

六人游 (872385)

专业定制游提供商，期待扭亏为盈

基本数据

2017年11月20日	
收盘价(元)	
总股本(万股)	478
流通股本(万股)	0
总市值(亿元)	
每股净资产(元)	4.48
PB(倍)	

财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	59.34	118.68	148.35	178.02
净利润(百万元)	-15.39	4.34	5.20	5.98
毛利率	5.06%	6.06%	6.06%	6.06%
净利率	-25.94%	3.65%	3.51%	3.36%
ROE	-18.52%	3.75%	3.80%	3.75%
EPS(元)	-3.21	0.91	1.09	1.25

投资评级：中性(首次)

公司简介:

六人游成立于2013年6月，是一家“互联网+定制旅行服务”的在线旅游服务公司，利用新一代信息技术、互联网平台，通过C2B模式升级旅游服务。客户以家庭、朋友等小单位为主，以私密旅行、量身定制、全程保障为核心点，涵盖国内游、出境游的服务。

公司主要产品及服务为面对中高端消费人群提供包含个性化行程规划、全程要素配置以及全程跟踪管家式保障的小包团定制旅游服务，包括出境定制旅游、国内定制旅游。公司拥有完整的旅游线路，覆盖全球开放的旅游地点，能够提供不同主题以及特殊需求的特色行程方案。

公司竞争优势：

- 1 低成本的推广营销体系
- 2 业务模型具有可复制且具成长空间广阔
- 3 成熟的运营团队，
- 4 品牌优势
- 5 独特的数据系统

盈利预测:

预测公司2017—2019年收入分别为1.18亿元，1.48亿元和1.78亿元，每股收益分别为0.91元，1.09元，1.25元。综合估值情况我们评级为中性。

风险提示:

公司持续亏损的风险；市场竞争加剧的风险。

研究员：翟博

zhaibo@wtneeq.com

010-85715117



目 录

风险分析.....	3
公司简介.....	4
公司主要产品及商业模式.....	4
公司投资亮点.....	5
投资逻辑与估值.....	7
风险点.....	8

图表目录

图表 1: 公司官网.....	4
图表 2: 六人游公司业务流程.....	5
图表 3: 公司低成本推广营销体系.....	6
图表 4: 公司与拼团游, 自助游相比的优势.....	6
图表 5: 2001 年-2014 年中国公民出境人数.....	7

■ 风险分析：

● 公司实际控制人及管理团队方面

经整理公开资料，未发现这方面风险。

● 行业与公司经营

1 公司持续亏损风险

2017年1-3月、2016年度、2015年度公司实现的净利润分别为-437.42万元、-1,539.14万元和-633.90万元，经营活动现金流量净额分别为312.99万元、-2,207.90万元、-775.24万元。报告期内实现的净利润持续为负数，随着收入的增长，期间费用也会随之增长，公司存在持续亏损风险。如果公司经营现金净流量在未来持续为负，则对公司现金流和资金周转产生不利影响，如不能及时通过其他渠道获得资金，会影响公司正常业务的发展。

2 产品的市场认可和推广风险

公司的传统优势在于高端的个人定制业务，因此大部分定制产品定位于中高端人群。这也决定了受众的狭小，也较难以规模化，可能存在公司产品推广风险。

3 市场竞争加剧风险

随着互联网的快速发展，在线旅游业在市场中迅速渗透，其中酒店和机票是最先被在线化的旅游产品品类。此外，旅游度假、租车、景区门票、签证等产品也进入快速在线化阶段，作为这些业务的经营主体，过去未纳入旅行社类别的多种旅游服务机构开始进入旅游服务业的范畴，传统旅行社的业务不断被新兴产业主体侵蚀，旅行社的外延正在经历被动扩充的历史阶段。截至2014年年底，携程、途牛的旅游度假业务将双双达到50亿元销售规模，与去哪儿、同程、驴妈妈等在线旅游网站一起瓜分传统旅行社的市场份额。同时，全国在线旅游领域全部投融资数量大幅度增长，资金纷纷涌进旅游行业，产业并购、风险投资等一系列投资行为，加剧了旅游行业的竞争。

4 服务质量控制风险

旅游行业直接面向游客，随着居民生活水平的不断提升，已不再满足于传统的旅游服务，个性化、差异化需求突出。如果公司服务不当或者无法满足客户的某些需求，将导致游客和公司之间的服务纠纷。如果公司不能随着业务的发展不断提升服务质量，将会对公司品牌及业务造成不利影响。

■ 公司简介：

六人游成立于 2013 年 6 月，公司定位于 OTS(在线旅游服务商)，通过不断迭代，形成适合自己的在线定制旅游服务模式。

公司产品及服务为面对中高端消费人群提供包含个性化行程规划、全程要素配置以及全程跟踪管家式保障的小包团定制旅游服务，包括出境定制旅游、国内定制旅游。公司拥有完整的旅游线路，覆盖全球开放的旅游地点，能够提供不同主题以及特殊需求的特色行程方案。

公司有极强的互联网基因，公司应用自主研发的“DMS 系统”，基于海量行程方案、旅游 POI 数据等，通过持续循环的数据采集、积累，形成独特的大数据引擎，公司系统可高效智能地完成行程设计、旅游预定等服务，满足个性化、分散化、升级化等旅游用户的需求；市场推广方面，公司没有线下门店，完全通过互联网营销和口碑传播，获取、沉淀大量目标客户，已形成一套稳健的、可复制的转化模型；服务理念方面，公司重视每一个客户的体验，强调口碑的重要性。

图表 1：公司官网



资料来源：公司公告

公司的主要消费群体是消费理念好、对互联网消费认识和接受度高的中高端人群，决策者年龄 28—50 岁之间，分布于一线城市以及较为富裕的二线城市。消费单位以家庭为主，其次还有朋友之间、公司同事团队等。

■ 公司主要业务及商业模式：

● 公司主要产品

公司主要产品是海外与国内定制游，按旅行地点可以分为港澳游，东南亚游，欧洲游……，按产品可分为常规定制，文化游，文化体验游，赛事体育游……。

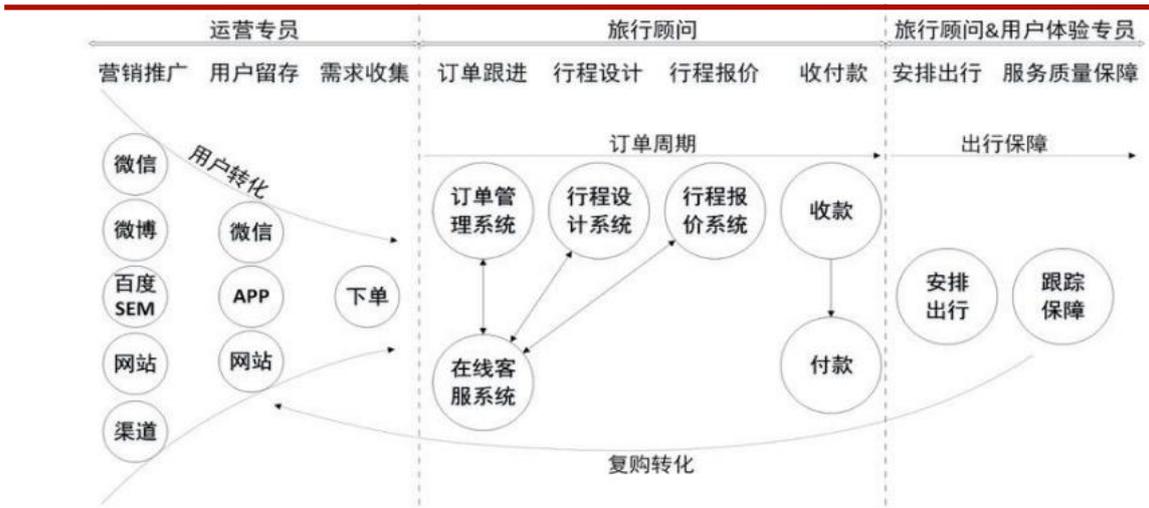
● 公司商业模式

公司为一家互联网定制旅游服务商（OTS），服务中产阶级和高端客户。为用户提供朋

友、家庭、公司间的定制旅游服务，旅游目的地包括国内和境外。主要特点有两方面：一是通过互联网系统方法优化传统旅游服务，流水线的工作流程，大数据系统智能设计行程，大幅提升效率；二是公司有专业的旅行顾问团队，经过长期服务积累经验，熟悉互联网定制服务的消费习惯，提供差异化的服务体验，全方位为客户提供定制旅游服务，在国内同业中有极强的竞争力。

公司的主要销售收入来源为出境游，2017 年 1-3 月、2016 年度、2015 年度出境游收入占比分别为 93.99%、90.59%、91.89%。公司的客户获取方式分为直接游客、对接同业、对接平台。直接游客指通过公司自己开发运营的网站、微信公众号、APP，发展潜在客户进行转化成交，公司销售收入主要来源为直接游客。

图表 2：六人游公司业务流程



资料来源：公司公告

■ 公司投资亮点：

● 成熟的运营团队

公司有极强的互联网基因，创始人曾经就职于奇虎 360 任职高级产品经理，并曾在 TripAdvisor 旗下公司酷讯旅游网任 VP，有多年的互联网产品设计和运营能力，有丰富的在线旅游行业的经验。公司的互联网产品和技术团队主要来自于奇虎 360、搜狐旅游、酷讯旅游、乐途旅游等知名互联网公司，有较强的敏捷开发和迭代产品的能力。

● 业务模型具有可复制且具成长空间广阔

公司以互联网作为主要的获客和服务平台，业务模型具有明显的可复制性和规模化增长空间。公司在运营过程中持续研发了一套高效的订单处理系统，在订单的跟进、行程的智能设计、资源采购的 API 对接以及财务处理上大大提高了服务效率，降低了人力成本，形成了在效率上的竞争力。

● 先发优势

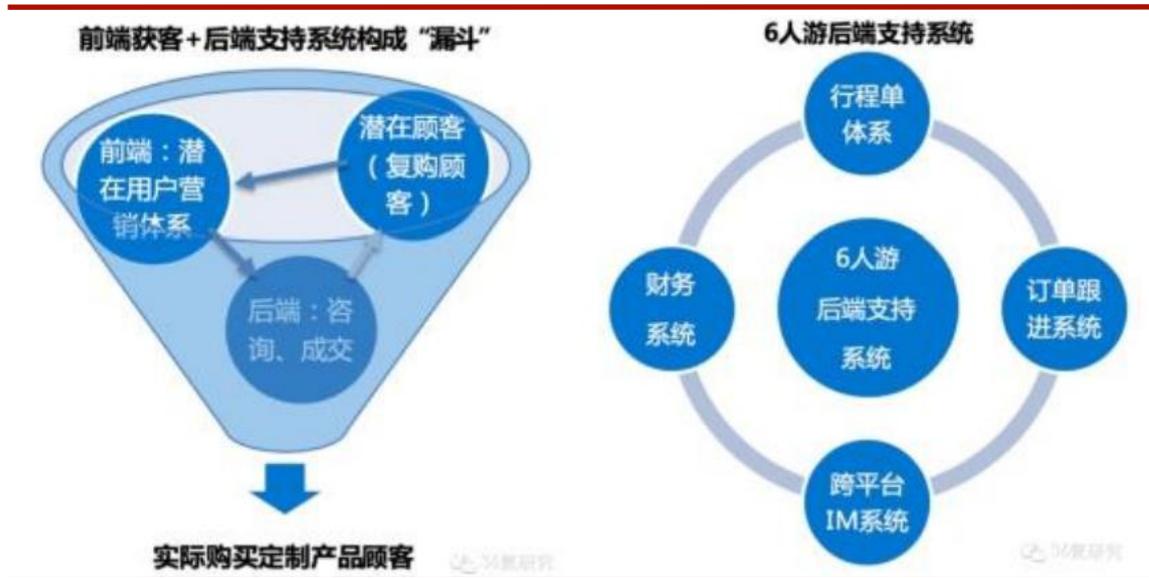
公司通过近三年的经营，定制行程及数据不断积累，供应商库不断扩充和优化，“6 人游 DMS 系统”的定制能力持续增强。公司从成立开始，通过完善的培训体系培养了一批优秀的旅行顾问，他们不仅能够熟练使用公司的业务系统，并且拥有专业的目的地知识和超强的服务意识，能够依托系统高效地开展服务工作。形成了在服务上的竞争优势。

● 低成本的推广营销体系

公司前端采用潜在用户营销体系，而不是精准营销体系，最大限度降低营销成本。公司借助互联网的营销能力获取潜在消费人群，通过微信公众号和 APP 进行客户积累和维护。

同时，公司通过和理财公司、私人银行、亲子服务公司等的整合营销活动，跨界获取用户。公司通过后端支持系统带给客户良好的服务体验，提高成交率和复购几率，使前端营销体系和后端支持体系形成完整循环，形成了低成本的推广营销体系。

图表 3：公司低成本推广营销体系

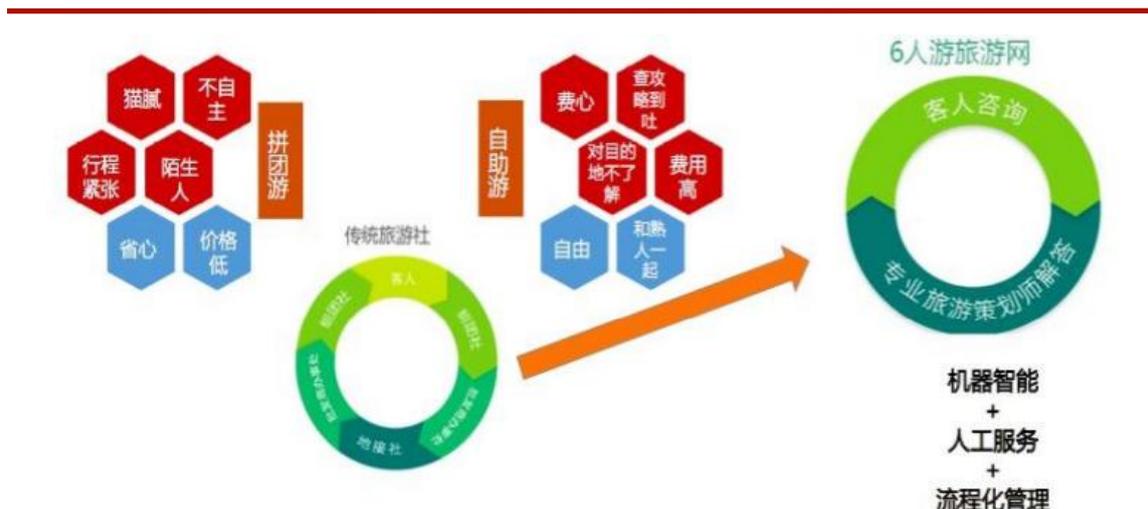


资料来源：公司公告

● 模式优势

与传统跟团游模式，定制游有许多优势，猫腻少，价格透明，体验好等众多优势，公司通过近三年的经营，定制行程及数据不断积累，供应商库不断扩充和优化，“6人游 DMS 系统”的定制能力持续增强。公司从成立开始，通过完善的培训体系培养了一批优秀的旅行顾问，他们不仅能够熟练使用公司的业务系统，并且拥有专业的目的地知识和超强的服务意识，能够依托系统高效地开展服务工作。形成了在服务上的竞争优势。

图表 4:公司与拼团游，自助游相比的优势



资料来源：公司公告

● 技术优势

六人游的核心技术是一套基于非标准化定制旅游服务的 C2B 业务交互系统，即“6人

游 DMS”系统。公司只有一个 SKU（即定制旅游产品），销售由专业旅行顾问和公司的“智能行程规划系统”提供的“连接价值”，即：把优质的旅游资源通过组合和动态打包，提供给客户一份一揽子的量身定制的旅游解决方案。

六人游股份公司主要是面对直接消费者提供定制旅行服务，属于直客品牌。子公司景程国际是面对旅行社门市的定制旅行服务，属于同业品牌。两者之间共享“6 人游 DMS”系统。

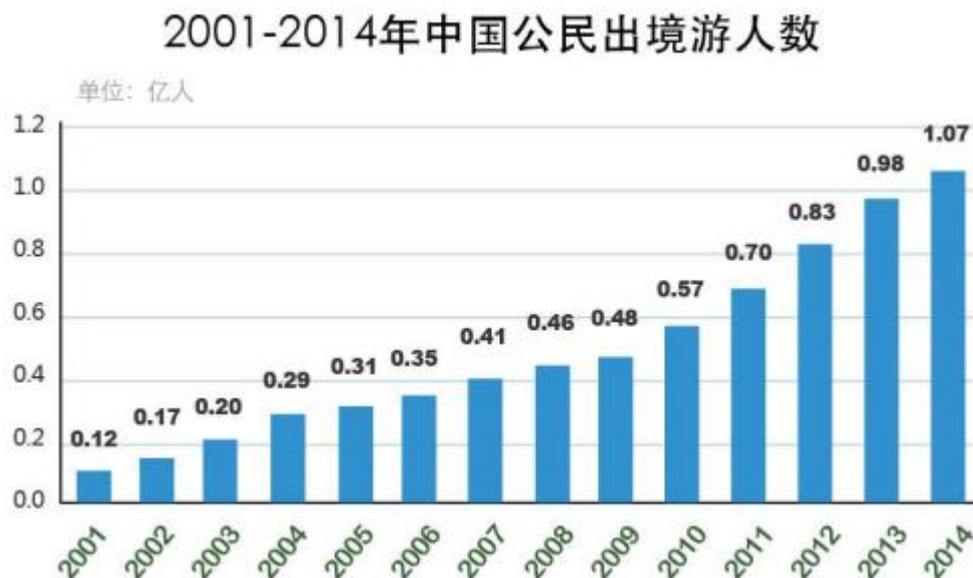
■ 投资逻辑与估值:

● 行业发展趋势

(1) 出境游人数高速增长

随着中国经济的发展和人民生活水平的提高，不再满足于传统的国内旅游，中国出境游市场近年来发展火爆，2014 年出境游人数首次突破 1 亿人次，达到 1.07 亿人，较 2001 年增长 791.6%，平均每天有 29.3 万人出境。

图表 5：2001 年-2014 年中国公民出境人数



资料来源：公司公告

从出境的目的地分布看，因私出境比例大幅上升，从易观智库的统计的数据上来，2001 年因私出境和因公出境所占份额不相上下，分别为 57.2%和 42.8%。而 2013 年，因私出境占比高达 93.7%，随着居民可支配收入的提高，人们有能力消费更加昂贵的旅游产品。

(2) 在线旅游市场规模将不断扩大

中国居民旅游需求随收入增长迅速扩大，中国旅游业总收入 2014 年达到 3.38 万亿元人民币，较 2001 年增长 576%，占同期中国国内生产总值（GDP）（61.1 万亿元人民币）的 5.5%。而中国旅游“互联网+”进程相比缓慢，2014 年互联网渗透率仅为 8.3%。

在线度假旅游市场 2014 年交易规模为 332.6 亿元人民币，旅行社 2014 年营业收入为 3,599 亿元人民币，占比仅达到 9.2%，不足 10.0%，旅游互联网化有较大提升空间。尽管

目前我国公民旅游仍以旅行社跟团为主，但随着经济的增长、人均可支配收入的增加，对旅游个性化、差异化、深层次的需求，中国旅游市场将发展为最具活力的市场。同时，互联网和移动设备产品的不断推广，正逐步完善着人们对衣食住行的各项体验。互联网技术的发展使得旅游产品信息化程度不断提升，消费观念的逐步改变，将进一步有利于在线旅游市场的发展。

综上所述我们可以看到中国旅游市场这些年增速放缓，但是在线定制游市场却迅猛增长，这对六人游这样在线定制游公司是一个利好，但是行业竞争剧烈，有携程这样的巨头，还有去哪儿，驴妈妈，还有同样在新三板挂牌的竞争随手走客网络，六人游能否突围，是一个未知数，所以我们给予公司中性评级，

■ 风险点：

1 不可抗力风险

旅游行业受到政治、经济、自然环境等因素影响较大，出境游更将面临更多的突发事件，包括：地震、水灾、暴雪、飓风等自然灾害，这些都将影响旅客外出旅游选择，从而对旅游业务产生一定不利影响。同时，如目的地政局不稳、社会治安恶化等情况均会对游客的旅游出行造成一定的影响，从而影响旅游行业业绩。

2 核心技术泄密风险

公司全套服务流程、标准、财务管理、对公司人员的培训等均建立在“6人游DMS（Database Management System）系统”之上，该系统包括旅游行程设计系统、订单跟进系统、财务管理系统、IM即时沟通系统。如果公司核心技术泄密，将对公司经营带来不利影响。

3 用户信息泄露风险

公司用户数量众多，用户在定制旅游的过程中提供姓名、身份证号、手机号、照片、学历等信息，虽然公司采取了严格的技术保护措施，但由于黑客的存在或网络技术的发展等因素，一旦由于各种原因导致用户信息泄露，将导致用户的信息安全受到损害，从而影响用户体验和公司经营。

公司作为互联网企业，业务开展和日常运营在较大程度上依托于计算机信息系统，对计算机系统安全有较高的要求。因此，计算机信息系统安全对于公司来说至关重要，一旦出现IT风险或故障，将会使公司运营能力和信用水平面临相应的风险。

【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它人,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。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。

本报告将首次发布于 D3 研究平台。D3 研究是一个付费研究报告交流分享平台。在平台中您可以阅读别人的研究成果,提出对某家特定企业的研究需求,也可以完成别人的悬赏任务,或者将您的研究成果直接变现。微信用户在微信端通过搜索 D3 研究或扫描二维码的方式查找到 D3 研究公众号并关注后,即可成为 D3 研究的用户。

梧桐研究公会

电话: 010-85715117

传真: 010-85714717

电子邮件: zhaibo@wtneeq.com

