

出境游行业深度报告

行业增速或底部回升，龙头公司有望受益

● **市场概况：近两年增速放缓，亚洲仍为主体，二线城市增速较快**
 2009年-2016年出境游人数年复合增长率达14.4%，其中2016年和2017年上半年出境游人数分别为1.22和0.62亿人次，同比增长4.3%和5.0%。其中，剔除占比约50%的港澳台游，上半年出国游的增速由16年全年的19%下降至10%（剔除韩国外，出国游增速为19%，基本与去年持平）。在旅游形式上，旅行社组织的出境游人次占出境游总人次的比例由09年的25.91%上升至16年的46.37%，跟团游的快速增长使旅行社成为国内出境游市场爆发的显著获利者。在目的地选择上，16年跟团游中亚游占82%（港澳台22%，泰国16%，韩国13%，日本12%），欧洲线开始复苏。从客源地来看，以省会城市为代表的二线城市增速较快，三四线城市有望进一步挖掘。

● **市场规模：16年全国出境游营收有望超过2000亿，收入和利润占比约44%，多重利好因素助力市场规模不断扩大**

2015年全国旅行社出境游业务营业收入和利润分别为1683.69亿元和88.16亿元，同比增长26.5%和37.7%，占比分别为45%和44%。其中09-15年年收入复合增长率高达27.9%。高于国内游和入境游（国内游业务营收占比自09年的65.3%下滑至15年47.8%），预计2016年出境游业务营收将突破2000亿，成为旅行社三大业务之首。当前我国9省人均GDP超1万美元，消费升级红利到来，出境游需求将进一步释放，再加之签证政策放宽、国际航线增加、人民币汇率走强等因素，将助力出境游持续增长。

● **线上旅行社：跟团出境游线上比重约15%，龙头占有率正在提升**
 2016年在线出境游交易额519.36亿元，同比增长40.82%，占在线度假市场的53.3%，10-16年连续六年复合增长率65.15%。近两年，龙头公司的集中度显著提升，其中16年前四大在线旅行社出境游占据了60%的市场份额。目前在线旅游线上渗透率仅为12%，线下交易仍占据绝对优势地位，巨大的线下市场吸引着众多OTA纷纷转战线下，加速落地。但基于传统旅行社积累形成的资源优势和本土化优势，线上旅行社与传统旅行社之间呈现出的是一种更加深度的竞合关系。

● **线下旅行社：前三大出境游旅行社占据10%市场份额，众信居于首位，凯撒盈利、增长表现最优**

15年众信旅游出境游收入快速增长，出境游规模首次超过中国国旅，目前在全国出境游业务总营收中占比为4.5%，居于首位。而凯撒旅游则在过去几年行业整体盈利偏低的情况下，保持了14%以上的毛利率水平。在战略布局方面，众信旅游通过收购不断扩张批发、零售渠道，逐步进军旅游金融、游学、体育旅游领域；凯撒旅游则依托上游资源优势、较强的研发能力和销售渠道，实现收入和盈利的快速增长，公司目前还发力游轮和体育两大细分市场。2017年3季度以来在国内欧洲游市场稳步回升的趋势下，出境游公司的盈利增速有望底部回升。

● **结论：出境游行业企稳回升，众信、凯撒资源渠道双向发力，受益欧洲线复苏业绩增长可期**

2016年中国出境游人次达1.22亿，旅行社组织出境游人数占比46%，全国旅行社出境游营业收入有望突破2000亿，超过国内游成为旅行社三大业务板块之首。近两年由于指纹签证、海外暴恐等事件影响，出国游较前几年增速放缓（16年和17年上半年分别为19%和10%）。经过前期上涨，出境游公司17年动态PE上升至40倍以上，估值优势不明显。不过未来随着签证放宽、航班航线增加、消费环境改善及人民币升值等，3季度以后出国游市场有望整体企稳回升，建议重点关注凯撒旅游和众信旅游。

● **风险提示：国际政治环境；宏观经济波动；并购整合不达预期等风险。**

行业评级 **买入**

前次评级 **买入**

报告日期 **2017-09-19**

相对市场表现



分析师：安鹏 S0260512030008

021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：沈涛 S0260512030003

010-59136693

shentao@gf.com.cn

相关研究：

旅游行业半年报总结分析：酒 2017-09-04

酒店行业持续向好，出境游正在回暖

社会服务月报——关注旅游、 2017-08-04

教育：酒店经营继续向好，景区保持稳健增长

酒店行业深度报告之二：供需 2017-07-25

改善，整合加速，关注酒店周期性回升

酒店行业深度报告之一：酒店 2017-07-04

行业正在回暖，龙头公司盈利有望加速增长

联系人：张雨露 18768114929

zhangyulu@gf.com.cn

目录索引

出境游市场概况：近两年增速放缓，亚洲仍为主体，二线城市增速较快.....	5
出境游人数、消费稳步增长，消费内容正在从购物向文化体育娱乐方向转变.....	5
旅游形式：跟团游相比自由行增长更快 旅行社出境游占比近 8 年由 26%提升至 46%.....	7
目的地选择：亚洲游仍占主体，欧洲线开始复苏.....	8
客源地：二线城市崛起，三四线城市有望进一步挖掘.....	10
市场规模：16 年全国出境游营收有望超过 2000 亿，多重利好因素助力市场规模不断扩大.....	11
16 年出境游营收有望超越国内游，成为旅行社三大业务之首.....	11
出境游旅行社地区分布：主要集中于华北、华南、华东地区.....	12
多重利好因素助力出境游持续增长.....	13
线上旅行社：跟团出境游线上比重约 15%，龙头占有率正在提升.....	17
市场规模：16 年在线出境游交易额 519.36 亿元，同比增长 40.82%.....	17
市场份额：行业集中度不断提高，途牛、携程位居前两位.....	18
战略布局：加速落地，不断加强资本运作、战略合作，线上线下融合加快.....	21
线下旅行社：前三大出境游旅行社占据 10% 市场份额，众信居于首位，凯撒盈利、增长表现最优.....	23
市场份额：众信出境跟团游市场占比 4.5% 升至行业首位，国旅、青旅等占有率有所下滑.....	23
出境游盈利：凯撒出境游毛利率 14% 位居行业首位，广之旅、众信、华远国旅 10% 左右.....	27
战略布局：资源、渠道双向发力，积极布局旅游+业务，力求实现全产业链.....	28
结论：出境游行业企稳回升，众信、凯撒资源渠道双向发力，受益欧洲线复苏业绩增长可期.....	31
风险提示.....	33

图表索引

图 1: 2016 年出境游人数达到 1.22 亿人次, 同比增长 4.3%	5
图 2: 出境游增速放缓, 国内游增速维稳	6
图 3: 出国游相比出境游整体增速更高	6
图 4: 出境游花费达 1098 亿美元, 同比增长 5.1%	6
图 5: 15 年海外购物占出境自由行总消费 56%	6
图 6: 文娱等体验式消费占比大幅上升	6
图 7: 2017 年上半年体育旅游人群占出境游人群 16%	6
图 8: 16 年旅行社组织出境游占比 46.37%	8
图 9: 16 年旅行社组织出境游亚、欧占比 82%、12%	8
图 10: 16 年旅行社组织欧洲出境游市场增速放缓	8
图 11: 亚洲游中泰国成最热门城市, 南亚、东南亚增长最快	9
图 12: 欧洲游中法国仍为主要目的地, 俄罗斯、西班牙增长最快	9
图 13: 跟团游仍为欧洲游主要方式, 占比高达 85%	9
图 14: 2017H1 欧洲游整体增长 65%	9
图 15: 出境游出发城市华东地区占比 30%	10
图 16: 出境游增速前 10 个城市中有 8 家为二线城市	10
图 17: 2017H1 二三线城市欧洲游客源占比 50%	11
图 18: 2017H1 二三四线城市欧洲游增速超过一线	11
图 19: 出境游营收占比提高, 占旅行社营收 45%	11
图 20: 16 年出境游营收预计达到 2052.75 亿元	11
图 21: 15 年出境游业务实现利润 88.16 亿元	12
图 22: 营收、利润占比逐年增加, 均在 44%以上	12
图 23: 16 年新增 558 家出境游旅行社, 出境旅行社行业规模不断扩大	12
图 24: 旅行社主要集中在华东地区, 出境游旅行社则集中在华北地区	13
图 25: 北京、广东等地出境游旅行社数据居多	13
图 26: 16 年在线旅游交易规模 5903.6 亿, 同比增长 33.3%	17
图 27: 机票交易占在线旅游半壁江山, 度假交易份额持续扩大	17
图 28: 16 年在线度假游交易规模 974 亿, 占比 16.5%	18
图 29: 在线度假游中出境游占比 53%	18
图 30: 16 年出境游市场交易额 519 亿, 同比增长 41%	18
图 31: 16 年在线出境游用户 0.46 亿人, 同比增长 92%	18
图 32: 途牛、携程、同程占据在线度假游领域前三甲	19
图 33: 途牛、携程、驴妈妈占据跟团游领域前三甲	19
图 34: 携程以 19%的市场份额位居自助游首位	19
图 35: 在线出境游中, 仍以跟团游为主, 自助游规模迅速扩张	20
图 36: 跟团游占在线出境游市场份额 62.8%	20
图 37: 途牛以 24%的市场份额跃居在线出境游首位	21
图 38: 16 年途牛跟团游实现营收 99 亿, 增速 35%	21
图 39: 2016 年旅游市场交易线上渗透率仅为 12%	22

图 40: 凯撒旅游营收主要来源于华北、华东地区	26
图 41: 广之旅客源集中于广东省, 占比 99%以上	27
图 42: 15 年全国出境游利润率为 5.24%	28
图 43: 凯撒出境游盈利水平居于各旅行社首位	28
图 44: 通过收购不断扩张批发、零售渠道, 逐步进军旅游金融、游学、体育旅游 领域	29
图 45: 众信旅游、凯撒旅游历史 TTM-PE	32
表 1: 2016 年携程在线预订前 10 大主题游	7
表 2: 2017 年新增国际航线	15
表 3: 凯撒旅游依托上游资源优势, 拓展“旅游+”全产业链模式	30

出境游市场概况：近两年增速放缓，亚洲仍为主体， 二线城市增速较快

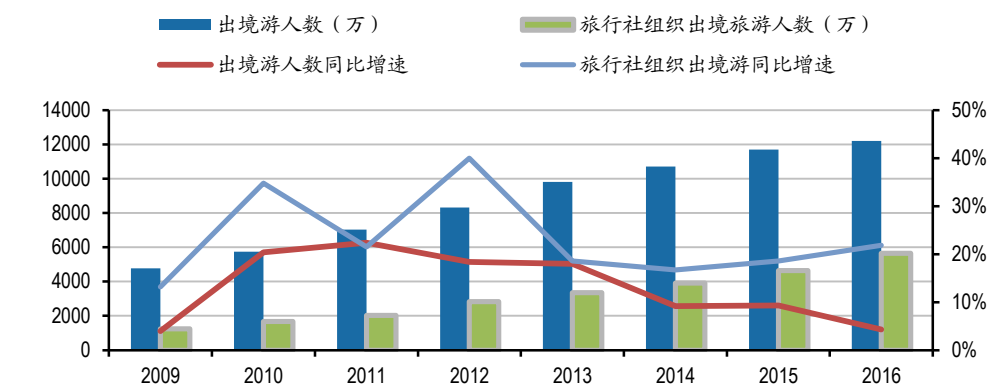
出境游人数、消费稳步增长，消费内容正在从购物向文化体育娱乐方向转变

出境游人次：近几年国内出境游市场快速增长，2009年-2016年出境游人数年复合增长率达14.4%，但2016年以来市场趋于稳步增长，其中2016年出境游人数达到1.22亿人次，同比增长4.3%。**2017年上半年的出境游人数为6203万人次，较上年同期增长5%。其中，剔除占比约50%的港澳台游，上半年出国游的增速由16年全年的19%下降至10%（剔除韩国外，出国游增速为19%，基本与全年持平）。**预计2017年我国出境游人数将达到1.3亿人次，但1.3亿相对于当前我国13.8亿人口，占比仍不足10%，由于人口基数大，随着未来居民消费水平的不断提高，中国出境游市场仍然蕴藏巨大发展潜力。

出境游消费：目前中国出境游消费连续四年稳居全球第一，2016年中国出境游花费达1098亿美元（约7600亿元人民币），同比增长5.1%，人均花费900美元。2016年全国国内旅游人数44.4亿人次，旅游总收入4.69万亿元。**虽然出境游人次仅占国内旅游的3%，但是出境游消费却占到中国旅游消费的16%。**

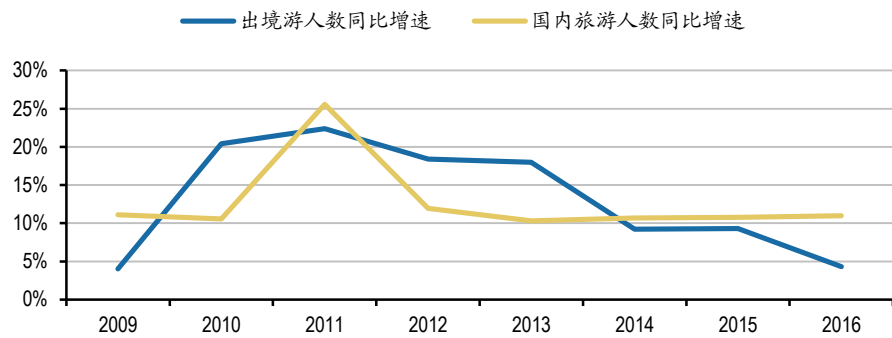
出境游消费结构：购物、交通、餐饮、住宿占消费比重较高，根据蚂蜂窝联合中国旅游研究院发布的《全球自由行报告2015》报告，以上占出境自由行总消费比重分别为56%、13%、10%和10%。不过近两年相比于以往单纯购物观光，出境游游客更加注重体验式消费，“球赛热”、音乐会热、“博物馆热”受到追捧，自助游、自驾游受到越来越多年轻人的喜爱。其中17年1-4月中国出境游客境外购物消费总额为277.9亿元，较去年同期下降37.2%，而境外文化体育娱乐人均消费则较16年同期增长83.6%，体验式消费占比不断提高。

图1：2016年出境游人数达到1.22亿人次，同比增长4.3%



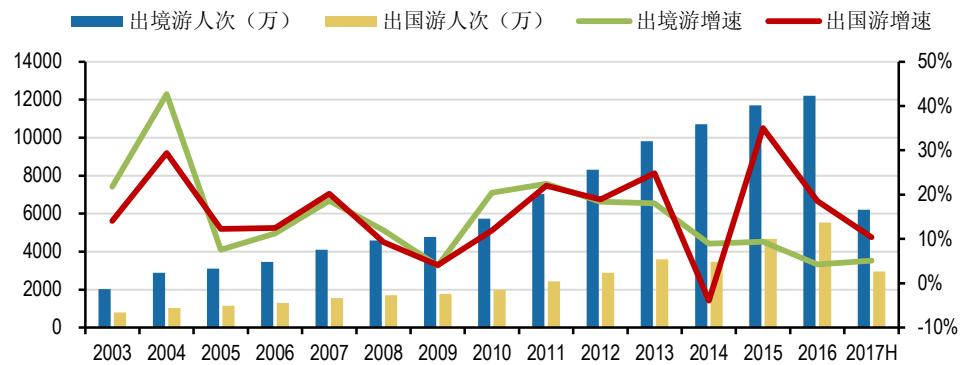
数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

图2: 出境游增速放缓, 国内游增速维稳



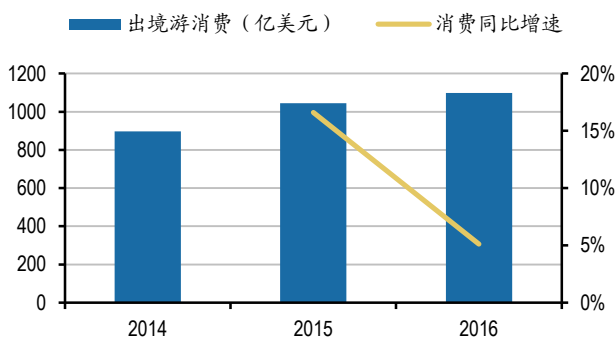
数据来源: 国家旅游局, 广发证券发展研究中心

图3: 出国游相比出境游整体增速更高



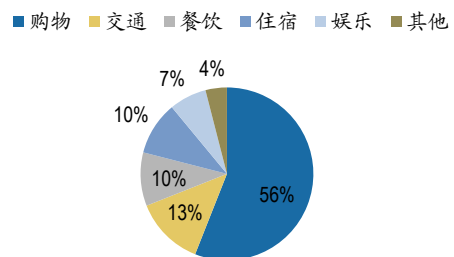
数据来源: 国家旅游局, 广发证券发展研究中心

图4: 出境游花费达1098亿美元, 同比增长5.1%



数据来源: 国家旅游局, 广发证券发展研究中心

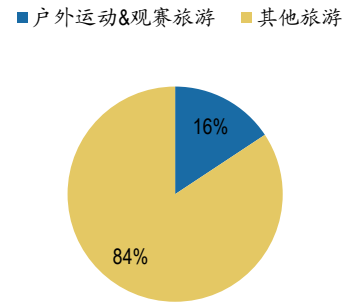
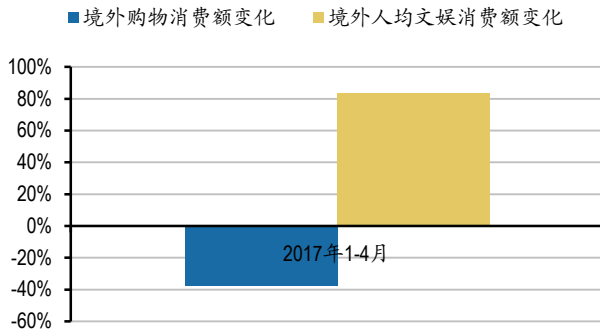
图5: 15年海外购物占出境自由行总消费56%



数据来源: 蚂蜂窝, 广发证券发展研究中心

图6: 文娱等体验式消费占比大幅上升

图7: 2017年上半年体育旅游人群占出境游人群16%



数据来源：蚂蜂窝数据研究中心，广发证券发展研究中心

数据来源：《出境体育旅游消费市场白皮书》，广发证券发展研究中心

表 1: 2016 年携程在线预订前 10 大主题游

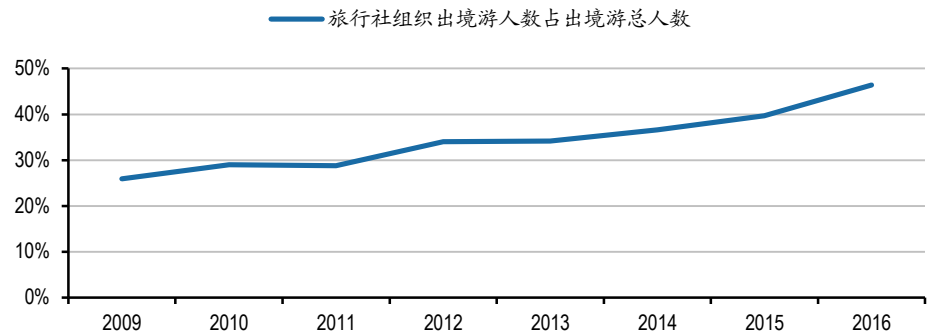
携程在线预订前 10 大主题游	
TOP1	自然探索
TOP2	越野自驾
TOP3	滑雪
TOP4	医疗体检
TOP5	旅游婚礼
TOP6	高尔夫
TOP7	禅修养生
TOP8	游艇帆船
TOP9	徒步
TOP10	潜水

数据来源：携程，广发证券发展研究中心

旅游形式: 跟团游相比自由行增长更快 旅行社出境游占比近 8 年由 26% 提升至 46%

2016年旅行社组织出境旅游人数为5656.65万人次，同比增长21.82%，占出境游总人数46.37%。近年来，跟团游保持较快增速，旅行社组织的出境游人次占出境游总人次的比例由09年的25.91%上升至16年的46.37%，旅行社成为国内出境游市场爆发的显著获利者。在跟团游中主要贡献力量来自于50、60后的中老年人，而80、90后等中青年人群更倾向于选择自由行。17年上半年出境自由行规模超过6000万人次，占出境游总人数54%。在跟团游客中选择半自助游、私家团也成为趋势，中高端定制游和自由行成为大势所趋。

图8: 16年旅行社组织出境游占比46.37%



数据来源: 国家旅游局, 广发证券发展研究中心

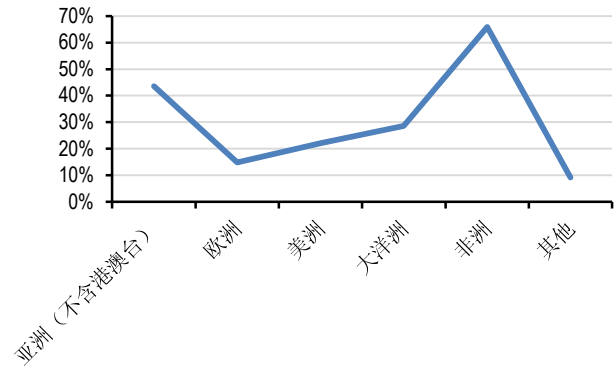
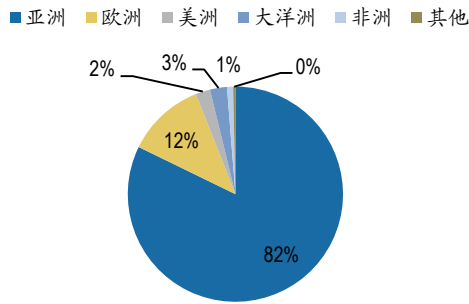
目的地选择: 亚洲游仍占主体, 欧洲线开始复苏

亚洲: 从2016年数据来看, 在目的地的选择上亚洲游仍占主体, 在出境跟团游总人数5657万中占比82%。其中, 港澳台地区人次达1221万; 泰国连续两年成为亚洲最热门的出境游目的地, 出境游人数达到911万人次; 韩国、日本次之, 分别为757万人次和688万人次。赴东南亚、南亚旅游增长最快, 特别是越南、菲律宾两国出境游人数分别较2015年增长117%和76%。

欧洲: 2016年欧洲出境跟团游人数为667万人次, 占出境跟团游总人数12%, 仅次于亚洲, 较2015年同比上升14.89%, 2016年由于指纹签证、暴恐等因素, 欧洲出境游市场增速放缓, 但俄罗斯、瑞典、丹麦等北欧国家以及西班牙在欧洲目的地市场中表现相对突出, 排名前五的国家从15年的法、瑞、德、意、俄转为16年的法、俄、意、德、瑞。其中至俄罗斯出境游人数97.61万人次, 同比增长57.2%。进入2017年欧洲线开始复苏, 根据旅游研究院、携程和华远联合发布的报告2017年上半年赴欧洲整体出游情况较2016年同期增长65%, 其中跟团游增长81%, 目的地跟团游增长率高达103%, 自由行增长26%, 在目的地的选择上, 中东欧、北欧增长最明显, 中国游客数同比增速高达151%和77%。

图9: 16年旅行社组织出境游亚、欧占比82%、12%

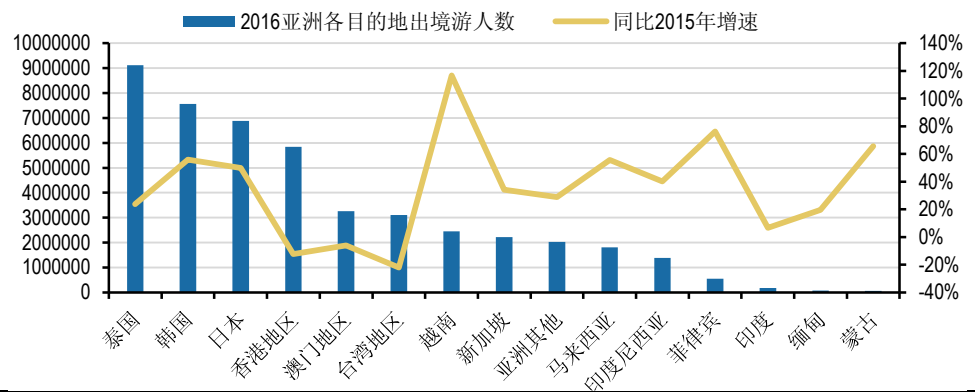
图10: 16年旅行社组织欧洲出境游市场增速放缓



数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

图11：亚洲游中泰国成最热门城市，南亚、东南亚增长最快

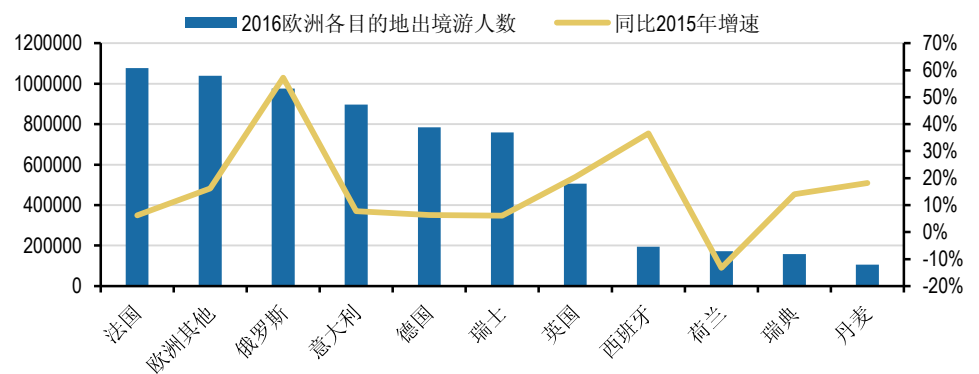


数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

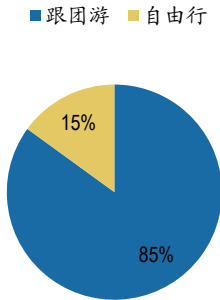
图13：跟团游仍为欧洲游主要方式，占比高达85%

图14：2017H1欧洲游整体增长65%

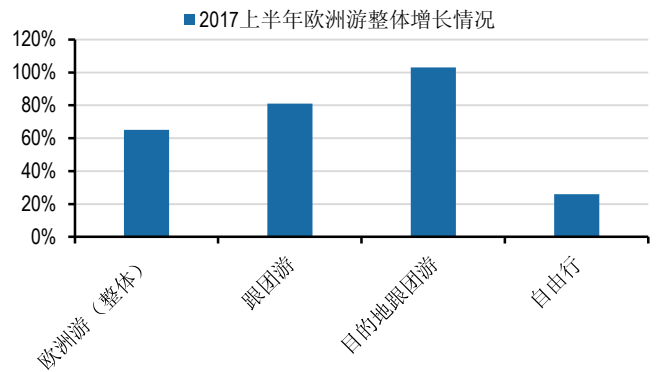
图12：欧洲游中法国仍为主要目的地，俄罗斯、西班牙增长最快



数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心



数据来源：中国旅游研究院，广发证券发展研究中心



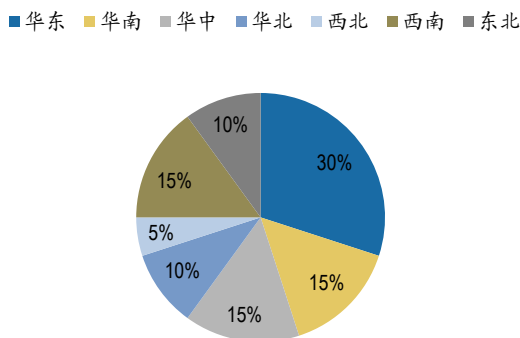
数据来源：中国旅游研究院，广发证券发展研究中心

客源地：二线城市崛起，三四线城市有望进一步挖掘

2016年排名前20位的出境旅游出发城市为：上海、北京、深圳、广州、杭州、成都、南京、天津、武汉、重庆、厦门、西安、长沙、昆明、青岛、沈阳、宁波、郑州、南宁、大连，每年的出境旅游人次都达到100万至200万，前20位的出境旅游城市中出境游人次占全国出境游总人次60%以上。出境旅游人数增长速度最快的前10名城市分别为珠海、南宁、合肥、郑州、长春、昆明、深圳、青岛、重庆、西安，华南、华东、西南地区增长较快。增速前10的城市仅有珠海为三线城市，大部分为二线城市，占比达到80%，三四线城市出境游潜力有望进一步挖掘。

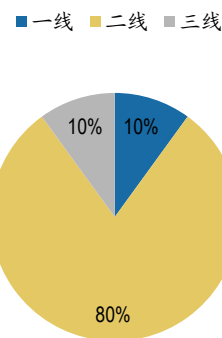
在欧洲游市场，客源从一线城市（北上广深）逐步向二三线城市渗透。2017年上半年，二、三线城市欧洲游客源合计占比达50%，超过一线城市。同时表现出了良好的增长，上半年二、三、四线城市分别实现了80%、56%、77%的同比增长，均超过一线城市增速。二三线城市已成为出境游旅行社布局的新重点。具体到各省份，江苏、上海、浙江、广东、北京赴欧洲游游客数居全国前五，其次是四川、湖北、福建、山东、辽宁、安徽、山西、广西、陕西、河北。目前，以上海、江苏、浙江为代表的华东市场比重超全国欧洲游份额的50%，同比增长74%。

图15：出境游出发城市华东地区占比30%



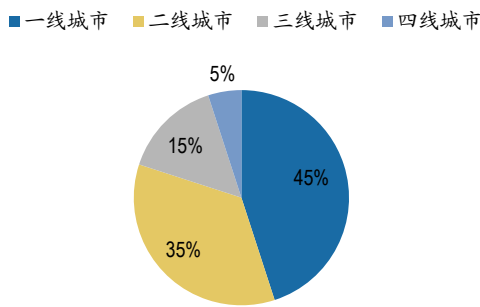
数据来源：中国旅游研究院，广发证券发展研究中心

图16：出境游增速前10名城市中有8家为二线城市



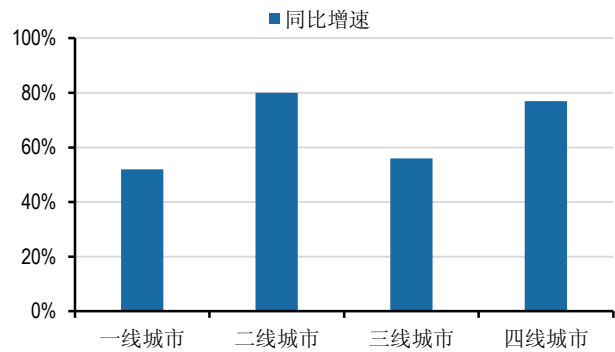
数据来源：中国旅游研究院，广发证券发展研究中心

图17: 2017H1二三线城市欧洲游客源占比50%



数据来源: 中国旅游研究院, 广发证券发展研究中心

图18: 2017H1二三四线城市欧洲游增速超过一线



数据来源: 中国旅游研究院, 广发证券发展研究中心

市场规模: 16年全国出境游营收有望超过2000亿, 多重利好因素助力市场规模不断扩大

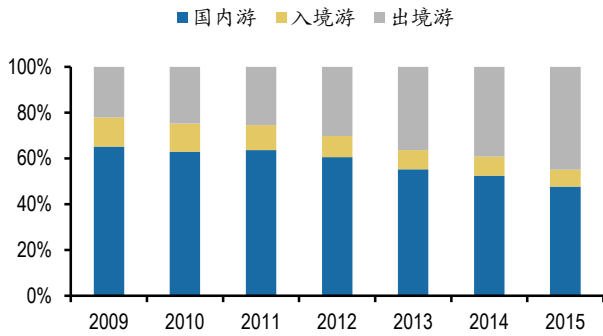
16年出境游营收有望超越国内游, 成为旅行社三大业务之首

2015年全国旅行社实现营业收入4189.01亿元, 其中旅游业务实现营业收入3747.77亿元, 实现利润198.79亿元。旅游业务中出境游业务营业收入1683.69亿元, 同比增长26.47%, 占全国旅行社旅游业务营业收入总量的44.93%; 出境旅游业务利润为88.16亿元, 同比增长37.69%, 占全国旅行社旅游业务利润总额的44.34%。

自2009年以来, 旅行社三大业务板块中, 国内游、入境游营收占比逐年下滑, 国内游业务营收占比自09年的65.26%下滑至15年47.77%, 入境游占比自09年的12.73%下滑至15年7.31%。而旅行社出境游业务营收和利润在旅游业务中的比重逐年增加, 目前均保持在44%以上的水平, 09-15年年复合增长率分别高达27.9%和23.2%, 明显快于入境游和国内游业务的增长。结合国家旅游局公布的全国旅行社接待人天数的增长率进行测算, 预计2016年出境游增长率约为21.92%, 出境游业务营收将达到2052.75亿元, 国内游业务增长率约为11.17%, 国内游业务营收将达到1990.21亿元, 入境游业务增长率约为0.98%, 入境游营收将达到276.51亿元, 根据测算, 2016年出境游业务营收有望超过国内游, 在三大业务板块中占比预计将达到47.52%, 首次占据旅行社三大业务营收首位。

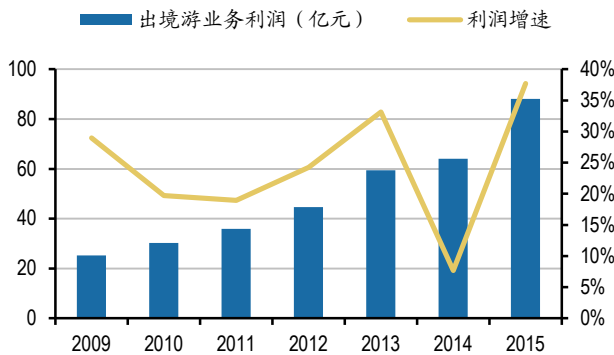
图19: 出境游营收占比提高, 占旅行社营收45%

图20: 16年出境游营收预计达到2052.75亿元

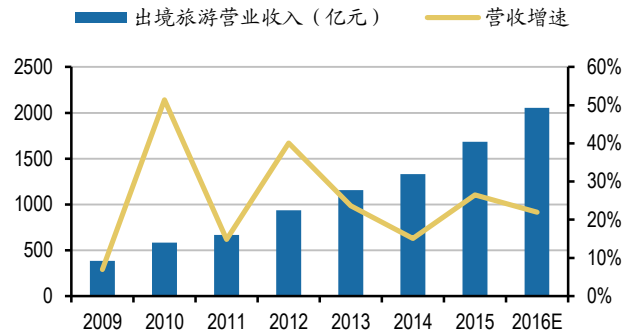


数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

图21：15年出境游业务实现利润88.16亿元

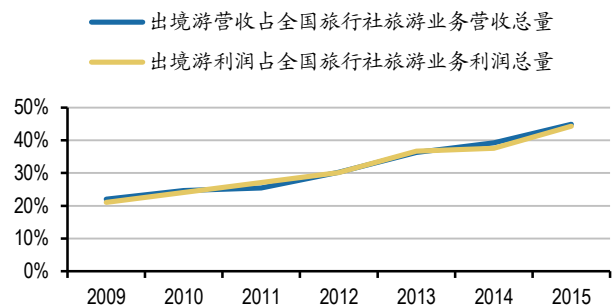


数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心



数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

图22：营收、利润占比逐年增加，均在44%以上



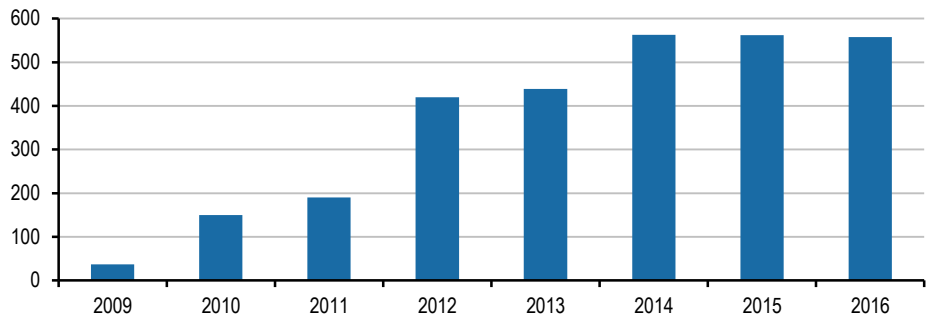
数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

出境游旅行社地区分布：主要集中于华北、华南、华东地区

我国旅行社出境游市场在2003年旅游市场复苏后，经营出境游业务的旅行社数量逐年增加，且在2010-2011年呈现加速趋势。2016年国家旅游局新增许可558家旅行社经营出境游业务，截至2016年底国家旅游局许可出境旅游业务的旅行社总计达到3752家，占有旅行社的比例由2007年的0.7%升至13.46%。

图23：16年新增558家出境游旅行社，出境旅行社行业规模不断扩大

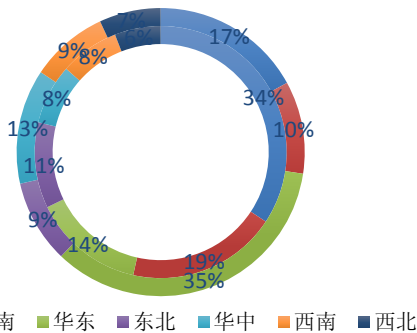
■ 新增出境游旅行社许可数量



数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

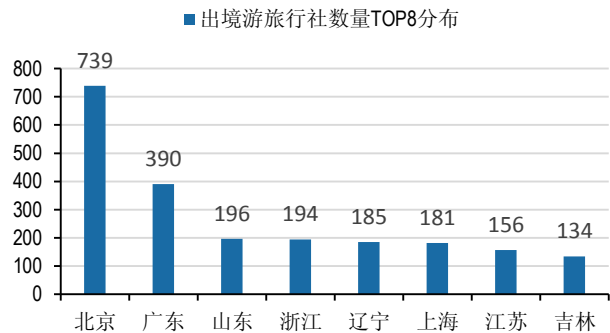
从旅行社的全国分布来看，主要集中在华东（34.74%）、华北（17.02%）、华中（12.88%）地区。而经营出境游业务的旅行社主要集中在华北（34.03%）、华南（19.02%）、华东（14.30%）地区。华南地区虽然旅行社总数占比仅为10.39%，但经营出境游业务的旅行社数量较多，主要集中在广东省。

图24：旅行社主要集中在华东地区，出境游旅行社则集中在华北地区



数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

图25：北京、广东等地出境游旅行社数据居多



数据来源：国家旅游局，广发证券发展研究中心

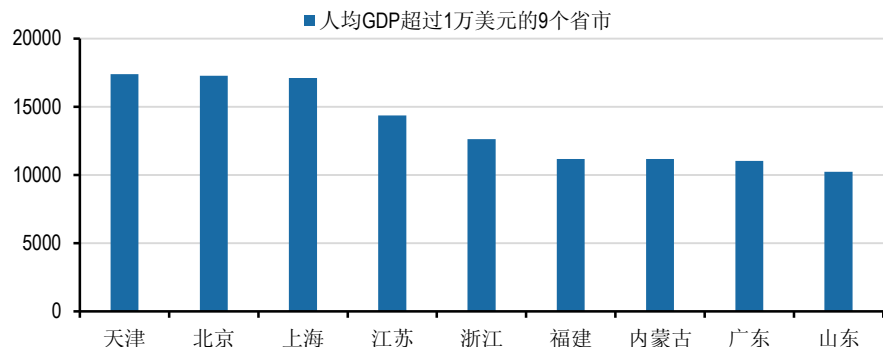
多重利好因素助力出境游持续增长

◇ 经济新常态下，9省人均GDP超1万美元，消费升级红利到来

中国经济呈现出新常态，从高速增长转为中高速增长，经济结构优化升级。2016年国内人均GDP约为8126美元，根据国际经验，当人均GDP从5000-8000美元向15000-20000美元过渡的阶段正是出境旅游爆发阶段，目前我国已有九个省市的人均GDP超过了10000美元，在2016年排名前20位的出境旅游出发城市中有一半的城市位于人均GDP超过10000美元的省市。其余大部分分布在5000-10000美元之间，未来位于这些省市的二三线城市将成为出境旅游增长的主力市场。虽然2016年旅行

社出境游市场增速仅为21.82%，增长有所放缓，但剔除港澳台游后的出国游增速为37.26%，仍保持较高的增长态势。随着我国经济的持续发展和人民生活水平的逐步提高，国民的消费意识和消费能力不断增强，消费升级的红利逐渐到来，基于我国庞大的人口基数，30年改革开放积累的大量的国民财富，出境游行业的潜力将不断释放。

图25：16年9个省市人均GDP超过10000美元



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

◇ 中产阶级消费升级，出境需求多样化

伴随着中产阶级消费需求升级，单纯的观光、度假不再是出国旅游的唯一目的，游学及留学教育、移民置业、旅游金融、健康医疗等各类出境服务需求将不断增加，出境服务市场将如目前的出境游市场一样在未来几年被持续打开扩大，具有广阔前景和发展空间。

◇ 签证政策放宽使出境游更为便利

2016年26个国家对华签证政策放宽，其中免签占比将近40%，塞尔维亚、马来西亚、厄瓜多尔、摩洛哥、汤加、塞舌尔六个国家对中国游客免签证，阿根廷、突尼斯、俄罗斯、秘鲁和智利则是“有条件免签”。其中欧洲国家中共有7个国家对华签证利好，包括2016年1月11日起，英国对中国游客放宽签证政策，中国游客可享受全新的2年多次入境访客签证。此外，法国、罗马尼亚、荷兰和西班牙也简化了签证手续，并加快签证办理时间。签证条件的逐渐放宽使得出境旅游变得更为便利，迎来了更为广阔的发展空间。

◇ 新增国际航线助力提升出境游客流

2017年各大航空公司相继开通了多条国际航线，大大提高了出境游的便利程度，有助于提高出境游客流的大幅提升。

表 2: 2017 年新增国际航线

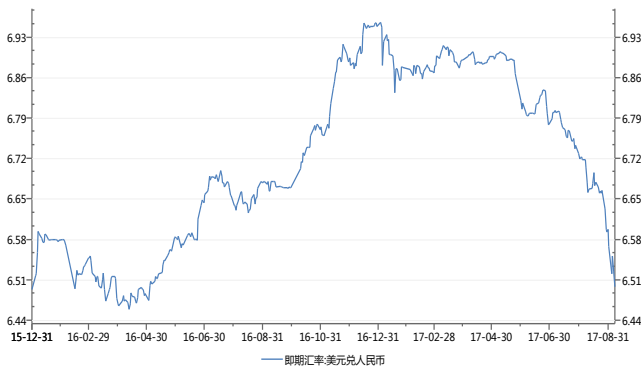
	航空公司	航线	计划开航时间
欧洲	天津航空	西安-伦敦	2017 年 5 月
	海南航空	深圳-伦敦	2017 年 8 月
		长沙-伦敦	2017 年 7 月
		成都-伦敦	2017 年 3 月
	首都航空	青岛-伦敦	2017 年 7 月
		杭州-成都-维也纳	2017 年 7 月
		杭州-北京-里斯本	2017 年 6 月
		北京-萨格勒布	2017 年 6 月
		青岛-俄罗斯	2017 年 6 月
	国航	杭州-武汉-圣彼得堡	2017 年 2 月
北京-雅典		2017 年 9 月	
北美	厦门航空	福州-纽约	2017 年 6 月
		厦门-洛杉矶	2017 年 6 月
	四川航空	成都-纽约	2017 年 8 月
	海南航空	重庆-纽约	2017 年 6 月
		长沙-纽约	2017 年 7 月
		成都-洛杉矶	2017 年 9 月
		北京-蒂华纳-墨西哥城	2017 年 1 月
		中国国航	重庆-洛杉矶
	东方航空	上海-休斯顿	2017 年夏秋季
	香港航空	香港-温哥华	2017 年 6 月 30 日
	加拿大航空	上海-蒙特利尔	2017 年 2 月 16 日
	首都航空	北京-墨西哥城	2017 年 1 月
澳洲地区	东方航空	西安-武汉-悉尼	2017 年 1 月 18 日
	首都航空	北京-青岛-悉尼	2017 年 3 月
亚洲地区	春秋航空	上海-宿务	2017 年 1 月
	越南航空	上海-富国岛	2017 年 1 月
	厦门航空	福州-沙巴(亚庇)	2017 年 1 月 9 日
	首都航空	重庆-万象	2017 年 1 月 22 日
	吉祥航空	上海-札幌	2017 年 1 月 19 日

数据来源: 搜狐网, 广发证券发展研究中心

◇ 人民币汇率不断走强

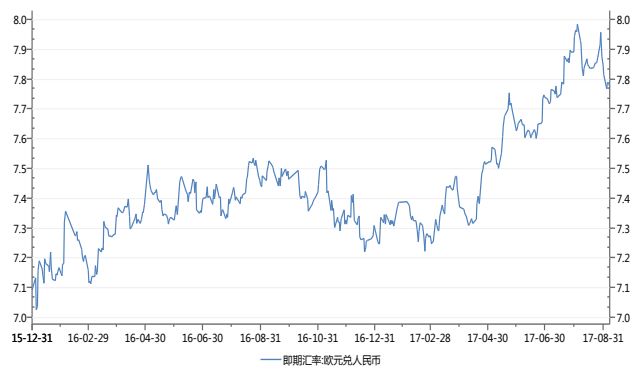
自2015年“8.11”汇改以来，人民币对美元以来经历了连续贬值之后，在2017年初开始进入回升阶段，贬值预期得到修正。上半年以来，受人民币中间价制度引入“逆周期因子”，人民币即期汇率自5月初的6.90上升到9月初的6.52。此外人民币兑欧元、英镑、日元呈现走强趋势，在人民币升值趋势下，赴欧洲、日本、美国等地出境游人数有望继续增长。

图26: 2017年人民币有望趋势逆袭



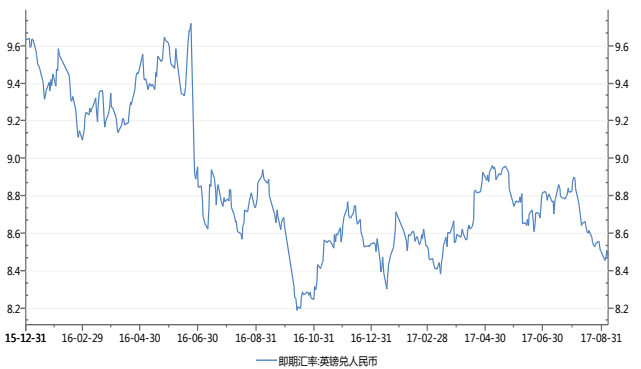
数据来源: Wind数据库, 广发证券发展研究中心

图27: 欧元贬值助力欧洲线复苏



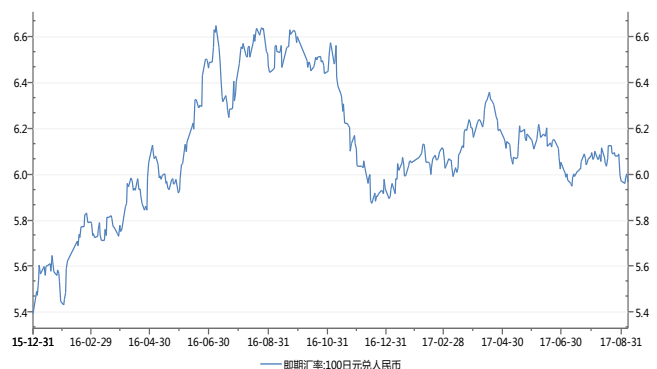
数据来源: Wind数据库, 广发证券发展研究中心

图28: 英镑贬值促进英国出境游客流增加



数据来源: Wind数据库, 广发证券发展研究中心

图29: 日元贬值预期促进日本消费出行



数据来源: Wind数据库, 广发证券发展研究中心

目前从出国游渗透率来看，全球各个发达经济体并没有统一标准，美国和日本人口规模较大，出国游渗透率分别为21.4%和13.3%，而韩国人口相对较少，出国游渗透率高达31.9%；目前我国国内人均GDP为8126美元，与发达经济体相比仍然相对落后，在剔除港澳台游后，出国游渗透率仅为4.2%。参照发达地区经验，国内出国游还处于起步阶段，从渗透率来看，保守估计未来可能至少还会有2-3倍的增长空间，经济增长和签证放宽、新增航线、汇率利好因素将驱动出国游市场的长期繁荣。

2016年出境游市场规模有望达到2000亿元，预计未来五年将保持20%左右的行业增速，市场规模将达到5000亿元。而剔除了港澳台后的出国游预计未来五年将保持30%左右的增速。

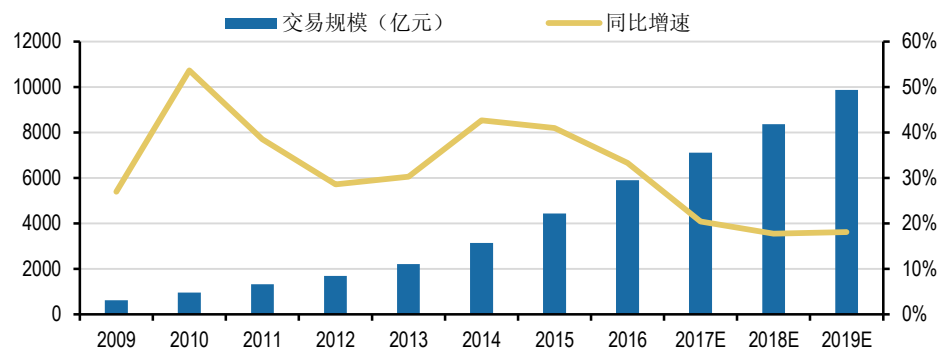
线上旅行社：跟团出境游线上比重约 15%，龙头占有率正在提升

市场规模：16 年在线出境游交易额 519.36 亿元，同比增长 40.82%

2016 年中国在线旅游市场交易规模为 5903.6 亿元，较上年同比增长 33.3%，增速有所放缓，预计 2019 年我国在线旅游市场交易规模将达到 9875.9 亿元。在线旅游市场交易结构当中，度假交易额占比逐年上升，2016 年在线度假市场交易规模为 974.4 亿元，占在线旅游市场比重为 16.5%，较 2015 年上升 0.9 个百分点。在线度假游市场中，其中出境游市场交易额为 519.36 亿元，较上年同比增长 40.82%，2010-2016 年连续六年复合增长率 65.15%，占在线度假市场的 53.3%。

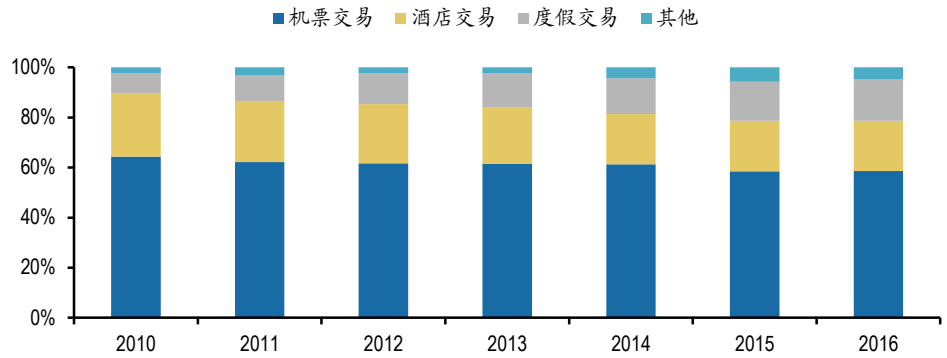
2016 年，在线出境游用户规模已达到 0.46 亿人，较 2015 年同比增长 91.7%。预计到 2018 年，中国在线出境游用户规模将达 1.04 亿人。随着出境游人数的稳步增长，出境游业务占旅行社营收比重不断提高，各大旅行社都在加码出境游市场，在线出境游市场在 2016 年迎来较快速度的增长，线上旅游平台以及工具的逐步完善，在线用户快速积累，用户红利有望持续释放。

图 26：16 年在线旅游交易规模 5903.6 亿，同比增长 33.3%



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

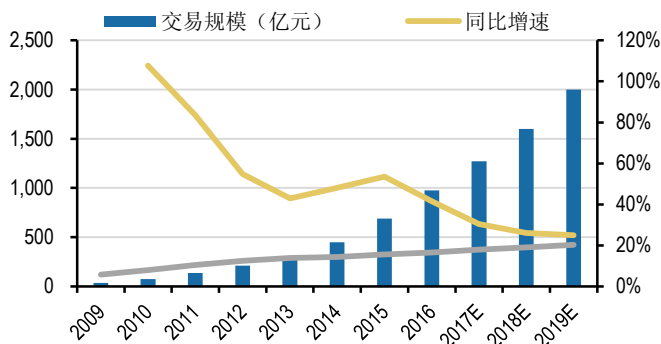
图 27：机票交易占在线旅游半壁江山，度假交易份额持续扩大



数据来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

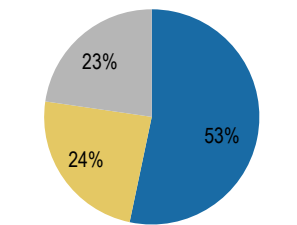
图28: 16年在线度假游交易规模974亿, 占比16.5%

图29: 在线度假游中出境游占比53%



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

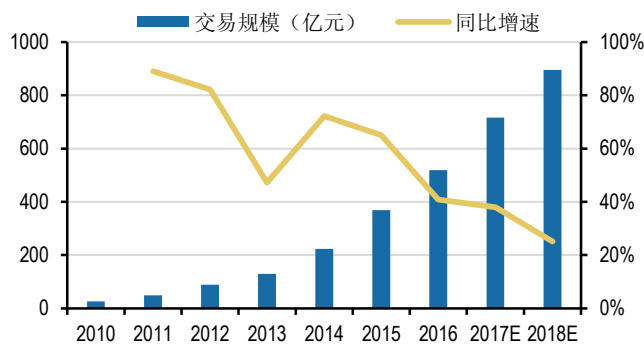
图29: 在线度假游中出境游占比53%



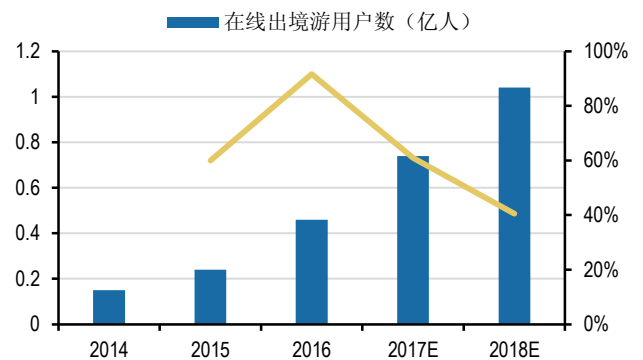
数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图30: 16年出境游市场交易额519亿, 同比增长41%

图31: 16年在线出境游用户0.46亿人, 同比增长92%



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心



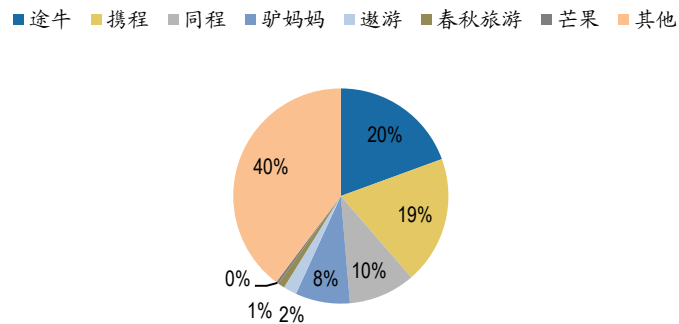
数据来源: 艾媒咨询、广发证券发展研究中心

市场份额: 行业集中度不断提高, 途牛、携程位居前两位

◇ 在线度假市场行业集中度不断提高, 交易进一步向龙头企业聚集

目前，整个在线度假市场行业集中度在不断提高。2016年前六大在线旅行社占据了59.8%的市场份额，而2015年占比为55.8%，可以看出市场交易进一步向大型旅游企业集中。借助互联网平台和移动端的快速发展，在线旅行社在出境游用户的获取和积累、目的地咨询、交易、服务等方面相对于传统旅行社都更具优势，这也促使线上线下资本运作、战略合作更为频繁。自2015年以来，携程网通过并购艺龙网和去哪儿网、控股旅游百事通等一系列资本运作，目前已发展成为最大的在线旅游运营商，在机票、酒店领域一直处于龙头地位。途牛网则通过精准定位，凭借在线订购旅游线路模式以及兼有传统旅行社的线路优势，在在线度假市场走出了自己的一片天地。目前在整个在线度假市场交易规模中途牛的市场份额已做到了该领域的第一，携程、同程次之，占比分别为19.4%、19.2%和10%。面对行业新一轮洗牌，携程也在不断拓展其休闲度假业务，并通过入股途牛、同程，打造携程系，未来通过加强资本运作，整个行业市场份预计将进一步向携程系集中。

图32: 途牛、携程、同程占据在线度假游领域前三甲



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

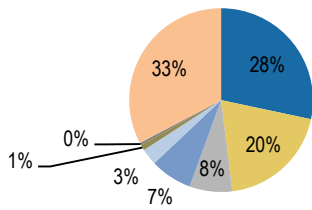
◇ 途牛凭借跟团游优势跃居在线出境游首位，携程瞄准增长潜力更大的自助游领域有望进一步提升市场份额

携程、途牛二者目前在在线度假领域市场占有率相差不大，途牛仅0.2%的微弱优势占据行业首位，但在跟团游和自助游领域二者侧重各有所不同，途牛着力布局跟团游业务，携程则瞄准增长潜力更大的自助游市场。2016年途牛跟团游业务实现营业收入99.27亿元，同比增长34.89%，以28.3%的市场份额位居在线旅游度假跟团游市场首位，携程、驴妈妈分别以19.7%、7.5%的市场份额占据第二、第三位。在自助游市场中，携程则稳居首位，市场份额为18.8%，途牛、同程次之，市场份额分别为12.4%、12.0%。

图33: 途牛、携程、驴妈妈占据跟团游领域前三甲

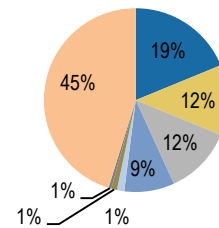
图34: 携程以19%的市场份额位居自助游首位

■ 途牛 ■ 携程 ■ 驴妈妈 ■ 同程
■ 遨游 ■ 春秋旅游 ■ 芒果 ■ 其他



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

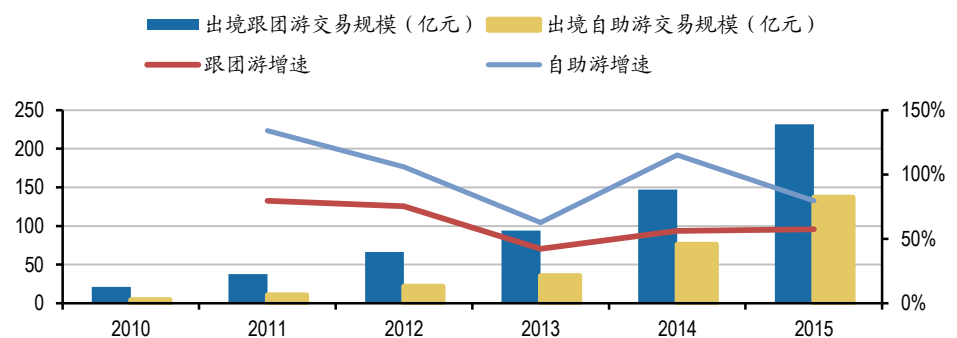
■ 携程 ■ 途牛 ■ 同程 ■ 驴妈妈
■ 遨游 ■ 春秋旅游 ■ 芒果 ■ 其他



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

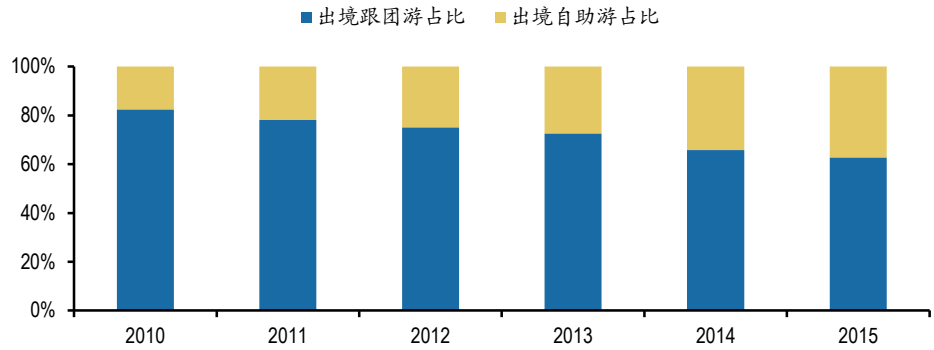
对于在线出境游，用户选择仍然以跟团游方式为主，而自助游规模也在迅速扩张。2015年在线出境跟团游交易规模达231.6亿元，同比增长57.5%，占在线出境游市场规模比重高达62.8%。而自助游交易规模为137.2亿元，同比增长79.5%，占比为37.2%。近几年随着出境游用户快速增长，对于大多首次出境或出境次数较少的用户依然会保守选择跟团游，同样还会存在一些因自助游体验不佳而重新选择跟团游的用户。相较于自助游，跟团游在签证办理、出行规划、目的地接待方面都更具优势，因此跟团游仍然是最主要的出境游方式。由于途牛在跟团游业务方面的市场优势，自然使得其在以跟团游为主的在线出境游领域稳居行业第一，市场占有率高达24.2%。另一方面，自助游的快速增长，也体现出了未来在线出境游的发展方向，随着出境游目的地服务越来越完善，有多次出境游经历或追求个性化体验的年轻群体更倾向于选择自助游方式，提升出游体验，这也给以自助游见长的携程在出境游领域的扩张带来了更多的机遇，目前携程以19.2%的市场份额位居行业第二，未来随着越来越多的用户选择自助出境游方式出游，将助力携程进一步提升其在线出境游市场份额。

图35：在线出境游中，仍以跟团游为主，自助游规模迅速扩张



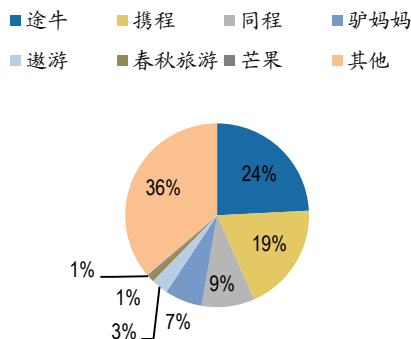
数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图36：跟团游占在线出境游市场份额62.8%



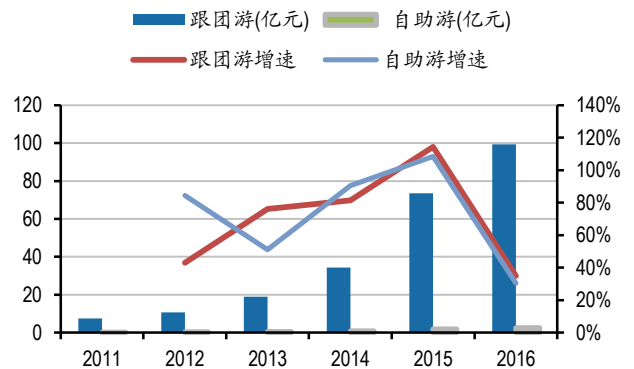
数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图37：途牛以24%的市场份额跃居在线出境游首位



数据来源：艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图38：16年途牛跟团游实现营收99亿，增速35%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

战略布局：加速落地，不断加强资本运作、战略合作，线上线下融合加快

◇ **业务：携程、同程致力打造综合在线预订服务，途牛精准定位旅游产品**

携程作为目前中国最大的旅游集团和在线旅游公司，主要经营航空售票、酒店预订、包办旅行、商务旅行等业务，其中机票、酒店在总营收中占据主要地位，2017年1季度占比分别为47.25%和34.02%，而包办旅行和商务旅行占比仅为11.53%和2.37%，对公司的营收贡献较低。

途牛作为专业的旅游产品预订门户，精准定位于旅游线路的订购服务，并以跟团游业务为主，2016年在其总营收中占比高达94.11%。基于供应链和用户体验实施多元化战略，途牛一方面加强融资合作，接受海航、京东投资，依托海航布局大交通，联合京东旅行发展B2C在线预订；另一方面通过收购浙江中山国旅、天津经典假期、五洲行等旅行社，建立海外服务中心，加强目的地资源掌控。同时顺应行业发展趋势，不断拓展“旅游+”业务，通过建立保险经纪公司、开放分期旅游服务、提供牛担保、牛对兑服务等发展出境金融。

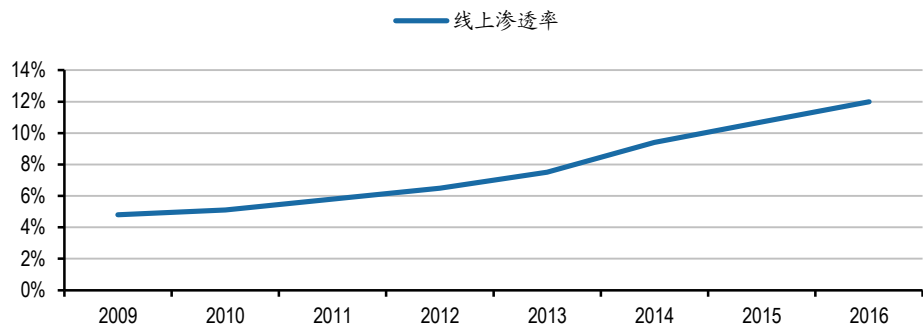
与携程类似，同程经营范围主要涉及酒店、机票、景区门票、演出门票、城市租车

以及境内外在线旅游等项目的综合预订服务。目前掌握着国内外12万家酒店，全国所有航线机票，8000多家景区门票，200多个城市租车预订等资源。其中，景区门票预订业务在国内OTA中高居榜首，相比之下出境游业务市场占有率较低。

◇ 战略布局：加速落地，加强资本运作、战略合作，与线下旅行社打造竞合关系

目前旅游企业线上线下融合加快，企业也呈现出愈加开放合作的态势，在微观层面持续竞争的同时，在宏观层面加强资本运作、战略合作，出境游市场集中度进一步提高。2016年在线旅游线上渗透率仅为12%，线下交易仍然占据绝对优势地位，巨大的线下市场空间吸引着众多OTA纷纷转战线下，加速落地。

图39：2016年旅游市场交易线上渗透率仅为12%



数据来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

携程：2016年，针对国内市场，携程逐步向线下渗透，合并去哪儿度假和投资旅游百事通，入股众信旅游，不断加快二三线城市布局，全面实施“落地战略”，开设5500多家线下门店，线下渠道涵盖五省市，全国预约签约数超350家。海外业务方面，携程通过收购天巡，投资美国三家旅行社，布局出境游线下市场，整合全球资源，加快国际化布局。携程通过在国内以及海外一系列的资本运作，不断强化其旅游度假业务，预计将大幅提升其旅行业务的营收占比，同时其在机票、酒店业务领域积累的客源也将推动公司旅行业务的发展，并在充分发挥其在自助游领域优势的基础之上，进一步提高其出境游业务市场占有率。

途牛：途牛于2014年也开始布局线下，目前已将区域服务中心拓展至近200家，基本覆盖一二线城市，并已延伸至三四五线城市。预计未来途牛将继续发挥其跟团游业务优势，并通过融资合作、对外收购、“旅游+”业务拓展，强化市场竞争力，维持现有行业地位，继续扩大市场份额。

同程：为顺应行业趋势，同程从2015年开始试水线下，在全国200多个城市布局网店，成立300多家线下体验店。2016年6月同程旅游对外宣布将分拆为两大板块——同程网络和同程国旅，为将同程国旅打造成国内大型的线上线下融合旅行社，2016年末同程旅游宣布将合并万达旅业，万达旅业收购了12家旅行社，年营收规模在120亿元以上，预计合并重组完成后，同程旅游2017年将产生盈利，2018年营收将超过500亿，净利润超过20亿，通过与万达旅业的合并重组，同程旅游将进一步加强线上

与线下相结合的优势。

OTA大举进军线下市场，必然会给传统旅行社带来冲击。一方面，线上旅行社加入线下竞争后，会瓜分一部分客流；另一方面，线上旅行社价格透明化，给线下旅行社的顾客创造了讨价还价的机会，进一步压缩了线下旅行社的利润空间。但考虑到传统旅行社积累形成的资源优势和本土化优势，其多年建立起来的品牌口碑和客户、产品等线下资源并不会轻易遭受冲击，因此目前线上旅行社与传统旅行社之间呈现出的是一种更加深度的竞合关系。

线下旅行社 前三大出境游旅行社占据 10% 市场份额， 众信居于首位，凯撒盈利、增长表现最优

市场份额：众信出境跟团游市场占比 4.5% 升至行业首位，国旅、青旅等占有率有所下滑

目前国内传统旅行社中经营出境游业务的旅行社主要有众信旅游、凯撒旅游、中国国旅、中青旅、港中旅、锦江旅游、岭南控股旗下的广之旅旅行社以及携程控股下的华远国旅。

◇ **市场份额：众信、凯撒不断上升，国旅、中青旅呈现下滑趋势**

众信旅游：于2016年7月组建了“众信旅游集团”，主打出境游业务，15年通过收购竹园国旅，实现并表收入，出境游批发业务营收同比增长131.82%，出境游业务首次超过中国国旅。16年出境游业务实现营业收入92.43亿元，其中批发业务占比80.5%，众信旅游已发展成为国内领先的大型出境旅游运营商，其出境游业务在各大上市旅行社出境游总营收中的比重以及在全国出境游业务总营收的比重均逐年上升，目前在全国出境游业务总营收中占比为4.5%，居于首位。2017年上半年出境游批发业务和零售业务分别实现营业收入38.75亿元和7.69亿元。

凯撒旅游：市场份额也在逐年上升，2016年出境游业务实现营收48.35亿元，其中零售业务占比81.67%，目前凯撒旅游出境游业务在全国出境游市场中占比为2.36%。2017上半年旅游服务营收29.2亿元，同比增长31.74%，毛利率高达13.85%。

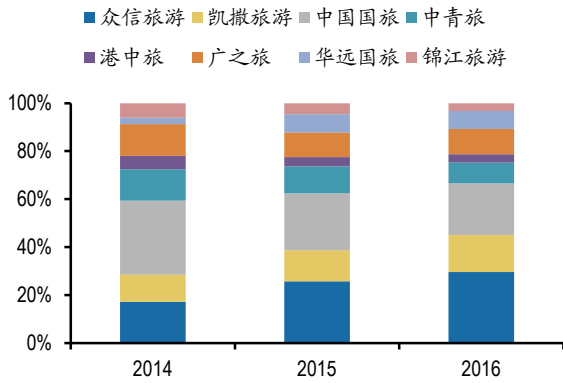
中国国旅：近年来出境游业务市场份额一直在收缩，目前市场占有率为3.26%，较2011年下滑了2.51个百分点。

华远国旅：市场份额2015年大幅提升，较上一年提升0.9个百分点，市场占有率为1.13%，主要得益于股东增资、组建在线业务部门以及公司开始布局华东华南地区等经营策略，出境游业务实现营收22.12亿元，同比增长302.87%。

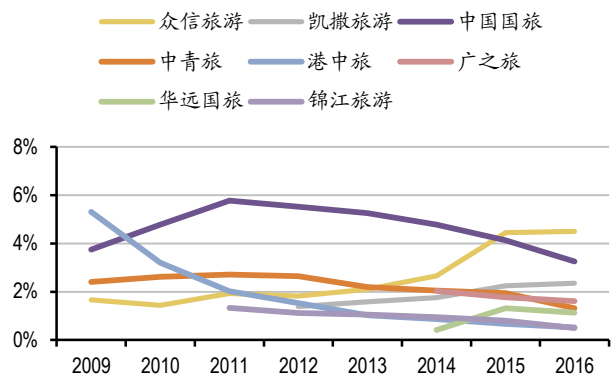
此外，中青旅、港中旅、广之旅、锦江旅游市场份额均呈现下滑趋势，目前市场占有率分别为1.32%、0.52%、1.61%和0.5%。

图30：众信、国旅、凯撒位居出境游前三

图31：众信、凯撒市场占有率不断提升

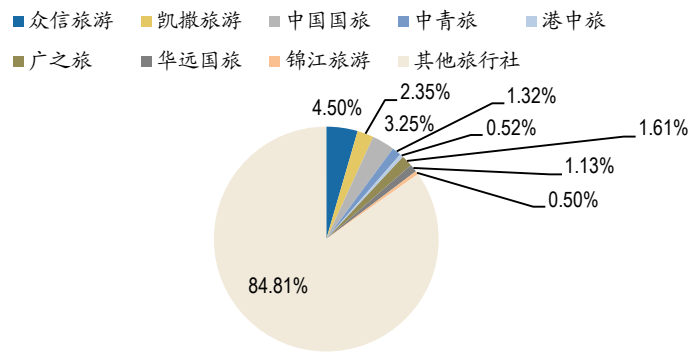


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图32：16年众信旅游市场占有率4.5%，位居行业榜首

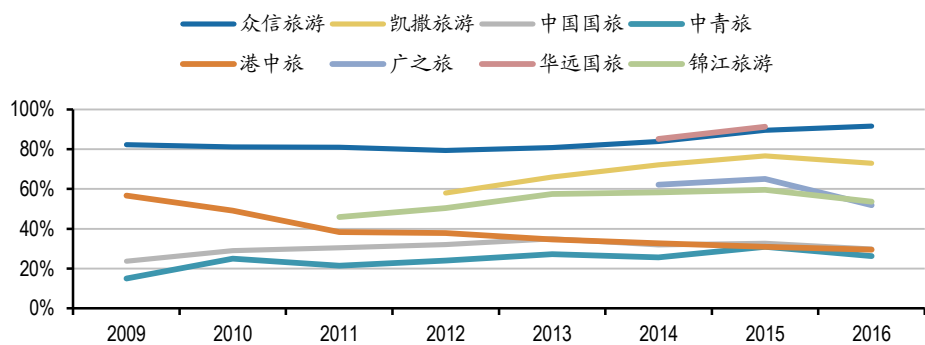


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

出境游营收占比：众信、华远国旅出境游业务在总营收中占比90%以上

2016年众信旅游出境游业务在公司总营收中占比高达91.48%，2017年上半年占比达到92.04%。华远国旅2015年出境游贡献营收占比也在90%以上，且均呈现上升趋势。凯撒、广之旅和锦江旅游出境游营收占比则在50%-70%。中国国旅、中青旅以及港中旅则在25%-30%之间，均较上年有所下滑。

图33：16年众信、华远国旅出境游业务在总营收中占比90%以上

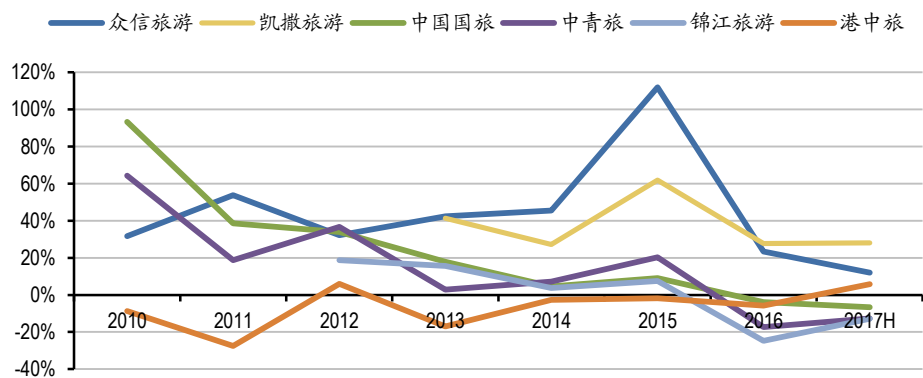


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

◇ 出境游营收增速：16年行业整体增速放缓，凯撒逆势而上实现同比增长28%

16年在出境游行业整体承压背景下，凯撒旅游出境游营收依然实现了27.79%的增速，增长表现优于其他各大旅行社。其他旅行社受行业增速放缓影响，16年均呈现负增长，中国国旅16年为首次负增长，较上年下滑了3.81%；锦江旅游、中青旅下滑明显，分别较上年下滑了24.68%和17.26%。2017年出境游开始回升，上半年众信出境游批发业务和零售业务分别同比增长13.11%和6.82%，凯撒旅游出境游业务同比增长28.1%。

图34：16年行业整体增速放缓，凯撒逆势而上实现同比增长28%

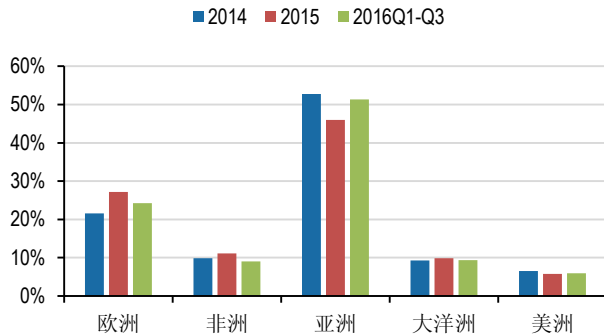


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

◇ 旅游目的地：众信奉行均衡战略，凯撒、华远国旅大力布局欧洲游市场

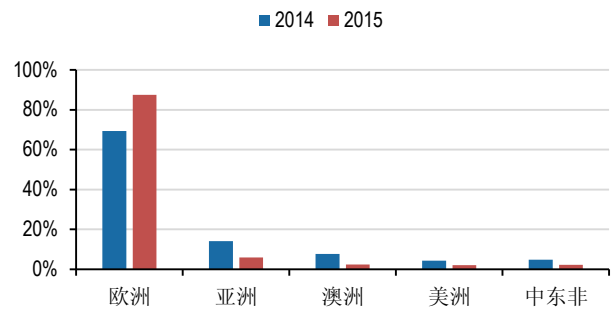
从旅游目的地来看，广之旅主要布局于亚洲游和欧洲游市场，2016年前三季度两大市场实现收入分别为12.79亿元和6.04亿元，占比分别为51.35%和24.24%。华远国旅则大力布局欧洲游，特别是2015年华远国旅将业务重心聚焦在欧洲线路业务上，不断加强在该线路的竞争优势，因此2015年欧洲线业务实现收入20.25亿元，较上年同比增长396.31%，占出境游业务营收87.56%。众信旅游奉行目的地均衡战略，打造东南亚、美洲、俄罗斯等多目的地的产品。随着对泰国、东南亚海岛等产品开发的持续加大，亚洲产品占比大幅提升，目前亚洲产品销售额已经占到公司出境游产品的近40%。美洲方面，借助东航、国航等航空公司直飞美国的航班数量和落地城市点的增加，公司相应推出8个美国系列产品及美洲阿拉斯加航线邮轮产品，产品收入增长达77%。欧洲方面，公司着重布局俄罗斯，俄罗斯产品收入增长90%。而凯撒旅游则着重布局于欧洲地区，根据公开数据显示，2014年其欧洲游业务占比已达到40%以上。除欧洲地区外，凯撒旅游还与日本、以色列等国旅游局达成多项战略合作，与目的地管理机构共同研发包括购物、美食、健康、户外体育等主题在内的深度旅游产品；在非洲、南太等一些地区组织销售新的特色精品线路。2017年上半年赴欧洲整体出游情况较2016年同期增长65%，其中跟团游增长81%，目的地跟团游增长率高达103%，欧洲线呈现全面复苏态势。跟团游在欧洲市场依然是主要旅游形式，考虑到凯撒旅游、华远国旅、众信旅游在欧洲游业务方面的布局，欧洲线的复苏有望推动三者业绩进一步增长。

图35: 广之旅主要布局于亚洲游和欧洲游市场



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图36: 华远国旅欧洲游业务占比87.56%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

◇ 客源地: 中国国旅、凯撒、众信、华远国旅主要布局华北、华东地区

众信旅游客源地主要集中于北京、华东、中原大区, 实现收入分别为44.4亿元、25.46亿元和11.65亿元, 占公司总收入43.94%、25.2%和11.53%。同时, 众信旅游不断向其他地区扩张, 以提高市场份额, 批发业务方面, 众信以广州、深圳分公司为依托, 向华南市场扩张, 但华南市场此前已被港中旅、广之旅等旅行社占领, 扩张进程相对缓慢; 零售方面, 实现了华北市场一体化布局运营, 加强上海零售市场建设, 布局武汉、西安、南京、杭州等部分二线城市, 以点带面, 逐步布局全国重点区域。凯撒旅游营收主要来源于华北、华东、华南地区, 占比分别为59.66%、11.85%和10.19%。近年来, 凯撒旅游开始大力布局西南和华东地区, 16年公司西南和华东地区的业务增长较快, 收入增幅分别达到106.1%和66.5%, 西南地区业务刚刚起步, 虽然增速较快, 但市场份额远不及四川康辉、宝中旅游等旅行社。广之旅客源地则主要集中于广东省内部, 近三年历年占比均在99%以上。华远国旅营收则主要来源于北京、华东和华南地区, 2015年占比分别为28.56%、41.37%和13.86%。从各家旅行社的全国布局来看, 不同地域市场已形成大型旅行社市场集中的格局。中国国旅、中旅总社、凯撒旅游、众信旅游、华远国旅等旅行社主要布局于华北、华东出境游市场; 上海国旅、上海锦江国旅、上海春秋国旅等旅行社主要布局于华东出境游市场; 港中旅、南湖国旅、广之旅等旅行社主要布局于华南出境游市场; 四川康辉、宝中旅游、四川海外、重庆海外等旅行社则主要集中于西南出境游市场。

图37: 众信旅游营收主要来源于北京、华东大区

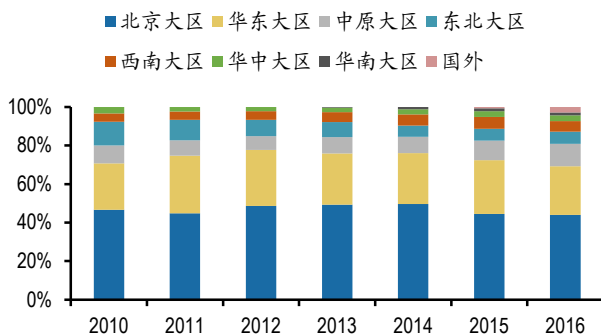
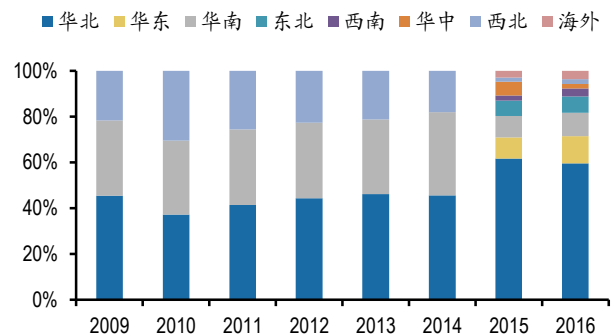


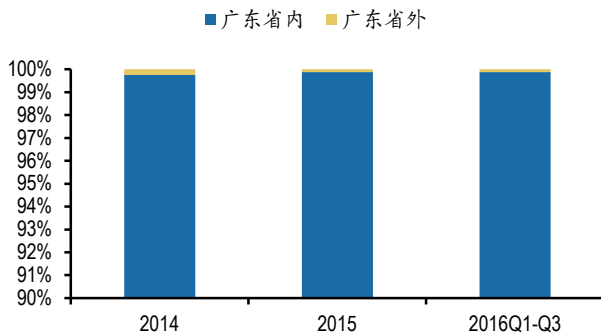
图40: 凯撒旅游营收主要来源于华北、华东地区



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

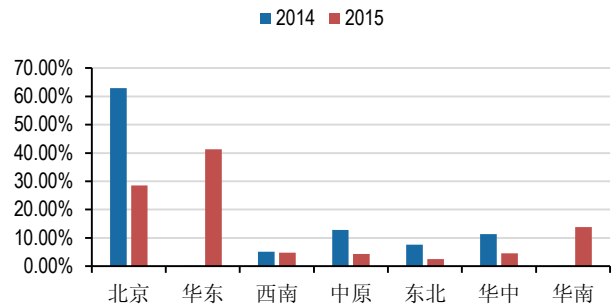
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图41：广之旅客源集中于广东省，占比99%以上



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图40：华远国旅客源集中于北京、华东和华南地区



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

出境游盈利：凯撒出境游毛利率 14%位居行业首位，广之旅、众信、华远国旅 10%左右

自2010年全国出境游业务利润率一直徘徊在4%-6%之间，2015年为5.24%，较上年提升0.43个百分点，整体利润率水平偏低。从各旅行社出境游业务的盈利情况来看，凯撒旅游毛利率较高，近两年在14%以上，广之旅、众信、华远等毛利率约10%，而中青旅、锦江旅游、中国国旅毛利率水平则相对较低，维持在5%-8%的水平。

凯撒旅游：虽然目前营收规模相对较小，但盈利情况在其中表现相对较好，近两年毛利率均在14%以上，2016年毛利率为14.06%，且自2012年以来在各大出境游旅行社中一直位居首位。广之旅、众信旅游、华远国旅毛利率水平则保持在10%左右的水平。

众信旅游：众信旅游毛利率水平近几年相对比较稳定，维持在10%左右的水平，变动幅度不大；2017年上半年出境游批发业务和零售业务毛利率分别为8.81%和15.08%，同比分别提升0.88、1.51个百分点。

广之旅：2016年8月岭南控股收购了广之旅旅行社，广之旅作为广东省第一大旅行社，是华南地区出境游主要供应商，2016年实现营业收入 479,895.81 万元，同比增长 4.54%，净利润 6,160.96 万元，同比增长 17.51%；

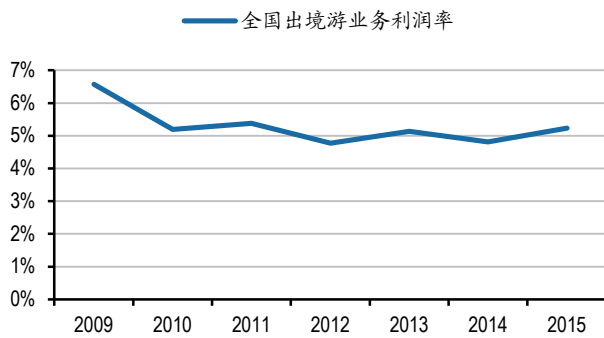
华远国旅：2015年毛利率大幅提升，同比上升7.72个百分点，主要受益于华东华南业务量激增以及业务量增加导致与上游供应商议价能力提升，进而导致毛利率升高。

中青旅、锦江旅游、中国国旅：毛利率水平则相对较低，维持在5%-8%的水平，中国国旅在上述旅行社中毛利率水平最低，2016年为5.9%，且近几年一直处在低位，较09、10年的水平呈现明显的下滑。

对于未来盈利增长潜力，参照目前全球最大的旅游集团途易的发展来看，途易的业务格局涉及旅游、酒店和邮轮三大板块，其全产业链的发展模式极大地增强了公司的综合竞争力，使其毛利率水平在过去几年欧洲旅游市场增长疲软相对萧条的背景

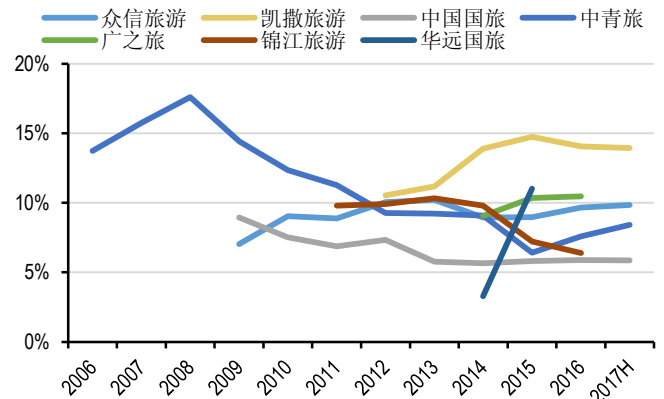
下仍能有所提升，从08年的8%增长至14年的12%，目前维持在11%的水平，显示出了掌控上游资源且批零一体化发展所带来的成本优势。2017年在国内欧洲游市场强劲复苏的趋势下，正在向全产业链模式转型的凯撒旅游毛利率有望维持现有水平或略有增长，而在批发零售方面双向发力的众信旅游随着规模效应的显现，盈利能力预计将得到进一步提升。

图42: 15年全国出境游利润率为5.24%



数据来源: 国家旅游局, 广发证券发展研究中心

图43: 凯撒出境游盈利水平居于各旅行社首位



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

战略布局: 资源、渠道双向发力, 积极布局旅游+业务, 力求实现全产业链

在市场竞争驱动下, 传统线下旅游集团积极进行产业链拓展, 一方面通过自建或投资收购等方式获得上游资源产权和经营权向资源端或渠道段等产业链前端拓展, 另一方面则通过与批发旅行社合并、在线旅游与线下旅行社战略合作等方式实现横向拓展, 达成渠道互补。

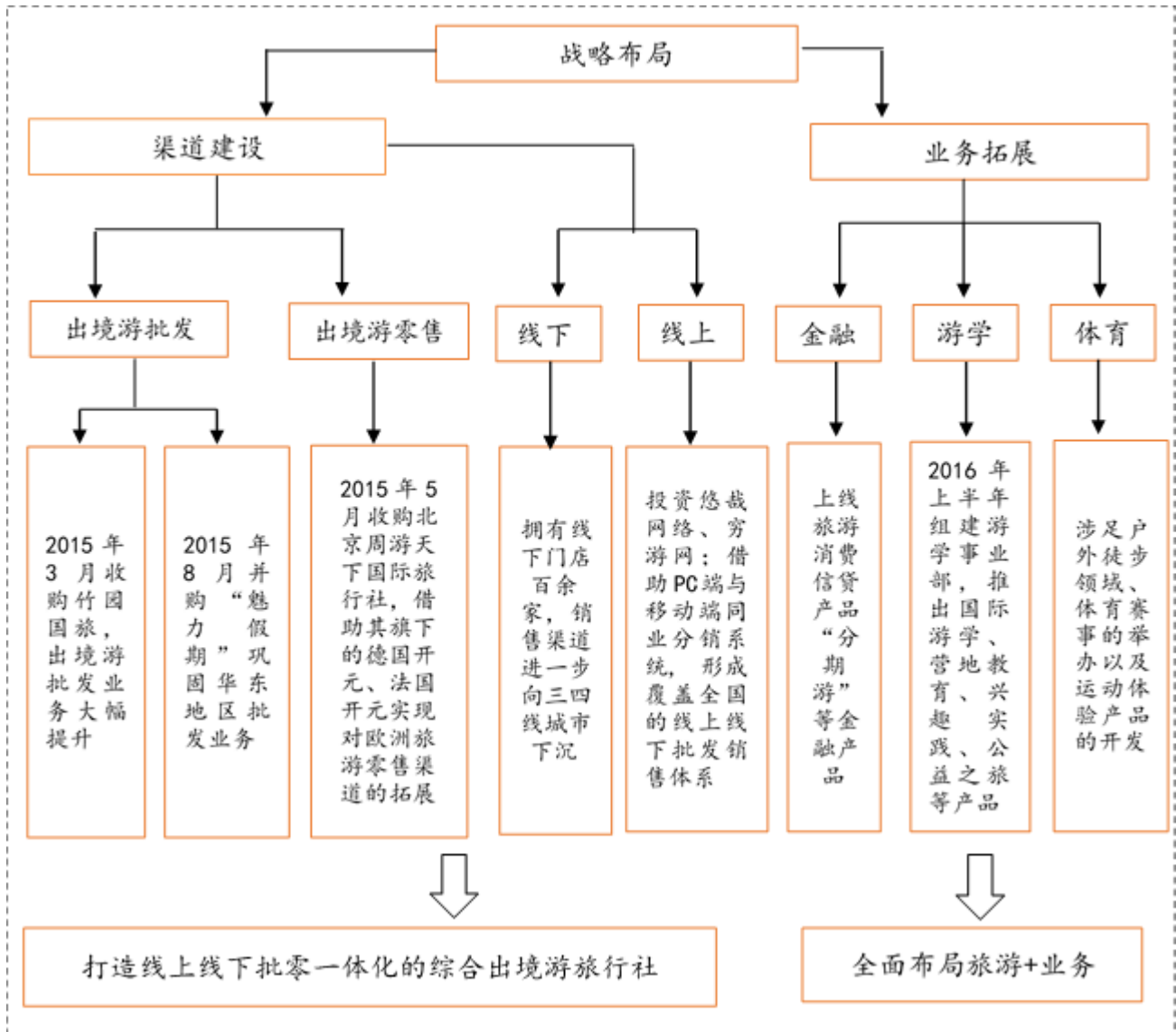
众信旅游: 通过收购不断扩张批发、零售渠道, 逐步进军旅游金融、游学、体育旅游领域

2015年3月众信旅游收购竹园国旅, 增强了公司在资源采购、产品研发上的规模优势, 大大提高了出境游批发业务的营收规模。竹园国旅在被众信旅游收购时, 原股东对2014-2016年三年的业绩承诺业绩完成率分别102.25%、102.40%、104.90%, 截至2016年12月31日竹园国旅资产未发生减值。同年8月又并购了华东地区以短线出境游批发见长的“魅力假期”, 这一并购有利于提升公司对上游资源的议价能力, 进一步降低公司在东南亚及海盗市场的采购成本。在零售业务领域, 通过收购北京周游天下国际旅行社, 借助其旗下的德国开元、法国开元实现对欧洲旅游零售渠道的拓展。

在业务布局方面, 众信旅游将重点聚焦在旅游+金融、海外游学、体育旅游领域。特别是在游学领域, 2016年上半年, 众信旅游组建了游学事业部, 推出国际游学、营地教育、兴趣实践、公益之旅等产品。当前我国游学行业的渗透率较低, 与成熟国

家相比，仍有较大提升空间，特别是随着人们生活水平的不断提高以及政策鼓励，游学日益成为不少家庭的“刚需”产品，预计未来我国游学市场增长潜力巨大。众信旅游提早布局游学领域，有望借助整个行业增长，逐步扩大市场份额，贡献业绩增长。

图44：通过收购不断扩张批发、零售渠道，进军旅游金融、游学、体育旅游领域



◇ 凯撒旅游：依托上游资源优势，拓展“旅游+”全产业链模式，重点打造体育旅游板块

凯撒旅游作为全产业链出境游运营商，依托丰富的旅游上游资源、行业内领先的产品研发和专业运作能力、广泛的线上及线下销售渠道以及较强的旅游目的地服务和运营能力，进而能够高效地将产品采购、研发、管理、推广、服务与自身销售网络相结合。2016年，公司资本运作发力，通过参与易生金服B轮融资，搭建旅游金融服务平台；通过收购浙江出境游龙头天天商旅，进一步扩大了华东市场占有率，依托浙江为上海邮轮母港输送游客，支撑邮轮战略；另一方面投资航班管家，打造移

动端航旅产品，与首都航空“机票+景区”资源对接，增加线上销售入口，开拓线上销售渠道；此外，还与易生小贷合作推出出境游及出境服务的消费分期产品及服务。凯撒旅游通过投资航班管家、参与易生金服B轮融资、参股乐视体育、收购天天商旅等一系列资本运作，拓宽了上下游产品渠道，将旅游与金融结合，形成协作合力。

在业务领域，凯撒旅游明确将体育旅游、户外旅游作为重要市场，在旅游+体育业务板块精准发力。其户外旅游涉及徒步、骑行、马拉松等几大专业领域，国际户外目的地新增美国西海岸黄石大峡谷、冰岛火山、英格兰乡村海岸等。体育观赛类产品继去年推出的西甲和英超等足球观赛类产品后，又相继推出了网球四大满贯赛事、篮球NBA全明星等观赛类新品。自主研发的海外赛事门票销售频道在奥运票务销售中投入使用，大幅提高爱好者选票满意度及产品销售效率，为未来进行海外赛事分销平台建设打下技术基础。作为休闲旅游的重要组成部分，体育旅游近年来在居民消费升级背景下发展迅猛。根据联合国世界旅游组织的数据，体育旅游以每年14%的速度快速增长，是全球旅游市场中增长最快的细分行业，超过旅游产业4%-5%左右的整体增长速度，而根据国家旅游局测算，我国体育旅游产业年增长速度高达30%~40%，体育旅游领域投资增速近两年均在60%以上。尽管增长迅猛，但体育旅游在我国的市场空间才刚刚打开，亟待开发。目前中国体育旅游仅占旅游行业总产值的5%，而欧美发达国家是25%，未来成长空间巨大。根据国家旅游局和国家体育总局联合发布的《关于大力发展体育旅游的指导意见》显示，到2020年，体育旅游总人数将达到10亿人次，占旅游总人数的15%，体育旅游总消费规模突破1万亿元。

表 3: 凯撒旅游依托上游资源优势，拓展“旅游+”全产业链模式

核心资源掌控	时间	事件
目的地接待体系	2014 年 12 月	收购德国凯撒、美国 DMC、香港 DMC 等海外公司作为当地的地接社公司和服务机构 在多国建立境外目的地接待公司 德法双线环欧巴士旅游线路 欧洲铁路、德国铁路、意大利铁路、西班牙铁路的代理权
	2012、2016 年	奥运会票务代理及接待服务供应商
邮轮资源	2016 年	与 11 家全球性邮轮公司达成合作，推出“全系列”邮轮产品，覆盖亚洲、欧洲、美洲、大洋洲、非洲及南北极等
	2016 年 9 月	收购浙江出境游龙头天天商旅，扩大华东市场占有率，依托浙江为上海邮轮母港输送游客，支撑邮轮战略
航空资源		与国内、国际的 80 多家航空公司建立了密切合作关系
	2016 年 3 月	投资航班管家，与首都航空“机票+景区”资源对接，开拓线上销售渠道
旅游+金融	2016 年 9 月	与易生金服旗下易生支付合作，打通网关接口，降低成本费率；合作发行预付费联名卡，增加会员权益
	2016 年 9 月	与易生小贷推出出境游及出境服务的消费分期产品及服务
门店营销网络		旅游体验店+升级体验店+凯撒到家店+凯撒 mall”多种店型覆盖核心城市

与华势科技围绕收单业务进行智慧型终端的铺设

2016年 开创“店中店”模式，提供货币兑换、消费退税等服务

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

◇ 中国国旅：与港中旅实现资源整合，优势互补，发挥协同效应

随着众信和凯撒的崛起，中国国旅在出境游领域的市场份额正逐渐收缩。中国国旅顺应国企改革之势，与港中旅实现强强联合，有助于降低成本，拉长产业链。港中旅不仅在港澳台回乡证办理业务上有一定的垄断性，还拥有着较多的国内外酒店资源、景区资源，而中国国旅则在免税业务上占据垄断地位，二者相结合，有利于双方实现优势互补，形成更大的竞争优势。在线旅游领域，港中旅和国旅的表现相对欠佳。港中旅旗下的芒果网在携程、途牛、同程等OTA的冲击下市场份额比刚成立时下滑不少，目前市场份额占比仅为0.4%。而中国国旅的线上平台国旅在线又尚未打开市场。二者结合，未来有望合力发展线上业务，提升市场占有率。

◇ 中青旅：以遨游网为核心，发力线上旅游，提升旅游服务市场份额

旅行社业务作为中青旅开创以来的主业，收入始终占总收入最大比重。但近年来旅游服务板块呈现萎缩趋势，在中国旅游业整体增长的大环境下，下行趋势更为显著，同时作为营收占比最大的业务板块，其毛利贡献有限，2016年旅游服务营收占比下降至37.5%，而毛利贡献仅为13.4%。在整体旅游服务业务下降的同时，出境游市场份额也在下降。由于旅行社门槛较低，越来越多地方旅行社涌入市场参与竞争，而携程、途牛等OTA越做越强，两方面因素共同挤压了中青旅的市场份额。为应对OTA的冲击，提升旅游服务市场份额，中青旅以遨游网为龙头、致力于线上线下协同发展的O2O模式，充分利用中青旅品牌优势和行业经验，坚持有别于其他OTA的互联网+模式，保持中青旅的竞争优势。遨游网总部主动拥抱旅游消费升级趋势，一方面不断优化网站及手机APP设计，根据中高端消费群体不断变化的消费习惯及消费需求推出创新产品；另一方面，坚持创新，不断丰富产品内涵，全方位满足消费者旅游体验，打造中高端品牌形象。目前遨游网在在线出境游业务中占据3%的市场份额，位居行业第五。

结论：出境游行业企稳回升，众信、凯撒资源渠道双向发力，受益欧洲线复苏业绩增长可期

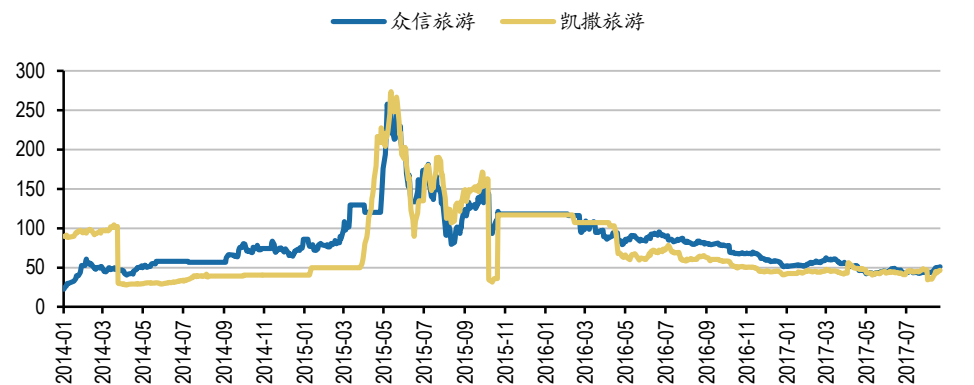
2016年中国出境游人次达到1.22亿，旅行社组织出境游人数占比46%，全国旅行社出境游营业收入有望突破2000亿元，超过国内游成为旅行社三大业务板块之首。近两年由于指纹签证、海外暴恐等事件影响，出国游较前几年增速放缓（16年和17年上半年分别为19%和10%）。经过前期上涨，出境游公司17年动态PE上升至40倍以上，估值优势不明显。不过未来随着签证放宽、航班航线增加、消费环境改善及人民币升值等，3季度以后出国游市场有望整体企稳回升，建议重点关注凯撒旅游和众信旅游。

表4: 各出境游旅行社收入、盈利情况

		众信旅游	凯撒旅游	中国国旅	中青旅	锦江旅游	港中旅	广之旅	华远国旅		
总体情况	收入 (亿元)	2015	83.70	49.35	212.92	105.77	22.80	36.82	45.91	24.24	
		2016	100.93	66.36	223.90	103.27	19.08	36.37	47.99	30.74	
	毛利 (亿元)	2015	7.66	9.55	52.02	22.39	1.78	16.79	5.12	2.62	
		2016	10.45	12.04	56.14	24.57	1.40	16.21	5.18	3.40	
	毛利率	2015	9.16%	19.36%	24.43%	21.17%	7.82%	45.60%	11.15%	10.82%	
		2016	10.35%	18.14%	25.07%	23.79%	7.31%	44.57%	10.80%	11.06%	
	净利润	2015	1.82	0.72	14.94	2.55	0.22	9.91	0.53	0.66	
		2016	2.09	2.17	17.96	3.72	-0.05	1.55	0.62	1.06	
	净利率	2015	2.17%	1.46%	7.02%	2.41%	0.97%	26.90%	1.15%	2.73%	
		2016	2.07%	3.26%	8.02%	3.60%	-0.26%	4.27%	1.28%	3.46%	
	旅行社业务	收入 (亿元)	2015	83.65	42.59	123.30	46.80	22.46	11.37	45.66	24.24
			2016	100.84	57.91	126.55	38.72	18.75	10.72	47.74	30.74
毛利 (亿元)		2015	7.62	6.34	11.90	3.00	1.61		4.88	2.62	
		2016	10.36	8.17	11.29	2.94	1.22		4.93	3.40	
毛利率		2015	9.10%	14.89%	9.65%	6.41%	7.15%	0.00%	10.68%	10.82%	
		2016	10.27%	14.11%	8.92%	7.58%	6.51%	0.00%	10.33%	11.06%	
出境游业务	收入 (亿元)	2015	74.93	37.83	69.50	32.76	13.57	11.37	29.72	22.12	
		2016	92.43	48.35	66.85	27.11	10.22	10.72	33.11	23.22	
	毛利 (亿元)	2015	6.73	5.58	4.04	2.10	0.98		3.07	2.44	
		2016	8.93	6.80	3.94	2.06	0.65		3.47		
	毛利率	2015	8.98%	14.74%	5.81%	6.41%	7.22%		10.35%	11.01%	
		2016	9.67%	14.06%	5.90%	7.58%	6.40%		10.47%		

数据来源: Wind 数据库, 广发证券发展研究中心

图45: 众信旅游、凯撒旅游历史TTM-PE



数据来源: Wind数据库, 广发证券发展研究中心

表5: 各出境游旅行社营业收入出发地分类占比情况

	旅行社	华南	北京	东北	华东	西南	华中	西北	中原	境外	
2017H	众信旅游	11.55%	42.96%	5.74%	3.14%	5.55%	1.89%		26.61%	2.57%	
2017H	凯撒旅游	13.82%	49.44%	6.70%	14.36%	4.74%	5.55%	1.96%		3.43%	
2015	华远国旅	13.86%	28.56%	2.56%	41.37%	4.75%	4.61%		4.28%		
2017H	中青旅	98.37% (内地)								1.63%	
2017H	锦江旅游	93.69% (内地)								6.31%	
2016Q3	广之旅	99.88% (广东省内)	0.12%								

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

风险提示

国际政治环境、宏观经济波动、并购整合不达预期等风险。

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016年社会服务行业新财富第5名，水晶球第5名。
安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016年社会服务行业新财富第5名，水晶球第5名。
姚遥：分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2016年社会服务行业新财富第5名，水晶球第5名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。