

**海涛股份(833216)**
**“惠旅游，找海涛”**
**专注出境游的旅行社**
**基本数据**

2016年8月19日	
收盘价(元)	9.88
总股本(万股)	424
流通股本(万股)	136
总市值(亿元)	0.42
每股净资产(元)	25.90
PB(倍)	0.38

**财务指标**

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	849.45	1204.33	1684.57	2188.81	2735.08
净利润(百万元)	4.57	14.21	32.41	57.77	71.70
毛利率	3.1%	5.5%	6.5%	7.5%	7.5%
净利率	0.5%	1.2%	1.9%	2.6%	2.6%
ROE	18.3%	12.9%	29.5%	52.6%	65.3%
EPS(元)	0.23	0.54	1.22	2.18	2.71

**投资评级：中性（首次）**

**专注出境游的旅行社。**公司成立于2010年，作为出境旅游服务的专业运营商，公司主要从事出境旅游的批发和零售业务。

公司专注于日韩、东南亚、欧洲等地旅游产品的研发。出境游产品以批发、零售等方式销售给客户，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。

**资源产品与人才优势。**从2009年开始，先后在日本、韩国、澳大利亚等地出资收购了当地的旅行社、车公司及当地酒店。2012年底与天津航空公司战略合作，成功打造韩国、柬埔寨、泰国、日本、俄罗斯等多条包机航线。2013年7月与“海娜号”邮轮公司合作，包船三个暑期航次前往韩国。2014年实现韩国、日本、俄罗斯、巴厘岛、夏威夷等13个目的地的包机航线，以及包船“皇家加勒比游轮”和“海娜号”的暑期多个航次前往韩国和日本。

公司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，具有较强的稳定性。公司拥有一批国际化背景和经验丰富的旅游业务操作人员，一流的项目策划队伍，高素质的专业计调，专业化的销售，优秀的导游，领队和出类拔萃的服务团队。

**3-5年力争主板上市。**目前公司主要旅游线路是日韩和东南亚等短线出境游。今后将加快市场开拓力度，在稳固日韩、东南亚等出境游行业地位的同时，重点开拓欧洲、美洲等长线旅游市场。扩大产业规模，力争在短线出境游的市场份额达到40%以上，3-5年打造出国内知名品牌并争取实现主板上市。

**盈利预测**

根据对行业状况及公司情况的分析，对公司进行盈利预测，预测公司2016、2017、2018年归属于上市公司股东的净利润分别为3241万元、5777万元、7170万元，每股收益分别为1.22元、2.18元、2.71元。2016年8月19日收盘价对应于公司2016、2017、2018年动态市盈率分别为6.46倍、3.62倍、2.91倍。

**风险提示**

不可抗力风险、汇率变动风险、行业竞争加剧风险、服务质量控制风险、关联交易占比较大风险

研究员 史朋

[shipeng@wtneeq.com](mailto:shipeng@wtneeq.com)

010-85715117



## 目 录

风险分析 .....	1
专业出境游服务运营商 .....	2
旅游行业前景看好，竞争激烈 .....	3
业务范围待扩张 .....	4
收入较快增长，3-5 年力争主板上市 .....	6
盈利预测 .....	8

## 图表目录

图表 1 海涛股份主要产品.....	2
图表 2 前十大股东持股情况.....	2
图表 3 我国截至 2014 年旅行社数量.....	3
图表 4 国内旅行社 C-BPI 排名前五企业.....	4
图表 5 公司网站截图.....	4
图表 6 收入、净利润与三板同类企业对比.....	5
图表 7 盈利能力与三板同类企业对比图表.....	6
图表 8 2013-2015 年海涛股份收入、利润及增长情况 .....	6
图表 9 2013-2015 年销售收入构成 .....	7
图表 10 海涛股份费用率和利润率指标.....	7
图表 11 海涛股份盈利预测.....	8

## ■ 风险分析

### ● 控制人与管理层

自公司在新三板挂牌以来，控制人与管理层为发生变化。

### ● 行业与公司经营

旅行社服务行业竞争激烈，大企业占据品牌优势。国家旅游局正就《旅行社条例（修订草案送审稿）》公开征求意见，《条例》中规定对旅行社实行旅游服务质量保证金制度，对旅游过程中的购物、另行付费旅游项目都有了更详细的规定。对整个行业来说具有政策风险。

公司分别于2015年8月26日、2015年12月24日定向增发210万股和438万股普通股股票，分别募集资金1470万元和5694万元，用于补充公司流动资金。8月26日定向增发对象为公司管理层。12月24日增发对象为8家机构投资者，分别为财通基金-杭州新天地-玉泉10号资产管理合同、中欧盛世-中欧基金-新三板投资基金资产管理计划、北京玺金隆德投资中心（有限合伙）、兴业财富-新三板1号特定多客户专项资产管理计划、中国民族证券有限责任公司、中信建投证券股份有限公司、华福证券有限责任公司、华融证券股份有限公司。

### ● 财务

2016年5月12日，公司接到股转公司关于15年年报的问询函，主要是与北京博远皓成国际旅行社有限公司关联交易的问题。公司于5月19日答复称：与博远皓成于2013年签订了三年的旅游产品批发合同。与同行业对比，博远皓成与公司交易的毛利率属于正常水平，价格公允。且近两年与博远皓成的交易比例正在不断下降。

公司2016年第二次临时股东大会决议通过了《关于公司向北京海涛股权投资管理中心（有限合伙）借款不超过5400万元人民币暨关联交易的议案》。基于资金周转需要，公司拟向控股股东北京海涛股权投资管理中心（有限合伙）借款不超过5400万元人民币，借款利率参照银行同期贷款利率，借款期限预计为一年，具体日期以借款时签署的借款合同为准。

## ■ 专业出境游服务运营商

公司成立于2010年，作为出境旅游服务的专业运营商，公司主要从事出境旅游的批发和零售业务。

公司专注于日韩、东南亚、欧洲等地旅游产品的研发。出境游产品以批发、零售等方式销售给客户，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。

图表 1 海涛股份主要产品

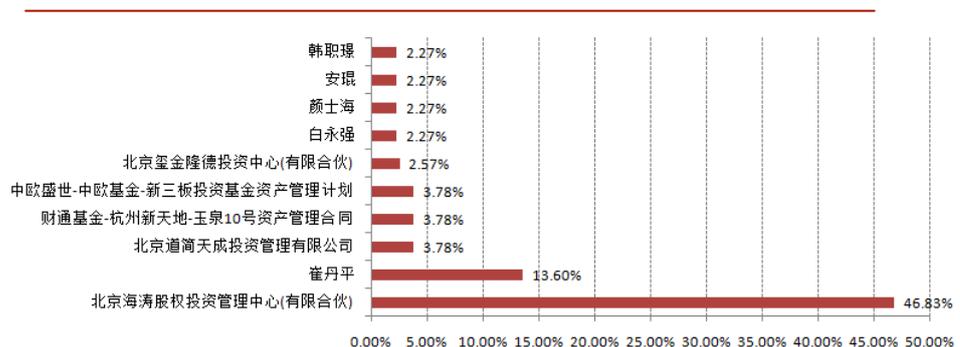
类别	产品特点	典型产品
经典旅游系列	定位于普通游客，特别是首次出国的旅游者。提供常规、低价旅游产品；具有团期密集、行程紧凑、涵盖经典景观等特点	本州北海道温泉六晚七日游、越南柬埔寨六晚七日游、魅力泰国五晚六天纯玩游、童话之旅济州纯玩五日游、北海道冲绳五晚六日游
精品旅游系列	定位于体验当地文化生活，安排当地特色景点或活动。行程追求深度，内容更加丰富。	日本本州双温泉六天五晚美食精品游、新马泰八天七晚时尚之旅
主题旅游系列	产品主题鲜明，具有项目性、阶段性、季节性的特点。	浪漫樱花日本六日游、锡兰记忆-斯里兰卡八日探秘之旅

资料来源：公开转让说明书

公司建立了信息化运营的电子商务平台，以电子商务平台为基础，进行采购管理、产品研发、销售推广、团队运作、后续服务，为消费者提供一站式全方位的旅游服务。

公司控股股东为北京海涛股权投资管理中心(有限合伙)，实际控制人为许涛。海涛股权成立于2014年12月，合伙人为北京波塞冬投资管理有限公司(以下简称“波塞冬”)和自然人许涛、耿丹忱、吴立敏。执行事务合伙人为许涛，经营范围为项目投资；投资管理；企业策划。波塞冬系许涛和崔丹平共同出资设立，持有海涛股权93.78%的股份。许涛持有波塞冬66.60%股份。许涛先生，1973年出生，大学本科学历。历任海洋国际旅行社有限责任公司任部门经理，博远皓成总经理。目前担任海涛股权执行事务合伙人、波塞冬总经理及法定代表人，海涛股份董事长。

图表 2 前十大股东持股情况

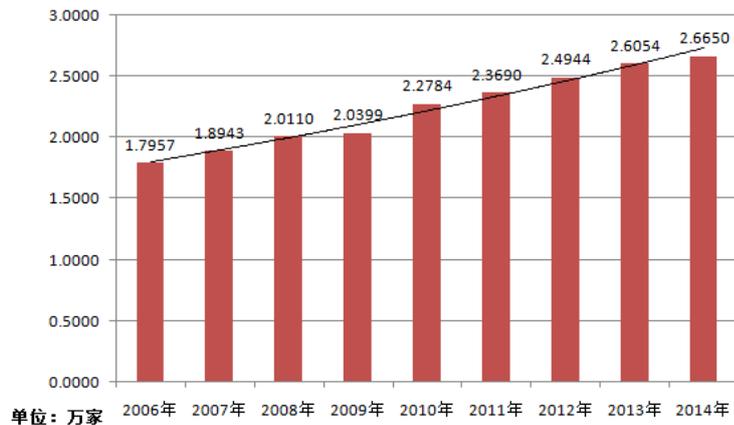


数据来源：choice

## ■ 旅游行业前景看好，竞争激烈

### ● 旅行社数量持续增长，竞争激烈

图表 3 我国截至 2014 年旅行社数量



数据来源: choice

截至 2014 年，我国共有旅行社 26650 家。根据国家旅游局数据，截至 2016 年 3 月 15 日，共有经营出境旅游业务旅行社 3231 家，北京地区就有 609 家。我国旅行社数量众多，彼此间竞争激烈，行业集中度不高，规模参差不齐。一些小的旅行社规模很小，处于勉强维持生存的经营局面。

### ● 旅游市场稳步扩大，出境游潜力无穷

根据国家旅游局《2016 年上半年旅游统计数据报告》，2016 年上半年，我国旅游市场规模稳步扩大，继续领跑宏观经济：国内旅游 22.36 亿人次，比上年同期增长 10.47%；入出境旅游 1.27 亿人次，增长 4.1%；上半年实现旅游总收入 2.25 万亿元，增长 12.4%。上半年累计中国公民出境旅游人数 5903 万人次，比上年同期增长 4.3%。据统计，2001 到 2015 年，中国出境旅游人数从 1213 万人次迅速上升到 1.2 亿人次。

2016 年 2 月，劲旅咨询发布了《2015-2016 年中国在线旅行社市场研究报告》。报告显示，2015 年在线旅游市场规模达 735.5 亿元，较 2014 年同比增长 71.4%。在线渗透率为 20.1%，较 2014 年增长约 7 个百分点，在线渗透率持续扩大。其中携程旅行市场份额为 25%，途牛旅游网和同程旅游网位居 2、3 位。三家体量之和约占整个市场的 50% 份额，旅游度假产品的消费从线下转移到在线的趋势越来越明显。携程旅游 60% 的交易额更是来自于出境游。携程旅游相关负责人表示，“消费升级”是 2016 年上半年出境游的主旋律，选择高级产品的客人达到 75%。中国旅游研究院表示中国已经成为泰国、日本、韩国、越南、俄罗斯、马尔代夫、英国等多个国家的第一大入境旅游客源地。但拥有出境证件的中国人只占总人口的 5%，出境旅游发展仍然潜力无穷。

### ● 大型旅游企业品牌优势更明显

消费者在选择旅行社时，品牌知名度是一项重要指标。消费者认为更高知名度的企业会带来更有保证的服务。良好的市场品牌形象成为旅行社开展经营业务的重要基础。大型旅行社资金实力雄厚，行业经验丰富，营业厅、线下门店遍布全国，具有明显的品牌优势。

图表 4 国内旅行社 C-BPI 排名前五企业

公司简称	成立年份	分支机构	经营规模
中国青年旅行社 (600138.SH)	1997 年	位于北京、上海、东京、温哥华、香港、广州、天津、南京、杭州、深圳等海内外三十余个核心城市	年接待旅客突破 150 万人次，营业收入 100 多亿元
中国国际旅行社 (601888.SH)	1954 年	拥有国内全资、控股企业 38 家，参股企业 4 家，门市数量近千家。在全球 12 个国家和地区设有 8 家全资、控股的海外旅行社公司和 8 家海外签证中心。	2015 年，中国国旅营业收入突破 200 亿元大关，利润总额突破 17 亿元。
中国旅行社总社	-	中国港中旅集团公司旗下负责旅行社业务的全资子公司。拥有遍及全国、延伸海外的 100 多家旅行社。	集团营业收入达到 44 亿港元，净利润突破 15 亿港元。
广之旅国际旅行社	1980 年	拥有近 400 家营业厅，同时在马来西亚、香港、澳门、北京、云南、四川、喀什等地设有分支机构，业务遍及全球 100 多个国家和地区。	-
康辉国际旅行社	1984 年	拥有三百多家子公司，六千多家门市。覆盖 193 个出境国家，服务一亿多用户出游。	-

资料来源：各公司年报、网站

C-BPI 是指中国品牌力指数，于 2011 年首次实施。是基于中国消费者对使用或拥有过的产品或服务回馈意见的基础上进行的独立无偏见的研究，是测定影响消费者购买行为的 Brand Power 指数，是消费者和企业最信赖的品牌评价制度。

2016 年 7 月，港中旅和中国国旅合并成立中国旅游集团。港中旅拥有较多的国内外酒店资源、景区资源，中国国旅最为突出的是免税店业务，目前已经在柬埔寨建有吴哥免税店、西哈努克港免税店，金边免税店也预计今年 8 月开业。港中旅和中国国旅的强强联合将扩大各自优势，提升议价能力，进一步拓展市场份额。

## ■ 业务范围待扩张

### ● 资源优势

图表 5 公司网站截图



资料来源：公司网站

公司与各国驻华使馆、旅游局、航空公司、地接社、车公司及星级酒店等资源单位，有着良好而紧密的合作关系。从 2009 年开始，先后在日本、韩国、

澳大利亚等地出资收购了当地的旅行社、车公司及当地酒店。2012 年底与天津航空公司战略合作，成功打造韩国、柬埔寨、泰国、日本、俄罗斯等多条包机航线。2013 年 7 月与“海娜号”邮轮公司合作，包船三个暑期航次前往韩国。2014 年实现韩国、日本、俄罗斯、巴厘岛、夏威夷等 13 个目的地的包机航线，以及包船“皇家加勒比游轮”和“海娜号”的暑期多个航次前往韩国和日本。仅 2013 年，出境旅游人数已达到 20 余万人次。公司正在向资源型旅行社迈进，打造一个以全产业链优势资源为基础，配有自主研发的超性价比旅游产品，真真正正给消费者提供实惠的出境游旅行社。

### ● 产品研发和人才优势

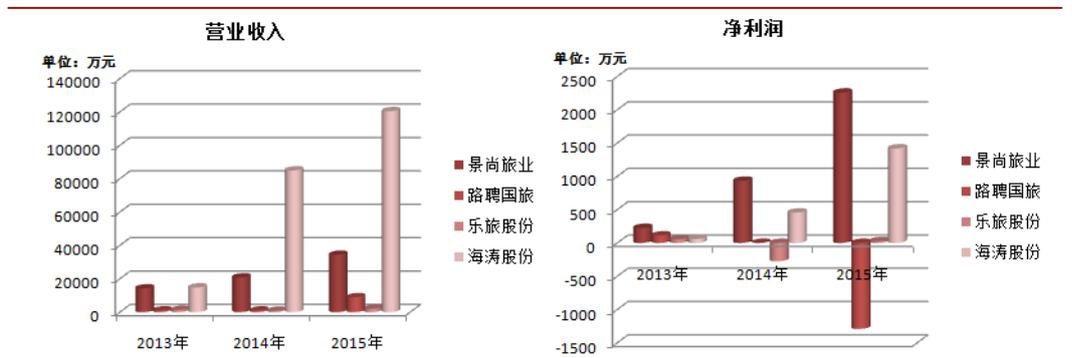
公司以“让普通老百姓都能走出国门去观光旅游”为宗旨，对一些市场上的热门目的地进行深入研究，开发符合大众口味的产品。产品研发团队由产品经理、销售人员、市场推广人员、领队组成，根据不同产品的设计目标，邀请相关领域的专家或其他领域的公司参与，并及时征求参团客人意见。

从 2012 年底，公司开始高端产品的开发。如境外自驾游，成功的完成了 20 余个国家的自驾车线路的考察工作，开发的线路，不仅包括各国的常规深度游，还包括亲子、摄影、狩猎等各种主题线路游，并和美国、埃及、日本、韩国、德国、澳大利亚等国的合作单位共同建立了“境外自驾工作站”。通过专业的自驾车活动策划，目的成为环球自驾的领跑者。

公司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，具有较强的稳定性。公司拥有一批国际化背景和经验丰富的旅游业务操作人员，一流的项目策划队伍，高素质的专业计调，专业化的销售，优秀的导游，领队和出类拔萃的服务团队。

### ● 公司毛利率较低，业务单一

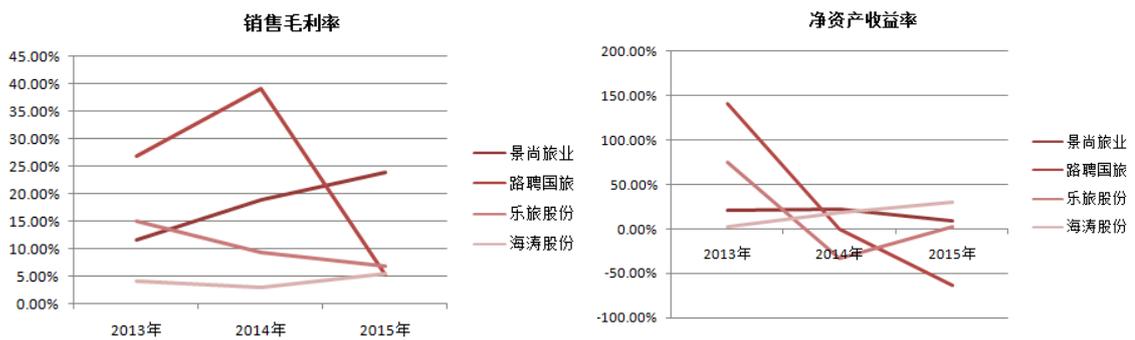
图表 6 收入、净利润与三板同类企业对比



数据来源: choice

新三板上市的旅行社服务企业还有景尚旅业、乐旅股份、路聘国旅等。海涛股份与其他三家企业相比，在营业收入方面有着较大优势，但销售毛利率过低，净利润并不高。2015 年，景尚旅业营业收入虽然只是海涛股份的四分之一左右，但净利润比海涛股份多 50%。主要原因是海涛股份只有出境游一项主营业务，且团队旅游毛利率较低。而景尚旅业 2015 年新增了酒店、旅游客运业务，虽然目前酒店业务收入只有旅行社业务的五分之一，但毛利率较高，营业利润与旅行社业务不相上下。

图表7 盈利能力与三板同类企业对比图表



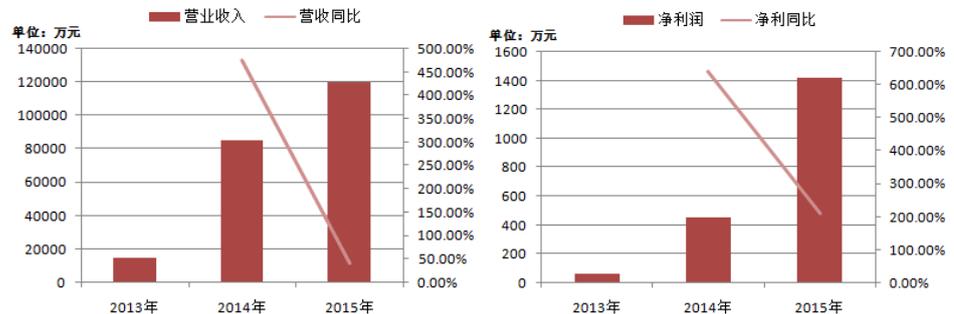
数据来源: choice

海涛股份的销售毛利率较低,净资产收益率较高。主要原因是海涛股份主营业务只有出境游一项,在旅行社业务中是毛利率较低的业务。同时与乐旅股份、路聘国旅相比,海涛股份净利润较高,净资产收益率也较高。且景尚旅业在2015年净资产同比增长了500%,导致其净资产收益率下降。

## ■ 收入较快增长, 3-5 年力争主板上市

### ● 营业收入较快增长

图表8 2013-2015年海涛股份收入、利润及增长情况

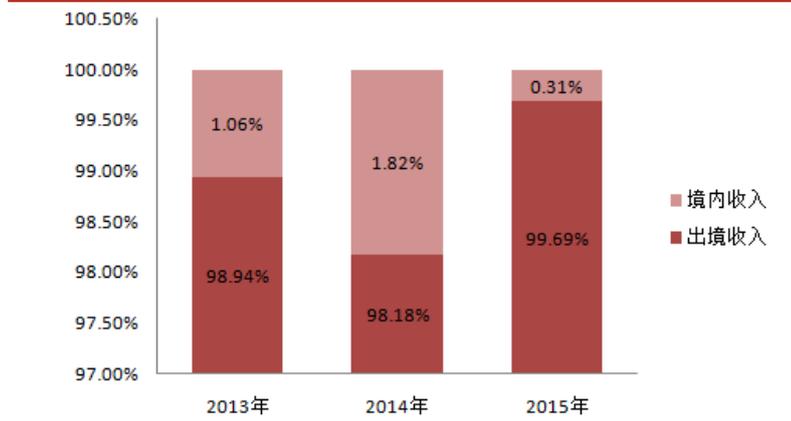


数据来源: choice

2015年,公司实现收入1.20亿元,同比增长41.78%,净利润1419.12万元,同比增长211.26%。

公司收入及利润实现较高增长,主要原因是公司主营的日韩线路热度提升,客户群不断扩大,包机量增加。在境外国家中,中国游客偏爱亚洲国家,除去港澳台,出境人数最多的三个国家分别为泰国、韩国、日本。2016年日本预计将对中国游客实行免签政策,如果政策能顺利实施,赴日旅行的游客将进一步增多,对公司来说是一大利好消息。

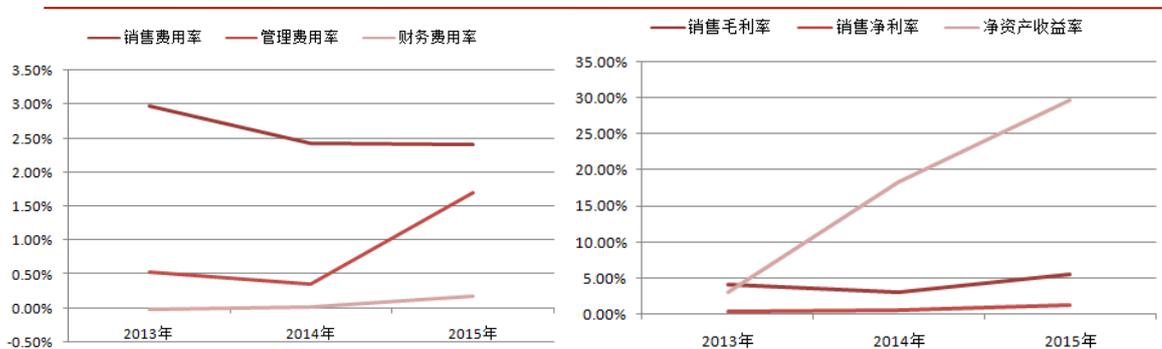
图表 9 2013-2015 年销售收入构成



数据来源: choice

公司 98% 以上的营业收入来自出境旅游, 目前公司官网只有三个国内游路线, 且单价较低。

图表 10 海涛股份费用率和利润率指标



数据来源: choice

2015 年, 公司管理费用同比增长 578.88%, 原因是: 公司新设长虹桥门市部、菜市口门市部, 成立唐山分公司、陕西分公司、内蒙古分公司, 导致公司职工薪酬、租赁费用上升。销售费用同比增长 40.59%, 系销售人员数量增加所致, 但略低于营业收入增幅 41.78%, 所以销售费用率略有下降。财务费用同比增长 725.75%, 因为公司增加了银行 POS 机现场刷卡服务, 导致刷卡手续费增加。

公司近两年销售毛利率和净利率变化均不大。净资产收益率的提高主要原因是 2014 年净资产比 2013 年增长 22.35%, 净利润增长 640.64%。2015 年净资产和净利润的增长比例相当, 但公司增发主要发生在下半年, 在计算加权净资产收益率时, 需要计算时间权重, 导致净资产增长率低于净利润增长率, 因此净资产收益率提高。

● 3-5 年打造出国内知名品牌, 争取主板上市

公司未来发展计划将紧跟出境旅游行业发展步伐, 通过差异化创新满足旅客的各种需求。目前公司主要旅游线路是日韩和东南亚等短线出境游。今后将加快市场开拓力度, 在稳固日韩、东南亚等出境游行业地位的同时, 重点开拓欧洲、美洲等长线旅游市场。扩大产业规模, 力争在短线出境游的市场份额达到 40% 以上, 3-5 年打造出国内知名品牌并争取实现主板上市。

## ■ 盈利预测

根据对行业状况及公司情况的分析, 对公司进行盈利预测, 预测公司 2016、2017、2018 年归属于上市公司股东的净利润分别为 3241 万元、5777 万元、7170 万元, 每股收益分别为 1.22 元、2.18 元、2.71 元。2016 年 8 月 19 日收盘价对应于公司 2016、2017、2018 年动态市盈率分别为 6.46 倍、3.62 倍、2.91 倍。

图表 11 海涛股份盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	849.45	1204.33	1684.57	2188.81	2735.08
净利润(百万元)	4.57	14.21	32.41	57.77	71.70
毛利率	3.1%	5.5%	6.5%	7.5%	7.5%
净利率	0.5%	1.2%	1.9%	2.6%	2.6%
ROE	18.3%	12.9%	29.5%	52.6%	65.3%
EPS(元)	0.23	0.54	1.22	2.18	2.71

## 【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

## 【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 【评级说明】

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15% 以上;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-15%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15% 以上。

---

梧桐研究公会

电 话: 010-85715117

传 真: 010-85714717

电子邮件: [wtlx@wtneeq.com](mailto:wtlx@wtneeq.com)

