

日期: 2016年3月25日

行业: 新三板



刘丽

021-53686157

liuli@shzq.com

执业证书编号: S0870510120018

海涛股份 (833216)

证券研究报告/公司研究/三板研究报告

出境游产品和服务提供商

■ 投资要点:

出境游产品和服务提供商

公司作为旅游产品和服务的提供商,通过整合旅游资源,研发符合不同层次需求、有主题的、有特色的、性价比高的亚洲、欧洲等地的出境游产品。出境游产品以批发、零售等方式销售给客户。公司的主要收入来源是出境游产品,其中批发业务通过代理商销售给终端消费者,零售业务通过门店、网站、及会员制营销等方式销售给终端消费者。

收购日本株式会社 JSC 70%的股权

公司拟以 1.12 亿日元收购日本株式会社 JSC70%的股权,支付方式为股票加现金。交易完成后,目标公司成为海涛股份的控股子公司,业绩目标设定为 2016 年度、2017 年度报表税前利润分别为 6,000 万日元和 9,000 万日元。

盈利预测

2015年1-6月,公司实现营业收入6.19亿元,同比增长141.92%,净利润-447万元。不考虑收购,我们预测2015、2016年公司营业收入增长分别为142.73%、39.98%,归属于挂牌公司股东的净利润增速分别为-10.72%和34.00%;若收购完成,公司净利润有望得以增厚。我们看好公司在出境游领域的未来发展。

估值结论

公司于2015年8月26日在新三板挂牌,挂牌券商为民族证券,目前公司总股本为2,648万股。2015年12月,公司通过新三板定向发行438万股,每股人民币13元,募集资金5,694万元,由财通基金、中欧盛世、玺金隆德投资、兴业财富等参与认购。公司交易方式于2015年12月31日由协议转让转为做市转让。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	147.81	849.45	2,061.90	2,886.23
年增长率	n.a.	474.69%	142.73%	39.98%
归属于母公司的净利润	0.62	4.56	4.07	5.45
年增长率	n.a.	640.64%	-10.72%	34.00%
每股收益(元)	0.02	0.17	0.15	0.21

资料来源: Wind 上海证券研究所

基本数据 (最新)

报告日股价(元)	16.63
12mth A 股价格区间(元)	16.63/20.00
总股本(百万股)	26.48
无限售 A 股/总股本	5.29%
流通市值(百万元)	23.282
每股净资产(元)	0.78
PBR(X)	21.27

主要股东 (最新)

北京海涛股权投资管理中心(有限合伙)	46.83%
崔丹平	13.6%
中欧盛世-中欧基金-新三板投资基金资产管理计划	3.78%

收入结构 (2015H1)

出境旅游	99.72%
境内旅游	0.28%

报告编号: LL16-XSB01

一、行业及公司背景

1. 海涛股份公司概况

作为旅游产品和服务的提供商，公司通过整合旅游资源，研发符合不同层次需求、有主题的、有特色的、性价比高的亚洲、欧洲等地的出境游产品。出境游产品以批发、零售等方式销售给客户，最终由公司为客提供有组织、有计划的组团、发团、机票、签证、境外行程安排、安全保障等全方位旅游服务。其中批发业务通过代理商销售给终端消费者，零售业务通过门店、网站、及会员制营销等方式销售给终端消费者。

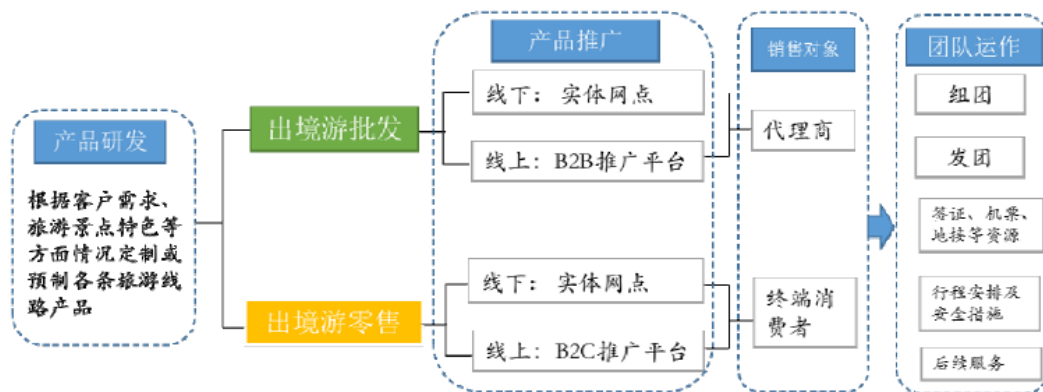
图 1 海涛股份主要产品

产品系列	特点	典型产品
景点旅游系列	定位于普通游客，特别是首次出国的旅游者。提供常规、低价旅游产品；具有团期密集、行程紧凑、涵盖经典景观等特点。	本州北海道温泉六晚七日游
		越南柬埔寨六晚七日游 魅力泰国五晚六天纯玩 童话之旅首尔济州纯玩五日游
精品旅游系列	定位于体验当地文化生活，安排当地特色景点或活动。行程追求深度，内容更加丰富	北海道冲绳 5 晚 6 日
		日本本州双温泉六天五晚 美食精品游 新马泰八天七晚时尚之旅
主题旅游系列	产品主题鲜明，具有项目性、阶段性、季节性的特点	浪漫樱花日本 6 日 锡兰记忆-斯里兰卡 8 日探秘之旅

资料来源：公司资料

公司盈利主要来源于旅游产品的销售，主要根据客户的需求定制旅游线路产品，将产品通过代理商分销或者网点直销的方式销售给终端消费者，从而实现盈利。一方面，公司从事出境游的经营管理多年，与上游供应商（机票、酒店、地接等）在常年合作中建立了紧密联系，在包含日韩、东南亚等地在内的亚洲短线出境游上具有一定的品牌知名度和影响力。因此，公司旅游产品较竞争对手具有一定价格优势，对消费者更具吸引力。另一方面，旅游行业自身利润率偏低，旅行社营运周转和成本控制能力对盈利至关重要。公司充分利用电子化信息管理系统，在出团计划控制与发布，签证及保险，机票、酒店、旅游运输预订，地接服务确认，质量跟踪，成本决算等多个方面进行管理，对团队运作进行全程监控，实现高效经济的团队运作，为客户提供优质经济的服务，在保证服务质量的基础上控制成本。

图 1 海澜股份商业模式

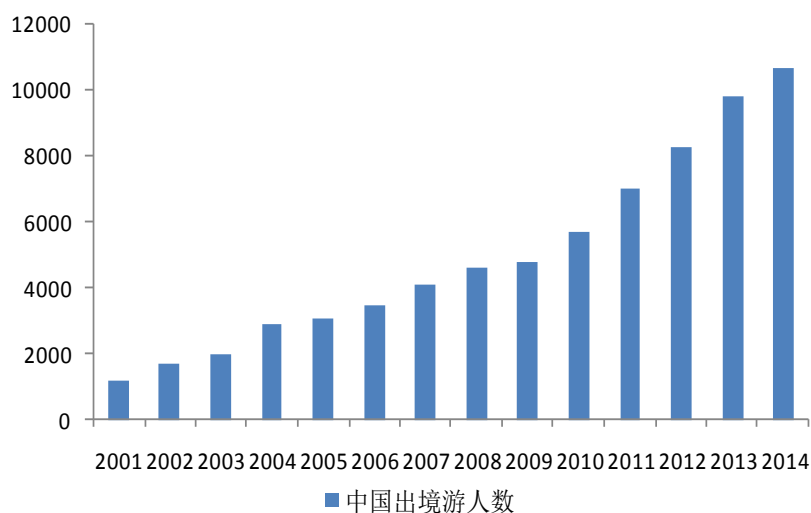


资料来源：公司招股说明书

公司所处的行业情况及公司的地位

根据国家旅游局数据，从2001年到2014年，我国出境游人数持续增长，从2001年的1200万，上升至2014年的1.07亿，年复合增速18.3%。随着出境旅游人数的逐年增多，出境游市场规模增长迅速。自出境旅游市场开放以来，中国出境旅游产业主体规模持续扩大。

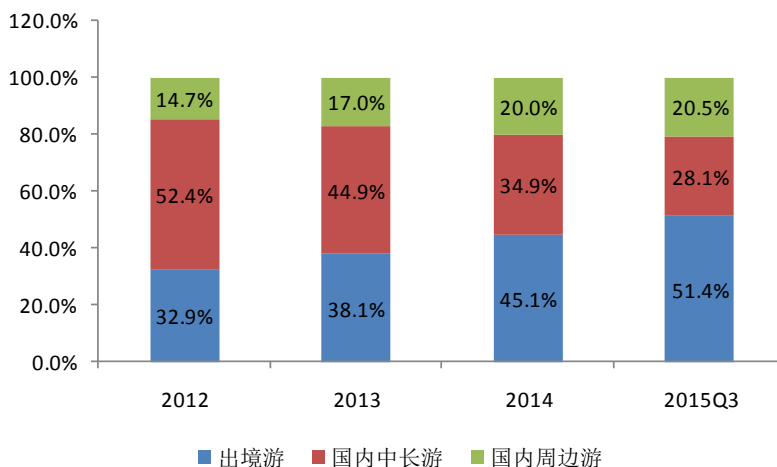
图 3 2001-2014 年中国出境游人数



资料来源：国家旅游局

根据易观智库的统计，从我国在线旅游市场份额的构成来看，国内中长途旅游市场份额不断萎缩，国内周边游开始走俏，出境游比重上升最为明显，从2012年的32.9%迅速攀升至2015年3季度的51.4%。

图 4 我国在线旅游市场构成



资料来源：易观智库

公司自设立以来，专注于出境旅游的批发与零售业务，致力于成为国内出境游市场的知名企业。公司在良好的出境游批发业务的基础上，拓展出境游零售业务，充分发挥两类业务的协同作用，形成出境游批发零售的一体化经营。同时以现代信息技术整合传统旅行社业务，建立了线上电子商务平台，丰富了网站、呼叫中心和分销平台等营销渠道。在实现线上销售的同时，与实体门店等渠道协同发展，在公司实体网点尚未覆盖的区域，以线上宣传的方式，将公司品牌和产品信息先行传递给消费者。

2. 公司主要竞争优势

专业运作优势

出境旅游业务，具有上游资源多、流程复杂、出境时间长、情况多变的特点，同时消费者对高端产品和高品质服务的需求越来越多，个性化、差异化需求日益明显。能否有效整合境外旅游资源，是否具备很强的产品研发能力，能否进行有效团队运作，是出境游旅行社核心竞争要素之一。公司一直坚持专业的出境游运营商定位，坚持实施现有发展战略，突出主营业务，加强对出境游产业链各环节的整合和控制，在资源采购、产品研发、销售推广、团队运作和内部管理等环节上不断提高专业水平，满足客户需要，为消费者提供专业的一站式全方位服务。通过多年经营，公司已经具备了良好的出境游资源整合、产品研发和综合团队运作能力，形成了专业运作优势。

产品研发优势

公司以产品为核心，通过开发不同种类、差异化的产品，满足多样化、个性化的客户需求，不断发现市场、引领市场的需求。经过多年的经营，公司建立了一整套完善的产品研发体系，拥有了专业水平高、从业时间长的产品研发团队。公司产品研发团队由产品经理、销售人员、市场推广人员、领队组成，根据不同产品的设计目标，邀请相关领域

的专家或其他领域的公司参与，并及时征求参团客人意见。研发团队在产品主题、产品理念、产品预期效果、产品要素标准及搭配上（航班、签证、酒店、餐饮、线路安排、景点等）进行严格的推敲和检测，对产品设计的合理性、流畅性进行严格把关，注重细节服务和关怀服务，让每个产品方案真正达到预先设定的客户体验效果。

人才优势

公司现有核心经营团队大部分人员从业经验在 10 年以上，共事时间较长，且大多为公司股东，具有较强的稳定性。经过多年经营，公司培养了一支数量充足、专业优良的管理、领队、产品研发和销售团队，能够满足公司业务快速发展的需要。近年来，公司一直保持着较低的员工流失率。公司拥有规范的操作流程和完善的管理制度，具有快速高效的组织管理和创新能力，能够经营涵盖全球主要旅游目的地国家的出境旅游业务，公司的人才积累为未来业务发展打下了坚实基础。

二、公司分析及未来发展方向

1、公司历史沿革及股权结构简况

公司总股本为2648万股，北京海涛投资为公司控股股东，持有公司总股本的46.83%；公司董事长许涛直接间接持有公司总股本的29.71%，为公司实际控制人。

2、公司未来发展规划

公司未来业务发展目标：

- （1）紧跟出境旅游行业发展步伐，通过差异化创新满足游客的各种需求；
- （2）加快市场开拓力度，在稳固日韩、东南亚等短线出境游行业地位的前提下，重点开拓欧洲、美洲等长线旅游市场；
- （3）3-5 年，打造出国内知名品牌并力争实现主板上市；
- （4）扩大产业规模，力争在短线出境游的市场份额达到40%以上。

公司未来发展战略和措施：

- （1）不断加大市场开拓力度，深度研发定制差异化的旅游产品，将出境游业务、境内游业务以及入境游业务作为公司的主要发展方向，并结合其它资源综合开发安全、有特色且符合国家、行业要求的旅游线路，为国内游客提供全方位的旅游服务。
- （2）建立有效的人才培养、人才引进机制，并在适当时机实施股权激励，使公司核心团队能够以股东的身份参与企业决策、分享利润、承担风险，并将核心团队的利益与公司利益目标趋于一致，实现公司长期可持续发展。
- （3）通过优化公司电子商务平台，全面实施公司信息化管理，拓展销售渠道，整合线上资源，以扩大市场份额，同时提高公司运营效率，降低整体运营成本，提高公司盈利能力。

三、公司财务状况及盈利预测

1、公司收入持续增长

2015年1-6月，实现营业收入61900万元（其中出境游收入为61727万元，国内游收入为173万元）净利润-447万元，其中营业收入同比增加142%，净利润同比增长-630%，营业收入上升同时净利率下降，主要因为，一方面，公司的客户群不断扩大，包机量不断增加，收入增高，另一方面，公司包机线路目的地之一的韩国出现MERS疫情，导致韩国出境游产品利润减少，同时，长江沉船事件使游客对邮轮产品持观望态度，导致游轮产品利润减少。

2015年1-6月，营业成本较去年同期增长了34970.61万元，增长了140.30%，毛利同期增加了1342.56万元，毛利率较上年同期上升了0.65个百分点，主要是报告期内公司处于业务扩张期，销售人员数量、客户数量的增加导致营业收入和营业成本上升，营业收入的增长幅度高于营业成本的增长幅度，因此，毛利率有所提升。

2、业绩预测

最新动态：收购日本株式会社 JSC 70%的股权

公司拟以1.12亿日元收购自然人乔治、自然人杨建华所持有的日本株式会社JSC70%的股权，支付方式为股票加现金。交易完成后，目标公司成为海游股份的控股子公司。各方共同为目标公司设定了两年的业绩目标，即2016年度、2017年度目标公司报表税前利润分别为6,000万日元和9,000万日元。

JSC位于日本冲绳县那霸市，成立于2013年3月26日，注册资本金为1,990万日元，主营业务为日本入境游的地接服务，经营区域覆盖冲绳、北海道等地。

此次股权收购的目的是进一步提高对目的地资源的把控能力，提高目的地市场服务质量，降低服务成本。本次收购符合公司发展战略规划和实际经营需要，符合维护股东利益最大化原则。

不考虑收购，我们预测2015、2016年公司营业收入增长分别为142.73%、39.98%，归属于挂牌公司股东的净利润增速分别为-10.72%和34.00%；若收购完成，公司净利润有望得以增厚。我们看好公司在出境游领域的未来发展。

四、主要风险因素

市场竞争加剧风险

近年来，我国旅游业发展迅速，产业规模不断扩大，产业体系日趋完善，已成为我国第三产业中的重要支柱产业。由于旅游业资源消耗低、行业进入壁垒低、投入资金少、综合效益好，因此经营旅游行业的企业数量众多，且不断增加。国家相关扶持政策大大推动我国旅游市场的开放和发展，在为旅游行业企业带来新的发展机遇的同时，也将会促使更多的企业和资本进入旅游行业，加剧旅游行业的竞争。

不可抗力风险

旅游行业受政治、经济、自然等因素的影响较大。公司主要经营出境游业务。地震、海啸、水灾、暴雪、飓风等自然灾害；“非典”、“甲流”、“禽流感”等流行性疾病；战争、政局不稳、经济危机、外交关

系恶化等一些突发事件的发生或持续,都将影响游客的外出旅游选择,从而对公司业务产生不利影响。

汇率变动风险

公司主要经营出境旅游业务,旅游服务活动大都发生在境外,主要以人民币对客户进行报价,以美元、日元等外汇向境外合作伙伴进行部分资源采购,可能因人民币汇率变动导致公司采购成本出现变化。因此,公司的利润将受到人民币汇率波动影响。

五、估值及定价分析

公司于2015年8月26日在新三板挂牌,挂牌券商为民族证券,目前公司总股本为2,648万股。2015年12月,公司通过新三板定向发行438万股,每股人民币13元,募集资金5,694万元,由财通基金、中欧盛世、玺金隆德投资、兴业财富等参与认购。公司交易方式于2015年12月31日由协议转让转为做市转让。

■ 附表

附表1 海涛股份损益简表及预测(单位:百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	147.81	849.45	2,061.90	2,886.23
营业成本	141.57	823.11	1,993.89	2,788.09
营业税金及附加	0.35	1.48	3.51	4.91
销售费用	4.39	20.72	49.49	69.27
管理费用	0.79	3.01	12.37	17.32
财务费用	-0.01	0.26	0.62	0.87
资产减值损失	0.00	0.47	0.50	0.50
投资净收益	0.00	0.00	-0.10	0.00
营业利润	0.72	0.41	1.43	5.27
加:营业外收入	0.11	5.83	4.00	2.00
减:营业外支出	0.00	0.15	0.00	0.00
利润总额	0.82	6.10	5.43	7.27
减:所得税	0.21	1.54	1.36	1.82
净利润	0.62	4.56	4.07	5.45
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	0.62	4.56	4.07	5.45
摊薄每股收益(元)	0.02	0.17	0.15	0.21

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。