

中联资产评估集团有限公司

关于中国证券监督管理委员会[180902]号《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》资产评估相关问题的核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2018 年 8 月 28 日下发的中国证券监督管理委员会 [180902]号《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》的要求，中联资产评估集团有限公司技术支持中心组织评估项目组对贵会审核意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本核查意见。

答复中可能涉及的公司名称简称如下：

众信旅游集团股份有限公司简称为“众信旅游”、“本公司”或“上市公司”；

竹园国际旅行社有限公司简称为“竹园国旅”或“标的公司”。

现将具体情况汇报如下：

问题一、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 & 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。（反馈意见 3）

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。

## （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，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。

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	2019年	2020年	2021年	2022年
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	2019年	2020年	2021年	2022年
欧洲业务	客单价	1.36	1.31	1.27	1.24	1.21	1.17	1.17
	增长率	-	-4.31%	-2.61%	-2.61%	-2.61%	-2.61%	0.00%
	平均成本	1.27	1.21	1.19	1.16	1.13	1.11	1.11
	增长率	-	-4.25%	-2.30%	-2.30%	-2.30%	-2.30%	0.00%
	毛利率	7.01%	6.95%	6.65%	6.36%	6.06%	5.76%	5.76%
	营业收入占比	41.91%	45.61%	46.76%	47.83%	48.93%	50.07%	50.07%
澳洲业务	客单价	1.42	1.35	1.27	1.20	1.13	1.06	1.06
	增长率	-	-4.94%	-5.83%	-5.83%	-5.83%	-5.83%	0.00%
	平均成本	1.43	1.26	1.20	1.13	1.07	1.02	1.02
	增长率	-	-11.84%	-5.30%	-5.30%	-5.30%	-5.30%	0.00%
	毛利率	-0.69%	6.63%	6.10%	5.57%	5.03%	4.49%	4.49%
	营业收入占比	3.35%	3.43%	3.40%	3.46%	3.42%	3.38%	3.45%

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、在产品的设计、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，主要由于随着出境游人数的增加，标的公司在机票、地接等各个方面向供应商获取的折扣更大，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，并略低于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	2019年	2020年	2021年	2022年	
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%
--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

亚洲出境游具有较强的地理优势，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，亚洲出境游的增长也与其他目的地出境游情况相互关联，有一定互补性，当其他长线目的地受到影响时，亚洲因其便利性也会作为国内游客境外出游的首选，在一定程度上满足境外出游的需求。例如 2016 年度，受欧洲暴恐事件、申根国家签证指纹信息录入等因素影响，欧洲游客数量受到影响，出境游公司纷纷加大亚洲业务开发，亚洲游客数量出现了明显快速增长的态势。

竹园国旅在亚洲出境游市场一直位于行业龙头地位，擅长旅游产品的深度开发，以独特的触角发掘新景点，极大地丰富了产品内容，以较强的资源优势，使产品内容在较长时间内保持市场唯一性。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。竹园国旅产品覆盖的目的地众多，产品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。竹园国旅通过找准市

场切入角度，在全国主要客源地进行广泛布局，并进行成本控制，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，竹园国旅龙头规模效应预计将进一步凸显和强化。综合影响而言，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	2019年	2020年	2021年	2022年
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，故未来年度平均单价及成本参照 2017 年水平进行预测，预测期毛利率具备一定的可持续性。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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------



人员薪酬	10,042.08	13,459.30	14,703.83	15,677.73	16,418.45	17,187.25	17,702.27
占营业收入比例	2.64%	2.71%	2.71%	2.71%	2.71%	2.71%	2.71%
房租物业费	1,204.57	1,926.55	2,022.88	2,124.02	2,230.23	2,341.74	2,341.74
占营业收入比例	0.32%	0.39%	0.37%	0.37%	0.37%	0.37%	0.36%
办公费	528.54	796.76	870.44	928.09	971.94	1,017.45	1,047.94
占营业收入比例	0.14%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
差旅交通费	623.79	720.42	787.04	839.17	878.81	919.96	947.53
占营业收入比例	0.16%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
广告宣传费	556.00	349.05	381.33	406.59	425.80	445.73	459.09
占营业收入比例	0.15%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%	0.07%
业务费	133.03	201.74	220.40	235.00	246.10	257.62	265.34
占营业收入比例	0.03%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
折旧摊销	149.59	99.78	118.85	140.80	140.80	140.80	140.80
占营业收入比例	0.04%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
会议费	100.55	101.64	111.03	118.39	123.98	129.79	133.68
占营业收入比例	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
其他	80.26	60.94	66.58	70.99	74.34	77.82	80.16
占营业收入比例	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
销售费用合计	13,418.40	17,716.20	19,282.38	20,540.77	21,510.45	22,518.17	23,118.54
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。标的资产参照竹园国旅 2017 年度该等变动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，标的资产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**

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，使得销售费用边际下降，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，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。

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%，主要系出境游行业需求持续增长、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，占 2018 年全年预测收入的 43.90%；实现净利润 6,785.56 万元，占 2018 年全年预测利润的 51.13%，保持了良好的增长态势。

## （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。在 2015 年国家旅游

局公布的《国家旅游局关于 2015 年度全国旅行社排强名单的公告》中，竹园国旅在“2015 年度全国百强旅行社”排名中列第六名，在“2015 年度全国利税三十强旅行社”排名中列第六名。此外，竹园国旅被北京旅行社评定委员会评为 5A 级旅行社。竹园国旅凭借自己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保持服务质量优势，为旅游者提供更多尊崇、温馨的细节服务，让客人真正体验到旅行的乐趣，享受竹园国旅的服务过程，为标的公司赢得更多良好口碑和荣誉。

### **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各供应商资源的优势。

### **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。产品研发人员会参与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。

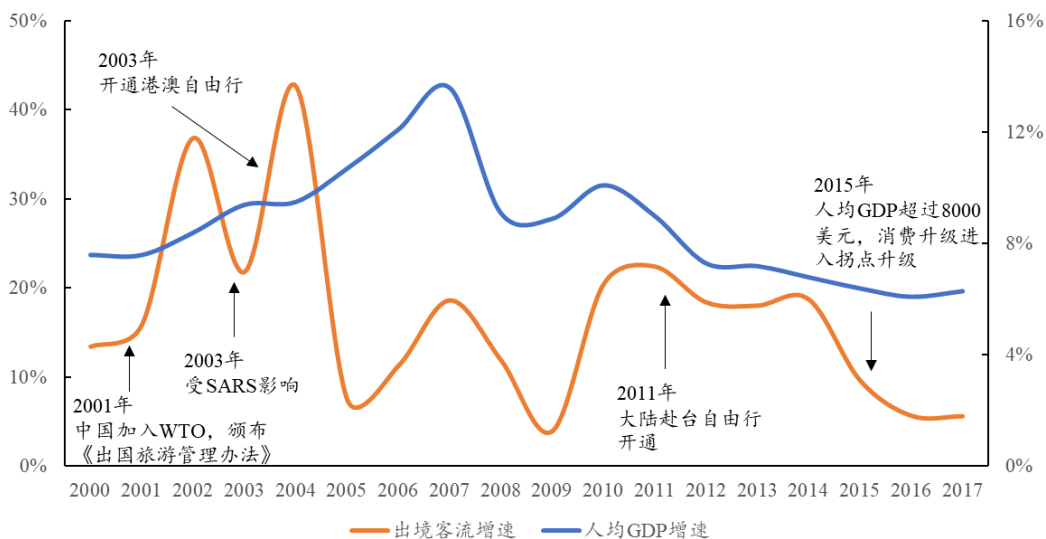
此外，国家政策的大力支持、良好的外交形象、各国对华签证政策的逐渐放宽、国际航线的增加、移动互联网带来的线上渠道的便利化等因素都使得出境旅游变得更为便利、实惠，出境游逐渐成为居民日常休闲生活的一部分，且将更为频繁。

## （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2006年以后，加入WTO、颁布《出境游管理办法》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

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。



由于我国出境游仍处于较低发展阶段，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。

据艾瑞咨询数据，2016年我国在线度假旅游渗透率约为20%，出境游线上交易额占比整体仍较低，考虑到出境游产品高客单价、低频、需递交重要文件资料等特点，预计仍有广泛群体使用线下渠道咨询和购买旅游产品，同时OTA也在大力拓展线下门店，以实现线上线下互相导流、提高客户粘性，抢占市场份额。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。

经核查，评估师认为，上市公司补充披露了标的公司预测期内毛利

率水平的可持续性 & 销售费用率水平的合理性，并进一步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补充披露了营业收入及业绩的可实现性。上述补充披露内容具备合理性。

此页无正文，为《关于<中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书 180902 号>资产评估相关问题的核查意见》之盖章页）

中联资产评估集团有限公司

2018 年 9 月 28 日