

信义山证 汇通天下

证券研究报告

社服/旅游综合

众信旅游 (002707.SZ)

维持评级

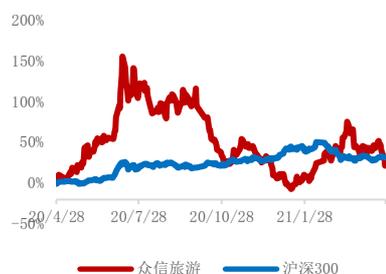
报告原因：业绩预告

年内出境游业务继续承压，布局旅游+业务拓宽发展渠道 增持

2021年4月29日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月28日

| | |
|----------------|------------|
| 收盘价(元): | 5.70 |
| 年内最高/最低(元): | 11.92/4.32 |
| 流通 A 股/总股本(亿): | 6.40/9.06 |
| 流通 A 股市值(亿): | 51.66 |
| 总市值(亿): | 51.66 |

基础数据：2021年3月31日

| | |
|-----------|--------|
| 基本每股收益: | -0.08 |
| 每股净资产(元): | 0.93 |
| 净资产收益率: | -9.25% |

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】众信旅游(002707.SZ)2020年中报点评：出境游业务继续承压，公司年内专注布局国内游业务(2020-8-29)

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- 公司发布2020年财务报告，期内实现营收8517万元(-92.54%)，归母业绩亏损14.8亿元(-2257.47%)，扣非归母业绩亏损14.87亿元(-2620.09%)，EPS-1.6元。Q1/Q2/Q3/Q4分别实现营收11.54亿元/0.86亿元/1.39亿元/2.11亿元，同比-53.02%/-97.36%/96.37%/93.15%，归母净利润-0.29亿元/-1.47亿元/-1.36亿元/-11.67亿元，同比-144.8%/-425.48%/-3090.19%/-2434.78%，全年业绩亏损严重。
- 疫情袭来影响公司传统业务，积极探索旅游+渠道向外扩展。公司出境旅游团于2020年1月27日起停止发团，至报告期末出境游尚未恢复，导致公司自2020年2月以来业务收入大幅下降。年内公司将业务重心转移至国内游，自复工复产以来开发周边游、跨省游等业务。与中免集团、王府井免税合作，旨在开展“旅游+购物”商业模式；与海南省积极合作，加入博鳌乐城医疗健康产业，探索“旅游+医疗”新业态。
- 旅游批发业务受出境游业务暂停影响业绩大幅下滑，期内营收10.07亿元(-87.78%)，公司承担部分机票、酒店等损失，毛利率严重下降。在国内疫情得到有效控制后，公司快速发力国内中高端旅游市场，与悦榕庄、洲际等酒店合作推出四川、云南等旅游目的地高品质、深度游产品。旅游零售业务实现营收2.41亿元(-90.51%)，疫情期间各地门店虽然处于闭店状态，公司强化线上业务培训与重点市场拓展，全年门店数量仍保持增长，目前拥有开业零售门店852家，签约门店数量1000余家。
- 全年受疫情影响营收下降，毛利率下滑27.22pct至-17.47%，整体费用率上升34.88pct至43.9%。其中销售费用4.73亿元(-48.12%)、管理费用1.34亿元(-23.15%)系公司人员、市场推广、办公等费用下降幅度较大所致，财务费用率5.01%(+4.6pct)系本期贷款利息支出有所增长。
- 疫情影响仍未消除，公司21Q1业绩继续亏损。21Q1实现营收8517亿元(-92.54%)，归母业绩亏损7463.69亿元(-156.82%)，环比20Q4亏损减少10.93亿元，扣非归母业绩亏损0.76亿元(-159.28%)。毛利率较上年同期微增2.01pct至11.65%，整体费用率大涨133.77pct至148.29%。其中销售费用率88.58%(+78.12pct)、管理费用率37.98%(+34.68pct)、财务费用率21.73%(+20.97pct)。
- 投资建议：出境游业务将继续承压，预计公司年内将专注国内游市场，布局周边游、跨省游等批发、零售业务。我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.01\0.11\0.19，对应公司4月28日收盘价5.7元，2021-2023年PE分别为540.1\54.1\30.6，维持“增持”评级。

存在风险

- 安全事故风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；疫情区域内反复风险。

| 盈利预测和财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1592 | 2579 | 6061 | 10123 |
| 收入同比 | -87% | 62% | 135% | 67% |
| 归母净利润(百万元) | -1480 | 10 | 96 | 169 |
| 净利润同比 | -2257% | 101% | 899% | 77% |
| 毛利率 | -15.2% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| ROE | -233.8% | 2.4% | 9.0% | 10.5% |
| EPS(元) | -1.63 | 0.01 | 0.11 | 0.19 |
| P/E | -3.49 | 540.14 | 54.08 | 30.63 |
| P/B | 6.13 | 5.41 | 4.56 | 3.12 |
| EV/EBITDA | -55 | 72 | 21 | 12 |

资料来源：wind，山西证券研究所

1. 公司 2020 年及 2021 年一季报业绩表现

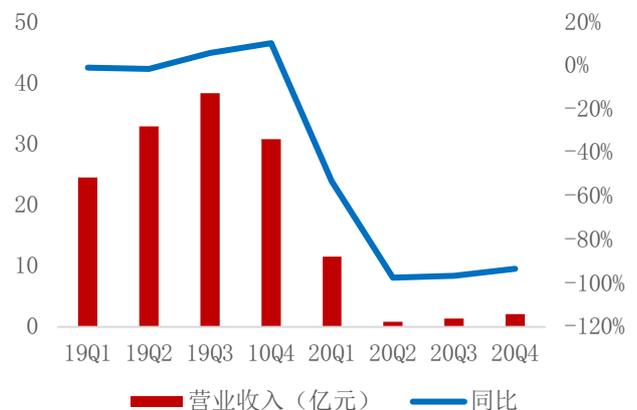
公司发布 2020 年财务报告，期内实现营收 8517 万元（-92.54%），归母业绩亏损 14.8 亿元（-2257.47%），扣非归母业绩亏损 14.87 亿元（-2620.09%），EPS-1.6 元。分季度来看，Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 11.54 亿元/0.86 亿元/1.39 亿元/2.11 亿元，同比-53.02%/-97.36%/96.37%/93.15%，归母净利润-0.29 亿元/-1.47 亿元/-1.36 亿元/-11.67 亿元，同比-144.8%/-425.48%/-3090.19%/-2434.78%，全年业绩亏损严重。

图 1：众信旅游营收情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：众信旅游单季度营收情况及增速



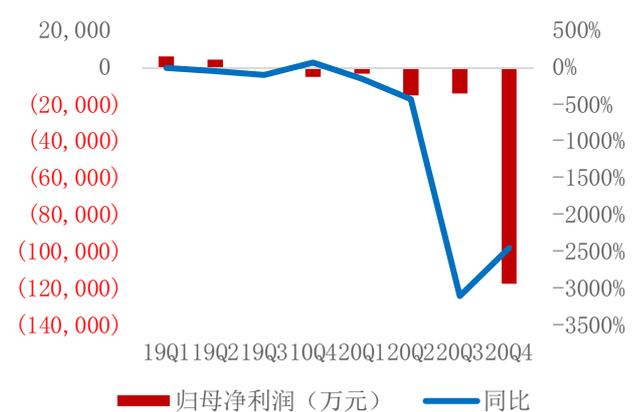
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：众信旅游归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：众信旅游单季度归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

疫情影响仍未消除，公司 21Q1 业绩继续亏损。21Q1 实现营收 8517 亿元 (-92.54%)，归母业绩亏损 7463.69 亿元 (-156.82%)，环比 20Q4 亏损减少 10.93 亿元，扣非归母业绩亏损 0.76 亿元 (-159.28%)。毛利率较上年同期微增 2.01pct 至 11.65%，整体费用率大涨 133.77pct 至 148.29%。其中销售费用率 88.58%(+78.12pct)、管理费用率 37.98%(+34.68pct)、财务费用率 21.73%(+20.97pct)。经营活动产生现金流净额同比下滑 118.53% 系受疫情影响，销售规模同比下滑较大，同时公司因支付人员、房租等得用，经营活动现金流量下降较多；筹资活动产生现金流净额同比增加 200.72%系期内公司偿还部门银行借款。

1.1 收入端

疫情袭来影响公司传统业务，积极探索旅游+渠道向外扩展。公司出境旅游团于 2020 年 1 月 27 日起停止发团，暂停“机票+酒店”旅游产品，至报告期末，出境游尚未恢复，导致公司自 2020 年 2 月以来业务收入大幅下降。年内公司将业务重心转移至国内游，自复工复产以来开发周边游、跨省游等业务。与中免集团、王府井免税合作，旨在开展“旅游+购物”商业模式，以及共同开发境内外旅游零售业务。与海南省积极合作，拟以旅游业务为切入点参与海南自贸港建设，加入博鳌乐城医疗健康产业，探索“旅游+医疗”新业态。

表一：众信旅游各项业务营收情况

| | 营业收入(亿元) | YOY | 占比 | YOY | 毛利率 | YOY |
|--------|----------|---------|----------|--------|---------|-----------|
| 旅游批发 | 10.6 | -88.87% | 67.91pct | -3.33% | -33.75% | -42.51pct |
| 旅游零售 | 2.4 | -90.51% | 15.37pct | -3.31% | 8.20% | -4.58pct |
| 整合营销服务 | 2.9 | -70.88% | 18.58pct | 10.69% | 8.22% | -0.56pct |
| 其他行业产品 | 0.24 | -41.18% | 1.54pct | 1.22% | 98.51% | -6.69pct |

资料来源：wind，山西证券研究所

旅游批发业务受出境游业务暂停影响业绩大幅下滑，期内营收 10.07 亿元 (-87.78%)，公司承担部分机票、酒店等损失，毛利率严重下降。在国内疫情基本得到有效控制后，公司旗下优耐德、全景旅游快速扩容国内批发业务团队，定位国内中高端旅游市场，与悦榕庄、洲际等酒店合作推出四川、云南、广西等旅游目的地高品质、深度游产品。旅游零售业务实现营收 2.41 亿元 (-90.51%)，疫情期间各地门店虽然处于闭店状态，公司强化线上业务培训与重点市场业务拓展，全年门店数量仍保持增长，目前拥有开业零售门店 852 家，签约门店数量 1000 余家。整合营销服务业务实现营收 2.9 亿元 (-70.88%)，子公司众信博睿期内完成世界旅游合作与发展大会等众多高规格大型会议或活动策划、执行工作。

1.2 费用端

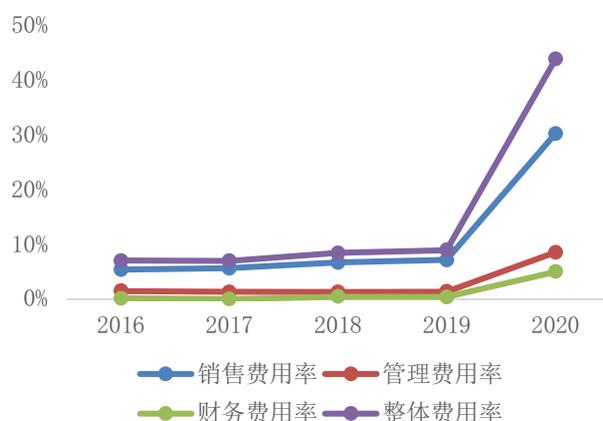
全年受疫情影响营收下降，毛利率下滑 27.22pct 至-17.47%，整体费用率上升 34.88pct 至 43.9%。其中销售费用 4.73 亿元（-48.12%）、管理费用 1.34 亿元（-23.15%）系公司人员、市场推广、办公等费用下降幅度较大所致，财务费用率 5.01%（+4.6pct）系本期贷款利息支出有所增长、汇兑损益有所下降所致。经营活动现金流净额较上年同期增长 5.32%，系期内供应商退款较多、对供应商欠款支付有所收紧、筹资活动现金流净额较上年同比下降 180%系公司期内偿还较多银行贷款。

图 5：众信旅游毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：众信旅游各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

2. 投资建议及盈利预测

受海外疫情持续影响，公司出境游相关业务恢复时间难以确定，相关业绩将继续承压。公司年内将专注国内游市场，发挥团队以及上游供货商、下游顾客粘性作用布局周边游、跨省游等批发、零售业务。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.01\0.11\0.19，对应公司 4 月 28 日收盘价 5.7 元，2021-2023 年 PE 分别为 540.1\54.1\30.6，维持“增持”评级。

3. 风险提示

同行竞争风险；安全事故风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；居民消费需求不及预期风险，疫情区域内反复风险。

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 1,803 | 1,900 | 2,067 | 2,281 | 营业收入 | 1,592 | 2,579 | 6,061 | 10,123 |
| 现金 | 1,053 | 1,158 | 1,274 | 1,427 | 营业成本 | 1,834 | 2,321 | 5,455 | 9,110 |
| 应收账款 | 394 | 497 | 544 | 599 | 营业税金及附加 | 2 | 8 | 18 | 30 |
| 其他应收款 | 200 | 265 | 265 | 265 | 销售费用 | 473 | 155 | 333 | 557 |
| 预付账款 | 180 | 183 | 188 | 194 | 管理费用 | 134 | 52 | 79 | 132 |
| 存货 | 5 | 5 | 5 | 5 | 财务费用 | 78 | 13 | 30 | 51 |
| 其他流动资产 | (28) | (209) | (209) | (209) | 资产减值损失 | (768) | (1) | (1) | (1) |
| 非流动资产 | 1,555 | 1,322 | 1,349 | 1,671 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 50 | 60 | 63 | 70 | 投资净收益 | (27) | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 91 | 100 | 102 | 105 | 营业利润 | (1,850) | 33 | 148 | 245 |
| 无形资产 | 70 | 70 | 71 | 72 | 营业外收入 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动 | 1,344 | 1,091 | 1,113 | 1,424 | 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 3,357 | 3,222 | 3,416 | 3,952 | 利润总额 | (1,841) | 33 | 147 | 245 |
| 流动负债 | 2,226 | 2,132 | 2,147 | 2,155 | 所得税 | (186) | 8 | 37 | 61 |
| 短期借款 | 887 | 892 | 896 | 901 | 净利润 | (1,655) | 25 | 111 | 184 |
| 应付账款 | 609 | 615 | 621 | 627 | 少数股东损益 | (175) | 15 | 15 | 15 |
| 其他流动负 | 730 | 626 | 630 | 627 | 归属母公司净利 | (1,480) | 10 | 96 | 169 |
| 非流动负债 | 424 | 47 | 43 | 40 | EBITDA | (69) | 57 | 188 | 306 |
| 长期借款 | 10 | 10 | 10 | 10 | EPS (元) | (1.63) | 0.01 | 0.11 | 0.19 |
| 其他非流动 | 414 | 37 | 33 | 30 | | | | | |
| 负债合计 | 2,650 | 2,179 | 2,190 | 2,195 | | | | | |
| 少数股东权 | (135) | 89 | 92 | 100 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 906 | 906 | 906 | 906 | 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资本公积 | 707 | 437 | 437 | 437 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | (534) | (540) | (546) | (553) | 营业收入 | -87.44% | 62.00% | 135.00 | 67.00% |
| 归属母公司股 | 843 | 954 | 1,134 | 1,657 | 营业利润 | -1671.48 | -101.80 | 344.71 | 65.91% |
| 负债和股东权 | 3,357 | 3,222 | 3,416 | 3,952 | 归属于母公司净 | -2257.47 | -100.65 | 898.86 | 76.52% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | -15.19% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| | | | | | 净利率(%) | -92.97% | 0.37% | 1.58% | 1.67% |
| | | | | | ROE(%) | -233.78% | 2.36% | 9.02% | 10.45% |
| | | | | | ROIC(%) | 7.80% | 8.40% | 8.70% | 9.10% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 78.92% | 67.63% | 64.11% | 55.55% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 78.07% | 17.29% | -30.96% | -29.94 |
| | | | | | 流动比率 | 0.81 | 0.89 | 0.96 | 1.06 |
| | | | | | 速动比率 | 0.81 | 0.89 | 0.96 | 1.06 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.35 | 0.78 | 1.83 | 2.75 |
| | | | | | 应收账款周转 | 3.71 | 12.12 | 23.74 | 33.04 |
| | | | | | 应付账款周转 | 2.43 | 4.21 | 9.81 | 16.21 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | (1.63) | 0.01 | 0.11 | 0.19 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新) | 0.20 | 0.22 | 0.19 | 0.22 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 0.93 | 1.05 | 1.25 | 1.83 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | (3.5) | 540.1 | 54.1 | 30.6 |
| | | | | | P/B | 6.1 | 5.4 | 4.6 | 3.1 |
| | | | | | EV/EBITDA | (55.11) | 72.29 | 21.19 | 11.59 |

| 现金流量表 | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金 | 177 | 203 | 173 | 199 |
| 净利润 | (1,480) | 10 | 96 | 169 |
| 折旧摊销 | 54 | 105 | 105 | 105 |
| 财务费用 | 88 | (6) | (10) | (10) |
| 投资损失 | 27 | (1) | (1) | (1) |
| 营运资金变动 | 1,290 | 81 | (31) | (78) |
| 其他经营现 | 199 | 15 | 15 | 15 |
| 投资活动现金 | (64) | (1,433) | (1,149) | (1,149) |
| 资本支出 | 0 | (900) | (900) | (900) |
| 长期投资 | 64 | (250) | (250) | (250) |
| 其他投资现 | (129) | (283) | 1 | 1 |
| 筹资活动现金 | (37) | (434) | (471) | (492) |
| 短期借款 | (141) | (430) | (430) | (430) |
| 长期借款 | 2 | 40 | 40 | 40 |
| 普通股增加 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增 | 0 | 0 | (50) | (50) |
| 其他筹资现 | 75 | (44) | (31) | (52) |
| 现金净增加额 | 76 | (1,663) | (1,447) | (1,441) |

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并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

