



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费服务：旅游

旷实

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

众信旅游：出境游超高景气度，公司战略思路前瞻

近日，我们邀请众信旅游(002707.CH/人民币 70.98, 未有评级)参加了投资者交流会，主要情况以及核心观点如下：2013年公司实现营收300,525.55万元，同比增长39.78%；实现归属于母公司股东的净利润8,746.88万元，同比增长41.53%。实现每股收益1.72元。2014年1季度，公司实现营收7.52亿元，同比增长25.44%；实现归属于母公司的净利润0.17亿元，同比增长20.77%，基本每股收益0.30元。公司预计2014年1-6月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为15~35%，对应净利润变动区间3,572.76~4,194.11万元。公司业务聚焦出境游，持续受益于行业高景气度。2013年，出境游B2B批发业务占比57%，出境游零售业务占比25%。公司未来将加速线上（尤其移动端）布局，公司近期聚合行业内资源，举办创业大赛，力图寻找优质项目进行孵化和培育（公司核心战略是希望寻找大旅游产业链下的细分市场创新点，与现有业务有机结合，而不是纯粹烧钱模式下的流量大战），战略思路前瞻。市场一致预期2014-2016年每股收益1.85、2.36、3.08元，对应当前股价分别38、30和23倍，建议重点关注。

一、公司基本情况介绍

1. 历史沿革：

众信旅游1992年成立，2014年1月23日于深交所上市。上市后的众信旅游对募投的三个项目进行全方位的建设：实体营销网络建设项目、旅游电子商务项目、商务会奖分公司项目。

2013年超过30亿元营业收入，属于股东的净利润超过8,000万元，毛利率保持在10%左右。

2014年1季度状态保持良好，实现对投资人承诺的15-30%的增幅。

2. 业务介绍

众信是专业出境游的公司，从批发开始做起，目前批发占比最大，2013年占营业收入57%，零售占比24%，剩余是公务和商务会奖业务。目前，众信的发展战略是以服务品质为前提，以产品为核心，线上线下相结合，零售批发为整体。批发业务全国超过2,000家代理商，零售业务2008年左右才起步，仅限于北京和天津业务，共设立36家零售门店。下一步众信会选择各方面条件都较为成熟的地方，开展批零一体的发展。

3. 线上业务

线上业务方面，众信和淘宝、去哪儿、京东等都有合作，百度搜索排名也有合作，较大的OTA携程、途牛等都是排名靠前的供应商。

众信的自营线上业务规模不大，去年为1.8亿元（网站+呼叫中心）。下一步会在网上领域有较大动作，会和电商脱离，做成众信旗下独立的法人公司，目标是实现O2O的模式，路径选择还在积极的研究中。路径选择的讨论研究主要关注技术层面、商业逻辑。

二、问答环节

Q: 春节期间前后, 众信旅游一直注重于互联网活动, 包括互联网创业大赛, 众信旅游线上发展的逻辑是什么?

A: 目前很看重线上的流量, 所以和包括大型电商平台在内的合作也很多。但是众信更关心流量变现的问题, 在线上烧钱不是众信选择的方案。众信会在线上形成一个良好的生态环境, 跟新的旅游需求更有效的对接。互联网创业大赛希望看到新的想法, 和架桥资本一起合作, 寻找新的创业团队和不错的想法, 将会对决胜者和优胜者进行一对一的商谈, 进一步孵化和资本运作。

Q: 电商方面, 众信不打算烧钱, 那对于流量有什么想法? 未来打造的模式是如何的? 和其他的区别是什么?

A: 众信做电商的目的是使得业务更丰满, 目前是利用线上渠道, 但是和携程、途牛等互联网企业又不一样。众信线上的商业逻辑看重流量, 但是重点是如何将流量和目前业务的结合。众信的电商发展的经营目标是实施 O2O 的模式, 路径选择的方案还在讨论中, 主要还是技术层面。第一, 是实现端到端的问题, 即完成网络在两个方面的提供优势; 第二, 是类似“宝类”等商业创新的突破。目前有一个初步轮廓, 需要对各个方面进行有效的设立。

Q: 众信做线上业务, 入口是什么? 目前制定到什么程度? 执行到什么程度?

A: 目前和电商在合作, 也在不断丰富自己的官网。官网目前产品呈现和支付功能都有所优化, 但是支付功能主张和银行网银更好地结合, 目前并不打算构建自己的支付平台。目前也在培养会员的习惯, 会员从呼叫中心到线上预订的转移也比较明显。

Q: 平台建设的方向是什么?

A: 将来平台是开放的, 适应不同层次需求的, 并不是单向的垂直电商, 是给消费者线上满足各类需求的解决方案。例如, 自由行客户可以在平台上选择方案, 批发客户也可以在平台选择。未来, 更多的批发商的产品也会放到平台上。现在还是强调技术的基础作用。电商本身很多的业务空间还可以扩展, 并不局限于渠道商。

Q: 携程在往上拓展, 众信在往下游拓展, 即零售拓展, 如何看?

A: 众信主要是看到零售较弱的短板, 携程可能是想对资源有所控制。但是对于企业来说, 发展肯定是会沿着产业链发展, 成为行业龙头。众信选择零售的主要原因: 第一是法律法规原因; 第二是去年“十一”旅游法实施前旅游批发商很难树立品牌, 代理商具有客源优势, 旅游法实施之后消费者对旅游产品的购买、地接等变成透明; 第三是零售服务的需求引导了众信往这方面发展。

Q: 在线旅游渗透率我国目前不到 10%, 未来还会有所发展并集中, 这是否会影响到供货商的议价能力, 是否会影响毛利率?

A: 目前能做成气候的产品主要是标准化的产品和操作程度简单的产品。在线旅行预订渗透率, 近三年从网民的数量或者渗透率等多角度来看, 均高于网购的增长率。但是在线旅游的产品提供基本集中在机票和酒店这类产品, 自助游等产品只是作为一个渠道。在线的 O2O 不会满足于渠道的供应商, 但发展成为真正的 OTA, 或者向上的渗透发展, 是否会成功还有待观察。

Q: 线上未来出现更多产品后, 是否会转化成价格战, 使得毛利率下降?

A: 从渠道角度来讲, 线上购买是部分人群的选择方式, 必须满足他们的需求; 同时, 线上交易会降低很多成本, 所产生的利润不可能全部归于企业, 应该让利于交易者。这是线上渠道的发展思路。

Q: 携程在度假产品主要还是以渠道来做, 主要原因是目前规模比较小还是因为和上游批发商的对接有难度?

A: 这是和互联网企业的发展逻辑有关, 早期互联网企业的发展逻辑是从流量切入, 积累一定流量后开始考虑流量变现。

Q: 旅游产品的广告怎么设计? 消费者粘性如何?

A: 旅游产品的复制能容易, 存在搭便车问题, 只能靠产品创新来保持活力。另外, 根据我们多年的经验, 消费者在选择产品中的辨别能力很高, 报纸作为传统媒体宣传旅游产品基本已经消失, 在网络上目前详细介绍行程, 消费者可以根据自身需求和产品匹配度选择自己的合意产品。众信对于第一位客人比较重视, 呼叫中心会对每位产品的用户进行对接, 如果第一个产品做好了, 可以培养用户粘性。针对自由行众信也成立了专门的业务部, 单项委托业务目前翻倍增长, 帮助游客预订机票、办理签证、制定旅游方案等。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371