

2021年02月24日

证券研究报告·公司研究报告

众信旅游 (002707) 休闲服务

持有 (首次)

当前价: 6.23元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

疫情后旅游市场将补偿性反弹，公司有望率先受益

投资要点

- **推荐逻辑:** 1.公司是国内领先的旅游业综合运营商，出境游细分市场龙头，2019年服务旅客数超过210万人次。近期全球疫情加速缓解，根据世界旅游及旅行理事会的预测，乐观情况下，全球旅游业将从3月下旬开始复苏，下半年国际旅行重启，公司出境游业务恢复后，业绩有望触底反弹；2.疫情缓解后，旅游市场有望迎来补偿性反弹，考虑到疫情期间有将近3500家旅行社注销，中小供应商产能出清，龙头有望率先受益于需求的反弹，进一步提升市占率；3.公司与阿里旅行战略合作，资源共享，并成立合资公司开发旅游产品分销B2B平台，有望重塑产业链，为公司带来新的业绩增长点。
- **疫情加速行业产能出清，市场有望迎来补偿性反弹:** 受疫情冲击，2020年国内旅游人数28.8亿人次，同比下降52.1%，国内旅游收入2.2万亿元，同比下降61.1%，出境游业务自2020年Q1停止后仍未恢复，旅游业企业受到重创。根据企查查数据，2020年至今有近3500家提供出、入境旅游业务的企业注销。得益于疫苗接种、全面的核酸检测及病例追踪制度，目前全球疫情加速缓解，根据世界旅游及旅行理事会的预测，乐观情况下，全球旅游业将从3月下旬开始复苏，夏季旅游需求将强劲反弹，下半年国际旅行开始重启，今年旅游业对全球GDP贡献恢复至7.4万亿美元。参考2003年非典疫情后的情况，预计疫情全面缓解后，旅游市场有望迎来补偿性反弹，考虑到2019年跟团出行人次是2004年的将近24倍，此次反弹强度预计更大。考虑到中小供应商产能出清，龙头企业有望率先受益于需求的反弹，进一步提升市占率。
- **携手阿里，创新打造旅游产品B2B平台，重塑产业链:** 2020年底，阿里受让公司实际控制人4547万股股票，成为公司大股东之一。阿里旅行与公司签署战略合作协议，拟通过资源导流、共同开发、商品供应、股权深度合作等多种形式展开更深度合作，并与公司成立合资公司，开发旅游产品分销B2B解决方案。公司与阿里旅行的合作是产业链上的强强联合，优势互补，旅游产品分销B2B解决方案，有望填补产品开发端平台的空白市场，整合批发资源，加强产业链的一体化，优化行业生态，同时为公司带来新的业绩增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2020-2022年归母净利润分别为-13.9亿、0.2亿和1.9亿元，增速分别为-2121.9%、101.7%和691.6%，对应的PE分别为-4X、240X和30X。考虑到公司是出境游龙头，疫情结束后将实现基本面修复，与阿里旅行的合作及合资公司拟开发的旅游产品分销B2B平台具有巨大潜力，与中免合作的免税业务也有巨大开发价值，我们看好公司的长期发展，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示:** 疫情控制或低于预期；与阿里旅行的合作或不及预期；免税业务布局或不及预期；行业竞争或加剧等。

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
 执业证号: S1250517050002
 电话: 021-58351932
 邮箱: cxya@swsc.com.cn

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.06
流通A股(亿股)	5.80
52周内股价区间(元)	4.32-11.92
总市值(亿元)	56.46
总资产(亿元)	47.76
每股净资产(元)	2.33

相关研究

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12676.86	1631.86	5407.97	13924.12
增长率	3.64%	-87.13%	231.40%	157.47%
归属母公司净利润(百万元)	68.61	-1387.23	23.51	186.09
增长率	191.15%	-2121.86%	101.69%	691.57%
每股收益EPS(元)	0.08	-1.53	0.03	0.21
净资产收益率ROE	3.12%	-128.83%	1.84%	12.00%
PE	82	-4	240	30
PB	2.34	4.93	3.90	3.47

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：国内领先的旅游产品及服务综合运营商	1
2 疫情加速行业产能出清，市场有望迎来补偿性反弹	4
2.1 疫情加速缓解，市场有望超预期复苏	4
2.2 疫情后旅游业有望实现补偿性反弹，龙头企业将率先受益.....	6
2.3 加速布局国内游，业务持续多元化	8
3 携手阿里，创新打造旅游产品 B2B 平台，重塑产业链	8
4 携手中免布局免税，有望打开业绩新增长点	10
5 盈利预测与估值	11
5.1 盈利预测	11
5.2 相对估值.....	12
6 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司业务布局.....	2
图 3: 公司 2015 年以来营业收入 (亿元) 及增速.....	3
图 4: 公司 2015 年以来归母净利润 (亿元) 及增速.....	3
图 5: 公司 2019 年主营业务结构情况.....	3
图 6: 公司 2019 年主营业务毛利占比情况.....	3
图 7: 公司 2015-2020H1 主营业务结构变化情况.....	4
图 8: 公司 2015-2020H1 主营业务毛利率变化情况.....	4
图 9: 国内新冠肺炎当日新增确诊病例情况 (上图) & 全球 (不含中国) 新冠肺炎当日新增确诊病例情况 (下图) ...	5
图 10: 全球及各主要经济体疫苗接种量 (剂次)	5
图 11: 2000-2006 年全国旅游收入及增速.....	6
图 12: 申万旅游二级子行业 2003Q1-2005Q4 季度总收入及增速.....	6
图 13: 1999-2018 民航国际航线客运量及增速.....	7
图 14: 2019 年中国旅游人次细分占比.....	8
图 15: 旅游行业产业链.....	9

表 目 录

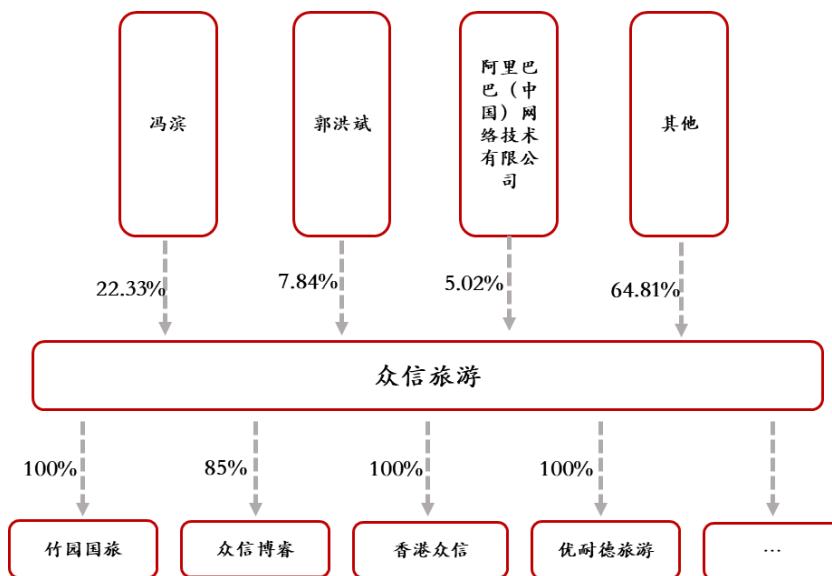
表 1: 部分国家旅游扶持政策.....	7
表 2: 阿里旅行与公司战略合作的内容.....	9
表 3: 分业务收入及毛利率.....	11
表 4: 可比公司估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 公司概况：国内领先的旅游产品及服务综合运营商

公司是国内领先的大型旅游产品和服务的综合运营商，是最大的出境游产品供应商之一，主要业务包括旅游批发、旅游零售、整合营销、旅游目的地运营、旅游产业链服务等。2020年受新冠疫情影响，旅游业遭到巨大冲击，出境游业务全面停摆，公司旅游业务也有大幅下滑，但是考虑到国内疫情已经受到较好控制，随着疫苗加速接种，海外疫情也逐步控制，旅游业务有望超预期恢复。

公司成立于1992年，2014年上市后公司不断做强主业，并通过增发、并购做大规模，进行上下游延伸。2020年9月，阿里巴巴（中国）网络技术有限公司受让公司实际控制人冯滨先生4547万股（5.02%），成为公司大股东之一，同时公司与阿里旅行成立合资公司杭州阿信网络科技有限公司，开发旅游产品分销解决方案B2B平台，并签订战略合作框架协议，加强资源共享，深化合作。

图1：公司股权结构



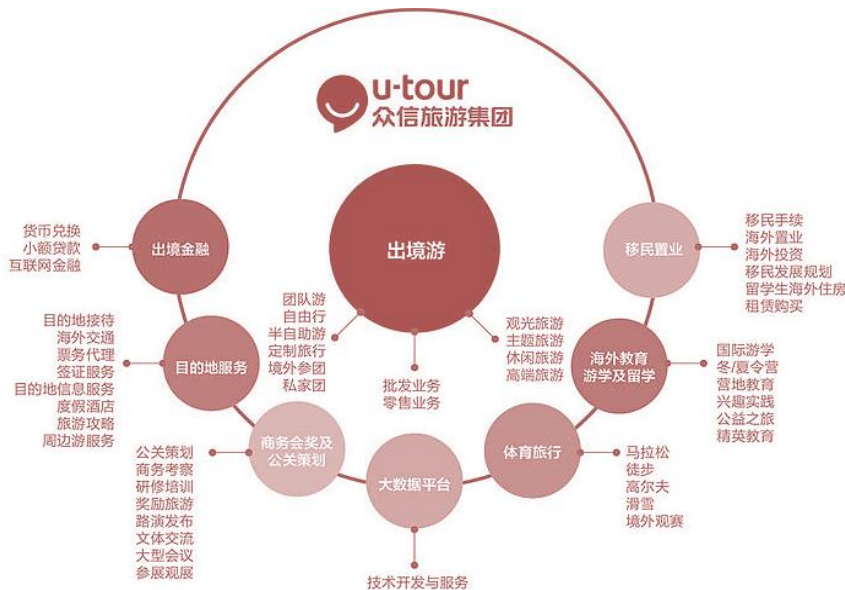
数据来源：Wind，西南证券整理

公司业务情况：出境游是公司的核心主业，公司的产品包括出境游批发、出境游零售、整合营销服务业务等，目的地覆盖欧洲、大洋洲、非洲、中东、美洲、亚洲、南北极等全球主要国家和地区，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出境游及亚洲短线出境游上具有较强的竞争优势。公司坚持从旅游到旅行的发展路径，业务由出境游拓展至国内游、“旅游+”出境服务，逐步向国内游、高端旅游、游学、移民置业、旅游金融、健康医疗等一系列旅游及出境综合服务延伸。在继续加强批发业务领先优势的基础上，加大零售业务开拓力度，将“众信旅游”零售品牌拓展至全国。

从渠道看，公司拥有2,000多家同业合作客户及数万家合作经营网点，是各线上线下游行社的主要供应商，并在北京、上海、天津、武汉、西安、昆明、杭州、南京、苏州、河北、内蒙、江西等省市，拥有超过350家零售实体门店。公司持续加强零售渠道布局，2017年公司启动“零售合伙人门店计划”，截止2020H1，已在全国16个省、市、自治区签约合伙门店超过1000家。

从产品看，公司从出境游到出境游+国内游、周边游，从北京、上海等主要出境口岸城市到覆盖国内各主要城市的出境游产品，从跟团游到定制游，从常规旅游到专项、主题旅游，从出发地组团到目的地参团，公司产品不断丰富，持续引领着市场发展，每年为 200 万人次以上的游客提供旅游服务。目前公司旗下拥有奇迹旅行（高端旅游）、众信游学、北京优达与杭州四达（移民置业）、悠联货币（货币兑换）、优贷小贷等多家专项旅游及出境服务公司，初步形成了出境综合服务平台的战略布局。

图 2：公司业务布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

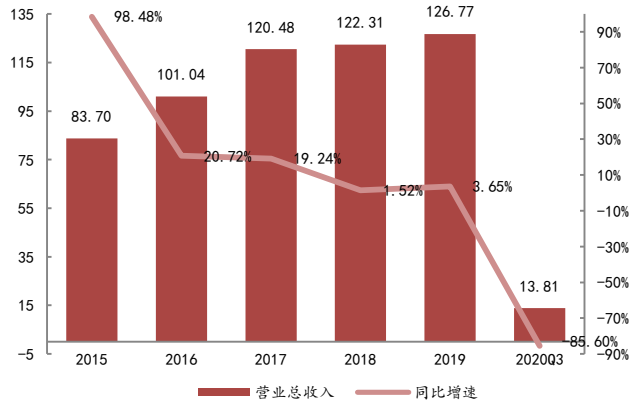
从产业链资源看，公司加大目的地资源开拓力度，在主要出境游热点地区实施目的地一体化战略及开发目的地玩乐产品。公司海外资源优势逐步凸显，通过投资及整合，热点目的地资源进一步丰富，海外资源运营取得一定成效，为公司贡献更多的收入及利润。

目前公司已逐步在欧洲、日本、美国、东南亚等地采用投资、战略合作等方式建立了落地服务公司，根据不同目的地情况，投资旅游巴士公司、餐厅、购物店、参与当地资源运营等。2019 年，公司基于已有目的地服务公司运营经验，在泰国普吉岛和迪拜设立地接社，在欧洲、日本等地设立或收购车公司，设立或收购欧洲、东南亚购物店，收购挪威酒店及管理公司等，进一步丰富热点地区资源类型，提高区域优势，夯实目的地资源掌控能力。公司海外目的地资源布局持续落地，有助于提高公司对上游资源的把控能力，提高公司产品优势，抬高竞争壁垒和盈利能力。

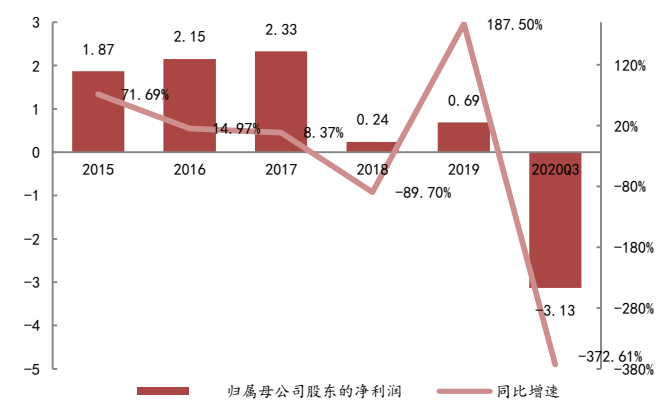
公司业绩状况：公司上市前后两年是出境游市场高速增长阶段，公司积极做大，收入、利润呈现高速增长，2018 年受泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发等事件性的影响，市场受到一定冲击，也影响了公司的收入增长，2018-2019 年公司收入略有增长，利润波动较大，2019 年公司收入 126.8 亿元，同比增长 3.6%，归母净利润 0.7 亿元，同比增长 191.2%。

2020 年受新冠疫情影响，从 1 月起停止发团，导致公司从 2 月开始收入大幅下滑，4 月国内新冠疫情基本得到控制，国内省内游和周边游逐步开放，7 月开始，跨省游开放，公司大力发展国内游业务，弥补出境游的影响。2020 前三季度，公司收入 13.8 亿元，同比下

滑 85.6%亿元, 利润-3.1 亿元, 同比下滑 372.6%。根据公司业绩预告, 2020 年全年公司预计收入 15-17 亿元, 受收入下滑、大额商誉减值及坏账准备等影响, 归母净利润预计亏损 13-15 亿元。

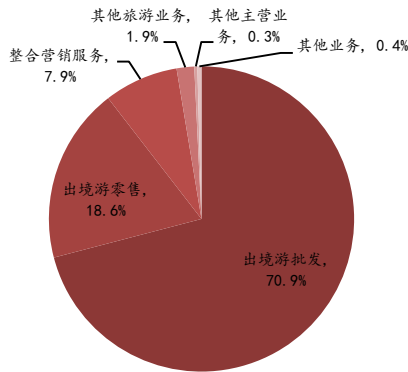
图 3: 公司 2015 年以来营业收入 (亿元) 及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

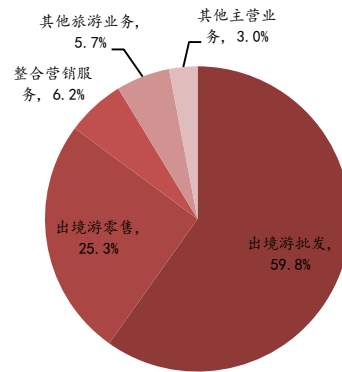
图 4: 公司 2015 年以来归母净利润 (亿元) 及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

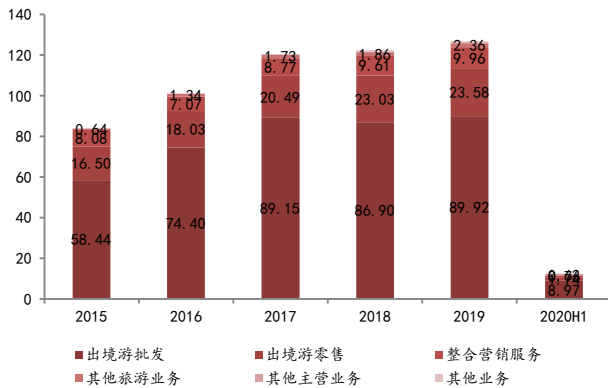
公司主营业务结构: 2019 年出境游业务为公司贡献了 90%的收入, 其中批发业务占将近 80%, 贡献了总收入的 71%。出境游批发业务毛利率 8.2%, 贡献了 59.8%的毛利, 出境游零售业务毛利率相对较高, 贡献了 25.3%的毛利, 其他旅游业务主要是国内游及单项业务, 毛利率高达 29.7%, 近几年收入增长较快。从毛利率变化情况看, 受下沉市场规模扩大等因素影响, 2016-2018 年出境游业务毛利率有所下滑, 2019 年受东南亚市场业务恢复, “优耐德”“优严选”等优质新产品推出及一体化运营优化等影响, 整体毛利率有所回升。

图 5: 公司 2019 年主营业务结构情况


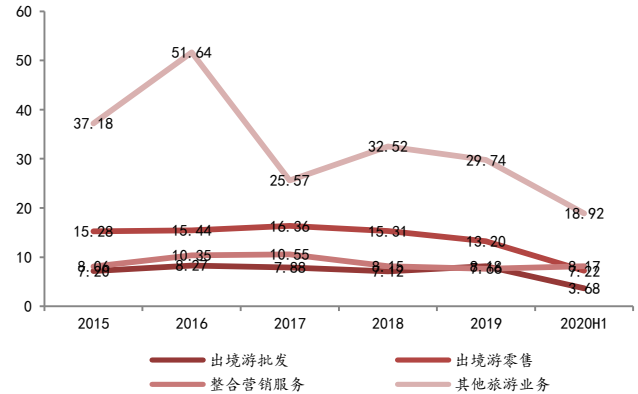
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 公司 2019 年主营业务毛利占比情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 7: 公司 2015-2020H1 主营业务结构变化情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 公司 2015-2020H1 主营业务毛利率变化情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 疫情加速行业产能出清, 市场有望迎来补偿性反弹

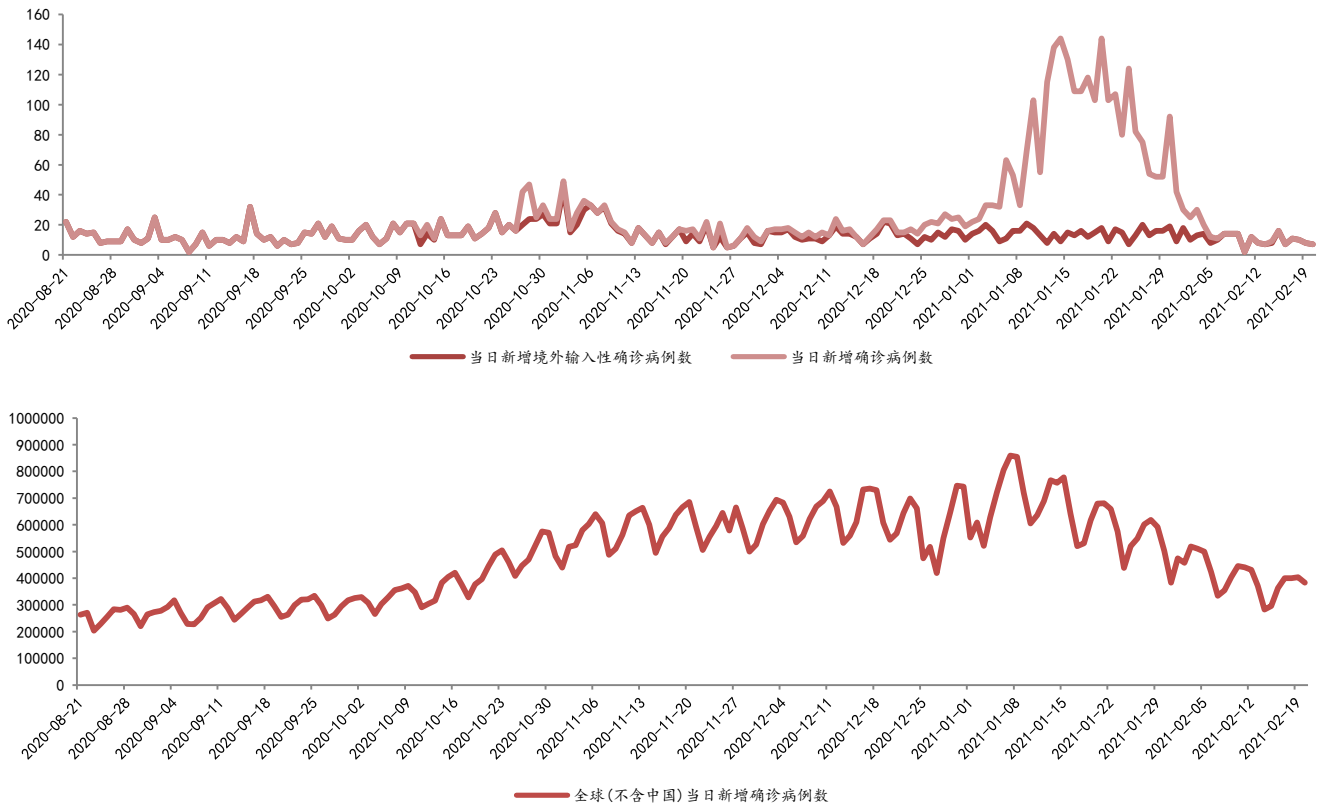
2020 年受新冠疫情冲击, 旅游业受到巨大冲击, 根据文化和旅游部数据, 2020 年度国内旅游人数 28.8 亿人次, 比上年同期减少 30.2 亿人次, 下降 52.1%, 国内旅游收入 2.2 万亿元, 比上年同期减少 3.5 万亿元, 下降 61.1%。2020Q1, 全国旅行社出境旅游组织 331.1 万人次、1625.7 万人天, 同比减少 77.7%、78.3%, Q2 开始出境业务已全部停止, 至今仍未恢复。

根据企查查的数据, 截止 2021 年 2 月 21 日, 经营范围包括出、入境旅游的旅行社共计 8940 家, 其中已注销/吊销/撤销的旅行社多达 3471 家, 从 2020 年 1 月起停团到 7 月恢复跨省游, 国内长途组团游长达半年的停止及出境游的全面停滞给旅行社带来的巨大的成本损失和费用压力, 导致大量的中小型旅行社亏损注销。大型企业虽然也受到了重创, 但是因为拥有更好的资本实力, 得以熬过行业寒冬, 企业上下游整合的实力得以保存, 疫情过后有望率先恢复业务, 进一步提升市占率。

2.1 疫情加速缓解, 市场有望超预期复苏

随着天气转暖, 且得益于疫苗接种、全面的核酸检测及病例追踪制度, 疫情加速缓解, 目前国内基本已无本地新增病例, 境外输入病例也大幅降低, 各地区均转为低风险地区, 疫情已经得以良好控制。国外新增确诊病例数也大幅降低, 2 月 20 日, 国外新增确认数 38 万人, 比 1 月单日确诊峰值 85 万人有大幅减少。

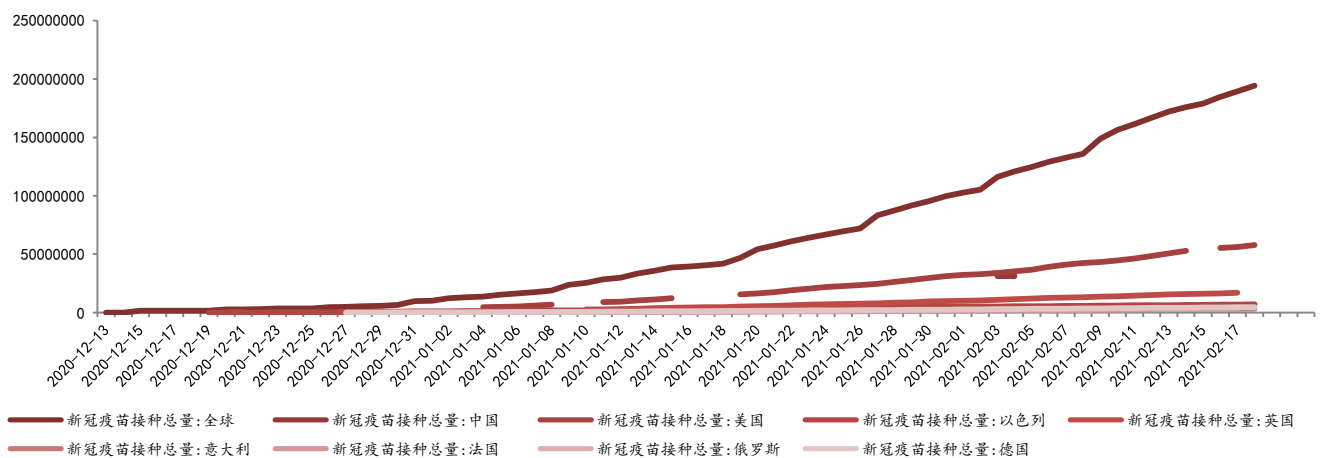
图 9：国内新冠肺炎当日新增确诊病例情况（上图）&全球（不含中国）新冠肺炎当日新增确诊病例情况（下图）



数据来源：Wind, 西南证券整理

目前全球累计确诊人数达 1.1 亿，累计治愈数量将近 8500 万人，全球疫苗接种在持续加速，截至 2 月 18 日，全球疫苗接种总量达 1.9 亿剂次，即将近 1 亿人已基本完成接种。虽然目前疫苗仍有较大缺口，但是考虑到有 9 个品牌的疫苗已注册上市并加大生产，有 5 个品牌疫苗已进入临床三期，若干品牌疫苗进行临床二期，未来疫苗供给有望持续增加，疫情有望加速缓解。

图 10：全球及各主要经济体疫苗接种量（剂次）



数据来源：Wind, 西南证券整理

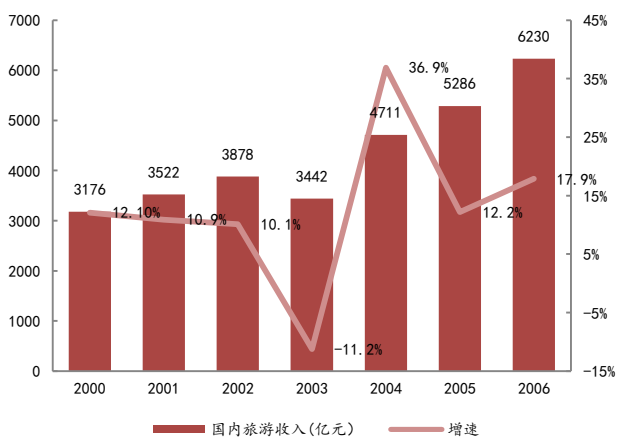
根据世界旅游及旅行理事会 (WTTC) 的预测, 乐观情况下, 全球旅游业将从 3 月下旬开始复苏, 夏季旅游需求将强劲反弹, 下半年国际旅行开始重启, 2021 年将有 1.11 亿个旅游相关的工作岗位得以恢复, 旅游业对全球 GDP 贡献恢复至 7.4 万亿美元, 比 2019 年的 8.9 万亿美元下降 17%; 保守情况下, 行业复苏较慢, 全年有 8400 万个岗位回归, 旅游业对全球 GDP 贡献恢复至 6.5 万亿美元, 比 2019 年下降 27%。

2.2 疫情后旅游业有望实现补偿性反弹, 龙头企业将率先受益

疫情缓解后, 旅游市场有望迎来补偿性反弹。参考 2003 年非典情况, 非典疫情始于 2002 年 12 月, 2003 年 Q1 迅速蔓延并于 Q2 达到高峰期, Q2 末疫情得到控制, Q3 基本结束。疫情前, 全国旅游收入始终保持双位数增长, 疫情对 2003 年全国旅游业造成了明显冲击, 2003 年国内旅游收入同比下滑 11.2%, 2004 年实现补偿性反弹, 同比增长 36.9%, 2005 年恢复常态化的双位数增长。

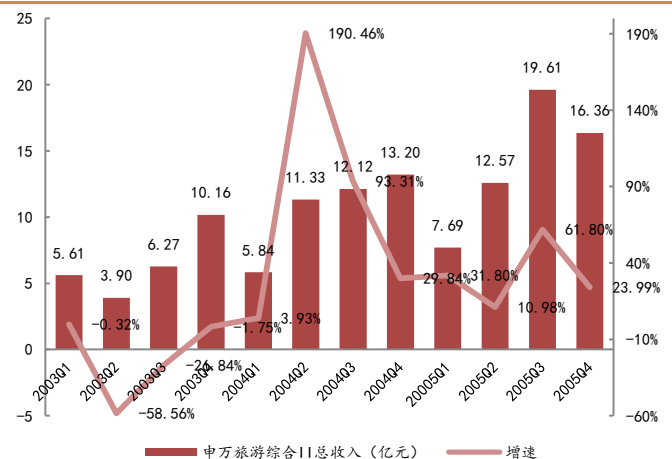
从同期上市公司业绩看, 参考申万二级旅游综合板块业绩, 2003 年, 受疫情影响, 四个季度板块总收入均下滑, Q2 疫情高峰期业绩下滑最为显著, 增速同比为 -58.6%, Q3-Q4 负增速收窄, 2004Q2-Q4 同比分别增长 190.5%、93.3% 和 29.8%, 较疫情前的 2002 年同期分别增长了 20.4%、41.4% 和 27.6%, 行业呈现出补偿式增长, 且增速高于全行业。

图 11: 2000-2006 年全国旅游收入及增速



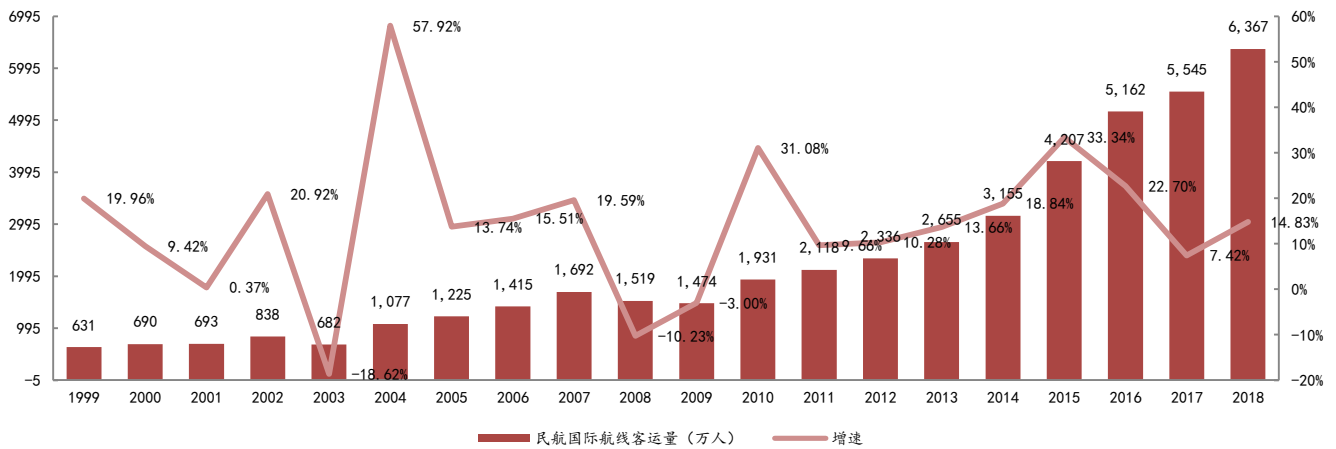
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 申万旅游二级子行业 2003Q1-2005Q4 季度总收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

出境游于 2003 年非典爆发后也受到了显著冲击, 根据民航局的数据, 2003 年民航国际航线客运量 682 万人, 同比下滑 18.6%, 2004 年则回升至 1077 万人, 同比增长 57.9%, 创 40 年来的最高增速。

图 13: 1999-2018 民航国际航线客运量及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

根据中国旅游研究院的数据, 2019 年出境旅游人数达 1.55 亿, 同比增长 3.3%; 根据国家旅游局的数据, 2019 年旅行社组织出境游客人次达到 6288 万, 占总出境旅游人次 1.55 亿的 40.6%。2003 年旅行社组织出国游的人次为 172.7 万, 2004 年出国游反弹后达到 263.6 万人次, 同比增长 52.6%, 2019 年跟团出行人次是 2004 年的将近 24 倍, 目前的潜在出国游客户体量已经大幅扩张, 且仍呈良性增长。2020 年 Q1, 旅行社组织出境游客数量剧烈萎缩, 仅为 331 万人次, 2020Q2 至今, 出国游业务仍未恢复, 客群需求被阶段性抑制。此次新冠疫情结束后, 在巨大潜在需求的拉动下, 出境游有望实现补偿性反弹。

根据世界旅游及旅行理事会 (WTTC) 的数据, 旅游业作为第三产业中的支柱行业, 对全球 GDP 贡献超过 10%, 提供了 3.3 亿工作岗位, 是多个国家的重要支柱产业, 2019 年全球旅游业 GDP 达 8.9 万亿美元, 同比增长 3.5%, 已经连续 9 年超过世界经济 GDP 增速 (2.5%), 新就业机会中旅游业占比为 25%。

联合国世界旅游组织 (UNWTO) 数据显示, 2020 年全年国际旅游人数减少约 11 亿人次, 降幅在 70% 至 75% 之间。WTTC 数据显示, 2020 年国际旅游业因疫情损失了约 2 亿个工作岗位, 国际旅游人数下降 73%, 各国国内旅游人数下降 64%, 给经济和就业造成了重创。因此各国在出台大范围纾困计划及中小企业救助计划的同时也陆续出台更健全的机制及救助政策。政策刺激下, 旅游业有望加速复苏。

表 1: 部分国家旅游扶持政策

国家/地区	相关扶持政策
日本	实施“GO TO Campaign”补贴计划, 消费者最多可享受旅游费用 50% 的折扣优惠。
韩国	发放克服疫情旅游消费券, 把餐饮、酒店、旅游景区的信用卡及储蓄卡消费的报税比率提升至 80%
新加坡	政府补贴 4500 万新币推出“重新探索新加坡”消费券计划
泰国	发放 224 亿泰铢政府补贴打造“我们一同去旅行”活动, 直接补贴酒店、餐饮等费用。
意大利	“重启法令”中 40 亿欧元用于重振旅游业; 年收入在 4 万欧元以下的家庭, 根据家庭成员数量可获得最多 500 欧元的“度假补贴”。
法国	政府 13 亿欧元旅游业投资计划

数据来源: 人民网、人民日报、泰国旅游局、搜狐网、凤凰新闻、界面新闻, 西南证券整理

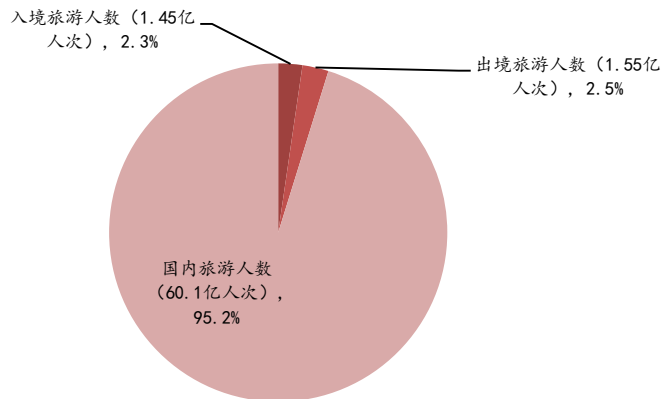
考虑到疫情期间中小旅行社产能出清，且中小旅行社产业链资源有限，出境游业务恢复后，可能无法迅速重启，行业龙头拥有客户、品牌和资源优势，有望率先抢占市场，市场将进一步向龙头集中。公司是出境游产品供应龙头，产品多样，渠道广泛，且产业链资源众多，具有明显优势，疫情期间，虽然出境业务停滞，但公司仍持续继续加强零售渠道建设，维护海外资源，业务恢复后有望率先受益。

2.3 加速布局国内游，业务持续多元化

公司从 2016 年开始少量布局国内游业务，近几年规模迅速扩大，2019 年，国内游及单项产品业务实现营业收入 2.4 亿元，同比增长 26.7%，其中国内游增长超过 30%，远超整体增速。2020 年，海外业务停摆，国内疫情控制得力，4 月开始省内游和周边游开放，7 月中旬，跨省游开放，旅游市场逐步升温，公司适时调整业务重点，积极开发国内游产品，弥补海外业务对业绩的冲击，也为行业的全面复苏做准备。

根据中国旅游研究院的数据，从中国旅游人次来看，2019 年国内旅游人次达 60.1 亿人次，占总出行人数的 95.2%，同比增长 8.4%，国内旅行收入约为 5.7 万亿元，同比增长 11.7%，出境旅游人数为 1.55 亿人次，同比增长 3.3%，对应收入 6.6 万亿元，同比增长 11%，国内游的体量和增长潜力比出境游更大，且国内跟团游人次占比超过 50%，比出境跟团游的比例更高。且从 2020 年经验来看，增加国内市场业务更有利于产品多元化，提高企业整体抗风险能力。经过 2020 年行业洗牌，公司发力国内游也是较好的时机。未来公司将继续加大国内游的投入力度，丰富产品线，为业绩创造新增长点。

图 14：2019 年中国旅游人次细分占比



数据来源：中国旅游研究院，西南证券整理

3 携手阿里，创新打造旅游产品 B2B 平台，重塑产业链

2020 年 9 月，公司实际控制人冯斌先生与阿里巴巴（中国）网络技术有限公司（以下简称“阿里网络”）签署《股份转让协议》，拟向阿里网络转让 4547 万股股票，占公司总股本的 5%，交易对价 3.85 亿，交易价格 8.46 元/股；公司与阿里旅行签署《战略合作框架协议》，拟通过资源导流、共同开发、商品供应、股权深度合作等多种形式展开更深度的合作；同时公司与阿里旅行共同出资设立合资公司，注册资本人民币 1.5 亿元，公司与阿里旅行分

别持股 45%及 55%，合资公司主要从事旅游产品分销解决方案系统能力输出以及旅游产品分销平台业务。合资公司与 2020 年 11 月 13 日完成工商登记，冯滨先生与阿里网络也于 12 月 15 日完成 5%股权的过户登记。

此次阿里与公司的合作是长期、深入和全面的。阿里通过入股公司并与公司成立合资公司形成利益绑定，并将在多个方面展开合作；公司大股东将股权转让款重新投入公司运营，也能一定程度缓解公司现金流压力。

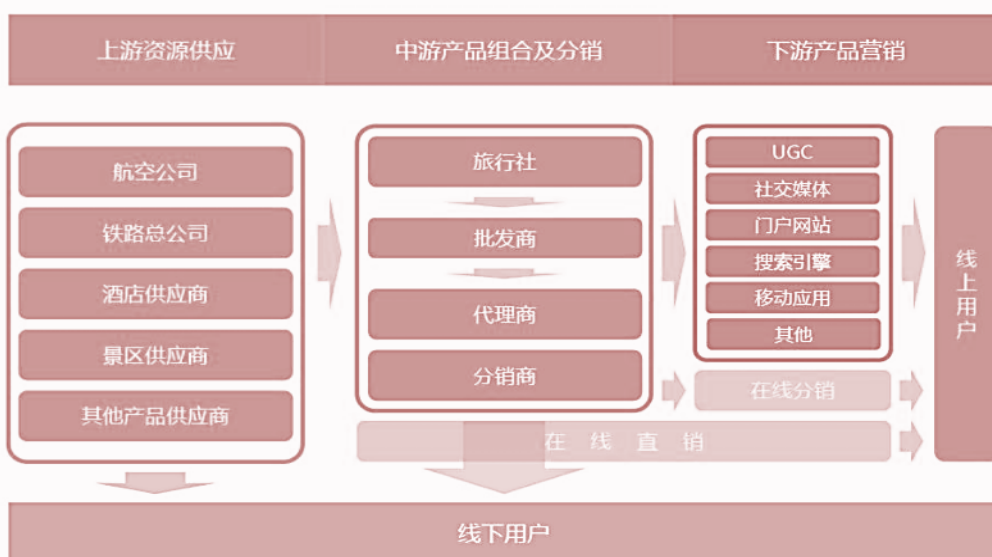
表 2：阿里旅行与公司战略合作的内容

项目	主要内容
产品	双方同意在产品方面展开合作，互相给予支持。公司同意在产品方面给予阿里旅行包括但不限于平台分销、采购价格、结算、优先供应、独家代理等各方面政策的支持。
渠道和品牌	双方同意探索和推进“旅游线下新零售”商业模式，在渠道端探讨品牌联合及规划。将在双方均同意的地区尝试开设试点门店，并依据门店的实施、成型及综合收益优先的原则确定下一步的发展规划以及品牌联合。
大数据技术	合法合规前提下，利用双方资源优势，结合大数据技术，为促进旅游行业稳步发展、不断提高旅游消费者体验，持续提供更多更具价值的创新产品。
支付	为提高公司线上支付水平及资金使用效率，阿里旅行同意为公司在支付系统方面提供方案支持。
系统	阿里旅行同意为公司在内控管理、销售及采购支付、资金结算等方面，提供系统解决方案的支持。

数据来源：公司公告，西南证券整理

阿里旅行旗下飞猪是国内月活前三的 OTA 综合平台，且背靠阿里生态，在品牌、客户、大数据技术、互联网技术、系统运营等方面具有显著优势。公司是飞猪的上游企业，在产品、运营、采购、分销等方面具有显著优势。公司与阿里旅行合作是产业链上的强强联合，优势互补，有望实现合作共赢。

图 15：旅游行业产业链



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

公司与阿里旅行成立合资公司开发旅游产品分销 B2B 解决方案,有望填补产品开发端平台的空白市场,整合批发资源,加强产业链的一体化,优化行业生态,同时为公司带来新的业绩增长点。

传统模式下,旅游产品批发商一般需要点对点,在线下逐个对接上游资源,形成一定资源池后再开发产品,产品开发的过程效率较低,产品内容难以灵活调整,对批发商的资金要求也比较高;也导致了下游零售商能选择的产品类型有限,并难以根据客户反馈要求批发商调整产品,无法形成有效的产品优化的闭环。

合资公司拟开发的 B2B 平台,可以将上游资源供应、中游产品组合/分销和下游营销整合在一起,形成有效的线上业务闭环和资源池,有望大大提高各个环节的效率,沉淀业务数据,叠加供应链金融服务,形成一体化的线上生态圈。

短期内,平台主要定位于产业链互联网化及金融服务,类似于电商界的“1688”,主要客户为上游资源供应商和数量庞大的中小型批发商、代理商和零售商,长期有望拓展 C 端业务,进一步打开盈利空间。

4 携手中免布局免税,有望打开业绩新增长点

2020 年初公司与中免集团签署战略合作框架协议,双方将依托中免集团在境内外的旅游零售品牌、产品及网络资源优势与众信旅游旅游综合服务优势,积极响应国家关于“一带一路”倡议及“走出去”发展战略,全面整合资源,创新合作机制,稳步推进中国旅游+购物的国际化发展战略,共同打造中国具有全球竞争力的世界一流旅游零售项目。受疫情影响,旅游业受疫情冲击严重,框架协议中的具体措施尚未落实,也尚未签订具体合作协议。但随着境内外疫情逐步稳定,公司也将继续保持与中免集团的合作磋商,积极推进战略协议中具体事项的逐步落实。

中国中免是世界免税运营前 4 强,拥有 240 多家免税店,1000 多个知名品牌,业务覆盖全国(包括港、澳、台)及柬埔寨,每年为 2 亿人次提供免税商品服务。未来中免将持续扩大海外,特别是“一带一路”地区的业务范围。

根据中国旅游研究院数据,中国到“一带一路”沿线国家的游客人次逐年攀升,由 2013 年的 1549 万人次,增长到 2017 年的 2741 万人次,五年间增长了 77%,年均增速 15.34%,2018-2019 年保守按照 10%的增速估计,假设 2022 年旅游业恢复到 2019 年的水平,预计旅客人数届时也将达到 3317 万人次,成为中国游客第一大海外旅游目的地区域。另据文化和旅游部信息,“十三五”期间中国将为“一带一路”沿线国家输送超过 2000 亿美元旅游消费。

公司作为出境游产品供应龙头,全面的覆盖了海外热门旅游目的地,并在多地培育了当地资源,对开发目的地项目具有天然优势,可以为中免出海提供选址、运营、引流等支持。公司也有望通过参股及返点模式参与运营分成,打开业绩新增长点。

另外,公司也积极参与海南开发,2020 年 3 月,公司与海南省旅游和文化广电体育厅签署了《海南省旅游和文化广电体育厅与众信旅游集团股份有限公司战略合作框架协议》,同时针对中共中央、国务院印发的《海南自由贸易港建设总体方案》,公司拟以旅游业务为切入点积极参与海南自贸港建设,在国际旅游消费中心建设、总部经济、文旅融合创新、产

业投资基金和免税等领域探索旅游新业态新模式，谋求面向海南的战略布局和参与经营海南及全国业务拓展的市场机遇。

2020年8月，众信旅游与海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区（简称“乐城先行区”）管理局签署战略合作协议，并正式签约成为博鳌乐城医疗健康产业促进会常务副理事长单位，同时加入“乐城城市展厅”项目。双方将在医疗康养旅游、联合营销推广、康养基地投资建设等方面展开合作，助力乐城先行区加快建成世界一流的国际医疗旅游目的地和医疗科技创新平台。此次合作是公司“旅游+医疗”布局的重要节点，标志着公司深化落实“从旅游到旅行”发展战略迈上新台阶，更为公司深入参与海南自贸港建设打开全新局面。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：疫情加速缓解，2021Q2 开始旅游业开始逐步复苏，Q4 开始国际旅行恢复，公司 Q1-Q3 加速布局国内业务，Q4 开始出境游恢复，2022 年业务全面复苏，需求强势反弹，假设 2020-2022 年出境游批发业务订单增速分别为-90%、300%和 165%，随着业务规模扩大，运营恢复常态，毛利率呈现逐步回升态势，未来三年毛利率分别为 3.7%、5%和 8.5%；

假设 2：出境游零售业务与批发业务恢复趋势类似，假设 2020-2022 年出境游零售业务订单增速分别为-92.6%、300%和 255%，毛利率分别 7.2%、10%和 15%。

假设 3：整合营销业务呈现先抑后扬态势，假设 2020-2022 年整合营销业务订单增速分别为-88%、300%和 115%，毛利率分别为 8%、9%和 10%；

假设 4：国内疫情率先缓解，公司积极布局国内业务弥补国际业务的下滑，国内业务收入基数较小，预计呈现高速增长态势，假设 2020-2022 年订单增速分别为 60%、50%和 45%，毛利率逐渐回升，未来三年毛利率分别为 19%、30%和 32%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
出境游批发	收入	8,991.7	897.0	3588.2	9508.6
	增速	3.5%	-90.0%	300.0%	165.0%
	毛利率	8.2%	3.7%	5.0%	8.5%
出境游零售	收入	2,357.6	173.8	695.0	2467.3
	增速	2.4%	-92.6%	300.0%	255.0%
	毛利率	13.2%	7.2%	10.0%	15.0%
整合营销	收入	996.1	120.0	480.0	1032.0
	增速	3.7%	-88.0%	300.0%	115.0%
	毛利率	7.7%	8.0%	9.0%	10.0%
国内游及单项业务	收入	235.7	377.1	565.6	820.1

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	增速	26.7%	60.0%	50.0%	45.0%
	毛利率	29.7%	19.0%	30.0%	32.0%
其他主营业务	收入	40.6	16.0	28.8	43.2
	增速	27.8%	-60.6%	80.0%	50.0%
	毛利率	91.8%	96.0%	96.0%	96.0%
其他业务	收入	55.2	48.0	50.4	52.9
	增速	-7.7%	-13.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
合计	收入	12676.9	1631.9	5408.0	13924.1
	增速	3.6%	-87.1%	231.4%	157.5%
	毛利率	10.14%	11.7%	10.0%	11.8%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

我们选取业务涉及出境游的两家旅游龙头对标，参考疫情恢复后 2022 年的可比公司估值水平，2022 年可比公司平均 PE 为 25X。

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为-13.9 亿、0.2 亿和 1.9 亿元，增速分别为-2121.9%、101.7%和 691.6%，对应的 PE 分别为-4X、240X 和 30X，高于行业平均 25X 的水平，考虑到公司是出境游龙头，疫情结束后将实现基本面修复，与阿里旅行的合作及合资公司拟开发的旅游产品分销 B2B 平台具有巨大潜力，与中免合作的免税业务也有巨大开发价值，我们看好公司的长期发展，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元） 2020/2/23	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
000524.SZ	岭南控股	7.66	0.39	-0.24	0.18	0.36	19.64	-31.30	41.74	21.57
000796.SZ	凯撒旅业	9.75	0.16	-0.25	0.16	0.34	62.30	-39.59	60.30	28.64
平均值							40.97	-35.44	51.02	25.11

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

疫情控制或低于预期；与阿里旅行的合作或不及预期；免税业务布局或不及预期；行业竞争或加剧等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12676.86	1631.86	5407.97	13924.12	净利润	77.38	-1467.23	26.51	196.09
营业成本	11391.33	1441.67	4868.13	12285.77	折旧与摊销	60.18	29.96	29.96	29.96
营业税金及附加	5.19	0.64	2.16	5.54	财务费用	51.46	81.37	81.14	92.11
销售费用	911.97	359.01	346.11	1030.39	资产减值损失	-19.24	1100.00	0.00	0.00
管理费用	174.44	96.28	76.25	222.79	经营营运资本变动	-29.55	558.82	-176.96	-394.93
财务费用	51.46	81.37	81.14	92.11	其他	27.92	-358.60	-39.40	-1.00
资产减值损失	-19.24	1100.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	168.16	-55.68	-78.74	-77.77
投资收益	11.86	-700.00	0.00	0.00	资本支出	-186.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	13.82	-700.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-172.92	-700.00	0.00	0.00
营业利润	117.74	-2147.10	34.17	287.53	短期借款	164.83	-86.88	260.05	1026.20
其他非经营损益	-1.67	11.80	5.05	5.47	长期借款	1.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	116.06	-2135.30	39.22	293.00	股权融资	32.18	304.52	0.00	0.00
所得税	38.68	-668.07	12.71	96.91	支付股利	-20.22	-13.72	277.45	-4.70
净利润	77.38	-1467.23	26.51	196.09	其他	-132.67	-278.41	-81.14	-92.11
少数股东损益	8.77	-80.00	3.00	10.00	筹资活动现金流净额	45.47	-74.50	456.35	929.38
归属母公司股东净利润	68.61	-1387.23	23.51	186.09	现金流量净额	46.71	-830.18	377.61	851.62
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	993.37	163.19	540.80	1392.41	成长能力				
应收和预付款项	2016.94	210.44	846.51	2159.14	销售收入增长率	3.64%	-87.13%	231.40%	157.47%
存货	6.66	0.84	0.85	6.19	营业利润增长率	36.91%	-1923.62%	101.59%	741.34%
其他流动资产	135.45	17.51	58.03	149.42	净利润增长率	56.55%	-1996.14%	101.81%	639.71%
长期股权投资	114.72	114.72	114.72	114.72	EBITDA 增长率	21.41%	-987.50%	107.14%	181.94%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	223.05	212.32	201.58	190.85	毛利率	10.14%	11.66%	9.98%	11.77%
无形资产和开发支出	810.83	797.46	784.09	770.72	三费率	8.98%	32.89%	9.31%	9.66%
其他非流动资产	1405.13	1399.27	1393.41	1387.56	净利率	0.61%	-89.91%	0.49%	1.41%
资产总计	5706.15	2915.74	3939.99	6171.00	ROE	3.12%	-128.83%	1.84%	12.00%
短期借款	1028.30	941.42	1201.46	2227.66	ROA	1.36%	-50.32%	0.67%	3.18%
应付和预收款项	1310.30	169.10	564.31	1436.96	ROIC	4.00%	-69.27%	5.30%	10.74%
长期借款	7.49	7.49	7.49	7.49	EBITDA/销售收入	1.81%	-124.75%	2.69%	2.94%
其他负债	878.16	658.86	723.89	864.68	营运能力				
负债合计	3224.25	1776.87	2497.16	4536.79	总资产周转率	2.30	0.38	1.58	2.75
股本	879.12	906.27	906.27	906.27	固定资产周转率	172.51	21.05	80.96	248.36
资本公积	436.96	714.32	714.32	714.32	应收账款周转率	20.03	4.37	30.10	28.12
留存收益	947.83	-453.13	-152.17	29.22	存货周转率	2433.21	384.13	2638.10	2448.98
归属母公司股东权益	2408.72	1145.70	1446.65	1628.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.16%	—	—	—
少数股东权益	73.17	-6.83	-3.83	6.17	资本结构				
股东权益合计	2481.89	1138.87	1442.83	1634.21	资产负债率	56.50%	60.94%	63.38%	73.52%
负债和股东权益合计	5706.15	2915.74	3939.99	6171.00	带息债务/总负债	49.25%	84.49%	70.53%	61.44%
					流动比率	1.22	0.34	0.78	0.95
					速动比率	1.22	0.34	0.78	0.95
					股利支付率	29.47%	-0.99%	-1180.18%	2.53%
					每股指标				
					每股收益	0.08	-1.53	0.03	0.21
					每股净资产	2.66	1.26	1.60	1.80
					每股经营现金	0.19	-0.06	-0.09	-0.09
					每股股利	0.02	0.02	-0.31	0.01
业绩和估值指标									
EBITDA	229.38	-2035.77	145.28	409.60					
PE	82.29	-4.07	240.17	30.34					
PB	2.34	4.93	3.90	3.47					
PS	0.45	3.46	1.04	0.41					
EV/EBITDA	20.73	-2.77	38.00	13.90					
股息率	0.36%	0.24%	—	0.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn