

众信旅游 (002707)

淡化旅游边界, 打造境外生活服务平台

买入 (维持)

2016年7月23日

证券分析师 张艺

执业资格证书号码: S0600512070006

010-66211134

yjs_zhangy@dwzq.com.cn

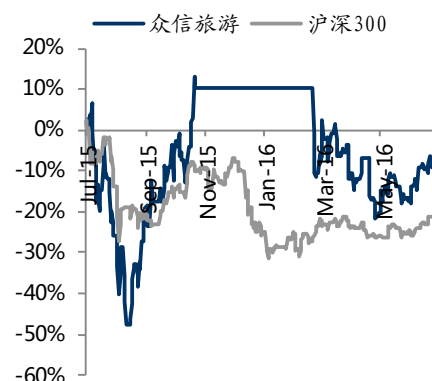
盈利预测与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	8,370	15,005	20,327	26,462
同比 (%)	98.49%	79.27%	35.47%	30.18%
净利润 (百万元)	187	440	662	861
同比 (%)	71.69%	135.70%	50.49%	30.07%
毛利率 (%)	9.2%	10.2%	10.6%	10.8%
ROE (%)	11.9%	14.0%	13.2%	14.9%
每股收益 (元)	0.45	0.45	0.68	0.89
P/E	46.63	46.03	30.58	23.51
P/B	5.56	2.76	1.73	1.50

投资要点

- **收购华远国旅, 与携程深度合作, 巩固出境游批发龙头地位。** 2016年, 公司拟采用发行股份和支付现金的方式, 作价26亿元收购华远国旅, 交易完成后公司在欧洲出境游市场的份额将超过6成, 稳坐欧洲市场第一的位置。另外, 携程将成为公司股东, 持股5.07%。公司与携程签署了战略合作框架协议, 双方拟逐步深入产品研发、资源采购、分销、服务等全方面合作, 实现共赢。双方约定如果未来携程度假业务进行分拆, 并展开了股权融资或IPO的工作, 公司可以入股度假公司, 持股比例可达到10%。公司收购华远国旅之后, 批发端的规模增量, 一方面来自华远, 另一方面来自携程度假业务自营部分, 在股权合作基础上, 未来公司可能会成为度假自营的主要供应商, 所带来的规模增量可能会超出市场预期, 本文对其进行了估算。
- **产业链延伸, 布局目的地资源。** 在上游资源端的布局, 对公司的重要性体现在: 一加强对上游资源的控制, 降低成本, 为打造出境综合服务平台奠定基础; 二从境外目的地端实现对自由行的布局; 三是切入境外消费市场, 吸引境外消费回流。
- **更多消费场景, 打造出境综合服务平台。** 未来, 公司各平台业务之间的协同效应将进一步强化公司核心竞争力, 业务的协同主要来自两个方面: 一是围绕核心客户——中国中产阶级服务的相关多元化, 通过介入更多的服务场景, 从低频出境游到高频异地生活服务来提高客户粘性; 二是境外服务需求相互伴生, 市场相互转化产生范围经济。其中, 国际教育领域是目前布局的重点, 并购标的规模有超预期的可能。
- **投资建议与盈利预测:** 预计公司2016-2018年的EPS为0.45、0.68、0.89元, PE (2016E) 为46倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 并购低于预期风险; 市场竞争加剧风险; 汇率波动风险; 不可抗力风险

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	20.85
一年最低价/最高价	18.19 / 110.00
市净率 (倍)	10.62
流通 A 股市值 (百万元)	7401

基础数据

每股净资产 (元)	3.77
资本负债率 (%)	48.72
总股本 (百万股)	844
流通 A 股 (百万股)	355

相关研究

1. 2016.5.24 《大股东增持+高管增持+员工持股+股权激励, 一个都没少》
2. 2016.4.7 《众信旅游: 1 季度净利增长超 4 成, 扣除并表影响同比增长约 27%》
3. 2016.3.15 《纵向完善出境游产业链, 横向拓展“旅游+”业务》
4. 2016.3.14 《从批发商到全产业链布局, 从出境游到异地生活综合服务平台》

目录

1. 收购华远，巩固批发端龙头地位	5
1.1. 规模增量之一：华远国旅	7
1.2. 规模增量之二：携程度假业务	12
1.2.1. 度假业务之于携程	12
1.2.2. 众信之于携程	20
1.2.3. 携程之于众信	23
2. 产业链延伸，布局目的地资源	25
2.1. 加强上游资源控制	27
2.2. 布局自由行	28
2.3. 切入境外消费市场	30
3. 更多消费场景，打造出境综合服务平台	34
3.1. 围绕中产阶级境外消费的相关多元化.....	36
3.2. 需求相互伴生，范围经济提升盈利能力	37
3.2.1. 金融与出境服务	38
3.2.2. 国际教育与出境服务	38
4. 众信与凯撒分路而行	42
5. 盈利预测和投资建议	45
6. 风险提示	46

图表目录

图表 1	公司收购华远国旅发行股份和现金对价情况.....	5
图表 2	公司募集配套资金使用情况.....	6
图表 3	2015 年公司出境游业务收入增长 111.98%.....	7
图表 4	2015 年公司出境游批发和零售业务分别增长 131.82%和 62.66%	7
图表 5	华远国旅业绩承诺（2016-2018 年）	8
图表 6	2015 年华远国旅收入的地区构成.....	8
图表 7	众信旅游与华远国旅规模比较（2015 年）	9
图表 8	并购华远国旅前的盈利预测（2014-2018 年）	10
图表 9	华远国旅盈利预测（2015-2018 年）	10
图表 10	众信收购华远国旅完成后盈利预测（2014-2018 年）	11
图表 11	2015 年携程主营业务收入结构.....	12
图表 12	2015 年-2016Q1 携程各主营业务同比增速比较.....	13
图表 13	2015 年中国机票预订市场携去艺占比 51.7%	14
图表 14	2015 年中国机票在线预订市场携去艺占比 67.4%	14
图表 15	2015 年中国住宿在线预订市场携去艺占比 56.3%	15
图表 16	2016Q1 中国在线度假旅游市场携程占比 22.4%.....	15
图表 17	2015 年中国旅游业在线渗透率 11.5%	16
图表 18	2015 年细分旅游市场在线渗透率比较.....	17
图表 19	2015 年中国机票预订市场在线渗透率 76.7%	17
图表 20	2015 年中国住宿预订市场在线渗透率 36.4%	18
图表 21	2015 年中国度假（旅行社）市场在线渗透率 20.1%	19
图表 22	2016Q1 中国在线旅游市场规模同比增长 58.9%.....	19
图表 23	2016Q1 中国在线度假旅游市场规模同比增长 50.7%.....	20
图表 24	2012-2015 年在线出境游市场规模及同比增速	20
图表 25	2012-2015 年在线出境游同比增速一直高于在线旅游和在线度假	20
图表 26	2015 年出境游占在线度假旅游市场 51%比重	21
图表 27	2015 年在线度假出境游市场结构.....	21
图表 28	OTA 整合上游资源成为未来市场竞争关键因素	22
图表 29	公司对产业链上游稀缺资源布局一览.....	26
图表 30	2015 年中国旅游产品进入 3.0 阶段.....	28
图表 31	2015 年中国出境游中自由行游客占比 56%	29
图表 32	中国出境自由行游客画像.....	30
图表 33	各国自由行游客出境餐饮、住宿、购物花费结构.....	31
图表 34	2015 年中国出境自由行消费结构.....	32
图表 35	71% 的自由行用户希望获得一站式服务	33
图表 36	众信旅游出境综合服务平台业务架构.....	34
图表 37	公司在异地生活综合服务平台方面的布局.....	35
图表 38	2015 年在线出境游用户累计出行次数.....	36

图表 39	澳中商会对中国游客的访问结果.....	38
图表 40	新华社和 Visa 对留学生的问卷调查结果.....	39
图表 41	中国高净值人群移民的主要原因.....	39
图表 42	2014 年中国留学咨询市场结构.....	40
图表 43	启德教育和新通国际收购预案对比.....	41
图表 44	众信旅游和凯撒同盛批发和零售业务规模比较.....	42
图表 45	众信旅游和凯撒同盛收入和净利润规模比较.....	42
图表 46	众信旅游和凯撒同盛毛利率水平比较.....	42
图表 47	众信旅游发行股份+配套资金共 49.5 亿使用情况.....	43
图表 48	凯撒旅游定增 80 亿使用情况.....	43
图表 49	众信旅游合作与投资的线上渠道.....	43

1. 收购华远，巩固批发端龙头地位

2016 年，公司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¹合计持有的华远国旅 100% 股权，华远国旅的主营业务为出境游批发业务、商务会奖业务和代理服务业务。

此次交易作价 26 亿元，除向中信夹层以现金的方式支付 2.5 亿元现金外，其他均以新增股份的方式，以 17.89 元/股发行 13135.83 万股支付全部收购价款的 90.3846%，股份支付价款共计 23.50 亿元。收购交易完成后，携程将持有公司 5.07% 股份。双方约定，如果未来携程度假业务板块分拆，开展股权融资或 IPO，公司可入股度假公司，持股比例可达到 10%。

图表 1 公司收购华远国旅发行股份和现金对价情况

交易对方	持有华远国旅股权比例 (%)	交易对价 (万元)	交易对价支付方式		锁定期
			现金 (万元)	股票 (万股)	
上海携程	38.0700	98,981.98		5532.81	
中信夹层	29.6100	76,985.98	25,000.00	2905.87	锁定期为 12 个月，其后按照 35%、30%、35% 的比例分三年分批解禁
谭志斌	4.7752	12,415.52		693.99	
曾勤	4.7470	12,342.20		689.89	
周长洪	1.4946	3,885.96		217.21	
郭东杰	3.5779	9,302.47		519.98	两人新增股份中占比 55.17% 的部分锁定期 12 个月，其后按照 35%、30%、35% 的比例分三年分批解禁；其余 44.83% 新增股份锁定期 36 个月
何勇	3.2371	8,416.52		470.46	
天津湘华	7.7832	20,236.32		1131.15	锁定期为 36 个月
翔龙二号	3.3573	8,729.05		487.93	
翔龙一号	2.6427	6,871.00		384.07	
陈自富	0.7050	1,833.00		102.46	
合计	100.00	260,000.00	25,000.00	13135.83	

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

¹ 翔龙一号、翔龙二号、天津湘华的合伙人均为华远国旅的高级管理人员和核心业务骨干，直接负责华远国旅的经营管理，与华远国旅经营业绩和长远发展的充分绑定。

此次重组，公司还将以底价 20.98 元/股非公开发行股份，募集配套资金不超过 26 亿元，此方案已于 2016 年 5 月 11 日获得有条件通过。

图表 2 公司募集配套资金使用情况

序号	项目名称	投资金额 (万元)	募集资金使 用金额 (万元)	募集资金使 用金额占募 集资金总额 比例
1	支付本次交易的现金对价	25,000.00	25,000.00	9.62%
2	海外目的地生活平台建设	21,915.11	18,497.40	7.11%
3	“出境云”大数据管理分析平台	56,299.58	56,210.00	21.62%
4	出境游业务平台，包含 6 个子项目：	135,518.24	115,577.09	44.45%
	① 电商平台升级	27,191.30	21,008.00	8.08%
	② 实体营销网络拓展	38,109.93	38,109.93	14.66%
	③ 自由行项目	20,957.57	17,069.48	6.57%
	④ 奇迹（高端旅游）项目	16,292.13	13,002.56	5.00%
	⑤ 体育旅游项目	16,492.51	13,501.60	5.19%
	⑥ 健康旅游项目	16,474.80	12,885.52	4.96%
5	海外教育服务平台	23,608.74	19,421.44	7.47%
6	补充流动资金	25,294.07	25,294.07	9.73%
	合计	287,635.74	260,000.00	100.00%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

本次交易前，冯滨先生直接持有公司股份 26600.98 万股，占公司总股本的 31.52%，是公司的控股股东及实际控制人，且自公司上市以来未发生变更。本次交易完成后，以发行股份上限 12392.76 万股计算（包括发行股份购买资产及募集配套资金），冯滨将持有上市公司 24.20% 的股权，仍为公司的控股股东及实际控制人。

收购完成之后，华远国旅将成为众信旅游的全资子公司。公司在出境游批发端的龙头地位进一步巩固，规模增长必然带来成本的节省。更为重要的是，此次并购带来的规模的增量除了华远国旅之外，还有收购

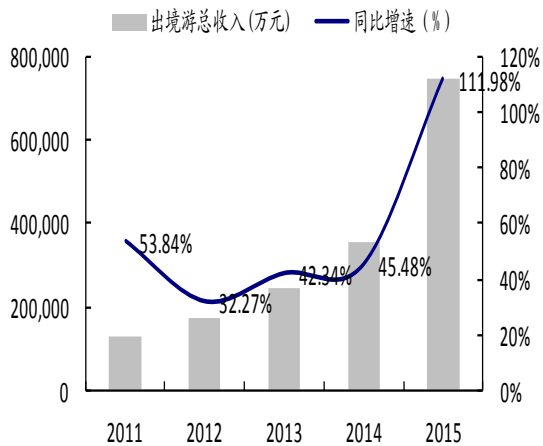
完成后成为公司股东的携程所带来的增量。

1.1. 规模增量之一：华远国旅

2015 年，公司完成对竹园国旅的收购，竹园国旅（2015 年 3 月并表）实现营业收入 28.43 亿元，净利润 6837.61 万元（实际净利润为 7276 万元，承诺业绩为 7062 万元）。竹园的并表导致公司 2015 年出境游营业收入同比增长了 111.98%，达到 74.93 亿元。其中，出境游批发业务收入 58.44 亿元，同比增长 131.82%；出境游零售业务收入 16.50 亿元，同比增长 62.66%。

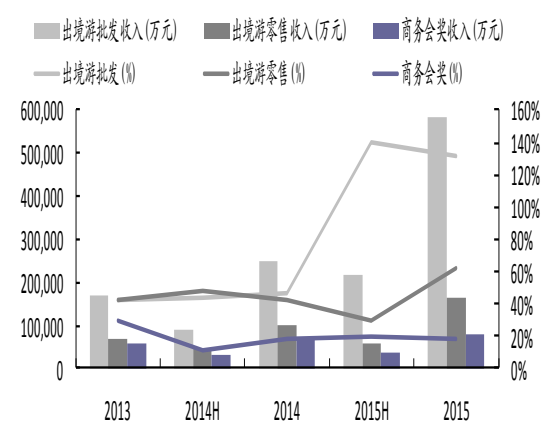
剔除竹园并表的影响，众信旅游营业收入 55.27 亿元，内生同比增长 31%；净利润 1.38 亿元，内生同比增长 27%。

图表 3 2015 年公司出境游业务收入增长 111.98%



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4 2015 年公司出境游批发和零售业务分别增长 131.82%和 62.66%



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

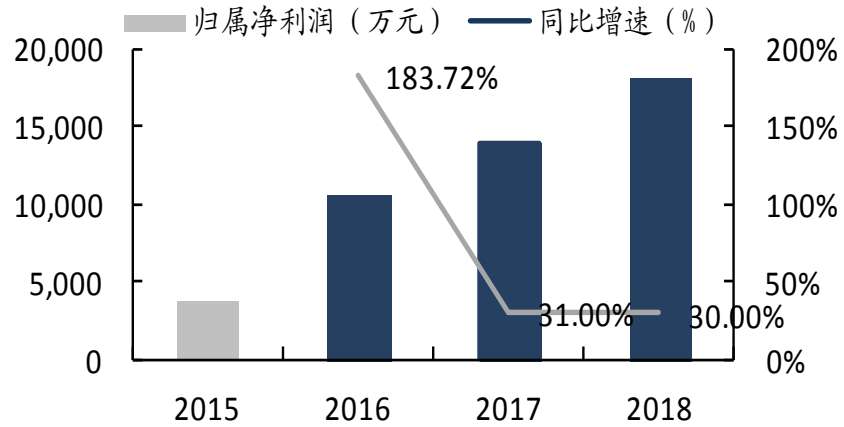
华远国旅成立于 1993 年，以“做中国规模最大、最优秀的出境旅游运营服务商”为愿景，专注出境游批发业务多年，凭借“翔龙万里行”品牌积累了庞大的全球旅游资源网络及丰富的行业经验，同时，更赢得了同行广泛的好评以及渠道合作伙伴的大力支持。华远国旅与航空资源、地接资源联系密切，具备完善的产品研发体系和产品设计能力，拥有丰富的产品储备，与全国各地代理商及其分支机构建立了长期、稳定的合作关系。

2015 年，华远国旅获得携程战略投资后，资金实力大大增强，业务人员规模增长较快，产品规模和服务能力迅速提高，通过内部运营流程规范梳理和专门组建在线业务部，在内部信息系统建设和线上线下渠道拓展方面取得了快速发展。

2015 年，华远国旅实现营业收入 24.24 亿元，归属净利润 3750.17 万元。华远国旅的业绩承诺为 2016 年度净利润不低于 10640 万元，2016

年和 2017 年度累积净利润不低于 24578 万元，2016 年度、2017 年度及 2018 年度累积净利润不低于 42697 万元，业绩同比增速分别为 183.72%、31%和 30%。

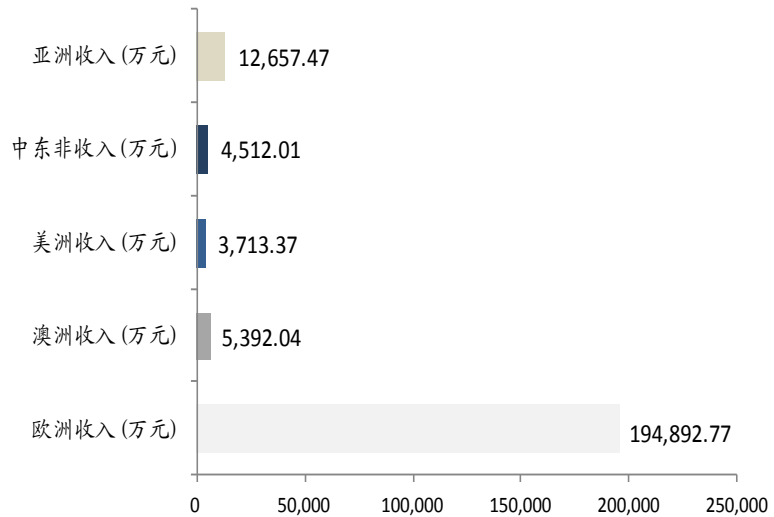
图表 5 华远国旅业绩承诺（2016-2018 年）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

华远国旅专做旅游 B 端市场，基本不涉及零售，欧洲游批发业务收入占比 8 成以上，在欧洲旅游市场的占有率大约为 12%。

图表 6 2015 年华远国旅收入的地区构成

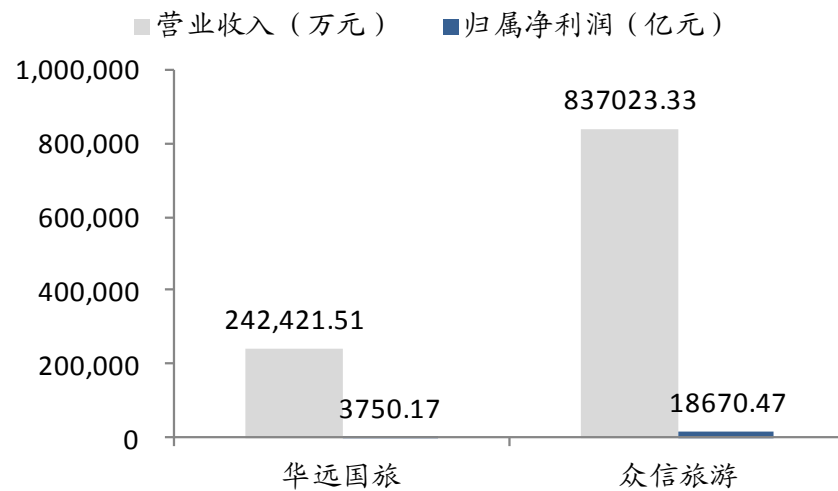


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

目前，欧洲旅游市场排名前五的旅行社分别是众信旅游、凯撒旅游、华远国旅、凤凰假期和竹园国旅，众信旅游收购排名第五的竹园国旅后，在欧洲市场份额已接近 50%。收购华远国旅完成之后，众信旅游在欧洲

出境游市场的份额已经超过 6 成，稳坐欧洲市场第一的位置。

图表 7 众信旅游与华远国旅规模比较（2015 年）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

同时，众信旅游通过与华远国旅的强强联合，加上此前与竹园国旅的整合，可实现在产品设计、上游资源采购和下游客户资源等方面的共享。

第一，从产品设计方面，在目的地、出发地和产品类型上三个维度丰富现有产品线，开发出性价比更高、可选性更多、更加适应各区域、各层次市场需求的产品，提升各个旅游线路产品的宽度、广度。

第二，在上游资源方面，可进一步发挥规模和业务协同效应，提高航空、地接等资源的获取能力和采购规模，提高目的地资源覆盖率，降低资源成本。

第三，在下游客户资源方面，借助华远国旅在华东、华南区域优质客户资源，进一步整合共有和各有侧重的客户资源，大力度加强对全国范围内代理商客户的服务，加强与代理商客户的粘性，巩固并扩大出境游批发业务市场份额。

假设 2016-2018 年众信旅游出境游批发的收入增速分别为 40%、35% 和 30%，毛利率保持在 7.5% 水平不变；出境游零售业务收入增速分别为 50%、40% 和 30%，毛利率保持在 15% 水平不变；商务会奖业务收入增速分别为 20%、20% 和 20%，毛利率保持在 8% 水平不变，并购华远国旅前公司盈利预测结果如下：

图表 8 并购华远国旅前的盈利预测 (2014-2018 年)

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	421,700.31	837,007.07	1,173,070.40	1,583,044.62	2,046,613.00
同比增速 (%)	40.32%	98.48%	40.15%	34.95%	29.28%
营业成本 (万元)	384,715.17	760,375.81	1,062,424.42	1,432,319.12	1,851,335.69
毛利 (万元)	36,985.14	76,631.26	110,645.98	150,725.50	195,277.31
毛利率 (%)	8.77%	9.16%	9.43%	9.52%	9.54%
净利润 (万元)	10,873.81	20,996.03	29,326.76	41,159.16	53,211.94
净利润率	2.58%	2.51%	2.50%	2.60%	2.60%
归属净利润 (万元)	10,874.27	18,670.47	26,227.77	37,130.47	47,974.64
同比增速 (%)	24.32%	71.69%	40.48%	41.57%	29.21%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

预计 2016-2018 年, 众信旅游内生的归属净利润分别为 2.62 亿元、3.71 亿元、4.80 亿元, 同比增长 40%、42%和 29%。

假设 2016-2018 年华远国旅收入同比增速分别为 26.80%、30%和 30%, 毛利率保持在 11%水平不变。2015 年, 华远国旅扣非后的净利润为 6625.03 万元, 净利润为 3750.17 万元, 造成两者差额的原因是产生了 2880 万元的股份支付费用和 1540 万元的财务顾问中介费, 扣非后实际的净利润率为 2.73%, 扣除此影响, 我们假设 2016-2018 年净利润率维持在 3.50%水平不变。华远国旅的盈利预测结果如下:

图表 9 华远国旅盈利预测 (2015-2018 年)

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	242,421.51	307,393.49	399,611.54	519,495.00
同比增速 (%)	275.82%	26.80%	30.00%	30.00%
营业成本 (万元)	216,180.27	273,580.21	355,654.27	462,350.55
毛利 (万元)	26,241.24	33,813.28	43,957.27	57,144.45
毛利率 (%)	10.82%	11.00%	11.00%	11.00%

归属净利润（万元）	3,750.17	10,758.77	13,986.40	18,182.32
同比增速（%）		186.89%	30.00%	30.00%
净利润率（%）	1.55%	3.50%	3.50%	3.50%
扣非净利润（万元）	6,625.03	10,758.77	13,986.40	18,182.32
扣非净利润率（%）	2.73%	3.50%	3.50%	3.50%
业绩承诺（万元）		10,640.00	13,938.00	18,119.00

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

预计 2016-2018 年，华远国旅的归属净利润分别为 1.08 亿元、1.40 亿元、1.82 亿元，分别同比增长 187%，30%和 30%，扣非净利润的同比增速分别为 62%，30%和 30%。

基于上述假设，并购华远国旅完成后，公司的盈利预测结果如下：

图表 10 众信收购华远国旅完成后盈利预测（2014-2018 年）

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（万元）	421,700	837,007	1,480,464	1,982,656	2,566,108
同比增速（%）	40.32%	98.48%	76.88%	33.92%	29.43%
营业成本（万元）	384,715	760,376	1,336,004.62	1,787,973.39	2,313,686.24
毛利（万元）	36,985.14	76,631.26	144,459.27	194,682.77	252,421.76
毛利率（%）	8.77%	9.16%	9.76%	9.82%	9.84%
净利润（万元）	10,874	20,996	40,085.53	55,145.56	71,394.26
净利润率	2.58%	2.51%	2.71%	2.78%	2.78%
归属净利润（万元）	10,874	18,670	36,986.54	51,116.87	66,156.97
同比增速（%）	24.32%	71.69%	98.10%	38.20%	29.42%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

按照华远国旅全年并表计算，预计 2016-2018 年，众信+华远国旅的归属净利润分别为 4.00 亿元、5.11 亿元、6.62 亿元，分别同比增长 98%，38%和 29%。此盈利预测并没有考虑规模增大对毛利率的提升，是比较保守的测算。

1.2. 规模增量之二：携程度假业务

众信旅游收购华远国旅之前，上海携程持有华远国旅 38.07% 的股权，为华远国旅的控股股东。本次交易完成后，上海携程将成功公司的第三大股东，不考虑配套融资因素，将持有上市公司 5.72% 股份，考虑配套融资因素，将持有上市公司 5.07% 股份。

同时，众信旅游与上海携程签署了战略合作框架协议，双方认可出境度假旅游 O2O 大战略，拟逐步深入产品研发、资源采购、分销、服务等全方面合作，快速发展，实现共赢。双方约定如果未来携程度假业务板块进行分拆，并展开了股权融资或 IPO 的工作，公司可以在华远的股份交割后入股度假公司，持股比例可达到 10%，并且不排除未来提高控股比例的可能性。

那么众信和携程的合作究竟会多深入呢？我们先来看看度假业务之于携程的意义。

1.2.1. 度假业务之于携程

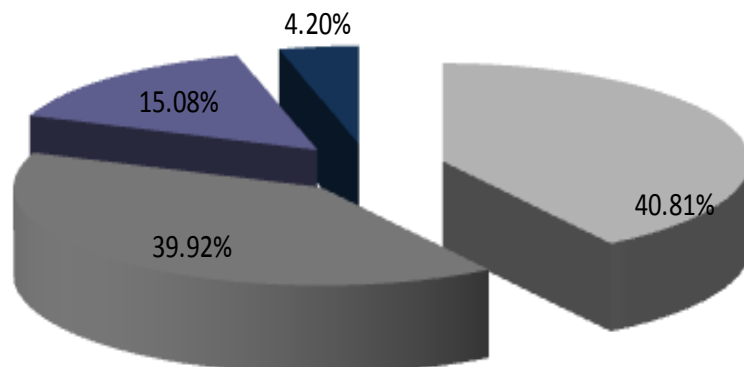
2015 年，携程将团队游、自由行和邮轮三个 SBU 合并，成立新的度假旅游事业部。概括来说，度假业务是携程收入占比较小，增速较快，仍未确立垄断优势，目前重点培育，未来增长提速的业务板块。

从收入占比来看，度假业务仅占 15%。

携程主营业务包含住宿预订、票务服务、旅游度假和商旅管理四个方面，2015 年各项业务的收入占比分别为 40.81%，39.92%，15.08% 和 4.20%。

图表 11 2015 年携程主营业务收入结构

■ 住宿预订 (%) ■ 票务服务 (%) ■ 旅游度假 (%) ■ 商旅管理 (%)



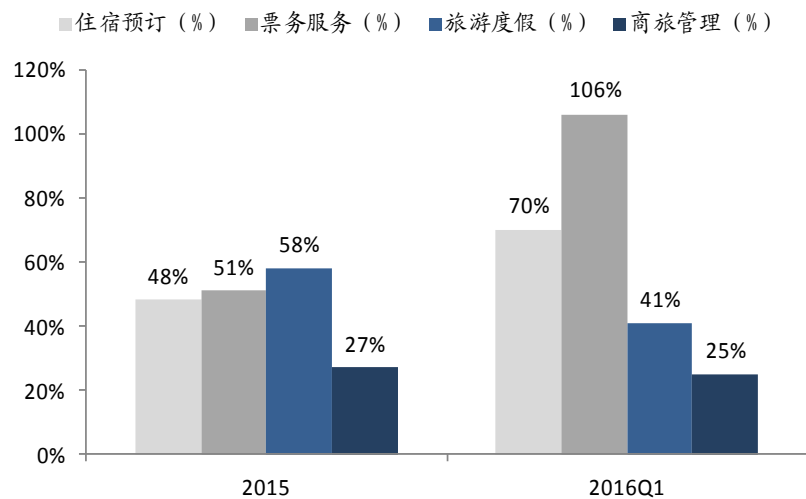
资料来源：携程年报，东吴证券研究所

从增长情况来看，度假业务保持了快速稳定增长。

2015 年，携程净营业收入为 115 亿元，同比增长 48%。其中，住宿预订营业收入 46 亿元，同比增长 44%；票务服务营业收入 45 亿元，同比增长 51%；旅游度假业务营业收入 17 亿元，同比增长 58%；商旅管理业务营业收入 4.73 亿元，同比增长 27%。度假业务增速排名第一。

2016 年第一季度，携程营收同比增长 80%。其中住宿预订收入同比增长 70%；包括机票、火车票、汽车票在内的票务收入同比增长 106%；旅游度假收入同比增长 41%；商旅管理业务同比增长 25%。住宿和票务的快速增长主要得益于去哪儿的并表，剔除去哪儿的影响，住宿预订、票务服务、旅游度假和商旅管理的同比增长分别为 38%、45%、41% 和 25%。度假业务增速位居第二。

图表 12 2015 年-2016Q1 携程各主营业务同比增速比较



资料来源：携程年报，东吴证券研究所

从在线旅游市场竞争格局来看，携程系“机+酒”一统江湖，度假市场已然成为厮杀的重点。

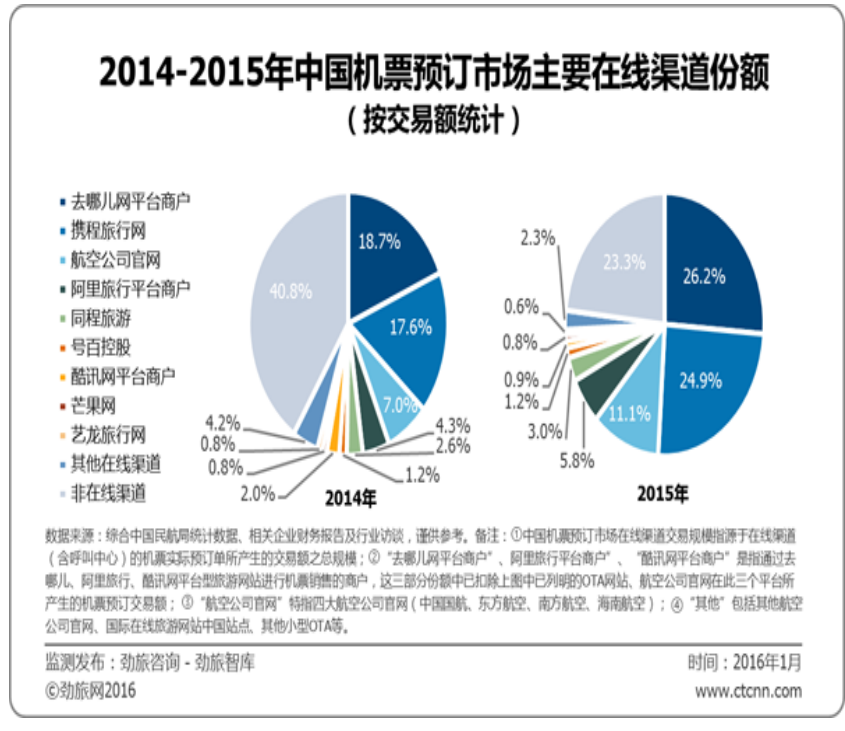
在携程入股艺龙²和去哪儿³之后，OTA“机+酒”整合的大戏已落幕，携程+去哪儿+艺龙三大 OTA 平台在线酒店市场份额超过 7 成，机票预订市场（含线下渠道）份额超过 5 成，在线机票预订市场份额超过 2/3，度假市场份额 22.4%，位居第二。

劲旅咨询数据显示，2015 年，中国机票预订市场在线分销渠道中，去哪儿网和携程位于第一梯队，交易额分别约为 1170.9 亿元和 1113.4 亿元，市场份额分别为 26.2% 和 24.9%，而航空公司官网位于第二梯队，占比为 11.1%，交易额约 496.2 亿元。

² 2015 年 5 月，携程出资约 4 亿美元，从 Expedia 里接过艺龙 37.6% 的股权，成为其第一大股东。

³ 携程拥有去哪儿 50% 股权和 45% 投票权。

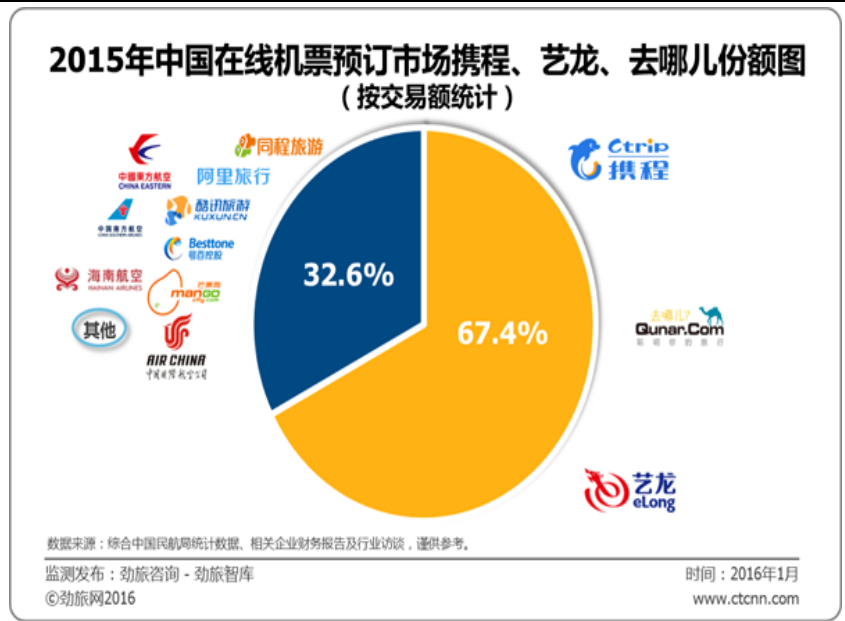
图表 13 2015 年中国机票预订市场携去艺占比 51.7%



资料来源: 劲旅咨询, 东吴证券研究所

劲旅咨询数据显示, 2015年, 中国在线机票预订市场规模约为 3431.5 亿元, 其中携程、去哪儿、艺龙三家机票交易额体量占在线机票预订市场总交易规模的比例约为 67.4%, 占领三分之二的市场份额。

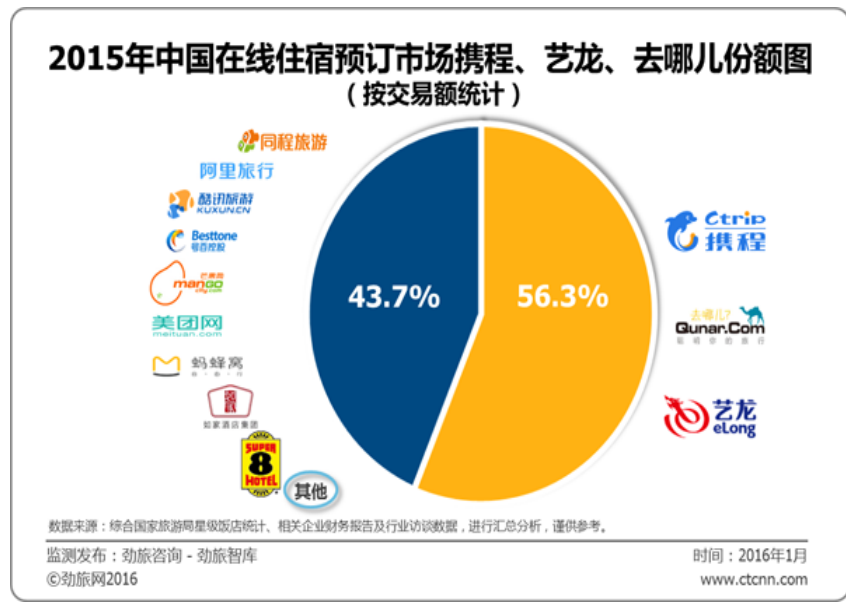
图表 14 2015 年中国机票在线预订市场携去艺占比 67.4%



资料来源: 劲旅咨询, 东吴证券研究所

劲旅咨询数据显示，2015 年，中国在线住宿预订市场规模约为 1141 亿元，其中在线分销渠道携程、去哪儿、艺龙三家占在线住宿预订市场总交易规模的比例约为 56.3%。

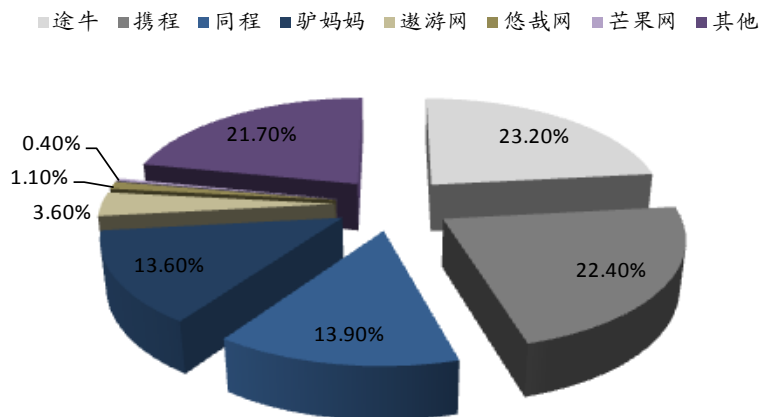
图表 15 2015 年中国住宿在线预订市场携去艺占比 56.3%



资料来源：劲旅咨询，东吴证券研究所

而度假市场则呈“携程+途牛”两强格局，易观产业数据库发布的《中国在线度假旅游市场季度监测报告（2016 年第 1 季度）》显示，2016 年第一季度，途牛、携程、同程、驴妈妈的占有率分别为 23.2%、22.4%、13.9%和 13.6%。消费者选择的在线旅游品牌越来越集中，前三名占据了 50% 以上的份额。

图表 16 2016Q1 中国在线度假旅游市场携程占比 22.4%



资料来源：易观，东吴证券研究所

目前，在线旅游市场的竞争正在从“机+酒”的标准化产品转向休闲度假非标领域，新一轮的 OTA 资本战正在酝酿发酵，最引人关注的就是途牛和同程的归属问题。是两家公司合并？还是完全加入携程阵营（携程同为途牛和同程的股东）？亦或被新入局的 BAT 新美大（背后是腾讯）和阿里旅行收入囊中？

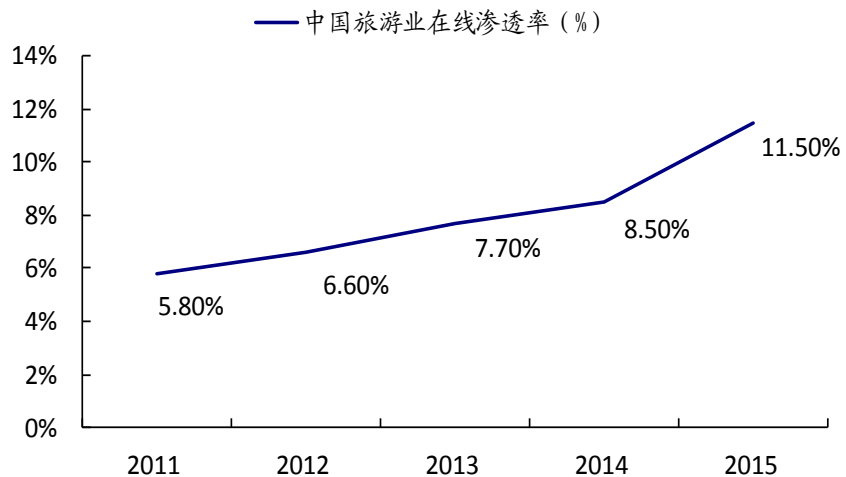
对于携程来说，度假事业部是一直想要分拆上市却因为体量问题悬而未决的部分。为了布局在线度假领域，携程加码收购途牛或者同程都不失为一个好的选择。无论怎样，在线度假市场都必将变得更加集中，携程也必须把更多的精力和资源投入其中，才能保持领先的市场地位。

不久前，携程的“非常旅游”项目曝光，将用 10 亿元在各大城市投入度假产品促销，以推动公司“机+酒”用户或者线下门店用户向在线度假旅游业务转化。“非常旅游”作为一个重点打造的品牌，覆盖 10 大国内外热门目的地，提供低于市场 30% 的价格，但是以 5 钻、4 钻产品为主，不走低价团路线。携程希望通过极具竞争力的价格来拉拢新用户，10 亿元的预算将主要是产品补贴和营销投入。

从在线渗透率来看，OTA 未来盈利的重点是酒店预订和度假业务。

2015 年，中国旅游业的整体在线渗透率是 11.5%，相较于欧美在线旅游市场 40% 以上的渗透率，中国在线旅游的市场还有较大的拓展空间。

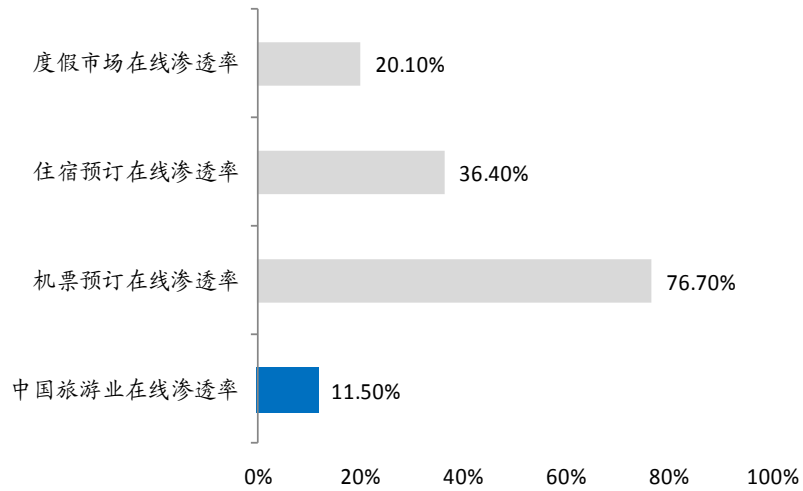
图表 17 2015 年中国旅游业在线渗透率 11.5%



资料来源：劲旅咨询，东吴证券研究所

2015 年，中国机票预订的在线渗透率 76.7%，住宿预订市场的在线渗透率 36.4%，度假市场的在线渗透率 20.1%。

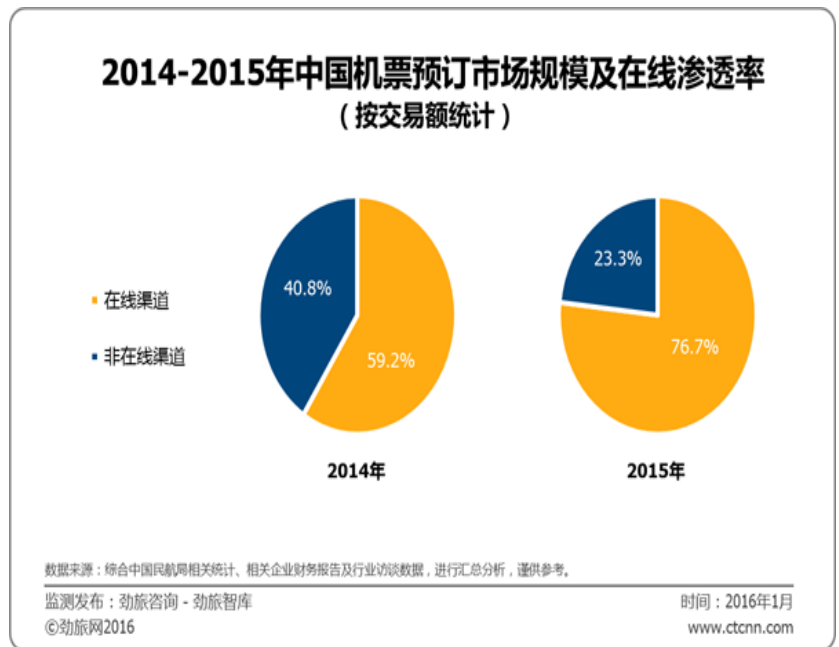
图表 18 2015 年细分旅游市场在线渗透率比较



资料来源：劲旅咨询，东吴证券研究所

从在线渗透率来看，机票预订在线市场已经非常成熟，未来的增速将逐步放缓。劲旅咨询发布的《2015-2016 年中国在线机票预订市场研究报告》显示，2015 年，中国机票预订市场总交易额约为 4473 亿元，其中在线市场规模达 3431.5 亿元，在线渗透率已经高达 76.7%，已经远高于中国旅游产业整体渗透率 11.5%。

图表 19 2015 年中国机票预订市场在线渗透率 76.7%



资料来源：劲旅咨询，东吴证券研究所

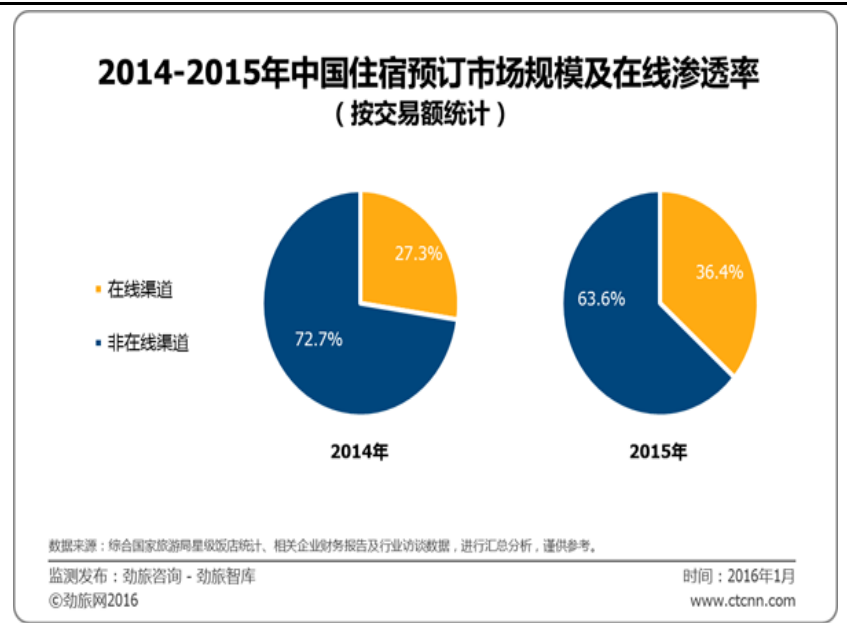
另外，2015 年国资委要求各主要航空公司“提直降代”，要求在三年时间里，三大航直销机票的比例要提升至 50%，代理费要在 2014 年的基

础上下降 50%。根据劲旅咨询数据，2015 年年末四大航的直销比例在 20%~30%之间，离 2016 年年末达成 50%的要求还差很远，留给 OTA 机票预订的增长空间已经非常有限。未来，OTA 是与航司的合作可能有两种方式：一种是携程入股东航的产业链整合模式；另一种就是提供“机+X”产品，通过其他增值服务来盈利。

相比机票预订市场，住宿预订和度假业务仍大有可为。

劲旅咨询数据显示，2015 年，中国住宿预订市场总交易额约为 3137.2 亿元，其中在线住宿预订市场交易规模达 1141 亿元，在线渗透率为 36.4%。

图表 20 2015 年中国住宿预订市场在线渗透率 36.4%

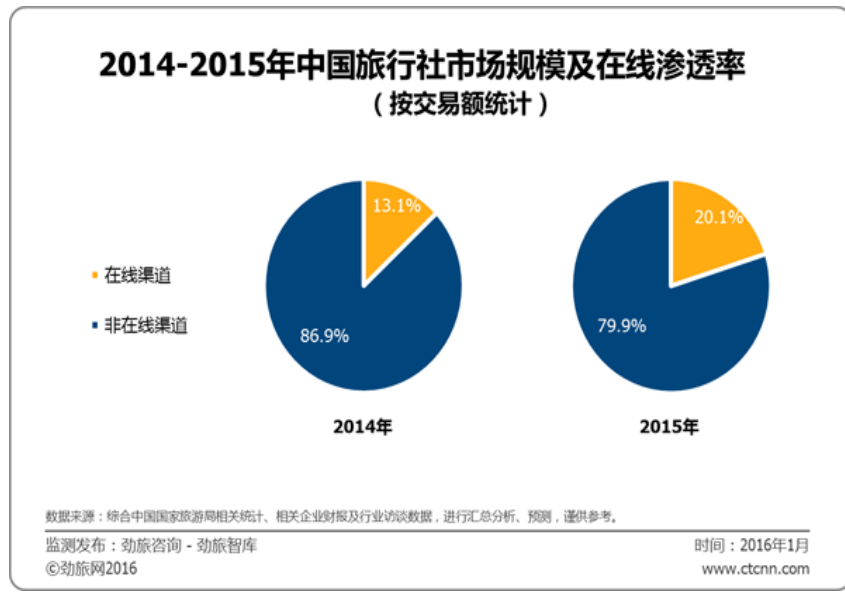


资料来源：劲旅咨询，东吴证券研究所

劲旅咨询发布的《2015-2016 年中国在线旅行社市场研究报告⁴》显示，2015 年，中国度假（旅行社）市场总交易规模约为 3652.9 亿元，其中在线市场交易规模约为 735.5 亿元，在线渗透率为 20.1%。其中，在线市场规模增速是线下旅行社的 6 倍以上。

⁴ 报告中的旅行社业务指团队游、自由行、签证、门票、租车等旅游度假产品，这里用旅行社市场的在线渗透率代替度假市场的在线渗透率。

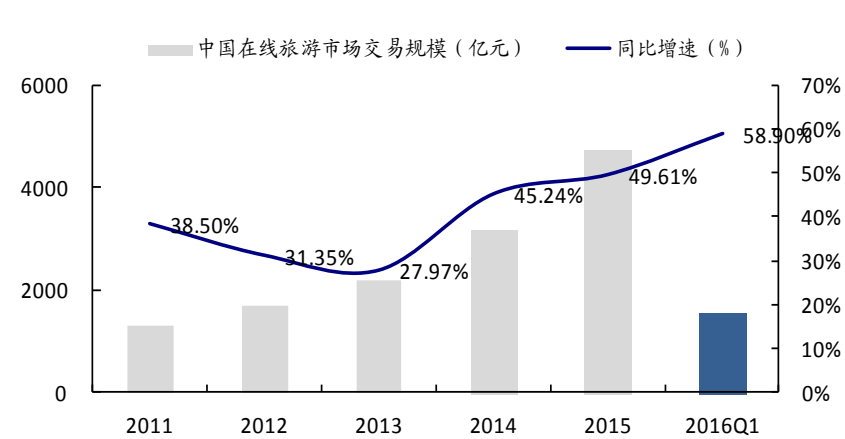
图表 21 2015 年中国度假（旅行社）市场在线渗透率 20.1%



资料来源：劲旅咨询，东吴证券研究所

易观产业数据显示，2016 年第 1 季度，中国在线旅游的市场规模达到 1557.1 亿元，同比增长 58.9%，环比增长 14.7%；第一季度交易规模同比增幅保持 50% 以上的较高水平，仍处于高速增长期。

图表 22 2016Q1 中国在线旅游市场规模同比增长 58.9%



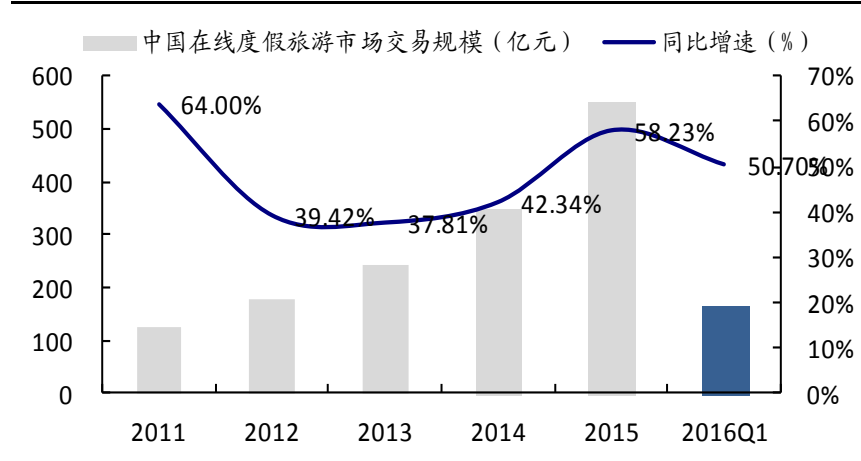
资料来源：易观，东吴证券研究所

易观产业数据显示，2016 年第 1 季度，中国在线度假旅游市场⁵交易规模达到 166.7 亿元，同比增长 50.7%。受益于中国旅游业“互联网+”趋势的深化，在线度假领域成为多家在线旅游企业布局的重点，未来的

⁵在线度假旅游市场是指在线旅游厂商通过在线或者呼叫中心为用户提供打包型旅游产品的市场，不包含单项预订产品。

增长必将提速。2016 年第 1 季度，在线度假旅游交易规模占在线旅游市场整体的 10.71%，未来随着度假业务互联网化程度的提高，这一占比将逐渐提升。

图表 23 2016Q1 中国在线度假旅游市场规模同比增长 50.7%



资料来源：易观，东吴证券研究所

携程预测，2020 年中国度假市场规模将达到 1 万亿元，度假市场的在线渗透率将达 50%，即 2015-2020 年的 CAGR 达到 55.5%。

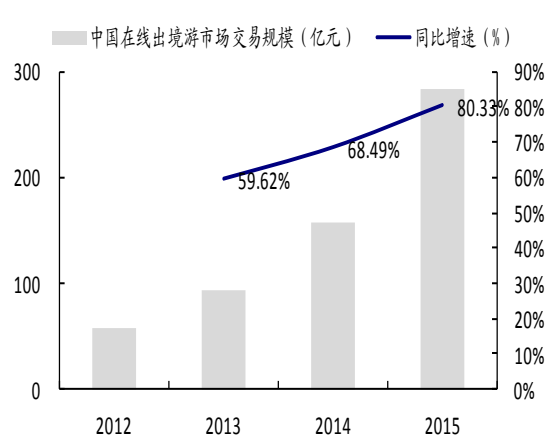
1.2.2. 众信之于携程

那么，入股众信对于携程的意义又如何呢？

首先，出境游是携程发力的重点。梁建章认为旅游业是中国最有发展前景的行业之一，“携程将牢牢抓住休闲游和出境游的发展机遇”。

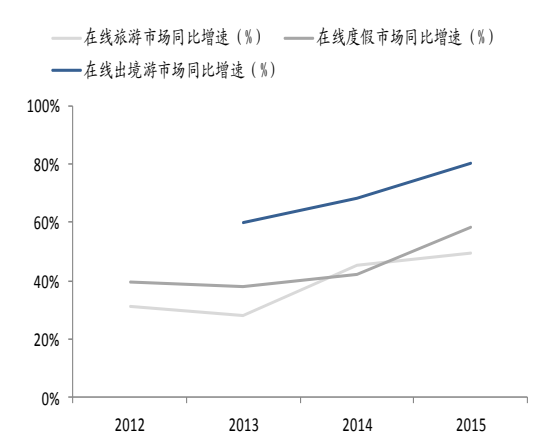
易观产业数据显示，2015 年中国在线出境游市场规模为 282.68 亿元，同比增长 80.33%，远高于在线旅游市场和在线度假旅游市场的增速。

图表 24 2012-2015 年在线出境游市场规模及同比增速



资料来源：易观，东吴证券研究所

图表 25 2012-2015 年在线出境游同比增速一直高于在线旅游和在线度假

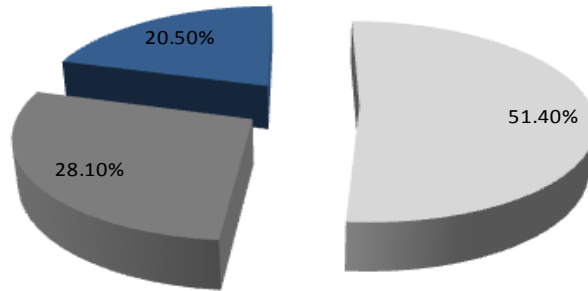


资料来源：易观，东吴证券研究所

易观产业数据显示，按目的地划分，2012—2015 年出境游占国内在线度假旅游市场的比重逐年上升，2015 年已经达到 51% 的占比，超过国内游。联合国世界旅游组织(UNWTO)预测，2016 年中国仍将继续保持全球第一大出境游市场的地位。

图表 26 2015 年出境游占在线度假旅游市场 51% 比重

■ 出境游 (%) ■ 国内中长线 (%) ■ 周边游 (%)

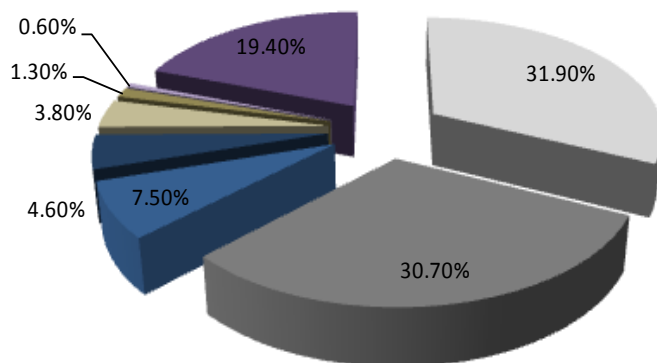


资料来源：易观，东吴证券研究所

从度假出境游的市场份额来看，按交易规模计算，途牛和携程居于领先地位，市场份额分别为 31.9% 和 30.7%，同程和驴妈妈位列第三和第四，份额为 7.5% 和 4.6%。

图表 27 2015 年在线度假出境游市场结构

■ 途牛 ■ 携程 ■ 同程 ■ 驴妈妈 ■ 遨游网 ■ 悠哉网 ■ 芒果网 ■ 其他



资料来源：易观，东吴证券研究所

出境游产品相对复杂、服务保障更为重要，旅游者会更为倾向于选择市场领先的品牌。携程的出境游产品在中国旅游业内是最丰富的，所有通过携程出售的产品和服务都能获得公司 7*24 小时服务中心和全球紧

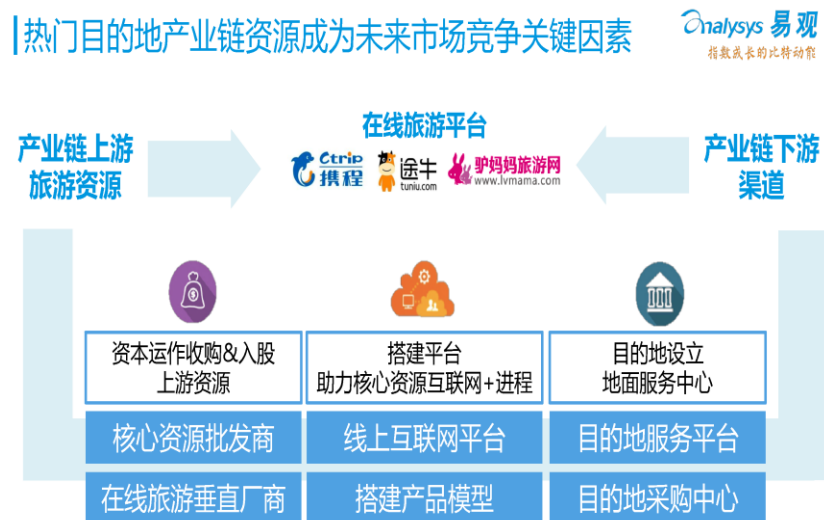
急救体系的保障，这区分了携程和其它竞争者，并增强了消费者的信任和提高了用户粘性。携程联合总裁兼 COO 孙洁在世界旅游发展大会上透露，携程拥有巨大的中国出境旅客量，“每 5 个去日本的中国游客中，就有 1 个通过携程预订”。

携程近期推出新品牌——“非常旅游”，十大非常目的地中，除了国内的上海迪士尼、三亚等，其他 70% 是出境游目的地，以欧洲、美国、泰国、韩国等为主要目标。

目前，出境游对携程酒店业务贡献 15% - 20%，对机票业务贡献 30%，对度假业务贡献 60% - 70%。梁建章曾在多个场合表示，“将继续对创新和出境游业务加大投入，为长期的可持续发展打下坚实的基础”。未来，携程会花钱在三大领域：移动端，二三线城市，以及出境相关业务。

其次，入股众信是携程整合上游资源，完成出境游产业链一体化布局的一部分。随着在线旅游市场的日趋成熟，OTA 完成了渠道优化之后，整合线下资源的重要性日益提升。

图表 28 OTA 整合上游资源成为未来市场竞争关键因素



资料来源：易观，东吴证券研究所

携程以及它的竞争对手们不再满足于在线市场的博弈，开始调整战略布局，纷纷谋求对上游资源的控制力，加快对上游资源的渗透，强化线上线下的融合。途牛一方面收购中山国旅和经典假期两家旅行社，另一方面又接受海航 5 亿美元的投资，与海航旗下的凯撒旅游线上线下融合。驴妈妈获得了来自锦江国际集团 5 亿元的战略投资；万达出资 35.8 亿元人民币领投同程旅游，形成利益共同体。此外，春秋旅游与阿里旅行签署了战略合作协议，成为战略合作伙伴关系。微信和支付宝两大支付端口上，分别有同程和阿里旅行把守，滴滴出行也有可能凭借巨大的

流量介入在线旅游，形成分流态势。

携程在酒店行业选择入股了首旅酒店，成为持有其 14.47% 股权的二股东；在航空领域，携程作价 30 亿元参与东航的定增；而在出境游方面，携程入股了以出境游批发见长的众信旅游。

因此，无论是从对上游资源控制的角度，还是从加码出境游的角度，众信旅游都是携程战略布局中非常重要的一环，未来两家公司的合作必将更加深入。

1.2.3. 携程之于众信

未来，众信旅游和携程将在股权关系的基础上展开深层次的战略合作，实现客户共享、资源共享，发挥业务协同作用，这是公司打造国内最具竞争力的出境综合服务平台整体发展战略的重要一步。那么，携程之于众信旅游的意义是什么？能给公司带来多大的规模增量呢？

首先，对接携程的渠道，强化公司线上线下零售渠道的布局。借助携程的线上平台和客户资源，公司可进一步优化和强化出境游零售业务的线上渠道。线下亦可与携程联手，加大实体门店建设力度，完善全国零售网络，建立线上线下结合的服务体系。

其次，丰富出境游产品类型。携程在自由行、定制游等特色项目上具有丰富经验，众信旅游与携程度假旅游业务板块联手，可以合作开发符合不同层次需求，有主题、有特色、性价比高的旅游产品，大力发展自由行、高端旅游等项目。

再次，完善旅游信息解决方案，打造“出境云”大数据管理分析平台。携程有深厚的互联网基因，也沉淀了大量客户在线数，能够为众信旅游提供业务流程管理控制体系和内部信息化处理的丰富经验。

最后，增强合作，避免恶性竞争。国内线上、线下两大旅游业巨头将在度假旅游板块全面深入合作，在线上线下层面对接，实现双方度假旅游业务大发展，避免不正当和恶性竞争，实现业务良性发展。

携程入股众信带来最直接的增量在于度假业务的自营部分，在股权合作的基础上，未来公司可能会成为度假自营的主要供应商，那么增量有多少呢？

根据劲旅咨询数据，2015 年中国度假旅游在线市场规模 735.5 亿元，携程市场份额 25.5%；同期在线出境游市场交易规模 282.68 亿元，携程的市场份额为 30.7%。就此推算，携程度假业务交易规模为 187.55 亿元，度假业务中出境游的交易规模为 86.78 亿元。

携程旅游事业部 COO 喻晓江⁶在一次演讲中透露，“携程以前比较传统，是一家自营的旅行社和 OTA。但现在我们越来越开放，目前携程是

⁶ 在第五届出境自由行&定制游高峰论坛上，携程旅游事业部 COO 喻晓江“中国式自由行的机遇和创新”演讲内容。

一家旅行平台公司，在携程，出境旅游产品有三种模式，首先是携程自营产品，贴携程国旅的牌；其次是零售模式，类淘宝商城；第三是代理模式，OEM 联合发团。三种模式几乎三分天下。”

据此推算，2015 年，携程度假业务中出境游自营大概 30 亿左右的交易规模，假设毛利率 9 个点⁷，则批发端的交易规模为 27.3 亿元，假设 2016-2018 年保持 60% 的同比增速，如果度假业务出境游自营全部交给中众信经营，未来三年携程自营带来的收入增量为 43.68、69.89 和 111.82 亿元。按众信目前的 2.5% 净利润率计算，2016-2018 年最多能够带来 1.09、1.75 和 2.80 亿元的净利润增量。

⁷ 2015 年，携程度假业务交易规模 187.55 亿元，净收入 17 亿元，按此计算毛利率 9.06%。

2. 产业链延伸，布局目的地资源

公司的愿景是成为中国最具竞争力的全方位出境综合服务平台，是能够有效掌控目的地资源，是为客户提供更好服务的前提。众信旅游上市以来，不断在向下游零售端和上游资源端延伸，加强对出境游全产业链的控制力和议价能力。

目前，公司正积极在全球各主要出境目的地收购或设立服务主体，建立当地生活服务平台，提高对目的地资源的掌控能力，保证客户服务体验，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。通过产业链的延伸确保客源地渠道端及目的地资源端的有效对接，实现公司出境综合服务业务的全球布局。

在中游批发端，除了并购竹园和华远国旅之外，2015 年 8 月，众信旅游战略投资了以澳新线旅游产品批发见长的“行天下”，扩大澳新市场份额。在华东市场，2015 年 6 月众信旅游上海分公司战略并购了华东地区以短线出境游批发见长的“魅力假期”，布局华东地区产品线，预计短线游业务量将至少增加 50%。众信旅游计划在未来 3 年内，在国内各个口岸出发地布局去往全球各旅游目的地资源，并成为各口岸城市的出境游龙头企业。

从目的地布局来看，公司通过德国开元建立合作关系，欧洲大陆目的地生活服务平台初见雏形，迈出了搭建目的地生活服务平台的第一步，未来公司将在美洲、大洋洲、东南亚、非洲等地陆续搭建目的地生活服务平台。

在进一步巩固国内出境游批发龙头地位的同时，公司坚持纵向完善出境游业务的上、中、下游的布局，特别是加强对产业链上游稀缺资源的控制，从客户、资源和渠道上一步步提高出境游业务的壁垒，并为其他业务打下坚实基础。

2015 年，继和复星一起成功投资 Club med 后，公司先后战略并购了德国开元，战略投资 West Coast Holidays 并创建“众信天益”新品牌，成立日本合资旅行社三利株式会社，收购巨龙旅游，投资世界玖玖，投资设立 Telefun Travel 波兰大巴车公司，参与巴黎精品酒店建设，众信、竹园、凯撒、凤凰与中国国旅子公司免税集团合资成立公司，开展免税业务等，逐步对上游资源端进行布局。

图表 29 公司对产业链上游稀缺资源布局一览

时间	资源类型	投资项目	投资方式与合作
2015.2	目的地资源及生活服务		全资子公司香港众信出资1200万欧元（1亿人民币）间接持有Club Med约1.87%的股份
2015.5	目的地资源及生活服务		收购和增资合计7487.63万元取得北京周游天下旅行社51%的股权，从而间接收购“德国开元 ⁸ ”，以提升旅游产品设计、资源采购和落地服务能力，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。
2015.9	目的地资源及生活服务		与中国全球在华饭店60强之一明宇集团强强联手，联合另两位股东共同投资由华人运营管理的在法四星级酒店—巴黎明宇丽雅酒店。
2015.11	目的地资源及生活服务		战略投资West Coast Holidays Inc（“天益游”），创建众信天益新品牌，实现资源和渠道共享，加大对赴美旅游上游资源的采购及产品设计，结合“天益游”当地参团等产品，向中国游客推出更多满足游客个性化、碎片化需求的旅游产品。
2015	目的地资源及生活服务	波兰车公司	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。
2015.12	目的地资源及生活服务	海外免税店	众信旅游、竹园国旅与中国国旅、凯撒同盛、凤凰假期共同出资4,500万元港币（约合人民币3,753万元）在香港投资设立“中国海外旅游投资管理有限公司”，在中国公民出境旅游目的地投资和管理海外旅游零售商店等旅游产业链上游资源，拓展海外旅游零售市场。
2015.5	出境自由		世界玖玖是出境自由行市场的领先者，有业内最优质的国际机票资源，交易规模在去哪儿、携程等OTA平台上均为第一名。众信战略投资世界玖玖，在国际机票、国际酒店、目的地服务、境外景区门票、机场接送机和境外一日游等全面拓展自由行境外目的地资源直采业务。

⁸ 德国开元通过扎根于欧洲本地，与当地资源方深度合作，配合国内公司销售渠道的搭建，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、游轮以及包含吃、住、行、游、购、娱等全方位的欧洲碎片化旅游服务产品。“德国开元”在欧洲当地常年开设专业的导游培训班，从常年居住在海外的华人群体中，成体系的培训和选拔了大批优秀导游从业人员，从而为客户提供优质的导游服务。

<p>2014.8 出境自由 行</p>		<p>巨龙国旅是一家互联网在线签证服务商，从“日本签证”做起，2013年以来在天猫店铺日本签证产品排名上名列第一，致力于成为出境游客最喜爱的签证供应商之一，专注提供快捷、贴心的出境自助游服务。</p>
<p>2015.12 出境自由 行</p>		<p>“洋葱旅行”app为全球华人提供在境外自助游中所需的各种本地生活信息和服务，是公司移动端的重要布局，在整合公司大量境外碎片资源的同时，和跟团游形成了有机互补，向创新型境外生活平台迈出重要一步。</p>

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

在上游资源端的布局，对于公司有三个非常重要的意义：一是加强对上游资源的控制，降低采购成本，同时为打造出境综合服务平台奠定基础；二是对自由行的布局；三是切入境外消费市场，吸引境外消费回流。

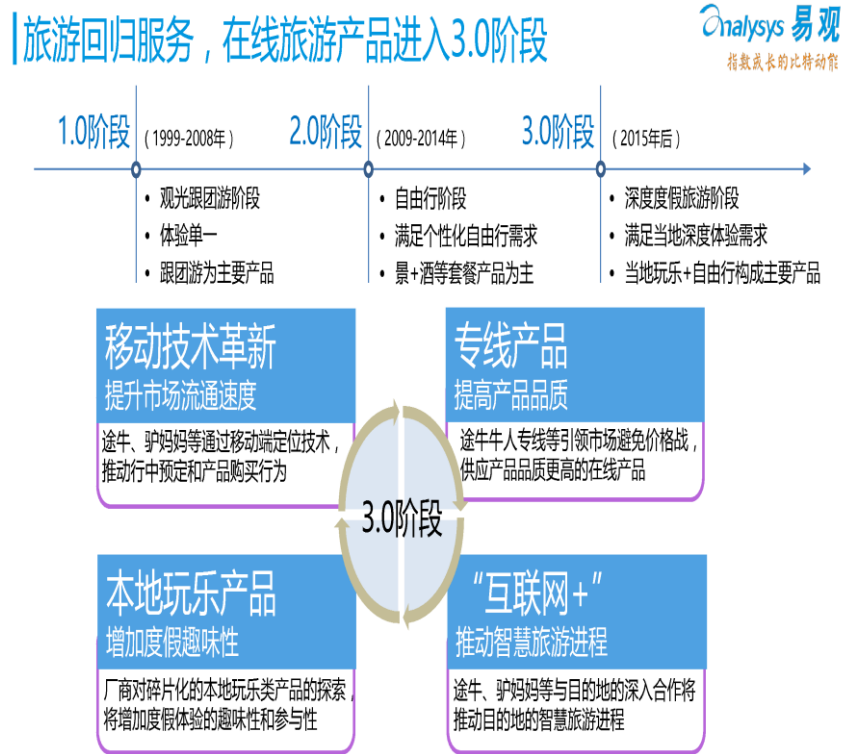
2.1. 加强上游资源控制

产业组织理论认为，企业后向一体化或者通过其他独占协议等方式加强对上游资源的控制，通常出于如下考虑：节约交易成本、避免供应商价格波动对企业经营成本的影响。特别的，当上游资源稀缺，而下游需求迅速增长，以及上游利润丰厚时，企业后向一体化的动机更强。

随着公司业务规模的扩大，对境外优质资源的需求也日益增加。通过将加强与境外上游服务商的控制与合作，优化目的地资源采购，降低采购成本，为市场提供更加优质的产品与服务，从而提升公司的盈利能力，促进公司的长远发展。

易观发布的《中国在线度假旅游专题研究报告 2016》中指出，2015年之后，中国的在线旅游产品已经进入 3.0 阶段，即深度度假旅游阶段，以满足个性化自由行需求转变为满足当地深度体验需求，产品方面从“景+酒”组合转变为“当地玩乐+自由行”组合。

图表 30 2015 年中国旅游产品进入 3.0 阶段



资料来源：易观，东吴证券研究所

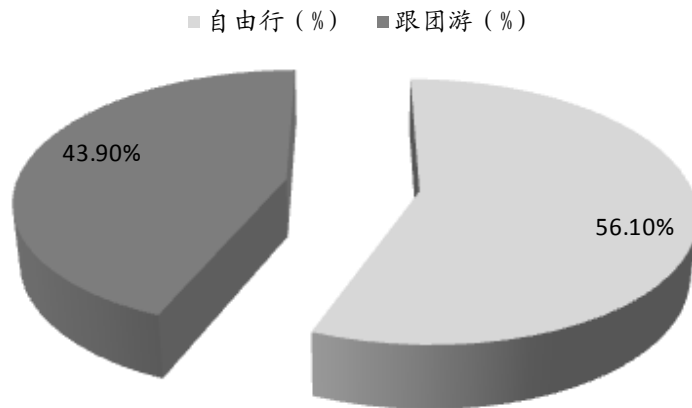
在目的地产品方面，2015 年起途牛、携程、去哪儿都纷纷上线本地玩乐栏目，通过一站式本地玩乐平台，整合境外碎片化的旅游产品，为出境自由行用户提供服务保证，提升旅游体验。对上游资源的争夺已经成为旅行社未来市场竞争的关键，无论是传统旅行社还是 OTA。

更为重要的是，目的地资源的布局是公司打造包括游学、留学教育、医疗、移民、置业、出境金融等出境服务综合平台的重要基础资源。

2.2. 布局自由行

根据国家旅游局数据，2015 年中国出境游的 1.28 亿人次中，自由行客户占比为 56.1%，并呈现逐年增长的局势。从区域分布来看，蚂蜂窝联合中国旅游研究院共同发布《全球自由行报告 2015》中显示，2015 年自由行在亚洲所占市场份额为 50-60%，欧洲为 70%-80%，北美高达 90%。自由行已经成为中国人旅游最主要的方式，随着中国游客出境游经验的日趋丰富，对个性化旅游体验要求的不断提高，这一占比将持续提高。

图表 31 2015 年中国出境游中自由行游客占比 56%



资料来源：国家旅游局，东吴证券研究所

目前，中国拥有出境旅行证件的中国公民约 6500 万人，而每年出境旅行人次超过 1.2 亿，这意味着大多数出境游客早已度过了早期“扫盲式”的好奇阶段。那种“九天欧洲十国高速公路游”的“串烧式”线路，“上车睡觉、下车拍照、进店就拿护照（购物）”的团队旅游形象，正在为自由行的休闲度假游客对目的地多元化生活方式的深度体验所取代⁹。

根据全球最大旅游平台猫途鹰发布的“中国新兴出境自由行游客画像”¹⁰，中国出境自由行游客中 80 后（25 岁至 34 岁）占 41%，年龄在 18-44 岁之间的人群占到 89%。其中 77% 拥有本科或以上学历，44% 人均月收入达 1.5 万元或以上，且大都生活在一线城市。另外值得关注的是，其中超过四分之一的人来自广东省，紧随其后的是上海、四川、北京、江苏。此外，中国出境自由行游客的境外旅行经验越来越丰富，平均出境游次数达 5.5 次，高于中国整体的平均出境游次数（5.2 次）。英语水平普遍较高，41% 的人表示能理解大部分英语。他们也越来越独立自主，更倾向于自己规划行程，而不是跟团游。

⁹ 戴斌《迎接旅行购物的中国时代》的演讲。

¹⁰ 基于全球旅游业权威研究机构 Phocuswright 所做的一次调查，样本包括 3143 名大陆游客，他们在过去一年间至少有过一次出境游。

图表 32 中国出境自由行游客画像



资料来源：猫途鹰，中国旅游报，东吴证券研究所

目前，传统跟团游占比将逐渐萎缩，旅行社正逐渐增加精品团和定制游服务。预计到 2018 年，自由行的比例将上升到 80%，接近北美发达国家的水平。

近年来，众信旅游对悠哉旅游网、世界玖玖、穷游网等在线自由行平台的投资，是从境内出发地端对自由行的布局；而投资上游目的地资源，如 Club med、德国开元、天益游、波兰大巴车公司等，则是从境外目的地端实现对自由行市场的布局。

2.3. 切入境外消费市场

旅行的本质就是异地消费。从 2012 年，中国就稳居世界第一大出境旅游消费国，对全球旅游收入的贡献年均超过了 13%。现在，中国游客的足迹已经遍布包括南北两极的世界每一个角落。根据国家旅游局数据，2015 年中国出境游达到 1.28 亿人次，海外花费 1045 亿美元¹¹，人均消费 816 美元。

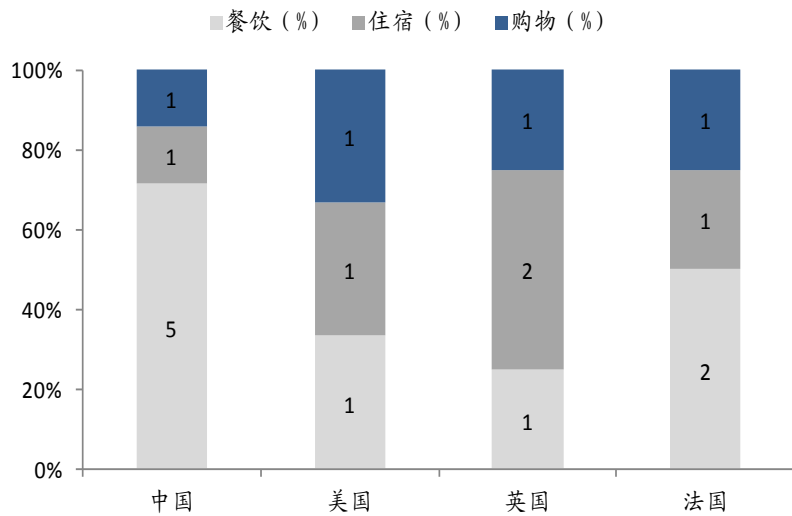
在线旅游的发展使得“机+酒”的消费更加透明，旅游消费升级和中

¹¹ 商务部数据称，2015 年中国人的境外消费是 1.2 万亿元。

产阶层的扩大，导致中国出境游自由行用户关注点从“机+酒”为主转向以购物、美食、当地娱乐为主。购物美食、造访当地著名景点以及参与当地特色的夜间娱乐活动，已成为中国游客行程中当地活动安排的前三名。

《全球自由行报告 2015》数据显示，与美国、英国、法国的自由行游客的消费结构比较，中国的出境自由行游客特色鲜明。美、法、英游客的餐饮、住宿、购物花费相差不大。美国游客的购物、餐饮、住宿费用的比例是 1:1:1，偏好住宿环境的英国是 1:2:1，崇尚美食的法国是 2:1:1，中国游客的购物费用与餐饮、住宿的比例为 5:1:1。中国游客对购物有 5 倍于住宿和餐饮的热情。

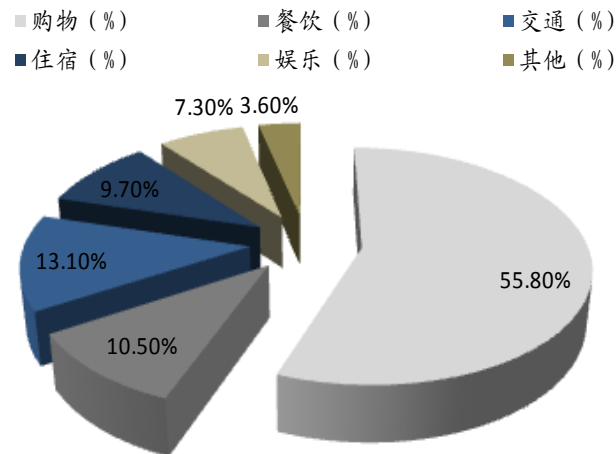
图表 33 各国自由行游客出境餐饮、住宿、购物花费结构



资料来源：《全球自由行报告 2015》，东吴证券研究所

2015 年，中国出境自由行游客人均消费 11625 元，而自由行游客在购物、餐饮的消费占比，已经分别超过了交通和住宿的消费占比。出境自由行方面，中国游客购物、餐饮的消费占比分别为 55.8%、10.5%，分别超过了交通(13.1%)和住宿(9.7%)的消费占比。国内自由行方面，中国游客的购物、餐饮的消费占比分别为 29%、19.5%，也分别超过了交通(22%)和住宿(17.5%)的消费占比。

图表 34 2015 年中国出境自由行消费结构



资料来源：《全球自由行报告 2015》，东吴证券研究所

曾经以为是出境游花费最大支出的住宿和交通，其实只有大概 20% 的占比，这意味着切入境外消费市场将来带市场空间 4 倍的提升。

中国游客在境外自由行时平均每餐人均消费金额 203 元；境内自由行时平均每餐人均消费金额 67 元。报告认为，这主要由两个因素造成：其一，旅游消费升级、中产收入阶层扩大，自由行游客愿意花更多的钱去购物与品尝美食；其二，在线旅游快速发展，机票、酒店等标准类旅游产品的整体价格因竞争被不断拉低。

2015 年，中国出境游客海外花费 1045 亿美元，按照目的地消费 5 个点反佣，保守计算境外消费有 52.25 亿美金的毛利(约合 350 亿人民币)，并且每年以 30% 的速度复合增长。

更为重要的是，《全球自由行报告 2015》显示，除了优质的旅游点评、旅游问答、旅游攻略、游记等供决策参考，用户希望能够同时购买酒店、机票、签证、邮轮、租车、保险、当地游等全网高性价比的自由行产品和服务，并进行旅游结伴社交。在碎片化和移动互联网时代，71% 的自由行用户希望获得一站式的解决方案和完整的旅游产品购买、消费体验，缩短旅游决策时间。

图表 35 71%的自由行用户希望获得一站式服务



资料来源：《全球自由行报告 2015》，东吴证券研究所

对于自由行游客来说，“机+酒”标准化的产品只是出境游的起点，解决了说走就走的问题，而在飞机降落那一刻行程才真正开始。中国游客对出境游服务的需求由原来的标准化产品转变为更加多元化和个性化的需求，一站式的出境游服务平台无疑将是出境游的下一个风口。

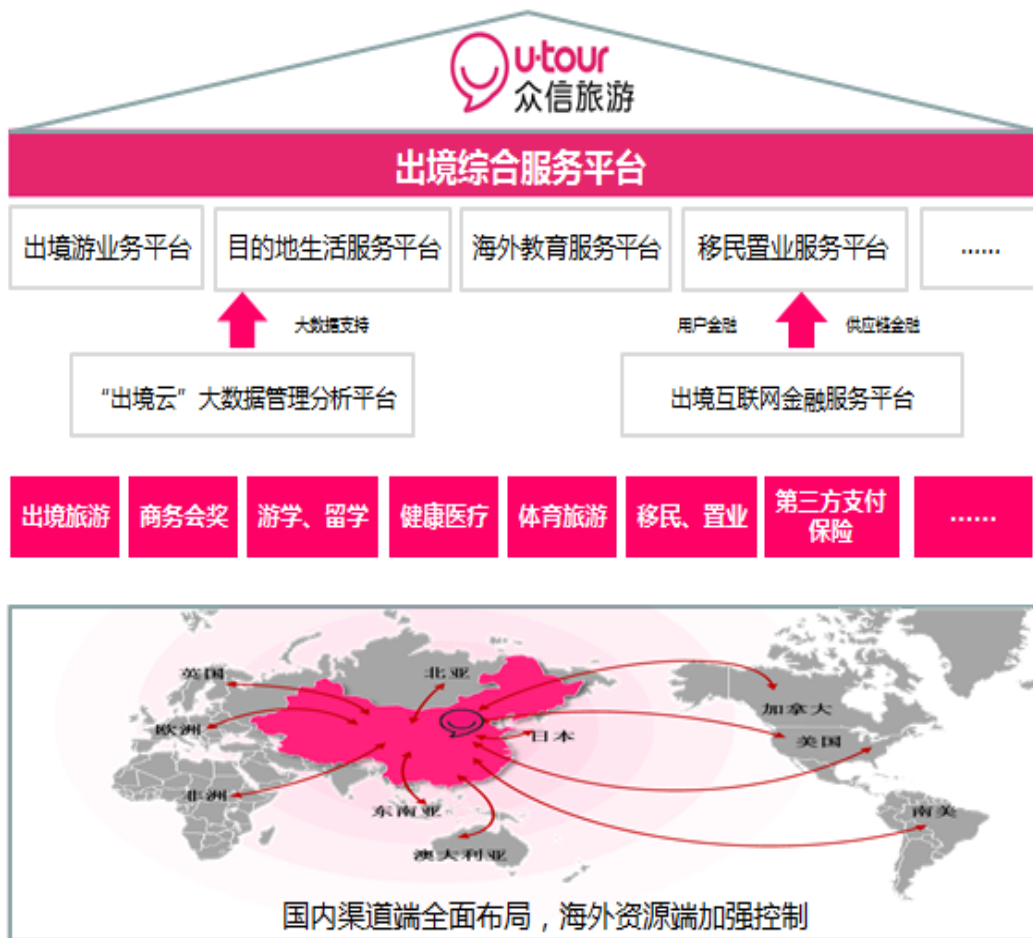
未来，公司将更多地向目的地服务方面增加投入，通过并购、参股等多种方式建设出境游目的地服务平台，目的地增值服务将成为公司未来新的增长点。

3. 更多消费场景，打造出境综合服务平台

众信旅游虽然是一家旅行社，但是一直倡导并且传递“旅游生活”的概念。在前期一系列并购及业务布局基础上，公司推出了战略升级版--由国内领先的出境游运营商升级为成为中国最具竞争力的全方位出境综合服务平台。未来，公司希望通过更全面地了解国人境外的各类需求，掌控境外目的地的各种资源，为国人在境外目的地提供落地的个性化服务。打造出境综合服务平台，布局游学、移民置业、健康、体育、海外金融等出境综合服务领域，围绕目标人群的境外生活层层展开，打破旅游与非旅游的边界。

众信旅游的全方位出境综合服务平台由出境游服务平台、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、出境互联网金融服务平台以及“出境云”大数据管理分析平台等子平台组成，提供出境旅游、商务会奖、游学及留学教育、健康医疗、体育旅游、移民置业、旅游金融、保险等一系列出境综合服务。

图表 36 众信旅游出境综合服务平台业务架构



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

目前，在目的地生活服务平台的构建上，众信旅游已收购及增资获得法国安塞尔、德国开元全资控股股东北京周游天下国际旅行社有限公司股权，并与国内领先的新型通信服务商二六三签署战略合作协议，开拓基于移动互联网的海外华人、商旅华人的综合信息服务；在海外教育服务平台的构建上，众信旅游投资了天津异乡好居网络科技有限公司；在出境互联网金融服务平台上，从之前控股乾坤运通（现更名为悠联货币），到公司计划以自有资金人民币 1.5 亿元与同创九鼎等 7 家公司共同发起设立人寿保险股份有限公司（尚须中国保监会核准），到设立小额贷款公司，提供供应链金融和消费金融服务；在移民置业服务平台上，公司战略投资“杭州四达”。

图表 37 公司在异地生活综合服务平台方面的布局

时间	资源类型	投资项目	投资方式与合作
2015	留学领域		投资异乡好居，聚焦于留学移动互联网布局，进行产业链整合和留学生生态圈打造。异乡好居下设三个平台，分别是：留学神器；有好居；留学小贷。
2015	移民领域		收购杭州四达，杭州四达是由公安部门认证批准的移民中介机构，专业为中国公民提供赴美国、加拿大、澳大利亚、欧洲各国的移民中介服务。
2015	出境互联网金融领域		公司收购具有外币兑换资质的“悠联货币”，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，客人可以在咨询、报名、递交签证资料时，直接进行货币兑换，拓宽了客户服务范围与公司的业务范畴，系公司布局出境互联网金融领域的首次尝试。
2015	出境互联网金融领域		投资设立全资子公司广州优贷小额贷款有限公司，结合现有货币兑换业务，进一步丰富出境金融服务板块，为后续公司给出境服务产业链上下游及客户提供第三方支付、保险等其他更多金融服务打下基础。
2016?	国际教育领域	???	
2017?	健康、体检领域	???	

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

各平台之间能够实现客户共享、资源共享，发挥业务协同作用，加强国内内容源地渠道和海外目的地资源两端控制，最终成为国内最具竞争力的出境综合服务平台。

未来，公司各平台业务之间的协同效应将进一步强化众信旅游的核心竞争力，业务的协同主要来自两个方面：一是围绕核心客户——中国中产阶级服务的相关多元化，通过介入更多的服务场景，从低频出境游到高频异地生活服务提高客户粘性；二是境外服务需求相互伴生，市场相互转化产生范围经济。相关多元化和范围经济将带来经营范围的扩大，和经营效率的提升。

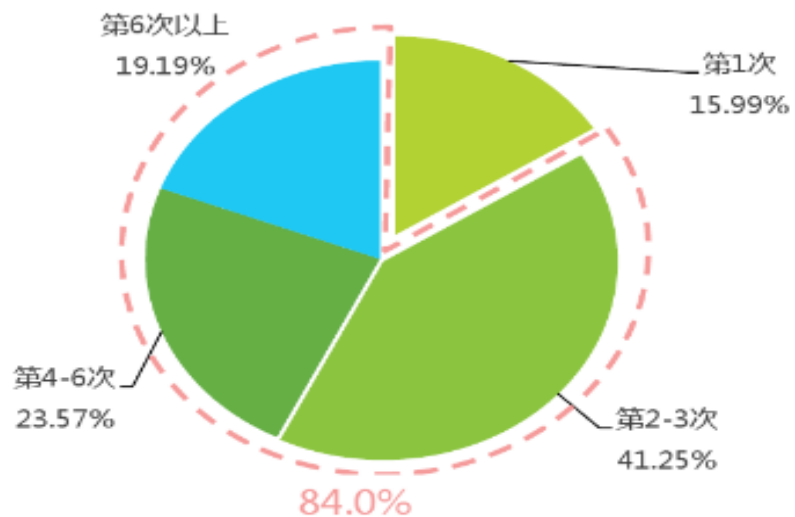
3.1. 围绕中产阶级境外消费的相关多元化

美投行瑞信发布《全球财富》报告显示，按照美国的标准¹²，2015 年中国有全球最庞大的中产阶级 1.09 亿人，他们控制着 28.3 万亿的财富；而美国中产阶级是 9200 万人，控制的财富是 18 万亿美金。中国的中产阶级是消费的中坚力量，2015 年中国有 1.2 亿人次出境旅游，而 14 亿人口中只有 5% 的人持有护照及港澳通行证，中产阶级是其中的绝大多数。

世界银行的报告预计，到 2020 年，中国中产阶级的数量将达到 6 亿以上。越来越富裕的中国人把他们每年将近 19% 左右的收入花在海外旅游上，这也使中国游客成为全球每次旅行和每晚消费最多的国外游客。商务部数据称，2015 年中国人境外消费 1.2 万亿元，新中产是境外消费的主力人群。与这群有一定经济基础，受过良好教育，最求生活品质的新中产崛起相伴随的是消费升级。

艾瑞咨询的《2016 年中国在线出境游市场研究报告》显示，在线出境游用户中，84% 的用户累计出境游超过 1 次，41.3% 的用户有过 2-3 次出境游行为。

图表 38 2015 年在线出境游用户累计出行次数



资料来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

¹² 美国的标准是，个人财富（非年收入）在 5 万美元和 50 万美元之间即为中产阶级。以 IMF 版本的购买力平价（PPP）进行汇率换算，个人财富在 2.8 万-28 万美元（17.63 万-176.3 万元人民币）之间的中国人，均是中产阶级。

消费意识和消费能力不断增强，以及出境经验的不断丰富，中产阶级消费需求的结构也不断发生变化，出境旅游不再是出境的唯一目的，游学、留学、医疗、移民、体育、置业、出境金融等出境服务需求不断扩大，出境游和境外服务市场的增长潜力将进一步释放。

中产阶级出境目的多样性为更多的相关产业带来发展机遇。数据显示，2014 年，我国留学人员总数为 45.98 万人，产业规模约达到 2,000 亿元；中国海外游学人数 40 万人次，市场规模近 100 亿元；中国已经成为继印度、墨西哥、俄罗斯之后全球排名第四的移民输出国。

2015 年，众信旅游（含竹园国旅）服务人群 130 万人左右，加上华远国旅，客户规模将达到 200 万人，公司一直定位于中高端旅游，中产阶级占客户的绝大多数。公司原有的出境游业务与正在打造的包含游学、移民、海外置业等业务的出境综合服务平台的客户群体高度重合，即不断壮大的中产阶级，围绕相同客户开展的相关多元化业务之间将会产生较强的协同效应，带来经营效率的提升。

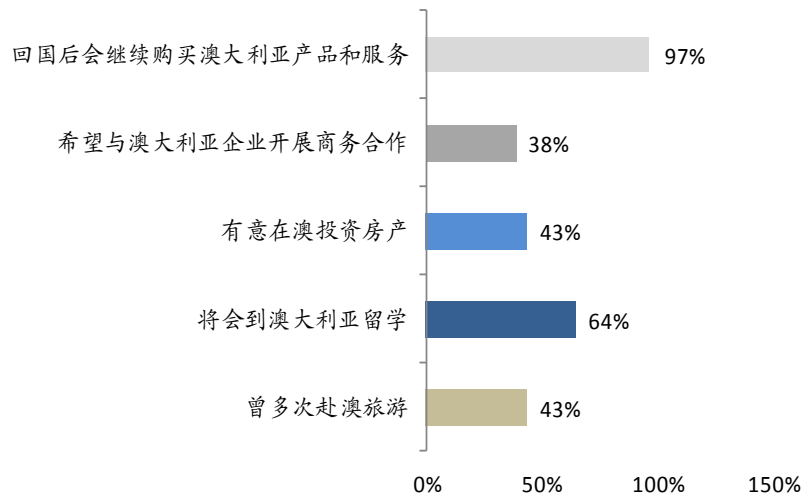
3.2. 需求相互伴生，范围经济提升盈利能力

在公司所打造的出境综合服务平台中，出境游、游学、留学教育、移民置业和旅游金融等一系列服务的需求都是相互伴生的，这些市场若能相互转化，客单价必将大幅提高，同时资源的共享也将带来成本的节省。这意味着公司同时提供这些服务要比不同的公司分开来提供这样服务的成本要更低，也就是所谓的范围经济。

澳大利亚中国工商业委员会(澳中商会)的一项报告认为，到 2025 年中国游客对澳大利亚经济的贡献将达到 1400 亿澳元(约合 1005 亿美元)。而中国游客赴澳大利亚旅游，以及包括教育和投资等活动在内的再次消费，成为助推澳经济增长的重要因素。

该报告对中国游客进行了访问，其结果显示了各种境外服务需求的伴生性，中国赴澳游客中 46%表示曾多次赴澳旅游，64%表示将会到澳大利亚留学，43%有意在澳投资房产，38%希望与澳大利亚企业开展商务合作，97%表示从澳大利亚回国后会继续购买澳大利亚产品和服务。

图表 39 澳中商会对中国游客的访问结果



资料来源：澳中商会，东吴证券研究所

我们认为在所有的伴生关系中，出境游与金融和国际教育的伴生性最为重要。

3.2.1. 金融与出境服务

金融服务需求伴生于出境服务的方方面面。客户在出境过程中会涉及到住食行游购娱等各项旅游要素，以及各类出境服务业务的购买，均存在外币支付等大量金融相关需求。

公司以出境互联网金融服务平台绑定各类出境服务，将为公司所有出境服务的客户提供第三方支付、外币兑换、保险等金融服务，并为出境服务产业链上下游客户提供供应链金融服务。

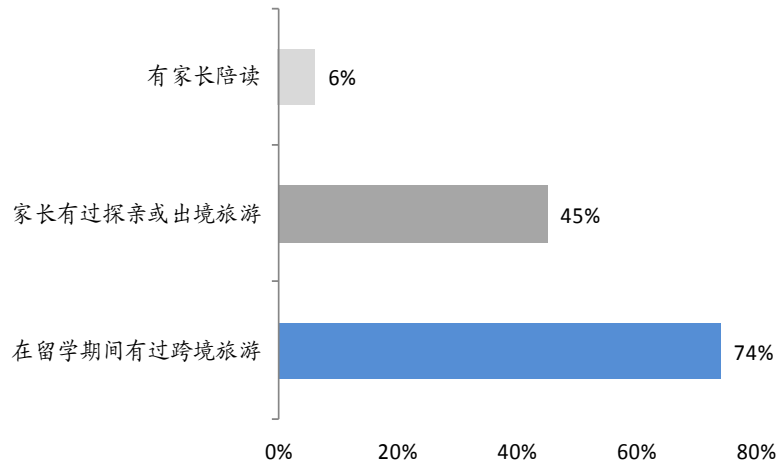
随着公司从出境旅游运营商向出境服务综合平台转变的推进，金融服务的需求将从旅游相关领域向境外学习、生活、投资置业等更广方向拓展。发展出境互联网金融业务，是满足出境客户多样化需求的重要举措，将为公司提供新的盈利增长点。公司为客户提供出境服务的同时配套相关金融服务，将极大地提高客户便利度，一站式满足其需求，进而增加客户粘性，提升单个客户的盈利贡献，对公司的长期稳定发展起到促进作用。

3.2.2. 国际教育与出境服务

对于国际教育来说，通常海外留学的学生都会趁假期在周边国家旅行，同时留学也会伴生家长的出境游、陪读以及海外置业等一系列需求。新华社《经济参考报》与 Visa 公司联合发布的《2015 年中国跨境消费年度指数报告》通过对近千名海外留学生的问卷调查，研究了中国留学生的消费模式，报告显示接近 74% 的受访海外留学生在留学期间有离开留学所在地进行跨境旅游的经历；有接近 45% 的留学生家长在子女留学期

间有过探亲或出境旅游经历，有 6% 的留学生有家长陪读。在过去一年内家长有过探亲或旅游经历的留学生接近 45%。

图表 40 新华社和 Visa 对留学生的问卷调查结果

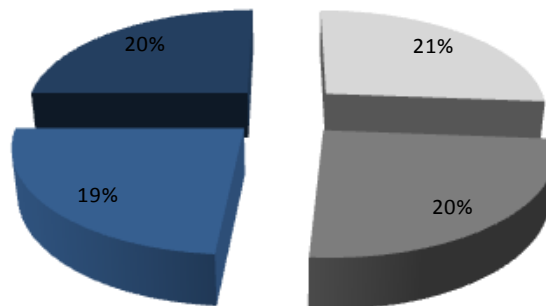


资料来源：《2015 年中国跨境消费年度指数报告》，东吴证券研究所

2014 年美国发放的投资移民签证名额为 10,692 份，其中中国移民占 85.40%，中国已经连续六年为美国第一大投资移民来源国。根据《胡润中国投资移民白皮书》显示，子女教育是高净值移民的最主要原因，占 21%。因环境污染因素而考虑定居海外的占 20%；因食品安全因素而考虑定居海外的占 19%。

图表 41 中国高净值人群移民的主要原因

■ 子女教育 (%) ■ 环境污染 (%) ■ 食品安全 (%) ■ 其他 (%)



资料来源：《胡润中国投资移民白皮书》，东吴证券研究所

留学生从产生留学意向到完成留学甚至境外就业期间，伴生着非常多的境外消费及服务需求。通常，国际教育服务费用仅占留学总费用 5% 左右，因此，出境游、投资移民、海外置业成为国际教育行业一个重要

的延伸方向。不久前，新通教育完成了对杭州蓝海国际旅行社的收购，希望通过利用其在出境游市场上的优势，完善在服务链前端国际游学板块的布局。“国际教育+出境游”的融合成为产业的一个主要的趋势。

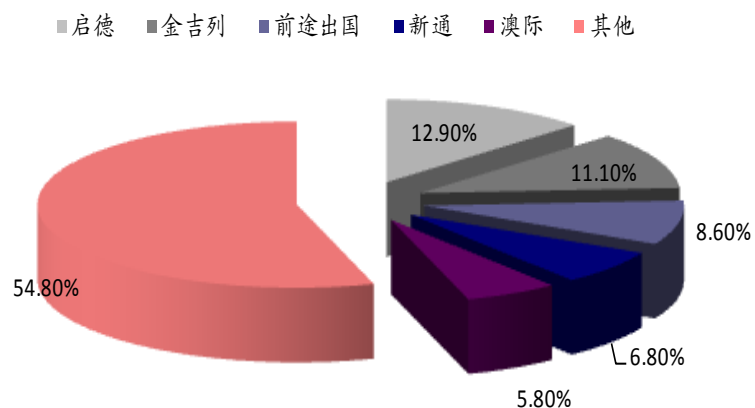
目前，从覆盖的业务类型来看，除了国际教育、健康、体检等板块外，其余都已搭建完毕。预计到 2018 年，非旅游业务的利润占比将达 2 成以上，成为公司又一新的增长点。

公司今年布局的重点是国际教育领域，“出境游+国际教育”可以催生出一个更大的游学市场。现阶段游学产品的供给方为学校（占比 65%）、留学机构（占比 20%）、出境游旅行社（占比 12%）、专门的游学机构和网站（3%）。学校与社会培训机构、留学中介主体拥有客源与海外学习、培训资源的优势，即“学”的优势；出境旅行社拥有丰富的旅游资源与行程安排成本优势，即“游”的优势。

“出境游+国际教育”的产业融合不仅能够分享来自旅游和教育两个行业的政策红利，还可以在推广两个产业交叉产品——游学业务时兼具旅行社的成本优势，及教育机构的专业优势。

根据 Frost & Sullivan 的数据，2014 年，按签署的合约数目计算，中国留学咨询市场上，启德教育集团市场占有率第一，为 12.9%；金吉列市场份额 11.1%的；前途出国（新东方的子品牌，经营海外留学咨询业务）于排名第三，份额 8.6%；新通及澳际排名第四及第五，份额分别为 6.8%及 5.8%。

图表 42 2014 年中国留学咨询市场结构



资料来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

从 2015 年国际教育行业的两起并购预案来看，市场排名第一的启德教育和排名第四的新通国际 2016 年的承诺业绩分别为 2.40 亿元和 1.38 亿元，我们保守估计，公司在国际教育领域并购标的的净利润规模至少应该在 5000 万以上。

图表 43 启德教育和新通国际收购预案对比

	启德教育	新通国际
交易价格 (亿元)	45	16.66
收购 PE (2016)	18.75	12.07
16 年承诺业绩 (亿元)	2.40	1.38
16-18 年业绩承诺 YOY(扣非)	38.73%\14.58%\12.73 %	25.62%\25.40%\24.18 %
业绩补偿安排	业绩承诺方就差额的 3 倍补偿, 但上限是 9.5445 亿	全额补偿
业绩超额奖励条款	超额的 30%, 但不超过交易价的 20%	超额的 30%, 但不超过交易价的 20%

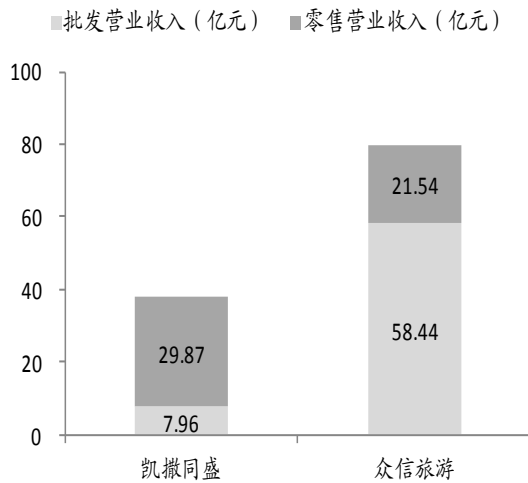
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

预计 2016-2018 年, 出境综合服务 (出境游之外的) 业务贡献的业绩分别为 7000 万 (2000 万移民+5000 万拟收购的海外教育)、1.5 亿元和 2 亿元, 分别同比增长 98%, 38% 和 29%。

4. 众信与凯撒分路而行

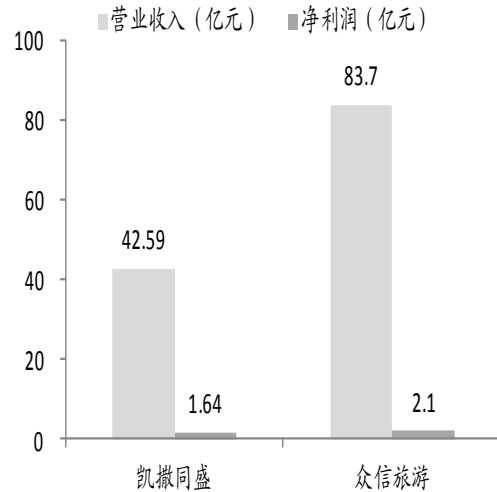
凯撒同盛和众信旅游同是批零一体化的出境游旅行社，最主要的差别在于产业链布局上，众信旅游更重批发，而凯撒旅游零售占比更大。众信的批发和零售比是 4:1，而凯撒旅游则是 1:4。

图表 44 众信旅游和凯撒同盛批发和零售业务规模比较



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

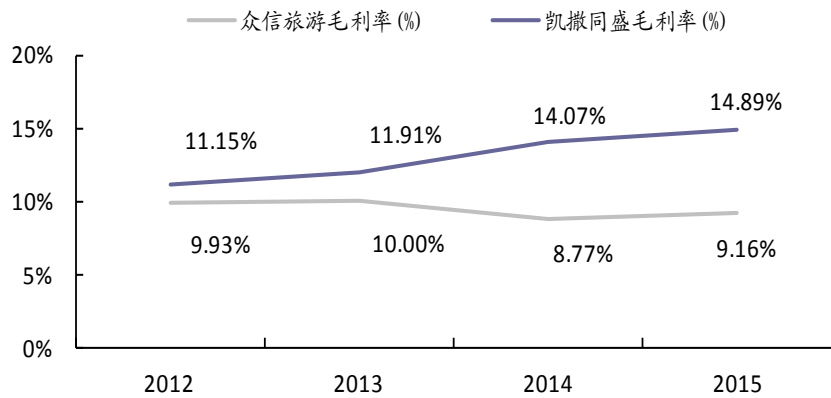
图表 45 众信旅游和凯撒同盛收入和净利润规模比较



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2015 年, 众信旅游批发和零售业务的毛利率分别为 7.20% 和 15.28%; 凯撒同盛批发和零售业务的毛利率分别为 7.21% 和 16.75%。批发和零售毛利率的差别, 以及业务构成的不同造成两家公司盈利能力的差距, 凯撒同盛的净利润率是 3.85%, 而众信旅游是 2.51%。2015 年, 众信旅游的收入接近凯撒同盛的两倍, 净利润则是凯撒同盛的 1.3 倍。

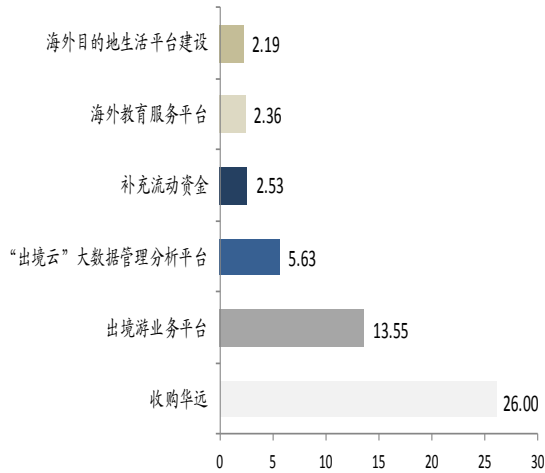
图表 46 众信旅游和凯撒同盛毛利率水平比较



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

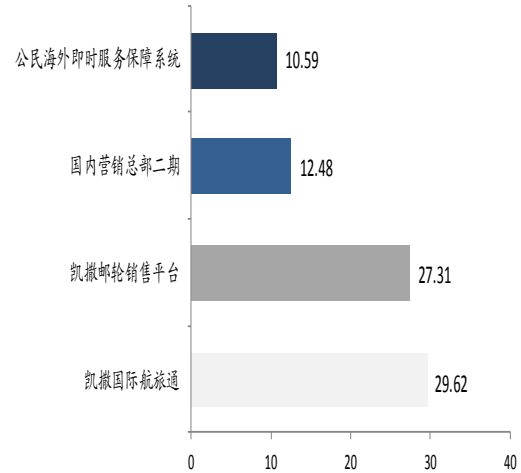
众信旅游发行股份和募集配套资金共 49.5 亿元,对比 2016 年推出了 80 亿定增方案的凯撒旅游,可以发现两家公司未来的发展战略已经出现了更加明显的差异。

图表 47 众信旅游发行股份+配套资金共 49.5 亿使用情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 48 凯撒旅游定增 80 亿使用情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

众信旅游的发展方向是: 一、强化批发端, 在去年收购了竹园 70% 股权之后, 再将华远收入囊中; 二、加强对目的地资源的控制, 通过投资并购多种手段向产业链上游延伸, 如大巴车、地接社、度假村、酒店、免税店、以及那些整合目的地碎片化服务的公司; 三、打造出境游综合服务平台, 其中包括游学及留学教育、健康医疗、移民置业、旅游金融等方面。而在实体门店扩展方面计划投入 3.81 亿元, 远低于凯撒旅游的 12.48 亿元。可以看出, 在零售端众信旅游相对倚重线上渠道获得流量, 而凯撒旅游更加注重线下的零售门店。

图表 49 众信旅游合作与投资的线上渠道

时间	线上渠道	合作/投资方式
2016.4.18	要出发	要出发是一家主打“周边游”服务的在线旅游服务商, 以大城市或省会城市为中心, 覆盖其周边及邻近省份城市的旅游市场, 行程以 1—3 天为主的旅游套餐。完成 D 轮 5.5 亿元融资后, “要出发”将联合投资方众信旅游着手开拓海外市场。
2016.1.25	携程	收购华远国旅完成之后, 携程将持有公司 5.07% 股份, 未来携程度假业务板块分拆开展股权融资或 IPO, 公司可持股 10%。
2016.1.6	穷游	香港众信 1.2 亿收购穷游 5.499% 股权, 穷游网作为领先的国内最专注出境游的一站式平台, 具有超过 6,000 万的优质自由行用户, 双方的资源和渠道可以无缝对接, 优势互补, 有利于共同抓住出境游飞速发展的机遇, 满足消费者日益增长的自由行需

		求，加速双方在自由行领域的发展，进一步完善双方在线旅游领域的布局。
2015.11	6 人游	6 人游是一家做出境游定制的初创企业，产品模式类似“传统定制旅行社+线上获客渠道”，通过微信服务号，联系 6 人游的全职旅行定制师，获取定制行程。
2015.9	来跑吧	参与来跑吧 A 轮融资，并成立合资公司，以马拉松旅游产品为突破口，拓展体育旅游
2014.12	悠哉网	6000 万元收购悠哉 15% 的股份

资料来源：东吴证券研究所整理

而凯撒旅游的未来布局则是：一，强化零售端；二，走“旅游+大交通”模式。在零售端，凯撒将开设更多的零售门店，包括 150 家旅游体验店、28 家升级版体验店、1000 家“到家店”和 5 个“凯撒旅游 mall”，试图实现覆盖全国的线下零售网络。以及一个耗资 10.59 亿元的海外度假服务系统，用以提升客户的体验，推动自由行业务的发展。

在大交通的布局上，凯撒旅游计划投资 27.31 亿元开发国际航旅通项目，通过与航空公司合作包机构建线下航旅通业务中心和线上航旅通管理平台，不断提高客机利用率并降低游客的航空旅行成本。

当然，凯撒旅游在线上也有布局，但也是紧密围绕大交通的布局。此前，通过增资“航班管家”母公司——活力天汇发力移动端市场，加快公司产品线上和线下的融合，进一步掌握移动端的用户资源，“航空+旅游”模式有望实现跨越发展。另外，活力天汇基于共享经济理念已延伸出伙力专车、伙力食等产品，公司也就此涉足旅游共享经济。

此次定增邮轮销售平台计划投资 27.31 亿元，通过与知名邮轮公司合作，建设线上的数字化邮轮体验中心和线下的邮轮体验中心，全面覆盖母港口岸，致力于将“凯撒邮轮”打造成为中国第一的邮轮品牌。在早在 2015 年 8 月，凯撒旅游宣布正式组建邮轮销售公司“凯撒邮轮”，在未来三年内将持续加大对邮轮业务的投入，投入不少于 50 亿元，在全国主要城市建立 60 个邮轮体验中心，力争打造全国最大的，线上线下一体化的邮轮销售平台。

我们认为，从两家公司对未来的布局来看，各有千秋，很难判断谁的发展模式更胜一筹。但是，两家出境游巨头的战略定位开始出现明显分化，并开始谋求一个更大的，基于中产阶级境外消费更多元化需求的市场，未来直接和惨烈的竞争蚕食利润的危险进一步降低。出境游市场在快速增长，中产阶级人群在迅速扩大，围绕这类核心人群提供多场景服务的出境游和境外服务市场的增长潜力必将进一步释放。

这里引用航班管家 CEO 连长说过的一句话：“未来我们还会不会是一个旅游公司？我不知道。旅游边界正渐渐变淡。”

5. 盈利预测和投资建议

公司坚持“一纵一横”战略，通过并购与合作的方式，纵向完善出境游业务的上中下游，未来更多的资源将向上游倾斜，向目的地碎片化服务增加投入，通过并购、参股等多种方式建设出境游目的地服务平台。

横向则拓展出境综合服务平台，围绕出境游的客户、资源和渠道，积极向游学、移民、海外置业等领域延伸，目前除了国际教育、健康、体检等板块外，其余都已搭建完毕，年内移民业务有望爆发增长，国际教育业务将通过外延并购的方式重点布局。预计到 2018 年，非旅游业务的利润占比将达 2 成以上。更多的海外布局和国人境外生活的综合业务，为公司增加盈利的同时，实现了国家所鼓励和倡导的国人境外消费回流。

公司内部各层级与公司利益捆绑充分，近期实际控制人增持+高管增持+员工持股+股权激励相继推出¹³，彰显管理层对公司未来增长的信心和对公司价值的认可。

暂不考虑携程入股后，公司参与自营业务带来的规模增量，按照华远国旅全年并表计算，预计 2016-2018 年，众信+华远国旅的归属净利润分别为 4.00 亿元、5.11 亿元、6.62 亿元，分别同比增长 98%，38%和 29%。此盈利预测并没有考虑规模增大对毛利率的提升，是较保守的测算。

预计 2016-2018 年，旅游链条外的业务贡献的业绩分别为 7000 万（2000 万移民+5000 万拟收购的海外教育）、1.5 亿元和 2 亿元，分别同比增长 98%，38%和 29%。

公司 2016-2018 年备考归属净利润为 4.4 亿元，6.61 亿元和 8.62 亿元，EPS 为 0.45、0.68 和 0.89 元，PE（2016E）为 46 倍，目前股价 20.85 元，介于定增价 20.98 元和收购华远换股价 17.89 元之间，维持“买入”评级。

¹³ 2016 年 5 月 26 日，公司第二期股权激励计划完成首次授予，激励对象涉及范围广泛，共计 393 人。5 月 24 日公司副总经理、董事会秘书王锋先生增持公司股份 24.92 万股，均价为 20.01 元/股，占公司总股本 0.03%。股权激励计划中被授予 36 万股。5 月 18 日，公司第一大股东、实际控制人、董事长兼总经理冯滨先生宣布，计划在未来 6 个月内增持公司股票，增持金额不超过 5000 万元，现已增持 1099.6 万元。5 月 12 日，公司宣布筹划员工持股计划。

6. 风险提示

- 1、市场竞争加剧风险；
- 2、服务质量控制风险；
- 3、收购整合低于预期风险；
- 4、汇率波动风险；
- 5、不可抗力风险；
- 6、重大资产重组、配套融资及募投项目投资的不确定性风险。

众信旅游三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2149.5	4718.3	7291.4	8857.5	营业收入	8370.2	15004.9	20327.0	26461.6
现金	960.4	2640.2	4476.3	5192.7	营业成本	7603.8	13473.4	18170.5	23603.7
应收款项	695.6	1027.7	1392.3	1812.4	营业税金及附加	44.0	82.5	111.8	145.5
存货	0.4	0.0	0.0	0.0	营业费用	367.0	664.7	914.7	1211.9
其他	493.1	1050.3	1422.9	1852.3	管理费用	90.1	158.1	230.3	344.6
非流动资产	1068.5	1084.5	1092.9	1101.3	财务费用	3.7	-1.9	-37.1	-62.6
长期股权投资	37.4	37.4	37.4	37.4	投资净收益	-0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	10.6	27.2	36.2	45.2	其他	-7.7	0.0	-0.0	0.0
无形资产	17.8	17.2	16.6	16.0	营业利润	254.0	628.1	936.7	1218.4
其他	1002.7	1002.7	1002.7	1002.7	营业外净收支	3.6	0.0	0.0	0.0
资产总计	3218.0	5802.8	8384.3	9958.7	利润总额	257.6	628.1	936.7	1218.4
流动负债	1542.8	2512.8	3175.6	3945.4	所得税费用	48.0	157.0	234.2	304.6
短期借款	620.0	620.0	620.0	620.0	少数股东损益	23.0	31.0	40.3	52.4
应付账款	474.6	742.7	1001.6	1301.2	归属母公司净利 润	186.7	440.1	662.3	861.4
其他	448.1	1150.1	1554.0	2024.2	EBIT	265.4	626.2	899.7	1155.8
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	271.8	628.7	902.5	1159.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值 指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	1542.8	2512.8	3175.6	3945.4	每股收益(元)	0.45	0.45	0.68	0.89
少数股东权益	110.8	138.4	174.2	220.9	每股净资产(元)	3.75	3.24	5.18	5.96
归属母公司股东 权益	1564.4	3151.7	5034.5	5792.5	发行在外股份(百 万股)	417.5	971.5	971.5	971.5
负债和股东权益总 计	3218.0	5802.8	8384.3	9958.7	ROIC(%)	15.3%	20.9%	29.7%	36.8%
					ROE(%)	11.9%	14.0%	13.2%	14.9%
现金流量表 (百万 元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	9.2%	10.2%	10.6%	10.8%
经营活动现金流	12.5	543.6	626.7	831.4	EBIT Margin(%)	3.2%	4.2%	4.4%	4.4%
投资活动现金流	-246.2	-10.9	-11.2	-11.6	销售净利率(%)	2.2%	2.9%	3.3%	3.3%
筹资活动现金流	772.9	1147.2	1220.5	-103.4	资产负债率(%)	47.9%	43.3%	37.9%	39.6%
现金净增加额	542.8	1679.8	1836.0	716.5	收入增长率(%)	98.5%	79.3%	35.5%	30.2%
折旧和摊销	6.4	2.6	2.9	3.2	净利润增长率(%)	71.7%	135.7%	50.5%	30.1%
资本开支	-4.7	-10.9	-11.2	-11.6	P/E	46.63	46.03	30.58	23.51
营运资本变动	-1104.9	73.4	-74.2	-79.8	P/B	5.56	2.76	1.73	1.50
企业自由现金流	-839.2	534.6	592.1	778.6	EV/EBITDA	37.70	17.84	13.16	10.92

数据来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

