

谨慎推荐（首次） 出境游龙头 有望受益疫情后复苏

风险评级：中风险

众信旅游（002707）深度报告

2021年3月17日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩

S0340119070037

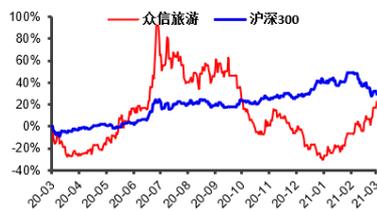
电话：0769-23320072

邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

主要数据 2021年3月16日

收盘价(元)	8.20
总市值(亿元)	74.31
总股本(亿股)	9.06
流通股本(亿股)	5.80
ROE(TTM)	-16.11%
12月最高价(元)	11.92
12月最低价(元)	4.20

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

- **公司是出境游龙头。**1995年，“UTS众信天下”品牌诞生。2014年上市后，公司通过多次并购、增资等方式进行规模扩张和业务线延伸。目前公司旅游业务主要为出境游，亦涉足国内游。出境游批发方面，公司已覆盖国内超过20个出境口岸，自由行、目的地玩乐、当地参团等类型产品极大丰富，SKU超过1万个。出境游零售方面，自开展“零售合伙人门店计划”至2019年，公司已拥有751家零售门店，其中合伙人零售门店超过600家，公司旅游零售渠道加速下沉，境内外本地化产品日益丰富。
- **公司精于出境游，却不止于出境游。**公司境外旅游业务中，批发业务相对更成熟，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出境游、以及亚洲短线出境游方面具有较强的竞争优势。近年来，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。从具体产品上看，公司通过资源整合，一方面陆续推出跟团游、定制游、自由行、半自由行、目的地玩乐等具有特色或主题的高性价比旅游产品；另一方面提供货币兑换、海外置业、公关策划等“旅游+”服务，以期打造一个完善的出境综合服务平台。
- **携手阿里巴巴与中国中免，共享渠道优势促发展。**2020年12月，冯滨以8.46元/股的价格向阿里巴巴转让其持有的众信旅游4547万股无限售条件流通股；截至目前，阿里巴巴共持有公司5.02%的股份，为公司第三大股东，双方达成战略合作。合作后，众信旅游通过阿里旅行在科技、互联网、大数据技术、品牌、系统管理方面的优势，结合公司在产品、运营、采购、分销等方面的经验，相互提供合作资源支持以开展全面合作。2020年2月，众信旅游与中免签订了《中免集团与众信旅游战略合作框架协议》，双方将全面整合资源，创新合作机制，双方共同在境内外尤其是“一带一路”沿线国家和地区开展“旅游+购物”业务。
- **投资策略。**随着全球新冠疫苗接种率的不断上升，新冠疫情有望持续拐头向下。各国有望加大对旅游业的扶持，全球旅游业有望迎来复苏。公司作为国内出境游龙头，出境游业务有望受益海外旅游业复苏；持续布局国内游业务和推进与阿里及中免的战略合作有望形成新的增长点。预计公司2020-2022年每股收益分别为-1.56元、0.01元和0.15元，公司基本面有望逐步好转，首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**新冠疫苗接种率低于预期、新冠疫情持续恶化、出境游复苏低于预期、竞争加剧等。

目 录

1、公司是我国出境游龙头.....	4
1.1 公司是出境游龙头，吸引阿里投资.....	4
1.2 公司既专于出境游，又不止于出境游.....	6
1.3 近几年业绩受事件冲击，疫后静待主营修复.....	7
2、海外疫情有望逐步控制 出境游行业有望迎来复苏.....	10
2.1 海外疫情单日新增确诊自峰值后不断下降.....	10
2.2 新冠疫苗接种率不断提高 海外疫情有望保持拐头向下.....	11
2.3 复盘非典，新冠疫情后我国出境游有望迎来复苏.....	14
2.4 新冠疫情加速行业出清.....	18
2.5 我国出境游从中长期看仍有较大增长潜力.....	19
3、携手阿里巴巴与中国中免，共享渠道优势促发展.....	19
3.1 携手阿里巴巴，共享渠道优势促发展.....	19
3.2 与中国中免达成战略合作.....	20
4、投资策略.....	21
5、风险提示.....	21

插图目录

图 1：公司股权结构.....	5
图 2：公司主要业务经营模式.....	6
图 3：公司出境游业务收入占比高.....	6
图 4：公司出境游业务毛利占比高.....	6
图 5：公司竭力打造出境游业务综合平台.....	7
图 6：公司营收情况.....	7
图 7：公司归母净利润情况.....	7
图 8：公司营收情况（按季度）.....	8
图 9：公司归母净利润情况（按季度）.....	8
图 10：公司毛利率在 2019 年之前较稳定.....	9
图 11：公司期间费用率情况.....	9
图 12：公司核心业务出境游的毛利率稳定，其他旅游业务盈利表现相对靓丽.....	9
图 13：公司业务收入主要源于中国大陆.....	10
图 14：北京大区和华东大区业务占比高.....	10
图 15：海外新冠疫情单日新增确诊病例.....	11
图 16：海外新冠疫情单日新增死亡病例.....	11
图 17：美国新冠疫情单日新增确诊病例.....	11
图 18：巴西新冠疫情单日新增确诊病例.....	11
图 19：当前新冠疫苗接种量（剂）（截至 2021/3/13）.....	12
图 20：当前新冠疫苗接种率（%）（截至 2021/3/13）.....	12
图 21：以色列接种率与单日新增确诊走势.....	12
图 22：阿联酋接种率与单日新增确诊走势.....	12
图 23：英国接种率与单日新增确诊走势.....	12
图 24：美国接种率与单日新增确诊走势.....	12
图 25：2003 年非典累计确诊和累计死亡病例.....	14
图 26：国内居民出境人数及同比.....	15
图 27：我国民航国际航线客运量及其同比增速.....	15

图 28: 国内旅行社组织出境游人数及其同比增速	16
图 29: 我国旅游业总收入及其同比增速	16
图 30: 北京出境游人数及其同比	16
图 31: 浙江出境游人数及其同比	16
图 32: 我国旅行社数量及其同比增速（家，%）	18
图 33: 我国旅游业收入占 GDP 的比重（%）	18
图 34: 我国与全球出境游平均渗透率对比（%）	19
图 35: 我国与韩国出境游平均渗透率对比（%）	19

表格目录

表 1: 公司发展历程	4
表 2: 研发处于临床 III 期和 IV 期的新冠疫苗情况（截至 2021 年 3 月 12 日）	13
表 3: 多国出入境开放及旅游业扶持政策	17
表 4: 众信旅游与阿里巴巴战略合作内容	19
表 5: 公司盈利预测简表（2021/3/16）	22

1、公司是我国出境游龙头

1.1 公司是出境游龙头，吸引阿里投资

众信旅游集团股份有限公司，系国内领先的大型出境旅游运营商，全国最大的旅游批发商之一。1995年，“UTS 众信天下”品牌诞生。2014年上市后，公司通过多次并购、增资等方式进行规模扩张和业务线延伸，例如收购竹园国旅夯实出境游批发业务基础，联合旅游卫视共同打造全新的旅游行业 T20 销售模式，投资悠哉旅游网来推动线上和线下的全面 O2O 资源整合。2016年，公司正式更名为众信旅游集团股份有限公司，开始集团化运营。

公司渠道网络日渐完善，稳固旅游业龙头地位。目前公司旅游业务主要为出境游，亦涉足国内游。出境游批发方面，公司已覆盖国内超过 20 个出境口岸，自由行、目的地玩乐、当地参团等类型产品极大丰富，SKU 超过 1 万个。出境游零售方面，自开展“零售合伙人门店计划”至 2019 年，公司已拥有 751 家零售门店，其中合伙人零售门店超过 600 家，公司旅游零售渠道加速下沉，境内外本地化产品日益丰富。此外，针对零售业务板块，公司还进行内部业务整合和向管理层转让部分股权，同时将引入外部投资人；借此刺激零售板块业务人员的积极性，进一步推动零售业务全国布局。国内游方面，公司通过搭建国内产品部推出精品国内游、周边游产品，及外采优质供应商产品，自营产品快速增长。目前公司旅行社代理商网络已基本覆盖全国，拥有 2000 多家同业合作客户及数万家合作经营网点。自 2010 年成立众信旅游会员俱乐部以来，公司为会员提供差异化的贴心服务，每年为 200 万人次以上的游客提供旅游服务，积累了大批忠实稳定的客户群。

表 1：公司发展历程

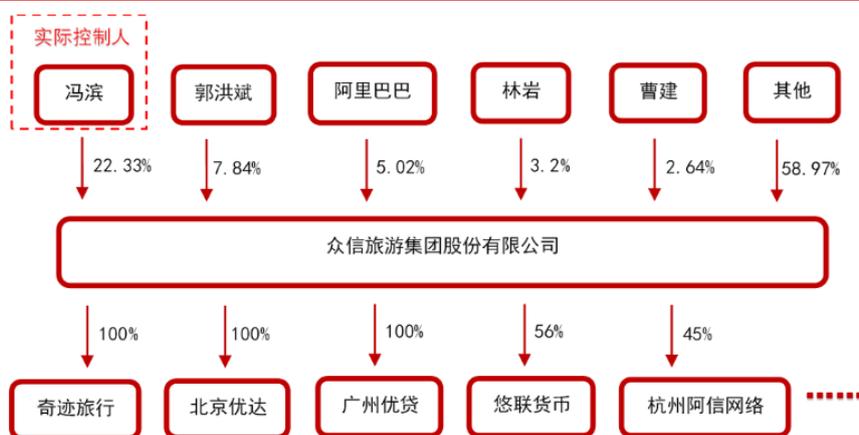
年份	主要事件
1995	◆ “UTS 众信天下”品牌诞生。
2005	◆ 北京众信国际旅行社有限公司成立。
2006	◆ 众信国旅首家零售门店开业正式进军出境旅游直客市场。
2007	◆ 众信国旅产品基本实现了覆盖全球旅游目的地的产品体系。
2008	◆ 众信国旅 ERP 系统第一期上线 B2B 同业分销系统上线使用。
2009	◆ UTS 众信国旅”正式更名为“Utour 众信旅游”，上海、成都后，沈阳、哈尔滨、西安、武汉、厦门、天津、重庆、杭州、昆明、青岛分公司相继成立。
2010	◆ 众信旅游会员俱乐部成立。
2012	◆ 发布同业子品牌“联合旅游”。
2014	◆ 成功在深圳中小板上市。 ◆ 推出“奇迹旅行”高端品牌，面向高端群体，提供极致产品体验及配套服务。 ◆ 多项投资：入股旅游卫视，双方将共同打造全新的旅游行业 T20 销售模式；投资上海巨龙旅行社；引入外币兑换业务；收购竹园国旅；对悠哉旅游网进行战略投资，线下门店和线上资源的全面 O2O 资源整合。
2015	◆ 全新打造的旅行生活概念咖啡店“U Coffee 悠咖啡”开业。 ◆ 复星集团对外宣布已成功收购 ClubMed 地中海俱乐部，联合投资方众信旅游正式间接持有 ClubMed 的股权。 ◆ 多项战略投资：与世界玖玖进行资本战略合作，布局境外自由行旅游市场；“收购+增资”德国开元全资控

	<p>股股东北京周游天下国际旅行社有限公司 51%股权；与华谊兄弟举行跨界战略合作签约仪式；与北京来跑吧体育文化发展有限公司共设合资公司；与美国天益游旅游集团举行战略投资签约仪式；联合专业投资基金战略投资行天下；对杭州四达因私出入境服务有限公司进行战略投资。</p> <ul style="list-style-type: none"> 提出战略升级，致力于打造全方位出境综合服务平台。包括：出境游业务平台、目的地生活服务平台、海外教育服务平台、移民置业服务平台、出境互联网金融服务平台以及“出境云”大数据管理分析平台六大子平台。
2016	<ul style="list-style-type: none"> 公司开始集团化运营，正式更名为众信旅游集团股份有限公司。 与“要出发”举行战略投资签约仪式，双方将共同推出有针对性的港澳、东南亚、日韩等“周边”出境游产品，以及其他长线出境游产品。 联合其发起设立的产业基金宣布战略投资穷游网。 与移动金融综合服务平台玖富金融达成合作意向，成立合资公司`优玖科技。 收购日本彩虹旅行社，完善日本落地服务资源布局。
2017	<ul style="list-style-type: none"> 推出“神奇节日在哪里”节庆主题系列产品，创中国市场首次大规模节庆主题先列。 众信旅游集团控股子公司北京悠联货币汇兑有限公司正式被国家外汇管理局授予全国范围内经营个人本外币兑换特许业务资质，成为全国第九家获得该业务全国运营资质的特许机构。
2018	<ul style="list-style-type: none"> 优耐德成功增资 3 个亿，并在北京万豪酒店召开了隆重地新闻发布会，“优耐德旅游”品牌正式亮相。 优耐德旅游东北亚事业部独家推出北海道 Club Med 产品系列，将一站式服务理念带入日本。
2020	<ul style="list-style-type: none"> 与中免集团达成战略合作框架协议，在境内外合作开展“旅游+购物”业务。 与阿里旅行共同出资设立杭州阿信网络科技有限公司。

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

阿里巴巴成为公司新晋股东，助力公司更上一层楼。公司第一大股东为冯滨，持股 22.33%，为公司实际控制人。2020 年 12 月，冯滨以 8.46 元/股的价格向阿里巴巴转让其持有的众信旅游 4547 万股无限售条件流通股；截至目前，阿里巴巴共持有公司 5.02% 的股份，为公司第三大股东。阿里入股众信旅游，侧面反映其对公司实力的信心，同时表示其对合资公司阿信网络的重视，借此提高双方在旅游产品领域知名度及竞争力，扩大双方各自产品、服务的市场整体占有率。公司不断壮大，发展至今已有 53 家子公司，包括专攻高端旅游的奇迹旅行、专营移民置业的北京优达与杭州四达、提供货币兑换服务的悠联货币、以及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 1：公司股权结构

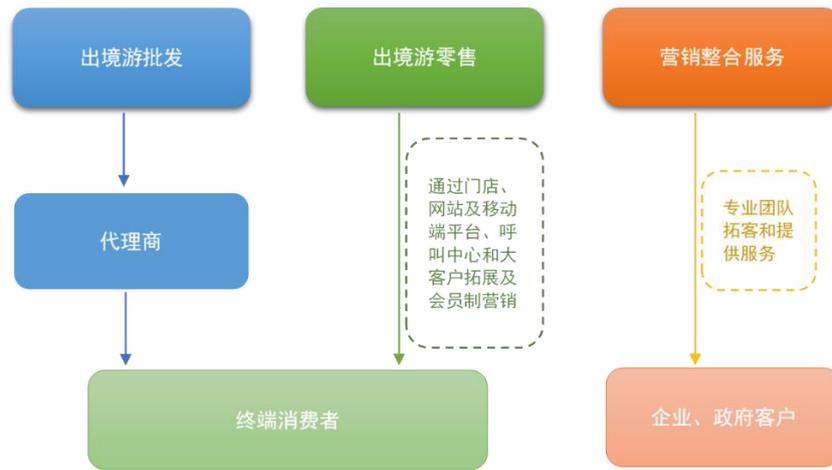


资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 公司既专于出境游，又不止于出境游

公司主要经营境外旅游业务（批发+零售）、整合营销服务和其他旅游业务。从经营模式上看，批发业务主要是通过代理商销售给终端客户，毛利率相对较低；零售业务主要通过门店（直营门店+合伙人门店）、网站及移动端平台、呼叫中心和大客户拓展及会员制营销等方式销售。整合营销服务方面，主要是通过专业团队对企业 and 政府等机构客户进行拓客营销并提供服务，如提供企业营销咨询、境内外大型项目策划运营、境内外会议执行服务、参展观展、路演发布、奖励旅游、差旅服务、目的地二次开发等整体解决方案。

图 2：公司主要业务经营模式



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

公司专注于境外游领域，出境游批发为其核心业务。从营收上看，虽然公司上市后实施战略投资扩张业务线，但出境游业务在过去十年间占营收比重仍呈现逐渐提高趋势，近年来基本维持在 90%。2019 年，公司出境游批发业务收入为 89.92 亿元，占营收的 70.93%；出境游零售业务收入为 23.58 亿元，占营收的 18.60%。从毛利上看，公司出境游业务毛利占整体公司毛利比重在过去十年间几乎都在 80%以上，近年来基本维持在 85%左右。2019 年，公司出境游批发业务毛利为 7.36 亿元，约占整体毛利的 59.5%；出境游零售业务毛利为 3.11 亿元，占整体毛利的 25.2%。出境游批发业务的营收占比和毛利占比之间的区别，主要系由出境游批发业务毛利率低于出境游零售业务毛利率造成。

图 3：公司出境游业务收入占比高

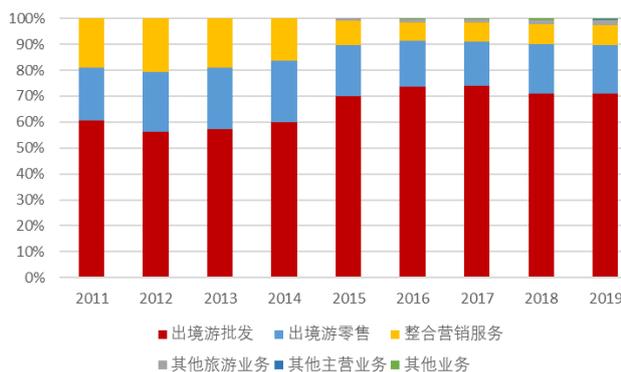
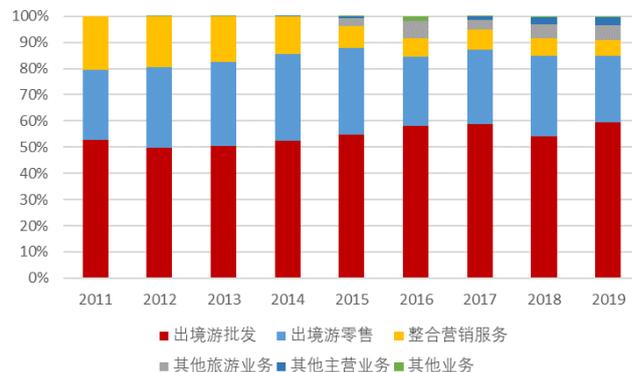


图 4：公司出境游业务毛利占比高

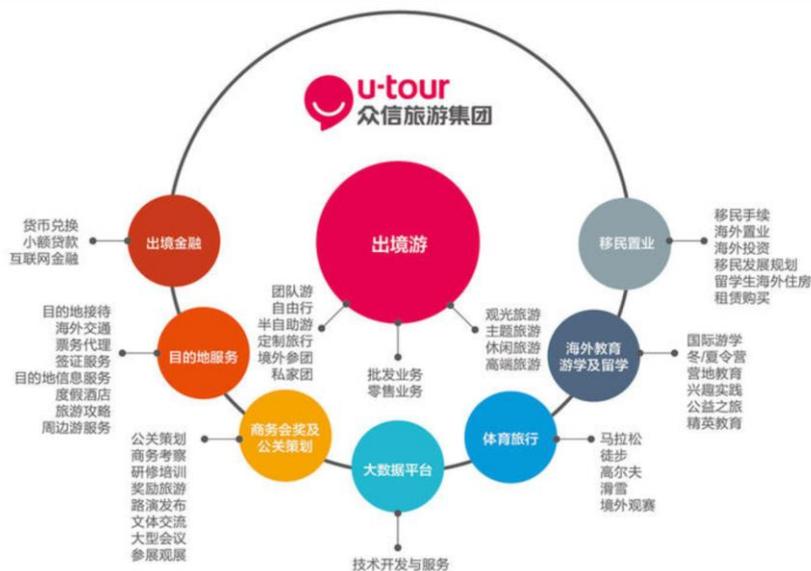


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

公司精于出境游，却不限于出境游。公司境外旅游业务中，批发业务相对更成熟，在欧洲、大洋洲、非洲、美洲等长线出境游、以及亚洲短线出境游方面具有较强的竞争优势。近年来，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。从具体产品上看，公司通过资源整合，一方面陆续推出跟团游、定制游、自由行、半自由行、目的地玩乐等具有特色或主题的高性价比旅游产品；另一方面提供货币兑换、海外置业、公关策划等“旅游+”服务，以期打造一个完善的出境综合服务平台。

图 5：公司竭力打造出境游业务综合平台



资料来源: 公司官网, 东莞证券研究所

1.3 近几年业绩受事件冲击，疫后静待主营修复

公司出境游业务占比重，业绩受国际市场影响较大。根据国家旅游局，2014 年中国出境旅游人次首次突破 1 亿人次大关，达 1.07 亿人次，同比增长 19.49%；随后年份中，出境旅游人次继续稳步上升。2017 年以前，公司营业总收入实现较好增长；主要原因系公司在出境游火热下的积极扩张得到丰厚的回报。2015 年，公司营业总收入为 83.70 亿元，同比增速高达 98.49%；归母净利润为 1.87 亿元，同比增长 71.69%。2018 年，发生泰国普吉岛沉船、印尼巴厘岛火山爆发等事件，而普吉岛、巴厘岛等地正是公司东南亚核心旅游目的地，公司业绩大受影响，营收增速放缓，归母净利润大幅下滑 89.87%。2019 年，“泰国普吉岛沉船”事件阴影逐步褪去，公司坚持以产品为核心，在旅游产品、渠道和旅游衍生业务上下功夫，整体业务情况有所恢复，实现营业总收入为 126.77 亿元，归母净利润 0.69 亿元，同比增长 191.15%。2011 年-2019 年，公司营业总收入 CAGR 为 29.60%，归母净利润 CAGR 为 5.66%。

图 6：公司营收情况

图 7：公司归母净利润情况



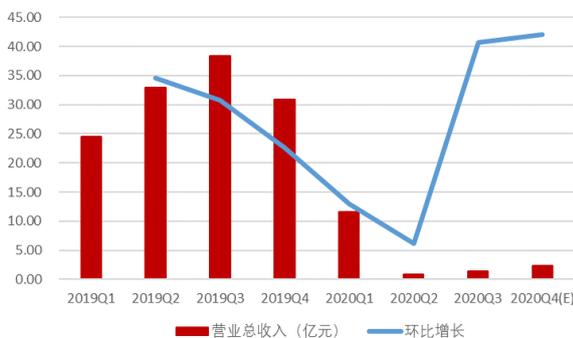
资料来源：Wind、公司公告，东莞证券研究所

资料来源：Wind、公司公告，东莞证券研究所

备注：2020E 数据为公司业绩快报数据

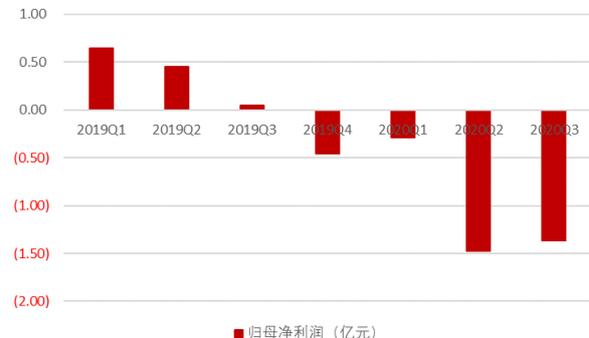
2020年新冠疫情席卷全球，公司主营业务严重受挫，疫情后有待恢复。受新冠疫情影响，根据国家文化和旅游部的通知及北京市文化和旅游局的统一部署，公司国内旅游团组于1月24日起停止发团，公司出境旅游团组于1月27日起停止发团，自2020年1月27日起，公司暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。在疫情管控下，公司承担企业责任，对员工发放基本工资，同时房租、贷款利息等固定费用仍然发生，使得公司发生经营亏损。根据公司业绩快报，2020年公司营业总收入仅16.13亿元，收入规模严重下降；主要原因有：①因新型冠状病毒疫情，公司收入占比较高的出境旅游业务尚未恢复，对公司的生产经营产生较大不利影响。②公司各主要经营出境旅游业务的子公司经营业绩均出现较大幅度的下滑，且尚未有明显好转迹象，截止2020年12月底，各子公司商誉余额合计7.23亿元，经初步测算将会全额计提商誉减值损失。③自疫情发生以来，公司部分客户未能按约定向公司支付业务款项，部分供应商也未能及时退还公司预付款项或押金等，根据公司会计政策，以及结合公司所处行业状况、客户经营情况等判断，经公司初步测算将会计提信用减值损失约1亿元。2021年各国积极应对疫情，新冠疫苗注射工作有序进行，疫情大概率放缓，出国旅游业务有望逐步恢复。

图8：公司营收情况（按季度）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图9：公司归母净利润情况（按季度）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司发展国内游业务以求突围。虽然2020年公司核心业务因不可抗力因素导致业绩不佳，但公司积极寻求出路，重点整合国内游业务。随着国内疫情得到较好控制，2020年4月起逐渐开放周边游和省内游，7月起逐步开放跨省游，被压制的旅游需求开始逐渐释放，出现报复性出行现象。公司抓住机会拓展国内游业务，联合全国文旅同行推出周边游品牌“周游记”、国内游“撒欢儿中国”八大保障主题产品，陆续上线酒店+景区

自驾游、康养、红色旅游等线路。按季度来看业绩，2020年Q1、Q2、Q3公司分别实现营业总收入11.54、0.87、1.39亿元，预计Q4营收为2.33亿元，同比下跌幅度均超过50%。但环比来看，2020Q3和Q4的营业总收入呈现复苏态势，环比分别上升60.67%和66.88%，反映出公司业绩正在逐步改善。在国内游业务上提供高质量服务，满足消费者多样化需求，使得公司国内游业务有所改善，在疫情中重获生机。

正常情况下，公司整体盈利能力较稳定。2011年-2019年，公司综合毛利率基本维持在10%左右。公司净利率在2018年以前基本维持在2.5%左右，2018年大幅下滑，2019年小幅回升至0.61%；主要原因系2018年公司销售费用率同比上升1.06个百分点，销售费用同比上涨20.57%，其中销售人员薪酬上升较多。近年来，管理费用率有小幅爬升趋势，2019年达到1.38%；财务费用率较为稳定，2019年为0.41%。2020年，国外疫情严重，公司核心业务出境游业务无法正常经营，此次黑天鹅事件导致公司2020年前三季度整体毛利率为-3.18%，管理费用率大幅上升至19.63%，销售净利率为-28.08%。2021年，国内外陆续开始接种新冠疫苗，随着疫苗覆盖率逐渐提高，全民免疫指日可待，公司出境游业务有望触底反弹。

图 10：公司毛利率在 2019 年之前较稳定

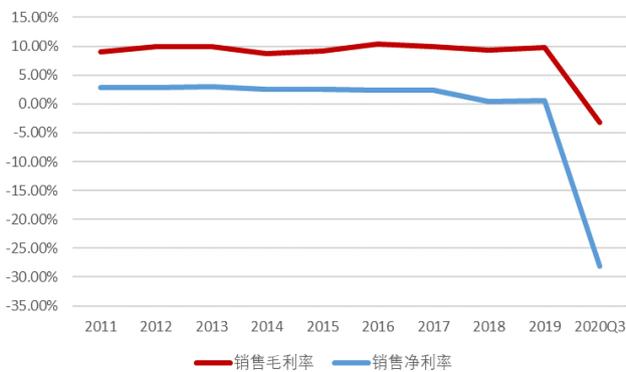
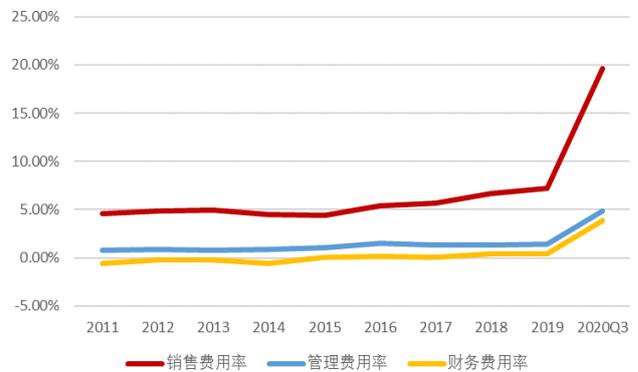


图 11：公司期间费用率情况

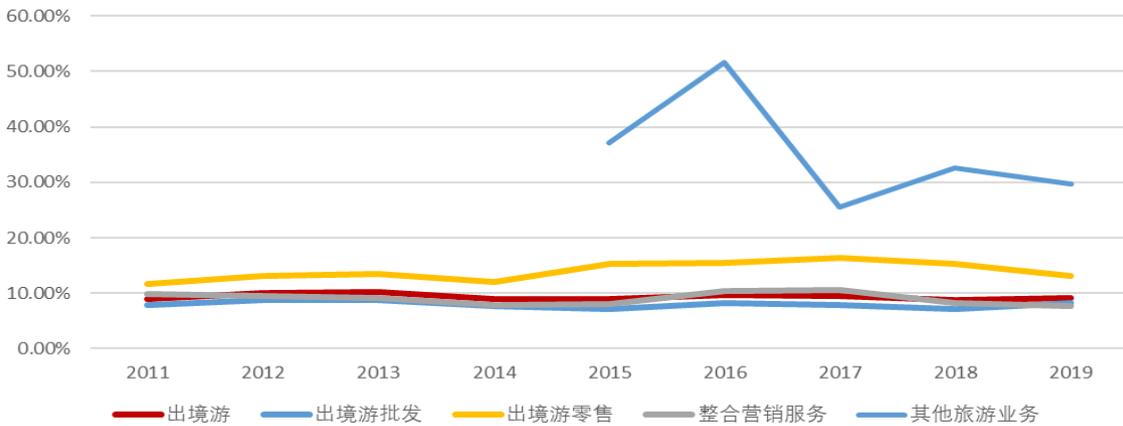


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司境外游业务整体毛利率相对稳定。2011年-2019年，公司出境游业务整体毛利率维持在8.5%-10.0%之间，变动较小。出境游批发方面，业务毛利率围绕8%上下波动。批发商模式下，公司能够迅速扩大市场份额，初期投资成本、人工成本低，但利润率也相对较低，品牌较难露出，消费粘性较弱。2019年，“优耐德旅游”与竹园国旅“全景旅游”的双品牌发展推动，外加地接社一体化运营，公司出境游批发业务毛利率上升至8.18%。出境游零售方面，业务毛利率在2011年-2017年呈现变动上升趋势，最高达到16.36%。2018年，公司为加快零售市场战略布局，在北京、上海等一线城市直营门店的基础之上，在江西、内蒙古、河北三省20多个城市开展合伙人门店零售模式，全面推广“众信旅游”零售品牌。合伙人门店毛利率低于直营店，使得2018年和2019年公司的整体零售业务毛利率有所下滑。其他旅游业务方面，公司主要经营国内游及单项业务，毛利率相对较高，2019年为29.74%。

图 12：公司核心业务出境游的毛利率稳定，其他旅游业务盈利表现相对靓丽



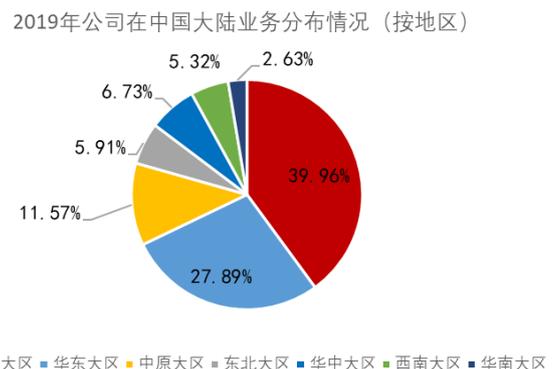
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

公司业务收入主要来自中国大陆, 北京大区和华东大区占比较高。公司在大陆收入占整体营收的比重高, 虽然近年来有所下滑, 2019 年占比仍高达 94.91%。同时, 公司源自国外的收入及其占比逐年增加, 反映出公司国外资源的日渐积累与转化生产的能力逐步提升, 在海外投资和资源整合上取得一定成效。就中国大陆而言, 公司业务主要集中在北京和华东大区, 北京大区的业务毛利率最高。2019 年, 公司北京大区和华东大区业务收入占比超过 67%。其中北京大区稳居第一, 占比为 39.96%, 华东大区次之, 占比为 27.89%; 主要原因系公司直营店基本分布在北京、上海、天津等一线城市, 合伙人门店尚未进入业绩放量阶段。随着渠道下沉, 公司在华南大区、华中大区、西南大区的市场份额有望提升。

图 13: 公司业务收入主要源于中国大陆



图 14: 北京大区和华东大区业务占比高



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

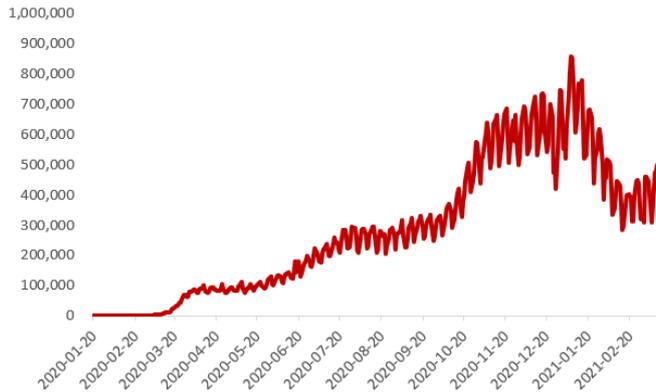
2、海外疫情有望逐步控制 出境游行业有望迎来复苏

2.1 海外疫情单日新增确诊自峰值后不断下降

海外单日新增确诊病例自峰值后不断下降。截至 2021 年 3 月 14 日, 海外新冠肺炎累计确诊达到 1.2 亿例, 累计死亡 266 万例, 累计治愈 9433.25 万例, 现有确诊 2334.43 万例; 平均死亡率约 2.2%, 平均治愈率约 78.4%。虽然累计确诊数据还在不断创新高, 但单日新增数据已有拐头向下迹象。海外新冠病毒肺炎单日新增病例在 2021 年 1 月 7 日达到 85.9 万例的峰值后逐步下滑, 此后近两个月以来单日新增确诊病例整体上延续了下降趋

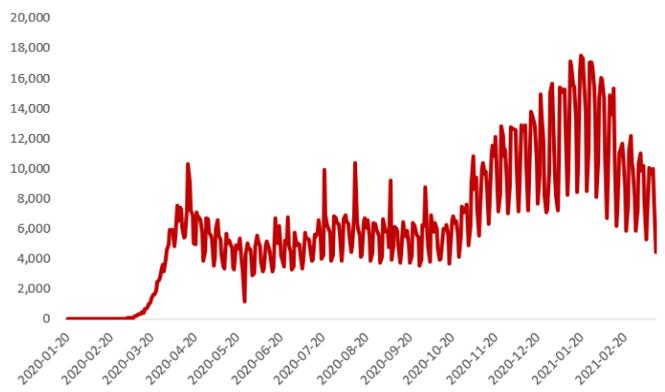
势。3月14日，海外新冠肺炎单日新增确诊病例 34.07 万例，较峰值下降了 60%。

图 15：海外新冠疫情单日新增确诊病例



资料来源：Wind，东莞证券研究所

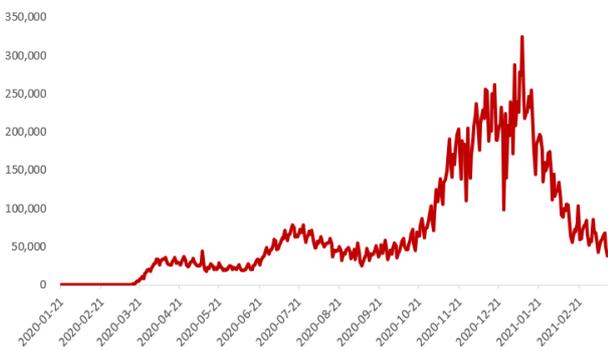
图 16：海外新冠疫情单日新增死亡病例



资料来源：Wind，东莞证券研究所

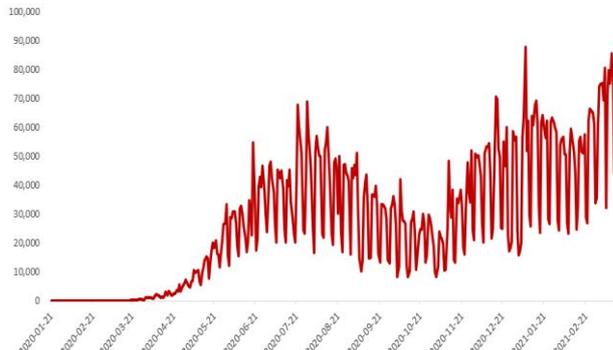
目前仍有一些国家和地区疫情存在反复，但总体呈现自峰值下降趋势。目前七大洲中美洲、欧洲单日新增确诊病例仍较多，非洲因为缺乏检测能力，单日新增确诊数据参考性不大。3月14日，海外单日新增确诊病例数靠前的主要包括美国、巴西、法国、意大利和印度，分别占海外单日新增确诊总数的 11.2%、12.9%、7.7%、6.3%、7.8%。其中美国单日新增确诊数量在 2021 年 1 月 8 日达到峰值 32.5 万例，3 月 14 日单日新增确诊数量降至 3.8 万例，较峰值下降 88.3%。巴西、法国、意大利和印度 3 月 14 日单日新增确诊数量分别较前期峰值下降 49.8%、69.7%、47.9%和 72.9%。虽然目前新冠疫情在一些国家和地区仍然较为严重，但单日新增确诊病例总体呈现自峰值下降趋势。

图 17：美国新冠疫情单日新增确诊病例



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 18：巴西新冠疫情单日新增确诊病例



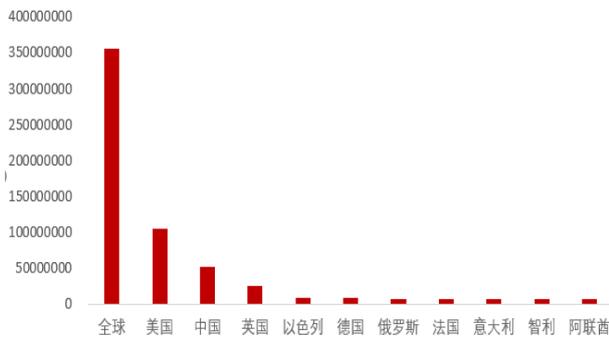
资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.2 新冠疫苗接种率不断提高 海外疫情有望保持拐头向下

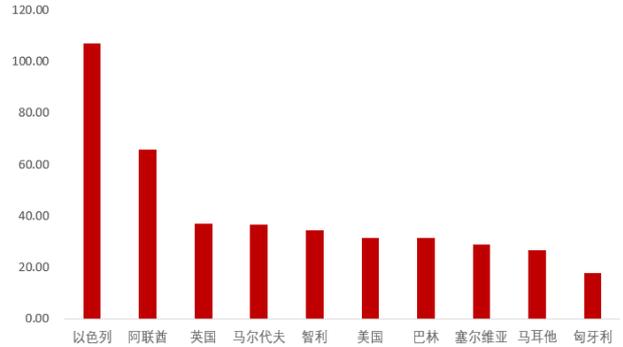
目前全球新冠疫苗平均接种率还较低，经济发达的国家接种率好于经济落后的国家。新冠疫苗自 2020 年 12 月初开打，截至 2020 年 3 月 13 日，全球新冠疫苗接种总量约为 3.55 亿剂，每百人接种量为 4.56 剂。从全球范围来看，接种量前五大国家分别是美国、中国、英国、以色列和德国，接种量分别达到 1.06 亿剂、5252 万剂、2522 万剂、925.7 万剂和 886.3 万剂。从接种率来看，截至 3 月 13 日，以色列接种率最高，每百人接种

量达到 106.95 剂；阿联酋接种率居全球第二，每百人接种量达到 65.89 剂；英国、马尔代夫、智利和美国接种率仅次于以色列和阿联酋，每百人接种量分别达到 37.15 剂、36.67 剂、34.43 剂和 31.61 剂。由于我国人口基数大，目前每百人接种量仅为 3.65 剂。后续随着国产新冠疫苗产能的释放，我国接种率有望在 2021 年 6 月底达到 40%。非洲等经济落后的国家，接种进度明显滞后。

图 19：当前新冠疫苗接种量（剂）（截至 2021/3/13）图 20：当前新冠疫苗接种率（%）（截至 2021/3/13）



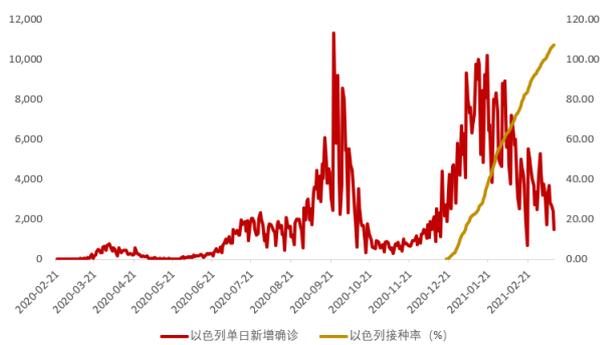
资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

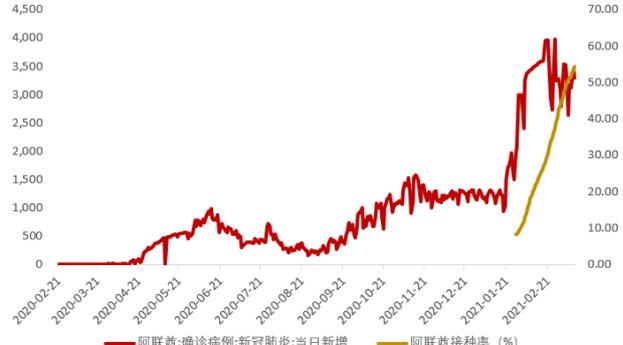
随着新冠疫苗接种率上升，单日新增确诊病例有望保持拐头向下。截至 3 月 14 日，接种率靠前的以色列、阿联酋、英国和美国单日新增确诊病例分别较峰值下降 92.3%、49.9%、93.1%和 88.3%。其中接种率最高的以色列自 2020 年 12 月中下旬开始接种新冠疫苗，其单日新增确诊病例数量在 2021 年 1 月达到峰值后逐步下降；截至 3 月 13 日，以色列已有 412.88 万人完全接种，占以色列总人口的 48%。从接种率靠前国家的接种率和单日新增确诊数量走势来看，随着接种率的上升，单日新增确诊病例数量均呈现不断下降的趋势。未来随着全球新冠疫苗接种率的上升，单日新增确诊病例有望保持拐头向下。

图 21：以色列接种率与单日新增确诊走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

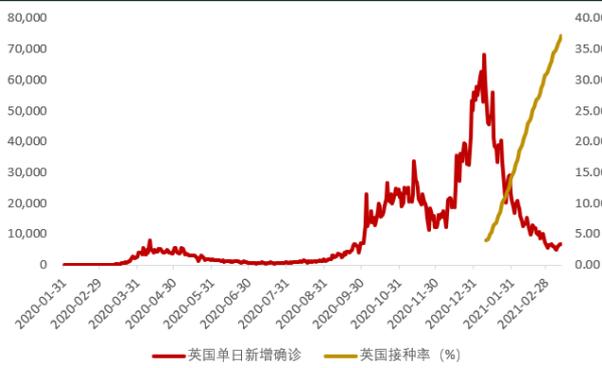
图 22：阿联酋接种率与单日新增确诊走势



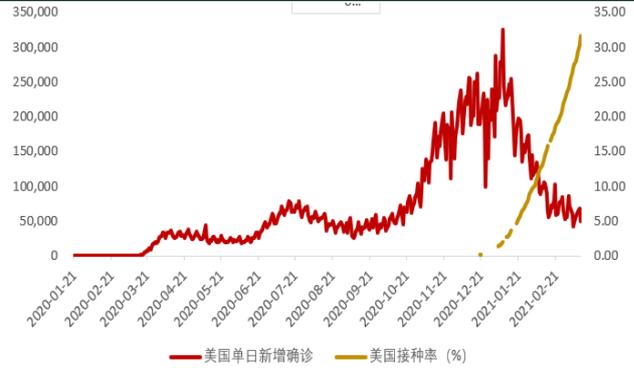
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 23：英国接种率与单日新增确诊走势

图 24：美国接种率与单日新增确诊走势



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

目前全球已有 8 只新冠疫苗上市, 2021 年底全球产能有望超过 120 亿剂。根据 WHO 官网数据发现, 截至 2021 年 3 月 12 日, 全球在研新冠疫苗共计 263 支, 其中 81 支处于临床阶段, 182 支处于临床前阶段。目前全球已有 8 支疫苗上市, 其中 4 支来自中国, 其余分别来自美、德、英、俄。截至 2021 年 3 月 12 日, 有 4 支疫苗已进入临床 IV 期, 分别来自科兴中维、阿斯利康、莫德纳和辉瑞; 另外, 有 15 支已处于临床 III 期, 6 支处于临床 II / III 期, 5 支处于临床 II 期。根据不完全统计各疫苗公司公布的数据, 2021 年底全球新冠疫苗产能有望达到 123 亿剂, 其中国产新冠疫苗产能有望达到 25 亿剂, 海外新冠疫苗产能有望达到 98 亿剂。

表 2: 研发处于临床 III 期和 IV 期的新冠疫苗情况 (截至 2021 年 3 月 12 日)

公司	进度	保护率	2021 产能规划	上市情况 (不完全统计)	剂量
科兴中维	临床 IV 期	91% (土耳其统计保护率为 91%, 巴西统计保护率 50%-78%)	3 亿剂, 预计 21 年产能扩大至 6 亿剂	在印尼、土耳其、巴西、泰国、中国香港等 20 余个国家和地区批准紧急使用	2
阿斯利康+牛津大学	临床 IV 期	62%-90% (接种 1.5 剂, 保护率达 90%)	30 亿剂	在英国、欧盟等地上市	1-2
Moderna + NIAID	临床 IV 期	94.1% (重症保护率 100%)	6-10 亿剂	在加拿大上市, 在美国获得应急使用权	2
辉瑞/BioNTech + 复星医药	临床 IV 期	95.0%	20 亿剂 (辉瑞 13 亿剂, BioNTech 7.5 亿剂)	在以色列、英国、美国、欧盟、瑞士、墨西哥上市	2
中生集团+北京所	临床 III 期	79.3% (中和抗体阳转率为 99.52%)	预计 10 亿剂	获我国药监局批准附条件上市, 在阿联酋、巴林上市	2
中生集团+武汉所	临床 III 期	72.5% (中和抗体阳转率为 99.06%)	1 亿剂	获我国药监局批准附条件上市	2
康希诺	临床 III 期	74.8% (对重症新冠肺炎保护效力为 100%)	产能 3 亿剂, 预计 21 年产能扩大至 5 亿剂	获我国药监局批准附条件上市, 获得墨西哥巴基斯坦紧急使用授权	1
俄罗斯 Gamaleya 研究所	临床 III 期	92%	5 亿剂	在俄罗斯、哈萨克斯坦、欧洲等地上市	2
强生	临床 III 期	66% (美国 72%, 拉丁美洲 66%, 南非 57%, 整体 66%)	10 亿剂	在美国上市	1-2
Novavax	临床 III 期	89.3% (对变种病毒有 85.6%)	20 亿剂	-	2

		的有效性)			
智飞生物+中国科学院微生物研究所	临床III期	-	3 亿剂	-	2-3
CureVac AG	临床III期	-	2021 年把产能提高到 3 亿剂，2022 年产能提高至 6 亿剂疫苗	-	2
中国医学科学院+医学生物学研究所	临床III期	-	-	-	2
哈萨克斯生物安全研究所	临床III期	-	-	-	2
Zydus Cadila	临床III期	-	-	-	3
印度 Bharat Biotech	临床III期	-	-	-	2
赛诺菲+GSK	临床III期	-	-	-	2
古巴芬利疫苗研究所	临床III期	-	-	-	2

资料来源：WHO 官网、各公司公告，东莞证券研究所

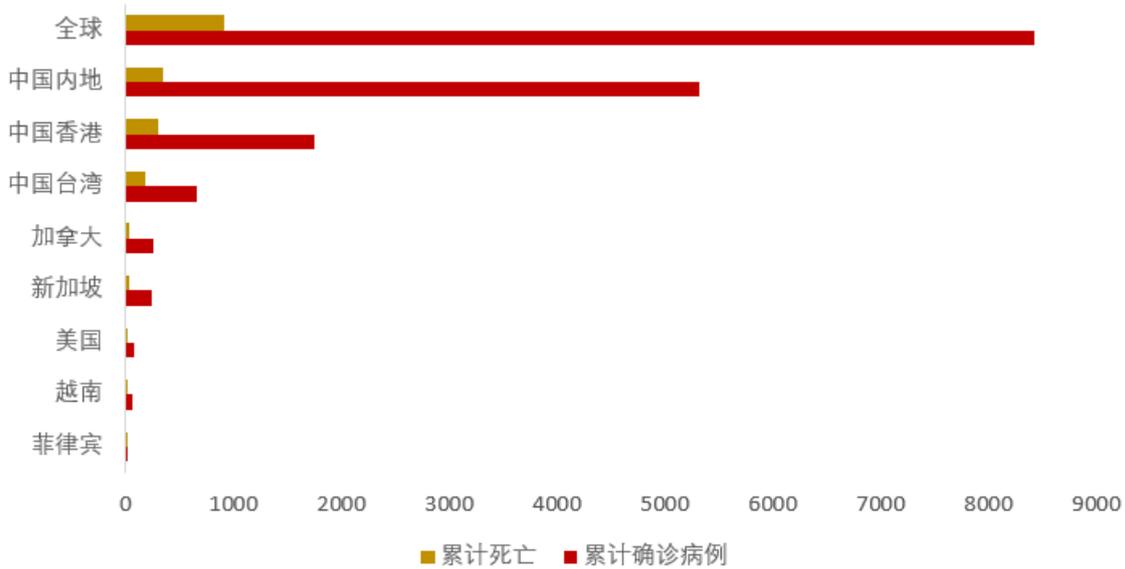
全球要达到群体免疫可能要到 2022 年或 2023 年。根据世卫组织相关专家的观点，全球约 70%的人口接种了新冠疫苗才能确保此次全球新冠病毒大流行的结束。目前全球总人口大约 76.74 亿人，按照每人接种 2 针疫苗计算，要达到 70%的人口接种，需要 107.4 亿剂新冠疫苗。根据不完全统计目前已上市或在研进程靠前的疫苗公司的产能规划，预计 2021 年底全球新冠疫苗产能有望达到 123 亿剂，超过全球 70%的人口的接种需求，但是要在实际中完成这么大规模人口的接种，可能要到 2022 年或 2023 年。

2.3 复盘非典，新冠疫情后我国出境游有望迎来复苏

（1）复盘非典疫情前后我国出境游市场表现

非典时间线。2003 年“非典”疫情总体可以分为三个阶段。第一阶段是早期阶段，从 2002 年 12 月到 2003 年 3 月，市场关注度、感染人群均相对较低；第二阶段是集中爆发阶段：从 2003 年 4 月到 6 月，以政治局会议定调为重点，进入集中爆发、全面防治阶段，直到 6 月底北京非典新增病例首现零记录；第三阶段是收尾阶段，从 6 月底到 8 月中旬，从全国新增病例零增长到全球非典患者人数、疑似病例人数均不再增长，最终“非典”基本结束。根据世界卫生组织 2003 年 8 月 15 日的统计数据，全球非典累计确诊 8422 例，涉及 32 个国家和地区；全球非典累计死亡 919 例；我国内地累计确诊非典 5327 例，累计死亡 349 例；中国香港累计确诊非典 1755 例，死亡 300 人；中国台湾累计确诊非典 665 例，死亡 180 人；除此之外，加拿大和新加坡累计确诊相对较多，分别为 251 例和 238 例，分别死亡 41 人和 33 人。

图 25：2003 年非典累计确诊和累计死亡病例



资料来源: wind, WHO, 东莞证券研究所

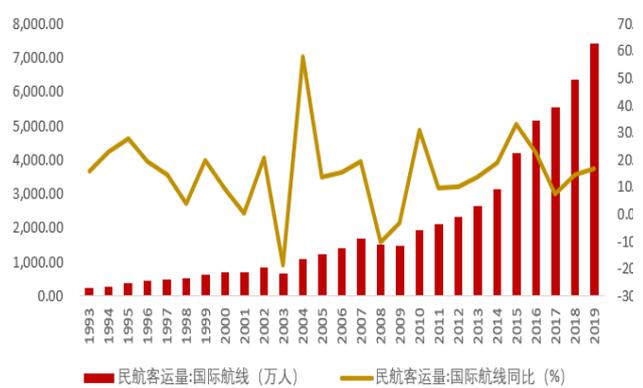
受非典冲击, 2003 年我国出境人数明显降速, 民航国际航线客运量显著减少。在 2003 年非典爆发前, 2002 年我国国内居民出境人数达到 1660.23 万人次, 同比增长 36.8%, 增速达到 1998 年以来的高峰。2003 年非典爆发, 我国出境游市场受到较大冲击。当年国内居民出境人数达到 2022.19 万人次, 虽然总数在增长, 但增速确同比下降 15 个百分点至 21.8%; 2003 年我国民航客运量 8759 万人, 同比增长 1.9%, 增速较 2002 年下滑 12.3 个百分点; 其中国际航线客运量 682 万人, 同比下滑 18.6%, 是 1990 年以来的首次下滑。2003 年我国旅游业总收入同比下滑 12.3%, 是 2000-2019 年唯一下滑的一年, 可见非典疫情对当年的出境游及旅游业冲击之大。

图 26:国内居民出境人数及同比



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 27:我国民航国际航线客运量及其同比增速

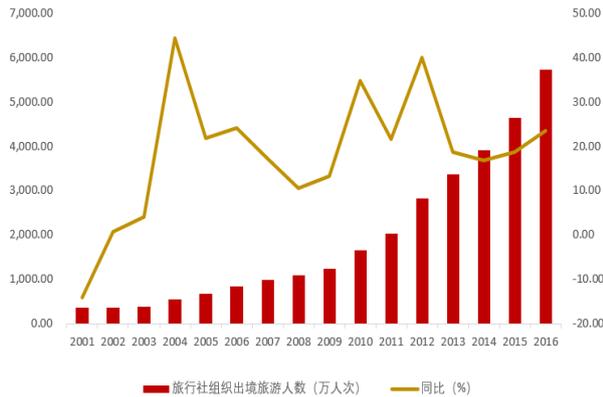


资料来源: wind, 东莞证券研究所

非典疫情后的 2004 年出境游迎来补偿性复苏。2004 年, 国内居民出境人数达到 2885 万人次, 同比增长 42.7%, 增速同比提高 21 个百分点; 经旅行社组织的出境游人数达到 558.6 万人次, 同比增长 44.3%, 增速同比提高 20 个百分点; 我国民航国际航线客运量 1077 万人, 同比增长 57.9%; 我国旅游业总收入达到 0.68 万亿元, 同比增长 40.11%。2004 年非典疫情后, 我国出境游人数、民航国际航线客运量和旅游业总收入同比增速显

著高于 2003 年前后几年，呈现报复性增长。

图 28:国内旅行社组织出境游人数及其同比增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 29:我国旅游业总收入及其同比增速

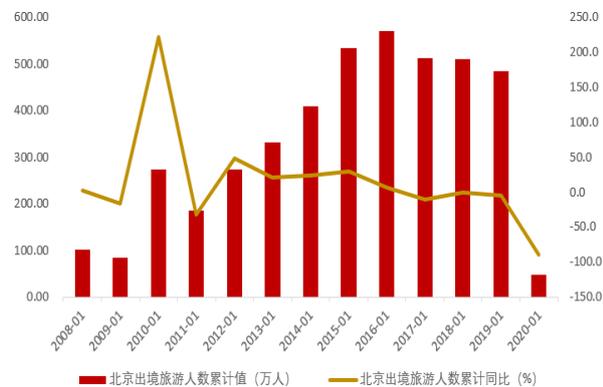


资料来源：东莞证券研究所，wind

(2) 新冠疫情后，出境游有望逐步复苏

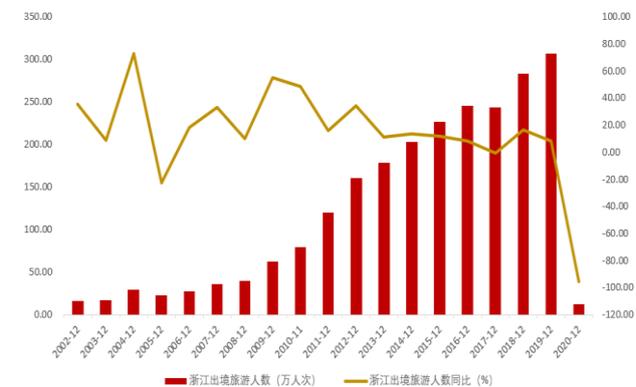
新冠疫情对我国出境游冲击大。2003 年非典后至新冠疫情爆发前，国内出境游市场保持平稳增长。2004-2019 年，国内居民出境人数年均复合增速约为 12.5%，旅行社组织出境游人数年均复合增速约为 17.5%。2020 年，新冠疫情爆发，人员跨境流动大幅减少，我国出境游市场几乎处于停滞状态。根据联合国世界旅游组织的数据，2020 年全球约三分之一的旅游目的地对国际游客关闭，国际游客同比减少 10 亿人次。国内旅行社组织出境游人数 2020 年 Q1 已萎缩到 331 万人次，同比下滑达 77.7%。以出境游人数较多的北京和浙江省为例，2020 年这两个省市出境游人数分别同比下滑 90%和 95.8%。受疫情冲击，2020 年民航国际航线客运量萎缩至 956.6 万人，同比下滑达 87%。

图 30:北京出境游人数及其同比



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 31:浙江出境游人数及其同比



资料来源：东莞证券研究所，wind

疫情后各国有望出台旅游扶持政策。根据联合国世界旅游组织的数据，2020 年全球约三分之一的旅游目的地对国际游客关闭，国际游客同比减少 10 亿人次。但旅游业在世界经济中占有重要地位。根据世界旅游理事会 (WTTC) 的数据，2018 年全球旅游业为全球经济贡献约 8.8 万亿美元，占全球 GDP 的比重约为 10%；在世界各地创造了 3.19 亿个就业机会，其增速已连续 8 年超过全球 GDP 平均增长速度。随着全球疫情逐步控制，多国

出入境逐步解禁，并陆续出台对旅游业的扶持政策，全球旅游业有望逐步复苏。

表 3：多国出入境开放及旅游业扶持政策

国家	出入境 & 旅游业开放情况	旅游业扶持政策
泰国	<p>2020 年 7 月 1 日，泰国民航局有条件恢复国际航班通航。</p> <p>2020 年 10 月开始，泰国旅游部推出特殊旅游签证 (STV)。</p> <p>2020 年 12 月 8 日，泰国表示不再限定入境人士始发国必须为疫情低风险国家。</p> <p>泰国旅游局近日也宣布将允许已接种疫苗的游客缩短隔离时间，甚至可能完全免检。</p>	<p>2020 年 7 月 15 日，泰国新政策“我们一同去旅行”生效。以酒店住宿补贴为例，政府补贴 40% 房费，最高不超过 3000 泰铢/间/晚；同时规定连续入驻不超过 5 晚。餐费和门票费补贴方面，政府同样按 40% 补足，但每人限额为 600 泰铢，另外机票补贴每人上限 2000 泰铢（限额 200 万张）。2021 年 3 月 8 日，泰国推出“数字游艇隔离”项目。</p>
日本	<p>2020 年 7 月 22 日，日本政府决定对中国、韩国等 12 个国家和地区进行旨在恢复往来的协商。自 10 月 1 日起，日本对短期滞留的商务人士以及留学生或是持有家族滞在等中长期签证的人员放宽了入境政策。</p> <p>为配合延后到 2021 年夏天的东京奥运会和残奥会，日本政府考虑于 2021 年“有条件”开放外国观光客入境。</p>	<p>2020 年 7 月 22 日，日本政府推出 Go To Campaign 经济政策，除了有 Go To Travel 之外，还有 Go To Eat、Go To Event、Go To 商店街，预计将可以一并使用。津贴分成两种方式给付，第一种是旅游津贴的 70%，用来辅助旅行团费或是旅馆的住宿费用。而其余的 30% 则是用在旅游目的地地的餐饮、特产或交通及住宿一体的地域共同 coupon。</p>
韩国	<p>1 月 8 日起，经海、空抵韩的外国人须提交 72 小时内核酸检测阴性证明，入境需要进行隔离。目前韩国已经暂停了与英国和南非之间的航班。国内方面，赴韩签证仍未开放。</p>	<p>2021 年 2 月 22 日，韩国文化部表示要振兴文化旅游业，计划发放价值 516 亿韩元（约合 4610 万美元）的住宿券，并扩大贷款范围，推迟受疫情影响企业的还贷日期。</p>
新加坡	<p>2020 年 7 月 1 日，新加坡 13 家旅游景点和娱乐场所恢复开放。</p> <p>2020 年 10 月 19 日，新加坡移民局恢复短期旅行签证申请。</p> <p>2021 年 1 月 24 日起，包括新加坡公民和永久居民在内的所有旅客在抵境新加坡后，须接受聚合酶链式反应 (PCR) 新冠病毒检测。从 1 月 31 日起，持有航空通行证或通过互惠绿色通道来新的短期访客，须已购买旅游保险来支付冠病相关的治疗和住院费用，最低投保额为 3 万新加坡元。</p>	<p>2020 年 7 月 23 日，新加坡政府斥资 4500 万新元推出“重新探索新加坡”活动，为当地居民提供独特的、物有所值的体验。</p> <p>2021 年 2 月 16 日，新加坡政府表示 2021 财年拟投入 12 亿新元扶持航空、旅游等行业。</p>
英国	<p>2020 年 6 月，逐步恢复在华英国签证中心预约办理业务。2021 年 1 月末，大部分英国签证恢复加速通道。</p> <p>2021 年 2 月 15 日开始，英国要求来自“旅行禁令名单”国家和地区的旅客入境后在政府认可的酒店等住宿设施内隔离 10 天。</p>	<p>2020 年 7 月 15 日起，英国政府实施经济刺激政策，其中针对餐饮、酒店、旅游等行业的刺激政策将预计耗资 40 亿英镑。餐饮可享最高 50% 折扣以刺激消费需求，大幅削减酒店和旅游业的增值税，食品、非酒精饮料、住宿和景点的增值税已从 20% 降至 5%。现在苏纳克正在考虑将增值税削减政策延续到 6 月底。</p>
美国	<p>2020 年 7 月，美国纽约著名旅游景点自由女神像在关闭四个月后重新开放。</p> <p>2021 年 1 月 26 日起，飞往美国的航空旅客在登机前必须出示新冠肺炎检测的阴性结果证明，没有阴性检测报告或康复文件的乘客将被拒绝登机。落地美国后须居家隔离 7 天，入境 3-5 天必须接受再次检测。</p>	<p>2020 年 5 月，“探索美国”计划被提出，美国政府表示截至 2021 年 12 月 31 日，在美国国内旅行所产生的符合规定费用，其中 50% 的费用可以抵免，最高抵免额为每个家庭 4000 美元。</p>

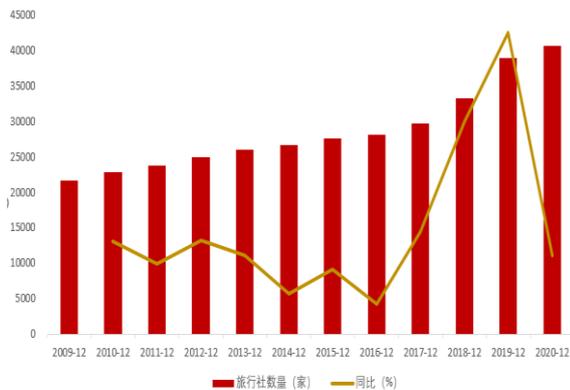
<p>澳大利亚</p>	<p>2021 年 1 月 22 日起, 入境澳洲前需在线申请一份澳洲旅行声明, 必须在出发前 72 个小时内完成。除 4 岁及以下人之外, 只要途径或入境澳洲需提供起飞前 72 小时内的英文核酸阴性证明, 入境后须接受强制隔离 14 天。</p> <p>新西兰为澳洲官方认定的安全地区, 无需接受检测, 其他任何地区返回澳洲, 1 月 22 日以后都必须携带阴性证明并申请澳大利亚旅行声明后才能登机。除了以上的入境新要求之外, 新州、昆州以及西澳从今年 2 月底开始将海外旅客入境人数减半。</p> <p>暂未开放旅游入境。</p>	<p>澳洲旅游局为促进国内游, 陆续发起活动。2020 年 10 月斥资 700 万澳元推出“哈密什和佐伊今年在这里过节”, 12 月是 365 万澳元的假日送礼活动, 2021 年 1 月则是 500 万澳元的全澳闪电宣传活动, 近日推出了耗资 600 万澳元的“城市逃离”宣传活动。</p>
<p>法国</p>	<p>2020 年 6 月, 法国各大旅游景点陆续开放。</p> <p>2020 年 6 月 18 日, 法国航空恢复中国大陆上海航线的客运航班服务, 每周 1 班执飞“巴黎戴高乐--上海”的客运航线。</p> <p>目前, 所有欧盟成员国以外的人员入境法国, 须提供 72 小时内的新冠病毒核酸检测阴性证明, 接受隔离 7 天观察后再进行新冠病毒 PCR 检测, 如无证明的将不允许入境。</p>	<p>2020 年 5 月 14 日, 法国宣布总额 180 亿欧元的措施来扶持其旅游业, 法国的“绿区”(即病毒未广泛传播地区)的餐馆将在当地时间 6 月 2 日能够重新开业。</p> <p>近期法国旅游发展署全力推广国内游。法国国家铁路公司近日推出了一项优惠套餐, 27 岁-59 岁的乘客可以七折的优惠价格购买周末卡、家庭卡, 并向特定群体发放国内旅行代金券。</p>
<p>意大利</p>	<p>2020 年 7 月 1 日起, 欧盟名单中的公民可自由往返意大利, 其他国家的公民(包括中国)由以下原因进入意大利: 工作, 健康, 绝对必要的情况, 返回住所, 学习原因。</p> <p>2021 年 1 月 21 日, 意大利佛罗伦萨的乌菲齐美术馆在关闭 77 天后重新开放, 意大利 6 个低风险大区的文化机构也相继开放。</p>	<p>2020 年 5 月 13 日, 意大利政府颁布一项总额 550 亿欧元的“重启法令”, 其中有约 40 亿欧元将用于重振旅游业。</p> <p>2020 年 12 月-2021 年 2 月, 意大利国家旅游局一年一度的中国路演活动开启, 未推动旅游业的安全重启作准备, 将在 2022 年迎来中意文化和旅游年。</p>

资料来源: 搜狐网, 新浪网, 百度, 东莞证券研究所

2.4 新冠疫情加速行业出清

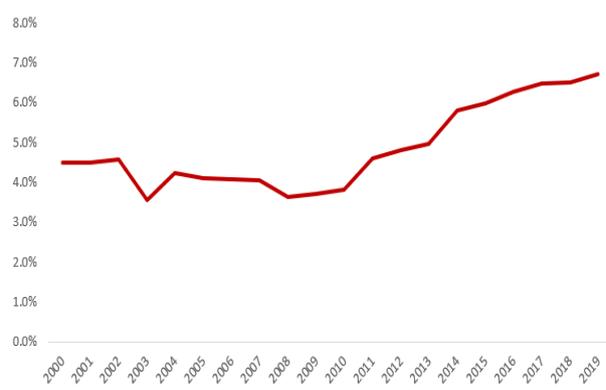
新冠疫情加速行业出清。根据文化和旅游部统计, 截至 2020 年 12 月 31 日, 全国旅行社总数为 40682 家, 较 2019 年底提升 4.5%, 增速是 2017 年以来的最低。根据天眼查专业版数据, 截至 2020 年 8 月底, 全国有超过 8000 家旅行社门店注销。新冠疫情加速行业出清, 拥有资金优势、资源优势的行业龙头有望逆势扩大市场集中度。

图 32: 我国旅行社数量及其同比增速 (家, %)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

图 33: 我国旅游业收入占 GDP 的比重 (%)

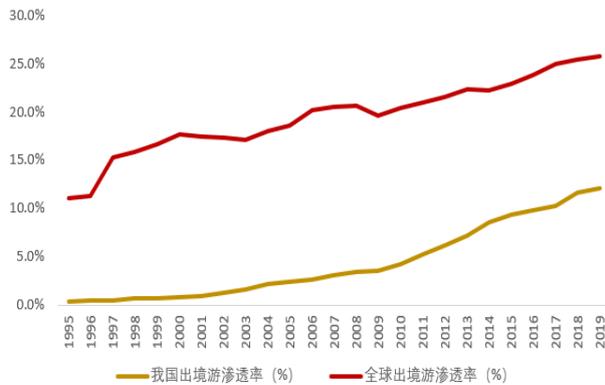


资料来源: 东莞证券研究所, wind

2.5 我国出境游从中长期看仍有较大增长潜力

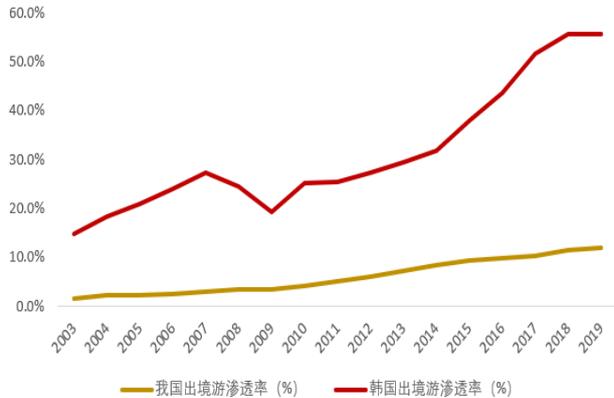
与全球平均水平相比，目前我国出境游渗透率还很低，未来还有很大提升空间。2019年国内居民出境人数达到 1.69 亿人次，占我国总人口的比例由 2004 年的 2.2% 上升至 12.1%，与同期全球 25.8% 的平均出境游渗透率和韩国 55.5% 的出境游渗透率相比，我国目前出境游渗透率还很低。未来随着我国国民收入的持续提高，我国出境游渗透率还有很大的提升空间。

图 34:我国与全球出境游平均渗透率对比 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 35:我国与韩国出境游平均渗透率对比 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

3、携手阿里巴巴与中国中免，共享渠道优势促发展

3.1 携手阿里巴巴，共享渠道优势促发展

与阿里巴巴达成战略合作，凭借平台流量优势有望共享。为提高众信旅游和阿里巴巴在旅游产品领域知名度及竞争力，扩大双方各自产品、服务的市场整体占有率，公司实际控制人冯滨先生于 2020 年 9 月 29 日与阿里巴巴（中国）网络技术有限公司签署《股份转让协议》，冯滨先生向阿里网络转让其持有的众信旅游 4547 万股无限售条件流通股，约占股份转让协议签署日众信旅游总股本的 5%，以此达成战略合作。合作后，众信旅游通过阿里旅行在科技、互联网、大数据技术、品牌、系统管理方面的优势，结合公司在产品、运营、采购、分销等方面的经验，相互提供合作资源支持以开展全面合作。在产品供给方面，众信旅游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。凭借阿里巴巴平台的渠道优势，结合大数据技术，公司有望快速获取渠道资源，共享合作成果。

表 4：众信旅游与阿里巴巴战略合作内容

合作内容及形式	详述
合作内容	为提高双方在旅游产品领域知名度及竞争力，扩大双方各自产品、服务的市场整体占有率，经双方友好协商，双方同意，通过阿里旅行在科技、互联网、大数据技术、品牌、系统管理方面的优势，结合公司在产品、运营、采购、分销等方面的经验，相互提供合作资源支持以开展全面合作。
产品供给	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	坚守国家监管机构相关法律规定，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。
合作形式	合作方式的选择，由双方根据上述合作内容的实际需要和发展节奏，另行协商确定具体项目的合作协议。包括资源导流、共同开发、商品供应、股权深度合作等多种合作模式，以求实现双方互利共赢的发展目标。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3.2 与中国中免达成战略合作

与中国中免集团达成战略合作，共建旅游+购物业务。2020年2月，众信旅游与中国免税品（集团）有限责任公司签订了《中免集团与众信旅游战略合作框架协议》，双方将依托中免集团在境内外旅游零售品牌、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。双方通过资源共享、优势互补与业务创新，共同打造“旅游+购物”的业务合作，包括设立旅游零售门店，推动双方业务实。双方共同在境内外尤其是“一带一路”沿线国家和地区开展“旅游+购物”业务。

境内外全方位合作。借助中国中免已有基础流量、深耕多年的目的地经验以及对中国消费者旅游购物需求判断，结合众信在产品、品牌以及旅游零售运营等多方面优势，共同开发境内外旅游零售业务。在境外，双方可以通过多种合作方式共同开展旅游零售门店的合作。中免集团拥有专业的零售管理能力、优质的品牌合作资源等诸多优势，同时众信可从门店选址、客流、产品类别等多方面为投资及运营提供支持，双方共同支持门店经营，以实现共赢的合作目标。在境内，双方可共同探讨旅游零售业务合作的可能性，众信旅游可凭借自身流量优势、旅行社门店渠道优势与中免集团优势互补，为免税店导

流，针对性的输送出境、国内团客及自由行游客客源，协助中免集团国内业务做大做强。公司通过与中免集团达成长期战略合作协议及后续的具体协议，正式进入免税和购物领域，有助于双方发挥各自优势，共同开发境内外旅游零售市场，是公司“从旅游到旅行”的发展战略的落地，能够丰富公司的合作方式、业务模式，促进公司业务发展。

4、投资策略

随着全球新冠疫苗接种率的不断上升，新冠疫情有望持续拐头向下。各国有望加大对旅游业的扶持，全球旅游业有望迎来复苏。公司作为国内出境游龙头，出境游业务有望受益海外旅游业复苏；持续布局国内游业务和推进与阿里及中免的战略合作有望形成新的增长点。预计公司 2020-2022 年每股收益分别为-1.56 元、0.01 元和 0.15 元，公司基本面有望逐步好转，首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。

5、风险提示

- （1） 新冠病毒变异，新冠疫苗有效性降低或失效。
- （2） 新冠疫苗接种率低于预期。
- （3） 海外疫情持续反复，人员跨境流动仍然受限。
- （4） 与阿里旅行和中免的合作进度低于预期。
- （5） 出境游复苏低于预期，公司业绩持续亏损。
- （6） 竞争加剧等。

表 5：公司盈利预测简表（2021/3/16）

科目（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	12,677	1613	7,083	12114
营业总成本	12,534	2438	7,074	11889
营业成本	11,391	1,925	6,399	10,969
营业税金及附加	5	1	3	5
销售费用	912	323	510	666
管理费用	174	97	142	218
财务费用	51	93	20	30
研发费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(19)	(807)	0	0
营业利润	118	(1793)	9	226
加：营业外收入	10	19	10	10
减：营业外支出	11	0	1	1
利润总额	116	(1774)	18	235
减：所得税	39	(362)	6	78
净利润	77	(1412)	12	158
减：少数股东损益	9	0	1	17
归母公司所有者的净利润	69	(1412)	11	140
摊薄每股收益(元)	0.08	(1.56)	0.01	0.15
PE（倍）	108.31	-5.26	679.60	52.93

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn