

002707.SZ

增持

原评级：增持

市场价格：人民币 6.89

板块评级：强于大市

## 股价表现



资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以2023年11月6日收市价为标准

## 相关研究报告

《众信旅游》20230829

《众信旅游》20230719

《众信旅游》20230503

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：旅游及景区

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：纠泰民

(8621)20328498

taimin.jiu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030002

## 众信旅游

出境游仍处修复区间，业绩环比持续改善

公司发布2023年三季度报告。前三季度公司共实现营收20.53亿元， $yoy+647.46\%$ ；实现归母净利润1413.27万元；实现扣非归母净利润1021.54万元，实现扭亏。其中三季度实现营收12.61亿元， $yoy+748.28\%$ ；实现归母净利润4865.60万元；实现扣非归母净利润4699.32万元。在政策宽松叠加暑期出行旺季影响下，公司业绩实现同环比高增。我们看好未来在国际航班运力恢复、签证办理便利性提高、消费者出行顾虑减少等因素作用下公司出境游业务全面恢复，进一步实现利润水平的提高，维持增持评级。

## 支撑评级的要点

- 前三季度实现扭亏为盈，四季度或决定全年盈利与否。前三季度公司共实现营收20.53亿元， $yoy+647.46\%$ ；实现归母净利润1413.27万元；实现扣非归母净利润1021.54万元。三季度实现营收12.61亿元， $yoy+748.28\%$ ；实现归母净利润4865.60万元；实现扣非归母净利润4699.32万元。暑期出境游市场初步复苏使三季度业绩实现同环比高增，前三季度实现盈利。四季度是传统旅游淡季，但随着公司积极运营冬季旅游产品，四季度业绩有望推动全年实现盈利。此外，当前在供需关系未实现均衡、出境客群未完全回归、疫后行业出清、产品创新和质量提升等多因素作用下，公司Q3毛利率、净利率均表现较好，分别为11.84%/4.00%，表现好于疫情前17-19年Q3水平。
- 国际航班供给回暖，出境游全面恢复尚受制于外部环境。航班管家数据显示，最近一周(10月23日-29日)国际航线航班量7738架次，恢复至2019年的51.8%，航空运力还未完全恢复致使出境游业务复苏进度受阻。据国家移民管理局数据，三季度全国出入境人员1.23亿人次， $yoy+454.4\%$ ，达到2019年同期的73%，其中内地居民6168.8万人次。国际航班运力与出境游需求均持续呈现环比修复态势，未来存在较大改善空间。
- 北欧国家旅游局来华路演，四季度出境游产品推新。近期芬兰、瑞典、丹麦、挪威等国家旅游部门来华路演，吸引中国游客。北京至斯德哥尔摩航线明年4月恢复至每天一班，挪威和瑞典签证在上海领区一周左右即可出签，多旅游目的地也在期待中国客群回归。10月20日，北京国际文旅消费博览会召开，公司筹备千余款旅游产品亮相展会。公司布局了冬季需求较高的冰雪产品以及反季节产品，冰雪产品目的地包括一些北欧国家，反季节产品目的地包括南半球澳大利亚、新西兰等较温暖地区。

## 估值

- 公司作为出境游龙头企业，随着疫情三年行业持续出清，以及当前市场供需未完全修复，公司有望在后续出境游市场回暖速度加快、政策面持续好转的背景下实现快速恢复，提高市占率，结合以上我们预测23-24年EPS为0.03/0.16元，对应市盈率为275.4/44.1倍。维持增持评级。

## 评级面临的主要风险

- 出入境旅游政策不确定性风险、行业恢复不及预期、市场竞争风险。

## 投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	684	501	3,346	11,537	13,487
增长率(%)	(56.2)	(26.8)	568.5	244.8	16.9
EBITDA(人民币 百万)	(497)	(184)	111	335	458
归母净利润(人民币 百万)	(464)	(221)	25	154	232
增长率(%)	(68.6)	(52.3)	(111.1)	524.3	51.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.47)	(0.23)	0.03	0.16	0.24
历史预测摊薄每股收益(人民币)			0.03	0.16	0.18
调整幅度(%)			0	0	33.3
市盈率(倍)	(14.6)	(30.6)	275.4	44.1	29.2
市净率(倍)	20.7	9.4	6.8	5.9	4.9
EV/EBITDA(倍)	(10.9)	(52.3)	58.1	18.9	13.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E	年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	715	507	3,353	11,543	13,494	净利润	(535)	(248)	28	172	257
营业收入	684	501	3,346	11,537	13,487	折旧摊销	94	35	42	54	66
营业成本	643	435	2,937	10,250	12,043	营运资金变动	232	(156)	30	(5)	(32)
营业税金及附加	2	1	5	8	7	其它	(49)	155	32	42	20
销售费用	316	161	243	825	870	<b>经营活动现金流</b>	<b>(257)</b>	<b>(214)</b>	<b>131</b>	<b>262</b>	<b>311</b>
管理费用	129	94	102	173	175	资本支出	(8)	(5)	(90)	(103)	(101)
研发费用	0	0	0	0	0	投资变动	123	112	0	0	0
财务费用	73	53	66	67	60	其他	97	48	20	20	20
其他收益	15	8	2	5	10	<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>213</b>	<b>154</b>	<b>(70)</b>	<b>(83)</b>	<b>(81)</b>
资产减值损失	(42)	(11)	0	0	0	银行借款	(316)	(52)	300	(68)	(8)
信用减值损失	(143)	(18)	10	0	0	股权融资	26	536	249	0	0
资产处置收益	(18)	0	0	0	0	其他	15	(492)	156	(166)	12
公允价值变动收益	0	(17)	0	0	0	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(276)</b>	<b>(8)</b>	<b>705</b>	<b>(234)</b>	<b>4</b>
投资收益	(15)	13	20	20	20	<b>净现金流</b>	<b>(320)</b>	<b>(67)</b>	<b>767</b>	<b>(54)</b>	<b>234</b>
汇兑收益	0	0	0	0	0						
营业利润	(652)	(262)	32	245	369						
营业外收入	10	10	10	15	18						
营业外支出	2	6	3	8	8						
利润总额	(644)	(258)	39	252	379						
所得税	(109)	(10)	11	81	121						
净利润	(535)	(248)	28	172	257						
少数股东损益	(70)	(27)	3	18	26						
归母净利润	(464)	(221)	25	154	232						
EBITDA	(497)	(184)	111	335	458						
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.47)	(0.23)	0.03	0.16	0.24						

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E	年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,296</b>	<b>1,102</b>	<b>3,582</b>	<b>7,028</b>	<b>4,626</b>	<b>盈利能力</b>					
现金及等价物	756	672	1,439	1,384	1,618	息税前利润率(%)	(86.4)	(43.8)	2.1	2.4	2.9
应收账款	148	107	1,008	2,196	1,176	营业利润率(%)	(91.2)	(51.6)	1.0	2.1	2.7
应收票据	0	0	0	0	0	毛利率(%)	6.0	13.1	12.2	11.2	10.7
存货	2	2	18	11	19	归属母公司净利润率(%)	(65.0)	(43.7)	0.7	1.3	1.7
预付账款	51	66	587	2,261	1,071	ROE(%)	(142.1)	(30.7)	2.5	13.4	16.8
合同资产	0	0	0	0	0	ROIC(%)	(40.9)	(19.6)	2.6	10.2	12.3
其他流动资产	339	255	531	1,175	742	<b>偿债能力</b>					
<b>非流动资产</b>	<b>1,246</b>	<b>1,050</b>	<b>1,111</b>	<b>1,154</b>	<b>1,192</b>	资产负债率	1.0	0.8	0.8	0.9	0.8
长期投资	535	406	406	406	406	净负债权益比	2.7	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
固定资产	26	22	67	108	145	流动比率	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
无形资产	14	12	20	26	27	<b>营运能力</b>					
其他长期资产	671	611	617	614	615	总资产周转率	0.2	0.2	1.0	1.8	1.9
<b>资产合计</b>	<b>2,542</b>	<b>2,152</b>	<b>4,693</b>	<b>8,181</b>	<b>5,818</b>	应收账款周转率	4.0	3.9	6.0	7.2	8.0
<b>流动负债</b>	<b>1,955</b>	<b>1,608</b>	<b>3,507</b>	<b>7,112</b>	<b>4,434</b>	应付账款周转率	1.3	1.5	6.8	13.5	13.4
短期借款	574	484	643	752	743	<b>费用率</b>					
应付账款	416	263	716	992	1,015	销售费用率(%)	46.2	32.2	7.3	7.2	6.5
其他流动负债	964	861	2,147	5,368	2,677	管理费用率(%)	18.8	18.8	3.1	1.5	1.3
<b>非流动负债</b>	<b>468</b>	<b>56</b>	<b>422</b>	<b>133</b>	<b>190</b>	研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	6	45	186	9	10	财务费用率(%)	10.7	10.5	2.0	0.6	0.4
其他长期负债	461	12	237	124	181	<b>每股指标(元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2,423</b>	<b>1,665</b>	<b>3,929</b>	<b>7,246</b>	<b>4,625</b>	每股收益(最新摊薄)	(0.5)	(0.2)	0.0	0.2	0.2
股本	906	983	983	983	983	每股经营现金流(最新摊薄)	(0.3)	(0.2)	0.1	0.3	0.3
少数股东权益	(207)	(235)	(232)	(214)	(188)	每股净资产(最新摊薄)	0.3	0.7	1.0	1.2	1.4
归属母公司股东权益	327	722	996	1,150	1,381	每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>2,542</b>	<b>2,152</b>	<b>4,693</b>	<b>8,181</b>	<b>5,818</b>	<b>估值比率</b>					
						P/E(最新摊薄)	(14.6)	(30.6)	275.4	44.1	29.2
						P/B(最新摊薄)	20.7	9.4	6.8	5.9	4.9
						EV/EBITDA	(10.9)	(52.3)	58.1	18.9	13.4
						价格/现金流 (倍)	(26.3)	(31.7)	51.5	25.8	21.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(535)	(248)	28	172	257
折旧摊销	94	35	42	54	66
营运资金变动	232	(156)	30	(5)	(32)
其它	(49)	155	32	42	20
<b>经营活动现金流</b>	<b>(257)</b>	<b>(214)</b>	<b>131</b>	<b>262</b>	<b>311</b>
资本支出	(8)	(5)	(90)	(103)	(101)
投资变动	123	112	0	0	0
其他	97	48	20	20	20
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>213</b>	<b>154</b>	<b>(70)</b>	<b>(83)</b>	<b>(81)</b>
银行借款	(316)	(52)	300	(68)	(8)
股权融资	26	536	249	0	0
其他	15	(492)	156	(166)	12
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(276)</b>	<b>(8)</b>	<b>705</b>	<b>(234)</b>	<b>4</b>
<b>净现金流</b>	<b>(320)</b>	<b>(67)</b>	<b>767</b>	<b>(54)</b>	<b>234</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	(56.2)	(26.8)	568.5	244.8	16.9
营业利润增长率(%)	(64.8)	(59.8)	(112.2)	668.5	50.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(68.6)	(52.3)	(111.1)	524.3	51.0
息税前利润增长(%)	(67.0)	(62.9)	(131.5)	306.8	39.5
息税折旧前利润增长(%)	(71.4)	(62.9)	(160.2)	201.8	36.7
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(68.6)	(52.3)	(111.1)	524.3	51.0
<b>盈利能力</b>					
息税前利润率(%)	(86.4)	(43.8)	2.1	2.4	2.9
营业利润率(%)	(91.2)	(51.6)	1.0	2.1	2.7
毛利率(%)	6.0	13.1	12.2	11.2	10.7
归属母公司净利润率(%)	(65.0)	(43.7)	0.7	1.3	1.7
ROE(%)	(142.1)	(30.7)	2.5	13.4	16.8
ROIC(%)	(40.9)	(19.6)	2.6	10.2	12.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	1.0	0.8	0.8	0.9	0.8
净负债权益比	2.7	(0.2)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
流动比率	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	1.0	1.8	1.9
应收账款周转率	4.0	3.9	6.0	7.2	8.0
应付账款周转率	1.3	1.5	6.8	13.5	13.4
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	46.2	32.2	7.3	7.2	6.5
管理费用率(%)	18.8	18.8	3.1	1.5	1.3
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	10.7	10.5	2.0	0.6	0.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	(0.5)	(0.2)	0.0	0.2	0.2
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.3)	(0.2)	0.1	0.3	0.3
每股净资产(最新摊薄)	0.3	0.7	1.0	1.2	1.4
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	(14.6)	(30.6)	275.4	44.1	29.2
P/B(最新摊薄)	20.7	9.4	6.8	5.9	4.9
EV/EBITDA	(10.9)	(52.3)	58.1	18.9	13.4
价格/现金流 (倍)	(26.3)	(31.7)	51.5	25.8	21.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

#### **公司投资评级：**

- 买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

#### **行业投资评级：**

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## **风险提示及免责声明**

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券股份有限公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### **中银国际(英国)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371