



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

*刘亚为本报告重要贡献者

众信旅游三季报电话会议 纪要：上中下游全面外延扩 张，打造优质出境游综合服 务平台

中银国际证券以及华泰证券于11月2日下午联合举办了众信旅游(002707.CH/人民币 42.07, 买入)三季报业绩电话会议，具体信息如下：

一、电话会议核心要点：

- 1. 公司内生性增长超预期上中下游全面外延扩张。**公司前三季度业绩表现十分亮眼，除去与竹园并表带来的正面效应，公司的内生增长率也获得超预期的40%的增速。目前公司的批发业务占70%-80%左右，零售业务占到20%左右，批发业务比零售业务的毛利率低3到4个百分点。未来，公司将进一步完善在资源端的布局，围绕着“吃、住、行、游、购、娱”六要素在上中下游全面进行外延并购战略布局，精准定位客户的细分化碎片化的需求，完善和丰富产品结构，不断推出主题游定制游等特色产品，在3年内打造出体系完备、链条清晰的出境游综合服务平台。
- 2. 线上线下协同作战围绕一二线城市加大门店布局力度。**公司目前在全国各地有50多家门店，未来将进一步在一二线城市大力布局，预计未来将拥有200家门店；部分三线城市也会加入整体布局，但形式更为多样，会考虑和当地零售商合作的外延扩张方式。国家利好政策的出台放宽了在地方设立旅行社的限制，将助推公司线下布局的战略。
- 3. 持续发力线上渠道未来把控多元化流量入口端。**借助与悠哉旅游网的合作，公司着力开拓线上渠道，加大市场开发力度，积极推进微信、APP、呼叫中心等相关服务的完善和升级。未来公司将在有发展潜力的多元化流量入口端（如PGC、UGC、细分定制游、目的地OTA等）进行进一步把控，以期在客户资源端取得优势地位。
- 4. 维持买入评级：**公司继续分享国内出境游市场红利，通过外延式并购巩固出境批发业务市场份额；同时公司打造出出境综合服务平台。维持2015-2017年盈利预测0.45、0.64、0.83元（10转10除权后总股本增至41,753万股，不考虑定增计划），维持**买入**评级。

二、问答环节 (Q&A)

Q.公司今年前三季度业绩增长非常快,除去并表竹园的影响,公司的内生增长速度如何?公司和竹园在业务上有类似的地方,未来是否将会有业务上的合作?

A:公司的内生增长率在40%左右,超出我们的预期。众信和竹园的整合过程非常顺利,双方管理层的管理非常好,人和的因素也起了很大作用。众信和竹园在业务上既有协同也有互补,未来在一些目的地资源的开发上会根据具体情况采取协调打法。

Q.目前市场上不少OTA也在线下积极布局门店,目前公司在门店布局方面有何进展?除了在一二线城市布局,是否会考虑三线城市?

A:我们目前采取线上线下整体作战的策略,依然会依照我们的IPO和定增计划,在一二线城市大力布局,也会考虑在一些三线城市布局门店,但是方式会更为多样,有可能会和当地有实力的零售商合作,通过外延扩张的方式完成布局。目前我们的门店有50多家,未来计划开到200多家,具体的时间进度和地点选择要根据情况进一步决定。

Q.线上业务在公司总体业务中地位如何?占比多大?公司与悠哉旅游网未来将采取什么样的合作方式?

A:线上业务是公司的短板,公司会加大力度持续布局。除了公司现有的官网,悠哉对于我们来说是很重要的线上渠道,其自身的特点和品牌属性也会得到保持。我们将积极推进微信、APP、呼叫中心等相关服务的完善和升级。未来的线上流量入口将进一步分化,公司未来在UGC、PGC、细分定制游、以及目的地OTA等有发展潜力的流量入口端都会布局。

Q.目前公司出境游平台的发展状况如何?

A:出境游平台的发展主要合适结合我们的旅游资源以及客户的需求展开,依此为基础积极打造我们的出境游综合服务平台。目前很多新的产品正在落地,目前医疗主题的产品已经推出,但还没有大规模推广,海外教育主题的产品在今年也会不断跟进,目前我们在美国、日本、瑞士都进行了资源布局,我们的金融小贷公司预期也将很快拿到牌照,总体的宗旨就是结合客户的不同需求,结合不同业务板块的特点,在布局方面会有调整和差异,总体是稳步地推进。但是布局的重点不能以时间上的推进程度作为唯一的衡量标准,因为有时候项目落地的时间和发展的进程并不完全由我们控制。

Q.公司的三季报非常亮眼,无论是营业收入还是净利润都有非常明显的增速,这主要是由于公司的哪些主要旅游线路起了作用还是因为别的原因?

A:主要还是因为公司的并购和协同整合起了作用。公司进一步丰富了产品线,目前的业绩表现就是良好的收敛。我们充分考虑的客户的差异化和个性化需求,有针对性的扩充了产品的丰富度并且完善了产品结构。同时,我们对上游资源也进行了大规模的采购,这些因素都起了作用。

Q.目前国家出台了相关政策放宽了在一些地区设立旅行社的条件,这对于公司的线下布局有什么影响?

A:这对于公司来说是一个很大的利好政策。原来的一些相关政策在地方的实施力度不强,执行不力。未来预计相关政策在地方的实施力度会越来越强。

Q.公司在上游资源方面进行了怎样的战略布局？公司参与收购地中海俱乐部，也频频收购一些欧洲的供应商，未来在上游资源方面还将有哪些布局？

A:不同的目的地有不一样的资源，目前我们在资源端的布局非常丰富，总体来说我们将围绕“吃、住、行、游、购、娱”六要素来不断完善对于上游资源的布局，有一些会对我们公司的业务产生直接的影响，有一些会更多的考虑到客户的碎片化服务的需求。我们收购的资源项目有大有小，规模不尽相同，但是会持续推进。

Q.公司前三季度的经营现金流是负的，对比以前的财务报表分析可以看到往年第四季度会实现正的现金流，那么公司的账期大致是怎样的？

A:从上游来看，机票方面的业务不存在账期，基本采取预付款和缴付押金等方式；酒店业务账期也很短；地接社方面一般会有6个月的账期；碎片化服务方面情况各不相同，有时可能会出现较长的账期。从下游来看，一般我们会给予一些信誉良好的，合作时间长的、规模较大的代理商3个月的账期；我们自己的零售门店也不存在账期的问题。

Q.OTA和传统旅行社业务方面账期有何区别？

A:账期的确定主要是考虑业务量和信用度而做出综合判断，和OTA以及传统旅行社的类别区分关系不大。

Q.公司的批发业务和零售业务占比情况如何？毛利率各是多少？

A:批发业务占公司的70%-80%左右，零售业务占到20%左右。批发业务的毛利率会低一些，和零售业务的差别在3到4个百分点。

Q.公司收购整合的外延发展战略推进情况如何？

A:外延并购在上中下游全面展开。下游主要以悠哉旅游网作为代表，中游主要有竹园和魅力假期、上游主要有地中海俱乐部，并且公司与世界玫瑰及上海巨龙积极开展合作。这都是为了不断完善我们的出境游产业链，不断整合资源推进我们的相关服务向前发展。我们在出国留学租赁以及体育主题旅游方面也有布局，未来3年之内争取形成体系完备、链条清晰的出境游平台。

Q.公司定增的进度如何？

A:预计明年上半年定增项目将落实完毕。

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
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