

日期: 2014年1月8日

行业: 餐饮旅游业



刘丽  
021-53519888-1923

liuli@shzq.com

执业证书编号: S0870510120018

IPO 询价区间 RMB 32.34-39.52 元  
上市合理估值 RMB 38.04-46.50 元

### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 17.00  
发行后总股本 (百万股, 按上限) 68.00  
发行方式 网下询价配售  
网上定价发行  
保荐机构 华泰联合证券

### 主要股东 (IPO 前)

冯滨 49.37%  
九鼎投资 8.75%  
林岩 7.39%  
曹建 6.66%  
韩丽 4.05%

### 收入结构 (13H1)

出境游批发 51.02%  
出境游零售 25.23%  
商务会奖旅游 23.75%

报告编号: LL14-NSP01

首次报告时间: 2014年1月8日

## 专注出境游市场的民营旅行社

### ■ 投资要点

#### 公司简介

众信旅游是国内领先的出境旅游专业运营商,主要从事出境旅游的批发、零售业务,以及商务会奖旅游业务。近年来,公司坚持实施“批发零售一体,线上线下结合”的发展战略,目前在北京(34家)和天津(2家)地区已开设了36家门店,建立了初步的电子商务平台,拥有近2,000家代理商,积累了数十万的终端消费者数据,并拥有医药、现代制造、电子通信、金融保险、院校协会等行业多家世界500强及国内外知名企业商务会奖客户。

#### 盈利预测

我们预计,公司2013年-2015年营业收入分别为29.32亿元、37.30亿元、46.84亿元,年增长率分别为36.36%、27.22%和25.59%;归属于母公司股东的净利润分别为0.86亿元、1.11亿元、1.42亿元,年增长率分别为39.52%、29.11%和27.64%。

#### 公司估值

综合考虑可比上市公司当前估值水平及公司未来成长性,我们认为给予众信旅游2013年25倍市盈率较为合理,以此为中枢正负10%区间的公司合理估值为19.40亿元-23.71亿元。

#### 定价结论

众信旅游本次发行将采用新股发行+老股减持的方式;根据公司合理估值、募集资金总额情况,预计本次发行后公司总股本为5,492.23万股-5,420.92万股,发行后摊薄合理每股价值区间为38.04-46.50元/股。建议选取15%的折价询价,询价区间对应为32.34元-39.52元。

### ■ 数据预测与估值

至12月31日(¥.百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,592.79	2,149.92	2,931.72	3,729.68	4,684.24
年增长率	53.89%	34.98%	36.36%	27.22%	25.59%
归属于母公司的净利润	44.18	61.80	86.23	111.33	142.10
年增长率	44.82%	39.89%	39.52%	29.11%	27.64%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.81	1.13	1.58	2.04	2.60

数据来源: 上海证券研究所 (每股收益按预计发行后总股本均值计算)

## 一、行业背景

### 1.1 公司所处的行业及其简况

众信旅游属于社会服务业中的旅游业，所属子行业为旅行社。公司主要从事旅游业中的出境旅游批发、零售业务及商务会奖旅游业务；公司具体业务所涉及的市场主要是出境游市场以及商务会奖旅游市场。

### 1.2 出境游市场发展概况及竞争格局

随着人均可支配收入和闲暇时间的增加，以及法定节假日和带薪休假制度等相关政策的实行，中国公民出境旅游的需求日益强烈。随着中国出境旅游业务全面展开，出境旅游进入了高速发展阶段。2012年中国游客境外消费总额达1020亿美元，成为世界第一大出境旅游消费国；最新数据显示，2013年中国出境旅游人数达到9730万人次，同比增长17%。

受益于国民经济发展和居民生活水平提高，作为出境旅游业的运营主体，出境旅游旅行社数量规模快速增长，旅行社组织出国游人数也呈快速增长态势。2008-2010年旅行社组织出国游人数约占到了出国总人数的33%（计算中不包括赴港澳台地区的旅行人数以及赴俄罗斯、越南、哈萨克斯坦等边境游人数）。2001年到2010年，中国公民长线出国旅行人数从142万人次增长到了495万人次，年平均增长率达到15%。到2012年底，中国公民出境旅游目的地数量达到140个，正式实施的达到114个，其中可归入长线出国旅游目的地的有81个。未来中国出境旅游长线目的地市场将取得稳步增长，并将由此推动出境游市场的发展。

出境游对旅行社的旅游资源整合、产品研发及综合团队运作能力有着极高要求。在出境游的业务操作层面，由单体旅行社独立完成销售、组团、操作全部业务程序的运营成本很高，而我国出境旅游的业务资源（如航线、签证、信息等）主要集中在一些口岸城市，这些情况使得国内大多数城市的出境游旅行社无法单独操作出境游业务。因此一些处在北京、上海的部分国际旅行社，在出境游发展阶段，利用国际航空口岸的交通优势和使领馆的地利，整合境外旅游资源，事先设计好旅游产品，通过全国各地旅行社同行，即旅游代理商推广并销售给终端消费者，并为终端消费者提供最终产品和服务，帮助内地旅行社降低了经营成本和运营风险，从而成功发展成为出境游批发商。在此过程中，出境游批发商掌握了较多的机票、境外地接、酒店、景

点等旅游资源，培养了专业的产品研发能力和境外旅游综合团队运作能力。

目前国内经营出境旅游业务的旅行社之间基本形成了批发、代理、零售的垂直分工格局，大体分为旅游批发商、综合零售商和代理商。旅游批发商已占有我国出境游市场，特别是长线出境游市场一定份额，主要客户为全国的旅游代理商。国内领先的出境游批发商主要有众信旅游、凯撒旅游和华远国旅等。综合零售商具有较完善的零售网络，其自行开发的旅游产品主要通过自身门店销售给终端消费者，其零售网络也代理销售出境游批发商的产品。目前该类企业中领先的主要是大型国有上市公司及企业集团，如中国国旅、中旅总社、康辉集团、中青旅等。旅游代理商在出境游市场一般没有自己的产品，主要业务是招徕、组织旅游者，代理销售批发商的出境游产品，是联系旅游批发商和旅游者之间的纽带。目前，内地许多具有出境旅游经营资质的中小旅行社实际上已成为出境游批发商的代理商。

从发展趋势看，批零一体化是做大做强旅行社的有效途径，符合出境游市场发展的需求。众信旅游、凯撒旅游和华远国旅等为代表的国内专业出境游批发商具有对旅游资源的良好控制、产品研发和综合团队运作能力，在批发业务上占有优势，在此基础上，上述批发商通过逐步建设实体营销网络和发展电子商务，拓展零售业务，形成批零一体化经营格局，经营规模越来越大，将在日益壮大的出境游市场上占有更多份额。中国国旅、中青旅等综合零售商则通过控股等方式，努力建立以本系统分社为基础的同业中心，形成系统内部的批零一体化，向全国性的大型零售商转变。此外，随着互联网普及率大幅提升、技术发展以及客户消费习惯的改变，大力发展电子商务也正成为行业趋势，在线旅游市场规模将进一步扩大。

截至目前，出境游旅行社数量为 2145 家。2002 年至 2007 年，出境游旅行社的出境旅游业务营业收入占全国旅行社旅游业务收入总额的比重在 15-20% 之间，2008 年所占比重有了较大提升，达到 22.40%，2009 年为 22.02%，2010 年为 24.68%。

短线出境旅游的市场集中度不高，除北京、上海、广州、深圳外，全国大多省份均有一至两家旅行社在当地短线出境旅游市场中占有主导地位。长线出境旅游的市场集中度较高，形成了完善的批发零售体系，批发商和大型零售商主要集中在北京、上海、广州，全国其他省市的旅行社大多处于代理商地位。近年来，包括众信旅游、凯撒旅游和华远国旅等在内的出境游批发商抓住市场发展机遇，顺应市场要求大力发展批发业务，在长线出境游市场上迅速抢占了一定市场份额，形成了资源整合优势，建立了广泛的代理商网络。目前，上述旅行社

在进一步做大做强批发业务的基础上,开始在全国重要城市开设分支机构,并积极建设电子商务平台,开展线上业务,以积极拓展零售业务,努力搭建批零一体化的格局,将业务和品牌植根于终端消费者。虽然整体来看与老牌的中国国旅、中青旅、中旅总社、广州广之旅等综合零售商相比还有差距,但已逐步缩小。综合零售商通过其长期以来的品牌优势、众多门店渠道优势,在其总部所在地的零售市场仍有很大影响力,同时由于其在全国范围内分子公司较多,具有一定的集团优势,总体来看,在长线出境游市场上占有较大市场份额。

目前,批零一体化已成为出境游市场的发展趋势,出境游批发商通过对零售业务的逐步拓展,实现向批零一体化的转变。未来实行批零一体化的专业出境游旅行社规模将越来越大,将在行业内居于领先地位。随着市场需求日益多元化,单一的产品价格竞争只是市场低层面的一种竞争形式,未来市场的发展与竞争态势将在旅游产品、销售渠道和企业品牌三个不同层面展开。

### 1.3 商务会奖旅游市场发展概况及竞争格局

商务会奖旅游是指以商务为主要目的,以会议、奖励旅游、活动开展、考察培训为依托,以促进业务发展、塑造企业文化为目标而发展起来的专业化旅游服务,是现代流行的一种企业管理方式。是旅游业界的一项高端产品,已成为现代旅游业中最重要的细分市场之一。根据世界旅游业理事会(WTTC)预测,2004年到2014年,商务会奖旅游对各国经济发展将体现出越来越重要的作用。欧盟国家商务会奖市场总量将从2,320亿美元上升到2,902亿美元,全世界市场总量将从5,954亿美元上升到8,953亿美元,上升的幅度分别为25.10%和50.40%。

商务会奖旅游服务的对象一般都为政府或企业。随着全球经济一体化的发展和中国经济的崛起,中国与世界的经济交流也日益频繁,国际间商务、会议、奖励和专项旅游活动越来越多,我国商务会奖旅游进入了快速发展的轨道。

商务会奖旅游以其消费水平高、利润丰厚、季节性弱、对目的地城市的经济拉动作用强劲,且对服务商的专业度、业务操作能力和资源整合能力要求高等特点,被认为是高端旅游市场中含金量最高的部分,受到许多旅游集团的广泛关注,并将成为中国旅游企业未来几年竞相角逐的热点。目前,国内旅行社纷纷抓住商务会奖旅游这个利润丰厚的市场,开发和经营商务会奖旅游。国内部分旅行社,如中青旅、中国国旅、中旅总社、众信旅游等,都在原有相关业务的基础上纷纷成立专业的商务会奖运作机构,树立专业化旗帜,进入并拓展该市场。

随着商务会奖旅游市场规模的迅速增长，将有越来越多的旅行社进入该市场，商务会奖旅游业务竞争将更加激烈。

#### 1.4 公司行业地位及竞争优势

与中青旅、中国国旅等同行上市公司，以及中旅总社、康辉集团、广州广之旅和春秋国旅等综合零售商相比，上述公司发展历史较长，拥有完善的零售网络，其自行开发的旅游产品主要通过自身门店销售给终端消费者，公司业务规模相对较小；但与凯撒旅游和凤凰假期等同类规模较大的以出境游业务为主的旅游运营商相比，公司业务规模居于领先地位。

目前，作为国内首批从事出境游批发业务的旅行社之一，公司已发展成为国内领先的出境游运营商，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出国游上具有了较强的竞争优势。公司获评国家旅游局 2010 年度全国利税十强旅行社第四名、2011 年度全国百强旅行社第四名、2011 年度出境游十强旅行社第二名、2011 年度利税十强旅行社第五名、2012 年度全国百强旅行社第四名、2012 年度税收十强旅行社第三名；2013 年被北京市旅行社等级评定委员会评为 5A 级旅行社。

公司取得了亚太旅游协会（PATA）、国际航空运输协会（IATA）会员资格。公司已在上海、成都、沈阳、哈尔滨、西安、武汉、厦门、天津、重庆、杭州设立分公司，在北京地区开设了 34 家门店，在天津开设了 2 家门店，建立了初步的电子商务平台，拥有近 2,000 家代理商，积累了数十万的终端消费者数据，并拥有医药、现代制造、电子通信、金融保险、院校协会等行业多家世界 500 强及国内外知名企业商务会奖客户。

公司竞争优势主要表现在：

（1）专业运作优势——通过多年经营，公司已经具备了良好的出境游资源整合、产品研发和综合团队运作能力，形成了专业运作优势。在业务规模快速发展的基础上，公司实施集中采购、远期采购等采购政策，与上游供应商建立了良好的合作关系，使得公司在保证上游资源供应的同时，能够取得优惠价格，强化了资源整合能力，控制了成本。公司自主研发产品，率先推出新产品，不断对产品进行升级换代，对产品进行产品标准化和分级管理，实施差异化产品战略，形成了具有全面和差异优势的产品线。公司自主研发了 ERP 综合运营管理系统，以此为基础形成了线上电子商务平台，规范了内部管理，拓展了营销渠道，提高了运营效率。公司既是产品的研发和制造商，又是服务的提供商。公司强调旅行社运作全流程的改造和优化，通过

操作规范化、标准化保证并持续提高服务质量。

(2) 资源整合及成本优势——公司是产品的制造者同时也是旅游产业链各要素的整合者。公司拥有自己的机票代理资质，并与国内、国际 50 多家航空公司建立了长期紧密的合作关系，是多家航空公司的 A 类客户。目前公司与全球各大洲 90 多个国家和地区的 400 多个地接社通过签订协议等方式建立了合作关系，是上述地接社的重要客户，并视情况直接与境外酒店、餐厅、旅游车公司、景区联系，定期进行供应商筛选。此外，公司取得了欧洲铁路、德国铁路、日本北海道铁路在中国的代理权，是上述供应商在中国的核心代理之一，并是皇家加勒比、歌诗达、MSC、丽星、诗丽雅等世界知名邮轮公司在中国的重要代理商。公司是业内为数不多的可以在北京、上海、广州、沈阳、成都等城市，特别是欧美主要旅游目的地国家使领馆送签证的旅行社之一。公司在多国使领馆获得优先安排名额、优先送签、优先出签等优惠政策。

(3) 产品研发优势——经过多年的经营，公司建立了一整套完善的产品研发体系，拥有了专业水平高、从业时间长的产品研发团队。公司以产品为核心，本着为大众做产品，让服务创造价值的理念，实施产品标准化和分级管理，在产品设计上以新奇时尚、浪漫温情、人文艺术、回归自然四大主题为主导，坚持产品创新，通过开发不同种类、差异化的产品，满足多样化、个性化的客户需求，不断发现市场、引领市场的需求。

(4) 客户优势——公司以做强做大批发业务为起点，始终坚持与代理商双赢的理念，与全国近 2,000 家代理商建立了长期稳定的合作关系，覆盖了除广东、广西及海南三省以外的主要省市。公司商务会奖业务从医药行业开始，现已拓展至现代制造、电子通信、金融保险、院校协会等行业，拥有了阿斯利康、辉瑞公司、联想集团、惠普公司、海沃集团、工商银行、平安保险、VISA 公司等众多国内外知名企业客户，公司的商务会奖业务具有良好的口碑和客户满意度。

## 二、公司分析及募集资金投向

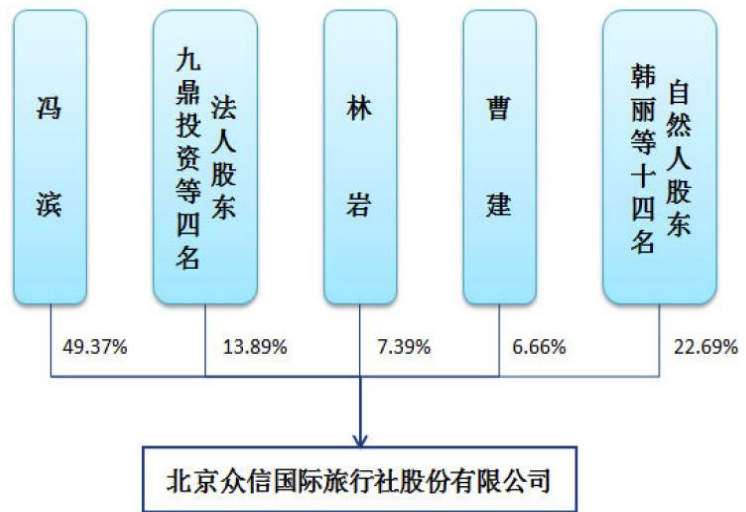
### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司前身为 1992 年 8 月设立的北京有朋国际旅行社，经数次股权转让后，形成整体变更设立股份公司前 15 位发起人股东（其中包括 12 名自然人股东和 3 名法人股东）的持股结构。股份公司于 2008

年6月设立，主要发起人为冯滨、林岩、曹健三名自然人，公司设立时，三人合计持有公司72.98%的股份。股份公司设立后，又经历过两次股权转让，并于2010年11月增资引入九鼎投资，后于2011年5月进行资本公积转增股本，形成本次发行前股权结构。

本次发行前公司主要股东为冯滨、林岩、曹建三名自然人以及九鼎投资，合计持有公司72.18%的股份。公司董事长、总经理冯滨直接持有发行前公司49.37%的股份，为众信旅游控股股东及实际控制人。

图1 众信旅游发行前股权结构



资料来源：公司招股说明书

表1 众信旅游发行前后股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
冯滨	2,518	49.37%	2,518	37.03%
九鼎投资	446	8.75%	446	6.56%
林岩	377	7.39%	377	5.54%
曹建	340	6.66%	340	5.00%
其他17名股东	1,419	27.82%	1,419	20.87%
社会公众股	—	—	1,700	25.00%
合计	5,100	100.00%	6,800	100.00%

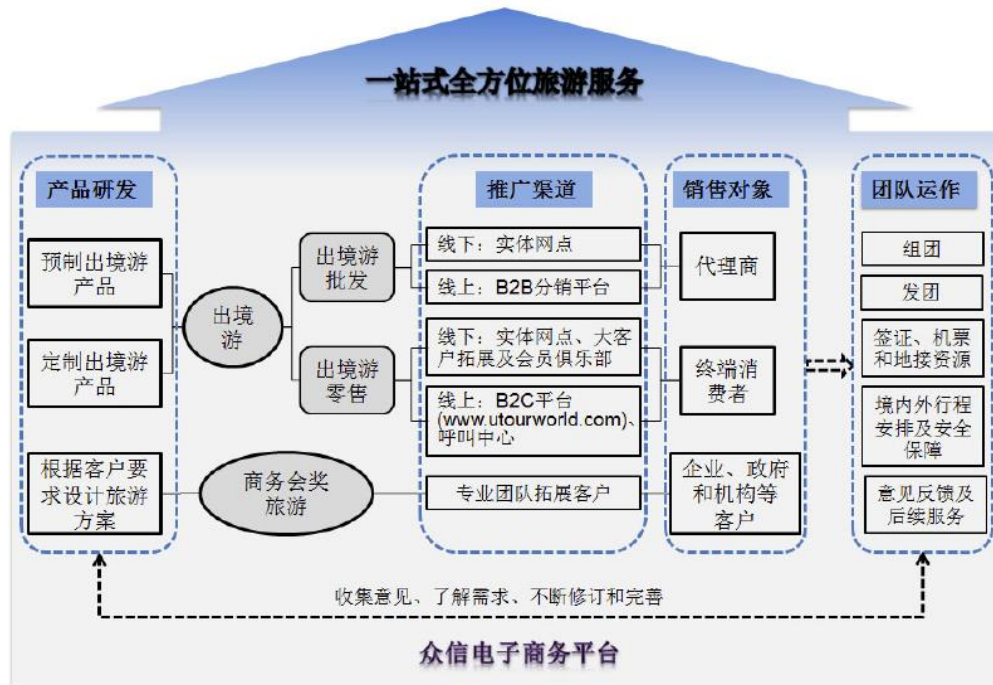
数据来源：公司招股说明书（假设公司本次发行1700万股）

## 2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

公司是出境旅游专业运营商，主要从事出境旅游的批发、零售业

务，以及商务会奖旅游业务。近年来，公司坚持实施“批发零售一体，线上线下结合”的发展战略。

图 2 众信旅游一站式全方位旅游服务



资料来源：公司招股说明书

作为旅游产品制造者和服务提供商，公司通过整合旅游资源，研发符合不同层次需求、有主题的、有特色的、性价比高的欧洲、美洲、大洋洲、非洲、亚洲出境游产品，以及根据客户要求设计创意新颖、切合主题的商务会奖旅游方案。出境游产品以批发、零售等方式销售给客户，最终由公司为客户提供有组织、有计划的组团、发团、机票、签证、境内外行程安排、安全保障等全方位旅游服务。其中批发业务通过代理商销售给终端消费者，零售业务通过门店、网站、呼叫中心和大客户拓展及会员制营销等方式销售给终端消费者。商务会奖通过专业团队拓展企业、政府部门等客户，实现销售并提供服务。

公司以服务流程为主线，初步构建了以 ERP 系统为核心，由众信旅游网（www.utourworld.com）、B2B 分销平台和呼叫中心等组成的线上电子商务平台，并开设了淘宝网店。在实现线上销售的同时，与实体门店及分公司等渠道协同发展，在公司实体网点尚未覆盖的区域，以线上宣传的方式，将公司品牌和产品信息先行传递给消费者，形成了“线上营销和线下实体营销结合”的营销模式。2012 年，公司通过网站和呼叫中心的线上营销，共实现收入 12,252.12 万元。

目前,公司已拥有约百余条的长线及其他出境旅游线路,可从北京、上海、成都、沈阳、重庆、青岛、武汉、杭州、南京、西安、厦门、昆明等地直接出发,目的地包括欧洲、美洲、大洋洲、非洲和亚洲等各大洲。2007年,公司在业内首家独立运作出境游邮轮包船项目,单次组织了千人乘坐豪华邮轮赴日韩旅游,其后公司每年均推出包船出境游产品;公司自2005年开始尝试包机包位业务,先后推出并运作了直航德国杜塞尔多夫、美国夏威夷、泰国普吉岛、印尼巴厘岛、菲律宾长滩岛、柬埔寨吴哥、日本北海道等地的包机包位出境游。商务会奖业务方面,公司已为多家世界五百强企业提供了年会、奖励旅游、参展观展等活动的咨询、策划、接待、执行等服务,多次组织1,000人以上的大型商务会奖活动,其中人数最多的活动近4,000人。

图 3 众信旅游营业收入与净利润增长 (2009Y-2013H)

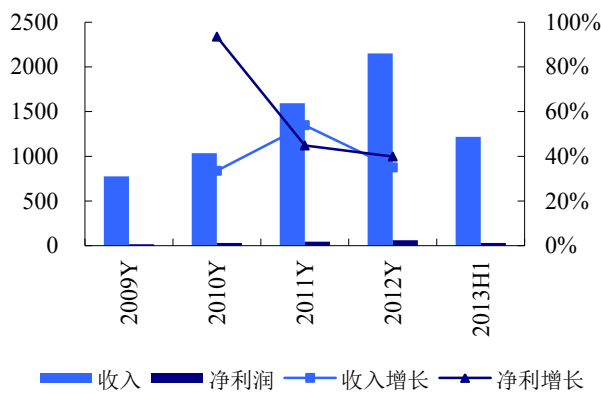
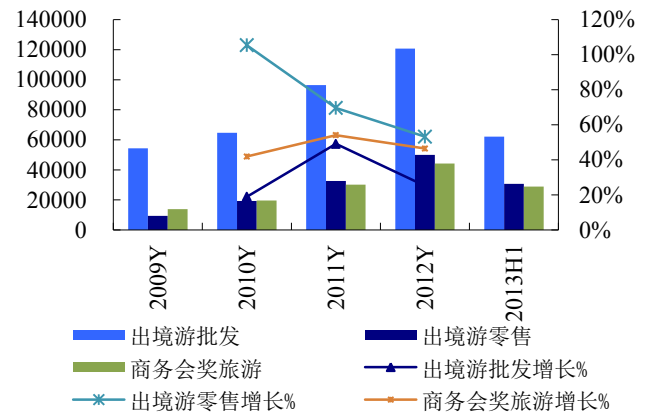


图 4 众信旅游各业务类型收入增长情况 (2009Y-2013H)



资料来源: 公司招股说明书

公司 2012 年实现营业收入 21.5 亿元, 归属于母公司股东的净利润 6,180.37 万元。其中, 出境游批发业务、出境游零售业务、商务会奖业务分别实现营业收入 12.07 亿元、5.00 亿元和 4.43 亿元, 占比分别为 56.15%、23.27% 和 20.58%。近三年, 公司出境游零售业务和商务会奖业务的收入增长高于出境游批发业务, 因此出境游零售业务和商务会奖业务的收入占比逐年提升。由于出境游零售业务毛利率 > 商务会奖旅游业务 > 出境游批发业务, 出境游零售业务的毛利占比高于其收入占比, 为 30.80%; 商务会奖旅游业务和出境游批发业务的毛利占比分别为 19.49% 和 49.71%。

从公司客户所在地看, 公司营业收入主要来自北京大区和华东大区, 2012 年这两大区收入占比分别为 48.57% 和 29.20%, 2013 年上半年分别为 54.50% 和 24.78%。从旅游目的地看, 以欧洲为旅游目的地

的收入占比最大，2012年占比为55.69%；近年来，公司除进一步巩固提高欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出境游目的地优势的同时，拓展了亚洲等短线出境游目的地业务。随着其他目的地尤其是亚洲、美洲游的快速增长，欧洲游占比呈下降趋势。2012年，公司欧洲游、大洋洲游、非洲游、美洲游、亚洲游和国内游的收入占比分别为55.69%、5.95%、4.75%、9.01%、14.60%和10.00%。

图 5 众信旅游营业收入结构 (2009Y-2013H)

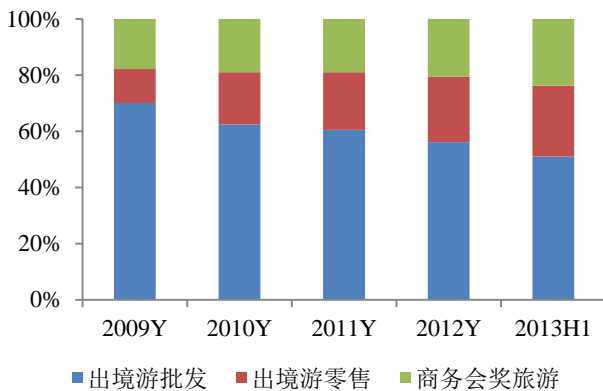
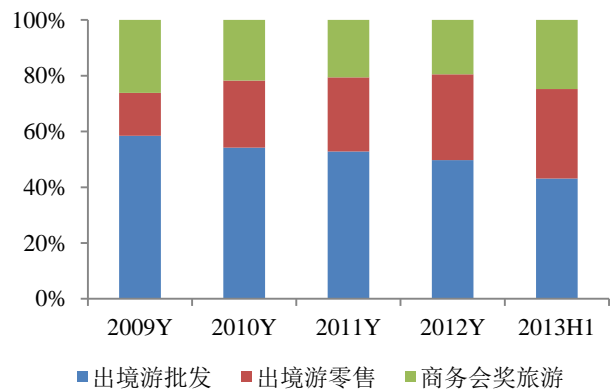


图 6 众信旅游营业毛利结构 (2009Y-2013H)



资料来源：公司招股说明书

图 7 众信旅游按客户所在地收入结构 (2009Y-2013H)

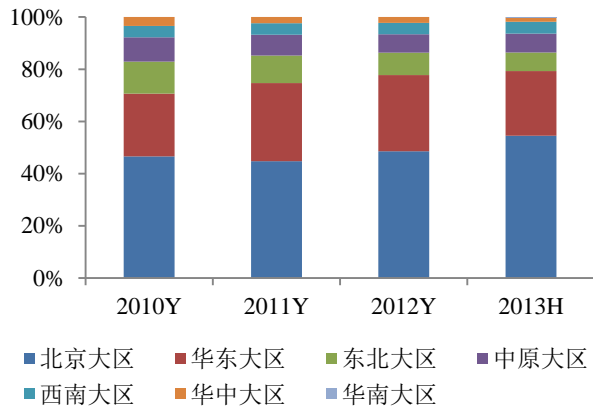
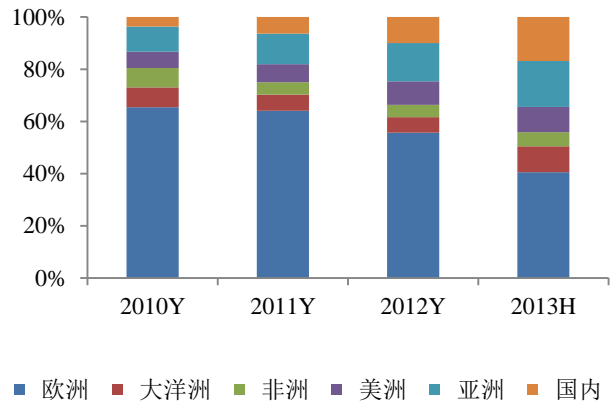


图 8 众信旅游按旅游目的地收入结构 (2009Y-2013H)



资料来源：公司招股说明书

### 2.3 募集资金投向

众信旅游本次公开发行新股数量的上限为 1500 万股，股东公开发售股份数量的上限为 1300 万股，合计不超过 1,700 万股。募集资金将用于实体营销网络建设项目、旅游电子商务项目和商务会奖分公司项目等三个项目，项目投资总额为 14,921.53 万元。

表 2 众信旅游 IPO 募投项目概况 (单位: 万元)

	项目名称	投资总额	投资进度		
			第一年	第二年	第三年
1	实体营销网络建设项目	8,324.39	1,423.66	2,830.35	4,070.38
2	旅游电子商务项目	4,563.34	3,089.64	826.53	647.17
3	商务会奖分公司项目	2,033.80	722.3	1,311.50	-
	<b>合计</b>	<b>14,921.53</b>	<b>5,235.60</b>	<b>4,968.38</b>	<b>4,717.55</b>

资料来源: 公司招股说明书

### 实体营销网络建设项目

公司拟在重点城市投资建设分公司及门店网络, 完善线下销售体系, 为建立“批发零售一体, 线上线下结合”的业务模式打下坚实基础。主要包括在现有北京总部、上海、成都和沈阳分公司的基础上, 建立武汉(现已设立)、西安(现已设立)、广州三个分公司作为一级营销中心, 形成七大营销中心; 并在哈尔滨分公司、重庆分公司的基础上, 新设六个二级营销中心, 组成八个二级营销中心, 目前天津分公司和杭州分公司已先期成立; 同时用三年的时间投资建设 62 家直营门店, 按照形象店、体验店和旗舰店 3 类开设。北京总部负责一级营销中心管理, 一级营销中心负责所属区域二级营销中心的管理, 门店由所属区域营销中心管理。项目投资总额为 8,324.39 万元。其中, 北京门店投资 1,773.57 万元, 上海、成都和沈阳分公司新设门店分别投资 889.04 万元、634.50 万元和 494.26 万元, 其他重点城市新设营销中心投资 2,768.01 万元、门店投资 1,765.01 万元。项目建设期 3 年, 达产期 7 年, 预计达产期内年均新增销售收入 108,466.73 万元, 年均新增净利润 1,903.29 万元。

表 3 众信旅游营销中心开设计划及所辖省份

一级营销中心	所辖省份	下辖二级营销中心
北京营销中心(已成立)	北京、天津、河北、山西、山东、河南	天津、青岛
上海营销中心(已成立)	上海、江苏、浙江、安徽	南京、杭州
成都营销中心(已成立)	四川、重庆市、云南、贵州、西藏	昆明、重庆(已成立)
沈阳营销中心(已成立)	辽宁、吉林、黑龙江、内蒙古	哈尔滨(已成立)
武汉营销中心	湖北、湖南、江西	-
西安营销中心	陕西、新疆、甘肃、宁夏、青海	-
广州营销中心	广东、广西、海南、福建	深圳

资料来源: 公司招股说明书

表 4 众信旅游各地门店开设计划

城市	门店			门店小计
	形象店	体验店	旗舰店	
北京	18	7	5	30
上海	3	2	3	8
成都	2	2	2	6
沈阳	-	2	2	4
武汉	-	2	1	3
西安	-	2	1	3
广州	-	2	2	4
天津	-	1	2	3
深圳	-	-	1	1
合计	23	20	19	62

资料来源：公司招股说明书

### 旅游电子商务项目

项目拟利用信息技术，进一步完善电子商务平台。通过建设 ERP 综合运营管理系统、B2B 分销平台、B2C 在线网站及呼叫中心，集成相关应用，为用户提供旅游预订服务，形成覆盖全国的虚拟渠道服务网络，打破旅游业传统经营模式的局限性，对传统渠道进行有效整合，进一步优化公司运作流程，完善线上线下结合的经营模式，为出境游批发(B2B)及零售(B2C)业务发展奠定基础。项目预计投资 4,563.34 万元，其中：开发 ERP 综合运营管理系统，打造在线平台投入资金 3,209.34 万元；扩容建设经营型呼叫中心投入资金 854.00 万元；网络宣传推广投入资金 500.00 万元。项目建设期 3 年，达产期 7 年，预计达产期内年均新增销售收入 82,481.86 万元，年均新增净利润 2,837.57 万元。

图 9 众信旅游 IPO 旅游电子商务项目实施后电子商务业务模式



资料来源：公司招股说明书

### 商务会奖分公司项目

针对日益兴旺的商务会奖市场，以公司商务会奖中心为基础，在北京、上海、深圳三地分别设立商务会奖分公司，整合资源，突出专业性和地域化服务，逐步建立起覆盖全国重点区域内的商务会奖专业网络，进一步确立众信旅游在商务会奖市场的专业地位。项目建设周期2年，预计投资2,033.80万元，达产期8年，预计达产期内年均新增销售收入23,652.50万元，年均新增净利润518.52万元。

## 三、财务状况和盈利预测

### 3.1 近三年公司收入与净利润实现快速增长

众信旅游2010-2012年分别实现营业收入10.35亿元、15.93亿元和21.50亿元，三年同比增长率分别为33.49%、53.89%和34.98%。出境游市场需求的不断增加，以及公司“批发零售一体，线上线下结合”发展战略的实施，促使公司营业收入实现快速增长。按业务类型分，公司出境游批发业务收入2010-2012年三年同比增长率分别为18.96%、49.14%和25.20%，继续巩固出境游批发的行业地位；得益于实体门店数量增加、线上营销渠道建设和大客户拓展及会员俱乐部的补充，公司出境游零售业务收入2010-2012年三年同比增长率分别为105.47%、69.61%和53.21%；商务会奖业务不断开拓新客户，2010-2012年三年营业收入同比增长率分别为41.89%、54.09%和46.48%。2010年-2012年公司分别实现归属于母公司所有者的净利润3,051万元、4,418万元和6,180万元，同比增长率分别为93.50%、44.82%和39.89%。公司在招股书中披露数据显示，2013年前三季度实现营业收入23.48亿元，同比增长42.97%，归属于母公司股东的净利润7,557.81万元，同比增长43.98%；预计公司2013年全年营业收入及净利润较2012年全年营业收入及净利润均增长35%至45%。

### 3.2 行业特性导致公司毛利率和净利率水平较低

众信旅游2010-2012年及2013年上半年综合毛利率分别为9.37%、9.07%、9.93%和9.46%。2011年上游资源特别是机票成本增加较多，公司综合毛利率较2010年略有下降；2012年公司出境游业务毛利率尤其是零售业务毛利率提升，使得公司综合毛利率同比提高0.86个百分点；2013年上半年由于短线出境游业务占比提升使得公司综合毛利率较上年同期略下降。分业务毛利率对比，公司出境游业务毛利率较中国国旅高；商务会奖业务毛利率较中青旅相同业务低。

图 10 众信旅游毛利率变化 (2009Y-2013H)

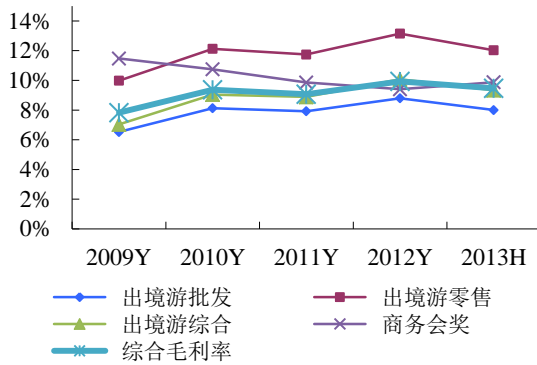
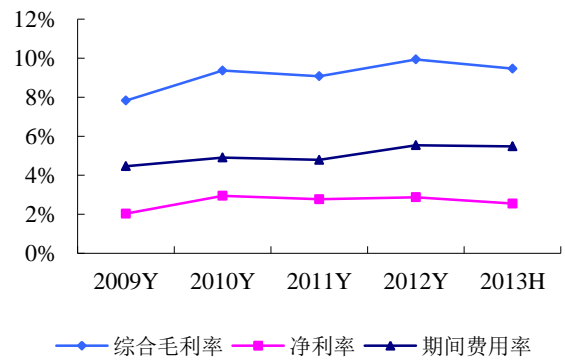


图 11 众信旅游净利率变化 (2009Y-2013H)



资料来源: 公司招股说明书

图 12 众信旅游出境游业务毛利率对比 (2009Y-2013H)

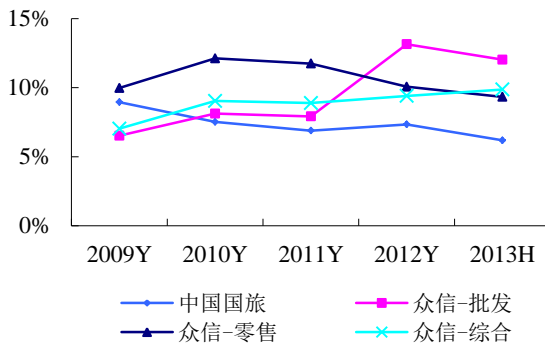
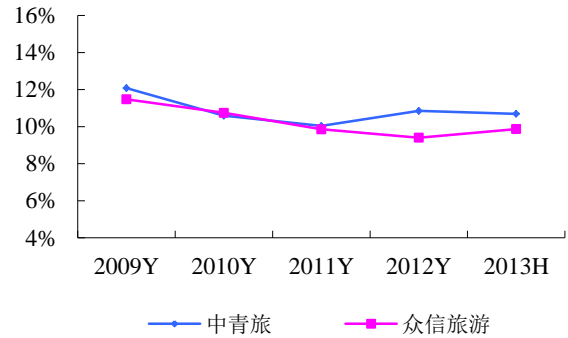


图 13 众信旅游商务会奖业务毛利率对比 (2009Y-2013H)



资料来源: 公司招股说明书

众信旅游 2010 年-2012 年及 2013 年上半年三项期间费用率分别为 4.91%、4.79%、5.54%和 5.48%，其中销售费用占比最大，三年一期分别占当期营业收入的比重为 4.44%、4.60%、4.90%和 4.97%，销售人员薪酬和广告宣传费随经营规模扩大增长较快。众信旅游 2010 年-2012 年及 2013 年上半年净利率分别为 2.95%、2.77%、2.87%和 2.55%，受毛利率和期间费用率的变动影响而波动。

### 3.3 应收账款周转率与存货周转率符合经营模式特性

众信旅游 2010 年-2012 年应收账款周转率分别为 22.68 次、30.74 次和 42.94 次。2011 年、2012 年公司加强应收账款管理，使得应收账款周转率逐年上升。公司存货为办公类低值易耗品，不存在原材料储备及产品生产，因此存货周转率很高。

### 3.4 业绩预测

我们预计,公司 2013 年-2015 年营业收入分别为 29.32 亿元、37.30 亿元、46.84 亿元, 年增长率分别为 36.36%、27.22%和 25.59%; 归属于母公司股东的净利润分别为 0.86 亿元、1.11 亿元、1.42 亿元, 年增长率分别为 39.52%、29.11%和 27.64%。

## 四、风险因素

### 4.1 市场竞争加剧风险

由于旅游业资源消耗低、行业进入壁垒低、投入资金少、综合效益好, 因此经营旅游行业的企业数量众多, 且不断增加。此外还有一些新型的旅游业态, 如各种类型的俱乐部, 随着旅游散客化的加剧可能影响现有旅行社的业务。如公司无法有效增加实体营销网络和实现基于互联网技术的电子商务, 以巩固在行业中的优势竞争地位, 可能造成市场份额减少, 从而对业务发展造成不利影响。

### 4.2 服务质量控制风险

由于客观环境的多变性、游客偏好的多样性、极端天气变化的偶发性以及不同带队领队自身素质和能力的差异性等多种因素的影响, 将有可能发生游客与公司之间的服务纠纷。如果公司不能有效地保证服务质量、不能持续不断地提升服务质量、不能快速有效地解决纠纷, 则会对公司的品牌和业务产生不利影响。

### 4.3 不可抗力风险

旅游行业受政治、经济、自然等因素的影响较大。公司主要经营出境游业务, 自然灾害、流行性疾病等突发事件的发生或持续以及战争、政局不稳、经济危机、外交关系恶化等事件, 都将会影响游客的外出旅游选择, 从而对公司业务产生不利影响。

### 4.4 商务会奖旅游业务客户依赖风险

2010 年至 2013 年 1-6 月公司商务会奖旅游业务收入中各期医药行业客户收入占比分别为 63.62%、68.65%、61.75%和 80.34%, 其中公司商务会奖旅游业务各期前五名客户中医药客户的收入占当期全部商务会奖旅游业务收入的比例分别为 40.50%、43.55%、37.17%和 56.48%。公司商务会奖旅游业务对医药行业及部分大型医药集团存在

较大依赖，如医药行业及部分大型医药集团对商务会奖旅游的需求发生重大变化，可能导致公司商务会奖旅游业务出现下滑，存在一定风险。

## 五、估值及定价分析

### 5.1 国内/国际同类公司比较分析

我们选取涉足旅行服务业务的四家 A 股上市公司作为众信旅游的可比公司，进行相对估值参考。中青旅、首旅股份、中国国旅、腾邦国际等四家公司 2013 年、2014 年的平均动态市盈率分别为 29.59 倍和 24.23 倍。

表 5 可比上市公司相对估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E
600138.SH	中青旅	17.73	0.71	0.73	0.83	1.00	24.94	24.21	21.34	17.70
600258.SH	首旅酒店	15.86	0.49	0.52	0.61	0.69	32.66	30.53	26.03	23.02
601888.SH	中国国旅	33.19	1.03	1.38	1.62	1.98	32.22	23.98	20.46	16.72
300178.SZ	腾邦国际	28.63	0.54	0.72	0.98	1.25	53.41	39.65	29.09	22.83
<b>均值</b>							<b>35.81</b>	<b>29.59</b>	<b>24.23</b>	<b>20.07</b>

数据来源: Wind 资讯; 股价以 2014 年 1 月 7 日收盘价计算

### 5.2 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比上市公司当前估值水平及公司未来成长性，我们认为给予众信旅游 2013 年 25 倍市盈率较为合理，以此为中枢正负 10% 区间的公司合理估值为 19.40 亿元-23.71 亿元。

众信旅游本次发行将采用新股发行+老股减持的方式（若预计新股发行募集资金额（扣除对应的发行承销费用后）超过本次募投项目所需资金总额 14,921.53 万元的，发行人将相应减少本次新股发行数量，同时增加发行人本次发行前股东公开发售股份的数量，同时保证本次公开发行新股不超过 1,500 万股，公司股东可公开发售股份不超过 1,300 万股，本次公开发行股票总量不超过 1,700 万股）。根据公司合理估值、募集资金总额情况，预计本次发行后公司总股本为 5492.23 万股-5420.92 万股，发行后摊薄合理每股价值区间为 38.04-46.50 元/股。建议选取 15% 的折价询价，询价区间对应为 32.34 元-39.52 元。

## 六、附表

附表 1 众信旅游损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2013E	2014E	2015E
<b>一、营业总收入</b>	1,592.79	2,149.92	2,931.72	3,729.68	4,684.24
<b>二、营业总成本</b>	1,532.96	2,068.63	2,816.75	3,581.24	4,494.78
营业成本	1,448.30	1,936.36	2,642.46	3,359.52	4,215.74
营业税金及附加	8.11	12.26	15.24	19.39	24.36
销售费用	73.20	105.32	143.65	182.75	229.53
管理费用	11.85	18.29	26.39	33.57	42.16
财务费用	-8.75	-4.57	-11.00	-14.00	-17.00
资产减值损失	0.25	0.97	0.00	0.00	0.00
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	59.83	81.29	114.97	148.44	189.46
加: 营业外收入	1.21	1.20	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.08	0.28	0.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	60.96	82.21	114.97	148.44	189.46
减: 所得税	16.78	20.41	28.74	37.11	47.37
<b>六、净利润</b>	44.18	61.80	86.23	111.33	142.10
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	44.18	61.80	86.23	111.33	142.10

资料来源: 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。