

全年业绩增势趋缓，目的地均衡策略带来产品结构优化

——众信旅游（002707）2016 年报点评

2017 年 04 月 26 日

强烈推荐/维持

众信旅游

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
张凯琳	联系人	
	zhangkl@dxzq.net.cn	010-66554018

事件:

公司发布 2016 年年报: 2016 年公司实现营业收入 101.04 亿元, 同比增长 20.71%; 归属上市公司股东净利润 2.15 亿元, 同比增长 15.08%; 归属上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.09 亿元, 同比增长 15.36%; 基本每股收益 0.26 元/股, 同比增长 10.17%。公司拟每 10 股派息 0.25 元 (含税)。同期公司披露 2017 年第一季度报告。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入 (百万元)	3333.61	1900.83	2009.33	2447.59	3890.67	1756.4	2240.28
增长率 (%)	116.97%	88.40%	83.11%	19.88%	16.58%	-7.75%	11.37%
毛利率 (%)	10.05%	8.32%	9.94%	9.26%	9.89%	13.36%	10.94%
期间费用率 (%)	4.35%	7.73%	6.72%	6.98%	4.73%	12.90%	7.57%
营业利润率 (%)	5.15%	-0.01%	2.74%	2.08%	5.26%	0.19%	3.50%
净利润 (百万元)	129.64	16.03	40.10	41.82	157.29	6.27	59.25
增长率 (%)	126.26%	03.04%	43.62%	15.93%	21.33%	-60.87%	47.75%
每股盈利 (季度, 元)	0.27	0.04	0.09	0.05	0.16	0.01	0.06
资产负债率 (%)	46.22%	47.94%	48.72%	55.77%	54.02%	50.97%	51.00%
净资产收益率 (%)	7.69%	0.96%	2.35%	2.39%	8.26%	0.32%	2.93%
总资产收益率 (%)	4.14%	0.50%	1.21%	1.06%	3.80%	0.16%	1.44%

观点:

➤ 营收首次突破百亿, 出境游产品结构持续优化。

2016 年公司实现营业总收入 101.04 亿元 (同比增+20.71%), 出境游业务贡献 92.43 亿元 (+23.35%), 毛利率 10.27%提升明显 (+1.17pct)。其中, 出境游批发实现收入 74.4 亿元 (+27.32%), 占出境游总收入的 74% (-4pct), 毛利率 8.27% (+1.07pct), 收入与毛利双升得益于报告期内大力发展包机业务并强化目的地均衡策略, 16 年亚洲与欧洲产品收入占比基本相当, 美、俄产品收入增长明显。出境游零售业务实现收入 18.03 亿元 (+9.27%), 占出境游总收入的 26% (+4pct), 毛利率 15.44% (+0.16pct), 主要线下门店数量持续增加, 目前已突破百家。同时商务会奖业务战略升级为整合营销服务, 通过优

化客户结构提升收入质量, 报告期内收入同比下降 (7.07 亿/-12.56%), 但毛利率提升明显 (10.35%/+2.29pct)。

16 年公司销售、管理和财务费用分别增长 49.18%、69.44%和 313.67%。销售和管理费用的提升主要系薪酬及办公费、新设门店房租装修费用增长和计提的股权激励费用大幅增长所致。财务费用同比增加逾 3 成, 主要系贷款规模扩大所导致的利息支出增长。

➤ 17Q1出境游回暖, 毛利及收入持续改善。

17Q1公司实现营业总收入22.40亿元 (+11.37%), 归母净利润5019.62万元 (+37.34%), 毛利率10.94%, 同比增长1pct。17Q1欧洲游市场全线回暖, 赴欧游客同比增长103%, 其中团客同比增113%。同时公司进一步落实目的地均衡策略, 分散风险, 积极拓展东南亚等热点市场, 目前亚洲产品收入占比已达40%。

➤ 纵横联动, 打造全方位出境综合服务生态。

公示持续深入推进“一纵一横”发展模式: 纵向方面, 布局目的地资源, 深化合作航企拓展包机业务; 中游丰富产品体系, 落实目的地均衡策略, 丰富产品体系; 下游拓展零售网点, 计划2-3年内开设200-300家店。横向大力布局游学、移民置业和出境金融等板块, 优化用户体验、培育未来利润增长点, 加速拓展“旅游+”打造全方位出境综合服务生态, 巩固出境游龙头地位。

结论:

公司作为出境游龙头企业, 17年继续以出境旅游业务为核心, 拓展“旅游+”业务, 延伸产业链, 完善出境出境综合服务平台的建设。同时员工持股计划已经完成 (均价 14.31 元/股), 形成一定安全边际。我们预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 124.02、154.85 和 195.39 亿元, 归属母公司净利润分别为 2.95、3.77 和 4.75 亿元, EPS 分别为 0.35、0.45 和 0.56, 对应 PE 分别为 41.43、32.47 和 25.73 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 地缘政治等风险, 收购整合风险, 市场竞争加剧。

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2150	2429	2740	3372	4200	营业收入	8370	10104	12402	15485	19539
货币资金	960	932	967	1161	1465	营业成本	7604	9048	11010	13769	17377
应收账款	451	519	612	806	1017	营业税金及附加	44	17	25	31	39
其他应收款	244	346	425	531	670	营业费用	367	547	682	852	1075
预付款项	479	607	717	855	1029	管理费用	90	153	211	263	332
存货	0	1	0	0	0	财务费用	4	15	17	17	23
其他流动资产	14	19	19	19	19	资产减值损失	7.67	16.52	16.00	10.00	10.00
非流动资产合计	1068	1573	1428	1415	1402	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	37	68	68	68	68	投资净收益	0.00	5.81	0.00	0.00	0.00
固定资产	10.59	55.93	50.89	45.86	40.83	营业利润	254	313	442	543	684
无形资产	18	25	22	20	18	营业外收入	4.37	5.23	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	109	130	0	0	0	营业外支出	0.78	0.59	0.00	0.00	0.00
资产总计	3218	4002	4168	4787	5602	利润总额	258	318	447	548	689
流动负债合计	1543	2004	1808	2085	2475	所得税	48	72	112	132	169
短期借款	620	803	566	677	850	净利润	210	245	335	417	520
应付账款	475	612	664	830	1047	少数股东损益	23	31	40	40	45
预收款项	325	300	300	300	300	归属母公司净利润	187	215	295	377	475
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	279	363	466	567	714
非流动负债合计	0	36	0	0	0	BPS (元)	0.47	0.26	0.35	0.45	0.56
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1543	2040	1808	2085	2475	成长能力					
少数股东权益	111	161	201	241	286	营业收入增长	98.49%	20.71%	22.75%	24.86%	26.18%
实收资本(或股本)	418	844	844	844	844	营业利润增长	76.01%	23.33%	41.02%	22.93%	25.92%
资本公积	692	396	396	396	396	归属于母公司净利润	37.34%	27.61%	37.34%	27.61%	26.17%
未分配利润	443	633	802	1016	1287	获利能力					
归属母公司股东权	1564	1801	2158	2460	2840	毛利率(%)	9.16%	10.45%	11.22%	11.08%	11.07%
负债和所有者权	3218	4002	4168	4787	5602	净利率(%)	2.50%	2.43%	2.70%	2.69%	2.66%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	5.80%	5.37%	7.08%	7.87%	8.48%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	11.93%	11.93%	13.67%	15.31%	16.73%
经营活动现金流	13	50	144	185	259	偿债能力					
净利润	210	245	335	417	520	资产负债率(%)	48%	51%	43%	44%	
折旧摊销	21.52	34.24	0.00	5.03	5.03	流动比率	1.39	1.21	1.52	1.62	1.70
财务费用	4	15	17	17	23	速动比率	1.39	1.21	1.52	1.62	1.70
应收账款减少	0	0	-92	-194	-211	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	3.90	2.80	3.04	3.46	3.76
投资活动现金流	-246	-285	118	-10	-10	应收账款周转率	27	21	22	22	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	24.75	18.60	19.45	20.74	20.82
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	6	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.26	0.35	0.45	0.56
筹资活动现金流	773	224	-227	19	55	每股净现金流(最新)	1.29	-0.01	0.04	0.23	0.36
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.75	2.13	2.56	2.91	3.37
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	358	426	0	0	0	P/E	30.76	55.73	41.43	32.47	25.73
资本公积增加	492	-296	0	0	0	P/B	3.87	6.79	5.66	4.97	4.31
现金净增加额	539	-11	35	194	304	EV/EBITDA	20.45	33.34	25.39	12.89	11.23

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法律责任。

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。