



2016-05-13

公司深度报告

买入/调高

众信旅游(002707)

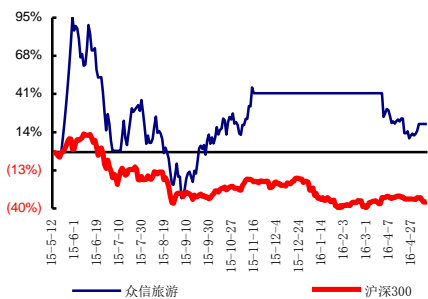
目标价: 29

昨收盘: 20.03

休闲服务 旅游综合 II

深耕出境游广阔市场 构建海外综合服务平台

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	835/355
总市值/流通(百万元)	18,586/7,901
12 个月最高/最低(元)	144.93/20.34

相关研究报告:

《众信拟收购华远国旅 与携程达成深度战略合作》--2016/03/03

证券分析师: 程晓东

电话: 010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511050002

联系人: 王湛

电话: 010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

报告摘要

旅游消费日趋常态化, 出境游市场火爆。近年来, 我国出境游市场高速增长, 2015 年我国出境旅游人数达到 1.2 亿人次, 出境游规模连续三年排名世界第一。出境游目的地仍然以港澳台为主, 但随着亚洲短线游的爆发式增长及欧美长线游的快速增长, 出国游的占比在不断提高。客源地上看, 出境客源主要分布在东部地区, 中西部地区二三线城市增长潜力巨大, 游客需求趋于多元化、个性化、碎片化。出境旅游服务商成为出境游市场高速增长最直接的受益者, 其中以众信旅游为代表的传统旅行社深耕出境游市场多年, 具有更强的资源掌控能力, 无论在 2B 还是 2C 业务上都扩张迅速。

众信旅游是 A 股稀缺的民营出境综合服务商, 内增外延同时发力。公司目前主要经营出境游批发、出境游零售、商务会展旅游业务, 并以出境游为基础向多方面多角度延伸, 拓展游学及留学教育、移民置业、健康医疗、旅游金融、保险等各类出境服务业务领域, 坚持实施“批发与零售一体, 线上线下结合”的发展战略。15 年收购竹园国旅, 16 年收购华远国旅都为公司在目的地、客源地和产品丰富度三个维度带来提升, 尤其是收购华远国旅后, 公司在欧洲游市场占比提高至六成, 成为当之无愧的行业龙头。

借助资本市场, 完善上下游产业链。众信自上市以来, 不断通过投资并购加码旅游产业, 布局全产业链, 从客户、资源和渠道上提高出境游业务的壁垒, 并为其他业务布局打下坚实基础。上游通过投资地接社和酒店、度假村等旅游要素资源, 获得更有竞争力的采购价格和优先采购权; 中游投资旅行社服务商形成规模优势, 与公司现有的优势形成互补; 下游坚持线上线下结合的战略, 形成多渠道、立体式的渠道布局。

横向拓展打造出境综合服务平台。为了更好的服务出境客户, 提高对目的地资源的掌控能力, 公司在全球各主要出境目的地建立当地生活服务平台、海外教育服务平台等业务平台, 为出境旅游、商务考察、海外教育等不同需求的出境客人及在当地生活的人群提供出境目的地吃、住、行、游、购、娱等基本服务, 并提供移民置业、医疗体检、金融等各类个性化服务, “出境云”大数据管理分析平台能够为各业务平台提供接口, 实现资源、客源、渠道的统一管理, 同时整合内部业务部门及业务流程, 为企业全方位的管理提供保障。

投资建议：我们看好公司未来三年在出境游批发零售业务的高速发展以及海外综合服务平台的搭建，公司重组华远国旅事项已经证监会审核通过，假设华远国旅将于下半年并表，重组后公司总股本增加为 10.9 亿股，预计摊薄后公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.29、0.50、0.69，对应 PE 为 70 倍、40 倍、29 倍，给予“买入”评级。

风险提示：政策变化、突发事件等导致的游客人数减少的风险；国际汇率变动带来的公司盈利变化的风险；燃油价格波动等导致公司业务成本上升的风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8370	13280	19629	25518
(+/-%)	98.5%	58.7%	47.8%	30.0%
净利润(百万元)	187	312	548	751
(+/-%)	92.8%	67.0%	75.6%	37.2%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.29	0.50	0.69
市盈率(PE)	117	70	40	29

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按重组后总股本计算

目录

一、 旅游消费日趋常态化，出境游市场持续火爆	5
(一) 消费升级带动出境游，增长结构发生转变	5
(二) 国内客源地分布不均衡，东部地区占比高	7
(三) 游客需求趋于多元化、个性化、碎片化	8
二、 A股稀缺民营出境旅游运营商，市占率第一	10
(一) 出境游综合服务龙头，竞争优势明显	10
(二) 内生外延加速增长，费用控制能力优异	11
(三) 收购华远国旅，横向扩张显优势	12
三、 借助资本市场，完善上下游产业链	14
(一) 上游投资旅行要素及地接资源	15
(二) 中游坚持丰富产品线	16
(三) 下游拓展线上线下渠道	16
四、 横向拓展出境综合服务平台	17
(一) 目的地生活服务平台	17
(二) 移民置业服务平台	18
(三) 海外教育服务平台	18
(四) 出境互联网金融服务平台	19
(五) “出境云”大数据管理分析平台	19
五、 投资建议	19
六、 风险提示	20

图表目录

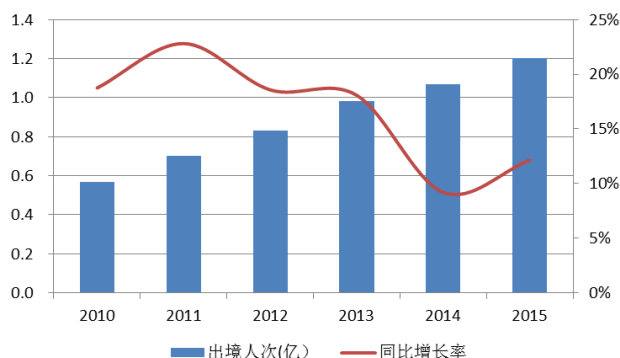
图表 1: 2010-2015 年出境游人次及增长率	5
图表 2: 港澳台游客数量远大于出国游客	5
图表 3: 2015 年出境游目的地占比	5
图表 4: 2015 年大陆赴港澳台地区游客数量	5
图表 5: 2015 年赴亚洲各国旅游出境人次	6
图表 6: 2015 年赴欧美澳各国旅游出境人次	6
图表 7: 2010-2015 年赴韩、日、泰旅游情况	7
图表 8: 2010-2015 年赴美、德、意旅游情况	7
图表 9: 2015 年各省份人均 GDP(美元)	7
图表 10: 旅游消费升级过程	8
图表 11: 2014 年各省人均 GDP 分布(美元)	8
图表 12: 2015 年旅行社组织出境人次占比	9
图表 13: 同程旅游在线预订自助游与跟团游比例	9
图表 14: 众信旅游 2011-2014 年连续排名中国百强旅行社前五名	10
图表 15: 2015 年众信旅游按客源地分类情况	10
图表 16: 2015 年众信旅游分产品营收构成	10
图表 17: 2010-2015 众信旅游营收变化	11
图表 18: 2010-2015 众信旅游归母净利润变化	11
图表 19: 2010-2015 众信旅游毛利率和净利率情况	11
图表 20: 2010-2015 众信旅游期间费用率平稳	11
图表 21: 华远国旅主营业务收入按旅游目的地分类情况	12
图表 22: 2015 年华远国旅按客源地分类情况	13
图表 23: 2015 年华远国旅销售渠道占比	13
图表 24: 2015 年华远国旅分产品营收构成	13
图表 25: 2015 年华远国旅批发业务客单价	13
图表 26: 收购完成后华远国旅、携程均成为公司重要股东	14
图表 27: 众信在出境游产业链上游的布局情况	15
图表 28: 众信在出境游产业链中游的布局情况	16
图表 29: 众信在出境游产业链下游的布局情况	16
图表 30: 众信在出境综合服务平台的布局情况	17
图表 31: 众信在移民置业服务平台的布局情况	18
图表 32: 众信在海外教育服务平台的布局情况	18
图表 33: 众信在海外教育服务平台的布局情况	19

一、 旅游消费日趋常态化，出境游市场持续火爆

(一) 消费升级拉动出境游，增长结构发生转变

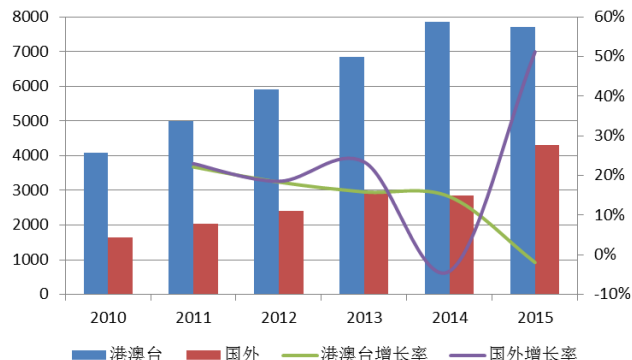
连续三年保持全球出境游第一大客源地，未来仍将保持。近年来，我国出境游市场高速增长，2015年我国出境旅游人数达到1.2亿人次，出境游规模连续三年排名世界第一。根据联合国世界旅游组织(UNWTO)的报告预测，2016年中国仍将保持全球第一大出境游市场的地位。中国正迎来出境游市场的爆发增长期，旅游服务商(包括旅行社和线上OTA)作为连接游客与旅游资源的桥梁成为最直接的受益者，携程、途牛、去哪儿等在线旅游平台的崛起加大了出境游的需求，传统旅行社具有更强的资源掌控能力，无论在2B还是2C业务上都扩张迅速。

图表 1: 2010-2015 年出境游人次及增长率



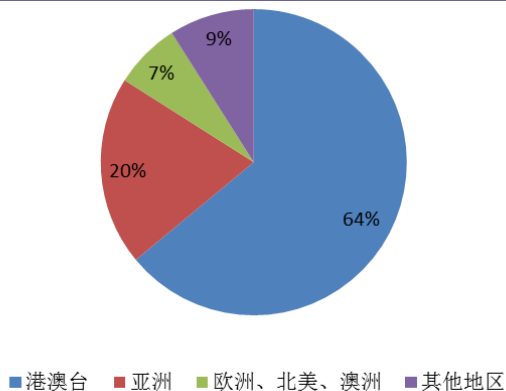
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 2: 港澳台游客数量远大于出国游客



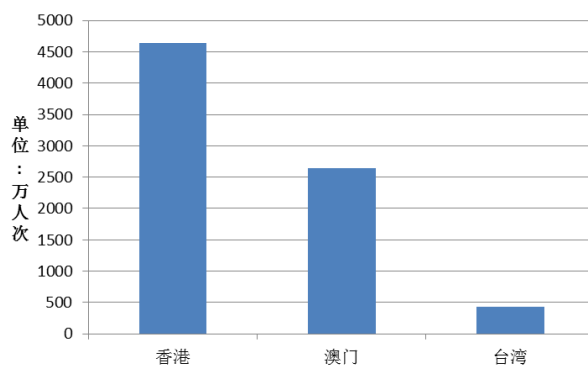
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 3: 2015 年出境游目的地占比



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 4: 2015 年大陆赴港澳台地区游客数量

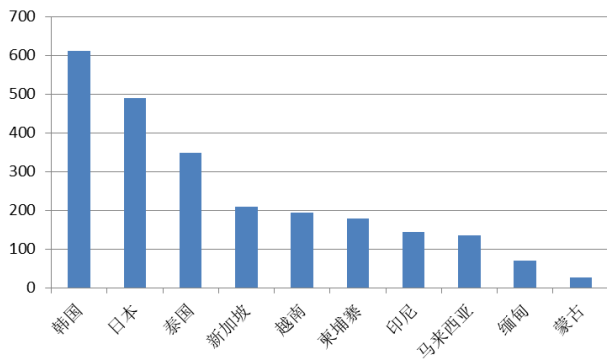


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

出境游目的地仍然以港澳台为主。2015年，香港地区因为“反水货客”事件、签证政策

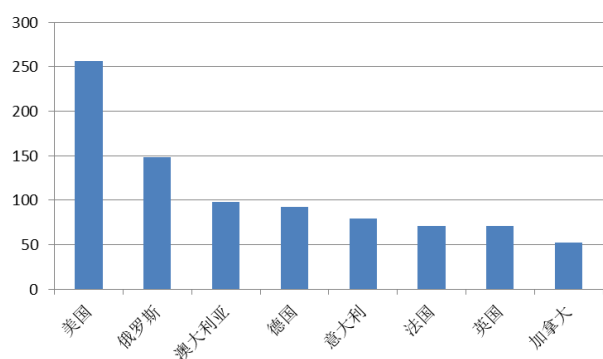
趋严、汇率变化、反腐等因素的影响，游客数量出现近十年来的首次下滑，但可以看到，香港仍旧是国内游客出境游的第一大目的地，2015 年前往香港的游客达到 4635 万人次，约占全部出境游人次 38.6%。第二大目的地为澳门，约有 2636 万人次前往，占全部出境游人次 22%。第六则为台湾，有 427 万人次前往，占全部出境游人次 3.6%。总体而言，赴港澳台地区的游客总人次占比达到了全部出境游人次的 64%。

图表 5：2015 年赴亚洲各国旅游出境人次



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：2015 年赴欧美澳各国旅游出境人次

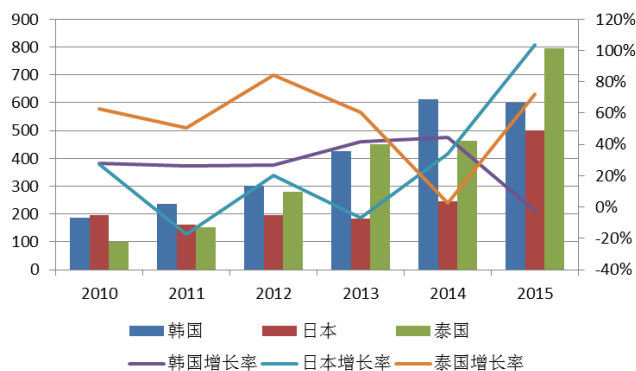


资料来源：WIND，太平洋证券整理

亚洲短线游爆发式增长，成为国人出国游首选目的地。从出境游整体增速上看，近两年呈现出放缓的态势，如果扣除港澳台旅游人次，单看出国游数据，15 年的增长率高达 51%，可以说是一个亮点。出国游的高增长很大一部分来自于亚洲短线游的爆发式增长。2015 年国内赴泰国、韩国、日本的旅游人次分别增长 71%、-2%、107%。泰国除了 2014 年受到政局动荡的影响外，近五年每年的增长率均超过 50%。韩国主要是三季度受到了 MERS 疫情的影响，15 年四季度开始已经逐步恢复。日本游客数量近年受中日关系及日本地震影响，出现较大幅度波动，15 年实现突破式增长。亚洲短线游的兴起主要受到以下几方面因素的影响：1、亚洲地区旅游消费支出较低，性价比高。2、签证政策宽松，相对更容易取得。3、很多人初次出国旅游，更愿意选择路途较近，文化习俗相似的亚洲地区。

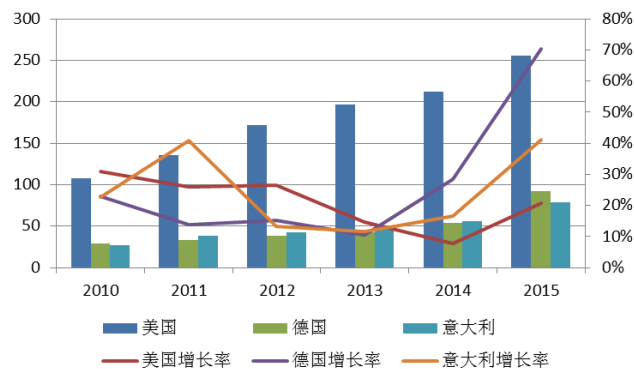
北美游稳定增长，欧洲游低基数基础上快速增长。赴美国旅游人次近五年来稳定增长，美国一直是长线游热门国家，且近年来没有遇到过较大的政治动乱、恐怖袭击或自然灾害等突发问题，旅游人次稳定增长，波动幅度相对较小。即使在 2015 年受到 ISIS 恐怖袭击的消极影响之下，赴欧洲的旅游人次依然出现高速增长势头，以游客数量最大的德国、意大利为例，15 年游客增长速度达到 70%和 41%。长期来看，欧美国家政治相对稳定，恐怖袭击造成的影响有限，未来随着国人可支配收入的逐步提高，旅游签证政策更加便利化，欧美长线游将成为更多中高收入人群的选择，上升空间非常大。

图表 7：2010-2015 年赴韩、日、泰旅游情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：2010-2015 年赴美、德、意旅游情况



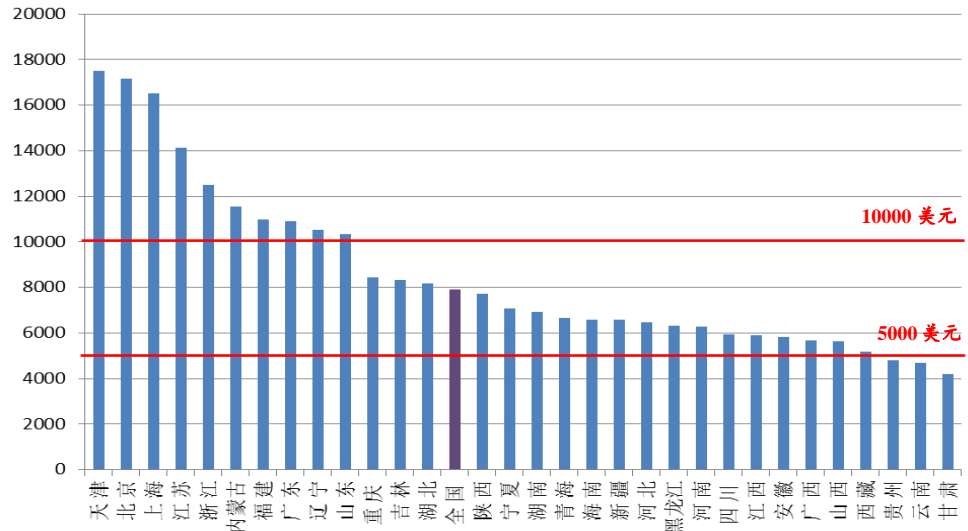
资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 国内客源地分布不均衡，东部地区占比高

以人均 GDP 为代表的居民消费能力的持续提升，是我国旅游业发展的最主要驱动力。旅游作为可选性消费品，消费的收入弹性较大，直接依托于人们的收入水平。2015 年我国绝大部分省份人均 GDP 超过 5000 美元，已经有 10 个省份人均 GDP 突破 10000 美元，包括北京、天津、上海、浙江、江苏、内蒙古、广东、福建、辽宁和山东。换句话说，目前东部沿海主要发达省份都已经迈过了 10000 美元这个门槛。三大直辖市天津、北京、上海已逐步在向人均 2 万美元大关靠近。

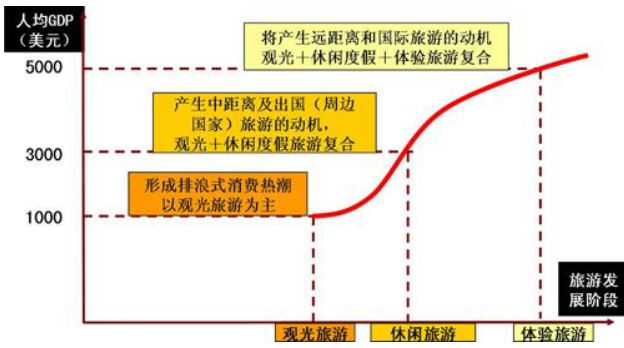
东部地区是出境游主要客源地，中西部地区和东部地区二三线城市增长潜力大。出境游客源地分布与人均 GDP 有极高的关联度。根据同程旅游发布的《2016 春节黄金周居民出游趋势报告》，春节黄金周出境游排名前十的客源地分别为上海、北京、苏州、杭州、南京、广州、深圳、天津、无锡、宁波，这与往年的情况基本相同。可见，目前阶段我国出境客源集中在社会经济比较发达的东部地区，以北上广深为主的城市群占据了绝对主体的地位。从中部和西部来看，客源产出能力是递次下降的，但也可以看到武汉、成都、重庆等中西部城市出境人次正在快速增长。国际上一般将人均 GDP 达到 5000 美元作为出境游爆发的拐点，参照国际经验，我国大部分地区出境游已经进入了快速发展阶段，未来人均 GDP 的不断提高，出境游将逐渐得到普及，中西部省份的省会城市及东部省份的二三线城市将成为出境游增长潜力最大的地区。

图表 9：2015 年各省份人均 GDP(美元)



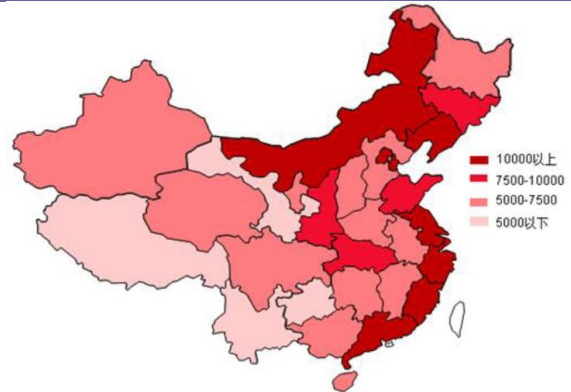
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 10: 旅游消费升级过程



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 11: 2014 年各省人均 GDP 分布 (美元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

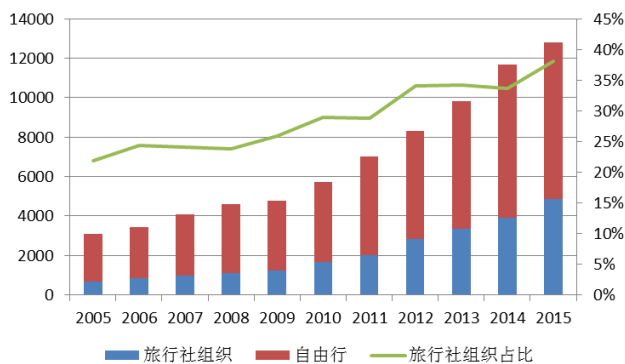
(三) 游客需求趋于多元化、个性化、碎片化

我国整体出境游市场处于初级阶段,跟团游市场空间仍然很大。我国目前仍处于出境旅游市场扩张初期,各区域之间旅游消费发展不均衡,北上广深等一线城市的游客经过多次出游,旅游经验相对丰富,但是广大二三线以下城市和中西部地区的消费者出境游需求刚刚开始释放,旅游经验不足,初次出境更多是选择省心省力,服务相对更完善的跟团游。另一个方面,国内很多出游是以家庭为单位的,包括老人和儿童,跟团游能够提供全程的交通、住宿、餐饮、导游、门票等全包预订服务,相对更加便利。同时目前很多旅游服务商在产品设计和接待能力方面不断提高自身服务水平,平台商和国家监管部门也更加重视产品质量监管,跟团游的质量相比以往有很大提高,因此跟团游在未来仍是出境游一个非常重要的选择。

自由行成为出境游重要出行方式。自由行最早盛行于港澳游,后来发展到海岛游,现在

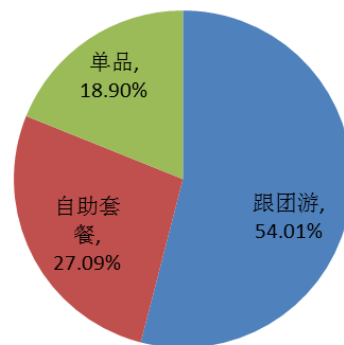
逐渐从周边近程目的地延展到中远程的目的地。自由行包括两种形式，一种是通过旅游服务商预定机票、酒店等打包产品，游客自由安排游玩路线；另一种是完全由游客自行预定旅行要素，自行完成所有出游规划。根据携程《2016年春节黄金周出境旅游趋势报告》，16年春节黄金周期间报名跟团游的游客占比49.6%，预定自由行产品的游客占比50.4%。这仅是通过旅游服务商出境的游客统计，此外还有大量的游客采取全自助的方式出行，因此选择自由行的游客比例要更高。图表12可以看到2005年以来，随着旅游服务商出境产品的不断丰富，通过旅游服务商出境的游客比例不断上升，由2005年的22%提高到2015年的38%，旅游服务商的产品既能够满足跟团游客省心省力的需求，也能够满足自由行游客个性化的需求，且旅游服务商批量采购能够降低旅行要素成本，打包出来的自由行产品价格相对更低廉，受到了很多自由行游客的青睐。

图表 12： 2015 年旅行社组织出境人次占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 13： 同程旅游在线预订自助游与跟团游比例



资料来源：WIND，太平洋证券整理

出行目的更加多元化，碎片化，当地服务能力成为旅行社新的竞争方向。随着签证政策的不断放宽，国人出境机会的逐渐增多，越来越多的游客开始拥有丰富的旅游经验，80后、90后收入的增加，以及当地玩乐产品预订体系成熟，如目的地一日游、多日游、主题乐园、交通接驳、户外探险、观光巴士、美食、展览、博物馆等预定更加方便，降低了自助出游的门槛。旅游也不再是出境的单一目的，游学、移民、医疗、体育赛事、置业等都带来大量的出境客流，越来越多的游客趋向于在目的地选择当地旅游服务项目，自行安排每日的行程。根据同程旅游发布的《2015出境游服务消费趋势报告》显示，2015年在同程网上预订出境游的客户中，有54.01%的人选择了跟团游产品，18.9%选择了自助游产品，选择单品（境外门票、玩乐等）的占比27.09%。为了能够更好的应对这部分不断增长的游客需求，旅游服务商需要在旅游目的地有一定的资源掌控能力和接待能力，如何做好当地服务成为出境游旅行社又一个新的竞争方向。

二、 A 股稀缺民营出境综合服务商，市占率第一

(一) 出境游综合服务龙头，竞争优势明显

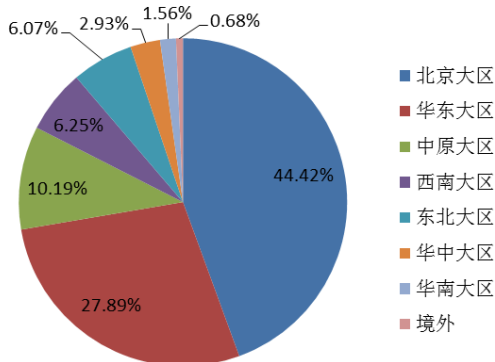
众信旅游是国内最大的出境游综合服务商之一。2014 年 1 月公司在深交所挂牌上市，成为 A 股首家民营旅行社上市公司。公司目前主要经营出境游批发、出境游零售、商务会奖旅游业务，并以出境游为基础向多方面多角度延伸，拓展游学及留学教育、移民置业、健康医疗、旅游金融、保险等各类出境服务业务领域，坚持实施“批发与零售一体，线上线下结合”的发展战略，在 2011 年-2014 年连续排名中国百强旅行社前五名。

图表 14：众信旅游 2011-2014 年连续排名中国百强旅行社前五名

	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
1	上海春秋国旅	上海春秋国旅	上海春秋国旅	上海春秋国旅
2	中青旅	广州广之旅	中青旅	广东中旅
3	北京众信旅游	中青旅	广东中旅	中青旅
4	北京凯撒国旅	广东中旅	北京众信旅游	北京众信旅游
5	广州广之旅	北京众信旅游	广州广之旅	广州广之旅
6	广东中旅	中国国旅总社	中国国旅总社	湖南亲和力旅游
7	竹园国旅	北京凯撒国旅	浙旅控股	浙旅控股
8	重庆海外旅业	中青旅国际会展	湖南亲和力旅游	中国国旅总社
9	中国国旅总社	上海携程	湖北新航线	中青旅国际会展
10	湖北万达新航线	湖北万达新航线	重庆海外旅业	上海航空国旅

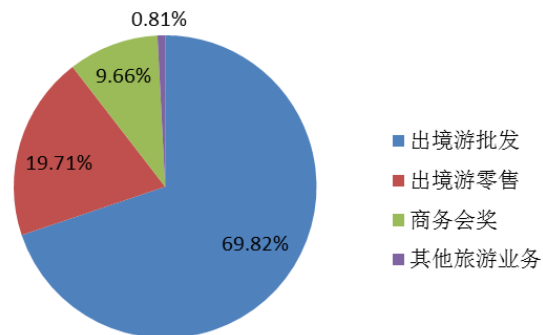
资料来源：国家旅游局，太平洋证券整理

图表 15：2015 年众信旅游按客源地分类情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 16：2015 年众信旅游分产品营收构成



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司不断加大出境游产品的研发和对目的地资源的掌控，推出适合不同人群的团队游、自由行及当地服务产品。作为国内领先的大型出境游运营商，公司在欧洲、大洋洲、非洲、

美洲等长线出国游及亚洲短线周边游上具有较强的竞争优势，2015 年公司不断丰富欧美澳等长线旅游产品，同时在二线城市加大了短线产品的投入，营业收入平稳快速增长。

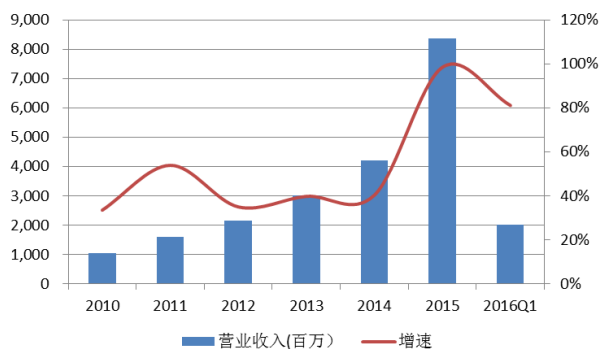
公司走批零一体化的道路，2015 年公司批发业务、零售业务和商务会奖业务的占比为 7:2:1。完成竹园国旅并购后，公司在资源采购、产品研发上发挥规模优势，提升了对上游资源的议价能力，在包机等项目上形成了一定的局部资源垄断，由此降低了产品成本，扩大了市场份额，提升了出境游批发业务营业额。在零售业务上，线下推进募投资项目实体店建设，线上完成与悠哉网的整合，加大与穷游网、要出发、携程等线上运营商的合作力度，推出掌上店铺。

（二）内生外延加速增长，费用控制能力优异

出境游高速发展，公司内生外延同发力实现强劲增长。近年来，伴随着国内出境游的火热升温，公司业绩保持高速增长，五年营业收入复合增长率达到 51.90%，归母净利润复合增长率达到 43.67%。2015 年公司营业收入 83.65 亿元，同比增长 98.4%，归母净利润 1.87 亿元，同比增长 71.7%。一方面受益于公司的内生增长，另一方面竹园国旅和德国开元的并表给公司带来了丰厚的利润。分拆来看，竹园 2015 年实现营收 28.43 亿元，净利润 6838 万元。众信实现内生营收增速 28.66%，归母净利增速 25.33%。

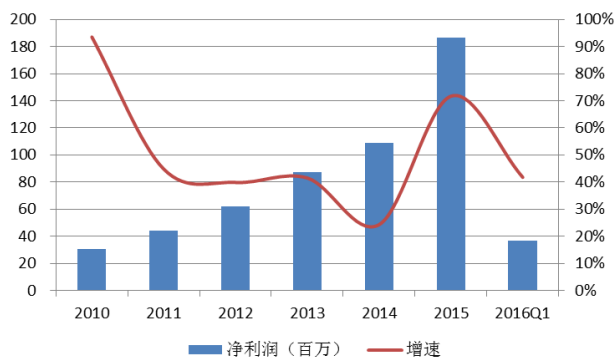
公司成本和费用控制能力优异，各项指标多年来保持稳定。15 年公司毛利率上升 0.39pct，主要因为零售业务毛利同比增长 3.25pct 至 15.28%，拉动公司整体毛利率提升，出境游批发业务毛利率略有 0.55pct 的下降。期间费用率上升 0.75pct，其中，管理费用率上升 0.2pct，主要并购导致的人员增长，职工薪酬增加有关，财务费用率上升 0.62pct，主要受汇兑收益下降及短期借款增加影响，销售费用率则微降 0.07pct。比较多年来众信旅游的成本率和期间费用率，可以看到基本保持稳定，总体变化不大。

图表 17：2010-2015 众信旅游营收变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

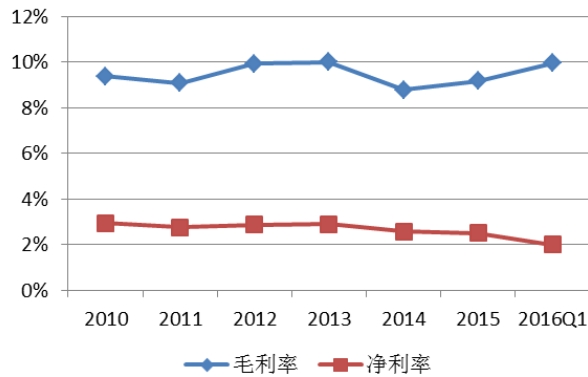
图表 18：2010-2015 众信旅游归母净利润变化



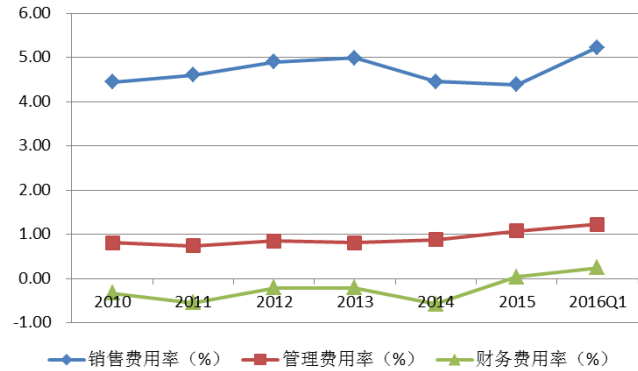
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 19：2010-2015 众信旅游毛利率和净利率情况

图表 20：2010-2015 众信旅游期间费用率平稳



资料来源: WIND, 太平洋证券整理



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(三) 收购华远国旅，横向扩张显优势

收购华远国旅是众信在横向扩张上的又一个突破。2016年3月初，公司披露重大资产重组预案，拟采用发行股份及支付现金的方式购买上海携程等11名股东合计持有的华远国旅100%股权，交易作价26亿元，5月12日重组通过证监会审核，预计下半年完成并表。这是公司自2014年9月以6.3亿元收购竹园国旅70%股份后在横向扩张领域的又一步落棋。通过两次收购，公司出境游旅行社龙头的地位得到确立，同时通过收购华远国旅，公司与携程形成深度合作关系，“众信旅游+华远国旅+携程”将会给公司未来发展带来更多看点。

华远国旅以出境游批发为主，渠道优势明显。华远国旅成立于1993年，总部设立在北京，是中国国家旅游局首批批准的特许经营中国公民出入境旅游的国际旅行社，主营出境游批发和商务会奖业务，尤其在欧洲区域出境游方面具有较强的竞争优势，旗下出境游批发品牌“翔龙万里行”具有很高的市场知名，业务涵盖区域覆盖欧洲、澳洲、非洲、美洲、亚洲，南北极，邮轮，业务范围涵盖团队观光旅游、休闲度假旅游、商务会展、会议奖励旅游、完全自由行、顶级奢华旅游等。目前，华远国旅已经与全国26个省4个直辖市76个城市超过5,000家代理商及其分支机构建立了长期、稳定的合作关系，同时也是携程、途牛、同程、驴妈妈等知名在线旅游代理商的出境游产品主要供应商之一。2014年9月，携程出资5亿元左右联合中信产业基金战略投资华远国旅，成为华远国旅最大股东，股权占比约为40%。

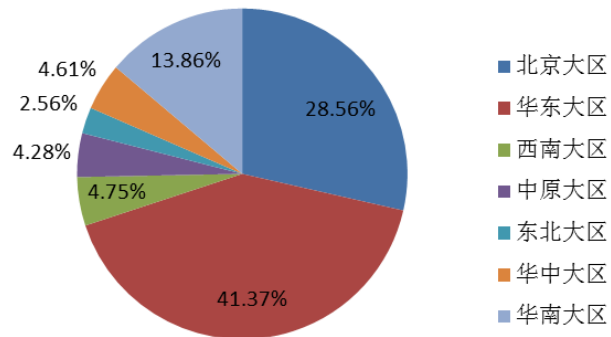
图表 21: 华远国旅主营业务收入按旅游目的地分类情况

	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
欧洲	202,495.78	83.61%	40,800.48	63.36%
亚洲	13,468.75	5.56%	8,287.66	12.87%
澳洲	5,578.83	2.30%	4,466.97	6.94%
美洲	4,809.54	1.99%	2,474.85	3.84%

中东非	4,899.78	2.02%	2,842.04	4.41%
国内	10,943.68	4.52%	5,526.85	8.58%
合计	242,196.35	100.00%	64,398.85	100.00%

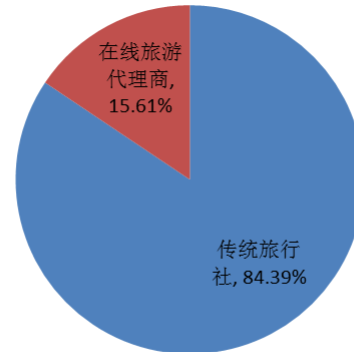
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 22：2015 年华远国旅按客源地分类情况



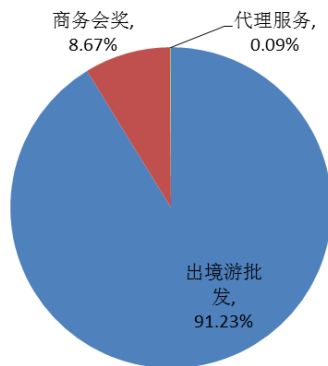
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 23：2015 年华远国旅销售渠道占比



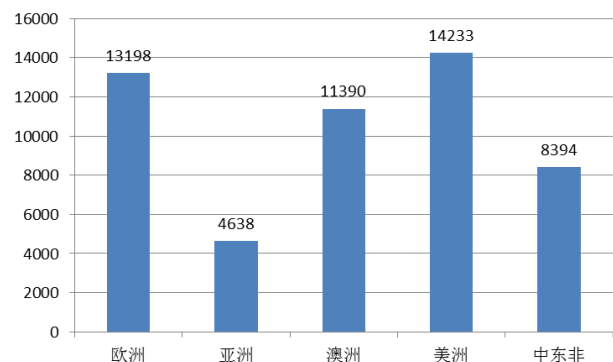
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 24：2015 年华远国旅分产品营收构成



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 25：2015 年华远国旅批发业务客单价



资料来源：WIND，太平洋证券整理

收购完成后，众信旅游欧洲市场份额超六成。在欧洲旅游批发商中，众信、凯撒、华远国旅、凤凰假期位列四强，竹园国旅排名第五。近年来，各家旅行社资本运作频繁，凯撒背靠实力雄厚的海航集团，凤凰假期有联想旗下的君联资本注资。而此前，众信旅游通过收购排名第五的竹园国旅实力大增，在欧洲市场份额已接近 50%，华远国旅在欧洲市场的占有率大约为 12%，如果收购能够顺利完成，众信在欧洲市场的份额将超过 60%，欧洲旅游业务的老大地位无可动摇。

在客源地上，华远国旅与众信形成优势互补。华远国旅的客源地主要来自于华东大区、北京大区和华南大区，占比分别为 41.37%、28.56%和 13.86%；众信的客源地主要分布于北

京大区、华东大区和中原大区，占比分别为 44.42%、27.89%和 10.19%。收购华远国旅，能够提高众信在华东和华南地区的集客能力，完善上市公司在全国市场的整体布局，有效提升上下游议价能力。重组完成后，上市公司将与华远国旅将加强在产品研发、线路管理等方面加强合作，提升产品 and 设计能力和丰富度。

通过收购华远与携程达成合作，强化线上能力。作为传统旅行社的代表，众信在资源掌控方面的能力毋庸置疑，但线上业务的发展上稍逊一筹，2014 年投资悠哉以来，公司又相继投资了要出发和穷游，力图在加强线上业务布局，但总体来看体量较小，且在运作上并没有太多的经验。与携程的合作是众信在线上布局的进一步延伸，“众信+华远+携程”的合作模式能够打通线上线下，众信将与携程在出境度假旅游上展开深层次的战略合作，逐步深入产品研发、资源采购、分销、服务等多业务领域，大大提高众信线上零售业务的营收规模和发展空间。而合作对于携程来说也能够帮助其更好的把控上游环节，实现优势互补，做到双方共赢。

收购后华远高管和携程均称为上市公司股东，利益深度绑定。本次收购及配套融资完成后，公司总股本变为约 10.9 亿股，冯滨仍为上市公司控股股东和实际控制人，收购约定股权支付的占比达到 90%以上，交易完成后，华远国旅的主要高管及携程均持有众信的股权，其中华远系持有 4.32%，携程系持有 5.07%，成为上市公司重要股东，三方实现利益深度绑定。此外众信与华远约定 16-18 年累计净利润不低于 4.3 亿元，超出承诺利润部分金额的 50% 奖励给届时的华远国旅管理团队人员，能够充分调动现有高管团队的积极性。

图表 26：收购完成后华远国旅、携程均成为公司重要股东

股东	持股比例
冯斌	24.36%
众信高管	10.68%
竹园高管	6.65%
携程	5.07%
华远高管	4.31%
中信夹层	2.66%
配套募资认购方	11.36%
其他股东	34.91%
总计	100%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

三、 借助资本市场，完善上下游产业链

众信 2014 年 1 月上市以来，不断通过投资并购加码旅游产业，布局全产业链，从客户、资源和渠道上提高出境游业务的壁垒，并为其他业务布局打下坚实基础，下面我们从产业链

上中下游的角度对众信的众多投资做一个简单的梳理。

（一）上游投资旅行要素及地接资源

出境游旅行社的营业成本中，占比最高的主要是机票和地接服务，其中与境外地接社合作主要采购的地接服务包括预订酒店房间、提供交通、安排用餐、提供短途旅游安排、提供导游翻译服务等。众信旅游通过投资上游地接社和酒店、度假村等旅游要素资源，一方面获得更有竞争力的采购价格，达到降低成本，增加收益的目的，另一方面，在地接资源紧缺的时间段（如节假日）能够优先获得资源；而地接社和旅游要素资源通过与众信的合作，得到大量的客源，节约了营销成本，双方达到共赢的目的。在众信的众多投资对象中，周游天下、天益游、三利株式会社和世界玖玖属于地接社，CLUB MED、波兰大巴车公司、巨龙旅游、巴黎精品酒店、合资海外免税店属于旅游要素资源。

图表 27：众信在出境游产业链上游的布局情况

投资资源	投资金额	股权占比	投资概况
周游天下	7487 万	51%	以“德国开元”品牌运营，与当地资源方深度合作，为客户提供覆盖欧盟 18 国连通 50 余个城市的欧洲循环大巴游、自由行、一日游、景点和活动门票、定制深度游、游轮等全方位的 碎片化旅游服务产品 ，进一步丰富上市公司 自由行产品类型 ，完善目的地生活服务平台。
天益游			美国西部以 自由行、大巴游业务见长的华人旅行社 ，产品包含美国西部多地的线路游览、著名旅游城市一日游等。众信战略投资“天益游”并创建“众信天益”新品牌，未来将完善众信旅游在美国境内碎片化产品的采购渠道、促进赴美自由行产品研发，并进一步提升众信旅游美国游产品零售毛利率，助力公司整体利润的提升。
三利株式会社			合资设立，提供 日本参团游及当地生活服务 ，布局日本旅游高速增长
CLUB MED	1200 万欧元	1.73%	中文名为“地中海俱乐部”， 全球最大的旅游度假连锁集团 ，实行一价全包的服务方式，拥有遍布全球 5 大洲 30 个国家的 80 多座度假村。近两年众信旅游已成为 Club Med 在国内最大的分销商，投资后双方将在度假业务上加强合作。
波兰大巴车公司			众信旅游、德国开元联合当地具有丰富大巴车运营管理经验的团队，在欧洲共同投资设立旅游大巴车管理运营公司波兰车公司，通过采购全新大巴车提升欧洲落地服务能力，保障上游资源的供给
巨龙旅游	886.3 万	60%	互联网在线签证服务商 ，从日本签证做起，在签证办理上有多年经验和完善的服务流程，为公司出境游客户提供便利的签证服务
世界玖玖			境外自由行碎片整合运营商 ，依靠技自身的 技术运营优势 将目的地碎片化资源深度整合并在中国市场销售，目前已覆盖了 30 多个国家及地区，获得澳洲上市公司 CTM 旅游集团在中国的 独家产品代理权 。众信参与了其 A 轮融资，希望借助其技术优势拓展境外目的地的资源直采能力
巴黎精品酒店			众信与明宇集团及另两位股东共同投资建设由华人运营管理的 在法四星级酒店——巴黎明宇丽雅酒店 ，在欧洲游产品上形成独特的资源优势，便于公司在当地快速形成利润转化，完善众信旅游在欧洲的目的地生活服务平台的建设

海外免税店	956.25 万	21.25%	众信、竹园、凯撒、凤凰与中免集团、国旅总社合资成立公司，开展免税业务等。众信与竹园各出资 562.5 万港元，各占股 12.5%。公司投资于中国公民出境旅游目的地和海外旅游零售商店等旅游产业链上游资源管理，拓展海外旅游零售市场。
-------	----------	--------	--

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 中游坚持丰富产品线

在产业链中游选择投资对象时，众信主要从出发地、客源地和产品类型三个维度进行筛选，扩大规模，与公司现有的产品形成优势互补。目前已经投资了在欧洲长线游和东南亚短线游都具有优势的综合批发商竹园国旅、华东地区以短线出境游见长的魅力假期、在澳大利亚及新西兰市场具有较强竞争优势的批发商行天下，正在进行与华远国旅的战略重组。

图表 28：众信在出境游产业链中游的布局情况

投资资源	投资金额	股权占比	投资概况
竹园国旅	6.3 亿	70%	国内领先的出境游批发商，在长线游、短线游方面具有较强的竞争优势。其出境旅游目的地涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非等地，其中欧洲长线游、亚洲短线游在公司业务中占比较大。竹园已于 2015 年 3 月并表，大幅度提升众信 15 年业绩。
魅力假期			华东地区以东南亚及海岛短线出境游批发见长的旅行社，客户资源以中高端人群为主。并购能够巩固众信旅游在华东地区的批发业务龙头地位，帮助众信的华东地区短线游业务量提升至少 50%。
行天下		联合占股 54%	在澳大利亚及新西兰市场具有较强竞争优势的出境游批发商，众信希望与行天下在澳大利亚及新西兰上游资源采购、调配、产品研发设计能力上实现共享，扩大众信澳新市场份额。
华远国旅 (进行中)	26 亿元	100%	是中国国家旅游局首批批准的特许经营中国公民出入境旅游的国际旅行社，主营出境游批发和商务会奖业务，尤其在欧洲区域出境游方面具有较强的竞争优势，旗下出境游批发品牌“翔龙万里行”具有很高的市场知名度。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三) 下游拓展线上线下游道

在旅游行业的未来发展阶段中，线上线下渠道的融合成为发展趋势，多渠道、立体式的渠道布局是旅行社做大做强的重要保障。公司坚持线上线下结合的战略，线上投资了国内最早从事在线旅游销售的悠哉网、专注于周边游的要出发和知名旅游攻略网站穷游网，15 年完成了众信旅游网和悠哉网的整合，将公司的零售产品业务正式由众信旅游网迁至众信旅游悠哉网，同时公司加大与穷游网、要出发等线上运营商的合作力度。线下公司继续推进实体店建设计划，加强与银行、企业客户合作，不断地举办各种地推活动，线上配合线下推广。

图表 29：众信在出境游产业链下游的布局情况

投资资源	投资金额	股权占比	投资概况
悠哉		15%	国内最早从事在线销售旅游线路的网站之一，目前众信已经完成与悠哉的整合，将零售产品业务正式由众信旅游网迁至众信旅游悠哉网。
要出发			专注周边游服务，包含“周边酒店”、“周边景点”、“周边美食”三大版块，提供周边自驾游或目的地周边游预定服务。众信参与了要出发的D轮融资，双方将逐步加强业务合作，打通会员体系，实现资源和渠道共享，双方共同开发并推荐“周边”及长线出境游、留学、海外置业等目的地生活产品和服务。
穷游网	1500 万美 元	5.50%	旅游攻略网站，投资穷游网能够增强众信定制游及自由行板块产品丰富度，增强线上业务体验。同时借助穷游网庞大的用户基础提升产品和服务的质量，搭建完整的业务体系。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

四、 横向拓展出境综合服务平台

公司作为国内领先的出境游行业龙头，已经在市场竞争中占有领先地位。公司在现有业务的基础上，不断通过自身的拓展和外延并购，向产业链两端延伸，从而更好的构建批发零售一体、线上线下结合的旅游服务体系。为了更好的服务出境客户，提高对目的地资源的掌控能力，公司在全球各主要出境目的地建立当地生活服务平台、移民置业服务平台、海外教育服务平台、出境互联网金融服务平台等全方位的业务平台，为出境旅游、商务考察、海外教育等不同需求的出境客人及在当地生活的人群提供出境目的地吃、住、行、游、购、娱等基本服务，并提供移民置业、医疗体检、金融等各类个性化服务。“出境云”大数据管理分析平台能够为各业务平台提供接口，实现资源、客源、渠道的统一管理，同时整合内部业务部门及业务流程，为企业全方位的管理提供保障。

（一）目的地生活服务平台

众信在出境游产业链上游布局了德国开元、天益游等海外地接社及旅游要素资源，这些上游资源除了为众信的跟团游提供地接产品外，也为自由行顾客及当地居民提供目的地参团游及当地生活服务，此外众信旅游还投资了提供目的地旅游攻略、在线问答及多种本地预订服务的洋葱网，与二六三战略合作为公司客户提供全球漫游通信服务，开展更广泛的目的地生活服务。

图表 30：众信在出境综合服务平台的布局情况

投资资源	投资概况
洋葱旅行	境外自助游本地信息服务提供商，定位“境外旅游的大众点评”，提供目的地旅游攻略、在线问答及多种本地预订服务，鼓励地接社和目的地普通人群对游客问题进行有效解答，提升用户体验。获得来自众信旅游的A轮融资。

二六三合作 二六三向出境商旅的中国客户提供**全球漫游通信服务**，众信旅游在其销售渠道中导入特定的境外漫游通信产品，帮助二六三快速完成市场覆盖和销量提升的目的。众信旅游则依托二六三在美国、加拿大华人华裔用户群体中强大的品牌影响力和销售能力，导入特定的观光、门票、吃住行、换汇等生活服务，以促进众信旅游目的地生活服务平台建设。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（二）移民置业服务平台

出境游与和海外移民置业在客户群体上具有很高的重合度，众信利用现有会员积累优势，打造移民置业服务平台，战略收购移民中介公司杭州四达，同时在北京成立新的移民公司。移民公司通过线上线下渠道向众信旅游的会员推荐杭州四达的移民产品，为杭州四达安排潜在客户的项目考察活动，向“杭州四达”的客户推荐出境旅游、海外置业、海外教育、游学、出境金融、保险等出境综合服务平台的其它服务，而杭州四达负责具体移民业务的操作。

图表 31：众信在移民置业服务平台的布局情况

投资资源	投资概况
杭州四达	杭州四达提供赴美国、加拿大、澳大利亚、欧洲各国的移民中介服务，总部位于杭州。 双方的客户群体有很大的重合度，合作双方将打通会员体系，实现资源和渠道共享。 众信成立移民公司，通过线上线下渠道向众信旅游的会员推荐杭州四达的移民产品，为杭州四达安排潜在客户的项目考察活动，向“杭州四达”的客户推荐出境旅游、海外置业、海外教育、游学、出境金融、保险等出境综合服务平台的其它服务，而杭州四达负责具体移民业务的操作。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（三）海外教育服务平台

众信组建了专门的海外教育服务团队，参股了聚焦于海外租房、置业、机票预订的互联网信息服务公司异乡好居，投资了拥有海外教育培训资源的加城博教，通过资源共享及用户的相互转换，开辟海外教育、游学市场。

图表 32：众信在海外教育服务平台的布局情况

投资资源	投资概况
异乡好居	公司主要聚焦于留学移动互联网布局，目前业务主要集中于 海外租房、机票预定、海外置业等 ，通过整合资源，打造一站式信息服务平台。众信旅游参与了天使轮和 pre-A 轮投资，公司与众信旅游建设海外教育平台和目的地生活服务平台的战略相吻合，客户群体具有高度重合度。

加城博教

拥有全球领先的海外院校资源，将美国、加拿大、英国、澳大利亚、新西兰、新加坡等 3000 多所国外大学和中小学的教育资源引进国内，目前在国内业务包括海外院校代理、海外升学指导、留学考试培训、冬夏令营等。众信旅游与加城博教达成合作后，**将实现双方资源和渠道的共享及用户的相互转换，并共同开拓留学前、留学中、留学后及海外游学、营地教育等教育服务市场。**

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(四) 出境互联网金融服务平台

随着出境游市场的快速增长，出境游产业链上下游及出境游客的金融需求开始迅速增加。针对游客的货币兑换需求，众信收购具有外币兑换资质的北京悠联货币汇兑有限公司，取得了个人外币兑换业务资质，成为北京市首家能够提供个人外币兑换业务的旅行社。针对产业链上下游企业，公司成立了小额贷款公司优贷金融，提供结算融资、应收账款管理等金融服务，既能帮助产业链内各个结点企业解决资金需求难题，也能有效降低经营成本，提高资金效率。

图表 33：众信在海外教育服务平台的布局情况

投资资源	投资概况
悠联货币	公司是北京市首家能够提供个人外币兑换业务的旅行社，收购后出境游客可以在咨询、报名、递交签证资料时，直接进行货币兑换，拓宽了上市公司客户服务范围与公司的业务范畴。
优贷金融	众信旅游投资设立的全资子公司，结合悠联货币的兑换业务，进一步丰富出境金融服务板块，给出境服务产业链上下游及客户提供第三方支付、保险、小额信贷等其他金融服务。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(五) “出境云”大数据管理分析平台

“出境云”大数据管理分析平台是公司新一代的旅游信息解决方案，公司募集资金 56210 万元用于该平台的建设。“出境云”为公司出境游业务平台、目的地生活服务平台、海外教育服务平台、移民置业服务平台和出境互联网金融平台等子平台提供接口，实现资源、客源、渠道的统一管理，对出境游、商务会奖、游学及留学教育、移民置业、医疗体检、出境及海外金融、保险等各类出境服务业务客源地和 resource 地大数据进行管理分析，从而发现消费者需求，同时整合内部业务部门及业务流程，为各类出境服务业务提供全方位后台支持，为企业全方位的管理提供有力保障。平台能够 (1) 实现出境服务各类业务的客户和资源共亨；(2) 为线上线下营销提供坚实支持；(3) 为业务规模化发展提供有力的运营支持；(4) 为并购整合提供解决方案。

五、 投资建议

从公司所处出境游行业来看，虽然短期内可能会受到疫情、恐怖袭击等事件影响，但长期来看未来仍将保持高景气度，公司是国内出境旅游服务龙头企业，必然会受益于行业的高增长。公司战略定位出境综合服务商，近年来不断通过投资并购加码旅游行业及周边产业，纵向打通产业链上中下游，横向拓展综合服务平台，从客户、资源和渠道上提高出境游业务

的壁垒，同时向相关产业扩张。在出境游批发业务上，公司通过并购竹园国旅和华远国旅扩大规模，形成规模优势，增强与上下游的议价能力，未来有望提高利润率，同时与公司现有的产品形成优势互补。在零售业务上，公司坚持线上与线下相融合的发展战略，搭建了实体网络、电子商务的多层次、多渠道销售模式。我们看好公司未来三年在出境游批发零售业务的高速发展以及海外综合服务平台的搭建，公司重组华远国旅事项已经证监会审核通过，假设华远国旅将于下半年并表，重组后公司总股本增加为 10.9 亿股，预计摊薄后公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.29、0.50、0.69，对应 PE 为 70 倍、40 倍、29 倍，给予“买入”评级。

六、 风险提示

政策变化、突发事件等导致的游客人数减少。当部分国家的签证政策发生变化，部分地区出现类似于 15 年韩国疫情、法国恐怖袭击等突发事件时，会导致当地的游客人数锐减，进而影响旅行社的盈利。

国际汇率变动带来的公司盈利变化。公司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、欧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上市公司采购成本出现变化。

燃油价格波动等导致公司业务成本上升。在出境游旅行社的营业成本中，航空机票费用占比接近 50%，当国际油价出现较大波动时，会对机票价格产生较大影响，进而影响公司的成本控制。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。