



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：在线旅游风再起时，加速线下向线上“反向延伸”战略

事件：众信旅游(002707.CH/人民币 90.00, 未有评级)8月17日发布公告：“公司全资子公司香港众信国际旅行社有限公司（以下简称“香港众信”）拟出资相当于1亿元人民币的资金与昆吾九鼎投资管理有限公司（以下简称“昆吾九鼎”）下属公司共同出资设立香港众信九鼎公司。香港众信约占新设公司股权比例的40%。根据公告，新公司香港众信九鼎公司拟注册资本3,000万欧元（或等值资金）。其中，香港众信出资相当于1亿元人民币的资金（自有资金+银行贷款），约占新设公司的40%的股权，剩余部分由昆吾九鼎投资管理有限公司指定的关联基金出资，约占新设公司60%的股权。”

点评：

1、 嫁接 PE 资源，海外并购加速：根据公告，众信旅游设立该新公司的目的是用于参与其他公司联合收购某企业股权事项，以便公司直接进入境外目的地资源市场。众信旅游核心主业为出境旅游批发与零售，我们预计此次并购旨在整合海外旅游资源，与众信旅游现有业务在资源、渠道等领域产生协同效应，以期巩固自身在出境旅游服务领域的领先地位。值得注意的是，昆吾九鼎为众信旅游现有股东之一，为国内活跃的一线 PE 之一。昆吾九鼎具备强大的产业资本驾驭以及旅游产业链上下游整合能力，众信旅游自上市以来，股价走势良好（总市值超过 50 亿元人民币），一、二级市场的联动将为众信旅游后期发展带来良好协同。

2、 在线旅游风再起，众信旅游坚持线下向线上“反向延伸”战略：从行业竞争格局分析，携程凭借其“综合化产品供给”以及“一站式”战略定位确保了其在机票、酒店领域的霸主地位，营收规模和综合实力行业领先；去哪儿网依靠“垂直搜索”+“巨大流量”（百度以及自有流量叠加）强化平台优势，营收规模和预定量快速增长，移动端用户数行业领先；同程网和途牛网则分别在门票和度假产品领域成为行业翘楚（途牛网 2 季度 GMV 持续高速增长）；艺龙则仍然聚焦于酒店预订业务，但增长受到极大抑制。总体来看，携程和去哪儿均走向“大而全”模式，机票、酒店、度假产品、门票、交通、团购等，其手握海量线上用户（携程和去哪儿均拥有极强的 PC 端和移动端活跃用户数），逐渐向线下资源渗透（比如，携程之前收购线下旅行社，今年上半年已经购买三艘邮轮等）。相比较而言，众信旅游仍然是以 B2B 分销模式为主，其线下旅行社业务从产品到口碑均具备优势。自上市以来，众信旅游旨在加速 O2O 转型（之前曾有市场传言众信旅游与驴妈妈洽谈股权合作）。我们认为：携程、去哪儿等 OTA 巨头具有强大线上平台流量，后续逐渐向线下延伸；众信旅游多年深耕线下，行业资源丰富、线下资源整合能力强。但面临 OTA 市场竞争格局更加惨烈，其线下反向渗透线上战略需要资金、渠道、流量等持续投入。我们预计，香港众信九鼎公司成立后，众信旅游将坚持“O2O”模式，借产业资本打通线下优质资源以及线上平台对接。

3、 OTA 竞争白热化，线下优质旅行社将在市场均衡中重拾“定价权”：随着途牛上市，线上旅游产品售卖引起市场更大关注。途牛凭借先发优势以及海量线下旅行社供应商资源，取得 GMV 的持续高增长。由于 OTA 将大众消费与互联网结合，其扩张模式突破区域化约束，对于线下旅行社短期利润率带来一定程度挤压。但长期来看，我们坚持认为线下旅行社的服务价值将长期存在，OTA 的冲击只是加速线下旅行社行业的整合，优胜劣汰逻辑下，优质线下旅行社将在市场相对均衡中重新获取一定的“定价权”。同时，参照途牛网的股东背景（途牛网“特卖”模式背后有显著的“唯品会”痕迹，不得不让人联想到红杉资本，因为其既投资了唯品会，也投资了途牛网）、资源、资金、人才、管理团队、激励机制等多重因素决定未来成败。众信旅游此次再度与昆吾九鼎合作，后续的发展战略以及资本运作同样值得期待。

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