

牵手悠哉 推进线上线下一体化

增持 维持

目标价格：暂无

投资要点:

- 公司与悠哉旅游网战略合作，并向其提供委托贷款
- 良好的沟通为外延式并购打下了很好的基础
- 众信与悠哉旅游的战略合作优势互补，实现线上线下一体化

报告摘要:

- 公司与悠哉旅游网战略合作，并向其提供委托贷款。2014年12月3日公司发布公告，公司已经与悠哉网络签署了《战略合作协议》，并取得了悠哉旅游网15%股权（价格未公布），同时公司利用自有资金向上海悠哉网络科技有限公司提供不超过6,000万元人民币的委托贷款，贷款期限4年，贷款年利率为6.2%，并以悠哉网络的85%的股份作为担保。
- 良好的沟通为外延式并购打下了很好的基础。众信旅游与悠哉旅游网战略合作的基本诉求是一众信旅游做一个产品的制造者和提供者，希望在C端线上能够找到一个合作者，在这方面构建一个全方位线上线下相结合的架构。旅游行业，无论线上还是线下的企业，平时的沟通交流都是非常多的，这种沟通交流为众信旅游未来的外延式并购打下了很好的基础。2015年众信旅游迈出的步伐会比2014年更多。
- 众信与悠哉旅游战略合作优势互补，实现线上线下一体化。公司通过“委托贷款+部分参股”悠哉旅游网的方式，以最小的成本+最快的速度，加快线上业务发展，实施“批发零售并举，线上线下结合”的多渠道运营的发展战略。并通过线上的产品反馈，对产品端的研制进行调整和升级。悠哉旅游网与众信旅游的战略合作，为未来的线上业务拓展打下了坚实的上游资源基础，有望通过资源掌控降低采购成本。双方优势互补，共创线上线下一体化。我们预计公司2014-2016年的EPS为2.01、2.69和4.3，对应的PE为64、48和30倍，维持增持评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2149.92	3005.26	4173.49	5680.34	7765.54
增长率(%)	34.98	39.78	38.87	36.11	36.71
归母净利润(百万)	61.80	87.47	117.06	157.08	250.74
增长率(%)	39.89	41.53	33.84	34.18	59.63
每股收益	0.00	0.00	2.01	2.69	4.30
市盈率	0.00	0.00	63.9	47.6	29.8

服务业研究组

分析师:

孙妍(S1180512090001)

电话: 010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

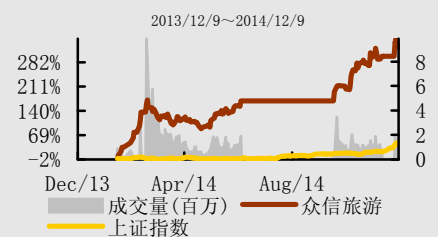
研究助理:

潘璠

电话: 010-88085172

Email: panfan1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《宋城演艺: 增资控股京演集团旗下两家公司》 2014/12/4
- 《众信旅游: 委托贷款+部分持股多元化线上渠道》 2014/12/4
- 《桂林旅游: 福隆园项目转让使公司扭亏为盈》 2014/11/30
- 《三特索道: 千岛湖项目有望带来业绩爆发性增长》 2014/11/26
- 《峨眉山A: 成绵乐高铁有望12月10日通车》 2014/11/12

目录

一、众信旅游与悠哉旅游网战略合作情况简介.....	4
二、问答部分	6

插图

图 1: 众信旅游网.....	4
图 2: 悠哉旅游网.....	5

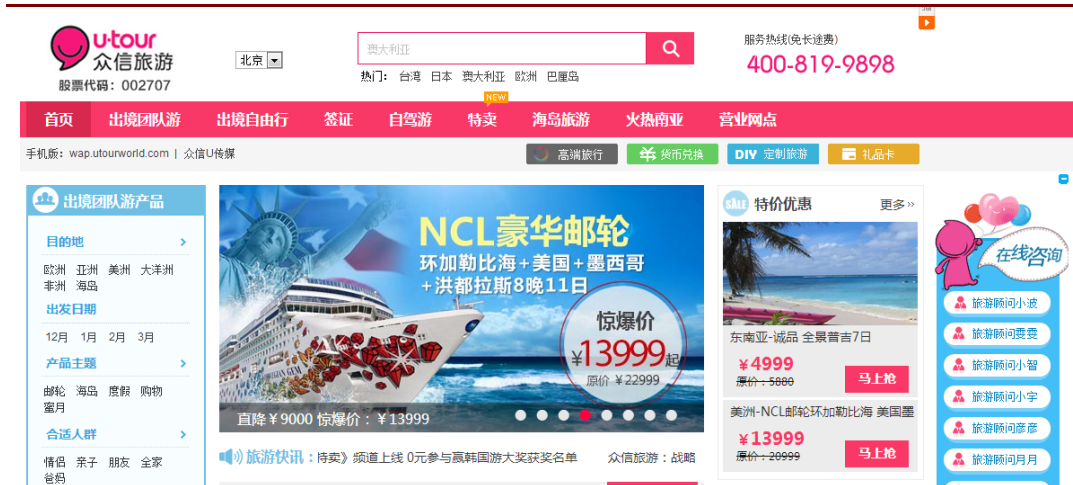
一、众信旅游与悠哉旅游网战略合作情况简介

众信旅游大约三周前做了一个短期停牌公告，不到两周的时间，与悠哉旅游网谈战略合作意向，两家达成很好的共识。众信旅游与悠哉旅游网战略合作的基本诉求是——众信旅游做一个产品的制造者和提供者，希望在 C 端线上能够找到一个合作者，在这方面构建一个全方位线上线下相结合的架构。旅游行业，无论线上还是线下的企业，平时的沟通交流都是非常多的，这种沟通交流为众信旅游未来的外延式并购打下了很好的基础。

认识冯总的人都知道，冯总秉承的做人原则和方针——谦虚和低调，因为在旅游行业，谁都不敢说谁就一定能持续很长时间，旅游行业整个产业链非常长，各个产业链的大环节，互相依存非常密切，所以在这么复杂产业链的行业里，无论是与直接的竞争对手，还是产业链上下游的企业，都保持很好合作的心态。众信旅游是一家秉承谦虚低调做人，做企业的公司。公司社训——正派经营，谦虚做人。

正因为此，众信旅游在业内打造了良好的口碑。众信旅游希望能够吸引更多有能力有理想有报复的团队与我们走到一起，在整个产业链变化、调整的过程中，与我们一起共同发展、共同贡献自己的力量。通过长期与李代山李总的沟通——未来旅游的发展方向，尤其是度假旅游的发展方向，应该是线上到线下结合的模式。我相信李总也是看到了与众信旅游合作的机会，才能最终达成两家的战略合作。

图 1：众信旅游网



资料来源：众信旅游官网，宏源证券

图 2: 悠哉旅游网



资料来源: 悠哉旅游官网, 宏源证券

二、问答部分

Q1: 悠哉旅游网和途牛都是定位度假游、出境游的公司，那么悠哉旅游网的核心优势有哪些？产品采购渠道是什么样的？

A: 悠哉旅游网和途牛从业务模式上是有很多相似的地方，大家从网站和 APP 上都是可以看到的，我们与途牛的产品和分类相似是大家从表面都可以看到的情况。但是从公司内部运营，我们做电商看中的几个运营数据指标——每一步的转化率，ROI，人效，毛利率，这块有些数据我们公布了，还有些没有公布的。借这个机会与大家分享一下，大家在众信旅游的公告中看到我们 2013 年的营业收入是 3.6 亿，亏损 800 万，我们算一个大的 ROI 模型——费用和收入的模型，这方面悠哉旅游网应该是有优势，从途牛上市的财务报告对比来看，悠哉旅游网在运营效率方面是有自己更强的地方，包括像人效——公司每个员工对收入对毛利的贡献，我们的毛利率比途牛高出不少，途牛是 5%~6% 的样子，我们高出他们 30-40% 左右。每一个数据都是公司在这方面的积累，**公司内部对于旅游电商或者说 OTA 的效率——是悠哉旅游网的核心优势。**

Q2: 如何给双方带来更多的收益？

A: 众信旅游作为刚刚上市的公司，在 A 股没有可参考、学习的标的公司，与投资者交流的时候，大家都使用传统线下的旅行社来形容我们，虽然我们不觉得，但也没有觉得不好。上市以来，与内部核心高管、研究员，基金经理、投资者、咨询公司等沟通过程，都给众信旅游很好的规划，也通过沟通过程，形成一个相对比较清晰的想法。

众信旅游作为中游出身的企业，还是要迅速把中游这块市场份额做大。上周我见了一家企业，这家企业的核心竞争力就是服务。这家企业的老板在各个环节讨论服务，如何在点点滴滴中让客人感受到服务的品质，细微到包括给客人使用的有公司 logo 的水杯，高端定制游，更是细致到每顿饭的时间、每个餐厅地点、座位、菜单都会提前一天告知客人。通过这件事让我们认识到旅游企业的本质就是服务的细节上让客户感受到。对度假游的本质理解，产品和服务端是我们的核心竞争力。

根据这个考虑，想办法在中游——也就是产品服务端。1) 通过服务的理解，对服务品质的追求，使得我们可以不断在这方面加强对客户的粘度，对回头客的吸引；2) 横向方面，争取出发地到各个目的地的市场份额。我认为在中游的不断扩张，通过自身发展和外延扩张的模式，公司将在很长一段时间不断坚持。这次与悠哉旅游网的战略合作，我们不仅仅希望在中游继续往前走，当然包括上游和下游 C 端，通过这种战略合作的方式，让我们能够在不仅在线下，也能做线上。对于一个产品的制造者来说，一定会不断的追求销售端，让自己的产品更好的被销售。我们作为供货，悠哉作为销售的前端，把众信的产品通过悠哉旅游网很好的销售出去。

其实，中游与下游的联系是非紧密的，众信旅游不仅仅是产品制造，对面向产品的 C 端也是做了好多年，只不过零售业务现在还是一个区域性的，还不是全国性的，下一步会尽快的在上海开拓线上线下一体的零售业务。所以众信旅游一定会从产品的销售，到渠道的扩张做好功课。

每次与投资者沟通，每个行业的传统企业都会被问到移动互联网来了，你们怎么办？

我对这个事情的理解时，再过5年后没有人再会问这个问题，到那个时候，只要能生存下来的消费企业，一定是线上线下相结合的企业，如果不是平台化的，一定是线上线下相结合的，一定是以消费者为前提，以C端为前提，反过来推动产品制造和内部服务流程的企业，现在正好处于这个阶段。有可能到那个时候会被问到，花了很多时间做移动互联网，可是大家已经不用手机了，未来手机可能不是一个很强的流量入口了。在现在这个阶段来说，无论是众信旅游也好，还是悠哉旅游网也好，大家通过线上线下的结合在一起方式，从众信旅游方面来说：1)可以让众信旅游更强些，2)可以让渠道拓展更扎实些，在上海真的可以快速结合在一起，3)与悠哉旅游网的战略合作，其实与所有线上的企业都是很好的很做伙伴，包括途牛、携程、淘宝旅行，都是销售的很好合作伙伴。我认为，未来线上线下一定是融合在一起的。不会像现在这样战线分明，并通过外部力量，对内部产品制作流程产生影响和提升。这是与悠哉旅游网合作给众信旅游网带来的好处。

Q3: 供给在线企业的价格会不会有不同？进军华东规划是如何的？

A: 公司七年前就确定了批零一体化的目标，只有市场份额已经集中在几家手中，行业增长已经稳定，进入这样的行业，争抢别人的市场，一定会受到激烈的排挤。我对行业的理解，发展分为三个阶段——初级阶段，中级阶段，衰退阶段，出境游处于初级阶段的末端，中级阶段的开始。市场份额还比较分散，发达旅游国家的经验来看，批发零售一体是普遍现象。度假游以产品服务为主，一家大的企业，只要控制比较多的资源。途牛号称平台化的公司，当对某个目的地流量很大，就可以控资源，控资源之后就可以做产品。在特定的时期，特定的目的地上，这种批零的变化是非常常见的。其实无论是外部，还是行业内的企业，对众信旅游要走出北京的战略，相当于已经告知了，不是悄悄的入侵，像上海，江苏浙江这些出发地都已经告知了，在这些出发地只有批发，没有零售，其实也是很难受的。希望尽快的进入华东市场，在零售端是一个非常重要的区域。

与在线旅游的代理商的合作是一个非常友好的市场化的合作关系，不会因为与悠哉旅游网的合作关系，怠慢了与途牛等其他在线旅游企业的关系。完全是一个市场行为。众信旅游坚持批发零售两条腿走路，未来可能对批发零售做更多的拆分，包括品牌、价格方面，无论哪个方面，从采购和产品制造都是一体的，包括同程、途牛、携程、淘宝等线上平台，无论是度假游的形式，还是自由行或者半自由行的企业，帮我们把产品传递给客户的合作伙伴，保持非常友好的长期合作关系。中游随着我们自身的成长，叠加上外延式并购加快的话，提供更多的产品给线上平台，我相信对他来说，他的客户来说，产品丰富，服务还可以，可以长久的合作。

门店从上海开始，与北京的方式不一样。我们可以看到门店的变迁过程，7-8年前，大家对零售的理解，以门店为主，门店要多，覆盖率要高，线上就是一个发布平台。现在已经发生了变化，一定是线上和线下相结合的方式，一定是通过线上，官网一定是可以获得更多的信息咨询。门店的功能：1、品牌输出的功能，虽然我们销售的是无形产品，更加需要企业在背后背书的，度假游产品更加强调服务，强调体验，更多的是无形的东西，传递资料，传递服务。内部有分类，出境游的客人，有超过1/4到1/3的客人选择的不是标准化的产品，大量的私人定制的产品，门店的销售涵盖某一个区域的客人的纽带。上海不会像北京这样布局这么多门店，会选择相对人流量比较多的地方，静安区布局1-2家门店，通过这些行为，输出品牌，打造一个符合中高端的出境游。

Q4: 能否介绍一下悠哉旅游网的私人定制的流程?

A: 我们年初推出一个产品悠哉私家团, 悠哉私家团, 只跟亲友玩。可以定制的, 给相对标准化, 单团操作是没有产品的, 是单位的项目, 我们这样的产品是机+酒, 产品 2.0 的改版, 比一般的产品更加生动, 细节和掌控比一般产品有非常大的提升, 一方面, 我们对未来旅游市场和形势有自己的考虑——**我们认为跟团游和自由行都有他的局限**, 我认为在坐的各位都不一定喜欢团队游, 叫早, 按时去景点。全部的自由行, 也会有他的局限, 年轻的小两口, 语言沟通无障碍, 是个不错的选择, 但是家里有老人小孩, 交通语言等问题, 旅游时候出现意外状况的时候, 自由行缺乏安全感, 当地的服务还是非常有必要的。所以我们觉得, **现在私家团还是非常早期的阶段**, 满足用户本能的需求, 这种需求天然存在, 现在市场不够足够大的原因: 1) 价格, 比跟团高, 和自由行差不多, 年轻人觉得自由行更方便, 我们对比了一下, 价格比自由行稍微高一点, 未来目标, 做成可标准化的定制, 通过标准化降低成本, **即把跟团游的规模化的采购和定制结合起来, 这是未来充分规模化的方向和目标**。服务的标准化方面, 行程中的服务标准化, 把很多差异化的服务变成一个个手机上可选项, 以前与线下的旅行社交流是没有产品的, 基本上你有什么需求, 大家都是天马行空的, 它给你的东西你是看不到的, 你给他的东西, 它也是不清楚的, 双方的交流很累。对产品的运营方来说, 人效比较低。例如, 丽江的酒店, 划分三个等级, 每个等级有一些酒店, 有价格优势, 同时还有品质保障。

众信旅游也为此调整了内部组织架构, 原来销售人员都是合在一起, 标准化和定制的销售都是合在一起, 标准化和定制化产品的销售分开了, 前端的销售, 到后端资源的采购, 形成一个垂直的体系, 私人的销售, 线上部分与悠哉旅游网合作, 其实我们成立定制产品中心的诉求, 私人定制的消费并不一定贵, 私人定制的采购和常规的采购在一起, 降低机票成本, 满足特定人群的需求。已经出现了创业型公司专门制作私人定制的产品, 我们认为有未来很大的市场, 这样的事情, 一定是纯线上的企业无法单独完成的。

Q5: 产品结构占比? 流量的来源, 单用户的获利成本? 悠哉未来的战略定位, 战略选择的问题? OTA 还是 O2O, 流水的分享?

A: 线上的旅游网站越来越相似化, 同质化明显, 比如, 同程, 机票酒店+门票+出境游, 基本上像一个小携程, 去哪儿也什么都做, 途牛稍微好一点。大家都想做大平台, 大而全啊。我们还是希望在这里面做差异化发展, 我们有我们专注的地方, 我们的客户群还是有一定细分的, 因为我们专注细分市场, 例如出境游, 我们与众信合作, 看到众信旅游在出境游这方面强大的产品和资源基础, 这个对我们悠哉后期的发展, 使上游资源得到强大的保障, 我们会用好这个优势, 做好出境游这块的品质和规模放大, 不仅从规模上放大, 而且从用户群体的品质上做深做精。大家看到同程一元门票, 能够对出境游有非常好的转化, 抱有一些怀疑的, 客户的品质还是有一些区分的, 就包括出境游也是有高中低档的, 未来抓住更优质的群体, 也就是中产阶级, 我们认为, 未来中产阶级是社会消费的核心和主体, 自称屌丝的也并非是真的屌丝, 我们希望未来出境游, 产品品质和人群做一些质的提升, 我们不会去一味简单的打价格战, 价格战获取的客户是没有忠诚度的, 花钱买来的客户, 很容易被钱买走, 纯价格战是没有未来的。可以通过短期的资本注入, 简单粗暴的成长。一个企业要盈利的, 5-10 年还是不盈利的, 这个企业还是有问题的。这是我们的一个大的方针, 这方面我们与众信旅游的想法还是一致的, 我们与 OTA 的想法和口号是不一样的, 但我们认为这样的战略是符合长期的商业逻辑的。

移动端占比增长比较快，移动端还没有做大量的推广和投入，这个和我们以前的产品结构有关，我们的产品主要集中在上海和北京出发，移动端的推广是不区分地域的，在这块，我们后期会在移动端有一些更多的大动作，未来移动端占比希望将来在业界领先甚至是最高的。旅游度假产品和机票酒店不一样，频次低，客单价高，如何在客单价高的地方，把占比做高，未来 1-2 年解决的问题，也一定会做好。

Q6: 除了提供产品，与众信旅游的合作还能给悠哉旅游网带来哪些方面的好处？

A: 众信旅游有很多好的资源和产品，包括众信的品牌，更可以带给悠哉更多好的供应商资源，成为与其他供应商联系的桥梁。包括今天与在座各位的交流，都是通过众信旅游才有这个机会。

Q7: 悠哉旅游上海的门店关掉了一家的原因，线上企业如何看待门店？

A: 线上首先抓流量，大的流量都被 BAT 或者 BAT 的儿子孙子垄断了。从这个角度看，门店是一个线下的入口，如果做得好的话，门店可以带来高忠诚度的客户，而且转化率非常高。如果运营好的话，门店具有长期存在的价值。我们的门店为什么关掉，因为我们是做在线的，我们不是有特别丰富的门店经营经验，众信旅游线下的渠道，线下的门店经验都是值得我们借鉴的。但未来的门店还是向以前一样的做法，我们认为前景出路也不是非常大。我们与众信旅游未来一起打造新的 O2O 的门店，将更多的 90 后的元素，更多的移动端，更多的在线化的元素融入实体店，我们在做这方面的设计和规划。

Q8: 不打价格战，是否会被挤出去？

A: 不会轻易打价格战，行业处在一个非常快速的变化过程中，各家都要做好各家的事儿，中游做好中游的事儿，下游要获得尽量打的流量入口，挤压对手。我们对 C 端流量的理解，1) 通过自己的入口，我们对流量的理解，并不是完全靠价格战，我们更看重会员 loyalty，在 C 端线上这块的理解，我们在现在这个阶段离价格战远一些比较好，做好自己的事儿比较好，自己 C 端线上的流量建设，有区别其他 OTA 的优势。我们不认为价格战可以解决度假游的客户的问题。2) 我们一定加强一家和某几家更深度合作的可能性，等线上的格局更明晰些再订。

目的和诉求都是为了打造一个更大的大众性的平台，无论中游还是上中下游，垂直一体化，最终打造一体化的公司。未来十年畅想，在一个阶段说一个阶段的话，现在谁都很小，谁都不强，无论合作方还是上中下游的，在两方面做的更好，1: 面对终端消费者有更多声音输出，2) 给终端消费者提供服务时候，带来更多的满意度，企业长期生存下来的基础。C 端线上什么方式往前走，选择很多，1) 加紧资源内供，2) 快速在众信内部线上线下的融合。我们可以看到，传统的欧洲的旅行社，线上的预订率不断的提高，传统的线下旅行社未来一定是线上线下相结合的方式。但因为目前还没有形成定局，我们还是有时间再看看。

Q8: 悠哉旅游网是否有做金融的想法，以及未来如何盈利？

A: 旅游金融暂时没有这方面的计划,但不排除。未来如何做不确定。亏损和规模关系,看通过什么方式获得规模,如果仅仅是通过砸钱烧钱简单粗暴方式获取规模的,肯定是做的越大,亏得越多。如果是通过上下游的整合,内外的优势的提,获取的规模,只要商业模式是对的,一定可以盈利的。去哪儿的规模上来讲已经可以盈利了。

Q9: 公司 2015 年的发展规划是如何的呢?

A: 我是负责投资并购业务,08 年才开始接触资本市场,上市之后才开始与资本市场见面,上市给自己一个提高自己和开阔眼界的机会。我们处在一个行业最好的时机,身处这个行业激烈和焦虑的五年,五年之后,走对,在出境游是一个很大的企业,应该是一个全球化的企业,行业变化最剧烈的时候,带给我们更多的是焦虑和危机。我们的危机感非常强,好的企业是 20-30% 增长,一般 10%,其他企业是负的,大家都活得很开心,有的企业可以做到 100%,逼迫我们这种不是最快的企业,要快速,2015 年应该迈出比今年更多额步伐,快速扩充自己实力的阶段,布局的点来说,我们现在在看的点在哪里,细节在哪里?有共同目标和理想的人,只要我们努力,这个大局,一定会是比现在大的多的企业,我们确实要去做这件事,不是为了完成这样一个工作,我们把这个当成一个事业来看,2015 年对我来说会更加奔波,我们必须这样做,不这样做就会落后,就会挨打,不事先布局就要落后。

合作之后的衔接和配合,1+1 的效果发挥到最大,在今后几个月的重点工作,自身的发展来讲,产品的竞争延伸到服务的竞争,未来会拓展更多的地域,从出发城市,除了上海北京还有其他具有出境游潜力的巨大市场。

Q10: 毛利率高,是单独组团游,来源于哪里?选择众信的最优先的想法是什么?

A: 互补性。所有公司中,悠哉和众信的互补性最强。毛利率,因为我们和途牛的主要业务都是以跟团游为主,一方面是资源采购,另一方面和策略也有关系,我们不是简单降价,大家赚钱的策略不一样。悠哉旅游网的客单价比途牛平均客单价更高一些,价格越高的群体对价格敏感度更低。是与客户群体和消费能力是有关系的。

Q11: 2012-2013 年的市场份额来看,前三的市场份额是提高的,后 4 份额在降低的,这个趋势如何看?

A: 这样的事情可以持续多久?每年以十倍的亏换一倍的增长,长远来看这个事情停下来之后,市场份额将是什么样的。

Q12: 携程也来打价格战?

A: 携程或者途牛都是上市公司,上市公司的股价和策略的关系在做的各位可能都比我更了解,可能也有他对股价的一个考虑。至于为什么要这么做,携程也不希望他亏损,有些理由不一定是主动的,也有可能是被动的。有可能是他要维持住某些东西,不这么做损失更大,而且对价格已经有一个预告,不一定是最佳的选择,但是可能是不得不做的选择。悠哉旅游网的发展策略与途牛、携程是不一样的,我们与众信旅游的信念更相似,是以营

利为目的的，不是想做一个大平台。如果我们也是十倍的亏损换一倍的增长，估计众信旅游也怕了。

Q13: 在线旅游的渗透率 10%，占比很低，为什么要在这个时候去打价格战，制造一个红海的感觉，还是在线旅游的机会没有那么高？

A: 价格战理解的范围有点小了，不是价格优势应该放弃，价格优势是竞争中一个非常有利的利器，对消费者来讲，我们不是要放弃价格优势，而是我们不赞成以巨亏来换取价格的策略，价格优势可以通过你的资源，通过你的采购成本降低，通过你获取资源掌控能力提高而降低，这样的价格优势让利给消费者。

Q14: 京东通过价格战走到今天，给客户养成了习惯，如果这个事情发生在在线旅游会怎么样？

A: 价格战要有技巧的参加，而不是盲目的去上，盲目去上就是烧钱。现在携程、去哪儿、途牛、同程四家在烧钱，京东只有一个，未来这四家中哪一个能做到京东？如果说养成客户习惯，而是要产品好用，同时你的价格还是蛮不错的，通过其他的服务，不止需求某一点，当你的价格不是最低的时候，客户还是认可你。

众信旅游财务报表及财务指标预测

2014年12月9日

股价: 128.25

利润表	2011	2013	2014E	2015E	2016E	财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	214,992	300,526	417,349	568,034	776,554	成长性				
减: 营业成本	193,634	270,487	376,448	510,948	693,628	营业收入增长率	39.8%	38.9%	36.1%	36.7%
营业税费	1,226	1,711	2,504	3,408	4,659	营业利润增长率	41.5%	34.9%	34.4%	59.9%
销售费用	10,532	15,000	20,033	28,402	38,828	净利润增长率	41.5%	33.8%	34.2%	59.6%
管理费用	1,829	2,428	3,339	4,544	6,212	EBITDA增长率	42.6%	35.7%	38.0%	60.2%
财务费用	-457	-619	-500	-128	-128	EBIT增长率	41.9%	38.0%	38.0%	60.3%
资产减值损失	97	12	-	-	-	NOPLAT增长率	42.0%	39.4%	37.8%	60.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-146.6%	543.9%	-59.4%	42.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	43.0%	68.8%	32.0%	38.7%
营业利润	8,129	11,506	15,525	20,859	33,355	利润率				
加: 营业外净收支	92	89	83	85	78	毛利率	10.0%	9.8%	10.0%	10.7%
利润总额	8,221	11,595	15,609	20,944	33,432	营业利润率	3.8%	3.7%	3.7%	4.3%
减: 所得税	2,041	2,849	3,902	5,236	8,358	净利润率	2.9%	2.8%	2.8%	3.2%
净利润	6,180.4	8,746.9	11,706.5	15,708.2	25,074.3	EBITDA/营业收入	3.7%	3.6%	3.7%	4.3%
资产负债表	2011	2013	2014E	2015E	2016E	EBIT/营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	4.3%
货币资金	24,452	26,585	39,234	62,484	85,421	运营效率				
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	1	1	1	1
应收帐款	9,319	16,799	41,735	48,283	66,007	流动资产周转天数	-2	3	3	1
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	70	77	84	84
预付帐款	17,115	22,087	31,301	42,603	58,242	应收帐款周转天数	9	13	15	14
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数				
其他流动资产	14	9	9	9	9	总资产周转天数	72	79	86	86
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-1	4	4	2
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	30.1%	23.8%	24.2%	27.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.9%	10.2%	10.0%	11.7%
固定资产	494	607	959	1,438	2,120	ROIC	-279.7%	836.5%	179.0%	704.9%
在建工程	-	-	-	-	-	费用率				
无形资产	79	268	417	568	777	销售费用率	5.0%	4.8%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	906	1,289	1,289	1,289	1,289	管理费用率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
资产总额	52,379	67,645	114,944	156,672	213,864	财务费用率	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%
短期债务	2,000	-	-	2,362	1,742	三费/营业收入	5.6%	5.5%	5.8%	5.8%
应付帐款	13,458	21,704	42,152	57,371	78,432	偿债能力				
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	57.0%	57.3%	58.6%	58.0%
其他流动负债	16,369	16,537	35,226	43,665	55,342	负债权益比	132.6%	134.1%	141.7%	137.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.70	1.71	1.67	1.69
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.70	1.71	1.67	1.69
负债总额	32,040	38,559	65,842	91,862	123,979	利息保障倍数	-17.59	-30.05	-161.96	-259.58
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标				
股本	5,100	5,100	13,410	13,410	13,410	DPS(元)	-	-	-	-
留存收益	15,239	23,985	35,692	51,400	76,474	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	20,339	29,085	49,102	64,810	89,884	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2011	2013	2014E	2015E	2016E	业绩和估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	6,180	8,747	11,706	15,708	25,074	EPS(元)	1.50	2.01	2.69	4.30
加: 折旧和摊销	202	431	28	38	52	BVPS(元)	4.99	3.66	4.83	6.70
资产减值准备	97	12	-	-	-	PE(X)	85.5	63.9	47.6	29.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	25.7	35.0	26.5	19.1
财务费用	62	198	78	-500	-128	P/FCF	300.6	396.4	74.0	75.0
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	2.5	4.1	3.0	2.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	56.4	111.6	79.9	49.1
营运资金的变动	2,216	-5,247	4,988	5,808	-626	CAGR(%)	42.1%	38.4%	36.5%	42.1%
经营活动产生现金流	6,251	6,823	16,222	21,426	24,373	PEG	2.0	1.7	1.3	0.7
投资活动产生现金	-1,096	-784	-501	-629	-891	ROIC/WACC				
融资活动产生现金流	855	-2,169	8,810	2,490	-493	REP				

作者简介:

孙妍: 宏源证券研究所旅游酒店行业研究员, 2009年毕业于伦敦大学学院金融计算专业, 2010年加盟宏源证券研究所, 从事旅游酒店行业研究至今。提出“附加值提振带来成长空间、共同利益锁定安全边际”的选股逻辑, 善于挖掘上市公司发展源动力、预判行业发展及公司盈利趋势。

潘璐: 宏源证券研究所旅游酒店行业研究员, 2008年毕业于格拉斯哥大学国际金融专业, 2014年加盟宏源证券研究所。

覆盖公司: 中青旅、丽江旅游、中国国旅、峨眉山、宋城股份、锦江股份、黄山旅游、腾邦国际。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机 构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。