

## 众信旅游 (002707)

2017年4月25日

证券分析师 张艺

执业资格证书号码: S0600512070006

[yjs\\_zhangy@dwzq.com.cn](mailto:yjs_zhangy@dwzq.com.cn)

010-66211134

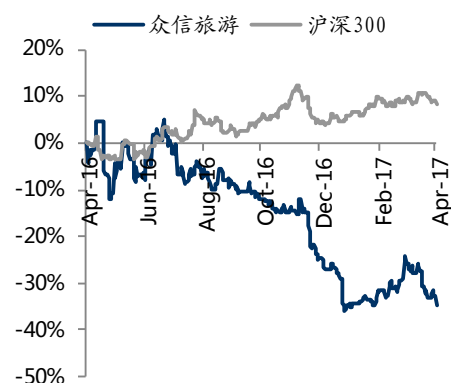
# 净利同比增 15%，毛利率持续提升，费用攀升拖累业绩

买入（维持）

### 投资要点

- **事件：公司公布 2016 年年报。**2016 年，公司营业收入为 101.04 亿元，同比增长 20.71%；归属净利润为 2.15 亿元，同比增长 15.08%。其中，出境游营业收入 92.43 亿元，同比增长 23.35%。
- **出境批发业务收入同比增加 27%，目的地更加均衡，毛利率持续提升。**2016 年，出境游批发收入 74.40 亿元，同比增长 27.32%，毛利率 8.27%，提升了 1.07 个百分点。在产品布局上，进一步强化目的地均衡策略，加强东南亚、美洲、澳洲等多目的地产品开发，使得上述目的地均有较高增长。近年来，公司及竹园国旅持续加大对泰国、东南亚海岛等产品开发，使得亚洲产品占比大幅提升，已经接近 40%。扩大产品销售规模同时，公司与竹园国旅强化集中采购，大力发展包机业务，增加中高端产品比例，亚洲产品毛利率大幅提升。2016 年公司在广州、深圳设立了出境游批发业务分公司，进入华南出境游市场腹地。
- **出境游零售业务收入同比增 9%，门店超过百家。**2016 年，公司出境游零售业务收入 18.03 亿元，同比增长 9.27%，毛利率 15.44%，提升 0.16 个百分点。2016 年零售门店区域持续扩张，北京、上海、天津门店数量不断增加，河北、南京、武汉、西安、昆明门店陆续开业。截至日前，公司拥有门店百余家。
- **众信博睿聚焦活动公关策划业务。**2016 年，公司整合营销服务业务收入 7.07 亿元，同比下降 12.56%，毛利率 10.35%，提升 2.29 个百分点。众信博睿 2016 年 11 月挂牌新三板后，理清发展思路，业务模式转型升级，严格执行对毛利率和回款时间要求，主动放弃毛利率过低且回款时间较长的部分业务，引入毛利率较高的活动公关策划业务，营业收入下降情况下，毛利实现了 12.32% 的增长。
- **费用增长较快。**报告期内，公司销售费用 5.47 亿元，同比增加 49.18%，主要销售人员增加导致薪酬及办公费增长，及新设门店房租装修费用等增长所致；管理费用 1.53 亿元，同比增加 69.44%，主要为管理人员增长导致薪酬及办公费增加，及股权激励费用大幅增长所致；财务费用 1536.85 亿元，同比增长 313.67%，主要为贷款规模增大，利息支出大幅增长所致。
- **投资建议与盈利预测：**2017 年第一季度，公司营业收入为 22.4 亿元，同比增长 11.49%；归属净利润为 5019.62 万元，同比增长 37.34%。未来，公司将通过内生增长和外延并购持续提升出境游批发市场的占有率和优势，围绕“出境综合服务平台”的并购仍将继续，在海外目的地资源和国际教育等方面的布局有望提速。预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.33、0.41、0.51 元，PE (2017E) 为 42.86 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**并购低于预期风险；市场竞争加剧风险；汇率波动风险；不可抗力风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	13.98
一年最低价/最高价	13.35 / 23.25
市净率 (倍)	6.54
流通 A 股市值 (百万元)	5399

### 基础数据

每股净资产 (元)	2.13
资产负债率 (%)	50.97
总股本 (百万股)	844
流通 A 股 (百万股)	386

### 相关研究

1. 2017.2.3 《终止收购华远，董事高管拟增持 5000 万元》
2. 2016.10.27 《第三季度业绩增长 21%，员工持股计划完成交款将择机建仓》
3. 2016.8.18 《收入增长 42%，费用拖累业绩扣非后增长 35%》
4. 2016.7.23 《淡化旅游边界，打造境外生活服务平台》
5. 2016.5.24 《大股东增持+高管增持+员工持股+股权激励，一个都没少》
6. 2016.4.7 《1 季度净利增长超 4 成，扣除并表影响同比增长约 27%》
7. 2016.3.15 《纵向完善出境游产业链，横向拓展“旅游+”业务》

众信旅游三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>2428.9</b>	<b>2815.1</b>	<b>3315.7</b>	<b>3937.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>10104.0</b>	<b>12073.6</b>	<b>14437.0</b>	<b>17275.2</b>
现金	932.3	977.6	1118.5	1308.8	营业成本	9048.0	10818.9	12928.8	15461.1
应收款项	865.6	992.3	1186.6	1419.9	营业税金及附加	16.5	14.5	17.3	20.7
存货	1.4	0.0	0.0	0.0	营业费用	547.5	627.8	750.7	898.3
其他	629.7	845.2	1010.6	1209.3	管理费用	152.6	173.9	207.0	246.8
<b>非流动资产</b>	<b>1573.2</b>	<b>1653.0</b>	<b>1716.1</b>	<b>1779.5</b>	财务费用	15.4	30.6	29.6	28.0
长期股权投资	67.5	67.5	67.5	67.5	投资净收益	5.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	55.9	140.6	208.6	277.0	其他	-16.5	-0.0	-0.0	-0.0
无形资产	24.6	19.7	14.8	9.8	<b>营业利润</b>	<b>313.3</b>	<b>407.8</b>	<b>503.5</b>	<b>620.3</b>
其他	1425.2	1425.2	1425.2	1425.2	营业外净收支	4.6	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>4002.2</b>	<b>4468.1</b>	<b>5031.8</b>	<b>5717.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>317.9</b>	<b>407.8</b>	<b>503.5</b>	<b>620.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>2003.9</b>	<b>2240.4</b>	<b>2520.9</b>	<b>2857.6</b>	所得税费用	72.4	102.0	125.9	155.1
短期借款	802.6	802.6	802.6	802.6	少数股东损益	30.6	30.6	33.9	37.4
应付账款	612.0	741.0	885.5	1059.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>214.9</b>	<b>275.2</b>	<b>343.7</b>	<b>427.8</b>
其他	589.3	696.9	832.9	996.1	EBIT	339.4	438.4	533.1	648.3
<b>非流动负债</b>	<b>35.8</b>	<b>35.8</b>	<b>35.8</b>	<b>35.8</b>	EBITDA	354.3	458.8	555.8	673.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	35.8	35.8	35.8	35.8	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>2039.7</b>	<b>2276.2</b>	<b>2556.7</b>	<b>2893.4</b>	每股收益(元)	0.25	0.33	0.41	0.51
少数股东权益	161.4	184.4	209.8	237.9	每股净资产(元)	2.13	2.38	2.68	3.06
归属母公司股东权益					发行在外股份(百万股)	843.8	843.8	843.8	843.8
益	1801.0	2007.4	2265.2	2586.1	ROIC(%)	10.7%	11.8%	13.6%	15.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4002.2</b>	<b>4468.1</b>	<b>5031.8</b>	<b>5717.4</b>	ROE(%)	11.9%	13.7%	15.2%	16.5%
					毛利率(%)	10.5%	10.4%	10.4%	10.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT Margin(%)	3.4%	3.6%	3.7%	3.8%
经营活动现金流	50.4	197.8	312.7	386.1	销售净利率(%)	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%
投资活动现金流	-285.4	-83.6	-85.8	-88.9	资产负债率(%)	51.0%	50.9%	50.8%	50.6%
筹资活动现金流	224.5	-68.8	-85.9	-106.9	收入增长率(%)	20.7%	19.5%	19.6%	19.7%
现金净增加额	-10.9	45.3	140.9	190.3	净利润增长率(%)	15.1%	28.1%	24.9%	24.5%
折旧和摊销	14.9	20.4	22.7	25.5	P/E	54.90	42.86	34.32	27.57
资本开支	-47.3	-83.6	-85.8	-88.9	P/B	6.55	5.88	5.21	4.56
营运资本变动	-406.8	-120.9	-79.2	-95.2	EV/EBITDA	39.06	30.67	25.82	21.80
企业自由现金流	-100.4	144.7	257.6	327.6					

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 免責聲明

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% 之间；
- 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>

