

# 众信旅游 (002707)

## 出境游市场持续恢复，旅行社龙头加速成长 增持 (首次)

2024年05月28日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006  
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001  
shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书: S0600123070017  
wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	506.99	3,298.49	6,368.53	9,726.13	12,667.32
同比 (%)	(29.08)	550.60	93.07	52.72	30.24
归母净利润 (百万元)	(221.37)	32.27	117.86	208.57	266.72
同比 (%)	52.18	114.58	265.19	76.96	27.89
EPS-最新摊薄 (元/股)	(0.23)	0.03	0.12	0.21	0.27
P/E (现价&最新摊薄)	-	196.09	53.70	30.34	23.73

### 投资要点

- **出境游旅行社龙头，批零一体全国布局：**众信旅游成立于1992年，是国内出境游龙头公司，公司以出境游为核心，批发、零售业务一体发展，线上线下全渠道融合，同时布局国内游和整合营销等业务，已经形成覆盖上下游的资源优势和品牌优势。2019年公司实现收入126.8亿元，其中旅游批发/旅游零售业务分别占比71%/19%；2023年营收为33.0亿元，恢复至2019年同期26%，截至2023年底，全国门店总数达1500家。
- **出境游市场复苏，龙头市占率提升：**1) 疫后出境游市场复苏，旅游需求渐显多元化。2023年出境游达0.87亿人次，恢复至2019年的56%；国际客流结构调整，港澳台居民出入境人次占比为43%，较2019年+9pct。2) 出境游旅行社供给出清，龙头公司市占率提升。2023年末旅行社从业人员24.32万人，较2019年末-42%，供给大幅出清；行业龙头资源优势明显，率先组建供应链，市占率有望提升。3) 国际客流继续恢复，出境游渗透率仍有提升空间。2024年3月国际+港澳台航线旅客运输量合计561.1万人次，恢复至2019年同期的79%，出境游热度进一步提升；2019年我国出境游渗透率为11%，低于世界平均水平19%，仍有较大提升空间。
- **产品&运营打造品牌优势，受益于出境游复苏：**1) 产品：持续创新打造产品力，拓展“旅游+”寻求外延增长。定位中高端市场，产品矩阵覆盖多样化的目的地和旅游方式，持续拓展“旅游+”增量产品。2) 运营：实施全渠道营销策略，加速文旅数字化转型。线上线下渠道结合推进全国化布局，同时利用自媒体营销，提高公司品牌渗透率；与阿里共同投资杭州阿信，自主研发的分销系统平台赋能发展，截至2023年末，单月成交额峰值达3000万。3) 疫后修复：出境游复苏加速，有望释放业绩弹性。中国旅游研究院预计2024年出境旅游人数为1.30亿人次，为2019年同期的84%；公司积极应对出境游市场复苏，拓宽目的地资源，有望释放业绩弹性。
- **盈利预测与投资评级：**众信旅游作为国内出境游运营商龙头，批发零售一体加速全国布局，出境游产品矩阵丰富，疫情期间行业供给出清，龙头公司有望率先受益于出境游恢复，盈利能力持续修复。我们预测众信旅游2024-2026年归母净利润分别为1.2/2.1/2.7亿元，对应PE估值54/30/24倍，基于公司业务快速复苏、市占率有望提升，有一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观需求不及预期风险，汇率上涨风险，市场竞争加剧风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.44
一年最低/最高价	4.90/9.35
市净率(倍)	8.11
流通A股市值(百万元)	5,246.03
总市值(百万元)	6,328.68

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	0.79
资产负债率(% ,LF)	76.93
总股本(百万股)	982.72
流通A股(百万股)	814.60

### 相关研究

- 《众信旅游(002707): 19年经营稳健, 20年或持续承压, 静待疫后复苏》  
2020-05-04
- 《众信旅游(002707): 费用拖累业绩表现, Q3利润显著下滑》  
2019-10-30

## 内容目录

1. 出境游旅行社龙头，批零一体全国布局 .....	4
1.1. 发展历程：全产业链布局打造出境综合服务商 .....	4
1.2. 业务模式：出境游业务为核心，批零一体全渠道发展 .....	5
1.2. 股权结构：携手阿里达成战略合作，管理层深耕多年经验丰富 .....	8
2. 行业分析：出境游市场复苏，龙头市占率提升 .....	9
2.1. 疫后出境游市场复苏，旅游需求渐显多元化 .....	9
2.2. 出境游旅行社供给出清，龙头公司市占率提升 .....	10
2.3. 国际客流继续恢复，出境游渗透率仍有提升空间 .....	11
3. 产品&运营打造品牌优势，受益于出境游复苏 .....	12
3.1. 产品：持续创新打造产品力，拓展“旅游+”寻求外延增长 .....	12
3.2. 运营：实施全渠道营销策略，加速文旅数字化转型 .....	14
3.3. 疫后修复：出境游复苏加速，有望释放业绩弹性 .....	16
4. 财务分析 .....	16
5. 盈利预测与投资建议 .....	18
5.1. 盈利预测 .....	18
5.2. 投资建议 .....	19
6. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1:	众信旅游服务平台概况.....	4
图 2:	众信旅游历程图.....	5
图 3:	2018-2023 年公司分产品营收结构 (亿元) .....	5
图 4:	公司业务布局.....	6
图 5:	全国零售门店数量.....	6
图 6:	公司整合营销业务.....	7
图 7:	众信游学业务.....	7
图 8:	悠联货币业务.....	7
图 9:	公司股权结构图 (截至 2024 年 3 月) .....	8
图 10:	2015-2023 年我国出境旅游人数 .....	9
图 11:	2019 年及 2023 年我国出入境人员结构 (单位: 亿人次) .....	9
图 12:	2022 年中国内地受访者出境游客目的地区域分布.....	10
图 13:	2023 年 7 月中国不同年龄段出境游用户人数占比.....	10
图 14:	2019-2023 年全国旅行社总数 .....	11
图 15:	2019-2022 年全国旅行社从业人数 .....	11
图 16:	2023 年行业龙头旅行社门店市占率.....	11
图 17:	2023 年我国国际航线客运量 (万人次) 及恢复程度.....	12
图 18:	2010-2019 我国与部分国家出境游渗透率对比 .....	12
图 19:	公司微博运营.....	14
图 20:	公司抖音运营.....	14
图 21:	阿信网络官网.....	15
图 22:	阿信网络官网.....	15
图 23:	U2 能量卡.....	15
图 24:	U2GO 服务.....	15
图 25:	众信旅游与沙特阿拉伯达成战略合作.....	16
图 26:	众信旅游与马来西亚达成战略合作.....	16
图 27:	公司营收 (亿元) 及同比增速.....	16
图 28:	公司分业务毛利率情况.....	17
图 29:	公司期间费用率.....	17
图 30:	公司归母净利润及归母净利率.....	18
表 1:	公司主要管理层介绍.....	8
表 2:	公司部分主题游产品.....	13
表 3:	公司部分国内游产品.....	13
表 4:	公司“旅游+”业务布局.....	14
表 5:	收入预测拆分 (单位: 亿元) .....	19
表 6:	众信旅游毛利率及三费率预测.....	19
表 7:	众信旅游营业收入及归母净利润 (单位: 亿元) .....	19
表 8:	众信旅游可比公司估值 (截至 2024 年 5 月 27 日) .....	20

## 1. 出境游旅行社龙头，批零一体全国布局

### 1.1. 发展历程：全产业链布局打造出境综合服务商

国内出境游旅行社龙头，多品牌体系搭建综合服务平台。众信旅游成立于1992年，是国内出境游龙头公司，主要从事出境游批发、出境游零售、整合营销服务等业务，于2014年在深交所上市。公司拥有境内旅游、出境游和入境游业务经营资质，作为A股市场首家民营旅行社上市公司，众信旅游建立了出境旅游服务平台、目的地服务平台、海外教育服务平台等6个服务平台，共包含35个品牌。2019年众信旅游实现营收126.77亿元，拥有超2000家代理客户和数万家合作经营网点。

图1：众信旅游服务平台概况

<p>出境旅游服务平台</p> 	<p>海外教育服务平台</p> 
<p>目的地服务平台</p> 	<p>出境互联网金融服务平台</p> 
<p>移民置业服务平台</p> 	<p>大数据平台</p> 

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司自成立以来分为三个发展阶段。

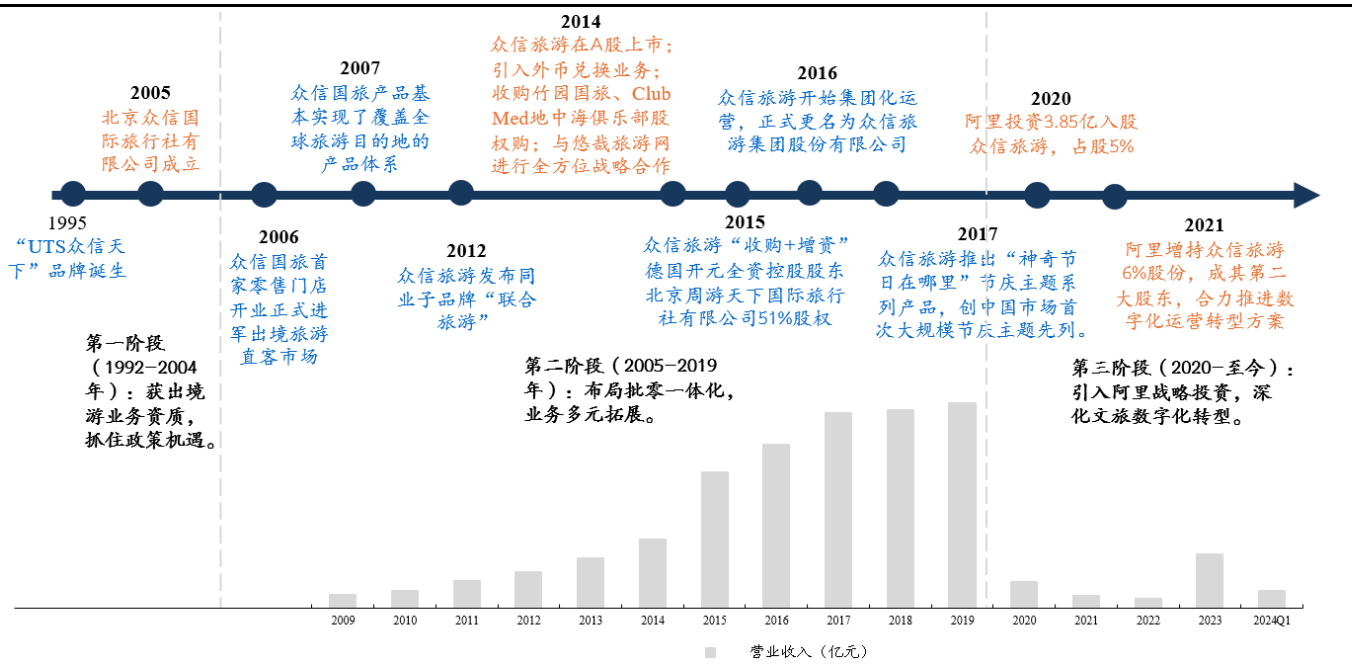
**第一阶段(1992-2005年)：获出境游业务资质，抓住政策机遇。**1992年8月11日，众信旅游在北京成立，主要经营多式联运和运输代理业务。1995年，“UTS众信天下”品牌诞生。2005年，北京众信国际旅行社有限公司成立，主要从事出境游产品批发业务。公司抓住出境旅游政策红利，出境游业务快速发展。

**第二阶段(2006-2019年)：布局批零一体化，业务多元拓展。**2006年，首家零售门店正式开业，公司正式进军出境旅游直客市场。2014年1月23日，公司成功在深交所挂牌上市，成为A股市场上首家民营旅行社上市公司，此后公司整合企业资源，全面布局“旅游+”出境服务，收购竹园国旅，成立优耐德旅游、众信博睿等子公司，并与悠哉旅游网、华谊兄弟、来跑吧体育文化发展有限公司等企业建立合作关系。2016年，众信旅游开始集团化运营，开拓出境游互联网金融业务，营收规模显著提升。

**第三阶段(2020-至今)：引入阿里战略投资，深化文旅数字化转型。**2020-2021年，

阿里两次入股众信旅游，成为公司第二大股东，众信旅游通过引入阿里战略投资，拓展国内游业务，寻找第二增长曲线。2022年，众信旅游宣布设立全资子公司众信数字文化（海南）有限公司，并推出众信文旅数藏元宇宙的平台，以数字化技术为支撑拓展公司在文化旅游全产业链的数字化战略布局，公司发展进入新阶段。

图2：众信旅游历程图

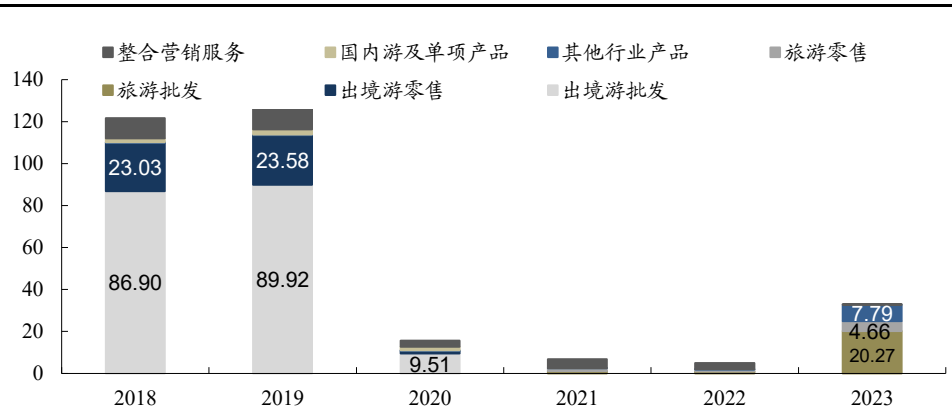


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 业务模式：出境游业务为核心，批零一体全渠道发展

出境游业务为核心，批发、零售一体发展。公司有旅游批发、旅游零售、其他旅游和整合营销业务，其中以出境游业务为核心，2019年出境游批发/零售业务分别实现营业收入为89.92/23.58亿元，分别占总体营收的71%/19%。2020年起出境游业务基本停滞，2023年以来，随着国际航班和签证逐渐恢复，出境游业务开始恢复，2023年公司实现营收32.98亿元，恢复至2019年同期26%。

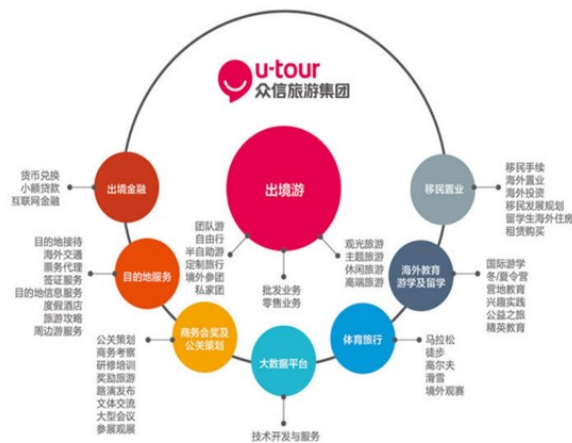
图3：2018-2023年公司分产品营收结构（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**旅游批发业务：产品矩阵丰富，加快目的地资源布局。**旅游批发业务采购交通、景点、酒店、餐厅等上游资源，根据市场需求设计旅游产品，分销给旅行社（代理商）。公司有“优耐德旅游”、“全景旅游”两大批发业务品牌，业务覆盖国内20个以上出境口岸，自由行、目的地玩乐、当地参团等多种类型产品。公司持续整合上游资源，布局投资欧洲、日本、东南亚、中东等海外目的地旅游资源，优化供应链质量，提高溢价能力。2023年6月，公司极地游轮产品中心正式成立，将对现有的南北极游轮产品进行梳理及升级打造。2023年旅游批发业务实现收入20.3亿元，为2019年的23.4%。

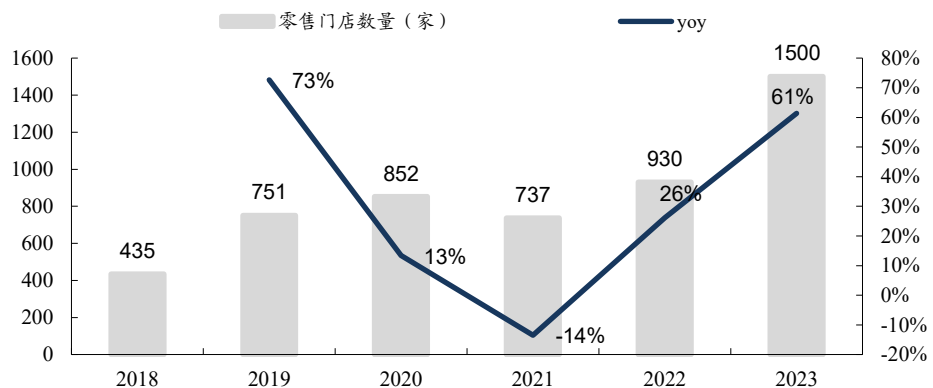
图4：公司业务布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**旅游零售业务：线上线下协同发展，加盟为主推进全国布局。**公司出境游产品单价较高，线下门店销售和服务支撑品牌影响力，公司2018年起实施合伙人模式快速拓展零售门店，目前以加盟模式继续强化全国零售网络布局。公司线上线下场景深度融合，同时布局电商等新零售领域，坚持全国化战略布局。截至2023年底公司全国门店总数达1500家，专业旅游顾问超3500人，2023年零售业务营收为4.7亿元，为2019年同期的19.3%。

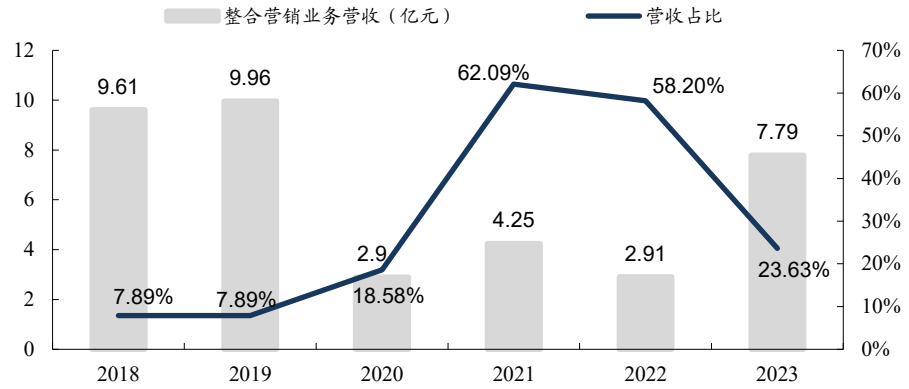
图5：全国零售门店数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**整合营销服务：拓展服务边界，提供全方位商务接待服务。**控股子公司众信博睿是具有整合营销服务综合实力的商务服务企业，为国内政府、企业、机构等团体性质客户提供营销策略服务、境外大型项目策划等活动，利用公司资源和协同优势积极拓展服务边界，迭代升级自身服务体系，提供全方位的商务接待服务。

图6：公司整合营销业务



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**其他业务：横向打造“旅游+”业务，产品多元化提升市场份额。**除公司核心业务外，公司不断拓展多元化业务格局，拓展出境游业务衍生产品，打造“旅游+”业绩多级增长点。公司整合相关业务，横向拓展业务板块，对接上下游资源，成功将旅游与教育、健康、购物、体育、艺术等多个细分领域深度融合，并引入“文数藏元宇宙”的数字化沉浸空间”，以数字化方式赋能传统文旅，以高品质发展路径推动全方位立体打造出境综合服务商。

图7：众信游学业务



数据来源：众信游学留学微信公众号，东吴证券研究所

图8：悠联货币业务

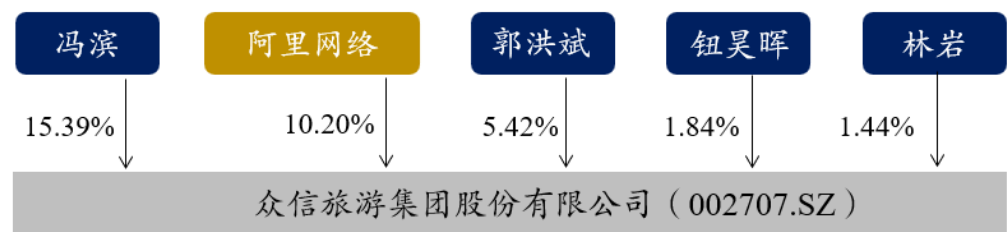


数据来源：众信旅游发言人微信公众号，东吴证券研究所

## 1.2. 股权结构：携手阿里达成战略合作，管理层深耕多年经验丰富

**阿里两次入股赋能公司长发展。**公司于2020年9月和2021年12月两次与阿里巴巴（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》。2020年9月，公司实控人冯滨以8.46元/股的价格向阿里网络转让4547.0295万股，约占众信旅游总股本的5%。2021年12月，阿里网络以4.41元/股的价格受让公司实控人冯滨及股东郭洪斌共计5477.3723万股，占公司总股本的6.04%。截至2024年3月，控股股东和实控人冯滨持股比例15.39%，第二大股东阿里网络持股比例为10.20%。阿里网络的入股满足了众信旅游发展的转型需求以及业务资金需求，二者成立合资企业杭州阿信网络科技有限公司，打造全渠道全场景行业级B To B分销平台，提供在线交易平台。

图9：公司股权结构图（截至2024年3月）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**管理层经验丰富。**公司具有独立完整的业务系统以及必要的职能部门，公司管理层人员具有丰富的出境游、旅游产品运营、战略投资等行业经历，能够综合运用到企业的运营过程中，优秀的战略规划能力以及经验运营能力能够有效提升公司的运营效率，同时推动业务发展战略的决策和实施。

表1：公司主要管理层介绍

姓名	职位	工作经历
冯滨	董事长、总经理	曾任众信旅游集团股份有限公司董事长，现任上市公司董事长、总经理。
张磊	董事	曾任众信旅游集团股份有限公司出境旅游中心总监、监事会主席、副总经理，上市公司子公司优耐德（北京）国际旅行社有限公司总经理，现任上市公司董事。
张一满	董事、副总经理	曾任竹园国际旅行社有限公司出境部人事行政经理、总经理，众信旅游集团股份有限公司总经理助理、副总经理，现任上市公司董事、副总经理。
郭镭	董事、副总经理、董事会秘书	曾任华泰联合证券有限公司投资银行总部董事，众信旅游集团股份有限公司战略投资部总监、副总经理、董事会秘书，现任上市公司董事、副总经理兼董事会秘书。
赵磊	董事	曾任天猫事业部食品快消行业负责人、飞猪消费者运营负责人，现任阿里巴巴集团旗下飞猪旅行副总裁和度假事业部总经理、众信旅游集团股份有限公司董事。
吕菊蓉	财务总监	曾任武汉高德红外股份有限公司审计经理、新疆昊嘉股权投资合伙企业投资总监、上海众信国际旅行社有限公司财务总监、上市公司子公司优耐德（北京）国际旅行社有限公司财务总监，现任上市公司财务总监。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

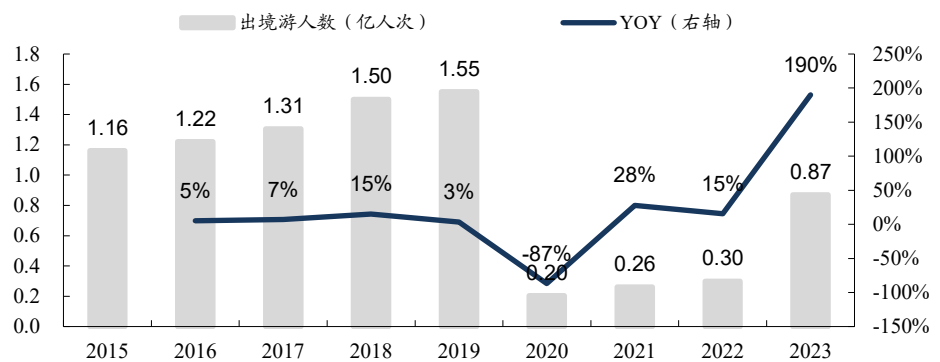


## 2. 行业分析：出境游市场复苏，龙头市占率提升

### 2.1. 疫后出境游市场复苏，旅游需求渐显多元化

**居民出境游意愿修复，出境游市场有序复苏。**自 2023 年初疫情防控政策逐步宽松，我国出境游市场开始重启，终于迎来漫长寒冬之后的万物复苏。根据中国旅游研究院数据，2023 年居民出境旅游意愿增强，出境旅游人数超过 0.87 亿人次，同比+190%，恢复至 2019 年的 56%，预计 2024 年出境旅游人数为 1.30 亿人次，为 2019 年同期的 84%。随着我国旅游市场动能和居民出境游意愿的修复，出境旅游人数有望回归疫情前的稳定增长状态，国际旅游市场预计将迎来有序复苏。

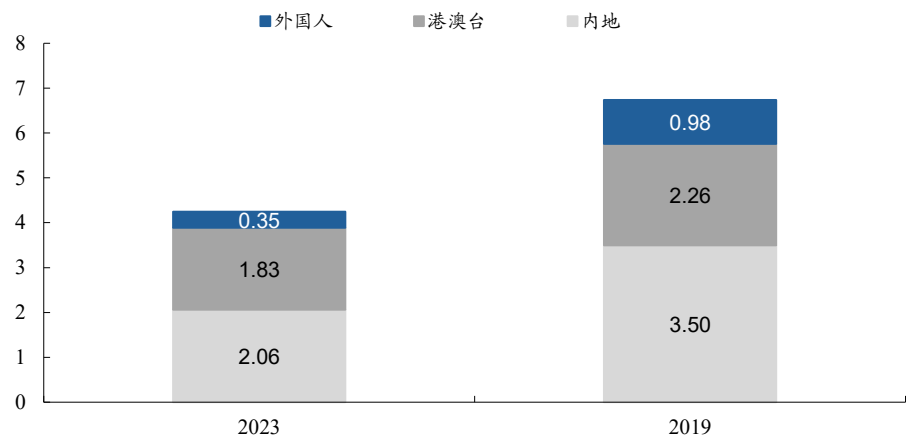
图10：2015-2023 年我国出境旅游人数



数据来源：中国旅游研究院，东吴证券研究所

**国际客流结构调整，港澳台出入境人次占比提高。**2023 年全国移民管理机构全年累计查验出入境人员 4.24 亿人次，同比上升 266.5%，其中内地居民、港澳台居民和外国人分别为 2.06/1.83/0.35 亿人次。2023 年港澳台居民占比 43%，2019 年占比 34%，由于签证及国际航线恢复原因，2023 年港澳台地区率先恢复。

图11：2019 年及 2023 年我国出入境人员结构（单位：亿人次）

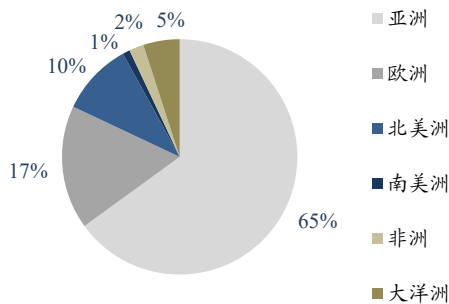


数据来源：国家移民管理局，东吴证券研究所

出境游目的地多元化趋势显现，亚洲国家和地区仍为热门选择。根据中国旅游研究院的调查，受访者中有超过四分之一的游客有意愿前往欧美进行旅游，其次为东南亚和港澳台地区。2022年以来，中国游客的出境选择更为多元化，欧洲、北美洲、非洲等占比提升，亚洲国家和地区仍然以65%的比例位列榜首。

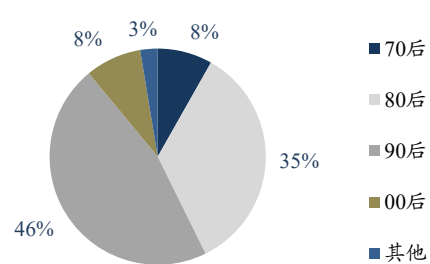
年轻用户开始主导出境游市场，更加关注出行品质与体验。《2023年中国出境游行业发展报告》统计，2023年7月90后及00后用户合计占比超过五成，成为最重要的出境游用户群体。年轻人正在改变中国出境游市场，具体体现在：（1）截至2023年7月，90后与00后人口规模达到3.7亿人，正在改变中国出境游市场的消费偏好、需求结构以及旅行方式；（2）更加追求多元化及个性化，出行需求不断细化，更青睐于满足多样化、定制化的旅行预定平台；（3）计划性较低，年轻人出游决策时间短，不愿意被周密的计划约束，追求体验感。

图12：2022年中国内地受访者出境游客目的地区域分布



数据来源：《中国出境旅游发展年度报告（2023-2024）》，东吴证券研究所

图13：2023年7月中国不同年龄段出境游用户人数占比

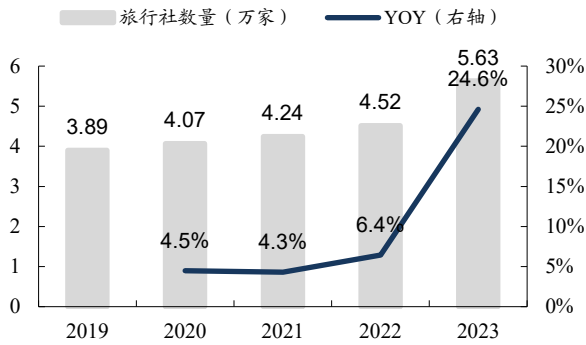


数据来源：《2023年中国出境游行业发展报告》，东吴证券研究所

## 2.2. 出境游旅行社供给出清，龙头公司市占率提升

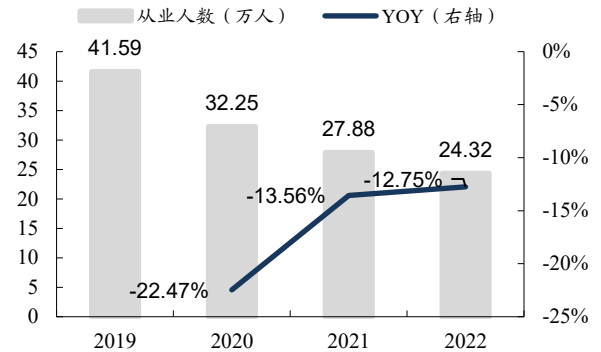
疫情冲击旅行社供给出清。根据文旅部数据，疫情期间国内旅游市场遭受冲击，在旅行社数量增加的情况下从业人数大幅减少，2022年末从业人数24.32万人，较2019年末-42%，供给大幅出清。一方面，疫情后消费者出游习惯发生改变，小红书、抖音等自媒体平台旅游内容产出拉平大众旅游信息差，游客自由行能力提升，参团意愿降低；另一方面，疫情期间大量旅游从业者转行，旅行社产能出清。2023年全国旅行社总数为5.63万家，同比+25%，旅行社供给显著修复。

图14: 2019-2023年全国旅行社总数



数据来源: 文旅部, 东吴证券研究所

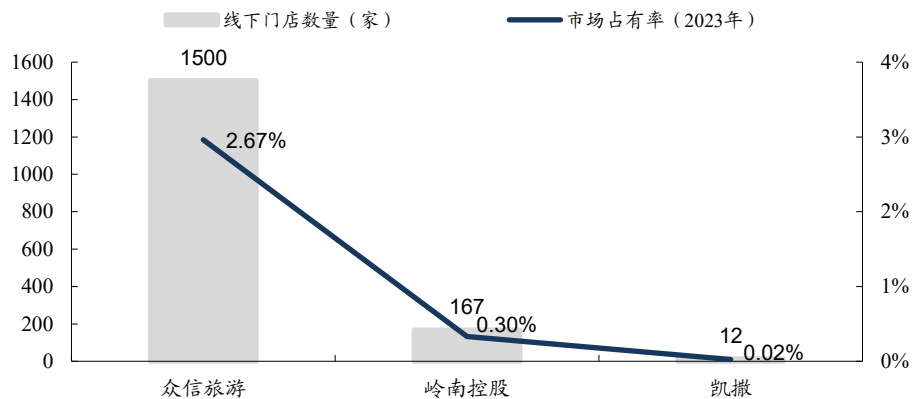
图15: 2019-2022年全国旅行社从业人数



数据来源: 文旅部, 东吴证券研究所

**行业龙头资源优势明显, 市占率提升。**截至2019年底, 众信旅游线下门店数量为751家, 尽管受到疫情影响门店数量在2020至2022年间略有波动, 但疫情后迅速迎来强势反弹, 到2023年底, 门店数量累计达1500家, 较2019年增长99.7%。截至2023年底, 众信旅游、岭南控股、凯撒门店数量分别为1500、167、12家, 头部品牌对出境游市场复苏反应较快, 行业龙头市占率将快速提升。

图16: 2023年行业龙头旅行社门店市占率

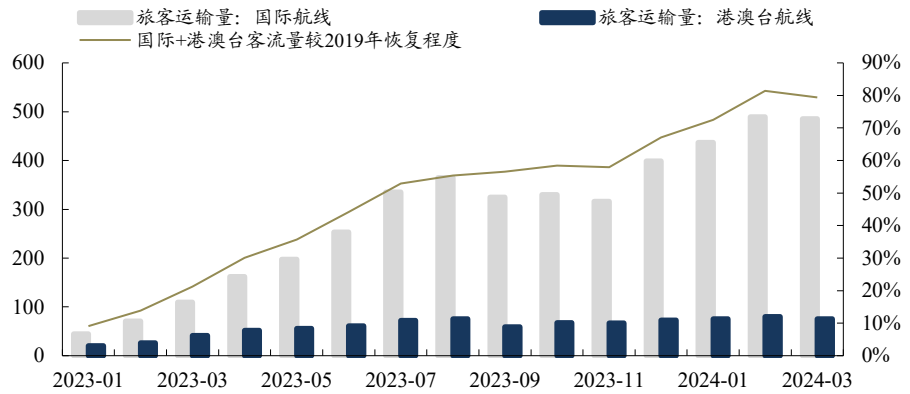


数据来源: 文旅部, 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.3. 国际客流继续恢复, 出境游渗透率仍有提升空间

**国际航线将逐步恢复, 利好出境游进一步修复。**2023年以来我国国际航班逐渐恢复, 2024年3月国际+港澳台航线旅客运输量合计561.1万人次, 恢复至2019年同期的79%。随着国际公商务人员往来和旅游、留学等市场的逐步恢复, 航空公司的航班运力调整逐步到位, 国际航班量有望进一步增加。同时, 签证政策逐渐放开, 免签名单增加, 新兴目的地热度增加, 预计出境游将得到进一步修复。

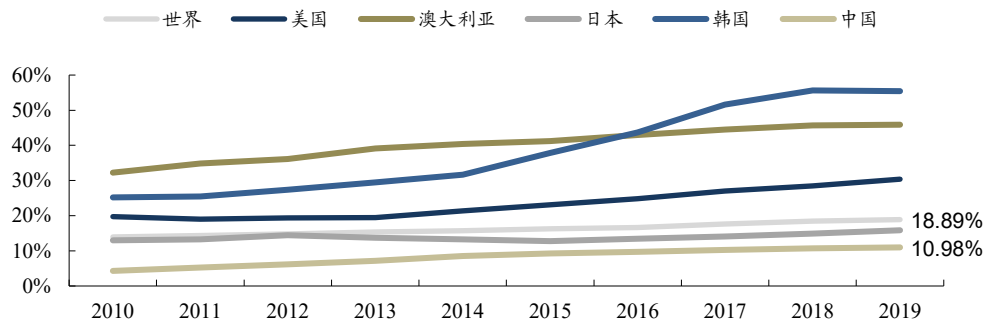
图17: 2023年我国国际航线客运量(万人次)及恢复程度



数据来源: 民航局, 东吴证券研究所

**居民出境游渗透率较低, 仍有提升空间。**与世界平均水平及部分国家相比, 我国出境游渗透率仍有较大提升空间, 出境游客群体量有望持续增长。疫情前, 我国出境游市场快速发展, 随着签证、交通的便利性提升, 国内的出境游人数继续保持稳步提升, 渗透率也呈上涨趋势。2019年各国出境游渗透率达到高峰, 我国出境游渗透率为11%, 低于世界平均水平19%, 较美国、韩国、澳大利亚等成熟市场有较大差距, 仍有很大提升空间。目前我国出境游旅客主要来自于一线城市, 中小城市的出境游人数也在逐年增加, 随着城市化进程推进, 未来非一线城市居民有望成为渗透率提升的主要引擎。

图18: 2010-2019 我国与部分国家出境游渗透率对比



数据来源: UNWTO, 世界银行, 东吴证券研究所

### 3. 产品&运营打造品牌优势, 受益于出境游复苏

#### 3.1. 产品: 持续创新打造产品力, 拓展“旅游+”寻求外延增长

**定位中高端市场, 产品多元强化竞争力。**公司以出境游产品为主, 经过多年发展, 已形成出发地覆盖国内大部分省市、目的地遍布全球200余个国家或地区、旅游方式包

含跟团游、一家一团等多种形式的产品矩阵，能够满足多元市场需求。此外，公司顺应旅游需求转型趋势，加快产品内容迭代创新，成立高端旅游品牌“奇迹旅行”与“优定制”拓展主题游与定制游，推出极地探索、野奢户外、观光度假等主题产品，并允许游客根据目的地、预算等条件进行定制化服务。公司通过细化产品服务供给，持续提升高净值人群旅游体验。2023年6月，公司极地邮轮产品中心正式成立，进一步增强公司在主题旅游领域的业务深度，丰富产品矩阵，增强公司竞争力。

表2: 公司部分主题游产品

主题	产品名称	时长(天)	价格(万/人)
极地探索	南美五国+深度南极半岛极致之旅	37	19.98-23.98
野奢户外	肯尼亚野奢营地游猎飞行之旅	11	5.48
观光度假	老挝万象 勐丰 万荣 琅勃拉邦	6	0.54
环球旅行	MSC2025 环球航线	120	19.98-25.28

数据来源：奇迹旅行公众号，东吴证券研究所

**拓展国内游市场，丰富公司业务。**2020年因受疫情影响，出境游业务停滞。公司旗下“优耐德旅游”与“全景旅游”及时调整经营策略，扩容国内批发业务团队，定位国内中高端旅游市场，加大力度拓展国内游、省内游、周边游产品，并通过全国众多代理商渠道迅速打开市场。2021年公司国内游业务已基本覆盖全国各省市主要旅游目的地，并首次尝试国内内河游轮包船项目，探索国内游轮市场。近年来，公司加快拓展国内目的地资源，持续与景区、目的地端开展深度合作，因地制宜打造高品质旅游产品，不断完善国内游产品矩阵，打造公司新增长极。

表3: 公司部分国内游产品

产品名称	出发地	时长(天)	价格(元)
疆遇三湖 深度北疆	北京	8	6999起/人
万种风情 全景南疆	北京	11	9999起/人
绽放柏联 贵州温泉美食度假	北京	6	10999起/人
夏日赞歌 圣地西藏	北京	9	11999起/人

数据来源：悠哉网，东吴证券研究所；注：产品价格为24.03.19的价格

**加快“旅游+”业务模式，寻求外延增长。**近年来，公司坚持贯彻“从旅游到旅行”发展战略，在业务上以旅游为核心，加速推进“旅游+”业务模式布局，实现多元业态协同发展。2020年，公司先后与中免集团、王府井免税等达成战略合作，正式进军免税与购物领域。同年，公司再次押注海南市场，与海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区在医疗康养旅游、康养基地投资建设等方面达成战略合作，全面推进公司“旅游+医疗”业务。此外，公司多年深耕“旅游+体育”产业链，成立“众信体育”品牌，将体育竞技与旅游需求巧妙结合。公司通过产业链横纵扩张，已实现旅游与健康、购物、体育、教育、艺术等多领域深度融合，全方位打造出境服务商，不断增厚公司竞争壁垒，为公司打开外延成长空间。

表4: 公司“旅游+”业务布局

业务	布局
旅游+体育	成立“众信体育”，发掘体育旅游市场；众信博睿连续五届举办“中国青少年高尔夫球精英赛”
旅游+购物	与中免、王府井免税达成战略合作；携手全球消费精品、一龄医疗集团携手打造爱乐活跨境免税大药房
旅游+医疗	与海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区在医疗康养旅游、康养基地投资建设等方面达成战略合作
旅游+教育	创办“众信游学·游学”子品牌，提供国内研学、国际游学、营地教育等服务

数据来源：众信旅游公众号，东吴证券研究所

### 3.2. 运营：实施全渠道营销策略，加速文旅数字化转型

**布局自媒体营销，提高公司品牌渗透率。**随着自媒体行业快速发展，公司积极深化“互联网+旅游”发展战略，成功布局多个自媒体营销渠道，搭建了一只结合了产品、客服、操作、销售、主播、内容编辑、摄影剪辑师、视频运营在内的专业运营团队，并通过目的地细分账号，精准服务不同目标客群，运营卓有成效。2023年众信旅游电商平台累计直播场次数超过6237场，累计观看超1400万人次，直播旅游产品售卖数量近4万套，活跃粉丝数量接近52万，全面领跑旅游电商直播新领域。公司通过提高自媒体等新零售领域的核心建设能力，实现线上线下协同发展，不断提升公司品牌渗透率与规模效应。

图19: 公司微博运营



数据来源：众信旅游微博，东吴证券研究所

图20: 公司抖音运营



数据来源：众信旅游抖音号，东吴证券研究所

**联手阿里巴巴，B2B平台赋能发展。**2020年，公司联手阿里共同出资设立合资公司杭州阿信。2021年其自主研发的旅游产品分销系统平台正式上线投放市场，并在全国多地启动运营。阿信分销系统为B2B平台，汇集一众供应商与分销商，通过整合产业链资

源，提升旅游行业各个环节效率，为公司打开新的增长空间。截至 2023 年底，该系统注册旅游顾问及门店数量突破万家，单月成交额峰值达 3000 万。随着阿信平台立体化渠道建设推进，有望渗透行业零售终端，进一步赋能公司发展。

图21: 阿信网络官网

图22: 阿信网络官网



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**推出 U2GO 数字平台，加速文旅数字化转型。**2023 年 7 月，公司 U2GO 文旅数字平台正式发布。该平台将数字时代的各类新技术应用与文旅业务逐步深度融合，以全角色带入、超时空内容、多渠道营销和强实体赋能的平台特征对接全球文旅资源。U2 文旅能量卡是其核心元素，贯穿平台所有时空场景。除具有欣赏、收藏价值外，公司将 U2 能量卡与文旅权益及优惠等绑定，延展其价值空间，实现引流赋能。除此之外，U2GO 平台还拥有“U2 文旅元宇宙”“U2 文旅全媒体”以及“U2 文旅数字营销”的综合服务，是公司加快数字化转型，创新旅游营销模式的重要尝试，有助于拓展公司文旅产业发展空间。

图23: U2 能量卡

图24: U2GO 服务



数据来源：U2GO 公众号，东吴证券研究所

数据来源：U2GO 公众号，东吴证券研究所

### 3.3. 疫后修复：出境游复苏加速，有望释放业绩弹性

出境游市场复苏加速利好公司出境游业绩释放。随着国际航班、目的地签证等旅游供应链逐步恢复，出境游市场有望加速复苏。据中国旅游研究院预计，2024年我国出境游人数将达到1.3亿，有望恢复至2019年的84%。公司密切关注市场复苏态势，积极拓宽目的地资源，与泰国、沙特阿拉伯、马来西亚、匈牙利等一众国家旅游局达成战略合作，不断提高公司出境游产品竞争力。在出境游市场复苏加速利好下，公司出境游业务有望进一步释放经营业绩，带来更多营收增量。

图25：众信旅游与沙特阿拉伯达成战略合作



数据来源：众信旅游公众号，东吴证券研究所

图26：众信旅游与马来西亚达成战略合作

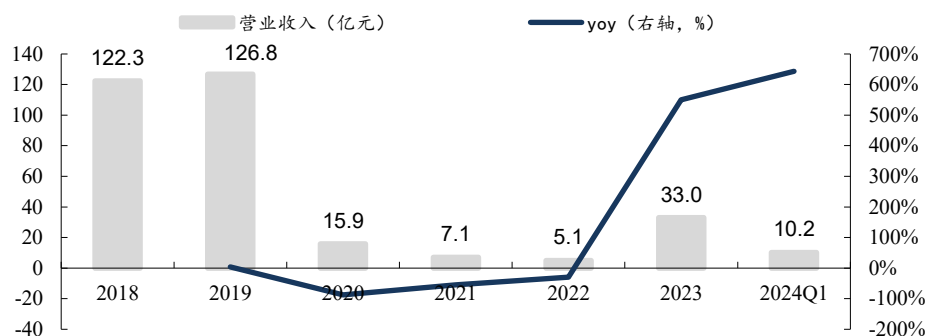


数据来源：众信旅游公众号，东吴证券研究所

## 4. 财务分析

疫后国内外旅游政策放开带动营业收入大幅增长。疫情前公司业绩持续稳健增长，2019年营收126.8亿元，同比+3.6%。疫情期间出境游受限，行业景气度下行，公司营业收入下滑。2023年国内游逐渐恢复，出境航班和签证等逐渐放开，公司营业收入大幅增长为32.98亿元，同比+551%，恢复至2019年的26%；2024年Q1实现营收10.24亿元，同比+643%，为2019年同期的42%，公司业务持续修复。

图27：公司营收（亿元）及同比增速

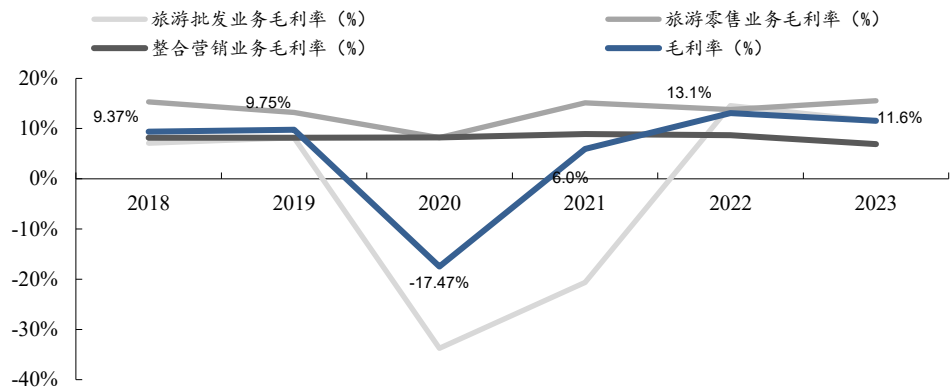


数据来源：公司公告，东吴证券研究所



**疫后业绩回升，毛利率提升明显。**疫情前，由于公司不断推出个性化差异化产品以满足不同消费层面的消费者，拓宽市场份额，使得各业务毛利率稳定维持在 10%左右，其中得益于“零售合伙人门店计划”的推进使得门店跨区域范围扩大，数量暴增，旅游零售业务盈利能力较为强劲，旅游批发和整合营销业务毛利率基本持平。受疫情影响，公司承担了部分机票、酒店等损失，旅游批发业务亏损严重，外加门店数量仍在逐年增加提高运营成本，导致公司营收承压，毛利率大幅下滑。2023 年毛利率为 11.6%，超越疫情前水平，旅游市场逐渐恢复带动公司营收恢复，同时产品单价提升带动毛利率大幅修复。

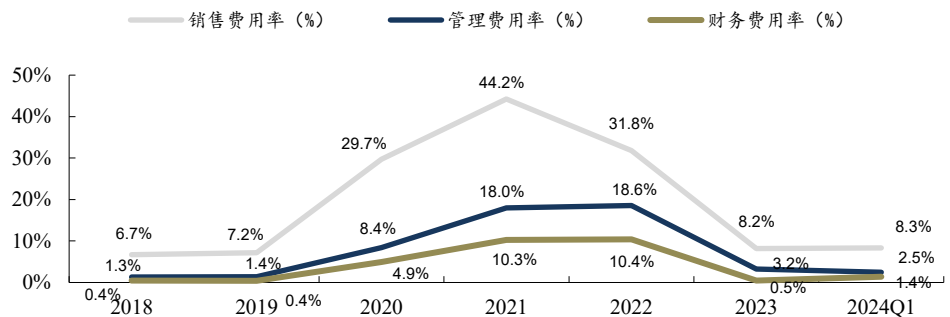
图28：公司分业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**疫后业绩恢复，期间费用率明显改善。**疫情期间，公司营收承压，公司期间费用率持续处于高位，2023 年以来随着营收恢复，费用率持续改善，2024Q1 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 8.3%/2.5%/1.4%，接近 2019 年水平。

图29：公司期间费用率

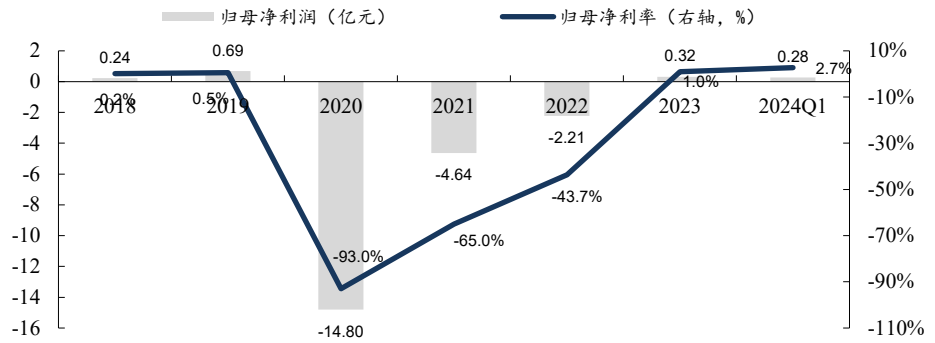


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**归母净利润大幅增长。**随着出境游政策优化，公司主营业务盈利能力恢复，实现疫后扭亏为盈。2023 年全年公司归母净利润为 0.32 亿元，恢复至 2019 年同期 46.4%。2024 年 Q1 公司归母净利润 0.28 亿元，归母净利率为 2.7%，随着行业的不断复苏，出境游业

务恢复带动归母净利率提升。

图30: 公司归母净利润及归母净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

#### 关键假设:

**出境游批发业务:** 公司深度开发诸多针对性的旅游产品, 挖掘各类旅游资源。随着国际航班和签证逐步放开, 出境游批发业务持续恢复, 预计 2024-2026 年分别实现营收 44.0/70.5/93 亿元, 同比增长 117%/60%/32%。

**旅游零售业务:** 公司持续推进全国化布局, 加盟门店持续增加。随着出境游市场复苏, 旅游零售业务释放业绩弹性, 预计 2024-2026 年分别实现营收 10.0/15.6/21.0 亿元, 同比增长 114%/56%/35%。

**整合营销业务:** 作为国内商务会奖业务的主要服务提供商之一, 众信博瑞积极拓展商务接待业务, 预测 2024-2026 年整合营销业务分别实现营收 9.4/10.8/12.2 亿元, 同比增长 20%/15%/13%。

**其他旅游业务:** 旅游产业与其他产业的不断融合, 旅游留学市场有较大发展空间。预测 2024-2026 年其他业务分别实现营收 0.3/0.4/0.5 亿元, 同比增长 32%/28%/22%。

表5: 收入预测拆分 (单位: 亿元)

业务	2022	2023	2024E	2025E	2026E
旅游批发业务	1.04	20.27	44.00	70.50	93.00
yoy	-10.8%	1849.4%	117.0%	60.2%	31.9%
旅游零售业务	0.87	4.66	10.00	15.58	21.00
yoy	-34.5%	433.2%	114.4%	55.8%	34.8%
整合营销业务	2.91	7.79	9.35	10.76	12.15
yoy	-31.4%	167.5%	20.0%	15.0%	13.0%
其他业务	0.18	0.25	0.33	0.43	0.52
yoy	96.3%	38.4%	32.0%	28.0%	22.0%
合计	5.07	32.98	63.69	97.26	126.67
yoy	-29.1%	550.6%	93.1%	52.7%	30.2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

预计公司毛利率较疫情前提升。疫情期间出境游行业供给出清, 公司出境游产品单价提升, 毛利率较疫情前有所提升。随着营收规模逐渐恢复, 三费率回落, 未来将维持相对稳定。

表6: 众信旅游毛利率及三费率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	6.0%	13.1%	11.6%	9.8%	9.6%	9.4%
销售费用率	46.2%	32.2%	8.2%	5.6%	5.0%	4.9%
管理费用率	18.8%	18.8%	3.2%	2.0%	1.6%	1.4%
财务费用率	10.7%	10.5%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

综上, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.18/2.09/2.67 亿元, 同比增长 265%/77%/28%。随着出境游及国内游需求释放, 公司各业务表现回暖, 预计公司净利率状况将持续改善, 2024-2026 年归母净利率分别为 1.9%/2.1%/2.1%。

表7: 众信旅游营业收入及归母净利润 (单位: 亿元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7.15	5.07	32.98	63.69	97.26	126.67
yoy	-55.1%	-29.1%	550.6%	93.1%	52.7%	30.2%
归母净利润	-4.63	-2.21	0.32	1.18	2.09	2.67
归母净利率	-67.7%	-44.2%	1.0%	1.9%	2.1%	2.1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 5.2. 投资建议

众信旅游作为国内出境游运营商龙头, 批发零售一体加速全国布局, 出境游产品矩阵丰富, 疫情期间行业供给出清, 龙头公司有望率先受益于出境游恢复, 盈利能力持续修复。选取主营业务涉及出境游旅行社业务的 2 家公司作为可比公司, 2024-2026 年按市值加权平均 PE 为 29/18/16 倍。我们预测众信旅游 2024-2026 年归母净利润分别为

1.2/2.1/2.7 亿元，对应 PE 估值 54/30/24 倍，基于公司业务快速复苏、市占率有望提升，有一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

表8：众信旅游可比公司估值（截至 2024 年 5 月 27 日）

股票代码/ 简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资 评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
000524.SZ/ 岭南控股	61	0.7	2.2	2.8	2.9	88	28	22	21	未评 级
600138.SH/ 中青旅	75	1.9	2.6	5.1	6.0	39	29	15	13	未评 级
可比公司按市值加权平均估值							29	18	16	
<b>002707.SZ/ 众信旅游</b>	<b>63</b>	<b>0.3</b>	<b>1.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.7</b>	<b>196</b>	<b>54</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>增持</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：众信旅游估值由东吴证券研究所预测，岭南控股和中青旅的估值根据 wind 一致预期给出

## 6. 风险提示

**宏观需求不及预期风险：**若经济景气度不及预期，居民旅游出行需求乏力，将影响公司的客流，进而影响公司的盈利状况。

**汇率上涨风险：**目前较多目的地国家汇率大幅上涨，导致居民出境游成本增加，价格上涨影响出行意愿，进而对公司主营业务收入产生影响。

**市场竞争加剧风险：**旅行社行业供给增加，或采取价格战等方式抢占市场份额，进而对公司营收和利润造成不利影响。

## 众信旅游三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,351</b>	<b>1,734</b>	<b>2,410</b>	<b>2,975</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,298</b>	<b>6,369</b>	<b>9,726</b>	<b>12,667</b>
货币资金及交易性金融资产	642	503	756	1,050	营业成本(含金融类)	2,917	5,744	8,792	11,474
经营性应收款项	583	1,105	1,516	1,779	税金及附加	4	6	10	13
存货	9	13	15	16	销售费用	269	356	485	626
合同资产	0	0	0	0	管理费用	106	128	153	174
其他流动资产	117	113	123	130	研发费用	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>1,060</b>	<b>880</b>	<b>721</b>	<b>579</b>	财务费用	16	10	8	12
长期股权投资	89	89	89	89	加:其他收益	2	5	4	3
固定资产及使用权资产	121	115	107	100	投资净收益	1	2	2	2
在建工程	178	188	196	201	公允价值变动	(1)	0	0	0
无形资产	13	14	15	15	减值损失	69	27	12	2
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	(5)
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>58</b>	<b>159</b>	<b>297</b>	<b>371</b>
其他非流动资产	659	474	314	174	营业外净收支	4	5	5	3
<b>资产总计</b>	<b>2,410</b>	<b>2,613</b>	<b>3,131</b>	<b>3,554</b>	<b>利润总额</b>	<b>63</b>	<b>164</b>	<b>302</b>	<b>374</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,871</b>	<b>1,919</b>	<b>2,194</b>	<b>2,316</b>	减:所得税	29	41	84	94
短期借款及一年内到期的非流动负债	435	360	330	300	<b>净利润</b>	<b>34</b>	<b>123</b>	<b>217</b>	<b>281</b>
经营性应付款项	397	479	611	637	减:少数股东损益	2	5	9	14
合同负债	436	509	486	507	<b>归属母公司净利润</b>	<b>32</b>	<b>118</b>	<b>209</b>	<b>267</b>
其他流动负债	603	571	767	872	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.03	0.12	0.21	0.27
非流动负债	24	54	79	99	EBIT	59	173	310	386
长期借款	21	51	76	96	EBITDA	84	194	329	404
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.57	9.80	9.60	9.42
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	0.98	1.85	2.14	2.11
其他非流动负债	3	3	3	3	收入增长率(%)	550.60	93.07	52.72	30.24
<b>负债合计</b>	<b>1,895</b>	<b>1,973</b>	<b>2,273</b>	<b>2,415</b>	归母净利润增长率(%)	114.58	265.19	76.96	27.89
归属母公司股东权益	749	868	1,077	1,344					
少数股东权益	(233)	(228)	(219)	(205)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>516</b>	<b>640</b>	<b>858</b>	<b>1,138</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,410</b>	<b>2,613</b>	<b>3,131</b>	<b>3,554</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	170	(251)	122	190	每股净资产(元)	0.76	0.88	1.10	1.37
投资活动现金流	(88)	167	148	126	最新发行在外股份(百万股)	983	983	983	983
筹资活动现金流	(146)	3	(17)	(22)	ROIC(%)	3.13	12.84	19.25	20.68
现金净增加额	(63)	(83)	253	294	ROE-摊薄(%)	4.31	13.57	19.37	19.85
折旧和摊销	25	21	20	18	资产负债率(%)	78.60	75.50	72.60	67.97
资本开支	(32)	(19)	(14)	(16)	P/E(现价&最新股本摊薄)	196.09	53.70	30.34	23.73
营运资本变动	117	(373)	(108)	(119)	P/B(现价)	8.45	7.29	5.88	4.71

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>