

成长性评级

X

估值分析

X

财务分析

X

行业分析

Q I P I N G J I A  
EVALUATION  
REPORT ENTERPRISE  
GROWTH

山东智乐星教育科技股份有限公司

# 企业成长性评价报告

ASSESSMENT REPORT

最具洞察力的「价值发现工具」



企评家

报告生成日期: 2023年07月

## 免责声明

本报告是由塔米狗企业并购融资信息平台（简称：塔米狗平台）运用传统估值方法，结合大数据、云计算、人工智能等先进技术，通过机器学习算法程序自动生成。信息来源于本报告发布之时的市场公开数据、塔米狗数据库（收录源为公开数据）、第三方专业机构数据及用户提供的数据。本报告不对相关信息的真实性和准确性负责，北交金科金融信息服务有限公司也不因此承担任何法律责任，在对相关信息进行变更或更新时亦不会另行通知。

北交金科金融信息服务有限公司不保证报告中的结论或其它陈述在未来不会发生任何变更，在不同时间点，可发出与本报告所载观点不一致的内容。本报告不构成买卖任何权益类标的物（包括股权、债权、期权、基金份额等）的交易推荐或建议，亦不构成财务审计、法律、税务、投资建议、投资咨询意见或其他意见，任何人不得将本报告作为其投资交易的依据，对任何因直接或间接使用本报告涉及的信息和内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失，北交金科金融信息服务有限公司不承担任何法律责任。

本次企业评价由塔米狗平台“企评家”企业成长性评价系统提供，解释权归北交金科金融信息服务有限公司所有。

欲知更多企业详情请扫码关注塔米狗公众号或下载塔米狗APP及塔米狗官网  
(<https://www.tamigos.com/>) 进行查询：



微信公众号



塔米狗App下载

## 摘要

山东智乐星教育科技股份有限公司（以下简称该企业），统一社会信用代码91370100MA3CJ8FN2M，于2016年10月11日在山东济南市成立，注册资本1254.8866万人民币，法定代表人：高劲涛。业务范围包括许可项目：出版物批发；出版物零售；出版物互联网销售；互联网信息服务；旅游业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：文具用品批发；教学用模型及教具销售；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；信息系统集成服务；计算机软硬件及辅助设备批发；信息安全设备销售；软件开发；软件销售；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；广告设计、代理；非居住房地产租赁；旅行社服务网点旅游招徕、咨询服务；组织文化艺术交流活动；会议及展览服务；礼仪服务；企业管理咨询；企业形象策划；教育咨询服务（不含涉许可审批的教育培训活动）；照明器具销售；家具销售；服装服饰批发。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

经塔米狗企评家企业成长性评价系统评定：智乐星成长性得分 **487**，已超越塔米狗数据库该行业 48% 的企业，已超越全行业 44% 的企业。企业成长性等级为 **B-**。与同一规模下的行业企业相比，该企业的成长性得分高于行业平均水平，具有较高的成长性。目前该企业正处于高速成长期，企业成长性的各项指标高于市场平均水平，成长性日益显著。与其他上市公司和新三板企业相比，智乐星的成长性得分领先 22% 的企业。依据该公司的历史数据，通过运用绝对估值法和相对估值法，估值其 2023 年总内在价值区间为 48.18 百万元 ~ 153.59 百万元，企业投资价值等级为 A4。

成长性评价各评价维度结果：

测评维度	企业得分	行业均值	对比	已超越企业
创新能力	90	52	↑	98%
盈利能力	70	68	↑	61%
信用水平	90	76	↑	60%
风险水平	90	89	↑	100%
经营能力	80	67	↑	94%
产业特点	10	62	↓	15%

企业估值各模型结果：

估值方法	总内在价值区间（百万元）
FCFF	102.86 ~ 153.59
FCFE	48.18 ~ 52.75

## 目录

- 一、基本信息
- 二、成长性评价
  - 1. 评价维度
  - 2. 成长性得分
  - 3. 能力测评
  - 4. 维度解析
- 三、估值分析
  - 1. 估值假设
  - 2. 估值结果
  - 3. 估值方法
  - 4. 企业指标
- 四、财务分析
  - 1. 资产构成
  - 2. 成长能力
  - 3. 偿债能力
  - 4. 营运能力
  - 5. 盈利能力
  - 6. 杜邦分析
- 五、行业分析
  - 1. 行业介绍
  - 2. 产业链描述
  - 3. 国家政策

4. 国内主要公司及商业模式

5. 并购综述

## ● 六、附录

附件1. 企业原始数据

附件2. 分数和等级参考

附件3. 名词解释

## 一、基本信息

统一社会信用代码	91370100MA3CJ8FN2M	经营状态	开业
工商注册号	370127200191882	注册资本	1254.8866万人民币
成立时间	2016年10月11日	纳税人识别号	91370100MA3CJ8FN2M
公司类型	其他股份有限公司(非上市)	营业期限	2016-10-11至永久
核准日期	2022-05-06	实缴资本	
人员规模	50-99人	参保人数	89
登记机关	济南高新技术产业开发区管委会市场监管局	注册地址	中国（山东）自由贸易试验区济南片区工业南路57号高新万达广场8号地块南区商业中心1#605
英文名称	Shandong Zhile Star Education Technology Co.,Ltd.	组织机构代码	MA3CJ8FN-2
行业	咨询与调查		
经营范围	许可项目：出版物批发；出版物零售；出版物互联网销售；互联网信息服务；旅游业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：文具用品批发；教学用模型及教具销售；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；信息系统集成服务；计算机软硬件及辅助设备批发；信息安全设备销售；软件开发；软件销售；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；广告设计、代理；非居住房地产租赁；旅行社服务网点旅游招徕、咨询服务；组织文化艺术交流活动；会议及展览服务；礼仪服务；企业管理咨询；企业形象策划；教育咨询服务（不含涉许可审批的教育培训活动）；照明器具销售；家具销售；服装服饰批发。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）		

## 二、成长性评价

### 1. 评价维度

“企评家”企业成长性评价系统评价维度是基于公开大数据、塔米狗数据库企业数据、专业机构数据及认证用户提供的数据，综合企业六大维度得分，运用信息技术和大数据、云计算、人工智能等先进技术，通过机器学习算法自动生成结果，以便多角度解析企业发展能力。六大维度具体介绍见表 1。分数及等级参考请见附录 2。

表 1 企评家成长性评价系统介绍

评价维度	维度描述
创新能力	衡量企业系统完成与创新有关的各项活动的的能力，包括企业拥有的专利、著作权、作品著作权、商标信息等
盈利能力	衡量企业经营业绩好坏和持续稳定发展的能力，包括财务指标如营业收入、净利润等
信用水平	衡量企业的信用水平，包括企业债务等级、法院资信状况以及企业税务评级、进出口信用评级等第三方数据
风险水平	衡量企业整体的风险水平，以经营风险为主，包括企业风险、相关高管风险等
经营能力	衡量企业经营战略与计划的决策能力，包括企业是否正常经营、供应商、企业购地信息、招投标等
产业特点	衡量企业所属产业的特色、热度、竞争力及其成长力，包括产业在研发投入、企业招聘、招投标、融资特点



## 2. 成长性得分

经塔米狗企评家企业成长性评价系统评定：智乐星成长性总分为 **487** 分，成长性等级为 **B-**。与同一规模下的行业企业相比，该企业的成长性得分高于行业平均水平，具有较高的成长性。目前该企业正处于高速成长期，企业成长性的各项指标高于市场平均水平，成长性日益显著。与同行业企业相比，智乐星的成长性得分领先同行业 48% 的企业。与其他上市公司和新三板企业相比，智乐星的成长性得分领先 22% 的企业。依据该公司的历史数据，通过运用绝对估值法和相对估值法，评估其 2023 年总内在价值区间为 48.18 百万元 ~ 153.59 百万元，企业投资价值等级为 A4。

表 2 企业成长性评价结果

成长性分数	成长性等级
487	B-

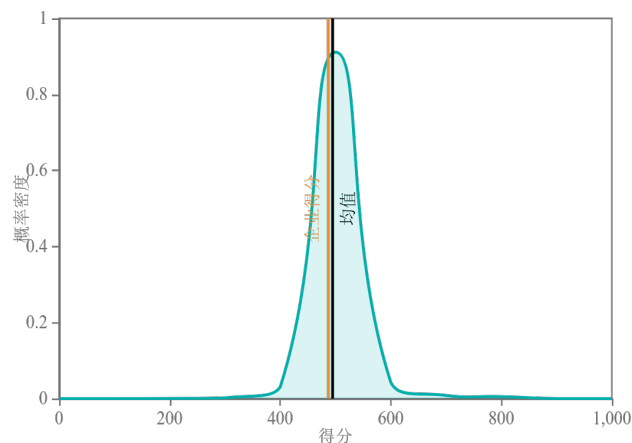


图 1 企业成长性得分

## 3. 能力测评

表 3 企业成长性能力测评对比

测评维度	企业得分	行业均值	对比	已超越企业
创新能力	90	52	↑	98%

盈利能力	70	68	↑	61%
信用水平	90	76	↑	60%
风险水平	90	89	↑	100%
经营能力	80	67	↑	94%
产业特点	10	62	↓	15%

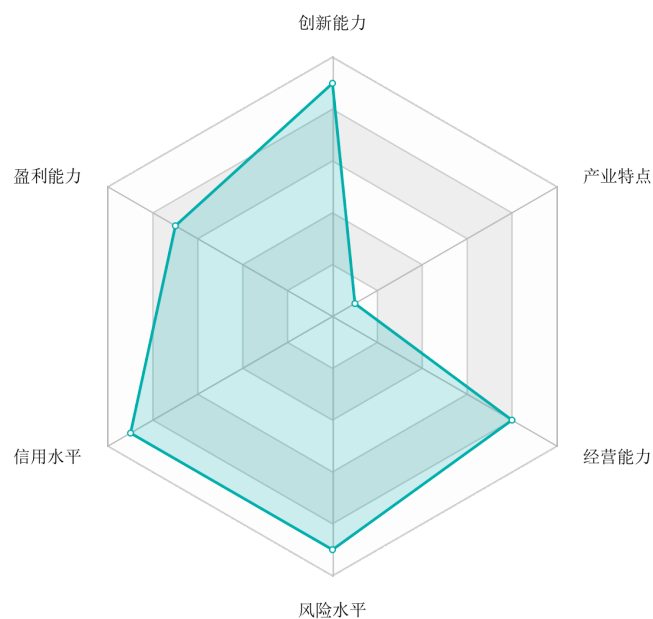


图 2 企业成长性能力测评雷达图

## 4. 维度解析

### 创新能力: 90 分; 行业均值: 52 分

智乐星的创新能力指标总体较好，属于行业龙头水平。智乐星著作权数量多于行业平均著作权数量。该企业与创新能力有关的各项活动能力多于同类型企业的平均水平。该企业在技术创新、产品创新、管理创新等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

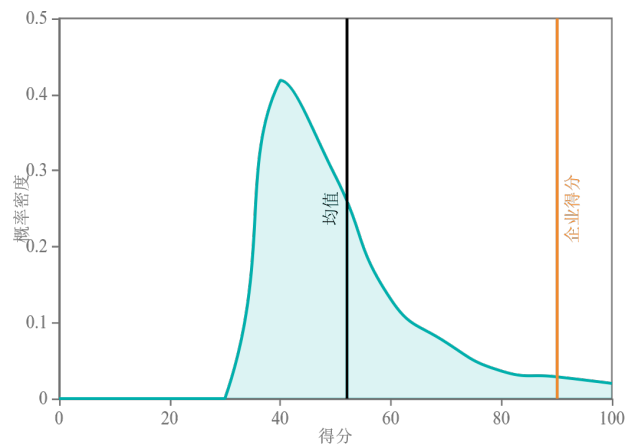


图3 同类型企业创新能力分布图

### 盈利能力: 70分; 行业均值: 68分

智乐星的盈利能力指标总体一般,属于行业一般水平。该企业与盈利能力有关的活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在妥善经营、维持企业等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

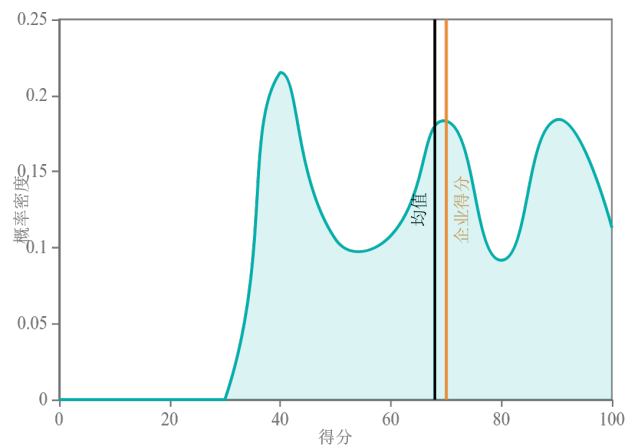


图4 同类型企业盈利能力分布图

### 信用水平: 90分; 行业均值: 76分

智乐星的信用水平指标总体较好,属于行业一般水平。该企业与信用水平有关的活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在拥有第三方良好的信用记录等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

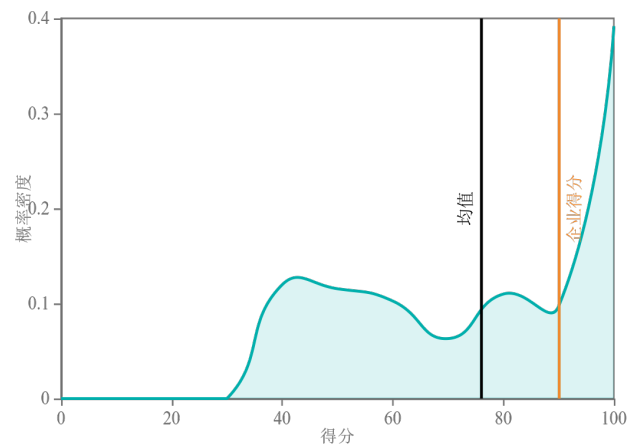


图 5 同类型企业信用水平分布图

### 风险水平: 90 分; 行业均值: 89 分

智乐星的风险水平指标总体较好, 属于行业一般水平。该企业与风险水平有关的活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在企业经营风险管理等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

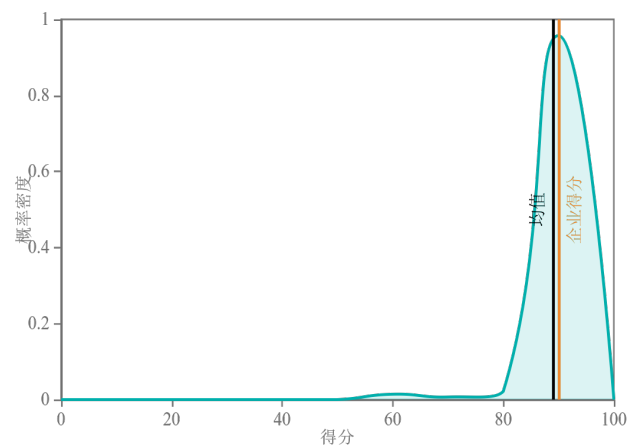


图 6 同类型企业风险水平分布图

### 经营能力: 80 分; 行业均值: 67 分

智乐星的经营能力指标总体较好, 属于行业一般水平。该企业与经营能力有关的活动能力低于同类型企业的平均水平。该企业在制定经营战略和计划决策等方面的能力在同规模行业企业中具有较强的竞争力。

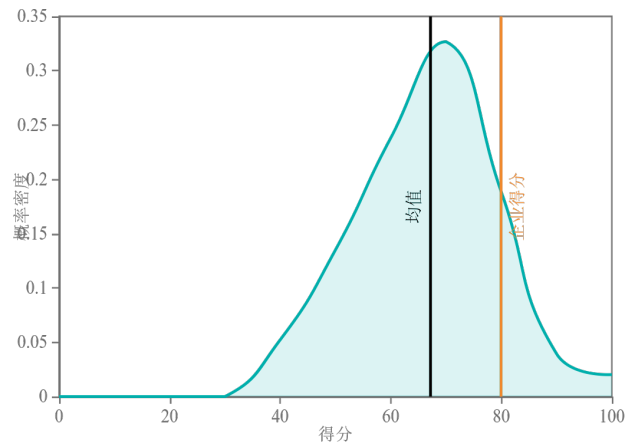


图7 同类型企业经营能力分布图

### 产业特点: 10分; 产业均值: 62分

截止目前，智乐星的产业特点指标得分较低，属于中下水平。智乐星属于知识密集型产业，该产业市场规模大，研发投入较为突出，产品和服务的附加值高，产业具有较差的成长性。

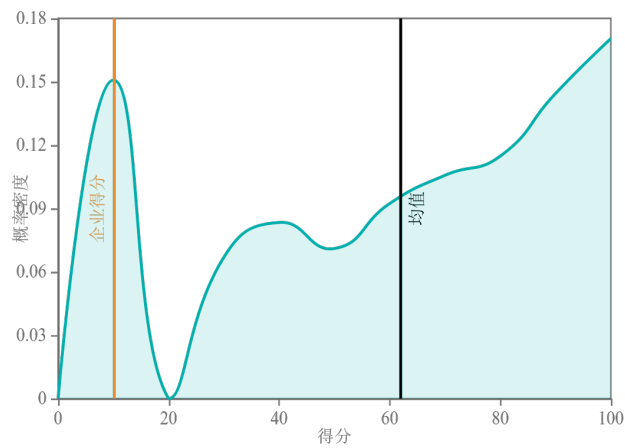


图8 同类型企业产业特点分布图

## 三、估值分析

### 1. 估值假设

- (1) 假设评价基准日后国家政治、宏观经济政策、产业政策和区域发展政策无重大变化；
- (2) 假设被评价单位在经营过程中完全遵守所有相关的法律法规；
- (3) 假设国家有关信贷利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重大变化；
- (4) 假设评价基准日后被评价单位持续经营，经营范围、经营方式与目前保持一致，且管理层是负责、稳定并有能力担当其职务的；
- (5) 假设评价基准日后被评价单位采用的会计政策和编写评价报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；
- (6) 假设评价基准日后无不可抗力对被评价单位造成重大不利影响。
- (7) 报告期数据截止日期为 2023 年 07 月的数据。

### 2. 估值结果

表 4 估值结果汇总

绝对估值法	FCFF	FCFE
估值结果（百万元）	97.61	26.34
估值区间（百万元）	48.18 ~ 153.59	
投资价值等级	A4	

智乐星的行业发展前景为差、企业规模为小型、企业总内在价值低于净资产、企业成长性等级为 B-，综合评价得出，智乐星当前投资价值等级为 A4。投资价值等级说明请参见附录 2。

### 3. 估值方法

## 绝对估值法

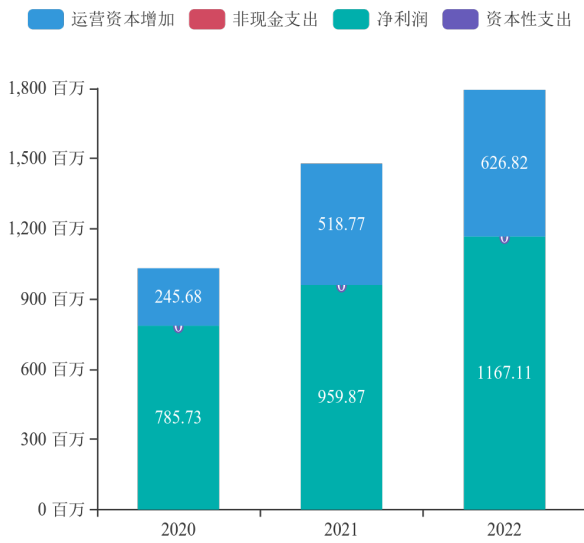


图9 现金流预测

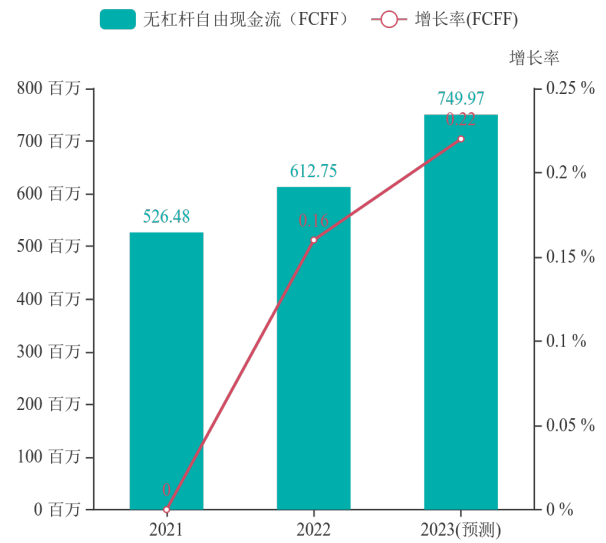


图10 现金流趋势

## 4. 企业指标

表5 企业指标

	2019	2020	2021	2022	2023(预测)
营业收入(万元)	4,185.14	4,587.62	5,920.60	7,226.56	8,804.56
EBITDA(万元)	599.90	1,020.94	910.97	1,111.91	1,354.71
净利润(万元)	615.55	1,011.96	785.73	959.87	1,167.11
营业收入增长率	28.48%	9.62%	29.06%	22.06%	21.84%
EBITDA增长率	92.42%	70.19%	-10.77%	22.06%	21.84%
净利润增长率	267.34%	64.40%	-22.36%	22.16%	21.59%
ROE	35.03%	39.36%	23.72%	25.02%	26.43%

(注：上表资料基于企业财务报表计算得到。)

## 四、财务指标

### 1. 资产构成

资产构成分析通过对企业资产进行不同的划分，来分析不同类型的资产对企业风险、收益和流动性的影响，有利于提高企业对不同类型资产的运用效益。该分析一般关注企业的金融资产、长期股权投资和经营资产占总资产的比重。

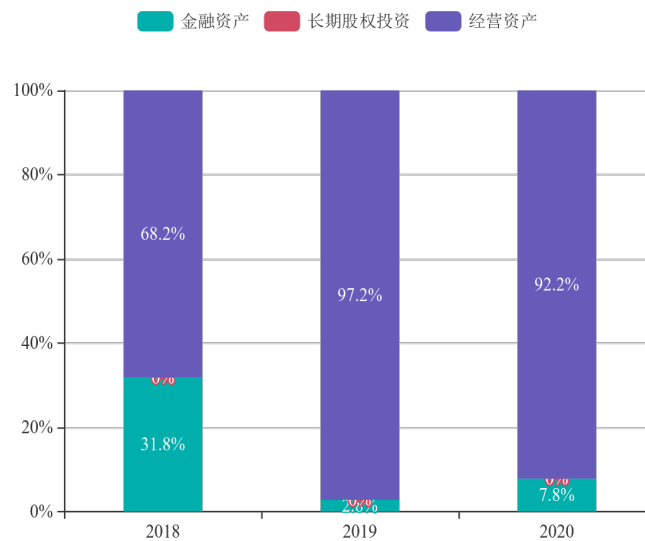


图 11 资产构成占比图

2022 年，企业共拥有价值大约 6143.7 万元资产，其中金融资产占比 7.8%，长期股权投资占比 0.0%，经营资产占比 92.2%。从资产占比来看，公司属于重资产经营。

### 2. 成长能力

成长能力呈现企业的长远扩展能力和企业未来生产经营实力，包括营业收入增长率、营业利润增长率和净利润增长率三个指标，增速越快的企业其成长能力越强。



## 营业收入增长率：22.06%

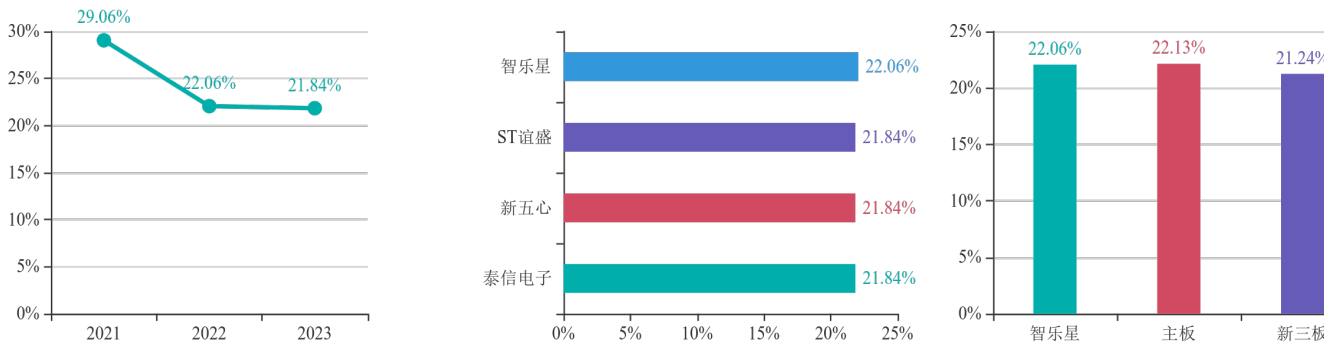


图 12 营业收入增长率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022 年，智乐星营业收入增长率为 22.06%，高于行业主板均值，高于新三板均值。该指标高于 10%，说明企业目前经营状况较好。过去三年，企业的营业收入持续下降，且下降速度较慢，2022 年较上年增速有所放缓。

## 营业利润增长率：-18.91%

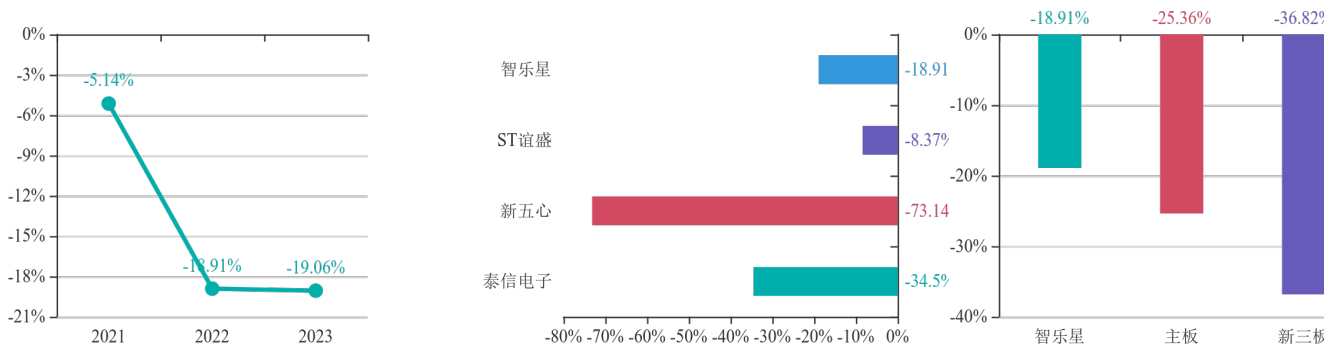


图 13 营业利润增长率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022 年，智乐星营业利润增长率为 -18.91%，低于行业主板均值，低于新三板均值。过去三年，企业营业利润下降，且下降速度非常快，2022 年较上年增速有所放缓。此指标与产品销售数量，单位产品售价，制造成本，以及企业控制管理和销售费用的能力有关。

## 净利润增长率：22.16%

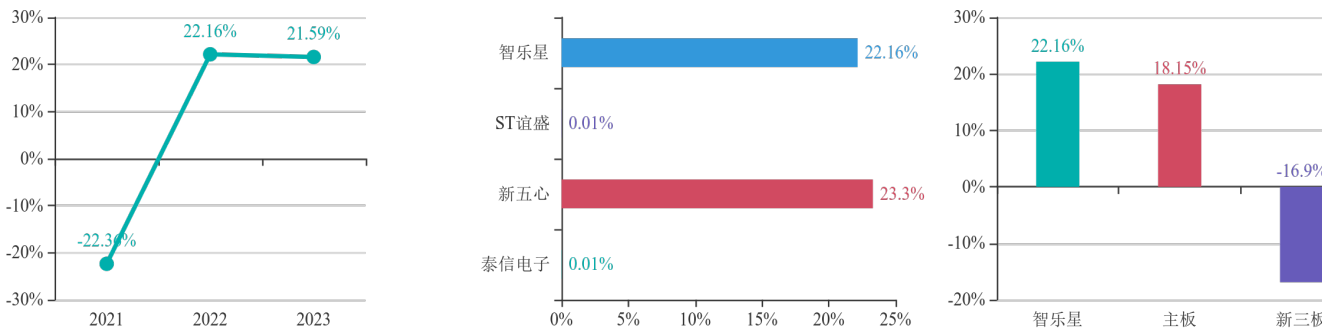


图 14 净利润增长率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022 年，智乐星净利润增长率为 22.16%，高于行业主板均值，高于新三板均值。过去三年，企业净利润上升，且上升速度较慢，2022 年较上年增速有所增加。利润的质量判断需考量净利润是否有足够的现金来支撑，需结合盈利能力部分的经营现金流净利率这一指标进行分析。

### 3. 偿债能力

偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力，反映企业财务状况和经营能力的重要标志。短期偿债能力包括流动比率和速动比率两个指标，比率越大反映偿债能力越好，但会对企业的盈利能力产生影响；长期偿债能力包括资产负债率和长期偿债比率两个指标，比率越小反映偿债风险越小。

## 流动比率：0.0

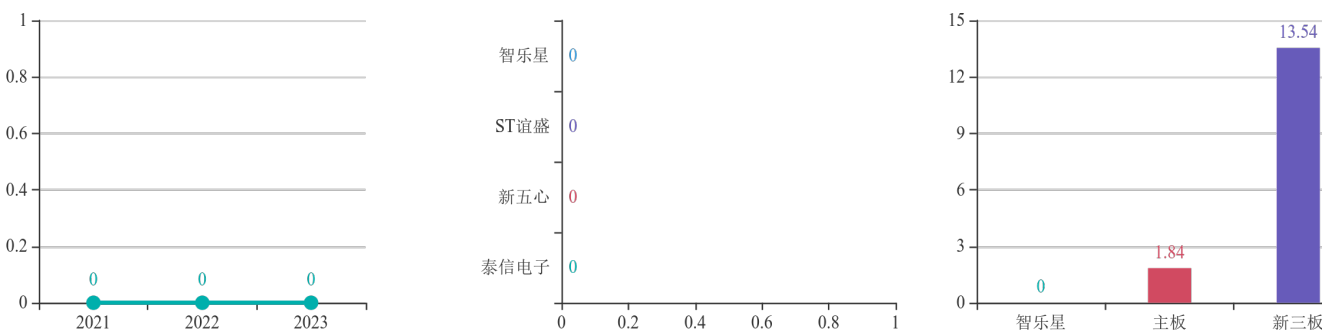


图 15 流动比率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022 年，智乐星的流动比率为 0.0，低于行业行业主板均值，低于新三板均值。过去三年，该指标有

所无增长，无增长速度很快。通常认为正常的流动比率为2，低于2的流动比率被认为是短期偿债能力偏低。

### 速动比率：0.0

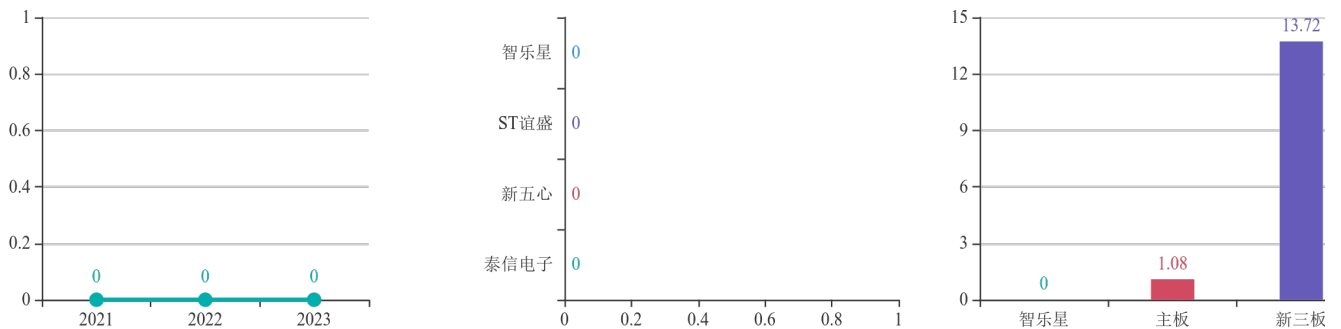


图 16 速动比率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022年，智乐星的速动比率为0.0，低于行业主板均值，低于新三板均值。过去三年，该指标有所无增长，无增长速度很快。速动比率是对流动比率局限性的补充，反映了流动资产的流动性，让短期偿债能力的估值更加直观可信。通常认为正常的速动比率为1，低于1的速动比率被认为是短期偿债能力偏低。

### 资产负债率：54.11%

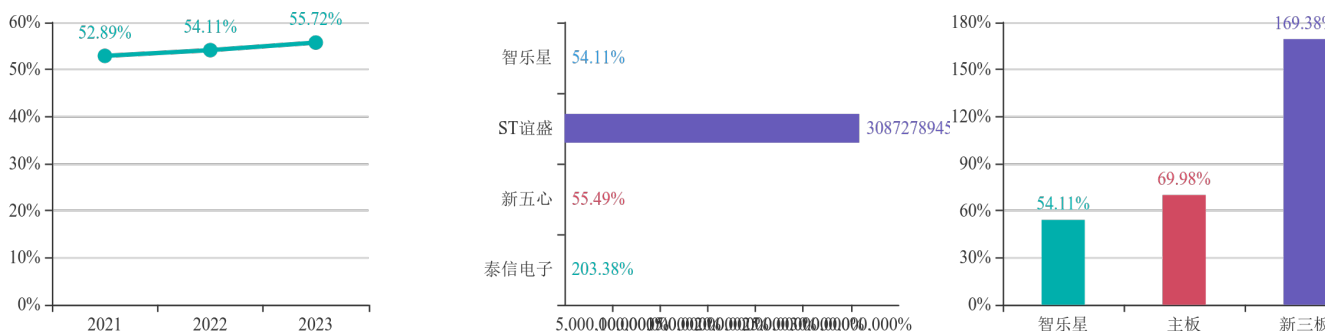


图 17 资产负债率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022年，智乐星资产负债率为54.11%，高于行业主板均值，低于新三板均值。财务杠杆比率较低，整体偿债能力较好。过去三年，该指标有所上升，上升速度较慢。

长期负债比率：0.0%

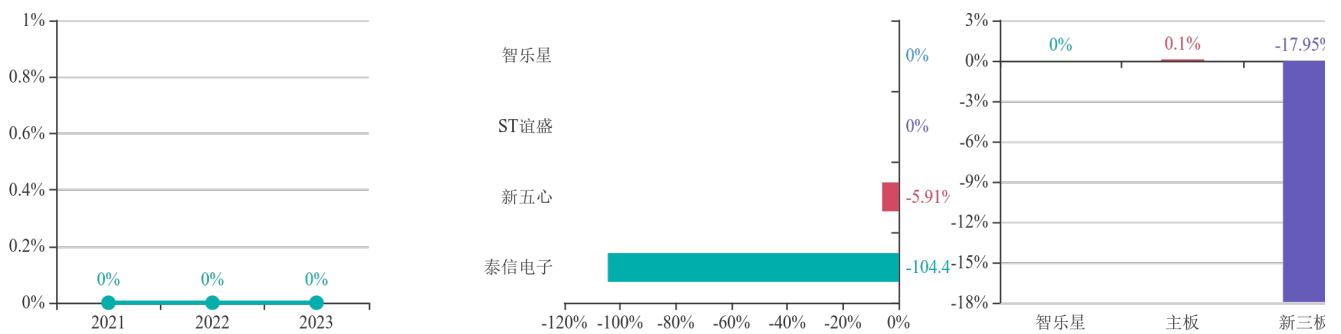


图 18 长期负债比率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022 年，智乐星长期负债率为 0.0%，高于行业主板均值，高于新三板均值。表明企业利用非流动负债较多，企业的长期偿债能力一般。过去三年，该指标有所无增长，无增长速度很快。

## 4. 营运能力

营运能力是指企业基于外部市场环境的约束，通过内部人力资源和生产资料的配置组合而对财务目标实现所产生作用的大小，包括存货周转率、应收账款周转率、应付账款周转率三个指标，周转率越大，表示资产的使用效率越高，营运能力越强。

存货周转率：2.25（次）

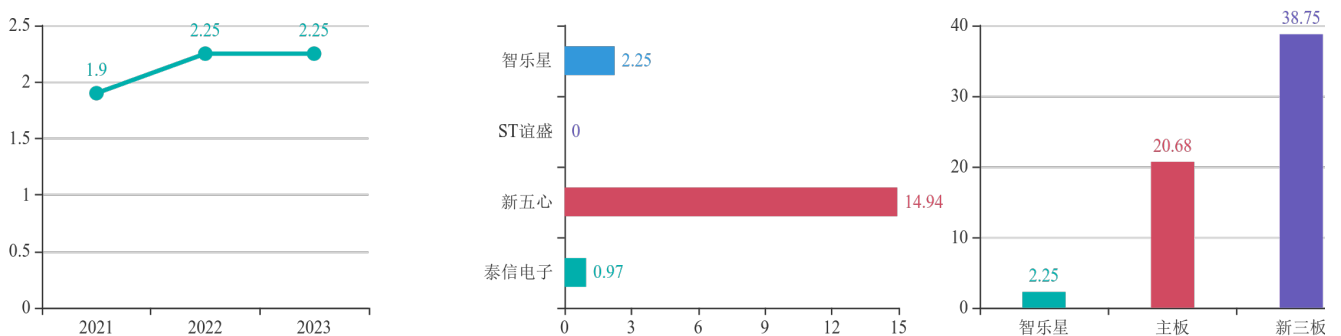


图 19 存货周转率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022 年，智乐星存货周转率为 2.25（次），低于行业主板均值，低于新三板均值。反映了企业存货周转速度较快。过去三年，企业的存货周转率有所上升，上升速度较快，说明该公司资金的使用效率有所

提高。

### 应收账款周转率：2.32（次）

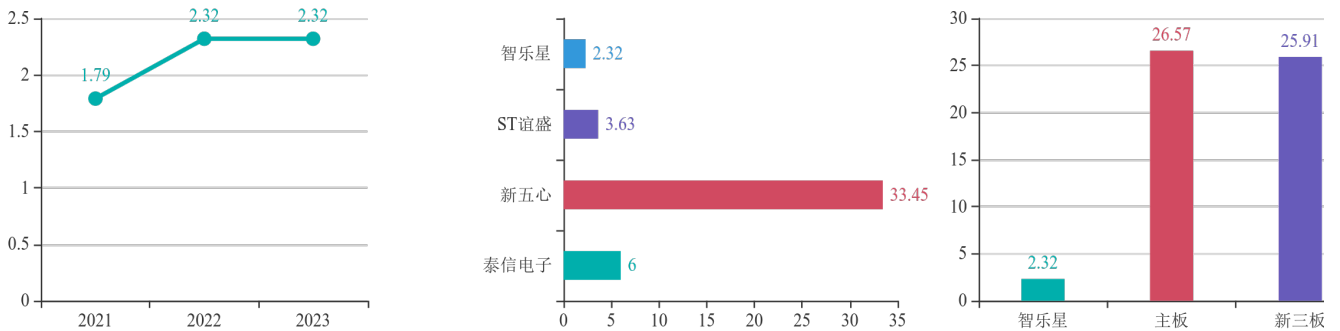


图 20 应收账款周转率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022 年，智乐星应收账款周转率为 2.32（次），低于行业主板均值，低于新三板均值，表明企业应收账款周转速度较快。过去三年，应收账款周转率有所上升，上升速度较快，表明企业应收账款管理水平提高。

### 应付款项周转率：0.0（次）

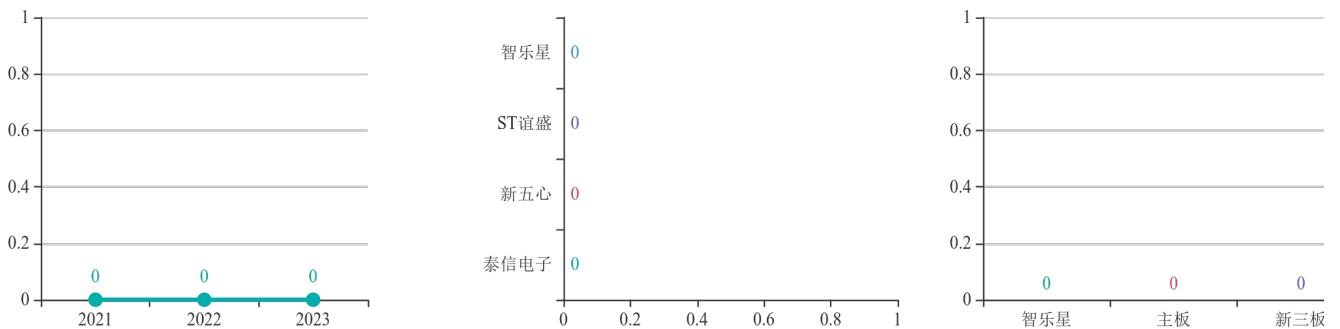


图 21 应付款项周转率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022 年，智乐星应付账款周转率为 0.0（次），高于行业主板均值，高于新三板均值。过去三年，应付账款周转率有所无增长，无增长速度较慢。该指标较高，说明公司占用供应商货款较低，信用水平高，还债能力强，但也可能预示原材料供应紧俏甚至吃紧，存在上游供应商要求快速回款情况的可能。相反，该指标较低，则说明占用供应商货款较高，存在一定的还款压力，但预示着对于上游企业更强的议价能力。

## 5. 盈利能力

盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，包括销售毛利率、销售净利率、股东权益报酬率三个指标，指标数值越大表明企业盈利能力越好。

**销售毛利率：39.92%**

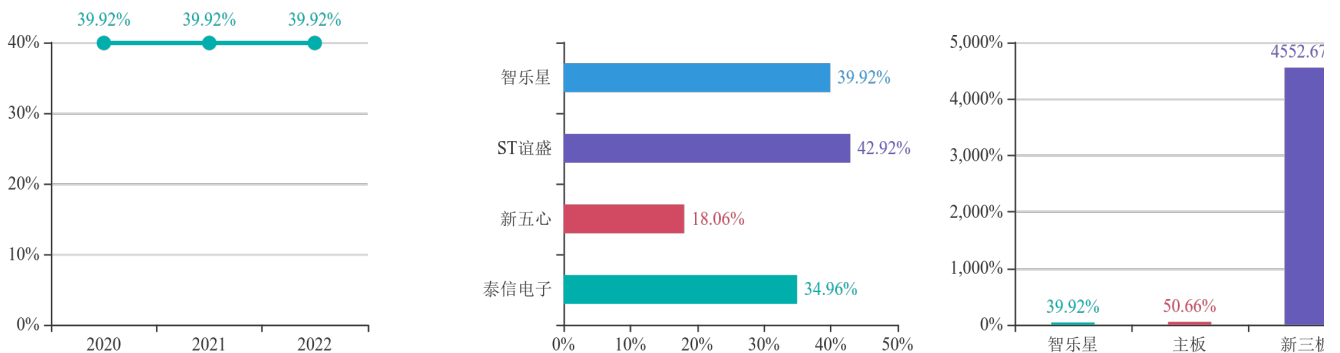


图 22 毛利率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022 年，智乐星的销售毛利率为 39.92%，高于行业主板均值，低于新三板均值，表明公司盈利能力较好。过去三年，企业销售毛利率有所下降，下降速度较慢。销售毛利率的影响因素比较复杂，应结合其他指标一起分析才能准确估值企业的盈利能力。

**销售净利率：13.28%**

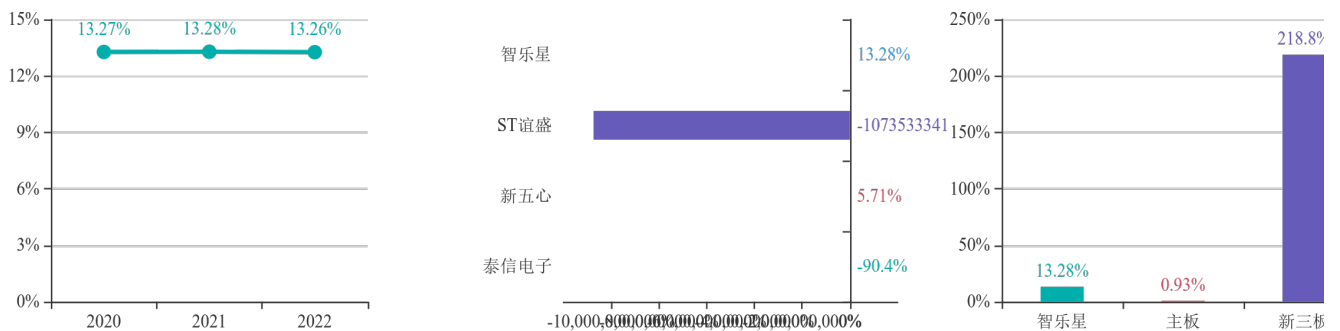


图 23 净利润率三年对比、同业对比、行业均值对比

2022 年，智乐星的销售净利率为 13.28%，高于行业主板均值，低于新三板均值，表明企业的盈利能力较好。过去三年，企业的销售净利率有所上升，上升速度较慢。该指标高，表明企业在增加销售收入额的同时，控制了成本费用的增加，内部营运效率较高，盈利情况好。反之，盈利情况则不好。

股东权益报酬率：25.02%

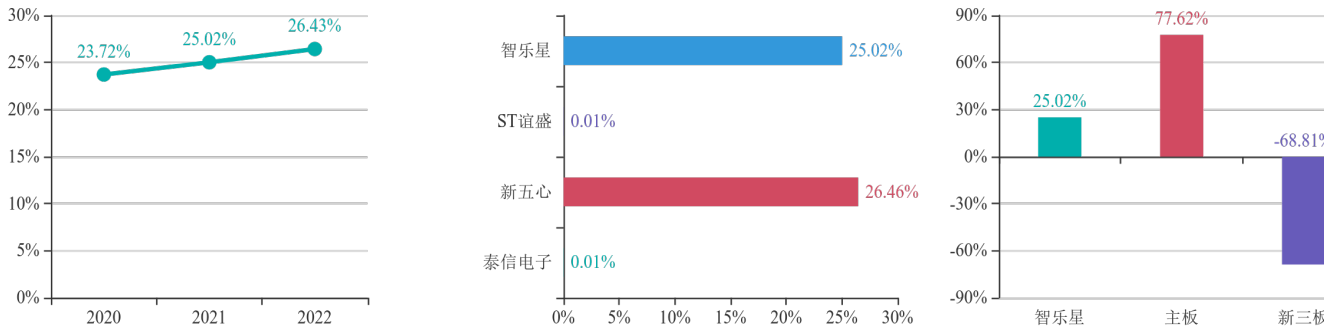
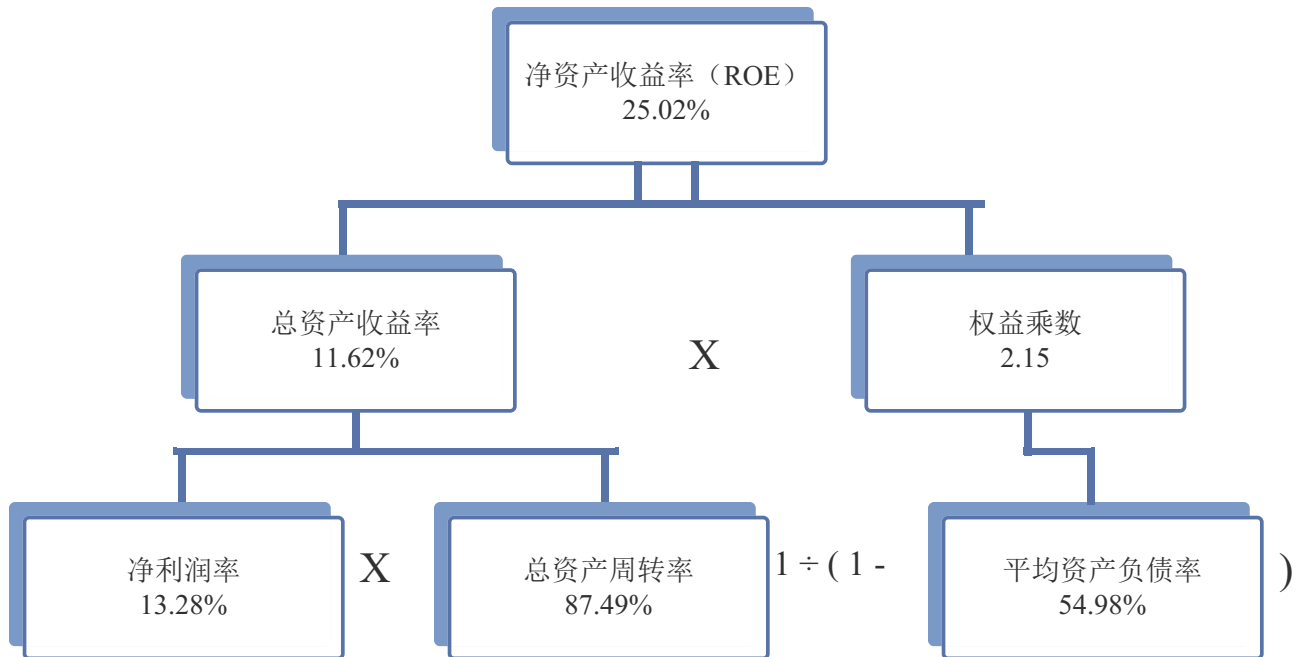


图 24 净资产收益率(ROE)三年对比、同业对比、行业均值对比

2022 年，智乐星的企业股东权益报酬率（又称净资产收益率，ROE）为 25.02%，高于行业主板均值，高于新三板均值。表明普通股投资者委托公司管理人员应用其资金所获得的投资报酬较多，公司的运营模式良好，盈利能力较强，债权人风险水平较低。过去三年，该指标持续上升，上升速度较慢。

## 6. 杜邦分析



杜邦分析的核心是净资产收益率（ROE），其反映了所有者投入资本的获利能力和企业筹资、投资、资产运营等活动的效率。ROE 的高低取决于总资产收益率和权益乘数的水平。主要因素有三个方

面：净利润率、总资产周转率和权益乘数。

表 6 杜邦分析指标对比

杜邦分析体系	2018	2019	2020	2021	2022	主板均值	新三板均值
净利润率 (%)	5.14	14.71	22.06	13.27	13.28	0.93%	218.8%
总资产周转率 (%)	0.0	116.46	74.75	78.03	87.49	61.07%	107.73%
权益乘数	0.0	2.05	2.39	2.29	2.15	3.31	-11.52
净资产收益率 (%)	0.0	35.03	39.36	23.72	25.02	-	-

**净利润率：**2022 年智乐星净利润率为 13.28%，高于行业主板均值，低于新三板均值。

净利润率是指经营所得的净利润占销货净额的百分比，或占投入资本额的百分比。这种百分比能综合反映一个企业或一个行业的经营效率和盈利能力。提高净利润率能够提升净资产负债率，使公司达到最优运营模式。提高净利润率的途径有两种：提高公司议价权或降低成本费用。

**总资产周转率：**2022 年智乐星总资产周转率为 87.49%，高于行业主板均值，低于新三板均值。

总资产周转率是企业一定时期的销售收入净额与平均资产总额之比,它是衡量资产投资规模与销售水平之间配比情况的指标。它体现了公司对总资产的利用效率。在不能有效提高毛利率的情况下，企业可通过提高总资产周转速度实现较好的净资产收益率。

**权益乘数：**2022 年智乐星权益乘数为 2.15，低于行业主板均值，高于新三板均值。

权益乘数反映了企业财务杠杆的大小，权益乘数越大，说明股东投入的资本在资产中所占的比重越小，财务杠杆越大。其主要受资产负债率的影响，但同时也应考虑到相关风险因素，如：偿债风险、资金周转风险等。



## 五、行业分析

### 1. 行业介绍

租赁和商务服务业门类具体分为租赁大类及商务服务大类。我国旅游资源丰富，文化自然遗产数量众多，截至2009年6月，我国已有38处文化遗址和自然景观列入联合国科教文组织《世界遗产名录》，其中：文化遗产26处，自然遗产7处，文化和自然双重遗产4处，文化景观1处，在景观种类和数量方面都处于世界前列。另一方面，我国的自然旅游资源和人文旅游资源尚未完全开发，尤其是中西部众多资源远未向游客揭开神秘的面纱，随着东部旅游资源的深度开发、中西部旅游资源的相继开发和旅游条件的改善，我国将会对世界产生越来越大的吸引力，吸纳众多的旅游者。

1978年我国实行改革开放以来，经过30年的发展，我国旅游业从无到有、由小到大，中国在世界旅游业中的地位日益提升。2007年我国入境过夜旅游者5472万人次，居全球第4位；旅游外汇收入419亿美元，居全球第5位；国内旅游人数16.1亿人次；出境旅游人数4095万人次；旅游总收入1.0957万亿元。中国已成为世界上第四大入境旅游接待国、亚洲第一大出境旅游客源国，并将形成世界上最大的国内旅游市场。从我国旅游总收入占国内生产总值（GDP）比重的变化趋势可以看出，1978年该比例仅为0.63%，随着我国对外开放程度的逐步深化，我国旅游行业快速发展，2002年我国旅游总收入占GDP的比重已经达到5.44%，最近几年则基本保持在4%左右，表现为稳中有升的态势。

根据中国旅游研究院和银联商务股份有限公司联合发布的《中国旅游消费大数据报告》显示，2019年，我国居民消费出现“首店经济”、文旅融合、夜间旅游消费等多个新亮点，旅游消费逐渐成为人们消费的刚需。根据文化与旅游部发布的《2019年旅游市场基本情况》显示，2019年，旅游经济继续保持高于GDP增速的较快增长。国内旅游市场和出境旅游市场稳步增长，入境旅游市场基础更加稳固。全年，国内旅游人数60.06亿人次，比上年同期增长8.4%；入出境旅游总人数3.0亿人次，同比增长3.1%；全年实现旅游总收入6.63万亿元，同比增长11%。旅游业对GDP的综合贡献为109400亿元，占GDP总量的11.05%。旅游直接就业2825万人，旅游直接和间接就业7987万人，占全国就业总人口的10.31%。

国家统计局的统计数据显示，2003年我国人均国内生产总值首次超过1000美元，达到1090美元，2006年人均国内生产总值超过2000美元，居民可支配收入和可自由支配时间不断增多，具备了外出旅游的客观条件，二次旅游消费升级已然来临，而经济相对发达的长三角、珠三角和环渤海经济带的主要城市人均国内生产总值均已超过5000美元，已经开始进入第三次旅游消费升级阶段。随着我国经济持续、健康、稳定发展，人民收入水平不断提高，以及全面建设小康社会的推进，新阶层和新理念的出现，我国消费市场、消费结构、产业结构都将发生显著的变化，大众旅游将由一般观光逐渐过渡为度假观光，以休闲

度假、商务会奖为代表的高端旅游消费需求将快速增长，促使传统的旅游行业发生变革。

根据《中国旅游业发展“十五”计划和2015年、2020年远景目标纲要》，到2020年，我国国际旅游外汇收入将达580-820亿美元，国内旅游收入2.1-3.0万亿元人民币，旅游总收入将超过3.6万亿元人民币，相当于届时国内生产总值的11%，真正成为国民经济体系中的支柱产业之一。

2000年以来，受全球经济持续、稳定增长，出入境旅游迅速发展，机场、口岸建设升级，市内免税店的开设等因素的影响，我国免税品行业增长迅速，明显快于同期全球免税业的增长。根据中免公司统计，2008年我国免税业收入已经达到60亿元人民币。从我国免税业的总体发展历程来看，由于发展历史较短，在经营模式、免税店规模、商品种类、购物环境和市场开发等诸多方面与免税业发展成熟国家具有一定的差距。但中国作为新兴的免税市场，免税业已经成为旅游相关产业中的朝阳板块，具有广阔的发展空间。我国对免税行业实行“四统一”政策，除经国务院批准有权经营免税商品销售的企业外，其它企业和个人严禁经营免税商品销售业务。目前，境内获准经营免税商品批发兼零售业务的免税运营商主要有4家，分别为：中免公司、深圳市国有免税商品（集团）有限公司、珠海免税企业集团有限公司和日上免税行（上海）有限公司。其中只有中免公司可以在全国范围内的主要机场、港口和边境口岸经营免税业务，不存在地域限制，而其他公司则作为区域性的免税运营商，只能在特定的机场或其他特定区域经营免税业务。

## 2. 产业链描述

（空）

## 3. 国家政策

发布机构	名称	发布日期	相关内容

财政部	《关于实施境外旅客购物离境退税政策的公告》	2015-01-06	公告具体明确了以下几点： ：能享受退税优惠的境外旅客，是指在中国境内连续居住不超过183天的外国人和港澳台同胞。退税物品，由海南试点时的正面列举方式调整为以负面清单方式。将起退点由800元下调至500元，而且退税物品的退税率为11%。 退税币种为人民币，有现金退税和银行转账退税两种方式可选。其中，退税额未超过10000元的，可自行选择退税方式。退税额超过10000元的，以银行转账方式退税。
财政部	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	2016-01-28	适当增加免税品种类：在符合现有法律法规和严格限量的基础上，将17种与百姓生活密切相关的消费品纳入离岛免税商品范围。 适当放宽热销商品的单次购物数量限制：对现行21种离岛免税商品中10种类别热销商品放宽限购数量。
国家旅游局	《关于征求促进旅游业与信息化融合发展意见的函》	2015-05-08	到2030年(未来15年)，实现让旅游业融入互联网时代、用信息技术武装中国旅游全行业的目标，为建设适应全面小康和初步富裕型需要的旅游业提供有力的信息技术支撑。到2050年(未来35年)，实现中国旅游业的现代化、信息化、国际化，为成为国民经济战略性支柱产业与人民群众更加满意现代服务业的旅游业和世界旅游强国提供坚强有力的技术基础和保障。

国务院	《国务院关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》	2015-11-24	扩大72小时过境免签政策范围，完善和落实境外旅客购物离境退税政策。加快旅游基础设施建设，大力发展智能交通，推动从机场、车站、客运码头到主要景区交通零距离换乘和无缝化衔接，开辟跨区域旅游新路线和大通道。合理规划建设通用机场、邮轮游艇码头等设施。拓展农村消费市场，优化农村消费环境。发挥小城镇连接城乡、辐射农村的作用，提升产业、文化、旅游和社区服务功能，增强商品和要素集散能力。
财政部、商务部、海关总署、国家税务总局	《关于口岸进境免税店政策的公告》	2016-02-18	口岸进境免税店是按规定对进境旅客免进口税购物的经营场所。，国家对口岸进境免税店实行特许经营；口岸进境免税店的适用对象是尚未办理海关进境手续的旅客；免税税种是关税、进口环节增值税和消费税；免税商品品类和限购数量见附表；允许居民旅客在口岸进境免税店购买价值连同境外免税购物额总计不超过8000元人民币。

国务院	《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	2018-04-11	推进海口机场改扩建工程，加密海南直达全球主要客源地的国际航线；实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额；支持海南开通跨国邮轮旅游航线，支持三亚等邮轮港口开展公海游航线试点，加快三亚向邮轮母港方向发展；放宽游艇旅游管制。支持在海南建设国家体育训练南方基地和省级体育中心。
-----	-----------------------	------------	--

#### 4. 国内主要公司及商业模式

##### 华侨城A（000069）：

公司是华侨城集团旗下旅游及房地产板块的上市公司。经过近二十年的探索与升级，华侨城A以旅游综合、房地产为主营业务，构筑了成熟的成片综合开发模式。在旅游业务方面，2019年AECOM联合TEA发布的报告显示，华侨城继续蝉联全球主题公园集团四强。2019年半年报显示公司目前旗下共有19家景区、开放式休闲旅游区、度假区及独立运营的演艺项目和24家酒店、1家旅行社。华侨城酒店集团再次跻身“2018年度中国饭店集团60强”榜单。公司将各业务板块相互融合，文化旅游景区、酒店、住宅和商业类地产以多种形式组成有机整体，创立了独特的“文旅+地产”模式。

##### 锦江酒店（600754）：

公司目前业务板块形成以有限服务酒店业务为核心，食品与餐饮业务为补充的业务结构。食品餐饮主要包括锦江食品、新亚食品、锦箬餐饮等，此外公司还通过参股方式持有上海肯德基42%股权，上海吉野家43%股权。酒店业务方面，公司根据“全球布局、跨国经营”的发展战略，先后成功收购了法国卢浮集团、战略投资铂涛集团。目前公司旗下拥有“GoldenTulip”、“锦江都城”、“Campanile”、“锦江之星”、“丽枫”、“喆啡”、“七天”等酒店品牌。2019年底拥有酒店数量达8514家，中端酒店占比42%，加盟店占比88%。公司打算实施轻资产化经营目标，将专注酒店运营与管理。自2019年初公司已开始考虑出售直营酒店物业资产，2020年1月已出售西安、郑州两家锦江之星酒店物业给集团关联方。2020年4月1日，公司向实际控制人之全资附属公司及控股股东转让4家子公司股权。

##### 首旅酒店（600258）：

公司专注于经济连锁型及中高端酒店的投资与运营管理，并兼有景区经营业务。公司酒店业务包括酒店运营和酒店管理两种模式：第一，酒店运营模式主要指通过租赁物业来经营酒店，公司通过向顾客提供住宿及相关服务取得收入，并承担酒店房屋租金，装修及运营过程中的管理、维护、运营费用及相关税费后实现盈利；第二，酒店管理业务包括品牌加盟、输出管理和其他特许业务。目前在经济型领域公司拥有如家酒店、驿居酒店、欣燕都等品牌，中端领域有如家商旅、如家精选等品牌，高端领域有建国饭店、京伦饭店等品牌，其他有逗号之家、青巢公寓等品牌。公司目前向中高端转型，持续加盟模式对于景区业务，公司海南南山景区运营主要通过景区的门票、餐饮、商品、住宿、园区内交通等获得收入利润。

#### 中青旅（600138）：

公司主要从事旅游、高科技的投资；经营入境旅游、国内旅游、中国公民自费出境旅游业务；从事高科技产品开发和技术服务、旅游资源配套开发等业务。作为中国旅游行业的领先品牌和综合运营商，公司坚持以创新为发展的根本推动力，不断推进旅游价值链的整合与延伸，在观光旅游、度假旅游、会奖旅游、差旅管理、景区开发、酒店运营等领域具有卓越的竞争优势。中青旅旗下拥有中青旅会展、乌镇、山水酒店、遨游网、百变自由行等一系列国内知名旅游企业和产品品牌，在北京、上海、东京、温哥华、中国香港、广州、天津、南京、杭州、深圳等海内外多个核心城市设有分支机构。公司矢志成为一家具有卓越品牌形象、拥有领先市场份额、跨地域、跨产业链运营的国际化现代旅游集团。

#### 东方明珠（600637）：

公司是上海广播电视台、上海文化广播影视集团有限公司(SMG)旗下统一的产业平台和资本平台，拥有国内最大的多渠道视频集成与分发平台及丰富的文化娱乐消费资源，为用户提供视频内容服务及视频购物、文旅消费、影视剧及游戏等文娱产品。公司基于智慧运营驱动“文娱+”战略，满足用户不断增长的多元化文化娱乐消费需求，致力于打造面向新中产消费群体的最具价值的文化娱乐消费服务平台，为新中产消费群体提供跨终端、多场景的文娱产品和消费体验，成为中国领先的综合型文化产业集团。公司已拥有IPTV、互联网电视、有线电视、移动端、线下场馆、线下景点等完整的用户触达渠道。同时通过打造融合媒体产品，充分利用公司在全渠道协同运营的优势，形成了较高的竞争壁垒。公司曾入选中国财富500强，在文化传媒行业中排名靠前，也是一家榜上有名的国有文化传媒公司。

## 5. 并购综述

2019年1月-12月，我国租赁和商务服务业上市公司共完成并购交易58笔，披露的交易金额为155.26亿元，披露交易金额的并购交易中平均每笔交易金额为2.67亿元。从交易金额来看，发生最多的月份为2019年3月，金额达44.1亿元，其中分众鸿意并购云锋新创涉及金额高达44亿元，这也是今年最大的一笔并购

交易。另外，今年5月并没有并购交易完成。从交易笔数来看，2019年2月共完成15笔并购交易，远超其他月份，表现最为突出。（外币计价的交易均用当时汇率折算成人民币进行统计）



2019年租赁和商务服务业并购交易金额和笔数

租赁及商务服务业上市公司的并购交易金额普遍偏小，单笔交易金额主要集中在1亿元以下，共有35笔交易，占比60.34%。交易金额在1至5亿元之间的有19笔交易，占比32.75%。交易金额在5至10亿元之间的有2笔交易。交易金额在10亿元以上的有2笔交易。



2019年租赁和商务服务业单笔并购规模

（注：以上数据及文字均通过公开资料整理所得）

## 六、附录

## 附件 1：企业原始数据

附表 1-1 企业成长性评价原始数据

数据类别	变量名	数值	数据类别	变量名	数值
成长性指标	融资历史	1	经营能力	经营异常	0
	投资事件	0		招投标	0
	招聘	25			
创新能力	专利	0		动产抵押	0
	著作权	10		知识产权出质	0
	作品著作权	34		土地质押	
	商标信息	46		购地信息	0
	网站备案	1		行政处罚	0
	证书	0		欠税公告	0
信用水平	司法拍卖	0		严重违法	0
	限制消费令	0		股权出质	0
	被执行人	0		税收违法	0
	失信人	0		环保处罚	0
	法律诉讼	1		供应商	15
	开庭公告	1		电信许可	0
	法院公告	0	送达公告	0	



	税务评级	1	风险水平	立案信息	1
	进出口信用	一般信用企业		风险信息	
盈利能力	分支机构	0	企业风险	6	
	对外投资	5		法人风险	
	营业收入				
	净利润				

## 附录 2：分数和等级参考

附表 2-1 企评家成长性评价系统成长性等级描述

成长性得分分数范围	等级	企业评价描述
0-250	E	目前该企业正处于缓慢成长期，企业成长性的各项指标低于市场平均水平，成长性逐步提升。
250-400	D	目前该企业正处于低速成长期，企业成长性的各项指标相当于市场平均水平，成长性逐步提升。
400-600	C	目前该企业正处于快速成长期，企业成长性的各项指标相当于市场平均水平，成长性日益显著。
600-800	B	目前该企业正处于高速成长期，企业成长性的各项指标高于市场平均水平，成长性日益显著。
800-1000	A	目前该企业正进入繁荣发展期，企业成长性的各项指标高于市场平均水平，成长性十分显著。

## 附录 3：名词解释

### 1. 法人风险

“法人风险”记录了企业法人和高管的风险信息，本文所用数据为风险条数，包含法人和高管涉及的

法律诉讼条数等。

## 2. 绝对估值法

上市公司的绝对估值法与相对估值法相对，主要采用的是现金流贴现和红利贴现的方法，主要包括公司自由现金流(FCFF)、股权自由现金流(FECE)和股利贴现模型(DDM)。贴现现金流模型是运用收入的资本化定价方法来决定普通股票的内在价值。

## 3. 相对估值法

相对估值法是挖掘那些具有扎实基础但是市场价值相对较低的公司的一种简单的方法。其特点是采用乘数来评定上市公司的相对价值和绩效，较为简便，如市盈率估值法、市净率估值法、企业价值乘数法、市盈增长率估值法、市销率估值法、市售率估值法等。

## 4. FCFF 模型

FCFF 模型 (Free cash flow for the firm) 由美国学者拉巴波特于 20 世纪 80 年代提出，指利用公司自由现金流对整个公司进行估价，而不是对股权。自由现金流概念是指企业产生的、在满足了再投资需求之后剩余的、不影响公司持续发展前提下的、可供企业资本供应者/各种利益要求人 (股东、债权人) 分配的现金。

## 5. FCFE 模型

FCFE 股权自由现金流模型 (Free Cash Flow to Equity) 的来源是现金流贴现定价模型，这种方法只对杠杆企业项目所产生的属于权益所有者的现金流量进行折现，折现率为权益资本成本。