

众信旅游 (002707)

2017 年 8 月 20 日

证券分析师 张艺

执业资格证书号码: S0600512070006

yjs_zhangy@dwzq.com.cn

010-66211134

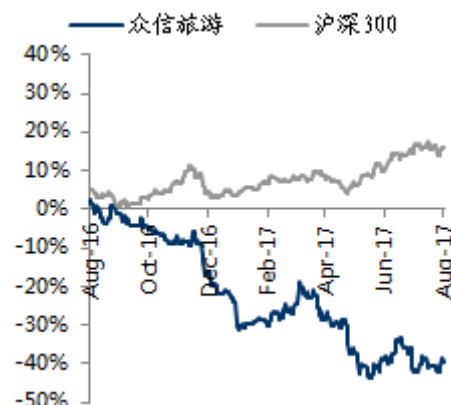
中报业绩同比增 27%，调整产品结构+集中采购致毛利率持续提升

买入（维持）

投资要点

- **事件：公司发布半年报。**报告期内，实现营业总收入 505,399.30 万元，同比增长 13.40%，归母净利润 9,525.14 万元，同比增长 26.58%，符合预期。
- **批发业务增速有所放缓，毛利率持续提升。**出境游批发业务收入 38.75 亿元，同比增长 13.11%，相较 2016 年全年 27.32% 的同比增速有所放缓。公司通过与竹园国旅集中采购降低成本，毛利率提升 0.88pct 达 8.81%。受益欧洲市场回暖，竹园国旅实现营业收入 21.37 亿元，同比增长 31.30%；净利润 0.54 亿元，同比增长 98.60%。公司加大二线城市包机产品投入，开通了天津直飞日本青森，南京、济南、沈阳直飞意大利米兰的航线，与竹园国旅共同启动北京至沙巴直飞定期航班项目。在出境热点国家，继续推进目的地资源布局，投资了日本地接社。
- **零售业务调整产品结构，加强定制游、小规模包团、“一家一团”等产品建设和推广，毛利率提升显著。**出境游零售业务收入 7.69 亿元，同比增长 6.82%；毛利率 15.08%，提升 1.51pct。公司在上海、武汉、西安、石家庄等零售门店落地城市加强产品和品牌推广，强化北京、天津和河北的门店一体化运营，截至 2017 年 6 月底，公司共有零售门店 108 家。产品设计方面，公司加强国内短程游学产品开发。
- **整合营销服务新增客户业务量明显增长，加大内部管理力度毛利率显著提升。**2017 年上半年众信博睿实现营业收入 3.26 亿元，同比增长 22.79%；净利润 0.15 亿元，同比增长 31.32%；毛利率 10.71%，提升 0.64pct。2017 年上半年，公司开设西安分公司及深圳分公司，深入开发西北及华南市场，坚持客户类型多元化，大力拓展中小企业客户，上半年共承接约 8 单境内外项目合计接待 2.05 万人。同时，公司继续加大内部管理力度，对承接项目的毛利率、回款周期、资金使用情况等进行严格把控，使毛利率稳中有升，应收账款规模得到了一定的控制。
- **费用控制得当。**2017 年上半年，公司三费费用率 7.17%，同比增加 0.31pct。其中，销售费用率 6.04%，同比增加 0.76pct；管理费用率 1.22%，同比增加 0.08pct；财务费用率-0.10%，同比降低 0.52pct，主要为本期产生的汇兑收益较多所致。
- **投资建议与盈利预测：**公司预计 2017 年前三季度实现归属净利润 16,847.26 万元至 27,376.80 万元之间，变动幅度-20%至 30%，业绩变动的主要原因是，公司业务发展带来的增长及前期取消 2016 年股权激励产生的激励费用所致。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.33、0.41、0.51 元，PE (2017E) 为 36.79 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)	12.00
一年最低价/最高价	11.18/20.38
市净率 (倍)	5.33
流通 A 股市值 (百万元)	5451

基础数据

每股净资产 (元)	2.25
资本负债率 (%)	54.15
总股本 (百万股)	843
流通 A 股 (百万股)	454

相关研究

1. 2017.7.18 《日本宏观经济、旅游消费升级与 JTB 的战略布局演变》
2. 2017.4.25 《净利同比增 15%，毛利率持续提升，费用攀升拖累业绩》
3. 2017.2.3 《终止收购华远，董事高管拟增持 5000 万元》
4. 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》
5. 2016.8.18 《收入增长 42%，费用拖累业绩扣非后增长 35%》
6. 2016.7.23 《淡化旅游边界，打造境外生活服务平台》
7. 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》

众信旅游三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2428.9	2815.1	3315.7	3937.9	营业收入	10104.0	12073.6	14437.0	17275.2
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
非流动资产	1573.2	1653.0	1716.1	1779.5	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	营业利润	313.3	407.8	503.5	620.3
其他	1425.2	1425.2	1425.2	1425.2	营业外净收支	4.6	0.0	0.0	0.0
资产总计	4002.2	4468.1	5031.8	5717.4	利润总额	317.9	407.8	503.5	620.3
流动负债	2003.9	2240.4	2520.9	2857.6	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	归属母公司净利润	214.9	275.2	343.7	427.8
其他	589.3	696.9	832.9	996.1	EBIT	339.4	438.4	533.1	648.3
非流动负债	35.8	35.8	35.8	35.8	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					
负债总计	2039.7	2276.2	2556.7	2893.4	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	161.4	184.4	209.8	237.9	每股收益(元)	0.25	0.33	0.41	0.51
归属母公司股东权益					每股净资产(元)	2.13	2.38	2.68	3.06
益	1801.0	2007.4	2265.2	2586.1	发行在外股份(百万股)	843.8	843.8	843.8	843.8
负债和股东权益总计	4002.2	4468.1	5031.8	5717.4	ROIC(%)	10.7%	11.8%	13.6%	15.7%
					ROE(%)	11.9%	13.7%	15.2%	16.5%
					毛利率(%)	10.5%	10.4%	10.4%	10.5%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	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	47.13	36.79	29.46	23.67
资本开支	-47.3	-83.6	-85.8	-88.9	P/B	5.62	5.04	4.47	3.92
营运资本变动	-406.8	-120.9	-79.2	-95.2	EV/EBITDA	34.34	27.03	22.82	19.32
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

免责声明

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>

