 11 月 2 日) 增持公司股份, 增持金额为人民币 5,000 万元, **充分彰显对公司中长期发展信心以及公司维护股价的积极态度**。

5. 盈利预测及估值

公司作为国内出境游产业链布局最为全面的龙头企业, 虽然短期受定增终止影响, 但随着公司**“一纵一横”大战略持续推进**, 综合出境游市场中长期将持续向好, 公司致力打造出境游综合服务平台, 尤其未来在国际教育板块布局值得期待。

表 1: 公司营业收入、成本预测表

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	4217	8370	10134	12871	16404
营业收入增速	40.32%	98.49%	21.07%	27.01%	27.46%
营业成本 (百万元)	3847	7604	9180	11648	14799
营业成本增速	42.22%	97.66%	20.73%	26.88%	27.05%
毛利率	8.77%	9.16%	9.41%	9.50%	9.79%
归属母公司净利润 (百万元)	109	187	223	314	409

资料来源: 东兴证券研究所

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 101.34、128.71 和 164.04 亿元, 归属上市公司净利润分别为 2.23、3.14 和 4.09 亿元, EPS 分别为 0.27 元、0.37 元和 0.48 元, 对应 PE 分别为 54.91 倍、38.95 倍和 29.88 倍, 给予公司**“强烈推荐”**评级。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	977	2150	2881	3766	4831	营业收入	4217	8370	10134	12871	16404
货币资金	414	960	1317	1544	1804	营业成本	3847	7604	9180	11648	14799
应收账款	165	451	500	670	854	营业税金及附加	22	44	51	64	82
其他应收款	133	244	296	376	479	营业费用	188	367	456	579	775
预付款项	219	479	754	1162	1680	管理费用	37	90	111	129	164
存货	0	0	0	0	0	财务费用	-24	4	18	12	20
其他流动资产	45	14	14	14	14	资产减值损失	3.43	7.67	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	96	1068	993	969	970	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	37	37	37	37	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6.16	10.59	27.84	34.19	30.53	营业利润	144	254	318	438	564
无形资产	8	18	16	14	13	营业外收入	4.05	4.37	6.00	7.00	8.00
其他非流动资产	72	109	0	0	0	营业外支出	0.10	0.78	0.00	0.00	0.00
资产总计	1072	3218	3874	4736	5802	利润总额	148	258	324	445	572
流动负债合计	490	1543	1422	1908	2533	所得税	40	48	81	111	143
短期借款	6	620	335	441	647	净利润	109	210	243	334	429
应付账款	202	475	503	702	892	少数股东损益	0	23	20	20	20
预收款项	219	325	467	647	877	归属母公司净利润	109	187	223	314	409
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	130	279	340	455	590
非流动负债合计	0	0	100	180	240	BPS (元)	1.89	0.47	0.26	0.37	0.48
长期借款	0	0	100	180	240	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	490	1543	1522	2088	2773	成长能力					
少数股东权益	6	111	131	151	171	营业收入增长	40.32%	98.49%	21.07%	27.01%	27.46%
实收资本 (或股	59	418	844	844	844	营业利润增长	25.43%	76.01%	25.02%	38.00%	28.74%
资本公积	200	692	692	692	692	归属于母公司净利润	19.27%	40.98%	19.27%	40.98%	30.33%
未分配利润	281	443	583	781	1039	获利能力					
归属母公司股东	576	1564	2221	2497	2857	毛利率 (%)	8.77%	9.16%	9.41%	9.50%	9.79%
负债和所有者权	1072	3218	3874	4736	5802	净利率 (%)	2.58%	2.50%	2.39%	2.59%	2.62%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元						10.14%	5.80%	5.75%	6.63%	7.05%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	18.88%	11.93%	10.03%	12.57%	14.32%
经营活动现金流	69	13	56	75	73	偿债能力					
净利润	109	210	243	334	429	资产负债率 (%)	46%	48%	39%	44%	
折旧摊销	9.91	21.52	0.00	3.65	3.65	流动比率	1.99	1.39	2.03	1.97	1.91
财务费用	-24	4	18	12	20	速动比率	1.99	1.39	2.03	1.97	1.91
应收账款减少	0	0	-49	-170	-184	营运能力					
预收帐款增加	0	0	142	180	230	总资产周转率	4.82	3.90	2.86	2.99	3.11
投资活动现金流	-111	-246	71	15	-10	应收账款周转率	32	27	21	22	22
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	21.89	24.75	20.73	21.36	20.58
长期股权投资减	0	0	1	40	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.89	0.47	0.26	0.37	0.48
筹资活动现金流	184	773	230	137	197	每股净现金流 (最新	2.40	1.29	0.42	0.27	0.31
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	9.73	3.75	2.63	2.96	3.39
长期借款增加	0	0	100	80	60	估值比率					
普通股增加	8	358	426	0	0	P/E	7.69	30.76	54.91	38.95	29.88
资本公积增加	180	492	0	0	0	P/B	1.49	3.87	5.50	4.90	4.28
现金净增加额	142	539	357	227	260	EV/EBITDA	3.46	20.45	33.33	24.82	19.18

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 8 年食品饮料行业研究经验。2016 年进入中小市值研究领域。

联系人简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士, 2016 年 1 月加盟东兴证券研究所, 从事社会服务行业研究, 重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。