

2019年02月26日

餐饮旅游

## 放眼全球,看中国出境游行业行至何处

■欧洲:旅游业历史悠久,已发展至成熟阶段,两强格局稳定。欧洲自助游为主,但传统旅行社仍有空间,拓展线上渠道,行业集中度高。

①客源国(非地中海国家)、经济欠发达地区、前往远程陌生目的地的跟团游比重不低,其中客源国选择旅行社的游客比重近30%,选择包价产品比重约20%。②电商市场:OTA在酒店机票领域占优势,传统旅行社加大投入在度假产品上取得一定份额,2011年欧洲旅行社占旅游电商9%的份额。③旅游业增速放缓,旅行社盈利能力下降,90年代末以来欧洲旅行社集中度快速提升,CR5=70%。④TUI集团龙头地位稳定,重视上游资源积累,积极剥离冗余资产,聚焦旅游上游资源,巩固龙头地位。

■韩国:以客户体验为核心树立品牌,依靠资源迅速抢占市场。①韩国旅游市场历经三阶段步入稳定增长期,中国目前发展阶段类似韩国第二阶段快速成长期:集中度将提高,散客化提升、跟团游不会消失;②韩国产业链中游集中度高,通过高议价能力实现了全产业链控制,国内出境游行业龙头格局正在形成,通过收购扩张是实现全产业链控制的重要手段;③韩国出境游产业链下游销售受互联网冲击较小,中国互联网成本效益显著线上销售发展迅速;④韩国巨头以客户体验为核心树立品牌,以批发为主、零售为辅迅速抢占市场获得先发优势。

■日本:JTB一家独大,HIS迅速崛起。日本旅游产业发展历经三阶段,目前进入稳定发展期,出境跟团游占比大,行业集中度高:①日本旅游产业发展经历三阶段,现已进入稳定期,2003-13出境游人次CAGR=2.8%;②日本居民出境游跟团比例高,欧洲线路跟团游占比61%,东亚文化影响下,跟团游市场将长期存在;③日本旅行社行业集中度高,CR2=22%、CR10=49%,二八分化明显。行业龙头JTB:批零一体化模式,线下渠道布局完善,品牌效应提升客户粘性,线上渠道进展缓慢,导致市场份额有所下滑:①JTB依托政府背景起家,批零一体化模式,超2500家线下零售门店以自建为主,16%市场份额日本第一,领先第二名10个百分点;②基于客户细分的多品牌发展战略提升客户粘性,增强议价能力,构建品牌/产品/要素良性循环;③线上渠道建设进展缓慢,电商冲击下市场份额有所下滑。

■中国出境游行业前瞻。①出境游行业增速与宏观经济相关性较大,中国未来出境游增速将回落至稳定增长水平,未来主要增量将来自三四线出境人群。②国内跟团游占比上升,自由行比例呈下降趋势。2008年以来,中国居民出境跟团游比例持续提升,自由行比例呈下降趋势。2016年,跟团游比例达42.4%,自由行比例为57.6%。出境游旅行社行业地位稳固。③行业演变逻辑:旅行社数量高速增长->增长停滞伴随毛利率下行->行业整合开始毛利率回升;目前行业行至第三阶段,毛

## 行业深度分析

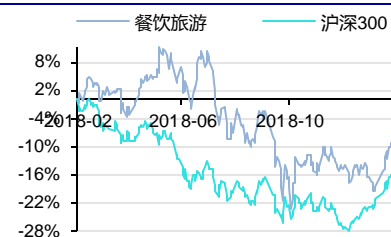
证券研究报告

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票	目标价	评级
002707 众信旅游	7.50	买入-A
300178 腾邦国际	18.91	买入-A
000796 凯撒旅游	7.81	买入-A

### 行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.15	-11.63	1.74
绝对收益	10.96	7.10	-7.71

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518080002

duyf1@essence.com.cn

021-35082088

### 相关报告

教育政策齐发利好职教龙头中公教育,继续推荐板块低估值预期改善标的 2019-02-24

超跌板块或迎估值修复行情,职教行业遇发展春天 2019-02-17

从万宝盛华对比科锐国际,看人力资源行业发展趋势 2019-02-02

基金四季报社服行业持仓分析 2019-01-27

海口市内店开业中国国旅海南市场再拓展,酒店板块估值低位建议关注 2019-01-20

利率回升在即。

■**出境游旅行社发展方向判断。**①**深挖潜在出境人群，向二三四线城市加速下沉：**出境游人群结构正在发生调整，二三四线城市出境游渗透率正在提升；旅行社一方面将加大对二三四线城市的渗透力度，另一方面将开发适合此部分客户群体的出境游产品；②**提升产品独特性和丰富度，树立壁垒与 OTA 竞争：**产品独特性是最重要的竞争壁垒，向上游要素资源方的纵向整合是奠定产品独特性的基础，随着 OTA 逐步进入度假游产品市场，产品独特性就成为传统旅行社竞争的关键手段，通过控制上游的酒店、航空、地接等资源，传统旅行社可打造出独家度假产品占领市场，提升产品丰富度；③**利用渠道资源优势，开辟定制游蓝海市场：**2016 年起，定制游市场高速发展；根据胡润研究院的报告，行程安排成高端旅游人群不满旅行社最大因素，旅行社可利用自身渠道资源优势，以较低转换成本，开辟定制游蓝海市场；④**提供衍生服务，提升边际收益：**经营出境游业务的旅行社，可依靠其大量客户数据，扩展业务范围，提供衍生服务，提升边际收益。

■**出境游板块处于估值低位，人民币走强+出境游数据改善驱动出境游板块估值修复。**众信旅游：2018 年起加码零售门店扩张，零售业务毛利已实现较大改善；商誉减值后轻装上路（根据公司发布的业绩预告，2018 年拟进行商誉减值），2018 年 12 月起并表竹园剩余 30% 股权，以净利润 1 亿元估计（根据公告，竹园国旅 2017 年净利润约 1.24 亿元），2019 年有望带来 0.3 亿元增量业绩，2019 年业绩高增长确定性极高。凯撒旅游：上游资源+下游品牌优势明显，公司稳健运营，乘势行业复苏、迎来估值修复。

■**风险提示：**出境游人数增长不及预期，人民币汇率波动，战争/灾害/疾病等突发事件影响，行业集中度提升不及预期

## 内容目录

<b>1. 欧洲:旅游业历史悠久,已发展至成熟阶段,两强格局稳定</b> .....	<b>8</b>
1.1. 行业情况.....	8
1.1.1. 行业增速与经济景气程度呈现较大相关性.....	8
1.1.2. 线上渠道占比不断提升.....	8
1.1.3. 英国居民跟团游比例约 40%，跟团游前往欠发达地区的跟团游比重高.....	9
1.2. 行业演变关键节点：机票佣金率下降.....	9
1.3. 竞争格局：两强格局基本稳定.....	10
1.4. 欧洲龙头——TUI.....	11
1.4.1. 发展历程：历史悠久，行业绝对龙头.....	11
1.4.2. 业务构成.....	12
1.4.2.1. 销售和营销部：按地区划分为（欧洲）北部、中部及西部.....	13
1.4.2.2. 假日体验板块包括 HOTELS & RESORTS（酒店和渡假村）和游轮活动.....	14
1.4.3. 核心战略：重资源，重体验.....	14
1.4.3.1. 商业模式：垂直整合，把控核心资源.....	14
1.4.3.2. 重视客户体验：加强数字化和多样化满足客户需求.....	16
1.4.4. 财务数据.....	17
1.5. 欧洲第二大旅游集团：Thomas Cook.....	17
1.5.1. 发展历程.....	17
1.5.2. 业务构成.....	19
1.5.2.1. 旅行部门.....	21
1.5.2.2. 航空部门.....	22
1.5.3. 核心战略：全面围绕客户口碑运营，强化公司品牌意识.....	23
1.5.4. 财务数据.....	25
<b>2. 韩国：先发筑城，体验为王</b> .....	<b>26</b>
2.1. 行业情况.....	26
2.1.1. 出境游历经三个阶段，与 GDP 增速呈现出明显相关性.....	26
2.1.2. 韩国网络使用率高，但跟团游产品的线上化程度低，电商短期内难以撼动旅行社在跟团游领域的市场地位.....	26
2.1.3. 出境跟团游比例约 3 成，半自由行方式受青睐度大幅提升.....	27
2.2. 行业演变：机票零佣金率加速行业整合，机票批发商形成寡头垄断.....	28
2.3. 竞争格局.....	28
2.3.1. 旅行社批零界限模糊，寡头垄断，细分市场发展充分.....	29
2.3.2. 零售市场寡头垄断，CR2>30%.....	29
2.4. 韩国巨头 Hanatour：品牌为先，先发优势明显.....	30
2.4.1. 22 年历史，服务网络覆盖全球，品牌细分策略最大满足客户需求.....	30
2.4.2. 以出境游为主，欧洲市场成长迅速.....	31
2.4.3. B2X2C 模式，以较轻资产实现全产业链控制.....	32
2.4.3.1. 上游要素：垄断机票市场，大量建立目的地酒店，并开设免税店.....	33
2.4.3.2. 下游销售：分销为主，直销占 25%-30%，其中线上>线下.....	34
2.4.4. 依托牢固壁垒，开拓自由行、提升线上化水平.....	34
2.4.5. 财务概况.....	36
<b>3. 日本：JTB 一家独大，HIS 迅速崛起</b> .....	<b>37</b>
3.1. 行业情况：增速趋缓，与宏观经济相关性较强.....	37

3.2. 竞争格局：市场集中度高，JTB 为绝对龙头 .....	37
3.3. 日本龙头——JTB.....	38
3.3.1. 发展历程.....	38
3.3.2. 业务模式.....	39
3.3.2.1. 专卖店批零一体化模式.....	39
3.3.2.2. 以庞大的直销网络为主体的销售模式.....	40
3.3.3. 公司核心战略分析.....	40
3.3.3.1. 服务客户至上的发展战略： .....	40
3.3.3.2. 准基于专卖店批零一体化模式下的产品设计创新战略： .....	41
3.3.3.3. 高度精细的分工管理战略.....	41
3.3.3.4. 基于客户细分的多品牌发展战略.....	41
3.3.4. 收入利润分析.....	41
3.4. 迅速崛起的年轻出境游巨头——HIS.....	43
3.4.1. 发展历程.....	44
3.4.2. 投资并购项目与运营内容扩张.....	45
3.4.3. 商业模式+业务类型.....	46
3.4.3.1. 旅游业务.....	47
3.4.3.2. 主题乐园成为增长引擎.....	49
3.4.3.3. 酒店.....	50
3.4.3.4. 交通运输.....	51
3.4.3.5. Kyushu Sanko Group .....	51
3.4.4. 收入利润分析.....	51
<b>4. 中国出境游行业发展前瞻 .....</b>	<b>54</b>
4.1. 出境游行业增速与宏观经济相关性较大，中国未来出境游增速将回落至稳定增长水平 .....	54
4.1.1. 总体增速回落.....	54
4.1.2. 出境游人群结构调整，二三四线城市巨大市场加速打开.....	54
4.2. 跟团游比例提升，巩固出境游旅行社行业地位.....	56
4.3. 旅行社数量高速增长->增长停滞伴随毛利率下行->行业整合开始毛利率回升，行业行至第三阶段，毛利率回升在即 .....	57
4.4. 出境游旅行社发展方向前瞻.....	58
4.4.1. 方向一：深挖潜在出境人群，向二三四线城市加速下沉.....	58
4.4.2. 方向二：提升产品独特性和丰富度，树立壁垒与 OTA 竞争.....	59
4.4.3. 方向三：利用渠道资源优势，开辟定制游蓝海市场.....	60
4.4.4. 方向四：提供衍生服务，提升边际收益.....	61
<b>5. 行业格局变化倒逼渠道商转型，资源争夺中先发优势明显 .....</b>	<b>65</b>
5.1. 众信旅游：上游布局目的地资源，下游加速扩张零售门店 .....	65
5.1.1. 上游：较早开始向上游资源延伸，抢占优质资源 .....	65
5.1.2. 下游：打通线上线下零售渠道，快速布局有望提升营收贡献.....	65
5.1.3. 财务数据.....	66
5.2. 凯撒旅游：背靠海航集团，或将注入更多航空资产.....	66
5.2.1. 大股东海航集团，拥有深厚的航空资源 .....	66
5.2.2. 财务数据.....	66
<b>6. 风险提示.....</b>	<b>68</b>

## 图表目录

图 1: 2009 年及 2012 年欧洲经济增速下行明显.....	8
图 2: 2007 年以来英国年度出国游客下滑或停滞.....	8
图 3: TUIAG 和 TCG 两大社营收增速呈现较大波动.....	8
图 4: 电商是欧洲旅游产业链各环节的标配.....	9
图 5: TUIAG 线上销售占比稳步提升.....	9
图 6: 英国居民去欧美以外地区的购买包价游比重高.....	9
图 7: 经济略不发达地区包价旅游比重高于发达地区.....	9
图 8: 美国机票佣金费率下降历程.....	10
图 9: 美国旅行社的机票代理佣金收入占比逐年下降, 2013 年降至稳定水平.....	10
图 10: 全球机票佣金率普遍下调.....	10
图 11: 美国旅行社行业 2000 年以来集中度提升.....	10
图 12: 1997 年欧洲前十大旅行社市场份额仅 52%.....	11
图 13: 2002 年欧洲前五大旅行社市场份额达到 70%.....	11
图 14: TUI 发展历程.....	12
图 15: TUI 业务构成.....	12
图 16: 酒店财产权构成.....	14
图 17: 酒店地区分布.....	14
图 18: Thomas Cook 发展历程.....	19
图 19: 公司主营旅行社业务 (百万欧元) .....	20
图 20: 航空公司业务营业利润贡献增长迅速 (百万欧元) .....	20
图 21: TCG 业务构成.....	20
图 22: 公司更加注重品质化酒店管理, 从而实现营收增长.....	22
图 23: 第三方旅行社对于公司航空座位的需求增长.....	23
图 24: 长途旅客的需求增长.....	23
图 25: 公司 NPS 持续提升.....	23
图 26: 随着 NPS 打分越高, 顾客重复预订量逐渐增长.....	23
图 27: 公司坚持顾客需求为第一导向.....	24
图 28: 公司 3 项承诺.....	24
图 29: 托迈酷克为中国顾客提供全球目的地的定制化出行.....	25
图 30: 托迈酷克提供“体育+X”旅游产品构筑坚实壁垒.....	25
图 31: 公司线上预定率持续走高.....	25
图 32: 公司各渠道预定量发展情况.....	25
图 33: 韩国出境游历经三个发展阶段.....	26
图 34: 出境游增速与 GDP 增速呈现出明显相关性.....	26
图 35: 韩国网络使用率居世界前列.....	27
图 36: 韩国网络用户及网络使用率逐年提升.....	27
图 37: 韩国居民通过旅行社出境游比重稳定在 30%.....	27
图 38: 2013 年韩国居民出境跟团游比重降至 38%.....	28
图 39: 韩国年轻群体出境游以自由行为主.....	28
图 40: HanaTour 机票销售规模奖励在 2010 年剧增.....	28
图 41: 韩国旅行社细分市场填充充分.....	29
图 42: 韩国旅行社市场集中度较高.....	30
图 43: 2013 年 Hanatour 和 Modetour 占市率逾 30%.....	30

图 44: 公司历史沿革.....	30
图 45: HanaTour 在海外 11 个国家地区设立 31 个办公室.....	31
图 46: 品牌细分策略迎合不同客户需求.....	31
图 47: HanaTour 销售额主要来自出境游业务.....	32
图 48: HanaTour 近年营收及规模稳定增长.....	32
图 49: HanaTour 境外业务收入占主导地位.....	32
图 50: Hanatour B2X2C 运营模式.....	33
图 51: Hanatour 拟建设高档、中档、经济型多层次酒店.....	33
图 52: Hanatour 免税店全品类覆盖.....	34
图 53: HanaTour 拓展大量代理零售商及特许加盟商.....	34
图 54: 特许加盟商渠道为 HanaTour 贡献最大收入.....	34
图 55: 韩国三大旅行社竞争力分析.....	34
图 56: 2014 年之前自营网站销售比例稳中略升.....	35
图 57: HanaTour 的自由行及线上化战略.....	36
图 58: 日本出境游增速与 GDP 增速呈现明显相关性.....	37
图 59: JTB 市占率稳步提升.....	38
图 60: JTB 集团化发展路径.....	39
图 61: JTB 经营公司清单.....	39
图 62: JTB 基本商业模式.....	40
图 63: JTB 近 5 年营业收入占比.....	42
图 64: JTB 近 10 年毛利率维持在 20%以上.....	42
图 65: JTB 近 10 年重大投资并购事件.....	43
图 66: HIS 机票, 酒店, 旅游产品网上预定.....	44
图 67: HIS 旗下主要子公司.....	45
图 68: HIS 全球扩张情况.....	46
图 69: 各类业务板块占营收比重.....	47
图 70: 旅游板块营收增速.....	48
图 71: HIS 出境游市占率.....	48
图 72: 2018 年开始 HIS 与国内其他公司国内有营收增速.....	49
图 73: Huis Ten Bosch Group 营收增长情况.....	50
图 74: HIS 旗下酒店分布图.....	50
图 75: 酒店业务增涨情况.....	51
图 76: HIS 总营收及增速.....	52
图 77: HIS 毛利率.....	52
图 78: HIS 净利润.....	53
图 79: 中国居民出境人次经历高增长后, 2015-2016 年增速回落.....	54
图 80: 2017 年北京、上海两地旅行社组织出境游人数首次出现负增长.....	55
图 81: 从欧洲游数据来看, 出境游向二三四线城市加速渗透.....	55
图 82: 三四线城市中产阶级提升幅度最大.....	55
图 83: 二线城市渗透率稳步提高.....	56
图 84: 国内出境游渗透率远低于成熟市场.....	56
图 85: 跟团游比例提升, 自由行比例下降.....	57
图 86: 旅行社数量增速持续下滑, 已接近停滞.....	57
图 87: 旅行社社均年收入增速持续下滑, 已接近零增长.....	57
图 88: 出境游旅行社龙头市占率提升显著, 但集中度仍较低.....	58

图 89: 众信旅游华东以外区域占比逐渐提升.....	59
图 90: 凯撒旅游北京占比下降显著.....	59
图 91: 中部和西南部地区出境人数增幅明显.....	59
图 92: TUI Travel 2011 年独有产品占总收入 36%.....	60
图 93: Thomas Cook 2011 年独有产品占总收入 16%.....	60
图 94: 国内定制游市场规模快速增长.....	61
图 95: 行程安排成高端旅游人群不满旅行社最大因素.....	61
图 96: 众信旅游“出境云”大数据管理分析平台构想.....	62
图 97: 1997 年欧洲前十大旅行社市场份额仅 52%.....	62
图 98: 2002 年欧洲前五大旅行社市场份额达到 70%.....	62
图 99: 旅行社毛利率水平触底回升.....	63
图 100: 旅行社产品打包出售酒店+机票+景点+保险.....	63
图 101: 国内 60 岁以上老年人口占全国人口比重不断提升.....	64
图 102: 6 成老年人选择跟团游.....	64
图 103: 国内家庭数不断攀升.....	64
图 104: 国内出生率达到高点.....	64
图 105: 国内在线亲子游市场规模.....	64
图 106: 亲子游选择跟团占比达到一半.....	64
图 107: 众信旅游当期门店数量.....	65
图 108: 公司目前门店一线城市占比较高.....	65
表 1: TUI 现有航空资源.....	15
表 2: 2000 年及之后公司重大投资并购事件.....	15
表 3: TUIAG 财务数据.....	17
表 4: 公司航空资源拓展进度.....	22
表 5: TCG 财务数据.....	25
表 6: Hanatour 财务概况.....	36
表 7: 日本四类旅行社及数量.....	37
表 8: 重大投资并购事件.....	46
表 9: HIS 财务数据.....	53
表 10: 主要收购投资事件.....	65
表 11: 2018 年公司高速展店.....	65
表 12: 众信旅游主要财务数据.....	66
表 13: 凯撒旅游主要财务数据.....	66

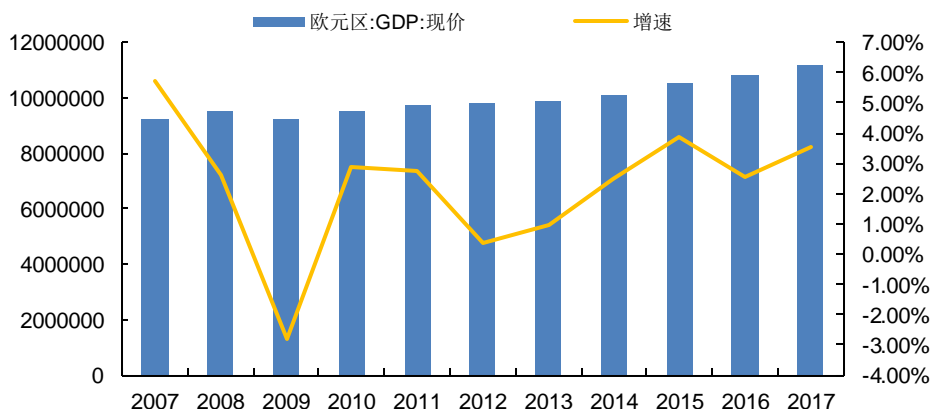
## 1. 欧洲:旅游业历史悠久,已发展至成熟阶段,两强格局稳定

### 1.1. 行业情况

#### 1.1.1. 行业增速与经济景气程度呈现较大相关性

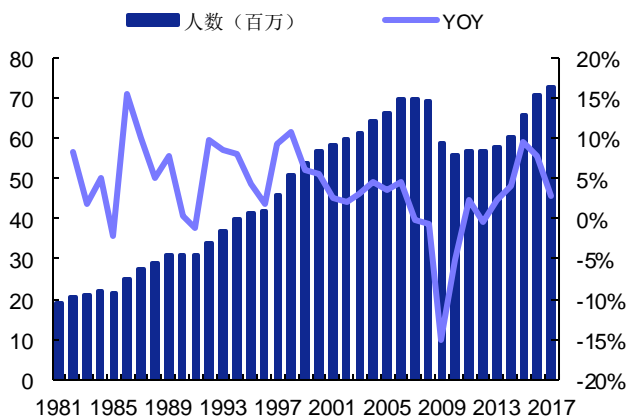
2007年及2012年欧洲经济增速下行,拖累行业增长,龙头旅行社受影响较大。2007年金融危机以来欧洲居民出游人数出现下滑或停滞,受其影响,TUIAG和TCG的营收增速放缓;2012-2013年欧洲经济增长近乎停滞,出境游客数量几无增长,TUIAG与TCG营收增速均再次放缓。2017年欧洲经济回温,出境游人数大幅增长,两大龙头营收大幅提升。

图 1: 2009 年及 2012 年欧洲经济增速下行明显



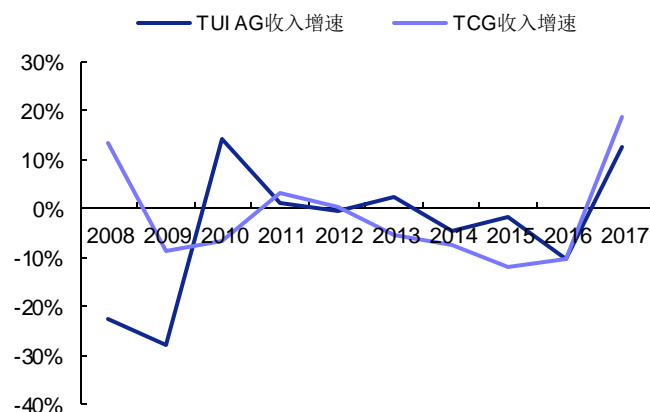
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2: 2007 年以来英国年度出国游客下滑或停滞



资料来源: ONS, 安信证券研究中心

图 3: TUIAG 和 TCG 两大社营收增速呈现较大波动



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

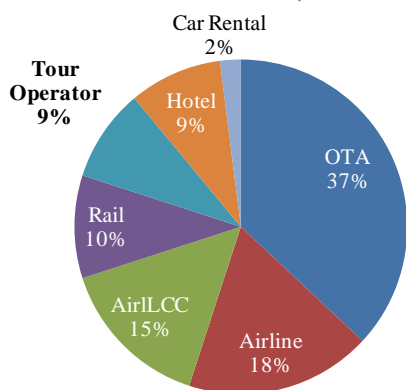
#### 1.1.2. 线上渠道占比不断提升

目前,欧盟旅游市场中,OTA 和要素商仍以线上渠道为主,而旅行社以线下渠道为主。近年来,欧盟旅行社龙头逐步加强线上渠道的开发,2017 年 TUIAG 线上渠道的销售占比已提升至 46%。



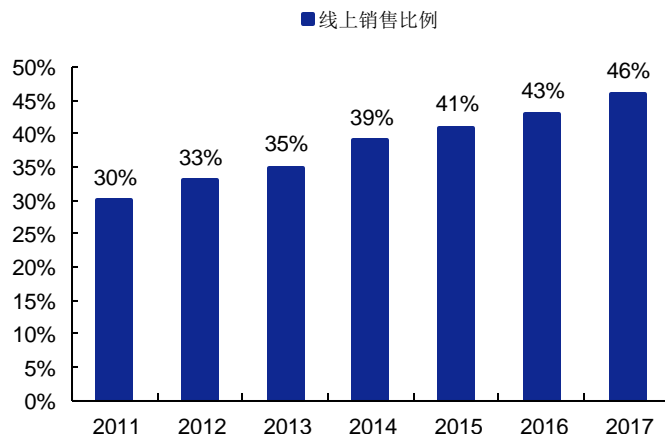
图 4： 电商是欧洲旅游产业链各环节的标配

欧盟旅游电商2011年份额(按公司类型分)



资料来源：ONS，安信证券研究中心

图 5： TUIAG 线上销售占比稳步提升

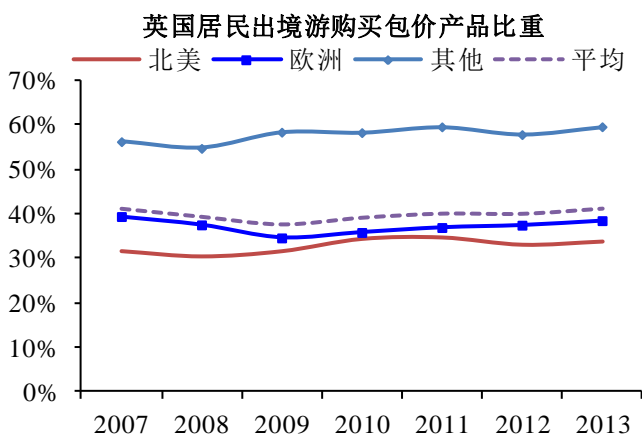


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.1.3. 英国居民跟团游比例约 40%，跟团游前往欠发达地区的跟团游比重高

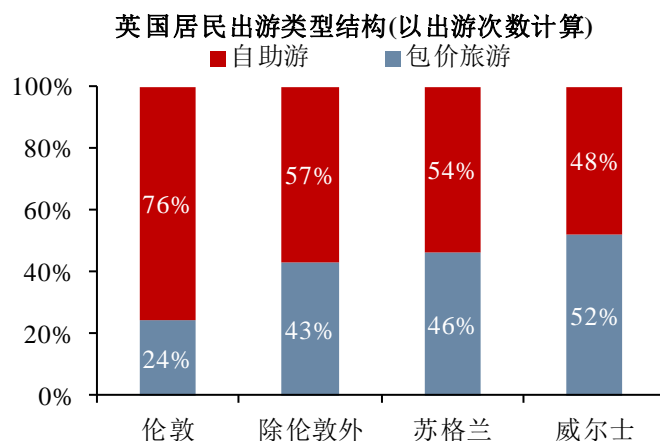
就目的地经济发达程度而言，前往经济发达地区自助游比重高，而前往欠发达地区的跟团游比重高、超 50%。以英国为例，伦敦地区的居民自助游比重高，包价旅游的比重低，仅接近 1/4；而伦敦以外地区包价游比重提升，其中威尔士包价游比重更是超过 50%。我国国内可比：一线城市的出境自助游比重高，其他城市地区的出境自助游比重较低。

图 6： 英国居民去欧美以外地区的购买包价游比重高



资料来源：ONS，安信证券研究中心

图 7： 经济略不发达地区包价旅游比重高于发达地区



资料来源：ONS，安信证券研究中心

## 1.2. 行业演变关键节点：机票佣金率下降

目前，欧美国家的旅行社市场集中度很高。1999 年英国前 4 位旅游经营者的市场份额已达 74%，德国、意大利前 5 位旅游经营者的市场份额分别为 72.28%、57.42%。根据 IbisWorld 的研究报告，2011 年，美国前四大旅行社（含在线旅游网站）占有 75% 以上的市场份额。

2000 年前后的佣金率下滑、经营环境恶化，直接影响旅行社盈利能力。欧洲旅行社机票佣金率经历两波下降潮：第一波是从 1997 年的 9% 下降到 1999 年的 7%，2001 年开始第二轮下降，到 2003 年欧洲大部分机票佣金率接近于 0%；美国的机票佣金率下降步伐略晚于欧洲。

地区。佣金率下降与 911 事件、SARS、疲软经济共同导致旅行社盈利能力下滑。

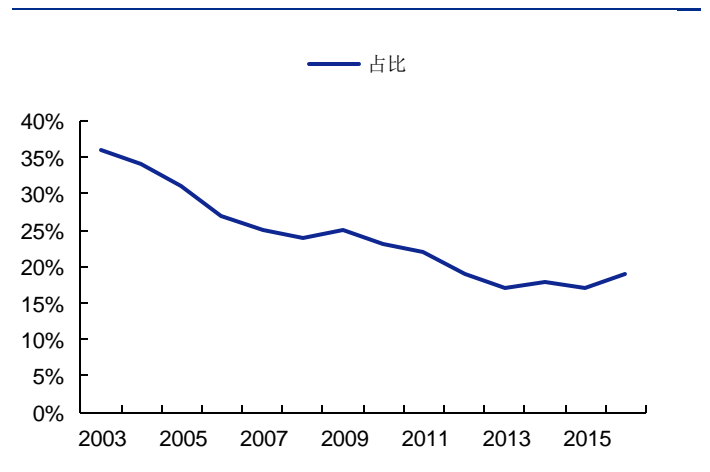
盈利能力下滑→旅行社数量减少/并购增多→集中度提升。佣金收入的下滑直接影响旅行社的盈利规模与能力，旅行社数量开始减少。以美国为例，经历了 1950 年代到 80 年代末数量的激增，1995-97 年达到顶峰，此后数量开始逐步减少，但平均收入水平却不断提升。在行业盈利能力整体下滑背景下，行业龙头进入最大规模的并购阶段，奠定其行业龙头地位。

图 8：美国机票佣金费率下降历程

调整时间	调整内容
1997年09月	国内佣金率由10%下调到8%
1998年11月	国际佣金上限为100美元
1999年10月	国内佣金率下调至5%
2001年08月	国内佣金上限下调至20美元往返
2002年03月	国内佣金下调至0

资料来源：Travel Weekly，安信证券研究中心

图 9：美国旅行社的机票代理佣金收入占比逐年下降，2013 年降至稳定水平



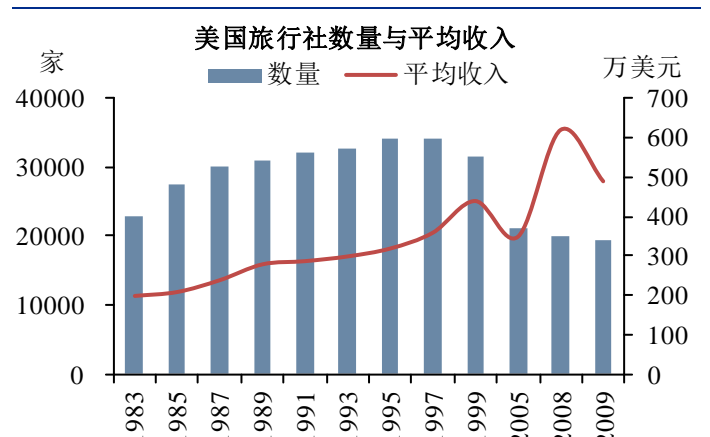
资料来源：Travel Weekly，安信证券研究中心

图 10：全球机票佣金率普遍下调

	Commission cut	Level of fees charged*	Top 3 charged services
United States	0% - 2002 (Delta Airlines)	\$ 5 - \$ 250	1. Issuing airline tickets 2. Changing airline tickets 3. Special coupons & promotions
Scandinavia	0% - 2003 (SAS)	20€ to 100€	1. Issuing airline tickets 2. Ticket refunds 3. Rail tickets
France	0% - 2005 (Air France)	5€ - 150€	1. Distance fees for airline tickets (short, medium or long haul) 2. Rail tickets (SNCF) 3. Administrative fees
United Kingdom	0% - 2005 (British Airways)	N/A**	1. Fees on no-frills airlines 2. Credit card payments 3. Fees on scheduled air fares
Spain	0.4% - 2007 (Iberia)	20€ - 200€	1. Issuing airline tickets 2. Changing airline tickets 3. Ticket refunds

资料来源：Amadeus，安信证券研究中心

图 11：美国旅行社行业 2000 年以来集中度提升

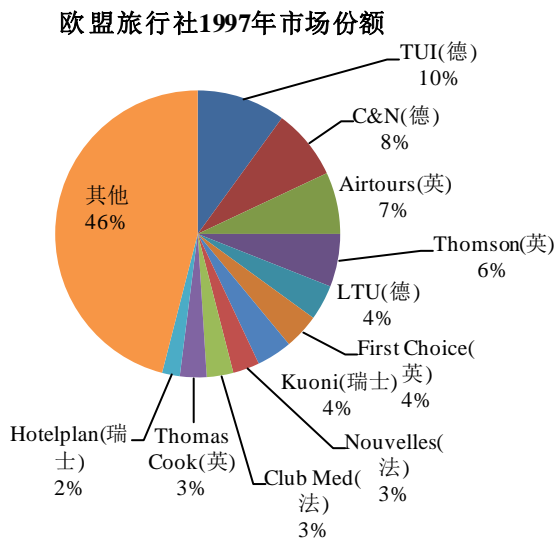


资料来源：Travel Weekly，安信证券研究中心

### 1.3. 竞争格局：两强格局基本稳定

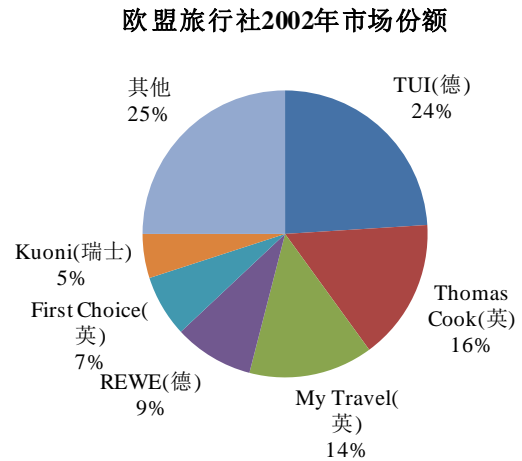
2007 年行业格局基本稳定，TUI 与 Thomas Cook 形成欧洲旅行社两强。1997 年欧洲前十大旅行社的市场份额仅 52%，但是到 2002 年并购整合后的欧洲前五大旅行社市场份额即达到 70%。分别是 TUI、Thomas Cook、My Travel、REWE、First Choice，到 2007 年整合继续进行：TUI 收购第五大旅行社 First Choice，Thomas Cook 收购第三大旅行社 My Travel，集中度进一步提升。

图 12：1997 年欧洲前十大旅行社市场份额仅 52%



资料来源：The European Tourism Industry, 安信证券研究中心

图 13：2002 年欧洲前五大旅行社市场份额达到 70%



资料来源：The European Tourism Industry, 安信证券研究中心

## 1.4. 欧洲龙头——TUI

TUI 集团是一家总部位于德国汉诺威的英德旅游旅游公司。它是世界上最大的休闲旅游公司，并拥有旅行社，酒店，航空公司，游轮和零售店。该集团拥有六家欧洲航空公司、欧洲最大的假日机队、以及九家欧洲旅游运营商。TUI 作为富时 100 指数的成分股在法兰克福证券交易所和伦敦证券交易所上市。

### 1.4.1. 发展历程：历史悠久，行业绝对龙头

TUI 起源于工业和运输公司 Preussag AG，最初是作为德国矿业公司成立的。它于 1923 年 10 月 9 日作为普鲁士矿和铸造公司注册成立。1927 年，它与鲁尔煤矿公司 Hibernia AG 和电力公司合并成为 VEBA AG (United Electrical and Mining Company)。

Preussag AG 于 1997 年出售 Salzgitter AG 并收购导航和物流公司 Hapag-Lloyd AG，成为服务和休闲行业的全球性企业。当时，赫伯罗特持有 TUI (成立于 1968 年) 30% 的权益，到 1999 年增至 100%。此外，该公司在 1997 年收购了 Thomas Cook 股份的 25%，并于次年增加了一倍。1999 年 2 月 2 日，卡尔森康乐集团与托马斯库克合并成为德国银行 Westdeutsche Landesbank, Carlson Inc 和 Preussag 的控股公司。

然而，在 2000 年年中，Preussag 收购了 Thomas Cook 的竞争对手汤姆森旅游 (Thomson Travel)，并被监管机构要求出售其在 Thomas Cook 的多数 50.1% 股份。2002 年，Preussag 更名为 TUI AG。其集中在航运部门的物流活动保持独立，并由 Hapag-Lloyd AG 运营。因为 TUI 致力于退出航运业务并优化其旅游业务，进一步在俄罗斯、中国和印度扩张。

2009 年 3 月，Hapag-Lloyd 的多数股权被出售给了 Albert Ballin 投资者财团，2012 年 2 月又将其股权出售给了 Ballin。

TUI 于 2007 年 3 月宣布将其旅游部门与英国旅游运营商 First Choice 合并，该合同于 2007 年 6 月 4 日获得欧盟委员会批准，条件是出售在爱尔兰的 Budget Travel。TUI 持有新公司 TUI Travel PLC 的 55% 股权，该公司于 2007 年 9 月开始运营。

**2014年6月，该公司宣布将全面与 TUI Travel 合并为一个价值达 97 亿美元的联合集团。合并于 2014 年 12 月 17 日完成，合并后的业务开始在法兰克福和伦敦证券交易所交易。**

图 14: TUI 发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.4.2. 业务构成

旅游业务占比 **98.81%**，其中：销售与营销板块占比最大，北部占比 36%，中部占比 32%，西部占比 19%。总体占比 87.10%；邮轮板块营收 679.0 百万欧元，占比 4.4%；Hotels & Resorts，酒店度假板块营收 679.0 百万欧元，占比 3.7%；其他旅游板块营收 677.0 百万欧元，占比 3.7%。

图 15: TUI 业务构成

旅行板块 Tourism	销售与营销板块 sales&marketing		Northern Region
			Central Region
			Western Region
	酒店&度假村板块 Hotels&Resorts	假日体验	Riu Riu 是 HOTELS & RESORTS 中最大的酒店公司。这家位于马略卡岛的公司 在公司客户中所占比例很高，并以其专业性，质量和优质服务脱颖而出。大 部分酒店都位于高档和舒适的区域，主要位于西班牙，墨西哥和加勒比地区。
			Robinson 罗宾逊是德语区高端假日市场的领先供应商，其特点在于其专业的运动，娱 乐和活动组合。此外，俱乐部提供高品质的酒店设施，优质的服务和宽敞的 建筑。大多数酒店位于西班牙，希腊，土耳其，马尔代夫和奥地利。这些设 施符合促进可持续发展和签署特定环境标准的期望。
			Blue Diamond 在 2017 财年，酒店运营商 Blue Diamond 与 Resorts Inc., St. Michael, Barbados 已被纳入 HOTELS & RESORTS。它以前是在北部地区运营的。 Blue Diamond 是加勒比地区快速发展的度假连锁店，拥有独特的零售方式。
			TUI Blue
			TUI Sensatori
			TUI Sensimar
			TUI Family Life
			TUI Magic Life
			Grupotel
			Iberotel
			游轮板块
	赫伯特邮轮 Hapag-Uoyd 游轮 赫伯特邮轮总部位于汉堡，在豪华和探险邮轮领域拥有四艘船队，在德国 市场上占据领先地位。它包括 Europa 和 Europa2 两艘船，2017 年它们再次 被 Berlitz Cruise Guide 评选为五星级，是世界上唯一被这种方式认可的船舶。 远征船只包括 Hanseatic 和 Bremen。		
	其他旅游		IT
			Corsair 航空公司
所有其他分部	包括新市场的业务活动、TUI GA 的企业中心职能、及临时持股，以及 TUI 集团的房地产公司		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 1.4.2.1. 销售和营销部：按地区划分为（欧洲）北部、中部及西部

三个地区：北部，中部和西部地区，销售和营销机构，每年为超过 2000 万客户提供卓越的度假体验。销售活动基于线上和线下渠道，也受益于 TUI 强大的市场地位。旅行社包括集团所属机构以及合资企业和由第三方运营的机构。得益于 TUI 的直接客户访问，TUI 能够与客人建立密切的关系，更加贴近客户的个人愿望和偏好，这是 TUI 相比一个比竞争对手更重要的优势。TUI 旗下有 150 架飞机，在规模上名列欧洲十大航空公司之列，是迄今为止最大的包机公司。通过在 2018 年推出 737MAX 飞机，TUI 将继续实施以 787 梦想飞机为起点的现代化节油机队的战略。

##### ①北部地区

英国，爱尔兰和北欧的航空公司以及销售和营销活动。此外，加拿大战略合资企业 Sunwing 和合资企业 TUI Russa 已被纳入该细分市场。在 2017 年，酒店运营商 Blue Diamond Hotels 和 Resorts Inc., St. Michael, Barbados 以前即在北部地区开展业务，现已并入 TUI 酒店业务，以 Hotels&Resorts（酒店和度假村）进行运营。此外，以前也在北部地区进行的英国邮轮业务的 Marella Cruises（2017 年 10 月前以 Thomson Cruises 品牌运营）也被包含在北

部地区，且重新归类为邮轮细分市场。

②中央区域

中部地区部分包括德国的销售和营销活动以及航空公司，以及奥地利，瑞士和波兰的销售和营销活动。

③西部地区

比利时、荷兰的航空公司和市场营销活动，以及法国的销售和市场营销活动。

1.4.2.2. 假日体验板块包括 HOTELS & RESORTS（酒店和度假村）和游轮活动

①HOTELS & RESORTS——酒店及度假村分部

酒店及度假村分部包括 TUI 集团多元化的集团酒店品牌及酒店公司组合。该分部包括自有酒店、与当地合作伙伴合立的合资酒店、对 TUI 有重大影响的参股酒店以及协议共同管理酒店。

在 2017 财年，酒店及度假村（HOTELS & RESORTS）共有 327 间酒店，共 238,775 张床位。TUI 集团还包括由第三方运营的 53 家 TUI 概念酒店：TUI Sensori, TUI Sensimar 和 TUI Family Life。

图 16: 酒店财产权构成

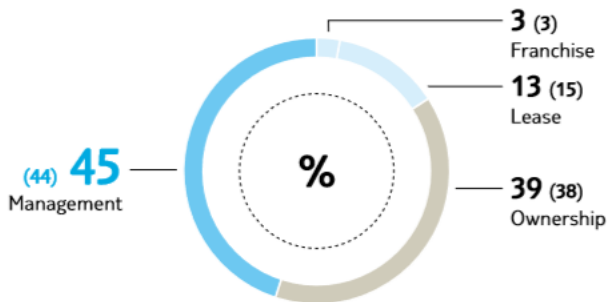
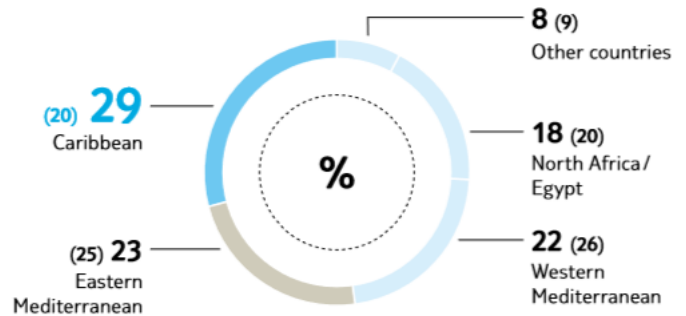


图 17: 酒店地区分布



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4.3. 核心战略：重资源，重体验

1.4.3.1. 商业模式：垂直整合，把控核心资源

(1) 重视航空及酒店资源积累

截至 2017 年底，共有自营或合资，约 150 架飞机，6 家航空公司、380 家酒店和度假村，16 艘邮轮。

TUI 集团拥有继承自 TUI Travel 的六家欧洲航空公司，成为欧洲最大的旅游集团。2015 年 5 月，TUI 集团宣布将在未来几年内重新命名现有的五家航空公司（TUI 荷兰、TUI 比利时、TUI Airways、TUI 德国和 TUI 北欧）品牌为“TUI”，五家公司将维持独立的航空运营人证书（AOC），但将在“一个中央组织”下运作，统一运营和维护。

**表 1: TUI 现有航空资源**

公司	国家	简介
<b>Corsair International</b>	法国	海盜船国际航班飞往地中海、泰国、非洲和北美洲的法国海外领地的 15 个目的地。这是 TUI 集团唯一一家没有穿 TUI 衣服的航空公司。它以前被称为 Corsairfly，并于 2012 年初更名为 Corsair International。该航空公司已被排除在 TUIrebrand 项目之外。
TUI Airways	英国	TUI Airways 是 TUI 航空公司中规模最大的一家，也是全球最大的包机航空公司。它拥有 64 架飞机，从 26 个英国机场飞往全球 109 个目的地。它由 Thomsonfly (原 Britannia Airways) 和 First Choice Airways 合并而成。该航空公司是最后更名的 TUI 航空公司。
TUI fly Belgium	比利时	TUI 比利时自 2004 年 3 月开始运营至欧洲、红海、加勒比海、加那利群岛、美国和非洲等 105 个以上目的地。自 2012 年以来，它一直在运营定期航班以及包机服务。它以前被称为 Jetairfly，2016 年末更名为 TUI 比利时。
<b>TUI 品牌</b>		
TUI fly Deutschland	德国	TUI fly Deutschland 从 1972 年开始运营，名为 Hapag-Lloyd Flug，并于 2007 年更名为 TUIfly。它再次更名为 TUI fly Deutschland。它有 40 架飞机，飞往 39 个目的地。
TUI fly Netherlands	荷兰	自 2005 年以来，TUI 荷兰已经从阿姆斯特丹史基浦机场运营包机航班到南欧，北非，加勒比和拉丁美洲的目的地。它以前被称为 Arkefly，2013 年更名为 Arke，并于 2015 年重新更名为现在的名称。
TUI fly Nordic	瑞典	TUI fly Nordic 从瑞典，丹麦，芬兰和挪威飞。他们驾驶与以下旅游经营者一起旅行的度假者：TUI Sverige (瑞典)，TUI Finland (芬兰)，TUI Norge (挪威) 和 TUI Danmark (丹麦)。从 TUIfly Nordic 到 TUI fly Nordic 略有改变。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**表 2: 2000 年及之后公司重大投资并购事件**

日期	事件
2000 年年中	Preussag 收购 Thomas Cook 的竞争对手汤姆森旅游 (Thomson Travel) 被监管机构要求出售其在 Thomas Cook 的多数 50.1% 股份。
2002 年	Preussag 更名为 TUIAG，原有航运部门的物流活动交给 Hapag-LloydTUIAG 主要发展旅游业务
2005 年 8 月	收购 CP Ships Limited
2007 年 7 月	与英国旅游运营商 First Choice Holidays Plc 合并为 TUI Travel PLC
2009 年 3 月	出售 Hapag-Lloyd 的多数股权给 Albert Ballin 投资者财团，分离集装箱等物流业务
2012 年 2 月	将 Hapag-Lloyd 股权出售给 Ballin
2014 年 12 月	TUIAG 与 TUI Travel PLC 合并，打造 the world's number one integrated leisure tourism business

资料来源：bloomberg，公开资料整理，安信证券研究中心

## (2) 聚焦重资产，剥离冗余业务

自合并以来，TUI 完成了三项非核心业务处置，即 Travelopia, Hotelbeds 和 Hapag-Lloyd AG 的股权。TUI 打算将出售收益主要投资于酒店和邮轮业务，从而进一步增加投资组合并使其多元化，新投资项目追求 15% 的目标 ROIC。度假体验业务的重新部署资金将提高 TUI 的资本回报，并将减少 TUI 现金流量状况的周期性。

### ① 剥离 Travelopia (渠道类)

Tui 将旗下旅游专家品牌 Travelopia 在 2017 年 2 月以 3.25 亿英镑的价格出售给私募巨头 KKR。Travelopia 是一个专业旅游平台，其平台上整合了 50 多家旅游专家品牌。为客户提供独特的旅行体验，包括航海冒险，定制度假，体育旅游，学校考察，私人飞机旅行和极地探险。这也是途易转型为专注酒店和邮轮品牌的综合旅游服务商里程碑的一步。出售该品牌的收益将主要投资于扩展酒店和邮轮业务，促进其增长。集团将继续专注于深化集团旅游业务的垂直整合。Travelopia 由于其独特的业务模式和战略发展重心，无法垂直整合进集团的核心旅游业务中，集团便开始将其作为独立品牌运营。出售 Travelopia 是因为该平台并不使用 TUI 的集团品牌、IT 服务、酒店、邮轮和航班资源，Travelopia 与集团间的协同效应相当有限。

## ② 剥离 HotelBeds (渠道类)

Tui 在 2016 年 9 月将其在线酒店预订业务 Hotelbeds Group 以 13 亿美金的价格，全资出售给私募 Ginven Ltd. 和加拿大退休金计划投资委员会(Canada Pension Plan Investment Board)。

Hotelbeds 在全球范围内逾 72000 家酒店的基础，提供客房、在线旅游代理、传统旅行社、航空公司、中转和旅游等服务。

出售 Hotelbeds 全部业务的举措在于改善其财务状况，并用于扩大其非旅游业务。途易将用售出在线酒店预订板块的资金，投资未来的具有增长机会的业务，尤其是投资拥有中国的亚洲市场，并加强途易的资产负债均衡。为实现到 2018 年年均运营利润增长速度 10%，他将削减公司的在线业务，并将重心集中在酒店和邮轮业务上。

## ③ 剥离 hapag-lloyd AG (非旅游类业务)

2017 年 7 月 11 日，途易集团表示：该公司以 2.444 亿欧元出售了此前持有的赫伯罗特公司 850 万股股权，即每股 28.75 欧元。至此，途易集团将不再直接或间接地持有后者的任何股份。自今年 3 月以来，TUI 集团已经陆续卖出了 600 万股赫伯罗特股票。也就意味着，其退出了投资 20 年的集装箱运输领域。

赫伯罗特是德国一家从事运输及物流业务的货柜航运公司，当前世界前五大船公司之一，致力于全球化的集装箱服务。共运营船只 230 艘、每年海运量可达 760 万 TEU，并在全球 125 个国家 360 个地区内拥有 1.3 万员工。

2008 年，TUI 集团接近将赫伯罗特出售给新加坡东方海皇，报价为 50 亿美元，但最后时刻，汉堡商人联盟 (Albert Ballin) 进驻，获得了三分之二的股份，从而得以将赫伯罗特保留在德国手中。TUI 集团保留赫伯罗特 33% 的股权作为“创业利益”。

此后，赫伯罗特与智利南美轮船合并，TUI 的股份进一步稀释至 22.6%。在今年 5 月赫伯罗特完成合并阿拉伯轮船之后，TUI 集团持有新赫伯罗特 8.9% 的股权。

途易集团所得收入将主要用于该公司的业务转型，以建设成为全球综合旅游业的领导者，尤其是在自有酒店及邮轮方面。与此同时，也能进一步改善该公司的财务状况。而此前途易集团占有赫伯罗特可供出售的金融资产，2017 年 3 月 31 日该部分资产的账面价值为 3.95 亿欧元。而此次出售资产，2017 年财年结束该公司预计账面利润达 1.727 亿欧元。

### 1.4.3.2. 重视客户体验：加强数字化和多样化满足客户需求

#### ① 数字化：CRM 与库存库和采购系统

2017 年，TUI 加快了数字化工作，尤其是推出了两项重要的 IT 行动：

一是 **CRM**。对客户了解是提供卓越假日体验的关键，从而能获得满意和忠诚的客户。**CRM 基于共享客户数据库推动 TUI 对客户了解提升，从而使 TUI 能够建立与客户的直接和个性化的关系。**通过机器自动化的学习和分析功能，TUI 可以实现个性化营销和服务。提供个性化的体验，这反过来又会导致交叉向上销售的机会，从而提升客户对 TUI 品牌的认同度与忠诚感。

二是**库存库和采购系统 (One Inventory Base & One Purchasing.)**基于区块链技术，TUI 正在努力将库存集中在一个数据库上进行管理，即一个库存/一个采购。TUI 自有的和第三方酒店床位容量也正在纳入数据库，所有来源市场均可使用。人工智能系统根据客户需求为相应的床位分配和/或床位交换提供建议，区块链作为一项基础技术可确保透明度和信任度，以及对所有权的不可变追踪。包括来自世界各地新合作伙伴与供应商都可轻松接入。



## ② 多样化服务

在三个地区（北部，中部和西部），利用 TUI 的分销和服务能力为 2000 万名客户提供服务。赋予客户最大的灵活性，能够为定制个性化套餐，同时通过结合自有和第三方航空，酒店和邮轮来优化收益率并最大限度地降低风险。

通过自己的酒店和邮轮品牌，第三方承诺和非承诺住宿以及目的地服务（如转让和短途旅行）来实现从灵感、预订到旅行之旅和目的地体验的完整客户体验这一目标。TUI 能够在整个假期期间提升客户体验，这是 TUI 区别于其他公司的方面。

### 1.4.4. 财务数据

表 3: TUI AG 财务数据

指标分类	指标名称	单位	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
总体情况	收入	亿元	1,509.04	1,500.98	1,533.32	1,460.66	1,432.99	1,286.78	1,450.05
	净利润	亿元	2.06	-1.24	0.36	8.17	24.38	77.68	50.44
	EPS	元	-0.09	-1.31	-0.66	2.42	4.58	13.33	8.61
成长性	收入增速	%	6.91	4.86	0.80	1.28	6.93	-14.13	7.86
	净利润增速	%	-76.52	-163.18	128.48	2,334.88	225.12	204.76	-37.84
盈利能力	ROE	%	0.99	-0.66	0.21	4.70	15.76	45.22	22.97
	毛利率	%	10.44	11.15	11.05	12.17	11.97	11.09	10.79
	营业利润率	%	2.25	2.98	2.72	3.93	3.61	4.18	4.07
	净利润率	%	-0.40	-0.94	-0.96	-0.40	1.51	5.37	2.85
ROE 分解	总资产周转率		1.24	1.37	1.39	1.36	1.42	1.20	1.29
	净利润率	%	-0.40	-0.94	-0.96	-0.40	1.51	5.37	2.85
	权益乘数		5.84	5.87	6.45	6.17	6.51	6.22	5.10

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 1.5. 欧洲第二大旅游集团: Thomas Cook

Thomas Cook 集团是休闲旅游中历史最悠久、最知名的品牌，始创于 1841 年。如今，它是全球领先的旅游公司之一，在全球拥有 90 亿英镑销售额并拥有 22,000 名员工以及运营商，分布于 17 个国家。该集团拥有 93 架民航客机，190 家自有品牌酒店和度假村，面向两千万名客户，使其成为欧洲和英国第二大旅游公司，仅次于 TUI。Thomas Cook 作为富时 250 指数的成分股在伦敦证券交易所上市。

### 1.5.1. 发展历程

公司创始人，托马斯·库克于 1841 年开始了他的国际旅游公司，并于 7 月 5 日在从莱斯特到拉夫堡成功进行了为期一天的铁路旅行。1871 年 Thomas Cook & Son 成为公司的正式名称，两年后在伦敦开设新总部。1919 年，Thomas Cook & Son 成为英国第一家通过航空公司宣传旅行的旅行社。

1924 年 Thomas Cook & Son Ltd 成立。并在 1948 年成为英国运输控股公司的国有企业。1965 年，该公司的净利润首次超过 100 万英镑，但在日益恶化的市场中，托马斯库克开始落后于年轻的竞争对手。

1972 年 Thomas Cook 被私有化，并被米德兰银行（Midland Bank），Trust House Forte 和汽车协会收购，并进行彻底重组。托马斯库克在 20 世纪 70 年代经历了许多变化，包括出售其在普雷斯塔廷（Prestatyn）的假日营地以及将其行政总部从伦敦迁至彼得堡。该公司还成为米德兰银行集团的全资子公司。在 20 世纪 80 年代，托马斯库克开始专注于其长途巡回计划，1982 年购买 Rankin Kuhn Travel 并于 1988 年退出短途旅行市场（于 1996 年收购

Sunworld 时成功返回的市场)。1985 年至 1990 年间,托马斯库克还通过收购 Frames, Blue Sky 和 Four Corners 等零售连锁店扩大了其高街商店网络。期间,1988 年 Thomas Cook Direct 成立。1990 年 Thomas Cook 收购迪克国际的零售外汇业务后,成为全球领先的外汇零售商。

1992 年由德国第三大银行 Westdeutsche Landesbank (WestLB) 和德国领先的包机航空公司 LTU 集团从米德兰银行收购 Thomas Cook 集团后获得了成功。1994 年 Thomas Cook 收购了巴克莱银行 (Barclays Bank plc) 的旅行支票子公司 Interpayment Services Limited, 成为全球最大的美国境外旅行支票供应商。同年,经过对其全球活动的重大审查,Thomas Cook 将其旅行管理业务出售给美国运通。Thomas Cook 于 1995 年成为 WestLB 的全资子公司。随后进行了一段时间的扩张,迅速接连收购了 Sunworld, Time Off 和 Flying Colors, 最终导致 Thomas Cook 与卡尔森休闲集团 (Carlson Leisure Group's) 的英国旅游业务合并以及随后的合并 1999 年成立 JMC (通过结合以前的运营品牌 Sunworld, Sunset, Flying Colors, Inspirations 和 Caledonian Airways), 成为英国第三大旅游运营商和航空公司业务。期间,1997 Thomas Cook On-Line 成立,使 Thomas Cook 成为英国第一家零售旅行社,为客户提供通过互联网购买假期,外币,旅行支票和指南的方法。

2001 年 3 月 27 日,Thomas Cook 完成了将其全球和金融服务部门出售给 Travelex 的工作。三天后,德国最大的旅游集团之一 C&N Touristic AG 成为托马斯库克的唯一所有者,并开始了公司历史的新篇章。公司更名为 Thomas Cook AG 并推出新标识。在短短几个月内,C &N Touristic AG 更名为 Thomas Cook AG 并推出了新的标识和品牌标识。在英国,Thomas Cook 在其 2003 年夏季的小册子中推出了新的三层大众市场品牌战略——Thomas Cook, JMC 和 Sunset。而新品牌的托马斯库克航空公司于 2003 年 3 月正式推出,并在伦敦上市。2007 年 Thomas Cook AG 和 MyTravel Group plc 合并成为 Thomas Cook Group plc。2011 年 Thomas Cook 将其英国零售业务与合作社集团和中部地区合作社合并,成为英国有史以来规模最大的旅行社连锁企业。2013 年,Thomas Cook 宣布,英国、比利时和斯堪的纳维亚的 Thomas Cook 航空公司将与德国的 Condor 一起合并为 Thomas Cook 集团旗下的一个运营部门。且在 10 月 1 日,托马斯库克正式向全世界推出其统一的“Sunny Heart”品牌。

2015 年 Thomas Cook Group plc 宣布与中国投资集团复星国际有限公司建立新的战略合作伙伴关系,成立 Thomas Cook (托迈酷客)。

图 18: Thomas Cook 发展历程

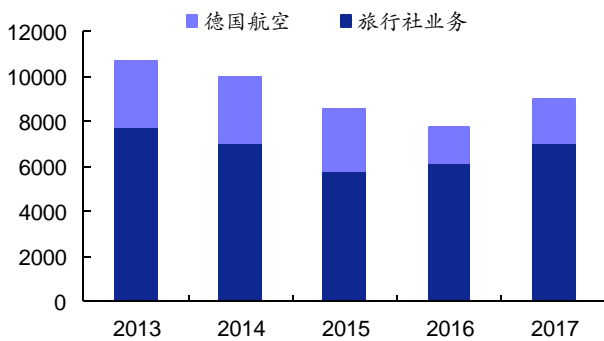


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 1.5.2. 业务构成

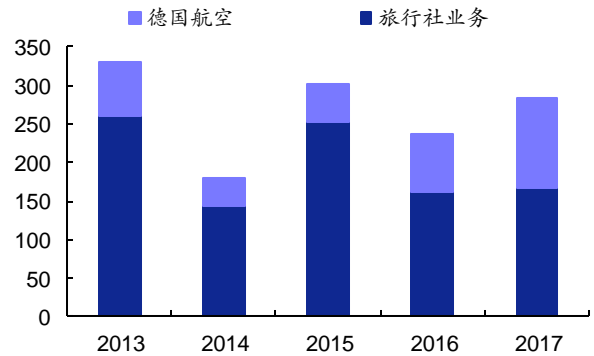
公司主营旅行社及航线业务, 其中旅行社业务营收及营业利润贡献占据绝对比例, 2017 年公司旅行社业务 70.79 亿欧元/+14.55%, 实现营业利润 1.68 亿欧元/+4.35%; 与此同时, 航空业务业绩贡献增长迅速, 2017 年德国航空实现营业利润大幅增长, 当期 1.16 亿元/+52.63%;

图 19: 公司主营旅行社业务 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 20: 航空公司业务营业利润贡献增长迅速 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 21: TCG 业务构成

旅行社板块 Tourism	旅游经营 Tour Operators	Thomas Cook UK
		Continental Europe
		Northern Europe
	酒店&度假村板块 Hotels&Resorts	Sunwing Family Resorts 完美的高级家庭度假村, 为儿童和成人提供各种日间活动, 并且总是靠近海滩。Sunwing Resorts 度假酒店为大型和小型家庭提供数个游泳池和各种客房。吉祥物 Lollo 和 Bernie 确保儿童和家长尽情享受有趣的娱乐节目, 如迷你迪斯科, 电影放映和团体游戏。
		Sunprime Hotels 时尚的设计适合寻求安静假期的成年人。Sunprime Hotels 酒店位于海滩附近的黄金地段, 拥有大型设备齐全的健身房和各种健身项目, 适合那些享受积极健康生活方式并渴望度假的最佳美食, 优质公司和文化娱乐活动的成年人。
		SunConnect Resorts 有趣和家庭为导向的度假村, 让孩子们快乐。SunConnect 酒店为全家提供食物和娱乐, 包括我们的儿童俱乐部, 吉祥物 Lollo 和 Bernie 在许多度假村以及适合家庭入住的客房。SunConnect 酒店提供覆盖整个酒店的无线网络连接以及带电影放映和休闲区的青少年休息室。
		Cook's Club Cook's Club 是 Thomas Cook 最新的酒店品牌。面向所有年龄大于 16 岁, 喜爱现代生活的客户。共有 148 间客房、公寓和复式一室公寓, 提供小厨房和中央泳池。专为那些期待更多假日酒店的客人而设计——更多灵魂, 更好的音乐, 酒吧的精美饮品, 现代装饰以及最重要的新餐厅概念。
		Sentiso 无论是在海滩, 湖泊还是在山区, SENTIDO 都秉承着对质量和服务的热情, 以及在梦幻般的环境中享受宁静和放松。一个难忘的假期, 适合所有感官, 适合情侣, 单身旅行者或有明确要求的小家庭。酒店提供多家餐厅, 通常是几个游泳池和一个水疗中心, 以及一个活动和娱乐节目。
		Casa Cook Casa Cook 酒店是一系列独特的精品酒店, 将现代文化的精神带入海滩。有着个性化的设计, 健康和创意的美食以及运动和身心健康, 所有这一切都在轻松, 个性化的氛围中进行。
		Aldiana Smartline 三星级和四星级家庭经营的酒店位于海滩或城市附近的热门度假区。热情好客, 物超所值 - 为每个人提供智能海滩优惠。
其他服务	Thomas Cook Money	
航线板块 Airline	Thomas Cook Airlines UK、Thomas Cook Airlines Scandinavia、Thomas Cook Airlines Balearics、Condor Germany	

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 1.5.2.1. 旅行部门

#### (1) 【旅游经营】

三个地区：英国，中欧和北欧地区，销售和营销机构，每年为超过 2000 万客户提供卓越的度假体验。销售活动基于线上和线下渠道。得益于 Thomas Cook 的直接个人参与、网络渗透、丰富的内容以及缜密的 CRM，Thomas Cook 能够与客人进行密切交流，更加贴近客户的个人愿望和偏好，这是 Thomas Cook 相比一个比竞争对手更重要的优势。Thomas Cook 旗下有 93 架飞机、190 家自有品牌酒店以及度假村以及经过筛选的高质量的合作酒店，Thomas Cook 提供 24 小时质量承诺、度假村解决方案、无忧无虑的假期、专家危机管理以及高健康和标准。

#### (2) 【酒店及度假村】

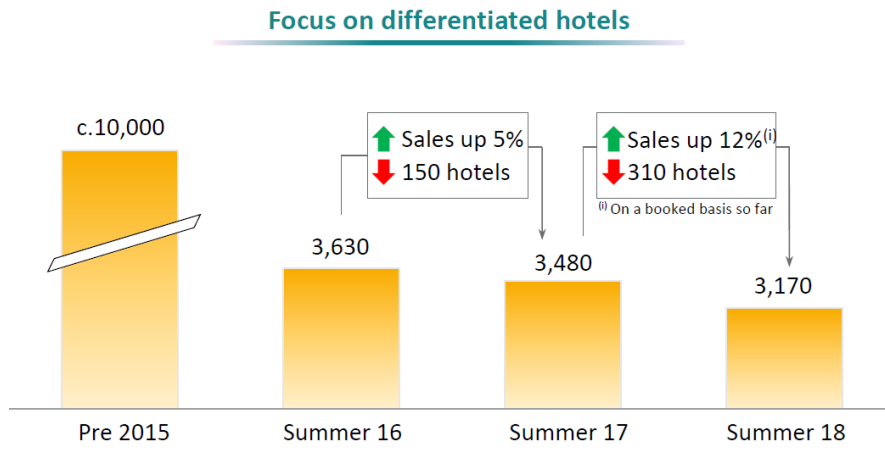
酒店及度假村分部包括 Thomas Cook 集团多元化的自有酒店品牌及酒店公司组合。该部分包括自有酒店、与当地合作伙伴合立的合资酒店。

在 2017 财年，酒店及度假村 (HOTELS & RESORTS) 共有 190 家自有品牌酒店和度假村。



2017 年公司对于旗下以及合作伙伴的超过 2000 家酒店住客提供了具有质量保证的安心服务，随着客户满意度的增加，以及酒店业务营收贡献的增长，2018 年公司预计能为公司及合作伙伴旗下所有 3170 家酒店提供类似服务；公司同时更加关注核心酒店资产，剥离经营不善的酒店，专注于业绩良好酒店的经营，实现酒店销售收入的增长，2017 年公司酒店销售收入提升 5%，预计 2018 年公司酒店销售收入增速有望达到 12%；

图 22: 公司更加注重品质化酒店管理, 从而实现营收增长



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

自由品牌酒店方面, 规模在持续增长: 据公司公告, 公司自有酒店 190 余家, NPS 评分 2017 年提升 6pct 高于公司平均 NPS 增速, 2017 年增加 11 家新酒店, 同时通过取得 Aldiana 的 42% 股权为公司酒店资产注入 8 家新酒店, 2018-19 年公司预计还将新开业 20 家左右的新酒店, 进一步扩大酒店营收。

#### 1.5.2.2. 航空部门

包括英国、比利时和挪威的纳维亚的 Thomas Cook 航空公司将与德国的 Condor 公司, 拥有 93 架民航飞机, 面向 1850 万客户。

公司航空资源丰富。公司旗下 Thomas Cook 航空共拥有 Thomas Cook 英国航空公司、Thomas Cook 挪威的纳维亚航线以及德国 Condor Flugdienst GmbH 公司, 覆盖全球超过 75 个目的地; 并与 30+ 个航空公司建立了合作关系, 其中包括阿拉斯加航空、奥地利航空公司、瑞士航空等, 航空资源丰富。同时公司也从未停止对外航空资源的拓展, 2018 年 1 月公司取得破产之后柏林航空股权, 有望为公司增加新运力。

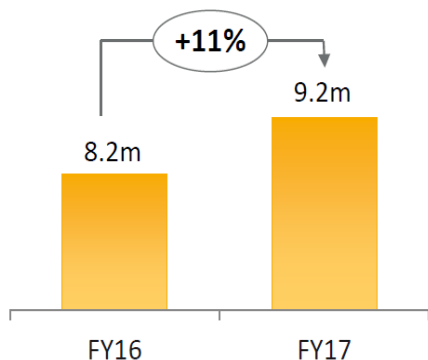
表 4: 公司航空资源拓展进度

时间	事件
2001	Thomas Cook 正式为成立全资子公司申请 Thomas Cook 保加利亚航线, 并为其申请运营牌照
2002	Thomas Cook 保加利亚航线正式开始运营, 以空客 A320 执飞
2003	公司设立 Thomas Cook 英国航线
2008	公司兼并柏林神鹰航空 (主要执飞从法兰克福机场出发往亚洲非洲、北美、南美及加勒比地区的国际航线), 将公司航线业务由欧洲拓展至全球
2011	与空客公司签订合同, 购买 12 架空客 321 飞机, 于 2014 年交付, 进一步扩大航线运营能力
2017	将 Thomas Cook 保加利亚航线出售给 SHS Aviation
2018	兼并柏林航空公司

资料来源: MarketLine, 维基百科, 安信证券研究中心

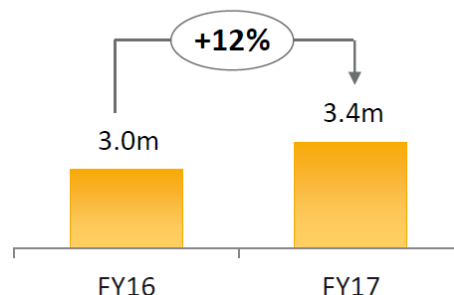
**航空业务将持续发力:** 公司 2017 年新增了包括旧金山、新奥尔良、圣迭戈等北美目的地的 15 个新目的地, 导致长线旅客需求增长 12%; 在旅行社客户当中, 第三方旅行社的旅客需求增长了 11%, 其占到了公司航线乘客总数的 60% 左右; 同时公司也在致力于提供更好的航空服务, 包括提升运营效率及服务标准, 大幅减少 3 小时以内延误的航班数量, 同时寻求合作伙伴

图 23: 第三方旅行社对于公司航空座位的需求增长



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 24: 长途旅客的需求增长

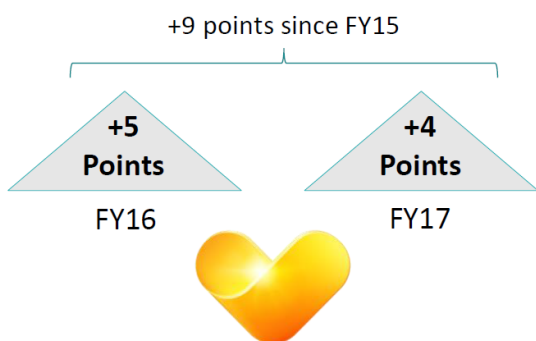


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 1.5.3. 核心战略: 全面围绕客户口碑运营, 强化公司品牌意识

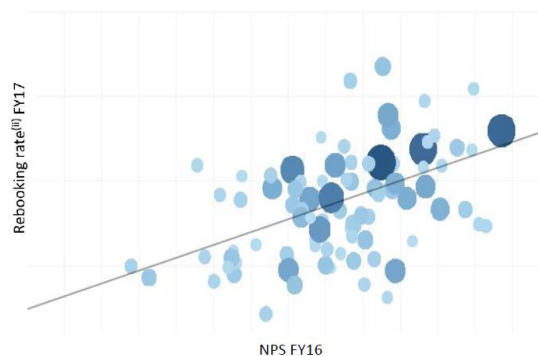
公司一直以来秉承的文化是将顾客需求放在首位, 唯有坚持以顾客需求为第一导向, 才可以增加顾客的复购率并打造良好的品牌口碑, 建立顾客忠诚度。公司核心 KPI 之一为 NPS (即 Net Promoter Score, 净推荐值, 也可理解为客户口碑), 公司 2017 年整体 NPS 提升 9pct, 其中, 航线业务提升 3pct, 自营品牌酒店业务提升 7pct;

图 25: 公司 NPS 持续提升



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 26: 随着 NPS 打分越高, 顾客重复预订量逐渐增长



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

“内外兼修, 顾客在我们心里”。对外, 公司可以做到 24 小时的品质服务以及即时的顾客问题解决方案; 同时依靠公司与顾客之间频繁的互动, 以及对于公司产品的实时更新, 达到及时了解市场动向的目的;

内部, 公司打造一站式旅行服务提供商, 在自身拥有酒店资产, 航空资源等出行必备的核心要素之下, 致力于为顾客提供定制化出行产品, 满足多种客户的不同需求;

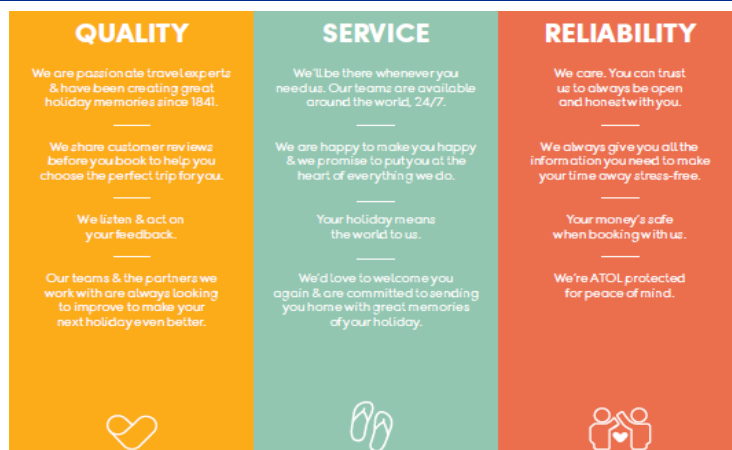
图 27: 公司坚持顾客需求为第一导向



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

自 2015 年起, 公司确立了以打造客户忠诚度、赢得回头客为中心的竞争策略, 保证为客户提供最好的度假服务从而确保复购率。并围绕品质、服务以及信任这三点向客户承诺满足客户需求, 并打造公司品牌形象赢得回头客。

图 28: 公司 3 项承诺



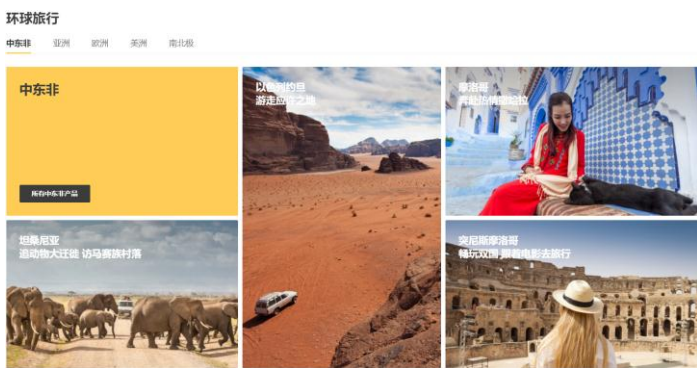
资料来源: 安信证券研究中心

拓展欧洲以外市场, 贡献新利润增长点。为解决其过于依赖欧洲业务的现状, Thomas Cook 将发展目光投向了中国, 1) 2015 年 Thomas Cook 与复星国际合作建立并发展基于中国市场的境内以及出入境旅行产品, Thomas Cook 中国运营线上平台托迈酷克自 2016/09 上线运营, 同年完成服务客户超 2 万人次, 预计 2018 年规模增长超过 10 倍。2) 同年公司与 Club Med (地中海俱乐部) 签订三年长约共同覆盖欧洲市场合作并寻求更深层次共同发展, 并将地中海俱乐部中国经营权交由复星集团管理。

在为中国游客提供的出境游产品当中, 托迈酷客主要提供三种类型的出境游套餐: 前往东南亚国家等短途目的地 (如泰国) 的酒店套餐; 覆盖全球主要旅游目的地的长途旅程套餐, 以及包括足球比赛和其他体育活动门票的体育套餐。基于公司与英国六大足球俱乐部的独家合作伙伴关系, 公司推出的“体育+ X”组合是独一无二的, 并非竞争对手可以随意复制的产品, 产品壁垒坚实。



图 29: 托迈酷克为中国顾客提供全球目的地的定制化出行



资料来源: 托迈酷克官网, 安信证券研究中心

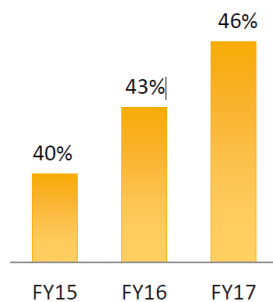
图 30: 托迈酷克提供“体育+X”旅游产品构筑坚实壁垒



资料来源: 托迈酷克官网, 安信证券研究中心

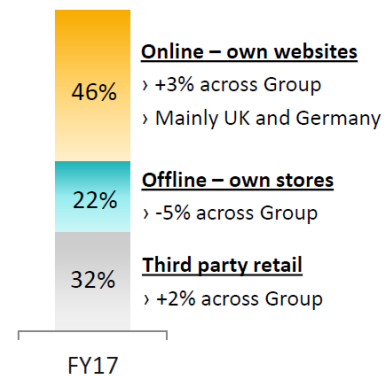
线上平台迅速发展, 助力公司业绩释放: 2017 年公司在官网完成 11.2 万张公司产品及介绍图片更新及上传, 同时公司 APP 已经完成 170 万次下载量, 在营销端巨大投入的同时, 带来了线上预订率持续走高, 2017 财年公司线上订单量占到了 46%, 同比提升 3 个百分点, 主要集中在英国及德国地区, 其线上订单量分别增长了 27%和 22%, 而线上端的 NPS 则实现了 18%的增长, 在公司强调回头客的文化下成绩亮眼。

图 31: 公司线上预定率持续走高



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 32: 公司各渠道预定量发展情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 1.5.4. 财务数据

表 5: TCG 财务数据

指标分类	指标名称	单位	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
总体情况	收入	亿元	973.73	976.87	925.81	857.74	755.28	676.10	803.87
	净利润	亿元	-51.69	-60.30	-19.78	-11.79	2.22	1.04	1.16
	EPS	元	-6.03	-6.92	-1.66	-0.82	0.15	0.07	0.07
成长性	收入增速	%	10.34	-3.24	-1.86	-7.80	-8.78	-0.28	15.30
	净利润增速	%	-19,926.92	-12.52	66.04	40.70	119.49	-47.83	8.33
盈利能力	ROE	%	-36.34	-75.43	-43.46	-31.20	7.84	3.40	4.02
	毛利率	%	21.39	21.87	21.69	21.75	22.62	23.32	22.13
	营业利润率	%	-2.67	-3.55	0.23	0.85	2.86	2.74	2.66
	净利润率	%	-5.34	-6.13	-2.05	-1.41	0.34	0.19	0.16
ROE 分解	总资产周转率		1.44	1.51	1.53	1.42	1.33	1.21	1.33
	净利润率	%	-5.34	-6.13	-2.05	-1.41	0.34	0.19	0.16
权益乘数			4.74	8.11	13.31	15.97	20.02	18.29	20.97

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 2. 韩国：先发筑城，体验为王

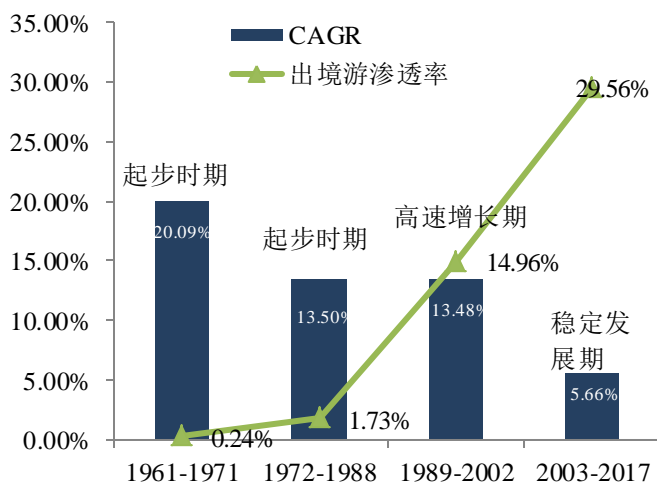
### 2.1. 行业情况

#### 2.1.1. 出境游历经三个阶段，与 GDP 增速呈现出明显相关性

韩国出境游历经三个阶段：起步时期 1961-1971 年，CAGR 约 20%，1972-1988 年，CAGR 约 13.5%；1989 年进入长达 14 年的快速增长期，至 2002 年，CAGR 为 13.5%，出境游渗透率由 1.73% 增长到 15%；2003 年之后进入稳定增长期，2003-2017 年 CAGR 约 5.7%，2017 年韩国出境游渗透率已达约 30%。

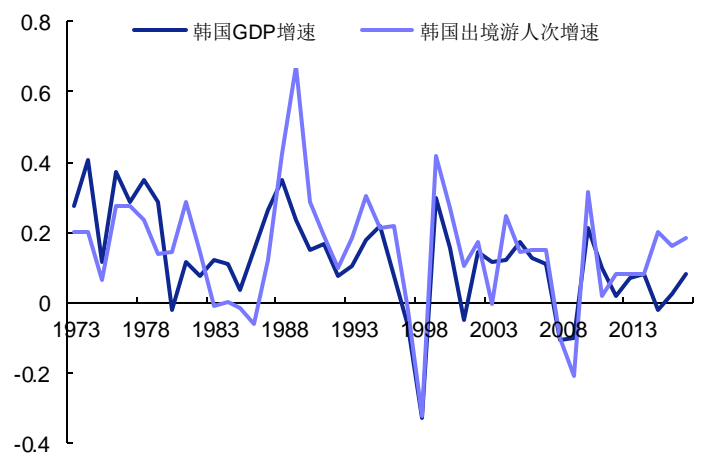
对比韩国出境游增速与 GDP 增速，可知出境游增速与 GDP 增速呈现出明显相关性，且出境游增速略滞后与 GDP 增速波动。1998 年以及 2008 年金融危机造成经济下行，均对出境游有增速产生了显著影响。

图 33：韩国出境游历经三个发展阶段



资料来源：Wind, CEIC, 安信证券研究中心

图 34：出境游增速与 GDP 增速呈现出明显相关性

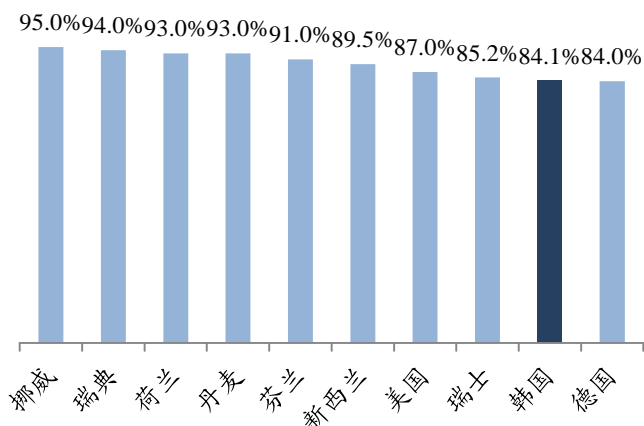


资料来源：Wind, CEIC, 安信证券研究中心

#### 2.1.2. 韩国网络使用率高，但跟团游产品的线上化程度低，电商短期内难以撼动旅行社在跟团游领域的市场地位

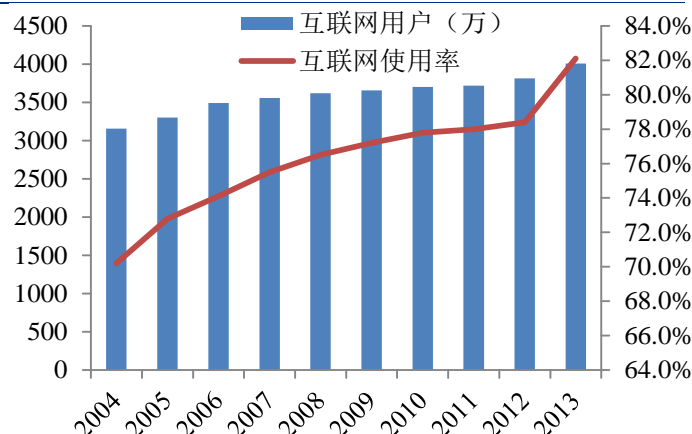
韩国网络使用率居世界前列，网络用户及网络使用率逐年提升。几乎所有大型的旅游代理机构都有其线上门户，但是其主要销售渠道仍为线下门店。

图 35：韩国网络使用率居世界前列



资料来源：ITU(International Telecommunication Union)，安信证券研究中心

图 36：韩国网络用户及网络使用率逐年提升



资料来源：韩国统计局，安信证券研究中心

### 2.1.3. 出境跟团游比例约 3 成，半自由行方式受青睐度大幅提升

出境游收入稳定增长，旅行社组织出境的比重约 3 成。

图 37：韩国居民通过旅行社出境游比重稳定在 30%



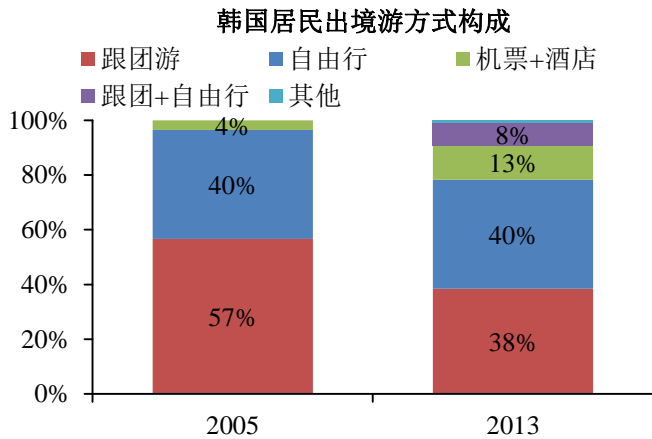
资料来源：KATA、CEIC，安信证券研究中心

近 10 年韩国居民出境游方式发生较大变化，自由行稳定在 40%，跟团游比重下降，但是消费比重上升，机票+酒店+地接半自由行形式逐步兴起，年轻人 25%跟团，老龄客一半以上跟团游。另外，韩国居民收入越高，花费在跟团游上的比重越高，二者相关度极高，说明韩国人收入水平带来的是享受型的跟团游支出加大。

2005 年-2013 年，韩国跟团游比重下滑明显，由 57%下降至 38%；自由行比重稳定在 40%；而机票+酒店+地接形式的半自由行由 4%提升至 21%。但是与日本相比，韩国跟团游消费占居民总消费比例稳定增长，说明随着居民消费水平提高，跟团游消费需求同步提升。

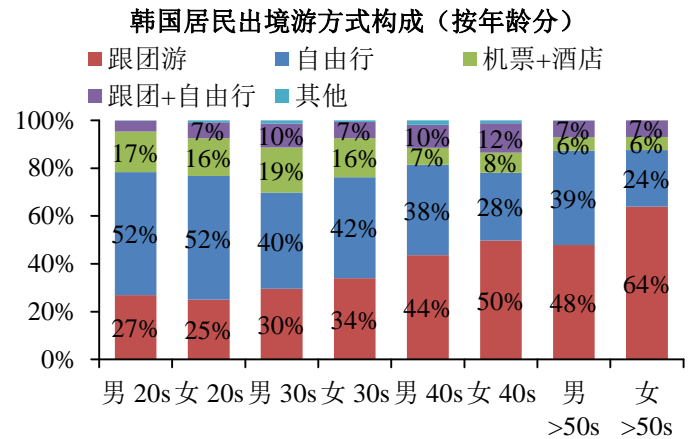
20~40 岁之间的游客受欧美文化影响较深，对自由独立有较高要求，偏好自由行，跟团游比重仅 25%~30%；而 40 岁以上游客跟团游比重则上升至 50%上下。

图 38：2013 年韩国居民出境跟团游比重降至 38%



资料来源：Korea Tourism Organization, 安信证券研究中心

图 39：韩国年轻群体出境游以自由行为主



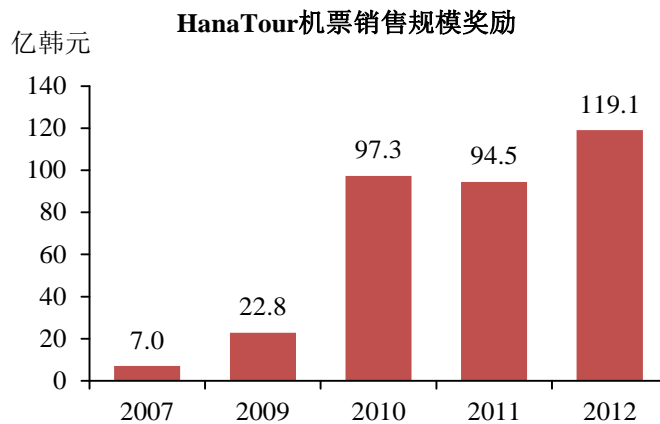
资料来源：Korea Tourism Organization, 安信证券研究中心

## 2.2. 行业演变：机票零佣金率加速行业整合，机票批发商形成寡头垄断

2010 年和 2011 年韩国两大航空公司（韩国航空和韩亚航空）开始下调机票销售佣金率，执行零佣金率。两大航空公司在韩国的市占率达到 67%，此举对中小旅行社影响巨大，该类旅行社 50% 以上的收入来自机票销售佣金。而 TOP3 旅行社的机票佣金收入占比仅 12.5%，受影响远小于中小旅行社。

替代降佣金的是规模奖励，为大型旅行社带来机会。HanaTour 与 ModeTour 强强联手，成立合资公司 Hotel & Air，基本垄断机票市场。航空公司给予销售奖励为大型旅行社带来机会，而中小旅行社的退出也给予大型旅行社抢占更多份额的空间。航空公司按照销售额、增速、仓位等给予旅行社 1%~2% 的销售奖励。三大旅行社的机票销售份额由 2009 年的 48.53% 提升至 2011 年一季度的 54.73%。中小旅行社转而加大度假产品的销售力度，为批发商带来更大机会。合资公司 Hotel & Air 于 2012 年 1 月开始运营，将能够以较大的量和适当的价格获得机票。

图 40：HanaTour 机票销售规模奖励在 2010 年剧增



资料来源：公司年报, 安信证券研究中心

## 2.3. 竞争格局

韩国地接社主要集中在首尔市中心地区，部分地接社在济州段有分社。目前，中国赴韩游旅

游产品以低价产品为主，主要运行方式为：国内组团社组织游客，负责签证、机票等行前事项，到目的地后游客由当地地接社接管。国内组团社费用为机票、签证费用等，收入为游客团费；当地地接社费用包括游客食宿行费用，收入主要来自顾客购物返点。

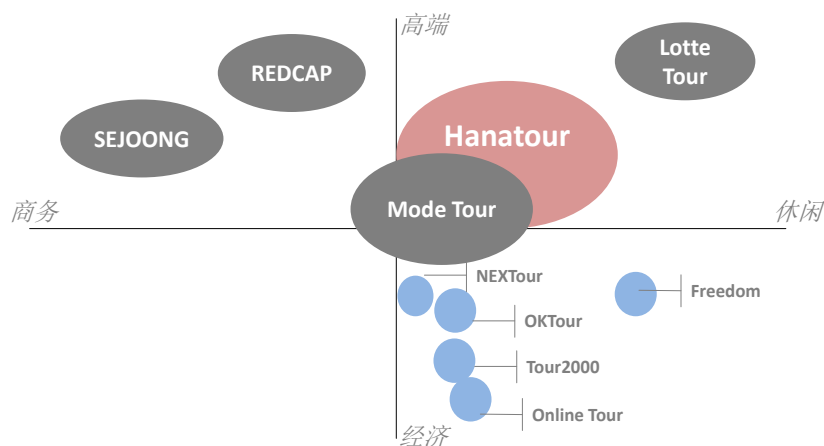
### 2.3.1. 旅行社批零界限模糊，寡头垄断，细分市场发展充分

韩国旅行社大部分实施批零一体化，跟团游为主兼营自由行，行业龙头进军细分市场如奢华游和徒步旅行。

韩国的旅游批发商和零售商并没有明显业务界限，如韩国最大的出境游批发商 Hanatour 同时从事境内有、自由行等业务，大韩航空的子公司 KalTour 由零售业务起步，目前开始兼做批发。

批发商开始发力细分业务市场。奢华游：在韩国市场迅速发展，尤其在老年人人群中，Hanatour 的 Zeus 以及 Modetour 的 Jewellery Mode 都是独立的从事奢华游业务的部门，大韩航空的子公司 KAL Tour 专门从事奢华游。徒步旅行：目前主要有三家代理商从事，为 Hyecho, Himalaya 和 Green。

图 41：韩国旅行社细分市场填充充分



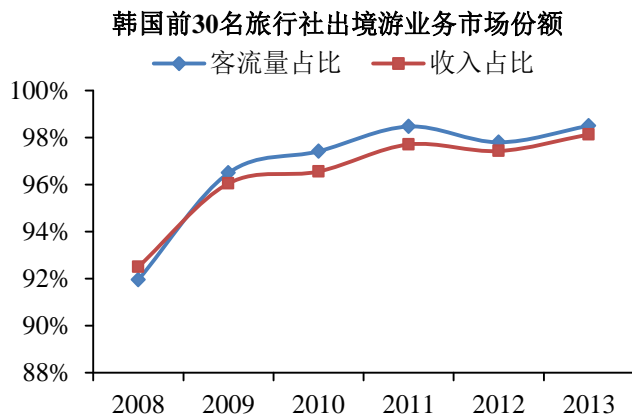
资料来源：Hanatour 公告，安信证券研究中心

### 2.3.2. 零售市场寡头垄断，CR2>30%

韩国有两种从事境外业务的旅游零售商：综合零售（General Travel Agencies/GTAs）可同时从事入境和出境业务，出境零售商只可以从事出境游业务。目前韩国共有 1655 家综合零售商和 5300 家出境零售商，其中综合零售商在出境游业务中占主导地位。

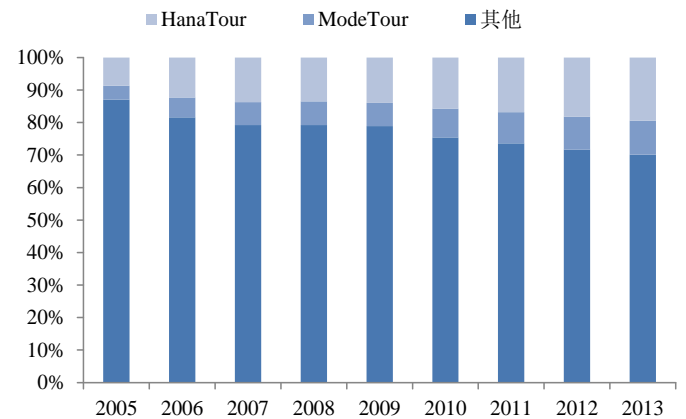
零售商市场集中度较高，2013 年 Hanatour 和 Modetour 占有逾 30% 市场份额。

图 42: 韩国旅行社市场集中度较高



资料来源: Korea Tourism Organization, 安信证券研究中心

图 43: 2013 年 Hanatour 和 Modetour 占市率逾 30%



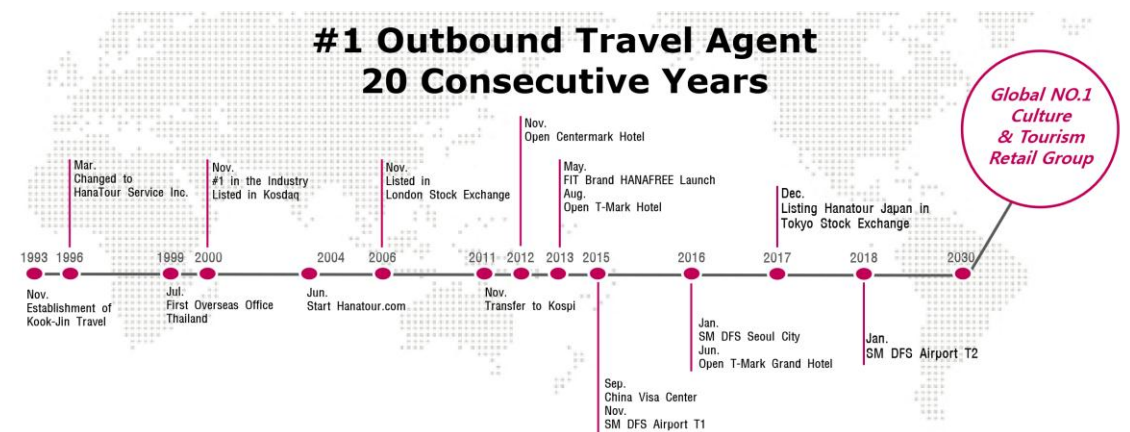
资料来源: Korea Tourism Organization, 安信证券研究中心

## 2.4. 韩国巨头 Hanatour: 品牌为先, 先发优势明显

### 2.4.1. 22 年历史, 服务网络覆盖全球, 品牌细分策略最大满足客户需求

Hanatour 是韩国最大的旅游公司, 连续 20 年占有韩国出境游市场最大份额。成立于 1993 年, 2002 年于纳斯达克上市, 2006 年于伦敦证券交易所上市。Hanatour 以出境游为主业, 以包价旅游产品为主打, 经营范围涉及旅游产品服务、航空、酒店预订等业务, 并进军文化产业。

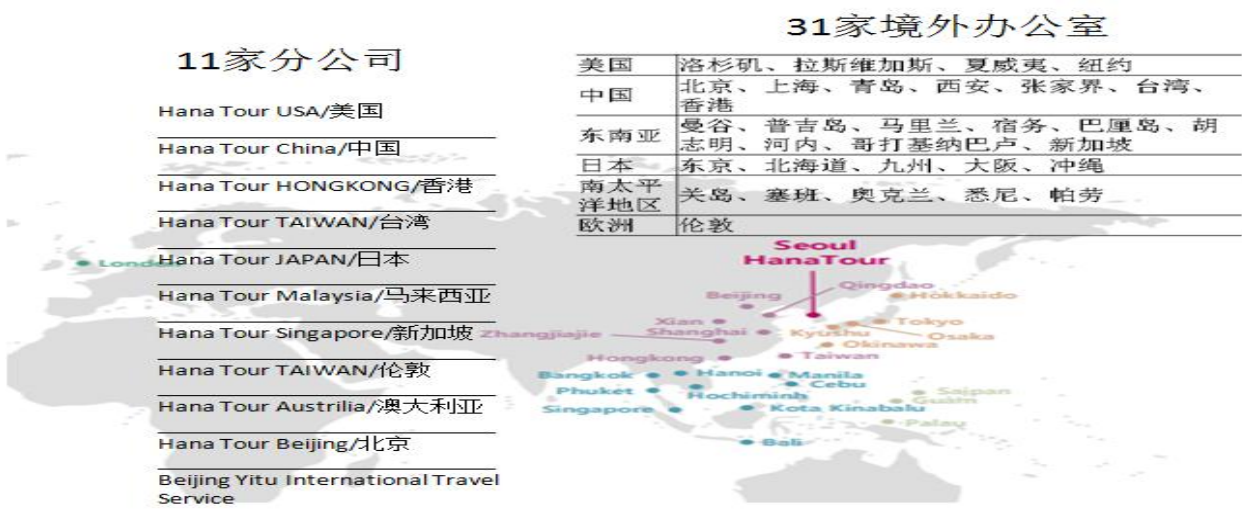
图 44: 公司历史沿革



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

产品和服务网络是旅行社核心要素, HanaTour 采用品牌细分策略来满足不同的客户的要求, 设立多个海外办事处提供服务。HanaTour 共设有超奢华旅游品牌(Zeus World)、高端品牌(HanaPack Classic)、中高端品牌(HanaPack Casual)、低端品牌(E-SavePack)。在海外设立有 31 个办公室负责运营。

图 45: HanaTour 在海外 11 个国家地区设立 31 个办公室



资料来源: Hanatour 官网, 安信证券研究中心

图 46: 品牌细分策略迎合不同客户需求

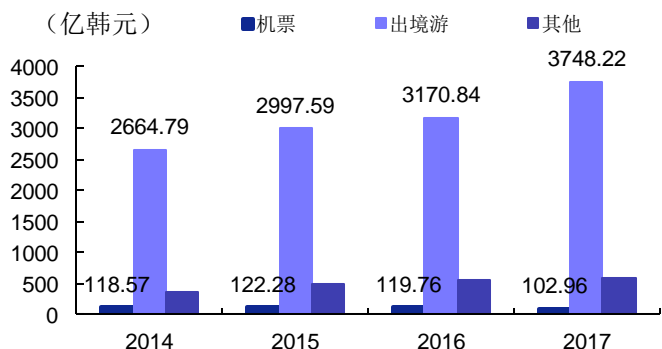
<p><b>HNT HanaTour ITC</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>境内游预订平台</li> <li>100%控股</li> </ul>	<p><b>HNT HanaTourist</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Hanatour专业配给中心</li> <li>30.23%控股</li> </ul>	<p><b>HNT HanaTour Youth</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>专业学生旅游</li> <li>ESL100%控股</li> </ul>	<p><b>HNT HanaTour Jeju</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>济州岛旅行预订平台</li> <li>77.35%控股</li> </ul>	<p><b>Hotel Air.com</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>酒店及航班预订</li> <li>50%控股 (与Modetour合营)</li> </ul>
<p><b>HNT HanaTour Business</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>集团市场</li> <li>100%控股</li> </ul>	<p><b>Worldis</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>自由行及在线购物</li> <li>50%控股</li> </ul>	<p><b>WEB:TOUR</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>旅游产品线上零售平台</li> <li>80.12%控股</li> </ul>	<p><b>TMK Tour</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>邮轮、租车及Passes GSA</li> <li>70%控股</li> </ul>	<p><b>TRAVEL00</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>境外</li> <li>50%控股</li> </ul>
<p><b>HANA MEDIA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>旅行出版社以及媒体中介</li> <li>51%控股</li> </ul>	<p><b>HNT KOREA TRAVEL NETWORK</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>专业朝圣之旅</li> <li>60%控股</li> </ul>	<p><b>HNT HanaShop</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>线上销售平台</li> <li>100%控股</li> </ul>	<p><b>HNT HNT Marketing</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>广告&amp;市场营销</li> <li>80%控股</li> </ul>	<p><b>Tourtips</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>旅行信息</li> <li>100%控股</li> </ul>
<p><b>Tmark Hotel</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>酒店管理</li> <li>100%控股</li> </ul>	<p><b>NC주님강여행사</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>集团市场</li> <li>100%控股</li> </ul>	<p><b>nextour</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>旅游产品线上分销平台</li> <li>Webtour100%控股</li> </ul>	<p><b>CENTERMARK</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>商务酒店 (三星)</li> <li>Hanatour ITC50%控股</li> </ul>	

资料来源: Hanatour 官网, 安信证券研究中心

### 2.4.2. 以出境游为主, 欧洲市场成长迅速

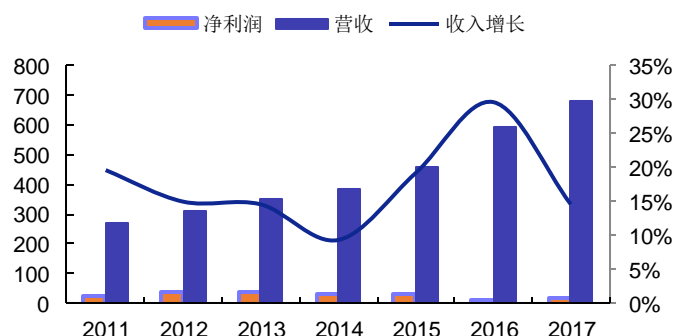
2017 财年, 公司业务总收入 6823 亿韩元, 90%为出境游业务; 其中东南亚、日本线路占比最高, 分别达 36.8%、20.6%。

图 47: HanaTour 销售额主要来自出境游业务



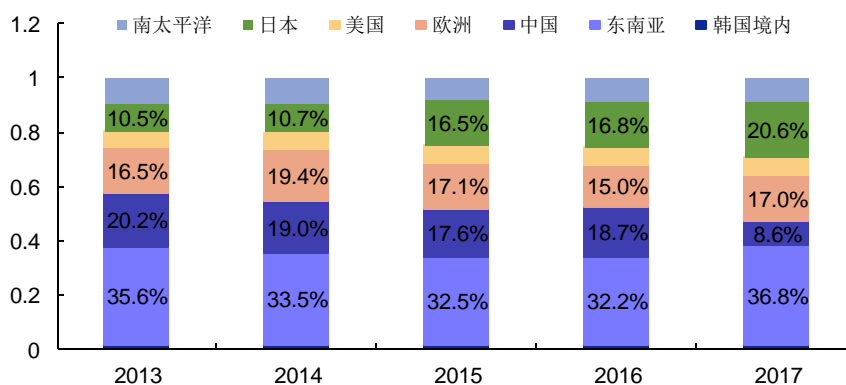
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 48: HanaTour 近年营收及规模稳定增长



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 49: HanaTour 境外业务收入占主导地位



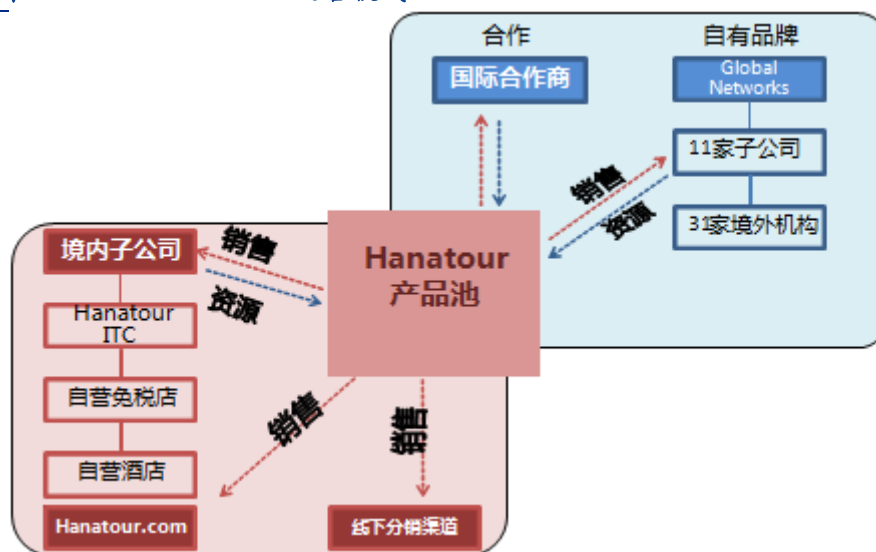
资料来源: HanaTour 官网, 安信证券研究中心

### 2.4.3. B2X2C 模式, 以较轻资产实现全产业链控制

HanaTour 采用 B2X2C 运营模式。公司将自身定位为产品提供商、产品销售商和信息提供商, 覆盖上游要素资源、渠道、以及下游销售平台。



图 50: Hanatour B2X2C 运营模式

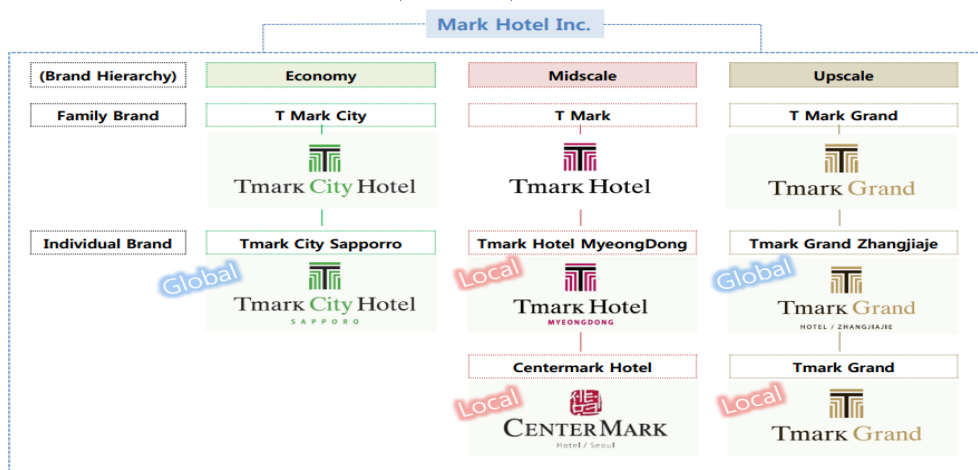


资料来源: Hanatour 官网, 安信证券研究中心

2.4.3.1. 上游要素: 垄断机票市场, 大量建立目的地酒店, 并开设免税店

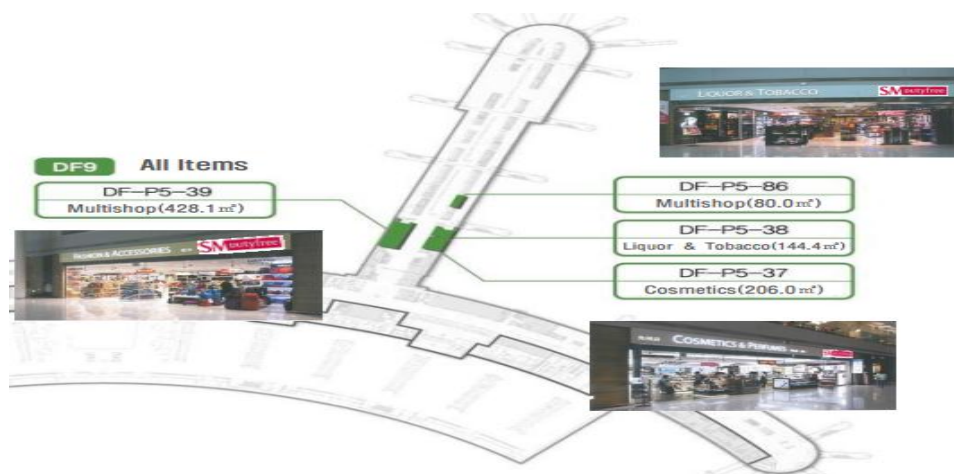
由于公司规模巨大, 具有较强议价能力, 公司成立前 20 年内并未进入上游要素资源市场。直至 2012 年, 在韩国入境游迅速增长(以中国游客为主)、酒店需求旺盛的背景下, Hanatour 开设第一家酒店 CenterMark Seoul, 公司计划在 2020 年之前, 酒店房间规模达到 5000 间(其中 1000 间直接拥有, 4000 间通过酒店管理控制), 主要目标客户是中国游客。公司亦已开设免税店介入免税市场。机票资源方面, 公司通过与 Modetour 设立合营公司, 近乎垄断了机票市场。

图 51: Hanatour 拟建设高档、中档、经济型多层次酒店



资料来源: Hanatour 官网, 安信证券研究中心

图 52: Hanatour 免税店全品类覆盖

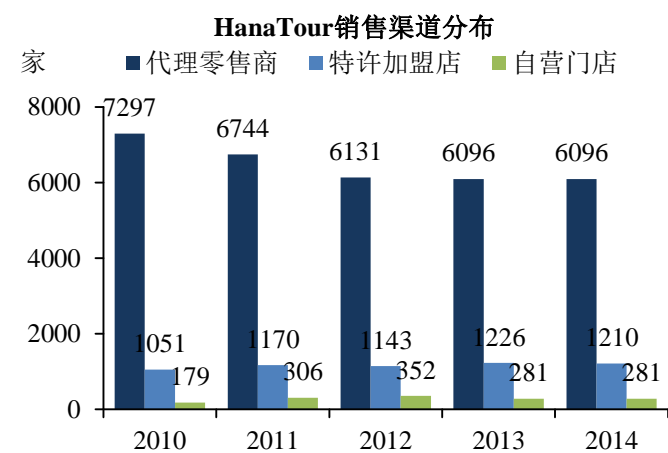


资料来源: Hanatour 官网, 安信证券研究中心

#### 2.4.3.2. 下游销售: 分销为主, 直销占 25%-30%, 其中线上>线下

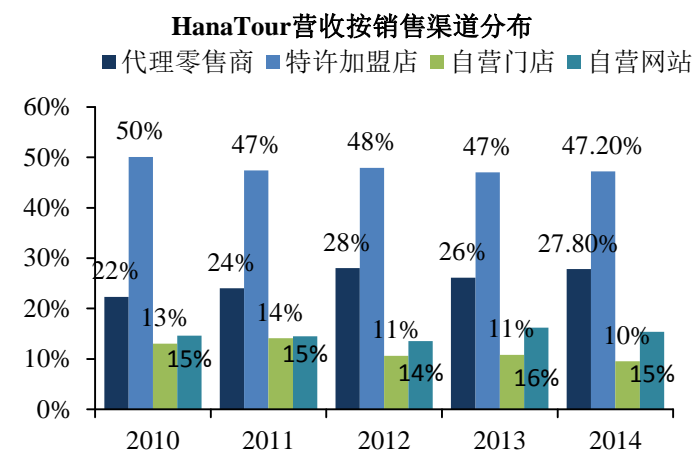
公司销售渠道主要包括代理零售商、特许加盟店和自营门店, 其中代理零售店数量最多、特许加盟店贡献收入最多。

图 53: HanaTour 拓展大量代理零售商及特许加盟商



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 54: 特许加盟商渠道为 HanaTour 贡献最大收入



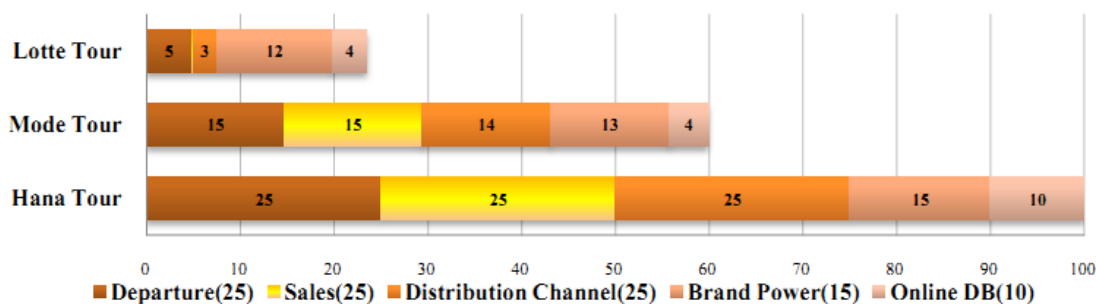
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 2.4.4. 依托牢固壁垒, 开拓自由行、提升线上化水平

旅游批发业务由规模经济和完善的分销渠道支持, 成为公司主要商业模式和核心竞争力。公司从航空、酒店、目的地、交通等上游供应商以最大的存货量和最大的分配量, 大量购买资源, 而后经过产品设计和地接活动, 接头下游特许经营商、小零售商、商业伙伴等分销商的预定, 来销售给终端客户。

参考 CFA Institute Research 搭建的旅行社评分体系, HanaTour 在组织人数、运营能力、销售渠道、品牌竞争力、线上数据积累等方面均明显领先于 ModeTour 与 LotteTour。比如线上数据积累方面, HanaTour、ModeTour、LotteTour 积累的客户数据分别有 4400 万、1900 万、1600 万条。

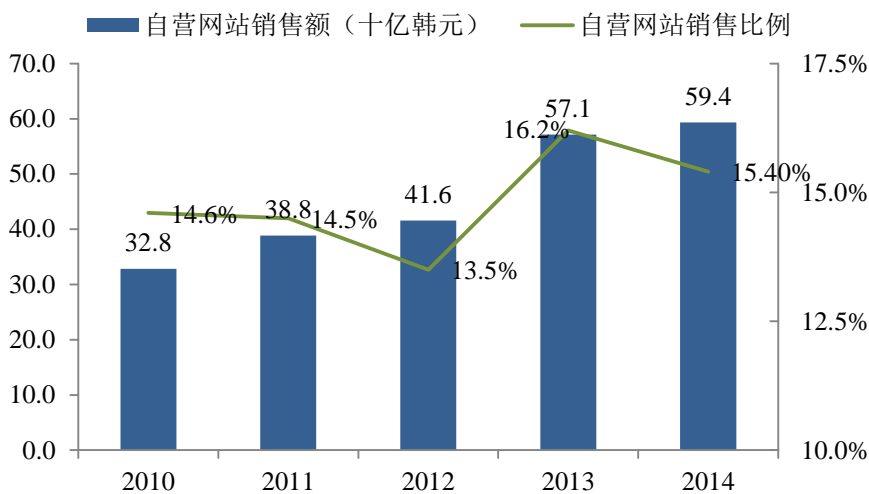
图 55: 韩国三大旅行社竞争力分析



资料来源：CFA Institute Research, 安信证券研究中心

HanaTour 正在将官网打造成韩国最大的旅游门户网站,目前日访问量已经达到 150,000 次,客户可以在网站上查询并购买旅游产品,同时提供航班和酒店等预订服务。公司还独立研发了合作系统、企业旅游服务系统、自由行与酒店预订系统和航空预订系统。这些系统涵盖团队、自由行、机票、酒店预订等业务,包括产品生成、预订管理、顾客管理、财务管理、售后客户管理等方面,具有快速、简捷的产品搜索和预约管理、更多样的附加功能和持续的客户服务管理能力的特点。2013 年下半年公司新设 Hanafree.com 加强自助游市场攻势。Hanatour PC 端流量持续领先,移动端流量仅次于 Interpark INT。

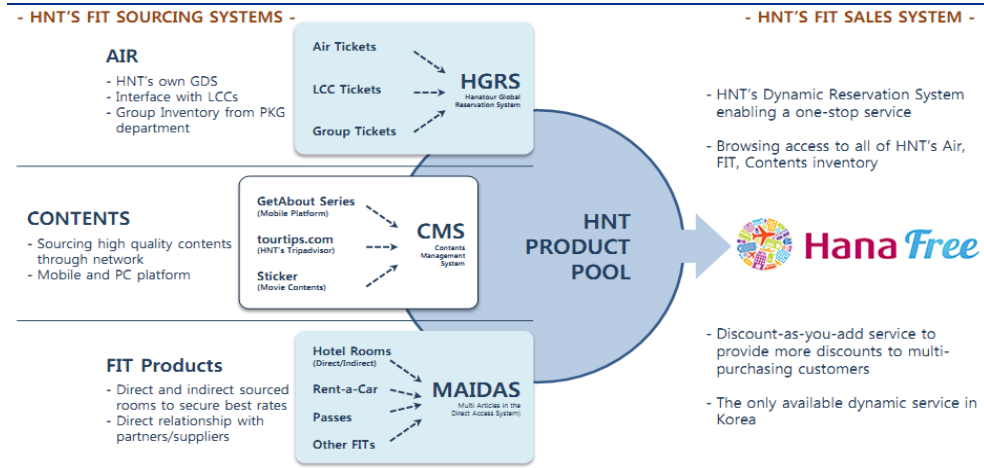
图 56: 2014 年之前自营网站销售比例稳中略升



资料来源：Hanatour 官网, 安信证券研究中心

后续重点投入自由行及线上化两个方向。在产品端公司依托包价游方面的巨大规模,同时与更多的航空公司、酒店、租车公司等合作,开设一站式服务网站 HanaFree, 容纳预订、点评等内容;形成完善强大的自由行产品供给网络。预计 HanaTour 在自助游和线上化两个方向上将有较明显进展,计划年度投入 30 亿~40 亿韩元专门用于线上平台的广告推广。

图 57: HanaTour 的自由行及线上化战略



资料来源: Hanatour 官网, 安信证券研究中心

### 2.4.5. 财务概况

表 6: Hanatour 财务概况

指标分类	指标名称	单位	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
总体情况	收入	亿元	14.71	18.07	20.37	21.94	25.34	34.29	41.68
	净利润	亿元	1.16	2.07	1.96	1.90	1.75	0.46	0.79
	EPS	元	10.60	18.77	17.26	16.95	15.87	4.18	7.16
成长性	收入增速	%	19.11	14.95	14.55	9.30	19.19	29.63	14.57
	净利润增速	%	-13.84	67.72	-3.82	-1.53	-5.08	-74.68	61.34
盈利能力	ROE	%	62.10	79.67	45.09	39.98	35.13	5.57	6.58
	毛利率	%	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
	营业利润率	%	8.80	12.86	11.44	10.49	9.74	3.50	5.61
	净利润率	%	8.01	12.15	10.23	9.18	7.44	1.26	1.86
ROE 分解	总资产周转率		1.02	0.95	0.97	0.95	0.98	1.16	1.21
	净利润率	%	8.01	12.15	10.23	9.18	7.44	1.26	1.86
	权益乘数		7.74	7.32	4.84	4.87	5.21	3.55	2.85

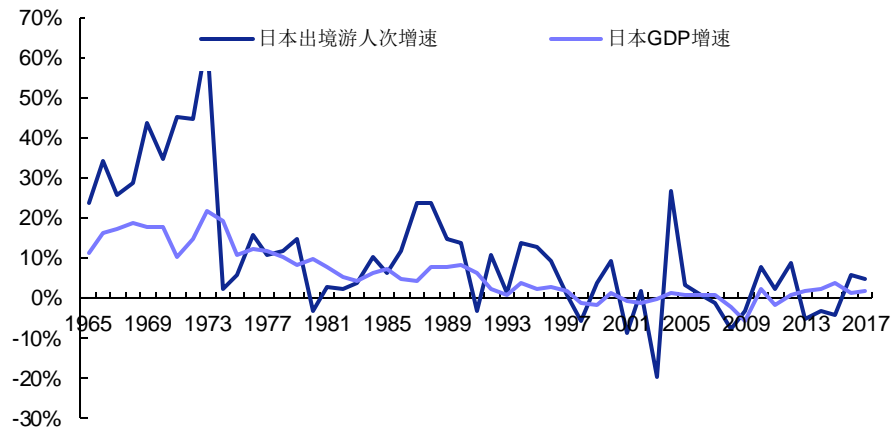
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3. 日本：JTB 一家独大，HIS 迅速崛起

#### 3.1. 行业情况：增速趋缓，与宏观经济相关性较强

2017 年，日本旅行社总收入为 5.64 万亿日元，同比增幅为 2%，其中，出境游收入 2.03 万亿日元，占比约 36%；国内游收入 3.61 万亿日元，占比 64%。对比韩国出境游增速与 GDP 增速，可知出境游增速与 GDP 增速呈现出明显相关性。

图 58：日本出境游增速与 GDP 增速呈现明显相关性



资料来源：Wind, CEIC, 安信证券研究中心

#### 3.2. 竞争格局：市场集中度高，JTB 为绝对龙头

日本旅行社根据不同层次的经营权限可划分为四种类型。近年来各类型旅行社比例维持稳定，行业格局呈现典型二八分化，一类旅行社数量仅 708 家，但收入占比超 80%。2008 年业绩前 10 位的日本旅行社的总收入占市场份额的 49%；JTB 为日本旅游业绝对龙头，市占率稳步提升，2017 年市占率近 23%。

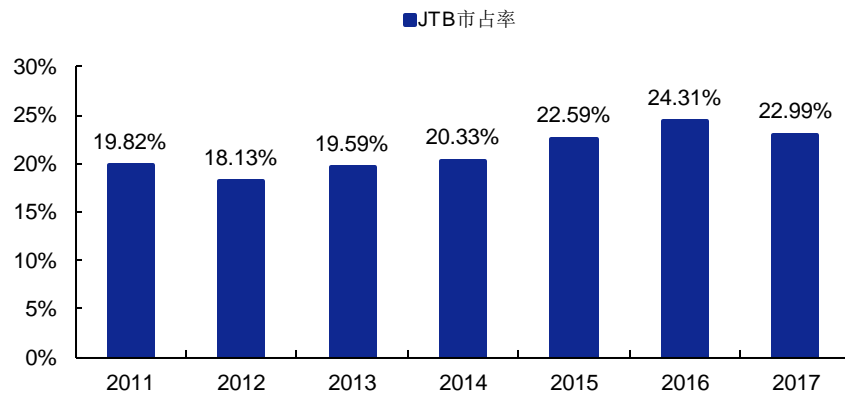
表 7：日本四类旅行社及数量

	第一类旅行社	第二类旅行社	第三类旅行社	旅行社代理商	总计
2011	738	2785	5837	880	10,240
2012	826	2799	5479	872	9976
2013	701	2869	5738	837	10145
2014	696	2777	5625	835	9933
2015	697	2,776	5,524	810	9,807
2016	708	2827	5668	779	9982

资料来源：日本观光社，安信证券研究中心

\*日本旅行社划分为四种类型：第一类旅行社、第二类旅行社、第三类旅行社和旅游代理商。第一类旅行社的经营范围最广，既可以开展国内外旅游活动的组织，也可以进行产品分销；第二类旅行社不能组织海外旅游活动，即国内旅行社；第三类旅行社和旅行社代理商只从事旅游产品分销，单纯的零售商。

图 59: JTB 市占率稳步提升



资料来源: JTB 年报, 安信证券研究中心

### 3.3. 日本龙头——JTB

日本 JTB 集团是世界排名第二的旅游集团, 2017 年, JTB 营业收入达 12,965 亿日元, 市场占有率达 23%。JTB 作为全球性的旅游业巨头, 其分支机构遍及世界 187 个国家和地区, 公司业务涉及旅游观光、休闲度假、饭店餐饮、会议展览等多个领域, 旗下拥有 Look JTB、i.JTB、Ace JTB、JTB Motivations 等一批日本著名的文化和旅游产业品牌, 公司员工逾 25000 名。

#### 3.3.1. 发展历程

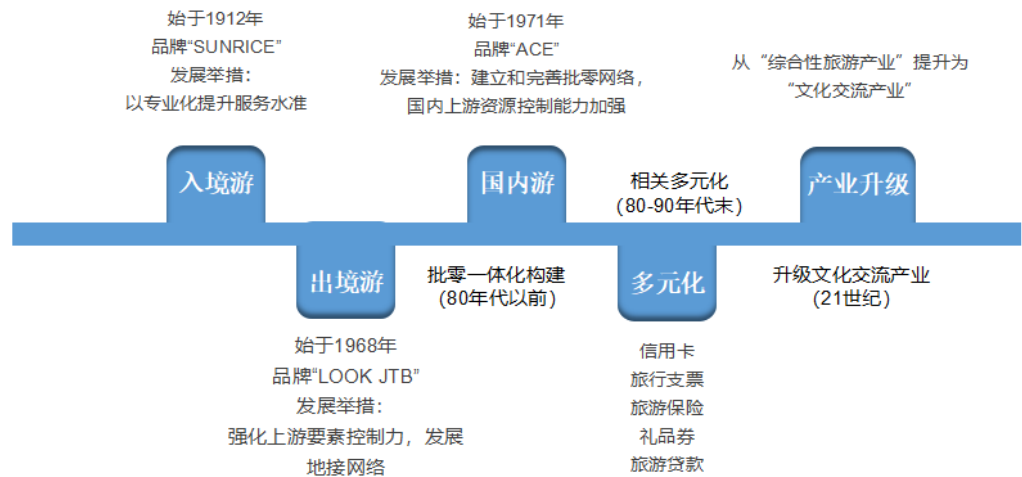
JTB 集团创立于 1963 年, 其前身为成立于 1912 年的日本观光局, 基本上是日本政府对外接待机构的代表, 在日本据垄断地位。1915 年 1 月 4 日, JTB 在东京火车站开设服务所, 开始代理销售火车票业务; 1927 年开始, 扩大旅游代理销售业务, 获得的代理手续费收入逐渐赶超会员会费收入; 1925 年开始销售联票“游览券”, 可以根据旅客需求确定旅游线路, 并为游客提供车、船票及住宿就餐券。在 1949 年, JTB 被取消代理销售国铁车票资格, 顿时失去了 80% 以上的收入, 企业陷入了生存危机。面对困境, JTB 不得不积极地拓展其他业务, 通过销售旅馆住宿券、景点游览券等项目, 实现了经营业务的开拓和营业收入的逆转。公司化后, JTB 通过发展入境游、出境游以及国内游, 实行多品牌独立发展, 建立和完善了批零、接待网络, 成为日本最大的旅游服务集团。

经过 20 世纪 60、70 年代的摸索培育, JTB 集团“准专卖店批零一体化”的模式在 80、90 年代得到了巨大的成功, 通过模式复制, JTB 网点数量、业务范围不断扩展。上个世纪八十年代, JTB 将经营范围向金融保险领域延伸。1983 年 8 月发售 JTB 卡、1985 年推出旅行券分期预付款计划、1987 年 11 月发行百货商店通用商品券、1989 年 7 月成立日本国际伤害火灾保险株式会社……80 年代末期, 随着日币升值, 日本出境游发展迅速, JTB 公司加快多元化发展步伐, 大力发展信用卡、海外旅游保险、旅行支票以及旅游贷款等相关业务, 企业规模进一步扩大。

2000 年 2 月, “JTB Benefit” 在这一背景下成立, 旨在为各公司员工提供外包的疗养及度假服务; 同年 4 月, JTB 与日本最大门户网站 Yahoo Japan 合资成立“Taviagator”, 利用 Yahoo 的网络召集能力, 结合 JTB 的旅游专业服务, 成为了日本网络旅游销售的领先企业。2006 年, JTB 集团开始分社化进程。即将一个大集团分拆成 14 家子公司。各子公司单独作业, 14 家分社实行独立的经营和管理, 有利于公司快速地做出经营决策和判断, 更好地适应市场的发展。另一方面, 为了杜绝出现分社凝聚力下降, 公司还专门召开了全社旅游事业战

略会议，提升集团的整体凝聚力和执行力。2004年，JTB把观光旅游业重新定位为文化交流产业，以“人与人的交流”为主旨提供旅游服务。2011年，JTB推出新的集团品牌理念，制定“TheJTBWay”，确定了“行随感动”的品牌口号。如今，JTB仍然是全球旅游业内声名显赫的王者，公司员工逾26000名，业务涉及旅游观光、休闲度假、饭店餐饮、会议展览、金融保险、房屋地产、建筑装饰、教育卫生、技术情报、广告娱乐、印刷出版、运输物流、网络IT等多个领域。

图 60: JTB 集团化发展路径



资料来源: JTB 官网, 安信证券研究中心

图 61: JTB 经营公司清单

私营公司集团	Synergy公司集团	JTB运营公司集团
<ul style="list-style-type: none"> <li>AB眼睛有限公司</li> <li>JTB Media零售公司</li> <li>PTS公司</li> <li>JTB大旅游服务有限公司</li> <li>JTB Gaia Rec</li> <li>朝日旅游公司</li> <li>JTB京阪旅游有限公司</li> <li>旅游广场国际有限公司</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>JTB商业创新公司</li> <li>JTB Corporation Corporation</li> <li>JTB出版有限公司</li> <li>JTB全球援助有限公司</li> <li>江铃公司</li> <li>中国终端服务有限公司</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>JTB商务旅行方案解决有限公司</li> <li>JTB通讯设计有限公司</li> <li>JTB福利有限公司</li> <li>JTB Next Creation Co</li> </ul>
全球运营公司集团	独立公司集团	平台共享服务公司组
<ul style="list-style-type: none"> <li>JTB全球营销与旅游</li> <li>JTB Global Merchandising&amp;Support</li> <li>JTB福利有限公司</li> <li>JTB Next Creation Co</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>杰伊伤害火灾保险有限公司</li> <li>JTB旅行社商务有限公司</li> <li>强生创业有限公司</li> <li>JTB Travel Co</li> <li>J&amp;J礼品有限公司</li> <li>强生人力解决方案公司</li> <li>强生税务有限公司</li> <li>日本基金会健康发展基金会</li> <li>学校公司国际文化学院</li> <li>缤纷日本通讯有限公司</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>JTB资产管理有限公司</li> <li>PULS公司</li> <li>JTB数据服务有限公司</li> <li>JTB Lifenet公司</li> <li>JTB规划网络公司</li> <li>JTB研究所</li> <li>JTB信息系统有限公司</li> <li>JTB札幌商务中心有限公司</li> <li>JTB管理服务有限公司</li> <li>JTB商业网络有限公司</li> </ul>
平台共享服务公司组		
<ul style="list-style-type: none"> <li>JTB Okinawa Co</li> </ul>		

资料来源: JTB 官网, 安信证券研究中心

### 3.3.2. 业务模式

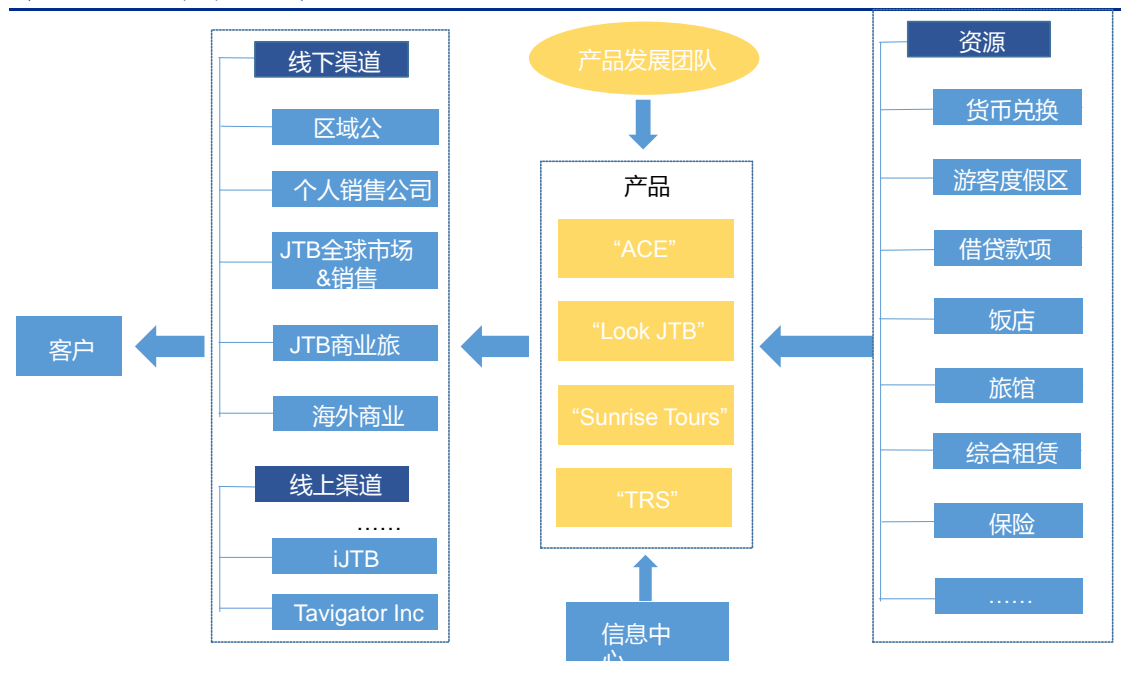
#### 3.3.2.1. 专卖店批零一体化模式

JTB既拥有产品设计能力，又同时拥有完善的零售门店。通过纵向一体化降低交易费用，发挥协同效应，构筑竞争优势，使产品在产业链增值中产生的边际贡献全部收入囊中。

下游零售门店遍布全国，客户对产品质量要求极高导致上游地接社以自建为主。JTB 在全国拥有超过 2500 家零售门店，在全球 36 个国家，100 座城市拥有 516 个分支机构。JTB 在上游地接社资源的处理上以自建为主，也有控股，对于地接社的日本化程度要求极高，即使合作，也会优先寻找日本化程度高的单位。

该模式有诸多优点。首先，依托自身强大的 IT 技术成功解决需求个性化与经营规范化的矛盾，强化直销营销网络和服务体系建设，积累价值链下游客户资源，构建购买力优势；其次。依托购买力资源对上游旅游产品进行整合与控制，并根据客户需求对旅游产品进行准确细分，不断提升产品丰富程度和市场精准程度，构建市场与资源之间的良性循环。

图 62: JTB 基本商业模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.3.2.2. 以庞大的直销网络为主体的销售模式

自建实体门店销售渠道：在日本，JTB 有 2500 家分支机构，在全球设有 121 个办事处

自建多媒体终端渠道：在便利店布设多媒体终端进行旅游产品预约和销售。JTB 的多媒体终端已经实现与伊藤洋华堂等 5 家大型商业连锁集团的 12000 家便利超市联网，消费者可以在多媒体终端上进行旅游产品预约和在便利店缴费。JTB 的目标是让生活在日本任何地方的人们都可以在家附近的多媒体终端上购买旅游服务。

布局网络渠道：相比实体渠道，JTB 网络渠道建设较为迟缓，岁通过与日本雅虎等成立合资公司等，方式，但网络产品销售比例不足 5%，JTB 对于网络销售渠道建设方面动作迟缓给出的解释为日本消费者不习惯线上消费。随着移动互联网时代到来，线上销售渠道已经开始一改 PC 时代的疲软，重塑日本旅游产业格局。正是 JTB 在互联网渠道建设方面反应迟缓，才导致了市场份额被日益崛起的其他线上销售渠道所蚕食。由此可见，JTB 亟待提升网络渠道的销售能力。

### 3.3.3. 公司核心战略分析

#### 3.3.3.1. 服务客户至上发展战略：



JTB 将服务作为其核心竞争力，专门制定了针对服务的“JTB 服务纲领”，明确规定：“为了让客人说‘这就是 JTB’，我们以真挚的笑脸迎接客人；为了让客人感受到‘不愧是 JTB’，我们用丰富的知识和信息为客人提供专业的服务；为了让客人说‘下次还要利用 JTB’，我们站在客人的立场上，为客人提供诚心诚意的服务。”团结、勤劳、守纪、求精的服务理念使 JTB 的服务水平高居旅游行业前列。为了使顾客得到更好的服务，在主业得以夯实的基础上，JTB 对旅游关联性产业进行资源整合，逐步向酒店、信用卡、旅行支票等领域渗透，满足用户的一站式消费需求，并通过不断强化内部研发，IT、市场等系统能力建设，提升用户满意度及忠诚度。

### 3.3.3.2. 准基于专卖店批零一体化模式下的产品设计创新战略：

**JTB 高度重视旅游产品的研发工作，研发部门是其最核心部门，产品研发被视为 JTB 集团立足之本。经过多年探索和尝试，JTB 已成功构建起调研与设计、执行、修正、再执行的“产品动态修正设计模式”。**研发人员在细致调研基础上设计产品，JTB 销售团队会将不同的产品精准的销售给目标客户群，并将销售信息实时反馈产品研发部门，研发部门实时跟踪各类产品的市场销售情况及客户满意度，明确产品改进细节，并进行产品的二次研发修正。调研与设计、执行、修正、再执行的产品设计模式，有效满足了客户需求，显著提升了旅游产品研发成功率。

### 3.3.3.3. 高度精细的分工管理战略

伴随企业的发展和自身业务的不断扩张，JTB 对总部及下属成员企业分工进行了极其明确的职责确认。货币兑换、酒店、饭店、机票等资源类企业以获得更有竞争力的旅游资源为目标，不断为产品研发部门提供更加丰富的资源选择，起到了很好的引流效果；而产品研发部作为 JTB 的业务核心，直属 JTB 集团管理，其依据市场需求，对旅游资源进行整合，为市场部门提供目标市场明确的旅游产品和服务，从而形成了很好的资源互补。而日本国内的线上渠道、线下实体公司以及海外分支机构等市场执行部门对高度精准化的旅游市场强化执行，实现产业价值变现。**按照产业链条分工后的各成员企业之间业务重叠度较低，资源整合效率高，从而 22 家分社能高效率地合作并发挥它们自身最大的特点，有效保证 JTB 整体目标的实现。**

### 3.3.3.4. 基于客户细分的多品牌发展战略

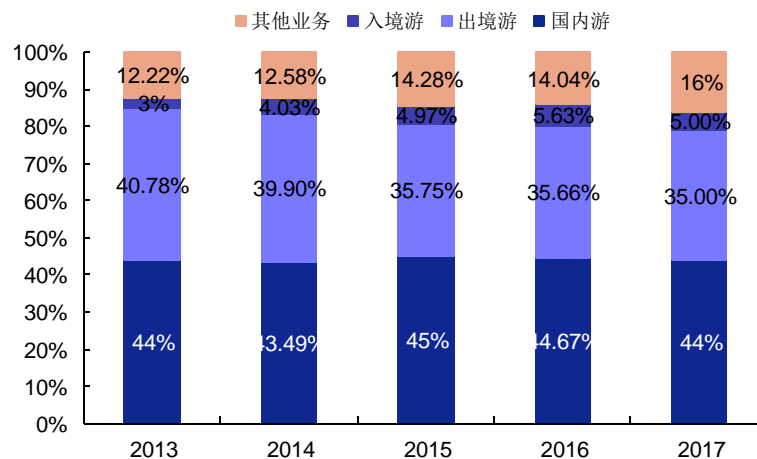
JTB 以用户需求为出发点，采取基于客户细分的多品牌发展策略，以“主品牌+子品牌”方式，先后推出了“ACE”、“Look JTB”、“Sunrise Tours”、“TRS”四大业务主品牌，在四大品牌的基础上，JTB 依据国内游、出境游、入境游等具体市场需求不同，在四大品牌下增设具体业务子品牌。如 JTB 的出境游“Look JTB”细分为“Look JTB ROYAL”（豪华型）和“Look JTB SLIM”（大众型）两种供游客选择。**精确的品牌定位与多层次的品牌管理，铸就了 JTB 成功的品牌管理经典。**

### 3.3.4. 收入利润分析

公司业务涉及旅游观光、休闲度假、饭店餐饮、会议展览、金融保险、房屋地产、建筑装饰、教育卫生、技术情报、广告娱乐、印刷出版、运输物流、网络 IT 等多个领域。

2017 年集团收入为 13230 亿日元，净利润 10 亿日元，营业收入中，旅行社业务占比为 83.58%。在旅行社业务中，国内游和出境游分别占到 52%和 41.85%，入境游只占到 6.14%。

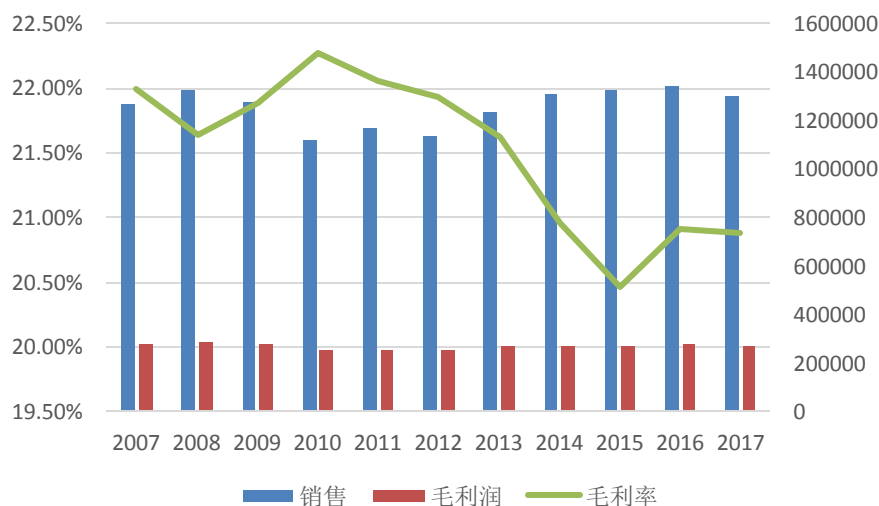
图 63: JTB 近 5 年营业收入占比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

近 10 年 JTB 营业收入及毛利润变动:

图 64: JTB 近 10 年毛利率维持在 20% 以上



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

Kuoni Global Travel Services, 原是总部位于瑞士的 Kuoni Reisen Holding AG (瑞士旅业集团) 的子公司。GTS 提供目的地旅游服务, 包含住宿、交通、目的地旅游与活动、会务场地和活动管理, 在亚洲市场的欧洲休闲和公务旅游业务占主导地位。GTS 每年处理 5 万个休闲跟团游, 号称“团队旅游市场的第一名”。

此次收购通过资源整合和运营管理分享, 为全球用户持续提供高附加价值的服务与更细致的旅行体验。

JTB 计划与 DTI 共同开发旅游产品, 还计划通过 DTI 把营业网点扩大至马来西亚等新加坡的周边国家。此次 JTB 收购了 DTI 的全部股票, 估计收购额达数十亿日元。收购后, JTB 将与 DTI 合作开发面向赴日游客的旅游产品, 使产品数量在年内增至目前的 2.4 倍, 达到 1000 种; 并预计将 2016 年的销售额提高到 100 亿日元 (约 9900 万美元)。华宫旅游 2013 年度的销售额为 9400 万新加坡元 (约合人民币 4 亿 5778 万元)。主要面向富裕华人提供团体旅游服务, 人均单价约为 20 万日元 (约合人民币 1.2 万元), 约合东南亚普通海外游的 2 倍。目前客户群体已覆盖印度尼西亚及马来西亚的富裕阶层等。

图 65: JTB 近 10 年重大投资并购事件

时间	事件
2008年01月	加强欧洲业务的组织重组（收购Tsumrale集团的股份）
2014年03月	收购了新加坡的大型旅行社DTI，估计收购额达数十亿日元
2014年05月	西班牙，欧洲Mundo公司的股票转让
2014年12月	Tour East Group的股票转让
2017年01月	收购MC&A, Hawaii的股份
2017年06月	收购全球顶级团队旅游和MICE服务供应商Kuoni Global Travel Services

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

### 3.4. 迅速崛起的年轻出境游巨头——HIS

HIS 是日本一家国际廉价机票服务旅行社的简称，开办 30 年来，公司靠着经营廉价机票和国际旅行社服务取得了令世人刮目相看的绩效。在全世界已拥有近 400 家支店，已成为世界旅游行业前 10 强。2004 年于日本最优级股市东证一部株式成功上市（该股市内公司为日本国内 400 强）。目前在日本旅游行业中排名第二，在国际旅行份额占据全国第一。2017 年营业额 371 亿元人民币左右。HIS 连续数年被评为日本大学生最想进入工作的十大公司之一。截至目前，公司共拥有 157 家子公司和 17 家附属公司。其中有旅行公司，酒店，主题公园，航空公司，保险公司等等。同时公司在 70 个国家拥有超过 271 家零售店。未来几年内，HIS 志在全球开设 1000 家支店，并以太空旅游为新的开发方向。

公司第一大股东为 HIS 创始人 Hideo Sawada，占据公司 27.93% 的股份。且公司在 1994 年登陆 OTC 场外市场，2004 年登陆东京证券交易所上市。为其后来的酒店及其他扩张业务提供了充足的资金。公司最早只做门票，但公司深知门票业务不能给其带来长足的增长动力，所以公司扩张路线从轻资产向重资产进行转移。因为重资产更容易树立品牌形象从而带动资本市场融资效率，融资之后的大投资更利于公司确立行业的龙头地位，进而产生规模效应和议价能力。

图 66: HIS 机票, 酒店, 旅游产品网上预定



资料来源: HIS 官网, 安信证券研究中心

### 3.4.1. 发展历程

1980 年以注册资金 1000 万日元在日本东京成立, 1985 年第一家海外支店——香港支店正式成立。HIS 看准了个人旅游尚未被重视的市场空隙, 异军突起, 打出了以接待散客尤其是青年学生为主的经营旗号, 同时建立了一个比正规国际机票便宜的廉价机票销售机制。直到 1985 年, HIS 的营业额还不过 24 亿多日元, 销售网点也只有东京、大阪、福冈等 5 处, 从规模上来说, 还只能算是中小企业。

使 HIS 的经营发生根本转变的是 1985 年在香港和洛杉矶开设营业所。那一年, HIS 最热门的旅游线是“中国自由旅行”, 此项目在签证、旅馆、交通安排上极为方便, 这一旅游项目策划, 成功地为 HIS 带来丰厚的利润, 据说这正是在香港设立办事机构带来的好处。当时, 日本的旅行社中, 除了较大几家公司外, 尚无人在海外设点, 旅馆和交通都委托当地的旅行社来安排, HIS 率先在国外设立服务点, 提出民间大使馆的概念, 使旅客体会到家一样的感觉从而增加顾客粘性。HIS 在取得经营成果之后, 进一步扩大经营网点, 1990 年达到 32 家, 增强了销售实力。按照规定, 每年售出 500 张以上的机票, 其价格就可降低 30%, 且销售奖金也随之增加。HIS 扩大网络后促使机票价格再次下降, 形成良性循环, 每年营业额呈几何级数增长。1988 年突破 100 亿日元, 1990 年增至 235 亿日元。

母公司: H.I.S.Co.,Ltd 是 HIS 集团的总部位于东京的母公司。它是一个全方位的旅游服务公司, 拥有分布于 71 个国家拥有 556 个旅游网点, 公司同时涉足酒店机票订购、交通工具服务、保险、酒店、主题乐园、电力等多种行业。

图 67: HIS 旗下主要子公司

	日本知名主题公园品牌，其通过为鲜花与自然、娱乐性、健康与美丽的理念而立足于日本
	以合理价格著称的旅游公司，主要负责国内运动相关的旅游产品，如滑雪潜水体验等等
	主要负责高端邮轮业务运营，同时也注重私人定制的出行，如邮轮婚礼、蜜月等等
	遍布世界80个国家的铁路分销商，同时也在各国提供当地旅游服务
	
	是一家常驻国外的B2B旅行社和旅行批发商
	HIS旗下的酒店品牌，其选址遍布世界各地，也是日本第一家以英语为官方语言的酒店
	第一家用机器人作为酒店员工的公司，此举大大减少了人力成本
	台湾最大的酒店连锁品牌，以高端定位为主并在台北市拥有16家酒店，于17年被HIS收购
	是一家主要在九州跟熊本提供舒适旅行交通的公司
	H.S. Insurance Co., Ltd.是一家保险公司，主要产品为海外旅游险

资料来源：HIS 官网，安信证券研究中心

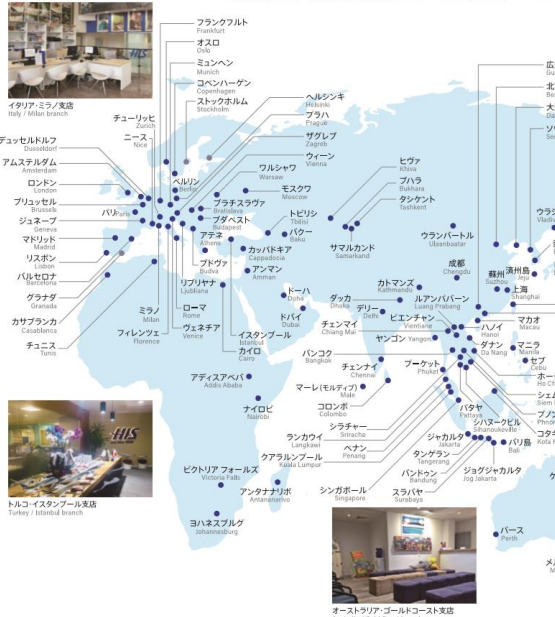
### 3.4.2. 投资并购项目与运营内容扩张

图 68: HIS 全球扩张情况

いつでもどこでも、  
安心と快適をお届けするために。

H.I.S. は現在 556 拠点に展開、広がり続けるネットワークで世界各地の情報をスピーディに入手し、国内旅行から各国間の旅行までさまざまなプランを開発、各種手配もスムーズです。世界中のお客様の安心で快適な旅をサポートします。

**71**ヶ国 305 都市 **556** 拠点



Delivering safety and comfort, whenever, and wherever

H.I.S. currently has 556 branches worldwide. We rapidly obtain information through this steadily expanding network and use it to develop a whole range of travel itineraries, from trips around Japan to overseas travel in countries around the globe. We smoothly take care of all the necessary travel preparations and provide customers everywhere with a safe and comforting travel experience.

**進出国数 世界No.1**

Number of countries in our network Ranked #1 in the world\*

国内 Japan	アジア Asia	アメリカ America	ヨーロッパ Europe	中近東・アフリカ Middle East & Africa	オセアニア Oceania
283 拠点 283 branches	120 拠点 120 branches	82 拠点 82 branches	44 拠点 44 branches	15 拠点 15 branches	12 拠点 12 branches

\*旅行業において、進出国数 (66 国) 世界第 1 位。オンライン専業、航空運送専業、及びレンタカー等は除き、旅行 (レジャー) に特化したグループ会社を含め算出。(2017年4月セ・ファーズ) excluding online specialized, air transportation, and car rental. (Survey as of April 2017)



资料来源: HIS 官网, 安信证券研究中心

表 8: 重大投资并购事件

公布日期	目标名称	收购方名称	已公布总价值 (百万)	事件
10/27/2017	Jonview Canada Inc	HIS 株式会社	34.18	
04/28/2017	Group Mlki Holdings Ltd	HIS 株式会社	28.34	加强公司在欧洲的旅游运营能力
03/21/2017	洛基实业	HIS 株式会社	158.15	扩大在中国的酒店和其他业务
12/12/2016	Merit Holdings Inc/Canada	HIS 株式会社	N/A	加强公司在加拿大的旅游运营能力
08/01/2016	Gaga Corp	多重买方	N/A	
06/24/2014	Laguna Gamagori business	HIS 株式会社	N/A	
08/08/2012	Group Mlki Holdings Ltd	HIS 株式会社	N/A	
02/12/2010	Huis Ten Bosch Co	HIS 株式会社	22.23	扩张其主题公园方面的运营能力

资料来源: bloomberg, 安信证券研究中心

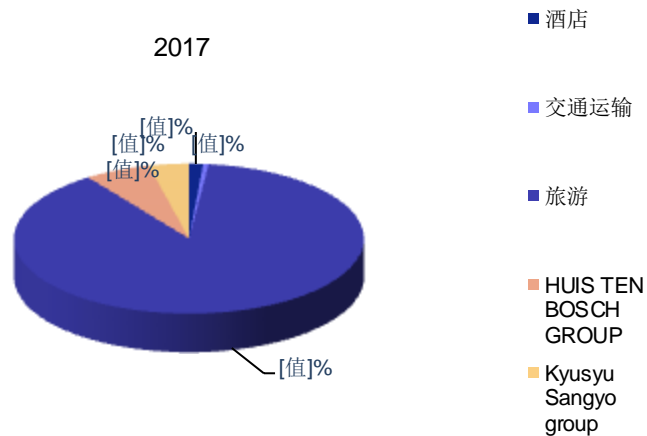
截至 2017 年底, 共有兼并 7 家公司以求拓展其业务内容 (横向和纵向), 其中最主要的两家为 Huis Ten Bosch Co。

Huis Ten Bosch Co 是一个主题乐园, 也是一个城中城, 其占地面积是迪士尼的两倍。由于偏离市中心且需要整体游玩时间较长, 大多数游客会选择在景区内酒店住宿, 也可带动 HIS 旗下酒店业务的增长。

3.4.3. 商业模式+业务类型

业务驱动多样化，机票预定、交通工具服务、保险、酒店自营、主题乐园、电力等多种行业。但其中旅游板块占比达 88.6%，公司经营在有风险的情况下可能会受到较大影响。总体来说，目前公司将业务分为 5 大板块，分别为酒店、HUIS TEN BOSCH GROUP、旅游、交通运输、Kyusyu Sangyo Kotsu Holdings(在 2005 年被 HIS 收购为子公司)。HIS 各项业务总预定量今年一直保持良性增长且我们认为随着业务的扩张，未来有更加广阔的增长空间。

图 69：各类业务板块占营收比重



资料来源：安信证券研究中心

关于公司保险类业务主要提供旅游产品所以保险可归为旅游类，电力由于是未来成长型公司，目前营收占比很小所以暂时进行剔除。

公司业务涉及旅游各个层面并实现旅游业务闭环，真正解决游客在国内的游乐活动及食住行问题。包办游客所有出行需求乃至私人定制需求。顾客甚至可以将自己的出行安排全部交予 HIS 进行规划，增加顾客粘性。

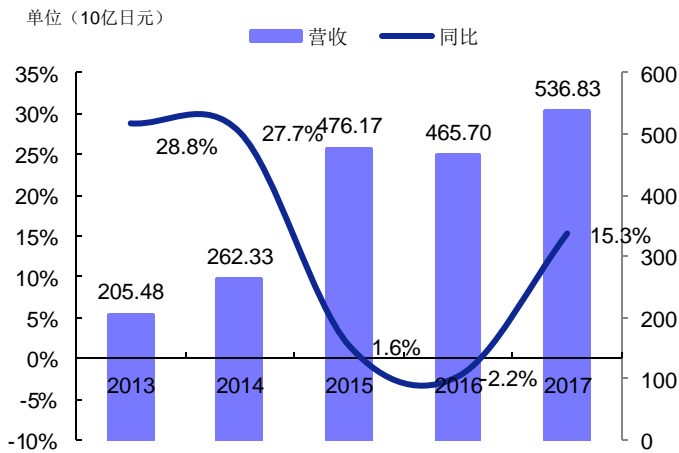
### 3.4.3.1. 旅游业务

旅游业务为 HIS 的第一主业，2017 年旅游业务占总营收 88.6%，业务具体分为出境游业务和入境游业务。

除部分 15 年时间及整个 16 财年欧美出境游沉浸在恐怖袭击恐慌情绪下、国内又发生了熊本地震，内忧外患导致公司业务收到一定影响外，总体来说近年旅游业务保持稳定增长。且在 2016 财年公司成功避免了营收跟顾客人数的大幅下滑，稳定了市占率。

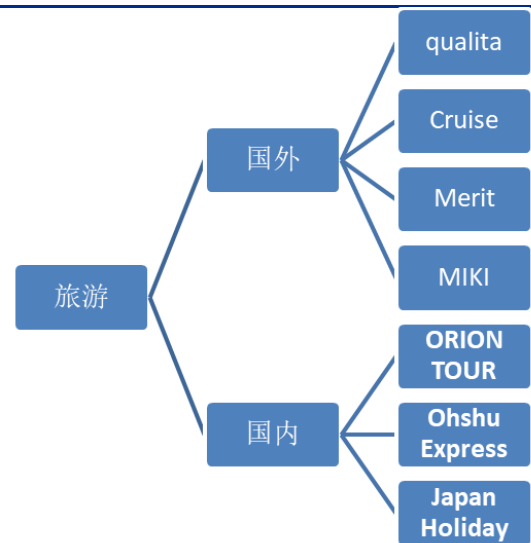
其中 qualita 和 cruise 主要旅游产品都是境外游，Ohshu 虽然服务于世界铁路网络，但在日本也占有较大的份额，所以归为国内。

图 70: 旅游板块营收增速



资料来源: HIS 官网, 安信证券研究中心

图 71: Interpark 在韩国旅游业移动端流量领先于 Hana

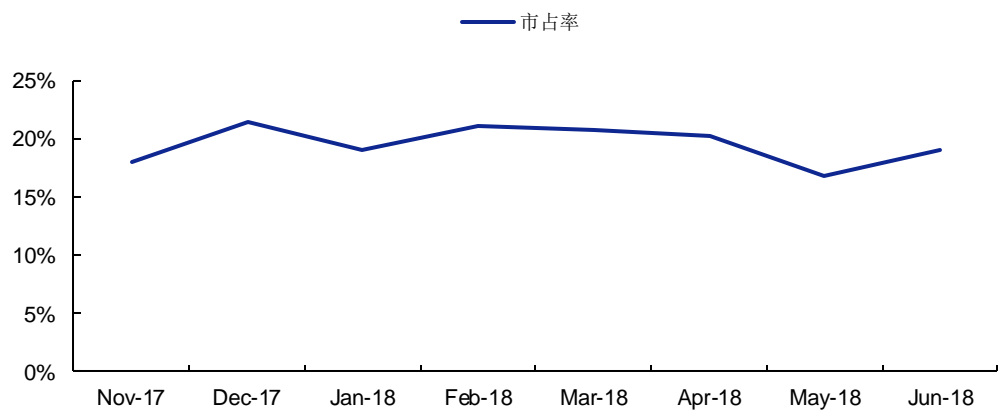


资料来源: 安信证券研究中心, Insight, Standard Chartered Research

(1) 出境游

HIS 目前是日本第二大旅游公司, 但其出国游市场份额连续多年蝉联第一且保持稳定, 公司同时是世界十大旅游公司之一。

图 71: HIS 出境游市占率



资料来源: HIS 官网, 安信证券研究中心

自 17 年 11 月至 18 年 6 月截至, HIS 海外游市占率一直稳定保持在 20% 左右, 一家独大, 这一成果与其早年来布局国外的理念是分不开的。早年间, HIS 率先在国外设置网点, 提出民间大使馆这一概念, 尽量满足本土游客在国外旅游的各项需求。截至 17 财年, 公司在国外已有 217 家门店为旅客提供服务。增加顾客粘性。直至今日, HIS 国外分部已遍及世界 5 大洲主要旅游国家。在总共 174 家附属机构和子公司里, 有 105 家是归属于旅游业务板块, 可见占比之重。

近年来由于日本经济相较于上个世纪 90 年代开始慢慢恢复, 出境游游客实现增长。公司收购 Group MIKI Holdings Ltd 和 Merit Holdings Inc 以满足北美和欧洲的旅游渠道供应及旅游服务。Merit 是加拿大最大的专业旅行公司, 商务旅行也是其主要的服务项目之一。

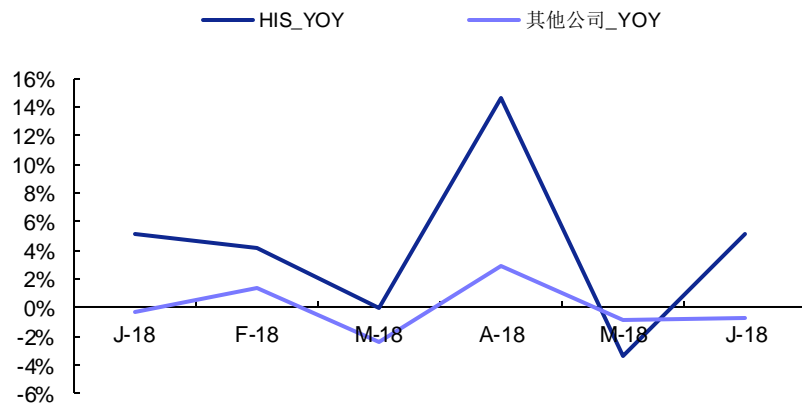


在旗下众多旅行公司中，值得注意的是 Cruise Planet 及 qualita travel。这两家公司主要做高端出行。众所周知，日本是一个环绕太平洋的国家，其深海及优良港口为邮轮提供了出行环境，qualita travel 主要经营马尔代夫、阿曼等自然景色优美的高端旅行目的地。在日本人均可支配收入较高且国内福利较好的情况下，高端出行会是未来的一个持续趋势。

## (2) 入境游

国内旅游方面，随着 2017 年来日旅游游客数量再创新高，日本政府预计 2020 年的访日游客会达到 4000 万人次。这给国内旅游公司提供了广阔的发展空间。

图 72：2018 年开始 HIS 与国内其他公司国内有营收增速



资料来源：HIS，安信证券研究中心

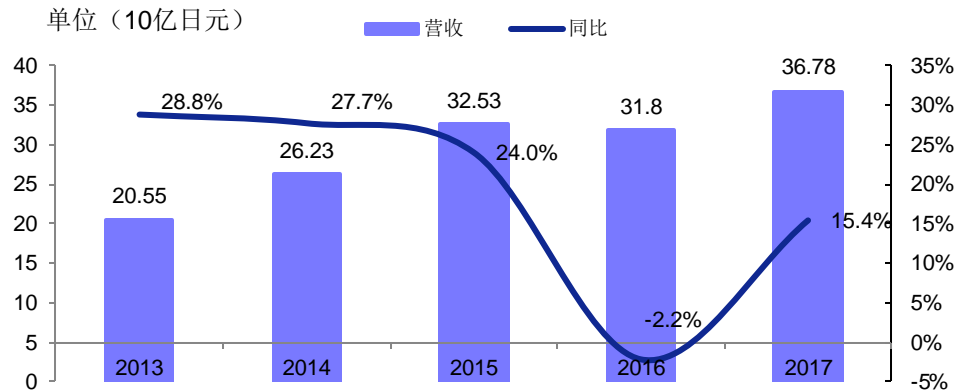
HIS 在国内旅游业务的市占率不大，但最近的营收增速一直高过国内其他主要旅游公司，所以我们认为公司在未来国内旅游有较为乐观的增长空间。值得关注的是 Japan Holiday (东瀛假日)，这家公司主要负责来自于中国、台湾、韩国的入境游客。其在北上广深等多个一、二线城市设有分部。尤其在 17 年中国访日游客创出新高的大环境下，公司业务增长指日可待。

### 3.4.3.2. 主题乐园成为增长引擎

Huis Ten Bosch Group 的一家主要经营主题乐园，于 2010 年 4 月份注册为子公司。其中 Huis Ten Bosch 和 LAGUNA TEN BOSCH (于 2014 年 5 月建成) 是两家由公司自己建造并在日本国内足以比肩迪士尼的游乐园。由于公司发现亲子旅游逐渐成为未来的一个大趋势，主题乐园恰好能够符合这一趋势。同时主题乐园是重资产，可以产生规模效应进而带动渠道议价能力，还可带动公司酒店业务的发展，主题乐园的扩张实属不二选择。

Huis Ten Bosch 被称为国中国，其占地 152 公顷，是东京迪士尼的两倍。园内开掘了 6000 米长的运河，11 座博物馆，12 处娱乐设施，70 家购物中心，44 家餐厅，服务门类较全。主题乐园的建成可形成规模效应，在渠道、土地上降低成本并享受一定政府的政策优惠。同时，主题乐园的可以拉动园区内餐饮业务的收入，因为没有外来餐饮的所以，所以集团的餐饮拥有自主定价权，在成本与外界餐饮一致的情况下，价格是外界 2-3 倍，大幅拉动利润上涨。此外主题乐园内自设酒店，Henn na Hotel 就已入住园区。在门票上也可以与集团其他子公司合作。

图 73: Huis Ten Bosch Group 营收增长情况



资料来源: HIS 官网, 安信证券研究中心

Huis Ten Bosch Group 致力于把乐园打造成 6 个主题, 分别为鲜花王国、灯光王国、音乐王国、游戏王国、机器人王国、和健康与美丽王国。景区使用了 1300 万个灯泡在夜晚去照亮园区, 让游客欣赏到光的盛宴。1,500 种玫瑰每天都在景区内盛开。Henn na Hotel 的入驻也让机器人的体验模式在景区内形成。此外, 公司目前正在建造日本最大的 VR 主题公园, 计划在园内配备世界最先进的 VR 过山车, 相信届时一定会吸引大批顾客光临。

总体来说主题乐园起到一个增长引擎的作用, 推动母公司业务的增长, 跟其他兄弟公司的合作也是相得益彰。

### 3.4.3.3. 酒店

酒店业务是 HIS 的第三大支柱产业。随着营收的增长及规模的扩大, 公司决定率先进入酒店业, 旗下品牌 Watermark 和 Henn na Hotel 全部为自建酒店。在 1995 年, 成立了 THE WATERMARK HOTEL GROUP PTY LTD, 并在 1996 年在澳洲黄金海岸开了其第一家酒店 ---HOTEL WATERMARK GOLD COAST。由于公司主要业务为旅游, 所以其酒店选址绝大部分也是知名旅游城市。部分酒店业务的扩张目的在于形成一个更好的旅游闭环。购买其旅游产品的旅客也会被安排入住公司旗下的酒店, 同时公司也会安排旗下酒店入驻主题公园, 在高歌猛进的同时能保证自我消化一部分酒店的业绩目标。

图 74: HIS 旗下酒店分布图

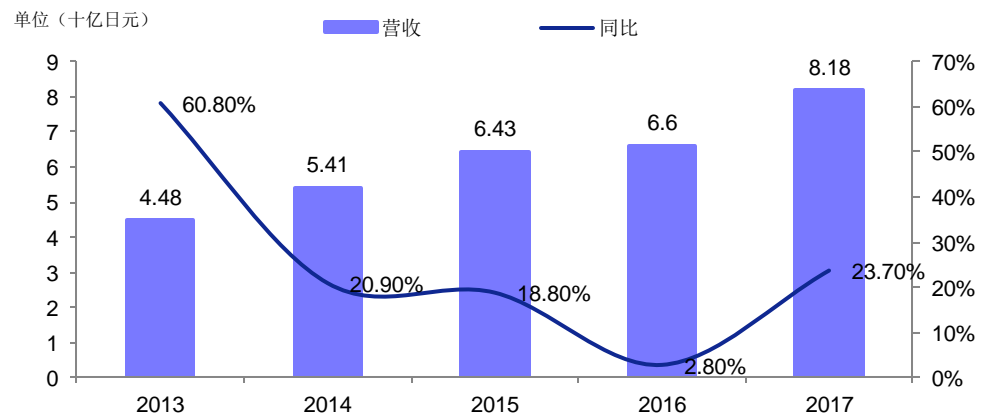


资料来源：HIS 官网，安信证券研究中心

随着亚洲游客的出国潮，HIS 酒店业务通过捕捉亚洲的旅游需求，具有巨大的增长潜力。尤其是拥有世界上最多人口的中国，近年来逐渐倾向于来日本旅游。据日本贸易振兴机构的调查，40%的中国人希望前往日本。截至 2017 年底，来自中国的游客已经接近 650 万人次，同比增长 12.9%，创出历史新高。且在 2018 年的泰国沉船事件及之前对韩国的敌意，使得日本旅游收到更多的关注度并对未来中国游客访日持乐观态度。此外，中国游客普遍倾向于中高端及新类型的酒店，HIS 旗下酒店正好符合这一趋势。所以公司在 2017 年收购 Green World 为的就是在汉语国家逐步拓宽影响力。

由于团队游数量的增长和 OTA 在旅游市场的使用越来越广泛，酒店业务在 2017 年营收达到 8177 百万日元，同比增长 23.7%。近年来酒店板块一直保持稳定增长。

图 75：酒店业务增涨情况



资料来源：HIS 官网，安信证券研究中心

#### 3.4.3.4. 交通运输

公司于 2012 年 12 月建立 ASIA ATLANTIC AIRLINES CO., LTD. 是泰国一家包机航空公司，公司总部位于泰国曼谷属于 HIS 旗下子公司，是 HIS 和泰国彩虹集团共同成立的一家合资企业。其共有 2 架飞机，3 个目的地。由于日本政府实施免签证政策，亚洲大西洋航空公司首次推出从曼谷到东京和大阪的服务，此举增加了泰国赴日游客数量。

但 HIS 在 2017 年 6 月份将其股份出售给 Aerolance Co., Ltd.，一家提供从建立航空公司到公司的运作问题的咨询公司。出售之后，公司没有进行任何归属于交通运输板块的业务，其板块员工数也为 0。

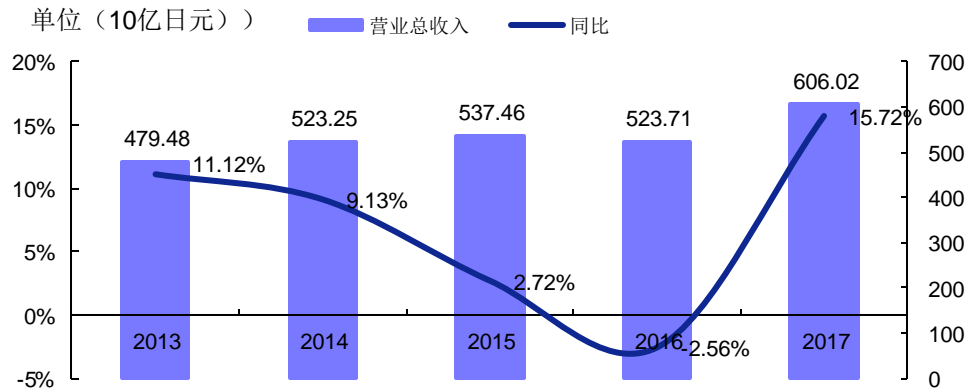
#### 3.4.3.5. Kyushu Sanko Group

Kyushu Sanko Group 控股公司是九州工业运输控股有限公司，由 HIS 在 2005 年 10 月收购并在 2012 年 7 月将其登记为子公司。经营的业务包括汽车运输、高速公路巴士服务、房地产租赁等。

#### 3.4.4. 收入利润分析

在旅游、主题乐园、酒店三个支柱产业的拉动下，公司业绩保持十分稳定且除了 16 年，其他几个财年都保持了健康的成长性。主题公园的游客数量也是逐年上升，据统计，15 财年主题公园游客已接近 310 万人次。

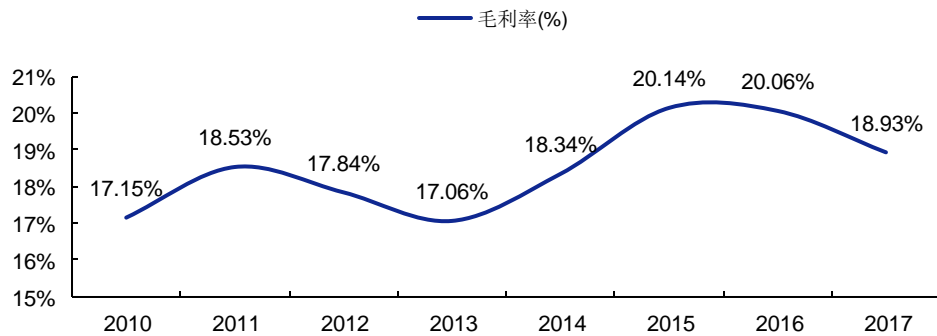
图 76: HIS 总营收及增速



资料来源: wind, 安信证券研究中心

此外,公司在成本控制上保持稳定并随着规模经济效益的扩大,逐步提升公司毛利率。相信随着 VR 主题公园的落成,加上已经非常成熟的主题乐园管理体系还有业务渠道。未来公司对成本及毛利的控制会更加精细。

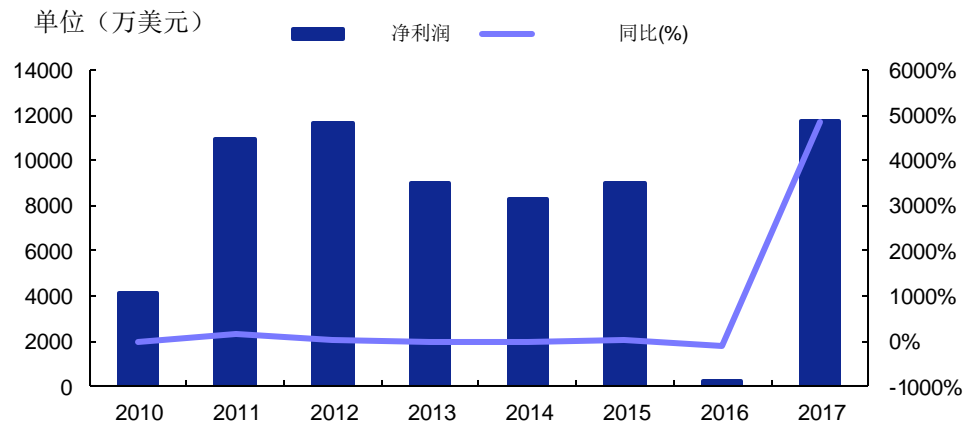
图 77: HIS 毛利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

由于 2016 财年宏观环境下日元的剧烈波动,使得公司在外汇方面损失了 68 亿日元,同时在其子公司 TEN BOSCH CRUISE PANAMA S.A 由于部分船体损坏,给公司造成了 35 亿日元的损失。同时加上欧洲沉浸在恐怖袭击的恐慌情绪中和日本境内如熊本地震等一系列自然灾害,使得 2016 财年净利润大幅下滑。但在 2017 财年火速回稳,说明 2016 年只是偶然事件,公司整体获利能力向好。

图 78: HIS 净利润



资料来源: wind, 安信证券研究中心

表 9: HIS 财务数据

指标分类	指标名称	单位	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
总体情况	收入	亿元	318.05	340.64	298.87	293.87	282.13	338.48	355.74
	净利润	亿元	6.93	7.37	5.55	5.08	5.72	0.17	7.78
	EPS	元	10.69	11.36	8.56	7.84	8.82	0.27	12.89
成长性	收入增速	%	9.41	13.31	11.12	9.13	2.72	-2.56	15.72
	净利润增速	%	145.27	12.42	-4.59	1.65	20.33	-97.55	4,865.92
盈利能力	ROE	%	14.02	14.28	12.13	10.80	11.58	0.30	16.00
	毛利率	%	18.53	17.84	17.06	18.34	20.14	20.06	18.93
	营业利润率	%	2.47	2.62	2.47	3.04	3.72	2.73	2.63
	净利润率	%	2.35	2.52	2.33	2.15	2.61	-0.15	1.76
ROE 分解	总资产周转率		2.93	2.76	2.46	2.10	1.82	1.64	1.60
	净利润率	%	2.35	2.52	2.33	2.15	2.61	-0.15	1.76
	权益乘数		2.19	2.39	2.65	2.97	3.13	3.58	4.56

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

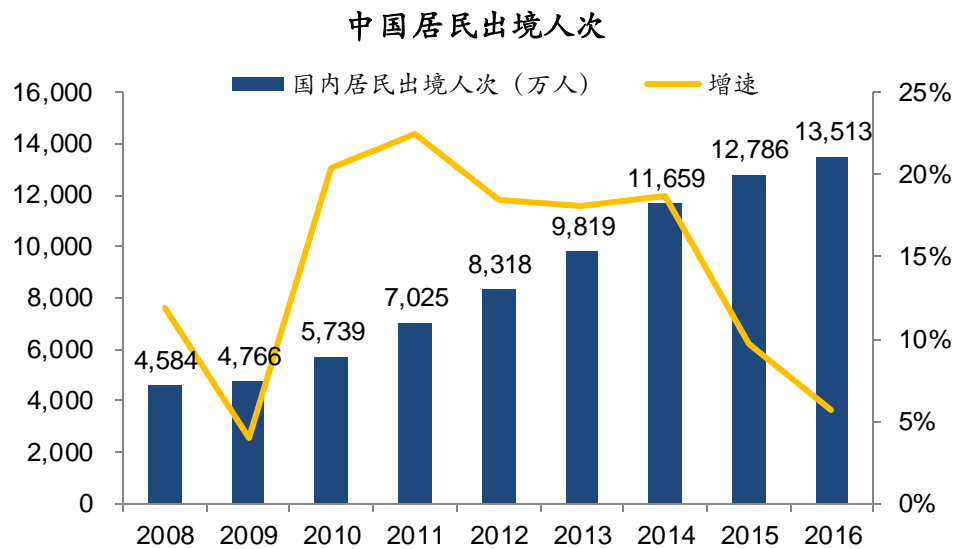
## 4. 中国出境游行业发展前瞻

### 4.1. 出境游行业增速与宏观经济相关性较大，中国未来出境游增速将回落至稳定增长水平

#### 4.1.1. 总体增速回落

受益于中国人均收入提升/出境政策放开/人民币升值等因素，2008-2015年，中国旅行社出境旅游营业收入爆发式增长，年均增速24.7%。2010-2014年，中国居民出境人次以近20%的年均增速保持高速增长，2015-2016年增速回落。出境游人群结构调整，旅行社需要对出行产品、门店布局调整应对，我们认为，随着出境游向欠发达地区的渗透，出境游增速将有所回升。

图 79：中国居民出境人次经历高速增长后，2015-2016 年增速回落



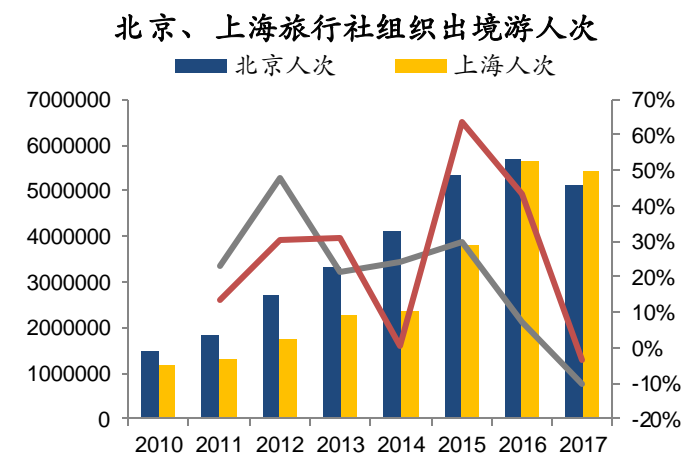
资料来源：Wind，安信证券研究中心

#### 4.1.2. 出境游人群结构调整，二三四线城市巨大市场加速打开

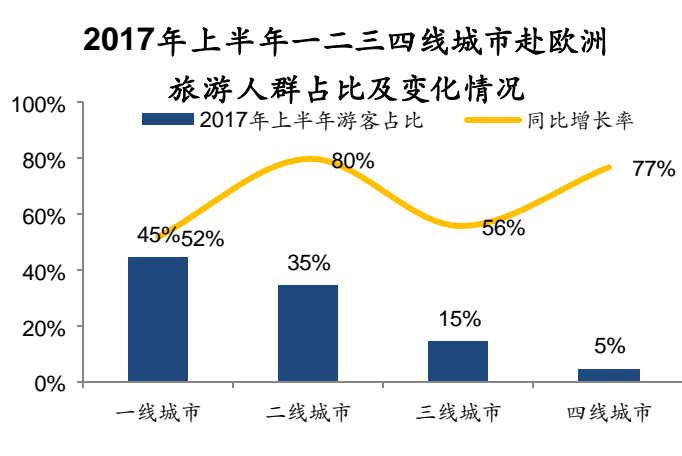
出境游行业兴起以来，旅行社通常先将出境旅客集中在京沪等一线城市，再统一组织出境；因而京沪等出发旅客高速增长。随着二三四线城市出境游客的增加，二三线城市国际航线开通数量增加，通过京沪旅行社出境的外地旅客势必会减少。2017年，北京、上海两地旅行社组织出境游人数均同时首次出现负增长；同时，根据中国旅游研究院联合华远国旅、携程旅游三方共同发布的报告《2017上半年中国赴欧洲旅游趋势报告》，2017年上半年，赴欧洲游人群在二线城市和四线城市实现了同比80%和77%的高增长，其中二三线城市的市场占比超50%。

图 80: 2017 年北京、上海两地旅行社组织出境游人数首次出现负增长

图 81: 从欧洲游数据来看, 出境游向二三四线城市加速渗透



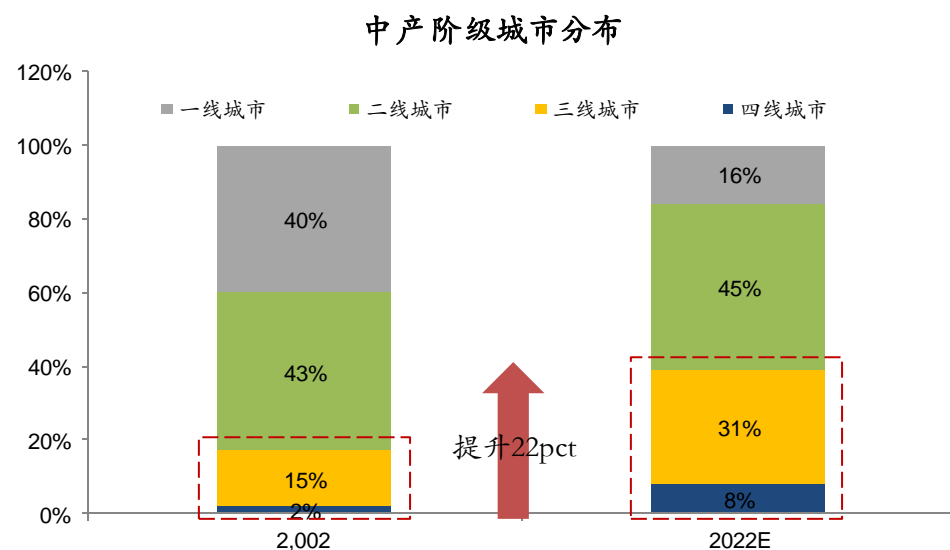
资料来源: 北京统计局, 上海旅游局, 安信证券研究中心



资料来源: 《2017 上半年中国赴欧洲旅游趋势报告》, 安信证券研究中心

根据麦肯锡的数据预测, 未来十年, 中国城市家庭消费中产阶级及以上占比将大幅度提升, 预计 2022 年达到 81%, 成为中国消费升级的最主要贡献。而其中, 三四线城市的中产阶级将成为未来占比增长最快的群体, 消费能力将大幅提升, 出境游潜在人群将快速增长。

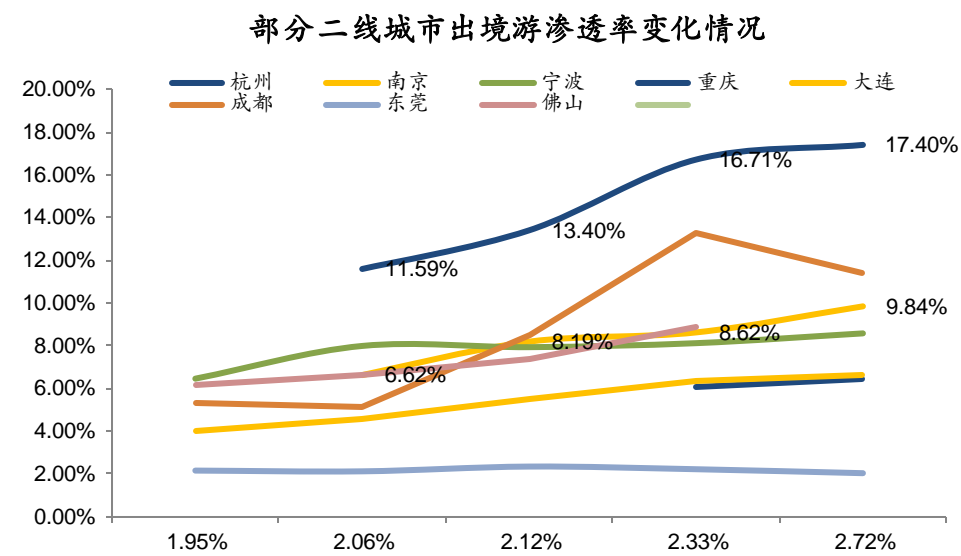
图 82: 三四线城市中产阶级提升幅度最大



资料来源: 北京统计局, 上海旅游局, 安信证券研究中心

以天津、杭州、南京、宁波、重庆和大连为例, 二线城市出境游渗透率稳步提高。整体而言 (包括天津、杭州、南京、宁波、重庆、大连、成都、东莞、佛山), 样本二线城市出境游渗透率稳步提高, 已由 2012 年的 3.87% 提升至 2016 年的 7.72%。

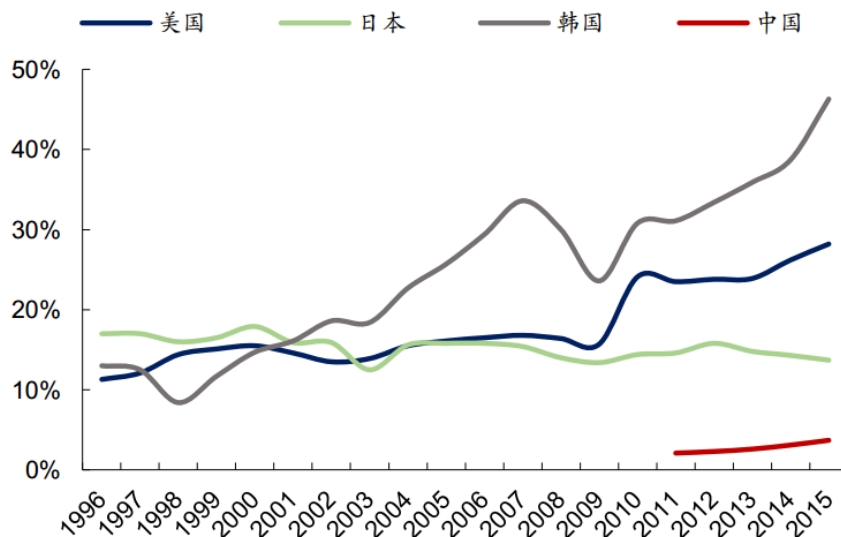
图 83：二线城市渗透率稳步提高



资料来源：各市旅游局，安信证券研究中心

2016年，中国京、沪、津等10地人均GDP已超过8000美元，对应人口5.0亿；仅有藏、黔、云、甘四地人均GDP不足5000美元，人均GDP超过5000美元地区对应人口12.7亿。2016年中国出境人次1.22亿，假设人均GDP超过5000美元地区为具备出境游基本条件地区，对应渗透率仅9.61%。2015年美国、日本以及韩国的出境游渗透率分别为13%、14%以及46%，对标成熟市场提升空间较大。

图 84：国内出境游渗透率远低于成熟市场



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

数据显示出境游已开始向欠发达地区渗透，潜在市场空间巨大。

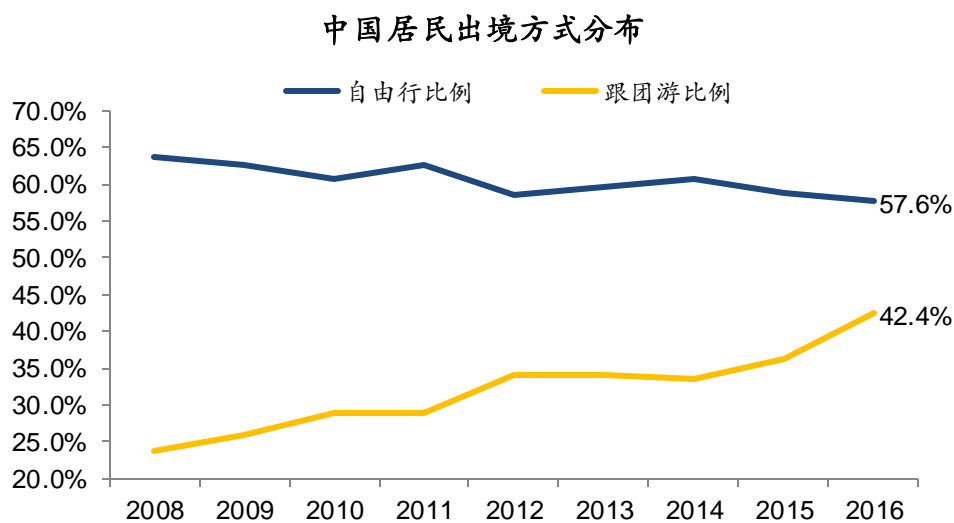
#### 4.2. 跟团游比例提升，巩固出境游旅行社行业地位

国内团游占比上升，自由行比例呈下降趋势。中国居民出境方式主要包括因公出行、跟团游



以及自由行。2008 年以来，中国居民出境跟团游比例持续提升，自由行比例呈下降趋势。2016 年，跟团游比例达 42.4%，自由行比例为 57.6%。

图 85：跟团游比例提升，自由行比例下降



资料来源：Wind，安信证券研究中心

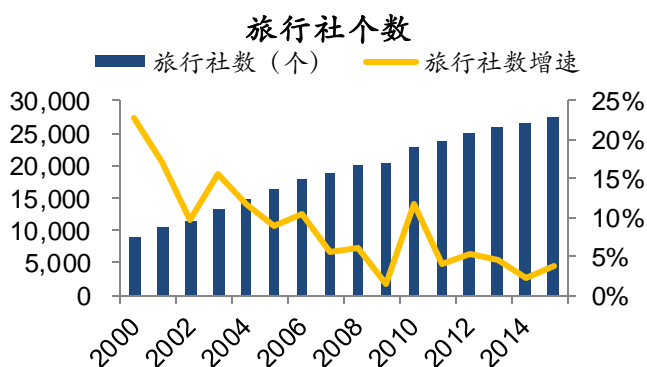
团游占比上升主要系：①老龄化进程的加快使得老年出境游市场需求加速释放；②80/90 后渐成消费主力，其中部分人口成家生子叠加“二胎政策”开放导致亲子游市场快速爆发；③旅行社推出产品捆绑销售酒店+机票+景点+保险，相对于自由行，游客可以以较低价格完成出游；④亚文化圈（中、日、韩等）跟团游偏好，且由于国内外语普及程度尚处于较低水平，选择跟团游方便省心。

#### 4.3. 旅行社数量高速增长->增长停滞伴随毛利率下行->行业整合开始毛利率回升，行业行至第三阶段，毛利率回升在即

第一阶段：2000 年开始，旅游行业繁荣，旅行社数量高速增长；

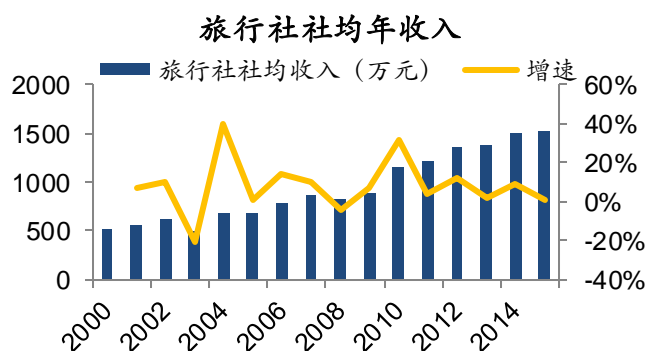
第二阶段：行至 2010 年，旅行社众多，行业竞争激烈，旅行社数量增速开始降低、社均收入增速下滑；2015 年，旅行社数量增速仅为 3.6%，社均收入增速约 0.3%，增长接近停滞；

图 86：旅行社数量增速持续下滑，已接近停滞



资料来源：国家旅游局，安信证券研究中心

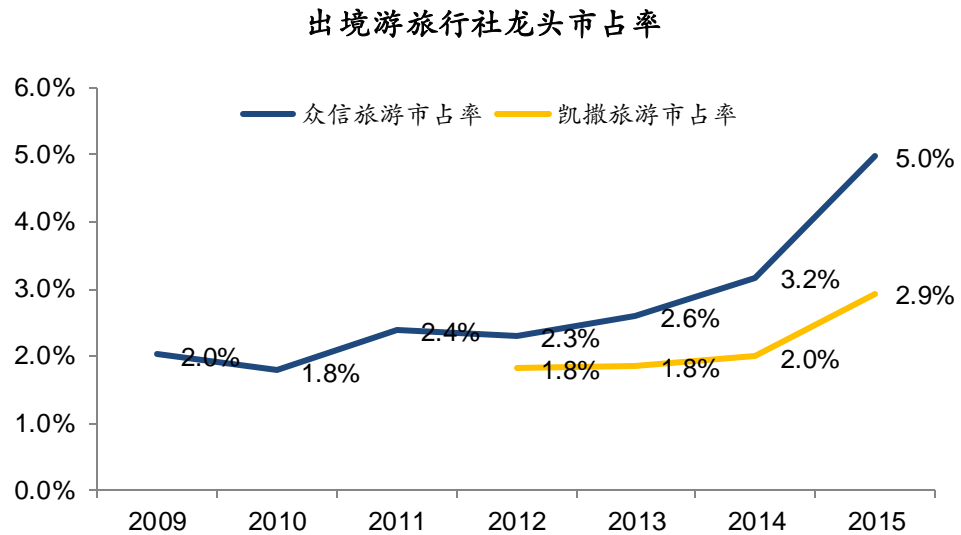
图 87：旅行社社均年收入增速持续下滑，已接近零增长



资料来源：国家旅游局，安信证券研究中心

目前行业已行至第三阶段：行业进入整合期，行业集中度提升，毛利率水平触底回升。2012年起，出境游龙头旅行社众信旅游和凯撒旅游市占率快速提升，2015年，众信旅游占全国旅行社出境旅游营业收入比例为4.97%，凯撒旅游为2.93%，CR2为7.9%，行业集中度仍处于较低水平。

图 88：出境游旅行社龙头市占率提升显著，但集中度仍较低



资料来源：Wind，国家旅游局，安信证券研究中心

对标欧洲旅行社市场，中国出境游旅行社集中度仍处于较低水平，有较大整合空间。1997年欧洲前十大旅行社的市场份额仅52%，但是到2002年并购整合后的欧洲前五大旅行社市场份额即达到70%。分别是TUI、Thomas Cook、My Travel、REWE、First Choice，到2007年整合继续进行：TUI收购第五大旅行社First Choice，Thomas Cook收购第三大旅行社My Travel，集中度进一步提升。

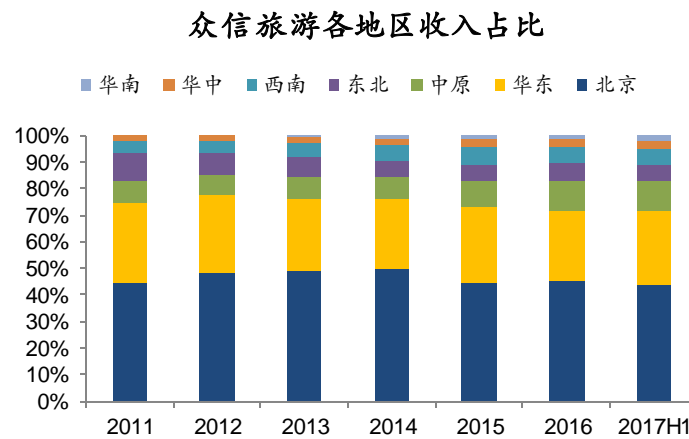
#### 4.4. 出境游旅行社发展方向前瞻

##### 4.4.1. 方向一：深挖潜在出境人群，向二三四线城市加速下沉

出境游人群结构正在发生调整，二三四线城市出境游渗透率正在提升。旅行社一方面将加大对二三四线城市的渗透力度，另一方面将开发适合此部分客户群体的出境游产品。众信旅游已经做出部署，2017年开始调整布局战略，将零售门店下沉，倾斜开店资源向二线城市：公司公告，2017年9月28日收购江苏星舟国际旅行社，标的公司在苏州拥有13家门店；2018年1月公司收购内蒙古山水国际旅行社，标的公司旗下已有73家门市部，主要分布在包头、呼和浩特以及内蒙东部地区，通过外延方式快速打开当地市场，节省市场拓展时间。

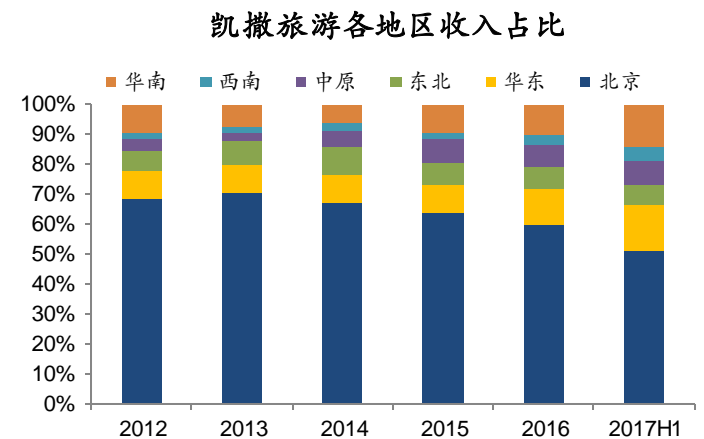
从各地区收入占比来看，众信旅游和凯撒旅游北京地区的占比持续下降，相对欠发达地区收入占比持续提高。

图 89：众信旅游华东以外区域占比逐渐提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

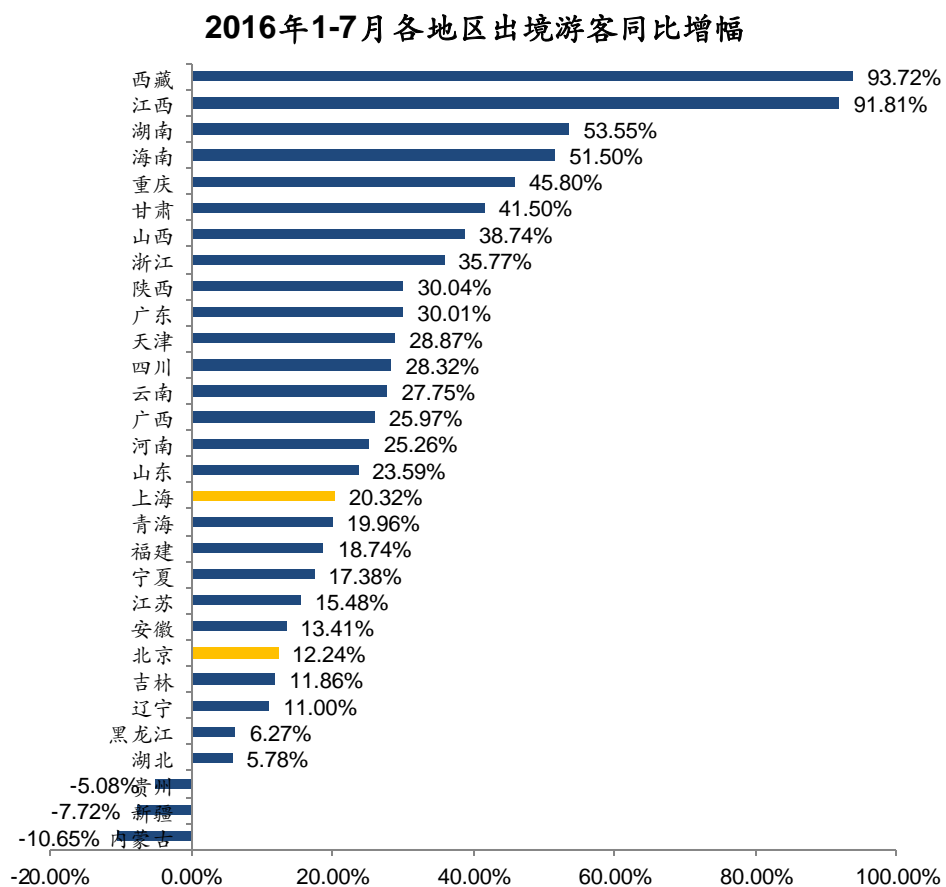
图 90：凯撒旅游北京占比下降显著



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据中航信 2016 年 1-7 月的数据，从中部和西南部地区出发的出境游客增速明显，而北京和上海的增速相对靠后。

图 91：中部和西南部地区出境人数增幅明显



资料来源：中航信，安信证券研究中心

#### 4.4.2. 方向二：提升产品独特性和丰富度，树立壁垒与 OTA 竞争

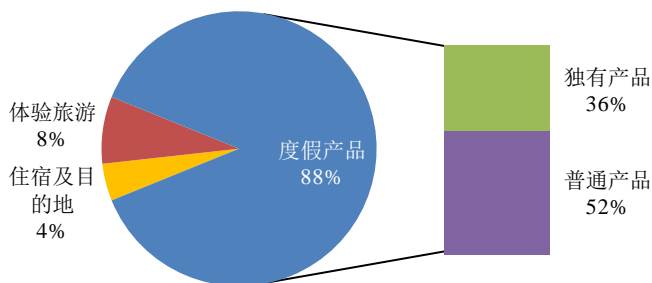
产品独特性是最重要的竞争壁垒，向上游要素资源方的纵向整合是奠定产品独特性的基础。随着 OTA 逐步进入度假游产品市场，产品独特性就成为传统旅行社竞争的关键手段。通过控制上游的酒店、航空、地接等资源，传统旅行社可打造出独家度假产品占领市场，提升产品丰富度。

TUI Travel 和 Thomas Cook 在 2011 年的独有产品占度假产品总销售额的比重分别为 41% 和 18%。经过纵向整合，TUI Travel 销售的度假产品中基本实现 70% 的机票和 10% 的酒店来自自营的航空公司和酒店，约 60% 的度假产品是通过自有渠道销售；这些构成打造特色线路的核心。

图 92： TUI Travel 2011 年独有产品占总收入 36%

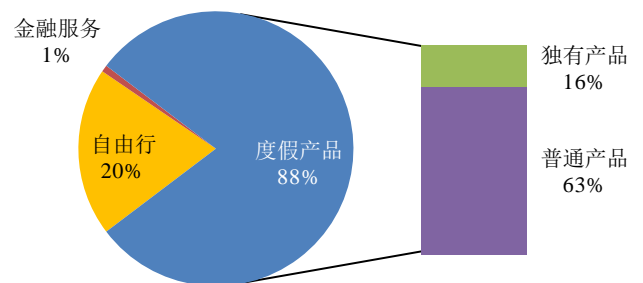
图 93： Thomas Cook 2011 年独有产品占总收入 16%

TUI Travel 2011 年收入构成



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

Thomas Cook 2011 年收入构成



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

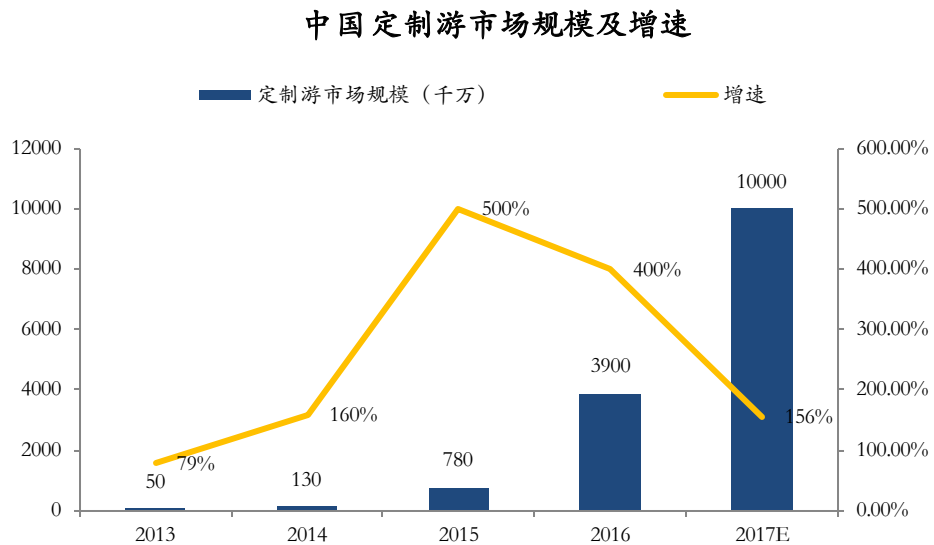
#### 4.4.3. 方向三：利用渠道资源优势，开辟定制游蓝海市场

出境定制游主要形式包括资讯定制、全包定制和论坛模式几个方面，利用互联网，公司为用户派专人解决用户行前、行中的服务问题。

根据国家旅游局 2016 年发布的《2016 中国旅游上市企业发展报告》中所述，2016 年被定义为“定制旅游元年”，大量个性化的定制服务都在近两年内起步，受到广大旅游消费者的追捧。由于出境游在旅游市场中的整体快速发展，许多推行定制化旅游方案的成长性公司大量催生落地，并主要以 OTA 为主。

随着旅游个性化需求增加，定制旅游的份额也在在线度假市场上不断上升，根据华经市场研究中心的数据,2015/2016 年,定制游增速达 500%/400%,并估计 2017 年已达到万亿级别。

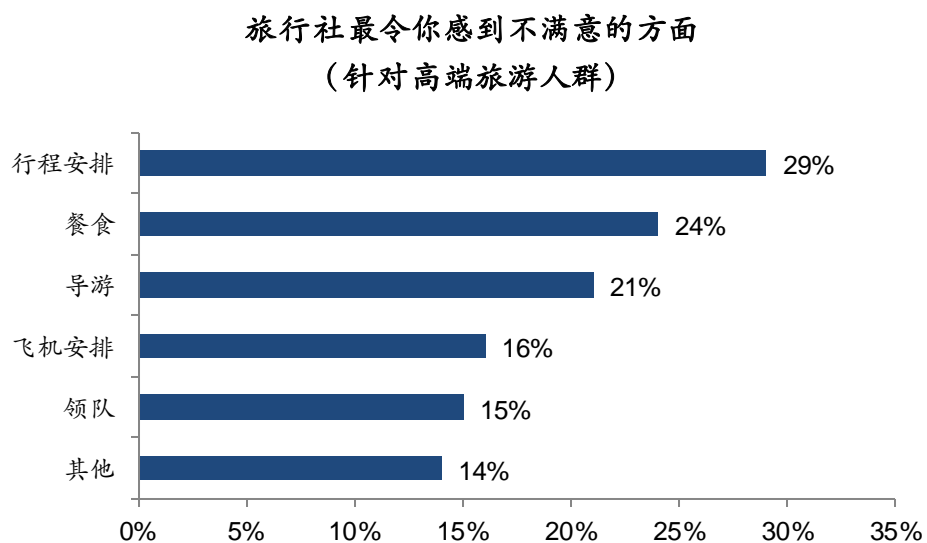
图 94：国内定制游市场规模快速增长



资料来源：华经市场研究中心，安信证券研究中心

根据胡润研究院的报告，行程安排成高端旅游人群不满旅行社最大因素。旅行社可利用自身渠道资源优势，以较低转换成本，开辟定制游蓝海市场。

图 95：行程安排成高端旅游人群不满旅行社最大因素



资料来源：胡润研究院，安信证券研究中心

#### 4.4.4. 方向四：提供衍生服务，提升边际收益

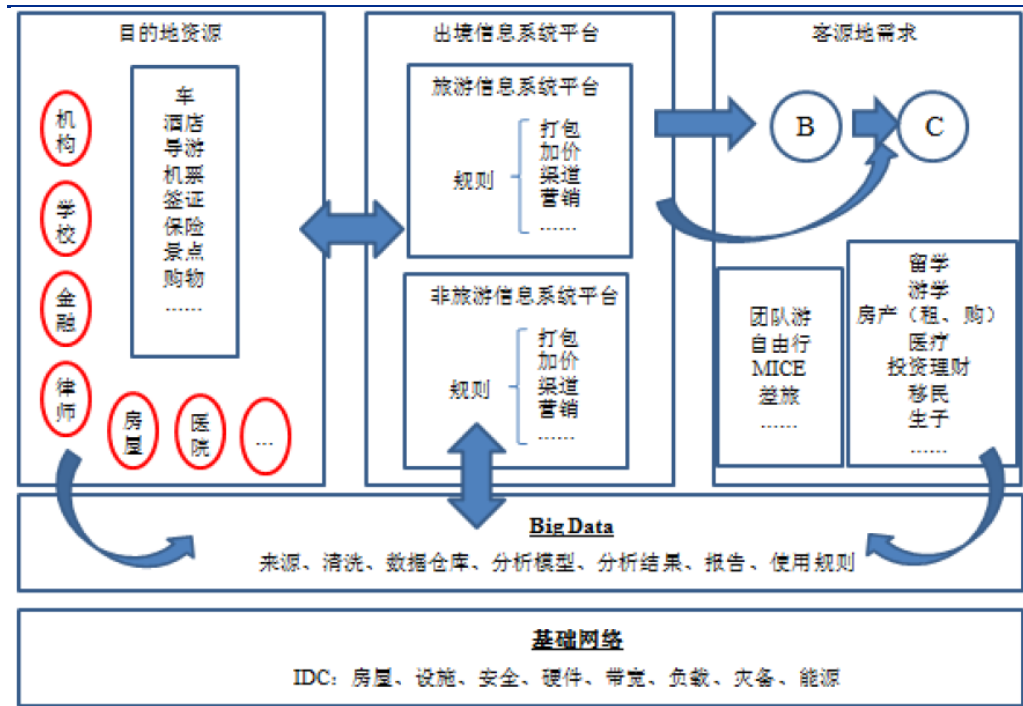
经营出境游业务的旅行社，可依靠其大量客户数据，扩展业务范围，提供衍生服务，提升边际收益。

**线上流量扩散效应：**平台具有一定知名度以及客户粘性，同时出境游消费者众多，可以通过众多渠道接触到公司丰富的出境服务，线上流量可以相互影响形成扩散；

**线下硬件依托：**出境服务与出境游可以利用相同的线下硬件，如供应商、地接社，提高线下硬件利用率；

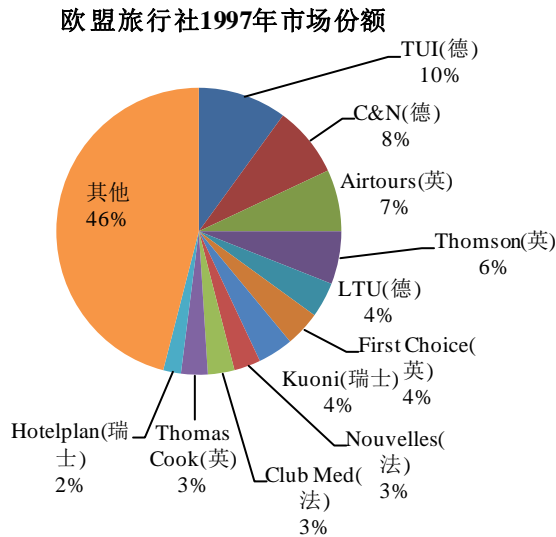
**大数据共享：**利用大数据平台，可以搜集到更多个性化数据以及支付数据，从而丰富数据入口端，增强数据可利用性。

图 96：众信旅游“出境云”大数据管理分析平台构想



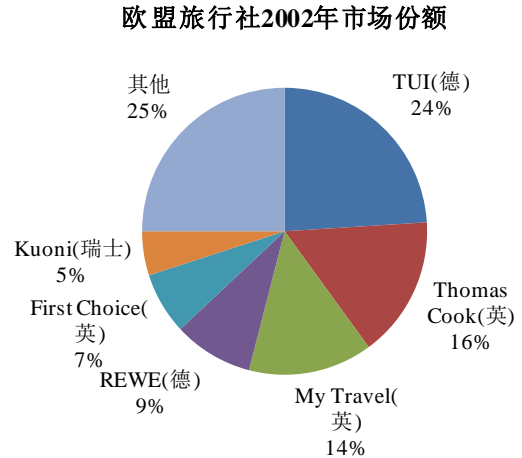
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 97：1997 年欧洲前十大旅行社市场份额仅 52%



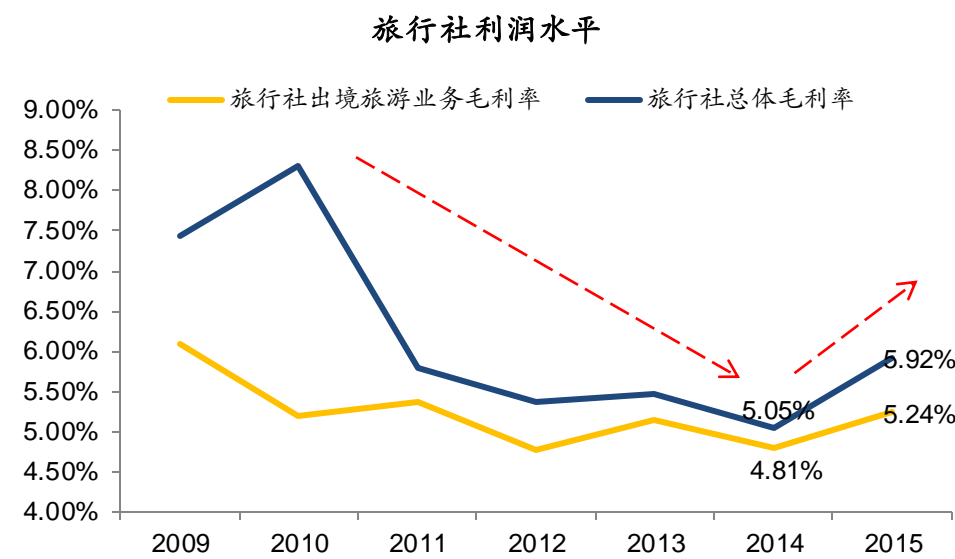
资料来源：The European Tourism Industry，安信证券研究中心

图 98：2002 年欧洲前五大旅行社市场份额达到 70%



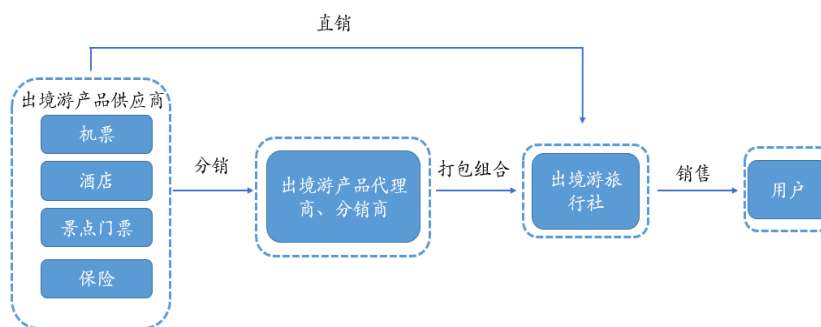
资料来源：The European Tourism Industry，安信证券研究中心

图 99：旅行社毛利率水平触底回升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

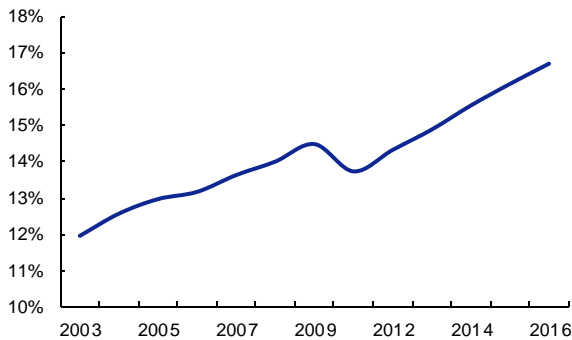
图 100：旅行社产品打包出售酒店+机票+景点+保险



资料来源：旅行社网站，安信证券研究中心

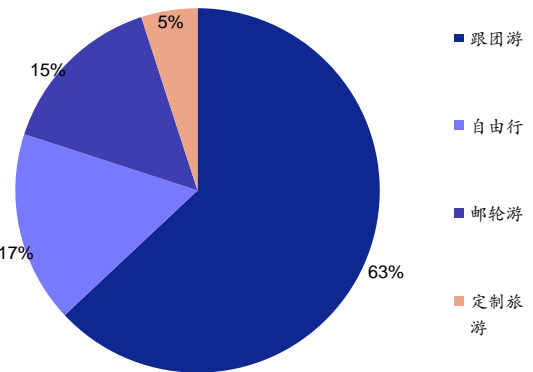
**老龄化进程的加快使得老年出境游市场需求加速释放：**根据国家统计局数据，截止 2016 年底我国 60 岁以上人口升至 2.3 亿，占比 16.7%，即中国六分之一的人口由老年人构成。随着国内老龄化的加剧，白发旅游产业规模越来越大，而受限于精力以及交流方式等困难，老年人更倾向于跟团游，携程发布的《2016 中国老年游市场报告》显示，老年人出境游增速明显，而由于身体原因，相比年轻人，老年人更偏好跟团游形式，63%老年人选择跟团出行的方式；

图 101: 国内 60 岁以上老年人口占全国人口比重不断提升



资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

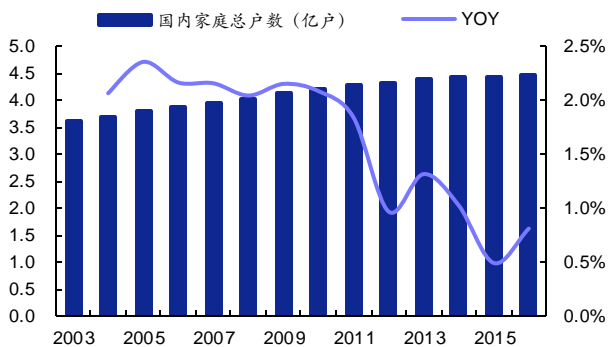
图 102: 6 成老年人选择跟团游



资料来源: 《2016 中国老年游市场报告》, 安信证券研究中心

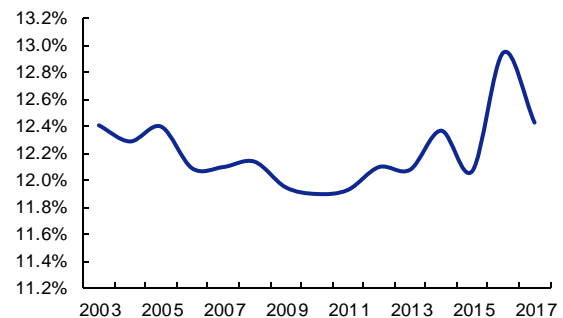
80/90 后渐成消费主力, 其中部分人口成家生子叠加“二胎政策”开放导致亲子游市场快速爆发。新中国第三次婴儿潮发生于 1986-1990 年间, 近年来随着 80/90 后成年并成家, 充当消费主力, 叠加 2015 年“二胎政策”开放, 国内家庭数量逐渐攀升, 国内亲子游市场规模在过去几年内高度爆发, 亲子游、家庭游等出境游形式的兴起促进了跟团游占比的提升。

图 103: 国内家庭数不断攀升



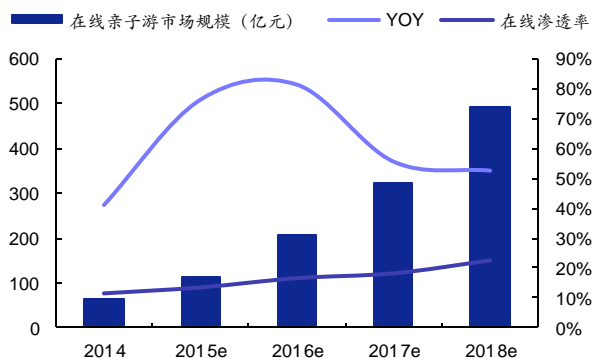
资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 104: 国内出生率达到高点



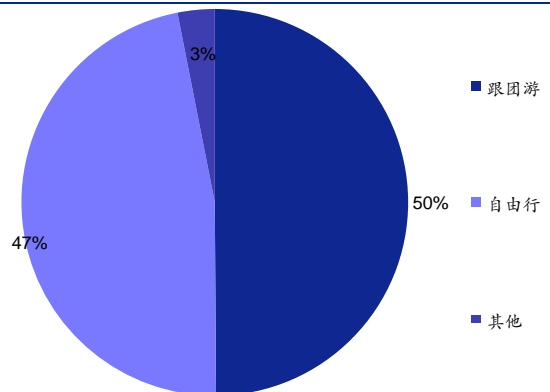
资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心

图 105: 国内在线亲子游市场规模



资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

图 106: 亲子游选择跟团占比达到一半



资料来源: 中国产业信息网, 安信证券研究中心



## 5. 行业格局变化倒逼渠道商转型，资源争夺中先发优势明显

### 5.1. 众信旅游：上游布局目的地资源，下游加速扩张零售门店

#### 5.1.1. 上游：较早开始向上游资源延伸，抢占优质资源

众信旅游为出境游旅行社中较早开始向上游资源延伸，进行产业链整合的上市公司。公司不断投资收购境外游优势公司，与竹园国旅进行战略重组，战略投资 Club Med、德国开元、世界玫瑰等，利用其境外资源不断扩张自身出境游业务，通过协同效应实现收益成本最优化。

表 10：主要收购投资事件

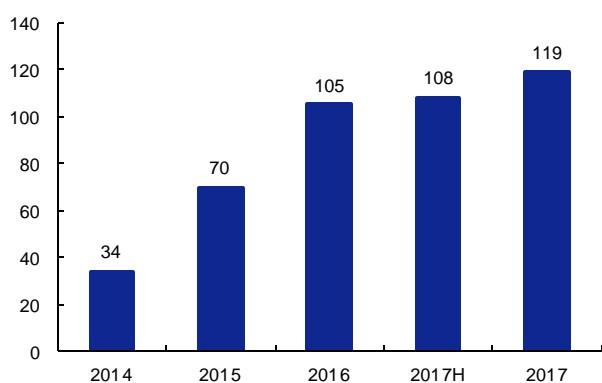
时间	收购、投资公司	优质资源
2014.9	竹园国旅	出境旅游目的地涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非等地，其中欧洲长线游、亚洲短线游在公司业务中占比较大。
2015.3	Club Med	欧洲
2015.5	世界玫瑰	主要资源集中在英国、法国、西班牙、德国、瑞士、美国等地，是以先进互联网技术为基础的境外碎片化旅游资源整合平台。
2015.7	行天下	拥有澳洲优势资源
2015.8	魅力假期	东南亚及海岛游
2015.9	美国天益旅游集团	美国
2016.8	日本地接社	其产品线路覆盖日本全境，并提供樱花、温泉、富士山等主题游产品、纯玩或纯购物等特色产品。

资料来源：公司公告，艾瑞咨询，安信证券研究中心

#### 5.1.2. 下游：打通线上线下零售渠道，快速布局有望提升营收贡献

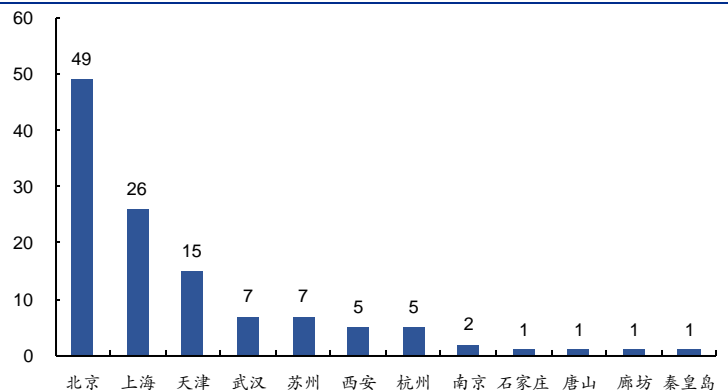
2017 年来直营、加盟及并购快速布局，有望提升零售渠道营收贡献；由于以往出境游重要客源地华南、华东地区等一线城市已有零售市场龙头布局，公司前期在该类城市零售门店布局较为缓慢。2017 年公司调整布局战略，将零售门店下沉，倾斜开店资源向二线城市。

图 107：众信旅游当期门店数量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 108：公司目前门店一线城市占比较高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

据公司官网、河北新闻网等媒体报道，自 2018 年以来，目前公司已在河北保定、河北石家庄、内蒙古包头等通过战略投资的方式收购了一系列旅行社。

表 11：2018 年公司高速展店

时间	事件	详情
2018/5/24	公司在保定举办河北众信省青品牌落地暨 2018 众信旅游产品发布	众信旅游与保定省青国际旅行社共同打造河北众信省青新品牌，加大零售业务开拓力度，且保定的 30 余家合伙门店均推出了多款独家优惠的出行产品

	会	
2018/4/14	公司在石家庄正式举行品牌发布会暨 20 家全新合伙人门店开业庆典	石家庄市场 20 家全新合伙人门店的设立, 标志着众信石家庄零售布局的扩张, 服务范围基本覆盖石家庄全市主要区域
2018/1/5	公司战略投资内蒙古山水国际旅行社, 后者改名为内蒙古众信旅游山水国际旅行社有限公司	公司成立于 2003 年, 是集产品研发、行程规划、宣传策划、品牌营销、产品售后服务于一体的强大的专业操作团队, 旗下已有 73 家门市部, 主要分布在包头、呼和浩特以及内蒙古东部地区, 是包头规模最大的旅行社
2017/9/28	公司战略并购星舟国旅, 加码苏州零售市场	星舟国际旅行社旗下主要有星禾、九签、湘宇三大品牌, 其中“星禾”专注于企业团队操作, 2016 年服务企业客户达到 1090 家; “九签”是专注于签证服务的品牌, 自 2014 年成立以来, 年办理签证量达到万本以上; “澜宇”是专注于出境定制旅行的高端服务品牌, 自 2015 年成立至今, 已成功定制美国自驾、美国摄影、希腊蜜月、冰岛自驾、南极探险等产品, 赢得良好口碑。目前星舟国际旅行社在苏州市拥有 13 家门店。

资料来源: 公司官方微信公众号, 河北新闻网, 安信证券研究中心

### 5.1.3. 财务数据

表 12: 众信旅游主要财务数据

指标分类	指标名称	单位	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
总体情况	收入	亿元	30.05	42.17	83.70	101.04	120.48
	净利润	亿元	0.87	1.09	2.10	2.45	2.80
	EPS	元	1.72	1.89	0.47	0.26	0.28
成长性	收入增速	%	39.78	40.32	98.49	20.71	19.24
	净利润增速	%	41.53	24.32	92.81	17.09	13.98
盈利能力	ROE	%	35.40	25.09	17.45	12.77	11.53
	毛利率	%	10.00	8.77	9.16	10.35	9.89
	营业利润率	%	3.83	3.42	3.03	3.10	2.90
	净利润率	%	2.91	2.58	2.50	2.43	2.33
ROE 分解	总资产周转率		5.01	4.82	3.90	2.80	2.65
	净利润率	%	2.91	2.58	2.50	2.43	2.33
	权益乘数		2.43	2.02	2.00	2.15	2.25

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 5.2. 凯撒旅游: 背靠海航集团, 或将注入更多航空资产

### 5.2.1. 大股东海航集团, 拥有深厚的航空资源

公司控股股东海航集团旗下参控股 19 家航空公司, 其中包括: 海南航空、天津航空、首都航空、西部航空、金鹿航空、祥鹏航空等, 公司具有得天独厚的航空资源优势。

### 5.2.2. 财务数据

表 13: 凯撒旅游主要财务数据

指标分类	指标名称	单位	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
总体情况	收入	亿元	6.47	5.94	49.35	66.36	80.45
	净利润	亿元	0.65	0.58	2.29	2.41	2.44
	EPS	元	0.19	0.15	0.29	0.26	0.27
成长性	收入增速	%	18.02	-8.17	51.92	34.48	21.24
	净利润增速	%	123.49	-10.33	39.57	5.20	1.34
盈利能力	ROE	%	9.48	6.80	18.81	12.08	11.35
	毛利率	%	47.66	46.10	19.36	18.14	18.00
	营业利润率	%	13.81	9.83	5.95	4.66	4.27

ROE 分解	净利润率	%	10.00	9.76	4.64	3.63	3.03
	总资产周转率		0.57	0.47	2.05	1.49	1.40
	净利润率	%	10.00	9.76	4.64	3.63	3.03
	权益乘数		2.33	2.42	2.20	2.54	2.95

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 6. 风险提示

出境游人数增长不及预期；  
人民币汇率波动；  
战争/灾害/疾病等突发事件影响；  
行业集中度提升不及预期。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034