

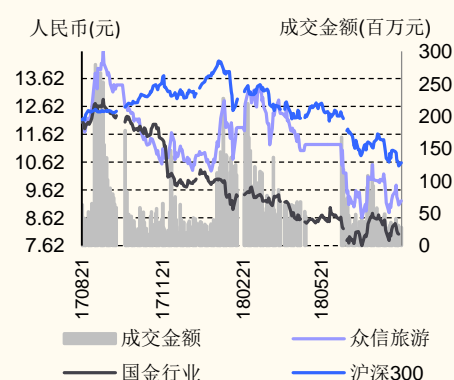
## 众信旅游 (002707.SZ) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.23 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	509.68
总市值 (百万元)	7,837.24
年内股价最高最低 (元)	14.59/8.62
沪深 300 指数	3267.25
中小板综	8647.20

出境游行业复苏批发龙头获益，  
利益绑定带动公司经营效率提升

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.255	0.274	0.360	0.423	0.517
每股净资产 (元)	2.13	2.63	2.99	3.41	3.93
每股经营性现金流 (元)	0.05	0.21	0.25	0.43	0.62
市盈率 (倍)	61.07	39.79	25.63	21.82	17.85
净利润增长率 (%)	15.18%	8.27%	31.44%	17.44%	22.25%
净资产收益率 (%)	11.93%	10.41%	12.04%	12.39%	13.15%
总股本 (百万股)	843.80	850.06	849.11	849.11	849.11

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **行业角度——行业负面影响减弱，批发端龙头标的将有所获益：**从 2016 年起出境游市场较动荡，恐袭事件、指纹签以及韩国萨德事件给行业带来了比较大负面影响。欧洲市场从 17 年上半年开始复苏，恐袭和指纹签的影响逐渐弱化，内地赴韩国人次从 18 年 4 月增长 60% 以上。数据来看亚洲和欧洲均趋于乐观，2018 年中欧中加旅游年叠加日韩低基数能够实现行业数据好转，批发业务龙头的公司随着市场份额提升和布局零售业务实现业绩反弹。
- **公司角度——18 年上半年公司内生业绩增长 41%，零售端毛利率提升 2.25pct，经营层面来看股权激励和员工持股等措施将公司的利益与股东利益捆绑，外延方面通过收购竹园国旅 30% 股权和并购布局线下直营门店：**2018H1 营收增长 15%，扣非利润增长 24%，零售端毛利率上升 2.25pct。在剔除可转债利息和投资收益后利润增速约为 41%，行业复苏带动公司收入及利润增长，符合市场预期。总体来看 2018 年-2019 年在出境游市场负面影响出清后能够实现业绩增速反转。公司多次股权激励及员工持股将利益捆绑，民营企业的经营效应将得到最大化。通过拓展批发业务规模提升市占率和布局零售业务来实现业绩增量，规模经济带动毛利及净利率提升。通过收购竹园国旅 30% 股权和并购布局直营门店实现规模扩张和全国性布局。
- **估值角度——出境游板块的估值消化达到后期，行业数据预期转好能够转变市场对于出境游板块的负面情绪：**综合 PE 及 EV/EBITDA 指标来看，众信旅游的估值水平处于历史低位。对标国外的旅行社上市公司来看（途易、HIS 以及托马斯库）国内出境游旅行社的合理估值为 30 倍，预计公司 2018E-2020E 的 EPS 为 0.36/0.42/0.52 元，PE 分别为 25/21/17 倍。公司 PEG 小于 1，估值水平较为合理，存在一定的安全边际。

## 投资建议及盈利预测

- 预计 2018E-2020E 业绩分别为 3.06/3.59/4.39 亿元，增速分别为 31%/17%/22%，EPS 分别为 0.36/0.42/0.52 元，目前股价对应 PE 分别为 26/22/18 倍。对标海外成熟的旅行社估值来看，A 股旅行社由于标的的稀缺性，合理估值在 30X，目标价 10.8-11 元/股，首次推荐给予增持评级。

## 风险提示

- 1) 受到安全和政策因素影响较大；2) 国内经济放缓导致出境游市场持续低速增长；3) 人民币贬值会导致国内出境游的实际消费水平下降；4) 线下门店和线上的布局拖累公司业绩；5) 2018 年 4 月存在大规模的限售股解禁。

楼枫桦

分析师 SAC 执业编号: S1130517090005  
(8621)60933978  
loufy@gjzq.com.cn

卞丽娟

分析师 SAC 执业编号: S1130518080001  
bianlijuan@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、投资逻辑及盈利预测 .....	4
1.1 推荐逻辑 .....	4
1.2 投资建议及盈利预测 .....	4
1.3 风险提示 .....	5
二、纵向延伸上中下游，横向拓展“旅游+”出境游服务 .....	6
2.1 从信息不对称时代到信息爆炸时代，公司坚持出境游核心业务，搭建出境旅游大生态体系 .....	6
2.2 产品布局多样化，延伸各个出境游细分领域 .....	7
三、批发业务贡献公司业绩，布局线下零售门店捕获 C 端流量 .....	9
3.1 批发端是公司的强项，并购竹园后收入高增长 .....	9
3.2 批发端向批零一体化转变，线下线上布局道阻且长 .....	11
3.3 整合营销领域业绩弹性大，调转船头拓展中小客户 .....	13
四、股权激励实现利益捆绑，市场集中度存在提升空间 .....	16
4.1 公司多次实行员工持股计划和激励计划，高管与公司利益一致，发布可转债来补充公司线下布局资金 .....	16
4.2 出境游批发业务市占率较低，受地域性因素影响 .....	17
4.3 出境游批发商数据上来看众信比较亮眼，公司有望受益于行业待挖掘空间 .....	18
五、受益于亚欧市场复苏，多因素带动业绩增长 .....	20

## 图表目录

图表 1：公司业务以出境游批发、零售和商务会奖为主，布局出境游大生态系统 .....	6
图表 2：公司初步搭建出境综合服务平台 .....	7
图表 3：公司的多元化产品的品牌展示 .....	8
图表 4：2011-2018H 出境游批发收入及其增速% .....	9
图表 5：2011-2018H 批发业务占出境游收入的比例% .....	9
图表 6：2012- 2017 众信旅游内生批发业务经营 .....	10
图表 7：2012-2018H1 众信旅游整体批发业务的毛利率 .....	10
图表 8：2012- 2018H 竹园国旅的营业收入及增速 .....	10
图表 9：2017 年竹园国旅各个目的地接待人次及旅游收入的占比情况 .....	11
图表 10：2012-2018H 公司零售业务的收入及其增速 .....	11
图表 11：2012-2018H 公司零售业务的毛利率% .....	11
图表 12：2017 年众信旅游的线下门店区域布局 .....	12
图表 13：2017 年公司募投项目公布的线下门店开店计划 .....	12
图表 14：2015 年在线度假旅游市场份额（OTA 厂商） .....	13
图表 15：2016 年在线度假旅游市场份额（OTA 厂商） .....	13

图表 16: 实体营销网络建设项目的单店投资额 (万元) .....	13
图表 17: 2012-2018H 公司商务会奖业务收入及增速% .....	14
图表 18: 2012-2017 的商务会奖业务的毛利率% .....	14
图表 19: 众信博睿与中青博联的收入对比 .....	14
图表 20: 众信博睿与中青博联的毛利率对比 .....	14
图表 21: 2013-2017H 众信博睿与中青博联的应收账款周转率 .....	15
图表 22: 2014-2017 年的公司三次股权激励计划的具体情况 (2016 年激励计划于 2017 年回购注销) .....	16
图表 23: 公司 2018 年中报公布的十大股东中的公司高管持股 .....	16
图表 24: 公司可转债募集资金的具体投资项目情况 .....	17
图表 25: 2005-2017Q3 年中国旅行社数量及增速 .....	17
图表 26: 2000-2016 年全国旅行社整体收入及其增速 .....	18
图表 27: 2011-2015 年全国出境游旅行社收入及其增速 .....	18
图表 28: 2015 年各大出境游批发商的经营规模 .....	19
图表 29: 2015 年各大出境游批发商出境游业务毛利率 .....	19
图表 30: 2015 年华远国旅的境外目的地收入占比 .....	19
图表 31: 2015 年南湖国旅的出境游收入占比 .....	19
图表 32: 2018 年中国赴韩国目的地有所回升 .....	20
图表 33: 自 2017 年 7 月中国赴日本出境游稳健复苏 .....	20
图表 34: 自 2017 年 10 月中国赴泰国游客人次增速呈现上升趋势 .....	20
图表 35: 2012-2018H 众信旅游的净利润及其增速 .....	21
图表 36: 2012-2017 出国人次及增速 (万人次) .....	21
图表 37: 2016-2020E 竹园国旅分目的地的财务数据预测 .....	21
图表 38: 2016-2020E 众信旅游内生的批发及零售业务的财务数据预测 .....	22
图表 39: 2012-20120E 众信博睿的财务数据预测 .....	23
图表 40: 众信旅游上市以来的 PE (TTM) 走势 .....	24
图表 41: 众信旅游上市以来的 EV/EBITDA 走势 .....	24
图表 42: 2015-2018H 年国外上市旅行社 PE 走势 .....	24
图表 43: 2015-2018H 国外上市旅行社 ev/ebitda 走势 .....	24

## 一、投资逻辑及盈利预测

### 1.1 推荐逻辑

- **自上而下的推荐逻辑，从行业到个股再到估值角度来看，出境游板块利空因素区域缓和，欧洲市场的恐袭和指纹签影响减弱，中韩关系的缓和及低基数带动韩国市场 2018 年的复苏，日泰等境外目的地继续保持两位数的增长。公司主要布局出境游批发业务，市场趋于充分竞争，公司的业绩增量与行业的增长相关联，同时作为出境游批发市场的龙头标的能够提高集中度带动毛利率的增长。以批发业务为主，同时线上线下布局零售业务，以自身的上游资源优势为背景拓展渠道实现批零一体化。目前公司的估值已经达到了历史低位，对标海外成熟的旅行社模式来看，公司 2018 年的 PE 仅为 25 倍，估值相对较低，存在一定的安全边际。**
- **行业角度——2018 年中欧中加旅游年叠加日韩的低基数能够实现业绩反弹：**从 2016 年开始的出境游市场相对动荡，恐袭事件、指纹签以及韩国萨德事件给行业带来了比较大的负面影响。目前来看欧洲市场从今年上半年开始复苏，恐袭和指纹签的影响逐渐弱化，而中韩关系也在 2017 年 10 月出现了缓和，18 年 4 月开始内地赴韩国游客人次增长 60% 以上。从数据上来看亚洲和欧洲均趋于相对乐观，1) **欧洲市场：**从目的地的数据来看 18 年 1-5 月中国赴欧洲的游客人次增速为 16.8%，过夜游客人次增速为 12.7%。2) 日本增速显著回升（2018 年 1-7 月增长 21%，相较于去年个位数增长提升明显）。3) 东南亚区域泰国人次保持高增长（1-6 月增长 25.9%），越南继续受到包机产品和小众海岛游兴起维持高景气度。
- **公司角度——18 年上半年公司内生业绩增长 41%，零售端毛利率提升 2.25pct：**2018 年上半年营收增长 15%，其中 Q1/Q2 分别增长 10.7%/18.5%。扣非利润增长 24%，单季度 Q1/Q2 利润增长分别为 21.5%/26.9%，二季度旺季表现优异。从业务拆分来看，批发及零售收入分别增长 14.6% 及 16.87%，发展较为均衡，零售端毛利率上升 2.25pct。从子公司来看竹园国旅增长稳定，收入为 23.78 亿元/+11.25%，净利润为 0.68 亿元/+26%，考虑少数股东损益下竹园国旅约贡献 34%。公司的利润在剔除可转债财务费用和投资收益后增速约为 41%，行业复苏后带动公司收入及利润增长，符合市场预期。从经营层面来看，公司在批发端业务领域的龙头地位能够带来集中度的提高以及毛利率的提升，零售领域公司属于后来者需要承担一定的经营压力，但是从 18 年上半年的数据来看公司在零售端的布局趋于稳定。总体来看 2018 年-2019 年在出境游市场负面影响出清的情况下能够实现业绩增速反转。公司多次股权激励及员工持股将利益捆绑，民营企业的经营效应将得到最大化。通过拓展批发业务规模提升市占率和布局零售业务来实现业绩增量，规模经济带动毛利及净利率提升。通过收购竹园国旅 30% 股权和并购布局直营门店实现规模扩张和全国性布局。
- **估值角度——出境游板块的估值消化达到后期，行业数据预期转好能够转变市场对于出境游板块的负面情绪：**综合 PE 及 EV/EBITDA 指标来看，众信旅游的估值水平处于历史低位，但由于众信旅游 2014 年上市，旅行社市场开启了抢占资源和并购的热潮，市场给予旅行社的估值相对较高。结合行业的特殊属性来看众信旅游的估值低位因时间较短而不成立，对标国外的旅行社上市公司来看（途易、HIS 以及托马斯库）国内出境游旅行社的合理估值为 30 倍，对应于众信旅游 2018E-2020E 的 EPS 为 0.36/0.42/0.52 元，对应目前的股价 PE 分别为 25/21/17 倍，估值较为合理，存在一定的安全边际。

### 1.2 投资建议及盈利预测

- 预计 2018E-2020E 的业绩分别为 3.06/3.59/4.39 亿元，增速分别为 31%/17%/22%，EPS 分别为 0.36/0.42/0.52 元，目前股价对应的 PE 分别

为 26/22/18 倍。对标海外成熟的旅行社估值来看，A 股旅行社由于标的的稀缺性，合理估值在 30X，公司的估值相对合理，首次推荐给予增持评级。

### 1.3 风险提示

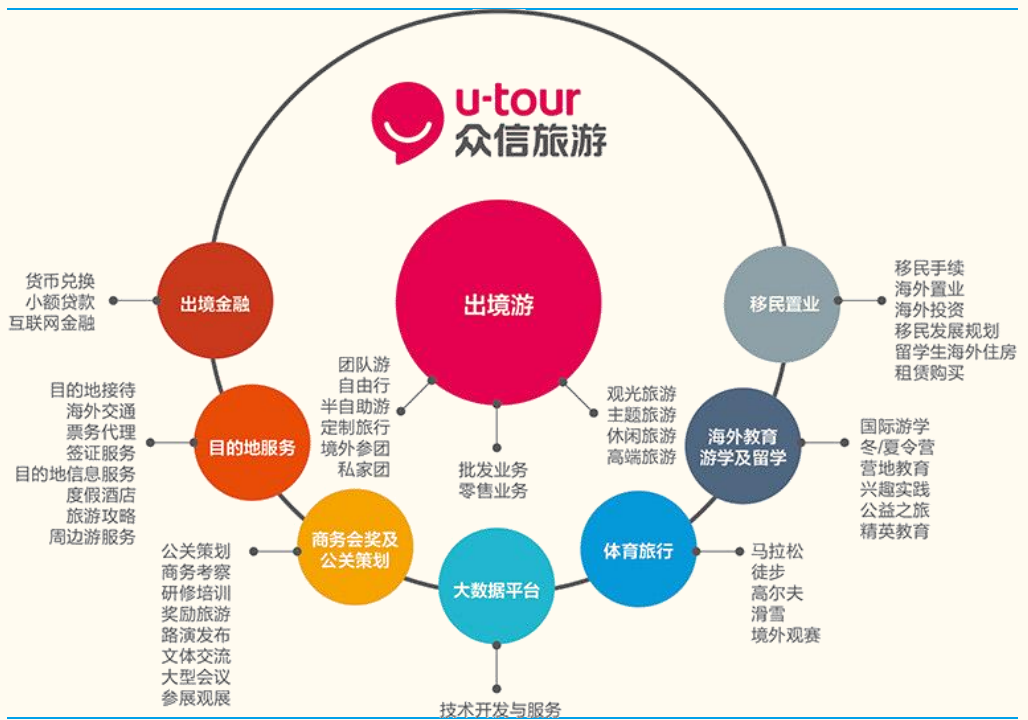
- **境外目的地的景气度受到安全和政策因素影响较大：**从行业角度来看，出境游目的地的第一要素是安全，从欧洲恐袭事件发生后的欧洲市场走势来看，安全事件的发生将导致游客心理的微妙变化，但是这个影响不是长期的，目的地的安全系数的提高和推介将能够带来当地旅游市场的复苏。政策因素将一定程度影响旅行社的产品供给，国内游客前往境外目的地本身是一个外交表现，一旦国与国之间的外交关系出现危机，将影响到旅行社的产品供给，从韩国萨德事件来看政策因素对旅行社的影响是巨大的。
- **国内经济放缓导致出境游市场持续低速增长：**出境游相对于国内游来说是旅游产品的高阶产物，支撑国内出境游市场发展动力的是人均可支配收入的增长。类比日韩来看，国内经济的放缓将使得出境游的需求收入弹性较高，消费变得相对敏感，出境游市场的低迷将传递到公司体内。
- **人民币贬值会导致国内出境游的实际消费水平下降：**人民币汇率存在贬值压力。人民币的贬值可能会带来国内出境旅游的实际消费能力下降，需求有所抑制。
- **线下门店和线上的布局拖累公司业绩：**公司以批发业务为主拓展到批零一体化，通过线下门店和线上平台来捕获 C 端客流的成本相对较高。同时从批发业务的经营模式向零售业务的经营模式的延伸中需要叠加服务能力和获客水平。作为零售业务的后来者在布局过程中可能会出现成本端拖累公司业绩的可能。
- **2018 年 4 月存在大规模的限售股解禁：**2018 年 4 月 2 日公司定增增发的 5113.26 万股（占总股本 6.11%）的限售股解禁，存在解禁后卖出的可能，股价存在一定的波动风险。

## 二、纵向延伸上中下游，横向拓展“旅游+”出境游服务

### 2.1 从信息不对称时代到信息爆炸时代，公司坚持出境游核心业务，搭建出境旅游大生态体系

- 从旅游服务商到旅行服务商，业务模式多元化，布局出境游旅行社全产业链：公司的历史可以追溯到 1995 年“UTS 众信国旅”成立，2005 年成立众信旅游集团股份有限公司，2006 年众信国旅首家零售门店开业正式进军出境游直客市场，2014 年 1 月上市。公司从纯旅游服务到旅行服务发展的路径，业务由出境游拓展到“旅游+”出境服务，业务涵盖出境游批发、零售和商务会奖以及“旅游+”移民置业、游学及留学海外教育、出境金融等出境服务业务，搭建出境旅游服务的大生态体系。

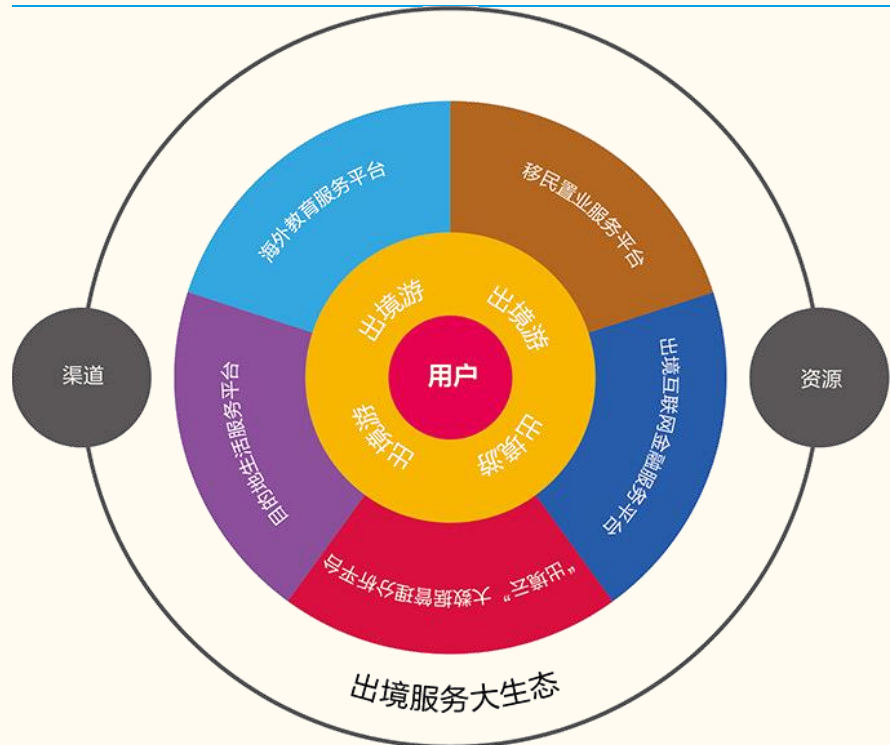
图表 1：公司业务以出境游批发、零售和商务会奖为主，布局出境游大生态系统



来源：公司官网，国金证券研究所

- 一纵一横发展出境游，布局上中下游领域，搭建出境游综合服务平台：过去的出境游市场由于信息不充分，跟团游为主要的出行方式。公司作为最早一批出境游旅行社受益于市场的信息不对称，主要以出境游的批发业务为主，将出境游产品销售给下游代理商。随着信息传递和互联网的发展越来越充分，出境游需求的多元化和信息的爆炸带动了公司从出境游批发业务为核心向“一纵一横”模式发展，纵向完善出境游业务上、中、下游，横向拓展“旅游+”出境游服务业务。核心出境游业务板块，拥有 3000 多家代理商，年服务人次超过 150 万，截止 2018 年 6 月底共有零售门店 152 家，准直营门店 253 家，在北京上海天津等一线城市设立直营门店，在江西、河北、内蒙古三个省份通过并购方式开展准直营门店形式；“旅游+”出境服务领域，完善了移民置业平台、海外教育平台和出境金融平台，初步形成了出境综合服务平台的战略布局。

图表 2：公司初步搭建出境综合服务平台



来源：公司官网，国金证券研究所

## 2.2 产品布局多样化，延伸各个出境游细分领域

- 处于初级阶段的充分竞争出境游市场，产品多元化提升市场份额是业绩增长的主要动力：公司的核心业务包括出境游批发、零售以及商务会奖业务，同时布局货币兑换、商品销售收入、移民置业、游学留学服务等。上市以来众信旅游在产品多元化的布局上动作频频。1) 出境游业务方面，2014 年与竹园国旅进行资产重组，2015 年 3 月实现并表；战略投资主营日本市场的上海巨龙国际旅行社、战略并购华东地区以短线出境游批发见长的“魅力假期”；18 年初推出优耐德旅游品牌作为众信批发业务新品牌，与竹园的“全景旅游”进行双品牌合作，同时批发业务和零售业务各自独立运营；2) 出境综合服务方面，参与要约收购 Club Med 地中海俱乐部的股权，与明宇集团签订合作协议，入股巴黎酒店，投资目的地资源和生活服务公司——德国开元旅游集团，战略投资 West Coast Holidays 并创建“众信天益”新品牌，成立日本合资旅游社三利株式会社，投资日本地接社，在布局海外资源的同时打造目的地生活服务平台；3) 成立游学事业部，与北京新东方教育科技（集团）有限公司下属基金北京东方卓永投资管理有限公司合作，共同投资异乡好居，布局海外留学市场；4) 打造优达国际，抢驻移民置业风口；5) 战略投资穷游网、世界玫瑰，大力发展自由行业市场；6) 注资控股北京悠联货币汇兑有限公司，开创北京市旅游行业货币兑换业务的先河，并成立小贷公司，合资设立互联网金融公司优玖科技，打造出境金融平台；7) 成立北京优达出入境服务有限公司，战略投资杭州四达因私出入境服务有限公司，建立出境移民置业服务平台。8) 涉足电视媒体，入股中国唯一的旅游类专业卫星电视平台——旅游卫视旗下“年假旅行”，与知名旅游杂志《世界》联合打造高端旅游品牌“奇迹旅行”。

图表 3: 公司的多元化产品的品牌展示

<p>子品牌</p>	
<p>参股品牌</p>	

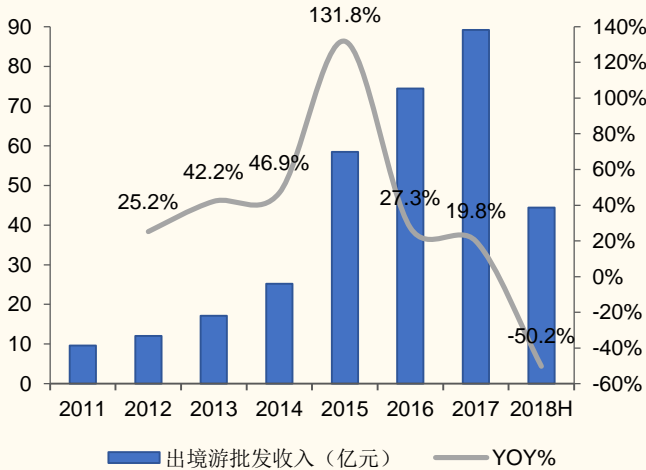
来源: 公司官网, 国金证券研究所

### 三、批发业务贡献公司业绩，布局线下零售门店捕获 C 端流量

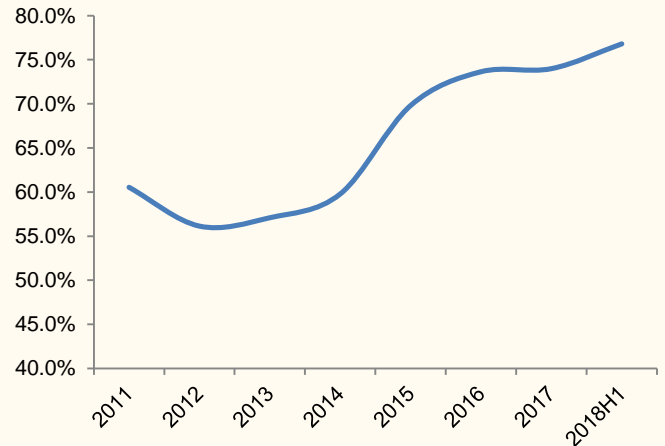
#### 3.1 批发端是公司的强项，并购竹园后收入高增长

- **批发业务收入贡献较大，2018H 占比达到 76.8%：**众信旅游原先以批发业务为主，2014 年对竹园国旅资产重组，2015 年 3 月实现并表。竹园国旅主营业务为出境游的批发业务，并表后 2015 年公司整体批发业务实现收入增长 131.8%。分别拆开众信旅游和竹园国旅的经营数据来看，收入体量大体一致，竹园国旅的增速相对较快，众信旅游并购竹园国旅后规模增加一倍，批发端市场份额提升。

图表 4：2011-2018H 出境游批发收入及其增速%



图表 5：2011-2018H 批发业务占出境游收入的比例%

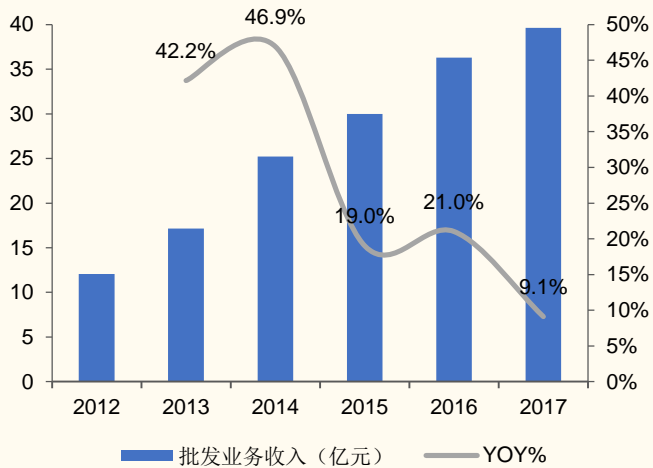


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

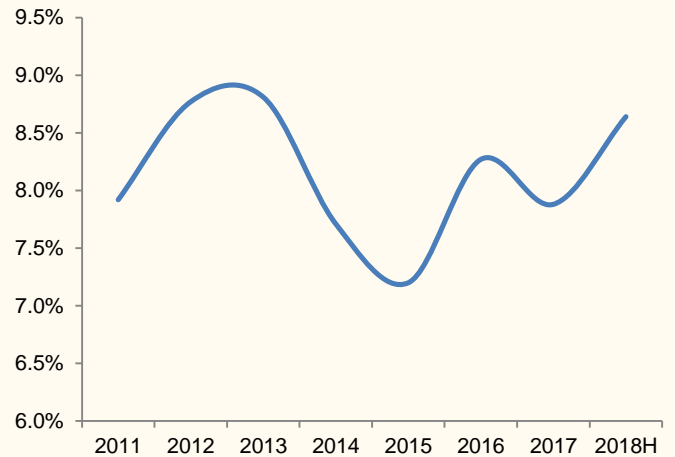
- **2018H 众信旅游层面的批发业务占比公司批发收入的 46.5%：**众信旅游内生的批发业务在 2018 年上半年增长 18.73%（通过公司整体批发业务减掉竹园国旅的收入来核算），去年同期众信内生批发业务出现一定下滑，主要是由于亚洲市场尤其是日韩市场表现不及预期，导致产品出现损耗，而欧洲游市场旺季还没到来。众信旅游创立之初是以欧洲游为主，2016 年欧洲旅游市场的低迷并未导致公司收入的低迷，收入增速达到了 21%。竹园国旅收购后公司与竹园国旅进行集中采购，提高议价能力，整体批发毛利率从 2015 的 7.2% 提升到 2018H 的 8.64%。出境游的旺盛需求带动了公司批发业务的提升，同时规模效应的凸显实现毛利率逐步上涨。在单纯出境游批发业务层面来看，众信旅游内生业绩层面能够受益于并购竹园后的规模效应，但同时境外目的地的景气度变化会较大程度影响公司的经营。总结来说目的地的布局是一个战略问题，涉及到因素较多，所以出境游公司进行多目的地的布局能够降低风险，实现收益的稳定性。

图表 6: 2012-2017 众信旅游内生批发业务经营



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 2012-2018H1 众信旅游整体批发业务的毛利率

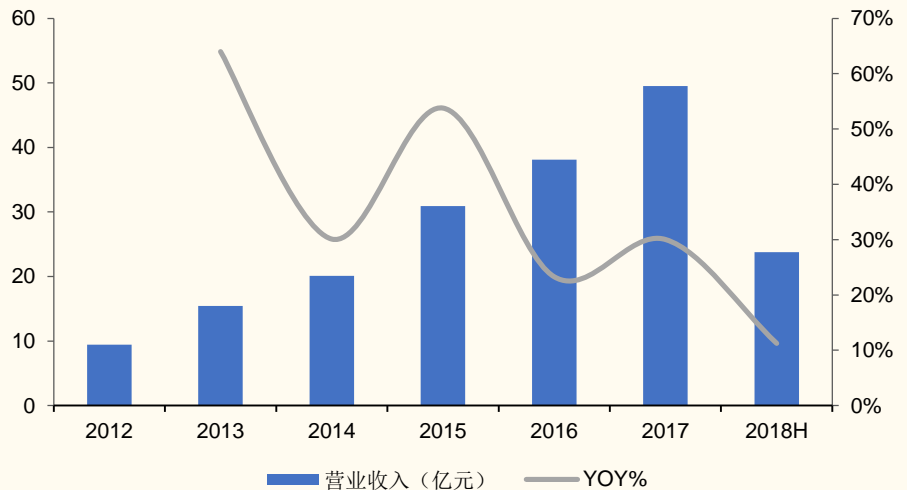


来源: wind, 国金证券研究所

注: 众信旅游的内生批发业务毛利率为整体扣减竹园国旅来核算

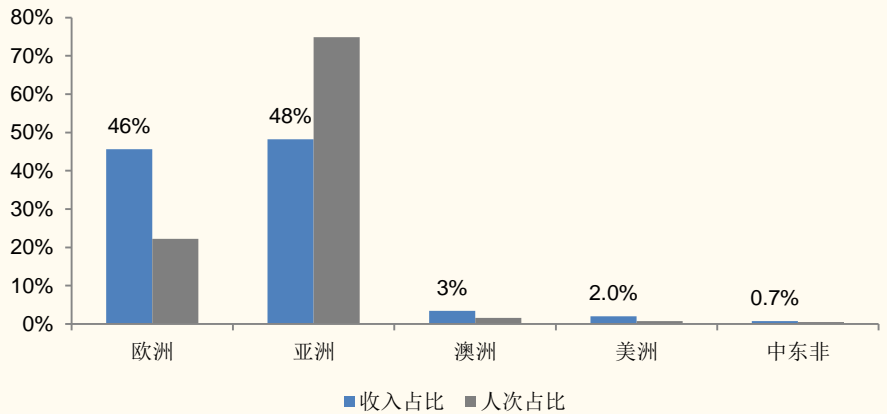
- 竹园国旅的收入贡献逐步提升, 亚洲及欧洲市场是主要布局的境外目的地: 竹园国旅从并购收入 (2015 年 3 月并表) 28.43 亿元增长到 2017 年 49.53 亿元/+30.02%, 2018H1 年营业收入 23.78 亿元/+11.25%。从众信旅游并购竹园国旅进行横向扩张来看, 投资并购能够最快程度的提高市场份额, 通过整合采购渠道能够达到双赢的态势。这也是目前几大出境游经营商的主要战略之一。重点布局欧洲及亚洲的出境游目的地, 根据测算 2017 年的欧洲亚洲的收入占比达到 94%。由于欧洲的人均消费水平相对较高, 从接待人次角度来看公司主打亚洲旅游市场, 众信旅游和竹园国旅的合并同时弥补了众信在亚洲区域的短板, 均衡发展亚洲和欧洲两大境外目的地的出境游市场, 提升上游资源把控能力。

图表 8: 2012-2018H 竹园国旅的营业收入及增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 9：2017 年竹园国旅各个目的地接待人次及旅游收入的占比情况

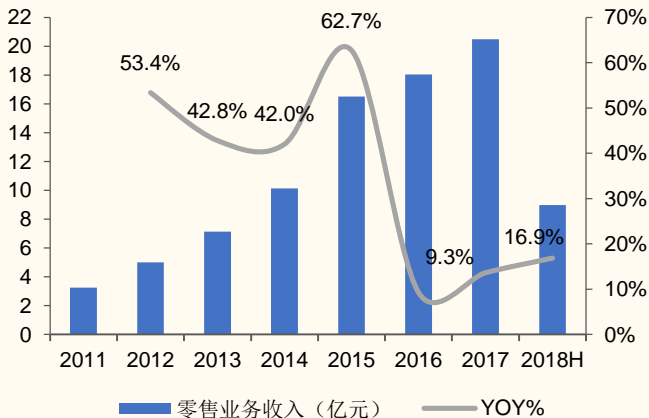


来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 批发端向批零一体化转变，线下线上布局道阻且长

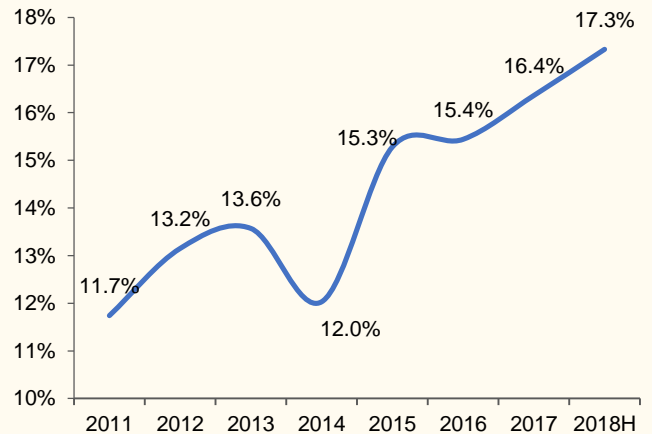
- **以批发业务为主延伸到捕获 C 端客流，通过线下门店和线上悠哉网来扩张零售业务，公司门店布局从直营门店向直营和准直营模式转变：**相对于 OTA 的平台流量和零售业务对接终端消费来说出境游批发商直接对接代理商，通过代理商将出境游产品销售到最终消费者，其所累积的资源主要是上游的产品资源和代理商资源。但是由于代理商模式削弱了利润率，同时附加价值较低，无法通过服务和品牌影响力来实现利润率的提升。多年的批发业务经验积累能够为公司带来上游资源的相对稳定，下游 C 端开拓能够实现批零一体化，省去中间环节。公司拓展 C 端客流的途径主要是线下零售门店的布局和合作线上悠哉网，线上线下同时捕获客流量，实现出境游消费场景的多样化。
- **零售业务布局是公司的重点战略，2018 年上半年增长稳定，开拓准直营模式：**2018H 零售业务的营业收入为 8.99 亿元/+16.87%，相比于 2012-2017 年的增速来说较为稳定，毛利率随着规模提升维持增长（18 年上半年零售毛利率提升 2.25pct）。考虑到布局线下门店的租金成本和线上的普及度，线下门店仅仅承载了售前咨询和售后服务的功能，盈利能力相对较弱。公司开拓了准直营模式，在一线城市（北京、上海及天津等）采取直营模式，在江西、河北、内蒙古三个省份通过并购方式来开拓门店，门店拥有一定的自主权，能够摆脱直营店费用拖累公司业绩的负面影响。从 2018 年上半年的开店数量来看，直营店达到 152 家，开店速度较为稳定，准直营店 253 家，增长较为迅速。

图表 10：2012-2018H 公司零售业务的收入及其增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2012-2018H 公司零售业务的毛利率%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12: 2017 年众信旅游的线下门店区域布局

	零售网点数	配备人员总数	平均配备人员数
北京市	48	265	5.52
上海市	25	98	3.92
天津市	15	68	4.53
石家庄市	3	12	4
唐山市	2	10	5
廊坊市	1	5	5
秦皇岛市	1	5	5
杭州市	5	16	3.2
武汉市	7	26	3.71
南京市	2	8	4
苏州市	1	8	8
西安市	6	27	4.5
合计	116	548	4.72

来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 13: 2017 年公司募投项目公布的线下门店开店计划

地区	实体店类型	第一年	第二年	第三年
北京	超级旗舰店、旗舰店、体验店、形象店、MINI 社区店和移动体验店	13	18	12
天津	超级旗舰店、旗舰店、体验店、形象店、MINI 社区店和移动体验店	8	10	6
福建	旗舰店、体验店	0	3	2
山西	旗舰店、体验店	0	1	1
山东	旗舰店、体验店	0	3	3
河南	旗舰店、体验店	0	1	1
湖南	超级旗舰店、旗舰店、体验店	2	4	3
上海	超级旗舰店、旗舰店、体验店、形象店	3	10	5
广东	超级旗舰店、旗舰店、体验店、形象店	4	8	6
合计		30	58	39

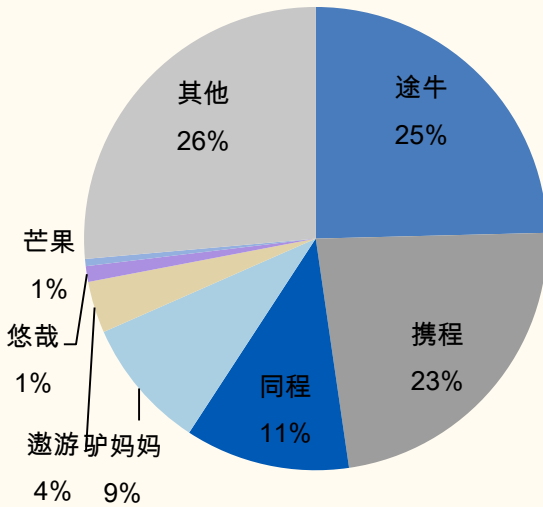
来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 此数据为公司通过可转债募集资金项目公布, 此开店计划来看出公司在零售端的布局, 公司在开店层面会结合直营和准直营模式来开展。

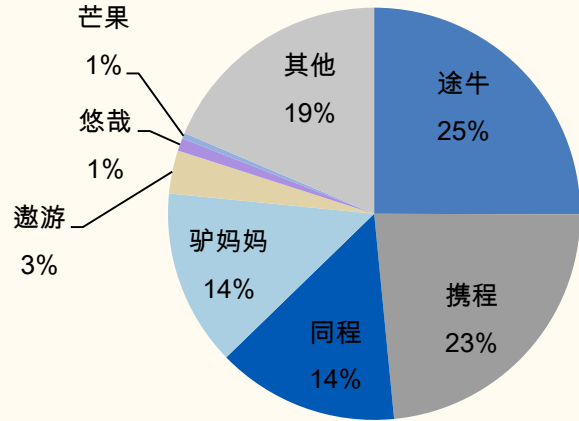
- 战略投资悠哉旅游网, 布局线上零售端:** 2014 年 12 月 3 日公司公告与悠哉网络进行战略合作, 收购悠哉旅游网 15% 的股份。众信旅游的线上布局相对薄弱, 通过与悠哉旅游的合作能够补足短板, 实现传统批发和线上零售、线下门店的全面 O2O 的资源整合。从市场份额来看, 悠哉网作为 2004 年成立的第一批 OTA 平台, 2016 年在线度假旅游市场份额约为 1%, 途牛、携程、同程以及驴妈妈的集中度相对较高, CR4 达到 76.58%, 竞争格局相对寡头, 悠哉网的市占率有所下降。从盈利能力来看, 除了途牛 2017 年三季度实现盈利外, 几大 OTA 运营商由于线上的运营费用和获客费用相对较高, 维持亏损的状态。2013 年度悠哉网络实现营业收入 3.6 亿元, 净利润-804.64 万元。从战略的角度来看, 公司布局线上端, 能够实现 O2O 的打通, 批发业务沉淀的产品优势和线上线下的渠道能够为公司迅速打开零售局面提供支持。但是从盈利的角度来看, 线下门店租金的持续上涨和 C 端服务

的零基础、线上高额获客成本以寡头的 OTA 市场给公司打开零售端市场产生了障碍。

图表 14: 2015 年在线度假旅游市场份额 (OTA 厂商)



图表 15: 2016 年在线度假旅游市场份额 (OTA 厂商)



来源: 易观智库, 国金证券研究所

来源: 易观智库, 国金证券研究所

- 公司打开零售端市场路途漫漫，暨艰辛但必经之路，准直营或是突破口：从零售端收入数据上来看，16 年和 17 年下半年的经营数据相对低迷，过去的开店速度和线上的合作助力 12-18H 年的零售端业务收入增长，而开店速度放缓后零售端的增速有所放缓。从批发向批零一体化的路径中，C 端线下门店的布局是目前被证实的路径，同时由于一二线城市的门店成本和目标群体的线上化率相对较高，门店渗透到三四线城市将能够实现单店的收益。公司从批发端到零售端延伸其实还在布局，从门店数、人员配置和服务等等都在不断完善，品牌和流量将会不断沉淀。公司拓展了准直营开店模式，打造一线自营、非一线以收购实现准直营。

图表 16: 实体营销网络建设项目的单店投资额 (万元)

开设城市	形象店	体验店	旗舰店
北京	37.28	74.69	115.94
上海		135.09	238.09
成都	70.12	104.29	142.84
沈阳			142.84
武汉			142.84
西安			142.84
广州			150.94

来源: 公司公告, 国金证券研究所

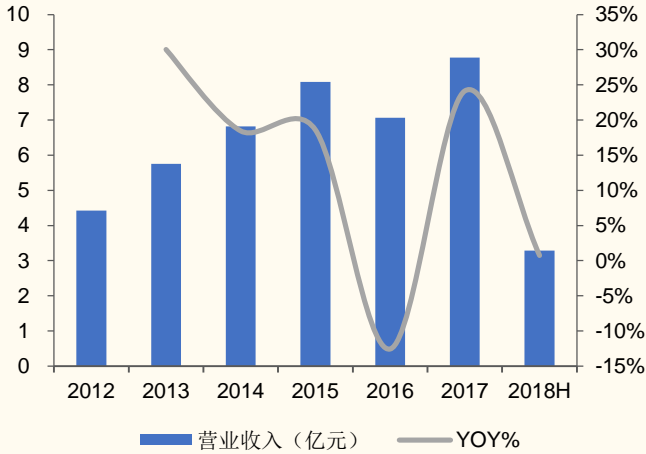
注: 此门店投资额是 2014 年 12 月的公告数据, 2015 年到 2016 年房价和房租的上涨会影响门店的投资额。

### 3.3 整合营销领域业绩弹性大, 调转船头拓展中小客户

- 涉足整合营销行业，客户类型多元化带动毛利率提升：公司从 2005 年开始做商务会奖旅游，2016 年众信博睿正式成立（2016 年 11 月挂牌新三板，18 年摘牌），完成了从商务会奖旅游到整合营销服务的升级。2018 年上半年整合营销业务收入 3.28 亿元/0.74%，净利润为 0.08 亿元/-46.67%，净利率为 2.44%，上半年由于企业订单集中在下半年，所以上半年的数据对于经营判断存在一定的曲解。17 年公司营收增长及毛利率的提升（收入及毛利率提升分别为 24.14%/+0.2pct），主要归因于公司实现客户类型多元

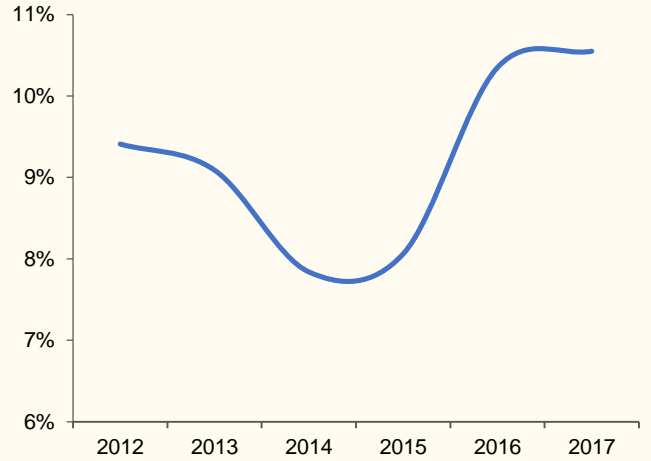
化发展，增强市场抗压能力。公司的客户结构以医药行业为主，占比从2012年的61.75%下降到45.54%，其中2016年传统行业医药类客户毛利率为7.45%，其他行业毛利率12.73%。公司严格执行对毛利率和回款时间要求，主动放弃毛利率过低且回款时间较长的部分大客户业务。

图表 17: 2012-2018H 公司商务会奖业务收入及增速%



来源：公司年报，国金证券研究所

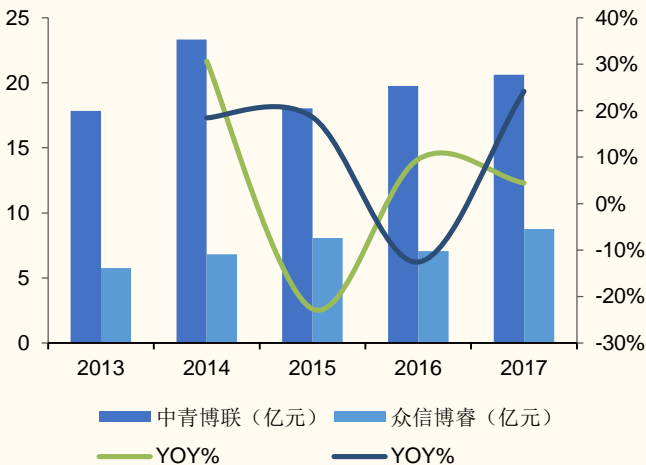
图表 18: 2012-2017 的商务会奖业务的毛利率%



来源：公司年报，国金证券研究所

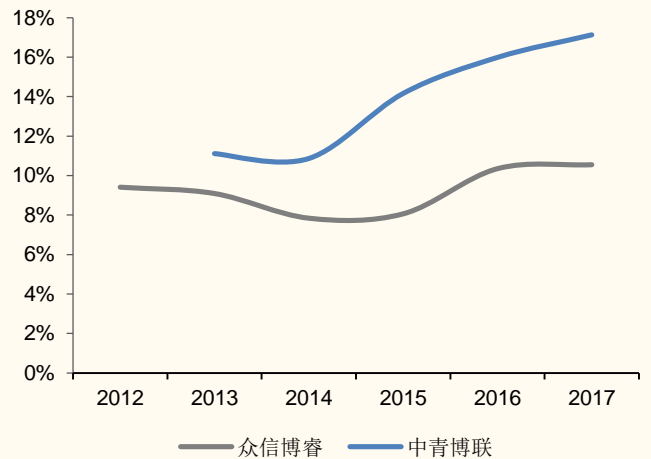
- 对比中青博联来看市场规模相对较小，营业收入保持高增长：中青博联和众信博睿这两个上市公司旗下的商务会奖平台，2016年登陆新三板。1) 从经营数据上来说中青博联主打企业、政府和社团三大类机构客户，2017年营业收入为20.52亿元/+4.36%，相当于众信博联的2.3倍，毛利率17.13%，净利润0.52亿元，净利率达到2.5%，众信博联的净利率相对较高。从众信博联和中青博联的会奖业务经营数据对比来看中青博联的国企背景下收入规模较大，但从业绩弹性来看众信博联表现优异，除了2016年调整客户结构导致营业收入下降外，2013-2017的营收增速分别为30.03%/18.45%/18.6%/-12.56%/24.14%，在毛利率存在劣势的情况下净利率实现反超。2) 从细分业务分类来说各自存在优势，中青博联的业务中会议管理业务占比82.38%，公关传播、体育营销和博览展览业务占比17.62%。众信博联以商务旅游为主，占比达到98.79%，依靠各自股东的优势开展业务。总体来说众信博联跟中青博联的营收差距在不断缩小，业绩弹性相对较强。不断转型客户结构，摆脱大客户依赖（规模较大，但应收账款收回难度较大），重点开拓中小客户，提高整体的盈利能力。

图表 19: 众信博睿与中青博联的收入对比



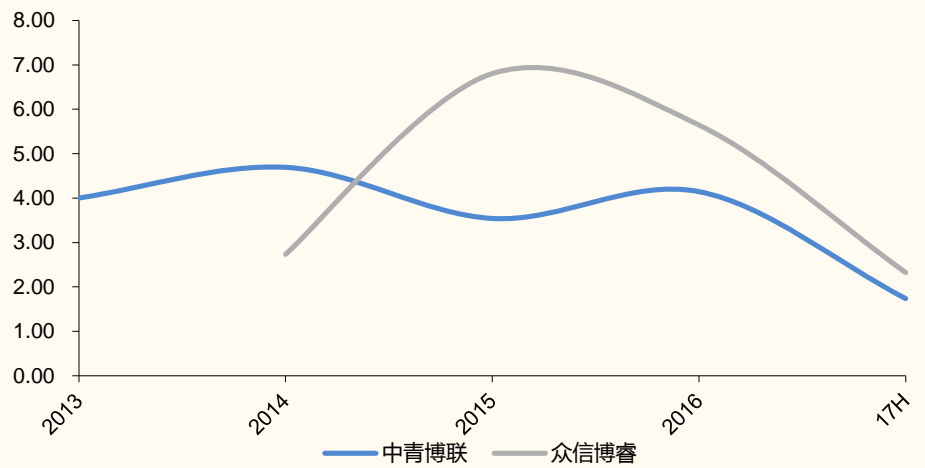
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 20: 众信博睿与中青博联的毛利率对比



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 21: 2013-2017H 众信博睿与中青博联的应收账款周转率



来源：公司年报，国金证券研究所

注：退市后，众信博睿无单独应收账款披露

#### 四、股权激励实现利益捆绑，市场集中度存在提升空间

##### 4.1 公司多次实行员工持股计划和激励计划，高管与公司利益一致，发布可转债来补充公司线下布局资金

- 高管增持、员工持股以及激励计划等项目为股价筑底，彰显公司员工及高管对自身业绩的信心：公司的实际控制人为冯滨，从首次公开发行到现在来看增持多次，股权比例达到 31.31%，同时最新的 18 年中报数据来看公司高管的股权比例超过 50%。截止 2017 年 3 月公司第一期员工持股计划已建仓完毕，买入公司股票 6,499,229 股，成交金额为人民币 0.93 元，成交均价为人民币 14.31 元/股。通过三次股权激励计划将公司利益与高管利益捆绑，其中 2016 年由于股价下降幅度较大，对 2016 年的激励计划进行回购注销。

图表 22：2014-2017 年的公司三次股权激励计划的具体情况（2016 年激励计划于 2017 年回购注销）

时间	激励总数 (万股/万份)	激励总数占当时 总股本比例(%)	期权初始 行权价格	解锁利润条件
2014/11/19	100.00	1.7156	40.78	第一次解锁:以 2013 年为基准年，2014 年度净利润增长率不低于 16% 第二次解锁:以 2013 年为基准年，2015 年度净利润增长率不低于 35% 第三次解锁:以 2013 年为基准年，2016 年度净利润增长率不低于 60%
2016/5/27	998.67	1.1961	11.65	第一次解锁：以 2015 年为基准年，2016 年度净利润增长率不低于 15% 第二次解锁：以 2015 年为基准年，2017 年度净利润增长率不低于 30% 第三次解锁：以 2015 年为基准年，2018 年度净利润增长率不低于 45%
2017/11/2	1,564.37	1.8681	6.50	第一次解锁:以 2016 年为基准年，2017 年度公司的净利润增长率不低于 7% 第二次解锁:以 2016 年为基准年，2018 年度公司的净利润增长率不低于 17% 第三次解锁:以 2016 年为基准年，2019 年度公司的净利润增长率不低于 28%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：公司 2018 年中报公布的十大股东中的公司高管持股

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	公司职位
冯滨	266,009,800	31.31	董事长
郭洪斌	56,957,380	6.70	副董事长
曹建	34,962,528	4.11	总监理
林岩	29,104,000	3.43	副总经理
张莉	20,021,224	2.36	公司子公司众信博联总裁
韩丽	18,638,524	2.19	副总经理
合计	425,693,456	58.84	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 可转债募资 7 亿元投资出境游业务：公司募资 7 亿元从渠道端和产品端来完善出境游业务，渠道部分线上通过电商平台升级项目，优化现有的线上零售渠道，线下通过实体门店，丰富门店类型和布局全国零售网络；产品端开发自由行、高端旅游、体育旅游和健康旅游四个项目来打造。在符合

出境游旅行社市场的发展趋势的情况下通过募资形式来补充资金，减轻自有资金对业绩的压力。

图表 24：公司可转债募集资金的具体投资项目情况

子项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
电商平台升级	27,191.30	21,377.90
实体营销网络拓展	38,109.93	10,643.23
自由行项目	20,957.57	7,621.54
奇迹（高端旅游）项目	16,292.13	5,341.68
体育旅游项目	16,492.51	5,083.82
健康旅游项目	16,474.80	4,965.46
合计	135,518.24	55,033.64

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.2 出境游批发业务市占率较低，受地域性因素影响

- 过去的出境游市场以批发业务为主，线下零售门店布局相对较少：2016 年国内共有 28097 家/+1.72%，但拥有出境游资质的旅行社占比不到 10%。出境游市场的发展是从线上到线下的布局，出境游零售此前服务于一二线高收入人群，线上化程度相对较高。如今一二线城市的出境游渗透率水平相对较高，出境游经营商从一二线城市下沉到三四线城市的布局维持流量的高增长，而三四线城市的旅游消费习惯还未完全成型，考虑到线上 OTA 布局的成本相对较高，目前的出境游经营商转而布局线下门店来捕捉增量客源，同时能够加重出境游产品的服务附加值，加强公司出境游产品的品牌认知。

图表 25：2005-2017Q3 年中国旅行社数量及增速



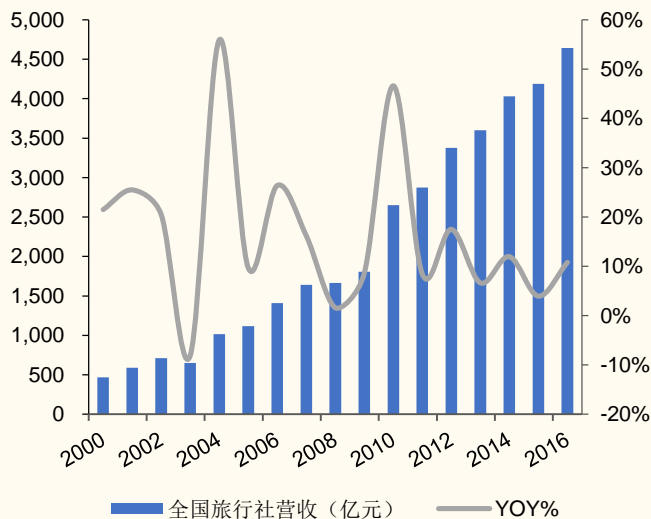
来源：国家旅游局，国金证券研究所

- 大型的出境游批发商区域性相对较强，地区限制以及进入门槛较低导致公司的出境游市场占比较低：2015 年 8 月《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》。意见指出，“各地要破除对旅行社跨省设分社、设门市的政策限制，鼓励品牌信誉度高的旅行社和旅游车船公司跨地区连锁经营”，以此培育壮大旅游企业。同年 9 月国家旅游局公布《国家旅游局关于放宽旅行社设立服务网点政策有关事项的通知》，明确规定了“允许设立社在所在地的省（市、区）行政区划内及其分社所在地的设区的市的行政区划内设立服务网点，不受数量限制。”在此之前政策是限制了旅行社跨区的发展，

政策开放后跨区的成本大大降低，同时各地区出境旅游的客流量以及旅游者的消费行为、目的地有所不同，出境游批发市场发展到现在区域性属性基本形成。华南地区以广之旅和南湖国旅为主，北京大区和华东以众信和华远国旅为主，这三个经济发达程度较高的区域也是目前出境游企业收入贡献最大的区域。

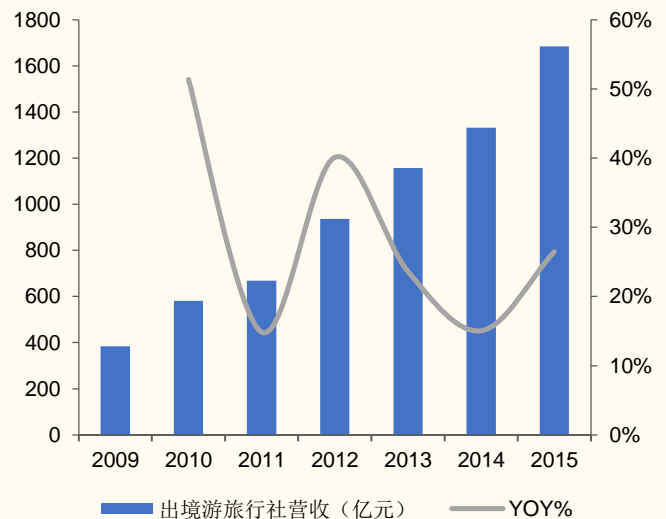
- **众信旅游的市占率相对较低，行业呈现充分竞争局面：**2015 年中国旅游社实现营业收入 4189 亿元/+4%，其中出境游旅行社营业收入为 1683.69 亿元/+26.5%，占比 40%。这部分出境游旅行社营业收入主要是面向 C 端的线下门店的经营数据，批发端收入将产品销售给代理商，由代理商向消费者服务。按照众信旅游的出境游收入占比总体出境游旅行社营业收入来测算众信旅游的收入占比仅为 4.45%，前四大出境游批发商集中度约为 8%（仅考虑出境游业务收入），集中度相对较低的原因有三点；1) 区域性限制，2) 批零一体化的趋势，传统的批发端业务毛利率及净利率相对较低，通过布局零售端实现批零一体化，导致批发端的收入占比相对较低。3) 出境游相对于入境游来说进入门槛相对较低，出境游批发端市场除了几个大型的经营商之外基本上是小而散的格局，基本上属于充分竞争的状态。目前出境游批发商的行业格局基本上相对稳定，业绩增长源于增量客流，提升市占率是批发商目前的重要布局战略，在市占率提高到一定水平的情况下产品在上游和下游代理商的议价能力都将增强。

图表 26：2000-2016 年全国旅行社整体收入及其增速



来源：国家旅游局，国金证券研究所

图表 27：2011-2015 年全国出境游旅行社收入及其增速



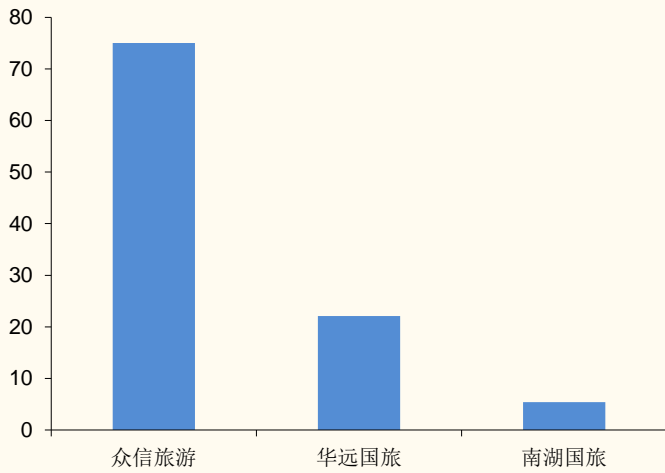
来源：国家旅游局，国金证券研究所

#### 4.3 出境游批发商数据上来看众信比较亮眼，公司有望受益于行业待挖掘空间

- **对标国内几大出境游批发商，经营规模排名第一，毛利率存在上升空间：**目前出境游批发商都在走资本化路径，其中 2016 年 3 月众信旅游拟收购华远国旅（因中概股回归的问题未得到证监会许可）；南湖国旅挂牌新三板；凤凰旅游 2017 年 11 月完成近 7 亿的 C 轮融资。从旅行社数据来看，2015 年众信旅游出境游规模最大（75 亿元），其中由于 2015 年 3 月完成了竹园国旅的收购，增长 112%，其次为华远国旅（22.12 亿元）、南湖国旅（5.4 亿元）。从盈利水平来看，华远国旅毛利率最高，达到 11.01%，其次为众信旅游 8.98%、南湖国旅 5.8%。华远国旅的毛利率最高主要是欧洲长线出境游收入占比最高，达到 83.61%，而亚洲产品的毛利率相对较低。从境外目的地结构布局的角度来看，华远国旅基本上以欧洲长线出境游为主（83.61%）；众信旅游收购了竹园国旅后欧洲和亚洲目的地的收入占比相对均衡，占比均达到 40%左右；南湖国旅的境外目的地占比为 47.6%。从多个维度的对比来看众信旅游收购竹园国旅后规模已经达到了第一的水平，但是由于布局的目的地相对均衡，亚洲和欧洲均是公司重要的境外目

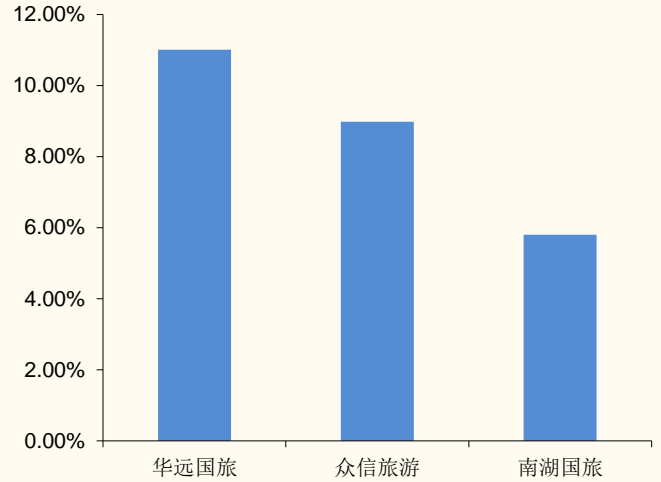
的地，亚洲市场较高的占比导致毛利率相对较低，未来随着境外长线产品逐步提升和规模效应能够带动毛利率的提升。

图表 28: 2015 年各大出境游批发商的经营规模



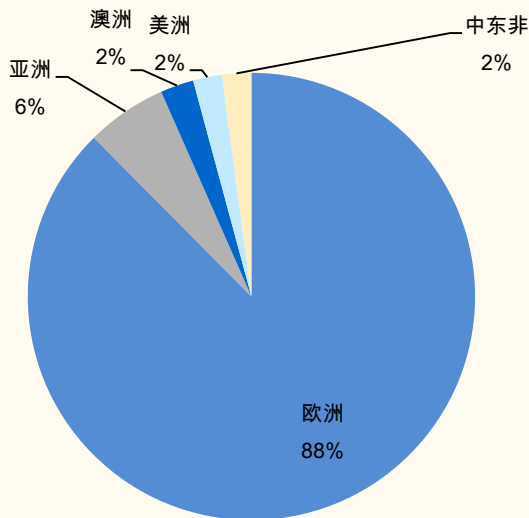
来源: wind, 国金证券研究所

图表 29: 2015 年各大出境游批发商出境游业务毛利率



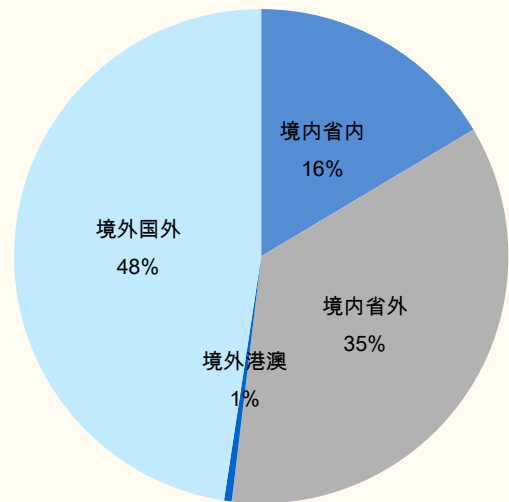
来源: wind, 国金证券研究所

图表 30: 2015 年华远国旅的境外目的地收入占比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 31: 2015 年南湖国旅的出境游收入占比

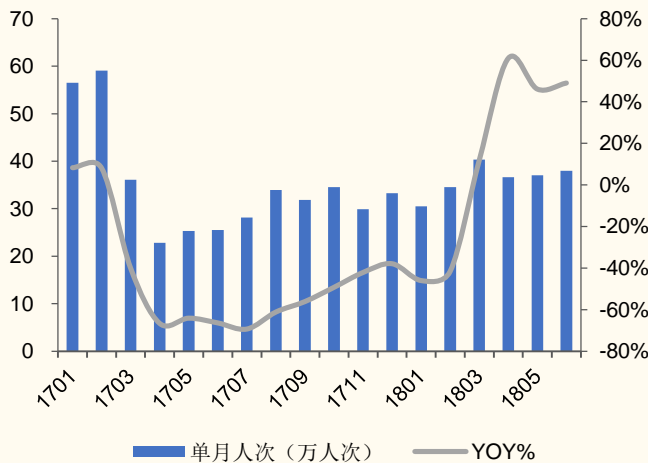


来源: wind, 国金证券研究所

## 五、受益于亚欧市场复苏，多因素带动业绩增长

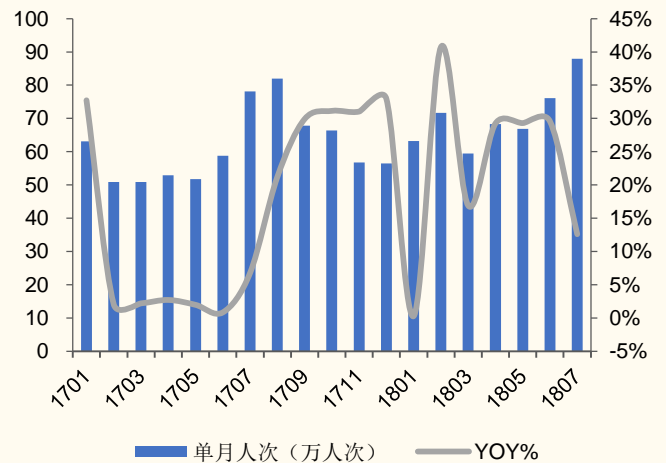
- 行业因素——2018年中欧中加旅游年叠加日韩的低基数能够大概率实现业绩反弹：**出境旅游市场受到国内经济水平、政治以及战争恐袭等影响较大，2016年开始的出境旅游市场增速出现断崖式下降，其中欧洲市场受到恐袭因素影响。2017年地缘政治的因素导致韩国目的地市场出现大幅下降。对于同时布局亚欧目的地旅游的公司来说行业影响下业绩增长处于较低的水平。从追踪各个国家的出境游数据上来看，内地赴韩国游客人次增速自2018年4月开始维持在60%以上，从2017年8月份开始日本及以泰国为代表的东南亚国家的游客人增速也出现了复苏迹象。同时2018年是中欧和中加旅游，境外长线目的地的推动不仅带动规模的提升，同时高毛利率的目的地布局能够提高公司整体的盈利能力。

图表 32：2018 年中国赴韩国目的地有所回升



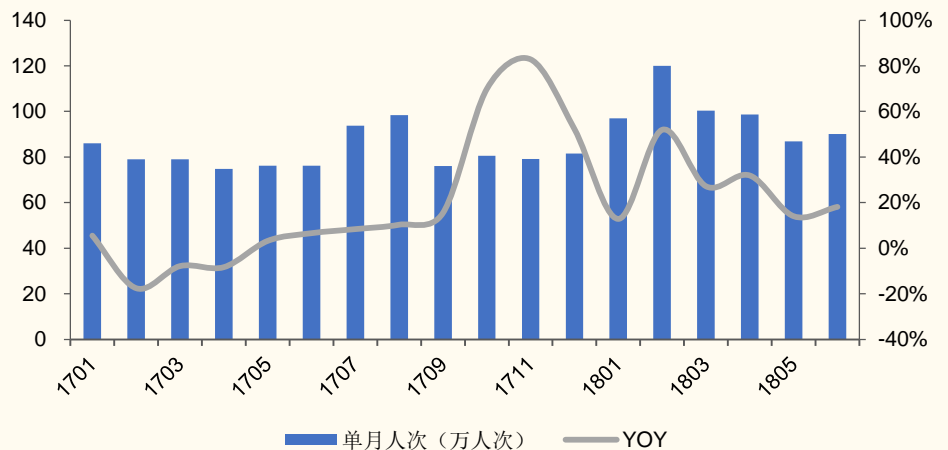
来源：韩国旅游局，国金证券研究所

图表 33：自 2017 年 7 月中国赴日本出境游稳健复苏



来源：日本旅游局，国金证券研究所

图表 34：自 2017 年 10 月中国赴泰国游客人次增速呈现上升趋势

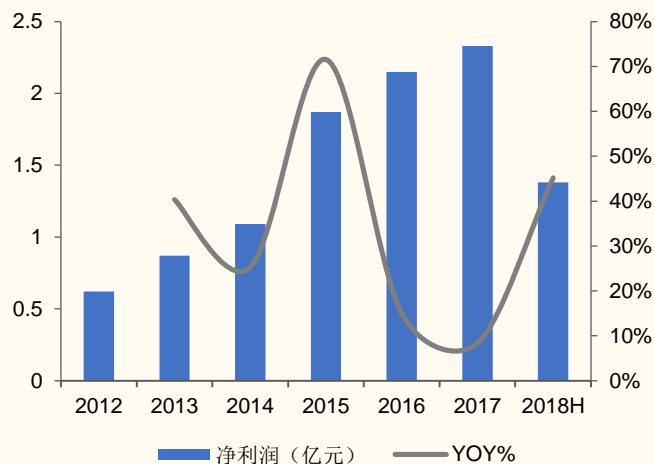


来源：泰国旅游局，国金证券研究所

- 公司因素——2017 年业绩低基数，股权激励和员工持股将公司高管员工利益相绑定：**公司主打出境游，2013-2018 年的业绩增速与出国游市场增速相挂钩，2014-2017 年的公司业绩增速分别为 24.32%/71.7%/15.08%/8.27%，对应的出国游增速分别为 16.4%/35.1%/18.2%/10.6%。18 年上半年业绩增长 45%，扣非净利润增长 24%，由于公司按照市场利率计提了可转债财务费用，整体来看公司的利润在剔除可转债财务费用和投资收益后增速约为 41%。由于地缘政治导致出国游 17 年市场增速较低，2018 年在出境游市场正常经营的情况下能

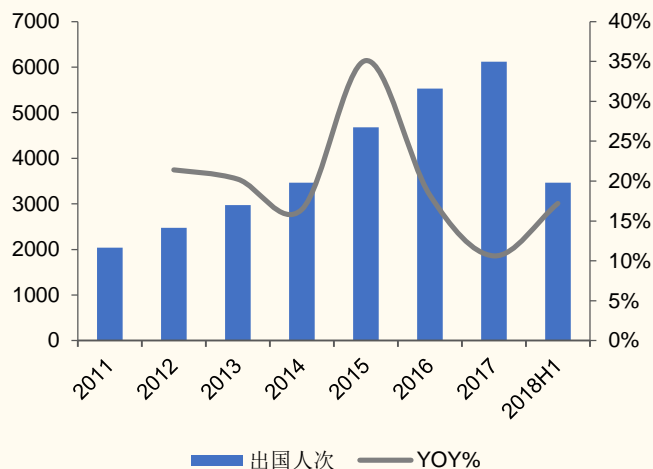
够实现业绩增速反转。公司多次股权激励及员工持股将利益捆绑，民营企业的经营效应将得到最大化。通过拓展批发业务规模提升市占率和布局零售业务来实现业绩增量，规模经济带动毛利及净利率提升。

图表 35: 2012-2018H 众信旅游的净利润及其增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 36: 2012-2017 出国人次及增速 (万人次)



来源: 国家旅游局、港澳台旅游局, 国金证券研究所

- **外延预期——收购竹园国旅 30% 股权，实现业绩增厚：**公司拟以 3.582 亿元收购竹园国旅 30% 股权，公司持有竹园国旅股权从 70% 提升到 100%，成为公司的全资子公司。2017 年竹园国旅实现业绩 1.2 亿元，若收购完成将增厚公司业绩，2018 上半年竹园国旅实现收入为 23.78 亿元/+11.25%，净利润为 0.68 亿元/+25.93%。
- **业绩预测——拆分了各个业绩板块财务数据，根据市场情况和公司重点布局的情况对每个业绩进行了预测**
  - **竹园国旅表现超预期，超额完成业绩承诺：**2015 年 3 月公司收购竹园国旅时给出了 2014-2016 年的业绩承诺分别为 5650/7062/8828 万元，竹园的完成情况为 5727/7278.6/9140 万元。2018 年上半年业绩 0.68 亿元/+25.9%，贡献众信旅游整体业绩 50%。由于国内消费升级后的欧洲旅游市场需求高涨，预计竹园国旅的欧洲市场比重将提升，同时业绩规模的提升带动毛利率上涨。预计 2018E-2020E 营业收入分别为 63.86/78.3/92.07 亿元，增速为 29%/23%/17.6%；对应的净利润为 1.66/2.12/2.58 亿元，增速为 32%/27%/22%。

图表 37: 2016-2020E 竹园国旅分目的地的财务数据预测

单位: 亿元	2016	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
欧洲收入	1,596.4	2,261.5	954.11	2,713.82	3,120.90	3,589.03
YOY%	-20.13%	41.66%	4.95%	20.00%	15.00%	15.00%
收入占比%	41.91%	45.67%	40.12%	42.49%	39.85%	38.98%
毛利率%	7.01%	6.95%	8.08%	7.20%	7.30%	7.40%
亚洲收入	1,937.64	2,392.08	1,250.18	3,348.91	4,353.59	5,224.30
YOY%	49.34%	23.45%	20.20%	40.00%	30.00%	20.00%
收入占比%	50.87%	48.31%	52.58%	52.44%	55.59%	56.74%
毛利率%	9.26%	8.01%	8.56%	8.30%	8.59%	8.88%
澳洲收入	127.76	170.30	95.36	178.82	193.12	208.57
YOY%	47.64%	33.30%	-12.71%	5.00%	8.00%	8.00%
收入占比%	3.35%	3.44%		2.80%	2.47%	2.27%
毛利率%	-0.69%	6.63%	6.52%	6.80%	6.90%	7.00%
美洲收入	123.45	98.97	54.66	108.87	119.75	131.73

YOY%	20.00%	-19.83%	-13.24%	10.00%	10.00%	10.00%
收入占比%	3.24%	2.00%	2.30%	1.70%	1.53%	1.43%
毛利率%	-0.26%	0.29%	7.36%	6.00%	6.00%	6.00%
中东非收入	24.00	28.80	23.56	36.00	44.28	53.14
YOY%	20.00%	20.00%	46.78%	25.00%	23.00%	20.00%
收入占比%	0.63%	0.58%	0.99%	0.56%	0.57%	0.58%
毛利率%	4.14%	9.49%	8.61%	10.00%	10.50%	10.70%
总营业收入	3,809.26	4,951.67	2,377.88	6,386.42	7,831.64	9,206.77
YOY%	23.29%	29.99%	11.25%	28.98%	22.63%	17.56%
毛利率%	7.64%	7.33%	8.17%	7.76%	8.01%	8.23%
净利润	0.914	1.25	0.68	1.660	2.115	2.578
YOY%	25.57%	36.76%	25.93%	32.84%	27.35%	21.91%
净利率%	2.40%	2.52%	2.86%	2.6%	2.7%	2.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 众信旅游内生增长相对稳定，批发及零售稳步进行：剔除掉竹园国旅的收入后，拆分众信旅游内部的批发业务和零售业务，其中批发业务2018年上半年营收29.6亿元/+18.16%，零售端业务增长16.87%。批发端的增长18.73%，主要由于亚洲市场（日韩泰）的增速反弹以及欧洲市场的增长稳定影响，零售端的门店开设模式有了新的模式，线下铺点有望加快，悠哉网的市占率下滑导致增速相对较低。参照竹园国旅的批发业务净利率来测算众信旅游的批发业务业绩，从而拆分出零售端的业绩情况。预计2018E-2020E零售端营业收入为24.18/28.29/32.53亿元，增速为18%/17%/15%，批发业务收入分别为46.35/53.3/59.7亿元，增速为17%/15%/12%；对应的零售端净利润预计为0.41/0.51/0.62亿元，增速为21%/24%/21%，批发端净利润预计为0.97/1.17/1.37亿元，增速约为22.85%/20.48%/17.09%。

图表 38：2016-2020E 众信旅游内生的批发及零售业务的财务数据预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>众信零售业务</b>					
营业收入 (亿元)	18.03	20.49	24.18	28.29	32.53
增长率 (YOY)	9.27%	13.68%	18.00%	17.00%	15.00%
毛利率	15.44%	16.36%	17.00%	17.00%	17.00%
净利润 (亿元)	0.35	0.34	0.41	0.51	0.62
YOY%	43.93%	-3.42%	21.75%	23.88%	21.39%
净利率%	1.94%	1.65%	1.70%	1.80%	1.90%
<b>众信批发业务</b>					
营业收入 (亿元)	36.31	39.62	46.35	53.31	59.71
增长率 (YOY)	21.03%	9.11%	17.00%	15.00%	12.00%
毛利率	7.92%	5.35%	6.00%	6.50%	7.00%
净利润 (亿元)	0.87	0.79	0.97	1.17	1.37
YOY%	4.94%	-9.05%	22.85%	20.48%	17.09%
净利率%	2.40%	2.00%	2.10%	2.20%	2.30%
<b>众信内生总业绩</b>					
营业收入 (亿元)	54.34	60.11	70.53	81.60	92.24
YOY%	16.85%	10.63%	17.34%	15.69%	13.04%
毛利率	10.41%	9.11%	9.77%	10.14%	10.53%
净利润 (亿元)	1.22	1.13	1.38	1.68	1.99

	YOY% 13.77%	-7.44%	22.52%	21.49%	18.39%
净利率%	2.25%	1.88%	1.96%	2.06%	2.16%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **整合营销业务市场空间大，转型客户类型实现毛利率大幅提升：**公司的整合营销业务在去年摆脱大客户依赖，拓展中小企业，在营业收入负增长的情况下实现毛利率的提升，完成了整合营销业务的客户升级，从毛利率角度而非公司规模角度来重点服务客户。预计 2018E-2020E 的营业收入分别为 10.97/13.16/15.14 亿元，增速分别为 25%/20%、15%，对应的净利润分别为 0.53/0.64/0.76 亿元，增速分别为 25.34%/22.50%/17.35%。

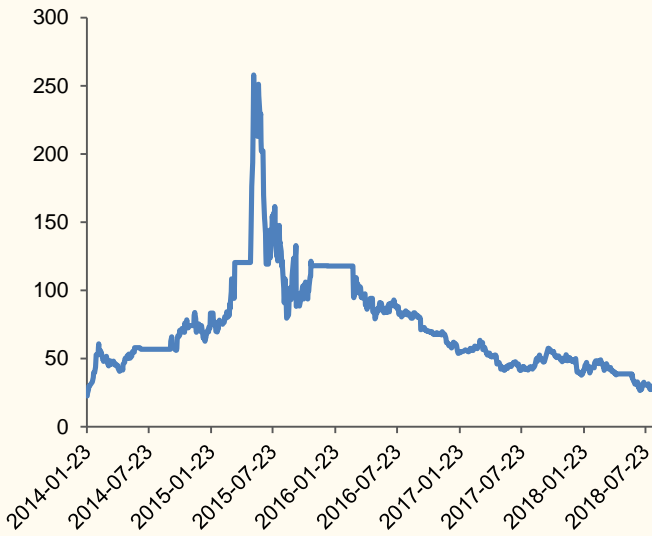
图表 39：2012-20120E 众信博睿的财务数据预测

单位：亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7.07	8.77	10.97	13.16	15.14
	YOY%-12.56%	24.14%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	10.35%	10.55%	10.60%	10.70%	10.80%
净利润（亿元）	0.32	0.42	0.53	0.64	0.76
	YOY%-5.74%	31.25%	25.34%	22.50%	17.35%
净利率%	4.53%	4.79%	4.80%	4.90%	5.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **估值分析——公司主要经营出境游业务，固定资产相对较少，由于旅行社的行业特殊性，不需要投入很多的固定资金来进行运营，以服务为主，因此资产类估值对公司的作用不大，选用以 PE 为主，EV/EBITDA 为辅的估值方法来进行比较恰当。**综合 PE 及 EV/EBITDA 指标来看，众信旅游的估值水平处于历史低位，但由于众信旅游 2014 年上市，旅行社市场开启了抢占资源和并购的热潮，市场给予旅行社的估值相对较高。结合行业的特殊属性来看众信旅游的估值低位因时间较短而不成立，对标国外的旅行社上市公司来看：1) 国际上出境游旅行社（途易、HIS 以及托马斯库）PE 平均值为 15 倍，A 股相对于国际上来说存在溢价，给予国内出境游旅行社 30 倍估值，对应于众信旅游 2018E/2019E/2020E 的 EPS 为 0.36/0.42/0.52。参考国外成熟旅行社的估值给予公司合理估值 PE 为 30X，目标价 10.8-11 元/股。2) 国外上市旅行社 EV/EBITDA 平均值分别为 8.2，众信旅游处于相对较高的水平。众信旅游及凯撒旅游的 EV/EBITDA 远远大于国际上的出境游旅行社，主要是由于经营模式存在差异，国内的出境游个股尤其是众信旅游的折旧摊销相对较低。

图表 40: 众信旅游上市以来的 PE (TTM) 走势



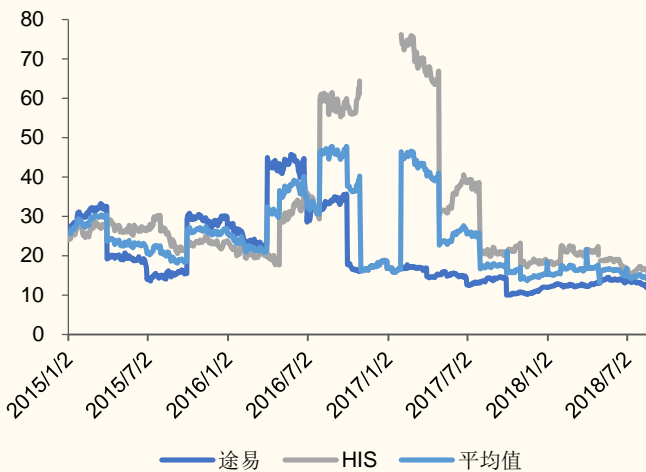
来源: wind, 国金证券研究所

图表 41: 众信旅游上市以来的 EV/EBITDA 走势



来源: wind, 国金证券研究所

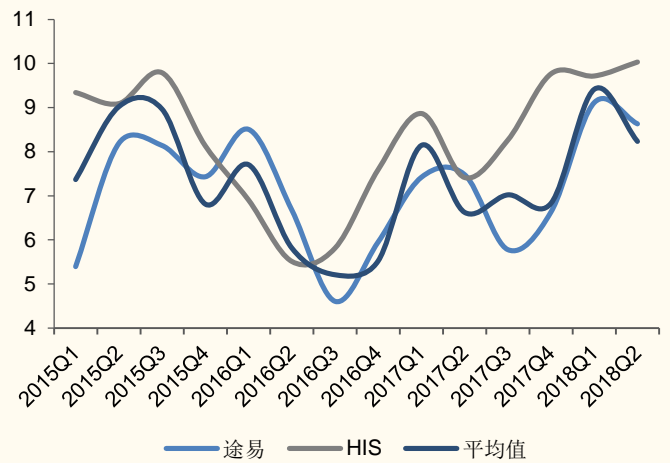
图表 42: 2015-2018H 年国外上市旅行社 PE 走势



来源: 彭博, 国金证券研究所

注: 剔除了 HIS 的 PE 异常值

图表 43: 2015-2018H 国外上市旅行社 ev/ebitda 走势



来源: 彭博, 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,370</b>	<b>10,104</b>	<b>12,048</b>	<b>14,835</b>	<b>17,662</b>	<b>20,353</b>
增长率		20.7%	19.2%	23.1%	19.1%	15.2%
主营业务成本	-7,604	-9,048	-10,840	-13,297	-15,812	-18,195
%销售收入	90.8%	89.5%	90.0%	89.6%	89.5%	89.4%
毛利	766	1,056	1,208	1,538	1,850	2,158
%销售收入	9.2%	10.5%	10.0%	10.4%	10.5%	10.6%
营业税金及附加	-44	-17	-4	-4	-5	-6
%销售收入	0.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-367	-547	-680	-890	-1,077	-1,242
%销售收入	4.4%	5.4%	5.6%	6.0%	6.1%	6.1%
管理费用	-90	-153	-161	-206	-253	-291
%销售收入	1.1%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	265	339	363	437	515	619
%销售收入	3.2%	3.4%	3.0%	2.9%	2.9%	3.0%
财务费用	-4	-15	-3	0	19	36
%销售收入	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-8	-17	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	6	12	20	10	10
%税前利润	n.a	1.8%	3.3%	4.3%	1.8%	1.5%
营业利润	254	313	349	457	544	665
营业利润率	3.0%	3.1%	2.9%	3.1%	3.1%	3.3%
营业外收支	4	5	3	3	3	3
税前利润	257	318	353	460	547	668
利润率	3.1%	3.1%	2.9%	3.1%	3.1%	3.3%
所得税	-48	-72	-73	-97	-115	-140
所得税率	18.6%	22.8%	20.6%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	209	245	280	363	432	528
少数股东损益	23	31	47	58	73	89
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>187</b>	<b>215</b>	<b>233</b>	<b>306</b>	<b>359</b>	<b>439</b>
净利率	2.2%	2.1%	1.9%	2.1%	2.0%	2.2%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	210	245	280	363	432	528
少数股东损益	23	31	47	58	73	89
非现金支出	14	31	55	39	44	46
非经营收益	1	18	7	-42	2	-10
营运资金变动	-217	-253	-162	-145	-111	-39
<b>经营活动现金净流</b>	<b>9</b>	<b>42</b>	<b>180</b>	<b>216</b>	<b>367</b>	<b>524</b>
资本开支	-30	-79	-55	147	-61	-43
投资	-216	-209	-192	0	0	0
其他	0	3	3	20	10	10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-246</b>	<b>-285</b>	<b>-244</b>	<b>167</b>	<b>-51</b>	<b>-33</b>
股权募资	211	104	9	0	0	0
债权募资	584	175	521	-316	-199	-98
其他	-19	-56	-45	-34	-17	-6
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>777</b>	<b>224</b>	<b>486</b>	<b>-350</b>	<b>-216</b>	<b>-104</b>
<b>现金净流量</b>	<b>539</b>	<b>-19</b>	<b>421</b>	<b>33</b>	<b>100</b>	<b>387</b>
资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	960	932	1,367	1,400	1,500	1,887
应收款项	696	866	932	1,057	1,258	1,450
存货	0	1	2	4	4	5
其他流动资产	493	630	855	1,014	1,217	1,420
流动资产	2,150	2,429	3,156	3,475	3,979	4,762
%总资产	66.8%	60.7%	61.9%	66.5%	69.2%	72.8%
长期投资	279	499	456	456	456	456
固定资产	98	222	375	272	297	301
%总资产	3.0%	5.6%	7.4%	5.2%	5.2%	4.6%
无形资产	575	701	936	923	912	904
非流动资产	1,068	1,573	1,940	1,750	1,772	1,775
%总资产	33.2%	39.3%	38.1%	33.5%	30.8%	27.2%
<b>资产总计</b>	<b>3,218</b>	<b>4,002</b>	<b>5,096</b>	<b>5,225</b>	<b>5,751</b>	<b>6,537</b>
短期借款	620	803	638	318	109	0
应付款项	879	1,123	1,311	1,390	1,653	1,903
其他流动负债	44	78	94	155	185	291
流动负债	1,543	2,004	2,042	1,863	1,947	2,195
长期贷款	0	0	7	7	7	8
其他长期负债	0	36	608	552	562	572
<b>负债</b>	<b>1,543</b>	<b>2,040</b>	<b>2,657</b>	<b>2,422</b>	<b>2,516</b>	<b>2,775</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,564</b>	<b>1,801</b>	<b>2,235</b>	<b>2,540</b>	<b>2,899</b>	<b>3,338</b>
少数股东权益	111	161	205	262	335	424
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,218</b>	<b>4,002</b>	<b>5,096</b>	<b>5,225</b>	<b>5,751</b>	<b>6,537</b>
比率分析						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.447	0.255	0.274	0.360	0.423	0.517
每股净资产	3.747	2.134	2.629	2.988	3.411	3.927
每股经营现金净流	0.021	0.050	0.212	0.254	0.431	0.617
每股股利	0.230	0.050	0.020	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.92%	11.93%	10.41%	12.04%	12.39%	13.15%
总资产收益率	5.80%	5.37%	4.57%	5.85%	6.24%	6.72%
投入资本收益率	9.40%	9.48%	7.95%	9.56%	10.61%	11.50%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	98.48%	20.72%	19.24%	23.13%	19.06%	15.23%
EBIT 增长率	115.21%	27.94%	7.10%	20.18%	17.85%	20.28%
净利润增长率	71.54%	15.18%	8.27%	31.44%	17.44%	22.25%
总资产增长率	200.16%	24.37%	27.33%	2.53%	10.08%	13.67%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	13.4	17.5	16.6	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
应付账款周转天数	16.2	21.9	22.2	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	0.5	2.0	2.5	2.3	2.2	1.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-20.32%	-6.61%	-9.86%	-21.16%	-27.89%	-37.13%
EBIT 利息保障倍数	71.4	22.1	113.4	-1,355.1	-26.6	-17.3
资产负债率	47.94%	50.97%	52.13%	46.36%	43.75%	42.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：贝格数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH