

众信旅游(002707)新股分析报告

# 专注出境引领成长

## 投资要点

- **建议定价空间 41-49.2元。**我们预测公司 13-15 年分别为 1.27 元、1.64 元和 2.05 元。目前 A 股上市公司中，相对可比公司有中国国旅、中青旅、腾邦国际和首旅酒店。最新滚动 PE 在 24-43 之间。从行业平均估值来看，根据中证指数可选消费类别下消费者服务平均静态市盈率及动态市盈率均在 20-25 倍之间。考虑到公司良好的成长性，我们认为公司合理定价在滚动 PE25-30 倍，即在 41 和 49.2 之间。
- **专业出境游服务商：**公司是专业的出境旅游服务商，公司实行批零一体、线上线下协同战略，为消费者提供一站式全方位旅游服务。在国内游、出境游和入境游三大旅游市场中，中国出境游的崛起令世人瞩目。据世界旅游组织预测，2020 年，中国将成为全球第四大客源产出地，出境旅游人次将达到 1 亿人次。目前我国有出境游旅行社 2,145 家。公司位于出境批发商的前列。
- **立体化战略奠定强大基础。**公司坚持实施“批发零售一体，线上线下结合”发展战略。批零一体是旅行社和旅游集团成长的必由之路，将产品开发、推广、服务与自有或分销渠道结合，形成批零一体经营模式。这也是旅游产品与服务非标性使然。如欧洲的 TUI、欧洲的 Thomas Cook、韩国的 HANATOUR 等。近年来，顺应电子商务趋势，着力线上线下立体运行。
- **业务协同性强，客户粘性好：**2013 年 1-6 月，公司实现总收入 121,727.21 万元，其中出境游批发业务收入 62,100.23 万元，占总收入的 51.02%，实现出境游零售业务收入 30,715.66 万元，占比 25.23%，实现商务会奖旅游收入 28,911.32 万元，占比 23.75%。公司目前有 36 家实体门店，总体开拓模式是批发先行，零售紧随其后。同时拓展了商务会奖旅游业务。且随着公司发展战略的逐步实施，公司三大业务出境游批发、零售及商务会奖旅游业务互相促进、协同发展，而这种业务协同优势又进一步强化了客户粘性。
- **募资项目将强化主营盈利能力。**公司此次计划募资 1.49 亿，主要投资项目为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，投资额分别为 8,324.39 万元、4,563.34 万元和 2,033.80 万元。项目的实施将进一步增强公司实力，提升公司盈利水平。
- **风险提示：**政策风险、汇率风险、突发事件及市场风险等。

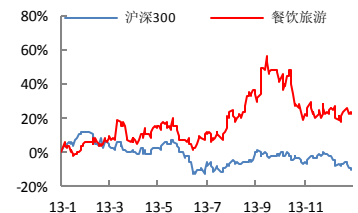
指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2149.92	2923.46	3741.44	4676.80
增长率	34.98%	35.98%	27.98%	25.00%
归属母公司净利润(百万元)	61.80	86.30	111.31	139.19
增长率	39.89%	39.64%	28.98%	25.05%
每股收益 EPS(元)	1.212	1.27	1.64	2.05

数据来源：西南证券研发中心整理

## 西南证券研究发展中心

分析师：潘红敏  
执业证号：S1250511110001  
电话：010-57631226  
邮箱：phm@swsc.com.cn

## 所属行业市场表现



数据来源：西南证券研发中心

## 本次发行情况

发行前总股本(百万股)	51
本次发行(百万股)	17
发行后总股本(百万股)	68
2012年每股收益(摊薄后)(元)	1.21
2012年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.12

## 主要指标(2012年)

每股净资产(元)	3.69
毛利率(%)	9.9
流动比率(倍)	1.59
速动比率(倍)	1.59
应收账款周转率(次)	43
资产负债率(合并报表)(%)	61.2
净资产收益率(加权平均)(%)	30.4

## 相关研究

## 目 录

一、公司简况：专业出境旅游服务商 .....	1
1.1 实际控制人及股权结构 .....	1
1.2 公司主营业务 .....	2
二、公司所在行业及地位 .....	3
2.1 旅游市场“两增一平” 出境游市场世人瞩目 .....	3
2.2 行业地位：位居出境批发商前列 .....	4
2.3 公司主要竞争对手 .....	6
三、主营业务分析 专注核心出境游 .....	7
3.1 深耕出境游：批零合计占营收 80%左右 .....	7
3.2 财务分析：盈利与成长同步向前 .....	8
3.3 业务模式：“批发零售一体，线上线下结合” .....	9
四、竞争优势分析 .....	11
4.1 战略优势 立体化运作 .....	11
4.2 专注力：专注 专业 专家 .....	12
4.3 研发力：产品研发优势 .....	13
4.4 协同力：资源整合带来客户优势及粘性 .....	13
五、募投项目分析 .....	14
六、业绩预测与估值 .....	15
七、风险提示 .....	16
7.1 不可抗力风险 .....	16
7.2 汇率变动风险 .....	16
7.3 政策风险 .....	16
7.4 募资项目运行等市场风险 .....	17

## 插图目录

图 1: 发行人股权结构 .....	1
图 2: 众信电子商务平台 .....	2
图 3: 中国公民出境人数前十个目的地国家（2013 上半年） .....	3
图 4: 1998 年 - 2015 年中国出境游人数（万人次） .....	4
图 5: 中国出境游组团社数量（2002-2013） .....	4
图 6: 2002-2010 年中国特许经营出境旅游业务的旅行社数量变化 .....	5
图 7: 10 年与中旅总社、康辉、中国国旅等出境游业务规模比较 .....	6
图 8: 10 年与凯撒、凤凰、环境国旅出境游业务规模比较 .....	6
图 9: 公司商务会奖业务与中青旅收入比较 .....	6
图 10: 三大业务营收占比 .....	7
图 11: 图 11: 线上线下营销收入占比 .....	7
图 12: 公司长短线旅游产品收入构成 .....	7
图 13: 旅游目的地收入占比 .....	7
图 14: 2010 - 2012 年三大产品同比增长率 .....	8
图 15: 2010.12 - 2013.06 出境游和商务会奖旅游毛利率 .....	8
图 16: 2009 年-2012 年出境游批发业务与零售业务毛利率比较 .....	8
图 17: 可比公司及行业净资产收益率比较 .....	8
图 18: 可比公司成长能力比较 .....	8
图 19: 采购流程 .....	9
图 20: 产品研发流程 .....	9
图 21: 公司与境外地接社之间关于机票、住宿、餐费、意外事件处理费用等的承担安排 .....	9
图 22: 自有产品和代售产品收入占比 .....	10
图 23: 公司经典产品实例 .....	10
图 24: 散拼销售流程 .....	11
图 25: 单团销售流程 .....	11
图 26: 2008 年-2016 年中国在线旅游预订市场规模及增长率 .....	12
图 27: 线下线下结合 .....	12
图 28: 业务协同 .....	13
图 29: 上证 A 股、深证 A 股及香港主板市盈率比较 .....	16

## 表格目录

表 1: 前十名自然人股东及其在发行人处担任的职务 .....	1
表 2: 发行人其他自然人股东持股及在发行人处任职情况 .....	2
表 3: IPO 募资项目情况（单位：万元） .....	14
表 4: 可比公司估值比较 .....	15
表 5: 可比行业估值（中证行业分类） .....	16
表 6: 财务和估值数据摘要 .....	17
表 7: 报表预测（百万元） .....	17

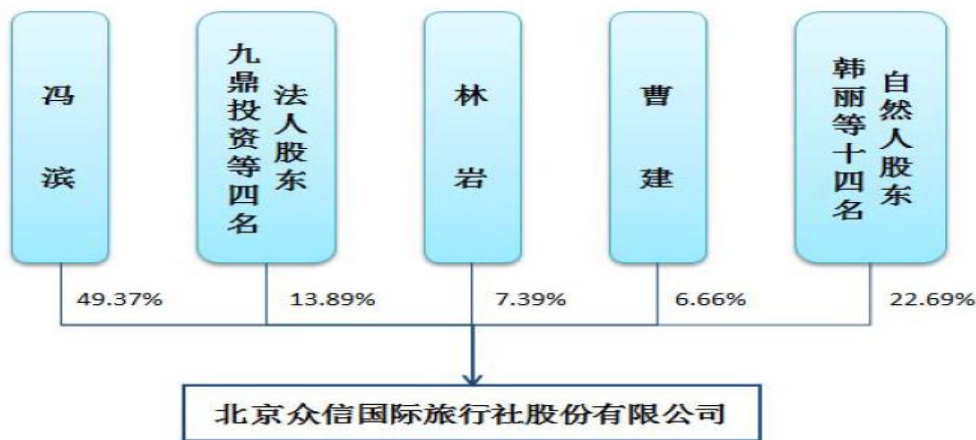
## 一、公司简介：专业出境旅游服务商

公司是专业的出境旅游服务商,公司实行批零一体、线上线下协同战略,为消费者提供一站式全方位旅游服务,同时为自己做强做大打下坚实基础。

### 1.1 实际控制人及股权结构

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。本次发行前自然人冯滨直接持有公司股票 25,180,925 股,占公司总股本的 49.37%,系公司控股股东及实际控制人。

图 1: 发行人股权结构



数据来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心整理

冯滨为公司第一大股东,在公司整体变更前后拥有的主要资产是众信旅游股权;在公司整体变更前后一直负责公司的经营、管理。除此以外,冯滨在公司改制前还持有北京瑞联在线广告有限公司 41%的股权、北京慧东方公关策划有限公司 70%的股权、上海众信企业管理有限公司(现已更名为上海朗鑫商务咨询有限公司) 70%的股权,以及北京台湾会馆国际旅行社有限责任公司 4%的股权。

表 1: 前十名自然人股东及其在发行人处担任的职务

股东姓名	股份性质	持股数量(股)	持股比例(%)	担任职务
冯滨	自然人股	25,180,925	49.37	董事长、总经理
林岩	自然人股	3,767,105	7.39	董事、副总经理
曹建	自然人股	3,399,079	6.66	副总经理、董事会秘书、众信商务执行董事、优拓航服执行董事、优逸文公关执行董事
韩丽	自然人股	2,067,565	4.05	董事、上海分公司总经理、上海众信执行董事、总经理
张莉	自然人股	2,067,565	4.05	商务会奖中心会奖部总监、众信商务总经理
林美美	自然人股	1,378,377	2.7	
路振勤	自然人股	827,026	1.62	副总经理
喻慧	自然人股	827,026	1.62	商务会奖中心会展部总监
何静	自然人股	827,026	1.62	董事、财务总监

股东姓名	股份性质	持股数量（股）	持股比例（%）	担任职务
马海涛	自然人股	827,026	1.62	-
合计	41,168,720	80.7	-	

数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

**表 2：发行人其他自然人股东持股及在发行人处任职情况**

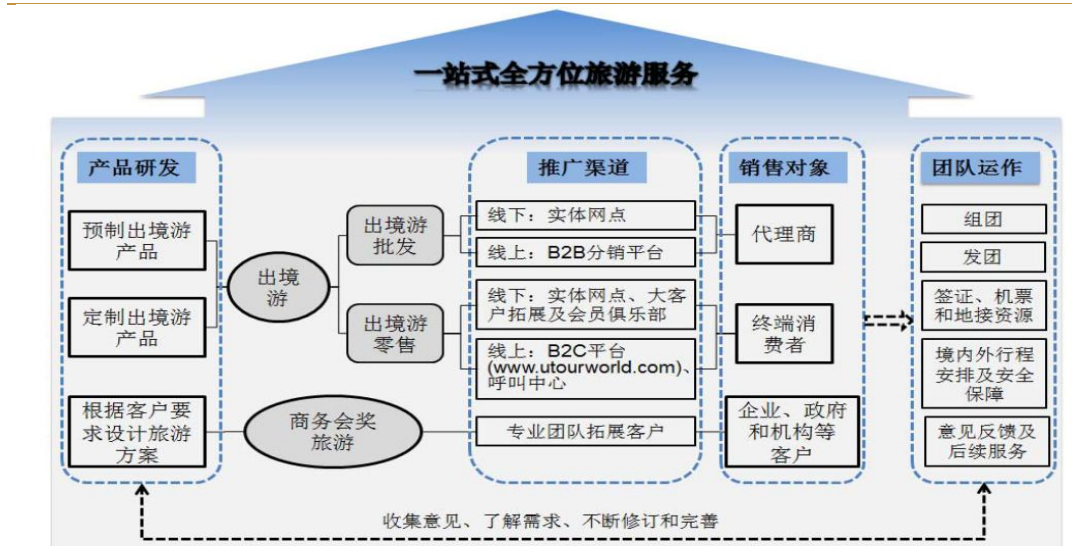
股东姓名	股份性质	持股数量（股）	持股比例（%）	担任职务
翁洁	自然人股	637,499	1.25	-
陈劲松	自然人股	551,351	1.08	-
李鸿秀	自然人股	413,513	0.81	会员俱乐部总监
张磊	自然人股	353,430	0.69	监事、出境旅游中心总监
陈小青	自然人股	353,430	0.69	成都分公司总经理、四川众信执行董事、总经理
赵锐	自然人股	220,320	0.43	副总经理
李海涛	自然人股	220,320	0.43	财务部经理
合计	Q	2,749,863	5.38	-

数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

## 1.2 公司主营业务

公司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。

**图 2：众信电子商务平台**



数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

目前，公司实际经营门店共 36 家，天津总店和建国门门店于 2013 年 7 月开始营业，朝阳门门店于 2013 年 9 月开始营业，天津第二分公司（荣业大街门店）和团结湖门店于 2013 年 10 月开始营业，报告期内无收入。报告期内正常经营的 31 家门店中共有 27 家盈利，4 家亏损门店均为 2012 年底或 2013 年开业，经营时间较短尚未实现盈利。

## 二、公司所在行业及地位

公司处于旅游行业。旅游业涉及的子行业包括旅行社、酒店、旅游景区等。从业务分类来看，旅游业务包括入境游、国内游和出境游三大业务板块，以及在此基础上发展起来的商务会奖旅游。一般而言旅游行业的三大旅游市场，指国内游、出境游和入境游市场。

### 2.1 旅游市场“两增一平” 出境游市场世人瞩目

近年来，我国旅游市场一直保持“两增一平”即国内游和出境游增长、入境游平稳格局，2013年是“两增一降”格局，国内游与出境同比持续增长，但增幅略有回调，入境游市场则是小幅下降。

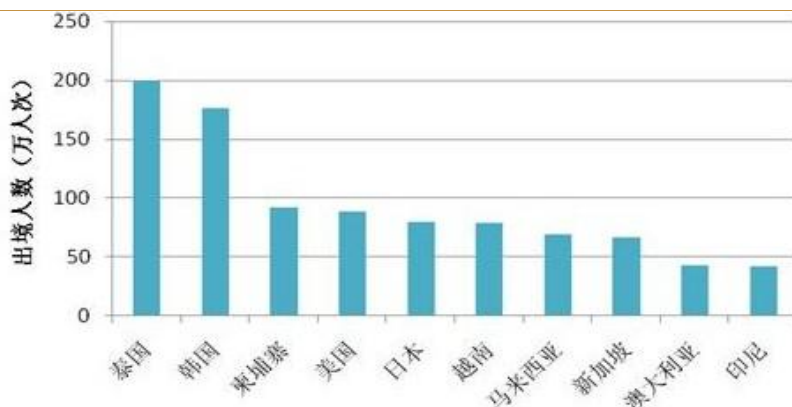
据中国旅游研究院发布的《2013年前三季度旅游经济运行分析和全年趋势预测报告》，报告期内我国旅游经济运行总体稳中有升，预计2013年全年旅游经济运行持续平稳回升的态势明显。

三大市场中，国内旅游居于主体地位。根据国家旅游局及中国旅游研究院统计数据，1993-2012年20年间，国内旅游人数从4.10亿人次增长到29.60亿人次，年复合增长率达10.96%；国内旅游收入从864亿元增长到2.27万亿元，年复合增长率达18.77%。

但中国出境旅游的兴起是近年来世界旅游市场一个引人瞩目的现象。出境旅游人次与国内旅游人次的比例一直在提高，从1995年的0.72%，提高到2012年的2.81%，由于出境旅游人均花费更高，出境消费总额与国内旅游收入的比例要高于相应的人数比例。2007年，国内游、入境游、出境游三大市场人均消费额比例大致为1:5:12。

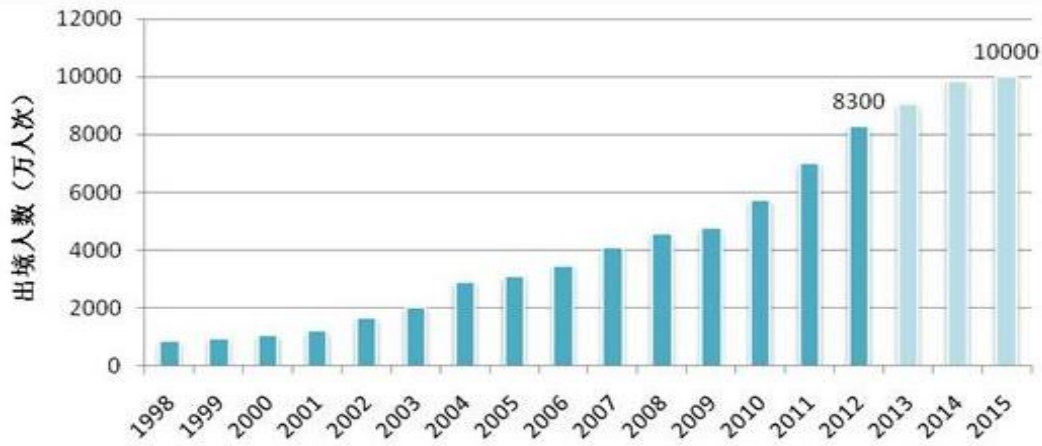
截至2012年底，国家旅游局已与超过140个国家和地区的旅游部门签署了《旅游目的地地位谅解备忘录》，其中有114个国家和地区已对中国公民全面开放。赴港、澳、台的中国出境游客占了出境总人数的70%。

图3：中国公民出境人数前十个目的地国家（2013上半年）



数据来源：艾威旅游顾问机构，西南证券研发中心整理

2013年上半年出境人数增长18%，其中一季度增长16%，二季度增长约21%。自中国开放出境游以来，中国出境人数持续保持增长态势，2012年出境总人数突破8300万人次，比2011年增长了18%，其中因公出境人数约600万人次，同比下降0.09%，占出境总人数的7%；因私出境人数约7700万人次，同比增长20%，占出境总人数的93%。

**图 4：1998 年 - 2015 年中国出境游人数（万人次）**


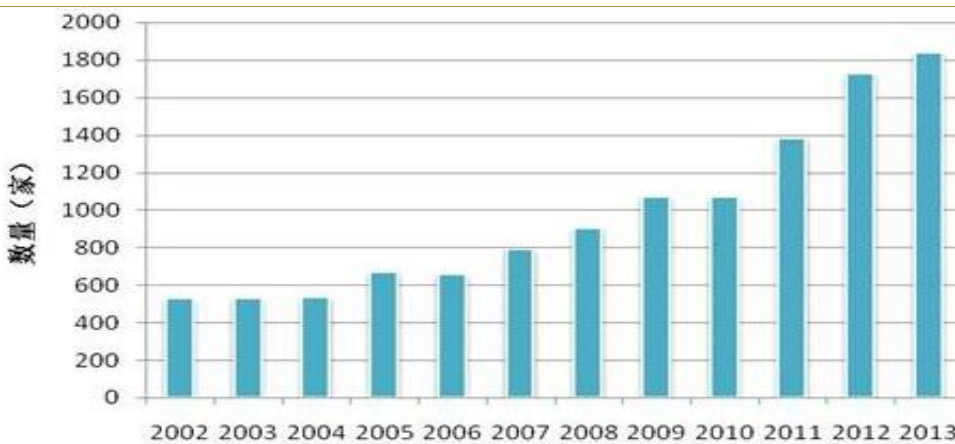
数据来源：艾威旅游顾问，西南证券研发中心整理

据世界旅游组织预测，2020 年，中国将成为全球第四大客源产出地，出境旅游人次将达到 1 亿人次。未来，随着公司发展战略的继续落实，募集资金投资项目的成功实施，公司现有竞争优势将进一步加强。出境游批发业务将进一步巩固和扩大，出境游零售及商务会奖旅游业务将在现有良好开端的基础上进一步拓展，现有经营模式将进一步完善。公司专业出境游运营商的市场地位将进一步提升，并将进一步巩固在中国出境游市场的领先地位。

## 2.2 行业地位：位居出境批发商前列

### 2.2.1 大旅游社生存环境更好

根据国家旅游局公布的数据，截至 2013 年第二季度末，我国共有旅行社 25,629 家，截至 2013 年 12 月 16 日，出境游旅行社数量为 2,145 家。

**图 5：中国出境游组团社数量（2002-2013）**


数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

国家旅游局数据显示，2012 年度全国旅行社出境旅游组织 2830.57 万人次、13021.61 万人天，分别同比增长 39.99%、54.91%。2012 年，我国旅行社旅游业务营业收入共计 3,096.75 亿元，同比增长 17.09%，其中，入境游、国内游和出境游业务的营业收入分别为 282.36 亿

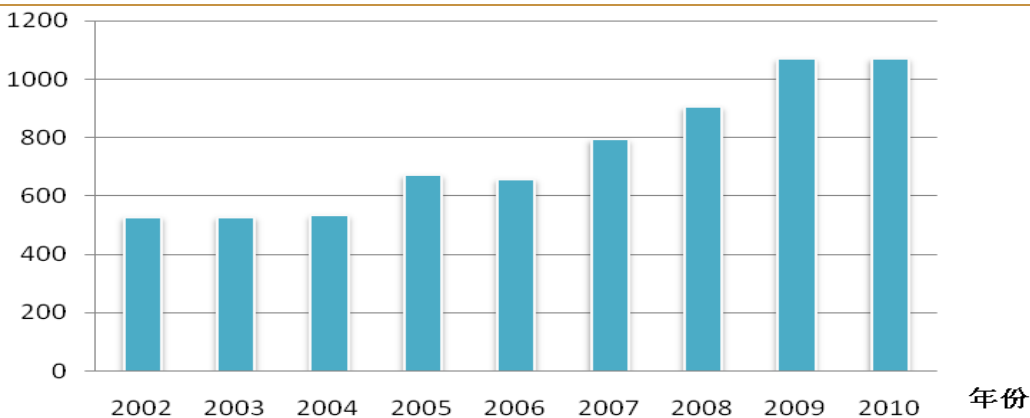
元、1,878.33 亿元和 936.06 亿元，占旅行社旅游业务收入的比重分别为 9.12%、60.65% 和 30.23%。

但旅游社行业集中度不高。根据国家旅游局统计数据，2011 年平均每家旅行社的营业收入为 1,212.23 万元，2012 年平均每家旅行社的营业收入为 1,352.93 万元。大旅游社生存环境更好。

## 2.2.2 出境旅游是国家特许经营业务

截至目前，出境游旅行社数量为 2,145 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%。

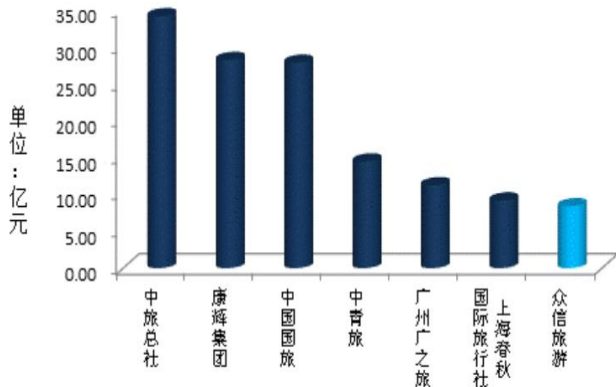
**图 6：2002-2010 年中国特许经营出境旅游业务的旅行社数量变化**



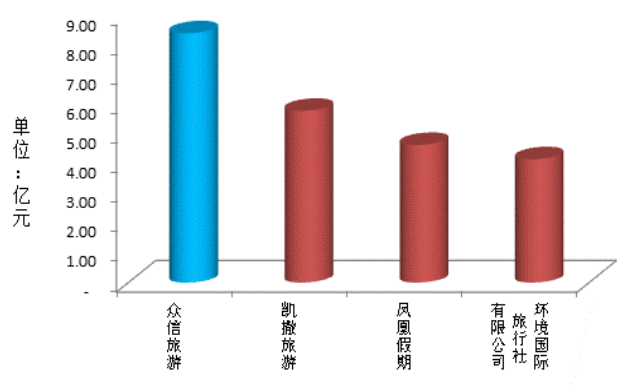
数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

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较强的竞争优势。2011 年 7 月 26 日，公司被国家旅游局监督管理司评为 2010 年度全国利税十强旅行社第四名，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。据《国家旅游局关于 2012 年度全国旅行社百强名单的公告》，公司获得 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 9 月，公司被北京市旅行社等级评定委员会评为 5A 级旅行社。

从 2010 年出境游业务规模可以看出，与中旅总社、中国国旅、康辉等一线旅游社相比有距离，但在二线旅行社如凯撒、凤凰等排名靠前。

**图 7：10 年与中旅总社、康辉、中国国旅等出境游业务规模比较**


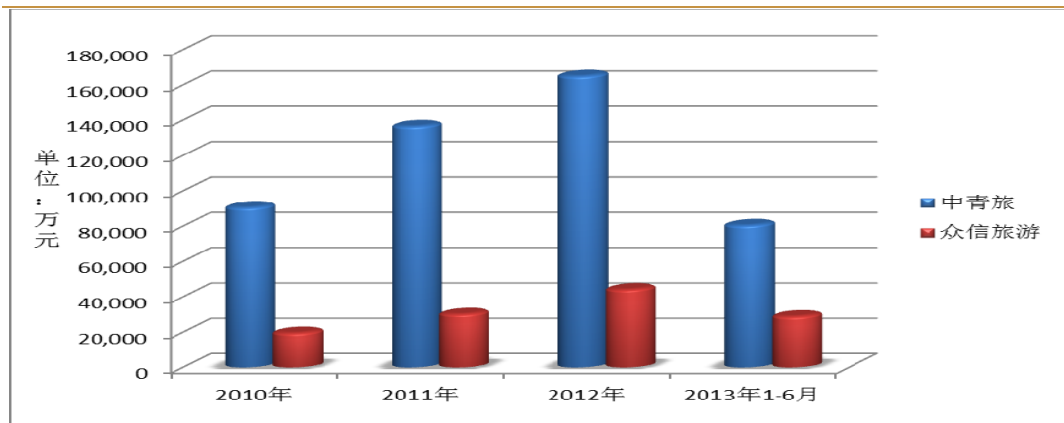
数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

**图 8：10 年与凯撒、凤凰、环境国旅出境游业务规模比较**


数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

### 2.2.3 商务会奖旅游市场前景看好

商务会奖旅游是指以商务为主要目的，以会议、奖励旅游、活动展览、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。

**图 7：公司商务会奖业务与中青旅收入比较**


数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

根据世界旅游业理事会 (World Travel & Tourism Council, 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%。客户对象一般都为企业。

## 2.3 公司主要竞争对手

公司的主要竞争对手为中旅总社、中国国旅、康辉集团、中青旅、凯撒旅游、北京市华远国际旅游有限公司、途牛网、携程网等。

与中青旅等国有大旅游社相比，在规模上众信有着较大的距离，但是与二线旅行社尤其是以出境游批发为主的旅行社相比，众信有着较为明显的优势。

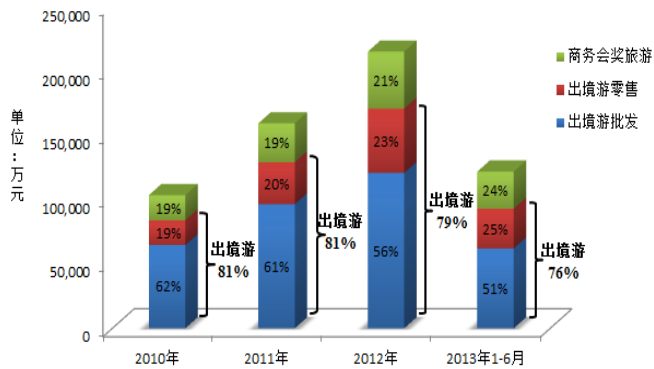
### 三、主营业务分析 专注核心出境游

#### 3.1 深耕出境游：批零合计占营收 80%左右

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。2010年至2013年1-6月，公司分别实现营业收入103,504.89万元、159,279.25万元、214,991.75万元和121,727.21万元，其中出境游批发、零售业务收入合计占营业收入比例分别为81.06%、81.04%、79.42%和76.25%。商务会奖旅游业务收入占营业收入比例分别为18.94%、18.96%、20.58%和23.75%。

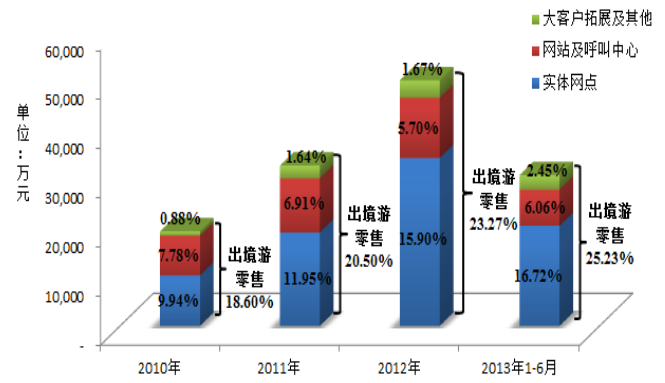
2013年1-6月，公司实现总收入121,727.21万元，其中出境游批发业务收入62,100.23万元，占总收入的51.02%，实现出境游零售业务收入30,715.66万元，占比25.23%，实现商务会奖旅游收入28,911.32万元，占比23.75%。

图 10：三大业务营收占比



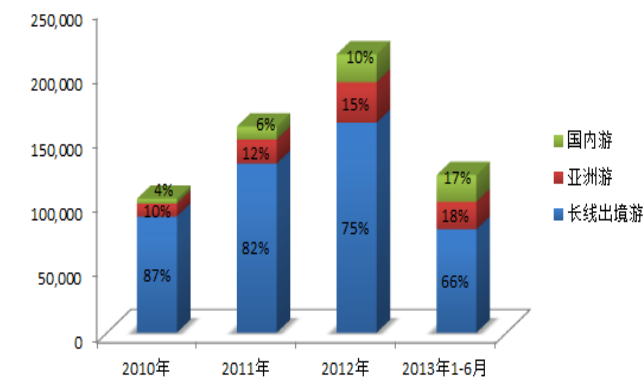
数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

图 11：图 11：线上线下营销收入占比



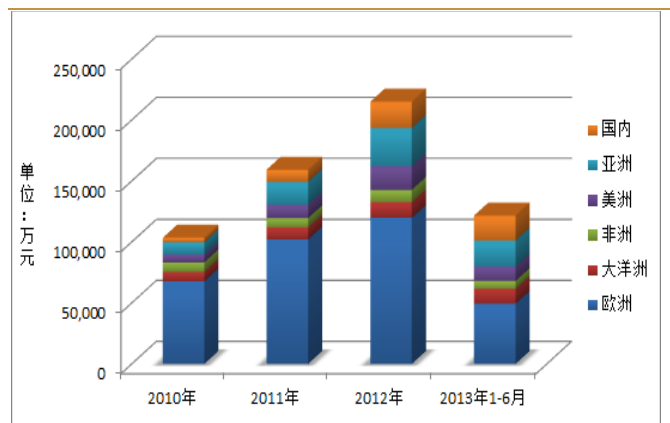
数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

图 12：公司长短线旅游产品收入构成



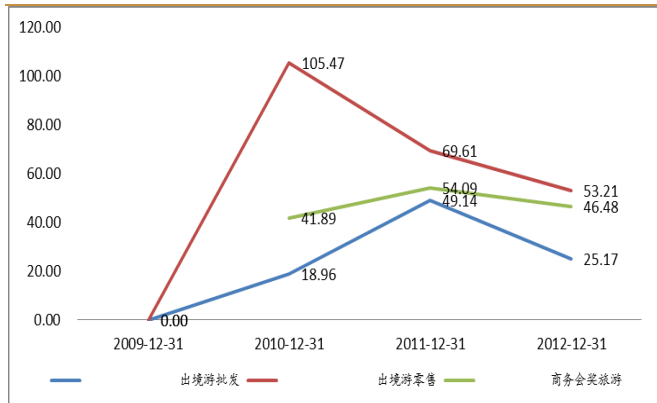
数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

图 13：旅游目的地收入占比

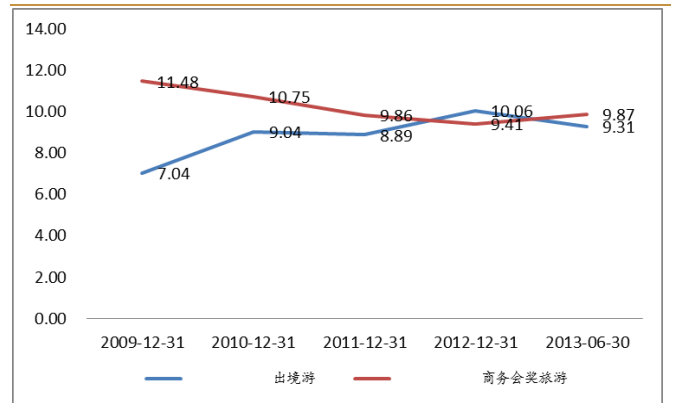


数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

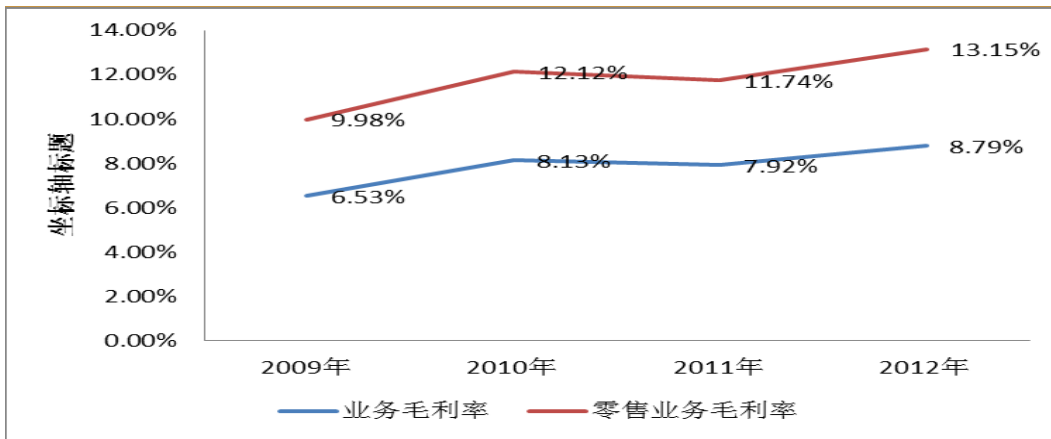
公司出境游批发和零售业务提供给最终消费者的产品或服务基本一致，但批发价格低于向终端消费者收取的零售价格，因此，公司零售业务的毛利率高于批发业务。报告期内，零售业务平均毛利率比批发业务高4个百分点左右。销售门店的净利率从2009年的2.77%上升至4.75%，门店不仅提升了品牌影响，更提升了公司的整体盈利能力。

**图 18: 2010 - 2012 年三大产品同比增长率**


数据来源: Wind, 西南证券研发中心整理

**图 19: 2010.12 - 2013.06 出境游和商务会奖旅游毛利率**


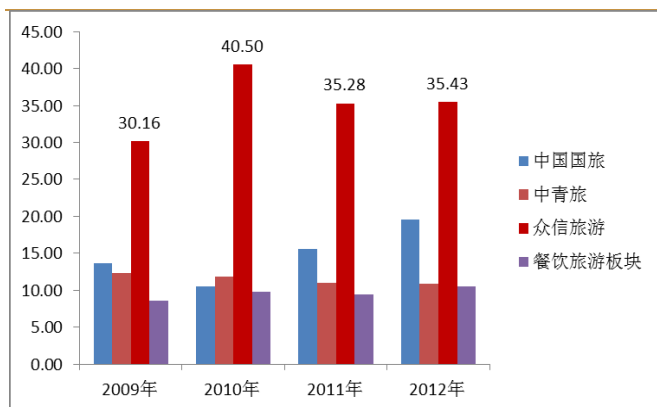
数据来源: Wind, 西南证券研发中心整理

**图 10: 2009 年-2012 年出境游批发业务与零售业务毛利率比较**


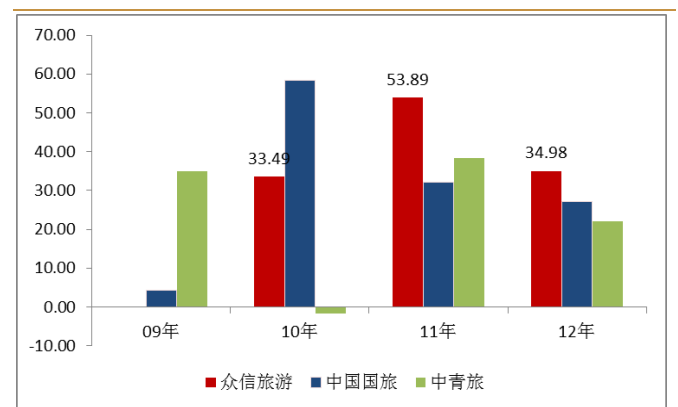
数据来源: 公司招股说明书, 西南证券研发中心整理

### 3.2 财务分析: 盈利与成长同步向前

从公司财务报表可以看出, 公司盈利能力与成长能力并驾齐驱。

**图 11: 可比公司及行业净资产收益率比较**


数据来源: 公司公告, Wind 西南证券研发中心整理

**图 12: 可比公司成长能力比较**


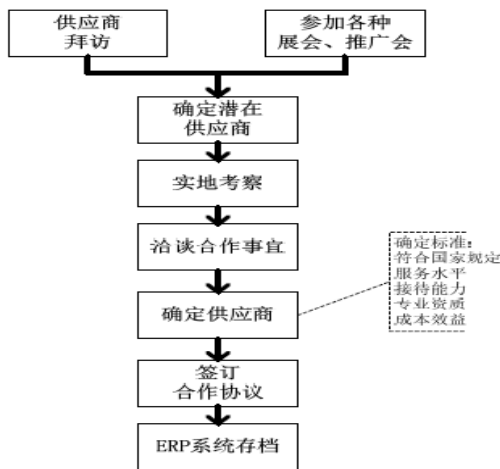
数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券研发中心整理

### 3.3 业务模式：“批发零售一体，线上线下结合”

#### 3.3.1 采购模式：集中采购与远期采购降低成本

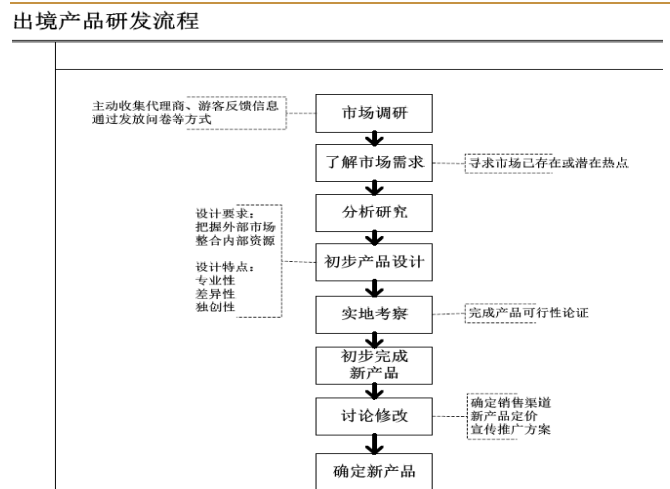
公司出境游与商务会奖旅游业务均需要采购旅游接待服务及机票、酒店、交通运输等单项服务。旅游接待服务主要指境外地接社提供的服务。公司旅游接待服务的采购中，对于境外地接社的采购选择范围系按照国家旅游局规定，在国家旅游局网站上公布的目的地国家或地区具有接待中国公民资格的境外地接社中选择，境外地接社的服务项目一般包括安排酒店、境外餐厅、旅游运输等综合服务。公司一般与供应商签订长期合作协议，通过 ERP 系统进行管理，采用集中采购和远期采购等方式控制成本。

图 13: 采购流程



数据来源：西南证券研发中心整理

图 20: 产品研发流程



数据来源：西南证券研发中心整理

图 21: 公司与境外地接社之间关于机票、住宿、餐费、意外事件处理费用等的承担安排

项目	欧洲	美洲	其他境外目的地
机票	公司直接向航空公司或机票代理机构采购，基本与境外地接社无关		
住宿	以境外地接社为主	境外地接社承担与公司直接采购的各占约50%	以境外地接社为主
餐费	以公司为主	以公司为主	以境外地接社为主
门票	以公司为主	以公司为主	以境外地接社为主
车、船等交通费	境外地接社	境外地接社承担与公司直接采购的各占约50%	以境外地接社为主
意外事件处理费用	根据意外事件的具体责任方不同，如公司、境外地接社和游客等，由责任方自行承担		

数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

### 3.3.2 产品研发：产品部门主导 推广营销配合

公司的出境游产品研发以各产品部门为主导，市场推广部与营销中心紧密配合的方式展开。公司产品研发注重差异化、专业性和独创性。

图 22：自有产品和代售产品收入占比

期间	出境游零售业务总收入	其中：自有产品收入		其中：其他旅行社开发产品收入	
		金额	占比	金额	占比
2010年度	19,247.91	18,991.39	98.67%	256.52	1.33%
2011年度	32,646.83	32,249.17	98.78%	397.66	1.22%
2012年度	50,019.75	49,795.73	99.55%	224.03	0.45%
2013年1-6月	30,715.66	30,605.63	99.64%	110.03	0.36%

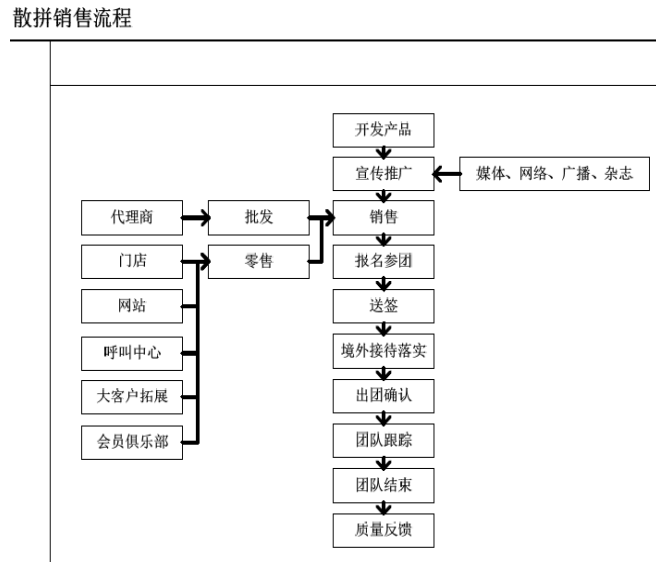
数据来源：西南证券研发中心整理

图 23：公司经典产品实例

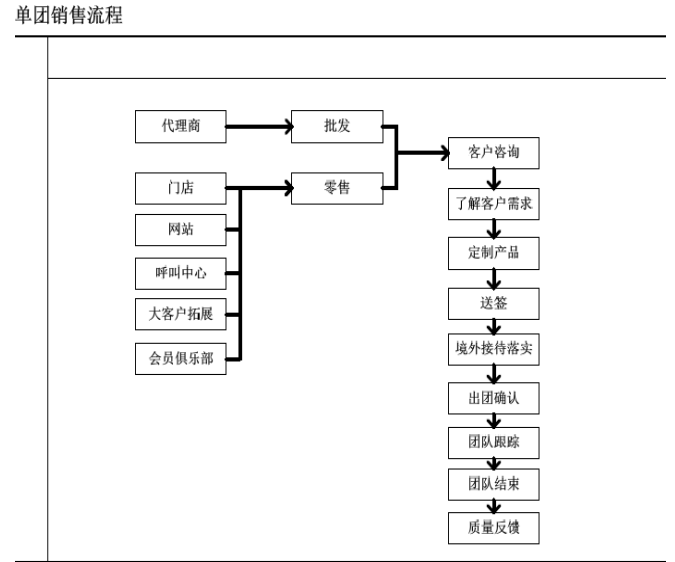
产品名称	金牌法瑞意 12 日	闪耀墨尔本 澳大利亚新西兰 12 日	动物大迁徙 肯尼亚 10 日狂野之旅	“安心美国游”美国东西海岸双乐园 品质安心豪华 14 日
图例				
产品研发核心要素	面向大众消费者，以性价比高为核心考虑点。利用对该条线路的深刻了解，深挖产品设计的线路、交通、餐饮、住宿等各个要素，选择直飞或欧洲航空公司，安排金牌领队，在确保产品质量和服务水平的前提下，控制产品价格	结合自然人文安排旅游线路，在传统的澳新 12 日的基础上安排墨尔本及所在维多利亚州的深度游览，共 3 晚停留时间，内容包括参观当地小镇、集市，并融入季节性元素，参观薰衣草庄园、红酒庄园等	考虑国内游客去非洲旅游在注重安全、舒适的前提下，同时追求自然、原生态的消费心理，围绕观赏非洲奇景“动物大迁徙”设计产品，充分考虑航班、酒店、用车的安全、舒适和豪华	抓住家长及儿童心理，利用暑期时节，面向家庭，在游玩中融入教育亲子元素，在行程设计上增加名校、主题乐园，以及加州科学博物馆等景点。提供直飞航班，免去长途飞行转机劳累

数据来源：公司公告，西南证券研发中心整理

### 3.3.3 销售流程 批发零售相机而为

**图 14：散拼销售流程**


数据来源：西南证券研发中心整理

**图 15：单团销售流程**


数据来源：西南证券研发中心整理

## 四、竞争优势分析

### 4.1 战略优势 立体化运作

公司坚持实施“批发零售一体，线上线下结合”的发展战略，致力于成为国内出境游市场的龙头企业。

#### 4.1.1 批发零售一体

从国外旅行社发展现状及历史来看，很多大型旅行社和旅游集团都是批发零售兼营，或从批发方式起步，或从零售业务开始，在具备了较强的产品研发和运作能力后，都会进行多样化的渠道拓展，将产品的开发、推广、服务与自有或分销渠道结合，形成批零一体的经营模式。如欧洲的 TUI、欧洲的 Thomas Cook、韩国的 HANATOURL 等。批零一体化是做大做强旅行社的有效途径，符合出境游行业发展的要求。近年来，公司已实现了批发零售业务的同时快速发展，并拓展了商务会奖旅游业务。

近年来，公司已实现了批发零售业务的同时快速发展，并拓展了商务会奖旅游业务。

#### 4.1.2 线上线下结合

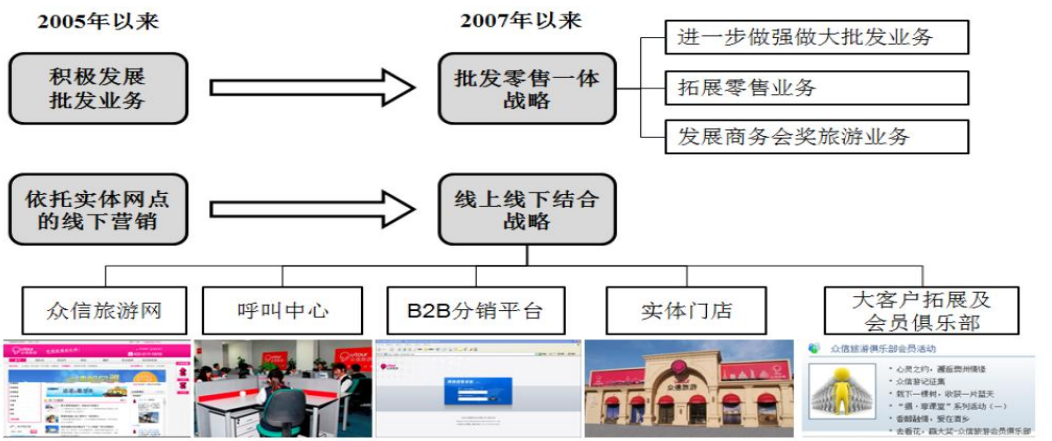
电子商务已成为旅行社经营的一个发展趋势。公司坚持自主研发，大力建设电子商务平台，以服务流程为主线，以现代信息技术整合传统旅行社业务，建立了以 ERP 系统为核心，由众信旅游网、B2B 分销平台和呼叫中心等组成的线上电子商务平台，并开设了淘宝网店。在实现线上销售的同时，与实体门店，以及上海、成都、沈阳、哈尔滨、西安、武汉、厦门、天津、重庆、杭州等渠道协同发展，形成了“线上营销和线下实体营销结合”的营销模式。公司通过网站和呼叫中心的线上营销，2012 年共实现收入 12,252.12 万元。

图 16：2008 年-2016 年中国在线旅游预订市场规模及增长率



数据来源：艾瑞咨询，西南证券研发中心整理

图 27：线下线下结合



数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

## 4.2 专注力：专注 专业 专家

出境游，特别是长线出境游，具有上游资源多、流程复杂、出境时间长、情况多变的特点，同时消费者对高端产品和高品质服务的需求越来越多，个性化、差异化需求日益明显。能否有效整合境外旅游资源，是否具备很强的产品研发能力，能否进行有效团队运作，是出境游旅行社核心竞争要素之一，相应要求出境游旅行社具有极高的专业性。

天才来源于长期的专注的训练,专注力造就非凡专家。2005 年以来，公司一直坚持专业的出境游运营商定位，坚持实施现有发展战略。现在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，主要表现在：

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。

### 4.3 研发力：产品研发优势

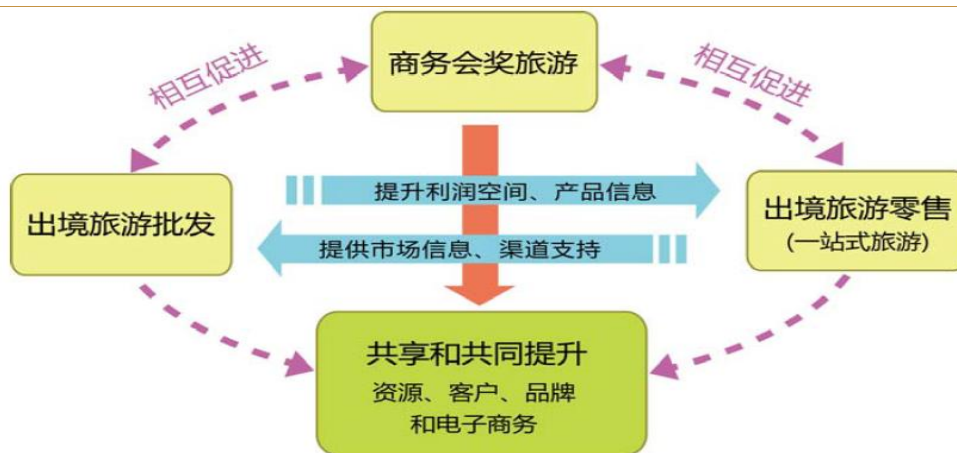
公司以产品为核心，经过多年的经营，公司建立了一整套完善的产品研发体系，拥有了专业水平高、从业时间长的产品研发团队。公司产品研发团队由产品经理、销售人员、市场推广人员、领队组成，根据不同产品的设计目标，邀请相关领域的专家或其他领域的公司参与，并及时征求参团客人意见。产品研发团队定期召开产品讨论会，每年年初制定年度产品大纲、划分主要的产品季，根据不同目的地的特点，制定团队游、自由行、半自由行等产品研发计划，在每个产品季推出新产品，并根据公司掌握资源的情况、市场突现热点、人们消费心理的变化对相关产品进行及时调整，定期评估产品的效果。产品研发人员定期进行踩线、踩点，在产品主题、

### 4.4 协同力：资源整合带来客户优势及粘性

#### 4.4.1 协同优势推进要素整合

随着公司发展战略的逐步实施，公司形成了以出境游批发业务为龙头，出境游批发、零售及商务会奖旅游业务互相促进、协同发展的格局，具有业务协同优势。出境游批发、零售、商务会奖旅游业务关系如下：

图 28：业务协同



数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

公司既是产品的研发和制造商，又是服务的提供商，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。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。

签证是国内旅行社开展出境游业务重要的制约因素之一。公司是业内为数不多的可以在北京、上海、广州、沈阳、成都、重庆等城市，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。

#### 4.4.2 整合提效增加客户粘性

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。基于产品研发优势和资源整合优势，公司能够不断推出适销对路的旅游产品，从而保证了代理商与公司合作的积极性。公司对批发业务采取了多项营销措施：公司坚持实施“一价制”，即公司零售业务价格与代理商将公司旅游产品销售给终端消费者的价格一致；在各地开展产品推介会；定期对代理商进行专业知识培训、产品培训；派销售人员直接到代理商现场提供产品咨询和服务等。通过这些措施增强了代理商对公司的产品认同度，提高了代理商对公司的粘性。

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，拥有了辉瑞公司、拜耳、阿斯利康、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。

## 五、募投项目分析

公司此次计划募资 1.49 亿，主要涉及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，投资额分别为 8,324.39 万元、4,563.34 万元和 2,033.80 万元。

**表 3: IPO 募资项目情况（单位：万元）**

序号	项目名称	总投资额	投资占比	建设期	达产期	投资进度			预计收益
						第一年	第二年	第三年	
1	实体营销网络建设项目	8,324.39	55.79%	3	7	1423.66	2830.35	4070.38	达产期内年均新增营收 108,466.73 万元，净利润 1,903.29 万。
2	旅游电子商务项目	4,563.34	30.58%	3	7	3089.64	826.53	647.17	达产期内年均新增销售收入 82,481.86 万，净利润 2,837.57 万。
3	商务会奖分公司项目	2,033.80	13.63%	2	8	722.3	1311.50	-	达产期内年均新增销售收入 23,652.50 万，净利润 518.52 万。
合计		14,921.53	100%			5235.6	4968.38	4717.55	

数据来源：公司招股说明书，西南证券研发中心整理

**实体营销网络建设项目：**公司拟在北京投资建设门店网络及在国内其他重点城市投资建设分公司网络，主要包括在现有北京总部，上海、成都、沈阳、西安、武汉、福建、天津分公司基础上，建立广州分公司作为一级营销中心，形成七大一级营销中心，并在哈尔滨分公司、天津分公司、重庆分公司和杭州分公司的基础上，新设四个二级营销中心，组成八个二级营销中心；同时用三年的时间投资建设 62 家门店，形成以重点城市为中心并辐射周边区域市场的出境游业务布局。根据需要，公司将在上述门店基础上，在各重点城市开设更多门店，以提高网络覆盖率。同时为了进一步加强业务重点区域的管理，提高品牌影响力，在建设上述实体营销网络的基础上，公司已在上海设立子公司，并拟在成都设立子公司，主要职能是配合北京总部和当地分公司，实施品牌运营和业务协调工作。

**旅游电子商务项目：**在现有 ERP 系统、B2C 分销系统、网站和呼叫中心的基础上，进一步优化系统结构，完善模块功能，完善以 ERP 系统为核心，B2B 分销平台、B2C 在线

网站和呼叫中心相结合的电子商务平台, 实现资源整合与控制、批发业务预订与管理、零售业务网上预订与直销、全国统一运营服务的电子化和流程化, 并在北京公司本部及各地分公司施行。

**商务会奖专业化网络建设计划:** 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, 形成以北京分公司为管理中心, 上海、深圳分公司为运营中心, 相互支持、相互配合的全国网络布局, 拓展当地客户, 并为其他区域客户的业务提供支持, 拓展商务会奖旅游业务。

## 六、业绩预测与估值

### 核心假设

#### 主营业务收入:

**公司出境游批发业务:** 批发业务是公司较为成熟的业务, 2010-2012 年复合增长率为 36.65%。从以往来看, 公司的年均增长率略高于行业平均水平。同时, 由于公司处于成长期, 新增武汉、福建等分公司, 批发业务增速良好。2013 年前三季度同比增速高达 50.29%。我们预计 2013 年同比增速在 45%, 14-15 年该项业务增速为 25%和 22%。

**出境游零售:** 零售包括呼叫中心、实体店和大客户推广及会员收入。报告期内正常经营的 31 家门店中共有 27 家盈利, 4 家亏损门店均为 2012 年底或 2013 年开业, 经营时间较短尚未实现盈利。截止到 2013 年 12 月 20 日, 公司合计门店已达 36 家。一般的新店培育期为 6 月-8 个月。过去三年中单体新增门店最低值为 129.1 万元。我们预计 13 年-15 年零售收入总体增长为 32.8%、35%和 35.8%。

**商务会奖业务:** 公司商务会奖业务 2010-2012 年复合增速为 50%。13 年考虑到多因素影响, 预计增速为 19%, 2014 年和 2015 年增速分别为 15%和 15%。

我们预测公司 13-15 年分别为 1.27 元、1.64 元和 2.05 元。

目前 A 股上市公司中, 相对可比公司是中国国旅、中青旅、腾邦国际和首旅酒店。最近滚动 PE 在 24-43 之间。从行业平均估值来看, 根据中证指数可选消费类别下消费者服务平均静态市盈率及动态市盈率均在 20-25 倍之间。

我们认为公司合理定价在滚动 PE25-30 倍, 即在 41 和 49.2 之间, 询价空间一般折价 15%, 即 34.85-41.8 元之间。

**表 4: 可比公司估值比较**

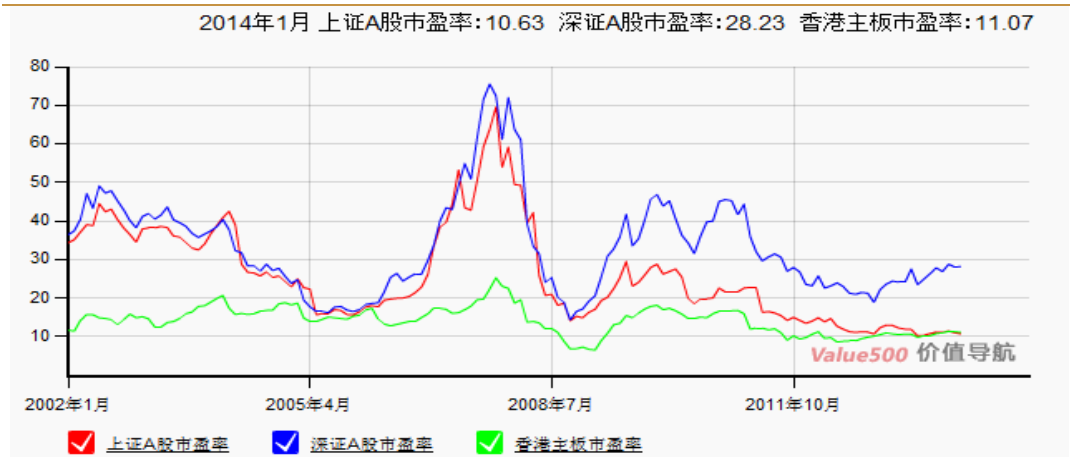
证券代码	证券简称	最新 PE	最新滚动 PE	PB
601888	中国国旅	32.22	23.96	3.63
600138	中青旅	24.94	29.39	2.45
300178	腾邦国际	53.41	42.91	3.19
600258	首旅酒店	32.26	33.07	3.54

数据来源: 中证指数, 西南证券研发中心整理

**表 5: 可比行业估值（中证行业分类）**

消费者服务	最近一个月 PE	最近三个月 PE	最近 6 个月 PE	最近一年 PE
静态 PE	25.26	25.98	24.68	25.11
动态 PE	20.55	21.6	21.35	22.03

数据来源: 中证指数, 西南证券研发中心整理

**图 17: 上证 A 股、深证 A 股及香港主板市盈率比较**


数据来源: 中证指数, 西南证券研发中心整理

## 七、风险提示

### 7.1 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，一些突发事件的发生或持续，包括：地震、海啸、水灾、暴雪、飓风等自然灾害，如欧洲火山灰事件、日本大地震等；“非典”、“甲流”、“禽流感”等流行性疾病，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。同时，如目的地政治经济局势不稳定，社会治安恶化，或是与我国外交关系恶化，如埃及骚乱、菲律宾黄岩岛事件、钓鱼岛事件等，影响到游客在该目的地游玩，甚至可能影响到游客的人身财产安全时，将直接影响公司对该目的地出境游产品的销售，从而影响公司业绩。

### 7.2 汇率变动风险

公司主要经营出境旅游业务，公司的旅游服务活动大都发生在境外，主要以人民币对客户进行报价，以美元、欧元等外汇向境外合作伙伴进行部分资源采购，可能因人民币汇率变动导致本公司采购成本出现变化。因此，本公司的利润将受到人民币汇率波动影响。

### 7.3 政策风险

2010年9月6日，国家旅游局、商务部联合发布《中外合资经营旅行社试点经营出境旅游业务监管暂行办法》，明确要在试点基础上，逐步对外商投资旅行社开放经营中国内地居民出境旅游业务。随着世界经济一体化和中国融入世界经济进程的加快，上述外资旅行社

试点范围可能逐步扩大, 现有限制有可能逐步取消, 中国公民出境旅游的行业竞争格局可能发生变化。

## 7.4 募资项目运行等市场风险

募集资金项目实施过程中, 若宏观经济形势变化、市场状况变动、国家有关政策的调整以及不可抗力的因素的出现, 将会影响项目的进展或效益。另随着旅游行业的竞争加剧, 可能会出现一定程度的非正常竞争现象, 并可能导致国家调整产业政策、加强市场监管, 以及控制、限制一些业务的开展。

**表 6: 财务和估值数据摘要**

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1035.05	1592.79	2149.92	2923.46	3741.44	4676.80
增长率(%)	33.49%	53.89%	34.98%	35.98%	27.98%	25.00%
归属母公司股东净利润	30.51	44.18	61.80	86.30	111.31	139.19
增长率(%)	93.50%	44.82%	39.89%	39.64%	28.98%	25.05%
每股收益(EPS)	0.598	0.866	1.212	1.27	1.64	2.05
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.334	0.871	1.144	0.117	1.382	0.732
销售毛利率	9.37%	9.07%	9.93%	9.71%	9.72%	9.73%
销售净利率	2.95%	2.77%	2.87%	2.95%	2.98%	2.98%

数据来源: Wind, 西南证券研发中心整理

**表 7: 报表预测 (百万元)**

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1035.05	1592.79	2149.92	2923.46	3741.44	4676.80
减: 营业成本	938.12	1448.30	1936.36	2639.59	3377.77	4221.75
营业税金及附加	5.38	8.11	12.26	16.96	21.33	27.13
营业费用	45.93	73.20	105.32	135.76	173.75	217.19
管理费用	8.35	11.85	18.29	24.87	31.83	39.78
财务费用	-3.47	-8.75	-4.57	-8.79	-11.65	-14.64
资产减值损失	-0.01	0.25	0.97	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	40.74	59.83	81.29	115.07	148.42	185.59
加: 其他非经营损益	0.50	1.13	0.92	0.00	0.00	0.00
利润总额	41.25	60.96	82.21	115.07	148.42	185.59
减: 所得税	10.74	16.78	20.41	28.77	37.10	46.40
净利润	30.51	44.18	61.80	86.30	111.31	139.19
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	30.51	44.18	61.80	86.30	111.31	139.19

资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	112.12	155.72	235.87	221.19	443.15	486.24
应收和预付款项	137.95	187.36	264.34	370.48	466.25	653.16
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	0.57	0.42	0.14	0.14	0.14	0.14
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1.47	2.25	4.94	9.50	13.80	17.85
无形资产和开发支出	0.04	0.02	0.79	0.64	0.49	0.34
其他非流动资产	2.02	3.25	7.92	72.16	90.40	114.40
资产总计	254.17	349.02	514.00	674.11	1014.23	1272.14
短期借款	0.00	10.00	20.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	146.77	197.44	288.48	382.29	462.10	580.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	2.13	2.13	2.13	2.13
负债合计	146.77	207.44	310.61	384.42	464.23	582.94
股本	26.67	51.00	51.00	51.00	68.00	68.00
资本公积	44.69	20.36	20.36	20.36	152.36	152.36
留存收益	36.04	70.22	132.03	218.33	329.64	468.83
归属母公司股东权益	107.40	141.58	203.39	289.69	550.00	689.19
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	107.40	141.58	203.39	289.69	550.00	689.19
负债和股东权益合计	254.17	349.02	514.00	674.11	1014.23	1272.14
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
经营性现金净流量	17.03	44.44	58.33	5.95	70.46	37.36
投资性现金净流量	-0.38	-1.23	-10.96	-5.24	-4.97	-4.72
筹资性现金净流量	17.72	-6.15	8.55	-15.39	156.47	10.46
现金流量净额	33.92	36.62	54.76	-14.68	221.96	43.09

数据来源: Wind, 西南证券研发中心整理

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn