



众信旅游：专注出境旅游，看好成长性

2014.5.6

中小市值研究

在线旅游系列研究

第三篇

刘霞(高级分析师)

电话：020-88831176

邮箱：liuxia@gzgzhs.com.cn

执业编号：A1310513070001

众信旅游（002707）
谨慎推荐 评级

● 专注于出境旅游第一股

作为出境游服务的专业运营商，公司主要从事出境游的批发、零售业务，以及商务会奖旅游业务。2013年，出境游批发、出境游零售和商务会奖业务收入分别为17.2、7.1、5.8亿元，分别同比增长42.2%、42.8%和29.8%。董事长兼总经理冯滨先生直接持有公司37.03%股份，是公司控股股东及实际控制人，其他核心管理人员也集体持股，民营企业机制相对灵活。

● 出境游保持高速增长，商务会奖前景广阔

2010-2012年，我国旅行社组织出境游人数分别为1664、2022、2831万人次，年均复合增速31.86%；旅行社实现出境游业务营业收入分别为582、668和936亿元，年均复合增速34.5%。伴随着宏观经济的持续增长、消费升级、旅游签证制度趋于便利、人民币持续升值以及互联网/移动互联网的推广，出境旅游在未来10年仍将保持快速增长。另外，根据世界旅游理事会预测，2004年到2014年，全世界商务会奖市场总量将从5,954亿美元上升到8,953亿美元，行业前景广阔。

● 强大资源整合能力和产品研发优势

众信旅游管理团队旅游行业经验丰富、人脉深厚，经过多年耕耘，对上游机票、酒店、餐厅、旅游车、景区、签证等资源进行了有效地资源整合，成本控制良好，毛利率行业领先。此外，众信拥有专业团队依托成熟的策划创意流程、丰富的市场数据和外部专家支持，及时开发不同种类、差异化的产品，满足多样化、个性化的客户需求。

● 批发零售一体，线上线下结合的渠道模式

公司最早从事出境旅游批发业务，从批发业务进入零售业务，比其他代理商少了中间环节，可以给零售业务更大的利润空间，提供更加及时准确的产品信息，进而提升公司品牌形象。在线旅游度假市场发展迅速，目前公司已经利用了官方网站（<http://www.utourworld.com/>）、呼叫中心、新浪微博、微信、APP和淘宝等平台进行社会化营销，线上线下结合渠道模式打通O2O闭环，营销效果可期。

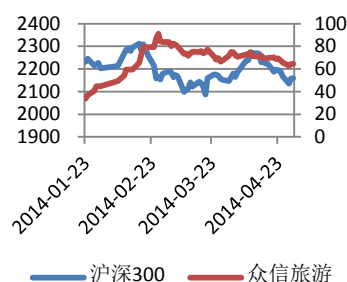
● 盈利预测与估值

我们预计公司14-16年EPS为1.98、2.51和3.08元，对应估值33.1、26.2和21.3倍。考虑到出境游是朝阳行业，商务会奖空间广阔，目前是大行业小公司，公司具有良好的成长性，看好公司“批零一体化，线上线下结合”的发展战略。考虑到公司目前估值水平，给予公司“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

1 市场竞争加剧风险;2 服务质量控制风险;3 不可抗力风险。

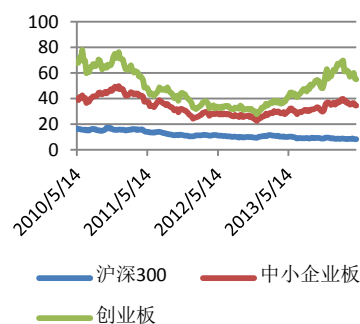
股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
中小板	-2.51	0.82	12.55
创业板	-2.13	-3.32	18.62
众信旅游	-7.29	21.21	146

板块估值



相关报告

投资价值分析报告-众信旅游：批零一体化，出境旅游先行者-刘霞-20130110

财报点评-众信旅游（002707）：年报靓丽，高成长仍可期-刘霞-20140403



目 录

1. 众信旅游：出境游服务的专业运营商.....	5
1.1 批发零售一体的出境游服务商.....	5
1.2 民营企业机制灵活，高管集体持股.....	6
1.3 近三年收入和利润快速增长.....	6
2. 出境游保持高速增长，商务会奖前景广阔.....	8
2.1 需求旺盛，出境游高速增长.....	8
2.2 竞争激烈，出境游批发商市场份额逐步提升.....	9
2.3 在线度假市场蓬勃发展，增长迅速.....	11
2.4 商务会奖行业前景广阔.....	13
3. 专注出境，引领成长.....	14
3.1 产品：强大资源整合能力和产品研发优势.....	14
3.1.1 公司具有强大资源整合能力和成本控制能力.....	14
3.1.2 产品研发优势明显.....	15
3.2 渠道：批发零售一体，线上线下结合.....	16
3.2.1 批发零售一体，专注出境游业务.....	16
3.2.2 多营销渠道布局，线上线下结合.....	18
3.3 登陆 A 股，提升品牌形象.....	22
3.3.1 出境游先行者，具有较强的品牌优势.....	22
3.3.2 社会化营销时代，做渠道亦是在做品牌.....	24
4. 盈利预测与投资评级.....	25
5. 风险提示.....	26



图表目录

图表 1 众信旅游业务运作流程.....	5
图表 2 众信旅游前十大股东 (2014Q1)	6
图表 3 公司近三年收入表现.....	7
图表 4 公司近三年净利润表现.....	7
图表 5 各项业务毛利率情况(%).....	7
图表 6 各项业务收入情况.....	7
图表 7 出境旅游人数情况.....	8
图表 8 公司出境游目的地收入构成.....	8
图表 9 通过旅游社组织出国占比 1/3.....	9
图表 10 北京上海四川等地出境游保持较快增长.....	9
图表 11 2002-2010 年中国特许经营出境旅游业务的旅行社数量.....	9
图表 12 综合零售商 2010 年出境游业务规模.....	10
图表 13 出境游业务为主的旅游运营商 2010 年出境游业务规模对比.....	10
图表 14 2013 年中国旅行社行业在线渗透率.....	11
图表 15 2009-2013 年中国在线度假市场规模.....	11
图表 16 在线度假的主要模式.....	12
图表 17 2013 年中国在线度假市场格局.....	12
图表 18 众信旅游商务会奖收入表现.....	13
图表 19 众信旅游商务会奖收入占比.....	13
图表 20 中国在线旅游产业链.....	14
图表 21 同业毛利率比较.....	15
图表 22 四大出境游产品系列.....	16
图表 23 出境游批发零售垂直分工体系.....	17
图表 24 2010 年旅行社长线出境游业务统计.....	17
图表 25 众信旅游出境游批发和零售收入及增速.....	18
图表 26 众信旅游出境游批发和零售收入占比.....	18
图表 27 五大营销渠道.....	19
图表 28 众信旅游北京网点分布.....	20
图表 29 公司营销中心规划情况.....	20
图表 30 2013 年中国在线旅游市场结构.....	21
图表 31 2013 年中国在线旅游度假市场结构.....	21
图表 32 2013 年中国在线机票销售情况 (按出票量)	21
图表 33 2013 年中国在线酒店销售情况 (按酒店间夜量计)	21
图表 34 众信旅游线上销售情况.....	22
图表 35 途牛网从众信旅游的采购情况.....	22
图表 36 2011 年全国出境游旅行社十强排名.....	23
图表 37 2012 年全国百强旅行社中的前十强排名.....	23
图表 38 2012 年全国利税十强旅行社.....	23
图表 39 北京 5A 级旅行社.....	23
图表 40 3 月份主要旅游企业微博运营 TOP20 排名.....	24
图表 41 国内旅行社网站排名.....	24



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG



图表 42 众信旅游盈利预测..... 25





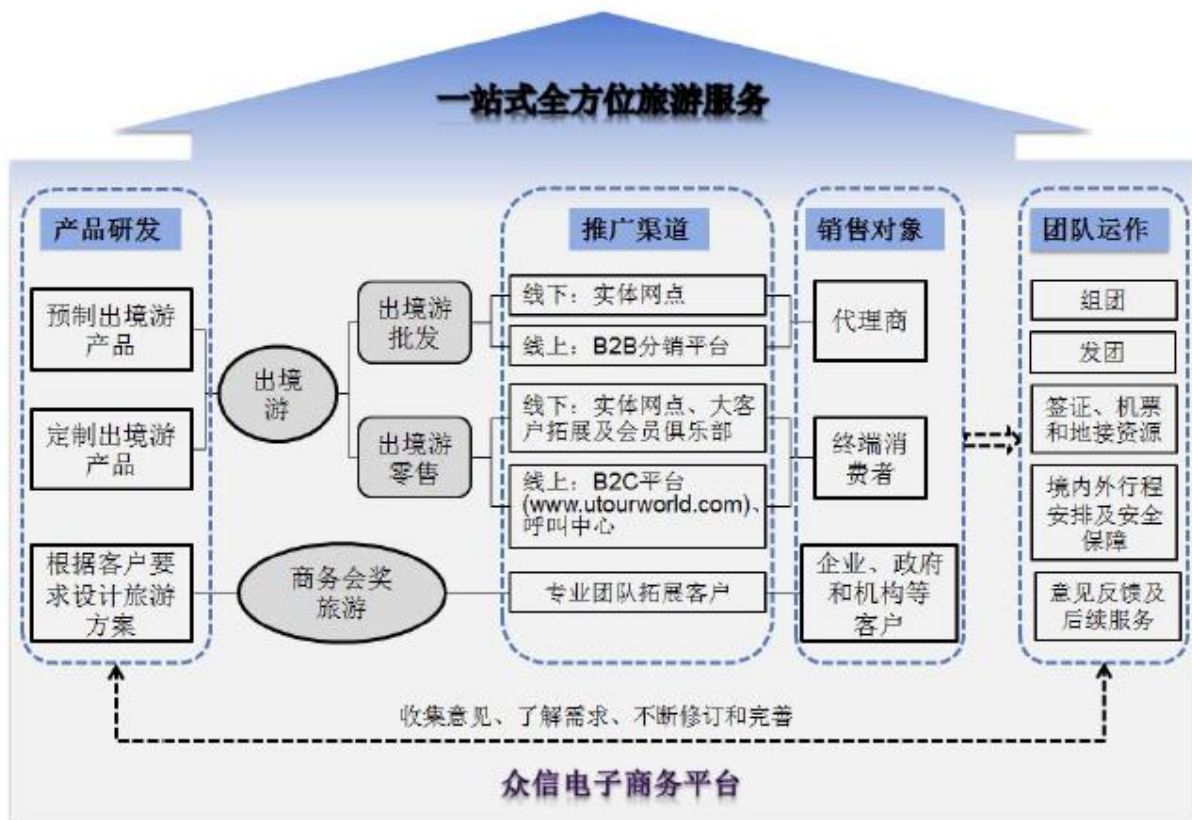
1. 众信旅游：出境游服务的专业运营商

1.1 批发零售一体的出境游服务商

众信旅游自 1992 年成立以来一直从事旅行社业务，2002 年公司获得出境游业务资质。作为出境游服务的专业运营商，公司主要从事出境游的批发、零售业务，以及商务会奖旅游业务。

出境游批发业务是指公司设计旅游线路，并采购机票、酒店、餐饮、门票，将产品打包卖给旅游代理商。公司原来以长线出境游业务（欧洲、非洲、美洲）为主，近年起同时快速发展短线出境游业务(港澳台韩日),短线出境游收入占比从 2010 年的 9.6%已提升至 1H13 的 17.6%。**出境游零售**是指公司通过网站、呼叫中心和实体门店直接将出境游产品卖给终端消费者。截至 2013 年底，公司共拥有实体门店 36 家，其中 34 家在北京。公司的**商务会奖业务**从医药行业开始，帮助公司建设企业文化，举办年会、组织员工培训、旅游等活动。

图表 1 众信旅游业务运作流程



资料来源：招股说明书，广证恒生



1.2 民营企业机制灵活，高管集体持股

董事长兼总经理冯滨先生直接持有公司股票 2158 万股，占本公司总股本的 37.03%，系公司控股股东及实际控制人。九鼎投资、上海智丰、通光集团分别持有公司股份为 6.56%、1.42% 和 1.22%。公司高管林岩、曹建、张莉、韩丽以及喻慧等分别持有公司 5.54%、5%、3.04%、3.04%、1.22% 的股权。

图表 2 众信旅游前十大股东（2014Q1）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	冯滨(董事长、总经理)	21,584,003	37.03	限售流通 A 股
2	北京嘉俪九鼎投资中心(有限合伙)	3,825,063	6.56	限售流通 A 股
3	林岩(董事、副总经理)	3,229,000	5.54	限售流通 A 股
4	曹建(董秘、副总经理)	2,913,544	5.00	限售流通 A 股
5	张莉(商务会奖中心会奖部总监)	1,772,227	3.04	限售流通 A 股
6	韩丽(董事、上海分公司总经理)	1,772,227	3.04	限售流通 A 股
7	林美美	1,181,485	2.03	限售流通 A 股
8	上海智丰投资管理有限公司	827,040	1.42	限售流通 A 股
9	喻慧(商务会奖中心会展部总监)	708,891	1.22	限售流通 A 股
10	通光集团有限公司	708,891	1.22	限售流通 A 股
--	合计	38,522,371	66.1	

资料来源：Wind，广证恒生

1.3 近三年收入和利润快速增长

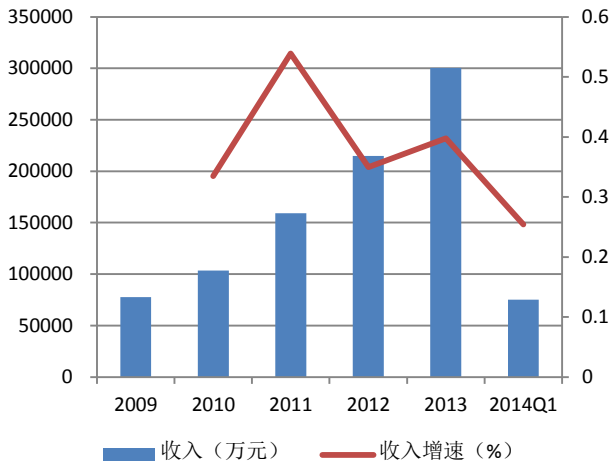
众信旅游以批发商的身份进入出境游市场，在做强做大批发业务的基础上，拓展零售业务，发展商务会奖旅游业务。

2010 年至 2013 年，公司分别实现营业收入 103,505 万元、159,279 万元、214,992 万元和 300,525 万元，分别同比增长 33.49%、53.89%、34.98% 和 39.78%。2010 年至 2013 年，公司分别实现营业净利润 3051 万元、4418 万元、6180 万元和 8746 万元，分别同比增长 94.5%、44.8%、39.9% 和 41.53%。近三年收入和净利润复合增速为 44.12% 和 42.33%。

2014 年第一季度，公司实现营业收入 7.52 亿元，同比增长 25.44%；归属于母公司净利润约 1738.10 万元，同比增长 20.77%，依然保持了快速增长态势。

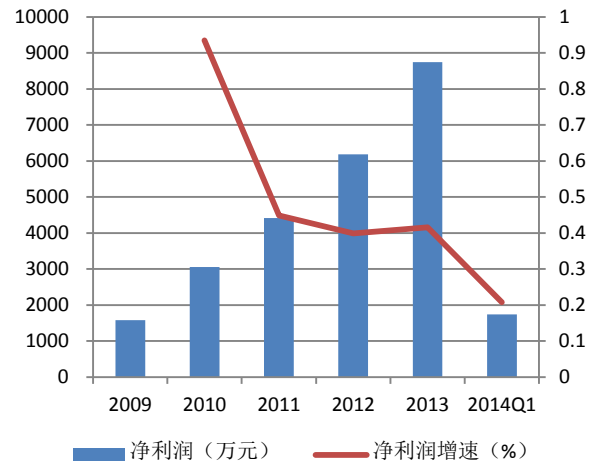


图表 3 公司近三年收入表现



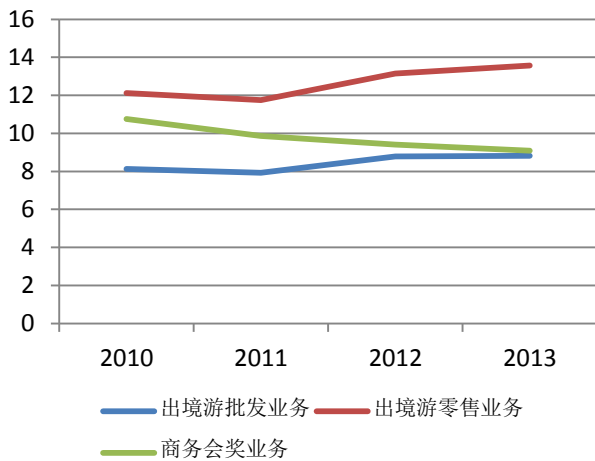
资料来源: Wind, 广证恒生

图表 4 公司近三年净利润表现



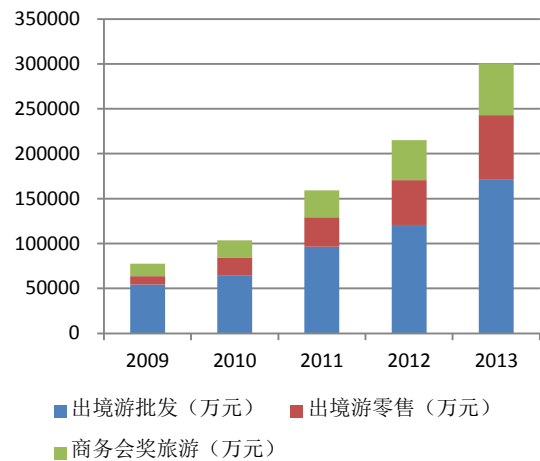
资料来源: Wind, 广证恒生

图表 5 各项业务毛利率情况 (%)



资料来源: Wind, 广证恒生

图表 6 各项业务收入情况



资料来源: Wind, 广证恒生



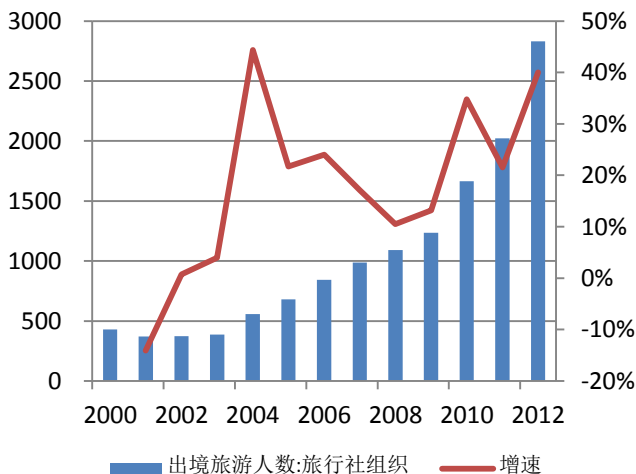
2. 出境游保持高速增长，商务会奖前景广阔

2.1 需求旺盛，出境游高速增长

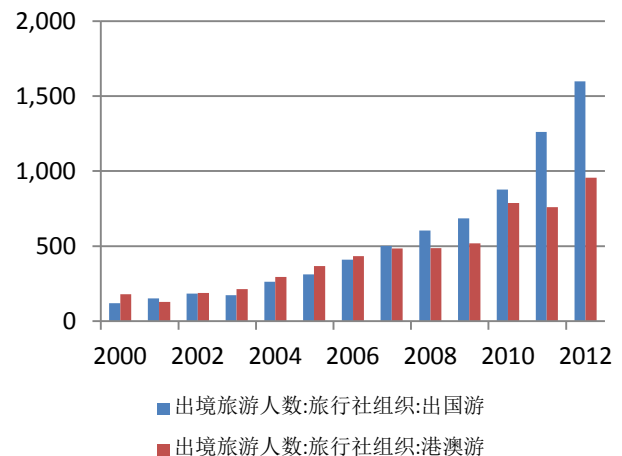
中国良好的外交形象、人民币升值、线上渠道的便利化、旅游签证制度趋于便利等外围因素全面促进了近些年来我国境外旅游的高速增长。2010-2012 年，我国旅行社组织出境游人数分别为 1664、2022、2831 万人次，年均复合增长 31.86%；旅行社组织出境游人数 6371、8406、13022 万人次，年均复合增长 31.18%；旅行社实现出境游业务营业收入分别为 582、668 和 936 亿元，3 年以来年均复合增长 34.5%

我们认为伴随着宏观经济的持续增长、消费升级、国家政策支持、人民币持续升值以及互联网的推广，出境旅游在未来 10 年仍将保持快速增长，并且境外旅游产品会逐步向注重品质和质量转变。

图表 7 出境旅游人数情况



图表 8 公司出境游目的地收入构成



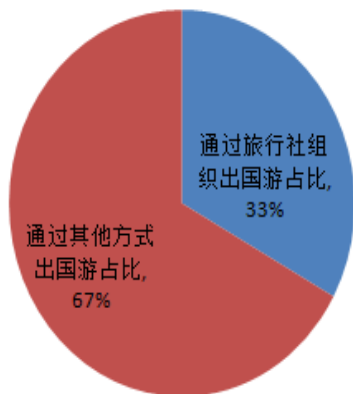
资料来源: Wind, 广证恒生

资料来源: Wind, 广证恒生

2010 年，中国公民长线出国旅行人数为 495 万人次，同比增长 39%，其中赴欧洲（不含俄罗斯）人数最多，赴非洲人数增长幅度最大，达到 91%。到 2012 年底，中国公民出境旅游目的地数量超过 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。近年来，随着许多长线目的地国家在中国设立旅游办事机构，开展高密度、大范围的促销宣传活动，旅游运营商不断挖掘新的目的地与产品，使我国的长线出境旅游市场形成了较强的增长动力。在各方共同推动下，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。

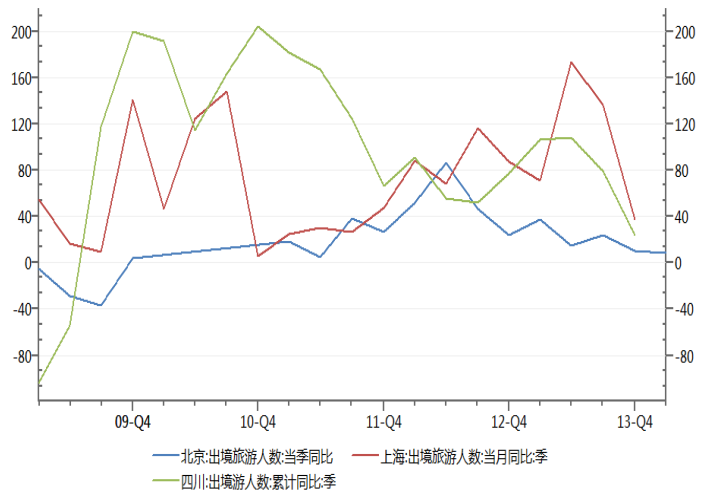


图表 9 通过旅游社组织出国占比 1/3



资料来源：招股说明书，广证恒生

图表 10 北京上海四川等地出境游保持较快增长

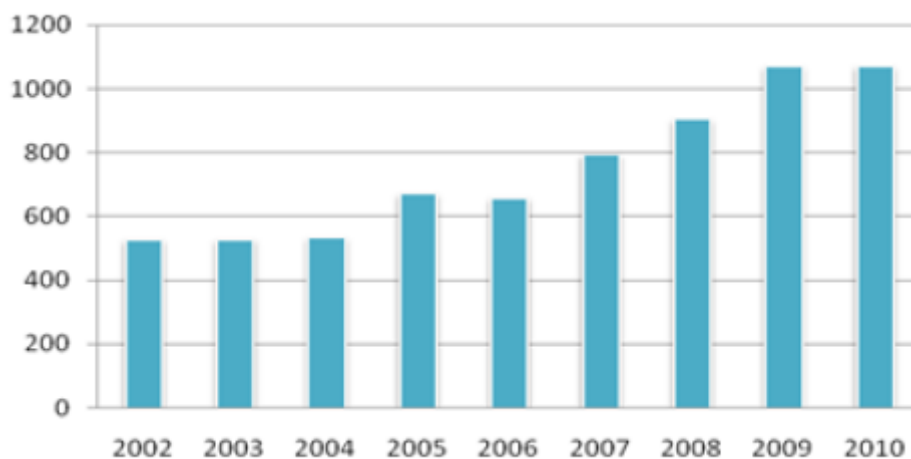


资料来源：Wind，广证恒生

2.2 竞争激烈，出境游批发商市场份额逐步提升

出境旅游业务是国家特许经营的业务。自出境旅游市场开放以来，中国出境旅游产业主体规模持续扩大。截至 2013 年，出境游旅行社数量为 2,145 家。出境游旅行社数量的地域分布与当地的经济水平、政治文化的发达程度、对外开放程度（如：是否是口岸省市，是否有国际航班）等密不可分。

图表 11 2002-2010 年中国特许经营出境旅游业务的旅行社数量



资料来源：Wind，广证恒生

短线出境游市场竞争格局。短线出境旅游的发展时间较长，经营此业务的旅行社相对较多。在出境旅游开办初期，由于国家特许经营政策，中国国旅、中青旅、中旅总社等综合零售商最早获得出境旅游经营权，因此，经营短线出境旅游业务的时间相对较长，同时由于这些旅行社的零售网点较多，在该市场占有一定优势，其出境游业务收入主要来自短线出境游市场。

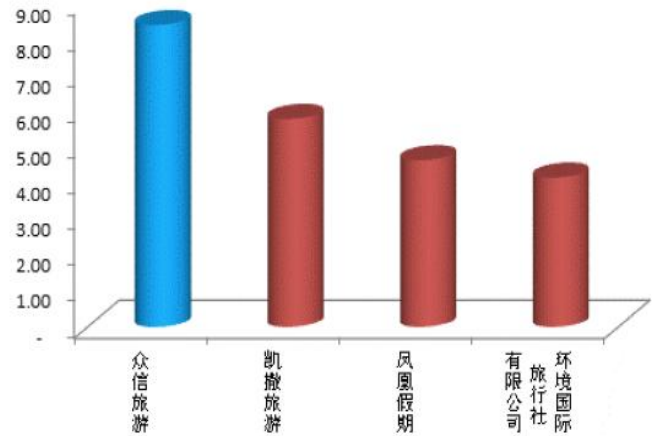
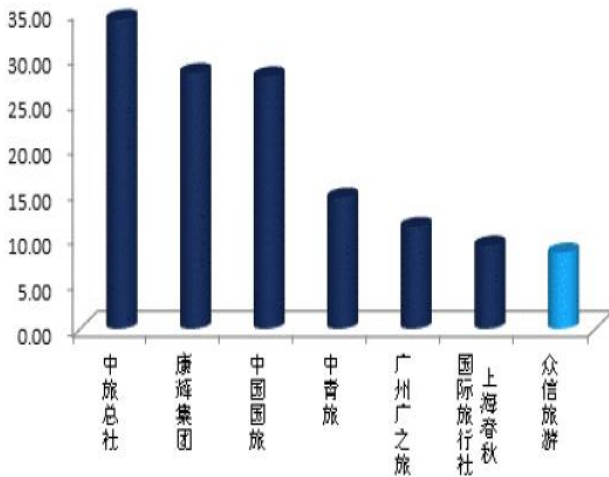


国内较早从事出境游的其他部分出境游旅行社在该市场也有一定份额。随着中国出境游市场的发展，短线出境游国家的签证手续相对快捷便利，航线众多，出发地呈分散格局，经济较为发达的省会城市一般都是该省的短线出境游客人的出发地。总体来看，短线出境旅游的市场集中度不高，除北京、上海、广州、深圳外，全国大多省份均有一至两家旅行社在当地短线出境旅游市场中占有主导地位。

长线出境游市场竞争格局。长线出境游市场开放时间较晚，国内出境游旅行社在该市场发展初期基本处于同一起点。近年来，包括众信旅游、凯撒旅游和北京市华远国际旅游有限公司等在内的出境游批发商抓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。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。由于长线出境游的特殊性，使领馆及航空口岸相对集中的北京、上海、广州三地的旅行社具有得天独厚的优势，处于出境游批发体系的顶端；同时北京、上海、广州是国内经济最为发达，人均收入水平最高的城市之一，当地客人的长线出游比例也相对较高。总体来看，长线出境旅游的市场集中度相对较高，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。

图表 12 综合零售商 2010 年出境游业务规模

图表 13 出境游业务为主的旅游运营商 2010 年出境游业务规模对比



资料来源：招股说明书，广证恒生

资料来源：招股说明书，广证恒生

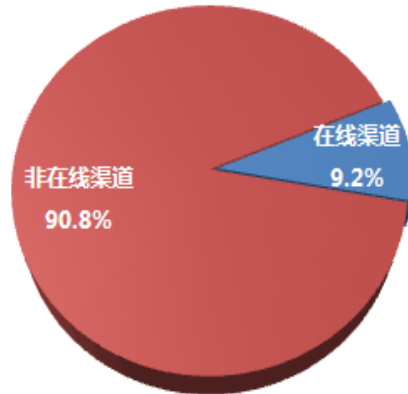
目前国内旅行社出境游业务仍然处于发展的初级阶段，伴随着出境旅游上游资源和品牌渠道的整合，行业集中度有望提升。另外，根据国外旅行社行业的发展经验，出境游旅行社行业有望逐步走向集中（韩国 Hana 旅行社市场份额在 17%、欧洲排名第一的途易集团和排名第二的 Thomas Cook 在欧洲市场的市场份额分别为 18.60%和 13.90%）。



2.3 在线度假市场蓬勃发展，增长迅速

根据劲旅咨询数据，2013年，中国旅行社行业总交易额约为3174.3亿元，其中在线交易额约为293亿元，占中国旅行社行业总交易额的9.2%。旅行社行业在线渗透率仍有进一步提升空间。

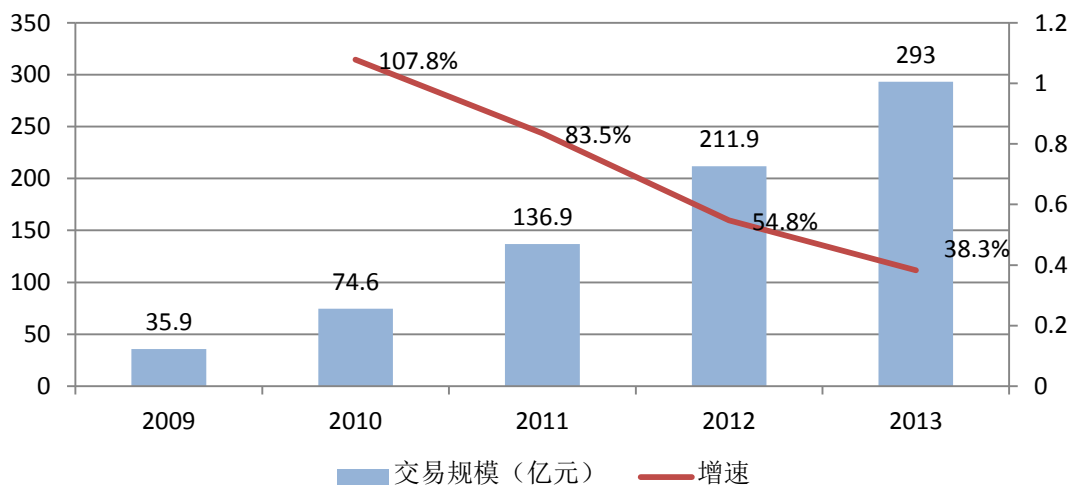
图表 14 2013 年中国旅行社行业在线渗透率



资料来源：劲旅网，广证恒生

2013年，中国在线旅游度假市场交易规模约为293亿元，2013年增速为38%，近五年复合增速为69%，高于在线旅游行业近五年复合增速（37%），也高于旅游行业近五年的复合增速（12%）。

图表 15 2009-2013 年中国在线度假市场规模



资料来源：艾瑞网，广证恒生测算

度假产品的在线代理商最初仅仅是传统代理商在互联网时代下的线上延伸。但是随着信息社会和互联网技术对传统旅游的深刻改造，在线代理商已经突破了代理商原本中介代理的



角色，打破了度假市场“产品提供商—>代理商”的传统格局，逐步在目的地和消费者之间建立了新的联系，为该市场提供了新的价值。

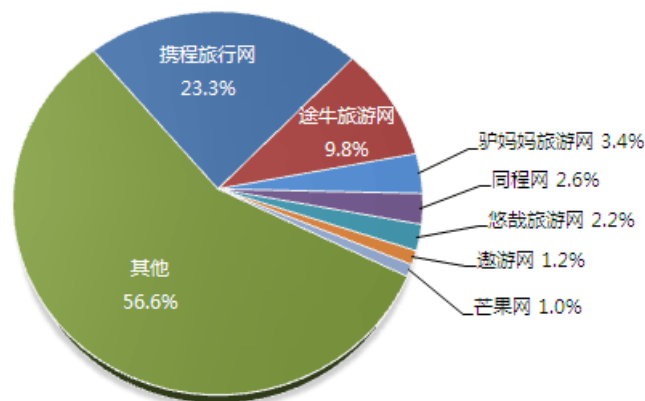
图表 16 在线度假的主要模式

在线度假类型	模式	特征	代表企业	核心优势
在线代理商 (OTA)	产品代理模式	对接多家产品提供商，提供形式多样、选择丰富的旅游产品	途牛、悠哉等	丰富的产品选择；高效的营销推广和电商运营能力；在一定程度上打破了出游用户地理限制。
	要素代理模式	与多家目的地度假要素提供商直接对接，围绕要素提供单一和打包的度假服务	同城、驴妈妈等	周边自助游新趋势的引领者；用户可根据自身条件及需求选购不同组合服务；能和目的地形成高效的互动
	服务提供商	在深耕机票、酒店的基础上，发挥前两者优势，打通度假服务	携程	以丰富的自助游产品为主；消费者可就产品相关要素（出行时间、交通、住宿等）可灵活选择。
传统旅行社线上直销	直销模式	传统旅行社线上零售业务	中青旅、众信旅游	省去中间销售环节，直面消费者；有一定的价格优势和品牌优势。

资料来源：艾瑞网，广证恒生测算

根据劲旅网统计，通过携程旅行网产生的旅游度假业务全年交易额约占在线旅游度假市场总交易额的 23.3%，位居第一。途牛旅游网占比约为 9.8%，排名第二。驴妈妈旅游网占比 3.4%，位居第三。在线度假市场的竞争非常激烈，表现之一为价格战，表现之二在移动端。我们认为丰富的产品线、良好的购物体验以及口碑是企业核心竞争力，参考在线机票和在线酒店的行业现状（已经相对成熟），我们认为未来在线度假市场集中度将进一步提升。另外一个值得关注的趋势是，传统旅行社的线上直销比重逐步加大。

图表 17 2013 年中国在线度假市场格局



资料来源：劲旅网，广证恒生



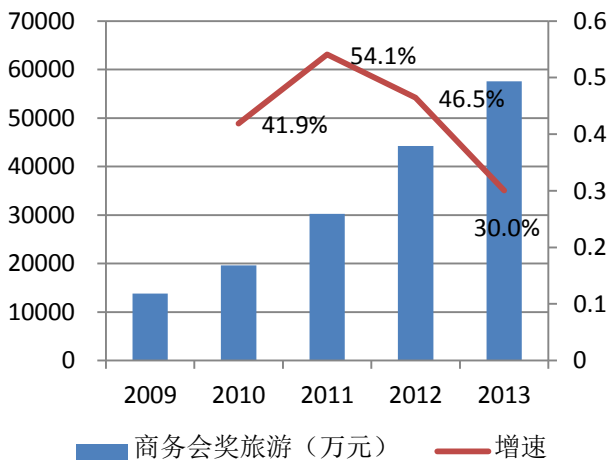
2.4 商务会奖行业前景广阔

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。商务会奖旅游需要根据客户的个性化需求定制，在提供会议、观展参展、奖励旅游等服务的基础上融入体现客户企业文化的元素。

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%。近年来,商务会奖旅游在国内快速发展。与发达国家相比,中国的商务会奖旅游虽然落后了近一个世纪,但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。

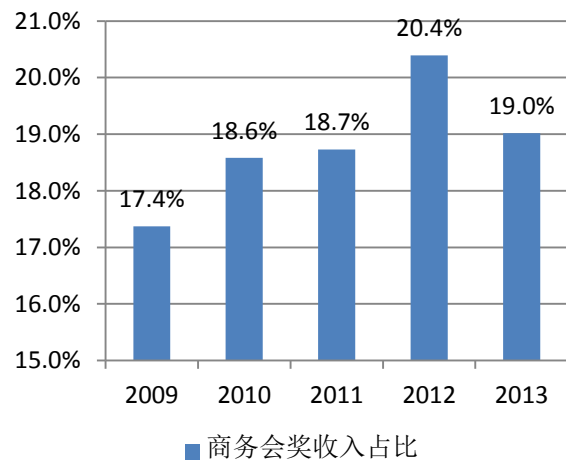
目前,国内旅行社纷纷抓住商务会奖旅游这个利润丰厚的市场,开发和经营商务会奖旅游。国内部分旅行社,如中青旅、中国国旅、中旅总社、众信旅游等,都在原有相关业务的基础上纷纷成立专业的商务会奖运作机构,进入并拓展该市场。随着商务会奖旅游市场规模的迅速增长,将有越来越多的旅行社进入该市场,商务会奖旅游业务竞争将更加激烈。

图表 18 众信旅游商务会奖收入表现



资料来源: Wind, 广证恒生

图表 19 众信旅游商务会奖收入占比



资料来源: Wind, 广证恒生



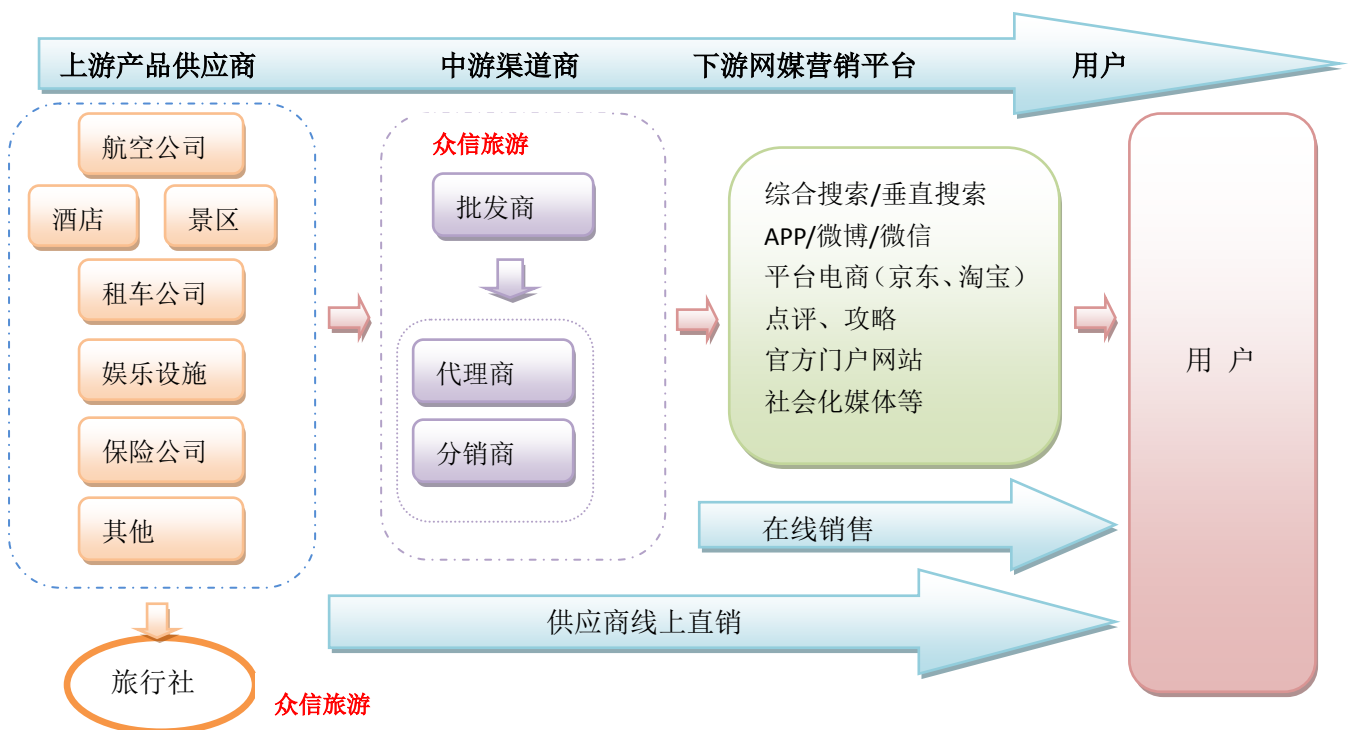
3. 专注出境，引领成长

3.1 产品：强大资源整合能力和产品研发优势

3.1.1 公司具有强大资源整合能力和成本控制能力

旅游产业链包括上游产品供应商、中游渠道商、下游网媒营销平台以及用户。从在线旅游产业链来看，众信旅游整合了上游要素，设计旅游产品，并充当中游渠道商角色。

图表 20 中国在线旅游产业链



资料来源：广证恒生

尽管是民营企业，但是众信旅游管理团队旅游行业经验丰富、人脉深厚，经过多年耕耘，公司形成强大资源整合能力和成本控制能力。众信旅游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，多次被中国国航、奥地利航空、海南航空、卡塔尔航空、法国航空、荷兰皇家航空、国泰航空、港龙航空等航空公司授予最佳航空旅游合作奖、最佳团队销售奖、最佳合作伙伴奖等。不管是国际航班、国际国内联运，还是国际联运，公司都能在很短时间内提出机票配置的最优解决方案。

目前众信旅游与全球各大洲 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，众信旅游取得了欧洲铁路、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，旅行社的经营规范程度和业务量直接影响使领馆对旅行社的信任度，并由此影响签证的受理、出签的快慢和签证率的高低。众信旅游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。众信旅游在各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。

图表 21 同业毛利率比较

出境游业务毛利率对比				
同行业上市公司	2013	2012	2011	2010
中国国旅	5.76%	7.34%	6.89%	7.53%
众信旅游出境游综合毛利率	10.00%	10.07%	8.89%	9.04%
众信旅游出境游批发毛利率	8.81%	8.79%	7.92%	8.13%
众信旅游出境游零售毛利率	13.57%	13.15%	11.74%	12.12%
商务会奖旅游业务毛利率对比				
中青旅	11.11%	10.85%	10.04%	10.59%
众信旅游商务会奖毛利率	9.09%	9.41%	9.86%	10.75%

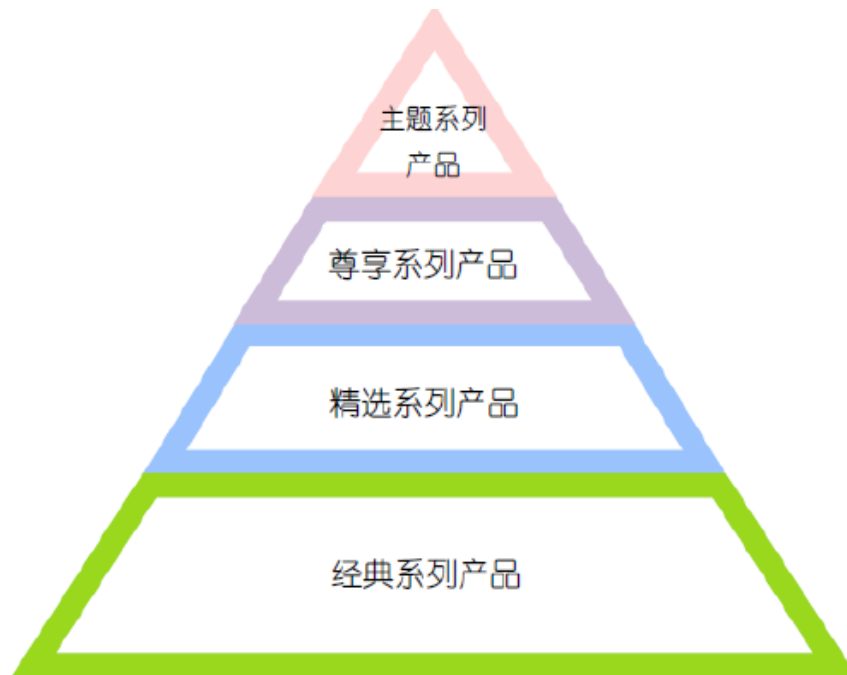
资料来源：Wind，广证恒生

3.1.2 产品研发优势明显

旅游产品和服务不仅是各类旅游要素的简单整合，更是利用时空转换，让游客在旅游过程中实现身心的美好体验，满足游客审美、修学、交流、康体、探险、休憩乃至自我实现等各类需求。旅游要素繁多，个体需求差异较大，能够了解需求、分析需求，进而研发出创造需求、满足需求的产品，旅行社除具备有效的资源整合能力外，更要有专业团队依托成熟的策划创意流程、丰富的市场数据和外部专家支持，实现优秀的策划创意。众信旅游以产品为核心，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。境外游主要分四大旅游产品系列，即：经典系列旅游产品、精选系列旅游产品、尊享系列旅游产品和主题系列旅游产品，形成了金字塔式的产品结构。



图表 22 四大出境游产品系列



资料来源：招股说明书，广证恒生

近年来，众信旅游在国内首创了多条旅游线路和产品。目前，众信旅游拥有从北京、上海、成都、沈阳、重庆、青岛、武汉、杭州、南京、西安、厦门、昆明等地作为出发地的旅游产品，拥有约百余条长线及其他出境旅游线路，目的地遍布各大洲，不仅拥有目前市场上绝大多数的大众游线路，而且拥有能够满足不同消费者的个性化需求，独具特色的深度游、主题游、自助游或半自助游等旅游产品。

3.2 渠道：批发零售一体，线上线下结合

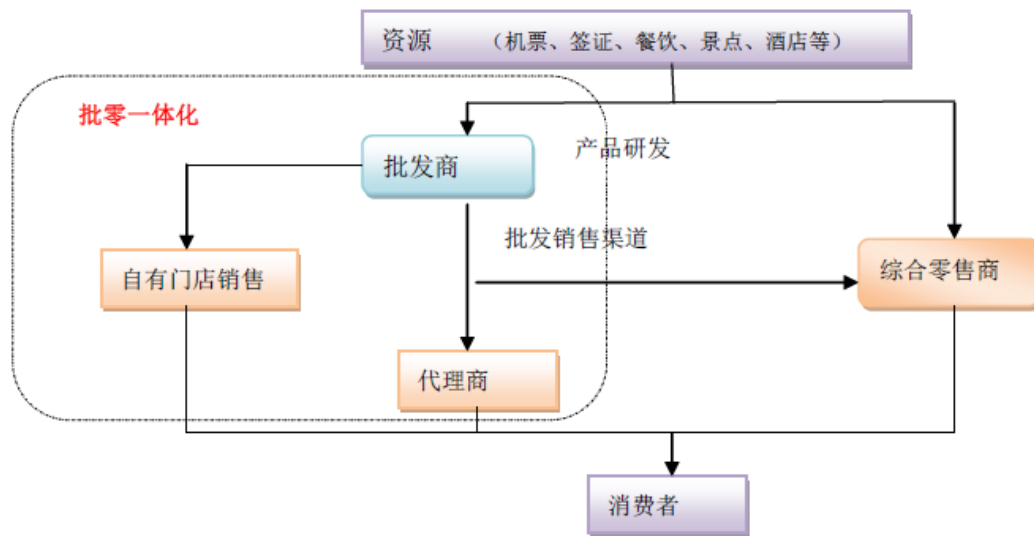
3.2.1 批发零售一体，专注出境游业务

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。

具备地域、资源整合优势的出境游批发商，将事先设计好的旅游产品通过零售商、代理商及批发商的自有门店渠道，最终销售给终端消费者，形成出境游批发零售的垂直分工体系。



图表 23 出境游批发零售垂直分工体系



资料来源：招股说明书，广证恒生

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，或从零售行业开始，在具备了较强的产品研发和运作能力后，都会加大投入，建立广泛的销售渠道，强调将产品的制作、推广、服务与自有或分销渠道的建设结合，形成批零一体的经营模式。如欧洲的 TUI、欧洲的 Thomas Cook、韩国的 HANATOUR 等。目前，旅游批发商已占有了我国出境游市场，特别是长线出境游市场的一定份额，业务基本扩展至全国，主要客户为全国的旅游代理商。近年来，一些批发商正在积极介入所在地区的零售市场。众信旅游对上游旅游资源具有良好控制和整合能力、同时具有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，通过逐步建设实体营销网和发展电子商务，拓展零售业务，形成批零一体化经营格局，经营规模将越来越大，未来在日益壮大的出境游市场上将占有更多份额，居于行业领先地位。

图表 24 2010 年旅行社长线出境游业务统计

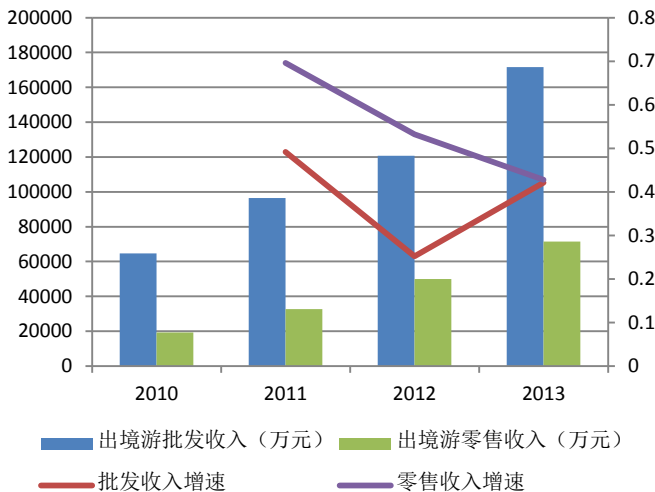
旅行社	业务形式	长线出境游业务收入估算（亿元）	出境游业务总收入（亿元）
中国旅行社总社有限公司	综合零售商	12.3	34.13
中国国际旅行社总社有限公司	综合零售商	9.8	27.82
中国康辉旅行社集团有限责任公司	综合零售商	8.9	28.2
北京众信国际旅行社股份有限公司	批发零售一体	7.8	9.97
中青旅控股股份有限公司	综合零售商	6.9	14.45
北京凯撒国际旅行社有限责任公司	批发零售一体	5.6	5.78
北京凤凰假期国际旅行社有限公司	批发商	4.5	4.63
广州广之旅国际旅行社股份有限公司	综合零售商	4.3	11.23
环境国际旅行社有限公司	批发商	3.8	4.15
上海春秋国际旅行社	综合零售商	2.7	9.17



资料来源：招股说明书，广证恒生

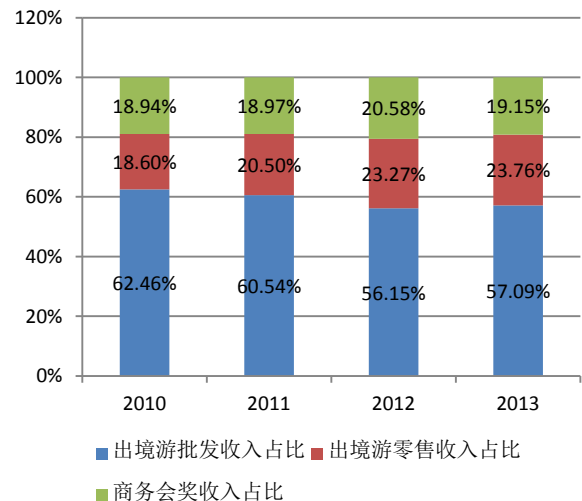
由批发业务进入零售业务，比其他代理商少了中间环节，可以给零售业务更大的利润空间，提供更加及时准确的产品信息，从批发进入零售，可以为消费者提供一站式服务，给消费者带来了更多的安全感和沟通的便利性；零售业务渠道的建立，能够更直接地反馈产品、服务信息，使得公司产品研发和广告投放更加准确，可以为批发业务提供更多的市场信息和渠道支持。

图表 25 众信旅游出境游批发和零售收入及增速



资料来源：Wind，广证恒生

图表 26 众信旅游出境游批发和零售收入占比



资料来源：Wind，广证恒生

3.2.2 多营销渠道布局，线上线下结合

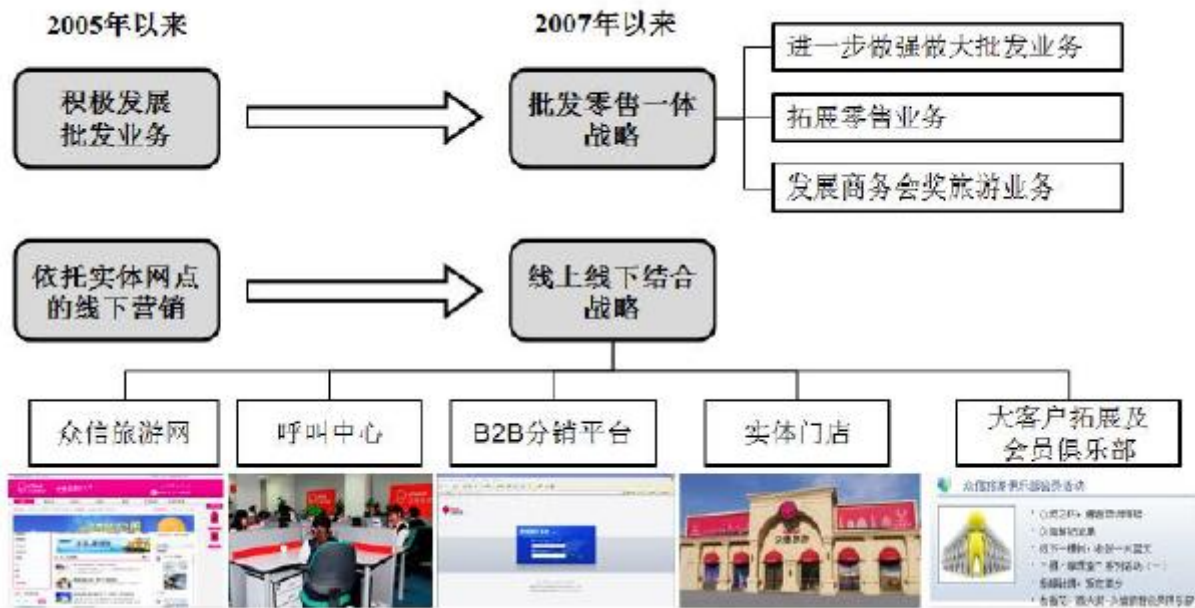
线上线下结合的渠道布局

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(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，初步实现了内部管理及运作的信息化，对上游资源整合、旅游产品研发、销售渠道建设和旅游团队运作等业务关键环节进行管理管控，规范业务流程，提高了运营效率，更好地响应和满足了客户个性化和多样化的需求，丰富了网站、呼叫中心和分销平台等营销渠道，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，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。



图表 27 五大营销渠道



资料来源：招股说明书，广证恒生

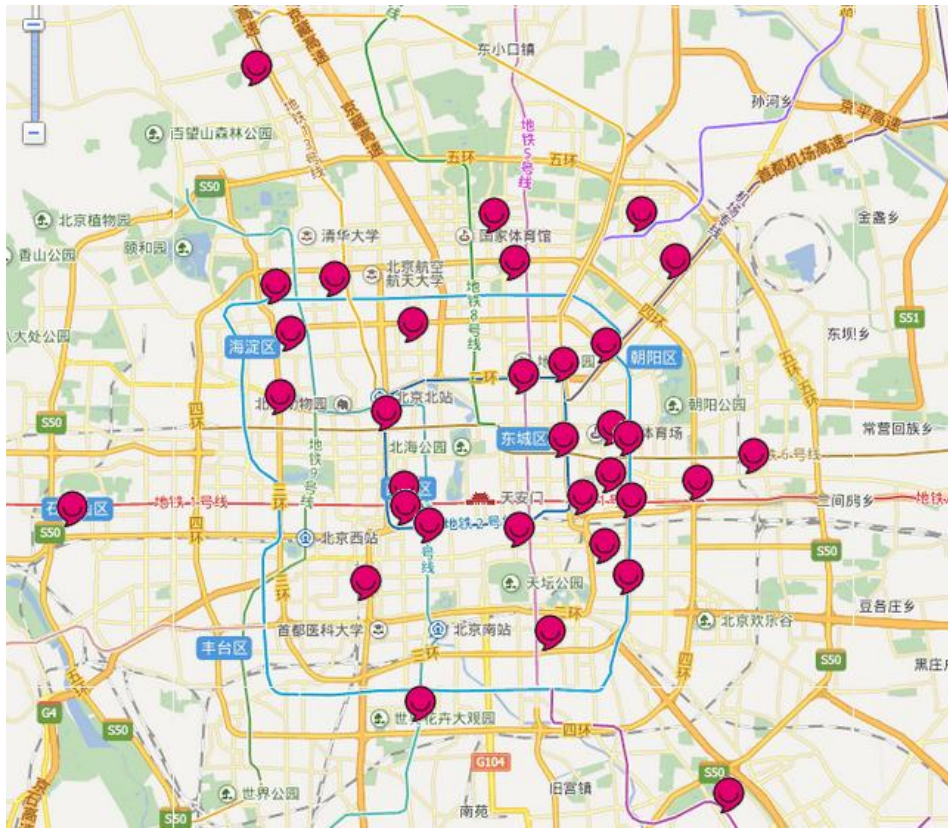
布局线下，提升品牌知名度拓展零售客户

通常选址优越的实体网点，设立后可快速集聚周边客流，并且有助于提升品牌形象。相比不断攀高的线上渠道客户获取成本及较低的网民忠诚度，实体网点获取客源的确定性更高。众信旅游新增门店的培训期较短，在公司 2009 年-2012 年开业的北京门店中，开业当年即盈利的门店比重达到 58.3%，第二年开始盈利的达到 37.5%，仅 1 家门店连续 2 年略亏。对于新设门店，在逐步培育成熟的过程中，盈利规模快速增长，盈利能力逐年提升。

截至 2013 年底，北京开设了门店 34 家，在天津开设门店 2 家，在北京、上海、成都、沈阳、哈尔滨、西安、武汉、厦门、天津、重庆和杭州拥有分子公司。未来公司将在现有北京总部、上海、成都和沈阳分公司的基础上，建立武汉、西安、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。



图表 28 众信旅游北京网点分布



资料来源：众信旅游，广证恒生

图表 29 公司营销中心规划情况

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

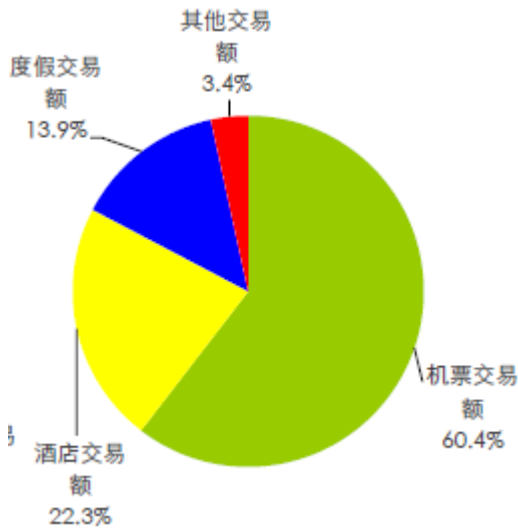
资料来源：众信旅游，广证恒生



布局线上，迎接在线旅游和掌上旅游时代

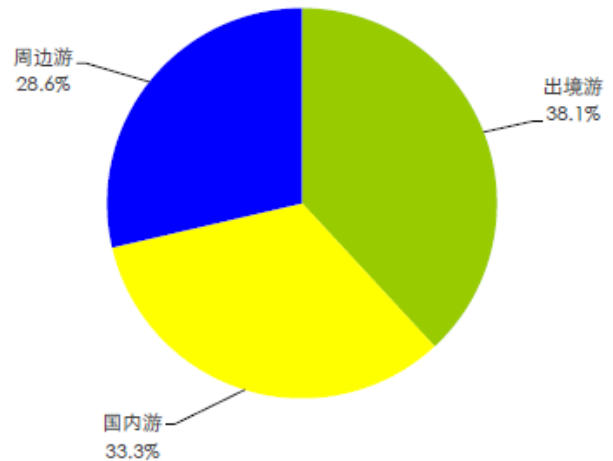
前文我们分析了在线度假和在线度假行业正处于快速发展阶段，并且网络渗透率将进一步提升，旅游产品在线销售前景广阔。在线旅游市场结构来看，在线度假市场容量 293 亿，仅占在线旅游行业市场容量（2294 亿）的 13.9%，相比在线机票和在线酒店交易规模来说更小。从在线度假市场来看，出境游的占比为 38.1%，份额最高，并且比重保持上升态势。

图表 30 2013 年中国在线旅游市场结构



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

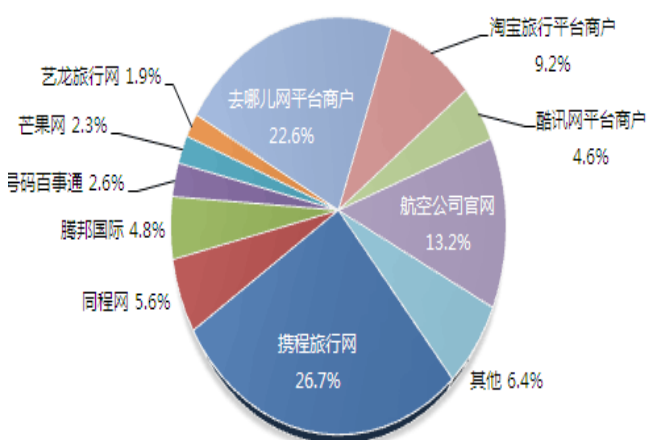
图表 31 2013 年中国在线旅游度假市场结构



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

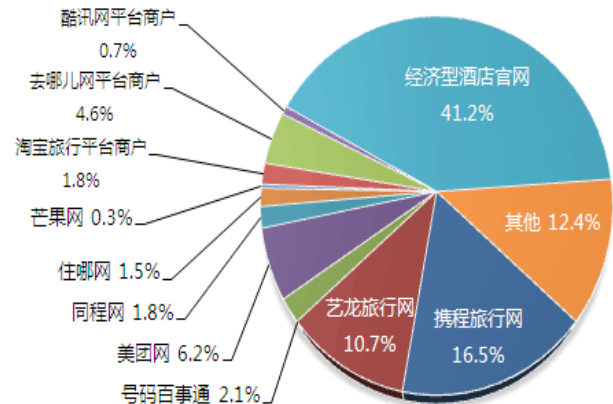
从在线机票和在线酒店销售来看，航空公司和各类酒店的在线直销比重正处于逐步提升的态势。我们认为在线机票和在线酒店相对标准化，目前在线机票和在线酒店行业增长相对成熟，直销比重的上升趋势对在线度假行业具有参加意义。我们认为以众信旅游和中青旅（遨游网&遨游天下）为代表的传统旅行社线上直销比重将逐步提升。

图表 32 2013 年中国在线机票销售情况（按出票量）



资料来源：艾瑞咨询，广证恒生

图表 33 2013 年中国在线酒店销售情况（按酒店间夜量计）



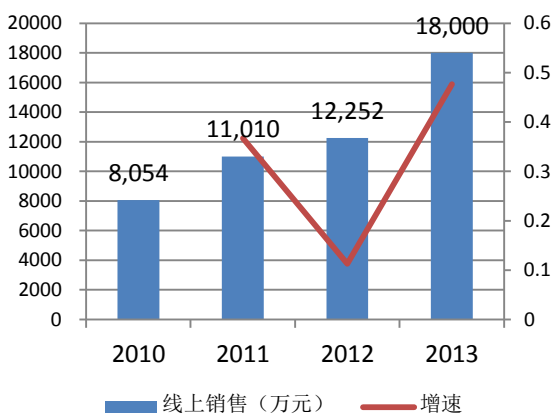
资料来源：艾瑞咨询，广证恒生



2013年，站众信旅游网实现了全面改版，使得版面更加优化，更方便于产品信息的查找，同时进一步完善了在线支付功能。此外，众信旅游在去哪儿网开设了旗舰店，加大了对淘宝、天猫、去哪儿网等在线交易平台的产品供应，2014年将全面布局国内主流在线交易平台。众信旅游通过网站、呼叫中心等线上营销，线上收入从2008年的360.7万元提升至2013年的12,252.12万元，2013年业绩贡献率近5.7%。

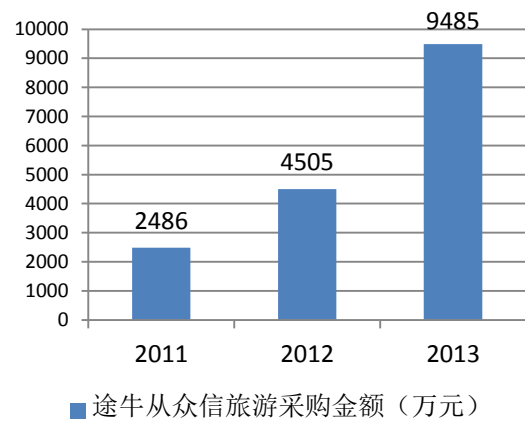
随着移动互联网应用的普及，公司投入资金进行手机客户端的研发，自行开发了众信旅游APP客户端；2013年推出了众信旅游微信订阅号、众信旅游俱乐部微信订阅号；计划于2014年度完成相关微信服务号的申请及上线，并完善相关移动支付功能。伴随着众信旅游将加大对移动端布局，我们可以期待，众信旅游未来无线端的收入贡献将会逐步提升。

图表 34 众信旅游线上销售情况



资料来源：公司年报，广证恒生

图表 35 途牛网从众信旅游的采购情况



资料来源：公司年报，广证恒生

3.3 登陆 A 股，提升品牌形象

3.3.1 出境游先行者，具有较强的品牌优势

在旅游消费日趋理性化与出境游竞争日趋激烈的环境下，旅行社之间的竞争由简单的价格战转向产品、渠道与品牌的综合竞争，良好的市场品牌形象成为旅行社开展经营业务的重要基础。作为国内首批从事出境游批发业务的旅行社之一，众信旅游已发展成为国内领先的出境游批发业务旅行社之一，并逐渐拓展至出境游零售市场，进入了商务会奖旅游市场，成为了行业领先的专业出境游运营商，在业内积累了深厚影响力和良好口碑，形成了较强的品牌优势。

根据国家旅游局的旅行社百强名单，公司名列2011年度出境游十强旅行社第二名、2012年全国百强旅行社第四名、2012年度税收十强旅行社第三名，并被北京市旅行社等级评定委员会评为5A级旅行社。



图表 36 2011 年全国出境游旅行社十强排名

名次	旅行社名称
1	广州广之旅国际旅行社股份有限公司
2	北京众信国际旅行社有限公司
3	上海携程国际旅行社有限公司
4	上海春秋国际旅行社（集团）有限公司
5	广东省中国旅行社股份有限公司
6	中青旅控股股份有限公司
7	广东南湖国际旅行社有限责任公司
8	深圳中国国际旅行社有限公司
9	广东国旅国际旅行社股份有限公司
10	上海中妇旅国际旅行社有限公司

资料来源：国家旅游局，广证恒生

图表 37 2012 年全国百强旅行社中的前十名排名

名次	旅行社名称
1	上海春秋国际旅行社有限公司
2	中青旅控股股份有限公司
3	广东省中国旅行社股份有限公司
4	北京众信国际旅行社有限公司
5	广州广之旅国际旅行社股份有限公司
6	中国国际旅行社总社有限公司
7	浙旅控股股份有限公司
8	湖南省亲和力旅游国际旅行社有限公司
9	湖北新航线国际旅行社有限责任公司
10	重庆海外旅业（旅行社）集团有限公司

资料来源：国家旅游局，广证恒生

图表 38 2012 年全国利税十强旅行社

名次	旅行社名称
1	广东省中国旅行社股份有限公司
2	广州广之旅国际旅行社股份有限公司
3	北京众信国际旅行社有限公司
4	上海携程国际旅行社有限公司
5	北京携程国际旅行社有限公司
6	上海春秋国际旅行社有限公司
7	湖南省亲和力旅游国际旅行社有限公司
8	广东南湖国际旅行社有限责任公司
9	湖南华天国际旅行社有限公司
10	浙旅控股股份有限公司

资料来源：国家旅游局，广证恒生

图表 39 北京 5A 级旅行社

旅行社名称	上市代码
北京神舟国际旅行社	
中青旅控股	600138. SH
中国国际旅行社总社	601888. SH
中国康辉旅行社	
中国旅行社总社	
春秋（北京）国际旅行社	
北京众信国际旅行社	002707. SZ
中青旅国际会议展览公司	600138. SH
北京携程国际旅行社	CTRP. 0
中商国际旅行社	
中国妇女旅行社	
北京市华远国际旅游公司	
中信旅游集团	
北京凯撒国际旅行社	
北京凤凰假期国际旅行社	
北京途牛国际旅行社	TOUR. 0(拟上市)
中国和平国际旅游公司	
北京佰程国际旅游公司	
北京目的地国际旅游公司	

资料来源：北京旅游局，广证恒生



3.3.2 社会化营销时代，做渠道亦是在做品牌

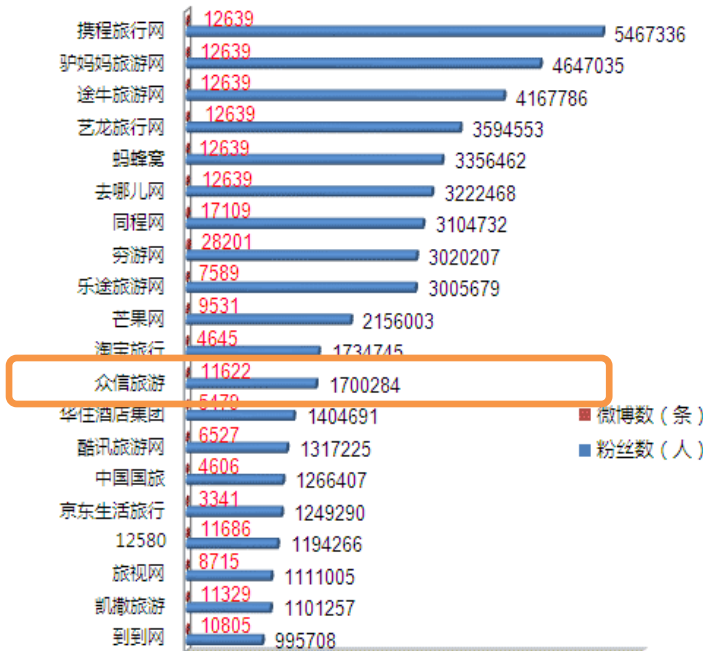
互联网和移动互联网迅猛发展的今天，传统营销效率大大降低，目前是碎片化的信息爆炸时代，零售企业需要做社会化的营销。O2O 社会化营销更注重客户行为和营销内容的无边界结合，它的直观理解是在任何地点、任何时间能够跨越线上线下无边界地倾听客户声音、了解客户，并快速有效地回复和满足客户需求。

社会化的网络有微博、微信、视频网站、音乐网站、SNS、论坛和博客，线下营销渠道有地铁、广告牌、小传单等，现在还有二维码电子标签的识别方式，因此营销渠道也是碎片化的。

目前众信旅游已经利用了官方网站 (<http://www.utourworld.com/>)、新浪微博、微信、APP 和淘宝等多种社会化媒体营销方式。根据劲旅网统计，目前各大旅行社在线网站中，众信旅游排名第五，仅次于春秋旅游网、南湖国旅、中青旅和凯撒旅游；目前众信旅游拥有 170 万微博粉丝，在微博运营方面位居第 12 位。值得关注的是，众信旅游的官方微信和移动 APP 即将开通微信支付功能，解决移动端支付问题，打通 O2O 闭环，迎接移动互联网时代。

我们认为公司在做线上渠道的同时，实际也是在做品牌提升，在社会化营销时候，做渠道也是在做品牌，协同效应显而易见。

图表 40 3 月份主要旅游企业微博运营 TOP20 排名



资料来源：Wind，广证恒生

图表 41 国内旅行社网站排名

排名	名称	覆盖数	日均访问页
1	春秋旅游网	62	8.5
2	南湖国旅	17	3.35
3	中青旅旅行社	14.95	3.6
4	凯撒旅游	9.4	8.15
5	众信旅游	6.15	3.05
6	广之旅国际旅行社	4.8	5.3
7	中国康辉旅行社集	2.45	4.1
8	中国旅行社总社	2.3	3.7
9	中信旅游总公司	1.9	2.6
10	中国国际旅行社总	0.45	1.8

更新时间：2014-4-10 >> more

资料来源：Wind，广证恒生



4. 盈利预测与投资评级

我们的假设：

1) 出境游批发：2014 年到 2016 年收入同比分别增长 28%/25%/20%;毛利率分别为 8.5%/8.5%/8.5%。

2) 出境游零售：2014 年到 2016 年收入同比分别增长 35%/32%/30%;毛利率分别为 13.8%/14%/14%。

3) 商务会奖：2014 年到 2016 年收入同比分别增长 25%/20%/20%;毛利率分别为 9.0%/9.0%/9.0%。

2014 年-2016 年，公司综合毛利率分别为 10%/10.02%/10.11%;净利率分别为 2.98%/3.0%/3.0%。预计公司 2014 年-2016 年净利润分别为 11560、14641 和 17951 万元，同比分别增长 32.2%、26.7%和 22.6%。

图表 42 众信旅游盈利预测

人民币（百万元）	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
出境游批发收入	647	964	1207	1716	2196	2746	3295
YOY		49.0%	25.2%	42.2%	28.0%	25.0%	20.0%
出境游零售收入	192	326	500	714	964	1272	1654
YOY		69.8%	53.4%	42.8%	35.0%	32.0%	30.0%
商务会奖收入	196	302	443	575	719	863	1035
YOY		54.1%	46.7%	29.8%	25.0%	20.0%	20.0%
营业收入合计	1035	1592	2150	3005	3879	4880	5984
YOY		53.8%	35.1%	39.8%	29.1%	25.8%	22.6%
批发业务营业利润	52.4	76.2	106.2	151.0	186.7	233.4	280.1
毛利率	8.1%	7.9%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
零售业务营业利润	23.2	38.1	66.0	97.0	133.0	178.1	231.6
毛利率	12.1%	11.7%	13.2%	13.6%	13.8%	14.0%	14.0%
商务会奖营业利润	21.2	29.9	41.6	52.0	64.7	77.6	93.2
毛利率	10.8%	9.9%	9.4%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
营业利润合计	96.8	144.2	213.9	300.0	384.4	489.1	604.8
综合毛利率	9.35%	9.06%	9.95%	10.00%	10.00%	10.02%	10.11%
销售费用率	4.40%	4.60%	4.90%	5.00%	4.90%	4.90%	4.90%
管理费用率	0.81%	0.74%	0.85%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
净利率	2.94%	2.77%	2.87%	2.91%	2.98%	3.00%	3.00%
净利润	30.43	44.10	61.71	87.47	115.60	146.41	179.51
YOY		44.9%	39.9%	41.8%	32.2%	26.7%	22.6%
股本（百万股）	58.29	58.29	58.29	58.29	58.29	58.29	58.29
EPS	0.52	0.76	1.06	1.50	1.98	2.51	3.08

资料来源：招股说明书，广证恒生

我们预计，公司 14-16 年 EPS 为 1.98、2.51 和 3.08 元，对应估值 33.1、26.2 和 21.3 倍。



考虑到出境游是朝阳行业，商务会奖空间广阔，目前是大行业小公司，公司具有良好的成长性，看好公司“批零一体化，线上线下结合”的发展战略。考虑到目前估值水相对较高，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

5. 风险提示

5.1 市场竞争加剧风险

5.2 服务质量控制风险

5.3 不可抗力风险

附：【广证恒生中小市值】在线旅游系列报告

在线旅游系列研究（第一篇）途牛：国内领先的在线度假预定平台-刘霞-20140410

在线旅游系列研究（第二篇）腾邦国际：三箭齐发，等待腾飞-刘霞-20140427

在线旅游系列研究（第三篇）众信旅游：专注出境旅游，看好成长性-刘霞-20140506



资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	654.80	879.85	1146.52	1465.46
现金	265.85	448.54	520.93	793.29
应收账款	98.55	116.39	146.42	179.51
其它应收款	69.44	71.17	107.99	114.39
预付账款	220.87	243.53	371.03	378.12
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.09	0.22	0.15	0.15
非流动资产	21.65	17.28	17.93	18.48
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6.07	5.17	5.05	5.12
无形资产	2.68	2.46	2.32	2.18
其他	12.89	9.65	10.56	11.18
资产总计	676.45	897.13	1164.45	1483.94
流动负债	385.59	500.78	621.75	761.75
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	183.57	131.27	285.48	237.03
其他	202.03	369.51	336.27	524.72
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	385.59	500.78	621.75	761.75
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	290.85	396.35	542.70	722.19
负债和股东权益	676.45	897.13	1164.45	1483.94
利润表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3005.26	3879.78	4880.77	5983.82
营业成本	2704.87	3488.70	4383.42	5369.28
营业税金及附加	17.11	22.11	27.82	34.11
营业费用	150.00	190.11	244.04	299.19
管理费用	24.28	32.98	41.49	50.86
财务费用	-6.19	-8.39	-11.13	-8.94
资产减值损失	0.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	115.06	154.27	195.13	239.32
营业外收入	0.91	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	115.95	154.27	195.13	239.32
所得税	28.49	38.57	48.78	59.83
净利润	87.47	115.70	146.35	179.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	87.47	115.70	146.35	179.49
EBITDA	112.29	147.88	184.90	224.38
EPS (元)	1.50	1.98	2.51	3.08

现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	68.23	184.92	66.02	268.73
净利润	87.47	115.70	146.35	179.49
折旧摊销	4.31	4.33	4.32	4.78
财务费用	-6.19	-8.39	-11.13	-8.94
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-39.27	72.82	-73.31	93.42
其它	21.92	0.45	-0.20	-0.01
投资活动现金流	-7.84	-0.42	-4.76	-5.31
资本支出	1.94	-1.11	0.12	-0.18
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-5.90	-1.52	-4.64	-5.49
筹资活动现金流	-21.69	-1.81	11.13	8.94
短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1.69	-1.81	11.13	8.94
现金净增加额	38.70	182.69	72.39	272.36
主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	0.40	0.29	0.26	0.23
营业利润	0.42	0.34	0.26	0.23
归属母公司净利润	0.42	0.32	0.26	0.23
获利能力				
毛利率	0.10	0.10	0.10	0.10
净利率	0.03	0.03	0.03	0.03
ROE	0.35	0.34	0.31	0.28
ROIC	0.28	0.27	0.25	0.23
偿债能力				
资产负债率	0.57	0.56	0.53	0.51
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.70	1.76	1.84	1.92
速动比率	1.70	1.76	1.84	1.92
营运能力				
总资产周转率	5.01	4.93	4.73	4.52
应收账款周转率	0.03	0.03	0.03	0.03
应付账款周转率	18.46	22.16	21.04	20.55
每股指标(元)				
每股收益	1.50	1.98	2.51	3.08
每股经营现金	1.17	3.17	1.13	4.61
每股净资产	4.99	6.80	9.31	12.39
估值比率				
P/E	0.00	33.07	26.14	21.32
P/B	0.00	9.65	7.05	5.30
EV/EBITDA	-2.37	22.84	17.88	13.52

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

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，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。