

2018 年 08 月 21 日

看好

相关研究

"出境游行业深度研究之一-消费趋势决定长期空间，或经形势造就短期波动"
2018 年 7 月 24 日

证券分析师

刘东文 A0230517110001
liuyw@swsresearch.com

联系人

于佳琪
(8621)23297818×7254
yujq2@swsresearch.com

出境游行业深度研究之二

——纵横扩张解决利润困境，产品与服务构筑核心竞争力

本期投资提示：

- 本篇报告为出境游行业的深度研究的第二篇，在本篇中，我们从欧美、日韩等发达国家龙头旅行社发展历程出发，对旅行社的商业模式和未来发展路径进行了探讨，并从旅行社的收入利润结构出发对于其估值方法进行了详细的对比：
- 旅行社从渠道商向零售商转型，对标国际打破商业模式的瓶颈。从发达国家出境旅行社发展历程看，大致分为三条路径：日韩以高溢价的产品和服务为中心，途易构建了打通全产业链的垂直化商业模式，运通则以旅行社为流量入口实现了彻底的业务转型。低频次是旅游消费的天然缺陷，低利润率是中游渠道必然存在的问题，如果不能像运通一样改头换面，那就只能参照日韩在有限的空间内实现利润的最大化。任何转型都是以打破商业模式的瓶颈为最终目标，我国资源端和消费端的格局比较稳定，虽然龙头众信已经开始上下游布局，但形成全产业链经营还需要相当长的时间。我国目前人力资本还处于较低的水平，市场集中度提升叠加做高服务溢价，出境旅行社的利润水平还有相当大的上升空间，向日韩看齐，形成成熟的产品和服务体系从目前来看是出境旅行社发展的一条重要路径。
- 掌握核心资源与提升产品服务水平是出境游旅行社发展两条必然路径，提升市占率是现阶段的关键。旅行社依靠客流获得收入，要解决低利润率的困境，首先需要将分散经营集中化，缓解旅游消费低粘性的问题，这是出境游旅行社规模扩张的第一步。之后可以从收入和成本两端入手，从成本端来看，掌握核心资源能够降低上下游对中游利润的挤占，同时丰富业务结构，提升安全边际，这是形成稳定的利润水平与收入结构的第二步；从收入端看，优化产品和服务，提升客单价从而实现利润水平的提升。旅行社终究是旅游消费的零售商，成本的压缩有限，但客单价的天花板可以随收入增长而不断抬升，这是实现长期发展的第三步。综上所述，作为中游渠道，加强在产业链中的话语权、提升市占率是压低成本和获得议价权的基础。
- 在行业发展成熟期，P/S 与 EV/EBITDA 可以形成对股价的组合判断。出境游行业趋势大于个股波动，旅行社很难跳出周期限制形成独立行情。我国目前处于行业成长期，龙头利润稳定，现阶段 PE 仍为重要的参考指标，合理估值约为 30-35 倍。随行业发展进入成熟期，净利扰动因素增多，P/S 与 EV/EBITDA 更适合对股价趋势的判断，目前我国出境旅行社的合理估值区间为 1 倍的 P/S 和 20-25 倍的 EV/EBITDA。
- 投资建议：从行业角度，上半年国内出境游客流达到 7131 万人次（+15%），出境航空数据保持恢复性增长，在整个暑期旺季阶段属于消费行业中难得的维持景气板块，市场关注度会逐步提升。从经营角度，众信旅游上半年扣非净利同比增长+24.05%，汇兑损益 0.25 亿元，可见汇率对公司业绩影响不大，前期反映在二级市场的悲观情绪或将减轻。凯撒旅游利空出尽，在旺季将迎来底部回升的重要机会。建议关注出境旅游服务龙头企业众信旅游、凯撒旅游。
- 风险提示：棚改货币化放缓与经济压力可能导致三四线需求大幅收缩；全球政治经济体系的不稳定导致目的地资源的布局风险增加



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

1、出境游旅行社在发展早期利用信息不对称获取收益，OTA 打破了信息不对称格局，渠道利润被压缩，旅行社从渠道商向零售商转型，所以产品和服务是发展的重点。长期发展角度，不仅看的是通过服务体现出的非价格竞争优势，更需要不断对资源端进行布局获取产业链中主动地位。

2、估值方面：目前我国出境游处于成长期，市盈率 PE 估值仍具有重要的参考价值。逐渐进入成熟期后，PS 和 EV/EBITDA 的拟合程度将逐渐凸显，可以相互验证，对股价趋势的判断起指导作用。

原因及逻辑

1、我国资源端与消费端格局相对稳定，业务转型缺乏合适的时间窗口，形成全产业链经营仍需要相当长的时间，在发展初期，提升市占率、形成规模效应、掌握议价权，通过优质的产品和服务获得溢价是发展的关键。

2、对出境旅行社，集中度的作用大于渗透率。从日韩旅行社发展历程可以看出，规模效应对毛利的作用显著，我国旅行社人力成本较低，毛利提升将显著增厚净利润水平。

有别于大众的认识

市场认为出境游旅行社受商业模式限制，低利润水平且无成长空间。我们认为目前出境旅行社的表现是行业成长期的必经阶段，随服务溢价的形成和业务模式的转型，单纯的交易模式将不断被突破，利润水平和规模都将得到大幅提升。

市场认为汇率对出境游需求存在巨大的影响效应，短期汇率承压将直接导致出境游面临巨大风险，我们实际验证汇率对出境游决策影响不大，对出境后消费存在影响。因此，对出境游服务的收益影响较小，存在短期汇率偏离的情况下反而存在机会。

1

目录

旅游服务商业模式探索：内生发展与外延扩张的比较	6
1.1 日韩模式：突出服务溢价的内生发展.....	6
1.2 欧洲模式：向资源端发展的外延式布局	8
1.3 运通模式：转型金融支付之路，低频向高频切换.....	12
2.出境服务商的发展趋势：掌握核心资源与产品服务升级...	14
2.1 成本端：上游采购成本占比最高，掌握资源提升议价能力是核心...	14
2.2 收入端：优化服务定位，凭借产品溢价提升利润水平	16
3.出境旅游服务的财务分析	20
3.1 旅行社企业的现金流研究	20
3.2 旅行社估值模式探讨：P/S 与 EV/EBITDA 适用性最佳	21
3.3 股价波动的探讨：行业周期与公司经营变化的影响.....	25
4.盈利预测与投资建议	27

图表目录

图 1: 2017 年日本出境游客超过 1700 万人次	6
图 2: 韩国出境游客增速不断上升	6
图 3: 2017 年日本前十大旅行社市占率近 75%	6
图 4: 2017 年韩国 Hana tour 市占率超过 20%	6
图 5: HIS 毛利与净利情况	8
图 6: Hana tour 各项期间费用占比	8
图 7: 途易股价涨跌幅复盘	9
图 8: 2017 年途易旅游业务 EBITA 结构分布	10
图 9: 途易战略倾向利润率更高的酒店及邮轮业务	12
图 10: 途易 ROE 水平显著高于国内出境龙头	12
图 11: 美国运通转型之路	12
图 12: 运通公司营收及同比增速	13
图 13: 运通公司营收主要来自卡费以及利息收入	13
图 14: 凯撒旅游主营业务毛利率情况	15
图 15: 凯撒旅游各项营业成本占比	15
图 16: 凯撒旅游主营业务收入情况	17
图 17: 凯撒旅游定位中高端人群, 单店坪效较高	17
图 18: 众信旅游主营业务收入情况	17
图 19: 众信旅游主营业务收入占比	17
图 20: 众信旅游主营业务毛利率情况	18
图 21: 众信旅游营业成本占比	18
图 22: 众信旅游批发业务营收及毛利率增减	19
图 23: 众信旅游零售业务营收及毛利率增减	19
图 24: 近畿日本国际旅行社总公司营收及毛利率增速	19
图 25: 2014 年后, HIS 毛利率水平维持稳定	19
图 26: 途易 PE 与股价走势复盘	21
图 27: 途易 PB 与股价走势复盘	21
图 28: Hana tour PE 与股价走势复盘	21

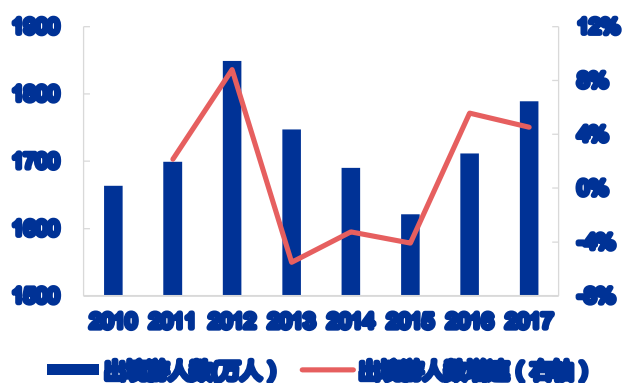
图 29: Hana tour PB 与股价走势复盘	21
图 30: Hana tour PS 与股价走势复盘	22
图 31: Hana tour EV/EBITDA 与股价走势复盘	22
图 32: 众信 PS 与股价走势复盘	22
图 33: 凯撒 PS 与股价走势复盘	22
图 34: HIS PS 与股价走势复盘	23
图 35: HIS EV/EBITDA 与股价走势复盘	23
图 36: 途易 PS 与股价走势复盘	24
图 37: 途易 EV/EBITDA 与股价走势复盘	24
图 38: 众信旅游 PE 与股价走势复盘	24
图 39: 凯撒旅游 PE 与股价走势复盘	24
图 40: 众信旅游 PEG 与股价走势复盘	25
图 41: 凯撒 PEG 与股价走势复盘	25
图 42: 众信 EV/EBITDA 与股价走势复盘	25
图 43: 凯撒 EV/EBITDA 与股价走势复盘	25
图 44: 众信旅游营收增速、股价滞后于航空景气程度波动	25
图 45: 凯撒旅游复盘	26
图 46: 众信旅游复盘	27
表 1: OTA 与线下旅行社相似产品溢价对比	7
表 2: 韩国线上线下旅行社同类产品服务条款对比（以悉尼 6 日游为例）	7
表 3: 途易旗下旅游资源贯穿全产业链	10
表 4: 途易旗下主要子公司及持股比例	10
表 5: 2017 年途易主要酒店及度假村经营数据	11
表 6: 美国运通转型后规模迅速扩张（单位：亿美元）	13
表 7: 众信旅游资源端布局	15
表 8: 众信旅游现金流分析（单位：百万元）	20
表 9: 凯撒旅游现金流分析（单位：百万元）	20
表 10: 行业重点公司估值	28

1. 旅游服务商业模式探索：内生发展与外延扩张的比较

1.1 日韩模式：突出服务溢价的内生发展

2017 年，日本选择海外旅行的游客数量平均为 1789 万人次（+4.52%），约占总人口的 14% 左右。其中，70% 的旅行者的出行目的是观光旅行与休闲度假。2017 年，韩国出境旅游的人数为 2650 万人，出境渗透率近 50%。2011 年以来，韩国出境客流增速持续升高，2017 年增速达到 18%，远高于韩国人口约 5% 的增速，韩国出境渗透率在 50% 的高位上仍有持续提升的态势。日韩出境游已成为常态化消费，出境服务发展逐渐成熟。

图 1：2017 年日本出境游客超过 1700 万人次



资料来源：日本政府观光局，中万宏源研究

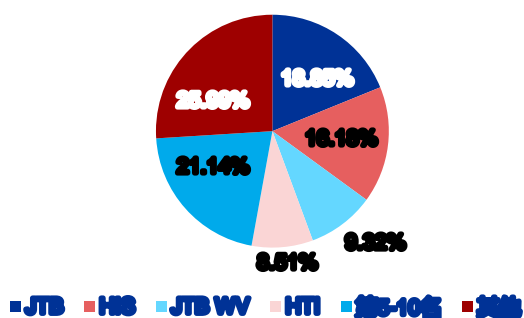
图 2：韩国出境游客增速不断上升



资料来源：韩国旅游发展局，中万宏源研究

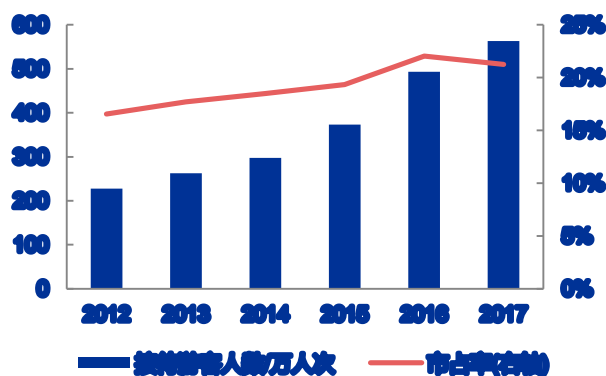
韩日旅行社竞争格局稳定，行业集中度高。经历长期发展，行业竞争格局基本稳定，日本旅行社中出境游交易额稳居前两位的 JTB 和 HIS 目前分别占据了 18% 和 16% 以上的出境游市场份额，前十大旅行社市占率近 75%。韩国第一大旅行社 Hana Tour 2017 年市占率达到 21.3%，出境服务市场由少数龙头控制，行业集中度较高。

图 3：2017 年日本前十大旅行社市占率近 75%



资料来源：Japan Tourism Agency，中万宏源研究

图 4：2017 年韩国 Hana tour 市占率超过 20%



资料来源：Hana tour 官网，中万宏源研究

日韩旅行社产品线丰富，服务溢价高，差异化经营情况明显好于我国。我们对日韩旅行社线上平台进行了简单考察，日韩出境游发展成熟，旅行社除常规线路外还涵盖徒步休闲、海外展览、高尔夫球游览等小众线路，针对统一目的地，设置不同价位和游览侧重的细分品类，目的地服务完整，体验良好。

表 1: OTA 与线下旅行社相似产品溢价对比

产品客源地	产品品类	航线情况	酒店规格	出发日期	价格/元	溢价比例	来源
中国	日本北海道 5 日游	上海直飞	4 星	2018 年 8 月	7299	23.17%	途牛
	日本北海道 4 晚 5 日游	北京直飞	4 星	2018 年 8 月	8990		众信悠哉
韩国	日本北海道 3 晚 4 日游	韩亚航空直飞	4 星温泉酒店	2018 年 8 月	9600	36.18%	Interpark
	日本北海道 3 晚 4 日游	韩亚航空直飞	4 星温泉酒店	2018 年 8 月	13073		Hana tour 官网
中国	西班牙葡萄牙 10 日游	北京直飞	4 星	2018 年 10 月	8499	23.53%	途牛
	西班牙葡萄牙 9 晚 11 日游	上海直飞	4 星	2018 年 10 月	10499		众信悠哉
韩国	西班牙葡萄牙 9 日游	大韩航空直飞	4 星	2018 年 10 月	16971	59.33%	Interpark
	西班牙葡萄牙 9 日游	大韩航空直飞	4 星	2018 年 10 月	27040		Hana tour 官网
中国	普吉岛 6 日游	全国出发	国际 5 星	2018 年 8 月	4782	45.96%	途牛
	普吉岛 6 日游	北京直飞	国际 5 星	2018 年 8 月	6980		众信悠哉
韩国	普吉岛 4 晚 6 日游	大韩航空直飞	卡利马度假村	2018 年 8 月	4854	69.45%	Interpark
	普吉岛 5 日游	大韩航空直飞	卡利马度假村	2018 年 8 月	8225		Hana tour 官网

资料来源：途牛，悠哉网，Interpark，Hana tour 官网，中万宏源研究

注：汇率依据 1 韩元= 0.0067 元人民币换算

溢价比例=（线下价格-线上价格）/线下价格

我们对中韩旅游产品线上线下价格差异进行了简单比较，在尽量保持产品参数相同的情况下，线下旅行社官网（众信悠哉与 hana tour 官网）旅游产品价格均高于 OTA，说明线下旅行社的服务溢价已经在产品中体现。从整体溢价程度上来看，Hana tour 产品溢价比例约为 40%-70%，众信为 20%-45%；从单个产品来看，以澳洲 6 日游线路为例，Hana tour 在餐饮、保险和免税购物方面提供更多选择和优惠，多样化的服务选择和更高的服务标准构成了其附加值的体现。

表 2: 韩国线上线下旅行社同类产品服务条款对比（以悉尼 6 日游为例）

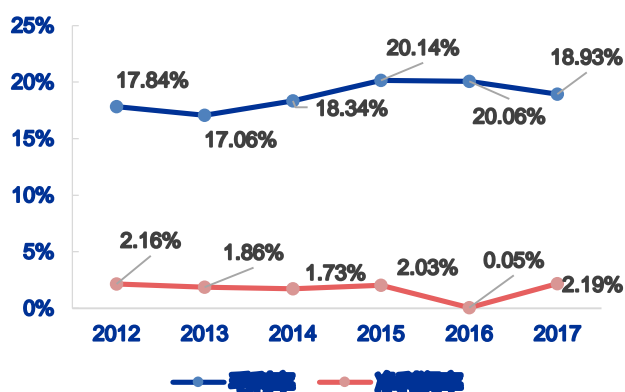
	Interpark	Hana Tour
观光	悉尼市内观光、蓝山之旅、悉尼塔、瓷磚公园、悉尼歌悉尼东海岸、蓝山景区、悉尼歌剧院；斯芬芬港海豚游船、葡萄酒厂；斯芬芬港沙滩雪橇、酒庄农场、海豚游船；卧龙岗酒庄参观、橡树谷动物农场、沙漠户外；中央海岸树顶探险公园、岗	悉尼市内观光、蓝山之旅、悉尼塔、瓷磚公园、悉尼歌悉尼东海岸、蓝山景区、悉尼歌剧院；斯芬芬港海豚游船、葡萄酒厂；斯芬芬港沙滩雪橇、酒庄农场、海豚游船；卧龙岗酒庄参观、橡树谷动物农场、沙漠户外；中央海岸树顶探险公园、岗
餐饮	酒店餐厅、暮光之城游轮晚餐	CASA 炸鱼薯条餐厅、海豚游船自助餐、悉尼游船晚餐 x3、蓝山餐厅、戈斯福德星自助餐
住宿	Quest Macquarie Park (4 星级)	Novote Sydeney Parramatta 等 4 星级酒店
保险	1 亿韩元旅游保险	1 亿韩元旅游保险，可升级至 2 亿韩元或 3 亿韩元
其他	赠送海外旅行必需品多功能适配器	SM 免税店仁川机场店优惠；悉尼夜景游、喷射船、骑骆驼等可选旅游项目

资料来源：Hana Tour 官网，Interpark，中万宏源研究

较低的利润水平是行业面对的共同问题，规模扩大能显著提升毛利率水平。出境游产品的成本主要来自上游机酒与支付给地接社的费用，我们在上篇报告中提到过，在产业微笑曲线下，上下游资源端和消费端对中游渠道的利润挤压非常严重。日韩两大出境龙头 HIS 与 Hana tour 市占率显著高于我国，行业集中度较高使得日韩出境旅行社的毛利水平维持在 20% 左右，明显高于众信（10% 左右）与凯撒（14% 左右）的毛利水平。由此可见，规模效应对毛利的作用还是非常显著的，掌握议价权才能掌握提升利润的主动权，否则就只能做市场价格的被动接受者。

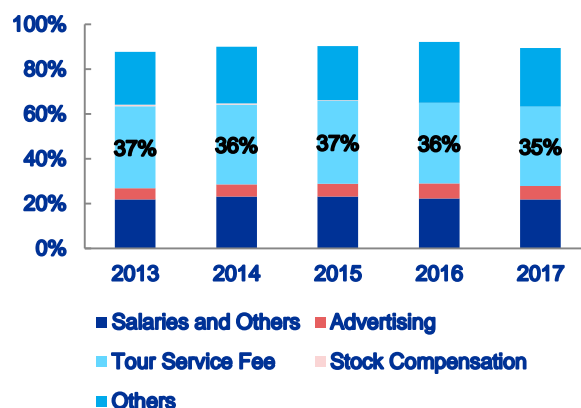
职工薪酬及门店管理费用占比较高，大幅增加期间费用支出，拉低日韩旅行社净利率。旅行社除产品成本外，费用支出主要来自人力成本、房屋租金和销售推广费用，Hana tour 各项期间费用比例中，职工薪酬占比 20% 以上（占净收入比例），门店销售管理费用（Tour Service Fee）占比超过 35%，使净利率停留在 2% 的低位。我国人力成本相对较低，2017 年，龙头众信、凯撒管理人员薪酬占净收入比重分别为 5.6% 与 10.9%，销售人员薪酬分别占比 31.7% 与 16.9%，期间费用占净收入比重分别为 70.9% 与 70.1%，远低于 Hana tour 90% 的期间费用占比，因此，随境内出境旅行社集中度提升，毛利率和净利率均存在较大的上升空间。

图 5: HIS 毛利与净利情况



资料来源：HIS 财报，中万宏源研究

图 6: Hana tour 各项期间费用占比



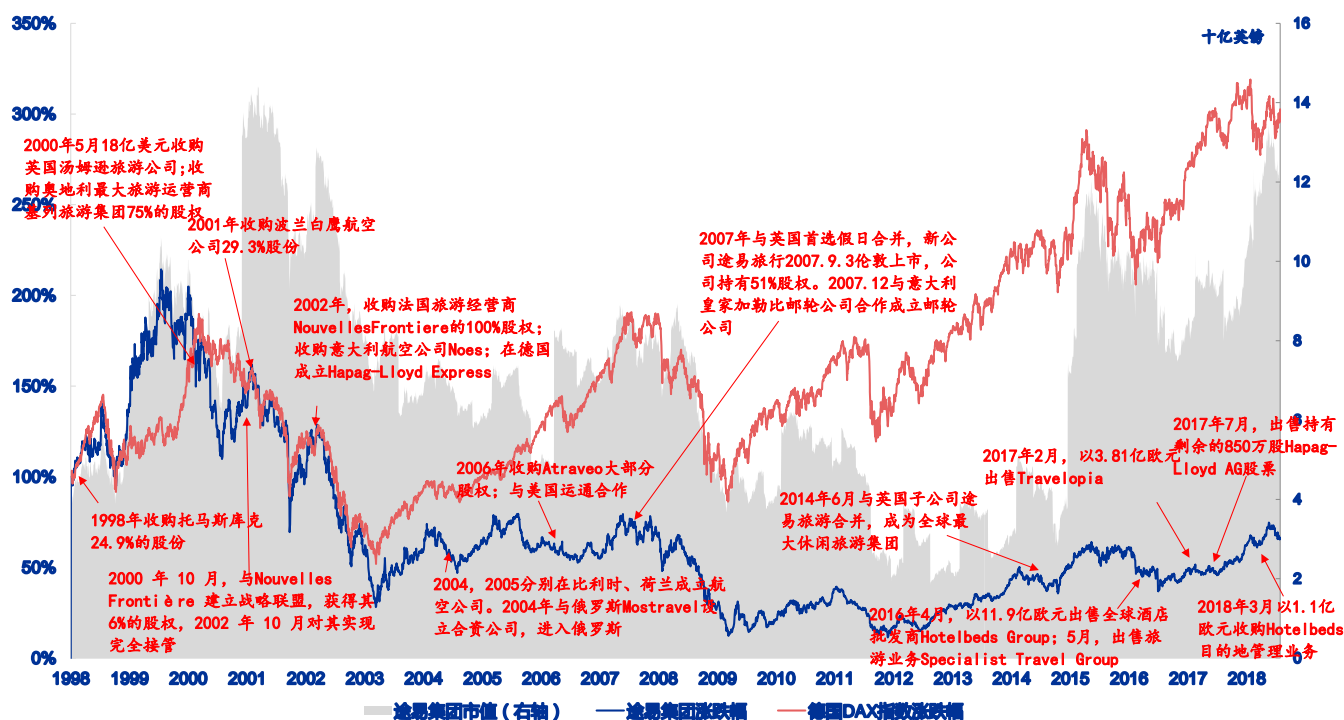
资料来源：Hana tour 财报，中万宏源研究

注：Hana tour 各项成本占比均为占净收入比例

1.2 欧洲模式：向资源端发展的外延式布局

外延式道路成就世界最大旅游服务商——TUI。德国途易是目前世界上最大旅游服务企业，2017 年实现营业收入 218.48 亿美元（+7.8%），实现净利润 7.6 亿美元（-37.84%）。途易的成长走的是明显的外延式扩张道路，即通过企业合并、收购、战略联盟等方式来实现业务规模的扩展与市场的占领。

图 7：途易股价涨跌幅复盘

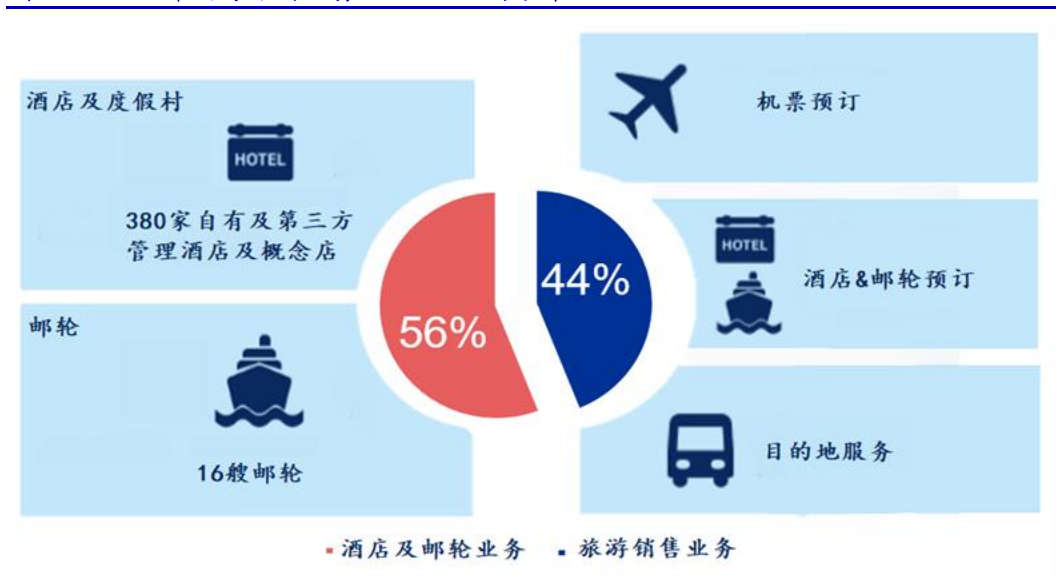


资料来源：Bloomberg，中万宏源研究

横向兼并收购，迅速成长为旅行社巨头。途易于1968年由四家德国旅行社合并成立，1970年起，途易开始横向并购路径，收购多家旅游运营商，其中1998年收购托马斯库克24.9%股份进军英国市场；2000年，收购汤姆森旅行集团95.8%的股份；2002年，收购Nouvelles Frontière公司，包揽欧洲旅游市场70%以上的包价旅游业务，一系列横向并购使途易快速完成了市占率的提升和国际市场的拓展，使其正式扩张成为世界上最大的一体化旅游集团。

纵向整合资源，形成垂直化商业模式。2001年，途易收购波兰白鹰航空29.3%股份，开始以新建和收购的方式进入饭店、航空、航运（后退出）、邮轮等领域，资产逐步变重。目前途易集团已经拥有1600多家旅行社和领先的在线门户、6家旅游航空公司、超过300家酒店和遍布全球180多个国家的度假胜地资源，每年接待游客量超过2000万人次。途易凭借一系列纵向资源整合已经接入旅游产业链的每一个环节，完成了完全的垂直化经营。2017年，度假村和邮轮ROIC分别达到13%和20%，投资回报率相当可观，这也使途易业务核心转变为为消费者提供自有机酒、旅游产品甚至目的地接待全服务。

图 8：2017 年途易旅游业务 EBITA 结构分布



资料来源：途易财报，中万宏源研究

垂直化模式是途易拉高利润水平和应对旅游行业周期波动的重要手段。报告上篇我们提到，旅游行业淡旺季明显，出境游行业在政经形势和汇率综合作用下产生波动。从途易子公司股权分布可以看出，途易对其下辖航空、酒店、邮轮等资源均享有绝对控制权，能够控制整个旅行中的所有要素。这种垂直整合模式的优势在于遭遇任何不利的外部环境（如汇率升降、政治动荡、恐怖袭击等），途易能够迅速对自己的产品做出反应和调整，从而满足因突发事件而发生转变的旅游需求。

表 3：途易旗下旅游资源贯穿全产业链

旅游资源	规模
线下门店	在欧洲拥有 1600 多家旅行社零售门店
飞机	6 家航空公司，约 150 架飞机
酒店和度假村	3 个品牌，327 家酒店，23.88 万张床位，入住率 79%
邮轮	3 个品牌，16 艘邮轮
地接服务	6.7 万名员工在全球 180 多个目的地提供地接服务

资料来源：途易财报，中万宏源研究

表 4：途易旗下主要子公司及持股比例

品牌	所在地	股权比例 (%)
酒店及度假村		
RIU 系列		
Riu Jamaicotel Ltd, Negril	牙买加	100
Riu Le Morne Ltd, Port Louis	毛里求斯	100
Riu Hotels S.A., Palma de Mallorca	西班牙	49
RIUSA II S.A., Palma de Mallorca	西班牙	50
RIUSA NED B.V., Amsterdam	荷兰	100
Robinson 系列		
ROBINSON AUSTRIA Clubhotel GmbH, Villach-Landskron	奥地利	100

品牌	所在地	股权比例 (%)
Robinson Club GmbH, Hanover	德国	100
Robinson Club Italia S.p.A., Marina di Ugento	意大利	100
Robinson Club Maldives Private Limited, Male	马尔代夫	100
Robinson Clubhotel Turizm Ltd. Sti., Istanbul	土耳其	100
Robinson Hoteles Espana S.A., Cala d' Or	西班牙	100
Robinson Hotels Portugal S.A., Vila Nova de Cacela	葡萄牙	67
Robinson Otelcilik A.S., Istanbul	土耳其	100
TUI Blue 系列		
TUI BLUE AT GmbH, Bad Eriach	奥地利	100
Magic Life 系列		
Magic Life GmbH, Vienna	奥地利	100
TUI Magic Life GmbH, Hanover	德国	100
Magic Life Egypt for Hotels LLC, Sharm el Sheikh, Egypt	埃及	100
Magic Life Greece Tourist Enterprises E.P.E., Athens Greece	希腊	100
"MAGIC LIFE" Assets AGf Vienna	奥地利	100
邮轮		
TUI Cruises		
TUI Cruises GmbH, Hamburg	德国	50

资料来源：途易财报，中万宏源研究

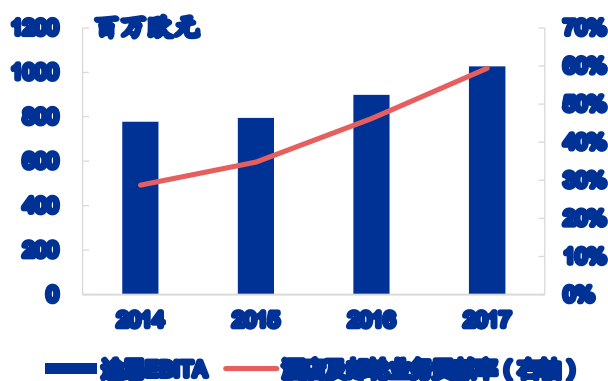
表 5：2017 年途易主要酒店及度假村经营数据

品牌	全年接待能力 (千人)	入住率	全年单床收入 (百万英镑)
Riu	17942	90%	64
Robinson	3115	66%	91
Blue Diamond	2859	83%	112

资料来源：途易财报，中万宏源研究

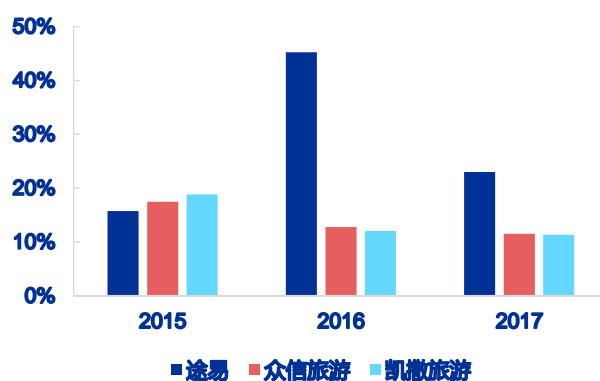
2016 年开始，途易逐步剥离全球酒店批发业务 Hotelbeds Group、旅游专项业务 Travelopia 和运营了 20 年的集装箱航运 Hapag-Lloyd，专注于旅游服务业务。近年来途易总资产一直处于不断减少的状态，剥离非核心旅游业务主要是基于其公司战略重新定位，逐渐从以交易为主的旅游运营商向以内容为中心的酒店邮轮综合旅游服务集团转型。全球布局的酒店及度假村平滑了途易淡旺季收入，同时拉高了集团整理利润水平。

图 9：途易战略倾向利润率更高的酒店及邮轮业务



资料来源：途易财报，中万宏源研究

图 10：途易 ROE 水平显著高于国内出境龙头



资料来源：Bloomberg, Wind, 中万宏源研究

1.3 运通模式：转型金融支付之路，低频向高频切换

美国运通的转型之路——从旅行服务到金融支付。美国运通是国际最大的旅游服务及综合性财务、金融投资公司，也是全球最大的独立信用卡公司。2017 年，营业收入达 2006.78 亿元（+2.06%）、净利润 178.78 亿元（-49.41%）。美国运通在 160 年的历史先后三次业务转型，1850 年开始从事邮政速递业务（类似于 FedEx、DHL 的业务，国内可比顺丰）；1890 年快递业务受政策限制后开始经营旅行支票；二战后为满足美国人的出境旅游需求，又发展旅行社业务（现在也是全球布局的大型旅行社，主要分布于海外，国内可比国旅总社，众信凯撒等），之后介入到消费支付领域，开发签账卡以及后续的信用卡。

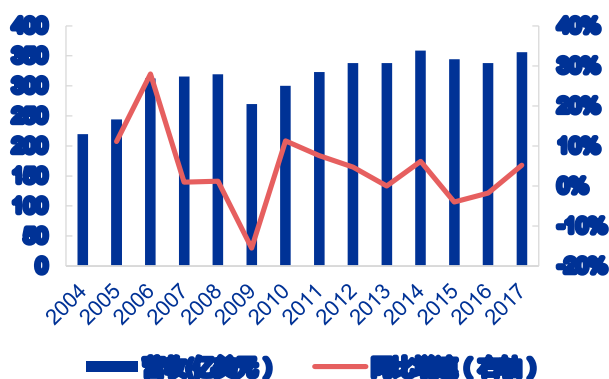
图 11：美国运通转型之路



资料来源：美国运通官网，中万宏源研究

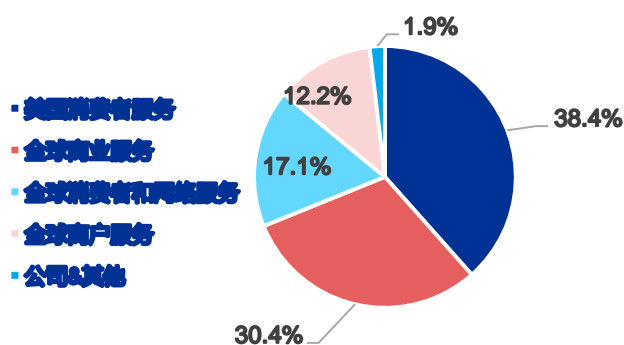
充分利用旅游资源优势，切入消费端，发力中高端客户，成功转型金融支付。美国运通充分利用之前在旅行行业和旅行支票全球拓展的经验和客户资源，与旅游资源端密切合作，签约大量商户与信用卡会员。同时确定以中高端客户为目标的经营战略，通过牺牲一定的客户数量换来高质量的客户群体，极大减少了坏账率；客户的高消费能力也使美国运通可以适当地提高商户的返点，避开与 Mastercard、Visa 之间的价格战。

图 12：运通公司营收及同比增速



资料来源：Bloomberg，中万宏源研究

图 13：运通公司营收主要来自卡费以及利息收入



资料来源：Bloomberg，中万宏源研究

转型后业务分布：信用卡为主，旅游服务作为辅助业务。目前，美国运通最主要的收入来源是信用卡的相关收入，原有的旅行支票业务逐渐被淘汰，旅行业务的直接收入也很少，旅行社主要用于为运通卡的高级客户提供附属服务保障。随着消费者支付方式变迁，运通卡支出内容也出现转变，旅行消费占比下降。30 年前，旅行相关支出占到运通卡总支出的 50% 以上；但今天，消费者可以用卡支付的环境越来越普及，不再限于预订机票和酒店，旅行支出只占到运通卡全部支出的 25% 左右，剩余 75% 均来自日常购物消费。

表 6：美国运通转型后规模迅速扩张（单位：亿美元）

	转型前	转型后	
	1958 年	1969 年	1977 年
销售额（签账消费金额）	10	70	100
营业收入	0.69	5.10	6.30
净利润	0.08	0.58	2.50

资料来源：Bloomberg，中万宏源研究

备注：表中销售额 1958 年为旅行支票销售额，1969 年与 1977 年指运通卡签账消费金额

旅行服务业务已经是附属，支付平台是公司核心，提供优质的服务体系是获取客户溢价的重要保障。旅游消费具有低频次的天然缺陷，采用灵活变通的合作方式切入国际市场，真正的渗透到客户生活的每一个方面才能解决这一问题。把公司发展成平台而非产品是商业模式的终极形式，在商户和消费者都构建规模优势是最大的进入壁垒。很多旅游服务公司具备转型为平台的潜力，如果不构建平台，那资源端就会越来越强势，渠道端就会趋于弱势，难以掌控定价权和实现品牌价值。运通借助旅行社业务的入口，获得了大量的流量，开发具有附加值的旅行消费业务并逐渐转向信用卡金融，这种与高收入人群息息相关的业务，基本不受上游的影响，定位于优质客户又降低了运营风险，这一稳定模式形成了有力的护城河，助力运通躲过多次危机发展至今。

国内也有部分企业转型涉足旅游金融服务，为企业做供应链管理，这与运通的转型是有本质区别的。真正的金融服务是通过提升服务覆盖范围和使用频次来提升粘性。转型不只是为了实现业务的多元化经营，更是为了打破商业模式的瓶颈。

综上所述，国际旅行社发展大致划分为三个路径：日韩方面，以更加丰富的产品和优质服务提升自身的溢价水平；欧洲 TUI 依靠重资产扩张打通上下游，形成垂直化经营，其业务囊括了整个旅游产业链的利润，虽然重资产模式灵活性相对较弱，但对利润水平的提升非常显著；美国运通以旅行社为流量入口，完成了业务转型，彻底解决了旅游消费低频和中游渠道低毛利的困境。

我国上下游资源端和消费端的格局比较稳定，也缺乏合适的时机切入衍生金融服务，因此日韩的“服务模式”是目前最易复制的途径，我国目前人力成本尚处于较低的水平，市场集中度提升的同时做高服务溢价，出境旅行社的利润水平还有相当大的提升空间。此外，众信旅游和腾邦国际等公司从 2016 年已经开始上下游资源布局，逐渐掌握资产，但真正建立打通上下游的经营模式还需要长时间的布局。

2. 出境服务商的发展趋势：掌握核心资源与产品服务升级

经过早期发展之后，出境游旅行社形成了三个方向的发展趋势：渠道上批零一体化、向上下游纵向集约化、国际化开拓市场。出境游旅行社早期大多以批发起家，渠道优势更强，利用信息资源优势获得利润。OTA 介入使信息不对称被迅速降低，中游渠道端利润被不断压缩，旅行社不得不从渠道商向“零售商”转变，产品和服务成为发展的重点。

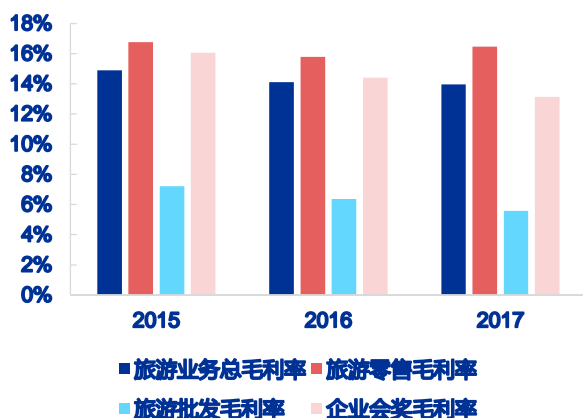
2.1 成本端：上游采购成本占比最高，掌握资源提升议价能力是核心

出境游主要成本来自于交通和地接（含酒店）的采购，合计成本占比超过 80%。由于机票（和邮轮）资源受几大航司（邮轮公司）垄断，旅行社的采购价格并无太大谈判空间，并且需要预付账款和定金来保证获得充足的座位；地接社采购中包含住宿，成本占比也达到四成左右。

凯撒旅游：背靠海航，航空酒店产生协同效应。

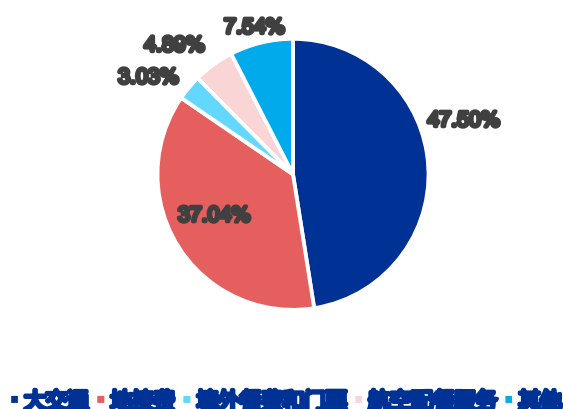
凯撒旅游作为海航旗下唯一旅游上市平台，大股东海航集团旗下海南航空、天津航空、首都航空运营管理超过 1200 条国内外航线，直接运营和投资国内外酒店超过 1600 家，客房总量逾 25 万间。机票和酒店资源一定程度上降低了凯撒旅游采购成本，凯撒旅游机票采购成本占总成本比例约为 45%，低于众信旅游的机票成本占比（约 51% 左右），地接采购成本约 40%。海航优质的上游资源，一方面可以减轻上游采购成本对利润的影响，另一方面可以保证充足的旅游资源“供应”，提升产品与服务质量，形成良性循环。

图 14: 凯撒旅游主营业务毛利率情况



资料来源: Wind, 中万宏源研究

图 15: 凯撒旅游各项营业成本占比



资料来源: Wind, 中万宏源研究

注: 2016 年起, 企业会奖业务升级为整合营销业务

众信旅游: 批发起家, 纵横拓展提升资源掌控能力

横向扩张, 依靠市占率提升进一步巩固龙头地位。2014 年, 众信旅游作价 6.3 亿收购竹园国旅 70% 股份 (2015 年 3 月并表)。2018 年 5 月, 再次拟通过发行股份 (10.74 元/股) 的方式收购竹园国旅剩余 30% 股份, 交易作价 3.58 亿元。2014 年收购后, 众信体量翻倍, 2018H1, 东南亚高增长带动亚洲出境游复苏, 竹园国旅在东南亚和海岛游方面具备优势地位, 能够与众信形成良好的资源互补。2014-2016 年, 竹园国旅业绩承诺完成率分别为 102.25%/102.40%/104.90%, 均超额完成收购时业绩承诺。2017 年, 竹园国旅实现净利润 1.25 亿元, 贡献归母净利润 0.88 亿元, 占比近三分之一。结合竹园过去业绩承诺完成情况, 预计收购剩余股份完成后, 众信 18-20 年业绩增速将达到 28%/27%/22%。

纵向拓展, 掌握核心资源以降低成本。出境游行业上游资源分散, 行业淡旺季明显, 对于上游资源的掌控能力直接影响企业为客户提供的产品质量。2015 年, 众信开始全产业链布局, 先后投资 Club Med、波兰大巴车公司, 并以收购+增资方式获得周游天下 51% 股权, 切入海外交通及地接社资源。此外, 众信旅游还布局了货币兑换、移民置业、留学服务等境外服务产业, 期望通过打通产业链条和多元化经营对抗出境游周期波动风险, 提升自身利润水平。

表 7: 众信旅游资源端布局

项目名称	投资金额	股权比例	投资概况
上游 资源端			
Top Development Inc.			Top Development Inc.在塞班已成功经营了 25 年, 在北马里亚纳群岛拥有丰富的业务资源和服务经验, 并成功运作了多个由中国各大城市飞往塞班的定期航班项目。投资 TDI 并成立 U-Top 投资公司, 旨在充分利用北马里亚纳群岛联邦碎片化的旅游资源, 开发出更符合中国游客消费升级需求的产品。
山西文旅	战略合作		双方拟在联合开发航空旅游业务、优势资源整合等方向建立全方位的合作关系, 共同开展欧洲包机服务, 开辟非洲包机业务, 以“航空+旅游”的新型模式打造国际级的创新旅游产品。
周游天下	7487.6 万元	51%	周游天下以“德国开元”品牌运营, 旗下包括三家全资子公司: 厦门周游天下旅行社、

项目名称	投资金额	股权比例	投资概况
			德国开元、法国开元。其中德国开元主营欧洲大巴游、游轮游、定制深度游等，业务覆盖欧洲 18 国。
天益游			天益游是美国西部市场领先的为自由行用户提供落地散拼旅游产品与服务的专业旅行社，拥有丰富的自由行产品种类。战略投资“天益游”将完善众信旅游在美国境内碎片化产品的采购渠道、促进赴美自由行产品研发，加速众信旅游在北美区域 O2O 布局。
三利株式会社			合资成立，提供日本当地游和生活服务
CLUB MED	1200 万欧元	3.50%	Club Med 是目前全球最大的旅游度假连锁集团，主营度假村，主要的消费群体是家庭和高端消费人群。与复星集团联合投资，进一步增强与上游目的地资源的合作关系。未来，ClubMed 在中国的发展也有望成为众信旅游国内游业务的新增长点。
波兰大巴车公司			投资设立 Telefun Travel 波兰大巴车公司，全面提升欧洲地区落地服务。
世界玖玖			战略投资世界玖玖，拓展境外目的地的资源直采业务，进行全方位资源整合与渠道采购合作，进一步布局自由行产业链。
巴黎精品酒店			与法国新巴黎大酒店、中国明宇集团合作，联手建设巴黎精品酒店。
海外免税店	562 万港元	12.50%	众信、竹园、凯撒、凤凰与中国国旅子公司免税集团合资成立公司，开展免税业务。
			中游
竹园国旅	6.3 亿元	70%	并购竹园国旅，跃居国内第一大出境游批发商，充分发挥规模优势和业务协同作用，大幅提升业绩水平。
魅力假期			众信旅游上海分公司并购华东地区以短线出境游批发见长的“魅力假期”，布局华东地区产品线。借助“魅力假期”中高端的客户资源及东南亚及海岛产品线方面的布局，进一步巩固公司在华东地区批发业务龙头的行业地位。
行天下		联合投资占股 54%	众信旅游联合专业投资基金，战略投资行天下。未来，众信旅游与行天下将携手深耕澳大利亚、新西兰出境游市场，以强大的资源整合能力，为游客推出更丰富的澳洲游产品。
			下游 消费端
悠哉网	6000 万元	15%	众信收购悠哉 15% 股份后，众信旅游官网已更名为众信旅游悠哉网，悠哉将全面接受众信线上零售业务，成为众信面对 C 端消费者的出口。
要出发			众信旅游及其发起设立的产业基金战略投资国内领先的周边游网站“要出发”，双方将共同推出港澳、东南亚、日韩等“周边”出境游产品并建设境外目的地生活平台。
穷游网	2500 万美元	5.5%	穷游网是中国最大的出境旅游社区之一，本次战略合作，众信将利用穷游网出境游 UGC 平台，转化穷游网优质客户资源，完善定制游及自由行产业链布局。
携程网	战略合作		继携程未来入股众信后，众信携程再次签订《战略合作协议》，如果携程未来拆分其度假板块并对外独立融资，众信有望成为携程可能拆分的度假板块的重要股东，双方将实现线上线下业务相互支持，促进双方度假旅游业务发展。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

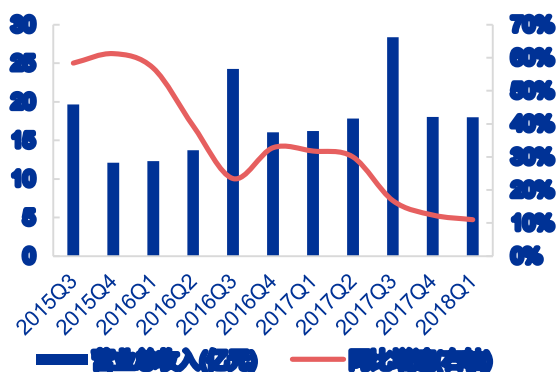
2.2 收入端：优化服务定位，凭借产品溢价提升利润水平

凯撒旅游：定位高端零售，享有较高综合毛利

凯撒旅游 2017 全年共实现营收 80.45 亿元，其中旅游服务收入 69.99 亿元，其余为航食业务收入。在批发端，凯撒借助前期优质的渠道布局，2017 年实现 45.54% 的高增长。在零售端，2017 年营收增速 17.65%，门店精简至 247 个，平均店效约 696-741 万元，坚持走高端精品化路线。

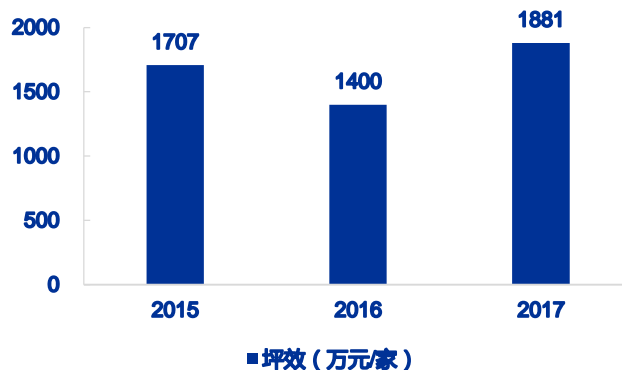
凯撒旅游是国内较早布局零售端的出境游旅行社，前期投入大量成本布局线下门店，发力零售端使其获得了较高的利润率。2017 年，凯撒旅游零售业务占比 58%，旅游服务毛利率 13.95%，高于众信 4.49pct（众信零售业务占比仅 17%，出境游综合毛利率 9.46%），凯撒旅游定位中高端产品，积累了良好的品牌形象和客户粘性。

图 16：凯撒旅游主营业务收入情况



资料来源：Wind，中万宏源研究

图 17：凯撒旅游定位中高端人群，单店坪效较高



资料来源：Wind，中万宏源研究

众信旅游：规模优势初步形成，积极扩大零售份额

出境游旅行社在发展初期一般采用两种路径切入市场：一种是从渠道入手，以批发业务为主快速占领市场份额；一种是从零售端入手，依靠产品和服务提升消费者认可度和品牌形象。无论采用何种方式切入市场最终都将通过“批零一体化”巩固和扩大自身的业务布局。

众信以其规模优势享受较高的议价能力，批发业务毛利高于同类竞争者。众信以欧洲游业务起家，后来业务范围逐渐扩展至全球，收购竹园国旅后在欧洲线路上占据绝对优势，同时逐步做强亚洲产品，已经与欧洲产品的收入贡献相当。众信旅游多年来依靠出境游批发业务占有较大市场，自有门店较少，产品多通过各类平台及代理销售，毛利率相对较低。与其他出境服务商相比，众信的规模优势使其具有较高议价能力，批发业务的毛利率要高于同类竞争者（2017 年，凯撒旅游批发业务的毛利率在 5.6%，众信为 7.8%，高出两个百分点以上）。

图 18：众信旅游主营业务收入情况

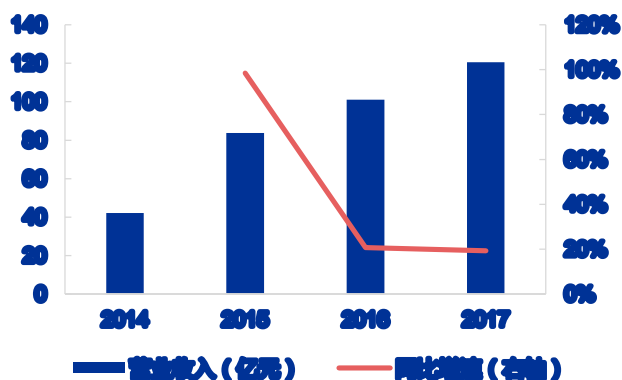
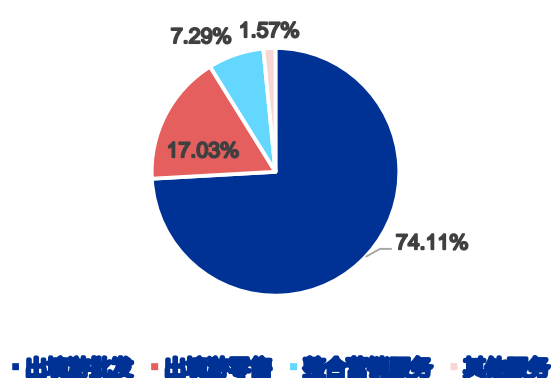


图 19：众信旅游主营业务收入占比

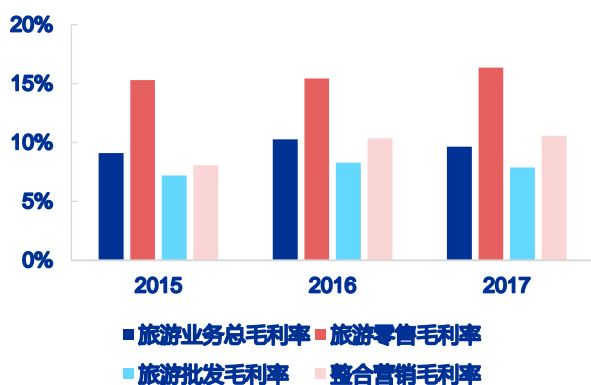


资料来源：Wind，中万宏源研究

资料来源：Wind，中万宏源研究

巩固批发业务的同时开始推进线下门店建设，通过扩大零售份额提升毛利率。2017 年众信实现营业收入 120.48 亿元（+19.24%），归母净利润 2.33 亿元（+8.27%）。其中，出境游批发业务实现收入 89.15 亿元（+19.82%）；出境游零售业务实现收入 20.49 亿元（+13.68%），批发业务增速略高于零售。由于批发业务近年来毛利率下降，且在公司占比较大比重，因此 17 年整体毛利率下降 0.46pct 至 9.89%。为此，公司加大对零售端的投入力度，在巩固华北地区门店优势的同时，加快华东、华中甚至西北地区门店的铺设速度。2018 年上半年，出境游复苏使公司实现扣非净利润 1.16 亿元（+24.05%），零售业务收入同比增长 16.87%，增速超过批发业务，规模效应下毛利率大幅上升 2.25pct 至 17.33%。未来随公司零售业务规模进一步扩大，有望带动公司毛利进一步上升。

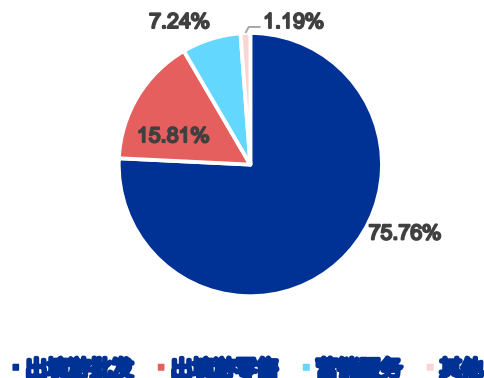
图 20：众信旅游主营业务毛利率情况



资料来源：Wind，中万宏源研究

注：2016 年起，企业会奖业务升级为整合营销业务

图 21：众信旅游营业成本占比



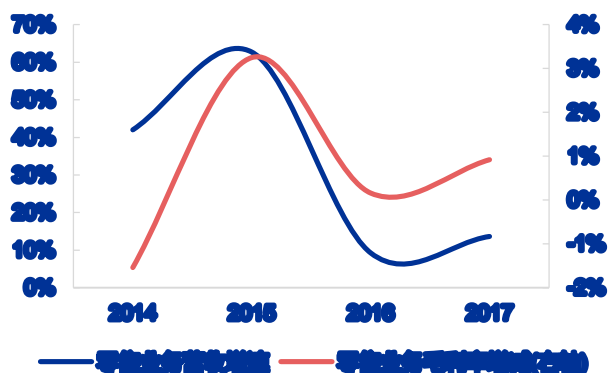
资料来源：Wind，中万宏源研究

零售业务规模效应明显大于批发业务，毛利率提升呈现边际递减效应。出境游产品成本主要来自于机酒和地接社采购，批发业务采购成本难以压缩因此毛利率提升空间不大，零售业务规模效应相对显著。2017 年，众信旅游零售业务营收 20.49 亿元，占比 17.01%，远小于凯撒旅游 46.46 亿元的零售业务体量，在零售业务成长初期，毛利率增速与营收增速高度同步，规模效应非常明显，从日本近畿日本国际旅行社（零售业务体量为批发业务的两倍）经营数据中亦可验证我们的判断。

随着收入呈现“S”型曲线增长，进入成熟期后增速放缓，毛利率的提升也呈现出边际递减规律。HIS 自 2014 年后市占率维持在 16%-17% 的稳定水平，毛利率则在 18%-20% 见波动，采购成本的压缩毕竟是有限的，当批发和零售业务规模超越“临界点”后，议价能力的作用将逐步弱化，毛利率进入稳定的区间波动。

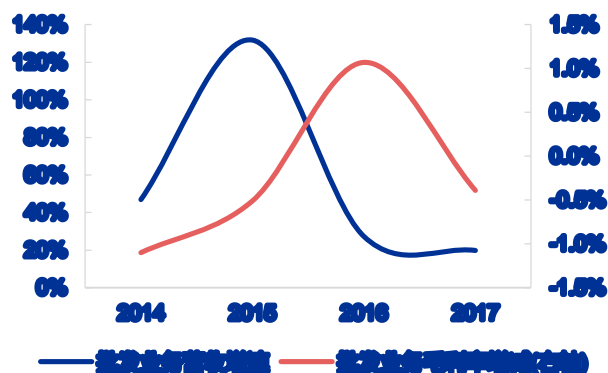
根据目前主要公司数据判断，在批发业务达到 50 亿以上规模后，规模效应开始放缓；零售业务目前尚未看到明显放缓，后续高端产品的占比提升还可以带来结构性的毛利率提升。目前，众信批发业务毛利率围绕 8% 波动，凯撒零售业务毛利率维持在 16% 附近。进入稳定区间后，则主要依靠产品结构（高低端产品占比）及产品溢价的变化改善毛利水平。

图 22：众信旅游批发业务营收及毛利率增减



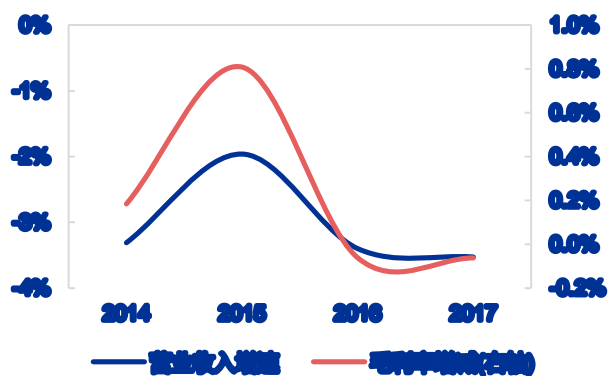
资料来源：Wind，中万宏源研究

图 23：众信旅游零售业务营收及毛利率增减



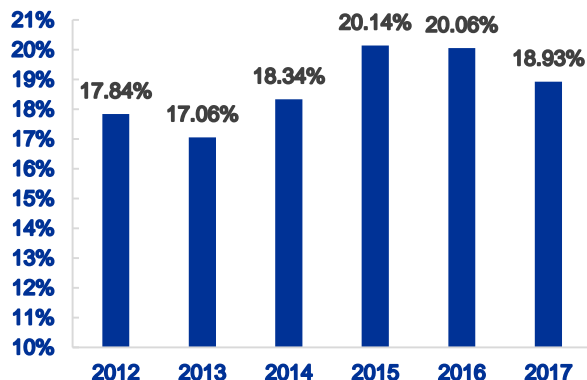
资料来源：Wind，中万宏源研究

图 24：近畿日本国际旅行社总公司营收及毛利率增速



资料来源：Bloomberg，中万宏源研究

图 25：2014 年后，HIS 毛利率水平维持稳定



资料来源：Bloomberg，中万宏源研究

综上所述：加强在产业链中的话语权成为关键

在我国出境游旅行社成长期，集中度低和产品同质化是同时面对的两大难题。在报告上篇中提到，集中度的作用大于渗透率。结合欧美、日韩旅行社发展历程，市占率的提升是旅行社获得流量实现营收增长的基础，因此在竞争的初级阶段，依靠并购提升行业集中度是出境旅行社发展第一步。

资源的收购将伴随着集中度的提升同步进行，随着旅行社规模的扩大，上下游对中游的限制将变的更加明显。因此，市占率较高的旅行社必然会向上下游渗透，掌握核心资源一方面能降低成本，提升自身毛利；另一方面，能丰富业务结构，减轻客流波动对公司业绩的影响，起到一定避险的作用，这是出境旅行社发展的第二步。

然而，旅行社终究是旅游服务的零售商，资源也终究需要为产品服务。在出境游发展的成熟期，市占率相对平稳，从并购浪潮中幸存的旅行社将进入比拼产品和服务的进程。市占率的提升终究是有限制的，但是在目前的低利润水平下，产品溢价的提升空间很大，

并且随着收入水平的提升，溢价的天花板也在不断上升。因此在这个阶段，差异化经营、精耕细分市场，丰富产品与服务的内容成为出境旅行社发展的第三步。

回归到最后的结论，旅行社的命运终究决定于客流量，因此无论是具备产品和服务优势还是资源优势，最终殊途同归，都是以吸引流量获得固定客群为导向，作为中游渠道，加强在产业链中的话语权，逐步建立自身的壁垒是持续发展的关键。

3.出境旅游服务的财务分析

3.1 旅行社企业的现金流研究

经营性现金流相对稳定，应收应付账款占比高。旅游产业是典型的现金流充裕、低毛利、资源分散行业，我国龙头出境旅行社主体流水大、资产轻，历年经营性现金流为正，现金流水平相对稳定。2017 年，众信、凯撒应收预付合计占比在 30%左右，应付预收合计占比约 50%，旅行社天然存在的上下游占款问题对资产周转率产生一定影响。

表 8：众信旅游现金流分析（单位：百万元）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
营业收入	775	1035	1593	2150	3005	4217	8370	10093	12030	2464
营业成本	715	938	1448	1936	2705	3847	7604	9048	10840	2174
现金流入+应收-预收	779	1075	1570	2091	2894	4180	8317	10180	12336	2636
现金流出+应付-预付	742	993	1432	1895	2581	3810	7438	8931	10800	2198
应收+预付占比	50%	53%	53%	50%	57%	48%	37%	37%	30%	38%
应付+预收占比	96%	96%	92%	90%	97%	94%	57%	55%	49%	47%
经营活动产生的现金流量净额	13	20	53	63	68	69	13	50	193	-415
投资活动产生的现金流量净额	-5	0	-1	-11	-8	-111	-246	-285	-244	24
筹资活动产生的现金流量净额	-4	18	-6	9	-22	184	773	224	476	138
现金及现金等价物净增加额	4	37	45	59	39	142	543	-11	435	-254
净利润	16	31	44	62	87	109	210	245	280	76

资料来源：Wind，中万宏源研究

表 9：凯撒旅游现金流分析（单位：百万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
营业收入	1698	2146	2654	4935	6636	8045	1799
营业成本	1507	1885	2273	3979	5432	6597	1475
现金流入+应收-预收	1691	1928	2469	4982	6734	8724	2365
现金流出+应付-预付	1491	1728	2221	3874	5668	7011	2075
应收+预付占比	59%	63%	51%	27%	32%	34%	36%
应付+预收占比	94%	81%	76%	54%	50%	51%	49%
经营活动产生的现金流量净额	15	84	-5	288	323	498	-138
投资活动产生的现金流量净额	-5	-91	45	-147	-1508	445	-21
筹资活动产生的现金流量净额	-10	68	9	978	663	23	70
现金及现金等价物净增加额	0	61	48	1119	-512	949	-90
净利润	106	47	11	229	241	244	38

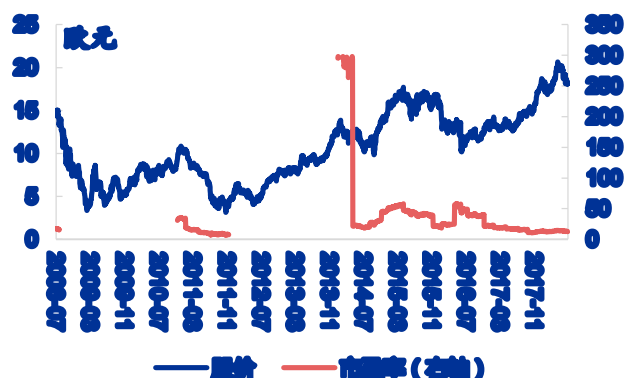
资料来源: Wind, 中万宏源研究

旅行社配置产品时一般需提前 3-6 个月进行采购并预付定金, 再根据上游供应商需求结算尾款, 因此一季度, 预定费用产生大量预付账款, 经营性现金流为负。同理, 年末时, 下游进入结账周期, 大量应收账款回收, 产生经营性现金流入。这种账期错配使旅行社需要预留充足资金池, 以保证为新业务提供足够的订金支付款项。随业务规模增长, 资金池逐渐扩大, 使得众信、凯撒历年经营性现金流量净额持续低于净利润。资金池的增长在一定程度上侵占了旅行社现金流量, 对其收购资源、投资并购活动产生一定限制。

3.2 旅行社估值模式探讨: P/S 与 EV/EBITDA 适用性最佳

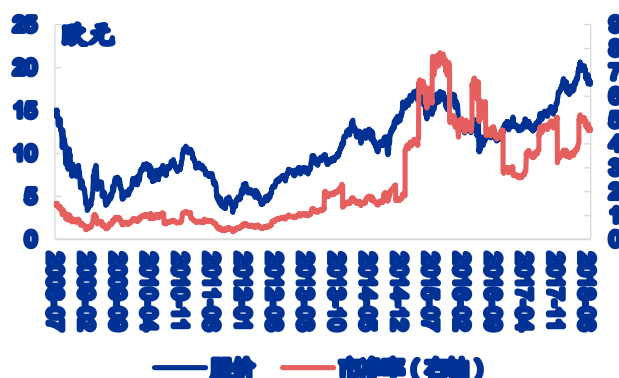
旅行社本身利润单薄, 在行业周期和汇率的影响下, 利润波动频繁, 在利润不稳定的情况下, 因此对国外旅行社 P/E 无法有效衡量投资价值。大部分出境游旅行社均为轻资产运营(如 Hana Tour、众信), 净资产基本没有变化, P/B 一般与股价随波逐流, 参考意义不大。另外, 旅行社经常通过收并购实现外延拓展, 所有者权益的变动并无规律性。

图 26: 途易 PE 与股价走势复盘



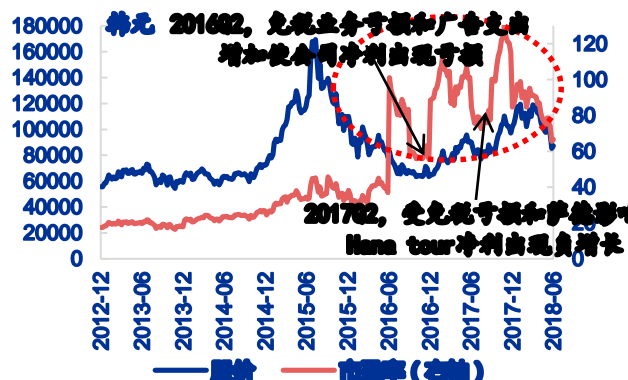
资料来源: Bloomberg, 中万宏源研究

图 27: 途易 PB 与股价走势复盘



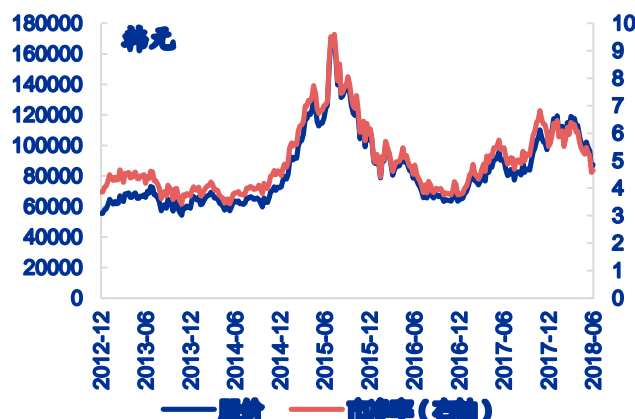
资料来源: Bloomberg, 中万宏源研究

图 28: Hana tour PE 与股价走势复盘



资料来源: Bloomberg, 中万宏源研究

图 29: Hana tour PB 与股价走势复盘

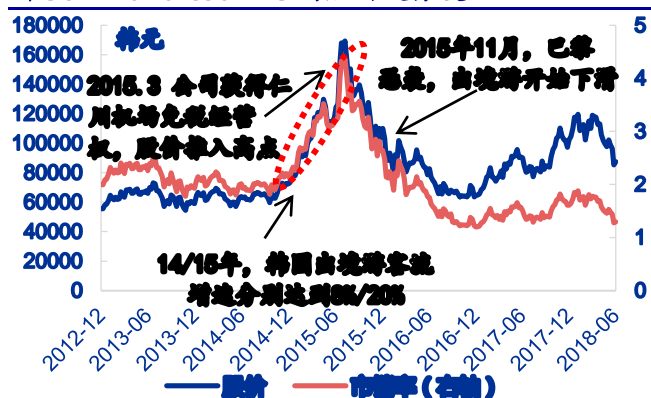


资料来源: Bloomberg, 中万宏源研究

市销率 (P/S) 与企业倍数 (EV/EBITDA) 指标具有更好的适用性。考虑到旅行社成本相对固定, 业务平稳运营后, 剔除非经常性损益的影响, 利润随销售收入规模呈现近似线性变化。

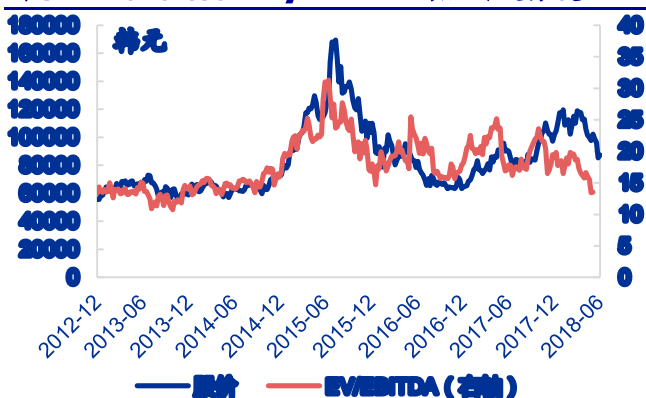
P/S 指标显示: 在行业和企业快速扩张期, 往往市销率完全跟随股价波动, 代表了市场空间的成长。类似韩国的 Hana Tour 在 13/14/15 年, 出境游客流增速分别达到 8.1%/8.3%/20.1%, 股价受出境游形势大好直接带动, 增长明显高于同期大盘涨幅。2015 年 3 月, 公司获得仁川机场免税经营权, 将股价推入高点。另外, 在 A 股 2015 年牛市, 众信旅游收购竹园国旅体量翻倍成为行业龙头, 外延扩张拉高市场对公司的预期, 出境游关注度急速提升时期公司股价飙升。这种阶段下, 市场对于旅行社公司给予成长股的估值体系 (类似于 TMT), 采用市场空间及短期业绩增速作为估值的参考。

图 30: Hana tour PS 与股价走势复盘



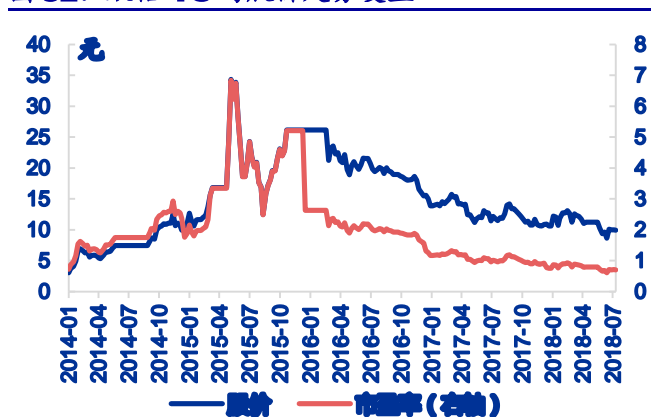
资料来源: Bloomberg, 中万宏源研究

图 31: Hana tour EV/EBITDA 与股价走势复盘



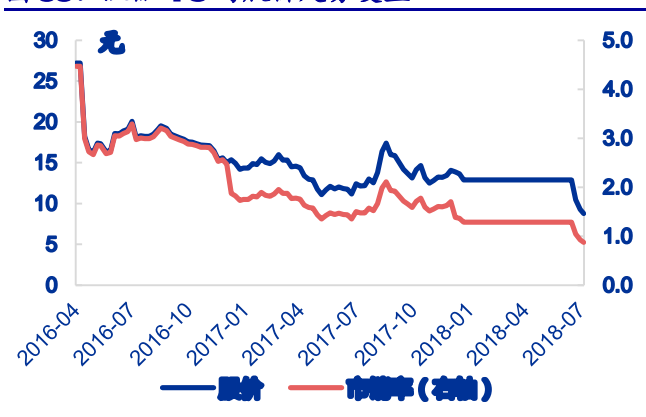
资料来源: Bloomberg, 中万宏源研究

图 32: 众信 PS 与股价走势复盘



资料来源: Wind, 中万宏源研究

图 33: 凯撒 PS 与股价走势复盘



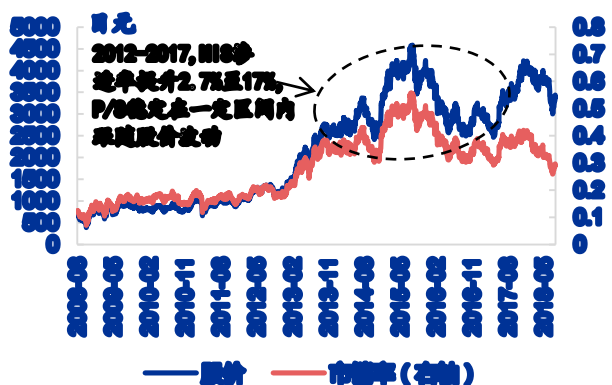
资料来源: Wind, 中万宏源研究

另一方面, 在该国出境游行业逐步进入成熟期的过程中, P/S 估值与股价趋势上仍保持一致, 但 P/S 逐渐稳定在一定区间内, 波动幅度小于股价。2016 年, HanaTour 市占率提升 2.7%, 突破 20% (其他年份年均提升 1%左右); 2013 年, HIS 市占率提升 1%, 突

破 15% (HIS 自 2007 年起市占率就处于稳定状态, 年均波动幅度约为 0.6%), 这期间股价呈现出较好表现, P/S 走高但波动幅度相对较缓。因此, 在稳健增长阶段, P/S 估值代表了市场空间稳定的情况下市占率的提升, 其长期稳态范围也为股价提供了较好的参考区间。

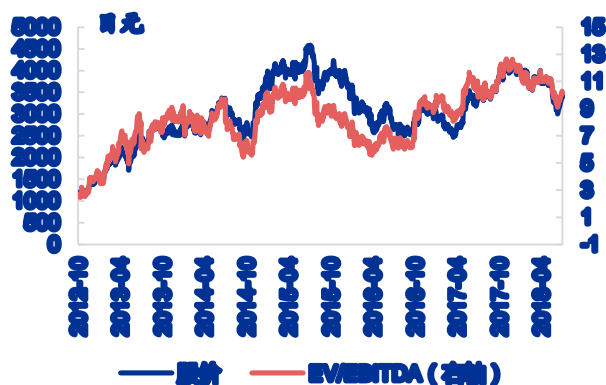
结合个股历史数据, 我们认为 P/S 波动的区间范围与各国经济环境相关。在经济增速相对较高的国家 (如韩国, GDP 五年复合增速 4.67%), 市场对于出境游企业的预期更为乐观, 愿意给予更高的 P/S 估值区间。而对于经济增速相对停滞的成熟经济体 (如日本, GDP 五年复合增速 2.01%), 对相同的单位每股销售额, 市场愿意给予的价格则相对较低, 使合理 PS 稳定在较低区间。结合我国 GDP 五年复合增速 8.89%, 出境游行业也处于上升期, 目前阶段给予 1 倍 P/S 的估值有据可循。

图 34: HIS PS 与股价走势复盘



资料来源: Bloomberg, 中万宏源研究

图 35: HIS EV/EBITDA 与股价走势复盘



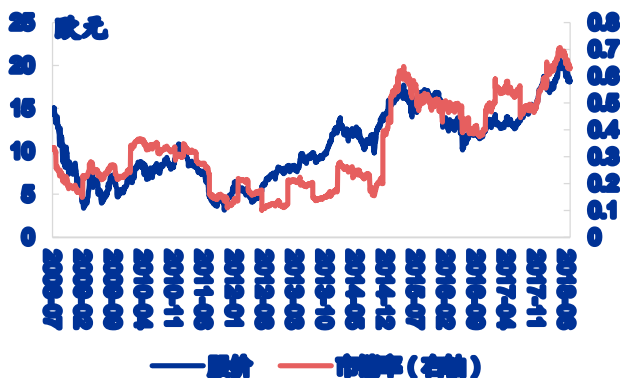
资料来源: Bloomberg, 中万宏源研究

EV/EBITDA 指标显示: 旅行社净利润率较低, 受汇兑损益和期间费用的影响很大, 影响企业单一年度净利润情况的因素复杂多变。对于旅行社, EV/EBITDA 剔除了财务杠杆使用状况、折旧政策变化、长期投资水平等非营运因素, 影响单一年度 EBITDA 水平的因素和影响企业未来所有年度 EBITDA 水平的因素更为一致, 能够更准确的反映企业真正的运营绩效。(途易存在大规模业绩合并和剥离, 在财报公布时点对运营绩效发生较大波动, EV/EBITDA 指标在短时间内突变。)

类似于 P/S 估值, EV/EBITDA 也在成熟期处于一定的范围内波动, 比如对于途易, 超过 10 倍的 EV/EBITDA 状态下, 股价已处于阶段性高位, 存在下行风险, 低于 5 倍时则存在底部回升的机会。韩国的 Hana Tour 大部分时间 EV/EBITDA 处于 15-25 倍之间波动, 对于 HIS, EV/EBITDA 超过 11 倍时, 股价已上升至相对高位, 低于 6 倍时出现反弹。凯撒旅游上下触点分别约为 30 倍与 23 倍; 排除波峰和波谷, 众信旅游企业价值倍数也维持在 20-30 区间内。由于公司业绩披露日期存在滞后性, 使得股价的反映滞后于 EBITDA 的变动, 因此在我们回溯历史时会发现在季末或年末时, 企业价值倍数通常会因 EBITDA 变动出现拐点, 从而形成良好的买卖时点预测。比如 Hana Tour 股价到达 2015 年大顶前, 企业倍数就出现提前的大幅下滑。EV/EBITDA 的前瞻作用只适用于对历史的回溯, 站在当前时点上, 信息的滞后性依然存在, 但 EV/EBITDA 倍数同样给予公司估值以合理范围。

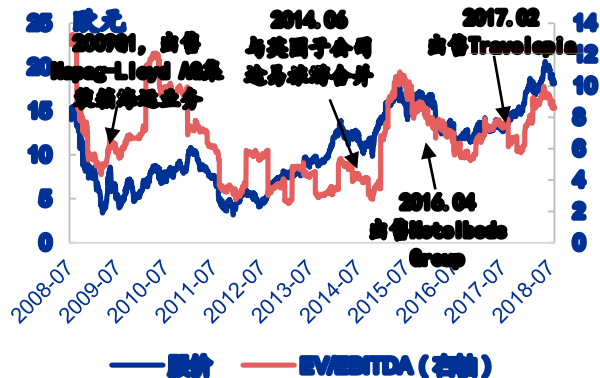
综合判断：对轻资产运营的旅行社而言，P/S 与 EV/EBITDA 是高度协同的。随行业进入成熟期，P/S 波动趋缓，一般在某一合理的区间内跟随股价变动，因此，当 P/S 脱离区间时，股价往往存在明显的高估或低估情况。而 EV/EBITDA 的波动则相对剧烈，尤其是在企业发生资产收购与剥离时，企业价值倍数更多的是对于“峰”、“谷”的观测，当企业价值倍数下降至相对低位时，股价就会存在触底反弹的空间。综合，P/S 与 EV/EBITDA 是相互验证的，在较大的股价趋势变化节点上具有一起判断的指导意义。

图 36：途易 PS 与股价走势复盘



资料来源：Bloomberg，中万宏源研究

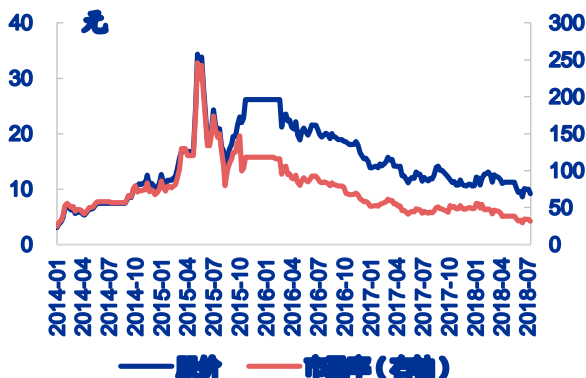
图 37：途易 EV/EBITDA 与股价走势复盘



资料来源：Bloomberg，中万宏源研究

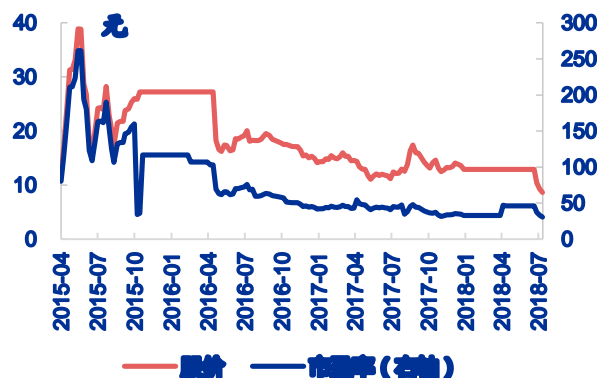
对于国内企业的估值体系：我们认为国内的出境游行业尚处于快速发展期，且主要公司上市时间较短，仍需要一定的数据积累。从成长的角度看，国内上市的出境龙头在客流增速保障的情况下，收入增速维持稳定，且我们在报告上篇讨论过，汇兑损益对我国出境旅行社业绩影响非常有限，人力成本较低缩减了期间费用占比，因此目前为止，我国出境龙头利润增速稳健。从众信与凯撒的复盘来看，市盈率指标的拟合程度很高，因此现阶段，我们认为 PE 仍是非常具有参考价值的估值指标。

图 38：众信旅游 PE 与股价走势复盘



资料来源：Wind，中万宏源研究

图 39：凯撒旅游 PE 与股价走势复盘

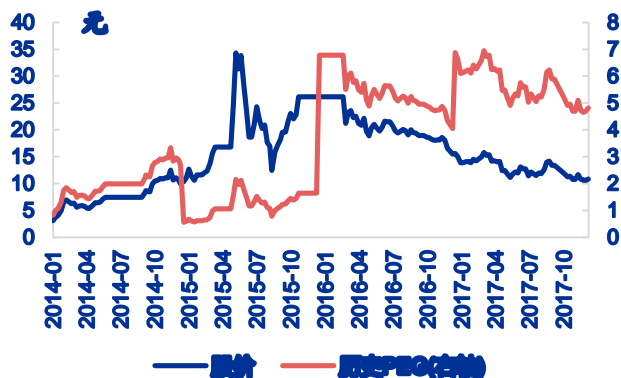


资料来源：Wind，中万宏源研究

不过从 PEG 指标出发，出境游旅行社营收利润增速更趋向于稳定，并不满足高增长条件，因此虽然在行业上升期我们以成长股逻辑思考，但没有稳定的 PEG 区间参考。在前面

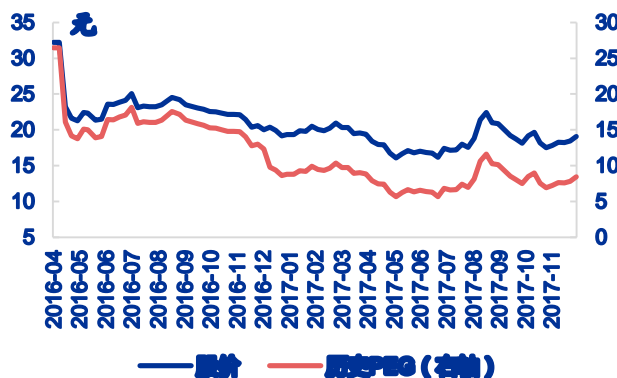
分析判断基础上，我们也同样对于国内的指标范围进行一定的区间判断，目前我国出境旅行社的合理估值可以以 1 倍的 P/S、20-25 倍的 EV/EBITDA 和 30-35 倍 PE 的范围进行综合判断。

图 40：众信旅游 PEG 与股价走势复盘



资料来源：Wind，中万宏源研究

图 41：凯撒 PEG 与股价走势复盘



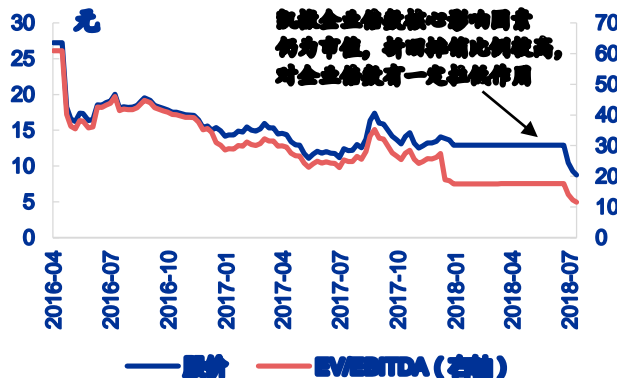
资料来源：Wind，中万宏源研究

图 42：众信 EV/EBITDA 与股价走势复盘



资料来源：Wind，中万宏源研究

图 43：凯撒 EV/EBITDA 与股价走势复盘

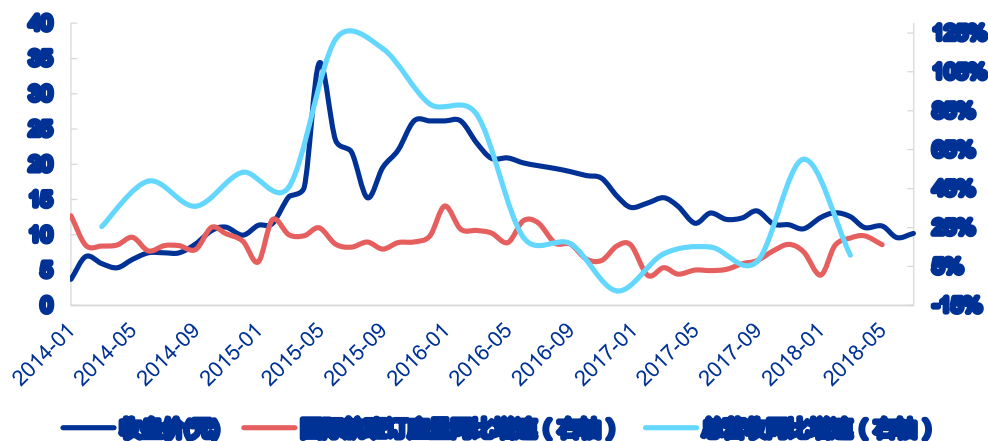


资料来源：Wind，中万宏源研究

3.3 股价波动的探讨：行业周期与公司经营变化的影响

出境旅行社股价传导：行业景气提升优先作用于股价，其后是业绩跟随。出境需求复苏时，上游航空与酒店通常提前 3-6 个月接受订单，我们以国际航空订座量前瞻行业景气波动，可以发现：剔除收并购产生的短期冲击，股价与营收增速均滞后于航班订座量增速呈现同向波动。由于出境游结算周期相对较长，业绩具有明显滞后性，因此行业景气程度的变化优先传导至股价，而后作用于业绩。

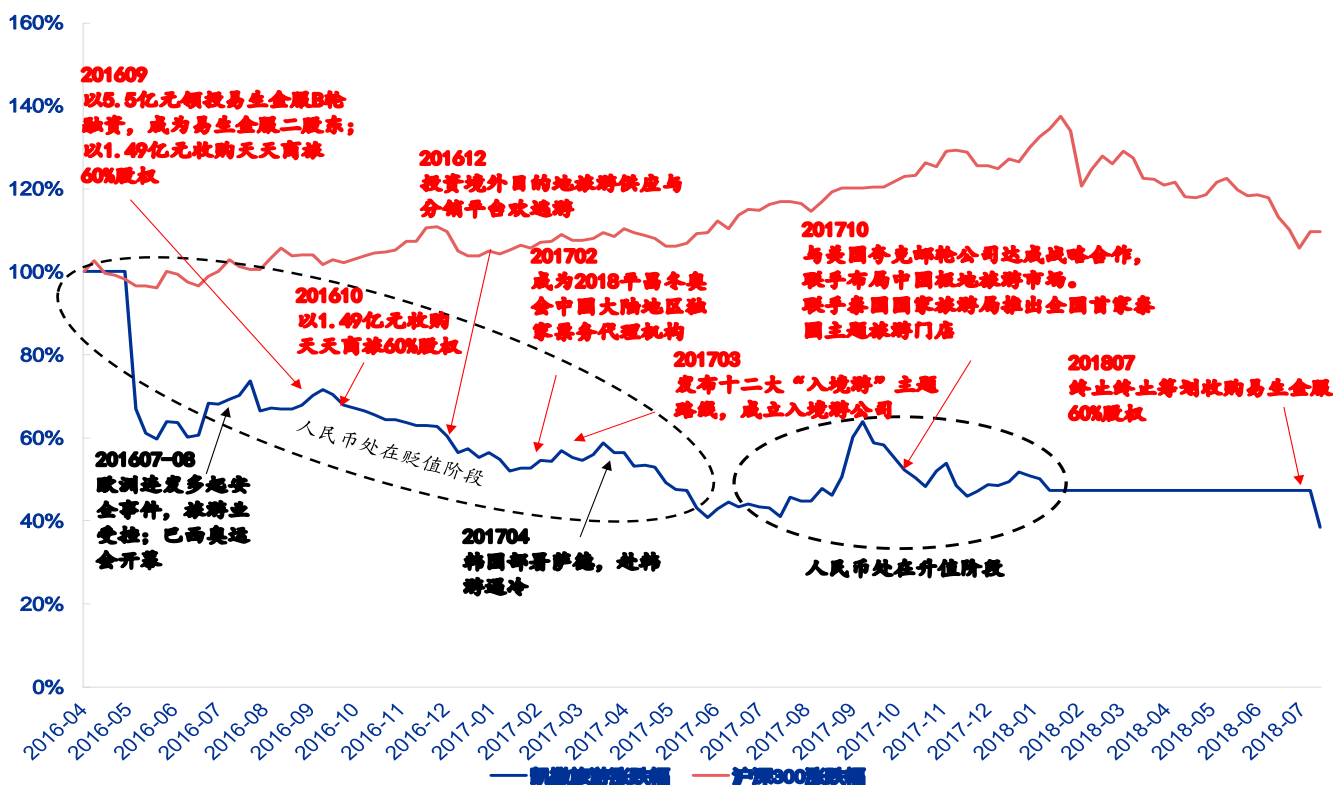
图 44：众信旅游营收增速、股价滞后于航空景气程度波动



资料来源：中航信、Wind，中万宏源研究

行业周期决定股价长期走势，优质龙头凭借竞争优势获得相对收益。在出境报告上篇《出境游行业深度研究之一：消费趋势决定长期空间，政经形势造就短期波动》中我们提到，居民可支配收入的长期支撑、双边政治局势的短期冲击与汇率波动共同作用于出境游增速，使行业出现周期性波动。我们对凯撒与众信进行了复盘，凯撒旅游上市时间较短，且存在较长的停牌期，但仍可以看出在 16 年出境游市场低迷的阶段，股价下跌，直至 17 年下半年恢复平稳。

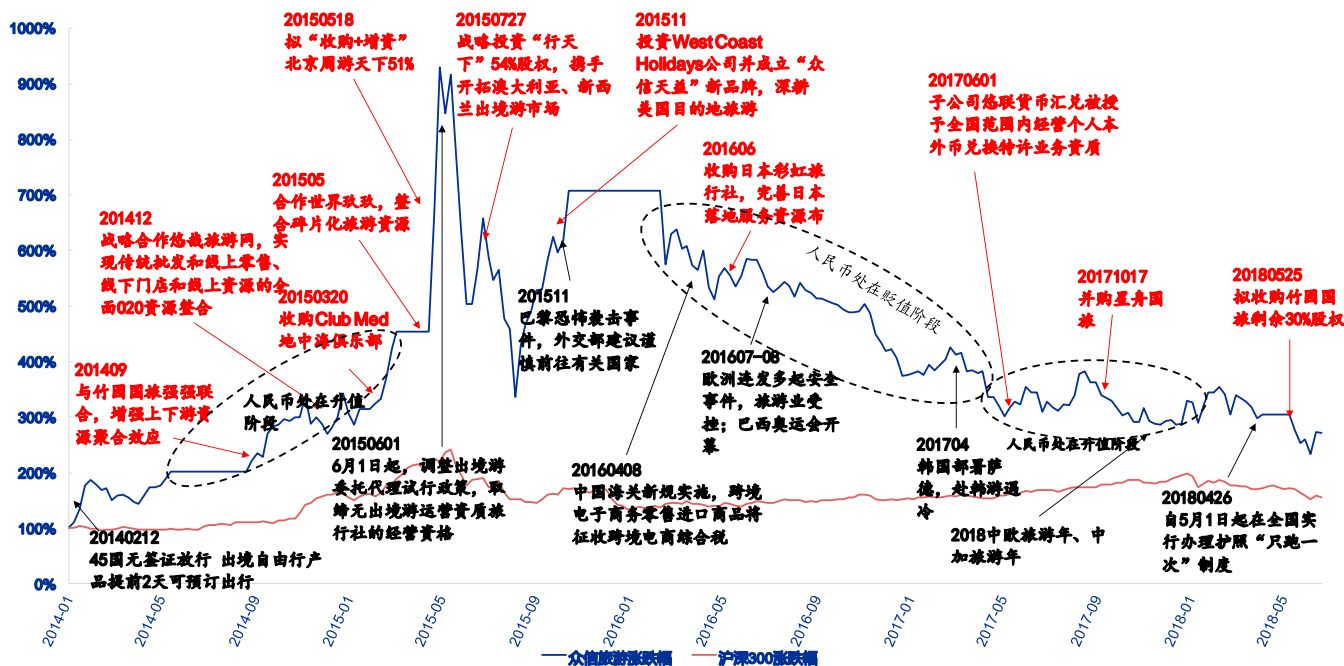
图 45：凯撒旅游复盘



资料来源：Wind，中万宏源研究

众信旅游的趋势更为明显，2013-2015年，出境游高速发展期，叠加人民币升值，公司业绩增速维持在40%左右（剔除竹园并表的影响），股价持续处于上升通道。在此期间，公司外延扩张也相当积极，收并购均形成股价高点。进入2016-2017上半年，韩日与欧洲政治局势相对紧张，人均收入增速下滑，出境游增速疲软，股价持续下挫。出境游旅行社高度依赖客流量，行业景气程度对业绩影响很大。旅行社之间类似的业务结构很难形成绝对的竞争优势，因此跳出周期的限制比较困难。

图 46：众信旅游复盘



资料来源：Wind，中万宏源研究

从估值角度看，凯撒旅游与众信旅游目前 PE 均处于历史低位，PS 均在 1 倍以下，凯撒旅游复牌后股价下挫，EV/EBITDA 处于 10 倍低点；众信旅游企业倍数为 22 倍左右，也处于区间相对低点。众信、凯撒估值指标均已见底，叠加旺季行情，股价存在较强的低位反弹预期。

4. 盈利预测与投资建议

众信旅游：根据发改委数据，2018 年上半年出境游人次达到了 7131 万人次，同比增长 15%。航空端，中航信数据显示 2018 年上半年国际航班客运量累积增速达 15.41%，国际订座量同比增加 14.68%，均远高于 2017 全年增速。随业务规模扩大，公司资源集中采购能力和议价能力将进一步增强，促进整体毛利率提升。根据我们的研究，汇率实际上对公司业绩影响不大，但股价对其敏感性较高，公司上半年在人民币贬值压力下获得汇兑收益 0.25 亿元，前期反映在二级市场的悲观情绪或将减轻。竹园国旅暂未确定并表时间，维持原盈利预测，预计公司 18/19/20 年 EPS 为 0.36/0.46/0.56 元，对应 PE 分别为 26/21/17 倍，维持“买入”评级。

凯撒旅游：公司零售端业务保持领先优势，三代、四代门店陆续开业后将极大提升消费者体验，在游学、会展等新业务上把握消费升级趋势，海航系相关风险已在股价上充分反馈，公司本身经营不受影响，预计公司18-20年EPS为0.43/0.53/0.65，对应22/18/15，给予“买入”评级。

表 10：行业重点公司估值

公司	代码	股价/元 2018/08/20	市值 亿元	EPS/元			PE			评级
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
凯撒旅游	000796.SZ	8.24	66	0.43	0.53	0.65	19	15	13	买入
腾邦国际	300178.SZ	11.09	68	0.65	0.76	0.93	17	15	12	买入
众信旅游	002707.SZ	9.23	78	0.36	0.46	0.56	26	20	16	买入
岭南控股	000524.SZ	8.01	54	0.31	0.35	0.40	26	23	20	增持
旅行社平均估值（市值加权）							21	17	14	

资料来源：Wind，中万宏源研究，标*公司为wind一致预期

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。