

华泰联合证券有限责任公司  
关于  
众信旅游集团股份有限公司  
发行股份购买资产暨关联交易之  
补充独立财务顾问报告（二）

独立财务顾问



签署日期：二〇一八年九月

## 独立财务顾问声明

华泰联合证券有限责任公司（以下简称“本独立财务顾问”）受众信旅游集团股份有限公司（以下简称“众信旅游”、“上市公司”或“公司”）委托，担任本次发行股份购买资产暨关联交易的独立财务顾问。本独立财务顾问对本补充独立财务顾问报告特作如下声明：

1、本独立财务顾问本着客观、公正的原则对本次交易出具本补充独立财务顾问报告。

2、本补充独立财务顾问报告所依据的文件、材料由相关各方向本独立财务顾问提供，相关各方对所提供资料的真实性、准确性、完整性负责，相关各方保证不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对所提供资料的合法性、真实性、完整性承担个别和连带责任。本独立财务顾问不承担由此引起的任何风险责任。

3、对于本补充独立财务顾问报告至关重要而又无法得到独立证据支持或需要法律、审计、评估等专业知识来识别的事实，本独立财务顾问主要依据有关政府部门、律师事务所、会计师事务所、资产评估机构及其他有关单位、个人出具的意见、说明及其他文件做出判断。

4、本独立财务顾问未委托和授权任何其它机构和个人提供未在本补充独立财务顾问报告中列载的信息和对本补充独立财务顾问报告做任何解释或者说明。

5、本补充独立财务顾问报告仅根据《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》（180902号）的要求发表补充独立财务顾问意见，不构成任何投资建议，对投资者根据本补充独立财务顾问报告做出的任何投资决策可能产生的风险，本独立财务顾问不承担任何责任。

## 释 义

在本独立财务顾问报告中，除非文义载明，以下简称具有如下含义：

一、一般术语		
上市公司/众信旅游/公司	指	众信旅游集团股份有限公司，在深圳证券交易所上市，股票代码：002707
竹园国旅/标的公司	指	竹园国际旅行社有限公司，其前身为竹园国际旅行社，于2008年11月改制为有限责任公司
交易对方	指	郭洪斌、陆勇、何静蔚、苏杰、张一满、李爽
标的资产	指	竹园国旅30%股权
上海竹园	指	上海竹园国际旅行社有限公司，系竹园国旅子公司
西南竹园	指	西南竹园旅行社（成都）有限公司，系竹园国旅子公司
香港竹园	指	香港竹园国际旅行社有限公司，系竹园国旅子公司
交易作价	指	上市公司收购标的资产的价款
本次交易	指	上市公司拟发行股份方式购买竹园国旅30%股权
本补充独立财务顾问报告	指	《华泰联合证券有限责任公司关于众信旅游集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易之补充独立财务顾问报告（二）》
《发行股份购买资产协议》	指	上市公司与郭洪斌、陆勇、何静蔚、苏杰、张一满、李爽签署的《众信旅游集团股份有限公司与郭洪斌、陆勇、何静蔚、苏杰、张一满、李爽关于竹园国际旅行社有限公司之发行股份购买资产协议》
《证券法》	指	《中华人民共和国证券法》
《重组管理办法》	指	《上市公司重大资产重组管理办法》
《备考审阅报告》	指	中证天通出具的中证天通（2018）证特审字第0401010号《众信旅游集团股份有限公司备考合并财务报表审阅报告》
《资产评估报告》	指	中联评估出具的中联评报字[2018]第888号《众信旅游集团股份有限公司拟收购竹园国际旅行社有限公司股权项目资产评估报告》
《旅游法》	指	《中华人民共和国旅游法》
中国证监会/证监会	指	中国证券监督管理委员会
深交所/交易所	指	深圳证券交易所
登记结算公司/中登公司	指	中国证券登记结算有限责任公司
国家旅游局	指	中华人民共和国国家旅游局

本独立财务顾问/华泰联合证券	指	华泰联合证券有限责任公司
金杜律师/律师	指	北京市金杜律师事务所
中联评估/评估机构	指	中联资产评估集团有限公司
审计机构/中证天通/会计师	指	北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）
最近两年一期/报告期	指	2016 年度、2017 年度和 2018 年 1-6 月
元、万元、亿元	指	人民币元、人民币万元、人民币亿元
<b>二、专业术语</b>		
出境游	指	出境旅游，即包括出国游及以香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区为目的地的旅游。就旅行社业务而言，即旅行社招徕、组织、接待中国内地居民出国旅游，赴香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区旅游，以及招徕、组织、接待在中国内地的外国人、在内地的香港特别行政区、澳门特别行政区居民和在大陆的台湾地区居民出境旅游的业务
出境游批发业务、出境游批发	指	公司根据市场需求，采购旅游交通、景点、酒店、餐厅等上游资源，事先设计好旅游产品，通过全国范围内的经营出境游业务的旅行社，包括根据国家旅游局规定可以从事出境游招徕业务的旅行社，即旅游代理商，推广并销售给终端消费者，由公司为终端消费者提供最终产品和服务，并由公司与旅游代理商之间进行旅游费用结算的业务
代理商、分销商	指	批发商与终端消费者之间的纽带，主要负责招徕旅游者，提供旅游咨询服务，销售批发商的旅游产品
长线出境游	指	跨越行程相对较长的出境游线路，从旅途飞行时间计算，通常在 8 小时以上；从旅游线路时间安排上，通常是 6 日以上；在目的地分布上，主要包括大洋洲、欧洲（不含俄罗斯远东地区）、非洲、美洲等地
短线出境游	指	跨越行程相对较短的出境游线路，在目的地分布上，主要包括港澳、东南亚及日韩等地
旅游目的地国家/地区	指	国务院旅游行政主管部门公布的中国公民出境旅游目的地国家和地区
入境游	指	入境旅游，即国外及香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区旅游者来以中国内地为目的地的旅游。就旅行社业务而言，即旅行社招徕、组织、接待外国旅游者来我国旅游，香港特别行政区、澳门特别行政区旅游者来内地旅游，台湾地区居民来大陆旅游，以及招徕、组织、接待在中国内地的外国人，在内地的香港特别行政区、澳门特别行政区居民和在大陆的台湾地区居民在境内旅游的业务
国内游	指	国内旅游，即中国内地居民在境内旅游。就旅行社业务而言，即旅行社招徕、组织和接待中国内地居民在境内旅游的业务
境外地接社	指	提供境外目的地接待服务的旅行社
B2B	指	Business-to-Business，企业与企业之间通过专用网络或 Internet，进行数据信息的交换、传递，开展交易活动的商业模式

## 问题一

反馈回复显示，前次重组完成后，上市公司从业务、资金、人员等多方面对竹园国际旅行社有限公司（以下简称竹园国旅或标的资产）进行了整合。对赌期内，标的资产分别实现净利润 5,777.03 万元、7,231.19 万元和 9,260.86 万元，业绩承诺实现率分别为 102.25%、102.40%和 104.90%。本次交易中，标的资产 100%股权评估值为 146,200.00 万元，较前次交易评估值增长 62.36%。本次交易对方郭洪斌为上市公司第二大股东兼上市公司副董事长，本次交易未设置业绩补偿方案，也未对郭洪斌交易前所持股份进行追加锁定。请你公司结合报告期内标的资产业务开展情况及对上市公司资源和平台利用情况、前次收购 70%股权时对剩余股权的收购计划及安排、本次交易作价增长情况、业绩补偿设置情况、交易对方交易前所持股份锁定情况等，进一步补充披露本次交易标的资产评估值及评估增值率的合理性，是否充分保护了上市公司及中小股东利益。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

一、本次交易评估值虽较前次交易有所增长，但评估增值率大幅下降，且静态、动态市盈率均有较大回落

前后两次交易中，竹园国旅 100%股权的评估值、交易作价以及静态、动态市盈率对比情况见下表：

单位：万元

项目	前次交易	本次交易	变动额	变动率
标的资产	竹园国旅 70% 股权	竹园国旅 30% 股权	--	--
对应标的公司 100% 股权交易作价	90,000.00	119,400.00	29,400.00	32.67%
评估基准日	2014 年 6 月 30 日	2017 年 12 月 31 日	--	--
100% 股权评估值	90,070.34	146,241.93	56,171.59	62.36%
标的公司净资产	8,289.13	48,281.50	39,992.37	482.47%
评估值增值率	986.61%	202.89%	--	--
交易前一年度扣非后归母净利润	3,750.72	12,488.13	10,336.86	480.50%
静态市盈率	24.00	9.56	--	--

下一年度预测扣非 后归母净利润	5,529.40	13,298.62	7,769.22	140.51%
动态市盈率	16.28	9.00	--	--

根据中联评估出具的中联评报字[2018]第 888 号《资产评估报告》，评估机构采用资产基础法和收益法两种评估方法对竹园国旅 100% 股权进行了评估，最终采用收益法评估结果作为评估结论。根据收益法评估结果，竹园国旅 100% 股权的评估价值为 146,241.93 万元，评估值增值 97,960.43 万元，增值率为 202.89%。与前次交易的评估增值率 986.61% 相比，本次评估增值率大幅下降。

本次交易拟购买的资产价格以评估价值为依据，经协商确定标的公司 100% 股权作价 146,200.00 万元，考虑评估基准日期后分红 26,800.00 万元后，本次交易标的资产竹园国旅 30% 的股权的交易价格为 35,820.00 万元。标的公司对应 100% 股权交易作价为 11.94 亿元，较前次重组交易中 100% 股权对应交易作价 9 亿元，增幅为 32.67%。

自前次重组完成以来，标的资产盈利能力进一步增强，尽管本次交易标的 100% 股权对应作价有所上升，但静态、动态市盈率均相对较低，仅分别为 9.56、9.00，较前次 24.00、16.28 相比均有较大回落。

**二、通过不断内生发展以及与上市公司资源整合，标的资产盈利能力进一步增强，本次交易有利于上市公司增强对核心子公司的控制力，实现全面协同合作，提升持续经营能力**

**（一）自前次重组以来，标的资产凭借自身专业运作、优质服务等核心竞争优势，整合上市公司资源，盈利能力得到进一步增强**

标的资产多年来专注于运营出境游批发业务。通过长时间经验积累，标的资产已经具备了突出的出境游资源整合、精细化成本费用控制、高效率产品研发和综合优质的团队运作能力，形成了专业运作优势，在业内取得了充分认可并建立了良好的口碑。

在凭借自身优势不断发展壮大的基础上，自前次重组完成后，标的资产与上市公司充分整合各自资源与平台，经营规模得以进一步扩大：

## 1、航空、地接资源联合采购

众信旅游批发业务与竹园国旅在资源采购端优势互补。众信旅游出境游批发业务、出境游零售业务、整合营销业务均需采购境外地接服务和机票等资源，竹园国旅与众信旅游充分发挥规模优势和业务协同效应，共同与各航空公司、地接社进行业务谈判，议价能力和话语权有所提升，通过统一采购，实现规模化经营，并进而降低综合采购成本。

## 2、品牌强强联合

上市公司是国内领先的大型出境旅游运营商，国内首家民营旅行社上市公司，常年在全国百强旅行社排名中名列前茅，其所拥有的“众信旅游”是北京、天津、上海等城市领先的零售品牌。近年来，上市公司坚持从旅游到旅行的发展路径，业务由出境游拓展至“旅游+”出境服务，逐步向游学、移民置业、旅游金融、健康医疗等一系列出境综合服务延伸，品牌认可度得以迅速提高。首次重组前，竹园国旅即为业内领先的大型出境旅游批发商，众信旅游和竹园国旅的强强联合，使得双方在市场份额和业内影响力上都得到显著提升。

## 3、产品研发、经营管理等全方位合作

上市公司、竹园国旅相互借鉴彼此在产品研发、团队运营、线路管理等各方面的优势，在财务、信息技术管理、人才培养等方面取长补短、协同发展，共同优化业务流程，提升管理效率。重组后的上市公司产品线路更加丰富，实现高中低各线路产品的全覆盖，各个旅游线路的宽度、广度也大幅加强，竹园国旅相关线路产品亦利用上市公司现有零售渠道拓展及会员制营销进行业务开拓。

报告期内，在人均可支配收入不断提高、居民消费升级等多重利好因素的大背景下，随着出境游热度及需求的不断上升，竹园国旅近年来营业收入增幅较大、盈利能力持续增强。根据竹园国旅经审计的 2016 年、2017 年及 2018 年 1-6 月的财务数据，竹园国旅的营业收入分别为 380,926.37 万元、495,863.11 万元和 237,787.96 万元，净利润分别为 9,139.48 万元、12,466.57 万元和 6,785.56 万元。

**（二）本次交易有利于上市公司增强对核心子公司的控制力，实现全面协同合作**

众信旅游及竹园国旅作为国内出境游批发行业内口碑较好、知名度较高的大型出境旅游批发商，均长期专注于出境游批发业务。本次交易后，竹园国旅将成为上市公司的全资子公司，有利于进一步提高上市公司整体出境旅游批发业务运营能力的决策权和决策效率，同时进一步提升竹园国旅的管理和运营效率。双方将进一步在产品设计、上游资源采购和下游客户资源三方面共享共建，发挥协同效应，巩固出境游批发业务龙头的行业地位。

本次交易完成后，竹园国旅良好的盈利能力有助于上市公司盈利能力的提升。根据中证天通出具的《备考审阅报告》（中证天通（2018）证特审字第 0401010 号），假设本次发行股份购买资产事项于 2017 年 1 月 1 日已经完成，2017 年及 2018 年 1-6 月，归属于母公司所有者的净利润在本次交易后分别增加 16.08%、14.72%，基本每股收益、归属于母公司所有者的权益等财务指标亦有所增长，故上市公司财务状况将有所改善、盈利能力将得以提升，有利于保护上市公司及中小股东的利益。

### 三、前次收购 70%股权时未对剩余股权的收购计划作出安排

前次收购时，为激励竹园国旅进一步积极拓展业务并推动发展，上市公司未对竹园国旅剩余股权的购买方案及实施设定安排，待竹园国旅 2016 年审计报告出具后视承诺期内竹园国旅的业绩承诺完成情况另行协商约定。

竹园国旅 2014-2016 年业绩承诺均已实现，上市公司在出境游批发业务的龙头地位得到巩固和加强，并希望进一步提升整体出境游批发业务的运营能力，因此自 2018 年 4 月以来，交易双方开始筹划本次交易。

四、本次交易虽未设置业绩补偿，但通过交易协议约定了郭洪斌新增股份的分期解锁以及交易对方的继续履职义务，且郭洪斌作为上市公司副董事长、持股上市公司 5%以上的股东，将在本次增持后六个月内不以任何方式卖出所持上市公司股票，有助于保障标的资产的持续稳定经营

（一）本次交易系收购上市公司控股子公司剩余股权，交易双方根据市场化原则自主协商达成，未设置业绩补偿

本次收购的交易对方为竹园国旅的 6 名自然人股东：郭洪斌、陆勇、何静蔚、

苏杰、张一满、李爽，与上市公司控股股东、实际控制人冯滨无关联关系；此外，本次交易前后，上市公司控股股东、实际控制人始终为冯滨，不存在导致上市公司控制权发生变更的情况。因此，本次交易不属于《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条所述需要采取业绩补偿的情形。

本次交易前，上市公司已持有标的资产 70% 股权，本次交易系对控股子公司剩余股权的收购，上市公司与交易对方根据市场化原则，自主协商达成本次交易相关条款安排。

### （二）郭洪斌在本次增持后六个月内不以任何方式卖出所持上市公司股票

本次交易前后，上市公司控股股东、实际控制人均为冯滨；郭洪斌的持股比例由 6.70% 上升为 10.10%，仍为上市公司第二大股东。《证券法》第四十七条规定：“上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份百分之五以上的股东，将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出，或者在卖出后六个月内又买入，由此所得收益归该公司所有，公司董事会应当收回其所得收益”。郭洪斌先生作为上市公司副董事长、持股上市公司 5% 以上的股东，将严格遵循上述规定，在本次增持后六个月内不以任何方式卖出所持上市公司股票。

### （三）郭洪斌对其本次交易所获新增股份进行分期解锁

本次交易的《发行股份购买资产协议》中约定，郭洪斌通过本次收购获得的上市公司新增股份，自新增股份上市之日起 12 个月内全部锁定，分 3 年解锁，自新增股份上市之日起届满 12 个月、24 个月、36 个月时，解锁比例为 50%、30%、20%。

郭洪斌先生作为上市公司副董事长、标的资产董事长以及持股上市公司 5% 以上的股东，对上市公司、标的资产的稳定经营与发展意义较大，通过上述追加锁定安排，能够充分协调其个人利益与公司未来长期发展，有助于维护上市公司及中小股东利益。

### （四）本次交易协议已约定交易对方的继续履职义务

本次交易的《发行股份购买资产协议》中约定，交易对方自新增股份上市之日起 5 年内，应当继续于标的公司或众信旅游任职并履行其应尽的勤勉尽责义

务，前述人员如 3 年内从标的公司或众信旅游离职的，视同于放弃本次交易取得的众信旅游股份及其相应权益，并应当将本次交易取得股份乘以按照相关人员离职前 20 日众信旅游股票交易均价（离职日为交易日的含离职当日）计算的金额以现金方式支付给众信旅游作为赔偿。如交易对方在标的公司或众信旅游任职期限超过 3 年不满 5 年的，其应当向标的公司或众信旅游承担的赔偿金额按照劳动合同有关规定另行协商。

上述条款有利于维持标的公司核心管理团队的稳定性，从而有利于保证本次交易完成后标的公司的持续稳定经营发展，有助于维护上市公司全体股东的利益。

## 五、本次交易决策程序合法合规

本次交易相关议案已经上市公司第四届董事会第二次会议审议通过，关联董事郭洪斌已经回避表决，且独立董事就本次交易方案发表了事前认可意见和独立意见。

此外，本次交易相关议案《关于公司发行股份购买资产暨关联交易符合相关法律法规的议案》、《关于本次交易有关审计、评估及公司备考财务报表的议案》等已经上市公司 2018 年第三次临时股东大会审议通过，郭洪斌等 6 名交易对方作为关联股东亦在股东大会审议本次交易相关议案时回避表决。表决结果为，赞成票占出席本次股东大会有效表决权股份总数的 99.8857%；其中，中小投资者赞成票占出席本次股东大会中小投资者所持有有效表决权股份总数的 81.8424%。相关议案获得出席本次股东大会所持有有效表决权股份总数的 2/3 以上通过。

本次关联交易遵循公开、公平、公正的原则并履行合法程序，关于交易方案、评估结果等相关议案已经非关联股东、特别是多数中小股东的同意，充分保护了上市公司及中小股东利益。

## 六、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

1、本次交易评估值虽较前次交易有所增长，但评估增值率大幅下降，且静态、动态市盈率均有较大回落；

2、通过不断内生发展以及与上市公司资源整合，标的资产盈利能力进一步增强，本次交易有利于上市公司增强对核心子公司的控制力，实现全面协同合作，提升持续经营能力；

3、前次收购 70% 股权时未对剩余股权的收购计划作出安排；

4、本次交易虽未设置业绩补偿，但通过交易协议约定了主要股东郭洪斌新增股份的分期解锁以及交易对方的继续履职义务，且郭洪斌作为上市公司副董事长、持股上市公司 5% 以上的股东，将在本次增持后六个月内不以任何方式卖出所持上市公司股票，有助于保障标的资产的持续稳定经营；

5、本次交易关于交易方案、评估结果等相关议案已经董事会、股东大会审议通过，独立董事发表了明确同意的意见。决策程序合法合规，关联股东回避表决，并在股东大会表决时已取得中小投资者的多数赞成票；

6、本次交易标的资产评估值及评估增值率具有合理性，充分保护了上市公司及中小股东利益。

## 问题二

反馈回复显示，报告期内，竹园国旅毛利率水平明显高于可比公司可比业务水平，销售费用率明显低于可比公司水平。请你公司：1) 结合标的资产业务规模、对供应商采购的议价能力等因素，进一步补充披露竹园国旅毛利率水平明显高于可比公司水平的原因及合理性。2) 结合标的资产与可比公司业务构成差异、销售费用构成及其差异情况等因素，进一步补充披露标的资产销售费用率远低于可比公司水平的原因及合理性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

### 一、竹园国旅毛利率水平高于可比公司水平的原因及合理性

出境游批发业务毛利率受业务规模、品牌影响力和市场占有率、产品定位、供应商和客户关系以及议价能力等多个因素影响。竹园国旅在出境游批发领域保持行业领先地位，业务规模大，市场占有率高，拥有明显的品牌影响力和龙头效

应，与上游供应商和下游代理商具有良好的合作关系，并拥有较强的议价能力，同时，竹园国旅协同众信旅游充分发挥规模优势，进一步有效提升议价能力及成本控制能力，毛利率高于可比公司水平具备合理性。

### （一）竹园国旅业务规模在出境游批发领域保持领先地位，市场占有率高

经过多年的发展，竹园国旅现已成为国内领先的出境游批发商之一，在欧洲、亚洲及海岛等旅游线路上都具有较强的竞争优势。报告期内，随着出境游市场需求的持续增长，竹园国旅依靠专业优势不断加强产品研发与品牌升级、进一步拓展线下渠道，实现了业务规模和经营业绩的高速增长，业务规模在出境游批发领域保持领先地位。

报告期内竹园国旅与可比公司对应业务规模及毛利率情况如下：

单位：万元

可比公司	可比业务	项目	2018年1-6月	2017年度	2016年度
众信旅游 (不含竹园国旅)	出境游批发	营业收入	206,296.24	395,622.21	363,111.54
		收入增长率	18.72%	8.95%	36.86%
		毛利率	9.08%	8.56%	8.93%
凯撒旅游	出境旅游服务(公民批发)	营业收入	52,685.33	128,993.17	88,629.95
		收入增长率	-8.46%	45.54%	11.32%
		毛利率	4.30%	5.57%	6.36%
中国国旅	出境游	营业收入	277,667.03	645,988.86	668,524.41
		收入增长率	2.11%	-3.37%	-3.81%
		毛利率	6.65%	5.02%	5.90%
竹园国旅		<b>营业收入</b>	<b>237,787.96</b>	<b>495,863.11</b>	<b>380,926.37</b>
		<b>收入增长率</b>	<b>11.25%</b>	<b>30.17%</b>	<b>19.40%</b>
		<b>毛利率</b>	<b>8.26%</b>	<b>7.33%</b>	<b>7.64%</b>

从出境游批发业务规模来看，竹园国旅高于众信旅游（不含竹园国旅），明显高于凯撒旅游，在出境游批发业务上拥有龙头效应，业务模式成熟高效、对上游供应商和下游代理商具有较强的议价能力，毛利率水平较高具有合理性。具体来看：

众信旅游（不含竹园国旅）的批发业务规模较大，略低于竹园国旅。2017

年度实现出境游批发业务收入 395,622.21 万元，依靠自身规模优势以及和竹园国旅的协同效应，众信旅游的毛利率也处于较高水平，报告期内分别为 8.93%、8.56%和 9.08%，略高于竹园国旅。

凯撒旅游的批发业务规模整体偏小，2017 年度实现出境游批发业务收入 128,993.17 万元，与众信旅游（不含竹园国旅）和竹园国旅的业务规模差距较大，在业务成熟度、供应商议价能力等方面存在差异，报告期内毛利率分别为 6.36%、5.57%和 4.30%，低于众信旅游（不含竹园国旅）和竹园国旅具备合理性。

中国国旅出境游业务 2017 年度实现营业收入 645,988.86 万元，但由于中国国旅出境游业务包括批发业务、零售业务和代理业务且并未披露各项业务比例，故竹园国旅（仅有出境游批发业务）与中国国旅在业务规模和毛利率水平方面的可比性较弱。

综上，从业务规模角度出发，与同行可比公司相比，竹园国旅和众信旅游在出境游批发业务上拥有明显的龙头效应，对上游供应商和下游代理商具有较强的议价能力，毛利率水平高于同行可比公司具备合理性。

## （二）竹园国旅协同众信旅游，规模效应有效提升议价能力及成本控制能力

### 1、竹园国旅成本以机票款和地接费为主，长期业务积累、规模优势、与众信旅游业务协同、集中采购提升了议价能力，具有资源整合和成本优势

报告期内，竹园国旅为客户提供旅游产品需要采购的要素中，占比最高的主要是机票和地接服务，其中与境外地接社合作主要采购的地接服务包括预订酒店房间、提供交通、安排用餐、提供当地短途旅游安排、提供导游翻译服务等。竹园国旅主营业务成本如下：

单位：万元

项目	2018 年 1-6 月		2017 年度		2016 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
机票款	134,130.44	61.48%	274,137.81	59.66%	224,481.22	63.80%
地接费	64,906.85	29.75%	146,017.20	31.78%	100,276.36	28.50%
其他成本	19,117.76	8.76%	39,337.52	8.56%	27,069.53	7.69%

项目	2018年1-6月		2017年度		2016年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
合计	218,155.05	100.00%	459,492.52	100.00%	351,827.11	100.00%

整合资源是为了降低总成本，提高产品的性价比。竹园国旅是产品的制造者同时也是旅游产业链各要素资源的整合者。对旅行社而言，能在多大范围、多高层次、多强密度上去整合资源，决定了企业的价值创造力和发展边界。

航空资源方面，竹园国旅与国内、国际多家航空公司建立了长期紧密的合作关系，是多家航空公司的A类客户，多次被德国汉莎航空集团（包括汉莎航空、奥地利航空、瑞士航空等若干航空公司）、中国国航、海南航空、卡塔尔航空、法航荷航集团、印尼鹰航等航空公司授予最佳航空旅游合作奖、最佳团队销售奖、最佳合作伙伴奖等。不管是国际航班、国际国内联运，还是国际联运，标的公司都能在很短时间内提出机票配置的最优解决方案。此外，竹园国旅与众信旅游对法荷航、汉莎、芬航等航空公司进行集中采购，以法荷航为例，众信旅游及竹园国旅在其北京、上海、杭州、武汉、厦门、成都的全部航点均享有机票采购优先权及共用激励政策；与意大利勒奥斯航空（NEOS）合作在南京、济南、沈阳等城市开通赴意大利米兰的直航包机，与乌拉尔航空合作，将原本的竹园国旅只采西欧变为了集团的东欧航线和竹园国旅的西欧的航线共同采购，通过共同采购机票资源，极大提升了欧洲旺季的运力，在出发地城市取得了资源优势。

地接资源方面，标的公司与全球各大洲多个国家和地区的知名地接社通过签订协议等方式建立了合作关系，是上述地接社的重要客户，并视情况直接与境外酒店、餐厅、旅游车公司、景区联系，定期进行供应商筛选。长期的业务合作和大规模的采购加深了双方的业务合作关系。此外，众信旅游积极向上游资源端拓展，通过直接投资和战略合作等方式，布局世界主要旅游目的地资源，直接掌控重要的目的地资源。竹园国旅借助众信旅游的布局，尽可能多地进入海外目的地服务市场，参与上游资源运营，加强资源掌控能力，保证了产品质量，提升出境游业务及其他出境服务业务竞争力。

主营业务成本来看，报告期内竹园国旅及众信旅游合计主营业务成本与可比公司相应业务的主营业务成本情况如下：

单位：万元

公司	业务	项目	2018年1-6月	2017年度	2016年度
众信旅游（含竹园国旅）	出境游批发、出境游零售、整合营销等	机票款	259,553.91	572,655.77	551,487.20
		地接费	217,171.12	434,053.93	285,819.11
		其他	39,996.43	77,286.47	61,000.55
		合计	<b>516,721.46</b>	<b>1,083,996.18</b>	<b>898,306.86</b>
凯撒旅游	出境旅游服务（公民批发、公民零售、企业会奖）	大交通	未披露	313,408.06	252,703.98
		地接费		244,374.91	210,663.28
		其他		44,524.32	34,040.46
		合计	<b>277,173.43</b>	<b>602,307.28</b>	<b>497,407.72</b>

2017年度，众信旅游联合竹园国旅的旅游服务综合营业成本为1,083,996.18万元，其中机票和地接采购规模达到1,006,709.71万元；凯撒旅游出境游业务综合营业成本为602,307.28万元，其中机票和地接采购规模为557,782.96万元。相比较而言，众信旅游协同竹园国旅，对于航空资源和地接资源等出境游业务核心资源的采购规模明显高于凯撒旅游，得以充分发挥规模优势，提升采购议价能力，有效降低单位采购成本，从而实现更高的毛利率水平。

## 2、竹园国旅定位相对高端，产品服务质量稳定，下游代理商认可度高

随着业务规模的持续扩大以及与众信旅游的合作持续加深，竹园国旅拥有龙头效应，品牌影响力和竞争力较强，拥有较好的下游代理商议价能力，定价策略更为自主灵活，同时竹园国旅在批发类产品定位上相对高端，产品服务质量稳定，受益于集中采购和良好的成本控制能力，产品性价比高，在保证代理商利润的同时，可以为自身取得较高的毛利率。凯撒旅游因业务规模受限，批发业务产品市场竞争力相对不足，议价能力可能偏弱，一定程度上造成毛利率水平偏低。

综上，竹园国旅在出境游批发领域保持行业领先地位，业务规模大，市场占有率高，拥有明显的品牌影响力和龙头效应，与上游供应商和下游代理商具有良好的合作关系，并拥有较强的议价能力和市场认可度，同时，竹园国旅协同众信旅游充分发挥规模优势，进一步有效提升议价能力及成本控制能力，毛利率高于可比公司水平具备合理性。

## 二、标的资产销售费用率低于同行业公司的原因及合理性

报告期内，标的资产的销售费用明细如下：

单位：万元

项 目	2018 年 1-6 月		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
人员薪酬	7,495.95	3.15%	13,459.30	2.71%	10,042.08	2.64%
房租物业费	1,020.31	0.43%	1,926.55	0.39%	1,204.57	0.32%
办公费	501.60	0.21%	796.76	0.16%	528.54	0.14%
差旅交通费	275.69	0.12%	720.42	0.15%	623.79	0.16%
广告宣传费	223.94	0.09%	349.05	0.07%	556.00	0.15%
业务费	114.05	0.05%	201.74	0.04%	133.03	0.03%
折旧摊销	59.83	0.03%	99.78	0.02%	149.59	0.04%
会议费	18.41	0.01%	101.64	0.02%	100.55	0.03%
其他	5.94	0.00%	60.94	0.01%	80.26	0.02%
<b>销售费用合计</b>	<b>9,715.72</b>	<b>4.09%</b>	<b>17,716.20</b>	<b>3.57%</b>	<b>13,418.40</b>	<b>3.52%</b>

报告期内，标的公司销售费用持续增加，与公司销售规模的较快增长相匹配；而标的公司销售费用占当期营业收入的比重分别为 3.52%、3.57% 和 4.09%，基本保持稳定。相比同行业上市公司，标的资产销售费用率相对较低的原因如下：

（一）同行业公司均从事泛旅游行业业务，而标的公司仅从事出境游批发业务，业务构成存在明显差异

报告期内，竹园国旅仅从事出境游批发业务，同行业公司主营业务中出境游业务均包括出境游零售业务，且出境游仅为主营业务之一，具体如下：

证券简称	主营业务构成
凯撒旅游 (000796.SZ)	主要从事旅游业务与航食、铁路配餐业务。具体如下： 1、航空配餐及服务 10.40%，铁路配餐及服务 2.40%； 2、旅游服务 87.00%（公民批发 16.03%，公民零售 57.74%，企业会奖 13.22%）； 3、物业租赁业务及其他 0.20%
众信旅游 (不含竹园国旅) (002707.SZ)	主要从事出境游业务（批发、零售）、整合营销业务、其他旅游业务和其他行业产品，具体如下： 1、出境游业务 84.93%（批发 55.95%，零售 28.98%）； 2、整合营销业务 12.41%； 3、其他旅游业务和其他行业产品 2.66%
中国国旅 (601888.SH)	主要从事旅行社业务和免税业务，其中旅行社业务主要包括入境游、出境游、国内游、会奖旅游、签证服务、商旅服务、航空服务、电子商务等业务；免税业务主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。

	<p>具体如下：</p> <p>1、商品贸易 55.23%（免税商品 52.54%，有税商品 2.68%）；</p> <p>2、旅游服务 43.41%（出境旅游 22.84%，国内旅游 11.51%，境外签证 3.48%，入境旅游 2.36%，票务代理 1.96%，其他服务 1.26%）；</p> <p>3、其他业务 1.46%</p>
--	---

注：主营业务具体项目占比来源各公司 2017 年年度报告；众信旅游数据已剔除标的公司影响。

由上表可看出，同行业公司中，凯撒旅游公民批发业务占比 16.03%；众信旅游（不含竹园国旅）批发业务占比 55.95%；中国国旅未披露批发业务占比，但其出境旅游业务占比相对较低，为 22.84%。因此，上述同行业公司业务构成与标的资产有较大差异。

## （二）标的资产仅从事出境游批发业务的特点导致其销售费用率相对较低

标的资产与同行业上市公司销售费用的构成情况对比如下：

证券简称	项目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年
凯撒旅游 (000796.SZ)	人工费	5.36%	3.79%	4.02%
	房租物业费	1.05%	1.08%	1.37%
	广告宣传费	1.40%	1.22%	0.87%
	经营权费	0.83%	0.53%	0.42%
	折旧摊销	0.31%	0.33%	0.35%
	办公费相关	-	0.18%	0.29%
	差旅交通费	-	0.25%	0.36%
	其他	0.32%	0.36%	0.27%
	<b>合计</b>		<b>9.29%</b>	<b>7.73%</b>
众信旅游 (不含竹园国旅) (002707.SZ)	工资薪酬	4.37%	3.43%	3.29%
	房租物业费	1.44%	1.13%	0.92%
	广告宣传费	0.94%	0.76%	0.90%
	折旧摊销	0.39%	0.26%	0.12%
	办公费	0.57%	0.82%	0.67%
	差旅交通费	0.25%	0.24%	0.19%
	其他	0.46%	0.47%	0.49%
	<b>合计</b>		<b>8.42%</b>	<b>7.11%</b>
中国国旅 (601888.SH)	职工薪酬	3.14%	3.78%	3.76%
	租赁费	17.86%	6.52%	1.91%
	广告及推广宣传费	0.39%	0.52%	0.44%
	折旧及摊销费用	0.35%	0.52%	0.65%
	交通运输及物流费用	0.19%	0.23%	0.22%
	办公及运营费用	0.31%	0.52%	0.73%
	其他	0.81%	0.39%	0.35%
	<b>合计</b>		<b>23.05%</b>	<b>12.48%</b>
竹园国旅	人员薪酬	3.15%	2.71%	2.64%
	房租物业费	0.43%	0.39%	0.32%

	广告宣传费	0.09%	0.07%	0.15%
	折旧摊销	0.03%	0.02%	0.04%
	办公费	0.21%	0.16%	0.14%
	差旅交通费	0.12%	0.15%	0.16%
	其他	0.06%	0.07%	0.08%
	<b>合计</b>	<b>4.09%</b>	<b>3.57%</b>	<b>3.52%</b>

注 1：众信旅游销售费用率为剔除竹园国旅对众信旅游合并报表影响后计算所得。

注 2：凯撒旅游 2018 年半年报销售费用办公费相关、差旅交通费等项目未按照 2016-2017 年度报告口径进行分类。

由销售费用构成来看，标的资产销售费用率相对较低的主要原因包括：

### 1、人员薪酬

标的资产仅从事出境游批发业务，产品销售及收款直接面向旅行社代理商或 OTA 平台等。同行业上市公司业务类型相对多元，如：2017 年度，凯撒旅游公民零售占比 57.74%；众信旅游（不含竹园国旅）出境游零售占比 28.98%；中国国旅商品贸易（以免税店零售运营为主）占比 55.23% 等。

相比同行业公司旅游零售业务直接面向消费者，批发业务具有人均创造收入较高的特征。达到相同销售规模时，批发业务所需销售人员数量更少，符合批发业务的特点。

根据定期报告，2017 年度上述公司中业务/销售人员的人数如下：

公司名称	2017 年末	2016 年末	平均人数
凯撒旅游	2,393	2,095	2,244
众信旅游（不含竹园国旅）	3,089	2,438	2,764
中国国旅	10,029	8,972	9,501
<b>竹园国旅</b>	<b>1,028</b>	<b>972</b>	<b>1,000</b>

此外，相对于境内游，出境游由于旅途较远、整体服务要求较高、当地消费水平较高等因素，通常单价更高，也导致人均创收更高。竹园国旅结合多年运营经验根据不同的区域合理配置相关的销售人员开展业务。以上因素综合造成竹园国旅计入销售费用的人员薪酬占营业收入比例相对较低。

### 2、房租物业费

标的资产仅从事出境游批发业务，房租物业费为总部及各地分、子公司办公场所租赁费用。同行业公司均从事旅游零售业务，需要租赁大量门店，而标的资

产没有直接面向个体消费者的零售网点门店。因此，房租物业费绝对金额低，计入销售费用的房租物业费占营业收入的比例相对较低。

### 3、广告宣传费

标的资产仅从事出境游批发业务，下游客户为 OTA 旅行社、同业分销平台等，故广告宣传费仅用于平台广告、少量传单印刷等；如在“1、人员薪酬”中所述，相比同行业公司的旅游零售业务，因直接面向消费者，广告宣传费投入大。此外，竹园国旅从事出境游批发业务多年，处于国内龙头地位，已具有显著品牌效应，在业内具有较高认可度。因此，广告宣传费占营业收入的比例相对较低。

### 4、折旧摊销

标的公司固定资产主要为电脑、运输车辆等，无形资产主要为办公及业务软件，不存在房屋及建筑物、土地使用权等较高原值的固定资产、无形资产，故折旧摊销较少。因此，折旧摊销占营业收入的比例相对较低。

### 5、办公费相关及差旅交通费

经过多年业务发展，标的资产内部已形成一套行之有效的成本费用控制措施，不断优化费用预算管理制度，科学地平衡业务拓展与成本费用控制的关系，提高费用使用效率。具体表现在：（1）标的资产已建立相关控制标准，并围绕该标准建立成本费用控制体系；（2）在成本费用发生点定岗、定责，设立组织体系和责任体系，进行控制和监督；（3）加强费用核算和分析，将控制情况及时反馈到管理人员，并采取必要措施。

因此，标的资产对于销售费用的严格控制使得办公费用及差旅交通费占营业收入比例相对较低。

### 6、其他因素

凯撒旅游销售费用中包含“经营权费”，系配餐经营权款，而标的公司不含有此项业务，故亦无相关费用。

综上所述，标的资产销售费用率低于同行业上市公司主要系其仅从事出境游批发业务，与其他同行业公司主要经营业务类型、经营特点等方面均存在显著差异，

故销售费用率较低具有合理性。

### 三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

1、竹园国旅在出境游批发领域保持行业领先地位，业务规模大，市场占有率高，拥有明显的品牌影响力和龙头效应，与上游供应商和下游代理商具有良好的合作关系，并拥有较强的议价能力，同时，竹园国旅协同众信旅游充分发挥规模优势，进一步有效提升议价能力及成本控制能力，毛利率高于可比公司水平具备合理性。

2、标的资产销售费用率低于同行业上市公司主要系其仅从事出境游批发业务，与其他同行业公司存在经营业务类型、经营特点等方面均存在显著差异，故销售费用率较低具有合理性。

### 问题三

反馈回复显示，预测期内，标的资产营业收入将继续增长，增长率由 9.25% 下降至 3%。预测期内，标的资产预测毛利率水平虽有小幅下降，但依旧明显高于可比公司可比业务水平，预测期销售费用率将继续稳定在 3.5% 左右，依旧明显低于同行业可比公司水平。请你公司：1) 补充披露标的资产预测期内毛利率水平的可持续性及其销售费用率水平的合理性。2) 结合可比公司业务发展情况、标的资产报告期内业绩增长情况、核心竞争优势及其保持情况、宏观经济周期对居民消费水平影响等因素，进一步补充披露预测期内标的资产营业收入和经营业绩的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

#### 一、标的资产预测期内毛利率水平的可持续性

##### （一）标的公司历史期间毛利率水平一直稳定保持在较高水平

竹园国旅自 1995 年成立以来，即以旅行社业务为主，从早期从事欧洲机票及商旅服务开始，逐步奠定了在欧洲线路上的竞争优势，并自 2000 年开始，先

后开辟了澳洲、亚洲、美洲、中东非洲等市场，现已发展成为国内大型出境旅游批发商，其历史期间毛利率水平基本维持在 7% 以上，业务模式成熟稳定，标的公司毛利率水平具备可持续性。

目的地	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
欧洲	8.49%	8.85%	7.54%	7.01%	6.95%	8.08%
亚洲	5.79%	6.09%	7.42%	9.26%	8.01%	8.56%
澳洲	5.27%	5.41%	7.68%	-0.69%	6.63%	6.52%
美洲	5.36%	4.58%	-2.23%	-0.26%	0.29%	7.36%
中东非	1.14%	1.94%	2.52%	4.14%	9.49%	8.61%
<b>综合毛利率</b>	<b>7.24%</b>	<b>7.78%</b>	<b>7.29%</b>	<b>7.64%</b>	<b>7.33%</b>	<b>8.26%</b>

与同行可比公司相比，竹园国旅和众信旅游在出境游批发业务上拥有明显的规模效应和品牌效应，对上游供应商和下游代理商具有较强的议价能力，历史期间一直维持在较高毛利率水平，竹园国旅 2013 年-2017 年毛利率在 7.24%~7.78% 波动，众信旅游批发业务毛利率 2013 年-2017 年在 7.09%~8.81% 波动。历史期间综合毛利率水平高于同行业上市公司的原因详见“问题二/一、竹园国旅毛利率水平高于可比公司水平的原因及合理性”。

## （二）标的公司业务规模领先地位和交易后的协同有助于保障毛利率水平的可持续性

竹园国旅在出境游批发行业的业务规模常年居于市场领先地位，在出境游批发业务上拥有明显的龙头效应，业务模式成熟高效、对上游供应商和下游代理商具有较强的议价能力，长期的业务合作和稳定的供应商关系有助于保障毛利率维持在较高水平。

同时，考虑到本次交易后，竹园国旅将成为上市公司的全资子公司，有利于提高上市公司关于其整体出境旅游批发业务运营的决策权和决策效率，同时进一步提升竹园国旅的管理和运营效率，发挥协同效应，标的公司毛利率水平仍有较大可能维持在高位。

预测期内，结合竹园国旅报告期各项业务的毛利率水平、行业平均毛利率水平及竹园国旅未来年度的战略规划对其预测期各项业务的毛利率水平进行预测。标的公司报告期及预测期欧洲、亚洲和澳洲出境游业务的毛利率情况见下表：

目的地	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
欧洲	7.01%	6.95%	6.65%	6.36%	6.06%	5.76%	5.76%
亚洲	9.26%	8.01%	8.30%	8.59%	8.88%	9.17%	9.17%
澳洲	-0.69%	6.63%	6.10%	5.57%	5.03%	4.49%	4.49%
美洲	-0.26%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
中东非	4.14%	9.49%	9.49%	9.49%	9.49%	9.49%	9.49%
<b>综合毛利率</b>	<b>7.64%</b>	<b>7.33%</b>	<b>7.31%</b>	<b>7.27%</b>	<b>7.21%</b>	<b>7.14%</b>	<b>7.15%</b>

具体来看：

### 1、欧洲、澳洲业务预测期毛利率具备可持续性

项目	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
欧洲业务	客单价	1.36	1.31	1.27	1.24	1.21	1.17
	增长率	-	-4.31%	-2.61%	-2.61%	-2.61%	-2.61%
	平均成本	1.27	1.21	1.19	1.16	1.13	1.11
	增长率	-	-4.25%	-2.30%	-2.30%	-2.30%	-2.30%
	毛利率	7.01%	6.95%	6.65%	6.36%	6.06%	5.76%
	营业收入占比	41.91%	45.61%	46.76%	47.83%	48.93%	50.07%
澳洲业务	客单价	1.42	1.35	1.27	1.20	1.13	1.06
	增长率	-	-4.94%	-5.83%	-5.83%	-5.83%	-5.83%
	平均成本	1.43	1.26	1.20	1.13	1.07	1.02
	增长率	-	-11.84%	-5.30%	-5.30%	-5.30%	-5.30%
	毛利率	-0.69%	6.63%	6.10%	5.57%	5.03%	4.49%
	营业收入占比	3.35%	3.43%	3.40%	3.46%	3.42%	3.38%

欧洲、澳洲出境游属长线出境游，是经济发达、政局稳定、社会治安较好、旅游资源丰富、旅游配套服务设施完备成熟、旅游服务质量和游客满意度较高的旅游目的地，长线出境游出行距离长、服务内容和旅游要素资源要求更为复杂、在产品设计、资源获取和团队运作等方面具有更高的壁垒，对资金、人才、供应商关系有更高要求，竞争程度弱于短线出境游。

欧洲批发业务为竹园国旅最主要的出境游批发业务之一，从竹园国旅历史年度业务收入构成比例看，报告期内收入占比分别为45.61%和40.20%，2017年欧洲业务服务的出境游人数较2016年整体上涨48.05%，人均单价及成本均呈下降趋势。澳洲批发业务收入占整体营业收入的比例较小，2017年澳洲业务服务的出境游人数较2016年整体上涨40.24%，人均单价及成本均呈下降趋势。

考虑到预测期标的公司为吸引更多的出境游客，需不断丰富各目的地区域的产品结构，同时人均单价也会有不同程度的下调；另一方面，随着出境游人数的增加，标的公司在机票、地接等各方面向供应商获取的折扣可能更大，从而降低单位成本。未来年度标的公司在欧洲、澳洲出境游业务方面对平均单价和平均成本的预测均有不同程度的降低，但是考虑到竹园国旅的业务规模和品牌效应，对上游供应商和下游代理商具有较强的议价能力，毛利率预计将维持在较高水平，保守起见略低于 2017 年毛利率。

## 2、亚洲业务预测期毛利率具备可持续性

项 目	2016 年	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	
亚洲 业务	客单价	0.43	0.41	0.38	0.36	0.33	0.31	0.31
	增长率	-	-4.67%	-6.93%	-6.93%	-6.93%	-6.93%	0.00%
	平均成本	0.39	0.38	0.35	0.32	0.30	0.28	0.28
	增长率	-	-3.36%	-7.23%	-7.23%	-7.23%	-7.23%	0.00%
	毛利率	9.26%	8.01%	8.30%	8.59%	8.88%	9.17%	9.17%
	营业收入 占比	50.87%	48.24%	47.26%	46.20%	45.17%	44.17%	44.17%

亚洲是中国游客出境最为集中的目的地，复游率高。亚洲出境游属于短线出境游，出行距离短，相对其他目的地有较强的地理优势，大多数人首次出境游时选择目的地均为亚洲，未来年度随着国民收入水平的不断提升，亚洲目的地的出境游人数将保持持续的增长。此外，亚洲出境游对其他各目的地出境游具有一定的替代性，例如 2016 年度，欧洲游客数量受到欧洲暴恐事件、申根国家签证指纹信息录入等因素的影响，亚洲出境游人次出现了较快速度增长。

竹园国旅在亚洲出境游市场一直位于行业龙头地位，产品覆盖高中低端各层次，擅长旅游产品的深度开发，以独特的触角发掘新景点，有效整合资源提供高性价比产品，不断引领产品发展。在亚洲市场，竹园国旅结合其优势地位，在曼谷、普吉、沙巴、巴厘岛等中国游客较为集中的热点目的地运营了国内 10 余个城市始发的定期航班产品和包机产品，同时，经过多年的建设，东南亚、海岛产品品质不断升级，已经沉淀了很多经典的、高性价比的产品，得到了市场的高度认可。竹园国旅产品采购量大，性价比高，出发城市多，贴近客源市场，定位多层次以满足不同消费者的需求，具有较强的行业竞争力。竹园国旅通过准确的市

场切入角度，在全国主要客源地进行广泛布局，优秀的成本控制，为亚洲的高毛利水平奠定基础。

预测期内，从客单价角度考虑，随着未来亚洲出境游业务竞争加剧，标的公司客单价预计仍会呈下降趋势。但是，随着出境游人数的继续增加，竹园国旅凭借亚洲出境游业务的行业龙头地位，将继续强化规模化采购优势；此外，亚洲地区跨国航线数量较多也有利于标的公司继续开展包机业务，从而促使产品平均成本的进一步下降。

亚洲业务的游客量更大、频次更高，马太效应更为明显。考虑到亚洲业务游客的迅速增加，竹园国旅在亚洲业务上核心竞争优势明显，竹园国旅规模效应预计将进一步凸显和强化。综上，预测期内竹园国旅亚洲业务毛利率将持续维持在较高水平。

### 3、美洲、中东非业务预测期毛利率具备可持续性

项 目		2016 年	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
美洲 业务	客单价	1.42	1.66	1.66	1.66	1.66	1.66	1.66
	增长率	-	16.90%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	平均成本	1.42	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65
	增长率	-	16.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	-0.26%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
	营业收入占比	3.24%	2.00%	1.92%	1.89%	1.89%	1.81%	1.76%
中东 非业 务	客单价	0.82	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91
	增长率	-	10.98%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	平均成本	0.79	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82
	增长率	-	3.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	4.14%	9.49%	9.49%	9.49%	9.49%	9.49%	9.49%
	营业收入占比	0.63%	0.72%	0.66%	0.62%	0.59%	0.56%	0.55%

对于美洲及中东非出境游业务，报告期美洲及中东非地区人均单价及成本呈现上升趋势，美洲地区主要由于标的公司调整了产品结构，产品趋向于高端化，故人均单价及成本均略有上升，由于美洲出境游产品目前价格还有上升空间，且标的企业目前正在推广其高端产品，保守起见，未来年度平均单价及成本参照2017年水平进行预测，使用2017年毛利率作为预测期间毛利率。对于中东非地

区，2017年毛利率较2016年上升幅度较大，是由于2016年受到土耳其暴乱的影响，对业绩有一定影响，2017年随着暴乱事件的消除人民恐慌度下降，土耳其路线推出了土耳其尊悦系列14日游，土耳其轻奢全景10日游，土耳其经典全景10日游及异域迷踪土耳其11/12日游等一系列相关旅游产品，且销量较好，因此2017年的中东非业务获利能力明显提升，未来随着标的公司对土耳其目的地的深度挖掘，产品更为丰富，有利于保证目前的获利水平，预测期内按照2017年毛利率水平对未来年度毛利率进行预测具备合理性和一定的可持续性。

综上，标的公司预测毛利率水平出现小幅下降，同时明显高于可比公司可比业务水平具备合理性，标的公司未来年度预测毛利率水平具备可持续性。

## 二、标的资产预测期内销售费用率水平的合理性

报告期及预测期内，标的资产的销售费用构成情况如下：

单位：万元

项 目	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
<b>人员薪酬</b>	<b>10,042.08</b>	<b>13,459.30</b>	<b>14,703.83</b>	<b>15,677.73</b>	<b>16,418.45</b>	<b>17,187.25</b>	<b>17,702.27</b>
占营业收入比例	2.64%	2.71%	2.71%	2.71%	2.71%	2.71%	2.71%
<b>房租物业费</b>	<b>1,204.57</b>	<b>1,926.55</b>	<b>2,022.88</b>	<b>2,124.02</b>	<b>2,230.23</b>	<b>2,341.74</b>	<b>2,341.74</b>
占营业收入比例	0.32%	0.39%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.36%
<b>办公费</b>	<b>528.54</b>	<b>796.76</b>	<b>870.44</b>	<b>928.09</b>	<b>971.94</b>	<b>1,017.45</b>	<b>1,047.94</b>
占营业收入比例	0.14%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
<b>差旅交通费</b>	<b>623.79</b>	<b>720.42</b>	<b>787.04</b>	<b>839.17</b>	<b>878.81</b>	<b>919.96</b>	<b>947.53</b>
占营业收入比例	0.16%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
<b>广告宣传费</b>	<b>556.00</b>	<b>349.05</b>	<b>381.33</b>	<b>406.59</b>	<b>425.80</b>	<b>445.73</b>	<b>459.09</b>
占营业收入比例	0.15%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
<b>业务费</b>	<b>133.03</b>	<b>201.74</b>	<b>220.40</b>	<b>235.00</b>	<b>246.10</b>	<b>257.62</b>	<b>265.34</b>
占营业收入比例	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
<b>折旧摊销</b>	<b>149.59</b>	<b>99.78</b>	<b>118.85</b>	<b>140.80</b>	<b>140.80</b>	<b>140.80</b>	<b>140.80</b>
占营业收入比例	0.04%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
<b>会议费</b>	<b>100.55</b>	<b>101.64</b>	<b>111.03</b>	<b>118.39</b>	<b>123.98</b>	<b>129.79</b>	<b>133.68</b>
占营业收入比例	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
<b>其他</b>	<b>80.26</b>	<b>60.94</b>	<b>66.58</b>	<b>70.99</b>	<b>74.34</b>	<b>77.82</b>	<b>80.16</b>
占营业收入比例	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
<b>销售费用合计</b>	<b>13,418.40</b>	<b>17,716.20</b>	<b>19,282.38</b>	<b>20,540.77</b>	<b>21,510.45</b>	<b>22,518.17</b>	<b>23,118.54</b>
占营业收入比例	3.52%	3.57%	3.56%	3.56%	3.56%	3.56%	3.54%

报告期内，竹园国旅2016年度销售费用为13,418.40万元，2017年度销售费用上升至17,716.20万元，同比增长32.03%；销售费用率由3.52%增加至3.57%，

基本保持稳定。

从销售费用具体构成来看，随着标的资产销售收入的增长，人员薪酬、办公费、差旅交通费、广告宣传费、业务费、会议费、其他等均有一定增长，但占营业收入比例保持稳定，未发生明显差异。本次评估参照竹园国旅 2017 年度该等费用与营业收入的比率，并结合竹园国旅营业收入预测情况进行估算。

对于房租物业费，本次评估参照报告期内标的资产实际发生额，同时考虑预测期内一定幅度的增长率来进行预测；对于折旧摊销，结合竹园国旅固定资产、无形资产规模及资本性支出预测情况，并参考 2017 年度销售费用中折旧摊销占总折旧摊销的比例进行估算。随着标的资产收入规模增长，房租物业费、折旧摊销费的增幅相应收窄，规模效应显现。

预测期销售费用率将继续稳定在 3.5% 左右，主要原因在于：

#### **（一）预测期内标的资产主营业务未发生改变，销售费用率与报告期内基本相当具有合理性**

报告期内，标的资产仅从事出境游批发业务，其销售费用率低于同行业上市公司的原因详见“问题二/二、标的资产销售费用率低于同行业公司的原因及合理性”。

预测期内，标的资产主营业务仍为出境游批发业务，其销售费用构成预计不会发生显著差异。预测期销售费用中，人员薪酬、办公费、差旅交通费、广告宣传费、业务费、会议费、其他等均参照 2017 年度中该等费用占营业收入的比例预测；房租物业费为基于 2017 年度实际发生金额、每年按照 5% 比例增长所得；折旧摊销为结合竹园国旅固定资产、无形资产规模及资本性支出预测，故自 2019 年起金额保持稳定。

#### **（二）规模效应显现，标的资产销售费用率趋于稳定**

根据国家旅游局 2016 年 12 月公布的全国百强旅行社名单，标的资产在其中名列第六位。标的资产出境旅游目的地涵盖欧洲、亚洲、澳洲、美洲、中东非等地，其中亚洲旅游线路业务处于行业龙头地位，欧洲旅游线路业务亦处于行业领先地位。

随着标的资产经营规模持续扩大，其行业领先地位将得到进一步稳固，规模效应显现，使得销售费用占比下降，故销售费用率在报告期内稳中有降具有合理性。

### （三）成本费用科学管理，标的资产严格控制销售费用

经过多年业务发展，标的资产内部已形成一套行之有效的成本费用控制措施，不断优化费用预算管理制度，结合能效比科学地平衡业务拓展与成本费用控制的关系，提高费用使用效率。具体表现在，（1）标的资产已建立相关控制标准，并围绕该标准建立成本费用控制体系；（2）在成本费用发生点定岗、定责，设立组织体系和责任体系，进行控制和监督；（3）加强费用核算和分析，将控制情况及时反馈到管理人员，并采取必要措施。

在标的资产主营业务未发生改变的情况下，受益于集约化、精细化的成本费用管理手段，预测期标的资产销售费用有望得到科学有效地控制，从而销售费用率与报告期内保持相当水平。

## 三、标的资产营业收入和经营业绩的可实现性

### （一）报告期内可比公司业务发展情况

报告期内，竹园国旅可比上市公司业务发展情况如下：

单位：万元

公司名称	项目	2018年1-6月		2017年度		2016年度
		金额	同比增长率	金额	同比增长率	金额
众信旅游	营业收入	578,195.04	14.58%	1,204,798.08	19.24%	1,010,399.86
	归母净利润	13,828.37	45.18%	23,262.40	8.27%	21,486.49
凯撒旅游	营业收入	376,749.48	10.66%	804,531.86	21.24%	663,601.01
	归母净利润	7,664.84	-42.99%	22,069.94	3.82%	21,258.81
中国国旅	营业收入	2,108,472.16	67.77%	2,828,228.67	26.32%	2,238,979.37
	归母净利润	191,911.67	47.60%	253,076.28	39.96%	180,819.05

众信旅游 2017 年实现营业总收入 120.48 亿元，较上年同比增长 19.24%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.33 亿元，同比增长 8.27%。2017 年随着欧洲

暴恐影响的减小，欧洲旅游呈现回暖态势，作为国内经营欧洲旅游目的地最大的运营商，众信旅游不断进行产品创新，引领行业产品格局，除了主流的常规西欧游产品，西欧深度游、东欧、北欧、南欧产品也受到市场欢迎。随着与竹园国旅的重组完成，近两年公司东南亚、海岛目的地产品增长迅猛，年服务游客超过百万人次。2017 年众信旅游持续进行产品目的地均衡、产品本地化和产品创新，根据各渠道各类人群的消费特点，开发满足市场需求的产品，通过在各地开设分子公司，在各个区域市场实施产品本地化落地。2018 年上半年，众信旅游实现营业总收入 57.82 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 1.38 亿元，较去年同期增长显著。

凯撒旅游 2017 年实现营业收入 80.45 亿元，较上年同比增长 21.24%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.21 亿元，同比增长 3.82%。2017 年，面对出境游增速持续回暖及旅游产业消费升级的行业环境，凯撒旅游继续围绕“旅游+”为核心全面加强产业链布局，坚持渠道+产品+资源一体化发展，加大旅游全产业链及一站式旅游服务平台体系研发投入，不断提升上下游资源协调整合能力，全年实现旅游服务收入 69.99 亿元，同比增长 20.83%。同时，凯撒旅游继续拓展航空食品、铁路餐饮服务业务，坚持强化食品安全管理，实现收入 10.3 亿元，同比增长 32%。2018 年上半年，凯撒旅游实现营业收入 37.67 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 0.77 亿元，较去年同期有所下降主要系投资收益大幅下降所致。

中国国旅 2017 年实现营业总收入 282.82 亿元，较上年同比增长 26.32%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.72 亿元，同比增长 39.96%。其中旅游服务业务积极推进旅行社业务转型升级，强化整体管控能力，注重整合内外部资源，推进线上线下一体化经营。免税业务通过并购、招投标等手段抢抓发展机遇，确立了国内行业龙头地位，既巩固现有免税政策优势，又为国际化发展奠定坚实基础。旅游投资业务稳扎稳打，按计划推进三亚海棠湾河心岛项目。2018 年上半年，中国国旅实现营业收入 210.85 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 19.19 亿元，盈利能力保持较快的增长速度。

结合报告期内可比公司业务发展情况来看，各上市公司营业收入均保持良好

的增长态势；除凯撒旅游外，各上市公司净利润水平均保持较快的增长速度。整体而言，旅行社行业展现了良好的发展趋势，为预测期内标的公司营业收入和经营业绩的可实现性提供了有力支撑。

## （二）标的资产报告期内业绩增长情况

报告期内，竹园国旅业绩实现情况如下：

单位：万元

项目	2018年1-6月	2017年度		2016年度
	金额	金额	同比增长率	金额
营业总收入	237,787.96	495,863.11	30.17%	380,926.37
营业总成本	228,885.04	479,145.37	29.94%	368,745.30
营业利润	9,090.57	16,698.15	37.25%	12,166.26
利润总额	9,076.30	16,669.42	36.40%	12,220.85
净利润	6,785.56	12,466.57	36.40%	9,139.48

标的公司 2017 年度实现营业收入 495,863.11 万元，较 2016 年度增加 114,936.74 万元，增长 30.17%；净利润达到 12,466.57 万元，较上一年增长 3,327.10 万元，增幅 36.40%，主要系出境游市场需求持续增长、竹园国旅依靠专业优势加强产品研发与品牌升级、线下渠道进一步拓展所致。2018 年 1-6 月，竹园国旅实现营业收入 237,787.96 万元，实现净利润 6,785.56 万元，保持了良好的增长态势。

受气候及休假制度的整体影响，出境游业务存在一定季节性，通常下半年好于上半年。根据中联评估出具的中联评报字[2018]第 888 号《资产评估报告》所确定的营业收入、净利润预测值，竹园国旅已实现 2018 年度营业收入预测值的 43.90%，已实现 2018 年度净利润预测值的 51.13%。

## （三）标的公司核心竞争优势及其保持情况

经过多年的发展，竹园国旅现已成为国内领先的大型出境游批发商，在欧洲及亚洲目的地具有较强的竞争优势。根据国家旅游局 2016 年 12 月公布的全国百强旅行社名单，标的资产在其中名列第六位。此外，竹园国旅被北京旅行社评定委员会评为 5A 级旅行社。竹园国旅凭借在出境游批发业务方面的专业、优质服

务在业内取得了充分认可并建立了良好的口碑，拥有较强的核心竞争优势。具体来看：

### 1、服务质量优势

标的公司从资源采购、产品研发开始就注重服务质量，量化各类产品的服务标准，从源头上保证服务质量。经过多年的经营，标的公司积累了大量的出境旅游团队操作经验，培养选拔了一批经验丰富、敬业尽职的优秀领队人员。标的公司对领队服务进行规范化管理，加大对领队人员的培训，制定了领队服务管理制度，对领队服务的具体内容和要求做了详细的规定。标的公司严格控制采购质量，定期对地接、酒店、餐厅、景点、航空公司等供应商进行评估，及时更换不合格的供应商，不断改进和提升产品，提高客户满意度。

未来标的公司将继续优化产品内容，提升服务质量，提供高性价比产品，为标的公司赢得更多荣誉。

### 2、资源整合及成本优势

标的公司与国内、国际多家航空公司建立了长期紧密的合作关系，是多家航空公司的 A 类客户，多次被德国汉莎航空集团（包括汉莎航空、奥地利航空、瑞士航空等若干航空公司）、中国国航、海南航空、卡塔尔航空、法航荷航集团、印尼鹰航等航空公司授予最佳航空旅游合作奖、最佳团队销售奖、最佳合作伙伴奖等。不管是国际航班、国际国内联运，还是国际联运，标的公司都能在很短时间内提出机票配置的最优解决方案。此外，标的公司在短线游上大力发展包机业务，从而实现竹园国旅客户可从全国多个出境口岸直飞境外旅游目的地。

目前标的公司与全球各大洲多个国家和地区的知名地接社通过签订协议等方式建立了合作关系，是上述地接社的重要客户，并视情况直接与境外酒店、餐厅、旅游车公司、景区联系，定期进行供应商筛选。

标的公司在产品设计和实现上具有丰富的资源优势，能够根据市场需求，灵活地进行组合，设计出不同类型产品，将标的公司具备的优势资源导入产品，或根据产品的需求，寻找最适合的资源，为不同层级的产品提供最佳的性价比方案，最大程度发挥旅行社整合旅游产业链上游资源的优势。

### 3、专业运作优势

标的公司一直坚持专业的出境游运营商定位，坚持实施现有发展战略，突出主营业务，加强对出境游产业链各环节的整合和控制，在资源采购、产品研发、销售推广、团队运作和内部管理等环节上不断提高专业水平，满足客户需要，为消费者提供专业的一站式全方位服务。

通过多年经营，标的公司已经具备了良好的出境游资源整合、产品研发和综合团队运作能力，形成了专业运作优势，并具备可持续性。

### 4、产品研发优势

经过多年的经营，标的公司建立了一整套完善的产品研发体系，拥有了专业水平高、从业时间长的产品研发团队。标的公司产品研发团队由产品经理、销售人员、市场推广人员、领队组成，根据不同产品的设计目标，邀请相关领域的专家或其他领域的公司参与，并及时征求参团客人意见。产品研发团队定期召开产品讨论会，每年年初制定年度产品大纲、划分主要的产品季、根据不同目的地的特点，制定团队游、自由行、半自由行等产品研发计划，在每个产品季推出新产品，并根据标的公司掌握资源的情况、市场突现热点、人们消费心理的变化对相关产品进行及时调整，定期评估产品的效果。产品研发人员会参加各国旅游局组织的旅游目的地旅游资源考察及旅游交易会，在产品主题、产品理念、产品预期效果、产品要素标准及搭配上（航班、签证、酒店、餐饮、线路安排、景点等）进行严格的推敲和检测，对产品设计的合理性、流畅性进行严格把关，注重细节服务和关怀服务，让每个产品方案真正达到预先设定的客户体验效果，持续保障标的公司的产品研发优势。

### 5、人才优势

标的公司现有核心经营团队大部分人员行业从业时间较长，具有较强的稳定性。标的公司重视企业文化建设，注重员工培训，建立了完善的人力资源培训制度，为员工提供了多种成长途径。经过多年经营，标的公司培养了一支数量充足、专业优良的管理、领队、产品研发和销售团队，能够满足标的公司业务快速发展的需要。近年来，标的公司一直保持着较低的员工流失率。标的公司拥有规范的

操作流程和完善的管理制度，具有快速高效的组织管理和创新能力，能够经营涵盖全球主要旅游目的地国家的出境旅游业务，标的公司的人才积累为未来业务发展打下了坚实基础，有效保证了标的公司的人才优势。

## 6、客户优势

标的公司以做强做大批发业务为起点，始终坚持与代理商双赢的理念，与全国千余家代理商及其分支机构建立了长期稳定的合作关系，为途牛网、携程网、同程网等知名在线旅游平台出境游产品的主要供应商之一。基于产品研发优势和资源整合优势，标的公司能够不断推出适销对路的旅游产品，从而保证了代理商与标的公司合作的积极性。标的公司对批发业务采取了多项营销措施，如在各地开展产品推介会；定期对代理商进行专业知识培训、产品培训；派销售人员直接到代理商现场提供产品咨询和服务等。通过这些措施增强了代理商对标的公司的产品认同度，提高了代理商对标的公司的粘性，为标的公司客户优势提供了有力保障。

## 7、品牌优势

作为国内首批从事出境游批发业务的旅行社之一，标的公司已发展成为行业领先的专业出境游运营商，在业内积累了深厚影响力和良好口碑，形成了较强的品牌优势。标的公司品牌优势保持良好，具备可持续性。

综上，结果多年的发展与积累，标的公司已具备且保持有多方面核心竞争力，能够为预测期内标的公司营业收入和经营业绩的可实现性提供全面助力。

### （四）宏观经济周期对预测期内标的资产营业收入和经营业绩影响

#### 1、中国宏观经济周期对居民消费水平影响的分析及展望

##### （1）中国经济增长稳中向好，产业结构继续改善

2017年，中国坚持稳中求进工作总基调，坚定不移贯彻新发展理念，以提高发展质量和效益为中心，以供给侧结构性改革为主线，统筹稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险，促进结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现了平稳健康发展。

国家统计局数据显示，2017 年国内生产总值（GDP）达到 82.71 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%。分产业看，第一产业增加值 6.55 万亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 33.46 万亿元，同比增长 6.1%；第三产业增加值 42.70 万亿元，同比增长 8.0%。2018 年上半年 GDP 达到 41.90 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.8%。国民经济总体平稳、稳中向好。

从产业增加值占 GDP 比重来看，2017 年度第一产业为 7.9%，比上年下降 0.6 个百分点；第二产业为 40.5%，比上年提高 0.6 个百分点；第三产业为 51.6%，与上年持平。从对经济增长的贡献率来看，三次产业的贡献率分别约为 4.9%、36.3%和 58.8%，第三产业的贡献率比第二产业高 22.5 个百分点，比上年提高 1.3 个百分点，产业结构实现进一步改善。

### （2）内需结构不断优化，消费支出稳健增长

国内需求结构呈现不断优化态势，消费支出逐步成为我国经济增长的第一驱动力。2017 年，最终消费支出对经济增长的贡献率为 58.8%，比资本形成总额高 26.7 个百分点；2018 年上半年，最终消费支出对经济增长的贡献率达到 78.5%，比上年同期提高 14.2 个百分点。2017 年，全国居民人均消费支出 18,322 元，扣除价格因素实际同比增长 5.4%。2018 年上半年，全国居民人均消费支出 9,609 元，扣除价格因素实际同比增长 6.7%，继续保持稳步增长。

### （3）经济水平有望稳中求进，居民消费水平将继续保持稳速提升

2018 年是贯彻党的十九大精神的开局之年，是改革开放 40 周年，是决胜全面建成小康社会、实施“十三五”规划承上启下的关键一年。当前中国经济发展潜力和空间仍然巨大，新型城镇化、服务业、高端制造业以及消费升级的发展前景广阔，经济韧性好、潜力足、回旋空间大的特质没有改变，经济长期向好的基本面没有改变。

中国正处在转型升级和新旧动能转换的关键阶段，新技术、新产业、新业态、新模式、新产品、新动能加快孕育，服务业和消费增长较快，成为近年来推动经济结构优化、动力转换和质量提升的重要力量，对经济运行稳定性、协调性和可持续性的支持作用不断增强。加之全球经济总体延续复苏态势，国际贸易和投资

有望走出低谷，将为中国经济运行保持基本稳定提供支撑。

面对依然错综复杂的内外部环境，中国将继续坚持稳中求进工作总基调，统筹各项政策，加强政策协同，引导和稳定预期，促进经济持续健康高质量发展。随着各项政策措施逐渐落实和效果不断显现，发展潜力将持续释放，中国经济有望继续保持稳中有进的良好态势，居民消费水平将继续保持稳速提升。

## 2、出境游行业存在较大发展空间，标的公司营业收入和经营业绩具备可实现性

### （1）多重利好因素推动出境旅游及出境服务市场蓬勃发展

从居民生活水平来看，出境游人数与居民收入水平相关度高。城镇居民是出境游主体，城镇居民可支配收入的提高，奠定了出境游旅游人数和海外消费的基础。随着我国经济的持续发展和人民生活水平的逐步提高，中产阶级的消费意识和消费能力不断增强，消费升级的红利逐渐到来，推动出境游行业的潜力不断释放，高速增长态势明显。

从人口基数和出国渗透率来看，城镇化进程将大大提高出境游人口基数。2000年以来，我国城镇化进程加速，城镇居民相比农村居民，拥有更高的收入、更进阶的消费层次、更便捷的签证手续，以及身边的出境游氛围较高。根据国家卫生健康委预计，2030年城镇化率将达70%，未来15年将新增2.3亿城镇人口，庞大的城市人口将成为出境游人口的主要来源。从发达国家出境游占全国人口的比例来看，中国作为人口大国，出境游人次占比远低于发达国家如美国、日本，出境游具有广阔的发展空间。

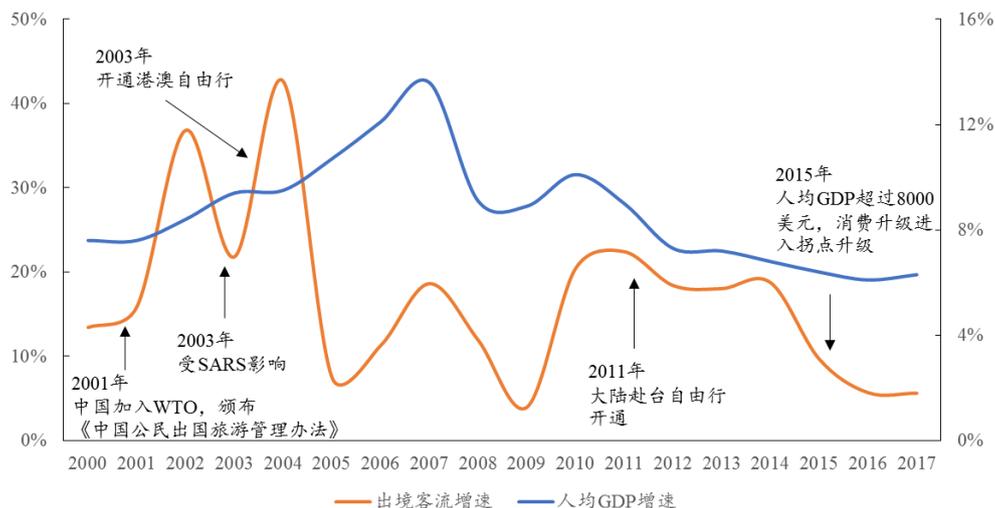
此外，国家政策的大力支持、良好的外交形象、各国对华签证政策的逐渐放宽、国际航线的增加、移动互联网带来的线上渠道的便利化等因素都使得出境旅游变得更为便利、实惠，出境游逐渐成为居民日常休闲生活的一部分，且将更为频繁。

### （2）居民消费水平与出境游增长趋势具备正向关系

出境游作为居民生活中常见的非必需消费品，通常受到居民消费水平与消费结构的限制。2017年，中国出境旅游市场与消费持续增长，结构上出国游的比

例提升显著，客源产出上经济增长是出境旅游的主要推动因素。2012-2017年，人均GDP复合增长率6.79%，出境游客流复合增长率12.9%，伴随居民财富增加，我国出境客流量伴随人均GDP呈现同步高增长。

我国尚处于出境游发展成长期，客流基础不稳定，受双边政治局势、签证政策及自然灾害多重干扰，出境游客流增速波动剧烈，“峰”、“谷”明显。但排除短期政策扰动，出境游增速与人均GDP增速波动基本一致。尤其是2001年以后，加入WTO、颁布《中国公民出国旅游管理办法》带来的利好刺激基本消化，出境游客流进入稳定增长期，跟随人均GDP增速同步波动的现象更加明显。由此可见，物质基础决定了出境游长期发展趋势，人均收入增速可作为预测出境游增速的良好先导指标。



数据来源：wind，国家统计局

截至2017年底，我国人均GDP达到8,806.49美元，未来我国实体经济韧性较强，宏观经济下行压力较小，预计2018年我国人均GDP仍将保持较为稳定的增长速度。经济增长、收入提升将继续为出境游发展奠定根本基础。

(3) 我国出境游处于发展初期阶段，出境游批发业务具备较大的成长空间

截至2017年底，我国出境游渗透率为5.62%。对标周边国家出境游渗透率水平，日本出境游渗透率稳定维持在14%左右，韩国接近40%且仍处于增长阶段，可以预见我国出境游渗透率仍有翻倍增长空间。

因消费习惯、语言差异、海外经验等因素，对旅行社的行程规划、导游等服

务需求存在刚需，2008-2016 年旅行社组织出国人次复合增速 29%，高于整体出国人次 24% 复合增速，跟团游渗透率仍在持续提升。同时随着我国人口老龄化、家庭结构与规模微型化发展，跟团产品在线路安排、地接交通、餐饮住宿等方面相较自由行更能满足多代人共同出游的需求，预计出境跟团游仍将有较大市场空间。整体而言，出境游批发商业务仍存在较大的增长空间，标的公司营业收入和经营业绩具备可实现性。

综上所述，中国经济未来有望继续保持稳中有进的良好态势，居民消费水平将继续保持稳速提升。同时考虑到我国出境游业务渗透率较低，未来出境游批发业务仍具备较大的发展空间，宏观经济和行业发展趋势将有力支撑标的公司预测期内营业收入和经营业绩的可实现性。

#### 四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

1、竹园国旅在出境游批发行业的业务规模常年居于市场领先地位，在出境游批发业务上拥有明显的龙头效应，业务模式成熟高效、对上游供应商和下游代理商具有较强的议价能力，长期的业务合作和稳定的供应商关系有助于保障毛利率水平维持在较高水平。同时，考虑到本次交易后，竹园国旅将成为上市公司的全资子公司，有利于提升竹园国旅的管理和运营效率，进一步发挥协同效应，标的公司毛利率水平仍可能维持在高位。综上，预测期内标的公司毛利率水平具备可持续性。

2、竹园国旅预测期销售费用的具体预测依据来自历史年度企业财务数据分析以及以后年度经营规划。相比同行业上市公司，竹园国旅销售费用率较低主要系竹园国旅仅从事出境游批发业务，与其他同行业公司经营业务类型、经营特点等均存在差异；另外受益于规模效应以及科学有效的成本控制，预测期销售费用率将继续稳定在 3.5% 左右具有合理性。

3、报告期内竹园国旅可比公司均保持了良好的增长态势，旅行社行业展现了良好的发展趋势。报告期内标的公司自身业绩亦实现了较大幅度的增长，且具备稳定可持续的核心竞争力。中国经济未来有望继续保持稳中有进的良好态势，

居民消费水平将继续保持稳速提升，且出境游批发业务仍具备较大的发展空间，将有力支撑标的公司预测期内营业收入和经营业绩的可实现性。

#### 问题四

反馈回复显示，2017年12月21日和2018年1月29日，竹园国旅与上市公司子公司中企信商业保理有限公司分别签订了5,000万元和3,000万元的借款合同。根据竹园国旅《公司章程》的有关规定，竹园国旅执行董事或股东会未就借款事项设置权限。请你公司结合前次并购完成时间，实际整合情况、内部控制的建设及执行情况，进一步补充披露标的资产是否建立健全有效的内部控制制度并有效运行，以保证竹园国旅货币资金安全和有效使用。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

#### 一、标的资产已建立健全有效的内部控制制度并有效运行

##### 1、前次并购完成时间

2015年3月11日，众信旅游取得中国证监会证监许可[2015]354号《关于核准北京众信国际旅行社股份有限公司向郭洪斌等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》，核准众信旅游向郭洪斌等发行股份购买相关资产并募集配套资金事宜。

2015年3月13日，郭洪斌、陆勇、何静蔚、苏杰、张一满、李爽、上海祥禾和天津富德合计持有的竹园国旅70%股权，过户至众信旅游名下，北京市工商行政管理局朝阳分局为此进行了工商变更登记手续，并向竹园国旅核发了变更后的《企业法人营业执照》。

截至本回复出具日，标的公司已纳入上市公司3年又6个月，整合运行时间较长。

##### 2、实际整合情况

前次重组完成后，上市公司与标的资产在内部控制、人员、业务等方面进行

了一系列整合，整合效果良好。

### （1）完善内部控制

前次重组完成后，竹园国旅即根据相关法律法规和上市公司的要求健全和完善内部管理工作。作为独立的法人和经营实体，标的公司保留了独立完整的财务核算体系，并参照上市公司《财务管理制度》执行开展。在符合法律法规、公司治理的前提下，上市公司对标的公司财务制度体系、会计核算体系等进行统一管理和监控；实行预算管理，完善资金支付、审批程序并加强内部审计和内部控制。

作为众信旅游的控股子公司，竹园国旅纳入上市公司内部控制评价范围，标的公司主营业务出境游批发是纳入评价范围的主要业务。根据上市公司董事会出具的《内部控制评价报告》和北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《内部控制鉴证报告》，公司于内部控制评价报告基准日在所有重大方面保持了按照财政部颁布的《企业内部控制基本规范》的有关规范标准中与财务报表相关的有效的内部控制。

### （2）人员整合

前次重组完成后，上市公司将竹园国旅的主要经营管理人员纳入上市公司董事会、主要管理层，其中：竹园国旅董事长郭洪斌先生担任众信旅游副董事长，竹园国旅总经理张一满女士担任众信旅游副总经理。通过上述人员安排，吸收竹园国旅的管理层进入上市公司的管理层，有效保证了重组双方充分的沟通协商，竹园国旅主要经营管理人员对上市公司各业务板块充分了解，保证上市公司发展战略的实施，确保董事会决议、相关战略规划及重组整合计划顺利落地。

除此以外，上市公司亦对竹园国旅的管理架构进行调整。目前，竹园国旅董事会3名董事中的2名由上市公司委派，分别为上市公司董事兼总经理曹建先生、副总经理张磊先生，从而保障上市公司对竹园国旅重大事项拥有充分知情权和决策权，对竹园国旅的运营实施有效控制。

### （3）业务整合

旅游资源方面，航空资源、地接资源等旅游资源是上市公司、竹园国旅业务拓展的重要因素之一。上市公司、竹园国旅的航空、地接资源存在一定范围的重

叠，因此，自前次重组完成后，双方充分发挥规模优势和业务协同效应，共同与各航空公司、地接社进行业务谈判，议价能力和话语权有所提升，通过统一采购，实现规模化经营，进而降低综合采购成本。

产品研发、经营管理等全方位的合作方面，前次重组完成后，上市公司、竹园国旅相互借鉴彼此在产品研发、团队运营、线路管理等各方面的优势，在财务、信息技术管理、人才培养等方面取长补短、协同发展，共同优化业务流程，提升管理效率。重组后的上市公司产品线路更加丰富，实现高中低各线路产品的全覆盖，各个旅游线路的宽度、广度也大幅加强，竹园国旅相关线路产品亦利用上市公司现有零售渠道拓展及会员制营销进行业务开拓。

### 3、内部控制的建设及执行情况

根据《企业内部控制基本规范》的规定和其他内部控制监管要求，为合理保证经营管理合法合规、资产安全、财务报告及相关信息真实完整，提高经营效率，实现发展战略，竹园国旅于2014年初建立了健全有效的内部控制制度，包括《现金管理制度》、《银行账户管理制度》、《资金管理制度》、《信息系统管理制度》、《供应商管理制度》、《销售管理制度》、《合同管理制度》、《借款管理制度》、《对外投资管理制度》、《费用报销管理制度》、《薪酬管理制度》等。

自2015年3月成为上市公司控股子公司以来，竹园国旅进一步完善了内部控制的建设并遵循上市公司的管理要求执行。根据上市公司《分、子公司管理制度》的要求，“第二十条 各分、子公司的财务会计核算必须依法、真实、准确、及时、规范，并按照公司《财务管理制度》执行。”根据《财务管理制度》的要求，公司财务会计制度执行财政部颁布的《企业会计准则》及有关财务会计补充规定；根据财务管理的需要，结合内部控制的要求，公司制定了完善的财务管理制度，包括财务管理体系、会计政策、会计业务处理的一般规范、资金管理、债权资产管理、应收账款管理、投资管理、对外担保管理办法、对外投资管理办法、财产清查、财务分析、财务报告制度、财务票据和印章管理、会计档案管理。这些制度覆盖到标的公司经营管理的全过程和各个环节，使标的公司各项经营活动有章可循，标的公司财务收支及有关经济活动的合法、合规、真实、完整得到了合理保证。

竹园国旅作为众信旅游的控股子公司纳入上市公司内部控制评价范围，标的公司主营业务出境游批发是纳入评价范围的主要业务。自前次重组完成以来，上市公司每年依据企业内部控制规范体系结合公司实际情况组织开展内部控制评价工作，由董事会出具《内部控制评价报告》，认为公司于内部控制评价报告基准日已按照企业内部控制规范体系和相关规定的要求在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制，亦未发现非财务报告内部控制重大缺陷。北京中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）针对 2016 年上市公司与财务报告相关的内部控制有效性的认定进行了鉴证，并出具了《内部控制鉴证报告》（中证天通(2017)证特审字第 04001 号），认为公司于内部控制评价报告基准日在所有重大方面保持了按照财政部颁布的《企业内部控制基本规范》的有关规范标准中与财务报表相关的有效的内部控制。

综上所述，标的资产已建立健全有效的内部控制制度并有效运行。一方面，标的公司根据上市公司的相关规定和国家有关法律规定健全和完善内部管理工作，财务会计核算也参照公司《财务管理制度》执行，有效地规范了标的公司的财务会计工作，标的公司财务收支及有关经济活动的合法、合规、真实、完整得到了合理保证；另一方面，上市公司已按照企业内部控制规范体系和相关规定的要求在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制，亦未发现非财务报告内部控制重大缺陷，作为众信旅游的控股子公司，竹园国旅也纳入上市公司内部控制评价范围，标的公司主营业务出境游批发是纳入评价范围的主要业务。

#### 4、货币资金安全和有效使用的保障

根据上市公司《分、子公司管理制度》，“第二十一条 未经股份公司批准，分、子公司不得向其他企业和个人借支资金以及提供任何形式的担保（包括但不限于抵押、质押、保证等）。”

根据竹园国旅遵循的《资金管理制度》，资金管理涉及的范围包括岗位分工与岗位责任制度、资金授权和批准、现金的控制、银行账户核对程序和管理办法、票据及有关印章的管理等。其中对货币资金业务建立了严格的授权批准制度，明确审批人对货币资金业务的授权批准方式、权限、程序、责任和相关控制措施，规定经办人办理货币资金业务的职责范围和工作要求，在支付申请、支付审批、

和支付复核的操作流程进行了明确规定，审批程序为：经办人-经办人所在部门经理-财务部部长-总办副总-总经理，审批人根据其职责、权限和相应程序对支付申请进行审批。对不符合规定的货币资金支付申请，申请人应当拒绝批准，性质或金额重大的，还应及时报告有关部门。对关联方支付，对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财的权限，按照《公司章程》的规定履行相应审批程序。

根据竹园国旅《公司章程》的相应规定，竹园国旅执行董事或股东会未就借款事项设置权限。在实际操作中，对于超过 100 万元以上的资金支付均需要经过执行董事/董事会的审批。目前，竹园国旅董事会对《资金管理制度》进行修订，交易金额在人民币 100 万元以上的非日常业务的货币资金支付应当由竹园国旅董事会审议。达到竹园国旅股东会审议标准的，还需提交竹园国旅股东会审议。

此前标的公司对关联方中企信商业保理有限公司（以下简称“中企信”）的借款事宜，取得了上市公司的批准，经竹园国旅执行董事同意，并由双方业务部门、财务部门负责人和总经理参照《资金管理制度》具体办理，不存在违背《公司章程》及相关制度的情形。

针对资金安全性，财务部门以资金的安全性、效益性、流动性为中心，定期开展资金检查和管理工作，并根据检查情况定期向财务总监和总经理汇报。针对该笔借款，标的公司将风险防范贯穿于事前评估、事中监控之中，强化内部监控，防范道德风险。在借款之前，标的公司综合评估自身经营资金需求、中企信的资质、业务运营、财务状况情况和内部控制和风险防范制度，客观评估风险，为提升标的公司资金使用效率，与中企信签署了借款合同。在借款中，标的公司加强对借款的跟踪，定期取得中企信的财务报表、了解其业务开展情况和整体运营情况，及时评估借款风险。

## 二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

前次重组完成后，上市公司与标的资产在内部控制、人员、业务等方面进行了一系列整合，整合期较长，整合效果良好，标的资产已建立健全有效的内部控

制制度并有效运行，遵循相关制度要求有效开展资金安全保障工作，保证了竹园国旅货币资金安全和有效使用，不存在损害上市公司和标的公司股东利益的情形。

## 问题五

反馈回复显示，前次重组募投项目之一为竹园国旅电子商务运营建设。该项目分为两期：第一期主要内容为进行业务系统、财会系统与电子商务平台的对接，并实现与众信旅游财会系统的对接工作；第二期主要内容为通过对现有电子商务平台模块及功能扩充，并且利用包括第三方交易平台等 B2B 销售渠道，实现基于移动互联网的业务流程优化和移动电子商务平台建设。请你公司补充披露上述募投项目的进展情况，是否与原计划进度一致。如存在延期，补充披露实际进度缓慢的原因及未来实施进度表。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答复：

### 一、上述募投项目的进展情况

根据上市公司《2018 年半年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至 2018 年 6 月 30 日，“竹园国旅电子商务运营建设”项目累计投入金额为 3,420.39 万元，投资进度为 68.41%，项目达到预定可使用状态的日期为 2018 年 10 月 31 日。

该项目主要以“分销系统软件”以及“ERP 系统软件”的开发建设为实施路径。该项目的实施进展情况如下：

#### 1、分销系统软件

该软件以面向同业客户提供一套完整的全渠道预定系统为主要目的，通过提供 PC 和微信两种方式，包括签约、线上查询、产品预定、自动退改等功能，有效提升企业与同业代理商之间的沟通效率。分销系统对联合包机的业务模式提供支持，方便企业间的合作。系统本身还提供了辅助运营功能，包括客户活动定制、会员体系与积分等级制度，增加客户的使用粘性。

截至目前，该软件已完成系统架构设计与搭建工作，包括：账号/客户/权限等功能、与 ERP 对接产品数据、预定/订单/退改功能、活动/营销/广告等功能、礼品/库存/预定兑换、积分规则/变动/消费、联合包机功能、微信展示/数据对接、分销数据报表功能、整合 ERP 系统接口开发。

尚待完成的软件模块的预计完成情况如下：

模块	开始时间	预计结束时间	计划实现功能
渠道	2018 年 7 月	2018 年 10 月	与众信渠道系统打通
整合	2018 年 7 月	2018 年 10 月	与众信其他系统打通

## 2、ERP 系统软件

该软件以内部业务全程线上管理控制为主要目的，实现从客商签约进驻系统，到产品的资源采购、生产、组装，以及产品的销售环节，售前、售后的管理，最终到财务自动化结算一整套的流程控制功能。通过对旅游商品的行前、行中、行后等方面进行全程的跟踪，提升企业的内部效率，降低线下手工操作带来的风险，提高服务品质，从而促进企业增加核心竞争力。

截至目前，该软件已完成系统底层架构设计与搭建工作，主要包含：基础系统功能开发、资源管控模块开发、产品模型管理开发、营销及订单管理模块、服务质量管理、签证管理、OA 模块、客户管理系统开发、财务结算模块开发、源数据统计模块等功能。

尚待完成的软件模块的预计完成情况如下：

模块	开始时间	预计结束时间	计划实现功能
微信	2018 年 7 月	2018 年 9 月	微信展示/数据对接
统计	2018 年 9 月	2018 年 10 月	分销数据报表功能
整合	2018 年 9 月	2018 年 10 月	整合 ERP 系统接口

## 二、目前项目进展不存在与调整后计划进度不一致的情况

### （一）对项目计划进度进行调整的情况

根据《关于核准北京众信国际旅行社股份有限公司向郭洪斌等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2015]354 号），“竹园国旅电子商务运营

建设项目”募集资金已于 2015 年 3 月底募集完成。资金使用计划进度为 2015 年 6 月前使用 1,500 万元，2015 年 6 月至 2016 年 12 月投入使用 3,500 万元。

2015 年 12 月 24 日，经上市公司第三届董事会第三十四次会议审议通过，该项目资金使用计划调整为：2016 年 10 月前使用 1,500 万元，2016 年 10 月至 2017 年 10 月投入使用 3,500 万元；2016 年 9 月 6 日，经上市公司第三届董事会第四十八次会议审议通过，该项目资金使用计划调整为：2017 年 10 月前使用 1,500 万元，2017 年 10 月至 2018 年 10 月投入使用 3,500 万元。上述调整事项均已履行必要的决策程序并已在深圳证券交易所网站和巨潮资讯网上公告。

## （二）调整项目计划进度的原因

“竹园国旅电子商务运营建设”属于上市公司电子商务系统优化方案的重要组成部分，与 2015 年 5 月推出的非公开发行的募投项目和 2016 年 3 月重大资产重组及配套募集资金的募投项目紧密相关，两次募投项目均包括“出境云”大数据管理分析平台等。为保证竹园国旅电子商务项目与众信旅游出境综合服务平台相关系统以及内部管理系统的有效衔接，统一架构、统一端口、统一数据分层并节约开发费用及后期对接成本，上市公司彼时计划将“竹园国旅电子商务运营平台”项目资金使用时间与“出境云”大数据管理分析平台募投项目的实施启动时间相匹配。

因上市公司资本运作有所调整，2015 年 5 月推出的非公开发行股票事项因重大资产重组而主动终止，2016 年 3 月重大资产重组及配套募集资金项目已通过中国证监会并购重组委审核，但因政策原因主动申请终止。鉴于此，非公开募投项目及重组配套融资项目迟迟未能启动，上市公司相应并未启动竹园国旅的电子商务运营建设。

随着竹园国旅业务规模的提升，旅游批发业务对电子商务需求的迫切性提高，需依赖电子商务全方面与上下游资源实现对接，提升品牌知名度、优化业务流程、提升服务效率；近年来，旅游行业上市公司也纷纷将信息系统建设项目作为募投项目之一，以此提升整体信息化水平与运行效率。诸如：凯撒旅游 2015 年借壳上市配套募集资金“凯撒信息化+电商平台升级项目”、2016 年非公开发行“凯撒国际航旅通项目”，岭南控股 2016 年重大资产重组配套募集资金“易

起行泛旅游服务平台建设项目”等。因此，在上述背景下，源于自身业务发展的需要以及竞争对手亦已逐步加强信息系统建设的形势，自 2017 年以来，竹园国旅的电子商务运营建设项目开始推进。

### 三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问华泰联合证券认为：

截至 2018 年 6 月 30 日，“竹园国旅电子商务运营建设项目”的投资进度为 68.41%，项目达到预定可使用状态的日期为 2018 年 10 月 31 日，实际实施进度与调整后的计划进度不存在差异。

（本页无正文，为《华泰联合证券有限责任公司关于众信旅游集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易之补充独立财务顾问报告（二）》之签字盖章页）

法定代表人

---

刘晓丹

财务顾问主办人：

---

丁 丁

---

黄君杰

项目协办人：

---

陈奕彤

华泰联合证券有限责任公司

2018年9月28日