



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

*葛蒙为本报告的重要贡献者

众信旅游：与悠哉旅游网战略合作交流会纪要

众信旅游(002707.CH/人民币 128.25, 未有评级)与悠哉旅游网战略合作交流会纪要如下：

Q：悠哉与途牛相比，都是定位休闲度假游的OTA，悠哉的核心优势在哪里？

A：两者确实在很多模式方面有很多相似的地方，这是从表面看到的现象，但是OTA的运营数据是多维化且未完全公开的。2013年悠哉的营收3.6亿元，亏损800万元，全局来看悠哉相对运营效率更强，人效（每人对收入利润的贡献）、毛利率等方面都比途牛高一些，这些运营效率相对途牛来说是悠哉更加有优势的地方。

Q：众信与悠哉合作能够产生的效应？

A：众信作为大家眼中相对传统的线下旅行社，目前公司的定位在于中游市场份额的快速扩大，公司认为旅游企业的本质在于服务品质，产品和服务端是公司的核心竞争力。众信目前在中游的扩张将满足消费者对服务品质和产品端的要求，公司也将持续在中游市场发力。与悠哉旅游网的战略合作会在产品销售端更好的将众信与竹园的产品销售出去。中游与下游的结合是非常紧密的。众信目前在北京包括华北的零售渠道已经做了一些工作，那么众信目前计划结合与悠哉的合作，在上海、江浙区域打通线上线下结合的渠道。与悠哉的合作，也会反向形成从C端向B端传递用户需求的效应，对众信内部的流程、服务形成影响和提升。

Q：众信作为传统意义上的中游批发商，对于此次投资悠哉扩展零售渠道，如何看待批零结合的发展趋势？

A：出境游尤其度假游板块，如果发展按照三个阶段（初级、平台、成熟）划分，目前还处于初级阶段的后期，相对市场集中度比较低。那么在这种背景下，公司进入零售市场相对来说是比较合适的选择。度假游产品是以服务为核心的产品，同质化程度相对较低，比如途牛，当他的某个目的地产品规模上升到一定程度，他对目的地的资源的把控能力上升，那么批零结合的方式一定会成为公司的发展方向。众信在上市招股说明书里也提到公司未来将向零售端渗透。众信现在在上海与华东市场的零售端力量相比华北来说没那么强，因此众信未来会强化华东市场的零售力量。

Q: 众信在华东区域的扩张计划里, 预计明年会做到什么规模?

A: 现在业态发生了一些变化, 更多的是通过线上与线下结合的方式, 现在线下门店的功能主要在于:

- 1、品牌输出: 旅游产品是一个相对无形的产品, 品牌是在为这些无形产品起到背书的功能, 线下门店类似一个广告牌一样的作用;
- 2、物流/传递资料的作用;
- 3、为客户提供个性化定制产品的功能: 目前公司有大概 1/3 到 1/4 的客人选择的是个性化定制的产品;
- 4、为没有网络使用习惯人群服务的功能。

众信未来在上海的发展不会像北京一样布这么多的门店, 而是在人流量相对密集、比如静安区最繁华的地段开始 1-2 家门店, 主要在于完善客户的体验方面发挥作用。

Q: 众信与悠哉合作后, 如何处理与其他上游、下游包括 OTA 之间的关系?

A: 与其他分销渠道的合作是一个市场化的选择, 不会因为众信与悠哉合作而受到影响。在与悠哉合作的同时, 众信不会因此而怠慢与包括途牛等其他 OTA 的合作关系, 并且众信会在品牌、架构方面对零售与批发进行更加明晰的拆分。众信现在作为分销商, 一定会保持与其他上下游的良好合作关系。

Q: 能不能介绍一下悠哉上私人定制的频道?

A: 悠哉年初的时候推出了私人定制的产品, 取名“悠哉私家团”, 旅游团的成员是以相对具有私人关系的家庭、团体为主。为客户推荐标准化的产品, 最终产品内容由顾客选择定制。这种产品相对来说更适合家庭、公司团体组团出行, 适合对出行内容以及目的地选择有要求, 同时语言能力以及国外旅行处理应急事件能力相对没那么强的游客。私家团目前还处于相对比较早期的阶段, 目前市场规模没有那么大的原因主要在于价格方面, 目前私家团的价格比跟团游更高一点, 相对自由行价格持平略高, 因为旅行社在私人定制的服务提供方面人力投入比较大, 人效相对较低。公司希望通过标准化产品定制的方式降低产品成本。

众信也有类似私人定制的单团产品, 单团产品的客人对个性化服务的要求比较高, 相对人力投入的要求就会比较大。众信认为未来定制产品会是线上与线下结合的重要发展方向, 可以利用过往的服务经验, 在线上将定制产品做成半标准化的产品, 再通过线下的服务人员的沟通来满足客户的个性化需求。这样在人效方面更加高效。并且半标准化产品相对来说在采购端的优势比较明显, 酒店机票等产品可以和批量采购结合, 降低采购成本、提高运作的效率。众信认为未来线上销售私人定制产品的模式未来会有很大的空间。

Q: 悠哉产品结构、流量来源、单用户的获取成本?

A: 详细的业务数据目前还不方便透露, 不过悠哉目前移动端占比增长比较快, 悠哉目前移动端还没有做大量的推广投入, 以前产品主要集中在上海/北京出发, 而移动端的产品销售与推广是不区分地域的, 悠哉希望可以在完善产品供给类型的基础上再来发展移动端的用户, 希望在未来一到两年解决移动端的发展问题, 力争移动端用户占比达到同行业最高。

Q: 悠哉未来的战略定位和取向?

A: 现在线上的旅游网站同质化越来越明显,大家都想做大平台。悠哉还是希望寻找差异化发展的路线,此次与众信的合作也是看重众信在出境游产品供给端的优势,希望可以形成产品端的放大效应。出境游市场内部有高中低档的划分,公司希望可以抓住国内中产阶级的消费需求,认为中产阶级是未来社会消费发展的核心。纯价格战模式没有未来,资本大量注入带来的简单粗暴成长的模式将不会持续,最终还是要回归到盈利能力上。

Q: 悠哉原来在上海开设的门店关闭的原因?

A: 门店是线下流量的入口,并且门店中高客单价的成交转化率比线上更高。悠哉在上海开设的门店最后关闭的原因还是在于悠哉的团队本身是做线上的,线下管理经验没有那么充足,未来希望与众信合作后,能够尝试打造一些 O2O 的门店。

Q: 众信如何理解现在 OTA 的价格战?

A: 众信与悠哉一样,不会轻易参与到 OTA 的价格战中。众信离价格战相对距离比较远,价格战目前对众信的影响还比较小。现在行业还是处在快速变化的阶段,众信对 C 端流量的理解是,完全的价格战不能长期持续,价格战不能解决度假游市场份额发展的问题。借鉴国外的经验,线下的服务体验是度假游板块长期稳定流量的重要来源。众信现在想要首先做好自己 C 端渠道的建设,提升线上线下会员的黏性。

Q: 悠哉是否考虑向旅游金融的方向转变? 悠哉如何看待 OTA 行业以巨亏换规模的发展路径?

A: 目前暂时没有考虑旅游金融的方向,未来具体向哪个方向转变取决于公司的发展方向。规模与亏损之间没有必然的关系,单纯靠砸钱的方式扩大营收规模会带来亏损,但是如果商业模式是对的,控制运营效率的情况下,亏损规模不会随着市场规模的扩大而扩大。

Q: 众信与悠哉在 2015 年的发展计划?

众信认为目前处在行业最好的阶段,也是行业变化最剧烈的阶段。2015 年在内生增长和外延并购方面会比 2014 年的步伐更快一些,预计未来 5 年内行业格局将快速发展变化最终回归稳定。

悠哉未来一方面从自身发展方面将从产品方面的竞争延伸到客户端服务的竞争,另一方面将拓展产品覆盖的地域。

Q: 悠哉比途牛毛利率高的原因是什么? 优势是来自于流量优势还是成本优势?

A: 悠哉和途牛主要都是出境跟团游为主,相比途牛毛利率更高的原因主要在于悠哉没有盲目的参与价格战。悠哉的客户群体从客单价等方面相比途牛等其他 OTA 更高一点,一般来说客单价越高的群体对于价格波动的敏感程度越低。

Q: 悠哉选择众信的原因在于什么?

A: 悠哉之所以选择众信而不是其他的 PE 或者行业内大型的 OTA,主要看重的是与众信在业务端的互补性以及协同效应。

Q: 悠哉如何看待 OTA 行业价格战

A: 悠哉会技巧性的参加价格战,结合体验以及品牌宣传导入渗透,但不会烧钱换规模。十倍亏损换一倍成长的发展方式不能持续,并且 OTA 市场里每一家所处的阶段也不完全一样,携程四季度亏损可能不是主动选择而是被动的,如果不参与价格战也许牺牲会更大。

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，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
西单北大街 110 号 7 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