

强者恒强，链式协动打造旅游大生态圈

——腾邦国际（300178）深度报告

2016年10月14日

强烈推荐/首次

腾邦国际 深度报告

报告摘要：

公司在**机票 B2B 领域占据龙头地位**，自 11 年上市后，不断通过“内涵+外延”的增长方式整合行业资源，实现主业跨越式升级，从单一机票代理商转型建设“**旅游×互联网×金融**”大旅游生态圈。

- ◆ 上市以来营收复合增长率达 **50.54%**，成为机票区域代理单项冠军。15 年营收翻番达 9.28 亿元。16 年面对行业突变，机票业务利润空间下降，公司逆势实现 16 上半年机票销售额 238 亿元，占 15 年全年销售额 83%。
- ◆ “**欣欣+八爪鱼**”呈现**旅游 B2B 巨头**，产业链式协同空间无限。公司 14 年提出构建大旅游生态圈战略，以前瞻性的眼光洞悉行业趋势。目前“腾邦+欣欣+八爪鱼+玩途+喜游”的全产业链闭环模式已覆盖上游目的地、中游运营平台、下游出发地，未来内部实现协同发展想象空间巨大。
- ◆ **供应链金融叠加旅游业务**，大旅游生态圈“**点金胜手**”。公司拥有第三方支付、小额贷款、P2P、保险兼业代理、保险经纪等最全金融牌照。大旅游业务提供丰富的供应链金融场景和变现渠道，金融业务为大旅游提供资金融通，两者相互融合，成为助推公司业绩快速增长的重要引擎。
- ◆ **产业投资基金提供强大资金支持**，助力公司**大旅游布局**。腾邦梧桐产业基金充分利用资金杠杆，分散投资并购风险，帮助公司实现行业资源深度整合，实现优质内生增长。我们认为将极大有助于公司产业链整合扩张能力、市场占有率、品牌辐射力得到进一步提升。

公司盈利预测及投资评级。公司是机票以及旅游 B2B 龙头企业，以大旅游为流量入口，互联网金融为变现手段，不断加速行业资源深化整合。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 10.68、12.04 和 13.7 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 1.74、2.11 和 2.45 亿元；每股收益分别为 0.32、0.38 和 0.44 元，对应 PE 分别为 58.55、48.74 和 42；给予公司 6 个月目标价 25.6 元，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	463.78	928.20	1,068.52	1,203.65	1,370.28
增长率(%)	29.90%	100.14%	15.12%	12.65%	13.84%
净利润(百万元)	133.82	156.88	181.79	263.20	296.07
增长率(%)	46.67%	17.24%	15.88%	44.78%	12.49%
净资产收益率(%)	10.48%	10.52%	11.04%	12.28%	13.13%
每股收益(元)	0.53	0.27	0.32	0.38	0.44
PE	34.96	68.63	58.55	48.74	42.00
PB	3.66	7.44	6.46	5.99	5.52

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514070003

张凯琳

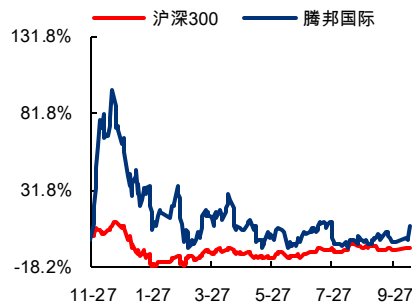
010-66554018

zhangkl@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	20-16.83
总市值(亿元)	111.1
流通市值(亿元)	105.53
总股本/流通 A 股(万股)	55548/52765
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	2.45

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《腾邦国际(000430)2012年季报点评：内生增长提速 成功转型初露端倪》2012-10-26

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 单项到多项，构建旅游大生态圈	4
1.1 公司介绍	4
1.2 单项到多项，主业持续升级创大旅游生态圈	5
1.2.1 主营业务情况	5
1.2.2 业绩抗震能力强，持续增长动力足	6
1.2.3 金融业务引擎持续发力，大旅游生态圈逐步构成	7
2. 强者恒强：行业变化不断，腾邦顺风翱翔	8
2.1 机票市场风云突变，强势转型“旅游×互联网×金融”	8
2.2 在线旅游高速增长，机票市场迭代更新	10
3. 欣欣+八爪鱼：机票 B2B 切入旅游 B2B，协同空间巨大	11
3.1 欣欣：“前店+后场”独特经营模式，低成本聚集大流量	11
3.2 八爪鱼：加码旅游 B2B 龙头，大旅游布局如虎添翼	12
3.3 欣欣+八爪鱼：资源+技术+业务，协同发展空间巨大	13
4. 产业链条继续延伸，流量技术资源三合一发力	15
4.1 供应链金融大爆发，大旅游生态圈“点金胜手”	15
4.1.1 血管业务——腾付通	15
4.1.2 融资窗口——融易行	16
4.1.3 杠杆撬动——腾邦创投 P2P 平台	16
4.2 完成大旅游生态布局，全产业链闭环模式落地	16
4.3 产业投资基金助力公司布局，打通产品流、信息流、资金流	18
5. 盈利预测及投资建议	19

表格目录

表 1：公司主要子公司及联营合影公司情况一览表	5
表 2：近 2 年我国机票代理政策变化情况	8
表 3：公司收入预测表	19
表 4：同类型旅游类上市公司市盈率比较表	20
表 5：公司盈利预测表	21

插图目录

图 1：公司股权结构及重要参股、控股公司情况	4
图 2：2011-2015 年公司经营情况	6

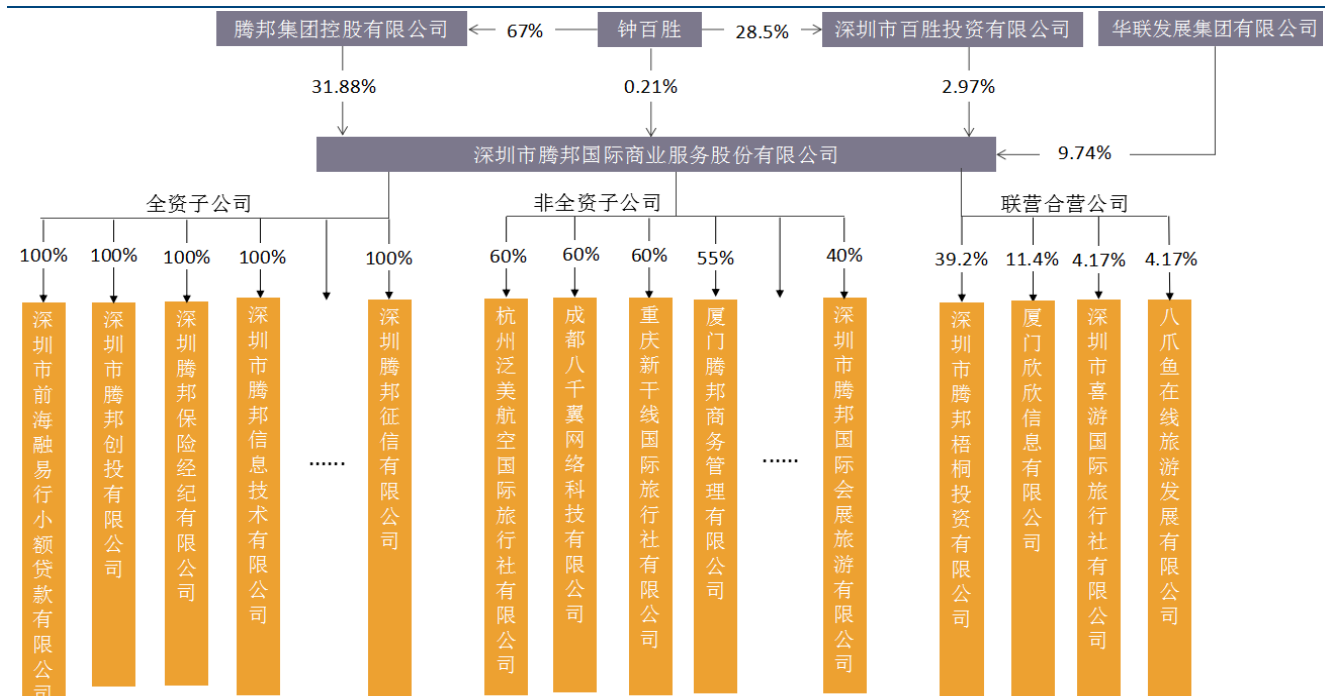
图 3: 2011 年-2016 上半年公司毛利率、净利率	7
图 4: 2011 年-2016 上半年公司各业务板块毛利率	7
图 5: 公司上市以来发展历程	9
图 6: 公司 2011-2016 年机票交易量变化情况	9
图 7: 2013 年-2019 年在线旅游市场交易规模及渗透率	10
图 8: 2013 年-2016 年在线旅游市场交易额结构	10
图 9: 欣欣在旅游产业链的定位与布局	11
图 10: 八爪鱼线上线下分销平台	12
图 11: 八爪鱼 2.0 模式	13
图 12: 欣欣产品发布轨迹图	14
图 13: 公司 2011 年-2016 年司金融业务营收变化情况	15
图 14: 公司大旅游生态圈布局图	17

1. 单项到多项，构建旅游大生态圈

1.1 公司介绍

公司成立于 1998 年，以航空客运机票分销业务起家，目前在机票 B2B 领域已占据龙头地位。自 11 年在创业板上市后，公司凭借对行业的认识及领先的战略布局，不断进行优化升级，从传统的批发供销模式创新出“商旅衍生金融，金融驱动商旅”的商业模式。15 年公司战略升级为“‘旅游×互联网×金融’，构建大旅游生态圈”，并在此基础上搭建三大业务平台：大旅游平台、互联网金融平台、大数据平台。大旅游作为流量入口，主要获取用户，互联网金融是重要的变现手段，为公司贡献利润，大数据业务为公司提供营销支持及引导决策。

图 1：公司股权结构及重要参股、控股公司情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司实际控制人系腾邦集团董事局主席，腾邦国际董事长钟百胜先生，合并持有 22.54% 股份（包括直接持有 0.33%、通过控股股东腾邦集团和百胜投资间接持有 22.21%）。公司控股、参股多个子公司，包括深圳市前海融易行小额贷款有限公司、成都八千翼网络科技有限公司等。公司领导班子深耕机票行业多年，整体战略清晰、执行能力强，加之公司实行事业合伙人制，强有力推动公司跨越式前进。

表 1：公司主要子公司及联合合营公司情况一览表

类别	公司	持股比例	
全资子公司	上海腾邦航空服务有限公司	100%	
	深圳市腾付通电子支付科技有限公司	100%	
	深圳市前海融易行小额贷款有限公司	100%	
	深圳市腾邦航空服务有限公司	100%	
	深圳市昼夜通实业发展有限公司	100%	
	广州腾邦电子科技有限公司	100%	
	北京市腾邦国际电子商务有限公司	100%	
	深圳市腾邦创投有限公司	100%	
	成都腾邦电子商务有限公司	100%	
	深圳腾邦保险经纪有限公司	100%	
	深圳腾邦征信有限公司	100%	
	深圳市腾邦信息技术有限公司	100%	
	非全资子公司	漳州腾邦国际旅行社有限公司	60%
		厦门腾邦电子商务有限公司	60%
重庆新干线国际旅行社有限公司		60%	
天津市腾邦达哲国际旅行社有限公司		60%	
山东腾邦国际商务有限公司		60%	
成都八千翼网络科技有限公司		60%	
厦门腾邦商务管理有限公司		55%	
深圳市腾邦国际会展旅游有限公司		40%	
联合合营企业	深圳市腾邦梧桐投资有限公司	39.20%	
	厦门欣欣信息有限公司	11.40%	
	深圳市喜游国际旅行社有限公司	4.17%	
	八爪鱼在线旅游发展有限公司	4.17%	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 单项到多项，主业持续升级创大旅游生态圈

1.2.1 主营业务情况

公司通过遍布全球的服务网络，分支机构超过 70 个，涵盖 40 多个大中型城市，为超过 20 万家客户提供专业商业服务解决方案，业务涵盖机票平台、旅游平台、差旅管理、互联网金融服务四大板块。

- ◆ 机票业务以 B2B 分销为核心商业模式。公司借助行业整合机遇加快收购兼并步伐，积极推动平台升级转型，将线上平台和线下渠道相结合，构建起稳固的营销网络。
- ◆ 旅游业务方面，公司以与机票业务合作最为紧密的客户资源为核心，结合互联网金融和旅游产业链概念，向大旅游行业进行拓展。

- ◆ 差旅管理（TMC）业务为企业提供从预算到出行到费用报销的一站式差旅管理解决方案，协助企业对差旅活动进行整体规划和执行监控，降低差旅管理成本并提高出行效率。目前公司已为超过 5000 家企业客户提供专业的差旅服务。
- ◆ 互联网金融业务主要为产业链客户提供配套及综合金融服务，包括第三方支付、小额贷款、P2P 网贷、保险经纪等。庞大的机票商旅客户群亦为金融板块提供了重要的流量入口，增加了商旅板块客户的粘性。

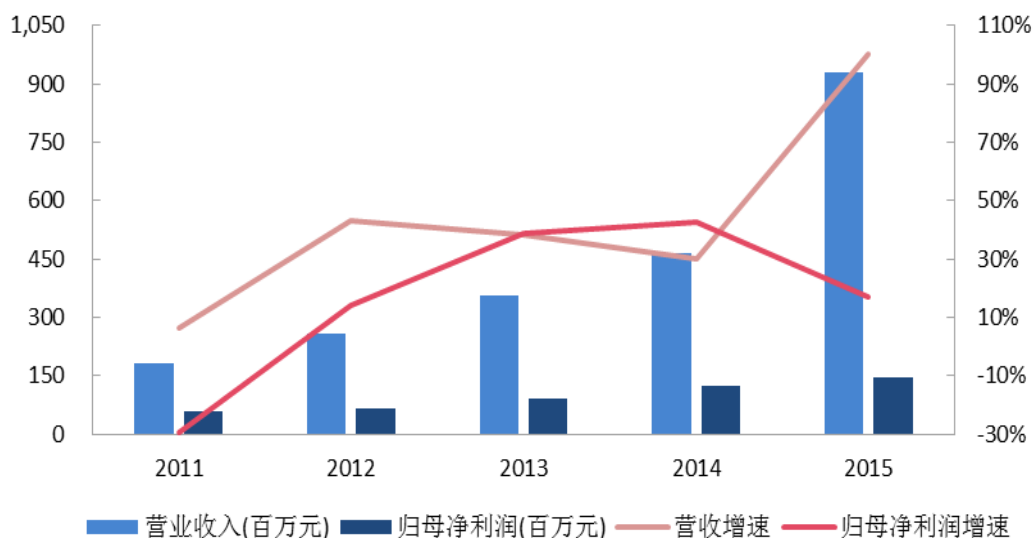
1.2.2 业绩抗震能力强，持续增长动力足

公司 11 年上市以来营业收入复合增长率达 50.54%，成为机票区域代理单项冠军。12 年开始全面实现综合产品在线分销，并加速机票业务全国范围的布局，营收、归母净利润实现大幅增长。13 年后，随着公司正式进入供应链金融领域，以“商旅+金融”模式继续保持业绩较快增长。

15 年公司实现机票销售额共计 287 亿，同比增长 43.5%。由于新增 9 个并表主体（收购 6 家，新设 3 家），并再次验证“商旅+金融”模式的正确性，在行业震荡加剧的情况下公司营业收入 9.28 亿元，呈现前所未有的大幅增长，增幅达 100%。16 年上半年整体营收达 5.25 亿，同比增长 33%，归母净利润 7798 万，同比增长 19%。

我们认为，虽然受 15 年 5 月航司取消前返佣金及后返佣金滞后确认的影响，公司归母净利润增速放缓，但公司 15 年起至今主业不断升级，“旅游 x 互联网 x 金融”模式使得行业龙头地位得到不断巩固。

图 2: 2011-2015 年公司经营情况



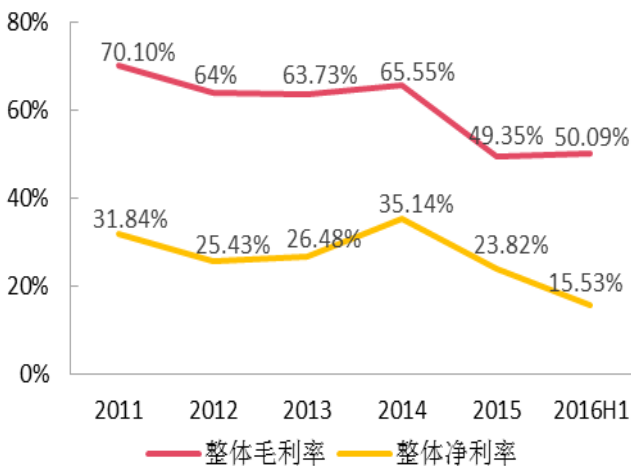
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2.3 金融业务引擎持续发力, 大旅游生态圈逐步构成

行业震荡加剧打压传统业务利润空间, 金融业务注入增长新动力。自 11 年开始, 大批在线旅游服务商如雨后春笋般冒出, 12 年在线旅游价格战正式打响, 机票代理分销利润空间减小, 公司商旅服务毛利率、整体毛利率下降。14 年开始, “提直降代” 新规进一步打压机票领域分销利润空间, 公司也开始战略转型升级, 投入支出较大, 致使毛利率、净利率进一步下降。

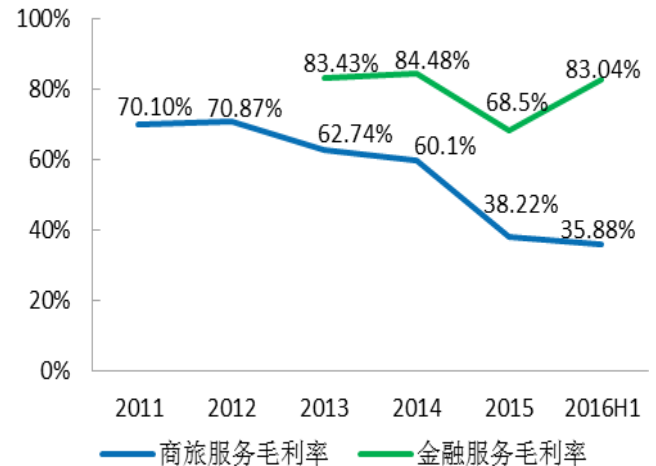
在此情况下, 公司介入供应链金融领域, 并打造大旅游生态闭环。金融业务自上线以来, 就保持较高的毛利率水平。15 年小额贷款业务贡献净利润 1.01 亿, 同比增长 191%; P2P 网贷业务贡献净利润 0.29 亿元, 同比增长 83.76 倍, 金融业务已经成为公司业绩的主要动力。目前投资八爪鱼、喜游国旅以及增资腾邦国旅已经完成, 大旅游生态闭环正式落地, 我们认为公司业绩后续增长动力十足。

图 3: 2011 年-2016 上半年公司毛利率、净利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 4: 2011 年-2016 上半年公司各业务板块毛利率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 强者恒强：行业变化不断，腾邦逆风翱翔

2.1 机票市场风云突变，强势转型“旅游×互联网×金融”

“提直降代”、行业新政，机票市场风起云涌。14年国航打响第一枪，将国内客票基础代理费从3%下调至2%。15上半年国资委提出“提直降代”政策，16年2月民航局规定代理手续费按定额支付。如今国航、南航、东航等8家航企宣布代理费改为按航段定额支付，取消后返佣金，国内机票代理沿用多年的“3+X”模式（3%的基础代理费和后返代理费佣金）终结。

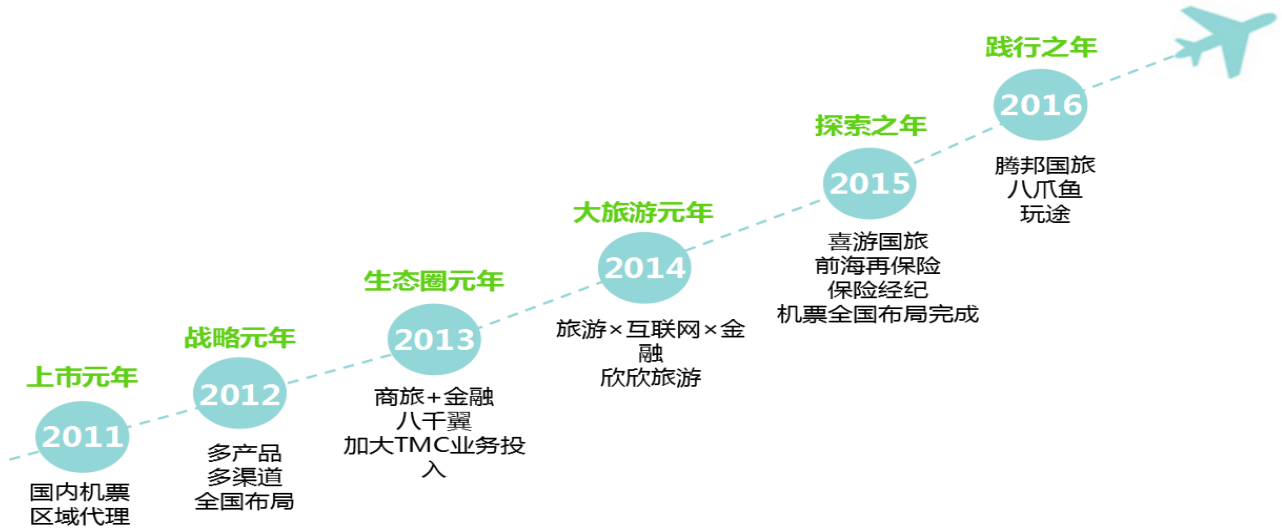
行业突变，对于公司是机遇大于挑战。随着机票代售政策密集出炉，直销扩大、佣金减少趋势日益明显，多数中小票代选择退场或者投靠腾邦等大型代理商或平台，未来提供一站式服务的OTA和旅行社，提供附加服务的差旅服务公司将直接受益。正因如此，公司在进行战略升级时已充分考虑到市场情况，并将机票业务定位为整个大旅游生态圈的流量入口，作为公司切入大旅游市场并向旅游资源端拓展的基础，为公司旅游产业链布局提供大交通支持。并且机票代理市场本身集中度较低且竞争充分，清场中小代理将加速行业并购，提高市场集中度。公司作为机票B2B行业的绝对龙头，目前仍能获得大部分后返佣金以及少部分前返佣金，除此之外公司有望在直销比例扩大的行业现状下，掌握更多票源，未来将出现强者愈强、弱者愈弱的马太效应。

表 2：近 2 年我国机票代理政策变化情况

时间	政策	具体内容
2014.6	国航调低代理费，南航、东航、海航随后跟进	国内客票基础代理费从 3% 降至 2%
2015.1	南航调低代理费	国内客票基础代理费从 2% 降至 1%
2015.4	国资委出台“提直降代”新规	3 年内三大航司直销比例提升至 50%，代理费下降至 14 年的 50%
2015.5	南航、国航、东航、厦航等航司响应新规	国内客票基础代理费从 1% 下调至 0，取消前返佣金
2016.2	民航局 6 号文件（代理手续费定额支付新规）	1、代理方不得额外加价、捆绑销售，不得恶意篡改航司公布的客票价格、适用条件 2、代理费改为按每张客票定额支付
2016.2	海航、国航、东航、上航等 5 家航司响应新规	国际客票基础代理费降为 0
2016.7	国航、南航、东航、深航、上航等 8 家航司响应新规	代理费改为按航段定额支付，取消后返佣金，“前返+后返”模式终结

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

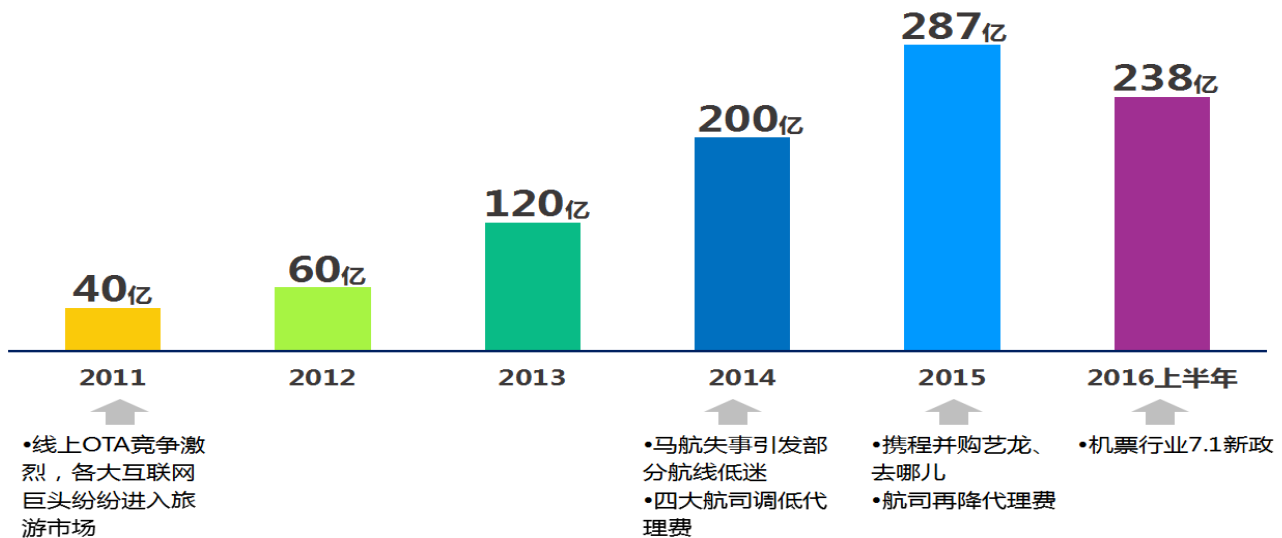
图 5: 公司上市以来发展历程



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

公司紧跟市场变化, 从单一机票代理商升级至为整个产业链提供行业解决方案, 再到建设大旅游生态圈。12 年之前, 公司以机票务代理分销业务为主, 以差旅管理(TMC)业务为辅。13 年进入供应链金融领域, 以“商旅+金融”的商业模式实现业绩快速增长。14 年, 随着对机票 B2B 交易平台“八千翼”、在线旅游商“欣欣旅游”收购完成, 公司正式启动“旅游x互联网x金融”全新战略模式。15 年收购出境旅游服务商“喜游国旅”, 并进入保险经纪、再保险领域, 设立腾邦征信, 金融牌照及全产业布局日益全面。16 年投资旅游 B2B 平台龙头“八爪鱼”、出境自由行平台“玩途”, 增资腾邦国旅, 进一步加强金融与大旅游生态圈各业务板块的融合。

图 6: 公司 2011-2016 年机票交易量变化情况



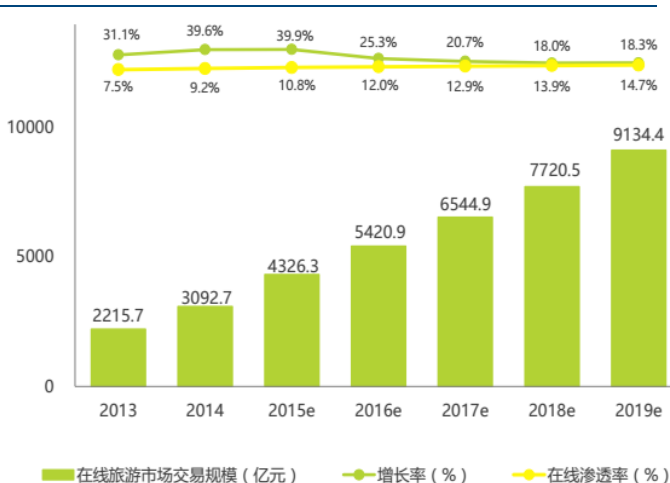
资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

公司自 1998 年创立以来，历经从手写票到机打票、电子票，再到如今“提直降代”的多次行业变革。公司依靠自身的强大资源、抗风险能力、团队人才优势在每次的大变革中都找到了顺应行业发展的最优模式。自 11 年上市后，在激烈的行业竞争中脱颖而出，机票交易额实现快速增长，仅 16 上半年就完成 15 年 80% 的交易额，目前已排名机票 B2B 行业第一。

2.2 在线旅游高速成长，机票市场迭代更新

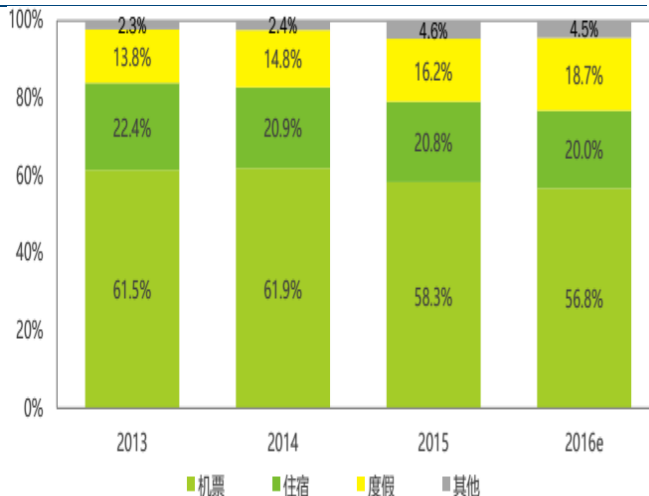
根据艾瑞监测数据显示，2015 年中国在线旅游市场交易规模达 4326.3 亿元，同比增长 39.9%，在线渗透率已突破 10%，预计 16 年中国在线旅游市场交易规模可达 5420.9 亿元，随着移动端和互联网技术的不断创新，未来在线旅游市场交易规模将不断扩大。而在线旅游市场交易额中，机票支出占比近 60%，已成为在线旅游市场中发展最为成熟的板块。随着生活水平的提高，人们越来越追求“快旅慢游”，据驴妈妈《2016 暑期旅游大交通报告》显示，暑期飞机游比火车游更受欢迎。近 2 年来机票支出增速相对放缓，但在“大交通带动大旅游”大趋势下，机票仍是出游成本中占比最大支出。

图 7: 2013 年-2019 年在线旅游市场交易规模及渗透率



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

图 8: 2013 年-2016 年在线旅游市场交易额结构



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

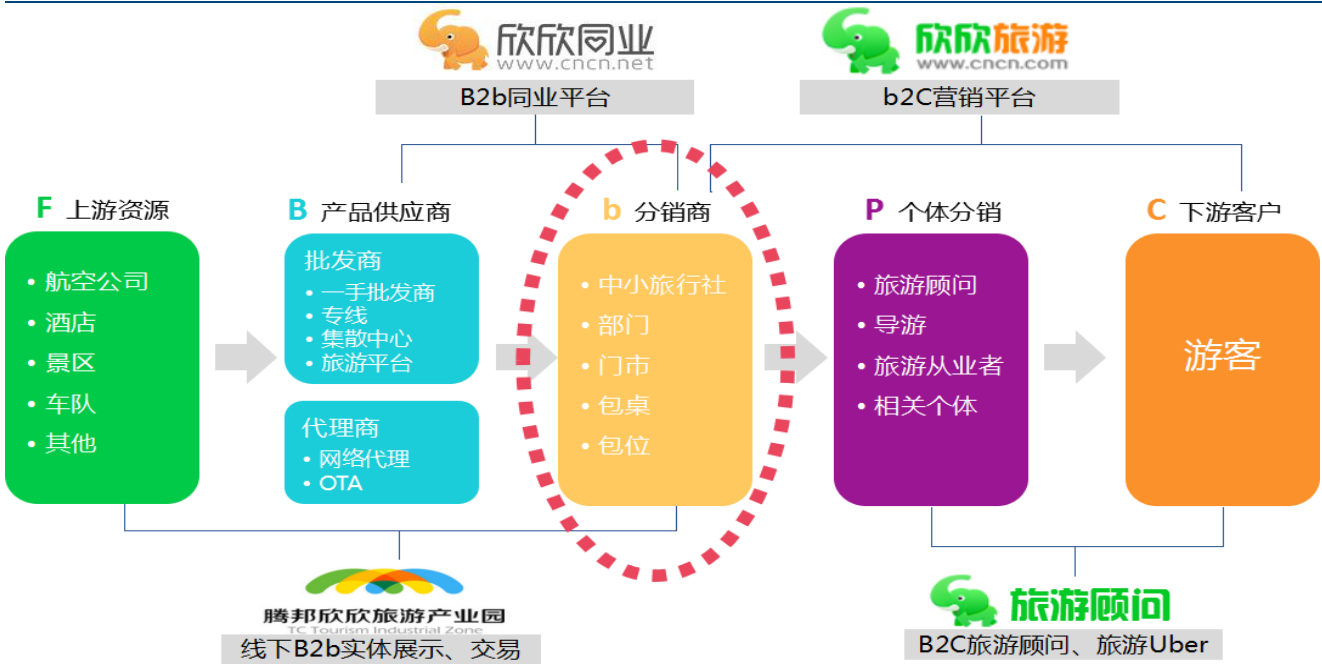
3. 欣欣+八爪鱼: 机票 B2B 切入旅游 B2B, 协同空间巨大

3.1 欣欣: “前店+后场”独特经营模式, 低成本聚集大流量

2014年10月,公司通过全资子公司上海腾邦出资3600万元收购欣欣旅游12%股权,并出资1亿元参与设立“腾邦梧桐在线旅游产业投资基金”,由该基金出资1.59亿元收购欣欣旅游53%股权。

欣欣旅游是国内目前唯一的旅游产品 B2B2C 一体化 OTA 平台。欣欣旅游通过打造 B2C 平台“欣欣旅游网”以及 B2B 平台“欣旅通”,成为国内唯一实现集网上商铺、在线收客、同业采购分销于一体的 B2B2C,为旅行社提供信息化的整体解决方案,拥有65套成熟系统以及技术研发能力,400万日访问以及低成本影响能力,专注旅游 B2B 市场8年,可称为旅游界的“阿里巴巴”。

图 9: 欣欣在旅游产业链的定位与布局



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

欣欣旅游网 (B2C): 在线旅游用品“大超市”, 旅游业的“淘宝网”。通过搭建旅游产品营销平台,吸引各地旅行社加盟合作并开设网上门店,为传统旅行社提供 B2C 展示平台,帮助下游客户预订产品并享受旅行社提供的各类旅游服务。由于携程、途牛、艺龙等大型 OTA 与旅行社签订合作协议的模式、条件较严苛,仅适合大型旅行社,这也使得广大中小型旅行社望而却步于产品高成本。而欣欣旅游网的“在线旅游超市模式”具有投入低、收益相对高等优势,是中小旅行社介入电子商务的首选渠道。

欣欣同业 (B2B): 旅游业的“阿里巴巴”,只做平台不做业务,专注服务旅游同行。欣旅通是国内最大的同业采购分销交易平台,目前已汇聚11万家小B分销商,是全国最大的中小旅行社聚集地,旨在为供销双方(组团社&地接社)提供采购分销中心,

供应商通过平台快速发布产品，平台智能处理订单并管理分销渠道，使供给方的产品快速接触到众多旅行社。

- ◆ 一站式采购分销+ 一键上架多渠道（欣欣网点、独立网站、手机店、微店）的同步展示，能快速实现全渠道运营。
- ◆ 盈利模式：对上游供应商实行免费入驻、免保证金、免产品上架费、免佣金的政策，**仅在交易成交后收取信息服务费**，极大地迎合中小旅行社的需求。

技术为王，研发旅游 ERP 系统，助推旅行社精细信息化管理。不同于 OTA，欣欣的模式是提供信息化整体解决方案。为解决传统旅行社难以摆脱价格战、销售渠道少且分散、利润被压缩等痛点。欣欣基于深耕行业 7 年累积的大量资源，并依托腾邦强大商旅资源及旅游金融服务支持，于 15 年 9 月推出 ERP 系统，助推旅行社精细信息化管理。**该产品前期以免费的方式吸引用户，占领用户桌面，后期收取交易手续费和定制开发的技术服务费。**根据调研，ERP 系统花费半年时间研发、3 个月测试，开售 10 天后就售出 700 余套，市场反响良好。

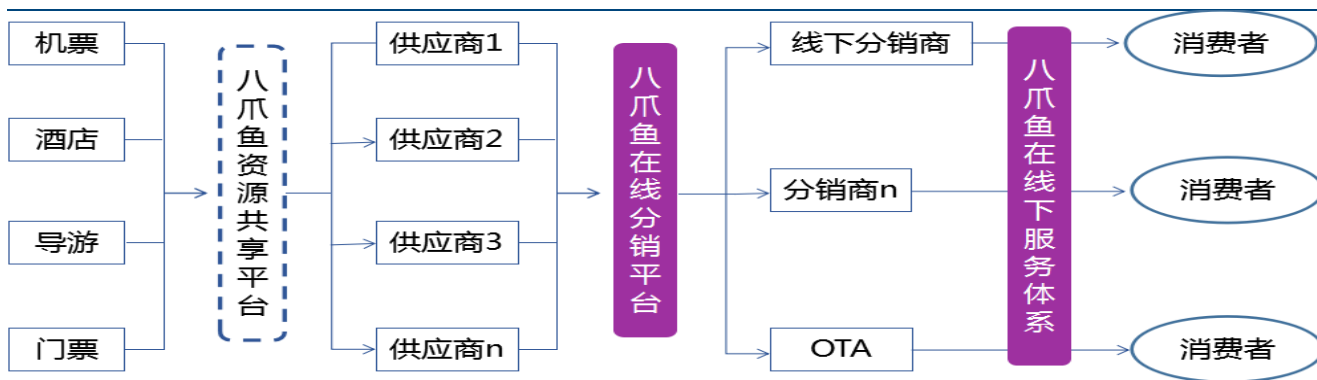
我们认为，在强大技术支持和完善的产品运营分销链上，欣欣“前场后店”的独特经营模式，以低成本汇聚大流量，未来持续快速发展空间巨大。

3.2 八爪鱼：加码旅游 B2B 龙头，大旅游布局如虎添翼

2016 年 8 月，公司联合腾邦梧桐以增资方式对八爪鱼投资 1.7 亿元，其中公司出资 5000 万元，获得目标公司 4.17% 的股权。

八爪鱼成立于 2011 年，发展至今已成为国内规模最大、用户活跃度最高、地域性最广的**综合性旅游 B2B 平台**，更是国内目前唯一具备国内短线、国内长线、出境旅游、自由行、机票预定、租车、门票等**全线旅游产品的在线同业分销平台**。15 年销售额达 42 亿元，旅游产品数量 7.2 万条，平台两端汇聚 2500 家经销商及 16000 家分销商，每年为 330 万人次提供旅游服务。在整个分销平台中，八爪鱼不断提高旅游产业链中渠道与资源的配置效率，以规模效应为供应商、线下分销商（旅行社）和终端消费者分别带来高度行业价值。

图 10：八爪鱼线上线下一体化平台



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

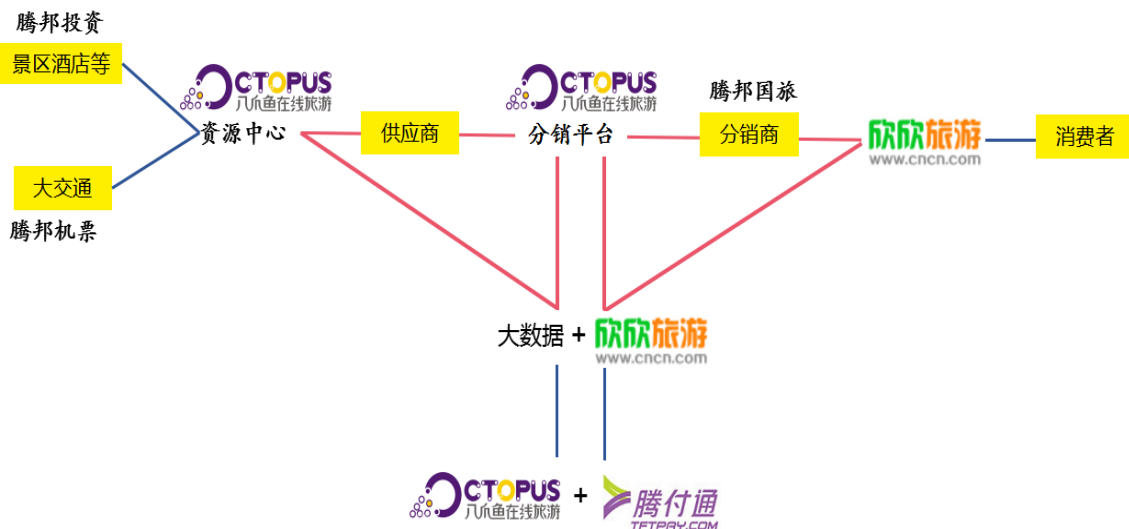
- ◆ **供应商**：实现所有“标准”&“非标准”产品的动态实时库存，使供应商能通过八爪鱼分销平台，实现跨区域销售；并且通过八爪鱼统一结算平台，消除账期风险，使其更加专注于产品生产。
- ◆ **线下分销商**：通过分销平台实现在多个供应商中比价，价格透明，可使分销商采购成本下降；并实现旅游产品实时库存，确保用户即刻锁定产品，无需二次确认。
- ◆ **终端消费者**：消费者通过八爪鱼采购系统，能当即确认产品，极大提升线下门店购买体验；聚集所有线下分销商的量，从而可以低成本高质量的在出发地/目的地向 C 端提供接送等增值配套服务。

加入腾邦后的八爪鱼，将搭载产品属性以及供应链金融场景，更好地构建旅游 B2B 平台竞争壁垒。我们认为，公司收购八爪鱼将在旅游 B2B 市场如虎添翼，依靠其丰富的产品类别及全国第一的供应商数量，将进一步完善各领域的协同发展。

3.3 欣欣+八爪鱼：资源+技术+业务，协同发展空间巨大

公司本身深耕机票市场多年，拥有强大优质资源优势，增资欣欣、八爪鱼将从技术和业务渠道双向加码驱动发展，互补协同产生乘数效应。随着八爪鱼增资完成，公司也完成了大旅游生态链的最后一环：腾邦国旅+欣欣旅游+八爪鱼+喜游地接+玩途。这也标志着腾邦国际完成了从机票代理到旅游的完美升级，供应链金融将更加完善。未来公司将以欣欣的技术优势嫁接八爪鱼的产品优势，为产业链的中间环节提供更高效撮合交易服务，输送优势产品及技术支持，同时加强 C 端和供应链金融建设，从目的地资源到机票业务再到金融业务，为小 B（中小分销商）提供更多发展机会。

图 11：八爪鱼 2.0 模式



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

欣欣推出“同业尾单”非常规业务，将完美解决八爪鱼尾单问题，形成交易闭环。据调研，目前市场对于未卖出的旅游产品，多数旅行社选择以较低的价格进行“内部消化”，首先考虑员工家属，其次是熟客与事先要求通知的顾客。目前在线旅游 B2B 市

场规模约 2 万亿元，每年包括机票、酒店在内的烂尾产品占 B2B 领域的 10% 左右，也即 2 千亿元的规模。欣欣为增加小 B 端黏性流量，推出的尾单服务，通过借助欣欣研发的微砍价、拼团、抽奖等 20 款应用及 CRM 管理系统、微店管理后台，助力打造精准高效的移动分销通路。对于资源方，同业尾单解决了“腐烂”的产品库存问题，降低了损耗；对于分销商，尾单产品可以重新包装成自由行产品，对其供应链缺口是重大补充。据悉，同业尾单的载体落在欣欣同业助手 APP 上，这个载体接口也将首先开放给八爪鱼，实现两大 B2B 平台协同发展。我们认为，双雄合并将能更好实现内部资源优化整合，并且推陈出新给公司带来新的活力。

图 12: 欣欣产品发布轨迹图



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

旅游、机票资源深度整合可期，大旅游生态闭环完成。目的地资源上，公司将与欣欣、八爪鱼共同开发上游景区、酒店、旅游线路等资源，强化其对上游资源的控制力、B2B 领域的竞争力。航空票代资源上，公司拥有强大的机票细分行业资源，通过八千翼将航空资源进行植入，一方面，平台能获得更优质的机票资源，另一方面，也增加了机票分销的渠道。目前欣欣平台上的分销商多达 11 万，两者的协同将为八爪鱼增加近 10 倍的分销商数量，直接提高了交易频次。而欣欣、八爪鱼、八千翼将在产品资源、分销渠道、落地网络、服务体系、系统搭建和大数据分销等多方面展开全面的合作，将能更好实现各个板块的协同互补，将旅游低频次消费推向高频次转变。

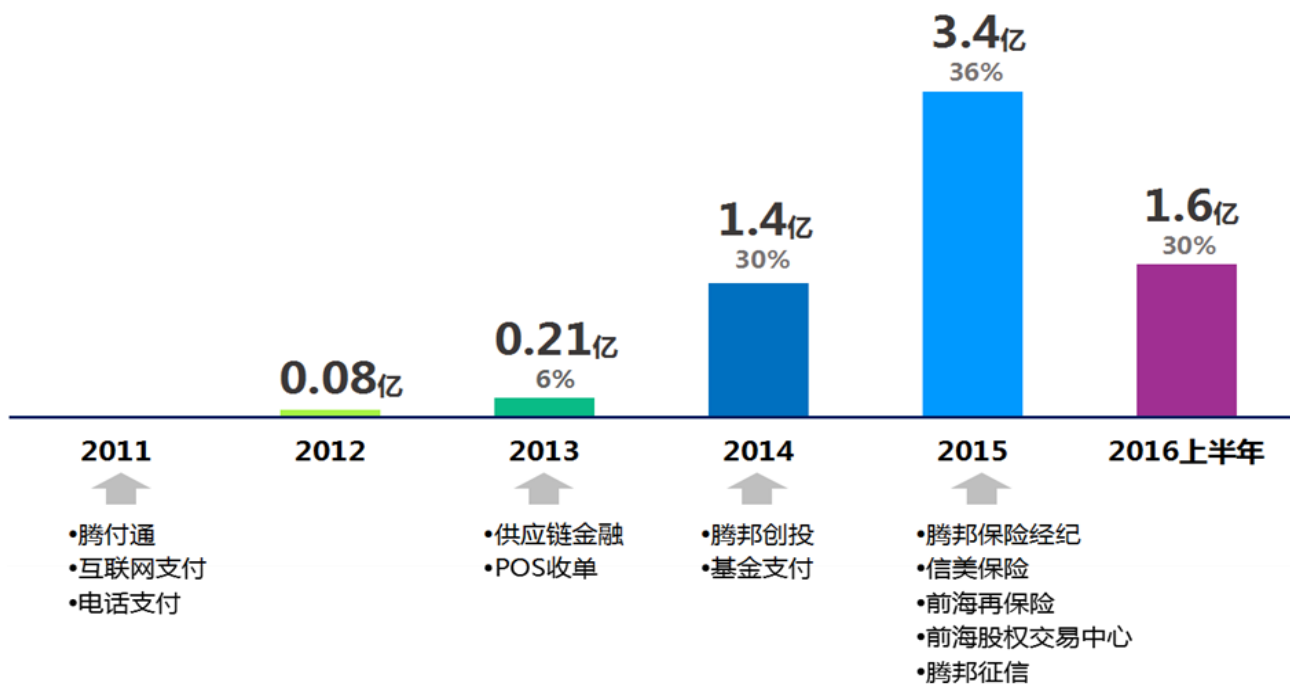
综合来看，公司的大旅游生态圈已经覆盖上游目的地、中游运营平台、下游出发地。公司与欣欣、八爪鱼、喜游国旅、玩途等可以在目的地资源、产品分销渠道、产品资源导入、平台搭建、服务网络等多个方面开展合作，未来整体协同效应巨大。

4. 产业链条继续延伸，流量技术资源三合一发力

4.1 供应链金融大爆发，大旅游生态圈“点金胜手”

公司 13 年进入供应链金融领域，在互联网旅游行业中金融牌照最全，拥有第三方支付、小额贷款、P2P、保险兼业代理、保险经纪等牌照。旅游产业链中，大额的资金流通、分销商的资金积压、资源供应商的贷款需求等，能提供丰富的供应链金融场景和变现渠道。金融业务作为与旅游并行的另一大业务，近年来营收高速增长，已成为助推公司业绩发展的另一大引擎。

图 13：公司 2011 年-2016 年司金融业务营收变化情况



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

4.1.1 血管业务——腾付通

全产业链条的血管业务，强大导流助力供应链金融爆发。腾付通作为公司为用户提供安全便捷支付环境的第三方支付平台，是供应链金融的基础设施，拥有银行卡收单、互联网支付、手机支付三项支付牌照。

作为打通实业与金融的血管业务，腾付通通过导流交易额流水为小额贷款及 P2P 网贷带来利润。自 11 年上线以来，积累了大量线上线下交易数据，为公司各项金融业务的开展及金融产品的创新提供风控数据，也为未来开展大数据服务打下坚实基础。在接入八爪鱼平台后，八爪鱼 2B 端的强大流量也将提供更高频的交易数据。

14 年交易流水超 600 亿，30% 为线上商旅行业，其余多数为线下 POS 收单业务。15 年公司着重于通过技术创新提高支付效率，控制线下 POS 收单业务的发展速度，并且为了配合旅游业务的发展，推出便携产品 MPOS。16 上半年欣欣旅游借助腾付通支付牌照，建立旅游行业清结算平台，实现旅游产业资金闭环。

4.1.2 融资窗口——融易行

融易行主要为大旅游生态圈中需要资金的客户提供融资服务，从而获得利息收入。15 年贷款余额约为 12.28 亿，为增加放贷量，公司在 15 年对融易行进行增资，目前注册资本已达 6 亿。满足各平台 2B 端用户资金需求，未来发展空间巨大。

- ◆ **八爪鱼+欣欣提供高频旅游业务场景，供应链金融盈利点充足：**B 端，组团社资金实力强，为了争夺客源，通常对地接社进行押款（周期 45 天-120 天），而地接社及上游供应商需要大量资金，这就产生了供应链金融的需求。公司已跃升成为全国最大旅游 B2B 平台，两端聚集海量用户，供需双方均有高频次的交易需求。平台借力公司的最全金融牌照与强大资金实力，将实现贷款、白条、分期、保理、应收账款质押等服务。C 端，平台先在客户端收取现金，后与供应商结算，从用户购买到消费的时间段也具有较大资金沉淀。目前八爪鱼、欣欣两大 B2B 平台的年交易规模约 80 亿，做供应链金融必然是长期的重要方向。
- ◆ **机票代售的资金特点产生供应链金融机会：**目前机票代售采用月结形式，代理商一方面要先向上一级代理/航空公司支付大额的机票费用，另一方面还要承受下游客户一个月结算的资金压力，对于资金周转效率要求高。公司目前在机票 B2B 行业排名第一，年交易额超过 500 亿，年服务人次超过 4000 万，能产生大量资金需求。

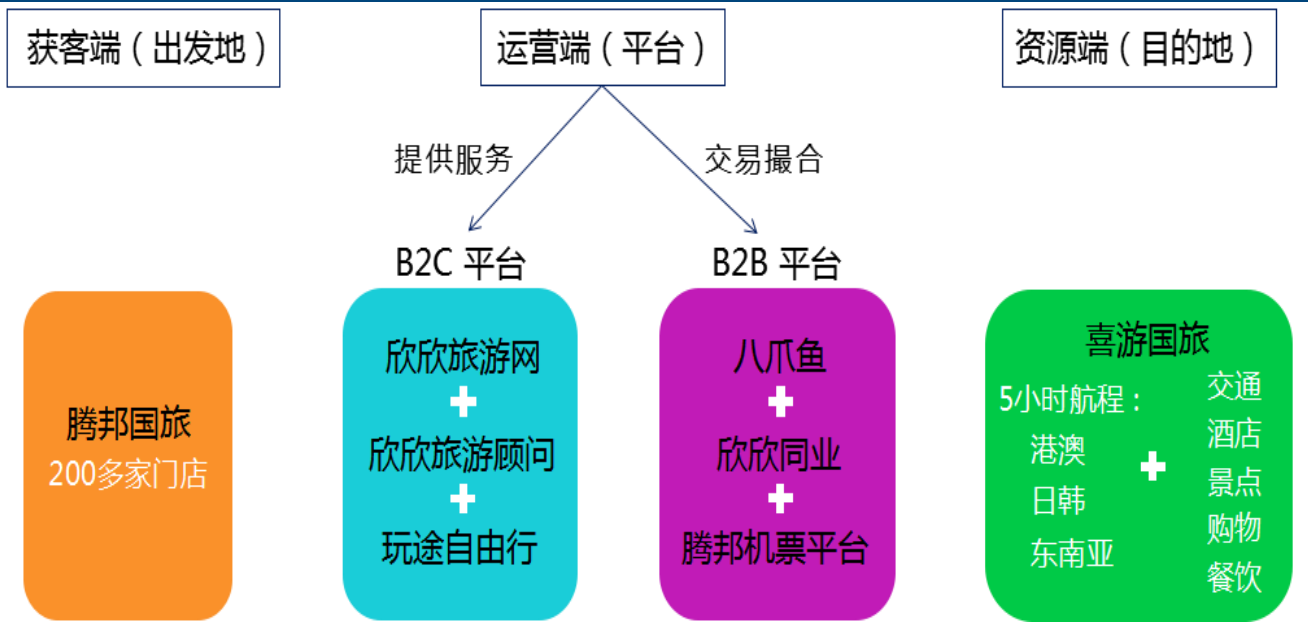
4.1.3 杠杆撬动——腾邦创投 P2P 平台

充分发挥杠杆作用，解决小贷资金问题。腾邦创投 P2P 平台于 14 年 9 月上线，不参与资金交易，仅提供借贷撮合及咨询、对账、增信服务。小贷目前的注册资本为 6 亿，按 1:2 的融资杠杆测算的贷款上限为 18 亿，目前 12.28 亿的贷款余额已距离上限不远。而 P2P 业务是为了满足公司供应链金融业务发展而产生的，能突破融资杠杆上限，解决小贷可放贷金额有限的问题，满足客户在小贷公司之外的融资需求。同时倚靠腾邦集团强大优质资产端优势，给 P2P 平台带来更强大的资金安全保证。

4.2 完成大旅游生态布局，全产业链闭环模式落地

公司自 14 年提出构建大旅游生态圈战略的两年时间内，以大交通业务优势做跳板，以前瞻性的眼光洞悉行业趋势，不断通过“内涵+外延”的增长方式整合行业资源，实现大交通与目的地资源的高度协同，覆盖上游目的地、中游运营平台、下游出发地。一条由 C 端延伸到 B 端，直至链接目的地资源的全产业链模式初现。

图 14：公司大旅游生态圈布局图



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

上游目的地：喜游国旅是致力于打造全产业链模式的出境游综合服务商，业务模式为**境内批发获客+目的地地接服务+免税商店经营**，多年来一直深耕短途出境目的地资源市场，围绕“吃住行购娱”等多方面布局。

- ◆ 喜游国旅是国内最早从事港澳游的旅行社之一，**在港澳组团游占据约 30% 的市场份额**。15 年国内出境游达 1.2 亿人次，其中 64% 去往港澳台，20% 去往亚洲其他国家，短途出境游仍旧是国人出境旅游的最重要目的地。
- ◆ 围绕旅游要素构建的**全产业链模式**，具有较强的**异地复制性**。近年来喜游业务也拓展至“**5 小时飞行圈**”的**短途出境游**：日韩、东南亚、台湾。我们认为在得到公司的“**资本+平台+渠道**”多重支持后，其他短途目的地的扩张速度将大大提升。
- ◆ 喜游重点建设**门票、购物、住宿、餐饮、大巴交通、娱乐等目的地资源**，这些资源属于刚性需求，受价格变化影响小，拥有较大利润空间。尤其是**免税店购物作为出境游最重要的环节**，其消费占比已超过出游总花费的**50%**，相比机票、酒店、景区门票等资源具有更强的盈利能力。且喜游包括购物消费的全产业链模式的也具有**较高的进入壁垒**。

中游运营端：八爪鱼、机票平台、欣欣同业等 B2B 平台进行交易撮合，并作为流量入口，获取大量中间商用户，公司借助自身强大金融牌照，通过提供金融服务贡献巨大利润；旅游顾问、玩途等 B2C 平台从用户出发，专注于旅游产品挑选、设计与目的地信息、体验商品预定。

下游获客端：16年7月公司对腾邦国旅增资至3亿，以差异化的形式进行布局，通过开设门店获取客源，目前在全国拥有13家子公司，线下门店超过200家，预计今年年底将发展到500家，到17年底，门店数量将达到1500家。

4.3 产业投资基金助力公司布局，打通产品流、信息流、资金流

14年10月，公司出资1亿元与腾邦梧桐联合发起设立“腾邦梧桐在线旅游产业投资基金”。16年7月公司出资5000万元参与设立“腾邦梧桐第二期在线旅游产业投资基金”。产业基金聚焦于在线旅游、互联网金融、大数据相关企业的并购与重组过程中的投资机会，在并购投资中合理运用资本杠杆进行产业运营与布局。**借力产业投资基金，公司的产业链整合扩张能力、市场占有率、品牌辐射力都得到进一步提升。**

- ◆ **在公司的大旅游布局中，资金问题至关重要。**不论是线下门店的扩张、还是目的地的资源的拓展，都属于重投入的布局。以线下门店为例，每选中一家目的地旅行社将有至少300万的资金注入，以目前13家分公司来计算，投入已超过3000万，随着布局版图的不断扩大，投入将持续增加。
- ◆ 产业基金负责提前介入具有成长潜力的标的，与公司强大资源进行整合，待培养成熟后注入上市公司。此举**能减少公司直接的现金支出，有效分散投资并购风险。**比如在收购欣欣时，公司直接收购其12%股权，由产业投资基金收购其53%股权，并约定，在欣欣完成业绩承诺的条件下，公司拥有产业投资基金所持欣欣旅游股权的优先购买权。
- ◆ 目前二期基金以及启动，已投资的项目包括欣欣、八爪鱼、腾邦国旅、喜游国旅等旅游类项目，前海云游、敬众数据、诚诚签、惠智技术等大数据企业以及供腾邦价值链。

我们认为，产业投资基金的设立将充分利用资金杠杆，帮助公司更好实现行业资源整合，形成内生增长，也将使得公司及其关联方共享重组受益。

5. 盈利预测及投资建议

公司以航空客运机票分销业务起家, 目前在机票 B2B 领域已占据龙头地位。自 11 年在创业板上市后, 以前瞻性的眼光洞悉行业趋势, 不断通过“内涵+外延”的增长方式整合行业资源, 15 年公司战略升级为“旅游×互联网×金融”, 构建大旅游生态圈”, 实现大交通与目的地资源的高度协同。

- ◆ **在激烈的行业竞争中脱颖而出, 机票交易额快速增长, 强者愈强。**近 2 年来机票代售政策密集出炉, 直销扩大、佣金减少趋势日益明显, 公司通过不断并购区域机票代理龙头加速全国布局及销售渠道扩张。自 11 年上市后, 在激烈的行业竞争中脱颖而出, 机票交易额不断快速增长, 仅 16 上半年就完成 15 年 80% 的交易额, 目前已排名机票 B2B 行业第一。
- ◆ **以自身大交通业务优势做跳板, 建设大旅游生态圈。**公司自 14 年提出构建大旅游生态圈战略的两年时间内, 不断通过“内涵+外延”的增长方式整合行业资源, 目前“腾邦+欣欣+八爪鱼+玩途+喜游”的全产业链闭环模式已由 C 端延伸到 B 端, 直至链接目的地资源, 覆盖上游目的地、中游运营平台、下游出发地。
- ◆ **供应链金融叠加旅游业务, 大旅游生态圈“点金胜手”。**公司在互联网旅游行业中金融牌照最全, 拥有第三方支付、小额贷款、P2P、保险兼业代理、保险经纪等牌照。大旅游作为流量入口, 获取用户形成强大导流, 提供丰富的供应链金融场景和变现渠道, 供应链金融为大旅游提供资金融通, 为公司贡献巨大利润, 两者相互融合共同致力于公司发展。
- ◆ **产业投资基金提供强大资金支持, 助力公司大旅游布局。**产业基金聚焦于在线旅游、互联网金融、大数据相关企业的并购与重组过程中的投资机会, 充分利用资金杠杆, 帮助公司更好实现行业资源整合。通过介入具有成长潜力的标的, 待培养成熟后注入上市公司, 减少了公司直接的现金支出, 有效分散了投资并购风险

表 3: 公司收入预测表

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	928	1069	1204	1370
营业收入增速	100.14%	15.12%	12.65%	13.84%
营业成本	434	533	591	673
营业成本增速	191.28%	22.81%	10.88%	13.87%
毛利率	53.28%	50.11%	50.88%	50.85%
归属母公司净利润 (百万元)	146	174	211	245

资料来源：wind，东兴证券研究所

我们选取了三家与公司同类型的公司进行比较（当前股价以 10 月 13 日收盘价为基准），三家公司 16 年的平均 PE 为 60.72，高于公司预测 59.22 倍。

表 4：同类型旅游类上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
			EPS	EPS	EPS	EPS	PE	PE	PE	PE
300178.SZ	腾邦国际	20.00	0.27	0.31	0.38	0.44	68.63	58.55	48.74	42.00
600138.SH	中青旅	20.88	0.41	0.66	0.75	0.91	51.21	31.82	27.87	22.91
600640.SH	号百控股	22.52	0.09	0.28	0.35	0.43	268.29	82.23	67.07	53.73
603869.SH	北部湾旅	40.04	0.33	0.52	0.70	0.88	107.27	68.12	50.33	40.36
	平均 PE							60.72	48.42	39.00

资料来源：wind，东兴证券研究所

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 10.69 亿元、12.04 亿元和 13.7 亿元，增速分别为 15.12%、12.65%和 13.84%。营业成本分别为 5.33 亿元、5.91 亿元和 6.73 亿元。归属于母公司股东净利润为 1.74 亿、2.11 亿和 2.45 亿元，增速分别为 19.45%、21.54%和 16.03%，EPS 分别为 0.32 元 0.38 元和 0.44 元，对应 PE 为 59.49 和 42 倍；参考目前餐饮旅游景区子行业市盈率，我们给予公司 75-80 倍估值，目标价 24-25.6 元，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

表 5: 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	1570	2423	2907	2030	2440	营业收入	464	928	1069	1204	1370
货币资金	369	627	353	361	1096	营业成本	149	434	533	591	673
应收账款	192	373	427	481	548	营业税金及附加	22	39	43	36	45
其他应收款	24	32	37	42	48	营业费用	27	22	32	24	41
预付款项	16	38	66	96	131	管理费用	92	132	155	156	178
存货	0	0	0	0	0	财务费用	2	50	73	73	69
其他流动资产	956	4	214	350	516	资产减值损失	11.05	14.09	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	558	861	1206	1602	2073	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1	38	38	38	38	投资净收益	3.45	3.16	0.00	0.00	0.00
固定资产	179.12	177.68	434.69	846.70	1331.71	营业利润	153	204	233	323	363
无形资产	173	172	155	139	125	营业外收入	2.55	6.24	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	114	59	0	0	0	营业外支出	5.56	5.13	0.00	0.00	0.00
资产总计	2129	3284	4113	3632	4512	利润总额	150	205	233	323	363
流动负债合计	863	1754	2368	1709	2391	所得税	16	48	51	60	67
短期借款	306	973	1611	934	1613	净利润	134	157	182	263	296
应付账款	113	177	146	138	111	少数股东损益	4	11	6	52	51
预收款项	39	60	83	110	140	归属母公司净利润	130	146	176	211	245
一年内到期的非	9	28	28	28	28	EBITDA	341	441	366	499	561
非流动负债合计	7	92	92	92	92	BPS (元)	0.53	0.27	0.32	0.38	0.44
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	870	1845	2460	1800	2482	成长能力					
少数股东权益	20	55	61	113	164	营业收入增长	29.90%	100.14%	15.12%	12.65%	13.84%
实收资本 (或股	245	555	555	555	555	营业利润增长	42.37%	32.95%	14.42%	38.56%	12.49%
资本公积	549	359	359	359	359	归属于母公司净利	20.81%	20.14%	20.81%	20.14%	16.03%
未分配利润	400	514	602	707	830	获利能力					
归属母公司股东	1239	1383	1593	1719	1866	毛利率 (%)	67.83%	53.28%	50.11%	50.88%	50.85%
负债和所有者权	2129	3284	4113	3632	4512	净利率 (%)	28.85%	16.90%	17.01%	21.87%	21.61%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	6.10%	4.43%	4.27%	5.81%	5.43%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	10.48%	10.52%	11.04%	12.28%	13.13%
经营活动现金流	-249	-117	-471	1343	823	偿债能力					
净利润	134	157	182	263	296	资产负债率 (%)	41%	56%	60%	50%	
折旧摊销	186.03	187.42	0.00	87.99	114.99	流动比率	1.82	1.38	1.23	1.19	1.02
财务费用	2	50	73	73	69	速动比率	1.82	1.38	1.23	1.19	1.02
应收账款减少	0	0	-55	-54	-67	营运能力					
预收帐款增加	0	0	24	26	30	总资产周转率	0.26	0.34	0.29	0.31	0.34
投资活动现金流	-76	-305	-398	-500	-600	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.50	6.39	6.61	8.48	11.03
长期股权投资减	0	0	-164	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	3	3	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.53	0.27	0.32	0.38	0.44
筹资活动现金流	202	629	595	-835	512	每股净现金流 (最新	-0.50	0.37	-0.49	0.02	1.32
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	5.06	2.49	2.87	3.10	3.36
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	122	311	0	0	0	P/E	34.96	68.63	58.55	48.74	42.00

资本公积增加	-117	-190	0	0	0	P/B	3.66	7.44	6.46	5.99	5.52
现金净增加额	-123	206	-274	8	735	EV/EBITDA	13.14	24.19	31.65	21.82	19.31

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。

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。