



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 业绩受益欧洲游复苏，深耕出境游 打造全方位出境服务生态

——众信旅游（002707）2017 年半年报点评

2017 年 08 月 21 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                              | 执业证书编号：S1480116040028 |
|     | zhangkl@dxzq.net.cn 010-66554087 |                       |

## 事件：

公司发布 2017 年半年报：2017 年上半年公司实现营业收入 50.46 亿元，同比增长 13.33%；归属上市公司股东的净利润 9525.14 万元，同比增长 26.58%；归属上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 9379.17 万元，同比增长 26.85%；基本每股收益 0.114 元/股，同比增长 22.58%。同时，公司预计 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润同比变动幅度在-20%至 30%之间。

## 公司分季度财务指标

| 指标         | 2015Q4  | 2016Q1  | 2016Q2  | 2016Q3  | 2016Q4  | 2017Q1  | 2017Q2  |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 1900.83 | 2009.33 | 2447.59 | 3890.67 | 1756.4  | 2240.28 | 2813.72 |
| 增长率（%）     | 88.40%  | 83.11%  | 19.88%  | 16.58%  | -7.75%  | 11.37%  | 14.96%  |
| 毛利率（%）     | 8.32%   | 9.94%   | 9.26%   | 9.89%   | 13.36%  | 10.94%  | 9.75%   |
| 期间费用率（%）   | 7.73%   | 6.72%   | 6.98%   | 4.73%   | 12.90%  | 7.57%   | 6.86%   |
| 营业利润率（%）   | -0.01%  | 2.74%   | 2.08%   | 5.26%   | 0.19%   | 3.50%   | 2.43%   |
| 净利润（百万元）   | 16.03   | 40.10   | 41.82   | 157.29  | 6.27    | 59.25   | 57.02   |
| 增长率（%）     | 03.04%  | 43.62%  | 15.93%  | 21.33%  | -60.87% | 47.75%  | 36.35%  |
| 每股盈利（季度，元） | 0.04    | 0.09    | 0.05    | 0.16    | 0.01    | 0.06    | 0.05    |
| 资产负债率（%）   | 47.94%  | 48.72%  | 55.77%  | 54.02%  | 50.97%  | 51.00%  | 54.15%  |
| 净资产收益率（%）  | 0.96%   | 2.35%   | 2.39%   | 8.26%   | 0.32%   | 2.93%   | 2.40%   |
| 总资产收益率（%）  | 0.50%   | 1.21%   | 1.06%   | 3.80%   | 0.16%   | 1.44%   | 1.31%   |

## 观点：

### ➤ 营收净利继续保持高增长，低基期下整合营销业绩亮眼

2017 年上半年公司营业收入同比增长 13.33%，归母净利润同比增长 26.58%。**出境游批发**贡献收入 38.75 亿元（+13.11%），毛利率 8.81%（+0.88pct），公司与竹园国旅进行集中采购，提升下游产品竞争力，同时继续落实目的地均衡策略。**出境游零售**实现收入 7.69 亿元（+6.82%），毛利率 15.08%（+1.51pct），公司针对不同时段消费热点推出各类主题旅游产品，同时加强门店扩张和线下活动推广，截止 2017 年 6 月公司已有 108 家线下门店。**整合营销服务**完成转型后，坚持客户类型及行业多元化发展，新增客户数量明显上升，低基期下收入利润均大幅提升。报告期内实现收入 3.26 亿元（+22.79%），净利润 1526.21

万元 (+31.31%), 毛利率 10.71% (+0.64pct)。其他旅游业务 (国内游、机票代理等) 和其他行业 (货币兑换、移民置业、商品销售等) 分别实现收入 6758.21 万元 (+70.35%) 和 852.09 万元 (+338.62%)。

2017 年上半年公司销售和管理费用分别增长 29.64%、20.82%, 财务费用同比减少 125.90%, 主要系汇兑收益大幅增加, 若将报告期与可比期内汇兑损益项均剔除, 则财务费用同比微增 5.12%。

➤ 上半年出境游回暖而欧洲游表现强劲, 后续关注欧洲恐袭影响

2017年上半年我国出境游人数同比增长5.1%, 高于2016年全年的同比增速4.3%, 但仍低于2014-15年超过9%的增速。上半年我国赴欧游客同比增长65%, 其中跟团游增长81%, 成为公司业绩的重要驱动力。且公司韩国产品较少, 基本未受到“萨德”的影响。进入3月下旬以来, 欧洲英、法、荷等多地再度爆发恐怖袭击, 地点多位于著名景点 (伦敦桥、巴黎香榭丽舍大街等), 使下半年欧洲游形势不明朗。此外由于公司因股价波动而取消股权激励, 会计上视为加速行权而将剩余等待期内的费用一次性全部确认, 也将给业绩带来一定压力。公司预计2017年1-9月归母净利润同比变动幅度在-20%至30%之间。

➤ 拟可转债继续深耕出境游, 发力产品端及数据分析整合

公司于2017年5月披露可转债发行计划, 拟发行可转债募集不超过7亿元用于出境游业务平台和“出境云”大数据管理分析平台两个项目。出境游业务平台项目包括电商平台升级、实体营销网络拓展、自由行项目、奇迹 (高端旅游) 项目、体育旅游项目和健康旅游项目共6个子项目, 将有效丰富产品结构, 满足消费升级和体育、健康等方面的个性化需求。“出境云”大数据管理分析平台项目形成了出境游内外部数据的分析管理系统, 通过数据的整合与分类管理实现对客户的精准服务和资源的精准对接, 提升整体效率。

➤ 持续推进“一纵一横”战略延伸产业链, 打造全方位出境综合服务生态

公司持续推进“一纵一横”发展模式。纵向: 上游布局目的地资源, 加大包机产品投入, 在没有直飞的城市与航企合作开通直航; 中游丰富产品体系, 落实目的地均衡策略; 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、移民和出境金融等板块, 打造全方位出境综合服务生态。公司积极响应教育部号召, 加强各类游学产品的开发, 于2017年6月与唐山市政府签署战略合作协议, 打造唐山工业游学产品。移民置业业务由子公司北京优达和杭州四达开展, 客源以公司现有客群和销售渠道为依托, 业务发展良好。优联货币已于2017年5月取得全国范围内经营个人本外币兑换特许业务资质, 首都机场货币兑换店发展迅速。

**结论:**

公司深耕出境游领域, 受益于行业整体回暖, 同时积极布局游学、移民置业、旅游金融、健康医疗等一系列服务, 完善出境综合服务平台的建设。此外 2017 年 3 月公司部分董事、高管通过资管计划增持 311.5 万股, 均价约 16 元; 5 月公司副总裁兼董秘王锋增持 35 万股, 均价 11.46 元, 而 8 月 18 日收盘时公司股价 12.00 元。我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 120.92 亿元、145.59 亿元和 175.68 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 2.77 亿元、3.49 亿元和 4.55 亿元, 每股收益分别为 0.33 元、0.41 元和 0.54 元, 对应 PE 分别为 36.60、28.96、22.23 倍, 维持“强烈推荐”评级。

**风险提示:** 旅游目的地出现突发事件, 可转债未能顺利发行, 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  |
| <b>流动资产合计</b>  | 2150  | 2429  | 3289   | 4253  | 5376  | <b>营业收入</b>    | 8370   | 10104  | 12092  | 14559  | 17568  |
| 货币资金           | 960   | 932   | 1330   | 1601  | 1933  | <b>营业成本</b>    | 7604   | 9048   | 10703  | 12742  | 15181  |
| 应收账款           | 451   | 519   | 596    | 758   | 915   | 营业税金及附加        | 44     | 17     | 24     | 29     | 35     |
| 其他应收款          | 244   | 346   | 414    | 499   | 602   | 营业费用           | 367    | 547    | 701    | 917    | 1205   |
| 预付款项           | 479   | 607   | 928    | 1374  | 1905  | 管理费用           | 90     | 153    | 218    | 291    | 387    |
| 存货             | 0     | 1     | 1      | 2     | 2     | 财务费用           | 4      | 15     | 11     | 32     | 57     |
| 其他流动资产         | 14    | 19    | 19     | 19    | 19    | 资产减值损失         | 7.67   | 16.52  | 20.00  | 20.00  | 20.00  |
| <b>非流动资产合计</b> | 1068  | 1573  | 1475   | 1482  | 1474  | 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   | 2.00   | 2.00   | 2.00   |
| 固定资产           | 10.59 | 55.93 | 69.09  | 71.36 | 63.63 | <b>营业利润</b>    | 254    | 313    | 418    | 529    | 685    |
| 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   | 0.50   | 0.50   | 0.50   |
| <b>资产总计</b>    | 3218  | 4002  | 4765   | 5735  | 6849  | <b>利润总额</b>    | 258    | 318    | 422    | 534    | 690    |
| <b>流动负债合计</b>  | 1543  | 2004  | 2323   | 2935  | 3586  | 所得税            | 48     | 72     | 106    | 133    | 172    |
| 短期借款           | 620   | 803   | 1098   | 1455  | 1872  | <b>净利润</b>     | 210    | 245    | 317    | 400    | 517    |
| 应付账款           | 475   | 612   | 586    | 768   | 915   | 少数股东损益         | 23     | 31     | 40     | 51     | 62     |
| 预收款项           | 325   | 300   | 360    | 433   | 521   | 归属母公司净利润       | 187    | 215    | 277    | 349    | 455    |
| 一年内到期的非流       | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | EBITDA         | 279    | 363    | 437    | 571    | 752    |
| <b>非流动负债合计</b> | 0     | 36    | 75     | 75    | 75    | <b>BPS (元)</b> | 0.47   | 0.26   | 0.33   | 0.41   | 0.54   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |        |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |                |        |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 1543  | 2040  | 2398   | 3010  | 3661  | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 111   | 161   | 201    | 252   | 314   | 营业收入增长         | 98.49% | 20.71% | 19.68% | 20.40% | 20.67% |
| 实收资本(或股本)      | 418   | 844   | 843    | 843   | 843   | 营业利润增长         | 76.01% | 23.33% | 33.27% | 26.80% | 29.40% |
| 资本公积           | 692   | 396   | 396    | 396   | 396   | 归属于母公司净利润      | 28.69% | 26.38% | 28.69% | 26.38% | 30.26% |
| 未分配利润          | 443   | 633   | 808    | 1028  | 1314  | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权       | 1564  | 1801  | 2165   | 2473  | 2873  | 毛利率(%)         | 9.16%  | 10.45% | 11.49% | 12.48% | 13.59% |
| <b>负债和所有者权</b> | 3218  | 4002  | 4765   | 5735  | 6849  | 净利率(%)         | 2.50%  | 2.43%  | 2.62%  | 2.75%  | 2.94%  |
| <b>现金流量表</b>   |       |       | 单位:百万元 |       |       | 总资产净利润(%)      | 5.80%  | 5.37%  | 5.80%  | 6.09%  | 6.65%  |
|                | 2015A | 2016A | 2017E  | 2018E | 2019E | ROE(%)         | 11.93% | 11.93% | 12.77% | 14.13% | 15.84% |
| <b>经营活动现金流</b> | 13    | 50    | -80    | 31    | 54    | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 净利润            | 210   | 245   | 317    | 400   | 517   | 资产负债率(%)       | 48%    | 51%    | 50%    | 52%    | 53%    |
| 折旧摊销           | 21.52 | 34.24 | 0.00   | 7.73  | 7.73  | 流动比率           | 1.39   | 1.21   | 1.42   | 1.45   | 1.50   |
| 财务费用           | 4     | 15    | 11     | 32    | 57    | 速动比率           | 1.39   | 1.21   | 1.42   | 1.45   | 1.50   |
| 应收账款减少         | 0     | 0     | -77    | -162  | -157  | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |        |
| 预收帐款增加         | 0     | 0     | 60     | 73    | 88    | 总资产周转率         | 3.90   | 2.80   | 2.76   | 2.77   | 2.79   |
| <b>投资活动现金流</b> | -246  | -285  | 67     | -43   | -28   | 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  | 20.18  | 21.50  | 20.88  |
| 长期股权投资减少       | 0     | 0     | -8     | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |        |
| 投资收益           | 0     | 6     | 2      | 2     | 2     | 每股收益(最新摊薄)     | 0.47   | 0.26   | 0.33   | 0.41   | 0.54   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 773   | 224   | 410    | 284   | 305   | 每股净现金流(最新)     | 1.29   | -0.01  | 0.47   | 0.32   | 0.39   |
| 应付债券增加         | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊)     | 3.75   | 2.13   | 2.57   | 2.93   | 3.41   |
| 长期借款增加         | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 普通股增加          | 358   | 426   | -1     | 0     | 0     | P/E            | 25.48  | 46.15  | 36.60  | 28.96  | 22.23  |
| 资本公积增加         | 492   | -296  | 0      | 0     | 0     | P/B            | 3.20   | 5.62   | 4.67   | 4.09   | 3.52   |
| <b>现金净增加额</b>  | 539   | -11   | 398    | 271   | 331   | EV/EBITDA      | 16.72  | 27.55  | 22.60  | 17.46  | 13.38  |

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，9 年食品饮料行业研究经验。

## 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。